

非银金融

财富管理专题报告二——权益市场黄金时代，关注产业链投资机会

2021年01月25日

增持（维持）

证券分析师 胡翔
 执业证号：S0600516110001
 021-60199793
 hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽
 执业证号：S0600520090004
 zhujieyu@dwzq.com.cn

投资要点

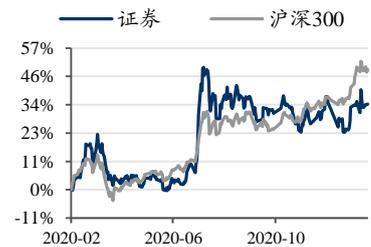
■ **权益市场吸引力增强，居民资产配置逐步向金融资产转移：**1) 目前我国居民资产配置仍以银行存款和房地产为主，截止到2016年，两者在居民资产中占比超70%，但是近年来，房地产受到“监管冲击+刚需减弱”的影响，储蓄收益率则受制于全球利率水平下行，预期未来有进一步下降的可能性，储蓄以及房资产投资的吸引力逐渐减小，居民资产配置重点将逐步发生转移。2) 同样，由于“保本保息”而被广为接受的银行理财在资管新规下将不复存在，破净理财数量有所上升，且银行理财预期收益率水平迅速下降，2021年1月17日1年期银行理财预期年收益率仅为3.45%，较2019年年末下降79BP，“破刚兑+收益率下降”，理财产品吸引力也随之减弱。3) 权益市场吸引力增强，发展空间广阔。2021年开年延续了2020年的结构性牛市趋势，2021年1月上半月日均股基成交额1.24万亿元，市场持续升温。对标海外成熟资本市场，2019年我国股市市值/GDP几位内59%，低于美、日等国家（100%+），未来发展空间广阔。

■ **资本市场改革不断释放行业红利，公募基金迎来发展黄金时代：**1) 资本市场改革不断释放系统性红利，而“资管新规”给予了公募基金制度优势，伴随着基金业全方面监管体系逐渐形成，基金业良性发展已从制度层面打好坚实基础，而基金投顾业务的落地将提高个人投资者在权益市场的话语地位，有效促进居民资产向中长期资金转化，使得我国基金业迎来发展新阶段。2) “资管新规”促使我国资管业务逐渐规范化发展，且截至2020Q3，我国资管业务规模总计56万亿元，较去年年末增长8%，未来我国资管行业发展空间广阔；同时我国权益市场规模高速扩张，2020年我国公募基金规模突破20万亿大关，总体净值规模达32.72万亿元，权益基金净值规模占总体规模的27.36%，净值规模同比增长108.9%，贡献了较多增量。3) 我国新发基金近年来持续火爆，截至2020年，我国新发基金数量1437只，首次募集规模3.18万亿元，同比增长120.5%，其中权益类基金表现亮眼，新发数量达933只，首次募集规模达2.03万亿元，同比增长291.53%，占有类型基金首次募集规模的63.94%，成为新发基金大头；市场规模扩张、投资者结构变化、外资入场等因素促成我国投资机构化时代的来临。

■ **权益市场升温，聚焦财富管理与资产管理的公司将深度受益。**权益市场的升温，财富管理行业从中受益，包括赚取资产管理费、表现费的资产管理公司，赚取基金代销收入、管理费等收入的财富管理业务相关公司，以及赚取交易佣金的交易所、券商等。1) **东方财富**作为零售财富管理行业龙头，可转债发行，公司资本实力进一步增强，牌照资源丰富，天天基金保有量提升带动收入增长，权益市场升温叠加基金上线，财富金融生态圈进一步完善。2) **惠理集团**凭借自身出色的资产管理能力，2020年度基金表现突出，预计年度基金表现费收入将大幅增长，有望迎来估值修复。3) **香港交易所：**A股、港股互联互通加速，港股通成交净额、港交所日均成交金额不断走高，资产多元、国内外深度合作，港交所国际地位不断巩固，长期处于价值洼地的港股有望迎来估值修复，香港交易所将从中受益。4) 2020年基金净利润爆发驱动基金公司背后参/控股的各大券商业绩增长，建议关注参股易方达基金及控股广发基金的【广发证券】，参股汇添富基金的【东方证券】，参股华夏基金的【中信证券】。

■ **风险提示：**1) 监管趋严，流动性收紧；2) 国内外疫情控制不及预期；3) 市场成交额不及预期

行业走势



相关研究

1、《非银金融：注册制提高直融比例，龙头券商成最大赢家》2021-01-12

2、《证券行业政策点评：退市新规出台，促进上市公司质量优化》2020-12-15

3、《证券行业事件点评：行业兼并重组趋势加速，龙头优势显著》2020-09-21

内容目录

1. 权益市场吸引力增强，居民资产配置逐步向金融资产转移	5
1.1. “监管冲击+刚需减弱”，房地产投资将逐步向金融资产转化.....	5
1.2. 金融产品净值化趋势显著，“破刚兑”下权益投资吸引力上升.....	10
1.3. 权益市场欣欣向荣，对标海外仍处于发展初期.....	13
2. 资本市场改革持续推进，公募基金迎来发展黄金时代	14
2.1. 政策引导释放积极信号，“全面监管+投顾新业务”引领基金业新发展.....	14
2.2. 资管新规逐渐落地，公募基金大发展恰逢其时.....	16
2.3. 权益类基金产品快速扩张，机构化时代已然来临.....	18
3. 权益市场升温，产业链相关公司将深度受益	21
3.1. 东方财富：零售财富管理行业龙头，资本实力不断增强.....	22
3.2. 惠理集团：旗舰基金表现突出，盈利规模有望大幅增长.....	25
3.3. 香港交易所：港股价值洼地，有望迎来强力复苏.....	26
3.4. 公募基金盈利亮眼，建议关注参股券商广发、东方、中信.....	29
4. 风险提示	30

图表目录

图 1: 2000 年以来我国居民资产配置情况	5
图 2: 2000 年以来美国居民与非盈利机构资产配置情况	6
图 3: 德英日美中金融资产占家庭财富的比例	6
图 4: 德英日美中总财富 (万亿美元)	6
图 5: 2010 年 6 月以来我国百城住宅价格	8
图 6: 2000-2016 住房、金融资产比例变化	8
图 7: 个别理财产品破净值	10
图 8: 2008 年以来国内总储蓄率	10
图 9: 银行理财破净值数量	11
图 10: 2019-2020 年度权益型基金收益排名	11
图 11: 中、美、印、日股票市场市值/GDP	13
图 12: 2010-2020 我国开放基金构成	13
图 13: 我国与世界开放基金构成情况 (2019 年)	13
图 14: 2018-2020 月度股基成交额	13
图 15: 2017-2020Q3 金融业机构资产规模	16
图 16: 资产管理业务子行业规模 (2019 年年底)	16
图 17: 2010~2020 年我国各类型基金相对净值规模	17
图 18: 2009~2020 年我国权益基金规模	17
图 19: 2010~2020 年我国股票、基金市场成交额	17
图 20: 2009~2019 年我国居民储蓄规模和股票流通市值	17
图 21: 2010~2020 年我国新发基金数量情况	18
图 22: 2010~2020 年我国基金首次募集规模	18
图 23: 2015~2020 年我国个人、机构投资者数量	19
图 24: 2010~2020 年我国个人、机构投资者持有市值规模	19
图 25: 各机构重仓配置股票市值占比 (按机构分)	20
图 26: 2010 年以来外资重仓配置股票市值	20
图 27: 我国财富管理、资产管理产业链	22
图 28: 东方财富收入结构	23
图 29: 东方财富资产规模与增速	23
图 30: 东方财富基金销售收入与同比增速	23
图 31: 西藏东财基金管理规模与基金数量	25
图 32: 东财历年 ROE 水平	25
图 33: 2015-2020H 惠理集团收入规模与增速	26
图 34: 2015-2020H1 惠理集团收入结构	26
图 35: 惠理价值基金 6 月份重仓股及基金持股比例	26
图 36: 惠理价值基金 A 单位成立以来表现情况	26
图 37: 香港交易所收入结构	27
图 38: 恒生指数、上证指数、标普 500PE 情况	27
图 39: 港交所日均成交额	27
图 40: 港股通累计买入成交净额	28
图 41: 香港交易所净利润情况	28

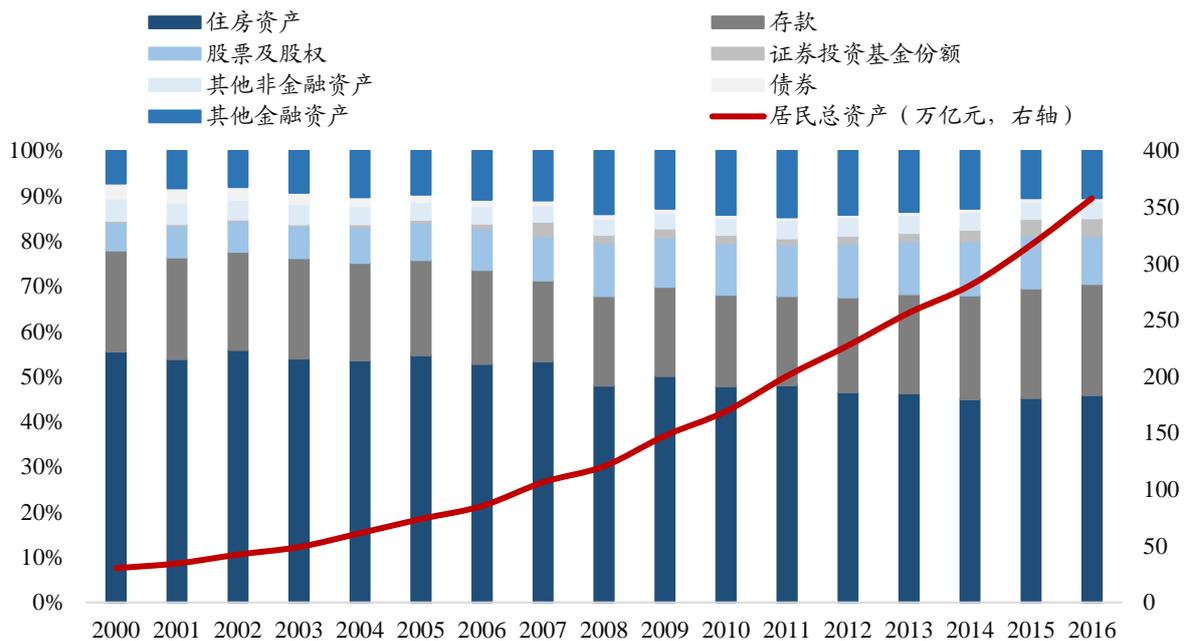
图 42: 港交所与对标交易所 IPO 募集规模 (亿美元)	28
图 43: 港交所历年 IPO 募集金额	28
表 1: 2009 年以来我国针对房地产业的监管政策	7
表 2: 市场现有主要投资产品收益率与投资门槛	9
表 3: 市场现有主要投资产品收益率对比	12
表 4: 近年来基金公司与资本市场监管政策	14
表 5: 公募基金贡献佣金占比	19
表 6: 部分业务形式及其收入来源、代表公司	22
表 7: 西藏东财基金管理有限公司旗下基金一览	24
表 8: 2020 基金公司净利润排行 TOP5 以及相关参/控股券商	29

1. 权益市场吸引力增强，居民资产配置逐步向金融资产转移

1.1. “监管冲击+刚需减弱”，房地产投资将逐步向金融资产转化

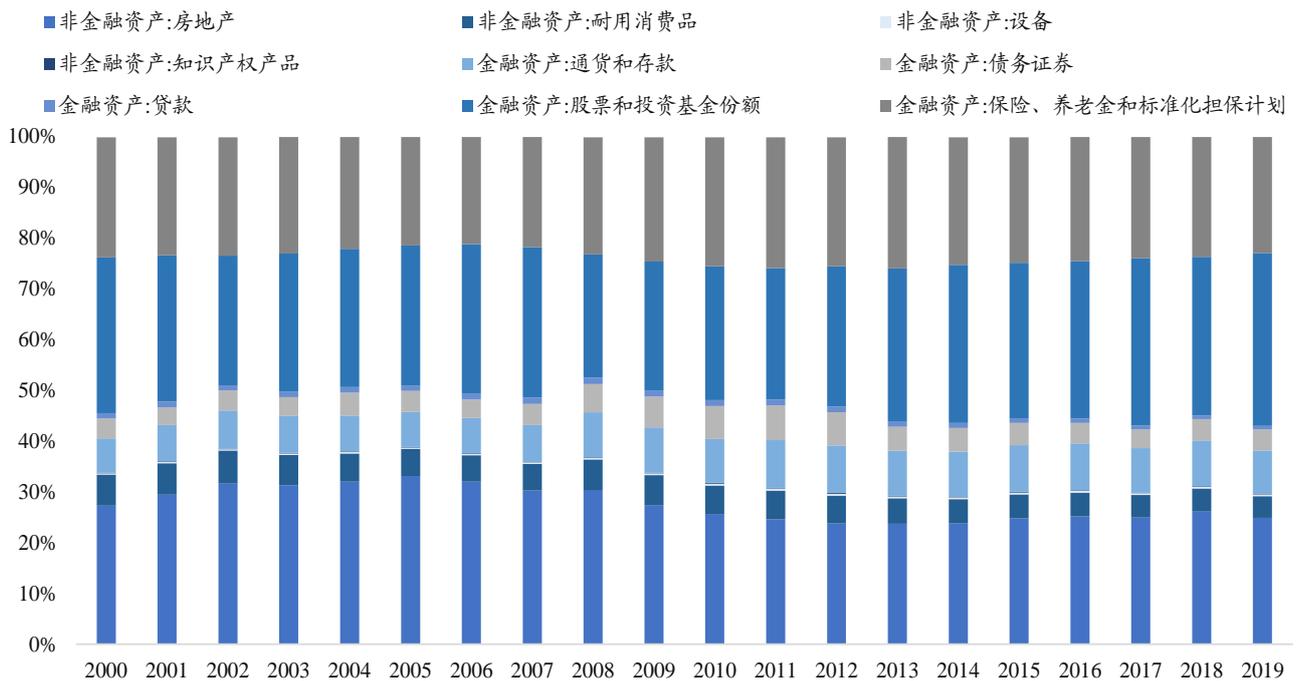
我国居民资产配置以住房资产及存款为主，海外则以金融资产为主，未来我国居民金融资产配置比例预计提升。截至 2019 年末，我国居民资产配置中，非金融资产占比约为 47%（主要为住房资产），明显高于美国（26%）、日本（39%）。整体而言，由于我国资本市场发展较晚、居民收入水平相对较低等原因，我国居民资产配置仍以住房资产与存款为主，2016 年两者占比合计超 70%，近年来整体有所下降，但仍占据主要地位。海外发达国家资产配置则更加重视金融资产，并且与我国居民金融资产集中于存款不同，海外发达国家权益、债券、保险与养老金等金融资产占据主要地位，2019 年美国居民与非盈利机构资产中通货与存款占比仅为 7%，而其他金融资产占比为 63%。

图 1：2000 年以来我国居民资产配置情况



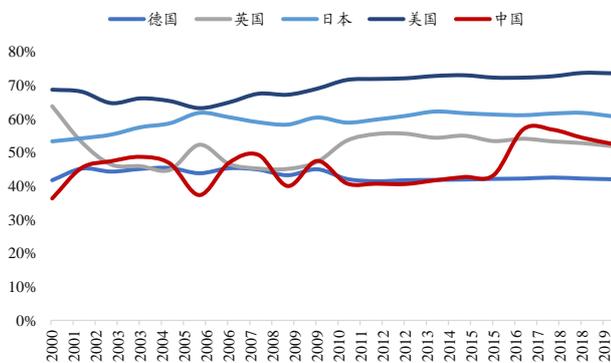
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2000 年以来美国居民与非盈利机构资产配置情况



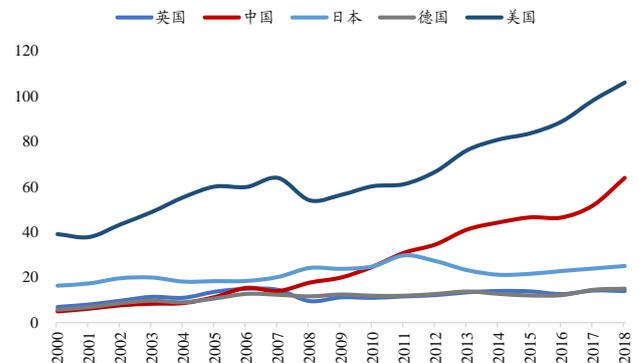
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：德英日美中金融资产占家庭财富的比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：德英日美中总财富（万亿美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

监管政策冲击+刚需逐渐减弱，我国房地产投资受限。 1) 政策多次明确房地产行业发展方向。2016 年以来，“房子是用来住的，不是用来炒”被多次强调，房地产不会作为短期刺激经济的手段，房价过快上涨的情况得到一定程度的遏制。2) 我国城镇居民的首套房需求已得到初步满足，投机性购房成为居民拥有多套房产的重要原因。根据央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》数据显示，我国城镇居民家庭的住房拥有率为 96.0%，我国收入最低 20%家庭的住房拥有率也为 89.1%，城镇居民家庭有一套

住房的家庭占比为 58.4%，有两套住房的占比为 31.0%，有三套及以上住房的占比为 10.5%，户均拥有住房 1.5 套。

表 1：2009 年以来我国针对房地产业的监管政策

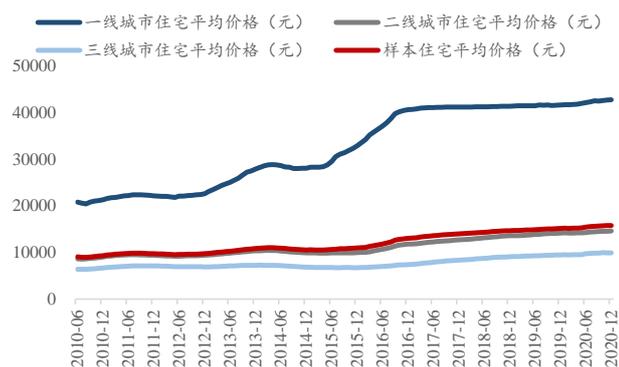
时间	发文部门	政策文件与会议	关键词	核心内容
2009 年 12 月	国务院	国务院常务会议	国四条	明确表态“遏制房价过快上涨”。
2010 年 1 月	国务院	《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	国十一条	实行首次购房与非首次购房的差别化信贷、税收政策。
2010 年 4 月	国务院	《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》	新国十条	提高购买第二套（含）以上住房的首付比例和贷款利率。
2010 年 9 月	央行、银监会	《关于完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	929 新政	暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款。
2011 年 1 月	国务院	《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	新国八条（限购限贷开始）	限购住房（含新建商品住房和二手住房）开始实施；再次提高购买第二套（含）以上住房的首付比例和贷款利率。
2013 年 2 月	国务院	《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》	新国五条	完善稳定房价工作责任制，坚决抑制投机投资性购房。
2013 年 3 月	国务院	《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》	新国五条细则	限购住房类型包括所有新建商品住房和二手住房，进一步提高第二套住房贷款的首付比例和贷款利率。
2016 年 12 月	中央经济工作会议		政策表态	房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2018 年 5 月	住建部	《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》	土地供应	提高新增住房用地特定住房供应比例；严格落实企业购地只能用自有资金的规定。
2018 年 12 月	住建部	建立和完善房地产市场平稳健康发展长效机制	稳地价稳房价稳预期	以稳地价稳房价稳预期为目标，切实抓好房地产市场分类调控；增加公租房有效供应，因地制宜发展共有产权住房，加快推进租赁住房建设。
2019 年 5 月	银保监会	巩固治乱象成果，促进合规建设	地产融资收紧	严防资金通过信托、金融租赁、AMC 等各个渠道违规流入房地产市场，并要求银行对地产项目审查更为严格。
2019 年 7 月	中共中央政治局会议		坚持“房住不炒”	继续坚持“房住不炒”定位，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019 年 7 月	央行	银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	房地产贷款监管/加大高杠杆房企融资监管	严禁消费贷款违规用于购房，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示。
2019 年 12 月	中央经济工作会议		政策表态	坚持“房住不炒”定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。
2020 年 1 月	银保监会	《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	防止资金违规流入房地产市场	防止资金违规流入房地产市场，抑制居民杠杆率过快增长。

2020年8月	住建部、 央行	重点房地产企业座谈会		实施好房地产金融审慎管理制度，形成资金监管和融资管理规则
2020年11月	银保监会	《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》	限制保险资金开展财务性股权投资范围	保险资金开展财务性股权投资，所投资的标的企业不得直接从事房地产开发建设，包括开发或者销售商业住宅。
2020年12月	中央经济工作会议		政策表态	解决好大城市住房突出问题，整顿租赁市场秩序。
2020年12月	央行、银保监会	《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	分档设置贷款余额占比上限	分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。

数据来源：国务院、央行、银保监会、住建部，东吴证券研究所

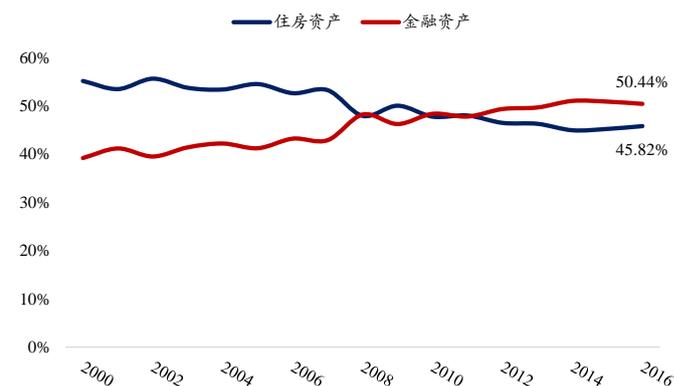
房地产投资热情降低，溢出投资将逐步转向金融市场。2000年以来，我国住房资产占据居民总资产一半左右，但随着房地产投资高收益、低风险属性将被逐渐弱化。2017年以来，我国居民住宅平均价格增速明显放缓，同比增长幅度一度由18.86%（2017年1月）下降至2.93%（2020年4月），之后一直保持在3%~4%的水平。其中一线城市住宅平均价格增速从26.72%（2016年9月）下降至0.60%（2020年4月），之后一直保持在1%~3%的水平。房地产收益率显著降低，居民资产会逐渐溢出，流向其他配置领域，主要流向金融资产。2000-2016年，我国居民房地产其配置比例由55.2%降低至45.8%，而金融资产配置比例由39.22%上升至50.44%，除存款以外的权益、债券投资以及其他金融资产占据比例由17%上升至26%。

