

分拆：破解银行的低估值 ——机构转型系列之六

摘要

- **2005-2020，商业银行发展驱动力的四个变化。**（1）**2005-2010 产业驱动：**把握房地产和出口两大产业链，机构普遍获得了资产规模扩张机会；（2）**2011-2013 杠杆驱动：**资产由制造业转向房地产和地方融资平台集中，利用非标资产与同业合作绕开信贷投放领域的限制，借力非标扩张提升杠杆，机构获得了“弯道超车”的发展机会；（3）**2014-2016 投资驱动：**负债和资产同时脱媒，同业融资挤出了存款，委外投资挤出了信贷，商业银行负债和资产管理脱离了传统控制的边界，更高的错配程度增加了机构风险隐患。（4）**2017-2019 零售驱动：**一方面去杠杆环境下，零售夯实了负债基础，起到了“压舱石”作用；另一方面随着大数据等技术完善和居民消费意识兴起，各类消费金融产品此起彼伏，部分零售资产成为变相的“高利贷”。（5）**2020 后疫情时代：**企业格局走向集中，居民财富迁徙。作为最重要的综合金融服务商和流量入口，银行将显著受益于产业格局变化和居民财富再配置。部分受益板块将成为银行权益资产重估的催化剂，这也为板块的分拆提供了现实可能。
- **板块分拆是解开银行板块低估值的钥匙。**（1）银行股 PB 常年破净，除了“资产质量真实性”的视角外，近年来尤其是疫情后的政策指引和包括互联网巨头机构进入金融场景带来的竞争效应也是影响银行股估值的重要原因。如蚂蚁金服、京东数科等金融科技公司的挑战并不在于商业银行现有存量业务，而是对过去商业银行触不到的客户进行“抢滩登陆”。（2）同时期商业银行也在获得结构性的发展机会，这体现在资产管理、财富管理、私人银行、机构平台、科技服务等一系列轻型业务和新市场领域。在保证业务协同度的情况下，分拆高隐含估值（参考海外可比机构）、高盈利能力（ROE 在 15% 以上）、低周期波动、资产质量相对清晰的子板块可以提升总市值水平、并有条件实施权益融资/股权激励，实现市值扩张的正反馈。
- **分拆时代，延伸品牌价值，选择优质版块将带来商业银行系统性向上重估的机会。**（1）关注分拆的三个标准：市场空间大；轻资产运作；除客户入口外，业务独立于传统商行业务模式（如表内“资金池”等）；（2）现有商业银行中最适合被分拆的板块：**资产管理、金融科技、财富管理**；模式明晰后可探索业务分拆契机的板块：**如消费金融、信托、金融租赁**。

关键词：板块分拆

资产配置策略报告

专题报告

孔祥 博士

分析师

电话：021_22852689

邮箱：880333@cib.com

乔永远 博士

兴业银行首席策略师

电话：021-22852777

邮箱：yqiao@cib.com.cn

刘道洲

兴业研究助理分析师

电话：021-22852660

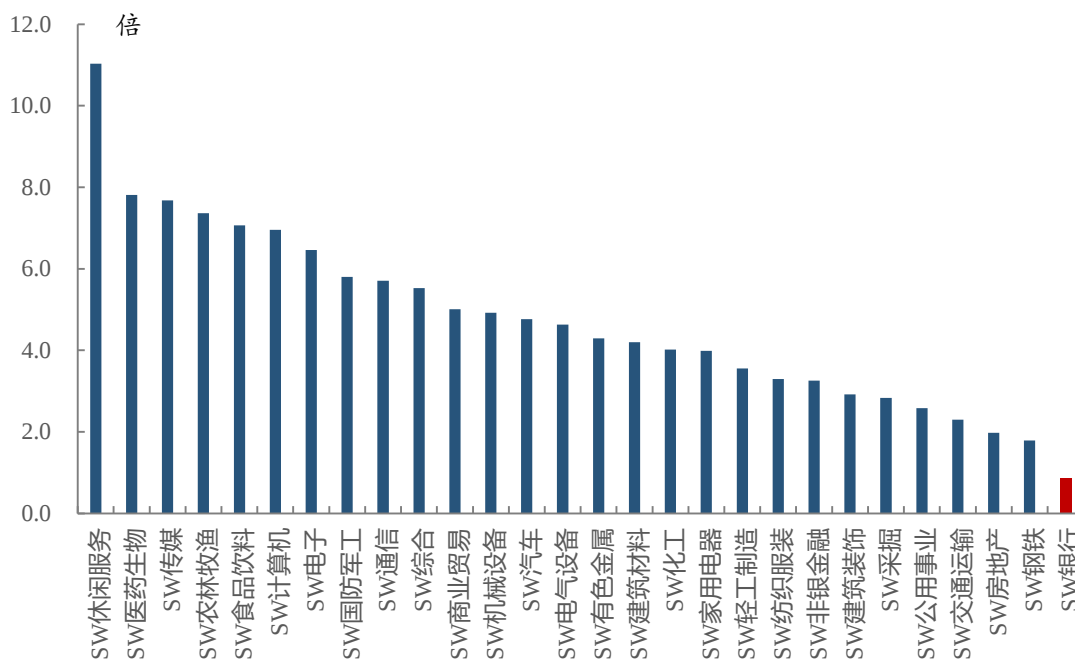


扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

正文：

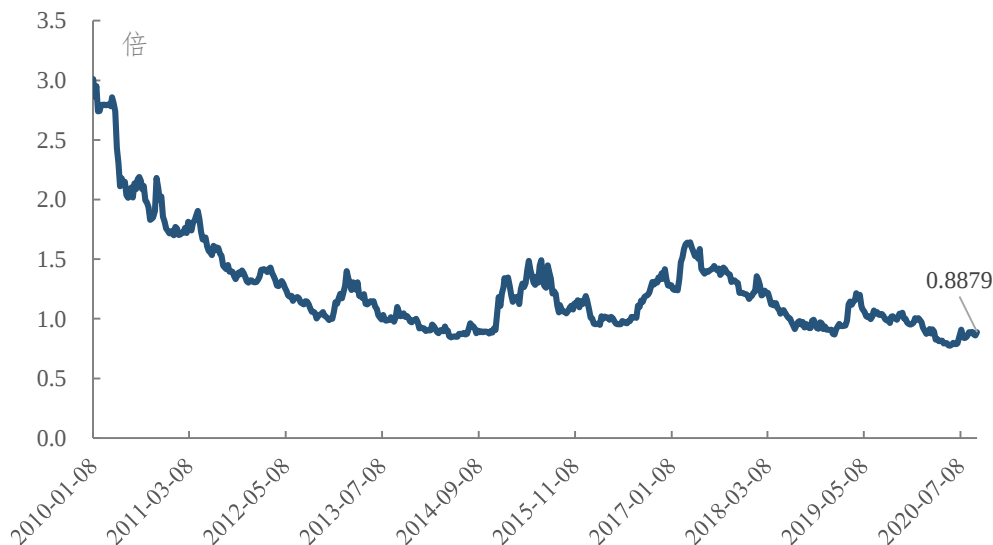
当前银行板块估值中枢较低，对商业银行经营者而言，权益资产的估值水平影响了资本补充能力，这对后续安排 IPO、定增、债转股的计划和节奏息息相关。长期看，如果净息差空间越来越小，商业银行将面临中长期 ROE 下降的问题。未来银行权益类资产依靠什么估值中枢才能提升，这具体需要什么样的催化剂？

