

银行

证券研究报告
2019年07月10日

理财子公司发行了那些新产品？

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

理财子公司时代已来，四大行已密集开业

银行纷纷踊跃地筹备成立理财子公司。从 2018 年年初至今，共有至少 32 家银行公告了拟成立理财子公司。其中，建行、工行、交行、中行依次获得了开业批准，农行、招行、光大、邮储、兴业、宁波、杭州均获得了筹建批准。加起来，是 6 家国有大行、3 家股份行、2 家城商行。此外，银保监会副主席曹宇表示，农商行、外资银行也在积极推进理财子公司设立。2019 年是理财子公司元年，筹备与开业正如火如荼。在开业发布会上，建信理财、工银理财、中银理财均发布了新规产品，本报告试图分析这些产品，来看看银行理财的未来规划。

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com
余金鑫 联系人
yujinxin@tfzq.com

大行理财子公司首秀，新产品凸显战略布局

工银理财-固收为主体，兼顾权益类/混合类。6 款新产品中，1) 固收类仍然占据重要地位，固定收益增强型 3 款；2) 权益类产品以未上市股权为主要投向，而非股票；3) 混合类产品多以公募基金、FOF 投资于股市，例如“鑫得利”量化策略 861 天、“全鑫权益”系列。建信理财-致力于服务粤港澳大湾区建设。发布了“1+5”粤港澳大湾区资本市场指数，“乾元-安鑫”是“现金+多资产全天候”策略，“乾元-睿鑫”主要投资于债券和非标，开放周期 2 年。中银理财-外币&养老，权益&指数。中行公布将开发外币系列、“稳富”养老、“智富”权益、“鼎富”股权、指数系列。1) 收费模式上均与公募债基看齐；2) 通过公募基金来投资权益，可与旗下基金公司协同。

行业走势图



资料来源：贝格数据

起步阶段产品的四大特征，蕴含未来发展趋势

一、以固收为主体，积极布局权益类。2018 年初以来，银行非保本理财规模就在 22 万亿附近波动。老产品在压降，就得有新产品在扩张。扩张的这部分，主要是“类货基”为代表的固收类，并辅以权益类和混合类产品。二、权益类投资以私募股权、FOF 模式居多。工银理财和中银理财的权益类产品，就很有代表性。一个是投资于非上市股权，一个以公募基金、ETF 等为主。三、以复制指数起步，积极探索量化策略。工银理财“鑫得利”，采用“固收打底+限额量化策略”的策略，0-10%的资产以量化策略投资权益和衍生品市场；中银策略-债券指数 1 号，投资指数成分债券。四、部分保留了浮动管理费这一理财特色。工银理财 6 款新产品中的 4 款，建信理财的 2 款产品，都是如此。该方式本质上使得业绩比较基准承担了类似预期年化收益率的功能，弱化净值波动的冲击，有利于平稳过渡。

相关报告

- 《银行-行业专题研究:当前银行资产质量怎么看?》2019-06-12
- 《银行-行业点评:业绩明显改善,资产质量向好》2019-05-09
- 《银行-行业专题研究:银行业研究小册子》2018-09-18

投资建议：理财子公司密集开业，推动净值化转型和直接融资

大行理财子公司开业且布局逐渐清晰，理财中收有望改善；理财产品适度参与科创板打新，也为银行板块带来配置资金。龙头（招行、宁波、平安）年初至今涨幅已不低，板块内择股难度上升，择股上可兼顾龙头及滞涨个股，如低估值、基本面较好的光大、工行、兴业等。

风险提示：理财资产端风险暴露加快；净值化产品推广不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-07-09	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	5.58	增持	0.84	0.88	0.94	1.01	6.64	6.34	5.94	5.52
601818.SH	光大银行	3.77	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	5.89	5.39	4.96	4.49
601166.SH	兴业银行	17.82	买入	2.92	3.33	3.85	4.31	6.10	5.35	4.63	4.13
000001.SZ	平安银行	13.59	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	9.37	8.04	6.63	5.50
600919.SH	江苏银行	7.24	买入	1.13	1.29	1.48	1.69	6.41	5.61	4.89	4.28

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 理财子公司时代已来，四家大行已密集开业.....	3
2. 大行理财子公司首秀，新产品凸显战略布局.....	5
2.1. 工银理财——固收为主体，兼顾权益及混合类.....	5
2.2. 建信理财——致力于服务粤港澳大湾区.....	6
2.3. 交银理财——稳扎稳打的转型典范.....	7
2.4. 中国银行——外币&养老，权益&指数.....	8
3. 起步阶段产品四大特征，蕴含未来发展趋势.....	9
3.1. 以固收为主体，积极布局权益类.....	9
3.2. 权益类多以私募股权、FOF 参与.....	9
3.3. 以复制指数起步，积极探索量化策略.....	10
3.4. 保留“浮动管理费”这一理财特色.....	10
4. 投资建议：理财子公司密集开业，推动净值化和直接融资.....	10
5. 风险提示.....	11

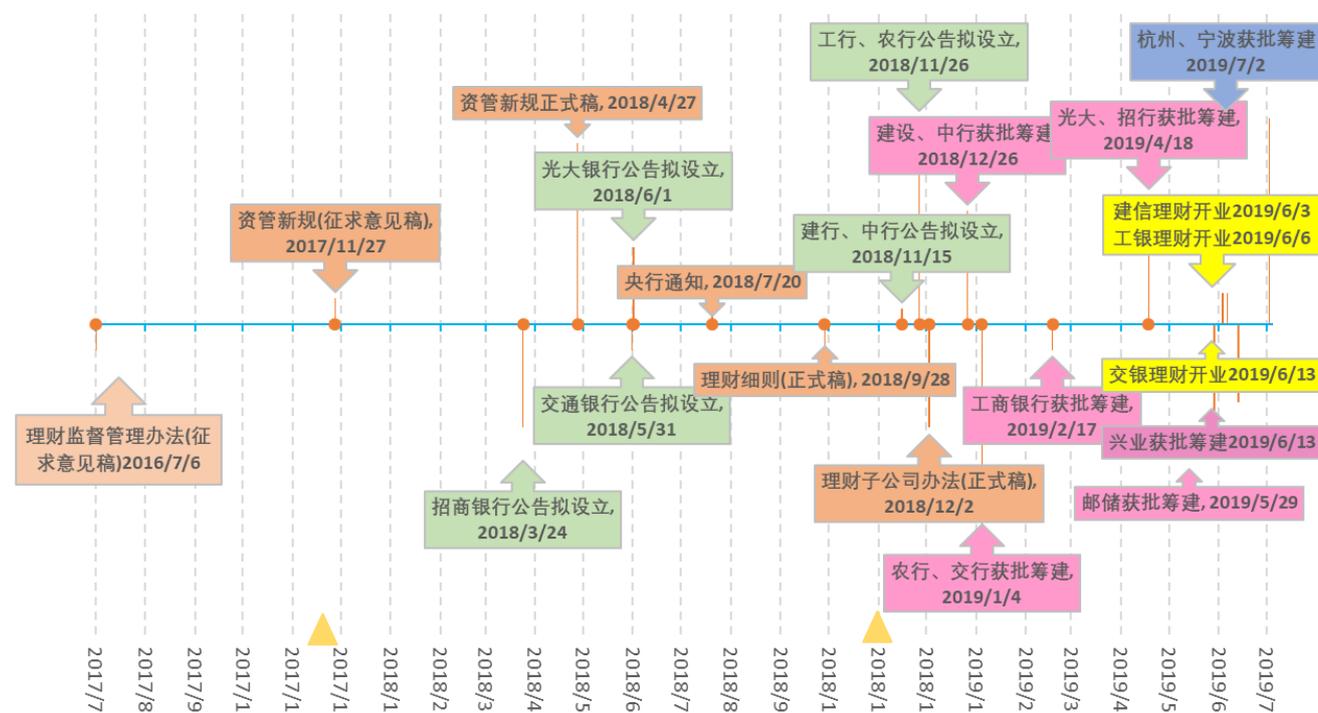
图表目录

图 1：从资管新规到理财子公司，大行和股份行是先行者.....	3
表 1：按资产规模排序的前 70 家银行，其拟成立理财子公司公告、筹建及开业获批情况(单位：亿元).....	3
表 2：工行/建行/中行/交行理财子公司设立细节.....	4
表 3：工行理财子公司成立发布会上公布的新产品.....	5
表 4：建行理财子公司成立发布会上公布的新产品.....	6
表 5：交通银行在中国理财网备案的主要净值型产品.....	7
表 6：中行理财子公司成立发布会上公布的新产品.....	8

1. 理财子公司时代已来，四家大行已密集开业

2016 年以后，银行理财开启了系统性监管之路。2016 年 7 月 6 日的《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，可以算作理财系统性监管时代的来临。此后，银行网点向客户推介产品时，需要解释清楚产品是保本保收益、保本浮动收益还是非保本浮动收益，销售环节需要“双录”。理财打破刚兑其实已在酝酿。2018 年 4 月，资管新规出台。“资管新规”将矛头指向了理财的投资端：1) 净值化管理；2) 非标资产期限匹配；3) 只允许一层嵌套（公募基金可多加一层）；4) 过渡期到 2020 年底。一时间，委外收缩、通道收缩、非标债权不敢多投、理财规模不敢增。7 月 20 日，理财细则（征求意见稿）和央行《通知》发出，对资管新规的未决之处做出偏宽松的明确，1) 过渡期内可发行老产品投资新资产，以 0427 前的量为限；2) 定开式产品投资债券可以摊余成本法，资产久期拓展到封闭期的 1.5 倍；3) 现金管理类可参照货基估值。9 月 28 日和 12 月 2 日，理财细则和理财子公司办法正式稿出台，鼓励有能力的银行成立理财子公司，投资门槛可从 1 万降到 0，子公司发行理财可直接投股票。

图 1：从资管新规到理财子公司，大行和股份行是先行者



资料来源：银保监会，公司公告，天风证券研究所

另一边，银行开始踊跃地筹备成立理财子公司。从 2018 年年初至今，共有至少 32 家银行公告了拟成立理财子公司。其中，建行、工行、交行、中行依次获得了开业批准，农行、招行、光大、邮储、兴业、宁波、杭州均获得了筹建批准。加起来，是 6 家国有大行、3 家股份行、2 家城商行。7 月 6 日，银保监会副主席曹宇在 2019 青岛·中国财富论坛上表示，城市商业银行的理财子公司设立工作已开始起步；农村商业银行、外资银行等也在积极推进。理财子公司的筹备与开业正如火如荼。

表 1：按资产规模排序的前 70 家银行，其拟成立理财子公司公告、筹建及开业获批情况（单位：亿元）

No	银行	非保本理财	拟成立公告日期	拟出资	筹建获批	No	银行	非保本理财	拟成立公告日期	拟出资	筹建获批
1	工商银行	25,759	2018/11/26	≤160	2019/2/17	36	广州银行				
2	建设银行	18,410	2018/11/16	≤150	2018/12/26	37	中原银行				
3	农业银行	17,065	2018/11/26	≤120	2019/1/4	38	吉林银行		2018/12/24	10	
4	中国银行	11,572	2018/11/15	≤100	2018/12/26	39	包商银行				
5	交通银行	9,600	2018/5/31	≤80	2019/1/4	40	长沙银行	449	2018/12/20	10	

6	邮储银行	7,575	2018/12/7	≤80	2019/5/29	41	重庆银行		2018/12/14	≥10
7	兴业银行	12,157	2018/8/28	≤50	2019/6/13	42	贵阳银行	752		
8	招商银行	20,522	2018/3/24	50	2019/4/19	43	郑州银行	364		
9	中信银行	10,589	2018/12/14	≤50		44	成都银行	222	2019/1/9	≥10
10	民生银行	8,507	2018/6/29	50		45	东莞农商行			
11	浦发银行	13,757	2018/8/29	≤50		46	江西银行			
12	光大银行	6,890	2018/6/1	≤50	2019/4/18	47	河北银行			
13	平安银行	5,378	2018/6/6	≤50		48	大连银行			
14	华夏银行	4,693	2018/4/19	≤50		49	天津农商行			
15	北京银行	3,255	2018/4/26	≤50		50	昆仑银行			
16	广发银行		2018/7/28	≤50		51	青岛银行	715	2018/12/7	10
17	上海银行	2,527	2019/1/19	≤30		52	江南农商行			
18	江苏银行	2,943	2018/12/22	未公布		53	顺德农商行		2018/11/23	未公布
19	浙商银行		2019/3/21			54	苏州银行			
20	恒丰银行					55	华融湘江银行			
21	南京银行	3,036	2018/6/7	≥20		56	兰州银行			
22	盛京银行					57	甘肃银行		2019/4/19	≥10
23	宁波银行	2,347	2018/5/26	10	2019/7/2	58	龙江银行			
24	渤海银行					59	深圳农商行			
25	重庆农商行					60	东莞银行			
26	徽商银行		2018/10/12	≤20		61	贵州银行			
27	北京农商行					62	九江银行			
28	杭州银行	1,875	2018/8/30	≥10	2019/7/2	63	武汉农商行			
29	上海农商行					64	西安银行	143		
30	成都农商行					65	汉口银行			
31	广州农商行		2018/12/14	[10,20]		66	青岛农商行	219		
32	天津银行		2019/3/22	10		67	齐鲁银行			
33	厦门国际银行					68	四川天府银行			
34	锦州银行					69	廊坊银行			
35	哈尔滨银行					70	广东南粤银行			

资料来源：银行业协会，银行公告，天风证券研究所

注1，资产规模以中国银行业协会“2018年中国银行业100强榜单”数据为准，“理财规模”指截至2018年末的非保本理财规模。

注2，标橙色表示截至2019年7月6日已获批开业，标蓝色的表示其筹建申请已获银保监会批准。

1个月的时间左右，4家国有大行的理财子公司均顺利开业。2019年6月3日，建设银行全资子公司——建信理财在广东省深圳市举行开业仪式暨新产品发布会，标志着国内首家商业银行理财子公司正式开业运营。6月6日，工商银行全资子公司——工银理财在北京发布六款新规产品。6月13日，交通银行全资子公司“交银理财”在上海正式开业。7月4日，中国银行全资理财子公司——中银理财在京举行开业仪式暨新品发布会。

表 2：工行/建行/中行/交行理财子公司设立细节

	中国银行	工银理财	建信理财	交银理财
注册资本	100 亿元	160 亿元	150 亿元	80 亿元
理财子公司名称	中银理财有限责任公司	工银理财有限责任公司	建信理财有限责任公司	交银理财有限责任公司
注册地	北京	北京	深圳	上海
开业批准日期	2018 年 12 月 26 日	2019 年 5 月 22 日	2019 年 5 月 20 日	2019 年 5 月 29 日
开业日期	2019 年 7 月 4 日	2019 年 6 月 6 日	2019 年 6 月 3 日	2019 年 6 月 13 日
特色	提供境内最全面、最		服务于粤港澳大湾区	稳扎稳打的转型典

	多样化的外币资产管理解决方案		区	范
未来战略	打造数字化中银理财平台	成为推动工银集团大资管战略深化发展的核心平台和旗舰品牌	通过“三个协同”，把资产管理业务做大做优做强	(暂未披露)
董事长	原中行投资银行与资产管理部总经理 刘东海	原工行资产管理部总经理 顾建纲	刘兴华	涂宏
总裁	原中行投资银行与资产管理部副总经理 王卫东	原工行同业业务部总经理 唐凌云	谢国旺	金旗
开业推出新品	“全球配置”外币系列、“稳富——福、禄、寿、禧”养老系列、“智富”权益系列、“鼎富”股权投资系列以及指数系列	固定收益增强、资本市场混合、特色私募股权等三大系列共6款创新类理财产品，涉及固收、权益、跨境、量化等多市场复合投资领域。	“乾元”建信理财粤港澳大湾区指数灵活配置、“乾元-睿鑫”科技创新类、“乾元-安鑫”固定收益类、“乾元-嘉鑫”固收增强类等多款覆盖权益、固定收益市场的系列理财产品，精准对接粤港澳大湾区发展规划。	(暂未披露)
净值型占比	(暂未披露)	工行理财总规模近3万亿，其中符合资管新规要求的理财产品规模超过3700亿	(暂未披露)	目前交行理财存量规模为1万亿左右，符合净值型要求的规模约2000亿
权益占比	(暂未披露)	(暂未披露)	(暂未披露)	权益投资比例初期在3%左右，未来比例会逐步提升

资料来源：银保监会，银行官网，天风证券研究所

2. 大行理财子公司首秀，新产品凸显战略布局

2.1. 工银理财——固收为主体，兼顾权益及混合类

工银理财产品线以固收类为主，辅以权益类和混合类。工银理财子公司开业发布会上宣布推出6款新产品。其中固定收益增强型3款、资本市场混合型2款、特色私募股权产品1款，目前均已向市场推出。这种新产品的组合，传递出工行重视固收型产品，兼顾权益类和混合类产品的战略取向。

权益类产品以未上市股权为主要投向，而非股票。“工银博股通利”私募股权专项产品，在该6款产品中具有代表性，其权益类占比80%-100%，主要投资于未上市股权(或受益权)、股权母基金等，封闭期达2555天(即7年)，成为理财产品参与直接融资的典型例证，符合当前倡导直接融资的大环境。混合类产品多以公募基金参与股票投资。尽管理财子公司所发的产品被允许直接投股票，但考虑到股票的投资需要一整套投研体系、前中后台协同运作的系统，不是一夕之功，再加上常年采取委外的投资模式，当前理财子公司尚缺乏充分的动机和准备直接交易股票。所以，“鑫得利”量化策略861天、“全鑫权益”系列混合类产品，均采取了类似FOF的投资模式。

表 3：工银理财子公司成立发布会上公布的新产品

产品名称	产品端特征	资产端特征	费用
鑫添益系列固收增强型	定期开放式，每周一申赎(7日开放)；起点1万，1000元递增；业绩比较基准=中债-企业债AAA 财富(总值)指数收益率×80%+中证可	【固定收益增强型】	
		固定收益类(80-100%)，权益类(0-5%，股票型公募基金等)；商品及金融衍生品类(0-20%)。	销售手续费0.3%，托管费0.02%。

	转换债券指数收益率 × 20%；市价法估值。		
鑫稳利宏观策略固收增强型	定期开放式，每个封闭期 1 年左右；起点 1 元，1 元递增；业绩比较基准 4.5%；市价法估值。	固定收益类(80-100%) ， 权益类(0-20%) ， 股票型公募基金等) ， 商品及金融衍生品类(0-20%) 。	固定管理费 0.1%，销售手续费 0.3%，托管费 0.02%
“鑫得利”量化策略 861 天	封闭型，期限 861 天；起点 1 万；业绩比较基准 4.6%，超出部分 20%归客户；市价法估值。	固定收益类(90-100%) ， 权益类(0-10%) ， 股票型基金、混合型基金、QDII 基金等) ， 商品及金融衍生品类(0-10%) 。	固定管理费 0%，托管费率 0.02%，销售手续费率 0.3%，浮动管理费收超过业绩基准部分的 80%
【资本市场混合型】			
“全鑫权益”智合 FOF 混合类 1099 天 封闭净值型	公募 FOF 产品（混合类），封闭期 3 年；起点 1 元，1 元递增；业绩比较基准 4.6%，超额收益 70%归客户；PR3。	资产主要投资于公募基金份额。投资策略为“现金类投资策略+多资产全天候策略”， 配比 5：5。固定收益类(60-80%) ， 权益类(0-25%) ， 股票型基金、混合型基金、QDII 基金等) ， 商品及金融衍生品类(0-15%) 。	托管费 0.02%，销售手续费 0.4%，浮动管理费为超额收益的 30%
“全鑫权益系列”灵活配置策略混合类封闭净值型	封闭式，686 天；起点 1 万，1000 元递增；业绩比较基准 4.5%，超额收益 20%归客户；T+3 到账；PR3；摊余成本法估值。	“固收打底+限额量化策略”的资产配置策略，通过自主混合收益类策略的优秀管理。 固定收益类(70-100%) ， 货币市场工具、债券等) ， 权益类(0-30%) ， 与联动股指相关的股票、ETF、公募基金类) ， 商品及金融衍生品类(0-30%) 。	销售手续费 0.3%，托管费 0.02%，产品收益率低于 4.5%时不收取浮动管理费，超额收益的 80%作为浮动管理费
【特色私募股权型】			
“工银博股通利”私募股权专项产品	封闭式，2555 天，且产品期限可公告延长；私募类产品，100 万起购，10 万递增；门槛收益率 7%，超额收益 80%归投资者；起点 100 万；PR4。	权益类资产(80-100%) ， 未上市股权(或受益权)、股权母基金、其他符合监管要求的权益类资产) ； 债权类资产(0-20%) ， 货币市场工具类、债券类、其他符合监管要求的债权类资产) 。	销售费 1.5%，托管费 0.02%，固定管理费 0.5%，扣税扣费并分配门槛收益(7%)后，若仍有剩余收益，则收取 20%作为浮动管理费

资料来源：银行官网，天风证券研究所

2.2. 建信理财——致力于服务粤港澳大湾区

建信理财立足深圳，致力于服务粤港澳大湾区建设。2019 年 6 月 3 日，建信理财公司发布了建信理财粤港澳大湾区资本市场指数，该指数紧紧围绕《粤港澳大湾区发展规划纲要》，采用“1+5”体系框架，以“粤港澳大湾区高质量发展指数”为主线，贯穿粤港澳大湾区价值蓝筹、红利低波、科技创新、先进制造、消费升级 5 条子指数线。在此基础上，建信理财推出新产品，精准对接粤港澳大湾区发展规划。开业仪式上宣布，将发行“乾元”建信理财粤港澳大湾区指数灵活配置、“乾元-睿鑫”科技创新类、“乾元-安鑫”固定收益类、“乾元-嘉鑫”固收增强类等多款覆盖权益、固定收益市场的系列理财产品。

这些新产品目前已有 2 款在售。其中，“乾元-安鑫”是封闭期近 2 年的固收型产品，投资策略为“现金类策略和多资产全天候策略 5：5”，其占比在 0-20%之间的权益类资产，可配置股票、证券投资基金等。“乾元-睿鑫”则是定期开放式产品，封闭周期 2 年，80%以上用于固收和非标的投资，采用摊余成本法估值。两款产品在收益兑付上均保留了理财特色。也即，事先定好业绩基准，超额收益按比例提取作为超额业绩报酬，这两款产品分别为 30%和 80%-90%。

表 4：建信理财子公司成立发布会上公布的新产品

产品名称	产品端特征	资产端特征	费用

【“乾元”建信理财粤港澳大湾区指数灵活配置】(尚未推出)
【“乾元-嘉鑫”固收增强类】(尚未推出)
【“乾元-睿鑫”科技创新类】

【乾元-睿鑫】封闭式净值型(726天)	1万元起购;估值方法为市值法;投资策略为“现金类投资策略+多资产全天候策略”,配比5:5	固定收益类(80-100%), 权益类(0-20%), 股票、证券投资基金等), 商品及金融衍生品类。	业绩比较基准 4.6%, 超额收益 70%归客户;托管费 0.02%+销售费 0.4%
【“乾元-安鑫”固定收益类】			
【乾元-安鑫】第7期定期开放固定收益类净值型	起点1万元,以1元为单位递增。最低持有周期24个月。债券用摊余成本法估值。	固收类和非标债权类(80%-100%); 权益类、商品及金融衍生品(0%-20%), 其他类(0%-20%)。	2020.7.1前,固定销售费0.10%,之后0.30%;固定管理费0.20%;固定托管费0.02%。业绩基准A为4.70%,B为5.70%。超过A后超出部分收取80%-90%超额业绩报酬。

资料来源:银行官网,天风证券研究所

2.3. 交银理财——稳扎稳打的转型典范

6月13日,交银理财有限责任公司在陆家嘴论坛期间揭牌,会上并未披露开业新产品。但我们观察其在中国理财网备案的**全部33款净值型产品**,来发现其未来布局。主要有:1)封闭型产品“恒享沪”,封闭期从94天到203天不等;2)定开型产品“沃德”系列,每个封闭期在半年或一年;3)现金管理类产品,“得利宝·开新添利”的期限在7-1个月,类似于公募短债基金,此外还有“现金添利”、“日添利”、“日申利”、“京品”这4个品牌,是T+0的类货基产品。

交银理财目前的净值型产品格局,具有代表性。封闭型、定开型、现金管理类三足鼎立,是常见的银行净值化理财产品布局。封闭型或定开型的封闭期一般较长,在半年以上,可用于对接非标债权或权益类;现金管理类多为每日申赎,则可主要投资于货币市场工具。但**现金管理类产品中,新产品、老产品并存**。“日添利”、“日申利”的产品说明书中,指明可以投资0-70%的非标债权与其他类,表明这两款可能是非标资产未到期的老产品,因为如果按照资管新规的期限匹配原则,非标资产无法对接每日申赎的产品。

