

2016.08.01

评级:

增持

上次评级:

增持

资管四个未来

——寻找中国非银金融的 Alpha 系列之二

	刘欣琦 (分析师)	孔祥 (分析师)	耿艳艳 (研究助理)
	021-38676647	021-38674744	021-38676640
	liuxinqi@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880515080006	S0880115060008

本报告导读:

业务空间加速扩张,牌照持续放开,多类别配置需求增加,中国资产管理行业机遇与挑战并存。美国经验提供了资产管理机构的四种未来选择。

摘要:

- **业务空间加速扩张,牌照持续放开,中国资产管理行业机遇与挑战并存。**(1) **行业空间重估:**宏观经济稳增长带来财富积累,人口老龄化促进向金融资产转移,互联网等提升技术创新,全球负利率环境加大资产波动率,居民资产管理进入了最迫切的时代。(2) **新进入者加剧:**监管加剧下,传统银行理财由表外监管套利回归资产管理本源,银行资金和渠道优势明显;券商资管、险资、私募陆续新获公募牌照,群雄逐鹿,胜负难断。(3) **跨市场跨领域需求加大:**新兴市场权益市场波段性明显,单纯持股并非最优的配置策略。针对多类别股票/股权/债券/商品资产的配置策略更具收益能力和盈利稳定性。
- **美国资管机构体现了格局集中、策略差异、技术智能等主要三个特征,四类机构杀出重围,格局渐明。**(1) **全能型:**产品(特别是权益类产品)以被动类 ETF 为主,注重行业的横向并购整合,相关巨头均有万亿美元管理规模,黑岩/先锋/富达为代表;(2) **精品型:**依赖于特定投资策略或针对特定资产的定价能力,主动能力提升但规模扩张受限(难以超过 500 亿美元管理规模),KKR/橡树/桥水是翘楚;(3) **平台型:**早期通过免费策略聚拢中等收入客户,后续通过精选顾问优化理财配置,寡头效应明显,也能管理万亿元资产规模,但缺乏资产端优势,嘉欣理财成典范;(4) **智能型:**基于大数据技术,面向年轻群体提供低成本的理财策略, Kensho/Wealthfront/Betterment 露头角。(5) 北美资管机构估值中枢高于投资银行,资本市场给予精品型和平台型资管以机构以估值溢价,而全能型和平台型更容易成长为百亿美元以上的大市值公司。在智能型领域,“独角兽”常出没。
- **弱周期/高盈利,海内外经验均表明资产管理行业是个好生意。**(1) 资产管理业周期属性弱于券商,同时资产管理机构业务扩张不依赖大量占用资本,中国代表性的公募基金 2014-15 年 ROE 平均 20%,高于券商。(2) 中国公募基金存续规模表现出“牛市规模激增/熊市规模阴跌”的不对称特征。即使在熊市,基金管理规模也可保持较高水平,这也可用行为金融学(产品低于一定阈值后基民不愿意赎回)。基于此,长周期视角下基金管理规模可以保持稳定增长。
- **基于参股基金/资产优势/互联网理财三主线选股。**基于参股基金,建议增持东方证券/广发证券/兴业证券,基于资产端优势,建议增持华声股份/华西股份/九鼎投资,在互联网理财领域,受益标的:东方财富/焦点科技。
- **核心风险:**政策监管风险,市场大幅调整。

相关报告

投资银行业与经纪业:《原力待醒:中国证券业转型下一站》

2016.05.29

投资银行业与经纪业:《IPO 重启引领券商板块双击》

2015.11.06

投资银行业与经纪业:《自贸概念发酵,业绩与主题齐飞》

2015.03.25

投资银行业与经纪业:《保险股更抢手,券商股重波段》

2015.03.01

目 录

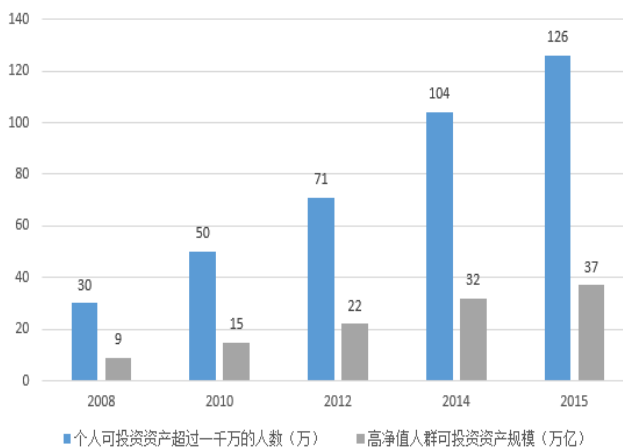
序：资产配置的最迫切时代.....	3
1. 美国资管业：格局集中/策略差异/技术智能.....	4
2. 巨头型：黑岩的崛起.....	5
2.1. 战略：持续对外扩张的资管巨头.....	6
2.2. 产品策略：权益被动，固收主动.....	8
2.2.1. 权益产品：ETF占主导.....	9
2.2.2. 固定收益：主动类业务渐高.....	10
3. 精品型：KKR—暗影重重的资本之王.....	11
3.1. 全球最优的私募股权投资机构之一.....	11
3.2. 业务模式：精英运作，融资多元.....	12
3.3. 收入结构：投资收益占比大于管理费收入.....	13
4. 精品型：橡树资本—逆向投资高手打造美版AMC.....	15
5. 平台型：Charles Schwab—老美中产的主心骨.....	16
5.1. 成长契机：别人高价，我家免费.....	16
5.2. 产品策略：多类资产的配置服务.....	19
6. 智能投顾：技术先行，明日之光.....	21
6.1. Betterment：投资组合理论的活学活用.....	22
6.2. Wealthfront：资产配置的新一站.....	23
7. 映射与选股.....	24
7.1. 经验：资产管理是金融业态的好生意.....	24
7.2. 选股：参股基金/资产优势/互联网理财三主线.....	27
8. 核心风险.....	29

序：资产配置的最迫切时代

随着货币供给加速和中国居民财富积累，中国资产管理行业拥有近百万亿元规模。截至 2015 年底，包括银行理财/信托/保险资管/券商资管/公募基金/基金子公司/私募基金等在内的泛资产管理市场管理资产总额达到约 100 万亿元人民币。根据 BCG 预测，到 2020 年，中国泛资产管理市场管理资产总额预计达到 174 万亿元人民币，2015 至 2020 年均复合增长率可达 13%；剔除通道业务之后，管理资产总额预计达到 149 万亿元人民币，2015 至 2020 年均复合增长率达到 17%。

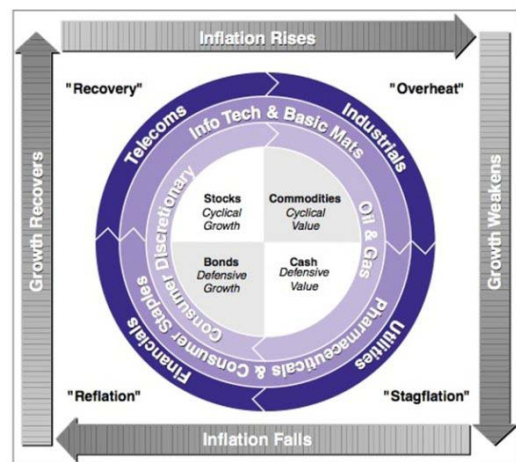
资管规模增长的驱动力在于：宏观经济稳增长带来的财富积累，人口老龄化促进向金融资产转移，互联网等带来的技术创新。同时监管政策环境下，银行等金融机构资产管理业务也在主动转型。根据银行团队的研究，目前银行理财业务与其说是赚取管理费的资产管理业务，不如说是表外的存贷款业务；当前监管导向下，未来银行有望设立资产管理子公司，回归资产管理业务本源，这会扩张资产管理业务规模。此外，全球有近 10 万亿元以上资产处于负利率环境中，波动率加大，资金的全球配置需求也在显著提升。

图 1：中国居民理财规模保持上升态势



数据来源：麦肯锡，国泰君安证券研究。

图 2：2012 年后美林时钟资产轮动显著加快



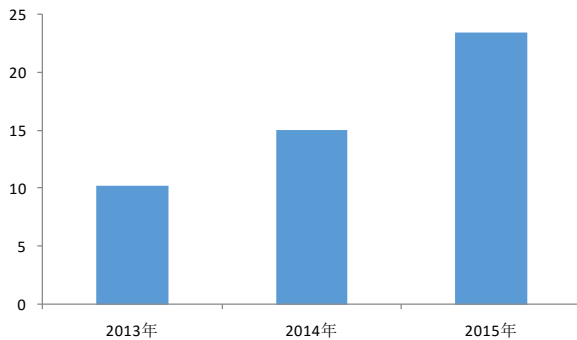
数据来源：新浪财经。

在美国，权益资产作为“牛长熊短”的资产，对蓝筹股 Buy and Hold 策略为资管相对合适的投资策略（参见西格尔《投资者的未来》中实证结果）。而在新兴市场，个股波动率高，投资中枢波幅大，估值端常发生迅速拉升和崩塌，系统风险显著。这种情况下，在新兴市场单纯持股并非最优的财富管理策略，针对多类别资产的配置策略更具稳定性。相关资产包括对股票、股权、债券、类现金、房地产、商品、艺术品等多类别产品的优化配置。

我们本报告主要梳理美国基业长青的资产管理机构发展历程，并分析其成功的产品设计策略。当然南橘北枳，中国资产管理机构的发展更依赖

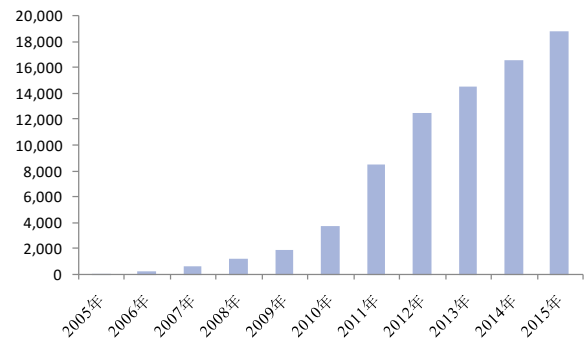
于对中国制度环境的认识和应变，我们的分析也是管中窥豹。

图 3：2013 年后银行理财规模保持 35% 年化增长



单位：万亿元，数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 4：2010 年后信托资产管理规模激增



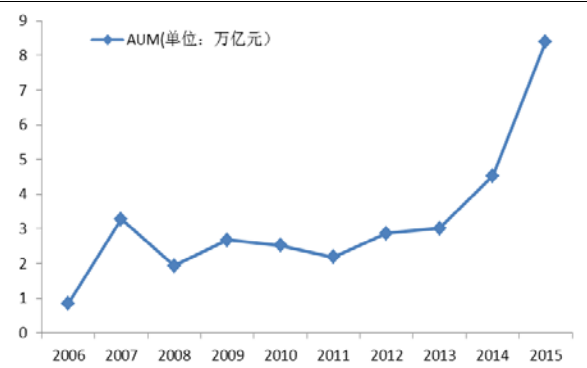
单位：亿元，数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 5：中国 A 股资本市场波段特征明显



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 6：基金管理规模呈现牛市激增/熊市弱调特征



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

1. 美国资管业：格局集中/策略差异/技术智能

从行业属性看，美国资管机构体现了格局集中、策略差异、技术智能等主要三个特征。我们将对针对北美典型的资管机构发展进行分析。

格局集中：美国拥有一大批全球资产规模最大的基金公司，包括 Vanguard, BlackRock 等。据统计，从 1995 年到 2012 年，美国市场规模最大的 5 家资产管理公司市场份额从 34% 提高到了 40%，前 25 的资产管理公司管理的市场份额达到 73%。主要原因是大基金公司品牌大，渠道广且产品线丰富。

表 1：美国市场共同基金资金流的前十大资产管理公司

表 2：欧洲市场共同基金资金流的前十大资产管理公司

资产管理公司	2014 年净 资金流 (十亿美元)	净资金流 市场份额 (累计)	占净资金流为 正的公司的份 额 (累计)
Vanguard	219	55%	31%
BlackRock	98	80%	45%
Dimensional	27	87%	49%
TCW	26	93%	53%
Dodge & Cox	26	100%	57%
JPMorgan	25	106%	60%
GoldmanSachs	15	110%	62%
Natixis	15	114%	65%
StateStreet	14	117%	67%
TIAA-CREF	13	121%	68%
2014 年前十大 份额累计		121%	68%
2013 年前十大 份额累计		73%	53%

资产管理公司	2014 年净 资金流 (十亿美元)	净资金流 市场份额 (累计)	占净资金流为 正的公司的份 额 (累计)
BlackRock	48	9%	6%
UBS	28	14%	10%
Nordea	27	18%	14%
JPMorgan	24	23%	17%
IntesaSPEurizon	21	26%	20%
Vanguard	20	30%	23%
Deutsche Bank	20	34%	25%
Pioneer	17	36%	27%
StateStreet	16	39%	30%
Allianz	13	42%	31%
2014 年前十大 份额累计		42%	31%
2013 年前十大 份额累计		42%	31%

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究。

策略差异: 大型基金公司主要依靠 ETF 产品, 即发行行业指数基金, 精品型的资产管理机构主要依靠特定的投资策略, 如对宏观对冲/不良债权/私募股权投资等有独特策略; 也有部分机构放弃资产端而抢占流量端, 这体现为在平台上聚拢流量, 同时提供配置 ETF 组合的服务。

迈向智能: 美国的 Wealthfront, Betterment 开创了人工智能理财产品的先河, 即通过优化程序为客户“量体裁衣”, 设计组合配置策略; 近年来美国大型资管机构也在跟进, 如资管巨头 Vanguard 近年也在大力推进人工智能理财产品。

2. 巨头型: 黑岩的崛起

随手打开《中国证券报》、《经济观察报》或类似的刊物, 总是能发现许多分析师或经济学家在讲话。他们背后都有一些非常显赫的名字: GS, MS, ML, DB 等等。如果只看这些刊物, 我们很容易把这些名字理解为金融市场的主角, 是它们决定了价格、成交量和一切走势。但这不是事实, 因为它们只是中介商。对外行而言, 它们拥有一个气派的名字: 投资银行(Investment Bank), 而内行一般把它们称为“经纪商/自营商”(Broker/Dealer), 这精辟地描述了它们的两大功能: 帮助客户进行融资和交易, 用自己的资本进行投资和投机。

ML, Citi 和许多其他投资银行没有自己的投资管理部门, GS, MS 和 DB 的投资管理规模大致在 2000-5000 亿美元之间, 听起来挺吓人的。但是很少有人听说以下的名字: Fidelity 拥有 1.4 万亿美元, StateStreet 拥有 1.2 万亿美元, CapitalGroup 拥有大约 1 万亿美元, Vanguard 拥有 8000

亿美元。以上任何一家都相当于三到四家顶级投资银行的资产管理规模。所以，当中国私募基金挺进香港，声称要把GS和ML赶出去时，他们完全错误理解了金融市场的角色关系。他们不应该把经纪人赶出去，因为经纪人是为所有人提供服务的，否则市场无法运转。

金融投资的10个谎言之：我们在报纸上看到的名字是金融市场的主角

——以上文字摘录自《人大经济论坛》

2.1. 战略：持续对外扩张的资管巨头

作为全球最大的资产管理机构，Blackrock（译为黑岩，简称BLK）的股权结构较为分散，内部股东持股比例仅有5%，机构和共同基金持股比例占71%，但持股比例较为分散。

图 7：黑岩 top10 机构股东持股比例较小

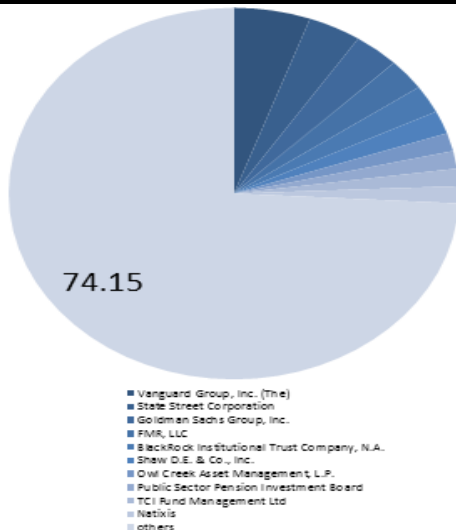
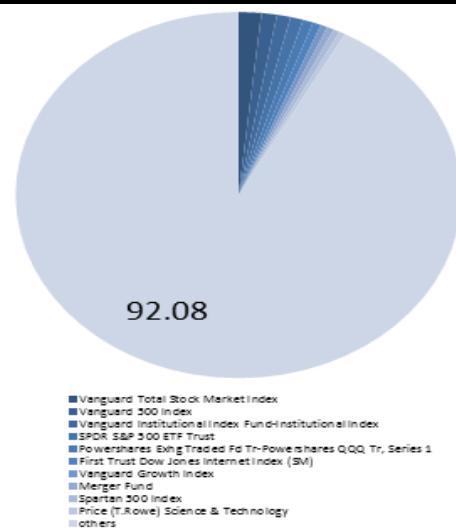


图 8：黑岩 top10 公募基金股东持股比例小于 10%



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

1988 年 Blackrock 由拉里·芬克和苏珊·瓦格纳等 8 人建立（相关介绍主要根据公司财报披露整理，下同）。最初，芬克得到了全球最大私募黑石集团皮特·彼得森的初始经营资本的稳定资助。彼得森相信芬克做致力于风险管理领域公司的眼光，于是为公司命名为“黑石财务管理”。成立之初，公司主要业务时固定资产投资。1992 年，由于与大私募集团黑石的名字会产生混淆，他们决定从“黑石财务管理”改名为“黑岩”。当年公司资产管理规模(以下简称 AUM)为 170 亿美元，1994 年，AUM 为 530 亿美元。

对外通过并购扩张，在内夯实技术中台系统，这成为黑岩的发展战略。1995 年，PNC 金融服务集团收购了 BLK，这一并购让 BLK 的业务变得更加多元化，从封闭型基金、信托拓展到开放型基金，包括股票基金。同时，BLK 的分销网络和投资机会也因此增加。

1999 年，BLK 以每股 14 美元的价格在纽约证券交易所公开上市，AUM 为 1650 亿美元，2004 年这个数字增长到了 3420 亿。

2000 年，BLK 成立了由一支分析师团队组成的“黑岩解决方案”公司。这个公司现已经拥有 800 多人的庞大分析师团队，2000 多名雇员，学科背景覆盖数学、金融、经济、工程等多个领域。

图 9: Aladdin 的风险管理体系

图 10: BLK 从 4 个维度提供丰富的投资组合



数据来源：国泰君安证券研究。

BLK Solutions: 黑岩黑科技的集中营

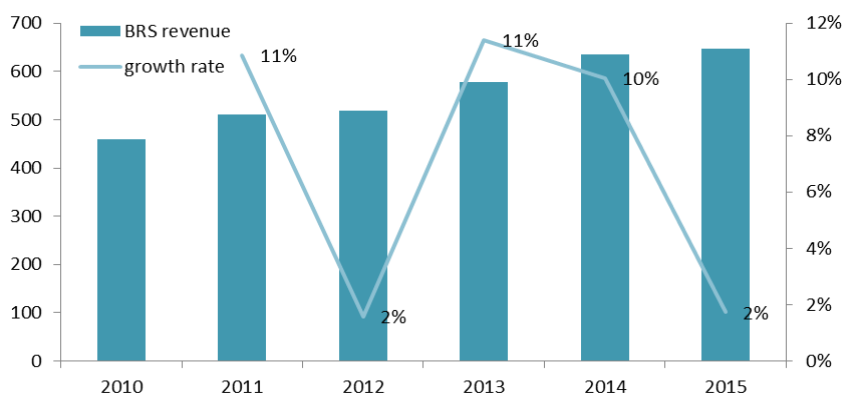
BLK Solutions (以下简称 BRS) 是一个提供投资管理科技系统、风险管理服务和咨询服务的部门，以服务费为收入。下面分设两个部门：Aladdin 和金融市场咨询 (financial markets advisory, 简称 FMA)。FutureAdvisor 是 BLK 在 2015 年收购的智能财富管理平台，为金融机构提供高质量的技术建议。

Aladdin 是公司成立时便建立的专有技术平台，旨在为 BLK 和其他机构投资者提供风险管理系统。FMA 于 2008 年创建，旨在为全球的金融机构、监管者、政府实体提供复杂的金融和风险建议。

BRS 2015 年收入为 6.4 亿美元，同期增长 2%，占公司总收入的 5.6%。Aladdin 占 BRS 收入比 82%，其主要收入来源是长期的合同收入。由图 1 可知，BRS 收入逐年上升，除了 2012 和 2015 年收入增长较慢以外，最近五年的收入增长达到 10% 左右。

虽然 BRS 的收入占比不高，但其对 BLK 的收入拉动作用不容小视。因为 BRS 接触的客户拥有 200-500 亿美元的可投资资产，如果 BLK 能够将 BRS 的客户转变成其投资管理服务的客户，BLK 的多元化资产的 AUM 可以显著增加。

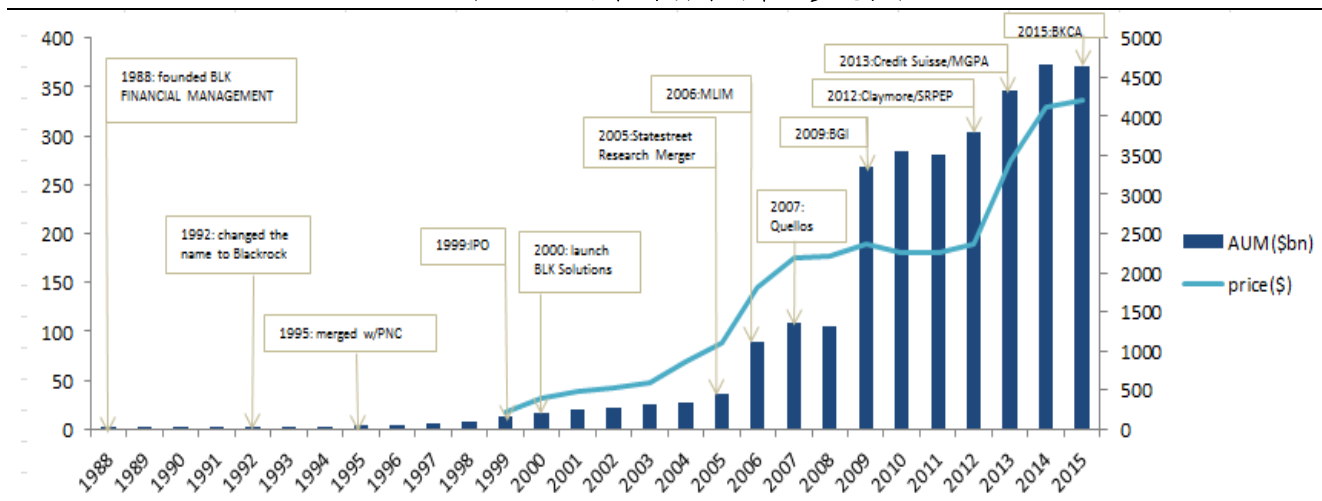
图 11: 2010-2015 年 BRS 收入及其增长 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究。

