

美国商行财富管理：窥见非息收入演变

——商业银行转型深度研判系列之二



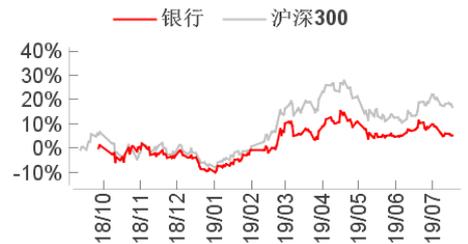
行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 银行业
报告发布日期 2019年09月27日

核心观点

- 在财富管理业务演变过程中，监管放开混业经营限制、理财需求增加、经济下行、利率市场化是美国商业银行财富管理业务蓬勃发展的驱动要素。外部上监管从业经营向混业经营转变，打开了银行财富管理产品多样化和并购扩张的空间；经济滞胀时期财富进一步向高收入人群集中，50-60年代“婴儿潮”人口步入中青年，带来理财人口基数和理财需求的大幅上升。内部上，由于经济下行压力较大，利率市场化推进，银行利息收入增速下滑，能够带来较高非息收入和客户粘性，高净值客户粘性的提高也能反过来促进利息收入的增长，因此70年代以来，美国商行逐步加大财富管理业务的发展力度，逐步形成了“精细化、客户化、高端化”的多品类、综合化财富管理业务。
- 从公司的角度，以美银和富国为例，探究商行发展财富管理业务的3个阶段，即发展初期外部收购；收购后进行内部重构，实现“板块-条线”的垂直管理；重构后逐渐形成自身鲜明的品牌特色。1) 收购策略上，应当在相似领域进行谨慎收购。从收购时机的纵向对比，完成收购后，两家银行财富管理板块的客户资产余额均大幅增长。美国银行分别增长19%和43%，富国银行更是直线增长900%。从收购效果的横向对比来看，美银的两次收购功过参半，尤其是收购美联后，短期内出现重大亏损，长期才逐步获益。富国银行则在危机中靠收购实现弯道超车，收购后协同性高，各业务板块净利润稳步提升。2) 业务条线设置上，可采用垂直管理，形成“全方位、多层次、跨板块”的业务条线。美银设立了全球财富及投资管理板块，板块下三条线各司其职，美国信托条线为资产超1000万美元的高净值和超高净值人群提供定制化策略和较复杂的投资方案，美林条线为25万到1000万资产的富裕阶层打造一对一财富顾问和投资管理服务，Merrill Edge为资产低于25万美元的大众客户提供个人资金管理和投资指导的打包式服务。富国设立财富和投资管理板块，板块下共五条线，即富国顾问、私人银行、Abbot Downing、富国机构养老和信托、富国资产管理，分别针对富裕阶层、高净值人群、超高净值人群、机构客户和对公客户。3) 业务优化时，可发挥禀赋要素，打造差异化品牌。美银始终以客户为中心，借助投顾团队，为客户量身打造符合其财务现状和财务目标的增值保值方案，客户体验度大大提升。富国的鲜明特色在于“社区化”战略，以服务居民和中小企业为核心，坚持精耕细作，深挖居民理财需求。更注重已有客户关系和服务的深度，形成了以交叉销售为优势的业务模式。

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

联系人 张静娴
021-63325888-4311
zhangjingxian@orientsec.com.cn

投资建议与投资标的

- 关注零售业务佳的全能型银行。零售业务佳的银行有利于实现客户在板块间迁徙，共同拓展业务价值链，实现“跨板块”协同效果。关注具备信息科技优势的银行。在信息科技领域具备优势的银行能够发挥信息科技的优势，将人工顾问的专业知识和算法相结合。具备区域优势的银行。区域经济优势较好其风险控制能力较好的银行，能够有助于抵御经济下行时期的风险，塑造良好的企业形象，吸引财富管理的投资者，实现财富管理及整体业务利润的上升。个股方面，建议关注 招商银行(600036, 增持)、建设银行(601939, 未评级)、工商银行(601398, 未评级)、常熟银行(601128, 未评级)。

风险提示

- 商行并购不适宜，整合失败风险；国外财富管理经验或有“水土不服”，业务发展仍在探索阶段。

相关报告

转型零售，顺势而为： 2018-11-06

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 美国商行财富管理业务演变要素	4
1.1. 70 年代以前：混业经营限制，业务单一	5
1.2. 70 年代至 80 年代：监管未明确，市场依需求先行	5
1.3. 90 年代以来：多元发展，驶入快轨	6
2. 美国商行财富管理业务发展策略	8
2.1. 收购策略：相似领域，谨慎收购	9
2.1.1. 收购时机的纵向对比	10
2.1.2. 收购效果的横向对比	11
2.1.2.1. 弯道超车的富国	11
2.1.2.2. 功过参半的美银	12
2.1.2.3. 收购效果差异原因分析	13
2.2. 业务条线设置策略：垂直管理，全面多层，跨板块	14
2.2.1. 全方位、多层次：建立广泛业务覆盖网	14
2.2.1.1. 美国银行：高端入手，中端延展	15
2.2.1.2. 富国银行：同时发力，集中高端	16
2.2.2. 跨板块：拓展银行业务价值链	17
2.3. 业务优化策略：发挥要素禀赋，打造差异化品牌	18
2.3.1. 美银：借助投顾团队，打造客户体验	18
2.3.2. 富国：坚持精耕细作，交叉销售为王	19
3. 投资建议与投资标的	20
4. 风险提示	20

图表目录

图 1: 人均可支配收入 (美元) 和人口增长率	6
图 2: 利率市场化时期, 美国银行业利息收入面临压力, 主动提升非利息收入占比	6
图 3: 90 年代后, 美国各类投资基金资产管理规模大幅提升	7
图 4: 美国基尼系数自 70 年代起开始增长, 进入 90 年代增幅明显	7
图 5: 进入 90 年代, 美国家庭财富越来越向高收入人群集中	7
图 6: 相较摩根大通, 美国银行和富国银行的财富管理板块收入在全行占据更重要的地位 (十亿美元)	8
图 19: 美国银行股价变化 (美元) 以及重点大事件	9
图 20: 富国银行股价变化 (美元) 以及重点大事件	9
图 7: 收购完成后, 美银和富国客户资产均持续增长 (十亿美元)	10
图 8: 较危机前, 收购美国信托后的富国银行三大板块净利润均大幅提升, 利润结构保持稳定 (十亿美元)	11
图 9: 2008 年收购美林后, 美国银行财富管理板块净利润出现下滑, 直至 2012 年后才逐步提升 (十亿美元)	12
图 10: 长期来看, 美国银行三大业务板块收入结构更加多元化、均衡化 (十亿美元)	13
图 11: 收购前富国银行的收入结构	14
图 12: 收购前美联银行的收入结构	14
图 13: 经过业务重构, 美银和富国的财富管理业务体系具有“全方位、多层次、跨板块”的特点	15
图 14: 2018 年美国银行业务板块和条线架构	16
图 15: 2018 年富国银行业务板块和条线架构	17
图 16: 美银客户在财富管理板块和个人及公司银行板块间迁徙 (百万美元)	18
图 17: 美银每位财富管理顾问为财富管理板块创造的净利润较刚收购时有较大提升 (万美元)	19
图 18: 富国财富管理板块的交叉销售产品数量高于零售银行和批发银行板块 (个)	20
表 1: 美国商行财富管理业务历程: 业务演变要素梳理	4

