

总量研究

一文读懂外资资管在华业务

——外资资管在华产品线梳理与业务开展模式展望

要点

6月11日，中国证券监督管理委员会向贝莱德基金管理有限公司颁发了业务许可证，批准贝莱德作为首家外资独资基金公司(FMC)在境内开展公募基金业务。近年来外资管理人越来越积极主动地布局中国市场资管业务线，我国在政策层面也逐渐开放外资资管公司进入中国市场。

本文主要梳理了中国金融市场对外开放政策、外资管理人布局中国资管市场的主要形式和外资管理人在中国市场的产品布局现状，选择典例公司进行深入研究，并总结外资管理人相对于内资管理人的优劣势，以期为内资管理人了解并更好迎接外资进入中国市场做准备。

自2001年底加入WTO以来，我国就开始逐步推进资本市场的对外开放。2002年首批合资公募基金公司成立，外资持股比例限制是不超过33%；之后外资可持股比例逐渐提升，至2020年放开至100%。自2020年开始，期货公司和证券公司的外资持股比例限制也正式放开至100%。

外资管理人在中国开展资管业务的主体形式主要包括QDLP、PFM以及FMC三类。目前外资QDLP和WFOE PFM整体管理规模较小，但超过半数的合资FMC公司管理规模已经超过1000亿元，甚至其总管理规模接近纯中资公司。

从外资管理人在中国市场的资管产品布局上来看，合资FMC与纯中资公募在产品线上出现了相对趋同的情况。而WFOE PFM和外资QDLP管理人的整体管理规模偏小、类型上以传统股票和债券多头类产品为主。

我们分析了贝莱德、路博迈、元盛三家外资管理人的产品布局和典型产品的业绩情况，从布局来看，外资管理人在中国的产品布局仍有较大的提升空间，路博迈在华产品涵盖股票、固收、另类股权、多策略四类产品，资产和策略种类较为丰富。从业绩来看，相对内资管理人的同类型产品，外资管理人并未体现出明显的业绩优势。路博迈和贝莱德旗下的部分股票策略表现不及国内股票型基金指数，或需本土化调整。

总体来看，相对于内资管理人，外资管理人对全球市场和先端策略更加有经验，但对中国市场的理解仍需加深。外资管理人的优势有：经验更加丰富，投资理念、投资流程和风控体系更加完善；对于国际金融市场有更深刻的理解等。外资管理人的劣势在于：缺少国内长时间的实盘投资业绩；海外投资体系并不完全适应中国市场，需要完成投资体系的本土化；在国内的渠道销售和市场运作上仍缺少经验等。

风险提示：报告数据均来自于历史公开数据整理分析，存在失效的风险。历史业绩不代表未来。

作者

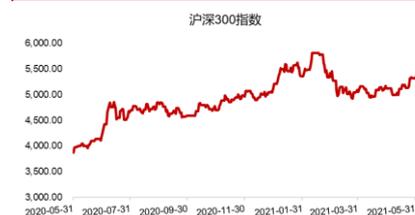
分析师：秦波

执业证书编号：S0930514060003

021-52523839

qinbo@ebscn.com

重要指数走势图



资料来源：Wind，光大证券研究所；计算区间：2020年5月31日至2021年5月31日

相关研报

《贝莱德的中国发展之路会怎么走？——证监会批准贝莱德设立公募基金事件点评》

2020/8/31

目 录

1、中国金融市场对外开放政策梳理	5
1.1、中国金融市场对外开放政策回顾	5
1.2、外资在华开展资管业务以 QDLP、PFM 和 FMC 三种形式为主	6
2、外资管理人当前产品布局情况	10
3、外资管理人产品布局案例分析	12
3.1、贝莱德 (BlackRock)	12
3.2、路博迈 (Neuberger Berman)	16
3.3、元盛 (Winton)	19
4、外资管理人竞争力分析	20
5、风险提示	20
6、附录	21

图目录

图 1: 每年 QDLP 主体备案数量 (家)	7
图 2: 外商独资 WFOE PFM 和中外合资 PFM 数量对比 (家)	7
图 3: 不同规模外商独资 WFOE PFM 和中外合资 PFM 数量对比 (家)	7
图 4: 每年 WFOE PFM 主体备案数量 (家)	8
图 5: WFOE PFM 和 QDLP 管理人规模分布	8
图 6: 国内不同性质公募管理人数量对比 (家)	9
图 7: 国内不同性质公募管理人 2021 年一季度末规模对比 (亿元)	9
图 8: 合资 FMC 公募基金管理规模分布 (家)	9
图 9: 合资 FMC 与中资公募不同类型产品数量比例对比	10
图 10: 合资 FMC 与中资公募不同类型产品规模比例对比	10
图 11: PFM 和 QDLP 产品备案数量分布	11
图 12: WFOE PFM 和外资 QDLP 管理人备案产品策略分布	12
图 13: 贝莱德各类产品规模分布情况	13
图 14: 贝莱德管理规模区域分布情况	13
图 15: 贝莱德中国市场产品线布局	13
图 16: 贝莱德世界健康科学基金组合市值分布情况	14
图 17: 贝莱德世界健康科学基金行业分布情况	14
图 18: 贝莱德系统化中国 A 股机遇基金组合市值分布情况	16
图 19: 贝莱德系统化中国 A 股机遇基金行业分布情况	16
图 20: 路博迈各类产品规模分布情况	17
图 21: 路博迈管理规模区域分布情况	17
图 22: 路博迈中国市场产品布局情况	17
图 23: 元盛中国市场产品布局情况	19

表目录

表 1：中国金融市场对外开放政策梳理.....	5
表 2：外资管理人在中国开展资管业务的不同主体形式对比.....	6
表 3：外资管理人不同主体规模前三名单.....	9
表 4：贝莱德世界健康科学基金业绩表现.....	14
表 5：REITs 基金组合持仓市值分布情况.....	15
表 6：REITs 基金持仓行业分布情况.....	15
表 7：REITs 基金业绩表现.....	15
表 8：贝莱德系统化中国 A 股机遇基金业绩表现.....	16
表 9：华润信托-路博迈中国股票 1 号业绩表现.....	18
表 10：路博迈债券 1 号业绩表现.....	18
表 11：华宝兴业管理期货“元盛 3 号”基金业绩表现.....	20
表 12：QDLP 信息汇总表.....	21
表 13：WFOE PFM 信息汇总表.....	22
表 14：外资以及合资 FMC 信息汇总表.....	26

6月11日，中国证券监督管理委员会向贝莱德基金管理有限公司颁发了业务许可证，批准贝莱德 (BlackRock) 作为首家外资独资基金公司(FMC, Foreign Management Company)在境内开展公募基金业务。近年来外资管理人越来越重视、并积极主动布局中国市场资管业务条线。政策层面，我国逐渐开放外资资管公司进入中国市场，近年来持续有新的外资管理人获得相关的牌照资质。我们认为，外资管理人进入国内市场，或将对国内资管行业的现状带来一定冲击，加速行业结构优化。

本文将梳理中国金融市场对外开放政策以及外资管理人布局中国资管市场的主要主体形式，研究分析外资管理人在中国市场的资管产品布局现状，并以具有一定特色的外资管理人为例进行案例研究。最后，我们将就外资管理人相对于内资管理人的竞争优势和劣势进行分析总结。

1、中国金融市场对外开放政策梳理

1.1、中国金融市场对外开放政策回顾

自2001年底加入WTO以来，我国就开始逐步推进资本市场的对外开放。合格境外机构投资者(QFII, Qualified Foreign Institutional Investors)、合格境内机构投资者(QDII, Qualified Domestic Institutional Investors)、合格境内有限合伙(QDLP, Qualified Domestic Limited Partnership)等制度先后于2002年、2006年以及2012年推出。2016年外商企业被允许以独资(WFOE, Wholly Foreign Owned Enterprise)或合资形式在中国本土设立开展私募证券投资基金管理业务的主体(PFM, Private Fund Management)。2002年首批合资公募基金公司成立，外资持股比例限制由最初的不超过33%逐渐提升，并在2020年4月放开至100%。外资持股期货公司和外资证券公司的比例也在2020年正式放开至100%。

表 1：中国金融市场对外开放政策梳理

时间	政策事件	政策影响
2002年	合格境外机构投资者 QFII 制度正式推出；证监会发布《外资参股基金管理公司设立规则》规定，外资持股比例或者在外资参股的基金管理公司中拥有的权益比例，累计(包括直接持有和间接持有)不超过 33%，在我国加入世界贸易组织后三年内，该比例不超过 49%。	允许外国专业投资机构到境内投资，以及参股基金公司，开启外资金融机构进入中国市场的大门。
2006年	中国人民银行 2006 年 4 月发布第五号文件，合格境内机构投资者 QDII 制度在国内正式推出。	允许内地投资者通过指定机构投资海外资本市场。
2012年	上海市金融办下发了《关于本市开展合格境内有限合伙人试点工作的实施办法》(沪金融办〔2012〕101号)，标志着合格境内有限合伙 QDLP 试点在上海启动。	通过资格审批并获取额度后的试点基金管理企业可向境内合格投资者募集资金，投向海外资本市场。
2016年	第八轮中美战略与经济对话中，中方承诺欢迎符合条件的外商独资和合资公司申请登记成为私募证券投资基金管理机构。经证监会同意，中国基金业协会发布相关文件《私募基金登记备案相关问题解答(十)》，明确了准入要求和程序。	明确外商独资企业可以在中国开展私募证券投资基金管理业务。
2018年	中国人民银行公布措施，其中公募基金公司的外资持股比例上限从 49% 上升至 51%，三年以后不再设限。证监会发布实施了《外商投资证券公司管理办法》和《外商投资期货公司管理办法》等文件确认实施。	外资可控股合资公募基金公司。
2019年	7月国务院金融稳定发展委员会办公室推出 11 项最新的金融业对外开放措施。其中《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，将原定 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年。10 月，证监会发布公告明确取消上述限制的具体时点。	鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司、允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。

2020 年	1 月 1 日，取消期货公司外资持股比例限制； 4 月 1 日，公募基金的外资持股比例限制正式取消，外资在华设立公募基金公司的股权比例最高可达 100%； 12 月 1 日取消证券公司外资持股比例限制。	允许外资在中国设立独资期货公司、独资公募基金公司、独资证券公司。
--------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------

资料来源：证监会，中国基金业协会，中国人民银行，上海市金融办，光大证券研究所整理

1.2、 外资在华开展资管业务以 QDLP、PFM 和 FMC 三种形式为主

外资管理人在华开展资管业务的形式主要包括合格境内有限合伙 QDLP、申请私募证券投资基金管理人牌照 PFM 以及独资或合资公募基金公司 FMC 三类。三种主体形式的业务差异主要体现在资金募集方式和产品资金投向：QDLP 和 PFM 为私募资管业务，以非公开方式面向特定中国境内投资者募集资金并成立产品，QDLP 的产品资金投向为海外市场，PFM 发行的产品则主要投向中国境内和香港市场；FMC 为外资出资参股/独资公募基金公司，在华设立的合资/独资公募资管公司，可以以公开方式面向不特定的中国境内投资者募集资金，产品资金主要投向中国境内和香港市场，也可以通过 QDII 制度投向海外市场。

表 2：外资管理人在中国开展资管业务的不同主体形式对比

主体形式	募资方式和对象	产品资金投向	已备案公司数量
合格境内有限合伙 (QDLP)	以非公开方式面向特定中国境内投资者募集资金	海外市场	36 家
外资私募基金管理人 (PFM)	以非公开方式面向特定中国境内投资者募集资金	以中国境内市场为主，但可以通过沪港通投资港股	独资 (WFOE PFM) 34 家 (注销 1 家，目前留存 33 家) 合资 18 家
外资公募基金公司 (FMC)	以公开方式面向不特定中国境内投资者募集资金	以中国境内市场为主，但可以通过沪港通等互联互通机制或者 QDII 投向海外市场	45 家 (含外商独资公募基金公司 1 家：贝莱德)

资料来源：中国基金业协会，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 31 日

当前已有较多外资管理人通过以上三种形式在中国开展资管业务。

QDLP：每年备案数量波动较大。QDLP 主体备案数量较多的年份为 2018 年，高达 14 家；为缓解资本流出，外管局在 2016 年暂停发放 QDLP 额度，导致同年没有 QDLP 主体完成备案。截至 2021 年 5 月 31 日，共有橡树 (Oak Tree)、奥氏 (Och-Ziff) 等 36 家外资 QDLP 完成备案，其中，元胜和美盛已经注销 QDLP 资质，现有 34 家外资 QDLP 存续。

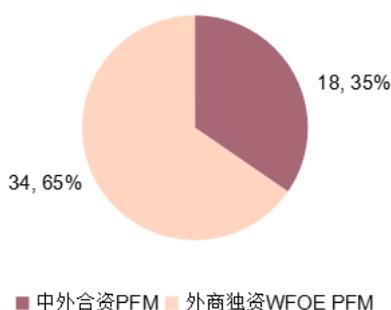
图 1：每年 QDLP 主体备案数量（家）



资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所；数据截至：2021年5月31日

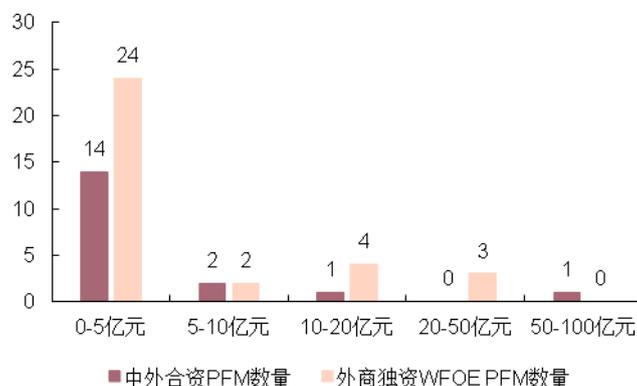
WFOE PFM 为外资布局 PFM 的主要方式，WFOE PFM 是外商独资私募投资基金管理人，目前自证监会放开 WFOE PFM 牌照已有近 5 年的时间，截至 2021 年 5 月 31 日，已经有瑞银 (UBS)、富达 (Fidelity)、惠理 (Value Partners) 等 34 家外资管理人完成独资私募基金管理人 (WFOE PFM) 登记备案。其中，贝莱德 (BlackRock) 为避免公募和私募业务发生冲突，主动注销私募基金管理人资质 (PFM)，因此目前共有 33 家外资管理人具备独资 PFM 业务资质，中外合资 PFM 最新数量为 18 家。规模方面，当前多数 PFM 管理规模集中在 0-5 亿；规模达到 20 亿以上的 WFOE PFM 共有三家，分别是瑞银资产管理 (上海) 有限公司 (UBS Asset Management (Shanghai) Limited)，元胜投资管理 (上海) 有限公司 (Winton Investment Management (Shanghai) Co., Ltd.) 和德劭投资管理 (上海) 有限公司 (D. E. Shaw Investment Management (Shanghai) Co., Ltd.)；规模达到 20 亿以上的中外合资 PFM 仅有 1 家，为恒天中岩投资管理有限公司 (Hang Tang Cathay Rock Investment Management Co., Ltd)。但是相比于外商独资的 WFOE PFM，中外合资 PFM 外资持股比例较低。以规模最大的恒天中岩投资管理有限公司为例，截至 2020 年 3 月该公司最新持股比例显示，仅有 4.9% 的股份由美国外资公司中富投资 (China Wealth Investment Limited) 持有。考虑到中资控股、外资持股占比低的特点，中外合资 PFM 难以体现外资管理人的整体产品布局特色，故 PFM 方面我们着重对 WFOE PFM 进行分析。

图 2：外商独资 WFOE PFM 和中外合资 PFM 数量对比（家）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 5 月 31 日；注：其中贝莱德已转公募，故实际为 33 家

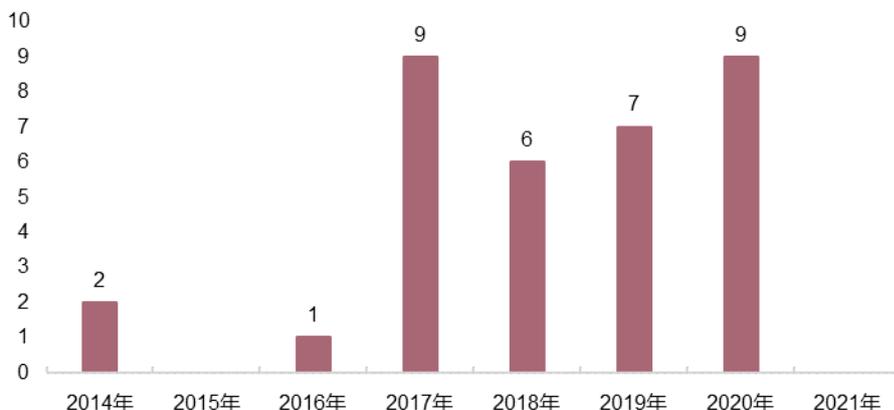
图 3：不同规模外商独资 WFOE PFM 和中外合资 PFM 数量对比（家）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 5 月 31 日；注：其中贝莱德已转公募，故此无相关规模数据

近年来 WFOE PFM 主体每年备案数量相对均匀。瑞银资产管理（上海）有限公司于 2016 年完成 WFOE PFM 备案；2017 年-2020 年每年 WFOE PFM 备案管理人数量稳定在 6-9 家，截至 2021 年 5 月 31 日，2021 年尚未有新 WFOE PFM 公司进行备案。

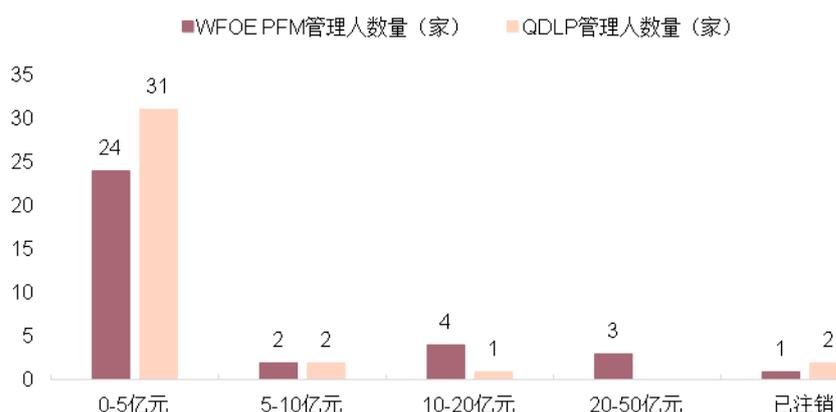
图 4：每年 WFOE PFM 主体备案数量（家）



资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 31 日

当前外资 QDLP 和 WFOE PFM 整体管理规模较小。以当前基金业协会披露的规模区间最小值进行测算，外资 QDLP 和 WFOE PFM 管理人总规模已经超过 130 亿元。但多数外资 QDLP 和 WFOE PFM 管理人的管理规模集中在 0-5 亿元区间。造成外资管理人当前规模偏小的主要原因有三点：首先，QDLP 业务本身受到额度的限制；其次，QDLP 牌照和 WFOE PFM 牌照只能发行私募基金，而外资管理人在渠道营销和资金募集上缺少经验；最后，国内投资者对海外产品认识尚不充分。

图 5：WFOE PFM 和 QDLP 管理人规模分布

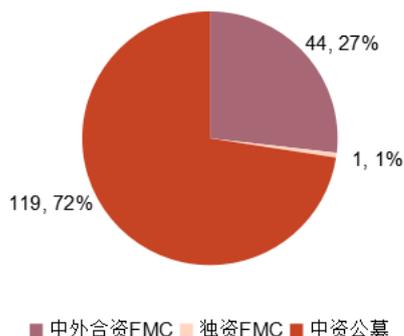


资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 31 日

FMC：独资 FMC 仅 1 家获批，4 家申请中；合资 FMC 总管理规模接近中资公募。目前外资独资公募基金管理人仅贝莱德 1 家，暂未发行相关公募基金产品。此外，路博迈（Neuberger Berman）、富达（Fidelity）、范达（VanEck）、联博（Alliance Bernstein）已提交了独资公募基金牌照申请，另外，摩根大通（J.P. Morgan）将支付 10 亿美元收购上投摩根基金管理有限公司（China International Fund Management）剩余 49% 的股权，在股权交易完成后，将

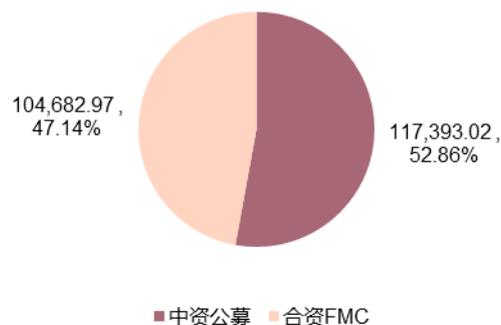
实现对于上投摩根 100%持股。截至 2021 年 5 月 31 日，中国境内合资 FMC 为 44 家，如上投摩根、鹏华、长盛等，数量占比 27%，上述合资 FMC 总管理规模达到国内公募基金总管理规模的 47%，和中资公募总体量相近。

图 6: 国内不同性质公募管理人数量对比 (家)



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截至 2021 年 5 月 31 日

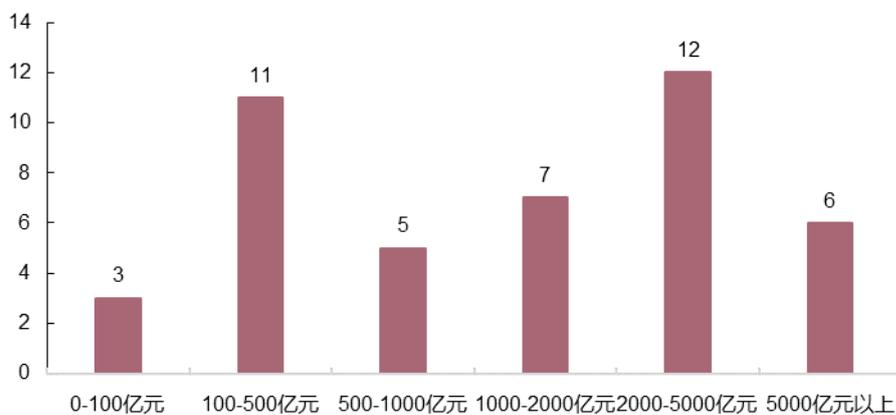
图 7: 国内不同性质公募管理人 2021 年一季度末规模对比 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 注: 唯一一家独资 FMC 贝莱德基金尚未发行产品

超过半数合资 FMC 公司管理规模在 1000 亿元以上。截至 2021 年 5 月 31 日，合资 FMC 平均管理规模为 2230 亿元，高于公募基金公司管理规模平均值 1525 亿元。2000-5000 亿元和 100-500 亿元规模区间内的合资 FMC 数量最多，分别为 12 家和 11 家，共有 25 家合资 FMC 公募基金管理规模超过 1000 亿元。

图 8: 合资 FMC 公募基金管理规模分布 (家)



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 光大证券研究所; 数据截至: 2021 年 5 月 31 日

表 3: 外资管理人不同主体规模前三名单

	管理人名称	登记时间	管理规模
QDLP	橡树海外投资基金管理 (上海) 有限公司	2014/5/4	10-20 亿元
	路博迈海外投资基金管理 (上海) 有限公司	2018/6/19	5-10 亿元
	瑞信海外投资基金管理 (上海) 有限公司	2019/8/13	5-10 亿元
WFOE PFM	瑞银资产管理 (上海) 有限公司	2016/8/15	20-50 亿元
	元胜投资管理 (上海) 有限公司	2018/6/29	20-50 亿元
	德劭投资管理 (上海) 有限公司	2019/4/11	20-50 亿元

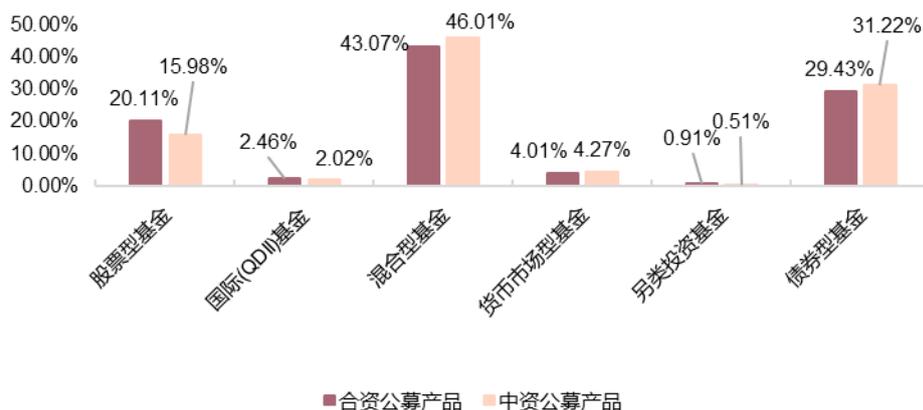
	贝莱德基金（独资）	已批发业务许可证	
独资或合资公 募基金公司 FMC	华夏基金管理有限公司（合资）	1998年	8,662.42 亿元
	嘉实基金管理有限公司（合资）	1999年	7,714.02 亿元
	富国基金管理有限公司（合资）	1999年	7,122.98 亿元

资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2021 年 5 月 31 日

2、外资管理人当前产品布局情况

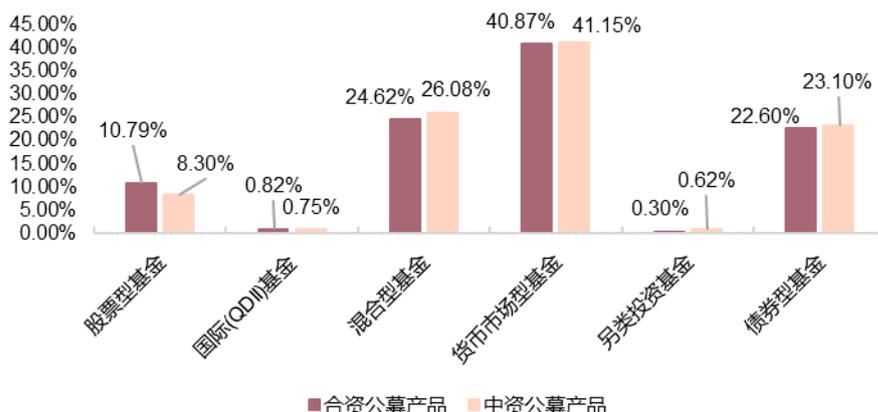
在 FMC 的产品布局方面，合资 FMC 与中资公募基金并未体现出太大差异。外资在合资 FMC 中多数只是参股或是在早期帮助中资完成搭建公司框架后就退出经营。现合资 FMC 的经营多由本土股东方主理，所以合资 FMC 和中资公募基金的产品线布局并未有较大差异。从已发行的产品数量来看，合资 FMC 与中资公募多集中在混合型基金和债券型基金上，混合型基金的数量占比分别为 43.07%和 46.01%，债券型基金的数量占比分别为 29.43%和 31.22%。从产品规模来看，合资 FMC 与中资公募均是货币市场型基金规模最突出的，规模占比分别为 40.87%和 41.15%，其次均是混合型基金，规模占比分别为 24.62%和 26.08%，第三均为债券型基金，规模占比分别为 22.60%和 23.10%。合资 FMC 与中资公募在产品线上体现了相对趋同的特征。

图 9：合资 FMC 与中资公募不同类型产品数量比例对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；数据截至：2021 年 5 月 31 日

图 10：合资 FMC 与中资公募不同类型产品规模比例对比

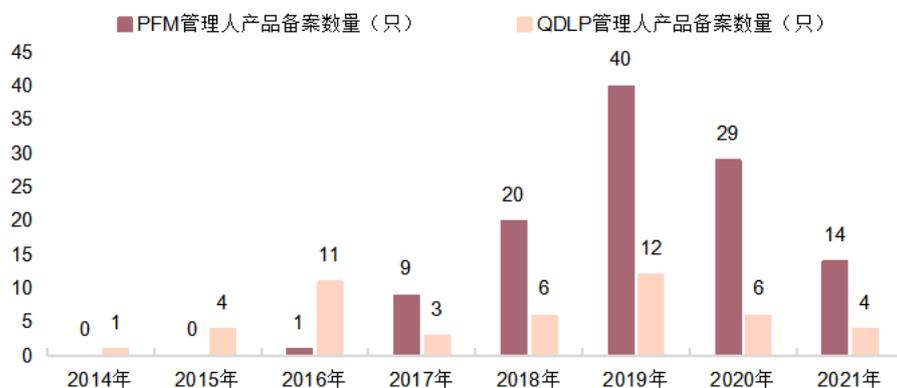


资料来源：Wind，光大证券研究所整理；数据截至：2021年5月31日

由于合资 FMC 与中资公募在产品线布局上并未体现出较大差异，而唯一的独资 FMC——贝莱德基金管理公司仍未发行产品。因此本章节主要分析的是外资 QDLP 和 WFOE PFM 的产品布局情况。

截至 2021 年 5 月 31 日，外资 QDLP 和外商独资私募基金管理人（WFOE PFM）旗下分别共有 47 只和 113 只产品完成备案。外资 QDLP 旗下产品的年度备案数量分布相对均匀，2019 年和 2016 年备案产品数量较多，分别为 12 只和 11 只。WFOE PFM 旗下产品年度备案数量呈现先升后降趋势，2017-2019 年产品备案数量逐年提升，2019 年达到最高点 40 只，随后在 2020 年下降至 29 只。

图 11：PFM 和 QDLP 产品备案数量分布

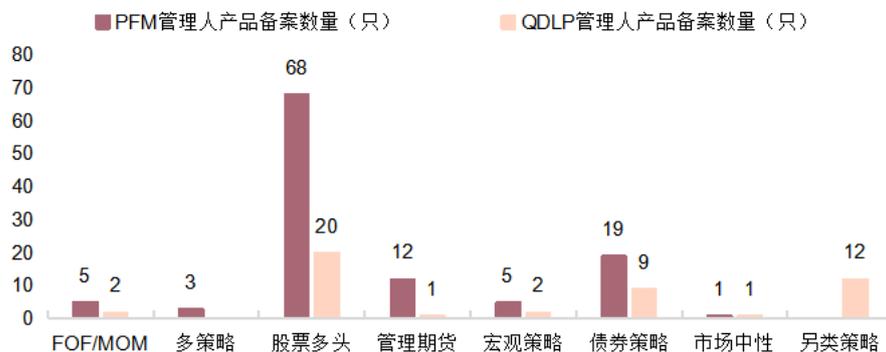


资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所；数据截至：2021年5月31日

外资 QDLP 以及 WFOE PFM 旗下产品年度备案数量与公司年度备案数量密切相关。由于基金公司通过备案后 6 个月之内需要发行产品，所以在公司备案数量较多的年份，当年以及次年的产品备案数量也较多。如 2018 年备案的外资 QDLP 为 14 家，在 2019 年 QDLP 旗下年度产品备案数量达到了最大值 12 只。

WFOE PFM 和外资 QDLP 管理人比较偏好在国内发行股票多头策略产品。我们将外资管理人备案的产品分为 FOF/MOM、多策略、股票多头、管理期货、宏观策略、债券策略、市场中性、另类策略 8 个大类，来考察外资管理人在当前备案产品在策略上的分布。WFOE PFM 和 QDLP 主体旗下备案产品均以传统的股票多头和债券策略为主，此外 WFOE PFM 对期货管理产品，FOF/MOM 产品和多策略产品也有所布局，而 QDLP 旗下备案产品则有较多的另类策略产品。

图 12: WFOE PFM 和外资 QDLP 管理人备案产品策略分布



资料来源: 中国证券投资基金业协会, 光大证券研究所; 数据截至: 2021年5月31日

各家外资 QDLP 旗下备案产品数量均较少。大部分 QDLP 管理人备案产品数量集中在 1-2 只之间, 主要是受到 QDLP 额度的限制。其中, 路博迈备案产品数量最多, 共备案 4 只产品, 均为海外股权投资基金, 公司管理总规模达 5-10 亿元。肯阳紧随其后, 共备案 3 只产品, 但旗下产品总管理规模只有 0-5 亿元。

WFOE PFM 中, 瑞银、惠理以及元盛备案的产品数量最多。瑞银产品备案数量为 17 只, 公司管理总规模在 20-50 亿元, 产品策略以覆盖股票多头、债券策略为主, 并覆盖 FOF/MOM 和宏观策略。惠理和元盛的备案产品数量分别为 12 只和 10 只, 公司管理总规模分别为 10-20 亿元和 20-50 亿元, 惠理发行的皆是股票多头的基本面分析产品, 以惠理中国中璧 1 号为代表; 元盛的 QDLP 主体——元胜以期货趋势量化策略为主, 代表产品元盛中国多元化金选一号。产品信息详见附件。

3、外资管理人产品布局案例分析

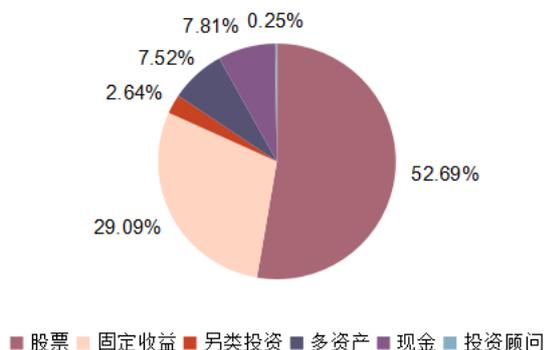
考虑到贝莱德是目前唯一一家独资 FMC、路博迈在国内的产品策略覆盖较广、元盛在中国布局 CTA 策略已久, 具有一定的代表性。因此本章节我们将以这三家管理人为例, 对其具体的产品布局进行案例分析。

3.1、贝莱德 (BlackRock)

贝莱德是全球规模最大的资产管理集团之一, 旗下产品以股票和固收产品为主。截至 2021 年 3 月 31 日, 贝莱德在全球管理的总资产达 9.01 万亿美元, 旗下产品涵盖股票、固定收益、另类投资 (包括房地产、股权、商品投资等)、多资产和现金等多个类别。其中, 股票和固收产品规模最大, 分别为 4.75 万亿美元和 2.62 万亿美元。此外, 贝莱德涉及另类资产管理业务, 目前其另类产品规模已达到 2377 亿美元。

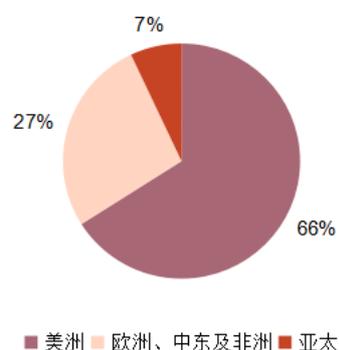
贝莱德在中国等亚太地区国家的资管业务占比仍有较大的提升空间。贝莱德在亚太地区的资产管理规模仅占其全球资产管理总规模的 7%; 而在美洲地区的占比高达 66%。

图 13: 贝莱德各类产品规模分布情况



资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 数据截至: 2021 年 3 月 31 日

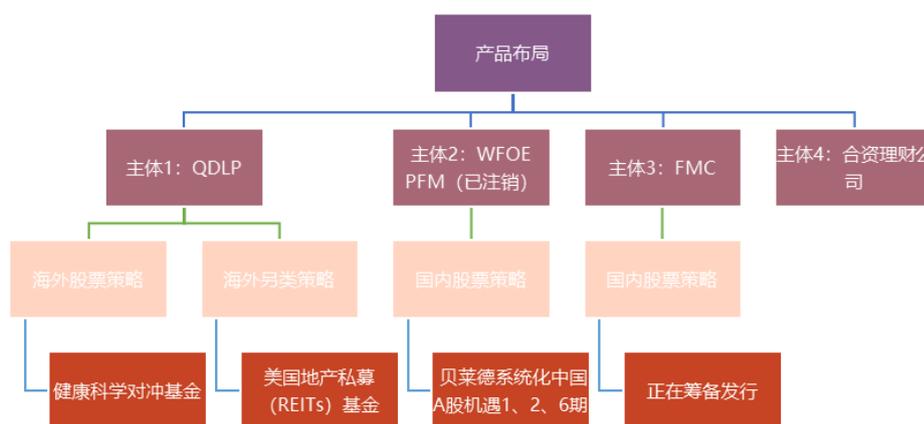
图 14: 贝莱德管理规模区域分布情况



资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 数据截至: 2021 年 3 月 31 日

贝莱德当前布局中国市场资管业务的主体形式包括 QDLP、独资公募基金管理公司以及合资理财公司三类。其中, QDLP 布局已久, 早在 2015 年, 贝莱德已经完成 QDLP 管理人的备案, 并于 2016 年 3 月及 2017 年 1 月先后发行了健康科学对冲基金、美国 REITs 基金两只股票策略产品, 但是受到 QDLP 额度等限制, 两只产品的总规模仅在 0-5 亿。2020 年 8 月 21 日, 贝莱德获证监会核准筹建独资公募基金公司。2021 年 5 月 12 日, 贝莱德建信理财有限责任公司获批开业, 从股权关系看, 贝莱德持有 50.1% 的股份, 建信理财有限责任公司持有 40%, 淡马锡(Temasek)则持有 9.9%。值得一提的是, 贝莱德曾完成 WFOE PFM 备案, 并发行了三只私募股票量化策略产品, 但在今年 2021 年 3 月 23 日主动注销了资质, 贝莱德方的解释为“注销资质是为了防范 FMC 主体与 WFOE PFM 相关利益冲突风险。”

图 15: 贝莱德中国市场产品线布局

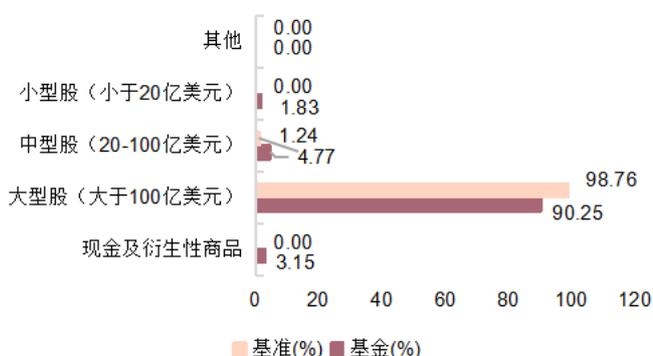


资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 注: 由于贝莱德公募尚未发行产品, 这里我们借用贝莱德已注销的产品来预测公募产品布局

我们将对贝莱德的 QDLP 业务在中国布局作为案例进行分析。另外, 虽然贝莱德为了防范 FMC 主体与 WFOE PFM 相关利益冲突风险, 已经主动注销了通过 WFOE PFM 主体所发行的三只私募基金, 但仍然可以通过这些产品看出贝莱德在海外股票策略、海外另类策略和股票多头产品的布局思路。

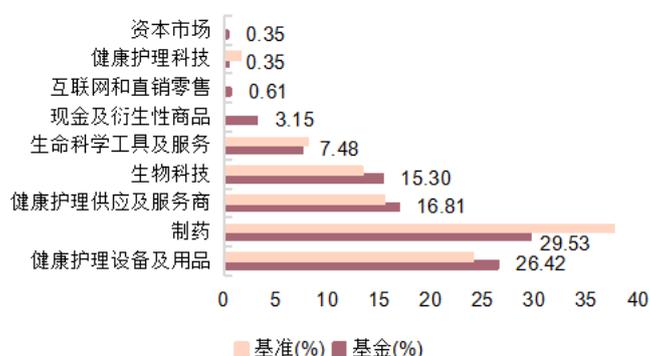
海外股票策略方面，代表产品是贝莱德世界健康科学基金（BlackRock World Health Science Fund）。贝莱德世界健康科学基金是一只追求投资收益最大化、主要投向大市值健康医药公司的基金。目前由三名有医学背景的华人基金经理共同管理，将基金不少于 70% 的总资产投资于全球保健、制药、医学科技、生物科技公司。基金发行于 2001 年，自成立以来表现良好，净值稳步上升，晨星评价为三星；截至 2021 年 5 月末，基金规模为 12.60 亿美元。基金在投资风格上偏向大市值股票，市值大于 100 亿美元的股票占比 90.25%。基金行业配置以健康护理、制药等行业为主，相对基准 MSCI 世界保健指数，高配健康护理设备及用品、健康护理供应及服务商等子行业。基金投资地域国家主要以美国为主，截至 2021 年 5 月末有近 68% 的股票资产投向美国，前十大重仓股也多为 UNITEDHEALTH GROUP INC、ABBOTT LABORATORIES 等美国知名医药相关企业。

图 16: 贝莱德世界健康科学基金组合市值分布情况



资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 数据截至: 2021 年 5 月 31 日

图 17: 贝莱德世界健康科学基金行业分布情况



资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 数据截至: 2021 年 5 月 31 日

贝莱德世界健康科学具有较为稳定的超额收益和较高的绝对收益。2016 年以来该基金每年超额收益均为正，2016 年-2021 年（2021 年数据截至 2021 年 5 月 31 日）相对业绩基准 (MSCI 世界保健指数) 的超额收益分别为 1.5%、5.52%、3.98%、1.2%、2.01% 和 0.53%；近 5 年基金累计收益达 98.57%。

表 4: 贝莱德世界健康科学基金业绩表现

	2016	2017	2018	2019	2020	YTD
贝莱德世界健康科学 A2 (人民币, 对冲汇率风险) (%)	-5.31	25.32	6.49	24.44	15.53	7.25
MSCI 世界保健指数 (%)	-6.81	19.80	2.51	23.24	13.52	6.72

资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 数据截至 2021 年 5 月 31 日

海外另类策略上，贝莱德在华的代表产品为 REITs 基金（Real Estate Securities Fund）。该基金将不少于 80% 的基金资产投资于美国 REITs，其余不超过 20% 投资于美国以外 REITs。截至 2021 年一季报，REITs 基金规模为 3.19 亿美元；截至 2021 年 5 月 28 日，基金在投资风格上偏向大市值公司，市值大于 100 亿美元的公司占总持仓的 68.5%。基金以 MSCI 美国 REITs 指数为业绩基准，高配专用 REITs、住宅 REITs 等，因新冠疫情长期化影响，基金低配多元化 REITs、零售 REITs、健康护理 REITs 等。在重仓持股中，基金前十大股票占基金总市值的 50%，和大多数投资美国 REITs 的基金一样，持股相对集中。前十大重仓股包含 PROLOGIS INC、EQUINIX INC、SIMON PROPERTY GROUP INC 等盈利较高、股价上涨强劲的 REITs 公司。

表 5: REITs 基金组合持仓市值分布情况

持仓标的	基金(%)	基准(%)	主动超配仓位(%)
现金及衍生性商品	0.42	0.0	0.42
大型股 (大于 100 亿美元)	68.5	68.13	0.38
中型股 (20-100 亿美元)	29.5	28.18	1.33
小型股 (小于 20 亿美元)	1.58	3.70	-2.12

资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 数据截至: 2021 年 5 月 28 日

表 6: REITs 基金持仓行业分布情况

持仓标的	基金(%)	基准(%)	主动超配仓位(%)
专项 REITs	26.81	23.61	3.20
住宅 REITs	17.62	18.51	-0.88
工业制造 REITs	15.27	14.25	1.02
零售 REITs	11.53	13.51	-1.98
写字楼 REITs	9.70	9.77	-0.07
医疗 REITs	9.41	10.92	-1.51
酒店及度假村 REITs	2.71	4.22	-1.50
互联网服务及基础设施建设 REITs	2.48	0.00	2.48
集成电信服务 REITs	1.81	0.00	1.81
酒店度假村和邮轮航线	1.21	0.00	1.21
房地产运营公司	1.01	0.00	1.01
现金及衍生性商品	0.42	0.00	0.42
多元混合 REITs	0.00	5.21	-5.21

资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 数据截至: 2021 年 5 月 28 日

REITs 基金具有较为稳定的超额收益。REITs 基金除 2016 年收益略低于基准 (MSCI 美国 REITs 指数), 其余年份相对于业绩基准的超额收益均为正, 2016-2020 年、2021 年 1 季度超额收益分别为-0.18%、2%、0.59%、3.19%、3.86%和 1.25%。

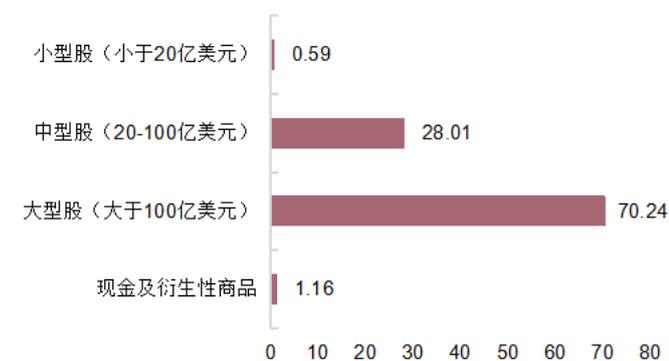
表 7: REITs 基金业绩表现

	2016	2017	2018	2019	2020	YTD
REITs 基金 (%)	7.37	5.91	-3.28	27.53	-4.43	9.75
MSCI 美国 REITs 指数 (净总收益, 美元) (%)	7.55	3.91	-3.87	24.34	-8.29	8.5

资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 数据截至 2021 年 3 月 31 日

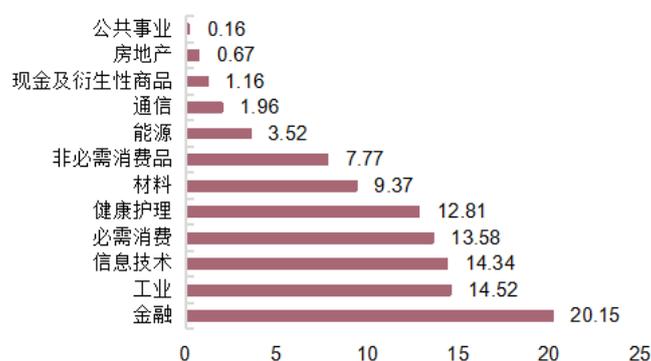
国内股票策略上, 代表产品贝莱德系统化中国 A 股机遇基金(Systematic China A-Share Opportunities Fund)是一只基于量化策略、主要投向中国 A 股的基金。基金以获取尽可能高的绝对收益为投资目标, 将不少于 70% 的总资产投资于在中国内地注册或从事大部分活动的公司股票。投资策略上, 贝莱德运用大数据分析和机器学习技术, 针对中国市场研发量化投资模型, 从宏观、基本面、市场情绪三方面捕捉 A 股投资机会。据基金最新月报数据, 截至 2021 年 5 月 31 日, 基金规模为 6.59 亿美元。基金在投资风格上偏向大市值股票, 市值大于 100 亿美元的股票仓位占比 70.24%。基金行业配置以金融、工业、信息技术、必需消费等行业为主。

图 18: 贝莱德系统化中国 A 股机遇基金组合市值分布情况



资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 单位: %; 数据截至: 2021 年 5 月 31 日

图 19: 贝莱德系统化中国 A 股机遇基金行业分布情况



资料来源: 贝莱德, 光大证券研究所; 单位: %; 数据截至: 2021 年 5 月 31 日

贝莱德系统化中国 A 股机遇基金绝对收益较高且超额收益稳定, 但不及国内普通股票型基金指数。由于基金介绍材料中并未选定业绩基准, 考虑到基金组合大市值股票权重较高, 因此我们将沪深 300 作为该基金的比较基准。2018 年以来基金相对沪深 300 每年超额收益均为正, 累计收益达 52.54%, 2018 年、2019 年、2020 年、今年以来 (截至 5 月 31 日) 相对沪深 300 超额收益分别为 3.02%、8.71%、7.55% 和 1.16%。但基金每年收益均跑输同期 Wind 普通型股票基金指数。

表 8: 贝莱德系统化中国 A 股机遇基金业绩表现

	2018	2019	2020	YTD
贝莱德系统化中国 A 股机遇 A2 (人民币) (%)	-22.29	44.78	34.76	3.47
沪深 300 (%)	-25.31	36.07	27.21	2.31
Wind 普通股票型基金指数 (%)	-24.67	47.10	57.99	7.31

资料来源: 贝莱德, Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2021 年 5 月 31 日

总体来看, 贝莱德正在积极拓宽在华产品布局的主体形式, 目前在中国布局的产品以股票多头和另类策略为主, 投向上包括海外和国内市场, 投资方法上包括主动选股和量化选股两类, 代表产品业绩相对基准均有一定的超额收益, 其中布局中国 A 股市场的资管产品跑输同期公募股票型基金指数。

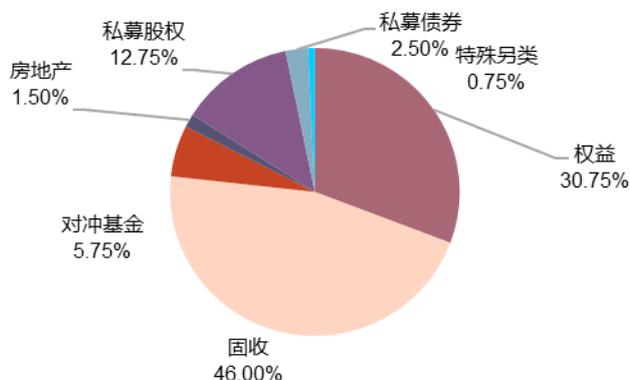
3.2、路博迈 (Neuberger Berman)

路博迈是一家老牌的国际资产管理公司, 由 Neuberger 和 Robert Berman 在 1939 年联合创立。2003 年, 雷曼兄弟以 26.3 亿美元的价格收购了路博迈。雷曼兄弟破产后, 路博迈通过员工发起的股份收购计划退市, 成为一家独立的公司。截至 2021 年一季度末, 公司最新管理规模 4020 亿美元, 其中公募管理业务 3330 亿美元, 私募管理业务 690 亿美元。

路博迈旗下产品以固收和权益类型为主。截至 2021 年一季度末, 公司旗下产品涵盖权益、固收、对冲基金、房地产、私募股权、私募债券等类别, 其中固收和权益类产品规模最大, 分别为 1840 亿美元和 1230 亿美元。

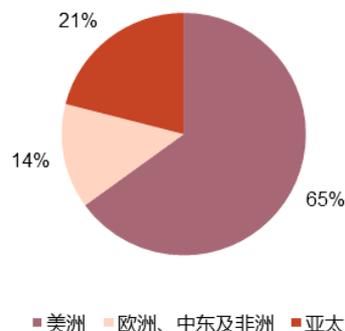
路博迈在中国等亚太地区国家的资管业务仍有提升空间。根据 2021 一季报，从区域分布来看，路博迈在亚太地区的管理规模占总规模的 21%；而美洲地区的管理规模占比达到了 65%。

图 20：路博迈各类产品规模分布情况



资料来源：路博迈，光大证券研究所；数据截至：2021 年 3 月 31 日

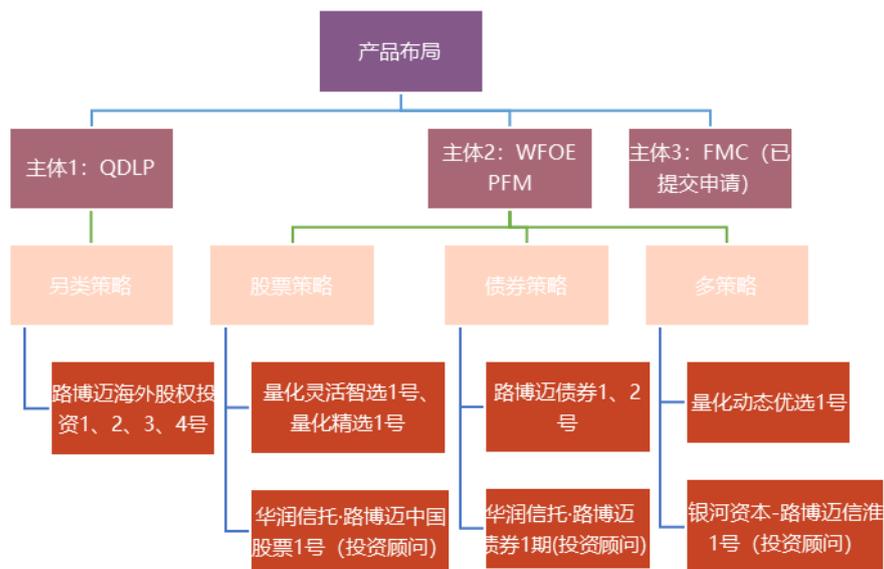
图 21：路博迈管理规模区域分布情况



资料来源：路博迈，光大证券研究所；数据截至：2021 年 3 月 31 日

路博迈主要拟通过 QDLP、WFOE PFM、全资 FMC 三类主体全方位布局中国市场。路博迈是第一批获得 WFOE PFM 资质的外资产管理人，WFOE PFM 主体于 2017 年 11 月 9 日完成备案，截至 2021 年 5 月 31 日，目前已发行 5 只私募产品，产品策略涵盖股票、债券策略，管理规模在 5-10 亿。此外，路博迈 WFOE PFM 于 2019 年 3 月 21 日获得的投资建议服务资质，为首批获得该资质的管理人，目前已担任 3 只产品的投资顾问，产品策略分别为股票策略、债券策略和多策略。路博迈的 QDLP 主体在 2018 年 6 月 19 日完成备案，目前共发行 4 只产品，均为另类策略，管理规模在 5-10 亿。此外，路博迈于 2020 年 4 月 1 日提交了公募基金管理公司设立资格申请，证监会于 2020 年 11 月 27 日针对申请反馈意见，路博迈有望在贝莱德之后获得 FMC 资质。

图 22：路博迈中国市场产品布局情况



资料来源：路博迈，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 31 日

我们将选取代表产品，逐一剖析路博迈各类投资策略与策略表现。

另类策略方面，路博迈作为 QDLP 主体发行的海外股权投资系列主要投向海外发行的 Dyal Capital Partners 基金。底层基金在全球 PE 机构中精选出优秀的 10-12 家 PE 基金管理人（GP），购买其少数股权。基金收益源自 PE 公司的管理费、业绩费以及跟投收益三个方面，而不是直接来自企业成长，但路博迈并未公开该基金的业绩数据。

路博迈作为 WFOE PFM 主体布局的股票多头产品主要采用多因子量化选股策略。路博迈认为，可持续的 ROE、现金流增长以及合理的估值是股票长期表现的驱动因素，在中国等新兴市场主要运用自下而上精选高 ROE 股票的量化投资框架，在股票价格比较具有吸引力时进行交易。路博迈的量化多因子选股模型会挖掘对于未来价格具有较强预测作用的因子，包括基本面、技术面等因子，对因子背后的投资逻辑进行分析并据以确定各个因子的权重，再对每只股票进行因子打分排序。最后，基于组合优化模型输出股票组合。

股票多头策略代表产品相对沪深 300 有超额收益，但不及 Wind 普通股票型基金指数。考虑到华润信托-路博迈中国股票 1 号是唯一一只披露净值的股票策略产品，我们将以其为代表产品分析路博迈股票策略的表现。华润信托-路博迈中国股票 1 号成立于 2020 年 5 月 19 日，近 1 年收益为 36.81%，相对于同期沪深 300 超额收益为 5.02%，但表现弱于同期 Wind 普通股票型基金指数。

表 9：华润信托-路博迈中国股票 1 号业绩表现

	YTD	近 1 个月	近 3 个月	近 6 个月	近 1 年
华润信托-路博迈中国股票 1 号 (%)	2.23	1.45	-8.22	7.47	36.81
沪深 300 (%)	-0.48	2.03	-10.25	4.92	31.79
Wind 普通股票型基金指数	2.81	2.77	-7.28	11.67	46.24

资料来源：私募排排网，Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 5 月 21 日

路博迈作为 WFOE PFM 主体布局的债券策略预期超额收益主要来源于自上而下的分析和利率曲线配置。路博迈的债券投资策略采用的是自上而下和自下而上相结合的方法，并辅以利率曲线配置，其中自上而下的分析涵盖了投研团队对于中国市场债券的展望以及对宏观状况的评估，自下而上则主要进行券种和个券的精选。据管理人测算，该策略预期超额收益 40%源自自上而下的宏观分析、30%源自利率曲线配置、20%来自券种筛选，剩下 10%来自信用债筛选。

路博迈债券策略代表产品长期表现较为一般。考虑到路博迈债券 1 号成立时间最早，我们将以路博迈债券 1 号为代表产品分析路博迈债券策略表现。虽然基金近 6 月收益为 4.21%，略高于同期的中债-总财富（总值）以及 Wind 债券型基金指数。但近 1 年和近 2 年收益均低于同期基准和同策略指数，近 3 年收益略高于同期基准和同策略指数。

表 10：路博迈债券 1 号业绩表现

	YTD	近 6 个月	近 1 年	近 2 年	近 3 年
路博迈债券 1 号 (%)	2.86	4.21	0.57	7.73	16.77
中债-总财富（总值）指数 (%)	1.93	3.49	1.06	8.89	16.19
Wind 债券型基金指数 (%)	1.37	2.65	3.24	9.60	15.06

资料来源：私募排排网，Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 5 月 21 日

相比贝莱德而言，路博迈在中国境内资管业务的产品布局相对丰富，涵盖了股票、固收、另类股权、多策略四大类。其中，路博迈在另类股权策略上具有明显的竞争优势，其成熟的海外股权投资平台是目前内资管理人所不具备的。在股

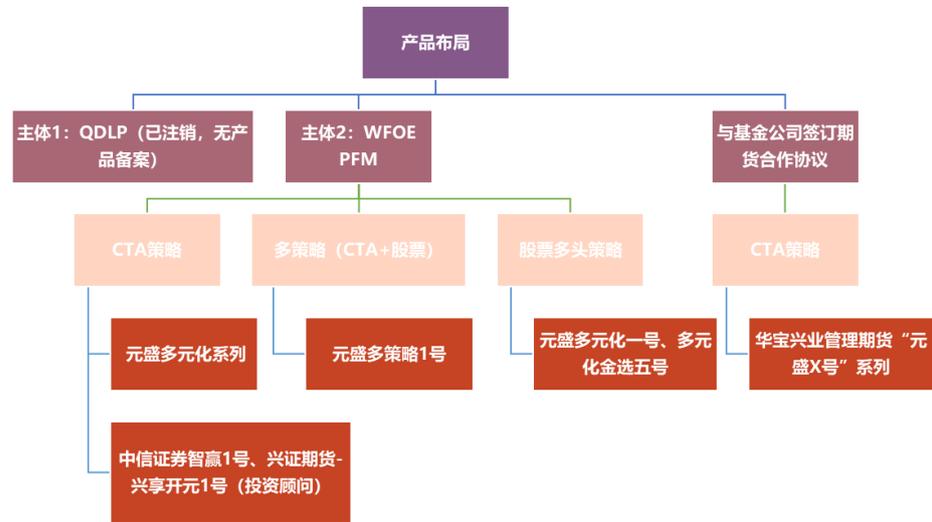
票多头类产品的布局上，路博迈主要采用多因子量化选股策略，但对标 Wind 普通股票型基金指数来看，相关产品的历史业绩表现不佳。

3.3、元盛 (Winton)

元盛集团是一家英国的投资管理公司，由 David Winton Harding 创立于 1997 年。元盛以擅长 CTA 策略闻名，目前是全球最大的 CTA 对冲基金经理人之一。

元盛目前主要通过 WFOE PFM 主体资质以及同基金公司签订期货投资合作协议的方式在中国开展资管业务。元盛是第一批获得 QDLP 资质的外资管理人，其 QDLP 主体元胜海外投资基金管理(上海)有限公司于 2014 年 5 月 4 日备案，但目前已经注销，且无产品备案记录。此外，元盛是第 12 家进军中国市场的外商独资私募证券投资基金管理人(WFOE PFM)，其在华设立的元胜投资管理(上海)有限公司于 2018 年 6 月 29 完成私募证券投资基金管理人登记。元盛原本的中文译名为元盛，但由于元盛已经被注册，因此在国内取名为元胜。元盛的 PFM 主体目前已经发行 10 只产品，其中 7 只采用的是 CTA 策略，2 只采用的是股票多头策略，另 1 只采用的是 CTA 期货策略和股票多头策略相结合的多策略，总管理规模在 20-50 亿元之间，领先于其他外资管理人。元盛 PFM 主体还担任了中信证券智赢 1 号、兴证期货-兴享开元 1 号两只产品的投资顾问，均采用 CTA 策略。此外，元盛在 2012 年与华宝兴业基金管理公司(现已更名为华宝基金管理有限公司)签订了期货投资合作协议，并发行了华宝兴业管理期货“元盛 X 号”系列产品。该系列产品由华宝兴业作为资产管理人，运用元盛开发的 CTA 策略进行期货投资。

图 23：元盛中国市场产品布局情况



资料来源：元盛，私募排排网，光大证券研究所

元盛目前在中国发行的 CTA 产品均采用其独立开发的中国多元化投资策略 (CDP)。元盛在 2008 年就开始收集并研究中国期货市场数据，两年后形成针对中国期货市场的 CTA 策略——中国多元化投资策略 (CDP)，目前策略运行已超过 10 年。CDP 是基于期货中长期趋势的量化策略，以趋势跟踪作为策略

基础信号，结合其他低频、且与趋势跟踪在风险回报特征上互补的技术面和基本面信号，预测标的价格走势，投资标的包括近 50 种中国在岸期货、远期以及互换，如工业品、能源、农产品、基本金属、贵金属、股指期货和国债期货等。

元盛的中国 CTA 策略相对于同策略指数的超额收益并不稳定。由于华宝兴业管理期货“元盛 3 号”是唯一一只公开披露净值的产品，我们将以华宝兴业管理期货“元盛 3 号”作为代表产品，分析元盛 CTA 策略在中国的表现。由于 CTA 策略存在多空双向操作，普通商品指数难以作为基准进行比较，因此我们选取了私募排排网的同策略指数——融智管理期货指数作为对比对象。从业绩来看，截至 2021 年 5 月 31 日，基金在 2016 年、2018 年、2020 年以及今年以来表现优于同期同策略指数，超额收益分别为 14.25%、5.03%、1.55% 和 0.21%；而 2017 年和 2019 年表现弱于同期同策略指数，超额收益分别为 -0.12% 和 -1.46%。

表 11：华宝兴业管理期货“元盛 3 号”基金业绩表现

	2016	2017	2018	2019	2020	YTD
华宝兴业管理期货“元盛三号” (%)	26.50	1.63	9.80	8.57	29.65	5.97
融智管理期货指数 (%)	12.25	1.75	4.77	10.03	28.10	5.76

资料来源：私募排排网，光大证券研究所；数据截至 2021 年 5 月 31 日

总结来看，元盛在中国市场资管产品线上的布局仍然以 CTA 策略为主，专注于自己擅长的领域。但从业绩来看，元盛的 CDP 策略相对内资管理人的同策略产品并未体现出较为明显的优势。

4、外资管理人竞争力分析

外资管理人比较偏好在国内发行股票多头策略产品、债券策略和 CTA 产品等，旗下备案产品中也有较多关于海外市场的另类策略产品，此外对 FOF/MOM 产品和多策略产品也有所布局。但从目前已披露数据的产品看来，外资管理人发行的产品并没有跑赢国内同类金融产品，这可能是由于海外的量化选股策略水土不服，需要本土化的调整，也可能和外资管理人对国内市场研究不够深入有关。

相对于内资管理人，外资管理人的竞争优势体现在：首先，外资管理人具有更加丰富的管理经验，经过数十年的发展，逐渐形成完善的投资体系，在投资和风控流程的把握上更加精细。其次，外资管理人对于国际金融市场有更深刻的理解，在国际金融市场信息获取的质量和速度上具有优势，发行的投资标的为海外市场的产品中更具优势。

当然，外资管理人同样存在一些劣势：首先，由于外资管理人进军中国市场时间较短，大部分管理人缺少在国内较长时间的实盘投资业绩，在一定程度上提高了产品募集的难度。其次，海外完善的投资体系并不完全适应中国市场，需要本土投研团队和海外投研团队进行磨合，完成投资体系的本土化。从业绩表现来看，案例中的路博迈和贝莱德旗下部分股票多头产品表现有些不及国内股票型基金指数。而投资体系本土化并非一蹴而就，需要在市场和时间的检验下，不断调整迭代。最后，外资管理人在国内的渠道销售和市场运作上仍缺少经验，这也是外资管理人国内产品规模偏小的原因之一。

5、风险提示

本报告结论均基于历史数据客观分析，历史数据存在不被重复验证的可能。

6、附录

表 12: QDLP 信息汇总表

基金管理人名称	登记时间	管理规模	产品序号	基金名称	备案时间
元胜海外投资基金管理（上海）有限公司	2014/5/4	已注销	1	暂无产品备案	
橡树海外投资基金管理（上海）有限公司	2014/5/4	10-20 亿元	1	上海橡树一期海外投资基金合伙企业（有限合伙）	2016/04/29
			2	上海橡树二期海外私募投资基金	2020/3/19
肯阳海外投资基金管理（上海）有限公司	2014/5/4	0-5 亿元	1	上海肯阳海外投资基金合伙企业（有限合伙）	2015/3/12
			2	肯阳价值实现海外契约型基金	2015/12/28
			3	肯阳平衡精选海外契约型基金	2015/12/28
奥氏（上海）海外投资基金管理有限公司	2014/5/4	0-5 亿元	1	上海奥氏海外投资基金合伙企业（有限合伙）	2015/1/9
信拓城海外投资基金管理（上海）有限公司	2014/5/20	0-5 亿元	1	信拓城（上海）海外投资基金合伙企业（有限合伙）	2014/7/18
英仕曼海外投资基金管理（上海）有限公司	2014/7/22	0-5 亿元	1	上海英仕曼海外投资基金合伙企业（有限合伙）	2016/1/27
			2	英仕曼非传统量化多因子私募海外证券投资基金	2019/10/18
世邦魏理仕海外投资基金管理（上海）有限公司	2015/8/26	0-5 亿元	1	世邦魏理仕全球阿尔法基金	2016/8/11
			2	世邦魏理仕亚洲增值基金四期	2017/9/22
易皆福（上海）海外投资基金管理有限公司	2015/9/22	0-5 亿元	1	易皆福金融服务海外投资基金	2016/2/15
			2	易皆福债务机会海外投资基金	2016/8/2
惠理海外投资基金管理（上海）有限公司	2015/11/18	0-5 亿元	1	惠理大中华优先股基金	2016/3/1
			2	惠理亚洲高红利股票基金	2016/2/3
贝莱德海外投资基金管理（上海）有限公司	2015/11/25	0-5 亿元	1	世界健康科学基金	2016/3/29
			2	美国 REITs 基金	2017/1/12
睿富（上海）海外投资基金管理有限公司	2017/5/12	0-5 亿元	1	睿富美国房地产信托二期私募海外投资基金	2017/9/29
路博迈海外投资基金管理（上海）有限公司	2018/6/19	5-10 亿元	1	路博迈海外股权投资 1 号私募基金	2018/9/20
			2	路博迈海外股权投资 2 号私募基金	2020/10/15
			3	路博迈海外股权投资 3 号私募基金	2021/1/26
			4	路博迈海外股权投资 4 号私募基金	2021/3/15
安本标准海外投资基金管理（上海）有限公司	2018/7/12	0-5 亿元	1	安本标准全球小型公司私募基金	2018/12/19
联博汇智（上海）海外投资基金管理有限公司	2018/7/17	0-5 亿元	1	联博全球高收益债券私募基金	2018/12/24
未来益财海外投资基金管理（上海）有限公司	2018/8/10	0-5 亿元	1	未来益财亚洲行业龙头股票私募基金	2019/1/25
安联寰通海外投资基金管理（上海）有限公司	2018/8/10	0-5 亿元	1	安联收益及增长证券投资私募基金	2020/1/3
			2	安联全球动力多元资产策略 50 私募基金	2018/10/11
宏利海外投资基金管理（上海）有限公司	2018/8/10	0-5 亿元	1	宏利美国银行股海外投资私募基金	2019/1/3
法巴海外投资基金管理（上海）有限公司	2018/8/27	0-5 亿元	1	法巴水资源海外投资私募基金	2019/2/14
瑞银睿华海外投资基金管理（上海）有限公司	2018/8/27	0-5 亿元	1	A&Q（中国）中性阿尔法策略带杠杆	2016/10/12

野村海外投资基金管理(上海)有限公司	2018/8/27	0-5 亿元	1	野村日股精选海外私募基金	2018/11/15
荷宝海外投资基金管理(上海)有限公司	2018/9/17	0-5 亿元	1	荷宝环球消费新趋势股票海外私募投资基金	2018/12/20
安盛海外投资基金管理(上海)有限公司	2018/9/17	0-5 亿元	1	安盛天元 1 号海外证券投资私募基金	2019/3/13
摩根士丹利海外投资基金管理(上海)有限公司	2018/10/18	0-5 亿元	1	环球品牌海外投资私募证券投资基金	2019/4/10
摩根海外投资基金管理(上海)有限公司	2018/10/18	0-5 亿元	1	科技证券对冲私募基金	2019/4/1
霸菱海外投资基金管理(上海)有限公司	2018/11/6	0-5 亿元	1	霸菱全球信用债 2 号债券私募基金	2019/8/6
			2	霸菱全球信用债债券私募基金	2019/1/3
景顺纵横海外投资基金管理(上海)有限公司	2019/4/15	0-5 亿元	1	景顺均衡风险海外投资私募证券投资基金	2019/9/27
瀚亚海外投资基金管理(上海)有限公司	2019/5/22	0-5 亿元	1	瀚亚海外投资全球低波动股票私募投资基金	2019/10/31
			2	瀚亚海外投资亚洲信用债券私募投资基金	2020/1/7
瑞信海外投资基金管理(上海)有限公司	2019/8/13	5-10 亿元	1	艾迪逊海外证券投资私募基金	2019/10/22
瑞锐海外投资基金管理(上海)有限公司	2020/5/25	0-5 亿元	1	瑞锐翼迪海外私募投资基金	2020/8/27
富兰克林邓普顿海外投资基金管理(上海)有限公司	2020/6/15	0-5 亿元		暂无产品备案	
Oaktree (北京) 投资管理有限公司	2020/8/18	0-5 亿元	1	北京橡树一期私募投资基金	2020/9/24
品浩海外投资基金管理(上海)有限公司	2020/11/9	0-5 亿元	1	品浩战略精选海外信用私募证券投资基金	2021/4/1
柏基海外投资基金管理(上海)有限公司	2021/1/4	0-5 亿元	1	柏基海外长期全球增长私募证券投资基金	2021/3/26
锋裕汇理私募基金管理(北京)有限公司	2021/3/30	0-5 亿元		暂无产品备案	
广发钧策海外投资基金管理(上海)有限公司	2015/11/25	0-5 亿元	1	广发钧策海外投资基金 1 号	2016/3/16
			2	广发钧策海外投资基金 2 号	2016/11/4
美盛海外投资基金管理(上海)有限公司	2019/4/15	已注销		暂无产品备案	

资料来源: 中国证券投资基金业协会, 光大证券研究所; 数据截至: 2021 年 5 月 31 日

表 13: WFOE PFM 信息汇总表

基金管理人名称	登记时间	管理规模	产品序号	基金名称	备案时间
富达利泰投资管理(上海)有限公司	2017/1/3	0-5 亿元	1	富达中国债券一号私募基金	2017/5/4
			2	富达中国债券优选一号私募基金	2019/1/17
			3	富达中国债券盈收一号私募基金	2017/12/28
			4	富达中国股票一号私募基金	2017/12/29
瑞银资产管理(上海)有限公司	2016/8/15	20-50 亿元	1	瑞银中国裕丰债券策略三号私募证券投资基金	2020/3/31
			2	瑞银中国股票精选私募基金一号	2017/12/4
			3	瑞银中国现金添益债券私募基金一号	2018/5/22
			4	瑞银中国 A&Q 多元策略 FOF 私募证券投资基金一号	2019/8/2
			5	瑞银中国股票精选私募证券投资基金二号	2020/2/13
			6	瑞银中国瑞享股票策略二号私募证券投资基金	2020/12/18

			7	瑞银中国瑞享债券策略五号私募证券投资基金	2019/12/4
			8	瑞银中国瑞享股票策略一号私募证券投资基金	2020/3/31
			9	瑞银中国裕丰债券策略一号私募证券投资基金	2019/9/26
			10	瑞银中国股票精选私募证券投资基金三号	2020/2/13
			11	瑞银中国均衡多元资产私募证券投资基金一号	2019/10/21
			12	瑞银中国瑞享债券策略三号私募证券投资基金	2019/7/2
			13	瑞银中国裕丰债券策略二号私募证券投资基金	2019/11/12
			14	瑞银中国瑞享债券策略六号私募证券投资基金	2020/2/5
			15	瑞银中国灵活策略债券私募基金一号	2018/10/11
			16	瑞银中国股票精选私募证券投资基金七号	2020/2/12
			17	瑞银中国裕丰债券策略五号私募证券投资基金	2020/6/10
富敦投资管理（上海）有限公司	2017/9/7	0-5 亿元	1	东方赢家富敦成长私募证券投资基金	2019/7/19
			2	富敦中国 A 股绝对收益策略 1 号私募证券投资基金	2018/2/11
			3	富敦中国汇融一期私募证券投资基金	2019/12/4
英仕曼（上海）投资管理有限公司	2017/9/7	10-20 亿元	1	英仕曼宏量 1 号私募基金	2017/12/11
			2	英仕曼美量 1 号私募基金	2018/5/23
景顺纵横投资管理(上海)有限公司	2017/11/9	0-5 亿元	1	景顺中国股票价值核心 1 号私募基金	2018/4/24
路博迈投资管理（上海）有限公司	2017-11-09	5-10 亿元	1	路博迈债券 1 号私募基金	2018/3/23
			2	路博迈量化灵活智选 1 号私募证券投资基金	2019/8/8
			3	路博迈债券 2 号私募证券投资基金	2019/3/7
			4	路博迈量化动态优选 1 号私募证券投资基金	2019/5/6
			5	路博迈量化精选 1 号私募证券投资基金	2019/12/19
惠理投资管理（上海）有限公司	2017/11/9	10-20 亿元	1	惠理中国丰泰 3 号私募证券投资基金	2021/2/18
			2	惠理中国星享私募证券投资基金	2019/4/1
			3	惠理中国景笃私募证券投资基金	2020/3/24
			4	惠理中国丰泰 2 号私募证券投资基金	2019/11/12
			5	惠理中国中睿沪港深 1 号私募证券投资基金	2020/3/31
			6	惠理中国安欣价值沪港深 1 期私募证券投资基金	2020/4/20
			7	惠理中国睿莹私募证券投资基金	2019/5/27
			8	惠理中国中璧 1 号私募投资基金	2018/7/18
			9	惠理中国金钰 1 号私募证券投资基金	2018/10/18
			10	惠理中国新时代优选 1 号私募投资基金	2018/1/29
			11	惠理中国丰泰 1 号私募投资基金	2018/8/7

			12	惠理中国鸿信 1 号私募证券投资基金	2019/8/21
安本标准投资管理(上海)有限公司	2015/9/14	0-5 亿元	1	安本标准优选股票一号私募基金	2018/5/14
			2	安本标准增强核心债券一号证券投资私募基金	2019/7/31
贝莱德投资管理(上海)有限公司	2017/12/25	已注销	1	贝莱德中国 A 股机遇私募基金 1 期	2018/6/5
			2	贝莱德中国 A 股机遇私募基金 6 期	2018/11/12
			3	贝莱德中国 A 股机遇私募证券投资基金 2 期	2019/8/21
施罗德投资管理(上海)有限公司	2017/12/25	0-5 亿元	1	施罗德中国智汇一号私募基金	2018/6/4
			2	施罗德中国股票优选一号私募基金	2019/5/17
			3	施罗德中国宏观债券一号私募基金	2019/5/17
			4	施罗德中国信用债券一号私募基金	2019/5/17
			5	施罗德中国多元动态配置一号 FOF 私募证券投资基金	2019/8/6
			6	施罗德中国多元收益一号 FOF 私募证券投资基金	2019/10/14
安中投资管理(上海)有限公司	2018/2/28	0-5 亿元	1	安中馨混合 3 号私募证券投资基金	2019/7/9
			2	安中馨混合 10 号私募证券投资基金	2020/11/16
			3	安中混合 1 号私募基金	2018/8/14
			4	安中馨混合 2 号私募证券投资基金	2019/8/21
			5	安中馨混合 6 号私募证券投资基金	2020/10/22
			6	安中馨混合 5 号私募证券投资基金	2021/1/29
			7	安中馨混合 11 号私募证券投资基金	2019/8/2
桥水(中国)投资管理有限公司	2016/3/7	10-20 亿元	1	桥水全天候增强型中国私募证券投资基金一号	2018/10/17
			2	桥水全天候增强型中国私募证券投资基金二号	2020/9/30
元胜投资管理(上海)有限公司	2018/6/29	20-50 亿元	1	元盛中国多元化一号私募基金	2018/9/14
			2	元盛中国多元化六号私募证券投资基金	2021/3/26
			3	元盛中国多元化金选二号私募基金	2018/11/5
			4	元盛中国多元化二号私募证券投资基金	2019/1/17
			5	元盛中国多元化金选一号私募基金	2018/11/5
			6	元盛中国多元化三号私募证券投资基金	2020/6/10
			7	元盛中国多策略一号私募证券投资基金	2019/11/12
			8	元盛中国多元化金选五号私募基金	2019/1/2
			9	元盛中国多元化五号私募证券投资基金	2020/12/10
			10	元盛中国多元化金选三号私募基金	2018/11/14
毕盛(上海)投资管理有限公司	2018/7/17	5-10 亿元	1	毕盛狮盈 2 号私募证券投资基金	2020/10/20
			2	毕盛成长 1 号私募证券投资基金	2020/11/2

			3	毕盛狮惠私募证券投资基金	2019/1/2
			4	毕盛狮远私募证券投资基金	2019/7/19
			5	毕盛狮盈 3 号私募证券投资基金	2020/10/22
			6	毕盛狮盈私募证券投资基金	2019/10/28
瀚亚投资管理(上海)有限公司	2018/10/16	0-5 亿元	1	瀚亚投资私募证券投资基金二号	2020/3/23
			2	瀚亚投资私募证券投资基金一号	2019/4/11
未来益财投资管理(上海)有限公司	2018/11/14	0-5 亿元	1	未来益财同茂量化一号私募证券投资基金	2020/9/9
			2	未来益财中国红利稳健一号私募证券投资基金	2021/1/29
			3	未来益财稳健成长多策略一号私募证券投资基金	2019/4/29
			4	未来益财中国优势 1 号私募证券投资基金	2020/7/16
联博汇智(上海)投资管理有限公司	2019/3/1	0-5 亿元	1	联博中国 A 股私募基金一号	2019/8/20
安联寰通资产管理(上海)有限公司	2019/3/25	0-5 亿元	1	安联多资产机遇一号证券投资私募基金	2019/9/4
德劭投资管理(上海)有限公司	2019/4/11	20-50 亿元	1	德劭锐哲中国私募证券投资基金	2019/9/25
野村投资管理(上海)有限公司	2019/6/20	0-5 亿元	1	野村中国股票精选 1 号私募证券投资基金	2019/12/4
			2	野村中国股票精选 2 号私募证券投资基金	2020/12/7
			3	野村中国机遇 1 号私募证券投资基金	2021/5/28
霸菱投资管理(上海)有限公司	2019/6/20	0-5 亿元	1	霸菱中国综合债券 1 号私募证券投资基金	2020/12/15
			2	霸菱中国 A 股 1 号私募证券投资基金	2019/11/22
腾胜投资管理(上海)有限公司	2019/9/11	10-20 亿元	1	腾胜中国聚量宏观策略 1 号私募证券投资基金	2020/3/4
东亚联丰投资管理(深圳)有限公司	2019/12/25	0-5 亿元	1	东亚联丰中国多元化一号私募证券投资基金	2020/7/21
罗素投资管理(上海)有限公司	2020/2/14	0-5 亿元	1	罗素太恒多元成长 FOF 私募证券投资基金	2020/12/30
弘收投资管理(上海)有限公司	2020/3/10	0-5 亿元	1	弘收投资债券精选 1 号私募证券投资基金	2020/11/24
威廉欧奈尔投资管理(上海)有限公司	2020/4/24	0-5 亿元	1	威廉欧奈尔丰稳增长私募证券投资基金	2021/1/12
鲍尔赛嘉(上海)投资管理有限公司	2020/7/27	0-5 亿元	1	鲍尔太平核心中国策略私募证券投资基金一号	2021/3/19
迈德瑞投资管理(珠海横琴)有限公司	2020/8/17	0-5 亿元	1	迈德瑞趋势机会 3 号私募证券投资基金	2021/4/23
柏基投资管理(上海)有限公司	2020/9/1	0-5 亿元	1	柏基致远私募证券投资基金一期	2020/11/12
上海首奕投资管理有限公司	2020/9/22	0-5 亿元	1	首奕慧视 FOF 私募证券投资基金	2021/2/9
韩华投资管理有限公司	2020/10/16	0-5 亿元	1	韩华投资价值精选私募证券投资基金	2021/4/2
润晖投资管理(天津)有限公司	2020/11/9	0-5 亿元	1	润晖股票优选 1 号私募证券投资基金	2021/1/29
			2	润晖知常致远 A 期私募证券投资基金	2021/4/9
			3	润晖精研质选一期私募证券投资基金	2021/5/19
			4	润晖精研质选二期私募证券投资基金	2021/5/19
上海雄愉投资管理有限公司	2014/10/13	0-5 亿元	1	上海雄愉沪深港 1 号私募投资基金	2016/11/18
			2	雄愉股票精选 1 号私募投资基金	2017/05/24

			3	雄愉股债互换策略1号私募投资基金	2017/05/24
			4	雄愉量化对冲1号私募投资基金	2017/05/24
			5	雄愉全天候CTA1号私募投资基金	2017/05/24
澳投(杭州)企业管理有限公司	2014/5/26	0-5亿元	0	无在管理产品	

资料来源：中国证券投资基金业协会，光大证券研究所；数据截至：2021年5月31日

表 14：外资以及合资 FMC 信息汇总表

基金管理人简称	成立年份	股东
国泰基金	1998	中国建银投资有限责任公司 60%,意大利忠利集团 30%,中国电力财务有限公司 10%
华夏基金	1998	中信证券股份有限公司 62.2%,MACKENZIE FINANCIAL CORP 13.9%,加拿大鲍尔公司 13.9%,天津海鹏科技咨询有限公司 10%
鹏华基金	1998	国信证券股份有限公司 50%,欧利盛资本资产管理股份公司 49%,深圳市北融信投资发展有限公司 1%
嘉实基金	1999	中诚信托有限责任公司 40%,德意志资产管理公司 30%,立信投资有限责任公司 30%
长盛基金	1999	国元证券股份有限公司 41%,星展银行有限公司 33%,安徽省投资集团控股有限公司 13%,安徽省信用担保集团有限公司 13%
富国基金	1999	海通证券股份有限公司 27.775%,蒙特利尔银行公司 27.775%,申万宏源证券有限公司 27.775%,山东省国际信托股份有限公司 16.675%
融通基金	2001	新时代证券股份有限公司 60%,日兴资产管理有限公司 40%
泰达宏利基金	2002	天津市泰达国际控股(集团)有限公司 51%,宏利资产管理(香港)有限公司 49%
国投瑞银基金	2002	国投泰康信托有限公司 51%,瑞士联合银行集团 49%
华宝基金	2003	华宝信托有限责任公司 51%,美国华平投资集团有限公司 49%
摩根士丹利华鑫基金	2003	摩根士丹利国际股份有限公司 49%,华鑫证券有限责任公司 36%,深圳市基石创业投资有限公司 15%
国联安基金	2003	太平洋资产管理有限责任公司 51%,德国安联集团 49%
海富通基金	2003	海通证券股份有限公司 51%,法国巴黎投资管理 BE 控股公司 49%
景顺长城基金	2003	景顺资产管理有限公司 49%,长城证券股份有限公司 49%,大连实德集团有限公司 1%,开滦(集团)有限责任公司 1%
兴证全球基金	2003	兴业证券股份有限公司 51%,全球人寿保险国际公司 49%
申万菱信基金	2004	申万宏源证券有限公司 67%,三菱 UFJ 信托银行 33%
中海基金	2004	中海信托股份有限公司 41.591%,国联证券股份有限公司 33.409%,法国爱德蒙得洛希尔银行 25%
光大保德信基金	2004	光大证券股份有限公司 55%,保德信投资管理有限公司 45%
上投摩根基金	2004	上海国际信托有限公司 51%,摩根富林明资产管理(英国)有限公司 49%
中银基金	2004	中国银行股份有限公司 83.5%,贝莱德投资管理(英国)有限公司 16.5%
国海富兰克林基金	2004	国海证券股份有限公司 51%,邓普顿国际股份有限公司 49%
华泰柏瑞基金	2004	柏瑞投资有限责任公司 49%,华泰证券股份有限公司 49%,苏州新区高新技术产业股份有限公司 2%
工银瑞信基金	2005	中国工商银行股份有限公司 80%,瑞士信贷(香港)有限公司 20%
交银施罗德基金	2005	交通银行股份有限公司 65%,施罗德投资管理有限公司 30%,中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司 5%
建信基金	2005	中国建设银行股份有限公司 65%,信安金融服务公司 25%,中国华电集团有限公司 10%

中信保诚基金	2005	英国保诚集团股份有限公司 49%, 中信信托有限责任公司 49%, 中新苏州工业园区创业投资有限公司 2%
汇丰晋信基金	2005	山西信托股份有限公司 51%, 汇丰环球投资管理(英国)有限公司 49%
中邮基金	2006	首创证券股份有限公司 46.3663%, 中国邮政集团有限公司 28.609%, 三井住友银行株式会社 23.6764%, 华创证券有限责任公司 0.6011%, 财信证券有限责任公司 0.3157%, 天风证券股份有限公司 0.2322%, 国金证券股份有限公司 0.0654%, 华金证券股份有限公司 0.0654%, 恒泰证券股份有限公司 0.0638%, 周拥华 0.0033%
信达澳银基金	2006	信达证券股份有限公司 54%, 澳大利亚康联首域集团有限公司 46%
中欧基金	2006	意大利意联银行股份合作公司 25%, 北京百骏投资有限公司 20%, 国都证券股份有限公司 20%, 上海睦亿投资管理合伙企业(有限合伙) 20%, 龚玉明 5%, 万盛基业投资有限责任公司 3.3%, 周玉雄 1.4925%, 卢纯青 0.7447%, 于洁 0.7447%, 赵国英 0.7447%, 方伊 0.5319%, 关子阳 0.5319%, 卞玺云 0.4203%, 曲径 0.3989%, 魏博 0.3989%, 郑苏丹 0.3989%, 黎忆海 0.2926%
浦银安盛基金	2007	上海浦东发展银行股份有限公司 51%, 法国安盛投资管理公司 39%, 上海国盛集团资产有限公司 10%
农银汇理基金	2008	中国农业银行股份有限公司 51.67%, 东方汇理资产管理公司 33.33%, 中铝资本控股有限公司 15%
民生加银基金	2008	中国民生银行股份有限公司 63.33%, 加拿大皇家银行 30%, 三峡财务有限责任公司 6.67%
平安基金	2011	平安信托有限责任公司 68.19%, 新加坡大华资产管理公司 17.51%, 三亚盈湾旅业有限公司 14.3%
方正富邦基金	2011	方正证券股份有限公司 66.7%, 富邦证券投资信托股份有限公司 33.3%
华宸未来基金	2012	华宸信托有限责任公司 40%, 咸阳长涛咨询服务有限公司 35%, 未来资产管理公司 25%
华润元大基金	2013	华润深国投信托有限公司 51%, 华润金控投资有限公司 24.5%, 元大证券投资信托股份有限公司 24.5%
太平基金	2013	太平资产管理有限公司 91.5%, 安石投资管理有限公司 8.5%
中加基金	2013	北京银行股份有限公司 44%, 加拿大丰业银行公司 28%, 北京乾融投资(集团)有限公司 12%, 中地种业(集团)有限公司 6%, 绍兴越华开发经营有限公司 5%, 有研科技集团有限公司 5%
国开泰富基金	2013	国开证券股份有限公司 66.7%, 国泰证券投资信托股份有限公司 33.3%
国寿安保基金	2013	中国人寿资产管理有限公司 85.03%, 安保资本投资有限公司 14.97%
永赢基金	2013	宁波银行股份有限公司 71.49%, 新加坡华侨银行有限公司 28.51%
圆信永丰基金	2014	厦门国际信托有限公司 51%, 永丰证券投资信托股份有限公司 49%
恒生前海基金	2016	恒生银行有限公司 70%, 前海金融控股有限公司 30%
贝莱德基金	2020	贝莱德金融管理公司 100%

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至: 2021年5月31日

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE