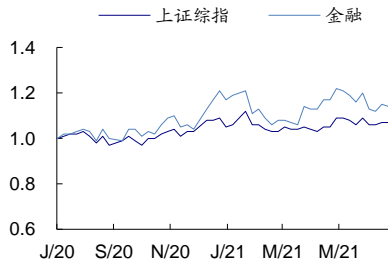


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《美国四大行二季报点评: 减拨备增业绩, 净息差趋稳》——2021-07-19
 《银行流动性月报: 货币政策取向未改, 预计M2与社融增速平稳》——2021-07-18
 《支持浦东新区高水平改革开放意见点评: 资本市场改革深化, 头部券商迎来机遇》——2021-07-17
 《银行理财业务月报(2021年7月): 权益布局推进, 净值转型持续》——2021-07-14
 《证券行业 2021 年中期投资策略: 聚焦财富管理主线》——2021-07-11

证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

证券分析师: 戴丹苗

电话: 075581982379
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040003

行业专题

贝莱德成功之道的启示

● 全球最大资产管理公司, 高成长带来巨大超额收益

贝莱德成立于 1988 年, 1999 年成功上市。2004 年下半年开启兼并收购, 其中 2009 年收购巴克莱旗下资产管理部门 (BGI) 后一举成为全球最大的资管机构。2021 年 6 月末公司管理资产高达 9.5 万亿美元, 成立以来的年均复合增速为 32%。剔除商誉后公司 ROE 持续保持在 20% 以上, 高成长高盈利给投资者带来了巨大的超额回报。上市以来股价年均复合涨幅为 23.4%, 同期标普 500 指数和纳斯达克指数涨幅分别为 5.8% 和 8.0%, 即使次贷危机后贝莱德也具有超额收益。

● 贝莱德经营模式和成功之道

(1) 客群结构和投资风格: 贝莱德主要聚焦以养老金为代表的机构客户, 2020 年机构投资者贡献 AUM 的 51.6%。投资风格以被动型产品为主, 指数基金及 ETF 产品规模合计约占三分之二。(2) 盈利模式: 基于 AUM 的管理费贡献收入总额的 80%, 测算的 2020 年综合管理费费率仅 0.16%, 各产品费率基本均低于行业均值, 低费率是贝莱德的核心优势之一。

贝莱德成功之道包括, (1) 外部因素: 美国资产管理行业的迅猛发展是先决条件, 这与美国税务体制和养老体制相关。(2) 自身优势: 一是贝莱德被动投资为主的产品结构迎合了市场偏好。二是打造了领先的阿拉丁平台, 风险管控能力非常强。三是以客户为中心, 聚焦构建最佳的投资组合, 同时借助金融科技等给客户提供更优质的服务。

● 贝莱德对我国资管机构转型的四点启示

第一, 时势造英雄, 顺应市场形势拓展符合客户需求的产品和投资策略是脱颖而出的捷径, 这要求机构眼光长远。第二, 风险管控是长期发展的基石, 伴随互联网技术迭代升级, 资管机构应加大金融科技投入强化风险管控。第三, 以客户为中心的买方模式是资管机构长期发展的必然选择。第四, 优秀领导人及其奠定的文化底蕴和品牌将助力公司崛起。

● 投资建议

我国大财富管理空间广阔, 未来优异的机构将脱颖而出。从银行角度, 首推在财富管理上已有领先优势的招商银行。同时推荐具有拓展财富管理资源禀赋的大行, 推荐工商银行。从券商角度, 推荐在财富管理业务发展具有特色的券商, 中国互联网券商的典范东方财富和聚焦高净值客户的中金公司。

● 风险提示

财富管理商业模式、政策法规等发生重大变革。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
600036	招商银行	增持	46.17	11,752	4.40	5.05	10.5	9.1
601398	工商银行	买入	4.62	15,671	0.91	1.01	5.1	4.6
300059	东方财富	增持	30.98	3,202	0.85	1.21	36.4	25.6
601995	中金公司	增持	54.31	1,864	2.00	2.56	27.2	21.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

贝莱德：高成长带来巨大超额收益	4
贝莱德发展历程	4
高成长带来巨大超额收益	5
贝莱德经营模式和经营成果分析	7
客群定位：深耕以养老金为代表的机构客户	7
投资风格：被动投资为主导，主要投向权益资产	9
盈利模式：基于 AUM 的管理费为主，低费率是优势	11
经营成效：轻资产高盈利	14
贝莱德成功之道	16
美国资产管理发展迅猛是成功的先决条件	16
抓住机遇，通过并购成为全球 ETF 巨头	19
风险管控是核心竞争力，打造阿拉丁风控平台	21
多维度抓住客户需求，为客户创造更大的价值	21
贝莱德经验对我国资管机构启示	22
投资建议	23
风险提示	23
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

图 1: 2021 年末 6 月末贝莱德 AUM 达到 9.5 万亿美元	5
图 2: 贝莱德自 1999 年上市以来股价翻了 95 倍	6
图 3: 2011 年以来贝莱德的股价翻了 5 倍	6
图 4: 贝莱德上市以来 PE 估值	6
图 5: 贝莱德 EPS 持续提升	7
图 6: 贝莱德 AUM 主要来自机构客户	8
图 7: 2020 年末机构客户 AUM 明细	8
图 8: 2020 年末贝莱德 AUM 区域结构	9
图 9: 2020 年不同类型资产中北美区域的贡献	9
图 10: 指数基金及 ETF 产品规模比重提升到 66%	10
图 11: 固收类和权益类投资均以被动型产品为主	10
图 12: 贝莱德管理资产投向权益类的比重约为 50%	11
图 13: 零售客户 AUM 投向权益比重约 50%	11
图 14: 机构客户主动管理 AUM 投向权益比例低	11
图 15: 公司营业收入和利润	12
图 16: 公司收入主要来自于基础管理费用	12
图 17: 贝莱德各类产品收取的基础管理费	12
图 18: 贝莱德综合管理费率明显低于几大行	13
图 19: 不同权益类产品基础管理费率	13
图 20: 不同固收类产品基础管理费率	13
图 21: 美国主动管理型基金和指数型基金费率持续下行	14
图 22: 过去 5 年公司管理的长期 AUM 变动来源	14
图 23: 贝莱德经营利润率高于美国大行	15
图 24: 贝莱德员工数量和人均 AUM	15
图 25: 贝莱德人均管理客户资产高于几大行	15
图 26: 贝莱德资产负债情况	16
图 27: 贝莱德 ROE (剔除商誉) 长期在 20% 以上	16
图 28: 美国注册投资机构管理资产规模	17
图 29: 美国家庭资产持续快速增长	17
图 30: 美国家庭资产配置结构	18
图 31: 美国 DC 计划和 IRAs 规模快速扩张	18
图 32: 美国 DC 计划和 IRAs 账户投资共同基金的比例	19
图 33: 美国投资机构资产向被动型投资倾斜	20
图 34: 阿拉丁系统贯穿投资管理前中后台	21
表 1: 贝莱德发展历程	5
表 2: Bloomberg 统计的排名前 50 的 ETF 名单和规模	20
表 3: 贝莱德收购或投资的四家科技平台情况	22

贝莱德（BlackRock）是全球最大的资产管理机构，2021年6月末公司管理的资产规模高达9.5万亿美元，经过短短二三十年的发展贝莱德就取得了众多金融集团历经百年艰辛才取得的市场地位，是行业中快速跨越发展的典范。公司自1999年上市以来给投资者带来了巨大的超额回报，当前市值约1300亿美元。贝莱德快速成长虽然与全球资产管理行业的迅猛发展息息相关，但更重要的是公司坚持以客户为中心，顺应市场形势拓展符合客户需求的产品和投资策略，并且始终将风险管控放在第一位。我国当前资产管理行业尚处于发展初期阶段，但资管新规后资产管理转型迫切。因此，本报告通过分析贝莱的成功之道以给我国资产管理机构转型提供借鉴。

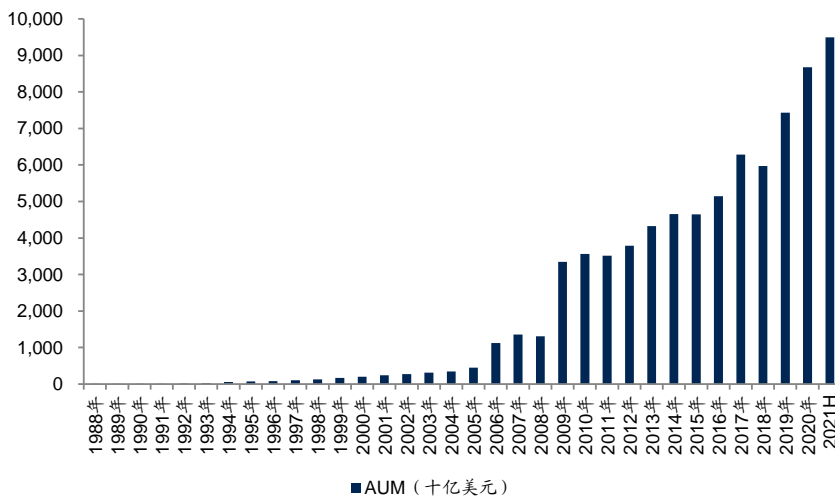
贝莱德：高成长带来巨大超额收益

贝莱德发展历程

贝莱德成立于1988年，最初是黑石集团旗下的一家风险管理和固定收益资产管理机构，1988年末公司管理的资产仅12亿美元，2021年6月末管理资产规模已高达9.5万亿美元。目前，贝莱德在全球30多个国家设有约70个办事处，拥有1.65万名员工，为全球100多个国家机构投资者和零售客户提供资产管理和技术服务。具体来看，公司发展历程主要分为以下几个阶段：

- ✓ 1988-2004年，公司发展初期，于1999年成功上市。1988年，拉里芬克（Larry Fink）联合其他7位业内人士凭借黑石集团500万美元种子基金成立了现在的贝莱德，最初使命是帮助投资者理解它们所持债券组合中所蕴含的风险。1994年底，贝莱德管理资产规模达到530亿美元，此时黑石集团与拉里芬克在薪酬和股权激励问题上产生了纠纷，1995年黑石集团将其持有的股份以2.4亿美元出售给PNC金融服务集团。1998年，PNC的股票、流动性和共同基金业务被并入贝莱德。1999年贝莱德在纽约证券交易所上市，此后公司继续维持快速发展态势，2004年底管理资产规模已达到3420亿美元。
- ✓ 2004-2009年，资本运作阶段，通过兼并收购成为全球最大的资管机构。此时的贝莱德在资产管理领域已经建立了强劲的竞争能力，2004年下半年开始公司展开了一系列的转型并购以增强核心竞争力，其中重要的几次并购使得贝莱德一举成为全球最大的资产管理机构：（1）2005年公司以3.25亿美元现金和5000万美元股票的价格从大都会人寿（MetLife）手中收购了道富研究和管理（SSRM Holdings, Inc.），将SSRM共同基金部门并入旗下，2005年末公司管理资产规模达4520亿美元。（2）2006年公司与美林投资管理公司合并，将PNC的股权减半，美林持有该公司49.5%的股权，2006年公司管理资产规模达1.13万亿美元。（3）2009年6月12日，贝莱德以135亿美元的收购了巴克莱旗下资产管理部巴克莱国际投资管理（简称BGI），BGI不仅是当时欧洲最大的资管公司，而且其旗舰产品iShares是全球最大ETF产品提供者。2009年末贝莱德管理资产规模高达3.35万亿美元，首次成为全球第一大资产管理公司。
- ✓ 2010年至今，持续稳健发展阶段，坐稳资管行业头把交椅。公司继续通过并购等方式积极布局海外，完善产品线。同时，进一步加大金融科技的投入以给客户提供更优质的服务，先后收购智能投顾Future Advisor、投资金融科技平台iCapital Network、领先金融科技提供商Cachematrix、另类投资软件及服务商eFront等。

图 1: 2021 年末 6 月末贝莱德 AUM 达到 9.5 万亿美元



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 贝莱德发展历程

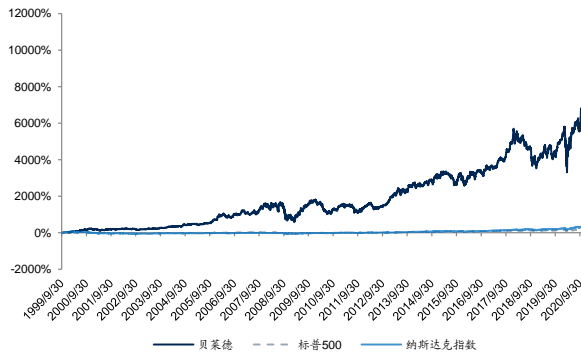
	公司发展重大事件
1988-1999 年 发展初期, 实现上市	1988 年, 拉里芬克联合其他 7 位业内人士凭借黑石集团 500 万美元种子基金成立了现在的贝莱德, 尝试从风险管理的角度为机构客户提供资产管理服务。 1992 年, 公司正式更名为贝莱德 (BlackRock), 黑石持有 35% 股份。 1995 年, 黑石将其持有的股份以 2.4 亿美元出售给 PNC 金融服务集团。1998 年, PNC 的股票、流动性和共同基金业务被并入贝莱德。 1999 年, 贝莱德在纽约证券交易所以每股 14 美元的价格上市。 2004 年下半年开始贝莱德开始战略收购, 2005 年公司以 3.25 亿美元现金和 5000 万美元股票的价格从大都会人寿 (MetLife) 手中购买了道富研究和管理 (SSRM Holdings, Inc.), 将 SSRM 共同基金部门并入旗下。 2005 年, 收购共同基金业务道富银行研究与管理公司。
2004-2009 年 收购扩张期, 成为全球第一大资管公司	2006 年, 与美林投资管理公司合并, 将 PNC 的股权减半, 美林持有该公司 49.5% 的股权。 2007 年, 贝莱德收购 Quellos Capital Management 的基金业务。 2008 年, 金融危机爆发后美国政府与贝莱德签订帮助清理资产的合同。 2009 年, 贝莱德收购 R3 Capital Management, LLC, 并控制了这只 15 亿美元的基金。 2009 年 6 月 12 日, 巴克莱银行以 135 亿美元的价格将其包括交易所交易基金业务 iShares 在内的全球投资者部门 (BGI) 出售给了贝莱德, 作为全球最大 ETF 发行机构 iShares, 为贝莱德的发展奠定了基础。巴克莱通过这笔交易获得了贝莱德近 20% 的股权, 贝莱德首次成为全球第一大资产管理公司。 2010 年, 收购 Helix 获取难以进行估价的抵押证券资产 (商业地产) 方面的优势, 完善另类产品线。
2010 年以来 持续稳健发展	2011 年, BlackRock 被加入标普 500 指数。 2012 年起, 收购瑞士、加拿大、中国台湾资管机构, 积极进行海外布局。 2015 年起, 收购智能投顾 Future Advisor、投资金融科技平台 iCapital Network、领先金融科技提供商 Cachematrix、另类投资软件及服务商 eFront 等。

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

高成长带来巨大超额收益

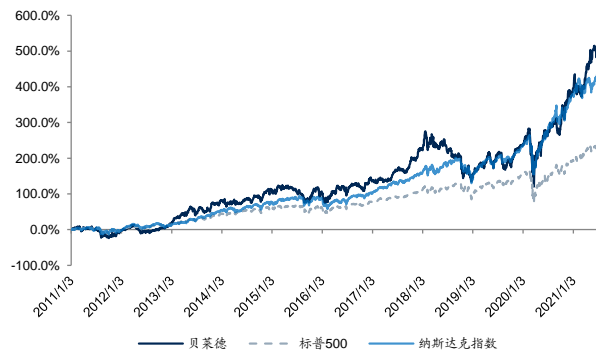
贝莱德 1999 年上市以来 (截止 2021 年 7 月 9 日) 股价翻了 95.4 倍, 年均复合收益率为 23.4%, 同期标普 500 指数和纳斯达克指数分别翻了 24.1 倍和 43.5 倍, 年均复合收益率率分别为 5.8% 和 8.0%, 超额收益明显。2008 年次贷危机后, 金融公司在资本市场表现欠佳, 因此有必要看一下次贷危机后贝莱德股价表现。考虑到贝莱德 2011 年开始进入稳步发展阶段, 因此我们统计 2011 年初以来股价表现, 该阶段贝莱德股价翻了 5.3 倍, 年均复合收益率为 18.9% 同期标普 500 指数和纳斯达克指数分别翻了 2.4 倍和 4.5 倍, 年均复合收益率率分别为 12.5% 和 17.6%, 贝莱德仍具有超额收益。

图 2：贝莱德自 1999 年上市以来股价翻了 95 倍



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：数据截止 2021 年 7 月 9 日，下同。

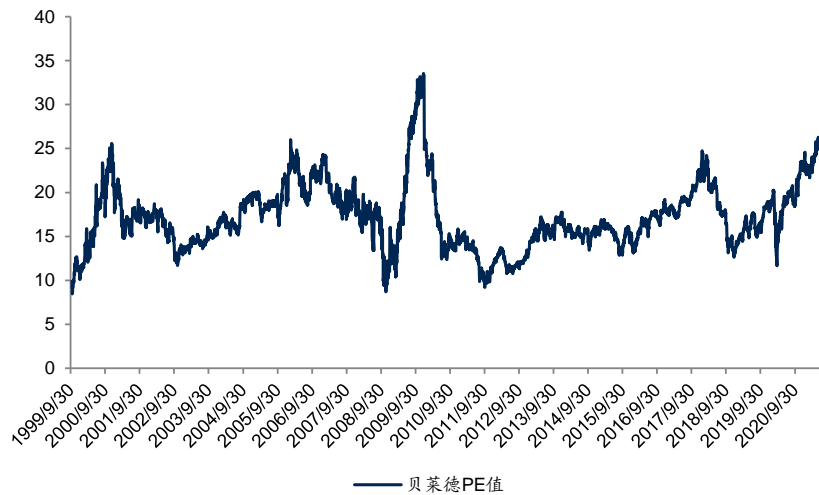
图 3：2011 年以来贝莱的股价翻了 5 倍



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

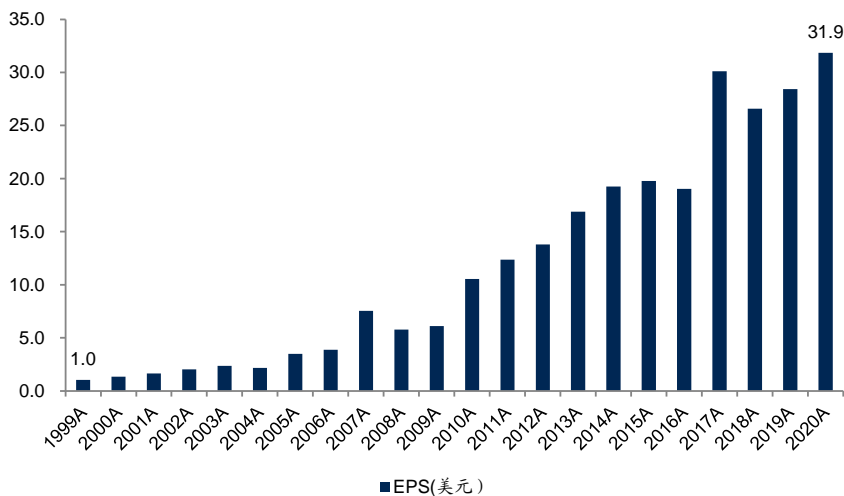
贝莱德资本市场超额收益很大一部分来自于业绩稳定高增。贝莱德上市以来 PE 估值均值为 17.0x（剔除 2008-2010 年受金融危机冲击较大期间数据，下同），中位数为 16.7，最高值为 26.7x，最低值为 8.5x，整体来看，公司估值虽跟随经济周期有所波动但整体相对比较稳定。贝莱德资本市场超额收益很大一部分来自于其业绩的高增，2020 年公司 EPS 为 31.9 美元，较 1999 年增长了 29.6 倍，较 2010 年仍增长了 2 倍。

图 4：贝莱德上市以来 PE 估值



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 5: 贝莱德 EPS 持续提升



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

上述主要对贝莱德发展历程、市场地位和资本市场表现做一个概括, 接下来我们主要详细分析贝莱德的经营模式以及经营成果, 解释公司为何能稳坐全球资产管理机构头把交椅。

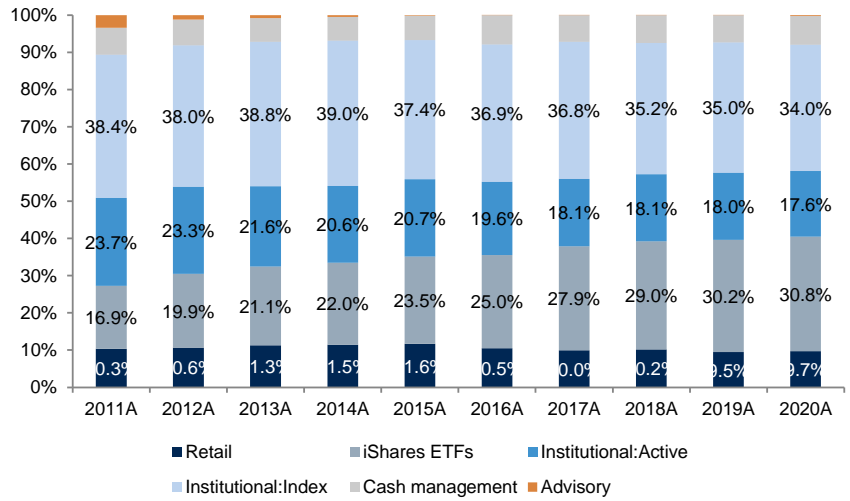
贝莱德经营模式和经营成果分析

客群定位: 深耕以养老金为代表的机构客户

养老金为代表的机构投资者贡献 AUM 的 51.6%, 零售客群贡献 9.7%, iShares ETF 贡献 30.8%。iShares ETF 增长迅猛但无法对客户id提供完全的透明度, 因此贝莱德将其作为一个单独的客户分析。

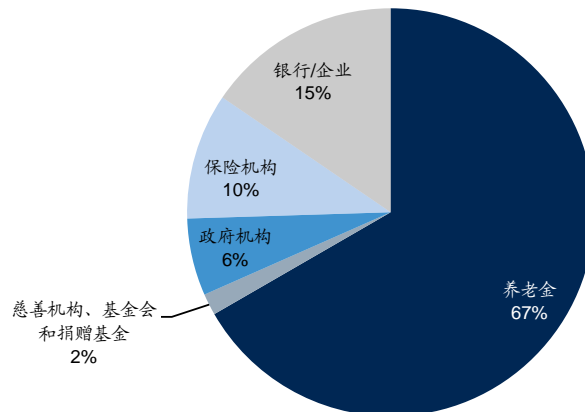
2020 年末, 机构投资者 AUM 规模为 4.47 万亿美元, 占公司 AUM 总额的 51.6%, 2011-2020 年年均复合增速为 8.3%。其中, 机构投资者又以养老金为主, 2020 年末机构客群 AUM 中养老金比重为 66.7%, 银行/企业比重为 15.5%, 保险机构比重为 10.0%, 政府机构比重为 6.1%。期末零售 AUM 规模为 0.85 万亿美元, 占 AUM 总额的 9.7%, 2011-2020 年年均复合增速为 9.8%。期末 iShares ETF 规模为 2.67 万亿美元, 占 AUM 总额的 30.8%, 2011-2020 年年均复合增速为 18.2%。iShares ETF 所占比例越来越高, 但由于 iShares ETF 是在交易所交易的, 因此无法对最终客户提供完全的透明度, 因此公司将 iShares ETF 作为一个单独的客户类型进行介绍, 机构和零售客户对 iShares ETF 的投资不包括在讨论中。

图 6: 贝莱德 AUM 主要来自机构客户



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

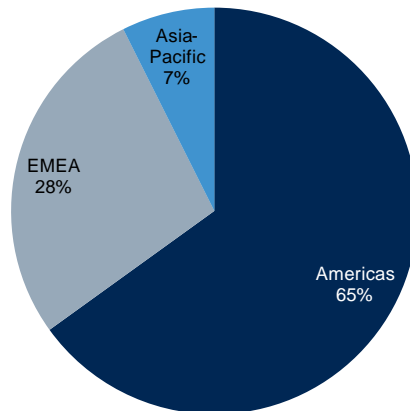
图 7: 2020 年末机构客户 AUM 明细



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

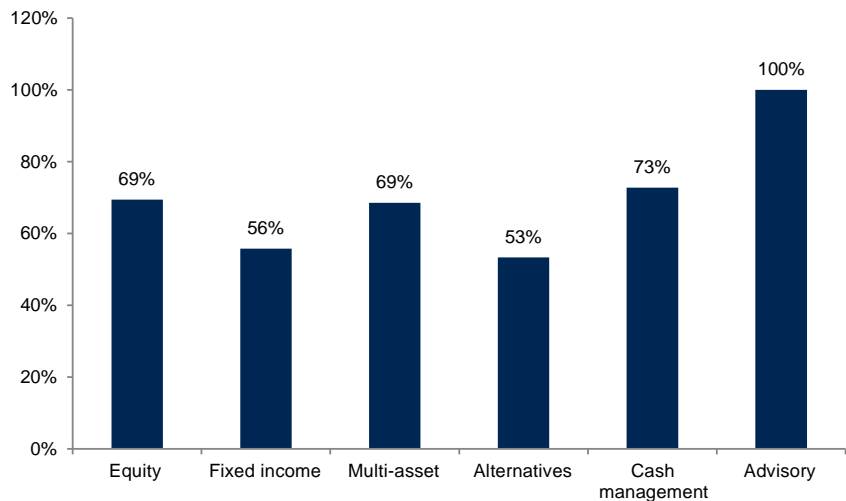
贝莱德 AUM 中 65% 由北美区域客户贡献。公司近年来加速海外布局, 海外 AUM 贡献提升到一个比较高的水平, 但整体上公司仍以北美客群为主。2020 年末公司 AUM 中来自北美区域的比重为 65%, 来自 EMEA 的比重为 28%, 来自亚太区域的比重为 7%。不同类型资产北美区域客户都占主导地位。

图 8：2020 年末贝莱德 AUM 区域结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 9：2020 年不同类型资产中北美区域的贡献



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

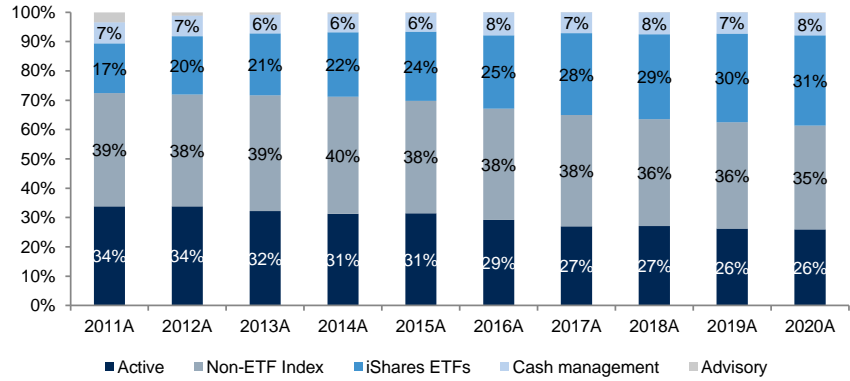
投资风格：被动投资为主导，主要投向权益资产

从投资风格来看，贝莱德以被动投资主导，指数基金及 ETF 产品规模合计约占三分之二。2020 年末公司指数基金和 ETF 产品规模合计达 5.74 万亿美元，占 AUM 总额的 66.1%，2011-2020 年年均复合增速为 12.7%。同时，公司也提供两种主动管理策略，一种是基本面研究，另一种是量化模型，期末公司主动管理产品规模为 2.25 万亿美元，占 AUM 总额的 26%，2011-2020 年年均复合增速为 7.4%，增长态势明显不及被动投资产品。公司权益类产品和固收类产品均以被动投资为主，且比重持续提升。2020 年末公司权益类资产中被动型产品比重为 91%，固收类资产中被动型产品比重为 61%，较 2011 年末分别提升了 8.4 个和 10.6 个百分点。

贝莱德之所以形成被动投资为主导的投资风格，主要是其客群以养老金等机构

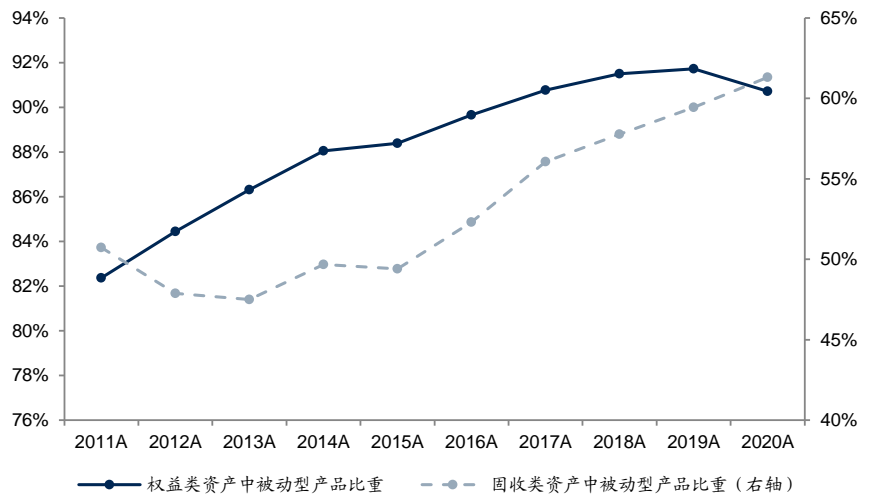
客户为主，零售客户投资主动管理产品比重仍比较高。DC计划和IRAs账户投资周期长，追求的是长期绝对收益而非短期相对收益，养老金入市后美国资本市场有效性得到大幅提高，这让主动投资策略长期获得超额收益越来越难，因此低费率的被动投资产品得到了养老金的青睐。零售客户仍比较关注短期相对收益，因此投向主动管理产品比重较高。

图 10: 指数基金及 ETF 产品规模比重提升到 66%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

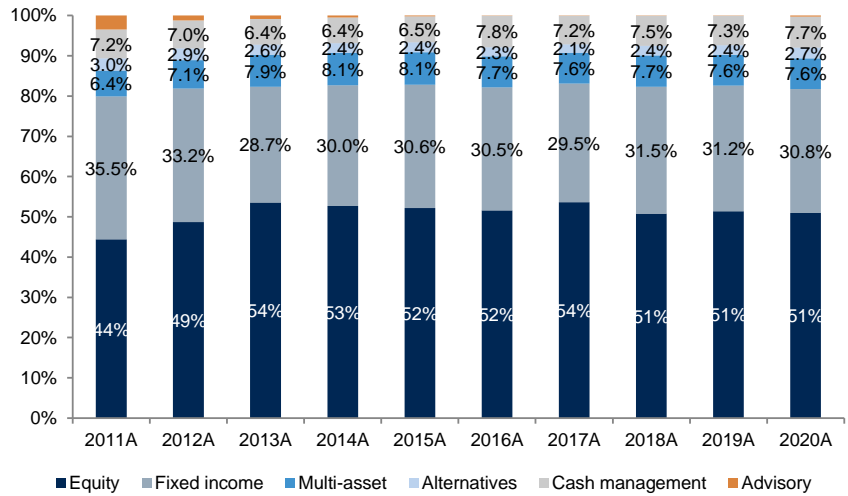
图 11: 固收类和权益类投资均以被动型产品为主



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

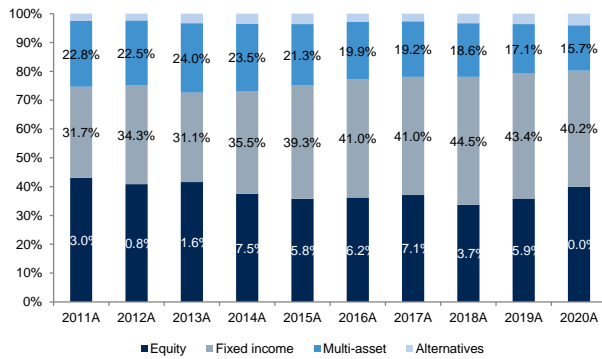
从资产投向上看，贝莱德管理的资产主要投向权益，其次是固收。2020年末公司 AUM 投向权益的比重为 50.9%，投向固收的比重为 30.8%，投向多元资产比重为 7.6%，投向另类资产比重为 2.7%。其中，零售客群资产主要投向主动管理产品，2020年末投向权益的比重为 40.0%，投向固收的比重为 40.2%，投向多元资产的比重为 15.7%。机构客户资产约 2/3 配置被动型产品，且以被动型权益产品为主。机构客户资产配置主动管理产品仅有 1/3，其中配置权益的比例不到一成，配置固收的比例已降到约五成，配置多元资产比例则大幅提升到三成以上。

图 12: 贝莱德管理资产投向权益类的比重约为 50%



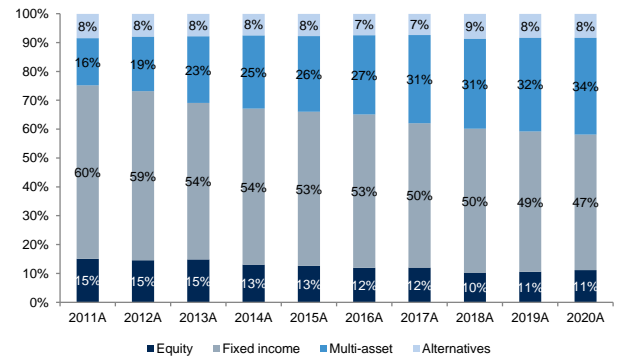
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 零售客户 AUM 投向权益比重约 50%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 机构客户主动管理 AUM 投向权益比例低

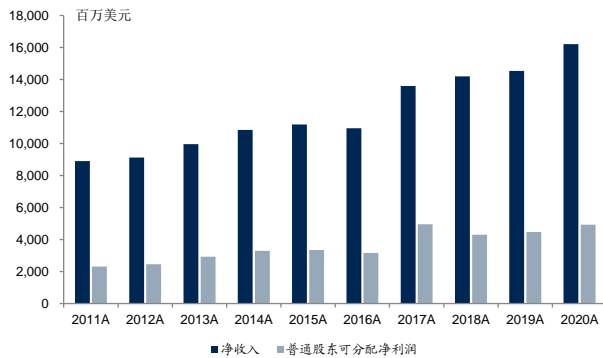


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利模式: 基于 AUM 的管理费为主, 低费率是优势

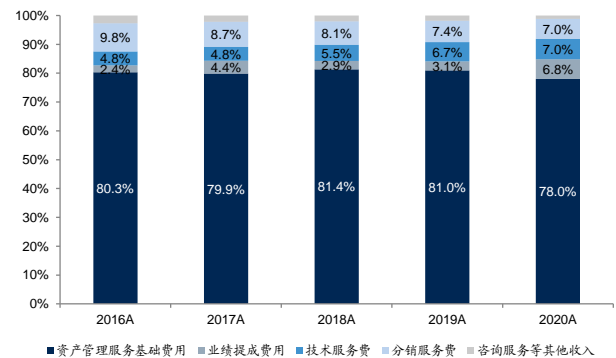
管理费收入贡献收入的 80%, 是典型的买方模式。2020 年公司实现收入 162 亿美元, 实现归母净利润 49 亿元, 过去十年年均复合增速分别为 6.7% 和 9.3%。从收入构成来看, 贝莱德收入主要来自提供资产管理服务所获得的基础管理费 (Base fees include investment advisory, administration fees and securities lending revenue), 这部分费用主要是按照 AUM 来收取, 占公司总收入比重稳定在约 80%。同时, 公司收入来源还包括业绩提成费用、技术服务费、分销服务费和咨询服务等其他收入, 2020 年分别贡献收入的 6.8%、7.0%、7.0% 和 1.2%。从收入结构来看, 贝莱德专注资产管理业务, 收入都来自于提供资产管理服务收取的费用以及输出资管相关技术服务产生的收入。

图 15: 公司营业收入和利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

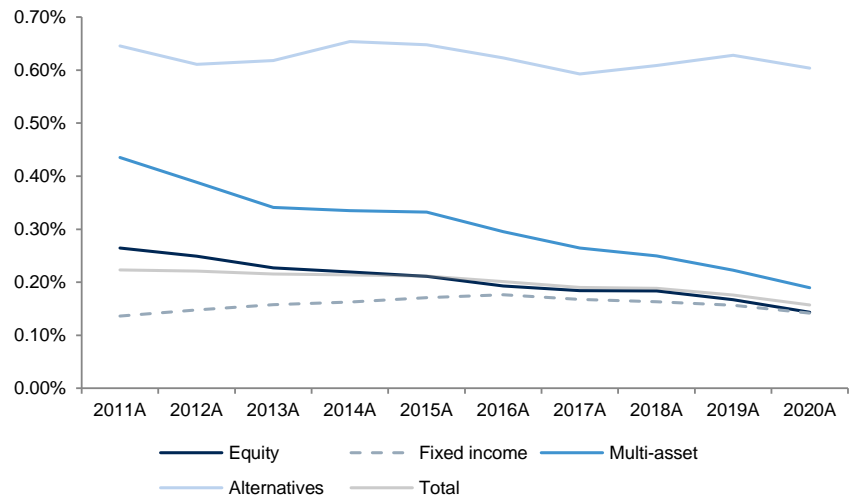
图 16: 公司收入主要来自于基础管理费用



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

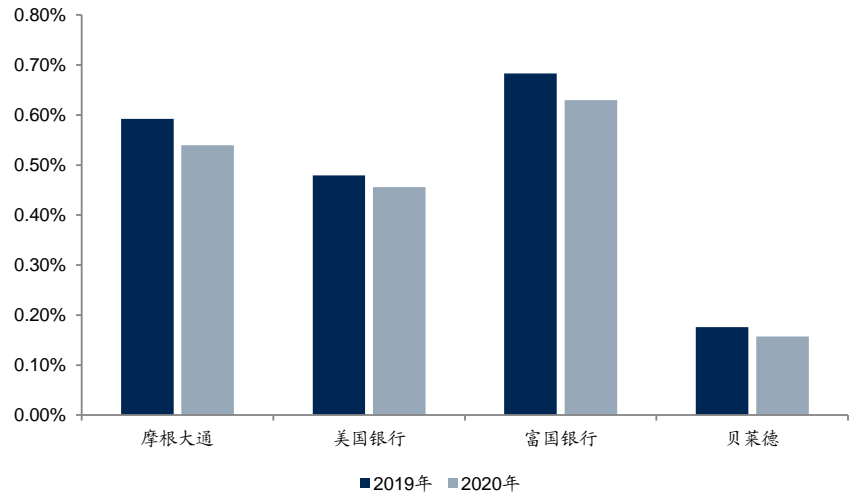
我们测算的公司管理费率持续下行且处于低位, 低费率是一个核心竞争优势, 公司整体战略是低费率做大规模。我们按照期初期末 AUM 平均余额测算的 2020 年公司收取的综合管理费率仅 0.16%, 处于极低的水平, 明显低于摩根大通、美国银行和富国银行管理费率。虽然各家机构 AUM 结构存在差别会带来综合费率差异, 如摩根大通以主动管理型产品为主, 贝莱德以被动投资产品为主, 理论上贝莱德综合管理费率就要低于摩根大通。但两者差距之大以及通过和行业平均费率比较, 可以看到贝莱德管理费率处于低位并不是简单的结构问题, 而是公司收取了明显低于行业平均水平的管理费率, 如我们测算的贝莱德主动管理权益类产品 2020 年管理费率为 0.48%, 低于行业 0.71% 的平均水平。另外, 近年来贝莱德收取管理费率趋势性下行, 2020 年公司综合管理费率 0.16%, 较 2011 年下降了 12bps, 几乎腰斩, 除了受被动型产品比例提升影响外, 更重要的是行业费率趋势性下行。

图 17: 贝莱德各类产品收取的基础管理费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 管理费率=当期基础管理费/期初期末平均 AUM, 下同。

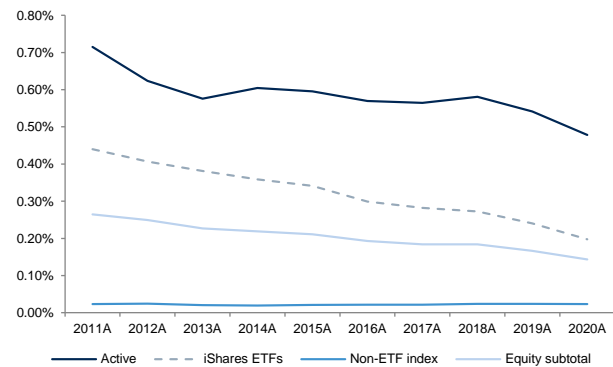
图 18: 贝莱德综合管理费率明显低于几大行



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。三大行管理费率=当期财富管理手续费/期初期末客户总资产平均余额。

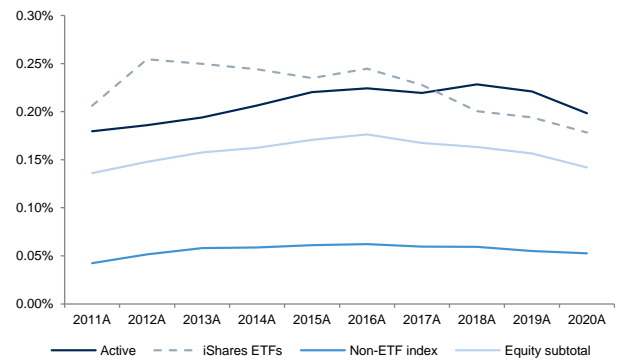
不同产品类型来看, 公司另类资产产品管理费率处于较高水平且相对稳定, 权益类产品和多元资产产品管理费率下行趋势最明显, 固收类产品管理费率最低但相对稳定。贝莱德权益类产品管理费率非常低且下行趋势明显, 2020 年仅 0.14%, 主要是公司权益类被动投资产品占比持续提升至约 90%, 测算的主动管理权益类产品管理费率 2020 年仍有 0.48%, 不过低于行业 0.71% 的平均水平。2020 年 iShares ETFs 权益类产品管理费率为 0.20%, 较 2011 年下降了 24bps。2020 年指数型权益类基金管理费率为 0.02%, 长期以来基本处于免费状态, 目前行业指数型基金管理费率差不多是 0.06%。整体来看, 贝莱德各产品管理费率基本都低于行业平均水平, 低费率是贝莱德核心竞争优势之一。

图 19: 不同权益类产品基础管理费率



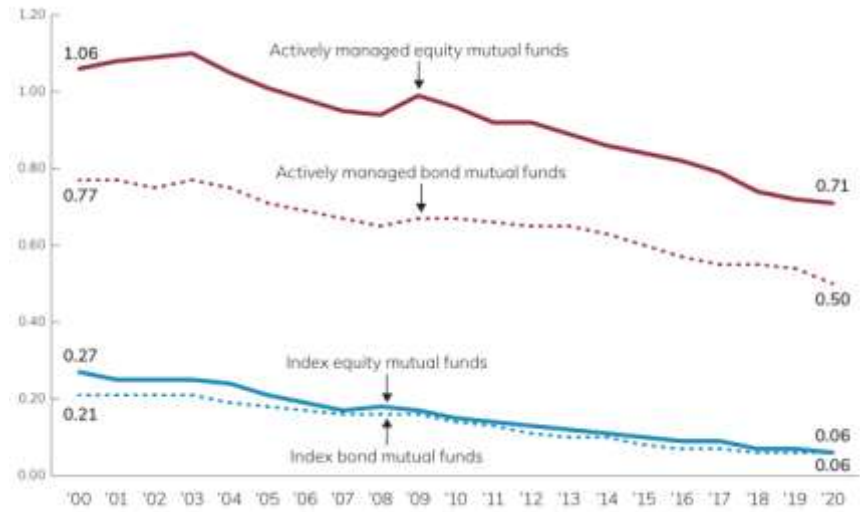
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 20: 不同固收类产品基础管理费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

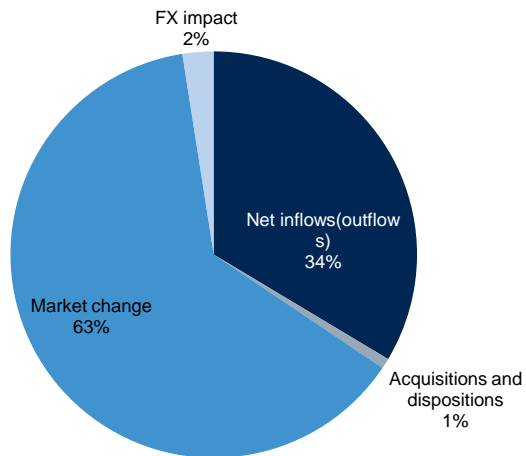
图 21: 美国主动管理型基金和指数型基金费率持续下行



资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理

公司按照 AUM 向客户收费,属于典型的买方模式, AUM 很大一部分来自于资产的增值,这有利于将机构、投资顾问和客户的利益捆绑在一起。买方模式有助于更好地消除投资顾问行业中的道德风险,使投资顾问真正从客户利益出发服务客户,践行以客户为中心的财富管理发展核心理念。过去 5 年贝莱德管理的长期资产增加了 3.65 万亿美元,其中 2.31 万亿美元来自于资产的增值,仅 1.23 万亿美元来自于客户资金的净流入,这反映了公司从客户利益出发帮助客户实现了财富的增值。关于买方模式和卖方模式的比较请参阅我们 2021 年 5 月 9 日的报告《财富管理行业系列专题:美国大型银行财富管理借鉴》。

图 22: 过去 5 年公司管理的长期 AUM 变动来源



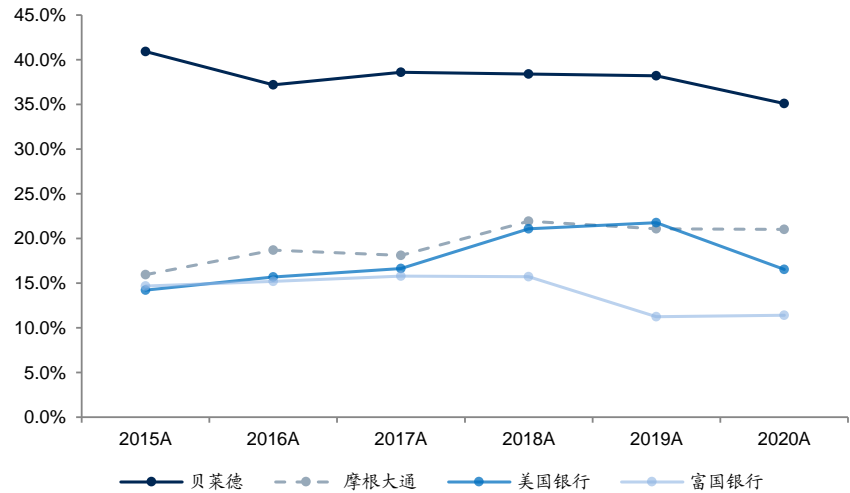
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营成效: 轻资产高盈利

与美国几大行相比,贝莱德资产管理费率虽然处于低位,但公司人均 AUM 规模大,因此成本也明显低于几大行。整体来看,贝莱德经营利润率仍高于几大行财富管理业务。贝莱德被动型产品为主且客群主要是养老金为代表的机构投资者,加上近年来公司积极加大金融科技投入提高效率,因此人均管理 AUM 处

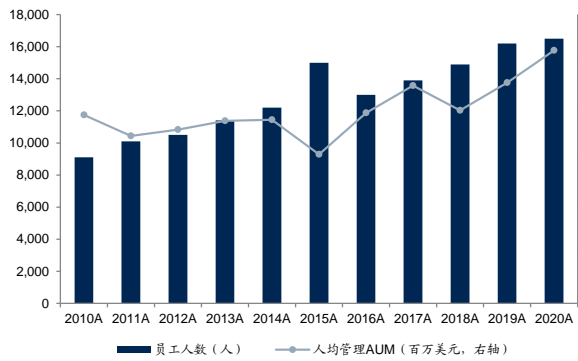
于高位且呈现持续提升态势，我们计算的 2020 年末贝莱德人均管理 AUM 达到 5.3 亿美元，而摩根大通、美国银行和富国银行人均管理客户总资产规模分别为 1.8 亿美元、1.6 亿美元和 0.7 亿美元，因此贝莱德经营利润率明显高于美国几大行的财富管理业务。

图 23: 贝莱德经营利润率高于美国大行



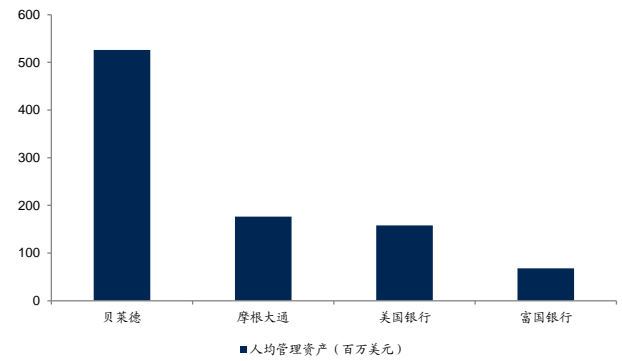
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注明：贝莱德为经营利润率，美国几大行为财富管理部门税前利润/财富管理收入。

图 24: 贝莱德员工数量和人均 AUM



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 25: 贝莱德人均管理客户资产高于几大行



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

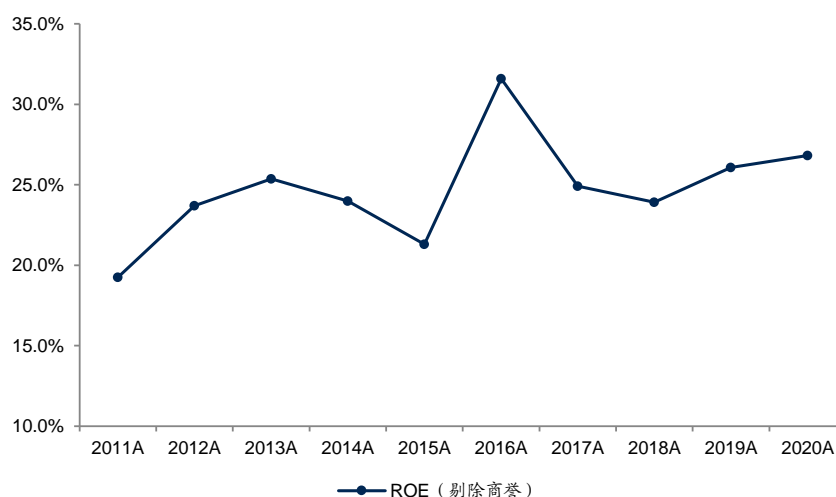
贝莱德专注资产管理业务，轻资产高盈利特征明显，剔除商誉后的 ROE 长期保持在 20% 以上。2020 年末贝莱德总资产规模为 1770 亿美元，其中最大的是两项独立资产账户，这是公司的全资子公司贝莱德生命人寿的资产端情况，因为是全资子公司所以并表进来。不过这两个账户比较特殊，里面主要是一些保险合同，在附注里面说了贝莱德不能随便处理这两个科目里面的东西，保险公司投资赚到的钱也归投保人所有，所以这两个科目其实和贝莱德的运营没什么关系，可以把这两个科目剔除，剔除后的总资产为 558 亿美元。然后最大的科目就是无形资产和商誉，商誉与公司实际运营无关，剔除商誉后公司 2020 年末总资产规模仅 413 亿美元，但却承载着 8.7 万亿美元的管理资产。贝莱德 ROE (剔除商誉) 持续稳定在 20% 以上，2020 年剔除商誉后的 ROE 为 26.8%，贝莱德是一家典型的稳定性高盈利优质企业。

图 26: 贝莱德资产负债情况

(in millions, except shares and per share data)	December 31, 2020	December 31, 2019
Assets		
Cash and cash equivalents(1)	\$ 8,664	\$ 4,829
Accounts receivable	3,535	3,179
Investments(1)	6,919	5,489
Separate account assets	104,663	102,844
Separate account collateral held under securities lending agreements	16,507	15,466
Property and equipment (net of accumulated depreciation of \$ 1,098 and \$ 880 at December 31, 2020 and 2019, respectively)	681	715
Intangible assets (net of accumulated amortization of \$ 291 and \$ 185 at December 31, 2020 and 2019, respectively)	18,263	18,369
Goodwill	14,551	14,562
Other assets(1)	3,199	3,169
Total assets	\$ 176,982	\$ 168,622
Liabilities		
Accrued compensation and benefits	\$ 2,499	\$ 2,057
Accounts payable and accrued liabilities	1,028	1,167
Borrowings	7,264	4,955
Separate account liabilities	104,663	102,844
Separate account collateral liabilities under securities lending agreements	16,507	15,466
Deferred income tax liabilities	3,673	3,734
Other liabilities(1)	3,692	3,470
Total liabilities	139,326	133,693

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 贝莱德 ROE (剔除商誉) 长期在 20%以上。



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

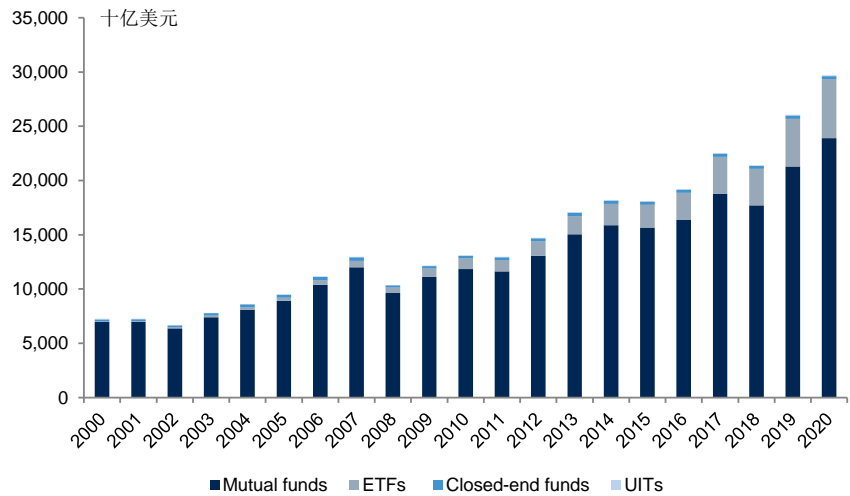
该部分主要分析了贝莱德商业模式和盈利模式, 侧重于公司经营成果的分析, 展现了贝莱德是一家高成长高盈利的优质公司。接下来我们提炼贝莱德成功背后的核心因素, 这才是贝莱德能稳坐全球资管机构头把交椅的核心竞争力。

贝莱德成功之道

美国资产管理发展迅猛是成功的先决条件

2020 年末, 美国注册投资机构管理的资产规模达到 29.7 万亿美元, 过去 20 年年均复合增速为 7.3%, 美国资产管理业务快速发展且规模庞大是贝莱德崛起的先决条件。

图 28: 美国注册投资机构管理资产规模

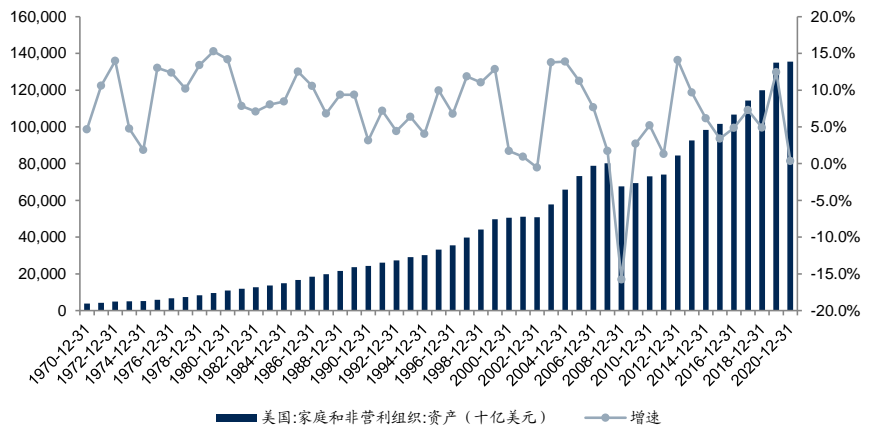


资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理

我们认为美国资产管理业务发展迅猛主要受益于以下两方面,

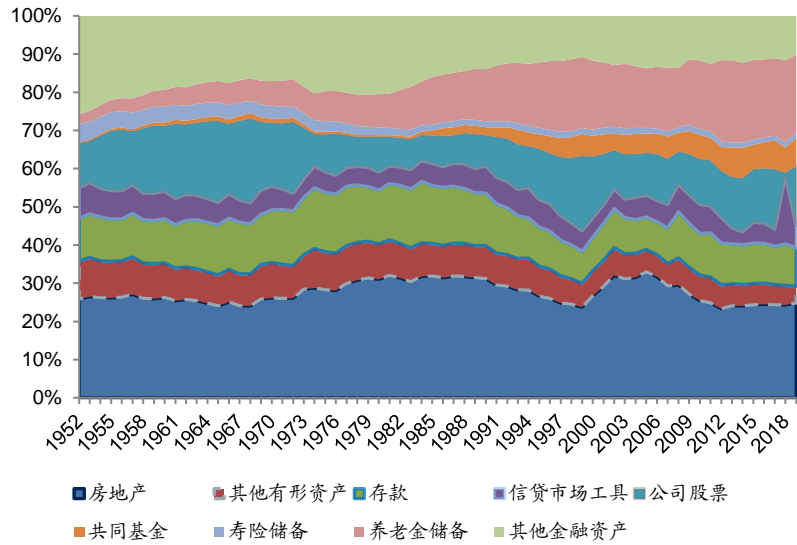
- ✓ 伴随经济增长美国家庭资产持续高增, 且以风险金融资产配置为主, 因此资产管理需求庞大。2020 年末美国家庭资产规模达到 135 万亿美元, 过去 50 年年均复合增速为 7.3%。从美国家庭资产配置来看, 房地产配置比例不到三成, 金融资产配置比例接近七成, 其中配置存款的比例不到一成, 美国家庭金融资产配置以风险资产配置为主, 因此有资产管理的需求。美国家庭财富增长以及资产配置结构给美国资产管理行业发展提供了机遇。

图 29: 美国家庭资产持续快速增长



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

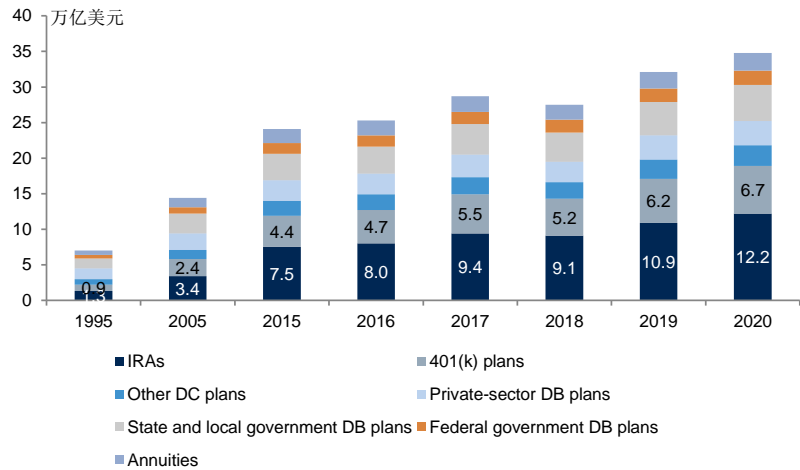
图 30: 美国家庭资产配置结构



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

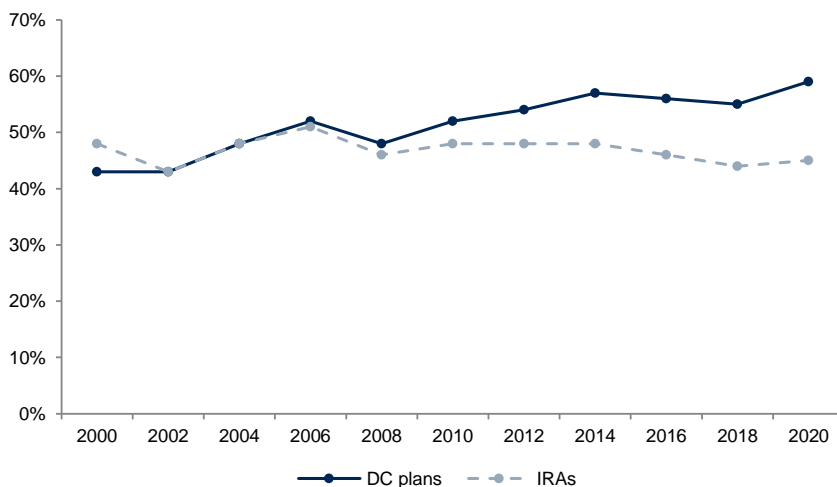
- ✓ 第二, 美国的税务体制和养老体系使得美国家庭对资产管理的需求特别大, 这是美国资产管理业务快速发展和模式进阶到买方投顾模式的重要因素。美国的税务体制非常复杂, 美国家庭需要专业人员负责税务事宜, 这也培养了美国居民资产管理意识。同时, 20 世纪 70 年代开始美国政府持续通过税收优惠等制度安排推动养老金体系改革, DC 计划和 IRAs 成为美国最重要的个人养老金最重要的部分, 这部分资金很大比例都投向了资本市场, DC 计划投向共同基金的比例为 59%, IRAs 投向共同基金的比例为 45%。DC 计划和 IRAs 计划不仅涉及到税收问题, 同时还涉及到资金如何配置的问题, 因此居民对资产管理的需求大幅增加。以 IRA 账户为例, 投资者通常可委托公募基金、证券经纪商、银行和存款机构、保险公司等机构进行管理, 这一方面增加了居民对资产管理的需求, 另一方面 DC 计划和 IRAs 资金入市带来资本市场牛市又推动居民将更多资产配置在金融资产上, 形成了明显的正反馈效应。2020 年末, 美国 DC 计划与 IRAs 规模合计达 21.8 万亿美元, 较 1995 年扩张了 7.3 倍, 过去 25 年年均复合增速为 8.3%。

图 31: 美国 DC 计划和 IRAs 规模快速扩张



资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理

图 32: 美国 DC 计划和 IRAs 账户投资共同基金的比例



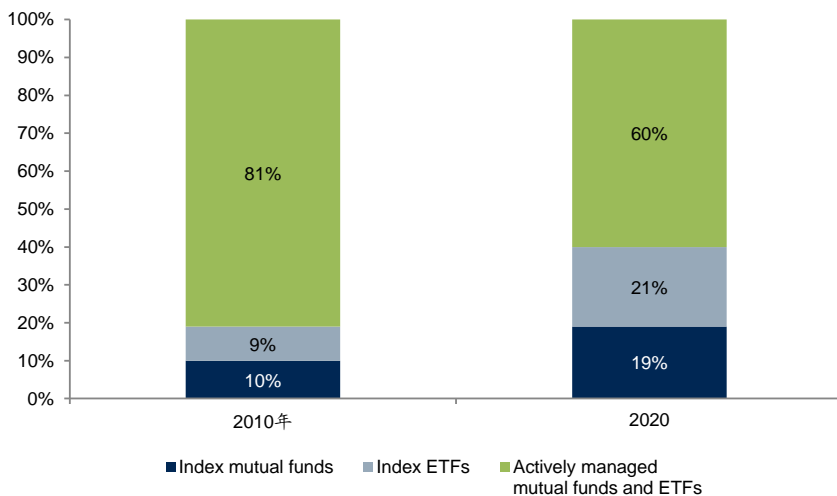
资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理

抓住机遇，通过并购成为全球 ETF 巨头

随着养老金入市使得机构投资者逐渐成为市场的主流，美国资本市场有效性也逐步提高，该趋势使得以往通过主动投资获取超额收益的投资策略越来越难凑效，于是从上世纪 90 年代开始，越来越多的投资者转向管理费率低廉的被动型投资产品，指数型基金、ETF 被动型投资产品快速发展。尤其是 2008 年金融危机后，被动型投资产品发展进一步提速。根据 ICI 统计，美国注册机构管理的被动资产比重从 2010 年末的 19% 提升到 2020 年末的 40%，管理的主动性资产比重则从 2010 年末的 81% 降到 2020 年末的 60%。

贝莱德抓住被动型投资快速崛起的机遇，通过并购巴克莱旗下 iShares 品牌成为全球最大的 ETF 产品提供商，此后迎合市场偏好不断丰富被动型投资产品线。2009 年 6 月，贝莱德以 135 亿美元收购巴克莱旗下资产管理部巴克莱国际投资管理（简称 BGI），BGI 不仅是当时欧洲最大的资管公司，而且其旗舰产品 iShares 更是在被动型产品中独树一帜，是全球最大的 ETF 产品提供者。贝莱德通过收购 iShares 一跃成为 ETF 市场的龙头老大，占领了市场主导权。此后贝莱德不断丰富被动型投资产品，被动型产品规模快速扩张，目前已占到贝莱德管理资产总额的 60% 以上。贝莱德被动策略为主的产品结构迎合了市场偏好，是公司取得成功的关键因素之一。

图 33: 美国投资机构资产向被动型投资倾斜



资料来源: ICI, 国信证券经济研究所整理

根据 Bloomberg 统计,截止 2021 年 7 月 23 日,iShares 安硕核心标普 500 ETF 规模达 2941 亿元,在 ETF 产品中排名第二。Bloomberg 按规模统计的前 20 只 ETF 产品中有 8 只是 iShares 旗下的,合计规模达 8911 亿美元,占前 20 只 ETF 合计规模的 35.2%。规模前 50 的 ETF 中有 18 只是 iShares 旗下的,合计规模为 1.12 万亿美元,占前 50 只 ETF 合计规模的 33.1%。iShares 在 ETF 领域具有绝对的龙头地位,且产品广度宽泛。

表 2: Bloomberg 统计的排名前 50 的 ETF 名单和规模

排名	名称	规模(亿美元)	排名	名称	(亿美元)
1	SPDR 标普 500 ETF 信托	3,766	26	金融精选行业 SPDR 基金	392
2	iShares 安硕核心标普 500 ETF	2,941	27	领航高股利收益 ETF	375
3	Vanguard 全股票市场 ETF	2,576	28	iShares 安硕标普 500 成长型 ETF	355
4	Vanguard 标普 500 ETF	2,412	29	领航富时环球(美国除外)指数 ET	348
5	景顺 QQQ 信托系列 1	1,792	30	嘉信理财美国大盘股 ETF	317
6	领航富时发达市场 ETF	1,021	31	iShares 安硕 MSCI 新兴市场 ETF	315
7	iShares 安硕核心 MSCI EAFE ETF	976	32	SPDR 医疗保健精选分类基金	312
8	领航富时新兴市场 ETF	822	33	iShares 安硕罗素 1000 ETF	303
9	领航价值型 ETF	821	34	SPDR 道琼斯工业平均指数 ETF	302
10	领航成长型 ETF	820	35	iShares 安硕核心 MSCI 全部国际股	297
11	iShares 安硕核心 MSCI 新兴市场 ETF	816	36	iShares 安硕罗素中盘 ETF	294
12	iShares 安硕罗素 1000 成长型 ETF	722	37	iShares 安硕 MSCI 美国最小波动率	282
13	iShares 安硕核心标普小盘股 ETF	670	38	Invesco S&P 500 Equal Weight E	279
14	iShares 安硕罗素 2000 基金 ETF	651	39	嘉信国际股票 ETF	273
15	iShares 安硕标普中盘股 ETF	621	40	嘉信理财美国股利股票 ETF	263
16	领航股利递增 ETF	615	41	领航大盘股 ETF	251
17	iShares 安硕 MSCI EAFE ETF	567	42	领航小型股价值 ETF	239
18	iShares 安硕罗素 1000 价值型 ETF	534	43	iShares 安硕 Edge MSCI 美国质量因	237
19	领航中盘股 ETF	500	44	ARK 创新 ETF	231
20	先锋领航信息技术 ETF	495	45	领航全球股票 ETF	230
21	先锋全部国际股票 ETF	486	46	能源精选行业 SPDR 基金	226
22	领航小盘股 ETF	461	47	iShares 安硕标普 500 价值型 ETF	221
23	科技精选行业 SPDR 基金	442	48	嘉信美国整体市场 ETF	217
24	领航房地产 ETF	431	49	SPDR 标普中盘股 400 ETF 信托	207
25	iShares 安硕核心标普全美股市 ETF	413	50	领航富时欧洲指数 ETF	199

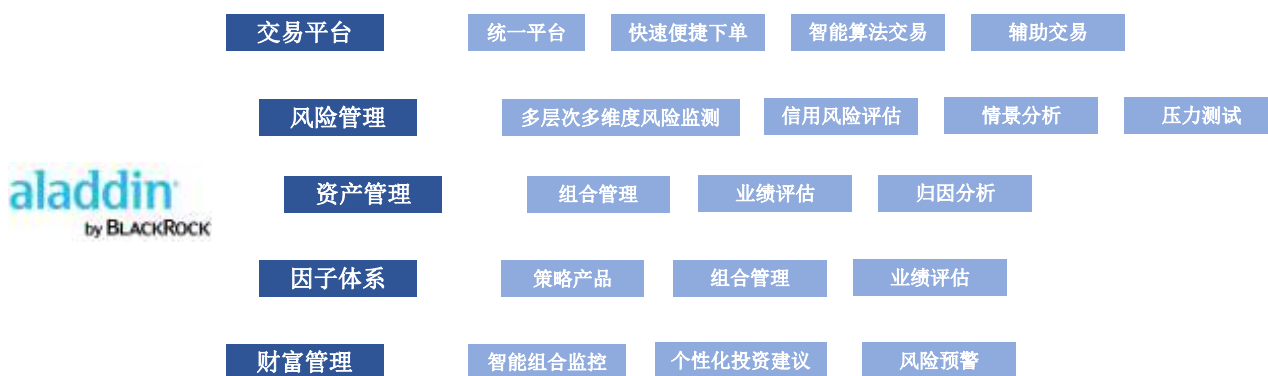
资料来源:Bloomberg, 国信证券经济研究所。注:数据截止 2021 年 7 月 23 日。

风险管控是核心竞争力，打造阿拉丁风控平台

贝莱德核心竞争力来自其自主开发的阿拉丁风控平台，阿拉丁平台基于海量数据构建各类金融模型，对接入其中的各金融资产所面临的风险进行分析、评估、监测，提供风险解决方案，是全球公认的最领先的金融科技风控平台。风险管控是贝莱德根深蒂固的文化基因，在第一波士顿的经历让拉里芬克深刻地意识到风险管理的重要性，拉里芬克创立贝莱德之初他就明确公司的出发点是要帮助投资者理解他们所持债券组合中蕴含的风险，并以此为起点为机构客户提供资产管理服务。2000年拉里芬克组建了贝莱德解决方案公司（BlackRock Solutions），并开发出阿拉丁（Aladdin）风险管理系统，Aladdin命名由Asset（资产）、Liability（负债）、Debt（债务）、Derivative Investment network（衍生品投资网络）的首字母缩写构成，作为一个终端操作系统，阿拉丁可以在不同风险情境下及时做出调整，帮助投资者更好地理解投资组合的风险敞口。2008年金融危机爆发全球金融机构损失惨重，贝莱德作为MBS的主要投资者之一却毫发无损，这主要得益于其阿拉丁系统对风险的精准管控。正因出色的风控能力，时任美国财政部长保尔森曾多次紧急联系拉里芬克寻求帮助，期间拉里芬克向财政部和联储主动提供阿拉丁来协助度量MBS市场的资产风险，这足以证明阿拉丁是全球领先的风控管理平台。

目前该系统已整合为一体化的投资交易风控平台，这个平台将风险分析、投资组合管理、交易以及操作工具结合在一个平台上，可涵盖所有资产类别，且具有完整的投资流程，能够辅助基金经理进行投资决策并有效地管理风险和高效交易。目前全球多家政府机构、金融机构和企业都接入了阿拉丁平台，先锋和道富作为仅次于贝莱德的资管巨头都是阿拉丁的用户。2020年阿拉丁贡献技术服务费10.4亿美元，占公司整体收入的7%。虽然阿拉丁平台贡献的直接收入较低，但阿拉丁系统是开展资管业务的基石，也深刻影响着全球金融机构、政府机构和一般企业，因此其价值远高于其直接收入贡献。

图 34：阿拉丁系统贯穿投资管理前中后台



资料来源：投海鑫测，国信证券经济研究所整理

多维度抓住客户需求，为客户创造更大的价值

贝莱德长期以来的使命是“帮助更多人获得财务上的幸福”。在这个过程中，公司致力于真正花时间去了解每一个客户的需求，不仅要满足客户的需求，而且要超前洞察客户的需求，这是贝莱德每一项决策背后的动力。

■ 聚焦于构建最佳的投资组合

贝莱德始终聚焦于构建更佳的投资组合，而不是以产品为中心，致力于打造一个最全面的投资平台，核心目标是提升构建投资组合的能力为客户创造更大的价值。贝莱德最初的商业模式就不是从销售产品入手，而是先了解清楚什么能

够帮助客户实现他们最重要的财务目标。公司的目标是从更长远更广泛的角度出发，让投资者获得可持续回报，而不仅仅是追踪误差或收割 alpha，追求的是长期跑赢市场，这与大多数资管公司专注于销售产品，基金经理都为跑出阶段性 alpha 而努力形成了鲜明的对比。在该投资理念下，公司始终聚焦于构建更佳的投资组合，抓住市场机遇不断扩展产品线和投资方案，如扩展低流动性另类投资方案，包括基础设施投资，这类投资能在更长期限内为投资者提供更高更稳定的回报率。

■ 持续提升金融科技能力以更好的服务客户

技术一直是贝莱德价值主张的核心组成部分，也是贝莱德的一大特色，公司每年会将营收的 10% 左右用于科技投资。拉里芬克早期就指出，“随着技术的快速变化，包括数据收集的指数级增长、人工智能的兴起、计算能力的进步以及消费者在日常任务中与技术的更广泛互动，将改变资产管理行业”。除阿拉丁系统外，贝莱德通过深度合作、收购等方式不断扩展自己的科技能力边界，先后收购智能投顾 Future Advisor、投资金融科技平台 iCapital Network、领先金融科技服务提供商 Cachematrix、另类投资软件及服务商 eFront 等。Future Advisor 大大提升了公司 ETF 分销能力，Cachematrix 作为现金管理技术的领先供应商，增强了贝莱德在现金管理领域的实力和规模，以及在技术和风险管理方面的领先地位，eFront 则助力贝莱德进一步提升了其另类资产领域投资能力。

表 3：贝莱德收购或投资的四家科技平台情况

平台	贝莱德收购或投资时间	平台主要功能
Future Advisor	2015 年被贝莱德收购	Future Advisor 是一家智能理财公司，通过算法和产品来完成以往人工提供的理财顾问服务。根据用户的倾向，公司个性化地提供资产配置组合方案，从而让更多人低门槛、低成本地管理自己的资产。
iCapital Network	贝莱德 2016 年参投，成为战略合作伙伴	iCapital Network 是一个网络平台，为超级富豪投资者及他们的金融顾问提供另类投资。
Cachematrix	2017 年被贝莱德收购	Cachematrix 是一家帮助企业客户处理现金管理流程的公司。Cachematrix 增强了贝莱德在现金管理领域的实力和规模。
eFront	2019 年被贝莱德收购	eFront 是一家另类投资管理软件公司，在 48 个国家拥有超过 700 个客户。贝莱德收购 eFront 后将其与旗下的 Aladdin 合并，确立了投资和风险管理技术的新标准。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

除外部兼并收购外，贝莱德也高度重视内部创新，如，2017 年贝莱德成立数字财富集团，以此为基础通过技术深化与财富管理合作伙伴的关系，推动内部产品开发，探索投资机会；2018 年初在帕洛阿尔托建立了贝莱德人工智能实验室，推进贝莱德利用机器学习、数据科学、自然语言处理来改善服务。贝莱德凭借领先的技术服务，提高了客户触及效率和满意度，实现了比客户更懂客户、更好服务客户的愿景。

贝莱德经验对我国资管机构启示

从贝莱德三十年来的发展经验来看，我们至少可以提炼出以下几点供我国资管机构转型借鉴：

- ✓ 时势造英雄，顺应市场形势拓展符合客户需求的产品和投资策略是脱颖而出的捷径。贝莱德被动投资策略为主的产品结构符合了上世纪 90 年代以来的市场偏好，通过收购巴克莱旗下 iShares 品牌成为 ETF 巨头，此后公司不断拓展产品线，将投资组合拓展到固收、多元资产、另类资产等符合市场发展趋势的领域。因此，如果能够预判市场趋势并推出相应的产品和组合有利于资产管理公司迅速做大做强，但这要求资管机构眼光长远，而不能聚焦于短期利益。
- ✓ 风险管控是资产管理机构长期发展的基石，伴随互联网技术迭代升级，资产管理机构应加大金融科技投入强化风险管控。风险管理是一切金融机构

的生命线，资产管理机构也不例外。资管机构要长期发展下去，必须要有很强的风险管控能力，这是长期发展的基石。

- ✓ 以客户为中心的买方模式是资管机构长期发展的必然选择。不以产品销售为目的，而以客户需求为导向构建更佳的资产组合配置将是未来资产管理行业发展非常重要的趋势。除了聚焦构建最佳投资组合外，在销售和服务方面，真正花时间去了解每一个客户的需求，并且充分利用金融科技等为客户提供更优质的客户体验也是重要趋势。
- ✓ 优秀的领导人有助于推动公司崛起，他可以帮助公司抓住市场机遇，奠定符合业务发展的文化底蕴和管理机制等，这些都是资管机构崛起的深层次因素。贝莱德的崛起是因为有了拉里芬克，拉里芬克抓住了被动投资发展的浪潮，并且成立之初就将风控放在首位，开发了阿拉丁风控平台，为贝莱德资产管理业务发展构筑了核心竞争力。

投资建议

贝莱德在大资管浪潮中构筑了自身的核心竞争力，成为一家高成长高盈利的优质资管机构，在资本市场给投资者带来了巨大的超额回报。结合此前报告《财富管理行业系列专题：美国大型银行财富管理借鉴》，我们认为我国大财富管理空间广阔，未来发展过程中优质的金融机构也将脱颖而出。从银行的角度看，我们主要推荐在财富管理上已有领先优势的招商银行。同时，我们推荐在财富管理业务上具有明显资源禀赋优势的大行，主要推荐工商银行。从券商的角度看，随着权益基金爆发，券商发展财富管理业务具有自身的优势和亮点。我们推荐财富管理业务发展具有特色的券商，建议关注中国互联网券商的典范东方财富和聚焦高净值客户的中金公司。

风险提示

经济增速持续低于预期，影响财富管理的增长。财富管理市场商业模式、政策法规等发生重大变革影响财富管理业务的发展等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032