1. 美国商行财富管理业务演变要素

美国的财富管理市场起步较早，是全球规模最大、发展最成熟的市场，其制度相对完善、产品种类丰富、参与者众多，对我国商业银行的财富管理业务具有较强的借鉴意义。我们用关键外部因素的变动作为分界线，来划分美国商业银行财富管理业务的发展历程，每个阶段的内外部关键要素逐渐演进，监管逐渐完善。

在财富管理业务演变过程中，**监管放开混业经营限制、理财需求增加、经济下行、利率市场化**是美国商业银行财富管理业务蓬勃发展的驱动要素。外部上监管从分业经营向混业经营转变，打开了银行财富管理产品多样化和并购扩张的空间；经济滞胀时期财富进一步向高收入人群集中，50-60年代“婴儿潮”人口步入中青年，带来理财人口基数和理财需求的大幅上升。内部上，由于经济下行压力较大，利率市场化推进，银行利息收入增速下滑，能够带来较高非息收入和客户粘性，高净值客户粘性的提高也能反过来促进利息收入的增长，因此70年代以来，美国商行逐步加大财富管理业务的发展力度，逐步形成了“精细化、客户化、高端化”的多品类、综合化财富管理业务。

表 1：美国商行财富管理业务历程：业务演变要素梳理

	70年代以前 (混业经营限制，业务单一)	70年代至80年代 (监管未明确，市场依需求先行)	90年代以来 (多元发展，驶入快轨)
银行所处阶段	分业经营时期	利率市场化时期 储蓄向投资转化	混业经营时期
行业外部因素		滞胀时期股市低迷 中产阶级增长	富裕阶层增长
行业内部因素	严禁混业经营	发展非利息业务 金融创新 银行资产负债管理理论	允许混业经营 金融创新持续发展 银行客户关系管理理论
财富管理业务发展特点	单一化	产品化	产品精细化 客户化 高端化 信贷支持
财富管理业务服务类型	财产和税务规划 收益分析 代办手续 遗产继承	信贷支持 理财产品(衍生品) 投资咨询 委托资产管理	理财产品(投资基金、结构化产品、养老基金) 投资咨询 资产管理 私人银行 家庭顾问、生活化服务

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

表 2：监管法案完善和变化历程

	监管法案或机构	涉及财富管理业务	涉及财富管理从业人员
1993年	《格拉斯-斯蒂格尔法案》	混业经营限制 银行业和证券业严格分割	
1940年	《投资公司法》		资管机构相关人员应承担信赖义务

1956年	《银行控股公司法》	银行控股公司只能从事“与银行业密切相关”的业务
1979年	联邦金融机构检查委员会成立	负责统一联邦监管部门的检查报告格式
1999年	《金融服务业现代化法案》	商业银行、投资银行、保险公司混业经营 银行受联邦存款保险公司、货币监理署、各州银行监管部门的监管
2010年	《多德-弗兰克法案》	相关投资顾问根据业务情况分别在SEC和CFTC注册
2010年	金融稳定监督委员会(FSOC)成立	根据资管机构所管理的资产规模及相关资产的所有权分散度来确定其是否会对美国的金融稳定造成威胁
2011年	美国证券交易委员会(SEC)	要求此前豁免注册的投资顾问于2012年3月底前完成登记注册
2016年	金融稳定监督委员会(FSOC)更新规定	资管产品和资管业务对美国金融体系稳定性的风险评估, 确认了流动性风险、赎回风险和杠杆率等因素会对美国的金融稳定造成影响

数据来源: 公开资料整理, 东方证券研究所

1.1. 70年代以前：混业经营限制，业务单一

1933年《格拉斯-斯蒂格尔法案》对混业经营的限制, 导致此时期银行财富管理业务形式单一。该法案将银行业和证券业严格分割开来, 限制银行开展包含证券、保险业务的综合金融服务, 并禁止设立从事证券业务的子公司。混业限制下, 银行业务线发展缓慢, 财富管理以理财服务为主, 内容包括财产和税务规划、收益分析、代办手续和遗产继承等, 以满足客户的基础需求。此时财富管理业务只是个人业务的一种升级版, 辅助商业银行吸引客户。

1.2. 70年代至80年代：监管未明确，市场依需求先行

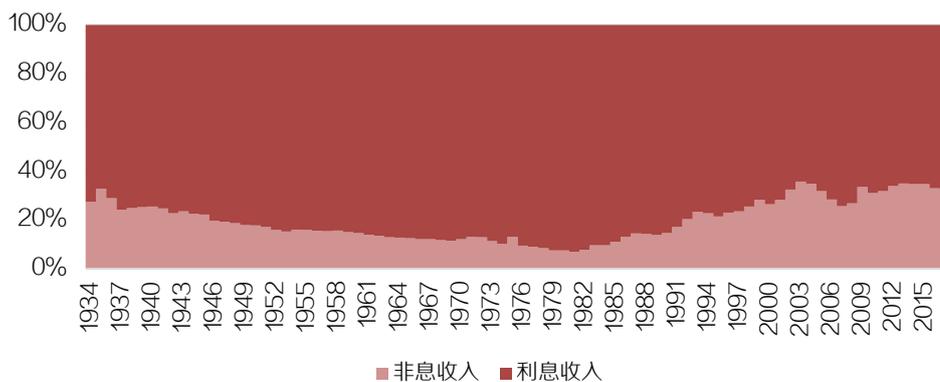
70年代至80年代监管未明确, 为财富管理业务的“野蛮生长”提供了土壤。本时期依旧延续上一时期的监管条例, 仍未改革1933年延续下来的分业经营、分业监管现象。虽然1979年联邦金融机构检查委员会成立, 负责统一联邦监管部门的检查报告格式, 规定从资本状况、资产质量、管理水平、收益、流动性和敏感度等方面考察银行的经营状况。但监管机构对资管机构的运作模式、资产规模和影响范围等方面评估不充分。同时, 2008年金融危机后, 监管条例逐步完善。与之后的时期对比来看, 70-80年代对于财富管理业务方面的监管尚不明确, 为财富管理业务的“野蛮生长”提供了土壤。

该时期, 财富管理业务的蓬勃发展与美国理财人口爆发、人均可支配收入的大幅增长相关。美国人口增长率在50至60年代激增, 激增的这部分人群, 在70至80年代成长为中青年, 为财富管理业务奠定了广泛的人群基础。同时, 在70至80年代, 人均可支配收入快速增长, 生活水平提高, 人们对财富管理的需求增加。

图 1：人均可支配收入（美元）和人口增长率


数据来源：wind，东方证券研究所

商业银行对财富管理业务的需求增大。一方面来看，70年代中后期至80年代，美国开始逐步推进利率市场化，银行利差收窄，利息收入面临较大压力，银行发展非利息业务的需求增加，而财富管理业务以收取佣金为主要盈利模式，恰好能为银行带来非利息收入增长点。另一方面，财富管理客户粘性较大，业绩较为稳定，可以满足银行抗风险能力的需求，是银行多元化转型的主要方向之一。至此，商业银行趋向于提供更加综合化的财富管理业务，涵盖投资者的理财产品销售、投资咨询、委托资产管理等一系列需求。到80年代末，已有许多银行把传统存贷款业务和一揽子理财服务“打包”，向客户开展组合式业务，财富管理成为商业银行重要的一部分。

图 2：利率市场化时期，美国银行业利息收入面临压力，主动提升非利息收入占比


数据来源：wind，东方证券研究所

1.3. 90年代以来：多元发展，驶入快轨

90年代以来，金融自由化浪潮兴起，财富管理发展驶入快车道。特别是1999年《金融服务现代化法案》正式确立了商业银行、投资银行和保险公司混业经营，全能型银行成为可能，跨界并购时有发生。银行财富管理业务可以进一步与证券、信托和基金等业务结合起来，提供“一站式”综合性服务，扩张前景广阔。同时，金融创新持续发展，各类衍生品市场、场外市场交易规模进一

步扩大，投资产品的组合方式和风险程度更加多元化。这一时期，理财产品线被大大丰富，私募基金、风险投资、对冲基金、结构化金融产品和养老基金成为主流。

图 3：90 年代后，美国各类投资基金资产管理规模大幅提升



数据来源：wind，东方证券研究所

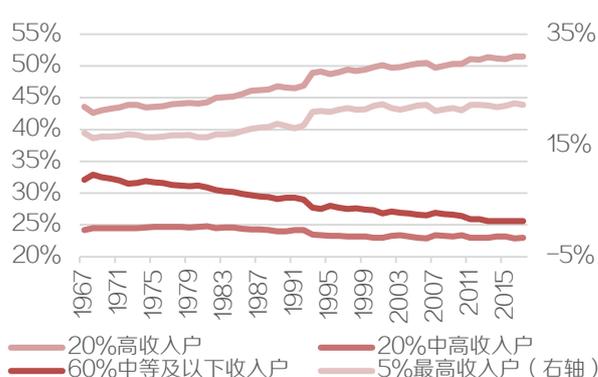
随着高端客户不断增长，财富管理业务的客户群体向上延伸。由于美国贫富差距持续扩大，进入 90 年代，富裕阶层、高净值人群、乃至超高净值人群的财富积累已经越来越多，前 5% 最高收入家庭的收入超过全美总收入的 20%。财富管理客户群体的重心从 70 至 80 年代的中产阶级偏移至高端人群，私人银行和家庭顾问等业务迅速扩张，为客户提供更为复杂和精致的定制化服务。

图 4：美国基尼系数自 70 年代起开始增长，进入 90 年代增幅明显



数据来源：wind，东方证券研究所

图 5：进入 90 年代，美国家庭财富越来越向高收入人群集中



数据来源：wind，东方证券研究所

受上述因素的综合影响，再加上客户关系管理理论（CRM）盛行，这一时期财富管理向“产品精细化”和“客户化”转变，多元化产品和服务成为提高客户粘性的重要手段。银行有能力提供多元化产品，针对从大众中产到富裕人群的各类需求，对客户分层管理，以客户为中心提供定制化财富管理方案。针对高端客户，除了提供理财产品、投资咨询和资产管理外，银行还开始提供生活化服务，如运动和娱乐专家顾问、艺术品鉴赏和收藏指导、高端医疗服务等。由于业务深度和复杂程度逐渐提升，客户关系变得愈发紧密，客户流失率低，使得财富管理成为银行提升竞争力、增加客户忠诚度的重要途径之一。

到 21 世纪，美国银行、富国银行、花旗银行、摩根大通等综合性大行的 AUM 先后突破 500 亿美元大关，各行普遍开设专门的财富管理业务板块，下辖多支业务条线或子公司，财富管理净利润占比均超过 10%。尤其在 2008 年金融危机后，美国银行业更是意识到业务和收入结构多元化的重要性，发力抢占财富管理市场。

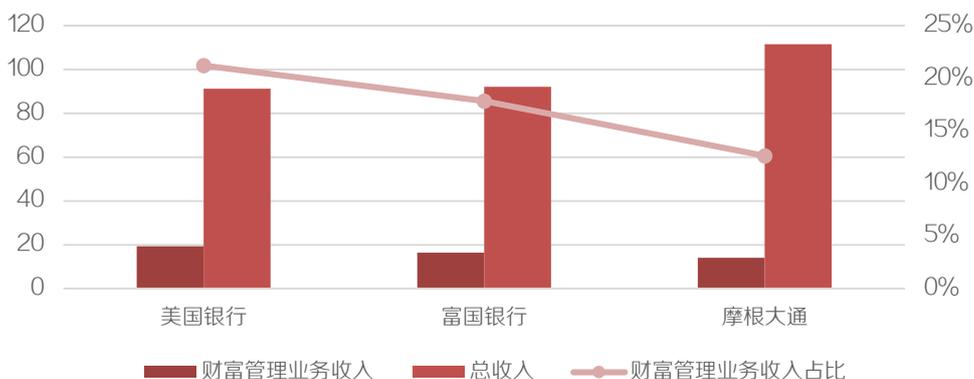
2. 美国商行财富管理业务发展策略

摩根大通、美国银行、富国银行和花旗银行是当今美国的四大商业银行。截至 2018 年末，四家银行的总市值分别达 3198 亿、2383 亿、2111 亿和 1233 亿美元，远超过总市值排名第五的美国合众银行（735 亿美元）。

除了花旗将财富管理业务融入零售银行板块外，其余三大商行均设有专门的财富管理板块，并在分部报告中单独披露经营数据。2018 年，按照客户资产规模排名，摩根大通依靠其庞大的资产管理业务位居榜首（2.7 万亿美元），超过美银（2.6 万亿美元）和富国（1.5 万亿美元）。但从板块营业收入来看，美银超过富国和摩根大通，财富管理板块收入占比分别为 21%、18% 和 13%。从整体来看，美银和富国的财富管理业务占据相对更重要的地位。

因此，我们选取更具代表性的美国银行和富国银行为研究对象，重点关注快车道时期的财富管理业务发展策略。

图 6：相较摩根大通，美国银行和富国银行的财富管理板块收入在全行占据更重要的地位（十亿美元）



数据来源：美国银行、富国银行、摩根大通财报，东方证券研究所

图 7：美国银行股价变化（美元）以及重点大事件


数据来源：wind，公开资料整理，东方证券研究所

图 8：富国银行股价变化（美元）以及重点大事件


数据来源：wind，公开资料整理，东方证券研究所

2.1. 收购策略：相似领域，谨慎收购

外部收购，是两家银行发展财富管理业务共同的初步手段。纵览美国银行业的发展史，并购是贯穿始终的主题。美银、富国、花旗、摩根大通这四大商行，都是通过并购而逐渐做大做强。在财富管理业务的发展中，美银和富国依然遵循收购策略。由于 90 年代前的混业经营限制，银行普遍缺少发展财富管理业务的先发优势和扎实基础，而外部收购的手段恰好能在短时间内壮大财富管

