

中信证券研究部

核心观点



肖斐斐
首席银行业分析师
S1010510120057



彭博
联席首席银行业分
析师
S1010519060001

2021 年全年，全市场新发行银行理财产品数量约 4.8 万只，较 2020 年同比减少 37.4%，整体发行节奏上呈现前高后低的走势。理财子公司运行良好，全年新发行产品数量约 7,800 只，产品发行数量逐季增加。截至 2021 年末，全市场存续银行理财产品约 3.8 万只，一季度后存续数量逐渐减少。净值化转型成效显著，年末净值化比例达 94.4%，全年新发行产品特点包括固定收益类产品主导地位不断增强、产品投资期限（最短持有期）趋长、整体业绩比较基准呈上升趋势。

■ 2021 年新发行银行理财产品概览：1) 发行数量：全市场新发行银行理财产品数量为 48,069 只，较 2020 年同比减少 37.4%。整体发行节奏上，2021 年全年呈现前高后低的走势。**2) 发行方：**城农商行发行数量居前，理财子公司发行占比逐步提升，12 月理财子公司发行占比较 1 月提升 18.6pcts。**3) 运作模式：**净值型产品发行占比提升明显，12 月新发行产品净值化占比达 94.0%，较 1 月提升 41.2pcts。**4) 投资性质：**新发行固定收益类产品主导地位不断增强，固定收益类产品发行占比长期超 90%，12 月新发行产品中，固定收益类产品占比较 1 月提升 9pcts。**5) 投资期限：**封闭式净值型产品投资期限结构相对稳定，开放式净值型 6 个月以内期限产品占比持续提升，非净值型 6-12 个月期限产品占比持续提升；固定收益类超过 6 个月期限产品占比逐步提升，混合类一年以上期限产品占比提升明显，权益类产品期限趋长。**6) 业绩比较基准：**除非净值型产品整体业绩比较基准呈上升趋势。

■ 2021 年理财子公司新发行产品概览：1) 理财子公司建设持续推进，截至 11 月末，共有 22 家理财子公司开业，另有 7 家理财子公司获批筹建。**2) 发行数量：**全年理财子公司新发行理财产品数量为 7,852 只，产品发行数量逐季增加。**3) 发行方：**国有行与股份行理财子公司发行数量居前，国有行理财子发行产品占比 43.1%；股份行理财子发行产品占比 29.9%。**4) 运作模式：**下半年封闭式净值型产品占比提升，12 月新发行产品中，封闭式净值型产品占比较半年末提升 9.5pcts。**5) 投资性质：**固定收益类产品占主导地位，全年每月新发行固定收益类产品占比持续保持 80%以上，占绝对主导地位。**6) 投资期限：**四季度封闭式净值型 12 个月以内期限产品占比持续提升，开放式净值型 6 个月以内期限产品占比持续提升；三季度固定收益类 12 个月以内期限产品占比提升明显，混合类一年以上期限产品占主导。**7) 业绩比较基准：**整体业绩比较基准呈上升趋势。

■ 2021 年存续银行理财产品概览：1) 存续产品数量：全市场存续产品约 3.8 万只，一季度后存续数量逐渐减少。**2) 存续产品发行方：**城商行存续产品数量最多，理财子公司存续产品占比逐月增长趋势明显，2021 年末理财子公司存续产品数量较当年 1 月末提升 20.2pcts。**3) 存续产品运作模式：**理财产品净值化推进成效显著，2021 年末净值化产品占比较 1 月末提升 31.8pcts。**4) 存续产品投资性质：**固定收益类产品仍占主导，2021 年末存续固定收益类产品占比 85.6%，较 1 月末增加 6.7pcts。

■ 产品案例分析：光大理财。1) 固收系列“阳光金 18M 添利 1 号”：2021Q4 在东方资产同业借款到期后增配了多只非标资产，一定程度增厚了收益，其余配置策略保持稳定，仍以配置高评级信用债等资产为主，单季度产品年化收益 6.61%，表现较好。**2) 权益系列“阳光红 ESG 行业精选”：**2021Q4 进一步增加了固定收益类投资，降低了权益类仓位，同时进行了仓位的调整，降低了前三个季度重仓的新能源板块，包括宁德时代、亿纬锂能、新宙邦等，增加了猪肉题材的牧原股份与海大集团，整体净值表现良好，单季度实现年化收益 18.11%。

- **理财市场回顾：1) 净值化转型成效显著**，2021 年末全市场净值型产品合计 35,936 只，净值化比例达 94.4%，城商行、农商行、外资行净值化比例分别为 98.6%、98.8%和 97.2%，转型基本完成。**2) 全年新发行产品特点**包括固定收益类产品主导地位不断增强、产品投资期限（最短持有期）趋长、整体业绩比较基准呈上升趋势。**3) 理财子公司市场地位不断提升**，理财子公司发行占比逐步提升，2021 年末理财子公司发行占比已达 27.9%，中银理财、工银理财、建信理财、招银理财、信银理财五家理财子公司进入 2021 年全市场发行数量前十大发行方。

目录

■ 2021 年新发行银行理财产品概览.....	1
发行数量：全年发行产品约 4.8 万只，发行节奏前高后低.....	1
发行方：城农商行发行数量居前，理财子公司发行占比逐步提升.....	1
运作模式：净值型产品发行占比提升明显.....	2
投资性质：新发行固定收益类产品主导地位不断增强.....	2
投资期限（运作模式维度）.....	3
投资期限（投资性质维度）.....	5
业绩比较基准（运作模式维度）.....	6
业绩比较基准（投资性质维度）.....	8
■ 2021 年理财子公司新发行产品概览.....	9
理财子公司建设情况.....	9
发行数量：全年发行产品约 7,800 只，数量逐季增加.....	9
发行方：国有行与股份行理财子公司发行数量居前.....	10
运作模式：下半年封闭式净值型产品占比提升.....	11
投资性质：固定收益类产品占主导地位.....	11
投资期限（运作模式维度）.....	12
投资期限（投资性质维度）.....	13
业绩比较基准（运作模式维度）.....	14
业绩比较基准（投资性质维度）.....	15
■ 2021 年末存续银行理财产品概览.....	16
存续产品数量：存续产品约 3.8 万只，一季度后存续数量逐渐减少.....	16
存续产品发行方：理财子公司存续产品占比增长明显.....	17
存续产品运作模式：理财产品净值化推进成效显著.....	17
存续产品投资性质：固定收益类产品仍占主导.....	18
■ 产品案例分析：光大理财.....	19
固收系列：阳光金 18M 添利 1 号.....	19
权益系列：阳光红 ESG 行业精选.....	21
■ 理财市场回顾：净值化转型成效显著，理财子公司运行良好.....	23

插图目录

图 1：2021 年理财产品发行数量及增速（2021M1-M12）	1
图 2：新发行理财产品发行方统计（2021M1-M12）	1
图 3：2021 年新发行理财产品发行方结构	1
图 4：2021 年理财产品发行数量前十大发行方	2
图 5：新发行理财产品运作模式（2021M1-M12）	2
图 6：2021 年新发行理财产品运作模式结构	2
图 7：新发行理财产品投资性质（2021M1-M12）	3
图 8：2021 年新发行理财产品投资性质结构	3
图 9：新发行封闭式净值型产品投资期限（2021M1-M10）	3
图 10：2021 年新发行封闭式净值型产品投资期限结构	3
图 11：新发行开放式净值型产品投资期限（2021M1-M12）	4
图 12：2021 年新发行开放式净值型产品投资期限结构	4
图 13：新发行非净值型产品投资期限（2021M1-M12）	4
图 14：2021 年新发行非净值型产品投资期限结构	4
图 15：新发行固定收益类产品投资期限（2021M1-M12）	5
图 16：2021 年新发行固定收益类产品投资期限结构	5
图 17：新发行混合类产品投资期限（2021M1-M12）	5
图 18：2021 年新发行混合类产品投资期限结构	5
图 19：新发行权益类产品投资期限（2021M1-M12）	6
图 20：2021 年新发行权益类产品投资期限结构	6
图 21：新发行封闭式净值型产品业绩比较基准（2021M1-M12）	6
图 22：新发行开放式净值型产品业绩比较基准（2021M1-M12）	7
图 23：新发行非净值型产品业绩比较基准（2021M1-M12）	7
图 24：新发行固定收益类产品业绩比较基准（2021M1-M12）	8
图 25：新发行混合类产品业绩比较基准（2021M1-M12）	8
图 26：理财子公司产品新发行数量及增速（2021M1-M12）	10
图 27：理财子公司新发行产品发行方统计（2021M1-M12）	10
图 28：2021 年理财子公司新发行产品发行方结构	10
图 29：2021 年理财子公司新发行产品数量前十大发行方	11
图 30：理财子公司新发行理财产品运作模式（2021M1-M12）	11
图 31：2021 年理财子公司新发行理财产品运作模式结构	11
图 32：理财子公司新发行理财产品投资性质（2021M1-M12）	12
图 33：2021 年理财子公司新发行理财产品投资性质结构	12
图 34：理财子公司新发行封闭式净值型产品投资期限（2021M1-M12）	12
图 35：2021 年理财子公司新发行封闭式净值型产品投资期限结构	12
图 36：理财子公司新发行开放式净值型产品投资期限（2021M1-M12）	13
图 37：2021 年理财子公司新发行开放式净值型产品投资期限结构	13
图 38：理财子公司新发行固定收益类产品投资期限（2021M1-M12）	13
图 39：2021 年理财子公司新发行固定收益类产品投资期限结构	13
图 40：理财子公司新发行混合类产品投资期限（2021M1-M12）	14
图 41：2021 年理财子公司新发行混合类产品投资期限结构	14
图 42：理财子公司新发行权益类产品投资期限（2021M1-M12）	14

图 43: 2021 理财子公司新发行权益类产品投资期限结构	14
图 44: 理财子公司新发行封闭式净值型产品业绩比较基准 (2021M1-M12)	15
图 45: 理财子公司新发行开放式净值型产品业绩比较基准 (2021M1-M12)	15
图 46: 理财子公司新发行固定收益类产品业绩比较基准 (2021M1-M12)	16
图 47: 理财子公司新发行混合类产品业绩比较基准 (2021M1-M12)	16
图 48: 存续理财产品数量统计 (2021M1-M12)	17
图 49: 存续理财产品发行方统计 (2021M1-M12)	17
图 50: 2021 年末存续理财产品发行方结构	17
图 51: 存续理财产品运作模式统计 (2021M1-M12)	18
图 52: 2021 年末存续理财运作模式结构	18
图 53: 2021 年末各类型机构存续产品中净值型产品占比	18
图 54: 存续理财产品投资性质统计 (2021M1-M12)	19
图 55: 2021 年末存续理财产品发行方结构	19
图 56: “阳光金 18M 添利 1 号”净值表现 (成立以来)	20
图 57: “阳光红 ESG 行业精选”净值表现 (成立以来)	22

表格目录

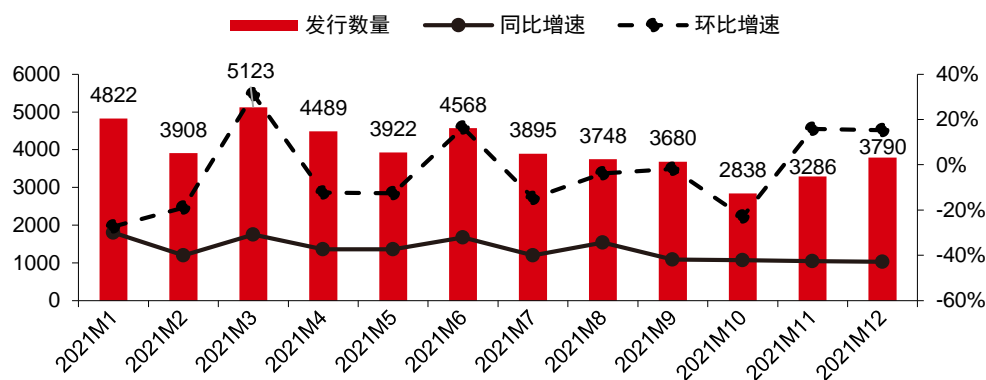
表 1: 理财子公司开业及筹建情况	9
表 2: “阳光金 18M 添利 1 号”投资比例	19
表 3: “阳光金 18M 添利 1 号”产品净值表现 (近四个季度)	20
表 4: “阳光金 18M 添利 1 号”组合配置情况 (近四个季度)	20
表 5: “阳光金 18M 添利 1 号”前十项资产情况 (近四个季度)	20
表 6: “阳光红 ESG 行业精选”投资比例	21
表 7: “阳光红 ESG 行业精选”年化收益率 (近四个季度)	22
表 8: “阳光红 ESG 行业精选”组合配置情况 (近四个季度)	22
表 9: “阳光红 ESG 行业精选”前十项资产情况 (近四个季度)	23

2021 年新发行银行理财产品概览

发行数量：全年发行产品约 4.8 万只，发行节奏前高后低

2021 年全年，剔除迁移产品后，全市场新发行银行理财产品数量为 48,069 只，较 2020 同比减少 37.4%。整体发行节奏上，2021 年全年呈现前高后低的走势，新发行产品数量逐季减少。季度内各月发行走势与 2020 年相似，符合季度发行节奏的正常波动。

图 1：2021 年理财产品发行数量及增速（2021M1-M12）



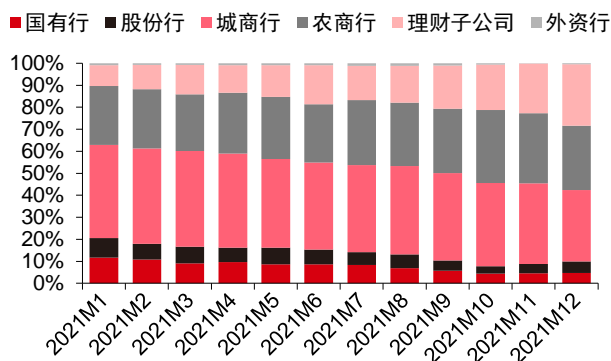
资料来源：普益标准，中信证券研究部

发行方：城农商行发行数量居前，理财子公司发行占比逐步提升

2021 年全年新发行产品中，城农商行发行数量居前，其中城商行发行产品占比 40.2%；农商行发行产品占比 28.3%；理财子公司发行产品占比 16.3%；国有行和部分股份行因为成立理财子公司，发行产品数量减少明显。

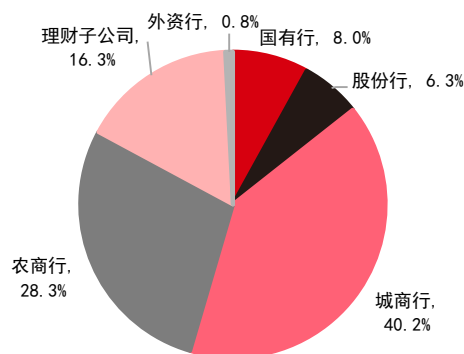
从全年发行占比变化趋势来看，理财子公司发行占比逐步提升，12 月理财子公司发行占比已达 27.9%，较 1 月提升 18.6pcts，占比提升明显。

图 2：新发行理财产品发行方统计（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

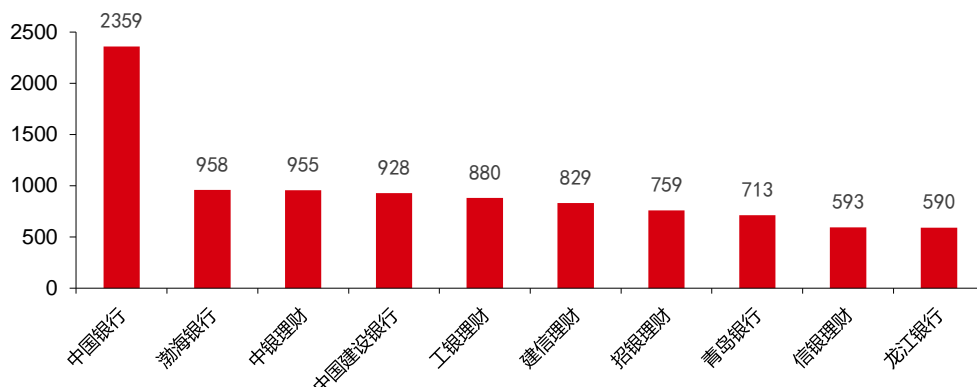
图 3：2021 年新发行理财产品发行方结构



资料来源：普益标准，中信证券研究部

2021 年全年，中国银行累计发行理财产品 2,359 只排名第一，渤海银行发行 958 只排名第二，中银理财发行 955 只排名第三，中国银行及其理财子公司产品发行数合计大幅领先其他机构。

图 4：2021 年理财产品发行数量前十大发行方



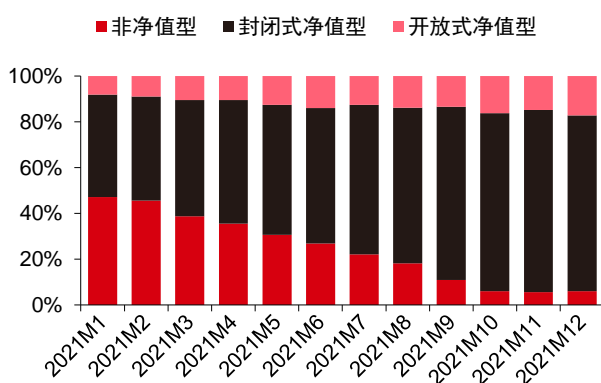
资料来源：普益标准，中信证券研究部

运作模式：净值型产品发行占比提升明显

2021 年全年新发行产品中，封闭式净值型产品占比 61.4%；开放式净值型产品占比 12.4%；非净值型产品占比 26.2%。

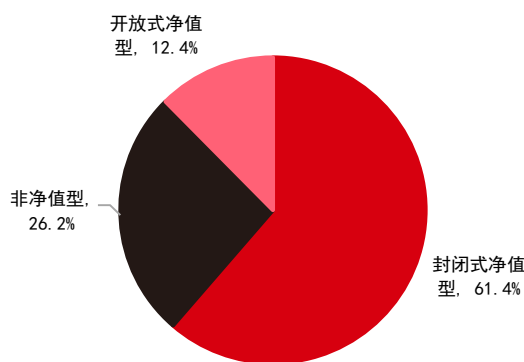
从全年发行占比变化趋势来看，净值型产品发行占比提升明显，12 月新发行产品中，封闭式净值型产品占比 76.8%，开放式净值型产品占比 17.2%，净值型产品占比合计达 94.0%，较 1 月提升 41.2pcts。

图 5：新发行理财产品运作模式（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 6：2021 年新发行理财产品运作模式结构



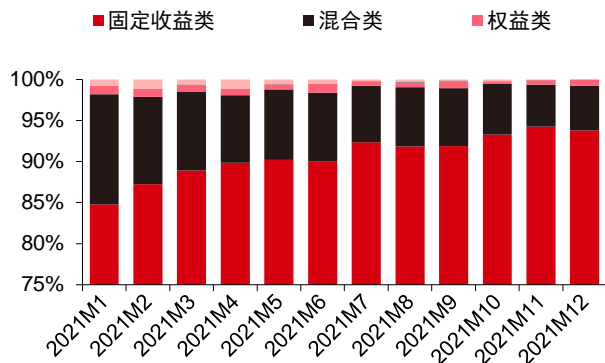
资料来源：普益标准，中信证券研究部

投资性质：新发行固定收益类产品主导地位不断增强

2021 年全年新发行产品中，固定收益类产品占比 90.4%；混合类产品占比 8.3%；权益类产品占比 0.8%。

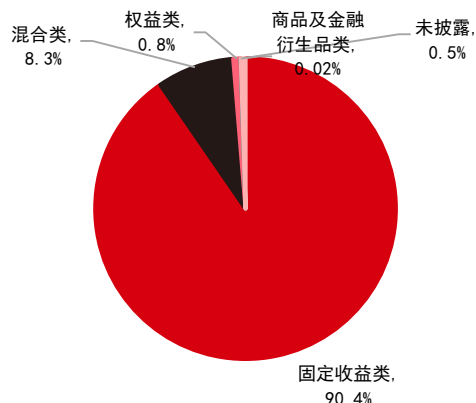
从全年发行占比变化趋势来看，固定收益类产品发行占比主导地位不断增强，2021 年 5 月以来固定收益类产品发行占比长期超 90%。12 月新发行产品中，固定收益类产品占比 93.8%，较 1 月提升 9.0pcts。

图 7：新发行理财产品投资性质（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 8：2021 年新发行理财产品投资性质结构



资料来源：普益标准，中信证券研究部

投资期限（运作模式维度）

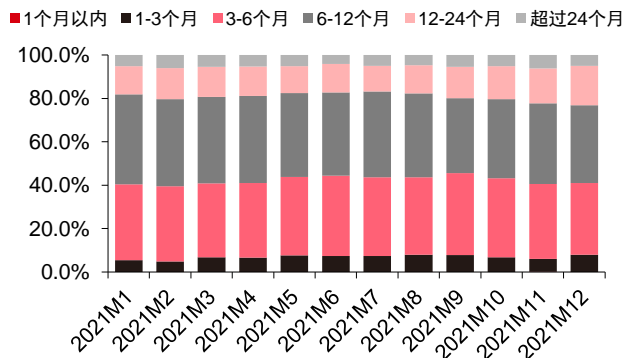
考虑比较口径的一致性，分析时将开放式产品的最短持有期作为其产品投资期限，同时剔除未披露相关信息的产品（下同）。

1、封闭式净值型产品：投资期限结构相对稳定

2021 年全年新发行封闭式净值型中，产品投资期限主要集中在 3-6 个月与 6-12 个月，其中 6-12 个月期限产品占比最高，为 38.3%；3-6 个月期限产品占比为 35.4%；一年以上期限产品占比为 19.3%。

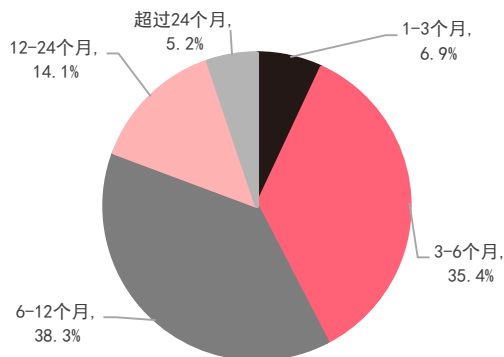
从全年变化趋势来看，2021 年各月新发行封闭式净值型产品投资期限结构相对稳定。

图 9：新发行封闭式净值型产品投资期限（2021M1-M10）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 10：2021 年新发行封闭式净值型产品投资期限结构



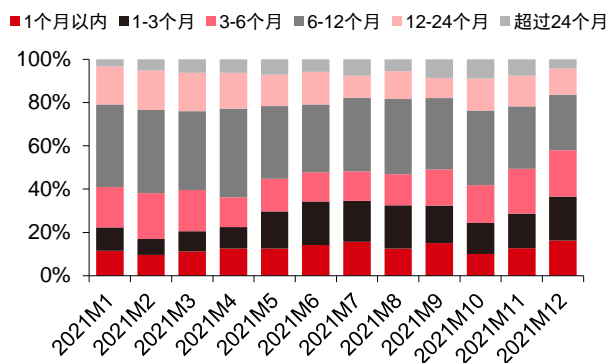
资料来源：普益标准，中信证券研究部

2、开放式净值型产品：6 个月以内期限产品占比持续提升

2021 年全年新发行开放式净值型产品中，除 6-12 个月期限产品占比较高达 33.7%，各期限产品占比仍相对分散。

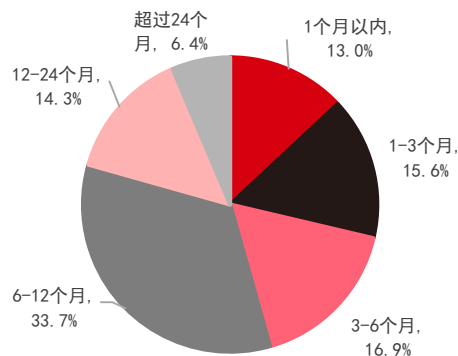
从全年变化趋势来看，6 个月以内期限产品占比持续提升，12 月 6 个月以内期限产品占比合计达 58.0%，较 1 月增加 17.1pcts。

图 11：新发行开放式净值型产品投资期限（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 12：2021 年新发行开放式净值型产品投资期限结构



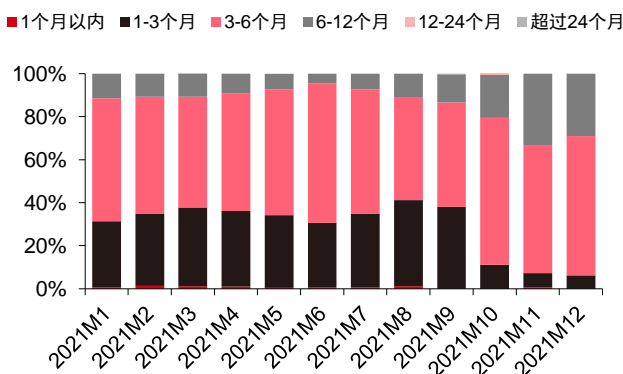
资料来源：普益标准，中信证券研究部

3、非净值型产品：6-12 个月期限产品占比持续提升

2021 年全年新发行非净值型产品中，产品投资期限主要集中在 3-6 个月与 1-3 个月，其中 3-6 个月期限占比最高，为 56.1%；1-3 个月期限产品占比为 32.7%；6-12 个月期限产品占比为 10.3%。

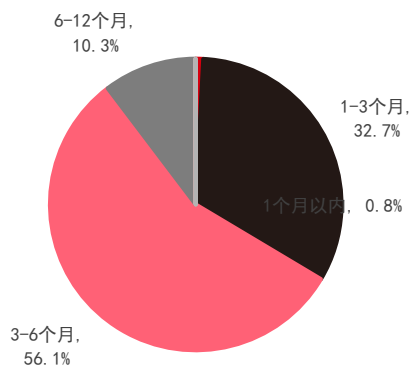
从全年变化趋势来看，6-12 个月期限产品占比持续提升，12 月该期限产品占比较 1 月提升 17.7pcts；1-3 个月期限产品占比四季度降幅明显，12 月该期限产品占比较最高点的 8 月下降 33.8pcts。

图 13：新发行非净值型产品投资期限（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 14：2021 年新发行非净值型产品投资期限结构



资料来源：普益标准，中信证券研究部

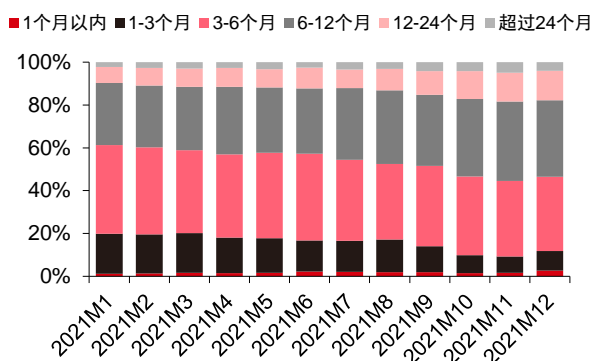
投资期限（投资性质维度）

1、固定收益类产品：超过 6 个月期限产品占比逐步提升

2021 年全年新发行固定收益类产品中，产品投资期限主要集中在 3-6 个月与 6-12 个月，其中 3-6 个月期限占比最高，为 38.2%；6-12 个月期限产品占比为 32.2%。

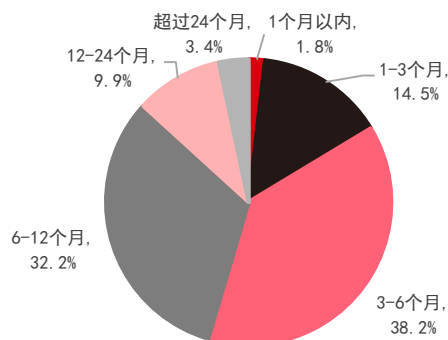
从全年变化趋势来看，2021 年新发行固定收益类产品中，超过 6 个月期限产品占比逐步提升。12 月新发行超 6 个月期限固定收益类产品占比达 53.5%，较 1 月提升 14.8pcts。

图 15：新发行固定收益类产品投资期限（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 16：2021 年新发行固定收益类产品投资期限结构



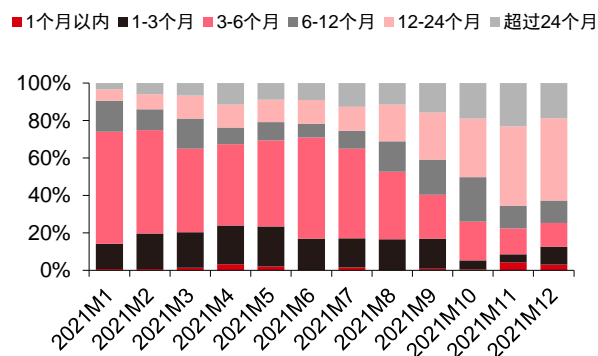
资料来源：普益标准，中信证券研究部

2、混合类产品：一年以上期限产品占比提升明显

2021 年全年新发行混合类产品中，产品投资期限主要集中在 3-6 个月，达 43.4%，其余各期限产品占比仍相对分散。

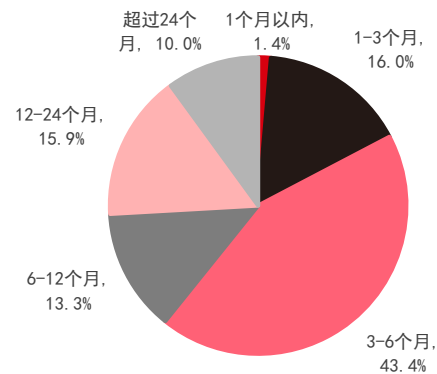
从全年变化趋势来看，短期限产品主要在上半年发行较多，下半年新发行混合类产品期限逐步拉长，一年以上期限产品占比提升明显。12 月新发行混合类产品中，一年以上期限产品占比合计达 62.6%，较 1 月增加 53.2pcts。

图 17：新发行混合类产品投资期限（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 18：2021 年新发行混合类产品投资期限结构



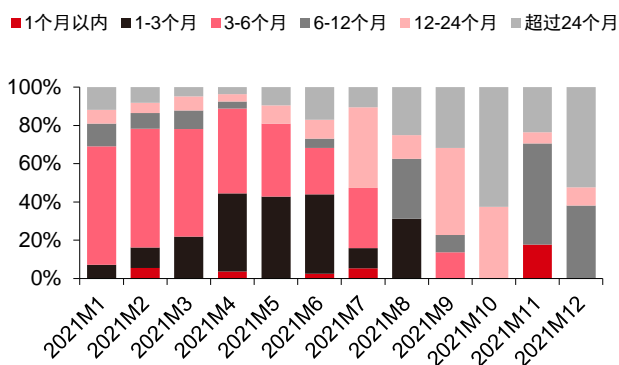
资料来源：普益标准，中信证券研究部

3、权益类产品：产品期限趋长

2021 年全年新发行权益类产品中，产品投资期限主要集中在 3-6 个月，达 35.6%。

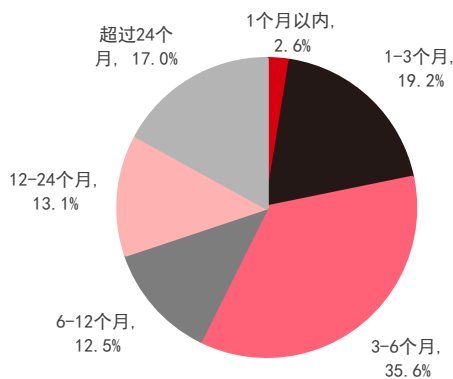
从全年变化趋势来看，与混合类产品趋势类似，权益类短期限产品也主要在上半年发行较多，下半年开始产品期限趋长，基本不再发行 6 个月以内期限产品。12 月新发行权益类产品中，超过 24 个月期限产品占比为 52.4%，较 1 月大幅提升 40.5pcts。

图 19：新发行权益类产品投资期限（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 20：2021 年新发行权益类产品投资期限结构



资料来源：普益标准，中信证券研究部

业绩比较基准（运作模式维度）

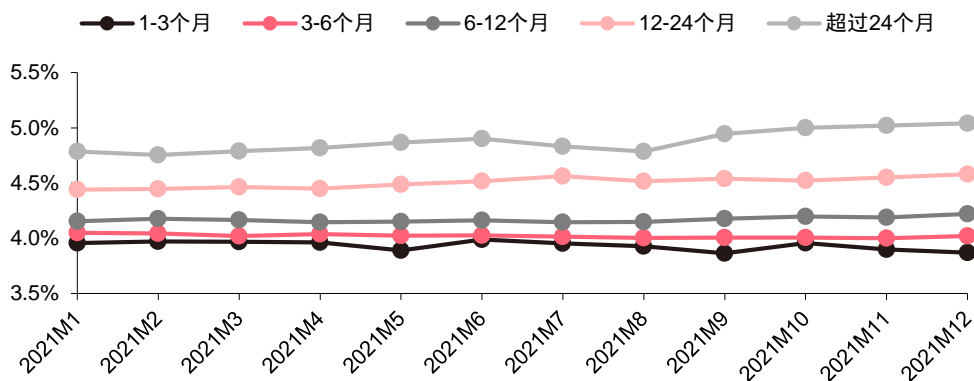
考虑比较口径的一致性，剔除样本较少的投资期限分类和未披露相关信息的产品（下同）。

1、净值型产品：整体业绩比较基准呈上升趋势

从新发行封闭式与开放式净值型产品全年业绩比较基准走势来看，净值型产品整体业绩比较基准呈上升趋势。其中期限越长的产品，业绩比较基准提升越明显。

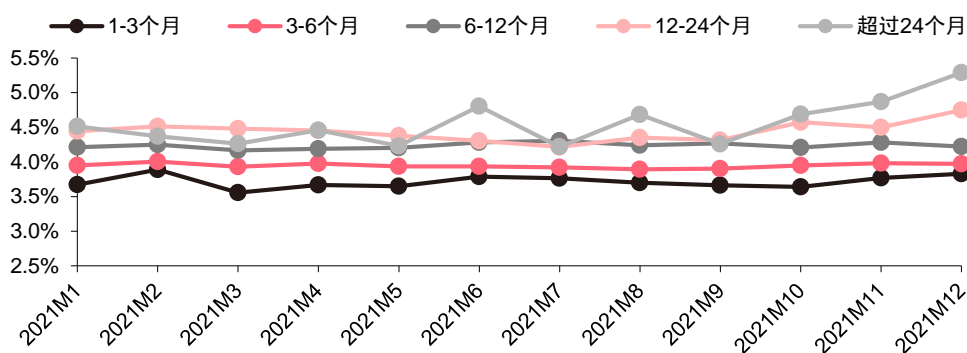
具体来看，封闭式净值型产品中，1-3 个月/3-6 个月/6-12 个月/12-24 个月/超过 24 个月对应期限产品 12 月业绩比较基准较 1 月分别-9bps/-3bps/+6bps/+14bps/+25bps；开放式净值型产品中，1-3 个月/3-6 个月/6-12 个月/12-24 个月/超过 24 个月对应期限产品 12 月业绩比较基准较 1 月分别+16bps/+2bps/+1bp/+31bps/+78bps。

图 21：新发行封闭式净值型产品业绩比较基准（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 22：新发行开放式净值型产品业绩比较基准（2021M1-M12）

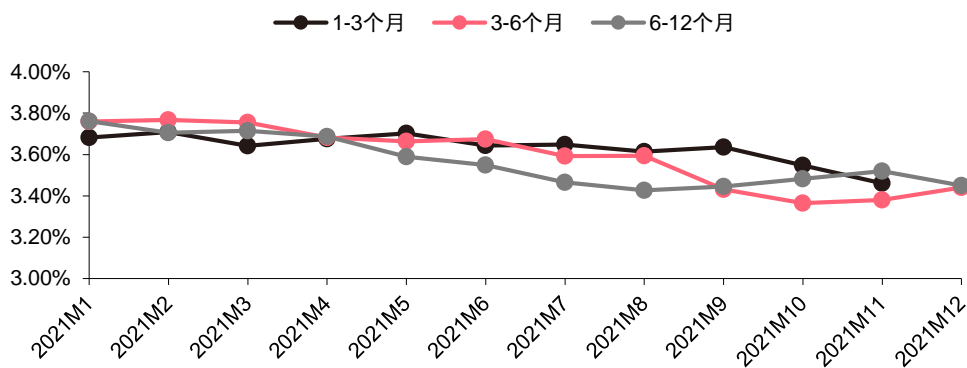


资料来源：普益标准，中信证券研究部

2、非净值型产品：整体业绩比较基准呈下降趋势

从新发行非净值型产品全年业绩比较基准走势来看，非净值型产品整体业绩比较基准呈下降趋势。

图 23：新发行非净值型产品业绩比较基准（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

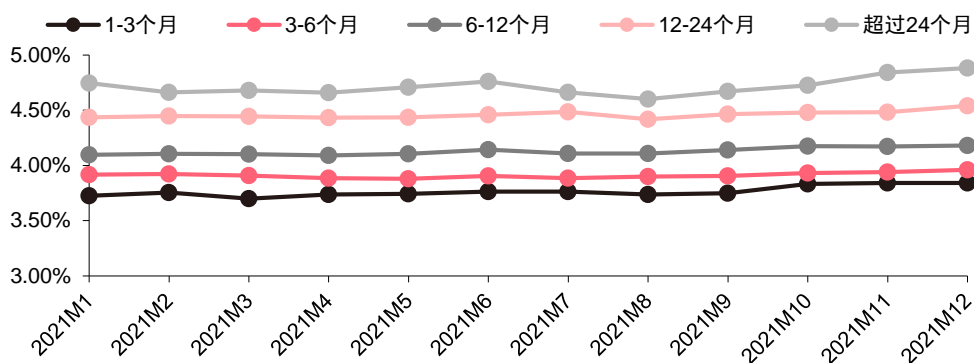
业绩比较基准（投资性质维度）

因新发行权益类产品样本较少，此处讨论固定收益类和混合类产品。

1、固定收益类产品：整体业绩比较基准小幅提升

从新发行固定收益类产品全年业绩比较基准走势来看，固定收益类产品整体业绩比较基准小幅提升，1-3 个月/3-6 个月/6-12 个月/12-24 个月/超过 24 个月对应期限产品 12 月业绩比较基准较 1 月分别+12bps/+4bps/+8bps/+11bps/+13bps。

图 24：新发行固定收益类产品业绩比较基准（2021M1-M12）

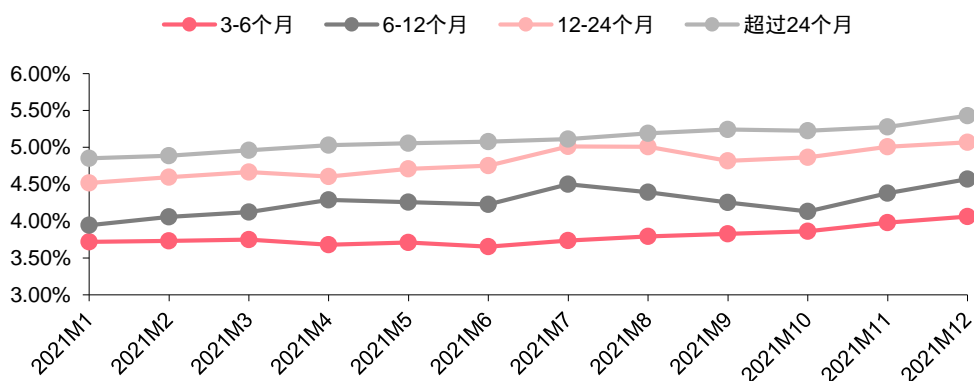


资料来源：普益标准，中信证券研究部

2、混合类产品：整体业绩比较基准明显提升

从新发行混合类产品全年业绩比较基准走势来看，混合类产品整体业绩比较基准明显提升，3-6 个月/6-12 个月/12-24 个月/超过 24 个月对应期限产品 12 月业绩比较基准较 1 月分别+34bps/+63bps/+55bps/+58bps。

图 25：新发行混合类产品业绩比较基准（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

2021 年理财子公司新发行产品概览

理财子公司建设情况

理财子公司建设持续推进。截至 2021 年末，共有 22 家理财子公司开业，另有 7 家理财子公司获批筹建，包括 6 家国有行、11 家股份行、7 家城商行、1 家农商行和 4 家中外合资理财子公司。

表 1：理财子公司开业及筹建情况

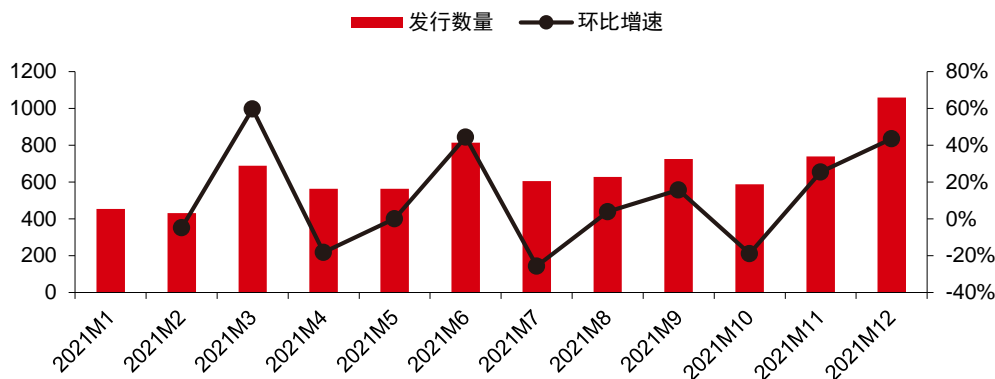
类别	理财子公司	开业时间	股东	注册资本	注册地
国有行	工银理财	2019-05	工商银行	160 亿元	北京
	建信理财	2019-05	建设银行	150 亿元	深圳
	农银理财	2019-07	农业银行	120 亿元	北京
	中银理财	2019-07	中国银行	100 亿元	北京
	交银理财	2019-06	交通银行	80 亿元	上海
	中邮理财	2019-12	邮储银行	80 亿元	北京
股份行	光大理财	2019-09	光大银行	50 亿元	青岛
	招银理财	2019-11	招商银行	50 亿元	深圳
	兴银理财	2019-12	兴业银行	50 亿元	福州
	信银理财	2020-07	中信银行	50 亿元	上海
	平安理财	2020-08	平安银行	50 亿元	深圳
	华夏理财	2020-09	华夏银行	30 亿元	北京
	广银理财	2021-12	广发银行	50 亿元	广州
	浦银理财	2020-08 获批筹建	浦发银行	50 亿元	上海
	民生理财	2020-12 获批筹建	民生银行	50 亿元	北京
	渤海理财	2021-04 获批筹建	渤海银行	20 亿元	天津
城商行	恒丰理财	2021-06 获批筹建	恒丰银行	20 亿元	青岛
	杭银理财	2019-12	杭州银行	10 亿元	杭州
	宁银理财	2019-12	宁波银行	15 亿元	宁波
	徽银理财	2020-04	徽商银行	20 亿元	合肥
	南银理财	2020-08	南京银行	20 亿元	南京
	苏银理财	2020-08	江苏银行	20 亿元	南京
	青银理财	2020-11	青岛银行	10 亿元	青岛
	上银理财	2021-08 获批筹建	上海银行	30 亿元	上海
农商行	渝农商理财	2020-06	渝农商行	20 亿元	重庆
合资	汇华理财	2020-09	中银理财、东方汇理	10 亿元	上海
	贝莱德建信	2021-05	建信理财、贝莱德、淡马锡	10 亿元	上海
	施罗德交银	2021-02 获批筹建	施罗德投资管理、交银理财	-	上海
	高盛工银	2021-05 获批筹建	工银理财、高盛资管	-	-

资料来源：Wind，中信证券研究部注：数据截至 2021 年末

发行数量：全年发行产品约 7,800 只，数量逐季增加

2021 年全年，剔除迁移产品后，理财子公司新发行理财产品数量为 7,852 只。整体发行节奏上，2021 年全年发行数量呈现逐季增加的趋势。

图 26：理财子公司产品新发行数量及增速（2021M1-M12）



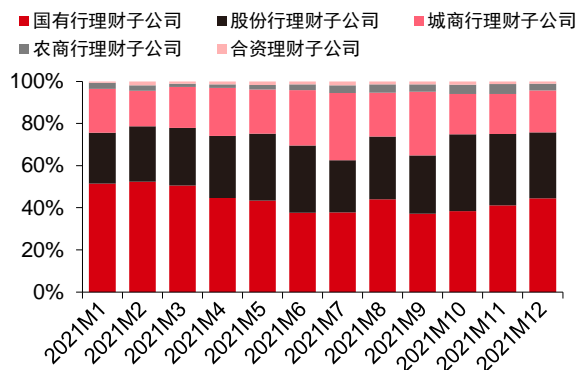
资料来源：普益标准，中信证券研究部

发行方：国有行与股份行理财子公司发行数量居前

2021 年全年新发行产品中，国有行与股份行理财子公司发行数量居前，其中国有行理财子公司发行产品占比 43.1%；股份行理财子公司发行产品占比 29.9%。

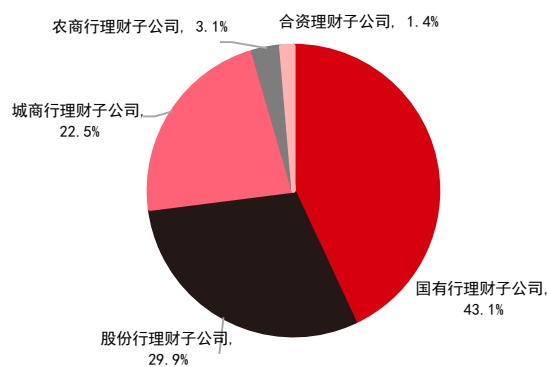
从全年发行占比变化趋势来看，国有行与股份行理财子公司产品发行数量持续占主导地位，城商行理财子公司三季度产品发行数量较多。

图 27：理财子公司新发行产品发行方统计（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

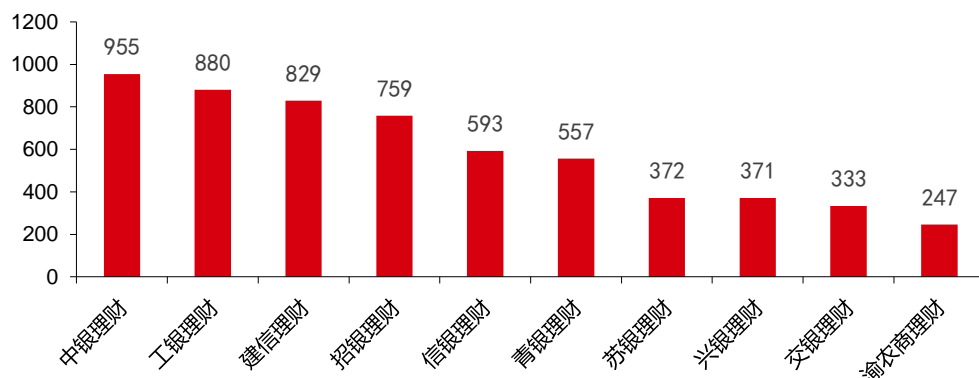
图 28：2021 年理财子公司新发行产品发行方结构



资料来源：普益标准，中信证券研究部

2021 年全年，中银理财累计发行理财产品 955 只排名第一，工银理财发行 880 只排名第二，建信理财发行 829 只排名第三。

图 29：2021 年理财子公司新发行产品数量前十大发行方



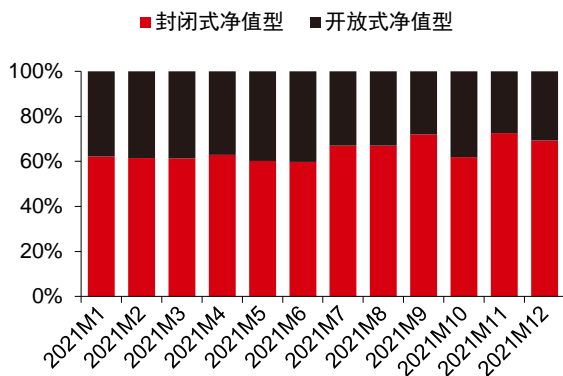
资料来源：普益标准，中信证券研究部

运作模式：下半年封闭式净值型产品占比提升

2021 年全年理财子公司新发行产品中，封闭式净值型产品占比 65.3%；开放式净值型产品占比 34.7%。

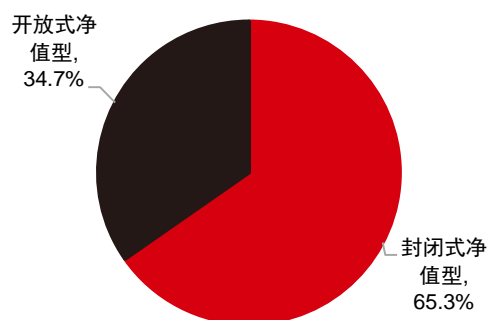
从全年发行占比变化趋势来看，封闭式净值型产品占比从下半年开始提升，12 月新发行产品中，封闭式净值型产品占比 69.3%，较半年末提升 9.5pcts。

图 30：理财子公司新发行理财产品运作模式（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 31：2021 年理财子公司新发行理财产品运作模式结构



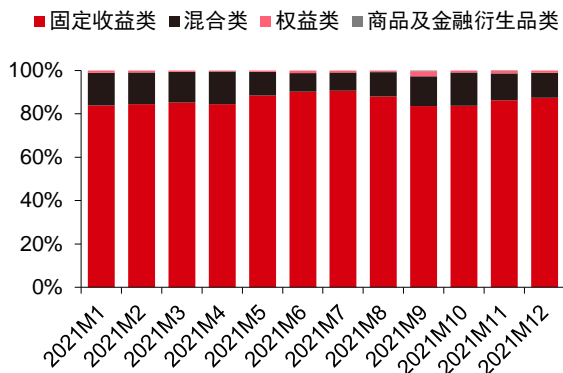
资料来源：普益标准，中信证券研究部

投资性质：固定收益类产品占主导地位

2021 年全年理财子公司新发行产品中，固定收益类产品占比 86.5%；混合类产品占比 12.3%；权益类产品占比 1.1%；商品及金融衍生品类产品占比 0.1%。

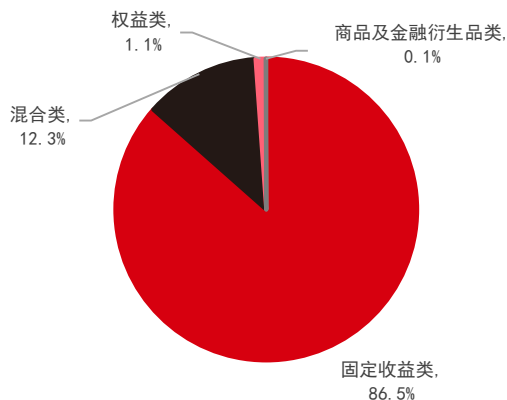
从全年发行占比变化趋势来看，每月新发行固定收益类产品占比持续保持 80%以上，占绝对主导地位。

图 32: 理财子公司新发行理财产品投资性质 (2021M1-M12)



资料来源: 普益标准, 中信证券研究部

图 33: 2021 年理财子公司新发行理财产品投资性质结构



资料来源: 普益标准, 中信证券研究部

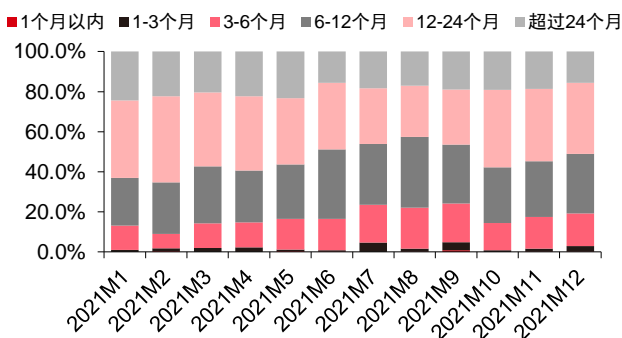
投资期限 (运作模式维度)

1、封闭式净值型产品: 四季度 12 个月以内期限产品占比持续提升

2021 年全年理财子公司新发行封闭式净值型产品中, 产品投资期限主要集中在 6-12 个月与 12-24 个月, 其中 12-24 个月期限产品占比最高, 为 33.9%; 6-12 个月期限产品占比为 29.2%。

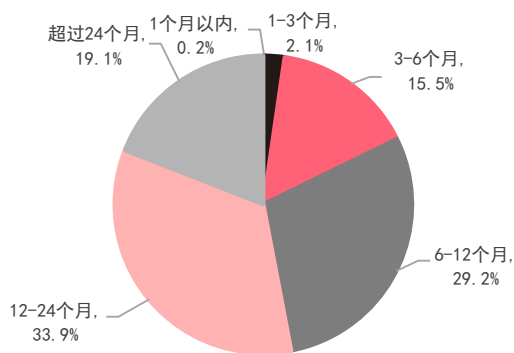
从全年变化趋势来看, 2021 年四季度理财子公司新发行封闭式净值型产品中, 12 个月以内期限产品占比持续提升。

图 34: 理财子公司新发行封闭式净值型产品投资期限 (2021M1-M12)



资料来源: 普益标准, 中信证券研究部

图 35: 2021 年理财子公司新发行封闭式净值型产品投资期限结构



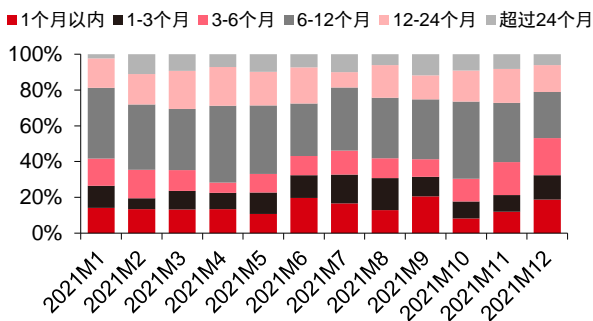
资料来源: 普益标准, 中信证券研究部

2、开放式净值型产品: 四季度 6 个月以内期限产品占比持续提升

2021 年全年理财子公司新发行开放式净值型产品中, 除 6-12 个月期限产品占比较高, 达 34.8%, 各期限产品占比仍相对分散。

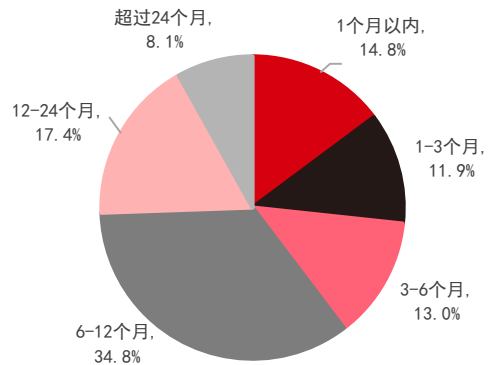
从全年变化趋势来看, 2021 年四季度理财子公司新发行开放式净值型产品中, 6 个月以内期限产品占比持续提升。

图 36: 理财子公司新发行开放式净值型产品投资期限 (2021M1-M12)



资料来源: 普益标准, 中信证券研究部

图 37: 2021 年理财子公司新发行开放式净值型产品投资期限结构



资料来源: 普益标准, 中信证券研究部

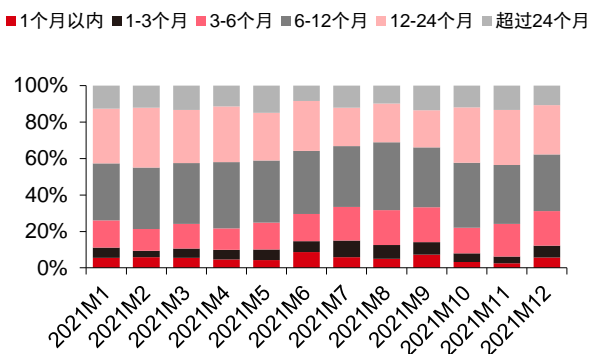
投资期限 (投资性质维度)

1、固定收益类产品: 三季度 12 个月以内期限产品占比提升明显

2021 年全年理财子公司新发行固定收益类产品中, 产品投资期限主要集中在 6-12 个月与 12-24 个月, 其中 6-12 个月期限占比最高, 为 33.6%; 12-24 月期限产品占比为 26.9%。

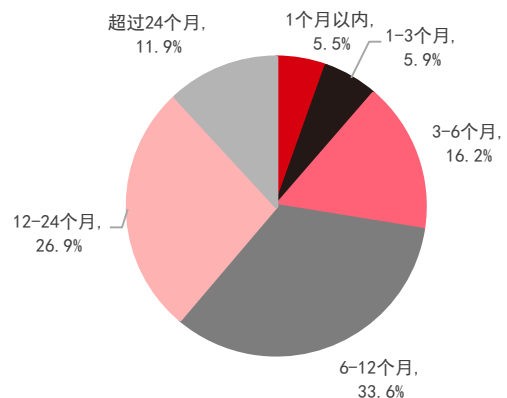
从全年变化趋势来看, 2021 年三季度理财子公司新发行固定收益类产品中, 12 个月以内期限产品占比提升明显。

图 38: 理财子公司新发行固定收益类产品投资期限 (2021M1-M12)



资料来源: 普益标准, 中信证券研究部

图 39: 2021 年理财子公司新发行固定收益类产品投资期限结构



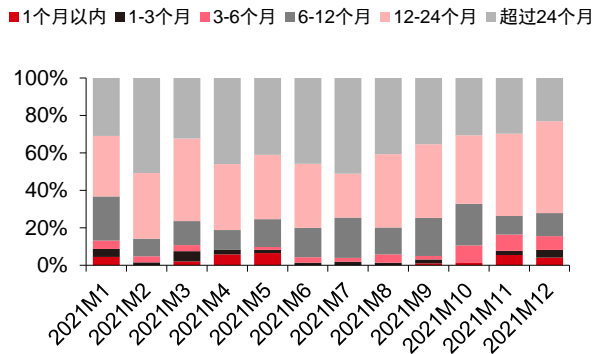
资料来源: 普益标准, 中信证券研究部

2、混合类产品: 一年以上期限产品占主导

2021 年全年理财子公司新发行混合类产品中, 产品投资期限主要集中在 12-24 个月与超过 24 个月, 其中 12-24 个月期限占比最高, 为 38.6%; 超过 24 月期限产品占比为 36.5%。

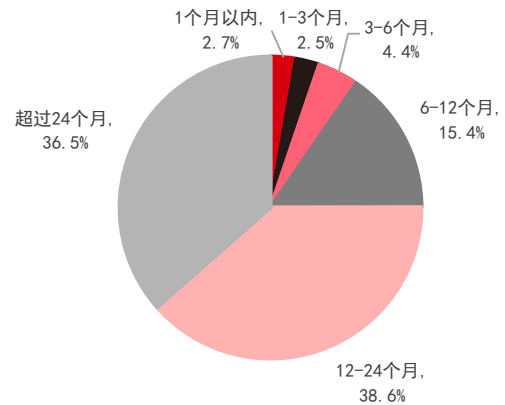
从全年变化趋势来看, 理财子公司新发行混合类产品中, 一年以上期限产品长期占比超 70%, 占主导地位。

图 40：理财子公司新发行混合类产品投资期限（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 41：2021 年理财子公司新发行混合类产品投资期限结构



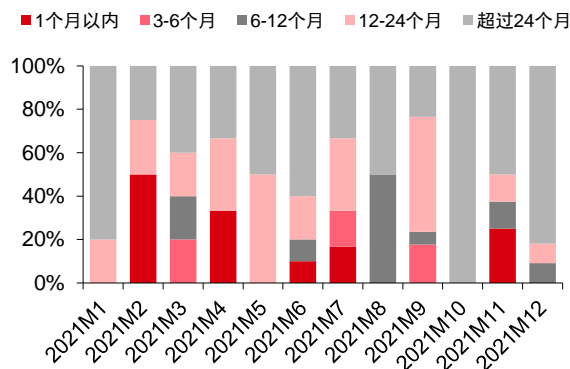
资料来源：普益标准，中信证券研究部

3、权益类产品：产品发行量较少，月度差异较大

2021 年全年理财子公司新发行权益类产品中，产品投资期限主要集中在 12-24 个月与超过 24 个月，其中超过 24 个月期限占比最高，为 51.2%；12-24 月期限产品占比为 25.6%。

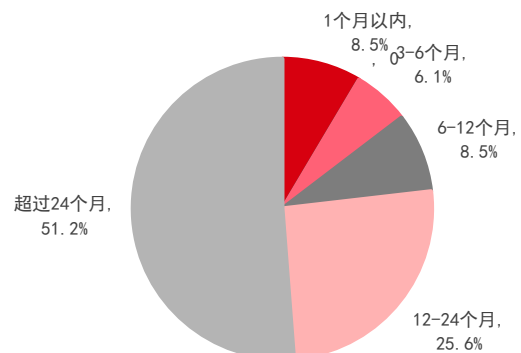
从全年变化趋势来看，理财子公司新发行权益类产品数量仍较少，月度差异较大。

图 42：理财子公司新发行权益类产品投资期限（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 43：2021 理财子公司新发行权益类产品投资期限结构



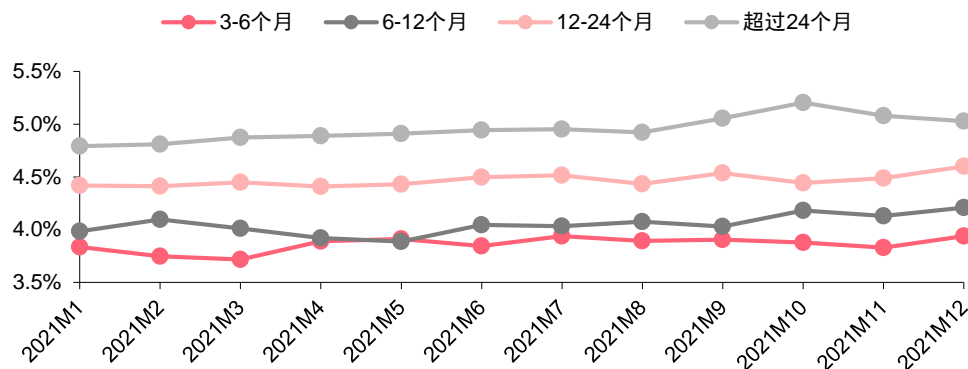
资料来源：普益标准，中信证券研究部

业绩比较基准（运作模式维度）

1、封闭式净值型产品：整体业绩基准呈上升趋势

2021 年理财子公司新发行封闭式净值型产品整体业绩比较基准呈上升趋势，3-6 个月/6-12 个月/12-24 个月/超过 24 个月对应期限产品平均业绩比较基准较 1 月分别 +10bps/+22bps/+18bps/+24bps。

图 44：理财子公司新发行封闭式净值型产品业绩比较基准（2021M1-M12）

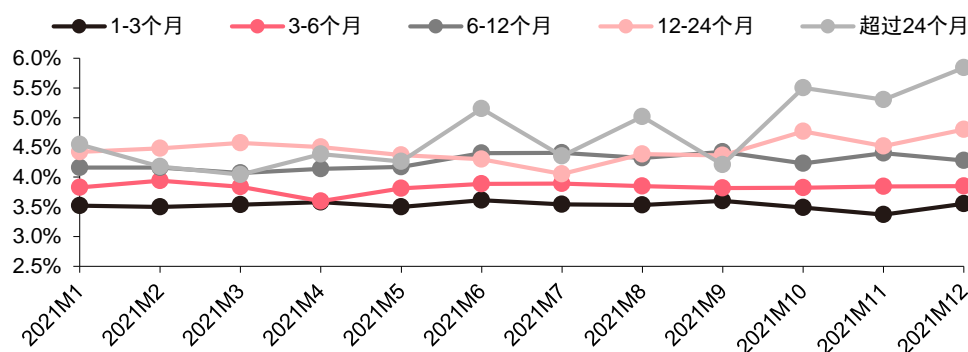


资料来源：普益标准，中信证券研究部

2、开放式净值型产品：整体业绩基准呈上升趋势，长周期产品业绩基准提升明显

2021 年理财子公司新发行开放式净值型产品整体业绩比较基准呈上升趋势，长周期产品业绩基准提升明显。1-3 个月/3-6 个月/6-12 个月/12-24 个月/超过 24 个月对应期限产品平均业绩比较基准较 1 月分别+3bps/+3bps/+12bps/+37bps/129bps。

图 45：理财子公司新发行开放式净值型产品业绩比较基准（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

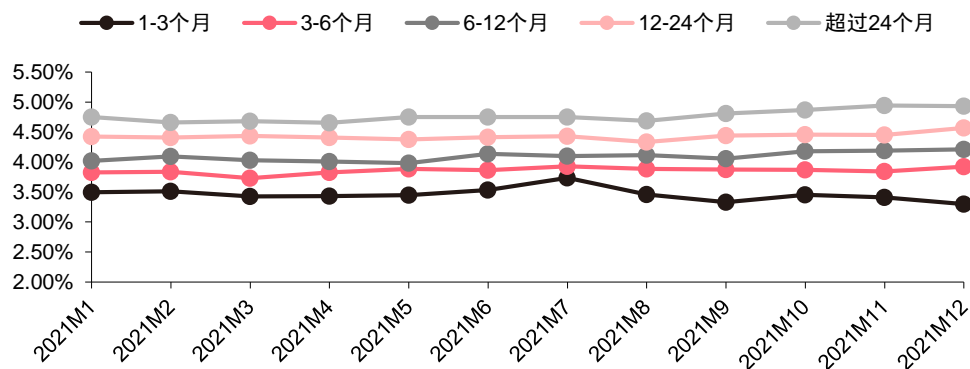
业绩比较基准（投资性质维度）

因理财子公司新发行权益类产品样本较少，此处此讨论固定收益类和混合类产品。

1、固定收益类产品：3 个月以上期限产品整体业绩比较基准小幅提升

从理财子公司新发行固定收益类产品全年业绩比较基准走势来看，3 个月以上期限固定收益类产品整体业绩比较基准小幅提升，3-6 个月/6-12 个月/12-24 个月/超过 24 个月对应期限产品 12 月业绩比较基准较 1 月分别+9bps/+19bps/+14bps/+18bps。

图 46：理财子公司新发行固定收益类产品业绩比较基准（2021M1-M12）

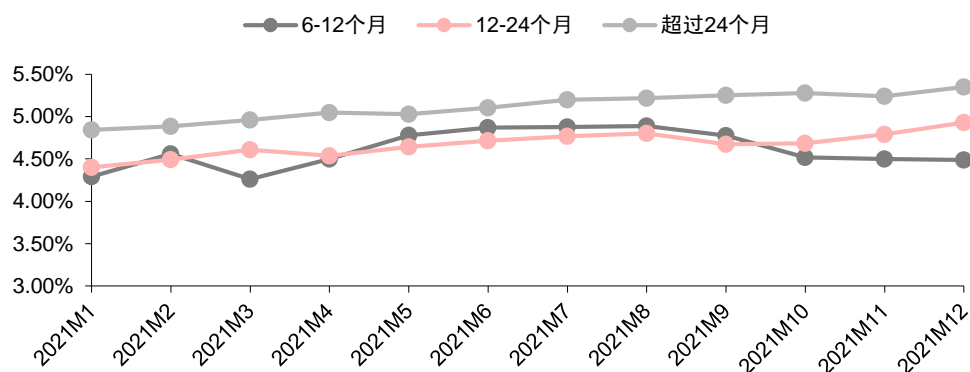


资料来源：普益标准，中信证券研究部

2、混合类产品：整体业绩比较基准明显提升

从理财子公司新发行混合类产品全年业绩比较基准走势来看，混合类产品整体业绩比较基准明显提升，6-12个月/12-24个月/超过24个月对应期限产品12月业绩比较基准较1月分别+20bps/+53bps/+51bps。

图 47：理财子公司新发行混合类产品业绩比较基准（2021M1-M12）



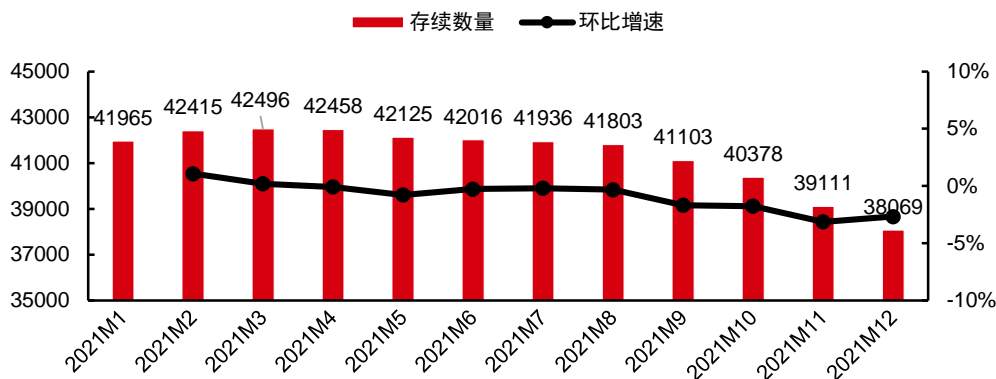
资料来源：普益标准，中信证券研究部

2021 年末存续银行理财产品概览

存续产品数量：存续产品约 3.8 万只，一季度后存续数量逐渐减少

截至 2021 年末，市场存续银行理财产品数量为 38,069 只，2021 年二季度以来，存续产品数量保持逐月下降趋势。

图 48：存续理财产品数量统计（2021M1-M12）



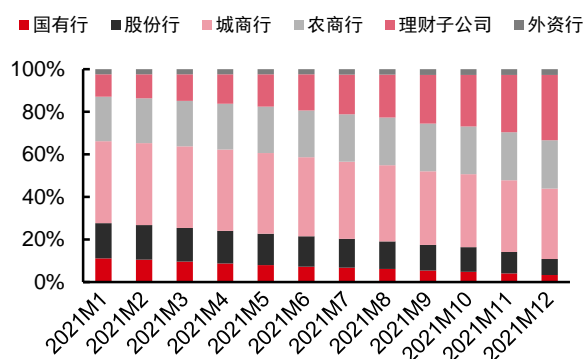
资料来源：普益标准，中信证券研究部

存续产品发行方：理财子公司存续产品占比增长明显

截至 2021 年末，全市场存续 38,069 只理财产品中，城商行存续产品数量最多，为 12,622 只，占比 33.2%；理财子存续产品排名第二，为 11,684 只，占比 30.7%；农商行存续产品排名第三，为 8,607 只，占比 22.6%。国有行/股份行/外资行存续产品分别 1,295/2,821/1,040 只，对应占比 3.4%/7.4%/2.7%。

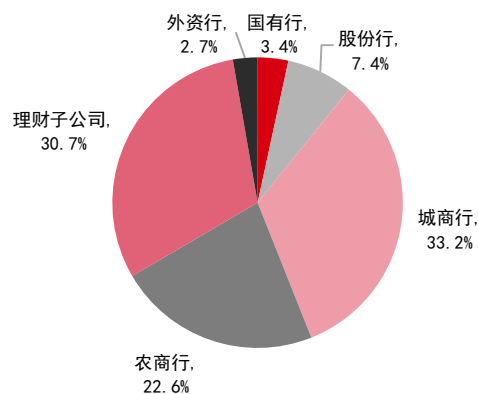
变化趋势来看，理财子公司存续产品占比逐月增长趋势明显，2021 年末存续产品数量较当年 1 月末提升 20.2pcts；国有行与股份行因设立理财子公司，存续产品占比下降明显；城农商行以及外资行存续产品占比相对稳定。

图 49：存续理财产品发行方统计（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 50：2021 年末存续理财产品发行方结构

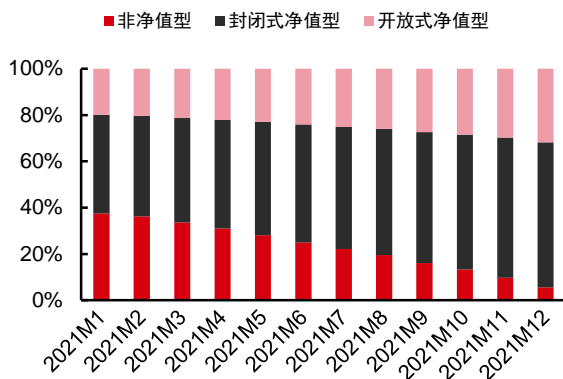


资料来源：普益标准，中信证券研究部

存续产品运作模式：理财产品净值化推进成效显著

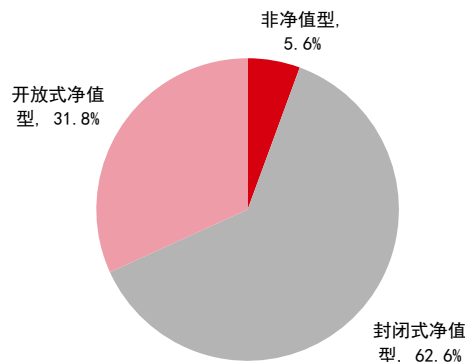
截至 2021 年末，在全市场存续的 38,069 只理财产品中，封闭式净值型产品 23,831 只，占比 62.6%；开放式净值型产品 12,105 只，占比 31.8%；非净值型产品 2,133 只，占比 5.6%。净值型产品合计 35,936 只，占比达 94.4%，净值化占比较 1 月末提升 31.8pcts，理财产品净值化推进成效显著。

图 51：存续理财产品运作模式统计（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

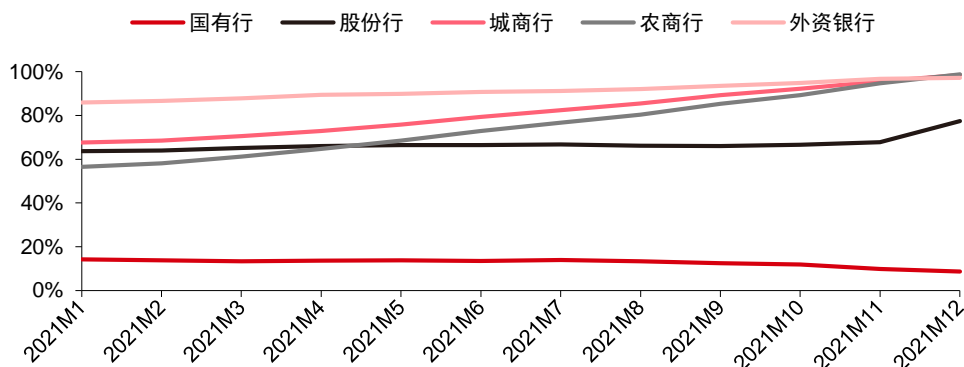
图 52：2021 年末存续理财运作模式结构



资料来源：普益标准，中信证券研究部

城农商行、外资行净值化转型基本完成，截至 12 月末国有行/股份行/城商行/农商行/外资行净值型产品占比分别为 8.6%/77.5%/98.6%/98.8%/97.2%，较 11 月末变化为分别 -1.3pcts/+9.6pcts/+3.0pcts/+4.0pcts/+0.5pct。12 月股份行加快了整改力度，净值化比例录得全年最大单月增幅。月末数据来看，城农商行、外资行存续产品净值化转型基本完成，而部分国有行和股份行因为存量资产特别是非标资产规模较大，整改进度较慢。

图 53：2021 年末各类型机构存续产品中净值型产品占比

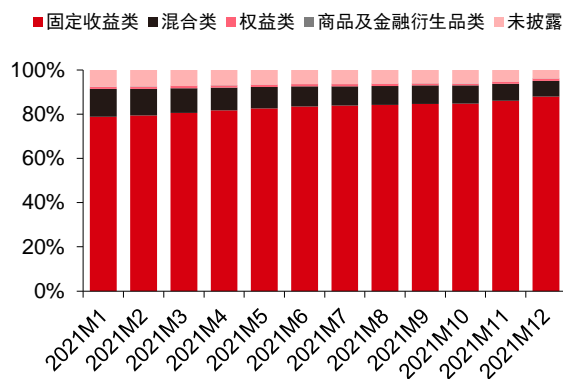


资料来源：普益标准，中信证券研究部

存续产品投资性质：固定收益类产品仍占主导

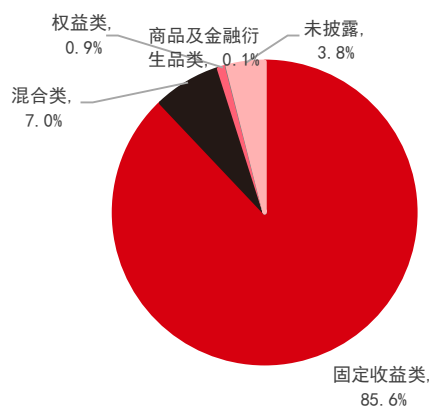
截至 2021 年末，在全市场存续的 38,069 只理财产品中，固定收益类产品 33,478 只，占比 85.6%；混合类产品 2,725 只，占比 7.0%；权益类产品 335 只，占比 0.9%；商品及金融衍生品类产品 27 只，占比达 0.1%。2021 年末存续固定收益类产品仍占主导，占比 较 1 月末增加 6.7pcts。

图 54：存续理财产品投资性质统计（2021M1-M12）



资料来源：普益标准，中信证券研究部

图 55：2021 年末存续理财产品发行方结构



资料来源：普益标准，中信证券研究部

产品案例分析：光大理财

选取光大理财固定收益类、权益类产品进行 2021 年全年投资报告案例分析，分别为固收系列“阳光金 18M 添利 1 号”和权益系列“阳光红 ESG 行业精选”。

固收系列：阳光金 18M 添利 1 号

“阳光金 18M 添利 1 号”是光大理财风险等级稳健型（较低风险）的固定收益类产品，投资范围及投资比例具体如下：

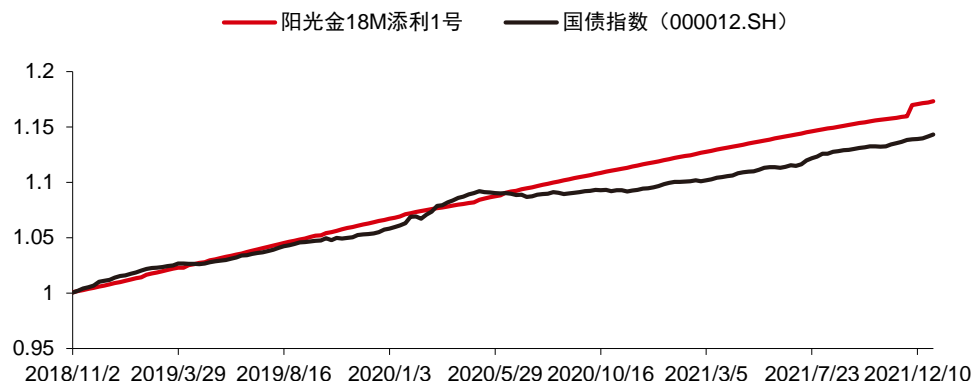
表 2：“阳光金 18M 添利 1 号”投资比例

投资品种	计划配置比例（占净资产的比重）
固定收益类资产	80%-100%
其中：高流动性资产	不低于 5%
非标准化债权类	不超过 49%
金融衍生品类资产（以合约价值计）	0%-20%

资料来源：产品说明书，中信证券研究部

从产品收益来看，截至 2021Q4，“阳光金 18M 添利 1 号”自成立以来年化收益 5.46%，整体净值表现较稳定。2021Q4 单季度年化收益 6.61%，表现较好。

图 56：“阳光金 18M 添利 1 号”净值表现（成立以来）



资料来源：普益标准，中信证券研究

表 3：“阳光金 18M 添利 1 号”产品净值表现（近四个季度）

阶段	过去三个月	过去一年	成立以来
2021Q4 披露年化收益率	6.61%	4.85%	5.46%
2021Q3 披露年化收益率	3.87%	4.32%	5.28%
2021Q2 披露年化收益率	4.23%	4.56%	5.36%
2021Q1 披露年化收益率	4.42%	4.87%	5.42%

资料来源：普益标准，中信证券研究部

从组合配置情况来看，“阳光金 18M 添利 1 号”2021Q4 组合配置将约 15%的固定收益类持仓调整为私募资管产品，但穿透看仍为固定收益投资。

表 4：“阳光金 18M 添利 1 号”组合配置情况（近四个季度）

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
固定收益类	84.92%	100%	100%	100%
权益类	-	-	-	-
金融衍生品	-	-	-	-
商品及其他类	-	-	-	-
公募资管产品	-	-	-	-
私募资管产品	15.08%	-	-	-
固定收益投资	15.08%	-	-	-
合计	100%	100%	100%	100%

资料来源：产品投资报告，中信证券研究部

从前十项资产情况来看，“阳光金 18M 添利 1 号”2021Q4 在东方资产同业借款到期后增配了多只非标资产，一定程度增厚了收益，其余配置策略保持稳定，仍以配置高评级信用债等资产为主。

表 5：“阳光金 18M 添利 1 号”前十项资产情况（近四个季度）

2021Q4		2021Q3		2021Q2		2021Q1	
资产	比重	资产	比重	资产	比重	资产	比重
1 2018 汇利宝 265 号简州城投投审质押项目	7.79%	东方资产同业借款	14.89%	东方资产同业借款	14.83%	东方资产同业借款	13.25%

		2021Q4		2021Q3		2021Q2		2021Q1
2	21 粤广开投集团	7.54%	2019 光大永明云南交	7.45%	2019 光大永明云南交	7.41%	2019 光大永明云南交	6.62%
			投债权投资计划		投债权投资计划		投债权投资计划	
3	19 赣南昌市政公用	6.33%	21 国开 11	4.46%	19 云投集团增资项目	7.41%	19 云投集团增资项目	6.62%
4	中原信托-前海联捷保理债权 12 号财产权信托	6.03%	17 郑州地产 PPN001	3.72%	18 国开 12	4.46%	18 国开 12	4.00%
5	光证资管致诚 42 号单一资产管理计划 (湖南建工项目)	4.52%	17 锡东科技 PPN001	3.72%	19 云南省投委债 022	4.45%	银行间质押 14 日	3.99%
6	云南信托-清泉 76 号单一资金信托 (海通恒信)	4.52%	17 富阳债	3.57%	18 威海开投 PPN002	4.45%	19 云南省投委债 022	3.97%
7	21 国开 11	4.52%	20 芜湖战新债	3.35%	17 郑州地产 PPN001	3.71%	18 威海开投 PPN002	3.97%
8	17 锡东科技 PPN001	3.85%	20 晋江城投债 02	3.04%	17 锡东科技 PPN001	3.71%	17 郑州地产 PPN001	3.31%
9	17 郑州地产 PPN001	3.78%	18 惠山经发 MTN002	2.98%	17 富阳债	3.56%	17 锡东科技 PPN001	3.31%
10	17 富阳债	3.66%	20 衢州国资 MTN001	2.56%	20 芜湖战新债	3.34%	17 富阳债	3.18%
合计		52.54%		49.74%		57.33%		52.22%

资料来源：产品投资报告，中信证券研究部

权益系列：阳光红 ESG 行业精选

“阳光红 ESG 行业精选”是光大理财风险等级进取型（较高风险）的权益类产品，通过行业精选策略，聚焦符合经济结构长期调整方向的优势行业投资机会，精选在环境保护 (Environmental)、社会责任 (Social)、公司治理 (Governance) 等方面评分高的优质龙头企业进行重点投资，通过陪伴优质企业的长期成长来给投资者带来稳定、持续的投资回报。投资范围及投资比例具体如下：

表 6：“阳光红 ESG 行业精选”投资比例

投资品种	计划配置比例（占净资产的比重）
权益类资产	不低于 80%
衍生品类资产	不高于 20%
固定收益类资产	不高于 20%
其中：高流动性资产	不低于 5%

资料来源：“阳光红 ESG 行业精选”产品说明书，中信证券研究部

从产品收益来看,截至 2021Q4,“阳光红 ESG 行业精选”自成立以来年化收益 23.46%,2021 年 5 月开始,产品净值稳步抬升,净值表现超过沪深 300 指数。2021Q4 “阳光红 ESG 行业精选”虽在 12 月净值有一定回撤,但整体净值表现良好,单季度实现年化收益 18.11%。

图 57: “阳光红 ESG 行业精选”净值表现 (成立以来)



资料来源: 普益标准, 中信证券研究

表 7: “阳光红 ESG 行业精选”年化收益率 (近四个季度)

阶段	过去三个月	过去一年	成立以来
2021Q4 披露年化收益率	18.11%	17.51%	23.46%
2021Q3 披露年化收益率	35.64%	-	23.91%
2021Q2 披露年化收益率	49.39%	-	22.59%
2021Q1 披露年化收益率	-27.54%	-	4.07%

资料来源: “阳光红 ESG 行业精选”产品投资报告, 中信证券研究部

从组合配置情况来看,“阳光红 ESG 行业精选”2021Q4 进一步增加了固定收益类投资,降低了权益类仓位,一定程度减少了组合重仓的新能源板块股票在 2021 年年末回撤造成的损失。

表 8: “阳光红 ESG 行业精选”组合配置情况 (近四个季度)

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
固定收益类	9.42	6.15%	5.25%	15.65%
权益类	90.58%	93.85%	94.75%	84.35%
金融衍生品类	-	-	-	-
商品及其他类	-	-	-	-
公募资管产品	-	-	-	-
私募资管产品	-	-	-	-
合计	100%	100%	100%	100%

资料来源: “阳光红 ESG 行业精选”产品投资报告, 中信证券研究部

从前十项资产情况来看,“阳光红 ESG 行业精选”2021Q4 进行了仓位的调整,降低了前三个季度重仓的新能源板块,包括宁德时代、亿纬锂能、新宙邦等,增加了猪肉题材的牧原股份与海大集团。

表 9：“阳光红 ESG 行业精选”前十项资产情况（近四个季度）

2021Q4		2021Q3		2021Q2		2021Q1	
资产	比重	资产	比重	资产	比重	资产	比重
1 牧原股份	8.48%	宁德时代	10.15%	宁德时代	9.62%	GC001	8.79%
2 科达利	8.40%	新宙邦	9.47%	先导智能	6.99%	宁德时代	6.40%
3 宁德时代	7.84%	先导智能	9.10%	亿纬锂能	6.53%	邮储银行	4.70%
4 亿纬锂能	7.44%	科达利	8.98%	恩捷股份	5.67%	中国神华	4.12%
5 先导智能	7.36%	恩捷股份	8.96%	拓普集团	4.97%	腾讯控股	3.97%
6 拓普集团	7.06%	亿纬锂能	8.21%	海康威视	4.78%	中国太保	3.94%
7 恩捷股份	6.95%	拓普集团	6.39%	新宙邦	4.63%	中国移动	3.91%
8 海大集团	5.51%	天赐材料	5.77%	科达利	4.56%	拓普集团	3.61%
9 新宙邦	5.24%	海康威视	5.38%	舜宇光学科技	3.98%	美团	3.55%
10 舜宇光学科技	4.33%	舜宇光学科技	4.39%	中国移动	3.42%	舜宇光学科技	3.43%
合计	68.61%		76.80%		55.15%		46.42%

资料来源：“阳光红 ESG 行业精选”产品投资报告，中信证券研究部

■ 理财市场回顾：净值化转型成效显著，理财子公司运行良好

1、净值化转型成效显著

2018 年 4 月，资管新规颁布，要求理财产品应当实行净值化管理，并规定过渡期到 2020 年底。2020 年 7 月，考虑到新冠肺炎疫情对经济金融带来的冲击，金融机构资产管理业务规范转型面临较大压力，中国人民银行调整资管新规过渡期到 2021 年底结束。

截至 2021 年末，全市场净值型产品合计 35,936 只，净值化比例达 94.4%，净值化占比较 2021 年 1 月末提升 31.8pcts，净值化转型成效显著。其中城商行、农商行、外资行净值化比例分别为 98.6%、98.8%和 97.2%，转型基本完成。股份行 12 月加快了整改力度，净值化比例从 11 月末的 67.8%提升至年末的 77.5%，录得全年最大单月增幅。部分国有行和股份行因为存量资产特别是非标资产规模较大，整改尚未完成，预计无法完成整改的银行将按照相关规定纳入个案专项处置。

2、固定收益类产品主导地位不断增强

2021 年全年新发行产品中，固定收益类产品占比 90.4%，从全年发行占比变化趋势来看，固定收益类产品发行占比主导地位不断增强，2021 年 5 月以来固定收益类产品发行占比长期超 90%。12 月新发行产品中，固定收益类产品占比 93.8%，较 1 月提升 9.0pcts，主导地位不断增强。

2021 年末存续产品中，固定收益类产品占比达 85.6%，较 1 月末提升 6.9pcts。考虑到银行业理财非固定收益类资产配置仍在探索阶段，投研能力和投研文化仍在打造，预计短期内固定收益类产品仍为理财市场主流。

3、投资期限（最短持有期）趋长

从产品运作模式和投资性质多个角度看，新发行产品投资期限（最短持有期）有拉长的趋势。以投资性质维度为例，固定收益类超过 6 个月期限产品占比逐步提升，2021 年 12 月新发行超 6 个月期限固定收益类产品占比达 53.5%，较 1 月提升 14.8pcts；混合类一年以上期限产品占比提升明显，12 月新发行一年以上期限混合类产品占比达 62.6%，较 1 月增加 53.2pcts；12 月新发行权益类产品中，超过 24 个月期限产品占比为 52.4%，较 1 月大幅提升 40.5pcts。

我们判断一方面因为资管新规要求非标准化债权投资不得期限错配，拉长期限可以投资高收益非标资产，从而获取更高的理财收益率；另一方面净值化转型后，产品会因为短期市场扰动出现净值波动，拉长产品最短持有期可以避免投资者频繁买卖追涨杀跌，有利于产品运作。

4、整体业绩比较基准呈上升趋势

从产品运作模式和投资性质多个角度看，新发行产品整体业绩比较基准呈上升趋势。以投资性质维度为例，固定收益类不同期限产品 2021 年 12 月业绩比较基准较 1 月提升约 10bps；混合类不同期限产品 12 月业绩比较基准较 1 月提升约 50bps。

目前财富管理行业竞争激烈，一方面银行理财直面公募基金、券商资管、保险资管等竞争压力；另一方面多家银行渠道打通，理财产品在各渠道销售时直面比较压力。在充分竞争的背景下，较高的业绩比较基准才能吸引投资者。

5、理财子公司市场地位不断提升

截至 2021 年末，共有 22 家理财子公司开业，另有 7 家理财子公司获批筹建。理财子公司全年共发行产品约 7,800 只，从全年各类机构发产品占比来看，理财子公司发行占比逐步提升，2021 年末理财子公司发行占比已达 27.9%，较 1 月提升 18.6pcts。其中中银理财、工银理财、建信理财、招银理财、信银理财五家理财子公司进入 2021 年全市场发行数量前十大发行方，理财子公司市场地位不断提升。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。