

行业研究/动态点评

2018年12月03日

行业评级:

非银行金融 增持 (维持)  
证券 II 增持 (维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

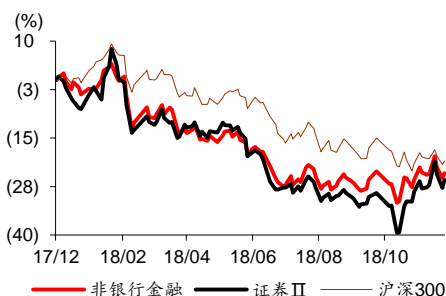
**刘雪菲** 执业证书编号: S0570517110003  
研究员 0755-82713386  
liuxuefei@htsc.com

**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融/银行: 行业周报 (第四十八周)》2018.12
- 2 《非银行金融/银行: 行业周报 (第四十七周)》2018.11
- 3 《中国平安(601318,买入): 场景流量厚积中, 静待科技薄发时》2018.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 解决遗留问题, 规范转型发展路径

## 点评证券公司大集合资产管理业务操作指引

### 大集合操作指引出台, 完善券商资管业务监管框架

11月30日, 证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》(以下简称“《操作指引》”), 明确投资者人数不受200人限制的存量集合资产管理计划将转为公募基金或私募产品, 对过渡期给予弹性。《操作指引》是今年4月底发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》配套细则。总体看来, 政策方向符合预期, 执行层面柔和程度略好于预期, 中长期看券商资管将继续深化主动管理转型, 头部券商更具优势, 推荐中信证券。

### 解决历史遗留问题, 明确业务未来转型发展路径

2013年以前, 券商集合资管分为投资者人数和募资规模无限制的大集合产品, 和人数低于200人、规模低于50亿元的小集合产品。2013年6月1日《证券投资基金法》正式实施, 大集合产品归入公募基金监管体系。证监会对于6月1日前已设立的投资者人数超过200人的大集合业务未给出具体处理方案, 允许存量业务在后续处理办法出台前继续运作。《操作指引》出台将解决历史遗留问题, 大集合产品未来转型发展路径将有章可循。

### 明确存量产品转为公募基金或私募产品, 设立2年过渡期柔性处理

《操作指引》要求存量大集合资产管理业务对标公募基金规范管理, 逐步变更注册为公募基金产品。对于指引公布后, 连续60个工作日投资者不足200人或资产净值低于5000万元的存量大集合产品, 应当逐步转为私募资产管理计划。同时《操作指引》设2020年12月31日前为过渡期, 与资管新规过渡期一致。过渡期内, 存量大集合资产管理业务对标公募基金进行管理, 平稳有序完成向公募或私募产品转型。且不统一限定整改进度, 过渡期结束后尚未处置的存量, 可及时向证监会报告后妥善安排柔性处理。

### 未取得公募牌照的券商给予弹性处理, 可申请参照公募运作3年

已取得公募牌照的13家券商可将相关大集合产品变更为公募基金存续运作。对未取得公募牌照的券商, 监管给予一定弹性处理, 允许规范完成的产品经证监会验收后参照公募基金运作, 但期限不得超过3年。同时, 鼓励未取得公募牌照的券商通过将产品管理人更换为其控股、参股的基金公司并变更为公募基金的方式, 提前完成规范。

### 存量业务有望实现平稳过渡, 关注优质券商投资价值

根据Choice数据, 截至2018年三季度末, 存量未到期大集合产品净值约7550亿元, 占券商资管余额5%。我们测算存量大集合产品前三季度收入约占券商总营业收入2%。因券商资管监管起步早、落地相对到位, 且《操作指引》操作层面留有柔和空间, 我们预计对收入的实际影响显著小于前述测算。券商资管将继续深化主动管理转型, 我们预计2018年大券商(中信、国君、海通、广发、招商)PB 0.9-1.3倍, PE 19-22倍, 推荐中信、招商。

风险提示: 政策推进不如预期, 市场波动风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	16.87	买入	0.94	0.89	0.98	1.14	17.95	18.96	17.21	14.80
600999.SH	招商证券	13.74	买入	0.86	0.55	0.71	0.87	15.98	24.98	19.35	15.79

资料来源: 华泰证券研究所

11 月 30 日，证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》（以下简称“《操作指引》”），对券商大集合产品进一步对标公募基金、实现规范发展的标准与程序进行细化明确。

### 解决历史遗留问题，完善资管业务监管框架

2013 年以前，券商集合资管依据投资者人数和募资规模分为大集合产品和小集合产品。人数和规模无限制的限定性集合资管及非限定性集合资管归为大集合产品，人数低于 200 人、规模低于 50 亿元的限额特定理财产品属于小集合产品。2013 年 6 月 1 日，修订后的《证券投资基金法》（以下简称“新《基金法》”）正式施行，将证券公司投资者超过 200 人的集合资产管理计划定性为公募基金，纳入新《基金法》监管。为贯彻实施新《基金法》，2013 年 6 月 28 日，证监会修订《证券公司客户资产管理业务管理办法》以及配套的《证券公司集合资产管理业务实施细则》，不再划分大、小集合产品，原大集合业务纳入公募基金体系，不属于券商集合资管监管范畴，并将原小集合业务统称为集合资产管理计划。

**对投资者超过 200 人的存量大集合资管计划采取新老划断处理。**证监会明确规定，2013 年 6 月 1 日新《基金法》正式施行后，证券公司不得再发起设立新的投资者超过 200 人的集合资产管理计划。但对于 6 月 1 日前已经设立的投资者超过 200 人的集合资产管理计划，根据法不溯及既往的原则，允许在后续处理办法出台前继续运作，并按照公募基金要求予以规范。证监会表示，存量大集合资管计划后续处理方案将包括符合条件的转为公募基金；维持集合计划形式，继续存续运作；终止集合计划；转为私募基金等。但由于各类理财产品的规范政策当时尚未明确，未给出具体处理方案。

**政策落地解决历史遗留问题，落实大资管监管要求。**2018 年 4 月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）发布实施，大资管业务监管框架正式落地，对公募产品的运作规范也进一步提出要求。此次出台的《操作指引》是资管新规的配套细则，与大资管新规对公募产品的监管宗旨一脉相承。政策出台将解决历史遗留问题，落实资管新规，进一步完善细化券商资管业务监管框架。

### 明确存量产品转型方向，给予过渡期柔性处理

**明确存量大集合产品将转为公募基金或私募资管产品。**《操作指引》要求存量大集合资产管理业务从以下方面对标公募基金规范管理：一是产品销售、份额交易与申购赎回、份额登记、投资运作、估值核算、信息披露、风险准备金计提等要求与公募基金一致；二是证券公司应当对照法律法规有关公募基金管理人的要求调整完善合规管理、内部控制、风险管理等制度体系；三是证券公司从事大集合产品管理业务的相关高级管理人员与其他从业人员应当遵守公募基金相关法律法规的资质条件与行为要求；四是对存量产品已计提业绩报酬事项及中国证监会认定的其他事项，待公募基金相关专项规范等要求出台后，相应进行调整规范；以及规定的其他事项。同时《操作指引》明确规定，指引公布后连续 60 个工作日投资者不足 200 人或资产净值低于 5000 万元的存量大集合产品，在逐步转为私募资产管理计划，或者通过与其他产品合并、终止产品合同予以规范。

**未取得公募牌照的券商给予弹性处理，可申请参照公募运作 3 年。**根据《操作指引》，具有公募基金管理资格的 13 家券商可将相关大集合产品申请变更为公募基金存续运作。对于未取得公募牌照的券商，监管给予一定弹性处理。券商可完成规范工作并取得托管人确认后，提请证监会核查验收。允许规范完成的产品经证监会验收后参照公募基金运作，但是期限原则上不得超过 3 年。对于 3 年届满仍未转为公募基金，将采取规模管控等措施。同时，证监会鼓励未取得公募基金管理资格的券商通过将产品管理人更换为其控股、参股的基金公司并变更为公募基金的方式，提前完成规范工作。

给予2年规范过渡期，与资管新规保持一致。《操作指引》立足存量产品情况和当前市场运行特点，设置2020年12月31日为过渡期，与资管新规过渡期一致。过渡期内，存量产品资产管理业务对标公募基金进行管理，应当转为私募产品的在过渡期内要有序完成过渡。监管对规范进度上不设统一要求，允许机构结合自身情况有序规范，逐步消化。过渡期结束后，对于由于特殊原因而确实难以处置的存量资产，可及时向证监会报告后适当安排妥善处理。过渡期柔性处理有助于券商实现存量平稳过渡，减轻对规模及收入的过度波动影响。

### 业务有望实现平稳过渡，持续深化主动管理转型

根据Choice统计数据，截至2018年三季度末，存量未到期券商大集合资管产品净值规模约7550亿元，占三季度末证券公司集合资管余额比例39%，占证券公司总资管余额5%。我们使用存量大集合业务产品的平均年化管理费率0.78%和大集合产品规模7550亿元，测算大集合产品2018年前三季度收入约44亿元，占证券公司集合资管收入41%，占证券公司资管总收入22%，占证券行业总营业收入2%。考虑到券商资管业务监管起步早、政策落地相对到位，遗留问题较少，且《操作指引》设定过渡期柔和处理，产品转型后仍可继续创造收入，存量消化不会产生立竿见影的冲击，有望实现平稳过渡，我们预计实际影响远显著小于测算数值。未来券商资管业务持续深化向主动管理等内涵式方向转型，打造主动管理能力，进一步提升集合资管规模及管理费率。

图表1：存量大集合业务规模及收入占比测算

	大集合产品	证券公司集合资管计划	证券公司总资管计划	证券行业
2018年三季度末业务规模（亿元）	7550	19269	141772	n.a
大集合产品规模占比		39%	5%	n.a
年化平均费率（测算）	0.78%	0.74%	0.19%	n.a
2018年前三季度收入（亿元）	44（测算）	108（测算）	203	1,893
大集合产品收入占比		41%	22%	2%

注：证券公司集合资管计划年化平均费率=上市券商2018H1集合资管收入/集合资管规模\*2；

证券公司总资管计划年化平均费率=证券行业2018年前三季度资管业务净收入/受托管理资金本金总额\*4/3；

大集合产品年化平均费率0.78%取存量大集合产品平均管理费率；

注：大集合产品2018年前三季度收入=2018年三季度末业务规模\*年化平均费率/3\*4；

证券公司集合资管计划2018年前三季度收入=2018年三季度末业务规模\*年化平均费率/3\*4；

资料来源：Choice，证券业协会，证券投资基金业协会，华泰证券研究所

监管支持和行业资源向大券商倾斜，集中度持续提升，行业头部效应渐趋显著。我们预计2018年大券商（中信、国君、海通、广发、招商）PB 0.9-1.3倍，PE 19-22倍，推荐中信证券、招商证券。

### 风险提示

1、政策推进不如预期。证券行业业务开展受到严格的政策规范，政策推进不及预期将影响行业改革转型进程及节奏。

2、市场波动风险。证券公司业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com