理业务，借助被收购公司的肩膀，快速抢占市场，实现爆发式增长。

2.1.1. 收购时机的纵向对比

美国银行在 2006 年宣布收购全美第四大的财富管理公司——美国信托公司，在 2008 年 9 月宣布收购第三大投行、第一大证券经纪商和财富管理行业领先者——美林公司。而富国银行在 2008 年 12 月收购全美最大的多元化金融服务机构之一——美联银行。

完成收购后，两家银行财富管理板块的客户资产余额均大幅增长。美国银行分别增长 19% 和 43%，富国银行更是直线增长 900%。这主要是由于收购前，富国银行还只是一家总体上处于第二梯队的零售银行，财富管理业务基础薄弱，收购美联后才成为真正意义上大型综合银行。

图 9：收购完成后，美银和富国客户资产均持续增长（十亿美元）



数据来源：美国银行、富国银行财报，东方证券研究所

两家银行的收购行动与当时出现的外部因素密不可分。一是高净值和超高净值家庭数量不断增长，资产超过百万美元的家庭数量在 2006 年达到顶峰；二是 2008 年金融危机使银行意识到收入结构多元化变革的迫切性，银行业期望通过风险更小的非利息业务实现稳定。

相同的外部因素下，一急一缓的经营特色，却造成了两家银行不同的收购时机。

美国银行的前任 CEO 肯·刘易斯素以强悍激进的风格闻名，推崇并购扩张战略，参与了 1998 年轰动全美的国民银行和美洲银行并购案，2001 至 2008 年在位期间更是先后收购波士顿舰队金融公司（美国第三大并购案）和信用卡巨头 MBNA。扩张财富管理业务时，美国银行风格依旧，2006 年与 2008 年的两次收购行动都紧紧把握住了变动中的外部因素。其中美林收购案尤为激进：从美林 CEO 电话询问收购意向，到双方达成收购交易，时长不过 48 个小时；9 月 15 日，美银即宣布以 440 亿美元的高价收购美林，溢价率达 70%。导致美银此次溢价收购的内部因素有三：一是美林是使美银成为美国第一大行的最后一块拼图，早在 2007 年刘易斯便看中了其投行和财富管理方面的优势，曾以高价邀约收购但遭拒绝，2008 年美林濒临破产则是千载难逢的机会，刘易斯对标的的渴求超过了价格因素；二是高盛和摩根史丹利当时也在紧盯着美林这块“香饽饽”，美银必须在巨头插手前谈妥交易；三是刘易斯对美国经济的迅速恢复持有乐观态度，危机中仍坚信大手笔收购策略能为美银带来持续增长。

相比之下，富国银行在收购新业务时则更为稳健。务实、求稳是富国银行长期秉持的战略特色，强大的风险管理能力贯穿发展始终。金融危机期间，富国银行仍能实现 28 亿净利润，便离不开对

传统抵押贷款业务的坚守，没有像花旗银行那样大举投资高风险的次贷业务。体现在收购行动上，富国银行也不似美银那样迅猛如虎。虽然富国前前后后进行了 1600 余次并购，但直至 2008 年收购美联银行前，还只是一家以社区零售为主的全国性银行。美联收购案中，富国更是在谈判中巧妙斡旋，在拉锯战的最后关头，以更为优惠的条件从花旗手中夺走美联。富国此前一向倾向于进行交易数额较小、且在熟悉领域的收购，而促成此次收购的因素主要有二：一是美联庞大的分支机构对富国的零售业务和财富管理业务均有所帮助，是当时美国最大多元化金融服务商，涵盖了零售银行、经纪服务、资产和财富管理及投行等业务；二是危机期间新的税收政策有利于银行通过并购避税，盈利中的富国可从中获得约 200 亿美元的税收留存。

2.1.2. 收购效果的横向对比

相同环境下的类似收购案，收购效果却各有千秋。从整体上看，富国银行在危机中靠收购实现弯道超车，收购后协同性高，各业务板块净利润稳步提升；而美银的两次收购功过参半，尤其是收购美联后，短期内出现重大亏损，长期才逐步获益。

2.1.2.1. 弯道超车的富国

收购美联银行后，富国银行财富管理板块从无到有。2009 年 WBR 板块营收达 108 亿美元，较 2008 年和 2007 年分别增长 300%、343%，总收入同期分别增长 109%、123%；WBR 板块净利润达 5 亿美元，较 2008 年和 2007 年分别增长 400%、43%，总利润同期分别增长 375% 和 59%。

整体上看，较危机前的 2007 年，社区银行、批发银行和财富管理三大板块净利润均大幅提升，占总利润比重基本稳定，呼应了富国一向求稳的风格。

富国银行的成功离不开对低风险抵押贷款的坚守，但危机中收购美联更是起到了如虎添翼的作用。2008 年富国实现营收 440 亿，较危机前还有 7% 的小幅增长；2009 年营收 920 亿，更是急速提升 110%，恢复速度远远超出同业其他大行。富国由此实现弯道超车，营收和资产规模一跃进入银行业第一梯队。

图 10：较危机前，收购美国信托后的富国银行三大板块净利润均大幅提升，利润结构保持稳定（十亿美元）



数据来源：富国银行财报，东方证券研究所

2.1.2.2. 功过参半的美银

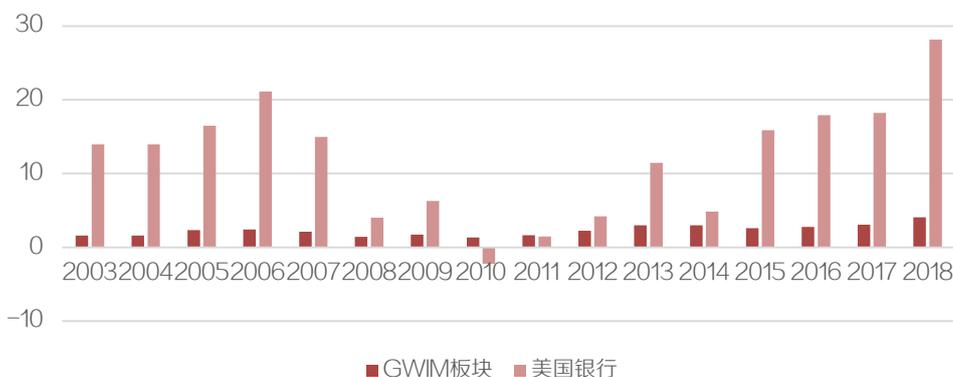
美银的两起收购都促进了财富管理业务的迅猛发展，客户资产规模和业务营收占比均有所提升。但从公司总体的角度看，收购功过参半：短期内效果不佳，长期促进收入结构多元化。

2007 年收购美国信托后，GWIM 板块实现营收 79 亿美元，较上年增长 12%，总收入同期下滑 9%（主要是由于公司和投行板块的 CDO 业务损失惨重）。但 GWIM 板块净利润达 21 亿，较去年下滑 13%；具体来看，净利息收入和非利息收入仅增长 5%和 10%，非利息支出却增长 20%，美国信托条线的非利息成本收入比例高达 124%，收购美国信托为收入带来了新的增长点，却被更高的成本所拖累。

