

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年12月02日

#### 分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣迦

S1070118090028

☎ 0755-83660814

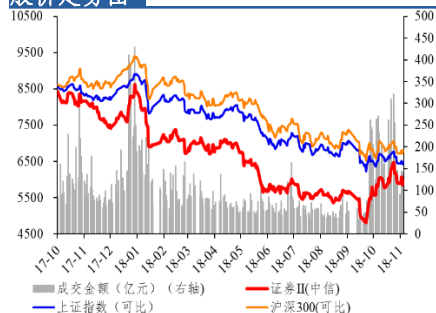
✉ xiexinru@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

#### 股价走势图



数据来源：wind

#### 相关报告

<<Q4 低基数下补缺口持续推进，关注开门红策略调整所带来的分化效应>>

2018-11-19

<<10月业绩承压深蹲显寒意，静待边际改善>> 2018-11-07

<<放宽保险资金股权投资限制，发挥市场稳定器作用>> 2018-10-29

## 资管新规下各项政策逐个击破，影响分化

### ——《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》点评

#### 核心观点

##### ■ 要点 1：通知内容解析

11月30日，中国证券监督管理委员会公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》），自公布之日起实施。这是在资管新规执行的大背景下，继《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》之后，又一对证券行业资产管理业务进行规范的资管新规细则。此次《操作指引》就整改对象及过渡期、四个整改方向、过渡期内控制产品规模及规范验收等方面进行规定。

##### ■ 要点 2：证券公司影响几何

从费率看，集合资产管理业务是证券公司三种业务类型中费率最高的。这意味着，证券公司有三分之一的集合资管产品转型为公募基金，而且是利润率最高的资管业务类型。

集合产品的优势在于收费机制灵活、一般以投入自有资金、份额分级等方式设置“保本”机制。参照公募基金进行规范，产品吸引力可能会有所下降。

从规范方向看，公募化的产品关键在于产品吸引力的下降，但是同时费率也会提高，门槛降低，产品规模相对可控，总体的冲击相对可控。

影响分化主要体现在两个方面，一是未取得公募基金牌照与取得公募基金牌照的证券公司影响不同。二是对于大集合产品存量规模不同的证券公司影响不同。

##### ■ 要点 3：投资建议

建议从三条主线选择个股，1) 业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化的龙头证券公司；2) 建议关注创新+转型发展的中小型证券公司；3) 关注次新股类弹性标的。

■ 风险提示：地缘政治风险；中美贸易摩擦加剧风险；宏观经济下行风险；监管趋严风险。

## 目录

1. 《操作指引》核心要点 .....	4
2. 对证券公司影响几何 .....	5
3. 投资建议 .....	7
4. 风险提示 .....	8

## 图表目录

表 1: 《操作指引》核心要点 .....	5
表 2: 公募基金与证券公司集合理财的区别 .....	6
表 3: 证券公司集合理财业务收入占营收的比重 .....	6
表 4: 已取得公募资格的证券公司系资产管理机构（截至 2018 年 10 月） .....	7

## 1. 《操作指引》核心要点

11月30日，中国证券监督管理委员会公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》），自公布之日起实施。这是在资管新规执行的大背景下，继《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》之后，又一对证券行业资产管理业务进行规范的资管新规细则。

《操作指引》要点：

### ■ 整改对象及过渡期

投资者人数不受 200 人限制的集合资产管理计划（以下简称大集合产品）适用本指引，通过专项资产管理计划形式设立的大集合产品参照本指引进行规范。整改期限 2020 年 12 月 31 日。

### ■ 四个整改方向

存量大集合资产管理业务应转为公募产品。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，应当在过渡期内逐步转为符合法律法规规定的私募资产管理计划。

对于产品持有的、通过各种措施确实难以消化的低流动性资产以及过渡期满仍未到期的资产，允许证券公司以自有资金购买、以存量大集合产品接续、以存量或者新设私募资产管理计划接续等方式妥善处置。过渡期结束后，对于由于特殊原因而确实难以处置的资产，证券公司应当及时向中国证监会报告。

### ■ 过渡期内控制产品规模

过渡期内非现金管理类大集合产品原则上不得新增净申购额，现金管理类大集合产品不得新增客户。除此之外，大集合产品不得新增以下行为：

- （1）未完成整改规范前，公开或变相公开募集产品份额；
- （2）通过分期发行独立核算子份额等方式变相发起设立新的大集合产品；
- （3）违规为大集合产品聘请投资顾问；
- （4）未经注册擅自对合同条款进行实质性调整或变更；
- （5）法律、行政法规及中国证监会规定的其他事项。

### ■ 规范验收

未取得公募基金管理资格的证券公司，就规范完成大集合产品向中国证监会提交合同变更申请，合同期限原则上不得超过 3 年，大集合产品应对标公募基金管理运作。鼓励未取得公募基金管理资格的证券公司通过将大集合产品管理人更换为其控股、参股的基金管理公司并变更注册为公募基金的方式。具有公募基金管理资格的证券公司，需将相关大集合产品向中国证监会申请变更注册为风险收益特征相匹配的公募基金。

**表 1: 《操作指引》核心要点**

项目	内容
整改对象及过渡期	投资者人数不受 200 人限制的集合资产管理计划（以下简称大集合产品）适用本指引，通过专项资产管理计划形式设立的大集合产品参照本指引进行规范。整改期限至 2020 年 12 月 31 日。 存量大集合资产管理业务应转为公募产品。
四个整改方向	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，应当在过渡期内逐步转为符合法律法规规定的私募资产管理计划。 对于产品持有的、通过各种措施确实难以消化的低流动性资产以及过渡期满仍未到期的资产，允许证券公司以自有资金购买、以存量大集合产品接续、以存量或者新设私募资产管理计划接续等方式妥善处置。 过渡期结束后，对于由于特殊原因而确实难以处置的资产，证券公司应当及时向中国证监会报告。 过渡期内非现金管理类大集合产品原则上不得新增净申购额，现金管理类大集合产品不得新增客户。除此之外，大集合产品不得新增以下行为：
过渡期控制产品规模	1. 未完成整改规范前，公开或变相公开募集产品份额； 2. 通过分期发行独立核算子份额等方式变相发起设立新的大集合产品； 3. 违规为大集合产品聘请投资顾问； 4. 未经注册擅自对合同条款进行实质性调整或变更； 5. 法律、行政法规及中国证监会规定的其他事项。
规范验收	1. 未取得公募基金管理资格的证券公司，就规范完成大集合产品向中国证监会提交合同变更申请，合同期限原则上不得超过 3 年，大集合产品应对标公募基金管理运作。 2. 鼓励未取得公募基金管理资格的证券公司通过将大集合产品管理人更换为其控股、参股的基金管理公司并变更注册为公募基金的方式。 3. 具有公募基金管理资格的证券公司，需将相关大集合产品向中国证监会申请变更注册为风险收益特征相匹配的公募基金。

资料来源：证监会，长城证券研究所

《操作指引》是规范证券公司大集合产品的资管新规细则，整体方向是大集合产品公募化或私募化，即存量大集合资产管理业务应转为公募产品，但是连续 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，应当在过渡期内逐步转为符合法律法规规定的私募资产管理计划。但是，仍然给证券公司留下了一定的处置空间，对于由于特殊原因而确实难以处置的资产，证券公司应当及时向中国证监会报告。值得注意的是，对于未取得公募基金管理资格的证券公司，可以就规范完成大集合产品向中国证监会提交合同变更申请，合同期限原则上不得超过 3 年；也可以将管理人更换为参控股基金管理公司。这也意味着大集合产品在过渡期后不会完全消失，变更为参控股基金管理公司的利益分配可能会对证券公司资管收入造成一定冲击。与之前的资管新规和资管新规细则相比，《操作指引》确定了具体的执行标准，尤其是后期的规范验收也做了详细规定。

## 2. 对证券公司影响几何

### ■ 影响范围有多大

从规模看，截至 2018 年三季度末，证券公司集合资产管理计划规模 19268.88 亿元，大集合资产管理计划约 7500 亿元，占集合产品规模的 38.92%，占证券公司资管总规模的 5.29%。资产净值低于 5000 万的约为 74.28 亿元。从费率看，集合资产管理业务是证券公司三种业务类型中费率最高的。这意味着，证券公司有三分之一的集合理财产品转型为公募基金，而且是利润率最高的资管业务类型。

### ■ 产品吸引力下降？

公募基金与大集合产品相比，在收费机制、信息披露等方面都存在较大的差异。公募基金在流动性、透明度、申购门槛等方面均优于证券公司集合理财，集合产品的优势在于收费机制灵活，一般以投入自有资金、份额分级等方式设置“保本”机制。参照公募基金进行规范，产品吸引力可能会有所下降。

**表 2: 公募基金与证券公司集合理财的区别**

	收费机制	是否投入自有资金	流行性	信息披露	申购门槛
证券公司集合理财	较灵活：参与费+退出费	一般会	封闭期 1 月~一年；开放期没有 3~5 个工作日	至少三个月披露一次	5 万元起
公募基金	较固定：认购费/申购费+管理费+赎回费	大部分没有	封闭式基金可以随时进行买卖；开放式基金的申购赎回的周期一般为 2~3 个工作日	定期披露	封闭式基金没有有限定门槛；开放式基金一般为 1000 元

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

### ■ 冲击相对可控

从规范方向看，公募化的产品关键在于产品吸引力的下降，但是同时费率也会提高，门槛降低，产品规模相对可控。对于流动性较差的资产或难以处置的资产，处置方式也较灵活，流动性较差的资产允许证券公司以自有资金购买、以存量大集合产品接续、以存量或者新设私募资产管理计划接续等方式妥善处置，难以处置的资产向证监会报告。政策缓冲的余地较大，也留下了兜底政策，冲击可控。

根据上市证券公司 2018 年半年度报告，已披露数据的上市证券公司集合资产管理业务合计收入占其合计营业收入的 4.18%，总体上占比有限。

**表 3: 证券公司集合理财业务收入占营收的比重**

	集合资产管理业务收入 (亿元)	营业收入 (亿元)	集合资管收入占比
申万宏源	2.24	60.75	3.68%
东北证券	0.53	20.57	2.60%
国元证券	0.15	11.10	1.38%
国海证券	0.26	9.87	2.67%
广发证券	5.18	76.10	6.81%
长江证券	1.30	23.46	5.55%
山西证券	0.31	29.80	1.05%
西部证券	0.18	11.43	1.60%
国信证券	0.74	40.60	1.81%
第一创业	0.22	7.62	2.90%
华西证券	0.03	13.61	0.19%
中信证券	2.84	199.93	1.42%
国金证券	0.25	16.74	1.50%
西南证券	0.35	14.16	2.47%
海通证券	2.61	109.42	2.38%
华安证券	0.32	8.10	3.98%
东方证券	5.47	42.77	12.79%

	集合资产管理业务收入 (亿元)	营业收入 (亿元)	集合资管收入占比
招商证券	4.35	47.86	9.09%
太平洋	0.20	4.91	3.99%
财通证券	1.83	18.14	10.08%
东兴证券	1.01	14.70	6.84%
国泰君安	4.49	114.61	3.91%
中原证券	0.47	8.65	5.41%
兴业证券	1.03	33.09	3.12%
东吴证券	0.05	15.36	0.32%
华泰证券	6.68	82.16	8.14%
光大证券	2.22	41.14	5.39%
浙商证券	0.72	17.64	4.06%
方正证券	0.66	23.09	2.85%
合计	46.69	1117.38	4.18%

资料来源: wind, 长城证券研究所

### ■ 影响分化

影响分化主要体现在两个方面，一是未取得公募基金牌照与取得公募基金牌照的证券公司影响不同。二是对于大集合产品存量规模不同的证券公司影响不同。

未取得公募基金牌照的证券公司，在规范完成后可以由证监会验收，原则上存续期最晚至 2023 年年底；鼓励将产品过渡给参控股基金管理公司。关键问题对参控股公司持股比例相对较低的证券公司，若将产品过渡给参控股公司，利益分配难以协调。

由于集合资管业务收入占证券公司营收比重差异较大，占比最高的为东方证券，最低的为华西证券，集合产品收入占比的分化意味着政策影响的分化。

**表 4: 已取得公募资格的证券公司系资产管理机构 (截至 2018 年 10 月)**

序号	公司名称	序号	公司名称
1	上海东方证券资产管理有限公司	8	北京高华证券有限责任公司
2	华融证券股份有限公司	9	中银国际证券有限公司
3	山西证券股份有限公司	10	财通证券资产管理有限公司
4	国都证券有限责任公司	11	长江证券 (上海) 资产管理有限公司
5	浙江浙商证券资产管理有限公司	12	华泰证券 (上海) 资产管理有限公司
6	渤海汇金证券资产管理有限公司	13	中泰证券 (上海) 资产管理有限公司
7	东兴证券股份有限公司		

资料来源: 证监会, 长城证券研究所

## 3. 投资建议

我们在前期已经多次指出证券公司板块估值中枢下行，股价向上弹性不断衰减也是不争的事实。证券公司股估值“破净”或接近于 1，估值中枢已经下降，不能再简单地复制历史估值经验以推断出“估值修复”逻辑，板块和个股估值波动成常态。短期看，证券公司走势本质上是政策暖风下情绪高涨，严重超跌及股票质押风险纾解预期下的阶段性反弹。中期看业绩弹性，未来随着科创板的设立及拟试点注册制，A 股市场的双轨制变革箭在弦上，科创板和注册制结合，创投板块成增量改革“试验田”，增加了中小企业融资

途径。我们认为，在科创板新政的带动下创投股早地拔葱，市值快速翻倍。退出通道是创投板块最大的变数，而对于证券公司的投行投资化、私募股权投资公司的潜力还没有被市场充分认识到，中信、华泰等龙头证券公司的业务规模、业务链、资源整合的能力不是一般的创投公司可同日而语。我们认为，今年将是证券公司行业业绩增速大概率最差的一年，随着相关政策红利不断释放，明年大概率将迎来业绩拐点，打开向上的估值修复向价值转向的通道。长期看科技含量，近期有华泰证券、海通证券等两家龙头证券公司选择在 2018 年这一业绩低迷的年份发布了重磅的金融科技产品，致力于打造金融科技核心竞争力，大力推动从技术支撑服务到技术驱动业务发展的跨越。我们认为，未来龙头证券公司在资本实力、人才优势方面将加速拉开与中小证券公司在金融科技方面的差距，业绩也将不与中小证券公司一致，市场疲弱、交易萎缩等因素对大证券公司与小证券公司的影响已经不再“步调一致”了，头部证券公司业绩抗周期的趋势越来越明显，有望享受估值溢价。

#### ■ 需精选个股投资布局：

我们一直强调行业分化与发展并存，需精选个股配置：

建议从三条主线选择个股，1) 业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化的龙头证券公司：重点推荐中信证券（前三季度营收 272.09 亿元，同比增速为-4.53%，归母净利为 73.15 亿元，同比增速为-7.73%，增速优于同业），华泰证券（衍生品业务靓丽绽放，拟发行 GDR 实力更上一层楼；前三季度营收 125.19 亿元，同比增速为-2.22%，归母净利为 44.80 亿元，同比增速为-4.84%），国泰君安（自营业绩领先行业，后期牌照类业务发力可期；2018 年前三季度营收 167.87 亿元，同比增速 1.04%，归母净利为 55.12 亿元，同比增速为-21.65%），东方证券（资管优势持续凸显，自营期待改善），广发证券（投行和自营不振拖累业绩，弱市环境蓄力待发，2018 年前三季度实现归母净利润 41.13 亿元，同比-35.39%；实现营业收入 113.59 亿元，同比-25.6%；但公司拟募资 150 亿元，支持资本中介业务等），兴业证券（今年业绩大概率触底，分公司战略下逆市布局，明年业绩有望起航）。

2) 建议关注创新+转型发展的中小型证券公司：方正证券（2018 年分类评级方正证券则连跨 6 级重返 A 类，为公司业务发展带来新机会），东方财富证券（互联网证券战略持续推进，零售证券“独角兽”成色显现，业务逆市起航，但受市场波动影响，前三季度实现营业总收入 23.79 亿元，同比增长 34.76%；归属于母公司股东净利润 8.01 亿元，同比增长 75.02%）。

3) 关注次新股类弹性标的：南京证券、中信建投证券，风险偏好高的投资者可积极关注与配置。

## 4. 风险提示

地缘政治风险；中美贸易摩擦加剧风险；宏观经济下行风险；监管趋严风险。

### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>