

2021 年 07 月 14 日

权益资产迎黄金时代，券商步入长景气周期

看好

——证券行业 2021 年中期策略

相关研究

"板块 2Q21 利润预将创近 6 年新高，证券行业步入长景气周期-券商 2021 年中报前瞻" 2021 年 7 月 12 日

"“券商高质量发展指标体系”初探-基于协会发布的券商 2020 经营指标数据" 2021 年 6 月 20 日

证券分析师

许旖珊 A0230520080002
xuys@swsresearch.com

研究支持

李天奇 A0230120070006
litq@swsresearch.com

联系人

李天奇
(8621)23297818×转
litq@swsresearch.com

- **中国居民增配权益资产的黄金时代来临。**1) 竞品收益率持续下降，从银行理财到标准化权益产品的居民财富迁徙在提速。2018 年 4 月资管新规后，银行理财预期收益率持续下降；近期现金类理财正式稿出台，7.3 万亿的类货基将参照货基整改。2) 人口老龄化，发展养老金融、养老金入市等政策落地将加快。2020 年中国 65 岁及以上人口占比已达 13.5%，出生率仅 0.85%，人口老龄化带来养老金缺口压力；目前我国三支柱养老体系高度依赖第一支柱，占比约 8 成，第三支柱亟待发展。3) 房市调控加码，未来房地产市场的资金聚集作用将逐渐减弱。国家顶层设计房住不炒，关注房地产税相关政策。
- **重视近期三个“史上首次”，指明两大方向：一是中国权益公募与资管的长期发展可期，二是证券行业要高质量发展且要发挥财富管理作用。**1) 5 月 25 号，上海市人民政府印发《关于加快推进上海全球资产管理中心建设的若干意见》，史上首次明确支持基金公司上市。2) 5 月 22 号，证监会主席易会满在中国证券业协会第七次会员大会上，史上首次定调行业高质量发展不仅仅是做大规模，发挥财富管理作用。3) 5 月 13 号，中基协史上首次发布偏股公募销售保有量 100 强榜单，47 家券商上榜，天天基金排第 5。
- **中性情景 2030E 中国居民持有股票和非基规模将达 122 万亿元，十年 CAGR13%。**1) 在保守、中性、乐观假设下，2030E 居民持有股票及非货基与储蓄比分别提升 0.6 倍、0.9 倍、1.2 倍，则 2030E 居民持有股票及非货基分别为 108 万亿、123 万亿、134 万亿，十年 CAGR11%、13%、14%。2) 美国 1990 年居民持有股票和非货基与储蓄比值 0.6 倍（~中国 2020 年），十年提升 1.4 倍。
- **中性情景 2030E 中国偏股公募基金市场将达 58 万亿元，十年 CAGR24%。**1) 保守、中性、乐观假设下，2030E 偏股基金深度较 2020 分别提升 20pct、25pct、30pct，则 2030E 中国偏股公募基金未来十年 CAGR 在 21%~27%之间。2) 美国 90 年代初期偏股基金深度 7%（~中国 2020 年），十年提升 37pct。
- **居民增配权益的黄金时代下，券商步入长景气周期。**1) 券商在权益资产的甄别获取能力和产品集成、投顾对客户风险收益的需求理解上具有优势，同时部分券商控参股优质公募直接参与市场大发展；资管业务轻资本和规模效应特性下，行业集中度将持续提升。2) 参考美国 90 年代权益大发展下头部券商业绩高增：高盛 1994-2000 年利润 CAGR35%，客户资产 CAGR32%；摩根士丹利 1995-2000 年券商及资管业务利润 CAGR36%；嘉信理财 1990-2000 年利润 CAGR46%。
- **投资建议：紧握长逻辑，增配优质个股。**建议从权益资产端能力/渠道端能力/综合服务能力三条主线筛选标的，预计部分深度参与公募基金产业链的券商将极大受益于中国权益公募与财富管理崛起和集中度提升。重点推荐中金公司、东方财富、华泰证券、中信证券、广发证券、国泰君安等。
- **风险提示：**流动性大幅收紧。



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

中国居民增配权益资产的黄金时代来临。竞品收益率持续下降，从银行理财到标准化权益产品的居民财富迁徙在提速；人口老龄化，养老金入市等政策落地将加快；房市调控加码，资金聚集作用将逐渐减弱。

对标美国，中国偏股公募基金市场未来 10 年复合增速超 20%。预计 2030E 中国居民持有股票和非基规模将达 122 万亿元，十年 CAGR 13%，偏股公募基金市场将达 58 万亿元，十年 CAGR 24%。

在此历史大背景下，券商步入长景气周期。券商在权益资产的甄别获取能力和产品集成、投顾对客户风险收益的需求理解上具有优势，同时部分券商控参股优质公募直接参与市场大发展，建议从权益资产端能力/渠道端能力/综合服务能力三条主线筛选标的。

原因及逻辑

中国居民增配权益资产的黄金时代来临，因：

竞品收益率持续下降，驱动居民财富转向权益。资管新规打破刚兑，银行理财向净值化转型、预期收益率持续下降。2018 年 4 月至今，3 个月期银行理财预期年化收益率下降超过 100bps。

中国人口老龄化加速，未来养老问题严峻，二、三支柱养老金有望快速发展。2019 年我国 65 岁及以上人口占总人口比重 12.6%，目前平均 2.4 人养 1 人，联合国展望到 2055 年将降至 1.3 人养 1 人。

中国房地产市场政策调控加码。2020 年 8 月以来，监管先后提出房企融资“三条红线”，建立房贷集中度管理制度等；2021 年 6 月，国有土地使用权出让金等四项政府非税收入拟划转税务部门征收。国家房住不炒保持定力背景下，预计房地产市场对居民资金的聚集作用将逐渐减弱。

券商步入长景气周期，因：

券商在权益资产的甄别获取能力和产品集成、投顾对客户风险收益的需求理解上具有优势。对标美国，上世纪 90 年代美国资管大发展背景下，高盛、大摩、嘉信理财等头部券商均显著受益业绩快速成长。

部分券商控参股优质公募直接参与市场大发展。部分头部公募基金公司由券商参控股，这些券商可直接享受到公募行业扩张带来的基金公司业绩高成长。

有别于大众的认识

市场认为居民权益资产比重较难提升，我们认为股票作为底层资产在居民金融资产中的比重将提升。当前我国居民可投资资产中银行储蓄占比近半，加上银行理财的合计占比接近 2/3，而股票占比历史上未高于 10%。发展个人账户养老金的相关政策落地后，股票在居民金融资产中的将提升。

目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 居民增配权益资产的黄金时代来临 | 6 |
| 1.1 竞品收益率下降，提升权益资产吸引力 | 6 |
| 1.2 人口老龄化加快，政策支持发展养老金融 | 6 |
| 1.3 房市调控加码，资金聚集作用将逐渐减弱 | 9 |
| 2. 对标美国，中国居民财富向资本市场转移趋势确定 | 10 |
| 2.1 类似美国 90 年代，中国居民持股/非货基规模有望快速提升 | 10 |
| 2.2 中国偏股公募深度显著低于发达国家，扩张可期..... | 13 |
| 2.3 美国二、三支柱养老金持基规模占比持续增长至超 6 成..... | 16 |
| 3. 参照美国龙头券商，市场低估公募成长券商受益程度 | 18 |
| 3.1 中国偏股公募规模已连续十个季度创新高，集中度仍相对分散..... | 18 |
| 3.2 美国头部券商 90 年代均显著受益权益大发展 | 19 |
| 3.2.1 高盛：投行与资管是 20 世纪 90 年代业绩高增引擎 | 19 |
| 3.2.2 摩根士丹利：95-00 年券商及资管业务利润 CAGR36% | 20 |
| 3.2.3 嘉信理财：规模效应显著，90 年代利润 CAGR 46% | 21 |
| 3.3 投资建议：紧握长逻辑，增配优质个股 | 23 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：2018 年，银行理财预期年化收益率（3 个月期）呈下降趋势..... | 6 |
| 图 2：2020 年银行理财 25.9 万亿，为非货基规模 2.2 倍 | 6 |
| 图 3：中国 2020 年 65 岁及以上人口占比 13.5%..... | 7 |
| 图 4：中国 2020 年出生率 0.85%，连续 4 年下降..... | 7 |
| 图 5：中国 2020 年城镇离退休人员基本养老金替代率 41%，连续 4 年下降 | 7 |
| 图 6：中国三支柱养老体系..... | 7 |
| 图 7：中国三支柱养老体系构成：2019 年第一支柱占比近 8 成..... | 8 |
| 图 8：2020 年企业年金覆盖 2718 万职工，占城镇就业人员（非国有单位）比重 6.6% | 8 |
| 图 9：2019 年，中国居民住房资产约为证券投资基金的 12 倍 | 10 |
| 图 10：1999 年，美国居民住房资产约为共同基金的 4.5 倍，十年下降超 12 倍10 | |
| 图 11：中国：十年期国债收益率中枢下行..... | 10 |
| 图 12：美国 80-90 年代：十年国债收益率中枢下行 | 10 |
| 图 13：近 10 年中国城镇居民可支配收入增速降档..... | 11 |
| 图 14：美国 80 年代人均可支配收入增速降档..... | 11 |
| 图 15：2020 年中国居民持有股票和非货基与储蓄比值 0.6 倍=美国 1990 年 11 | |
| 图 16：1990 年代美国居民：(股票+非货基)/储蓄 提升 1.4 倍..... | 12 |
| 图 17：1987-1999 年：美国居民配置房地产下降 6pct，储蓄下降 6pct，股票及非货基提升 14pct..... | 12 |
| 图 18：2020 年美国居民资产大类配置中：股票和非货基占比最高 | 12 |
| 图 19：社融增量中，企业债与非金融企业境内股票融资占比低 | 13 |
| 图 20：存量法下，直接融资占比相当于美国 20 世纪 80 年代 | 13 |
| 图 21：美国 20 世纪 90 年代新旧经济动能成功切换 | 14 |
| 图 22：36 个经济体“股票化率-基金深度”散点图： 2019 年..... | 14 |
| 图 23：2020 年中国偏股公募深度为 7% ≈ 美国 1991..... | 15 |
| 图 24：1990-2000 美国上市公司总市值十年 CAGR 16%..... | 15 |
| 图 25：1990-2000 美国共同基金持股市值十年 CAGR32% | 15 |
| 图 26：美国偏股基金 1990-2000 十年 CAGR32% | 16 |
| 图 27：美国 IRAs、DC 计划合计持有偏股基金近 9 万亿美元，占比 62%..... | 17 |

| | |
|--|----|
| 图 28: 美国 IRAs、DC 计划分别占补充养老金市场的 35%、28% | 17 |
| 图 29: 美国 IRAs 资产按管理机构分布: 券商经纪账户与公募占比超 9 成 | 17 |
| 图 30: 美国 75% 准退休家庭拥有雇主发起退休金计划或 IRAs | 17 |
| 图 31: 5 月末开放式股票及混合型公募 7.6 万亿元, 较年初增长 19% | 18 |
| 图 32: 1H21 新成立偏股基金 1.31 万亿份, 占 2020 全年的 65% | 18 |
| 图 33: 美国基金业集中度提升, 2020 年 CR5 达到 53% | 19 |
| 图 34: 美国近五年基金公司数量减少 73 家 | 19 |
| 图 35: 中国基金公司规模集中度显著低于美国 | 19 |
| 图 36: 截至 2021/7/12, 股票及混合基金规模前十名公司 | 19 |
| 图 37: 高盛 1994-2000 净利润 CAGR35% | 20 |
| 图 38: 高盛 1994-2000 客户总资产 CAGR32% | 20 |
| 图 39: 高盛 2000 年高净值、机构客户资产占比 56%、27% | 20 |
| 图 40: 高盛 2000 年投行、资管和证券服务收入合计占比约 6 成 | 20 |
| 图 41: 摩根士丹利 1995-2000 营收 CAGR21%、归母净利 CAGR31% | 21 |
| 图 42: 大摩 1995-2000 年证券及资管利润 CAGR 约 36% | 21 |
| 图 43: 嘉信理财 1990-2000 营收 CAGR31%、归母净利 CAGR46% | 21 |
| 图 44: 90 年代嘉信理财手续费佣金收入占比超 7 成 | 21 |
| 图 45: 1995-2000 客户资产 CAGR37%, 客户数 CAGR17% | 22 |
| 图 46: 1993-1999 嘉信基金业务收入占比提升 9pct | 22 |
| 表 1: 鼓励养老金第二、三支柱发展的国家政策密集出台 | 9 |
| 表 2: 保守-乐观情景, 居民持有股票及非货基未来十年 CAGR11%~14% | 13 |
| 表 3: 保守-乐观情景, 中国偏股公募基金市场未来十年 CAGR21%~27% | 16 |
| 表 4: 公募牌照子公司 (含全资/控股/参股) 2020 年对上市券商利润贡献 (单位: 亿元) | 23 |
| 表 5: 证券行业重点公司估值表 (2021/7/13) | 24 |

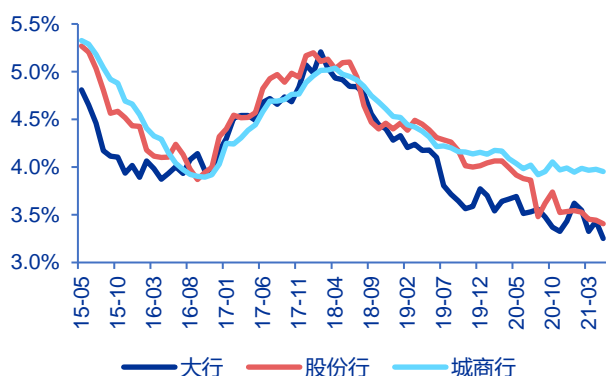
1. 居民增配权益资产的黄金时代来临

1.1 竞品收益率下降，提升权益资产吸引力

资管新规打破刚兑，银行理财向净值化转型、预期收益率持续下降。2018年4月至今，3个月期银行理财预期年化收益率下降超过100bps。2021年5月，大行、股份行、城商行发行的3个月期人民币理财产品预期年收益率分别为3.25%、3.41%、3.95%，较2018年4月下降幅度为168、162、108bps。

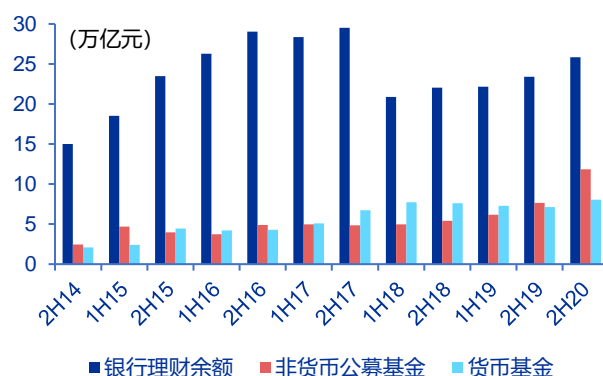
近期三个“史上首次”值得重视，权益公募产业链大发展可期。一是5月25日，上海市人民政府印发《关于加快推进上海全球资产管理中心建设的若干意见》，史上首次明确支持基金公司上市。二是5月22日，证监会主席易会满在中国证券业协会第七次会员大会上，史上首次定调行业高质量发展不仅仅是做大规模，要进一步发挥财富管理作用。三是5月13日，基金业协会史上首次发布偏股公募基金销售保有量100强榜单，券商上榜47家。近期基金投顾第二批试点券商名单发布，当前累计不少于17家券商获得基金投顾试点资格。

图 1：2018 年，银行理财预期年化收益率（3 个月期）呈下降趋势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：2020 年银行理财 25.9 万亿，为非货基规模 2.2 倍



资料来源：Wind，申万宏源研究

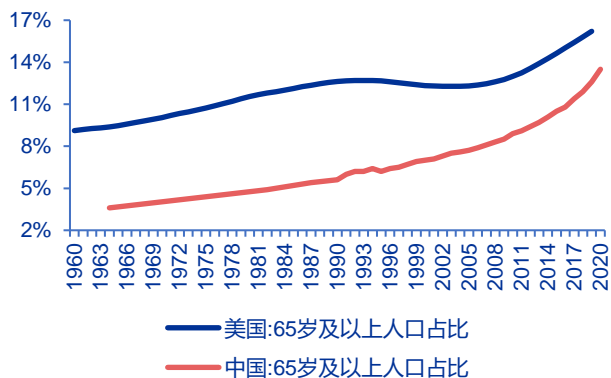
1.2 人口老龄化加快，政策支持发展养老金融

中国人口老龄化速率加快、且生育率低，加速基本养老金缺口压力。据第七次人口普查数据，2020 年我国 65 岁及以上人口占比 13.5%，较十年前提升 4.6pct。且人口老龄化速率提升，2020 年、2019 年、2018 年 65 岁及以上人口占比环比增速分别为 7.1%、5.9%、4.4%。与此同时，2020 年中国人口出生率仅为 0.85%，自 2017 年起已连续 4 年下降。

基本养老金替代率持续下降，远低于世界银行建议的 70%。2020 年中国城镇离退休人员月人均基本养老金为 3350 元，月人均基本养老金增速近年来持续放缓，2018-2020

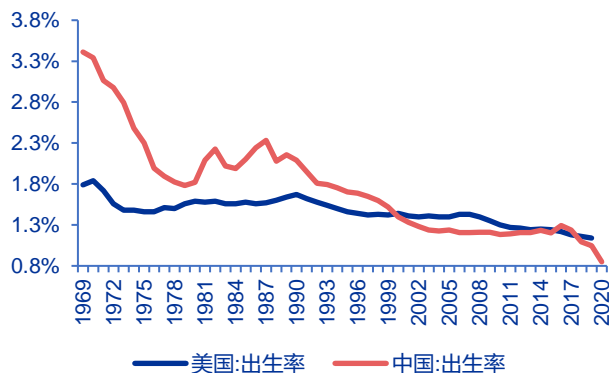
年增速分别为 9.7%、5.7%、0.5%。2020 年城镇居民基本养老金替代率为 41.3%，连续 4 年下降且远低于世界银行建议的 70% 水平。

图 3：中国 2020 年 65 岁及以上人口占比 13.5%



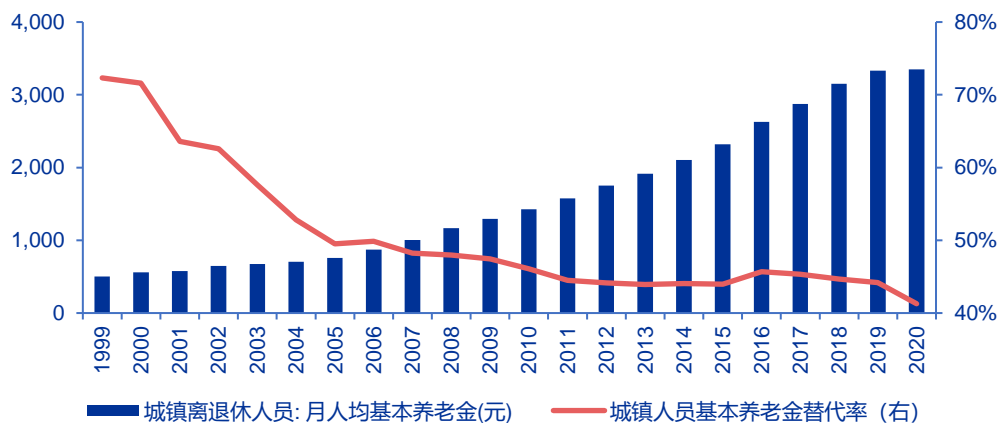
资料来源：国家统计局，世界银行，申万宏源研究

图 4：中国 2020 年出生率 0.85%，连续 4 年下降



资料来源：国家统计局，世界银行，申万宏源研究

图 5：中国 2020 年城镇离退休人员基本养老金替代率 41%，连续 4 年下降

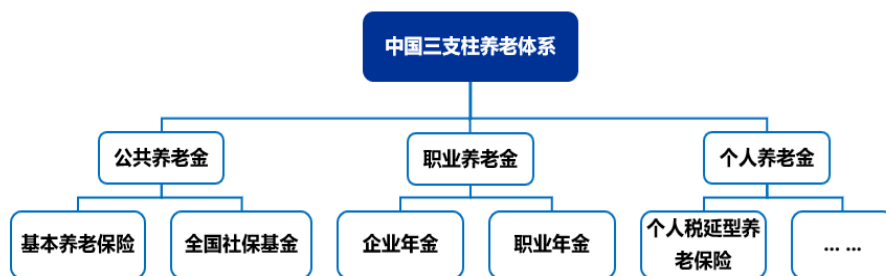


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

注：养老金替代率=退休时月领取养老金/退休前月工资收入

我国初步构建起三支柱养老金体系。据世界银行 1994 年提出的养老金三支柱概念，我国三支柱养老体系如下：第一支柱是基本养老保险基金，以及中央财政拨款支持形成的全国社会保障基金；第二支柱是由政府机关事业单位或企业发起设立的，职业群体共同缴费形成的职业年金和企业年金；第三支柱是私人养老储蓄计划，由个人自愿缴费形成且市场化投资运作，具体形式包括税延商业养老保险、目标日期基金等。

图 6：中国三支柱养老体系

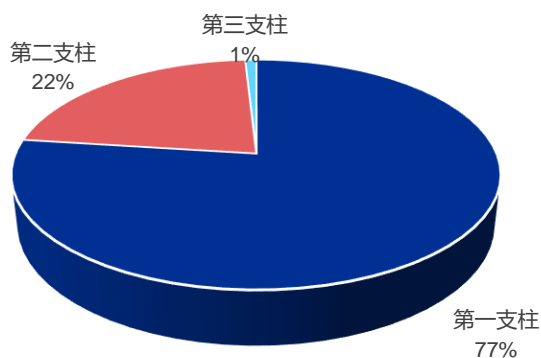


资料来源：申万宏源研究

第一支柱规模占比近 8 成，第二支柱发展较快但覆盖人群有限。2019 年我国三支柱养老金规模超 11.3 万亿元，占 GDP 比重 11.5%；其中第一支柱 8.7 万亿元，占比 77%。第二支柱近年规模增长较快，但覆盖职工人数比例仍然较低。2020 年企业年金累计结余 2.25 万亿元，2012-2020 年规模 CAGR 达 21%；覆盖企业职工 2718 万人，占城镇就业人员（非国有单位）比率为 6.6%。

政策支持发展养老金融，第三支柱亟待发展。2021 年 6 月，我国正式开启在浙江及重庆开展专属商业养老保险试点。当前国家政策支持加快发展商业养老保险，以实现对第一支柱的有效补充。展望未来，大力发展个人账户养老金尤其是第三支柱，并以税优政策引导其增加权益类资产投资，促使居民加快向投资养老的转变是重要课题。

图 7：中国三支柱养老体系构成：2019 年第一支柱占比近 8 成



资料来源：财政部，全国社保基金理事会，申万宏源研究

图 8：2020 年企业年金覆盖 2718 万职工，占城镇就业人员（非国有单位）比重 6.6%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

表 1：鼓励养老金第二、三支柱发展的国家政策密集出台

| 时间 | 文件 | 主要内容 |
|---------|--|--|
| 2016/3 | 《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》 | 完善统账结合的城镇职工基本养老保险制度，构建包括职业年金、企业年金和商业保险的多层次养老保险体系，持续扩大覆盖面。实现职工基础养老金全国统筹。完善职工养老保险个人账户制度，健全参保缴费激励约束机制，建立基本养老金合理调整机制。推出税收递延型养老保险。 |
| 2016/12 | 《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》 | 发展适老金融服务。 规范和引导商业银行、保险公司等金融机构开发适合老年人的理财、保险产品；稳步推进养老金管理公司试点，按照国家有关规定，积极参与养老金管理相关业务，做好相关受托管理、投资管理和账户管理等服务工作。 |
| 2017/3 | 《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》 | 完善养老保险制度。 制定实施完善和改革基本养老保险制度总体方案。完善社会统筹与个人账户相结合的基本养老保险制度，构建包括职业年金、企业年金，以及个人储蓄性养老保险和商业保险的多层次养老保险体系。推进个人税收递延型商业养老保险试点。建立基本养老金合理调整机制，适当提高退休人员基本养老金标准。建立更加便捷的养老保险转移接续机制。 |
| 2018/3 | 《关于建立城乡居民基本养老保险待遇确定和基础养老金正常调整机制的指导意见》 | （一）完善待遇确定机制。城乡居民基本养老保险待遇由基础养老金和个人账户养老金构成。（二）建立基础养老金正常调整机制。（三）建立个人缴费档次标准调整机制。（四）建立缴费补贴调整机制。（五）实现个人账户基金保值增值。 |
| 2020/1 | 《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》 | 加快发展商业养老保险。 大力发展商业养老年金保险，推动商业保险机构加快开发投保简便、交费灵活、收益稳健的个人账户式商业养老保险产品。鼓励商业保险机构发展有助于实现养老金融产品年金化领取的保险产品。支持商业保险机构发展与养老服务相衔接的保险产品。支持养老保险第三支柱发展。 力争到 2025 年，商业保险为参保人积累不低于 6 万亿元养老保险责任准备金。 |
| 2021/3 | 《2021 年政府工作报告》 | 推进基本养老保险全国统筹， 规范发展第三支柱养老保险。 |
| 2021/3 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》 | 健全养老保险制度体系，促进基本养老保险基金长期平衡。 完善划转国有资本充实社保基金制度 ，优化做强社会保障战略储备基金。发展多层次、多支柱养老保险体系，提高企业年金覆盖率， 规范发展第三支柱养老保险。 |
| 2021/5 | 《关于开展专属商业养老保险试点的通知》 | 推动商业养老保险加快发展，更好地服务多层次、多支柱养老保险体系建设，积极满足人民群众多样化养老保障需求，银保监会决定开展专属商业养老保险试点。 针对新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员，自 2021 年 6 月 1 日起，在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点。 试点期限暂定一年。产品采取账户式管理，产品设计分为积累期和领取期两个阶段，领取期不得短于 10 年。 |

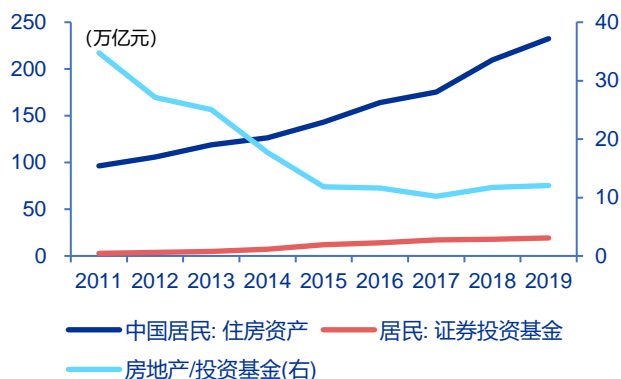
资料来源：中国政府网，申万宏源研究

1.3 房市调控加码，资金聚集作用将逐渐减弱

中国房地产市场政策调控加码。过高的住房相关支出会约束内需释放，近两年我国房市相关的调控政策逐步成型。2020 年 8 月以来，监管先后提出房企融资“三条红线”，建立房贷集中度管理制度等；2021 年 5 月，财政部等四部委召开地产税改革试点工作座谈会；2021 年 6 月，国有土地使用权出让金等四项政府非税收入拟划转税务部门征收。

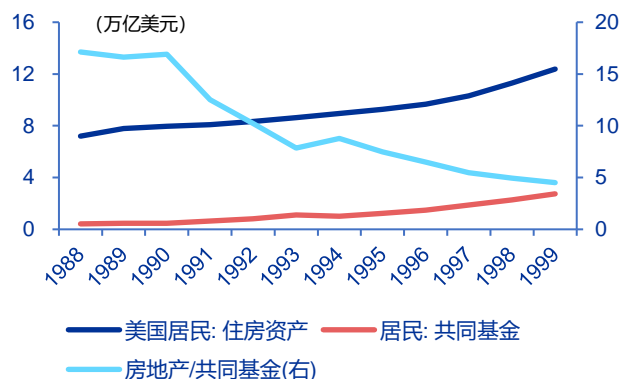
国家房住不炒保持定力背景下，预计房地产市场对居民资金的聚集作用将逐渐减弱。2019 年，中国居民住房资产规模为投资基金的 12 倍。20 世纪 80 年代末期，美国居民住房资产为共同基金规模的 17 倍，到 1999 年下降至 4.5 倍。

图 9：2019 年，中国居民住房资产约为证券投资基金的 12 倍



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：1999 年，美国居民住房资产约为共同基金的 4.5 倍，十年下降超 12 倍



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 对标美国，中国居民财富向资本市场转移趋势确定

2.1 类似美国 90 年代，中国居民持股/非货基规模有望快速提升

中国长端利率中枢下行，长久期固收资产吸引力下降。截至 2021 年 7 月 12 日，中国十年期国债收益率 2.94%，整体中枢下行与美国 80-90 年代情况类似。截至 2021 年 7 月 9 日，美国十年期国债收益率 1.37%。

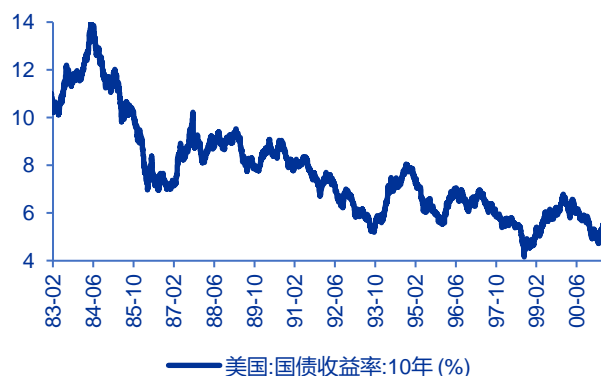
居民人均可支配收入增速持续降挡，与美国 20 世纪 80-90 年代类似。2020 年，中国城镇居民人均可支配收入近 4.4 万元，增速持续降挡，按 3 年维度计算复合增速：2017-2020 为 6.4%、2014-2017 为 8.1%、2011-2014 为 9.8%。美国居民人均可支配收入在 20 世纪 80 年代同样经历增速降挡。

图 11：中国：十年期国债收益率中枢下行



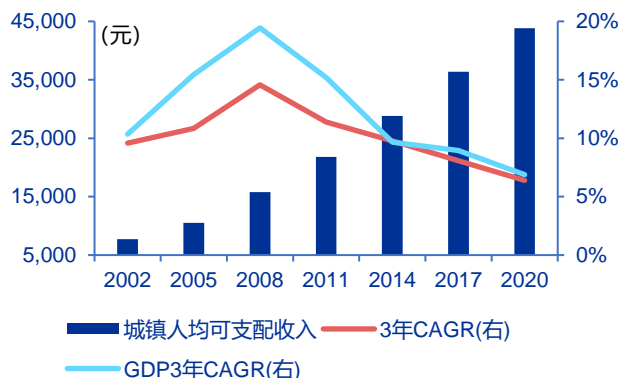
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：美国 80-90 年代：十年国债收益率中枢下行



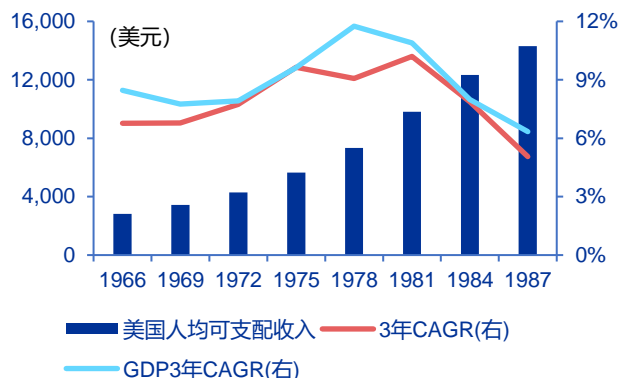
资料来源：美联储，申万宏源研究

图 13：近 10 年中国城镇居民可支配收入增速降档



资料来源：Wind，申万宏源研究

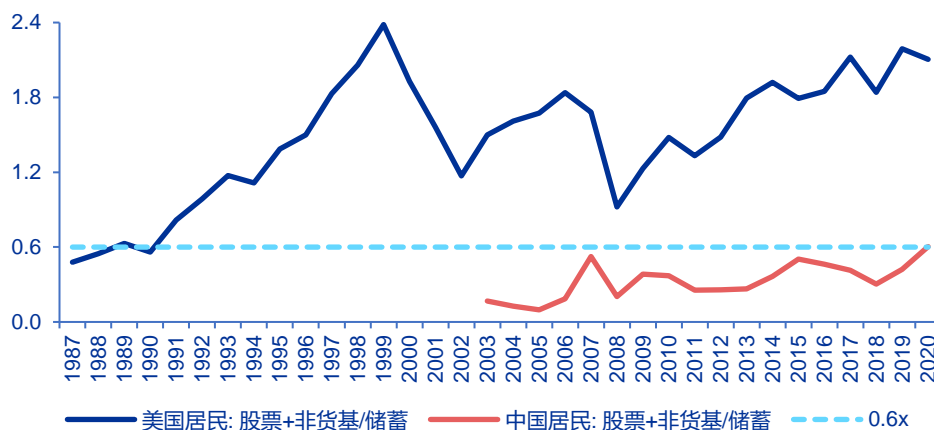
图 14：美国 80 年代人均可支配收入增速降档



资料来源：美联储，申万宏源研究

随着权益资产的吸引力不断上升，中国中产阶级储蓄者逐步向投资者角色转变。2020 年，中国居民持有股票和非货币公募与储蓄类资产（现金+存款+货币基金）的比值约 0.6 倍，与美国 1990 年对应比值相当。2020 年中国居民居民储蓄类资产规模为 61 万亿，2015-2020 年 5 年 CAGR 达 8%。2020 年中国居民所持有的股票和非货基规模为 37 万亿，2015-2020 年 5 年 CAGR 达 12%。

图 15：2020 年中国居民持有股票和非货基与储蓄比值 0.6 倍=美国 1990 年

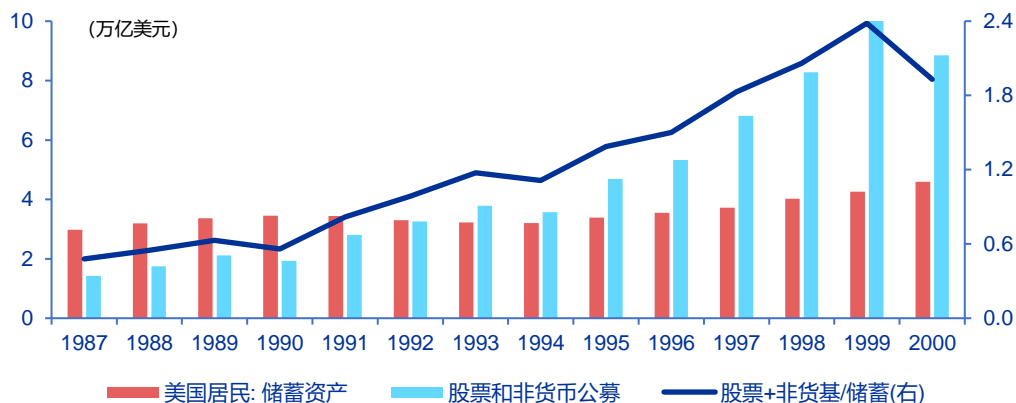


资料来源：美国经济分析局，Wind，申万宏源研究

1990-2000 年美国居民持有股票和非货币公募与储蓄比值十年提升 1.4 倍，持有股票和非货基十年 CAGR16%。1990 年美国居民股票和非货币共同基金 1.9 万亿美元，居民储蓄类资产 3.4 万亿美元，比值约为 0.56 倍。2000 年美国居民持有的股票及非货基规模为 8.9 万亿美元，十年 CAGR16%。90 年代美国持有股票及非货基与储蓄比值从 0.6x 提升

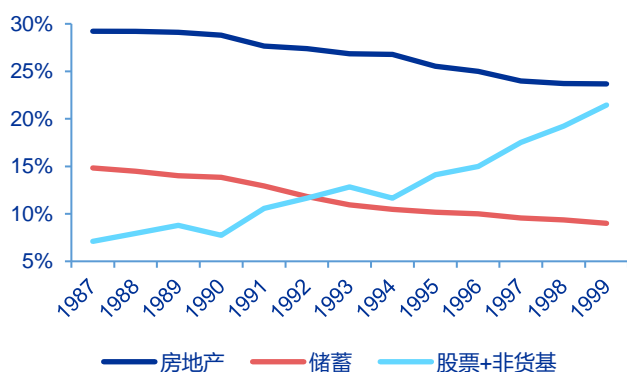
1.4x 至 1.9x。1987-1999 年，美国居民配置房地产下降 6pct，储蓄下降 6pct，股票及非货基提升 14pct。2020 年美国居民资产大类配置中，股票和非货基占比最高，达 24%。

图 16：1990 年代美国居民：(股票+非货基)/储蓄 提升 1.4 倍



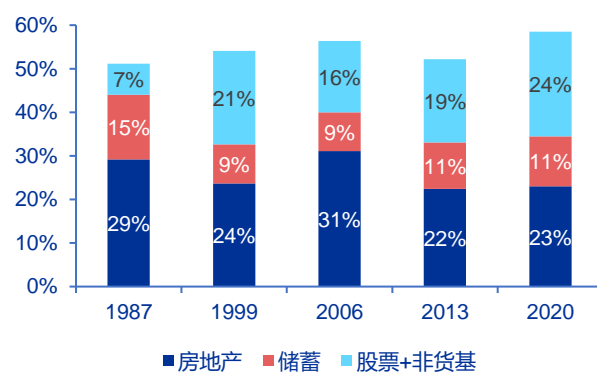
资料来源：美国经济分析局，申万宏源研究

图 17：1987-1999 年：美国居民配置房地产下降 6pct，储蓄下降 6pct，股票及非货基提升 14pct



资料来源：美国经济分析局，申万宏源研究

图 18：2020 年美国居民资产大类配置中：股票和非货基占比最高



资料来源：美国经济分析局，申万宏源研究

预计未来 10 年中国居民持有股票及非货基 CAGR 11~14%。在保守、中性、乐观假设下，2030E 居民持有股票及非货基与储蓄比分别提升 0.6x、0.9x、1.2x；则 2030E 居民持有股票及非货基分别为 108、123、134 万亿，十年 CAGR11%、13%、14%。

表 2：保守-乐观情景，居民持有股票及非货基未来十年 CAGR11%~14%

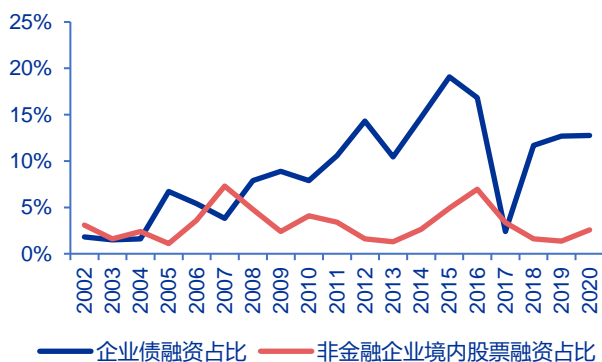
| 单位: 万亿元 | | (股票+非货基)/储蓄 | 储蓄类资产 | 十年 CAGR | 股票和非货基 | 十年 CAGR |
|---------|------|-------------|-------|---------|--------|---------|
| 2020 | | 0.6 x | 61 | - | 37 | - |
| 2030E | 保守假设 | 1.2 x | 90 | 4.0% | 108 | 11.4% |
| | 中性假设 | 1.5 x | 82 | 3.0% | 123 | 12.8% |
| | 乐观假设 | 1.8 x | 74 | 2.0% | 134 | 13.8% |

资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 中国偏股公募深度显著低于发达国家，扩张可期

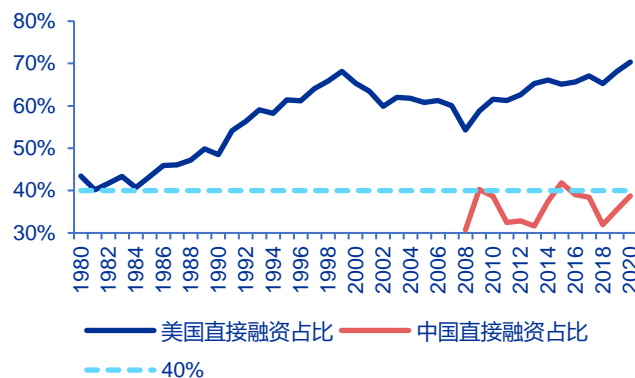
中国当前直接融资占比仍相对较低，仅相当于美国 80 年代。2018 年 7 月以来，科创板、创业板 IPO 注册制改革已有收效。投资端改革政策也将加快落地，如政府引导第二、三支柱养老金发展并入市。社融增量方面，国内的企业债与非金融企业境内股票融资占比仍然较低，2020 年分别为 13%和 3%。存量法下，中国当前直接融资占比为 39%，仅相当于美国 1980 年左右水平。

图 19：社融增量中，企业债与非金融企业境内股票融资占比低



资料来源：Wind，申万宏源研究

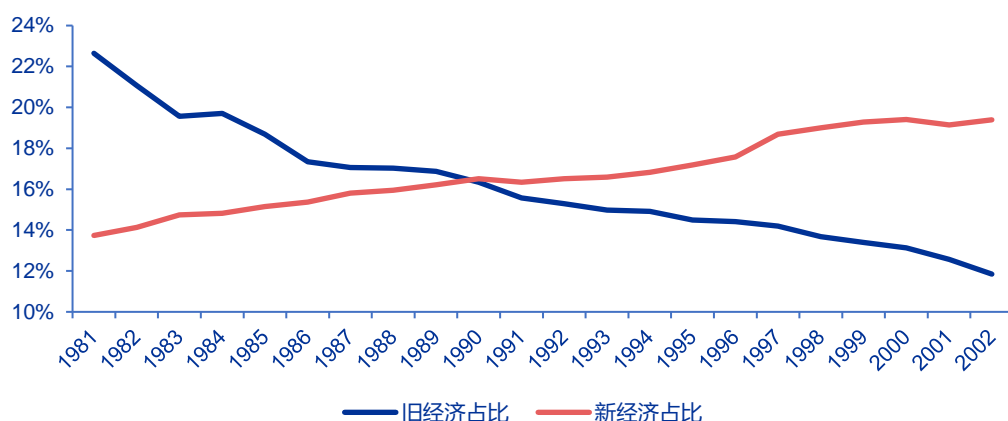
图 20：存量法下，直接融资占比相当于美国 20 世纪 80 年代



资料来源：美国经济分析局，Wind，申万宏源研究

20 世纪 90 年代，美国新旧动能切换，直接融资规模大幅提升。1990 年美国新经济占比 17%，反超旧经济占比，新旧经济动能成功切换。居民资产配置中，股票和非货币基金占比大幅提升。一方面是居民自发增配权益资产；另一方面美国政策推动 401k 和 IRAs 等私人养老金入市。美国在 20 世纪 80 年代末期-90 年代实现了良性循环：“税优政策大力推动养老金入市——促进股权融资——企业盈利改善——经济向好——股指向上——养老金入市”。

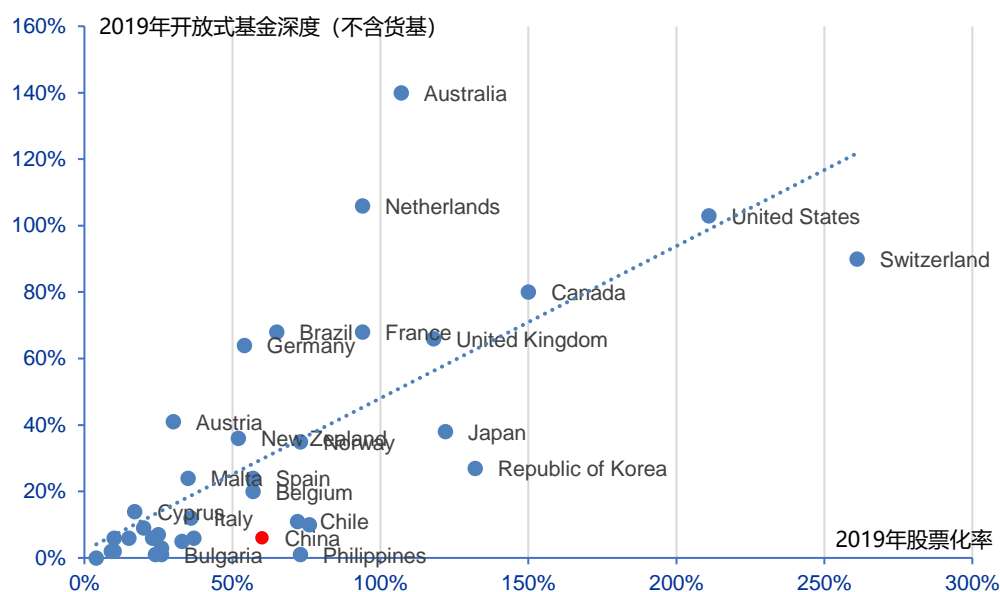
图 21：美国 20 世纪 90 年代新旧经济动能成功切换



资料来源：美国经济分析局，申万宏源研究

对标世界各国,中国基金深度与股票化率显著不匹配。2019 年,中国股票化率为 60%,不含货基的开放式基金深度仅为 6%。对标股票化程度相似的经济体,德国股票化率为 54%,不含货基的开放式基金深度为 64%。同期美国股票化率为 211%,不含货基的开放式基金深度为 103%。相较于当前股票化率程度,中国基金深度远远不足,未来存在较大向上空间。

图 22：36 个经济体“股票化率-基金深度”散点图：2019 年

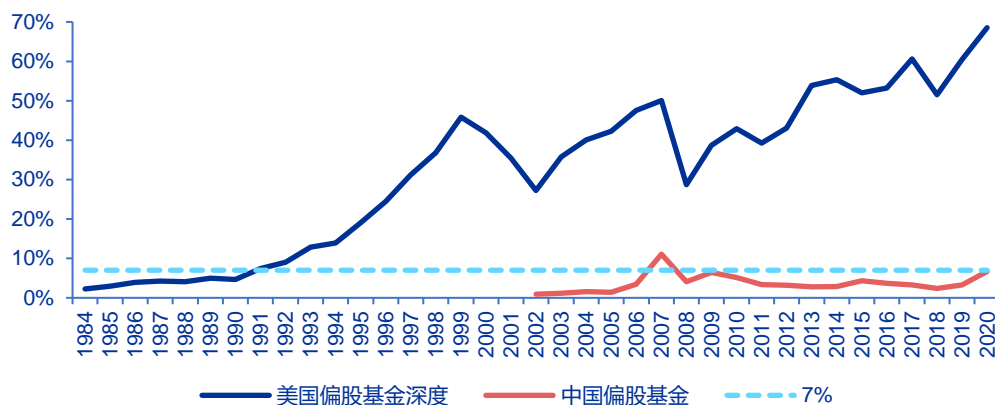


资料来源：ICI，申万宏源研究

中国偏股公募深度可对标美国 1991 年,未来增长可期。2020 年中国偏股公募深度为 7%,近似美国 1991 年,美国 30 年间偏股公募深度提升 62pct 至 69%。1990 年美国上市公司总市值为 3.3 万亿美元,共同基金持股市值为 0.3 万亿美元,持股占比 7.5%。2000

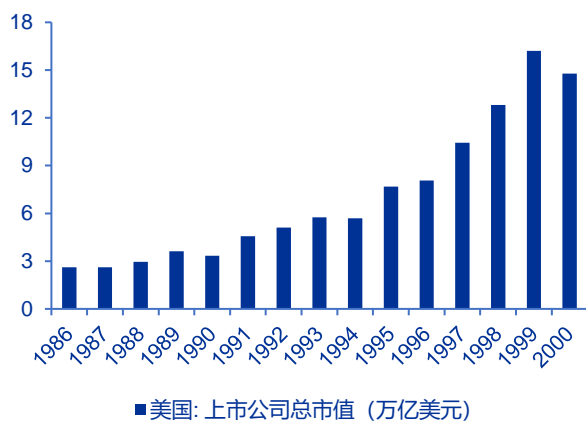
年美国总市值达 14.8 万亿美元，十年 CAGR16%；共同基金持股市值达 3.9 万亿美元，十年 CAGR32%，持股占比升至 26.5%。

图 23：2020 年中国偏股公募深度为 7% ≈ 美国 1991



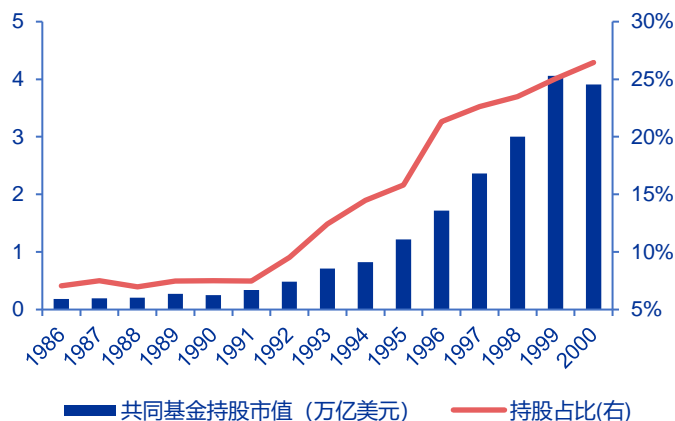
资料来源：ICI，Wind，申万宏源研究

图 24：1990-2000 美国上市公司总市值十年 CAGR 16%



资料来源：美国经济分析局，申万宏源研究

图 25：1990-2000 美国共同基金持股市值十年 CAGR32%



资料来源：美国经济分析局，申万宏源研究

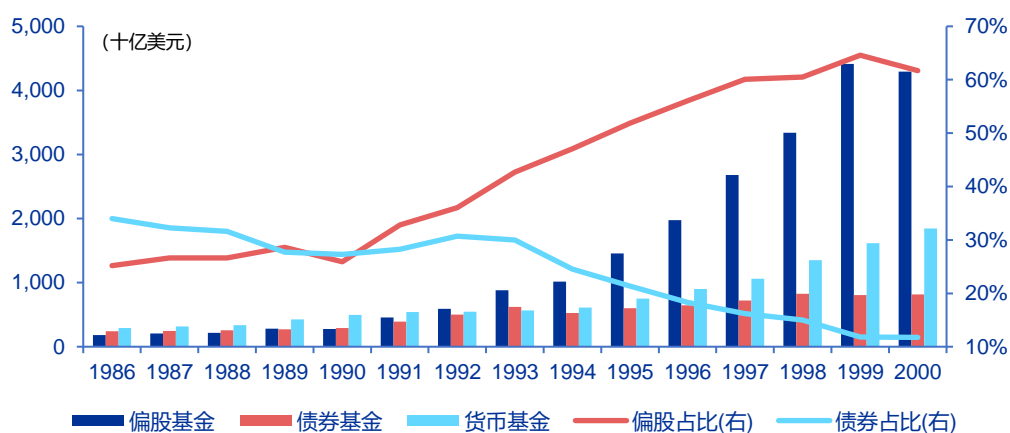
预计中国偏股公募基金未来十年 CAGR 在 21%~27%之间。保守、中性、乐观假设下，2030E 偏股公募基金规模分别增 21%、24%、27%至 45、58、74 万亿，对应名义 GDP 假设 165、182、200 万亿，则偏股基金深度较 2020 年 7%分别提升 20pct、25pct、30pct 至 27%、32%、37%。

表 3：保守-乐观情景，中国偏股公募基金市场未来十年 CAGR21%~27%

| 单位: 万亿元 | 偏股基金深度 | 偏股公募基金规模 | 十年 CAGR | 名义 GDP | 十年 CAGR |
|------------|--------|----------|---------|--------|---------|
| 2020 | 7% | 6.8 | - | 102 | - |
| 2030E 保守假设 | 27% | 45 | 21% | 165 | 5.0% |
| 中性假设 | 32% | 58 | 24% | 182 | 6.0% |
| 乐观假设 | 37% | 74 | 27% | 200 | 7.0% |

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：美国偏股基金规模 1990-2000 十年 CAGR32%



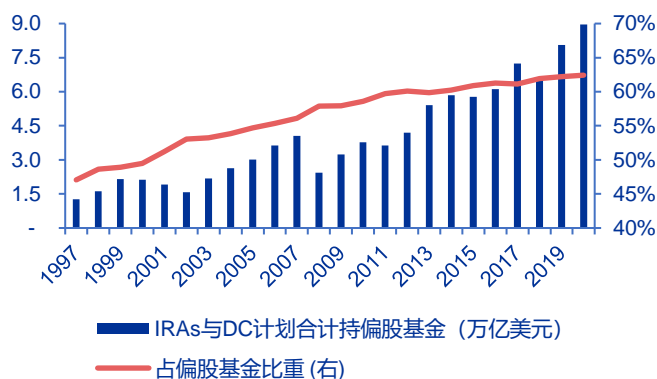
资料来源：ICI，申万宏源研究

2.3 美国二、三支柱养老金持基规模占比持续增长至超 6 成

养老金入市为重要驱动,2020 年美国 IRAs 和 DC 计划合计持有偏股基金比重 62%。

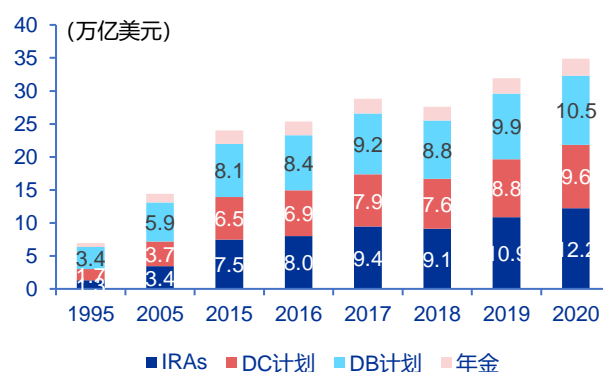
2020 年，美国补充养老金市场近 35 万亿美元。美国补充养老金市场中，IRAs 和 DC 计划合计占偏股基金的比重为 63%；58% 的美国家庭拥有第二支柱，1/3 的美国家庭拥有 IRAs。2020 年底，美国 DC 计划规模 9.6 万亿美元，5.7 万亿美元投资于基金；2020 年底，美国 IRAs 规模 12.2 万亿美元，5.5 万亿美元投资于基金。2020 年，IRAs、DC 计划分别占补充养老金市场总资金的 35%、28%。

图 27: 美国 IRAs、DC 计划合计持有偏股基金近 9 万亿美元, 占比 62%



资料来源: ICI, 申万宏源研究

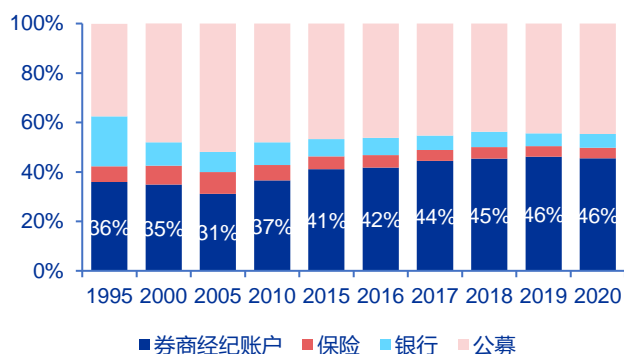
图 28: 美国 IRAs、DC 计划分别占补充养老金市场的 35%、28%



资料来源: ICI, 申万宏源研究

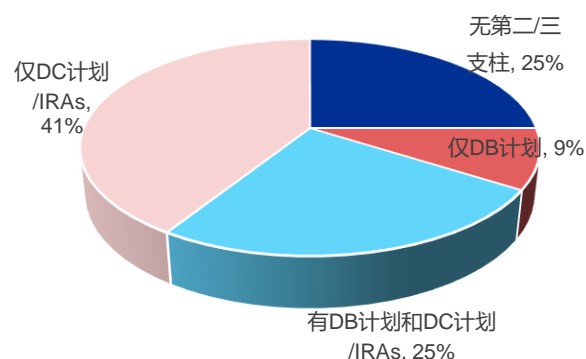
券商和基金是最大的 IRAs 管理者, 目前合计管理 9 成 IRAs 资产。美国经验中, 符合要求的银行、券商、保险、基金公司均可为客户开设、管理 IRAs 计划。各类投资产品收益率的变化将驱使资产从银行向公募和证券资产转移。2020 年 IRAs 资产按管理机构来看, 公募管理 45%, 券商经纪账户管理 46%, 合计管理占比达 90%。而银行管理 IRAs 账户占比仅约 6% (1975 年占比 7 成)。美国 75% 准退休家庭拥有雇主发起退休金计划或 IRAs, 其中仅 DC 计划或仅 IRAs 占比最高达 41%; 仅 DB 计划占比最低, 为 9%。

图 29: 美国 IRAs 资产按管理机构分布: 券商经纪账户与公募占比超 9 成



资料来源: ICI, 申万宏源研究

图 30: 美国 75% 准退休家庭拥有雇主发起退休金计划或 IRAs



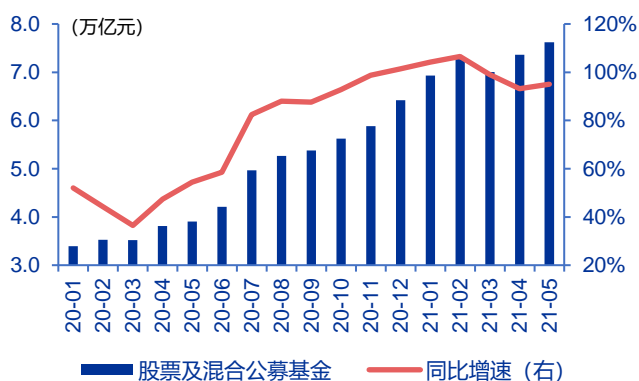
资料来源: ICI, 申万宏源研究

3. 参照美国龙头券商，市场低估公募成长券商受益程度

3.1 中国偏股公募规模已连续十个季度创新高，集中度仍相对分散

房住不炒、银行理财净值化转型、利率长期下行背景下，居民持基入市趋势提速。中国偏股公募基金规模已连续 10 个季度创新高。据中基协披露数据，2021 年 5 月末开放式股票及混合公募 7.6 万亿，比 2021 年初提升 19%。2020 年新发偏股基金创新高，2021 年上半年新成立偏股基金 1.31 万亿份，占 2020 年发行量 65%。

图 31：5 月末开放式股票及混合型公募 7.6 万亿元，较年初增长 19%



资料来源：Wind，申万宏源研究

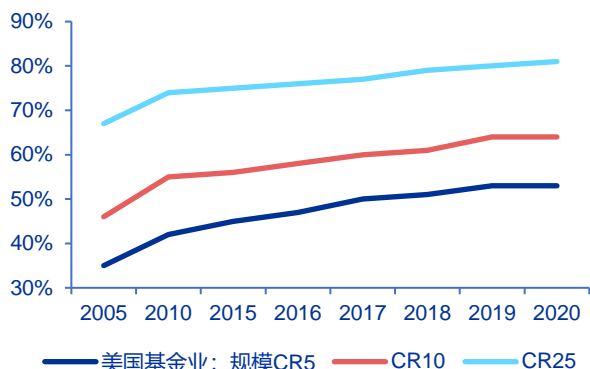
图 32：1H21 新成立偏股基金 1.31 万亿份，占 2020 全年的 65%



资料来源：Wind，申万宏源研究

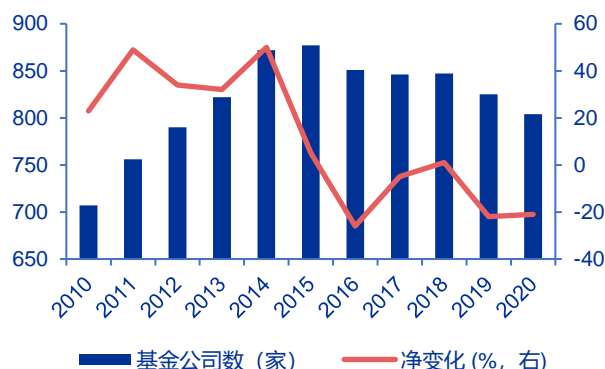
中国基金公司规模集中度显著低于美国，集中度有待提升。2015-2020 年，美国基金公司数量减少 73 家；2020 年基金公司合计 804 家，同比减少 21 家。美国基金业集中度逐年提升，2020 年 CR5、CR10、CR25 分别为 53%、64%、81%。同期，中国基金公司的规模集中度显著低于美国，2020 年 CR5、CR10、CR25 分别为 25%、41%、68%。截至 2021 年 7 月 12 日，中国股票及混合基金规模前三家公司分别为易方达（6692 亿元）、广发基金（4489 亿元）、汇添富基金（4229 元）。

图 33: 美国基金业集中度提升, 2020 年 CR5 达到 53%



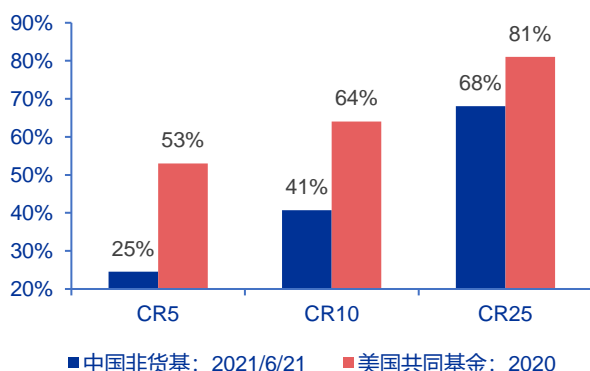
资料来源: ICI, 申万宏源研究

图 34: 美国近五年基金公司数量减少 73 家



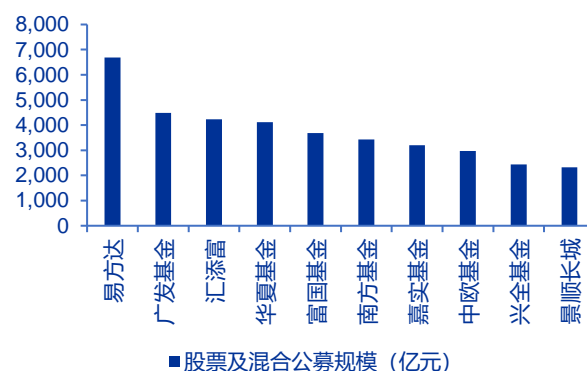
资料来源: ICI, 申万宏源研究

图 35: 中国基金公司规模集中度显著低于美国



资料来源: ICI, Wind, 申万宏源研究

图 36: 截至 2021/7/12, 股票及混合基金规模前十名公司



资料来源: Wind, 申万宏源研究

3.2 美国头部券商 90 年代均显著受益权益大发展

3.2.1 高盛: 投行与资管是 20 世纪 90 年代业绩高增引擎

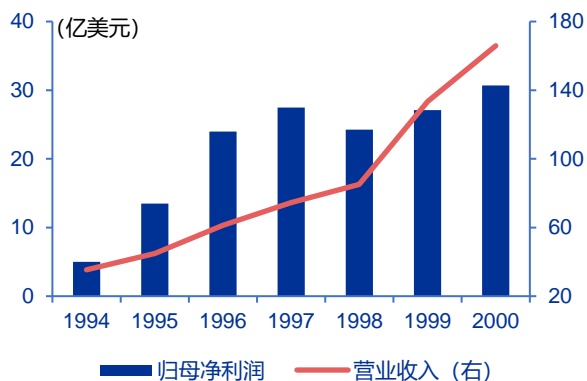
1994-2000 年高盛归母净利润 CAGR35%, 客户总资产 CAGR32%。2000 年高盛实现归母净利润 31 亿美元。2000 年高盛客户总资产超 4900 亿美金, 其中资产管理规模 2940 亿美元, 94-00 年 CAGR37%; 其他客户资产 1980 亿美元, CAGR26%。

投行业务优势带动高净值和机构客户占比高, 二者总资产合计占比超 8 成。2000 年高盛超过 4900 亿美元客户总资产中, 高净值客户总资产 2740 亿美元, 占比 56%, 机构客户总资产 1320 亿美元, 占比 27%。

资管和证券服务、投资银行业务是高盛业绩高增的重要引擎, 1996-2000 年收入 CAGR 分别为 36%、26%, 合计收入占比约 6 成。1996-2000 年, 高盛资管和证券服务、

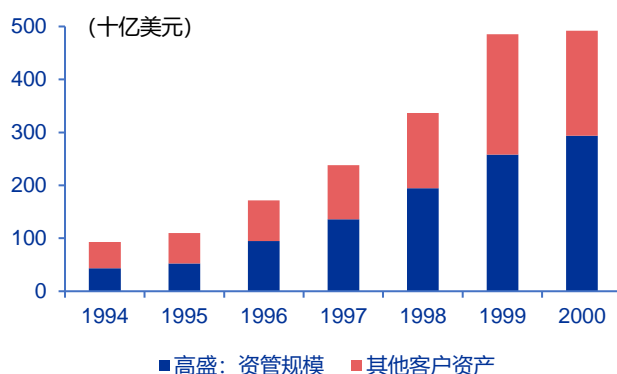
投行业务收入持续增长,2000 年收入分别为 46 亿美元、54 亿美元;收入占比分别为 28%、32%。

图 37: 高盛 1994-2000 净利润 CAGR35%



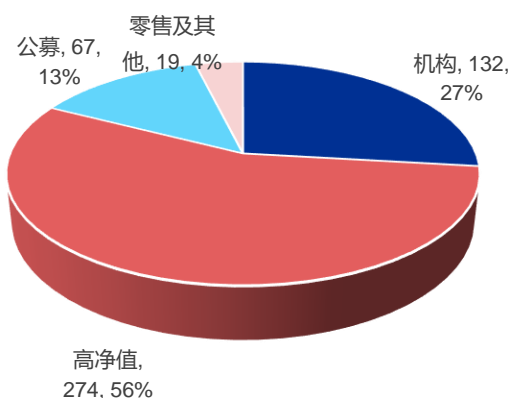
资料来源: 公司财报, Bloomberg, 申万宏源研究

图 38: 高盛 1994-2000 客户总资产 CAGR32%



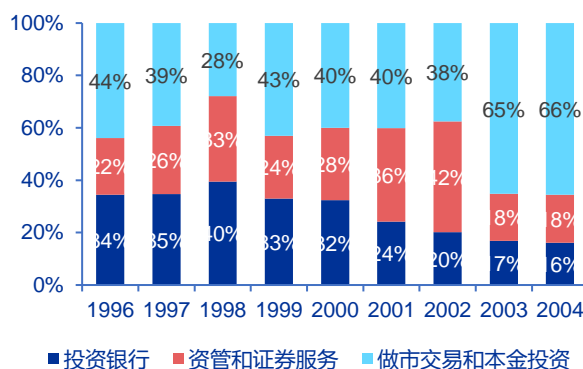
资料来源: 公司财报, Bloomberg, 申万宏源研究

图 39: 高盛 2000 年高净值、机构客户资产占比 56%、27%



资料来源: 公司财报, Bloomberg, 申万宏源研究

图 40: 高盛 2000 年投行、资管和证券服务收入合计占比约 6 成

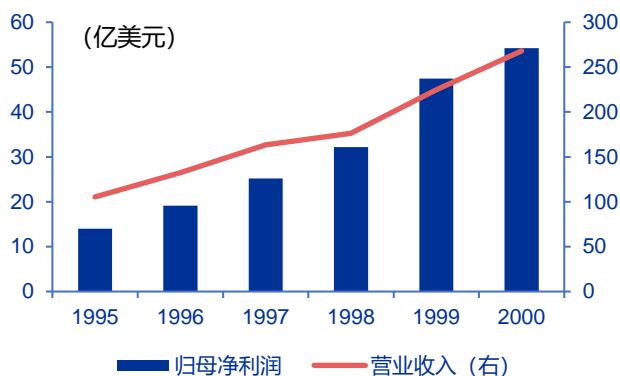


资料来源: 公司财报, Bloomberg, 申万宏源研究

3.2.2 摩根士丹利: 95-00 年券商及资管业务利润 CAGR36%

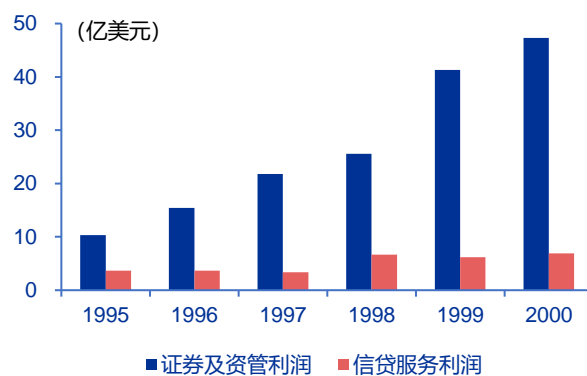
券商及资管分部是大摩 20 世纪 90 年代业绩高增的引擎,95-00 年利润 CAGR 达 36%, 2000 年利润占比近 9 成。2000 年大摩实现营收 268 亿美元、归母净利润 54 亿美元, 其中证券及资管合计收入 225 亿美元, 占比 84%, 合计利润 47 亿美元, 利润占比 87%。1995-2000 年证券及资管业务收入 CAGR25%, 利润 CAGR36%; 同期信贷服务利润 CAGR 13%, 收入 CAGR 6%。

图 41：摩根士丹利 1995-2000 营收 CAGR21%、归母净利 CAGR31%



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 42：大摩 1995-2000 年证券及资管利润 CAGR 约 36%

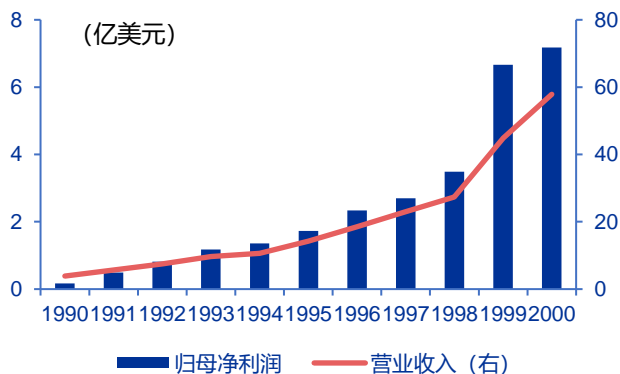


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

3.2.3 嘉信理财：规模效应显著，90 年代利润 CAGR 46%

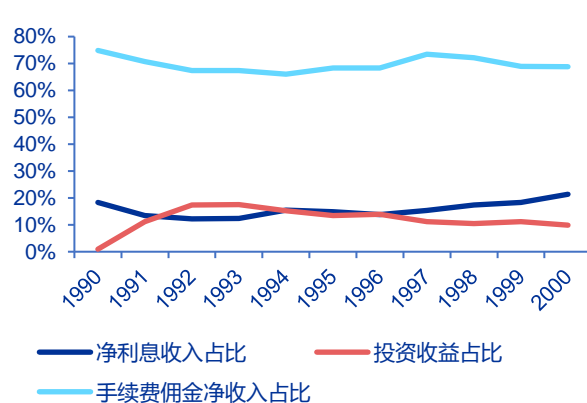
嘉信理财作为平台型公司财富管理规模效应显著，手续费及佣金占比近 7 成。2000 年嘉信理财实现营业收入 58 亿美元，归母净利润 7.2 亿美元，1990-2000 年利润 CAGR46%，营收 CAGR31%，手续费和佣金净收入 CAGR30%，2000 年手续费和佣金收入占比 69%。

图 43：嘉信理财 1990-2000 营收 CAGR31%、归母净利 CAGR46%



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 44：90 年代嘉信理财手续费佣金收入占比超 7 成

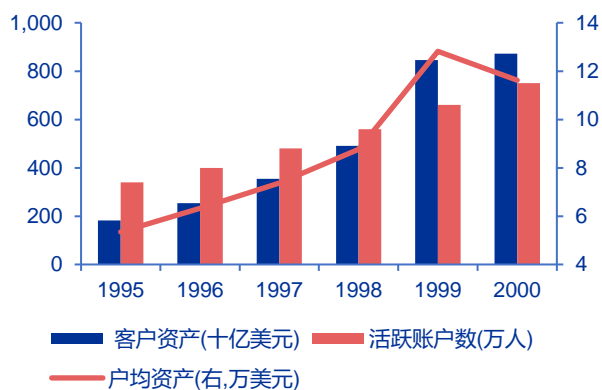


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

2000 年单位员工客户资产超 3300 万美元，显著高于同期高盛和大摩。2000 年底，嘉信经纪活跃账户数约 750 万，5 年 CAGR 17%，客户资产规模 8720 亿美元，5 年 CAGR37%。在不考虑嘉信资产管理规模下，单位员工客户资产已达到 3314 万美元，同期高盛和大摩均未超过 2200 万美元。

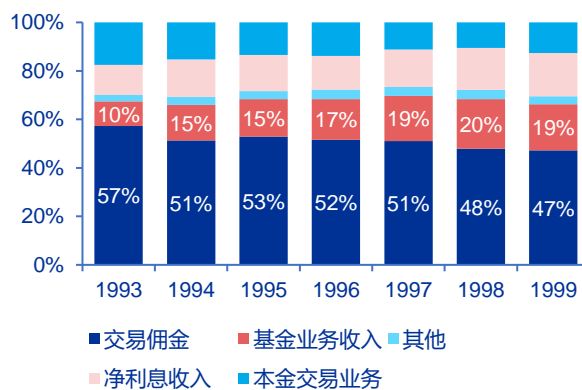
嘉信于 1992 年上线首个免申赎佣金的基金超市，1993-1999 年嘉信基金业务收入 CAGR40%，在所有业务线中最高。1992 年嘉信在业内率先推出免佣基金超市，1993-1999 年基金业务收入从 1 亿美元增长至 7.5 亿美元，6 年 CAGR 40%，显著高于同期净利息收入 CAGR34%，交易佣金收入 CAGR22%。1993-1999 年基金业务收入占比从 10% 提升至 19%。

图 45: 1995-2000 客户资产 CAGR37%，客户数 CAGR17%



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 46: 1993-1999 嘉信基金业务收入占比提升 9pct



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

3.3 投资建议：紧握长逻辑，增配优质个股

广发证券、东方证券等券商公募牌照子公司对母公司利润贡献较为显著。截至 2021 年 7 月 12 日,广发证券旗下的广发基金与易方达基金非货基规模较年初增速分别为 21%、23%; 2020 年合计利润贡献为 16.1%。东方证券旗下的东证资管与汇添富基金非货基规模较年初增速分别为 11%、6%; 2020 年合计利润贡献为 63.1%。

表 4：公募牌照子公司（含全资/控股/参股）2020 年对上市券商利润贡献（单位：亿元）

| 券商股东 | 旗下公募牌照子公司 | 2021/7/12 非 货基规模 | 较年初增 速 | 券商持股 (%) | 20 年公募 净利润 | 利润贡献 (pct) | 合计利润贡 献 |
|------|-----------|---------------------|-----------|----------|---------------|---------------|------------|
| 广发证券 | 广发基金 | 9,874 | 21% | 54.5 | 18.2 | 9.9 | 16.1pct |
| | 易方达 | 14,465 | 23% | 22.7 | 27.5 | 6.2 | |
| 东方证券 | 东证资管 | 2,208 | 11% | 100 | 8.1 | 29.7 | 63.1pct |
| | 汇添富 | 9,299 | 6% | 35.4 | 25.7 | 33.4 | |
| 招商证券 | 博时基金 | 8,618 | 8% | 49 | 12.5 | 7 | 11.7pct |
| | 招商基金 | 5,594 | 15% | 45 | 9 | 4.7 | |
| 中信证券 | 华夏基金 | 8,877 | 9% | 62.2 | 16 | 6.7 | 6.7pct |
| | 南方基金 | 8,954 | 16% | 41.2 | 14.8 | 5.6 | |
| 华泰证券 | 华泰柏瑞 | 1,971 | 16% | 49 | 2.7 | 1.2 | 17.7pct |
| | 华泰证券资管 | 206 | -16% | 100 | 11.7 | 10.8 | |
| 海通证券 | 富国基金 | 7,395 | 22% | 27.8 | 16.5 | 4.2 | 6pct |
| | 海富通 | 1,361 | 4% | 51 | 3.8 | 1.8 | |
| 长城证券 | 景顺长城 | 4,544 | 18% | 49 | 8.2 | 26.8 | 31.7pct |
| | 长城基金 | 1,671 | -6% | 47.1 | 1.6 | 4.9 | |
| 国信证券 | 鹏华基金 | 6,687 | 3% | 50 | 5.9 | 4.5 | 4.5pct |
| 国泰君安 | 华安基金 | 5,157 | 9% | 28 | 7.1 | 1.9 | 8.6pct |
| | 国泰君安资管 | 232 | 29% | 100 | 7.2 | 6.7 | |
| 西南证券 | 银华基金 | 5,484 | 1% | 44.1 | 8.3 | 33.4 | 33.4pct |
| 第一创业 | 银华基金 | 5,484 | 1% | 26.1 | 8.3 | 26.6 | 32.5pct |
| | 创金合信 | 554 | 25% | 51.1 | 0.9 | 5.9 | |
| 光大证券 | 光大保德信 | 982 | -6% | 55 | 1.6 | 3.8 | 7.2pct |
| | 大成基金 | 2,020 | -1% | 25 | 3.3 | 3.5 | |
| 中泰证券 | 万家基金 | 2,165 | 1% | 49 | 2.2 | 4.2 | 6.5pct |
| | 中泰资管 | 135 | 25% | 60 | 0.9 | 2.2 | |
| 东北证券 | 银华基金 | 5,484 | 1% | 18.9 | 8.3 | 11.7 | 14.3pct |
| | 东方基金 | 458 | -13% | 57.6 | 0.6 | 2.6 | |
| 中金公司 | 中金基金 | 673 | 17% | 100 | -0.4 | -0.6 | -0.6pct |

资料来源：Wind，申万宏源研究

权益资产迎接居民增配黄金时代，券商步入长景气周期，3-5 家公司将脱颖而出。建议从权益资产端能力/渠道端能力/综合服务能力三条主线筛选标的，重点推荐中金公司、东方财富、华泰证券、中信证券等。

券商在权益资产的甄别获取能力和产品集成、投顾对客户风险收益的需求理解上具有优势。 券商有综合牌照的优势，可以综合配置金融产品。可以为客户提供标准化产品和非标准化产品，比如自营部门可以提供衍生品的产品创设，资管部门可以为客户定制化的发行产品。研究方面专业性的优势。公司有金融产品部，通过部门来聚集全公司基金配置力量和研究力量，针对客户定制或者设计投资组合策略，然后定时或不定期的更新这种策略。

同时部分券商控参股优质公募，将极大受益于中国权益公募与财富管理崛起和集中度提升。

表 5：证券行业重点公司估值表 (2021/7/13)

| 单位：人民币元 | | 2021/7/13 | | | | 申万预测 EPS | | 申万预测 BVPS | | 预测净利润增速 | | 预测 ROE | |
|---------------------------|------|-----------|-------|--------|--------|----------|-------|-----------|-------|---------|-------|--------|-------|
| 股票代码 | 证券简称 | 评级 | 收盘价 | 21E PE | 21E PB | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E |
| A 股 | | | | | | | | | | | | | |
| 六大券商平均: 中信/华泰/国君/海通/广发/招商 | | | | 12.9 | 1.22 | 1.33 | 1.53 | 13.9 | 14.9 | 21% | 15% | 9.8% | 10.4% |
| 601995.SH | 中金公司 | 买入 | 57.90 | 30.6 | 3.78 | 1.89 | 2.33 | 15.3 | 17.2 | 28% | 23% | 12.2% | 13.5% |
| 600030.SH | 中信证券 | 买入 | 23.72 | 19.0 | 1.59 | 1.25 | 1.48 | 14.9 | 15.8 | 25% | 18% | 9.2% | 9.6% |
| 601688.SH | 华泰证券 | 买入 | 15.56 | 10.3 | 1.02 | 1.50 | 1.75 | 15.3 | 16.6 | 26% | 16% | 10.2% | 11.0% |
| 300059.SZ | 东方财富 | 买入 | 32.32 | 45.8 | 5.99 | 0.71 | 0.76 | 5.4 | 5.2 | 53% | 30% | 16.4% | 15.8% |
| 600109.SH | 国金证券 | 增持 | 11.96 | 17.5 | 1.49 | 0.68 | 0.80 | 8.0 | 8.8 | 11% | 16% | 8.8% | 9.5% |
| 601211.SH | 国泰君安 | 增持 | 16.83 | 11.3 | 1.11 | 1.49 | 1.68 | 15.1 | 16.1 | 19% | 13% | 9.4% | 10.0% |
| 601066.SH | 中信建投 | 增持 | 29.30 | 26.8 | 3.57 | 1.09 | 1.28 | 8.2 | 9.2 | -7% | 16% | 13.3% | 14.1% |
| 600837.SH | 海通证券 | 增持 | 11.77 | 11.0 | 0.94 | 1.07 | 1.20 | 12.6 | 13.4 | 29% | 11% | 8.8% | 9.2% |
| 600999.SH | 招商证券 | 增持 | 18.44 | 16.3 | 1.63 | 1.13 | 1.32 | 11.3 | 12.3 | 12% | 16% | 9.7% | 10.4% |
| 000776.SZ | 广发证券 | 买入 | 14.62 | 9.6 | 1.05 | 1.52 | 1.74 | 14.0 | 15.1 | 16% | 14% | 11.4% | 12.0% |
| 601881.sh | 中国银河 | 增持 | 10.14 | 13.4 | 1.19 | 0.76 | 0.90 | 8.6 | 9.2 | 6% | 19% | 9.1% | 10.1% |
| 600958.SH | 东方证券 | 买入 | 10.78 | 19.8 | 1.30 | 0.54 | 0.70 | 8.3 | 8.8 | 82% | 29% | 7.0% | 7.7% |
| 601788.SH | 光大证券 | 增持 | 16.12 | 17.2 | 1.31 | 0.93 | 1.06 | 12.3 | 13.0 | 85% | 13% | 7.9% | 8.4% |
| 000783.SZ | 长江证券 | 增持 | 7.19 | 13.1 | 1.36 | 0.55 | 0.63 | 5.3 | 5.6 | 27% | 14% | 9.3% | 10.1% |

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|----|-----|--------------|--|
| 华东 | 陈陶 | 021-23297221 | chentao1@swhyse.com |
| 华北 | 李丹 | 010-66500631 | lidan4@swhyse.com |
| 华南 | 陈左茜 | 755-23832751 | chenzuoxi@swhyse.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明