如果说美国信托收购案只是表现平庸，那么美林收购案则更是纷争不断，主要体现为短期亏损、长期受益。随着危机加深，美林在次贷亏损的泥沼中愈陷愈深，2008 年 Q4 亏损高达 158 亿，收购初期对美银造成了巨大压力，并表后的 2008 年 Q4 亏损高达 18 亿美元，创美银 17 年来首次亏损。巨额亏损打击了市场信心，美银股价从 2008 年 Q3（宣布收购）到 2009 年 Q1（股价最低点）未共下跌 88%。2009 年 4 月，被免去董事长职务的刘易斯黯然离场。

形势在 2009 年市场 V 型反弹后出现小幅反转，但 2010 和 2011 年又出现下滑，直至 2012 年才彻底恢复。2009 年，美林条线为 GWIM 板块带来了 68%的营收，板块营收较 2007 年增长 128%，同期总营收增长 80%；板块净利润较 2007 年增长 21%，同期总利润下滑 58%（主要是由于卡业务和家庭贷款业务亏损严重）。但 2010 年和 2011 年，GWIM 净利润仍表现不佳，较 2009 年分别下滑 21%和 5%，都是由于非利息收入增长不及非利息支出，收购后的整合成本仍未完全消化。直至 2012 年，GWIM 板块净利润才恢复至收购前水平，随后开始逐步提升。

图 11：2008 年收购美林后，美国银行财富管理板块净利润出现下滑，直至 2012 年后才逐步提升（十亿美元）



数据来源：美国银行财报，东方证券研究所

长期来看，美国银行消费者银行、公司及投行和财富管理三大板块收入结果更加多元化、均衡化。金融危机后，卡业务和房产抵押贷款业务盈利能力不断下降，财富管理业务随经营环境波动较小，有助于稳定美国银行的整体收入，也使美银成为全美规模最大的全能型银行之一。

图 12：长期来看，美国银行三大业务板块收入结构更加多元化、均衡化（十亿美元）


数据来源：美国银行，东方证券研究所

2.1.2.3. 收购效果差异原因分析

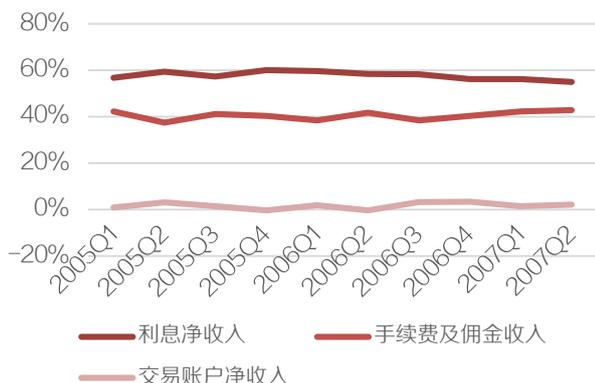
结合以上纵向和横向分析来看，两家银行收购后效果的差异，与收购时的行事风格和标的公司的选择密不可分。

首先，美银闪电收购美林的激进风格为日后的危机埋下祸根。刘易斯向来推崇通过收购来实现增长，这种策略在牛市中卓有成效。但在金融危机中，内外部环境稳定性减弱，大手笔交易的亏损风险显著增加，收购比平时更需谨慎态度。刘易斯的激进风格却反其道而行之，尽调时长不足 48 个小时，对标的的极度渴求和对未来过于乐观的态度不仅导致了如此高的溢价，更是忽视了美林潜在的资产减值风险——金融危机爆发后，美林前几年不断积累的次级抵押贷款迅速沦为大量的不良资产，随着危机不断加深，巨额资产减计逐渐浮出水面，给美银当年的财务状况带来重大打击。高价收购却带来了意料之外的巨额损失，这是股东们对于美银此次收购迅速丧失信心的原因。相比之下，同样是危机中的收购，富国银行仅以美联账面价值 30% 的价格完成收购，整体收益大于危机中的资产减损，市场一片看好，收购后股价涨幅 9%。

其次，两家银行标的公司的选择不同，导致了收购后协同程度的差异。美银的收购对象以非银机构为主，专业性较强，收购后的整合成本昂贵；而富国的收购对象则是大型综合性银行，领域更为熟悉，双方业务和收入结构趋同，协同性更高。具体来看，美联银行 2007 年的业务板块划分为普通银行、财富管理、公司和投行及资本市场四大板块，与富国银行的划分较为类似。从收入结构来看，利息净收入、手续费及佣金收入和交易账户收入结构趋同；但两者相比，富国银行利息收入占比更高，美联银行非利息收入占比更高，富国总体上更为稳定。两者优势互补，协同效应更容易实现，因此合并后三大板块的利润结构较危机前波动不大，并稳步提升。

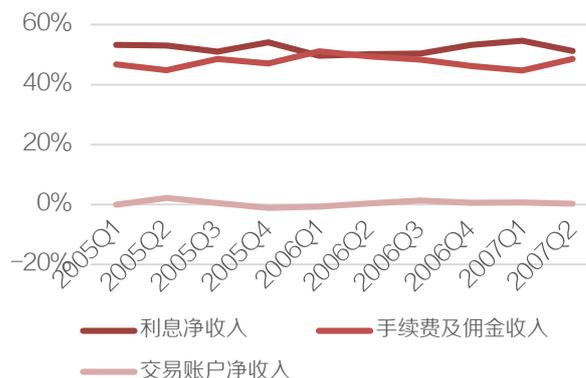
因此，收购以财富管理见长的机构能够实现银行财富管理业务从零到一的爆发式增长，但收购时也应保持谨慎，结合内外部环境的潜在风险，选择合适的标的公司。**财富管理业务的盈利模式是收取手续费及佣金，与银行以利息收入为主的盈利模式存在显著差异，收购时需更加小心。操之过急的财富管理业务收购容易引起排异反应，使整合成本大于整合收益，如上述美银收购案例中的非利息成本增速大于非利息收入增速；收入结构相似的收购容易产生协同效应，如上述富国收购案例中的利息收入和非利息收入优势互补，各板块利润均平稳增长，实现 1+1>2 的整合效果。**

图 13：收购前富国银行的收入结构



数据来源：富国银行财报，东方证券研究所

图 14：收购前美联银行的收入结构



数据来源：美国银行财报，东方证券研究所

2.2. 业务条线设置策略：垂直管理，全面多层，跨板块

收购后，财富管理业务从无到有，银行接下来面临的主要问题是调整业务结构，以实现原有业务与新业务的有机协调，并在未来有更好的发展。

在外部因素的推动下，两家银行顺应形势，经过多轮业务结构调整，都逐步形成了“**板块—条线**”垂直管理的财富管理业务体系，具有“**全方位、多层次、跨板块**”的特点。最上层是单独设立的财富管理板块，和个人银行板块、公司及投资银行板块三足鼎立；但板块之间并不是相互隔绝的，财富管理板块和商业银行板块可以相互支持，客户在板块间迁徙，共同拓展业务价值链，实现“跨板块”协同效果。板块下是垂直管理的多个业务条线，随着收购行动和新的趋势而不断重构，借助各条线的特色优势，提供精细化服务，瞄准不同客群，实现“全方位”的服务范围和“多层次”的目标市场。

