

2018 年 04 月 22 日

迎接直接融资与主动管理新时代

看好

——站在历史方位中理解资管新规的划时代意义

一叶障目不见泰山。对于资管新规这样影响深远的监管文件，就事论事是不够的，唯有站高一级、拉开距离，站在历史方位和时代大潮中通盘考虑，方能深刻理解其内涵和方向。

- **时代大潮之一：新经济崛起，实体融资需求的巨大变化：**近年来，以新产业、新业态、新商业模式为核心的战略性新兴产业迅速崛起，对 GDP 的支撑作用正不断强化，展望未来，新旧动能转换更是中国经济发展的中心议题。与传统经济重信贷、重抵押不同，新经济部门对直接融资尤其是股权直接融资的依赖更强，国际经验表明，与新经济崛起相伴而生、相互促进的，正是直接融资体系的发展壮大。金融以服务实体为生，中国金融业围绕直接融资尤其是股权融资的转型迫在眉睫，资本市场需要在经济转型升级中发挥更大作用。
- **时代大潮之二：以开放促改革，中国金融体系与国际主流模式接轨：**改革开放 40 年至今，中国金融行业的开放程度、融入国际金融体系的程度远远落后于实体经济，这不仅不利于支持实体部门更进一步开放、不利于更好地引入国际资本，更不利于中国获取与经济体量相称的国际金融话语权。金融开放不足的原因很多，但我们认为根本原因在于中国金融体系与国际主流标准差异较大，以银行信贷思维为出发点、刚性兑付为基础、非标资产嵌套为表象、标准化资产和资本市场发育不足的金融体系与国际主流模式很难兼容。以开放促改革，金融开放的真正目标在于引入市场制度，推动中国金融体系与国际主流模式接轨。
- **现有金融体系到了需要与时俱进的关口：**客观评价，以信贷思维、刚性兑付、非标资产、预期收益型负债匹配成本法计价类固收资产以赚取利差为典型特点的融资方式，是高度匹配过去十多年围绕大规模基础设施建设和房地产投资的社会融资需求的，但其既不适应正在崛起的新经济融资需求，亦不兼容于国际主流金融模式，变革迫在眉睫。
- **顺应时代大潮，金融行业的必经之变：**1) 基于信贷思维的融资模式（典型特征包括资金池管理、成本法计价、赚利差）必须向基于金融市场和标准化资产的直接融资体系转变。2) 综合化经营、引入商业银行是直接融资大发展的必要前提，风险隔离原则意味着表外资管业务是商业银行参与直接融资的主战场，资管新规落地后，资管业务将迎来更大发展机遇。3) 一级、二级、OTC、衍生品市场协同发展的多层次资本市场体系是直接融资时代最核心的市场基础设施。4) 全社会资产定价中心和风险管理中心由商业银行转向资本市场，具备正确定价能力的机构化资本市场不可或缺，丰富的风险管理衍生品谱系不可或缺。
- **顺应行业之变，金融机构的变革方向：**1) 银行轻型化、券商重型化，银行需推动资产负债表外化和利息收入非息化、券商需提高表内杠杆，两大变革均指向优秀银行和券商 ROE 中枢的提升。2) 资管业务主动管理特征更加明显，基于大类标准化资产的产品创设能力是主动管理能力的核心，全面推进负债端净值化之后，资管业务的核心能力将聚焦资产端，资产是驱动负债的核心要素。3) 从持有资产至到期到主动创设、管理和交易资产，着眼利差的传统业务思路将向追求管理费、资产增值收益、超额收益分成等主动管理模式转型。
- **资管新规的划时代意义，主动管理时代的龙头溢价：**站在时代大潮中审视资管新规，其意义和方向一目了然，这是推动中国金融体系新、旧时代切换的基础性监管制度变革，以信贷思维做资管、刚性兑付、非标资产、预期收益型理财产品等一系列既有行业规则都会被打破，对此决心不可低估亦不可心存侥幸。取而代之的，则是依托多层次资本市场和标准化资产的直接融资、净值化产品和主动管理体系。需要特别注意的是，银行资管过去的“业务创新”更多侧重于流程模式和产品架构再造，券商大部分业务依托牌照价值，两者均不具备严格意义上的“主动管理”特征。主动管理业务的典型特征是显著的龙头效应，在即将到来的主动管理时代，优秀的银行、券商等金融机构有望迎来持续的龙头估值溢价。

证券分析师

王丛云 A0230516090001
wangcy@swsresearch.com

研究支持

郑庆明 A0230117080003
zhengqm@swsresearch.com
华天行 A0230117120002
huatx@swsresearch.com
李晨 A0230118010010
lichen2@swsresearch.com

联系人

李晨
(8621)23297818×7363
lichen2@swsresearch.com

本报告作者特别感谢方玉冰、许琦珊的贡献



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 时代大潮之一：新经济崛起，融资需求转变.....	6
1.1 新经济稳步增长，对 GDP 增长支撑作用不断强化	6
1.2 他山之石：美日产业升级助推器——直接融资大发展	8
1.2.1 美国：20 世纪 80 年代新旧经济动能转换，直融占比拉升	8
1.2.2 日本：20 世纪 70 年代制造业转型升级，直融占比提升	9
1.3 见微知著：我国新经济崛起依赖于直接融资支持	9
2. 时代大潮之二：以开放促改革，金融开放势不可挡	11
2.1 孤掌难鸣：我国金融体系的双向开放远远滞后于实体经济	12
2.1.1 我国实体经济双向开放成果显著	12
2.1.2 回看我国金融体系，其双向开放程度与实体经济并不对称	13
2.2 来者可追：构建与主流金融体系更加兼容的大国金融体系	15
3. 新经济时代金融行业必经之变：直接融资大发展	17
3.1 “信贷+非标”的融资架构与基建地产的融资需求相匹配	17
3.2 新经济下直接融资亟待发展，权益类资产占比必将提升	21
3.2.1 新经济特征	21
3.2.2 打开商业银行直融的大门是大前提	22
3.2.3 表外资管业务是商业银行参与直接融资的主战场	24
3.2.4 多层次资本市场体系是直接融资时代最核心的市场基础设施	24
3.2.4 正确的定价机制及丰富的风险管理衍生品谱系必不可少	26
4. 资管行业大洗牌，领跑者 ROE 优先回升	27
4.1 银行轻型化、券商重型化	27
4.2 核心能力由负债端转向资产端，主动管理模式转型	29
5. 资管新规划时代意义：主动管理时代的龙头溢价	30
6. 大金融行业观点	31

图表目录

图 1: 15 年起新经济产业增速明显加快	8
图 2: 新旧动能转换: 传统工业—基建地产—新经济 (以 GDP 增长贡献率 (%) 衡量)	8
图 3: 20C80-90S 美国直接融资迎来大发展	8
图 4: 20C80-90S 美国新旧经济动能转换	8
图 5: 20C70-80S 日本融资结构转换	9
图 6: 20C70-80S 日本新旧经济动能转换	9
图 7: 截至前轮融资, 阿里巴巴除内部人出资外均由外资风投机构参与融资 ...	10
图 8: 截至赴美 IPO 前, 阿里巴巴中资风投机构持股 6.5%, 外资风投机构持股约 80%	10
图 9: 宁德时代改制成股份制公司后除公司创始人, 中资股权投资机构持股 50%11	
图 10: 截至 IPO 前股权融资均来自于中资风投机构, 共计持股 59.34%	11
图 11: 我国进出口规模整体呈增长态势	12
图 12: 我国外贸依存度保持较高水平	12
图 13: 我国对外直接投资增量规模直线提升	13
图 14: 我国对外投资存量规模位居全球前列	13
图 15: 17 年中国吸引外商直接投资居世界第二	13
图 16: 2014 年起我国对外投资超过吸引外资金额	13
图 17: 外资金融机构资产占比并不高	13
图 18: 2009 年以来外资银行利润占比平均仅为 1%	13
图 19: 我国银行国际化指数排名靠后	14
图 20: 累计信贷及类信贷占社融比重高达 85.4%	15
图 21: 当前我国股权融资占比不到 4%	15
图 22: 美国直接融资占比超过 70%	16
图 23: 英国直接融资占比超过 80%	16
图 24: 美国银行业 MBS 规模占表内按揭高达 200%	16
图 25: 欧洲银行业 RMBS 规模占表内比重过半	16
图 26: 兴业银行信贷类受益权占比较高	17
图 27: 招商银行信贷类资产以贷款为主	17

图 28: 我国银行理财非标占比仅次于债券	17
图 29: 海外金融市场多为主动管理产品.....	17
图 30: 我国融资结构以“贷款+非标”的间接融资为主	18
图 31: 基建与房地产行业为银行信贷主要投向	18
图 32: 资金信托主要投向基础产业和房地产 (%)	18
图 33: 商品房销售面积累计同比与非标增量占比.....	19
图 34: 基建固定资产投资累计同比与非标增量占比	19
图 35: 2008/14 年地产调控趋严, 房企自筹资金占比提升	19
图 36: 地产融资成本变化: 房地产信托收益率逐渐抬升	19
图 37: 基建资金来源中自筹资金比例不断提高 (%)	20
图 38: 万科间接融资占比达 91.5%.....	20
图 39: 中国石油间接融资占比达 92.1%.....	20
图 40: 新经济特征决定直接融资的必要性	21
图 41: 对标摩根大通: 表内贷款主要投向地产, 表外资产主要投向消费、TMT、健康等 新经济行业	22
图 42: 对标摩根大通: 表外资产行业占比中新经济占比逐步提升	22
图 43: 英国金融监管体系演进历程.....	23
图 44: 美国金融监管体系演进历程.....	23
图 45: 1983-86 年英国证券业与银行业内部整合后, 上市公司总市值占 GDP 比重 (%) 显著提升.....	23
图 46: 1989-90 年美国商业银行股票承销开始试点, 上市公司总市值占 GDP 比重 (%) 显著提升)	23
图 47: 英国直接融资增量占比 (%) 1991 年起迅速提升	23
图 48: 美国直接融资增量占比 (%)	23
图 49: 美国与中国主要银行 AUM 占总资产比重.....	24
图 50: 摩根大通与我国银行业理财权益类资产占 AUM 比重	24
图 51: 美国资本市场一级、二级与衍生品市场联动效应	25
图 52: 1980 年后美国直接融资 (增量) 占比大幅提升 (单位: %)	25
图 53: 商业银行交易衍生品名义本金规模 (单位: 万亿元)	25
图 54: 我国未来多层次资本市场结构	26
图 55: 美国机构投资者比例逐步抬升	27

图 56: 我国机构投资者占比对标美国有较大差距.....	27
图 57: 我国衍生品谱系尚需完善.....	27
图 58: 我国商业银行仍以利息收入为主 (单位: %)	28
图 59: 我国银行非息收入占比 (%) 远低于美国	28
图 60: 通道类业务收入占比逐渐下降	28
图 61: 以做市交易和产品创设为主的其他业务收入占比显著提升	28
图 62: 当前商业银行 ROE 未见拐点.....	29
图 63: 未来证券行业 ROE 提升依赖杠杆提升.....	29
图 64: 高盛业务收入结构: FICC 为主到均衡发展 (单位: 百万美元)	30
图 65: 高盛机构客户业务收入增长推升 ROE 水平.....	30
表 1: 新经济细分行业	6
表 2: 支持新经济发展重要政策梳理	7
表 3: Face Book 上市前股权融资以本国机构参与为主	10
表 4: Tesla 上市前股权融资以本国机构参与为主	10
表 5: 阿里巴巴赴美上前历轮融资情况.....	10
表 6: 宁德时代 Pre-IPO 的两轮融资情况	11
表 7: 2016 年中资银行境外机构覆盖的国家和地区	14
表 8: 2012 年以来随着非标的快速发展, 占自筹资金的比例快速提升	20

1. 时代大潮之一：新经济崛起，融资需求转变

当前我国正处于新旧经济动能转换的关键时期，近几年以高技术产业和数字经济为代表的部门正在快速崛起，但对标发达国家新经济占 GDP 比重 15%-20% 的水平，我国 8% 左右的新经济产业占比仍然较低，尚未对经济增长形成主导型支撑效应。对标发达国家经济动能转换历程和对中美新经济企业融资结构的案例分析均可发现，新经济企业的融资需求与过往传统经济部门有很大不同，更加依赖直接融资尤其是股权融资。而金融行业能提供的融资模式需要转变以适应正在变化的实体融资需求，以便更好服务实体经济增长。因此发展直接融资对我国顺利完成新旧动能转换、顺利迈向发达的高收入阶段意义重大。

1.1 新经济稳步增长，对 GDP 增长支撑作用不断强化

我们定义新经济为以新产业、新业态、新商业模式为核心的战略性新兴产业。十二五和十三五国家战略性新兴产业发展规划明确新经济具体行业分类，主要包括节能环保、新一代信息技术、生物产业、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车、数字创意八大产业群。统计局现有统计口径未公布各产业群明细数据，我们在现有分类基础上选取符合八大产业群的细分行业，主要包括第二产业中的高技术制造业群和第三产业中的信息传输、软件和信息技术服务业。

表 1：新经济细分行业

产业	行业	细分行业
第二产业	医药制造业	1. 化学药品制造 2. 中成药制造 3. 生物、生化制品的制造
	航空航天器制造	1. 飞机制造及修理 2. 航天器制造 3. 其他飞行器制造
	电子及通信设备制造业	1. 通信设备制造：通信传输设备制造、通信交换设备制造、通信终端设备制造、移动通信及终端设备制造 2. 雷达及配套设备制造 3. 广播电视设备制造 4. 电子器件制造：电子真空器件制造、半导体分立器件制造、集成电路制造、光电子器件及其他电子器件制造 5. 电子元件制造 6. 家用视听设备制造 7. 其他电子设备制造
	电子计算机及办公设备制造业	1. 电子计算机整机制造 2. 计算机网络设备制造 3. 电子计算机外部设备制造 4. 办公设备制造
	医疗设备及仪器仪表制造业	1. 医疗设备及器械制造 2. 仪器仪表制造
第三产业	信息传输、软件和信息技术服务业	1. 电信、广播电视和卫星传输服务 2. 互联网和相关服务 3. 软件和信息技术服务业

资料来源：国家统计局，高技术产业年鉴，申万宏源研究

从中央到地方，我国政府大力推进创新、高科技、互联网带动产业升级转型，促进新旧经济动能转换已成为新时期经济发展战略核心，目前已取得一定成效。

1) 按各行业对 GDP 增长贡献率来看，2000 后我国经济增长主要驱动力经历从传统工业到基建地产的转换，近年来新经济产业快速崛起，对经济增长的支撑作用正在逐渐强化。2000-2008 年传统工业是经济增长的主要驱动力，其 GDP 增长贡献率始终保持在 40%-50%。2009-2014 年经济增长主要驱动力由传统工业让渡到基建地产，一方面传统工业 GDP 增长贡献率从 2010 年 48.5% 的高点一路下滑至 2014 年的 35.3%；一方面基建地产在金融危机后的四万亿投放下快速加杠杆，2009 年二者合计 GDP 增长贡献率从 6.4% 提升到 9.5%，此后稳定在 10% 左右水平。不可否认传统经济对我国过去 GDP 增长具有显著贡献，但以劳动密集型为主的传统经济动能正在持续衰退，而以战略性新兴产业为代表的经济新动能正处于加速增长的向上通道中，截至 2017 年底，新经济部门增加值增速同比提升 4.6 个百分点至 18.3%，GDP 增长贡献率提升至 7.7%（VS 2012 5.9%）。

