

# 美国银行系资管经验与借鉴

## 前言

本文从回顾国外银行理财业务发展路径，并深入分析各家银行系资管巨头的商业模式，来窥视我国银行理财子公司未来的可能发展方向。

## 美国市场是全球资管行业的中心

截至 2017 年，全球前 500 资管公司 AUM 合计达 93.8 万亿美元。其中北美地区占比最高达 58%，其次是欧洲地区，占 32%；新兴市场地区占比仅 5% 左右。前 20 家资管公司 AUM 占比就达 43.3%，行业发展表现出明显的“头部聚集”效应。

在全球资管市场中，美国市场在规模上占据首位，是最达的资管市场。截至 2017 年末，在全球前 500 名资管公司中，注册地在美国的就有 193 家，占 38.6%，合计 AUM 为 49.92 万亿美元，占 53.22%。

## 美国资管业务发展的四个阶段

美国是资管业务的发源地，主要经历了以下四个阶段：

第一阶段：“二战”后至 1960 年代。在这期间美国银行等金融机构的理财服务品种较单一，银行表外业务整体处于欠发展阶段。在传统存贷业务竞争愈加激烈的过程中，银行开始开展理财服务并逐步常规化。

第二阶段：1970-1980 年代。在经济陷入滞涨，股市长期低迷中，银行客户投资理财需求愈加旺盛。商业银开始融合传统存贷业务、投资业务和顾问咨询业务，向社会发行多样化管理理财产品，资管业务也逐步成为商业银行核心业务之一。

第三阶段：1990 年代至 2008 年。全球资管业务井喷式发展，理财产品的创新模式层出不穷，资产管理业务逐步成为增强商业银行对冲能力，增加客户粘性的利器，资管规模也逐步接近表内资产规模，也成为银行就高端客户市场竞争力的战略性业务。

第四阶段：2008 年至今。后危机时代资管行业格局发生明显变化，尤其是机构投资者对资管机构的挑选标准明显提高。除对冲基金之外，其他渠道资管业务已经达到或超过危机之前水平。目前全球资管规模已经超过 100 万亿美元。

## 美国银行系资管机构概况

美国的资管机构主要包括注册投资咨询机构、保险公司、银行控股公司和银行、以及私募基金。截至 2017 年底，美国资产管理行业的总规模超过 30 万亿美元。在这当中，银行系机构参与度很高，在全球前 20 大资管公司中，美国银行系的资管公司有 4 家，包括道富环球、摩根大通、纽约梅隆资管以及富国银行。按照管理模式和业务特点，可以将美国商业银行资管业务经营模式划分为三类：第一类是业务条线子公司制为主要形式的综合性银行，如摩根大通银行、美国银行、富国银行等。第二类是矩阵式管理的综合性银行，主要存在欧洲国家，如汇丰、渣打等；

## 银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

研究助理：陈翔

chenxiangbj@csc.com.cn

010-85130978

发布日期：2019 年 05 月 16 日

## 市场表现



## 相关研究报告

第三类就是以资产管理业务为主的银行，如纽约梅隆银行、道富集团等。

### 美国四家银行系资管案例

(1) 道富环球。道富环球是道富集团旗下的资产管理公司。道富集团主营业务线分为投资服务和投资管理，前者贴近于国内商业银行母行的职能，后者主要通过道富环球（SSGA）为企业、基金客户和其他成熟投资者提供涵盖投资管理、投资研究以及顾问咨询在内的一系列资产管理服务。截至 2018 年末，SSGA 管理资产规模已经达 2.583 万亿美元。

(2) 摩根大通资管。负责摩根大通整个资产管理板块的业务管理，旗下还有众多子公司。主要服务三类客户：私人银行客户、机构客户以及零售客户。2017 年末，管理客户资产 2.79 万亿美元，市占率 4%，其中 AUM 为 2.03 万亿美元。

(3) 纽约梅隆银行。与道富集团类似，拥有投资管理和投资服务两条业务线，其投资管理板块按照不同专业投资领域和客户对象分为 15 家子公司，推行“精品店”模式。截至 2017 年末，纽约梅隆银行的管理资产（包括托管和代管）超过 33.3 万亿美元，其中直接管理资产达 1.9 万亿美元，跻身全球最大的资产管理商行列。

(4) 富国银行。富国银行的资产管理隶属于其财富与投资管理部门。在模式方面，主要存在于由其三大业务板块之一的财富、经纪和养老（WBR）板块。截至 2017 年末，富国银行管理客户资产规模已经达 6903 亿美元。

### 对我国银行“理财子公司”发展的借鉴与启示

银行理财是我国资管行业的主力军，2018 年底保本和非保本理财合计规模达 32 万亿元。我国银行理财业务发展经历过起步、调整、快速发展、监管转型阶段等阶段后，未来将进入理财子公司运营阶段。从纵向比较来看，基于资产管理规模与 GDP 的比重水平、利率市场化水平以及混业经营程度等三个方面，我们认为国内银行理财正处于美国 20 世纪 80、90 年代的发展阶段。

从横向比较来看，国内资管行业的监管环境也正向美国等发达国家趋近，资管新规、理财新规、理财子公司管理办法三大重要文件，从顶层设计上重新塑造了银行理财的业务模式。

借鉴发达国家的经验，我们预计银行理财子公司开业后将表现出以下发展趋势：资产管理业务在银行收入中的占比将进一步提升；客户关系将向长期化、机构化转变；产品形式向共同基金和专户委托方面倾斜；管理模式向综合服务商转型；泛固定收益投资向全市场投资转变；更加丰富的人员结构和市场化的激励机制。

### 投资建议

尽管中美贸易冲突可能再次重启，但是其对实体经济的负面冲击和对银行股估值的影响程度将小于 18 年，主要原因是三点。

其一、政策对冲。我国宏观的货币政策和财政政策将有效应对可能带来的冲击，其二、随着行业监管政策的实施，银行业不良率将更加真实，隐性不良消除，资产质量对银行股估值的约束力下降。其三、估值低，下行空间不大。目前老 16 家上市银行 19 年 PB 只有 0.78，历史上，银行最低的 PB 是 0.70 倍。

银行股观点：看好，更看好股份制，但是随着货币政策重回宽松轨道，银行板块只有绝对收益，个股会上

有相对收益。目前老 16 家上市银行 19/20 年 PB 为 0.78/0.68，板块估值有望从 0.8 倍修复到 1 倍。

看好的主要原因是：其一、货币政策仍将宽松；其二、宽信用有望在 2 季度实现；其三、地方政府债务问题的解决方案陆续出台。其四、基本面向上。1 季度行业监管数据表明：资产增速回升，ROE 回升，不良率和关注类占比都在降低。其五、金融供给侧结构改革推进提高资源配置效率，降低板块风险，更有利于中小银行。

中长期重点推荐：招行、平安、宁波、南京、浦发、民生；上海；常熟、吴江。

## 目录

前言 .....	1
资产管理业务范围界定 .....	1
美国市场是全球资管行业的中心 .....	1
全球资管机构格局 .....	1
美国是全球最大的资管市场 .....	2
美国资管业务发展的四个阶段 .....	3
第一阶段：“二战”后至 1960 年代 .....	3
第二阶段：1970-1980 年代 .....	3
第三阶段：1990 年代至 2008 年 .....	3
第四阶段：2008 年至今 .....	4
美国银行系资管机构概况 .....	4
美国市场资管机构格局 .....	4
美国商业银行资管业务经营的主要模式 .....	5
美国四家银行系资管案例 .....	5
道富环球（SSGA） .....	5
摩根大通资管（JPM AWM） .....	6
纽约梅隆银行（BNY Mellon） .....	8
富国银行 .....	9
对我国银行“理财子公司”发展的借鉴与启示 .....	11
我国银行理财业务发展与转型 .....	11
我国银行理财正处于美国 20 世纪 80、90 年代的发展阶段 .....	12
海外经验对我国商业银行“理财子公司”发展的启示 .....	12
资产管理业务在银行收入中的占比将进一步提升 .....	13
客户关系将向长期化、机构化转变 .....	13
产品形式向共同基金和专户委托方面倾斜 .....	13
管理模式向综合服务商转型 .....	14
泛固定收益投资向全市场投资转变 .....	14
更加丰富的人员结构和市场化的激励机制 .....	14
投资建议 .....	15

