

企业行为研究系列

上市公司基金投资行为研究

赵文荣、顾晟曦、唐栋国、刘方、王兆宇

中信证券研究部

2023年5月25日

CONTENTS

目录

上市公司基金投资行为研究

1. 上市公司委托理财市场现状
2. 案例分析
3. 总结

上市公司委托理财市场现状

- I. 委托理财相关政策回顾
- II. 内外部因素合力影响上市公司投资行为
- III. 投资金额上升趋势显著，私募基金占据主导地位

1.1 委托理财相关政策回顾

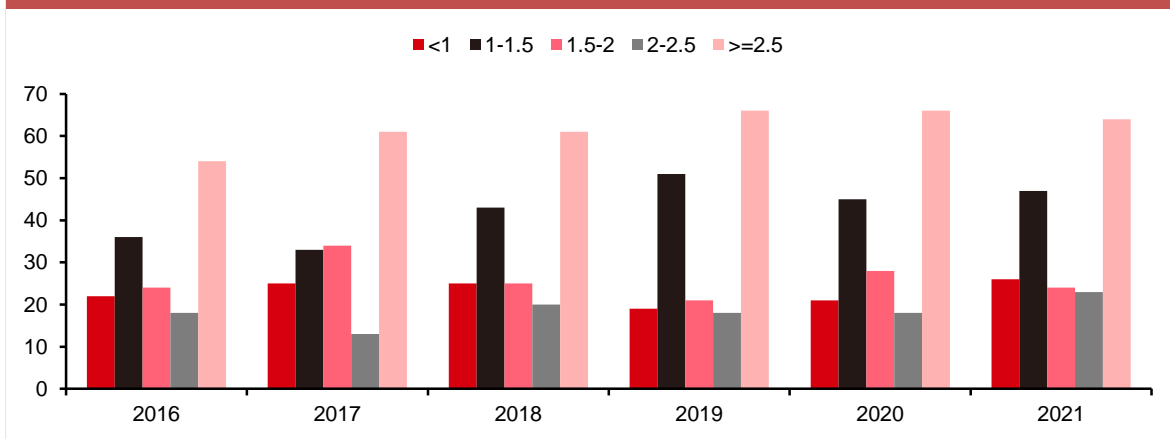
上市公司委托理财相关规定		
上市板块	相关法律法规名称	关键点
沪市、深市	上海证券交易所股票上市规则/深圳证券交易所股票上市规则	<p>委托理财相关额度的使用期限不应超过12个月，期限内任一时点交易金额不应超过投资额度。（2022年修订）</p> <p>对外投资（包括委托理财等）达到下列标准之一的，应当及时披露：（1）投资总额占净资产的10%以上，且绝对金额超过1000万元；（2）投资收益占净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元。</p> <p>对外投资（包括委托理财等）达到下列标准之一的，应当及时披露并提交股东大会审议：（1）投资总额占净资产的50%以上，且绝对金额超过5000万元；（2）投资收益占净利润的50%以上，且绝对金额超过500万元。</p>
深市	深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引/深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引（已废止）	<p>证券投资总额占公司最近一期经审计净资产10%以上且绝对金额超过1000 万元人民币的，应当在投资之前经董事会审议通过并及时履行信息披露义务。</p> <p>上市公司证券投资总额占公司最近一期经审计净资产50%以上且绝对金额超过 5000 万元（创业板3000万元）人民币的，或者根据公司章程规定应当提交股东大会审议的，公司在投资之前除应当及时披露外，还应当提交股东大会审议。</p>
沪市、深市	<p>深圳证券交易所上市公司自律监管指引第2号——创业板上市公司规范运作</p> <p>深圳证券交易所上市公司自律监管指引第1号——主板上市公司规范运作</p> <p>上海证券交易所上市公司自律监管指引第1号——规范运作</p> <p>上海证券交易所科创板上市公司自律监管指引第1号——规范运作</p>	<p>除金融类企业外，募集资金不得用于开展委托理财（现金管理除外）、委托贷款等财务性投资，证券投资、衍生品投资等高风险投资，以及直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。</p> <p>使用暂时闲置的募集资金进行现金管理，其投资产品的期限不得超过12个月，且满足安全性高、流动性好的要求，不得影响募集资金投资计划正常进行。</p> <p>投资产品不得质押，产品专用结算账户（如适用）不得存放非募集资金或者用作其他用途，开立或者注销产品专用结算账户的，公司应当及时公告或报交易所备案公告。</p>

资料来源：Wind，中信证券研究部

1.2 内外部因素合力影响上市公司投资行为

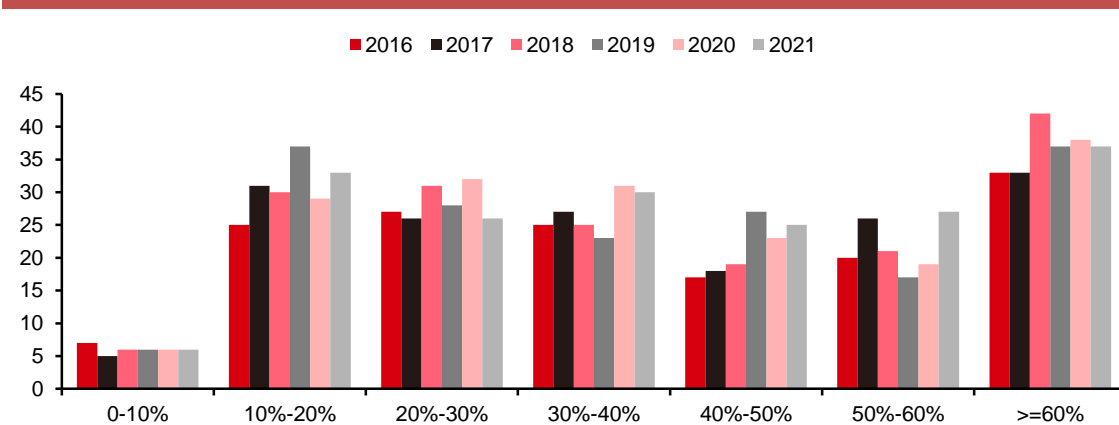
- 进行非货币市场基金投资的上市公司通常偿债能力健康，其中速动比率在1以下的上市公司占比不超过16%（2021年年报数据），2019年仅有10.86%的公司速动比率低于1，并且约有35%的上市公司速动比率高于2.5。
- 进行非货币市场基金投资的上市公司通常资产负债率较低，2016年以来资产负债率在60%以上的上市公司每年不超过25%。

近年进行过非货币市场基金投资的上市公司速动比率分布



资料来源：Wind，中信证券研究部

近年进行过非货币市场基金投资的上市公司资产负债率分布

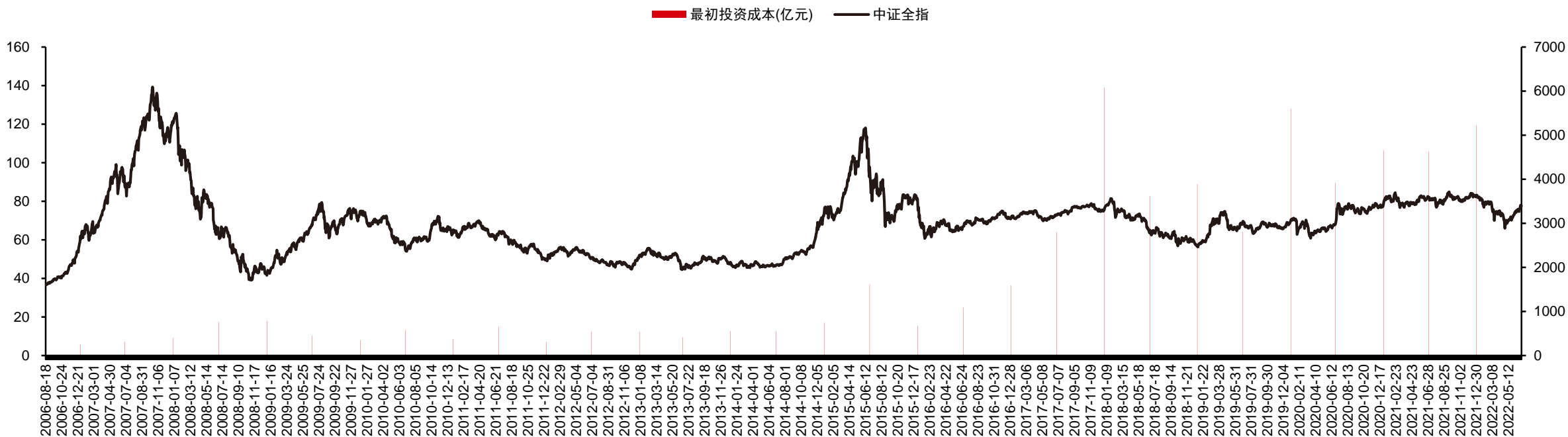


资料来源：Wind，中信证券研究部

1.2 内外部因素合力影响上市公司投资行为

- 外部因素主要是证券市场的行情状况。
- 自2009年以来，每个年报、半年报报告期上市公司的最初证券投资成本与当期市场行情呈现出同涨同跌的趋势，且2014年下半年以来趋势越发明显，相关系数达到0.47。

中证全指与上市公司年报、半年报披露证券投资情况对比

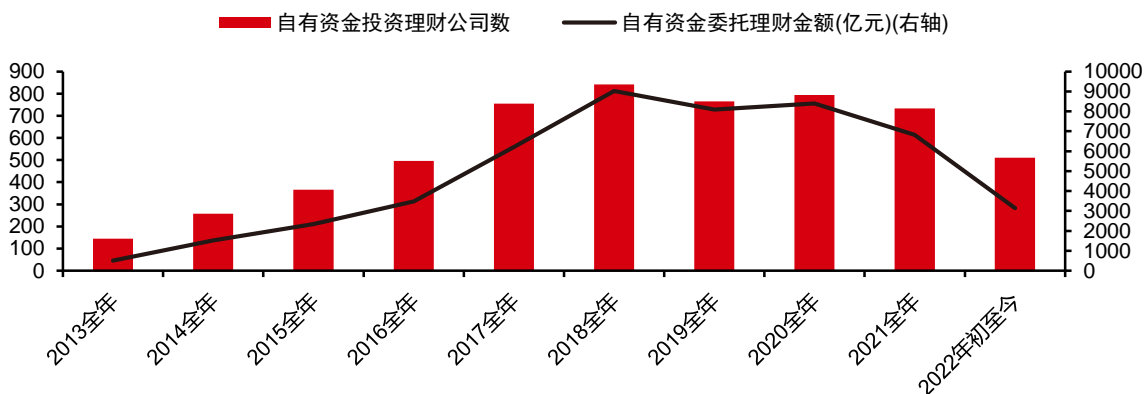


资料来源: Wind, 中信证券研究部

1.2 内外部因素合力影响上市公司投资行为

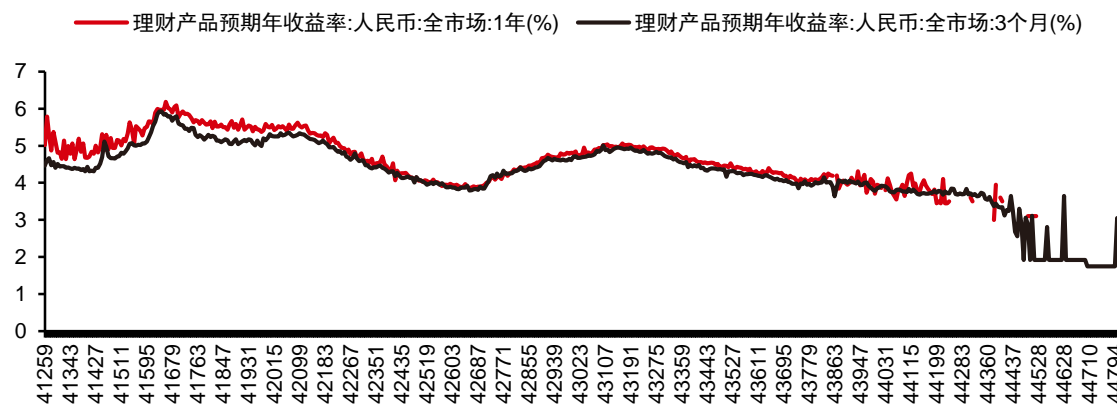
- 在理财产品收益率下滑的背景下，上市公司公告使用自有资金购买理财产品的金额近年呈下降走势，从2018年的845家上市公司、9110.8亿元降至2022年545家上市公司、4001.3亿元。
- 购买基金有望成为上市公司进行财富管理的替代途径，相较于购买理财产品的市场规模仍然具有较大成长空间。

上市公司使用自有资金投资理财情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 数据截至2022/6/30

