

银行业

点评

行业公司研究——银行业

证券研究报告

银行财富管理意识觉醒，模式升级！

——评招商银行财富开放平台发布会，平安银行降低公募基金代销费率

✎ 分析师：梁凤洁 S1230520100001
 ✎ 分析师：邱冠华 S1230520010003
 ✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

行业评级

银行 看好

报告导读

招行、平安财富管理模式升级，有望催化估值中枢抬升。

投资要点

□ 事件概览

- 招行**：7月15日，招行举办财富生态合作伙伴大会暨财富开放平台发布会。
- 平安**：7月15日，公众号“平安票号”公布，平安线上全面主推C类基金份额，近1600只基金0申购费；超3000只A类份额基金申购费率降至1折。

□ 核心观点

1、从产品销售模式到买方服务模式。7月15日招行发布财富开放平台，并启动“初心计划”。(1)平台化：向以客户为中心转型。招商银行向基金、保险、理财等资管机构开放自己的客户，同时满足客户财富管理的需求。在平台上向资管机构提供营销、客户经营、数据的赋能服务。(2)体系化：锻造全方位财富管理能力。初心计划通过“财富管理价值观、资产配置方法论、数字化工具和模式、赋能型数字化财富中台”，体系化升级招行财富管理能力。截至最新，平台已有50余家机构入驻，招行零售客户突破1.6亿，AUM已突破10万亿，同比增速保持在20%以上。平安此前也推出银基开放平台。招行和平安财富管理的战略升级举措，意味着银行从以往的销售导向，转向客户服务为导向。

2、低费率有望激活价格敏感型客户。平安银行在推出银基开放平台后，近日宣布线上全面主推C类基金份额，并下调3000+只基金的申购费率至1折。

(1) 从外延扩张到客户经营。平安零售客户数超1.1亿户，而存量公募AUM以财富私行客户为主，财富私行客户数仅100多万，零售客户还有很大挖掘空间。银行在支付限额和账户体系上相较互联网平台有优势，但此前代销费率相对较高，沉睡的零售客户可能因价格因素流向其他平台。本次平安线上主推C类产品，并将部分A类基金代销费率下调至1折后，价格与互联网平台打平，策略改变后有望激活存量长尾客户。

(2) 做大蛋糕，对存量影响小。①从存量费率来看，平安银行2020年代销非货币基金1494亿，代销公募收入8.5亿，对应平均费率57bp。而当前无论是A类还是C类含权产品，基本费率都在50-60bp以上。因此预计影响不大。②从增量结构看，本次线上营销活动主要针对互联网年轻客群，且线上服务不会额外占用银行服务和成本，因此是做增量业务。将客户引流进入银行之后，通过陪伴式服务增强粘性获取收益。

3、财富管理再升级，提升估值中枢。大财富管理将逐步从销售导向的“卖方销售”模式，升级为客户服务导向的“买方服务”模式，发展驶入快车道。未来有望在财富管理赛道上走出来的银行，收入洁净、增长持续。我们认为可将财富管理进行PE分部估值，使得财富管理银行估值系统性提升。再次重申平安银行目标价33.21元，对应21年2.0倍PB，现价空间54%；招商银行目标价62.50元，对应21年2.2倍PB，现价空间22%。

□ **风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发，重大风险案件。**

相关报告

- 《业绩再印证，两颗定心丸——行业不良趋势向好，港行业绩大超预期》2021.07.14
- 《宽货币+宽信用=还是买银行——银行板块2021中期策略暨社融、降准点评》2021.07.11
- 《中报超预期，跌出黄金坑——7月8日银行股大跌点评暨中报业绩展望》2021.07.08
- 《降准如何看？——逻辑加强：货币更宽+信用偏紧=要买银行》2021.07.07

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

表 1：招行财富管理打法升级

平台化：财富开放平台		体系化：初心计划	
核心打法	联合 50 多家优秀资管机构，打造开放平台，为资管机构赋能，共同服务客户。	价值观	以客户为中心，为客户创造价值。
营销赋能	合作机构依托“招财号”服务客户，销售产品。可以实现个性化配置营销活动、可视化管理等功能。	方法论	从客户视角出发，重构资产配置方法论，使其更加贴合客户的财富管理需求，打通资产配置的售前-售中-售后的全旅程，推动资产配置从理论到实践的又一次探索，用专业陪伴好客户的财富人生。
客户经营	通过平台与客户建立链接，全周期参与客户理财售前售后。	数字化	进一步强化数字化平台和工具的应用，提升服务效率，实现业务流程与组织体系的升级。
数据赋能	招行 APP 进行大数据分析、梳理，挖掘优质内容及亮点，赋能经营。	中后台	着力打造赋能型数字化财富中台，发挥引领作用，带动全行专业服务能力的提升。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所。

表 2：不同类型基金的收费模式和费率梳理

基金类型与收费规则			
主要费用	A 类	C 类	收费主体及模式
申购费用	权益型 1.2%-1.5%	0%	前端渠道，如银行、互联网平台
销售服务费	0%	0.5%-0.8%/年	
管理费用	权益型 1%-2%		基金公司渠道分成，以支付宝为例，渠道通常分润 40%，最高不超过 50%
赎回费用	较高	较低	主要由基金收取，部分分润给渠道
托管费用	一般 25bp-35bp		托管机构

费率分析总结

以某平台某基金为例：①A 类收取客户申购费 0.15%（已经打 1 折，渠道收取）+管理费 1.5%（渠道分润 40%）+托管费 0.25%+赎回费用 0.30%（7 天-1 年）。②C 类收取客户申购费 0+销售服务费 0.5%*时长+管理费 1.5%（渠道分润 40%）+托管费 0.25%+赎回费用 0（1 个月以上）。

因此实际上：①对于渠道来说，申购费不打折的情况下卖 A 类划算；申购费打 1 折的情况下卖 C 类划算，同样 1 年时长的持有期，C 类收取 110bp，而 A 类收取 75bp。②对于客户来说，长期持有一般买 A 类划算，若短期持有则一般 C 类划算（因为销售服务费按时长收取）。

资料来源：各银行 APP，浙商证券研究所。

表 3：招商银行分部估值

轻资本业务		重资本业务		分部估值	
中收	795	真实不良	943	测算 2020 年总市值	14,603
成本收入比	40%	拨备水平	2,347	测算 2020 年 PB	2.28
税率	25%	税率	25%	2021 年预测 BPS	28.47
中间业务净利润	358	风险调整后的净资产	7,449	测算估值对应目标价	64.99
估值（20x PE）	7,154	估值（1x PB）	7,449	当前我们的目标价	62.50

资料来源：wind，浙商证券研究所。估值方法：①轻资本业务 PE 估值。将除信用卡分期业务外的 2020 年中收作为营业收入。假定税率为 25%、成本率 40%。轻型业务中收对应利润=不含信用卡分期手续费的中收*（1-40%）*（1-25%）。给予 1x PEG 估值，计算对应轻资本业务市值；②重资本业务 PB 估值。使用风险调整后净资产=2020 年净资产+2020 年（拨备-不良-关注）*（1-25%）作为风险调整后净资产，给予 1x PB 估值。分部估值法结果高于我们目标价，保守起见我们维持原有的目标估值，下同。

表 4：平安银行分部估值

轻资本业务		重资本业务		分部估值	
中收	307	真实不良	611	测算 2020 年总市值	6,413
成本收入比	40%	拨备水平	632	测算 2020 年 PB	2.18
税率	25%	税率	25%	2021 年预测 BPS	16.69
中间业务净利润	138	风险调整后的净资产	2,958	测算估值对应目标价	36.38
估值 (25x PE)	3,455	估值 (1x PB)	2,958	当前我们的目标价	33.21

资料来源：wind，浙商证券研究所。测算思路与招行相同，为排除信用卡分期手续费影响，2020 年测算中收=21Q1 中收占比*2020 年营收。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>