表5:交通银行在中国理财网备案的主要净值型产品

产品名称	产品端特征	资产端特征	费用
【沃德系列:定开型】			
沃德睿享债券增强1902	定期开放式,每个封闭期1年左右;起点1万,1千递增;业绩比较基准4.25%;摊余成本法估值;3R。	债权类(80-100%) ,货币市场工具,债券及债务融资工具,仅投资于债权类资产的公募基金、资管计划、信托计划,同业借款等其他债权); 权益类(0-20%) ,直接或间接通过信托计划资管计划投资于股票、定向增发、优先股等)	固定管理费0.25%,销售手续费0.3%,托管费0.05%,持有180以内赎回费率0.5%;超额业绩报酬为超过业绩基准外的20%。
沃德稳享一年定开2号	封闭型,每个封闭期一年左右;起点1万,1千递增;业绩比较基准4.1%。	债权类(100%)	固定管理费0.15%,托管费率0.05%,销售手续费率0.35%,浮动管理费收超过业绩基准部分的20%
【恒享沪:封闭净值型】			
交银恒享沪净值型169天	起点1万,1千递增;业绩比较基准4.15%,超额收益80%归客户。	债权类(80-100%) 权益类(0-20%) ,通过信托计划资管计划投资于股票、定向增发、优先股等)	托管费0.05%,固定管理费0.45%,超额业绩报酬为超额收益的20%。
【现金管理类】			
现金添利2号	开放式,固定收益类,净值型,个人起点一万,私行客户起点10万,非私行600万,公司客户起点10万,同业100万,利率以前一日收益为准,每日申赎。	固定收益类资产(80-100%) 现金或一年内到期的国债、央行票据和政策性金融债券(>5%)。	销售费0.4%-0.5% 托管费0.05%,固定管理费0.2%。

得利宝·天添利(C款)	浮动收益型,起点一万,1元递增,预期年化2.05%,每日申赎。	固定收益类(0-50%) 货币市场类(40%-100%)	托管费 0.05%, 超过预期年化部分收益为投资管理费。
京品天天天蓝	浮动收益净值型,起点一万,一千递增,每日收益率以前一日收益为准,每日申赎。	固定收益类(0-80%) 货币市场类(80%-100%)	托管费 0.05%, 销售手续费 0.45%, 固定产品管理费 0.2%。
日申利	浮动收益净值型,起点个人一万,私行 10 万,非私行 600 万,公司 10 万;每日收益率以前一日收益为准,每日申赎。	货币市场和固定收益类(30%-100%) 非标债权与其他类(0-70%)	托管费 0.05%, 销售手续费 0.5%-0.6%, 固定产品管理费 0.2%。
日添利尊享	浮动收益净值型,个人起点一万,公司起点十万;每日收益率以前一日收益为准,每日申赎。	货币市场和固定收益类(30%-100%) 非标债权与其他类(0-70%)	托管费 0.05%, 销售手续费 0.7%-0.8%, 固定产品管理费 0.2%。

资料来源:银行官网,天风证券研究所

2.4. 中国银行——外币&养老, 权益&指数

中银理财新产品体系: 外币系列、稳富养老系列、智富权益系列、“鼎富” 股权系列、指数系列。中行在 7 月 4 日新产品发布会上表示,将推出新产品,“全球配置”外币系列、“稳富——福、禄、寿、禧”养老系列、“智富”权益系列、“鼎富”股权投资系列以及指数系列。目前仅有“智富”、指数系列,已有产品推出。截至 7 月 8 日中行存续的理财产品中,外币理财均为非净值型,故该“全球配置”外币系列应该尚未推出。“稳富”有 38 款产品,但以“福、禄、寿、禧”命名的尚未推出。“智富”有 2 个系列共 6 款产品,均为 7 月 4 日之后发行的新产品。“鼎富”目前尚未推出。指数系列有一款“债券指数 1 号”。

中行的这 4 款产品,收费模式上与公募债基看齐。这一银行理财常用的方式,本质上是投资者让渡了一部分超额收益,相应地也换来了业绩基准内收益地安全性。这 4 款产品都未规定超额业绩提成,收益形态上都更接近公募债基。**通过公募基金来参与权益类投资,可与旗下基金公司形成协同。**智富(科创打新)是权益产品,权益类占比不超过 80%,其中一部分参与科创板打新或打新所需的股票底仓,另一部分以“核心+卫星”策略,以 ETF、股指类基金为核心,以主动管理型股票基金为卫星。中国银行旗下有中银基金,正好可与中银理财之间发生合作。

表 6: 中行理财子公司成立发布会上公布的新产品

产品名称	产品端特征	资产端特征	费用
【“全球配置”外币系列】(尚未推出)			
【“稳富——福、禄、寿、禧”养老系列】(尚未推出对应子品牌)			
中银策略-稳富(日申季赎)	起点 1 万;业绩比较基准,一年期定期存款税后利率;市值法估值。	货币市场工具、债券、ABS 优先级、公募债基/债基。(不投资于权益类)	固定管理费 0.5%、托管费 0.08%、赎回费 30 天以内 0.1%, 30 天以上免赎回费
【“智富”权益系列】			
中银策略-智富(封闭式)2019 年 006 期(科创打新)	7 月 8 日起售,期限 554 天,业绩比较基准 4.65%, R3, 个人起点 1000 万,机构起点 5000 万	权益类占比不超过 80%。直接或间接参与科创板打新,包括参与打新所需的股票底仓;其余权益资产采取“核心+卫星”的策略。以 ETF、股指类基金为核心,以主动管理型股票基金为卫星。	固定管理费 0.50% (年率), 托管费 0.08%
中银智富-融荟系列理财计划	起点 1 万,业绩比较基准 3.70%,投资期限 182 天	货币市场工具 0-80%; 非标资产 0-70%, 其他金融投资工具 0-50%	固定管理费 0.01%、托管费 0.08%
【“鼎富”股权投资系列】(尚未推出)			
【指数系列】			
中银策略-债券指数	封闭期后可每日申赎,	投资于标的指数成分债券或	固定管理费 0.50%

1号(中短期高等级信用债)	R2, 业绩比较基准=95%×CFETS-BOC 1-3年期高信用等级债券交易指数收益率+5%×银行活期存款利率。	与成分债券信用风险近似的债券)“备选债券”),不投资于权益类。标的指数为CFETS-BOC 1-3年期高信用等级债券交易指数。	(年率), 托管费 0.08%
----------------------	---	---	-----------------

资料来源: 银行官网, 天风证券研究所

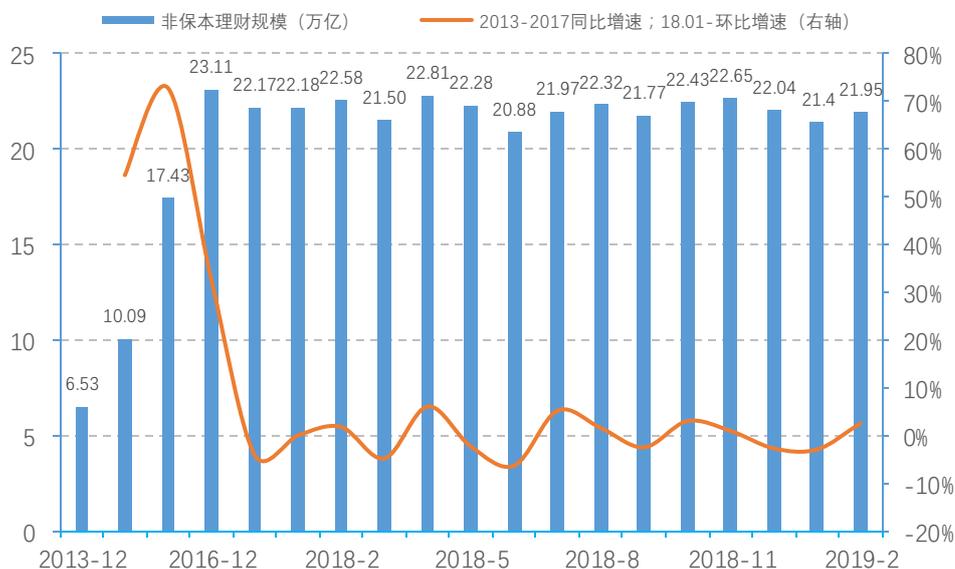
3. 起步阶段产品四大特征, 蕴含未来发展趋势

3.1. 以固收为主体, 积极布局权益类

银行理财的策略, 以固收为主体, 积极布局权益类。固收类产品主要靠现金管理类实现规模扩张。2018年初以来, 银行非保本理财规模就在22万亿附近波动, 而期限错配、多层嵌套、老产品和非标的压降在持续进行着, 规模能够保持, 主要在于净值化的新产品规模扩张。而最方便扩张的就是靠“类货基”, 因投资范围较宽而具备较高收益率, 且有银行信誉背书, 规模容易上得很快。

同时, **4家银行均积极参与权益类投资。**“工银博股通利”, 权益类资产占比80-100%, 是一款典型的权益类产品; “全鑫权益”系列的两款混合类产品, 通过公募股票型基金、ETF等参与权益类投资。建信理财的“睿鑫”和“安鑫”投资权益类的占比在0-20%。中银理财的中银策略-智富2019年006期投资权益类资产不超过80%, 参与科创打新以及配置公募基金、ETF等, 是一款混合类产品。交银理财的沃德睿享债券增强1902、交银恒享沪投资权益类的比例在0-20%。

图2: 2013-2019年2月银行整体非保本理财规模变化情况(单位: 万亿)



资料来源: 银保监会, 天风证券研究所

3.2. 权益类多以私募股权、FOF参与

权益类产品目前以私募股权、FOF模式为主。工银理财和中银理财的权益类产品, 就很有代表性。有投资于非上市股权的, 也有以公募基金、ETF等为主的。银行尤其是国有大行的理财子公司, 在资产配置上通常较为擅长, 而对具体一类资产内部, 往往借助更有专长的非银机构, 比如通过股票或债券的委外。**通过FOF模式, 理财实际上还是会带来增量资金。**比如当前大热的科创打新主题的理财产品, 以直接或间接参与科创板打新的底仓配置, 该底仓一般以上证50中的个券为主, 银行股在其中占了不小的比例, 这就会给银行板块

带来增量资金。

3.3. 以复制指数起步，积极探索量化策略

在有限的范围内，做量化的尝试。比如工银理财“鑫得利”量化策略 861 天，采用“固收打底+限额量化策略”的资产配置策略，通过自主固收投资或优选固收策略管理人，利用 CPPI 等低风险策略和量化策略投资权益和衍生品市场。而这款产品投资固收类的占比为 90%-100%，权益类、商品及金融衍生品类只占 0-10%。尽管工银理财作为理财发展的先行者，旗下这款产品的量化策略的范围仍控制在 10% 以内，相对偏谨慎。

复制指数的投资模式，可能被广泛采用。复制指数的方式，一方面避开了在个券选择上的短板，另一方面又降低了组合的风险，获得稳健的收益。例如，中银策略-债券指数 1 号，投资 CFETS-BOC 1-3 年期高信用等级债券交易指数成分债券，或信用风险现金的备选债券，控制收益率相对于指数收益率的波动，以此为投资目标。

3.4. 保留“浮动管理费”这一理财特色

理财子公司新产品依然部分保留了浮动管理费。我们看到，工银理财 6 款新产品中的 4 款，建信理财已发布的 2 款产品，都是在业绩比较基准的基础上收取。虽然有的叫“浮动管理费”，有的直接就叫“超额业绩报酬”。对一只典型的公募基金来说，其净值就代表着投资者能兑现的本金和收益；而对于带超额业绩报酬的理财产品来说，净值不能完全代表投资者的收益。这是理财“净值化”与公募基金的差异之处，它能部分保留产品的理财特色，即通过业绩比较基准来取得类似于传统产品的预期收益率的效果。（试想如果超额业绩 100% 归银行，该收益兑付形式就跟预期收益型产品高度类似）

该模式在后资管新规时代盛行，是为了中和净值化对客户接受度的冲击。这一银行理财常用的方式，本质上是投资者让渡了一部分超额收益，相应地也换来了业绩基准内收益的安全性。使得业绩比较基准承担了类似预期年化收益率的功能，成为投资者心中的锚，弱化净值波动的冲击，有利于平稳过渡。

4. 投资建议：理财子公司密集开业，推动净值化和直接融资

（一）理财子公司时代已来，四家大行已密集开业

银行纷纷踊跃地筹备成立理财子公司。从 2018 年年初至今，共有至少 32 家银行公告了拟成立理财子公司。其中，建行、工行、交行、中行依次获得了开业批准，农行、招行、光大、邮储、兴业、宁波、杭州均获得了筹建批准。加起来，是 6 家国有大行、3 家股份行、2 家城商行。此外，银保监会副主席曹宇表示，农商行、外资银行也在积极推进理财子公司设立。2019 年是理财子公司元年，筹备与开业正如火如荼。在开业发布会上，建信理财、工银理财、中银理财均发布了新规产品，本报告试图分析这些产品，来看看银行理财的未来规划。

（二）大行理财子公司首秀，新产品凸显战略布局

工银理财-固收为主体，兼顾权益类/混合类。6 款新产品中，1) 固收类仍然占据重要地位，固定收益增强型 3 款；2) 权益类产品以未上市股权为主要投向，而非股票；3) 混合类产品多以公募基金、FOF 投资于股市，例如“鑫得利”量化策略 861 天、“全鑫权益”系列。
建信理财-致力于服务粤港澳大湾区建设。发布了“1+5”粤港澳大湾区资本市场指数，“乾元-安鑫”是“现金+多资产全天候”策略，“乾元-睿鑫”主要投资于债券和非标，开放周期 2 年。
中银理财-外币&养老，权益&指数。中行公布将开发外币系列、“稳富”养老、“智富”权益、“鼎富”股权、指数系列。1) 收费模式上均与公募债基看齐；2) 通过公募基金来投资权益类，可与旗下基金公司协同。

（三）起步阶段产品的四大特征，蕴含未来发展趋势

一、以固收为主体，积极布局权益类。2018年初以来，银行非保本理财规模就在22万亿附近波动。老产品在压降，就得有新产品在扩张。扩张的这部分，主要是“类货基”为代表的固收类，并辅以权益类和混合类产品。**二、权益类投资以私募股权、FOF模式居多。**工银理财和中银理财的权益类产品，就很有代表性。一个是投资于非上市股权，一个以公募基金、ETF等为主。**三、以复制指数起步，积极探索量化策略。**工银理财“鑫得利”，采用“固收打底+限额量化策略”的策略，0-10%的资产以量化策略投资权益和衍生品市场；中银策略-债券指数1号，投资指数成分债券。**四、部分保留了浮动管理费这一理财特色。**工银理财6款新产品中的4款，建信理财的2款产品，都是如此。该方式本质上使得业绩比较基准承担了类似预期年化收益率的功能，弱化净值波动的冲击，有利于平稳过渡。

投资建议：理财子公司密集开业，推动净值化转型和直接融资

大行理财子公司开业且布局逐渐清晰，理财中收有望改善；理财产品适度参与科创板打新，也为银行板块带来配置资金。龙头（招行、宁波、平安）年初至今涨幅已不低，板块内择股难度上升，择股上可兼顾龙头及滞涨个股，如低估值、基本面较好的光大、工行、兴业等。

5. 风险提示

理财资产端风险加速暴露；净值化产品推广不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com