强于大市

金融控股新规点评

定调纯粹型金融控股模式，期待后续细则出台

为推动金融控股公司规范发展，有效防控金融风险，更好地服务实体经济，中国人民银行日前印发了《金融控股公司监督管理试行办法》（中国人民银行令〔2020〕第 4 号，以下简称《金控办法》），自 2020 年 11 月 1 日起施行。

■ **监管新规符合预期，较征求意见稿变动不大**

通过梳理自 2018 年来有关部门对金融控股公司的相关监管政策和表态不难发现，其实近年来，监管层一直在稳步有序的推进金融控股公司的监管制度建设。本次正式稿在前期征求意见稿出台 1 年多的基础上正式落地，符合市场预期。从正式稿内容来看，内容共分为七章，条款的核心内容较征求意见稿并未有较大改动，主要是在监管处罚力度方面有所加强，同时将提出申请金控公司的时间期限从 6 个月延长到 1 年等。

■ **弥补监管空白，定调纯粹型金融控股模式**

随着我国经济金融的发展和改革水平的不断提高，金融控股公司形态在我国是客观存在的事实。我国金融控股集团主要可分为以下两大类别，一是金融机构在业务开展中逐步发展成综合化的金融集团，典型代表就有银行系的国有大行。二是非金融企业投资控股两种或两种以上类型金融机构。通过梳理不难发现，其中有些公司已经发展成为牌照丰富、资产规模可观的集团公司，但一直以来却没有相应的制度规范对其加以监管。本次正式稿的落地就很好的弥补了这一政策空白。

从国际经验来看，金控公司主要分为纯粹型金融控股公司和事业型金融控股两大类。纯粹型金融控股公司以美国、日本为代表，仅进行股权管理，制定控股集团战略规划，其所有金融业务都由子公司经营；事业型金融控股公司由金融机构跨业投资其他类型金融机构形成，除进行股权管理外，也直接从事银行、证券、保险等具体金融业务。在我国颁布的《金控办法》中明确规定“本办法所称金融控股公司是指依法设立，控股或实际控制两个或两个以上不同类型金融机构，自身仅开展股权投资管理、不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或股份有限公司。”也就是说，我国的监管体系是纯粹型金融控股公司。

■ **对行业影响中性，关注后续细则出台**

我们认为本次金融控股监管政策的出台对银行业的影响有限。首先监管层的主要目的是对非金融企业产生的金融控股集团进行风险管控，这类金融控股集团在本次新规的指导下逐步进行整改，理清自身股权结构，建立业务防火墙，充分进行资本计提将有利于建立一个更加安全、稳定的金融经营环境，防范金融同业风险的交叉传染，更加有利于银行业务的稳健发展。对于银行等金融机构投资形成的金控集团，本次监管办法提到，“金融机构跨业投资控股形成的金融集团参照本办法确定监管政策标准，具体规则另行制定”。通过梳理我们发现，国有大行和部分股份行都拥有较为丰富的非银牌照，子公司众多，符合新规对金融控股集团的界定标准，因此未来根据本次新规的内容将会在公司治理方面面临一定调整。但总的来说，国有大行和股份行一直以来经营都相对稳健，对主要控股子公司已经进行了并表管理，整改难度不大。具体对资本计提、统一授信、关联交易等方面的要求，还有待后续具体细则的进一步出台。

最后，通过本次新规可以看出，监管层对金融行业未来的发展目前还是坚持分业为主的总体思路，通过设立不开展具体业务的金融控股公司的方式对同一集团内的不同金融机构进行经营治理和股权投资管理，而集团内不同金融机构独立经营接受对应监管部门的分业监督。此前有媒体报道监管部门允许部分银行试点设立证券公司，引发市场对银行混业经营的关注和期待，目前看起来可能需要更长的路要走。未来银行朝轻资本方向转型发展，提升中收占比，仍然需要考验各家银行如何在集团内部更好的与其他子公司做到资源的共享，业务的协作。

相关研究报告

《银行业周报》20200913

《8 月金融数据点评》20200913

《银行业周报》20200906

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

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

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

证券分析师：熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

事项：

为推动金融控股公司规范发展，有效防控金融风险，更好地服务实体经济，中国人民银行日前印发了《金融控股公司监督管理试行办法》（中国人民银行令〔2020〕第 4 号，以下简称《金控办法》），自 2020 年 11 月 1 日起施行。

监管新规符合预期，较征求意见稿变动不大

通过梳理自 2018 年来有关部门对金融控股公司的相关监管政策和表态不难发现，其实近年来，监管层一直在稳步有序的推进金融控股公司的监管制度建设。央行在此前的货政报告、金融稳定报告中都曾对其基本监管思路有所阐述，本次正式稿在前期征求意见稿出台 1 年多的基础上正式落地，符合市场预期。从正式稿内容来看，内容共分为七章，监管主旨在于“坚持总体分业经营为主的原则，以并表为基础，对金融控股公司实施全面、持续和穿透监管，从制度上隔离实业板块和金融板块，明确股东资质条件，加强资本管理，要求股权结构简明、清晰、可穿透，规范关联交易，完善公司治理和风险管理等”。其条款的核心内容较征求意见稿并未有较大改动，主要是在监管处罚力度方面有所加强，同时将提出申请金控公司的时间期限从 6 个月延长到 1 年等。

图表 1. 过去两年金融控股公司相关政策内容整理

关于金融控股公司相关政策内容整理		
时间	有关部门或会议	文件/会议内容
2020/9/14	国务院新闻办公室政策例行吹风会	人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜和司法部有关负责人介绍服务实体经济明确金融控股公司准入规范有关情况，并答记者问。
2020/9/13	国务院	国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》
2020/9/13	央行	央行发布2020年第4号令《金融控股公司监督管理试行办法》，自2020年11月1日开始施行。
2020/9/2	国务院常务会议	会议通过《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，明确非金融企业、自然人等控股或实际控制两个或两个以上不同类型金融机构，并且控股或实际控制的金融机构总资产规模符合要求的，应申请设立金融控股公司。
2019/11/26	央行	央行在《中国金融稳定报告（2019）》明确提出“个别金融控股集团、农村金融机构风险可能暴露”“应继续有序处置重点金融控股集团风险，着力化解地方中小金融机构风险。”
2019/7/26	央行	央行发布《金融控股公司监督管理试行办法（征求意见稿）》
2018/11/2	央行	央行在《中国金融稳定报告（2018）》中开辟专栏阐述了对金融控股集团进行监管的政策思路
2018/5月	媒体报道	据第一财经消息，监管方首批已选定五家金控集团作为试点，分别为中信集团、光大集团、招商集团、蚂蚁金服和苏宁。
2018/4/27	央行、银保监会、证监会	《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》
2018/2/14	央行	央行在2017年4季度货币执行报告中提出“要继续推动出台金融控股公司监管规则，明确市场准入、公司治理、资本充足、关联交易等监管要求，探索完善相应的监管机制。”

资料来源：央行官网、中国政府网、中银证券

弥补监管空白，定调纯粹型金融控股模式

随着我国经济金融的发展和改革水平的不断提高，金融控股公司形态在我国是客观存在的事实。我国金融控股集团主要可分为以下两大类别，一是金融机构在业务开展中逐步发展成综合化的金融集团，典型代表就有银行系的国有大行。二是非金融企业投资控股两种或两种以上类型金融机构。通过梳理不难发现，其中有些公司已经发展成为牌照丰富、资产规模可观的集团公司，但一直以来却没有相应的制度规范对其加以监管。本次正式稿的落地就很好的弥补了这一政策空白。

图表 2. 我国主要金融集团类型

我国主要金控集团类型梳理		
类型	主要控股股东	典型代表企业
金融机构投资形成	银行	工商银行、农业银行、 中国银行、建设银行、交通银行
	保险	平安集团、中国人寿、中国人保
非金融机构投资形成	中央管理的国有独资企业	中信集团、光大集团
	地方国企金控平台	天津泰达集团、上海国际集团、北京金控集团
	央企设立的资产运营公司	招商局金融集团、英大国际控股集团、华能资本服务公司，
	民营企业	明天系、海航集团、复星国际、恒大集团
	互联网企业	阿里巴巴、腾讯、苏宁云商、京东

资料来源：《中国金融稳定报告（2018）》，中银证券

从国际经验来看，金控公司主要分为纯粹型金融控股公司和事业型金融控股两大类。纯粹型金融控股公司以美国、日本为代表，仅进行股权管理，制定控股集团战略规划，其所有金融业务都由子公司经营；事业型金融控股公司由金融机构跨业投资其他类型金融机构形成，除进行股权管理外，也直接从事银行、证券、保险等具体金融业务。在我国颁布的《金控办法》中明确规定"本办法所称金融控股公司是指依法设立，控股或实际控制两个或两个以上不同类型金融机构，自身仅开展股权投资管理、不直接从事商业性经营活动的有限责任公司或股份有限公司。"也就是说，我国的监管体系是纯粹型金融控股公司。

对行业影响中性，关注后续细则出台

我们认为本次金融控股监管政策的出台对银行业的影响有限。首先监管层的主要目的是对非金融企业产生的金融控股集团进行风险管控。近年来，不少民营和互联网企业随着业务的逐步发展壮大，经营版图逐步从实体领域扩张到金融行业，但由于此前监管政策的不够完善，部分企业的不合规经营积蓄了不小的金融风险，例如此前暴露金融风险的明天系、安邦系等。我们认为这类金融控股集团在本次新规的指导下逐步进行整改，理清自身股权结构，建立业务防火墙，充分进行资本计提将有利于建立一个更加安全、稳定的金融经营环境，防范金融同业风险的交叉传染，更加有利于银行业务的稳健发展。

对于银行等金融机构投资形成的金控集团，本次监管办法提到，"金融机构跨业投资控股形成的金融集团参照本办法确定监管政策标准，具体规则另行制定"。通过梳理我们发现，国有大行和部分股份行都拥有较为丰富的非银牌照，子公司众多，符合新规对金融控股集团的界定标准，因此未来根据本次新规的内容将会在公司治理方面面临一定调整。但总的来说，国有大行和股份行一直以来经营都相对稳健，对主要控股子公司已经进行了并表管理，整改难度不大。具体对资本计提、统一授信、关联交易等方面的要求，还有待后续具体细则的进一步出台。

图表 3. 国有大行/股份行主要金融牌照梳理

国有大行/股份行主要金融牌照梳理		
所属控股集团	银行牌照	银行旗下主要子公司
工商银行	南非标准银行、系列境外全资银行子公司	工银国际控股、工银安盛人寿、工银瑞信基金（120亿）、工银金融租赁、工银理财、工银金融资产投资、工银金融服务有限责任公司
建设银行	中德住房储蓄银行、系列境外全资银行子公司	建银国际、建信人寿、建信信托、建信期货、建信基金、建信租赁、建信理财、建银投资、建信养老、建信财险
农业银行	系列境外全资银行子公司 湖北汉川农银村镇银行 克什克腾农银村镇银行 安宝农银村镇银行 绩溪农银村镇银行 浙江永康农银村镇银行 厦门同安农银村镇银行	农银国际、农银人寿、农银汇理基金、农银金融租赁、农银理财、农银金融资产投资、农银财务
中国银行	系列境外全资银行子公司、中银富登村镇银行	中银国际、中银保险、中银集团保险、中银人寿、中银国际期货、中银基金、中银理财、中银集团投资、中银资产、中银三星人寿、中银航空租赁、中银金租
中国邮政集团	邮储银行	中邮消费金融、中邮理财
交通银行	系列境外全资银行子公司	交银康联人寿、中国交银保险、交银国际信托、交银施罗德基金、交银金融租赁、交银理财、交银金融资产投资、交银国际
中信集团	中信银行	中信银行（国际）、中信国际资产、信银投资、中信金融租赁、中信百信银行、信银理财、临安中信村镇银行、阿尔金银行
光大集团	光大银行	光大金融租赁、光大国际投资、韶山光大村镇银行、江苏淮安光大村镇银行、江西瑞金光大村镇银行、光大理财
平安集团	平安银行	
招商局	招商银行	招商永隆、招银租赁、招银国际、招银理财、招商基金、招联消费、招商信诺人寿
兴业银行		兴业金融租赁、兴业国际信托、兴业基金、兴业消费金融、兴业理财、兴业期货、兴业经济研究咨询、兴业数字金融服务、兴业资产管理有限公司
上海国际集团	浦发银行	浦银租赁、上海信托、浦银国际控股、浦银安盛、浦发硅谷

资料来源：银行 2020 年半年报，中银证券

最后，通过本次新规可以看出，监管层对金融行业未来的发展目前还是坚持分业为主的总体思路，通过设立不开展具体业务的金融控股公司的方式对同一集团内的不同金融机构进行经营治理和股权投资管理，而集团内不同金融机构独立经营接受对应监管部门的分业监督。此前有媒体报道监管部门允许部分银行试点设立证券公司，引发市场对银行混业经营的关注和期待，目前看起来可能需要更长的路要走。未来银行朝轻资本方向转型发展，提升中收占比，仍然需要考验各家银行如何在集团内部更好的与其他子公司做到资源的共享，业务的协作。

投资建议

本次《金控办法》新规的出台符合市场预期，与征求意见稿相比变动不大，主要旨在规范非金融机构投资形成的金融控股公司，但银行金融机构同样参照此标准，后续将有额外规定和更多细则出台值得关注。我们认为新规将会给银行业带来一些调整但也将有利于建立一个更加稳健的金融环境。本次新规定调纯粹型金融控股模式，若未来银行和其他非银金融机构也采取共同接受金控公司管理的模式而非逐步放开混业经营，那些在集团内部真正实现和其他非银机构高效协作、资源共享的银行将更加能够经受住“金融脱媒”的挑战，在轻资本转型的道路上走得更远。目前银行板块估值对应 2020 年为 0.73xPB，具备低估值、低仓位的特点，我们认为随着国内经济形势的逐步转好，板块后续季度配置意愿有望提升，看好板块绝对收益。个股方面，建议关注基本面稳健的优质个股（招商银行、宁波银行等），以及基本面改善的低估值股份行（光大银行等）。

附录图表 4. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净资产
			(元)	(十亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
601939.SH	建设银行	买入	6.15	1,538	1.07	1.10	0.73	0.67	8.65
601988.SH	中国银行	未有评级	3.21	945	0.64	0.66	0.57	0.53	5.77
601288.SH	农业银行	买入	3.17	1,109	0.61	0.54	0.63	0.59	5.14
601658.SH	邮储银行	增持	4.57	397	0.70	0.79	0.80	0.70	5.90
600036.SH	招商银行	买入	37.87	955	3.68	4.05	1.65	1.47	23.73
601998.SH	中信银行	增持	5.09	249	0.98	1.05	0.57	0.52	9.25
600016.SH	民生银行	增持	5.44	238	1.10	1.18	0.53	0.49	10.45
600000.SH	浦发银行	增持	9.83	289	2.01	2.14	0.59	0.53	17.11
601818.SH	光大银行	买入	3.68	193	0.71	0.65	0.61	0.57	6.10
000001.SZ	平安银行	买入	15.57	302	1.45	1.28	1.11	1.03	14.50
601169.SH	北京银行	增持	4.79	101	1.03	0.92	0.53	0.50	9.15
601009.SH	南京银行	未有评级	8.50	85	1.24	1.39	1.10	0.86	9.16
002142.SZ	宁波银行	买入	33.28	200	2.28	2.66	2.34	1.86	16.99
601229.SH	上海银行	增持	8.32	118	1.43	1.46	0.75	0.69	11.45
601997.SH	贵阳银行	未有评级	7.94	26	2.13	2.39	0.75	0.65	11.04
600926.SH	杭州银行	未有评级	12.41	74	1.10	1.33	1.43	1.29	10.40
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.18	9	0.47	0.54	0.80	0.76	5.19
600908.SH	无锡银行	未有评级	5.63	10	0.68	0.75	0.94	0.84	6.10
601128.SH	常熟银行	买入	8.36	23	0.65	0.66	1.35	1.27	6.25
002839.SZ	张家港行	未有评级	6.01	11	0.52	0.58	1.08	1.01	5.74

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 9 月 17 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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 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，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