2.2.1. 全方位、多层次：建立广泛业务覆盖网

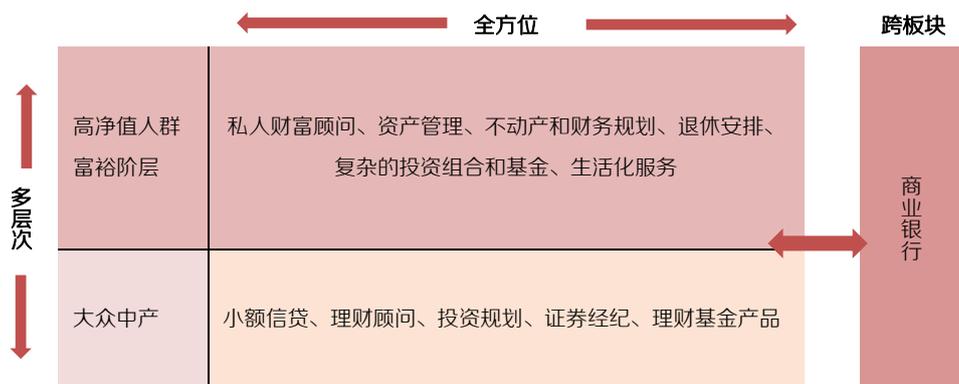
全方位的财富管理业务是银行的共同选择，无论是深耕私人银行还是顾及大众市场，美国大型商业银行的财富管理业务均可为目标客户提供投资咨询、投资管理、资产配置、养老金计划、多样化的投资基金产品、定制化解决方案和生活化服务，美银和富国也不例外。

推动银行财富管理业务向“全方位”发展的因素有三。一是“**客户化**”的发展理念，要求财富管理业务为客户打造集存贷款、理财产品、投资咨询和资产管理为一体的一站式金融服务，甚至为客户提供娱乐、体育、医疗等生活化内容，以加深客户联系、提升客户粘性。二是**全能型银行趋势**，混业经营打破了银行、证券、保险和信托等行业的藩篱，跨行业并购时有发生，银行业务线被大大丰富，有能力为客户提供多元化服务。三是**目标客户的特点**，美国富裕人群大多通过自主创业致富，客群主要包括企业家、管理人员和医生、律师等精英人才，他们的风险偏好高，态度更为开放，愿意尝试多种投资组合和创新产品，倾向于使用证券经纪、投资分析、对冲基金、货币和地产管理等多种服务来主动增长财富，因此要求银行提供多元化的产品和服务；这与欧洲被动的代际财富传承有明显区别，例如瑞士的财富管理则以较为传统的养老金计划、税务规划、遗产继承等服务为主打业务。

多层次的客户群体为银行的目标市场提供了可能性，银行因自身战略而做出了不同选择。随着美国贫富差距不断扩大，财富管理业的目标客户逐渐集中在两个主战场：**一是大众中产阶级，二是高净值和超高净值人群**。面向前者的业务包括小额信贷、理财顾问、投资规划、证券经纪和基金理财产品，面向后者的业务是以私人银行和家庭办公室为主体所进行的私人财富顾问、资产管理、退休安排、生活化服务和更为复杂的投资组合和基金产品。美银致力于打造“一站式”综合性金融服务，富国秉持“社区化”战略，两者都需要开拓广泛市场，因此**美银和富国的财富管理业务都囊括了大众市场和高端市场**，并对客户分层管理，提供定制化财富管理方案。但也有银行依靠自身特色优势，专注于某一细分客群，如借助资产管理优势主打高净值客户的摩根大通。

总体来看，美银和富国均在每次收购后进行了板块和条线的重构，之后又随着内外部发展趋势进行不断调整，全方位和多层次一横一纵，共同构成了分工明确、条理清晰的综合化财富管理业务网。

图 15：经过业务重构，美银和富国的财富管理业务体系具有“全方位、多层次、跨板块”的特点



数据来源：美国银行、富国银行财报，东方证券研究所

2.2.1.1. 美国银行：高端入手，中端延展

美国银行的重构与调整思路是从高端市场入手，随后再依次向中端和大众市场延展。

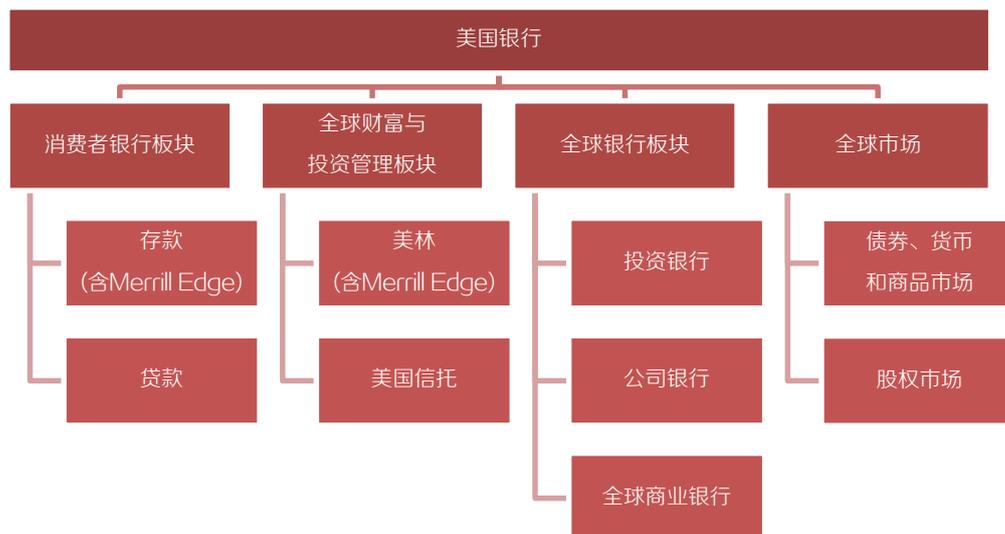
具体来看，美银借助收购美国信托的势头，在 2007 年进行了**第一次重构**，单独设立了全球财富及投资管理（GWIM）板块，意味着财富管理业务被正式纳入未来发展的核心战略方向；GWIM 下辖美国信托条线，将美银原有的家庭财富咨询部门融入其中，依靠美国信托的私人银行优势，主打高端市场。从高端市场入手发展财富管理业务，也顺应了当时高净值人群不断增长的外部趋势。

收购美林后，2009 年进行**第二次调整**，GWIM 再添一个美林条线，借助美林的经纪商品品牌优势和强大的投顾团队，为富裕阶层提供投资咨询和经纪业务，主打中端市场。

2010 年**再度整合形成新业务**，将美林的部分经纪团队和美银的个人银行业务相结合，推出 Merrill Edge 业务线，为大众客户提供投资建议和指导服务，实现目标市场进一步下沉；同时，为顺应金融科技的发展潮流，美银还将 Merrill Edge 做成线上投资管理平台，大众客户可开设储蓄和投资一体化电子账户，根据平台指引进行自主投资，还可与专业投顾团队线上交流。

至此，美银的财富管理板块形成了多层次、全方位的业务体系。三个条线各司其职，分别针对三层目标市场，美国信托条线为资产超 1000 万美元的高净值和超高净值人群提供定制化策略和较复杂的投资方案，美林条线为 25 万到 1000 万资产的富裕阶层打造一对一财富顾问和投资管理服务，Merrill Edge 为资产低于 25 万美元的大众客户提供个人资金管理和投资指导的打包式服务。三者囊括了信贷支持、资产负债管理、投资咨询和经纪服务、投资组合产品、不动产和财务规划、定制化资产管理和养老计划等多种服务。

图 16：2018 年美国银行业务板块和条线架构



数据来源：美国银行公告，东方证券研究所

2.2.1.2. 富国银行：同时发力，集中高端

富国银行的重构和调整思路是先在高中低三层市场同时发力，随后重点加大高端市场投入，业务划分在后期愈发清晰。

富国收购美联银行后，在 2009 年进行**第一次重构**，成立财富、经纪和养老（WBR）板块。由于美联银行的业务相比美国信托和美林更加综合化，不同于美银从高端市场入手，富国的财富管理业务在高中低三层市场同时发力：财富管理条线下辖富国顾问和富国投资两个部门，融入美联的财富顾问团队，为富裕阶层和高净值人群提供财务规划、私人银行、投资管理、信托和不动产和遗产继承服务，主打中、高端市场；家庭财务条线由美联的家庭办公室业务演变而来，为高净值人群提供家庭办公室服务，主打超高端市场；零售经纪条线向消费者提供投资咨询和经纪服务，退休条线为个人投资者提供养老金规划服务，主打大众市场。

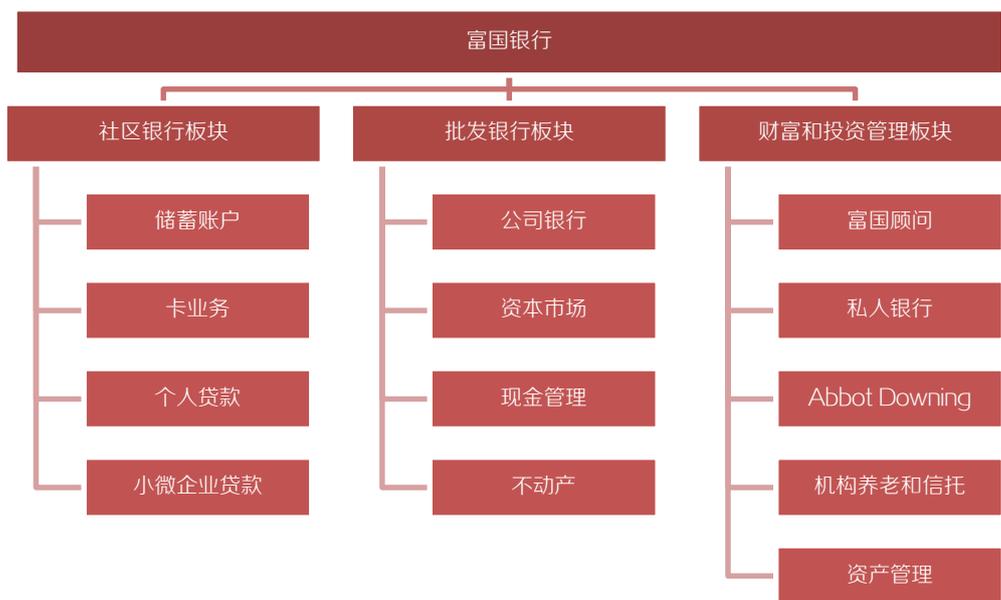
2012 年**再度整合形成新业务**，进一步向超高端市场发力，将家庭财务条线优化为 Abbot Downing 精品私人银行，专门向资产超 5000 万的超高净值人群提供更为精致和复杂的定制化服务。

2015 年进行**第二次板块重构**，WBR 板块更名为财富和投资管理（WIM），把批发银行板块

下的资产管理业务纳入 WIM；同时，板块下的条线也经历一轮大调整，变为富国顾问（富裕阶层）、私人银行（高净值人群）、Abbot Downing（超高净值人群）、富国机构养老和信托（机构客户）、富国资产管理（对公）五大条线。此次重构使得对目标市场的划分更为清晰，业务分工愈发明确，有助于富国更加有序地发展财富管理业务，客户管理和对应业务的联系更加紧密。

整体来看，一个明显的趋势是富国将财富管理板块越来越集中于中高端市场。在 2015 年的业务调整后，针对大众市场的零售经纪和个人养老业务在板块中的地位逐渐弱化，不再单独开设条线；面向大众居民的理财业务仍是集中最具在社区银行板块。

图 17：2018 年富国银行业务板块和条线架构



数据来源：富国银行公告，东方证券研究所

2.2.2. 跨板块：拓展银行业务价值链

跨板块，是指商业银行业务和财富管理业务能实现较强的协同效应，银行既可向商业银行客户推销财富管理产品，又可向财富管理客户提供存贷款、信用卡、代收代付等商业银行业务，客户账户可以在两个板块之间迁徙。跨板块是财富管理业务与生俱来的特质，最初便是因为能够辅助个人银行吸引客户才开始发展的，70 至 80 年代以来更成为银行提升客户忠诚度的核心业务之一，能为商业银行带来价值链延伸，商业银行的品牌和信誉又能反过来为其提供保障。

美银根据客户资产规模定期调整客户所属板块，每年都有大量客户在财富管理和个人银行板块间迁徙。2009 年收购美林后，美银按照个人银行和财富管理的资产门槛，重新划分了新、老客户的账户，共计 434 亿美元的客户存款从财富管理板块迁徙至个人银行板块，205 亿美元的客户资产从个人银行板块迁徙至财富管理板块。美银 2014 年年报中显示，美林条线 40% 的新增客户都由其他版块吸引而来，公司银行的机构客户购买养老金产品的数量上涨 53%。Merrill Edge 平台使大众客户的存贷账户和经纪账户实现一体化管理，客户能够在平台上方便的调动资金进行投

资，也促进了财富管理和个人银行的板块间联动。

图 18：美银客户在财富管理板块和个人及公司银行板块间迁徙（百万美元）



数据来源：美国银行财报，东方证券研究所

富国通过瞄准客户痛点，为客户跨板块业务提供便利。例如，小微企业主通常需要亲自管理繁复的个人和公司财务，富国便为在零售银行板块进行借贷的小微企业客户开设个人和公司财富管理账户，为其提供财务计划、税务规划、理财顾问等服务，打通零售银行和财富管理两大板块，延伸业务价值链。

2.3. 业务优化策略：发挥要素禀赋，打造差异化品牌

2.3.1. 美银：借助投顾团队，打造客户体验

美银的发展战略始终以客户为中心。进入 21 世纪后，面对银行业客户忠诚度普遍不高的现象，美银认为要通过提升服务质量、改善客户满意度来提升客户忠诚度，并建立长期的客户关系；随后，美银在全行贯彻落实“方针管理”（hoshin kanri），其关键在于倾听客户之声（VoC），成为美国银行业最先采用这一管理模式的银行之一。金融危机收购美林后，美银提出了打造一站式综合金融超市的战略目标，力图通过提升客户体验度来满足客户的核心需求。

在财富管理业务方面，美林带来的专业投资顾问团队成为了美银实现客户战略的核心优势。收购美林后，超过 18000 名的专业财富顾问被纳入美银旗下，规模排名全美第一；这些美林顾问曾被华尔街称作“闪电军团”，能在短时间内为客户提供出色的财富管理策略。美银借助优质的投顾团队，通过广泛的一对一投资咨询服务，倾听客户的需求，为客户量身打造符合其财务现状和财务目标的增值保值方案，客户体验度大大提升。为了覆盖更广泛的客户，美银还把一部分投顾团队分派至各地方零售分支机构，面向居民和小微企业的存款客户推销理财产品，并让更多的客户体验到优质的投资顾问服务。美银将自身的投顾优势充分发挥，财富顾问的优质服务成为了美银的品牌特色，2018 年美林条线下的每位财富顾问为财富管理板块创造净利润 23.3 万美元，比 2009 年刚收购时提升了 103.5%。

近年来，美银借助前沿的信息科技来进一步发挥投顾优势。运用人工智能技术，美银将 Merrill Edge 在线经纪平台渐渐进化成一个智能投资顾问平台，通过机器学习，将人工顾问的专业知识和算法相结合，根据客户的年龄、职业、财产状况和投资目标等信息向客户提供自动化投资指引和建

议，客户还能和机器人顾问进行交谈。这一技术使以往中高端客户才能接触到的财务规划建议被扩散至更广泛的大众客户，在线服务也更有利于吸引和留住新一代年轻客户。

图 19：美银每位财富管理顾问为财富管理板块创造的净利润较刚收购时有较大提升（万美元）



数据来源：美国银行财报，东方证券研究所

2.3.2. 富国：坚持精耕细作，交叉销售为王

富国的鲜明特色在于“社区化”战略，以服务居民和中小企业为核心，坚持精耕细作。相比广泛拓展客户的美银，富国更注重已有客户关系和服务的深度，形成了以交叉销售为优势的业务模式，主要体现在以下几个方面：

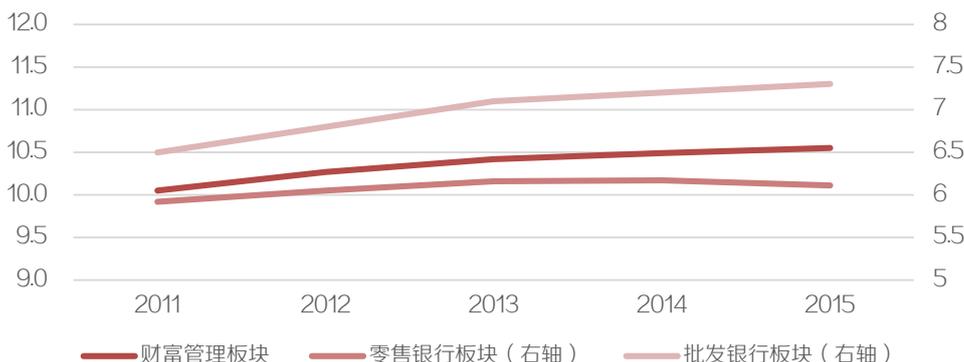
打入社区内部，深挖居民理财需求。富国每个社区银行的员工或理财顾问会深入到居民之中，对居民进行家访和问卷调查，并分析住户的报税单、银行信用报告等材料，了解社区居民的财务状况和理财投资需求，许多员工甚至在生活上和社区居民打成一片。银行由此能够为每户居民设计十分贴近生活的用户画像，用财务现状、信用评级、风险偏好等指标衡量，将不同特质的顾客分门别类，如大学生、年轻白领、小微企业主和退休老夫妇等。富国针对不同的客户画像设计了共计 80 多种理财方案，涵盖了各类客户在人生各阶段的财富需求，如为学生家长开设的教育基金投资账户，为年轻中产提供抵押贷款并进行再投资，为小微企业主提供避税方案，和为老年人提供医疗保险和拓宽家庭收入方面的建议。

开设零售“商店”，拉近社区距离。富国将零售银行的分支网店成为“商店”，在店面设计上采取超市的概念，如取消分隔员工和顾客的柜台，设置更容易操作的电子服务设备，派员工招徕顾客和介绍零售产品。富国将财富管理业务也融入了这种零售商店的模式之中。店员会向顾客进行近距离的询问和交流，强调对顾客的服务；再加上店员本来就十分熟悉本社区居民的细微需求，因此可以在顾客办理业务时介绍合适的理财产品。

借助全面业务网，发挥交叉销售优势。富国银行的鲜明特色在于交叉销售，交叉销售意味着向旧客户推销更多的新产品或服务，而财富管理多层次、全方位的产品和服务网络恰好可以使交叉销售发挥到极致，高端市场的消费能力也相对零售板块更大。交叉销售实现银行和客户的双赢，理财顾问团队根据细分的客户档案推销更多的个性化产品，提升了销售额，同时，客户购买的理财产品和服务越多，富国收取的佣金或年费也更低。同时，富国内部也将客户关系维护纳入员工考核指标，若理财团队流失 1 名存量客户，必须通过新增 7 名新客户来弥补损失，强调对已有客户关系的维护

和深挖。截至 2015 年（2016 年虚假账户丑闻之后富国不再对外公布交叉销售指标），财富管理板块的零售家庭平均拥有 10.55 个交叉销售产品；相比之下，社区银行板块的零售家庭拥有 6.11 个交叉销售产品。

图 20：富国财富管理板块的交叉销售产品数量高于零售银行和批发银行板块（个）



数据来源：富国银行财报，东方证券研究所

3. 投资建议与投资标的

关注零售业务佳的全能型银行。对于商业银行而言，财富管理板块和商业银行板块可以相互支持。零售业务佳的银行有利于实现客户在板块间迁徙，共同拓展业务价值链，实现“跨板块”协同效果。同时，全能型的银行能够混业经营，依托银行、证券、保险和信托等资源优势，极大地丰富银行的业务线，便于为财富管理者提供多元化的服务，有利于实现财富管理板块的业绩提升。

关注具备信息科技优势的银行。在信息科技领域具备优势的银行能够发挥信息科技的优势，将人工顾问的专业知识和算法相结合，根据客户的年龄、职业、财产状况等信息向客户提供自动化投资建议，实现财富管理业务的进步。同时，从长期来看，具备信息科技优势可协助银行建立科学的客户画像，瞄准不同客群，区别大众群体、高净值和超高净值人群，建立更加细分的客户市场及适宜的产品，逐步推进“多层次”的目标市场进程，释放数字化能力。

具备区域优势的银行。国内经济仍有下行压力，伴随降准实施，货币流动性将增强，稳健的货币政策将持续发力。区域经济优势较好且风险控制能力较好的银行，有助于抵御经济下行时期的风险，塑造良好的企业形象，吸引财富管理的投资者，实现财富管理及整体业务利润的上升。个股方面，建议关注招商银行(600036，增持)、工商银行(601398，未评级)、建设银行(601939，未评级)、常熟银行(601128，未评级)。

4. 风险提示

商业银行的财富管理业务，部分资管子公司还处在发展阶段，可能出现转型失败、并购不适宜等风险。

国外先进的理念可能会存在“水土不服”，财富管理业务仍在探索发展阶段。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

