

# 券商资管业务：行业整体转型的轴心

## ——证券行业深度报告

2018年09月26日

看好/维持

非银行金融 深度报告

### 投资摘要：

券商资管业务的“短周期”到“长周期”券商资管业务经历自2001年起不断开开停停的“短周期”后，2017年将成为又一个转折年。我们认为未来将进入一个回归主动管理并由资金、资产和产品等综合驱动的“长周期”发展阶段。

#### 券商资管的业务链：资金端、产品端和资产端

- ◆ 券商资管业务存量资金以机构为主导。除通道业务以外，券商资管通常以债券为主要配置资产，以绝对收益为目标，比较适合机构大资金的投资需要。
- ◆ 券商资管业务未来增量资金将来自个人与企业客户。我们使用居民非存款金融资产/可支配收入作为比较指标来衡量美国、日本和中国的状况。2015年最新数据我国该指标仅为1.2，远小于美国的4.8（2017）和日本的2.1（2016），未来向上的空间十分广阔。而企业理财的需要方面，自2012年起，上市公司的理财产品需求呈现高速增长趋势。

“大资管”将成为券商转型串联各业务板块的重心。在回归资管业务本源的大趋势下，券商资管业务的业务链三环节：资金、产品、资产具有可以串联和整合券商其他各业务板块的统筹功能，将原本孤立的盈利模式转变为全业务整合盈利模式。

券商资管行业集中度降低为更多市场参与者带来空间。我们认为从业务性质、资产端前景、整合发展、资金端来源和净资本五各角度来判断，新时期资管业务长期来看集中度或不会再进一步提升。

未来具备前景的两项业务：ABS和FOF。参考美国和欧洲成熟市场的情况，我们认为FOF未来的市场空间以目前国内的基金行业整体规模测算，应该在3200亿-1.1万亿美元的区间，有着巨大的发展空间。每年美国ABS（包括抵押贷款相关债券和资产支持债券）发行额占债券发行总额的比例超过45%。对比之下，我国ABS目前发行量仅占当年债券总发行量的10%左右。可以预期的是，未来ABS业务将会进一步提升每年的发行规模，且在发行债券中的占比也将有较大进一步提升空间。而这将给券商资产管理行业带来长期的业务增量。

投资策略：我们看好未来券商资产管理行业在资管新规落地后的彻底转型发展。在摒弃通道业务的历史背景下，回归主动管理将成为券商资管行业下一个“长周期”的发展阶段：由个人和企业客户驱动的资金端增量、由ABS业务驱动的资产端投行化、由FOF驱动的产品端发展潜力将会成为券商资管的长期看点、券商资管行业集中度上升有限，为中小券商的精品资管战略提供可能性。建议关注资管业务具备龙头优势和资产端全球资源的中信证券和精品资管战略逐步兑现的华西证券。

风险提示：市场大幅波动影响投资者资管产品需求、境内外监管环境趋严、ABS业务开拓不及预期、FOF市场接受度不及预期

### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 研究助理：安嘉晨

010-66554014

anjc@dxzq.net.cn

### 行业基本资料

### 占比%

股票家数	60	1.69%
重点公司家数	-	-
行业市值	44095.61 亿元	8.19%
流通市值	29169.45 亿元	7.56%
行业平均市盈率	15.74	/
市场平均市盈率	14.80	/

### 行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《证券行业深度报告：CDR打开券商盈利空间及新业务分析》2018-06-19
- 2、《非银行金融行业报告：破净也可重圆 券商估值历史新低》2018-06-01
- 3、《证券行业2017年及2018年一季报综述：先行者底部的守望》2018-05-16
- 4、《非银行金融行业报告：乘着周期的翅膀 证券板块贝塔值的再思考》2018-05-09
- 5、《非银行金融行业报告：叫停私募场外期权无碍券商业绩表现》2018-04-12

---

## 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
中信证券	0.94	1.1	1.16	17	15	14	1.3	强烈推荐
华西证券	0.49	0.4	0.41	23	23	23	1.36	推荐

## 目 录

<b>1. 券商资管业务的“短周期”到“长周期”</b> .....	<b>5</b>
1.1 起源：混沌中的经纪业务附属品与产品驱动的发展阶段（2001-2012） .....	5
1.2 爆发：监管松绑资金驱动以通道业务为主的行业大跃进（2012-2017） .....	7
1.3 转型：资管新规驱动回归本源，大资管布局开启（2017 至今） .....	8
<b>2. 券商资管的业务链：资金端、产品端和资产端</b> .....	<b>10</b>
2.1 资金端：机构与零售的机遇并存 .....	10
2.1.1 券商资管业务存量资金以机构为主导 .....	10
2.1.2 券商资管业务未来增量资金将来自个人与企业客户 .....	12
2.2 产品端：集合计划蓄势、定向通道收缩、专项计划大幅增长 .....	13
2.2.1 集合资产管理计划在行业转折中蓄势 .....	13
2.2.2 定向资产管理计划受去通道影响开始下滑 .....	15
2.2.3 专项资产管理计划受益 ABS 业务大幅增长 .....	16
2.2.4 券商公募基金牌照为新业务开拓铺路 .....	18
2.3 资产端：以绝对收益为核心 .....	19
2.3.1 主动管理和通道业务的资产配置 .....	19
2.3.2 全球配置与大类资产轮动的比较优势 .....	21
<b>3. 券商资管业务的定位与未来趋势研判</b> .....	<b>23</b>
3.1 “大资管”将成为券商转型串联各业务板块的重心 .....	23
3.2 券商资管行业集中度降低为更多市场参与者带来空间 .....	24
3.3 未来具备前景的两项业务：ABS 和 FOF .....	24
3.3.1 券商发展 FOF 产品恰逢其时，未来目标规模 3200 亿-1.1 万亿 .....	24
3.3.2 券商资管的“投行化”将带来 ABS 业务更高的权重 .....	26
<b>4. 投资策略</b> .....	<b>28</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 表格目录

<b>表 1：券商资管业务的委托方式</b> .....	<b>6</b>
<b>表 2：券商资管业务风险资本准备计提比例变动</b> .....	<b>9</b>
<b>表 3：各券商 QDII 额度（截至 2018 年 8 月）</b> .....	<b>22</b>

## 插图目录

<b>图 1：历年券商集合计划产品发行情况</b> .....	<b>6</b>
<b>图 2：历年券商集合计划产品发行类型结构</b> .....	<b>6</b>

图 3: 券商资管业务管理规模变动 .....	7
图 4: 银行理财产品资金余额变动 .....	7
图 5: 券商资管的权益规模及占流通市值比例变动 .....	8
图 6: TOP20 券商主动管理规模和占比 .....	8
图 7: 券商资管业务链 .....	10
图 8: 历年上市券商资管自有资金投入占比 .....	10
图 9: 历年上市券商资管个人客户资金投入占比 .....	11
图 10: 历年上市券商资管机构客户资金投入占比 .....	11
图 11: 美国、日本、中国居民非存款金融资产/可支配收入比例变动 .....	12
图 12: 上市公司理财产品购买规模变动 .....	13
图 13: 银行理财年化收益率变动 .....	13
图 14: 集合资产管理计划交易结构 .....	14
图 15: 集合计划产品数量及期末受托金额 .....	14
图 16: 定向资产管理计划通道业务交易结构（银证信合作模式） .....	15
图 17: 定向计划产品数量及期末受托金额 .....	16
图 18: 定向计划期末受托金额（亿元） .....	16
图 19: 专项资产管理计划“双 SPV”交易结构 .....	17
图 20: 专项计划产品数量及期末受托金额 .....	17
图 21: 证券公司及其资管子公司公募基金总资产净值（亿元） .....	18
图 22: 主动管理与通道业务 .....	19
图 23: 2016 年证券公司主动管理定向业务投资情况 .....	19
图 24: 2016 年集合计划主要投资类型占比情况 .....	20
图 25: 2016 年证券公司通道业务投资情况 .....	20
图 26: 券商资管 QDII 持股市值占整体比例 .....	21
图 27: 券商资管 QDII 已用额度占比（截至 2018H1） .....	21
图 28: 券商资管“其他资产”占净值比例变动 .....	22
图 29: 券商资管业务与各业务板块的结合 .....	23
图 30: 券商资管 FOF 数量和规模变动趋势 .....	25
图 31: 美国 FOF 数量与比例关系 .....	26
图 32: 美国 FOF 规模与占比 .....	26
图 33: 欧洲 FOF 数量与比例关系 .....	26
图 34: 欧洲 FOF 规模与占比 .....	26
图 35: 我国 ABS 承销规模与占债券总承销规模比例 .....	27
图 36: 美国 ABS 发行和余额占总债券比例 .....	27

## 1. 券商资管业务的“短周期”到“长周期”

### 1.1 起源：混沌中的经纪业务附属品与产品驱动的发展阶段(2001-2012)

我国券商的资产管理业务实际上可以上溯到 90 年代，彼时我国股票市场萌芽时期的不断扩容，股票数量和投资者人数不断增长催生出了“代客理财”形式的券商资管业务：

- ◆ 从券商的角度来看，在 90 年代初期投资者数量不断增长但市场整体行情低迷时期，为了保障经纪业务的佣金收入和吸引客户，开展了面向个人客户的投资咨询和代客理财服务，规模较小且形式不规范，**主要以提振交易量促进经纪业务佣金收入为主要目的。**
- ◆ 从投资者的角度来看，90 年代末期市场转暖并伴随利率下调带来的流动性，极大的提升了投资者对代客理财业务的需求，并展现出非常高的风险偏好特征。
- ◆ 据不完全统计，在 90 年代末和 2000 年初，**券商代客理财规模最高达到 1000 亿元，约占 A 股市场流通市值的 5%左右。**

在券商和投资者相互作用下，萌芽期的资管业务出现了诸多违规问题，比如较高占比的承诺保底收益理财形式、与券商自营业务的混合操作、客户委托资金的挪用等现象。监管在 2001 年 11 月发布了《关于规范证券公司受托投资管理业务的通知》，对券商资管业务加以规范，并在同年的《证券公司管理办法（征求意见稿）》中正式将“资产管理”定义为综合类券商的经营范围之一。从此券商的资产管理业务开始逐渐具有了独立于经纪业务以外市场地位。

2003 年 12 月《证券公司客户资产管理业务试行办法》发布，明确界定了券商资管的具体可开展业务类型：

- ◆ 证券公司为单一客户办理定向资产管理业务；
- ◆ 证券公司为多个客户办理集合资产管理业务，包括限定性集合资产管理计划和非限定性集合资产管理计划；
- ◆ 证券公司为客户办理特定目的的专项资产管理业务。

自此我国的券商资产管理业务的基本业务框架已经完成。但实际业务开展方面，却在随后不久发生了较为严重的行业事件：

- ◆ 南方证券由于在前期签订了大量的资产管理保底合约，在 2003 年 11 月，爆发了大范围的信用危机，机构客户与个人投资者纷纷撤离，资管客户上门索债等。
- ◆ 证监会、深圳市政府于 2004 年 1 月宣布对南方证券实施行政接管（随后 2005 年 4 月中国证监会宣布南方证券关闭）。

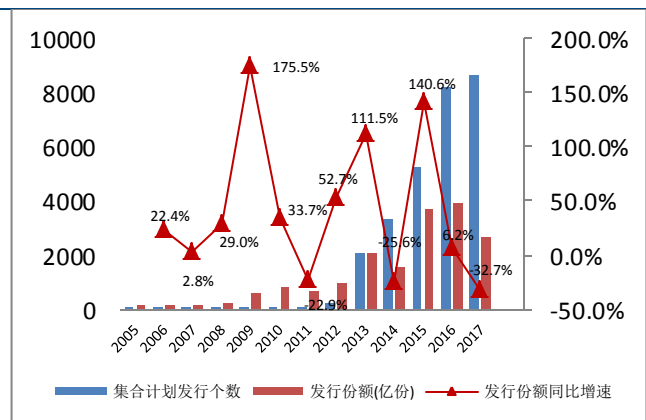
表 1：券商资管业务的委托方式

	固定回报型	保本保息型	保本分成型	风险共担型	风险自担型
客户分成方式	到期支付固定收益，不足部分由管理方补足（已禁止）	管理方保证委托方的保底收益，不足部分由管理方补足（已禁止）	管理方保证委托方本金安全，本金亏损部分由管理方补足	管理方存入一定比例的自有资金，盈利与风险共担	风险由委托方承担，收益由委托方享受
券商管理费收取方式	超过固定收益部分的收益作为管理费，全部归管理方	超出保底收益的部分管理方按一定比例提取管理费	盈利部分按协议提取一定比例的管理费，即业绩报酬	盈利和亏损都按一定比例分摊	管理方只收取管理费或适当提取业绩报酬

资料来源：《证券公司资产管理业务操作实务》，东兴证券研究所

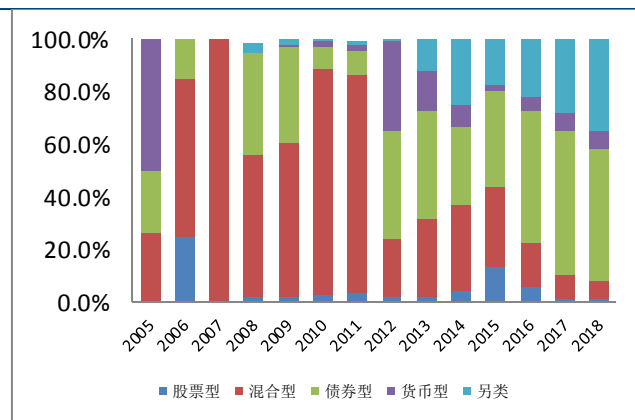
由于诸如此类风险事件的频发，证监会于 2004 年 9 月全面叫停了券商资管业务。在经历了一段时期的整顿后，2005 年 2 月份“光大阳光集合资产管理计划”作为经证监会审核批准的第一只集合资产管理计划推向市场。自此券商资管行业开启了以主动管理为主和产品驱动的发展阶段。

图 1：历年券商集合计划产品发行情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：历年券商集合计划产品发行类型结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

从 2005 年至 2012 年的 8 年里，券商的集合计划每年基本保持较快的增速，产品发行份额增长了接近 6 倍，但由于基数较低，整体规模并不大。在发行产品的类型结构中，以混合型和债券型为主导。

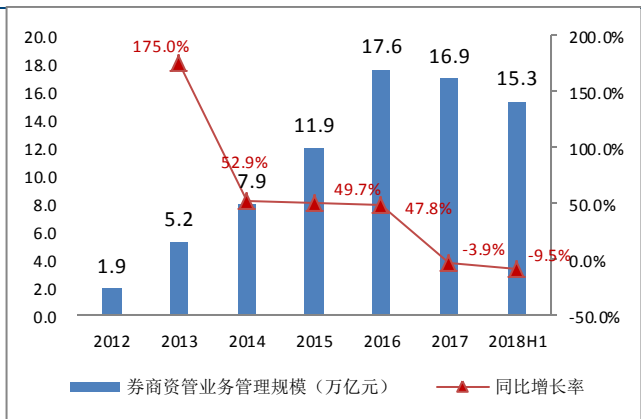
相对于资管业务 2001 年启动时开开停停的“短周期”，这 8 年算是券商资管行业中最长时间的平稳发展时期。

## 1.2 爆发：监管松绑资金驱动以通道业务为主的行业大跃进（2012-2017）

2012年是券商资管业务的转折年。当年5月证券公司创新大会召开，券商资管业务放松管制、大力推进业务创新，取消集合计划审批项目，改为备案制。

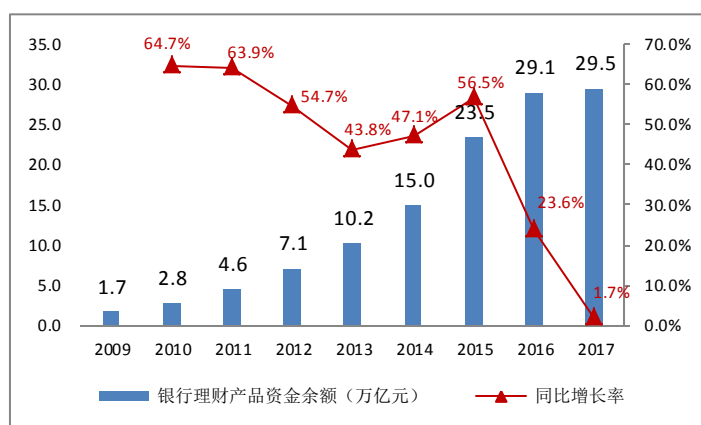
同年证监会修订《证券公司客户资产管理业务管理办法》，放开了证券公司资管业务的投资范围，使得证券行业具备全面参与同业业务的可能。自此证券公司资产管理业务开始募集和承接来自银行方面的较大规模委外资金。即通道业务开始大行其道。

图 3：券商资管业务管理规模变动



资料来源：Wind, 《证券公司资产管理业务操作实务》，东兴证券研究所

图 4：银行理财产品资金余额变动



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

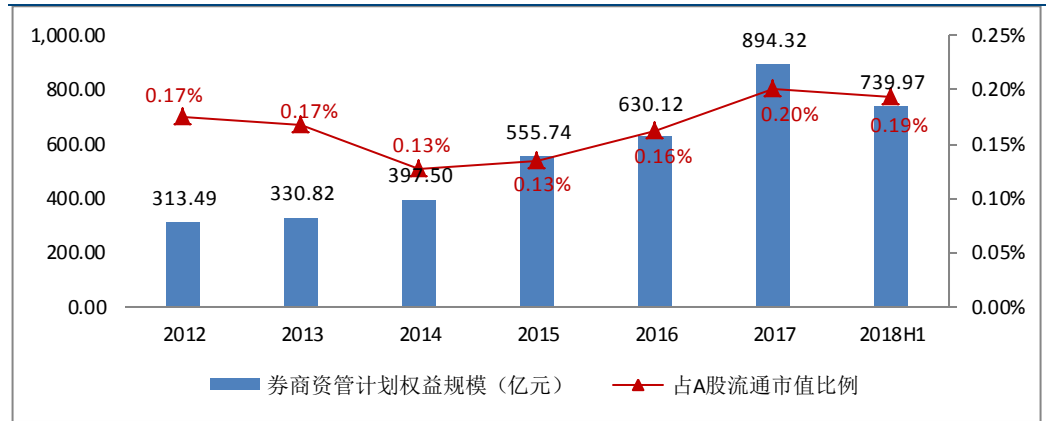
由于银行表外理财对于通道业务的需求自2012年起不断攀升，在庞大资金的驱动下，券商资管规模也同步迎来爆发。

- ◆ 银行理财余额从2012年的7.1万亿元增长了3倍到2017年的29.5万亿元。
- ◆ 券商资管规模也从2012年的1.9万亿元增长了7倍到2017年的16.9万亿元。

在规模爆发的背后，券商资管行业却逐渐在主动管理能力上开始原地踏步。若我们使用权益作为衡量主动管理能力的指标之一，从2012年起至2018年中，券商资管的权益总规模由313亿元增长至740亿元。占A股流通市值的比例一直维持在相对较低的位置，不超过0.2%，常年未见较为明显的增长。

与不断由资金驱动而攀升的通道业务规模形成明显反差的是券商资管的主动管理能力一直维持在相对较低水平。

图 5：券商资管的权益规模及占流通市值比例变动



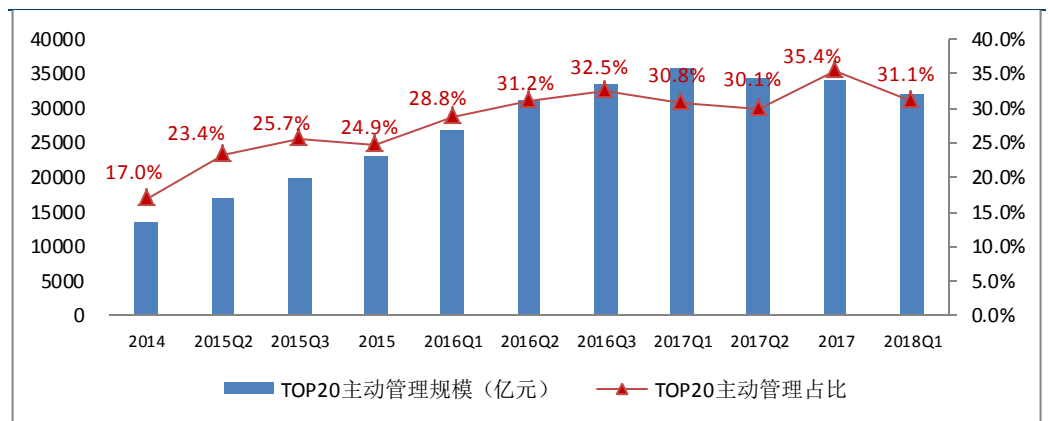
资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 1.3 转型：资管新规驱动回归本源，大资管布局开启（2017 至今）

根据证券投资基金业协会的数据，以主动管理规模排名前 20 的券商口径来计算，实际上主动管理规模的占比在 2014-2016 年区间曾有所增长，从 17% 增长至 30% 左右的水平。我们认为该区间的增长主要来源于两方面：

- ◆ 市场行情的因素，2014-2015 年的牛市催生了更多投资者对主动管理产品的需求；
- ◆ 通道业务放缓的因素，2014 年起券商整体资管业务规模呈现增速下降的趋势，行业普遍预期未来通道业务的发展模式不可持续，先知先觉的证券公司开始逐渐将注意力回到主动管理业务。

图 6：TOP20 券商主动管理规模和占比



资料来源：证券投资基金业协会，东兴证券研究所

2017 年开始，通道业务正式开始滑坡，在监管的多项收紧通道业务的措施下，去通道周期开始：

- ◆ 2016 年 6 月，证监会发布《证券公司风险控制指标管理办法》，全面提升定向资管



计划通道业务的计提风险资本准备，并将券商资管纳入表外业务，通道业务计入杠杆率约束。资本杠杆率（核心净资本/表内外资产总额）不能低于 8%。

- ◆ 由于通道业务风险资本准备计提比例的大幅提升，在风控要求风险覆盖率不得低于 100% 的限制下（ $\text{风险覆盖率} = \text{净资本} / \text{各项风险资本}$ ），券商开展通道业务将大幅提升对于净资本的占用。
- ◆ 对于大券商，净资本在重资产业务上的 ROE 要显著高于通道业务，因此对于通道业务的偏好将很大程度上受到抑制；对于小券商，净资本规模本身有限，为满足风控的要求也将限制通道业务的扩大。
- ◆ 2017 年 11 月一行三会发布资管新规，禁止开展多层嵌套和通道业务，彻底限制了银行理财资金借由券商资管通道多层嵌套开展投资交易的商业模式。

**表 2：券商资管业务风险资本准备计提比例变动**

	A 类	B 类	C 类	D 类
<b>2016 年计提标准%</b>				
结构化集合计划	0.80	0.90	1.00	2.00
定向资管（投资非标）	0.72	0.81	0.90	1.80
私募基金	0.56	0.63	0.70	1.40
其他定向资管	0.40	0.45	0.50	1.00
<b>2012 年计提标准%</b>				
专项资管计划	0.60	0.80	2.00	4.00
集合资管计划	0.60	0.80	2.00	4.00
限额特定业务	0.30	0.40	1.00	2.00
定向资管计划	0.30	0.40	1.00	2.00

资料来源：证监会，《中国资产管理行业发展报告 2017》，东兴证券研究所

通道的去化意味着券商资管行业急需重新找到新的业务发展方向，自 2017 年开始行业在业务链各环节进行新的摸索尝试：

- ◆ 资金端方面，券商通过财富管理和经纪业务所积累的客户相对银行和保险客户具有风险偏好较高的特点，深挖高净值客户的综合财富管理需求，并创设产品；随着市场机构化的进程，进一步挖掘养老金、社保、银行委外等的投资需求。
- ◆ 资产端方面，券商投资范围可以纵向覆盖一二级市场，横向覆盖权益、固收、商品、房地产等大类资产，发展 ABS、股权等新业务。
- ◆ 产品端方面，全能产品线和以固收为特色是两个不同的发展方向。此外，由于券商资管的集合产品在门槛、营销、避税等方面与公募产品有明显的劣势，布局公募牌照、开发 FOF 也成为了一些券商资管的战略选择。

2017 年将成为券商资管的又一个转折年，我们认为在行业依靠资金驱动了短短 5 年的又一个“短周期”之后，未来将进入一个由资金、资产和产品等综合驱动的“长周期”发展阶段。

## 2. 券商资管的业务链：资金端、产品端和资产端

券商资管按照业务链来进行划分，可以分为资金端、产品端和资产端三环。

图 7：券商资管业务链



资料来源：《中国资产管理行业发展报告 2017》，东兴证券研究所

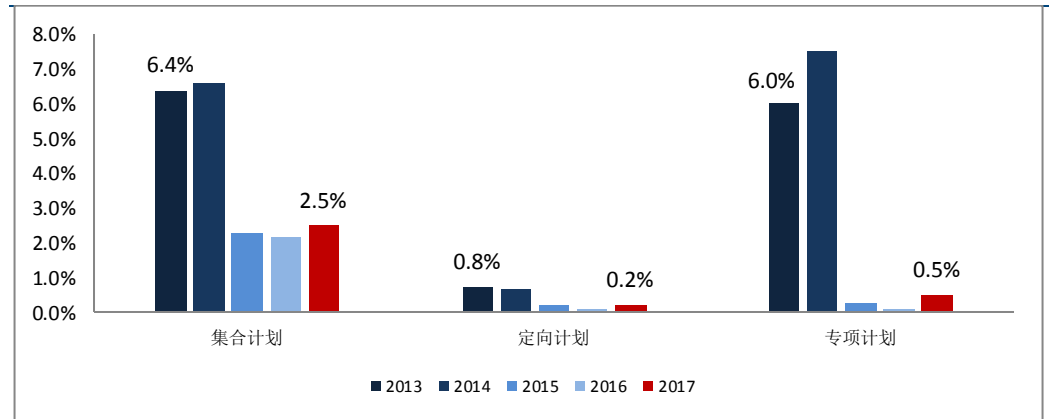
### 2.1 资金端：机构与零售的机遇并存

#### 2.1.1 券商资管业务存量资金以机构为主导

整体来看券商资管的资金来源有三方：自有资金、机构客户、个人客户。长期来看券商资管的资金来源基本以机构资金为主，2017 年上市券商资管计划中机构客户资金整体占比超过 90%。

- ◆ 券商自有资金，在集合、定向和专项计划中的占比持续下滑。2015 年股灾后，“新八条”的推出，大幅度限制了资管产品的杠杆率，原先较多作为劣后的券商自有资金的参与意愿下降。目前大多数的自有资金是作为资管计划的有限风险补偿条款而参与计划。如当资管计划发生亏损时，券商以当年收取的管理费为上限对投资者进行补偿，因此整体数额较小。

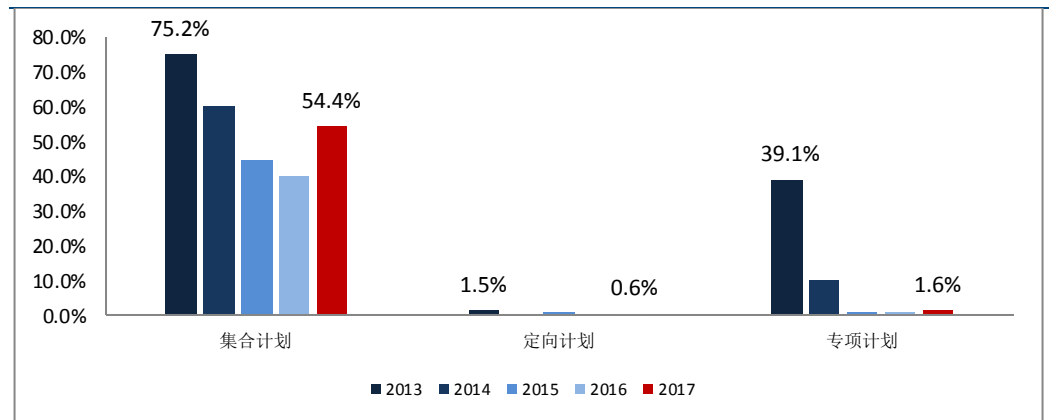
图 8：历年上市券商资管自有资金投入占比



资料来源：《中国资产管理行业发展报告 2017》，上市公司公告，东兴证券研究所

- ◆ 个人客户资金，主要是在集合计划中个人客户资金占比较高，但随着 2015 年以来市场的冷淡，以及机构委外的增长，个人客户的占比逐年下滑。已经由 2013 年的超过 75% 下滑至 2016 年的 40% 左右。但个人客户资金占比在 2017 年大幅度提升至 54.4%。一方面是由于机构资金的减少（应对资管新规提前处置，增加流动性）另一方面是 2017 年的结构牛市提升了个人投资者的认购需求。

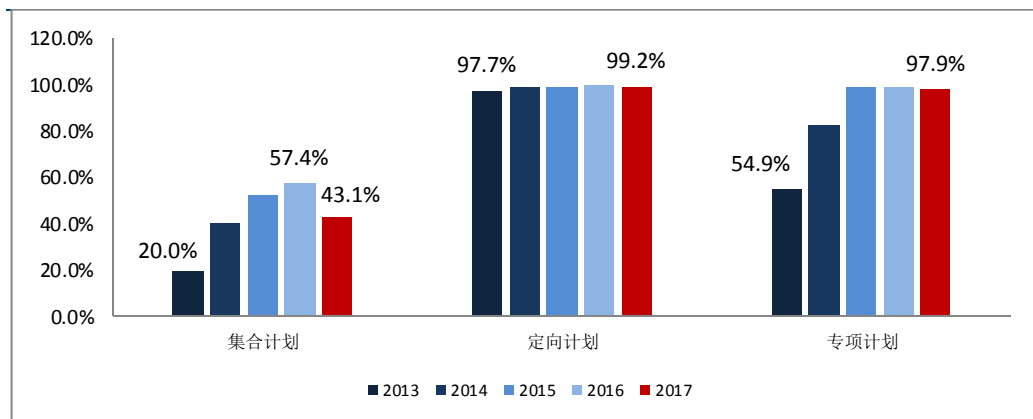
**图 9：历年上市券商资管个人客户资金投入占比**



资料来源：《中国资产管理行业发展报告 2017》，上市公司公告，东兴证券研究所

- ◆ 机构客户资金，不论在集合、定向、专项计划中，都呈现出不断增长的趋势，并且目前均已占据绝大部分比重。除通道业务以外，券商资管通常以债券为主要配置资产，以绝对收益为目标，比较适合机构大资金的投资需要。值得注意的是集合计划中，机构资金在 2017 年有较大幅度回撤，由 57% 下降至 43%。我们认为可能由于受资管新规的影响，机构资金主动进行存量投资产品的处置，赶在新规落地前进行流动性管理所致。

**图 10：历年上市券商资管机构客户资金投入占比**



资料来源：《中国资产管理行业发展报告 2017》，上市公司公告，东兴证券研究所

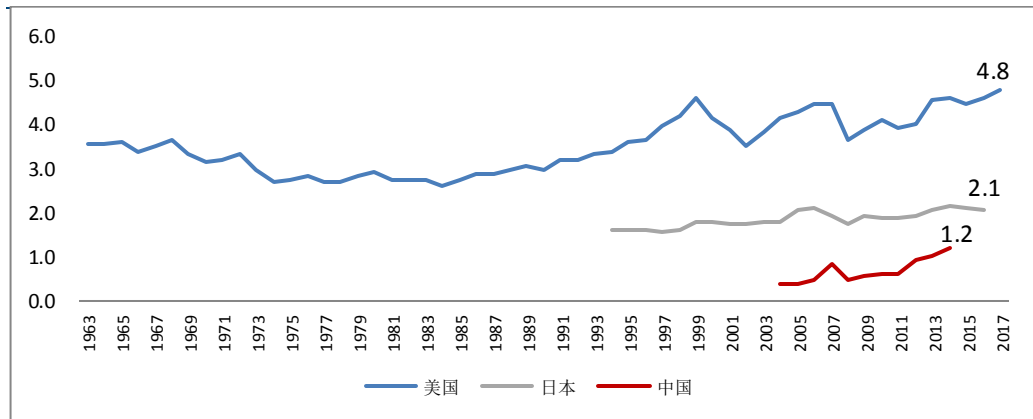
### 2.1.2 券商资管业务未来增量资金将来自个人与企业客户

2020 年前的资管新规过渡期，在去通道依然是持续主题，原来源于银行体系的委外、非标资产投资通道等需求将持续下滑，机构资金将有下降压力。

我们认为资产管理机构未来的增量资金或来源于两方面，个人资金和企业理财需要。

- 个人资金的潜在增量方面，我们使用居民非存款金融资产/可支配收入作为比较指标来衡量美国、日本和中国的情况。2015 年最新数据我国该指标仅为 1.2，远小于美国的 4.8（2017）和日本的 2.1（2016），未来向上的空间十分广阔。目前该指标依然处于较快的上升趋势之中，未来随着我国居民收入的不断增长，以及该指数的不断抬升，来自个人的金融资产投资需求将具有长期的增长潜力。

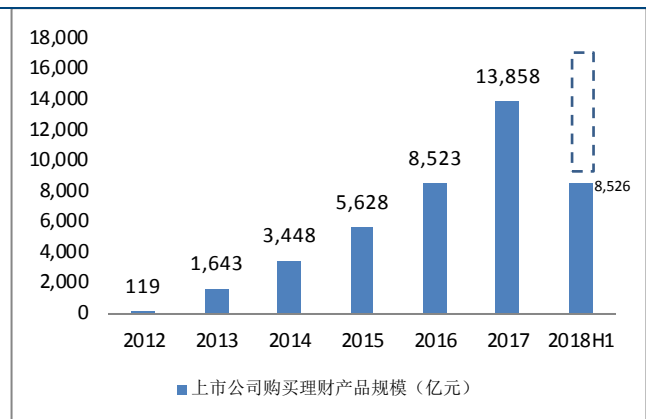
图 11：美国、日本、中国居民非存款金融资产/可支配收入比例变动



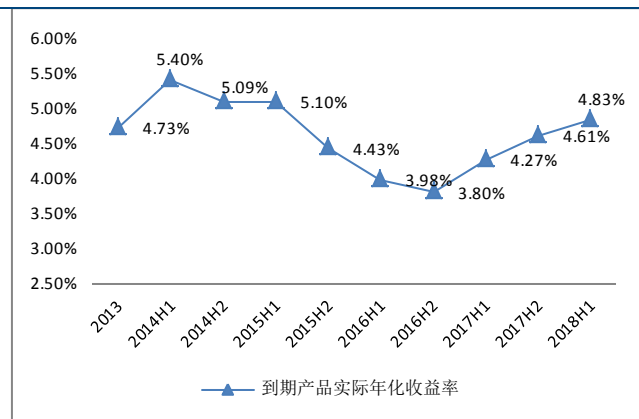
资料来源：Wind，东兴证券研究所

- 企业理财的需要方面，自 2012 年起，上市公司的理财产品需求呈现高速增长趋势。以 2012-2017 年 CAGR 高达 159.2% 的速度增长至 1.39 万亿元。2018 上半年上市公司理财产品认购规模达到 8526 亿元，再次同比增长 42%，增速趋势不减。从结构上来看，主要以银行理财为主，同时包括结构性存款、收益凭证、券商资管计划、信托、基金专户等。在银行理财面临打破刚兑、净值化、去除资金池等资管新

规的要求下，收益率下行趋势将会逐渐显现，券商资管产品将获得规模增长+替代效应的双重利好。

**图 12: 上市公司理财产品购买规模变动**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 13: 银行理财年化收益率变动**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2.2 产品端：集合计划蓄势、定向通道收缩、专项计划大幅增长

### 2.2.1 集合资产管理计划在行业转折中蓄势

根据 2003 年 12 月证监会颁布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》（以下简称《办法》），集合资产管理计划是指证券公司为多个客户办理集合资产管理业务，与客户签订集合资产管理合同，将客户资产交由具有客户交易结算资金法人存管业务资格的商业银行或者中国证监会认可的其他机构进行托管，通过专门账户为客户提供资产管理服务。

集合资产管理计划可分类为限定性集合资产管理计划和非限定性集合资产管理计划，接受单个客户的资金数额分别不低于人民币 5 万元和 10 万元。限定性集合资产管理计划资产主要用于投资国债、国家重点建设债券、债券型证券投资基金、在证券交易所上市的企业债券、其他信用度高且流动性强的固定收益类金融产品；投资于股票等权益类证券以及股票型证券投资基金的资产，不得超过该计划资产净值的百分之二十。非限定性集合资产管理计划的投资范围由集合资产管理合同约定，不受前款规定限制。

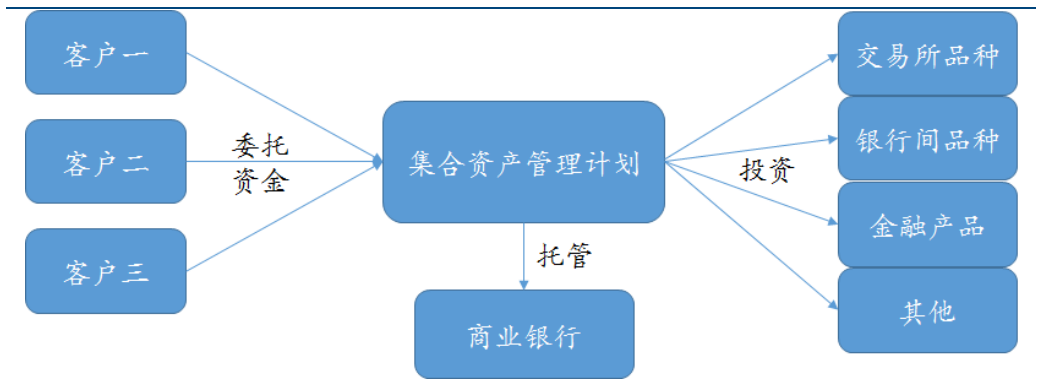
但 2012 年 10 月《证券公司集合资产管理业务实施细则》出台后，删除了投资者超过 200 人的集合计划的相关规定，将投资者超过 200 人的集合资产管理计划定性为公募基金，重新界定证券公司集合资产管理计划：

- (一) 募集资金规模在 50 亿元人民币以下；
- (二) 单个客户参与金额不低于 100 万元人民币；
- (三) 客户人数在 200 人以下。

由此，集合资产管理转变为私募理财产品，向高净值客户服务。

《证券公司集合资产管理业务实施细则》同时扩大了集合计划的投资范围，并且允许集合计划份额分级和有条件转让。集合计划募集的资金可以投资中国境内依法发行的股票、债券、股指期货、商品期货等证券期货交易所交易的投资品种；央行票据、短期融资券、中期票据、利率远期、利率互换等银行间市场交易的投资品种；证券投资基金、证券公司专项资产管理计划、商业银行理财计划、集合资金信托计划等金融监管部门批准或备案发行的金融产品；以及中国证监会认可的其他投资品种。

图 14：集合资产管理计划交易结构

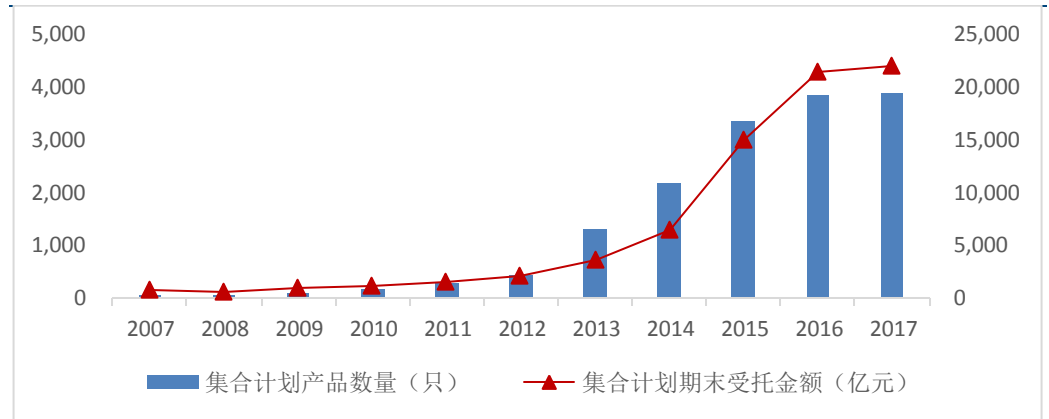


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2012 年之前，券商资管业务主要集中在集合计划，规模占比始终保持在 50%以上。监管放开后，定向计划迅速膨胀，占据资管业务绝大多数份额。尽管如此，集合计划管理规模依然在五年时间内增长近 10 倍，年均复合增长率达到 60.7%。

2017 年末，集合资产管理产品数量合计 3904 只，较上年末增长 48 只，同比增长 1.2%；期末受托管理资金规模 2.2 万亿元，较上年末增加 537.8 亿元，同比增长 2.5%，增长趋势有所放缓。

图 15：集合计划产品数量及期末受托金额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 2.2.2 定向资产管理计划受去通道影响开始下滑

定向资产管理业务是指向单一客户募集资金，其投资范围是在不得违反法律、行政法规和中国证监会禁止规定的前提下，由证券公司与客户通过合同约定，可分为主动管理型业务及被动管理型业务。主动管理型的投资对象为股票、债券、信托受益计划以及同业存款等；而被动管理型的投资对象为委托贷款、票据收益权、特定收益权、信托贷款、福费廷等，即所谓的券商资管通道业务。

当前的定向资产管理业务，一般指的是银行作为委托人，借助非银行金融机构如证券、信托等的通道，购买其发行的资产管理计划，最终实现银行的曲线放贷，这样一来，不仅使得银的信贷规模得以扩大，而且银行的财务报表得以优化。

在定向资产管理业务实际运作中，作为委托人的银行一般已经把资金投向和投资项目拟定好，再与管理人签订合同，管理人仅承担被动管理责任，从中赚取通道费用（费率大约万2到万5之间）。

图 16: 定向资产管理计划通道业务交易结构（银证信合作模式）



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

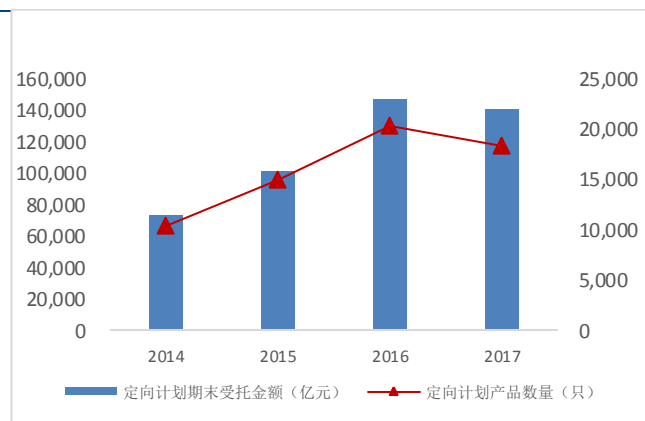
2010年，《中国银监会关于规范银信合作理财合作业务有关事项的通知》对银信合作通道业务进行了限制，商业银行开始寻求与其他金融主体合作，如券商资管、保险、基金子公司等整个定向资产管理业务市场火热。

2012年，随着《证券公司定向资产管理业务实施细则》的出台，银证间合作被扶正。至2012年底，券商定向资管计划规模已经同比增长近1200%，跃居成为券商资管最大规模产品。

2012-2016年，连续四年保持高速增长，年均复合增长率达71.8%。直至2017年资管新规发布，要求金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务，通道业务受到严重打击。

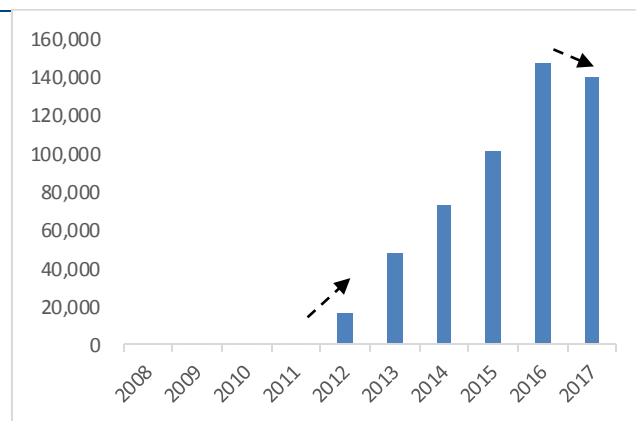
2017年底，定向资产管理计划产品数量为18298只，同比降低9.4%，期末受托金额14万亿元，同比降低4.4%。在持续去通道背景下，未来定向计划通道业务将继续萎缩。

图 17: 定向计划产品数量及期末受托金额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 18: 定向计划期末受托金额 (亿元)



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 2.2.3 专项资产管理计划受益 ABS 业务大幅增长

专项资产管理计划是指为客户办理特定目的的资产管理业务，需要与客户签订专项资产管理合同，针对客户的特殊要求和资产的具体情况，设定特定投资目标，通过专门账户为客户提供资产管理服务。

在2013年，证监会发布《证券公司资产证券化业务管理规定》，其中指明证券公司可为资产证券化业务专门设立专项资产管理计划，作为其特殊载体（SPV），这使得专项资产管理计划开始以资产证券化的形式活跃在券商资管业务当中，基础资产已涵盖融资租赁、景区门票、公用事业、REITs（房地产投资基金）等所有企业资产证券化类别。

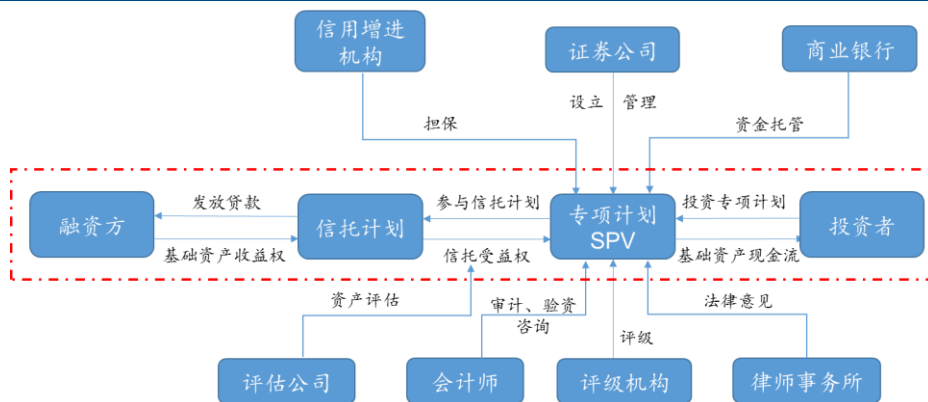
资产证券化业务的核心交易结构即融资方、SPV和投资者，融资方通过SPV获得委托贷款，投资者则获得相应的融资方基础资产收益权。辅助完成资产证券化业务的还包括信用增级机构、评估机构、评级机构、律师事务所、资金托管银行等。

从目前发展来看，专项计划为了获得更稳定、相对可预测的现金流，同时避免直接投资某些存在法律瑕疵的收益权类基础资产，多先投资于现金流较稳定、破产隔离效果



更好的信托收益权，由此形成“双 SPV 结构”。该结构下，信托计划委托人成为专项计划的原始权益人，其持有的信托受益权为专项计划的基础资产，而最终用于偿付专项计划的现金产生于信托计划融资人所拥有的底层基础资产。

**图 19: 专项资产管理计划“双 SPV”交易结构**



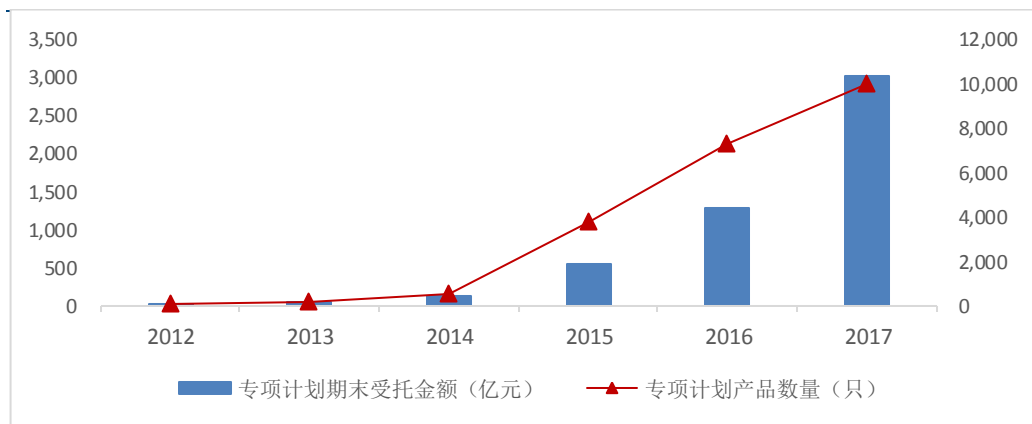
资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2013 年专项计划开展资产证券化业务后，业务数量及规模呈现出爆发式增长趋势，2013 年专项计划期末受托金额同比增长 219.1%。

到 2017 年底，专项计划产品数量达 2890 只，较上年末增加 774 只，期末受托金额已超过 1 万亿元，同比增长 133.6%，较 2013 年资产规模翻涨近 100 倍。

长期来看，专项计划将覆盖更多样化的底层基础资产，“双 SPV”结构也日臻成熟，考虑到资产证券化业务在剥离不良贷款、加速资金流通等方面起到的重要作用，未来仍会有较大增长空间。

**图 20: 专项计划产品数量及期末受托金额**



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 2.2.4 券商公募基金牌照为新业务开拓铺路

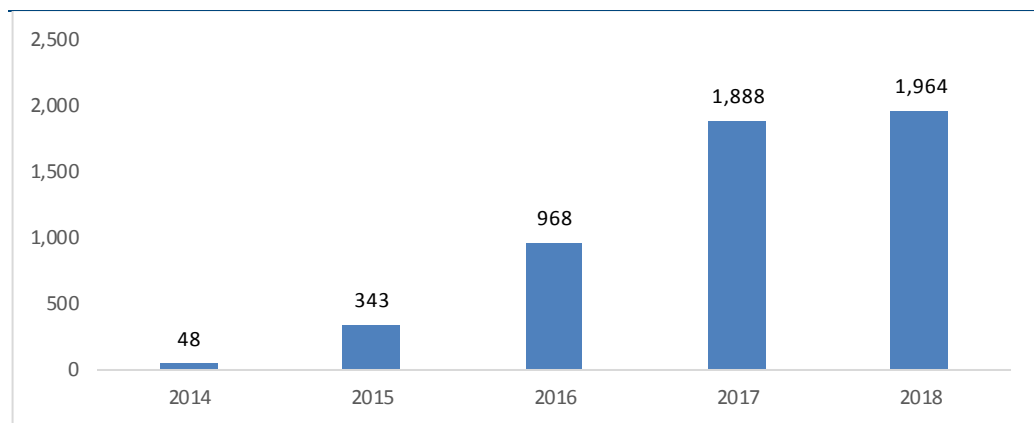
在新基金法出台之前，集合资产管理计划由于认购起点较低，不设人数限制，与公募基金相类似，因此券商多通过集合计划而非公募基金进行客户理财服务。

但自 2013 年 6 月 1 日新基金法出台以后，证券公司投资者超过 200 人的集合资产管理计划将被定性为公募基金，集合资管计划中大集合产品不再新发，使得券商开始争夺公募基金牌照。

截至目前，已获得公募基金牌照的券商或者券商系资管子公司共 14 家，分别是东证资管、浙商资管、华融证券、山西证券、国都证券、渤海汇金资管、东兴证券、中银国际证券、北京高华证券、财通资管、长江资管、华泰资管、中泰资管和湘财证券，另外华林证券也已经加入到公募基金牌照申请之中。

随着获得公募基金牌照的证券公司及其资管子公司逐渐增多，券商公募基金规模增长迅速，截至 2017 年，总资产净值已达到 1888 亿元，同比增长 95.1%，2014-2017 年均复合增长率达 239.1%。并且基金种类更加丰富，2014 年混合型基金占比高达 95.6%，至 2017 年底已下降至 42.2%，债券型和货币市场型基金产品增多。

图 21：证券公司及其资管子公司公募基金总资产净值（亿元）



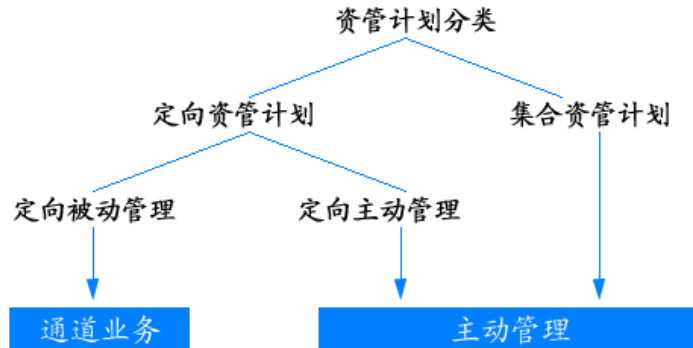
资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2.3 资产端：以绝对收益为核心

### 2.3.1 主动管理和通道业务的资产配置

此处我们将主动管理划分为两块：定向主动管理业务和集合计划，此外为通道业务。

图 22: 主动管理与通道业务



资料来源：东兴证券研究所

主动管理业务方面，根据证券投资基金业协会最新数据（2017 年末公开，此处以 2016 年数据来说明）：

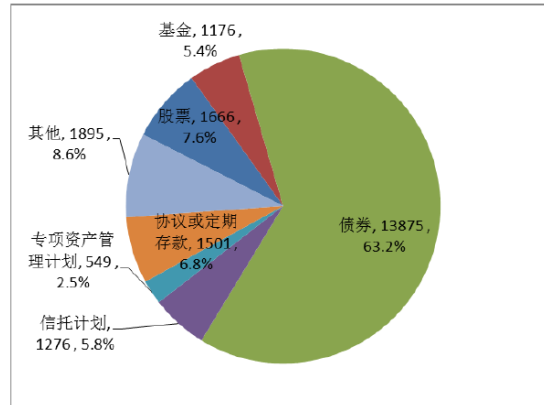
- ◆ 在主动管理的资产配置中均以债券为主，持仓占比超过 50%。定向主动业务为 55.7%，集合计划为 63.3%。
- ◆ 以绝对收益为主要目标，债券投资的规模同比大幅增长，定向主动业务的债券资产规模增长了 117%，集合计划的债券资产规模增长了 137.3%。

图 23: 2016 年证券公司主动管理定向业务投资情况

投资类别	2016 年底		2015 年底		增长率 (%)
	投资金额 (亿元)	占比 (%)	投资金额 (亿元)	占比 (%)	
债券	15552	55.7%	7168	45.5%	117.0%
信托计划	2267	8.1%	1727	11.0%	31.3%
股票	1792	6.4%	1613	10.2%	11.1%
券商集合计划	1254	4.5%	889	5.6%	41.0%
证券投资基金	1007	3.6%	642	4.1%	56.9%
债券逆回购	1045	3.7%	474	3.0%	120.7%
股票质押回购	603	2.2%	438	2.8%	37.4%
资产收益权	168	0.6%	420	2.7%	-59.9%
同业存款	370	1.3%	281	1.8%	31.8%
其他	3865	13.8%	2109	13.4%	83.3%

资料来源：《证券期货经营机构私募资产管理业务 2016 年统计年报》，东兴证券研究所

图 24: 2016 年集合计划主要投资类型占比情况



资料来源：《证券期货经营机构私募资产管理业务 2016 年统计年报》，东兴证券研究所

被动通道业务方面，投向主要以非标资产为主，占比接近通道业务资产的 80%：

- ◆ 非标中，资产收益权增长较快，2016 年同比增长超过 78%，持仓占比达到 14%。
- ◆ 投向标准化资产（同业存款、证券投资、债券逆回购）的规模占比较少，2016 年同业存款增长速度较快，同比增速超过 60%。

图 25: 2016 年证券公司通道业务投资情况

投资类别	2016 年底		2015 年底		增长率 (%)
	投资金额 (亿元)	占比 (%)	投资金额 (亿元)	占比 (%)	
票据	15644	12.6%	15139	17.1%	3.3%
银行委托贷款	17473	14.1%	14903	16.8%	17.2%
证券投资	19566	15.8%	14195	16.0%	37.8%
信托贷款	14756	11.9%	12236	13.8%	20.6%
资产收益权	17669	14.3%	9901	11.2%	78.5%
同业存款	5771	4.7%	3583	4.0%	61.1%
股权质押融资	4665	3.8%	2196	2.5%	112.4%
债券逆回购	705	0.6%	693	0.8%	1.8%
其他	27689	22.3%	15659	17.7%	76.8%

资料来源：《证券期货经营机构私募资产管理业务 2016 年统计年报》，东兴证券研究所

根据资管新规的落地要求，我们认为 2017 年起将发生以下新的变化：

- ◆ 通道业务整体规模将大幅下滑，主要由于对非标资产的投资限制，将减少银行理财资金对于通道的需求。
- ◆ 非标规模占比下降，证监会 2018 年发布《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》，规定同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于非标准化债权类资产的资金不得超过全部资产管理计划净资产的 35%，投资于同一非标准

化债权类资产的资金合计不得超过 300 亿元。较大程度限制了券商资管作为通道投资非标资产的能力。

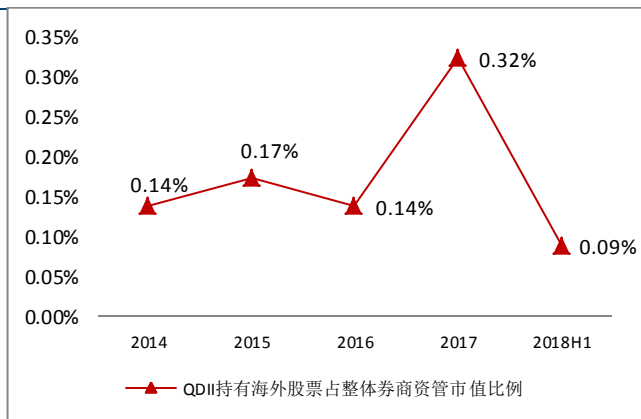
- ◆ **主动管理业务规模的下降，但整体占比将会提升。** 主要由于定向主动管理业务规模受到资管新规消除多层嵌套规则的影响，部分投资券商集合资管的规模或降低。此外股票质押新规也限制了定向资产管理客户作为融出方接受单只 A 股股票质押的数量不得超过该股票 A 股股本的 15%，因此投向股票质押回购的规模也将有降低趋势。
- ◆ 绝对收益的目标将进一步强化，债券投资比例或依旧保持增长。

### 2.3.2 全球配置与大类资产轮动的比较优势

由于券商资管具有私募性质的定位，因此在投资策略和灵活性上相对于其他资产管理机构来说具有一定的比较优势。我们认为券商资管行业正在由传统的股、债券标准化资产配置逐渐向全球资产配置和大类资产轮动方面进行演化。

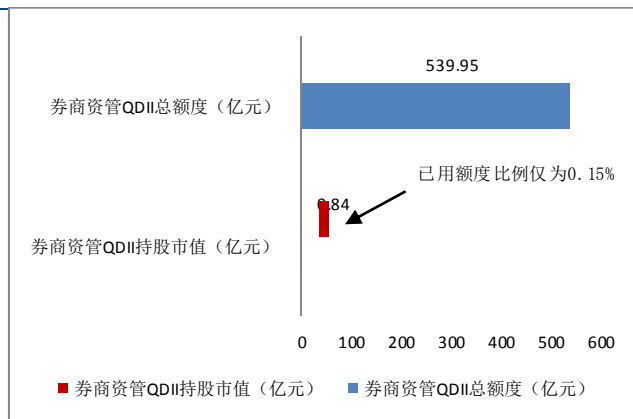
- ◆ 在全球资产配置方面，目前券商集合计划的资管产品的海外资产配置虽然在 2017 年有较大幅度的增长，但依然整体规模较小。截至 2018 年上半年，占比有较大幅度下滑，仅占整体券商资管股票持仓市值的 0.09%。从券商的 QDII 额度方面来看，目前共有 15 家券商获批 81.6 亿美元（539.95 亿元）的 QDII 整体额度。券商资管 QDII 在 2018 上半年已用额度为 0.84 亿元，占比仅为 0.15%。券商资管的全球资产配置实际上还尚未开启，在国内“资产荒”和对外开放不断深化的背景下，全球配置具有较大的发展潜力。

图 26: 券商资管 QDII 持股市值占整体比例



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 27: 券商资管 QDII 已用额度占比（截至 2018H1）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

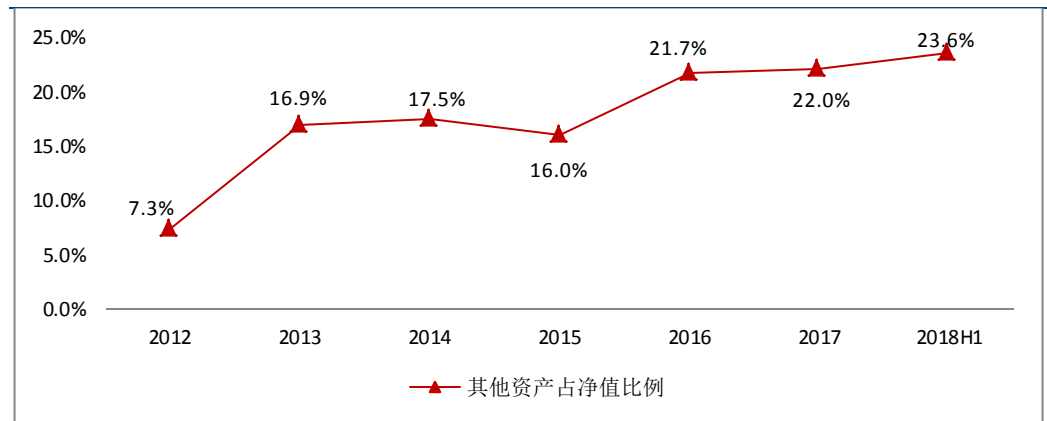
表 3：各券商 QDII 额度（截至 2018 年 8 月）

券商	QDII 额度（亿美元）
华泰证券（上海）资产管理有限公司	3
上海国泰君安证券资产管理有限公司	4.5
上海光大证券资产管理有限公司	3
国信证券股份有限公司	10
广发证券资产管理（广东）有限公司	17
中信证券股份有限公司	10.8
安信证券股份有限公司	6.5
申万宏源证券有限公司	4
中银国际证券有限责任公司	3
银河金汇证券资产管理有限公司	4
上海海通证券资产管理有限公司	8
太平洋证券股份有限公司	2
兴证证券资产管理有限公司	2.2
中信建投证券股份有限公司	2.6
国金证券股份有限公司	1
合计	81.6

资料来源：外管局，东兴证券研究所

- ◆ 大类资产配置方面，券商资管计划具有投资范围灵活的特点，包括信托、期货、优先股等产品，可以帮助投资者把握权益、固收、货币、房地产、商品等大类资产的轮动。根据 Wind 数据，我们统计“其他资产”占券商资管计划的净值比例，该比例自 2012 年起保持稳步增长。另外，诸如交易所场内股票质押业务根据交易所规定，资金融出方只能是证券公司自营资金或券商资管计划资金，具有一定的资产端比较优势。我们认为大类资产配置也将是未来券商资管的重要发展方向。

图 28：券商资管“其他资产”占净值比例变动



资料来源：Wind，东兴证券研究所

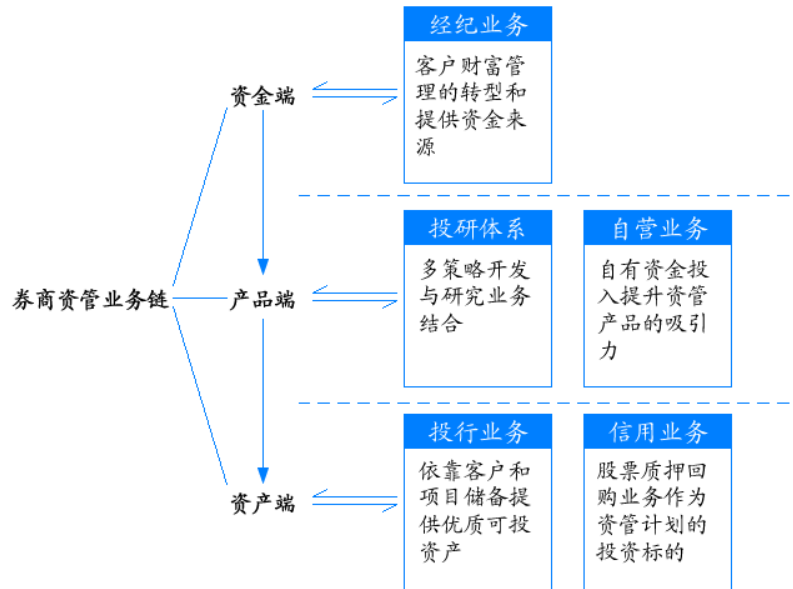
### 3. 券商资管业务的定位与未来趋势研判

#### 3.1 “大资管” 将成为券商转型串联各业务板块的重心

资管新规的落地带来了券商“大资管”的发展契机。在回归资管业务本源的大趋势下，券商资管业务的业务链三环节：**资金、产品、资产**具有可以串联和整合券商其他各业务板块的统筹功能，将原本孤立的盈利模式转变为**全业务整合盈利模式**。

- ◆ **资金端与经纪业务的结合**。券商经纪业务的渠道为资管业务提供了资金来源，同时资管产品的丰富也保障了财富管理转型的顺利推进，为客户提供符合其风险特征和综合投资需要的产品线，提升客户的粘性。
- ◆ **产品端与券商整体投研体系的结合**。产品投资的多策略化，将催生更多与券商研究业务的结合。此外券商自营的自有资金投入资管产品也将提升产品的吸引力。
- ◆ **资产端与投行和信用业务的结合**。例如 ABS 业务的开发离不开投行业务在资产端的项目储备与客户挖掘。而资管业务又直接为股票质押回购业务提供了融资渠道。

图 29: 券商资管业务与各业务板块的结合



资料来源：东兴证券研究所

### 3.2 券商资管行业集中度降低为更多市场参与者带来空间

根据上市券商 2018 上半年的数据，上市整体券商资管业务实现净收入 74.5 亿元，较去年同期上升 3.5%，其中集合资管业务净收入 44.5 亿元，同比上升 8.7%，定向资管业务净收入 24.6 亿元，同比下降 7.3%，专项资管业务净收入 5.5 亿元，同比上升 20%。

需要特别注意的是，CR5 券商资管业务净收入总计 30.1 亿元，同比下降 7.1%，集合计划、定向计划、专项计划净收入分别下降 0.6%、14.6%和 1.9%。定向计划收入占比从上年度 46.2%下降至 42.5%。通过对比发现，资管业务在整体保持去通道的进程中，业务集中度正逐渐降低，CR5 券商资管业务收入变动趋势与整体相背离，中小券商在资管业务方面将可能出现新空间。

我们认为新时期资管业务长期来看集中度或不会再进一步提升，主要原因有五点：

- ◆ 从业务性质来看，券商资管计划属于私募性质，投资者人数受到 200 人的上限控制且在市场宣传方面受到管控无法公开。因此在规模的扩张上无法快速占据整个市场，同时还要考虑资管团队人员配置的限制。
- ◆ 从资产端来看，目前类似 ABS 的项目需要券商具备较好的资产获取和开发能力，而优质项目包括商业地产等都有区域性的特点以及地方券商具有沟通优势，因此一家独大囊括市场上大部分优质资产的情况发生概率较低。
- ◆ 未来资管业务向着与各业务条线整合发展的路线前进，而中小券商尤其是区域具备比较优势的券商自 2017 年起较多提出了深耕区域的战略，头部券商在竞争上将面临更高的壁垒。
- ◆ 从资金端来看，当开始逐步回归主动管理时，通常首先开发的是券商的存量客户，因此在存量完成开发前争夺增量或互相挖转的情况将较晚才会发生。
- ◆ 对净资本占用少，对于中小体量的券商来说轻资产业务的劣势不会很明显。

### 3.3 未来具备前景的两项业务：ABS 和 FOF

从资产端和产品端的角度，未来具备券商资管发展潜力的新业务我们认为有两类，一个是资产端发力的 ABS 业务，一个是产品端创新的 FOF 产品。

#### 3.3.1 券商发展 FOF 产品恰逢其时，未来目标规模 3200 亿-1.1 万亿

2016 年，证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》，从 FOF 基金的明确定义、投资范围等，树立监管规范开始推动 FOF 产品的长期发展。我们认为当 FOF 产品进入公募时代，代表着其已进入产品的成长期，将开启高速的发展进程。而券商 FOF 参照私募 FOF 产品，相对与公募有诸多优势，也将受益于整体行业的大发展。

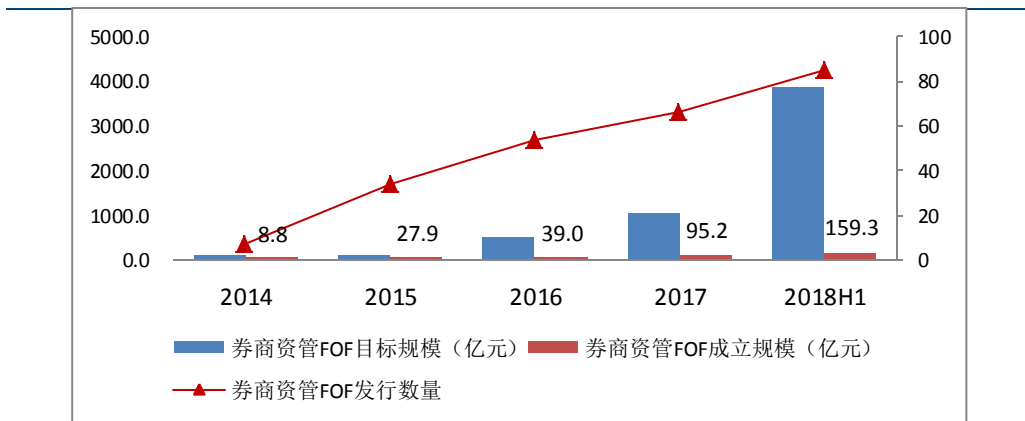
- ◆ 相对于公募 FOF，券商 FOF 在费率结构上更为灵活。
- ◆ 券商资管所受监管约束相对较小，方便以私募形式开展 FOHF（投向对冲基金的基



金，即在我国是以私募基金产品为投资标的)。而这也是 FOF 降低了投资门槛的主要吸引力所在。

- ◆ 券商资管与机构经纪业务（或 PB 业务）的数据相互共享，发挥协同效应，降低产品运作的成本和提升发现优秀投资标的的可能性，提升对投资者的吸引力。

图 30: 券商资管 FOF 数量和规模变动趋势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

目前券商资管已处于快速发展阶段，根据 Wind 数据，截至 2018 年上半年，已发行 85 只产品，成立规模为 159.3 亿元。但目标规模已达到 3848.5 亿元，目前市场认可程度还在培育阶段。

参考美国和欧洲成熟市场的情况，我们认为 FOF 未来的市场空间以目前国内的基金行业整体规模测算，应该在 3200 亿-1.1 万亿美元的区间，有着巨大的发展空间。

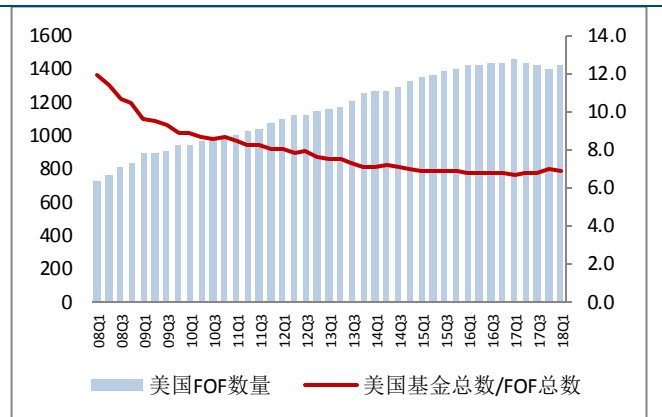
- ◆ 美国的 FOF 数量在 2018Q1 为 1427 只，基金数量与 FOF 数量的比例大约为 7:1，也就是每 7 只公募就对应一只 FOF。FOF 净资产占整体基金行业的比例在 9% 左右。
- ◆ 欧洲的 FOF 数量在 2018Q1 为 2041 只，基金数量与 FOF 数量的比例大约为 27:1，每 27 只公募就对应一只 FOF。FOF 净资产占整体基金行业的比例在 2.5% 左右。
- ◆ 根据 Wind 数据，截至 2018 年 9 月，我国公募基金整体资产规模为 12.8 万亿元，基金数量为 5010 只，对标美国和欧洲的情况，预计未来我国 FOF 行业的目标规模在 3200 亿元-1.1 万亿元，产品数量在 200 只-700 只。对照目前有非常广阔的增长空间。

从长期来看随着基金行业的蓬勃发展，客户对于 FOF 的需求会不断释放。有望取代目前的通道业务成为券商资管的新增长点。我们认为证券公司在开展 FOF 产品创设方面可以发挥以下优势：

- ◆ 长期的卖方机构客户服务，积累了较多对于管理人投资风格的经验与知识，与管理人的密切合作有利于 FOF 产品的开发。

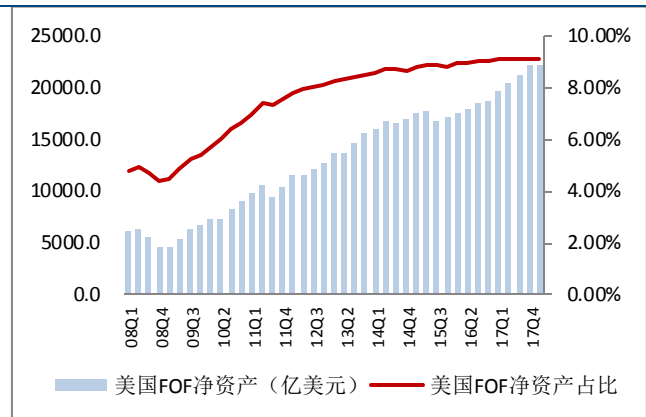
◆从托管的角度来看，目前已有十几家券商取得了证券投资基金托管人资格，未来券商托管业务内部化优势将有助于降低 FOF 的运营成本。

图 31: 美国 FOF 数量与比例关系



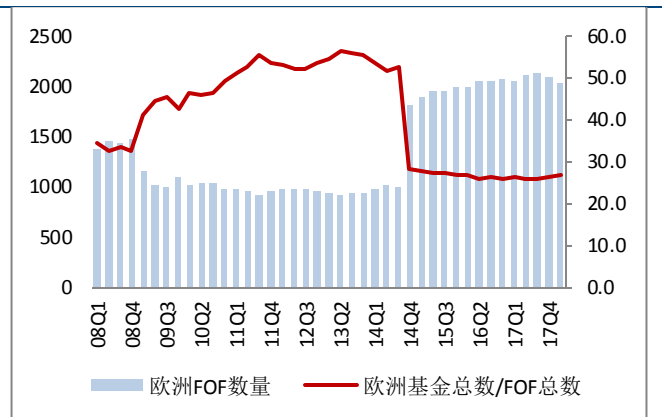
资料来源：IIFA，东兴证券研究所

图 32: 美国 FOF 规模与占比



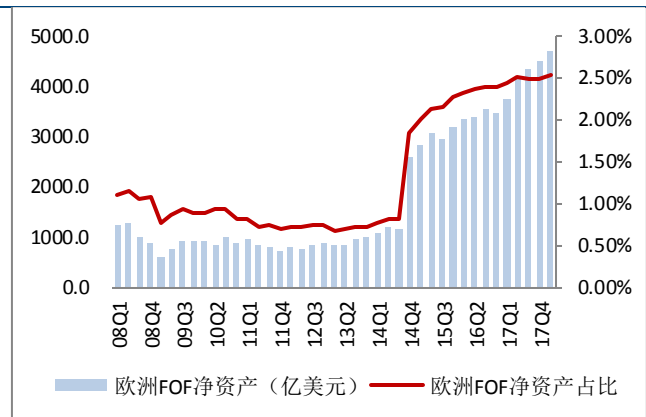
资料来源：IIFA，东兴证券研究所

图 33: 欧洲 FOF 数量与比例关系



资料来源：IIFA，东兴证券研究所

图 34: 欧洲 FOF 规模与占比



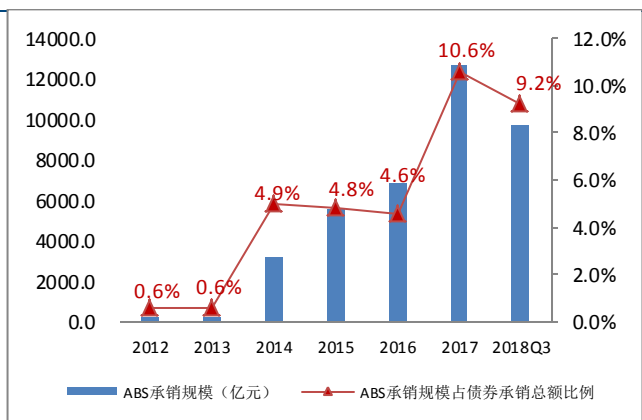
资料来源：IIFA，东兴证券研究所

### 3.3.2 券商资管的“投行化”将带来 ABS 业务更高的权重

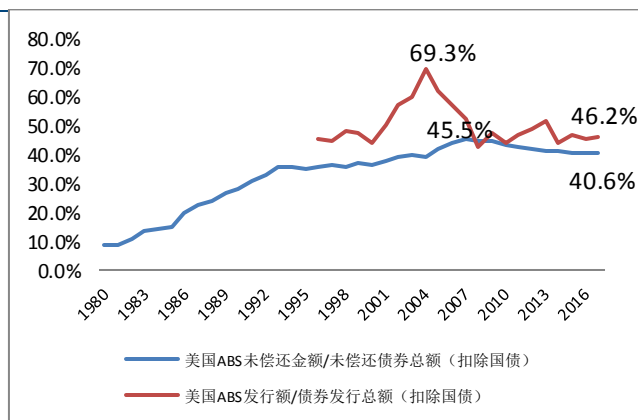
所谓券商资管的“投行化”，指的是在资产端加强与投行业务的协同效应。在“投行化模式”下，券商资管与投行业务紧密结合，主动挖掘优质资产并创设金融产品，对接实体企业的融资需求。

在资管投行化开发的场景下，既解决了资产荒下券商资管资产配置窘境，又通过创设产品为实体经济提供了资金。在资管投行化发展进程中，目前 ABS 业务逐渐脱颖而出成为新的发展着眼点。

- ◆ 2014 年《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定（修订稿）》发布，规定证券公司（以专项资管计划为主要载体）开展企业资产证券化业务，并将原有的审批制改为负面清单的备案制。
- ◆ 2014 年政策松绑后，ABS 业务开始快速增长，2017 年券商整体承销规模已超过 1.2 万亿元。截至 2018 年 9 月，总承销规模达到 9700 亿元，依旧同比增长 26.5%。
- ◆ 考虑到目前房地产行业资产体量以及长租公寓和消费金融等行业的快速发展，未来 ABS 业务的天花板非常高。
- ◆ 以美国作为对标，每年美国 ABS（包括抵押贷款相关债券和资产支持债券）发行额占债券发行总额的比例超过 45%。而存量的美国 ABS 未偿还金额占未偿还债券总额的比例超过 40%。对比之下，我国 ABS 目前发行量仅占当年债券总发行量的 10% 左右。由于才启动 4 年，未偿还余额占债券总量的比例也很低。
- ◆ 可以预期的是，未来 ABS 业务将会进一步提升每年的发行规模，且在发行债券中的占比也将有较大进一步提升空间。而这将给券商资产管理行业带来长期的业务增量。

**图 35：我国 ABS 承销规模与占债券总承销规模比例**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

**图 36：美国 ABS 发行和余额占总债券比例**


资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 4. 投资策略

我们看好未来券商资产管理行业在资管新规落地后的彻底转型发展。在摒弃通道业务的历史背景下，回归主动管理将成为券商资管行业下一个“长周期”的发展阶段：

- ◆ 由个人和企业客户驱动的资金端增量；
- ◆ 由 ABS 业务驱动的资产端投行化；
- ◆ 由 FOF 驱动的产品端发展潜力将会成为券商资管的长期看点；
- ◆ 券商资管行业集中度上升有限，为中小券商的精品资管战略提供可能性。

建议关注资管业务具备龙头优势和资产端全球资源的中信证券和精品资管战略逐步兑现的华西证券。

## 5. 风险提示

市场大幅波动影响投资者资管产品需求、境内外监管环境趋严、ABS 业务开拓不及预期、FOF 市场接受度不及预期

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。