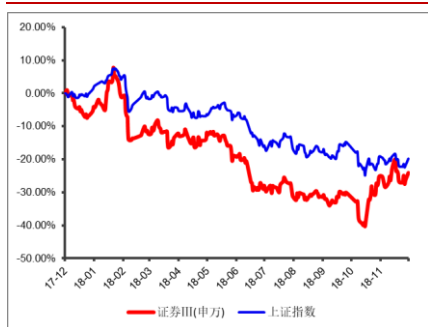


非银金融：证券

报告原因：政策跟踪

2018年12月04日

证券板块近一年市场表现



分析师：刘丽

执业证书编号：S0760511050001

邮箱：liuli2@sxzq.com

分析师：孙田田

执业证书编号：S0760518030001

邮箱：suntiantian@sxzq.com

电话：0351-8686900

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街中海国际中心
7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

券商大集合产品适用资管新规指导意见点评

对标公募规范管理，券商业绩影响有限

看好

行业研究/政策跟踪

事件描述：

- 11月30日，证监会发布了《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《指引》）。对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，并给予了合理的规范过渡期，在规范进度上不设统一要求。

事件点评：

- 《指引》主要内容：**1) 对标公募基金管理。大集合产品新开展的投资对标公募产品进行投资；对存量大集合产品的公募化管理要求在 2020 年底完成。2) 控制产品规模。未完成规范前，非现金管理类大集合产品不得新增净申购额，现金管理类大集合产品不得新增客户。3) 未取得公募牌照的整改措施明确。有公募牌照的券商，将大集合产品转为公募基金；未取得公募牌照的券商变更管理人为控/参股的基金公司完成规范化；4) 规范后的大集合产品 3 年合同期届满仍未转为公募基金的，将采取规模管控等措施。
- 规模不断下降。**集合资管产品规模在 2017 年一季度达到顶峰的 2.29 万亿元，已经连续六个季度规模回落，截止 2018 年三季度存量规模为 1.93 万亿元。根据 Choice 数据统计，截止 2018 年 11 月底，券商大集合产品规模约为 8565 亿元，占集合资管产品规模的 40% 左右。
- 资管业务占券商收入比重较小。**资管业务收入比重在不断提升，但相较于其他业务，占比仍然较低。2011 年底资管业务收入占券商营业收入比重约为 2%，截止 2018 年三季度，比重提高至 11%（包括定向资管计划和集合资管计划）。由于大部分券商的集合资管收入中大集合收入为主，我们预计大集合收入在资管行业收入中的占比在 5% 左右，因此整改大集合对于券商的业绩影响有限。

投资建议：

- 目前，有公募资格的券商共有 13 家，其中包括目前大集合资产净值较高的财通资管、长江资管和华泰资管。同时上市券商多已控/参股公募基金公司，未来大集合产品进行整改的路径相对畅通。此次《指引》给予整改一定过渡期，且在资管新规的推动下，前期已开展一部分清理工作，《指引》要求措施合理、进度明确、稳妥有序的进行规范。同时收入占比较小，因此我们认为对券商的业绩影响不大。
- 从券商资管业务结构来看，资管新规使通道业务压缩，券商主动管理能



力成为发展资管业务的关键，大集合产品的规范也是主动管理能力的一部分，在这个过程中资产端投资能力和资金端的资本实力是转型发展的基础。

- 政策底已经逐渐明朗。监管层使用多种手段推动股指上扬，包括券商、保险、基金公司和地方各级政府组成 5000 亿元纾困基金规模（证券日报，截至 11 月 25 日数据），修改《公司法》中关于回购股份的规定等。龙头券商的资本实力雄厚，业务优势明显，在政策边际改善下有望实现收入回暖。同时行业估值已至历史低位，估值修复有望持续，具有较高的配置价值。建议关注业绩有保证的龙头券商中信证券、华泰证券。
- **风险提示：**二级市场整体大幅下滑，从严监管超出预期。

➤ 事件

11月30日，证监会发布了《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《指引》）。对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，并给予了合理的规范过渡期，在规范进度上不设统一要求。

➤ 山证点评

《指引》主要内容：1) **对标公募基金管理。**大集合产品新开展的投资对标公募产品进行投资；对存量大集合产品的公募化管理要求在2020年底完成；规模较小的（连续60个工作日投资者不足200人或净值低于5000万元）存量大集合产品转为私募资管产品；2) **控制产品规模。**未完成规范前，非现金管理类大集合产品不得新增净申购额，现金管理类大集合产品不得新增客户。3) **未取得公募牌照的整改措施明确。**有公募牌照的券商，将大集合产品转为公募基金；未取得公募牌照的券商变更大集合产品的管理人为控/参股的基金公司完成规范化；同时对规范工作完成成效显著的券商或资管子公司申请公募牌照予以优先支持。4) **规范后的大集合产品3年合同期届满仍未转为公募基金的，将采取规模管控等措施。**

大集合产品来源：起源于2003年证监会发布《证券公司客户资产管理业务试行办法》，明确了资管产品主要有定向/集合/专项三类，随后设立了400余只投资者人数不受200人限制的集合资产管理计划。

2013年《证券投资基金法》（新基金法）正式施行，按照新基金法，投资者超过200人的集合资管计划定性为公募基金。同时《关于加强证券公司资产管理业务监管的通知》规定2013年6月开始，不再新设大集合产品，由符合条件的券商申请公募基金资格开展业务。并规定6月前已经设立的大集合可以继续运作，已发行的大集合产品成为历史遗留问题。

2018年4月，资管新规指导意见正式发布，进一步对公募产品的运作

规范提出若干具体要求。此次证监会《指引》对大集合产品如何适用资管新规指导意见进行了明确，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，指导大集合转为公募基金或私募资管计划，并给予了合理的规范过渡期。

集合规模不断下降。基金业协会统计数据显示，券商资管规模从2017年一季度开始下降，截止2018年9月规模合计14.18万亿元，较2017年末下降16.03%。从资管业务结构来看，资管新规影响下，通道业务规模压缩，定向类占比不断下降，集合类占比提升。

集合资管产品规模在2017年一季度达到顶峰的2.29万亿元，2017年5月监管部门窗口指导大集合资金池规模逐月递减影响下，已经连续六个季度规模回落，截止2018年三季度存量规模为1.93万亿元。

根据Choice数据统计，截止2018年11月底，券商（券商资管及资管子公司）大集合产品规模约为8565亿元，占集合资管产品规模的40%左右。大集合产品投向以债券型、混合型及货币型计划为主，数量占比分别为49%、25%和14%，股票型计划的数量约占6%，规模占比约为3%，因此大集合产品的规范化对二级市场影响较小。

图 1：资管业务净收入及占营业收入比重

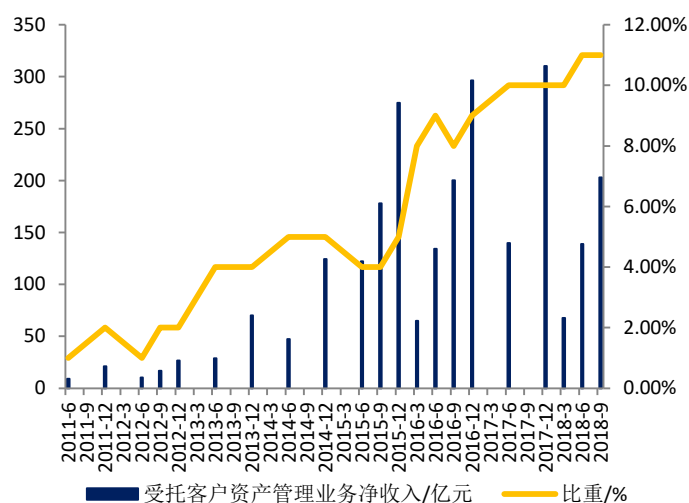
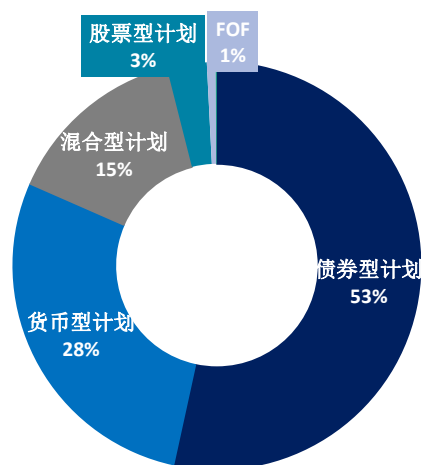


图 2：大集合产品主要投向



数据来源：山西证券研究所、基金业协会

数据来源：山西证券研究所、Choice

资管业务占券商收入比重较小。受托客户资产管理业务净收入/证券公司营业收入的比重在不断提升，但相较于其他业务，占比仍然较低。

2011 年底资管业务收入占券商营业收入比重约为 2%，截止 2018 年三季度，比重提高至 11%（包括定向资管计划和集合资管计划）。由于大部分券商的集合资管收入中大集合收入为主，我们预计大集合资管收入在行业收入中的占比在 5% 左右。

从上市券商来看，30 家可比券商 2018 年上半年集合资管收入 49.60 亿元，同比增长 1.75%，占营业收入合计的比重为 4.27%。集合资管收入比重在 10% 以上的有东方证券和财通证券。

➤ 投资策略

目前大集合资管规模较大的有广发资管、财通资管、华泰证券、光大资管和长江证券。有公募资格的券商共有 12 家，其中包括目前大集合资产净值较高的财通资管、华泰资管和长江资管。同时上市券商多已控/参股公募基金公司，未来大集合产品进行整改的路径也相对畅通。

此次《指引》给予整改一定过渡期，要求措施合理、进度明确、稳妥有序的进行规范，且在资管新规的推动下，前期已开展一部分清理工作，同时收入占比较小，因此我们认为对券商的业绩影响较小。

券商主动管理能力成为发展资管业务的关键，对大集合产品的进一步规范也是对主动管理能力的考验。在这个过程中资产端投资能力和资金端的资本实力是转型发展的基础，同时国内资产管理市场仍有较大的成长空间。

政策底已经逐渐明朗。监管层使用多种手段推动股指上扬，包括券商、保险、基金公司和地方各级政府组成 5000 亿元纾困基金规模（证券日报，截至 11 月 25 日数据），修改《公司法》中关于回购股份的规定等。龙头券商的资本实力雄厚，业务优势明显，在政策边际改善下有望实现收入回暖。同时行业估值已至历史低位，估值修复有望持续，具有较高的配置价值，建议关注业绩有保证的龙头券商中信证券、华泰证券。

表 1：上市公司大集合规模统计

	大集合数量	大集合规模 (亿元)	资管业务规模 2018H1	资管收入 2018H1	占营业收入 比重	集合资管收入 (亿元)	占营业收入 比重	公募牌照
广发证券	14	1014.73	4509.33	27.63	24.32%	5.18	6.81%	
财通证券	152	698.50	1395.23	3.95	16.83%	1.83	10.08%	2015-01
华泰证券	20	557.07	9099.41	18.42	14.71%	6.68	8.14%	2016-07
光大证券	17	540.11	2877.00	5.05	8.63%	2.22	5.39%	
长江证券	13	411.85	1472.86	3.03	8.45%	1.30	5.55%	2015-01
申万宏源	15	327.66	8007.44	10.84	11.58%	2.24	3.68%	
国泰君安	38	313.23	8383.98	11.58	6.90%	4.49	3.91%	
招商证券	13	309.07	6811.33	8.73	11.21%	4.35	9.09%	
海通证券	19	298.34	10300.00	14.04	8.68%	2.61	2.38%	
中国银河	16	280.98	2916.82	5.72	9.04%	2.91	6.76%	
方正证券	7	265.82	3003.26	2.28	6.15%	0.66	2.85%	
浙商证券	7	229.03	1640.17	1.62	6.21%	0.72	4.06%	2014-08
东方证券	22	221.90	2197.02	19.71	30.02%	5.47	12.79%	2013-08
中信证券	18	209.20	15338.00	41.42	15.22%	2.84	1.42%	
兴业证券	10	159.27	996.00	2.13	4.66%	1.03	3.12%	
太平洋	1	132.42	1672.60	1.22	18.92%	0.20	3.99%	
国信证券	11	122.48	1898.56	1.87	2.95%	0.74	1.81%	
华西证券	6	96.13	1186.94	1.02	5.04%	0.03	0.19%	
东北证券	7	93.16	755.89	1.10	2.65%	0.53	2.60%	
国海证券	5	71.40	1592.04	1.05	7.05%	0.26	2.67%	
华安证券	10	57.58	158900.00	0.72	5.92%	0.32	3.98%	
东兴证券	3	40.26	1172.79	3.11	14.11%	1.01	6.84%	2015-01
东吴证券	3	29.75	2193.96	1.28	5.10%	0.05	0.32%	
中原证券	3	17.53	241.09	0.78	6.15%	0.47	5.41%	
国元证券	3	11.77	976.10	0.43	2.62%	0.15	1.38%	
第一创业	8	4.75	2068.06	4.14	32.94%	0.22	2.90%	
西南证券	1	4.64	793.76	0.74	4.03%	0.35	2.47%	
西部证券	2	0.33	511.56	0.47	2.90%	0.18	1.60%	
国金证券	1	0.03	1691.51	1.06	4.26%	0.25	1.50%	
山西证券			402.33	1.08	2.49%	0.31	1.05%	2014-03
合计			96105.04			49.60	4.27%	

资料来源：山西证券研究所、Wind、Choice

➤ 风险提示：

二级市场整体大幅下滑，从严监管超出预期。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。