

券商资管：转折已至，主动管理为本



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 券商资管是我国大资管领域的重要部分。2016 年大资管行业总资产达到 230 万亿元人民币，其中券商资管起步晚、发展快、产品设计灵活多样，同期规模达到 17.31 万亿元，是我国大资管行业的重要组成部分。
- 纵观我国券商资管的发展历程，政策导向扮演了重要角色，行业经历了从“量变”到“质变”的两次跨越。第一次跨越始于 2012 年券商创新大会，会后出台了一系列鼓励资管发展的政策，显著扩容了产品的可投资范围，尤其是增加了非标产品的投资区间，叠加券商资管所具备的价格优势，为此后通道业务的大发展奠定基础。第二次跨越始于 2016 年的资管监管整顿，这样一场监管风暴中，证监会出台“八条底线”、券商风控新规等多个政策，提升券商资管的净资本消耗比例，也即提升了资管业务的展业成本，这对低费率的通道业务形成重要打击；银监会在管控银行及银行理财资金投资通道的过程中，也出台了一系列政策法规，间接影响了券商资管的通道业务。
- 近期，关于券商资管有两个重要的现象，提示了行业的未来发展方向：（1）券商资管规模首次下滑，2017 年二季度末，券商资管总规模 18.1 万亿元，相较于一季度末下降了 0.67 万亿元，这也是 2012 年以来券商资管首次出现下滑；从结构角度来看，我们认为行业环境的变化度通道业务的影响大于主动管理业务，未来主动产品占比有望得到提升。（2）资管费率下滑趋势有望减弱，新版券商评级规则中要求，以调整后的资管净收入排名作为加分依据，意味着过低的费率会影响评级结果，而主动化转型正是提升费率的必由之路。
- 对券商的发展方向进行判断与梳理，我们有以下观点：
 - 1) 通道业务优势消减，主动管理转型势在必行。如前所述，券商资管的发展是监管放松与社会融资结构多元化双重影响下实现的；而在新政策的催化下，通道业务成本提升，主动化转型才能够有益于券商盈利能力提升。
 - 2) 产品投资品类，非标与标齐头并进，提升权益投资能力是重要转型方向。非标产品是信托的专长，券商应当在在巩固债券投资的基础上，提升权益投资与创新产品投资比例，也有助于发挥其投研优势。
 - 3) 公募牌照炙手可热。目前共 12 家券商资管取得了公募牌照，发行公募产品是对过去“大集合”业务的延续补充，可以充分发挥公司整体投研优势，有利于提升企业品牌影响力。

投资建议与投资标的

- 资产管理是券商的重要发展方向，主动管理能力较强的券商拥有先发优势，且受通道业务监管的影响较小。考虑到各券商的集合资管占比与主动管理规模，建议关注中信证券(600030，未评级)、兴业证券(601377，未评级)、广发证券(000776，未评级)、华泰证券(601688，未评级)。

风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务及估值的压制，券商主动化转型不及预期，当前处于监管变革的窗口期，超预期的强监管政策可能会显著影响券商估值水平。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

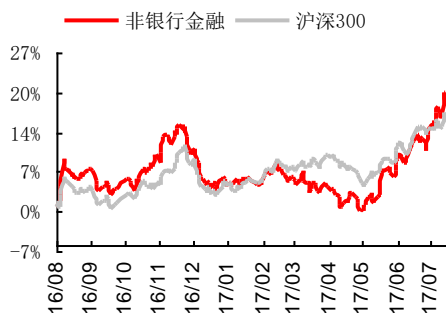
行业

非银行金融

报告发布日期

2017 年 08 月 07 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

联系人

张潇

021-63325888*6253

zhangxiao@orientsec.com.cn

相关报告

上市券商 2017 年中报业绩前瞻	2017-07-24
券商大涨点评：边际变化不断确认，板块估值有望回归中枢	2017-07-19
信托贷款对社融贡献达到 11.7%，行业逻辑再确认	2017-07-12

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、	近期券商资管行业的边际变化，预示了主动化转型方向.....	5
二、	我国券商资管：政策打开发展空间	7
1.1.	券商资管是我国大资管领域的重要部分	7
1.2.	两次跨越，从“量变”到“质变”	8
1.2.1.	2012-2015：券商创新大会，开启券商资管蓬勃发展时代	8
1.2.2.	2016 至今：强监管倒逼券商资管转型	10
三、	发展方向的判断与梳理	13
3.1.	通道业务优势消减，主动管理转型势在必行	13
3.2.	产品投资方向：非标与标齐头并进.....	14
3.3.	公募牌照炙手可热.....	16
四、	典型案例分析	16
4.1.	东方证券资管：东方红系列，践行价值投资，重视公募基金发展	16
4.2.	中银证券：公募化转型卓有成效	19
五、	投资建议	21
六、	风险提示	21

图表目录

图 1：2016 年（集合+直投）资管占比 14%.....	6
图 2：2017 年中期（集合+直投）资管占比 14.2%.....	6
图 3：2016 年上市券商集合资管与定向资管费率情况（%）	6
图 4：2016 年券商资产管理规模首次超越保险公司总资产（万亿元）	7
图 5：券商资管规模情况（单位：亿元）	7
图 6：各上市券商 2016 年集合资管占比情况	8
图 7：券商资管规模在 2012 年后迈入高速增长期（亿元）	9
图 8：以（集合资管+直投基金）为代表的主动管理类业务占比有所提升.....	14
图 9：2017 年一季度券商资管主动管理规模前二十（亿元）	14
图 10：2016 年集合计划主要投资类型占比情况	15
图 11：2016 年证券公司主动管理定向业务投资情况	15
图 12：2016 年证券公司通道业务投资情况	15
图 13：2016 年东方证券资管的投资结构中股票占比 29%.....	18
图 14：东方红资管投资理念	18
图 15：2016 年中信证券资管的投资结构中股票占比 2.6%	19
图 16：2016 年广发证券资管的投资结构中股票占比 9.8%	19
图 17：东证资管 2017 年中期公募规模 484 亿元	19
图 18：截止 2017 年中期中银国际基金规模 526.4 亿元	20
图 19：中银国际公募产品以债券投资为主（2017 年中期）	20

表格目录

表 1：2017 年第二季度有九家券商管理资产规模下滑（亿元）	5
表 2：2012 年券商资管可投资范围有了显著扩容	9
表 3：2008 年以来资管业务计入风险资本经历了三次规定变化，不同券商评级有相应的调整系数	10
表 4：2016 年以来券商资管子公司增资潮	11
表 5：2016 年以来证监会关于券商资管出台的一系列文件	12
表 6：2016 年以来银监会关于券商资管出台的一系列文件	13
表 7：拥有公募牌照的券商列表	16
表 8：按类型划分的东方证券资产管理业务规模（百万元）	16
表 9：按主动与非主动划分的东方证券资产管理业务规模	17
表 10：东证资管集合理财净值表现前十产品（截至 2017 年 7 月 31 日）	17
表 11：中银国际资产管理业务规模（亿元）	20
表 12：按主动与非主动分类资产管理业务规模	20

一、 近期券商资管行业的边际变化，预示了主动化转型方向

近日来，关于券商资管，我们看到了这样两个重要的现象，提示了行业的未来发展方向：

1) 券商资管规模首次下滑

根据证券业协会和基金业协会公布的数据，2017 年二季度末，券商资管总规模 18.1 万亿元，相较于一季度末下降了 0.67 万亿元，这也是 2012 年以来券商资管首次出现下滑。在前二十大券商资管总管理规模为 11.4 万亿元，有 9 家相较于上一个统计期出现了管理规模下滑，且前二十大的管理规模总额为 11.4 万亿元，相较于一季度下降了 0.24 万亿元。

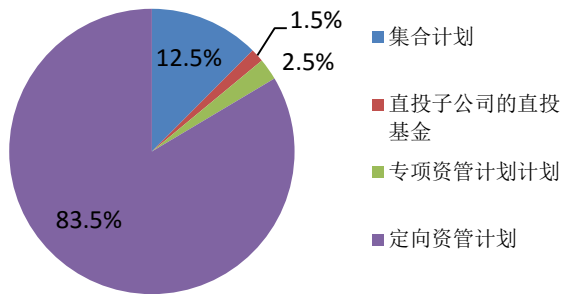
从结构角度来看，券商资管结构转型箭在弦上。根据最新的 2017 年中期数据，集合、定向资管规模的绝对值均出现了下滑，其中以（集合+直投）为代表的主动管理类产品占比由 2016 年的 14% 提升至 14.2%；另外，定向资管规模占比有所上升，专项资管占比有所下滑。可以看出，当前券商资管结构尚未出现显著转向，但构建核心竞争力要求券商资管势必向主动管理转向，总规模下滑也体现出监管收紧带来的指导作用，考虑到监管新规对通道业务的影响强于主动管理类产品，未来行业结构的主动化转型箭在弦上。

表 1：2017 年第二季度有九家券商管理资产规模下滑（亿元）

	2016	2017Q1	2017Q2	最近一期变动
中信证券	14,640.05	18,669.57	19,139.94	
华泰证券	8,196.07	9,708.41	9,450.74	↓
国泰君安	6,744.87	8,531.31	8,762.05	
申万宏源	6,825.17	7,450.04	8,035.94	
中信建投	6,960.58	8,498.86	7,753.49	↓
海通证券	6,381.73	8,519.72	6,526.67	↓
中银国际	5,681.07	5,899.00	6,245.26	
招商证券	4,998.30	6,187.87	6,066.32	↓
广发证券	6,709.41	6,641.91	5,913.29	↓
华福证券	4,644.24	4,879.29	5,151.44	
安信证券	2,515.18	3,699.84	3,751.29	
江海证券	3,578.04	3,390.29	3,334.47	↓
德邦证券	4,053.56		3,310.55	↓
华融证券	2,551.40	3,151.25	3,154.78	
长城证券	2,400.15		3,108.04	
银河证券	1,534.67		3,084.67	
国都证券	2,172.59	3,339.54	2,956.80	↓
国信证券	1,572.21		2,895.00	
上海光大	2,573.01		2,822.34	
东吴证券	2,491.54	2,905.79	2,668.47	↓

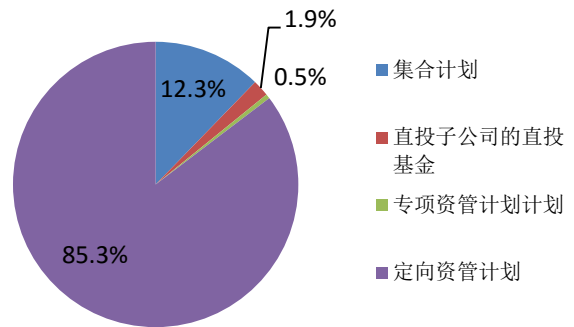
数据来源：证券业协会，基金业协会，东方证券研究所

图 1：2016 年（集合+直投）资管占比 14%



数据来源：基金业协会，东方证券研究所

图 2：2017 年中期（集合+直投）资管占比 14.2%

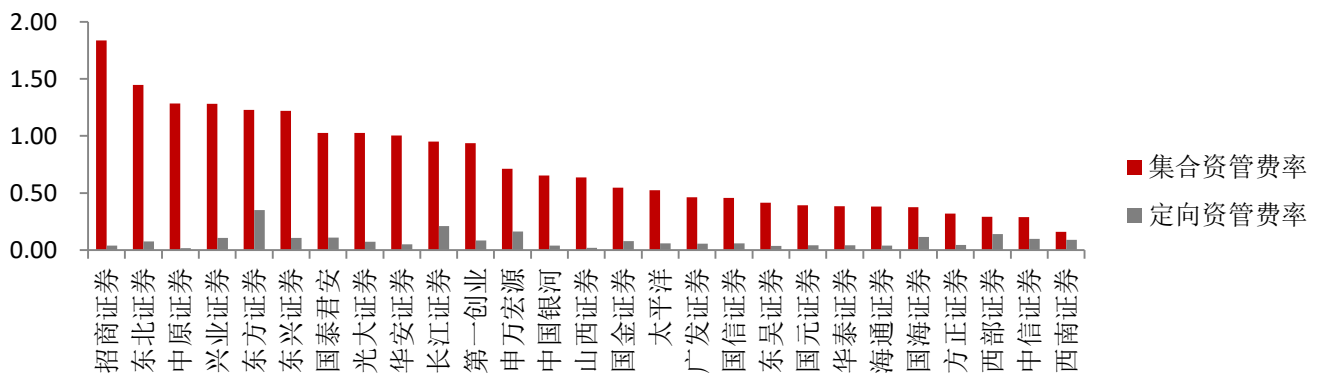


数据来源：基金业协会，东方证券研究所

2) 资管费率下滑趋势有望减弱

根据证券业协会的信息公布，2016 年度证券公司客户资产管理业务收入排名适用于 2017 年证券公司分类评价工作，该指标客户资产管理业务收入=资产管理业务净收入-资管业务月均受托资金*万分之 5。券商评级对券商业绩与业务开展都将产生深远影响，这一新的评级要求意味着，当费率低于万五时，券商将失去该项加分的机会，而且费率越高带来的净收入越多，排名靠前的可能性越大。目前情况下，通道业务费率极低，部分甚至低于万五，主动管理产品的费率数倍于通道，往往在千一之上，因此，主动化转型是提升整体费率的必由之路。

图 3：2016 年上市券商集合资管与定向资管费率情况（%）



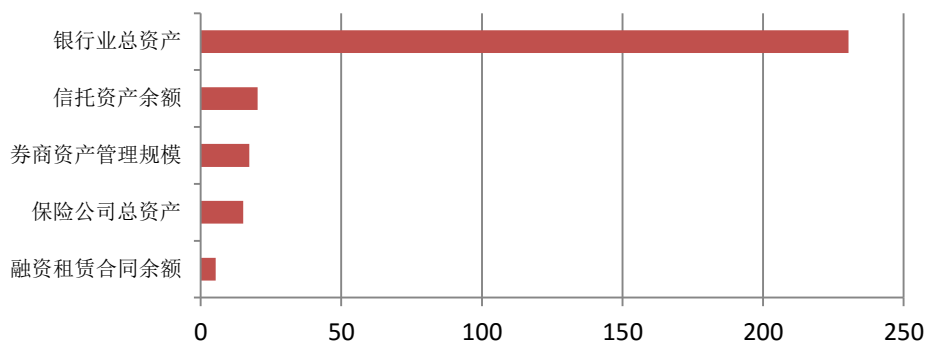
数据来源：公司年报，东方证券研究所

二、 我国券商资管：政策打开发展空间

1.1. 券商资管是我国大资管领域的重要部分

资管行业有着较为广阔的含义范畴，涉及银证信保等多个领域，其中银行是中国金融业的支柱，也是资管行业最为重要的一个参与者，2016 年行业总资产达到 230 万亿元人民币。在此之后，信托、券商资管、保险资管和融资租赁分列 2-5 位，其中券商资管起步晚、发展快、产品设计灵活多样，2016 年管理规模达到 17.6 万亿元，2017 年第二季度达到 18.1 万亿元，是我国大资管行业的重要组成部分。

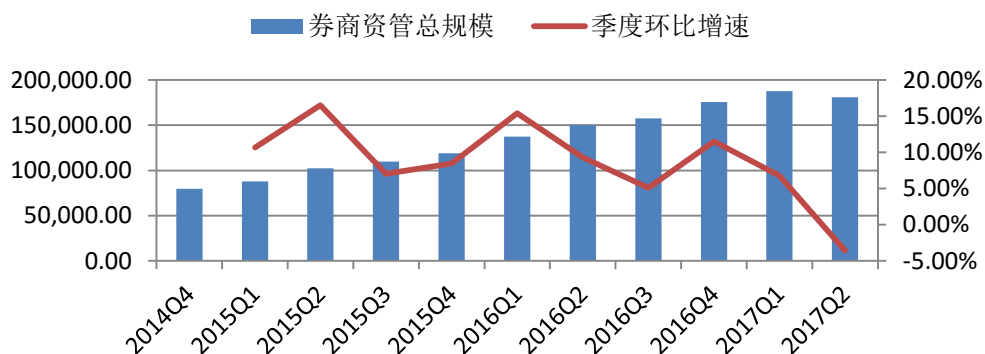
图 4：2016 年券商资产管理规模首次超越保险公司总资产（万亿元）



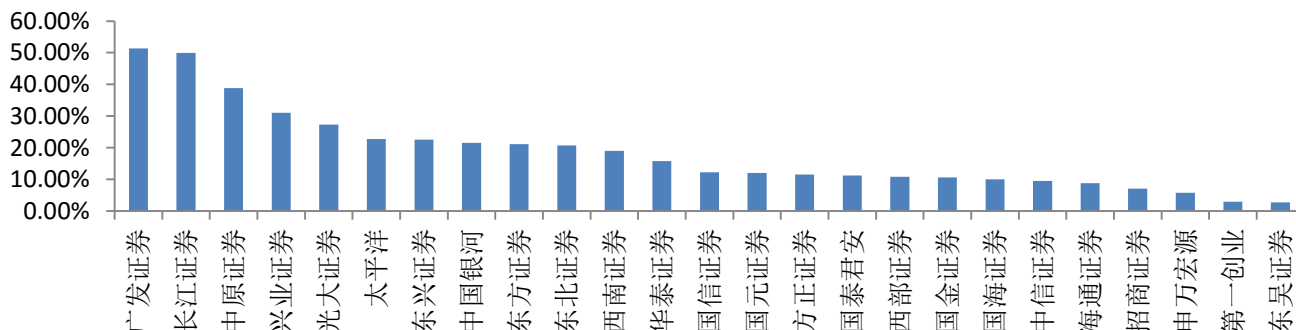
数据来源：Wind，基金业协会，东方证券研究所

*注：银行业总资产使用数据为其他存款性公司总资产

图 5：券商资管规模情况（单位：亿元）



数据来源：基金业协会，东方证券研究所

图 6：各上市券商 2016 年集合资管占比情况


数据来源：公司年报，东方证券研究所

*集合资管占比只能模拟主动管理占比，并不精确，如东方证券资管绝大部分都为主动管理产品，但集合资管占比仅 21%。

1.2. 两次跨越，从“量变”到“质变”

1.2.1. 2012-2015：券商创新大会，开启券商资管蓬勃发展时代

2012 年 5 月的券商创新大会可以视为金融行业创新发展浪潮的起点，2012 年至 2015 年中期也是券商行业蓬勃发展、产品创新层出不穷的重要时期。背后原因主要在于，国民经济从金融危机的泥淖中快速复苏，GDP 同比增长率在 2009Q1 到达最低点 6.1% 后快速回升，2010Q1 即达到 11.9%。而金融业作为拉动 GDP 的重要产业板块，开始扮演越来越重要的角色。在这一背景下，监管层开始采取措施提升金融行业开放程度、鼓励直接融资、鼓励金融服务实体经济，从数据上看，金融业对 GDP 的贡献率从 2011 年 5% 提升至 2013Q1 的 8.9%，并在 2015 上半年的牛市中实现 19.1% 的 GDP 贡献率。

在创新大会后，出台了一系列鼓励资管发展的政策。《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》，提出了支持券商创新发展的十一大方针政策，包括提高证券公司理财类产品创新能力，加快新产品新业务创新进程，放宽业务范围和投资方式限制等内容。这一次的券商创新大会可以视作证券行业创新发展的前奏，此后推出的《证券公司客户资产管理业务管理办法》和《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》开启了资管行业的春天，投行、资管、ABS 等券商创新业务开始实现全面发展。从数据角度来看，2012 年券商受托管理客户资产为 1.89 万亿元，2016 年这一数字提升至 17.82 万亿元，年化增速达到 75%。

具体来看，新规对券商资管发展的引领作用，主要体现在产品可投资范围的显著扩容，尤其是增加了非标产品的投资区间，为此后通道业务的大发展奠定基础：

- 1) 旧规则（2008 年发布）要求，定向资管与集合资管的投资范围基本一致，均为股票、债券、证券投资基金、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生品以及中国证监会认可的其他投资品种（其中定向资管还可以投资于集合资管），投资范围以标准化产品为主，灵活空间较小；

- 2) 新规则（2012 年版）要求，定向资管投资范围直接改为由证券公司与客户约定，并未明确划定区间，意味着投资范围显著扩容；集合资管的投资范围扩张为交易所产品、银行间产品以及监管部门备案或批准的金融产品，相较于之前，增加了非标产品的投资，影响较大。

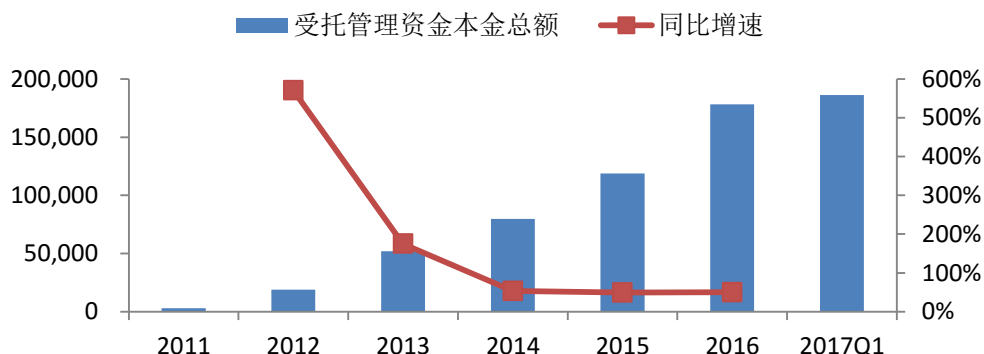
券商资管与基金子公司相较于传统的信托通道，有着一个不可比拟的重要优势，在于其低廉的**业务成本**。具体而言，对于券商资管和信托，均实行以净资本为核心的监管指标体系，而信托开展同样业务对净资本消耗数倍于券商资管，基金子公司在 2016 年之前更是没有净资本考核体系。对净资本的宽松要求使得券商资管和基金子公司得以通过价格战抢占通道业务市场，迅速做大做强。

表 2：2012 年券商资管可投资范围有了显著扩容

	旧规定（2008 年版）	新规定（2012 年版）
定向资管	定向资产管理业务的投资范围包括 股票、债券、证券投资基金、集合资产管理计划、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生品以及中国证监会认可的其他投资品种。	定向资产管理业务的投资范围 由证券公司与客户通过合同约定 ，不得违反法律、行政法规和中国证监会的禁止规定，并且应当与客户的风险认知与承受能力，以及证券公司的投资经验、管理能力和风险控制水平相匹配。
集合资管	集合计划募集的资金应当用于投资中国境内依法发行的 股票、债券、证券投资基金、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生品以及中国证监会认可的其他投资品种。	集合计划募集的资金可以 投资中国境内依法发行的股票、债券、股指期货、商品期货等证券期货交易所交易的投资品种；央行票据、短期融资券、中期票据、利率远期、利率互换等银行间市场交易的投资品种；证券投资基金、证券公司专项资产管理计划、商业银行理财计划、集合资金信托计划等金融监管部门批准或备案发行的金融产品；以及中国证监会认可的其他投资品种。

数据来源：证监会，东方证券研究所

图 7：券商资管规模在 2012 年后迈入高速增长期（亿元）



数据来源：证券业协会，东方证券研究所

1.2.2. 2016 至今：强监管倒逼券商资管转型

从宏观视角到具体监管，证监会多拳出击整治资管，券商风控新规是核心手段。在 2015 年 3 月基金业协会发布《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则》之前，证券行业资管领域一直缺乏统一的监管指导意见，各业务的监管各自为政。割裂监管的一大弊端是监管层对业内的情况缺乏综合掌控，难以对风险进行精准衡量与识别，并且由于监管条款之间存在差别，还会衍生监管套利现象。“八条底线”之后，证监会又于 2016 年 7 月出台《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，从更宏观的视角对行业监管要求进行整合。2016 年 6 月 16 日，证监会出台《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》，2016 年 10 月 1 日起实施，这也是 2008 年以来最重要的修改意见，标志着券商风险控制体系进入新的阶段。

本次风控指标修改是一次券商资管业“地震”，影响体现在对净资本的消耗大幅提升，主要通过两个指标实现，一是风险覆盖率，另一个是资本杠杆率。

- 1) 风险覆盖率为净资本与风险资本之比，资管业务按一定比例计入风险资本，比例变动或资管规模变动都会影响风险资本，从而改变对净资本的消耗。2008 年以来，资管计入风险资本的比例要求经历了三次变化，其中 2012 年券商创新大会后大幅调低了风险资本准备计算标准，为资管业务打开了市场空间，客观上促进了券商资管的发展。2016 年的风控新规中，调整了计提风险资本的资管业务种类，非结构化的集合资管计划不再占用净资本，并且大幅提高了计提比例，以定向资管为例，原本 A 类券商按照 0.3% 计入风险资产，如今这一比例提升至 0.72%（投向非标资产）、0.4%（其他）。风险资本计算方法的改变体现出差异化监管的思路，即增大通道业务压力，鼓励非结构化的集合资管产品，鼓励主动管理。考虑到定向资管占到了资管总规模的 77%，这一规定对券商资管业务的影响是非常重大且深远的。
- 2) 资本杠杆率通过将表外资产纳入监管，对资管业务的开展形成了限制。资本杠杆率的分母中，资产管理业务规模以 0.2% 的比例计入，不区分资管产品类型，对净资本提出要求。

风控新规的影响不断显现，多家券商资管子公司增资，净资本压力有望传导至业务端，通道业务受阻，主动管理得到鼓励。目前，上市券商中有 10 家资管业务以子公司形式独立运作，子公司资本实力较低，新规实施后会一定程度影响资管子公司的业务开展。2016 年 6 月，华泰证券公告为资管子公司增资 16 亿元，并提供 50 亿元的净资本担保。此次增资紧跟风控新规，由于风险覆盖率低于警戒线，迫使公司增厚资本实力。这一现象不是个案，目前来看已有九家上市券商选择为资管子公司增资或提供净资本担保，来满足新规要求。从更长远的角度来看，净资本压力也会迫使券商资管通道价格上升，通道业务收缩，向资本占用小的主动管理类产品转型。

表 3：2008 年以来资管业务计入风险资本经历了三次规定变化，不同券商评级有相应的调整系数

2008 年《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》

	原始比例	A	B	C	D	
	不同券商评级的调整系数	0.6	0.8	1	2	
专项理财业务	8%	4.8%	6.4%	8.0%	16.0%	
集合理财业务	5%	3.0%	4.0%	5.0%	10.0%	
定向理财业务	5%	3.0%	4.0%	5.0%	10.0%	

2012 年关于修改《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》的决定

	原始比例	A	B	C	D	
	不同券商评级的调整系数	0.3	0.4	1	2	
专项理财业务	2%	0.6%	0.8%	2.0%	4.0%	
集合理财业务	2%	0.6%	0.8%	2.0%	4.0%	
限额特定理财业务	1%	0.3%	0.4%	1.0%	2.0%	
定向理财业务	1%	0.3%	0.4%	1.0%	2.0%	

2016 年《证券公司风险控制指标计算标准规定》

	原始比例	A	B	C	D	连续三年为 A
	不同券商评级的调整系数	0.8	0.9	1	2	0.7
结构化资管计划	1.0%	0.80%	0.90%	1.00%	2.00%	0.70%
投资非标资产的定向资管计划	0.9%	0.72%	0.81%	0.90%	1.80%	0.63%
各类私募基金（含各类直投基金）	0.7%	0.56%	0.63%	0.70%	1.40%	0.49%
其他定向资管计划	0.5%	0.40%	0.45%	0.50%	1.00%	0.35%

数据来源：证监会，东方证券研究所

表 4：2016 年以来券商资管子公司增资潮

资管子公司	增资或净资本担保安排
东方证券资产管理有限公司	2017.05 计划定增不超过 120 亿，其中部分用于资管业务
国泰君安证券资产管理有限公司	2017.06 公司以现金方式向上海国泰君安证券资产管理有限公司增资 12 亿元人民币。增资后，资管子公司注册资本将增加至人民币 20 亿元
海通证券资产管理有限公司	2016.08 公司对海通资管追加不超过人民币 40 亿元的净资本担保承诺； 公司对海通资管增加注册资本不超过人民币 10 亿元
广发证券资产管理（广东）有限公司	2016.07 公司为广发资管新增不超过 30 亿元人民币（含 30 亿元人民币）的净资本担保承诺
兴证证券资产管理有限公司	2016.08 公司为兴证资管提供最高额度为人民币 16 亿元的净资本担保承诺
华泰证券（上海）资产管理有限公司	2016.07 同意公司为全资子公司华泰证券（上海）资产管理有限公司提供最高额度为人民币 50 亿元的净资本担保 2017.05 定增不超过 260 亿元，其中不超过 30 亿元用于资管

长江证券（上海）资产管理有限公司	2016.10 同意向长江资管增加注册资本 8 亿元，增资完成后长江资管注册资本增至 10 亿元
	2016.12 公司拟采取提供担保承诺的方式为长江资管提供最高不超过 5 亿元的担保承诺
招商证券资产管理有限公司	2016.05 对招商证券资产管理有限公司增加注册资本 7 亿元，增资后招商证券资产管理有限公司的注册资本将由 3 亿元增至 10 亿元
	2016.09 为招商证券资产管理有限公司提供担保承诺不超过人民币 30 亿元
东证融汇证券资产管理有限公司	2016.05 向东证融汇增资 3 亿元
	2016.09 公司为东证融汇提供不超过 8 亿元人民币（含 8 亿元人民币）的净资本担保承诺

数据来源：公司公告，东方证券研究所

事实上，券商资管所面临的强监管环境，不仅来自于证监会施加的压力，银监会在管控银行及银行理财资金投资通道的过程中，也间接影响了券商资管的通道业务。具体来讲，2016 年以来，银监会针对同业泛滥、银行理财乱象丛生的状况进行大刀阔斧的整顿，一方面出台银行理财征求意见稿，聚焦于理财资金层层嵌套无法穿透的现象，提出银行理财对接通道要走信托；另一方面，对于银行的同业业务、投资业务、理财业务等提出了“三三四”要求（三违反、三套利、四不当），对业务的风险点进行了全面排查与梳理。其检查的直接结果之一，即为缩短银行及银行理财资金的业务链条，由于监管方的不同，未来对接信托通道是银行资金的更好选择，而券商资管在过去

表 5：2016 年以来证监会关于券商资管出台的一系列文件

文件	发布时间	影响
《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则	2016.6	改进净资本、风险资本准备计算公式，完善杠杆率指标，提升资管业务的风险资本计提比例
《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	2016.7	在投资范围、投资者、杠杆要求、杠杆倍数计算、项目人员激励禁止性行为、资金池业务、配资等方面的规定进行完善
《基金管理公司子公司管理规定》及《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》公开征求意见	2016.8	构建以净资本为核心的风险控制指标体系，推动行业建立全面风险管理体系，增加风险抵御能力
《关于保本基金指导意见》	2017.2	对保本基金承担责任进行限制
《期货公司风险监管指标管理办法》及配套文件公开征求意见	2016.10	调整净资本计算要求，提高最低净资本要求至 3000 万元；调整资产管理业务风险资本准备计提范围与计提标准

数据来源：证监会，东方证券研究所

表 6：2016 年以来银监会关于券商资管出台的一系列文件

时间	文件	影响
2016.04	《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》	把监管范围扩大到信贷资产收益权转让业务，体现了银监会从实质层面规范信贷资产收益权转让的思路
2016.11	《商业银行表外业务风险管理指引（修订征求意见稿）》	延续近期监管思路，指向银行表外业务风险
2016.07	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（尚未出台）	化解银行理财业务的潜在风险，推动理财业务回归资产管理业务本质，包括要求
2017.3.28	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》银监 45 号文	促使银行业金融机构进一步深化合规文化建设，筑牢依法依规依章经营的制度基础和机制保障，消除风险管控盲区，切实做到令行禁止
2017.4.19	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》银监办 46 号文	针对当前银行业金融机构同业业务、投资业务、理财业务等跨市场、跨行业交叉性金融业务中存在的杠杆高、嵌套多、链条长、套利多等问题进行了全面规制，同时可以看做是对此前出台的一系列监管规则的重申和落实。
2017.4.6	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》银监 53 号文	严查同业、理财、信托不当交易

数据来源：银监会，东方证券研究所

三、 发展方向的判断与梳理

3.1. 通道业务优势消减，主动管理转型势在必行

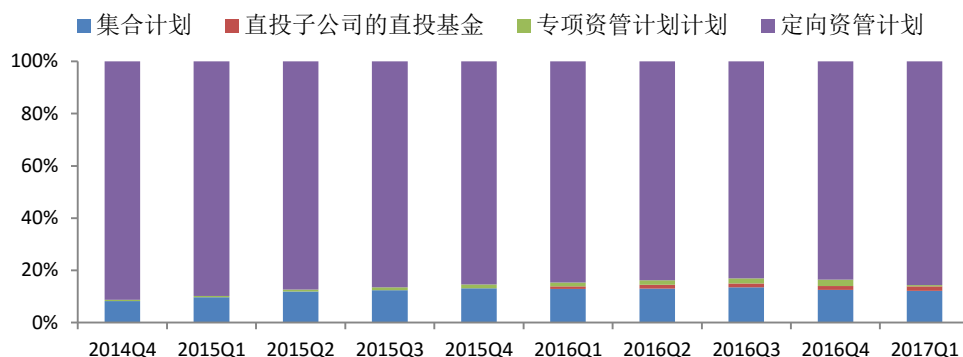
券商资管的发展是监管放松与社会融资结构多元化双重影响下实现的。2012 年券商创新大会后大幅调低了风险资本准备计算标准，并且放宽了可投资范围，为资管业务打开了市场空间，客观上促进了券商资管的发展。2011 年以来，资管业务收入规模与业绩贡献比例双双持续提升。根据证券业协会数据，2016 年，行业实现资管业务收入 296.5 亿元，占总收入比例 9%；而 2012 年这一比例仅为 2%。资管业务的发展与经济社会财富管理需求息息相关，受大盘影响较少，因此资管收入贡献提升有助于提高券商业绩的稳定性。

券商资管的发展以通道业务起步，主动管理能力偏弱。我们以集合资管和直投基金代表主动管理产品规模，可以看到 2014 年以来这一比例有所提升，但始终处于较低水平，2017Q1 主动管理占比 13.9%。行业管理资产的大头来自于通道业务，而通道业务是监管红利的一种体现，受政策影响较大，可持续性差；且通道业务不体现券商的核心竞争优势（即资源整合与投研能力），在竞争加剧的环境下，费率下滑带来盈利空间日益薄弱。

资管业务消耗净资本增加，通道业务盈利空间再次削弱，倒逼券商开启资管主动化转型。2016 年 10 月 1 日开始实施《关于修改<证券公司风险控制指标管理办法>的决定》，这次风控新规的一个重要影响在于提高了资管业务计入风险资本的系数，即提高了占用净资本的比例。以定向资管为例，原本 A 类券商按照 0.3% 计入风险资产，如今这一比例提升至 0.72%（投向非标资产）、0.4%

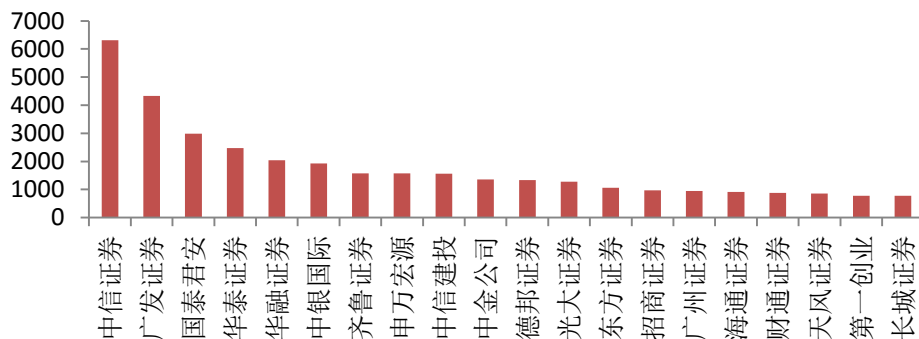
（其他）。风险资本计算方法的改变体现出差异化监管的思路，即增大通道业务压力，鼓励非结构化的集合资管产品，鼓励主动管理。考虑到定向资管占到了资管总规模的 77%，这一规定对券商资管业务的影响是非常重大且深远的。

图 8：以（集合资管+直投基金）为代表的主动管理类业务占比有所提升



数据来源：基金业协会，东方证券研究所

图 9：2017 年一季度券商资管主动管理规模前二十（亿元）



数据来源：基金业协会，东方证券研究所

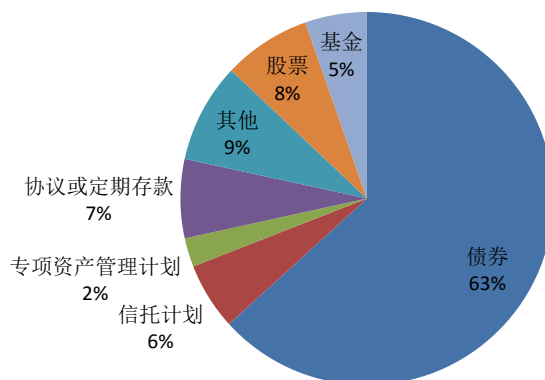
3.2. 产品投资方向：非标与标齐头并进

我们对券商资管 2016 年的投资结构进行拆分，可以看到主动管理与通道业务的投资结构存在显著差别：

- 主动管理类资管：**集合产品大多为主动管理类，且其投资以标准化产品为主，其中又以债券占比最高。具体而言，集合资管中投向债券的比例达到 63%，权益类投资（股票+基金）占比 13%；主动管理的定向资管中，投向债券的占比 56%，权益类投资（股票）占比 6%
- 通道类业务：**通道类多为定向资管产品，投资以非标为主，其中银行委托贷款、票据、资产收益权、信托贷款基本平分秋色，分别占比 14%、13%、14%、12%；证券投资占比仅 16%。

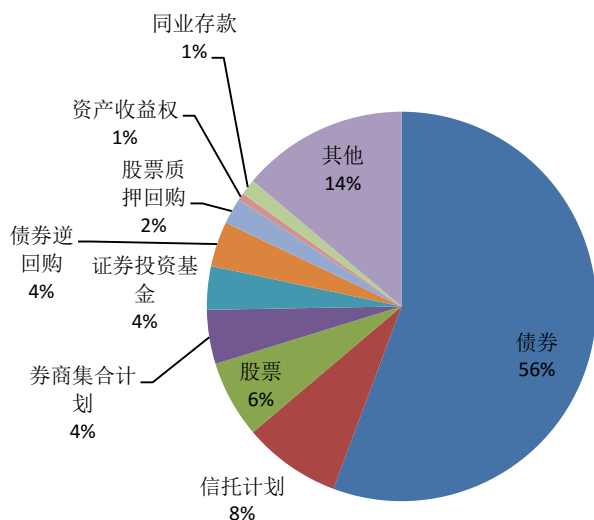
充分发挥券商的投研实力，在巩固债券投资的基础上，提升权益投资与创新产品投资比例，是券商资管主动管理业务的发展方向。我们认为，银行、信托擅长非标投资，对于资产风控有着较多的经验积累；而券商更擅长证券投资，投研实力是重要的竞争优势，更应该充分发挥到资管行业。目前，券商资管以非标投资为主，标准化投资又以债券为主。未来，我们认为券商资管的发展将一方面继续巩固债券投资，利用多种衍生工具提升投资的多样性与灵活性；另一方面，券商在权益产品投资方面的优势尚未充分发挥，把握权益产品与创新金融产品的投资机会，将是券商资管的重要发展方向。

图 10：2016 年集合计划主要投资类型占比情况



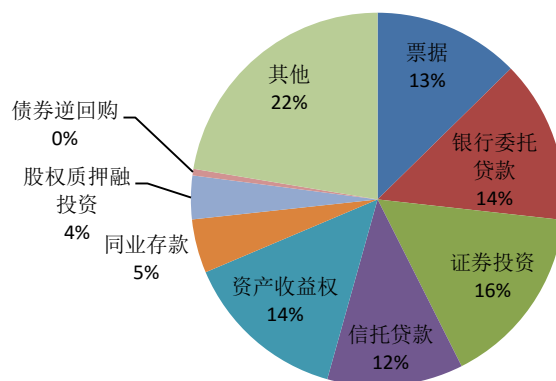
数据来源：基金业协会，东方证券研究所

图 11：2016 年证券公司主动管理定向业务投资情况



数据来源：基金业协会，东方证券研究所

图 12：2016 年证券公司通道业务投资情况



数据来源：基金业协会，东方证券研究所

3.3. 公募牌照炙手可热

根据基金业协会数据，截至 4 月底，取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资管子公司共 12 家，这 12 家公司参与公募基金业务有两种形式，一种是证券公司直接参与公募基金业务，共有 6 家，分别是山西证券、国都证券、东兴证券、华融证券、中银国际证券和北京高华证券；另一种则是以证券公司资管子公司形式参与，也有 6 家，分别是华泰资管、长江资管、东证资管、财通资管、浙商资管和渤海汇金。

券商资管获得公募可以充分发挥公司整体投研优势，也是对过去“大集合”业务的延续补充。2013 年新基金法以后，大集合业务全面停止新发；2017 年，监管对资金池类的大集合业务要求清理整顿，也意味着券商资管希望扩大产品影响力、提升客户覆盖范围需要依靠公募基金产品。与集合资管相比，公募基金收入来源无收益分成，但是能够有效提升企业的市场影响力，与券商其他部门形成共振，也有益于带来更多的机构客户与高净值客户，与资管业务形成良性的正反馈机制。

表 7：拥有公募牌照的券商列表

参与公募基金形式	获得公募牌照券商/子公司
券商直接参与	山西证券、国都证券、东兴证券、华融证券、中银国际证券、北京高华证券
以券商子公司形式参与	华泰资管、长江资管、东证资管、财通资管、浙商资管、渤海汇金

数据来源：基金业协会，东方证券研究所

四、 典型案例分析

4.1. 东方证券资管：东方红系列，践行价值投资，重视公募基金发展

首家券商资管，首家券商资管公募牌照。东方证券资产管理有限公司是证监会批准的首家券商系资产管理公司，12 年首批获得可受托管理保险资金投资管理资格，13 年成为业内首家获得公开募集证券投资基金业务资格的证券公司。

截至 2016 年底，公司管理各类投资组合 163 只，受托资产管理规模 1541.1 亿元，同比增长 42.9%。其中主动管理资产规模为 1428.0 亿元，在受托资产管理规模中的占比高达 92.7%，较 2015 年的 89.7% 进一步提升。据中国证券业协会统计，东证资管受托资产管理业务净收入行业排名第 10 位，资产管理产品长期业绩突出，自 2005 年至 2016 年，公司主动管理权益类产品的平均年化收益率为 22.77%，同期沪深 300 指数平均年化回报率为 12.05%。

表 8：按类型划分的东方证券资产管理业务规模（百万元）

	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日	增长率
集合资产管理计划	25,202.50	29,202.10	15.87%
定向资产管理计划	53,655.10	77,909.90	45.21%
专项资产管理计划	1,487.10	10,723.30	621.09%
券商公募基金	27,525.80	36,273.00	31.78%
合计	107,870.50	154,108.30	42.86%

数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 9：按主动与非主动划分的东方证券资产管理业务规模

	2015 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	资产管理规模	百分比	资产管理规模	百分比
主动管理型产品	96,748.1	89.7%	142,798.7	92.7%
非主动管理型产品	11,122.4	10.3%	11,309.5	7.3%
合计	107,870.5	100.0%	154,108.2	100.0%

数据来源：基金业协会，东方证券研究所

公司产品线丰富，净值表现优异。东方红集合资产管理业务涵盖了权益、固定收益、量化、现金管理等投资领域。其中，东方红 4 号在“2017 国际先锋理财机构评选”中荣获“2017 最佳稳健收益产品”称号，长期业绩出色。据 wind 统计，截至 7 月 31 日，公司共发行 56 只集合资管产品，其中东方红 4 号、5 号、8 号集合资产计划成立以来的总回报分别高达 626.41%、362.28%和 284.03%。

表 10：东证资管集合理财净值表现前十产品（截至 2017 年 7 月 31 日）

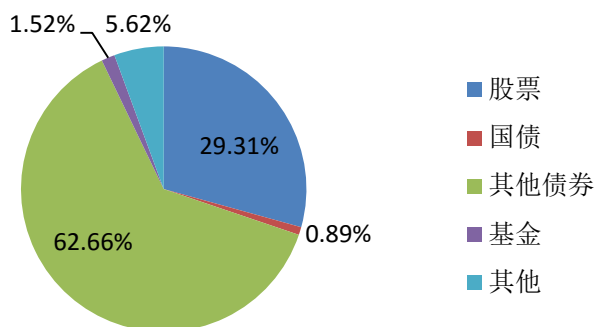
简称	单位净值	累计单位净值	今年以来总回报(%)	成立以来总回报(%)
东方红先锋 3 号	3.0717	3.0917	46.40	212.92
东方红先锋 7 号	2.1204	2.3404	45.27	146.11
东方红先锋 1 号	2.7076	2.9376	43.09	211.58
东方红先锋 6 号 II 期	2.4815	2.8715	36.87	210.48
东方红 5 号	4.3426	4.4126	36.26	362.28
东方红 6 号	2.6504	2.6504	36.13	165.04
东方红 4 号	6.6575	6.7975	35.67	626.41
东方红领先趋势	3.1925	3.2125	35.66	225.14
东方红明睿 2 号	3.2375	3.2375	35.56	223.75
东方红 9 号消费精选	2.7600	2.7700	35.48	178.80

数据来源：Wind，东方证券研究所

践行价值投资策略、提升股权投资比例、重视基金化发展。东证资管的发展有着显著的个体特征，首先体现为投资风格稳健，即践行价值投资战略，持仓以估值低、成长性较为确定、基本面优良的蓝筹股票为主，且持有期长，得以实现长期、稳定的高回报。在投资结构方面，2016 年东证资管的股票持仓占比近 30%，远高于其他券商资管（2016 年中信资管、广发资管的股票持仓比例分别为 9.8%、2.6%），且东证资管的非标资产投资比例非常低，不超过 5.62%，而中信资管的非

标占比达到 33%，广发资管达到 54%。同时，公司作为行业内首家获得公募牌照的券商资管，公募基金业务发展迅速，2017 年 7 月底公募规模 484 亿元，相对 2016 年底增长 33.6%。

图 13：2016 年东方证券资管的投资结构中股票占比 29%



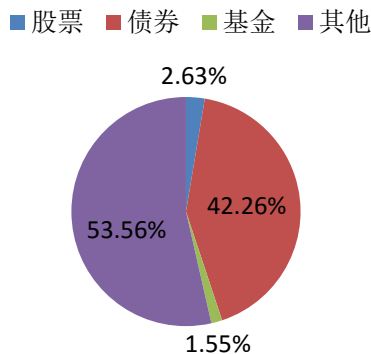
数据来源：公司年报，东方证券研究所

*注：上述统计包括公募基金

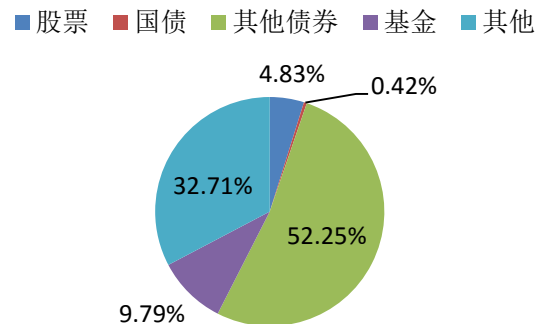
图 14：东方红资管投资理念



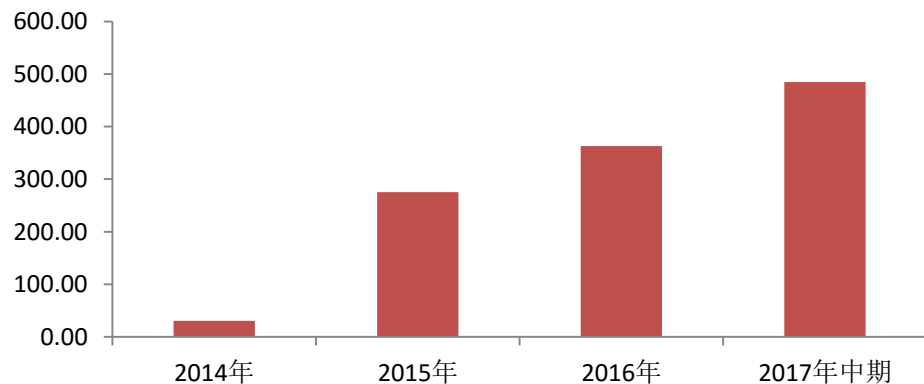
数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 15：2016 年中信证券资管的投资结构中股票占比 2.6%


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 16：2016 年广发证券资管的投资结构中股票占比 9.8%


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 17：东证资管 2017 年中期公募规模 484 亿元


数据来源：Wind，东方证券研究所

4.2. 中银证券：公募化转型卓有成效

中银国际证券于 2002 年 2 月 28 日成立，公司资管业务由总部运行，并未设置专业子公司。根据公司 2016 年年报披露数据，截止 2016 年年末，公司资产管理业务受托管理规模为 5,819 亿元，行业排名第 9 位，收入市场排名第 17 位。主动管理规模由 16 年年初 106 亿元增至 1,115 亿元，占比 19%；根据中国证券投资基金业协会统计数据，今年一季度中银国际主动管理资产月均规模为 1931.08 亿元，行业排名第 6 位。

表 11：中银国际资产管理业务规模（亿元）

项目（亿元）	2014 年	2015 年	2016 年
公募基金	—	—	367.49
集合理财	40.73	82.17	243.96
专项理财	—	4.5	37.69
定向理财	3,267.93	5,480.06	5,169.52
合计	3,308.66	5,566.73	5,818.66

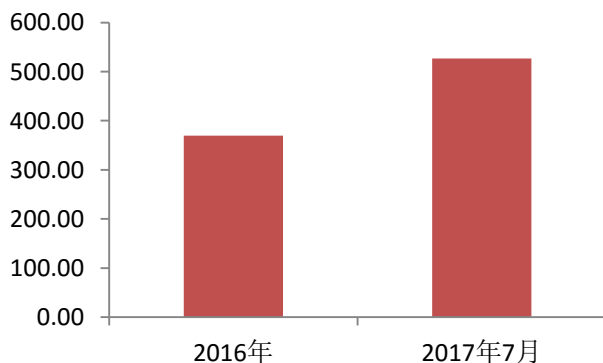
数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 12：按主动与非主动分类资产管理业务规模

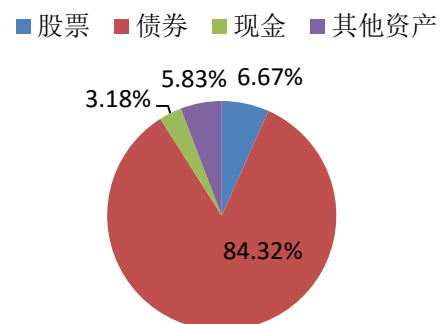
单位：亿元	2015 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	资产管理规模	百分比	资产管理规模	百分比
主动管理型产品	106.00	1.90%	1,115.00	19.16%
非主动管理型产品	5460.73	98.10%	4703.66	80.84%
合计	5,566.73	100.0%	5,818.66	100.0%

数据来源：基金业协会，东方证券研究所

规模大，投资方向以债券为主。中银国际于 2016 年二季度首次发行公募基金，据公司 2016 年年报披露，截至 2016 年年末，其公募基金首年规模达到 369 亿元，行业排名第 55 位，列券商系公募基金规模排名第一；产品业绩排前 1/3。据 wind 统计，截止 7 月 7 日，其成立的公募基金为 6 只，资产合计 526.3160 亿元。从基金的资产配置情况来看，债券的资产配置一直呈上升趋势，且占了整个资产组合的绝大部分，这可能和其大股东为银行背景息息相关。

图 18：截止 2017 年中期中银国际基金规模 526.4 亿元


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：中银国际公募产品以债券投资为主（2017 年中期）


数据来源：Wind，东方证券研究所

五、 投资建议

当前是券商估值的整体底部区间。我们将中信证券作为估值的锚，用券商指数反映行业平均估值水平。截止 2017 年 7 月 20 日，市净率方面，券商指数的 PB (LF) 为 1.92，中信证券 PB (LF) 为 1.499，均处于行业历史估值的较低水平；市盈率方面，券商指数的 PE (TTM) 为 25.2，中信证券的 PE (TTM) 为 21.4，受市场牛熊切换、ROE 下滑的影响，PE 有所回升，但相比于历史均值，均处于较低水平。

资产管理是券商的重要发展方向，主动管理能力较强的券商拥有先发优势，且受通道业务监管的影响较小。考虑到各券商的集合资管占比与主动管理规模，建议关注中信证券、兴业证券、广发证券、华泰证券。

六、 风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务及估值的压制，这一点在 2015 年 6 月以来市场下行中已经充分展现。在券商业务属性高 beta 的前提下，一旦系统性风险最终发生，将对券商业绩与股价产生重大负面影响。
- 券商业务转型不及预期，包括经纪业务的综合金融方向转型，资管业务的主动化转型等。
- 当前处于监管变革的窗口期，超预期的强监管政策可能会显著影响券商估值水平。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