## 图表目录

图表 1：全球 Top 500 资管机构 AUM 分布（Billion USD） .....	
图表 2：全球 Top 500 资管机构 AUM 占比（2017） .....	
图表 3：全球 TOP 500 资管公司 AUM 的集中度情况 .....	
图表 4：全球 TOP 500 资管公司 AUM 的国家分布 .....	
图表 5：全球前 20 资管公司（2017） .....	
图表 6：SST 托管资产规模（2017 年，万亿美元） .....	
图表 7：SSGA 管理资产规模（万亿美元） .....	

图表 8: SSGA 管理资产配置策略分类 (2018,万亿美元)	1
图表 9: SSGA 资管配置资产类型 (2018,万亿美元)	1
图表 10: JPM 的四大业务板块	1
图表 11: JPM AWM 管理客户资产的配置情况 (2017, 万亿美元)	1
图表 12: JPM AWM 管理资产的客户结构 (2017, 万亿美元)	1
图表 13: BNY 管理客户资产配置情况 (2017, 万亿美元)	1
图表 14: BNY 管理客户资产客户结构 (2017, 万亿美元)	1
图表 15: 富国银行资管类收入 (单位: 亿元)	1
图表 16: 富国银行在管资产规模 (单位: 十亿美元)	1
图表 17: 国内五大行与美国大型银行资管业务收入占总收入的比重 (2017)	1

## 前言

随着各家商业银行纷纷宣布成立理财子公司，银行的理财业务实际上已经迈入了“从利率市场化背景下存款的替代品向真正的资产管理转型”的挑战机遇期。在“统一大资管”时代，独立运营的理财子公司如何发展，如何与其他非银资管公司竞争，又如何与母行业务进行协同，已经成为亟待深入分析的命题。据此，本文从回顾国外银行理财业务发展路径，并深入分析各家银行系资管巨头的商业模式，来窥视我国银行理财子公司未来的可能发展方向。

## 资产管理业务范围界定

根据最新的《商业银行理财业务监督管理办法》的规定，理财业务是指“商业银行接受投资者委托，按照与投资者事先约定的投资策略、风险承担和收益分配方式，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务”。按照这一定义，国外金融机构中与之最为接近的是资产管理业务（Asset management）/财富管理业务（Wealth management）。资产管理和财富管理的涵义既有区别又有联系，通常来讲，财富管理对个人客户使用的较多，资产管理对机构客户使用的较多，当然也并不绝对。为简便起见，本文并不对资产管理、财富管理和理财做区分，统一认定为广义范围内的资产管理业务。

国外资产管理业务统计的管理资产规模（AUM, Assets Under Management）一般指得是由银行进行投资管理，银行按照资产市值的一定比例或约定方式收取资产管理费的资产，其中银行也可能收取销售佣金，但核心是银行受托管理投资、客户自担风险。与国内商业银行的理财业务、私人银行业务及财富管理业务等资管形式相比，虽然在产品形式、投资标的、法律关系等方面存在某些差异，但受托资产管理的本质是一样的，因此可以作为可比指标。

此外，作为区分，国外银行还有一类资产管理经纪业务，主要指代销其他金融机构的资管产品（如保险、基金、信托计划等），只收取销售佣金，并不控制投资方向。通常这类业务不统计在银行的 AUM 之内，而统计在客户资产或客户余额（如 AUCA, Assets under custody and administration）指标内。而国内银行通常公布的 AUM 则一般包含表内外所有客户资产，基本相当于国外银行的客户资产的概念。

## 美国市场是全球资管行业的中心

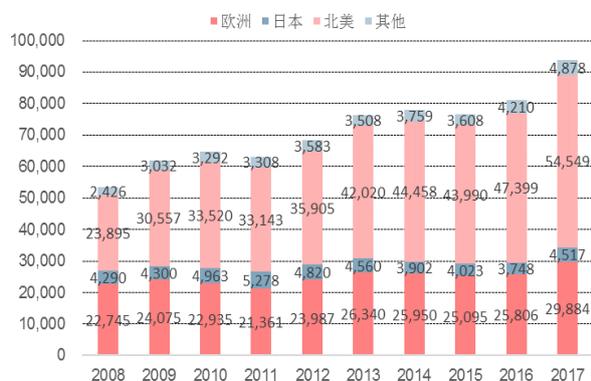
### 全球资管机构格局

截至 2017 年，全球前 500 名资管公司的可支配管理资产规模（The discretionary AUM）合计达 93.8 万亿美元，较 2016 年增长了 15.6%，其中各家资管公司的 AUM 的中位数为 439 亿美元，较 2016 年提高了 53 亿美元。

### 北美市场占半壁江山

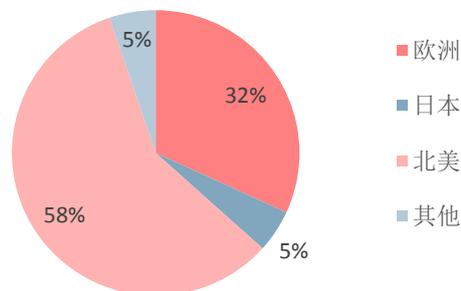
从地区分布来看，北美地区 AUM 占比最高，达 58%，占半壁江山，同比增速也达到 15.08%；其次是欧洲地区，AUM 占比达 32%，同比增长 15.87%；再次是日本，占比和增速分别达 5% 和 20.52%；最后其他地区（主要是新兴市场）占 5%，增速达 15.87%。

图表1: 全球 Top 500 资管机构 AUM 分布 (Billion USD)



资料来源: Towers Watson、中信建投证券研究发展部

图表2: 全球 Top 500 资管机构 AUM 占比 (2017)

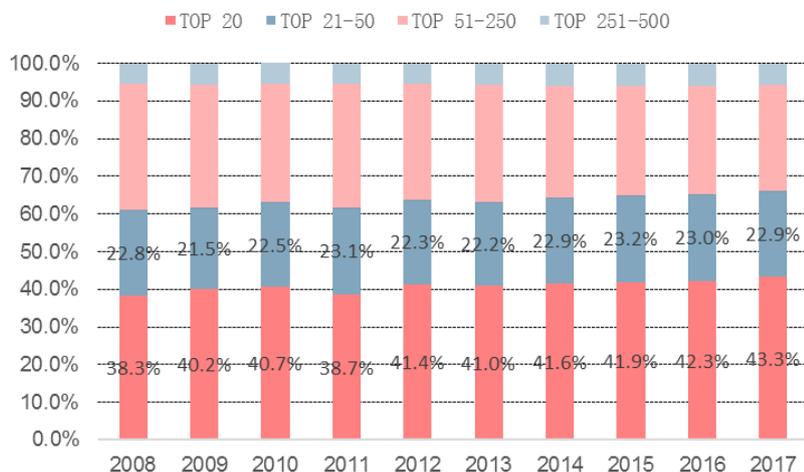


资料来源: Towers Watson、中信建投证券研究发展部

### 向头部聚集是行业发展趋势

2017 年末, 前 500 名资管机构中, 前 20 家合计拥有 AUM 占比就已经达到 43.3%, 较前一年提高了 1 个百分点, 较十年前提高了 4.5 个百分点。若计算前 50 家资管公司, 合计 AUM 占比进一步达到 66.2%。这表明, 资金向头部聚集, “强者恒强”, 可能是资管行业发展中更普遍的现象。

