

综合金融

2015.10.13

2015 中国财富管理市场鸟瞰（下）

——理财市场的“小确幸”年华

	刘欣琦（分析师）	孔祥（分析师）	耿艳艳（研究助理）
	021-38676647	021-38674744	021-38676640
	liuxinqi@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880515080006	S0880115060008

本报告导读：

中国财富管理将有百万亿元规模。可投资资产多样化、需求日趋多元化，资管产品百舸争流，行业已进入战国时代。我们聚焦中国资产管理行业，本文为系列报告下篇。

摘要：

- **中国财富管理市场将有百万亿元规模，资管的“小确幸”产品亦不容忽视。**（1）受益于近三十年经济增长和居民财富积累，2014 年我国财富管理市场规模已突破 130 万亿元人民币。（2）行业天然具有细分特征。大众阶层、高净值人群、超高净值人群对收益率、流动性等有差异化的投资需求。（3）多元需求下，不同类型理财机构将呈现出百舸争流的场面，加之 2012 年后相对宽松的监管氛围，行业竞争更趋激烈。本文为系列报告下篇，主要聚焦银行理财、互联网理财产品。相关产品以提供固定收益为主，产品面向普罗大众需求，具有收益少而确定，可提供安稳的幸福，可谓理财市场的“小确幸”产品。
- **银行理财：飞入寻常百姓家，高息时代难再现。**（1）依托银行信用背书和渠道优势，2015 上半年银行理财占据资产管理市场龙头地位，规模达 18.4 万亿。（2）在同类资产收益率下行情况下，短期理财产品仍维持较高收益率，但银行理财产品集中配置于债券/货币基金/非标产品，若大类资产配置结构不发生调整，降息环境下收益率下降大势所趋。（3）私人银行专职服务于中国“钟鸣鼎食”阶层，已成为国内大行布局重棋，但近年来事业部推广战略受阻，转型仍待时日。
- **第三方理财销售：**（1）随着中国资本市场在全球影响力加大，股票市场和汇率波动提高，传统单类财富管理方式遭遇瓶颈，多市场扩区域的大类资产配置时代到来，第三方理财机构具有这方面优势。（2）“酒香不怕巷子深”，单纯依靠渠道和流量难以把控优质资产。通过拥抱互联网金融，延伸资产端优势，诺亚财富（NOAH）等优质第三方理财销售机构正由单一财富管理渠道方转型为综合资产管理集团。
- **互联网金融：站在风口上的野蛮人，短期政策收紧难掩长期顽强生长力。**P2P 行业机遇与危机并存，市场扩张的同时监管逐渐落实。我们预计能够优化数据分析技术，基于供应链金融、消费金融等业务细分网贷平台仍值得期待。（3）“大众创业，万众创新”国家战略推进，众筹延伸了传统私募股权投资的 LP 受众，互联网公司乃至电商平台纷纷进军。2015 行业上半年领域募集资金达不足 30 亿元，随着领投/跟投机制逐步完善，TMT/医疗健康/智能家居/互联网金融等细分领域开始凸显，未来股权众筹生机勃勃。
- **维持证券行业“增持”评级。**整体货币宽松态势不变，政府启动新一轮针对投资和消费的经济刺激计划，这有利于提升对资本市场风险偏好回升。券商板块作为高 beta 属性品种四季度将有较大弹性。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

投资银行业与经纪业	增持
信托	增持
金融控股公司	增持
租赁	增持

相关报告

投资银行业与经纪业：《证监会再出手规范市场，低估值非银配置价值凸显》

2015.10.11

综合金融：《2015 中国财富管理市场鸟瞰（上）》

2015.10.10

投资银行业与经纪业：《分红险定价放开有望以量补价，券商板块静待右侧信号》

2015.10.07

投资银行业与经纪业：《配资清理态度缓和，估值底部配置良机》

2015.09.27

投资银行业与经纪业：《国泰君安_非银金融业周报数据库_第三十七周_刘欣琦 孔祥 耿艳艳 张为_20150920》

2015.09.20



目录

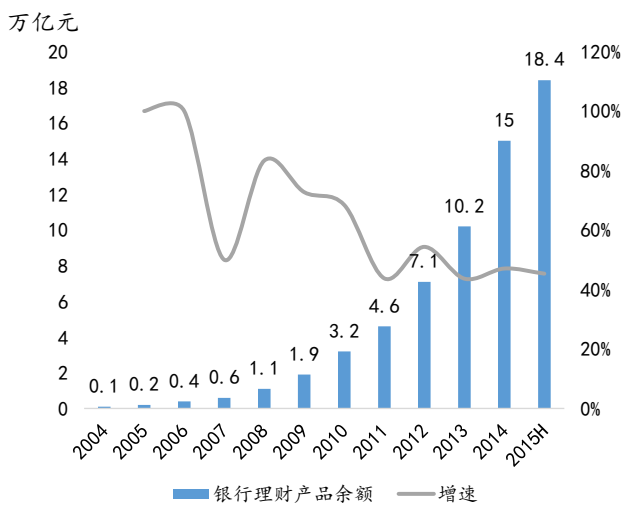
1. 银行理财：飞入寻常百姓家，成就规模巨头	3
1.1. 市场规模：18 万亿规模再塑理财市场	3
1.2. 庖丁解牛：非保本/封闭非净值型/面向散户为主体	4
1.3. 刚性兑付百姓欢喜，收益下行大势所趋	7
2. 私人银行：财富管理新秀，银行转型一跃	9
3. 第三方理财机构：“钟鸣鼎食”阶层的理财管家	11
3.1. 发展现状：财富管理与资产管理并驾齐驱	11
3.2. 竞争格局：行业领军者逐渐崛起	13
3.3. 业务新模式：一体化布局把控资产端/流量端	15
4. 互联网金融：风口上的野蛮人	17
4.1. 互联网理财：削减渠道，服务大众	17
4.1.1. 竞争格局：鼎立格局逐步明晰	18
4.1.2. 产品收益：活期下跌，定期纷呈	20
4.2. P2P：政策收紧，格局重塑	22
4.3. 众筹：众人拾材，梦想起舞	24

1. 银行理财：飞入寻常百姓家，成就规模巨头

1.1. 市场规模：18 万亿规模再塑理财市场

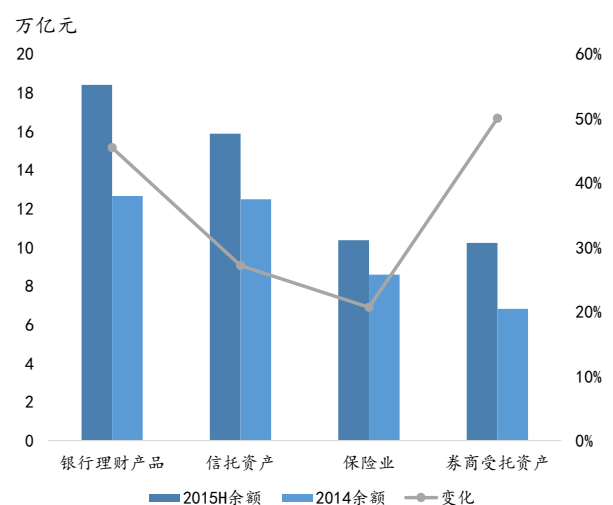
受益于 2012 年以来利率市场化进程的加速以及金融脱媒过程的深入，银行理财迎来高速发展，即使年增速虽有所下降但 CAGR 一直保持约 40%。2015 年上半年银行理财产品余额达到 18.4 万亿，301 家商业银行发行了 34731 款个人理财产品，继续稳固了其作为资产管理市场龙头位置。

图 1：2015 上半年银行理财规模达 18.4 亿



数据来源：2014 银行理财年报，国泰君安证券研究。

图 2：银行理财产品稳居资产管理市场龙头

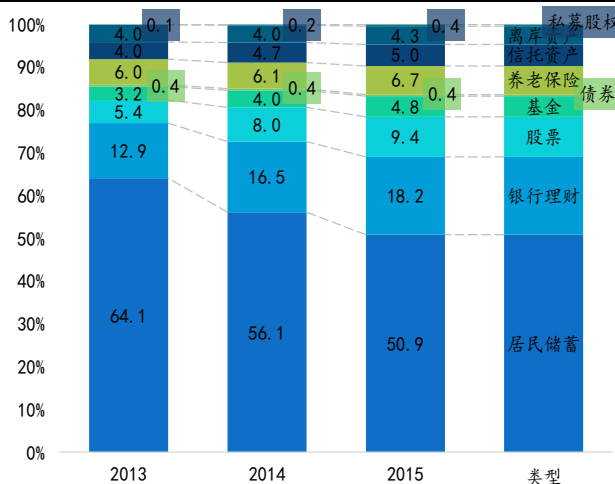


数据来源：2014 银行理财年报，国泰君安证券研究。

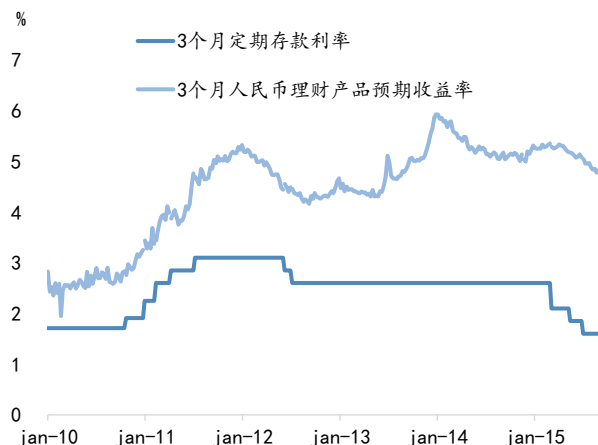
银行理财已成为家庭理财中重要组成部分，由于理财产品由银行发起，储户通常将其投资视为零风险，预期能够到期收回本金并获得一定利息收入，在利率市场化的情况下对储蓄存款的替代效应明显。根据兴业银行和波士顿联合出版的《中国私人银行 2015》，银行理财占个人可投资资产的比例一直稳中有升，2015 年达到 18.2%。银行理财收益稳健、认购便利、刚性兑付等特征正逐渐取代储蓄的作用，同时 2015 年货币宽松的大环境也使得居民储蓄更多地流向更广阔的财富管理市场。

图 3：银行理财已成为居民财富的重要配置对象

图 4：银行理财收益率显著高于存款



数据来源：波士顿咨询，国泰君安证券研究。



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

1.2. 庖丁解牛：非保本/封闭非净值型/面向散户为主体

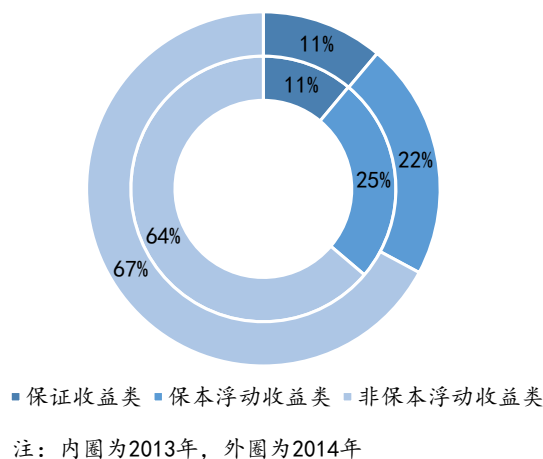
下面我们将从收益特征、运作模式、存续期间、投资者类型以及资产配置几个角度划分银行理财市场：

1) 从收益特征类型上看，非保本产品由于具有出表的作用，符合银行规避监管或满足监管要求的初衷，其在产品中占比最高。截止 2014 年末，非保本型理财产品余额 10.09 万亿，占全市场 67.17%，保本浮动型理财产品 3.26 万亿，占比 21.7%，而保本保收益型理财产品余额为 1.67 万亿，占比仅 11.14%。

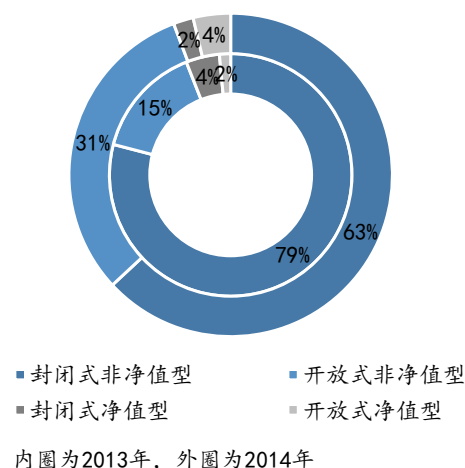
2) 从运作模式看，封闭式、非净值型产品主导市场，封闭式非净值型目前占比最高，达 63%。但根据新的监管要求，理财产品运作方式或向开放式和净值型转换。2014 年末出台的《商业银行理财业务监督管理办法》征求意见稿为打破理财“刚性兑付”，由银行承担“隐性担保”责任的现状，加大了银行操作非净值型产品的成本，推动理财产品向“买者自负”的开放式净值型产品转换。2014 年末开放式理财产品资金余额较 2013 年末增长 3.56 万亿元，增幅为 210.51%，占市场的比例提高 18.43 个百分点。其中，非净值型理财产品资金余额 4.68 万亿元，较 2013 年末增长 3.15 万亿元；净值型理财产品资金余额 5,607.5 亿元，较 2013 年末增长 4,079.7 亿元。

图 5：银行理财产品非保本收益居多

图 6：银行理财产品运作模式多样



数据来源：2014 银行理财年报，国泰君安证券研究。



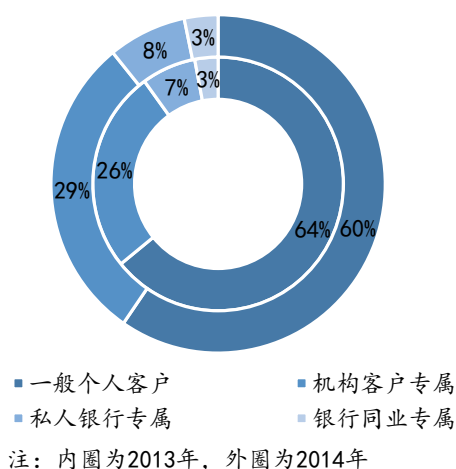
数据来源：2014 银行理财年报，国泰君安证券研究。

3) 根据客户划分，个人客户仍是理财产品的主要对象，2014 年一般个人客户理财产品资金余额 8.95 万亿元，占全部理财产品资金余额的 59.58%。然而，随着利率市场化深入和资金竞争加剧，针对公司流动性资金的对公理财业务快速发展以及可观的高净值客户群体逐渐被各理财群体所重视，机构投资者和私人银行客户的占比逐渐提升。

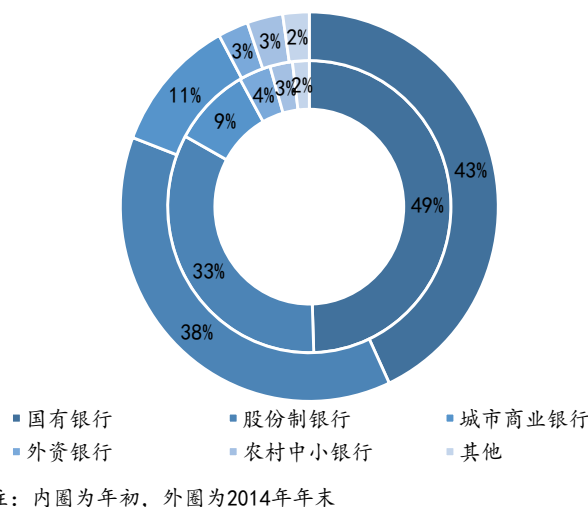
4) 从发行主体看，国有银行仍占据主导地位，但比例有所下降。截止 2014 年末，国有银行理财资金余额占据市场主体地位，规模为 6.47 万亿，占比 43.06%，较上年末增长 1.42 万亿，占比下滑 6.25 个百分点；其次为股份制银行，理财余额为 5.67 万亿，占比 37.74%，较上年增长 2.52 万亿，占比提高 4.45 个百分点，此外，城商行理财余额为 1.7 万亿，占比提高 2.4 个百分点至 11.3%。

图 7：银行理财产品客户类型分布

图 8：银行理财产品发行主体分布



数据来源：2014 银行理财年报，国泰君安证券研究。



数据来源：2014 银行理财年报，国泰君安证券研究。

5) 根据存续期间划分，短期理财产品仍是主流，从封闭式理财产品期限分布来看，截止 2014 年末，3 个月以内的短期理财产品存续余额为

3.51 万亿，占比下降 3.7 个百分点至 35.87%；3-6 个月期产品存续余额 2.66 万亿，占比提高 4.5 个百分点至 27.22%；6-12 个月期产品存续余额为 2.87 万亿，占比提高 2.46 个百分点至 29.34%；1 年期以上的理财产品存续余额为 7410.2 亿，占比下降 3.24 个百分点至 7.57%。然而，2014 年 9 月，为了约束银行业金融机构拉存款“冲时点”行为，监管机构设置商业银行存款偏离度指标不得超过 3%，1-3 个月的理财产品占比预期会出现一定回落。

6) 从资产配置情况来看，债券及货币市场工具、银行存款、非标准化债权类资产是理财产品主要配置的三大类资产，三者余额达 14.38 万亿元，共占理财产品投资余额的 91.22%。44% 的理财产品投向了债券市场，参与并推动了 2014 年债券市场的牛市；银行存款及现金主要是为了维理财产品的流动性的需要；非标产品占比有所下降，原因既包括 2013 年 8 号文对于非标产品的投资比例的严苛限制，也包括近年来中国持续低迷的实体经济以及监管对于地方融资平台的规范导致非标产品质量下降、供给虚弱；但另一方面，2014 年开始的牛市使得银行理财开始通过一些非标产品对接股市，其中包括伞形信托优先级、资管计划优先级、两融收益权等。

图 9：银行理财产品存续期间分布

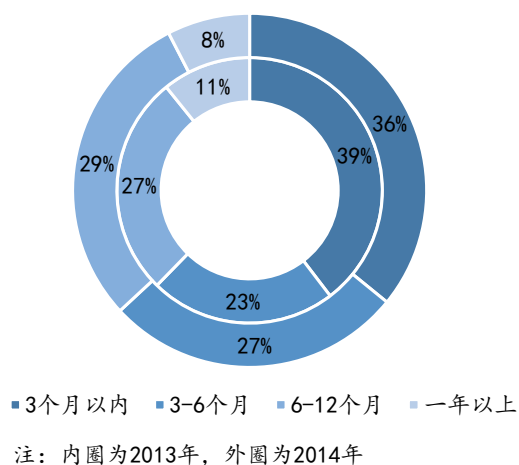
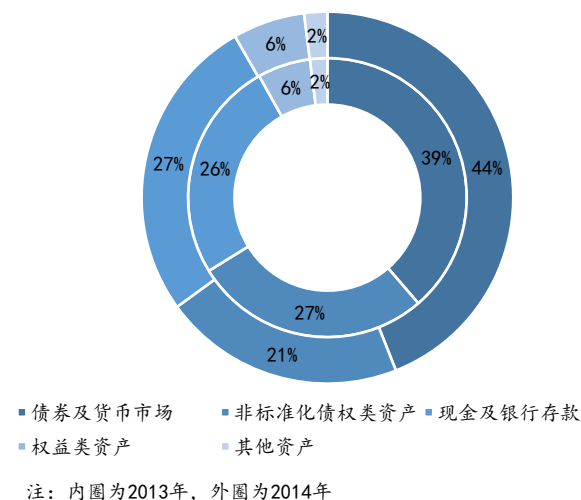


图 10：银行理财产品资产重点配置债券/货币/非标



数据来源：2014 银行理财年报，国泰君安证券研究。

数据来源：2014 银行理财年报，国泰君安证券研究。

表 1：银行理财重要政策演化一览

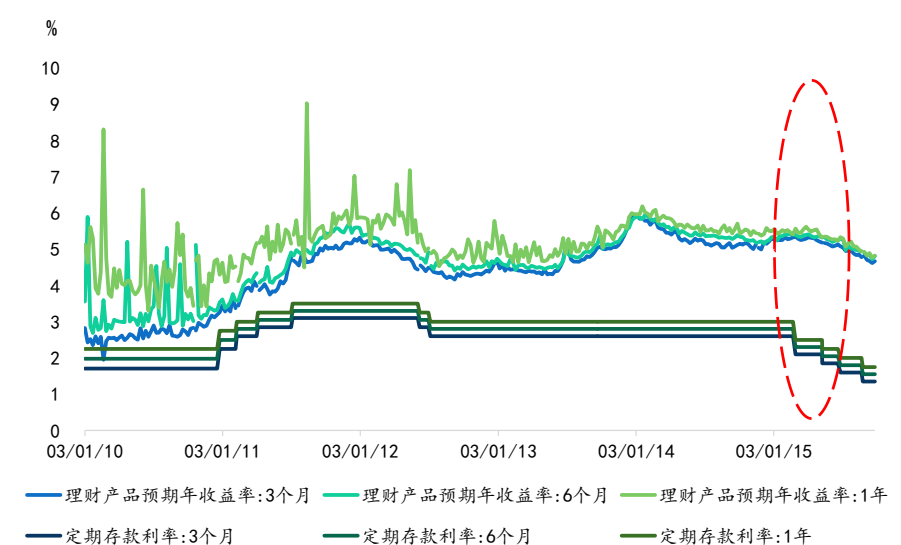
发布时间	政策名称	政策简介	政策影响
2013.03	《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》	8 号文强调商业银行应实现每个理财产品与所投资资产的对应，做到每个产品单独管理、建账和核算；商业银行应当合理控制理财资金投资非标准化债权资产的总额，理财资金投资非标准化债权资产的余额在何时点均以理财产品余额的 35% 与商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4% 之间孰低者为上限。	非标类产品配置比例逐渐回落
2014.01	《关于加强影子银行监管有关问题的通知》	商业银行要按照实质重于形式的原则计提资本和拨备；商业银行代客理财资金要与自有资金分开使用，不得购买本银行贷款，不得开展理财资金池业务，切实做到	资产池模式将逐渐被打破

资金来源与运用一一对应		
2014.09	《关于加强商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》	商业银行应加强存款稳定性管理，约束月末存款“冲时点”，月末存款偏离度不得超过3%。
2014.12	《商业银行理财业务监督管理办法》	加大传统预期收益率类理财的操作成本，如要求预期收益率型产品投资的非标准债权资产应按照“实质重于形式”的要求回表核算，根据所投资基础资产的性质，计算存贷比等相关监管指标，准确计量风险并计提相应资本与拨备。但允许净值型产品的30%投资于非标准债权资产，且无须回表核算等。
资料来源：银监会网站，国泰君安证券研究。		

1.3. 刚性兑付百姓欢喜，收益下行大势所趋

2015年上半年人民币理财产品收益率维持稳定。截至2015年6月30日，在央行屡次降息降准以放宽资金面的情况下，理财产品的收益率依然维持在5%以上。我们分析了近期理财产品仍能维持较高收益的原因。

图 11：2015 年上半年人民币理财产品收益率维持稳定

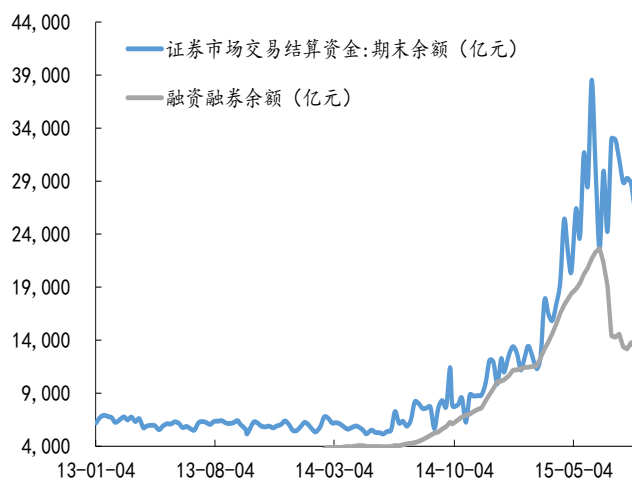


数据来源：wind，国泰君安证券研究

首先在外部竞争方面，2015 年上半年股市飙升，打新基金一类的产品基本无风险高收益，对银行理财产品产生了分流的作用，数据也表明，股票类基金、混合型基金等上半年份额均快速成长，证券市场结算交易资金余额、融资融券余额节节攀升。银行理财产品出于对规模的维护，必然需要对客户提供较高的收益率。

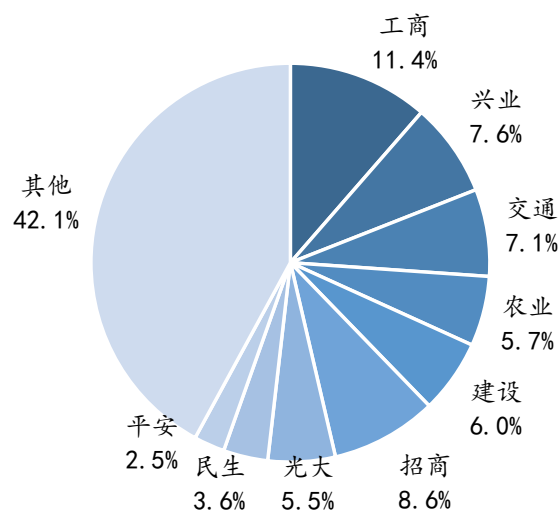
其次，在内部竞争方面，随着利率市场化接近尾声，金融脱媒速度放缓，银行理财产品增长速度放缓，在市场逐渐稳定的情况下，各家银行都需要谨小慎微，在理财产品同质化的市场中努力维持高预期收益率以维护市场份额。而对于理财规模较大的银行来说，其更需要维护现有的市场份额以保持资产端部分流动性较差资产的流动性。

图 12: 2015 上半年股市参与度火爆



数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

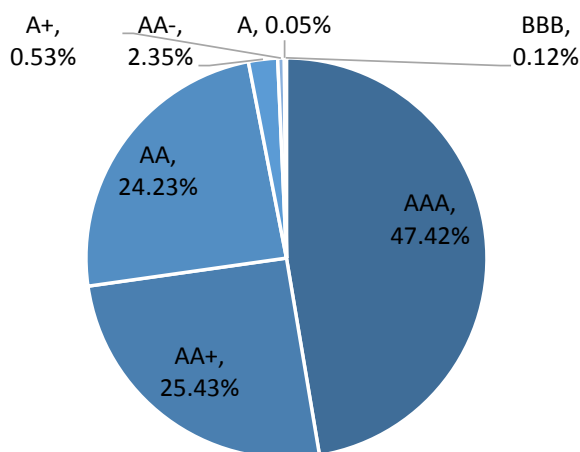
图 13: 各家银行上半年银行理财规模市场份额



数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

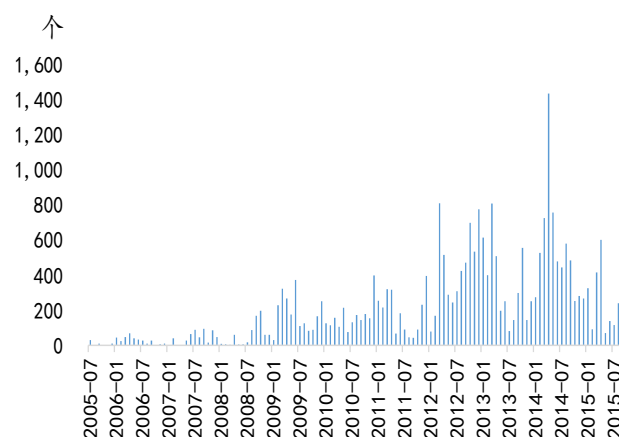
债券是银行理财产品最主要的配置对象。在 2013 年 3 月 8 号文出台后，银行理财产品投资非标理财产品受限，银行理财加大了信用债的配置，成为了信用债配置的绝对主力。进一步来看，理财产品所投资的信用债，整体信用风险相对较低，高信用评级的债券资产占主体。以 2014 年 12 月末理财资金信用债的投资情况来看，47.27% 为 AAA 债券，25.43% 为 AA+ 债券，24.23% 为 AA 债券，这三类债券占全部有债项评级债券的 95% 以上，BBB 级及以下债券持有额不足 1%。与此同时，部分产品“非标转标”，城投债等由政府担保的低风险高收益的债券品种受到了理财产品配置的青睐。

图 14: 理财产品所投资的信用债的风险相对较低



数据来源: 2014 银行理财年报, 国泰君安证券研究。

图 15: 2014 年以来城投债发行量剧增

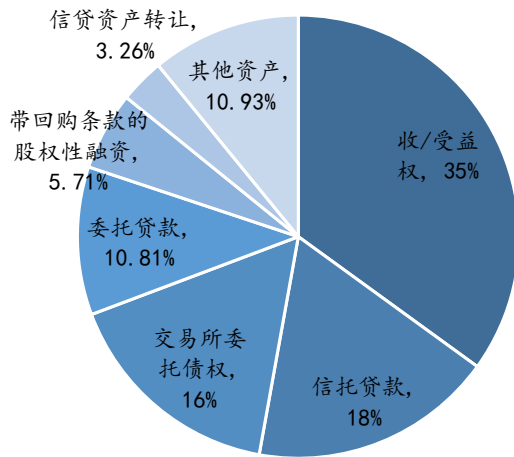


数据来源: wind, 国泰君安证券研究。

非标准化债权类资产亦为银行理财产品主要投资的资产之一，截至 2014 年末，投资于非标准化债权类资产的资金占投资总额的 20.91%。其中，收/受益权所占比重最大，占全部非标资产 34.97%。2015 年上半年银行推出许多创新产品以在股市中分一杯羹，缓冲收益率下降速

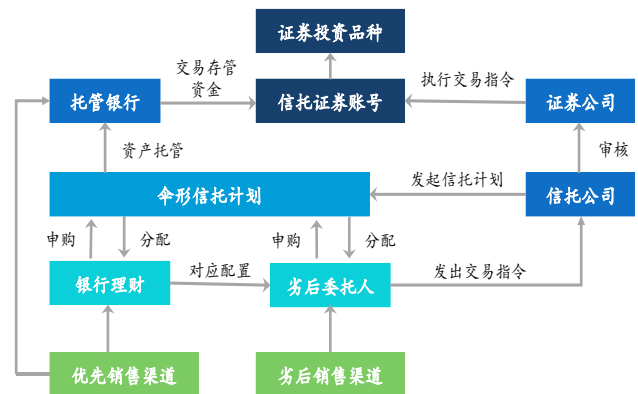
度。本轮股市由多种杠杆工具推动，银行对接股市的工具包括：伞形信托、两融受益权、打新基金、分级基金 A 等。

图 16：银行理财产品参与了非标债权配置



数据来源：2014 理财年报，国泰君安证券研究。

图 17：银行理财资金参与伞形信托的业务模式



资料来源：国泰君安证券研究。

但上述业务收益只有阶段性优势（2015 年 6 月之前），7 月以来银行理财产品收益率加速下行，三个月理财产品收益率已下降 38bp，跌破 5%，预计未来一段时间还将持续下行。一方面从可比资产收益率变化看，资金、同存、票据、债券、存款和货币基金利率等均已大幅下行，并创历史新低，理财产品价格相对高估；另一方面从可投资资产看，2015 上半年股市火热吸引了大量理财的优先级资金，但随着股市暴跌、两融和股权质押收缩，IPO 与定增暂停，类固定收益资产的供给急剧下降，打新、伞形等策略将不再适用。

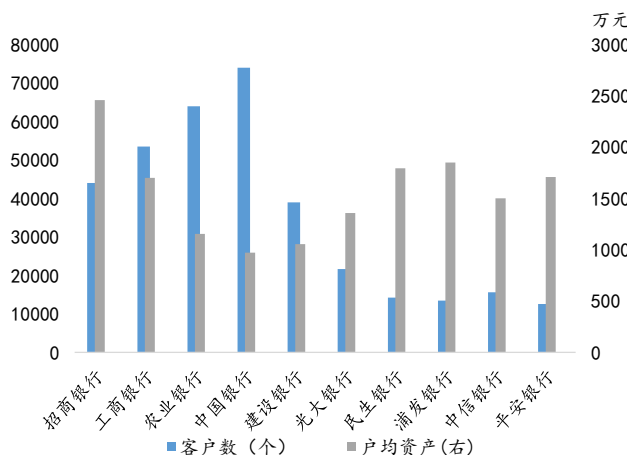
2. 私人银行：财富管理新秀，银行转型一跃

私人银行是银行转型的重要一环，其“代客”、“受托”的业务模式要求银行能够为高净值客户提供全方位、个性化、私密性的综合财富管理服务。商业银行将借私人银行转型从产品销售为主的服务方式转向包括咨询、对公、投行的全方位式的定制服务。全球私人银行起源于欧洲，目前全球已经形成了以日内瓦、苏黎世、伦敦、纽约、新加坡和香港为中心的私人银行网络。

中国私人银行业务属于海外舶来品。2007 年 3 月，中国银行与苏格兰皇家银行合作在北京、上海两地设立私人银行部，这标志着中国本土私人银行业务的正式起步。同年，招商银行、中信银行、交通银行的私人银行部门相继成立。在随后的 7 年多时间里，本土私人银行开始迅速发展。截止 2015 年 6 月，16 家上市银行中有 13 家开立私人银行业务，客户总数达 36 万人，管理资产规模超过 5.6 万亿，占总资产的 5%；而就信息披露一直较为完整的招商银行、工商银行、农业银行和民生银行看，2011 年至今私人银行业务管资产规模的复合年增长率达 29.4%，

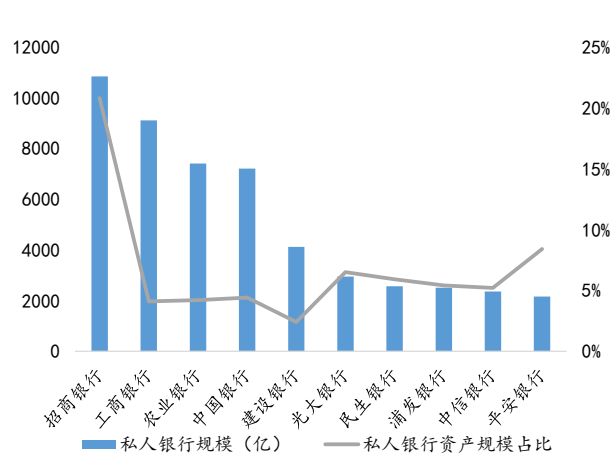
且年增速一直提高。

图 18: 四大国有银行和招商银行客户积累居前



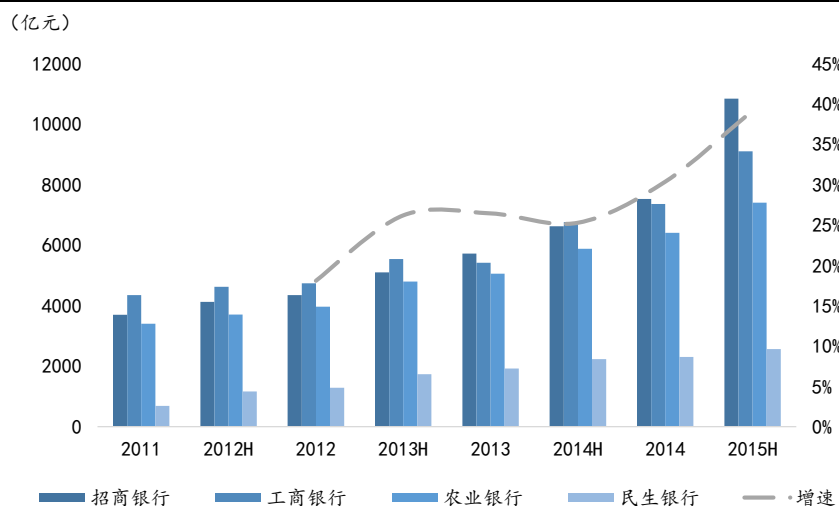
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

图 19: 招商/工商/农业银行业务规模居前



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

图 20: 国内大行私人银行业务保持快速增长



资料来源：公司年报，国泰君安证券研究。

海外私人银行多采用事业部模式，而目前国内私人银行采用大零售业务和事业部模式并行的模式，根据我们调研，实践上零售业务模式实施效果优于事业部模式。我们认为这因为事业部推行垂直管理、独立核算，强化业务分权，这与国内银行根深蒂固的业务集权模式存在的矛盾：第一，从客户资源看，私行部门同个金部门在客户来源上存在潜在冲突。自我开发新客户是不二法门，但短期成本高收效低，所以很多事业部的私行部门热衷于从分行个金部“抢”存量客户，威胁到个金部的利益，业务推广受到很大阻力；第二，从内部管理看，人财物独立的事业部与其他业务条线的沟通协调成本大，设立于各地的分部（中心）容易产生多头管理和多重汇报等困扰。第三，从资源配置看，典型事业部作为独立核算的经营主体，与作为经营单位的分支行，在财务资源/利润分配等方面存在潜在利益冲突。

图 21: 国内私人银行文化发展需要成熟的财富管理理念相适应



资料来源：新浪财经。

全球一流私人银行有能力根据客户的需要调动各个领域的资源，开发设计专属的综合金融产品，做到私人订制。而目前中国的私人银行机构受制于对混业经营限制，能为客户提供的自主开发的产品有限，国内私人银行整体表现出“长于服务，短于产品”的怪圈。随着高净值客户在财富管理方面的日益成熟，客户提出综合化金融需求，银行限于自身能力，寻求跟券商、基金、保险、信托、私募等方面的合作，自身成为为客户提供产品的平台。但这种合作模式业也存在明显弊端：一是银行作为直接面对客户的机构，其固有严谨风险管理文化将与合作方之间产生沟通障碍，影响产品管理流程的衔接；二是银行不能直接参与资产管理，存在操作风险下权利与责任的不统一；三是受监管政策限制，大量跨市场、交叉性的金融产品无法推出，影响了业务和产品的创新力度。财富管理是私人银行的主战场，但标准化或格式化的产品，无法满足高净值客户日益增长的个性化、综合化的财富管理需求，解决这一问题，这将是未来中国私人银行产品端的突围之径。

3. 第三方理财机构：“钟鸣鼎食”阶层的理财管家

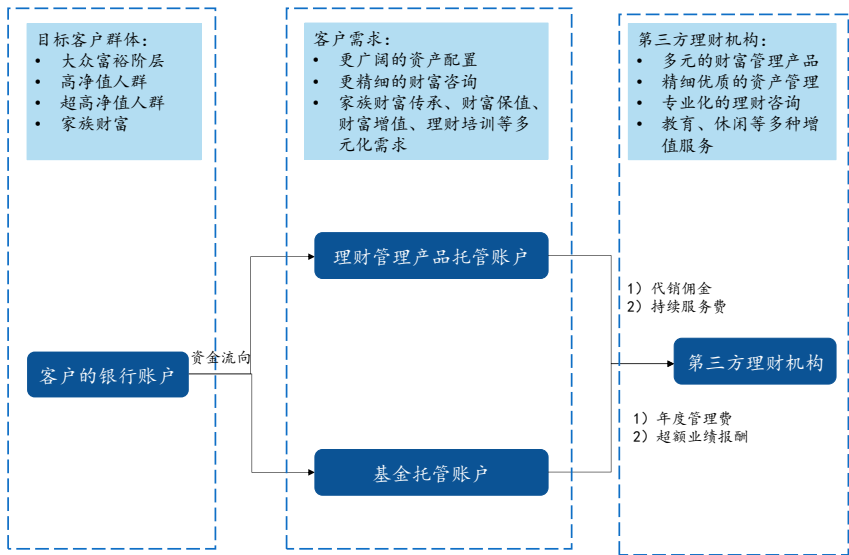
3.1. 发展现状：财富管理与资产管理并驾齐驱

第三方理财机构是根据自身不同的专业能力，定位于大众富裕阶层至超高净值客户的独立理财公司。其不隶属于任何的金融机构，深耕于某一领域的金融资产，为客户提供定制化的投资建议，形成与大型金融公司差异化的服务。

目前第三方理财机构的业务涉及了财富管理和资产管理领域。财富管

理业务，公司将从产品开发者处收取一定的一次性佣金，一般财富管理业务中的一部分产品来自外部采购，另外一部分的项目则来自下层的资产管理公司。对于资产管理业务，机构在基金成立时会向客户收取一次性服务费，对于部分产品还将收取持续性管理业务，包括超额收益分成和持续性管理费。

图 22： 第三方理财机构业务模式包含了财富管理和资产管理领域



资料来源：国泰君安证券研究

在为高净值客户提供服务的市场上，银行的私人银行部的产品种类齐全，通常包含了现金管理/货币市场类产品、固定收益类产品、权益类产品、另类投资产品等。然而总体来看，银行的产品缺乏特色与质量极佳的资产，容易导致银行私人银行部门之间的产品同质化竞争。相较而言，第三方理财机构规模较小却具有差异化的特色。产品上，或以灵活的资产配置变动为特色，或具有明显的股东特色。

表 2： 第三方理财机构与银行私人银行部之间将展开激烈竞争

	第三方理财平台	银行私人银行部
典型案例	诺亚财富、钜派投资	招商银行、工商银行
产品种类	-固定收益类，私募股权类，二级市场股权基金，保险产品以及对冲基金产品等 -灵活进行资产配置，顺应资本市场大潮。 -优质资产较多，往往和领导者及大股东背景相关	-现金管理/货币市场类产品、固定收益类产品、权益类产品、另类投资产品等 -产品种类广泛齐全，得益于银行系背景，上游供应充足。但缺乏主打产品与明显的优质资产。
增值服务	-相对较少但专业性较强	-资源较多，通常包括私人医疗、连线理财、机场贵宾、品质生活、艺术品鉴赏等
人力资源	-拥有成体系的经理培训模式，能向客户提供理财咨询、高端教育等服务，口碑良好。	-虽然人力资源充足但专业性较差，投资咨询能力尚需加强
基础设施	-需要资本以快速扩张	-收益于遍布各地的网点
技术创新	-网上服务一般较为完善齐全	-反应能力较差，网上平台一般没有实际功能

资料来源：国泰君安证券研究。

3.2. 竞争格局：行业领军者逐渐崛起

目前第三方理财市场公司呈现出小而散的特色，行业领军者正在逐渐形成，较为知名的有诺亚财富、钜派投资、恒天财富、优选财富等，其中诺亚财富和钜派投资已在纽交所上市。

诺亚财富是国内较早成立的第三方理财机构之一，2010 年在纽交所上市。目前业务涵盖了财富管理、资产管理、互联网金融板块。（海外产品平台是跨财富管理和资产管理的平台）。公司业务定位是用轻资产、多元化、全方位服务及线上线下结合模式，成为服务全球华人财富管理需求的综合金融平台。相对于只单纯做信托产品销售，公司可以实现“资产创设、资产销售，投后风控，跟随服务”的一体化模式，实现对之前纯销售渠道模式的突围。

图 23：诺亚财富是国内首家赴美上市的第三方理财机构

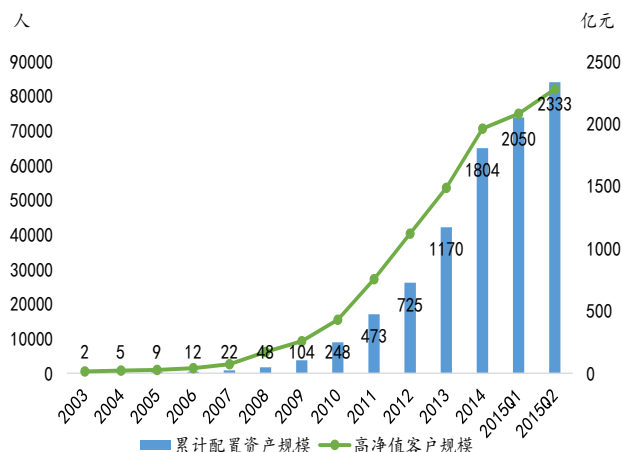


资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

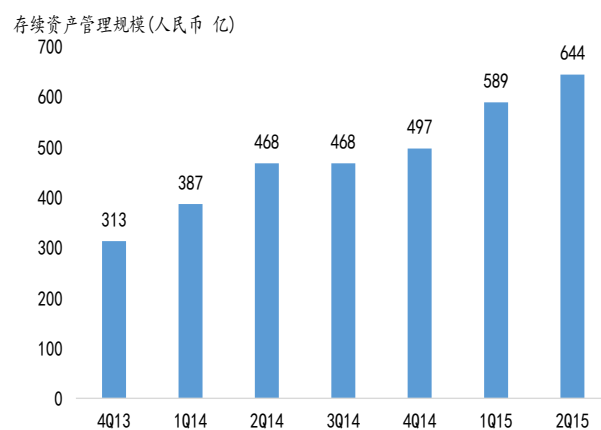
截至 2015 年第 2 季度，诺亚共有 953 位理财师，遍布于全球 65 个城市的 112 个分支机构。公司累计注册客户达 81939 人，其中活跃客户数 5412 人，累计财富配置规模达 2333 亿元，存续资产管理规模达 644 亿元。

图 24：诺亚累计资产配置规模迅速突破 2333 亿元

图 25：诺亚年存量资产规模平稳达到 644 亿元



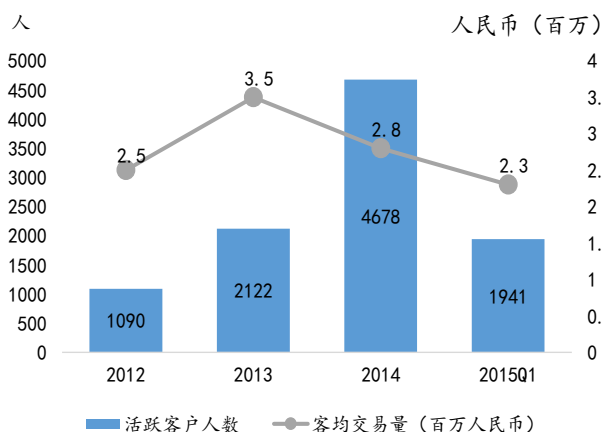
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

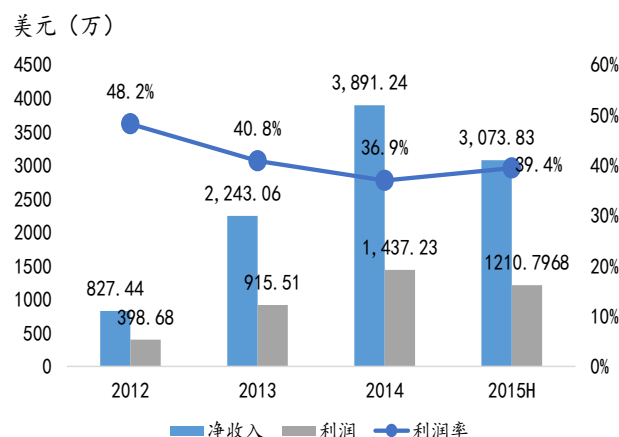
钜派投资集团于 2010 年组建，2015 年登陆纽交所，也是国内最早成立，规模最大的专业财富管理机构之一。目前，集团下设钜派投资-财富管理、钜洲资产-投行业务及资产管理、钜派钰茂-公募基金销售三平台，分别通过资管产品、公募基金、投行业务为高净值客户提供综合金融服务。截至 2015 年第一季度，公司有 852 位员工，32 座客户中心遍布 18 个城市。2015 年上半年存续资产管理规模约 51 亿元，实现净收入 1.8 亿元，净利润率为 39.4%，期间活跃客户人数 1941 人，人均交易量 2.3 百万人民币。

图 26: 钜派资产活跃客户人数波动较大



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

图 27: 钜派资产上半年净收入超 3000 万美元



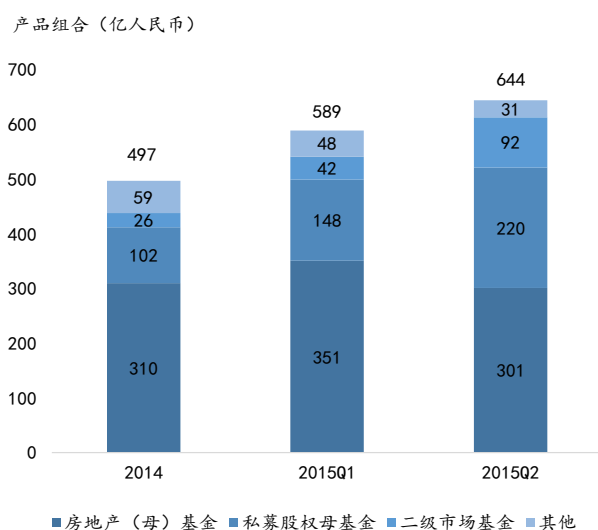
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

行业领先者在资产配置上表现出灵活以及具有股东背景的特色。其中诺亚财富能够顺应资产配置的大流调整产品组合：

诺亚财富下的歌斐资产顺应中国经济结构转型方向，上半年明显加大了私募股权以及股票二级市场投资比例，缩减了传统的地产类业务比例，截至 2015 年二季度末公司存续资产管理规模(AUM) 达到 644 亿美元，其中多元化产品组合-房地产基金及房地产母基金比例 62%降至 47%，私募股权母基金比例自 21%增至 34%，二级市场基金由 5%上涨至 14%。

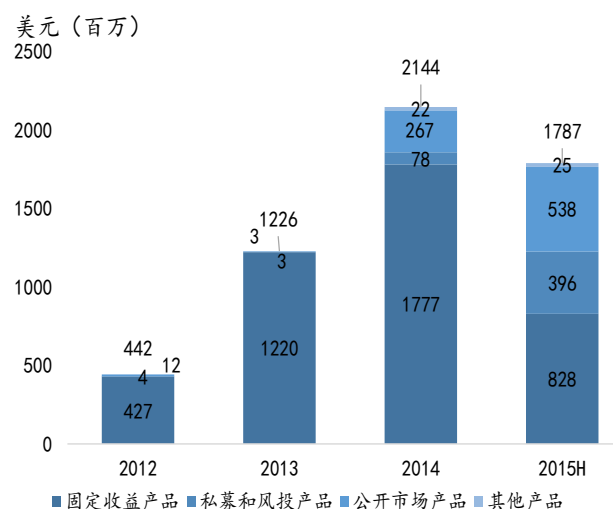
而钜派投资的产品具有明显的股东（房地产背景）特色：1）目前钜派约有60%的销售收入来自于房地产基金。相对于其他第三方理财平台，钜派房地产类项目优势在于其控股股东易居中国旗下的克尔瑞数据是中国房地产重要的数据公司，能提供非常多有价值的数据，保证了钜派产品的质量；且由于易居中国本身就是房地产销售公司，钜派还能能为开发商提供从拿地到销售等全程的完善服务，解决项目的流动性风险问题。2）PE/VC 产品最近的销售比例有所提高，其主要原因在于清科创投和景林投资两位股东的加入为公司带来了私募和风投的资源。

图 28：诺亚财富近来配置 PE 产品比例显著上升



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

图 29：钜派投资配置房地产类产品较多



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。

3.3. 业务新模式：一体化布局把控资产端/流量端

上帝对诺亚说：你要用歌斐木造一只方舟，一间一间地造，里外抹上松香。
——《圣经》中对“诺亚/歌斐”关系的解释，
这亦为诺亚财富旗下“歌斐资产”名称的由来

以诺亚财富威力，公司业务涵盖了财富管理、资产管理、互联网金融板块。（海外产品平台是跨财富管理和资产管理的平台）。公司业务定位是用轻资产、多元化、全方位服务及线上线下结合模式，成为服务全球华人财富管理需求的综合金融平台。相对于只单纯做信托产品销售，公司可以实现“资产创设、资产销售，投后风控，跟随服务”的一体化模式，实现了对之前纯销售渠道模式的突围。

表 3:: 诺亚已布局了国内外资产管理能力（歌斐资产/诺亚香港）和两大销售渠道（诺亚财富/互联网金融）



资料来源：公司报告。

受制于资管产品属性，与外部产品提供商难以维护稳定关系，单纯做流量端发展空间狭窄。渠道模式相对适合产品同质化且供给大于需求的东西，这种情况下渠道优势才能体现。中国理财市场上同时符合这两个特点金融产品只是局限于货币基金。而像私募股权、信托产品在收益率高且风险可控，流量端优势不显著。据我们了解，2012 年信托市场火爆后，信托公司纷纷自建渠道，而第三方销售渠道优势基本瓦解；由于前期出现 PE 产品风险暴露，2013 年后 PE 产品在银行渠道销售受到一定限制(主要因监管政策)，而 PE 产品高净值客户需求较大，根据民生银行私人财富管理部研究，25%的高净值客户购买过 PE 类产品，48%对该类产品感兴趣，并会将资产转入提供该产品的私人银行。

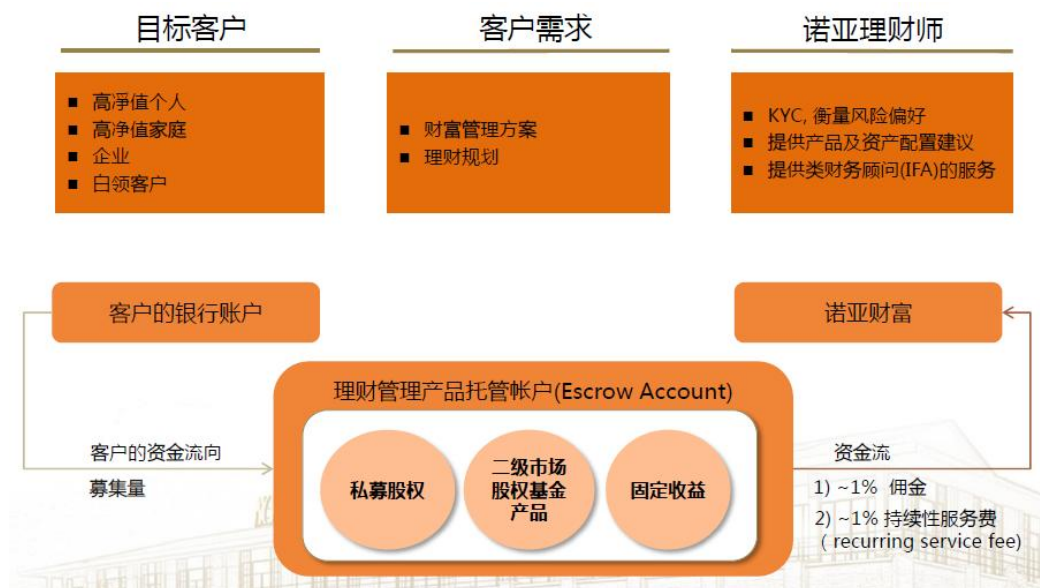
认识到单纯做渠道的不足，公司布局资产端，业务模式优势体现在业务先发、合作平台、团队管理三个方面：

先发优势。公司于 2008 年与外部优秀 PE 机构合作，已经储备了近 50 家 PE 机构合作资源，建立和维持了中国私募股权投资行业完备的 PE 数据库，能够以相对低成本与 PE 机构管理人合作。

平台优势。公司是业内首家第三方理财规划机构，有一定品牌优势，特别是公司由红杉资本参股，红杉为诺亚财富私募产品质量提供一定背书。

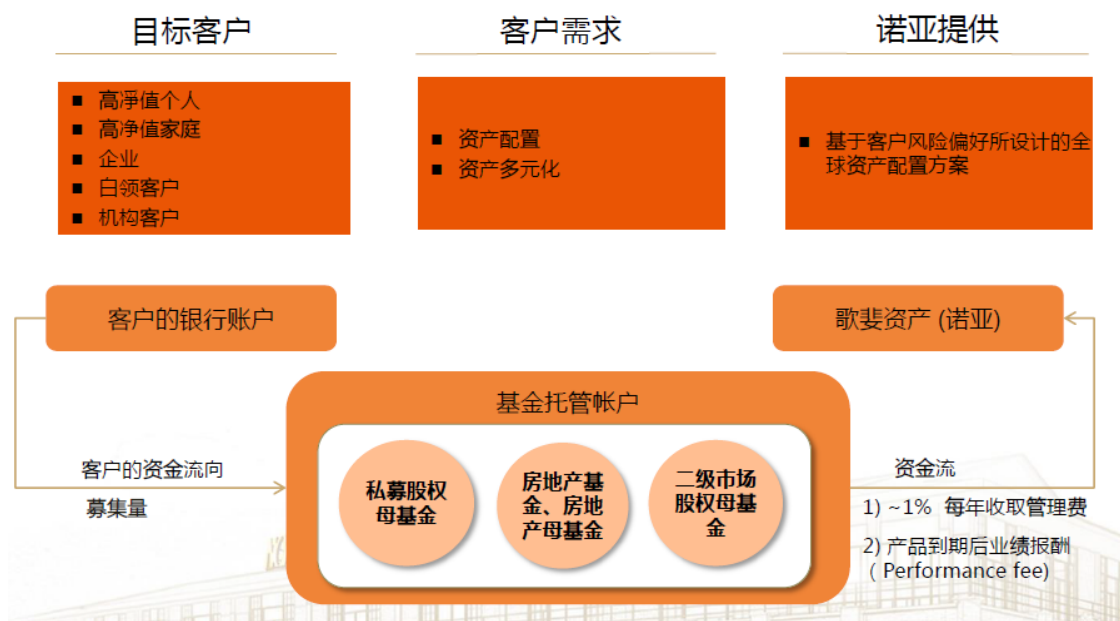
团队优势。公司有完整的大类资产配置团队，涉及证券/保险/信托等业内，有能力适合进行 FOF 配置。

图 30：财富管理板块依托产品分销及客户服务赚取募集费及后续服务费



资料来源：公司公告。

图 31：资产管理板块依托资产管理平台获得管理费收入



资料来源：公司公告。

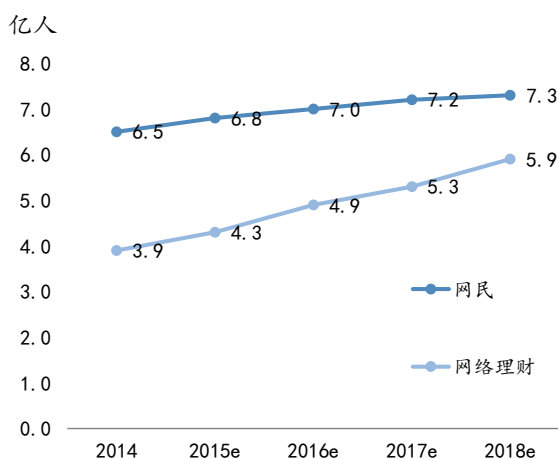
4. 互联网金融：风口上的野蛮人

4.1. 互联网理财：削减渠道，服务大众

互联网的发展减少了交易主体的信息不对称，传统资管行业的实体渠道有用性随之衰减。自 2013 年“余额宝”诞生以来，网络理财成了普通网民了解互联网金融最直接的方式，也是对中国绝大部分网民的个人财富相关性最强的一类互联网金融模式。而对于金融机构来说，网络也成为了一种新的产品输出渠道，它不仅更为廉价，而且可以积累大数据以探知市场需求，这有效的促进了互联网理财市场的发展。

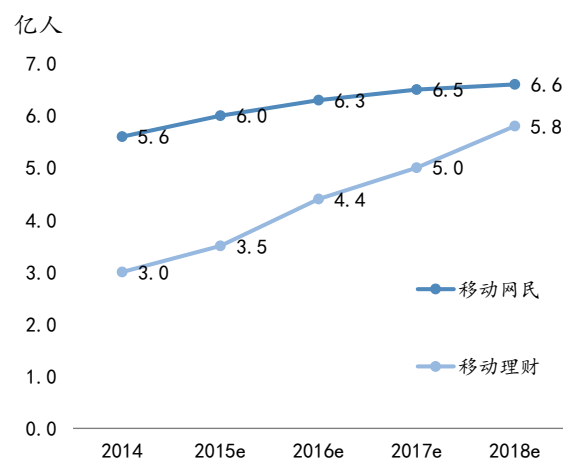
根据艾瑞咨询数据，截至 2014 年末，6.5 亿网民中 3.9 亿都已参与过网络理财，5.6 亿移动网民中 3 亿都已参与过网络理财，用户渗透率几乎是所有互联网金融细分行业中最高的。网络理财已成为普罗大众阶层的重要理财渠道之一。由于目前的中国市场互联网理财处于高速成长期，市场存在以下三个特点：①投资需求旺盛。在传统金融垄断时期，存款几乎是中国用户唯一的理财方式，投资者对更高收益的理财产品十分渴望；②金融机构产品复杂。目前大多传统金融机构都有各类理财产品，但是产品结构普遍比较复杂，客户难以理解专业术语，不敢轻易购买；③用户对理财的概念的理解尚处初级阶段，风险承受能力较差。因此，在中国市场上理财产品、货币基金、产险等较为易懂且存在持续需求的产品在互联网端较受欢迎。网上银行理财产品、股票以及保险产品仍是最常投资的产品，均被超过 30% 的网民投资过，P2P、公募基金紧随其后。

图 32：互联网理财在网民中渗透率高



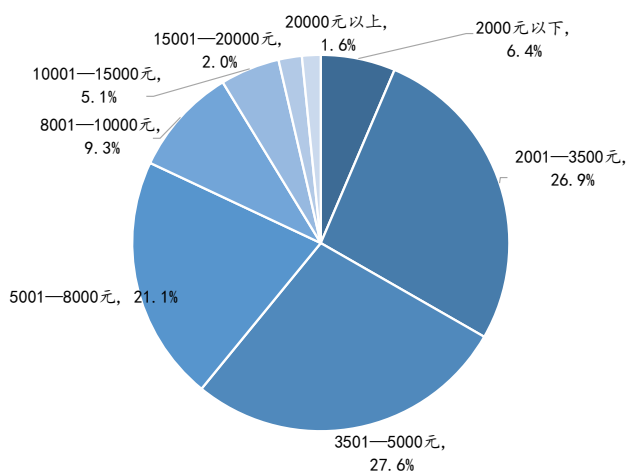
数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究。

图 33：互联网理财在移动网民中渗透率高



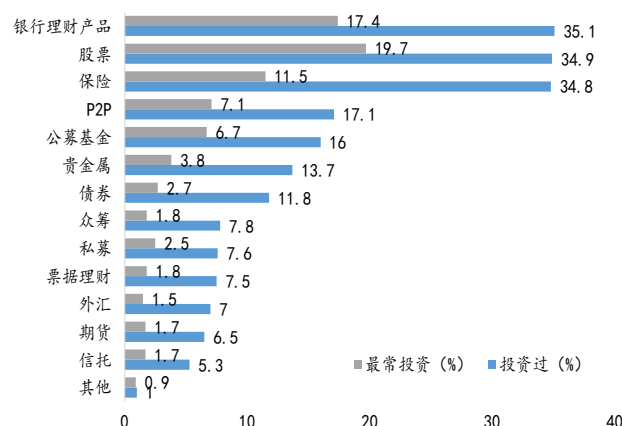
数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究。

图 34：互联网理财群众以大众富裕阶层为主



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究。

图 35：银行理财产品是互联网理财的重要投向



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究。

4.1.1. 竞争格局：鼎立格局逐步明晰

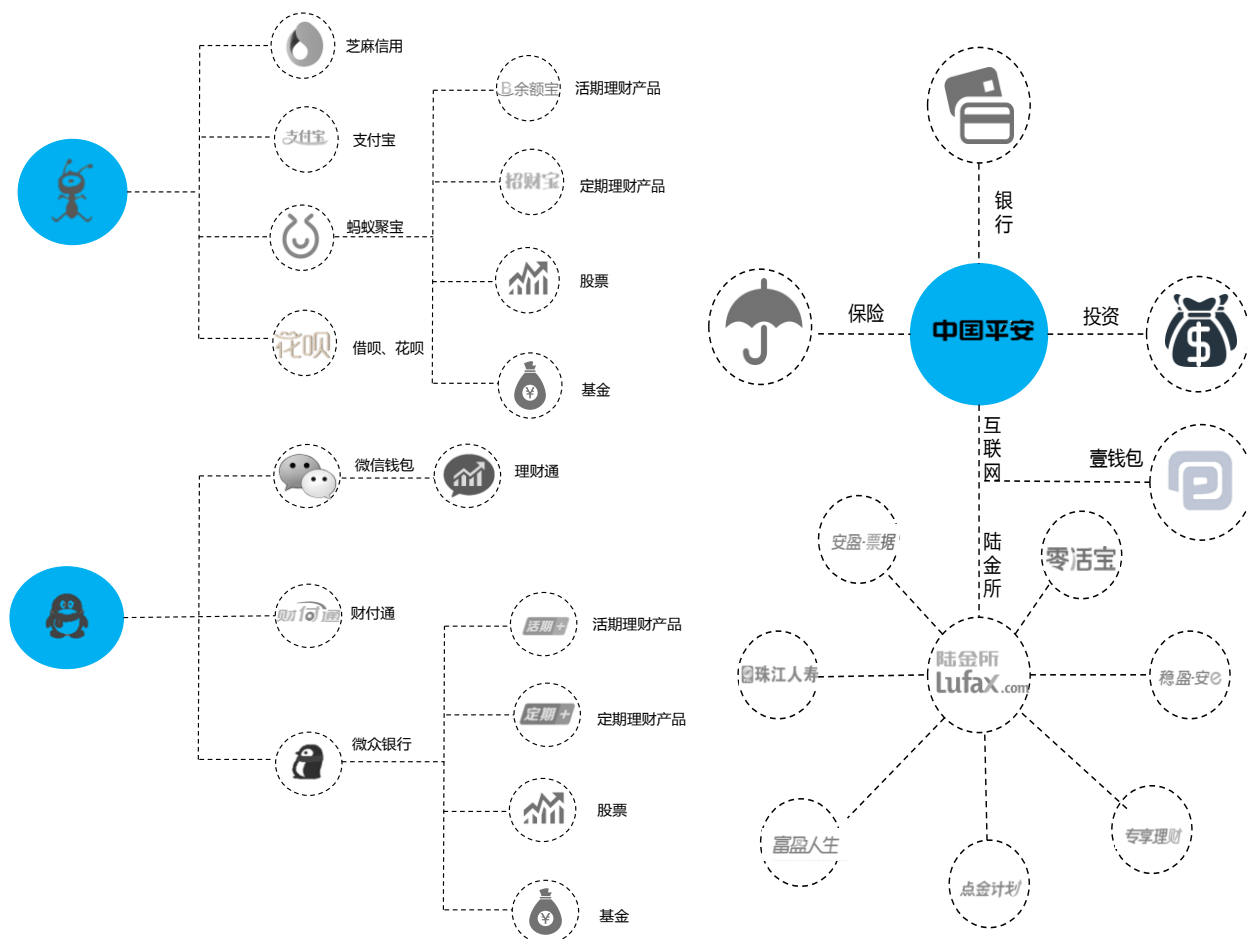


目前在互联网理财领域，阿里、腾讯以及平安集团已陆续构建起自己的“帝国版图”。阿里集团下的金融产品由蚂蚁金服管辖。之前由于支付宝仍侧重于购物的辅助工具，其理财功能并不是特别突出，2015 年其最新平台——蚂蚁聚宝推出后，将删除与理财无关的项目。至此，蚂蚁金服下基础服务板块（包括支付宝体系、便民服务体系以及芝麻信用体系），理财业务板块（包括余额宝、招财宝、娱乐宝等系列产品），信贷业务板块（借呗、花呗等相关产品）一应俱全。截止到 2014 年底，余额宝资金规模达到 5789 亿元。余额宝内置的“天弘增利宝”基金已成为全球第四大，中国最大的货币基金。

腾讯系产品包括理财通和 2015 年上线的微众银行。理财通是微信钱包下的一个栏目，特点便在于其内嵌于微信和 QQ 的体验，截止到 2015 年 7 月 31 日，理财通交易规模已突破 1500 亿，用户数已超过 1600 万。微众银行是继网商银行后的第二家互联网银行，由于立足线上，其技术特征不容小觑，包括远程面签开户、交叉验证：虚拟帐户，无卡时代：借记卡及信用卡帐户将以虚拟形式存在；大数据价值变现等技术都在这款产品中有所体现。在理财方面，刚上线的微众银行同样提供活期、定期、基金三类产品，且收益率相对吸引人。

平安系理财平台依赖于平安集团这个庞大的支柱，这使得平台上的理财产品种类众多。平安系包括壹钱包和陆金所两款产品。壹钱包是平安付推出的移动支付客户端。涵盖理财、购物、生活、转账、保障等板块。陆金所是平安集团线上化的重要战略产品。陆金所日前收购了平安惠普，加上之前打造与前海征信打造“P2P 人民公社”的概念宣传，使得这个金融界“天猫超市”更为强大。陆金所依靠中国平安天然沉淀了大量投资者，为投资人提供一站式理财超市，投资人可以通过人民公社购买多家 P2P 平台以及其他理财产品。截至 2015 年 6 月末，陆金所累计总交易量达到 8015 亿元，包括个人零售端 2013 亿元，机构端 6002 亿。

图 36：阿里、腾讯、平安三系鼎立的互联网理财市场

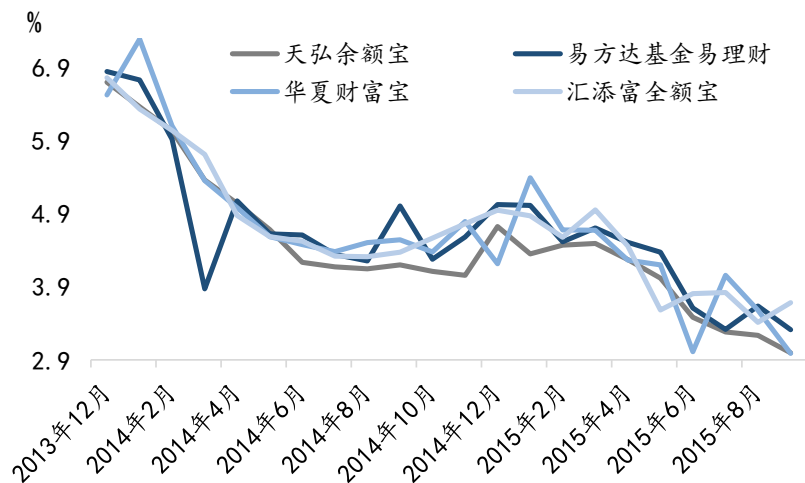


资料来源：国泰君安证券研究

4.1.2. 产品收益：活期下跌，定期纷呈

活期产品方面，产品年化收益率集中在3%到4.5%之间，微众银行2015年8月上线之初7日年化收益率在6%左右，意在吸引更多的潜在客户，但目前受央行释放流动性影响，收益率已降到5%以下。平安系的两款产品在5%以内（截止2015年10月，目前已降到约3.6%）。零活宝的实质是由深圳聚昇资产管理有限公司的开放式现金管理类定向委托投资项目，可投资于银行存款、委托贷款、信托计划、资产管理计划等标的；平安汇盈的实质是品按养老金橙保障开放式投资组合产品，可投资于货币工具、短期债券、付息债券以及包裹债券基金、证券公司专项理财计划的固定收益类产品，范围较货币基金更广。而余额宝作为互联网理财中货币基金的经典，目前收益率已回归至4%以下，2015年受央行多次释放流动性的举措，目前7日年化收益率仅有2.97%。

图 37：央行释放流动性使得货币基金收益率大跌



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

定期产品方面，陆金所产品的收益率一枝独秀，其投资期限较长，收益率也相对较高。众享太平为微众银行与太平洋保险新上线项目，该产品较高的收益率使得变售罄。蚂蚁聚宝下的招财宝由于投资期限相对较短，年化收益也相对较低。

表 4: 各系列主要产品收益率分布在 2.5%-10% 以内

系列	产品名称	产品类型	7 日年化收益率
腾讯系——微众银行	活期+	货币基金	4.11%
腾讯系——微众银行	定期+	封闭式非保本型养老保险	7.00%
腾讯系——理财通	货币基金	货币基金	2.99%——3.45%
腾讯系——理财通	定期理财	债券型基金	2.63%——3.19%
腾讯系——理财通	保险理财	个人养老保障管理产品货币型投资组合	3.67%
阿里系——蚂蚁聚宝	余额宝	货币基金	2.97%
阿里系——蚂蚁聚宝	招财宝（短期）	个人/中小企业/应收账款	4.50%
阿里系——蚂蚁聚宝	招财宝（中期）	个人/中小企业/应收账款	6.50%
阿里系——蚂蚁聚宝	招财宝（中长期）	个人/中小企业/应收账款	6.90%
阿里系——蚂蚁聚宝	招财宝（长期）	万能险/债券居多	6.6%——7.28%
平安系——陆金所	稳盈—安 e	个人贷	7.84%——8.4%
平安系——陆金所	稳盈—鑫保	个人贷	8.60%
平安系——陆金所	稳盈—变现通	个人贷	4.8%——6.0%
平安系——陆金所	稳盈—安业	房地产抵押型个人贷	7.5%——7.8%
平安系——陆金所	安盈—票据	汇票质押型个人贷	6.50%
平安系——陆金所	珠江人寿	万能险	5.40%
平安系——陆金所	富盈人生	养老保障委托管理	4.50%

		产品	
平安系——陆金所	零活宝	开放式现金管理类定向委托	5.00%
平安系——陆金所	专享理财	委托贷款	6.40%
平安系——陆金所	点金计划	个人贷+货币基金	9.20%——9.80%
平安系——壹钱包	任性理财	委托贷款债权转让	5.80%——7.20%
平安系——壹钱包	平安汇盈	保障开放式投资组合产品	5.24%
平安系——壹钱包	定期理财	票据定期金融理财	6.50%

数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究。

4.2. P2P: 政策收紧, 格局重塑

据网贷之家统计, 2015 年 6 月末共有 2814 家 P2P 平台, 待还资金额达 2087 亿元, 上半年总交易额达 3006 亿元, 预计全年可以达到 1 万亿元。P2P 网贷近年来的火热发展有多个原因: 1) 在投资端, 个人投资产品缺乏, P2P 提供了一项拥有较高收益率的产品; 2) 在融资端, 仍有许多个人和小微企业的融资需求得不到满足; 3) 在渠道方面, 对融资者来说 P2P 融资成本较低且获得方便, 对投资者来说基于互联网的操作也相当便捷。此外, 自 2012 年以来, 媒体大范围报道 P2P 借贷, 虽然多数报道均偏向负面, 但也使用户迅速了解了 P2P 借贷, 在人们心中形成了 P2P 的概念, 缩短了市场教育的时间。

然而, 迅速膨胀的背后也伴随着监管的缺失与问题平台的不断显现。据网贷之家统计, 自 2013 以来, 一共产生了 1031 家问题 P2P 企业, 原因包括跑路、停业、提现困难等。在 2010-2014 年网贷平台快速发展期后, 我们预计 2015 年开始网贷平台将会迎来清理期。7 月 31 日, 央行发布《非银行支付机构网络支付业务管理办法(征求意见稿)》将加速 P2P 行业的洗牌, 对于 P2P 平台而言, 其资金托管业务成本将上升, 一些规模较小的平台甚至面临找不到托管银行的风险, 而部分违规自建“资金池”、不找第三方托管平台的 P2P 机构则会受到监管压力。

图 38: P2P 平台总数突破 3000

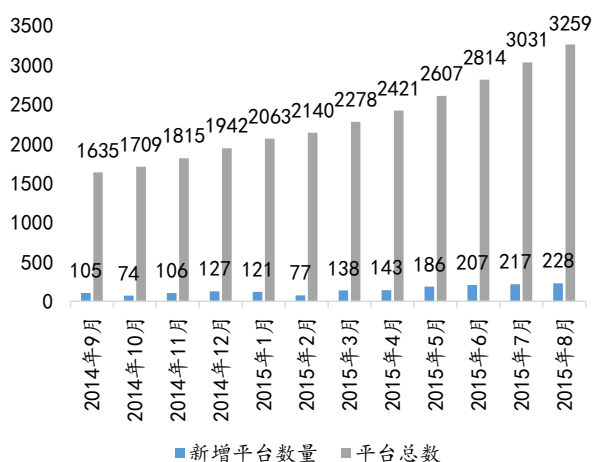
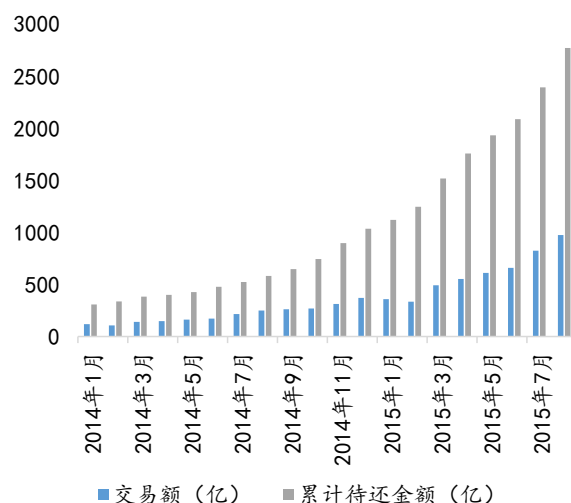


图 39: 2015 上半年 P2P 交易额突破 3000 亿



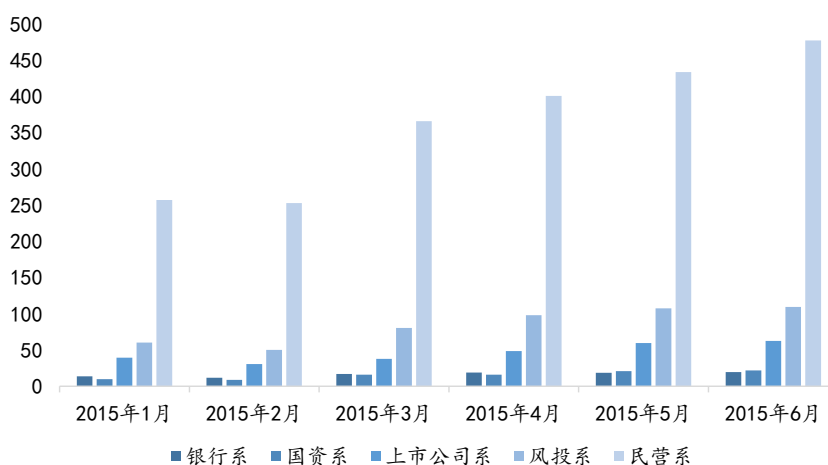
数据来源：网贷之家，国泰君安证券研究。

数据来源：网贷之家，国泰君安证券研究。

从行业格局看，P2P 平台可分为银行系、国资系、上市公司系、风投系和民营系。其中民营系占据绝对地位，上半年交易量总额达 2186 亿元，占总交易额的 69%，代表企业有利网、拍拍贷、人人贷、红岭创投等。与其他系别相比，民营系 P2P 平台的投资门槛较低，起投金额多在 100 元以下，同时投资收益率较高，品牌曝光率也更高，更受投资者青睐。而从单个企业看，P2P 行业的竞争激烈，以 2015 年 6 月数据为基准的 CR10 仅为 29.7%，行业龙头红岭创投市场占有率为 9.7%。

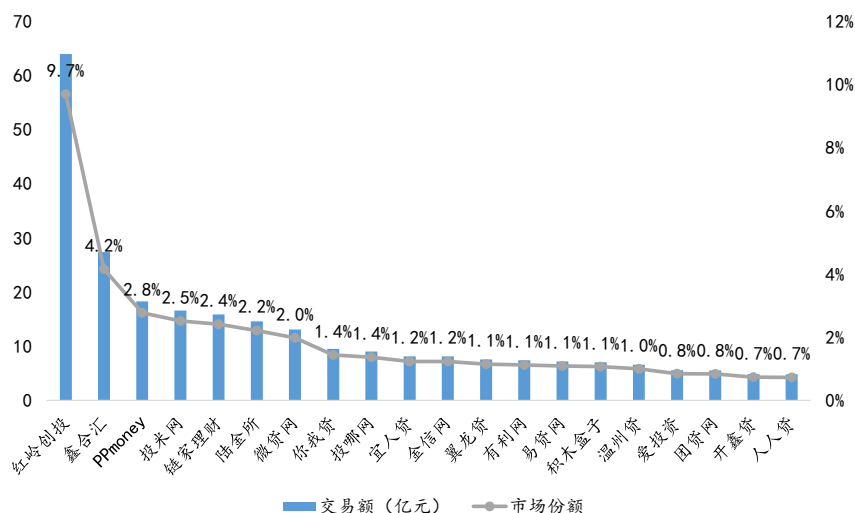
P2P 不死，只是重新进化为多种新的盈利模式，包括：1) 陆金所与前海征信打造的“P2P 人民公社”：将运用陆金所广阔的客户以及借助陆金所风控经验和前海征信宝贵的平安集团支持数据以及信用模型来筛选、管理和服务借款人，提高 P2P 平台信用评估能力以及相关的信贷服务；2) 核心大企业创建的 P2P 平台，资产端把控供应链金融：核心企业由于处于供应链中的核心位置，掌握了上下游的信息、运营资源，这类企业更能依据自己的专业特色发现上下游企业潜在的融资需求；3) 拥有产业专业背景的企业开展的 P2P 平台，深挖细分市场：如软件公司、电商巨头、光伏企业开展的 P2P 平台，能运用企业客户和个人客户的大数据进行征信评价，风控水平高。

图 40：民营系在 P2P 行业中占据主导地位



资料来源：网贷之家，国泰君安证券研究

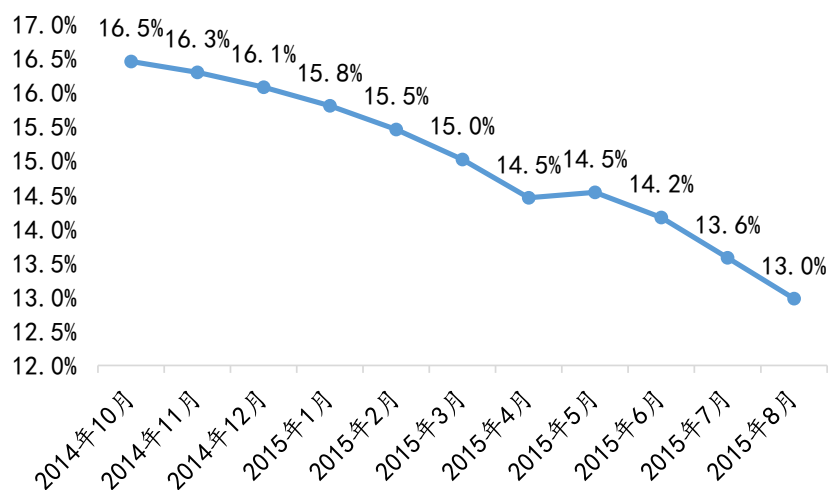
图 41：P2P 行业竞争程度偏低



资料来源：网贷之家，国泰君安证券研究

平台网贷的收益率之前一直稳定在在 10%—15%之间，但 2015 年以来网贷收益率差持续走低。我们认为原因在于 1) 在宏观层面，央行为了缓解经济下行的压力，2015 年来推出了一系列宽松的货币政策，这无疑会对网贷行业综合收益率带来影响，2) 随着网贷平台的人气进一步的上升，供需平衡发生变化，推动收益率进一步下降。未来，网贷平台为了规避法律风险，同时投资人也要防范投资风险，在此背景下，网贷行业综合收益率预计还会下降，越来越显现其“普惠金融”降低借款人融资成本的精神。

图 42: 降息以来 P2P 收益率近期下滑



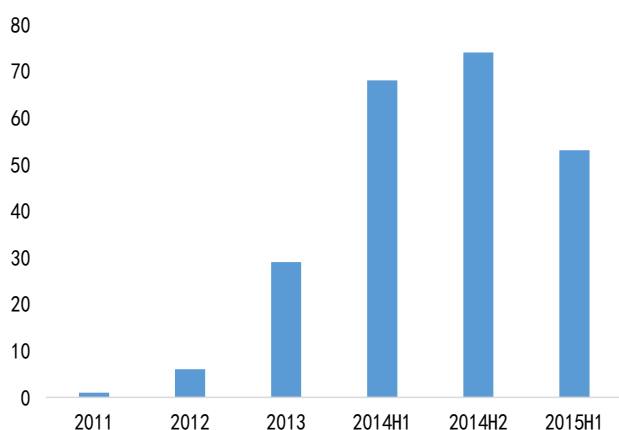
资料来源：网贷之家，国泰君安证券研究

4.3. 众筹：众人拾材，梦想起舞

传统上私募股权投资是资产管理产品的“高富帅”，长期该类产品设计被资本巨鳄所垄断，而网络众筹却让私募股权投资实现了大众普惠。在“大众创业、万众创新”的国策背书下，2015 年以来众筹市场出现爆发增长。据咨询机构统计，我国 2015 年上半年新增众筹平台共 53 家，截至 2015 年 6 月，全国共有 211 家正常运营的众筹平台。

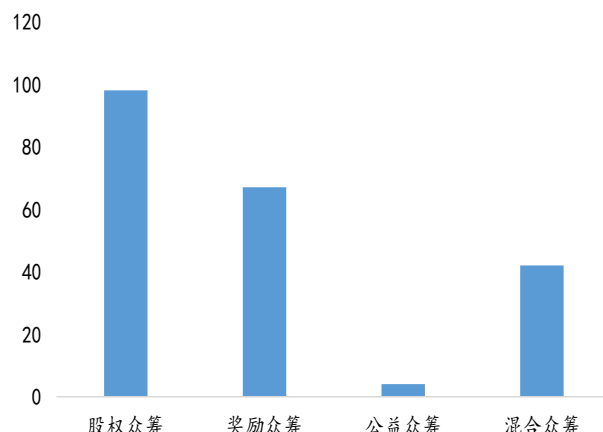
股权和实物奖励类众筹是目前平台主体。从不同类型的众筹平台看，股权类众筹家数最多，达 98 家，上半年累计融资规模达 28.28 亿；实物奖励类众筹项目数最多但单个项目的融资规模较小；公益类众筹平台数量较少但项目成功率最高。随着 2015 年第一张股权众筹牌照的落地，工信部旗下具有众筹功能的“创客中国”上线，齐鲁股交中心首推众筹服务平台新增“众创板”，以及阿里、京东、腾讯、平安、万达等国内知名大企业也涉足众等级创客工厂，众筹行业前景逐渐明朗化，国内一大批众筹平台如天使客，众投邦，亦获得了资本股权投资。

图 43: 我国每年新增众筹平台数量近百家



数据来源：盈灿咨询，国泰君安证券研究。

图 44: 目前股权和实物众筹在众筹平台上占主体



数据来源：盈灿咨询，国泰君安证券研究。

表 5: 股权众筹具有涉足主体多/融资规模大/项目成功率低等特点

	家数	项目个数	已融资金额(亿)	单个项目融资额(万)	项目成功率
股权众筹	98	4876	28.28	229.93	20.86%
奖励众筹	67	9830	16.89	16.5	77.61%
公益众筹	4	2976	1.5	9.78	94.74%
混合众筹	42	-	-	-	-
合计	211	17682	46.67	256.21	-

数据来源：盈灿咨询，国泰君安证券研究。

我们认为股权众筹是三类众筹中发展潜力最大的一块，近期监管政策逐步放开。监管方面，2014 年 12 月首部对股权众筹的规范化监管文件《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》出台，2015 年 4 月非私募化的互联网股权众筹模式有望得到《证券法》修订认可。而京东、蚂蚁金服下的股权众筹平台的陆续上线，而天使汇、大家投、原始会等明星股权众筹平台都为股权众筹的发展提供了良好的条件。

表 6: 股权众筹政策监管逐步放开

时间	事件
2014.12	中国证券业协会发布《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》，对股权众筹融资的性质、投资人门槛、融资者的准入范围等做出初步界定。但业界普遍认为对于投资人的要求偏高，“禁止提供股权转让服务”将不利于投资人的退出。

2015.03	京东宣布正式推出股权众筹平台
2015.04	齐鲁股交中心首推专门服务创业创新的“众筹服务平台”和“众创板”。
2015.04	全国人大财经委员会推出《证券法》修订草案，正式提出股票发行注册制改革的同时，允许互联网等众筹方式公开发行人模式亦被草案所提议。
2015.06	蚂蚁金服的股权众筹平台“蚂蚁达客”日前在上海成为首个获得工商登记确认的股权众筹企业，其营业执照编号为“001”
2015.06	我国第一批公募股权众筹试点平台已经确定。除了获得“公募”的许可证外，京东金融的“东家”、平安集团旗下的深圳前海普惠众筹交易股份有限公司，以及蚂蚁金服的“蚂蚁达客”这三家众筹平台已经在对接中国证券登记结算有限公司的系统，这一举表明非上市公司股票可以进行公开交易的可能性。
2015.07	央行等十部委联合发布的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，在股权众筹融资方面提出了公开小额的发展方向，这也体现了监管机构对行业的极大支持。
2015.08	证监会官方微博发布《中国证监会致函各地方政府规范通过互联网开展股权融资活动》，再度强调“股权众筹”概念，主要是指通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动，具有“公开、小额、大众”的特征，未经国务院股权监督管理机构批准，任何单位和个人不得开展股权众筹活动。严禁任何机构和个人以股权众筹名义开展发行股权活动。《规范》意在进一步规范股权众筹平台，提高准入门槛。不过要求也十分严苛，对现有的股权众筹平台影响极大。

资料来源：国泰君安证券研究。

在创业企业不断增多，法律监管的逐渐完善背景下，股权众筹平台的数量和规模有望不断增大，我们预计未来众筹行业将呈现出以下几个趋势：1）行业细分性增强，“领投+跟投”模式将会增多，领投入的经验将会影响整个平台的投向，将形成一批以 TMT、智能家居、养老医疗、互联网金融等在细分领域擅长的众筹平台；2）投后管理将成为平台核心竞争力，目前股权众筹的风控环节集中在投前，但股权众筹极低的成功率说明其对投后管理仍有所忽视，未来对项目的运营、财务、信息披露等将更为完善；3）众筹将会对接各类机构，形成众筹产业链，如基于数据监控的电商公司，基于退出机制的券商；基于技术优势的 TMT 公司等。

图 45：天使汇以互联网投向为主

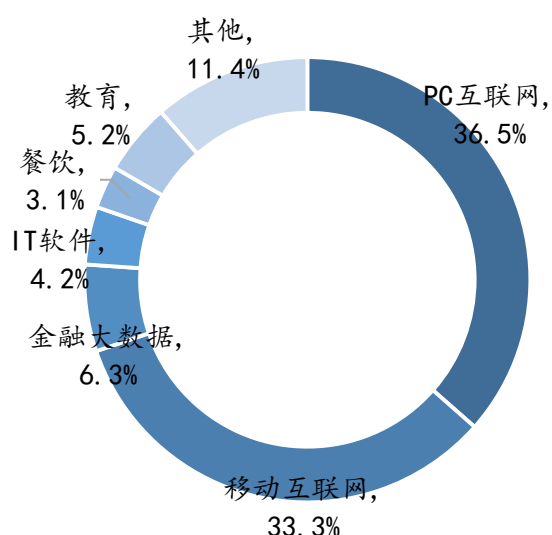
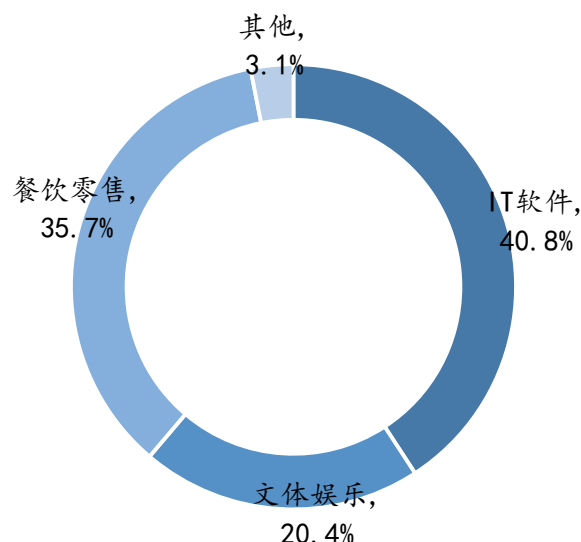


图 46：人人投以 IT、文娱、餐饮零售投向为主



数据来源：众筹之家，国泰君安证券研究。

图 47：京东众筹在消费等领域有细分优势



数据来源：京东网。

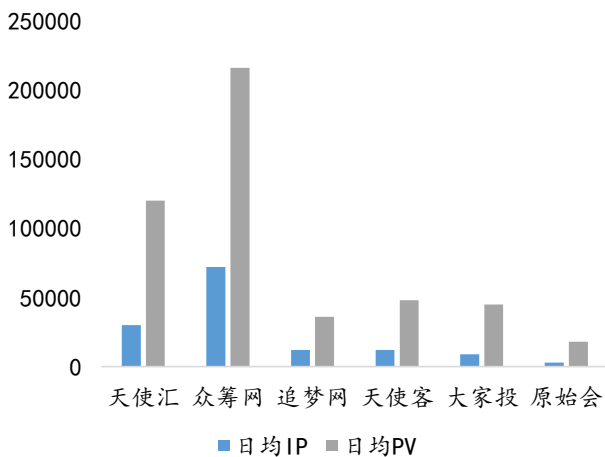
图 48：京东众筹集合了众多行业大咖领投



数据来源：京东网。

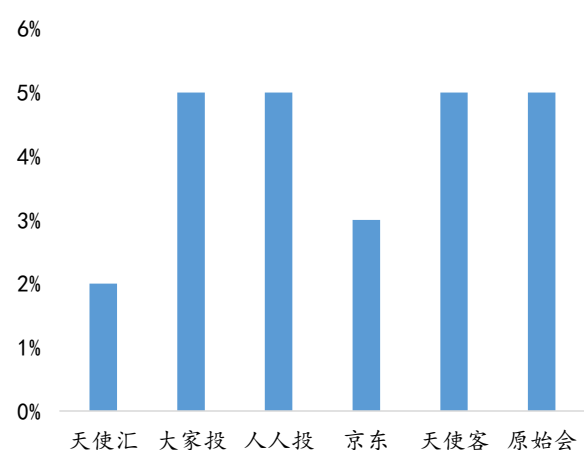
从行业格局看，目前众筹市场参与者仍少，市场集中度高，参与者质量分差大。成立最早的股权众筹平台天使汇稳坐市场第一的位置，其客户流量高、佣金费率低、项目来源广，融资方式更为丰富。2014 年天使汇发起项目总数 2607 个，募集资金总额 7.7 亿元，两项指标均排名市场第一。

图 49：各众筹网站浏览量差异较大



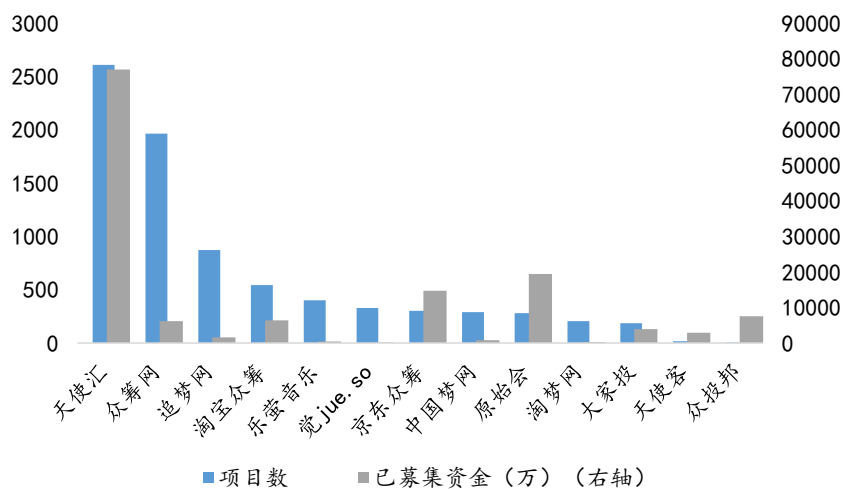
数据来源：ALEXA，国泰君安证券研究。

图 50：各种筹平台佣金率在 2%-5%之间



数据来源：众筹之家，国泰君安证券研究。

图 51：天使汇在众筹平台中独领风骚



资料来源：众筹之家，国泰君安证券研究

2015年8月，证监会发布《中国证监会致函各地方政府规范通过互联网开展股权融资活动》，其要求股权众筹平台具有“公开、小额、大众”的特征，其中“公开”二字已经将目前市场上存在的所有股权众筹平台排除在“股权众筹”的官方定义之外，将这些平台定义为私募股权融资。而目前，取得公募股权众筹试点资格的只有阿里巴巴、京东和平安。在股权众筹与私募股权平台的界限还不明晰的当下，私募股权平台可能享受不到有限合伙注册、持股、投后、退出和流通等仅针对股权众筹平台的政策，这也意味着行业或将面临新一轮的洗牌。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		