

行业研究/深度研究

2018年05月09日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
证券Ⅱ 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

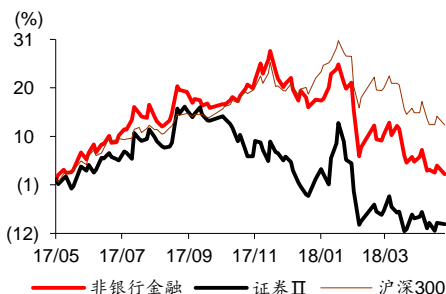
刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

彭文 0755-82125173
联系人 pengwen@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融/银行: 补短板或再度启动, CDR 细则落地》2018.05
- 2《非银行金融/银行: 监管靴子落地, 尺度稍松利转型》2018.05
- 3《非银行金融: 资管及投资改善, 分化持续》2018.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

寻找资管二次跨越的突破口

大资管新时代新发展之券商资管篇

券商资管进入发展新周期, 寻找业务新的突破口

2016 年以来券商资管步入整顿规范期, 资管新规的落地为行业拉开展新篇章, 本文旨在探索新的业务环境下券商资管业务发展的突破口。当前券商资管业务凭借全业务链优势, 在资产端和资金端的优势较为明显, 但业务模式趋同、集合产品收益率不高问题也较为突出。对比美国投资银行资管业务发展经验, 我们认为券商资管业务在战略及模式上均有提升空间, 突破口在于扬长避短, 战略上划定合理业务半径, 业务上借助券商全业务链优势, 探索资金端及资产端资源。我们认为行业经规范后将步入基本面稳步改善阶段, 建议布局优秀公司, 推荐中信、广发、东方、光大。

二次跨越, 重塑业务模式

券商资管业务自 2005 年起步以来经历了两次跨越: 第一次为 2012 年创新大会后监管层出台一系列鼓励业务发展的政策, 券商资管业务迎来飞速发展。第二次跨越为 2016 年以来监管层出台的一系列降杠杆、去通道等政策, 引导业务主体提升主动投资能力, 行业回归本源。2018 年 4 月资管新规落地, 重塑资管行业业态。我们认为在当前政策的引导下券商资管将实现从“逐量”到“提质”的转变, 待业务整顿规范步入正轨后, 券商资管仍大有可为, 有望在新的起跑线上实现突破。

瑕瑜互见, 前路有待探索

当前国内券商资管业务以资管子公司为主体, 业务结构上定向资管占比仍高达 80% 以上; 客户方面, 定向产品以服务机构客户为主, 集合产品机构及个人客户各占半壁江山。配置方面, 主动管理以标准化产品为主。通道类以非标为主。着眼于整个资产管理行业, 较其他竞争对手而言, 券商资管凭借全业务链优势, 在资产端和资金端的优势均较为明显。但行业业务模式趋同、集合产品收益率不高、产品创新较弱等问题也较为突出。

他山之石, 美国业务经验

80 年代初期, 美国券商资管业务在“佣金自由化”和“业务交叉化”的背景下起步。组织架构上, 美国投资银行资管业务多由独立下设资管子公司开展。资产配置上, 受益于美国较快的金融创新进程, 产品在不同地域及资产类别上的交叉配置覆盖较全。客户类型上, 针对私人客户、养老金、慈善基金等各类客户提供差异化服务。竞争格局上, 分化较为明显, 且对比美国各投行资管发展的战略及定位, 可看出较为明显的差异, 例如以主动管理及多元化产品为主导的摩根大通资管, 以及以低佣金及标准化服务为主的嘉信理财。

按图索骥, 探寻发展路径

我国资产管理行业受益于居民财富的持续增长及其日益提升的资产增值保值需求, 未来仍有较大的发展空间。随着业务监管体系逐步完善, 券商资管将逐步过渡到以市场竞争为主导的业务轨道。我们认为券商资管业务需扬长避短, 方能取得业务竞争优势。一方面结合自身的战略定位及业务特色, 为资管业务划定合理的业务半径。另一方面, 结合自身全业务链优势, 强化资产端的投资能力、资金端的渠道资源、以及产品端的创新能力。推荐中信、国君、东方、光大。

风险提示: 市场波动风险、政策风险、利率风险、技术风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
600030	中信证券	18.58	买入	0.94	1.09	1.29	1.53	20	17	14	12
600958	东方证券	12.41	买入	0.51	0.47	0.53	0.61	24	26	23	20
601211	国泰君安	17.06	买入	1.3	1.46	1.71	2.03	13	12	10	8
601788	光大证券	12.32	买入	0.65	0.69	0.76	0.84	19	18	16	15

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

二次跨越，重塑业务模式	5
第一次跨越：规模迅速扩张	5
第二次跨越：业务返璞归真	6
瑕瑜互见，前路有待探索	9
当前格局：业务结构失衡，模式较为同质	9
眼观大局：业务优势明显，实力有待提升	12
业务优势：结合券商全业务链，资产端、资金端优势明显	13
业务劣势：主动管理产品吸引力较弱，缺乏客户粘性	14
他山之石，美国业务经验	15
业务模式：资产端多元配置，资金端差异服务	16
竞争格局：业务龙头已现，战略差异明显	17
摩根大通资管：大而全，品牌效应佳	17
嘉信理财：精而美，差异化致胜	20
按图索骥，发展的路径	23
业务空间解析：资金端仍有较大需求	23
突破口探寻：模式因地制宜，业务当风借力	24
模式上因地制宜，借助自身资源优势打造自身特色	25
业务上当风借力，依托券商全业务链资源建立竞争壁垒	27
优选个股，关注投资机会	29
风险提示	30

图表目录

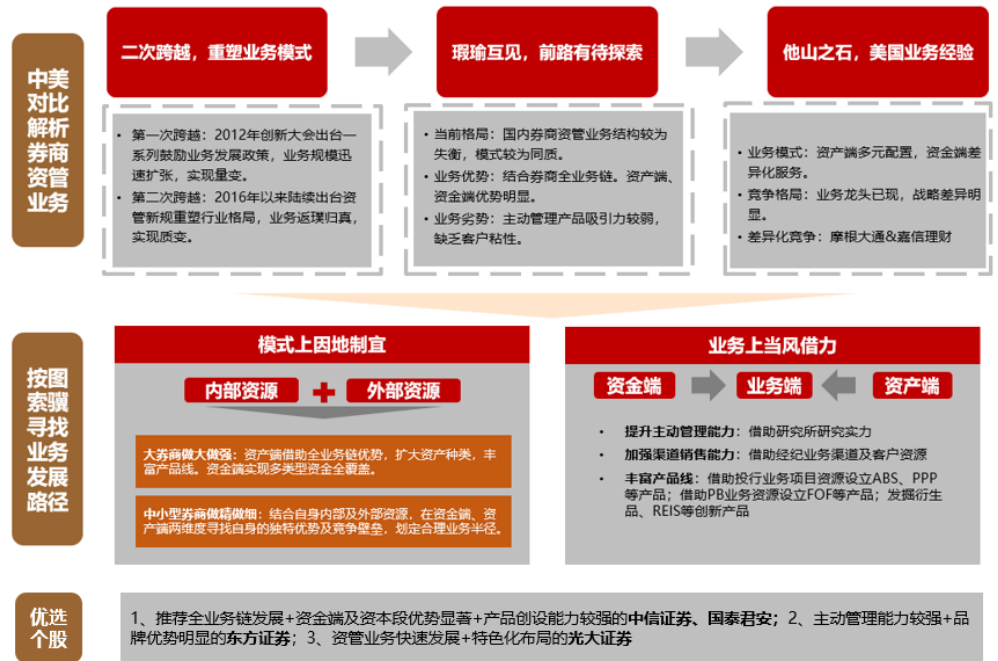
图表 1：全文逻辑图	4
图表 2：2012 年券商资管可投资范围有了显著扩容	5
图表 3：对券商资管影响较大的监管政策	6
图表 4：券商资管业务风险资本计提比例要求	7
图表 5：通道业务规模及其业绩影响测算	7
图表 6：2017 年券商资管 AUM 及主动管理 AUM 月均管理资产排名前 20 的机构	9
图表 7：13 家获得券商资管公募牌照公司（截至 2018 年 4 月 30 日）	10
图表 8：2012 年以来券商资管业务规模	10
图表 9：2017 年集合、定向、专项、直投四类业务规模分布	10
图表 10：集合产品投资结构	11
图表 11：主动定向产品投资结构	11
图表 12：通道定向产品投资结构	12
图表 13：2012-2017 各年券商资管新成立产品类型	12
图表 14：大资管市场受托资金结构（截至 2016 年末）	13

图表 15: 高净值人群居民财富配置选择	13
图表 16: 各机构资产管理情况比较	14
图表 17: 2016 年券商资管、基金子公司、基金专户产品收益情况	14
图表 18: 美国 1973-2010 年投资银行业务结构 (美国数据-美国证券行业收入结构)	15
图表 19: 2016 年美国投资机构类型及占比情况	15
图表 20: 美国投资银行资管产品及投资策略	16
图表 21: 全球资产管理机构规模排名	17
图表 22: 摩根大通总资产规模及 AUM	18
图表 23: 美国权益类产品取得超额收益产品个数	18
图表 24: 新兴市场权益产品取得超额收益产品个数	18
图表 25: 2016 年摩根大通非息支出中薪酬支出和技术支出突出	19
图表 26: 摩根大通产品结构	19
图表 27: 2017 年摩根大通管理资产投向结构	20
图表 28: 自 2004 年以来摩根客户结构	20
图表 29: 2012-2017 年嘉信理财资管业务收入及占比	21
图表 30: 嘉信理财旗下主要资管产品及费率	22
图表 31: 高净值人群居民财富配置选择	22
图表 32: 中国 2006-2017 年全国个人持有的可投资资产总体规模	23
图表 33: 1994-2014 年日本居民年金融资产规模 vs 老年人口占比	23
图表 34: 高净值人群居民财富配置选择	24
图表 35: 模式上因地制宜, 业务上当风借力	25
图表 36: 中小型券商寻找合理的业务半径	25
图表 37: 德邦证券主承销 ABS 发行总额存量规模及占市场总规模比重	26
图表 38: 产品、渠道、管理能力三维度入手优化业务	27

我们认为资管新规不但推动资管业务开启新时代,还将重塑我国金融市场和金融文化,深刻改变金融业未来格局。随着新规的全面落地,大部分通道业务将逐步萎缩,非标资产投资严格受限,资管产品形态和市场风险偏好将得以改变。不同机构之间未来发展将进一步分化,一些中小金融机构将面临较大挑战,而有着优秀投资和管理能力的金融机构将获得更多竞争优势。“吹尽狂沙始到金”,这一调整和变革的过程,正是我国金融市场、金融机构、金融消费者共同成长并走向成熟的过程。

本系列报告旨在探寻资管新规下各金融机构的业务发展现状、未来方向及突破口,本篇将重点分析证券公司资管业务。全文框架如下:

图表1: 全文逻辑图



资料来源: 华泰证券研究所

二次跨越，重塑业务模式

券商资管业务自 2005 年起步以来经历了两次跨越：第一次跨越为 2012 年创新大会后监管层出台一系列鼓励业务发展的政策，券商资管迎来飞速发展，AUM 从 2012 年末的 1.3 万亿提升至 2016 年末的 17.6 万亿元。第二次跨越为 2016 年以来监管层出台的一系列降杠杆、去通道等政策，引导业务主体提升主动投资能力，行业回归本源。2018 年资管新规落地，打破刚性兑付，规范资金池业务，引导行业去嵌套、去杠杆，对资管行业业态起着重塑的效果。当前国内券商资管集合产品品类较少、业绩表现平庸，定向资管大部分为无资管实质的通道业务。我们认为在当前政策的引导下券商资管将实现从“逐量”到“提质”的转变，待业务整顿规范步入正轨后，券商资管仍大有可为，有望在新的起跑线上实现突破。

第一次跨越：规模迅速扩张

创新大会奠定券商资管业务地位，业务飞速发展。我国券商资产管理业务的创新历程是伴随着金融市场的发展、资管业务的发展以及监管政策的变迁而不断推进的。2005 年在股市进行大规模扩容的背景下，投资者群体的快速发展与市场的低迷形成了鲜明的反差。为吸引客户以推动经纪业务的发展，券商推出了代客理财形式的资产管理业务。2012 年创新大会后，出台了一系列鼓励资管发展的政策。《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》提出了支持券商创新发展的十一大方针政策，包括提高证券公司理财类产品创新能力，加快新产品新业务创新进程，放宽业务范围和投资方式限制等内容。此次券商创新大会为证券行业创新发展奠定了基调，此后推出的《证券公司客户资产管理业务管理办法》和《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》标志着资管行业飞速发展的开端。

创新大会后券商资管产品可投资范围的显著扩容，增加了非标产品的投资区间，为此后通道业务的大发展奠定基础。券商资管实行以净资本为核心的监管指标体系，而信托开展同样业务对净资本消耗数倍于券商资管，因此券商资管相较于传统的信托通道成本更为低廉。对净资本的宽松要求使得券商资管得以通过价格战抢占通道业务市场，迅速做大规模。2012—2017 年券商资管 AUM 从 1.3 万亿元提升至 16.9 万亿元，复合增速 18%。集合资产管理规模从 2014 年的 0.66 万亿元提升至 2.1 万亿元，定向资管规模从 2014 年的 7.3 万亿元提升至 14.4 万亿元。

图表2： 2012 年券商资管可投资范围有了显著扩容

	旧规定（2008 年版）	新规定（2012 年版）
定向资管	定向资产管理业务的投资范围包括股票、债券、证券投资基金、集合资产管理计划、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生品以及中国证监会认可的其他投资品种。	定向资产管理业务的投资范围由 证券公司与客户通过合同约定 ，不得违反法律、行政法规和中国证监会的禁止规定，并且应当与客户的风险认知与承受能力，以及证券公司的投资经验、管理能力和风险控制水平相匹配。
集合资管	集合计划募集的资金应当用于投资中国境内依法发行的股票、债券、证券投资基金、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生品以及中国证监会认可的其他投资品种。	集合计划募集的资金可以投资中国境内依法发行的股票、债券、股指期货、商品期货等 证券期货交易所交易的投资品种 ；央行票据、短期融资券、中期票据、利率远期、利率互换等 银行间市场交易的投资品种 ；证券投资基金、证券公司专项资产管理计划、商业银行理财计划、集合资金信托计划等 金融监管部门批准或备案发行的金融产品 ；以及中国证监会认可的其他投资品种。

资料来源：证监会，华泰证券研究所

第二次跨越：业务返璞归真

2016 年以来重磅监管政策频出，旨在规范行业乱象。2016 年 8 月资管业务“八条底线”修订，2017 年年初银行监管组合拳明确金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。监管层一系列监管措施方向明确，即通过资管产品去通道、去嵌套引导资金服务实体经济。资产管理业务有利于市场多样化的资源配置模式，通过发行资管产品对接资金和资产，能更加灵活地满足资金和资产双方的收益和风险管理需求，整体上扩大资源配置渠道，提供市场资源配置的效率。我们认为 2013 年以来理财业务虽迅速扩张，但主要为同业链条嵌套导致资金在金融体系空转，拉长了企业融资链条，使资金难以有效流入实体经济。2018 年 4 月 27 日，一行两会一局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，百万亿元资管业务的监管靴子落地。资管新规延续了监管层此前消除多层嵌套、去通道、降杠杆的监管思路，并明确业务准备金计提要求。我们认为随着券商资管“去通道”化趋势的持续，将推动券商提升主动管理能力，回归资管业务本源，提升产品竞争力。

图表3：对券商资管影响较大的监管政策

2016 年 6 月 16 日发布修订的《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则。从 2016 年 10 月 1 日起实施。	《办法》要求券商风险覆盖率不得低于 100%，（风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和×100%）。风险资本准备将大幅增加，风险覆盖率指标成最大实际约束。
2016 年 7 月 18 日发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》。证券期货经营机构是指证券公司、基金管理公司、期货公司及其依法设立的从事私募资产管理业务的子公司。	内容方面重点加强对违规宣传推介和销售行为、结构化资管产品、违法从事证券期货业务活动、委托第三方机构提供投资建议、开展或参与“资金池”业务、实施过度激励等问题的规范。 不正当宣传方面：强调规范实质保本，不许宣传预期收益率，打破隐形刚性兑付承诺；要求单一项目不得超过 200 人，投资同一资产项目的多个计划合计投资人不能超过 200 人。 结构化产品方面：严控结构化产品杠杆风险，并作出限定；改变了结构化产品的安排，要求优先级和次级要同赚同亏，但具体比例可以进行约定。 第三方投顾方面对资格进行了严格要求。 资金池业务的禁止方面：核心判断标准是“期限错配、分离定价、滚动发行、混同运做。”明显符合其中之一，可能被判定为资金池业务。
2017 年 5 月 10 日，《券商中国》等媒体报道证监会再对资金池业务进行清理。	对大集合资金池产品，要求有四点： 严格控制产品规模，原则上产品规模应逐月下降；严格控制产品投资范围，产品新增投资标的应为高流动性资产，不得投资于私募债、资产证券化产品、高收益信用债券、低评级债券以及期限长的股票质押产品等流动性较差的品种；严格控制资金端和资产端的久期错配程度，组合久期和杠杆倍数不得上升；采用影子定价的风控手段对负偏离度进行严格监控，产品风险准备金不得低于因负偏离度可能造成的潜在损失。 对结构化资金池产品，要求有两点： 严格控制产品规模，产品规模应逐月下降；二是不得继续提高产品杠杆倍数。 最后一类为私募资金池产品，要求严格按《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的规定进行整改。
2017 年 5 月 19 日全面禁止通道业务	证监会例行发布会上，首次提及将全面禁止通道业务，并强调不得让渡管理责任。
2018 年 4 月资管新规	1、打破刚性兑付，从“求稳”改为加强责任认定，推进资管产品加速向净值型转型。2. 规范资金池，单独管理、单独建账、单独核算，不得滚动发行、集合运作、分离定价。3. 明确负债杠杆和分级杠杆要求，消除多层嵌套和通道。4. 强化资本和准备金计提要求，金融机构应当按照资管产品管理费收入的 10%计提风险准备金，或者按照规定计提操作风险资本或相应风险资本准备。5. 第三方独立托管，过渡期条款的设计留出适度灵活空间，确保平稳过渡。6. 规范和引导智能投顾发展。7. 整顿非金融机构开展资管业务。

资料来源：证监会，华泰证券研究所

风控新规下杠杆优势消失，增大通道业务压力。2016 年 6 月证监会出台《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》。对风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率及净稳定资金率四个核心指标进行规定，明确 4 个核心指标是证券公司必须持续符合的风险监管标准（风险覆盖率 $\geq 100\%$ 、资本杠杆率 $\geq 8\%$ 、流动性覆盖率 $\geq 100\%$ 、净稳定资金率 $\geq 100\%$ ）。资管业务按一定比例计入风险资本，比例变动或资管规模变动都会影响风险资本，从而改变对净资本的消耗。同时资本杠杆率通过将表外资产纳入监管，对资管业务的开展形成了限制。资本杠杆率的分母中，资产管理业务规模以 0.2%的比例计入（此前表外资产不计入），不区分资管产品类型，对净资本提出要求。

2008 年以来券商资管计入风险资本的比例要求经历了三次变化，其中 2012 年券商创新大会后大幅调低了风险资本准备计算标准，为资管业务打开了市场空间，促进了券商资管的发展。2016 年出台的风控新规调整了计提风险资本的资管业务种类，非结构化的集合资管计划不再占用净资本，但定向资管（投向非标业务）计提比例大幅提高。由于券商资管通道业务主要通过定向资管业务开展，风险资本计算方法的改变将增大了通道业务压力。

图表4： 券商资管业务风险资本计提比例要求

	2008		2012			2016	
	原始比例	A 类券商	原始比例	A 类券商		原始比例	A 类券商
集合资管	5.0%	3.0%	2.0%	0.6%	结构化资管	1.0%	0.80%
定向资管	5.0%	3.0%	1.0%	0.3%	投资非标的定向资管计划	0.9%	0.72%
专项资管	8.0%	4.8%	1.0%	0.3%	其他定向资管计划	0.5%	0.40%
					各类私募基金	0.70%	0.56%

资料来源：证监会，华泰证券研究所

银监会加大对表外资金监管，从源头收缩券商通道资金来源。券商定向资管业务很大一部分来自银行的“出表”需求，银行通过委托定向投资把原买入返售项下的业务转出表外。许多银行资金“出表”都是通过资管计划、信托计划等通道开展的，2014 年以来券商资管通道业务规模实现飞速增长，据基金业协会披露 2016 年规模约 12 万亿元。我们认为此次监管将对于银行通道业务需求形成较强约束，相关非标通道业务规模将会有所回落。

资管新规明确消除多层嵌套，推动加速转型主动管理。2018 年 4 月 27 日，一行两会一局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。《意见》明确金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。此次监管将对于银行通道业务需求形成较强约束，但由于 2016 年以来监管层针对券商资管通道业务已经出台多项整治规范措施，许多证券公司自 2016 年已经积极着手推动业务朝主动管理转型，我们认为此次新规旨在进一步强化，带来的边际影响有限。

通道费率低，贡献业绩有限。2016 年落地的券商资管业务八条底线和风控指标已经对券商资管的风险资本做了详细说明，通道业务已经有一定的收缩。据基金业协会披露，截至 2017 年 12 月 31 日，券商资管定向业务规模为 14.4 万亿元。2016 年定向资管业务中通道业务规模比重为 82%，考虑到行业已经开始逐步清理通道业务，我们假设 2017 年 14.4 万亿定向业务中通道业务规模为 11 万亿元。通道费率平均为万三至万五，则通道业务贡献收入 33-55 亿元。2017 年全年资管业务净收入 310 亿元，则通道业务收入占比 10%-18%；全年行业总营业收入 3113 亿元，则通道业务收入占比 1%-1.8%。我们认为整体看来通道业务受限带来的营收利润冲击有限。

图表5： 通道业务规模及其业绩影响测算

	2015 年	2016 年	2017 年
集合产品规模（万亿元）	1.56	2.19	2.11
定向产品规模（万亿元）	10.16	14.69	14.4
主动定向产品规模（万亿元）	1.58	2.79	3.40
通道产品规模（万亿元）	8.85	12.39	11.00
通道产品占比（%）	87%	84%	75%
通道业务收入预测（亿元）	26.6-44.3	37.2-62.0	33-55
资管业务净收入（亿元）	275	296	310
通道业务收入占比（%）	10%-16%	13%-21%	10%-18%

资料来源：证券基金业协会，华泰证券研究所

业务回归本源，主动管理实力强的券商将取得竞争优势。我们认为在当前市场监管环境下，定位于银行出表通道的资管计划会被慢慢挤压。新规实施后将进一步压缩券商通道类业务，倒逼向主动管理转型，有利于推动券商积极完善业务结构。短期内资管业务受监管环境影响业务承压，随着业务逐步整改与规范，预计资管业务分化将大幅提升。产品创设能力较强、风控实力佳，且在业务布局上战略方向前瞻性强的券商有望获得竞争优势。

推动券商加强 ABS 等创新业务的开拓，优化业务结构。随着券商资管“去通道”化趋势的持续，除进一步加强主动管理能力外，我们认为资产证券化等新兴业务将逐步成为券商资管逐鹿的新舞台。供给侧改革驱动下，资产证券化业务凭借其盘活信贷存量资产、提高资金使用效率等优势，将迎来历史机遇期。根据 Wind 数据显示，截至 2018 年 4 月末证监会主管的 ABS 业务规模 1.4 万亿元，2017 年业务规模同比增速为 92%，2016 年为 157%，我们预计未来仍有较大提升空间，将成为券商资管业务重要发力点。券商作为资本市场的重要载体，能充分利用投行业务及资管业务带来的强大的客户资源优势、专业优势，形成业务协同，未来在 ABS 业务方面大有可为。

瑕瑜互见，前路有待探索

当前格局：业务结构失衡，模式较为同质

竞争格局：集中度有待提升，大券商竞争优势明显。根据证券业协会和基金业协会公布的数据，截至 2017 年末券商资管共有产品 2.3 万只，管理资产规模 16.9 万亿元。其中大型券商竞争优势较为明显，中信、华泰、国泰君安、申万宏源、中信建投资管业务月均资产管理规模居前，分别达 16182 亿元、7886 亿元、7827 亿元、7057 亿元和 6157 亿元。业务规模排名前十的券商合计 AUM 占比为 41.4%，稍低于行业总资产、净资产及净利润 CR 10 集中度（2016 年分别为 48%、45%和 46%），有待进一步提升。中信、广发、国泰君安、华泰、华融主动管理规模居前，分别达 6231 亿元、3627 亿元、3071 亿元、2402 亿元和 2005 亿元。

图表6： 2017 年券商资管 AUM 及主动管理 AUM 月均管理资产排名前 20 的机构

排名	公司名称	资产管理规模（亿元）	公司名称	主动管理资产规模
1	中信证券	16182.12	中信证券	6230.56
2	华泰证券	7885.62	广发证券	3627.15
3	国泰君安	7826.52	国泰君安	3071.2
4	申万宏源	7056.78	华泰证券	2401.87
5	中信建投	6157.2	华融证券	2004.88
6	广发证券	5544.29	中银国际	1747.55
7	中银国际	5522.94	中信建投	1553.16
8	招商证券	5474.05	中泰证券	1539.72
9	海通证券	4426.65	申万宏源	1428.76
10	华福证券	3890.21	中金公司	1402.97
11	安信证券	3247.69	光大证券	1233.43
12	江海证券	2886.5	东方证券	1129.2
13	华融证券	2878.66	德邦证券	898.1
14	德邦证券	2847.72	财通证券	895.44
15	银河金汇证券	2741.22	广州证券	886.04
16	长城证券	2523.63	海通证券	871.17
17	光大证券	2513.69	招商证券	868.69
18	中泰证券	2243.85	天风证券	806.02
19	渤海汇金证券	2232.04	长江证券	762.38
20	第一创业	2201.3	银河金汇证券	700.55

资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

注：资产管理规模均为 2017 年月均资产管理规模

业务开展以资管子公司为主体，13 家券商获得公募牌照。当前券商资管业务一般由资管子公司开展，以确保业务的独立性。2013 年 6 月 1 日起券商集合资管“大集合”将不再发行，为适应该变化，证监会 2013 年 6 月正式发布修订后的《证券公司客户资产管理业务管理办法》以及配套的《证券公司集合资产管理业务实施细则》及《证券公司定向资产管理业务实施细则》，明确符合条件的证券公司可以依法申请公募基金业务牌照，在取得公募牌照后，可以按照相关规定将续存的集合资管计划转为公募基金。截止 2018 年 2 月末已有 13 家券商获批公募牌照。

图表7： 13 家获得券商资管公募牌照公司（截至 2018 年 4 月 30 日）

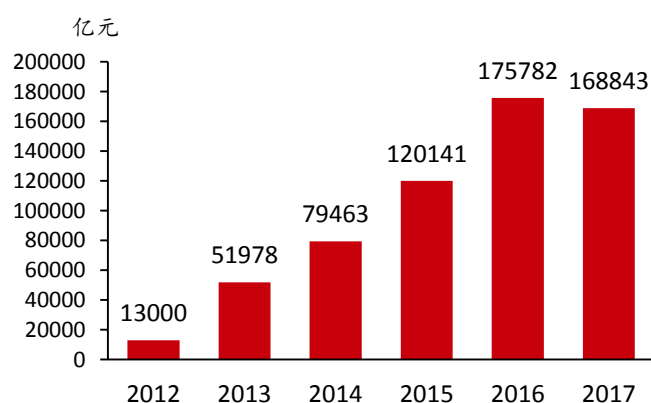
公司名称	
1	浙商资管
2	华融证券
3	山西证券
4	国都证券
5	渤海汇金资管
6	东兴证券
7	中银国际证券
8	北京高华证券
9	财通资管
10	长江资管
11	华泰资管
12	中泰资管
13	东证资管

资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

业务规模：2012 年以来迅速发展，2017 年首次出现下滑。

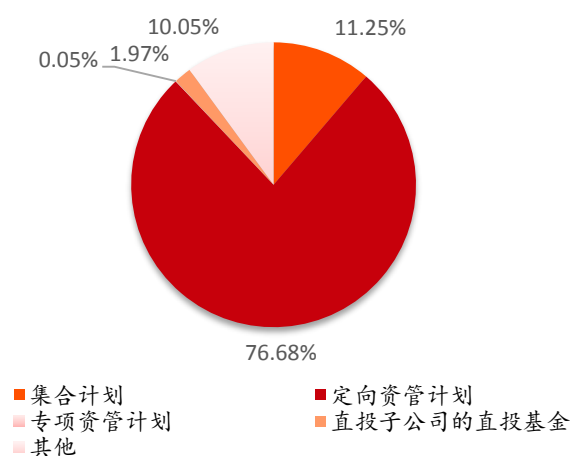
业务结构：当前仍以定向为主，集合专项迅速扩张。根据证券业协会和基金业协会公布的数据，截至 2017 年末券商资管共有产品 2.3 万只，管理资产规模 16.9 万亿元，同比-3%，为 2012 年来首次出现下滑。2017 年末集合、定向、专项、直投业务规模分别为 2.11、14.4、0.09 和 0.4 万亿元，占比分别为 11%、77%、0.05%和 2%。从业务规模上看定向资管仍占据主导地位，但其规模自 2017 年 1 季度以来逐季下滑，预计在监管层去通道、去杠杆的政策大方向引导下，通道定向业务将持续萎缩，主动管理业务为未来发展方向。

图表8： 2012 年以来券商资管业务规模



资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

图表9： 2017 年集合、定向、专项、直投四类业务规模分布

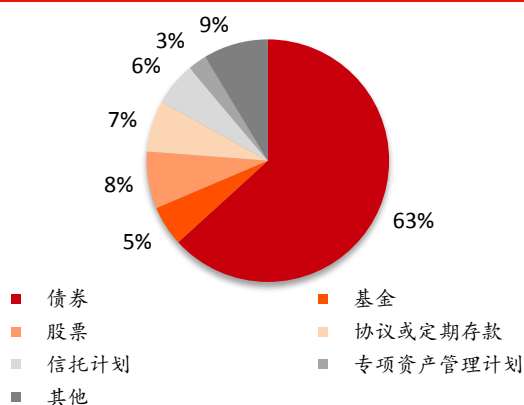


资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

资金端：集合产品机构及零售客户各分半壁江山，定向产品机构客户占绝对优势。截至 2016 年底，持有证券公司集合计划份额的个人投资者共计 441 万户、机构投资者 2.65 万户。其中个人投资者委托资产规模为 9126 亿元，占集合计划资产规模的 43%；机构投资者委托资产规模为 12134 亿元，占集合计划资产规模的 57.1%。2016 年，机构投资者委托规模占比进一步上升 5.3 个百分点。持有定向资管计划的投资者总量 1.60 万户。其中个人投资者 1237 户，委托规模 416 亿元，占定向资管计划资产规模 0.3%；机构投资者 1.46 万户，委托规模 14.63 万亿元，占定向资管计划资产规模 99.7%。定向资管计划投资者中，银行和信托公司合计 10635 户，委托规模 12.68 万亿元，占定向资管计划资产规模 86.4%，较 2015 年底下降 3.5 个百分点。

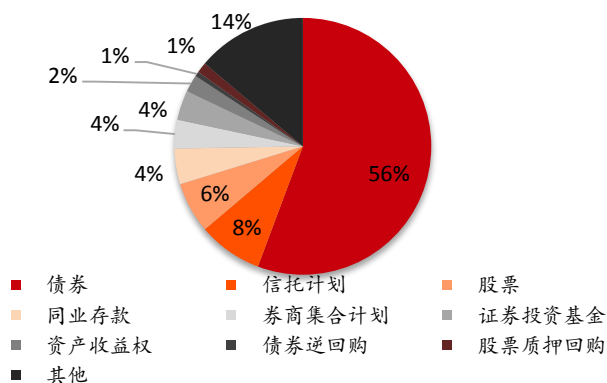
资产端：主动管理以标准化产品为主。通道类以非标为主。集合产品大多为主动管理类，且其投资以标准化产品为主，其中又以债券占比最高。具体而言，集合资管中投向债券的比例达到 63%，权益类投资（股票+基金）占比 13%；主动管理的定向资管中，投向债券的占比 56%，权益类投资（股票）占比 6%。通道类多为定向资管产品，投资以非标为主，其中银行委托贷款、票据、资产收益权、信托贷款基本平分秋色，分别占比 14%、13%、14%、12%；证券投资占比仅 16%。

图表10： 集合产品投资结构



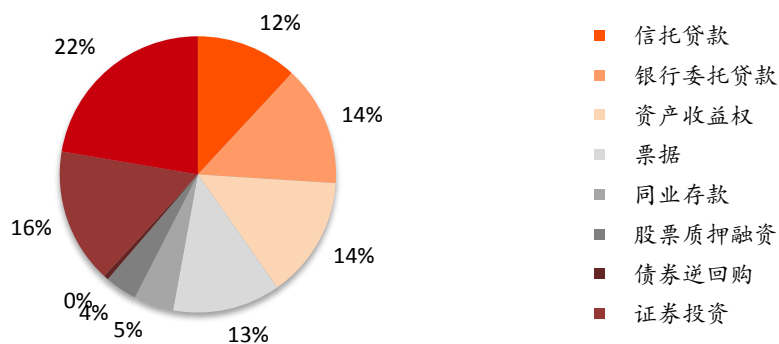
资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

图表11： 主动定向产品投资结构



资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

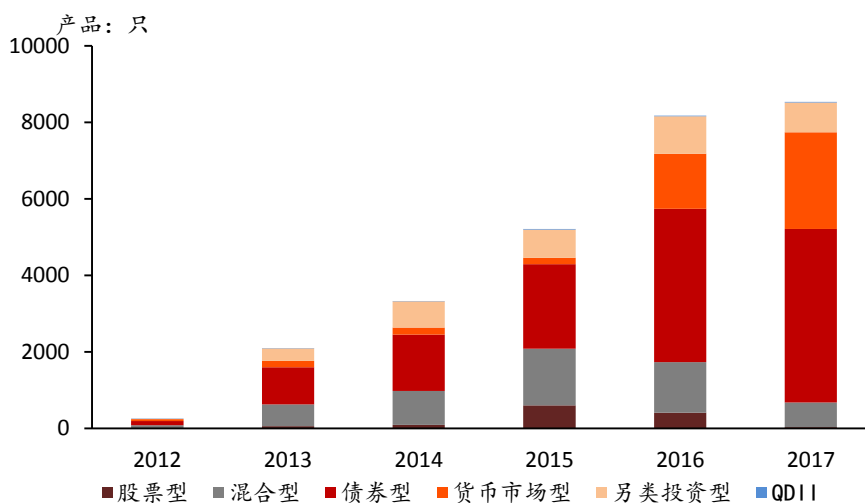
图表12： 通道定向产品投资结构



资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

产品端：新成立产品以债券型、货币型等高流动性产品为主。据 Wind 统计，2017 年新成立券商资管产品 8535 只，其中股票型、混合型、债券型、货币市场型、另类投资型、QDII 产品数量分别为 37、642、4533、2524、782 和 17 只，占比分别为 0.4%、8%、53%、30%、9%和 0.2%。其中债券型、货币型两类高流动性产品占比高达 83%，我们认为主要由于券商资管客户多为经纪业务客户，认购券商资管产品主要目的为盘活股票账户闲置资金，不追求超额收益，但对风险及流动性有较高要求，导致券商资管产品结构失衡。

图表13： 2012-2017 各年券商资管新成立产品类型

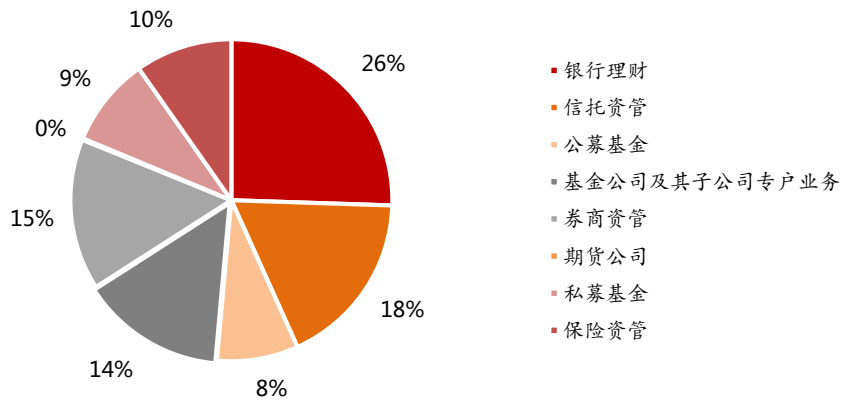


资料来源：Wind，华泰证券研究所

眼观大局：业务优势明显，实力有待提升

当前券商资管业务规模体量占比不高，有提升空间。截至 2016 年底，各渠道管理的资产规模分别为银行理财 29.05 万亿、信托资管 20.2 万亿、公募基金 9.3 万亿、基金公司及其子公司专户业务 16.5 万亿、券商资管 17.58 万亿、期货公司 1725.2 亿、私募基金 10.2 万亿和保险资管 11.1 万亿元，其中券商资管占有 13%的市场份额。

图表14： 大资管市场受托资金结构（截至 2016 年末）



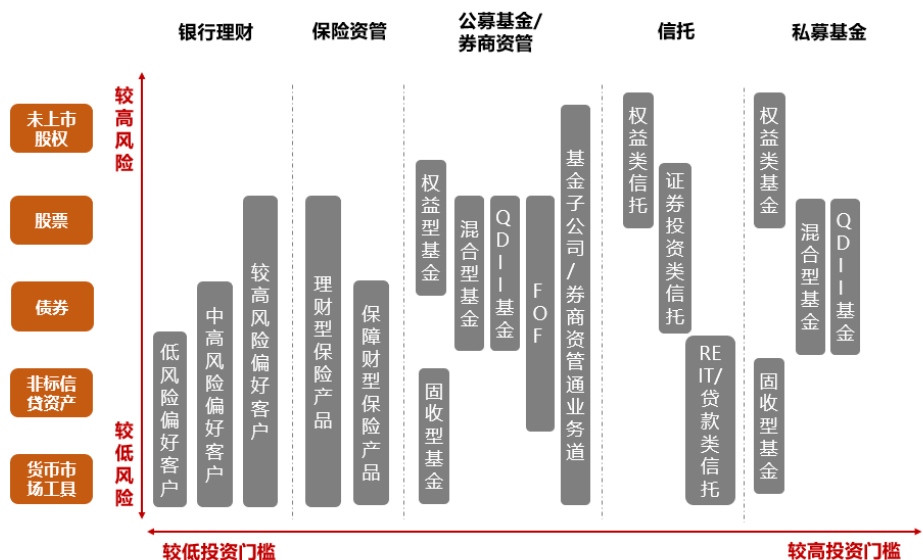
资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

业务优势：结合券商全业务链，资产端、资金端优势明显

资产端优势：可投资产类型较广，能协同投行等业务获取项目资源。国内券商资管产品包括集合、定向及专项三类，其中集合产品与公募基金类似，投资门槛较低，投资标的虽以标准化资产为主，但所受限制较少，可以进行跨资本市场和货币市场的资产配置。定向资管以一对一的形式开展，可投资产范围较广，我们认为业务形式上有较大的自主权和灵活性。同时借助券商的全业务链条，除了传统的资产管理，我们认为券商还能发挥投行产业链优势、直投产业链优势，在定增、直投、新三板、资产证券化、结构化创新等领域开展资管合作，资产端优势明显。

资金端优势：借助经纪业务增强客户粘性，产品门槛不高，能够覆盖的潜在客户较多。在多年全业务链条的培育下，券商积累了大量优质的机构客户和高净值客户，客户资源禀赋仅次于银行。同时券商集合资管产品类似于公募基金，投资门槛较低，能够覆盖的潜在客户较多，具有一定竞争优势。

图表15： 高净值人群居民财富配置选择



资料来源：基金业协会，银监会，保监会，信托业协会，华泰证券研究所

图表16： 各机构资产管理情况比较

	收益率	销售渠道	客户群
银行	3%-5%	营业网点	银行等金融机构、企业、团体组织、个人客户
基金	与股指相关	合作券商和银行网点	机构客户、个人投资客户
证券公司	与股指相关	券商营业部	中、高端的个人客户、机构客户
信托	6%-10%	代销银行，信托机构	机构、企业、高端个人客户
保险	2.5%-5%	营销人员	机构、企业、个人

资料来源：基金业协会，银监会，保监会，信托业协会，华泰证券研究所

业务劣势：主动管理产品吸引力较弱，缺乏客户粘性

券商资管业务模式趋同，内部竞争较为激烈。当前券商资管主要开展集合理财、定向计划、专项计划三类业务，各券商业务模式较为一致，仅在业务范围上受制于资本规模、业务资源等约束有所差异。业务模式过于趋同易导致行业内部竞争，引发如“价格战”之类的弊病。近年来随着越来越多的中小券商加强资管业务发展，券商资管业务集中度小幅下降，据基金业协会披露，2017 年券商资管业务规模 CR10 为 41.4%，较 2016 年下降 6 个百分点。

集合理财产品收益率不高，主动投资能力有待提升。在当前政策导向下，主动管理业务为未来券商资管发展方向。当前以主动管理为主的券商集合理财产品品种有限，产品设计与公募基金趋同化，与中高端客户的需求不相匹配，且收益率较低，产品不具备吸引力。根据基金业协会披露数据，2016 年券商资管集合产品收益率表现平庸，权益类、混合类、基金宝、固定收益类、QDII、其他类产品净值收益率情况分别为-1.7%、-1.7%、-5.5%、4.2%、-1.1%、5.7%。产品收益情况较基金专户同类产品均有较大差距，产品吸引力较差，券商资管主动投资能力有待提升。

图表17： 2016 年券商资管、基金子公司、基金专户产品收益情况

券商资管	平均净值收益率	基金子公司	平均收益率	基金专户	平均收益率
权益类	-1.70%	一对一专户	6%	权益类	1.70%
混合类	-1.70%	一对多专户	5.12%	混合类	1.60%
基金宝	-5.50%			债券类	2.90%
固定收益类	4.20%			现金管理类	2.80%
QDII	-1.10%			QDII	3.20%
其他	5.70%				

资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

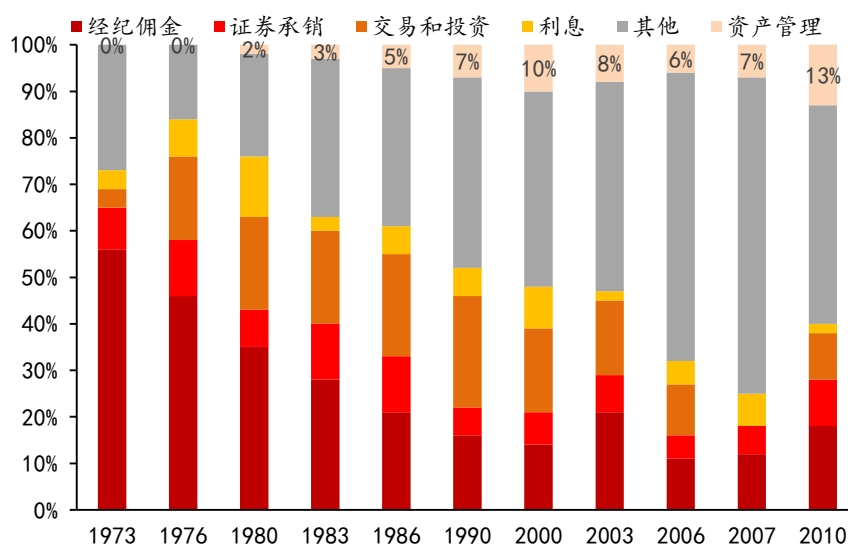
主动定向业务投资以债券、股票等标准化产品为主，缺乏创新。券商资管定向业务以服务机构客户为主，其中以银行和信托为主，2016 年规模占比 86%。我们估算当前券商定向资管业务中超过 80%均为无“代客理财”本质的通道类业务，在资管新规引导下我们预计通道业务未来将逐步收缩，主动定向管理为未来发展方向。从当前主动定向产品投资情况来看，其投资标的仍以债券、信托产品、股票等标准化产品为主，券商全业务链带来的资产端优势并未得到较好的发挥，缺乏业务创新。

他山之石，美国业务经验

80 年代初期，美国券商资管业务在“佣金自由化”和“业务交叉化”的背景下起步。1975 年证券和交易委员会（SEC）放开对股票交易手续费的限制，实行手续费的完全自由化。同时折扣经纪商和网上经纪商的兴起，使投资银行的佣金价格大幅度下降。而 1987 年美联储对《格拉斯-斯蒂格尔法》第 20 条作出了更为宽松的解释，使商业银行可以进入金融证券市场，以此为发端出现金融自由化的浪潮。佣金收入承压及市场化竞争倒逼投行战略模式调整，拓宽业务边界。1998 年，美国顶级的 15 家投资银行全部介入了资产管理业务。2016 年末，美国投资银行下属资产管理机构数量占全部资管机构比重为 2%。

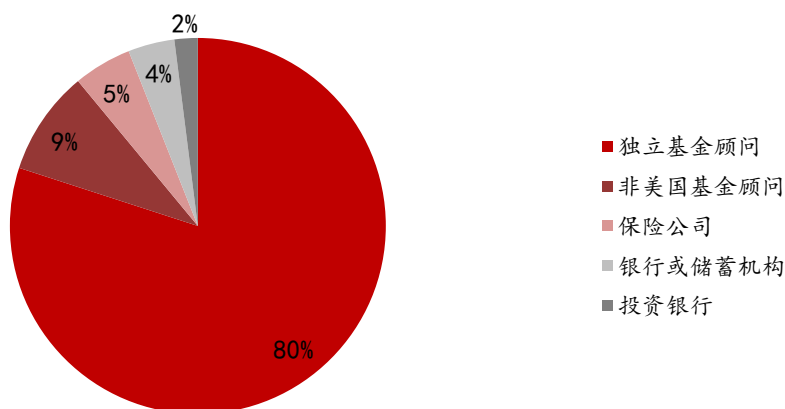
21 世纪初，美国投行资管业务在“轻资产模式转型”的推动下快速发展。2008 年后各大美国券商开启向“轻资产”模式的转型，加快去杠杆进程。根据 2010 年美国投资银行业收入结构数据，资本依赖度低、抗周期能力强的资产管理业务已成为除经纪佣金收入外贡献最大的业务。2010 年美国投资银行业共实现资产管理业务收入 326 亿美元，占总收入比重为 13%。

图表18： 美国 1973-2010 年投资银行业务结构（美国数据-美国证券行业收入结构）



资料来源：美国统计局，SIFMA，SEC，华泰证券研究所

表19： 2016 年美国投资机构类型及占比情况



资料来源：ICI，华泰证券研究所

业务模式：资产端多元配置，资金端差异服务

组织架构上，美国投资银行资管业务多由独立下设资管子公司开展。大多数投资银行都在内部设有资产管理部，但仅负责协调管理，具体业务由下设的独立资产管理公司和基金公司来运作，保证了资产管理业务与公司其他业务的独立性。在具体运作上，证券公司的资产管理业务与专业资产管理公司开展的资产管理业务并无本质上的区别。资产管理公司内部又设客户部、研究部、投资部、稽核部、行政部等职能部门。

资产配置上，受益于美国较快的金融创新进程，资产覆盖面较广。当前美国券商资管资产配置品种多样（股权、债券、量化、不动产、实业投资），地域范围广（本土、国别、新兴市场、全球配置）、类型多（从各种标准产品到客户定制产品）。目前以美林、高盛、摩根士丹利等为代表的美国投资银行均建立了可以投资于几乎所有资产的产品线，客户可以根据自己的需要自主选择产品和服务。同时由于国外的资产管理机构一方面可以投资于证券市场中已有的投资品种，另一方面还根据委托方的要求来涉及特定的投资工具，如一些特定基金。在美国衍生金融工具层出不穷的金融背景下，资产管理业务的投资组合和服务方式十分灵活且不断创新。大多数资产管理公司都根据客户的资金情况同时提供多种基金集成产品。

图表20： 美国投资银行资管产品及投资策略

产品线大类	涉及投资组合和投资
权益	核心型、全球型、区域型、新兴市场型、高 Alpha、分部型、持续型、收益稳定型、北美新兴市场、对冲型、市场中性型、高分红、ETF 指数套利、多策略型
固定收益	全球型、区域型、货币市场、短久期、新兴市场、指数型、特征型、高收益债、ETF 型、定制型
全球资产管理	全球型、国家和地区型、大类资产配置、现金管理、风险收益型、结构化投资组合
另类投资管理	单人管理型对冲基金、多人管理型对冲基金、咨询服务、量化、大宗商品对冲
全球不动产管理	全球型、区域型、国别型、收入型、增值型、机会策略型、REITS 管理、农田管理
基础设施投资和私募股权投资	直接基础设施管理、FOF 基建投资、私募股权投资
基金投资	投资者服务、国际配置服务、对冲基金、基金发起设立和运营服务、基金报表服务

资料来源：ICI，华泰证券研究所

客户类型上，涵盖三类客户，差异化服务。美国投行资管业务客户群体包括私人客户、规模较大的养老基金、教育基金、慈善机构和其他机构客户，以及其他规模资产的拥有者。美国投资银行为更好地向客户提供针对性的服务，针对目标客户不同特征和偏好进行细分，在多种资产类别中选择预期收益跟踪误差最小的组合以满足客户的长期投资需求，实现个性化、差别化、专业化的服务。同时采用单独账户管理，利用全产品优势，只需要确定客户的风险偏好和流动性需求，就可以为客户构建出符合其需求的投资账户，使得客户拥有较大的资产选择空间，随时可以获利了结或止损，并进行个性化的调仓换仓。

产品种类上，根据风险及流动性分类，为客户提供多样化选择。由于不同客户群具备不同的风险偏好，因此美国券商资管产品种类较为丰富，为客户提供多样化选择。投资银行业资管业务提供的产品主要为面向公众销售的理财产品，与共同基金类似。按照不同的风险和收益取向划分为成长型、均衡型和平稳型几种，此外还有专门投资于货币市场的货币市场基金。这四类金融产品基本实现风险及流动性由高到低全面覆盖。依赖于严谨的投资决策程序、精细的投资组合以及量化的风险管理技术进行管理，为不同的客户提供了更加广阔的选择范围。

竞争格局：业务龙头已现，战略差异明显

据 ICI 协会披露，截止 2016 年美国共同基金投资机构中，81% 为独立成立的投资机构，其管理资产占市场总体规模的 69%。投资银行旗下的投资机构家数占总体家数比重为 2%，UBS、摩根大通、摩根史丹利、高盛资管业务规模排名靠前。对比美国各投行资管发展的战略及定位，可看出较为明显的差异，我们选取摩根大通资管及嘉信理财作为案例进行分析。

图表21：全球资产管理机构规模排名

	公司名称	管理资产规模（单位：十亿美元）
1	BlackRock	5977
2	Vanguard Group	4500
3	UBS Group	3101
4	State Street Global Advisors	2670
5	Fidelity Investments	2400
6	Allianz Group	2268
7	JP Morgan Asset Management	1900
8	BNY Mellon	1800
9	PIMCO	1690
10	Amundi	1652
11	Capital Group	1600
12	AXA Group	1405
13	Credit Suisse	1387
14	Prudential Financial	1366
15	Morgan Stanley	1300
16	Legal & General Invest. Management	1282
17	BNP Paribas	1230
18	Goldman Sachs	1128
19	Northern Trust	1100
20	Wellington Management Company	1021

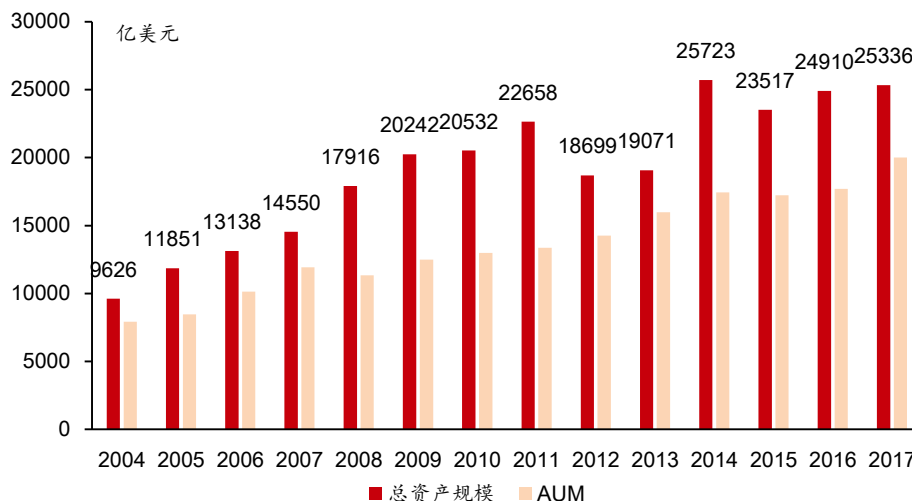
注：数据截止 2017 年 9 月 30 日

资料来源：Banks around the World, 华泰证券研究所

摩根大通资管：大而全，品牌效应佳

摩根大通资管业务自 2004 年以来规模迅速提升，其后的发展大致分为三个阶段：**1、快速增长阶段（2004-2007 年）**。2004-2007 年公司 AUM 年化增速达 15%。**2、平稳增长（2008-2014 年）**。受金融危机影响，2008 年摩根大通银行存款、同业存款、贷款业务规模均有所下降，总资产规模在 2008 年下滑 5%，资管业务规模自 2004 年来首次出现下滑。2008-2014 年资产规模年均增长 5%，发展较为平稳；**3、主动调整资产规模阶段（2015-至今）**。2015 年摩根大通资产规模较 2014 年下降 0.22 万亿美元，但此次下降为应对监管对全球系统性重要银行附加资本带来的资本压力，公司主动调整资产规模的结果。

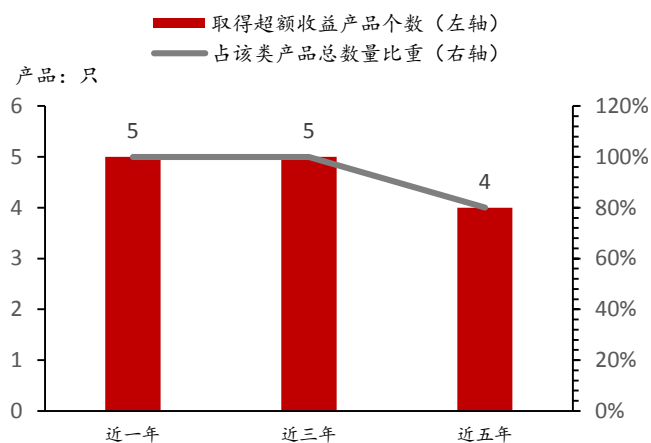
图表22： 摩根大通总资产规模及 AUM



资料来源：2004-2017 公司年报，华泰证券研究所

主动管理能力出众，品牌优势较强，规模在券商资管中居前列。截至 2017 年 9 月 30 日，摩根大通资管业务规模 1.9 万亿美元，在投资银行资管公司中排名第二（仅次于 UBS），在全球所有投资机构中排名第七。公司主动管理能力较强，其产品以投资美国权益资产及新兴市场权益资产居多。截至 2018 年一季度末，公司投资美国权益资产的五只产品近一年超额收益均超过 S&P 500 指数。投资新兴市场权益资产合计 56 只产品，其中 26 只产品近一年超额收益超过 MSCI 新兴市场指数，存续期超过 5 年的产品合计 31 只，其中 74% 的产品近五年收益率超过 MSCI 新兴市场指数。

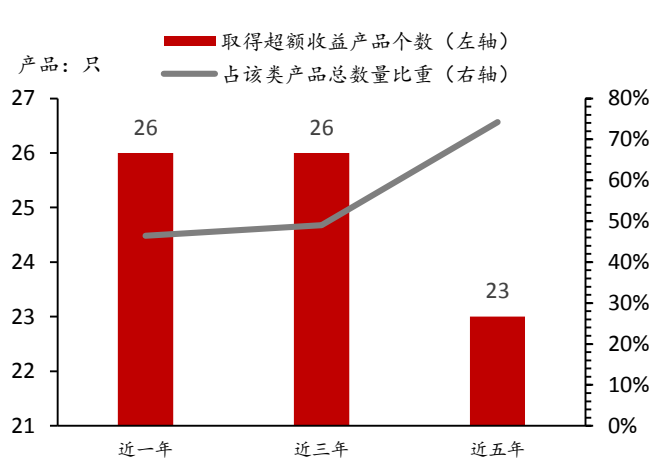
图表23： 美国权益类产品取得超额收益产品个数



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

注：数据截止 2018 年一季度末

图表24： 新兴市场权益产品取得超额收益产品个数

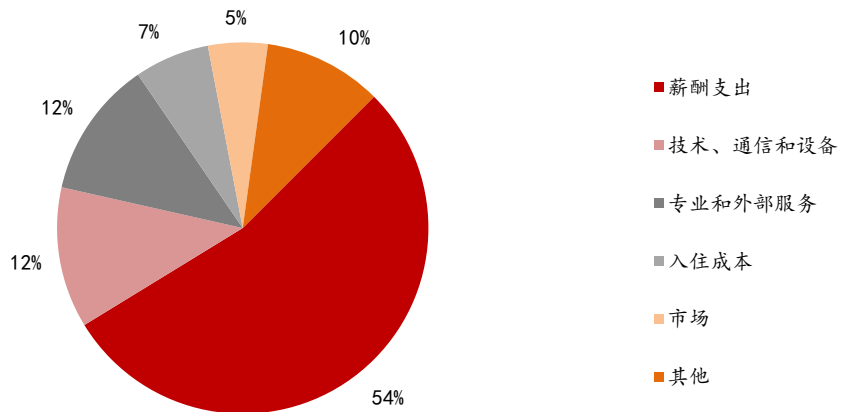


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

注：数据截止 2018 年一季度末

团队较为稳定，长期性和一致性是其成功重要因素。其资产管理领域的从业人员和高级投资组合管理人才配备完善，且人员相对比较稳定。据公司披露，2015 年摩根资管员工 20975，其中客户顾问有 2778 人（消费者和商业银行板块共有客户顾问 2931 人），组合管理经理 600 多人，研究分析师 250 人，市场策略师 30 人。截止 2015 年，资管部门有 3300 多名员工工作年限超过 15 年，近 1000 名工作年限超过 25 年。摩根大通认为，人才和技术是其资产管理业务成功的核心要素，为了做好资产管理业务，他们注重这方面的投入。

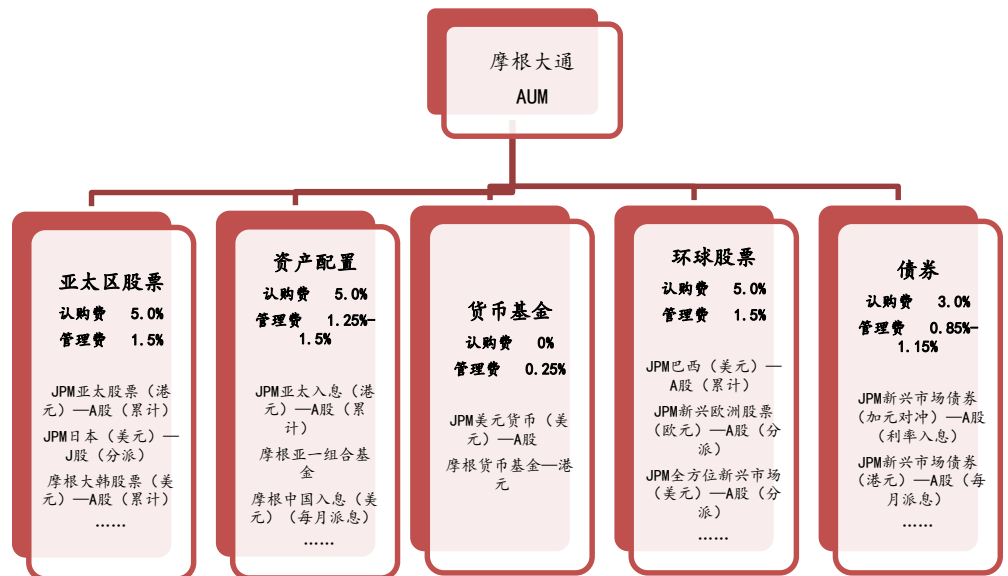
图表25： 2016 年摩根大通非息支出中薪酬支出和技术支出突出



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

产品策略：主动管理为主，指数类产品较少，多币种计价。截止 2018 年一季度末，摩根大通共提供资管产品 166 只，分为亚洲权益配置、全球资产配置、全球权益配置、债券及对冲投资、货币五大类。凭借公司全球化的网络布局，产品覆盖区域较广，不同产品采用不同货币计价，累计包含 10 种货币。摩根大通资管产品以主动管理为主，指数类产品较少，追求长期稳定的超额收益。

图表26： 摩根大通产品结构



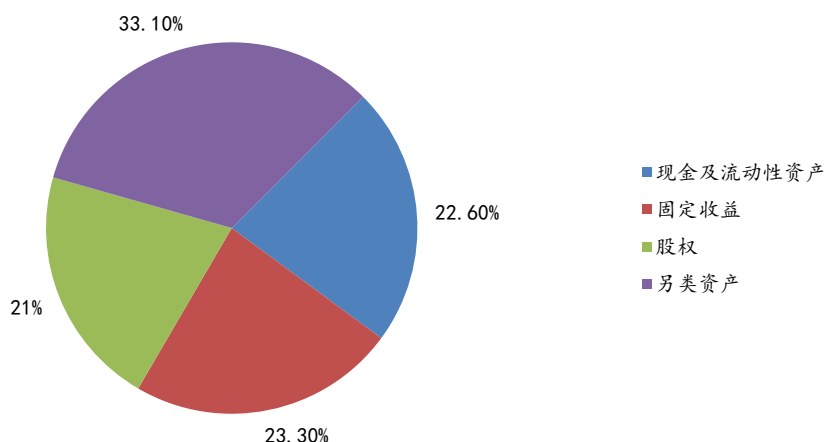
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

注：数据截至 2018 年一季度末

价格策略：货币型产品费率较低，其余产品费率差异不明显。摩根大通资管旗下的五类产品基本按三类标准收取费用。其中货币基金费率最低，仅收取 0.25% 的管理费用。债券类按 3% 的认购费及 1%-1.15% 的管理费用收取。其余几类均按 5% 的认购费率和 1.25%-1.5% 的管理费率收取。除货币基金外，其余几类产品之间费率差异不大。

资产端策略：资产配置种类丰富，配置比例为均衡。2017 年摩根大通资金投向中，另类资产、固定收益类资产、现金及流动性资产、股权类资产占比分别为 33%、23%、23% 和 21%。资产配置种类较为丰富，配置比例均衡。

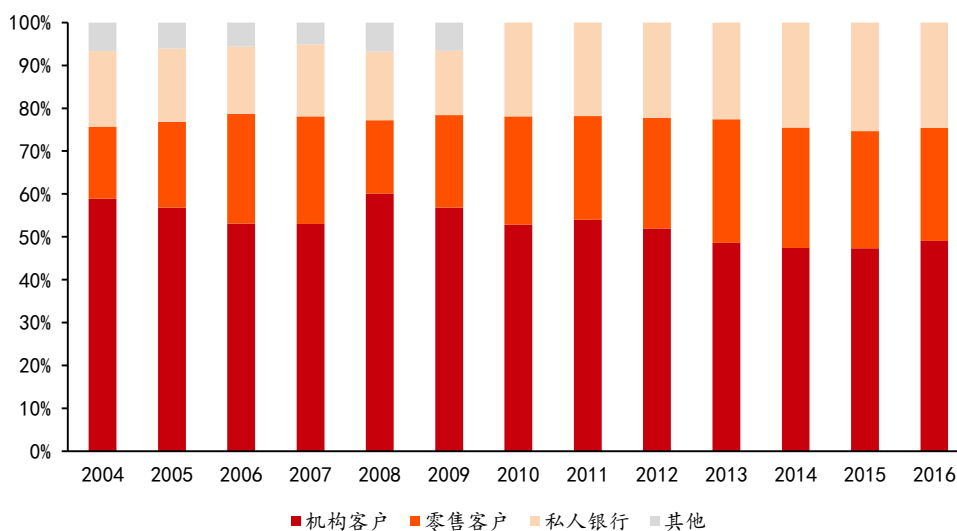
图表27： 2017 年摩根大通管理资产投向结构



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

资金端策略：客户结构日趋均衡，零售和私人银行客户比重增加。摩根资管服务三类客户，一是私人银行客户，包括高净值和超高净值个人客户、家庭、货币经理(money managers)、企业主和小公司。二是机构客户，包括公司、公共机构、捐赠基金、基金会、非盈利性机构和政府，服务内容为向客户提供综合的全球投资服务，包括资产管理、养老金分析、资产负债管理以及风险预算策略等。三是零售客户，包括金融中介和个人投资者，服务内容为向客户提供投资管理、退休计划管理等全面投资服务，并通过中介和直接渠道提供多种投资产品。2008 年以来零售和私人银行客户比重逐步提升，2016 年公司机构、零售及私人银行客户占比分别为 49%、26%和 25%。

图表28： 自 2004 年以来摩根客户结构



资料来源：2004-2016 公司年报，华泰证券研究所

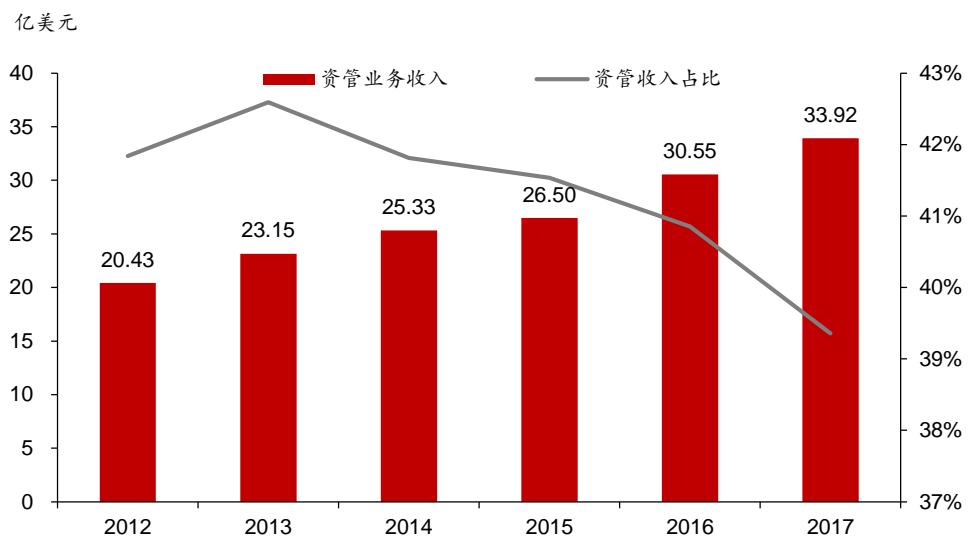
嘉信理财：精而美，差异化致胜

嘉信理财是美国最著名的投资服务公司之一，截至 2018 年 5 月 7 日的市值约为 768 亿美元。其总部位于美国三藩市，目前在美国的 46 个州拥有 345 个国内分支机构，在波多黎各亦设有一个分支机构，同时通过各类子公司为英国、香港、新加坡和澳大利亚的客户提供服务。目前主要从事证券经纪业务、财富管理业务、财务咨询业务和零售银行业务等。

嘉信理财的前身是成立于 1971 年的“第一指令公司”，1983 年经美国银行收购后，1987 年由创始人收回并在纽交所上市。1971 至 1981 年间，嘉信理财推行折扣经纪业务，争取到相当数量的中小投资散户；1986 年，嘉信理财取消对个人退休账户收取年费，拓展退休群体业务；1996-2002 年，电商平台推出，经纪业务市场份额攀升到第一；2002 年之后，机构业务成为公司业务拓展方向。

以资管、利息和经纪三大业务为主，资管业务是最大收入来源。嘉信理财收入来源主要有资产管理业务、利息收入和经纪业务，三者占总营业收入的 95% 左右，其中资管业务是嘉信理财的最大收入来源。2017 年嘉信理财的资管收入为 33.92 亿美元，较 2016 年增长了 11%，占总收入的 39%。嘉信理财的资产管理业务主要包括共同基金和咨询服务 (advice solutions)，公司下设投资服务和咨询服务两大部门，为客户提供经纪、共同基金、ETF、咨询建议、银行、信托服务。

图表 29：2012-2017 年嘉信理财资管业务收入及占比



资料来源：2012-2017 公司年报，华泰证券研究所

资金端策略：专注于开发中低收入客户，以折扣经纪商起家，适时转型拓展机构业务。2002 年之前，嘉信理财客户以中产及以下收入群体为主，通过提供折扣和互联网成为经纪业务市场的龙头；1975 年利用美国佣金率市场化契机，采用低佣金策略锁定中小投资散户；1986 年取消对个人退休账户收取年费而收获大批退休客户；1996 年推出“经纪操作和交易分析”系统、“均衡器”、“街上聪明人”等工具，实现交易自动化，通过线上线下两个渠道拓展客户。2002 年后，电商平台增多，针对中小投资者的线上线下业务均竞争激烈、利润微薄，因此嘉信理财适时开展机构业务，重视机构投资者，向综合型卖方业务提供商转型。2004 年至今的十多年内，嘉信理财净收入结构中机构投资者服务收入占比逐年加大，2017 年机构投资者服务收入占比已达总收入的 24%。目前嘉信理财向大学基金、养老金机构等提供资产管理服务，并且积极提升杠杆，涉足波动率较低的“类贷款”业务，全能投行的雏形初步形成。

产品策略：资产管理业务旗下以被动指数类产品为主。嘉信理财优势在于对客户进行精细化管理，其资产管理业务提供三类产品：共同基金、指数类产品及固定收益类产品。其中共同基金多为挂钩指数的被动管理产品，所挂钩指数包括 S&P 500、Russell 1000、Russell Midcap 等，产品无最低投资门槛。ETF 包括美国权益类产品、全球权益类、固定收益类三种。同时公司凭借其经纪业务平台代销各类型理财产品，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。

价格策略：费率低廉，价格优势明显。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。针对资管平台旗下的产品，公司收取共同基金费率 0.03%-0.06% 不等；收取 ETF 费率 0.03%-0.13%，其中海外权益类 ETF 费用稍高。1995 年公司推出独立的“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。公司按服务范围及标准提供三类财务顾问服务，分别收取 0.9%、0.28% 和 0% 的咨询费用。

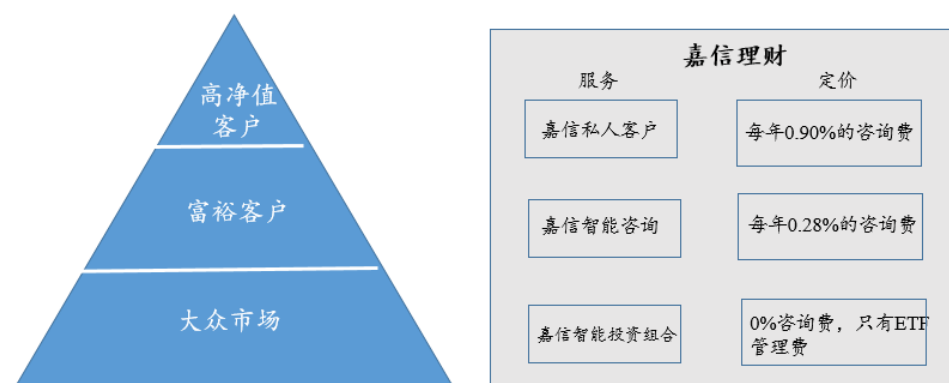
图表30： 嘉信理财旗下主要资管产品及费率

Mutual Funds		ETF	
产品类型	费率	产品类型	费率
Multi-Cap Core	0.03%	Multi-Cap Core	0.03%
S&P 500 Index	0.03%	Large-Cap Core	0.05%
S&P 500 Index	0.03%	Large-Cap Core	0.03%
Large-Cap Core	0.05%	Large-Cap Growth	0.04%
		Large-Cap Value	0.04%
		Equity Income	0.07%
		Mid-Cap Core	0.05%
		Small-Cap Core	0.05%
		Real Estate	0.07%

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

注：数据截至 2018 年一季度末

图表31： 高净值人群居民财富配置选择



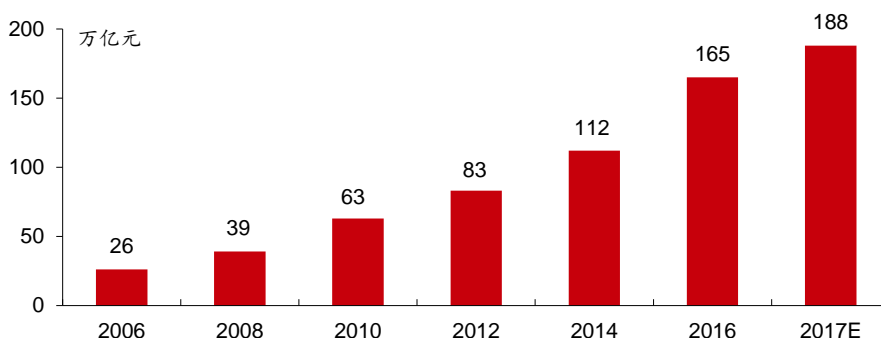
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

按图索骥，发展的路径

业务空间解析：资金端仍有较大需求

我国居民财富持续增长，激发资产保值增值需求。根据招商银行《2017 中国私人财富报告》，2016 年，中国个人持有的可投资资产总体规模达到 165 万亿元，2014-2016 年的年均复合增长率为 21%，蕴含较大投资需求。中国大众富裕阶层规模持续扩大，高净值人群共持有 49 万亿人民币的可投资资产，2014-2016 年增速达 24%。2003-2015 年，我国经济增长基本保持在 7% 以上，居民收入持续增长，我国城镇居民人均可支配收入累计同比增速平均超过 GDP 累计同比增速约 1.5%。居民财富的增长提升了消费水平，同时也激发了对资产保值增值的需求。

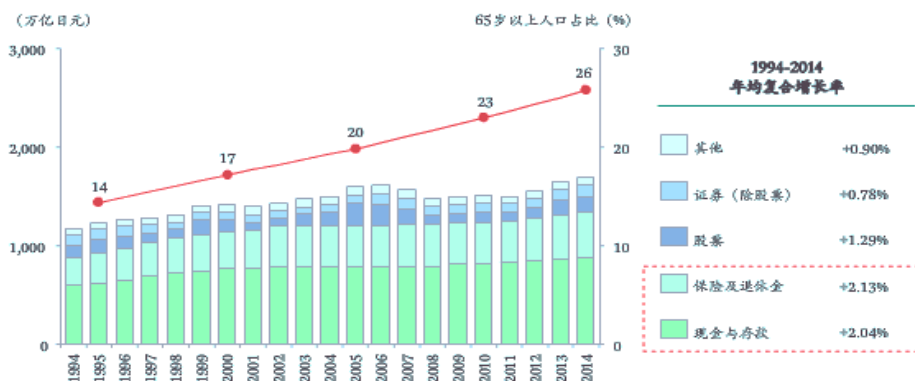
图表32： 中国 2006-2017 年全国个人持有的可投资资产总体规模



资料来源：招商银行，贝恩公司，华泰证券研究所

人口老龄化加速，社保体系难以满足日益增长的养老需求，进一步促进理财需求。根据 BCG 人口库的测算，50 岁以上的人口占人口比例在 2010 年为 24%，2020 年将上升至 33%，十年间退休人口预计增加 1.5 亿。此外据联合国测算，中国社会抚养比（100 个适龄劳动力需要抚养的 0-19 岁和 65 岁以上人口的数量）预计从 2016 年开始将持续攀升，2050 年超过 80。参考日本的经验，1994-2014 年其居民每年金融资产的投入规模与人口老龄化成正比。我国老龄化在短时间内不可逆转，而现有的社会保障体制仍较难满足日益增长的养老需求，因此在政府社保体系之外，具备保值增值能力和跨期配置属性的金融产品，如商业养老计划、理财规划、理财产品等成为了重要的替代型养老手段，拥有较大的增值空间。

图表33： 1994-2014 年日本居民年金融资产规模 vs 老年人口占比

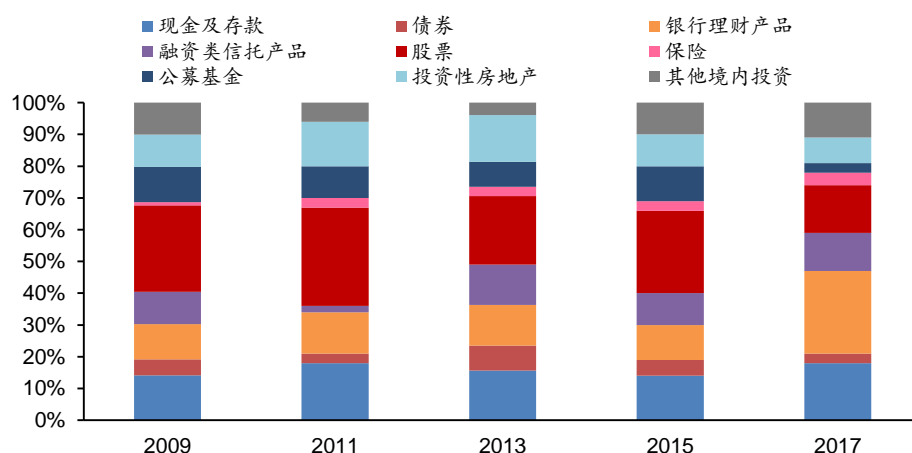


资料来源：日本内阁府，华泰证券研究所

财富重新配置，未来居民财富积累将从房地产时代逐步转为金融时代。目前我国家庭资产配置仍主要集中在房地产，一方面由于过去十年我国房地产行业经历了较快的增长，一方面由于资管行业发展时间较短，如针对普通居民的银行理财产品于 2005 年才正式问世。过去几年汽车和房地产的快速增长，及其带动下形成的一批高增长产业群，也都充分地证实了消费结构升级对中国经济增长和结构升级的推动作用。不过近年来随着三四线城市房地产市场的调整和资产管理行业的成熟，房产占我国居民资产配置比重已有所下降，2004 年中国家庭资产配置中房地产占比为 62%，2014 年这一比重下降到 40% 以下，而金融资产首次成为居民财富增量的主要来源，根据招商银行《2017 中国私人财富报告》，2016 年个人财富其他境内投资（包括个人持有的信托、基金专户、券商资管、黄金、私募股权投资基金、互联网金融产品等）增速达 35%，领先所有资产类别，私募证券投资基金、券商资管产品和互联网金融等新兴投资产品贡献较大。

金融资产高收益及资本市场拉动，金融资产配置比例存在着较大的提升空间。从资产收益率的比较来看，目前北京、上海等城市的租金回报率只有约 2%。而目前代表性的 5 年期 AA 级企业债收益率约 5% 以上，金融资产的收益率水平超房产租售比，具有较好的吸引力。另外人口红利的结束意味着劳动力驱动的增长模式已经结束，工业化步入尾声。资本过剩而资本回报率趋降，直接融资将取代间接融资成为主要融资工具，而资本市场也将成为创新和改革驱动的新增长动力，帮助居民更好地配置财富。

图表34：高净值人群居民财富配置选择



资料来源：招商银行，贝恩公司，华泰证券研究所

突破口探寻：模式因地制宜，业务当风借力

模式上因地制宜，业务上当风借力。我们认为随着业务监管体系逐步完善，券商资管将由过去依靠牌照红利的成长模式，逐步过渡到以市场竞争为主导的业务轨道，有望实现业务从量变到质变的跨越。在居民财富持续积累及理财观念转变的催化下，国内资产管理市场仍有较大的成长空间，券商资管需扬长避短，方能取得业务竞争优势。一方面，证券公司需结合自身的战略定位及业务特色，为资管业务划定合理的业务半径，因地制宜确定资管业务长期发展战略。另一方面，券商资管需结合自身全业务链优势，强化资产端的投资能力、资金端的渠道资源、以及产品端的创新能力。

图表35： 模式上因地制宜，业务上当风借力



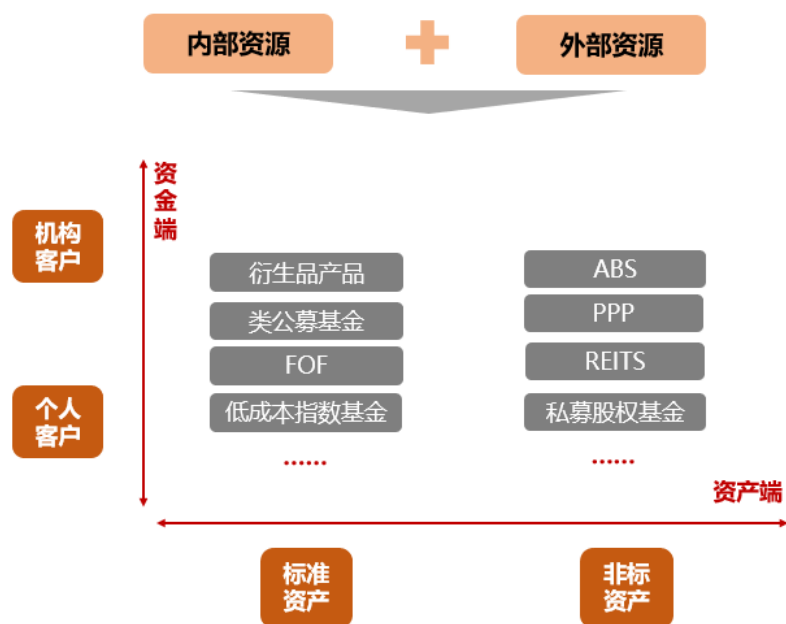
资料来源：华泰证券研究所

模式上因地制宜，借助自身资源优势打造自身特色

产品定位需明确，不同券商划定自身合理业务半径。对于大型券商而言，坚实的资本实力、丰富的营销渠道、强大的投研实力使得其资管业务具备做大做强的基础，进一步的丰富其资产端资产类别、提升资金端差异化服务能力、并强化产品创新，将推动业务逐步建立起自身竞争壁垒。

对于中小型券商而言，打造合理的业务半径、差异化发展模式将有助于实现弯道超车并获取竞争优势。中小型券商需结合自身内部及外部资源，从资金端、资产端各方面出发，寻找自身的独特优势及竞争壁垒，集中公司力量深耕部分业务领域，将有望取得竞争优势。

图表36： 中小型券商寻找合理的业务半径



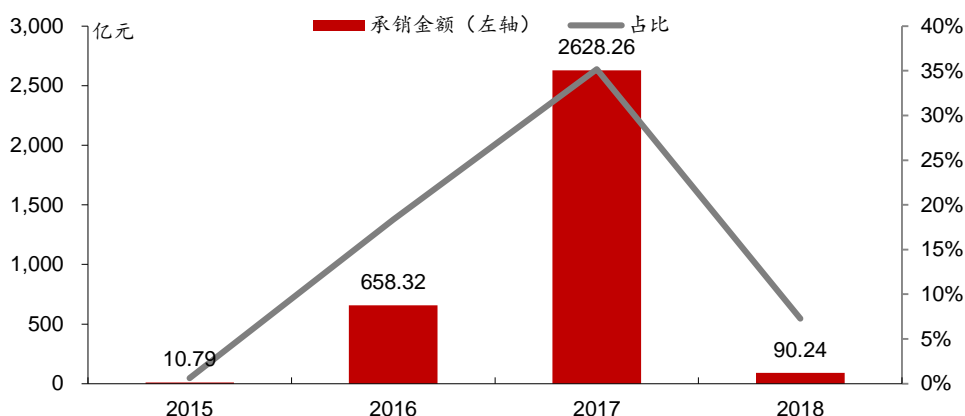
资料来源：华泰证券研究所

案例：德邦证券深耕 ABS，AUM 跻身行业前列。

德邦证券坚持小而美的发展理念，力求在个别业务细分领域突破和深耕，打出差异化发展的道路。截至 2017 年 12 月 31 日德邦证券总资产 152 亿元，净资产 76 亿元，属中小型券商。然而在资本实力较大型券商尚有距离的情况下，近年来公司资产管理业务发展迅猛，2017 年资产管理规模达 2848 亿元，排名行业第 14；其中主动管理规模 898 亿元，排名第 13。

ABS 业务领域深耕细作，先发夺人。2014 年开始德邦证券着力推动资产管理业务从“以通道为主”向“主动管理”转型。资产证券化这一盘活存量资产的有效手段，成为德邦证券的战略布局重点。2014 年 11 月，证监会和银监会分别颁布相关规定宣布资产证券化项目施行备案制，德邦证券抓住风口快速反应，2015 年 2 月成立了首只 ABS“国正小贷 ABS”。2015 年以来公司 ABS 业务迅速发展，2017 年公司主承销企业 ABS 业务规模 2628 亿元，市占率 35%，排名第一且遥遥领先。2017 年德邦资管 ABS 团队获评 2017 中国资管金鼎奖“最佳 ABS 团队”，德邦花呗 ABS 也同时获评“最佳券商资管 ABS 产品（小贷类）”。

图表37： 德邦证券主承销 ABS 发行总额存量规模及占市场总规模比重



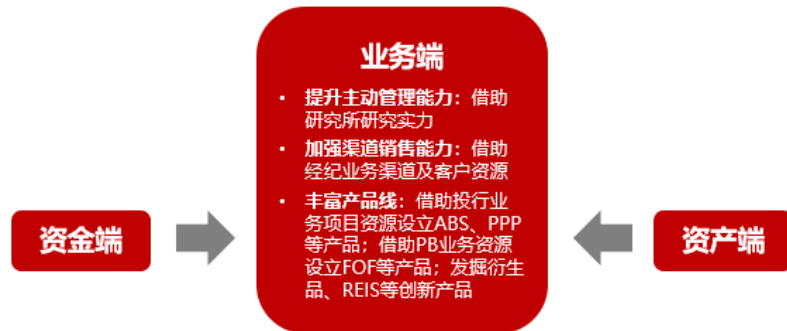
资料来源：华泰证券研究所

注：2018 年数据为 20180101-20180415 区间数据

打造“资管投行化”技术优势。资产证券化业务作为德邦证券资产管理的战略核心板块，目前已经建立起研究体系，包含 ABS 领域动态跟踪，大消费、大健康、泛娱乐等行业研究等。同时该业务形成标准化运作模式，并实现全流程系统支持，依托项目专人负责制，整合研发、市场、承做、合规、风控、销售、贷后团队，保证资产管理业务的合规、高效、专业化运行。渠道方面，德邦证券资产管理业务积极搭建银行、信托、基金、保险等同业机构渠道；此外与德邦证券其他产品销售方面形成良好的协同效应。

业务上当风借力，依托券商全业务链资源建立竞争壁垒

图表38： 产品、渠道、管理能力三维入手优化业务



资料来源：华泰证券研究所

集合基金/公募产品借助研究所投研资源，提升主动投资能力。当前券商去通道力度不断加强，我们认为业务回归主动管理是大势所趋。证券公司是资本市场重要的中介，在证券投资方面较银行、信托等机构更有优势。且证券研究研究所在团队搭建、投研实力方面都具备较强的竞争优势，应该充分发挥到资管业务上。

案例：东方资管深耕主动管理，品牌效应较强

东方红系列产品践行价值投资，重视主动管理能力培养。据东方证券年报披露，截至 2016 年底公司受托资产管理规模 1541 亿元，其中主动管理资产规模为 1428 亿元，在受托资产管理规模中的占比高达 93%。东证资管旗下产品长期业绩突出，2005-2016 年，公司主动管理权益类产品的平均年化收益率为 22.77%，大幅跑赢同期沪深 300 指数平均年化回报率（12%）。东方红集合资产管理业务涵盖了权益、固定收益、量化、现金管理等投资领域。其中东方红 4 号在“2017 国际先锋理财机构评选”中荣获“2017 最佳稳健收益产品”称号。

积极探索 FOF、MOM 等业务模式，丰富产品线，弥补投资能力。券商通过研究所、PB 等业务积累了一大批公募基金、私募基金等机构客户，在推出 FOF、MOM 等产品上具备天然的优势。通过 FOF 及 MOM 等产品，券商资管在极大程度地丰富自身产品线，弥补自身投资能力，有望打造产品壁垒。

案例：中信证券资管推出 FOF 产品，广受市场欢迎

2018 年 3 月中信资管推出“中信证券信享盛世 X 号资产管理计划”，六大知名私募基金经理担任投顾（包括千合资本管理有限公司董事长王亚伟、淡水泉投资管理有限公司董事长赵军、上海景林资产管理有限公司合伙人及总经理高云程、海宁拾贝投资管理合伙企业投资总监胡建平、上海盘京投资管理中心基金经理庄涛、和上海煜德投资管理中心基金经理靳天珍）。产品最低认购金额不低于 100 万元，首发两天半的销售额超过 40 亿元。

主动定向产品充分利用资产端优势，挖掘 ABS、PPP 等特色化资产。投行资管是一项券商资管具备优势的发展模式，以资产证券化为主。券商资管有获取资产的优势和能力，并且将 ABS 大类资产投资引入到前期，以及后期的二级市场定价，以及 ABS 投资基金等方面。当前券商资管 ABS 业务主要通过专项资管产品开展，指以特定基础资产或资产组合所产生的现金流为偿付支持，通过结构化方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。专项产品不仅为投资人提供了理财产品，同时也在盘活存量资产、拓展企业融资渠道方面做出了积极尝试，满足了投融资双方的需求。

案例：光大资管把握 PPP 发展良机，华泰资管发力 ABS

光大证券依托光大集团政府项目资源、自身全业务链优势、以及优秀的风险管理和创新的金融工程技术，较早把握了 PPP 业务发展良好机遇，设计出不同的基金模式，目前已经形成包括以购代建供给侧改革基金模式、棚改基金模式以及和中铁合作的城市建设基金模式在内的三种具有代表性的 PPP 业务合作模式。

华泰资管当前在互联网金融与票据 ABS 领域形成了竞争力，打造自身特色资产。据 WIND 数据披露，截至 2017 年末，华泰证券资管发行的 ABS 项目存量 68 个，规模 812.6 亿元，占总存量规模比重 11%。2018 年 1 月 30 日，国内首单美元 ABS——华泰资管-中飞租一期资产支持专项计划在上交所正式挂牌，为境内投资者增加重要的投资和避险工具。

优选个股，关注投资机会

资管行业全新起航，机遇与挑战并存。经过 2016-2017 年两年的业务整顿及规范，资管业务格局得以重塑，未来业务发展大方向逐步明朗。我们认为券商资管业务经整顿规范将逐步回归正轨，步入稳步向上的发展阶段。当前环境下，在资金端及资产端具备优势，且积极提升业务能力打造竞争壁垒的公司将赢取先机，部分业务能力薄弱，过度依赖通道业务的券商将进入阵痛期。

证券行业政策环境边际改善，未来有望持续引导创新发展。行业经过综合治理将重回规范发展的跑道，券商的资本实力、市场声誉、风控能力、公司治理都得到了大幅提升。2017 年下半年以来支持行业创新发展的相关政策逐步推出，中国证券业协会第六次会员大会重提“创新发展”。2018 年以来创新业务发展加速，苹果期货、原油期货相继推出，4 月 CDR 业务试点落地，我们预计未来监管政策将逐步向引导创新发展方向倾斜。

金融业开放趋势明确，力度不断扩大，促进证券行业进一步市场化。2018 年 4 月 28 日中国证监会正式发布《外商投资证券公司管理办法》，明确允许外资控股合资证券公司，逐步放开合资证券公司业务范围。5 月 3 日瑞士银行已申请提升其对瑞银证券的持股比例至 51%，目前证监会已受理该申请。2018 年博鳌论坛上央行行长宣布扩大金融业对外开放的具体措施和时间表，扩大沪港通和深港通每日额度四倍和筹备沪伦通。此次政策有助于资本市场的进一步壮大，有望推动证券公司业务向国际化投行靠拢，例如推动券商发展包括做市商等资产负债表业务，拉动内地券商业绩的持续增长。同时，我们认为随着境内外资本市场互联互通加速，交易需求将更复杂及多样化，并有望促使部分一线券商拓展海外业务。

行业经规范后步入基本面稳步改善阶段，建议布局优秀公司。预计 2018 年大券商 PB1.2-1.4 倍，PE13-18 倍（华泰预测）。维持行业增持评级，推荐全业务链发展+资金端及资本段优势显著+产品创设能力较强的中信证券、国泰君安，主动管理能力较强+品牌优势明显的东方证券，以及资管业务快速发展+特色化布局的光大证券。

风险提示

- 1、市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。
- 3、政策风险。证券行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 4、技术风险。当前证券行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com