

行业研究/深度研究

2018年12月09日

行业评级:

银行 增持 (维持)
银行 II 增持 (维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

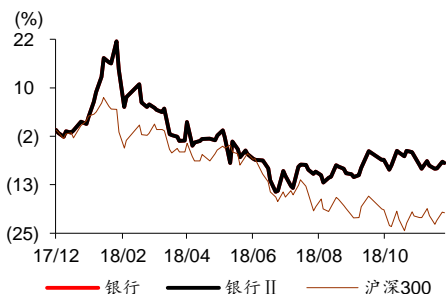
郭其伟 执业证书编号: S0570517110002
研究员 0755-23952805
guoqiwei@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《银行: 子公司利好兑现, 理财企稳可期》
2018.12
- 2《非银行金融/银行: 行业周报 (第四十八周)》2018.12
- 3《银行: 系统重要性规范出台, 监管再聚焦》
2018.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

对比基金, 理财子公司有何优劣势

大资管新时代新发展之银行资管系列 (四)

理财子公司的全新牌照, 对基金及银行业影响深远

2018年12月2日《商业银行理财子公司管理办法》下发, 银行理财子公司的监管框架性文件正式落地。银行理财子公司具有多项利好: 公募理财产品销售不设起点金额、可直接投资股票、销售渠道扩大、个人首次购买理财无需面签、合作机构范围扩大、可发行分级产品、非标投资限制放松等。我们认为理财子公司将对公募基金公司产生结构性冲击, 但定位的差异决定了短期内二者不会趋同。理财子公司监管更宽松、专业化经营有利于理财的规模扩张。个股推荐上海银行、光大银行、平安银行。

产品竞争集中于固收及货币类, 募资端实现平等

理财子公司既可发行公募产品, 又可发行私募产品, 产品体系齐全。公募产品领域, 银行理财长期参与固收、现金类资产投资市场, 投资经验丰富, 银行发行的现金类产品、固定收益类产品与公募基金存在同质性, 预计将挤占基金同类产品份额。由于银行短期内投研能力不足且客户风险偏好较低, 股票基金受影响将较小。产品销售方面, 银行理财不再设置销售起点金额、代销机构不再限制为银行业金融机构、不再要求首次购买面签, 使得银行理财销售与公募基金标准基本一致, 银行理财有望抢占部分基金客户, 实现自产自销。但我们预计银行代销减少对基金销售的影响有限。

二者定位存在差异, 公募基金的优势依旧突出

银行理财的投资范围较公募基金大, 非标投资预计仍将在理财子公司的资产配置中占据一席之地。目前理财子公司流动性监管更宽松。公募基金的节税优势进一步反映了理财子公司与公募基金定位差异: 理财子公司重长期大类资产配置、公募基金重短期投资交易。公募基金不适用净资本监管规定, 而理财子公司的相关配套制度正在建立, 我们预计理财子公司的净资本管理规定将与信托公司类似。

宽松的监管利好规模扩张, 具基金牌照者有望占得先机

理财子公司监管更宽松, 利好上市龙头银行的资管业务发展。理财子公司具有引进外部股东的空间, 股权方面的灵活性可提高市场化、专业化程度, 利好银行理财规模扩张。我们认为已设立公募基金子公司或大股东同时有公募基金牌照的大中型银行将占据先机。

理财专业化时代来临, 拥抱直接融资市场

理财子公司的成立于商业银行意义重大。理财子公司是银行理财专业化转型的里程碑; 银行理财将转为主动管理模式, 推进资产标准化, 顺应直接融资大趋势; 监管允许理财资金进入股票市场, 长期来看银行有望在股市中发挥更大作用。我们看好资本充裕、零售战略推行迅速的银行。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601229	上海银行	11.55	增持	1.40	1.74	2.13	2.60	8.25	6.65	5.42	4.45
601818	光大银行	3.85	买入	0.60	0.66	0.73	0.82	6.42	5.83	5.27	4.70
000001	平安银行	10.28	买入	1.35	1.44	1.56	1.71	7.61	7.14	6.59	6.01

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

全新金融牌照：携先天优势，逐鹿大资管市场	4
理财子公司与公募基金的对比：有优势有劣势，二者差异化竞争	4
产品端：理财子公司产品体系完整，主要影响货基及债基	4
投资端：理财子公司投资范围更大，流动性约束更小	5
募资端：产品与公募基金标准统一，挤占部分基金代销渠道	7
税收端：公募基金有增值税免税优势，反映了二者的定位差异	8
资本约束：不适用于公募基金，而理财子公司正在制定	9
理财子公司于银行的意义：资管专业化里程碑，监管宽松利于扩张	10
影响：监管宽松利于规模扩张，具有公募基金牌照的银行有望占据先机	10
意义：专业化的里程碑，拥抱直接融资时代	12
风险提示	14

图表目录

图表 1: 具有理财子公司设立资格的上市银行: 共 19 家.....	4
图表 2: 2018 年 Q3 各类型公募基金产品管理资产分布: 货币基金+债券基金合计超 75%	5
图表 3: 2018Q3 公募基金资产配置分布	5
图表 4: 2017 年末银行理财资产配置分布	5
图表 5: 公募基金与银行理财的投资范围对比: 理财子公司投资范围更大	6
图表 6: 公募基金与银行理财的投资范围对比: 理财子公司可投非标	6
图表 7: 公募基金与银行公募理财的流动性监管对比: 目前银行公募理财监管更宽松...7	
图表 8: 公募基金与银行理财的销售对比: 银行公募理财与公募基金销售基本实现同一标准	8
图表 9: 2004-2016 年基金销售渠道占比: 2016 年银行渠道占比已不足 10%	8
图表 10: 银行理财与公募基金增值税税率对比: 公募基金节税优势明显	9
图表 11: 基金子公司资管规模变化: 2017 年开始规模持续降低	9
图表 12: 信托公司净资本管理体系: 理财子公司的监管规定有望参考这一体系.....	10
图表 13: 基金子公司净资本管理体系: 理财子公司的监管规定有望与其相似	10
图表 14: 银行理财子公司和理财事业部的监管对比: 理财子公司具有多项优势.....	11
图表 15: 19 家可成立理财子公司的上市银行列表: 部分已提及适时引入战略投资者 .11	
图表 16: 银行拥有或有关联的公募基金牌照一览.....	12
图表 17: 2017-2018 年直接融资存量占社会融资规模比重: 逐渐上升	12
图表 18: 提高直接融资比重表述: 多份重要文件终已有提及.....	13
图表 19: 盈利预测与估值 (2018.12.7)	13

全新金融牌照：携先天优势，逐鹿大资管市场

2018 年 12 月 2 日《商业银行理财子公司管理办法》下发，银行理财子公司的监管框架性文件正式落地。监管机构给予了银行理财子公司更大的业务操作空间，理财子公司的公募理财产品销售不设起点金额、可直接投资股票、销售渠道扩大、个人首次购买理财无需面签、合作机构范围扩大、可发行分级产品、非标投资限制放松。共 19 家上市银行具有设立理财子公司资格，截至 2018 年 12 月，已有包括五大行在内的 18 家银行董事会通过了理财子公司设立议案。我们认为银行理财子公司作为全新的金融牌照，将与公募基金的部分业务展开直接竞争，但定位的差异决定了二者在短期内不会趋同；与理财事业部相比，理财子公司实现了表内外资产的进一步隔离，子公司专业化经营运作有利于实现理财规模扩张及银行投资能力的加强，对银行股估值有长期提振作用。

图表1：具有理财子公司设立资格的上市银行：共 19 家

工商银行*	光大银行*
招商银行*	华夏银行*
建设银行*	平安银行*
农业银行*	北京银行*
浦发银行*	南京银行*
中国银行*	江苏银行*
兴业银行*	上海银行
中信银行*	宁波银行*
交通银行*	杭州银行*
民生银行*	

注：标“*”为已董事会已通过设立议案，其中中信银行、江苏银行议案时间为 2016 年，其他银行议案时间均为 2018 年
 资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

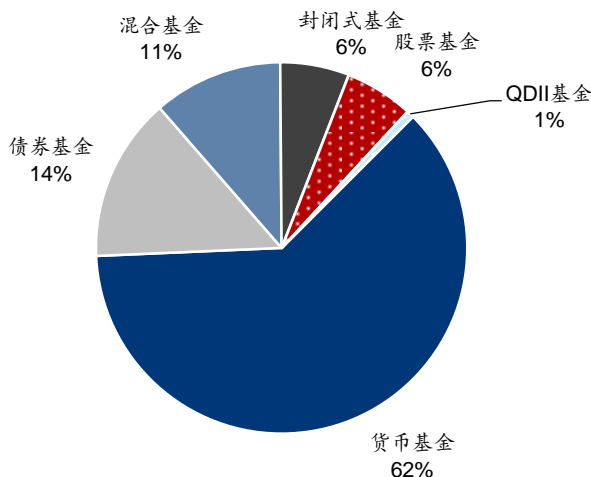
理财子公司与公募基金的对比：有优势有劣势，二者差异化竞争

产品端：理财子公司产品体系完整，主要影响货基及债基

理财子公司可发行公募、私募两种产品，与基金公司+基金子公司的产品体系一致。《商业银行理财业务监督管理办法》规定，根据募集方式的不同，银行理财产品可分为公募理财产品 and 私募理财产品，理财子公司可按规定发行两种产品。公募基金公司除直接发行公募基金产品外，还可通过基金子公司发行私募资管产品，因此理财子公司可近似等同于公募基金+基金子公司两块牌照。

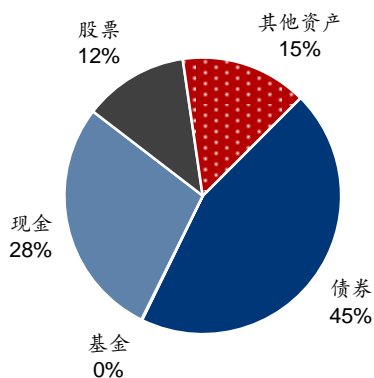
公募理财产品将主要影响货币基金、债券基金，对股票基金的影响有限。货币基金和债券基金是最重要的两类公募基金产品，截至 2018 年 Q3，二者资产规模分别占基金行业的 61.81%、14.28%，合计超过 75%。而银行长期是大额存单、短期债券逆回购、利率债投资的参与者，具有丰富的投资经验。理财子公司发行的现金类产品、固定收益类产品与公募基金存在同质性，有望抢占公募基金同类产品的市场份额。在权益类产品领域，由于银行客户风险偏好较低，理财子公司的股票投研能力暂时不足，理财子公司发行权益类产品将会相对谨慎，因此股票基金将受冲击较小。

图表2：2018年Q3各类型公募基金产品管理资产分布：货币基金+债券基金合计超75%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

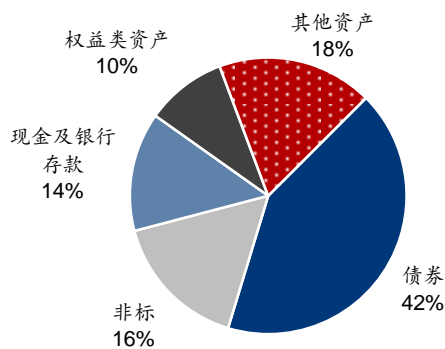
图表3：2018Q3公募基金资产配置分布



注：其他资产指存出保证金、营收证券清算款、应收股利、应收利息、应收申购款、其他应收款、待摊费用等

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2017年末银行理财资产配置分布



注：其他资产指拆放同业及买入返售、公募基金、新增可投资资产、同业存单、金融衍生品、代客境外理财投资 QDII、理财直接融资工具、另类资产、商品类资产等

资料来源：中国理财网，华泰证券研究所

投资端：理财子公司投资范围更大，流动性约束更小

理财子公司在非标资产方面具有传统优势，这反映了二者的差异化定位。根据《公募基金法》的规定，公募基金投资标的限于上市交易的股票、债券、国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。而理财子公司发行的理财产品除可投资上述标的，还可投资非标资产。目前监管对理财子公司的非标监管有所放松，取消了非标余额不超过总资产4%的规定，仅要求非标余额不超过理财产品净资产35%。非标资产是银行理财的传统高收益资产，一直是银行理财超额收益的主要来源，目前银行在非标资产（类信贷）投资领域已具有丰富的经验和完整的风控体系。无论是从维持银行理财高收益的角度，还是在满足实体经济资金需求的角度，非标资产均有望继续在理财子公司资产配置中占据一席之地。

从现有文件看，银行公募理财的流动性管理约束较公募基金更宽松。银行公募理财在股票投资占流通市值比例、证券投资占市值比例等流动性监管方面均较公募基金宽松。此外，部分针对货币基金的专项流动性监管规定，银行理财监管暂未出现类似条款。值得注意的是，上述理财子公司公募理财流动性监管仅为理财新规中的规定，理财子公司还需同时遵守《理财子公司管理办法》及配套细则的规定。目前银保监会正在着手制定理财子公司流动性管理配套监管制度，公募理财的流动性管理制度条款有望完善。

图表5： 公募基金与银行理财的投资范围对比：理财子公司投资范围更大

	银行理财（资管新规前）	公募基金	银行理财（理财子公司时代）
投资范围	（一）固定收益类金融产品、信贷资产、信托贷款、金融衍生品或结构性产品、集合资金信托计划等； （二）不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金。	（一）上市交易的股票、债券； （二）国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。	国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券、公募证券投资基金、其他债权类资产（主要指非标资产）、权益类资产以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。

资料来源：银监会《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》、《证券投资基金法》、银保监会《商业银行理财业务监督管理办法》，华泰证券研究所

图表6： 公募基金与银行理财的投资范围对比：理财子公司可投非标

	公募基金	银行理财
股票	✓	✓
非上市股权	✗	✓
国债	✓	✓
地方政府债券	✓	✓
中央银行票据	✓	✓
政府机构债券	✓	✓
金融债券	✓	✓
同业存单	✓	✓
大额存单	✓	✓
银行存款	✓	✓
公司信用类债券	✓	✓
ABS	✓	✓
非标债权	✗	✓
公募基金	✓	✓
金融衍生品	✓	✓

资料来源：银保监会，证监会，华泰证券研究所

图7：公募基金与银行公募理财的流动性监管对比：目前银行公募理财监管更宽松

	公募基金	银行公募理财	银行公募理财监管较公募基金
投资集中度	一只基金持有一家公司发行的证券，其市值不得超过基金资产净值的10%。	每只公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值不得超过该理财产品净资产的10%。	一致
股票投资占流通市值比	同一基金管理人管理的全部开放式基金持有一家上市公司发行的可流通股票，不得超过该上市公司可流通股票的15%。	商业银行全部理财产品持有单一上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的30%。	更宽松
证券投资占市值比	同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，超过该证券的10%。	商业银行全部公募理财产品持有单只证券或单只公募证券投资基金的市值，不得超过该证券市值或该公募证券投资基金市值的30%。	更宽松
流动性受限资产投资限额	单只开放式基金主动投资于流动性受限资产的市值合计不得超过该基金资产净值的15%。（货币基金为10%）	-	更宽松
产品赎回	开放式基金应当保持不低于基金资产净值5%的现金或者到期日在一年以内的政府债券，以备支付基金份额持有人的赎回款项；对基金组合资产中7个工作日可变现资产的可变现价值进行审慎评估与测算，确保每日确认的净赎回申请不得超过7个工作日可变现资产的可变现价值。	开放式公募理财产品应当持有不低于该理财产品资产净值5%的现金或者到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券。	更宽松
辅助措施	特定情形下基金管理人流动性风险管理的辅助措施包括：延期办理巨额赎回申请、暂停接受赎回申请、延缓支付赎回款项、收取短期赎回费、暂停基金估值、摆动定价、中国证监会认定的其他措施。	可综合运用设置赎回上限、延期办理巨额赎回申请、暂停接受赎回申请、收取短期赎回费等方式，作为压力情景下开放式公募理财产品流动性风险管理的辅助措施。	一致
久期管理	货币基金需根据份额持有人集中度情况对货币市场基金的投资组合实施调整：当货币市场基金前10名份额持有人的持有份额合计超过基金总份额的50%、20%，货币市场基金投资组合的平均剩余期限分别为不超过60天，不超过90天；平均剩余存续期分别为不超过120天、不超过180天；投资组合中现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及5个交易日内到期的其他金融工具占基金资产净值的比例分别为不低于30%、不低于20%。	-	更宽松
货币基金其他约束	货币市场基金投资于主体信用评级低于AAA的机构发行的金融工具占基金资产净值的比例合计不得超过10%，其中单一机构发行的金融工具占基金资产净值的比例合计不得超过2%；同一基金管理人管理的全部货币市场基金投资同一商业银行的银行存款及其发行的同业存单与债券，不得超过该商业银行最近一个季度末净资产的10%。	-	更宽松
杠杆约束	140%	140%	一致

资料来源：银保监会《商业银行理财业务监督管理办法》，证监会《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，华泰证券研究所

募资端：产品与公募基金标准统一，挤占部分基金代销渠道

理财产品销售基本实现了与公募基金的同一标准，银行渠道为理财子公司产品销售优势奠定了基础。公募基金最低申购金额较灵活，且可在互联网、银行、券商等多种渠道销售；而理财新规实施前，一般个人类理财产品的销售起点金额为5万元，且只能在银行业金融机构销售。而理财子公司时代，银行理财同样不设置销售起点金额、销售渠道扩大、首次购买无需面签，在产品销售方面与公募基金基本站在同一起跑线，银行理财有望实现对公募基金部分客户的抢夺。

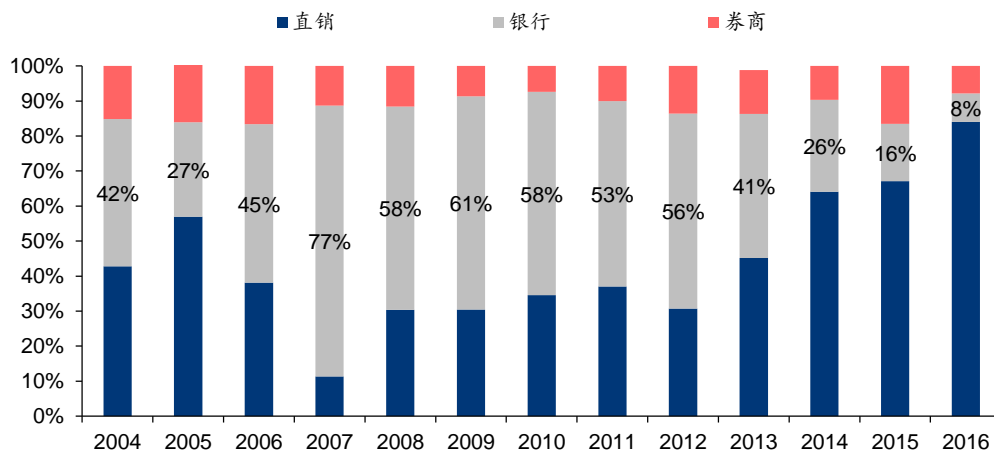
图表8： 公募基金与银行理财的销售对比：银行公募理财与公募基金销售基本实现同一标准

	银行理财（资管新规前）	公募基金	银行理财（理财子公司时代）
销售起点金额	5 万元	无最低申购金额	不设置
销售渠道	直销；银行业金融机构代 销	直销：商业银行、证券公司、期 货公司、保险机构、证券投资咨 询机构、独立基金销售机构以及 证监会认定的其他机构代销	直销；银行业金融机构及银保 监会认可的其他机构代销
个人投资者首次购买	需要面签	可通过互联网渠道开展销售活动	无需面签
赎回机制		货币基金（T+0~T+2） 债券型基金（T+2~T+3） 股票型基金（T+3~T+4）	现金管理类资产（一般 T+0~T+1） 其他开放式净值型产品（一般 T+3 左右）

资料来源：银保监会，证监会，华泰证券研究所

另一方面，理财子公司发行的产品有望借助银行的渠道建立销售优势，银行将减少对同类型公募基金产品的代销。近年来互联网直销渠道崛起，在基金销售（尤其是货币基金）中所占份额越来越重，2016 年银行在基金销售渠道中的占比已不足 10%。我们预计银行代销减少对于货币基金的影响有限，而在对银行渠道更依赖的债券基金、股票基金领域，理财子公司同类产品对其销售的影响更大。

图表9： 2004-2016 年基金销售渠道占比：2016 年银行渠道占比已不足 10%



资料来源：中国证券业协会，华泰证券研究所

税收端：公募基金有增值税免税优势，反映了二者的定位差异

公募基金的节税优势决定了其重投资交易，而理财子公司重资产配置。根据 2017 年末发布的《证券投资基金增值税核算估值参考意见》，公募基金在买卖股票、债券、转让未上市股权等实现的价差收入可免征增值税，而其他资管机构均需按 3% 征收，这赋予了公募基金独有的交易优势：由于存在交易税收成本，包括银行理财子公司在内的其他资管机构难以通过频繁交易博取短期收益。增值税征收范围不同将会影响理财子公司与公募基金的投资风格差异：理财子公司侧重于长期大类资产配置、公募基金侧重于交易型投资配置。

图表10： 银行理财与公募基金增值税税率对比：公募基金节税优势明显

增值税征收税率	银行理财	公募基金
国债、地方政府债、央票、政策性金融债、金融债、同业存单利息收入	0%	0%
国债、地方政府债、央票、政策性金融债、金融债、同业存单差价收入	3%	0%
其他债券利息收入	3%	3%
其他债权差价收入	3%	0%
股票红利收入	0%	0%
股票差价收入	3%	0%

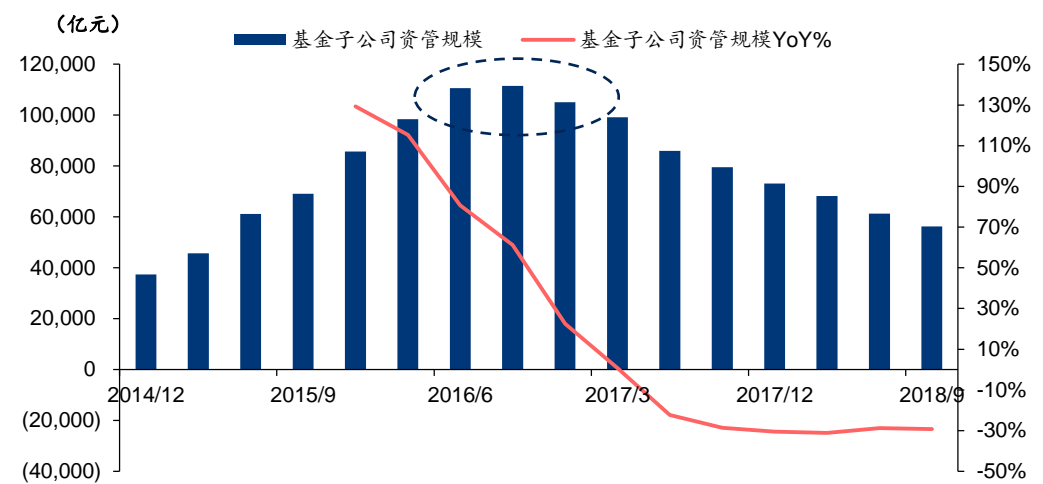
注：其他债券包括企业债、公司债、短期融资券、超短期融资券、中期票据、可转债、分离可转债、次级债、私募债、ABS 等
资料来源：基金业协会《证券投资基金增值税核算估值参考意见》，华泰证券研究所

资本约束：不适用于公募基金，而理财子公司正在制定

公募基金不适用净资本监管，而监管部门正在制定理财子公司的净资本监管体系，我们预计监管规定将与信托公司类似。据银保监会在《理财子公司管理办法》答记者问中的表述，银保监会正着手制定银行理财子公司净资本管理配套监管制度。与公募基金公司不同，理财子公司将与信托公司、基金子公司一致，分别有相应的净资本监管规定。

《信托公司净资本管理办法》诞生于 2010 年。信托公司的净资本约束为净资本不低于 2 亿元、净资本不低于各项风险资本之和的 100%、净资本不低于净资产的 40%。针对固有业务、信托业务、其他业务均需计提风险资本，固有业务、各类信托业务适用不同的风险系数。我们认为理财子公司与信托公司同属银保监会监管，理财子公司净资本管理办法将与信托公司类似。净资本监管将对理财子公司规模扩张有一定限制。以基金子公司为例，2016 年末《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》发布后，基金子公司规模有高速增长转为大降 30%，净资本约束、通道业务压降为重要原因。但我们预计银行理财规模不会出现大幅下降，在稳信用的政策导向中，稳定表外融资的迫切性更加强烈。因此预计净资本管理办法不会对理财产品规模造成过多影响。

图表11： 基金子公司资管规模变化：2017 年开始规模持续降低



资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

图表12： 信托公司净资本管理体系：理财子公司的监管规定有望参考这一体系

项目	监管规定
监管要求	净资本不得低于人民币 2 亿元；净资本不得低于各项风险资本之和的 100%；净资本不得低于净资产的 40%。
净资本计算	=净资产-各类资产的风险扣除项-或有负债的风险扣除项-中国银行业监督管理委员会认定的其他风险扣除项
风险资本计算	=固有业务风险资本+信托业务风险资本+其他业务风险资本
固有业务风险资本风险系数	金融产品投资（固定收益类证券投资 5%；权益类投资 15%；证券衍生品投资 50%；其他金融产品投资 20%）；融资类业务 10%；非上市金融类股权投资业务 15%；非上市非金融类股权投资业务 20%；现金类资产 0%；其他 10%
信托业务风险资本风险系数	<p>单一信托 金融产品投资（有公开市场价格金融产品 0.30%；其他金融产品 0.50%）；股权投资类业务（非上市公司股权投资，包括 PE）0.80%；其他投资业务 0.80%；融资类信托业务（房地产类融资 1.00%；其他融资类业务 0.80%）；事务类信托业务 0.30%</p> <p>银监会 2010 年 72 号文前的银信合作 金融产品投资（有公开市场价格金融产品 0.50%；其他金融产品 1.00%）；股权投资类业务（非上市公司股权投资，包括 PE）1.50%；其他投资业务 1.50%；融资类信托业务（房地产类融资 2.00%；其他融资类业务 1.00%）</p> <p>集合信托、银监会 2010 年 72 号文后的银信合作 金融产品投资（有公开市场价格金融产品 0.50%；其他金融产品 1.00%）；股权投资类业务（非上市公司股权投资，包括 PE）1.50%；其他投资业务 1.50%；融资类信托业务（房地产类融资 3.00%；其他融资类业务 2.00%）；事务类信托业务 0.50%</p> <p>附加风险资本 单一类资金投向关联企业的信托业务 3.00%；银信合作中理财资金来自母公司的信托业务 3.00%</p>
其他业务风险资本风险系数	承销公司债券业务规模 5%；承销政府债券业务规模 3%

资料来源：银监会《信托公司净资本管理办法》，华泰证券研究所

图表13： 基金子公司净资本管理体系：理财子公司的监管规定有望与其相似

项目	监管规定
监管指标	净资本不得低于 1 亿元人民币；净资本不得低于各项风险资本准备之和的 100%；净资本不得低于净资产的 40%；净资产不得低于负债的 20%
净资本计算	=净资产-相关资产余额×扣减比例-或有负债调整项目+（-）中国证监会认定或核准的其他调整项目
风险资本准备计算	=该类业务规模×风险资本准备计算系数（=固有资金投资市场风险资本准备风险系数+受托资产管理业务特定风险资本准备风险系数+其他业务风险资本准备）
固有资金投资市场风险资本准备风险系数	国债、中央银行票据 0%；政策性银行金融债、政府支持机构债券 2%；地方政府债 5%；信用评级 AAA 级的信用债券 10%；信用评级 AAA 级以下，AA 级（含）以上的信用债券 15%；信用评级 AA 级以下，BBB 级（含）以上的信用债券 50%；信用评级 BBB 级以下的信用债券、出现违约风险的信用债券、流通受限的信用债券 80%；货币市场基金 5%；债券基金 10%；股票基金、混合基金及分级基金中优先级份额 15%；分级基金中的非优先级份额 30%；其他公募基金 20%；本公司资产管理计划 15%；持牌金融机构资产管理产品 25%；私募投资基金 40%；投资资管产品的劣后级份额 50%
受托资产管理业务特定风险资本准备风险系数	<p>一对一 标准化金融工具 0.00%；投资类资管产品 0.20%；未上市股权 0.40%；其他投资 0.80%；贷款、非标债权资产 0.80%；融资类资管产品 1.00%；其他 1.50%</p> <p>一对多 标准化金融工具 0.00%；投资类资管产品 0.40%；未上市股权 0.60%；其他投资 1.00%；贷款、非标债权资产（融资主体信用外部评级 AA+以上（包含 AA+）1.50%；融资主体信用外部评级 AA+以下及未评级-其中：抵押、质押类 1.50%；保证类 2.00%；信用类 3.00%）；融资类资管产品 2.00%；其他 3.00%</p> <p>ABS 交易所挂牌资产支持专项计划 0.40%；其他资产支持专项计划 0.80%</p> <p>附加风险资本准备 开展跨境投融资的资管计划 0.50%；结构化资管计划 1.00%；委托第三方机构提供投资建议的证券投资资管计划 0.50%</p>

资料来源：证监会《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》，华泰证券研究所

综上所述，理财子公司将对公募基金行业产生结构性的影响，但两者的定位决定了存在错位竞争的空间。银行理财子公司对货币基金及债券基金的冲击、销售渠道挤占等方面可能对公募基金产生结构性的冲击。但定位的差异决定了二者并非在同一赛道竞争，公募基金的专业投资能力、交易差价免税、无净资本约束均是其相对于理财子公司的优势。未来理财子公司还有望在股权结构、激励机制等方面的市场化程度上向公募基金看齐。

理财子公司于银行的意义：资管专业化里程碑，监管宽松利于扩张

影响：监管宽松利于规模扩张，具有公募基金牌照的银行有望占据先机

与理财事业部相比，宽松的监管政策、专业经营有利于理财子公司资管规模的扩张。与理财事业部相比，理财子公司有两大优势：首先，理财子公司较理财事业部的监管更为宽松，利好上市龙头银行的理财业务发展（共 28 家银行具有理财子公司设立资格，其中 19 家为

上市银行)，银行理财的分化将更显著，市场集中度有望提升。其次，理财子公司具有引进外部股东的空间，股权方面的灵活性可提高市场化程度，有利于银行理财的专业化运作。因此，以理财子公司形式开展理财业务，利好银行理财规模的扩张。

图表14： 银行理财子公司和理财事业部的监管对比：理财子公司具有多项优势

	理财子公司	理财事业部
性质	具法人地位的有限公司，受《公司法》保护	银行下属部门，无法人地位
公募理财产品销售起点金额	不设置	不低于 1 万元
公募理财产品股票投资	可直接投资或者通过其他方式间接投资股票	可通过投资各类公募基金间接进入股市
理财产品销售渠道	可以通过银行业金融机构代销，也可以通过银保监会认可的其他机构代销理财产品	只能通过本行渠道（含营业网点和电子渠道）销售或通过银行业金融机构代理销售理财产品
个人投资者首次购买面签规定	不强制要求面签	需进行面签
合作机构	私募理财产品的合作机构、公募理财产品的投资顾问可以为持牌金融机构，也可以为依法合规、符合条件的私募投资基金管理人	理财投资合作机构应当是具有专业资质并受金融监督管理部门依法监管的金融机构或国务院银行业监督管理机构认可的其他机构
非标债权投资限额管理	仅要求非标债权类资产投资余额不得超过理财产品净资产的 35%	全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%，也不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的 4%
产品分级	允许理财子公司发行分级理财产品	商业银行不得发行分级理财产品

资料来源：银保监会《商业银行理财业务监督管理办法》，银保监会《商业银行理财子公司管理办法》，华泰证券研究所

图表15： 19 家可成立理财子公司的上市银行列表：部分已提及适时引入战略投资者

序号	具基金托管资格银行	理财子公司董事会议案公告时间（2018 年）	理财子公司注册资本	银行持股比例	2018H1 表外理财规模（亿元）
1	工商银行	11 月 27 日	不超过 160 亿元	100%	25802
2	招商银行	3 月 24 日	50 亿元	100%，适时引入战略投资者	19902
3	建设银行	11 月 17 日	不超过 150 亿元	100%	15991
4	农业银行	11 月 27 日	不超过 120 亿元	100%	15083
5	浦发银行	8 月 30 日	不超过 100 亿元	100%	13876
6	中国银行	11 月 16 日	不超过 100 亿元	100%	10610
7	兴业银行	8 月 29 日	不超过 50 亿元	100%，适时引入战略投资者	10499
8	中信银行	2016 年			10329
9	交通银行	6 月 1 日	不超过 80 亿元	100%	8590
10	民生银行	6 月 30 日	50 亿元	100%	8186
11	光大银行	6 月 2 日	不超过 50 亿元	100%，适时引入战略投资者	6894
12	华夏银行	4 月 20 日	不超过 50 亿元	100%，适时引入战略投资者	5099
13	平安银行	6 月 7 日	不超过 50 亿元	100%，适时引入战略投资者	4842
14	北京银行	4 月 27 日	不超过 50 亿元	未披露	3393
15	南京银行	6 月 8 日	不少于 20 亿元	100%	3101
16	江苏银行	2016 年			2794
17	上海银行	暂未公告			2360
18	宁波银行	5 月 26 日	不少于 10 亿元	100%，适时引入战略投资者	2034
19	杭州银行	8 月 31 日	不少于 10 亿元	100%，适时引入战略投资者	1655

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们预计具有公募基金牌照的银行有望在理财子公司的初设阶段占得先机。前文已提及，包括五大行在内的 16 家上市银行已通过设立理财子公司的议案，已设立公募基金子公司或大股东同时有公募基金牌照的大中型银行将占据先机。一方面，公募基金可为初始设立阶段的理财子公司提供组织架构、专业投资管理能力等方面提供宝贵经验；另一方面，同时拥有公募基金和理财子公司牌照的银行可实现更好的职能分工，避免理财子公司和公募基金的过度竞争。

图表16： 银行拥有或有关联的公募基金牌照一览

银行	公募基金	2018Q3 管理资产规模 (亿元)	股东
建设银行	建信基金	6692	银行持股 65%
工商银行	工银瑞信基金	6515	银行持股 80%
中国银行	中银基金	4510	银行持股 83.5%
招商银行	招商基金	4051	银行持股 55%
平安银行	平安基金	2671	平安集团成员企业平安信托持股 68.19%
农业银行	农银汇理基金	2339	银行持股 51.67%
兴业银行	兴业基金	1859	银行持股 85%
交通银行	交银施罗德基金	1570	银行持股 65%
民生银行	民生加银基金	1351	银行持股 63.33%
浦发银行	浦银安盛基金	1110	银行持股 51%
宁波银行	永赢基金	1064	银行持股 71.49%
光大银行	光大保德信基金	1064	光大集团成员企业光大证券持股 55%
中信银行	中信保诚基金	1006	中信集团成员企业中信信托持股 49%
北京银行	中加基金	754	银行持股 44%
上海银行	上银基金	649	银行持股 90%
南京银行	鑫元基金	360	银行持股 80%
华夏银行	-	-	-
江苏银行	-	-	-
杭州银行	-	-	-

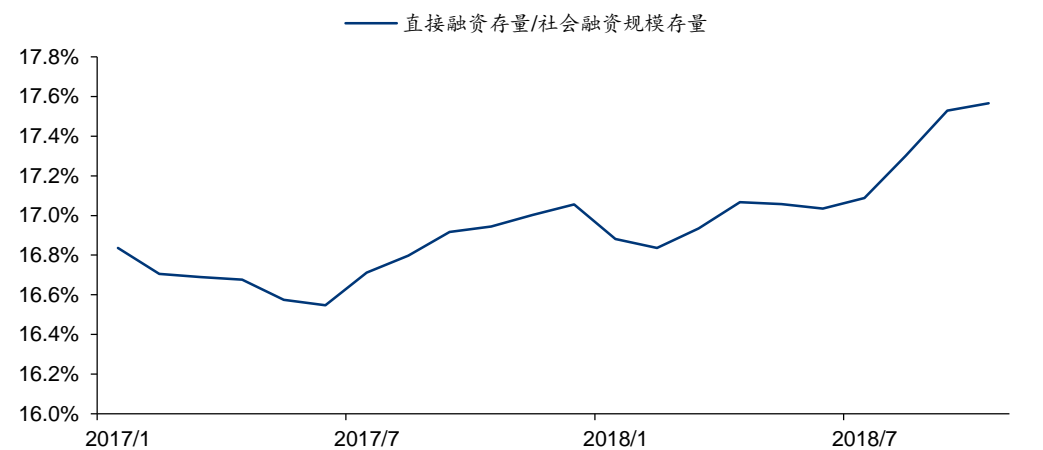
资料来源：Wind，华泰证券研究所

意义：专业化的里程碑，拥抱直接融资时代

理财子公司的成立于商业银行意义重大。首先，理财子公司是银行理财专业化转型的里程碑。银行理财业务自 2004 年诞生以来快速发展，目前规模达到 20 万亿元以上，为实体经济提供了大量资金支持。但募短投长的资金池运作、提供隐性保本承诺、多层嵌套加杠杆等行为也使得近几年理财沦为存款的替代品、表外放贷的工具，距离资管业务“代客理财”的本质渐行渐远。在理财子公司这一专业化法人主体的管理框架下，银行理财有望实现专业化转型。

第二，银行理财将借助子公司转为主动管理，推进资产标准化，顺应直接融资大趋势。银行作为间接融资的主角，资管业务也长期具有间接融资的特性，资产标准化程度较低，主动管理能力不足。目前我国间接融资占比过高，2018 年 11 月末社会融资规模存量中直接融资（=企业债券+非金融企业境内股票+地方政府专项债券+存款类金融机构资产支持证券）为 18%。据证监会统计，G20 国家直接融资占比（存量法）大多在 60%以上，大幅高于我国。直接融资作为时代大趋势，已得到国家的重视。2017-2018 年多份重要文件均对直接融资表示重视。理财子公司则是银行参与直接融资市场的重要入场券。

图表17： 2017-2018 年直接融资存量占社会融资规模比重：逐渐上升



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表18：提高直接融资比重表述：多份重要文件终已有提及

时间	重要文件	支持发展股权融资的表述
2017.07.15	全国金融工作会议文件	要增强资本市场服务实体经济功能，积极有序发展股权融资，提高直接融资比重。
2017.10.18	十九大报告	深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。
2018.03.05	政府工作报告	管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重。

资料来源：国务院，华泰证券研究所

第三，银行理财资金长期内有望在股市中发挥更大作用。《理财子公司管理办法》规定理财子公司发行的公募理财资金可直接进入股市，银行参与权益市场的大门被进一步打开。长期来看，股票市场是银行理财产品实现高收益的重要保障，银行有望逐渐在股票市场发挥重要作用，银行理财资金庞大，有望推动高股息蓝筹股的估值修复。

银行理财迈入新时代，零售型银行有望脱颖而出。我们认为在资管新时代背景下，银行分化的决定因素为零售客户资源的积累厚度及忠诚度、零售业务的销售能力。因此我们看好零售战略推进较快的零售型银行上海银行、光大银行、平安银行。上海银行目前重点发力零售，突出消费金融、养老金融和财富管理特色；光大银行是银行理财业务的先行者，已提出转型一流财富管理银行的长期目标；平安银行重点发力零售业务，1-9月零售税前利润占比已接近7成，是目前零售转型推进较快的银行之一。

图表19：盈利预测与估值（2018.12.7）

代码	名称	收盘价（元）	归母净利润增速			BPS			PB
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E
601398.SH	工商银行	5.35	6.0%	8.4%	9.1%	6.34	7.00	7.73	0.84
601939.SH	建设银行	6.63	7.2%	9.0%	9.1%	7.55	8.37	9.26	0.88
601288.SH	农业银行	3.58	8.2%	9.3%	9.4%	4.28	4.75	5.27	0.84
601988.SH	中国银行	3.60	6.0%	6.7%	7.6%	5.19	5.66	6.18	0.69
601328.SH	交通银行	5.86	5.3%	6.6%	7.9%	9.08	9.98	10.96	0.65
601166.SH	兴业银行*	16.03	7.2%	9.4%	11.7%	21.21	23.42	26.05	0.76
600036.SH	招商银行	28.58	14.7%	17.0%	18.3%	20.04	22.81	26.11	1.43
600000.SH	浦发银行*	10.89	3.3%	4.2%	7.4%	15.37	17.07	18.82	0.71
600016.SH	民生银行	6.07	7.1%	8.7%	9.7%	9.57	10.53	11.59	0.63
601998.SH	中信银行	5.63	5.6%	7.0%	8.5%	8.11	8.82	9.59	0.69
601818.SH	光大银行	3.85	9.8%	11.0%	11.8%	5.62	6.15	6.75	0.69
000001.SZ	平安银行	10.28	6.7%	8.2%	9.8%	13.07	14.49	16.04	0.79
600015.SH	华夏银行	7.72	2.7%	5.6%	7.4%	12.98	16.62	20.16	0.59
601169.SH	北京银行*	6.00	6.6%	7.6%	8.7%	8.20	9.05	9.86	0.73
601229.SH	上海银行	11.55	23.8%	22.6%	21.9%	13.00	14.69	16.75	0.89
600919.SH	江苏银行*	6.29	11.0%	11.9%	13.1%	9.63	10.69	11.79	0.65
601009.SH	南京银行*	6.95	16.4%	18.1%	19.2%	7.86	8.98	10.34	0.88
002142.SZ	宁波银行	16.77	21.9%	22.9%	23.8%	11.47	13.72	16.50	1.46
600926.SH	杭州银行*	7.71	17.1%	16.5%	16.0%	9.46	10.37	11.40	0.81
601997.SH	贵阳银行	11.12	16.1%	16.6%	17.0%	12.71	15.00	17.68	0.87
601838.SH	成都银行	8.42	16.6%	18.0%	19.7%	7.92	9.11	10.55	1.06
601128.SH	常熟银行	6.61	24.5%	25.5%	26.3%	5.24	5.90	6.74	1.26
600908.SH	无锡银行	5.60	12.6%	13.2%	14.7%	5.46	5.97	6.55	1.03
002807.SZ	江阴银行*	5.32	4.6%	6.4%	-100.0%	5.54	5.94	0.00	0.96
002839.SZ	张家港行*	5.83	11.4%	12.2%	14.6%	5.03	5.33	5.70	1.16
603323.SH	吴江银行*	6.32	12.2%	14.4%	-100.0%	6.24	6.87	0.00	1.01

注：*为 Wind 一致预测，其余为我们预测

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行超预期。2018 年我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com