



## 强于大市

# 理财子公司净资本管理办法点评

## 监管指标借鉴同类资管，银行理财子公司展业空间大

9月20日，银保监会发布《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）（征求意见稿）》（以下简称征求意见稿）。理财子公司净资本管理应当符合两方面标准：一是净资本不得低于5亿元人民币，且不得低于净资产的40%；二是净资本不得低于风险资本。

### ■ 办法落地完善细则，借鉴同类资管机构监管要求

净资本要求作为影响理财子公司理财规模和投向的重要指标，本次征求意见稿的落地是《理财子公司管理办法》的补充。从此次征求意见稿来看，我们认为净资本监管要求充分借鉴了同类资管机构。征求意见稿规定，理财子公司的净资本：1) 不得低于净资产的40%；2) 净资本不得低于风险资本的100%。与同类资管机构比较来看，征求意见稿和信托公司、基金子公司的净资本要求相同，符合市场的预期，体现资管机构间的相对公平。

### ■ 鼓励理财配置标准化资产，股票投资、公募基金配置占比有望提升

对于理财资金投资资金，标准化资产的资本占用较非标、非上市企业股权投资等资产小，体现了监管鼓励理财资金配置标准化资产的态度。具体来看，理财资金投资资产中，现金类、固收、股票和公募基金的风险权重为0%，而非标的风险权重为1.5%-3%，整体来看非标资本消耗大。另外，监管放开理财子公司股票投资的限制，拉平和其他资管机构的监管差异，并且此次征求意见稿将股票和公募基金的风险权重设置为0%，权重设定与基金子公司一致，我们认为这样的设计为银行发展权益类资产配置提供了土壤，未来理财的股票投资、公募基金占比有望提升。

### ■ 短期净资本监管指标影响小，理财子公司具备承接母行非保本理财能力

根据我们测算，成立初期理财子公司可投资的理财资金规模约为20万亿。整体来看，净资本指标要求短期内对银行理财子公司业务发展、资产配置的影响小，并且在理财产品调整的过渡期内，我们认为理财子公司能够较好的去承接母行的非保本理财。从个体来看，大行以及大部分中小行测算的理财资金可投资规模均超过2018年底的非保本理财规模。

### ■ 投资建议

本次理财子公司净资本管理征求意见稿的落地是对理财子公司管理办法的补充，从此次征求意见稿来看，充分借鉴了同类资管机构的净资本监管要求。我们认为未来银行理财子公司展业空间巨大，整体来看银行理财将继续保持资管行业的龙头地位。目前银行板块估值对应19年为0.84x，我们认为银行板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平将对股价形成支撑。另外，随着A股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期确定性配置价值。个股推荐受益监管压力缓释、基本面迎来改善的股份行（平安银行，中信银行）以及基本面保持优异的招商银行、宁波银行。

### ■ 风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期、中美贸易摩擦进一步升级。

### 相关研究报告

- 《央行降准点评》 20190908
- 《LPR机制改革点评》 20190818
- 《银行业2季度持仓点评》 20190721

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

励雅敏

(8621)20328568  
yamin.li@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590  
zheqi.yuan@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100001

林颖颖

(8621)20328595  
yingying.lin@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

\*熊颖为本报告重要贡献者

## 事项

9月20日，银保监会发布《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）（征求意见稿）》（以下简称征求意见稿）。理财子公司净资本管理应当符合两方面标准：一是净资本不得低于5亿元人民币，且不得低于净资产的40%；二是净资本不得低于风险资本。

## 办法落地完善细则，借鉴同类资管机构监管要求

《理财子公司管理办法》落地后，各家银行加速理财子公司的设立，目前5家大行理财子公司已开业并且发行理财产品。但《理财子公司管理办法》并未对净资本监管进行阐述，而净资本约束要求作为影响理财子公司理财规模和投向的重要指标，本次征求意见稿的落地是《理财子公司管理办法》的补充。目前国内资管行业中，设立以净资本为核心的风险资本控制指标的主要包括了信托、券商、基金子公司，从此次征求意见稿来看，我们认为净资本监管要求充分借鉴了同类资管机构。征求意见稿规定，理财子公司的净资本：1) 不得低于5亿元人民币，且不得低于净资产的40%；2) 净资本不得低于风险资本的100%。与同类资管机构比较来看，征求意见稿和信托公司、基金子公司的净资本要求相同，符合市场的预期，体现资管机构间的相对公平。

图表1.金融机构净资本要求比较

金融机构	净资本要求
理财子公司	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%
信托公司	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%
证券公司	净资本不得低于各项风险资本准备之和的100% 核心净资本/表内外资产总额 $\geq 0.08$
基金公司	NA
基金子公司	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%

资料来源：证监会、银保监会、中银国际证券

## 鼓励理财配置标准化资产，股票投资、公募基金配置占比有望提升

理财子公司的风险资本计算分别考虑自有资金投资资产、理财资金投资资产以及其他各项业务。对于理财资金投资资产，可以看到标准化资产的资本占用较非标、非上市企业股权投资等资产小，体现了监管鼓励理财资金配置标准化资产的态度。具体来看，理财资金投资资产中，现金类、固收、股票和公募基金的风险权重为0%，而非标的风险权重为1.5%-3%，非标风险权重设置与信托的房地产项目相近（1%-3%），整体来看非标资本消耗大。另外需要注意的是，相较于母行理财，监管放开理财子公司股票投资的限制，拉平和其他资管机构的监管差异，并且此次征求意见稿将股票和公募基金的风险权重设置为0%，权重设定与基金子公司一致，我们认为这样的设计为银行发展权益类资产配置提供了土壤，未来理财的股票投资、公募基金占比有望提升。对于理财子公司的自有资金投资资产，主要分为现金及银行存款、拆放同业、固定收益类证券和本公司发行的理财产品4类，从设置的风险系数来看，高流动性、低风险投资资产的风险系数低，利率债在0%-5%不等；而信用债在10%-80%；如果自有资金投资于自身发行理财产品，风险系数在5%-20%不等。



### 短期净资本监管指标影响小，理财子公司具备承接母行非保本理财能力

我们进一步对理财子公司业务规模进行测算，考虑到银行自有资金投资规模小，且应收账款、固定资产占比有限，我们设定理财资金投资资产所对应的风险资本占净资本比重为 80%。理财子公司的理财资金主要投资于标准化债权资产、非标准化债权资产以及其他资产。我们参考 2018 年的理财年报中非保本理财资产投向，根据已披露的资金投向占比以及征求意见稿对应的风险系数，可以得到理财资金投资资产的加权风险权重为 0.47%，其中涉及的关键假设有：

- 1) 考虑到大部分的非标投向于房地产融资以及平台领域，信用风险相对低，我们保守假设风险系数为 2%（非标资产风险系数介于 1.5%与 3%）；
- 2) 理财年报未披露权益投资者上市与非上市股权占比，我们假设两者占比均为 50%；
- 3) 其他类资产中，主要包括了商品资产、另外资产等等，出于谨慎性考虑，设定风险系数为 1.5%。

图表2.理财资金投向风险系数测算

	理财投向(%)	风险系数(%)	加权风险系数(%)
债券	53.35	0.00	0.00
非标	17.23	2.00	0.34
权益	9.92	0.75	0.07
拆放同业	6.59	0.00	0.00
现金、银行存款	5.75	0.00	0.00
公募基金	3.43	0.00	0.00
其他	3.73	1.50	0.06
合计	100		0.47

资料来源：银保监会、中银国际证券

考虑净资本监管约束，由于净资产不得低于风险资本，根据目前上市银行已披露的理财子公司注册资本，自有资金约为 1200 亿元，根据我们的假设，理财投资风险资本上限约为 960 亿，从而倒推出成立初期可投资的理财资金规模约为 20 万亿。该静态测算结果仅供参考，资产配置结构等因素都将影响测算结果。整体来看，净资本指标要求短期内对银行理财子公司业务发展、资产配置的影响小，并且在理财产品调整的过渡期内，我们认为理财子公司能够较好的去承接母行的非保本理财。从个体来看，大行以及大部分中小行测算的理财资金可投资规模均超过 2018 年底的非保本理财规模。

图表3.16 家上市银行理财子公司规模测算

	理财子公司注册资本(亿)	加权风险系数(%)	理财资金投向上限	非保本理财(2018, 亿)
工行	160	0.47	27,234	25,759
建行	150	0.47	25,532	18,465
中行	100	0.47	17,021	11,572
农行	120	0.47	20,426	17,065
交行	80	0.47	13,617	7,696
招行	50	0.47	8,511	20,522
中信	50	0.47	8,511	10,589
民生	50	0.47	8,511	8,507
兴业	50	0.47	8,511	12,248
浦发	100	0.47	17,021	13,757
光大	50	0.47	8,511	6,890
华夏	50	0.47	8,511	4,693
平安	50	0.47	8,511	5,378
北京	50	0.47	8,511	3,255
南京	20	0.47	3,404	3,036
宁波	10	0.47	1,702	2,347
合计	1,140		192,020	171,779

资料来源：上市公司年报、中银国际证券

注：根据年报数据可得性，部分公司数据为非保本理财余额，部分为非保本理财资产投资规模



## 理财子公司具备资源优势，未来展业空间大

从同业比较来看，银行理财子公司的竞争者包括了信托、券商子公司、基金子公司等机构。原先银行公募理财产品在销售门槛、产品投向等与其他资管机构存在差异，理财子公司新规落地后，理财子公司将成为大资管市场新参与主体，整体来看新规拉平了理财子公司业务与其他资管机构的门槛差异。

与其他资管机构相比，理财子公司的优势体现在母行资源、流行性管理：

1) 母行资源：与其他资管机构相比，母行的销售渠道以及客户资源是理财子公司相较于其他资管机构明显的优势。我们认为随着银行金融科技战略的持续推进，未来线上渠道也将为理财子公司带来新增客群。

2) 流动性管理：理财子公司在流动性管理方便或受到母行的支持而更有优势，在固收、现金管理类产品的运作方面有较大的竞争力。

但与同业相比，理财子公司的短板在于主动管理和投资能力，和公募基金、券商资管等机构仍有一定差距，因此银行理财子公司短期的业务优势在于现金管理类以及非标投资。另外，监管对理财子公司存在净资本监管要求，但公募基金（不包括货币基金）不存在净资本约束条例，因此在资金运用上公募基金的自由度更大。

整体而言，考虑到银行自身在销售渠道、资本金水平、客户资源上的优势，我们认为未来银行理财子公司展业空间巨大，银行理财将继续保持资管行业的龙头地位。同时，资管机构间的合作与联动将会更为紧密。目前银行理财基于自身的风险偏好、管理机制与人才储备，权益市场投资方面在一定程度上需要外部机构的专业能力予以支持。

## 投资建议：

本次理财子公司净资本管理征求意见稿的落地是对理财子公司管理办法的补充，从此次征求意见稿来看，充分借鉴了同类资管机构的净资本监管要求。我们认为未来银行理财子公司展业空间巨大，整体来看银行理财将继续保持资管行业的龙头地位。目前银行板块估值对应19年为0.84x，我们认为银行板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平将对股价形成支撑。另外，随着A股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期确定性配置价值。个股推荐受益监管压力缓释、基本面迎来改善的股份行（平安银行，中信银行）以及基本面保持优异的招商银行、宁波银行。

## 风险提示：

1、**经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。

2、**中美贸易摩擦进一步升级。**中美贸易谈判进程摇摆不定，如若贸易摩擦进一步升级将对经济造成更大的下行压力，影响银行业资产质量。

附录图表：报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
601939.SH	建设银行	买入	7.08	1,770	1.02	1.07	0.93	0.85	7.90
601988.SH	中国银行	未有评级	3.61	1,063	0.61	0.64	0.70	0.65	5.36
600036.SH	招商银行	买入	34.51	870	3.19	3.61	1.72	1.53	21.17
601998.SH	中信银行	增持	5.70	279	0.91	0.99	0.69	0.64	8.56
600000.SH	浦发银行	增持	11.95	351	1.90	2.16	0.79	0.71	15.77
601818.SH	光大银行	买入	3.96	208	0.64	0.71	0.73	0.66	5.68
000001.SZ	平安银行	买入	15.34	290	1.31	1.50	1.32	1.18	13.57
601169.SH	北京银行	增持	5.42	115	0.95	1.03	0.67	0.61	8.51
601009.SH	南京银行	增持	8.28	70	1.31	1.52	1.03	0.94	8.47
002142.SZ	宁波银行	买入	24.16	136	1.99	2.36	2.10	1.79	14.12
601229.SH	上海银行	增持	9.29	132	1.27	1.46	0.93	0.85	13.48
600919.SH	江苏银行	增持	6.77	78	1.13	1.30	0.76	0.70	9.00
601997.SH	贵阳银行	增持	8.59	28	1.60	1.56	0.93	0.95	9.66
600926.SH	杭州银行	增持	8.34	43	1.05	1.27	0.91	0.83	9.70
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.45	10	0.39	0.43	0.96	0.91	4.94
600908.SH	无锡银行	增持	5.33	10	0.59	0.67	0.96	0.95	5.61
601128.SH	常熟银行	买入	7.18	20	0.54	0.66	1.61	1.33	5.72
603323.SH	苏农银行	未有评级	5.34	10	0.44	0.50	1.06	1.01	6.03
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.57	10	0.46	0.52	1.06	1.00	5.31

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日9月20日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371