近年理财产品预期收益率变化

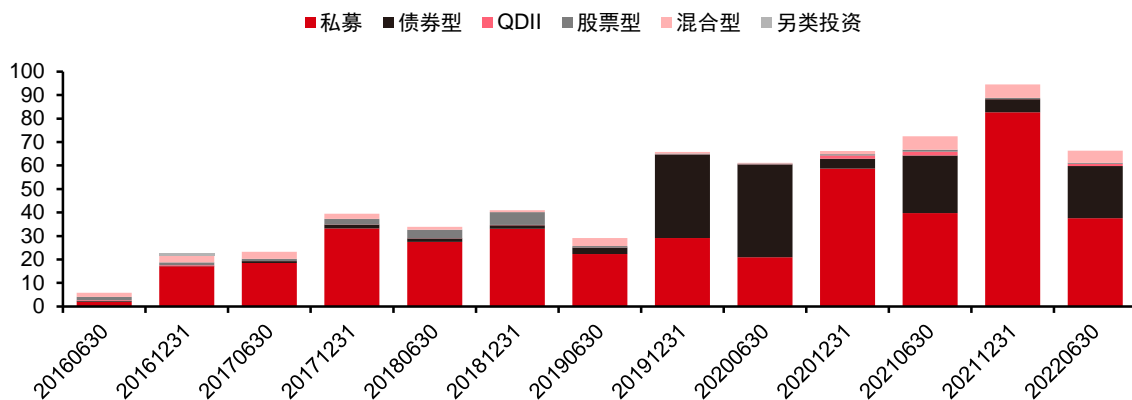


资料来源: Wind, 中信证券研究部, 数据截至2022/6/30

1.3 投资金额上升趋势显著，私募基金占据主导地位

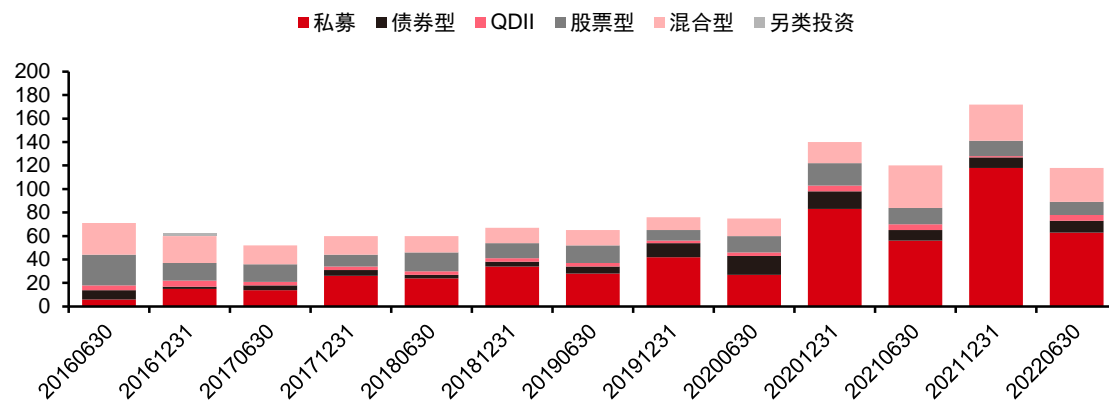
- 2016年以来，超过250家上市公司进行过基金投资，其中192家上市公司投资非货币市场型基金，投资股票型、混合型基金。
- 投资金额及产品数量逐年上升，但是私募证券投资基金仍然占据主导地位。
- 上市公司公布进行证券投资明细时仅可见前十持仓，对统计可能会造成一些影响，例如A公司在2019年后债券型基金投资金额突然增加，主要原因是A公司在这一年开始公布其证券投资明细。

近年持有非货币市场型基金的上市公司最初投资成本(单位：亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

近年持有非货币市场型基金的产品数量

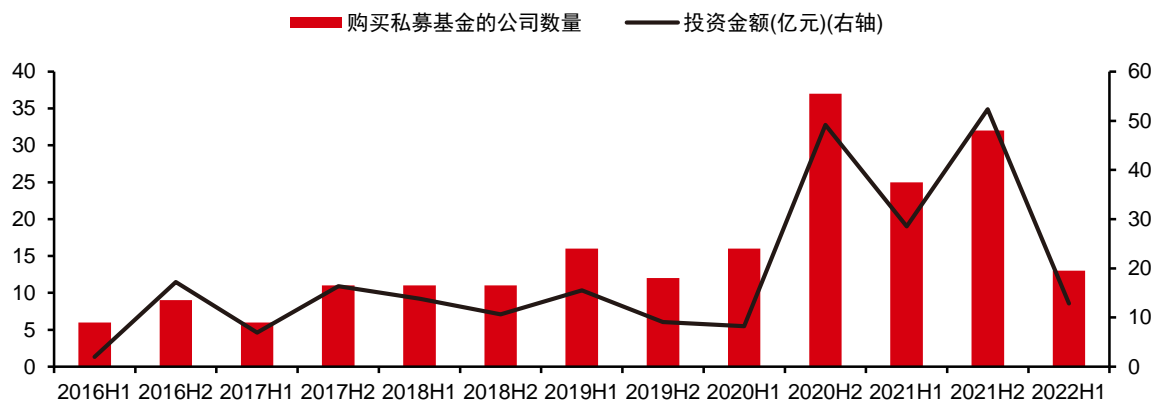


资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

1.3 投资金额上升趋势显著，私募基金占据主导地位

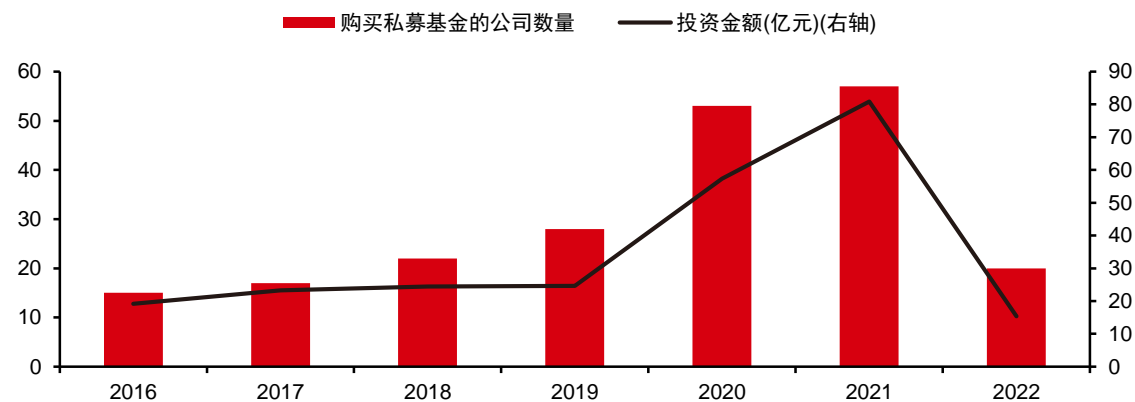
- 超过120家公司认购过私募证券投资基金份额，私募证券投资基金在非货币型基金投资中占较大比重。
- 自2016年以来，上市公司投资私募证券投资基金呈现出较为明显的上升趋势，并在2020年迎来明显抬升。
- 在2020年，共有超过50家上市公司进行了对私募证券投资基金的投资，投资金额约为54.34亿元。
- 由于理财产品收益率下滑趋势明显，2020年上市公司减少了购买理财产品的金额，这一趋势在2021年得到延续。

上市公司新增认购私募基金份额情况（半年度统计）



资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

上市公司新增认购私募基金份额情况（全年情况）

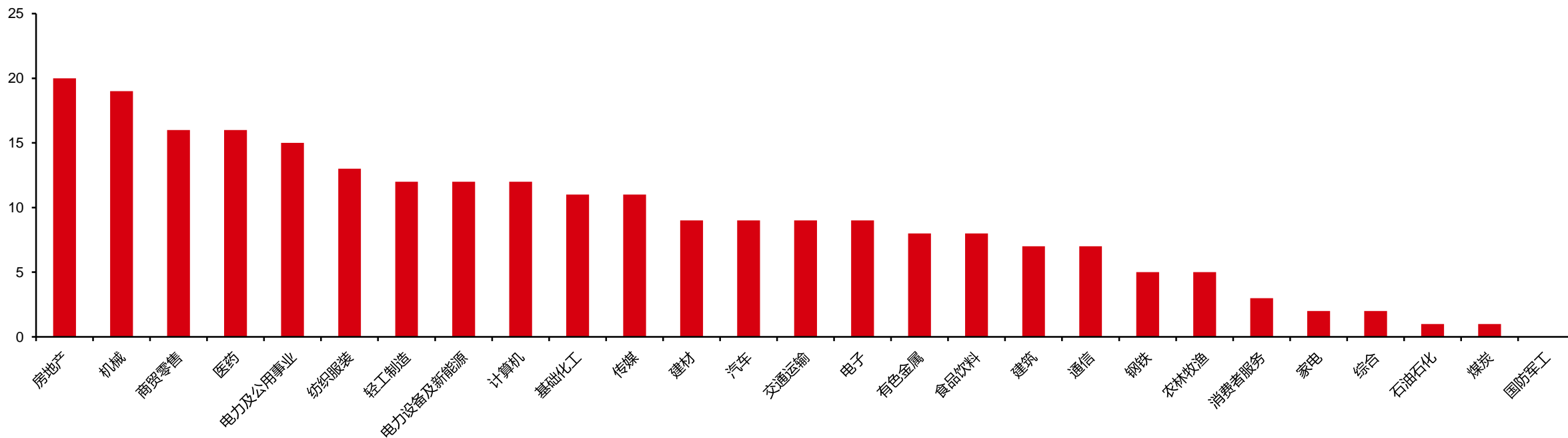


资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

1.3 投资金额上升趋势显著，私募基金占据主导地位

- 行业分布上看，近年进行过基金投资的非金融公司行业分布广泛，集中度不高，所属行业前五分别为房地产、机械、商贸零售、医药和电力及公共事业，在全部进行基金投资的公司中占比35.5%。

近年进行基金投资的上市公司中信证券一级行业分布



资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

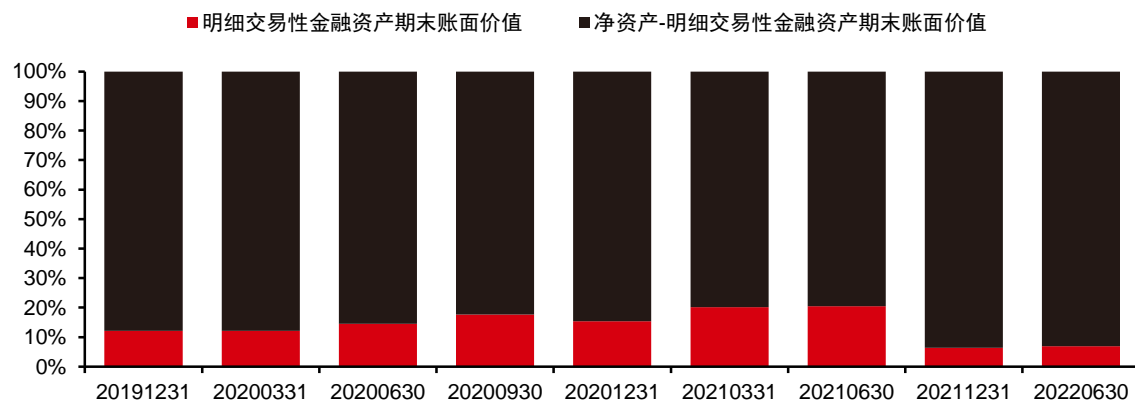
案例分析

- I. A公司：风险偏好较高
- II. B公司：投资风格稳健

1.1 A公司：风险偏好较高

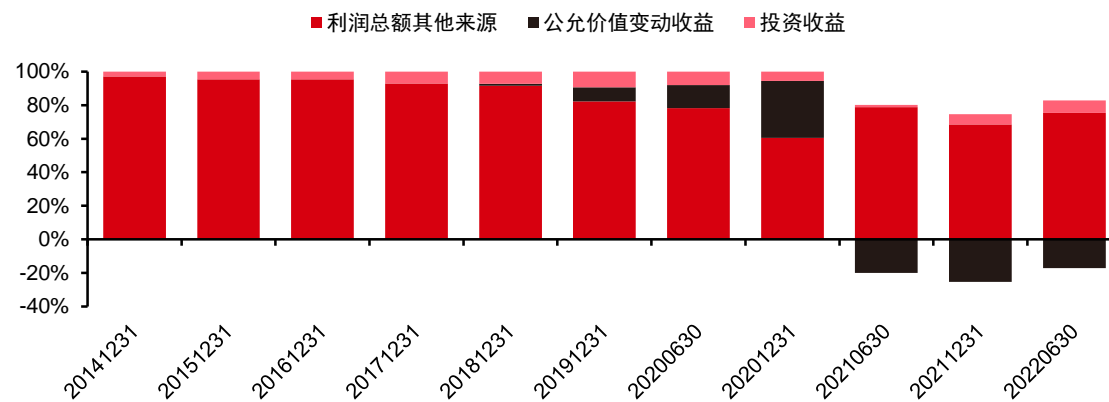
- A公司进行非主营业务的证券投资期末账面价值占期末净资产的比例在2019年为12.16%。
- 2019年，A公司当期交易性金融资产与理财产品的投资收益与公允价值变动收益之和占利润总额的17.8%，这一比例在2020年进一步提升至39.5%。
- 2021年，A公司购买的股票公允价值产生巨大波动，对利润总额的影响为38.7%，公司受到二级市场波动的影响较大。

A公司期末交易性金融资产明细占净资产比例



资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

A公司进行非主营业务投资对利润总额产生的影响

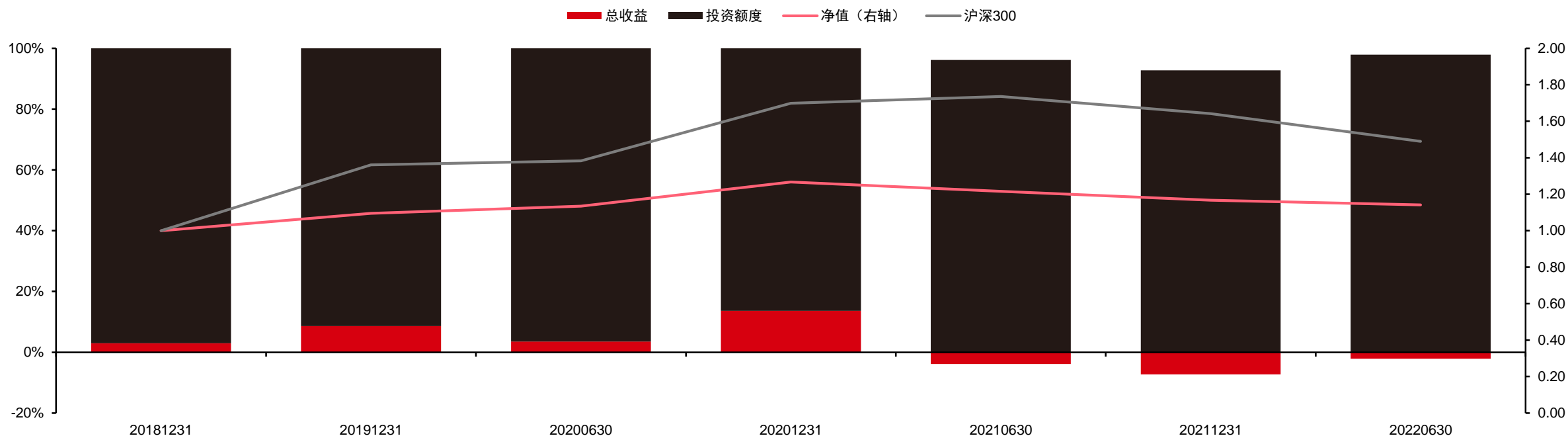


资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

1.1 A公司：风险偏好较高

- A公司货币资金充足且能够覆盖公司自身的日常需求与项目增建需求，同时受益于2019年获得的公允价值变动收益和投资收益，公司扩大了投资规模，且多用于证券投资，风险偏好较高，其中大约30%的资金用于股票投资。2018年末至2022年6月，我们经模型测算，A公司总体投资的年化收益率约为3.86%。
- A公司在投资回报率较高时，交易性金融资产带来的投资收益与公允价值变动收益能够显著提高净利润，进而对其他相关财务指标产生正向作用；但是当投资效果不及预期时，则会相应产生负面影响。

A公司投资效果

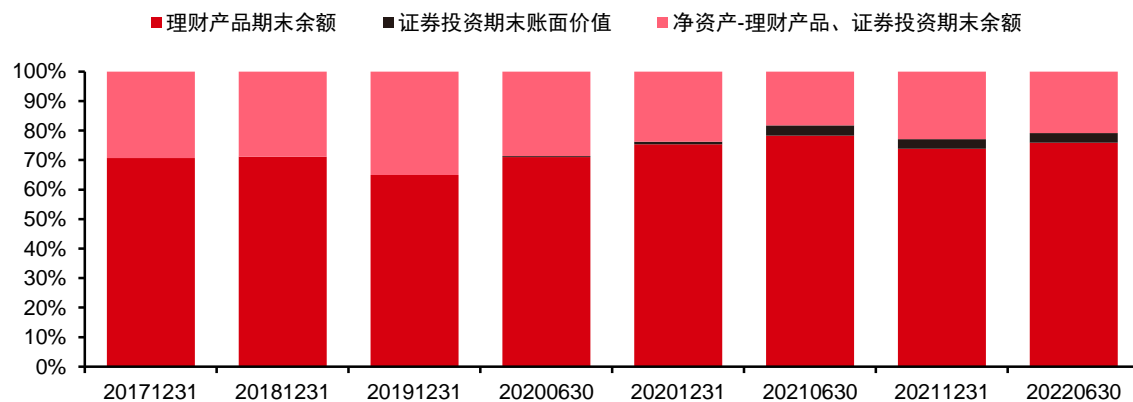


资料来源：Wind，中信证券研究部测算，数据截至2022/6/30

1.2 B公司：投资风格稳健

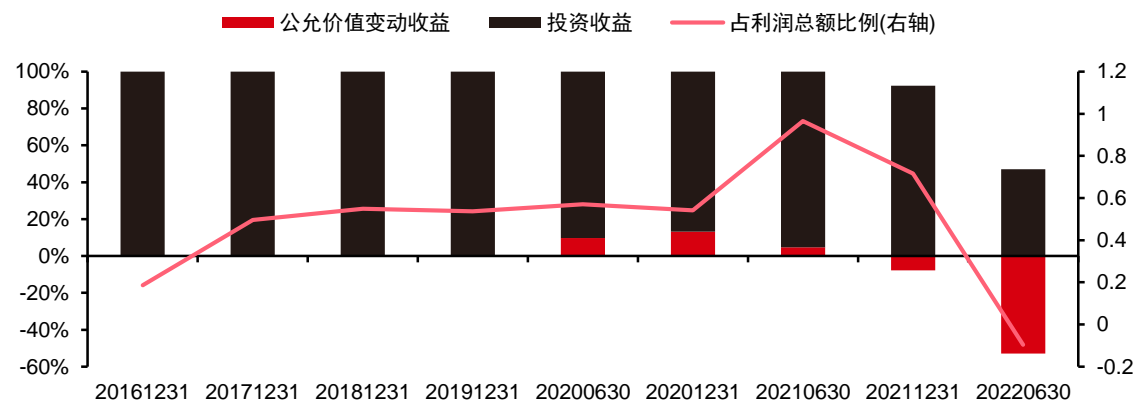
- B公司以理财产品购买为主，投资较为谨慎，以理财产品为主，但是投资数额巨大。
- 证券投资对B公司利润总额产生的影响自2017年增长至49.64%后保持稳定，2021年进一步增加至71.66%。

B公司期末未收回余额与净资产对比



资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

B公司进行非主营业务投资对利润总额产生的影响

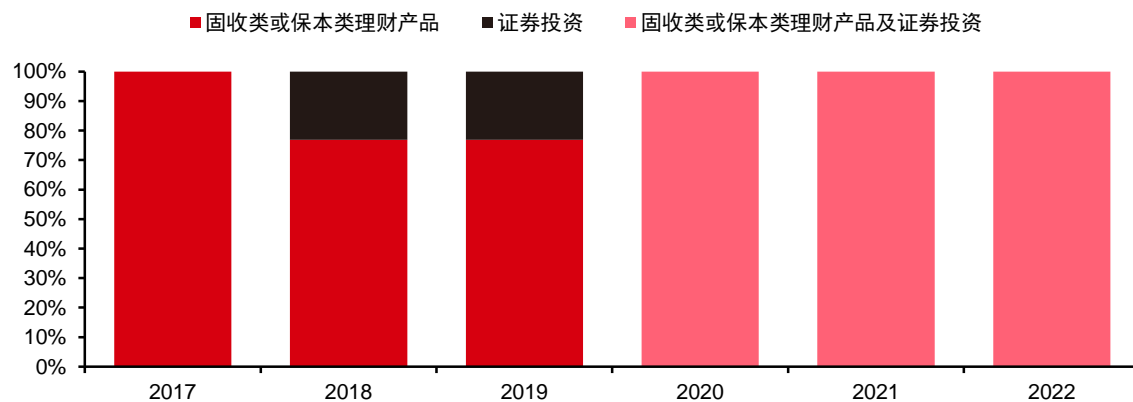


资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

1.2 B公司：投资风格稳健

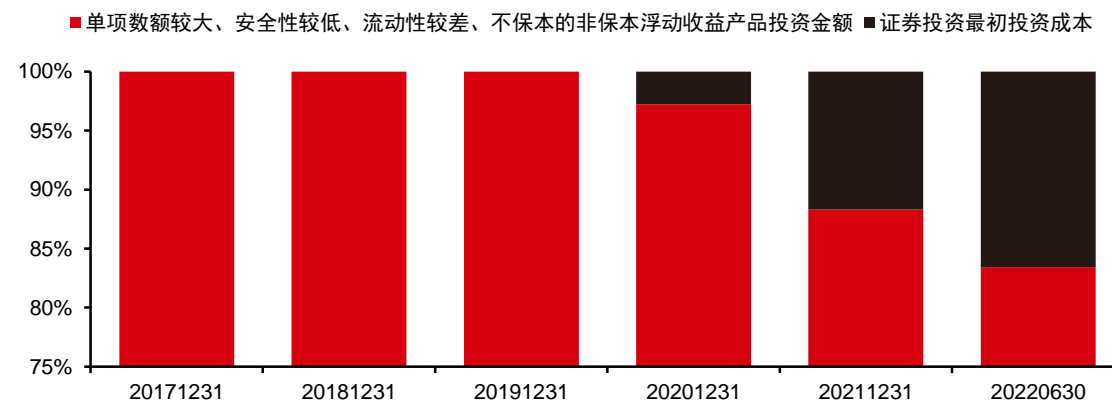
- B公司速动资产较多，速动比率近年保持在5以上，偿债能力较好，有闲置资金去进行投资；其次，公司长期进行理财产品投资，2017年到2019年，价值变动净收益占利润总额的50%左右。
- B公司进行委托理财时，购买的大量非保本浮动收益产品性质偏向于债权类产品，其中，2017年购买的产品资金投向为银行存款、货币市场工具、债券类产品、新股申购类信托计划、准债券类产品等，2018年和2019年主要投资于券商收益凭证，2020年开始购买的产品主要投资于银行存款、货币市场基金、债券型公募基金、固定收益类证券投资私募基金、证券公司等机构发行的固定收益类资产管理计划。

B公司自有资金投资额度组成



资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

B公司整体非保本类产品投资情况

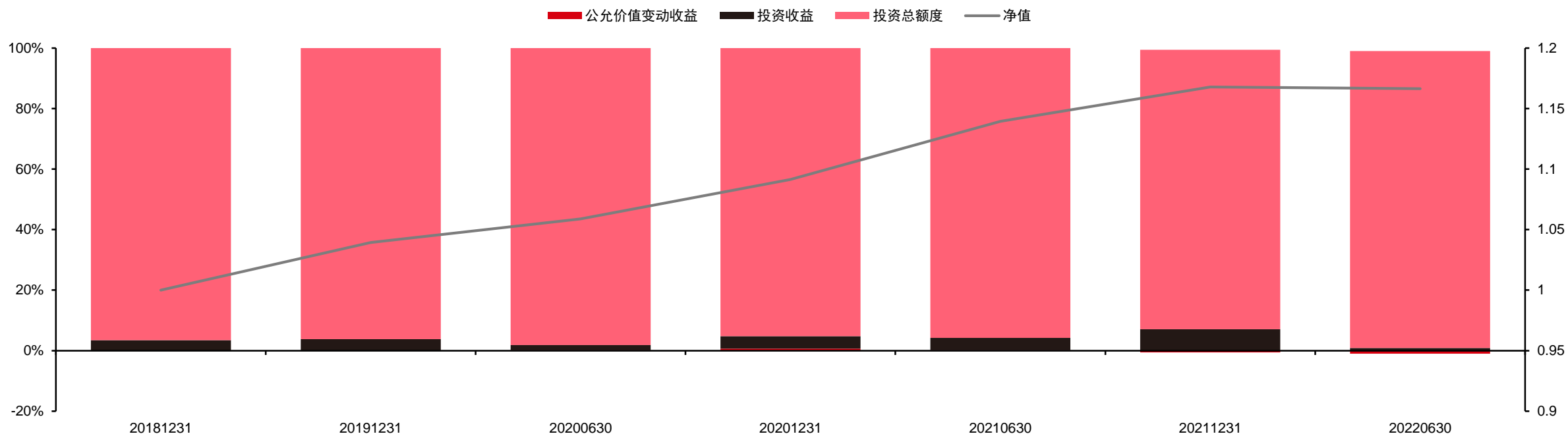


资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

1.2 B公司：投资风格稳健

- 整体来看，B公司整体投资偏保守。2018年末至2022年6月，我们经模型测算，B公司整体投资的最大回撤约为0.11%，年化收益率为4.50%。
- B公司每年收益率除2021年达到7.00%之外均低于5%，2018年以来证券投资占比不超过7%，2020年年末证券投资只占投资总额度的1.30%，在2021年逐渐增长到6.13%，但是可能由于2022年上半年的行情状况及2021年证券投资造成的亏损，2022年年中这一比例降至4.52%。

B公司总体投资效果



资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至2022/6/30

3.1 总结

综合上述分析，我们认为：

- 上市公司投资行为受到自身财务需求、二级市场行情以及理财产品收益率等因素影响。
- 近年来，随着理财产品收益率的降低，上市公司对理财产品的投资热度有所下降，同期上市公司对基金的投资金额显著提升，对私募证券投资基金尤其青睐。
- 相较于上市公司投资理财产品的规模，基金投资比例仍较低。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

赵文荣（量化与配置首席分析师）

执业证书编号：S1010512070002

顾晟曦（指数研究首席分析师）

执业证书编号：S1010517110001

唐栋国（金融产品首席分析师）

执业证书编号：S1010520100002

刘方（组合配置首席分析师）

执业证书编号：S1010513080004

王兆宇（量化策略首席分析师）

执业证书编号：S1010514080008

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。

一般性声明

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”。

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并自行承担投资风险。

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或其所包含的内容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、价值及收益可跌可升。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。

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

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

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（于中国香港注册成立的有限公司）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.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC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：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；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）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：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。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC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持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA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, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

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持任何观点的背书。

英国：本研究报告属于营销文件，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。对于英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

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。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

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2023版权所有。保留一切权利。