

银行

证券研究报告

2020年09月15日

纽约梅隆银行—独具特色的托管银行

拥有 37.1 万亿美元（19 年末）托管规模的纽约梅隆银行，是全球最大的托管机构。纽约梅隆银行于 07 年由纽约银行和梅隆金融公司合并成立，经过多次业务并购以及业务出售，剥离了传统商业银行业务，专注于资产托管、资产管理等业务。

剥离传统银行业务，独具特色的托管银行

托管行业集中度高，纽约梅隆是排头兵。托管行业靠规模取胜，通过规模扩张来降低边际成本，海外托管行业集中度不断提升，15 年末全球托管市场规模 125 万亿美元，纽约梅隆 28.9 万亿约占全球份额的 23%，1H20 美国 TOP4 托管规模达到 118.7 万亿美元，行业集中度较高。

疫情之下业绩稳定，息差依赖小。受疫情影响，1H20 美国四大行净利润下降 50%~110%，而纽约梅隆净利润仅下降 1.68%，业绩相对稳定，这源于纽约梅隆主要依托中间业务，传统信贷业务很少，承担信用风险较小，所以可以计提较少拨备，从而在这次疫情风波中影响较小。息差方面，1H20 纽约梅隆净息差为 1.18%，其他传统大行净息差均在 2% 以上。纽约梅隆的非息收入占比约 8 成，轻资产的纽约梅隆银行对息差依赖相对较小。

投资服务和投资管理两大板块协同发展：**（1）投资服务板块以资产托管为核心，提供综合金融服务。**19 年投资服务板块贡献约 73% 的营业收入。**（2）投资管理板块以资产管理为核心，拥有多家资管子公司。**19 年全球资管规模达到 89 万亿美元。纽约梅隆资产管理规模为 1.9 万亿美元，是全球第七大资产管理公司。**托管与资管双翼齐飞。对于基本没有零售渠道的金融机构，托管平台和线上销售平台是主要的销售渠道。**

低估值之谜：源于商誉占比高的净资产

商誉占净资产比重大。一般轻资产型银行估值水平更高，但纽约梅隆目前 0.8 倍 PB 左右的估值在行业并不算高。这是由于纽约梅隆的净资产多年并购产生较大商誉，其净资产中商誉较高。商誉占净资产比重为 41.9%，剔除商誉后，计算得到 19 年末纽约梅隆估值为 1.84 倍 PB，市场给予估值较高。

中国上市银行的净资产商誉占比小。和中国的银行相比，美国的银行普遍具有并购史，其净资产中商誉占比普遍较高，中国五大行的商誉比重均在 0.1% 左右，净资产较实。

投资建议：托管业务资本占用低，或是银行转型重要之选

我国托管市场发展空间较大，托管业务作为低资本占用的中间业务，抗风险能力强，日益受到上市银行的重视。中国上市银行净资产较实，相较美国市场给予估值偏低。后疫情时代，国内经济稳步复苏，支撑银行股估值合理修复。四季度估值切换值得重视。

风险提示：疫情失控导致经济失速；资产质量大幅恶化；息差大幅收窄等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-09-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000001.SZ	平安银行	15.35	买入	1.45	1.24	1.52	1.89	10.59	12.38	10.10	8.12
600036.SH	招商银行	37.90	增持	3.68	3.48	3.98	4.42	10.30	10.89	9.52	8.57
601166.SH	兴业银行	16.09	买入	3.17	2.84	3.39	4.21	5.08	5.67	4.75	3.82
601128.SH	常熟银行	8.33	买入	0.65	0.67	0.77	0.87	12.82	12.43	10.82	9.57
601818.SH	光大银行	3.70	买入	0.71	0.63	0.76	0.90	5.21	5.87	4.87	4.11

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

邵春雨 联系人
shaochunyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:怎么解读 8 月社融同比大增?》2020-09-13
- 《银行-行业研究简报:预测:8 月社融是否会大幅增加?》2020-09-03
- 《银行-行业研究简报:四大逻辑积极看多银行股》2020-08-19

内容目录

1. 纽约梅隆的前世今生.....	4
1.1. 纽约梅隆发展史:并购扩张,逐步脱离传统业务	5
1.2. 托管行业集中度高,纽约梅隆是排头兵	8
2. 业绩稳定、业务多元的轻资产银行.....	9
2.1. 轻资产型银行,疫情之下业绩稳定性较强.....	9
2.2. 以资产托管为核心的多元金融服务	12
2.2.1. 投资服务板块:以资产托管为核心,贡献 73%的营收	13
2.2.2. 投资管理板块:以资产管理为核心,拥有多家资管子公司	15
2.3. 托管与资管两翼齐飞,业绩受汇率和市场影响	16
3. 轻资产银行的低估值之谜	17
4. 纽约梅隆银行近年来的变革	19
4.1. 加大 IT 投入,发展全球托管业务	20
4.2. 托管服务内容从基础服务向增值服务延伸.....	20
5. 我国资产托管行业蓬勃发展	21
5.1. 监管为托管业务发展保驾护航.....	22
5.2. 我国商业银行托管服务逐步多元化	23
6. 投资建议:托管业务资本占用低,或是银行转型重要之选.....	24
7. 风险提示.....	25

图表目录

图 1: 1H20 纽约梅隆托管规模 37.3 万亿美元 (万亿美元)	4
图 2: 1H20 纽约梅隆资产管理规模 1.96 万亿美元 (万亿美元)	4
图 3: 伯克希维尔·哈撒韦公司对纽约梅隆银行的历史持股变化,17 年开始重仓纽约梅隆	4
图 4: 纽约银行自 1784 年成立后,经过数次并购扩大业务并剥离零售银行业务	5
图 5: 梅隆金融公司历经数次收购从家族企业到行业大鳄	6
图 6: 截至 1H20,美国 TOP4 托管规模达到 118.65 万亿美元 (万亿美元)	8
图 7: 1H20 总资产情况,专业托管银行资产远低于传统商业银行 (亿美元)	9
图 8: 纽约梅隆 1H20 净利润增速-1.68%,2019 净利润增速 4.1%,相比其他主要银行较为稳定	10
图 9: 1H20 纽约梅隆计提的拨备仅占总资产 0.07%,这类轻资产银行受经济影响较小	10
图 10: 纽约梅隆银行的非息收入占比很高,多数年份超过 70%	11
图 11: 轻资产型银行息差较低 (%)	12
图 12: 纽约梅隆两条业务线:投资服务业务和投资管理业务	12
图 13: 以零售银行为主的美国传统银行——富国银行业务板块	12
图 14: 19 年投资服务板块五条业务线营业收入占比情况,资产服务条线占近一半	13
图 15: 托管业务的主要收入来源	14
图 16: 19 年投资管理板块 2 条业务线营业收入占比情况	15
图 17: 纽约梅隆 AUM 以被动管理类资产为主 (十亿美元)	16

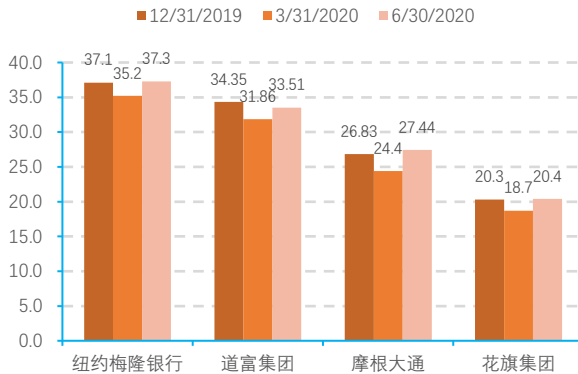
图 18: 近年来, 纽约梅隆 PB 估值下行, 轻资产型银行估值优势下降	17
图 19: 19 年末纽约梅隆的商誉占净资产的 41.9%	18
图 20: 纽约梅隆托管规模增速较为稳定, 17 年行业整体增速较高	19
图 21: 金融危机后, 纽约梅隆银行净利润较其他美国托管机构增长较好	19
图 22: 专业的托管服务贯穿公司业务全流程	20
图 23: 资产托管主要增值服务的种类	21
图 24: 截至 19 年末, 中国银行业资产托管规模达 153.26 万亿元, 存托比为 77.34%	22
图 25: 国内托管产品种类逐渐丰富	22
图 26: 工行资产托管条线清晰	23
表 1: 19 年底巴菲特前 10 大持仓股	4
表 2: 纽约银行的主要并购标的	5
表 3: 梅隆金融银行主要并购标的	6
表 4: 合并之后纽约梅隆银行进行了一系列资产重组	7
表 5: 纽约梅隆银行业务整合	8
表 6: 全球 TOP15 托管机构在 2016 年前的规模排名	8
表 7: 1H20 纽约梅隆拨备计提增加幅度相对较小, 业绩受拨备计提增加的影响较小	10
表 8: 纽约梅隆银行一级资本充足率等主要银行中较高 (%)	11
表 9: 纽约梅隆银行收入渠道十分丰富, 手续费收入主要以托管和清算服务为主	13
表 10: 纽约梅隆旗下众多资管子公司	15
表 11: 19 年末主要大行的商誉占净资产比重情况, 相对于美国, 中国上市行的净资产较实	18
表 12: 历年获得证券投资基金托管资格的银行	23
表 13: 工行资产托管服务项目较为全面	24

1. 纽约梅隆的前世今生

纽约梅隆银行前身是纽约银行，1784年由亚历山大·汉密尔顿创立，是全美历史最悠久的银行，是第一家在纽约证券交易所上市的公司。2007年纽约银行和梅隆金融公司合并成立纽约梅隆银行，此次合并诞生了全球最大的托管银行以及最大的资产管理公司之一。

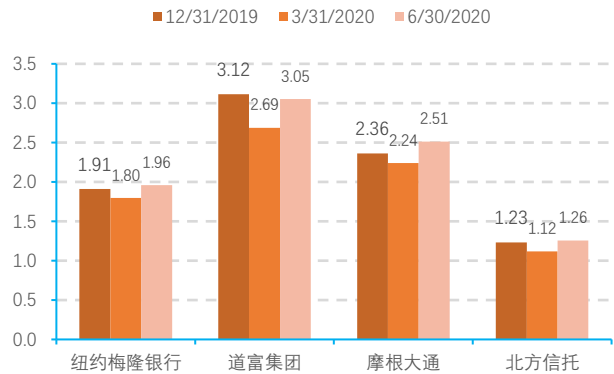
经过多次业务并购以及业务出售，纽约梅隆将信贷、信用卡、投资银行、零售银行等一系列商业银行业务剥离出来，专注于资产托管、资产管理等业务。而今，拥有236年历史的纽约梅隆银行是一家全球性公司，为全球35个国家的金融机构、公司和个人投资者提供服务。

图 1：1H20 纽约梅隆托管规模 37.3 万亿美元（万亿美元）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 2：1H20 纽约梅隆资产管理规模 1.96 万亿美元（万亿美元）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

纽约梅隆银行是巴菲特十大重仓股之一，伯克希尔·哈撒韦公司现为纽约梅隆第一大股东。巴菲特在2017年开始重仓纽约梅隆银行，17年末持有纽约梅隆5.94%的股份，旗下伯克希尔·哈撒韦公司成为纽约梅隆第二大股东。18和19年再次增持，19年末成为纽约梅隆银行的第一大股东，持股9.65%。今年疫情后，美国的银行股估值下降，巴菲特2020年3月3日增持纽约梅隆银行923.49万股，增持之后，伯克希尔·哈撒韦公司持股比例为10.06%。但二季度巴菲特抛售大量银行股，包括富国银行、摩根大通、纽约梅隆、高盛、PNC金融等，对纽约梅隆银行的持股比例已经低于10%。

图 3：伯克希维尔·哈撒韦公司对纽约梅隆银行的历史持股变化，17年开始重仓纽约梅隆



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 1：19 年底巴菲特前 10 大持仓股

公司	Company	19 年底持股比例	股息(百万美元)	留存收益(百万美元)
美国运通	American Express	18.7%	261	998
苹果公司	Apple	5.7%	773	2519
美国银行	Bank of America	10.7%	682	2167
纽约梅隆银行	Bank of New York Mellon	9.0%	101	288
可口可乐	Coca-Cola	9.3%	640	194
达美航空	Delta Airlines	11.0%	114	416
摩根大通	J.P. Morgan Chase	1.9%	216	476

穆迪	Moody's	13.1%	55	137
美国合众银行	U.S. Bancorp	9.7%	251	407
富国银行	Wells Fargo	8.4%	705	730
总计	TOTAL		3798	8332

资料来源：巴菲特致股东的信（2019），天风证券研究所

1.1. 纽约梅隆发展史:并购扩张，逐步脱离传统业务

与中国不同，美国的金融系统颇为复杂，根据职能和业务地域的不同，存在各种层级的全国性银行、地方性银行、财务公司、储蓄银行等。美国金融业的发展，一直伴随着不断的兼并，“大鱼吃小鱼”一直是美国金融行业的重要特征，可以说美国的金融史就是一部不断兼并、重组、整合的历史。正如我们之前深入研究了富国银行经历了 1600 余次大大小小的并购，成就了美国四大行的地位，纽约银行和梅隆金融公司也都在各自区域对其他中小金融机构发起了大大小小数百起兼并。

纽约梅隆银行是由纽约银行和梅隆金融公司于 2007 年合并而成。合并之前的纽约银行是全美历史最悠久的银行，早在 1792 年纽约银行就已经在纽约证券交易所上市，并且是该交易所的第一只股票。上世纪九十年代后期，受新兴金融的冲击，纽约银行战略发生重大转变，逐步退出传统存贷业务，转而集中拓展资产服务和投资管理业务。

图 4：纽约银行自 1784 年成立后，经过数次并购扩大业务并剥离零售银行业务



资料来源：纽约梅隆官网，证券网等，天风证券研究所

纽约银行：具有政府背景的全美历史最悠久银行。1784 年 6 月 9 日，美国第一任财长、宪法起草人亚历山大·汉密尔顿在纽约建立了纽约银行；8 年之后的 1792 年，纽约银行的股票在纽约证券交易所挂牌。成立之后的 30 年，纽约银行一直作为美国政府的重要清算机构而平稳发展，直至 1922 年，当年 7 月纽约银行收购了纽约人寿信托公司。

1988-2000 年：纽约银行通过多次收购扩大信托和资管业务。两次石油战争之后，美国经济在 20 世纪 80 年代的里根时代空前繁荣，金融业再次迎来发展机会。1988 年，纽约银行收购欧文信托（Irving Trust）。而 1993 年之后，直至 1998 年东南亚金融危机爆发，纽约银行在五年时间内进行了 33 笔收购，包括在 1995 年收购摩根大通旗下的全球信托业务部门（Global Custody Business）。此后纽约银行逐渐剥离了自身的传统银行业务。2000 年，纽约银行收购常春藤资产管理公司（Ivy Asset Management）。

2000-2006 年：纽约银行彻底剥离零售银行业务。2003 年，纽约银行收购 Pershing 有限责任公司，后者为美国彼时的第二大交易清算中心，这次收购对纽约银行的业务具有深远影响。2006 年，纽约银行再次与摩根大通产生交集，前者以旗下的零售银行业务置换后者的公司信托资产，传统银行业务被彻底剥离。纽约银行在环境变换中找到新定位，逐步成为一家专门服务于资本市场结算、托管和投资绩效评估的银行。

表 2：纽约银行的主要并购标的

时间	并购公司	领域
1988	Irving Trust	证券服务业务

1995	JPMorgan's Global Custody Business	全球托管业务
2000	Ivy Asset Management LLC	资产管理
2003	Fifth Third Bank's Corporate Trust Business	信托业务
2003	Pershing LLC	清算服务
2004	Sonic Financial Technologies LLC	电子交易
2006	JPMorgan Chase's Corporate Trust Business	信托业务
2006	URDANG CAPITAL MANAGEMENT	房地产投资管理
2006	ALCENTRA GROUP LIMITED	次级债

资料来源：纽约梅隆银行官网，天风证券研究所

梅隆金融公司：从家族企业到行业大鳄。梅隆金融从诞生之日就是一个典型的家族式企业。1869年，美国的一名退休法官托马斯·梅隆联合其两个儿子安德鲁·W·梅隆、理查德·B·梅隆在宾夕法尼亚州创建了梅隆家族银行，即梅隆金融的前身。1902年加入国民银行体系后更名为梅隆国民银行，逐步与工业资本融合。1946年，公司合并了联合信托。

图 5：梅隆金融公司历经数次收购从家族企业到行业大鳄



资料来源：纽约梅隆官网，证券网等，天风证券研究所

20世纪80年代：收购多家金融机构积蓄力量。1971年，为了满足梅隆家族需求，梅隆开始进入家庭办公室业务，为首次进入该领域的美国银行。1972年再次更名为梅隆银行。梅隆银行收购多家银行和金融机构，1992年收购费城储蓄基金会，后者共有54家分支机构，并且是美国第一家储蓄银行，成立于1819年。

1993-2001年：与行业大鳄“交手”，逐步脱离传统业务。此后，不断壮大的梅隆金融已经不满足于收购小型及地方性金融机构的“小打小闹”，而是开始与行业大鳄“交手”。1993年，梅隆银行分别将美国运通公司旗下的“波士顿公司”以及大陆银行旗下的AFCO信贷公司收入囊中。1994年，梅隆银行与德福莱斯公司（Dreyfus Corporation）合并，合并后的新公司1999年更名为梅隆金融。2001年，梅隆金融将其旗下的零售银行业务出售给国民金融集团（Citizens Financial Group），从而彻底退出零售银行业务。

表 3：梅隆金融银行主要并购标的

时间	并购公司	领域
1993	The Boston Company	资产管理，私人银行，资产服务
1994	Dreyfus Corporation	基金管理
1997	GANZ CAPITAL MANAGEMENT, INC.	财富管理
1998	Founders Asset Mangement, Inc.	基金管理
1998	NEWTON INVESTMENT MGMT 33%股权	投资管理
1998	ABN AMRO BANK N.V.	托管服务
2000	Trust Co. of Washington	资产管理
2001	Eagle Investment Systems	软件服务

2001	Buck Consultants Inc	人力资源咨询
2001	Van	资产管理
2001	Optima Fund Management LLC15%股权	对冲基金
2001	Standish Mellon Asset Management Co LLC	投资管理
2002	Unifi Network	人力资源
2002	HBV Capital Management LLC	对冲基金
2002	Henderson Global Investors' private clients and charities asset management business	资产管理
2002	Accounts division of New York-based Ashland Management Inc.	会计
2002	Weber Fulton & Felman	投资管理
2003	Arden Group/GA	财富管理
2004	Evaluation Associates Capital Markets Inc	对冲基金
2004	Pareto Partners	货币管理
2004	Safeco Trust Co	财富管理
2004	Paragon Asset Management Co	财富管理
2004	Providence Group Investment Advisory Co Inc	财富管理
2005	DPM	对冲基金
2005	City Capital Inc	私人财富管理
2006	Planned Giving Services group	信托
2006	Walter Scott & Partners Ltd	证券投资

资料来源：纽约梅隆银行官网，天风证券研究所

纽约梅隆银行：合并后仍积极并购，持续扩大证券服务份额。2006 年底，梅隆金融与纽约银行宣布将进行合并，这次合并诞生了全球最大的托管银行以及最大的资产管理公司之一。2007 年合并完成后没多久，纽约梅隆银行不可避免地遭受了国际金融危机的冲击，并接受了美国政府救助资金。此后，纽约梅隆银行率先偿还了问题资产救助计划(Troubled Asset Relief Program)提供的 30 亿美元救助资金，从而获准进行新的并购交易。合并后的纽约梅隆银行进一步剥离传统业务，并且通过在伦敦、达拉斯、迈阿密等地设立办公点和持续并购在美国本土和海外占领市场份额。

表 4：合并之后纽约梅隆银行进行了一系列资产重组

业务并购	业务出售
2009 年，收购劳埃德集团旗下的洞见投资 (Insight Investment)	2006 年，将零售和中小市场业务出售给摩根大通
2010 年，收购 PNC 金融服务公司旗下“全球投资服务有限公司”	2007 年，将 BNY Mortgage(抵押贷款业务)出售给 Everbank
2011 年，收购 Talon Asset Management 的财富管理业务	2008 年，将梅隆第一商业银行出售给美国合众银行
2012 年，收购 WestLB 剩余 50%股权 (与梅隆资管公司合资)	2008 年，将固定收入部门出售给格利彻公司
2014 年，收购 HedgeMard International LLC 剩余 65%的股权	2011 年，将 BNY 股东服务业务出售给 Computershare
2015 年，收购 Cutwater Asset Mangement	2013 年，出售应收账款外包支持服务提供商 SourceNet Solutions；出售投资精品店 Newton 的私人客户业务
2016 年，收购 Atherton Lane Advisers LLC	2014 年，出售开展墨西哥信托业务的子公司
	2015 年，出售德国精品投资店 Meriten
	2018 年，出售 Square Investment Management

资料来源：公司年报，天风证券研究所

纽约梅隆银行不断整合业务部门，目前仅有两大业务板块。在不断出售传统业务及并购过程中，纽约梅隆银行也在不断地整合业务部门。纽约银行自 2004 年开始将服务和信托、金融市场、零售银行及企业银行四个业务板块逐渐整合出售，并在与梅隆金融合并后，**整合成为以投资服务和投资管理为主要业务的经营模式。**19 年投资服务板块贡献营收 119.87 亿美元，投资管理板块贡献营收 37.21 亿美元，其他板块仅贡献 7.28 亿美元。

表 5: 纽约梅隆银行业务整合

时间	业务领域			
2004	服务和信托业务	金融市场	零售银行	企业银行
2005	机构服务	私人银行&资产管理	零售&中端市场	企业银行
2006	机构服务	私人银行&资产管理		企业银行
2017	投资服务	投资管理		其他业务

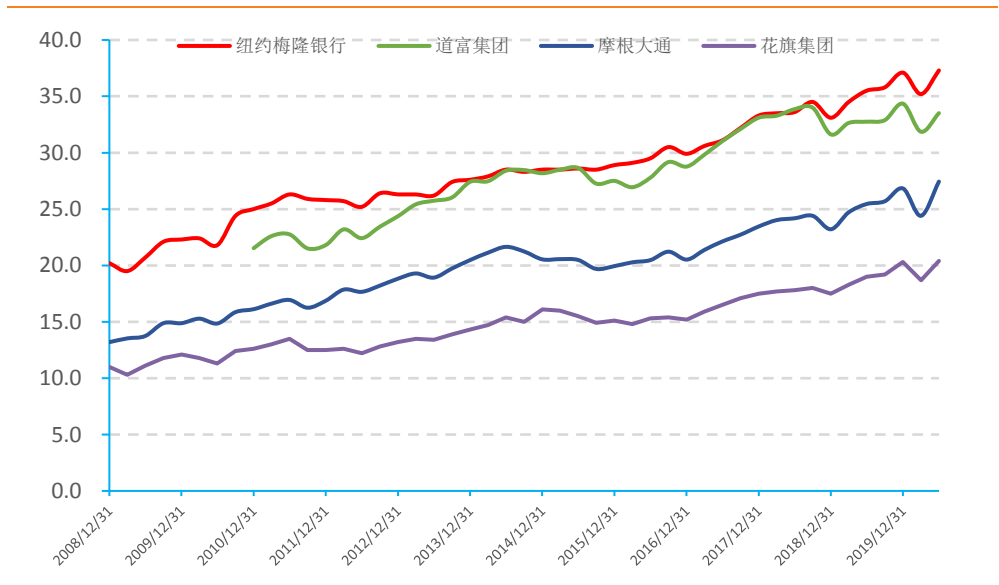
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

目前, 纽约梅隆银行业务范围不仅再限于托管、交收清算等基础性服务, 而是为客户提供以托管服务为中心的一体化解决方案。投资服务则包括了资产托管及相关的服务组成一系列的金融服务解决方案: 托管、基金服务、证券借贷、投资管理外包、业绩评估、另类投资服务、证券清算、抵押管理、公司信托、支付服务、流动性服务等。服务对象主要包括机构、公募、政府机关、公益基金会以及全球的金融机构, 通过覆盖全球的办公网络为客户服务。

1.2. 托管行业集中度高, 纽约梅隆是排头兵

托管行业集中度高, 15 年纽约梅隆银行已经占据全球市场份额的 23%。纽约梅隆、道富集团、汇丰银行等托管银行中的领头羊将德意志银行、美国欧文信托公司等多家国际托管机构或托管业务板块通过兼并、收购、战略联盟并入旗下, 以扩大市场份额。15 年末全球托管市场规模 125 万亿美元, 纽约梅隆 28.9 万亿约占全球份额的 23%。1H20 纽约梅隆托管规模达 37.3 万亿美元, 同期道富集团 33.5 万亿美元, 摩根大通 27.4 万亿美元, 花旗 20.4 万亿美元, 1H20 美国 TOP4 托管规模达到 118.7 万亿美元, 行业集中度较高。

图 6: 截至 1H20, 美国 TOP4 托管规模达到 118.65 万亿美元 (万亿美元)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

托管行业靠规模取胜, 通过规模扩张来降低边际成本。近年, 国际托管行业权威媒体《全球托管人》发表的《托管行业进化论》指出, 根据其对国际托管行业超过 20 多年的跟踪调研, 全球托管行业出现了行业集中度不断上升的趋势。资产托管市场稳步增长的同时, 托管机构纷纷选择合并、并购、战略联盟等形式扩大自身市场份额和业务规模, 托管机构数呈下降趋势, 行业集中度提升。

表 6: 全球 TOP15 托管机构在 2016 年前的规模排名

银行	托管规模 (万亿美元)				市场排名		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	
BNY Mellon	27.60	28.50	28.90	1	1	1	

State Street Corp.	27.43	28.19	27.51	2	2	2
J.P. Morgan	18.93	21.66	20.50	3	3	3
Citi	13.84	15.38	15.55	4	4	4
BNP Paribas Securities Services	7.68	9.45	9.05	5	5	5
HSBC Securities Services	5.75	6.61	6.58	6	6	6
Northern Trust Corp.	4.99	6.00	6.18	7	7	7
Mitsubishi UFJ Financial Group	4.91	4.92	4.50	8	9	8
Mizuho Financial Group	4.62	4.61	4.43	10	10	9
Société Générale Securities	4.66	5.15	4.43	9	8	10
Brown Brothers Harriman	3.33	4.01	4.22	11	11	11
RBC Investor&Treasury Services	3.06	3.20	3.20	14	12	12
Caceis	3.20	3.22	2.69	12	13	13
Sumitomo Mitsui Trust Group	2.58	2.66	2.44	13	14	14
SEB	0.91	0.96	0.94	15	15	15

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

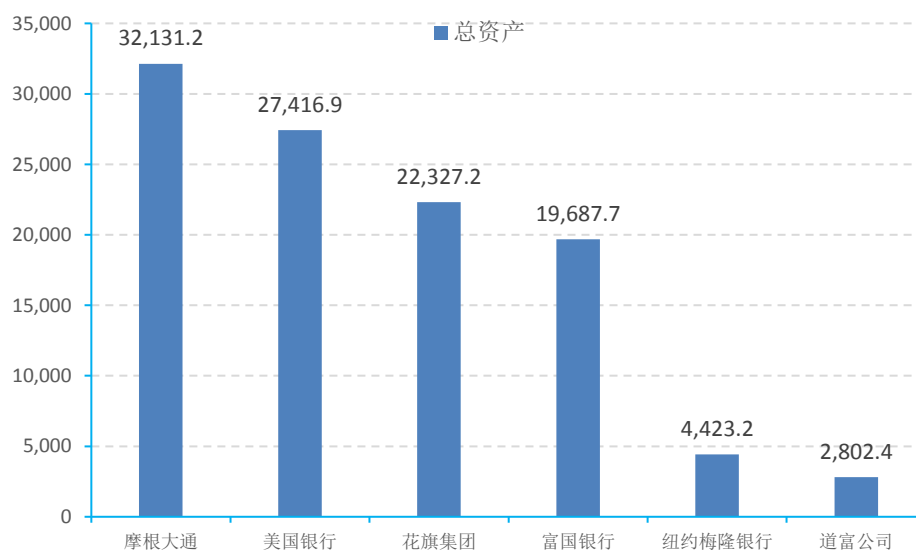
2. 业绩稳定、业务多元的轻资产银行

以投资服务为主，两大业务条线协同合作。纽约梅隆银行的业务主要有两大条线：投资服务条线和投资管理条线。两条线协同效应较强，能够在整个投资生命周期内为客户提供专业帮助，能够为买方和卖方的市场参与者以及全球机构和财富管理客户提供解决方案。

2.1. 轻资产型银行，疫情之下业绩稳定性较强

作为轻资产银行的典型，托管专业银行资产规模一般远低于传统商业银行。1H20 全球前两大托管专业银行纽约梅隆银行和道富集团资产规模分别为 4423 亿美元和 2802 亿美元，而前十大商业银行资产规模普遍超过 1 万亿美元。

图 7：1H20 总资产情况，专业托管银行资产远低于传统商业银行（亿美元）

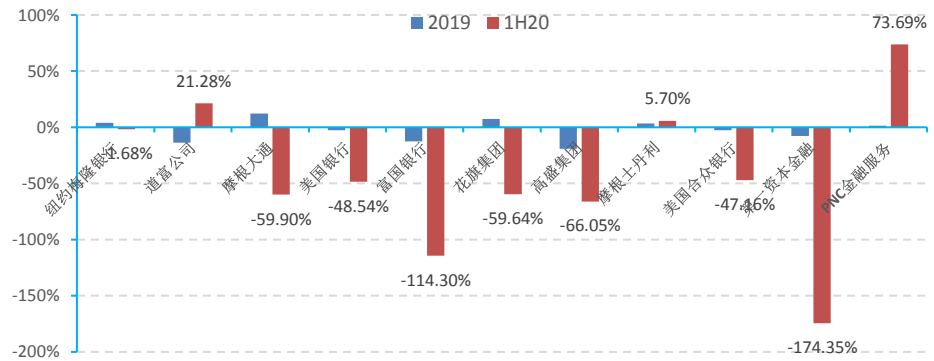


资料来源: WIND, 天风证券研究所

疫情之下，纽约梅隆的业绩稳定性较强。疫情之下，美国主要上市银行 1H20 盈利增速大幅下降，纽约梅隆银行的业绩降幅很小。1H20 摩根大通净利润同比下降 59.9%，富国银行净利润同比下降 114.3%，美国银行净利润同比下降 48.45%，花旗集团净利润同比下降 59.64%，美国合众银行净利润同比下降 47.16%。而轻资产的纽约梅隆银行和道富集团表现相对较好，

纽约梅隆银行 1H20 净利润仅下降 1.68%，业绩相对稳定。

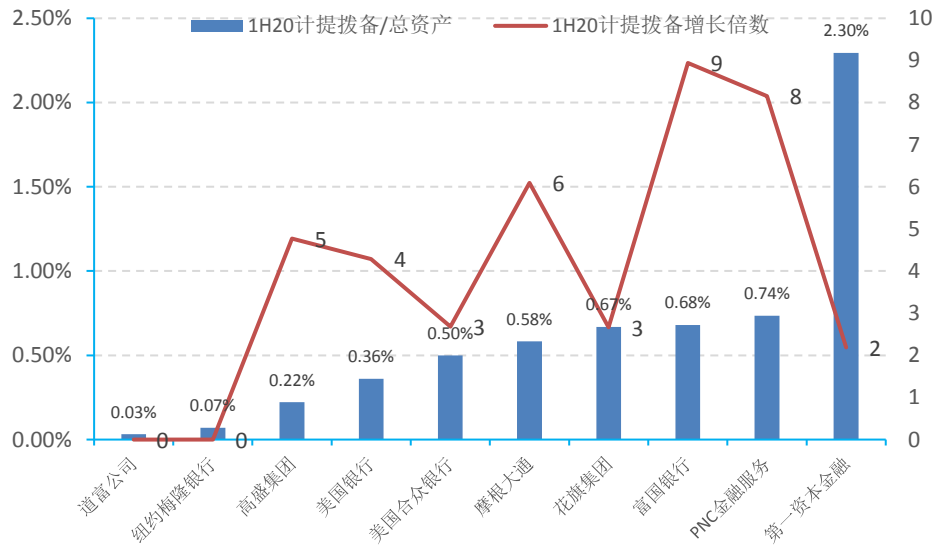
图 8：纽约梅隆 1H20 净利润增速-1.68%，2019 净利润增速 4.1%，相比其他主要银行较为稳定



资料来源：WIND，天风证券研究所

美国主要银行的业绩下降主要受加大拨备计提影响，纽约梅隆受影响较小。由于担忧疫情对银行未来资产质量造成较大冲击，美国主要大行一二季度均加大了拨备计提，摩根大通 1H20 计提拨备 188 亿美元，接近去年同期的 6 倍；富国银行 1H20 计提拨备 134 亿美元，接近去年同期的 9 倍；美国银行和花旗银行上半年计提的拨备也是去年同期的 3~4 倍。由于纽约梅隆银行和道富公司这类轻资产银行的抗风险能力较强，拨备计提增加幅度相对较小，业绩受拨备计提增加的影响较小。

图 9：1H20 纽约梅隆计提的拨备仅占总资产 0.07%，这类轻资产银行受经济影响较小



资料来源：WIND，天风证券研究所

纽约梅隆传统信贷业务很少，承担信用风险较小，所以计提的减值准备很少。将 1H20 计提拨备与总资产进行对比，可以看出纽约梅隆和道富集团这类轻资产银行，其所计提的拨备占资产比重很小，纽约梅隆占 0.07%，道富集团仅占 0.03%，而摩根大通、富国银行、花旗等普遍占比 0.5% 以上，这源于纽约梅隆和道富主要依托中间业务，非息占比很高，传统信贷业务很少，承担信用风险较小，所以可以计提较少拨备，从而在这次疫情风波中影响较小。

表 7：1H20 纽约梅隆拨备计提增加幅度相对较小，业绩受拨备计提增加的影响较小

	1H20 计提拨备/总资产	1H20 计提拨备 (亿美元)	1H20 总资产 (亿美元)	1H20 计提拨备增长率
道富公司	0.03%	0.88	2,802.42	/(分母过小)

纽约梅隆银行	0.07%	3.12	4,423.16	/(分母过小)
高盛集团	0.22%	25.27	11,415.23	476.94%
美国银行	0.36%	98.78	27,416.88	428.24%
美国合众银行	0.50%	27.3	5,466.52	267.92%
摩根大通	0.58%	187.58	32,131.15	609.46%
花旗集团	0.67%	149.3	22,327.15	266.56%
富国银行	0.68%	133.98	19,687.66	893.92%
PNC 金融服务	0.74%	33.77	4,589.78	815.18%
第一资本金融	2.30%	96.69	4,212.96	218.58%

资料来源：WIND，天风证券研究所

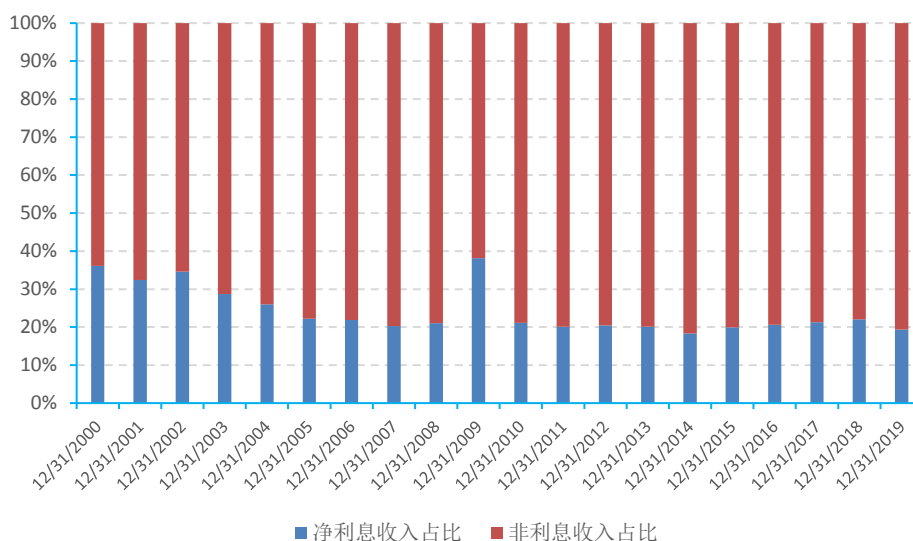
纽约梅隆资本充足率较高，轻资产转型能够提升对金融危机的抵御能力。在 2008 年金融危机爆发后，美联储曾多次组织银行业压力测试，托管专业银行普遍在压力测试中表现出色。在 2009 年 2 月的压力测试中，纽约梅隆银行位列仅有的三家可以抵御经济恶化情景的银行之中。2012 年的压力测试中表现最好的为纽约梅隆银行，一级普通股资本充足率高达 13.1%，美国银行和摩根大通分别为 6.2%和 5.9%。19 年末纽约梅隆银行一级资本充足率为 14.8%，道富公司为 14.6%，均高于美国四大行（小摩、花旗、富国和美国银行）。

表 8：纽约梅隆银行一级资本充足率在主要银行中较高（%）

	2017	2018	2019
纽约梅隆银行	14.2	14.1	14.8
道富公司	15	15.5	14.6
摩根大通	13.9	13.7	14.1
花旗集团	14.06	13.46	13.36
富国银行	13.8	13.46	12.76
美国银行	13.4	13.2	12.6
美国合众银行	10.8	10.7	10.7

资料来源：WIND，天风证券研究所

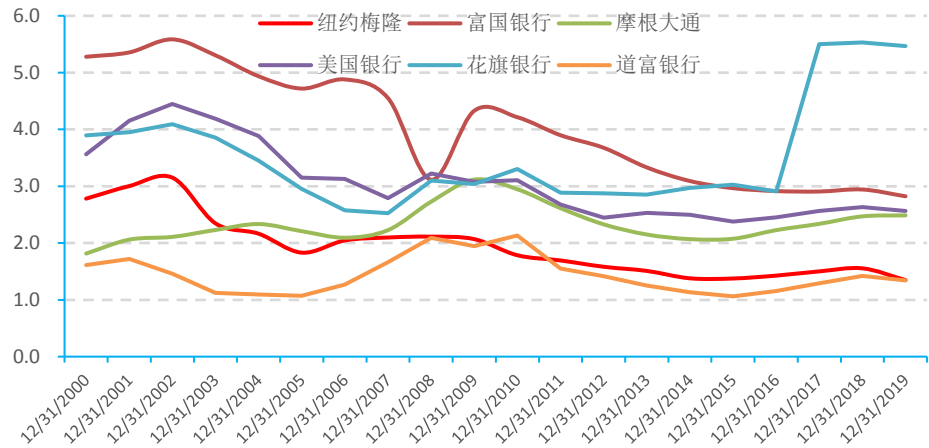
公司合并以后非息收入占比稳定在 80%附近。伴随其转型步伐，纽约梅隆银行非息收入占比逐步提升，从 2000 年的约 64%上升至 2019 年的 81%，07 年纽约银行和梅隆金融公司并购后，非息收入占比相对稳定，维持在 80%附近。截至 19 年末，纽约梅隆银行托管产规模达 37.1 万亿美元，是美国及全球证券清算的领导者，参与超过 100 个交易市场。

图 10：纽约梅隆银行的非息收入占比很高，多数年份超过 70%

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

相对于传统大行，纽约梅隆净息差较低。19 年纽约梅隆和道富集团的净息差分别为 1.35% 和 1.34%；同期花旗、富国、摩根大通、美国银行分别为 5.47%/2.82%/2.49%/2.57%。受疫情影响，1H20 息差小幅下降，纽约梅隆净息差为 1.18%，道富集团为 1.22%，而其他传统大行净息差均在 2% 以上。**不同于以传统银行业务为主的大行，纽约梅隆对息差依赖相对较小。**

图 11：轻资产型银行息差较低 (%)



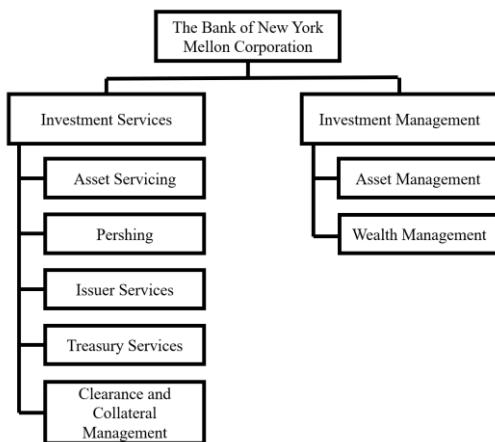
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2.2. 以资产托管为核心的多元金融服务

纽约梅隆业务专注于资产托管和资产管理，其中投资服务板块贡献营收的 73%。按照业务线划分，投资服务业务分为资产服务、Pershing (清算服务)、发行者服务、资金服务、清算和抵押品管理，19 年该条线占据约 73% 的营业收入。对于另一板块，投资管理板块分为资产管理业务和财富管理两块业务。

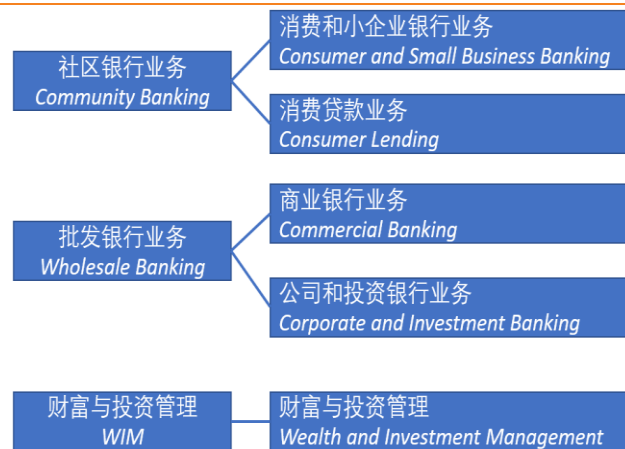
19 年纽约梅隆银行共计 165 亿美元的营收中，投资服务条线贡献约 120 亿美元，投资管理条线贡献 37 亿美元，而其他业务仅贡献 7 亿美元。对比美国其他传统大行，富国银行主要有三块业务：社区银行业务、批发银行业务以及财富管理业务，分别对应传统意义上的零售、对公和财富管理。可以看出纽约梅隆业务更加专一，专注于资产托管和资产管理方向。

图 12：纽约梅隆两条业务线：投资服务业务和投资管理业务



资料来源：19 年纽约梅隆年报，天风证券研究所

图 13：以零售银行为主的美国传统银行——富国银行业务板块



资料来源：19 年富国银行年报，天风证券研究所

纽约梅隆的手续费收入以托管和清算服务为主，以资产托管为基础提供多元化金融服务。拥有 37.1 万亿美元 (19 年末) 托管规模的纽约梅隆银行，是全球最大的托管机构。纽约梅隆银行为托管客户提供以资产托管为基础的一系列服务，而这也让其收入来源更加多元

化，驱动利润稳步增长。

19 年纽约梅隆投资服务板块手续费收入为 78.16 亿美元。其中，资产服务（包括托管、经纪服务、抵押服务）手续费收入为 44.79 亿美元，占比达 57.30%；清算服务手续费占比 21.10%；发行服务手续费占比 14.46%；资金服务手续费占比 7.14%。可以看出，纽约梅隆的手续费收入主要以托管和清算服务为主，延伸至相关联的增值服务。

表 9：纽约梅隆银行收入渠道十分丰富，手续费收入主要以托管和清算服务为主

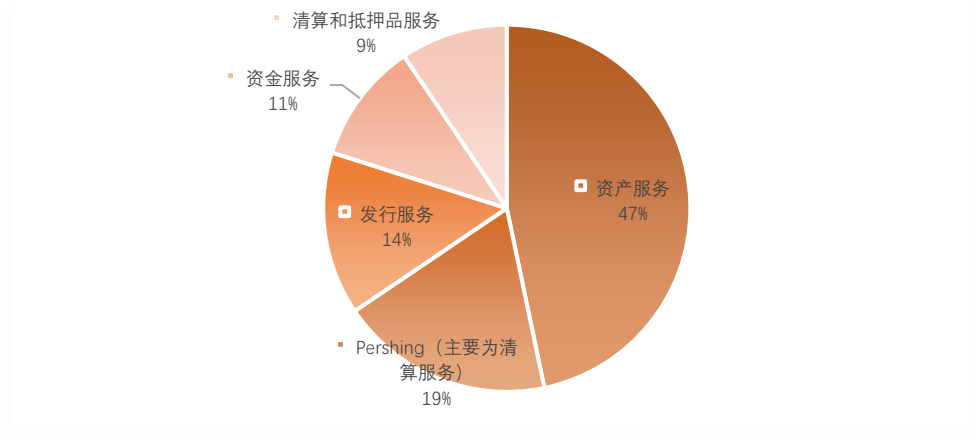
部门	子部门	营收渠道
投资管理业务	资产管理	机构投资者的资产管理费
		业绩表现提成
	财富管理	基金分销和后续服务费
		高端客户的财富管理费
投资服务业务	资产服务	信托托管费
		证券经纪费
		融资融券费
	发行服务	汇兑服务费
		公司信托发行服务费
	清算服务	存款凭证发行服务费
		证券经纪费
公司及其他服务	资金服务	咨询服务费
		电子交易费
		全球支付服务费
		营运资金解决方案
		信贷业务相关费用
		租赁运营费用
		公司财务
全球市场及机构银行服务		
		业务退出

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2.1. 投资服务板块：以资产托管为核心，贡献 73%的营收

投资服务板块以资产托管为核心，提供综合金融服务。投资服务业务板块有五条业务线，分别为资产服务、Pershing（清算服务）、发行服务、资金服务、清算和抵押品管理。财报中将清算和抵押品管理条线收入归于资产服务条线。纽约梅隆投资服务板块为金融机构、实体公司、基金会和政府机构等提供商业服务和技术解决方案。纽约梅隆银行是全球领先的投资服务提供商之一，截至 19 年末，其托管规模为 37.1 万亿美元。

图 14：19 年投资服务板块五条业务线营业收入占比情况，资产服务条线占近一半



资料来源：19 年纽约梅隆银行年报，天风证券研究所

资产服务条线以资产托管为核心，提供丰富的增值服务。作为全球最大的托管和基金会服务提供商之一，纽约梅隆为全球资本市场的产品提供托管服务。除此之外，资产服务业务条线提供了一套全面的解决方案，包括外汇服务，为 ETF 和单位投资信托提供支持，也可作为客户的外包商提供服务。纽约梅隆的资产服务条线为融资融券业务进行代理和委托，其融券代理计划是全球最大的放贷机构之一，为全球 34 个独立市场为大约 4.2 万亿美元的可贷资产池提供服务。

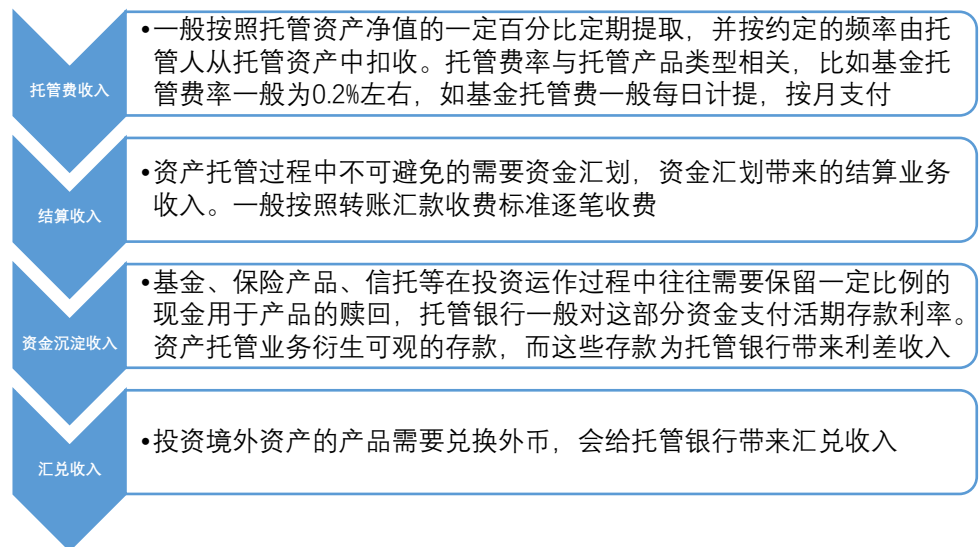
Pershing 是纽约梅隆银行专门处理清算、保管、结算业务的附属子公司。主要提供执行、清算、托管、业务和技术解决方案，为全球经纪交易商、财富管理公司和注册投资顾问(RIA)提供运营支持。19 年 Pershing 为集团贡献营收 22.56 亿美元，全公司的清算服务费几乎都来自 Pershing 部门。

发行服务业务包括公司信托和存托凭证。公司信托业务为发行人或相关投资者提供服务。纽约梅隆是债券资本市场的领先提供商，为债券发行人和投资者提供定制和市场驱动的解决方案。纽约梅隆是世界上最大的存托凭证服务提供商之一，与 50 多个国家的头部公司合作。其存托凭证业务通过提供服务和增值解决方案获得收入，这些解决方案包括对跨境交易、清算和结算提供支持和便利等。

资金服务业务条线为金融机构、公司和公共部门提供全球支付、流动性管理和贸易融资服务，从而获得全球支付服务费、信贷业务相关费用、租赁运营费用等。

清算和抵押品管理业务主要对股权和固定收益交易提供清算和结算服务，纽约梅隆是全球三方回购抵押品的托管人。纽约梅隆银行是美国政府证券清算的主要提供者。纽约梅隆的抵押品服务包括抵押品管理、监督和隔离。业务方面，纽约梅隆银行通过提供创新解决方案和行业专业知识，帮助机构投资者应对流动性、融资以及其他的风险挑战。纽约梅隆银行是三方抵押品管理服务的领先提供商，对全球约 3.4 万亿美元相关产品进行服务，包括约 2.5 万亿美元的美国三方回购市场。

图 15：托管业务的主要收入来源

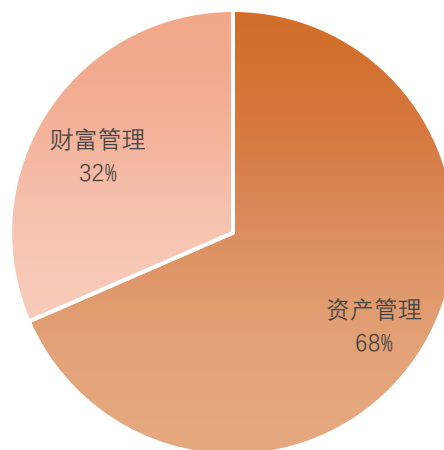


资料来源：《中国资产托管行业发展报告》，天风证券研究所

2.2.2. 投资管理板块：以资产管理为核心，拥有多家资管子公司

纽约梅隆银行的投资管理业务板块包括资产管理和财富管理两条业务线。19 年全球资管规模达到 89 万亿美元。纽约梅隆资产管理规模为 1.9 万亿美元，是全球第七大资产管理公司。19 年投资管理板块贡献营业收入的 23%。

图 16：19 年投资管理板块 2 条业务线营业收入占比情况



资料来源：19 年纽约梅隆年报，天风证券研究所

纽约梅隆旗下设有 13 个资产管理子公司（精品店），每家子公司都有独立的文化、投资理念和专有投资流程。这些投资公司通过纽约梅隆的全球分销网络，独立向全球机构和零售客户提供高度多样化的投资策略组合，提供一系列包括股权、固定收益、另类投资和负债驱动投资，以及被动产品和现金管理。

表 10：纽约梅隆旗下众多资管子公司

资管子公司	专业领域
Alcentra	全球次级债券
BNY Mellon ARX	巴西多空、权益及固定收益策略
BNY Mellon Cash Investment Strategies	货币基金及短期策略

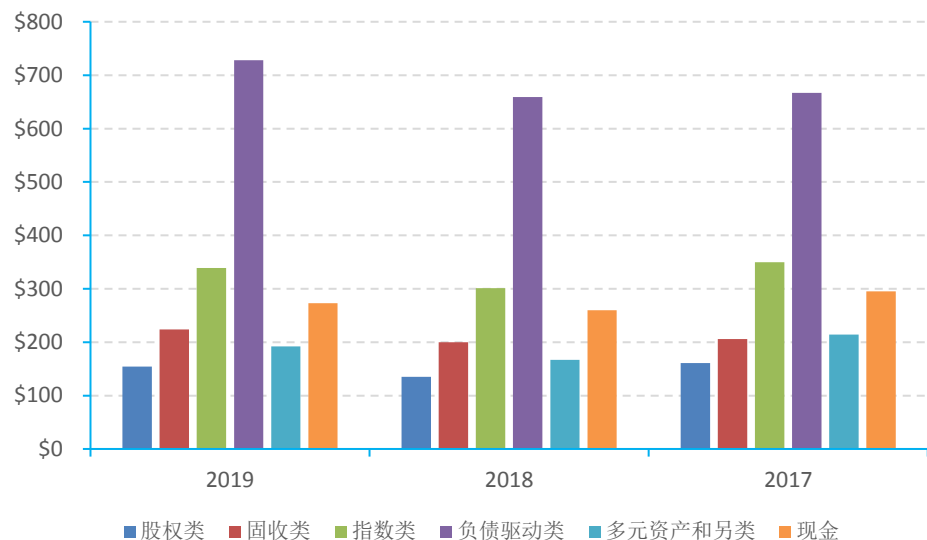
The Boston Company Asset Management	多头及另类策略
EACM Advisors	FoF
Insight Investment	英国主动管理公司
Mellon Capital	基于基本面的多元资产动态配置
Newton Investment Management	绝对、相对收益多元资产管理
Siguler Guff	PE、直投及多基金经理制基金
Standish	固定收益及信贷解决方案 房地产投资管理
the Dreyfus Corporation	零售共同基金
Walter Scott	全球权益类

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

纽约梅隆财富管理业务提供投资管理、托管、房地产规划以及私人银行服务。截至 19 年末，纽约梅隆财富管理业务条线拥有 2660 亿美元的客户资产，在美国和国际上拥有广泛的办事处网络。

纽约梅隆的 AUM 以被动管理类资产为主，主动管理型管理费用通常比被动型高。资产管理规模受股票和固定收益市场的历史增长率以及客户资产配置决策等因素的综合影响。纽约梅隆的资产管理业绩费用通常是按投资组合业绩超过基准指数或同类业绩的百分比计算的。通常来说，主动管理的股权、多元资产和另类资产的管理费用比固定收益和负债驱动型高；主动管理的资产管理费用比被动型的同类资产高。鉴于美国目前的市场和监管趋势，导致市场对低收费的资产管理产品需求增加。19 年末 1.9 万亿的 AUM 规模中，68% 是负债驱动类、固定收益类和指数类资产，纽约梅隆不论是托管还是资管，都以被动型资产为主，风险经营较为稳健。

图 17：纽约梅隆 AUM 以被动管理类资产为主（十亿美元）



资料来源：纽约梅隆年报，天风证券研究所

2.3. 托管与资管两翼齐飞，业绩受汇率和市场影响

实际上，为了提高协同效应，两大条线业务并非完全独立，业务相互交叉。例如财富管理板块为 Pershing 的客户提供银行服务，清算和抵押品管理板块利用自身系统为 Pershing 的机构客户提供融资工具，资产服务需要利用其他板块的现金管理产品和外汇、证券借贷能力等。多板块协同效应使得纽约梅隆更好的服务客户，为其在行业建立更好的竞争优势。同时，纽约梅隆重视科技投入，建立了一个内部信息系统，为两个主要业务板块共享业绩数据。

资管行业的繁荣必然带动托管业务的发展，而托管行业的发展也会反过来促进资管行业的增长，相互促进。从美国情况来看，托管规模前二名的纽约梅隆银行和道富集团同时也是美国数一数二的资产管理公司。**这些基本没有零售渠道的金融机构，托管平台和线上销售平台是主要的销售渠道。因此，资管和托管业务是共同促进，相互发展的关系。**

纽约梅隆业务受汇率波动、市场指数等影响。纽约梅隆银行作为一个非息收入占据 80% 的特殊类型银行，业绩的影响因素和其他银行有所差别。**纽约梅隆投资管理和服务收入会受美元汇率波动影响，主要受以英镑和欧元计价的活动的活动的影响，并且汇率波动对投资管理业务板块的影响大于投资服务业务。**除此之外，投资管理业务条线以及投资服务业务条线（相对影响较小）的费用收入也受市场指数价值的影响。截至 19 年末，据纽约梅隆银行估计，全球股票市场 5% 的变化（平均分布于全年）将对手续费收入产生约不到 1% 的影响，并对每股摊薄收益造成 0.03 至 0.05 美元的影响。

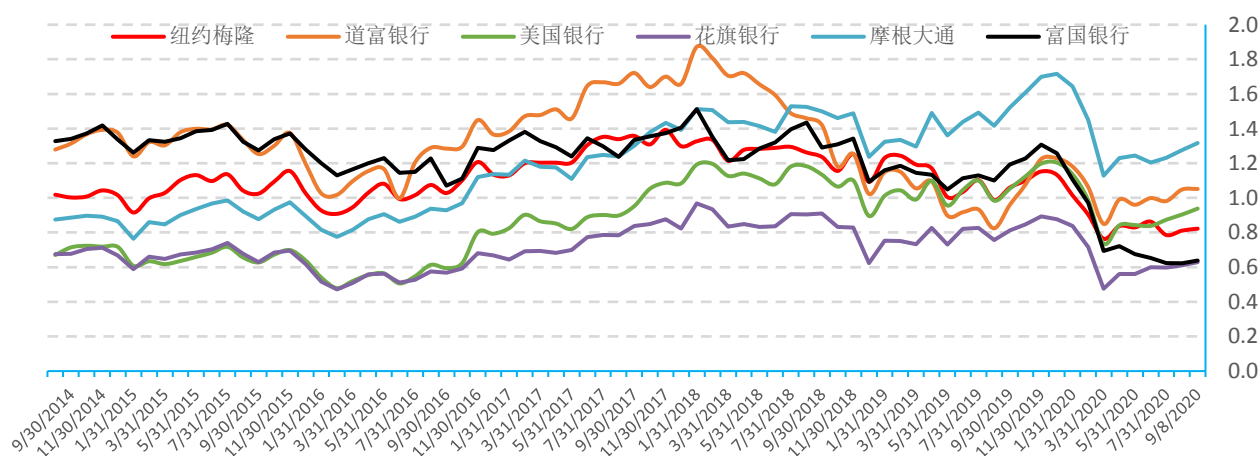
3. 轻资产银行的低估值之谜

资产托管业务是典型的中间业务，资本消耗少，并能有效地提升非息收入占比，通过托管与投行、资管业务的联动提升综合盈利水平。可以说，发展托管业务是商业银行轻资产转型的一个重要方向。

一般而言，轻资产型银行更受资产市场喜爱，估值水平较于传统银行更高。在 1998 年-2017 年的绝大部分时间里，托管专业银行纽约梅隆银行和道富集团的 P/B 估值水平都显著高于传统商业银行，如美国银行、花旗银行等。**近 5 年纽约梅隆 PB 估值在【0.8, 1.4】区间，道富集团 PB 估值在【0.8, 1.9】区间，伴随 17 年美国托管规模扩张，轻资产型银行的 PB 估值在 17 年末达到峰值。**17 年 11 月，纽约梅隆银行和道富集团的 PB 分别达到 1.39、1.70 倍，同时期，美国银行、花旗集团、富国银行分别为 1.09、0.88、1.37 倍，低于托管专业银行估值水平，道富集团 PB 也显著高于摩根大通。

近年来，纽约梅隆 PB 估值下行，轻资产的估值优势下降。截至 20 年 9 月 8 日，纽约梅隆与道富集团的 PB 估值分别为 0.82 和 1.05 倍，美国银行、花旗银行、摩根大通、富国银行的 PB 估值分别为 0.94/0.63/1.32/0.64 倍，纽约梅隆与其他传统银行的估值差距已经不明显。作为非息收入占比超过 80% 的轻资产银行，估值水平与美国银行类似，似乎进入轻资产低估值之谜，这背后的原因主要由于纽约梅隆多次并购产生了大量商誉，商誉在净资产中占比较高，造成纽约梅隆的估值优势并不明显。

图 18：近年来，纽约梅隆 PB 估值下行，轻资产型银行估值优势下降

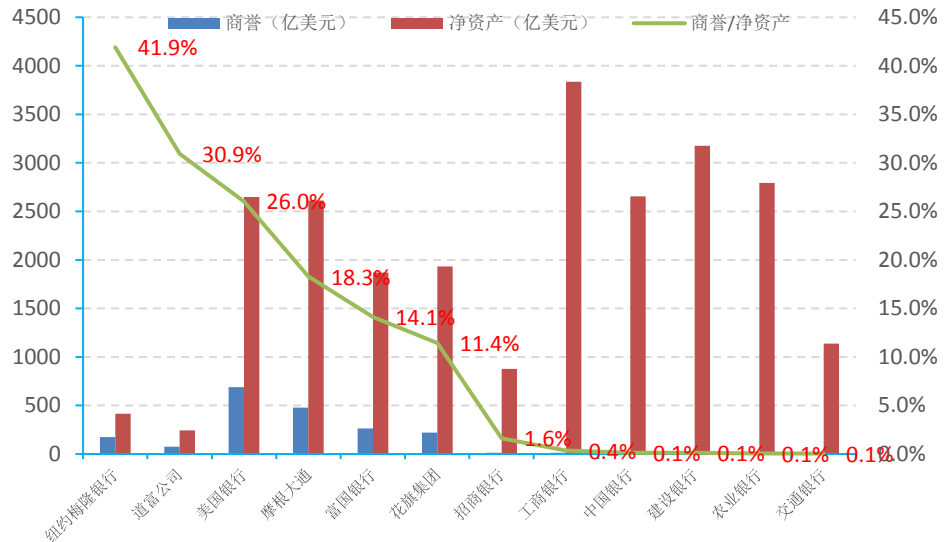


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

截至 19 年末，纽约梅隆净资产 414.8 亿美元，商誉高达 173.9 亿美元，商誉占净资产比重达 41.9%，

商誉占比过高导致估值偏低。如果剔除商誉的影响，计算得到 19 年末估值为 1.84 倍 PB，而实际当时为 1.07 倍 PB。由于在美国的大行中，纽约梅隆和道富集团的净资产体量相对较小，而多年并购产生较大商誉，其净资产中商誉占比相对其他大行较高，纽约梅隆和道富公司的商誉占净资产比重分别为 41.9% 和 30.9%。而和中国的银行相比，美国的银行普遍具有并购史，其净资产中商誉占比普遍较高，招商银行的商誉占净资产比重为 1.6%，而工农中建交五大行的商誉比重均在 0.1% 左右，净资产较实。

图 19：19 年末纽约梅隆的商誉占净资产的 41.9%



资料来源：WIND，天风证券研究所

修正商誉后，市场给予纽约梅隆的估值较高。按照一般的定义，商誉是指能在未来期间为公司经营带来超额利润的潜在经济价值，或一家企业预期的获利能力超过可辨认资产正常获利能力的资本化价值。在企业合并时，商誉是购买企业的投资成本，超过被合并企业净资产公允价值的差额。比如 A 公司以 10 亿元并购 B 公司，而 B 公司可辨认净资产为 2 亿元，两者的差额 8 亿元，就称之为商誉。所以抛开商誉的价值，市场给予纽约梅隆的估值还是较高的，计算得到 19 年末估值为 1.84 倍 PB，道富集团 19 年末估值为 1.64 倍 PB，而同期富国银行 1.34 倍 PB，花旗 0.96 倍 PB。

中国上市银行的净资产商誉占比小，估值偏低。对比中国和美国的净资产结构，可以看出中国的银行业净资产较实，在估值相差不大的情况下，中国的银行股明显低估。19 年末，中国上市银行中估值最高的招商银行为 1.64 倍 PB，其他银行普遍在 0.5-1.0 附近，而美国主要银行修正商誉后普遍在 1-2 倍 PB。

表 11：19 年末主要大行的商誉占净资产比重情况，相对于美国，中国上市行的净资产较实

证券简称	总资产 (亿美元)	商誉 (亿美元)	净资产 (亿美元)	商誉/净资产
纽约梅隆银行	3,815.08	173.86	414.83	41.9%
道富公司	2,456.10	75.56	244.31	30.9%
美国银行	24,340.79	689.51	2,648.10	26.0%
美国合众银行	4,954.26	96.55	518.53	18.6%
摩根大通	26,873.79	478.23	2,613.30	18.3%
富国银行	19,275.55	263.9	1,871.46	14.1%
花旗集团	19,511.58	221.26	1,932.42	11.4%
高盛集团	9,929.68	41.96	902.65	4.6%
招商银行	10,632.21	14.2685	876.27	1.6%
渝农商行	1,476.78	0.6309	126.4492	0.5%
工商银行	43,160.22	13.6421	3,836.17	0.4%
光大银行	6,785.11	1.8362	551.8506	0.3%
中信银行	9,676.38	1.3073	741.5369	0.2%

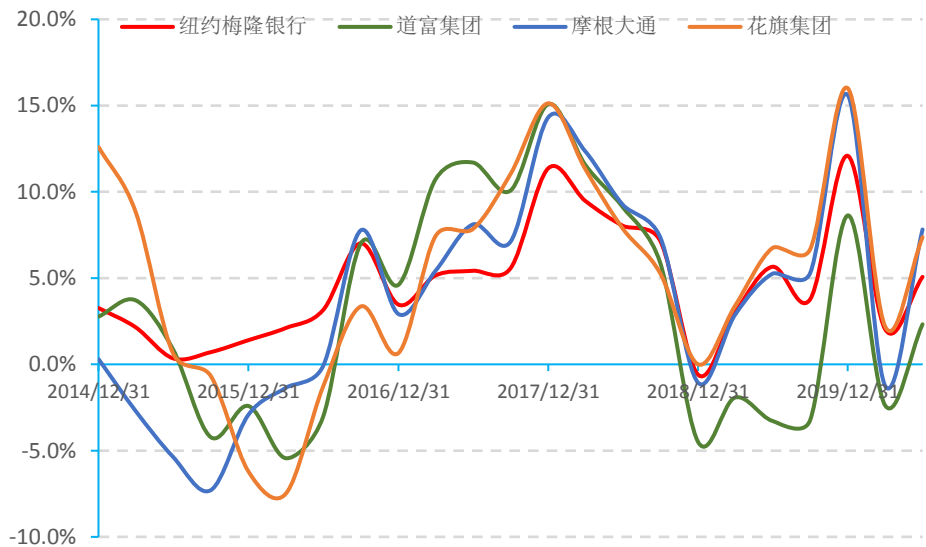
中国银行	32,639.18	3.8502	2,654.31	0.1%
建设银行	36,461.48	4.0265	3,176.88	0.1%
农业银行	35,661.66	1.9796	2,792.86	0.1%
交通银行	14,199.13	0.6164	1,137.08	0.1%

资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 纽约梅隆银行近年来的变革

近 5 年纽约梅隆托管规模增速较为稳定，17 年托管规模增长较快。托管业务是一个利润率低，风险较低的银行中间业务。其需要 IT 上的大量投入，为客户提供快速、准确、安全的会计、估值、结算等服务。此外，积累的大量数据可以运用于数据分析提供增值服务。托管规模的增长依赖于客户关系、IT 技术以及资产管理规模等。由于纽约梅隆拥有较为稳定的客户关系，以及近年加大 IT 投入，全球 TOP 托管银行中，纽约梅隆的托管规模增速相对稳定，19 年末，托管规模增速 12.1%，即使在疫情期间（1Q20），依旧保持 2% 的同比增长率，同期道富集团-2.4%，摩根大通-1.3%。

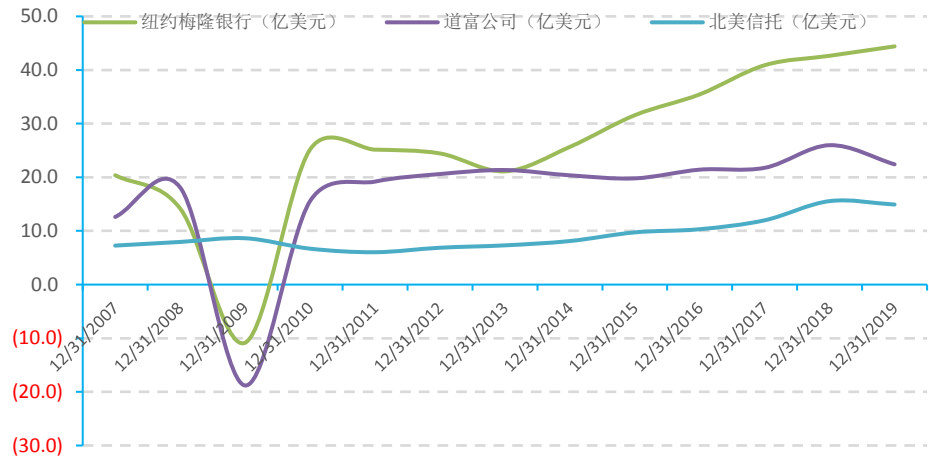
图 20：纽约梅隆托管规模增速较为稳定，17 年行业整体增速较高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

与可比公司相比，金融危机后纽约梅隆的净利润增长较好。08 年金融危机美国金融机构业绩普遍遭受打击，托管专业银行承压相对较小，金融危机后纽约梅隆恢复较快，在 2009 年 2 月的压力测试中，纽约梅隆银行位列仅有的三家可以抵御经济恶化情景的银行之中。10 年纽约梅隆实现净利润 25.2 亿美元，19 年实现 44.4 亿美元，9 年增长 76%。资产规模相对较小的道富集团 9 年增长了 44%；北美信托由于体量较小，净利润从 10 年 6.7 亿美元增长至 19 年 14.9 亿美元，增长率达 123%。

图 21：金融危机后，纽约梅隆银行净利润较其他美国托管机构增长较好



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

4.1. 加大 IT 投入，发展全球托管业务

资产托管是银行中间业务，需要 IT 上的大量投入，为客户提供快速、准确、安全的会计、估值、结算等服务。因此资产托管是信息技术密集型行业，托管服务系统平台是托管业务开展的基础。

AI 等科技投入，以及与 Fintechs 合作，助力业务的灵活性和安全性。业务方面，纽约梅隆在科技和数字生态系统中加大投入，公司采用数字化思维，利用自动化、机器学习和人工智能（AI）来提高运营效率和提升客户体验。同时，纽约梅隆与 fintechs 和其他金融机构合作，形成开放式平台。运营模式方面，纽约梅隆的职能部门正在实现端到端流程的自动化，从而提高质量、生产率，并降低结构成本。纽约梅隆表示，构建技术驱动的目的很简单：提高业务灵活性和安全性，使得操作效率提高，给客户带来更多价值。

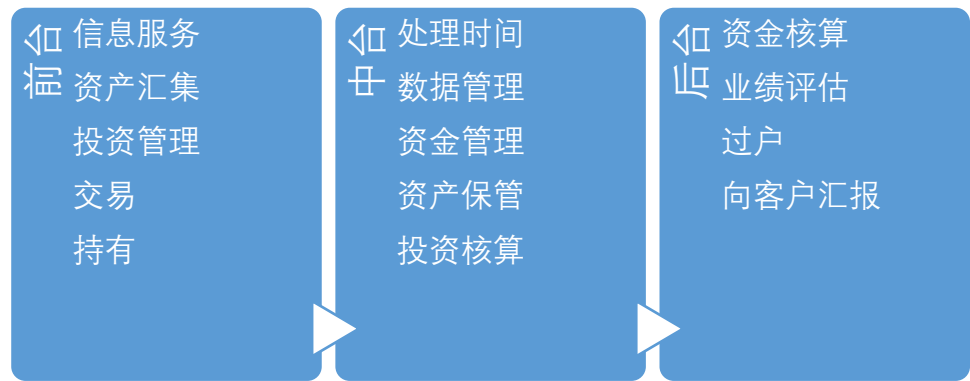
纽约梅隆在区块链应用方面走在前端。16 年纽约梅隆银行金融部组建创新小组，研究和测试区块链等新技术。19 年纽约梅隆加入在 R3 Corda 平台上运行的马可·波罗（Marco Polo）贸易融资（trade finance）联盟链，成为了第 28 个加入该联盟的银行。马可·波罗平台是由区块链公司 R3 和 TradelX 共同成立的，旨在实现实时结算并建立透明的贸易关系。在 9 月，美国银行和万事达都加入了该平台。在 2019 年的 10 月，该平台发起了第一个俄罗斯和德国之间的企业贸易试点项目。

纽约梅隆在年报中表示，坚信数字化思维和开放式平台是其重要竞争优势之一。一个高度专业化自动化的托管系统是托管银行的核心竞争力，也是发展全球托管业务的基础。例如，纽约梅隆使用人工智能来开发解决方案，解决每月收到的数十万个客户查询请求。该解决方案使得客户拥有更好的用户体验，同时交付成本更低。

4.2. 托管服务内容从基础服务向增值服务延伸

托管服务主要分为基础服务与增值服务两大类，包含在交易的前、中、后台各环节中。

图 22：专业的托管服务贯穿公司业务全流程



资料来源：《中国资产托管行业发展报告》，天风证券研究所

作为托管业务最基本的服务，资产保管由托管人对托管资产及所产生的资本利得等进行保管，保证被托管资产的安全性与独立性。资产清算是托管人在资产管理人在进行投资运作时负责办理相关资金划拨与证券交割手续，由此带给银行支付结算收入。会计核算服务是由托管人依据托管资产运作情况进行会计核算，编制相应会计报告。托管人每日需对托管资产及负债进行估值，确定公允价值。

除基本服务外，托管人一般还为托管客户在投融资、收付款、账户管理等方面提供差异化的增值服务。典型的托管增值服务有：现金管理服务，证券借贷服务，信息服务，绩效评估服务。除此以外，面向境外市场的全球托管服务也包括其他服务，例如外汇转换，代理投票，子账户服务及税务咨询。

纽约梅隆的手续费收入以托管和清算服务为主，延伸至相关联的增值服务。拥有 37.1 万亿美元（19 年末）托管规模的纽约梅隆银行，是全球最大的托管机构。19 年纽约梅隆投资服务板块手续费收入为 78.16 亿美元。其中，资产服务（包括托管、经纪服务、抵押服务）手续费收入为 44.79 亿美元，占比达 57.30%；清算服务手续费占比 21.10%；发行服务手续费占比 14.46%；资金服务手续费占比 7.14%。

图 23：资产托管主要增值服务的种类

现金管理服务	证券借贷服务	信息服务	绩效评估服务
<ul style="list-style-type: none"> 当客户账户日终有剩余资金时，帮助客户将剩余资金投资于货币基金等短期工具，且提供垫资服务 当客户账户出现投资时，托管人给予透支额度，日终透支按照约定的利率收取利息 	<ul style="list-style-type: none"> 托管人作为贷券与借券双方代理人，作为证券名义持有人为借贷双方提供证券融通服务 托管人将证券贷给借券人时，通常需要借券方提供抵押物，抵押物为现金或证券，抵押物若为证券则借券方需要支付一定的成本，托管机构获得差价 	<ul style="list-style-type: none"> 托管人定期为客户提供信息数据及咨询服务 其业务实质公司行动服务是托管人将诸如增发股票、分红派息的信息通知客户。而托管人通过境外次托管网络、信息提供商、公开媒体及发行人代理人处获得信息 	<ul style="list-style-type: none"> 托管人定期为客户提供各类绩效评估报告，主要包括收益比较、风险分析及投资运作分析一类的评估

资料来源：银行业协会《中国资产托管行业发展报告》，天风证券研究所

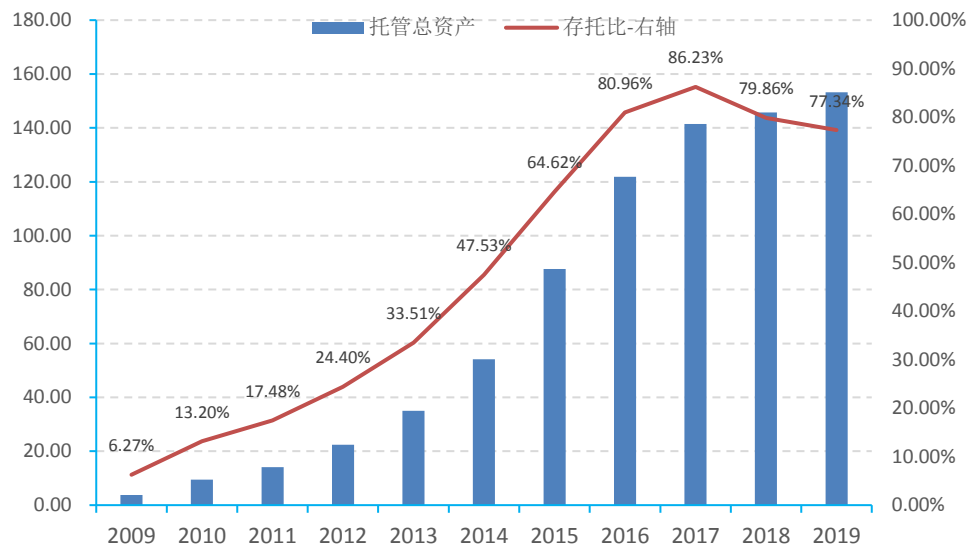
5. 我国资产托管行业蓬勃发展

相较于海外，我国资产托管业务起步较晚，但发展迅猛。1998 年 2 月 24 日，经证监会、人民银行核准，工商银行成为我国第一家证券投资基金托管银行，揭开了我国资产托管业务快速发展的序幕。托管业务以公募基金托管为起点，逐步拓展到保险、券商资管、银行理财等各类金融资产的托管，托管规模迅速增加，托管收入也大幅增长。根据中国银行业协会《中国资产托管行业发展报告》数据，截至 2019 年末，中国银行业资产托管规模达

153.26 万亿元，较上年末增长 5.15%；银行业资产托管投资组合达 21.88 万个，较上年末增长 6.84%。

托管行业已步入稳定发展阶段，未来发展有一定空间。存托比即资产托管规模余额占金融机构存款总量的比例，此指标可以用来判断托管业务的行业地位。较高的托管规模增长步伐也有效提升了存托比，存托比从 09 年的不到 10% 提升至 17 年的 86% 左右，17 年后有所下降，19 年末存托比为 77.34%，托管行业进入稳步发展阶段。09-16 年托管业务处于蓬勃发展阶段，近两年托管规模增速趋缓，19 年托管规模同比增速 5.15%，保守估计未来数年规模复合增长率仍为 5%，2025 年托管规模有望超 200 万亿元人民币。

图 24：截至 19 年末，中国银行业资产托管规模达 153.26 万亿元，存托比为 77.34%（万亿元）



资料来源：历年《中国资产托管行业发展报告》，天风证券研究所

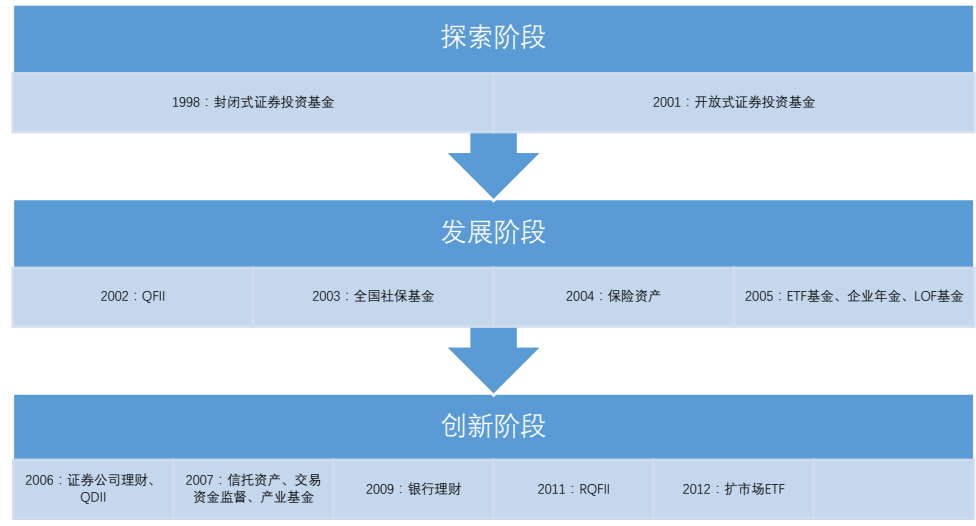
5.1. 监管为托管业务发展保驾护航

我国商业银行的资产托管业务起步较晚，同欧美一样从基金托管起步。1997 年发布的《证券投资基金管理暂行办法》限制了托管银行的实收资本不少于 80 亿元，由于门槛较高当时仅 5 家商业银行获得基金托管资格。2005 年，由证监会和银监会联合制定发布的《证券投资基金托管资格管理办法》正式施行，其中最近 3 个会计年度的资产不低于 20 亿元的条件使得准入门槛降低，基金托管银行队伍得以扩大。2013 年，证监会与银监会又联合出台了《证券投资基金托管业务管理办法》，办法进一步强调托管部门业务的独立性与完整性。2013 年证监会出台规定允许符合条件的证券公司开展资产托管业务。

2006 年 9 月 1 日，修订后的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》正式实施。办法规定，合格投资者应当委托境内商业银行作为托管人托管资产。除此以外，根据监管法规，“商业银行发售理财产品，应委托具有证券投资基金托管业务资格的商业银行托管理财资金及其所投资的资产”。而社保基金、信托、企业年金托管等服务也需经人民银行、银监会、人力资源和社会保障部批准审核或认证。

随着监管制度的完善以及国内新金融产品的推出，需要托管的产品也由证券投资基金逐步扩大到 QFII、社保、保险、ETF、银行理财等诸多金融产品。

图 25：国内托管产品种类逐渐丰富



资料来源：WIND，天风证券研究所

资产托管业务由于风险相对较小、可获得稳定的托管收入以及方便开展协同业务，是商业银行作为中间业务发展的重点之一，除国有银行外的中小银行也在积极加入资产托管市场。截至 2019 年末，全市场共有 43 家托管机构，其中 27 家商业银行，上市银行皆已在此。

表 12：历年获得证券投资基金托管资格的银行

获取资格时间	数目	银行
1998 年	5 家	中行、工行、交行、农行、建行
2002 年	2 家	招商、光大
2003 年	1 家	浦发
2004 年	2 家	民生、中信
2005 年	2 家	华夏、兴业
2008 年	2 家	北京、平安（深发展）
2009 年	3 家	上海、邮储、广发
2010 年	1 家	渤海银行
2012 年	1 家	宁波银行
2013 年	1 家	浙商银行
2014 年	7 家	徽商、恒丰、包商、南京、江苏、杭州、广州农商行

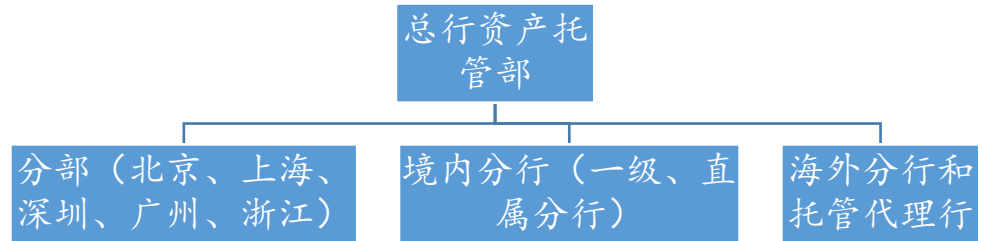
资料来源：证监会官网，天风证券研究所

5.2. 我国商业银行托管服务逐步多元化

近年来，大多数全国性商业银行逐渐建立托管业务体系，设立独立的资产托管部门，搭建专门的托管业务运营系统，并配有独立的监督部门负责托管运营日常监督及风险控制，配备业务知识经验的托管业务运营、风险控制和投资监控业务人员。在资产托管业务条线，交通银行迈出准事业部的第一步，2013 年末启动事业部制改革，实行分行与事业部“双轮驱动”的发展模式。

依托资金结算网络和清算系统，部分国内银行开始搭建全球托管网络。全球托管业务涉及多个市场多类金融产品，对产品设计要求更高。商业银行利用自身系统，逐步建立全球托管网络体系，服务境内外托管客户。在商业银行国际化过程中，发展全球托管业务具有一定的战略意义。

图 26：工行资产托管条线清晰



资料来源：工行官网，天风证券研究所

在业务体系及托管系统完善的基础上，我国商业银行也逐步围绕资产托管推出众多增值服务。以工行为例，在提供资产保管、资金清算、会计核算、资产估值和投资监督五大类基本服务基础上推出托管增值服务，为托管客户投资商业银行理财产品提供投资咨询顾问、投资资金清算、投资业绩评估等托管增值服务。

表 13：工行资产托管服务项目较为全面

区域	服务类型	具体服务内容
国内	基本服务	账户开立、资产保管、投资清算、会计核算、资产估值、交易监督、归集支付、信息披露
	增值服务	投资评价、绩效评估、风险分析、信息咨询、个性化报表定制
全球	基本服务	账户开立、资产保管、交易结算、会计核算、资产估值、公司信息、交易监督、外汇转换、收入接收、记录保存、报告服务、代理投票
	增值服务	绩效评估、风险管理、现金管理

资料来源：工行官网，天风证券研究所

6. 投资建议：托管业务资本占用低，或是银行转型重要之选

拥有 37.1 万亿美元（19 年末）托管规模的纽约梅隆银行，是全球最大的托管机构。纽约梅隆银行于 07 年由纽约银行和梅隆金融公司合并成立，经过多次业务并购以及业务出售，剥离了传统商业银行业务，专注于资产托管、资产管理等业务。

剥离传统银行业务，独具特色的托管银行

托管行业集中度高，纽约梅隆是排头兵。托管行业靠规模取胜，通过规模扩张来降低边际成本，海外托管行业集中度不断提升，15 年末全球托管市场规模 125 万亿美元，纽约梅隆 28.9 万亿约占全球份额的 23%，1H20 美国 TOP4 托管规模达到 118.7 万亿美元，行业集中度较高。

疫情之下业绩稳定，息差依赖小。受疫情影响，1H20 美国四大行净利润下降 50%~110%，而纽约梅隆净利润仅下降 1.68%，业绩相对稳定，这源于纽约梅隆主要依托中间业务，传统信贷业务很少，承担信用风险较小，所以可以计提较少拨备，从而在这次疫情风波中影响较小。息差方面，1H20 纽约梅隆净息差为 1.18%，其他传统大行净息差均在 2% 以上。纽约梅隆的非息收入占比约 8 成，轻资产的纽约梅隆银行对息差依赖相对较小。

投资服务和投资管理两大板块协同发展：（1）投资服务板块以资产托管为核心，提供综合金融服务。19 年投资服务板块贡献约 73% 的营业收入。（2）投资管理板块以资产管理为核心，拥有多家资管子公司。19 年全球资管规模达到 89 万亿美元。纽约梅隆资产管理规模为 1.9 万亿美元，是全球第七大资产管理公司。

托管与资管双翼齐飞。对于基本没有零售渠道的金融机构，托管平台和线上销售平台是主要的销售渠道。从美国情况来看，托管规模前二名的纽约梅隆银行和道富集团同时也是美国数一数二的资产管理公司。

低估值之谜：源于商誉占比较高的净资产

商誉占净资产比重大。一般轻资产型银行估值水平更高，但纽约梅隆目前 0.8 倍 PB 左右的估值在行业并不算高。这是由于纽约梅隆的净资产多年并购产生较大商誉，其净资产的商誉占比较高。商誉占净资产比重为 41.9%，剔除商誉后，计算得到 19 年末纽约梅隆估值为 1.84 倍 PB，市场给予估值较高。

中国上市银行的净资产较实。和中国的银行相比，美国的银行普遍具有并购史，其净资产商誉占比普遍较高，中国五大行的商誉比重均在 0.1%左右，净资产较实。

我国资产托管业务相较于海外起步较晚，但发展迅猛，托管市场发展空间较大，保守估计 2025 年我国托管规模有望超 200 万亿元人民币。托管业务作为低资本占用的中间业务，日益受到上市银行的重视。

7. 风险提示

疫情失控导致经济失速：疫情失控造成经济失速，影响宏观经济基本面；
资产质量大幅恶化：内外部因素影响银行资产质量恶化，导致托管和资管业务受到影响；
息差大幅收窄等：资产端和负债端利率不确定性导致息差大幅收窄，影响银行业务收入等。

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