2005 年以后 BLK 进行了一系列并购, 增强了其投资能力。包括: 2005 年, 从 Metlife 手中购买了 SSRM 控股的 3.75 亿美元的现金和股票, 其中包括 SSRM 的共同基金业务; 2006 年, 用 90 亿美元吞并了美林证券公司的投资管理部门 Merrill Lynch Investment Managers, 这一举动也让它的 AUM 第一次达到了 1 万亿美元, 构建了其权益部门并增强了分销能力; 2007 年, 收购了 Quellos Group, LLC.; 2009 年, 收购了 Barclays Global Investors, 包括 BGI 的明星产品 iShares; 2011 年, 希腊银行聘请 BLK solutions 对其银行系统提出分析和建议; 2012 并购了 Claymore 和 SRPEP, AUM 增加 137 亿美元; 2013 收购 Credit Suisse 和 MGPA, AUM 增加 269 亿美元; 2015 收购 BKCA, infrastructure Institucional and FutureAdvisor, AUM 增加 22 亿美元。

图 12: 黑岩在持续并购中逐步发展壮大



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究。

2.2. 产品策略: 权益被动, 固收主动

美国最大的共同基金之一先锋基金创设人约翰·博格 (John C. Bogle) 论述了基金行业的长青之道: 1、长期投资; 2、指数化投资; 3、降低税

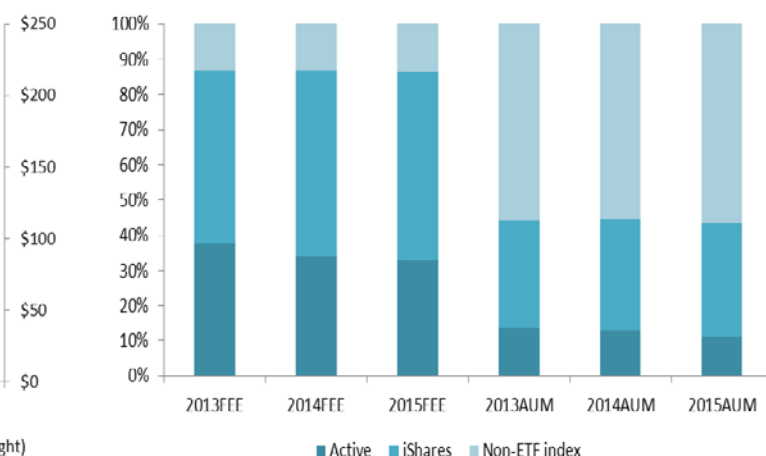
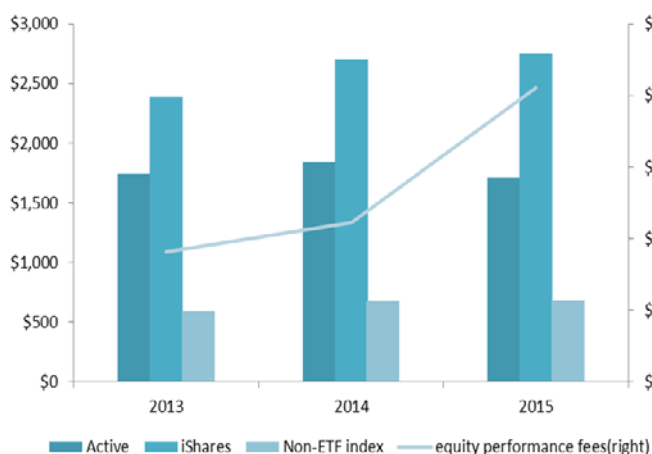
收等交易成本；4、被动投资，减少交易；5、不要认为自己可以超越市场；6、收益会回复到正常水平（万有引力）；7、简单胜于复杂；8、基金规模迅速扩大的结果是回报回归甚至降低。事实上，北美学术研究也发现共同基金长期获得 Alpha 异常困难。黑岩在设计产品上遵循了相关策略和研究成果，权益类中被动指数类产品是大资管机构的主要布局线。

2.2.1. 权益产品：ETF 占主导

2013-2015 年，股票的业绩收入上升明显，由 9100 万美元升至 2.05 亿美元。主动管理组合收入较为稳定，略有下降；iShares（股票 ETF）组合收益逐年上升，且收入占比最高，约占 50%；非 ETF 指数型组合收入稳定，占比约为 10%，但其 AUM 超过 50%。公司的 iShares 是公司的明星业务，体量大，且管理费低，相较于非 ETF 指数型基金有较多的优势。

图 13：近 3 年股票业务收入增速快

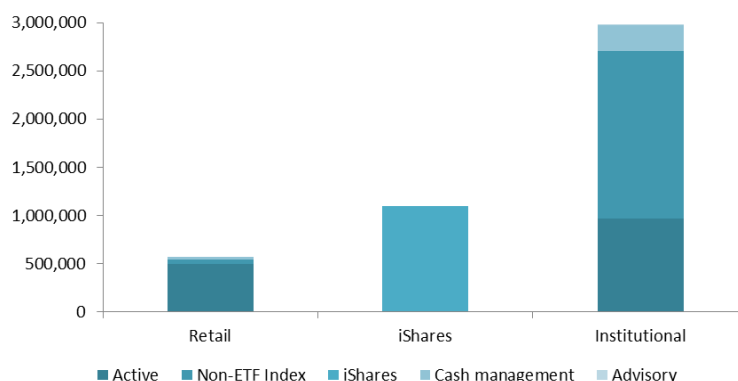
图 14：iShares 业务利润最高



单位：百万美元，数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

2015 年公司权益投资中，机构客户 AUM 约为 2.7 万亿美元，占比最高，且主要是非 ETF 指数型投资，其次是积极管理型；零售客户 AUM 约为 5411 万美元，占比最低，其中主动型投资占比最高；iShares 投资中包含零售和机构客户，投资金额约为 1.09 万亿美元。

图 15：机构投资者 AUM 占比最高（单位：百万美元）



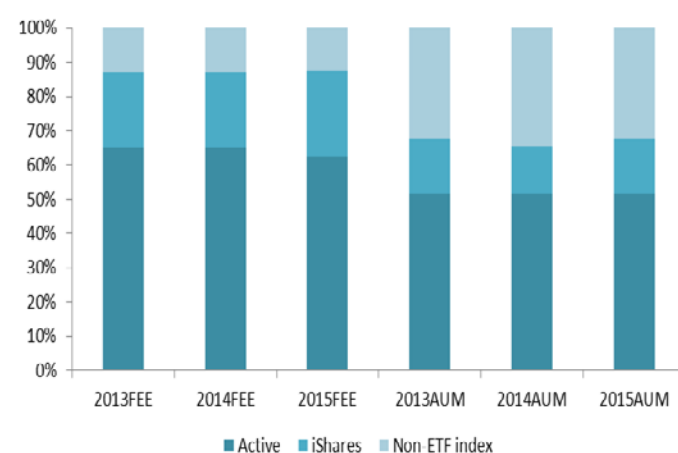
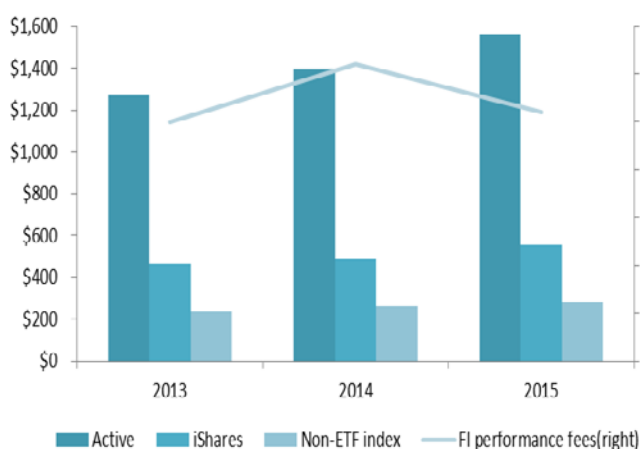
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2.2.2. 固定收益：主动类业务渐高

主动管理型固定收益组合收入增幅最为明显，收入占比约为 60%，2015 年收入为 15.66 亿美元；iShares（固定收益 ETF）收入略有上升，收入占比约为 20%，而 AUM 占比 10%，说明其收费较高；非 ETF 指数型组合收入占比小于其 AUM，说明其收费较低。2015 年固定收益的绩效收费相较于 2013 年没有明显变化。我们认为随着全球利率环境波动加大，对债券资产的择时更易获得 alpha，这也是近年来公司固收类产品中主动类产品占比提升的原因。

图 16：主动固定收益收入增速最快（单位：百万美元）

图 17：iShares 业务利润最高

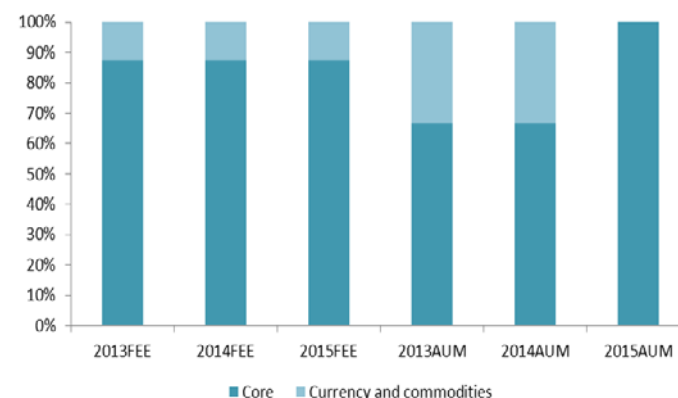
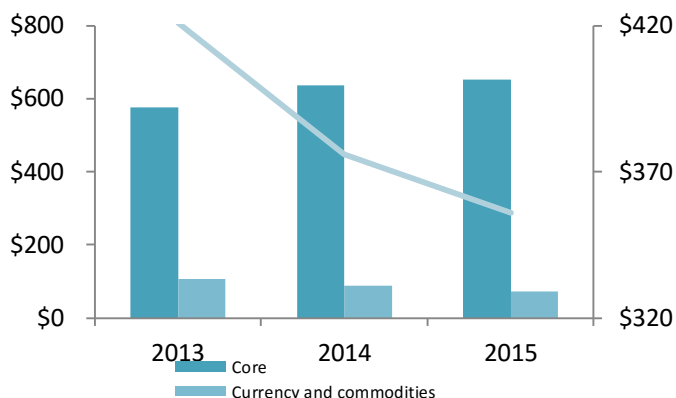


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

同时公司也在配置另类投资资产。另类投资的核心资产逐年缓慢上升，收入占该业务线收入约 85%，13、14 年的 AUM 分别为 65%，15 年的 AUM 约为 100%；货币和商品的收入缓慢下降；另类投资的业绩收入下降较为明显，另类投资的业绩收入表现不佳。

图 18：另类投资业绩收入有所下降（单位：百万美元）

图 19：核心另类投资利润相对较高



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

从黑岩发展经验看，公司善于做基于权益的 ETF 产品（被动配置）和注

重择时的固收类产品（主动配置），但对另类资产的投资并不占优势。在缺乏流动性前提下，我们认为另外投资更重视特殊资产和投资策略的把握，精品型的资产管理机构比全能型的巨头更善于把握。

3. 精品型：KKR—暗影重重的资本之王

3.1. 全球最优的私募股权投资机构之一

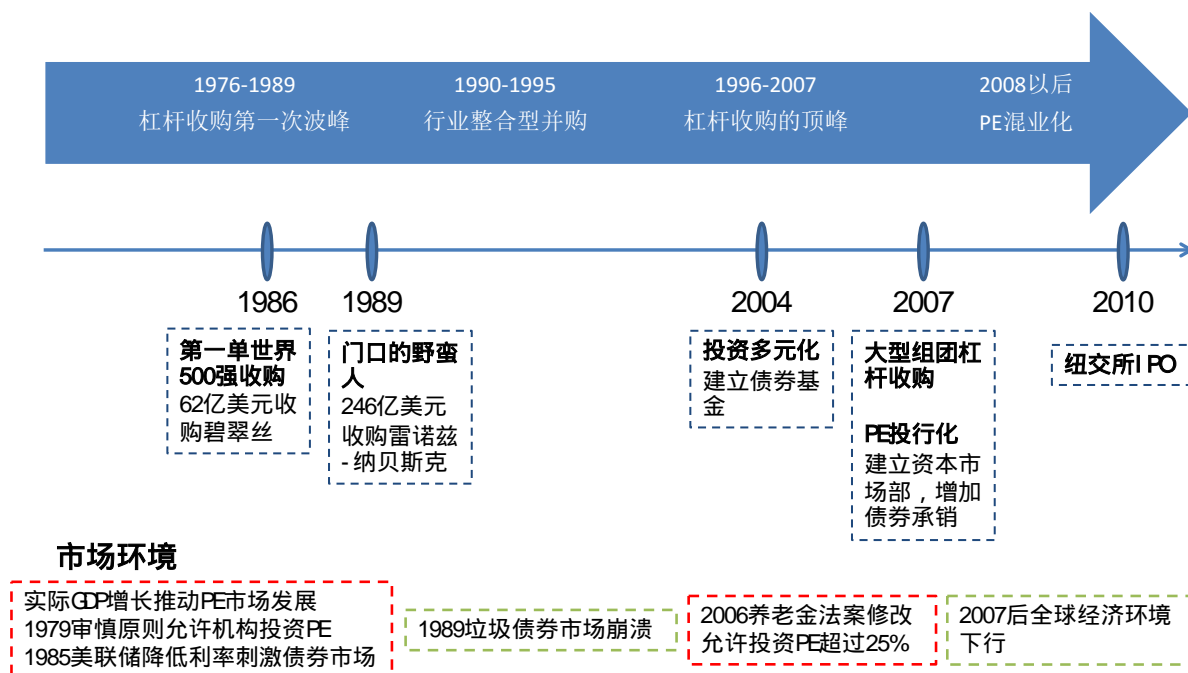
经历三十年的全球经济周期的变化，KKR 已经发展成全球最优秀的私募股权投资公司之一。1976 年 5 月 1 日 KKR 成立，专门从事管理层收购、股权投资等业务，创立了注重私募股权投资业务的机构投资模式。目前 KKR 已经从一个仅由少数几个人组成和一个提供单一私募股权投资产品服务的金融机构发展成为拥有一千多位员工，业务范围几乎覆盖固定收益类产品、证券投资、对冲基金、资本市场业务、基础设施投资、能源投资和房地产投资等板块，投资区域布局也从美国辐射到欧洲、亚洲等全球主要经济活跃的地区。

20 世纪 70 年代末，KKR 起家于杠杆收购的兴起。公司与德崇证券密切合作，积极使用垃圾债，从此“以小吃大”的杠杆收购开始大行其道。在杠杆收购的第一次浪潮中，KKR 留下了不少经典案例，其中以 62 亿美元收购碧翠丝，以 246 亿巨额资金收购雷诺兹-纳贝斯克的案例至今也是人们常谈论的话题。但对于垃圾债券的过度依赖，以及“蛇吞象”之后的消化难题成为了公司的隐患。

布局综合资产管理业务是 KKR 再次兴盛的驱动力。进入 90 年代，随着投资者对于垃圾债券的热情减弱 KKR 的发展暂时进入了瓶颈期。1996 年后伴随着债券市场的回暖，KKR 在当年募集到了创纪录的 60 亿美元的资金，“门口的野蛮人”又重新回到了市场，杠杆收购也迎来了第二次的高峰。在 2007 年以前的这段时间，KKR 也不断推陈出新，相继新设了债券基金、承销等业务，业务开始向多元方向发展。

上市提升资金规模，促进了 KKR 业务进一步多元。2010 年，随着金融市场从 2007 年金融危机中逐渐恢复，KKR 也迎来了其发展道路上的另一座里程碑——在纽交所 IPO。这进一步推进了 KKR 的业务多元化。在上市之后，KKR 相继推出了私募股权市场上的能源、基础设施、房地产专项投资基金，二级市场上的 FOF、另类信用投资等。到现在，KKR 已从一个依赖垃圾债券融资进行杠杆收购的纯粹的私募股权公司发展成了一个融资渠道多元化、投资覆盖面广、在多级市场上开展业务的综合性金融巨头。

图 20: KKR 业务从单一杠杆收购业务拓展综合资产管理服务

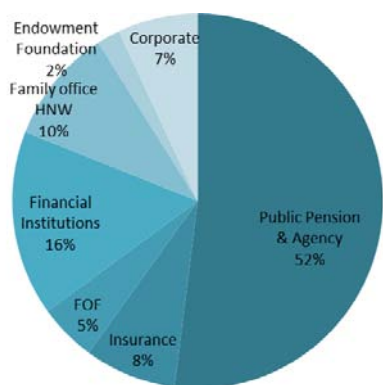


资料来源：国泰君安证券研究。

3.2. 业务模式：精英运作，融资多元

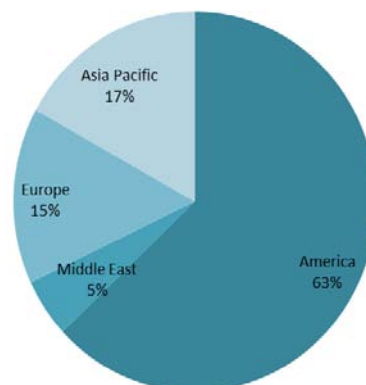
KKR 已为全球 PE/VC 的巨头，资金渠道多元。从投资者角度看，KKR 2015 年超过半数资金来自养老基金，其后便是金融机构。按地域分布看，KKR 2015 年六成资金来自美洲，第二大资金来源地是亚太，占比约两成，来自欧洲的资金占 15%。

图 21: KKR 最主要资金来源于养老金



资料来源：国泰君安证券研究。

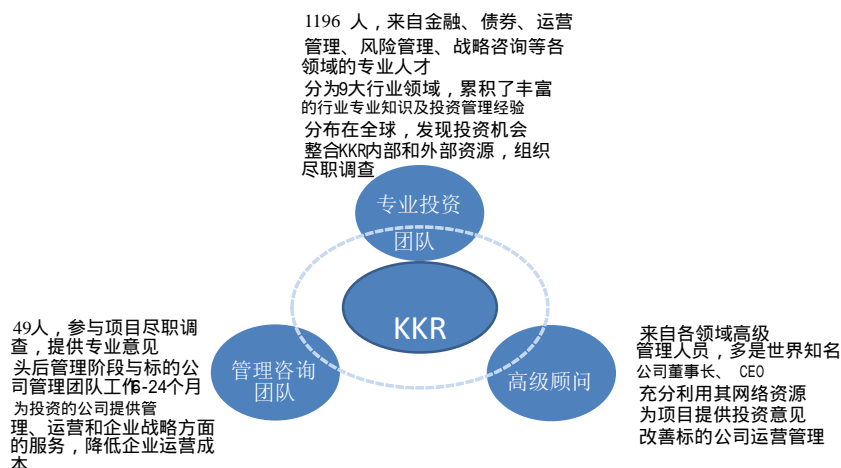
图 22: KKR 主体投资者在美洲和亚洲



资料来源：国泰君安证券研究。

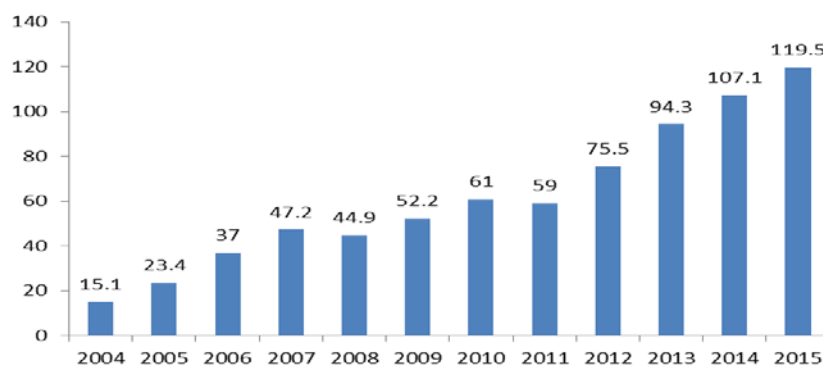
KKR 不仅有涵盖各行业专业投资团队，还有经验丰富的投后管理咨询团队，更有来自国际知名企业的 38 位前高管。这样的团队结构保证了 KKR 从研究到投资再到投后管理整个过程的高效与价值的高增长。

图 23: KKR 投研团队搭配投后管理团队



资料来源：国泰君安证券研究。

图 24: KKR 的资管规模超过千亿美元（单位：十亿美元）



资料来源：国泰君安证券研究。

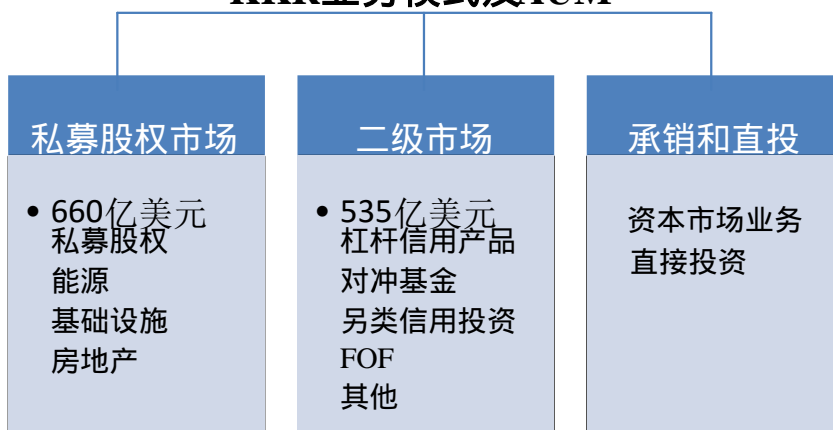
近十年来，KKR 所管理的资产规模不断上升，从 2004 年的 150 亿美元增长到 2015 年的 1195 亿美元。AUM 的增加来自于公司多年来为投资者创造出的丰厚回报，体现了投资者对于公司未来发展的充足信心。

3.3. 收入结构：投资收益占比大于管理费收入

KKR 的业务包括私募股权市场、二级市场以及承销与直投三个板块。私募股权市场下又设立了能源、基础设施和房地产的专项基金，截止 2015 年末，私募股权市场的 AUM 达到 660 亿美元。二级市场业务是 2000 年以后才陆续开展的，其管理资产规模已达到 535 亿美元，主要投资于杠杆信用产品、多空股票投资、另类信用投资及 FOF 等。此外，KKR 还成立了承销部门和直投部门，目前管理资产大约 50 亿美元。

图 25: KKR 有私募股权/二级市场/承销三大业务板块

KKR业务模式及AUM



资料来源：国泰君安证券研究。

KKR 的收入主要来源于两大类：费用相关和投资收益，其中费用收入也有不同来源。以私募股权市场为例，相关费用包括资金管理费（一般是募集资金的 100-200 个 BP），被投资企业的监管费以及交易收费。投资收益也因业务板块的不同而有所差异。

图 26：KKR 收入包括资产管理费/收益分成/财务顾问等多种来源



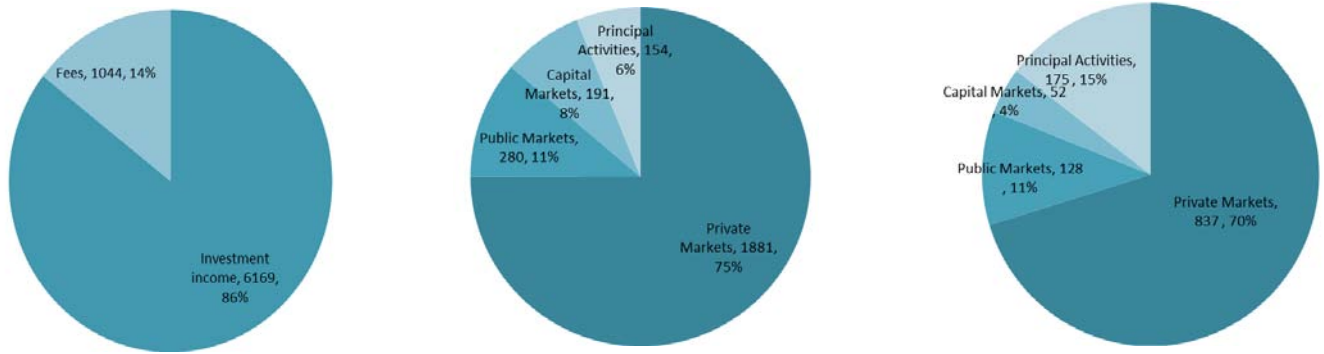
资料来源：国泰君安证券研究。

投资收益是 KKR 最重要收入来源。2015 年度 KKR 的总收入中，KKR 投资收益约占 86%，而相关的费用收入仅占 14%。这显示出了其极强的创造投资收益的能力。按业务板块分解其投资收益，其中私募股权市场占了所有投资收益的 75%，其次是来自二级市场的 11%，而直投和主要活动的投资收益占比较少，分别为 8% 和 6%。从费用收入结构来看，私募股权市场占比最大，达到 70%，主要活动的费用占比达到 15%，而二级市场费用收入的比重为 11%，剩下 4% 主要是直投费用。

图 27：2015KKR 总收入构成
(单位：百万美元)

图 28：2015KKR 投资收益构成
(单位：百万美元)

图 29：KKR 费用收入构成
(单位：百万美元)

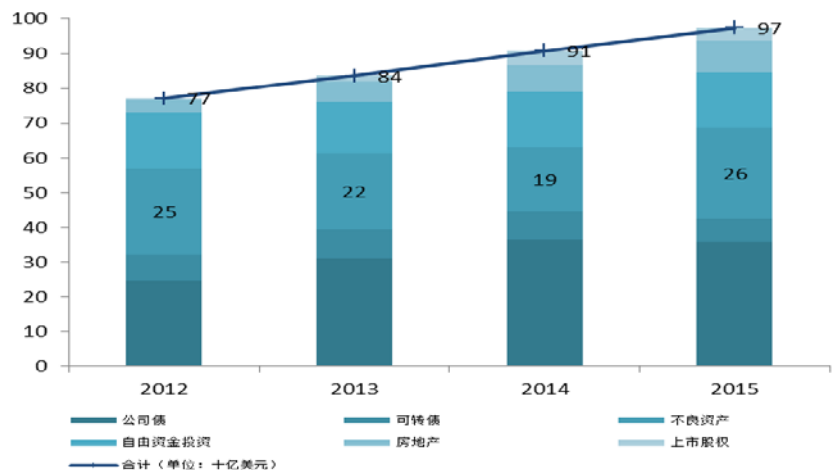


资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

4. 精品型：橡树资本—逆向投资高手打造美版 AMC

橡树资本管理有限公司（Oaktree Capital）是一家国际性资产管理公司，创立于 1995 年，目前管理规模为 970 亿美元。橡树资本一直专注于全球不良资产的投资机会，投资组合中包括企业困境债务、困境企业股权、困境房地产、银行不良贷款、高收益债券等。橡树资本在 2009 年参与了美国政府为应对次贷危机发起的不良资产救援计划（TARP），并获得了不错的投资回报率。截至 2013 年 9 月底，橡树资本在 PPIP 项目中的内部收益率达到 26%。

图 30：不良债权投资在橡树资本托管资产规模中占据较高比重



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

从橡树资本投资回报情况来看，不良债权投资的净内部收益率达到 17.1%，仅次于公司能源投资项目收益率水平，远高于其他项目投资回报水平。

从橡树资本的经营业绩来看，不良资产管理行业的利润在整体不良率大幅提升的区间内业绩也是不断下滑（前期买入的不良资产在不良率提升过程中面临贬值），直至整体不良率进入拐点区域。而盈利大多在经济好转，不良率持续下降的经济周期中。

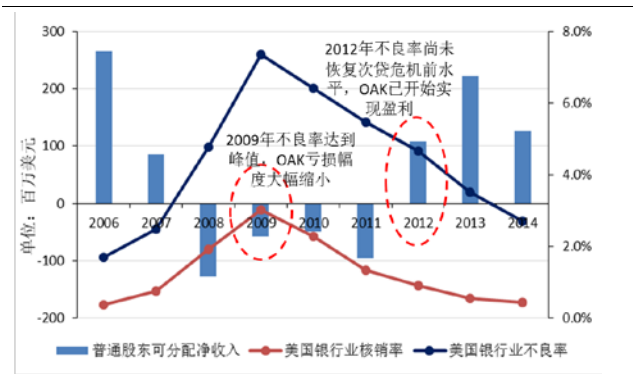
表 3: 橡树资本的不良资产投资项目能够获得较高的投资收益率

单位: 百万美元	累计已投资 资本	毛内部收益 率	净内部收益 率	回收资本乘 数
不良债权投资	39,994	22.1%	16.3%	1.7x
房地产投资	6,990	15.7%	12.2%	1.7x
自有资金投资 (全球)	10,191	12.9%	9.3%	1.6x
自有资金投资 (欧洲)	5,232	14.4%	9.8%	1.6x
能源投资项目	1,609	34.8%	26.7%	2.4x
夹层融资项目	3,474	13.2%	8.9%	1.4x

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

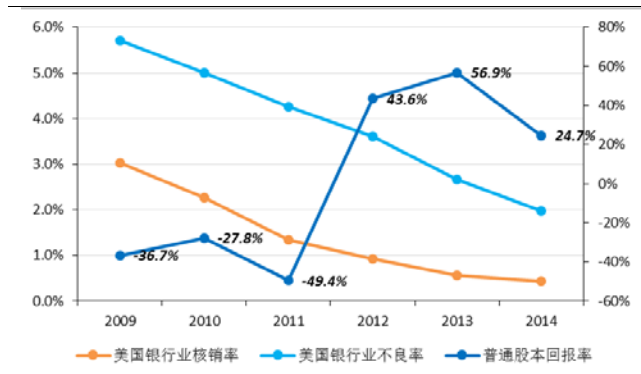
橡树资本的业绩直到 09 年之前都是伴随不良率的上升而下降的, 直到 2009 年银行业不良贷款率达到峰值后, 公司归属于普通股股东的可分配净收入的亏损幅度大幅降低; 2012 年银行业不良贷款率尚未恢复次贷危机前水平, 公司归属于普通股股东的可分配净收入已经为正, 此后盈利状况一直较好。从橡树资本普通股回报率可以看出, 银行业不良贷款率的改善同时促进了橡树资本经营业绩的改善。

图 31: 2010 年上市以来 KKR 市值水平总体提升



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国泰君安证券研究。

图 32: PE 水平为 5-20 倍, PB 水平为 1-2.5 倍



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国泰君安证券研究。

5. 平台型: Charles Schwab—老美中产的主心骨

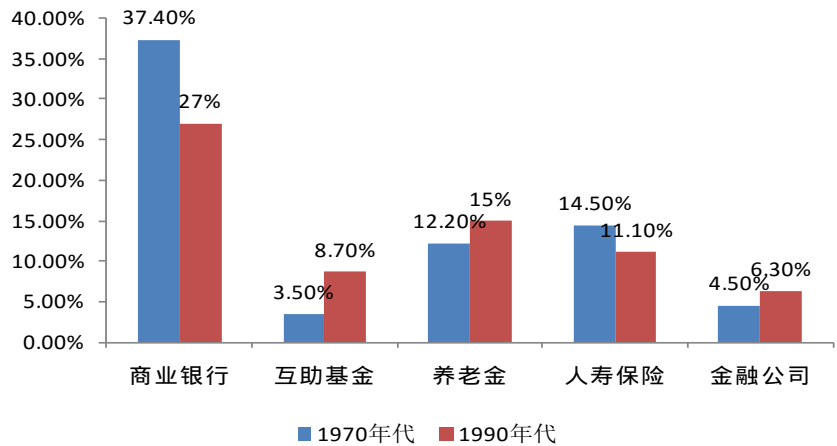
5.1. 成长契机: 别人高价, 我家免费

嘉信理财 (Charles Schwab) 成立于 1971 年, 1987 年在纽交所上市, 总部位于美国加州。公司提供资产管理和经纪交易等综合金融服务, 资管规模和活跃账户数保持增长态势, 是美国乃至全球最大的券商之一。公司 20 世纪 70 年代由低成本折扣经纪商起家, 90 年代开发网上经纪业务线, 之后逐渐转向资产管理业务, 进入 21 世纪后, 机构业务成为公司业务拓展方向。

20 世纪 70 年代后, 管制放松产生了美国证券、资管等非银机构的转型机遇。美国石油危机下, 美国国内通胀高企倒逼金融管制放松。一方面, 利率开始由市场定价, 这为多种理财产品的创设提供了基础; 另一方面金融混业化的格局开始形成, 1975 年证券公司佣金率开始由市

场决定（之前实施千二以上的固定佣金率），传统依靠经纪业务牌照的垄断佣金业务模式被打破，美国券商开始寻求多元化收入来源。在这种背景下，成立于 1971 年的嘉信理财开始了自主创新之路，公司在其低成本折扣经纪商的基础上不断增加全方位的客户咨询服务。

图 33：美国利率市场化商业银行资产比下降而非银金融机构规模提升



数据来源：SIFMA，国泰君安证券研究

1975 年，业务标准化，率先推出折扣经纪业务

1975 年 5 月，美国证券交易委员会取消固定佣金制度，转而推行协商佣金制。对此大多数证券经纪公司应对是降低机构投资者缴纳的佣金率，提高一般投资者缴纳的佣金率。但与之不同的是，嘉信看准时机锁定中小投资散户，率先推出了折扣经纪业务，并加大对信息设备投入，实现交易自动化。

与美林证券等提供研究服务不同，嘉信公司的经纪人从不给咨询意见。公司把股票交易和投资咨询及其他服务独立，对股票交易收取极低的费用，在从中分配一部分费用给提供标准化服务的经纪人。

1986 年，对个人退休账户免费，为“理财超市”构建平台

1982 年，美国国会通过了允许个人退休账户出台的条例，当时最乐观的估计是 10 年内个人退休账户吸引 500 亿美元，但实际金额是 7250 亿美元，远超过市场预期。尽管个人退休账户是一种特殊的产品，但银行业内人士仍把个人退休账户仅仅当成一种普通账户看待，对客户开立和维持个人退休账户收年费，相关产品费用高昂。1986 年嘉信公司开始直接取消对个人退休账户收取年费，这使得嘉信的个人退休账户大量增加，超过公司最乐观的预测。通过对账户实现免费，公司实现了个人账户的集聚，这为之后构建资管平台，建立“理财产品超市”提供了基础。公司于 1992 年推出了共同基金“一账通业务”(One Source)业务，该账户集合了多家资产管理机构产品，对客户免费，但对资产管理机构收入约 30BP 的管理费用。

1995 年，推出“顾问资源项目”，提供咨询服务

20 世纪 90 年代开始，美国新一轮牛市启动。投资者对股票、共同基

金、期权等理财产品需求增加，对咨询服务要求加强；而同时嘉信客户的平均年龄是 47 岁，全面服务的经纪公司客户的平均年龄是 57 岁，要留住这些年纪较大且较富裕的客户，要求公司业务进行转型，提供咨询服务。

对此，嘉信公司实施客户细分，把客户细分为三类：委托投资者、投资意见征求和自我定向投资者，并于 1995 年推出独立的“登记顾问资源”的（RIA，registered investment advisor）项目平台，该平台的投资顾问独立于公司，不收取公司固定报酬。这样一方面有利于留住客户，但又避免直接提供咨询资源，控制了相关成本。

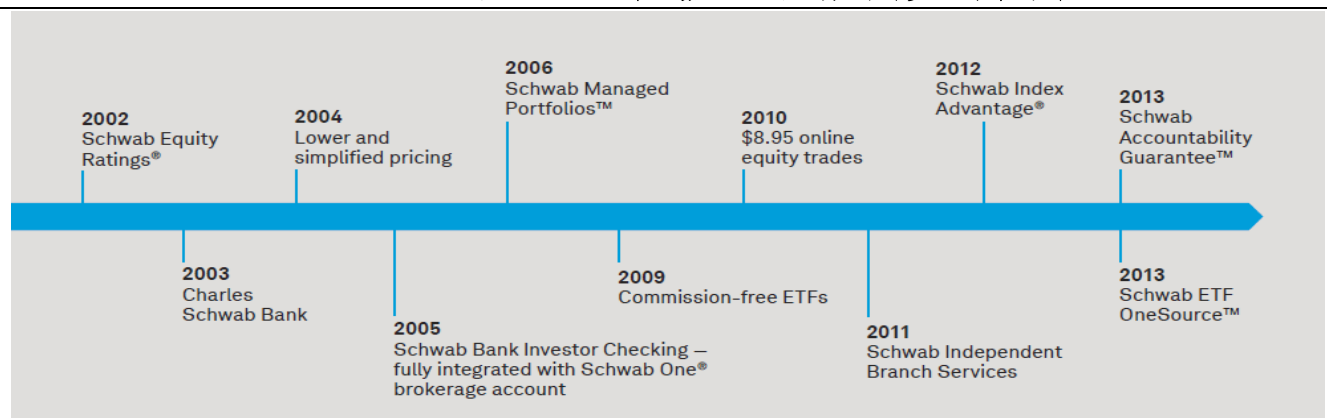
1996 年，拓展“电子经纪商”业务

1995 年后互联网作用凸显，在美国销售的个人电脑数第一次超过电视机销售数，以计算机网络为基础行将开始为证券交易主流。嘉信抓住时机，开始拓展电子经纪商业务。由于丰富前期经验积累，嘉信能够在奔向网络的竞赛中脱颖而出。在成立初期，嘉信曾推行第一个“经纪操作和交易分析”系统，大大降低处理订单成本，提高精确度。后来又推出“均衡器”、“街上聪明人”等工具，得到了不少公众的好感。1996 年，嘉信进一步推出“eSchwab”，开始进入互联网交易，并与嘉信零售重新合并在一起，在随后几年中迅速占据了经纪业务市场份额第一的宝座，实现了线上和线下结合。

2002 年以后，贯彻差异化竞争策略，拓展机构业务

当网上经纪业务竞争进入白热化阶段，嘉信的竞争战略也开始向差异化转型，即开展机构业务，涉及类贷款等综合金融服务。目前嘉信业务涉及资产管理、教育基金、债务管理、养老金等多方面，每一块业务又通过市场细分和个性化服务来获得差异化的竞争优势，不仅着眼于个人投资者，同时越来越重视机构投资者。这使得 2004 年至今的十年内，其净收入结构中机构投资者服务收入占比逐年加大，2013 年机构投资者服务收入占比已达总收入的 23%，差异化转型初见成效。

图 34：2000 年后嘉信理财业务创新步伐并未停滞



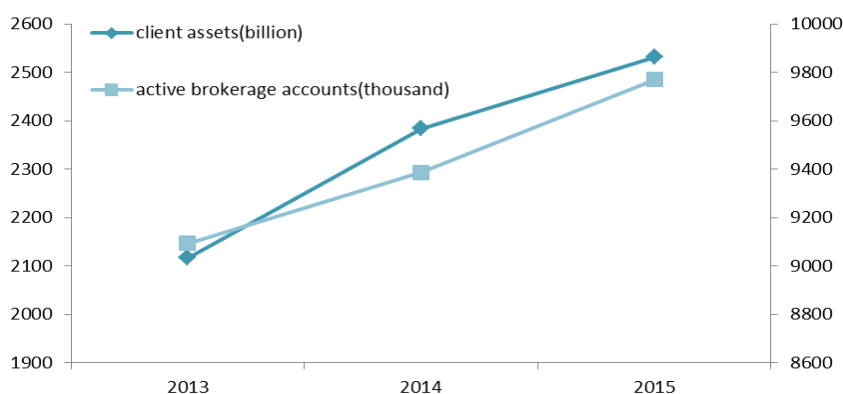
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

转型小结：嘉信在业务转型中，遵循了“折扣经纪—资产管理—机构业

务”三部曲。第一步，公司业内率先降佣并开发网上渠道，这种以量补价的盈利方式帮助公司聚拢海量客户；第二步，公司聚焦于资产管理业务，通过多样产品和特色服务把公司打造成“资管平台”，战略由低成本转向差异化；第三步，公司向大学基金、养老金机构拓展资产管理业务，同时积极提升杠杆，开始做业务波动率较低的“类贷款”业务。经过多轮战略转型，嘉信理财初具全能投行的职能。

专注于开发中低收入客户，公司资管规模和账户数量在美国券商业影响力巨大。截止 2015 年年底，嘉信持有的客户总资产高达 2.51 万亿美元，活跃经纪账户为 980 万，公司退休计划客户 150 万，银行账户 100 万。公司下设投资服务和咨询服务两大部门，提供经纪、共同基金、ETF、咨询建议、银行、信托服务。

图 35：公司客户资产和活跃经纪账户保持攀升



客户资产单位是十亿美元，账户单位为千，
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

5.2. 产品策略：多类资产的配置服务

目前公司资产管理收入已经成为嘉信理财净利润的主要来源，占比高达 41%。而在这一业务领域，嘉信理财优势在于对客户进行精细化管理，提供了九类基础资产管理产品，客户可根据自己的风险偏好及投资需求选择心仪的资产管理投资组合。产品差异化促进了管理费率保持了较高水平，即使考虑了货币市场基金、指数基金等被动型理财产品，公司资管业务费率总体在 0.2% 以上。

近年来虽然资产管理费率略有下降，但得益于资产规模的扩大，嘉信理财的资产管理收入仍然呈上升趋势。2015 年嘉信资管收入为 26.50 亿美元，较 2014 年增长了 5%。

表 4：嘉信理财提供了九种以上资产管理产品

产品名称	产品说明	最低投资门槛	费率
嘉信管理组合	基于共同基金及 ETF 的多元化投资组合	\$25000	0.90%
嘉信管理账户	由专业的第三方及专有资产管理方构造的股票/债券投资组合	股票：\$100000 债券：\$250000	股票：1.35%；债券：0.65% 市政债券：0.35%
多元化投资组合	多个资产管理经理为客户设计多元化投资组合，由一个投资组合经理进行监督和管理	视具体策略而定，最低门槛为 \$250000	1.10%

嘉信理财投资管理	利用嘉信股票评级来确定能在未来一年内跑赢大盘的投资组合策略	\$100000	1.35%
嘉信私人客户	由专业人士组成的专业团队为客户量身定制咨询和个性化投资计划	\$500000	股票、股票基金、ETF: 0.90% 债券及债券基金: 0.70%
嘉信理财顾问网络	由预先筛选的专门从事财富管理和复杂投资策略的本地投资顾问提供服务	\$500000	不同的投资顾问收费各异; 推介服务不收取费用
Windhaven®策略	主要由 ETF 构成的全球多元投资组合, 力图在繁荣的市场上把握增长同时在衰退的市场上减少风险	经纪账户/IRA: \$100000 合格雇员退休收入保障 账户: \$25000	0.95%
ThomasPartners®股息增长策略	投资于派息的公司以寻求每月收入、每年的收入增长以及长期资本增值的投资策略	\$100000	0.90%

数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究。

图 36: 近 3 年来公司管理费率基本稳定

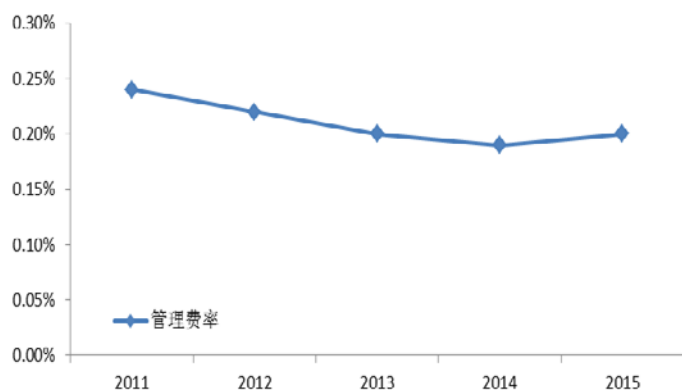
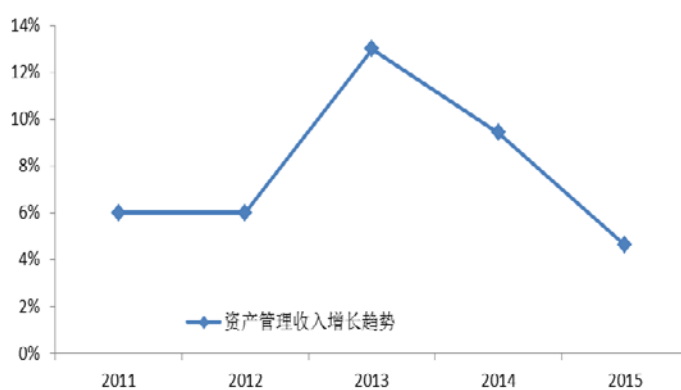


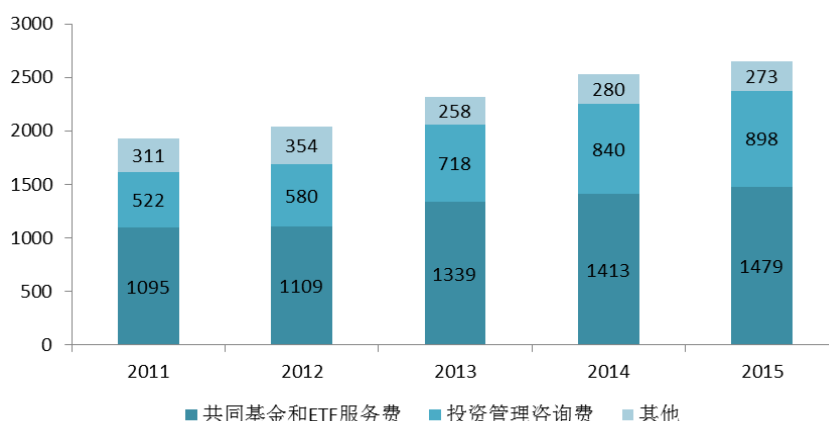
图 37: 近 5 年来公司资产管理收入增长较为稳定



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究。

由下图知, 公司资管收入中共同基金服务费近年来有所下降, 而投资管理咨询费及其他收费则有所上升。这由于 2000 年后, 随着投资者对研究服务依赖度提升, 嘉信理财退出了不收取咨询费用的“共同基金全一账通”服务。

图 38: 嘉信近五年来投资管理咨询费占比略有提升 (单位: 百万美元)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

6. 智能投顾：技术先行，明日之光

当三级飓风袭击佛罗里达州时，哪支水泥股的涨幅会最大？

回答：德州工业[Texas Industries]。

当朝鲜试射导弹时，哪支国防股会涨得最多？

回答：雷神公司[Raytheon]、美国通用动力公司[General Dynamics]和洛克希德马丁公司[Lockheed Martin]。

当苹果公司发布新 iPad 时，哪家苹果公司的供应商股价上涨幅度会最大？

回答：为 iPad 内置摄像头生产传感器的豪威科技股份有限公司[OmniVision]。

以上为 Kensho 旗下软件沃伦(取自沃伦·巴菲特先生英文名[Mr.Buffett])的展示效果，该软件本质是基于云服务的信息辅助系统。通过该软件，客户可以像在谷歌进行搜索一样，在简单的文本框里输入非常复杂的问题，并得到答案。沃伦软件可以通过扫描药物审批、公司财报、经济报告、货币政策变更、政治事件、以及这些事件对地球上几乎所有金融资产的影响，为上万个问题找到答案。Kensho 软件在亚马逊公司位于 FinQloud 计算网络的网络服务器上运行。Kensho 已经得到了多家美国投行的青睐，根据华尔街日报报道，高盛已对公司投资 1500 万美元，成为其第一大股东。智能投顾羽翼渐丰。

