

银行

2024年06月25日

中小银行理财“退场”的影响评估

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（联系人）

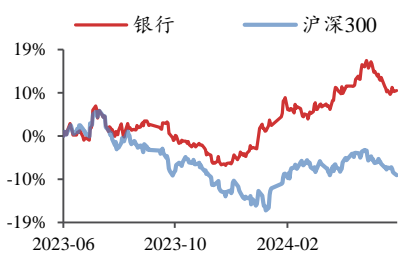
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790123060009

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《淡化规模情节，理顺利率传导——行业点评报告》-2024.6.19

《“信托平滑”停用后的理财变化思考——理财与信托合作新规点评》-2024.6.19

《“贴息”取消后的存贷跟踪——5月央行信贷收支表要点解读》-2024.6.18

● 四万亿理财或面临压降，银行二永/信用债/非标合计占46%

多家城农商行收到通知要求压降存量理财，涉及规模约4万亿元，占比16%。后续若全面清零，意味着258家未设立理财子公司的银行或将退出理财发行市场，仅能参与理财代销业务，行业集中度进一步提高。

区域集中度低且规模较大的银行，仍有获批理财子牌照的概率。2023年以来理财子公司仅一家开业（法巴农银理财）、一家获批（浙银理财），牌照发放节奏明显放缓。新规之下，预计规模较大但尚未获批理财子公司的银行压降压力较大，截至2023年末，沪农商行、成都农商行、成都银行、中原银行等理财规模均超600亿元，未来监管或重点布局中西部理财子，上市银行中成都银行、长沙银行等或仍存一定获批可能。

2023年末非理财子仍有8300亿元未净值化，且规模效应明显不足。由于老产品尚未到期、估值技术薄弱等原因，近年非理财子银行机构的净值化推进较为缓慢，截至2023年末尚存0.83万亿元的规模未完成净值化。此外，平均单家的存续规模仅168亿元，远低于理财子公司的单家规模（7247亿元），难以形成规模效应。

非理财子的底层持仓：银行二永/信用债/非标分别占约9%/27%/10%。回望资管新规后的净值化路径，理财处置压力主要为长久期资产（银行资本债、信用债、非标、未上市公司股权），若2026年底未能自然到期或转让，则有一定回表压力。

● 存量理财退出，理财承接低评级资产的能力或下降

部分资产若在过渡期结束时仍未到期，或涉及回表，中小银行资本压力或加大。处置难度较大的资产有银行资本工具、信用债、非上市公司股权、非标等，中小银行资本压力加大。

此外还会耗用一定的拨备资源。回表的资产中，通常也包含不良资产，回表的同时需计提拨备。上一轮回表中，2019-2021年上市银行金融投资类减值损失总体上升，对于净利润会有边际拖累。

中小银行理财退场，理财对弱资质地区发行的债券承接力度或减弱。过去部分地区的城投债、中小银行资本债，由当地银行的理财进行承接。若中小银行理财业务清零，后续对于下沉的资产承接力度或变弱，弱资质地区的城投融资和银行资本补充变得更为困难，中高评级券种的拥挤度或进一步提升。

● “纯代销”转型路上，中小银行具下沉优势

已有不少中小银行已转型为“纯代销”的角色。截至2023年末，代销理财产品产品的银行共491家，数量明显高于保有存续理财产品的银行（258家）。中小银行的“纯代销”之路怎么走？未来有望拓宽合作渠道，发挥下沉市场优势。代销市场竞争或加剧，进一步拉低销售费率。

● 投资建议：行业集中度提高，母行资源充分+渠道优势突出的银行有望受益

本次所涉理财规模虽较大，但预计监管态度将平稳过渡，不会导致债券需求端的集中冲击。考虑银行回表承接力度不同，品种上利好利率债等自营偏好品种，银行二永、信用、非标等相对承压。长期来看，理财市场的格局重塑，母行资源投入更充分、渠道优势突出、投研能力强的理财公司或进一步抢占市场份额，受益标的有工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行、兴业银行等。

● 风险提示：经济增速不达预期；理财监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

目 录

1、 理财监管再度收紧：四万亿非理财子份额或面临压降.....	3
1.1、 涉及压降的理财规模约占 16%，规模约 4 万亿.....	3
1.2、 预计仍有部分银行有望获批理财子公司.....	4
2、 存量理财退出，理财承接低评级资产的能力或下降.....	4
2.1、 总览：近年非理财子的规模效应弱+净值化受阻.....	4
2.2、 测算：二永/信用债/非标约占所涉理财 46%，或有一定整改压力.....	5
2.3、 银行端：回表、计提拨备、核销处置.....	6
2.3.1、 第一步：回表，中小银行资本压力或加大.....	6
2.3.2、 第二步：计提拨备，金融投资的拨备计提压力或加大.....	8
2.3.3、 第三步：核销处置，消耗拨备资源.....	9
2.4、 资产端：对下沉资产的承接力度或变弱.....	10
3、 “纯代销”转型路上，中小银行具下沉优势.....	11
3.1、 目前已有不少银行转型为“纯代销”.....	11
3.2、 中小银行代销竞争或加剧，费率有望走低.....	11
4、 投资建议：利好母行资源充分+渠道优势突出的银行.....	12
5、 风险提示.....	12
附表：尚未设立理财子的银行理财规模一览.....	13

图表目录

图 1： 截至 2023 年末，未设立理财子公司的银行理财规模为 4.33 万亿元，市场份额为 16%（左轴单位：万亿元）.....	3
图 2： 2023 年共 20 家银行机构退出理财市场（家）.....	3
图 3： 理财市场集中度较稳定，进入存量博弈阶段.....	3
图 4： 非理财子近年净值化程度提升缓慢.....	5
图 5： 非理财子银行机构理财产品数量较多（万只）.....	5
图 6： 非理财子的单家规模较小（亿元/家）.....	5
图 7： 非理财子的单只产品规模较小（亿元/只）.....	5
图 8： 浙商银行表内非标主要对应“信托计划和资产管理计划”项（亿元）.....	7
图 9： 浙商银行表外理财的非标占比大幅下降（亿元）.....	7
图 10： 浙商银行表外理财净值化率显著上升（亿元）.....	7
图 11： 2019-2021 年金融投资的信用减值损失占比上升.....	8
图 12： 2019-2021 年贷款的信用减值损失占比下降.....	8
图 13： 浙商银行信用减值损失结构：2019-2022 年 AC 贷款和 AC 投资的拨备计提力度加大（亿元）.....	9
图 14： 浙商银行表内非标占总资产比例已降至 4% 以下.....	9
图 15： 截至 2023 年末，代销理财公司产品的银行共 491 家.....	11
图 16： 各类机构代销渠道分化——下沉的农商行代销机构仍较为单一.....	12
表 1： 2023 年末尚未设立理财子的银行中，理财规模 TOP3 为浙商银行、沪农商行、成都农商行.....	4
表 2： 2024Q1 末，非理财子的银行机构理财产品中，银行二永/信用债/非标分别约占 9%/27%/10%（前十持仓口径）.....	6
表 3： 理论上的处置方式有表外处置、回表处置两种.....	6
表 4： 非理财子的银行机构在金融债、信用债的投向上更为下沉（以短债理财为例，前十持仓口径）.....	10
表 5： 受益标的一览.....	12