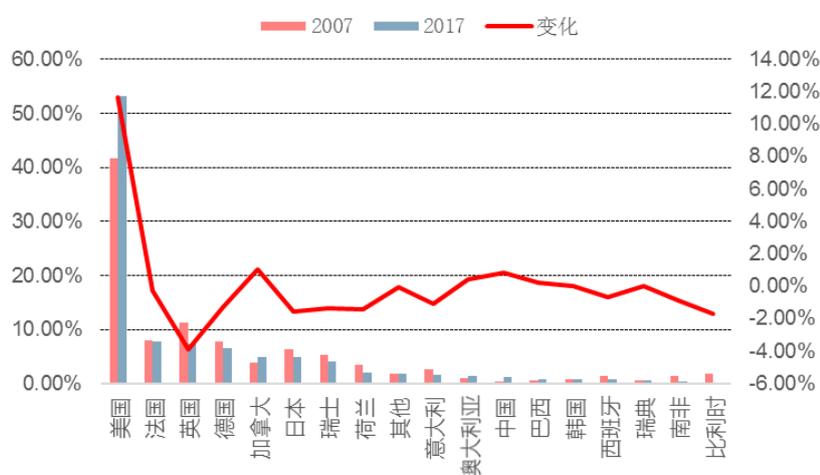
图表3: 全球 TOP 500 资管公司 AUM 的集中度情况



资料来源: Towers Watson、中信建投证券研究发展部

### 美国是全球最大的资管市场

在全球资管市场中, 美国市场在规模上占据位置, 是最达的资管市场。截至 2017 年末, 在全球前 500 名资管公司中, 注册地在美国的就有 193 家, 占 38.6%, 合计 AUM 为 49.92 万亿美元, 占 53.22%。此外, 在增速上, 近十年间前 500 大资管公司中美国公司资产份额也上升较快, 2017 年 AUM 占比要比 2007 年高出 11.63 个百分点。除了像巴西、中国等新兴市场 AUM 占比有小幅提高之外, 发达国家中只有美国市场提升最快。

**图表4：全球 TOP 500 资管公司 AUM 的国家分布**


资料来源: Towers Watson、中信建投证券研究发展部

## 美国资管业务发展的四个阶段

资产管理业务起源于美国，最初是投资银行管理其合伙人及相关人士的资产，后逐步演变成为机构或个人委托专业机构管理资产的金融业务。随着世界经济的发展以及金融创新水平的提高，居民财富快速累积，对财富增值要求日益旺盛，资产管理成为一个新兴行业迅速崛起。

据美国投资公司协会（ICI）发布的《2018 年美国投资公司发展报告》，截至 2017 年底，美国投资公司管理的资产共计达 22.5 万亿美元，较 2016 年增加了 3.3 万亿美元。基金资产中 59% 为股票型基金，21% 为债券型基金，20% 为货币市场基金、混合型基金以及其他基金。

### 第一阶段：“二战”后至 1960 年代

由于受到当时法律制度和市场环境的限制，在这期间美国银行等金融机构的理财服务品种较单一，主要局限于简单的资金委托代理、咨询顾问等。银行表外业务规模较小，处于欠发展状况。之后随着欧洲及美洲经济金融的元气恢复，经济环境的变化加大投融资双方的金融服务需求，存贷款等传统的竞争越来越激烈，商业银行发展理财服务并将其逐步常规化。

### 第二阶段：1970-1980 年代

经历 20 世纪 70 年代两次石油危机后，美国经济进入滞涨时期，经济呈现低增长、高通胀，特别是布雷顿森林体系瓦解后，股市长期低迷，美元等货币汇率风险增大，衍生产品交易兴起，银行客户对投资理财需求日益旺盛。美国银行等金融机构开始向社会提供投资组合的理财产品服务。到 20 世纪 80 年代末期，银行已经开始将融合传统存贷款业务、投资业务和投资理财顾问业务的多样化理财产品向社会发行。资产管理业务迅速兴起并逐步成为现代商业银行的核心业务之一。

### 第三阶段：1990 年代至 2008 年

这期间全球银行机构资产管理业务井喷式发展。各类投资工具、衍生产品、场外市场交易规模以惊人速度扩张。理财产品的投资组合、投资投向、风险承受和利润分配模式创新层出不穷。1999年美国《金融服务业现代化法案》颁布后，资产管理业务逐渐成为商业银行增强银行风险对冲能力，提高银行竞争力和客户忠诚度的利器之一。到21世纪初，美国银行、瑞银集团、花旗集团等机构已是知名的资产管理银行，资产管理业务规模逐渐接近表内资产规模。资产管理业务已成为决定银行机构高端客户市场竞争力的战略性业务。

#### 第四阶段：2008年至今

“后危机时代”资产管理行业格局发生明显变化。2008年国际金融危机大多数投资人经历了空前的挑战，机构投资者挑选资产管理机构的标准更为严格，对其投资过程、历史业绩和风险管理系统等的审视也更加系统化和多元化。此外，金融危机使投资者要求资产管理机构提升专业化服务水平，要求产品、费用和风险等方面的信息披露更为清晰透明。近10年来，除对冲基金规模小幅下降外，其他渠道资产管理业务发展迅速，规模均已达到或超过2008年国际金融危机爆发前的水平。在当今世界金融服务业范围中，资产管理行业是成长最为迅速的行业之一。目前，全球资产管理资金规模已超过100万亿美元。

## 美国银行系资管机构概况

### 美国市场资管机构格局

资产管理机构受客户所托，向客户提供投资管理及附加服务，法律上是一种信托关系。**美国的资管机构主要包括注册投资咨询机构、保险公司、银行控股公司和银行、以及私募基金。**其中，注册投资咨询公司是指依据投资公司1940法案，并在美国证监会注册的投资咨询公司，包括公募基金（或共同基金）。在美国，公司从事公募业务必须向证监会注册，银行控股公司以及保险公司的子公司从事公募业务也需要向美国证监会注册，因此规模统计在注册投资咨询公司内。而面向机构投资者或少数高净值客户的专户类业务由各类机构各自统计。

截至2017年底，美国资产管理行业的总规模超过30万亿美元，在这当中，银行系机构参与度很高。2017年在全球前20大资管公司中，美国的资管机构有12家，而这其中银行系的资管公司又有4家，包括道富环球、摩根大通、纽约梅隆资管以及富国银行。

**图表5：全球前20资管公司（2017）**

排名	资产管理公司	中文简称	市场	管理资产（十亿美元）	公司性质
1	Blackrock	贝莱德集团	美国	6288	投资管理公司
2	Vanguard Group	先锋集团	美国	4940	基金管理公司
3	State Street Global Advisors	道富环球投资管理公司	美国	2782	银行系控股公司
4	Fidelity Investment	美国富达投资集团	美国	2449	基金管理公司
5	Allianz Group	安联集团	德国	2358	保险控股公司
6	JP MOrgan Asset Management	摩根大通	美国	2034	银行系控股公司
7	BNY Mellon	美国纽约银行梅隆公司	美国	1893	银行系控股公司
8	Capital Group	美国资本集团	美国	1778	投资管理公司
9	AXA Group	安盛集团	法国	1731	保险控股公司
10	Amundi	东方汇理资产管理公司	法国	1709	投资管理公司
11	Goldman Sachs	高盛集团	美国	1494	投资银行公司

