

# 理财子公司化， 工行建行先行

2019年5月22日，银保监会发布公告，批准工银理财有限责任公司、建信理财有限责任公司开业。

**理财子公司推进进程超预期。**从目前推进时间表来看，从获批筹建到获批开业，工行和建行工作分别只花了不到3个月和4个月的时间，若进一步考虑监管审核时间则推进速度更快。此外我们预计其他银行的理财子公司也将在6、7月份密集开业。

**理财子公司净资本管理等配套制度正在路上。**制定理财子公司净资本管理办法是银保监会2019年工作的重点之一。在监管部门内部时间表上将在2019年上半年发布，我们预计近期就会出台。

**综合化经营又添新成员，协同带动是关键。**理财子公司不仅仅只是银行理财业务转型的承载主体，也是银行综合化经营的又一新成员。在获得理财子公司新牌照之后，商业银行如何在符合新规要求的情况下，发挥渠道端、客户端优势，并将其与现有集团资源联系起来，发挥协同带动作用，将会是未来较长时间内需要重新考虑的关键问题。以工行为例，其拥有众多子公司，基本原则是：“各有特色、各有侧重、适当交叉、相互补充”。

**下一步银行理财子公司的工作重点。**其一、培育建设投研体系，尤其是人才队伍建设；其二、加快净值化转型，创新产品设计；其三、建立集团协同机制，处理存量理财业务的整改。

**对市场的影响。**从短期来看，理财子公司设立初期，资产配置品种仍以固定收益类和现金管理类为主，但是随着权益投资能力的提升，权益资产的配置也将提高，对权益市场构成一定的利好。从中长期来看，银行理财子公司正式成立后，将进一步丰富机构投资者队伍，同时也将提高直接融资占比；流向权益市场的资金将稳步提高。同时将对银行板块的估值将构成正面的贡献

**投资建议。**中美事件再启，但是其对实体经济的负面冲击和对银行股估值的影响程度将小于18年。对银行股观点：看好，更看好股份制，银行板块有绝对收益，个股上会有相对收益，板块估值有望从0.8倍修复到1倍。

中长期重点推荐：招行、平安、宁波、南京、浦发、民生；上海；常熟、吴江。

## 银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

研究助理：陈翔

chenxiangbj@csc.com.cn

010-85130978

发布日期：2019年05月23日

### 市场表现



### 相关研究报告

## 前言

2019年5月22日，银保监会发布公告，批准工银理财有限责任公司、建信理财有限责任公司开业。

根据《商业银行理财子公司管理办法》，银行理财子公司的设立需要经过筹建和开业两个阶段。截至目前，公开披露理财子公司设立计划的银行数量超过30家，包括6家国有大行、9家股份行、16家城商行和2家农商行。A股上市银行中目前仅贵阳银行、郑州银行、西安银行及六家农商行还没有公开披露的设立计划。其中，获批筹建的除了工行和建行之外，还有农行、中行、交行，以及光大和招商两家。

## 设立工作进展超预期，预计6、7月将正式开业

理财子公司推进进程超预期。根据管理办法，在银行向银保监会申请筹建理财子公司之后，银保监会需在4个月内做出是否批准的书面决定，获批筹建后银行需在6个月内完成筹建并申请开业，随后银保监会会在2个月内做出是否批准开业决定，若获准开业，银行需在领取营业执照起6个月内正式开业。从目前推进时间表来看，从获批筹建到获批开业，工行和建行工作分别只花了不到3个月和4个月的时间，若进一步考虑监管审核时间则推进速度更快。

我们预计，工行和建行理财子公司有望在6月初正式开业经营，而农行、中行和交行也有望在近期获得开业批复，预计也将在6月7日正式开业。光大和招行获批筹建时间较晚，预计也能够在6月7月间获批开业，正式经营。此外，按照银保监会“成熟一家、批准一家、稳步推进”的工作思路，其他股份行的筹建申请预计可能稍晚一些。

## 理财子公司净资本管理等配套制度正在路上

制定理财子公司净资本管理办法是银保监会2019年工作的重点之一。实际上，这项配套制度从2018年开始就已经着手准备，在监管部门内部时间表上将在2019年上半年发布，我们预计近期就会出台。

在该项制度内容上，监管层充分参考了国内其他资管机构的净资产管理度，如基金公司、基金子公司、证券公司、证券子公司等等。按照统一大资管的要求，我们预计对同类业务的净资本要求将适用同类标准。

此外，相关的配套制度还可能包括理财子公司流动性管理办法等。

**图表1：商业银行理财子公司设立最新情况**

预案发布时间	银行	注册资本	持股比例	子公司名称	获批筹建时间	获批开业时间	正式开业时间
2018.11.27	工商银行	160亿	100%	工银理财有限责任公司	2019.02.17	2019.05.22	预计6月
2018.11.17	建设银行	150亿	100%	建信理财有限责任公司	2018.12.27	2019.05.22	预计6月
2018.11.27	农业银行	120亿	100%	农银理财有限责任公司	2019.01.04		
2018.11.15	中国银行	100亿	100%	中国银行理财有限责任公司	2018.12.27		
2018.06.01	交通银行	80亿	100%	交银资产管理有限公司	2019.01.04		
2018.12.07	邮储银行	80亿	100%	中国邮政储蓄银行理财有限责任公司			
2018.06.02	光大银行	50亿	100%	光大理财有限责任公司	2019.04.19		

预案发布时间	银行	注册资本	持股比例	子公司名称	获批筹建时间	获批开业时间	正式开业时间
2018.03.24	招商银行	50 亿	100%	招银资产管理有限责任公司	2019.04.19		
2018.08.30	浦发银行	100 亿	100%	浦银资产管理有限责任公司			
2018.06.30	民生银行	50 亿	100%				
2018.12.14	中信银行	50 亿	100%	信银理财有限责任公司			
2018.08.29	兴业银行	50 亿	100%	兴银资产管理有限责任公司			
2018.06.07	平安银行	50 亿	100%	平银资产管理有限责任公司			
2018.04.20	华夏银行	50 亿	100%				
2018.07.28	广发银行	50 亿	100%				
2018.04.27	北京银行	50 亿	100%				
2018.06.08	南京银行	20 亿	100%				
2018.05.26	宁波银行	10 亿	100%	宁行资产管理有限公司			
2016.02	江苏银行						
2019.01.19	上海银行	30 亿	100%	上银理财有限责任公司			
2018.08.31	杭州银行	10 亿	100%				
2018.10.16	徽商银行	20 亿	100%	徽银资产管理有限责任公司			
2018.12.07	青岛银行	10 亿	100%	青银理财有限责任公司			
2019.01.10	成都银行	10 亿	100%	成都银行理财有限责任公司			
2018.12.21	长沙银行	10 亿	100%	长银理财有限责任公司			
2018.12.	顺德农商行						
2018.12	广州农商行	10~20 亿					
2018.12	吉林银行	10 亿					
2019.04	威海市商业银行						
2019.04	朝阳银行						
2018.12.14	重庆银行	10 亿	51%	渝银理财有限责任公司			

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 综合化经营又添新成员，协同带动是关键

理财子公司不仅仅只是银行理财业务转型的承载主体，也是银行综合化经营的又一新成员。在利率市场化推进过程中，商业银行综合化经营特征也越来越明显，包括此前的债转股子公司（或金融投资子公司）和现在的理财子公司。

以工行为例，工行有理财子公司、工银瑞信、工银安盛、私人银行部、工银债转股子公司等，其基本原则是：“各有特色、各有侧重、适当交叉、相互补充”。理财子公司的资产存量最多的，品质也最齐全的，将会作为理财业务的主力军，并且对标国际先进资管公司；工银瑞信既有良好的品牌，也有投研储备，在公募市场拥有很多成功做法；工银安盛作为保险资产子公司，可以发挥在固收、上市公司方面的优势；工银投资，可以在“三去一降”方面发挥特点。

截至 2018 年末，工商银行拥有非保本理财产品余额 2.57 万亿元，市场占有率排第一；建设银行理财产品余额 2.19 万亿元，其中非保本理财 1.85 万亿元，占 84%，净值化比例达 16%。从理财业务贡献来看，工商银行 2018 年理财业务收入（含私人银行财富管理）达 422 亿元，占总营收的 5.45%，而建设银行理财业务收入 111