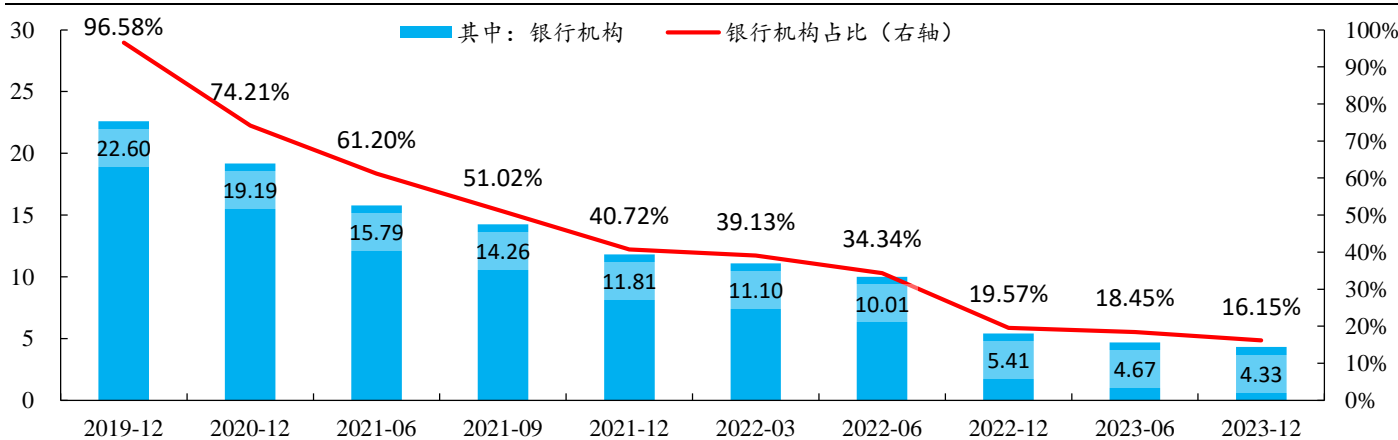
1、理财监管再度收紧：四万亿非理财子份额或面临压降

根据中国证券报报道，目前有部分省份要求未设立理财子公司的银行在 2026 年底前逐步压降存量理财业务规模。本文从存量市场竞争格局、压降涉及的规模和路径、未来代销市场展望等几部分，解析该整改政策可能对银行和理财产生的影响。

1.1、涉及压降的理财规模约占 16%，规模约 4 万亿

未设立理财子公司的银行机构共约 4 万亿元的理财规模，2026 年底或面临退出。截至 2023 年末，未设立理财子公司的银行机构理财规模为 4.33 万亿元，占全市场的 16.15%，这部分理财产品或在 2026 年末面临退出的压力。

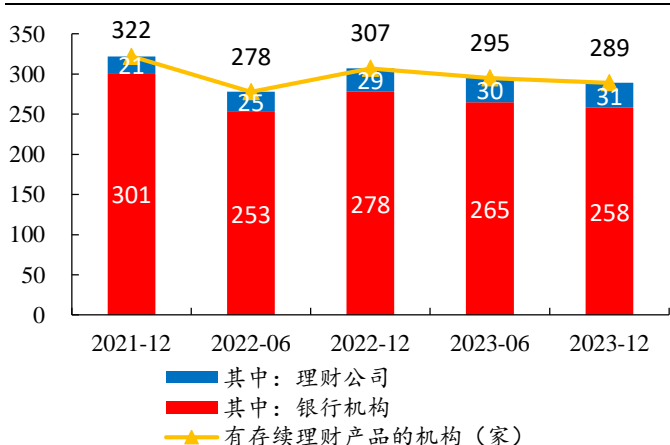
图1：截至 2023 年末，未设立理财子公司的银行理财规模为 4.33 万亿元，市场份额为 16%（左轴单位：万亿元）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

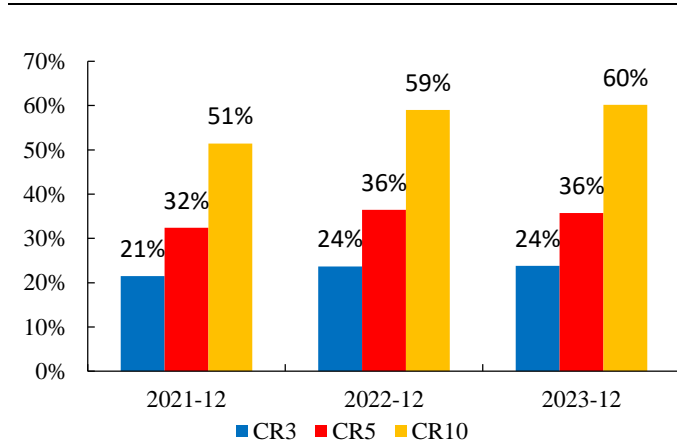
意味着 258 家未设立理财子公司的银行，或将退出理财发行市场。截至 2023 年末共有 258 家银行机构有存续的理财产品，后续若全面清零，意味着这些银行将退出理财发行市场，仅能参与理财代销业务，行业集中度进一步提高。2021-2023 年，理财市场的 CR3/CR5/CR10 均维持稳定，近年理财市场已进入存量竞争阶段，中小机构很难再打破这种格局。

图2：2023 年共 20 家银行机构退出理财市场（家）



数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所（注：2023 年末理财公司不含浙银理财）

图3：理财市场集中度较稳定，进入存量博弈阶段



数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：CR3=理财规模 TOP3 的机构理财规模之和 ÷ 全市场理财规模，CR5 和 CR10 同理，均用来衡量市场份额集中度）

1.2、预计仍有部分银行有望获批理财子公司

2023年初至今，理财子牌照明显放缓。2023年以来理财公司仅一家开业（法巴农银理财）、一家获批（浙银理财），牌照发放节奏明显放缓。若剔除已批筹的浙商银行，2023年末理财规模最大的银行机构为沪农商行，达到约1820亿元，其余机构规模均低于1000亿元。

压降存量规模，规模较大但尚未获批理财子的银行压力较大。截至2023年末，除已获批理财子的浙商银行外，其余理财规模较大的银行机构有沪农商行、成都农商行、成都银行、中原银行等，规模均超600亿元。若考虑到区域因素，目前理财子牌照主要集中于东部地区，中西部仅渝农商理财子一家，未来监管或重点布局中西部理财子，我们认为上市银行中成都银行、长沙银行的获批概率较大。

表1：2023年末尚未设立理财子的银行中，理财规模TOP3为浙商银行、沪农商行、成都农商行

存续规模排名 (由高到低)	2021-12		2022-12			2023-12		
	机构名	存续规模	机构名	存续规模	排名变化	机构名	存续规模	排名变化
1	浦发银行	1.00	浙商银行	0.289	↑	浙商银行	0.270	→
2	民生银行	0.99	沪农商行	0.185	↑	沪农商行	0.182	→
3	上海银行	0.44	渤海银行	0.165	↑	成都农商行	0.075	↑
4	北京银行	0.36	中原银行	0.093	↑	成都银行	0.073	↑
5	浙商银行	0.31	天津银行	0.080	↑	中原银行	0.071	↓
6	广发银行	0.19	汉口银行	0.074	↑	苏州银行	0.069	↑
7	渤海银行	0.18	苏州银行	0.072	↑	吉林银行	0.069	↑
8	沪农商行	0.17	成都农商行	0.071	↑	贵阳银行	0.064	↑
9	中原银行	0.13	吉林银行	0.070	↑	天津银行	0.063	↓
10	天津银行	0.10	广州农商行	0.069	↑	广州银行	0.062	↑

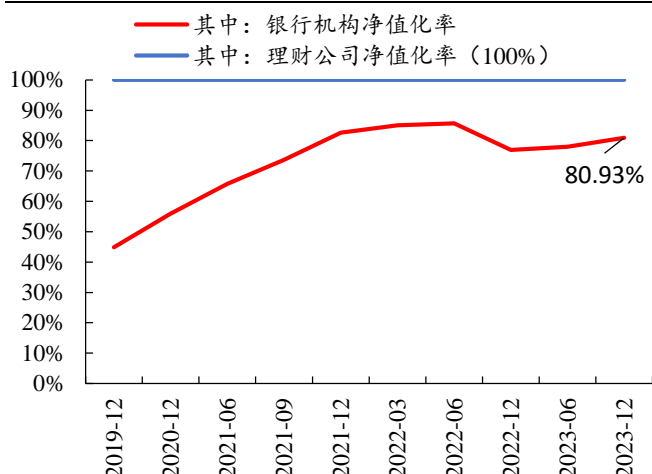
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：表中仅比较截至当年末尚未成立理财公司的银行机构，浙商银行已于2024年初获得理财子牌照）