排名	资产管理公司	中文简称	市场	管理资产（十亿美元）	公司性质
12	Deutsche Bank	德意志银行	德国	1453	银行系控股公司
13	BNY Paribas	法国巴黎银行	法国	1433	银行系控股公司
14	Prudential Financial	保德信金融集团	美国	1394	保险控股公司
15	Legal & General Investment	法通投资管理公司	英国	1333	保险控股公司
16	UBS	瑞银集团	瑞士	1254	银行系控股公司
17	Northern Trust	北方信托银行	美国	1161	信托控股公司
18	Wellington Management Company	威灵顿管理公司	美国	1080	基金管理公司
19	Wells Fargo	富国银行	美国	1041	银行系控股公司
20	Natixis Global Asset Mgmt	法国外贸银行全球资产管理	法国	998	银行系控股公司

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 美国商业银行资管业务经营的主要模式

按照管理模式和业务特点，可以将美国商业银行资管业务经营模式划分为三类：

（1）业务条线子公司制为主要形式的综合性银行。美国的大型商业银行由于历史和法律的原因，大多成为了金融控股公司，通过各个子公司来开展各项业务。同时，作为跨国经营的银行，虽然也划分了大区，在一定程度上可以说是条线和区域相结合的矩阵式管理模式，但区域管理相对弱化，主要还是以条线专业垂直管理为主。如摩根大通银行、美国银行、花旗银行、富国银行等。这是以产品为中心模式。

（2）矩阵式管理的综合性银行。这是一种将业务条线跟区域相结合的矩阵式管理模式，主要存在于欧洲国家的商业银行，如汇丰、渣打等。这些银行的资产管理业务都不是集中在一个部门或子公司，而是作为综合金融服务的一部分，针对不同的客户对象，由不同的客户部门分别提供。这是以客户为中心的模式。

（3）以资产管理业务为主的银行。这类银行的经营模式与国内商业银行的业务有比较大的区别，其主要业务大多以资产管理或投资银行为主，而传统商业银行的存贷款业务更多的是服务于其主营业务。如纽约梅隆银行、道富集团等。这是专业化的资管机构。

## 美国四家银行系资管案例

### 道富环球（SSGA）

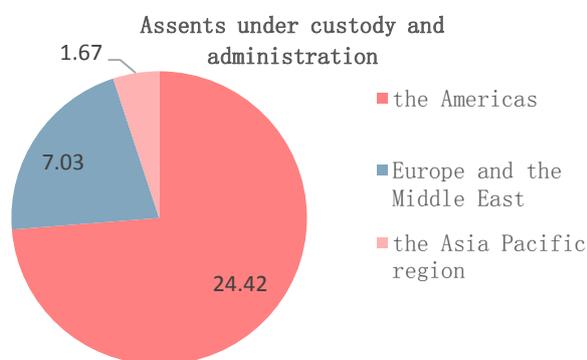
道富环球（SSGA，State Street Global Advisors）是道富集团（SST，State Street Corporation）旗下的资产管理公司。道富集团在全球金融资产服务业处于领先地位，通过其银行子公司（道富银行，State Street Bank and Trust Company），道富集团可以为全球的机构投资者，如共同基金、集体投资基金和其他投资组合、公司和公共退休计划、保险公司和其他非盈利基金组织等，提供专业的信托或托管业务。

道富集团的主营业务可以划分为两条业务线：投资服务和投资管理。前者更类似于我国商业银行母行的业务职能，后者更贴近于国内银行资产管理子公司的功能。

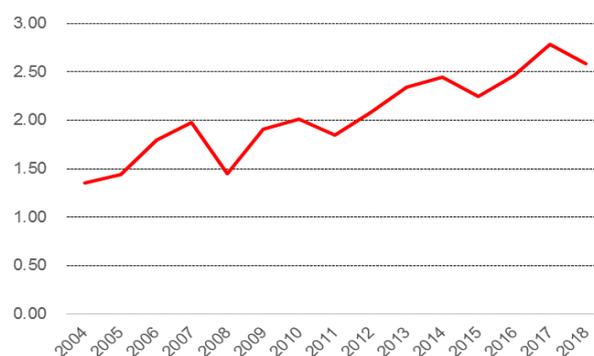
**投资服务业务线**为道富集团的客户提供核心的托管和相关的增值功能，如为机构客户提供覆盖全球的清算、

结算和支付服务。具体产品包括托管、产品和投资者结构设计、日常定价管理、现金管理、外汇交易、经纪业务、融资融券、存款和其他短期投资工具、贷款融资、投资管理和另类投资外包服务、其他中后台数据管理支持等。截至2017年末，集团受托管理资产规模达33.12万亿美元，美洲地区占73.73%，欧洲和中东地区占21.23%，亚太地区占5.04%。

**投资管理业务线**主要就是通过道富环球（SSGA）为企业、基金客户和其他成熟投资者提供涵盖投资管理、投资研究以及顾问咨询在内的一系列服务。SSGA的产品横跨了权益市场、固定收益市场、另类投资市场、货币市场以及其他混合型资产市场，比较著名的就是其SPDR ETF基金品牌。截至2018年末，SSGA管理资产规模已经达2.583万亿美元。

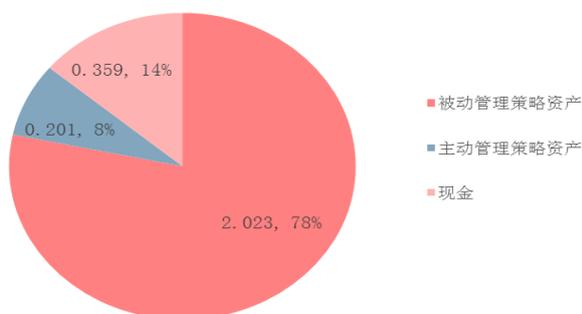
**图表6：SST 托管资产规模（2017年，万亿美元）**


资料来源：中信建投证券研究发展部

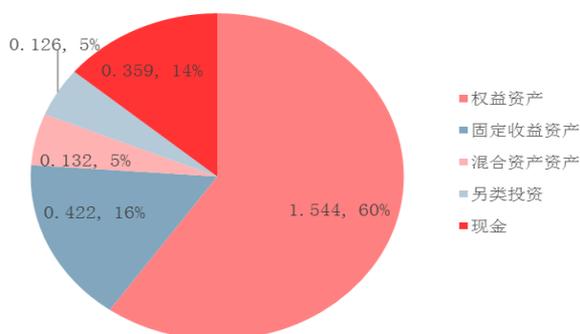
**图表7：SSGA 管理资产规模（万亿美元）**


资料来源：中信建投证券研究发展部

SSGA管理的资产规模中，绝大部分是被动型管理策略的资产，并且权益类资产占六成。2018年末，被动策略管理的资产占比达78%，而主动性管理策略资产仅8%。从资产类型来看，与国内银行理财配置固定收益率为主不同，SSGA的资产配置以权益类为主，2018年末占比达60%，而固定收益类资产仅16%，现金类资产占14%，另类投资占比为5%（类似于国内的非标资产），其余为混合型资产。

**图表8：SSGA 管理资产配置策略分类（2018,万亿美元）**


资料来源：中信建投证券研究发展部

**图表9：SSGA 资管配置资产类型（2018,万亿美元）**


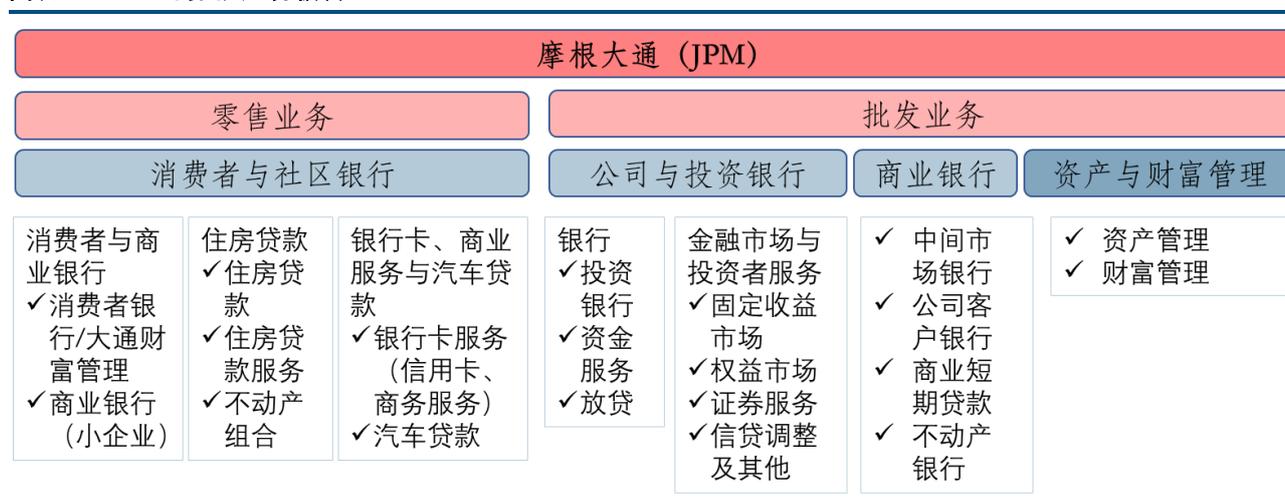
资料来源：中信建投证券研究发展部

## 摩根大通资管（JPM AWM）

2017 年末，摩根大通按一级资本和资产均为美国第一大银行，是各项业务都居业界前列的全功能型商业银行。

2007 年，摩根大通银行将其业务划分为零售金融服务、卡服务、投资银行、商业银行、资金管理和证券服务、资产管理六大板块。从 2012 年开始，公司业务板块划分为消费者和社区银行 (Consumer & Community Banking, CCB, 含大通财富管理子板块)、公司和投资银行 (Corporate & Investment Bank, CIB)、商业银行 (Commercial Banking, CB)、资产管理 (Asset & Wealth Management, AWM, 含全球投资管理 GIM 和全球财富管理 GWM 两个子版块) 等四个主要业务板块。消费者和社区银行是零售银行，后三个业务板块是批发银行。2016 年开始，资产管理板块改名为资产和财富管理板块 (Asset & Wealth Management, AWM)，全球投资管理更名为资产管理，全球财富管理更名为财富管理。

**图表10： JPM 的四大业务板块**



资料来源：中信建投证券研究发展部

摩根大通公司全资控股的资产管理子公司 JP 摩根资产管理控股公司 (JPMorgan Asset Management Holdings Inc.)，负责整个资产管理板块的业务管理。旗下还有众多子公司，在美国通过 JP 摩根投资管理公司 (JPMorgan Investment Management Inc, 在英国通过 JP 摩根资产管理公司 (英国) (JPMorgan Asset Management (UK) Limited) 等持牌公司开展业务。

摩根资管服务三类客户：一是私人银行客户，包括高净值和超高净值个人客户、家庭、货币经理 (money managers)、企业主和小公司。服务内容为向客户提供投资建议和财富管理服务，包括投资管理、资本市场和风险管理、税务和不动产筹划、银行业务、资本筹措以及其它特殊的财富咨询服务。

二是机构客户，包括公司、公共机构、捐赠基金、基金会、非盈利性机构和政府，服务内容为向客户提供综合的全球投资服务，包括资产管理、养老金分析、资产负债管理以及风险预算策略等。

三是零售客户，包括金融中介和个人投资者，服务内容为向客户提供投资管理、退休计划管理等全面投资服务，并通过中介和直接渠道提供多种投资产品。

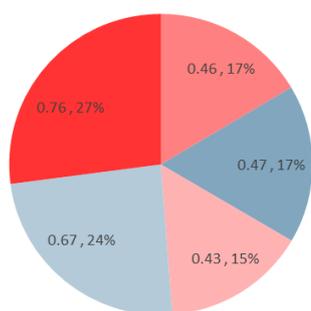
数据显示，2017 年末，摩根大通表内资产 2.53 万亿美元，其中存款余额 1.44 万亿美元 (批发存款 7840 亿美元，个人存款 6600 亿美元)。而资产管理板块管理的客户资产 (client assets) 有 2.79 万亿美元，客户资产的

市场占有率为 4%。

从资产来源来看，私人银行客户资产达 12560 亿美元，占比达 45%；机构客户 9900 亿美元，占 36%；而零售客户为 5430 亿美元，仅占 19%。从资产配置来看，主要以高流动性资产和固定收益类资产为主，分别占 27% 和 24%；其次是权益类资产占 17%；多元资产和另类投资（与国内的非标资产的概念部分重叠）占 17%；最后剩余的 15% 为经纪资产，但不计入 AUM。

**图表11： JPM AWM 管理客户资产的配置情况（2017，万亿美元）**

■ 高流动性资产 ■ 固定收益资产 ■ 权益资产 ■ 多元资产和另类投资 ■ 经纪资产



资料来源：中信建投证券研究发展部

**图表12： JPM AWM 管理资产的客户结构（2017，万亿美元）**

■ 私人银行客户 ■ 机构客户 ■ 零售客户



资料来源：中信建投证券研究发展部

## 纽约梅隆银行（BNY Mellon）

纽约梅隆银行（Bank of New York Mellon Corp）是由纽约银行有限公司（The Bank of New York Company）和梅隆金融公司（Mellon Financial Corporation）在 2007 年 7 月合并而成，是一家资产管理和证券服务领域的全球领先企业，是领先的美国现金管理和全球支付服务供应商。

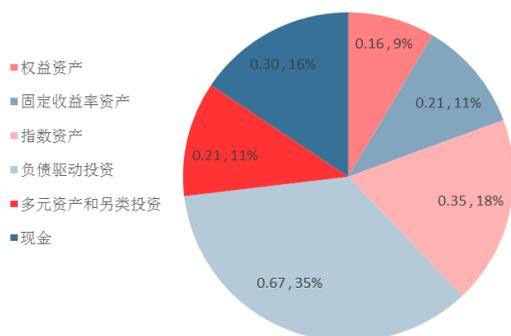
纽约梅隆银行主要经营两大部门：投资管理和投资服务，覆盖了投资生命周期中的所有业务，其客户既包含了卖方市场参与者，也包括了买方市场参与者，既包含了全球领先的机构客户，也包含了财富管理的零售客户。

**投资管理业务**可以为机构客户和零售客户提供一些列投资管理产品，包括传统的投资管理、财富及产业规划，还可以为高净值客户、家族基金、捐赠基金提供定制化的私人银行解决方案。

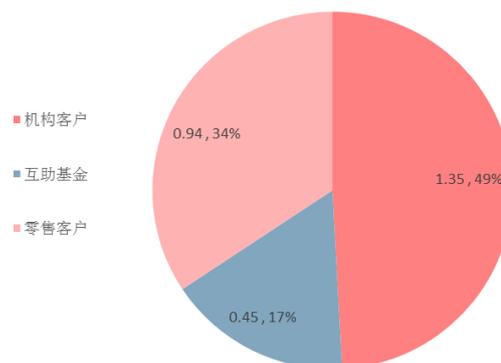
**投资服务业务**主要就是为金融机构客户、工商企业、共同基金以及政府部门提供商务及技术解决方案，比如资产相关服务（信托、外汇、基金管理、证券借贷、经纪服务等）、票据清算业务、发行人服务（存托凭证、公司信托等）以及资金服务（全球支付、贸易融资以及现金管理等）。

纽约梅隆银行资产管理业务板块按照不同的专业投资领域（如房地产投资专家 URDANG、次级债券资产管理者 Alcentra、全球权益类投资专家 Walter Scott 等）和服务客户对象（如保险公司等不同偏好的机构投资者）分为 15 个子公司，推行“精品店”模式。每个子公司都拥有符合自身特点的一套投资流程，不强加统一的“机构观点”给子公司，也不设集团投资总监，每个子公司都有较强的独立性。

截至 2017 年末，纽约梅隆银行的管理客户资产（AUCA，包括托管和代管）超过 33.3 万亿美元，成为全球领先的资产服务商，其中直接管理资产（AUM）达 1.9 万亿美元，跻身全球最大的资产管理商行列。其中，在客户类型上，机构客户占 49%，互助基金占 34%，零售客户占 17%；在资产配置上，负债驱动投资资产占 35%，固定收益率和权益类资产分别占 11%和 9%；多元资产和另类投资占 11%。

**图表13： BNY 管理客户资产配置情况（2017，万亿美元）**


资料来源：中信建投证券研究发展部

**图表14： BNY 管理客户资产客户结构（2017，万亿美元）**


资料来源：中信建投证券研究发展部

## 富国银行

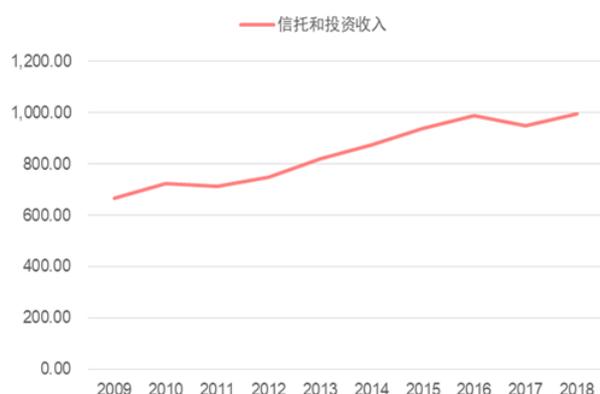
富国银行作为全美市值第一的零售银行，自创办以来，已经拥有近 7000 万的客户及遍布全世界 9000 家分支机构，始终秉承以客户为中心的原则，全方位满足客户的财务需求，帮助客户实现财务自由。

在主体方面，富国银行的资产管理隶属于其财富与投资管理部门，其为美国的客户提供包括富国银行财务顾问、私人银行、富国银行退休机构与信托基金以及富国银行资产管理的服务。为高净值个人及家庭提供理财规划、私人银行、信贷、投资管理及信托服务，还为客户提供经纪服务，为机构客户提供养老金服务和信托服务，并通过分离的账户和富国银行基金为全球的机构客户提供服务。

富国银行理财服务包括常规型理财、特定阶段理财、特定事项理财等三类。该行的理财团队（包括个人财富顾问和投资团队）根据每位客户的“财务状况”、“信用等级”和“风险偏好”等指标，为客户设计一揽子的个性理财方案。

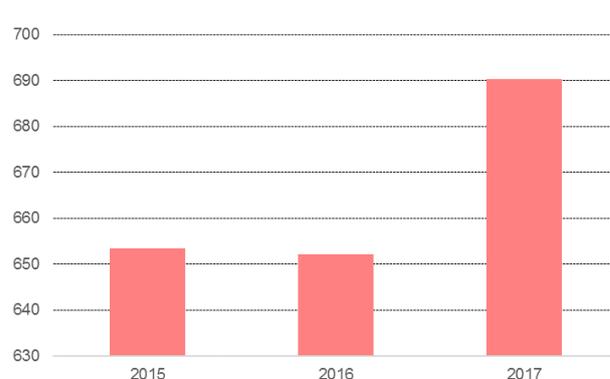
规模上，富国银行资产管理规模和收入总体呈现稳定增长趋势。截至 2017 年末，富国银行管理客户资产规模已经达 6903 亿美元。

图表15：富国银行资管类收入（单位：亿元）



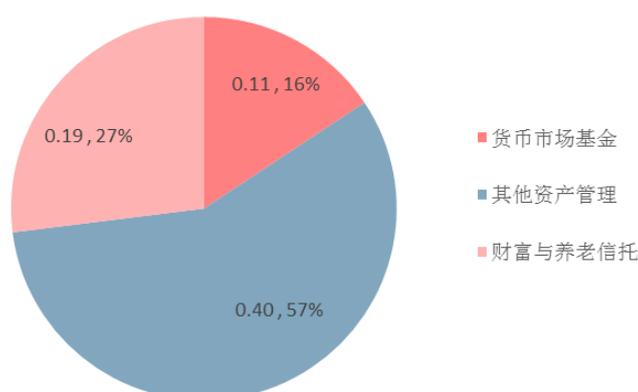
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表16：富国银行在管资产规模（单位：十亿美元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表17：WFAM 的 AUM 分布情况（2017，万亿美元）



资料来源：中信建投证券研究发展部

在模式方面，富国银行分为三大业务板块：社区银行，批发银行，财富、经纪和养老（WBR）。

WBR 板块有三条主线：

一是财富管理条线，向富裕和高净值客户提供全覆盖的财富管理解决方案，包括财务规划、私人银行、信贷、投资管理、信托服务。富国银行 2012 年在整合原来旗下财富管理机构的基础上推出服务品牌 Abbot Downing（子公司），针对可投资资产在 5000 万美元超高净值客户以及捐赠基金、养老基金等客户。客户既可以享受“精品店”（boutique）的专业服务，又可以充分利用富国银行的各项资源。

二是经纪条线，在美国对客户提供最全方位的咨询、经纪服务。

三是养老条线，在为机构提供养老金和信托服务（包括 401（k）和养老计划），为个人提供零售养老解决方案，为人寿保险公司提供再保险服务方面处于领先地位。

### 富国银行资产管理业务的特色主要有如下几个方面：

客户服务提供方面，通过对客户需求进行分类管理，针对不同类型的客户提供“一对一”的服务，包括通过访谈的形式，为客户提供覆盖全生命周期的、个性化的一揽子理财规划及方案，真正做到为客户开源节流。

信息化服务方面，富国银行根据客户个体差异，通过在线理财产品推出产品推荐、理财知识、账簿管理等服务工具。除此之外，也新增了移动设备服务，通过移动 APP 进行在线预约理财服务，做到线上与线下的导流服务。

管理客户关系方面，富国银行一方面是实行阶梯价格来留住客户，除了收取基本费用（如基金购买手续费等）之外，其他费用（如资产管理费、佣金利息费等）都是根据客户对本行的贡献度和忠诚度来收取；另一方面，富国银行也特别重视与客户的沟通，包括信息披露、提供金融投资信息、法律咨询等。

风险管控方面。一是将成本控制和风险管理指标纳入考核体系，引导理财团队平衡业务拓展、成本控制与风险管控指标纳入考核体系，引导资产管理团队平衡业务拓展和风险管控。二是将客户维护能力纳入考核体系，提高理财业务交叉销售水平（使具有高价值的客户更多的使用富国银行的产品和服务）；三是将客户满意度纳入考核。

## 对我国银行“理财子公司”发展的借鉴与启示

### 我国银行理财业务发展与转型

虽然我国银行理财业务出现仅仅十多年时间，但发展十分迅速，已经是我国资产管理的主力军。截至 2018 年末，银行保本和非保本理财产品余额合计 32 万亿元，同比增长 8.5%。其中非保本理财产品余额 22 万亿元。

我国的银行理财大致可以划分为五个阶段

第一阶段为 2004-2007 年的起步阶段。在这一阶段中，银行理财配合居民的理财意识萌芽以及可支配收入提高，得到初步发展，然而理财业务的诞生之初就形成了刚性兑付及资金池运作的形式，为后续业务发展暗藏风险。原银监会也在 2005 年颁布首个理财制度——《商业银行个人理财业务管理办法》，推动了理财业务迅速发展。

第二阶段为 2008-2009 年的调整阶段。受国际金融危机及资本市场调整的影响，之前发行的部分与资本市场相关的理财产品出现亏损，商业银行发展策略及监管政策都随之出现调整。之后伴随着经济复苏及社会融资需求的增加，理财业务融资项目成为主流投资品种，银信合作理财产品成为热点。

第三阶段为 2010-2013 年的快速发展阶段。受 2010 年宏观调控影响，大量融资需求无法通过表内信贷满足，表外融资需求旺盛，银行理财业务快速增长，委托债权投资、信托受益权转让等创新融资模式出现，非标项目成为理财产品的重要投资标的。同时，券商理财、基金理财创新加速，大理财市场竞争激烈，产品呈现品牌化、系列化、定期化和多元化特征。

第四阶段为 2013 年至 2018 年的监管转型阶段。泛资管时代来临，互联网理财方兴未艾。脱胎于利率市场化先行者的角色，在完成了存款替代和监管套利者的角色职责之后，在利率市场化的环境下，银行理财回归资

产管理本质，亟待明确其在资产管理行业中的定位。尤其是 2018 年 4 月资管新规的发布和 9 月理财新规的发布，银行理财的调整方向愈加明确。

第五阶段为 2018 年以后的理财子公司阶段。作为统一规范资产管理行业最重要的一部分，商业银行理财业务将通过子公司的模式进行独立运作、独立经营，与其他非银资管机构进行同台竞技。截至目前，已经至少有 30 多家商业银行公开表示要成立理财子公司，并且工、农、中、建、交等五大行，以及招商银行、光大银行，均已经收到银保监会的筹备批文。我们预计最快到 2019 年年中左右就可能看到五大行的理财子公司正式开业经营。作为从母行资管部脱离出来的理财子公司，将与原母行资管部并行运营一段时间，以实现理财业务转型的顺利过渡。此外，从外部制度配套的角度，监管层也将在近期推出理财子公司净资本管理办法、流动性管理办法等。

## 我国银行理财正处于美国 20 世纪 80、90 年代的发展阶段

纵向对比来看，我国资产管理行业处于美国 20 世纪 80、90 年代的发展阶段。这一结论的得出主要基于以下三个层面的判断。

一是资产管理规模与 GDP 的比值水平。2017 年末我国资产管理总规模约 60 万亿元，2017 年 GDP 为 78 万亿元，两者比值达到 77%，接近美国 1987 年 89% 的水平；

二是利率市场化水平。利率市场化的程度直接制约着资产管理行业的发展水平。美国的利率市场化是从 1970 年到 1986 年，而我国目前存贷款利率浮动限制已经放开，利率市场化改革进入最后“利率并轨”阶段。

三是混业经营程度。美国 1987 年《格拉斯-斯蒂格尔法》修正，允许银行持股公司、子公司从事一定比例的投资银行业务，金融混业经营放松管制，1999 年《金融服务现代法案》使金融混业经营全面开放。在法案实施 5 年后，转换为金融控股公司（BHC）银行数量占银行业的 12%，但资产总额已占到 80%。2012 年以来我国证监会、原保监会、原银监会出台一系列资产管理市场的新政，打破了各金融机构资产管理业务分割的局面，分业监管、混业经营趋势显现。在组织架构上，大型商业银行旗下基本都有金融投资管理子公司、基金子公司、保险子公司、租赁子公司以及即将成立的理财子公司。在监管框架上，也已经初步形成了“一委一行两会”的新型监管框架，更有利于针对混业经营实施功能监管。

## 海外经验对我国商业银行“理财子公司”发展的启示

横向对比中美资产管理行业的发展环境，我们可以发现，我国的监管环境正在向着美国等发达市场趋近。作为反思金融危机的重要成果，欧美国家监管当局加强了对资产管理行业，特别是影子银行的监管力度，如 2010 年美国颁布的《多德-弗兰克法案》。同样在国内，原银监会也相继颁布了 8 号文、35 号文等文件，约束“非标”，规范影子银行，限制“资金池”管理模式，强调风险隔离好栅栏原则。

同时，2018 年 4 月颁布的《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”）、9 月颁布的《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称“理财新规”）、10 月颁布的《商业银行理财子公司管理办法》（以下简称“理财子公司管理办法”）等三个重要文件，更是定义了银行理财的顶层设计。监管规则正在重塑国内资管新的格局，商业银行的“理财子公司”具备银行的基因，在继承商业银行经营风险的基础上，很可能会走出一条不同于券商、基金和信托等资管机构的发展道路。

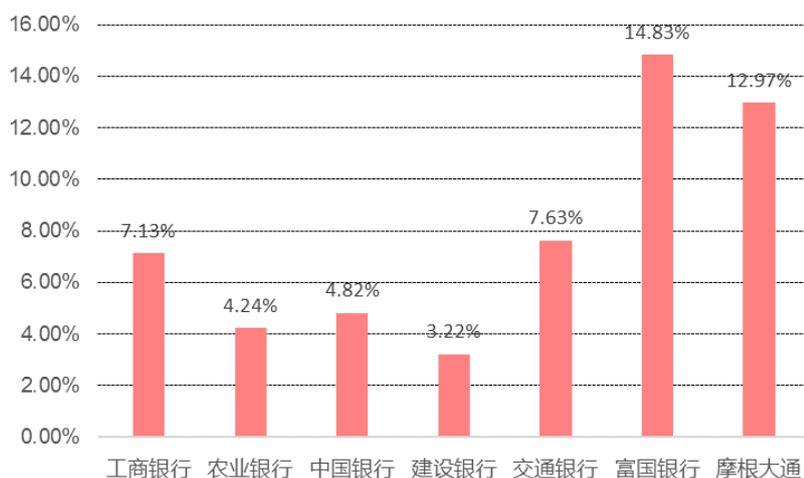
通过参考已有发达国家的经验，并结合国内行业发展趋势，我们认为银行的理财子公司或将有以下发展趋势：

### 资产管理业务在银行收入中的占比将进一步提升

从美国商业银行重回混业经营至今，经过 30 多年的发展，银行旗下资产管理规模已经与银行自营资产比肩。从收入结构上看，在资产管理业务居于前列的美国综合性大银行中，摩根大通和富国银行的资产管理板块的收入分别占总收入的 13%、15%。而目前我国银行理财在收入贡献仅占 5% 左右。

随着居民财富不断积累、利率市场化推进、金融综合化经营、技术持续创新等条件的成熟，我国银行理财在银行收入中的占比将赶上或超过国际先进银行的水平。

**图表18：国内五大行与美国大型银行资管业务收入占总收入的比重（2017）**



资料来源：中信建投证券研究发展部

### 客户关系将向长期化、机构化转变

欧美国家的资产管理行业，多以机构客户为主。如 2015 年末欧美资产管理行业的 AUM 中，75% 来自机构客户，仅 25% 来自个人客户。机构客户中，保险公司占 37%，养老金占 33%，其他机构占 27%，银行占 3%。机构客户具有资金来源稳定，追求长期业绩的特点。机构客户占比高，使资产管理机构拥有充足的发挥空间，可以依照比较优势按自己的投资哲学实施投资策略，而不受制于注重短期业绩的压力。

目前，我国银行理财产品主要面向个人发行，而机构客户大多是一般工商企业和同业客户。2018 年末，银保监会数据显示面向个人发行的理财产品呈上升趋势，占 75%，其中一般个人客户理财产品占 58%，高净值和私人银行理财产品占 17%。个人客户占比大的客户结构造成客户投资行为较为短期化、更为注重短期收益，和理财的较长期限投资之间形成期限错位的局面。未来，银行资管也会逐步开展养老金、社保资金、企业年金的受托管理业务，长期机构投资者占比会逐步扩大，相应客户关系将会向长期化转变。

### 产品形式向共同基金和专户委托方面倾斜

国外银行的资产管理子公司实际上也是大型基金公司。综合来看，面向个人投资者的机构投资范围相对广

泛，尤其是高端客户私人银行。国外大银行的资产管理能够提供考虑客户生命周期的大类资产配置，从税收到养老、房地产投资等范围广阔的咨询投资服务。而对机构、公司客户更倾向于走专业化、特色化的服务。对机构客户和高端客户主要提供委托资产管理服务。从产品形式来看，国外银行资产管理公司向机构客户提供产品和服务的主要形式就是共同基金和专户/委托管理（一般分为全权委托和咨询委托）。委托管理适用于高净值客户和机构客户。大致比例是基金占比将近一半，委托管理占比略多于一半。

中国的资管行业刚刚起步，产品的投资渠道相对单一。理财新规和理财子公司管理办法中也较多地参照了公募基金管理办法。理财产品的转型和管理模式的转型之间存在有机的联系。共同基金和专户委托等类基金类产品将是银行资产管理子公司产品转型的方向。

## 管理模式向综合服务商转型

欧美国家银行资产管理公司的管理模式，大体可以分为三类：综合服务商模式、核心服务商模式和专业服务商模式。

综合服务商模式涵盖广义的资产管理范围的全部业务：资产管理（狭义）、财富管理和投资银行，能为客户提供三位一体的服务，这对资产管理机构的投资管理能力和客户规模都有很高的要求。JP 摩根大通银行、德意志银行、瑞银和瑞士信贷等都采用综合服务商模式。

核心服务商模式则是在三种具体业务中取两种，比如“财富管理+资产管理”，像汇丰银行、加拿大皇家银行等就是这类模式；或者“投资银行+资产管理”的模式，如贝莱德、高盛等。

专业服务商模式则纯粹在狭义的资产管理细分领域，专门从事投资理财的资产管理服务，比如国际上流行的风格各异的对冲基金等。

对我国大型股份制银行来说，基于客户规模和业务范围的基础，综合服务商模式是未来极有可能的管理模式。

## 泛固定收益投资向全市场投资转变

资产管理机构存在的价值就在于组合投资。做好大类资产配置，在大类资产轮动中寻找投资机会是大型资产管理机构的重要职责。国外大型资产管理机构的投资方向几乎是无所不包，横跨全球各个国家的固定收益、权益、房地产、衍生品、另类投资等。

从国外大型银行年报披露的资产管理投资情况来看，大多数银行资管的股票类投资占 20%-40%，固定收益投资占 20%-50%，与我国银行理财资金投资在固定收益、非标等泛固定收益资产上差异显著。

银行理财独立成为子公司之后，投资方向所受的限制将会放松，将向全市场投资转变。由此，资管子公司亟待提升多市场、多工具投资运作能力。一是从投资的专业技术上看，需要提升价值投资方法、量化投资技术、衍生品定价技术、套利交易技术等。二是从风险管理技术上看，需要提升多品种、跨市场的风险管理手段，通过多种风险管理工具组合运用以增强量化风险判断能力，并加大衍生品交易参与度以提升风险对冲能力。

## 更加丰富的人员结构和市场化的激励机制

资产管理行业的竞争本质上是核心人才的竞争，如果没有一套适应市场化要求，充分调动和激发全员创新

发展的体制机制，面对完全市场化的信托、基金、券商和保险等市场化同业的竞争，银行资产管理子公司将处于全面被动地位。

我国银行的资产管理部门无论是和国内的基金公司相比，还是和国外银行的资产管理子公司相比，在人员数量、激励机制上都差距较大。据摩根大通年报显示，2015年摩根大通资产管理公司约有2万名员工，其中，组合管理经理600多人，研究分析师250人，市场策略师30人。在我国，目前管理资产规模超过2000亿元的基金公司，员工基本都在400人以上，而多数理财规模达几千亿元甚至上万亿元的银行，资产管理部只有几十人，只有个别大银行资产管理部人数上百。从理财产品销售到投资管理等多个环节，仍主要借助和依托分行和总行其他部门的力量。未来在实施公司化运作之后，银行资产管理子公司应配置更加丰富的人员结构和市场化的激励机制。

一是需要增加人员配备，特别是要增加研究和策略分析团队，以形成产品、研究、投资、风险管理等全方位专业化管理体系。二是增强人员激励机制的市场化和差异化程度。可以考虑在管理人员和核心员工中分层、分步推行股权激励和员工持股计划，吸引并留住优秀人才，提升公司凝聚力和战斗力。

## 投资建议

尽管中美贸易冲突可能再次重启，但是其对实体经济的负面冲击和对银行股估值的影响程度将小于18年，主要原因是三点。

其一、我国宏观的货币政策和财政政策将有效应对可能带来的冲击，比如：5月6日，央行实施的争对中小银行的定向降准，释放流动性2800亿来增加小微、民营企业贷款投放，预计后续类似的定向降准政策还会有，宽松财政政策也将会继续发力；5月15号央行发了精准扶贫的政策，这将继续增加信贷投放，改善农村金融供给，农村区域信贷的边际生产率要高于城市信贷的边际生产率，有助于提高整个社会的生产力率，稳定经济增长，同时继续推进金融供给侧改革，有助于提高信贷资源的配置效率。

其二、随着行业监管政策的实施，银行业不良率将更加真实，隐性不良消除，资产质量对银行股估值的约束力下降。2019年开始实施的《商业银行金融资产风险分类暂行办法》将部分抵消掉中美贸易冲突导致的经济下行可能诱发的不良率回升对银行估值的负面冲击。

其三、估值低，下行空间不大。目前老16家上市银行19年PB只有0.78，历史上，银行最低的PB是0.70倍。

**银行股观点：看好，更看好股份制，但是随着货币政策重回宽松轨道，银行板块只有绝对收益，个股上会有相对收益。**目前老16家上市银行19/20年PB为0.78/0.68，板块估值有望从0.8倍修复到1倍。

看好的主要原因是：其一、货币政策仍将宽松；其二、宽信用有望在2季度实现；其三、地方政府债务问题的解决方案陆续出台。其四、基本面向上。1季度行业监管数据表明：资产增速回升，ROE回升，不良率和关注类占比都在降低。其五、金融供给侧结构改革推进提高资源配置效率，降低板块风险，更有利于中小银行。

中长期逻辑看，资产质量和资本是约束银行股估值主要因素，19年这两个约束条件都将缓解，板块估值有望从0.8倍修复到1倍。其一、资产质量方面。随着《暂行办法》的实施，隐性不良将不存在，银行不良率真实性提高，有助于银行估值中枢的上移；同时之前，银行估值中反映了最悲观的预期，而未来地方政府债务风

险下降，银行估值需要修复。其二、资本方面。永续债将密集发行，永续债发行计划合计规模达 4800 亿。永续债的发行将有助于缓解银行资本金压力，增加银行信贷投放的能力，提升杠杆。

中长期重点推荐：招行、平安、宁波、南京、浦发、民生；上海；常熟、吴江。

## 分析师介绍

**杨荣：**中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名。

## 研究助理

**方才：**南开大学金融学博士，2017 年加入中信建投研究发展部。2018 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名

010-86451314 fangcai@csc.com.cn

**陈翔：**美国波士顿学院金融学硕士，2019 年加入中信建投研究发展部。

010-85130978 chenxiangbj@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859