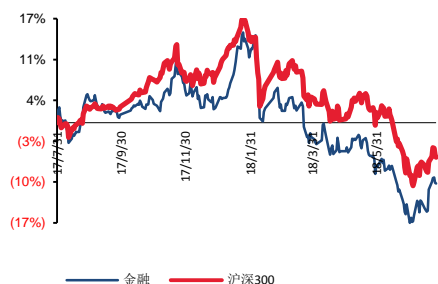


金融

## 财富管理行业专题之一——清本溯源，行业开启新篇章

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

#### 相关研究报告:

《金融去杠杆系列报告之三——信托拉开去通道大幕，考验主动管理转型》--2018/07/27

《不确定性落地，关注信托券商反弹机会》--2018/07/22

《去杠杆专题系列报告——框架总述》--2018/07/22

#### 证券分析师：魏涛

电话：010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码：

#### 证券分析师：刘涛

电话：010-88695234

E-MAIL: liutaosh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517090001

### 报告摘要

**大水养大鱼** 社会财富在过去 20 年迅速积累，为财富管理行业的发展奠定了坚实供给基础。根据波士顿咨询报告，预计 2020 年，我国高净值人群与一般家庭的可投资资产总额将分别达到 97 万亿元与 102 万亿元。那么截至 2020 年，财富管理行业的潜在空间为 15000 亿元/年，空间广阔。

**去伪存真，优质管理人将获益** 目前我国资管行业内存在着大量的伪资管产品，这类产品并没有建立在机构的资产定价能力之上，而是充当套利工具或依靠机构信用、政府信用发展起来的，其背后存在严重的期限错配以及资金池操作等严重问题。“伪”资管产品对“真”资管产品形成了挤出效应，已经事实形成一个不公平竞争的环境，某种程度上限制了资管行业的发展。因此，**资管新规是具有划时代意义的。对传统金融机构的资管业务存在的顽疾进行了清理。“伪”资管产品的出清，将会为“真”资管产品的发展让出空间。优质管理人将充分收益。**

**牌照价值凸显** “持牌经营”已经成为监管的主要方向。资管新规明确资产管理业务作为金融业务，属于特许经营行业，必须纳入金融监管。而非金融机构不得发行、销售资产管理产品。

**理财师价值凸显** 在资管新规将刚性兑付打破之后，稳赚不赔的产品将逐步消失。理财师的顾问价值将会越来越被重视。由于个人投资者通常不具备财富管理的专业能力，市场的波动性给投资者收益带来极大的不确定性。专业的财富管理服务是指能够根据居民多样化的投资需求和风险偏好，进行合理有效的组合投资、集合理财、专业管理，实现居民财富保值增值。

**投资建议：**根据财富管理产业链的不同位置，我们将机构分为了资管驱动型机构以及投顾驱动型机构。回归商业本质，意味着资管驱动型机构将比拼的是资产定价能力；投顾驱动型机构比拼的是客户服务能力。从上面两个维度出发，资管驱动型机构，我们建议关注：东方证券、中国光大控股、光大嘉宝、吉艾科技；投顾驱动型机构，我们建议关注：诺亚财富、钜派投资、东方财富、中国平安。

**风险提示：**资产价格出现大幅度波动，资管新规效果不及预期

## 目录

一、财富管理 vs 资产管理 .....	4
财富管理价值链 .....	5
二、大水养大鱼 .....	6
财富管理渗透率有较大的提升空间 .....	7
大水养大鱼 .....	9
三、监管环境在变化：正本溯源，行业开启新篇章 .....	10
资管驱动型机构——去伪存真，优质管理人将获益 .....	10
投顾驱动型机构——牌照价值与理财师价值凸显 .....	15
四、投资建议：回归商业本质 .....	16

## 图表目录

图 1	财富管理价值链.....	5
图 2	中国个人可投资资产总额.....	7
图 3	中国个人投资资产结构.....	7
图 4	中美家庭总资产配置对比.....	8
图 5	我国居民金融资产配置情况（2014）.....	8
图 6	美国家庭金融资产配置情况（2016）.....	9
图 7	私行 AUM 占零售 AUM 比例.....	9
图 8	新规去通道去嵌套规定.....	11
图 9	券商资管规模以及平均管理费率.....	11
图 10	各类投资品种的风险收益图.....	16
图 11	UBS 财富管理业务流程.....	16
表 1	资产管理和财富管理的区别.....	4
表 2	财富管理代表机构分类及特点.....	5
表 3	各机构对于非标资产的监管要求.....	12
表 4	各机构对于期限错配的监管要求.....	13
表 5	各类资管产品估值要求.....	13
表 6	各机构对于刚性兑付的监管要求.....	14

## 一、 财富管理 vs 资产管理

资产管理，是指资产管理人根据资产管理合同约定的方式、条件、要求及限制，对客户资产进行经营运作，为客户提供证券、基金及其他金融产品，并收取费用的行为。比如基金经理，他们做的就是资产管理。

财富管理，则是指财富管理机构以客户为中心，设计出一套全面的财务规划，通过向客户提供现金、信用、保险、投资组合等一系列的金融服务，将客户的资产、负债、流动性进行管理，以满足客户不同阶段的财务需求，帮助客户达到降低风险、实现财富增值的目的。比如独立的第三方财富管理机构、商业银行中的私人银行机构等，都是典型的财富管理机构。

财富管理不能等同于产品投资或资产管理，外延远大于资产管理。财富管理不单纯追求投资的高收益，更多强调通过各种金融工具达到人生的财务目标。一定程度上可以说资产管理是财富管理的工具与手段之一。

表 1 资产管理和财富管理的区别

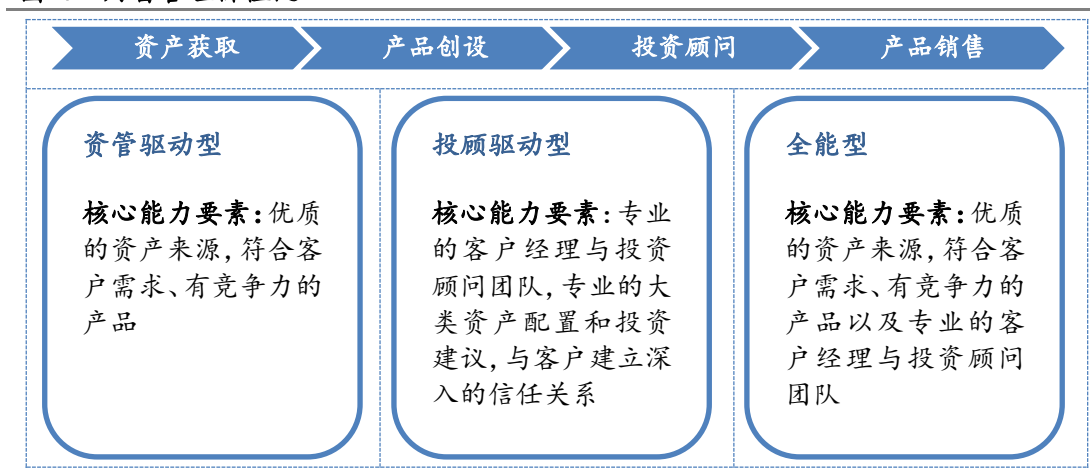
	资产管理	财富管理
资产管理关注“资产”&财富管理关注“人”	资产管理的关注点主要在“资产”。资产管理者先对投资者的资金进行募集，然后投入资本市场寻找获利机会，再将利润分配给投资者。投资能力越强的资产管理者或机构，越能获得更高的收益，帮助客户实现财富的保值增值。因此，资产管理强调的是资产定价能力。	财富管理的关注点则主要在“人”、在“客户”。财富管理公司需要维护好与客户之间的关系，根据每个客户的不同需求，制定不同的规划方案。只有给客户最好的服务，维护好与客户之间的良好关系，财富管理机构才能拥有并扩展自己的客户资源。
资产管理注重产品设计 & 财富管理注重资产配置	资产管理者需要从资本市场获得收益，所以他会更注重产品的设计，包括考虑投资标的的风险与收益、挖掘某一类资产的价值等。	财富管理机构由于面对的是不同的客户，强调“合适的产品给合适的人”，因此在为客户制定规划时，他们更注重资产配置，包括小类资产如何选择、大类资产如何安排等。
资产管理追求深度 & 财富管理追求广度	资产管理追求的是专业的深度。需深入把握金融产品的收益与风险，同时还要结合市场情况制定或改变投资策略，并对仓位进行设置。	财富管理追求的则是专业的广度。需对金融的每个领域每个产品都进行了解，再结合投资者的实际需求给予不同的投资理财建议。

资料来源：太平洋证券整理

## 财富管理价值链

财富管理价值链，从上游到下游可以分为资产获取、产品创设、投资顾问和产品销售四个核心环节。各个机构因为自身的资源禀赋不同，聚焦点以及演化出来的商业模式都会有所不同。目前来看，大致可以分为三类机构：资管驱动型、投顾驱动型以及全能型。资管驱动型机构聚焦在资产获取与产品创设；而投顾驱动型机构聚焦在投资顾问与产品销售环节；全能型机构则是全产业链覆盖。

图 1 财富管理价值链



资料来源：太平洋证券整理

资管驱动型机构可以进一步分为综合型以及精品型机构。综合型机构投资策略丰富，其中被动类 ETF 占比较大，代表机构有贝莱德、先锋、富达；精品型机构，依赖于特定投资策略或针对特定资产的定价能力，代表机构有 KKR/橡树/桥水。

投顾驱动型机构产品以第三方产品为主，根据客户定位大致可以分为三类，定位于富裕客户、大众客户以及中间客户。往往客户定位不同，其渠道模式也会有所不同。

全能型机构涉足财富管理全产业链。从发展历程来看，全能型机构大都是从投顾端入手，逐步向资管端挺进。因此目前来看，全能型机构以大型金融机构为主，例如 UBS、摩根士丹利等。在其内部，资管与投顾也相对比较独立。分别由不同的部门或子公司进行开展。由于特殊的背景环境，我国的诺亚财富在建立投顾端优势后，经过 8 年的发展，目前在资管端也做到了行业领先。

表 2 财富管理代表机构分类及特点

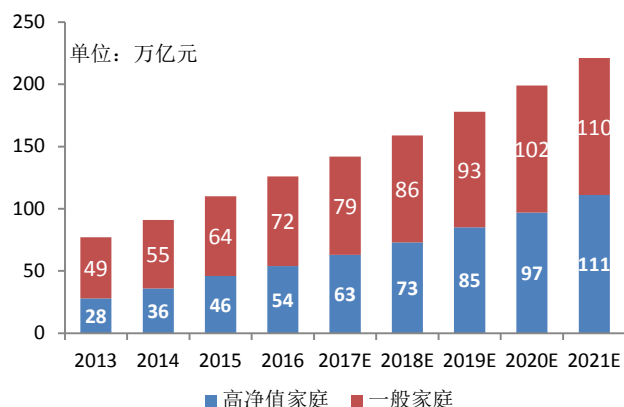
	分类	代表机构	特点及说明
资管驱动型	综合型	贝莱德、先锋、富达	投资策略丰富，被动投资为主，收入以管理费收入为主
	精品型	KKR、橡树、桥水	依赖于特定投资策略或针对特定资产的定价能力，客户以机构投资者为主
投顾驱动型	线下	Aspiriant	以线下渠道为主，产品以第三方为主，客户定位于富裕客户
	线下+线上	嘉信理财	线上渠道+线下渠道，产品以第三方为主，客户定位于大众客户以及大众富裕客户
	线上	Betterment、Wealthfront	线上渠道，产品以共同基金为主，具备互联网技术优势，定位大众客户
全能型	商业银行	UBS	一站式服务体系，信贷业务仍占有较大比例
	投资银行	摩根士丹利	一站式服务体系
	第三方	诺亚财富	财富管理为主，产品除了第三方产品外，同时自有产品也占有一定比例。

资料来源：太平洋证券整理

## 二、大水养大鱼

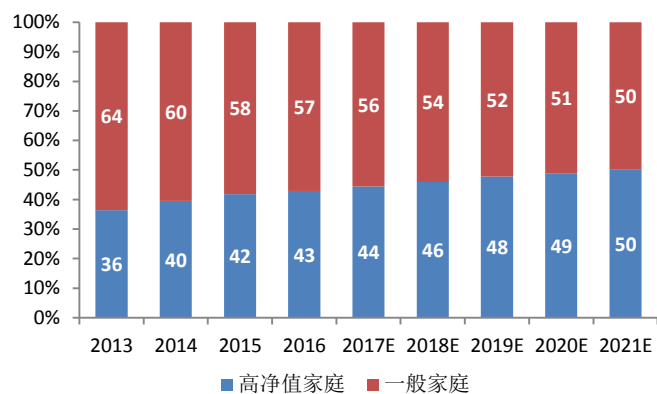
社会财富在过去 20 年迅速积累，为财富管理行业的发展奠定了坚实供给基础。根据兴业银行与波士顿咨询公司联合发布的《中国私人银行 2017：逆势增长 全球配置》数据，至 2016 年底，中国个人可投资金融资产总额约为 126 万亿人民币，预计到 2020 年底，中国个人财富将保持 12% 的年均复合增长率，达到 200 万亿人民币。高净值人群（高净值家庭定义为可投资资产大于 600 万人民币的家庭）与普通人群资产总量比例接近 1:1。

图 2 中国个人可投资资产总额



资料来源：波士顿咨询、太平洋证券研究院

图 3 中国个人投资资产结构

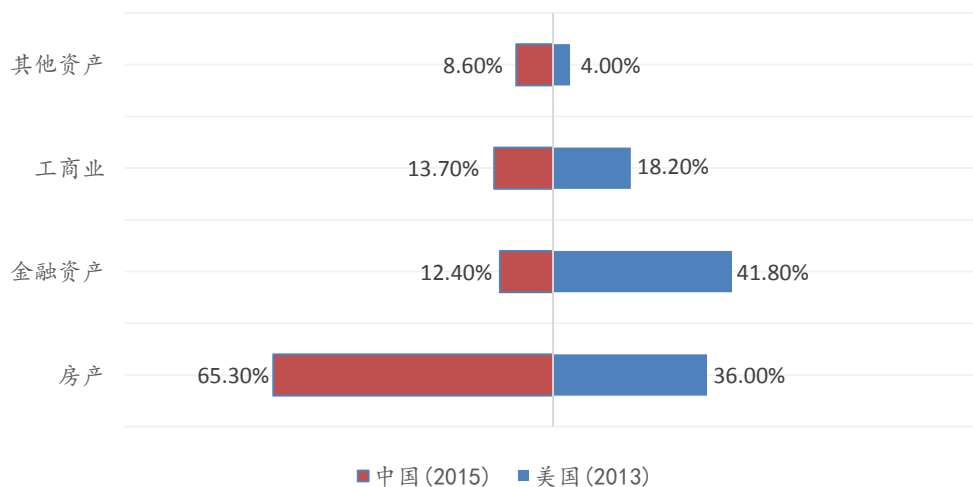


资料来源：波士顿咨询、太平洋证券研究院

### 财富管理服务渗透率有较大的提升空间

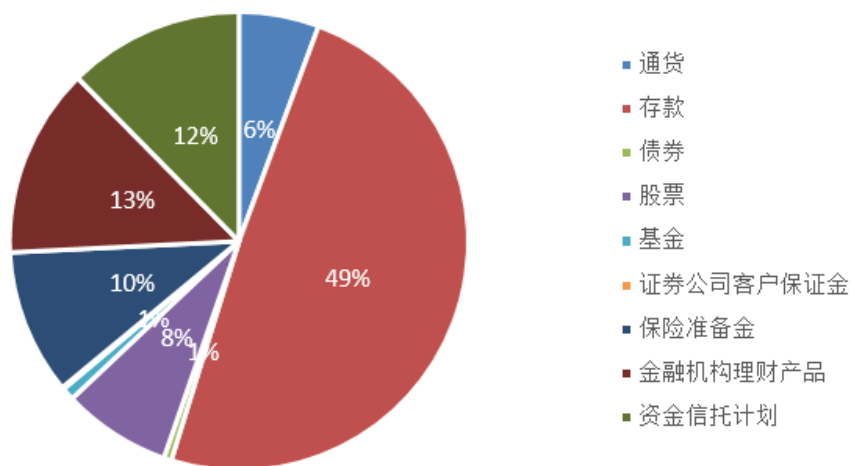
我国目前财富管理服务渗透率比较低，有较大的渗透空间。与美国对比，我国居民的资产配置结构还有很大的改善空间。首先，我国家庭资产配置中，房产占比过高，金融资产占比占比较低。根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心发布的《中国家庭金融资产配置风险报告》，2015年中国家庭总资产中房产占比为65.3%，金融资产占比仅为12.4%；相较而言，美国家庭配置在房产上的比重低得多，2013年为36.0%，金融资产的比重为41.8%。另外，一般来说，随着财富管理服务渗透率的提升，现金和储蓄的在金融资产中的占比是逐步下降的。在美国家庭金融资产配置中，储蓄和存款合计占比15%不到，退休账户、共同基金占比比较高，分别为36%和23%。而我国居民金融资产中现金加储蓄合计占比高达55%。

图 4 中美家庭总资产配置对比



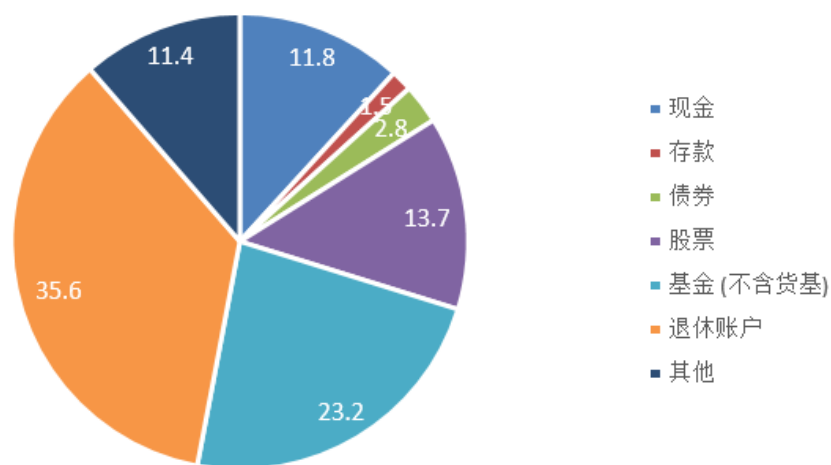
资料来源：中国家庭金融资产配置风险报告，太平洋证券整理

图 5 我国居民金融资产配置情况 (2014)



资料来源：WIND，太平洋证券整理

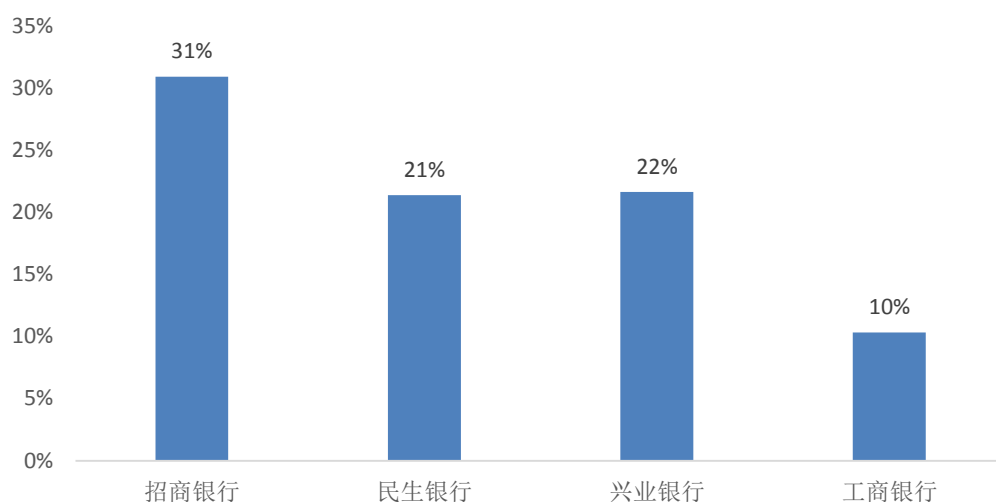
图 6 美国家庭金融资产配置情况 (2016)



资料来源: 美联储, 太平洋证券整理

另一个角度, 私行机构的渗透率目前是显著偏低的。我们统计了招商、民生、兴业、工商四家银行的个人银行数据, 其私行客户资产规模占整体零售客户资产规模比例分别为31%, 21%, 22%, 10%, 除招商外, 其他三家远远低于中国高净值家庭所拥有的财富占总体个人财富43%。这意味着, 私人财富管理业务市场挖掘空间仍然很大。

图 7 私行 AUM 占零售 AUM 比例



资料来源: 太平洋证券整理, 各家公司2017年报

## 大水养大鱼

管理费是财富管理行业主要的收入形式。相较于大众客户，富裕客户对服务的要求更加差异化和个性化，因此富裕客户的平均费率更高。假设大众客户的平均管理费率为0.5%（公募基金的平均管理费率），富裕客户的平均管理费率为1%。根据波士顿咨询报告，预计2020年，我国高净值人群与一般家庭的可投资资产总额将分别达到97万亿元与102万亿元。那么截至2020年，财富管理行业的潜在空间为15000亿元/年，空间广阔。

### 三、 监管环境在变化：清本溯源，行业开启新篇章

#### 资管驱动型机构——去伪存真，优质管理人将获益

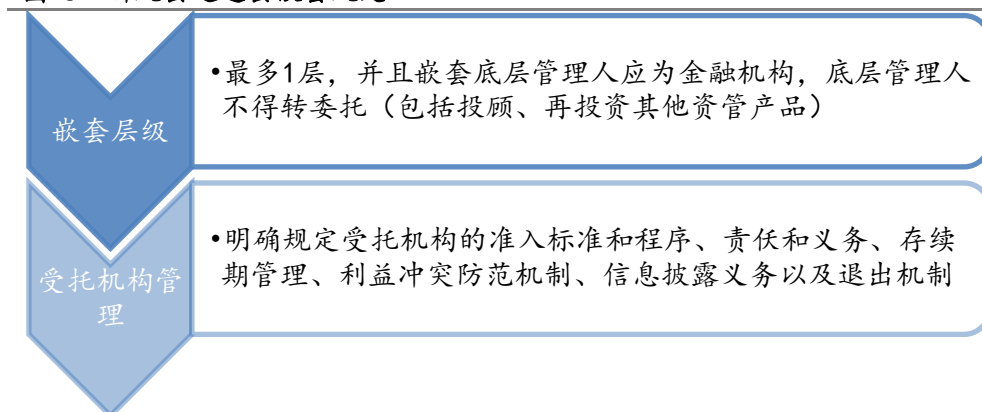
目前我国资管行业内存在着大量的伪资管产品——通道产品，刚性兑付产品——这类产品并没有建立在机构的资产定价能力之上，而是充当套利工具或依靠机构信用、政府信用发展起来的，更多是被当做融资工具而非真正的“资管产品”，其背后存在严重的期限错配以及资金池操作等严重问题。“伪”资管产品对“真”资管产品形成了挤出效应，已经事实形成一个不公平竞争的环境，某种程度上限制了资管行业的发展。

资管新规出台，对通道业务，非标资产，期限错配，资金池以及刚性兑付等资管行业顽疾进行了整顿。2018年4月27日，央行、银保监会、证监会、外管局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规），对通道业务进行了规范并且严格禁止刚兑，并在近期央行发布了资管新规细则，银保监会、证监会也就各自管辖领域发布了《理财新规（征）》、《证券期货经营机构私募资管新规（征）》与《证券期货经营机构私募资管运作规定（征）》。

#### 通道业务

通道类资管不直接对接财富端以及资产端，所以并不直接是资管产品的竞争者，但其却是很多“伪”资管产品的工具。在资管新规中，规定资管产品可以投资一层资管产品，但所投资的资管产品不得再投资其他资管产品（投资公募证券投资基金除外），并要求金融机构不得为其他金融机构的资管产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。

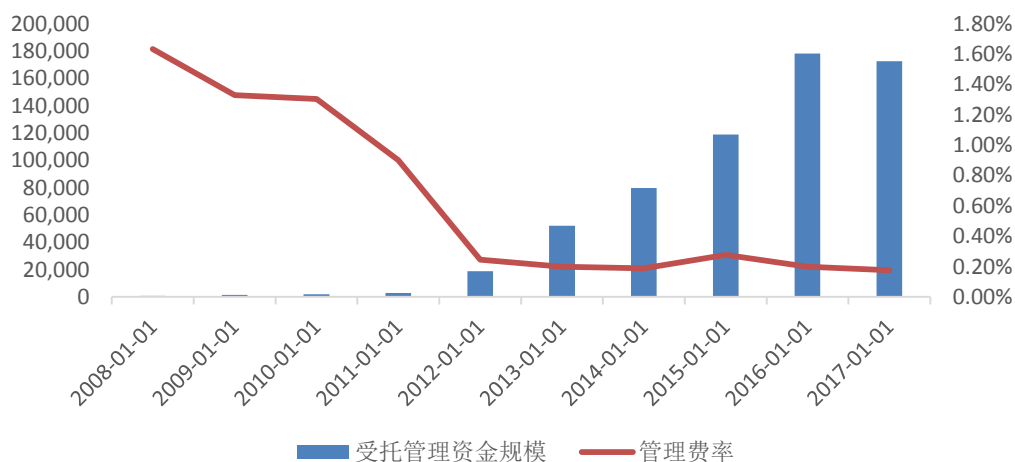
图 8 新规去通道去嵌套规定



资料来源：太平洋证券整理

**通道产品，徒有规模，极低收益。**由于通道业务仅提供通道业务，附加价值少，因此收费较低。以证券公司资管业务为例，12年之后，随着规模的剧增，管理费率急剧下降，截至17年底，平均管理费率仅0.18%，低于货基的管理费率。背后反映的就是券商资管规模的爆发式增长主要是来自于通道业务。

图 9 券商资管规模以及平均管理费率



资料来源：证券业协会，太平洋证券整理

### 非标资产

非标资产为传统金融体系内的资管产品提供了大量的基础资产，也是高收益来源。根据《2017年中国银行业理财市场报告》，截至2017年底，全国理财产品存续余额29.54万亿元，其中非标准化债权占比16.22%，约4.79万亿元。此外，券商资管，基金子公司层面以及信托层面也存在诸多非标资产。

但非标资产存在信息不对称，很容易产生刚性兑付与期限错配问题。因此，监管一直在完善对于非标投资的规定。虽然最新的细则对非标资产的投资有所放松，尤其是允许公募理财适度投非标，但总体而言监管的态度是压缩非标的投资总额，此次放松仅是为了平缓非标回表的压力，以及缓解非标融资主体的流动性风险。

长期来看，非标资产在资管产品里面的投资占比会有明显的下降，资管机构需要挖掘新的优质基础资产进行替代。

**表 3 各机构对于非标资产的监管要求**

央行	<p>在宏观审慎评估（MPA）考核时，合理调整有关参数，发挥其逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表。支持有非标准化债权类资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本。</p> <p>过渡期结束后，对于由于特殊原因而难以回表的存量非标准化债权类资产，以及未到期的存量股权类资产，经金融监管部门同意，采取适当安排妥善处理。</p>
银行	<p>商业银行理财产品投资于非标准化债权类资产的，应当符合以下要求：</p> <p>（一）确保理财产品投资与审批流程相分离，比照自营贷款管理要求实施投前尽职调查、风险审查和投后风险管理，并纳入全行统一的信用风险管理体系；</p> <p>（二）商业银行全部理财产品投资于单一机构及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过理财产品发行银行资本净额的 10%；</p> <p>（三）商业银行全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%，也不得超过商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4%。</p>
证券期货 机构	<p>不得投资信托贷款和委贷；</p> <p>不能创设无法律依据的非标；</p> <p>一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该计划资产净值的 20%；同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该资产的 20%。</p> <p>非标投资总额不超过其管理的所有资管计划净资产 35%</p>
信托	<p>信托贷款余额占信托业务不得超过 30%；</p> <p>银信合作中融资类信托不得超过 30%。</p>

资料来源：太平洋证券整理

### 期限错配

通过募短投长来提高产品收益率是银行理财普遍做法。一旦理财产品的续发出现问题，或者续发产品成本更高，则有可能发生流动性风险、利率风险。无论是资管新

规，还是近期出台的细则对期限错配都有严格的限定。

**表 4 各机构对于期限错配的监管要求**

<b>央行</b>	封闭式资管产品期限提出了不低于 90 天的要求； 定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的 1.5 倍；
<b>银行</b>	商业银行理财产品直接或间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式理财产品的到期日或者开放式理财产品的最近一次开放日。 商业银行理财产品直接或间接投资于未上市企业股权及其受（收）益权的，应当为封闭式理财产品，并明确股权及其受（收）益权的退出安排。未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式理财产品的到期日。
<b>证券期货机构</b>	全部资产投资于标准化资产的集合资产管理计划和证监会认可的其他资产管理计划，其主动投资于流动性受限资产的市值合计不得超过该资产管理计划资产净值的 20%。 集合资产管理计划开放退出期内，其资产组合中七个工作日可变现资产的价值，不低于该计划资产净值的 10%。 资产管理计划直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理计划的到期日或者开放式资产管理计划的最近一次开放日。

资料来源：太平洋证券整理

### 净值化操作取代资金池

资金池业务会直接导致刚性兑付、期限错配。因此，在此次新规制订中，对资金池业务进行禁止，并要求实行净值化管理。

金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门。

**表 5 各类资管产品估值要求**

产品类型	市值法	摊余成本法
------	-----	-------

封闭式		不符合右边条件时适用	满足以下两种情形之一： 1. 满足合同现金流及持有至到期 2. 无活跃交易或估值不可靠 限制：采用摊余成本法与影子定价法之间偏离度不得超过 5%
开放式	定开半年及以上	不符合右边条件时适用； 或其他公允价值法	底层资产久期不超过定开期的 1.5 倍，只能投债券资产 限制：采用摊余成本法与影子定价法之间偏离度不得超过 5%
	货基 现金管理类	可选则市值法，但实务中很少选择	影子定价+摊余成本法 限制：采用摊余成本法与影子定价法之间偏离度不得超过 0.25%（第一道防线）和 0.5%（第二道防线）

资料来源：太平洋证券整理

### 刚性兑付

打破刚兑，回归本源是资管新规的最为核心的思想。对非标资产、资金池以及期限错配的限制也都是作为打破刚兑的配套制度性措施。

刚性兑付广泛的存在于传统金融体系中。激烈的市场竞争以及追求利益最大化的本能使金融机构通过各种形式的保本承诺招徕投资者，以获取资金，维持客户、实现盈利。反过来，风险意识的不足也使得投资者更青睐刚兑产品。发生兑付危机时，面对投资者的施压，从政府维稳以及金融机构自身信誉保护的角度出发，违约产品往往能通过第三方接盘、代为垫付等形式实现按照预期收益率兑付，进一步夯实的刚兑的社会基础。刚性兑付偏离了资管产品“受人之托、代人理财”的本质，并且扰乱了资金价格，抬高无风险收益率水平。相较于刚性兑付的机构，稳健经营机构处于明显的劣势。

表 6 各机构对于刚性兑付的监管要求

央行	明确刚兑认定标准；要求资管产品都实行净值化管理；鼓励投资者或其他相关人员举报。一旦发现金融机构存在刚兑等违规行为，一行两会将依法纠正并予以处罚。
银行	商业银行开展理财业务，根据《指导意见》经认定存在刚性兑付行为的，应当足额补缴存款准备金和存款保险保费，按照国务院银行业监督管理机构的相关规定，足额计提资本、贷款损失准备和其他各项减值准备，计算流动性风险和大额风险暴露等监管指标。

资料来源：太平洋证券整理

总体来看，资管新规是具有划时代意义的。对传统金融机构的资管业务存在的顽疾进行了清理。“伪”资管产品的出清，将会为“真”资管产品的发展让出空间。优质管理人将充分收益。

## 投顾驱动型机构——牌照价值与理财师价值凸显

### 非持牌机构将出局，竞争环境将改善

因此，证券投资咨询牌照与基金销售牌照的重要性将大幅提升。近两年，诸多互联网企业涉及金融业务，一度智能投顾，财富管理公司十分泛滥。但从近期的政策来看，“持牌经营”已经成为监管的主要方向。《资管新规》规定金融机构运用人工智能技术、采用机器人投资顾问开展资管业务应当经金融监督管理部门许可，取得相应的投顾资质；此外，资产管理业务作为金融业务，属于特许经营行业，必须纳入金融监管。而非金融机构不得发行、销售资产管理产品。

据证监会数据显示，目前，有证券投资咨询牌照的公司主要以券商、投资咨询有限公司为主。目前共有84家，自2014年后，证监会就未再新增单独核发的证券投资咨询牌照。基金销售牌照共有380家，其中银行、券商、基金合计占比91.3%（银行141家，证券公司99家，期货公司18家，保险公司4家，保险代理和经纪公司5家，证券投资咨询6家，独立基金销售机构107家）。

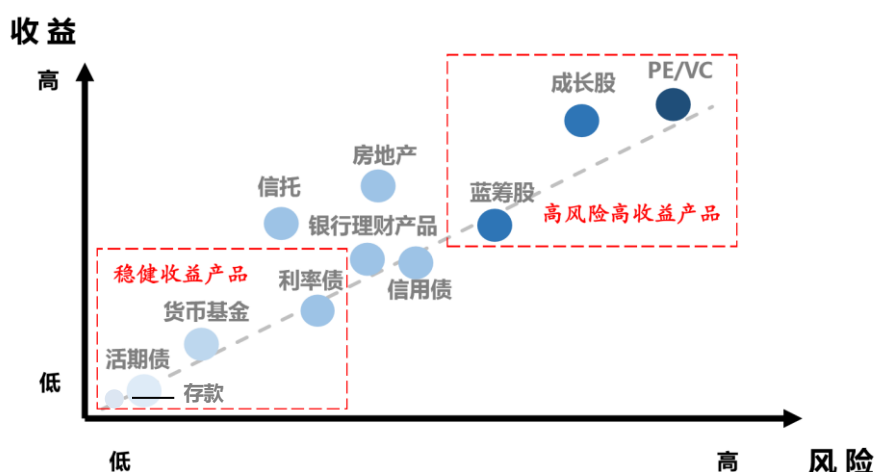
### 刚兑破除，理财师顾问价值凸显

在资管新规将刚性兑付打破之后，稳赚不赔的产品将逐步消失。理财师的顾问价值将会越来越被重视。在刚兑型产品泛滥的时代，理财师很难有操作空间。投资者形成了一套简单的投资逻辑，“保本or不保本，选保本；保本条件下，选预期收益率高的。”在这样的环境下，投顾机构比拼的是客户资源以及产品获取能力，而并非真正的投顾实力。

由于个人投资者通常不具备财富管理的专业能力，市场的波动性给投资者收益带来极大的不确定性。专业的财富管理服务是指能够根据居民多样化的投资需求和风险偏好，进行合理有效的组合投资、集合理财、专业管理，实现居民财富保值增值。

以UBS为例，其财富管理业务模块有着清晰的业务流程：评估客户风险承受能力→跟踪分析各类资产的风险收益→确定投资策略→设计投资组合→动态跟踪调整；整套流程以专业分析为指导。

图 10 各类投资品种的风险收益图



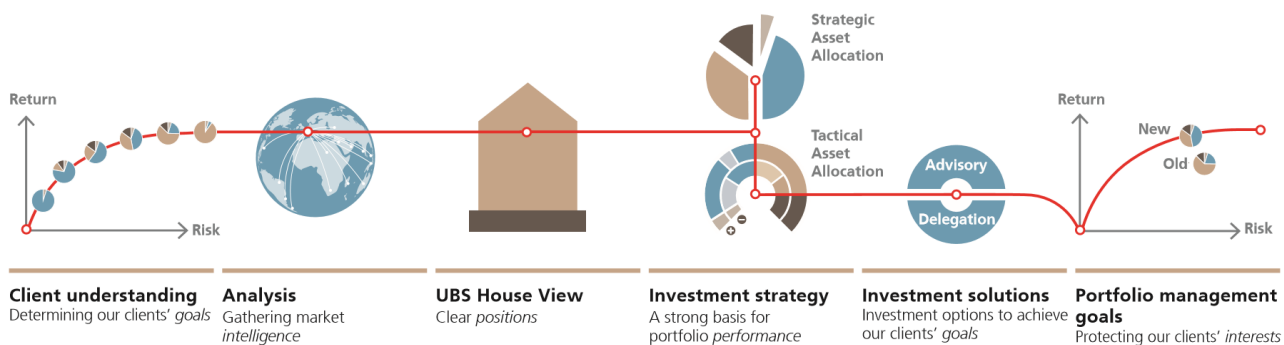
资料来源：太平洋证券整理

图 11 UBS 财富管理业务流程

1、评估客户风险承受能力

2、跟踪分析各类资产的风险收益

3、确定投资策略，设计投资组合，并动态跟踪调整



## 四、投资建议：回归商业本质

我们前面根据财富管理产业链的不同位置，将其中的机构分为了资管驱动型机构以及投顾驱动型机构。回归商业本质，意味着资管驱动型机构将比拼的是资产定价能力；投顾驱动型机构比拼的是客户服务能力。

从上面两个维度出发，资管驱动型机构，我们建议关注：东方证券、中国光大控股、光大嘉宝、吉艾科技；投顾驱动型机构，我们建议关注：诺亚财富、钜派投资、东方财富、中国平安。

风险提示：资产价格出现大幅度波动，资管新规效果不及预期



## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

---

职务

销售负责人

北京销售总监

北京销售

北京销售

北京销售

北京销售

北京销售

上海销售副总监

上海销售

上海销售

上海销售

上海销售

上海销售

上海销售

上海销售

广深销售总监

广深销售

广深销售

广深销售

广深销售

广深销售

广深销售



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋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 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。