2) 高端制造业和新兴产业税收增长较快，亦反映产业发展新动能不断积聚。现代服务业税收保持快速增长势头，2017 年互联网和相关服务、软件和信息技术服务行业税收分别增长 55% 和 36%，通用设备、通信设备、专用设备 etc 高端制造业税收分别增长 23.5%、21.6%、20.9%。

但我们也应清醒地认识到目前我国新经济部门占 GDP 比重仍然较低，尚未对经济增长形成主导型的支撑效应。十三五规划披露口径下 2015 年我国战略性新兴产业占 GDP 比重达 8%，假设未来 3 年 GDP 增速保持在 6.9% 的水平，那么未来三年战略性新兴产业年均复合增速需达到 27% 才能达到十三五规划制定的 2020 年我国战略性新兴产业增加值占 GDP 比重达到 15% 的增长目标，成为未来推动经济增长的新动力。

表 2：支持新经济发展重要政策梳理

时间	机构	政策/事件	要点
2010.1	国务院	《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	标志发展新经济正式提升到国家战略层面
2012.07	国务院	《十二五国家战略性新兴产业发展规划》	列出七大新经济产业：节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车，提出到 2020 年，产业增加值的国内生产总值占比达 15%
2015.07	国务院	《关于积极推进互联网+行动的指导意见》	覆盖面广，布局互联网驱动三大生产领域和现代生产性服务业产业升级
2015.09	国务院	《2025 制造规划》	定义十大重点行业：新一代信息技术、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、新材料、农机装备、生物医药及高性能医疗器械 制定“三步走”实现制造强国目标：2025 迈入制造强国行列
2016.02	国务院	《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》	对大力推进大众创业万众创新和推动实施“互联网+”行动的具体部署
2016.05	中共中央、国务院	《国家创新驱动发展战略纲要》	实施创新驱动发展战略三个阶段的目标：2020 年进入创新型国家行列
2016.12	国务院	《十三五国家战略性新兴产业发展规划》	1. 增长目标：2015 战略性新兴产业占 GDP 8%，2020 目标占比 15%，意味着未来 5 年增速达 20%； 2. 五大战略新兴产业：新一代信息技术、高端制造、生物、绿色低碳、数字创意等 5 个产值规模 10 万亿元级的新支柱 3. 战略性新兴产业：空天海洋、信息网络、生命科学、核技术
2016.04	银监会、科技部、央行	《关于支持银行业金融机构加大创新力度 开展科创企业投资联动试点的指导意见》	打破银行业传统信贷对科创企业信贷支持局限，鼓励银行业通过设立投资功能子公司和科技金融专营机构通过投贷联动为科技类创新企业提供融资支持
2018.01	证监会	加大对新技术新产业新业态新模式支持力度	证监会对生物科技、云计算、人工智能、高端制造开启 IPO 绿色通道，符合相关规定的“独角兽”企业可以实行即报即审，不用排队。这一举措是我国直接融资放开，进一步完善多层次市场体系的重要一步。

资料来源：国务院、银监会、证监会、申万宏源研究

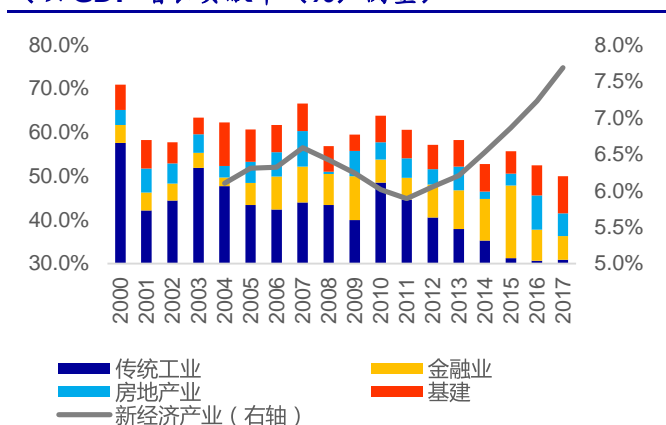
图 1：15 年起新经济产业增速明显加快



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

备注：传统工业贡献率计算口径为工业剔除高技术制造业；基建贡献率计算口径为交通运输、仓储和邮政业+租赁与服务业

图 2：新旧动能转换：传统工业—基建地产—新经济（以 GDP 增长贡献率（%）衡量）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

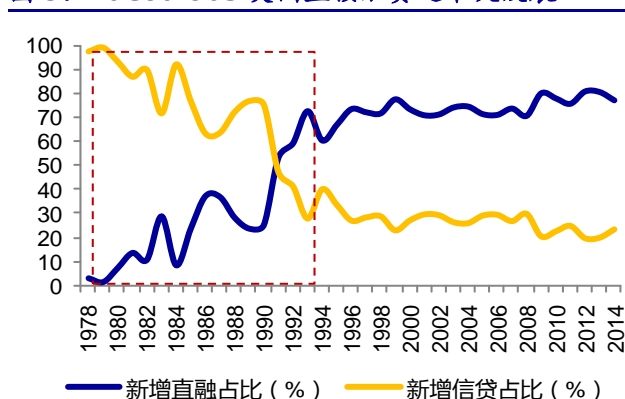
1.2 他山之石：美日产业升级助推器——直接融资大发展

1.2.1 美国：20 世纪 80 年代新旧经济动能转换，直融占比拉升

20 世纪 70 年代中期以后美国经济陷入“滞胀”困境，20 世纪 80 年代之后，美国经济动能进行新一轮切换，在此期间，旧经济占 GDP 的比重从 1980 年的 25.0% 一路下降到 1995 年的 16.8%，新经济占 GDP 的比重从 14.0% 提升至 1995 年的 21.0%。

伴随着经济动能切换，美国原来以银行信贷投放为主的融资方式不能满足企业融资需求，“金融脱媒”加速，80 年代相继简化公司债发行审批程序，后来允许部分大银行开展证券业务，直融（IPO+定增增量+发行债券）占比从 1980 年不足 10% 提升至 1993 年的 73%，信贷融资占比从 97% 下降至 27%。

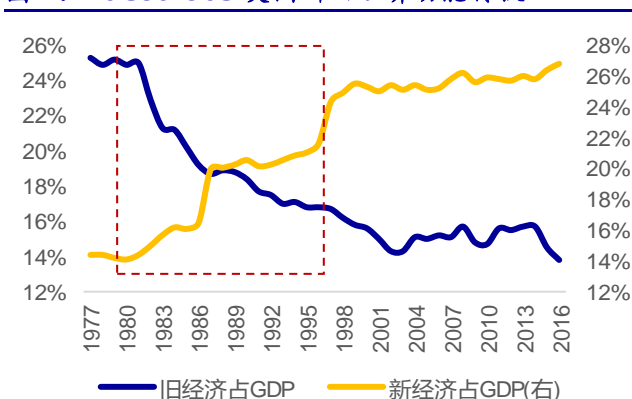
图 3：20C80-90S 美国直接融资迎来大发展



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

备注：按照当时美国的经济结构，新旧经济统计口径如下：（1）旧经济：制造业中木制品、非金属矿物与初级金属及加工金属制品、机械品、运输仓储业、采掘业、农林牧渔；（2）新经济：汽车整车及其他运输设备制造、化学产品、信息及通信技术生产行业、专业和商业服务业。

图 4：20C80-90S 美国新旧经济动能转换

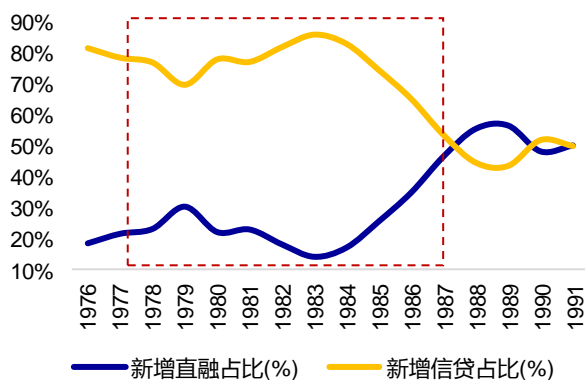


资料来源：OECD，申万宏源研究

1.2.2 日本：20 世纪 70 年代制造业转型升级，直融占比提升

当前中国新旧动能换挡期可对标日本 20 世纪 70 年代的制造业转型升级，均表现为高端制造业崛起并逐步替代传统的粗放制造成为经济驱动力。伴随着产业结构的升级，传统的银行借贷为主的间接融资方式在社会融资中的地位将退居其次，直接融资的比重将不断提高。二战后到 20 世纪 70 年代中期以前，日本工业化进程加速推进，钢铁等重化工业、纺织等轻工业为当时经济支柱，传统经济占 GDP 的比重从 1973 年的 18.4% 下降至 1991 年仅 12.0%，当时社会融资结构也以间接融资为主；20 世纪 70 年代中后期始，日本开始进行经济结构转型升级，新经济动能占 GDP 的比重从 1973 年的 12.7% 上升至 1991 年的 15.0%，日本直接融资占 GDP 的比重从 1975 年前后仅为 20% 提升至 1990 年前后的近 50%，信贷融资占比从 80% 下降至约 50%。

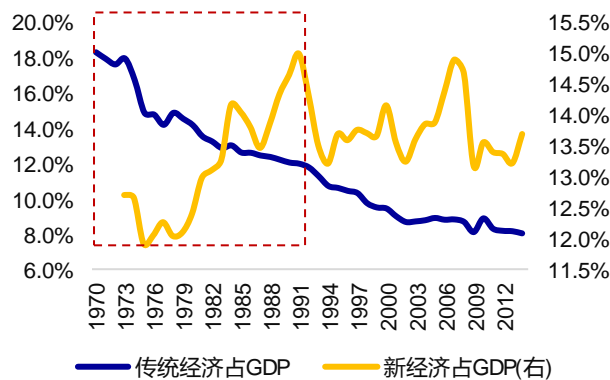
图 5：20C70-80S 日本融资结构转换



资料来源：CEIC，日本经济省，申万宏源研究

备注：参考我国新经济产业划分并结合日本当时经济产业切换情况，新旧经济统计口径如下：（1）传统经济支柱方面：包括纺织皮革、木制品和纸制品、传统印刷、橡胶和非金属矿产品、基础金属加工、非金属矿产；（2）新经济支柱方面：包括机械设备、运输和仓储、IT 和信息服务业。

图 6：20C70-80S 日本新旧经济动能转换



资料来源：OECD，申万宏源研究

1.3 见微知著：我国新经济崛起依赖于直接融资支持

中美两国新经济企业发展早期都以私募股权融资为主，但在我国传统以信贷为核心的融资体系下，我国新经济企业在发展早期往往不得不更多依靠海外私募股权资金的支持。我们界定 IPO 前为新经济企业发展早期阶段，新经济企业发展早期由于风险高，持续亏损等原因不符合传统信贷机构及发债对企业财务和偿还能力评估标准，因此接受股权投资成为其早期主要资金来源。美国以 TMT 行业的 Face book 和高端制造业的 Tesla 为例，其上市前股权融资以本国机构参与为主。中国以阿里巴巴为例，在阿里巴巴的前四轮融资中除创始人外均由外资机构参与，截至香港上市前外资风投机构持股比例达 61.3%。2011 年的第六轮融资中始有中资风投机构参与，由于参与轮次靠后持股比例远小于外资，截至美国 IPO 前中资风投机构持股比例仅为 6.5%，外资占比约 80%。

表 3: Face Book 上市前股权融资以本国机构参与为主

阶段	融资时间	融资金额	投资方
成立	2004年2月	1000美元	扎克伯格70%，萨瓦林30%
天使轮	2004年9月	50万美元	天使投资人Peter Thiel
A轮	2005年5月	1270万美元	Accel Partners, Breyer Capital, Cambrian Ventures
B轮	2006年4月	2750万美元	SV Angel, Accel Partners, Greylock Partners
	2007年10月	2.4亿美元	Microsoft
C+轮	2008年1月	1500万美元	European Founders Fund
C+轮	2008年3月	6000万美元	Horizons Ventures
D轮	2009年5月	2000万美元	俄罗斯DST
	2010年6月	1.2亿美元	Elevation Partners

资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

表 4: Tesla 上市前股权融资以本国机构参与为主

阶段	融资时间	融资金额	投资方
成立	2003年7月		马丁·艾伯哈德 (Martin Eberhard)，马克·塔彭宁 (Marc Tarpenning)，伊恩·莱特 (Ian Wright)，伊隆·马斯克 (Elon Musk)，斯特劳贝尔 (JB Straubel)
A轮	2004年4月	650万美元	伊隆·马斯克 (635万美元)、艾伯哈德 (7.5万美元)
B轮	2005年2月	1300万美元	马斯克, Compass Technology Partners, Valor Equity
C轮	2006年5月	4000万美元	VantagePoint Venture Partners, 马斯克领投, 其它的机构投资者包括Draper Fisher Jurvetson和JP Morgan Bay Area Equity Fund, 参投的个人投资者还包括谷歌的两位联合创始人拉里·佩奇 (Larry Page) 和谢尔盖·布林 (Sergey Brin)、尼克·普利茨克 (Nick Pritzker) (通过他的投资合伙公司) 以及杰夫·斯科尔 (Jeff Skoll) (通过他的投资公司Capricorn Management LLC)
D轮	2007年5月	4500万美元	Technology Partners和马斯克共同领投。Capricorn Investment Group追加投资, 来自前几轮融资的主要投资者也悉数参投, 其中包括Vantage Point Venture Partners、Draper Fisher Jurvetson、JP Morgan Bay Area Equity Fund、Valor Equity Partners和Compass Venture Partners
E轮	2008年2月	4000万美元	Valor Equity Partners和马斯克共同领投
	2009年5月	5000万美元	戴姆勒公司 (10%)
	2010年5月	5000万美元	丰田公司 (达成战略合作)
上市	2010年6月	2.26亿美元	

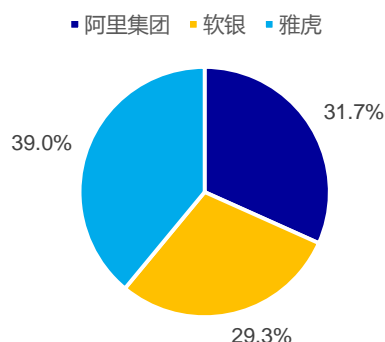
资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

表 5: 阿里巴巴赴美上前历轮融资情况

阶段	融资时间	融资金额	投资方
成立	1999年9月	50万人民币	马云夫妇、同事、学生等
第一轮	1999年10月	500万美元	高盛、新加坡TDF、瑞典AB等基金
第二轮	2000年	2500万美元	软银80%、富达+汇亚资金+TDF+AB+日本亚洲投资公司20%
第三轮	2004年2月	8200万美元	软银73.2%、富达+TDF+GGV26.8%
第四轮	2005年8月	10亿美元+雅虎中国	雅虎, 兑现阿里巴巴39%普通股, 并获得35%股权
香港上市	2007年11月	15亿美元	香港联交所上市, 市值约280亿美元
第六轮	2011年9月	20亿美元	美国银湖、俄罗斯DST、新加坡淡马锡、中国云峰基金
第七轮	2012年8月	43亿美元	银湖、DST、淡马锡增持, 中投、中信资本、博裕资本、国开金融等机构新进
美国上市	2014年9月	220亿美元	美国纽交所上市, 市值约2300亿美元

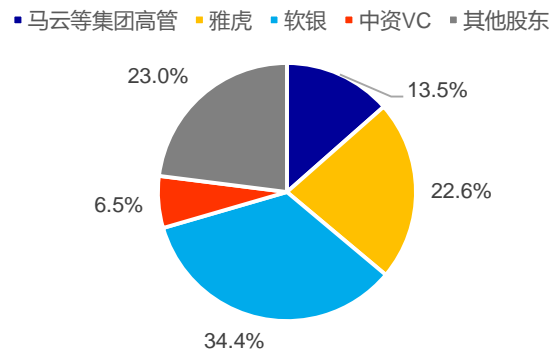
资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

图 7: 截至前四轮融资, 阿里巴巴除内部人出资外均由外资风投机构参与融资



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 8: 截至赴美 IPO 前, 阿里巴巴中资风投机构持股 6.5%，外资风投机构持股约 80%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

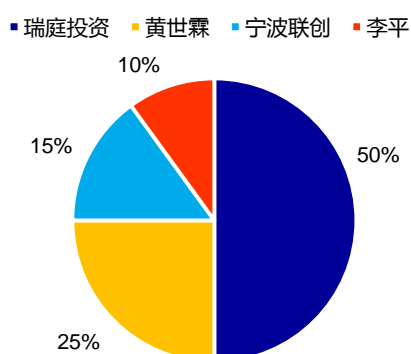
现阶段我国直接融资对国内新经济企业支持力度加大，近期证监会对新经济中“四新产业”独角兽 IPO 开快速通道更是迈出直融发展的重要一步。以宁德时代为例，2014 年 12 月公司改制为股份制公司后其融资结构较为均衡，截至 2015 年末公司带息债务/全部投入资本为 70.13%，单一中资股权机构瑞庭投资持股 50%。经过两轮股权融资（共计 110 亿）和一轮增资扩股（161 亿）后，公司直接融资占比大幅提升，2017 年末公司带息债务/全部投入资本为 35.45%。截至 IPO 前股权融资均来自于中资风投机构，共计持股 59.34%。在证监会四新产业 IPO 快速通道的政策红利下，宁德时代仅用 24 天完成过会，将成为第三家在 A 股上市的新经济企业。当前新经济正处于关键转折期，未来经济新动能的进一步壮大依赖于直接融资进一步发展。

表 6：宁德时代 Pre-IPO 的两轮融资情况

融资轮数	时间	金额	投资方	投后估值
第一轮	2016年1月	30亿元	招银国际、深创投、君联资本、广发信德等15家	230亿元
第二轮	2016年11月	80亿元	招银国际、博裕资本、云锋基金、国投创新、君联资本等9家	800亿元

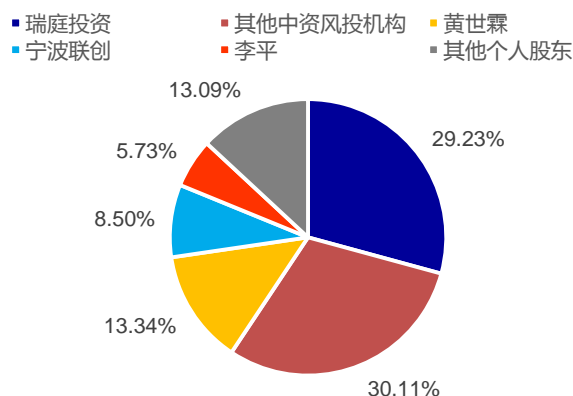
资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

图 9：宁德时代改制成股份制公司后除公司创始人，中资股权投资机构持股 50%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 10：截至 IPO 前股权融资均来自于中资风投机构，共计持股 59.34%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

2. 时代大潮之二：以开放促改革，金融开放势不可挡

中国金融体系与国际金融体系之间存在明显的差异和不兼容性，其金融体系的双向开放远远滞后于实体经济的双向开放，这既不利于我国获取跟国际经济贸易地位相匹配的国际金融地位，也不利于金融体系更好地支持实体进一步开放。但我国金融体系开放滞后的根本原因在制度性和模式性的差异上，因此深化金融行业开放，以开放促改革，推动我国金融体系与当前国际主流金融体系更加兼容接轨，更好支持早已深度融入全球体系的实体经济，是金融开放的根本诉求所在，也是以资管新规为代表的一系列制度变革的另一个重要外部原因。

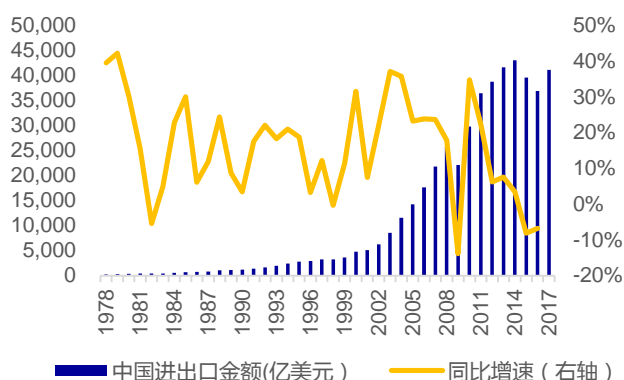
2.1 孤掌难鸣：我国金融体系的双向开放远远滞后于实体经济

2.1.1 我国实体经济双向开放成果显著

改革开放以来我国实体经济与全球经济深度融合,是当之无愧的贸易大国。1978-2017年我国进出口总额从 206.4 亿美元提高到 4.1 万亿美元,年均增长 14.5%,占全球进出口比重从 0.77%提升到 10%左右。我们以贸易依存度(进出口总额/GDP)衡量我国实体经济双向开放程度,可以发现 21 世纪以来我国贸易依存度大体呈现“倒 V 型”走势,1978 年改革开放推行和 2000 入世成功后我国贸易依存度均明显提升,近几年步入稳态阶段,基本保持在 30%-40%的较高水平。

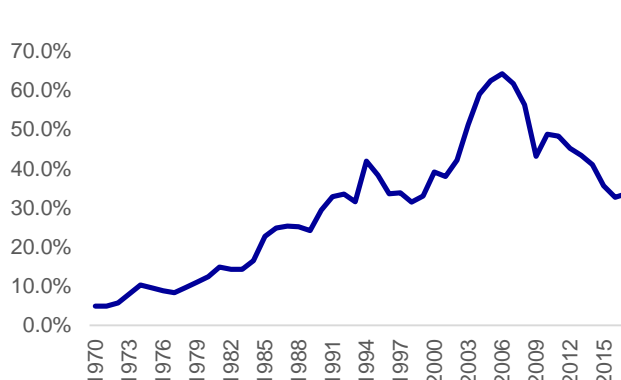
站在投资格局角度来看,我国对外直接投资和吸引外商投资均保持快速增长,在全球投资格局中愈发凸显主导地位。1) 当前我国企业对外直接投资呈现高速增长态势。2003-2016 年我国对外直接投资年均增速高达 33.9%,2016 年规模达 1701 亿美元,其比重由 2002 年的 0.5%大幅提升至 13.5%,仅次于美国。存量上看我国对外投资总规模亦位居全球前列。截至 2016 年末中国对外直接投资存量同比增长 16.7%至 1.28 万亿美元,占全球比重为 5.2%(VS 2002 年 0.4%),位居全球第 6。2) 中国对外资吸引力不断上升,2017 年外商直接投资规模仅次于美国。2017 年中国吸引外商直接投资(FDI)达到为 1310 亿美元,仅次于美国;联合国贸发会议调查显示目前中国在全球最具吸引力的投资目的地中也排在第二位。中国对外资吸引力的不断上升得益于中国引资政策的不断完善和投资环境的不断优化,无论是政策优惠、完善的基础设施建设还是全方位一站式的服务,都为外资进入提供了便利。

图 11: 我国进出口规模整体呈增长态势



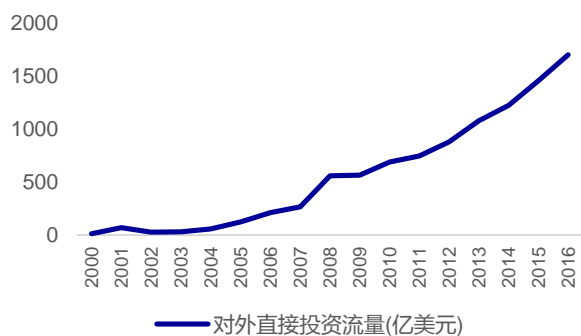
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 12: 我国外贸依存度保持较高水平



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 13：我国对外直接投资增量规模直线提升



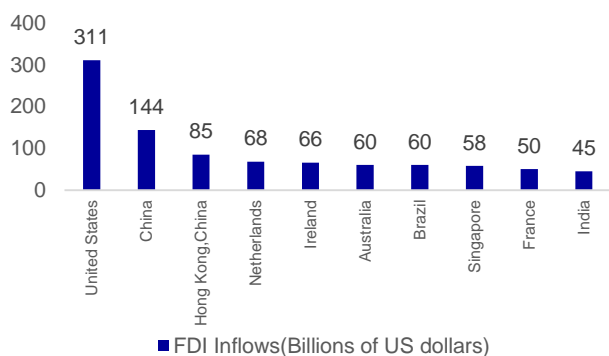
资料来源：《2016 年度中国对外直接投资统计公报》，
申万宏源研究

图 14：我国对外投资存量规模位居全球前列



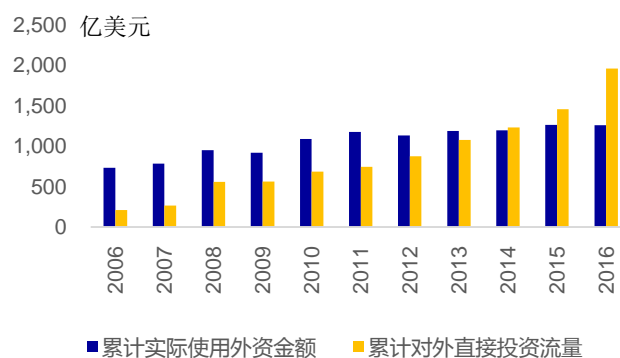
资料来源：《2017 年世界投资报告》（联合国贸发会议），
申万宏源研究

图 15：17 年中国吸引外商直接投资居世界第二



资料来源：《全球投资趋势监测报告》申万宏源研究

图 16：2014 年起我国对外投资超过吸引外资金额

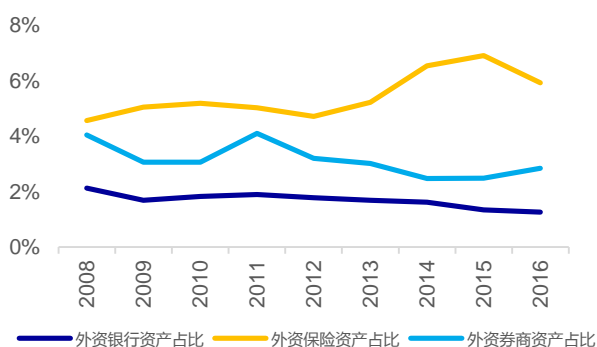


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.1.2 回看我国金融体系，其双向开放程度与实体经济并不对称

“引进来”的外资金融机构在华业务受限，发展缓慢。从规模来看，16 年外资银行资产占全国银行类机构总资产比重仅为 1.3%，远远低于 OECD 国家外资行资产占比高于 10% 的平均水平。从业绩来看，外资银行税后利润整体呈下降趋势，2016 年占比仅为 0.62%。

图 17：外资金融机构资产占比并不高



资料来源：银监会，保监会，申万宏源研究

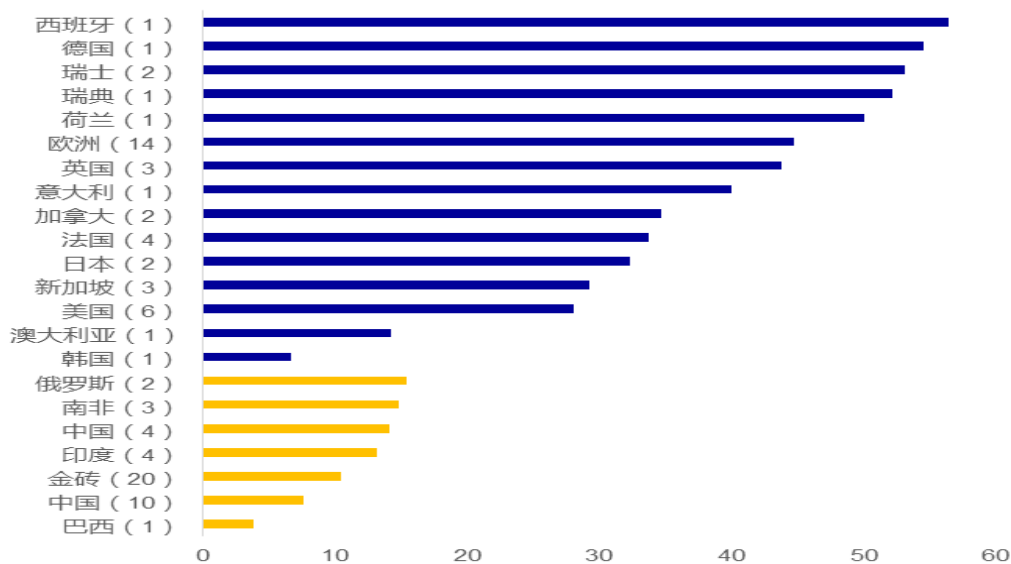
图 18：2009 年以来外资银行利润占比平均仅为 1%



资料来源：银监会，申万宏源研究

国内金融机构“走出去”明显滞后于企业“走出去”，跨境金融服务能力较弱。1) 总量上看我国金融业海外分支机构占金融总规模比重较低。国有行是国内金融机构国际化的主力军，截至 2016 年末其海外机构数占银行业海外机构数比重达 94.5%。因此我们按国有行海外利润总额粗略推算，2016 年我国海外金融机构利润占比仅为 7.2%。2) 结构上看国内金融机构海外布局与企业“走出去”融资需求分不匹配。目前发展中国家和新兴市场经济体是我国主要投资区域且东道国金融体系较为薄弱，而我国金融机构海外布局集中在发达经济体，投融资服务存在缺位现象。3) 国际化程度距离其他发达国家银行尚有不小差距。从以境外资产积累、境外经营成果和全球布局等反映银行国际化水平的指标为基准衡量的银行国际化指数（BII）来看，我国系统性银行平均分距离其他发达国家银行仍有差距，在 15 个发达国家和 7 个发展中国家的排名中仅高于韩国和巴西。

图 19：我国银行国际化指数排名靠后



资料来源：《百舸争流——驰骋国际市场的中外资银行》，申万宏源研究

注：银行国际化指数由浙江大学和中国人民大学组成的银行国际化系列报告课题组发布。中国（10）代表中国前十大银行，其他同理。

表 7：2016 年中资银行境外机构覆盖的国家和地区

	亚太（除港澳台）	港澳台	欧洲	美洲	非洲	合计
工商银行	19	2	11	6	1	42
中国银行	18	3	17	6	7	51
建设银行	9	3	11	5	1	29
交通银行	6	3	3	3	0	16
招商银行	1	1	2	1	0	5
中信银行	2	1	1	0	0	4

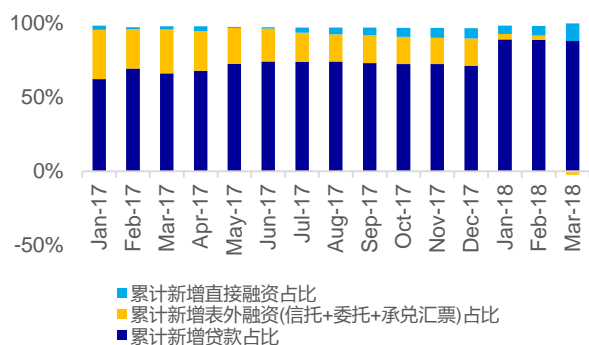
资料来源：《中国银行业国际化现状与前景展望》，申万宏源研究

2.2 来者可追：构建与主流金融体系更加兼容的大国金融体系

我们认为金融开放不足的根本原因在于中国金融体系与国际主流标准差异较大，以银行信贷思维为出发点、刚性兑付为基础、非标资产嵌套为表象、标准化资产和资本市场发育不足的金融体系与国际主流模式很难兼容。外资金融机构引进来和中资金融机构走出去，只是金融双向开放的表象之一，金融开放的最核心目的，是以开放促改革，引入市场制度，推动中国金融体系与国际主流模式接轨，构建与当前国际主流金融体系相适应、相兼容的大国金融体系：

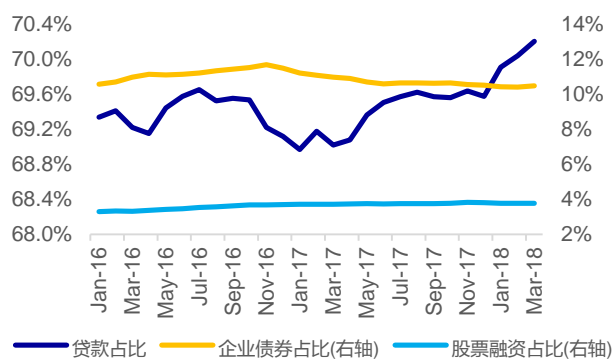
第一，大势不改，我国亟需提升直接融资占比，以更加开放、兼容的金融体系融入全球。长期以来我国融资体系以信贷和类信贷融资为主，在金融去杠杆的大环境下，类信贷的表外融资（信托贷款、委托贷款、承兑汇票）持续受到压降，但年初至今新增间接融资（信贷+类信贷）占比依然高达 85.4%。相反，17 年货币政策转向推高企业发债利率中枢，新增直接融资比重显著从高位回落，间接融资的主力地位不断被强化，这本质上是传统商业银行信贷思路主导的金融体系。这与欧美成熟的金融市场相比却大相径庭，英美两国直接融资占比分别超过 70% 和 80%，结合第一节案例我们也不难发现新经济部门的发展更多依赖于直接融资，尤其是股权融资，但当前我国股权融资在社融中的占比不到 4%。2017 年全国金融工作会议明确指出“要把发展直接融资放在重要位置”，事实上这也恰好侧面验证了我国正处在经济转型的关键时期，新经济部门正在不断涌现，从国际角度来看，新经济部门向来与直接融资同步而生，这在美国和日本体现得更为明显。以史为鉴，万物发展皆有因，我们判断当下时机便是我国深化金融开放的黄金时期，以开放促进金融体系改革，直融大发展已是金融开放的必经之路。

图 20：累计信贷及类信贷占社融比重高达 85.4%



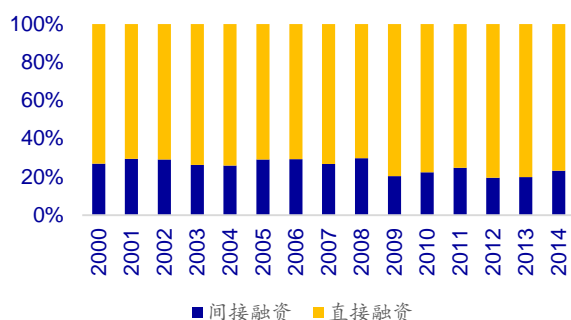
资料来源：中国人民银行，申万宏源研究

图 21：当前我国股权融资占比不到 4%



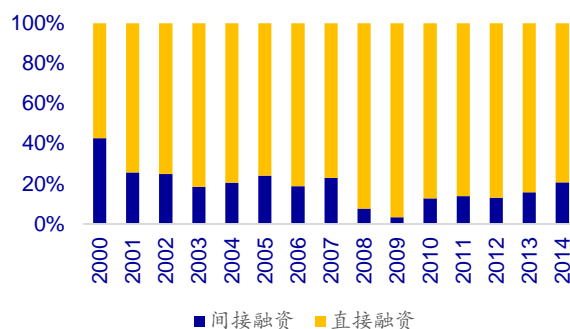
资料来源：中国人民银行，申万宏源研究

图 22: 美国直接融资占比超过 70%



资料来源: CEIC, Bloomberg, 申万宏源研究

图 23: 英国直接融资占比超过 80%

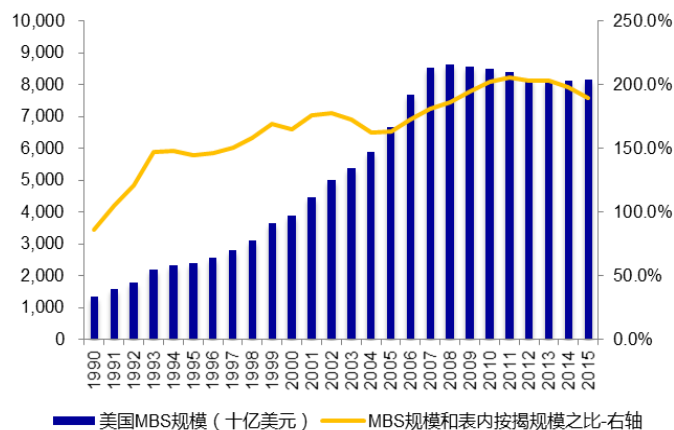


资料来源: CEIC, Bloomberg, 申万宏源研究

第二, 从融资业务模式来看, 我国银行业表内外业务将进一步向海外银行靠拢:

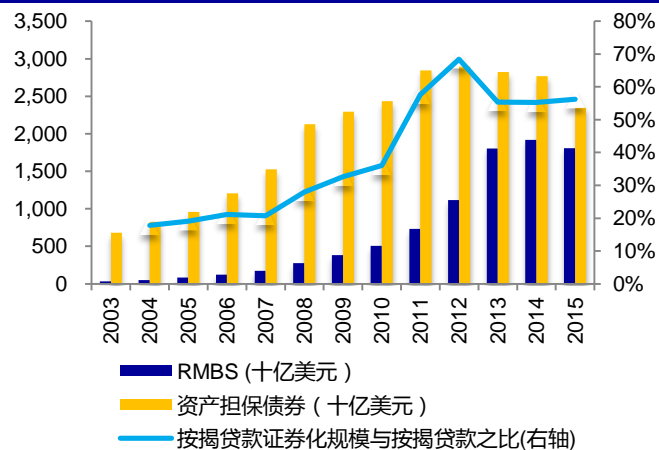
(1) 表内业务: 资产证券化成为欧美银行提高资产流转速度的主要途径, 相比之下, 我国更多是持有资产。2013-2017 年我国银行发行的 ABS 规模占表内资产比重均不到 1%, 一方面是我国资产证券化起步较晚的缘故, 另一方面也充分表明我国银行业依然是保留贷款寸至到期的传统模式。相反, 美国银行业 MBS 规模占表内按揭贷款规模比重已经高达 200%, 欧洲银行业 RMBS 占表内规模比重也早已过半。海外银行信贷资产流转频度更为频繁, 真正实现了表内信贷资产表外化的轻型经营思路。

图 24: 美国银行业 MBS 规模占表内按揭高达 200%



资料来源: SIFMA, 申万宏源研究

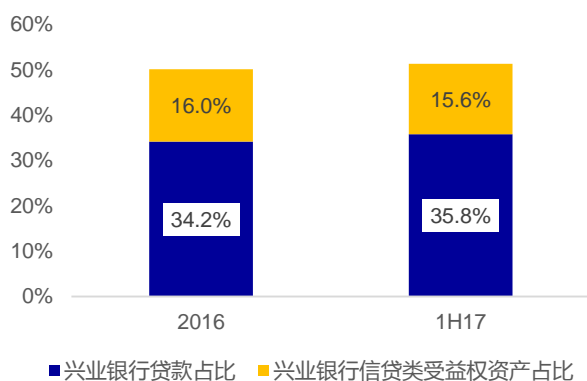
图 25: 欧洲银行业 RMBS 规模占表内比重过半



资料来源: SIFMA, 申万宏源研究

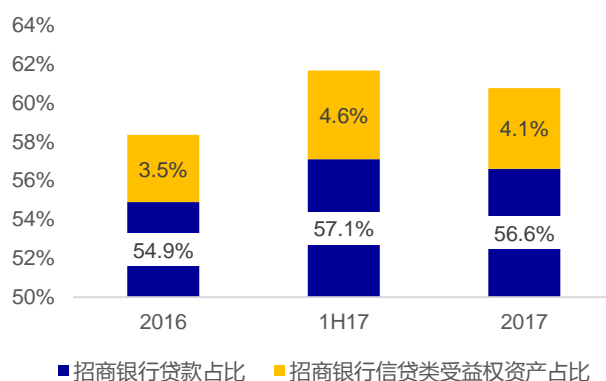
由于海外银行信贷类资产大量出表, 表内信贷资产占比与我国银行较为接近, 但我国信贷类资产并非都是贷款, 而是在贷款和其他授信功能资产上均有所摆布。传统信贷以外的表内授信功能资产主要体现在买入返售金融资产、可供出售金融资产及应收款项类投资三大科目下的“信托及其他受益权”中的信贷类资产, 其中应收款项类投资中下的受益权资产是最主要的授信功能资产。富国银行表内信贷资产占比在 50% 左右, 国内银行以兴业银行和招商银行为代表, 表内授信功能资产占比为 50%-60%。其中兴业银行 1H17 信贷类受益权资产占总资产比重高达 15.6%, 在表内授信功能资产中的占比将近 1/3。

图 26：兴业银行信贷类受益权占比较高



资料来源：公司财报，申万宏源研究

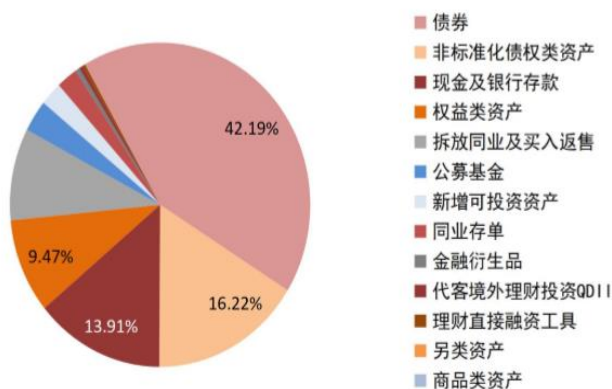
图 27：招商银行信贷类资产以贷款为主



资料来源：公司财报，申万宏源研究

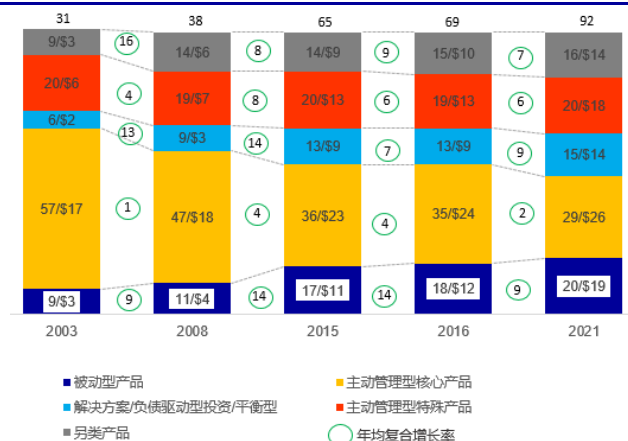
(2) 表外业务：我国银行理财产品大多以表外形式存在，无论是表内保本还是表外非保本，实际上都是刚性兑付。从理财资金投向来看，非标资产占比仅次于债券，本质上也是表内信贷思维的表外化。长期以来，银行配置以刚兑非标资产为核心的资产端的门槛并不高，能够享受资产端多样化带来的溢价效应也并不明显，主动管理能力依然较弱。但相比之下，根据 2017 年全球资产管理报告，16 年全球主动管理产品占总资管规模逾半壁江山，海外市场主动管理的特质更为明显。

图 28：我国银行理财非标占比仅次于债券



资料来源：《2017 年理财市场运行报告》，申万宏源研究

图 29：海外金融市场多为主动管理产品



资料来源：《2017 年全球资产管理报告》，申万宏源研究
注：斜杠左侧为占比数据(%)；右侧为金额(万亿美元)。

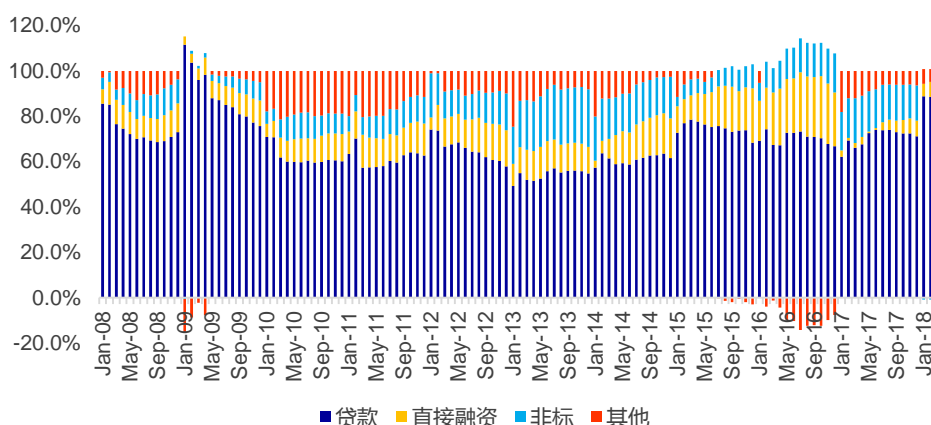
3. 新经济时代金融行业必经之变：直接融资大发展

3.1 “信贷+非标”的融资架构与基建地产的融资需求相匹配

正如我们在第一部分的背景所述，2000-12 年我国经济增长主要驱动力从传统工业转向基建地产，房地产和基建相关企业作为银行投资的最底层资产，其财务上的特点使得“表

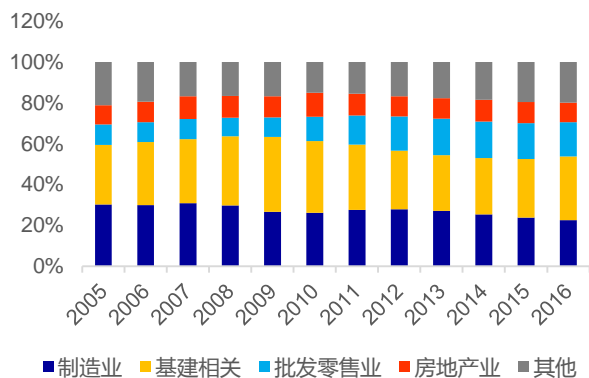
“内贷款+表外非标”为特征的融资架构应运而生，资管产品呈现“刚性兑付+预期收益型”特点。房地产和基建相关企业在财务上表现出重资产、抵押物充足、未来现金流可预测性高且部分国企、央企有政府信用背书，这类财务上的硬约束使得银行在将这类企业的融资需求作为实质底层资产时，可以为投资者提供隐形的“刚性兑付”承诺。以此为根基，银行过去十年构建的融资架构表现为“表内贷款+表外非标”的间接融资为主的特点。表内信贷方面，除制造业和批发零售业外，房地产和基建相关行业贷款是对公贷款的主要投向行业，2010年基建与房地产贷款占比达到最高水平分别为35%和12%。2010年，国务院发文规范地方政府融资平台，基建地产表内贷款占比有所收窄，但银行借道表外非标的模式开启，非标增量占比迅速提升。图33和34中可以看出，商品房销售面积累计同比与基建类固定资产投资累计同比与社融中非标增量占比变化趋势高度相关，用表外非标的形式支持地产基建发展的模式得到充分印证。具体以资金信托为例，其资产端投向以基础产业和房地产为主，工商企业占比不足30%，基础产业+房地产占比最高曾达到50.8%（1Q10），10-13年占比均在35%以上。因此客观评价，信贷思维、刚性兑付、非标资产、预期收益型负债匹配成本法计价类固收资产以赚取利差为典型特点的融资方式，是高度匹配过去十多年围绕大规模基础设施建设和房地产投资的社会融资需求的。

图 30：我国融资结构以“贷款+非标”的间接融资为主



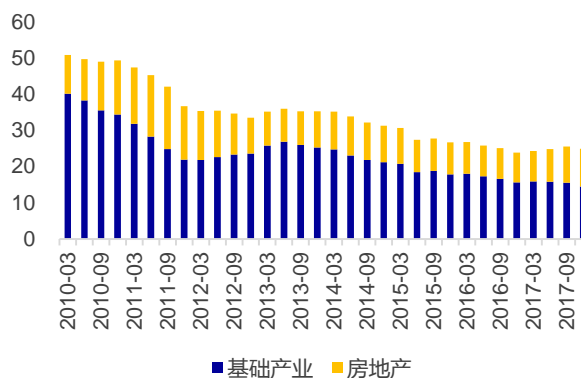
资料来源：中国人民银行，申万宏源研究

图 31：基建与房地产行业为银行信贷主要投向



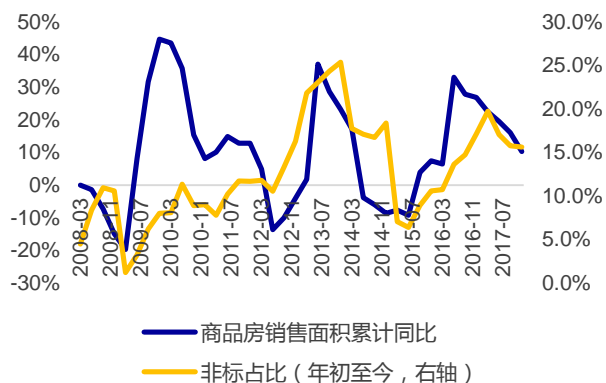
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 32：资金信托主要投向基础产业和房地产（%）



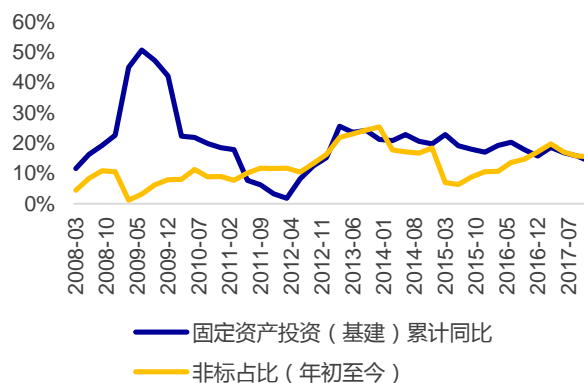
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 33：商品房销售面积累计同比与非标增量占比



资料来源：Wind，中国人民银行，申万宏源研究

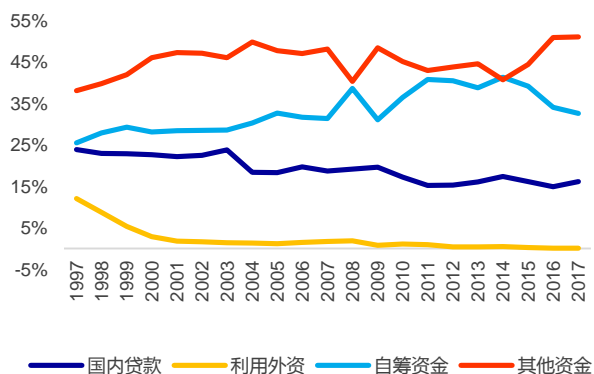
图 34：基建固定资产投资累计同比与非标增量占比



资料来源：Wind，中国人民银行，申万宏源研究

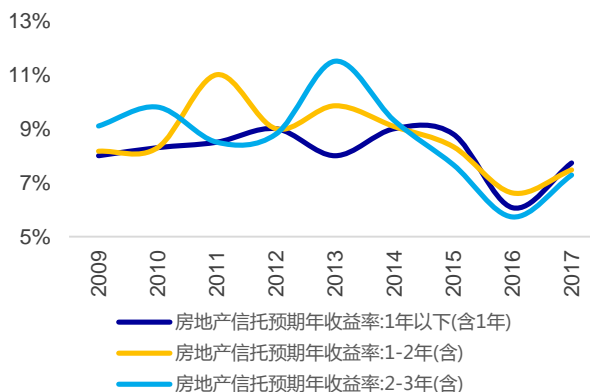
从房地产及基建的资金来源分拆结构来看，这两大传统行业在过去十余年融资需求基本可依靠国内贷款与自筹资金（包括非标资产）相结合的方式解决。传统行业以地产和基建为典型代表，其中房地产的融资结构经历了几个阶段：早年利用外资、转向非标资产逐渐起步、再到股债融资与非标交替兴起、以及近期资管大环境下的非标转标；其中 2008 年及 2014 年地产调控趋严，在此情况下房企自筹资金的占比抬升，其中非标融资占比也一定程度增加，房企融资结构除与销售面积情况关联外，同样受到相应政策管控影响。

图 35：2008/14 年地产调控趋严，房企自筹资金占比提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 36：地产融资成本变化：房地产信托收益率逐渐抬升

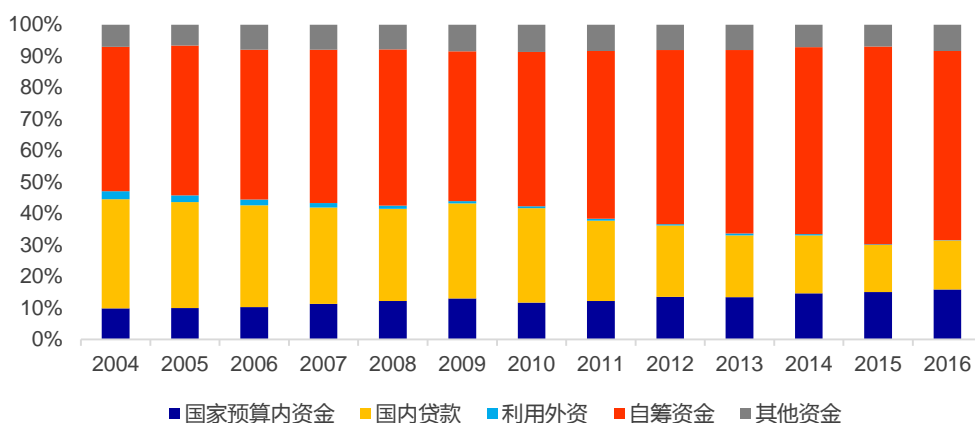


资料来源：Wind，申万宏源研究

基建资金来源¹可分为五大类，分别是国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金，近年来自筹资金比例不断提高，2016 年约占总资金来源的 60%。受制于数据的可获得性，我们利用总自筹资金倒推非标及其他计入自筹部分资金来源，总体可看到 2012 年以来投向基建的非标及其他计入自筹部分的资金快速增加，至 2016 年大约为 4.2 万亿，占自筹资金比例 43%。

¹ 此处基建行业的测算口径，包括电力燃气水的生产供应业；交通运输、仓储和邮政业；水利、环境和公共设施管理业三大部分。

图 37：基建资金来源中自筹资金比例不断提高（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

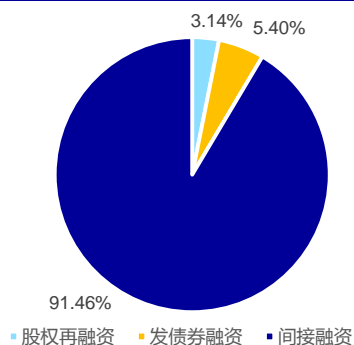
表 8：2012 年以来随着非标的快速发展，占自筹资金的比例快速提升

单位：亿元	自筹资金	政府性基金支出	城投债	PPP	非标及其他计入自筹 ²	非标及其他占自筹比例
2010	31,956	29,925	2,545		-514	
2011	36,259	34,716	3,172		-1,629	
2012	42,862	30,542	8,691		3,628	8.5%
2013	54,895	43,245	8,434		3,216	5.9%
2014	66,220	43,888	15,050		7,282	11.0%
2015	79,775	35,503	10,045	267	33,959	42.6%
2016	97,561	40,640	13,986	1,233	41,702	42.7%

资料来源：Wind，申万宏源研究

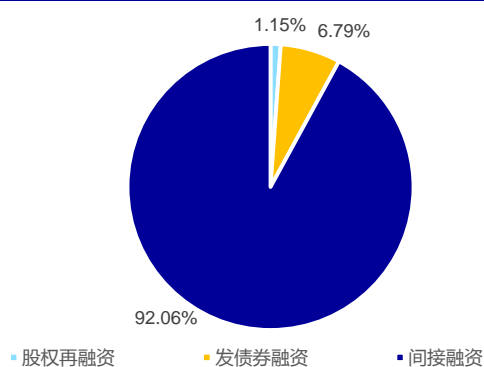
过去我国传统经济融资结构以间接融资为主，以银行信贷为核心的社会融资体系较好匹配传统经济融资需求。以龙头房企万科和龙头能源企业中石油为例，二者间接融资占比更是超过 90%，龙头企业具备较强信用背书及稳定现金流等，更易获取银行信贷，间接融资模式较好契合了企业相应的融资需求。

图 38：万科间接融资占比达 91.5%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 39：中国石油间接融资占比达 92.1%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

² 非标及其他计入自筹计算口径=自筹资金-政府性基金支出-城投债-PPP。

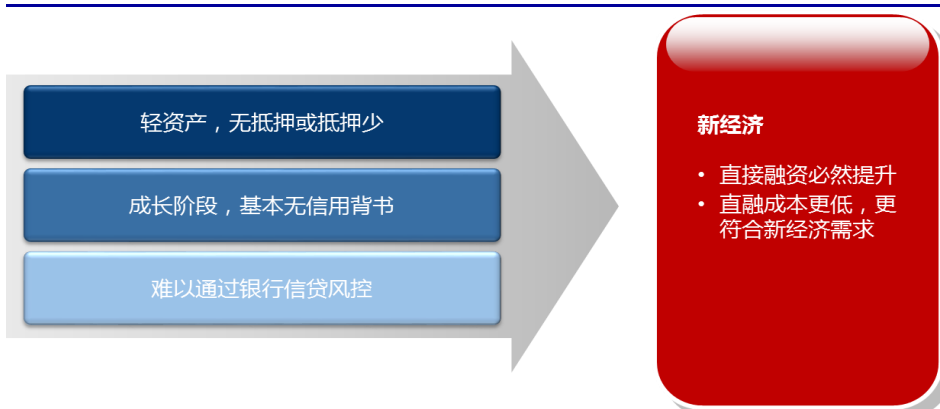
3.2 新经济下直接融资亟待发展，权益类资产占比必将提升

尽管“表内信贷+表外非标”的间接融资的方式，是高度匹配过去十多年大量基建和地产的社会融资需求的。但其既不适应正在崛起的新经济融资需求，亦不兼容于国际主流金融模式，变革迫在眉睫。

3.2.1 新经济特征

与传统经济相比，新经济自身特征决定了其必须由直接融资支撑，未来新经济占比提升将带来直接融资尤其权益类资产占比的提升。与过去的传统经济如房地产、基建等行业相比，参考本文第一部分我们可以发现新经济具备以下特征：一是轻资产，公司最重要的一般为无形资产如知识产权等，而只有少量可抵押资产或甚至无抵押；二是所处发展阶段一般为早期成长期，因此基本无信用背书；三是较高风险、无稳定现金流可追踪等经营特征使得公司难以通过银行风控以获得信贷融资。综上，新经济发展需要融资必然依靠直接融资，参照美国发展的融资模式，未来我国新经济在社会经济中的占比逐步提升，这将带动直接融资、特别是权益类资产占比的提升。

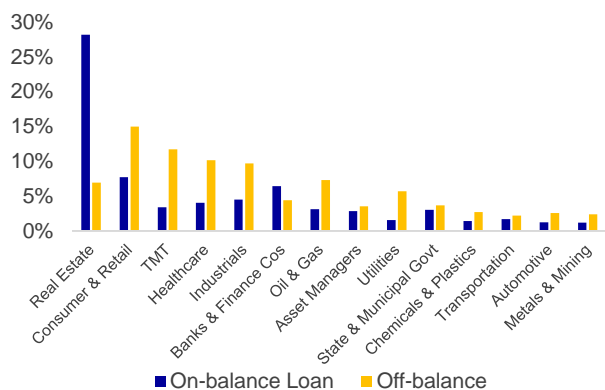
图 40：新经济特征决定直接融资的必要性



资料来源：申万宏源研究

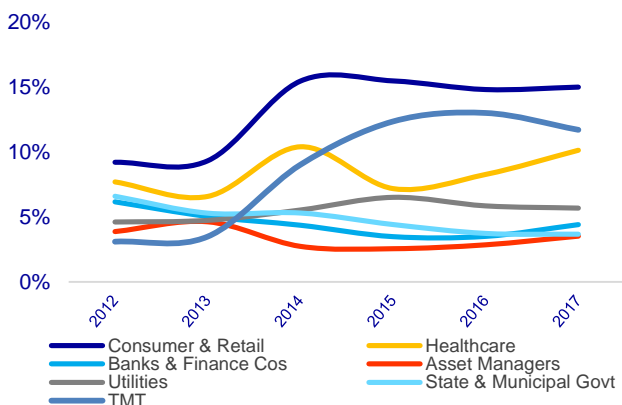
对标美国经济与银行的发展，我们可以发现：一是传统经济融资依赖银行贷款，新经济融资依赖表外资产，二是近年来新经济在表外资产的占比逐步提升。从摩根大通的表内外资产行业分布来看，表内贷款投向最多的行业即为房地产，占比达 28%，表外资产投向相对更为分散，侧重投向消费、TMT、健康等领域。从摩根大通表外资产的占比变动来看，几个新经济领域均呈现上升稳定趋势，消费业近年来兴起并保持在较高比例，TMT 的占比自 14 年以来迅速抬升，健康业占比同样在逐步提升，与此同时部分传统经济的占比在逐渐下滑。通过美国的经济与银行资产发展经验来看，我们可以预计在未来我国新经济崛起的浪潮中，银行表外资产需要同步发展予以支持，同时表外资产的结构占比也将逐步向新经济倾斜。

图 41：对标摩根大通：表内贷款主要投向地产，表外资产主要投向消费、TMT、健康等新经济行业



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 42：对标摩根大通：表外资产行业占比中新经济占比逐步提升



资料来源：公司财报，申万宏源研究

3.2.2 打开商业银行直融的大门是大前提

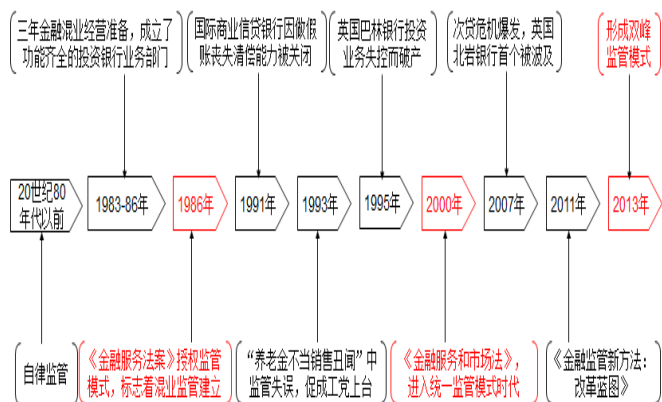
由于分业经营时代各国的融资客户均掌握在商业银行手中，直接融资大发展的前提是为商业银行打开直融的大门。回顾一下英国和美国上世纪 80-90 年代的混业经营历程，会发现几个典型特点：1）都在利率市场化完成之后经历了从分业到混业的过程。2）都是以自下而上推动为主，先有监管基于“一事一议”原则批准的试点性案例，再修改法律。3）给予银行直接融资牌照前，两国直接融资规模和占比都非常低，引入银行后，直接融资规模和社会融资中的占比都得到了显著提升。所以将银行引入直接融资，并不是来分现有的存量蛋糕的，而是来将这个市场整体做大的。

英国：为了应对新形势，英国金融业在 1983-1986 年的三年准备时间内经过了一系列重组和整合，形成了功能比较齐全的投资银行业务部门。到了 20 世纪 90 年代，英国的商业银行经过与国际投行的竞争比较后，逐渐涌现出一批超级金融机构，业务领域涵盖了银行、证券、保险、信托等各个方面，成为与德国相类似的全能金融集团。例如，英国的巴克莱银行集团、劳埃德银行集团，以及汇丰、渣打等跨国银行集团纷纷收购和兼并证券公司，开始提供包括证券经纪业务、股票承销业务在内的综合性金融服务。“金融大爆炸”改革带来了直接融资金融市场的繁荣，英国股权及债权直接融资规模不断扩大，将商业银行引入直接融资市场的结果是整个直接融资市场规模、直接融资规模占经济总量比重的显著扩大。利率市场化改革和“金融大爆炸”改革依次完成后，英国社会融资结构逐渐向以股票为代表的直接融资工具转换，英国上市公司市值逐年上升占 GDP 比重快速上升，从 1981 年的 35% 上升至 1999 年顶峰时的 189%。从融资占比情况看则更为明显，直接融资新增规模占总融资规模比例在 1991 年达到近 80%，较此前一年上升近 60 个百分点，此后直接融资新增占比便维持在 50% 以上。

美国：自 90 年，美联储批准大银行控股公司的证券子公司可以经营公司债券承销、买卖业务等。在 1990 年 9 月，J.P. 摩根成为第一家获得企业股票承销资格的商业银行集团，也意味着商业银行金融直接融资市场的时代开启，这带动了随后整个直接融资市场的迅速发展，美国上市公司总市值占 GDP 比重从 1990 年的 47% 提升至 1999 年 174% 的最高值。

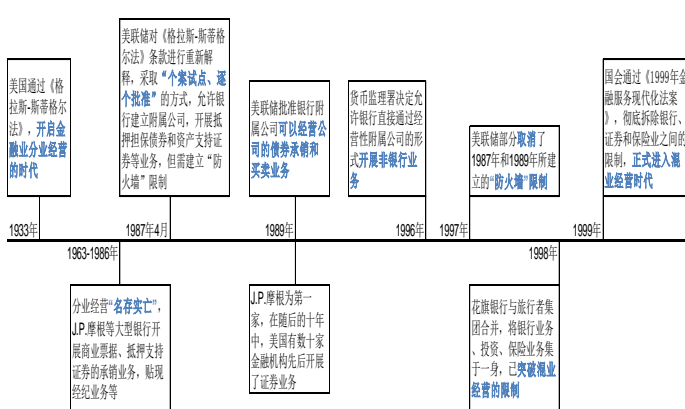
从直接融资增量占比情况看，从 92 年开始美国增量融资以直接融资为主，而 93 年以后直接融资占比一半以上年份维持在 50% 以上。

图 43：英国金融监管体系演进历程



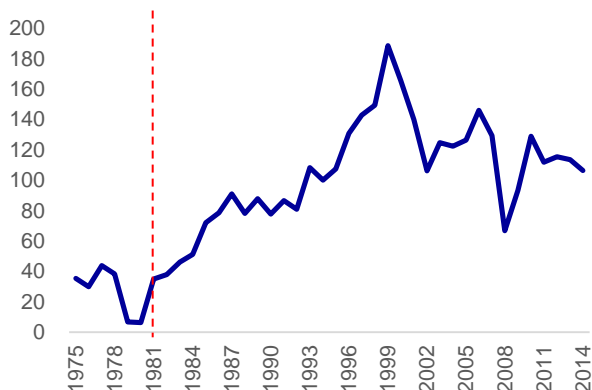
资料来源：申万宏源研究

图 44：美国金融监管体系演进历程



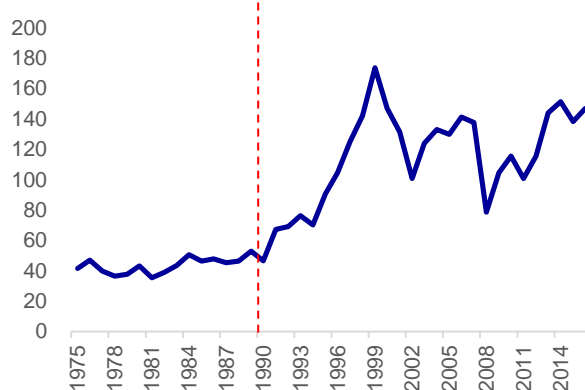
资料来源：申万宏源研究

图 45：1983-86 年英国证券业与银行业内部整合后，上市公司总市值占 GDP 比重 (%) 显著提升



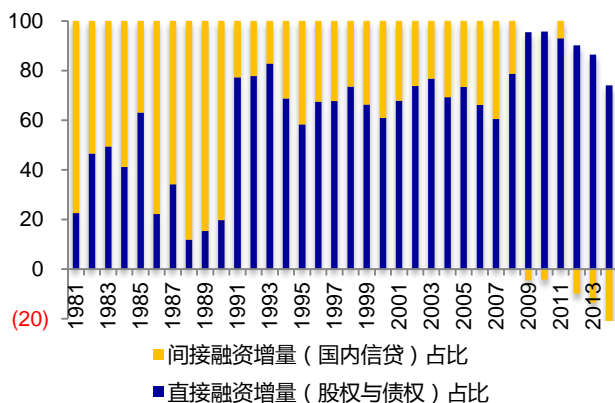
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 46：1989-90 年美国商业银行股票承销开始试点，上市公司总市值占 GDP 比重 (%) 显著提升



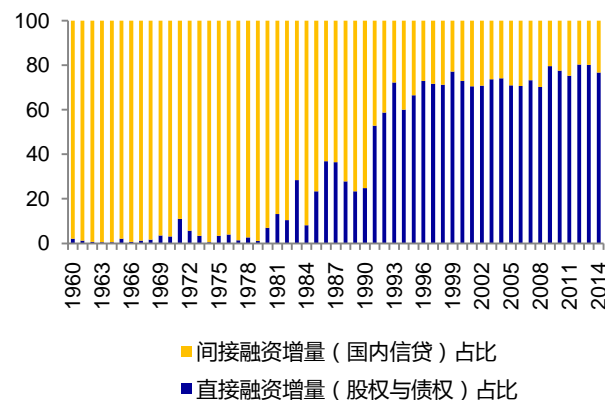
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 47：英国直接融资增量占比 (%) 1991 年起迅速提升



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 48：美国直接融资增量占比 (%)

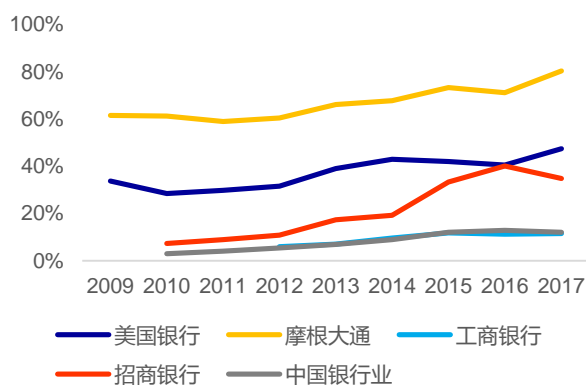


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

3.2.3 表外资管业务是商业银行参与直接融资的主战场

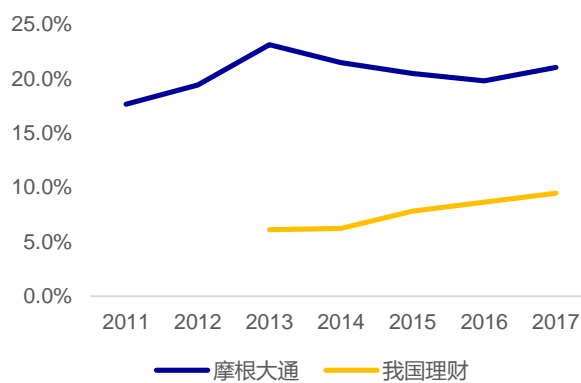
全球通行的商业银行监管基本原则是其表内自营资金不能投放于权益类资产，传统表内商业银行业务必须与股权类业务严格隔离，因此，表外资管业务必须快速发展以适应越来越大的权益融资需求。我们对比了美国与中国主要银行的资产管理规模（AUM）占总资产比重，摩根大通与美国银行的 AUM 占总资产比重显著高于工商银行、招商银行及我国银行业水平。2009-17 年摩根大通 AUM 占比始终保持在约 60% 以上的水平，美国银行占比稍低但也保持在约 30% 以上。而我国目前距离美国的水平还有较大差距，行业维持在 15% 以下。而从 AUM 的资产投向上来看，摩根大通权益类资产占比 20% 左右，而我国银行理财目前权益类资产占比仍在 10% 以下，提升空间巨大。

图 49：美国与中国主要银行 AUM 占总资产比重



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 50：摩根大通与我国银行业理财权益类资产占 AUM 比重



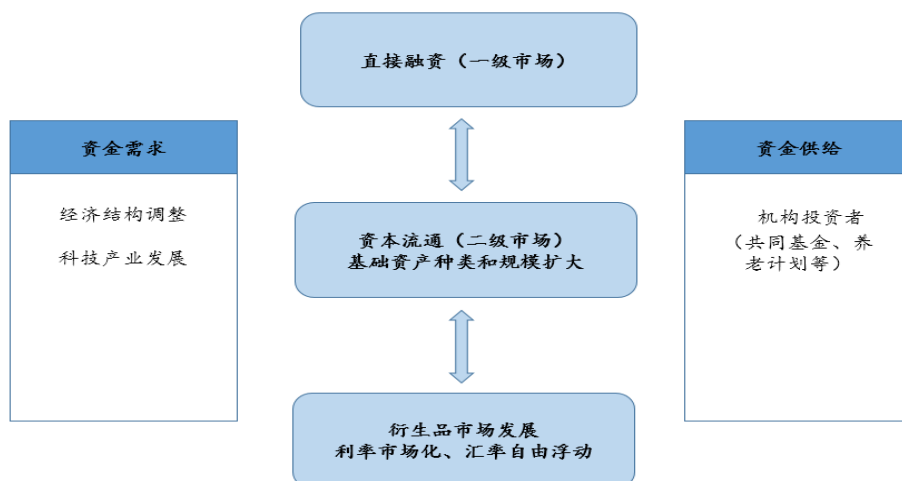
资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

备注：我国理财 16 年末披露权益类资产占比，取前后两年平均值。

3.2.4 多层次资本市场体系是直接融资时代最核心的市场基础设施

参考美国资本市场发展的经验，20 世纪 70 年代布雷顿森林体系的崩溃进一步加深了美国经济滞胀，美国政府为了进行经济复苏，实施了一系列经济和金融的措施。金融方面，主要体现为金融自由化，即利率自由化（废除 Q 条例）、废除证券公司固定佣金制度、混业经营以及金融产品创新；经济方面，美国政府积极推进产业升级，高科技产业得到了快速发展。在金融自由化和经济结构调整的过程中，高科技企业融资需求大幅增长，同期共同基金和 401K 养老计划的发展，使得专业投资机构占比快速提升，投资需求旺盛，二者需求对接使得一级市场快速发展，直接融资比例提升，金融产品的不断创新以及利率、汇率自由化下机构风险对冲的需求也快速低推动了衍生品市场的发展，至此美国多层次资本市场建设在金融自由化和产业结构升级的背景下得以逐步完善。

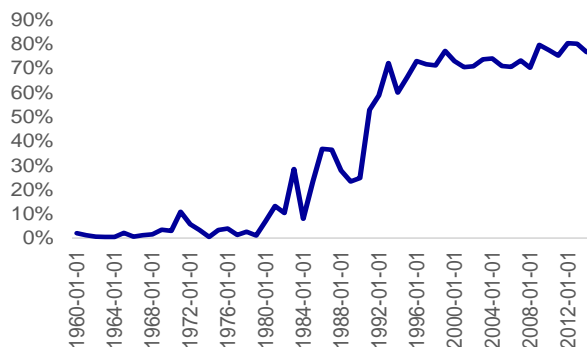
图 51：美国资本市场一级、二级与衍生品市场联动效应



资料来源：《直接融资与间接融资的国际比较》，申万宏源研究

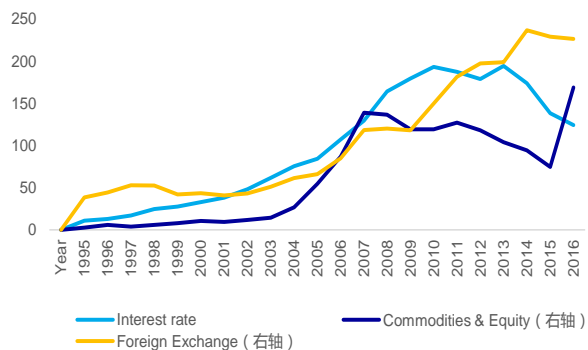
从美国直接融资（增量）占比的数据来看，20 世纪 80 年代产业结构调整以来直接融资占比大幅提升，由不到 10%，提高到 70% 以上，同时衍生品市场快速发展，因此，我们认为一级市场直接融资规模与衍生品市场的发展具有协同效应。

图 52：1980 年后美国直接融资（增量）占比大幅提升（单位：%）



资料来源：Bloomberg, CEIC, 申万宏源研究

图 53：商业银行交易衍生品名义本金规模（单位：万亿元）

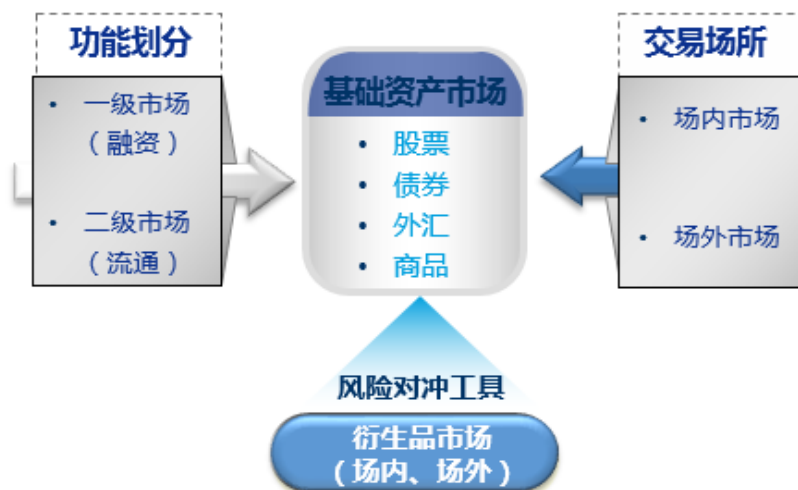


资料来源：OCC, 申万宏源研究

对比我国当前经济发展，多层次资本市场建设需求更加强烈。2015 年中央经济工作会议提出“三去一降一补”，即“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”，2016 年中央经济工作会议继续提出要控制总杠杆率，尤其要将降低企业杠杆作为重中之重，因此需要提高直接融资比例，直接融资比例提升不能简单依靠 IPO 和再融资发行节奏的加快，需要整个资本市场体系和制度的完善作为基础，多层次资本市场进一步完善是重要一环。多层次资本市场包括一级市场、二级市场和衍生品市场，直接融资比例提升的结果表现为一级市场的扩容，二级市场为一级市场发行的证券提供了流通场所以及合理定价的依据，衍

衍生品市场为一级市场发行的证券提供了分散风险的工具，因此二级市场和衍生品市场对一级市场是重要的支撑。

图 54：我国未来多层次资本市场结构

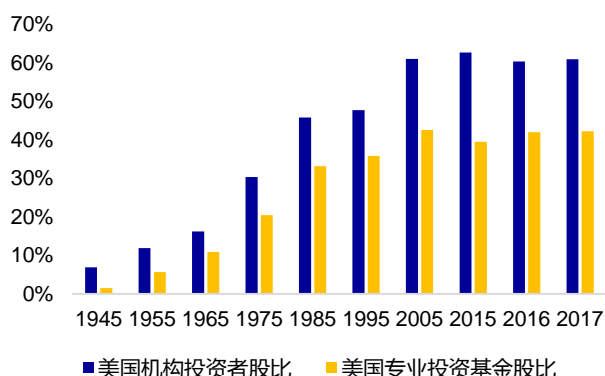


资料来源：申万宏源研究

3.2.4 正确的定价机制及丰富的风险管理衍生品谱系必不可少

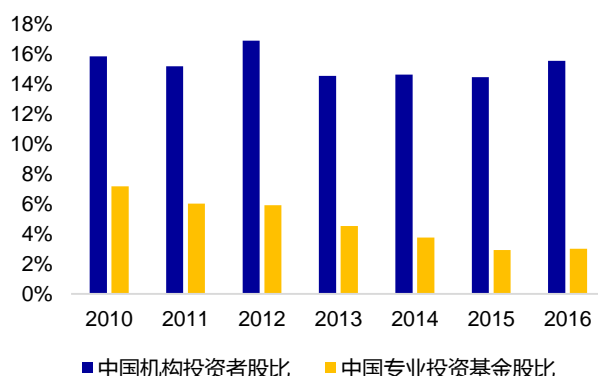
随着股权融资的发展，金融市场资产（主要指股票及债券）占表内外资产的比重将逐渐超过信贷类资产，全社会资产定价中心及风险管理中心也将由商业银行转向资本市场。在过去以银行信贷资产为主的时代，社会资产定价工作大多在银行体系内部完成，以股权融资为代表的直接融资大发展，会将过去大量由银行承担的社会资产定价工作转移至资本市场，一个具备有效、正确定价功能和机制的多层次资本市场体系以及丰富的风险管理衍生品谱系是不可或缺的。参考美国资本市场，1945 年机构投资者比例约为 7%，发展到 2017 年机构投资者比例已达到 60% 以上，其中专业投资基金占比也超过 40%。我国也正进行着资产市场不断机构化的历程，当前散户比例较高的市场决定了无法具备资产定价的能力与条件，在未来机构化市场下，我国资产的定价的模式基于资产结构与投资结构的变动也将由银行逐步转向整体金融市场。另外，我国目前衍生品谱系与美国等发达国家相比尚有完善空间，随着定价中心转移至资本市场，丰富的衍生品体系是风险管理的重要组成部分。

图 55：美国机构投资者比例逐步抬升



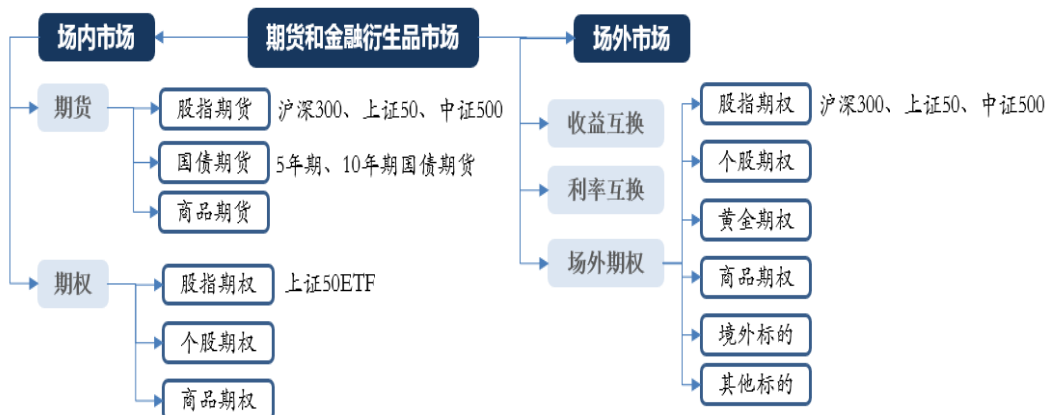
资料来源：Federal Release Statistical Release，申万宏源研究

图 56：我国机构投资者占比对标美国有较大差距



资料来源：上交所统计年鉴，申万宏源研究

图 57：我国衍生品谱系尚需完善



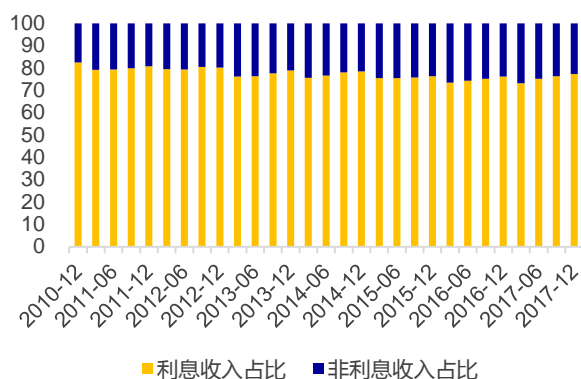
资料来源：申万宏源研究

4. 资管行业大洗牌，领跑者 ROE 优先回升

4.1 银行轻型化、券商重型化

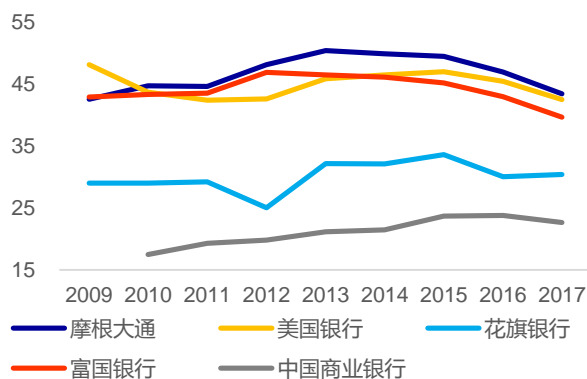
银行业的收入结构将由当前的利差收入独大变为利差收入和非息收入并重。新资管业务的发展将使得银行的盈利模式从过去的利差驱动模式（本质上也是刚性兑付存在的根源）变为更加追求管理费收入、资产增值收益、超额收益分成。我国商业银行目前仍以利息收入为主，占比 75% 以上。对标美国四大银行，除花旗稍弱（30% 以上）外，摩根大通、美国银行及富国银行的非息收入占比均在约 40% 以上，摩根大通于 2013 年甚至达到 50.5% 的比重，与利息收入平分秋色。因此，随着银行资管业务参与直接融资发展的程度越来越深，我国商业银行的非息收入占比提升趋势将越来越明显。

图 58：我国商业银行仍以利息收入为主（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

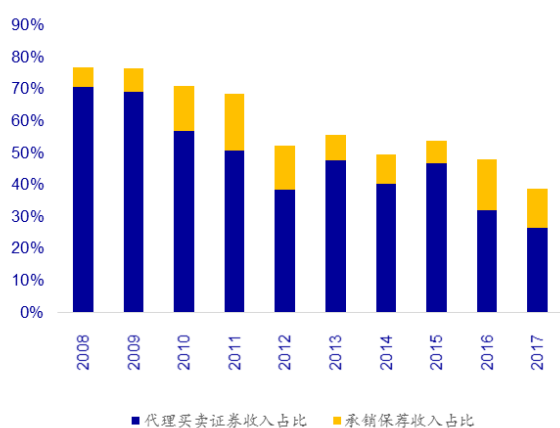
图 59：我国银行非息收入占比（%）远低于美国



资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

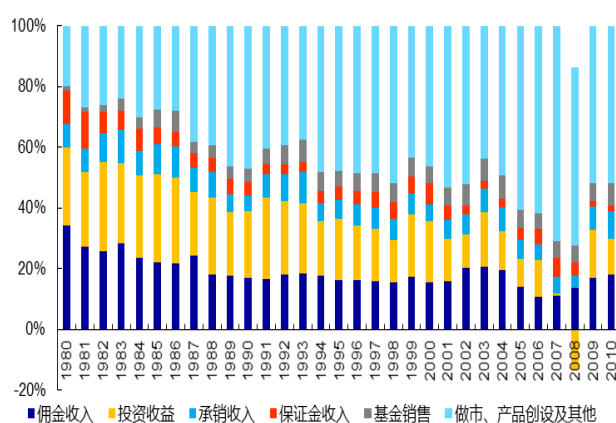
在多层次资本市场体系完善的背景下，证券行业业务模式将发生巨大的变化，过去以通道类业务（经纪业务、承销保荐业务以及通道类资管业务为主）为主的轻资本业务模式将逐步由以做市交易和产品创设为主的重资本业务取代。1975年美国佣金自由化之后，佣金收入占比逐渐下降，同时伴随着多层次资本市场体系的完善，产品种类丰富，交易规模增长，以做市交易和产品创设为主的其他业务收入占比显著提升，尤其对于综合性投行而言，交易佣金收入更是显著低于行业，业务模式由轻资本模式转变为重资本业务模式。投行业务收入相对稳定，投资业务由于存在较大的风险敞口以及监管的限制，收入占比也处于收缩的趋势。近几年我国证券行业通道类业务收入占比逐渐下降，预计未来下降趋势仍将延续，重资本业务比例将继续提升，而目前以自营业务为代表的重资本业务将逐渐转化为以做市交易和产品创设为主的重资本业务。

图 60：通道类业务收入占比逐渐下降



资料来源：证券业协会，申万宏源研究

图 61：以做市交易和产品创设为主的其他业务收入占比显著提升

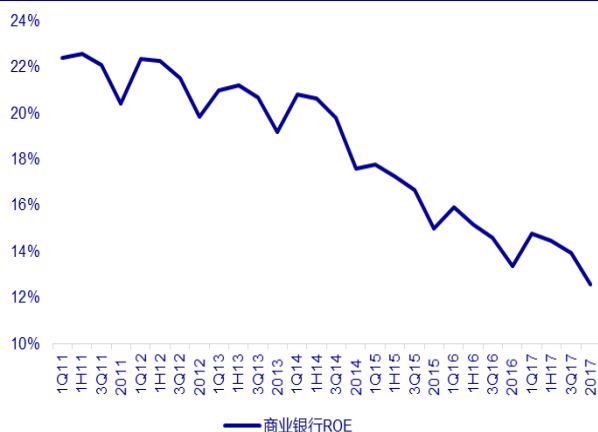


资料来源：SIFMA，申万宏源研究

殊途同归，优秀金融机构再迎 ROE 回升的曙光。直接融资大发展的必然趋势之下，金融机构的发展模式必将面临转型，撕下长期以来被市场所打上的同质化标签或成现实。对银行而言，曾经同业相互争夺的负债端优势即将不再，打破刚兑必定最终告别“躺着赚钱”的时代，从负债端优势到资产端能力的转移恰是拥抱全球金融体系的必经之路，资产端能

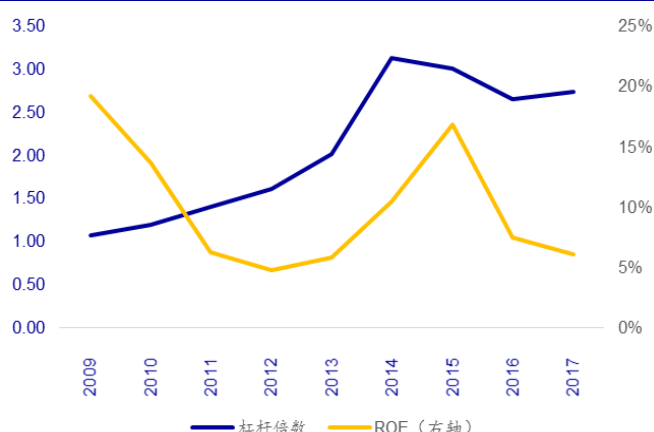
力重在体现主动管理而非简单的信贷思维表外化，这个蜕变的过程便是优秀银行坐享增值收益和超额分成的过程。对于券商而言，多层资本市场建设的大格局已然确立，标准化资产的产品创设能力和主动管理能力是进一步缩小与海外优秀券商的关键举措。无论是银行还是非银，龙头聚集效应会愈发明显，优秀金融机构都将迎来 ROE 提升的机遇，尽管道路有别，银行受益于资产负债表外化的轻型化经营，而券商来自杠杆率的提升，但终归是资本市场最想实现的美好预期。

图 62：当前商业银行 ROE 未见拐点



资料来源：银监会，申万宏源研究

图 63：未来证券行业 ROE 提升依赖杠杆提升



资料来源：证券业协会，申万宏源研究

4.2 核心能力由负债端转向资产端，主动管理模式转型

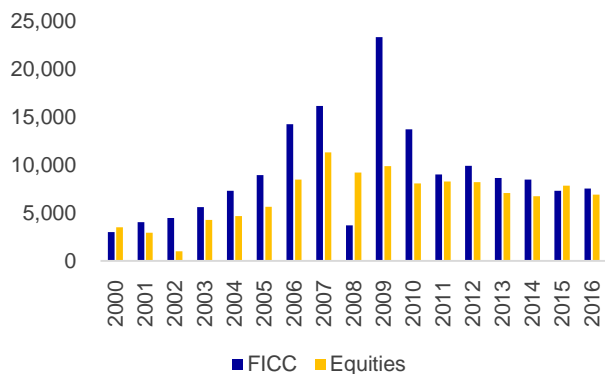
过去十年为适应基建与地产的融资需求，资管业务呈现出“刚性兑付+预期收益率”的特征，信贷思维的经营模式使得金融机构实际上赚取的仍是“利差收入”。全社会刚兑主体能承受和提供的收益率中枢水平是趋同的，这意味着各家金融机构能在资产端获取的收益率水平也是趋同的。同时，以刚兑非标资产为核心的资产端在获取和组织本质上门槛不高、容易复制，因此金融机构在资产端的能力并不存在显著差异性，并不具备显著的主动管理特征。但与此同时，具备强烈表内存款特征的预期收益型资管产品会让部分负债强、零售客户基础更强的银行在负债端取得一定优势，但这样的优势实际上并不会太大。因此，在当前的资管格局下，金融机构在资产端难以获得超额收益，负债端依托零售基础能获得一些不大的微弱优势，资管业务的整体净收益水平，并不能显著拉开。

为适应新经济的需求，直融的大发展带来权益类资产的占比提升，新资管业务将呈现“负债端净值化、资产端偏重主动管理”的特征，主动管理的经营模式使得金融机构更多赚取的是手续费等“非息收入”，躺着赚钱的时代终结。在这样的大背景下，各家金融机构在负债端的差异性将更小，但资产端的差异将会迅速拉大，一切具备主动管理特征的金融产品都会呈现出极大的分化，资产端的能力将成为未来资管业务的核心能力，优秀可持续的资产端也将对负债端形成更直接的拉动。

展望新时代的资产端格局，产品创设与资产主动管理能力将成为金融机构核心竞争力，同质化格局将被打破，行业内差距将逐步扩大。当行业竞争力从负债端转向资产端，当前

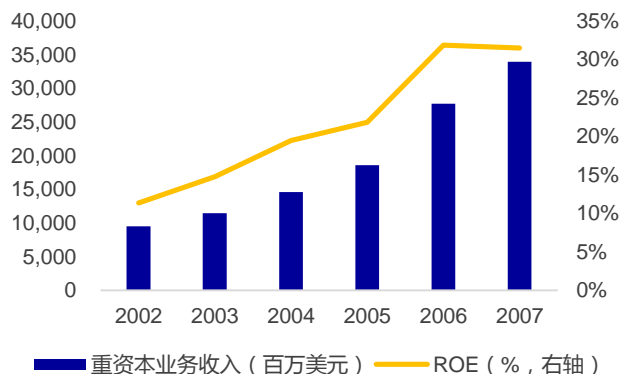
银行及券商行业较为同质化的格局将被打破，公司是否可获得长期稳定盈利能力取决于公司对于资产端的主动管理能力以及依托标准化资产的产品创设能力。对标海外优秀券商的经验来看，国内公司的业务收入结构将进一步向重资本业务倾斜，同时重资本业务的占比提升将推动行业 ROE 的提升。

图 64: 高盛业务收入结构: FICC 为主到均衡发展(单位: 百万美元)



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

图 65: 高盛机构客户业务收入增长推升 ROE 水平



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

5. 资管新规划时代意义: 主动管理时代的龙头溢价

融资体系改革必须与时俱进，紧跟时代脉搏，我国融资体系将是一个从广义信贷融资到股权融资的演变之路。过去十年全社会最大的融资需求，本质上与房地产和基础设施建设密切相关，传统的信贷融资与这类融资需求相对固定的未来现金流预期一呼即应。同时，地方政府的财政预算软约束也使其成为了全社会最大的刚性兑付提供方，地方政府作为房地产开发商最重要的上游原材料提供方，其自身融资的刚性兑付属性本质上也通过地产产业链传导至了全社会大部分融资需求方（尤其是地产开发商），这与金融机构对融资架构的几大核心诉求不谋而合：信贷思维、确定性预期收益率、刚性兑付保障。但着眼于未来更长周期，全社会主要的融资需求方由此前的房地产和基础设施建设演变成新经济部门，“新经济”不存在稳定和确定性的未来现金流预期和节奏，无法提供大量抵质押物，从个案来看其失败风险远高于“旧经济”，因此，最适应新经济融资需求的，并不是过去基于信贷思维的广义信贷融资，而是股权融资。

伴随着权益类资产的兴起，我们判断泛投行业务会更快发展，未来将涌现银行和非银机构之间的合作热潮，这事实上与一行两会统筹监管体系亦相符合。对于金融机构而言，构建权益类资产的创设和投资能力、培养基于标准化大类金融资产的产品创设能力乃是第一要务，尽快推进与券商等直接融资机构的业务合作，以投行化的融资解决思维模式加码推进与券商等直接融资机构的业务合作。在金融监管架构理顺的前提下，自下而上混业经营的案例预计在不久的将来有望出现。

新时代序幕渐启，站在融资体系变革这一时代大潮中来理解资管新规，其意义和方向一目了然：推动中国金融体系新、旧时代切换的基础性监管制度变革，以信贷思维做资管、

刚性兑付、非标资产、预期收益型理财产品等一系列既有行业规则都会被打破，对此决心不可低估亦不可心存侥幸。取而代之的，则是依托多层次资本市场和标准化资产的直接融资、净值化产品和主动管理体系。在组织架构上，人财事权独立的资管子公司等必要制度将持续落地，招商银行已然成为勇于第一个吃螃蟹的“先行者”，拟出资 50 亿元设立招银资管子公司，我们相信资管子公司的设立将更好地通过权益类资产服务于新经济的融资需求。

主动管理时代资产端能力成为主要抓手，金融机构龙头估值溢价效应将持续显现。银行资管过去的“业务创新”更多侧重于流程模式和产品架构再造，券商大部分业务依托牌照价值，两者均不具备严格意义上的“主动管理”特征。未来资管业务上，各家金融机构在负债端的差异性将更小，而资产端的差异却非常明显，一切具备主动管理特征的金融产品都会呈现出极大分化。**主动管理业务将带来显著的龙头效应，在即将到来的主动管理时代，优秀的银行、券商等金融机构有望迎来持续的龙头估值溢价。**

6. 大金融行业观点

银行：继续紧握银行业基本面向好的大主线，在信贷需求强劲以及货币政策基调不变情况下，全年贷款量价齐升、替代性降准降低商业银行负债成本共同推动银行净息差走阔，同时叠加中间业务收入见底回升，两者共同推动营业收入端的修复，维持行业的看好评级。标的的推荐方面，我们重申 18 年银行“**龙头搭台、拐点唱戏**”策略：1) 拐点首选**平安银行、上海银行、中信银行**；2) 龙头银行推荐**招行、四大行、宁波**，关注**兴业银行和南京银行**。

券商：继续紧抓龙头券商，行业内部分化将进一步加大，**首推中信证券**。长期来看，我国多层次资本市场体系逐步完善，以做市交易和产品创设为代表的业务需求将快速增长，龙头券商具有资金、定价、风控和客户资源等方面的领先优势，将率先通过提高杠杆倍数来提升 ROE 水平；短期来看，部分场外期权业务暂停后，我们判断将有新规出台规范业务发展，若通过提高门槛的方式使得业务更加规范，龙头券商最先受益，此外，预计二、三季度 CDR 逐步落地，对于龙头券商也是利好。**推荐标的：中信证券、广发证券、海通证券。**

保险：板块长期逻辑依然成立，短期受到开门红数据压力、资本市场波动等影响，整体板块有所回调。二季度起行业进入扩员小高峰，预期可带动新单保费增速进入改善通道、产品结构改善及税延型养老险落地销售，保险板块业绩及情绪均可提振；长期来看，行业逐步进入代理人由野蛮扩张成长进入质量优化的转型、金融开放进一步推动产品及内部培训体系等升级，价值进入长期稳定增长阶段。目前保险板块估值对应 2018 年 PEV 在 0.7-1.1 倍区间，处于历史低位，安全边际较高，**推荐标的：中国平安、中国太保、新华保险。**

附表 1：银行业重点公司估值表

上市银行	代码	收盘价 (18/4/20)	流通市 值(亿 元)	P/E (X)		P/B (X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E
工商银行	601398.SH	5.92	15,961	6.96	6.31	0.95	0.87	14.30%	14.40%	1.14%	1.17%	4.30%	4.80%
建设银行	601939.SH	7.37	707	7.08	6.48	0.97	0.87	14.50%	14.20%	1.15%	1.18%	4.20%	4.60%
中国银行	601988.SH	3.78	7,967	6.18	5.6	0.75	0.71	12.60%	13.10%	1.00%	1.04%	4.90%	5.40%
交通银行	601328.SH	6.08	2386	6.27	5.76	0.68	0.63	11.40%	11.50%	0.81%	0.82%	4.80%	5.20%
招商银行	600036.SH	28.21	5,819	8.93	7.63	1.43	1.26	16.90%	17.60%	1.25%	1.34%	3.40%	3.90%
中信银行	601998.SH	6.38	2173	6.82	5.97	0.79	0.72	12.10%	12.70%	0.80%	0.83%	4.40%	5.00%
民生银行	600016.SH	7.79	2,302	5.36	4.96	0.67	0.59	13.40%	12.70%	0.88%	0.86%	3.10%	3.40%
浦发银行	600000.SH	11.61	3408	6.32	6.06	0.78	0.68	13.00%	12.10%	0.86%	0.84%	3.20%	3.30%
兴业银行	601166.SH	16.16	3,357	5.44	4.82	0.75	0.64	14.70%	14.40%	0.93%	0.97%	4.60%	5.20%
光大银行	601818.SH	3.98	1584	6.94	6.4	0.73	0.67	12.10%	11.10%	0.79%	0.78%	4.30%	4.70%
华夏银行	600015.SH	8.67	1,112	5.77	5.5	0.68	0.6	12.40%	11.70%	0.75%	0.72%	3.50%	3.60%
平安银行	000001.SZ	11.35	1949	8.24	7.58	0.86	0.76	11.10%	10.70%	0.72%	0.71%	1.30%	1.50%
北京银行	601169.SH	6.72	1,421	6.97	6.47	0.78	0.72	11.70%	11.60%	0.81%	0.76%	2.90%	3.10%
南京银行	601009.SH	7.87	668	7.38	6.19	1.04	0.91	16.30%	15.70%	0.96%	1.02%	2.70%	3.30%
宁波银行	002142.SZ	17.89	907	8.65	7.06	1.64	1.51	21.80%	22.50%	1.03%	1.13%	2.40%	3.00%
上海银行	601229.SH	14.71	1148	7.39	6.4	0.79	0.69	11.50%	11.60%	0.90%	0.96%	3.10%	3.50%
贵阳银行	601997.SH	14.26	328	6.02	5.12	1.09	0.89	21.80%	19.20%	1.03%	1.05%	2.70%	3.30%
常熟银行	601128.SH	6.71	149	9.66	7.83	1.3	1.2	14.10%	15.90%	1.04%	1.16%	4.00%	4.90%
张家港行	002839.SZ	7.69	139	16.4	14.38	1.62	1.55	10.00%	11.00%	0.77%	0.78%	1.60%	1.80%
A股板块平均				6.89	6.19	0.9	0.81	13.70%	13.70%	0.99%	1.02%	4.00%	4.50%

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 2：证券行业重点覆盖公司估值比较表

简称	股票代码	所属行业	评级	股价 2018/4/20	EPS			PE			PB
					16A	17E	18E	16A	17E	18E	
中信证券	600030.SH	证券Ⅱ	买入	18.28	0.86	0.94	1.09	21	19	17	1.48
海通证券	600837.SH	证券Ⅱ	增持	11.09	0.70	0.75	0.81	16	15	14	1.08
国泰君安	601211.SH	证券Ⅱ	增持	17.02	1.13	1.13	1.24	15	15	14	1.20
广发证券	000776.SZ	证券Ⅱ	增持	15.61	1.05	1.13	1.20	15	14	13	1.40
光大证券	601788.SH	证券Ⅱ	增持	11.95	0.65	0.65	0.76	18	18	16	1.13
招商证券	600999.SH	证券Ⅱ	增持	16.32	0.81	0.86	0.94	20	19	17	1.38
长江证券	000783.SZ	证券Ⅱ	增持	6.90	0.40	0.28	0.45	17	25	15	1.44
东方证券	600958.SH	证券Ⅱ	增持	11.58	0.33	0.51	0.5	35	23	23	1.53
兴业证券	601377.SH	证券Ⅱ	增持	6.33	0.26	0.29	0.34	24	22	19	1.27

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 3：保险行业重点公司估值表

EVPS	最新收盘价 18/04/20	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	P/EV	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
中国人寿	24.20	19.82	23.07	25.97	30.00	34.80	中国人寿	1.22	1.05	0.93	0.81	0.70
中国平安	64.15	30.17	34.88	45.14	61.55	68.20	中国平安	2.13	1.84	1.42	1.04	0.94
中国太保	31.17	22.69	27.14	31.58	36.41	41.93	中国太保	1.37	1.15	0.99	0.86	0.74
新华保险	41.20	33.44	41.50	49.20	58.36	69.62	新华保险	1.23	0.99	0.84	0.71	0.59
EPS	最新收盘价 18/04/20	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	P/E	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
中国人寿	24.20	1.22	0.66	1.13	1.46	1.77	中国人寿	19.84	36.67	21.42	16.58	13.67
中国平安	64.15	2.98	3.50	4.99	6.38	8.29	中国平安	21.53	18.33	12.86	10.05	7.74
中国太保	31.17	1.96	1.33	1.62	2.10	2.58	中国太保	15.90	23.44	19.24	14.84	12.08
新华保险	41.20	2.76	1.58	1.73	2.24	3.10	新华保险	14.93	26.08	23.82	18.39	13.29

资料来源：Wind，公司年报，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，资格证书编号为：ZX0065。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

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.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

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。