

行业研究/深度研究

2020年07月24日

行业评级:

银行 增持(维持)
银行II 增持(维持)

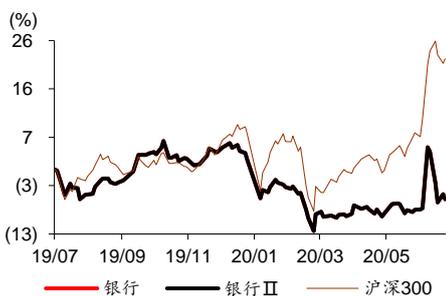
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 执业证书编号: S0570520050002
研究员 0755-82492038
jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《**银行: 夯实资本实力, 中小行改革正当时**》**2020.07**
- 2《**非银行金融/银行: 行业周报(第二十九周)**》**2020.07**
- 3《**非银行金融/银行: 行业周报(第二十八周)**》**2020.07**

一年内行业走势图



资料来源: Wind

资管新生态下的中小银行理财破局

区域性银行战略研究(五): 理财业务深度研究

核心观点

资本市场大发展、居民财富配置多元化背景下,我们认为区域性银行发展理财业务可扩宽收入来源,分享直融时代发展红利。虽然多数区域性银行设立理财子公司面临规模门槛、专业人才引进和系统建设等难题,但我们认为因客制宜扩大规模,加强与境外金融机构、非银机构等多方合作或为可行方案。部分具有合作基础且主动管理能力较强的区域性银行或脱颖而出。银行业轻资本转型,看好有财富管理优势的银行。个股推荐股份行招商银行、兴业银行、平安银行,特色小行常熟银行、南京银行、成都银行。

意义: 综合化运营转型, 扩宽客户服务边界

我们认为发展理财业务对区域性银行有重大意义。顶层设计层面上,资本市场迎来大发展,理财业务将成为居民财富转化为资本市场长期资金的重要途径,可分享直融时代发展红利。业绩层面上,利率市场化趋势下银行利差空间有收窄压力,理财业务可为银行扩宽收入来源。业务开展层面上,理财新规后理财业务范围放宽,为银行开展业务提供了良好条件。最后针对区域性银行而言,理财子公司作为全国性牌照,可助银行扩宽获客边界。

模式: 多种形式从事理财业务, 各有优劣势

区域性银行理财业务发展情况差异较大,未来或主要以四种形式开展理财业务。少数区域性银行可独家设立理财子公司,获得诸多监管红利,并可适时引入战略投资者。部分区域性银行可探索多家银行合资设立理财子公司,但竞合关系难以处理。大部分区域性银行仍可以资管部门形式展业,不断扩大理财产品规模的同时,加大投研和系统建设投入以推动净值化转型。部分区域性银行理财业务战略侧重于代销业务,充分发挥渠道优势。

设立难题与三大应对措施: 投研和系统建设是关键

我们认为区域性银行设立理财子公司主要面对以下四大难题: 1) 设立理财子公司有规模门槛; 2) 客户投资观念导致产品发行难度大; 3) 人才吸引难度大导致主动管理能力欠缺; 4) IT 系统建设难度高。对此我们给出三大解决方案以供参考。首先,银行需深挖客户需求并引导客户转变投资观念,以适合客群的产品快速扩大规模。其次,银行可筹划引进优质战略投资者,抓住对外开放机遇,构建更市场化的机制以吸引人才。最后,银行可积极与非银机构及互联网公司合作,借助外力提升投研和系统建设能力。

中美案例: 资管业务空间大, 机制与产品是关键

海内外均有区域性银行做强资管业务优秀案例,打造专业团队、丰富多元产品为驱动其成功的共同因素。青岛银行是快速做大理财规模的区域性银行标杆,已获批筹建理财子公司。其理财业务优势既有青岛获批财富管理金融改革试验区的外部因素,更来源于其自上而下的机制优势、特色鲜明的产品体系以及出色的投研水平。第一共和银行作为美国区域性银行财富管理标杆,在人才配置、客群管理、开放平台和并购扩张上均有较强优势。

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	目标价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000001 CH	平安银行	13.50	买入	15.50-17.82	1.45	1.64	1.89	2.19	9.31	8.23	7.14	6.16
601838 CH	成都银行	8.21	增持	8.95-9.85	1.54	1.77	2.09	2.48	5.33	4.64	3.93	3.31
600036 CH	招商银行	34.60	增持	38.76-41.35	3.68	4.15	4.79	5.56	9.40	8.34	7.22	6.22
601009 CH	南京银行	7.76	买入	9.37-9.81	1.24	1.40	1.62	1.90	6.26	5.54	4.79	4.08
601128 CH	常熟银行	7.41	增持	9.29-9.42	0.65	0.75	0.88	1.06	11.40	9.88	8.42	6.99
601166 CH	兴业银行	15.66	买入	20.31-21.35	3.17	3.43	3.81	4.28	4.94	4.57	4.11	3.66

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

引言：资管新生态下的中小银行理财破局.....	4
意义：综合化运营转型，拓宽客户服务边界.....	5
居民财富配置多元化，把握直融发展红利.....	5
综合化运营模式，应对利率市场化趋势.....	6
理财业务范围放宽，利好长远发展.....	6
全国性牌照，拓宽获客边界.....	7
模式：多种形式从事理财业务，各有优劣势.....	8
模式一：独家主导成立理财子公司.....	8
模式二：多家银行合资设立理财子公司.....	9
模式三：继续以资管部门形式展业.....	9
模式四：将重心切换至他行理财代销.....	10
难题与应对措施：投研和系统建设是关键.....	11
难题：规模效应难以实现，团队系统搭建难度大.....	11
应对措施：因客制宜做大规模，引入战投多方合作.....	12
对策一：转化客户投资观念，因客制宜做大规模.....	12
对策二：引入外资战略股东，市场化招聘人才.....	13
对策三：积极寻求外部合作，提升投研 IT 能力.....	14
中美案例：资管业务空间大，机制与产品是关键.....	15
青岛银行：机制市场化，产品多元化.....	15
第一共和银行：财富管理标杆，注重客户关系.....	17
重点推荐标的.....	19
招商银行（600036 CH，增持，目标价：38.76~41.35 元）：零售业务标杆，财富管理强行.....	19
兴业银行（601166 CH，买入，目标价：20.31~21.35 元）：“商行+投行”战略，迎接直融时代.....	19
平安银行（000001 CH，买入，目标价：15.50~17.82 元）：对公零售同发展，打造新型银行.....	20
常熟银行（601128 CH，增持，目标价：9.29~9.42 元）：开拓蓝海市场，银行的成长股.....	20
南京银行（601009 CH，买入，目标价：9.37~9.81 元）：以客户为中心，推进零售转型.....	20
成都银行（601838 CH，增持，目标价：8.95~9.85 元）：坚守本源业务，成长空间可期.....	21
风险提示.....	23

图表目录

图表 1: 全文逻辑框架图	4
图表 2: 发展理财业务的四大意义	5
图表 3: 提高直接融资比重表述: 多份重要文件终已有提及	5
图表 4: 银行机构分类型牌照数量对比 (截至 2020 年 7 月 23 日)	6
图表 5: 理财新规前后银行理财业务差异对比	6
图表 6: 2020 年 3 月末上市城商行异地分行数量	7
图表 7: 2020 年 3 月末上市农商行异地分行数量	7
图表 8: 区域性银行从事理财业务模式优劣势对比	8
图表 9: 银行理财子公司理财业务和银行自身理财业务监管对比: 理财子公司具有多项优势	8
图表 10: 多家银行合资设立理财子公司的优势和劣势	9
图表 11: 2019 年末区域性银行非保本理财规模	10
图表 12: 专注代销理财产品的优势和劣势	10
图表 13: 设立理财子公司四大难题和三大应对措施	11
图表 14: 理财子公司盈亏平衡点理财规模测算	11
图表 15: 影响区域性银行净值化转型最困难因素	12
图表 16: 丰富的净值型产品和净值型产品客户基础助规模效应的实现	12
图表 17: 中美两国部分中小行 AUM 占总资产比例	13
图表 18: 外资金融机构参股中资银行的列表: 以区域性银行为主 (截至 2019 年末)	14
图表 19: 理财子公司签署战略合作协议情况	14
图表 20: 2014 年以来青岛银行非保本理财产品余额及增速	15
图表 21: 2014 年以来青岛银行手续费及佣金收入结构	15
图表 22: 青岛银行境外战略投资者及派驻董事情况	16
图表 23: 青岛银行理财产品系列及特色产品情况	16
图表 24: 青岛银行部分近期到期理财产品资产配置情况	17
图表 25: 第一共和银行与我国区域性银行资产规模相近	17
图表 26: 2019 年第一共和银行 AUM/总资产及财富管理收入占比	17
图表 27: 第一共和银行和美股市值前十大商业银行估值对比	18
图表 28: 2015 年以来第一共和银行从外部机构聘用的理财经理人数	18
图表 29: 2010 年以来第一共和银行 AUM 规模及增速	18
图表 30: 第一共和银行资管子公司情况	18
图表 31: 重点推荐公司估值表	21
图表 32: 报告提及公司信息	21