图 5：2010 年 6 月以来我国百城住宅价格



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2000-2016 住房、金融资产比例变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

金融市场主要面向普通居民（门槛相对较低）的投资品包括银行理财及公募基金，全球迎来低利率时代，存款将逐步转移。1) 市场针对不同产品设计相应的投资门槛、风险与收益水平，传统产品如收益率水平低（1.50%）但基本无风险的银行存款，风险高、门槛高（一般对投资者资产、投资经验设定一定的门槛）但投资于权益、金融衍生

品领域，可以满足更高的收益水平的基金、资管计划也处于高速发展中。2) 当前中国居民金融资产仍以存款为主。存款作为最传统的资产配置方式，以其低风险的特性吸引占绝大多数的风险厌恶型居民，较为保守的投资理念使得居民对于“保本”的需求较高，从而使存款的在金融资产配置中的比例居高不下。2000-2016年，存款在居民资产配置中由22%上升至25%。3) 全球利率下行趋势下，存款有望逐步转移至其他金融资产，预计金融资产内部结构将发生改变。预计存款会向低门槛的银行理财、公募基金转移，从而满足居民对于收益率的要求。

表2：市场现有主要投资产品收益率与投资门槛

产品		收益率水平	投资门槛
存款		1年期人民币定期存款基准利率：1.50%，各银行小幅上调	无任何限制
银行理财	公募银行理财	根据风险的不同，一年期银行理财预期收益率在2%-5%区间，大部分集中在3%-4%。	互联网金融背景下：起投门槛低（1元起投）
	私募银行理财	-	2年以上投资经历，且满足家庭金融资产不低于300万元人民币，或者家庭金融资产不低于500万元人民币，或者近3年本人年均收入不低于40万元人民币；（《商业银行理财业务监督管理办法》）
同业存单		票面利率：3.13%（截止日期2020-12-31）	个人投资者不可以直接参与
债券	国债	一年期国债到期收益率：2.47%（2020-12-31）	个人投资者直接参与：名下金融资产≥300万（《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》）；通过基金间接参与为0门槛，无法自主选择投资品类。
	企业债	上证企业债指数2020年全年涨幅为4.49%	
基金	公募基金	上证基金指数2020年全年涨幅为16.22%	要求购买者具备一定的风险承受能力，起售门槛低
	私募基金		（1）单只私募基金投资金额≥100万；（2）金融资产≥300万元或最近三年个人年均收入≥50万元的个人。（《私募投资基金募集行为管理办法》）
信托	非证券投资类信托	一年及以内：6.2%（2020-08）	满足以下三条之一：（1）单个信托计划投资金额≥100万；（2）个人或家庭金融资产≥100万；（3）三年内每年个人收入>20万元或三年内每年夫妻合计收入>30万元。（《信托公司集合资金信托计划管理办法》）
	贷款类信托	一年及以内：6.2%（2020-08）	
	股权投资信托	一年及以内：8.0%（2020-10）	
保险	投连险	根据产品不同，年结算利率在2.5%-5.00%区间，大部分集中在3%-5%。	要求购买者具备一定的风险承受能力，新单趸交保费不得低于人民币3万元。（《关于进一步加强投资连结保险销售管理的通知》）
	万能险	-	互联网保险背景下，起售门槛低
	分红险	-	互联网保险背景下，起售门槛低

期货	单一客户定向资管计划	根据产品不同，年化收益率水平不同，收益水平较高，风险较大	投资额≥100万元
	特定多个客户资管计划		

数据来源：Wind，相关法律法规，东吴证券研究所

1.2. 金融产品净值化趋势显著，“破刚兑”下权益投资吸引力上升

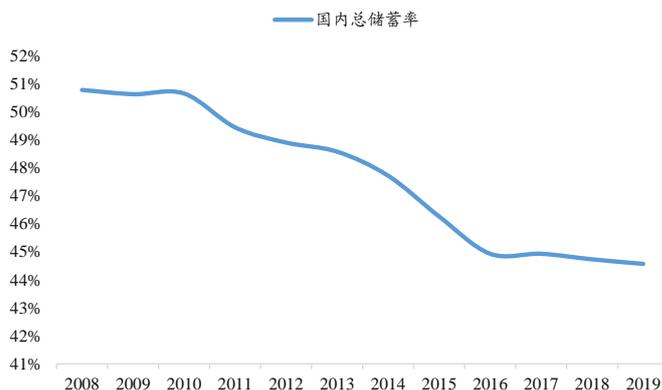
资管新规冲击机构理财体系，“破刚兑+净值化”促成居民理财新需求。2018年4月，在刚性兑付、多层嵌套、资金池等风险日趋暴露的背景下，资管新规出台，标志着资管行业进入统一监管时代。资管新规就投资资金规模，投资者准入门槛进行严格限制，并规定资管行业实行特许经营，要求资管业务消除多层嵌套，破除刚兑，抑制通道业务，实行净值化管理。从机构层面来看，去通道、去资金池、严控期限错配严重冲击以此为生的券商资管与信托业；对银行而言，表外理财业务受限，理财业务收益率水平显著下降，理财产品因净值化调整有了亏损的可能性。结合数据，一年期银行理财预期年收益率从4.24%（2019年末）下降79BP至3.45%（2021年1月17日），且近期银行理财产品收益率一度出现了期限倒挂现象，市场对银行理财产品收益率持悲观态度。从居民层面来看，破除刚兑，实现净值化管理直接导致保本保收益的理财产品不复存在，居民出于对金融资产保值增值的要求，促成了居民对其他合规理财业务（如：财富管理，基金定投等）的需求，为我国权益市场的深层次发展积攒了潜在的投资者群体与资金来源。

图 7：个别理财产品破净值



数据来源：Wind（三款理财产品代码分别为 LC1909BD62.LC、L.C1909BD62.LC、LC0703D741.LC，初始净值为 1），东吴证券研究所

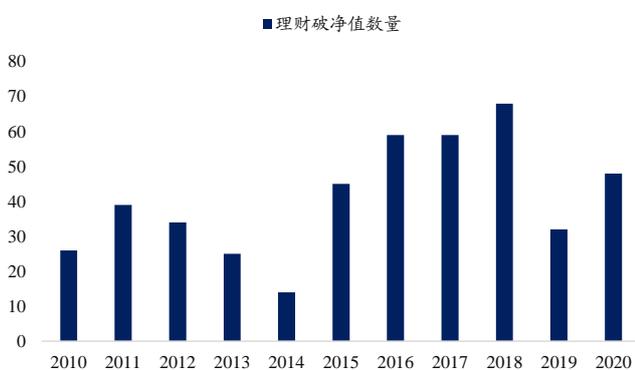
图 8：2008 年以来国内总储蓄率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

打破刚兑下，破净值银行理财产品数量上升，权益基金喜迎“丰收”。资管新规下，曾以“保本保息”、“低门槛”而吸引众多投资者的银行理财“风光不再”，2020年年末，共计48只理财产品跌破净值，相较2018年年末（32只）上升50%，且银行理财预期收益率水平不断降低，银行理财对于投资者的吸引力减小。与此同时，权益基金市场却表现亮眼，2019-2020两年内权益型基金净值增长率中位数为87.72%，基金市场质、量齐升。公募基金市场较银行理财，门槛更低、可供选择的风险-收益水平更丰富，有望成为居民资产配置的重要发展方向。

图 9：银行理财破净值数量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：2019-2020 年度权益型基金收益排名

排名	基金代码	基金简称	2019-2020 净值增长率
1	160632.OF	鹏华中证酒	300.77%
2	161725.OF	招商中证白酒	298.54%
3	001679.OF	前海开源中国稀缺资产 A	297.96%
4	001643.OF	汇丰晋信智造先锋 A	297.58%
5	000336.OF	农银汇理研究精选	297.47%
6	002079.OF	前海开源中国稀缺资产 C	297.32%
7	004997.OF	广发高端制造 A	286.54%
8	481010.OF	工银瑞信中小盘成长	278.42%
9	161903.OF	万家行业优选	274.58%
10	002930.OF	广发创新升级	273.68%
2019-2020 权益型基金收益率中位数			87.72%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

对比全球各类资产，我国权益市场近年来收益率遥遥领先。2005 年以来，作为传统居民资产配置龙头的房地产，其收益率水平在长期位居第一并达到峰值后（2013 年，45.99%）急剧下跌，到 2020 年度仅为 2.77%，略高于我国 CPI 增长水平（2.50%）；同样作为重要居民资产配置的定期存款，其收益率自 2013 年后不及 CPI 增长。此外，海外权益市场在近十年来保持增长态势，黄金石油等投资标的收益率受投资者情绪和地缘政治因素影响处于波动状态。而我国权益市场从 2019 年开始呈现高收益率态势，收益率水平位居世界投资产品收益率前列。2020 年，我国沪深 300 指数涨幅为 27.21%，远高于传统居民资产配置领域，高于我国债券市场、海外权益市场、黄金原油等收益率；基金指数涨幅 16.80%，收益率排位在近两年来逐年上升，高于传统居民资产配置领域。在我国房价调控、利率水平下行、债务违约、经济复苏好于海外国家的情况下，我国权益市场资产配置的优势日渐凸显，我国居民资产配置将出现从房产到权益类产品的深层次转变，我国权益市场规模有望进一步扩张。

表3: 市场现有主要投资产品收益率对比

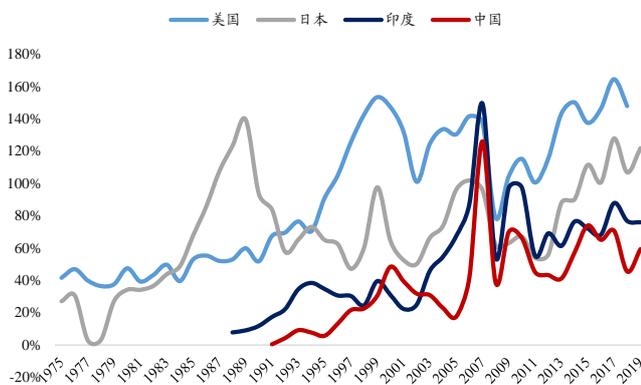
2020	沪深300	黄金	基金指数	标普500	企债指数	上证国债	房价	CPI	定期存款	原油
	(27.21%)	(24.56%)	(16.80%)	(16.26%)	(4.49%)	(3.78%)	(2.77%)	(2.50%)	(1.50%)	(-20.90%)
2019	沪深300	原油	标普500	黄金	基金指数	企债指数	上证国债	CPI	定期存款	房价
	(36.07%)	(33.62%)	(29.97%)	(18.39%)	(17.28%)	(5.74%)	(4.46%)	(4.50%)	(1.50%)	(-1.97%)
2018	上证国债	企债指数	CPI	定期存款	房价	黄金	标普500	基金指数	原油	沪深300
	(5.78%)	(5.74%)	(2.10%)	(1.50%)	(0.93%)	(-1.65%)	(-6.24%)	(-11.90%)	(-23.78%)	(-25.31%)
2017	沪深300	标普500	黄金	原油	房价	基金指数	企债指数	CPI	定期存款	上证国债
	(21.78%)	(19.42%)	(13.26%)	(11.52%)	(9.28%)	(8.70%)	(2.13%)	(1.60%)	(1.50%)	(0.68%)
2016	原油	房价	标普500	黄金	企债指数	上证国债	CPI	定期存款	基金指数	沪深300
	(45.37%)	(36.43%)	(9.54%)	(8.59%)	(6.04%)	(3.48%)	(2.00%)	(1.50%)	(-2.97%)	(-11.28%)
2015	房价	企债指数	基金指数	上证国债	沪深300	定期存款	CPI	标普500	黄金	原油
	(20.40%)	(8.84%)	(6.54%)	(6.24%)	(5.58%)	(1.50%)	(1.40%)	(-0.73%)	(-10.54%)	(-30.98%)
2014	沪深300	基金指数	标普500	企债指数	上证国债	定期存款	CPI	黄金	房价	原油
	(51.66%)	(44.10%)	(11.39%)	(8.73%)	(4.51%)	(2.75%)	(2.00%)	(-1.51%)	(-4.87%)	(-45.58%)
2013	房价	标普500	原油	定期存款	企债指数	上证国债	CPI	基金指数	沪深300	黄金
	(45.99%)	(29.60%)	(7.49%)	(3.00%)	(4.36%)	(2.89%)	(2.60%)	(-1.09%)	(-7.65%)	(-27.57%)
2012	房价	标普500	基金指数	沪深300	企债指数	黄金	上证国债	定期存款	CPI	原油
	(23.65%)	(13.41%)	(9.43%)	(7.55%)	(7.49%)	(5.61%)	(3.45%)	(3.00%)	(2.60%)	(-7.09%)
2011	黄金	标普500	原油	CPI	上证国债	企债指数	定期存款	房价	基金指数	沪深300
	(9.82%)	(0.00%)	(8.15%)	(5.40%)	(4.15%)	(3.50%)	(3.50%)	(-6.22%)	(-21.64%)	(-25.01%)
2010	房价	黄金	原油	标普500	企债指数	上证国债	CPI	定期存款	基金指数	沪深300
	(37.80%)	(29.53%)	(15.15%)	(12.78%)	(7.42%)	(3.32%)	(3.30%)	(2.75%)	(-4.51%)	(-12.51%)
2009	沪深300	基金指数	原油	房价	黄金	标普500	定期存款	上证国债	企债指数	CPI
	(96.71%)	(92.69%)	(77.94%)	(60.72%)	(24.14%)	(23.45%)	(2.25%)	(0.89%)	(0.68%)	(-0.70%)
2008	企债指数	上证国债	黄金	CPI	定期存款	房价	标普500	原油	基金指数	沪深300
	(17.11%)	(9.57%)	(6.23%)	(5.90%)	(2.25%)	(2.15%)	(-38.49%)	(-48.50%)	(-51.01%)	(-65.95%)
2007	沪深300	基金指数	黄金	原油	房价	CPI	定期存款	标普500	上证国债	企债指数
	(161.55%)	(149.77%)	(31.35%)	(29.46%)	(28.25%)	(4.80%)	(4.14%)	(3.53%)	(0.48%)	(-5.49%)
2006	基金指数	沪深300	房价	黄金	标普500	原油	定期存款	上证国债	CPI	企债指数
	(157.43%)	(121.02%)	(26.76%)	(22.95%)	(13.62%)	(9.60%)	(2.52%)	(2.22%)	(1.50%)	(0.77%)
2005	原油	企债指数	黄金	上证国债	房价	标普500	定期存款	CPI	基金指数	沪深300
	(40.48%)	(24.08%)	(18.36%)	(14.56%)	(13.36%)	(3.00%)	(2.25%)	(1.80%)	(-3.77%)	(-7.65%)

数据说明: COMEX 黄金连续(黄金)、NYMEX 原油连续(原油)、北京二手房价(中原领先指数)、000013.CSI(企债指数)、000012.SH(上证国债指数)、000011.SH(上证基金指数)、一年定存利率(定期存款)、统计局(CPI)、东吴证券研究所

1.3. 权益市场欣欣向荣，对标海外仍处于发展初期

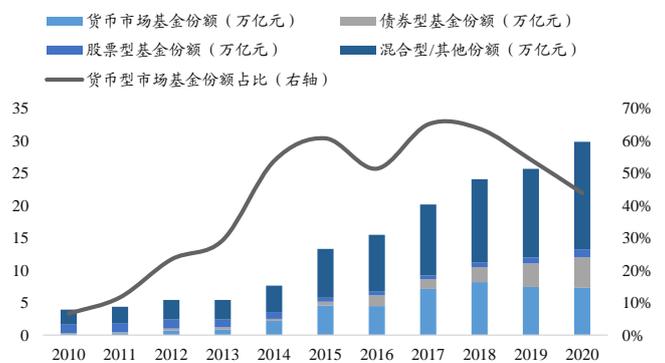
权益市场迎来黄金发展时期，对标海外可见巨大发展空间。我国权益市场处于高速发展时期，市场活跃度上升，2020年7月、8月日均股基成交额分别为1.39、1.11万亿元，创下2016年以来新高。但从绝对规模上看，美国股票市场市值约30万亿美元，我国股票市场市值约为12万亿美元，规模上仅为美国的40%。相对GDP而言，美国市值/GDP近10年均超100%，而我国2019年度市值/GDP水平仅为59%，远不及美国、日本（122%），也低于印度（76%）。此外，我国目前开放基金中货币型市场基金占比不断下降，但仍占据约44%，根据国外成熟金融市场经验，预计该比例会进一步降低，权益型基金比例则相应上升。

图 11: 中、美、印、日股票市场市值/GDP



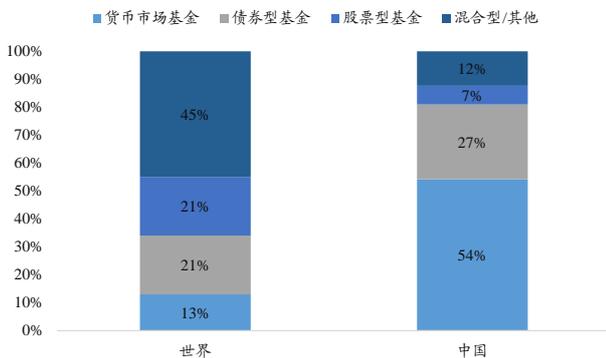
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2010-2020 我国开放基金构成



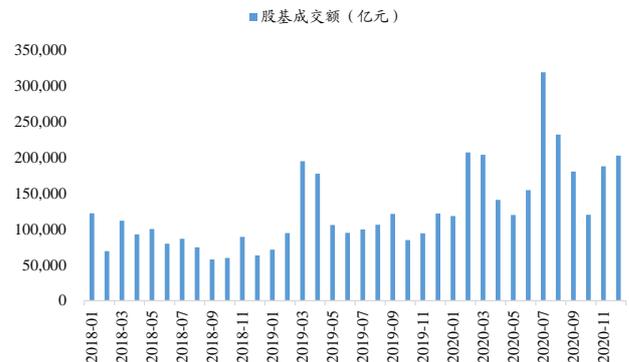
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 我国与世界开放基金构成情况 (2019 年)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2018-2020 月度股基成交额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 资本市场改革持续推进，公募基金迎来发展黄金时代

2.1. 政策引导释放积极信号，“全面监管+投顾新业务”引领基金业新发展

资本市场改革深化，公募基金尤其权益类基金受益于改革红利。自2014年5月国务院颁发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》以来，我国资本市场市场化和法治化程度不断提升，市场创新活力不断激发，市场广度深度和开放程度不断提高。2020年6月12日，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等多条管理办法，开启了我国资本市场注册制改革的序幕。同年10月31日召开的金稳会，将“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”作为了我国资本市场改革方向，公募基金尤其是权益类基金将受益于行业改革红利。

监管政策涉及基金业多领域，基金投顾开展引发市场新看点。现有基金业监管包括基金产品，基金销售，基金托管，风险管理与信息披露等多领域。各项监管条例不断完善，持牌经营成为基金业不同领域监管的主旋律，各领域专业化水平不断提高，我国基金业全方面监管体系逐渐形成，为基金业的持续发展打好了制度基础。2019年10月，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，开启了我国公募基金业投资顾问业务的序幕，是我国监管部门促进基金业健康发展的又一重大举措。基金投顾业务的落地将提高个人投资者在权益市场的话语地位，倒逼传统机构提供更优质服务，优化我国投资者结构，有效促进居民资产向中长期资金转化，我国基金业迎来发展新展期。

表 4: 近年来基金公司与中国证监会政策

政策类型	日期	重大政策事件
资本市场	2014年5月	国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》
	2015年12月	人大常委会审议通过股票发行注册制改革授权决定
	2019年1月	证监会《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，开启我国注册制改革序幕
	2020年4月	中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》
	2020年7月	《深圳证券交易所创业板首次公开发行股票发行与上市指南》公布
	2020年11月	金稳会举行专题会议，我国资本市场将全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制。
资管行业	2013年2月	证监会发布《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》，对证券公司、保险公司、私募基金管理机构等直接申请公募业务牌照进行了规范
	2013年6月	证监会、原保监会发布《保险机构投资设立基金管理公司试点办法》
	2018年4月	央行、银保监会、证监会、外管局联合正式发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》
	2020年8月	央行发布《优化资管新规过渡期安排，引导资管业务平稳转型》，延长资管新规过渡期
对外开放	2013年3月	证监会、央行、外管局发布《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》
	2014年6月	证监会发布《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》

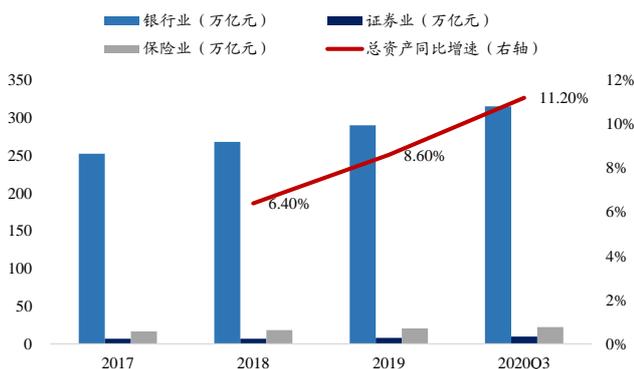
	2016年12月	深港股票市场交易互联互通机制正式启动
	2018年9月	证监会发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》
	2019年7月	央行发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，提前取消证券公司、基金管理公司和期货公司投资外资股限制
	2020年9月	证监会、央行、外管局发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》，扩大QFII、RQFII的投资范围
基金产品	2015年6月	国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》
	2015年12月	证监会与央行联合发布《货币市场基金监督管理办法》
	2018年2月	证监会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，养老型公募基金产品正式诞生
基金销售	2011年6月	新《证券投资基金销售管理办法发布》，引入第三方渠道，放开第三方销售牌照
	2018年5月	证监会发布《进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》
	2020年8月	证监会发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》，基金销售实行持牌准入
基金托管	2013年4月	证监会、原银监会发布《证券投资基金托管业务管理办法》
	2020年7月	证监会发布《证券投资基金托管业务管理办法》，允许外资银行获取基金托管资格
基金投顾	2019年10月	证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》
	2020年4月	证监会发布《证券基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》
基金风险管理	2013年9月	证监会发布《公开募集证券投资基金风险准备金监督管理暂行办法》
	2017年8月	证监会发布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》
	2019年7月	证监会发布《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》，优化指定信息披露媒体制度，引入基金产品资料概要
基金子公司	2011年8月	《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》发布
	2012年10月	《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》发布
	2016年11月	证监会发布《基金管理公司子公司管理规定》《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》
私募基金	2013年6月	新《证券基金法》实施，非公开募集基金纳入统一规范
	2014年8月	证监会颁布实施《私募投资基金监督管理暂行办法》
	2021年1月	证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，重申和明确私募基金监管的底线要求
其他类型	2012年6月	中国证券投资基金业协会成立
	2019年1月	《公开募集证券投资基金投资信用衍生品指引》，允许基金以风险对冲为目的投资信用衍生品（货币市场基金除外）

数据来源：证券投资基金业协会、证监会、银保监会，东吴证券研究所

2.2. 资管新规逐渐落地，公募基金大发展恰逢其时

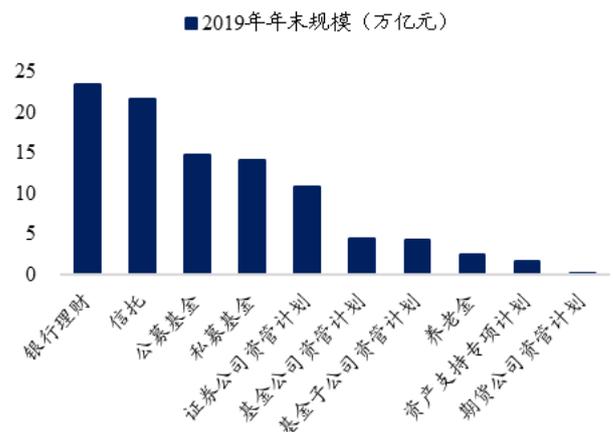
资产管理行业规范化发展，公募基金获得制度优势。2018年4月27日《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》印发后，金融机构资产管理业务渐趋规范，金融风险得到有效控制，金融行业支持实体经济的能力不断增强，我国资产管理业务逐渐进入规范化、有序化、正规化的发展轨道。在权益市场的升温、利率下行、居民资产规模上升以及理财意识普及的背景下，资产管理业务规模稳步上升，中国证券投资基金业协会数据显示，截止到2020Q3，我国基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务规模总计56万亿元，较去年年末增长8%，未来行业发展空间广阔。“资管新规”等系列政策的出台严重冲击了存在刚性兑付、资金池、非标期限不匹配等现象的信托，基金子等资管行业，公募基金并非“资管新规”所重点调整的领域，且公募基金在产品分类、适当性要求、第三方独立托管、资产组合管理、净值管理等方面规定成为整个资管行业的行为准则，公募基金将会因“新规”而获得更多的制度优势。

图 15: 2017-2020Q3 金融业机构资产规模



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 16: 资产管理业务子行业规模 (2019 年年底)

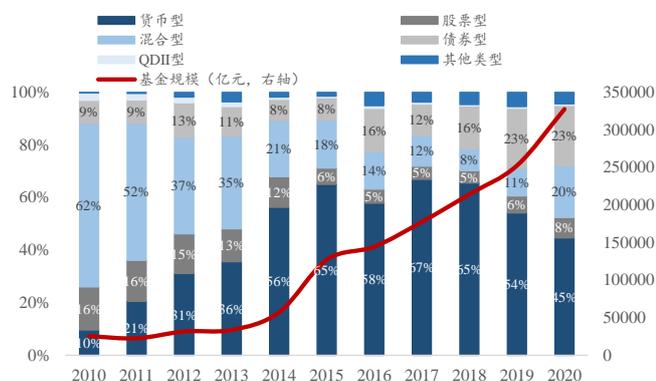


数据来源：中基协、中信托、中银协，东吴证券研究所

权益市场规模高速扩张，公募基金尤其是权益类基金迎来发展黄金时代。2020 年股基日均成交额 9035.9 亿元，同比增长 61.5%，为近五年来新高。市场投资者数量不断增加，截至 2020 年 12 月，我国新增投资者 162.18 万人，同比增长 100.39%，投资者数量达到 17777.49 万人。公募基金规模屡创新高，2020 年公募基金规模突破 20 万亿大关，净值规模达到 32.72 万亿元，同比增长 29.75%，其中权益类基金在增量方面贡献明显，这与更多的居民资金流入该类型基金有着一定关系。权益类基金净值规模由 2018 年末的 2.80 万亿元扩大到 2020 年末的 8.95 万亿元，是 2018 年末的 3.20 倍，2020 年净值规模占总体规模的比例为 27.36%，净值规模同比增长 108.9%。2020 年上证综指、深证成指和创业板指分别上涨 13.87%、38.73% 和 64.96%，高收益率吸引大量资金进入权益市

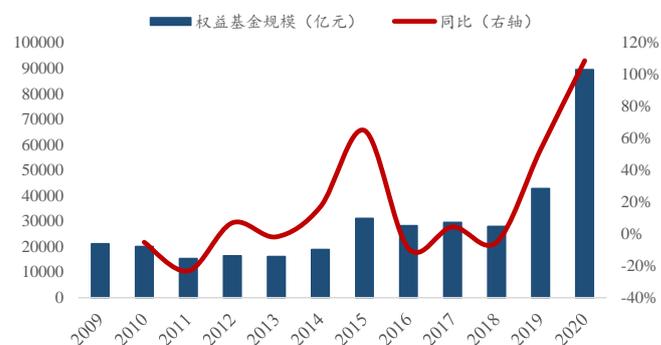
场。权益型基金规模占比不断提高，到 2020 年末已提升到 28%，不断压缩货币型基金规模。

图 17: 2010~2020 年我国各类型基金相对净值规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 18: 2009~2020 年我国权益基金规模



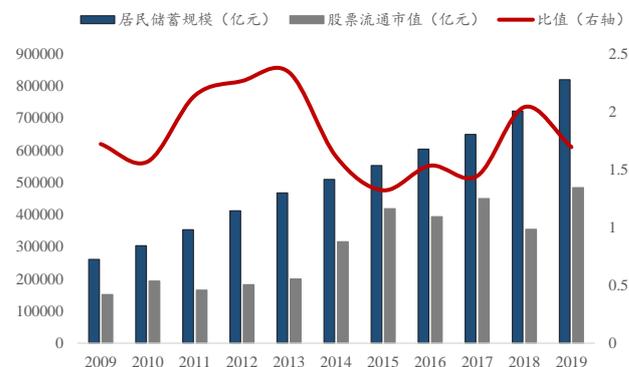
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 2010~2020 年我国股票、基金市场成交额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 20: 2009~2019 年我国居民储蓄规模和股票流通市值

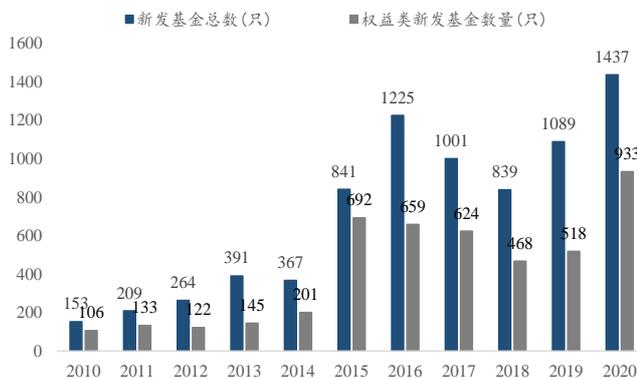


数据来源: 《中国统计年鉴》, 东吴证券研究所

2.3. 权益类基金产品快速扩张，机构化时代已然来临

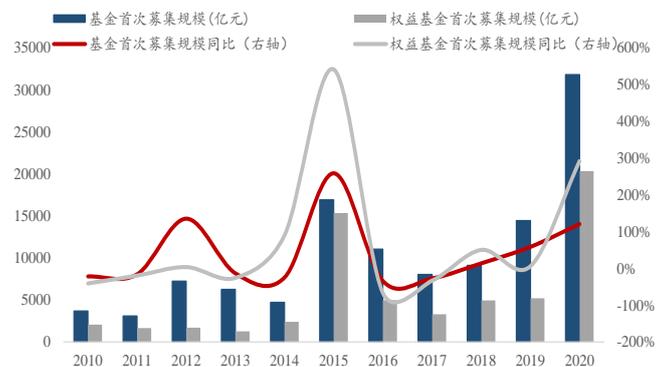
基金发行数量与规模持续扩大，权益基金扩张幅度高于基金整体水平。我国新发基金数量总体呈现上升态势，行业活跃度显著提升。截至 2020 年，我国新发基金数量达到 1437 只，成立基金数量达到 1686 只。其中新发权益基金数量 933 只，成立数量 1056 只，占据新发与成立基金数量大头，为历年来新高。基金首次募集规模持续扩大，同比增速持续上升，2020 年我国基金首次募集规模达到 3.18 万亿元，同比增长 120.5%。其中权益基金首次募集规模达到 2.03 万亿元，同比增长 291.53%，占有基金首次规模的 63.94%。政策红利与居民投资方式的转变有助于提高基金业资金募集规模。截至 2021 年 1 月 13 日，正在发行的基金数量为 125 只，等待发行的基金数量为 88 只，首次募集规模达到 16.17 百亿元，基金发行依旧火爆。

图 21: 2010~2020 年我国新发基金数量情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

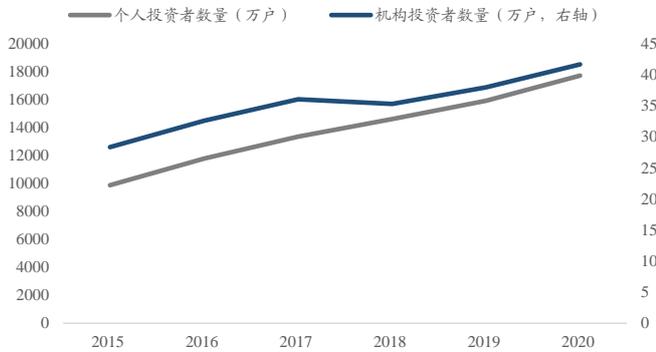
图 22: 2010~2020 年我国基金首次募集规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

个人与机构持有市值平分秋色，基金规模扩张推动机构化投资。在市值持有方面，个人投资者与机构投资者持有市值之比近十年来处于 1~1.2 之间，个人与机构平分市场市值，由于早期我国资本市场机制不完善，市场发展程度不高，我国机构略微处于市场劣势。而近年来，我国机构投资者数量保持高速增长态势，同比增速与个人投资者旗鼓相当。截至 2020 年 12 月，我国机构投资者数量增长至 41.72 万户，为历史新高。伴随着近两年我国权益市场表现强势，投资机构化成为未来我国居民投资方式转变重要一步。公募基金贡献券商佣金占比出现缓慢的向上增长，我国投资机构化逐渐显著。截至 2020 年 6 月，公募基金贡献 57.86 亿元占券商代理买卖证券款的 11%，与 2014 年的 6% 相比出现了较为缓慢的增长。

图 23: 2015~2020 年我国个人、机构投资者数量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 24: 2010~2020 年我国个人、机构投资者持有市值规模



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

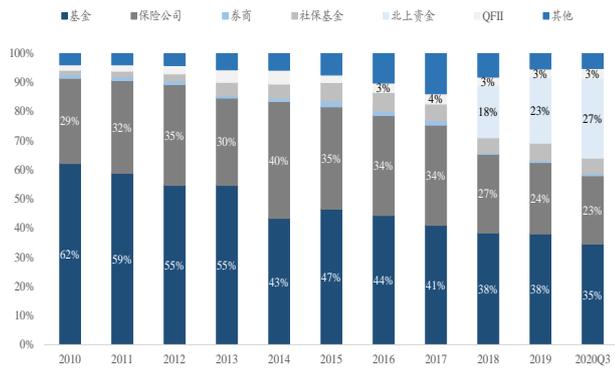
表 5: 公募基金贡献佣金占比

年	券商机构佣金 (亿元)	代理买卖证券净收入 (亿元)	佣金占比
2014	58.7	1049.48	6%
2015	125.9	2690.96	5%
2016	78.99	1052.95	8%
2017	76.16	820.92	9%
2018	71.99	623.42	12%
2019	76.83	787.63	10%
2020H1	57.86	523.1	11%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

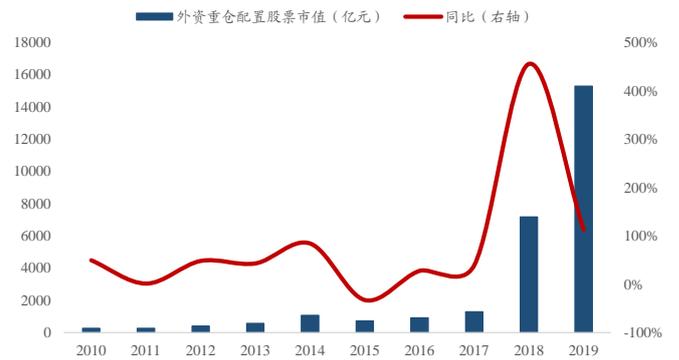
外资入场提高市场竞争,“投研+策略”促进机构化投资扩大客户规模。2003 年 QFII 正式登上中国证券市场大舞台,这是我国资本市场对外开放的重大举措,至今 QFII 在机构重仓配置市值占比保持在 3%左右。沪港通、深港通的正式启动与 QFII 投资额度取消进一步拓宽了境外投资者进入我国资本市场的途径。截至 2019 年,外资在我国权益市场重仓配置的股票市值为 1.52 万亿元,同比增长 112.82%,2018 年该增速为 456.12%。其中,北上资金是外资进入我国权益市场的重要途径。到 2020Q3,北上资金占各机构重仓配置股票市值的比例为 27%,外资总体比例为 30%。外资入场在促使我国资本市场成熟发展的同时,也加剧了我国资本市场竞争,而具有优秀投研能力与多元化策略的机构投资将逐渐被处于博弈劣势的个人投资者所接受。

图 25: 各机构重仓配置股票市值占比 (按机构分)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 26: 2010 年以来外资重仓配置股票市值



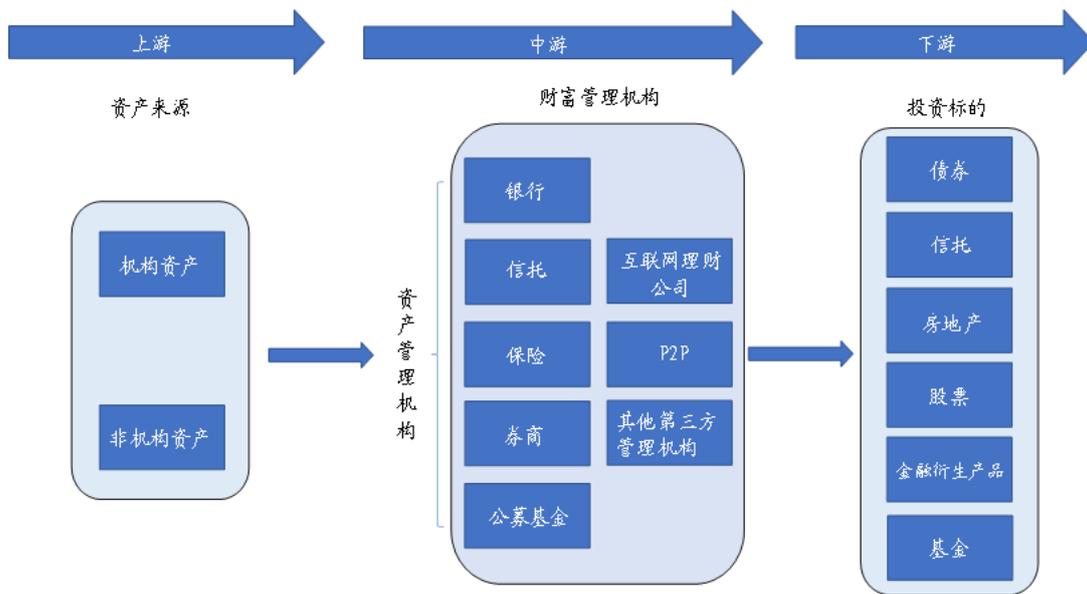
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 权益市场升温，产业链相关公司将深度受益

港股和内地加速互联互通，看好 A 股和港股的权益投资机会。1) 内地与香港股票市场交易互联互通机制开通以来，交易规模持续增长。截止至 2021 年 1 月 22 日，2021 年内北向交易单日成交额共计 384 亿元，达 2020 年全年的 22%，南向交易成交净买入合计 1853 亿元，达 2020 年全年的 31%。沪深港通正不断加速内地与香港金融市场间的互通，A 股与港股权益投资机会增加。2) **“传统龙头+新经济+中概股回归”，被低估的港股迎来新契机。**受地缘政治与海外疫情的影响，近两年来港股的风险偏好处于低水平，恒生指数 2020 全年跌幅达到 3.40%，收益水平低于全球市场。随着香港特区内外部环境改善提升了系统性红利，我国经济复苏带动了企业盈利增长，上市规则进一步得到优化，港股市场的全行业覆盖性与不可替代性得到充分体现。多年来已在港股上市的内地金融、地产等传统优质龙头股将会得到重估，互联网等新经济成长股继续保持高成长阿尔法，中国概念股从美国市场强势回归。同时，随着人民币汇率保持强劲态势，美元处于贬值大周期，海外资金将越来越青睐中国优质资产。3) **我国资本市场改革逐步深化，注册制有望全面放开，看好 A 股市场的健康稳健发展。**2020 年各监管机构和政府为稳步推行注册制频频发声，注册制全面化指日可待。注册制下，A 股市场将逐步向成熟资本市场靠拢，直接融资比例上升，融资效率提高，系统性风险也相应减弱，此外，注册制与金融工具和退市机制结合，上市企业质量得以提升，投资者结构优化，A 股市场灵活、稳健发展，前景光明。

权益市场升温，公募基金发展恰逢其时，产业链上下公司将从中受益。产业链中包括主要赚取资产管理费、表现费的资产管理公司，赚取基金代销收入、管理费等收入的财富管理业务相关公司，以及赚取交易佣金的交易所、券商等。1) 资产管理公司，建议关注【惠理集团】，公司拥有成熟的资产管理经验，主要依靠基金经营赚取管理费及业绩提成，在市场向好的背景下，惠理集团基金管理费用、表现费用收入可观，港股、内地不断互联互通，惠理集团投资机会增加。2) 财富管理综合平台，建议关注【东方财富】，作为全面的财富管理平台，东财基金代销业务收入、交易佣金收入保持较快增长，发行基金带来的管理费收入或可成为业绩增长驱动力，此外，公司可转债发行，资本实力增强，基本面向好。3) 交易所，建议关注【香港交易所】，随着港股、A 股互联互通加速，权益市场升温，港股资产配置重要性上升，叠加中概股回国二次上市热潮，港交所各项业务均将从中受益。4) 券商，2020 年基金行业净利润水平亮眼，出现多家盈利达千亿元级别基金公司，驱动其背后控股的各大券商业绩增长。建议关注【广发证券】、【东方证券】、【中信证券】，参股基金公司 2020 年度净利润超预期，驱动公司业绩增长。

图 27: 我国财富管理、资产管理产业链



数据来源: 银保监会, 证监会等, 东吴证券研究所整理

表 6: 部分业务形式及其收入来源、代表公司

业务形式	主要收入来源	代表公司
资产管理业务	管理费、超额部分提成	  
财富管理业务	基金代销收入、管理费	  
交易	交易佣金	  

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

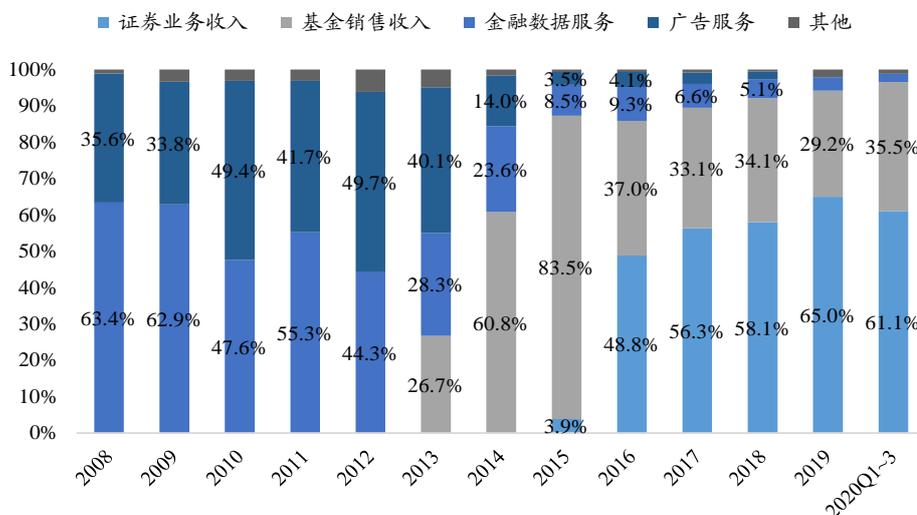
3.1. 东方财富: 零售财富管理行业龙头, 资本实力不断增强

公司可转债发行不断增强资本实力, 证券业务进一步扩张。1) 公司于 2019 年发行 73 亿元可转债, 实际募集 72.75 亿元, 2020 年拟发行 158 亿元可转债, 证券业务随着公司资本实力增强将进入新一轮扩张。2) 2020 年的东财证券年报显示, 公司实现总营收 46.0 亿元, 同比增长 77%; 净利润 28.9 亿元, 同比增长 104%。其中, 公司手续费及佣金收入同比大增 76%至 29.93 亿, 利息净收入 12.6 亿元, 同比+88%, 融出资金较年初增长 87%至 297 亿元。尽管东财证券业务结构单一, 但两项业务(经纪+两融)一直保持着高增长态势。3) 依靠母公司的平台优势和累积的客户存量, 与传统券商相比, 东财高比例的个人用户+低佣金率的互联网特色, 推动平台活跃用户持续向证券经纪业务用户转化, 同时公司佣金手续费和净利润保持高速增长。

天天基金保有量提升带动收入增长, 专业服务巩固流量转化。1) 天天基金主要为基金第三方销售服务, 营收类别包括尾随佣金、销售服务费、认申购费、赎回费等, 其

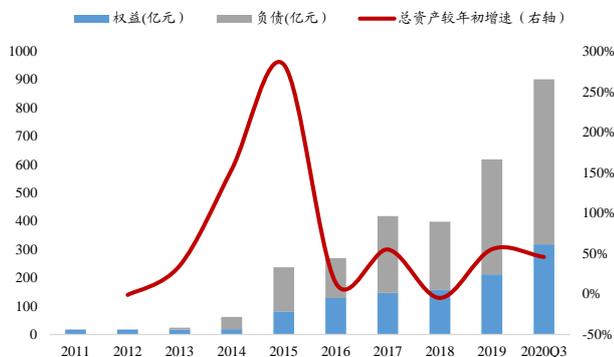
中收入主要来自尾佣及销售服务费（占比约6成以上）。2019年东财的基金收入达到了12.4亿元，同比+15.89%，占公司总收入的29%，为公司的主要收入来源之一。2）客户群体差异消除渠道壁垒差距，代销基金规模与收入快速增长。虽传统银行、腾讯与蚂蚁在流量渠道上具备了较为明显的优势，东财在客户专业度以及客户精准度方面凸显了优越性，从而推动了东财基金代销业务的稳步增长。截至2020年6月，东财基金代销规模达5684亿元，超越传统银行渠道，成功打破壁垒。在蚂蚁受到监管约束的背景下，未来行业竞争格局将产生一定变化，东财作为零售财富管理龙头增长较为确定。

图 28: 东方财富收入结构



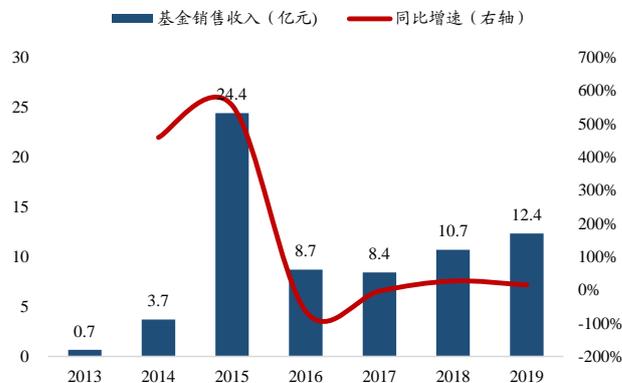
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 29: 东方财富资产规模与增速



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 30: 东方财富基金销售收入与同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

随东财基金产品不断上线，财富金融生态圈进一步完善。东财子公司西藏东方财富证券股份有限公司于2018年10月获得公募基金牌照，东财财富管理版图不断扩大，已经囊括公募基金发行、基金代销、证券、期货、第三方支付、征信、小额信贷等经营牌照，财富金融生态圈趋于完善。目前公司已累计发行16个基金产品，截至2020年公司基金管理规模达到23亿元，同比+592%。2020年基金上线叠加权益市场升温，看好公司在财富管理领域展现高流量、低成本、优质服务三大天然核心优势，未来在基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将有持续大幅提升。

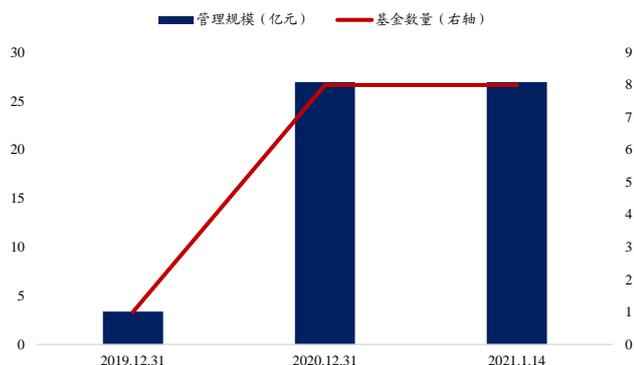
风险提示：1) 权益市场行情下行；2) 金融监管超预期；3) 基金发展不及预期。

表 7: 西藏东财基金管理有限公司旗下基金一览

基金成立日	代码	名称	基金类型	最新资产净值(亿元)
2020-12-16	010805.OF	西藏东财中证新能源汽车 A	被动指数型基金	0.8008
2020-12-16	010806.OF	西藏东财中证新能源汽车 C	被动指数型基金	0.5532
2020-10-30	010307.OF	东财信息产业精选 A	偏股混合型基金	0.5611
2020-10-30	010308.OF	东财信息产业精选 C	偏股混合型基金	0.2919
2020-09-23	010151.OF	东财消费精选 A	偏股混合型基金	0.6960
2020-09-23	010152.OF	东财消费精选 C	偏股混合型基金	0.6424
2020-07-29	009840.OF	东财量化精选 A	偏股混合型基金	6.6791
2020-07-29	009841.OF	东财量化精选 C	偏股混合型基金	3.8668
2020-04-10	008552.OF	西藏东财中证医药卫生 C	被动指数型基金	0.9714
2020-04-10	008551.OF	西藏东财中证医药卫生 A	被动指数型基金	1.3222
2020-03-18	009046.OF	西藏东财创业板 A	被动指数型基金	1.9213
2020-03-18	009047.OF	西藏东财创业板 C	被动指数型基金	1.0155
2020-01-20	008327.OF	西藏东财中证通信技术 C	被动指数型基金	5.1988
2020-01-20	008326.OF	西藏东财中证通信技术 A	被动指数型基金	1.0242
2019-12-03	008241.OF	西藏东财上证 50C	被动指数型基金	0.3716
2019-12-03	008240.OF	西藏东财上证 50A	被动指数型基金	1.0442

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 31: 西藏东财基金管理规模与基金数量



数据来源 Wind, 东吴证券研究所

图 32: 东财历年 ROE 水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

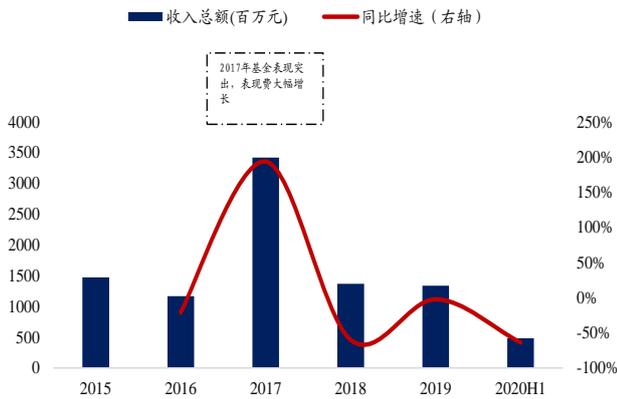
3.2. 惠理集团: 旗舰基金表现突出, 盈利规模有望大幅增长

惠理集团聚焦资产管理业务, 价值基金表现突出。惠理是亚洲最具影响力的资产管理公司之一, 旗下投资策略覆盖股票、固定收益、另类投资、多元资产及量化投资。截止 2020 年 12 月末, 管理资产规模为 142 亿美元, 惠理坚持价值投资原则, 准确把握市场趋势, 2020 上半年重仓阿里巴巴, 下半年逐渐调仓, 至 2020 年 11 月份, 阿里巴巴已经不在重仓股名单之中, 避开了阿里股价下跌带来的影响。整体而言, 多款旗舰基金本年度表现突出, A 单位 (美元) 基金 11 月末资产净值 471 亿美元, 一年内涨幅超 30%, 预计 2020 年基金表现费收入预计将会大幅上升。

大资管背景下, 凭借公司成熟的资产管理业务优势, 惠理集团未来可期。惠理集团主要依靠管理费和表现费盈利, 两者占收入比重可达 80% 以上。管理费收入与公司管理资产规模挂钩, 当管理费率保持稳定时, 两者同比增长。目前, 惠理集团的综合管理费率稳定在 1% 左右, 随着市场行情地不断好转, 惠理集团的管理资产规模有望继续扩大, 所带来的管理费收入也会相应增加。此外, 对比惠理稳健的管理费收入, 其表现费收入更具有弹性。公司多数基金表现费估值日在年底, 当年底基金净值创历史新高时可以提取表现费, 权益市场好转时, 表现费会在管理规模和基金业绩的双重驱动下快速放量, 使得公司盈利激增。

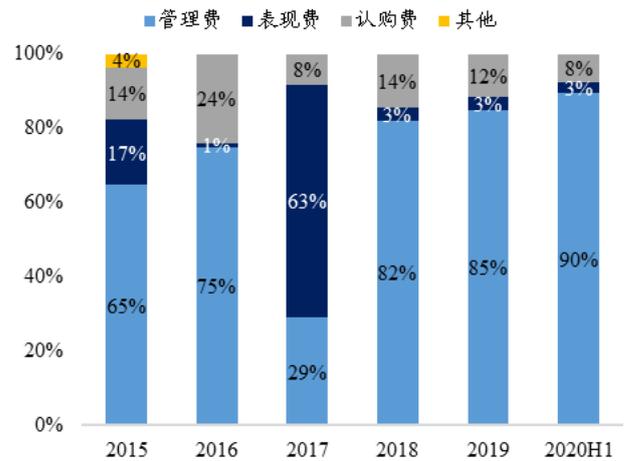
风险提示: 1) 权益市场行情走低; 2) 管理规模发展不及预期。

图 33: 2015-2020H 惠理集团收入规模与增速



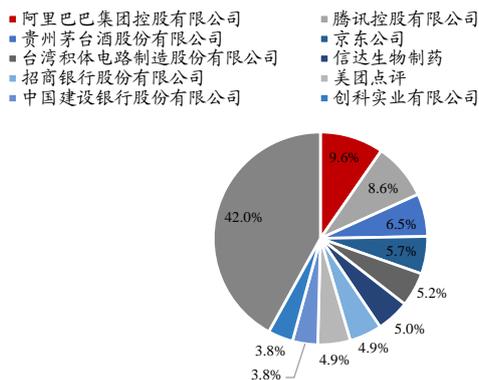
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 34: 2015-2020H1 惠理集团收入结构



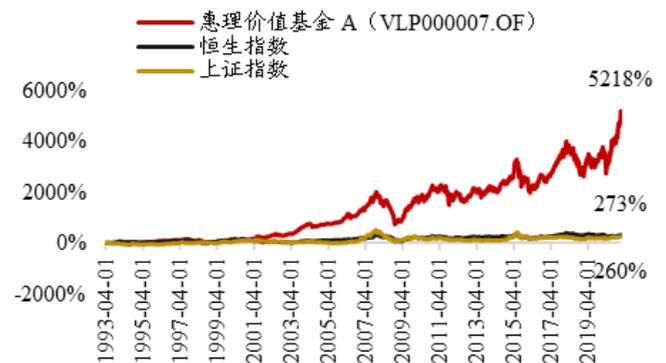
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 35: 惠理价值基金 6 月份重仓股及基金持股比例



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 36: 惠理价值基金 A 单位成立以来表现情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

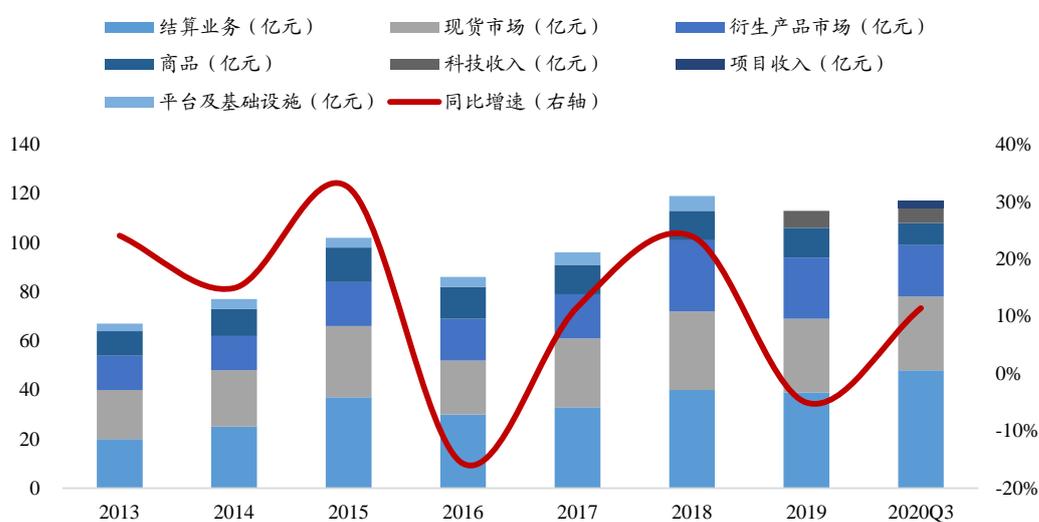
3.3. 香港交易所: 港股价值洼地, 有望迎来强力复苏

港股作为资产配置重要性上升, 有望迎来估值修复, 香港交易所将深度受益。截止到 2021 年 1 月 13 日, 港股通累计买入成交净额快速增长, 达 15929 亿元, 2021 年年内 (截止到 1.13) 港股通累计买入成交净额达 898 亿元, 为 2020 年全年的 15%, 此外, 港交所日均成交金额呈现明显上升趋势, 表现不俗, 可见投资者对于港股的需求升温。而随着港股吸引越来越多国内外投资者的注意力, 处于价值洼地的港股有望迎来整体上的估值修复, 港交所各项业务将从中受益。

全资产类别+国内外深度合作, 推动港交所走在世界前沿。1) 与内地交易所相比, 港交所业务结构更加多元化, 传统交易逐渐降低。截至 2020Q3, 香港交易所将业务拆分为现货市场 (股票、ETF 等场内基金)、衍生品市场 (期货期权、牛熊证、涡轮), 商

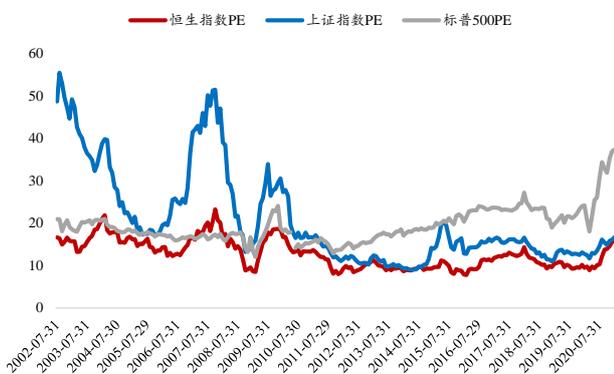
品市场（LME、QME）和结算市场（交易性业务）。其中，现货业务收入占比从2013年的30%下降至2020Q3的26%，传统交易收入占比逐渐下降，业务稳健性进一步加强。2）推出MSCI亚洲及新兴市场期货，致力发展亚太区的ETF枢纽。2020年5月，港交所和MSCI签订授权拟在香港推出37只MSCI亚洲及新兴市场指数的期货及期权产品，未来随着MSCI期货产品的逐渐成熟将助力国际投资者更便捷地投资亚洲及新兴市场资产。此外，港交所将致力于降低ETF发行门槛，提供更多涉及亚太以至全球的ETF产品，并将合适ETF产品纳入南向通，以及发展相应衍生品及结构性产品，未来港交所将发展成为亚太时区的ETF发行及交易中心。

图 37: 香港交易所收入结构



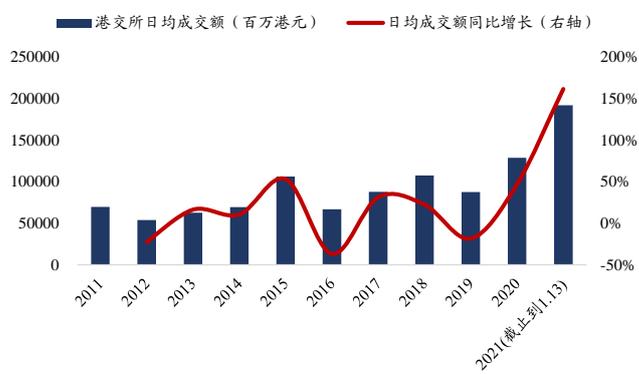
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 38: 恒生指数、上证指数、标普 500PE 情况



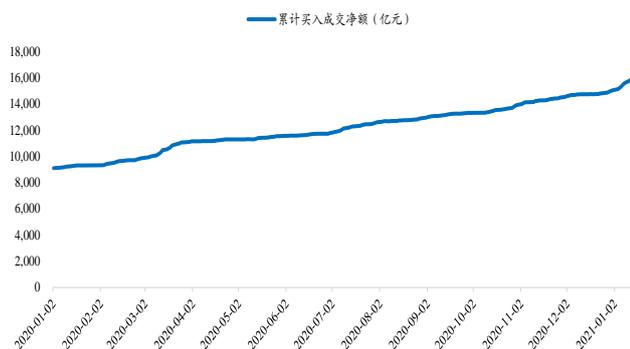
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 39: 港交所日均成交额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 40: 港股通累计买入成交净额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 41: 香港交易所净利润情况

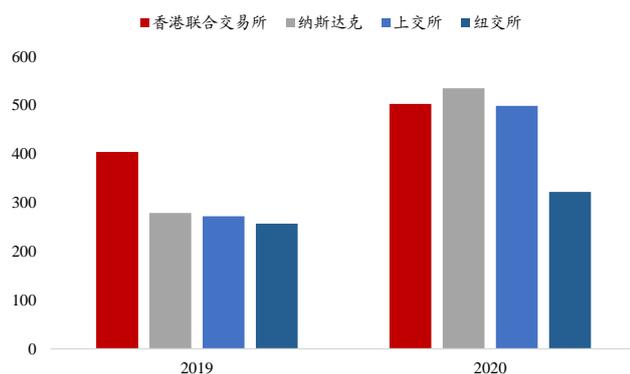


数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

港交所迎来中概股回归浪潮, 国际地位持续巩固。港交所 2019、2020 年 IPO 募集金额分别位于全球交易所第一名、第二名。2018 年 4 月港交所修订的《上市规则》允许未能通过主板资格测试的生物科技公司、同股不同权架构公司等二次上市, 降低了上市门槛, 此外, 瑞幸咖啡财务造假事件加重了中概股的信任危机, 赴美上市的中国公司逐渐开始重视内地或者香港市场, 2019 年 11 月, 阿里巴巴回归港股, 2020 年京东、网易等中概股在港股市场二次上市, 且这一趋势在 2021 年更加明显, 港股成为新经济集中地。

风险提示: 1) 港股市场下行; 2) 疫情影响超预期。

图 42: 港交所与对标交易所 IPO 募集规模 (亿美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 43: 港交所历年 IPO 募集金额



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.4. 公募基金盈利亮眼，建议关注参股券商广发、东方、中信

公募基金盈利亮眼，建议关注参股券商广发证券、东方证券、中信证券。随公募基金 2020 年四季报已全部公布完毕，2020 年公募基金规模突破 20 万亿大关，年度基金盈利首次达到 2 万亿元（根据 2020 年中报、三季报和四季报三个报表加总得到，和最终 2020 年年报披露数据可能存在一定差异），刷新历史规模最高纪录，2020 年基金行业净利润水平亮眼，出现多家盈利达千亿级别基金公司，将推动其背后参/控股的各大券商业绩增长，建议关注参股易方达基金及控股广发基金的【广发证券】，参股汇添富基金的【东方证券】，参股华夏基金的【中信证券】。

表 8: 2020 基金公司净利润排行 TOP5 以及相关参/控股券商

序号	基金公司	2020 年利润 (亿元)	持股券商	券商持股比例
1	易方达基金	1599.95	广发证券	22.65%
2	汇添富基金	1110.78	东方证券	35.41%
3	广发基金	1002.21	广发证券	54.53%
4	华夏基金	979.73	中信证券	62.20%
5	富国基金	940.61	申万宏源、海通证券	两者各控股 27.775%，合计 55%

数据来源：中国基金报，东吴证券研究所

4. 风险提示

- 1) **监管趋严，流动性收紧：**货币政策预期转向平稳水平，市场流动性收紧将降低投资者风险偏好；
- 2) **国内外疫情控制不及预期：**疫情控制不及预期将可能造成再一次的停工停产，经济恢复信心下降；
- 3) **市场成交额不及预期：**股票市场整体下行，将可能导致投资者心理发生转变，市场活跃度下降，市场成交额也将下降。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