2、存量理财退出，理财承接低评级资产的能力或下降

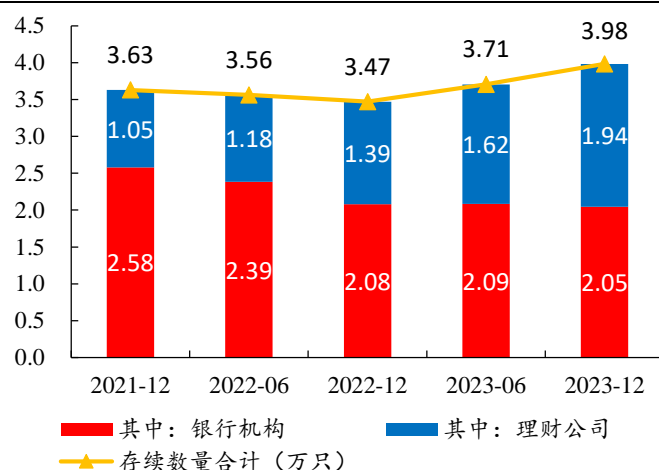
2.1、总览：近年非理财子的规模效应弱+净值化受阻

中小银行理财净值化尚未完成，2023年末仍有8300亿元未净值化。由于理财公司成立之初需做到“洁净起步”，通常将难以处置的资产留给母行处置，再加上部分老产品尚未到期、估值技术薄弱等原因，近年中小银行净值化推进较为缓慢。截至2023年末，全市场理财产品净值化率为96.93%，尚存0.83万亿元产品未完成净值化（全部在银行体内）。本次监管压降存量理财规模，或出于加快处置存量非净值化资产的考虑。

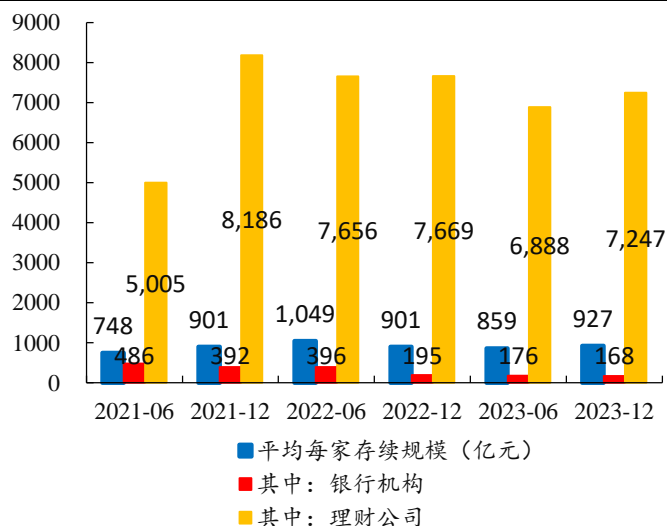
中小银行机构数量多+产品数量多，但规模效应明显不足。截至2023年末，全市场共有存续产品的银行机构共258家，但平均单家的存续规模仅168亿元，远低于理财公司的单家规模（7247亿元），此外单只产品平均规模也较小（仅2亿元），较2021年末的4.57亿元下降较多。由此看来，尚未成立理财公司的银行机构数量多，但集中度较低，难以形成规模效应。

图4：非理财子近年净值化程度提升缓慢


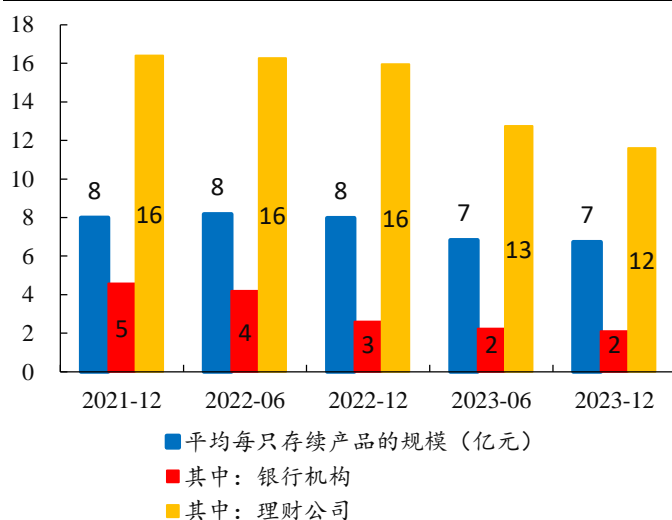
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图5：非理财子银行机构理财产品数量较多（万只）


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图6：非理财子的单家规模较小（亿元/家）


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

图7：非理财子的单只产品规模较小（亿元/只）


数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

2.2、测算：二永/信用债/非标约占所涉理财 46%，或有一定整改压力

银行机构未来进行回表处置的压力较大。根据前十持仓口径的统计，截至2024Q1末非理财子的银行机构理财产品中，银行二永债/信用债/非标分别占约9%/27%/10%，合计约占46%，再考虑部分资管产品底层也存在非标资产，银行机构未来进行回表处置的压力较大。

表2：2024Q1末，非理财子行的银行机构理财产品中，银行二永/信用债/非标分别占约9%/27%/10%（前十持仓口径）

非理财子的银行机构 理财前十持仓	前十持仓中的资产规模(亿元)					占比				
	2021-06	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2021-06	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03
现金及银行存款（包括同业存款）	770	1,555	651	350	494	3.1%	6.2%	5.9%	3.9%	5.5%
拆放同业及买入返售	677	1,354	554	430	342	2.7%	5.4%	5.1%	4.9%	3.8%
货币市场类	1,448	2,909	1,204	780	836	5.8%	11.7%	11.0%	8.8%	9.2%
同业存单	1,436	1,532	528	596	651	5.7%	6.2%	4.8%	6.7%	7.2%
利率债	1,435	1,599	795	557	484	5.7%	6.4%	7.3%	6.3%	5.4%
金融债(不含政金债)	3,080	3,051	1,316	960	1,053	12.3%	12.3%	12.0%	10.8%	11.6%
银行二级	1,289	1,329	426	286	294	5.2%	5.3%	3.9%	3.2%	3.3%
银行永续	1,141	1,102	531	464	548	4.6%	4.4%	4.9%	5.2%	6.1%
银行普通	75	64	27	13	12	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
银行专项	17	16	52	13	8	0.1%	0.1%	0.5%	0.2%	0.1%
信用债(不含金融债)	5,242	4,418	3,030	2,539	2,439	21.0%	17.7%	27.7%	28.6%	27.0%
可交换债	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
可转债	1	0	2	0	1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非标	3,319	2,200	1,539	871	867	13.3%	8.8%	14.1%	9.8%	9.6%
固定收益类	14,515	12,803	7,211	5,522	5,494	58.1%	51.4%	65.9%	62.3%	60.7%
公募基金	462	695	201	170	231	1.8%	2.8%	1.8%	1.9%	2.5%
组合类保险资管产品	1,200	1,183	128	221	259	4.8%	4.7%	1.2%	2.5%	2.9%
信托计划	1,712	1,679	314	668	713	6.9%	6.7%	2.9%	7.5%	7.9%
保险资管计划	260	236	14	32	33	1.0%	0.9%	0.1%	0.4%	0.4%
基金资管计划	3,069	2,905	732	691	690	12.3%	11.7%	6.7%	7.8%	7.6%
券商资管计划	1,842	2,076	967	661	685	7.4%	8.3%	8.8%	7.5%	7.6%
期货资管计划	166	152	49	18	8	0.7%	0.6%	0.5%	0.2%	0.1%
其它资管产品	0	0	0	9	21	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
资管产品	8,249	8,231	2,205	2,301	2,409	33.0%	33.0%	20.1%	26.0%	26.6%
权益类	206	243	115	69	67	0.8%	1.0%	1.0%	0.8%	0.7%
金融衍生品类	77	8	2	3	3	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
QDII	34	17	7	19	11	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
合计	24,989	24,907	10,945	8,864	9,051	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：普益标准、开源证券研究所

回望资管新规后的净值化路径，理财处置的压力主要为：长久期资产，包括银行资本债、信用债、非标、未上市公司股权等。其中，流动性较差的非标和未上市公司股权，若2026年底未能自然到期的存量资产，则只能考虑回表进行压降。

表3：理论上的处置方式有表外处置、回表处置两种

处置方式		具体内容	
仍在表外	资产端	自然到期	资管新规过渡期由2020年底延长至2021年底，给自然到期留了更多时间
		非标转标	将非标转换为监管部门认可的标准化资产
		公开市场出售	对于流动性较好的存量资产适用
	资金端	发行新产品承接	由商业银行及其理财子公司发行符合资管新规的新产品承接部分债券、非标债权等存量资产
		合同变更	如部分商业银行根据合同条款提前终止部分老理财产品
表外理财回表	回表是最后一种方式。对于类信贷资产（非标）在符合信贷条件的情况下，可通过回表进行压降，监管部门也会适当提高监管容忍度		

资料来源：开源证券研究所

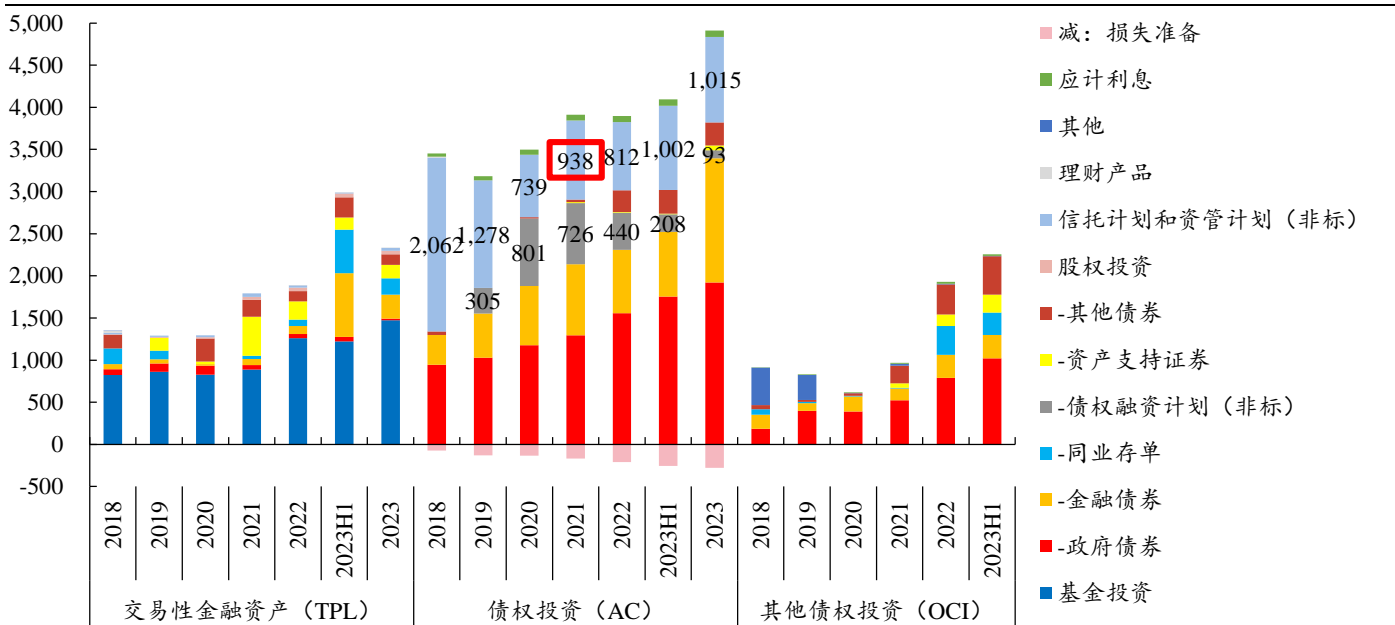
2.3、银行端：回表、计提拨备、核销处置

2.3.1、第一步：回表，中小银行资本压力或加大

无法处置的资产需回表处置。以浙商银行为例：回表的非标主要计入金融投资项下的“信托计划和资产管理计划”，由于浙商银行表外非标多为持有到期资产，回表后大多计入金融投资的AC债权投资项。该项资产余额从2018年末的2062亿元已下降为2023年6月末的1002亿元。浙商银行由于2021年下半年集中回表，2021年末债权投资的“信托计划和资产管理计划”增加近200亿元，表外理财非标则降

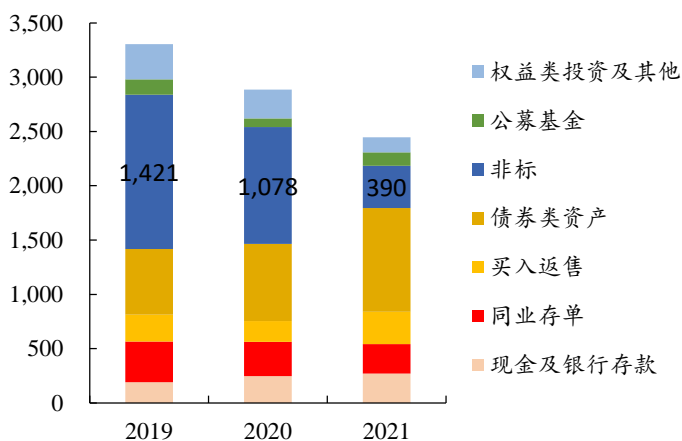
至 2021 年末的 390 亿元，表外理财净值化率从 2020 年末的 34% 上升至 2021 年末的 74%。

图8：浙商银行表内非标主要对应“信托计划和资产管理计划”项（亿元）



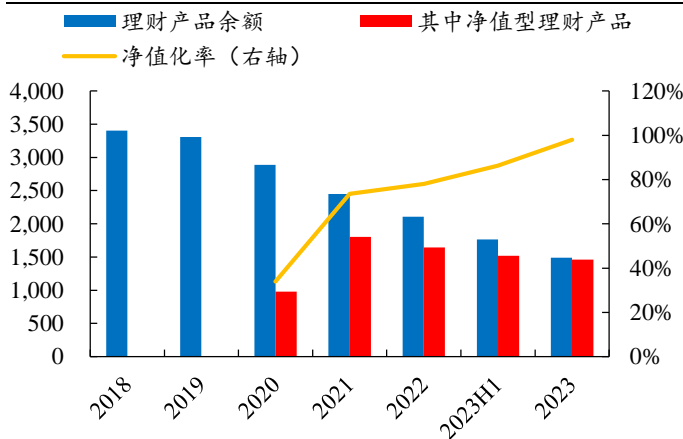
数据来源：浙商银行财报、开源证券研究所

图9：浙商银行表外理财的非标占比大幅下降（亿元）



数据来源：浙商银行财报、开源证券研究所

图10：浙商银行表外理财净值化率显著上升（亿元）



数据来源：浙商银行财报、开源证券研究所

但回表对银行资本或形成一定拖累，各类资产风险权重不一：

1、银行资本工具+信用债：银行资本工具回表，风险权重较大。此外，长期限信用债也面临处置难题，回表也会一定程度上拖累资本水平。这两类资产的消化需要借助外部力量，可引入保险资管、社保基金、基金公司等机构，以市场化价格转让相关资产。

2、存量非上市公司股权：信用风险权重最高为 1250%。股权类资产回表资本占用也较高，信用风险权重最高为 1250%，回表较为困难。此外，这些资产期限较长，并且在实际运作当中可能已经出现浮亏，处置难度较大，一般来说处置方式主要有三类：(1) 引进外部机构协助消化，比如四大 AMC；(2) 转让给银行债转股子公司、

金融资产投资公司；(3) 回表，银行被动持股信用风险权重最高为 1250%，对资本拖累较大；

3、非标回表需要穿透：过往银行曾通过表内同业科目对接非标资产，在原来未穿透情况下，这些非标资产的风险权重一般为 20%或 25%，资管新规出台后，表内资金对接的非标资产被穿透，将根据风险本质计算风险权重，比照自营贷款计提资本，风险权重提升。很多非标资产已不满足银行自身的信贷标准且部分已发生违约，非标回表意味着银行风险加权资产增加，中小银行的资本压力加剧。

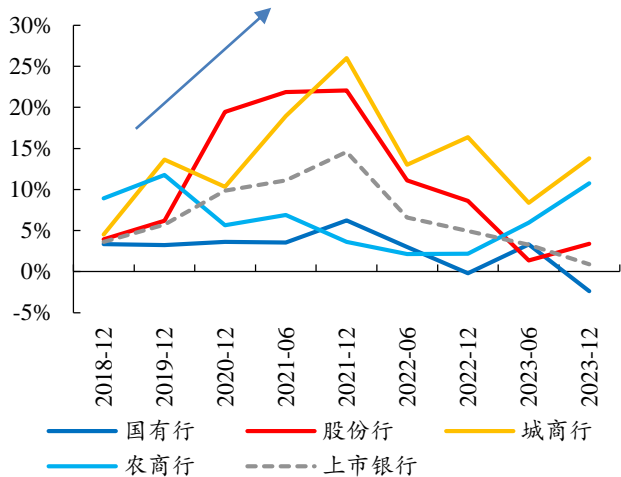
2.3.2、第二步：计提拨备，金融投资的拨备计提压力或加大

回表的资产中，通常也包含不良资产，处置路径有两个：(1) 打包转让给 AMC，但是老资产转让面临亏损，可能会拉低原有理财产品收益率；(2) 回表，对于银行表外资产中有部分已形成实质性不良或具有违约性质，政策允许已违约的类信贷资产回表，并通过核销、批量转让等方式进行处置。通常情况下，银行会通过理财的准备金逐渐消化掉表外问题资产，对于难以覆盖的部分可能消耗母行的拨备进行相应的核销处置。

无论回表资产是否已成为不良，回表的同时都需要计提拨备。回表之前尚未成为不良资产的，回表时通常会会计提相应拨备并计提资本；若回表之前已经成为不良资产的，通常回表的同时会尽量处置掉。

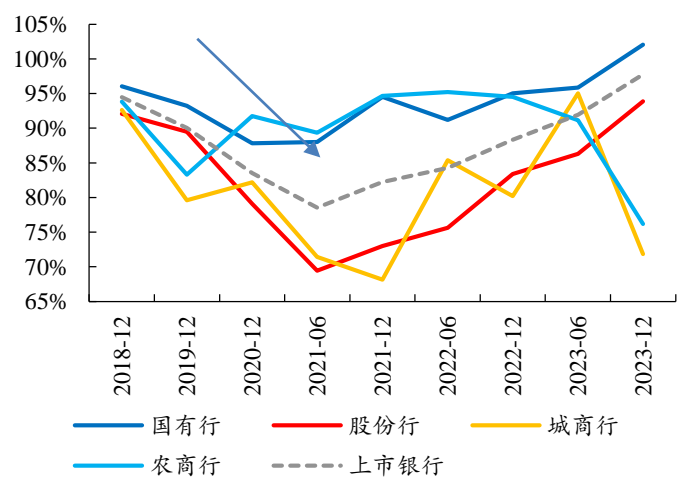
回望上一轮理财回表：2019-2021 年上市银行金融投资类减值损失总体上升。2018 年之后上市银行金融投资项的信用减值损失（拨备计提）占比明显提升。主要是为了应对表内非标处置、表外资产回表后再加以处置的需要。

图11：2019-2021 年金融投资的信用减值损失占比上升



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

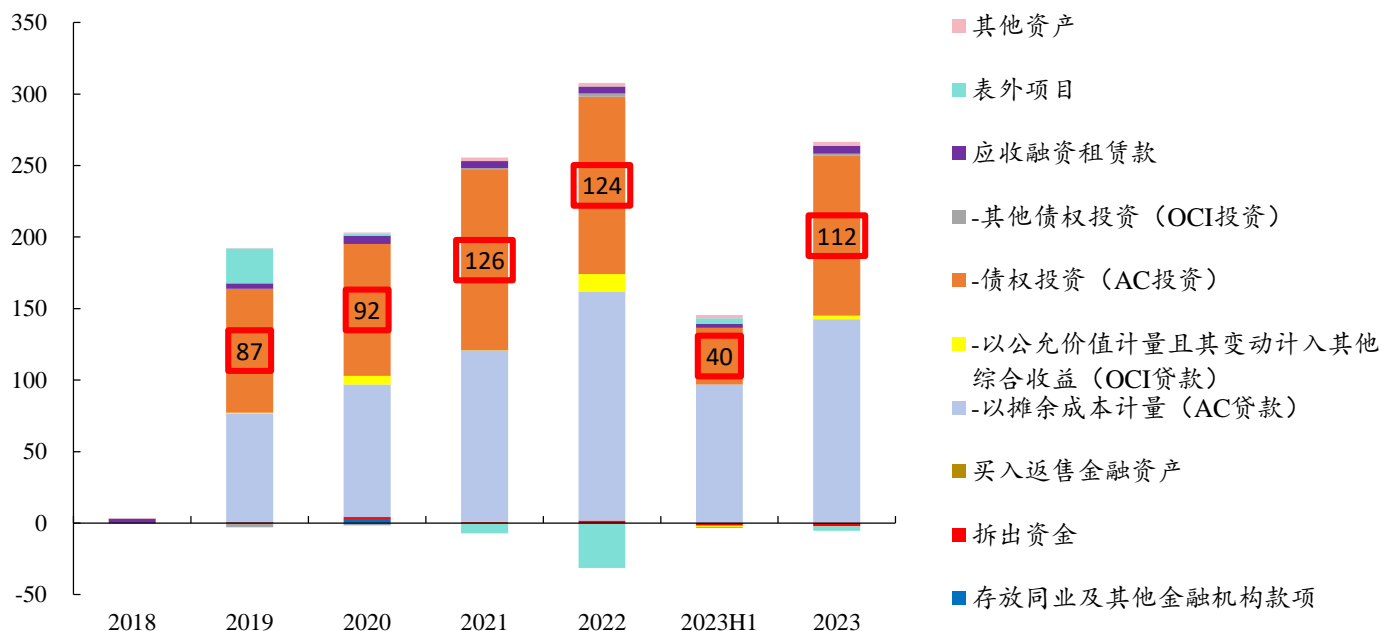
图12：2019-2021 年贷款的信用减值损失占比下降



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

以浙商银行为例，2019-2022 年加大了 AC 债权投资的拨备计提力度。其中 AC 投资主要包含非标（表内原本的非标+表外回表的非标），2019-2022 年非标拨备计提力度加大。由于浙商银行的回表基本已在 2022 年完成，所以 2023 年上半年的金融投资拨备计提明显减少，对于净利润的拖累减小。

图13：浙商银行信用减值损失结构：2019-2022年AC贷款和AC投资的拨备计提力度加大（亿元）

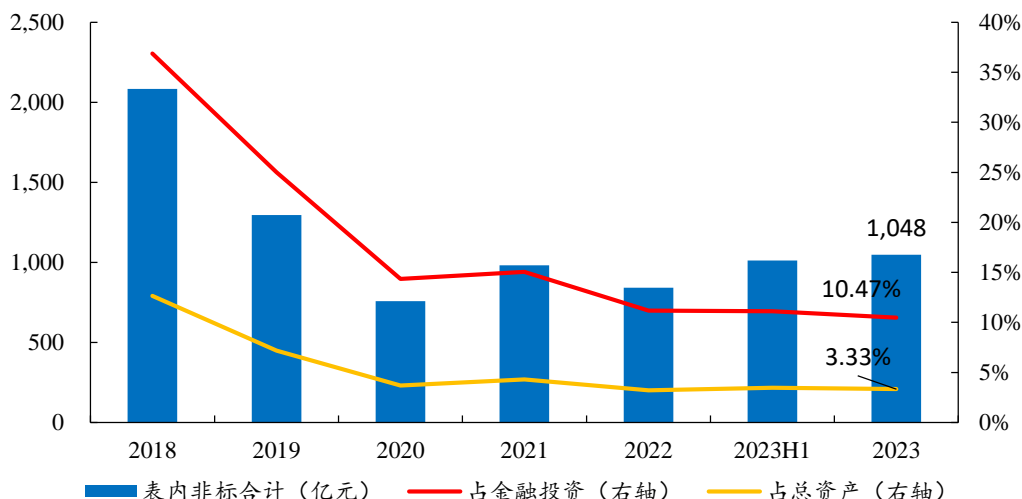


数据来源：浙商银行财报、开源证券研究所

2.3.3、第三步：核销处置，消耗拨备资源

回表后通常需核销处置，核销节奏取决于银行拨备水平。以浙商银行为例，经过多年处置，表内非标占比已不大，截至2023年末浙商银行非标资产占总资产仅3.5%，存量处置压力较小。但对于拨备水平较低的银行来说，回表后需经过更长时间的消化。

图14：浙商银行表内非标占总资产比例已降至4%以下



数据来源：浙商银行财报、开源证券研究所（注：表内非标指“信托计划和资产管理计划”TPL和AC之和）

2.4、资产端：对下沉资产的承接力度或变弱

中小银行理财退场，理财对弱资质地区发行的债券承接力度或减弱。过去部分地区的城投债、中小银行资本债，由当地银行的理财进行承接。若中小银行理财业务清零，后续对于下沉的资产承接力度或变弱，弱资质地区的城投融资和银行资本补充变得更为困难，中高评级券种的拥挤度或进一步提升。

表4：非理财子的银行机构在金融债、信用债的投向上更为下沉（以短债理财为例，前十持仓口径）

Table with columns: 隐含评级 (当期末), 理财公司 (2020-2023), 银行机构 (2020-2023), and rows for 金融债 (不含政金债) and 信用债 (不含金融债). Includes a sub-section '其中：城投债'.

数据来源：普益标准、开源证券研究所

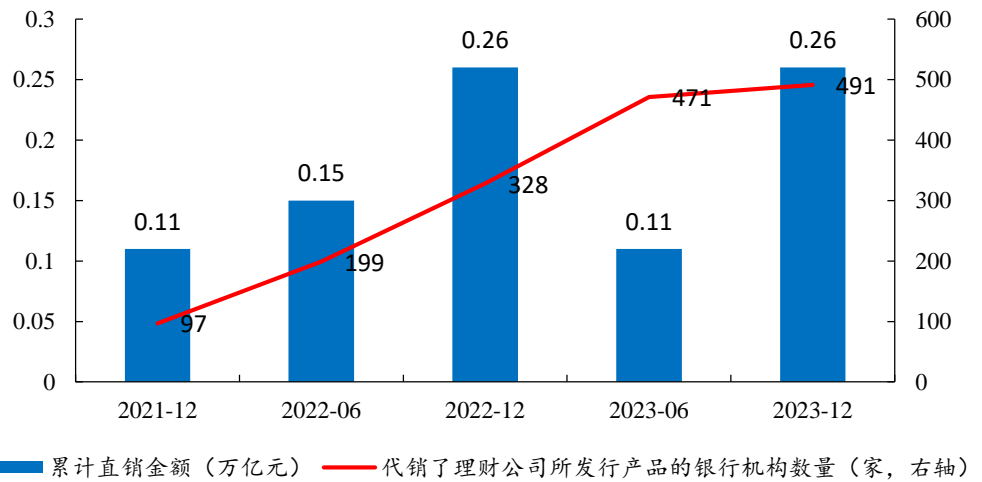
3、“纯代销”转型路上，中小银行具下沉优势

3.1、目前已有不少银行转型为“纯代销”

代销市场上，各类银行禀赋各异。理财代销业务主要考验银行的客群基础、系统和渠道建设，比如兴业银行依托较早建立的“银银平台”、“钱大掌柜”财富管理平台，已建立起较为广泛的代销网络；民营银行和直销银行凭借银行牌照+“类互联网”属性，可触达较多长尾客户，成热门代销渠道。

已有不少银行转型为“纯代销”角色。截至2023年末，代销理财公司产品的银行共491家，数量明显高于保有存续理财产品的银行（258家），意味着已有不少中小银行已转型为“纯代销”的角色。

图15：截至2023年末，代销理财公司产品的银行共491家



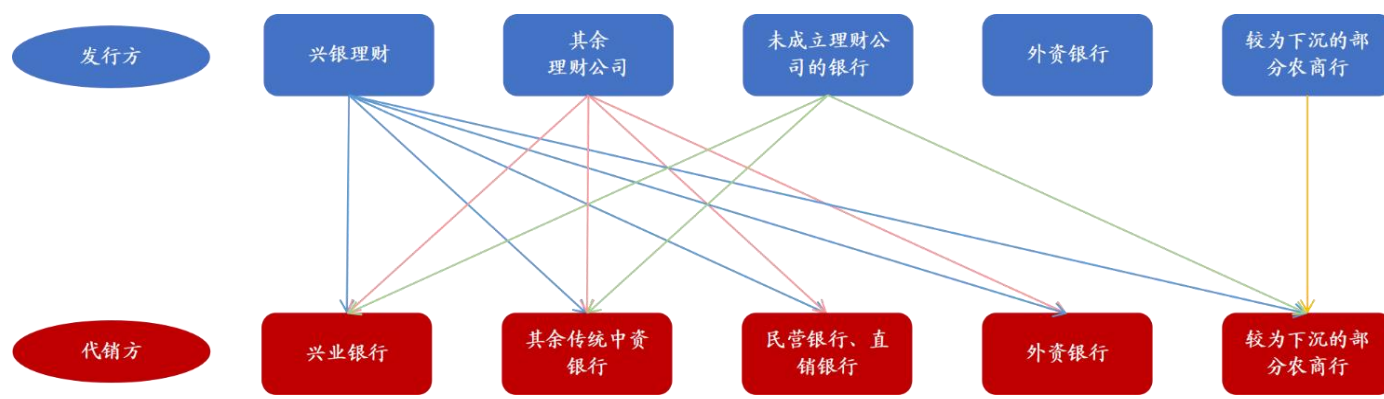
数据来源：银行业理财登记托管中心、开源证券研究所

3.2、中小银行代销竞争或加剧，费率有望走低

中小银行的“纯代销”之路怎么走？可挖掘长尾客户的空间。中小银行具有较为广泛的客户基础，相较于理财公司来说仍具有代销优势。目前，下沉的农商行代销的产品主要是其他农商行发行的产品，未来有望拓宽合作渠道，发挥下沉市场优势。

代销市场竞争或加剧，有望进一步拉低销售费率。未来随着越来越多的银行退出理财发行市场，头部效应加剧，不排除少数银行机构转变为“纯代销”方。各类机构定位分化，推动“纯代销”方主动对接代销合作，代销市场的竞争变得更为激烈，或将进一步拉低理财产品的销售费率。

图16: 各类机构代销渠道分化——下沉的农商行代销机构仍较为单一



资料来源: 普益标准、开源证券研究所

4、投资建议: 利好母行资源充分+渠道优势突出的银行

高息存款整改+信托计划收紧, 理财配置策略或向债券与基金产品倾斜。本次所涉理财规模虽较大, 但预计监管态度将平稳过渡, 不会导致债券需求端的集中冲击。考虑银行回表承接力度不同, 品种上利好利率债等自营偏好品种, 银行二永、信用、非标等相对承压。

长期来看, 理财市场的格局重塑, 母行资源投入更充分、渠道优势突出、投研能力强的理财公司或进一步抢占市场份额, 中小银行代销竞争或加剧, 受益标的有工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行、兴业银行等。

表5: 受益标的一览

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS(摊薄, 元)			评级
		2024-06-21	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601398.SH	工商银行	0.6	0.5	10.7	-3.7	-2.9	2.7	0.8	-1.2	1.9	1.0	1.0	1.0	未评级
601939.SH	建设银行	0.6	0.6	11.6	-1.8	-1.7	2.1	2.4	0.1	2.2	1.3	1.3	1.4	未评级
601288.SH	农业银行	0.6	0.6	10.9	0.0	0.6	3.0	3.9	0.8	2.6	0.8	0.8	0.8	未评级
601988.SH	中国银行	0.6	0.5	10.1	6.4	1.1	3.3	2.4	-0.8	2.9	0.8	0.8	0.8	未评级
601328.SH	交通银行	0.6	0.5	9.7	0.3	-0.8	2.2	0.7	-3.4	2.7	1.2	1.2	1.2	未评级
600036.SH	招商银行	0.9	0.8	16.2	-1.6	0.0	4.2	6.2	3.6	5.4	5.8	6.0	6.3	未评级
601166.SH	兴业银行	0.5	0.5	10.6	-5.2	0.3	2.7	-15.6	-1.3	2.7	3.7	3.7	3.8	未评级

数据来源: 普益标准、开源证券研究所(注: 未评级标的均采用 Wind 一致预期; 上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2024-06-21)

5、风险提示

经济增速不达预期, 理财底层资产风险暴露: 若经济增速不达预期、信用风险有所扩大, 相关理财产品的底层资产质量将受影响, 理财产品的净值波动有所加大;

金融监管趋严, 资产端可选范围缩窄: 严监管趋势下, 资管产品的发行节奏和投资范围或将受到影响, 难以匹配传统客群的投资需求;

理财子牌照发放收紧, 未成立理财子公司的银行业务受限: 目前尚未获批成立理财子公司的银行, 或面临着理财存量规模受限、增量产品无法发行等风险。

附表：尚未设立理财子的银行理财规模一览
附表：尚未成立理财子的银行中，理财规模 TOP10 均为 600 亿元以上（截至 2024-06-16）

截至 2024-06-16 (亿元)	存续规模 总计	其中：					
		现金管理 型	固定收益 类	混合类	权益类	商品及金融 衍生品类	未披露
1	上海农村商业银行	1850.22	324.77	1510.67	14.78		
2	成都银行	822.48	144.92	677.55			
3	成都农村商业银行	751.50		751.50			
4	中原银行	738.05	169.05	564.22	4.77		
5	吉林银行	688.91	177.89	510.68	0.31	0.03	
6	苏州银行	685.43	153.24	532.20			
7	广州银行	668.42	82.16	585.50	0.76		
8	天津银行	667.05	133.04	533.95	0.06		
9	贵阳银行	660.23	149.67	485.28	11.37	13.90	
10	长安银行	616.09	109.32	502.36	4.41		
11	桂林银行	593.53	36.25	557.28			
12	重庆银行	587.50	72.00	515.50			
13	齐鲁银行	582.18	73.99	508.20			
14	大连银行	581.74	81.22	500.51			
15	温州银行	573.54		564.44	9.11		
16	长沙银行	565.10	136.54	428.21	0.36		
17	兰州银行	528.01	13.00	515.01			
18	杭州联合农村商业银行	524.50	79.17	445.33			
19	北京农村商业银行	511.35	108.02	403.33			
20	广州农村商业银行	493.65	75.10	408.71	9.84		
21	汉口银行	478.60	86.00	392.60			
22	晋商银行	476.60	92.09	383.43	1.08		
23	郑州银行	459.47	58.22	400.75	0.50		
24	浙江稠州商业银行	416.91	74.17	342.74			
25	广西北部湾银行	407.52	32.66	374.86			
26	东莞农村商业银行	400.84	77.30	323.54			
27	九江银行	397.57	40.00	346.32	11.25		
28	江苏江南农村商业银行	393.40	87.85	305.55			
29	盛京银行	390.80	49.70	341.10			
30	西安银行	358.87	50.26	308.61			
31	威海市商业银行	355.47	17.94	337.53			
32	龙江银行	354.69		354.69			
33	珠海华润银行	333.43	48.59	284.84			
34	哈尔滨银行	332.90	21.28	309.93	0.06	0.09	1.55
35	湖北银行	328.39	11.81	316.59			
36	青岛农村商业银行	325.56	21.60	303.96			
37	湖南银行	324.88	62.90	261.98			
38	浙江萧山农村商业银行	324.20	71.36	241.92	10.92		
39	广东顺德农村商业银行	301.11	1.06	297.04	3.02		
40	深圳农村商业银行	298.24	84.47	213.77			
41	江西银行	296.67	77.75	218.92			
42	河北银行	287.35	3.93	283.42			
43	江苏常熟农村商业银行	280.62		280.50		0.12	
44	东莞银行	279.49	31.23	248.25			
45	天津农村商业银行	270.01	48.96	221.05			
46	浙江泰隆商业银行	265.60	105.70	159.91			
47	花旗银行	259.04		9.21			249.83
48	甘肃银行	246.86		246.86			
49	昆仑银行	245.22	70.12	175.10			
50	贵州银行	236.82	6.89	229.92			
51	日照银行	232.07	14.75	217.31			
52	四川银行	232.01	31.25	200.76			
53	广东华兴银行	231.70	31.14	158.43	42.13		
54	江苏昆山农村商业银行	230.49	42.18	187.68			0.63

55	富滇银行	227.92	43.55	184.37			
56	锦州银行	221.82		221.82			
57	武汉农村商业银行	219.95		219.95			
58	四川天府银行	218.23		218.23			
59	江苏张家港农村商业银行	203.12	37.70	165.42			
60	浙江杭州余杭农村商业银行	192.11		192.11			
61	莱商银行	186.86	26.17	160.69			
62	江苏江阴农村商业银行	184.15	65.32	118.83			
63	重庆三峡银行	178.36	12.13	166.24			
64	广东南海农村商业银行	176.09	25.59	150.50			
65	嘉兴银行	173.76		173.76			
66	柳州银行	170.43	16.31	154.12			
67	潍坊银行	164.18	28.61	135.57			
68	泸州银行	162.54		162.54			
69	广东南粤银行	161.31	22.42	137.31	1.58		
70	江苏苏州农村商业银行	159.56	39.36	120.21			
71	贵阳农村商业银行	159.23		159.23			
72	无锡农村商业银行	150.09	25.50	124.59			
73	长城华西银行	146.18		146.18			
74	唐山银行	128.71	14.39	114.32			
75	厦门银行	126.88	24.74	101.99	0.15		
76	宁波鄞州农村商业银行	121.29		121.29			
77	浙江绍兴瑞丰农村商业银行	120.68		120.68			
78	齐商银行	119.35	8.74	110.61			
79	赣州银行	117.94		117.94			
80	绍兴银行	114.32		114.32			
81	东营银行	107.46	25.47	81.99			
82	泉州银行	102.40	21.75	80.66			
83	乐山市商业银行	95.18		95.18			
84	中山农村商业银行	94.79	15.49	79.30			
85	浙江民泰商业银行	89.62	5.34	84.29			
86	内蒙古银行	89.45		89.45			
87	福建海峡银行	87.53	19.26	68.27			
88	乌鲁木齐银行	86.04	9.91	76.13			
89	上饶银行	84.43		84.43			
90	蒙商银行	83.82		83.82			
91	宁波通商银行	81.79	5.55	76.24			
92	云南红塔银行	78.16	15.18	62.83	0.15		
93	廊坊银行	73.91		73.91			
94	台州银行	73.84	18.94	54.90			
95	佛山农村商业银行	73.37	16.40	56.98			
96	大连农村商业银行	71.66		71.66			
97	山西银行	71.32		71.32			
98	陕西秦农农村商业银行	69.65	9.57	60.08			
99	湖州银行	67.32		67.32			
100	济宁银行	67.06	14.90	52.16			
101	大同农村商业银行	60.74		60.74			
102	天津滨海农村商业银行	59.90		59.90			
103	烟台银行	57.42		57.42			
104	石嘴山银行	57.14		57.14			
105	新疆天山农村商业银行	55.57		55.57			
106	宁夏银行	55.42		55.42			
107	泰安银行	50.55	0.21	10.09	40.25		
108	抚顺银行	50.40		50.40			
109	绵阳市商业银行	48.74		48.74			
110	浙江禾城农村商业银行	46.96		46.96			
111	浙江温州鹿城农村商业银行	44.40	2.82	41.58			
112	张家口银行	43.92	10.00	33.92			
113	宜宾市商业银行	40.92		40.92			
114	长沙农村商业银行	38.09	9.22	28.87			
115	吉林九台农村商业银行	37.90		37.90			

116	临商银行	37.42		37.42				
117	浙江富阳农村商业银行	37.23	6.58	30.65				
118	厦门农村商业银行	36.21		36.21				
119	德州银行	35.81	10.16	25.64				
120	新疆银行	33.49	0.37	33.11				
121	珠海农村商业银行	33.21	5.95	27.26				
122	金华银行	32.22		32.22				
123	浙江义乌农村商业银行	32.05	6.19	25.87				
124	宁波慈溪农村商业银行	31.54	7.59	23.95				
125	自贡银行	30.34		30.01	0.33			
126	江门农村商业银行	28.69	7.38	21.31				
127	秦皇岛银行	27.47		27.47				
128	昆明官渡农村合作银行	24.72	5.36	19.36				
129	长春农村商业银行	23.29		23.29				
130	宁波东海银行	22.68		22.68				
131	南昌农村商业银行	22.58	3.82	17.19	1.57			
132	长春发展农村商业银行	22.14		22.14				
133	营口银行	21.96		21.96				
134	新余农村商业银行	21.87	5.05	16.82				
135	江苏太仓农村商业银行	21.26		21.26				
136	邢台银行	20.46		20.46				
137	宁波余姚农村商业银行	19.01		19.01				
138	哈尔滨农村商业银行	18.15		18.15				
139	内蒙古呼和浩特金谷农村商业银行	17.44		17.44				
140	枣庄银行	16.26		16.26				
141	景德镇农村商业银行	16.17		16.17				
142	浙江温州龙湾农村商业银行	15.71		15.71				
143	葫芦岛银行	15.36		15.36				
144	渣打银行	15.00			14.98			0.02
145	朝阳银行	13.66		13.66				
146	哈密市商业银行	13.42		13.42				
147	海南银行	13.37		13.37				
148	丹东银行	13.22		13.22				
149	青海银行	13.20		13.20				
150	新疆昌吉农村商业银行	12.40		12.40				
151	合肥科技农村商业银行	11.67		11.67				
152	赣州农村商业银行	11.38	2.40	8.98				
153	浙江苍南农村商业银行	11.13		11.13				
154	浙江东阳农村商业银行	10.46		10.46				
155	山西尧都农村商业银行	10.39		10.39				
156	承德银行	10.20		10.20				
157	浙江上虞农村商业银行	9.33		9.33				
158	包头农村商业银行	9.31		9.31				
159	贵州花溪农村商业银行	8.37		8.37				
160	星展银行	7.72		0.02	0.00	0.66	0.39	6.65
161	鄂尔多斯银行	7.71		7.71				
162	浙江海宁农村商业银行	7.68		7.68				
163	浙江临安农村商业银行	6.71		6.71				
164	乌海银行	6.49		6.49				
165	遂宁银行	5.88		5.88				
166	攀枝花农村商业银行	5.64		5.64				
167	湖州吴兴农村商业银行	5.42		5.42				
168	浙江安吉农村商业银行	5.34	0.57	4.77				
169	浙江温州瓯海农村商业银行	5.18		5.18				
170	浙江嘉善农村商业银行	5.15		5.15				
171	大兴安岭农村商业银行	4.96		4.96				
172	达州银行	4.95		4.95				
173	大华银行	4.81		0.02	3.19			1.60
174	浙江新昌农村商业银行	4.63		4.63				
175	浙江德清农村商业银行	4.22		4.22				
176	青海西宁农村商业银行	4.21		4.21				

177	浙江金华成泰农村商业银行	4.07		4.07			
178	浙江诸暨农村商业银行	3.99		3.99			
179	浙江瑞安农村商业银行	3.92		3.92			
180	浙江台州路桥农村商业银行	3.63		3.63			
181	东亚银行	3.34			0.24		3.10
182	衡水银行	3.27		2.06			1.21
183	华侨银行	3.16		0.01		0.94	2.21
184	新疆汇和银行	3.16		1.53	0.46		1.16
185	浙江乐清农村商业银行	3.12		3.12			
186	浙江永康农村商业银行	2.86		2.86			
187	阜新银行	2.83		2.83			
188	浙江丽水莲都农村商业银行	2.74		2.74			
189	浙江临海农村商业银行	2.71		2.71			
190	浙江平湖农村商业银行	2.50		2.50			
191	浙江兰溪农村商业银行	2.50		2.50			
192	浙江舟山普陀农村商业银行	2.35		2.35			
193	浙江建德农村商业银行	2.32		2.32			
194	宁波北仑农村商业银行	2.22		2.22			
195	阳泉农村商业银行	2.13		2.13			
196	浙江桐庐农村商业银行	2.10		2.10			
197	浙江南浔农村商业银行	2.01		2.01			
198	浙江青田农村商业银行	2.00		2.00			
199	太原农村商业银行	1.90		1.90			
200	四川简阳农村商业银行	1.88		1.88			
201	浙江海盐农村商业银行	1.69		1.69			
202	浙江舟山定海海洋农村商业银行	1.18		1.18			
203	浙江泰顺农村商业银行	1.07		1.07			
204	浙江温岭农村商业银行	0.92		0.92			
205	浙江平阳农村商业银行	0.86	0.64	0.21			
206	浙江武义农村商业银行	0.77		0.77			
207	浙江磐安农村商业银行	0.72		0.72			
208	浙江绍兴恒信农村商业银行	0.72		0.72			
209	瑞士银行	0.67		0.10	0.01		0.56
210	浙江文成农村商业银行	0.58		0.58			
211	汇丰银行	0.43					0.43
212	浙江岱山农村商业银行	0.37		0.37			
213	浙江松阳农村商业银行	0.34	0.13	0.21			
214	浙江浦江农商银行	0.30		0.30			
215	浙江长兴农村商业银行	0.27		0.27			
216	南洋商业银行	0.24					0.24
217	浙江龙游农村商业银行	0.18		0.18			
218	江苏紫金农村商业银行	0.16		0.16			
219	浙江嵊州农村商业银行	0.12		0.12			
220	浙江淳安农村商业银行	0.12		0.12			
221	浙江遂昌农村商业银行	0.08		0.08			
222	浙江天台农村商业银行	0.07		0.07			
223	浙江衢州衢江农村商业银行	0.07		0.07			
224	浙江台州黄岩农村商业银行	0.05		0.05			
225	澳大利亚和新西兰银行	0.05					0.05
226	浙江永嘉农村商业银行	0.02		0.02			
227	恒生银行	0.01					0.01
228	德意志银行	0.00					0.00
229	聊城农村商业银行	0.00					
230	内蒙古伊金霍洛农村商业银行	0.00					
231	富邦华一银行	0.00					

数据来源：普益标准、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn