



证券

券商经纪业务发展分析及业务建议

2020年02月18日

投资要点

分析师：李兴

执业编号：S0300518100001

电话：010-66235713

邮箱：lixing@y kzq.com

相关研究

《【联讯非银】证券行业2019年中期策略：拥抱政策春风，把握投行主线》
2019-06-20

《【联讯非银行业事件点评】头部券商加强银证合作，增量资金驰援科创板》
2019-07-18

国内券商经纪业务现状

经纪业务作为证券公司的传统业务，其收入来源包含代理买卖证券业务、交易单元席位租赁和代销金融产品业务三类，其中以代理买卖证券业务为主，一般占比超过80%。代理买卖证券业务收入来源主要包括向客户收取的证券交易佣金及手续费，该收入取决于客户的交易量和证券公司收取的经纪佣金费率。我国证券行业经纪业务收入2015-2018年不断下滑，一方面是由于交易量的下滑，另一方面行业平均佣金率也在不断下滑。交易量的下滑主要是市场走势影响交投活跃度，而佣金率的下滑更多是行业内部的原因，这一点从国内外资本市场佣金率变化过程也可以看出。

国外佣金变化：固定佣金制到自由协商制

从世界范围来看，大多数证券市场均经历了交易佣金从固定佣金制到自由协商制、佣金率从高到底的变化过程。1975年之前，全球主要资本市场均采用固定佣金制。1975年5月1日，美国通过《有价证券修正法案》，在全球范围内率先开始采用佣金协商制度，证券交易佣金自由化序幕拉开，随后全球各国纷纷开展佣金制度改革，大部分国家取消了固定佣金制度和最低佣金限制，交易佣金完全由证券公司和客户共同协商决定。总结海外市场的佣金自由化变革过程，主要受四方面因素的推动：技术进步、国际竞争、投资者增加和业务多元化。

A股佣金变化：政策改革推动，市场竞争加剧

与大部分国家资本市场发展一致，A股市场在成立初期也采取固定佣金制度，1990年A股开市，证券公司按3.5%的固定比例对A股交易收取佣金。监管层在2002年出台了《关于调整证券交易佣金收取标准的通知》，开启浮动佣金制时代。随着“一人多户”和互联网金融的快速发展，以及网上委托、移动证券等非现场交易方式的普及，投资者在证券公司之间的转移成本大幅降低，佣金议价能力明显提升，佣金费率进一步走低。2017年后，市场佣金率进入缓降阶段，我们认为A股佣金逐步企稳可能性较大。

美国投行经纪业务分析

美国在全球范围内率先开始采用佣金协商制度，我们选取三家美国证券交易商来分析其经纪业务发展，分别是美林证券、嘉信理财和亿创理财。美林证券通过强大后台和研究实力，为客户提供综合性交易服务，首创年费收费模式，同时给予经纪人业内较高水平的激励；嘉信理财以折扣经纪商起家，抓住基金交易痛点和互联网发展机遇，推出共同基金账户和在线交易平台聚集大量客户，通过客户分类提供多样性服务，逐步转型财富管理，业务收入不断多元化；亿创理财则是专注于价格敏感型客户，自身定位于通道型互联网经纪商，通过发展互联网技术和并购同类型竞争者降低交易成本，为客户提



供更低价的交易服务。

◇ 美国投行经纪业务借鉴意义

总结美国投行经纪业务发展的经验，我们认为对国内券商有以下借鉴意义。对于综合实力较强的头部券商而言，可以借鉴美林证券的全面投资顾问服务模式，发展重心转向财富管理。对于中等规模券商而言，可以参考嘉信理财从折扣经纪商向综合金融服务商转型的成功经验，通过技术革新、产品创新聚集客户，加强客户精准分类，深入挖掘客户需求。对区域性券商而言，可以借鉴亿创理财的互联网发展模式，通过发展互联网技术和并购同类型竞争者降低交易成本，为客户提供更低价的交易服务，客户营销方面可以参考美国区域性投行采取的社区营销模式，结合区域内产业资源特点，为区域内客户提供精品化经纪业务服务。

◇ 国内券商经纪业务发展建议

国内券商中，华泰证券依靠科技赋能财富管理，自主研发打造高效率中后台，多年位居股基交易市占率榜首。虽然国内证券行业经纪业务收入占比不断下降，但经纪业务部门作为券商与客户接触第一线，是券商业务的流量入口，可以为投行资管等其他部门引入增量业务，证券公司做大经纪业务还是很有必要性。证券公司经纪业务的关键在于获客和活客，首先获取大量客户资产，然后活跃客户进行投资交易创收。在市场同质化竞争加剧带来行业佣金率下降的趋势下，券商应该打造差异化的竞争优势，在提升证券经纪业务市场占有率的同时，推动营业部从通道业务向财富管理和综合营销渠道转型，将营业部打造成为公司全产品销售的渠道和平台。目前我国券商财富管理业务处于初级阶段，需从提高客户分类精度、提升资产配置能力和增强内部协同入手。

◇ 风险提示

资本市场大幅波动风险，证券公司经营风险。



目录

一、券商经纪业务：竞争日趋激烈，佣金逐步下滑	5
（一）国外佣金变化：固定佣金制到自由协商制	5
（二）A 股佣金变化：政策改革推动，市场竞争加剧	7
（三）A 股佣金逐步企稳可能性较大	10
二、美国投行经纪业务分析	11
（一）美林证券：首创年费制度，提供“综合性选择”服务	11
（二）嘉信理财：由折扣经纪商到综合金融服务商	13
（三）亿创理财：通道型互联网经纪商	15
三、国内券商经纪业务简介	16
（一）华泰证券：科技赋能财富管理，移动交易终端活跃	16
（二）东方财富：一站式互联网金融服务平台	19
四、国内券商经纪业务发展建议	20
（一）美国投行经纪业务发展借鉴意义	20
（二）做大经纪业务，发展长尾客户	21
（三）转型财富管理，增强内部协同	22
五、风险提示	23

图表目录

图表 1：经纪业务收入与 A 股成交额高度相关	5
图表 2：海外资本市场佣金改革情况	5
图表 3：海外市场佣金自由化变革推动因素	6
图表 4：2012 年后证券行业经纪业务收入占比逐步下降	7
图表 5：证券营业部分类情况	8
图表 6：证券公司营业部数量	8
图表 7：2007 年后证券行业佣金率走势	9
图表 8：A 股新增投资者数量(万人)	11
图表 9：A 股投资者占城镇适龄人口比例 (%)	11
图表 10：美林证券对 FA 内部协同	12
图表 11：嘉信理财旗下子公司	13
图表 12：嘉信理财发展历程	14
图表 13：嘉信理财利息收入占营业收入比重	15
图表 14：亿创理财手续费及佣金收入（亿美元）	15
图表 15：2018Q4 证券机构自营 APP 活跃用户规模（万）	16
图表 16：2018Q4 证券机构自营 APP 人均单日使用时间（分钟）	17
图表 17：公司“涨乐财富通”用户量及使用率不断攀升	17
图表 18：公司营业部数量与经纪业务市占率变化情况	18



图表 19: 华泰证券 2018 年营业部平均股基成交额位居龙头券商榜首 (亿元)	18
图表 20: 2018 年基金和信托销售规模增长显著 (亿元)	19
图表 21: 美国投行经纪业务的三种代表模式.....	21
图表 22: 部分券商财富管理转型举措.....	22

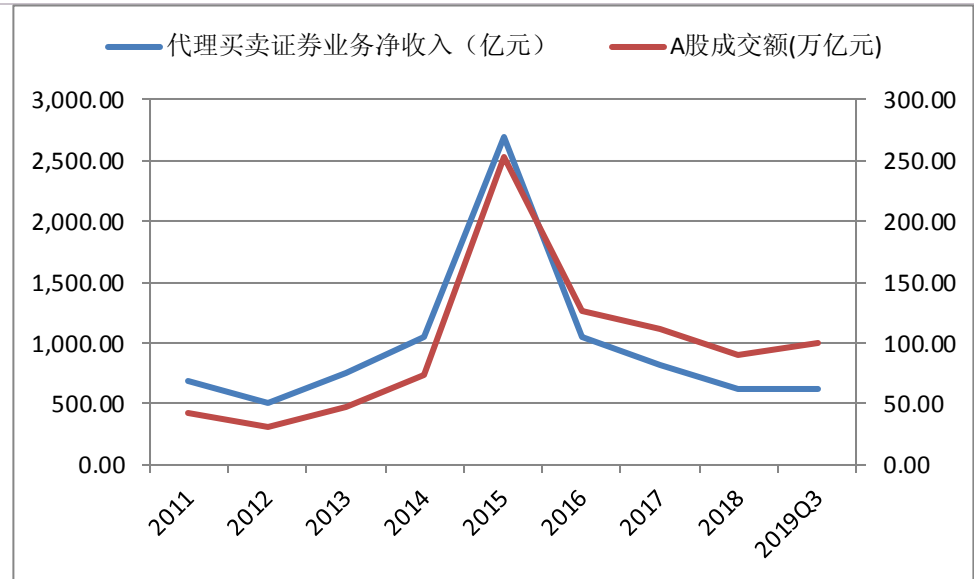


一、券商经纪业务：竞争日趋激烈，佣金逐步下滑

按传统方式，证券公司业务一般分为五个板块，经纪业务、投行业务、资管业务、自营投资和信用业务，其中前三者属于轻资产业务也可以叫作通道业务，资产收益率较高，自营和信用属于重资产业务。随着行业发展，目前部分券商调整了业务架构，将经纪业务和信用业务合并为财富管理业务，而投行和自营合并为机构业务，另外还有投资管理和国际业务。

经纪业务作为证券公司的传统业务，其收入来源包含代理买卖证券业务、交易单元席位租赁和代销金融产品业务三类，其中以代理买卖证券业务为主，一般占比超过 80%。代理买卖证券业务收入来源主要包括向客户收取的证券交易佣金及手续费，该收入取决于客户的交易量和证券公司收取的经纪佣金费率。经纪业务收入与 A 股成交额高度相关，2015 年之前趋势基本一致，2015 年之后经纪业务收入下降幅度超过 A 股成交额，主要由于行业净佣金率的下滑。

图表1： 经纪业务收入与 A 股成交额高度相关



资料来源:粤开证券, 证券业协会, 万得

根据证券业协会数据统计，我国证券行业经纪业务收入 2015-2018 年不断下滑，一方面是由于交易量的下滑，另一方面行业平均佣金率也在不断下滑。交易量的下滑主要是市场走势影响交投活跃度，而佣金率的下滑更多是行业内部的原因，这一点从国内外资本市场佣金率变化过程也可以看出。

（一）国外佣金变化：固定佣金制到自由协商制

从世界范围来看，大多数证券市场均经历了交易佣金从固定佣金制到自由协商制、佣金率从高到底的变化过程。1975 年之前，全球主要资本市场均采取固定佣金制。1975 年 5 月 1 日，美国通过《有价证券修正法案》，在全球范围内率先开始采用佣金协商制度，证券交易佣金自由化大幕拉开，随后全球各国纷纷开展佣金制度改革，大部分国家取消了固定佣金制度和最低佣金限制，交易佣金完全由证券公司和客户共同协商决定。

图表2： 海外资本市场佣金改革情况

地区	时间	佣金改革制度
美国	1975	率先取消固定佣金制度，实行佣金协商制

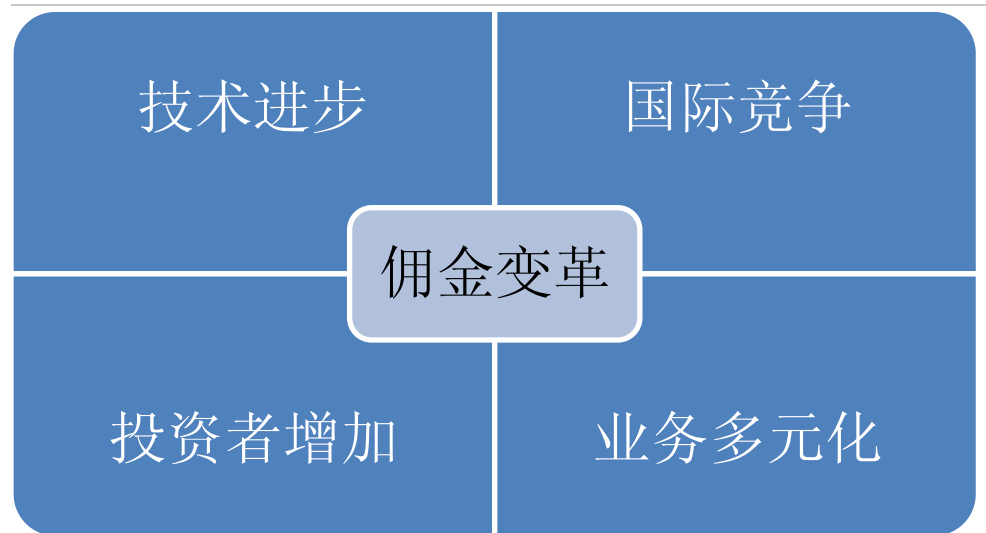


地区	时间	佣金改革制度
澳大利亚	1984	实行有最低限制的浮动佣金制
法国	1985	取消固定佣金，由会员公司与客户协商决定佣金
英国	1986	取消固定佣金，由会员公司与客户协商决定佣金
日本	1999	实行佣金自由化
泰国	2000	实行佣金自由化
新加坡	2000	全面实行佣金自由化
台湾	2000	取消之前按交易金额实行的佣金分级累进制，实行有最高佣金限制的自由协商制度
香港	2002	取消证券及期货交易最低佣金制，引入佣金协商制

资料来源：粤开证券，各交易所网站

总结海外市场的佣金自由化变革过程，主要受四方面因素的推动：技术进步、国际竞争、投资者增加和业务多元化。

图表3：海外市场佣金自由化变革推动因素



资料来源：粤开证券

第一，信息技术尤其是通信技术的进步对证券交易起到降本增效的作用。以交易申报为例，通信技术进步使得投资者可以通过券商自助系统完成报盘交易操作，而之前必须由场内经纪完成，降低了交易成本同时提高了交易效率和准确率，在完成初期信息系统搭建和投入必要维护成本之后，客户交易边际成本大幅降低。在1995年到2000年之间，美国平均每笔网上交易佣金由73美元降至16美元，降幅超过七成。

第二，国际证券市场之间竞争加剧。以伦交所为例，伦敦证交所自1912年开始采用固定佣金制，证券经纪商根据交易额大小，按最低佣金和固定费率计价两种方式向客户收取佣金，佣金率约为交易额的0.65%，当时伦敦股票市场交易量一度位居全球第二。进入20世纪70年代以后，通讯技术飞速发展，大大加快了资本流通的速度，国际金融市场直接竞争加剧。在美国率先开启佣金自由化之后，伦交所的固定佣金制和会员制度劣势凸显，伦交所1974-1984年的股票交易增长率仅为纽交所的一半，股票市场交易量排名也从全球第二下降至第四位。为扭转颓势，英国于1986年采取的名为“BIGBANG”的大改革，主要内容就是废除固定佣金制，采取佣金自由化，客户可与证券经纪商根据市



场供求情况、交易额度及各自的实际情况,决定按何种标准收取佣金或是否收取佣金,改革之后伦交所平均佣金率约为 0.25%,降幅超过 60%,交易佣金降低减少了投资者在伦交所交易成本,激活了市场流动性,再度提升了英国证券市场的国际竞争力。

第三,投资者结构及需求变化。随着世界经济发展和资本市场逐步繁荣,证券市场投资者逐步增加,投资者结构也产生了变化。投资者结构由之前的单一化趋向多元化发展,不同的投资者类别也产生了不同的投资需求,证券经纪商为迎合不同投资者需求开始提供差异化服务,不同的服务对应成本也不相同,此时再采取固定佣金制显然不合时宜,于是部分市场开始允许经纪商和投资者协商佣金收取方式和数量,大多按资金规模和服务项目来具体收费。

第四,券商业务多元化,经纪业务成为流量入口。证券行业逐步发展,券商业务也逐步多元化,经纪业务作为通道是券商多项业务的客户载体。佣金下降虽然直接降低经纪业务收入,但带来新增客户可为券商其他业务引流,例如信用、资管、投行业务等,一般不会引起券商整体收入大幅下滑。

(二) A 股佣金变化: 政策改革推动, 市场竞争加剧

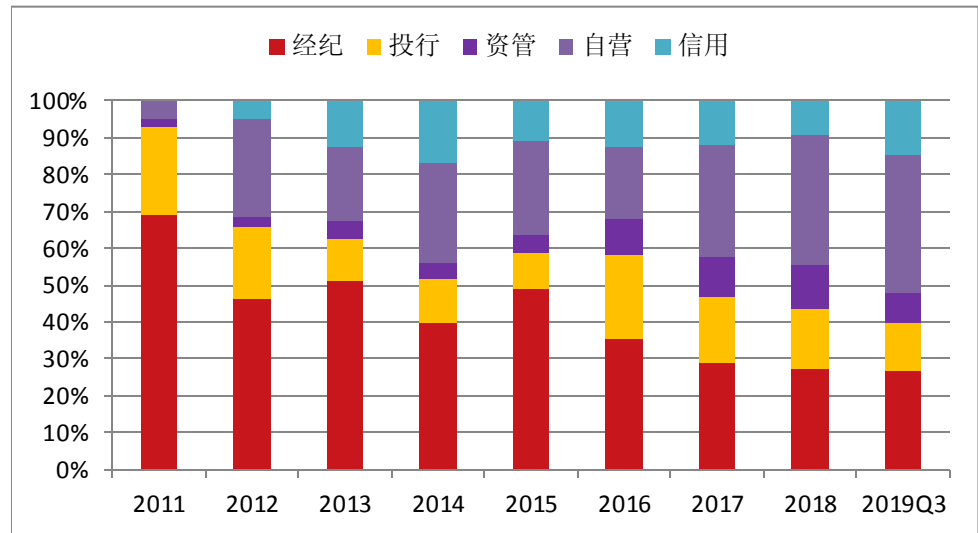
与大部分国家资本市场发展一致, A 股市场在成立初期也采取固定佣金制度, 1990 年 A 股开市, 证券公司按 3.5% 的固定比例对 A 股交易收取佣金。高昂的费率为证券公司经纪业务带来不菲收入, 也为证券行业初期快速发展建立了经济基础。当时佣金收费水平偏高, 以 1999 年为例, 1999 年我国沪深两市 A 股总交易量为 6.26 万亿元, 当年上市公司分红派息累计不足 200 亿元, 而投资者当年证券交易手续费就超过 900 亿元, 远超上市公司整体利润与投资者所得红利之和。

随着证券公司数量增加, 佣金市场竞争日趋激烈, 部分券商采取“返还客户佣金”等方式间接降低佣金吸引客户, 尤其是针对具备一定资金规模、交易量较大的高净值客户。

监管层在 2002 年出台了《关于调整证券交易佣金收取标准的通知》, 开启浮动佣金制时代。通知规定自 2002 年 5 月 1 日起, 证券公司收取佣金的标准上限不得超过千分之三, 并且不得低于收取监管费用以及交给交易所登记结算机构相关费用。由于当时大部分券商业务多元化不足, 对经纪业务收入依赖性较高, 浮动佣金制度开启之时多数投资者均按上限缴纳佣金。

2012 年证券业协会召开创新大会, 增加了信用交易新业务, 给券商带来信用业务增量收入, 降低了证券公司对经纪业务收入的依赖性。2012 年证券行业经纪业务收入占比显著下降, 由前一年的占比接近 70% 下降至不足 50%。

图表4: 2012 年后证券行业经纪业务收入占比逐步下降



资料来源:粤开证券, 证券业协会

证券业协会 2012 年 12 月发布《证券公司证券营业部信息技术指引》，将券商营业部划分为 A、B、C 三类。其中，A 类营业部为一般传统营业部，提供现场交易服务；B 类营业部提供部分现场交易服务；C 类营业部既不提供现场交易服务也不需要配备相应的机房设备。

图表5: 证券营业部分类情况

证券营业部	交易信息系统	现场交易服务	机房	技术人员	估算设立成本(万元)
A 型	要求部署	提供	应设机房	至少配备一名专职技术人员	400-600
B 型	不要求	提供	不要求	至少配备一名兼职技术人员	100-300
C 型	不要求	不提供	不要求	不要求	100 以下

资料来源: 粤开证券, 《证券公司证券营业部信息技术指引》, 网络资料

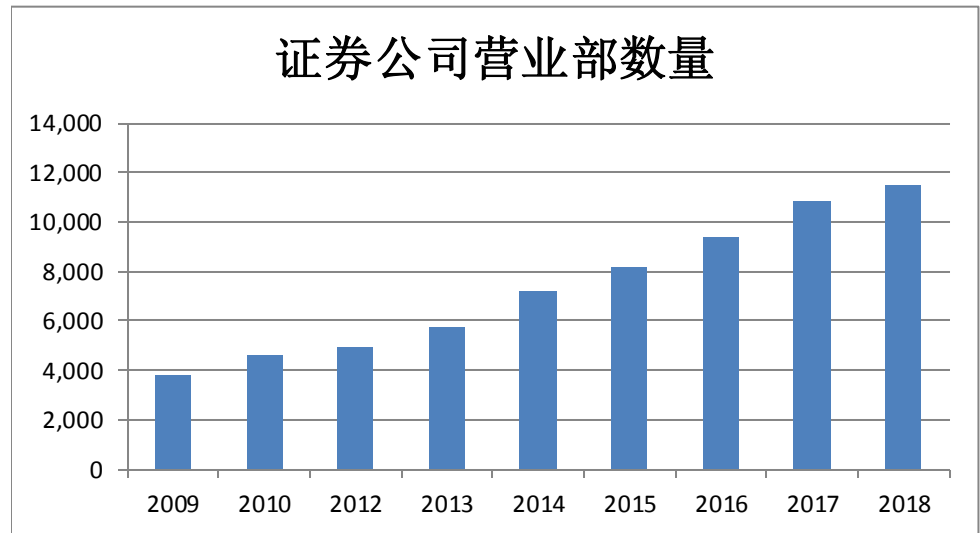
C 类营业部可以理解为“新型营业部”或“轻型营业部”，它有如下特点：第一，不需要机房，但可以外包信息系统运维工作；第二，没有电脑等硬件系统服务；第三，营业部不提供现场交易服务；第四，办公场地空间不受限制，一般门店空间面积狭小；第五，人员配置较少。

根据部分券商披露成本测算，一线城市 A 类营业部开办费用约 400-600 万元，C 类营业部开办费用约 80-100 万元，如果在非一线城市新设 C 类营业部成本可以控制在 30 万元以下。C 类营业部大幅降低了券商网点扩张的成本，同时也加剧了市场竞争。

2013 年 3 月证监会发布《证券公司分支机构监管规定》，放宽证券公司设立分支机构的条件，降低营业部成本，开设营业部不受区域和数量限制。放开饱和和区域限制后，各证券公司纷纷新设分支机构。

证券公司大量开设 C 型营业部，营业部数量快速增长，2012-2017 年营业部数量翻番，增长超过 5000 家。仅 2013 年 6 月至 7 月之间上市券商公告分支机构及营业部扩容获批数量就超过 250 家，其中海通证券获批新设 90 家营业部及 2 家分公司，新设营业部中大部分为轻型营业部。

图表6: 证券公司营业部数量



资料来源:粤开证券, 万得

2013年3月, 中国证券业协会发布了新的《证券公司开立客户账户规范》, 放开非现场开户限制, 明确证券公司不仅可以在经营场所内为客户现场开立账户, 也可通过见证、网上及证监会认可的其他方式。网上开户使得投资者对开户营业部距离远近关注度大幅降低, 更加关注佣金水平高低。同时互联网新技术的应用为券商发展新客户降低了成本, 互联网导流扩大了证券公司的传播面。

具体到证券公司来看, 华泰证券2013年10月率先开始佣金改革, 推出“足不出户、万三开户”服务, 公司经纪业务市占率不断攀升, 由2013年的6.118%上升至2016年的8.853%, 上升幅度超过40%, 2014-2018年稳居市场第一。13-16年券商数量高速扩张的情况下, 公司经纪业务市场份额实现四连涨。

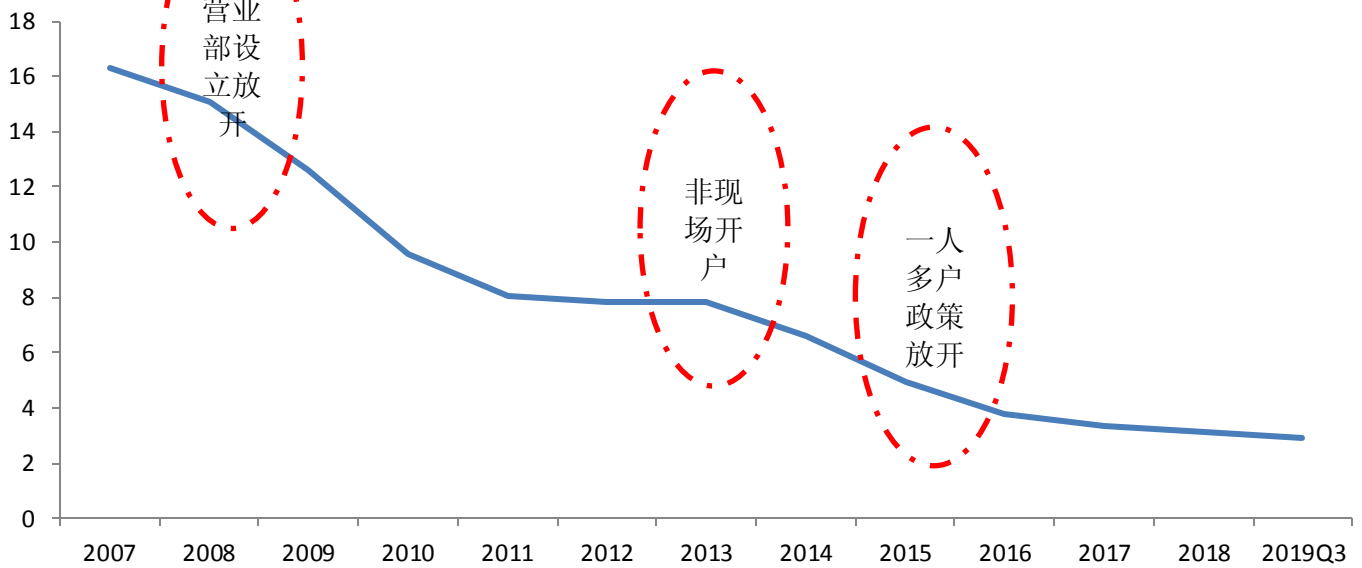
2015年4月13日A股市场全面放开“一人一户”限制, 投资者可根据自身实际需要开立多个A股账户和封闭式基金账户, 上限为20户。“一人一户”限制的放开使得投资者在新开户时无需去原来证券公司进行转户操作, 大幅降低转户成本, 使得许多证券公司营业部客户隐形流失, 部分客户直接转走资金, 账户变为空户。投资者开户数量放开, 券商为了留住老客户和拉拢新客户使出浑身解数, 其中最主要的方式还是降低交易佣金。

2016年10月, 中国证券登记结算有限公司发布《关于修订<证券账户业务指南>的通知》, 将一个投资者开立证券账户数量上限调整为3户。随着“一人多户”和互联网金融的快速发展, 以及网上委托、移动证券等非现场交易方式的普及, 投资者在证券公司之间的转移成本大幅降低, 佣金议价能力明显提升, 佣金费率进一步走低, 对券商经纪业务收入带来不利影响。

图表7: 2007年后证券行业佣金率走势



佣金率（万分之）



资料来源:粤开证券, 证券业协会, 万得

在佣金率不断下滑背景下，2019年7月26日，证监会公布《证券经纪业务管理办法（征求意见稿）》，对证券公司经纪业务规范化提出要求，明确规定证券公司向投资者收取证券交易佣金不得明显低于证券经纪业务服务成本，不得使用“零佣”、“免费”等用语进行虚假宣传。《证券经纪业务管理办法（征求意见稿）》第二十六条，证券公司收取的交易佣金应当与代收的印花税、证券监管费、证券交易经手费、过户费等其它费用分开列示，并按照规定与约定提供给投资者。证券公司应当在公司网站、营业场所、客户端同时公示对各类别投资者的具体证券交易佣金收取标准。证券公司实际收取的证券交易佣金应当与公示标准一致，与投资者确定、变更交易佣金收取标准应当妥善留痕。证券公司向投资者收取证券交易佣金，不得有下列行为：（一）收取的佣金明显低于证券经纪业务服务成本；（二）使用“零佣”、“免费”等用语进行虚假宣传；（三）违反不正当竞争和反垄断规定的其他行为。

（三）A股佣金逐步企稳可能性较大

2017年后，市场佣金率进入缓降阶段，我们认为A股佣金逐步企稳可能性较大，主要有两方面原因。

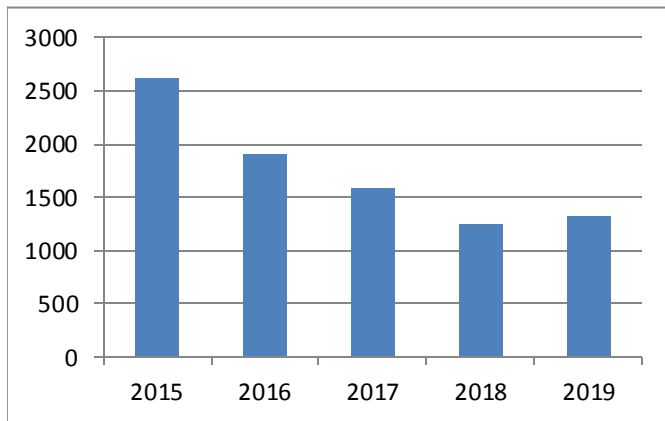
第一，目前行业佣金持续下滑已逼近部分券商成本线，我们知道股票交易佣金中包括代收的印花税（每笔五元）、证券监管费（万分之0.2，双向）、证券交易经手费（万分之0.487，双向）、过户费（万分之0.2，双向），另外还有证券公司根据监管评级缴纳的证券投资者保护基金，以上成本合计约为万分之一，剩余的佣金才是真正到证券公司手里的净佣金，在当前行业平均佣金率万分之三的情况下，部分券商为吸引客户已开出万分之二甚至万分之一的极低佣金率，同时免除5元手续费，这已经极度逼近经纪业务成本线了，而监管层规定“证券公司向投资者收取证券交易佣金不得明显低于证券经纪业务服务成本”，相当于给A股佣金设置了最低门槛，这也有利于证券行业健康可持续发展，佣金率继续下滑空间已经不大。

第二，在经历了营业部快速扩张和“一人多户”放开又收紧之后，券商经纪业务客



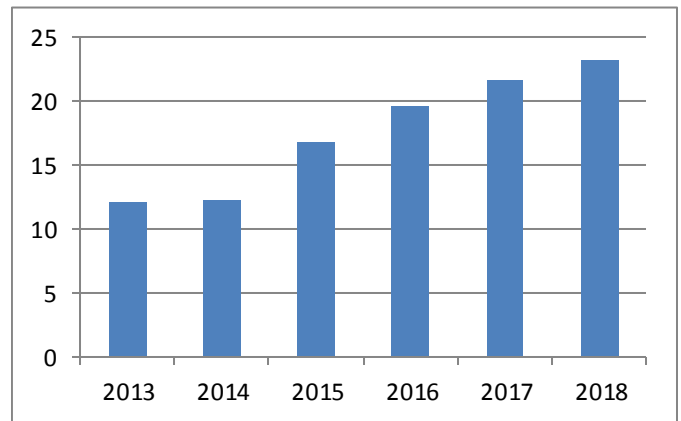
户基本趋于稳定，A股新增投资者数量逐步下滑，2015年A股新增投资者2616万人，2018年新增1252万人，不足2015年一半，即使在大盘涨幅创下近五年新高的2019年，新增投资者也只有1325万人；同时A股投资者数量占全国城镇适龄人口比例已超过23%，接近2013年数据的两倍，以上数据都表明在经历过去三十年的快速扩张后，A股投资者数量趋于稳定，继续降低佣金率对新增投资者数量刺激有限，各家券商更应该提高专业水平做好服务对接，在挖掘存量客户业务的基础上以良好口碑和服务吸引增量客户。

图表8: A股新增投资者数量(万人)



资料来源:粤开证券,中国结算,万得

图表9: A股投资者占城镇适龄人口比例(%)



资料来源:粤开证券,中国结算,万得

二、美国投行经纪业务分析

美国在全球范围内率先开始采用佣金协商制度，我们选取三家美国证券交易商来分析其经纪业务发展，分别是美林证券、嘉信理财和亿创理财。

(一) 美林证券：首创年费制度，提供“综合性选择”服务

美林证券成立于1885年，是全球最大的证券零售商和投资银行之一，也是全球最大的金融管理咨询公司之一，2008年被美国银行以440亿美元收购，更名为美银美林，成为美国银行的附属公司。

美林证券的财富管理业务主要依靠FA（Financial Advisor 理财顾问）模式实现，这是一套非常成熟的经纪人制度模式，具备强大生命力，目前美林证券FA群体规模超过1.5万名。美林证券的财富管理业务主要有以下几个特点：

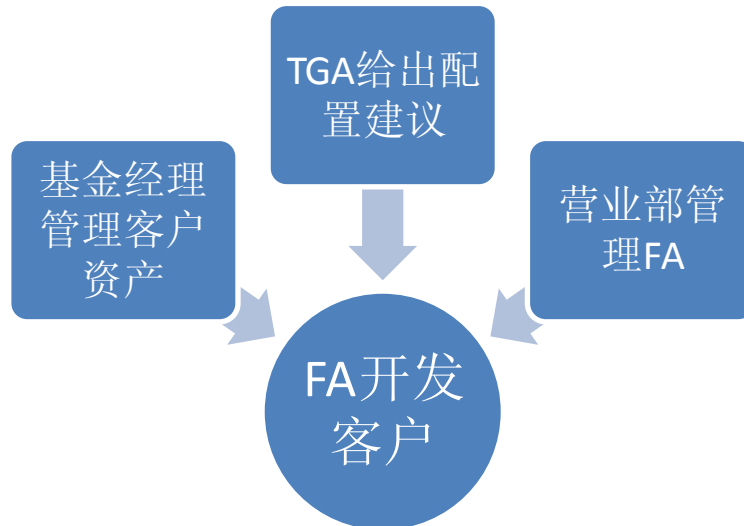
(1) 设置门槛收取年费：美林证券在2000年将客户开户门槛设置为10万美元，专注高净值客户。在佣金收取制度上，美林推行年费制度，根据客户资产规模按比例每季度收取，年费制度有利于提高佣金收入稳定性。

(2) 客户分类：美林于1999年推出“综合性选择”服务系列产品，把为客户提供的服务分成不同级别，按不同的标准分别收取佣金，让客户有更多选择。根据客户资产规模收取不同费用，如低于500万美元的账户，综合管理费不超过客户资产的2.20%；高于500万美元的账户，综合管理费率为客户资产的2.00%。



(3) 内部协同：美林证券对于 FA 的定位专注于市场营销，主要任务是市场开发和客户维护，客户开发完成后，FA 会将客户委托资产交给独立的基金经理进行管理，并定期根据 TGA（Trusted Global Advisor，全球信用顾问）系统给出的配置建议与客户进行交流，不断调整客户的资产配置。

图表10：美林证券对 FA 内部协同



资料来源:粤开证券, 公司公告

美林证券严格按照流程制定理财计划。为了使客户的投资组合更加适合客户的理财状况，美林证券 FA 通过四个步骤来制定财富管理计划，分别是：确立理财目标（Establish Objectives）、制定理财策略（Set Strategy）、实施方案（Implement Solution）、流程回顾（Review Progress），整个业务流程体现了美林强大的研发实力和优秀的持续跟踪服务能力。

美林证券坚持“客户利益永远至上”理念，自称为“买入类券商”，他们坚持两点原则：一是鼓励客户做长期投资，二是尽最大可能降低客户的投资风险。美林证券认为只有客户资产的稳定增长，才是券商未来稳定收益的来源。

首创年费收费模式，提高收入稳定性。美林公司首创年费收费模式，投资者只要在美林公司的账户中持有 10 万美元以上的资产，就可以根据客户资产规模按比例缴纳年费而享受到一系列免收佣金的股票和债券交易、理财计划和其它服务。这种收费方式结合服务咨询费等其他收费极大地抵消市场低迷造成的收入下降，在这种收费方式下，FA 更加关注客户资产的保值增值，在很大程度上提高了客户服务水平和质量。同时，良好的口碑和品牌效应也会吸引更多的客户尤其是高端客户，形成业务规模和服务质量的良性循环。

做好内部协同全力服务客户。美林实行的是真正以客户为中心的组织架构，借助于完全市场化的运行机制，FA 可以围绕客户需求，随时调用公司的研究、业务、信息、产品资源，快速组成跨部门、小而灵活的项目组，真正做到有需求就有响应。经纪、研究、交易、销售等不同的业务线之间协同能力强、协同效率高。

美林证券财富管理业务的强大受益于强大的后台系统，TGA 系统是美林整个服务体系的核心系统之一，该系统运用最新技术将美林公司众多复杂的金融产品更清晰更简便更加高效的展示给客户，TGA 系统通过美林强大的研究实力为每只股本提供投资评级，



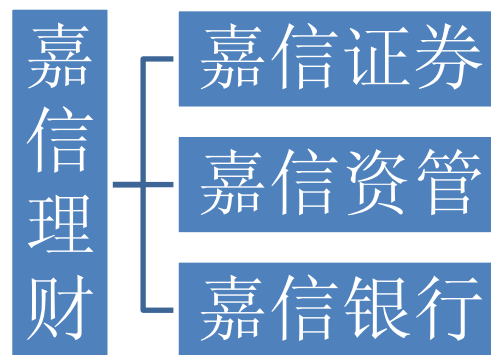
例如风险程度、短期/长期投资建议、业绩分红情况等，并用简单的代码形式表示，同时 TGA 系统还可以根据客户信息快速制定理财计划，这大大降低了 FA 工作量，让其更加专注于客户开发工作。

先进的人才培养和激励机制。FA 作为和客户接触的直接群体，也是公司形象的代表，美林证券在 FA 培训和管理方面投入可谓是不遗余力。美林证券在业内率先开办了经纪人培训学校，新经纪人在入职半年内进行带薪培训和考试，同时在新人尚未大规模创造效益时就为其提供全面的教育和培训，这些教育培训在消耗大量成本同时也为美林提供了源源不断的优质 FA 人才，为其财富管理业务搭建了人才基础，在 2009 权威杂志 Barron's 评选的前 1000 位顶级 FA 中，美林证券占据 239 人。同时美林对 FA 的激励机制也很诱人，2001 年美林宣布将表现优秀的 FA 平均利润提成比例提高 5 个百分点，即从原先的 50% 提高到 55%，成为当时美国业界最高的提成水平。

（二）嘉信理财：由折扣经纪商到综合金融服务商

嘉信理财是一家总部设在旧金山的金融服务公司，主要提供投资，财富管理、银行和交易业务，分别由嘉信理财旗下的证券经纪公司、资产管理公司和嘉信银行三家子公司运营，是美国个人金融服务市场的领导者。嘉信理财的业务模式为先聚集大量客户，再实现流量导入，提供综合理财服务的平台业务模式。嘉信理财的核心业务是为进行自主投资决策的投资者提供价格低廉、增值性强的交易服务。

图表 11： 嘉信理财旗下子公司



资料来源:粤开证券, 公司公告

嘉信理财成立于 1971 年，1975 年美国通过《有价证券修正法案》，在全球范围内率先开始采用佣金协商制度，嘉信理财顺势降低交易佣金，将自身定位于折扣佣金经纪商，对所有客户实行折扣佣金制度，而当时美国大部分券商只对具有一定资产规模的高净值客户实行佣金优惠制度，部分大型券商如美林证券甚至依靠其服务收取更高佣金。以当时投资者进行一万美元的交易为例，嘉信理财仅收取 29.95 美元佣金，而美林证券收取的服务费超过 200 美元。嘉信理财由此吸引大量个人投资者，这部分投资者对于研究咨询服务要求较低，嘉信理财只需为其提供简单的交易服务。

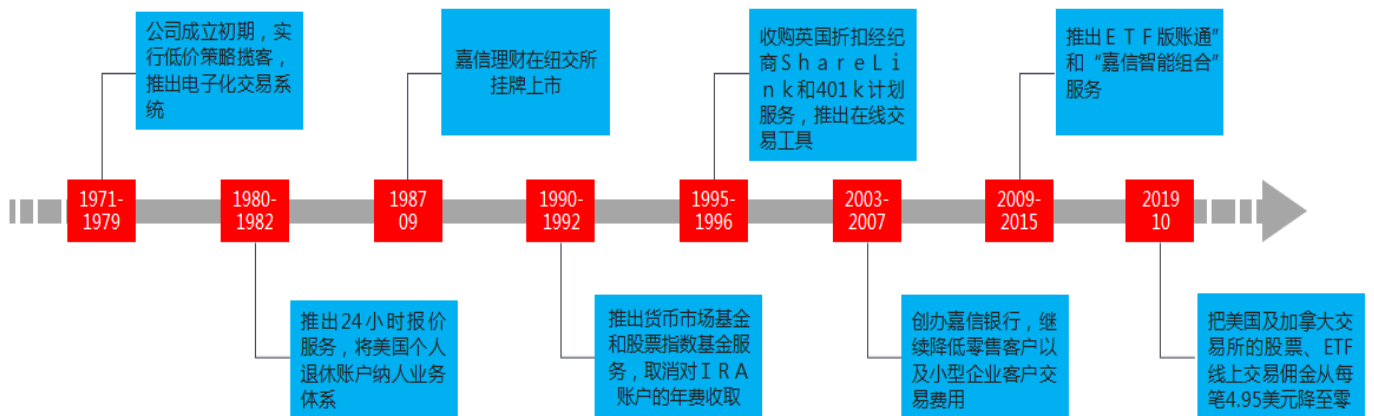
20 世纪 80 年代，投资者购买基金过程比较复杂，如何方便快捷低本地完成基金



交易成为了行业痛点。嘉信理财在 1992 年推出了共同基金统一账户，可以用一个账户同事购买多种基金，简化了操作并极大地降低了购买和赎回基金的时间，使投资者能同时与多家基金公司交易，也可以使基金公司迅速高效找到投资者，双方的成本都得到了降低。与此同时，随着客户对投顾服务的需求日益增长，嘉信理财推出投资顾问项目。相对于美林证券等综合性投行，嘉信理财自身研究咨询实力较弱，转而采取与外部独立投资顾问合作的模式。嘉信理财首先与外部独立投资顾问建立合作关系，通过一系列指标筛选出合格的投资顾问进入嘉信理财白名单，名单上的理财顾问需按季度给公司缴纳费用。嘉信理财向其客户推荐外部投资顾问，达成合作后客户资产需放在嘉信理财，同时缴纳一定管理费用，仅 2001 年就有 5800 个独立顾问在嘉信公司的账户里投进了高达 2350 亿美元的资产

20 世纪 90 年代，随着互联网时代来临，证券经纪业务也开始触网。嘉信理财 1996 年推出“eSchwab”在线交易工具，利用现代信息技术手段降低交易成本，提供相对廉价的交易服务，吸引价格敏感型客户。截至 1997 年，嘉信理财网上交易账户数为 120 万户，资产规模超过 800 亿元。

图表12： 嘉信理财发展历程



资料来源:粤开证券,公司公告

为客户量体裁衣，提供丰富的产品和服务。依靠折扣佣金吸引大量客户之后，嘉信理财对客户群体进行分类，提供不同种类的投资账户，涵盖普通交易、国际市场交易、退休金、房产信托、教育储蓄等各个领域。同时嘉信理财还为客户提供丰富的投资产品，基本覆盖所有的可投资对象，包括股票、债券及固收类产品、期权、期货、共同基金、ETF、货币基金、年金、保险以及保证金贷款。

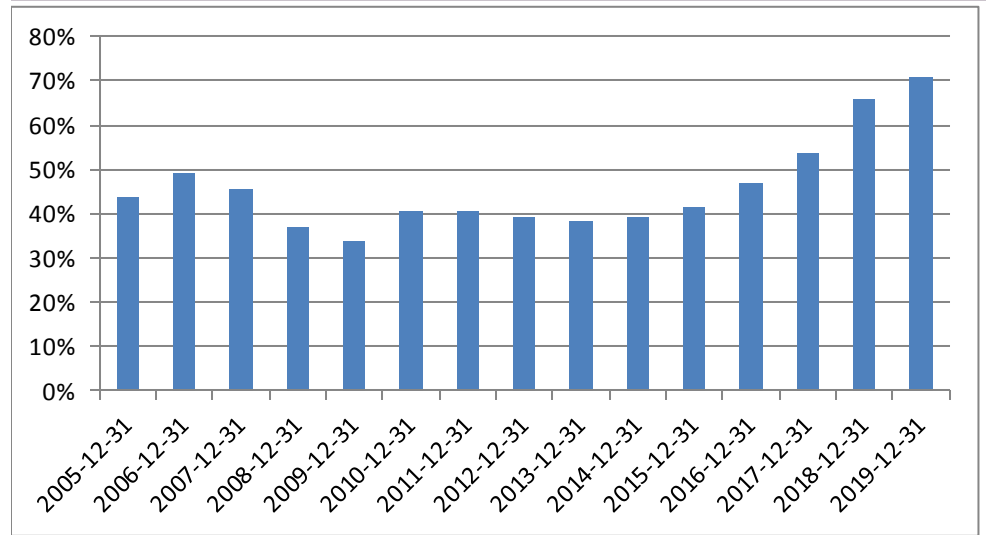
2000 年之后，嘉信理财先后推出线上无交易费用 ETFs 交易和 8.95 美元在线股票交易等低佣金甚至免佣金交易服务。2019 年 10 月 7 日，嘉信理财把美国及加拿大交易所的股票、ETF 线上交易佣金从每笔 4.95 美元降至零，主要源于嘉信理财对佣金收入依赖性较低，推出免佣金服务将吸引更多客户以扩大管理资产规模，通过收取管理费弥补佣金收入损失。

近年来，嘉信理财将业务重心逐步转移至财富管理业务，帮助客户完成大类资产配置，继续增强客户黏性，逐渐转型成为综合金融服务商。嘉信理财收入模式逐渐变为资产管理费分成和类信贷收入，交易佣金收入占比不断下降。嘉信理财通过嘉信银行管理



客户闲置资金获取收入，嘉信理财 2003 年成立银行 Schwab Bank，与客户签署协议，可以将客户证券经纪账户中的闲置资金转移到嘉信银行账户体系内，这部分闲置资金成本较低，嘉信银行运用低成本资金进行投资和贷款业务，利息收入规模快速扩张，利息收入占营业收入比重也不断提高，由 2005 年的 44% 提升至 2019 年的 71%。

图表13： 嘉信理财利息收入占营业收入比重



资料来源:粤开证券,公司公告

（三）亿创理财：通道型互联网经纪商

亿创理财公司是一家金融服务公司，主要为个人零售投资者提供网络经纪和相关产品和服务。公司的产品和服务包括投资者为导向的银行业务，主要涉及存款和储蓄以及资产的聚集。

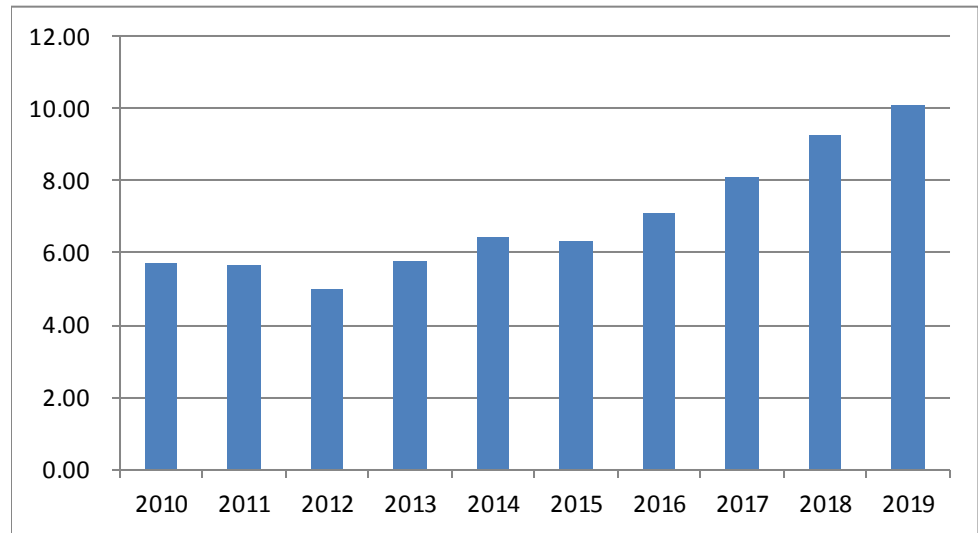
相对于美林证券和嘉信理财，亿创理财成立时间较晚，成立于 1982 年，不过依靠其清晰的战略定位和交易模式，取得了迅速发展。1994 年，亿创理财启动了第一个专用网站进行在线交易，同时宣布股票交易固定佣金为 14.95 美元，网上交易大幅降低了交易成本。

不过由于没有自己研究开发能力，亿创理财只能从外部购买信息，客户服务停留在比较低的层次上，无法满足机构质客户投资者的需要。

“通道型”证券公司的经营结构简单、易于复制，占据先发优势的亿创理财可以迅速吞并同类竞争者，并购整合的风险小收效大，进一步扩大经营网点覆盖面，扩大规模降低交易成本，通过更低的价格来提高对客户吸引力。

亿创理财自成立以来就定位于通道型互联网券商，关注价格敏感型客户，基本不向客户提供任何资讯方面的辅助，采取自助式的交易方式，专注于为中低资产规模线上客户提供标准化的证券经纪服务，该模式以互联网为基础，服务标准化程度高，最大程度降低成本，有助于快速扩大客户规模。亿创理财近年手续费及佣金收入逐步增长，2019 年超过 10 亿美元，较 2015 年增长 59%。

图表14： 亿创理财手续费及佣金收入（亿美元）



资料来源:粤开证券, 公司公告

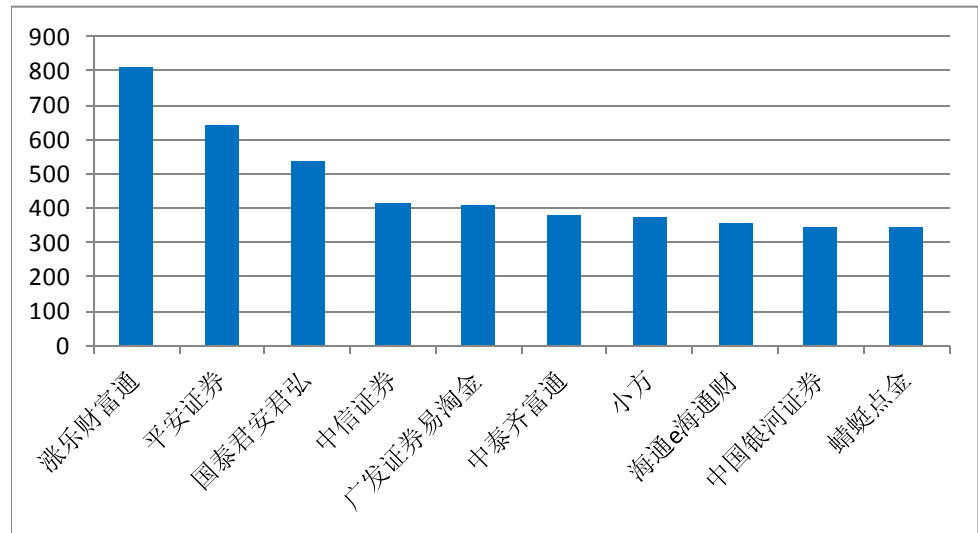
三、国内券商经纪业务简介

(一) 华泰证券：科技赋能财富管理，移动交易终端活跃

华泰证券是国内最早推出移动交易终端的券商之一，于 2009 年开发了“涨乐”移动客户端，2013 年率先开始佣金改革后，公司经纪业务市占率大幅攀升，2014-2018 年稳居市场第一。公司应用金融科技升级智能营销服务平台，积极推进线上线下技术升级和全业务链资源整合，线上加快智能化服务打造及功能升级，线下推动网点智能化改造，重塑营业网点定位和价值，目前在龙头券商中具备领先的营业网点运营效率。未来的财富管理服务将更趋数字化和智能化，公司对于科技创新的投入不断增加，利用数字化渠道构筑平台化、体系化的财富管理服务新模式。以技术驱动业务发展，财富管理转型成效显著，除经纪业务市占率持续领先外，金融产品销售和资本中介业务发展也呈现良好态势。

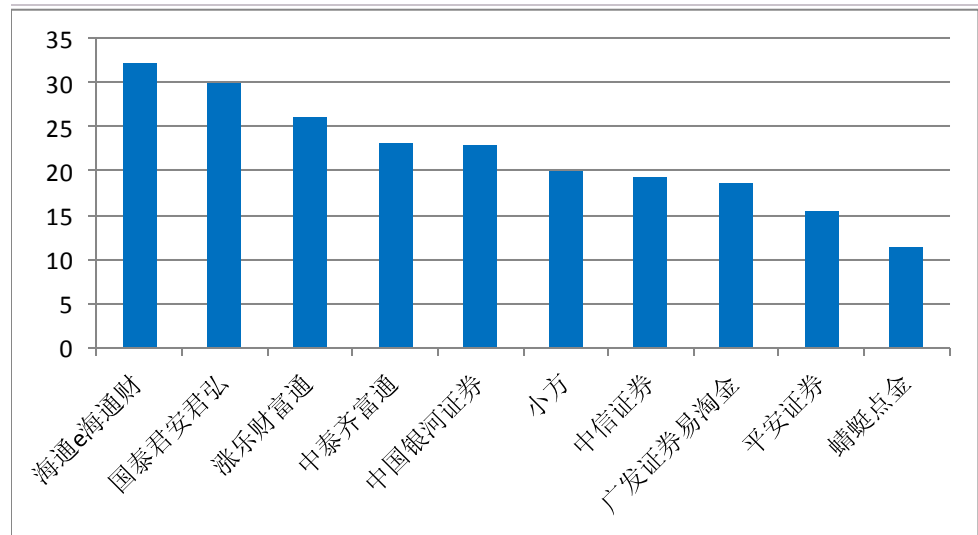
公司作为最早布局线上化的券商之一，其互联网战略布局和战略执行领先于同业。据易观千帆数据显示，涨乐财富通活跃用户规模近 2 年稳居券商自营类 App 榜首，品牌效应凸显。2018Q4 证券机构自营 APP 活跃用户规模排行榜中，涨乐财富通以 810.8 万活跃用户位居第一，领先第二名平安证券 26%，环比增幅 5.8%。在客户人均单日使用时间方面，涨乐财富通以 26.2 分钟排名行业第三，体现了华泰证券客户对涨乐财富通的认可度。

图表 15： 2018Q4 证券机构自营 APP 活跃用户规模（万）



资料来源:粤开证券, 易观

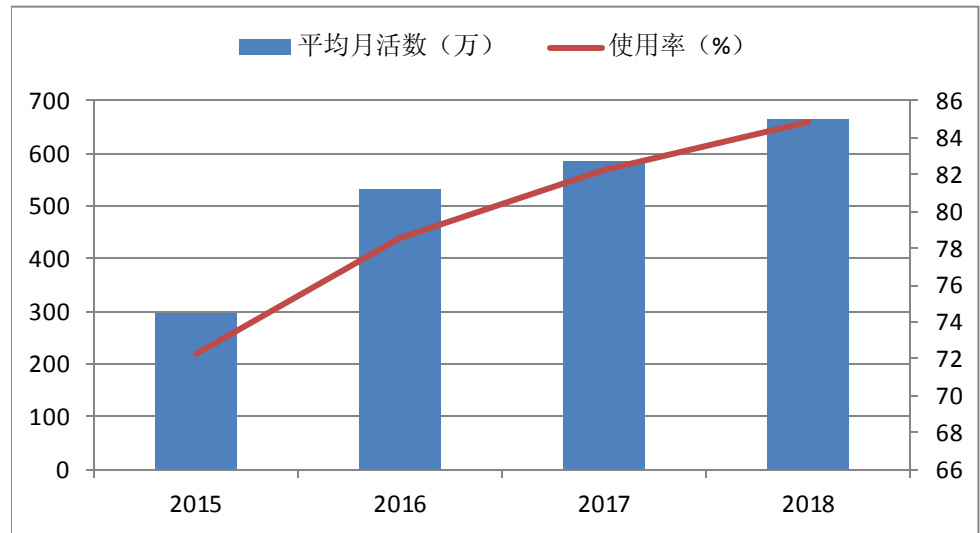
图表16: 2018Q4 证券机构自营 APP 人均单日使用时间 (分钟)



资料来源:粤开证券, 易观

“涨乐财富通”依靠前沿技术与用户需求深度结合，已成为华泰证券获取客户和归集客户资产的核心载体，2018年“涨乐财富通”移动终端客户开户数63.29万，占全部开户数的96.78%；87.34%的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易。同时公司不断对APP进行优化升级，陆续推出“泰牛智投”、“智能家族”等多项引领行业的智能服务与创新产品，客户粘性和客户活跃度不断提升。2018年“涨乐财富通”平均月活数为663.69万，位居证券公司类APP第一名。

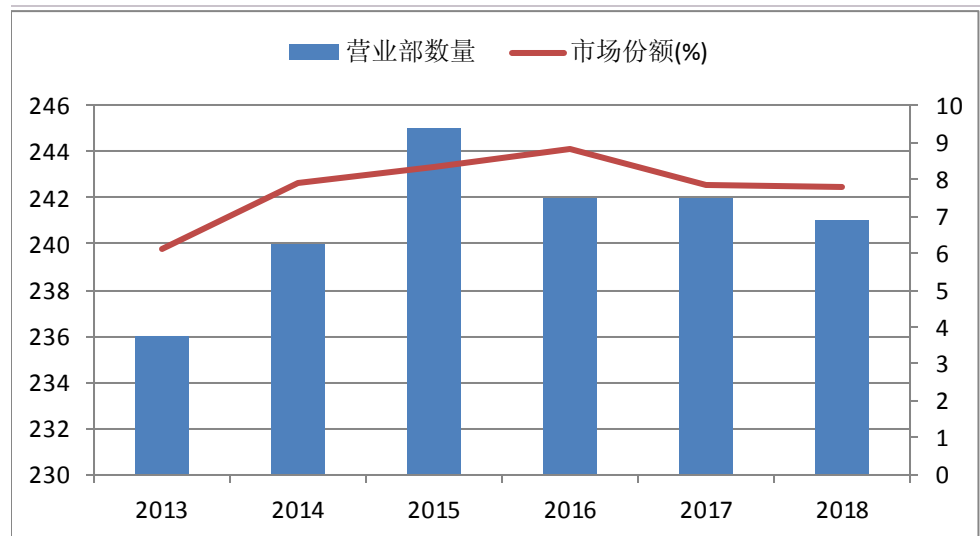
图表17: 公司“涨乐财富通”用户量及使用率不断攀升



资料来源:粤开证券, 公司公告

公司应用金融科技升级智能营销服务平台, 积极推进线上线下技术升级和全业务链资源整合, 线上加快智能化服务打造及功能升级, 完善线上平台功能客户体验, 线下推动网点智能化改造, 重塑营业网点定位和价值。截止 2018 年末华泰证券营业部数量为 241 家, 在上市券商中排名第九位。公司营业部数量在 2012 年仅 225 家, 经过 3 年的扩张后, 2015 年达到 245 家, 之后开始精简营业网点, 2016-2018 年减少了 4 家。

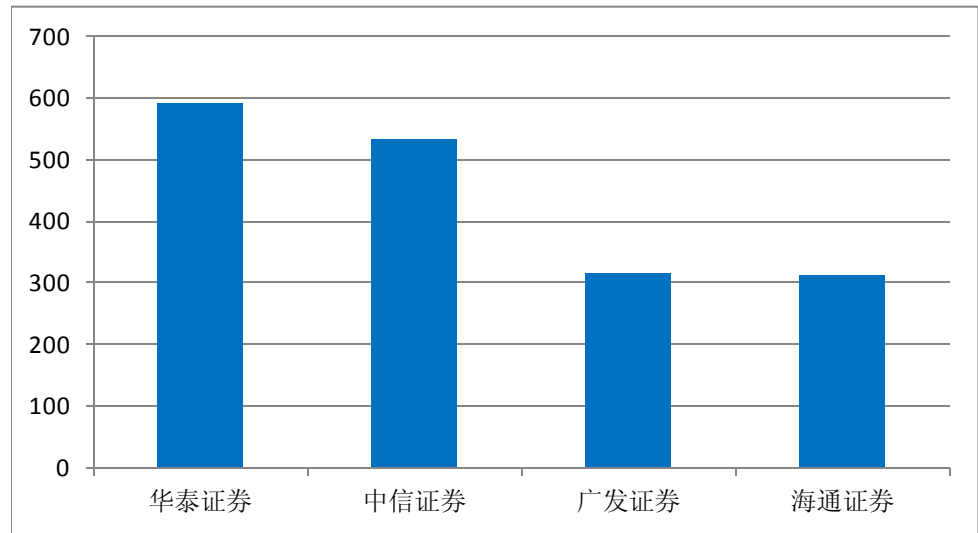
图表 18: 公司营业部数量与经纪业务市占率变化情况



资料来源:粤开证券, 万得

公司积极推动网点智能化改造, 重塑营业网点定位和价值, 在龙头券商中具备领先的营业网点运营效率。用券商 2018 年股基交易额除以营业部数量, 得到营业部平均股基成交额。在龙头券商当中, 除国泰君安年报未披露股基交易额外, 华泰证券以平均每家营业部 592 亿元的股基成交额位居榜首, 说明华泰证券在龙头券商中具备领先的营业部运营效率。

图表 19: 华泰证券 2018 年营业部平均股基成交额位居龙头券商榜首 (亿元)

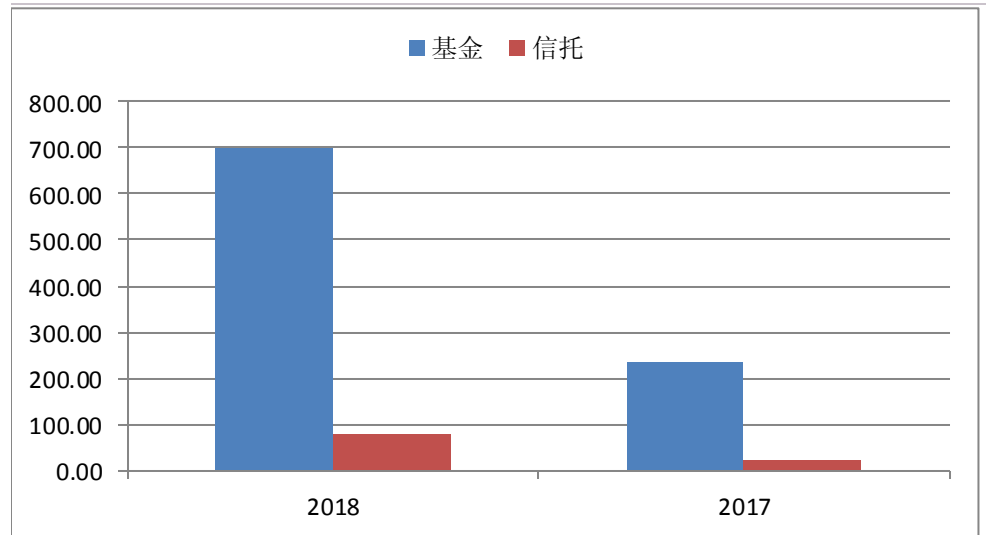


资料来源:粤开证券, 万得

华泰证券以技术驱动业务发展, 财富管理转型成效显著。以全业务链为支撑, 以投资顾问的专业服务为依托, 打造研究和投资驱动的金融产品服务能力, 有效引导财富管理业务从产品销售驱动向为客户进行资产管理和配置的方向转变。除经纪业务市占率持续领先行业以外, 金融产品销售和资本中介业务发展也呈现良好态势。

华泰证券充分发挥网点布局和互联网平台优势, 加强市场趋势研究和客户需求引导, 业务覆盖率和基础产品渗透率不断提升。在 2018 年市场环境下行的背景下, 公司金融产品代销业务逆市增长, 全年总体销售收入 1.74 亿元, 同比增长 23%。其中, 基金和信托销售规模增长显著, 同比增幅分别为 195%和 271%。

图表20: 2018 年基金和信托销售规模增长显著 (亿元)



资料来源:粤开证券, 公司公告

(二) 东方财富: 一站式互联网金融服务平台

东方财富是国内领先的互联网金融服务平台综合运营商, 通过以“东方财富网”为核心, 集互联网财经门户平台、金融电子商务平台、金融终端平台及移动端平台等为一体的互联网金融服务大平台, 向海量用户提供基于互联网平台应用的产品和服务。公司



运营的以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台已成为我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网金融服务平台之一，“东方财富网”、“天天基金网”和“股吧”等，在用户数量和用户黏性方面长期保持竞争优势，具有市场领先地位，形成了公司的核心竞争力。

公司立足于实现一站式互联网金融服务这一战略定位，持续推进互联网金融服务大平台的升级、优化和完善工作，提升用户体验和用户黏性，夯实公司核心竞争力。充分发挥大平台和海量用户的核心竞争优势及整体协同效应，加强服务网点建设，为用户提供优质服务。经纪业务实现较快增长，证券用户规模不断增加。

公司不断加强基金第三方销售服务业务，提升金融电子商务服务平台整体服务能力和水平，基金投资者规模不断增长。公司 2018 年共上线 128 家公募基金管理人 6470 只基金产品，互联网金融电子商务平台共计实现基金认申购及定期定额申购交易 55361236 笔，基金销售额为 5,251.62 亿元，同比增长 27.34%，其中“活期宝”共计实现申购交易 16072730 笔，销售额为 3,287.31 亿元。“天天基金网”网站 2018 年日均页面浏览量为 562 万，其中，交易日日均页面浏览量为 763 万，非交易日日均页面浏览量为 161 万；“天天基金网”2018 年用户日均使用时长为 22.31 分钟；天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 140.75 万，其中，交易日日均活跃访问用户数为 174.90 万，非交易日日均活跃访问用户数为 72.74 万。

通过天天基金，公司为用户提供基金第三方销售服务。天天基金依托以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台积累的海量用户资源和良好的品牌形象，通过金融电子商务平台向用户提供一站式互联网自助基金交易服务。

经过多年的发展，公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台已成为我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网金融服务平台之一，同时，公司积极推进一站式互联网金融服务大平台战略，不断加强战略投入，持续拓展平台服务范围，提升整体服务能力和质量，进一步巩固和提升访问量指标和用户黏性方面的优势，用户访问量指标和用户黏性指标在垂直财经领域始终保持绝对领先地位，以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台所集聚的庞大的用户访问量和领先的用户黏性，形成了公司核心的竞争优势，为公司持续健康发展奠定了坚实基础。

互联网营销渠道不受地域、空间、时间的限制，可以提供全天候不间断的网上营销信息发布、网上产品展示、互动交流的平台，用户覆盖区域广，营销渠道价值与网站用户数量和用户访问量成正比。公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台，是我国用户访问量最大的互联网金融服务平台之一，拥有明显的互联网营销渠道优势。

通过多年大平台的运营管理和研发，公司培养了一支稳定、过硬的技术研发团队，自主研发了一系列的网络核心技术，不断优化和完善现有互联网金融服务大平台系统，同时，对互联网领域的新技术和行业前瞻性技术进行深入研究和跟进，强大的技术研发力量和核心技术储备为公司后续发展奠定了坚实的技术基础。

四、国内券商经纪业务发展建议

（一）美国投行经纪业务发展借鉴意义

从美国投行经纪业务发展经验来看，美林证券通过强大后台和研究实力，为客户提供综合性交易服务，首创年费收费模式，同时给予经纪人业内较高水平的激励；嘉信理



财以折扣经纪商起家，抓住基金交易痛点和互联网发展机遇，推出共同基金账户和在线交易平台聚集大量客户，通过客户分类提供多样性服务，逐步转型财富管理，业务收入不断多元化；亿创理财则是专注于价格敏感型客户，自身定位于通道型互联网经纪商，通过发展互联网技术和并购同类型竞争者降低交易成本，为客户提供更低价的交易服务。

美林证券、嘉信理财和亿创理财代表了美国投行经纪业务的三种模式，对应了不同的目标客户群体和收费水平，提供的服务也各不相同。

图表21： 美国投行经纪业务的三种代表模式

代表投行	亿创理财	嘉信理财	美林证券
业务模式	通道型互联网经纪业务	个人综合理财服务	全面投资顾问服务
目标客户	价格敏感客户	中产阶级群体	高净值客户和机构客户为主
提供服务	交易通道	交易和部分咨询服务	全面理财咨询和产品服务
收费水平	较低	中等	较高

资料来源：粤开证券

总结美国投行经纪业务发展的经验，我们认为对国内券商有以下借鉴意义。

对于综合实力较强的头部券商而言，可以借鉴美林证券的全面投资顾问服务模式，按客户资产规模和投资需求收取不同费用，通过提供附加增值服务，尝试年费或其他固定收费模式，提高收入稳定性；同时加强中后台系统建设，为前台服务提供技术支持；大力发展机构 PB 业务以及高净值客户财富管理业务，为客户做好全面投资和产品服务，发展重心转向财富管理。

对于大量中等规模券商而言，可以参考嘉信理财从折扣经纪商向综合金融服务商转型的成功经验，通过技术革新、产品创新聚集客户，逐步增加客户粘性，积累流量优势，在具备流量优势的基础上探索变现途径；加强客户精准分类，深入挖掘客户需求，根据客户特点提供个性化定制产品和服务，自身业务逐步多元化，积极尝试向综合金融服务商转型。

对区域性券商而言，可以借鉴亿创理财的互联网发展模式，通过发展互联网技术和并购同类型竞争者降低交易成本，为客户提供更低价的交易服务，加强对区域外客户影响力。客户营销方面可以参考美国区域性投行开展经纪业务采取的社区营销模式，以零售业务为基础，专注于中小个人客户，提供长期保守投资策略，通过社区调研广告、开设投资课堂等方式营销客户。依靠域内网点布局优势，结合区域内产业资源特点，大力开拓实体零售客户资源，为区域内客户提供精品化经纪业务服务。

（二）做大经纪业务，发展长尾客户

国内券商中，华泰证券依靠科技赋能财富管理，自主研发打造高效率中后台，多年位居股基交易市占率榜首；东方财富打造了集互联网财经门户平台、金融电子商务平台、金融终端平台及移动端平台等为一体的互联网金融服务大平台。

虽然国内证券行业经纪业务收入占比不断下降，但经纪业务部门作为券商与客户接触第一线，是券商业务的流量入口，可以为投行资管等其他部门引入增量业务，证券公司做大经纪业务还是很有必要性。

首先做大经纪业务可以扩大客户体量，而财富管理转型的关键就是需要可供分层的大量客户，在具备大量客户的基础上为其提供高附加值、个性化的服务。



其次做大经纪业务可以为证券公司其他部门提供客户基础，在做好部门协同的基础上，提升证券公司整体竞争力。

另外经纪业务部门的考核指标应当不仅局限于收入利润，而应综合考虑开户数量指标和客户资产规模。

证券公司经纪业务的关键在于获客和活客，首先获取大量客户资产，然后活跃客户投资交易进行创收。

获客方面，券商应该抓住居民财富快速增长、投资理财需求更加旺盛的机遇，充分利用互联网平台发展新客户，不断加强线上主动营销力度，大力发展长尾投资客户，聚焦手机 APP、电脑客户端、微信端三大平台，依靠数据驱动、智能驱动引擎，打造场景丰富、线上线下协同、用户体验极致的数字化服务平台。提高自身专业服务能力，通过量体裁衣通过专业化、个性化服务，提升高净值客户规模。顺应机构投资者比例不断增加的趋势，加强与优秀公募、私募基金公司合作；

活客方面，要深入挖掘存量客户需求，帮助客户实现资产保值增值同时使客户价值最大化。不断丰富产品线，推进与公司内外部协同与合作，扩大引入产品的种类与市场竞争力，为高净值客户提供产品定制服务，提高产品销售能力，使产品销售收入成为经纪业务新的利润增长点。

在市场同质化竞争加剧带来行业佣金率下降的趋势下，券商应该打造差异化的竞争优势，在提升证券经纪业务市场占有率的同时，推动营业部从通道业务向财富管理和综合营销渠道转型，将营业部打造成为公司全产品销售的渠道和平台。

券商经纪业务应该以客户为中心，采取分级分类服务模式。根据客户投资习惯、资产量、风险偏好等因素对客户进行分级分类，然后对不同类级客户采取不同的服务方式，提供不同的服务内容，力求将最合适的服务提供给客户，提升客户服务体验，实现客户资产保值增值。

建立证券公司经纪业务部门与研究部门的协作制度，研究部门产出研究成果为经纪部门服务客户提供研究支持，充分发挥研究部门在经纪业务中的支持作用，为客户提供包括市场行情、行业分析、公司分析和资产配置等服务。加强证券公司市场调研和价值发现的能力，使经纪业务从通道服务向理财服务转变，为客户提供专业增值服务和量身定做个性化服务。

近年来，部分券商营业部非传统通道业务收入占比持续上升，融资融券、股票质押式回购等业务已经成为营业部重要的收入来源，收入结构趋向多元化、合理化。

（三）转型财富管理，增强内部协同

券商在同质化、存量竞争下谋求差异化发展，转型财富管理业务已成为行业共识。国内证券行业早已开始财富管理的探索，多家券商喊出要转型财富管理的口号。如广发证券最早在 2012 年提出“在确保稳定收入增长的基础上，实现传统通道业务向财富管理的转型”，之后多家券商新设或将原经纪业务部门更名为财富管理总部，最近的有中金公司整合原“中金公司财富管理”和战略重组后的“中投证券”及其旗下财富管理与经纪业务“金中投”、“掌中投”等子品牌，推出“中金财富”统一品牌，券商探索财富管理转型的步伐一直在继续。

图表22： 部分券商财富管理转型举措



时间	券商	财富管理转型举措
2012年	广发证券	2012年制定五年战略，提出“在确保稳定收入增长的基础上，实现传统通道业务向财富管理的转型”，分为四个板块：投资银行业务、财富管理业务、交易及机构客户服务业务以及投资管理业务。
2014年	招商证券	2014年成立了京、沪、深三地区域财富管理中心，建立区域性财管中心服务团队，服务高净值客户
2015年	方正证券	在经纪业务管理部之外新设立财富管理部，为一级部门
2015年	东方证券	设立财富管理业务总部，公司所从事的主要业务为财富管理、投资管理、证券销售及交易、投资银行等
2016年	国泰君安	依托于君弘一户通和君弘理财规划系统，挖掘个人金融客户的资产配置需要，建立高粘度的客户关系；实现“五星四标签”客户分类分级服务
2017年	华泰证券	2016年公司收购 AssetMarket 资产管理平台，2017年公司组织机构中的经纪业务总部更名为经纪及财富管理部
2018年	中信证券	董事会同意公司经纪业务发展与管理委员会更名为财富管理委员会，并进行相应组织架构调整
2019年 1月	银河证券	经纪业务总部变更为财富管理总部，银河证券还同宜信财富签订战略合作协议，双方表示将重点在财富管理领域展开合作。
2019年 1月	兴业证券	将经纪业务总部更名为财富管理总部
2019年 3月	山西证券	董事会同意公司新设财富中心，为公司一级部门，专注为高端客户提供优质金融服务，探索和固化超高净值客户服务内容和标准
2019年 10月	中金公司	整合原“中金公司财富管理”和战略重组后的“中投证券”及其旗下财富管理与经纪业务“金中投”、“掌中投”等子品牌，推出“中金财富”统一品牌

资料来源：粤开证券，网络资料

虽然距广发证券最早推出财富管理转型已过去八年，但从我国券商的财富管理业务的特征来看，目前该业务还处在初期摸索阶段，国内券商财富管理业务收入当前主要体现为产品代销收入。

国内券商发展财富管理可从提高客户分类精度、提升资产配置能力和增强内部协同入手。

提高客户分类精度是为了更好关注客户需求，券商可通过 IT 技术和管理平台对客户进行分级管理，或者学习瑞银，专门设立客户分析部，专注于研究客户需求、行为和偏好，定制符合各类客户需求的产品组合。

当前国内券商财富管理以代销为主，主要因为缺乏资产配置能力，证券公司仅仅给客户提供产品，未发挥资产配置功能，只能收取金融产品代销费，同时还面临银行直接竞争。券商应充分发挥在投研能力上的优势，提高资产配置能力，满足客户多样化需求，与银行实现差异化竞争。

内部协同方面，部分客户除了交易业务之外还有投融资或投行业务需求，券商相较于银行保险等金融机构具备资产管理和投行业务上的专业优势，可充分利用内部协同实现新的利润增长点。

五、风险提示

资本市场大幅波动风险，证券公司经营风险。



分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016年6月加入粤开证券，现任非银金融分析师，证书编号：S0300518100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com