图表 1：目前银行业 PB 估值显著低于 A 股其他版块估值



注：统计时间截至 2020 年 9 月 18 日，行业分类按申万行业分类。资料来源：Wind，兴业研究

图表 2：近年银行股 PB 估值持续走低



注：统计时间截至 2020 年 9 月 18 日。资料来源：Wind，兴业研究

一、2005-2020 年商业银行盈利的驱动力变迁

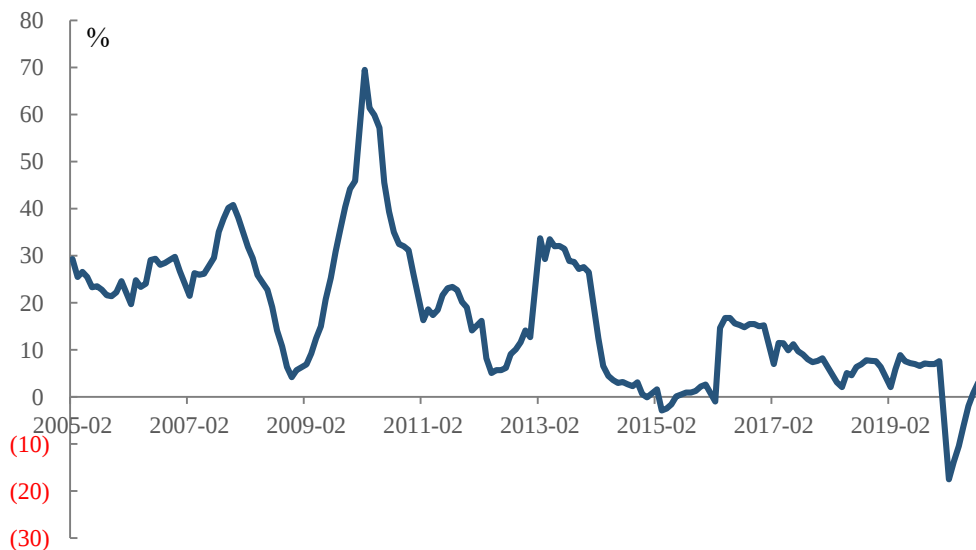
银行业景气程度既与我国经济总量扩张相关，又与我国经济结构转型有密切联系。我们将 2005 年以来商业银行发展驱动力分为四个阶段，即产业驱动、杠杆驱动、投资驱动和零售驱动。

1、2005-2010 产业驱动（把握房地产和出口两大产业链）

这一阶段，我国经济处于高速发展阶段，GDP 平均增速超过 10%，资产规模增长成为拉动银行业绩的主因。商业银行快速发展在于是否抓住了房地产和出口贸易两大产业链。

一方面，以房地产开发贷、居民按揭贷款为主体中长期贷款保持高速增长。城市化水平提升促进我国房地产市场活跃，购房需求加速释放，除去 2008 年经济危机影响，这一阶段房地产开发投资金额保持在 35% 以上的增速，同时以按揭贷款为主体的个人中长期贷款也跟着扩张。

图表 3：2005-2010 年房地产开发资金增速位于高位



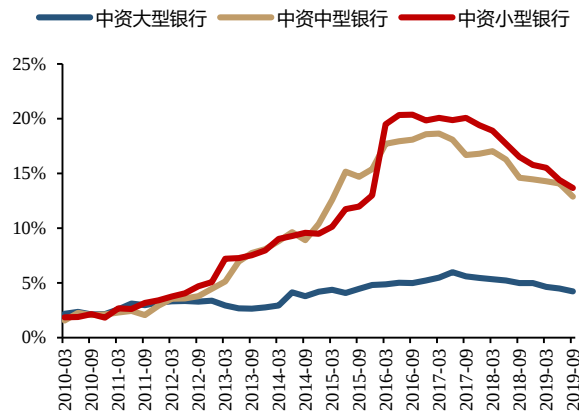
资料来源：Wind、兴业研究

另一方面，从 2001 年加入世贸组织后，我国成为制造业的“世界工厂”。我国的货物贸易进出口规模从 2001 年的 5098 亿美元扩大到 2010 年的近 3 万亿美元，制造业进出口总额增长近 5 倍。出口产业链规模扩张的同时，这带动了出口信贷的增长，沿海地区商业银行受益更大。

2、2011-2013 杠杆驱动（抓住非标扩张的载体）

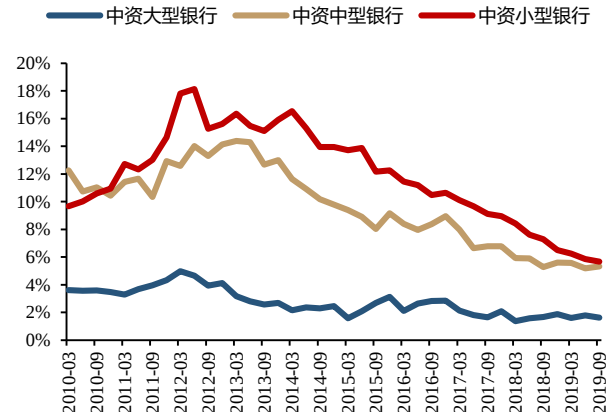
这一阶段社会融资需求从制造业向房地产、地方融资平台集中。由于传统信贷投放手段在 2010 年后受到了限制，基于同业买入返售等业务的同业投资项目起到了资产投放的“转换器”的作用。这种情况下，先行探索的银行有了“弯道超车”的发展机会。在不严格进行资产穿透的情况下，同业资产的资本扣减水平（一般为 20%-25%）大幅低于传统企业信贷类资产（一般是 75% 到 100%），同业投资同时提到了节约资本、提升杠杆的作用。

图表 4：银行对其他金融性公司债权在总资产中的占比逐步开始提升



资料来源：Wind，兴业研究

图表 5：银行对其他存款性公司负债在总负债中的占比逐步开始提升



资料来源：Wind，兴业研究

图表 6：未穿透情况下同业资产资本扣减水平相比信贷有优势

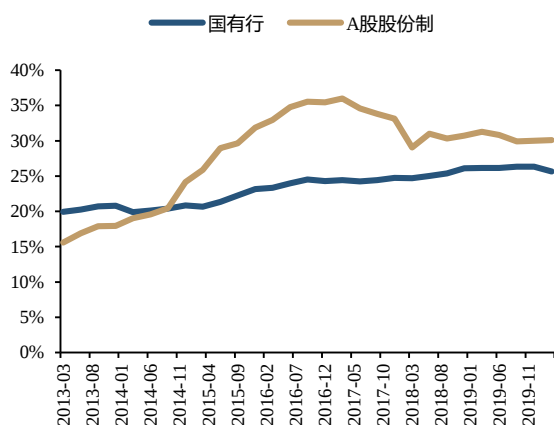
项目	扣减比例
对一般企业的债权	100%
对符合标准的微型和小型企业的债权	75%
租赁资产余值	100%
对我国金融机构的债权	
1、对我国其他商业银行的债权（不包括次级债权）	
原始期限 3 个月以内	20%
原始期限 3 个月以上	25%
2、对我国商业银行的次级债权（未扣除部分）	100%
3、对我国其他金融机构的债权	100%
信托、券商资管等表外项目	100%

资料来源：兴业研究

3、2014-2016 投资驱动（负债和资产同时脱媒）

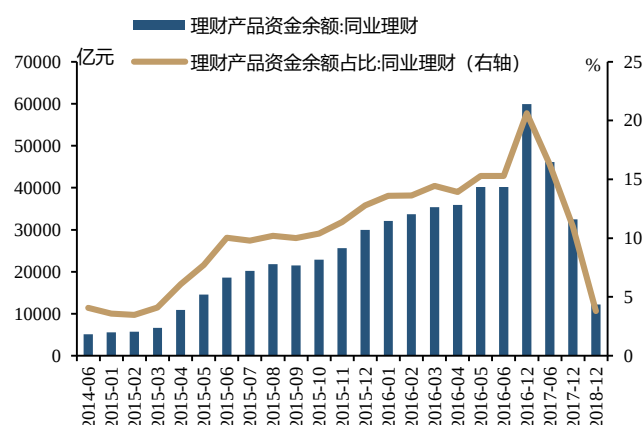
这一期间，大类资产配置环境表现出“经济增长乏力，流动性宽裕、业务创新空间放开”的组合。商业银行出现了负债和资产同时“脱媒”的格局：即负债端加大了对同业融资、同业存单的依赖，挤出了存款；资产端加大了对投资类资产的依赖，挤出了贷款。这一阶段，商业银行与非银机构形成了“同业存单-委外投资-表外获取超额收益”的扩张链条：非银资管机构借助委外等模式募集到商业银行机构资金，实现了自身规模扩张；对银行而言，负债端和资产端愈发脱离机构自身的掌控，负债端的不稳定性尤其影响了包括银行、非银资管机构之间的经营分层。

图表 7：股份行广义投资自 2014 年之后明显增长



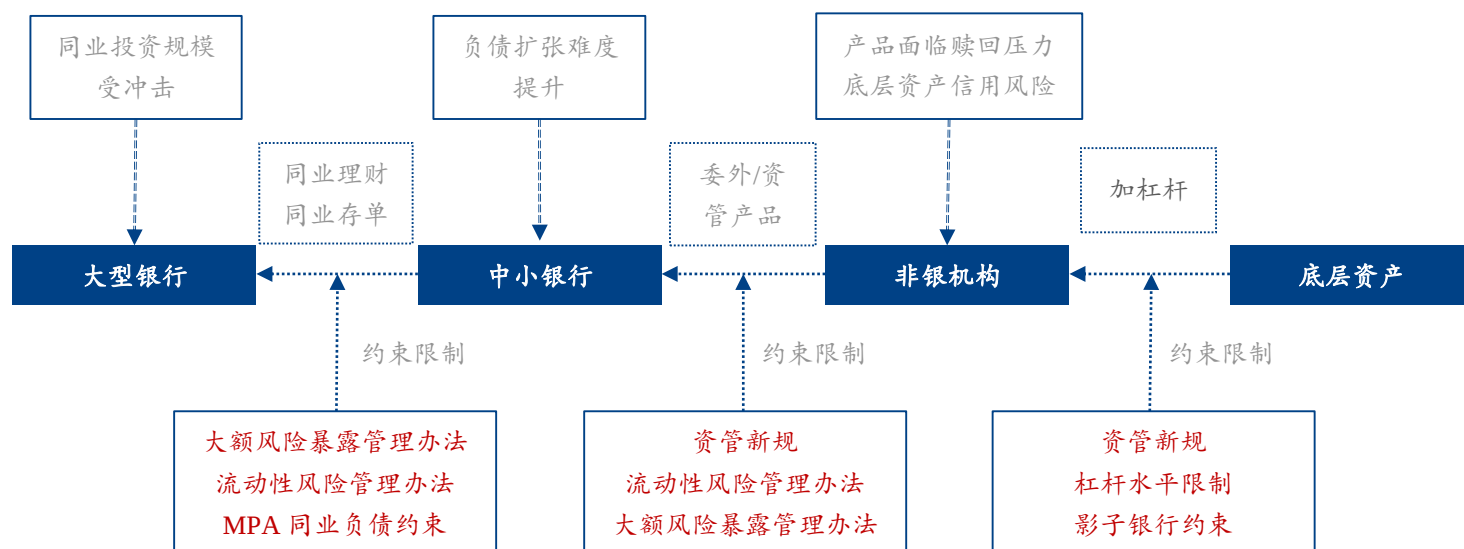
资料来源：Wind，兴业研究

图表 8：表外同业理财规模和占比扩张



资料来源：Wind，兴业研究

图表 9：同业间的资金套利模式受到了监管约束

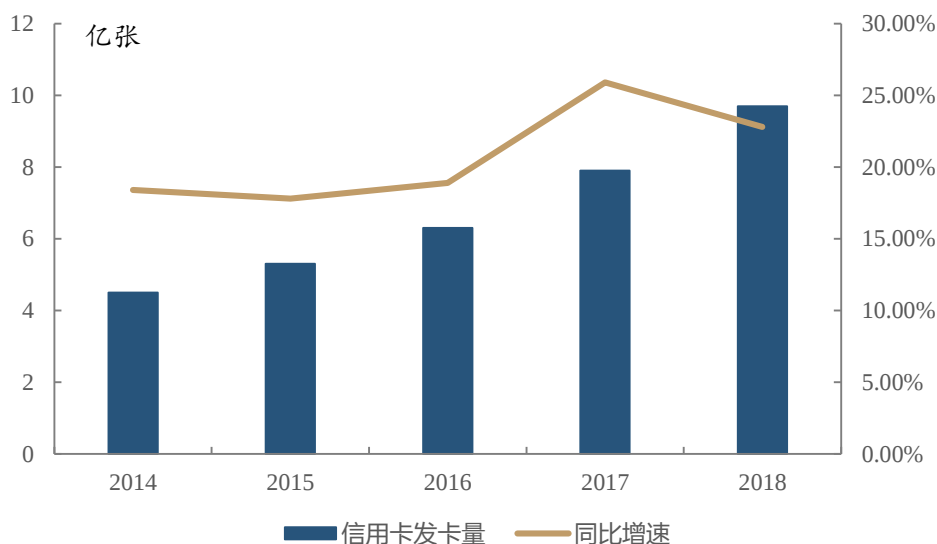


数据来源：兴业研究

4、2017-2019 零售驱动（“压舱石”和“高利贷”）

2017 年启动的金融去杠杆使得之前依靠投资驱动的业务发展模式走到了尽头。在流动性管理规定、同业规模占比限制、大额风险暴露管理等一系列要求下，同业负债和投资的扩张来源受到限制，商业银行重新回到存贷等本源类业务，零售业务尤其受到重视。

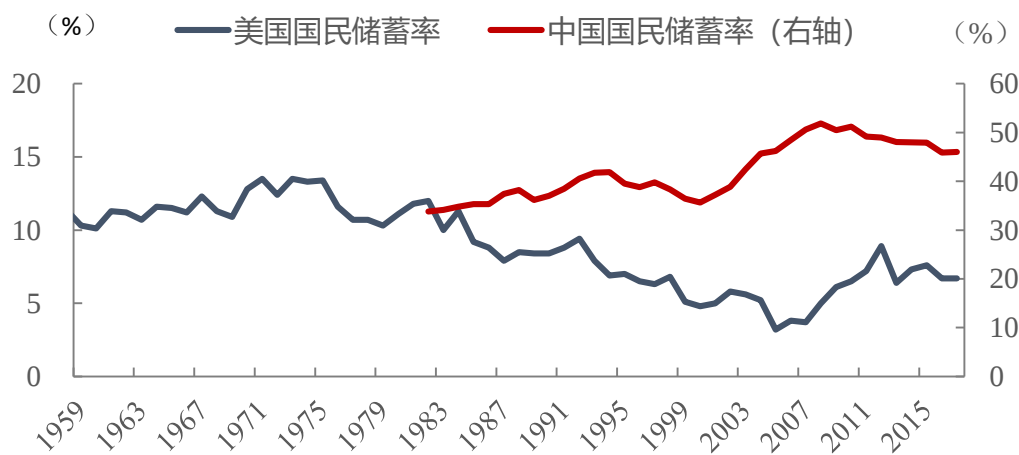
图表 10：2017 年起我国信用卡发卡量增长提速



资料来源：Wind、兴业研究

和之前一般认为零售带来稳定负债不同（即“压舱石”），得益于数据体系完善和居民消费意识提升，零售资产类业务（如消费贷、信用卡分期等）是这一阶段扩张主力。消费金融是2017年以来规模增长最快的金融子行业，涉及到银行消费信贷部门、持牌消费金融公司、小贷乃至互联网机构等多种类型。凭借资产高收益与扩张高速度，包括ABS、同业借款等在内的消费金融资产也成为金融机构应对“资产荒”下的新选择。目前仅银行表内的消费贷款余额（不含房贷、经营贷）约14万亿元，而以独立的26家消费金融公司为例，当前行业规模近5000亿元，近年来年化增长约35%。

图表 11：我国国民储蓄率显著高于美国但有下滑迹象



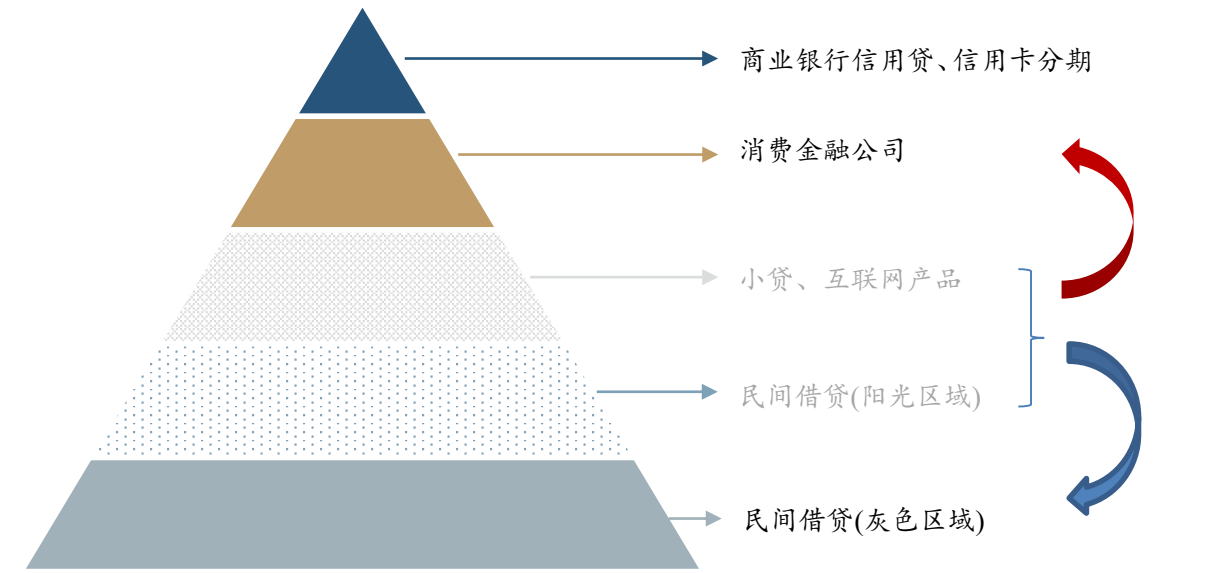
资料来源：Wind、兴业研究

5、2020 之后：下轮机会在哪里？

2020 年以来，受疫情冲击和行业监管环境的变化，商业银行零售资产增长速度放缓。一方面，疫情冲击冲击资产质量，部分客群和消费场景（如长租公寓/医美/教育/旅游）受影响较

大；监管要求限制了利润空间，如最高人民法院法调整民间借贷利率的司法保护上限（约 15.4%），考虑到部分消金产品实际利率已高于该水平（如我国信用卡利率上限约为 18%），作为持牌机构后续产品定价受约束的可能性较大。

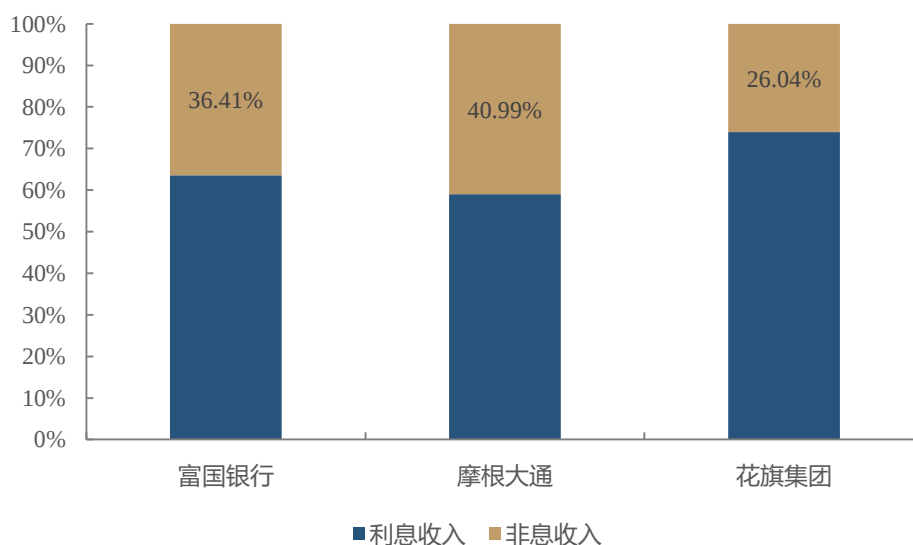
图表 12：利率监管加强后消费金融行业的分配格局向两边调整



数据来源：兴业研究

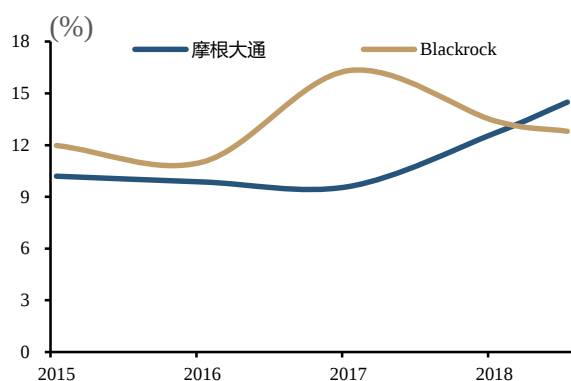
如果零售类资产这一引擎逐步停摆，2020 年之后新的增长驱动力在哪里？从海外成熟市场经验看，经济增长中枢下降，利率水平保持低位环境下，做大资产管理、财富管理等中间业务板块可能成为金融机构新一轮发展的引擎。以摩根大通为例，其作为“一站式全能银行”在发展零售业务的同时，通过发展投行业务和资管业务，做轻资本的同时提升 ROE 水平。同时贝莱德，贝莱德定位于全能型的资产管理机构，以指数类产品和另类资产作为规模驱动的主力，利润能否稳定向上。

