

# 非银行金融

# 行业深度分析

## 大资管时代，百舸争流

### 投资要点

◆ **看好大资管行业的理由：**1) 我们估计 2018 年末我国个人可投资资产已超 200 万亿，相对大资管 60 万亿 AUM，存在较大缺口。2) 我国社会居民资产配置不合理。家庭财富中约 70% 为房产，大幅高于日本的 50% 和美国的 30%；金融资产仅 15% 且以现金和银存为主。3) 若房产调控持续，尤其限购限贷政策不放松，社会居民难以继续加大房产投资，金融资产比例提升成大概率事件。4) 大资管新规下，金融产品净值化，刚性兑付被打破，固收类产品受限，浮动收益类产品市场空间或得以拓展。

◆ **我们看好的大资管业务的方向。**参考标普家庭资产配置图，我们认为我国家庭资产配置合理比例是现金类 10%、投资资产 30%、稳健资产 60%，而目前比例是 33%、35% 和 32%。结合我国传统文化和现实情况，我们认为我国居民资产保值增值需求十分旺盛，预计资管业务未来最有前景的方向是：

1) **替代现金和银存的低风险低收益高流动性产品。**我们认为利率市场化趋势将持续，现金、银存将继续向货基、理财搬家。渠道是这类产品扩张的关键。

2) **被动指数型产品。**公募产品中我们最看好被动指数型产品，我们认为从基金公司、个人投资者、机构投资者角度被动指数型产品均有优势。

3) **FOF/MOM 等创新型产品。**对部分融资能力较强但投资能力暂弱的金融机构，通过 FOF 或 MOM 将资金委托给优秀投资团队是寻求绝对收益的有效途径。若在大类资产配置研究基础上适时调整配置，还可降低不同体系的系统性风险。

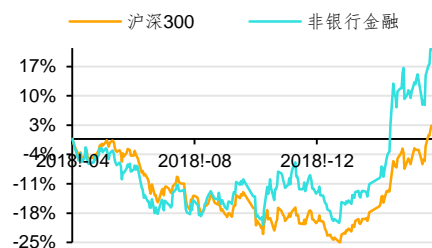
4) **优秀投资能力支撑下的绝对收益类产品。**多年来投资人信心缺失导致浮动收益类产品增速缓慢，但东方红资管、兴全基金和汇添富基金 AUM 趋势性提升且增速较快，充分说明市场对优秀管理人的认可和支持。

◆ **头部效应下，中小机构如何突围？**资管业务门槛较低、潜在风险小，展业机构众多、竞争激烈，银行理财、信托、券商资管、公募、私募混业经营，即分层竞争又合作共赢。目前资管业务向头部集中的迹象明显，我们预期未来还将加速。对于中小机构，我们认为提升投资能力是核心，股东应降低预期，给予管理团队充分时间和授权；管理团队应建立良性可持续的内控和考核制度并尽快实现盈亏平衡；而投研团队分工协作、各司其职。

◆ **风险提示：**经济增速放缓、货币政策收紧、监管加强、刚性兑付、大额亏损等。

 投资评级 **领先大市-A 维持**

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.08	8.68	16.23
绝对收益	8.47	40.71	19.98

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号：S0910519020001  
 021-20377098

### 相关报告

证券：进入拐点右侧，券商股还有多少空间？

2019-02-25

证券：“新设公募券商结算模式转常规”点评

2019-02-17

非银行金融：转型仍在路上，核心竞争力决定未来

2019-02-13

证券：市场回暖，下半年业绩有望抬升

2017-08-07

证券：估值洼地，强者恒强

2017-07-13

## 内容目录

一、我们的公募江湖 .....	4
二、全面了解大资管行业 .....	5
(一) 大资管行业概况 .....	6
(二) 大资管行业格局解析 .....	7
1、展业机构数量众多，但头部效应明显 .....	7
2、分层竞争、合作共赢 .....	8
三、坚定看好大资管行业的理由 .....	9
四、大资管机构路在何方 .....	11
(一) 从居民资产配置角度看大资管的未来方向 .....	11
(二) 低风险低收益高流动性产品：渠道为王 .....	12
(三) 被动指数型产品 .....	13
(四) FOF/MOM 等创新型产品 .....	14
1、分工协作是提升效率的最佳途径 .....	14
2、FOF 或 MOM 业务的核心要素及目前拓展情况 .....	15
(五) 稳健收益类产品：追求绝对收益，重建客户信心 .....	18
五、头部效应下，中小机构如何突围？ .....	20
六、风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1：公募基金管理公司及取得公募牌照的金融机构越来越多 .....	4
图 2：非货币及专户 AUM 行业前 20（2018 年月均，单位：亿元） .....	4
图 3：以净资产和净利润为双坐标轴，公募行业格局大致如下（基于 2017 年末数据） .....	5
图 4：银行理财等大资管机构 AUM 比较（万亿元） .....	6
图 5：公募基金等主动管理产品 AUM 比较（万亿元） .....	6
图 6：2017 年末各金融机构管理资产规模（万亿元） .....	6
图 7：私募基金管理人管理资产规模分布（2018 年末） .....	8
图 8：银行理财管理人存续余额构成（2017 年末） .....	8
图 9：券商资管集合类产品 AUM 集中度（2018 年末） .....	8
图 10：公募基金股票+混合型基金 AUM 集中度（2018 年末） .....	8
图 11：投资人资产配置与管理人产品供给 .....	8
图 12：银行渠道资源丰富，但理财资产主要配置在债权类资产（2017） .....	9
图 13：我国社会居民持有的可投资资产规模持续增长 .....	9
图 14：各国家庭金融资产配置占比（%，2017） .....	10
图 15：我国社会居民金融资产构成（2017） .....	10
图 16：2012 年以来资管大发展，主要是固定收益类产品规模提升 .....	11
图 17：我国标准普尔家庭资产配置图（使用 2017 年末数据） .....	12
图 18：现金类产品当前年化收益率比较（%） .....	13
图 19：主流资管机构现金类产品规模比较（亿元，2018 年中期末） .....	13
图 20：存续时间较长且规模趋势性向上的被动指数型产品（亿元） .....	14
图 21：存续时间较长但规模趋势性向下的被动指数型产品（亿元） .....	14
图 22：我们将资管业务也区分为资金端和投资端 .....	15
图 23：FOF 和 MOM 业务核心要素 .....	16

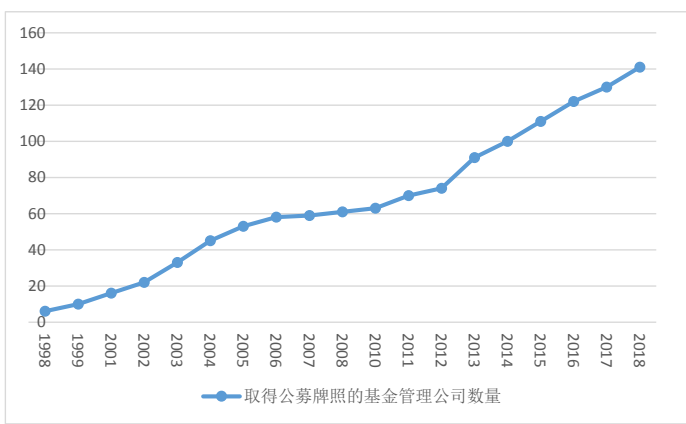
图 24: FOF 和 MOM 阳光私募产品数量变化趋势 .....	18
图 25: 2008-2017 年上交所自然人投资者、专业机构、沪股通投资者投资收益率比较 .....	19
图 26: 股票+混合型公募基金、私募证券投资基金、券商集合计划规模增速低于货币基金（单位：万亿） .....	19
图 27: 兴全、汇添富、东方红资管股票+混合型公募基金 AUM 逐年提升，增幅超越行业 .....	20
图 25: 三方共赢，螺旋式上升 .....	21
图 26: 资管机构组织架构与投研流程 .....	21
图 29: 各种不同类型的公募基金管理费率比较 .....	22
图 30: 2018 年末各类公募基金规模结构（不含专户和子公司） .....	22
表 1: FOF 和 MOM 比较 .....	16
表 2: 集合类券商资管 FOF/MOM 产品概览 .....	17
表 3: 目前已成立的规模较大的公募 FOF .....	18
表 4: 部分公募基金公司历史财务数据（万元） .....	21
表 5: 国海富兰克林仅历年管理资产规模与净利润数据（亿元） .....	23
表 6: 部分规模收缩、排名下滑的基金公司的历年管理资产规模（亿元） .....	23

## 一、我们的公募江湖

公募基金管理公司是我国大资管行业的中坚力量，信息披露相对更全面。因此，我们以公募基金管理公司为入口，逐步探寻我国大资管领域的全貌。

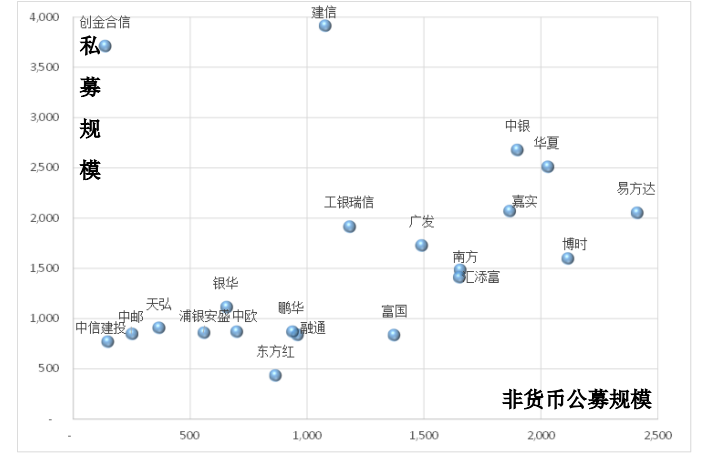
根据基金业协会数据，截至 2018 年末我国境内公募基金管理公司共 120 家；取得公募基金管理资格的券商或券商资管 13 家，保险资管 2 家。上述 135 家机构管理公募基金资产合计 13.03 万亿，其中非货币型公募基金 4.77 万亿；此外还管理着专户资产（私募基金）4.25 万亿以及基金子公司 5.25 万亿资产。

图 1：公募基金管理公司及取得公募牌照的金融机构越来越多



资料来源：WIND、华金证券研究所

图 2：非货币及专户 AUM 行业前 20（2018 年月均，单位：亿元）



资料来源：基金业协会、华金证券研究所

注：招商、兴全、农银汇理、国泰非货币公募 AUM 进入行业前 20 名，但私募基金管理规模未进入行业前 20，因此无私募 AUM 数据

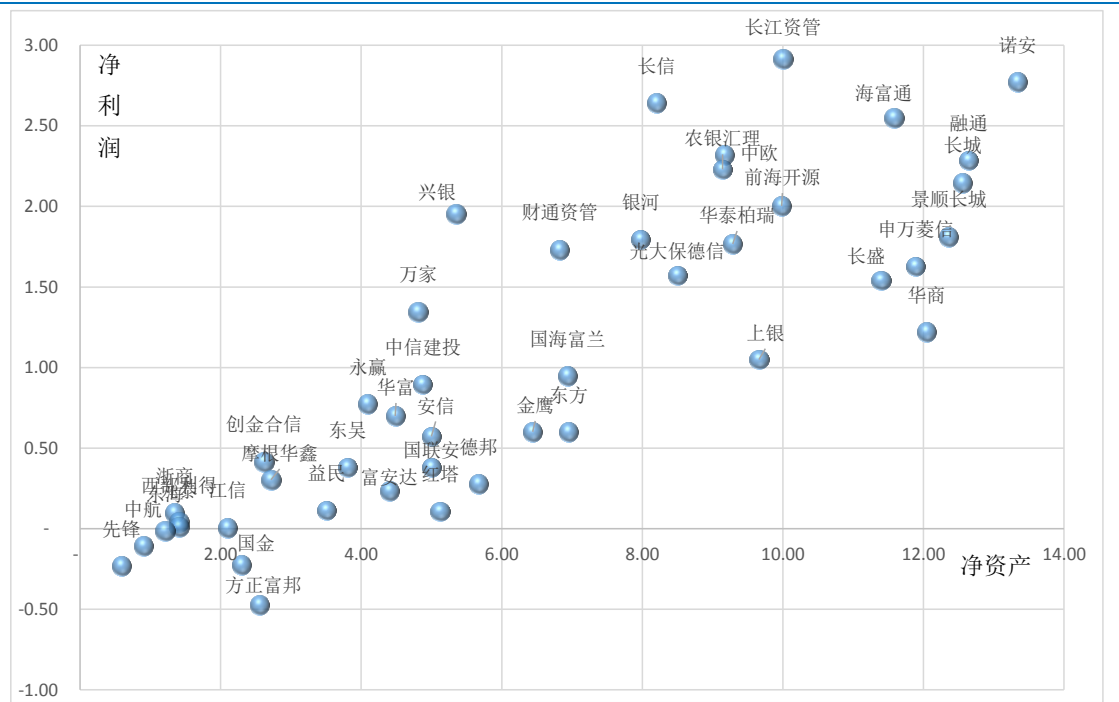
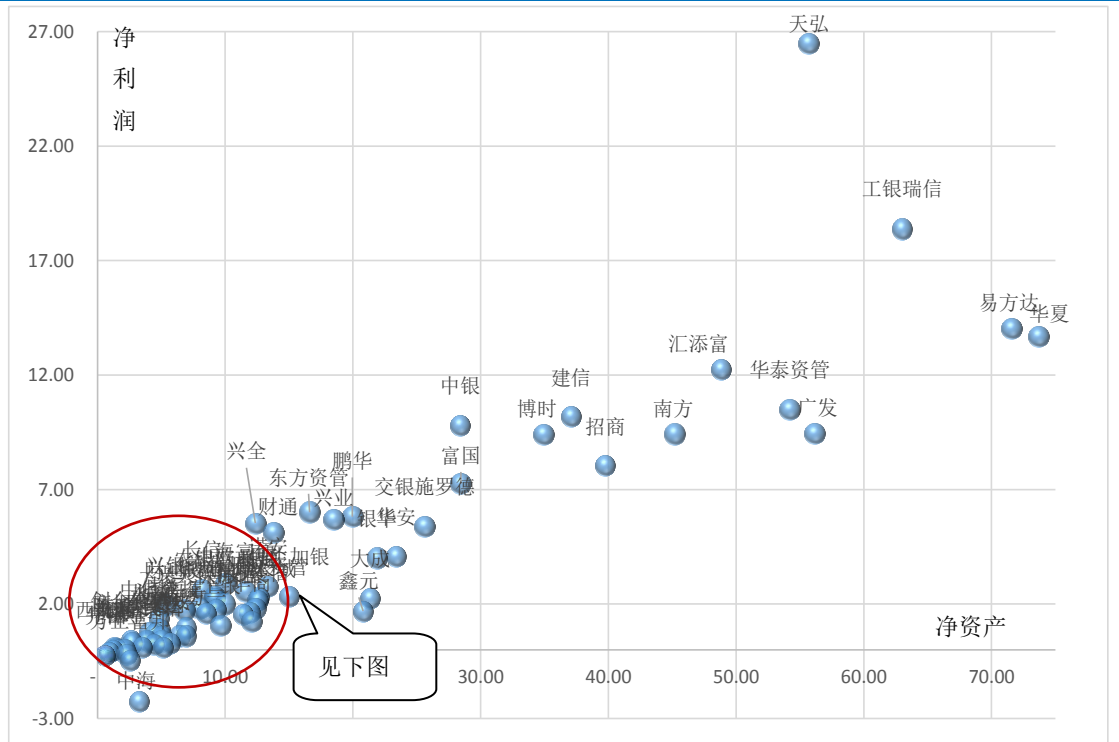
从企业经营角度，公募基金可向社会居民公开募资、不受净资本约束<sup>1</sup>、无刚性兑付压力，是轻资产、盈利潜力较高的业务，相对其他金融牌照具有进入门槛较低、初期投入少、潜在风险小的特点。2014 年以来，公募基金行业年平均 ROE 20% 以上，2015 年股票市场较景气情况下曾达到 31%，部分较优秀的公司 ROE 可达 40% 以上。

自 1998 年 3 月中国第一家公募基金管理公司成立至今，我国公募基金行业已经度过了 20 多个年头。在这 20 多年里，公募基金共历经了 4 次大的牛熊转换，行业整体欣欣向荣、快速发展。我们看到其中既有南方、华夏、博时这样一直处于行业前列的常青树，天弘基金一飞冲天；也有易方达、广发、汇添富等后来居上；更有以东方资管、华泰资管为代表的券商资管、保险资管进入公募领域。当然，也有运营不佳、行业地位逐年下滑的案例以及大量中小基金公司持续亏损、艰难盈利。未来，银行理财子公司、部分信托公司或许也将进入公募市场，成为强有力的竞争对手。

目前，公募基金行业的竞争格局大致如下：

<sup>1</sup> 2016 年 12 月 15 日，《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》落地后，基金子公司进入“净资本约束”时代。

图 3: 以净资产和净利润为双坐标轴, 公募行业格局大致如下 (基于 2017 年末数据)



资料来源: WIND, 华金证券研究所; 注: 上图仅列示 69 家, 众多基金公司受数据来源限制未列示

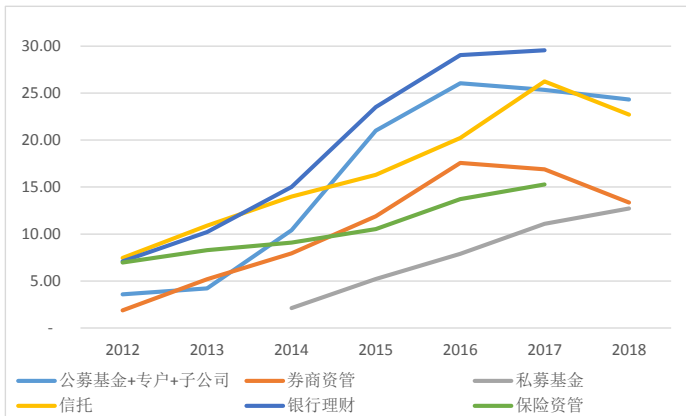
## 二、全面了解大资管行业

大资管领域是真正的混业经营。《资管新规》下, 监管机构通力合作、穿透式管理, 公募、私募、银行理财、券商资管之间的界限越来越模糊。公募基金管理公司的业务范围并不限于公募、面临的竞争也来自大资管领域的方方面面。因此, 我们下面将从更高的角度总览大资管行业的全貌。

## （一）大资管行业概况

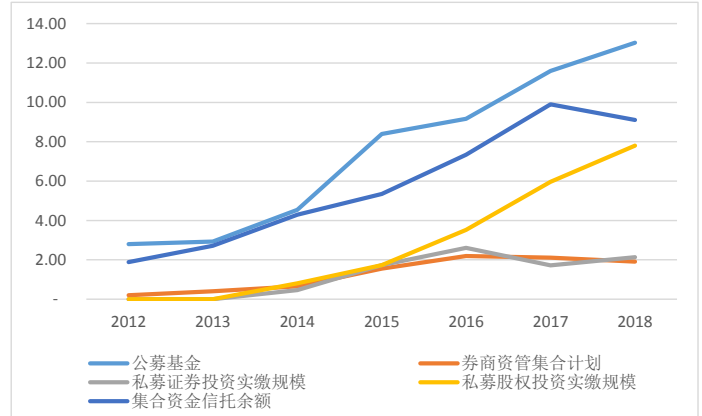
目前，我国从事大资管业务的子行业主要包括银行理财子公司（或银行资管部门）、信托公司、保险资管、券商资管、公募基金公司、私募资管公司。多年来各机构同台竞技，即相互竞争又相互合作，共同实现了我国大资管行业的快速发展。2012年以来各类机构管理资产规模均有较大幅度的增长。从规模来看，剔除通道、委外等重复计算部分，银行理财、公募基金、信托规模最大；从增速来看，私募股权基金、券商资管、公募基金增速最快。

图 4：银行理财等大资管机构 AUM 比较（万亿元）



资料来源：信托业协会、银保监会、基金业协会、华金证券研究所

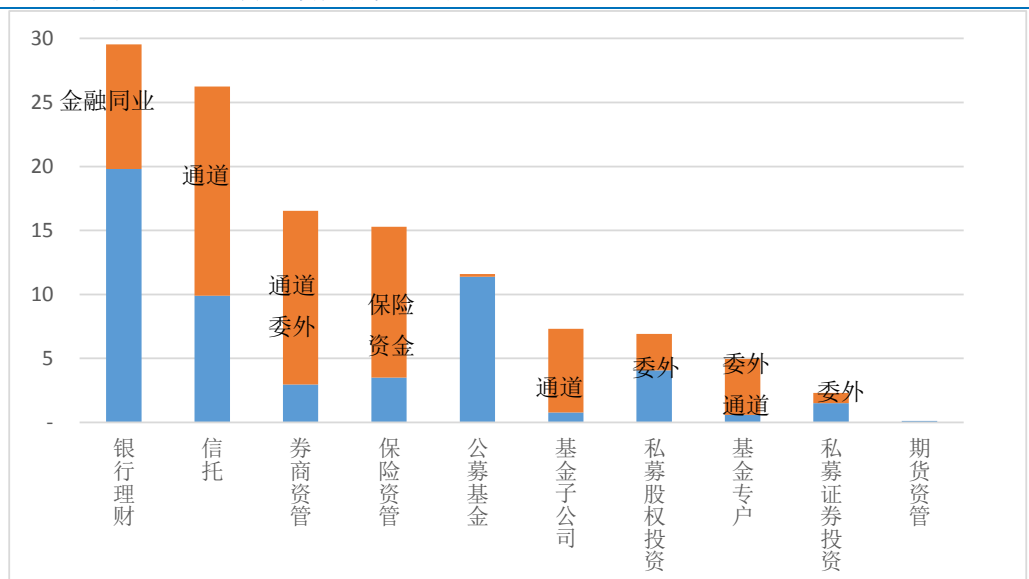
图 5：公募基金等主动管理产品 AUM 比较（万亿元）



资料来源：证券业协会、基金业协会、华金证券研究所

根据《中国银行业理财市场报告（2017 年）》、《证券期货经营机构私募资产管理业务 2017 年统计年报》等权威数据，2017<sup>2</sup>年末各金融机构资管规模简单加总金额达 120.79 万亿。其中银行理财、信托、券商资管、保险资管规模最高，分别为 29.54 万亿、26.25 万亿、16.52 万亿和 15.29 万亿。考虑到通道、委外、多层嵌套的存在，我们估算 120.79 万亿中约 59.73 万亿为重复计算或非资管业务资产。剔除重复计算部分，我们估计 2017 年末我国资产管理总规模约 61.05 万亿。

图 6：2017 年末各金融机构管理资产规模（万亿元）



<sup>2</sup> 2018 年末数据不全

资料来源：银行业理财登记托管中心、证券业协会、信托业协会、保险业协会、证券投资基金业协会，华金证券研究所

说明：银行理财剔除金融同业类产品存续余额；信托仅计算集合类信托资产规模；券商资管按资金来源剔除银行和非银金融机构委托；保险资金是保险公司负债，非管理资金；公募基金剔除取得公募牌照的券商和保险资管管理资金；基金专户和基金子公司仅计算个人委托和其他机构委托资金；私募基金按投资人剔除产品嵌套和不能归入自然人和境内法人的其他机构

## （二）大资管行业格局解析

### 1、展业机构数量众多，但头部效应明显

资管业务展业机构数量庞大。截至 2018 年末我国可从事资管业务的持牌机构多达 25330 家，数量十分庞大，但其中 96.5%是私募基金管理人。各类机构数量如下：

- **银行理财**：截至 2017 年末，全国共有 562 家银行有存续的理财产品（768 家银行与理财登记系统联网），其中 22 家银行于 2018 年披露拟设立银行理财子公司；
- **信托公司**：截至 2018 年末共 68 家信托公司；
- **保险资管**：截至 2018 年末共 33 家保险资产管理机构（主要管理保险资金和机构客户资金），但保险产品尤其投资型保险产品也是社会居民配置金融资产的选择之一；
- **券商资管**：截至 2018 年末共 99 家证券公司及资管子公司开展资产管理业务；
- **公募基金管理公司**：截至 2018 年末共 120 家公募基金管理公司；
- **私募资管公司**：截至 2018 年末在基金业协会登记的私募证券投资基金管理人 8,989 家；私募股权、创业投资基金管理人 14,683 家；其他类型管理人 776 家；合计 24,448 家。

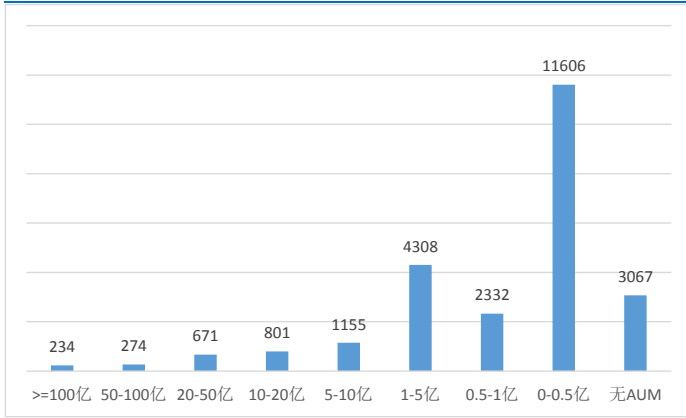
**头部效应明显**。机构数量并不能反映大资管行业的全部情况。以私募基金管理人为例，2018 年末已在基金业协会登记的私募基金管理人中 3,067 家无管理规模。有管理规模的 21,381 家中管理规模超过 10 亿的仅 1,980 家，超过 100 亿的仅 234 家。

银行理财的头部效应更加明显，6 大国有银行和 12 家股份制银行 2017 年末理财产品存续余额合计占全部银行理财余额的 77.5%。

券商资管和公募基金同样出现了向头部集中的迹象。管理资产规模超过 100 亿的券商资管（不考虑定向、专项计划）仅 38 家、公募基金公司（限股票+混合型基金）仅 47 家。

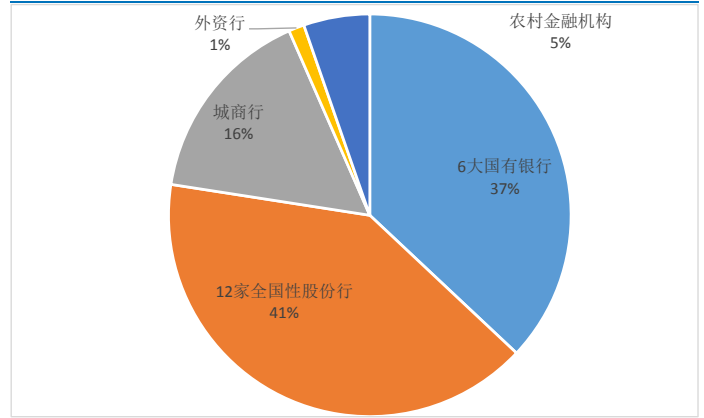
概括而言，主动管理资产规模超过 10 亿基本已进入大资管行业的前 10%；管理资产规模超过 100 亿基本已进入行业前 1%。

图 7：私募基金管理人管理资产规模分布（2018 年末）



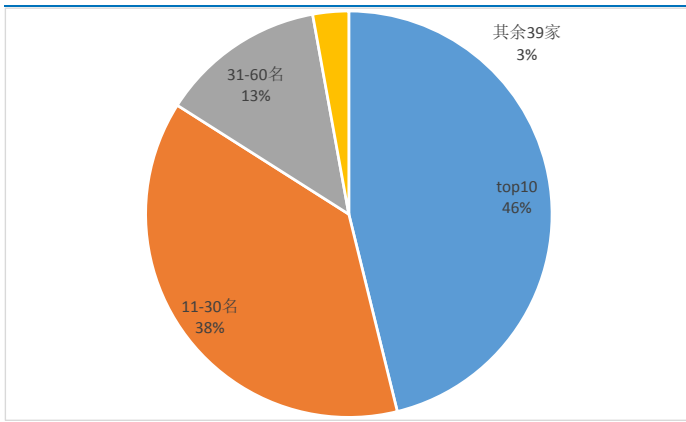
资料来源：基金业协会、华金证券研究所

图 8：银行理财管理人存续余额构成（2017 年末）



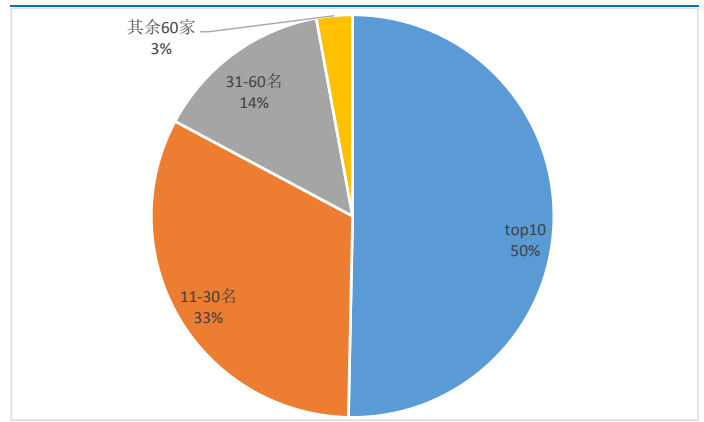
资料来源：中国银行业理财市场报告（2017 年）、华金证券研究所

图 9：券商资管集合类产品 AUM 集中度（2018 年末）



资料来源：WIND、华金证券研究所

图 10：公募基金股票+混合型基金 AUM 集中度（2018 年末）

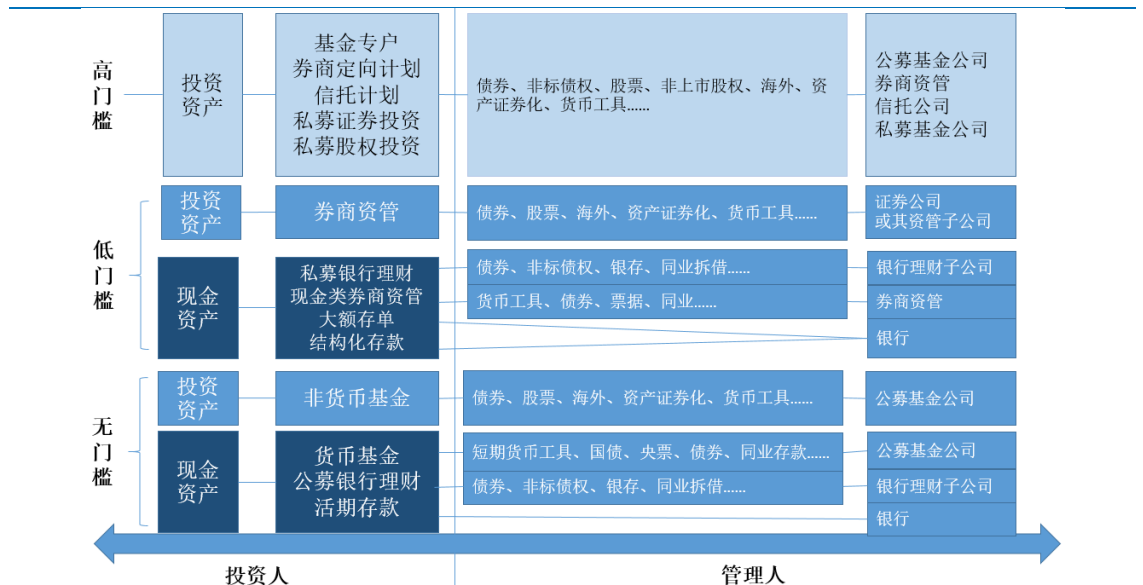


资料来源：WIND、华金证券研究所

## 2、分层竞争、合作共赢

根据起购点（门槛）、产品收益率波幅、投资标的等，我们将社会居民可选择的各种金融产品分成现金类和投资类列示如下，并将各种产品投资范围及其管理人一一对应。

图 11：投资人资产配置与管理人产品供给

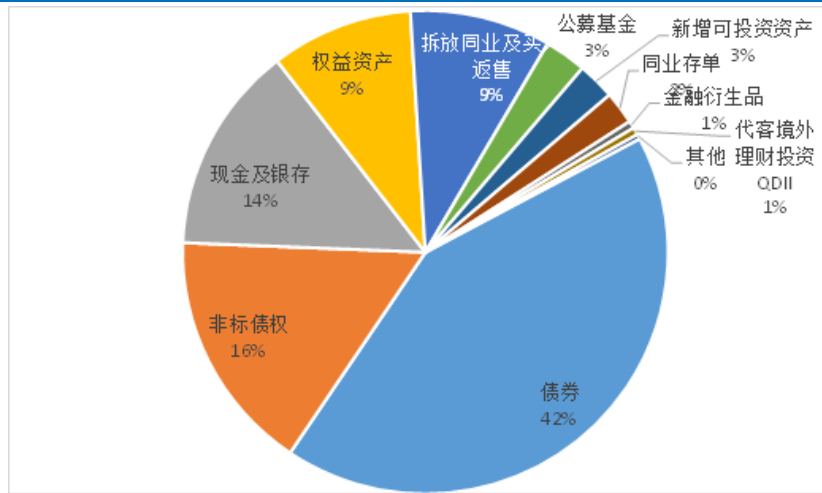




资料来源：华金证券研究所，注：无门槛指起购点1元；低门槛指起购点1万、5万、10万、20万、30万、40万不等；高门槛指100万、300万、1000万

目前，大资管的各类金融机构一方面在不同经济状况和风险偏好的人群中进行混业竞争；另一方面又通过委托管理、渠道共享等方式进行合作。

图 12：银行渠道资源丰富，但理财资产主要配置在债权类资产（2017）



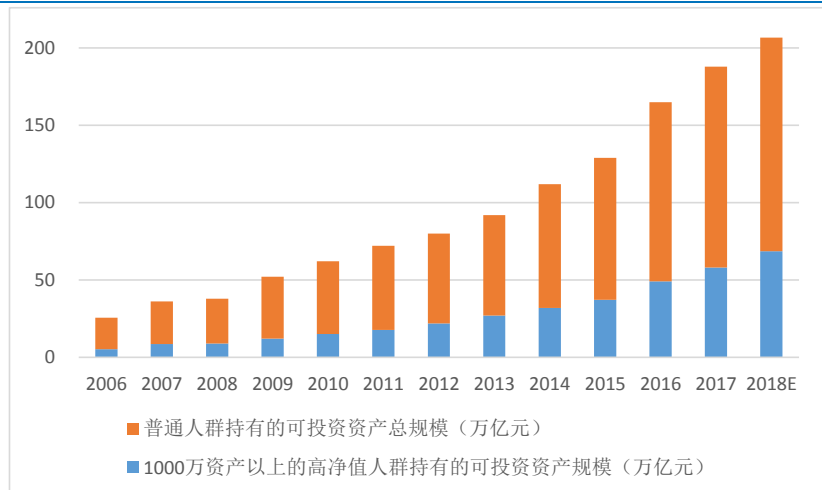
资料来源：中国银行业理财市场报告（2017年）、华金证券研究所

### 三、坚定看好大资管行业的理由

2016年以来受金融去杠杆影响，资金池被严控，同业/通道业务收缩，主要资管机构管理资产规模出现下降。然而我们认为这并不会影响我国大资管行业的远大前景，恰恰相反，严控资金池、压缩通道业务、防止金融空转等举措正是促进资管机构提升主动管理能力的契机。我们坚定看好我国大资管行业前景，主要基于以下三点理由：

- (1) **社会财富积累相对丰厚且居民投资理财意识旺盛。**根据招商银行私人财富报告，我们估计 2018 年末中国个人持有的可投资资产总规模已超过 200 万亿（2017 年末规模 188 万亿），而大资管行业管理资产规模仅 60 万亿左右，仍有较大缺口。

图 13：我国社会居民持有的可投资资产规模持续增长



资料来源：招商银行，华金证券研究所

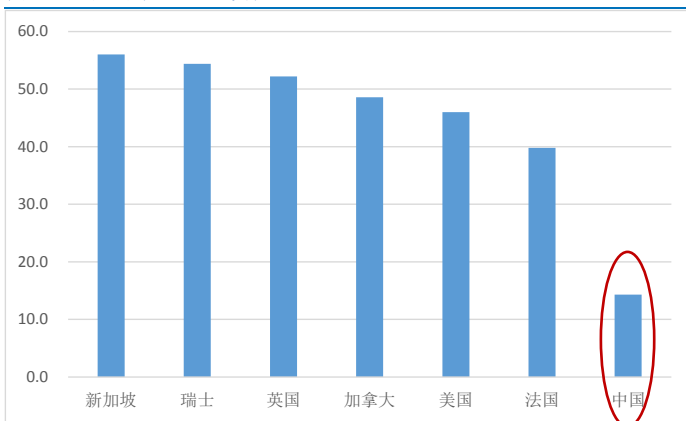
- (2) 我国社会居民资产配置不合理。根据经济日报社中国经济趋势研究院编制《中国家庭财富调查报告（2018）》，房产净值<sup>3</sup>仍是我国家庭财富最主要组成，2017年占比达66.4%（其中城镇地区69.7%；农村地区51.34%）。金融资产是家庭财富的第二大组成部分，2017年比重16.3%（其中城镇地区15.1%；农村地区21.5%）。

《报告》同时指出我国家庭金融资产中现金、活期存款和定期存款之和占比无论城镇还是农村都超过八成。对此我们使用个人存款、个人持有的银行理财、货币基金、自然人投资者持股市值等细分数据进行验证。估算取得，我国社会居民金融资产中现金和存款占比约52%、银行理财和货币基金占比约16%，合计68%。虽然低于80%，但印证了低风险低收益资产是我国社会居民金融资产最主要构成的结论。

广发银行联合西南财经大学2019年3月发表的《2018中国城市家庭财富健康报告》中也指出，我国家庭总资产中房产占比高达77.7%，金融资产仅占11.8%。

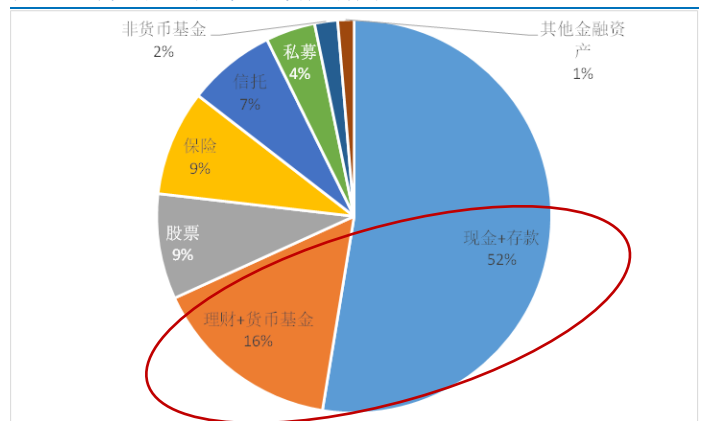
整体而言，无论哪一口径结论都是我国社会居民家庭财富中房产占比过高（vs日本约50%、美国约30%），金融资产占比较低（vs美国居民养老金+股票占比约35%）且以低风险低收益高流动性资产为主。

图 14：各国家庭金融资产配置占比（%，2017）



资料来源：CHFS、2017 瑞信《全球财富报告》、华金证券研究所

图 15：我国社会居民金融资产构成（2017）



资料来源：银行业理财登记托管中心、证券业协会、信托业协会、保险业协会、证券投资基金业协会，华金证券研究所

注：民间借贷、各种草根金融/互联网金融在我国家庭财富中也占一定比重，但受数据限制无法估算

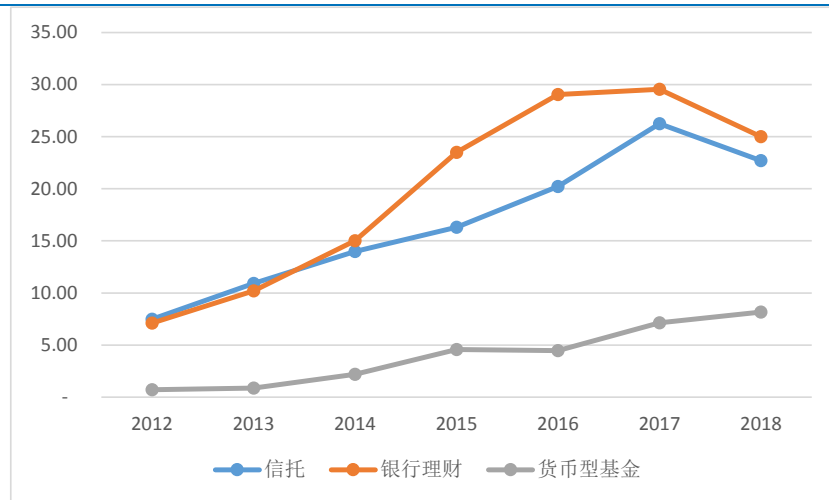
- (3) 监管导向和资本市场逐步成熟驱动居民金融资产配置提升。改革开放 40 年，我国社会居民财富持续快速提升，但居民财富主要集中在房产。我们预期若房地产调控持续，尤其限购限贷政策不放松，社会居民将难以继续加大房地产投资，提升金融资产配置比例成为大概率事件。

2012 年以来大资管行业快速发展的主要是银行理财、货币基金、理财型保险以及信托计划等固定收益类产品。股票型基金、混合偏股型基金、私募证券投资基金等浮动收益类产品增速缓慢。我们认为固收类产品快速增长的根本动力源自刚性兑付的

<sup>3</sup>房产净值是指房产现价减去住房债务

隐含保障以及利率市场化的大趋势。目前金融产品逐步实现净值化，刚性兑付正在被打破，浮动收益类产品市场空间将拓展。

图 16: 2012 年以来资管大发展，主要是固定收益类产品规模提升



资料来源：招商银行，华金证券研究所

从资管业务长远发展角度考虑，浮动收益的主动管理型产品更具持续性。我们认为以往浮动收益类金融产品收益率不理想，一方面是我国大资管行业相关监管规则、激励机制有待进一步完善；另一方面是资管机构的主动管理能力普遍仍有待提升；第三也是受到了资本市场不完善、投资标的有限、许多投资策略难以施展的限制。

目前，监管层专业能力日益提升，扩大直接融资、建设多层次资本市场已成深化金融体制改革的重中之重。展望未来，期货、期权、场外金融衍生品的品类将更加丰富，交易限制进一步减少，从而拓展资管产品的投资范围并提高产品业绩稳定性，推动我国进入更加成熟的大资管时代。

## 四、大资管机构路在何方

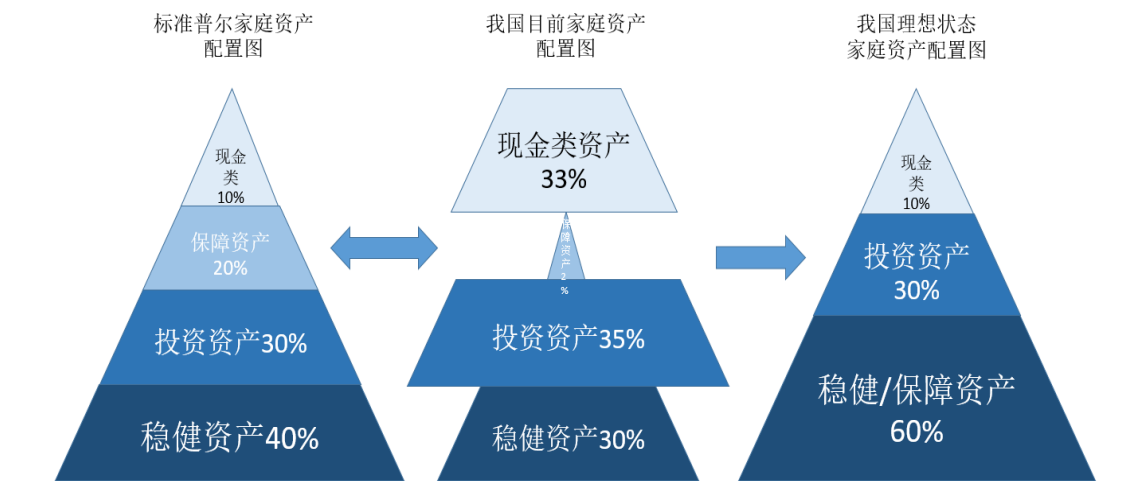
### (一) 从居民资产配置角度看大资管的未来方向

考虑到我国社会居民可投资资产与资管行业管理资产规模的巨大缺口(200 万亿 vs60 万亿)，我们认为我国大资管行业前景非常广阔。我们尤其看好利率市场化和居民投资理财意识提升两大趋势。

参考“标准普尔家庭资产配置图”，在图表 18“我国社会居民金融资产构成”的基础上，我们对居民资产结构再度拆分组合，取得我国家庭可投资资产<sup>4</sup>配置结构。

<sup>4</sup>根据住建部数据，我国住宅人均套数为 1.1 套，我们认为唯一一套住宅为刚性资产、非可配置资产，第二套及以上住宅及金融资产为投资资产。

图 17：我国标准普尔家庭资产配置图（使用 2017 年末数据）



资料来源：标准普尔家庭资产配置图、银行业理财登记托管中心、证券业协会、信托业协会、保险业协会、证券投资基金业协会，华金证券研究所

注：图中我国居民家庭资产仅指可配置资产，不包括唯一一套住宅、车辆、生产性固定资产等

稳健资产包括：定期存款、债券、养老金、企业年金、稳定租金流入的房产

投资资产包括：投资性房地产、信托、私募、股票、股票或混合型基金

保障资产包括：社保、健康险、大病险、意外险

现金类资产包括：现金、活期存款、1 年期以下银行理财、余额宝等货币基金

标准普尔家庭资产配置图中现金资产、保障资产、投资资产和稳健资产较合理的配置比例应为 10%、20%、30%和 40%，而我国家庭四类资产的比例则为 33%、2%、35%和 30%。结合我国传统文化和现实情况，我们认为我国家庭资产配置的合理比例是现金资产 10%、投资资产 30%、稳健资产 60%，而目前比例是 33%、35%和 32%。因此，我们较看好的大资管方向有：

- 1) 替代现金和银存的低风险低收益高流动性产品。我们认为利率市场化趋势将持续，现金、银存将继续向货基、理财搬家。渠道是这类产品扩张的关键。
- 2) 被动指数型产品。公募产品中我们最看好被动指数型产品，我们认为从基金公司、个人投资者、机构投资者角度被动指数型产品均有优势。
- 3) FOF/MOM 等创新型产品。对部分融资能力较强但投资能力暂弱的金融机构，通过 FOF 或 MOM 将资金委托给优秀投资团队是寻求绝对收益的有效途径。若在大类资产配置研究基础上适时调整配置，还可降低不同体系的系统性风险。
- 4) 优秀投资能力支撑下的绝对收益类产品。多年来投资人信心缺失导致浮动收益类产品增速缓慢，但东方红资管、兴全基金和汇添富基金 AUM 趋势性提升且增速较快，充分说明市场对优秀管理人的认可和支持。

## （二）低风险低收益高流动性产品：渠道为王

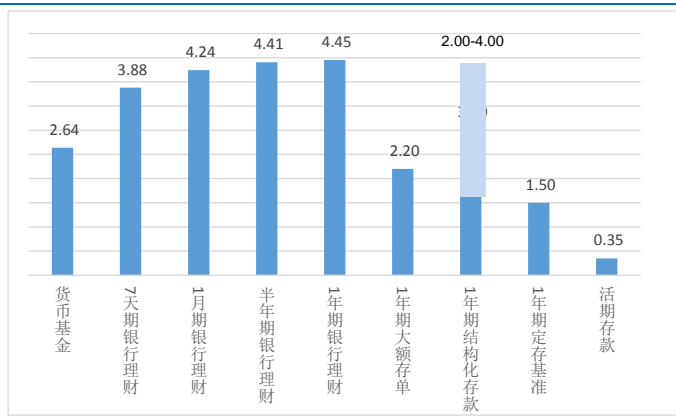
我国社会居民家庭资产中 **33%** 为现金类资产，远高于 **10%** 的标准普尔认可的合理比例。其中我国居民现金类资产中 **77%** 是现金和银行存款，金融资产中 **52%** 是现金和银行存款。我国社会居民资产中现金与银行存款占比过高。

目前，现金类产品主要包括银行理财、货币基金、券商资管短期理财产品、大额存单、结构化存款等，年化收益率通常在 **2.00-4.50%**。从 **2008** 年至今货币基金和不同期限银行理财比较来看，现金类产品收益率随利率环境波动而变，无期限约束的货币基金与 **7** 天期银行理财收益率大致相当，但长期低于其他更长期限的银行理财产品。而大额存单和结构化存款收益率不及同期限银行理财，则显示安全性越高的产品收益率越低。

考虑到我国移动支付的普及程度远高于欧美，无现金化社会加速到来；活期存款、一年期定期存款利率仍低于货币基金，我们认为利率市场化的趋势将持续，社会居民手中的现金、银行存款将继续向货币基金、短期理财搬家。

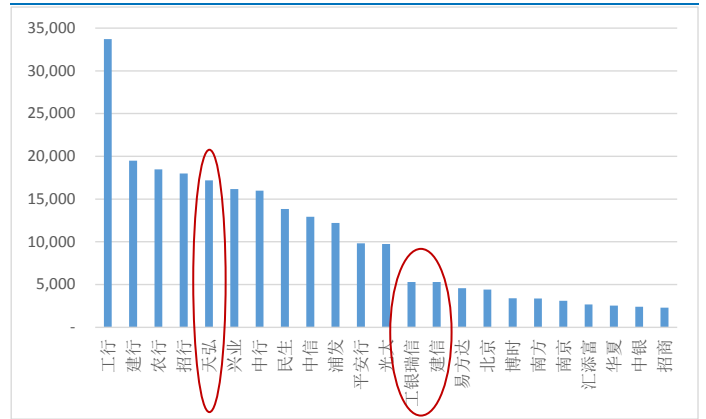
现金类产品对主动管理能力的要求相对较低，我们认为渠道资源才是规模扩张的关键。因此大型国有银行、全国性股份行、依托了支付宝的天弘基金以及银行系基金公司优势明显。

图 18：现金类产品当前年化收益率比较（%）



资料来源：WIND、华金证券研究所

图 19：主流资管机构现金类产品规模比较（亿元，2018 年中期末）



资料来源：WIND、华金证券研究所

### （三）被动指数型产品

被动指数型产品是我们最看好的公募产品。被动型产品正是全球最大资产管理公司——贝莱德（Blackrock）崛起的秘诀。2008 年金融危机以来，美国指数型基金的规模增长速度远远超越了普通股票基金的速度，大部分基金经理也无法战胜指数。然而在我国，截至 2019 年 3 月，市场上仅有 **695** 只被动指数股票型基金（ETF，ETF 联接 A、C 算三只），合计管理资产规模 **5,819** 亿元，占非货币公募基金的 **12%**。

我们从基金公司、个人投资者、机构投资者三个角度分析被动指数型产品的优越性：

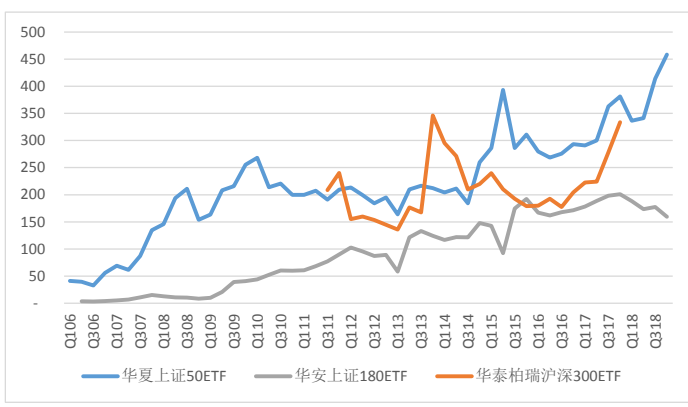
**对于基金公司：**1) 被动指数型基金管理费率虽低，但成本也低。被动指数型基金不做主动选择，对投资经理依赖度低，因此人力成本较低，同时也规避了人员流动带来的损失。2) 被动指数产品种类丰富且简单。不同概念、各个细分行业、不同国家地区都可成为投资组合公开发售。

市场景气向上阶段，被动指数型基金爆发力更大。3) 主动管理型产品受投资经理能力局限，超过一定规模后收益率将下降，被动指数型基金无规模限制甚至越大越好，具有规模效应。

**对于个人投资者：**1) 投资公募基金的选择难度并不亚于股票投资。截至 2018 年末，国内已发行且处于存续期的非货币型公募基金共 7000 余只，数量是 A 股上市公司数量的 1.94x。2) 基金经理人数众多、能力参差不齐且经常变更。同时，多数主动管理型产品并不能战胜市场。从收益率比较来看，2009 年至今中证 500 指数跑赢市场上约 80%的主动管理型基金产品。3) 被动指数型产品投资标的的简明易懂，投资者可根据市场自主选择时，规避选股偏差。

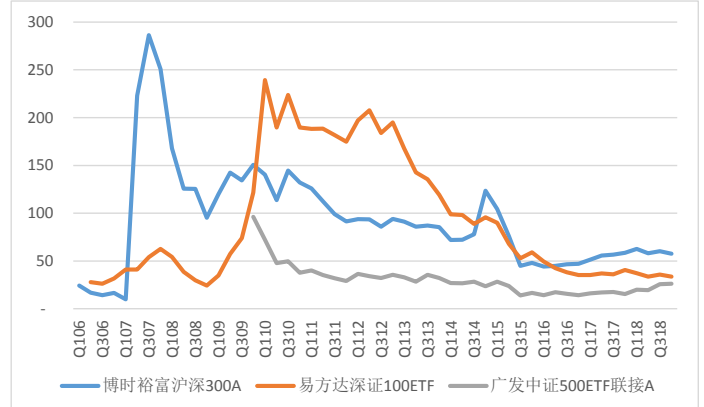
**对于机构投资者：**被动指数型基金管理费、托管费均低，容易计算损益、对冲风险，方便进行资产配置并可设计成新的金融产品再次出售。

图 20：存续时间较长且规模趋势性向上的被动指数型产品（亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 21：存续时间较长但规模趋势性向下的被动指数型产品（亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

#### （四）FOF/MOM 等创新型产品

投资能力的铸造并非一朝一夕可成，能够通过产品创新实现更高收益吗？

##### 1、分工协作是提升效率的最佳途径

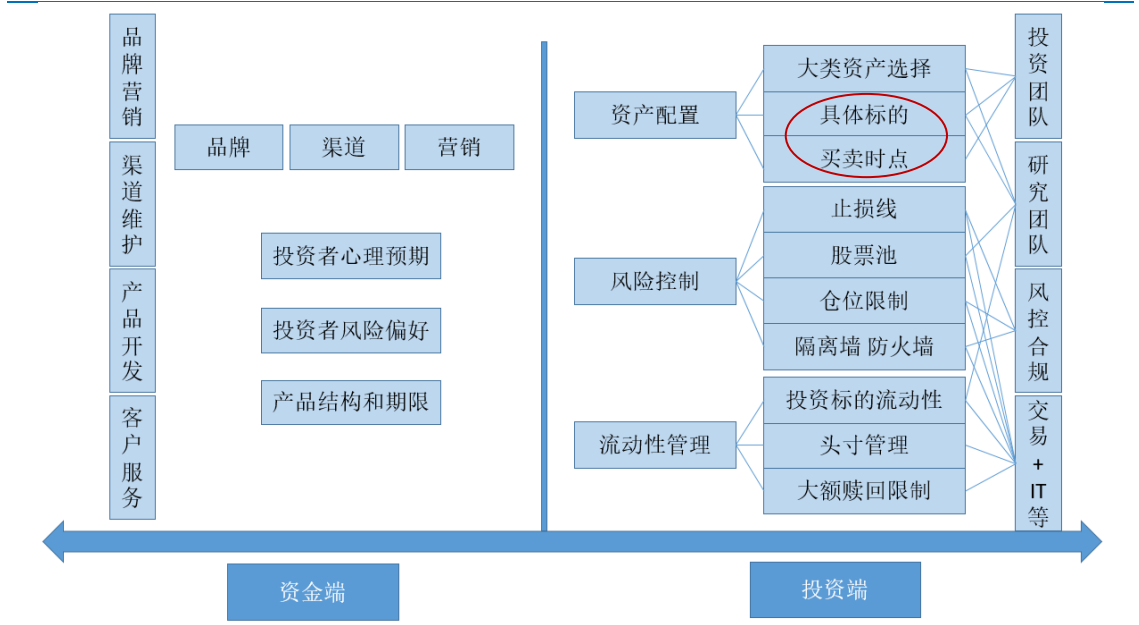
参照信贷业务区分负债端和资产端，我们将资管业务也区分为资金端和投资端<sup>5</sup>。

**投资端来看：**投资是资管业务的核心所在，为投资人实现超预期的收益是资管业务的价值所在，也是打造品牌、拓展业务、提升管理规模的根本。但投资并不只是投资团队的事情，还有大类资产配置决策、研究支持、风险控制、流动性管理、IT 系统等众多支持，是资管机构所有人协同作战的结果。此外，投资经理还需要大量的外部支持，包括卖方研究、上市公司接待、行业专家咨询等，这些外部支持很大程度取决于平台的大小。

**资金端来看：**我们认为资管业务资金端主要取决于品牌、渠道和营销，其中营销是投资者心理预期和风险偏好的管理。资管业务虽然没有刚性的资金成本，但若实际收益率持续低于投资人心理预期，或净值波动较大超出投资人风险承受能力也将面临较大的赎回压力。此外，产品设计也很关键，产品结构、期限、申赎协议、限制条款等对投资决策、流动性管理将提出不同的要求。

<sup>5</sup>固定收益类产品或隐性刚性兑付的资产管理其实就是信贷业务，本节重点探讨供应浮动收益类产品的资管业务

图 22：我们将资管业务也区分为资金端和投资端



资料来源：华金证券研究所

术业有专攻，分工协作是提升效率的最佳途径。我们十分看好 FOF 或 MOM 产品的前景，因为对于部分融资能力较强但投资能力暂时较弱的金融机构，如银行理财子公司、信托公司或投资团队尚不成熟的券商资管、保险公司，FOF 或 MOM 是分工协作较好的选择。这一判断主要基于以下几点考虑：

- 1) 优秀投资团队的招募、培养、磨合需较长时间且人力成本、试错成本昂贵。
- 2) 将资金委托给市场上最优秀的投资团队，充分体现专业的人做专业的事，更好地为投资人寻找收益。基于历史业绩，对投资团队的评价相对客观；若将定量评价和定性评价相结合则偏差更低。
- 3) 投资团队选定后，可通过业绩比较及时在各团队间调整资产配置；也可通过设定止损线、股票池、标的仓位上限等进行风险控制；还可通过归因分析、压力测试等事后分析更好得评价投资团队，为进一步合作打下基础。
- 4) 若在大类资产配置研究基础上适时调整配置，将资产在股票市场、债券市场、货币市场、大宗商品等不同资产间调整配置比例，有望降低不同体系的系统性风险。

## 2、FOF 或 MOM 业务的核心要素及目前拓展情况

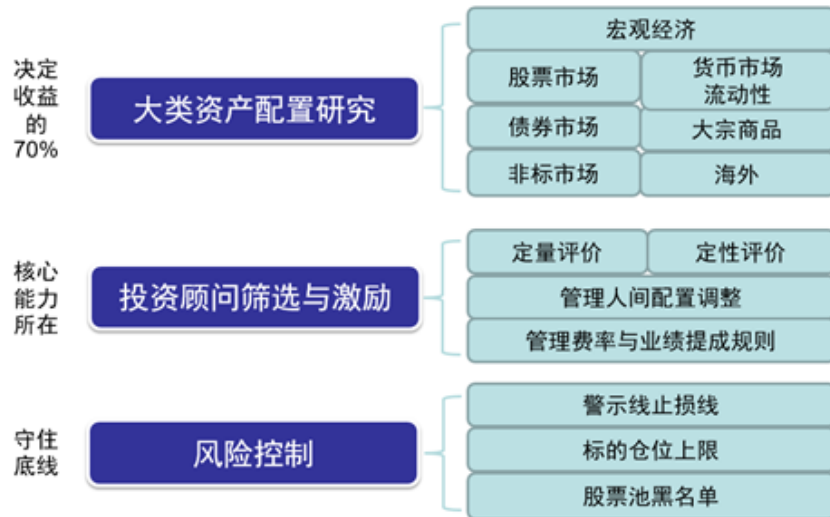
FOF 或 MOM 业务中大类资产配置是大格局、大方向。成熟资本市场中，大类资产配置决定了 90% 以上的回报差异，即便在中国这种新兴市场，资产配置也决定了 70% 以上的回报差异。因此，大类资产配置是投资中最重要的。

其次是投资顾问的筛选与激励。投资顾问的主动管理解决投资过程中具体标的选择和买卖时点决策，是创造阿尔法、精耕细作的过程。目前评估一只基金的真实收益水平和管理人的能力主要的定量指标包括产品净值、月度回撤、季度滚动 Beta、夏普比率、索提诺比率和波动性等。此外，FOF 或 MOM 母基金投资经理和研究人员还需对潜在子管理人进行访谈、尽调，了解潜

在子管理人的优势劣势，以及理念、风格、策略等，衡量其业绩、行为、理念是否具有有一致性。若有可能，我们认为对潜在子管理人历史持仓和交易记录进行分析也十分必要，重点研究该基金经理/投资经理的大类资产配置能力、行业配置能力、择股能力和择时能力。

最后是风险控制。子基金管理人自有二级市场验证，守住底线、把控风险则是母基金管理人的重要工作。根据市场调研，基本可通过止损线、标的仓位、标的黑名单/白名单等方式实现。

图 23: FOF 和 MOM 业务核心要素



资料来源：华金证券研究所

FOF 和 MOM 的差异，从 2019 年 2 月 22 日监管层发布的《证券投资基金经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（征求意见稿）》来看，MOM 对硬件、人员、投资标的的要求均较高。这导致了 FOF 业务更易开展，但 MOM 可接收银行理财资金（银行理财配置于 FOF 相当于嵌套 3 层）、信息更透明，配置更灵活，因此更适合规模扩张或高净值个人、家族信托产品定制。

表 1: FOF 和 MOM 比较

英文名	FOF (fund of funds)	MOM (manager of managers)
中文名	基金的基金	管理人的管理人
投资对象	基金产品（公募、私募）	基金管理人
投资人门槛	公募 FOF 1 元 券商 FOF 40 万 私募 FOF 100 万	券商 MOM 40 万 私募 MOM 100 万
特定投资人	不可接收银行理财资金	可接收银行理财资金
收费标准	双重收费 若均为私募，则双重业绩提成	管理人分享管理费和业绩提成
人员要求	无	专职投研人员不少于 3 人 协会登记满 1 年；
投资标的要求	无	3 年可追溯业绩； 投资管理人員不少于 3 人
硬件要求	无	集中交易室和 PB 交易系统
效率与透明度	底层数据不透明 反馈较慢	底层数据透明 可灵活设立开放日及时调仓

资料来源：WIND，华金证券研究所



目前已发行的 FOF 或 MOM 还不是很多。券商资管是最早探索这一业务的机构，私募管理公司也有大量积极探索者。2017 年以来，尤其 2019 年公募基金 FOF 产品越来越多。

券商资管集合类产品中，截至 2019 年 3 月已成立的 FOF 共 188 只，管理资产约 226 亿元；已成立的 MOM 共 19 只，管理资产约 10 亿元。其中设立最早的 FOF 是华泰资管的华泰紫金 2 号，2006 年 8 月已成立，以证券投资基金为主要投资对象运行至今。国泰君安、中信证券、招商资管、国信证券是 FOF 产品数量最多的几家。MOM 是招商资管的一大特色，存续产品共 16 只，管理资产规模 8.55 亿元，首支 MOM 产品成立于 2014 年 11 月。

券商资管的 FOF 和 MOM 产品投资类型较多，既有股票型、混合型也有债券型，还有另类投资型。管理费率也有较大差异，债券型通常 0.30-0.60%，股票型、混合型和另类投资型通常在 0.80-1.50%。

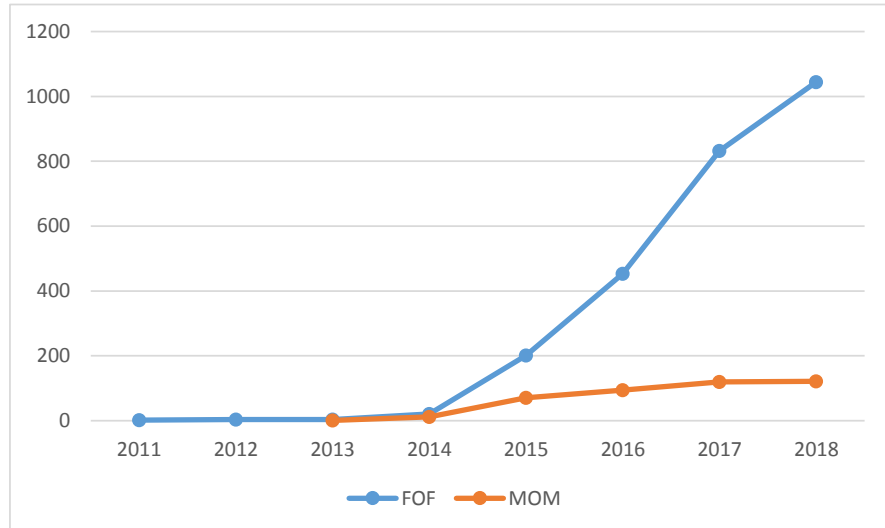
表 2：集合类券商资管 FOF/MOM 产品概览

类别	管理公司	产品数量	管理规模 (亿元)	主要产品名称	第一只产品 成立日
FOF	国泰君安资管	46	37.62	全明星 FOF 系列	2010-05
	中信证券	27	57.95	信享盛世系列	2011-12
	招商资管	15	16.14	群英荟臻选 FOF 系列	2018-04
	国信证券	14	5.25	复利领航系列	2006-08
	华泰(上海)资管	8	17.98	睿泰精英 FOF 系列	2006-08
	申万宏源证券	6	2.57	鑫丰明星私募 FOF	2018-01
	安信证券	5	0.20	基金宝	2011-08
	广发资管	4	7.60	海淘钧策亚洲组合基金系列	2007-02
	国联证券	3	1.46	基金宝系列	2016-04
	西南证券	3	4.80	双喜基金优选	2015-03
MOM	招商	16	8.55	群英荟 MOM 系列	2014-11
	国海	1	1.31	金贝壳旗舰合赢 MOM	2016-01
	中信	1	0.08	聚赢富享 1 期 MOM	2017-01

资料来源：WIND，华金证券研究所

私募公司对 FOF 和 MOM 的探索也很早，2011 年 5 月仙童投资发行了阳光私募中的第一只 FOF 产品。截至目前，WIND 中有数据可查的 FOF 和 MOM 阳光私募产品有 1200 余只。其中排排网投资（私募排排网）、向日葵投资（朝阳永续）、恒天财富（中融信托兄弟公司）等发行产品数量较多。受数据来源限制，暂无 AUM、业绩表现、管理费率等数据。

图 24: FOF 和 MOM 阳光私募产品数量变化趋势



资料来源: WIND, 华金证券研究所

公募类产品中,截至 2019 年 3 月已成立或获批的 FOF 仅 63 只,管理资产规模不足 150 亿元,暂无公募 MOM。按投资类型,公募 FOF 是混合型基金,管理费率普遍在 0.80%左右。设立最早的是南方基金的全天候策略混合型 FOF,2017 年 10 月设立,在 2018 年 A 股市场极度低迷的情况下仅下跌 2.64% (vs 普通股票型基金收益率中位数-24.77%、偏股混合型收益率中位数-23.81%),业绩表现好于市场平均水平。

表 3: 目前已成立的规模较大的公募 FOF

管理公司	基金名称	基金代码	发行日	成立日	发行总份额 (亿份)
华夏	聚惠稳健目标风险混合型 FOF	005218.OF	2017-09-26	2017-11-03	46.91
南方	全天候策略混合型 FOF	005215.OF	2017-09-26	2017-10-19	33.03
嘉实	领航资产配置混合型 FOF	005156.OF	2017-09-26	2017-10-26	28.64
建信	福泽安泰混合型 FOF	005217.OF	2017-09-26	2017-11-02	27.92
海富通	聚优精选混合型 FOF	005220.OF	2017-09-26	2017-11-06	21.59
富国	鑫旺稳健养老目标一年持有期 FOF	006297.OF	2018-11-05	2018-12-13	8.83
泰达宏利	全能优选混合型证券投资 FOF	005221.OF	2017-10-09	2017-11-02	8.27
建信	优享稳健养老目标一年持有期 FOF	006581.OF	2019-01-02	2019-01-31	8.11
博时	颐泽稳健养老目标一年持有期 FOF	007070.OF	2019-02-28	2019-03-20	7.72
南方	合顺多资产配置混合型 FOF	005979.OF	2018-10-16	2019-01-17	6.47

资料来源: WIND, 华金证券研究所

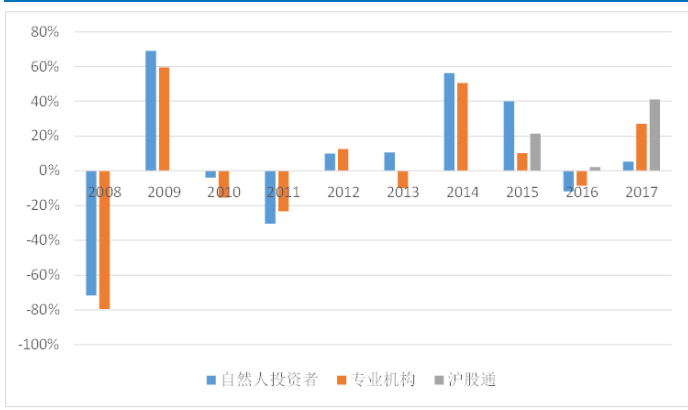
展望未来,我们预期银行理财子公司、信托公司等资金或将以 FOF 或 MOM 的形式间接进入资本市场。对于主动管理能力较强的资管机构,争取 FOF 或 MOM 资金也将成为扩大规模的重要方向。

### (五) 稳健收益类产品: 追求绝对收益, 重建客户信心

大资管领域中我们最看好公募基金管理公司<sup>6</sup>。因为公募基金管理公司管理规范，从基因角度也更容易形成平台优势并培育出主动管理能力较强的团队。同时，公募基金管理公司既可做公募又可做私募，还可通过子公司进行非标投资<sup>7</sup>。

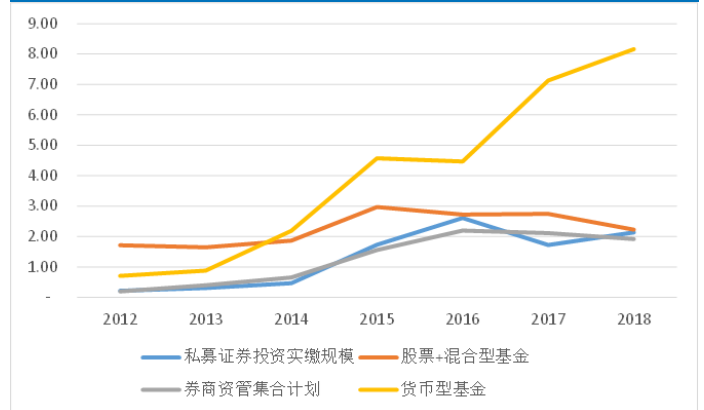
然而，目前多数非货币型产品连续多年收益率不理想，导致投资人信心缺失。根据上交所统计年鉴披露的各类型投资者盈利金额和持股市值，我们大概估算投资收益率发现过去 10 年间专业机构的投资收益率仅 2017 年大幅跑赢自然人投资者；3 年小幅跑赢；6 年跑输。专业机构的专业性并未体现。这直接导致了大资管业务蓬勃发展的同时，股票与混合型公募基金、私募证券投资基金规模增速缓慢。

图 25：2008-2017 年上交所自然人投资者、专业机构、沪股通投资者投资收益率比较



资料来源：上交所统计年鉴，华金证券研究所

图 26：股票+混合型公募基金、私募证券基金、券商集合计划规模增速低于货币基金（单位：万亿）



资料来源：证券业协会、证券投资基金业协会，华金证券研究所

与基金行业规模增速缓慢形成鲜明对比的是，东方红资管、兴全基金和汇添富基金管理资产规模趋势性提升且增速很快。这正是三家公司注重主动管理能力培育，历史业绩表现较好的结果。

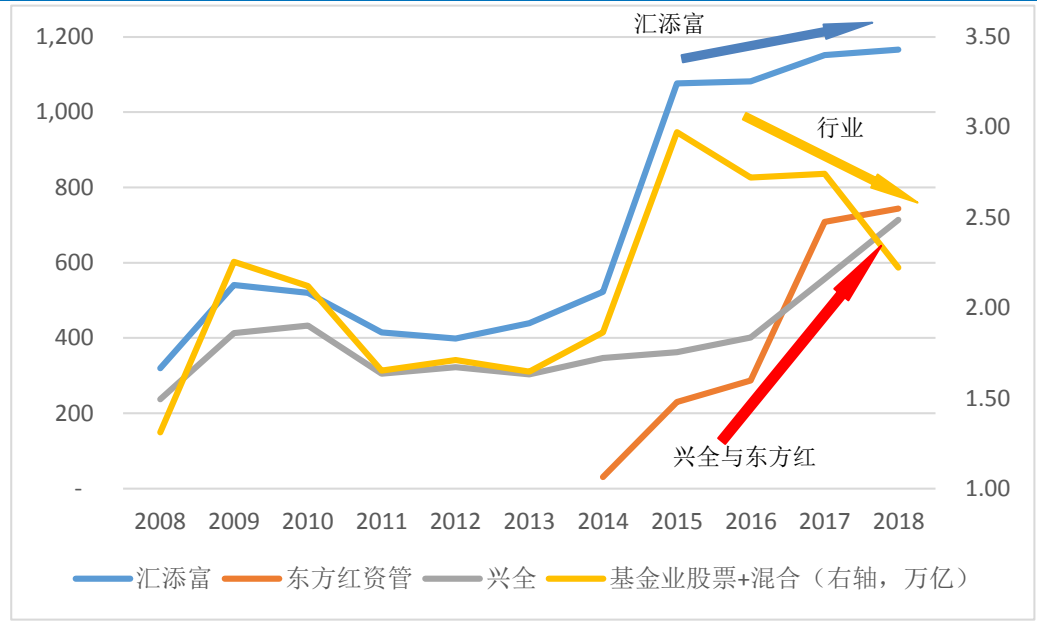
我们认为从居民心理及人性的角度，社会居民对绝对收益（稳健资产/保障资产）的内在需求是一致的。我国社会保障体系有待完善，社会居民对绝对收益的需求理论上比欧美更高。但我国家庭财富中稳健资产、保障资产的比例远低于合理水平。

我们认为这只是由于我国资本市场、金融机构还不成熟，市场中收益率稳健、真正给予客户保障的金融产品过少，居民才会将财富大比例配置在现金类资产和房地产上。东方红资管、兴全基金、汇添富基金的成功充分说明市场对优秀投资管理人的认可、支持甚至追捧。我们期待更多追求绝对收益、合理严控下行风险的金融产品出现。

<sup>6</sup> 指取得公募牌照的基金管理公司

<sup>7</sup> 基金子公司投资非标受到净资产约束和其他监管规则限制，但业务仍可开展

图 27：兴全、汇添富、东方红资管股票+混合型公募基金 AUM 逐年提升，增幅超越行业



资料来源：WIND，华金证券研究所

## 五、头部效应下，中小机构如何突围？

如前文所述，资管业务门槛较低、潜在风险小，展业机构众多，因此竞争十分激烈。同时，大资管业务向头部集中的迹象明显。24,448 家私募管理公司中，AUM 超十亿者仅 1,980 家，超百亿者仅 234 家；其中 1/3 为证券投资管理人。银行理财中 700 余家展业但 6 大行+12 股份行存续余额占比 78%。券商资管和公募基金同样向头部集中，券商资管（限集合）、公募基金（限股票+混合型基金）CR10 AUM 占比分别为 46%和 50%。

考虑股东资源、品牌、渠道、投资管理能力等因素，我们预期未来资管业务的头部效应还将加速。我们十分看好的 FOF、MOM 业务正是资金向优秀管理人集中的加速器。

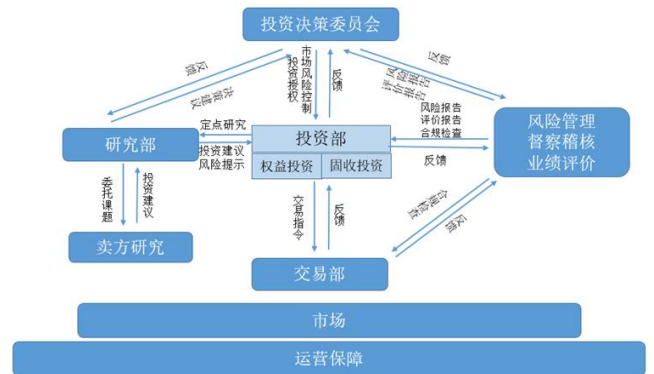
头部效应下，中小机构如何突围？从企业经营角度，我们认为只有实现股东、员工（含管理层）、投资人三方共赢才是长远的发展之道。人力资源是资管机构最核心的资产，只有投研团队持续为客户（投资人）创造超预期收益；只有风控人员守好自身和客户资产的底线，资管机构才能不断做大管理规模，进而为企业和股东赚取更高的收入和利润，员工也可通过绩效奖金、员工持股、跟投等方式分享企业成长的收益。因此培育激励团队和保持团队稳定成为资管机构稳健持续发展的基础。

图 28：三方共赢，螺旋式上升



资料来源：华金证券研究所

图 29：资管机构组织架构与投研流程



资料来源：华金证券研究所

- ◆ 股东层面,我们认为应准确认识行业态势,降低预期,给予管理团队充足的时间和授权。根据 WIND 数据<sup>8</sup>, 中小公募基金公司从设立到扭亏为盈普遍需要 3-4 年的时间, 累计亏损金额普遍达 1.5-2.0 亿元。对于某些成立时间点不佳或暂未确立较好发展战略的公司亏损时间更长。如浦银安盛基金 2007 年下半年成立, 虽有浦发银行的股东背景但错失牛市机遇, 在设立 7 年后的 2014 年才开始扭亏为盈。再如天弘基金在阿里入股之前的 2005-2012 年持续处于亏损或盈亏平衡状态长达 8 年之久。还有中欧基金, 在确立事业部制战略之前, 2006-2013 年持续处于盈亏平衡之下 8 年之久。对此, 股东应有充分的心理预期。

表 4：部分公募基金公司历史财务数据（万元）

公司	设立时间	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	累计亏损
浦银安盛	2007/8	-1,735	-4,534	-2,987	3,932	-4,028	-3,400	-				-20,615
浙商基金	2010/10				-2,598	-4,213	-4,768	-2,469	-3,225	-910		-18,183
西部利得	2010/7				-4,350	-4,248	-1,331	-4,338	-3,725	-956	-2,354	-21,303
安信基金	2011/12					-7,818	-4,751	-7,432				-20,000
国金基金	2011/11					-13402	-4,575	-2,682				-20,659
富安达	2011/4					-5,105	-3,878	-2,992	-2,650			-14,624

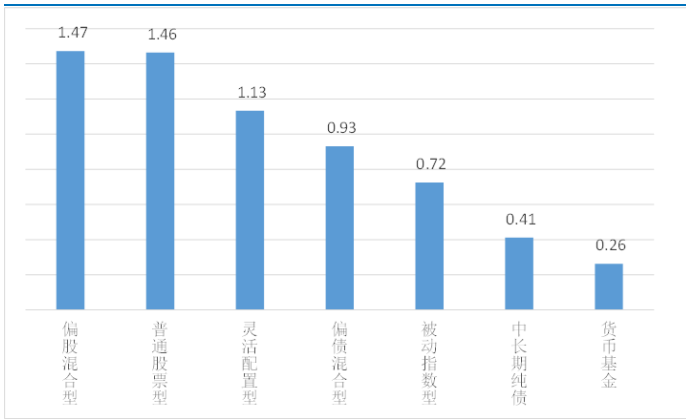
资料来源：WIND，华金证券研究所

- ◆ 管理团队层面,我们认为应建立良性可持续的内控和考核制度并尽快实现盈亏平衡。若企业长期亏损,即便股东容忍,员工流失压力也会较大,因此尽早实现自负盈亏是管理团队的责任,也是企业发展的基础。我们将公募基金公司不同产品 AUM 进行折算, 股票型系数设定为 1.00, 根据平均管理费率, 混合型系数为 0.90, 债券型系数为 0.75, 货币型系数为 0.20。我们发现新设中小公募基金公司盈亏平衡对应的有效 AUM 区间为 50-100 亿元。当然这还与成本管控能力及非公募业务规模有关, 如创金合信基金, 受益于非公募业务的快速发展, 2014 年设立当年即实现盈利。

<sup>8</sup> 披露财务数据的公募基金公司仅 60 余家

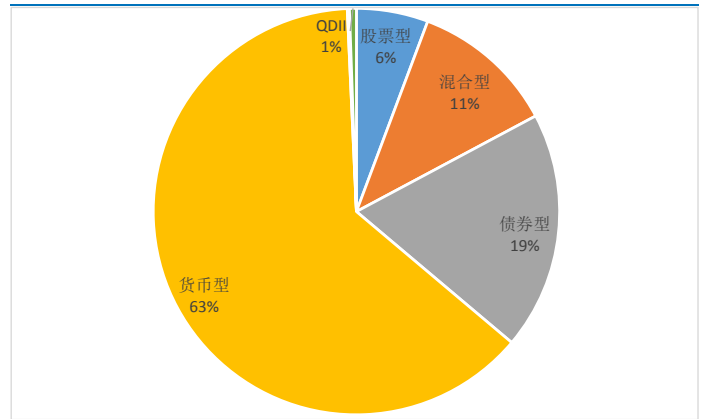
资产管理业务（包括公募基金）收入来源相对单一，通常只有管理费、业绩提成、投资顾问费和自有资金投资收益三项，其中管理费是最主要、最稳定的构成。管理费由管理规模和管理费率决定，管理费率又与产品类型相关。通常货币基金管理费率 0.25-0.30%；债券型基金 0.40-0.70%；被动指数型基金 0.70-0.90%；混合型基金 1.00-1.30%；股票型 1.50%左右。

图 30：各种不同类型的公募基金管理费率比较



资料来源：WIND、华金证券研究所

图 31：2018 年末各类公募基金规模结构（不含专户和子公司）



资料来源：WIND、华金证券研究所

内控和考核是企业引导员工行为的指挥棒。证券投资虽受货币政策、系统性风险等外在因素影响，但很大程度上取决于基金经理/投资经理的个人能力和努力程度。我们梳理多家优秀基金公司投资决策流程、员工上升通道、薪酬制度，其中值得借鉴的包括：

- (1) 东方红资管注重价值投资，强调“低价买入优秀公司”的策略，考核周期 3-5 年。
  - (2) 兴全基金的“业绩排名奖金”将排名的时间段做了一年期、两年期、三年期和五年期的区分，兼顾短期与长期。
  - (3) 中欧基金各投资事业部独立核算，分享产品管理费收入；各投资事业部遵循各自的投资程序独立投资；要求基金经理认/申购自己管理的基金产品；制定奖金转投基金的制度。
- ◆ **投研团队层面，我们认为应分工协作、各司其职。**以国海富兰克林基金为例，公司中外股东纷争不断，总经理频繁换人，负面新闻频出，管理资产规模停滞。即便在这样恶劣的环境下，公司自 2007-2018 年连续 11 年持续盈利，有效管理规模维持 150 亿元左右，平均净利润 8250 万/年，表现虽不优异，但可谓良好。究其原因，我们认为分工协作、投研团队保持独立奠定了发展的基石。具体表现为：
- (1) 风控出身的外资前任总经理任职期间，带来了较好的风控体系，让旗下基金实现较低的波动性。
  - (2) 营销出身的前任总经理任职期间只负责市场，不参与投资。
  - (3) 基金经理拥有充分的投资决策权，在仓位、行业和个股选择上在任何时候都不受总经理、投决会和部门主管的干涉，只受风控规则的制约。

- (4) 研究员推荐给基金经理的股票如果下跌，基金经理承担主要责任，研究员不设末位淘汰。

表 5: 国海富兰克林历年管理资产规模与净利润数据 (亿元)

产品类型	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	H118
股票型			20	44	23	29	18	14	8	9	21	25
混合型	265	128	162	146	123	134	94	74	146	92	81	67
债券型		8	1	2	2	6	8	11	19	31	58	88
货币							25	17	84	66	118	93
简单合计	265	136	183	192	147	169	145	116	257	197	278	273
有效 AUM	238	121	167	177	135	155	114	92	171	132	175	179
净利润	1.07	0.95	1.01	0.79	0.77	0.56	0.63	0.47	0.95	0.90	0.95	0.34

资料来源: WIND, 华金证券研究所

此外，我们注意到部分规模收缩、排名下滑的基金公司，如长盛、中海、泰信、益民、天治，这些公司的产品收益率排名在同类中普遍较为落后。

表 6: 部分规模收缩、排名下滑的基金公司的历年管理资产规模 (亿元)

公司	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	H118
长盛	442	173	438	384	307	227	219	271	277	301	239	109
中海	305	129	192	183	105	99	100	104	175	96	83	68
泰信	157	76	97	96	64	61	71	78	63	38	27	18
益民	129	52	75	63	44	39	50	40	27	17	15	11
天治	84	35	43	40	32	32	30	29	40	8	8	6

资料来源: WIND, 华金证券研究所

## 六、风险提示

我们认为经济增速放缓、货币政策收紧、监管加强、人员流失、刚性兑付、自有资金大额亏损等或成为资管机构发展的潜在风险。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)