引言：资管新生态下的中小银行理财破局

步入资管新时代，区域性银行理财业务需以特色立足。资管新规后，银行步入资管新时代，全国性银行纷纷设立理财子公司，抢占先发优势。而对于理财规模相对较小，业务开展区域集中性较高的区域性银行来说，是否要参与资管业务，如何参与资管业务，是市场关注的核心问题。在当前资本市场大发展、居民财富配置多元化、利率市场化背景下，我们认为区域性银行发展理财业务可推动综合化布局以扩大收入来源，分享直融时代发展红利，有一定发展的必要性。但区域性银行的理财业务较全国性银行差距较大，因此与多方合作（包括境外金融机构、国内非银机构、互联网平台等）提升投研能力，注重打造自身特色产品，充分发挥自身渠道优势，才有望弥补短板，在资管行业的竞争中占有一席之地。

区域性银行可以多种形式发展理财业务，打造“小而精”产品体系是取胜关键。在目前“资管新规+理财新规+理财子公司新规”监管体系下，区域性银行可以设立理财子公司、资管部门、发展代销业务等模式发展理财业务。少数区域性银行可直接设立理财子公司，并适时引入战略投资者，凭借其本地客群优势，以“小而精”的产品体系，打造拳头产品，形成差异化竞争优势。部分区域性银行可探索多家银行合资设立理财子公司的形式。区域性银行仍可以资管部门形式开展理财业务，虽然在销售起点、投资范围等方面受到一定限制，但由于不必消耗资本金成立理财子公司，银行可加大投研团队建设和IT系统建设的投入，为设立理财子公司做好准备。而部分具有渠道优势的区域性银行，可专注于代销业务。

监管引导理财子公司与多方合作，部分具有合作基础的区域性银行或脱颖而出。国务院金融委早在2019年7月就提出鼓励境外金融机构参与设立理财子公司，对于已有外资参股的区域性银行，与外资金融机构在理财子公司股权层面上合作的难度较低，可提前进行筹划布局。2020年6月银保监会主席郭树清在陆家嘴论坛上发表讲话表示，推动银行、理财子公司与基金、保险深度合作，并提高理财权益类产品比重。推动银行理财与非银机构的合作利于弥补银行的主动管理短板，对已有基金牌照的区域性银行，可更好的发挥子公司之间的协同效应，提升主动管理能力。综合来看，具有自身理财产品特色、且已与境外金融机构、非银机构进行合作的区域性银行，有望在理财子公司层面上抢占市场先机。推荐股份行招商银行、兴业银行、平安银行，特色小行常熟银行、南京银行、成都银行。

图表1：全文逻辑框架图

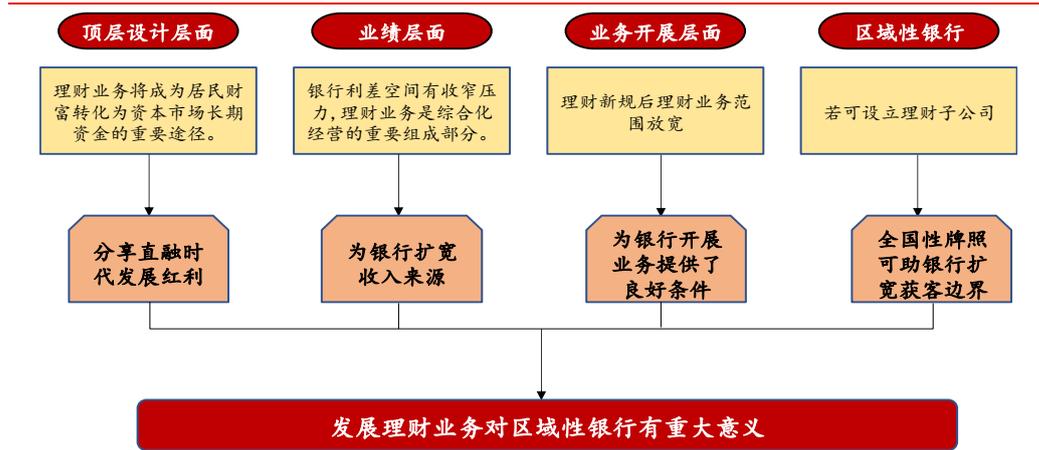


资料来源：华泰证券研究所

意义：综合化运营转型，扩宽客户服务边界

向综合化运营模式转型，全国牌照助区域性银行扩宽客户服务边界。我们认为发展理财业务对区域性银行有重大意义。顶层设计层面上，资本市场迎来大发展，理财业务将成为居民财富转化为资本市场长期资金的重要途径，可分享直融时代发展红利。业绩层面上，利率市场化趋势下银行利差空间有收窄压力，理财业务是综合化经营的重要组成部分，可为银行扩宽收入来源。业务开展层面上，理财新规后理财业务范围放宽，为银行开展业务提供了良好条件。最后针对区域性银行而言，若可设立理财子公司，全国性牌照可助银行扩宽获客边界。

图表2：发展理财业务的四大意义



资料来源：华泰证券研究所

居民财富配置多元化，把握直融发展红利

直接融资发展+财富配置多元，开展理财业务符合金融市场发展趋势。近几年提高直接融资比重被顶层反复提及，如十九大报告、2019年国务院政府工作报告等；2019年2月22日中共中央政治局第十三次集体学习会议通讯稿亦提及“构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系”，直接融资比例提升为大方向。而随着居民财富的日益累积，居民投资意识逐渐增强，资产配置也更加多样化，这对定位为居民储蓄的替代品的银行理财业务，提出了更大的挑战。银保监会五年高质量发展目标之一为促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金，理财产品则是转化的重要渠道之一。基于间接融资转为直接融资和居民资产配置多样化的趋势下，银行设立理财子公司顺应时代之风，既可分享直融时代的发展红利，又可满足居民资产配置多元化需求。

图表3：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。
2019.02.22	中共中央政治局第十三次集体学习会议	构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系
2019.03.05	政府工作报告	改革完善资本市场基础制度，促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重。
2020.01.03	银保监会关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见	银行保险机构要健全与直接融资发展相适应的服务体系，运用多种方式直接为直接融资提供配套支持，提高直接融资比重。
2020.05.22	政府工作报告	改革创业板并试点注册制，发展多层次资本市场。

资料来源：国务院，银保监会，华泰证券研究所

综合化运营模式，应对利率市场化趋势

利率市场化+综合化经营，开展理财业务符合银行业转型趋势。在当前利率市场化背景下，银行利差空间有收窄压力。与全国性银行拥有众多资管子公司的格局不同，区域性银行更专注于传统的存贷业务，在基金、保险、信托、证券等金融牌照方面，处于明显的劣势，因此利差收窄对以存贷业务为主的区域性银行的冲击更大。而理财子公司则是区域性银行未来进行综合化经营的重要布局，理财子公司的设立可增厚中收，拓宽区域性银行收入来源，应对息差收窄压力。由存贷业务转向综合化经营或是提升区域性银行竞争力的必经之路。

图表4： 银行机构分类型牌照数量对比（截至2020年7月23日）

	银行机构数量	基金	券商	保险	理财子公司	信托	期货	AIC	消费金融	租赁
国有大行	6	5	5	6	6	2	3	5	2	4
股份行	12	4	7	4	5	2	3		5	8
城商行	134	4	/	1	6	/	/	/	15	22
农商行	1478	/	/	/	1	/	/	/	1	10

资料来源：银保监会，证监会，华泰证券研究所

理财业务范围放宽，利好长远发展

监管层给理财业务提供了更多便利，开展理财业务符合监管导向。风险管理方面，理财新规通过禁止期限错配、刚性兑付和多层嵌套等行为，降低银行理财业务风险，使银行回归至“代客理财”的本质，专注于提升自身投研水平，以扩大理财规模、提升管理费率，助理财业务健康发展。**业务开展方面**，理财新规对理财投资范围、销售起点等方面进行了放宽，为业务开展提供良好天剑。资产端公募理财产品可通过投资权益类公募基金间接进入股市（之前只能投资货币型和债券型公募基金），为风险偏好较高的客户提供了较好的投资工具，利于产品体系的丰富完善。负债端方面，将公募理财产品销售起点由5万元降低至1万元，对长尾客户的吸引力增强，可覆盖更多的投资者。

图表5： 理财新规前后银行理财业务差异对比

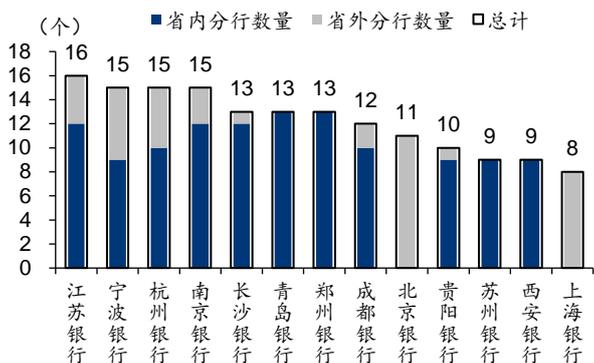
	理财新规前	理财新规后	
	资产管理部	资产管理部	理财子公司
理财产品分类	保本、非保本	公募、私募（保本理财逐步转为表内结构性存款）	
公募理财产品销售起点金额	5万元	1万元	不设置
公募理财产品股票投资	只能投资货币型和债券型的公募基金，不能投资权益类公募基金	可通过投资各类公募基金间接进入股市	可直接投资或通过其他方式间接投资股票
预期收益率	提供预期收益率	不得提供预期收益率	
私募产品冷静期	无	私募理财有不少于24小时的投资冷静期	
投资者保护	信息披露频率较低，到期披露	强化信息披露等（定期披露），实施净值化管理	
嵌套	可借助信托、券商、基金子公司等通道，将理财资金投向非标	只允许一层，禁止通道业务	
刚性兑付、期限错配	存在	禁止	

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

全国性牌照，扩宽获客边界

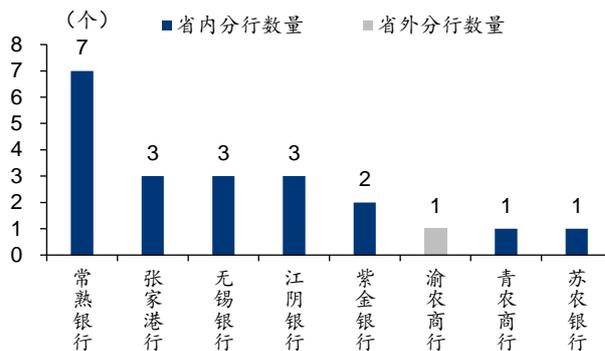
异地经营受限+理财子公司为全国性牌照，开展理财业务可满足银行扩大客群的需要。由于监管要求区域性银行应严格审慎开展综合化和跨区域经营，区域性银行异地分行的开设逐渐收紧。但理财子公司作为全国性牌照，叠加不强制要求面签的人性化设置，可助区域性银行将理财业务扩展到全国范围内，扩大客群覆盖范围。此外，理财子公司的办公地相对较为灵活，成立两年后可开办分公司，在一线城市设立办公地点，利于吸引投研和系统建设人才，提升区域性银行理财业务的核心竞争力。

图表6：2020年3月末上市城商行异地分行数量



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表7：2020年3月末上市农商行异地分行数量



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

模式：多种形式从事理财业务，各有优劣势

区域性银行理财业务发展情况差异性较大，未来或以多种形式开展理财业务。由于目前区域性银行非保本理财规模普遍在1000亿元以下(1000亿元或为监管批复筹建的门槛之一)，因此只有头部的区域性银行可设立理财子公司，大部分区域性银行仍需以资管部门的形式进行展业。因此，我们预计未来区域性银行主要以四种模式开展理财业务：1) 少数区域性银行可直接设立理财子公司；2) 部分区域性银行可探索多家银行合资设立理财子公司的形式；3) 多数区域性银行仍可以资管部门形式展业；4) 部分区域性银行理财业务战略侧重于代销业务。

图表8：区域性银行从事理财业务模式优劣势对比

模式	适合银行类型	优势	劣势
独家主导成立理财子公司	理财规模较大的区域性银行，资本金充裕	销售起点较低；投资范围扩宽；跨区域经营；若前期投入较大，团队搭建、系统建设所需时间较长	引入战略投资者，在经营理念、运营管理机制、资产组合管理、风险管理等方面可提供帮助
多家银行合资设立理财子公司	理财规模较小的区域性银行	销售起点较低；投资范围扩宽；跨区域经营；降低单一银行资本金要求和理财规模要求	降竞争关系难以妥善处理；团队、文化或有一定冲突
继续以资管部门形式展业	理财规模较小的区域性银行	有较长的时间对理财子公司进行规划，可对优秀人才提前进行储备	销售起点较高；投资范围受限；业务开展区域受限
将重心切换至他行理财代销	渠道优势较强的区域性银行	代销业务成本低、风险低	自营产品较少，难以形成资管行业的核心竞争力

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

模式一：独家主导成立理财子公司

设立理财子公司有诸多监管红利，少数区域性银行可直接设立。相对于银行以资管部门开展理财业务，设立理财子公司有诸多监管红利，如可直接投资股票、销售起点降低至1元、代销机构放开、跨区经营等。但由于区域性银行理财规模普遍较小，因此只有少数区域性银行可直接由母行设立理财子公司。此模式虽然前期投入较大、组建团队搭建系统所需时间较长，但在组织结构和核心团队搭建完成后，良好的运营机制下可贡献较好收益。

战略投资者可在设立或扩张转型期时引入。截至2020年6月，共有4家区域性银行理财子公司获准开业(共14家银行)，另有3家区域性银行理财子公司获批筹建。部分区域性银行提出适时引入战略投资者，我们认为以下两个时间点引入较合适。一是理财子公司设立时。设立理财子公司时引入战略投资者，可优化公司运营管理机制，抢占先发优势。广州农商行早于2018年底就明确提出要引入战略投资者，战略投资者持股占比不超过49%。二是进入转型扩张期。转型扩张期需大量的资本金补充，战略投资者的资源优势、资管业务发展经验均可助理财子公司的发展迈上新台阶。但从目前理财子公司设立的情况来看，均为母行100%控股，因此我们认为理财子公司在后续引入战略投资者的可能性更高。

图表9：银行理财子公司理财业务和银行自身理财业务监管对比：理财子公司具有多项优势

	理财子公司	资产管理部
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	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以为持牌金融机构，也可以为依法合规、符合条件的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募投资基管理人
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

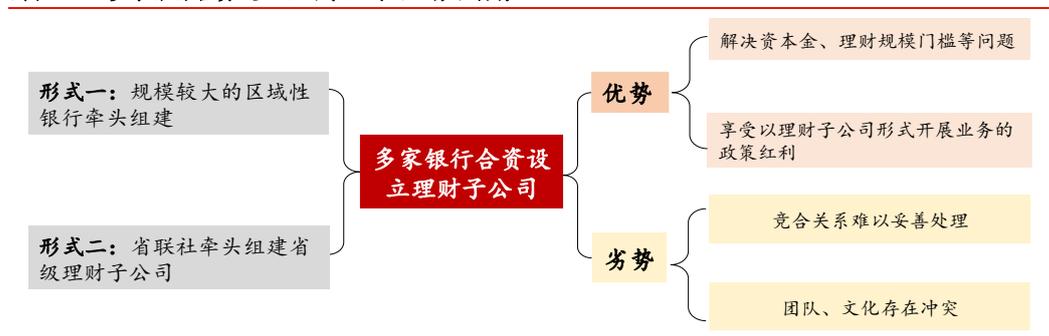
资料来源：银保监会《商业银行理财业务监督管理办法》，银保监会《商业银行理财子公司管理办法》，华泰证券研究所

模式二：多家银行合资设立理财子公司

多家银行合资设立理财子公司，可解决资本金等难题，但竞合关系难以妥善处理。由于多数区域性银行理财规模较小，难以达到设立理财子公司的门槛，且中小银行普遍面临较大的资本金压力，因此多家银行合资设立理财子公司或为未来区域性银行开展理财业务的主要模式之一。此模式为区域性银行解决资本金、理财规模门槛等成立理财子公司的难题，获得以理财子公司形式开展业务的政策红利，但各家银行的资源分割，经营控制权难以分配，竞合关系难以妥善处理，团队文化方面也可能存在一定冲突。

我们认为主要有两种具体的合资设立形式。一是理财规模相对较大的一家区域性银行作为主导，与相邻区域且经营理念较为相同的区域性银行共同合资设立理财子公司，各自深耕本地客群，获得区域协同的优势。二是省联社牵头组建省级理财子公司，可覆盖省内多数理财规模较小的农商行，省联社可提供 IT 系统建设服务，并招聘优秀投研人才打造核心产品研发团队，降低农商行开展理财业务的难度。

图表10：多家银行合资设立理财子公司的优势和劣势



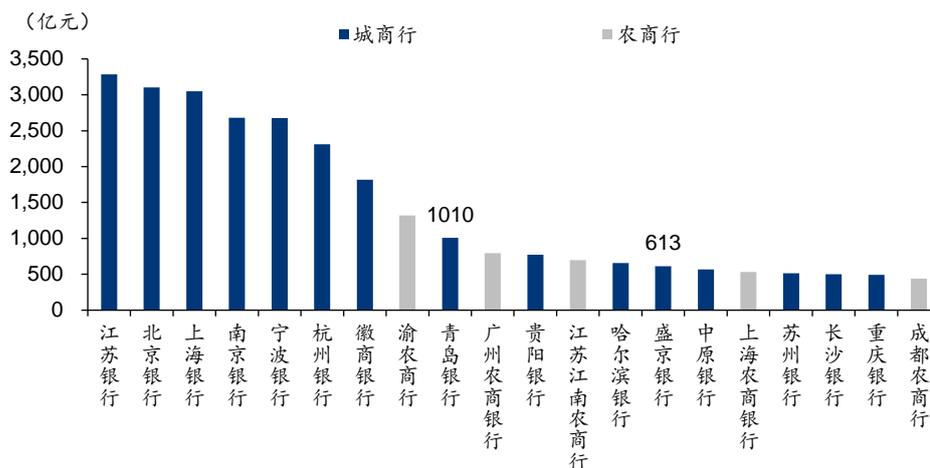
资料来源：华泰证券研究所

模式三：继续以资管部门形式展业

多数区域性银行仍可继续以资管部门形式展业，可重点推动净值化转型。截至 2020 年 6 月末，获得监管批复筹建理财子公司的银行，非保本理财规模最低为 1009 亿元，因此 1000 亿元或为监管批复筹建的门槛之一。截至 2019 年末仅有 9 家区域性银行达到开设理财子公司的标准，多数区域性银行仍需按照理财新规相关要求以资管部门的形式开展理财业务。

虽然以资管部门形式展业会受到销售起点、投资范围、跨区经营等方面的限制，但区域性银行可加大在投研人才和系统建设方面的投入，推动净值化转型，逐渐做大理财规模，为未来开设理财子公司做好准备。具体来看，银行可参考基金公司模式，优化资管部门内部组织结构和业务流程，并针对相关岗位的空缺市场化招聘人才，形成具有竞争力的投研团队。系统建设方面，可从最重要的估值系统入手，优先满足净值型产品运营的基本要求，再逐步完善系统建设。投研团队的组建和 IT 系统建设，可打造具有竞争力的产品体系，助理财规模快速扩大。

图表11： 2019 年末区域性银行非保本理财规模



注 1：上海农商行为净值型理财规模

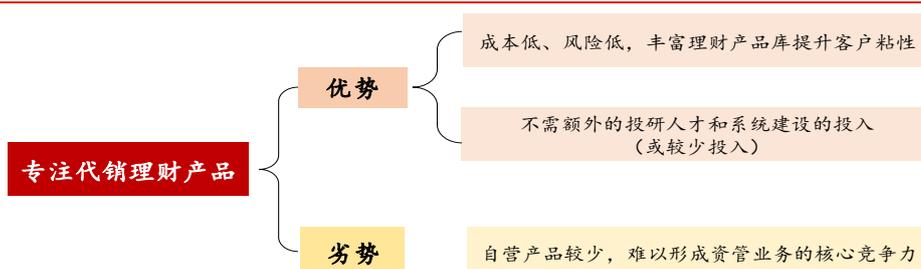
注 2：样本为发债主体，且城商行资产规模排名前 30、农商行资产规模排名前 20 名的区域性银行，部分银行未公布非保本理财规模数据，上图仅呈现出非保本规模排名前 20 的银行数据。

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

模式四：将重心切换至他行理财代销

部分区域性银行将战略重心转为代销业务，充分发挥渠道优势。理财新规中明确商业银行理财产品可通过吸收存款的银行业金融机构代理销售，因此代销他行理财产品的业务模式可行。目前仅有少部分银行代销其他银行理财产品，主要由于过去的理财产品同质化程度较高，代销他行理财产品冲击自管理财业务且收益较低。但随着净值化转型的推进，理财产品愈发多元化，部分区域性银行难以提供多样化的理财产品，因此以代销为主的理财展业模式或成为区域性银行的较好选择。在供需两端分散的市场，区域性银行作为代销平台可以低成本、低风险的方式丰富理财产品库，进而提升客户粘性。在代销业务开展的过程中也可积累以客户需求为中心的服务经验，未来通过 MOM、投顾账户等形式服务客户，逐渐提升自身资管业务的竞争力。

图表12： 专注代销理财产品的优势和劣势

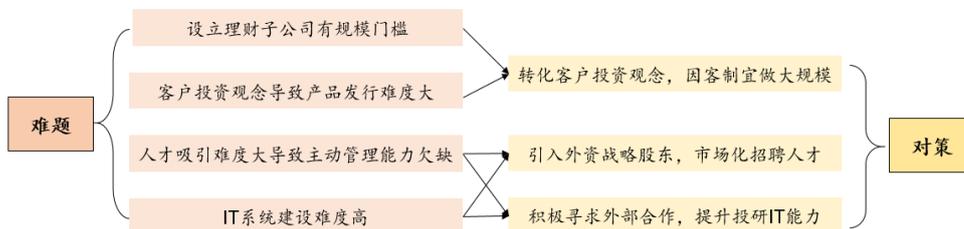


资料来源：华泰证券研究所

苏州银行理财业务战略侧重于代销，为客户定制产品提升资管业务竞争力。基于以客户为中心的经营理念，苏州银行积极发展代销业务，丰富自身产品体系，满足客户多元化的金融投资需求。2019 年末苏州银行非保本理财规模虽然超过 500 亿元，但公司仍将代销理财业务作为财富管理业务的发展重点。苏州银行充分利用自身在苏州地区的渠道优势，代销在苏州网点布局较为有限的股份行和城商行的理财产品，已成为全国前列的代销理财销售平台。截至 2019 年末已代销 12 家同业机构的理财产品，代销理财规模超过 300 亿元。2019 年苏州银行代销理财业务贡献超过 6200 万元的中间业务收入，占总代理收入的 13.3%。苏州银行基于对客户投资需求的了解，已具有与非银机构合作开发资管产品的经验，未来与理财子公司的合作值得期待。

难题与应对措施：投研和系统建设是关键

图表13： 设立理财子公司四大难题和三大应对措施



资料来源：华泰证券研究所

难题：规模效应难以实现，团队系统搭建难度大

规模效应难以实现，团队系统搭建难度大。我们认为当前区域性银行设立理财子公司主要面对以下四大难题：**第一，设立理财子公司有规模门槛。**对照公募基金的营收和成本体系，预计理财子公司非保本规模需达到 600 亿元可达到盈亏平衡点。目前监管批复筹建的理财子公司，非保本理财规模最低为 1010 亿元，对理财子公司的规模效应有一定要求。**第二，客户投资观念导致产品发行难度大。**理财产品刚性兑付的特点在客户的投资观念中根深蒂固，非保本产品（尤其是净值型产品）发行难度较大。

第三，人才吸引难度大导致主动管理能力欠缺。区域性银行办公地点大多不在一线城市，且银行的投研人员工资待遇较非银机构有较大差距，地域叠加薪资的劣势导致银行对投研人才的吸引难度较大，主动管理能力欠缺。**第四，IT 系统建设难度高。**净值型理财产品要求对产品每日进行估值核算，并进行信息披露，要求银行在销售、估值核算、风险隔离、投资管理等方面对系统进行布局或升级。对理财规模普遍在百万元级别的区域性银行来说，难以负担或在千万元以上的前期沉没成本。

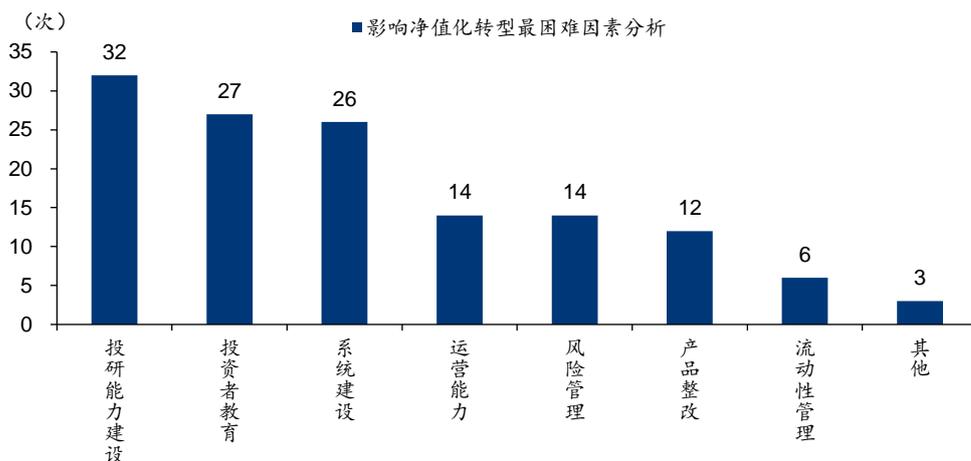
图表14： 理财子公司盈亏平衡点理财规模测算

	假设及其依据	测算
管理费率	参照公募基金的债基和货基，预计在 0.3%-0.5%	0.40%
手续费净收入（万元）	按照基金业协会披露的数据，取理财规模×管理费率×6%	规模×0.024%
员工人数（人）	对标中小型公募基金，100-160 人左右	130
人均薪酬（万元）	市场化薪酬，较公募基金较低，预计 80 万元左右	80
手续费佣金支出（万元）	通过代销渠道销售，预计在 0.1%-0.2% 左右。	规模×0.15%
闲杂费用（万元）	一般占到员工薪酬的 50-60% 左右，开业初期预计为 60%	6240
理财规模（亿元）		607

注：根据公式：理财管理规模×管理费率+手续费净收入-员工人数×人均薪酬-手续费及佣金支出-闲杂费用=0

资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

图表15：影响区域性银行净值化转型最困难因素



资料来源：普益标准，华泰证券研究所

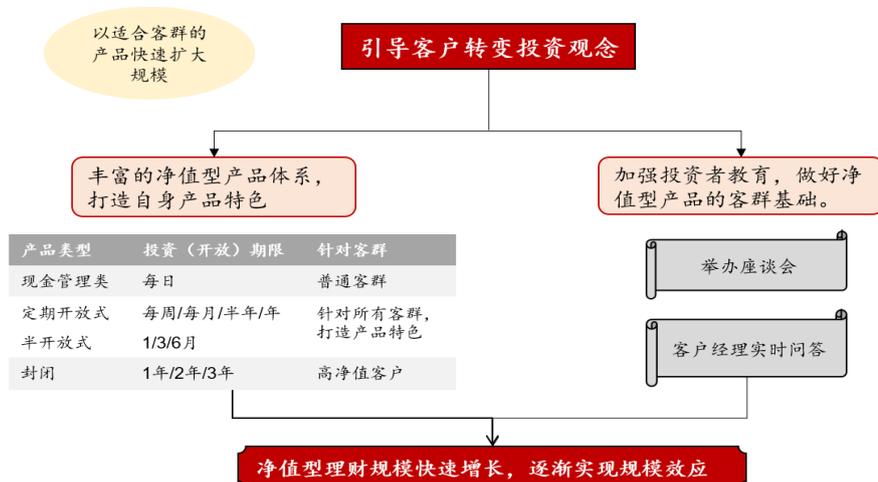
应对措施：因客制宜做大做强，引入战投多方合作

针对客群特点推出产品以扩大理财规模，与外资、非银机构和互联网公司多方合作。针对以上四大理财子公司的设立难题，我们给出三大针对性的解决方案以供参考。首先，针对理财规模和客户投资观念的难题，我们认为银行需深挖客户需求并引导客户转变投资观念，以适合客群的产品快速扩大规模。其次，投研能力的提升和 IT 系统建设均可从两个层面进行解决。公司治理层面上，银行可筹划引进优质的战略投资者，抓住对外开放机遇，构建更市场化的机制以吸引人才。在战略合作层面上，可积极与非银机构及互联网公司合作，借助外力提升投研和系统建设能力。

对策一：转化客户投资观念，因客制宜做大做强

引导客户转变投资观念，以适合客群的产品快速扩大规模。为引导客户转变投资观念，需在合规的前提下深挖客户需求，因客制宜推出针对性的理财产品，逐步丰富净值型产品体系。如推出针对普通客群的现金管理类产品、针对高净值客户的私募长期限产品等。在丰富产品体系的基础上，区域性银行还需打造自身理财产品的特色，以形成核心竞争力。同时，银行需通过多渠道与客户进行沟通交流，加强投资者教育，做好净值型产品的客群基础，如举办座谈会、客户经理实时问答等。丰富的净值型产品体系、良好的净值型产品客群基础可保证净值型理财规模的快速增长。

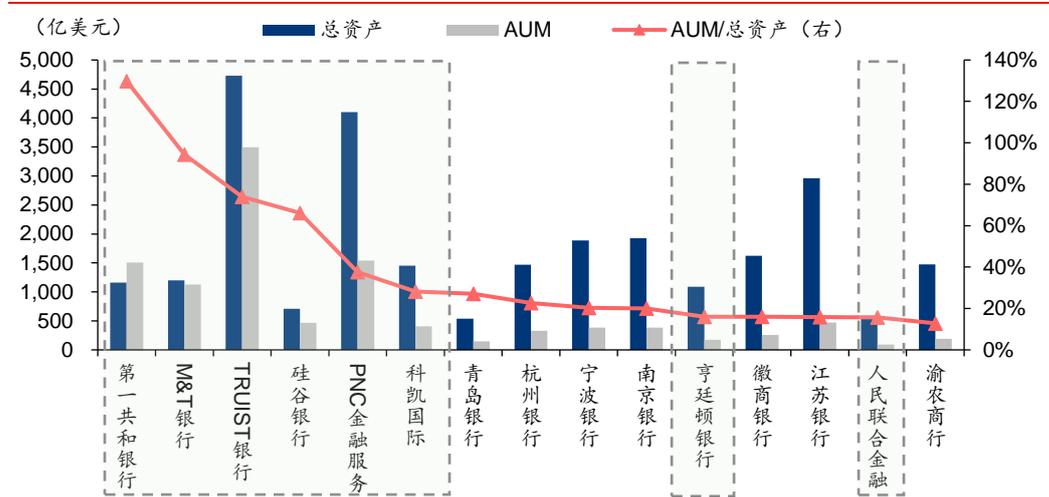
图表16：丰富的净值型产品和净值型产品客户基础助规模效应的实现



资料来源：华泰证券研究所

扩大理财规模是提升理财业务收入的基础。理财业务的盈利模式为收取管理费，较利差模式收益更薄，做大规模是提高理财业务收入的基础，可逐渐实现规模效应。与国内区域性银行资产规模相近的部分海外银行，其 AUM 占总资产比例远高于国内区域性银行，甚至部分以财富管理为特色的小行，AUM 占总资产比例超过 100%。因此国内区域性银行理财规模有较大的扩张空间。

图表17：中美两国部分中小行 AUM 占总资产比例



注：国内样本为获批准筹建理财子公司的区域性银行，AUM 为非保本理财规模，美国样本为标普 500 银行指数中资产规模小于 5000 亿美元（除四大行以外的银行）且公布了 AUM 数值的银行。

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

对策二：引入外资战略股东，市场化招聘人才

引入境外金融机构，预计可在理财子公司层面开展合作。国务院金融委已于 2019 年 7 月提出鼓励境外金融机构参与设立、投资入股银行理财子公司（简称“第二条”）；允许境外资管机构与中资银行子公司合资设立由外方控股的理财公司（简称“第三条”）。2019 年 12 月银保监会批准东方汇理资产管理公司和中银理财合资设立外资控股的理财公司（东方汇理资管持股 55%、中银理财持股 45%），标志着金融对外开放 11 条中第三条的落实。我们认为监管或率先推开大行与境外金融机构在理财子公司层面的合作，待积累一定经验后，未来有望将金融对外开放第二条集中推广至区域性银行，即区域性银行与境外金融机构直接在理财子公司层面展开合作。

区域性银行可提前布局，助理财子公司建立市场化机制。对于已有外资参股的区域性银行，与外资金融机构在理财子公司股权层面上合作的难度较低，可提前进行筹划布局。境外成熟的金融机构具有领先的经营理念、运营管理机制、资产组合管理、风险管理等，可助理财子公司建立较为完善且市场化的公司治理机制，有助于吸引投研和 IT 系统建设人才。人才的吸引叠加外资股东成熟的管理经验，理财子公司业务水平有望得到显著提升。

图表18: 外资金融机构参股中资银行的列表: 以区域性银行为主 (截至2019年末)

银行	境外战略投资者	持股比例 (2019年)
中国银行	三菱东京日联银行	0.18%
交通银行	汇丰银行	19.03%
	瑞士银行	0.77%
	摩根大通	0.49%
邮储银行	国际金融公司	0.53%
	新加坡星展银行	0.46%
北京银行	荷兰 ING 银行	13.03%
上海银行	西班牙桑坦德银行/上海商业银行	6.54%/3.00%
恒丰银行	新加坡大华银行有限公司	3.00%
南京银行	法国巴黎银行	14.87%
宁波银行	新加坡华侨银行	18.58%
渤海银行	渣打银行	19.99%
杭州银行	澳大利亚联邦银行	15.31%
厦门国际银行	亚洲开发银行	2.55%
天津银行	澳大利亚和新西兰银行集团	11.95%
成都银行	马来西亚丰隆银行	17.99%
重庆银行	香港大新银行	14.66%
吉林银行	韩亚银行	14.01%
青岛银行	意大利联合圣保罗银行	13.85%
齐鲁银行	澳洲联邦银行	17.88%
西安银行	加拿大丰业银行	17.99%
厦门银行	香港富邦银行	19.95%
四川天府银行	德国投资与开发有限公司	4.89%
天津滨海农商行	国际金融公司	4.84%
烟台银行	恒生银行/招商永隆银行	15.09%/3.77%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

对策三: 积极寻求外部合作, 提升投研 IT 能力

积极与非银机构及互联网公司合作, 提升投研和系统建设能力。除股权层面的合作外, 理财子公司还可与非银机构、互联网公司进行战略合作。非银机构方面, 基金、信托、券商等在各自的业务领域中拥有比较优势, 理财子公司可通过委外投资、聘请投资顾问等方式与非银机构展开合作, 提成自身投研水平的同时, 也可形成协同效应。建信理财在 2019 年 11 月就与中金公司等 40 多家资管机构签订合作协议。互联网公司方面, 可为理财子公司的 IT 系统建设、打开线上销售渠道助力。目前光大理财、兴银理财和杭银理财均与百信银行合作, 拓宽线上代销渠道; 工银理财则与京东数科在系统建设等方面展开合作。

图表19: 理财子公司签署战略合作协议情况

日期	理财子公司	合作公司	合作公司类型	合作内容
2019-06	工银理财	中金公司	非银机构	在资产管理、投资银行、经纪业务、财富管理、研究服务等业务领域开展深入协作
2019-11		京东数科	互联网公司	在理财产品的设计、互连网络的征信、云计算、大数据风险控制与管理领域合作
2019-11	建信理财	中金公司、信安环球投非银机构 资管等 40 家资管机构		委外投资
2020-06	交银理财	中证指数公司	非银机构	携手发布了“中证交银理财长三角指数”, “粤港澳大湾区指数”
2020-04	光大理财	英大国际控股集团	非银机构	光大理财发挥在管理规模、产品创设、投资能力、风险管控等方面的经验, 结合英大集团在绿色科技金融、国网实业主业协同等方面的优势, 共同构建可持续发展的战略合作平台
2020-04		百信银行	直销银行	代销光大理财产品, 进一步深化资产端与渠道端的合作
2019-09		普益标准	非银机构	普益标准将秉承“金融为体、科技为用、数据为基”的理念, 以“强大的数据基础、专业的策略研发、高效的科技服务”的优势, 与光大理财展开深度合作
2019-12	招银理财	摩根资产	境外金融机构	在产品研发、投资者教育及捕捉行业新兴机遇等方面开展密切合作
2020-04	中邮理财	航天投资	非银机构	以创新的服务模式共同开展在科技创新及军民融合领域的投资运作
2020-07	兴银理财	百信银行	直销银行	代销兴银理财稳利恒盈系列固收类理财产品
2020-07	杭银理财	百信银行	直销银行	代销杭银理财年添益系列固收类理财产品

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

中美案例：资管业务空间大，机制与产品是关键

海内外均有区域性银行做强资管业务的优秀案例，人才与产品优势是成功的共同因素。国内区域性银行已有青岛银行等成功先例，在内外因素驱动下迅速做大做强理财规模，并成功获批筹建理财子公司，可为区域性银行开拓资管业务的近期路径提供参考。国外区域性银行中，第一共和银行在财富管理业务上独领风骚，可为区域性银行资管业务的长期策略提供借鉴，包括不断强化人才配置、注重客户关系管理、通过外部合作和并购实现规模扩张等。通过对比国内外优秀案例，打造专业化团队、丰富多元化产品体系为驱动其成功的共同因素。

青岛银行：机制市场化，产品多元化

青岛银行理财业务发展迅速，已获准筹建理财子公司。青岛银行理财业务优势突出，理财产品的专业能力和市占率均居于山东省首位（2019年报）。2014-2019年青岛银行理财规模 CARG 达到 36%，作为一家资产规模仅 3700 亿元的城商行，非保本理财规模突破 1000 亿元（均为 2019 年末数据）。2020 年 2 月青岛银行成功获批筹建理财子公司（其余获批银行资产规模均在万亿元以上），是区域性银行中快速扩大理财规模的标杆。

图表20：2014年以来青岛银行非保本理财产品余额及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表21：2014年以来青岛银行手续费及佣金收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

外部的区域发展机会+内部的治理机制、产品体系和投资能力促使青岛银行理财业务快速发展。首先，青岛银行抓住青岛作为财富管理金融综合改革试验区的机遇。2014年青岛获批财富管理金融综合改革试验区，在对外开放、人才引进等方面有一定政策红利。青岛银行抓住机遇，市场化引进优秀人才，并与青岛市商务局签订战略合作协议，不断提升自身资管业务水平，将居民财富配置到实体经济领域，形成银行、企业与居民三者间的正向循环。

其次，青岛银行的理财业务优势来源于自上而下的机制优势。一是外资股东、管理层的资管基因浓厚。公司于2008年引入意大利联合圣保罗银行、洛希尔金融集团作为境外战略投资者，两者均有出色的资管实力，并派驻多名高管任职公司董事；同时，公司董事长、行长等高管均曾任职于招商银行，引进了财富管理先进理念，私人“1+1+N”的财富顾问模式就来源于招行。优秀的股东和高管共同强化公司在资管方面的战略定力，2011年3月青岛银行成为国内首家开设私人银行业务的城商行。二是人才机制市场化、专业化程度高。2019年末，资管事业部团队人员近40名，其中研究生比例高达89%，均毕业于海内外名校，且从业经验丰富多元，包括国内外银行、券商、基金、信托等背景。资管团队投研能力较强，更能根据客户需求灵活制定投资策略。

图表22： 青岛银行境外战略投资者及派驻董事情况

公司名称	公司简介	持股比例	派驻董事	派驻董事简介
意大利联合圣保罗银行 (ISP)	目前意大利最大银行集团，旗下子公司 Eurizon Capital 为意大利最大资管机构	13.85% (第一大股东)	Rosario Strano Marco Mussita	非执行董事，于2012年4月起任职，现任ISP首席运营官 非执行董事，于2011年9月起任职，曾任ISP上海分行、东京分行副总经理
洛希尔金融集团 (LCF)	由洛希尔家族控股的以私人银行和资产管理为主要业务的金融集团，有200余年历史		Tingjie ZHANG	独立非执行董事，于2020年2月起任职，现任洛希尔财务咨询(北京)有限公司上海分公司中国联席主管、董事总经理

资料来源：华泰证券研究所注：数据及信息截至2019年末

资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

第三，青岛银行通过特色鲜明的产品线满足客户多元需求，提升市场份额。依靠专业团队的投研能力基础，公司针对不同客群设计了差异化产品。“钱潮”系列产品以较高收益为特点作为获客的主打产品，“创赢”系列和“尊享”系列产品则分别针对普通客户、财富及私人客户，覆盖多层次客户的理财投资需求。其中，“财源滚滚”系列产品凭借丰富的投资周期开放频率成为明星产品，2019年末共计16只存续产品的规模超过200亿元。特色鲜明的产品线是公司省内市场份额保持领先的核心驱动因素，同时理财产品的品牌实力也受到专业机构认可，2019年公司问鼎“年度金牛银行理财产品奖”、《亚洲银行家》“中国年度商业银行理财产品”两大奖项。

图表23： 青岛银行理财产品系列及特色产品情况**产品系列：**

名称	销售起点	目标客群
“创赢”系列	1万元及以上	针对普通客户发售的常规性理财
“钱潮”系列	5万元及以上	回馈老客及带动新客、向特定客户群发售的专属产品
“尊享”系列	100万元及以上	针对财富及私人银行客户发售的专属产品

特色产品：

名称	主要特点
创赢系列“财源滚滚”	开放式净值型、非保本浮动收益 每款“财源滚滚”都有自己固定的投资子周期，目前分为单周、双周、单月开放等类型，客户可根据需要在各投资周期内提交购买、赎回申请
“天天开薪”	开放式净值型、非保本浮动收益型、现金管理类 天天开放、买卖方便；每日分红、收益复利；快速赎回、实时变现

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

第四，青岛银行投研能力较强，理财产品在兼顾稳定性的同时追求高收益。风险管理层面，青岛银行理财产品资产配置多样化程度较高分散投资风险，在产品规模越大、投资期限越长的产品中体现得尤为明显。收益层面，债券资产对同业存单、定向工具、中期票据等信用债以及ABS均有较高比例配置，可获得较高收益；权益类资产主要以优先股为主，兼顾稳健性和高收益性，同时通过FOF、MOM等方式积极布局。

图表24： 青岛银行部分近期到期理财产品资产配置情况

到期日	产品系列	产品类型	产品期限	业绩基准	主要投资资产种类	比例	产品总规模 (万元)
2020/6/24	创赢系列	封闭式净值型	98天	4.40%	优先股	97.95%	4900
2020/6/23	创赢系列	封闭式净值型	99天	4.10%	优先股	48.37%	4961
					优先级ABS	32.25%	
					同业存单	11.49%	
2020/6/24	创赢系列	封闭式净值型	365天	4.32%	理财品种_其他	45.35%	12543
					政策性金融债	19.13%	
					同业存单	14.35%	
					基金品种_其他	12.65%	
					定向工具	8.13%	
2020/5/6	尊享系列	封闭式净值型	188天	4.40%	定向工具	50.57%	5933
					优先股	38.26%	

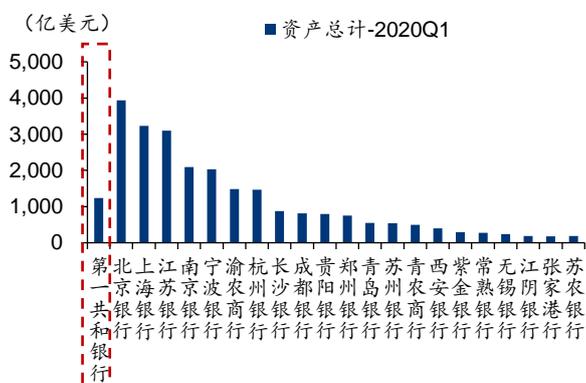
注：钱潮系列业绩基准为预期收益率

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

第一共和银行：财富管理标杆，注重客户关系

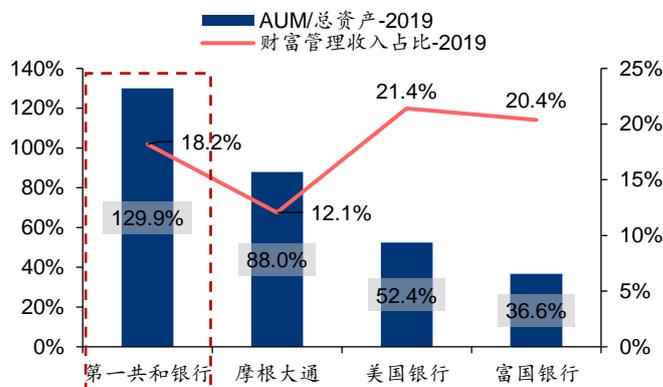
第一共和银行是美国区域性银行的财富管理标杆，在客群规模和收入贡献上相对优势突出。第一共和银行（FRC）属于美国区域性中小银行，2020年6月末总资产（1283亿美元）位居美股上市银行第23名，在规模上与我国区域性银行相近。FRC长期专注于财富管理业务，商业银行和财富管理为其仅有的两大业务板块。虽然其AUM在绝对规模上远不及大行，但AUM/总资产和财富管理收入占比均达到与大行不相上下的水准。FRC财富管理业务在客群规模和收入贡献上相对优势突出，是其估值维持高位的核心因素，目前其PB（mrq）（1.92倍）显著高于美国前十大上市银行的PB中位值，成为美国区域性银行的财富管理业务标杆。

图表25： 第一共和银行与我国区域性银行资产规模相近



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26： 2019年第一共和银行AUM/总资产及财富管理收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27： 第一共和银行和美股市值前十大商业银行估值对比

银行名称	所在国家	总市值 (亿美元)	PB(MRQ)
第一共和银行	美国	177	1.92
美股总市值前十商业银行：			
摩根大通	美国	2,842	1.23
美国银行	美国	2,018	0.84
花旗集团	美国	1,048	0.60
富国银行	美国	1,029	0.64
加拿大皇家银行	加拿大	964	1.62
汇丰控股	英国	960	0.51
HDFC 银行	印度	870	-
道明银行	加拿大	799	1.26
美国合众银行	美国	542	1.19
三菱日联金融集团	日本	526	0.37
中位值		880	0.81

资料来源：华泰证券研究所注：数据截至2020年7月2日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

驱动 FRC 成功的因素包括人才优势、客群管理、开放平台和并购扩张。一是打造人才优势。2015 年以来 FRC 已从全球顶尖财富管理机构中挖掘了 104 名理财经理，持续扩充的优秀团队是为客户提供高水准理财服务的基础。**二是注重客户关系管理。**针对高净值客户社群聚集性强、且具有综合金融需求的特征，FRC 提出了“以关系的基础”的客群管理模式：一方面，客户关系经理深挖已有客户的人际网络，鼓励满意度较高的客户向其引荐新客户；另一方面，客户关系经理作为连接理财经理和商行经理的内部桥梁，在条线间开展交叉销售，满足客户多元需求。**三是构建开放式产品平台。**客户可在开放式平台上接触到来自第三方的基金经理或理财产品，借助外部合作来扩充自身产品池，最大程度为客户提供个性化方案。**四是并购资管子公司实现规模扩张。**通过不断收购资管机构来强化其核心优势，如收购 Luminous Capital 和 Constellation Advisors 不仅为其带来了超过 120 亿美元的 AUM 增量，更利于其全面提升资管服务的专业能力。

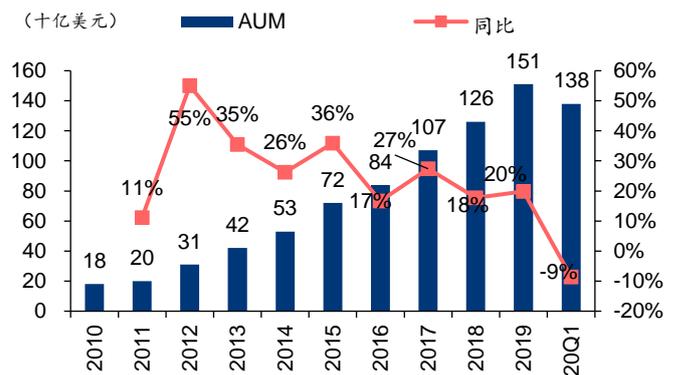
图表28： 2015 年以来第一共和银行从外部机构聘用的理财经理人数



注：数据截止 2020 年 6 月

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表29： 2010 年以来第一共和银行 AUM 规模及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表30： 第一共和银行资管子公司情况

资管子公司	成立/收购时间	投资策略
第一共和投资管理公司	2010 年	延伸银行服务、多样化银行收入来源
第一共和证券公司	2010 年	发展证券市场服务，主动管理固定收益类产品
Luminous Capital Holdings	2012 年	扩大资管规模、提供更专业的资管服务
第一共和信托公司	2012 年	发展信托业务，完善资管服务体系
Constellation Advisors	2015 年	强化家庭办公室等高净值客群服务体系

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

重点推荐标的

轻资本转型大势所趋，推荐具有财富管理优势的银行。银行步入资管新时代，理财业务迎来发展的窗口期，区域性银行可抓住机遇，打造“小而精”产品体系，扩大收入来源。利率市场化背景下，银行业向轻资本转型，财富管理业务作为轻资本业务的重要组成部分，积极布局财富管理业务的银行有望抢占市场先机，推荐具有财富管理优势的银行。个股推荐股份行中的零售及财富管理之王招商银行、多元拓展大资管业务的兴业银行、背靠集团的锐意改革者平安银行；区域性银行中看好有财富管理潜力的常熟银行、南京银行、成都银行。

招商银行 (600036 CH, 增持, 目标价: 38.76~41.35 元): 零售业务标杆, 财富管理强行
招商银行的逻辑为作为建立了零售与财富管理先发优势的银行, 抵御周期能力强、继续成长可期。招商银行深耕零售业务, 2019 年零售收入贡献与税前利润贡献分别为 53.7%、56.7%。招商银行建立了财富管理先发优势, 2020 年 Q1 财富管理收入同比大增 68.5%, 占比达到 13%, 疫情中消费场景被限制提升了客户的财富管理需求。零售和财富管理优势助其建立了盈利能力和资产质量优势: 盈利能力方面, 2020 年一季度招行 ROE 在上市股份行中排名第一。资产质量方面, 2020Q1 末不良贷款率仅有 1.11%, 远低于其他上市股份行; 拨备覆盖率超过 450%, 风险抵御能力强大, 可抵御疫情冲击, 为利润提供了安全垫。零售与财富管理业务的客户需求、资产质量的周期性较弱, 且成长空间依旧较大, 招行作为领先龙头银行是首要获益者。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 12.8%/15.3%/16.2%, EPS 为 4.15/4.79/5.56 元, 2020 年 BVPS 预测值为 25.84 元, 对应 PB1.34 倍。维持 2020 年目标 PB1.5~1.6 倍, 目标价 38.76~41.35 元, 维持“增持”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

兴业银行 (601166 CH, 买入, 目标价: 20.31~21.35 元): “商行+投行”战略, 迎接直融时代
兴业银行的逻辑为“商投并进”迎接直融时代, 存量风险释放充分。一方面, 兴业银行“商投并进”迎接直融时代, 注重提升结算型、投资型、交易型银行三项能力。直接融资大发展时代来临, 兴业银行作为坚持“商行+投行”战略的标杆行, 有望乘时代之风实现再度跨越。公司债券承销实力雄厚, NAFMII 承销金额领跑, 投行能力与商行能力形成了良好互补, 实现综合化服务、轻型化经营。银行理财规模领先且转型较快, 理财子公司于 2019 年 12 月已开业。托管和代客 FICC 业务均有鲜明特色, 有望成为直接融资时代弄潮儿。另一方面, 兴业银行的存量风险释放充分。2017 年起兴业银行步入调结构阶段, 不良贷款认定标准也逐渐严格, 2019 年末非标投资拨贷比达到 3% 以上, 存量风险压力释放为公司重新启程奠定了坚实基础。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 8.2%/11.0%/12.3%, EPS 为 3.43/3.81/4.28 元, 2020 年 BVPS 预测值为 26.04 元, 对应 PB0.60 倍。维持 2020 年目标 PB0.78~0.82 倍, 目标价 20.31~21.35 元, 维持“买入”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

平安银行 (000001 CH, 买入, 目标价: 15.50~17.82 元): 对公零售同发展, 打造新型银行
 平安银行的投资逻辑为在科技引领、集团鼎力支持下有望成为一个更均衡的新型零售型银行。自 2016 年启动零售转型以来, 平安银行的“科技引领、零售突破、对公做精”战略目前已步入全新阶段。金融科技为业务赋能, 零售再攀高峰, 对公则重新发力, 战略执行成果显著。疫情影响下, 2020 年 Q1 归母净利润、营收、PPOP 增速均保持在高位, 资产质量表现较好。分业务板块看, 对公成为中流砥柱, Q1 新增贷款 91% 为对公(含贴现), 对公投放奠定了量增基础; 零售更专注于中高端客户, 3 月末私行客户数、AUM 较上年末增长 7.7%、9.8%, 分别快于零售客户数、零售 AUM 增速 6.1pct、2.0pct。我们认为平安银行对公业务在科技引领、集团鼎力支持下有望再创辉煌, 进而打造一个更均衡的新型银行。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 13.2%/15.1%/15.5%, EPS 为 1.64/1.89/2.19 元, 2020 年 BVPS 预测值为 15.50 元, 对应 PB0.87 倍。维持 2020 年目标 PB1.00~1.15 倍, 目标价 15.50~17.82 元, 维持“买入”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

常熟银行 (601128 CH, 增持, 目标价: 9.29~9.42 元): 开拓蓝海市场, 银行的成长股
 常熟银行的投资逻辑为客群与经营模式独特, 异地经营发展空间较大。小微金融业务是常熟银行的名片, 其收益高、风险可控, 目前这一特色正在持续深化。常熟银行小微业务坚持线上+线下结合的操作模式。2019 年在金融科技投入、员工数量扩充上均有布局, 全年科技投入占营收比例达到 3.41%, 2019 年末员工人数同比+15.6%至 6432 人, 主要新增为业务人员。6 月 3 日常熟银行董事会决议拟出资 10.5 亿元入股镇江农商行, 成为其第一大股东(持股 33.33%)。我们认为若入股完成, 常熟银行有望将自身的小微金融先进理念输出给镇江农商行, 提升其经营效率, 常熟银行的发展空间也有望进一步拓宽。后续常熟银行有望形成异地分支行、村镇银行、入股农商行(镇江农商行)的异地业务三驾马车, 进一步巩固小微金融标杆的地位。6 月 1 日, 央行等八部委出台支持小微企业的系列政策, 常熟银行作为小微特色的优质中小行, 有望享受政策红利。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 15.8%/17.0%/20.1%, EPS 为 0.75/0.88/1.06 元, 2020 年 BVPS 预测值为 6.73 元, 对应 PB1.10 倍。维持 2020 年目标 PB1.38~1.40 倍, 目标价 9.29~9.42 元, 维持“增持”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

南京银行 (601009 CH, 买入, 目标价: 9.37~9.81 元): 以客户为中心, 推进零售转型
 南京银行的投资逻辑为以客户为中心稳步推进零售转型, 业绩稳健增长。南京银行立足江苏, 并将业务辐射至经济发达的京沪浙等地区, 良好的地理区位叠加完善的风控能力, 造就了同业领先的资产质量水平。公司对公业务基础扎实, 将大零售战略作为转型的重点方向(2019 年末零售贷款占比为 30%, 接近同业平均水平), 注重客户质量的提升和综合金融服务的输出。借助良好的管理体系、优越的地理条件和明确的战略定位, 南京银行取得了良好的业绩表现, 2020 年一季度营收、归母净利润增速均在上市银行中处于领先水平。我们认为南京银行估值压制因素已解除, 股息率优势突出, 有较高的配置价值。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 12.7%/15.8%/16.8%, EPS 为 1.40/1.62/1.90 元, 2020 年 BVPS 预测值 8.92 元, 对应 PB 0.87 倍。维持 2020 年目标 PB1.05-1.10 倍, 目标价 9.37~9.81 元, 维持“买入”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

成都银行 (601838 CH, 增持, 目标价: 8.95~9.85 元): 坚守本源业务, 成长空间可期
成都银行的投资逻辑为基本面改善有持续动能, 成长性可期。成都市区域经济增速较快(据成都市统计局数据, 2020年一季度不变价GDP同比-3.0%, 高于全国平均水平)、人口稳步流入、成渝城市群战略定位较高, 均为成都银行提供了跨越提升的机遇。未来成长空间较足的主要原因总结为: 第一, 腹地优势。2020年地方政府专项债放量, 基建投资为经济增长的重要驱动因素, 基建补短板需求集中于四川等西部省份, 如成都市1-3月基建投资增速-0.7% (全国为-16.4%), 基建投资加码供应了优质资产。第二, 贷款市占率低位。据成都银行年报数据, 2019年末成都银行在成都的贷款市占率为4.75%, 无论横向、纵向相比均较低, 尚有提升空间。第三, 资产质量包袱出清较为彻底, 3月末不良贷款率、关注贷款率分别较2019年末持平、-5bp至1.43%、0.87%, 不良+关注类贷款占比为上市城商行第3低。目前正调整信贷结构, 资产质量有望持续向好。

我们预计公司2020-2022年归母净利润增速14.9%/18.1%/19.0%, EPS为1.77/2.09/2.48元, 2020年BVPS预测值为11.19元, 对应PB0.73倍。维持2020年目标PB0.8~0.88倍, 目标价8.95~9.85元, 维持“增持”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

图表31: 重点推荐公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	总市值(亿元)	EPS (元)				P/E (x)			
						2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000001 CH	平安银行	13.50	买入	15.50~17.82	2620	1.45	1.64	1.89	2.19	9.31	8.23	7.14	6.16
601838 CH	成都银行	8.21	增持	8.95~9.85	297	1.54	1.77	2.09	2.48	5.33	4.64	3.93	3.31
600036 CH	招商银行	34.60	增持	38.76~41.35	8699	3.68	4.15	4.79	5.56	9.40	8.34	7.22	6.22
601009 CH	南京银行	7.76	买入	9.37~9.81	777	1.24	1.40	1.62	1.90	6.26	5.54	4.79	4.08
601128 CH	常熟银行	7.41	增持	9.29~9.42	203	0.65	0.75	0.88	1.06	11.40	9.88	8.42	6.99
601166 CH	兴业银行	15.66	买入	20.31~21.35	3253	3.17	3.43	3.81	4.28	4.94	4.57	4.11	3.66

备注: 以上重点公司推荐文字、目标价及EPS来源于华泰证券金融团队最新报告, 收盘价为2020.07.24

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表32: 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	评级	目标价(元)
中国银行	601988 CH	无评级	-
交通银行	601328 CH	增持	6.27~6.77
邮储银行	601658 CH	增持	6.27~6.58
招商银行	600036 CH	增持	38.76~41.35
江苏银行	600919 CH	无评级	-
宁波银行	002142 CH	买入	30.40~32.04
杭州银行	600926 CH	增持	9.88~11.36
南京银行	601009 CH	买入	9.37~9.81
长沙银行	601577 CH	无评级	-
青岛银行	002948 CH	无评级	-
郑州银行	002936 CH	无评级	-
成都银行	601838 CH	增持	8.95~9.85
北京银行	601169 CH	增持	5.83~6.32
贵阳银行	601997 CH	增持	9.24~9.86
苏州银行	002966 CH	无评级	-
西安银行	600928 CH	无评级	-
上海银行	601229 CH	增持	13.71~15.15
常熟银行	601128 CH	增持	9.29~9.42
张家港行	002839 CH	增持	6.39~7.00
无锡银行	600908 CH	增持	7.82~8.42
江阴银行	002807 CH	增持	4.74~5.02
紫金银行	601860 CH	无评级	-
渝农商行	601077 CH	无评级	-
青农商行	002958 CH	无评级	-
苏农商行	603323 CH	无评级	-
渤海银行	9668 HK	无评级	-

公司名称	彭博代码	评级	目标价 (元)
天津银行	1578 HK	无评级	-
重庆银行	1963 HK	无评级	-
徽商银行	3698 HK	无评级	-
广州农商行	1551 HK	无评级	-
哈尔滨银行	6138 HK	无评级	-
盛京银行	2066 HK	无评级	-
中原银行	1216 HK	无评级	-
汇丰控股	5 HK	无评级	-
渣打银行	2888 HK	无评级	-
香港大新银行	2356 HK	无评级	-
恒生银行	11 HK	无评级	-
第一共和银行	FRC US	无评级	-
摩根大通	JPM US	无评级	-
美国银行	BAC US	无评级	-
花旗集团	C US	无评级	-
富国银行	WFC US	无评级	-
加拿大皇家银行	RY US	无评级	-
HDFC 银行	HDB US	无评级	-
道明银行	TD US	无评级	-
美国合众银行	USB US	无评级	-
三菱日联金融集团	MUFG US	无评级	-
瑞士银行	UBS US	无评级	-
新加坡星展银行	DBS SP	无评级	-
荷兰 ING 银行	ING US	无评级	-
西班牙桑坦德银行	SAN US	无评级	-
新加坡大华银行有限公司	UOB SP	无评级	-
法国巴黎银行	BNP US	无评级	-
新加坡华侨银行	OCBC SP	无评级	-
澳大利亚联邦银行	CBA AU	无评级	-
澳大利亚和新西兰银行集团	ANZ AU	无评级	-
意大利联合圣保罗银行	ISP IM	无评级	-
马来西亚丰隆银行	HLBK MK	无评级	-
加拿大丰业银行	BNS US	无评级	-
M&T 银行	MTB US	无评级	-
TRUIST 银行	TFC US	无评级	-
硅谷银行	SIVB US	无评级	-
PNC 金融服务	PNC US	无评级	-
科凯国际	KEY US	无评级	-
亨廷顿银行	HBAN US	无评级	-
人民联合金融	PBCT US	无评级	-
洛希尔金融集团	RLD XW	无评级	-
瑞信集团	CSGKF US	无评级	-
摩根士丹利	MS US	无评级	-
高盛集团	GS US	无评级	-
巴克莱银行	BCS US	无评级	-
杰富瑞集团	JEF US	无评级	-
第一西部信托	未上市	-	-
工银理财	未上市	-	-
建信理财	未上市	-	-
中银理财	未上市	-	-
东方汇理资管	未上市	-	-
交银理财	未上市	-	-
光大理财	未上市	-	-
招银理财	未上市	-	-
中邮理财	未上市	-	-
兴银理财	未上市	-	-
杭银理财	未上市	-	-
恒丰银行	未上市	-	-
厦门国际银行	未上市	-	-
吉林银行	未上市	-	-

公司名称	彭博代码	评级	目标价 (元)
齐鲁银行	未上市	-	-
厦门银行	未上市	-	-
四川天府银行	未上市	-	-
天津滨海农商行	未上市	-	-
烟台银行	未上市	-	-
百信银行	未上市	-	-
江苏江南农商行	未上市	-	-
上海农商行	未上市	-	-
成都农商行	未上市	-	-
上海商业银行	未上市	-	-
招商永隆银行	未上市	-	-
亚洲开发银行	未上市	-	-
韩亚银行	未上市	-	-
香港富邦银行	未上市	-	-
京东数科	未上市	-	-
信安环球投资	未上市	-	-
中证指数公司	未上市	-	-
英大国际控股集团	未上市	-	-
普益标准	未上市	-	-
摩根资产	未上市	-	-

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行超预期。2020 年我国经济受外需和内需影响, 企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍相对稳定, 但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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，需在允许的范围内使用，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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司