

20 年 60 倍的传奇缔造者

—— 证券行业长期价值系列报告之二

研究结论

- **20 余年 60 倍收益，嘉信理财缔造证券股成长传奇：**嘉信理财是目前世界上最大的经纪商之一，主要提供证券经纪及资产管理服务。截至 2010 年，嘉信理财拥有总数超过 810 万个活跃经纪账户，管理资产总额逾 1.65 万亿美元。从 1985—2008 年短短 23 年内，其净利润从 1100 万美元增长到 12.1 亿美元，年复合增长率达 22.7%。公司股价从 1987 年上市到 2010 年末，上涨达 60 倍，远超同期标普 500 指数 4 倍的涨幅，缔造了证券经纪商的成长传奇。
- **敏锐捕捉变革机遇，丑小鸭终成行业龙头：**嘉信理财的诞生受益于美国佣金率自由化的推出，从 1971 年成立至今主要经历四个重要阶段：（1）1971—1981 年，公司借助美国佣金率市场化的契机，通过向散户提供无咨询服务、低佣金率的经纪服务，迅速成长为一家区域型的折扣佣金经纪商。（2）1982—1995 年，嘉信积极进行商业模式、产品及技术创新，逐渐成为一家以卖方业务为主的全国性证券公司。（3）1996—2002 年，嘉信把握住互联网给传统证券经纪商带来的机遇，大力发展在线交易，迅速占据了经纪业务市场份额第一的宝座。（4）2002 年—至今，嘉信巩固其市场份额，并向综合型卖方业务提供商转型。如今，嘉信理财已经成为一家集证券经纪、资产管理及其他综合金融服务的提供商。
- **嘉信理财的成功对我国证券业有很强的借鉴意义：**我们分析认为，嘉信理财的成功主要源于：（1）差异化竞争。早期发展中，嘉信通过低成本运营为散户提供低佣金率的经纪服务，与包括美林在内的其他重视机构客户的经纪商形成差异。其后公司通过率先废止退休金账户收费、设立免费基金超市、拓展线上交易渠道等，在同业间保持了价格领先的优势。（2）创新能力。嘉信结合自身能力和客户需求，通过多次技术、产品线及商业模式的创新，实现了客户和盈利的快速成长。（3）转型能力。从设立之初的一家普通经纪商转型为美国历史上最早的折扣经纪商，到上世纪 90 年代初由单纯的经纪商转型为集经纪、咨询及资产管理于一体的证券公司，再到 90 年代末期顺应时代发展成功将经纪业务移植到互联网上，嘉信理财根据自身能力和所处环境，成功实现多次转型，并在此过程中形成自身独特优势。
- 我们认为，嘉信理财的成功表明，只要有能力实现差异化竞争、找准自身定位并适时根据自身实际进行业务、产品及商业模式创新和转型，即使是从事被多数人视为红海的经纪业务的证券公司也能成为长期的成长股。从长期角度看，我们首推中信证券（买入），同时华泰证券（买入）、广发证券（未评级）和海通证券（买入）也可能是最终能突围的标的。

注：我们的系列报告更多为投资者提供一个长期视角，中短期的投资建议可关注我们日常的动态跟踪和行业更新报告。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王鸣飞

银行与证券行业分析师

8621—63325888×6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511040001

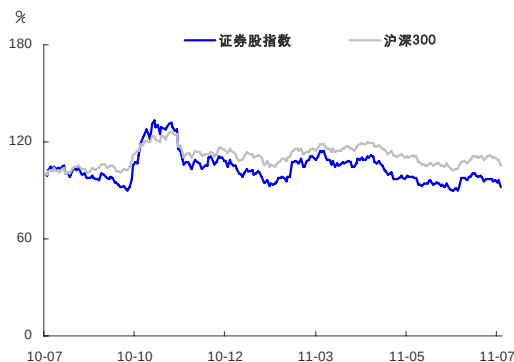
行业评级 **看好** 中性 看淡 **（维持）**

国家/地区 中国/A 股

行业 证券

报告发布日期 2011 年 7 月 28 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009	2010	2011E	2012E	评级
中信证券	1.35	1.14	0.64	0.74	买入
华泰证券	0.79	0.61	0.64	0.73	买入
海通证券	0.55	0.45	0.50	0.58	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关报告

时间
长期的成长股——证券业长期价值报告之一#
2011.6.13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

嘉信理财：20 年 60 倍的传奇缔造者	3
嘉信理财简介	3
业绩及股价表现	3
敏锐捕捉变革机遇，丑小鸭终成行业龙头	5
1971-1981 年：时势造英雄，政策变革催生嘉信	5
1982-1995 年：积极创新，完美蜕变带来嘉信腾飞	6
技术创新	6
商业模式创新	6
产品线的创新	6
1996-2002 年：勇敢拥抱互联网，逐步走上转型之路	8
2002 年-至今：积极经营品牌，铺开前进大道	9
嘉信的成功之道及对中国同业的启示	12
差异化竞争	12
结合自身能力的转型能力	12
持续而强大的创新能力	13
独创的三渠道战略	14
分公司网络	14
呼叫中心	15
在线交易	15
投资策略	16

嘉信理财：20 年 60 倍的传奇缔造者

嘉信理财简介

总部位于旧金山，成立于 1971 年的嘉信理财(Charles Schwab)，是目前世界上最大的经纪商之一。嘉信理财旗下包括有嘉信理财公司、嘉信银行和嘉信理财香港有限公司，提供证券经纪、银行、资产管理与相关的金融服务。根据 2011 年第一季度财务报告，嘉信理财拥有总数超过 810 万个活跃经纪账户，银行账户数量达 71.9 万个，退休计划参与者达 144 万人，管理资产总额逾 1.65 万亿美元。嘉信的客户包括美国国内以及世界各地的独立投资者、独立经纪顾问以及公司退休与投资计划的企业。

图 1：位于华尔街和唐人街的嘉信理财

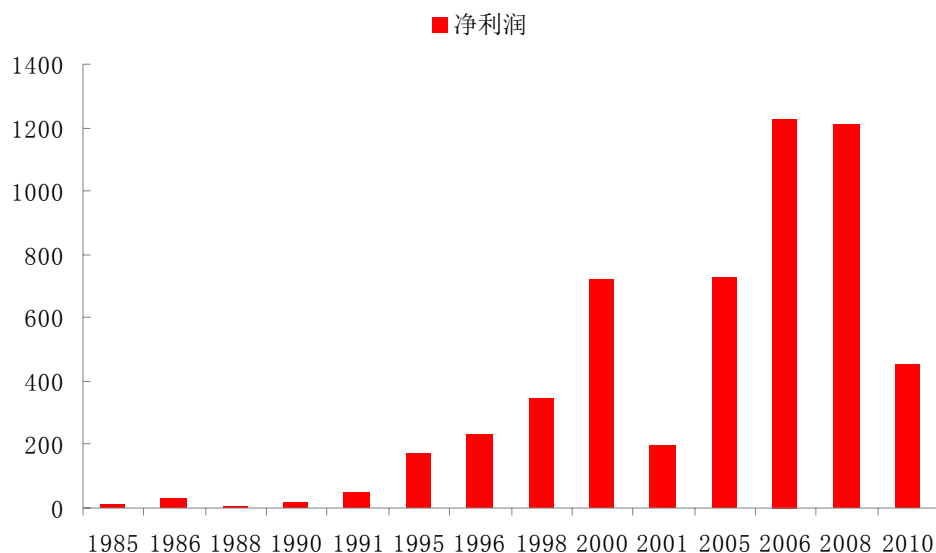


资料来源：google 图片，东方证券研究所

业绩及股价表现

公司从上世纪 80 年代初开始盈利。其后，净利润快速增长，从 1985 年的 1100 万美元增长到 2008 年 12.1 亿美元，年复合增长率为 22.7%，连续 20 年以上保持 20%以上的复合增长率。在 1990-2000 的 10 年中，嘉信理财公司对股东的投资回报率一直高居美国“财富”500 强公司的前 5 名；公司的主要经营指标，如客户资产、主营业务收入、净利润的复合年增长率都在 25-30%之间。

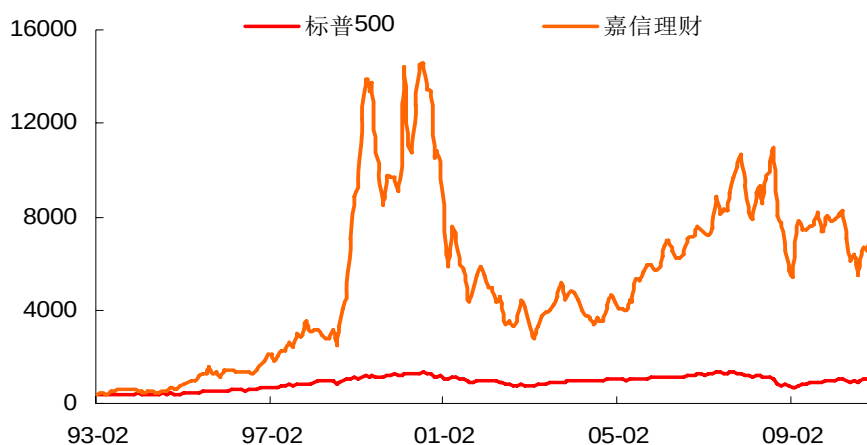
图 2：嘉信理财 1985-2010 年净利润



资料来源：Bloomberg，公司网站，东方证券研究所

嘉信理财于 1987 年在纽约证券交易所成功上市。在 1992 年到 1997 年短短五年时间，嘉信公司股票价格飙升了 10 倍以上。1997 年，嘉信理财股票取代摩根士丹利集团被列入标普 500 指数样本股。从 1987 年公司上市到 2010 年末，公司股票的价格上涨达 60 倍，远远超过同期标普 500 指数 4 倍的涨幅，给公司股东带来了丰厚的回报。

图 3：1993-1999 年嘉信股票价格走势



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

敏锐捕捉变革机遇，丑小鸭终成行业龙头

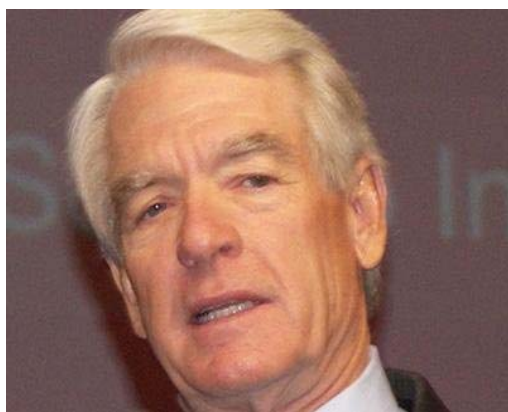
1971-1981 年：时势造英雄，政策变革催生嘉信

查克·施瓦布（Charles R. Schwab）出生于加利福尼亚州。1963 年，他与其他两个合伙人创办了一份投资咨询杂志《投资风向标》。该杂志发行量最高时，有 3000 个订户。查克·施瓦布在 1971 年投入 10 万美元资本金，与他人合伙建立了一家传统证券经纪公司“第一指挥官公司”。但是由于厌恶当时经纪业盛行的推销、提供咨询意见以及对投资者的各种形式的诈骗，他决定重新组建公司。1973 年他买下了其他合伙人的股权，将“第一指挥官公司”命名为“嘉信公司”（Charles Schwab）。

1975 年五一劳动节，美国证券交易委员会正式批准“经过协商的佣金”制度，标志着证券经纪业务佣金率可以上下浮动。在此之前，纽交所的会员公司向散户实际收取的佣金，与它向交易 10000 股相同股票的保险公司收取的佣金是相同的。在固定佣金制下，证券经纪商的利润事实上是得到保证的，这使得多数证券经纪商不愿开发金融产品或改善客户服务。而当协商佣金制颁布后，不同证券经纪商采取了不同的佣金率策略。比如美林公司不仅没有降低佣金率，反而提高了 10%。多数证券经纪商也只对共同基金和机构投资者降低佣金，散户如果不力争，要想经纪商提供低佣金基本是不可能的。

查克·施瓦布在这次佣金率监管制度的大变革中看到了机会。嘉信趁势率先推出了针对所有客户的折扣佣金业务。此外，嘉信与其他经纪商不同，它不向客户提供咨询，以防引起经纪人与客户间的利害冲突，因为咨询在当时已经受到客户的诟病，同时由于无需聘请昂贵的经纪人，其成本也得到了有效控制。由于定位正确，公司吸引了大量寻求低佣金率的散户，一开始便取得迅速发展。每天处理的委托指令一下由 200 多笔上升到 2000 多笔。当年，嘉信公司正式成为太平洋沿岸证券交易所的会员，并在旧金山市以外开设了第一家分公司。

图：嘉信公司创始人查克施瓦布



charles SCHWAB
嘉信理财

资料来源：公司网站、东方证券整理

早在创立初期，公司就开始尝试高科技创新，以便提高指令下单精确度及降低日常成本。在 1979 年，嘉信将其自开业以来积累的全部收益——50 万美元投入到“狱吏”清算系统，使其成为第一

家实现室内交易自动化的折扣经纪商。这一举措不仅减少了经纪业务的日常处理成本，交易的精确度也要高于同行。其后，嘉信成为第一家工作日 24 小时提供报价服务的经纪商。事实上，美林在当时也想推出类似服务，但由于这种服务会削弱经纪人的力量，客户不再需要通过经纪人来了解行情，美林强大的经纪人团队强烈反对这一服务。而嘉信的经纪人基本上提供标准化服务，并没有特权，所以能很好地推行这种服务。这样，美林的客户要了解行情必须通过其经纪人，而嘉信的客户则能 24 小时随时了解行情，使得嘉信获得了市场更多的青睐。到 20 世纪 70 年代末，嘉信公司已然成为世界上最大的佣金折扣经纪商，其拥有 1450 万美元的收入，9 万个客户。

佣金折扣证券经纪券商在 1981 年迎来第一次大兼并浪潮，发展迅速的嘉信趁机收购了金斯莱（Kingsley）、波伊（Boye）和索斯伍德（Southwood），还收购了莱特曼交易服务公司（Letterman Transaction Services）和里奇维公司（Ridgeway），使得公司规模得以迅速扩张，并顺利成为纽约证券交易所会员。

1982-1995 年：积极创新，完美蜕变带来嘉信腾飞

成长中的嘉信并没有固步自封，陷入一种固定的企业模式中。相反，嘉信公司始终坚持创新，按照自身能力来界定自己的定位。嘉信在这一阶段主要进行了以下三方面的创新：

技术创新

1985 年，公司连续推出三个新的在线产品。由于公司早期就开始科技创新，因而其具备很强的技术开发能力。它首先推出了“均衡器”——一种以 DOS 为基础的应用系统。使得拥有个人电脑的客户能利用嘉信公司数据库的功能，以弥补小投资者力量的不足，也开辟了通向在线服务的途径。而后，由于其“顾问资源”项目势头很好，嘉信又开发了“嘉信连线”——一种收费的金融咨询服务。它允许金融顾问利用嘉信公司的计算机网络进行交易、管理客户。嘉信则负责金融顾问交易记录的保管和报告书的编制，嘉信根据交易笔数和客户资产规模收取费用。这种服务很成功，在所有通过收费的金融顾问引入的资产中，82% 利用“嘉信连线”进行管理。后来，嘉信进一步升级了报价系统，推出“嘉信报价”系统。该系统可以实时检索股价行情，甚至能比别人提前收到重要信息。由于技术的不断创新，公司的新系统在吸引客户的同时也降低了公司的营运成本。

商业模式创新

嘉信 1986 年决定对个人退休金账户采用免费政策。这一决定在起初对公司造成的直接损失预估每年高达 900 万美元，甚至可能会冲击嘉信的盈亏底线，但其可能带来的收益则是未知的。然而，嘉信在审时度势之后，仍坚持推行这一策略，并且在短时间内就受到了市场的追捧。个人退休账户迅速增加，吸引了大量客户资产，而嘉信则从客户资产中获取利息收入。这样，嘉信不仅没有出现预估的亏损，反而获利颇丰，当年其净利润就达 3220 万美元。靠提供免费的平台来吸引客户，进而寻找新的利润点，这可谓是嘉信一次成功的商业模式的转变。

产品线的创新

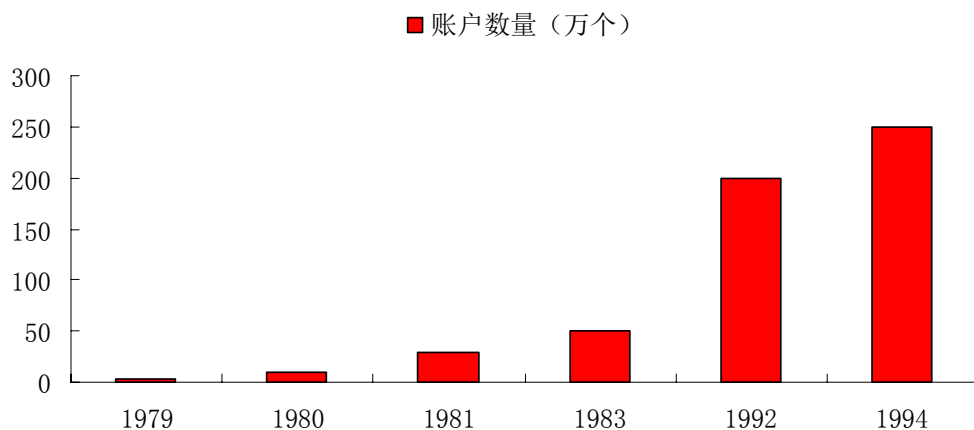
1982 年嘉信公司推出“嘉信单一账户”，将股票经纪账户和银行账户进行绑定，旨在为客户提供更好的现金管理。这一产品推出不久就开始盈利。而且由于“嘉信单一账户”支付的利率比传统储蓄高几个百分点，客户资金开始大量涌入，而嘉信则从客户资金中获得利差收入。

“共同基金全一账户”——嘉信在 1992 年正式推出免费的基金服务。这是行业内第一个没有附加费、不收交易费共同基金超市。这个基金超市允许投资者在众多品种相互竞争、无附加费共同基金中进行挑选，然后把选中的共同基金全部放在一个账户中。这消除了不同基金之间转换的壁垒，给予投资者更大的支配权，而且还对客户免费，只是从在基金超市上柜的基金公司收取 25~35 个基点的费用。因为基金公司可以在基金超市获得“上柜的空间”、低廉的营销成本、联合广告。这种双赢局面在吸引了基金公司的同时也绑住了大量客户，也使得嘉信赢得了更多的市场份额。而嘉信则从客户并不关注的期间费用和保证金利息中获利。从 1981 年推出“共同基金市场”到这时“共同基金全一账户”取得成功，嘉信的账户从 30 万个增加到 1994 年的 200 万个。

“顾问资源”——嘉信在 1988 年推出的收费金融投资咨询服务。这个项目为需要理财服务的客户提供一张合格、独立、主要依靠收费的 600 多位金融顾问的名单。反过来，这些金融顾问会将其服务的客户的资产放在嘉信公司，这为嘉信带来了大量的客户资产。这个项目设计很巧妙，既能让客户得到咨询，把客户留住，又没有违背公司最初不提供咨询的理念，也为后来直接向客户提供咨询的转变做了过渡。

由于公司发展迅速，1987 年，嘉信以 2.8 亿美元完成了从美国银行的回购（1983 年，出于对资本金的需求，嘉信公司无奈被美国银行以 5700 万美元收购）。同年 9 月，嘉信公司（母公司）完成首次公开募股，在纽交所成功上市，总共发售 800 万股，每股 16.5 美元。

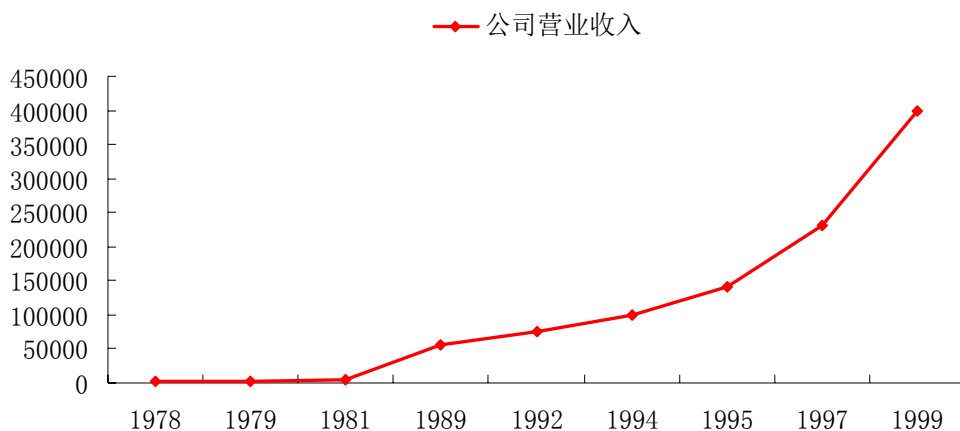
图：1979-1994 年共同基金账户数量变化



资料来源：东方证券研究所

到了 1995 年，嘉信公司收入达到 14 亿美元，客户资产达 1810 亿美元，分公司数达到 225 个。这时候的嘉信已经接触互联网，并开发了多个基于互联网平台的产品，开始向电子经纪商转变。

图：1978-1999 年嘉信公司营业收入



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

1996-2002 年：勇敢拥抱互联网，逐步走上转型之路

相对于其竞争对手而言，嘉信最早接触互联网，并在上世纪 90 年代初就预见到了互联网的变革力量及其对传统证券经纪业带来的机遇。

考虑到在线交易的超低成本及其广阔前景，1996 年嘉信正式进入互联网交易，推出了“eSchwab”。起初，嘉信对在线交易这个新渠道抱着谨慎的态度，把“eSchwab”作为一个独立的机构分离出来。但是“eSchwab”发展迅速，在短短两周内就开了 25000 个账户。1997 年底，嘉信在线交易账户就达到 120 万户，带来资产 810 亿美元。网上交易已经占到全部交易的 37%，并且继续呈上升趋势。由于网上交易速度较快，嘉信的价格双轨政策（网下交易佣金率较高）使得客户开始抱怨。鉴于此，嘉信将“eSchwab”和嘉信传统交易重新合并在一起，统一交易价格。这种策略赢得了客户的支持，也为嘉信带来了活力。虽然下调佣金降低了预期收入，但是在线交易在减少公司成本的同时，也增加了交易量：嘉信公司的总账户数从 300 万增加到 620 万，公司收入不降反升。到年底，公司在线账户达到 180 万，嘉信总市值也窜到了 230 亿美元，超过了它最强大的对手美林。与此同时，公司也开始进行海外拓展，创建了嘉信公司欧洲分公司，以及在中国香港提供交易服务。并开始与第一波士顿、JP 摩根和大通汉鼎（Chase H&Q）结成联盟，使得嘉信公司客户可以参与首次公开募股。

规模的扩大使得嘉信开始谋求转变，嘉信开始向对手美林看齐。向提供全方位服务转变的嘉信公司贯彻“我也提供”的方针。公司设立了“货币连线”（moneylink）基金电子转账服务，在美国首创能用中文下达委托指令的网站，同时开始在英国进行在线投资服务，并进入到加拿大市场。由于在线交易发展迅猛，到 1999 年，嘉信公司客户资产超过 7000 亿美元，收入将近 40 亿美元。公司在线基金超市为 316 个基金家族的 1900 个共同基金提供上述各种客户端服务和投资管理服务，所服务的基金资产占整个市场的 11%。除此之外，嘉信理财公司还为 5800 名独

立投资管理经理提供客户中介，表现了高度个性化特征，通过这种中介，这些经理人带来了 848000 个客户帐户，2100 多亿美元资产。

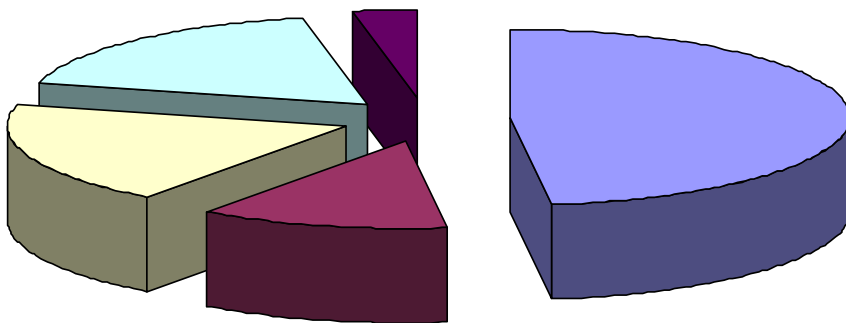
为了寻找一个不像交易佣金那样有升降周期的收入来源，嘉信在 2000 年用 27 亿美元收购一家走高端路线的经纪商——美国信托公司。着手建立了私人客户服务项目，由经纪人为拥有 50 至 500 百万美元的客户提供一对一的服务。客户在那里可以得到全方位的资产管理、理财规划、信托和不动产策划、私人银行服务等。这不仅满足了高层次客户的需要，也为公司带来了新的利润增长点。其后，嘉信公司和巴莱克银行联手，进行网上外汇交易服务。

原本不提供咨询的嘉信也开始适应市场而转变，公司开设了“股票分析家”（stock analyzer），用来提供第三方证券分析师的推荐意见和收益预测。嘉信在 2002 年宣布开设“嘉信股票排行榜”——一种股票研究和咨询的服务，以此作为进入全方位经纪服务的先锋。它用 A 到 F 的各个字母来代表等级，对嘉信公司交易的美国 3000 多只股票进行评级。这种咨询服务最受欢迎的地方在于其公正性，它推荐卖出的次数和推荐买入的次数相等。而其竞争对手则几乎总是推荐买入，而从不推荐卖出，两者形成了鲜明对比。得益于嘉信过去在自己业务范围内的一系列创新，它在网络交易方面战胜了最大的对手美林。

这时期的嘉信已经正式进入互联网，公司推出的多款产品为客户提供全面的在线服务，正式转型为电子经纪商。并且开始为客户提供个性化的投资咨询服务，谋求向全面服务的经纪商转变。

图：2001 年嘉信公司各项业务收入占比

■ 经纪佣金收入 ■ 造市价差收入 ■ 基金业务收入 ■ 客户资金利差收入 ■ 其他



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

2002 年-至今：积极经营品牌，铺开前进大道

经过上个世纪 20 年来的快速发展，嘉信进入了一个相对平稳的发展阶段。此时嘉信开始大力宣传自己，进行品牌经营，并开始承担起一个大公司应有的社会责任。

2004 年 12 月，嘉信选择 Euro RSCG New York 作为其全方位服务的广告代理商。开始了积极的广告攻势，嘉信开展了丰富的具有针对性的广告活动，拍摄了一系列生动的动漫广告宣传片、积极赞助体育赛事并大力支持慈善事业。在平面媒体、网络、广告牌和分支机构到处可以见到嘉信公司“Talk to Chuck”的广告语。

表 1：嘉信广告活动分类

广告活动	主要内容	影响力
Talk to Chuck	通过电视、平面媒体和网络对客户进行全方位的体验式广告互动	该活动赢得了很多媒体奖项，也取得了出色的业务成果
Active Trader Ads	针对每年交易达 120 次以上的活跃交易者宣传嘉信的操盘工具和技术	活跃的交易为嘉信带来了更多佣金
Institutional Ads	主要针对投资顾问及机构投资者宣传业界领先的服务	促进了嘉信向机构投资者靠拢
Sponsorships	PGA 巡回赛和冠军巡回赛的官方投资公司，还是美国国家滑雪队和大联盟棒球队—旧金山巨人队的赞助商	赞助的体育赛事为慈善事业带来了大笔资金，使得嘉信成为一家社会责任感强的企业，也吸引了客户

资料来源：公司网站、东方证券研究所整理

嘉信一系列积极的广告宣传，大大提高了嘉信在社会上的知名度、美誉度及社会责任感，进一步巩固了其在客户心中的形象。

图：嘉信理财元老竞标赛



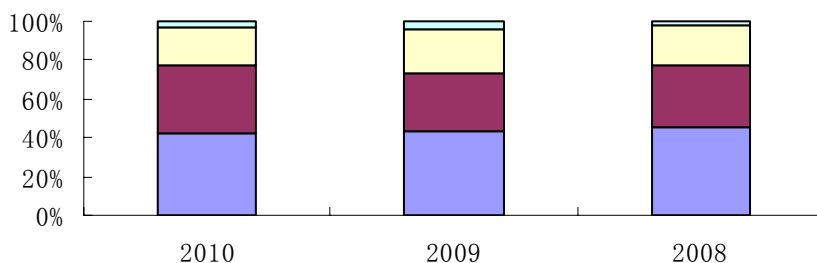
资料来源：新浪视频

由于嘉信公司主业集中在证券经纪类业务，很少涉及到次级债及按揭证券，嘉信在很大程度上成功地避免了 2007—2008 年的金融危机，由于公司规模庞大，嘉信在后期的发展并不冒进，而是亦步亦趋，只在自己擅长的领域进行拓展，从事的也都是彼此关联度较高的业务。

时至今日，嘉信已经发展成为一家集证券经纪、银行、资产管理及相关的金融服务等业务的大型综合券商。今年来经纪佣金在其收入结构中占比已经不到 20%，它不再只是单纯地提供经纪业务，而是开始向全能型卖方证券公司转变。

图 9：嘉信近三年各项收入结构变化

■ 资产管理费收入 ■ 净利息收入 ■ 交易佣金收入 ■ 其他



资料来源：公司年报，东方证券研究所

图：嘉信理财中文网站



资料来源：公司网站，东方证券研究所

注：本章节部分数据和资料引自《颠覆者嘉信公司重塑华尔街证券经纪业规则》（上海远东出版社）。

嘉信的成功之道及对中国同业的启示

过去两年多的时间里，中国的证券公司经历了经纪业务佣金率快速下滑的局面。作为一家单纯的经纪商，嘉信理财在美国的成功无疑对我国的证券公司有很强的借鉴意义，其展现出的一些特质也为投资者寻找中国的“嘉信理财”提供了一些参考。我们分析认为，嘉信理财的成功至少来源于以下几点。

差异化竞争

嘉信公司成立之初的宗旨就是向投资者提供最便宜的交易手段。所以，低成本作为嘉信的经营理念一直贯彻至今。一开始，嘉信就采用与其他经纪商不同的策略。嘉信面向散户而不是像其他经纪商只对客户收取低佣金。嘉信的佣金折扣是人们通常支付的 80%；同样一笔期权交易的费用在其他经纪公司可能需要 175 美元，而在嘉信只要 34 美元。嘉信这种聪明的低价策略，一推出就吸引了大批散户，使得公司一下打开了市场。嘉信一方面普遍实行仅高于成本价的平价政策来压制竞争对手和对潜在行业进入者形成进入壁垒；另一方面，嘉信在低价的基础上进一步在细分客户群中引入激励机制。比如，对活跃交易客户提供速度更快的便捷网上通道，对大资产额和大交易量客户提供更加个性化的一揽子服务，对有咨询需求的客户则会提供相应的咨询服务等。

嘉信的低佣金策略能够顺利实施，在很大程度上得益于它的低成本经营。嘉信的经纪人基本上都是低学历的、甚至是行业外的人，而且都不提供咨询服务，这样就可以在很大程度上降低人力成本。并且嘉信的员工领取的都是固定薪酬，工资浮动不大，这也使嘉信能很好地对人力成本进行控制。

发展到后期，嘉信通过废止退休金账户收费、设立免费基金超市、拓展低费率的线上交易渠道等商业模式或产品创新，依然维持了其在价格和费率方面的领先优势，力求实现与同业的差异化竞争。

结合自身能力的转型能力

嘉信理财取得成功，在很大程度上是因为其能够结合自身当时的能力、所处的环境进行及时的转型。而且事后证明，每一次转型都使它领先对手一步。

1975 年美国联邦证券管理委员会取消统一佣金制后，作为一家规模尚小的经纪商，嘉信理财将自己转型为一家主要服务于中小散户的区域折扣经纪商，一举打败众多经纪商，吸引了大量的客户。

1992 年，嘉信开始尝试从单纯的折扣券商转为兼营共同基金等综合投资理财业务的提供商，这主要是因为经过 20 年的发展，嘉信已成为了一家全国性的经纪商，此时其已有能力也有资本提供除交易业务以外的其他卖方业务，而且凭借多年的客户基础，其共同基金和投资咨询服务在开展之后发展速度异常迅猛。

嘉信的第三次重大转型是网上交易的开展。从 1995 年开始，由于意识到互联网给证券经纪带来的机遇，同时凭借 1980 年代就开始研究线上交易的先发优势，嘉信开始向“电子经纪商”转变。它领先各大券商推出了网上股票交易业务，其后，与纯网络券商 E*Trade 展开了长期的网络券商龙头

拉锯战。至今嘉信客户中有 85% 通过网络交易，其网络客户数占全美网上交易客户数的四分之一。虽然 E*Trade 以纯网络券商先驱之姿抢走嘉信不少份额，但是在两强相争之初，嘉信的服务与整体规划基本上较 E*Trade 来得完备——这与其从事金融证券业的经验及企业本质有关。

2000 年以来，嘉信经历了第四次转型。“第四代嘉信理财”不仅仅将焦点放在一般投资大众，而是进一步瞄准了高收入客户，并且收购了美国信托公司。

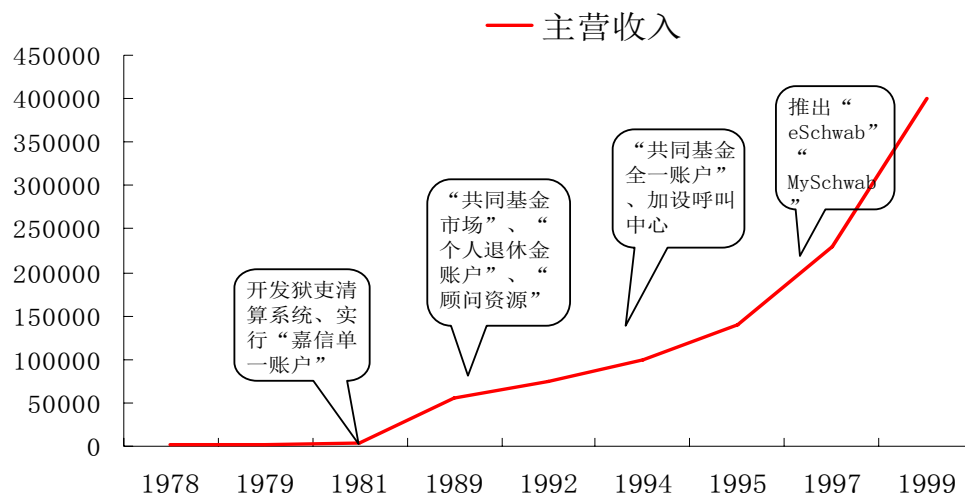
持续而强大的创新能力

创新是一个公司发展的灵魂，嘉信在成立之初就颠覆了传统经纪业的规则，其创造性的定位使其能从众多强劲对手中脱颖而出。在商业模式及产品开发上嘉信总能走在其对手前面，正是嘉信领先市场的创新能力使之快速成长，吸引了越来越多的客户，这一点是很值得我国证券公司学习的。

公司的价值理念——“欢迎剧变”给予创意以生长土壤。好的创意不管来自何方，都能被采用。从公司开发出“狱吏”清算系统，成为第一家实现室内交易自动化的折扣经纪商，到推出领先对手的“嘉信单一账户”；从第一家工作日 24 小时提供报价服务，再到推出不收交易费的“共同基金全一账户”服务——每一次创新和变革，对嘉信而言都是一次跨越。在此期间，嘉信还推出了多款在线产品：“均衡器”、“嘉信连线”、“嘉信报价”系统和免费的个人退休金账户及“顾问资源”。到 1996 年，推出了“eSchwab”，嘉信正式进入互联网交易。

嘉信每一次新产品和服务的推出都走在竞争对手前面，在竞争激烈的折扣经纪行业谁能更快吸引客户谁就占领了先机，嘉信强大的创新能力使公司获得了更多的客户和资产。

图：嘉信公司开发的创新产品



资料来源：

独创的三渠道战略

嘉信的成功还得益于其多样化的沟通与交易渠道，分公司网络、呼叫中心、在线交易是嘉信联系客户的三大渠道。这三条渠道为不同的客户提供全方位、全天候的服务，三者之间又能互相补充，互相促进，更好地为客户服务。

分公司网络

早期的嘉信理财和一般的经纪公司不同，它只提供交易服务，而这种服务是标准化服务，和经纪人个人能力如何没有关系。打电话去嘉信公司，接待客户的是嘉信理财的员工，而不是某个大牌的经纪人，客户面对的永远是嘉信理财，而不是某个具体的人。嘉信理财如同其他很多世界五百强的大公司一样，它输出的是标准化的员工，标准化的服务，标准化的公司文化。因而，嘉信公司能够在全国范围乃至世界范围内开办分公司，进行成功地复制。

嘉信公司在分公司执行严格的质量控制和平民化做法。成功的分公司网络有助于形成忠诚的客户，但也促进了客户和当地经纪人之间关系的发展。为了打破这种亲密关系，以防客户随经纪人的跳槽而流失。嘉信规定：在全公司范围内分配电话接听、尽可能多地从证券业之外雇佣员工，同时禁止招揽生意。这些规定在一定程度上削弱了经纪人的力量，也使得嘉信的分公司战略能成功地实施。另外，嘉信的分公司大都设在商业区的豪华路段，这能使客户在第一面就感受到这家公司的实力。

图：嘉信理财位于波士顿的分公司

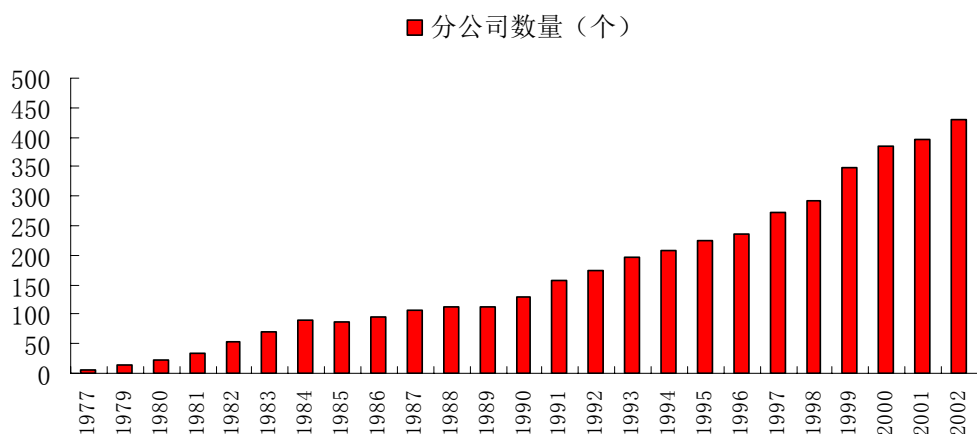


资料来源：google 图片

嘉信率先推出的分公司网络，不仅使客户能更方便的交易，也使得人们能近距离感知他们的财富，带来了客户量的快速增长。从 1977 年开始正式实施分公司战略，其分公司数量从 7 家扩张到 2002

年的 430 家。其庞大的分公司网络不仅是公司声誉和质量的象征，也便捷了客户的交易和服务。这一战略获得了巨大的成功，吸引了大量的客户，也引来其他经纪商的纷纷效仿。

图：1977 年分公司战略实施开始至 2002 年分公司数量变化



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

呼叫中心

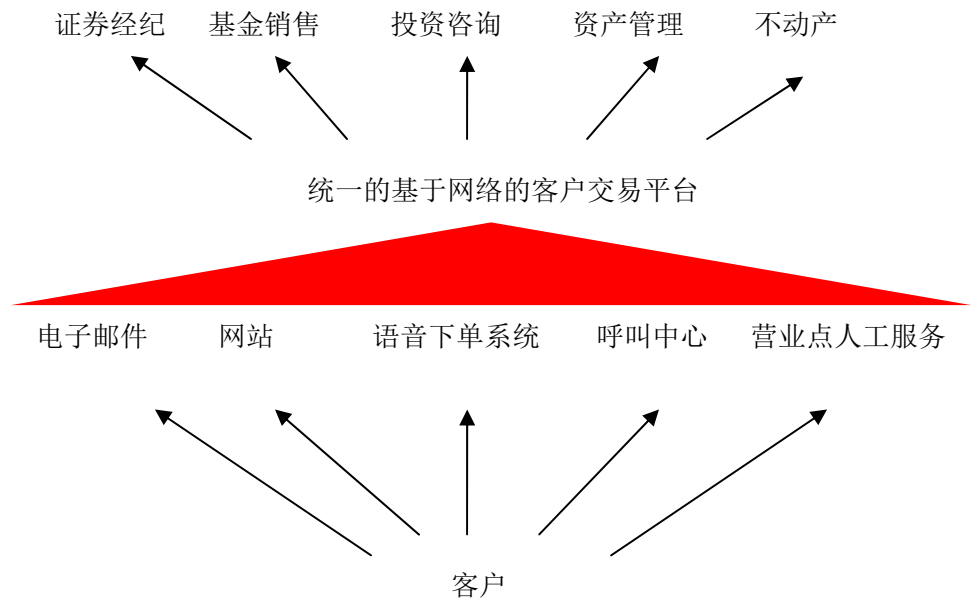
嘉信的呼叫中心最早成立于 1977 年，到后来发展成电话呼叫中心网络。公司在菲尼克斯拥有一个全国性的电话中心，同时还拥有包括印第安纳波利斯、丹佛、菲尼克斯和奥兰多等四个地方性中心。这些呼叫中心每周处理几百万个电话，使客户可以随时随地了解行情，判断盈亏，询问项目计划或者进行交易。

在线交易

从 1995 年开始，嘉信意识到互联网与证券交易相结合带来的巨大商机，公司致力于向“电子经纪商”转变。次年正式进军互联网交易，推出“eschwab”。在“eschwab”推出两周内就开立了 25000 个“eschwab”账户。由于发展一家网上证券营业部所需的费用仅为传统证券营业部的 1/3—1/2，日常费用更是只有 1/5—1/4。低成本的经营符合嘉信的理念，嘉信把握住机遇大力发展在线经纪，并进一步降低了佣金。到 1998 年底，嘉信每周互联网经纪额已达 40 亿美元，占其总经纪量的 50% 以上，占全国互联网日经纪量 30%，客户总数高达 550 万户，客户总资产为 1443 亿美元，互联网年经纪额超过 2000 亿美元。

嘉信公司的三渠道战略，可以让客户自主服务，按照自己最喜欢、最方便和最熟悉的方式进行交易。对投资者和客户极具吸引力，在线交易并没有使电话交易减少，两者很好地进行了互补。嘉信的三渠道战略很好的融合到了一起，并相互促进。

图：嘉信的三渠道战略结构



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

投资策略

我们认为，嘉信理财的成功表明，只要有能力实现差异化竞争、找准自身定位并适时根据自身实际进行业务、产品及商业模式创新和转型，即使是从事被多数人视为红海的经纪业务的证券公司也能成为长期的成长股。从长期角度看，我们推荐中信证券（买入），同时关注华泰证券（买入）、广发证券（未评级）和海通证券（买入）也可能是最终能突围的标的。

附表：中信证券财务报表预测与比率分析

损益表主要科目(百万元, 人民币)	2010A	2011E	2012E	资产负债表主要科目(百万元, 人民币)	2010A	2011E	2012E
营业收入	27,795	15,687	17,995	货币资金	64,719	78,216	91,187
手续费及佣金净收入	14,858	12,145	13,674	结算备付金	15,637	19,436	22,891
代理买卖证券业务净收入	7,809	5,247	6,046	交易性金融资产	14,256	15,714	17,316
证券承销业务净收入	2,903	2,838	3,061	可供出售金融资产	37,188	41,651	46,672
委托客户资产管理业务净收入	181	244	293	持有至到期金融资产	0	0	0
利息净收入	1,303	1,311	1,555	存出保证金	1,007	1,258	1,484
投资收益	10,960	1,777	2,243	买入返售资产	1,866	1,960	2,058
公允价值变动	565	334	390	长期股权投资	7,614	8,375	9,045
营业支出	11,526	7,332	8,122	固定资产	2,491	2,740	2,959
业务及管理费用	10,535	6,516	7,189	资产总计	153,178	177,753	202,666
营业利润	16,269	8,355	9,872	短期借款及拆入资金	128	159	188
利润总额	16,320	8,409	9,928	交易性金融负债	0	0	0
所得税	4,184	1,977	2,482	代买卖证券款	62,081	77,575	91,538
归属于母公司股东的净利润	11,311	6,394	7,403	卖出返售	6,902	8,624	10,176
少数股东损益	825	38	44	应付职工薪酬	5,058	3,035	3,346
重要比率 (%)	2010A	2011E	2012E	长期负债	1,500	1,500	1,500
代理买卖证券业务净收入/营业收入	28.09	33.45	33.60	负债总计	82,330	98,467	115,595
利息净收入/营业收入	4.69	8.36	8.64	股本	9,946	9,946	9,946
投资收益及公允价值变动收益/营业收入	41.46	13.46	14.63	资本公积	9,074	9,713	10,453
资产负债率	53.75	55.40	57.04	一般风险准备	9,074	9,713	10,453
净佣金费率	0.093	0.072	0.071	交易风险准备	0	639	1,380
管理费用率	37.90	41.54	39.95	盈余公积	4,680	5,319	6,059
有效所得税率	25.64	23.51	25.00	未分配利润	20,662	25,138	28,402
ROAE	17.89	8.81	9.87	少数股东权益	413	462	507
ROAA	6.74	3.28	3.87	股东权益合计	70,848	79,286	87,072
每股指标(人民币)	2010A	2011E	2012E	相对估值指标	2010A	2011E	2012E
每股净资产	7.12	7.97	8.75	市盈率(PE)	10.81	19.13	16.53
每股收益	1.14	0.64	0.74	市净率(PB)	1.73	1.54	1.40
每股分红	0.26	0.29	0.33	分红收益率	2.11	2.39	2.66

资料来源：东方证券研究

附表：华泰证券财务报表预测与比率分析

损益表主要科目(百万元, 人民币)	2010A	2011E	2012E	资产负债表主要科目(百万元, 人民币)	2010A	2011E	2012E
营业收入	8,900	9,564	10,785	货币资金	59,465	64,440	73,198
手续费及佣金净收入	7,119	7,361	8,273	结算备付金	25,128	28,244	33,073
代理买卖证券业务净收入	5,516	5,720	6,394	交易性金融资产	13,916	14,888	15,741
证券承销业务净收入	1,475	1,491	1,699	可供出售金融资产	5,191	5,595	6,072
委托客户资产管理业务净收入	128	150	180	持有至到期金融资产	5	5	5
利息净收入	971	1,178	1,313	存出保证金	3,136	3,558	4,199
投资收益	732	728	1,050	买入返售资产	251	264	277
公允价值变动	71	279	127	长期股权投资	2,504	2,879	3,167
营业支出	4,400	4,931	5,304	固定资产	1,227	1,411	1,552
业务及管理费用	3,980	4,478	4,791	资产总计	113,463	126,609	146,097
营业利润	4,499	4,633	5,480	短期借款及拆入资金	0	0	0
利润总额	4,502	4,636	5,483	交易性金融负债	0	0	0
所得税	1,022	1,052	1,371	代买卖证券款	69,107	78,423	92,539
归属于母公司股东的净利润	3,425	3,560	4,086	卖出返售	2,509	2,847	3,359
少数股东损益	55	23	26	应付职工薪酬	871	960	1,038
重要比率 (%)	2010A	2011E	2012E	长期负债	0	0	0
代理买卖证券业务净收入/营业收入	61.98	59.81	59.29	负债总计	80,223	90,649	106,871
利息净收入/营业收入	10.92	12.32	12.17	股本	5,600	5,600	5,600
投资收益及公允价值变动收益/营业收入	9.02	10.53	10.91	资本公积	973	1,329	1,737
资产负债率	70.70	71.60	73.15	一般风险准备	973	1,329	1,737
净佣金费率	0.088	0.076	0.072	交易风险准备	883	1,239	1,648
管理费用率	44.72	46.82	44.42	盈余公积	822	1,178	1,587
有效所得税率	22.70	22.70	25.00	未分配利润	7,198	8,662	10,454
ROAE	14.69	10.79	11.73	少数股东权益	358	387	422
ROAA	3.28	2.92	3.28	股东权益合计	33,240	35,955	39,221
每股指标(人民币)	2010A	2011E	2012E	相对估值指标	2010A	2011E	2012E
每股净资产	5.94	6.42	7.00	市盈率(PE)	18.74	18.03	15.71
每股收益	0.61	0.64	0.73	市净率(PB)	1.93	1.78	1.64
每股分红	0.25	0.29	0.31	分红收益率	2.21	2.49	2.70

资料来源：东方证券研究

附表：海通证券财务报表预测与比率分析

损益表主要科目(百万元, 人民币)	2010A	2011E	2012E	资产负债表主要科目(百万元, 人民币)	2010A	2011E	2012E
营业收入	9,768	10,981	12,638	货币资金	58,318	64,395	72,793
手续费及佣金净收入	7,208	7,775	8,986	结算备付金	19,653	22,610	26,596
代理买卖证券业务净收入	4,864	4,624	5,183	交易性金融资产	15,018	17,423	20,175
证券承销业务净收入	920	942	1,003	可供出售金融资产	6,033	7,121	8,330
委托客户资产管理业务净收入	714	1,142	1,306	持有至到期金融资产	0	0	0
利息净收入	1,366	1,632	1,898	存出保证金	3,230	3,728	4,399
投资收益	1,056	1,373	1,540	买入返售资产	2,120	2,226	2,337
公允价值变动	104	164	174	长期股权投资	1,434	1,577	1,703
营业支出	4,935	5,584	6,181	固定资产	988	1,087	1,174
业务及管理费用	4,512	5,089	5,612	资产总计	115,413	129,661	147,785
营业利润	4,833	5,397	6,457	短期借款及拆入资金	2,922	3,373	3,981
利润总额	4,990	5,562	6,630	交易性金融负债	0	0	0
所得税	1,122	1,250	1,657	代买卖证券款	63,682	73,514	86,746
归属于母公司股东的净利润	3,686	4,109	4,738	卖出返售	0	0	0
少数股东损益	182	203	234	应付职工薪酬	905	1,045	1,153
重要比率 (%)	2010A	2011E	2012E	长期负债	0	0	0
代理买卖证券业务净收入/营业收入	49.79	42.11	41.01	负债总计	69,796	79,537	93,771
利息净收入/营业收入	13.98	14.86	15.02	股本	8,228	8,228	8,228
投资收益及公允价值变动收益/营业收入	11.88	14.00	13.56	资本公积	1,671	2,082	2,556
资产负债率	60.48	61.34	63.45	一般风险准备	1,671	2,082	2,556
净佣金费率	0.109	0.085	0.081	交易风险准备	1,671	2,082	2,556
管理费用率	46.19	46.34	44.40	盈余公积	1,671	2,082	2,556
有效所得税率	22.48	22.48	25.00	未分配利润	8,234	11,110	13,194
ROAE	8.58	8.99	10.17	少数股东权益	1,149	1,263	1,361
ROAA	3.28	3.46	3.87	股东权益合计	45,617	50,124	54,014
每股指标(人民币)	2010A	2011E	2012E	相对估值指标	2010A	2011E	2012E
每股净资产	5.54	6.09	6.56	市盈率(PE)	19.06	17.10	14.83
每股收益	0.45	0.50	0.58	市净率(PB)	1.54	1.40	1.30
每股分红	0.21	0.24	0.27	分红收益率	2.47	2.83	3.10

资料来源：东方证券研究

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn