

投资银行业与经纪业行业

2019-3-5

证券业见微知著系列二：券商财富管理业务探究——大账户体系下的小生态

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 依托经纪和资管业务基础，券商财富管理转型蓝海在途

2018-2019 年依托经纪和资管业务基础，券商推动财富管理转型。财富管理转型包括：1) 组织架构调整，经纪业务全面转型财富管理，截止目前中信证券等均进行业务架构调整；2) 业务内容方面，客户分层和服务分层，财富管理以产品销售为初步方向；3) 考核方式中，逐步从交易导向向做大资产规模方向拓展。

■ 美国财富管理发展大框架：养老金扩容下个人账户体系大繁荣

美国财富管理和资产管理业务发展依托养老金制度的发展，在此基础上基于税收优惠构建了灵活的个人账户体系。1974-2017 年美国退休资产规模从 3690 亿美元增长至 28.30 万亿美元，其中 DC 和 IRA 合计占比从 17.6% 增长至 59.8%；DC 和 IRA 助推共同基金繁荣，两者配置共同基金规模占共同基金比重达 47.2%。随着 DC 计划向 IRA 迁移，养老金制度下个人账户迎来大扩容，个人账户设置灵活、投资丰富、价格敏感度高同时资金久期长等特性推动了海外财富管理和资产管理业务的扩容。

■ 把握繁荣构建精妙小生态：嘉信理财，客户、产品、渠道三位一体

积极把握个人账户繁荣契机，嘉信理财打造客户、产品和渠道三位一体小生态。1995-2017 年间嘉信理财客户资产从 0.18 万亿美元增长至 3.36 万亿，成功密码在于：1) 客户方面，洞悉个人账户扩容趋势，率先实行免费账户，吸引大量养老金形成嘉信理财资产沉淀；2) 产品方面，最大化价格优势，建立费率低廉的共同基金全一账户体系；3) 渠道方面，把握 DC 账户和 IRA 账户特性，不断优化和完善第三方投顾服务平台建设为投顾提供良好运营空间。嘉信理财完善财富管理平台的同时也积极拓展自有资管规模快速发展。

■ 蓝海探究：个人养老账户欠缺背景下培育机构户+深挖交易户

社保制度和税收缴纳路径差异导致国内养老账户重视机构户而弱化个人户，制度差异影响券商财富管理业务路径构建。首先，围绕个人客户和机构客户，财富管理竞争主体包括银行、保险、券商、信托和公募基金，券商在机构客户方面竞争优势较强而个人客户方面竞争能力偏弱；其次，围绕个人客户的交易功能和理财功能，券商账户功能受限，交易功能凸显而理财功能偏弱。结合当前优劣势，财富管理蓝海中，我们关注的路径：1) 深挖交易户，丰富交易工具和多方向性；2) 培育机构户，包括拓展受托管理规模，争取企业年金、养老金、保险资金、税延养老金等受托管理资格。

风险提示： 1. 市场交易规模和佣金费率大幅下滑；
2. 股票质押和债券投资出现信用风险。

分析师 周晶晶

☎ (8621) 61118727

✉ zhujj1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514070005

分析师 徐一洲

☎ (8621) 61118727

✉ xuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070002

联系人 宋筱筱

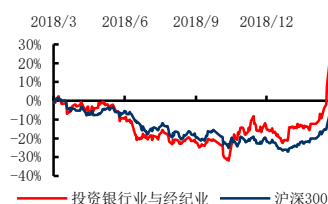
☎ (8621) 61118727

✉ songxx3@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600030	中信证券	买入
601066	中信建投	
601211	国泰君安	
601688	华泰证券	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《第九周周报：非银板块和个股如何演绎上涨行情？》2019-3-2

《第八周周报：深度复盘信托股，后续趋势怎么看？》2019-2-24

《长江非银|第七周周报：非银视角：如何缓和信用溢价抬升？》2019-2-17

目录

依托经纪资管客户禀赋，券商财富管理蓝海在途	4
美国财富管理发展系养老金扩容下个人账户繁荣	5
养老金市场大扩容孕育财富管理大市场	5
IRA 个人账户体系成为财富管理重要抓手	8
转型样本：嘉信，客户、产品、渠道三位一体	11
折扣经纪商到综合财富管理商	11
嘉信理财的财富管理成功密码	12
客户数量增资和资产增值共振	16
国内路径：构建培育机构户+深挖交易户发展路径	17
个人账户功能不足限制资产沉淀的路径	17
深耕交易户和培育机构户并举或为良策	20

图表目录

图 1：调整之前东方证券分部报告架构图	4
图 2：调整之后东方证券分部报告架构图	4
图 3：美国退休资产规模变动情况（单位：十亿美元）	6
图 4：DC 配置共同基金的规模及占共同基金比（单位：十亿美元，%）	7
图 5：IRA 配置共同基金的规模及占共同基金比（单位：十亿美元，%）	7
图 6：美国养老保险的三大支柱	7
图 7：DC 计划配置共同基金规模及占 DC 之比（单位：十亿美元，%）	8
图 8：IRA 计划配置共同基金规模及占 IRA 之比（单位：十亿美元，%）	8
图 9：美国退休资产结构变动情况（单位：%）	8
图 10：美国家庭拥有 IRA 的账户数量和结构（单位：百万美元）	9
图 11：转换的决策信息有众多顾问资源	9
图 12：美国 IRA 渠道规模和结构（单位：十亿美元，%）	10
图 13：2017 年独立投资顾问占比高达 81%（单位：%）	10
图 14：1990 年以来嘉信理财营业收入增速为 12.2%（单位：百万美元）	12
图 15：1990 年以来嘉信理财净利润增速为 20.1%（单位：百万美元）	12
图 16：嘉信理财业务架构主要分为三大部分（单位：百万美元）	12
图 17：利息收入和资管收入的嘉信理财主要利润来源（单位：%）	12
图 18：嘉信理财主要账户构成	13
图 19：IRA 账户是嘉信理财退休账户的主要产品	13
图 20：交易账户是嘉信理财的账户的主要构成（单位：百万个）	13
图 21：嘉信理财共同基金全一账户介绍	14
图 22：共同基金 Onesource 的 AUM 规模和占比（单位：百万美元，%）	14
图 23：共同基金 Onesource 的收入和占比（单位：百万美元，%）	14

图 24: 第三方咨询服务管理的客户资产规模和占比 (单位: 十亿美元, %)	15
图 25: 嘉信理财客户资产持续增长 (单位: 十亿美元)	16
图 26: 嘉信理财单位账户资产规模持续增长 (单位: 万美元)	16
图 27: 券商的存量客户储备远小于银行和保险 (单位: 万人)	18
图 28: 短短 4 年余额宝的规模已经超过万亿元 (单位: 亿元)	19
图 29: 同样作为货币类产品华泰天天发规模不足千亿 (单位: 亿份)	19
图 30: 银行总负债规模变动 (单位: 万亿元)	20
图 31: 券商客户保证金无法跨越市场周期市场增长 (单位: 亿元)	20
图 32: 弱市之下新增投资者进场缓慢 (单位: 万人)	20
图 33: 全国证券交易账户数量已经超过 2 亿户 (单位: 万户)	20
图 34: 华泰证券设立差异化的财富管理体系	21
图 35: 调整过程中伴随着渠道结构的极大变化	21
表 1: 部分券商将经纪业务部门更名为财富管理部	4
表 2: 全球资产管理机构排名 TPO10 (单位: 十亿美元)	5
表 3: 美国大资管中共同基金是主要产品形态 (单位: 十亿美元, %)	5
表 4: 嘉信理财发展的重要历史进程表	11
表 5: 嘉信理财的 Advisor Services 分部收入及其占比 (单位: 百万美元, %)	15
表 6: 券商资管在大资管竞争格局中并不具备优势 (单位: 万亿元)	17
表 7: 多家银行公告将成立理财子公司参与资管业务 (单位: 亿元)	17
表 8: 转账和支付功能缺失制约券商资产积累	19
表 9: 券商经纪业务客户数量和集合资管业务客户数量的对比 (单位: 万人, %)	21
表 10: 2018 年三季度末企业年金基金投资管理人组合数和组合净资产 (单位: 亿元)	22
表 11: 企业年金、养老金、税延养老金投资管理机构要求和机构名单	23
表 12: 券商资管主动管理月均规模排名前 20 (单位: 亿元)	23
表 13: 有 10 家券商满足税延养老要求 (单位: 亿元)	24

依托经纪资管客户禀赋，券商财富管理蓝海在途

券商财富管理发展历程大体可以分为三个阶段：1、2000-2009 年期间，随着监管层推动券商佣金自由化改革推进，行业平均佣金率进入下行通道，期间券商开始探讨财富管理转型以对抗佣金费率下滑，早先财富管理业务主要围绕基金、理财等产品的代销展开。2、2009-2013 年期间，券商开始尝试资讯服务套餐、投顾签约服务等财富管理模式，但是仍未形成有效的盈利贡献。3、2013-2017 年期间，第三方财富管理机构的崛起以及信托等非标产品的快速发展，券商财富管理再次回到产品销售为核心的财富管理业务模式。¹

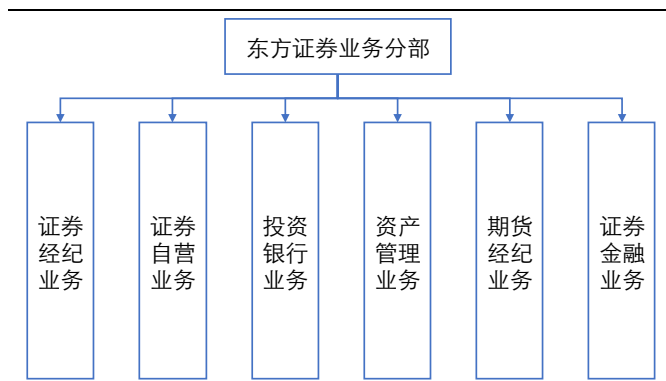
在资管新规落地背景下，传统银行理财和信托产品面临净值化改造和去刚兑压力，传统存量配置银行理财和信托资产的资金面临资产重配置需求，另一方面随着券商经纪业务和资管业务的发展，券商客户基础和资产配置工具在逐步丰富，在交易通道进一步贬值的背景下，财富管理业务是券商转型的重要方向。近年来包括东方证券、中信证券、兴业证券、银河证券等多家公司将经纪业务总部更名为财富管理部。同时在业务内容方面，积极推动客户分层和服务分层，财富管理以产品销售为初步方向，以资产配置为最终路径；对应考核方式将从交易佣金收入导向到做大客户资产实现资产保值增值方向拓展。

表 1：部分券商将经纪业务部门更名为财富管理部

日期	公司	具体内容
2015-05	东方证券	经纪业务部门更名为财富管理业务总部并采用事业部管理模式，也是业内首家进行组织架构调整的公司
2018-12	中信证券	经纪业务发展与管理委员会更名为财富管理委员会
2018-12	中国银河	经纪业务部改名为财富管理部
2019-01	兴业证券	经纪业务总部更名为财富管理总部

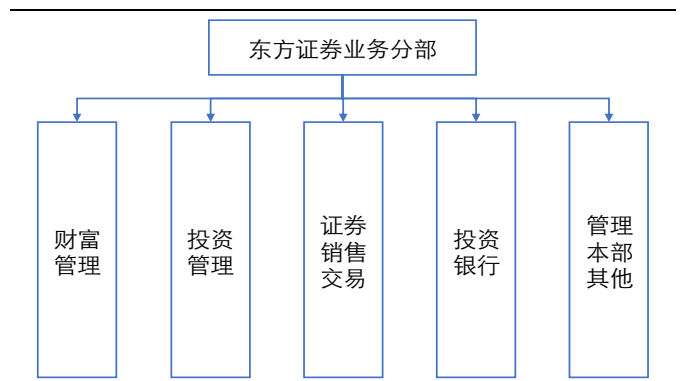
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 1：调整之前东方证券分部报告架构图



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：调整之后东方证券分部报告架构图



资料来源：Wind，长江证券研究所

¹ 又一券商经纪业务总部更名财富管理，大规模转型增至第六家，各自打法亮相，更名不是关键，打法最关键；王玉玲

美国财富管理发展系养老金扩容下个人账户繁荣

养老金市场大扩容孕育财富管理大市场

美国已经形成全球领先的资产管理市场。由于经济持续发展推动高净值人群增长、金融产品的蓬勃发展，美国资产管理行业发展已经进入成熟期；截止至 2017 年末，全球资管规模排名前 30 名的资管机构中，来自美国的资管机构占 18 席，管理资产规模约 34.04 万亿元，占比 67%；从竞争格局来看，目前已经形成了以黑石、KKR 为代表的私募股权投资资管公司，以先锋集团、道富集团为代表的共同基金资管公司，以高盛、摩根士丹利为代表的投行系资管公司和以美林、嘉信理财为代表的银行系资管公司。

表 2：全球资产管理机构排名 TPO10（单位：十亿美元）

排名	公司	最新报告期资管规模	报告期
1	黑石	6288	2017
2	先锋集团	4900	2017
3	瑞银集团	3101	2017Q3
4	SSGA	2800	2017
5	富达投资	2448	2017Q3
6	安联集团	2268	2017Q3
7	摩根大通资产管理	1900	2017Q3
8	纽约梅隆	1800	2017Q3
9	PIMCO	1690	2017Q3
10	阿蒙迪	1652	2017Q3

资料来源：banks around the world，长江证券研究所

从产品形态来看，共同基金是美国资管行业最主要的产品类型。根据美国投资业协会披露，美国资管行业产品形态主要包括共同基金、封闭式基金、ETF 和信托产品；截止至 2017 年末，美国资管总规模达到 22.5 万亿美元，其中共同基金、封闭式基金、ETF 和信托产品分别为 1.87、0.03、0.34 和 0.01 万亿美元，占比分别为 83.3%、1.2%、15.1% 和 0.4%，共同基金是美国资管行业最主要的产品类型。

表 3：美国大资管中共同基金是主要产品形态（单位：十亿美元，%）

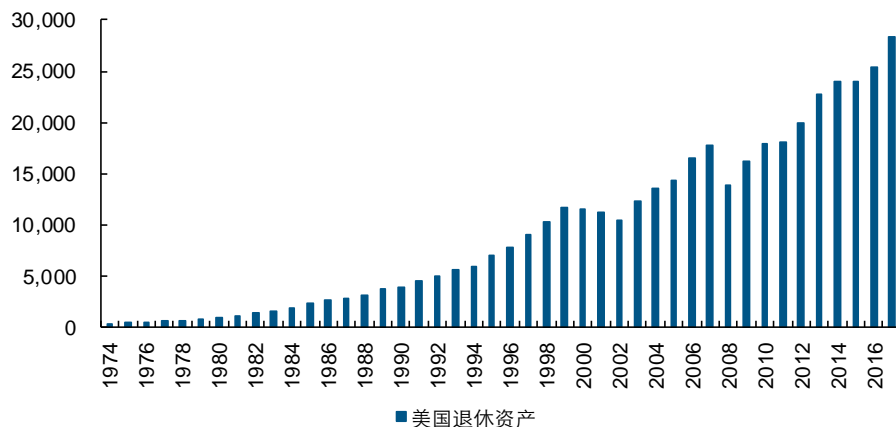
年份	资管规模					资管规模占比			
	共同基金	封闭式基金	ETF	信托产品	合计	共同基金	封闭式基金	ETF	信托产品
1999	6,846	147	34	92	7,119	96.2%	2.1%	0.5%	1.3%
2000	6,964	143	66	74	7,247	96.1%	2.0%	0.9%	1.0%
2001	6,975	141	83	49	7,248	96.2%	1.9%	1.1%	0.7%
2002	6,383	159	102	36	6,680	95.6%	2.4%	1.5%	0.5%
2003	7,402	214	151	36	7,802	94.9%	2.7%	1.9%	0.5%
2004	8,095	253	228	37	8,614	94.0%	2.9%	2.6%	0.4%
2005	8,891	276	301	41	9,509	93.5%	2.9%	3.2%	0.4%
2006	10,398	297	423	50	11,167	93.1%	2.7%	3.8%	0.4%
2007	12,000	312	608	53	12,974	92.5%	2.4%	4.7%	0.4%

2008	9,620	184	531	29	10,364	92.8%	1.8%	5.1%	0.3%
2009	11,111	223	777	38	12,150	91.4%	1.8%	6.4%	0.3%
2010	11,833	238	992	51	13,113	90.2%	1.8%	7.6%	0.4%
2011	11,633	242	1,048	60	12,983	89.6%	1.9%	8.1%	0.5%
2012	13,054	264	1,337	72	14,727	88.6%	1.8%	9.1%	0.5%
2013	15,049	279	1,675	87	17,090	88.1%	1.6%	9.8%	0.5%
2014	15,873	289	1,975	101	18,238	87.0%	1.6%	10.8%	0.6%
2015	15,652	261	2,101	94	18,108	86.4%	1.4%	11.6%	0.5%
2016	16,344	263	2,524	85	19,215	85.1%	1.4%	13.1%	0.4%
2017	18,746	275	3,401	85	22,507	83.3%	1.2%	15.1%	0.4%

资料来源：ICI，长江证券研究所

个人退休账户（IRAs）和确定缴费计划（DC）——尤其是 401(k)计划的持续增长推动共同基金市场大幅扩容。1974-2017 年期间，IRA 和 DC 计划的管理规模从 10 亿美元和 640 亿美元增长至 9.20 万亿美元和 7.73 万亿美元，占美国退休资产的比重分别从 0.3%和 17.3%提升至 32.5%和 27.3%，同期美国养老金资产规模从 3690 亿美元增长至 28.30 万亿美元；IRA 和 DC 配置共同基金的比重也逐步水涨船高，截止至 2017 年末，IRA 和 DC 计划持有的共同基金资产规模增长至 4.29 和 4.55 万亿美元，占共同基金总规模的比重分别达到 22.9%和 24.3%，合计占比达到 47.2%，考虑 DB 计划配置的共同基金规模，预计美国第二和第三养老金支柱配置共同基金规模占比将接近 50%。

图 3：美国退休资产规模变动情况（单位：十亿美元）



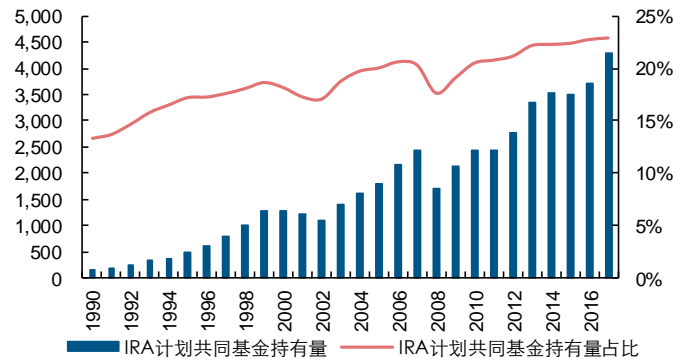
资料来源：ICI，Wind，长江证券研究所

图 4：DC 配置共同基金的规模及占共同基金比（单位：十亿美元，%）



资料来源：ICI, Wind, 长江证券研究所

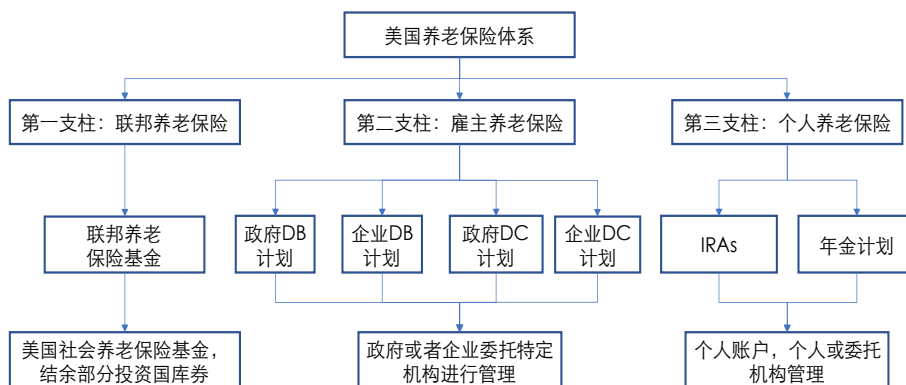
图 5：IRA 配置共同基金的规模及占共同基金比（单位：十亿美元，%）



资料来源：ICI, Wind, 长江证券研究所

第二和第三养老支柱的大扩容为美国资产管理行业提供稳定的资金来源。美国养老体系大致可以划分为三大支柱：第一支柱是基本养老保险制度（OASDI），由政府主导并强制实施，资金主要来源于雇主和雇员共同缴纳的工资税；第二支柱是雇主养老保险计划，包括完全由雇主出资的待遇确定型计划（DB 计划）和以个人账户为基础、雇主和雇员按规定比例共同出资的缴费确定型计划（DC 计划），其中 DC 计划按雇主类型可分为 401K（私营企业）、403B（非营利性组织）、457（州和地方政府）、TSP（联邦政府）等；第三支柱是依据 1974 年颁布《雇员退休收入保障法》而确立的自愿性个人养老金，包括个人退休账户（IRA）和保险年金保单（annuity）。

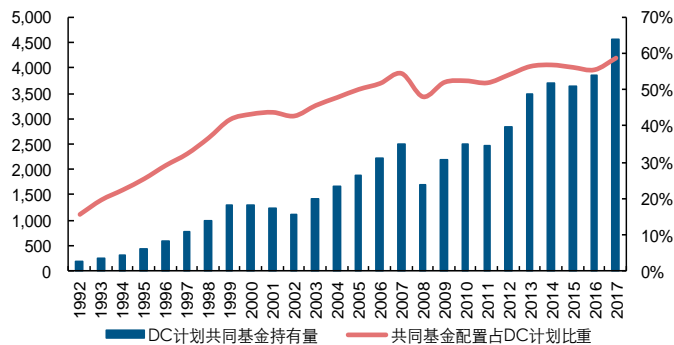
图 6：美国养老保险的三大支柱



资料来源：《中美社会保障制度比较研究》，王海燕，2010 年，长江证券研究所

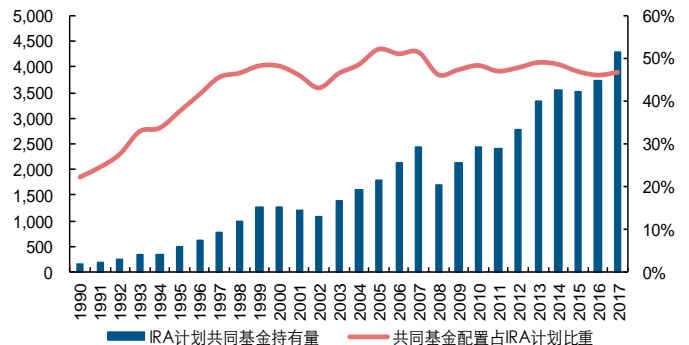
依托税收优惠方面的制度设计和灵活的账户处理规则，DC 计划和 IRA 账户规模快速扩容并成为养老体系中的核心支撑。DC 计划和 IRA 账户投资灵活性非常高，随着养老金规模迅速扩容，共同基金产品的不断推陈出新为养老金提供了重要的资产配置方向。截止至 2017 年末，IRA 和 DC 计划持有的共同基金资产规模增长至 4.29 和 4.55 万亿美元，共同基金配置规模分别占 IRA 和 DC 计划的占比为 46.7% 和 58.9%。

图 7：DC 计划配置共同基金规模及占 DC 之比（单位：十亿美元，%）



资料来源：ICI, Wind, 长江证券研究所

图 8：IRA 计划配置共同基金规模及占 IRA 之比（单位：十亿美元，%）



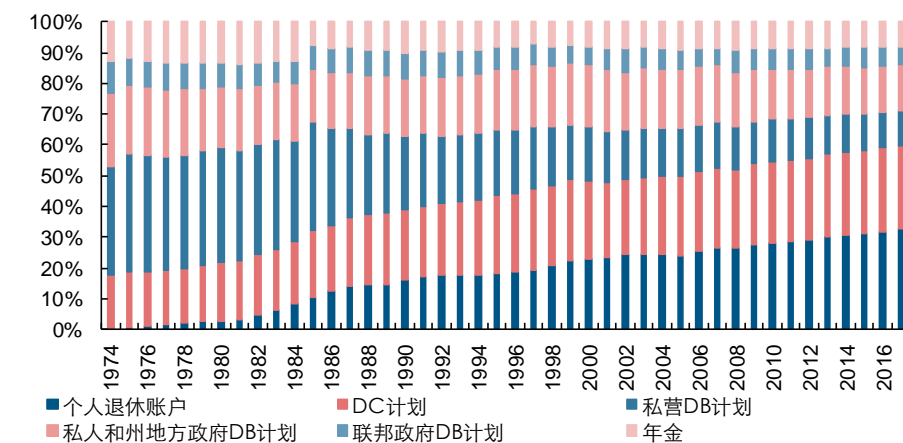
资料来源：ICI, Wind, 长江证券研究所

IRA 个人账户体系成为财富管理重要抓手

IRA 逐步替代 DC 计划成为美国养老金体系中最重要支柱，IRA 个人账户的特质成为美国财富管理市场中最前端的触手。

1974 年美国国会颁布《雇员退休收入保障法案》，一方面鼓励没有被第二支柱覆盖的雇员通过私人金融机构建立税收递延的 IRA 账户，另一方面《法案》允许第二支柱 DC 部分的参与人在转换工作时可以将 DC 账户内的余额转入 IRA 账户，同时越来越多的人逐步认识到养老压力，三者共同推动以 IRA 为代表的第三养老支柱大幅扩容。2017 年 IRA 占美国退休金资产规模的比重提升至 32.5%，较 1974 年提升超过 30 个百分点。

图 9：美国退休资产结构变动情况（单位：%）



资料来源：ICI, Wind, 长江证券研究所

截至 2017 年中期，约有三分之一的美国家庭（约 4400 万户）持有至少一种类型的 IRA 账户。按照 ERISA 设立的传统 IRA 账户是最常见的类型，3500 万美国家庭持有该类账户；根据 1997 年《纳税人救济法》设立、1998 年启用的罗斯 IRA 账户持有人数约为

2500 万户。接近 800 万美国家庭持有雇主发起式 IRA（指 SEPIRA、SAR-SEPIRA 或 SIMPLEIRA 账户）。²

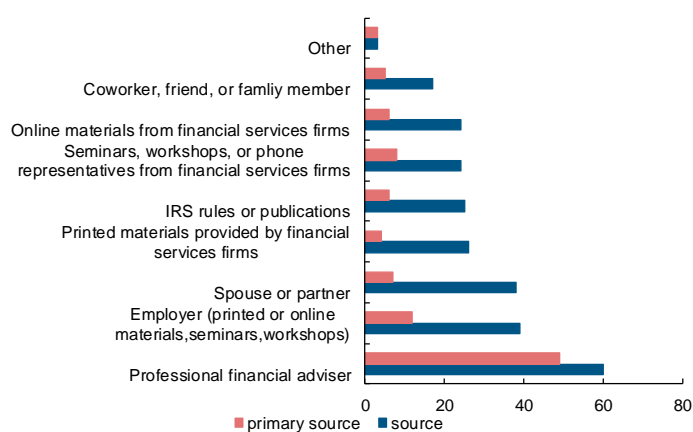
图 10：美国家庭拥有 IRA 的账户数量和结构（单位：百万美元）

	Year created	Number of US households with type of IRA Mid-2017	Percentage of US households with type of IRA Mid-2017	Assets in IRAs Billions of dollars, year-end 2017
Traditional IRA	1974 (Employee Retirement Income Security Act)	35.1 million	27.8%	\$7,850*
SEP IRA	1978 (Revenue Act)	7.6 million	6.0%	\$540*
SAR-SEP IRA	1986 (Tax Reform Act)			
SIMPLE IRA	1996 (Small Business Job Protection Act)			
Roth IRA	1997 (Taxpayer Relief Act)	24.9 million	19.7%	\$810*
Any IRA		43.9 million	34.8%	\$9,200*

资料来源：ICI, Wind, 长江证券研究所

独立第三方投资顾问是推动养老金账户转换的重要力量。与新增缴款相比，投资收益和雇主发起式退休金计划的滚存转换资金才是加速 IRA 增长的主要原因；拥有传统 IRA 账户的美国家庭通常从其前雇主的养老金计划中将资金转入传统 IRA 账户，他们作出这一决定最常见的信息来源是专业财务顾问，根据 ICI 统计，带有转换条款的传统 IRA 持有人中，60%由顾问提供咨询服务，其中半数左右的人都承认其主要根据财务顾问进行决策。³

图 11：转换的决策信息有众多顾问资源



资料来源：ICI, Wind, 长江证券研究所

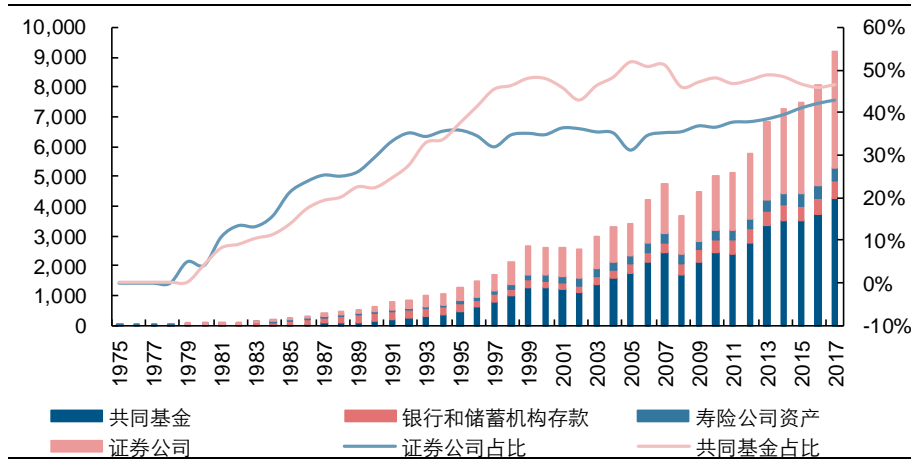
IRA 账户实行投资和托管分离，共同基金和证券公司成为 IRA 托管账户扩容的最受益方。美国 IRA 账户不仅可以在保险公司开设，同时允许共同基金、商业银行、证券公司等成

² 2018 年 ICI Factbook, 翻译版

³ 2018 年 ICI Factbook, 翻译版

为账户管理机构；IRA 刚推出时，民众主要选择在银行开立个人退休账户，主要投资银行存款等低风险收益产品，但是随着资本市场的发展和投资者的成熟，1975-2017 年期间，美国 IRA 账户的竞争格局发生了显著的变化，从此前的银行和寿险公司主导变化为由共同基金和证券公司主导。截止至 2017 年末，共同基金和证券公司作为账户设立主体管理的 IRA 养老资产规模分别达到 4.29 万亿美元和 3.94 万亿美元，占比分别达到 46.7% 和 42.8%，远超过商业银行（6.0%）和寿险公司（4.6%）的市场占有率。

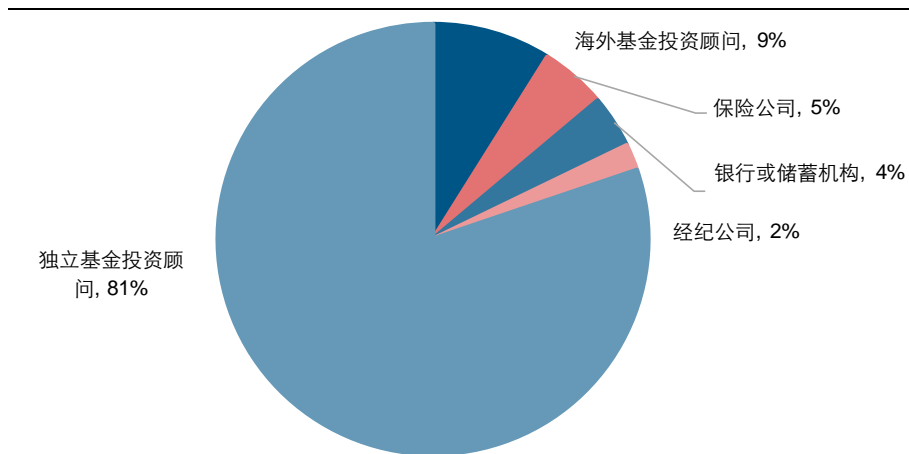
图 12：美国 IRA 渠道规模和结构（单位：十亿美元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

IRA 账户托管在金融机构后，第三方独立投资顾问顺势而成为成这批账户的重要服务方。在美国存在众多金融服务机构提供注册基金产品服务，他们不从事共同基金产品的创设而主要从事共同基金的资产配置；截止至 2017 年末，在全部基金管理主体中，有 81% 是独立的第三方投资顾问，他们管理着 70% 的基金资产，其他管理主体还包括海外基金投资顾问、保险公司、银行和储蓄机构、证券公司。

图 13：2017 年独立投资顾问占比高达 81%（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

转型样本：嘉信，客户、产品、渠道三位一体

折扣经纪商到综合财富管理商

美国资管行业的蓬勃发展为部分券商提供转型的重要契机。以嘉信理财为主要代表，从一家折扣经纪商逐步发展成为一家综合财富管理公司。

嘉信理财前身为“第一指挥官公司”，定位为一家普通的零售经纪商；1975年美国佣金自由化后在美林等传统投行提高佣金费率的背景下，公司率先采取价格战的竞争策略；1986年公司开始对于个人退休账户实现免费服务，进一步加速客户资产的沉淀；1987年公司开始拓展多元化服务，“共同基金全一账户”的推出使得公司客户资产管理规模快速提升；1995年以来随着互联网浪潮的兴起，嘉信理财逐步开始推进线上交易业务，但是同时并未放弃线下营业网点的铺设；2000年互联网泡沫破裂后，公司加大布局银行业务，逐步形成个人投资者、独立金融顾问和企业提供全面的资产配置服务的布局。

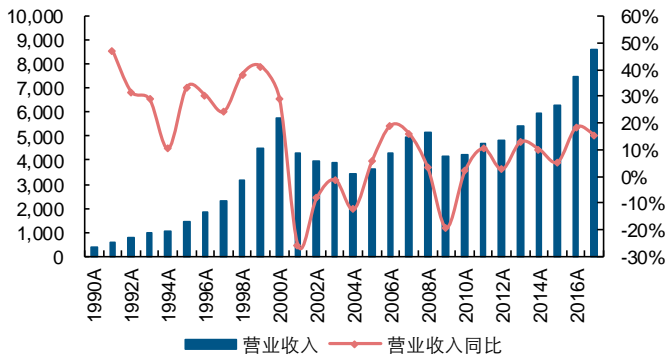
表 4：嘉信理财发展的重要历史进程表

时间	重要发展事件
1971年	嘉信理财的前身“第一指挥官公司”正式成立
1975年	美国佣金自由化，嘉信理财开始采取佣金价格战竞争策略
1979年	嘉信理财把全部收益投入到一个清算系统上去
1981年	在折扣经纪商第一次打兼并的浪潮中，嘉信理财收购金斯莱、波依等公司
1982年	嘉信公司实行“嘉信单一账户”，这是一个现金管理账户创新
1983年	美国银行以5700万美元收购嘉信理财
1984年	开办“共同基金市场”，拥有无佣金基金140个
1986年	采取不收费的个人退休金账户
1987年	完成从美国银行的股份回购，同年9月完成首次公开募股上市
1988年	收费的独立金融投资咨询服务“顾问资源”开始运作
1992年	推出不收交易费用的“共同基金全一账户”服务
1996年	开始进入互联网交易，推出“eSchwab”同年分公司数目增加至235个
1997年	“eSchwab”和嘉信零售业务重新整合，所有交易统一价格，创立欧洲、香港分公司
2000年	完成收购美国信托公司，以满足高层次客户的需要
2002年	开设“嘉信股票排行榜”咨询服务、“嘉信私人客户”和“嘉信顾问网络”为富裕客户服务
2003年	嘉信银行正式成立
2005年	嘉信理财取消了零售账户和小企业退休计划的账户服务和订单处理费用
2006年	嘉信理财将其财富管理子公司美国信托出售给美国银行
2007年	嘉信理财收购一家得克萨斯州的401K提供商和Global Real Analytics

资料来源：《颠覆者》，公司网站，Wind，长江证券研究所

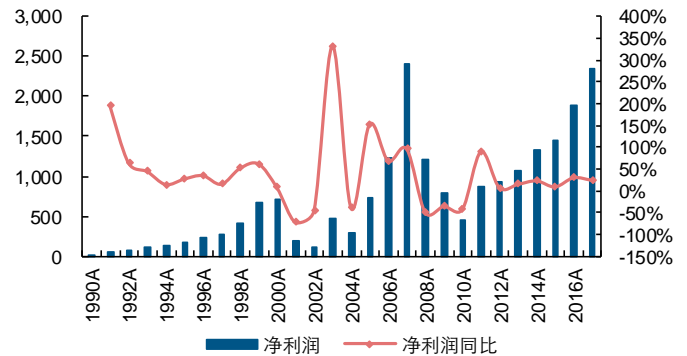
2017年公司分别实现营业收入和净利润 86.18 和 23.54 亿美元，同比分别增长 15.5% 和 24.6%；1990-2017 年期间，公司营业收入的复合增长率达到 12.2%，净利润的复合增长率达到 20.1%，经营业绩保持稳健的增长态势。

图 14：1990 年以来嘉信理财营业收入增速为 12.2%（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

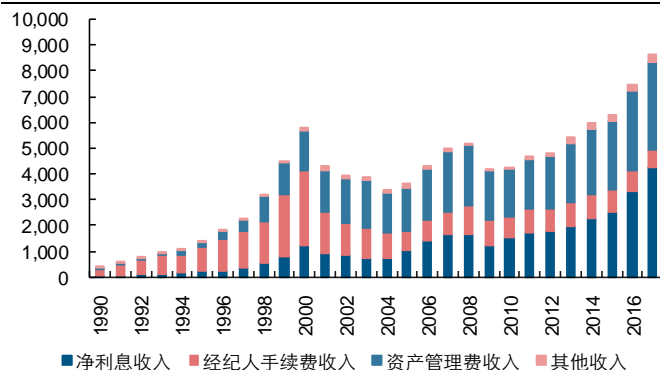
图 15：1990 年以来嘉信理财净利润增速为 20.1%（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

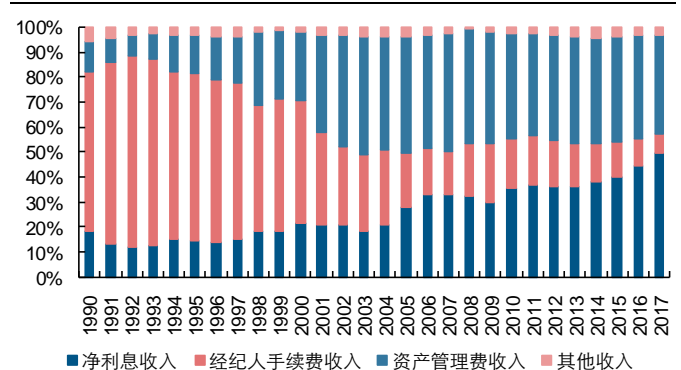
从收入结构来看，目前嘉信理财收入主要由利息收入、交易手续费和资管业务三大部分构成。2017 年，公司三项业务分别实现营业收入 42.82、6.54 和 33.92 亿美元，同比分别变动+28.9%、-20.7%和+11.0%，交易手续费连续 4 年呈现下滑态势；从收入贡献来看，利息、佣金和资管收入占比分别为 49.7%、7.6%和 39.4%，利息收入和资管收入已经成为公司最主要的盈利来源，1990 年以来利息和资管收入复合增速分别达到 16.4%和 17.3%，同时交易手续费增速仅为 3.7%。

图 16：嘉信理财业务架构主要分为三大部分（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 17：利息收入和资管收入的嘉信理财主要利润来源（单位：%）



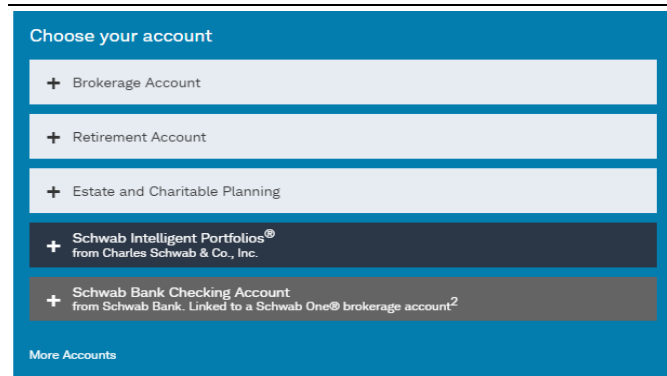
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

嘉信理财的财富管理成功密码

客户：把握养老账户扩容浪潮实现客户积累

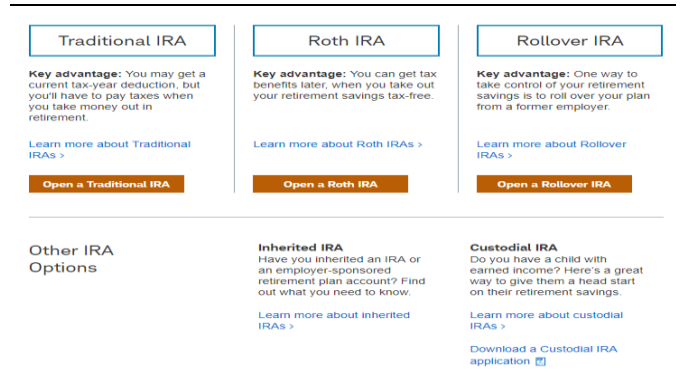
把握养老金扩容浪潮契机是嘉信理财财富管理成功转型的重要推手。当所有银行业人士坚持把个人退休账户当做普通账户，对于客户开立和维持退休账户收取一定的年费时，嘉信理财已经认识到取消手续费带来的资产递增利润能够抵消取消手续费的影响；1986 年 401K 养老金计划推出后，嘉信理财率先推出个人养老账户免费的服务，后期又取消 IRA 账户收费。1982-2017 年期间，美国的第二养老金支柱（职业养老金）和第三养老金支柱（个人储蓄养老金计划）实现爆发式增长，嘉信理财对于养老金账户免费的政策吸引了大量养老金账户选择嘉信理财的平台作为托管账户。

图 18: 嘉信理财主要账户构成



资料来源：公司网站，长江证券研究所

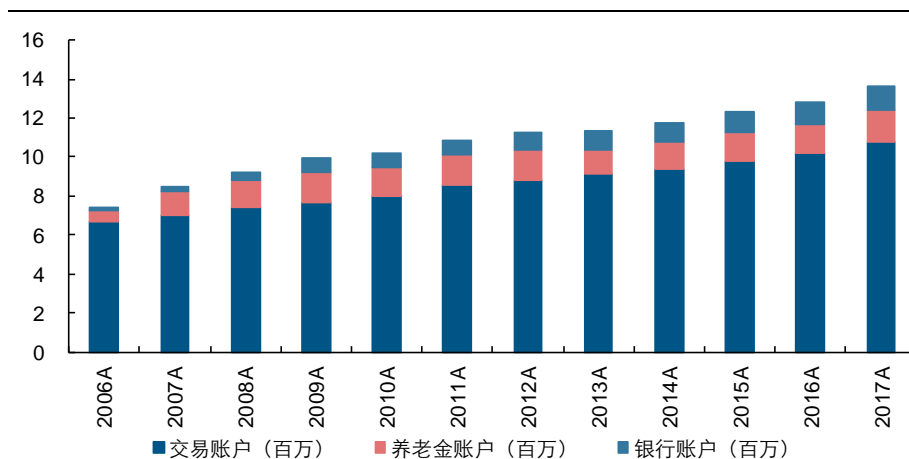
图 19: IRA 账户是嘉信理财退休账户的主要产品



资料来源：公司网站，长江证券研究所

截止至 2017 年末，嘉信理财共有 1.36 亿账户，其中交易账户数量 1.08 亿个，养老金账户数量 0.16 亿个，银行账户数量 0.12 亿个，占比分别为 79%、12%和 9%；2006 年至 2017 年期间，交易账户、养老金账户和银行账户数量均呈现稳步提升态势，其中养老金账户的年复合增长率达到 10.3%，远超过经纪业务账户数量的复合增速 4.4%。

图 20: 交易账户是嘉信理财的账户的主要构成（单位：百万个）



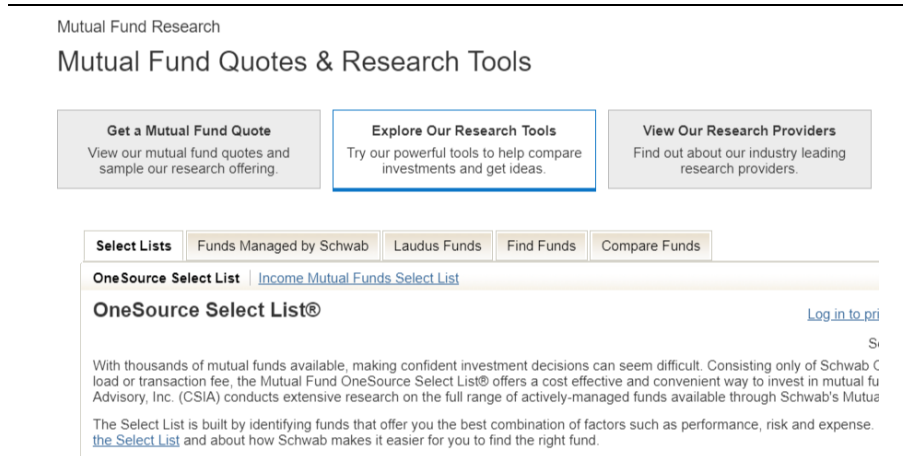
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

产品：打造共同基金全一账户加速资产沉淀

1981 年嘉信理财形成了建立一个集中交易共同基金的想法；1984 年嘉信理财建立共同基金市场，但当时只有 140 只无附加费用的共同基金；1992 年嘉信理财推出的“共同基金全一账户”，一个没有附加费，免交易费，共同基金超市，有 25 个基金组共 200 多只基金可供选择，散户和机构投资者均可开设“共同基金全一账户”，投资者在共同基金超市内可在多个基金中进行挑选，选中的共同基金将在投资者的“共同基金全一账户”下，客户还可通过账户进行出售和转换基金，降低交易成本。

“共同基金全一账户”带来了共同基金行业的变革，一方面将此前基金公司向客户收取的 25-35 基点的手续费转嫁到基金公司的身上，另一方面基金公司则能够在嘉信理财基金超市获得“上柜的空间”、低廉的营销成本、联合广告和让独立的金融顾问利用其作为他们自己客户服务的平台。

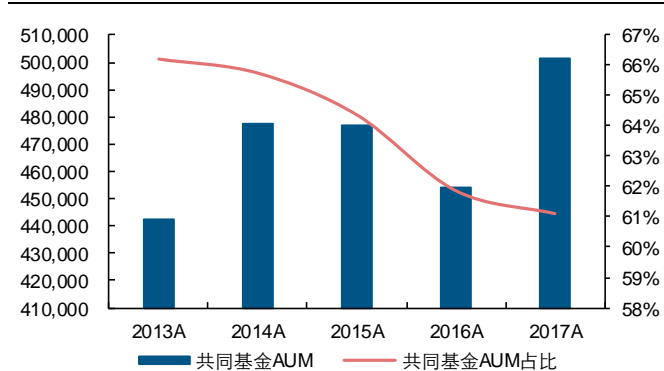
图 21：嘉信理财共同基金全一账户介绍



资料来源：公司网站，长江证券研究所

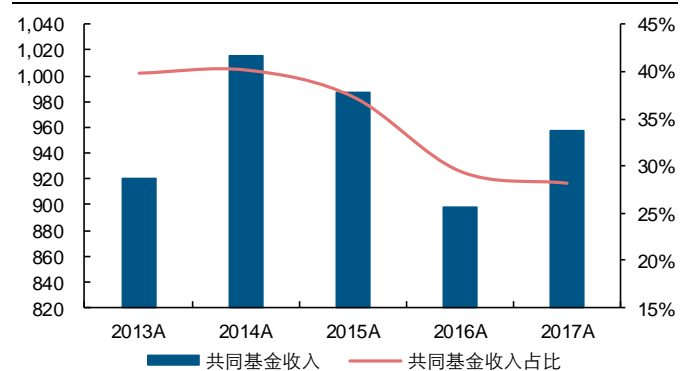
共同基金 OneSource 平台为嘉信理财带来了大量的客户资产。从 1981 年引入“共同基金市场”到 11 年后的“共同基金全一账户”最终取得成功，嘉信理财的账户数从 1981 年的 30 万户到 1992 年的 200 万户，增加 500% 以上，更重要的是，大量独立的金融顾问利用嘉信理财的平台为他们自己的客户服务，这些金融顾问往往利用共同基金作为首选的投资工具。截止至 2017 年末，共同基金 OneSource 平台年均客户资产规模达到 5014 亿美元，占当期资管规模的比重达到 61.1%。

图 22：共同基金 OneSource 的 AUM 规模和占比（单位：百万美元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：共同基金 OneSource 的收入和占比（单位：百万美元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

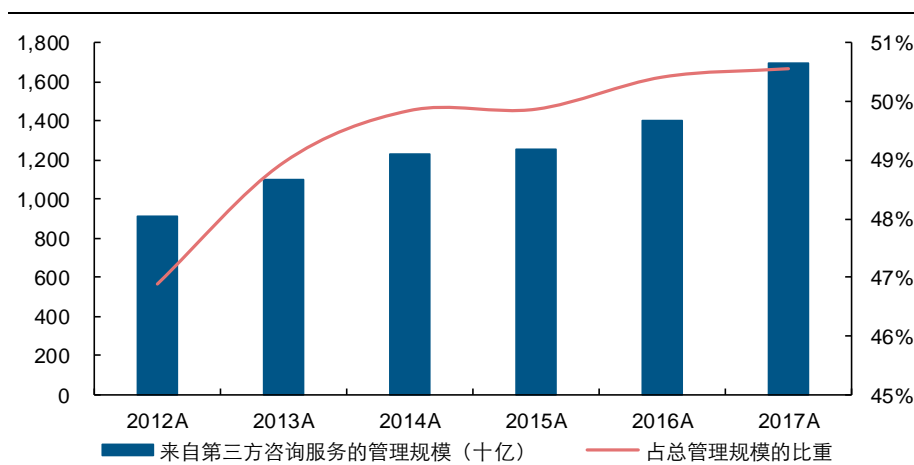
渠道：完善三方投顾体系优化负债路径建设

“在 20 世纪 80 年代嘉信理财公司通过电话呼叫中心抽样监听电话，以确保经纪人遵守规定时，他们发现了一个问题，嘉信理财一直在为一批它毫不了解的客户服务，他们是独立金融顾问，嘉信理财账户持有者雇佣他们来提供嘉信公司拒绝提供的各种咨询意见和周到的指导。这些顾问仅仅使用嘉信公司的账户、软件、会计和为客户理财的精简业务，他们与传统的经纪人不同，他们是自由代理人，可以自行确定收费标准、承担自己的营业费用，管理自己的咨询服务，完全不受传统经纪业统治结构的支配。这使得嘉信

理财把公司的使命扩大到为金融顾问服务的范围，金融顾问是聚集者，他们聚集的实体是资产，每个金融顾问控制着几十上百个个人账户。”⁴

优质第三方投资顾问服务是嘉信理财实现客户积累的另一重要渠道抓手。嘉信理财于1988年设立独立第三方投资顾问服务“顾问资源”，为嘉信理财的客户提供优质的投顾选择，作为回报投顾则通常将客户资产放置在嘉信理财的平台，为嘉信带来巨大的客户资产，实现投顾与嘉信双赢；2002年嘉信公司建立“嘉信顾问网络”，为独立投资顾问提供更全面的服务，“嘉信连线”允许金融顾问利用嘉信公司的计算机网络进行交易，利用嘉信公司提供的软件管理客户账户。通过“嘉信顾问网络”，嘉信既能满足客户咨询的需求，又避免了与客户产生利益冲突。目前公司大约服务7500名独立投资顾问，投资顾问为嘉信贡献的资产规模至2017年末已经超过50%，为公司带来丰厚的收入。

图 24：第三方咨询服务管理的客户资产规模和占比（单位：十亿美元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

从盈利方式来看顾问资源（Advisor Services）对嘉信理财在资管、利差和交易均有贡献。顾问服务部门为独立注册投资顾问（RIA），独立退休顾问和记录员提供托管、交易、银行和支持服务以及退休业务服务；截止至2017年末，顾问服务分部创造收入和税前利润分别为24.18亿美元和11.75亿美元，收入和利润占比分别达到28.1%和32.2%，其中资管收入、利息收入和经纪收入分别为10.48、10.51和2.46亿美元，分项目收入占比分别30.9%、24.5%和37.6%。独立顾问已经成为嘉信理财积累客户资产重要途径。

表 5：嘉信理财的 Advisor Services 分部收入及其占比（单位：百万美元，%）

顾问服务	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
资产管理收入	1,062	907	846	875	607	723	791	813	962	1,048
利息净收入	283	187	227	257	205	225	244	392	731	1,051
经纪收入	355	317	273	302	255	304	301	310	301	246
其他	60	82	65	75	62	59	74	94	72	73
合计	1,754	1,483	1,403	1,502	1,125	1,310	1,410	1,609	2,067	2,418
占营业收入比	34%	35%	33%	32%	23%	24%	23%	25%	28%	28%

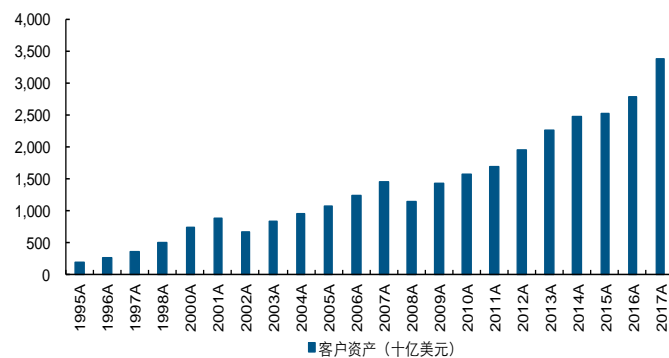
资料来源：Wind，长江证券研究所

⁴ 《颠覆者，嘉信公司，重塑华尔街证券经纪业规则》，John Kador

客户数量增资和资产增值共振

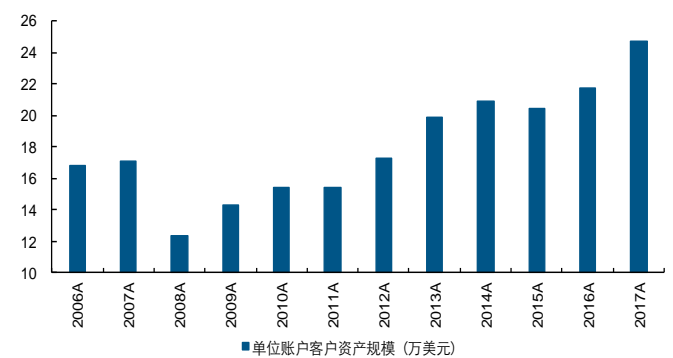
财富管理转型使得公司的客户数量和客户资产实现共同增长。1995-2017 年期间，嘉信理财的客户资产规模（Client assets）从 0.18 万亿美元增长至 3.36 万亿美元，其客户资产规模的提升依赖于客户数量增资和客户资产规模增值的共振；2006-2017 年期间公司账户数量从 740 万个增长至 1.36 亿个，单位账户资产价值在经历了 2007-2008 年的波动后亦逐步走出低谷，截止至 2017 年达到 24.7 万美元，两者均实现翻倍的增长。

图 25：嘉信理财客户资产持续增长（单位：十亿美元）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 26：嘉信理财单位账户资产规模持续增长（单位：万美元）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

国内路径：构建培育机构户+深挖交易户发展路径

对比国内外养老金制度背景，海外资管业务依托于养老金业务，养老金发展寄托于税收制度上面的激励，而个人养老金账户的发展与个人报税制度有极大的相关性。国内养老制度体系在不断完善之中，但是个人养老账户做大依然面临较大的困难，我们大背景依然是统筹账户有较大的影响力，同时我们整体报税制度依托于单位企业来构建，所以我们的养老金制度与海外差异明显，我们整体发展路径的构建也会显著不同于海外。

个人账户功能不足限制资产沉淀的路径

银行在零售客户端依然具备垄断优势

从国内资产管理业务的竞争格局来看，银行依然占据主导地位。从资管的产品属性来看，主要分为银行理财、保险产品、信托产品、公募基金、券商资管、私募基金等，其对应的竞争主体分别为银行、保险、信托、公募、券商资管和公募基金；从规模的绝对值来看，银行依然占据绝对主导地位，截止至 2018 上半年银行理财规模大约有 30 万亿元，券商资管规模为 15.28 万亿元，其中剔除通道为主的定向资管产品不足 2 万亿元，公募和信托则分别为 12.70 亿元和 24.27 万亿元。

表 6：券商资管在大资管竞争格局中并不具备优势（单位：万亿元）

产品类型	2014	2015	2016	2017	2018H
银行理财	15.02	23.5	29.05	29.54	30.60 ⁵
信托	13.98	16.30	20.22	26.25	24.27
证券资管	7.95	11.89	17.58	16.88	15.28
其中：集合资管	0.66	1.56	2.19	2.11	1.93
公募基金	4.54	8.40	9.16	11.60	12.70
私募基金	1.49	4.16	7.89	11.10	12.60
基金公司专户	5.88	12.60	16.89	13.74	12.33

资料来源：Wind，长江证券研究所

从资金来源和流动方向来看，非银机构天然处于银行机构的下游，银行理财子公司建立将进一步弱化非银机构的竞争优势。从居民和企业存款的资金流向来看，银行存款是主要承载的方式，在利率市场化和金融产品创新背景下部分存款分流至银行理财，部分存款分流至保险、信托、券商资管等非银金融机构，非银机构依托资产配置、主动管理能力等优势创造更高收益率的金融产品吸引存款搬家。但是随着银行理财子公司的建立，此前银行无法投资于股票、非标债权的桎梏即将打破，银行已经具备通过产品创设和管理能力提供更加全面资管产品的能力，非银机构将面临更强的竞争。

表 7：多家银行公告将成立理财子公司参与资管业务（单位：亿元）

银行名称	拟设立子公司名称	拟出资金额	公告时间	表外理财
工商银行	工银理财有限责任公司	不超过 160 亿	2018/11/26	25,802
建设银行	建信理财有限责任公司	不超过 150 亿	2018/11/16	15,991

⁵ 银行理财 Wind 未更新 2018H 数据，此处采用 2018 年 2 月末的数据

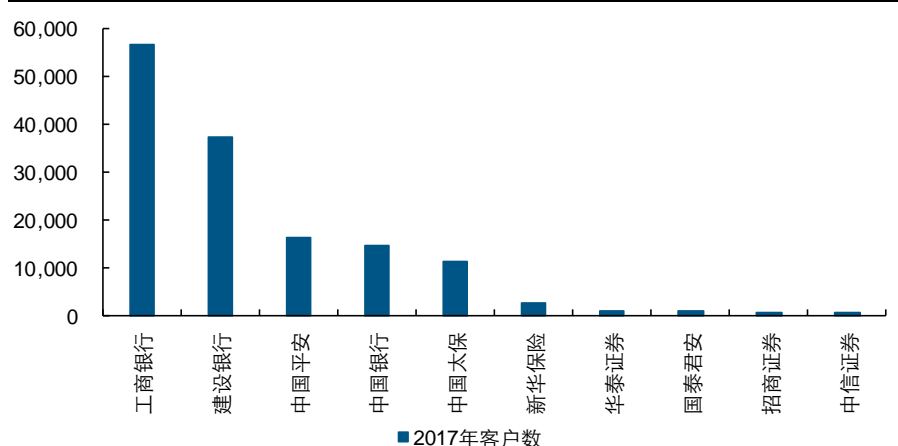
中国银行	中国银行理财有限责任公司	不超过 100 亿	2018/11/15	10,610
农业银行	农银理财有限责任公司	不超过 120 亿	2018/11/26	11,850
交通银行	交银资产管理有限公司	不超过 80 亿	2018/05/31	8,590
招商银行	招银资产管理有限责任公司	50 亿	2018/03/23	19,902
中信银行	信银理财有限责任公司	不超过 50 亿	2018/12/13	10,329
民生银行	-	50 亿	2018/06/29	8,186
兴业银行	兴银资产管理有限责任公司	不超过 50 亿	2018/08/29	10,499
浦发银行	浦银资产管理有限责任公司	不超过 100 亿	2018/08/29	13,876
光大银行	-	不超过 50 亿	2018/06/02	6,894
华夏银行	-	不超过 50 亿	2018/04/20	5,099
平安银行	平银资产管理有限责任公司	不超过 50 亿	2018/06/07	4,842
北京银行	-	不超过 50 亿	2018/04/26	3,393
南京银行	-	不少于 20 亿	2018/06/07	3,101
宁波银行	宁银理财有限责任公司	不少于 10 亿	2018/05/26	2,034
杭州银行	-	不少于 10 亿	2018/08/30	1,655

资料来源：公司公告，长江证券研究所

账户功能受限制约财富管理的功能

非银机构存量客户储备较银行依然存在较大差距。非银机构依托于零售端开展资管业务将直接面临银行和其他非银机构的竞争，但是从客户储备来看，非银机构并不具备竞争优势。从存量客户数量来看，四大行的个人客户数量超过 1 亿，平安、太保和新华的客户数量大约在 1500-16000 万，券商中的龙头公司客户数量则基本小于千万量级，截止至 2017 年末，华泰证券、国泰君安、招商证券和中信证券等头部券商的个人客户数量约为 1200、1110、861、770 万人，如果剔除部分无资产客户，券商真实的零售客户数量将远远少于银行和保险客户，这将天然限制了券商通过零售端财富管理发展的能力。

图 27：券商的存量客户储备远小于银行和保险（单位：万人）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

券商账户功能的单一性天然制约其沉淀资产的能力。券商账户仅具备交易功能，转账和支付功能的缺失限制了使用的场景，弱化了券商账户的使用频次，在非交易时间券商账

户基本没有使用价值；同时券商账户银证转账无法完全实现“T+0”则进一步限制了券商账户的基础功能。证券公司交易账户基础功能的薄弱天然限制了券商通过零售端发力资管的可能。

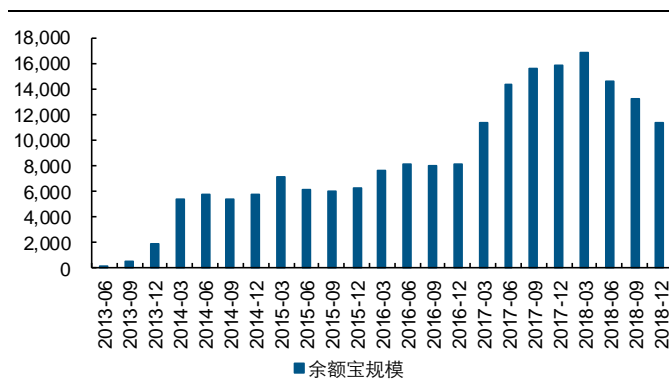
表 8：转账和支付功能缺失制约券商资产积累

功能类型	银行	第三方支付	券商
炒股	-	-	✓
转账	✓	✓	-
支付	✓	✓	-
理财	✓	✓	✓

资料来源：长江证券研究所

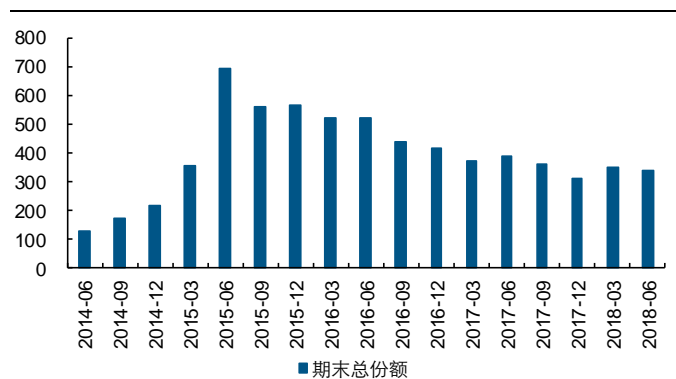
我们以两个视角来观察券商账户和其他账户的功能差异。第一个视角是券商交易账户和第三方支付账户，基于这两个账户发展现金管理类产品出现了迥然差异。同样作为货币类产品，2013-2018 年期间余额宝规模从 42.44 亿元增长至 11327.07 亿元，同期零售业务龙头券商华泰证券的天天发产品总份额仅从 127.15 亿份增长至 337.67 亿份。同样为货基类产品，余额宝依托支付宝的渠道优势积累资产的速度远大于券商。

图 28：短短 4 年余额宝的规模已经超过万亿元（单位：亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

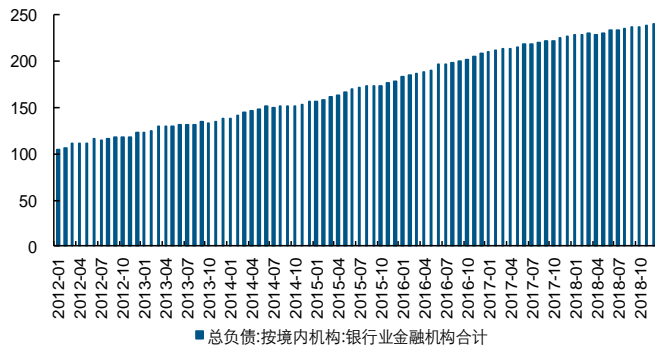
图 29：同样作为货币类产品华泰天天发规模不足千亿（单位：亿份）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

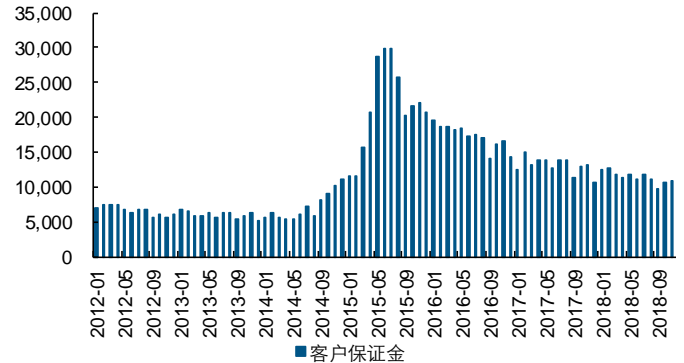
第二个视角是券商交易账户和银行账户，基于这两个账户实现客户资产的沉淀同样产生了迥然的差异。2012-2018 年期间，券商客户资产冲高回落，从早期不足 5000 亿元到牛市顶点超过 2 万亿，随着指数回落再次回到 1 万亿元的水平；同期 2012-2018 年期间，银行的资产规模从 104.24 万亿元增长至 239.90 万亿元，进一步拉大与券商的差距。

图 30：银行总负债规模变动（单位：万亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

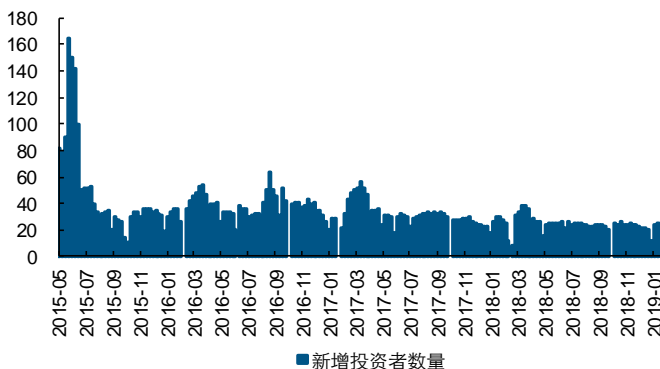
图 31：券商客户保证金无法跨越市场周期市场增长（单位：亿元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

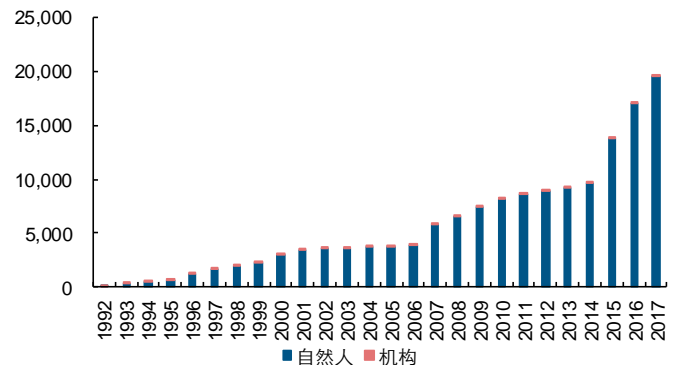
券商增量客户的开发难度在逐步提升。一方面，券商账户的设立与市场周期景气度相关性极强，市场的赚钱效应往往能够吸引场外资金进入市场，但是市场平淡之下增量资金较为有限，在 2014-2015 年客户数量爆发增长后，2016-2018 年市场新增客户数据乏善可陈；另一方面，截止至 2017 年末全市场账户数量已经达到了 2 亿户，假设一个 5 口家庭平均拥有 1 个股票账户，14 亿人对应账户上限为 2.8 亿户，理论提升空间已然不大。

图 32：弱市之下新增投资者进场缓慢（单位：万人）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 33：全国证券交易账户数量已经超过 2 亿户（单位：万户）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

深耕交易户和培育机构户并举或为良策

深耕交易户，丰富交易配置基础工具

经纪与资管转化依然具备渗透空间。从负债端来看，券商集合资管业务的资金来源主要分为三类：自有资金认购、个人客户和机构客户，个人客户数量占据绝对主导地位，截止至 2017 年底，华泰证券、招商证券和国泰君安资管业务分别拥有 130、47 和 19 万个人客户，但是渗透率依然有提升空间，我们用资管个人客户/经纪个人客户数量之比来刻画渗透率，以华泰证券、招商证券、中信证券、国泰君安等头部券商的渗透率水平分别为 10.9%、5.5%、1.7%和 1.2%，存量客户转化依然具备较大空间。

表 9：券商经纪业务客户数量和集合资管业务客户数量的对比（单位：万人，%）⁶

公司名称	经纪客户	集合资管个人客户	转化率
华泰证券	1,200	130	10.9%
招商证券	861	47	5.5%
国泰君安	1,110	19	1.7%
中信证券	770	9	1.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

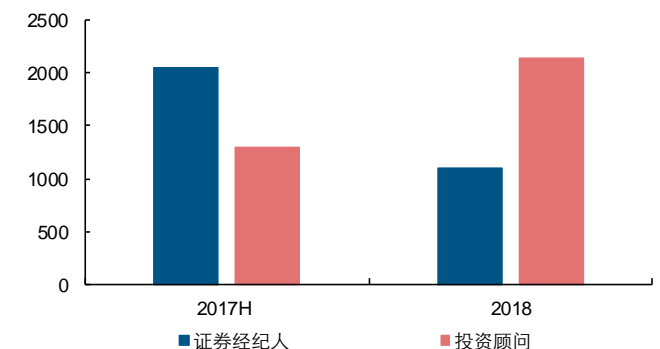
华泰资管业务客户群体的扩充得益于其财富管理体系的不断完善。华泰证券逐步淡化交易市占率考核，一方面通过建立差异化的服务体系（30 万以下、30-1000 万和 1000 万以上客户），引导客户从交易逐步转向资产配置；另一方面，积极调整线下网点人员结构，不断减少经纪人数，增加专业投资顾问，提高客户服务能力；同时在公司收购 Assetmark 完成后能够复制其 B2B2C 的运营模式为公司内部投顾服务。华泰资管作为金融产品创设主体，在华泰证券财富管理转型的闭环中承担产品输出的角色，这种体系的建立在一定程度上拓宽了华泰资管负债端资金的积累，随着自身产品体系的不断丰富和客户转化的不断推进，将为华泰资管业务规模的扩充提供充足的动力。

图 34：华泰证券设立差异化的财富管理体系



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：调整过程中伴随着渠道结构的极大变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

重视机构户，积极拓展受托管理资格

国内第二和第三养老支柱雏形建立。2013 年 12 月，财政部、人力资源社会保障部和国家税务总局三部委联合发布《关于企业年金职业年金个人所得税有关问题的通知》，建立递延税收机制；2015 年 3 月，国务院办公厅印发《机关事业单位职业年金》，要求机关事业单位和工作人员缴纳职业年金，单位缴纳职业年金费用的比例为本单位工资总额的 8%，个人缴费比例为本人缴费工资的 4%。至此企业年金和职业年金框架完成。不同于海外养老资产依托于个人账户，国内当前养老金运用业务依然较大依赖于制度建设，因此大量业务依托于“受托-委托”关系下所塑造的投资管理机构业务。前瞻布局投资管理业务是发展资管机构业务的重要方向，我们以企业年金、养老金和税延养老金接下来的发展路径来展望未来机构业务的投资管理方向。

⁶ 华泰证券和招商证券经纪客户为全部客户，国泰君安和中信证券客户为个人客户

中信、中金积极参与企业年金投资管理。以企业年金为例，年金运作管理中主要包括受托人、托管人、账户管理人、投资管理人等运营主体，受托人接受企业要求建立企业年金计划，同时指定投资管理人。投资管理人包括基金公司、保险公司、证券公司和养老金管理公司等。2018 年三季度企业年金累计资产管理规模 1.38 万亿元，目前券商中仅中信证券和中金公司具有企业年金投资管理资格，2018 年三季度末中信证券和中金公司在企业年金市场上的投资管理规模分别为 562.2 和 555.1 亿元，占市场整体投资管理规模比重 4.1%和 4.0%，规模保持了较强的稳定性。

表 10：2018 年三季度末企业年金基金投资管理人组合数和组合净资产（单位：亿元）

	2013-12	2014-12	2015-12	2016-12	2017-12	2018-09
公募基金						
海富通基金	240.6	294.9	349.9	370.0	376.0	407.1
华夏基金	501.1	600.9	724.1	814.1	901.8	929.6
南方基金	249.4	272.6	333.1	390.7	476.9	537.0
易方达基金	203.8	296.9	406.0	492.4	561.0	607.9
嘉实基金	371.6	448.2	497.9	530.9	542.2	527.7
招商基金	45.8	67.6	108.5	125.7	150.8	199.7
富国基金	126.0	186.0	250.7	280.4	307.7	359.6
博时基金	297.4	304.1	339.8	349.6	389.6	403.5
银华基金	27.6	52.3	70.6	80.7	85.5	74.8
国泰基金	48.4	61.3	81.0	89.0	98.2	102.4
工银瑞信基金	306.7	387.8	480.4	531.5	681.2	871.7
保险公司						
泰康资产	512.3	760.2	1127.9	1489.7	1796.1	2112.6
中国人保资产	64.9	74.8	110.4	132.3	185.2	239.4
长江养老保险	350.8	464.2	514.1	576.2	668.2	706.2
中国人寿养老保险	694.8	885.6	1105.3	1263.0	1415.8	1563.3
华泰资产	51.3	64.7	89.3	109.0	124.1	134.6
平安养老保险	804.9	1081.0	1325.9	1522.3	1839.5	2033.6
太平养老保险	309.9	423.1	517.9	639.5	770.5	815.0
证券公司						
中金公司	221.7	340.4	421.0	436.8	479.4	555.1
中信证券	328.2	336.0	406.6	446.2	478.5	562.2
养老金公司						
建信养老金公司	-	-	0.0	2.9	63.3	76.3

资料来源：Wind，人力资源与社会保障部网站，长江证券研究所

税延养老试点开启，未来发展路径或更具市场化和成长性，券商资管也可以积极布局。6 月 22 日银保监会颁布《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》，未来参与税延养老金投资管理的机构主要包括保险公司、保险资管、证券公司、券商资管、基金公司等，暂行办法对税延养老金投资管理人软硬件均提出了严格要求：硬件方面包括——“注册资本不低于 5 亿或净资产不低于 10 亿”、“主动管理且非货币类资产管理

总规模不低于 1000 亿”等，软件方面要求具有合格的投资经理以及大类资产配置理念等。硬件条件对券商形成实质性约束，从 2017 年末数据来看，大部分券商资管子公司在注册资本或净资产指标上都满足要求；但主动管理规模能够符合要求的较少，2018 年三季度末主动管理规模超过 1000 亿的有 11 家券商，其中有 10 家能够同时满足管理规模和资金的要求。

表 11：企业年金、养老金、税延养老金投资管理机构要求和机构名单

相关文件	投资管理机构要求	受托/投资管理机构名单
企业年金基金管理 《企业年金基金管理机构资格认定暂行办法》 (2015-04-30)	(一) 经国家金融监管部门批准，在中国境内注册，具有受托投资管理、基金管理或者资产管理资格的独立法人；	基金： 华夏、工银瑞信、易方达、嘉实、南方、博时、海富通、富国、招商、国泰、银华
	(二) 具有完善的法人治理结构；	
	(三) 取得企业年金基金从业资格的专职人员达到规定人数；	
	(四) 具有符合要求的营业场所、安全防范设施和与企业年金基金投资管理业务有关的其他设施；	保险： 平安养老、泰康资产、国寿养老、太平养老、长江养老、人保资产、华泰资产
	(五) 具有完善的内部稽核控制制度和风险控制制度；	券商： 中信、中金
	(六) 近3年没有重大违法违规行为；	养老金管理： 建信养老金
	(七) 国家规定的其他条件。	
养老金投资管理 《基本养老保险基金投资管理办法》(2015-08-07)	(一) 具有全国社会保障基金、企业年金基金投资管理经验，或者具有良好的资产管理业绩、财务状况和社会信誉；	基金： 博时、大成、富国、工银瑞信、广发、海富通、华夏、汇添富、嘉实、南方、鹏华、易方达、银华、招商
	(二) 投资管理机构应当建立良好的内部治理结构，明确股东会、董事会、监事会和高级管理人员的职责权限，确保独立投资运营；应当健全资产配置、风险管理和绩效评估等制度。	保险： 长江养老、华泰资管、平安养老、泰康资管、人保资管、国寿养老
		券商： 中信
税延养老金管理 《个人税收递延型商业养老保险资金运用管理暂行办法》 (2018-06-22)	保险公司 可以按照规定自行投资或者委托符合条件的投资管理人进行投资；投资管理人是指依法设立的，符合中国银行保险监督管理委员会规定的 保险资产管理机构、证券公司、证券资产管理公司、证券投资基金管理公司 等专业投资管理机构：	
	(一) 公司治理完善、财务稳健，尽责勤勉、自律守法，具有良好的社会信誉，践行社会责任；	
	(二) 具备较强的大类资产配置能力，并符合受托管理保险资金的业务条件；	
	(三) 注册资本不低于5亿元人民币，或净资产不低于10亿元人民币；	
	(四) 具有3年以上受托投资经验且业绩良好稳定，主动管理且非货币类资产管理总规模不低于1000亿元人民币；	
	(五) 具有稳定的投资管理团队，拥有不少于20名投研专业人员，其中符合本办法规定的组合经理和投资经理不少于10名；	
	(六) 具有健全的操作流程、内控机制、风险管理及稽核制度，建立公平交易和风险隔离机制；	
	(七) 最近三年无重大违法违规行为、重大投资风险事件或重大操作风险事件；	
(八) 中国银行保险监督管理委员会规定的其他条件。		

资料来源：全国社会保障基金理事会官网，人力资源与社会保障部网站，银保监会，长江证券研究所

表 12：券商资管主动管理月均规模排名前 20（单位：亿元）

公司名称	2016	公司名称	2017H	公司名称	2017	公司名称	2018Q1	公司名称	2018Q2	公司名称	2018Q3
中信证券	5269.79	中信证券	6,396	中信证券	6,231	中信证券	6,162	中信证券	6,071	中信证券	6,044
广发资管	4618.19	广发资管	3,559	广发资管	3,627	国君资管	3,389	国君资管	3,094	国君资管	3,006
国君资管	2461.72	国君资管	3,092	国君资管	3,071	广发资管	2,842	广发资管	2,653	广发资管	2,538

华泰资管	2165.3	华泰资管	2,348	华泰资管	2,402	华泰资管	2,360	华泰资管	2,267	华泰资管	2,217
申万宏源	1702.7	华融证券	2,048	华融证券	2,005	华融证券	1,788	华融证券	1,624	中信建投	1,560
中银国际	1602.85	中银国际	1,849	中银国际	1,748	中金公司	1,569	中信建投	1,482	华融证券	1,502
中信建投	1457.05	齐鲁资管	1,635	中信建投	1,553	中信建投	1,523	中金公司	1,427	申万宏源	1,443
华融证券	1414.69	中信建投	1,603	中泰资管	1,540	中泰资管	1,325	申万宏源	1,343	中金公司	1,334
齐鲁资管	1401.62	申万宏源	1,459	申万宏源	1,429	申万宏源	1,283	中泰资管	1,181	光大资管	1,128
光大资管	943.37	中金公司	1,413	中金公司	1,403	东证资管	1,184	光大资管	1,096	中泰资管	1,083
中金公司	929.23	光大资管	1,279	光大资管	1,233	光大资管	1,129	东证资管	1,090	东证资管	1,040
招商资管	906.66	东方资管	1,086	东方资管	1,129	中银国际	1,104	招商资管	902	招商资管	957
海通资管	903.95	广州证券	935	德邦证券	898	招商资管	905	安信证券	848	安信证券	842
东方资管	861.69	财通资管	918	财通资管	895	海通资管	890	海通资管	844	海通资管	833
德邦证券	845.88	海通资管	853	广州证券	886	安信证券	852	财通证券	774	中银国际	777
中山证券	726.02	招商资管	808	海通资管	871	财通证券	831	天风证券	738	财通证券	761
中邮证券	716.98	天风证券	785	招商资管	869	天风证券	767	长江资管	731	天风证券	722
第一创业	643.91	德邦证券	769	天风证券	806	浙商资管	764	中银国际	729	银河金汇	720
财通资管	642.63	长江资管	762	长江资管	762	长江资管	751	浙商资管	726	长江资管	692
广州证券	612.13	长城证券	712	银河金汇	701	广州证券	738	德邦证券	664	长城证券	609

资料来源：证券投资基金业协会，长江证券研究所

表 13：有 10 家券商满足税延养老要求（单位：亿元）

公司名称	2018Q3主动管理月均规模	注册资本	2017净资产	净资产备注
中信证券	6,044	121	72	资产管理业务分部净资产
国君资管	3,006	20	44	
广发资管	2,538	10	40	
华泰资管	2,217	26	54	
华融证券	1,502	47	138	华融证券净资产
中金公司	1,334	23	367	中金公司净资产
中信建投	1,560	76	17	投资管理业务分部净资产
申万宏源	1,443	225	39	资产及基金管理业务分部净资产
东证资管	1,040	3	17	
光大资管	1,128	2	14	

资料来源：证券投资基金业协会，公司公告，Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好:	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中 性:	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看 淡:	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中 性:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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客户。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。