图表 13：富国银行/摩根大通/花旗银行非息收入均在 25%以上



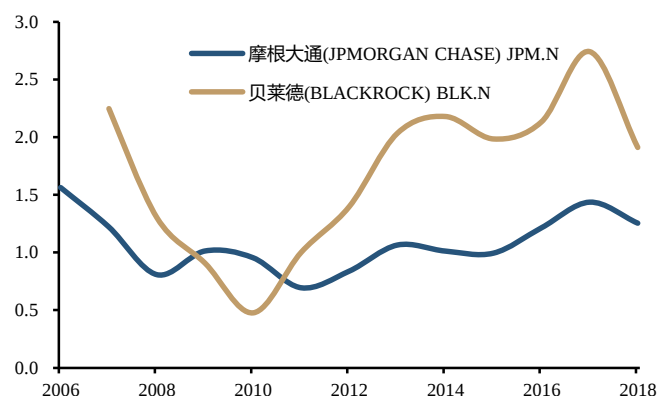
资料来源：兴业研究

图表 14: 摩根大通与贝莱德 ROE 呈上升趋势



资料来源: 公司年报, 兴业研究

图表 15: 摩根大通与贝莱德 PB 估值也呈上升趋势



资料来源: 公司年报, 兴业研究

在我国未来中低速增长、低利率环境下, 商业银行中间业务收入增长机会将优于传统信贷业务。以我国财富管理市场为例, 我国居民财富管理规模近 200 万亿元, 近 80% 沉淀在房地产和定期存款上。未来各家机构都盯住了相关财富迁徙的可能机会。“余额宝”收益率破 2 之际, 我国的财富管理市场既面临传统销售规模快速扩张带来的产品兑付和机构声誉压力, 也有存量市场腾挪 (如过去资金池产品和房地产市场) 和新场景 (如居民养老)、新资产 (如消费金融) 带来的发展机会。未来相关资产向资管产品调整的趋势, 作为最重要的流量入口, 银行将显著受益于居民资产的再配置, 也将成为银行权益资产重估的催化剂。

二、为什么当前银行板块低估值?

DDM 折现模型是我们理解权益估值的基本出发点。从 DDM 模型出发, 我们推导出银行股权的 PB 价格:

$$\begin{aligned}
 PB &= \frac{MV}{\text{Book Value}} = P * \frac{ROE}{EPS} \quad (\text{根据股息稳定增长模型}) \\
 &= \frac{D_0(1+g)}{(R-g)} * ROE/EPS \quad (\text{该公式中, } D_0 \text{ 即当期股息, } g \text{ 为长期股息成长率}) \\
 &= \frac{D_0}{EPS} * \frac{ROE(1+g)}{R-g}
 \end{aligned}$$

针对给出的公式模型, 下表测试不同假设条件下银行股的估值水平, 从稳健性测试看, 商业银行保持 1 倍以上 PB 估值水平是可能的。(注: 相关参数的设置和讨论, 可以参考之前报告《银行的估值中枢应在哪里?》)

图表 16: 敏感性测试银行股 PB 的区间

当股权回报率 $r=8\%$

ROE

股息增长率	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
5.0%	0.88	0.96	1.05	1.14	1.23	1.31	1.40	1.49	1.58
5.5%	1.06	1.16	1.27	1.37	1.48	1.58	1.69	1.79	1.90
6.0%	1.33	1.46	1.59	1.72	1.86	1.99	2.12	2.25	2.39

当股权回报率 $r=7.7\%$

股息增长率	ROE								
	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
5.0%	0.97	1.07	1.17	1.26	1.36	1.46	1.56	1.65	1.75
5.5%	1.20	1.32	1.44	1.56	1.68	1.80	1.92	2.04	2.16
6.0%	1.56	1.71	1.87	2.03	2.18	2.34	2.49	2.65	2.81

当股权回报率 $r=7.5\%$

股息增长率	ROE								
	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
5.0%	1.05	1.16	1.26	1.37	1.47	1.58	1.68	1.79	1.89
5.5%	1.32	1.45	1.58	1.71	1.85	1.98	2.11	2.24	2.37
6.0%	1.77	1.94	2.12	2.30	2.47	2.65	2.83	3.00	3.18

资料来源：兴业研究

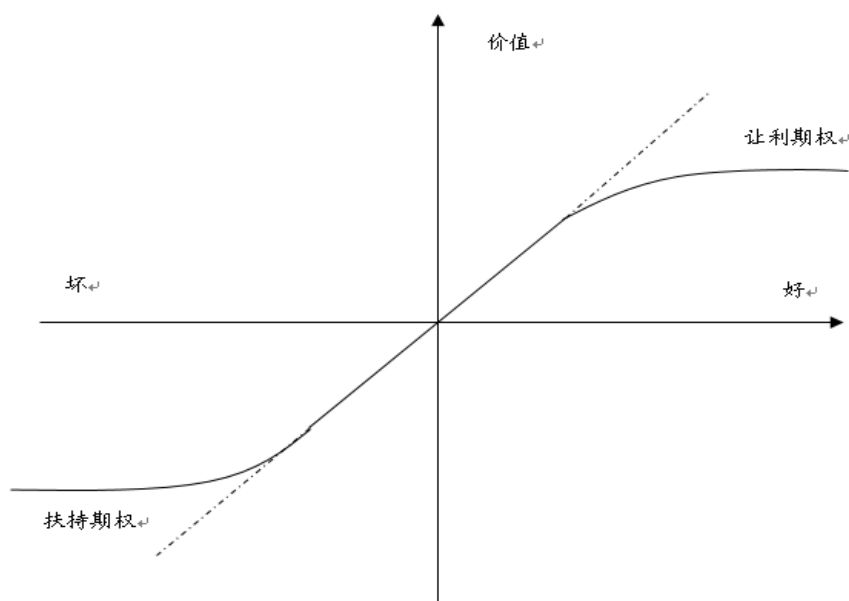
但为何商业银行估值中枢实际上低于我们的测算中枢？权益市场投资者多从“**资产质量真实性**”的视角进行分析，我们认为近年来尤其是疫情后的政策指引和包括互联网巨头机构进入金融场景带来的竞争效应也是影响银行股估值的重要原因。

政策指引

政策指引影响了商业银行参与社会资源的分配。一方面，疫情后出于为实体让利的政策目标，降低资产收益尤其是信贷端资产收益是为实体让利的主要手段，长期看这也降低了商业银行在表内获得风险溢价的能力，限制了商业银行板块的估值扩张。根据央行数据披露，2020年4月新发放普惠小微贷款平均利率为5.24%，这比2019年底下降近70BP，截止2020年7月底，考虑到目前1.5万亿元的全年让利目标完成约8700亿元左右，预计后续面向中小微企业资产端收益下降还有持续性。

另一方面，政策对尾部的机构加大了扶助托底，这也减少了机构尾部风险。如2019年5月以来，随着包商银行、锦州银行等一批机构出现重大风险问题，在化解代表性金融机构之后，国务院支持商业银行多渠道补充资本金，提高永续债发行审批效率，降低优先股、可转债等准入门槛，同时允许地方政府通过专项债等方式为商业银行补充资本。政策的扶持效应也会使得我国银行不会像欧美银行在流动性冲击时估值异常下挫（如杀估值到0.2-0.3PB的估值水平）。

图表 17：银行经营受到政策让利和尾部扶持的双重影响



资料来源：兴业研究

模式竞争

蚂蚁金服、京东数科等金融科技公司的壮大挑战了传统金融进行的商业模式。这种挑战并不在于存量业务，而在于对过去商业银行难以触及到的客户进行的“抢滩登陆”。如支付宝和微信分别拥有 7 亿和 12 亿月活客户，这其中包含了大量传统银行无法触及的长尾用户。同时美团、拼多多、京东等互联网公司的崛起为他们提供了高频的应用场景。

互联网巨头的成功渗透实际上影响了商业银行在线上信用卡、消费金融等业务的想象力这体现在：

流量更丰富。微信打开了中国广袤的下沉市场，为互联网公司新增了 3-4 亿的低成本流量。虽然下沉市场客户存在年龄比较大，收入相对较低，在金融消费领域意识相对落后等共性特征，但互联网公司可以以较低的成本通过弹窗、私信等方式教育用户，进行流量转化。相比传统金融机构，互联网公司在流量上更具优势。

甄别能力更强。相对于传统金融持牌机构，互联网公司资金成本相对较高。但传统金融机构缺乏更细致的客户甄别能力，资金端的优势将被互联网巨头通过数据蚕食。

信用体系更先进。互联网公司拥有很强的支付场景，用户使用频率高、信赖度高，同时直接关联企业，从而可以更好地给客户提供消费金融产品，获取更丰富的用户数据，风险识别能力相对更强。在信用体系建设上，互联网平台已经领先于传统持牌金融机构(如蚂蚁金服的支付宝信用分)，围绕着信用积分体系，预计还会有更多的消费金融场景落地。

图表 18：蚂蚁金服业务扩张速度较快



资料来源：招股说明书、兴业研究

三、为什么分拆可以提升估值？

从公司治理角度看，板块分拆指上市公司控股（包含绝对控股和相对控股两种）子公司单独IPO，并出售增量股权给其它投资者（不包含母公司投资者）的行为，分拆上市已经成我国资本市场运作的新风口。根据证监会发布的《科创板上市公司持续监管办法(试行)》第三十一条规定：“达到一定规模的上市公司，可以依据法律法规、中国证监会和交易所有关规定，分拆业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。”

在我国资本市场上，体量大的业务板块（如商业银行）估值中枢较低，板块分拆机会给予潜在高估值板块价值体现的机会。在保证业务协同度的情况下，分拆高隐含估值、高盈利能力、低负债/轻资产、资产质量相对清晰的子板块可以提升总市值水平、实施股权激励并获得持续融资机会。

成熟资本市场有两个有趣的现象，一方面通过并购重组把企业“做大”常常损失价值，如并购公告发布后，收购方股价常大跌，另一方面通过板块分拆、分立把企业“缩小”却创造了价值。分拆是否可以创造价值，下表对相关海外研究进行了汇总。

图表 19：分拆影响公司价值的经验证据

分拆创造价值的观点	说明
主业更聚焦和集中	原母公司和子公司都可以选聘更精于主业的管理人运作
融资能力提高	高估值的板块分拆后可以通过再融资募集更多资金
传递价值被低估的信号	因为管理层认为股价被低估，所以实施分拆
控制权市场更容易被约束	分拆后的公司更容易被举牌，这让管理层更辛勤工作
股权激励机会	分拆后的子公司更有可能实施股权激励，激励管理层
分拆的顾虑	说明
利益输送和关联交易	好资源腾挪给子公司，母公司被掏空
控股股东“壳”化	母公司丧失独立的经营能力
运作成本高昂	达到监管和会计标准难度较大，投行运作成本高

资料来源：学术文献，兴业研究

从金融机构的运作模式看，我们认为创造价值的机会应大幅超过成本。一方面，金融机构受到了严格监管，大股东通过分拆进行利益输送的可能性很低。同时，除了母公司（如商业银行常年估值在 1PB 以下）板块估值中枢低外，子公司尤其是非银体系的子公司独立上市后更有可能实施股权激励，更有可能实现持续再融资。

四、 需要分拆哪些板块？

在保证业务协同度的情况下，我们建议分拆高盈利能力、轻资产、资产质量相对清晰的子板块，相关板块隐含的估值水平较高。这可以促进提升总板块的市值总量与中枢，并对高估值板块（也意味着较高的发展潜力）提供了股权再融资机会。基于相关标准，我们分析金融各子版块的分拆机会。

我们选择银行、保险、信托、消费金融、资产管理（主要针对净值型产品资产管理）、金融租赁、期货和 Fin-Tech 板块作为讨论的对象。下表基于行业 2014-2018 年数据为基础进行了统计分析，这五年经历了一轮完整的金融机构“加杠杆”-“去杠杆”的周期，较好的可以反映金融机构的盈利周期。其中估值水平本文统一用 PB 中枢，盈利能力统一用 ROE 中枢，杠杆水平和资产质量根据其商业模式定性判断，相关结果如下表所示：

图表 20：金融各子板块维度说明

子公司	PB 中枢	ROE 中枢	杠杆水平	资产质量	发展驱动力
银行	1PB	12%-15%	高	较难证伪	资产规模扩张、资产质量稳定
保险	2.5PB	10%-15%	高	一般资产质量较高，除非资本市场出现流动性问题、信用债大量违约等极端情况外	保费规模扩张、投资收益提升
信托	2-3PB	15%-20%	表内低	表内资产质量较好，但有隐形刚兑	表外规模扩张、费率提升、风险化解
消费金融	NA	20%-25%	高	资产质量较低，通过高收益弥补不良风险	资产规模扩张、息差维持

资产管理	2.5-3PB	15%-20%	表内低	表外管理, 较高	表外规模扩张, 产品结构丰富
金融租赁	1-1.5PB	10%-15%	高	披露情况略优于银行企金业务部门, 具体关注特定行业风险管理能力	资产规模扩张、资产质量稳定
期货	0.6PB	5%-10%	低	轻资产运营, 质量较高	交易量提升
Fin-Tech	4PB 以上	10%-15%	低	轻资产下资产质量较好, 但不排除部分机构从事类金融业务	业务模式创新

注: 1、目前持牌的消费金融公司缺乏独立的上市标的, 资产管理(如惠理集团)、金融租赁(如中银航空租赁)、期货(如弘业期货/鲁证期货等)的估值中枢以港股成熟公司为主, 其他均以 A 股公司为主;

2、Fin-Tech 目前没有统一的商业模式(多为提供清算基础设施服务等内容), 选择了如东方财富、恒生电子等相对成熟的 A 股标的。

3、评价保险公司一般沿用 ROEV、P/EV, 考虑到标准, 此处按照 ROE、PB 进行测算。

根据上表几个维度进行综合评价, 我们得到以下结论:

最适合被分拆的板块: 资产管理、金融科技、财富管理

资产管理

高质量增长将成就商业银行表外资管崛起, 资产管理和财富管理将是商业银行未来的突破口。过去银行理财脱胎于表内存款表外化, 通过资金池管理和滚动发行操作, 基于产品刚性兑付实现了负债端持续扩张, 这又夯实了“资金池”模式。预定收益产品时代, 银行理财本质是不缴纳准备金的类存款, “资金池”模式低估了银行的资本占用, 增加了机构的系统风险, 压缩了银行资管的产品类型。资管新规要求按照净值型方式运作, 银行理财在配置上再调整本质是增加投资工具多元化水平, 扩展投资组合有效前沿的过程。资管新规实施近两年来, 银行表外理财规模收缩、非标资产的错配和处置、投研与估值体系建立等均是调整的体现, 目前已有近 60%的产品已通过“类货基”“类债基”的产品形式实现了净值化产品“从零到一”的转型。

未来, 产品需求和资产供给两端将为转型提供了机会。从产品需求端看, 过去报价型产品收益基准偏低, 产品的收益曲线需要补全, 目前客户已能承受一定波动水平, 预计未来面向公募客户、较低回撤, 收益基准在 5-8%水平的细分产品领域最有发展潜力; 从资产供给端看, 随着低利率环境维持与行业龙头乃至超级企业崛起, 这一过程中优质权益、另类资产的壮大将有机会填补现有非标资产空缺。未来银行理财尤其是理财子公司在股债资产的灵活配置、销售渠道的多元拓展、另类资产挖掘和新产品研发上有较大想象力。“从一到无穷大”, 转型红利为我国商业银行理财子公司成为可以对标贝莱德、先锋基金等全能型资管机构提供了想象力。

图表 21: 资管机构 PB 估值普遍较高

	股票代码	ROE	市值(亿人民币)	近一年平均 PB
惠理集团	0806.HK	12.27%	57.3	1.68
贝莱德	BLK.N	13.58%	5745	2.44
道富公司	STT.N	9.11%	1475	1.07

资料来源: Wind、兴业研究

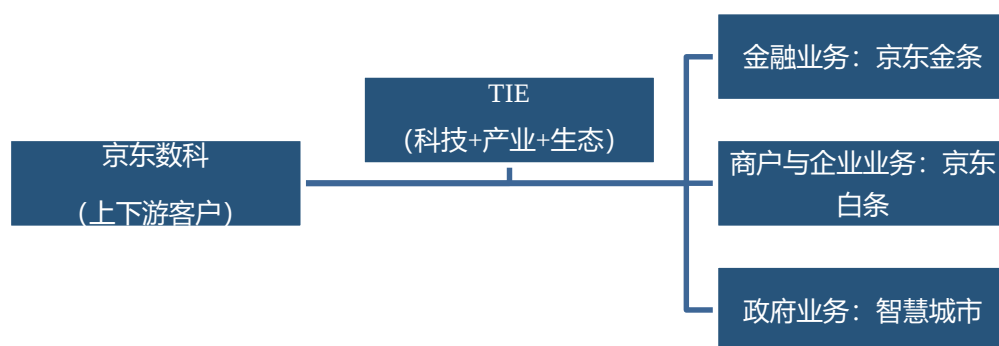
注: 市值统计时间 2020.09.18, 1 港币=0.8767 人民币, 1 美元=6.7939 人民币;

ROE 为 2019 年末数据

金融科技

金融科技是科技在金融领域的应用层，通过科技解决信息不对称的问题，拓宽传统金融机构的获客渠道，提高金融服务提供商的运作效率，并增强其风险管理能力。新科技主要指 ABCDI 技术，即 AI、区块链、云计算、大数据、物联网等，进一步推动金融的智能化、数据化。金融科技整体上通过向传统金融公司输出技术，提供一体化解决方案，利用高频数据赋能风控体系，商业模式更具想象力，甚至有机会依靠类金融业务赚取息差（这取决于监管态度）。主要客户包括银行、证券、基金、保险等。以京东数科为例：在金融机构服务领域，截至 2020 年 6 月末，该机构共服务了 600 家商业银行、保险公司、基金公司、信托公司、证券公司等客户，累计为金融机构推荐了超 200 万存款用户、超过 2200 万个人和小微企业贷款用户，以及促进了近 1000 万张的信用卡发卡量；累计为基金公司、证券公司推荐了超过 6700 万理财产品用户；累计为保险公司推荐了超过 4500 万保险用户。

图表 22：京东数科业务结构



资料来源：公司公告、兴业研究

财富管理

经济转轨叠加居民财富市场再配置，我国财富管理行业正处“迷雾期”。传统商业银行过去以报价型产品为主，刚性兑付抑制了产品研发，缺乏完整产品线，低利率环境下产品收益率下行；证券以交易属性资金为主，缺乏资金沉淀能力；独立财富销售机构在信用下行期产品风险暴露频发，客户声誉显著下降。外来机构磨刀霍霍，先锋、贝莱德等海外资管巨头联合我国互联网流量头部机构，有可能通过“指数+投顾”的模式逐鹿近 200 万亿元的中国财富管理市场。

未来分羹 50 万亿元财富新需求，机会在于对财富收入驱动因素再认识和运作模式革新。财富管理收入来自于客户数、销售规模、利润率、持续购买率等因素。过去机构相对重视客户数和销售规模，这势必增加机构风险偏好，刚兑打破环境下更应关注通过拓展产品类型以提升利润水平和通过沉淀客户资金实现持续购买率。

在此过程中，财富管理机构的機會在于一个核心：持续提升投资顾问的“买方属性”，如考虑采取“低账户管理基础收费+持续产品推荐”的模式，实现财富收入随客户资金沉淀而增加，调整风险偏好以减少权益市场波动和信用周期影响；发展战略在于三个条件：延伸产品线，完善账户功能，拉长客户负债期限，在此基础上久久为功，方可将一家“理财超市”运作起来。

可探索分拆模式的板块：消费金融、信托、金融租赁

消费金融：

消费金融具有成长叠加周期双重属性，长期依靠居民财富积累和杠杆水平，短期关注居民收入增速和场景可靠度，数据、场景、拨备成为行业风险控制的核心屏障。长期看，消费成为新的增长引擎，居民部门消费率提升且储蓄率下降。我国居民情况类似于美国 1980 年代，消费金融有发展空间。短期看：疫情之后，居民尤其是城市中低收入水平居民受疫情冲击较大，部分场景出现系统性失控，数据风控模型进入压力测试，行业滑入周期底部。根据消费子行业情况，我们判断相关场景有望于 2021 年一季度后恢复，届时行业将逐步走出阶段性底部。

利率上限设置将导致客户从小贷向其他产品迁徙，消金公司能否受益核心在于如何有效增加新产品供给。蛋糕空间基本稳定，但分配格局会变化，考虑到产品收益要求低于上限，银行消费类产品客户受影响较小，而小贷客户受损，相关需求会向持牌金融机构（如消费金融机构）、民间借贷尤其是灰色区域两边转移。持牌消费金融公司能否承接相关需求，核心需要关注能否借助特殊场景实施更有效的风险把控，本质是增加新产品的供给，减少风险溢价水平。

疫情之后行业进入洗牌期，长期看，流量数据广、负债成本低的头部机构和细分场景可靠、资产端定价能力强的垂直机构将会继续发展。

信托：

2020 年以来，部分信托产品风险暴露的直接原因来自于资金池叫停带来的产品流动性风险，背后是当前周期环境下高收益债权风险加速暴露。信托行业第六次整顿可能正在发生。信托机构早年因为主业不清晰、资产质量差等问题，监管部门从 1982 年到 1998 年对行业进行了五次清理整顿，信托牌照目前仅保留 68 张。行业早年风险主要体现在固有投资业务和资金挪用。与商业银行相比，信托具有：风险更集中（高风险债权资产占比高）、缺乏负债基础（缺乏实体网点）、资本规模更小（根据一季度末数据，行业所有者权益规模仅 6400 亿元，行业保障基金不足 2000 亿元，需应对表内固有资产近 8000 亿元，表外规模 21 万亿元）。这导致表外管理资产一旦出现问题冲击，信托业风险抵御能力更弱，我们判断后续行业将出现新一轮整顿。信托是少数在表外实现大类资产配置和金融牌照，受到银行等主流金融机构和央企等产业集团青睐。与处置银行业风险牌照不同，预计监管部门很有可能推动机构间的牌照收购，推进混业经营，出现行政接管的可能性低。

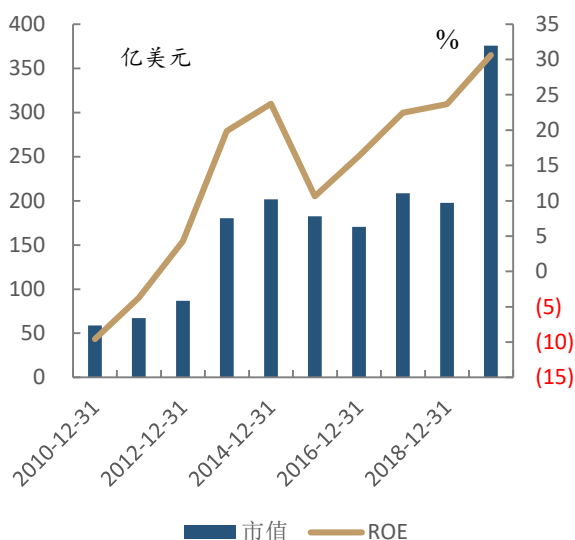
行业供给侧改革推进，机构将沿着宏观周期和监管有弹性的领域寻找转型机会。按照目前信托行业监管的思路，未来行业私募属性不变，之前信托机构想通过降低门槛（如单个客户从目前 100 万降至 30-40 万元）扩大募集规模的策略不可行；募资高成本特征不变，相对于传统报价式资管产品，信托产品成本普遍高 500BP 以上，这将显著增加了机构对资产端的收益要求。同时，资产配置方向已经变化，未来信托产品整体投向是逐步减少对非标资产的依赖，增加以债券为主的标准化资产配置。沿着这一监管导向，投行化（通过非标和标准化工具系统解决客户融资问题）、理财化（发行以“固收+”为主的私募净值型产品）、私行化（拓展代销售渠道）将是探索方向，在这一过程中信托产品的刚兑属性将逐步瓦解。

金融租赁：

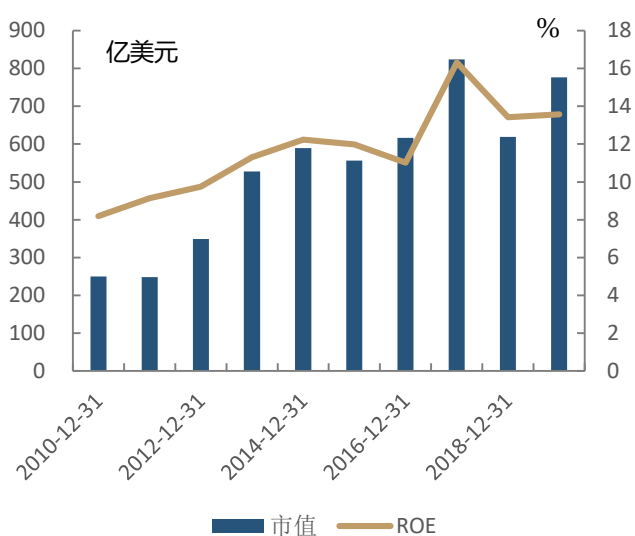
租赁业务的优势在于融资且融物的产融结合租赁模式具有发展想象力，牌照相对融资租赁公司更为稀缺，如中银航空租赁（02588）根植于细分领域，整体估值中枢高于母行，缺点在于租

赁属于高杠杆和高资本消耗的业务，资产质量与银行企业信贷业务线类似，短期较难证实。

图表 23：黑石 ROE 和市值不断走高



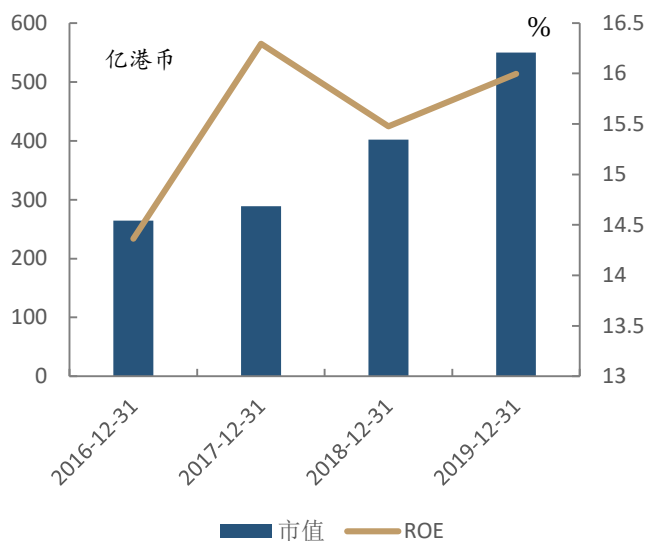
图表 24：贝莱德 ROE 和市值不断走高



资料来源：Wind、兴业研究

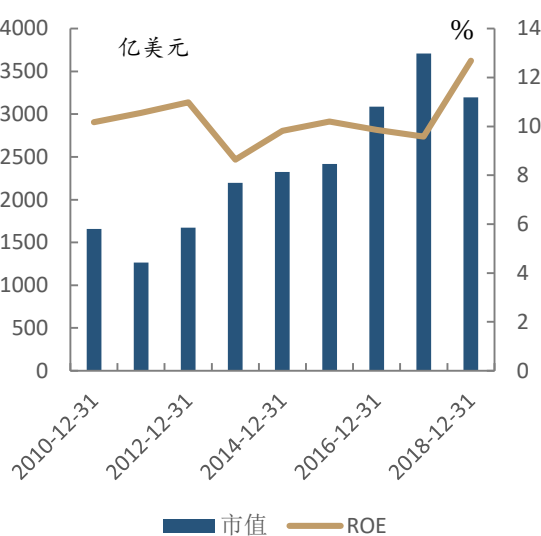
资料来源：Wind、兴业研究

图表 25：中银航空租赁 ROE 驱动市值走高



资料来源：Wind、兴业研究

图表 26：摩根大通市值不断走高



资料来源：Wind、兴业研究

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”, CIB Research)提供, 本报告中所提供的信息, 均根据国际和行业通行准则, 并以合法渠道获得, 但不保证报告所述信息的准确性及完整性, 报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断, 我司有权随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考, 一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出, 对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果, 我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的, 应视为分析师的个人观点, 并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场, 但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证, 相关风险务请报告阅读者独立做出评估, 我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议, 不能作为任何投资研究决策的依据, 我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体, 我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述, 均应从严格经济学意义上理解, 并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见, 报告阅读者也不应该从这些角度加以解读, 我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任, 并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版物正式刊登, 否则, 均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发, 需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市静安区北京西路 968 号嘉地中心 32 楼 如有兴趣或有任何疑问，欢迎联系兴业研究销售人员				
产品销售	信用排查、 新债研究、 组合投后管理	省联社	苗康	880501@cib.com.cn	021-22852737	13764968887
		银行	李璐琳	880606@cib.com.cn	021-22852751	13262986013
			于洋	880619@cib.com.cn	021-22852750	18918112398
			韩翔	880612@cib.com.cn	021-22852749	18721305561
		非银	王喆	880611@cib.com.cn	021-22852747	15618563301
研究销售	宏观、利率、汇率、 商品、信用、行业、 监管、ABS、绿色 金融、资产负债策略 等	衣洁晗		881005@cib.com.cn	021-22852759	18516860992
兴业银行及子公司对接人员		王莹		880605@cib.com.cn	021-22852748	15216714281
		叶琳		880613@cib.com.cn	021-22852755	15800339758
海外销售		张亮		880908@cib.com.cn	021-22852776	13818892261
						