对智能投顾市场而言，一级市场探索，业界大佬支持，二级市场响应。智能投顾体系最早由几家硅谷金融科技初创公司如 Wealthfront, Betterment 和 Personal Capital 设立。2014 年业界巨头也开始涉足这一领域，如全球最大的资产管理公司贝莱德，收购初创智能投顾公司 Future Advisor。高盛、嘉信理财和 RBS 也相继独立研发智能投顾，RBS 更是推出了智能投顾取代客户投资顾问的服务，未来有望替代 250 位私人银行家。对于投资者而已，选择智能投顾具备以下优势：落实资产配置、降低服务门槛、降低交易成本、减少投顾代理问题等。根据花旗银行预测，智能理财市场 2025 年内将达到 10 万亿美元。

智能投顾本质依靠技术优势，属于金融科技类业务(Fin-Tech)，传统金融机构也可以通过外延式扩张获取相关技术，如华泰证券于 2016 年 4 月并购了财务管理技术类公司 Asset Mark，该公司主要服务于资产配置和投顾服务的中台建设，为后续投顾智能化服务提供基础设施。

从盈利模式看，该业务本质为技术驱动的轻资产模式，这与金融机构资本驱动的重资产模式恰恰相反，具有显著“大行业/小公司”的特征。我们专门以近期风头正进的 Kensho 为例说明，近期公司发布了多个分析平台，这一系列平台系统正令业界平庸的财务分析师震颤。

考虑到 Kensho 处于初创期，我们以更成熟的 Betterment、Wealthfront 等机构说明智能投顾等 Fin-tech 机构的盈利模式。

6.1. Betterment: 投资组合理论的活学活用

公司创立于 2008 年，2010 年获得了 300 万美元的投资；2012 年获得了 1000 万美元的投资；2015 年 D 轮融资约 2 亿美元；2016 年，获得了 1 亿美元的 E 轮融资，目前公司估值 7 亿美元。公司目前管理的资产有 40 亿美元，是世界上最大的智能投顾公司，目前客户数约 15 万人，员工约 149 人。

图 39: Betterment 的收益比普通投资者高 4.3%

图 40: Betterment 资产配置中加大权益资产配置

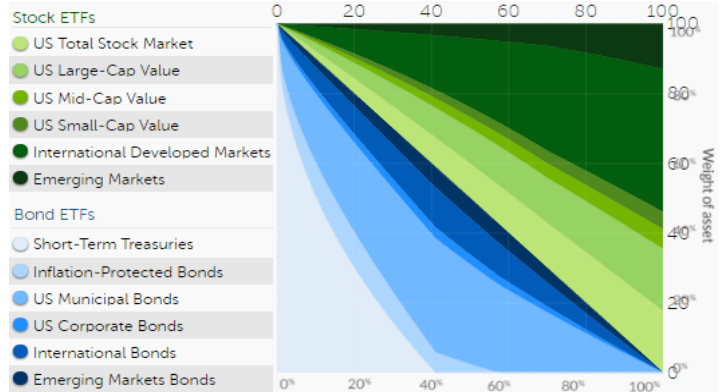
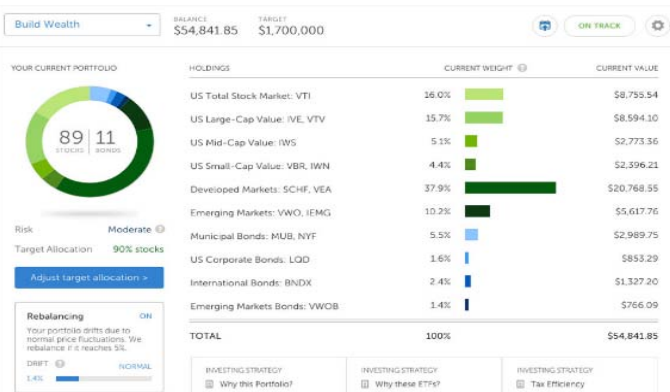


数据来源：公司网站。

Betterment 有较好的界面体验感。用户进入 Betterment 网站后，填写一些个人信息（年龄、收入、投资目的、期限、目标金额、风险偏好等）后，网站会根据个人状况推荐最适合你的投资建议。这种模式的原理是最基础的 Markowitz 资产组合理论及其衍生模型，在云端低成本、快速、批量化地解决各种数据运算，再根据用户的倾向，个性化地提供资产配置组合方案。这是传统人工理财服务无法比拟的，它可以很多人足不出户就可以享受低门槛、低成本地管理自己的资产。

图 41: Betterment 会为客户量身定制投资方案

图 42: Betterment 提供股票和债券的 ETF 组合



数据来源：公司网站。

美国资本利得税高昂，Betterment 还提供了 Tax Loss Harvesting+解决方案，根据客户的投资和收入，确定投资方案，获得最大程度的税收优惠，此项服务估计每年可以增加 0.77% 的税后投资回报率。此外，Betterment 可以查看和投资者同龄或同收入的人在投资什么，怎么投资。另外，Betterment 还提供了的手机应用，可以随时随地查看自己的投资账户。

6.2. Wealthfront: 资产配置的新一站

Wealthfront 前身是一家名叫 Kaching 的美国投资咨询顾问公司。2011 年 12 月 Kaching 更名为 Wealthfront，转型为一家专业的在线财富管理公司，同时也是非常具有代表性的智能投顾平台，借助于计算机模型和技术，为经过调查问卷评估的客户提供量身定制的资产投资组合建议，包括股票配置、股票期权操作、债权配置、房地产资产配置等，主要客户为硅谷的科技员工，如 Facebook、Twitter、Skype 等公司的职员。

其创始人为 Andy Rachleff、Dan Carroll，其中，Andy Rachleff 为 Wealthfront 的执行主席，曾是 Benchmark Capital 的创始人之一，宾夕法尼亚大学校董，斯坦福商学院的一名教师，Dan Carroll 为 Wealthfront 的首席战略官。平台目前有一支由业界和学界名人组成的管理团队、投资团队，如《漫步华尔街》一书的作者 Burton Malkiel 就是首席投资官。2015 年 Wealthfront 获得了显著增长，截至 2016 年 2 月底，Wealthfront 的资产管理规模近 30 亿美元，而在 2015 年 1 月仅为 18.3 亿美元。

Wealthfront 的特点是成本低，主要客户为中等收入年轻人，区别于传统理财主要针对高净值人群。平台的盈利来源为其向客户收取的咨询费（advisory fee）。

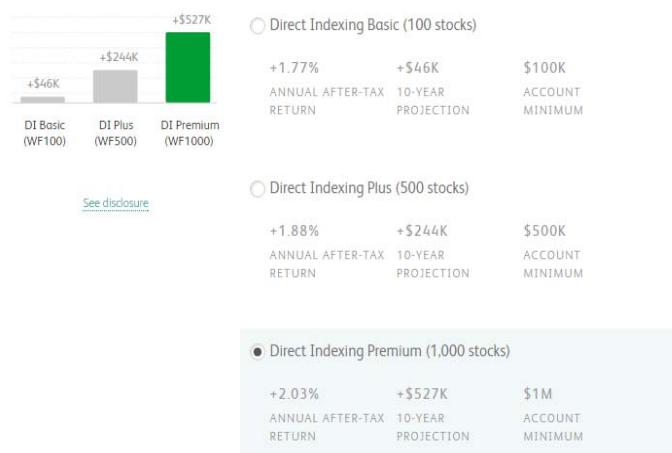
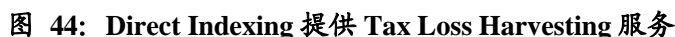
表 5: Wealthfront 收费项目多元

费用项目	比例	备注
咨询费	低于 10000 美元：免收咨询费；高于 10000 美元：每年 0.25% 咨询费	计算公式：（账户资产净值-10000）*0.25%*投资持有天数/365
咨询费减免	每邀请一位用户，邀请人将获得 5000 美元投资额的咨询费减免	
转账费补偿	平台对于用户原有的经纪公司向用户收取的转账费用予以补偿	用户需要联系平台
其他费用	ETF 持有费用，平均约为 0.12%	适用于持有 ETF 期间，归属于 ETF 所属基金公司

数据来源：国泰君安证券研究。

Wealthfront 提供的主要产品和服务是自动化的投资组合理财咨询服务，包括为用户开设、管理账户及投资组合的评估。用户能够通过 Wealthfront 平台投资，标的为 ETF 基金。Wealthfront 选择 11 大类 ETF，分别为：美国股票、其他发达国家股票、新兴市场股票、分红股票、

图 43: Wealthfront 会为客户量身定制投资方案



7. 映射与选股

7.1. 经验：资产管理是金融业态的好生意

上文分析了海外资产管理的四类运营模式，我们同时比较了四类机构的盈利能力和估值水平。整体上，**从盈利能力看**，橡树资本最高（15%），其余三类保持在10%以上；**从资管规模看**，嘉欣理财和黑岩都可以管理2万亿美元规模，这与市值情况相一致，嘉欣理财和黑岩都可以成长为300亿美金的大市值机构，KKR和橡树市值在百亿元以内；**从价值驱动看**，KKR、橡树资本对资产端有控制能力，Price/Aum 较高，而嘉欣理财主要做流量聚拢和资产配置，Price/Aum 最低；**从估值水平看**，橡树资本和嘉欣理财估值水平较高，前者体现了资本市场对其针对不良债权定价能力（独特投资策略）的溢价，后者体现了聚拢流量、构建平台后的“护城河”价值，KKR的估值水平最低，这与公司有较多自营业务有关（成熟市场自营业务估值中枢1PB左右）。

表 6: 美国主要资产管理机构的盈利能力和估值水平对比

	黑岩	KKR	橡树资本	嘉信理财
PE	18	14	32	26
PB	2.0	1.2	4.0	3.0
ROE	12%	9%	15%	12%
MV	600	65	30	380
AUM	25600	560	760	25000
Price/Aum	2.4%	11.6%	3.9%	1.5%
市场评价	资管规模最大 估值水平中等	Price/Aum 最高 估值最低	ROE 最高 估值较高	资管规模最大 估值水平较高

MV\AUM 单位均为亿美元，数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究。

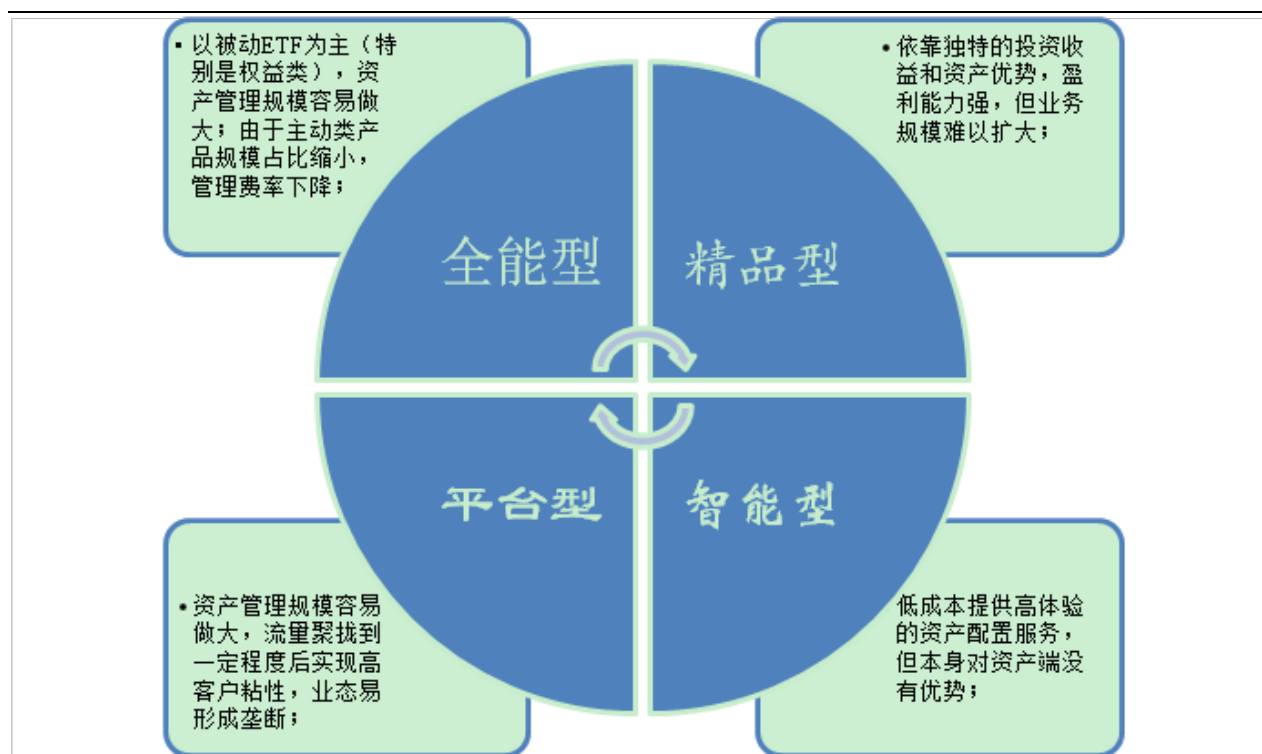
美国沃克尔法案实施后，投资银行因衍生品业务风险敞口高，发展自营业务受限，估值中枢下滑。而一方面，资产管理机构业务模式主要依托管理费收入，投资收益收入占比低，周期属性弱于证券公司，同时资产管理机构业务扩张不依赖大量占用资本，故估值中枢高于证券公司。相对于投行，资产管理机构更是一门好生意。

表 7: 基金与银行/保险/券商/信托盈利模式有较大差异

	银行	保险	券商	信托	公募基金
主要目标客户	大中型企业和有信用记录个人	个人为主	企业、投资机构、个人	高净值人群	大众客户
牌照类业务	银行卡手续费、代理业务手续费、托管及其他受托业务佣金、顾问和咨询费等收入等	资产管理	经纪业务佣金、投行业务等	信托手续费	资产管理费
利差类业务	存贷利差	保险合同利差	融资利差息差	固有业务利差	很少
牌照收入占比	不足 20%	不足 10%	超过 50%	超过 80%	超过 90%

数据来源：国泰君安证券研究。

图 45: 四类资产管理机构业务模式比较

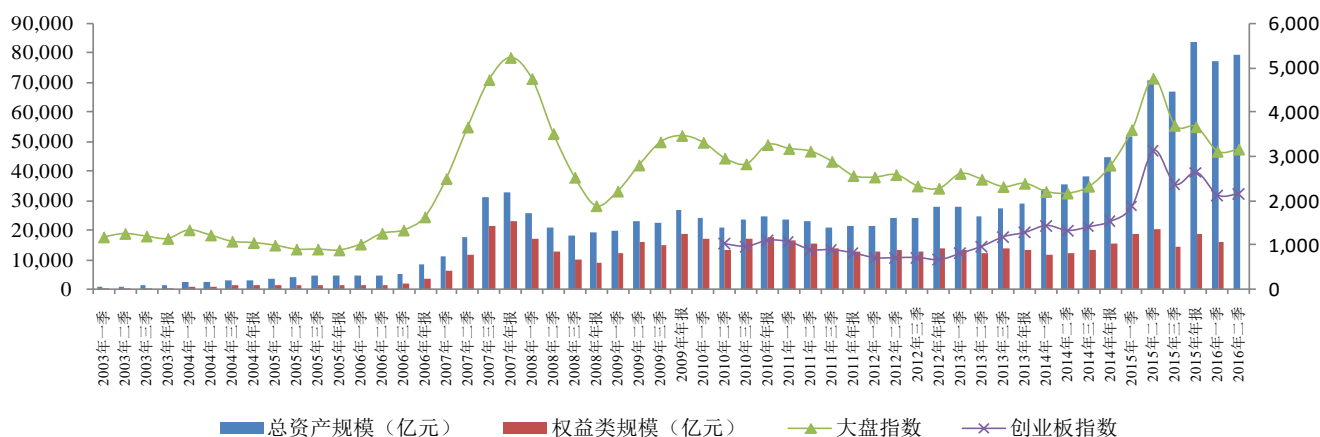


数据来源：国泰君安证券研究。

我们同时分析了中国基金行业，相关模式特征与美国同行一致。由于规模扩张不需要消耗资本，中国公募基金能保持“轻资产”运营模式，ROE水平更高，2014/15年，中国主要基金公司ROE在20%以上，而同期中国券商的ROE水平约10%(2014年)/15%(2015年)。有趣的是，中国公募基金存续规模表现出“牛市规模激增，熊市规模阴跌”的特征。即使

在熊市，基金资产管理规模也可以保持较高的水平，这也许可以用行为金融解释，如基金投资者（大妈们）在产品七毛以下时常因心理账户、损失厌恶等原因不愿意赎回。这种策略下，中国公募基金的存量规模长期看可以保持稳定增长。

图 46：中国公募基金资产规模存量与市场呈现出牛市大涨/熊市阴跌特征



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

表 8：中国基金公司的 ROE 平稳保持在 20% 以上

		华夏基金	南方基金	易方达基金
2015	资产管理规模（亿元）	8,644	3,342	5,760
	收入（亿元）	42	30	40
	净利润（亿元）	14	8	12
	净资产（亿元）	56	38	59
	ROE	25%	22%	20%
2014	资产管理规模（亿元）	4,584	2,022	2,220
	收入（亿元）	36	22	20
	净利润（亿元）	12	7	7
	净资产（亿元）	43	32	48
	ROE	28%	20%	14%

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

中国的智能投顾也在发展中，目前包括京东金融等机构也参与了人工智能选股和智能配置。除了推荐个股外，相关机构主要还是以“做选择题测算风险偏好—提供风险配置”方案为主，本质上还是一个静态的配置方案。但也有部分机构可以展示策略提供动态化的资产配置过程，我们认为其对资产管理的理解已走到海外同行。我们以雪球研发的蛋卷基金举例说明。

蛋卷基金对市场上的产品进行选择，主要按照“安睡计划”和“斗牛计划”两个类别推荐。安睡计划针对债券基金、货币基金，面向要求资产稳健增值的用户。斗牛计划是股票基金，主要针对高风险偏好客户。近期蛋卷基金与天弘基金联合推出「蛋卷斗牛二八轮动」，主要是针对大类资产配置的视角研发产品。

该策略基于根据趋势跟随大小市值轮动的策略编制，成分标的为沪深 300 指数、中证 500 指数和国债指数：该策略对比当前交易日收盘数据与二十个交易日前的收盘数据，选择沪深 300 指数和中证 500 指数中涨幅较大的一个，于下一个交易日收盘时切换为持有该指数；若两个指数均为下跌，则于下一个交易日收盘时切换为持有国债指数。回测结果表明，该策略在牛市可以较好把握主升行情，在熊市可以实现低仓位运作。

图 47: “斗牛二八轮动”策略回溯收益较好



图 48: “安睡策略”可以实现对外汇/商品/股票的大类配置



数据来源：公司网站。

7.2. 选股：参股基金/资产优势/互联网理财三主线

基于全能型的资管机构发展路径，推荐参股基金的券商。维度 1：建议增持东方证券/广发证券/兴业证券

东方证券 (600958): 公司通过全资子公司东证资管开展资产管理业务，通过持股 39.96%且作为第一大股东的汇添富基金开展基金业务，通过全资子公司东证资本从事直接投资业务。以资产管理业务为例，管理规模突破千亿，且 80%以上为主动管理产品，在行业里处于领先地位。

广发证券 (000776): 通过控股子公司广发基金和参股公司易方达基金开展基金管理业务。截至 2015 年底，广发基金资产管理规模行业排名第 7，易方达基金资产管理规模行业排名第 3。

兴业证券 (601377): 公司持有 51%兴业全球基金股权和 100%兴证证券资产管理有限公司，相关机构在资产管理领域具有良好口碑。

基于有独特投资策略的资管机构发展路径，推荐在资产端有优势的资管机构。维度 2：建议增持华声股份/华西股份/九鼎投资

华声股份 (002670): 有 PE/VC 背景的新一代互联网金控平台：国盛证

券在江西地区耕耘多年，民营股东入主后，有望体现成长性；大股东体外有优质一级市场资产，后续争取保险牌照，一二级市场联动预期提升资产端优势。

华西股份 (000936): 转型推进，一二级市场布局逐步完善。公司在文化娱乐/TMT/健康医疗/跨境半导体技术领域成立并购团队，积累优质待证券化项目，布局渐成熟。股权激励实施（行权价 8.06 元）将促进管理层利益绑定。

九鼎投资 (600053): 九鼎集团唯一上市平台，公司未来将形成以并购为主的 PE 投资、VC 投资、不动产和固定收益投资三大模块。经济结构转型提升 PE/VC 行业景气，公司作为行业龙头受益。

维度 3: 基于互联网理财（包括具有理财属性的保险品种），受益标的：东方财富/焦点科技

东方财富 (300059): 公司基于核心流量优势，第一步基金销售实现变现，第二步获得券商牌照后导流成果值得期待。公司志在打造互联网金融一站式平台，近期资本市场低迷后业绩和估值均双杀，但公司在流量方面已经近千万客户积累，这为后续转型奠定基础，存在显著超预期。

焦点科技 (002315): 公司旗下的慧择保险和新一站保险分别位列中国互联网保险第三方中介平台的第一名和第三名，保险佣金 2016 年持续延续高增长。公司现有产品线有望由传统互联网保障型保险转向理财型保险，保费规模有望继续攀升。

表 9: 上市券商盈利预测表

公司名称	股价	EPS					PE			评级
		2016/7/29	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
广发证券	16.45	1.73	1.03	1.33	1.45	9.50	15.97	12.37	11.34	增持
兴业证券	8.17	0.80	0.37	0.59	0.70	10.19	22.24	13.93	11.70	增持
东方证券	17.71	1.39	0.45	0.60	0.79	12.77	39.42	29.31	22.38	增持

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

表 10: 上市综合金融机构盈利预测表

公司名称	股价	EPS					PE			评级
		2016/7/29	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
华西股份	8.22	0.06	0.10	0.17	0.27	82.20	48.35	30.44	19.12	增持
华声股份	27.67	0.47	0.13	0.56	0.89	212.85	49.41	31.09	26.35	增持
九鼎投资	35.75	0.17	0.66	0.79	0.94	54.17	45.25	38.03	33.10	增持

数据来源: 国泰君安证券研究，以上均来自于国泰君安一致预测。

8. 核心风险

市场大幅调整

资产管理机构盈利模式与证券市场行情走势相关性较强，如果证券市场行情走弱，基金募集和管理等业务的经营难度将会增大，盈利水平可能受到较大影响。而我国证券市场行情又受到国民经济发展状况、宏观经济政策、财政政策、货币政策、行业发展状况以及国际证券市场行情等诸多因素影响，存在一定的周期性。因此资产管理机构存在因资本市场周期性变化而导致收入和利润大幅波动的风险。

监管政策不确定

创新业务本身具备较大不确定性，且目前我国证券市场尚处于发展阶段，市场成熟度有待提高，因此资产管理机构进行业务创新时，可能存在因业务管理水平、技术水平、配套设施和相关制度等不能与创新业务相匹配而引发的经营风险和信誉损害。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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并进行证券或期权交易，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		