亿元，占总营收的 1.69%。

与其他资管机构有所区别，理财业务对银行而言，不仅仅是增加中间业务收入来源，更重要的是维系客户关系，增加客户粘性，同时能够协同带动其他业务收入。因此，在获得理财子公司新牌照之后，商业银行如何在符合新规要求的情况下，发挥渠道端、客户端优势，并将其与现有集团资源联系起来，发挥协同带动作用，将会是未来较长时间内需要重新考虑的关键问题。

**图表2：上市银行理财余额与理财收入**

	理财余额（亿）	理财业务收入(百万)	营业收入（亿）	理财收入的营收占比
工商银行	25,758.57	42178.00	7737.89	5.45%
农业银行	16,601.25	4784.00	5985.88	0.80%
中国银行	11,572.01	9,041.00	5041.07	1.79%
建设银行	21,883.03	11113.00	6588.91	1.69%
交通银行	9,080.55		2126.54	
兴业银行	18,157.59	11,238.00	1582.87	7.10%
招商银行	19,600.00	7642.00	2485.55	3.07%
浦发银行	14,428.50	6067.00	1715.42	3.54%
民生银行	14,405.55		1567.69	
中信银行	10,589.07	2750.00	1648.54	1.67%
光大银行	12,400.00	876.00	1102.44	0.79%
平安银行	6,204.46	1365.00	1167.16	1.17%
华夏银行	5,766.92	3178.00	722.27	4.40%
北京银行	3,669.31	1746.00	554.88	3.15%
南京银行	2,496.58		274.06	
宁波银行	2,594.00	549.95	289.30	1.90%
江苏银行	3,857.00		352.24	
上海银行	3,842.07	767.00	438.88	1.75%
杭州银行	1,931.90	95.00	170.54	0.56%
贵阳银行	751.98	508.97	126.45	4.02%
成都银行	266.19	131.58	115.90	1.14%
郑州银行	454.94		111.57	
长沙银行	545.16	216.10	139.41	1.55%
青岛银行	783.56	486.88	73.72	6.60%
西安银行	142.97	168.00	59.76	2.81%
常熟银行	292.78		58.24	
无锡银行	104.40	13.48	31.92	0.42%
江阴银行	88.42		31.86	
张家港行	125.07		29.99	
苏农银行	130.79	38.74	31.50	1.23%
紫金银行	75.02	9.67	42.30	0.23%

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 工行与建行理财转型最新情况

除了筹建理财子公司以外，工行也在积极谋划理财业务转型。目前转型方案已经通过董事会审计并提高监管部分批准，获批会开始执行。转型方案主要从三个方面推进：其一是压降传统产品，实现顺利过渡。对条件成熟的产品积极进行净值化转型方案；其二是对非标资产的转型。公司积极探索非标准转型方式，计划在过渡期内发行匹配的产品来承接、回表以及非标转标的方式；其三是积极推动符合新规要求的新产品布局。公司拟打造全面覆盖期限类型、全客户类型的产品体系，并以现金管理类、固定收益类产品为主，探索股权、衍生品产品的发行。截至一季度末，符合资管新规要求的产品余额已达 3400 多亿元。

对于建行而言，今年一季度理财业务收入在理财规模稳定的基础上，已经实现了环比增加。除了理财结构调整的因素以外，还有一个重要原因是理财负债端成本已经开始出现下降，一季度理财负债端成本率比去年下降了 50bp，整体收益率上升 26bp，从而理财收入获得比较大的恢复和增长。

通过调研我们了解到：工行、建行的资产管理部和理财子公司将同时并行一段时间，资产管理部主要负责存量理财产品的管理，存量非标的处置，预计存续期到 2020 年截至，如果部分存量非标业务在过渡期内没有解决完，将按照 722 补充意见来按照一行一策的方式妥善化解；而理财子公司主要发行新产品，完全净值化的产品。

## 下一步银行理财子公司的工作重点

在理财子公司成立之后，预计商业银行将会在以下几个方面重点发力：

其一、培育建设投研体系，尤其是人才队伍建设。人才储备作为理财子公司的核心竞争力，关系到子公司成立后投研、产品、营销等各个维度。基本上，理财子公司的人才队伍除了从原资管部转化一部分之外，还会对外招聘一部分，其中以资管部转化为主。在产品配置上，在设立初期，我们预计理财子公司仍会侧重于固定收益类资产及现金管理类资产，适当增加部分权益资产。

其二、加快净值化转型，创新产品设计。目前，上市银行理财产品净值化比例大部分在 30%左右，随着理财子公司的设立，净值化比例将会明显提高。此外，理财子公司的核心竞争力在于能否产品能否满足客户的细分需求，因此理财子公司设立之后产品创新能力也需要提高。

**图表3： 部分上市银行理财净值化比例**

	理财余额（亿）	净值化产品余额	净值化比例
农业银行	16,601.25	5288.33	31.86%
建设银行	21,883.03	2996.24	13.69%
交通银行	9,080.55	1194.56	13.16%
兴业银行	18,157.59	6075.34	33.46%
招商银行	19,600.00	2751.84	14.04%
中信银行	10,589.07	2446.38	23.10%
北京银行	3,669.31	1572.50	42.86%
宁波银行	2,594.00	536.00	20.66%
上海银行	3,842.07	1197.49	31.17%

	理财余额（亿）	净值化产品余额	净值化比例
杭州银行	1,931.90	605.16	31.32%
贵阳银行	751.98	551.42	73.33%
青岛银行	783.56	276.73	35.32%

资料来源：中信建投证券研究发展部

其三、建立集团协同机制，处理存量理财业务的整改。在理财子公司成立之后，之前与渠道部分的内部合作管理关系将转变为代销关系，合作模式和销售费率也将更加市场化。因此需要加强母行集团内部营销渠道的协调。此外，还要处理好理财子公司与原资产管理部的分工与合作。分工可能表现在，存量非标资产及不符合资管新规的产品可能有原资产管理部承接处置，而符合新规要求的新产品的发行、管理、运作等由理财子公司管理。合作可能表现在，其一，对存量非标的承接与处置，理财子公司可以发行期限匹配的理财产品进行对接，帮助消化；其二、原资管部拥有较多的优质项目资源，可以为理财子公司提供较好的投资资产。

## 对市场的影响

从短期来看，理财子公司设立初期，资产配置品种仍以固定收益类和现金管理类为主，但是随着权益投研能力的提升，权益资产的配置也将提高，对权益市场构成一定的利好。

从中长期来看，银行理财子公司正式成立后，将进一步丰富机构投资者队伍，同时也将提高直接融资占比；流向权益市场的资金将稳步提高。而且理财子公司成立后，一方面，理财业务剥离后，风险隔离，将降低银行板块承担的隐性刚性兑付的风险，另一方面，理财产品收益率的下降也将逐步降低社会整体的无风险利率，这两点都将对银行板块的估值将构成正面的贡献。

## 投资建议

中美事件再启，但是其对实体经济的负面冲击和对银行股估值的影响程度将小于 18 年。主要原因：其一、政策对冲。双宽松政策将有效应对可能带来的冲击，其二、随着行业监管政策的实施，银行业不良率将更加真实，隐性不良消除，资产质量对银行股估值的约束力下降。其三、估值低，下行空间不大。目前老 16 家上市银行 19 年 PB 只有 0.78，历史上，银行最低的 PB 是 0.70 倍。

对银行股观点：看好，更看好股份制，银行板块有绝对收益，个股上会有相对收益。

目前老 16 家上市银行 19/20 年 PB 为 0.78/0.68，板块估值有望从 0.8 倍修复到 1 倍。看好的主要原因是：其一、货币政策仍将宽松；其二、宽信用有望在 2 季度实现；其三、地方政府债务问题的解决方案陆续出台。其四、基本面向上。1 季度行业监管数据表明：资产增速回升，ROE 回升，不良率和关注类占比都在降低。其五、金融供给侧结构改革推进提高资源配置效率，降低板块风险，更有利于中小银行。

中长期重点推荐：招行、平安、宁波、南京、浦发、民生；上海；常熟、吴江

## 分析师介绍

**杨荣：**中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名。

## 研究助理

**方才：**南开大学金融学博士，2017 年加入中信建投研究发展部。2018 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名

010-86451314 fangcai@csc.com.cn

**陈翔：**美国波士顿学院金融学硕士，2019 年加入中信建投研究发展部。

010-85130978 chenxiangbj@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859