

财富管理行业专题报告

大时代与新格局

2018年02月09日

——关注财富管理行业的崛起

增持（维持）

首席证券分析师 丁文韬

执业证书编号：

S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199760

maxy@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业证书编号：

S0600515050002

wangwy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业证书编号：

S0600516110001

hux@dwzq.com.cn

前言：近年来，以中国为主的亚太地区私人财富增速领衔全球，中国市场财富管理需求高度景气，近期热销的“爆款基金”亦充分印证。此外，泛资管领域监管革新带来新的挑战与机遇，我们看好财富管理行业迎来大时代与新格局。

投资要点：

■ **消费升级驱动中国财富管理崛起，对标海外我们看好三倍以上增长空间：**根据波士顿咨询统计，2016年全球私人金融财富增长5.3%，而以中国为龙头的亚太地区增速达到9.5%，领衔全球，且中国增速高达13%。考虑中国私人财富规模位居亚太首位、全球第二，且波士顿咨询预计亚太2017~2021年对全球增量私人财富的贡献比重将达到约41%，中国财富管理机构有望面临广阔的增量需求，对标海外，我们估算行业存在三倍以上增长空间。我们认为，财富增长源于居民收入提升，未来消费升级驱动投资理财意识崛起，财富管理需求有望迎来爆发。近期，多款由明星基金经理管理的基金募资热销（例如东方红睿玺、兴全合宜、嘉实核心优势等产品单日热销百亿甚至数百亿），已充分印证我国财富管理需求端的高度景气。

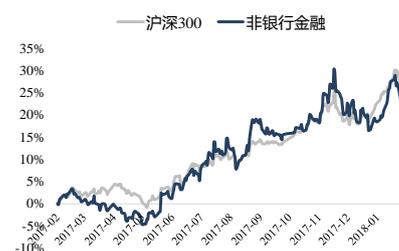
■ **资管新规+房产限购推动散户机构化、现金产品化，加速财富管理进程：**从监管角度而言，市场预计2017年11月出台的资管新规（征求意见稿）将打破资产管理行业固有格局，刚性兑付、通道嵌套等低价值率业务模式将受限制（例如银行理财产品由保本型转为净值型），具有主动管理特色的产品将受追捧。从大类资产轮动角度而言，我们预计中国居民资产配置将迎来新一轮变迁（过去十年，居民资产配置由现金/储蓄向房地产和金融资产大幅转移），随着房地产政策全面收紧、限购持续推进，未来金融资产的配置意义将愈发重要，投资比例有望提升。我们判断，在未来散户机构化、现金产品化的主流趋势中，专业化的资管机构在变局中将迎来新机遇。

■ **全新监管体系重塑格局，品牌优势鲜明、主动管理领先者将最受益：**目前国内市场提供财富管理的机构包括私人银行、专业财富管理公司、信托及其它金融机构的高净值财富管理中心等，而泛资产管理领域则涵盖银行理财、信托、券商资管、基金及其子公司等。未来，资管新规落地后或将重塑行业格局，打破刚兑后专业化的主动投资能力将成为资产管理人的核心竞争优势（且将形成强者恒强的马太效应，例如“明星爆款”基金产品持续热销），而品牌及对接优质资产的能力将成为第三方财富管理机构的核心竞争优势。我们预计财富管理业务将迎来发展契机，且将聚焦专业化、品牌化，行业龙头有望强者恒强，我们看好主动投资能力领先、金融牌照资源丰富、品牌优势鲜明的大型第三方财富管理机构实现规模高增长。

■ **投资建议及相关个股：**纵览全球，中国财富管理行业长期发展空间广阔，在资管新规+房产限购推动的行业变局中，财富管理有望进入专业化时代，金融资产配置意义大幅提升。我们看好财富管理行业中长期发展前景，未来金融牌照齐全、品牌资源优势鲜明、主动管理领先的财富管理机构将持续受益。**相关个股：**诺亚财富（NOAH.N）、泛华金控（FANH.O）、钜派投资（JPN）、东方财富（300059.SZ）、中金公司（3908.HK）。

■ **风险提示：**1）财富管理需求不及预期；2）行业竞争加剧造成盈利能力下降；3）监管持续趋紧抑制行业创新。

股价走势



相关研究

- 1、**证券行业深度报告：结构主动优化，龙头集中度提升——观海外投行兴衰，悟国内券商未来，20180119**
- 2、**保险行业2018年投资策略-中国——全球寿险增长新引擎，20171227**

目 录

1. 消费升级驱动，中国财富管理迎来时代机遇	5
1.1. 我国私人财富强劲增长，财富管理面临蓝海市场	5
1.2. 收入增长+消费升级驱动，财富管理需求强势崛起	6
1.3. 万能险、基金先后受追捧，印证投资理财需求高景气	7
2. 资产配置迎来新一轮变迁，金融资产站上风口	9
2.1. 资管新规打破刚性兑付，理财产品向净值化转型	9
2.2. 房地产限购升级，金融资产的配置意义进一步提升	9
2.3. 现金产品化+散户机构化，专业化财富管理需求爆发	11
3. 监管重塑格局，品牌优势+主动管理助推强者恒强	13
3.1. 中国财富管理偏重渠道业务，未来将与泛资管融合发展	13
3.2. 监管体系革新，泛资管各子行业面临新的挑战 and 机遇	14
3.3. 主动管理和品牌特色为核心，先发龙头优势稳固	17
4. 相关个股	19
4.1. 诺亚财富：全牌照龙头打造综合金融服务平台	19
4.2. 泛华金控：保险代理优势鲜明，驱动业绩高增长	20
4.3. 钜派投资：激励机制灵活，房地产投资优势凸显	22
4.4. 东方财富：零售财富管理龙头，打造互联网金融生态圈	22
4.5. 中金公司：聚焦高净值财富管理，收购中投证券拓展客群	24
5. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 2014~2021E 全球私人财富总额 (万亿美元)	5
图表 2: 2015~2021E 全球私人金融财富增速	5
图表 3: 2016 年全球私人金融财富增长驱动力	6
图表 4: 2016 年全球私人金融财富资产配置结构	6
图表 5: 2002~2017 年居民可支配收入及增速	6
图表 6: 2015 年以来消费同比增速超过投资	6
图表 7: 2006~2017E 个人可投资资产规模及增速	7
图表 8: 2006~2017E 各类个人可投资资产 CAGR	7
图表 9: 2006~2017E 高净值人群总体人数 (单位: 万人)	7
图表 10: 2006~2017E 高净值人群可投资资产规模 (单位: 万亿元)	7
图表 11: 2013~2017/11 人身险保户投资款及增速	7
图表 12: 2013~2017/11 规模保费收入结构	7
图表 13: 2013~2017 年保险保费收入及增速	8
图表 14: 1999~2017 年健康险保费收入及增速	8
图表 15: 2018 年以来发行的“明星爆款”权益类基金产品 (认购募集期均少于 10 天)	8
图表 16: 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见 (征求意见稿)》重点内容	9
图表 17: 2014 年末居民大类资产配置结构	10
图表 18: 2004~2014 年居民金融资产配置结构	10
图表 19: 住宅销售额和居民新增贷款额同比增速	10
图表 20: 2004~2014 年居民房地产配置比例	10
图表 21: 一线城市房地产的限购、限贷政策汇总	10
图表 22: 2004~2014 年居民金融资产配置 (亿元)	11
图表 23: 2004~2014 年居民金融资产配置结构比例	11
图表 24: 2010~2017 年公募基金资产净值、总值	12
图表 25: 2007~2017Q3 我国股票市场投资者结构	12
图表 26: 保监会对人身险中短存续期产品的监管政策全面趋严	12
图表 27: 财富管理与资产管理的区别	13
图表 28: 2016 年全球私人银行财富管理规模排名 TOP 20	13
图表 29: 我国财富管理的三大类业务模式	14
图表 30: 2012~2017 年银行理财业务规模及增速	15
图表 31: 银行理财产品的投资者结构	15
图表 32: 2013~2017/06 银行理财产品资产配置结构	15
图表 33: 商业银行保本和非保本理财产品分布情况	15
图表 34: 2012~2017Q3 券商资管规模及增速	16
图表 35: 2009~2017Q3 券商资管分项规模增速	16
图表 36: 2017 年 9 月末券商资管主动管理资产月均规模及占比	16
图表 37: 券商及基金管理公司资产管理业务的相关法规	16
图表 38: 2010~2017Q3 信托管理资产规模及增速	17
图表 39: 平安信托业务布局	17
图表 40: 私募基金产品的主要要素	17
图表 41: 2014~2017 年私募基金规模及产品数量	18
图表 42: 2017 年以来私募基金管理机构稳步增长	18

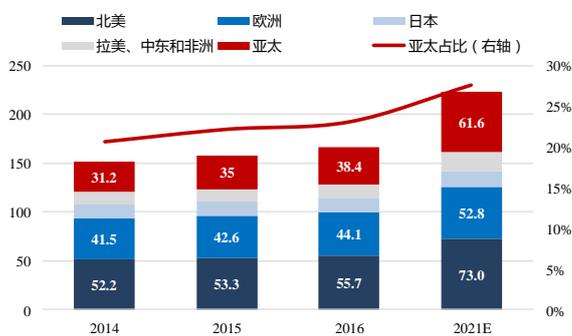
图表 43: 诺亚财富业务布局.....	19
图表 44: 2012~2017Q3 公司净利润及增速.....	19
图表 45: 2016 年公司业务收入结构.....	19
图表 46: 2010~2017Q1-3 公司财富管理募资额 (单位: 十亿元人民币)	20
图表 47: 2013~2017Q3 歌斐资产旗下管理资产规模及增速.....	20
图表 48: 2008~2017Q1-3 公司收入及增速	21
图表 49: 2008~2017Q1-3 公司净利润及增速	21
图表 50: 2012~2016 年公司收入结构 (百万元)	21
图表 51: 2015Q1~2017Q3 公司保险营销员数量.....	21
图表 52: 2017Q3 公司财富管理产品销售结构.....	22
图表 53: 2017Q3 公司资产管理规模结构.....	22
图表 54: 东方财富的互联网金融生态圈布局.....	23
图表 55: 2008~2017H1 公司业务收入结构.....	23
图表 56: 2013/06~2017/06 公司上线基金数量.....	23
图表 57: 2016/01~2017/12 券商经纪业务市场份额.....	24
图表 58: 2014~2017 年东方财富证券业绩及增速.....	24
图表 59: 2012~2017H1 公司业务收入结构.....	25
图表 60: 2012~2017H1 公司财富管理业务分项收入.....	25
图表 61: 2014~2017H1 中金公司客户账户总资产及客户数量.....	25
图表 62: 2014~2017H1 中金公司财富管理业务的金融产品销售额及增速.....	25

1. 消费升级驱动，中国财富管理迎来时代机遇

1.1. 我国私人财富强劲增长，财富管理面临蓝海市场

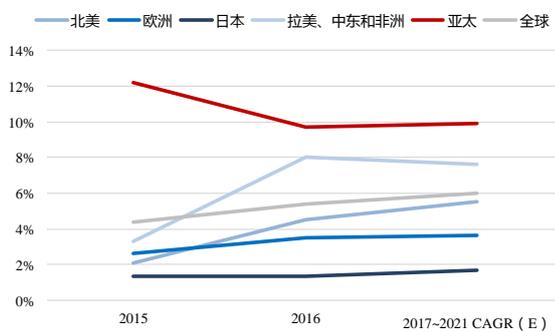
以中国为主的亚太地区私人财富增速领衔全球，财富管理行业空间广阔。根据波士顿咨询发布的《2017年全球财富报告-财富管理数字转型，打造全新客户体验》，2016年全球私人财富总额达到166.6万亿美元，同比增长5.3%，其中，亚太地区增速领先全球，达到9.5%。作为区域龙头，中国市场2016年私人财富增速达到13%，为亚太地区增长的核心驱动力。波士顿咨询预计，2021年亚太地区私人财富总额将增至61.6万亿美元，对应2017~2021年CAGR达到9.9%，显著高于全球平均增速（6%），同时市场份额将升至约28%，且对全球增量财富的贡献比重达到约41%。我们认为，中国市场将成为全球财富增长新引擎，蕴含财富管理行业发展机遇。

图表 1: 2014~2021E 全球私人财富总额(万亿美元)



资料来源：BCG《2017年全球财富报告-财富管理数字转型，打造全新客户体验》，东吴证券研究所

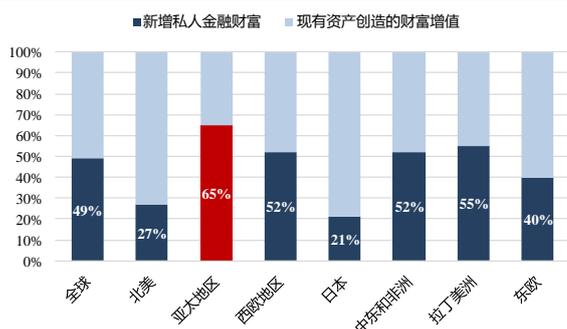
图表 2: 2015~2021E 全球私人金融财富增速



资料来源：BCG《2017年全球财富报告-财富管理数字转型，打造全新客户体验》，东吴证券研究所

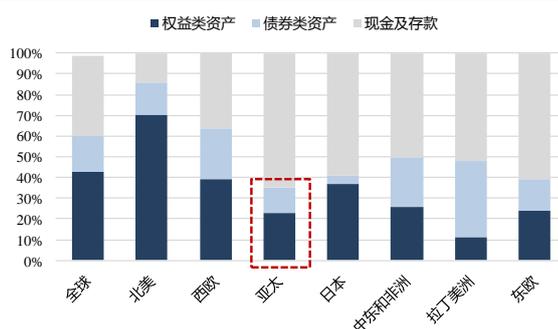
新增财富驱动+储蓄比重较高，预计亚太地区财富管理需求将长期旺盛。从财富余额增长的驱动力来看，亚太地区约65%的增量源于新增财富，约35%为存量财富的投资增值，因而会产生更高的理财新需求。从资产配置结构来看，目前亚太地区仍以储蓄（现金+存款）为主，达到24.96万亿，占比高达65%，而权益类资产和债券类资产合计13.44万亿，占比仅35%，显著低于全球平均水平（60%），相较于北美地区（86%）更是差距明显。据贝恩咨询预测，2021年亚太地区私人财富规模将增长至61.6万亿美元，若对标全球平均资产配置结构水平（60%），权益类和债权类资产配置将增长至36.96万亿，是目前规模的2.75倍，考虑到财富管理机构的渗透率也将提升，我们预计以中国为龙头的亚太地区财富管理空间将增长到3倍以上。未来，随着资产配置从现金、存款向权益及债券类资产迁移，我们预计对专业财富管理人的需求将持续旺盛。

图表 3: 2016 年全球私人金融财富增长驱动力



资料来源: BCG《2017 年全球财富报告-财富管理数字化转型, 打造全新客户体验》, 东吴证券研究所

图表 4: 2016 年全球私人金融财富资产配置结构



资料来源: BCG《2017 年全球财富报告-财富管理数字化转型, 打造全新客户体验》, 东吴证券研究所

1.2. 收入增长+消费升级驱动, 财富管理需求强势崛起

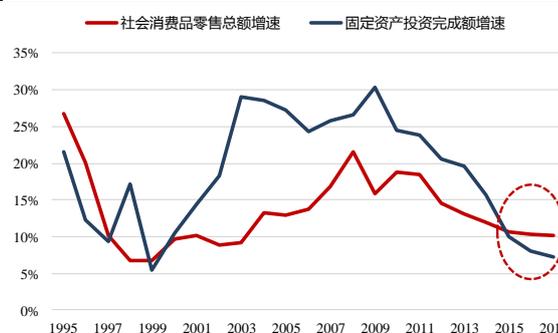
居民人均收入水平持续提升, 消费升级驱动投资理财意识崛起。2017 年, 我国城镇居民人均可支配收入 3.6 万元, 同比增长 8.3%, 2007~2017 年间 CAGR 达到 10.2%, 不断积累的财富效应催化投资理财需求。此外, 消费支出逐步成为拉动经济增长的重要力量 (2015 年起消费增速超越投资增速), 居民消费升级推动投资理财意识增强, 逐步从被动储蓄转向主动理财, 同时对金融服务及产品的需求崛起, 打开财富管理业务市场空间。

图表 5: 2002~2017 年居民可支配收入及增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 2015 年以来消费同比增速超过投资



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

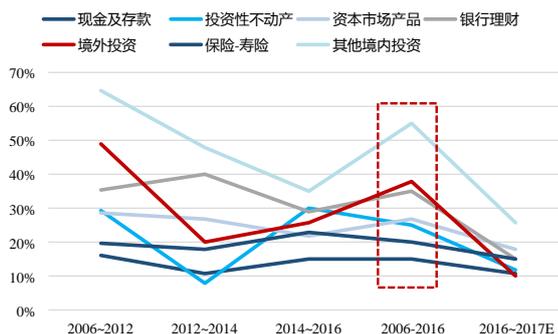
高净值人群及个人可投资资产规模持续增长, 释放财富管理增量需求。根据贝恩咨询预测, 2017 年中国整体个人可投资资产规模将达到 188 万亿元人民币, 对应 2006~2017 年 CAGR 高达 20%, 远高于全球平均增速 (5.5%)。此外, 经济发展推动高净值人群数量和拥有的资产规模在过去十年间快速增长。以可投资资产超过 1000 万元作为高净值人群标准, 截止 2016 年末, 我国高净值人群约增至 158 万人, 拥有可投资资产总规模约 49 万亿元人民币, 且过去十年 CAGR 分别高达 24%、25%。贝恩咨询预计, 2017 年末中国将有 187 万高净值人士并坐拥可投资资产共计 58 万亿元, 且考虑 2009~2017 年, 高净值人群通过专业机构管理的财富占比从 40% 以内提升到 60% 以上, 未来财富管理增量需求将持续增长。

图表 7: 2006~2017E 个人可投资资产规模及增速



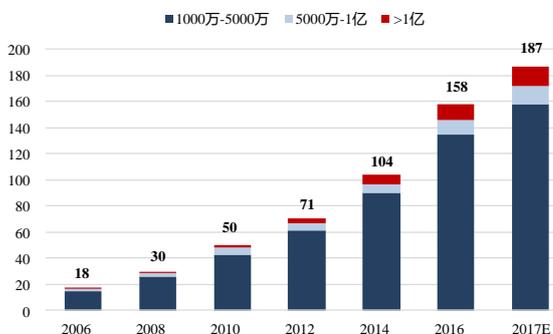
资料来源: 贝恩&招商银行《2017 中国私人财富报告》, 东吴证券研究所

图表 8: 2006~2017E 各类个人可投资资产 CAGR



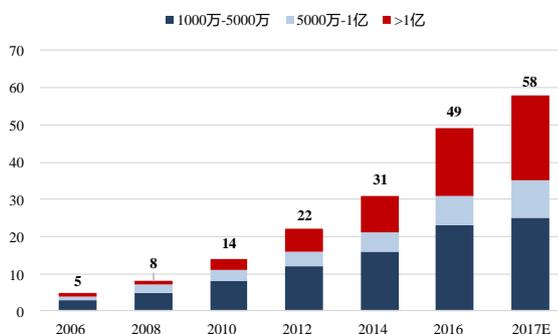
资料来源: 贝恩&招商银行《2017 中国私人财富报告》, 东吴证券研究所

图表 9: 2006~2017E 高净值人群总体人数 (单位: 万人)



资料来源: 贝恩&招商银行《2017 中国私人财富报告》, 东吴证券研究所

图表 10: 2006~2017E 高净值人群可投资资产规模 (单位: 万亿元)



资料来源: 贝恩&招商银行《2017 中国私人财富报告》, 东吴证券研究所

1.3. 万能险、基金先后受追捧, 印证投资理财需求高景气

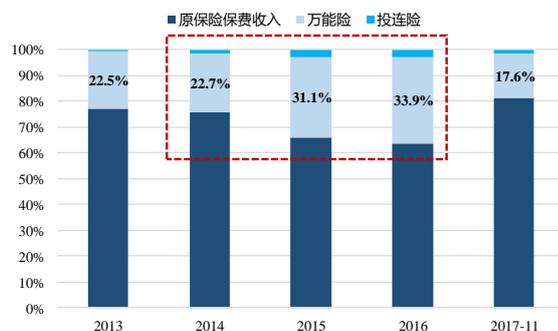
从保险角度而言, 万能险及健康险爆发充分反映消费升级+投资理财需求崛起。2014 年以来, 人身险保费历经新一轮爆发, 原保险保费 2014~2016 年 CAGR 达到 26.4%, 而叠加了保户储金投资款(以万能险为主)和投连险投资款后的规模保费 CAGR 更高, 达到 34.8%。原保险保费中, 健康险为增长核心动力, 2012~2016 年 CAGR 高达 42.3%。我们认为, 万能险、健康险接连爆发, 一方面反映居民消费升级(健康意识提升), 同时也进一步印证居民理财需求旺盛, 投资理财型保险产品持续热卖。

图表 11: 2013~2017/11 人身险保户投资款及增速



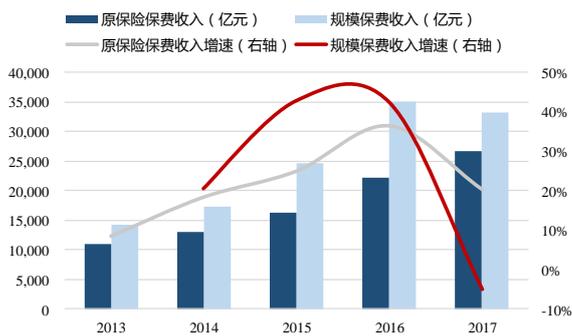
资料来源: 保监会, 东吴证券研究所

图表 12: 2013~2017/11 规模保费收入结构



资料来源: 保监会, 东吴证券研究所

图表 13: 2013~2017 年保险保费收入及增速



资料来源: 保监会, 东吴证券研究所

图表 14: 1999~2017 年健康险保费收入及增速



资料来源: 保监会, 东吴证券研究所

公募基金“明星爆款”产品热销+募资高增长, 印证财富管理需求高度景气。2018 年以来, 市场新发基金共计 123 只, 募集资金总额达到 999.7 亿元, 较去年同期大幅增长 199.31%, 且平均募资金额达到 34.47 亿元, 较去年同期的 3.93 亿元大幅增长。近期市场“明星爆款”基金产品频出, 仅“兴全合宜 A”的募资额就达到 327 亿元, 且首日全部认购完毕。除此以外, 其他由明星投资经理管理的基金同样火爆, 诸如“东方红睿玺”、“嘉实核心优势”等均在认购起始当日内结束募集。基金发行市场的火热一方面印证财富管理需求端的高景气度, 另一方面体现了市场尤其是个人投资者对专业化资产管理机构的信任显著提升。

图表 15: 2018 年以来发行的“明星爆款”权益类基金产品 (认购募集期均少于 10 天)

基金名称	发行份额 (亿份)	认购起始日	认购天数	产品类型
兴全合宜 A	327.00	2018/01/26	1	灵活配置型
嘉实核心优势	89.12	2018/01/29	1	普通股票型
东方红睿泽三年定开	71.06	2018/01/23	1	灵活配置型
中欧时代智慧 A	22.53	2018/01/18	2	偏股混合型
华夏稳盛	78.17	2018/01/10	3	灵活配置型
景顺长城恒泰回报 A	3.39	2018/01/16	7	灵活配置型
华安红利精选	50.23	2018/01/08	9	偏股混合型
总计 (亿份)	667.66			

资料来源: Wind, 东吴证券研究所整理

2. 资产配置迎来新一轮变迁，金融资产站上风口

2.1. 资管新规打破刚性兑付，理财产品向净值化转型

资管新规或打破泛资产管理固有格局，刚性兑付、通道业务等模式受限。2017年11月17日，中国人民银行会同银监会、证监会、保监会、外汇局等五部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，正式向社会公开征求意见（目前正在征求意见期间）。作为未来资产管理行业发展的纲领性文件，结合此前一系列监管新规，旨在促进资产管理回归本源，建立起可持续发展的长效机制，新规旨在打破刚性兑付、消除多层嵌套通道业务、规范资金池、监管套利等方面做出实质性监管，市场普遍预计未来低价值率的原有资管业务模式将受限。

图表 16: 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》重点内容

监管方向	监管业务	监管内容
风险控制	非标债权类资产投资	应遵守有关限额管理、风险准备金要求、流动性管理等监管标准
	禁止资金池业务	各资管产品的资金单独管理、单独建账、单独核算
	打破刚性兑付	资管产品应实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则
杠杆控制	统一负债要求	规范每只开放式/封闭式公募产品、私募产品的总资产/净资产比值
	分级产品设计	以下四类产品不得进行份额分级：1) 公募产品；2) 开放式私募产品；3) 投资单一标的（超过 50%）的私募产品；4) 投资股债等标准化资产比例超过 50% 的私募产品。
去通道	消除多层嵌套和通道	不得提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道业务

资料来源：中国人民银行，东吴证券研究所

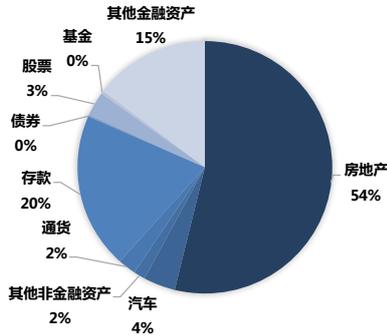
资产管理产品由刚性兑付向净值化转型，主动管理特色的产品将受追捧。资管新规征求意见稿规定：1) 禁止对资管产品保本、保收益，出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付；2) 金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险（确定净值的具体规则另行制定）。同时，监管还要求及时披露产品的募集信息、资金投向、杠杆水平、收益分配、托管安排、投资者账户信息和主要投资风险等。考虑监管首次明确所有资产管理产品都要实行净值化管理，且目前银行的预期收益型产品实际上存在刚性兑付，因此市场普遍预计冲击较大，未来理财产品的收益将体现为净值，驱动银行理财回归资产管理业务的本源。对客户而言，市场普遍预计打破刚性兑付后原本低风险的银行理财产品吸引力下降，未来主动管理特色的产品将受青睐。

2.2. 房地产限购升级，金融资产的配置意义进一步提升

过去十年，居民资产配置仍以房地产为主，但金融资产比重大幅提升。据社科院统计，过去十年我国居民资产配置结构中，2014年末房地产配置占比高达 54%，位列非金融资产及大类资产的榜首，但金融资产占比也大幅提升，配置比例从 34% 升至 41%，且 2004~2014 年 CAGR 达到 19.1%。尽管如此，对标海外我国居民金融资产的配置仍有较大提升空间，41% 的比重远低于美国（约 70%）、日本（约 60%）等国家。从金融资产内部结构来看，随着居民投资理财意识崛起，现金+存款的合计占比从 82% 降至 55%，而债券、股票、基金等其它类金融资产合计占比则从 18%

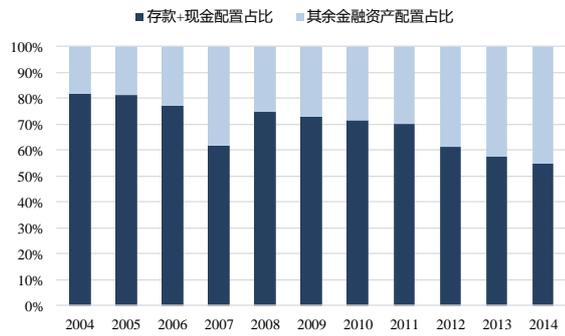
升至 45%，金融资产配置结构进一步多元化。

图表 17: 2014 年末居民大类资产配置结构



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 18: 2004~2014 年居民金融资产配置结构



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

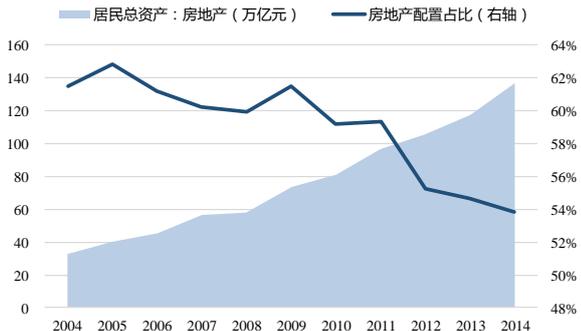
房地产限购+房价上涨预期逐步降温，投资属性去化后预计配置需求下滑。从政策层面来看，政府始终强调房地产回归居住属性。自 2016 年以来，房地产调控政策不断升级，从一线城市开始逐步扩展至二、三线城市，由地方政府主导的限购、限贷、限售等政策持续推进，政策调控呈现高频率、广覆盖特征。目前，全国已经有 70 余个城市执行限购、限贷，并首次提出限售，对部分二、三线城市限售 5 年以上，以此限制房地产投资性需求。在如此政策主基调下，我们预计 2018 年房地产整体调控力度难以明显放松，房地产投资属性将持续面临政策压力。居住属性方面，根据中国发展研究基金会报告，预计从 2010 年至 2020 年，中国劳动年龄人口将减少 2900 余万人，与之对应的人口抚养比例也将不断上行（2016 年末总抚养比为 37.91%）。我们判断，人口红利拐点消失+劳动年龄人口下降将显著拖累住房购买力，进一步抑制房价上涨预期，房地产配置比例或将有所下滑。

图表 19: 住宅销售额和居民新增贷款额同比增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 20: 2004~2014 年居民房地产配置比例



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 21: 一线城市房地产的限购、限贷政策汇总

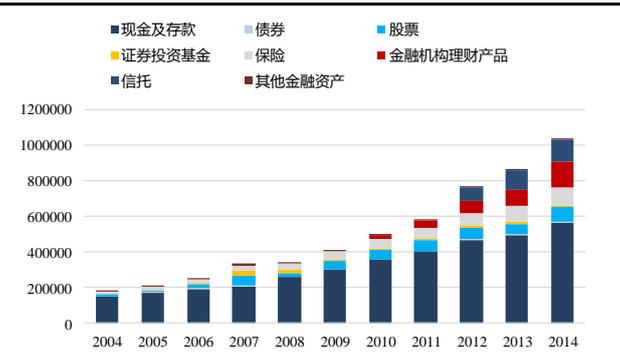
城市	限购		限贷	
	本市户籍	非本市户籍	首套房	二套房
北京	限购 2 套 单身 1 套	限购 1 套 需纳税满 5 年	普通住房 35% 非普通住房 40%	普通住房 60% 非普通住房 80%，认房认贷
上海	限购 2 套 单身 1 套	限购 1 套 需纳税满 5 年	普通住房无贷 35%、有贷 50% 非普通住房 70%	普通住房 50% 非普通住房 70%

广州	限购 2 套 单身 1 套	限购 1 套 需纳税满 5 年	普通住房无贷 30%，有贷 40% 非普通住房无贷 30%，有贷 70%	普通住房无贷 50%，有贷 70% 非普通住房 70%
深圳	限购 2 套 单身 1 套	限购 1 套 需纳税满 5 年	无贷 30% 有贷 50%	70%

资料来源：各地政府官网，东吴证券研究所整理

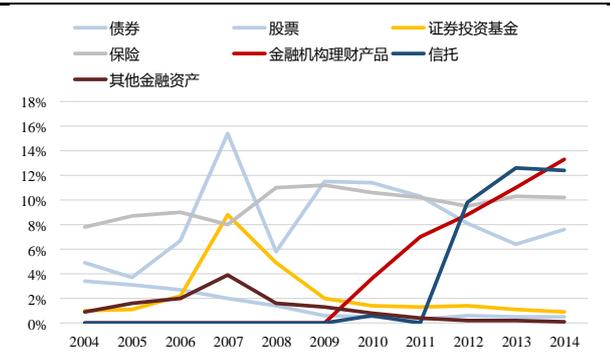
房地产配置下滑带来挤出效应，金融产品有望配置提升+结构多元化。随着房地产投资属性削弱，居民资金将进一步流出房地产，向债券、股票、基金、保险、金融机构理财产品等金融资产迁移。从金融资产来看，2014 年居民配置现金/存款、债券、股票、基金、保险、金融机构理财产品、信托的规模分别为 56.53 万亿、0.59 万亿、7.9 万亿、0.92 万亿、10.55 万亿、13.8 万亿以及 12.8 万亿，占金融资产比重分别达到 54.8%、0.5%、7.7%、0.9%、10.2%、13.4%以及 12.4%。从金融资产的配置结构上来看，近年来金融机构理财产品的比重提升最快，2009~2014 年间占比提升 9.7 个百分点至 13.4%，且规模 CAGR 也达到 66.3%。我们认为，未来金融资产的配置意义将愈发重要，投资比例有望继续提升，财富管理机构迎来发展机遇。

图表 22: 2004~2014 年居民金融资产配置 (亿元)



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 23: 2004~2014 年居民金融资产配置结构比例

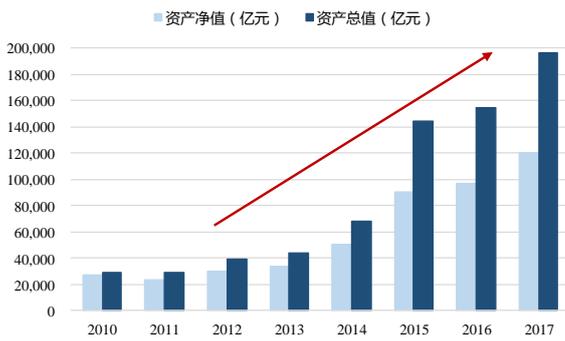


资料来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 现金产品化+散户机构化，专业化财富管理需求爆发

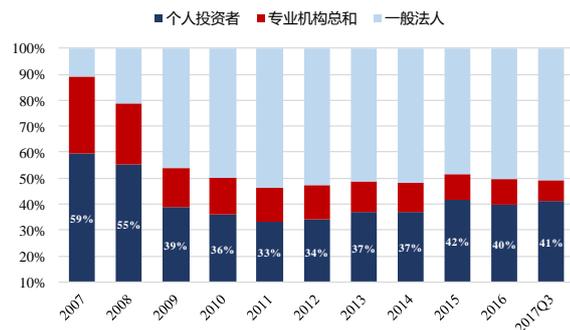
金融严监管背景下，散户机构化+现金产品化，机构投资者日趋壮大。我们预计，我国资产管理市场将逐步成为以机构投资者为主流的市场，机构时代逐步到来，散户时代渐行渐远（目前，我国股票市场中个人投资者比重约 41%，近十年来已有所下降）。从海外市场经验来看，1970 年后，美国经济增速放缓导致股票市场低迷，政府保障体系面临困难，个人需要为退休后的养老生活未雨绸缪，进而导致财富管理压力骤增，因而对专业财富管理机构的需求显著增强。结合我国当下环境，经济增速趋缓+产业结构调整，投资回报率走低且违约事件增多（2016 年以来债券违约频现），而优质资产稀缺的大背景下，我们预计投资者心理上将逐渐接受“让专业的人做专业的事”理念，愿意将财富交由专业机构管理。此外，随着金融行业监管全面趋紧（例如，以 P2P 为代表的互联网金融全面整治、以万能险等理财型产品为代表的人身险中短存续期产品以及“快返型”年金产品全面受限），未来个人投资理财难度提升，倒逼投资者转向机构，散户机构化+现金产品化是大势所趋。

图表 24: 2010~2017 年公募基金资产净值、总值



资料来源: 基金行业协会, 东吴证券研究所

图表 25: 2007~2017Q3 我国股票市场投资者结构



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 26: 保监会对人身险中短存续期产品的监管政策全面趋严

政策发布时间	监管文件	主要内容
2016 年 9 月	《进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》	将万能险责任准备金评估利率上限调整为 3%; 投连险、变额年金产品被界定为中短期存续产品; 不得将终身险、年金险、护理险设计成中短期存续产品。
2016 年 12 月	《关于进一步加强人身保险监管有关事项的通知》	若中短存续期产品季度规模保费占当季总保费比例超过 50%, 一年内不予批准保险公司新设分支机构。
2017 年 5 月	《关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》(134 号文)	首次生存保险给付应在保单生效满 5 年后; 每年给付或部分领取比例不得超过已交保险费的 20%; 不得以附加险形式设计万能险或投连险产品。

资料来源: 保监会, 东吴证券研究所整理

3. 监管重塑格局，品牌优势+主动管理助推强者恒强

3.1. 中国财富管理偏重渠道业务，未来将与泛资管融合发展

财富管理有别于资产管理，更加贴近高净值客群、服务范围更加多元化。从海外成熟市场来看，财富管理与资产管理既存在区别，又有所融合。前者立足于客户资源（通常以高净值个人为主），以财富保障与传承为出发点，提供一揽子多元化服务（诸如资产配置、直接投资、财务及税务规划等）；后者则立足于投资管理能力，为更加广泛的客群（从普通个人投资者到主权基金、养老金等大型机构投资者）提供专业投资服务。同时，二者存在广泛的合作空间，财富管理机构可能直接提供资产管理服务（许多财富管理机构旗下设有资产管理平台），也可能为客户优选外部资产管理机构提供投资服务。

图表 27：财富管理与资产管理的区别

	财富管理	资产管理
业务模式	作为财富管理顾问（或平台/渠道），为客户提供一揽子多元化服务	作为机构投资者，为客户提供专业化的投资管理服务
产品类型	咨询顾问服务（诸如资产配置、直接投资、财务及税务规划、保险、财富传承、家族管理等）	产品形态诸如基金、信托、资产管理计划等，资产标的类型诸如固定收益类、权益类、房地产等
客户资源	以高净值个人客户为主	客户范围广泛：1）普通个人投资者；2）高净值个人投资者；3）机构投资者（企业、各类基金、保险公司等）
盈利模式	服务费（定制化财富管理服务）+渠道费（对接优质资产的通道费）+收益分成（根据管理业绩回报计提）	管理费（通常根据管理规模的一定比例收取）+业绩分成（通常从达到业绩基准线后的超额收益中计提）
商业逻辑	专业化、个性化定制化的家族财富规划	资金聚集、专业化投资
核心竞争力	客户资源、大类资产配置能力、对接优质资源的资源及能力	投资研究、投资管理、风险控制能力
代表机构	瑞银集团、摩根士丹利、花旗集团	贝莱德、黑石集团、美国富达投资

资料来源：公开资料，东吴证券研究所分析、整理

全球财富管理以私人银行和独立第三方机构为主，金融巨头充分竞争。海外混业经营体系下，各类金融机构均可开展财富管理业务，私人银行及大型投资银行的财富管理部门领先优势鲜明。目前国内从事财富管理业务的机构包括银行、独立第三方财富管理机构、信托、券商财富管理部门、公募及私募基金、保险公司等，其中信托、券商、基金和保险公司虽然拥有部分高净值用户，但所能提供的产品较为单一，难以拓展其他类型的产品线，国内较活跃的财富管理机构仍以私人银行和独立财富管理机构为主。

图表 28：2016 年全球私人银行财富管理规模排名 TOP 20

排名	机构	机构类型	总部所在地	管理资产规模（亿美元）
1	瑞银集团（UBS）	全能银行	瑞士	20687
2	美国银行（Bank of America）	商业银行	美国	19720
3	摩根士丹利（Morgan Stanley）	投资银行	美国	19500
4	富国银行（WELLS FARGO）	全能银行	美国	9220
5	加拿大皇家银行（Royal Bank of Canada）	全能银行	加拿大	7911

6	瑞信集团 (Credit Suisse)	全能银行	瑞士	7193
7	花旗集团 (Citi)	全能银行	美国	4520
8	摩根银行 (JP Morgan)	全能银行	美国	4350
9	高盛集团 (Goldman Sachs)	投资银行	美国	4130
10	法国巴黎银行 (BNP PARIBAS)	全能银行	法国	3619
11	宝盛银行 (Julius Baer)	商业银行	瑞士	3239
12	蒙特利尔银行金融集团 (BMO Financial Group)	商业银行	加拿大	3018
13	北方信托银行 (Northern Trust)	商业银行	美国	2484
14	百达银行 (PICTET)	商业银行	瑞士	2463
15	招商银行	商业银行	中国	2390
16	德意志银行 (Deutsche Bank)	全能银行	德国	2272
17	汇丰控股 (HSBC)	全能银行	英国	2220
18	荷兰银行 (ABN AMRO)	全能银行	荷兰	2156
19	桑坦德银行 (Santander)	商业银行	西班牙	2148
20	Safra Sarasin Group	商业银行	瑞士	2084

资料来源: Scorpio Partnership, 东吴证券研究所整理

我国财富管理机构偏重渠道业务, 未来将进一步与泛资管行业融合发展。国内财富管理业务模式大致可分三大类: 1) 咨询顾问; 2) 产品代销; 3) 私募基金, 而大部分机构目前偏重渠道类业务 (以代销资产管理产品为主), 因而实质上与资产管理机构形成上下游关系, 以客户端和资产端的资源为核心竞争优势。与海外成熟的财富管理市场相比, 国内目前的商业模式较为单一、综合服务能力有限, 导致专业化程度不足、业务价值率较低 (价格竞争激烈)、可替代性较高 (客户粘性较差), 难以满足愈发多元化、个性化的高净值人群财富管理需求。未来, 我们预计财富管理机构将以主动管理为抓手, 并深化与泛资产管理的融合发展。

图表 29: 我国财富管理的三大类业务模式

业务类型	业务模式	所需牌照
咨询顾问	为客户提供投资理财、资产配置建议并收取服务费	-
产品代销	销售银行理财、公募及私募基金、券商资产管理产品等, 并收取佣金 (可体现为管理费分成)	基金销售牌照、保险经纪/代理牌照
私募基金	财富管理机构作为私募基金管理人, 自主发行产品 (诸如直接投资的 PE/VC、投资于产品的 FoF 等形式) 并主动管理, 收取管理费及业绩报酬分成	私募基金管理人牌照 (分为证券型、股权及创业投资型、其他型三大类)

资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所整理

3.2. 监管体系革新, 泛资管各子行业面临新的挑战 and 机遇

3.2.1. 银行理财

银行理财规模领先, 仍以普通个人投资者为主, 高净值客群比重有望提升。银行理财是国内规模最大、覆盖客群最广泛的资产管理业务, 拥有大量客户群体, 截至 2017 年 6 月末, 银行理财产品存续余额 28.38 万亿元, 较年初减少 0.67 万亿元, 近年来增速持续趋缓后规模首次出现下滑, 2017 年末小幅回升至 29.5 万亿元。其中, 一般个人类产品占比约 46%, 体现银行理财仍以普通个人投资者为主, 而与财

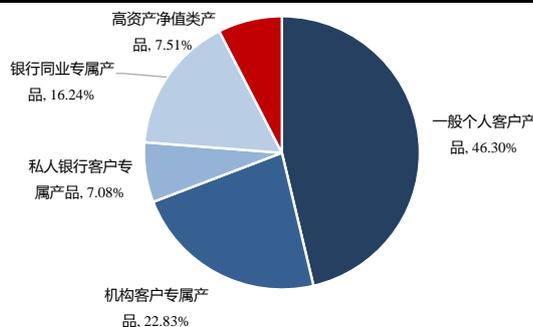
富管理相关的高净值+私人银行类业务合计占比约 14.5%，未来比重提升空间较高。从资产配置角度而言，债券始终是银行理财资金最主要的配置资产，配置比例为 42.5%，而固定收益大类资产（含债券、现金及银行存款、拆放同业及买入返售、同业存单等）的配置比例合计达到 69.2%。

图表 30: 2012~2017 年银行理财业务规模及增速



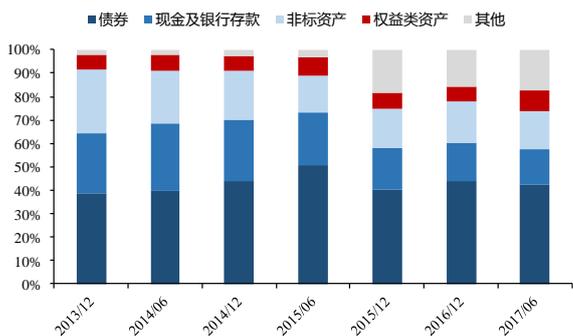
资料来源: 银行理财登记中心, 东吴证券研究所

图表 31: 银行理财产品的投资者结构



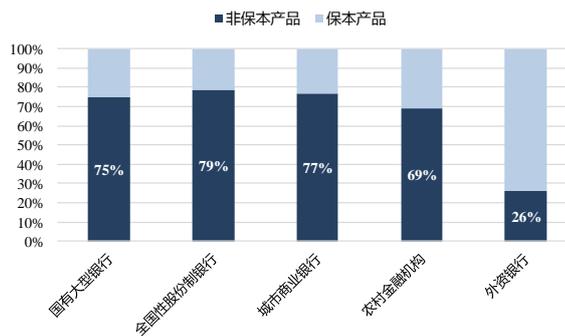
资料来源: 银行理财登记中心, 东吴证券研究所

图表 32: 2013~2017/06 银行理财产品资产配置结构



资料来源: 银行理财登记中心, 东吴证券研究所

图表 33: 商业银行保本和非保本理财产品分布情况



资料来源: 银行理财登记中心, 东吴证券研究所

资管新规打破刚性兑付并限制资金池，银行理财转型净值化。银行理财长期存在刚性兑付、期限错配等情况，产品的短期化趋势明显而资产端期限则较长，期限错配的“资金池”业务虽然能够博取利差，但一旦后续资金不到位，容易产生流动性危机。本次资管新规（征求意见稿）明确禁止理财产品保本、保收益，要求产品全部实行净值化管理（现阶段，各家银行理财产品净值化的占比不同，占比最高的招商银行约为 75%）。未来，我们预计打破刚性兑付和净值化管理将导致银行理财规模增速趋缓，同时推动银行资产管理部门站在资产配置角度加强主动管理。

3.2.2. 券商资管及基金专户

券商资管、基金专户全面去通道化，未来聚焦主动管理与创新业务。近年来，券商资管、基金及基金子公司专户以通道业务驱动规模爆发式增长，其中券商资管 2017 年 3 月末管理规模达到峰值 18.7 万亿元（其中以通道业务为主的定向资管规模 16.1 万亿元，占比高达 86%），基金子公司专户业务则于 2016 年 9 月末管理规模达到峰值 11.1 万亿元，其后监管收紧导致规模下滑。与信托公司相比，券商资管和基金子公司在通道业务方面具有更强的竞争优势，通常采用压低费率的“价格战”策略抢食信托的通道业务。尤其是基金子公司，由于不受净资本约束，设立时最低

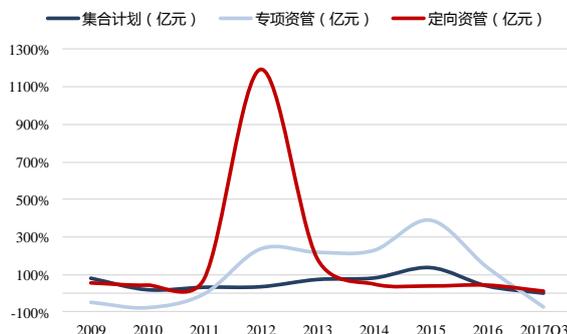
净资本要求仅 2000 万元（大部分公司净资本在 2000~5000 万元），从而能够撬动极高的杠杆放大管理资产规模。未来，随着监管层坚定打压通道业务，倒逼券商回归主动管理，并积极探索 ABS、FoF、PE 等新兴业务。

图表 34: 2012~2017Q3 券商资管规模及增速



资料来源：基金行业协会，东吴证券研究所

图表 35: 2009~2017Q3 券商资管分项规模增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 36: 2017 年 9 月末券商资管主动管理资产月均规模及占比

券商	主动管理资产月均规模 (亿元)	资产管理月均规模 (亿元)	主动管理占比 (%)
中信证券	6227.85	17928.03	34.74%
广发证券	3430.22	5746.64	59.69%
国泰君安	3042.05	8859.65	34.34%
华泰证券	2335.96	8639.30	27.04%
华融证券	1993.37	8639.30	23.07%
中银国际	1789.82	6240.48	28.68%
中信建投	1543.81	6693.91	23.06%
齐鲁证券	1531.77	-	-
申万宏源	1404.05	8212.26	17.1%
中金公司	1384.15	2631.57	52.6%

资料来源：基金行业协会，东吴证券研究所（注：中金公司资产管理规模为 2017 年 Q2 数据）

图表 37: 券商及基金管理公司资产管理业务的相关法规

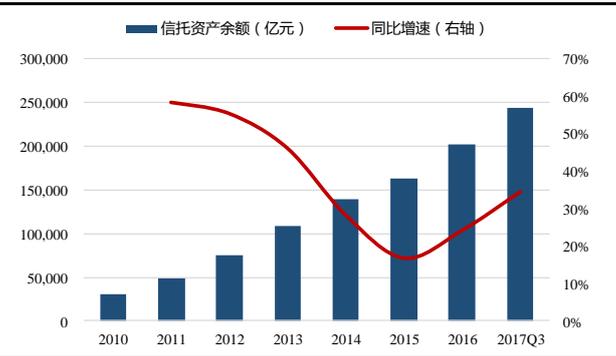
时间	政策	核心内容
2012/10	《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》	1) 基金子公司可全资设立或与其他投资者共同设立; 2) 注册资本不低于 2000 万元。
2016/07	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则》修订	五大变化包括: 大幅降杠杆、禁止资金池业务、不能宣传预期收益率、明确投资顾问、明确新老划断等。
2016/11	《基金管理公司子公司管理规定》	基金子公司原则上应为全资子公司, 另行规定的持股比例亦不低于 51%。
2016/11	《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》	1) 建立以净资本为核心的风控指标 (净资本不低于 1 亿元、不低于风险资本准备之和、不低于净资产 40%等); 2) 各类业务按照相应系数计提风险资本准备。

资料来源：证监会，东吴证券研究所整理

3.2.3. 信托

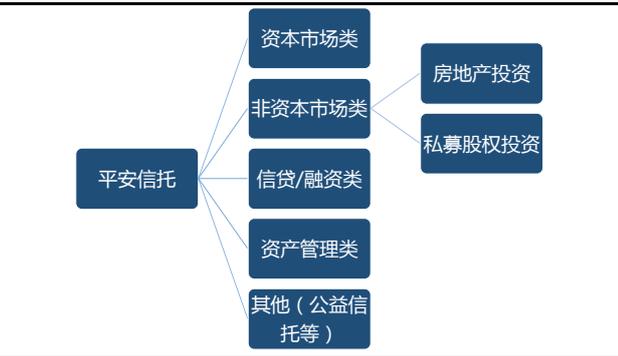
我国信托行业面临转型压力，未来要求重构财富管理、资产管理能力。我国信托公司当前的转型压力源自两方面：1) 监管角度，资管新规打破刚兑+去通道，信托原有业务模式难以为继，未来需降低债权融资类业务、摆脱影子银行色彩；2) 随着宏观经济转型，新经济融资需求旺盛，而新兴产业投资机遇通常集中在私募股权/创投领域，信托定位于实业投行，需顺应经济发展趋势转变业务导向。我们认为，未来信托转型应把握资金端与资产端两方面的能力重构，资金端构建财富管理能力（从站在客户的对立面销售产品，转向以客户需求为中心进行资产配置），资产端提升资产管理能力（强化投研能力以加强对底层资产的把控，不再仅作为融资通道）。

图表 38: 2010~2017Q3 信托管理资产规模及增速



资料来源：基金行业协会，东吴证券研究所

图表 39: 平安信托业务布局



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

家族信托被认为是财富管理金字塔尖，体现主动管理高水准。从财富管理领域而言，家族信托是未来信托公司可拓展的新兴业务之一。目前国内开展的部分家族信托业务偏重于投资属性（追求收益率导向），偏离财富保障本源，未来我们预计信托公司将深化与私人银行、保险公司等机构的合作，全面切入财富管理领域。

3.3. 主动管理和品牌特色为核心，先发龙头优势稳固

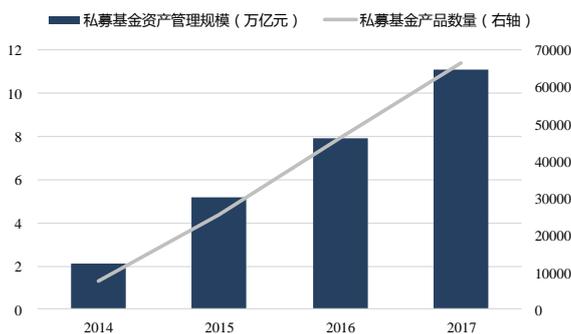
私募基金是财富管理最佳模式，具有主动管理、运作灵活等优势。相比于其他各类资产管理产品形态，私募基金优势鲜明：1) 可投资范围最广泛，且投资比例限制、投资决策相对灵活；2) 管理人享受超额收益分成，激励机制充分；3) 针对高净值人群（投资门槛较高），因而投资策略的风险收益特性更加定制化；4) 通常设置 5~10 年封闭期，则投资端无资金赎回的流动性压力。对于财富管理机构而言，采用私募基金形式能够为高端客户提供更加定制化、专业化的服务，且通过主动管理有效保障对底层资产的把控程度。

图表 40: 私募基金产品的主要要素

投资范围	股票、债券、期货、期权、基金份额、私募基金、非公开交易的企业股权、上市公司定增、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划
私募基金分类	1) 私募证券类；2) 私募股权投资和创业投资类；3) 其他私募投资类；（上述四类业务每类进一步分为普通和 FoF 两种模式，合计八种模式）
合格投资者	1) 具备相应风险识别能力和风险承担能力；2) 投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元；3) 机构投资者净资产不低于 1000 万元，个人投资者金融资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元

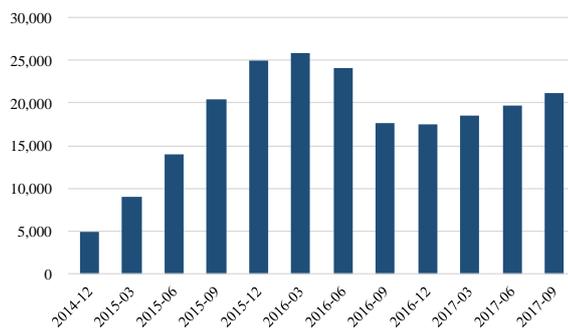
资料来源：证监会，东吴证券研究所整理

图表 41: 2014~2017 年私募基金规模及产品数量



资料来源: 基金行业协会, 东吴证券研究所

图表 42: 2017 年以来私募基金管理机构稳步增长



资料来源: 基金行业协会, 东吴证券研究所

私募基金分类监管体系下, 牌照齐全的龙头财富管理机构优势鲜明。2016 年 9 月, 监管要求私募基金管理人需分为私募证券型、私募股权/创业投资型及其他型三大类, 同时 2017 年 3 月, 基金业协会明确私募基金管理人不得“多类兼营”, 保证专业化发展。因此, 未来若要主动管理并满足客户的多元化资产配置需求(证券、股权、衍生品等), 财富管理机构要持有“全牌照”(需要匹配相应的团队、业务系统、内控制度等), 则牌照齐全的行业龙头竞争优势显著(目前, 仅诺亚财富、陆家嘴财富等大型财富管理机构拥有“全牌照”)。

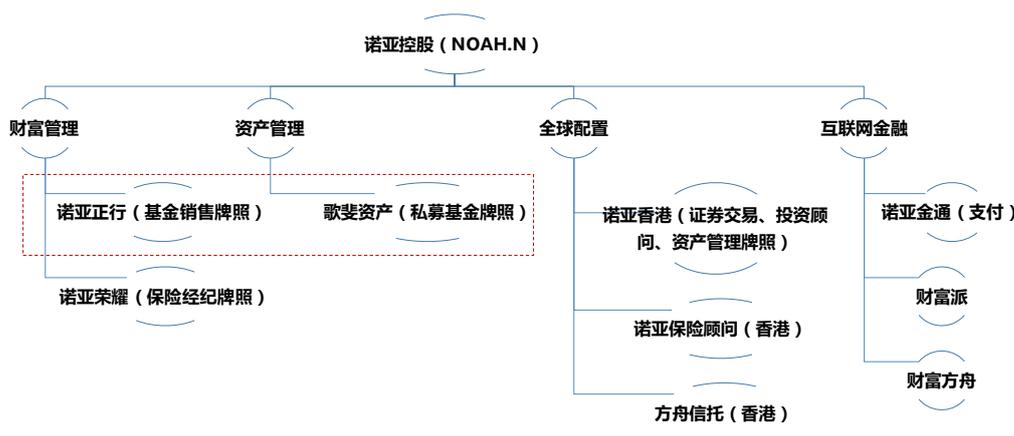
专业化经营时代, 品牌及先发优势推动财富管理行业集中度提升。随着我国富裕人群持续增长及财富管理需求日趋多元化, 我们预计行业将从过去的粗放式经营(例如以产品代销为主的发展模式)迈向专业化经营时代, 财富管理机构的品牌优势及专业能力愈发重要, 资金和资源逐步向规范运作、品牌知名度高的大机构倾斜。未来, 我们预计市场主体将有所减少, 财富管理市场集中度将逐步提升, 大型龙头机构强者恒强。以美国私募基金行业发展为例, 2016 年美国私募基金管理总资产达到 11.01 万亿美元, 而已注册私募管理人仅有 2878 家, 相比而言国内 2017 年 9 月末已登记的私募基金管理人有多至 2.12 万家。

4. 相关个股

4.1. 诺亚财富：全牌照龙头打造综合金融服务平台

公司概况：诺亚财富为中国独立财富管理行业的开创者和领军者，创立于2005年，2007年曾获红杉资本战略注资，2010年成为国内首家赴美上市的财富管理机构，累计管理资产超过4700亿，服务超过17万名高净值客户和企业。公司旗下业务布局完善，包括财富管理、资产管理、全球业务、互联网金融四大板块。

图表 43：诺亚财富业务布局



资料来源：公司官网，东吴证券研究所整理

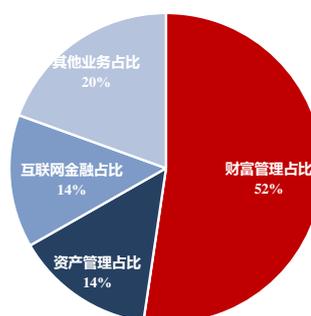
公司核心优势在于品牌特色+全牌照综合金融平台提供的多元化服务。结合前文分析，我们认为公司拥有两大核心优势：1) 行业龙头品牌优势显著，一年一度的诺亚财富钻石年会邀请到越来越多的重量级嘉宾及高净值客群，品牌集聚效应有力提升口碑；2) 旗下四大业务板块拥有完善的金融牌照、管理团队、协同机制等，能够为客户提供投资、保险、教育、家族服务、汽车租赁、海外配置等全方位的财富管理服务，彰显行业龙头在资产端和服务层面全面领先的资源优势。

图表 44：2012~2017Q3 公司净利润及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 45：2016 年公司业务收入结构

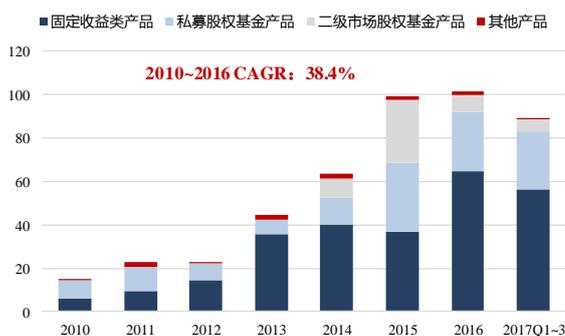


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

高端财富管理业务实现线性增长，资产管理业务规模效应逐步显现。2017 年前三季度，公司实现归属于股东净利润 6.1 亿元，同比增长 13.7%，净收入结构中财富管理仍为核心 (占比约 52%)。1) 2017 年前三季度，财富总募集资金量 892 亿人民币，同比增长 16.6%。目前旗下拥有 1300 位理财师，人均服务客户 131 位，对标

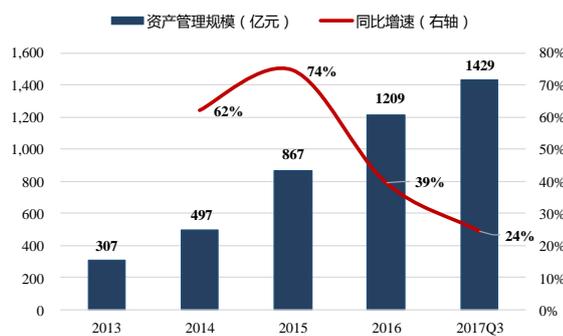
美国，理财师产能仍有较大提升空间。2) 资产管理业务（歌斐资产）逐步提升核心能力，2017年三季度末 AUM 达到 1429 亿，团队约 200 人，由于成立以来 AUM 快速增加，规模效应已逐步显现，利润率有望提升。3) 依托于长期积累的主动管理能力、底层资产筛选能力，公司已实现将权重投资方向由房地产转向消费金融，且未来趋势将更加多元化（诸如供应链金融、汽车金融等），进一步满足客户多元需求。

图表 46: 2010~2017Q1-3 公司财富管理募资额（单位：十亿元人民币）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 47: 2013~2017Q3 歌斐资产旗下管理资产规模及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

由于始终坚持规范化经营，公司未来有望相对受益于全新的监管环境。资管新规（征求意见稿）打破刚性兑付、禁止资金池及期限错配等业务模式，我们预计将对资产管理行业原有模式产生深远影响。考虑公司长期坚持规范经营，规避产品刚性兑付、保本承诺、资金池等问题，规范化程度领先于行业，我们预计未来行业竞争环境对公司而言相对改善，有望推动公司稳定、健康发展。

风险提示：1) 财富管理行业竞争加剧；2) 监管趋紧抑制行业创新。

4.2. 泛华金控：保险代理优势鲜明，驱动业绩高增长

公司概况：泛华金控是国内领先的保险中介公司，1998 年成立时定位于车险销售，并逐步延伸至保险中介领域，2007 年成为首家赴美上市的亚洲保险中介公司。2016 年，公司业务范围从传统保险服务延伸到财险、寿险、保险公估、保险经纪、消费金融、个人财富管理等领域，旨在打造综合金融服务集团。

充分受益于保险监管政策收紧，寿险代理业务驱动业绩爆发。2017 年前三季度，公司营收 35.71 亿元，同比增长 12.56%，净利润 3.22 亿元，同比增长 290.96%，其中单季度寿险、财险和保险公估业务经营利润分别达 7.3 亿、2.7 亿和 0.72 亿，相较于 2017Q2 分别环比变动 169%、-77%和-19%，寿险业务占比超过 54%，环比提升 5.87%，持续保持快速增长态势。寿险业务主要受益于保监会监管导向转变，2016 年以来监管层限制中短存续期产品（万能险等），倒逼寿险公司推动长期保障型产品销售，而此类产品需依托于强大的代理人队伍（中国人寿、中国平安分别拥有约 143、164 万人），但大部分中小保险公司缺乏自主销售的渠道，被迫转向第三方代理公司。未来，考虑行业转型回归保障的大趋势，我们预计第三方寿险代理公司业务空间依然广阔。

图表 48: 2008~2017Q1-3 公司收入及增速



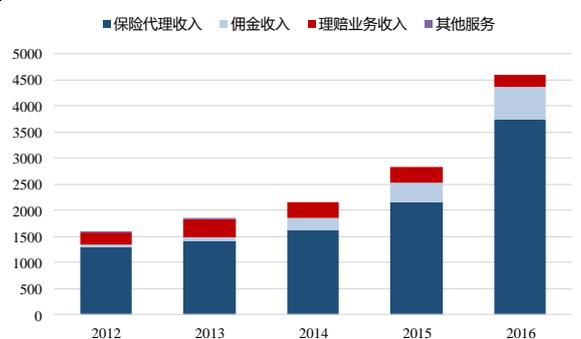
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 49: 2008~2017Q1-3 公司净利润及增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 50: 2012~2016 年公司收入结构 (百万元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 51: 2015Q1~2017Q3 公司保险营销员数量



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

线下覆盖面广泛+发力线上布局, 公司渠道优势显著。 目前公司拥有广覆盖的自有营销渠道, 销售、服务网络分布全国 29 个省份, 拥有 897 个地面保险销售网点, 156 个服务网点, 41.4 万名保险代理人/经纪人以及 1264 名自有保险公估师。同时, 公司发力线上布局, 进一步延伸业务覆盖范围, 截止 2017 年三季度, 旗下车童网服务网络实现全国 100% 县域城市覆盖, 掌中保累计下载激活数达 33.36 万并贡献保费 38.8 亿元, e 互助注册会员人数突破 220 万, 各项指标均呈现高速增长趋势。

财富管理方面, 立足深入研究、发力一站式金融资产配置。 公司旗下“普益财富”成立于 2006 年 6 月, 2010 年进军第三方财富管理市场, 聚焦于金融理财市场的数据研究和咨询, 为数十家银行提供专业的数据分析服务, 连续 8 年发行银行及信托市场周报、月报及年报, 市场影响力领先。作为综合金融服务平台, “普益财富”旗下拥有金融信息科技平台“普益投”以及基金销售平台“普益基金”, 可满足客户多元化金融服务的需求, 2017 年“普益投”累计交易规模突破 100 亿元。

风险提示: 1) 财富管理行业竞争加剧; 2) 监管趋紧抑制行业创新; 3) 人身险新单保费持续下滑。

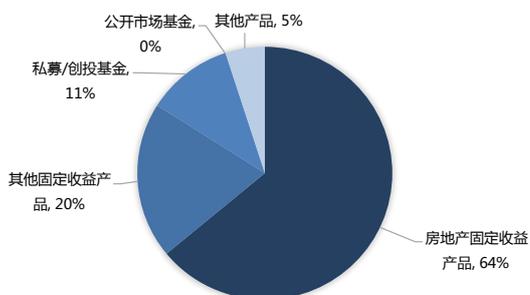
4.3. 钜派投资：激励机制灵活，房地产投资优势凸显

公司概况：钜派投资是国内第一梯队的第三方财富管理服务提供商，专注于为国内高净值客户提供资产配置咨询、企业融资服务、综合资产管理等多元金融服务。截至 2017 年三季度末，公司已在全国 48 个主要城市设立了 72 家财富管理中心，主要覆盖环渤海、长三角和珠三角经济区等富裕地区，拥有 567 位理财规划师和 1131 位客户拓展专员。

业绩持续稳健高增长，股权分散打造灵活激励机制。1) 过去五年，公司营业收入保持高速增长，年均复合增速高达 115.7%，净利润复合增速高达 69.6%。2017 年前三季度，公司净收入达到 12.46 亿元人民币，同比增长 57.9%；净利润达 3.19 亿元人民币，同比增长约 119.4%。2) 公司股权结构相对分散，激励制度灵活，建立基金合伙人制度后旗下各子公司和母公司有利润分成，激励机制驱动资产管理业务近年来迅猛发展。

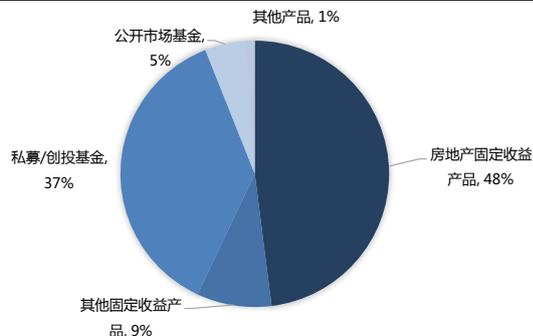
房地产投资优势突出，打造特色型财富管理公司：1) 公司在房地产投资方面享有资源优势（与国内前 50 大房地产公司保持合作），业绩突出，未来仍将重点发展。目前财富管理销量中，房地产固定收益类产品占比约 64%，其他类固定收益产品占比约 20%；资产管理规模中房地产固定收益类产品占比 48%，其他固定收益产品占比约 9%。基于国内高净值人群风险偏好特性，我们预计未来房地产投资仍将保持高需求。2) 互联网金融业务针对中产阶级，起到补充辅助作用，多为被动投资，不寻求主导权，主要针对高净值客户的部分投资配置以及针对互联网用户、中产阶级客户。

图表 52：2017Q3 公司财富管理产品销售结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 53：2017Q3 公司资产管理规模结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

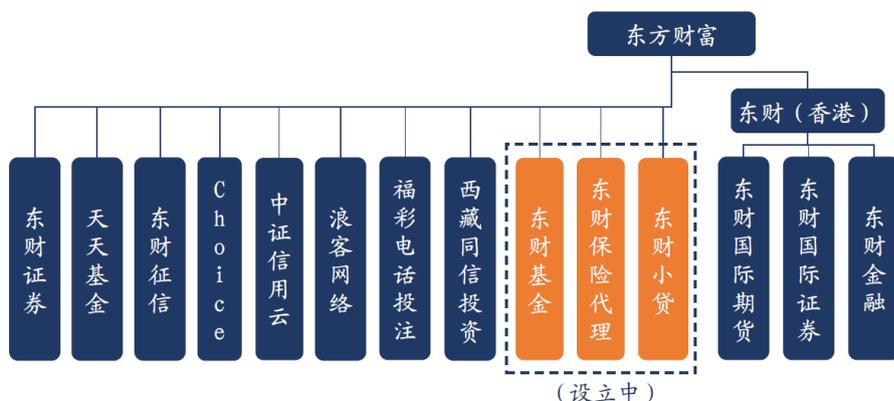
风险提示：1) 财富管理行业竞争加剧；2) 监管趋紧抑制行业创新；3) 公司核心管理人员流失造成竞争力下滑。

4.4. 东方财富：零售财富管理龙头，打造互联网金融生态圈

公司概况：公司由互联网财经平台转型聚焦零售客户的互联网金融龙头，立足于稳固的流量优势，首轮变革自 2013 年以来依托基金代销业务实现业绩爆发，第二轮变革自 2016 年以来依托收购整合的东方财富证券进一步拓宽业务范围。未来，公司致力于打造完善的互联网财富生态圈（基金、券商、保险、征信、小贷等），为

零售客户提供一站式财富管理。

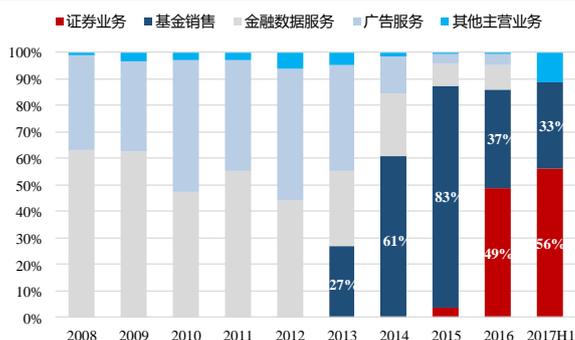
图表 54: 东方财富的互联网金融生态圈布局



资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

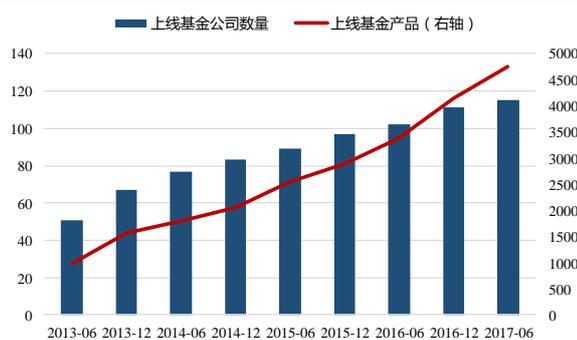
零售财富管理布局日趋完善，推动公司收入结构多元化。 1) 公司拥有两大核心竞争优势，一是依托股吧、东方财富网等平台多年积累的财经流量龙头优势，用户粘性较高；二是管理层战略眼光独到，通过多轮战略转型实现流量变现的成效显著。2) 从收入结构来看，2013 年以来基金代销收入崛起（截至 2017 年 6 月 30 日，旗下持牌代销机构“天天基金网”共上线 115 家基金管理人的 4760 只基金产品，2017 年半年度日均页面浏览量为 460.83 万），2016 年以来券商业务崛起（经纪业务市场份额持续提升）。3) 未来，公司拟进一步拓宽财富管理业务实现流量变现，诸如即将起航的保险代理、基金管理等业务板块（静待业务牌照下发），我们预计将持续推动公司核心竞争力提升，大幅提高财富管理业务价值率、协同效应及客户粘性。

图表 55: 2008~2017H1 公司业务收入结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 56: 2013/06~2017/06 公司上线基金数量

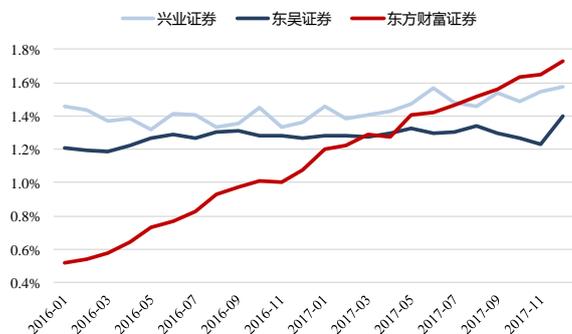


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

券商业务逆势起航，经纪业务市场份额大幅攀升驱动业绩增长。 公司自 2015 年收购整合东方财富证券后，通过流量导入、业务创新（诸如下调经纪业务佣金率及两融利率等）等方式驱动经纪业务市场份额大幅提升，2017 年 12 月东方财富证券股票、基金成交额市场份额达到 1.73%，近期已实现对兴业、东吴等券商的超越，继续向 2% 迈进，我们预计未来经纪业务市占率有望提升至 3%-4%。此外，考虑两融业务存在滞后效应（新开户客户需 6 个月后才能开启两融业务）且市场行情逐步转暖，我们预计两融后续将逐步发力成为新增长点。业绩方面，东方财富证券 2017

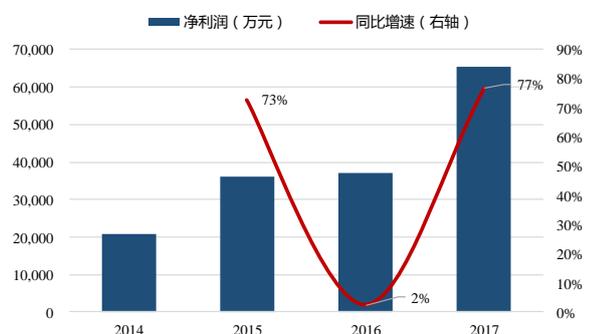
年实现净利润 6.53 亿元，同比增长 77.91%，在市场整体环境平稳的背景下逆势高速增长，主要由经纪业务提升驱动，未来依托于客户粘性，东财证券有望在两融、券商财富管理等领域进一步实现突破。

图表 57: 2016/01~2017/12 券商经纪业务市场份额



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 58: 2014~2017 年东方财富证券业绩及增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

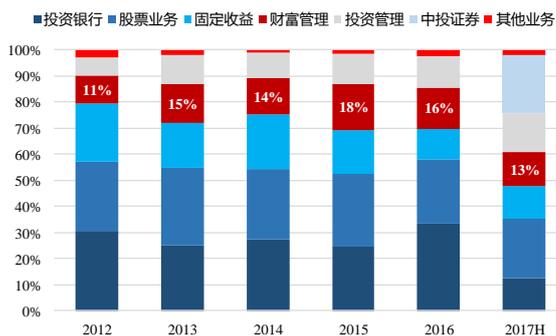
风险提示: 1) 财富管理行业竞争加剧; 2) 监管趋紧抑制行业创新; 3) 券商经纪业务市占率下滑。

4.5. 中金公司: 聚焦高净值财富管理, 收购中投证券拓展客群

公司概况: 作为中国首家中外合资投资银行, 中金公司业务结构包括投资银行、股票业务(自营、机构经纪、研究等)、固定收益、财富管理(零售经纪等)和投资管理(即资产管理)五个业务分部。其中, 投行及研究为公司传统优势业务, 人才资源及历史积淀雄厚, 近年来财富管理逐渐成为公司最重要的业务板块和战略重点。

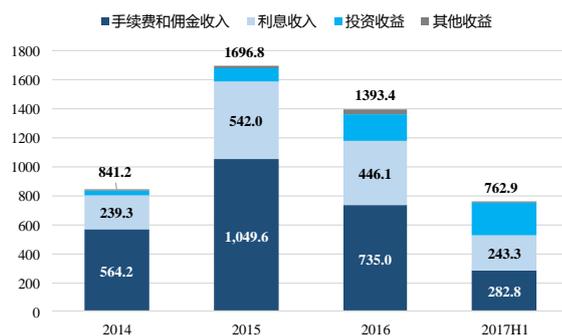
财富管理业务立足研究+产品, 以咨询服务驱动经纪业务的差异化发展。 与传统券商的交易通道模式相比, 中金公司将经纪业务融于财富管理, 致力于为高净值客户提供国际水准的专业投资服务(包括顾问服务、交易服务、资本中介服务、产品服务四类), 其中产品服务包含债券与固定收益类、开放式基金与资产管理类、信托等。我们认为, 公司财富管理业务的核心优势为专业的研究和投资管理能力, 以及长期积累的品牌优势, 公司早在 2010 年初便成立财富研究部, 针对高净值客户和企业的投资需求, 提供产品和股票两方面的专业研究支持, 形成现金管理、固定收益、权益产品、另类投资和海外产品等全方位的产品研究体系和一体化财富管理平台。业绩方面, 2017 年上半年, 公司财富管理业务收入达到 7.6 亿元人民币, 同比增长 46.1%, 占比 13%; 财富管理客户数量 3.55 万户, 较 2016 年末增长 18.6%, 客户账户资产总值达 6878 亿元, 户均资产超过 1900 万元。

图表 59: 2012~2017H1 公司业务收入结构



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

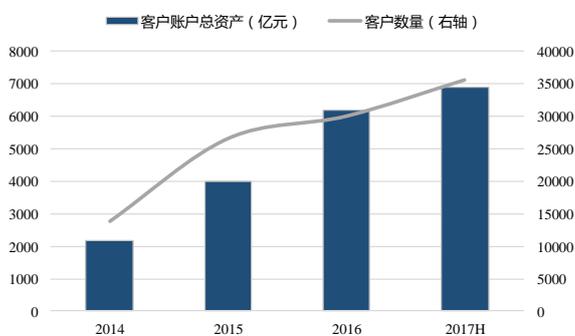
图表 60: 2014~2017H1 公司财富管理业务分项收入



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

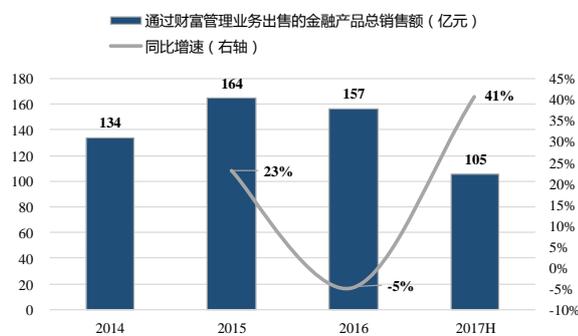
收购中投证券后获取客户资源、实现优势互补, 财富管理领域实现协同。中投证券业务网络布局广泛, 目前在 28 个省份共拥有 206 家营业部, 二三线城市营业部众多, 截止 2017 年上半年, 共拥有 5047 名机构客户、32.8 万名富裕客户及 237.5 万名零售客户, 分别对应客户资产总值 1.08 万亿元、2705.82 亿元、542.07 亿元, 我们预计将在渠道和客户群数量方面为中金带来重要补充。2017 年上半年, 中金和中投通过财富管理业务出售的金融产品总销售额分别为 105.43 亿元和 31.60 亿元, 未来中金有望凭借在财富管理领域多年深耕的研究能力、品牌效应和管理模式等优势, 进一步将其咨询顾问和产品销售服务提供给更为广泛的客群, 扩大财富管理布局, 实现与中投证券的深度融合。

图表 61: 2014~2017H1 中金公司客户账户总资产及客户数量



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 62: 2014~2017H1 中金公司财富管理业务的金融产品销售额及增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

腾讯入股中金, 未来或以金融科技加速驱动财富管理深化转型。2017 年 9 月, 腾讯以 3.7 亿美元战略入股中金, 交易完成后将持有 H 股 12.01%及总股本 4.95% 的股份, 初步确定的重点合作方向包括精准营销与大数据分析等。引入腾讯作为战略投资者后, 市场普遍预计腾讯理财通有望为中金公司进一步扩大客户规模, 且通过科技与金融的深度合作, 中金未来将为客户提供更加个性化、差异化的财富产品及服务, 进一步释放中金公司强大的财富管理专业能力, 协同效应进一步显现。

风险提示: 1) 财富管理行业竞争加剧; 2) 监管趋紧抑制行业创新; 3) 成交量下滑抑制券商经纪业务。

5. 风险提示:

1) 财富管理需求增长不及预期: 虽然我国财富管理行业长期发展空间广阔,但中短期存在投资理财需求增长不及预期的可能性;

2) 行业竞争加剧造成盈利能力下降: 随着财富管理行业竞争主体持续增加,代销产品及投资顾问等业务模式的盈利能力可能下滑;

3) 监管持续趋紧抑制行业创新: 金融行业监管全面趋紧,可能抑制财富管理行业的业务创新。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>