

财富管理，价值重估

——重构银行估值体系

行业评级：看好

2021年11月15日（更新于2022年6月14日）

作者 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

联系人 陈建宇

作者 邱冠华
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn
电话 021-80105900
证书编号 S1230520010003

联系人 徐安妮

1、估值分化背后：本质是新老业务估值分化

银行估值分化：龙头上市银行估值屡创新高，宁波PB估值1.6x，2021年上半年估值一度突破2.0x；上市银行整体估值屡创新低，行业估值中枢下移至0.5-0.6x。估值分化的背后，是银行经营基本面的分化（但不足以解释），但更重要的是银行新老业务商业模式和景气度的分化。

景气认知误区：市场认为银行盈利能力中长期向下，“没逻辑”；但市场忽视了银行里新兴赛道的增长，对公、零售、金融市场都有第二增长曲线。

(1) 传统表内业务中：①对公业务：传统表内业务跟随经济增速趋缓，类似于股票市场里的周期行业；②零售业务强于经济增长、需求稳定，类似于股票市场里的消费行业；③金融市场业务跟随资本市场，类似于股票市场里的金融行业。

(2) 新兴轻型业务中：整体类似于股票市场里的成长行业。①对公业务：直接融资大时代背景下，投资银行业务潜力巨大；②零售业务：社会财富积聚背景下，财富管理业务迎来大发展；③金融市场：资产管理、代客交易、做市业务方面仍有增长潜力。随着打破刚兑和直接融资占比提升，大财富管理将成为全新增长赛道。以财富管理和资产管理为例，预计未来5-10年将保持10-15%的复合增长。

模式认知误区：市场认为银行盈利依赖于表内利差，“风险大”；但实际银行盈利来源已经开始转向轻型。(1) 资产端：从持有资产转向创设和流转资产，风险和收益对接给市场，银行赚取中间手续费。(2) 资金端：从吸收存款到提供财富和资产管理服务，有序打破刚兑，银行赚取手续费。

2、估值体系重构：轻重资本业务分部估值法

传统业务：重资本，PB估值法。(1) 商业模式：传统表内业务以资本驱动规模和盈利增长，盈利具有周期性，估值仍然适用于PB-ROE的定价框架。

(2) 估值方法：PB估值，零售>对公和金融市场。思路是将中收从各类业务盈利项目中剥离，并按照调整后的ROE进行定价。

新型业务：轻资本，PE估值法。(1) 商业模式：银行中间业务以服务驱动业务和盈利增长，对资本的依赖度低，且盈利更加稳定，可以使用PE估值。打破刚兑催化行业发展和价值重估。(2) 估值方法：可以考虑给予20x左右的PE或者按照PEG=1的思路给予PE估值。

3、广义财富业务：空间展望与海外模式借鉴

大财富管理全产业链：大财富管理好比一座桥梁，通过财富管理、资产管理、投资银行、资产托管四大板块，对接资金和实体融资需求。

海内外典型案例分析：在四大领域，分析典型机构经营模式。(1) 财富管理：①摩根大通：全能银行代表，对公、私行、财富全面服务，银行整体ROE 12%，AWM板块ROE 28%。②瑞银集团：私人银行代表，重点服务高净值和超高净值客户，整体ROE 11%，财富板块ROE 24%；③嘉信理财：互联网券商代表，整体ROE 9%，ROTCE 15%。(2) 资产管理：贝莱德机构客户AUM占比52%，整体ROE 14%；(3) 投资银行：摩根士丹利，投行与财富管理收入各占比54%、40%，ROE 13%，财富板块ROE 16%。(4) 资产托管：道富银行托管营收占比83%，整体ROE 10%。

4、对投资的启示：哪些银行未来有可能胜出

核心能力：有潜力、有能力、有定力的银行有望在大财富管理赛道胜出。(1) 有潜力：客户资源丰富。典型代表为招行（基础和高端客户）、平安（集团生态）、邮储（普惠大众）、兴业（同业客户）、光大（缴费客户）、发达地区城商行（有钱人多）；(2) 有能力：市场化程度高。典型代表为平安、招行、兴业、宁波；(3) 有定力：战略久久为功。典型代表招行、平安、宁波，未来战略执行有望迎来催化的兴业、邮储。

重点银行：银行业将继续分化，重点推荐有望在大财富领域胜出的银行。客户经营在非银已是红海，在银行还是蓝海，率先从产品销售切换至客户经营阶段的银行未来更有可能胜出。当前招行、宁波已经获得市场认可，结合未来胜出的概率、当前估值水平，重点推荐兴业/平安/南京+邮储/招行。2

5、风险因素提示：(1) 宏观经济失速，疫情反复失控；(2) 不良大幅爆发，风险案件暴露。

一、与前不同认知

- **间接融资向直接融资转型→银行模式轻型化→估值框架向PE转变**：企业间接融资依赖度下降，将越来越多从直接融资市场解决；存量资产形成，兼并重组迎来历史性机遇；居民存款搬家，但财富管理需求上升。相应地，银行传统利差业务越来越薄，而新兴轻型业务（财富管理、资产管理、投资银行等）却蓬勃发展。银行盈利模式从“利差”到“服务”，表内承担风险减少，抗周期属性更强，估值框架从PB到PE开始转变。
- **规模增长向结构优化转变→银行间经营分化→银行股投资从 β 到 α** ：银行从牌照和增长驱动的“躺平=躺赢”时代，进入专业和敬业驱动的“爱拼才会赢”时代。银行业绩、估值的 β 属性减弱；而银行业绩和估值的 α （分化）却持续增强。

二、与众不同认识

- **成长的误判**：市场认为银行盈利能力中长期向下，“没逻辑”、“没机会”；但市场忽视了银行里新兴赛道的成长性。类比中国A股市场，传统表内业务类似于中国传统经济，对公业务类似于周期行业，零售业务类似于消费行业，金市类似于金融行业，而新兴轻型业务类似于成长行业，别看成长行业占GDP比例较低，在资本市场却能享受更高的估值溢价。对一些银行整体市值而言，大财富新兴轻型业务的估值占比已经超过传统重资本业务。
- **估值的误区**：市场认为银行盈利依赖于表内利差，“风险大”；实际上银行盈利来源已经开始转向轻型。**资产从持有到流转，风险从表内到表外，盈利从顺周期到抗周期。因此新兴轻型业务应该按PE估值。**

三、报告创新意义

- **首篇系统性重构银行估值体系报告**。（1）逻辑梳理，市场首篇系统性建立银行全新估值框架。传统表内业务以PB估值（对公、零售、金市分别测算盈利能力并估值），新兴轻型业务以PE估值。（2）统一估值，市场首篇建立普适性估值框架。突破此前仅以招行为个案估值的情况，对代表性银行股均在统一框架内进行估值。
- **首篇系统性描绘大财富全景图报告**。（1）关键环节，市场首篇系统性梳理大财富管理各环节和银行竞争优势；（2）典型案例，市场首篇系统性梳理各环节对应的代表性海外巨头案例。
- **首篇系统性评估各家银行潜力报告**。市场首篇系统性梳理银行发展大财富行业的关键竞争能力，并据此梳理出可能胜出的银行。

四、未来改进空间

实际上银行各业务板块之间的联系非常紧密，本报告采用的分割测算是线性的，尚未考虑其中的协同效应，导致估值仍偏保守。

银行研究



梁凤洁

北京大学金融硕士。2020年加入浙商担任银行首席。曾就职国泰君安研究所，创下中国最年轻银行首席纪录，新财富白金团队核心成员。



邱冠华

南京大学会计本硕。浙商证券首席战略官兼研究所所长，南京大学金融校友会（紫金会）会长，中国首位银行业新财富白金分析师，九次新财富第一名。



陈建宇

美国麻省理工学院金融学硕士。2020年加入浙商证券研究所，负责国股行研究和行业跟踪。



徐安妮

复旦大学国际商务硕士。2021年加入浙商证券研究所，负责城农商行研究和行业跟踪。

非银研究



洪希柠

哥伦比亚大学硕士。2021年6月加入浙商证券，覆盖券商板块。



胡强

浙江大学硕士。2021年9月加入浙商证券，覆盖保险板块。

目录

CONTENTS

01

估值分化的迷思

PB-ROE体系失灵的背后

02

估值体系的重构

分部估值法：重资本业务

分部估值法：轻资本业务

03

财富空间有多大

全产业链：财富管理 | 资产管理 | 投资银行 | 资产托管

典型案例：摩根大通 | 瑞银 | 嘉信理财 | 贝莱德 | 摩根士丹利 | 道富

04

未来如何来选股

大财富管理哪些银行可能走出来

基于财富管理的目标估值怎么给

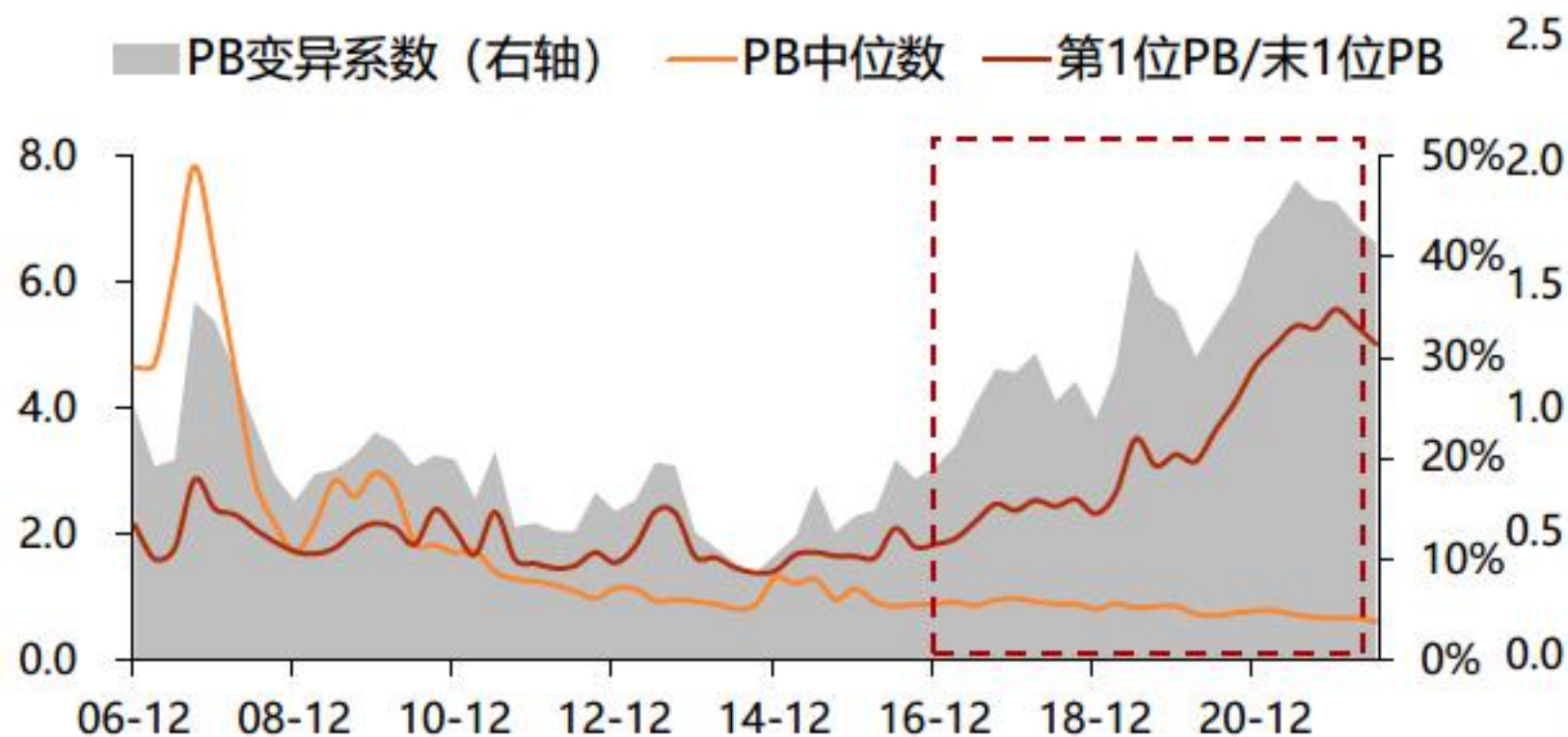
01

估值分化的 迷思

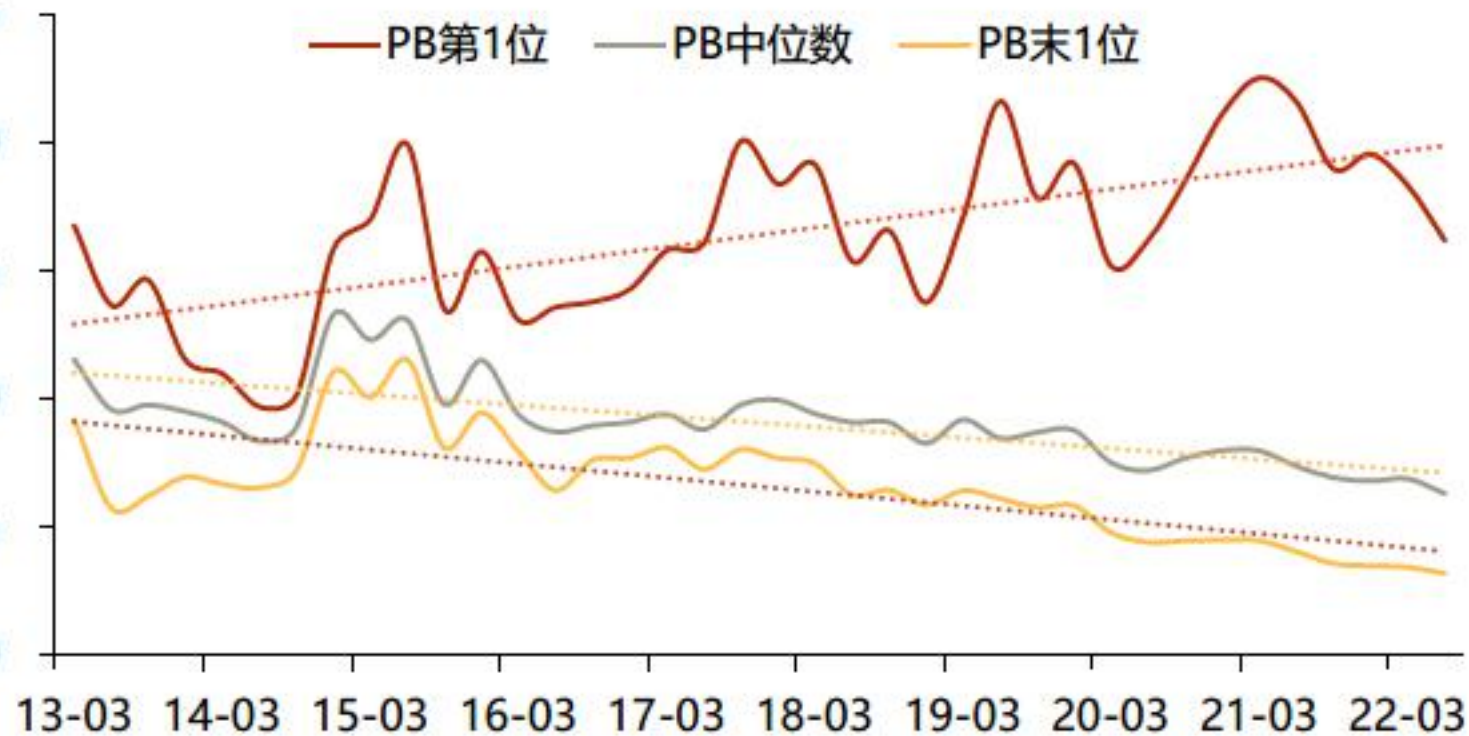
银行股投资者的最大困扰就在于估值。两大典型困惑：

- **一般银行估值“没有最低只有更低”**：2006年以来银行估值持续下移，行业最新PB估值打5-6折，市场的解释是银行业ROE中长期趋势向下、银行藏不良风险很大。ROE趋势向下就一定应该破净吗？对资产质量的担忧有没有可能发生扭转？
- **优质银行估值“没有最高只有更高”**：2014年以后龙头银行（宁波银行、招商银行）估值中枢持续上升，截至最新分别为1.62倍、1.32倍。龙头银行与一般银行的估值差距越来越大，这样的价格贵不贵、值不值得买、还会更贵吗？

上市银行估值2016年以来明显分化



优质银行估值中枢2014年以来呈现上升趋势



数据来源：wind，浙商证券研究所。截至2022年6月13日。

从DDM模型的角度思考：核心的影响变量在于盈利能力、分红水平和要求回报率。

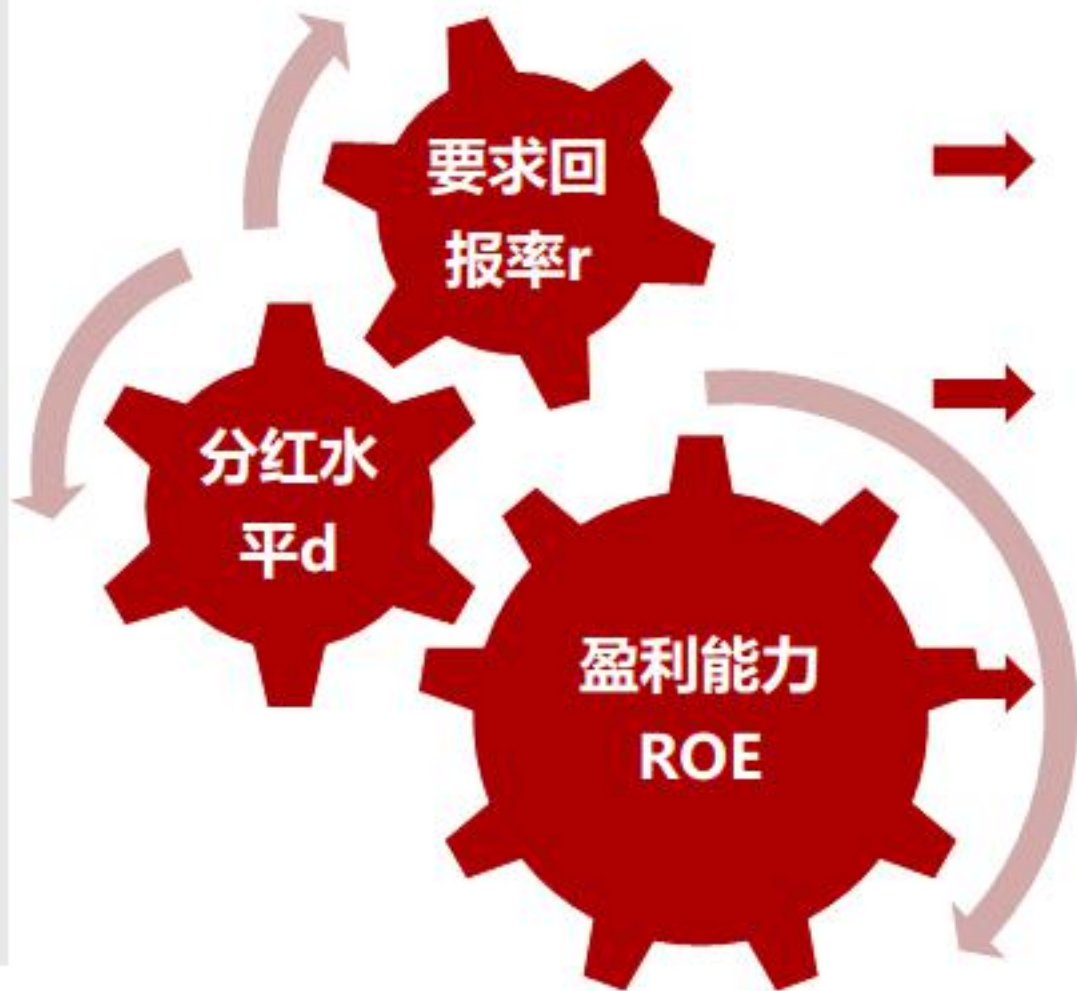
DDM估值法（假设永续增长）

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+r)^i} = \frac{D_0 \times (1+g)}{r-g}$$

$$\approx B \times ROE \times d \times \frac{1 + ROE \times (1-d)}{r_f + \beta \times ERP - ROE \times (1-d)}$$



$$P/B \approx ROE \times d \times \frac{1+g}{r-g} \approx ROE \times P/E$$



r: 资产质量担忧是核心影响因素，经济或个股风险上升会导致r明显恶化。

d: 破净说明市场要求回报率高于内生增长，应该分红给股东进行再投资。

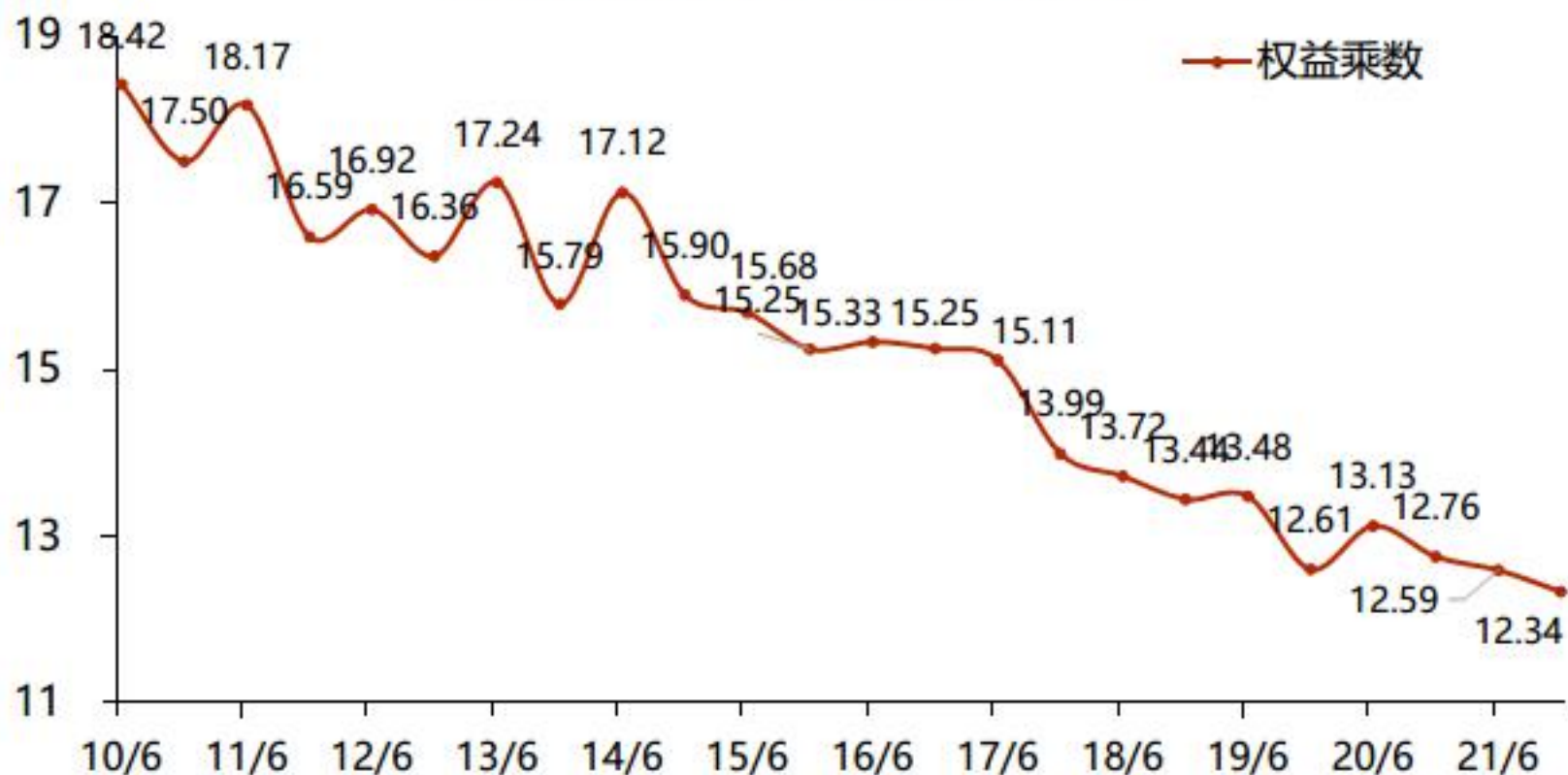
ROE: 估值的核心支撑因素。
PB-ROE估值体系的基础。

为什么上市银行普遍破净？投资者要求回报率超过了一个界限。即要求回报率 $r > g + ROE \times d \times (1 + g)$ 。

银行经营的高杠杆决定了投资者对风险极度敏感，同时银行账面水分增加了投资者对于不确定性的担忧。

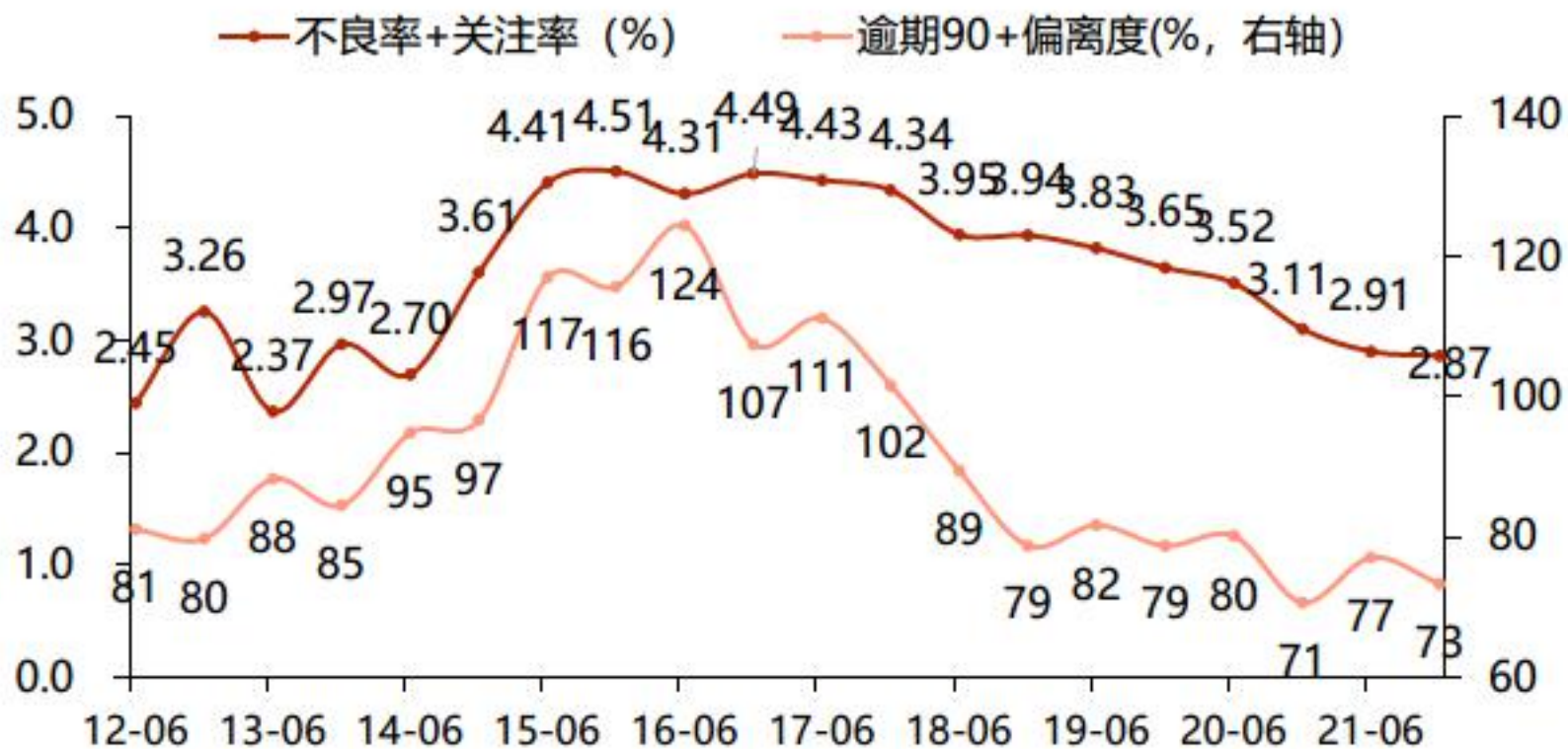
- **高杠杆：**银行的经营模式与普通实体企业不同，在特许经营权下银行可以高杠杆经营，在放大盈利能力的同时，也会放大风险的波动性。因此市场对于杠杆较高的银行股，要求回报率较高。
- **未知性：**银行经营中表内外资产的投向、风险情况，市场难以准确判断。因此往往也会对不确定性收取一定程度的要求回报率。典型代表是市场对银行“藏不良”的担忧持续存在。此现象在15、16年以前确实存在。但2017年以来在监管引导下，银行不良认定持续趋严，截至21年末上市银行逾期90+偏离度已经下降至73%。银行账面已经到了近十年最干净的时候。

2010-2021年商业银行权益乘数



数据来源：wind，浙商证券研究所。取上市行中位数水平。

不良认定趋严，不良+关注率逐步下降



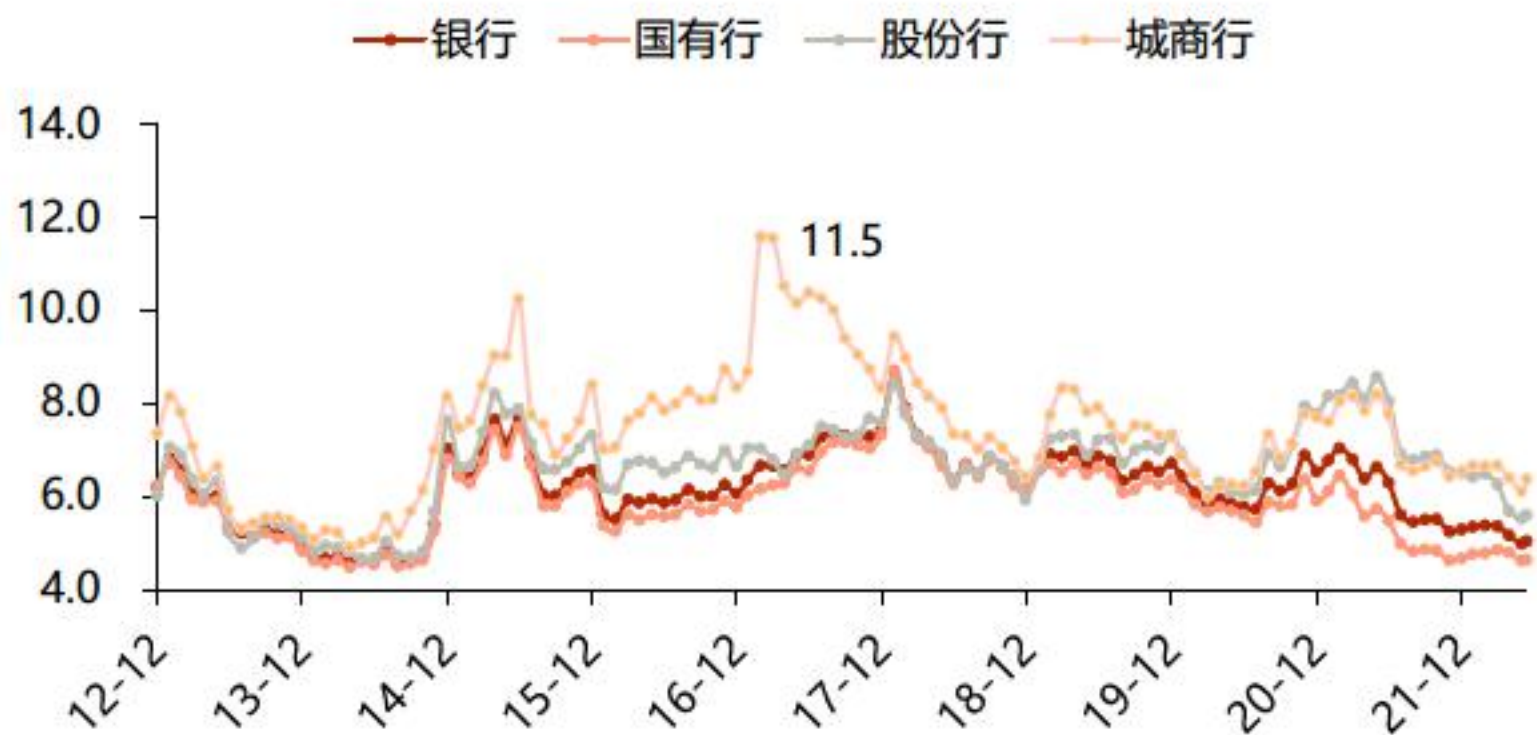
数据来源：wind，浙商证券研究所。取上市行中位数水平。

为什么有些银行PB估值会越来越低？估值下移的背后是，上市银行盈利能力下行快于投资者要求回报率的下降。

理论上PB与ROE存在强相关性，并且其相关性可以用PE估值来解释： $PB = P/B = E/B \times P/E \approx ROE \times PE$ 。我们观察到2012年以后银行股PB承压的背后，并非PE区间明显下移，而是上市银行ROE整体呈现持续下移趋势。

- **银行股PE估值在区间内震荡。**2012年经济增速下台阶以来，市场对经济增速中枢下行已经充分预期。反应在银行估值上，就是A股银行股PE估值在区间内波动，行业PE估值在4.5x-8x。经济上行期，市场对银行基本面信心增强，通常可迎来银行PE估值的回暖。经济下行期，市场对银行基本面信心受挫，通常带来银行股PE估值的下移。
- **上市银行盈利能力ROE承压。**以国有银行为例，ROE从2012年高点20%左右压缩至2021年最新10%左右，盈利能力下降一半。

银行板块PE在区间内波动



上市银行ROE变化

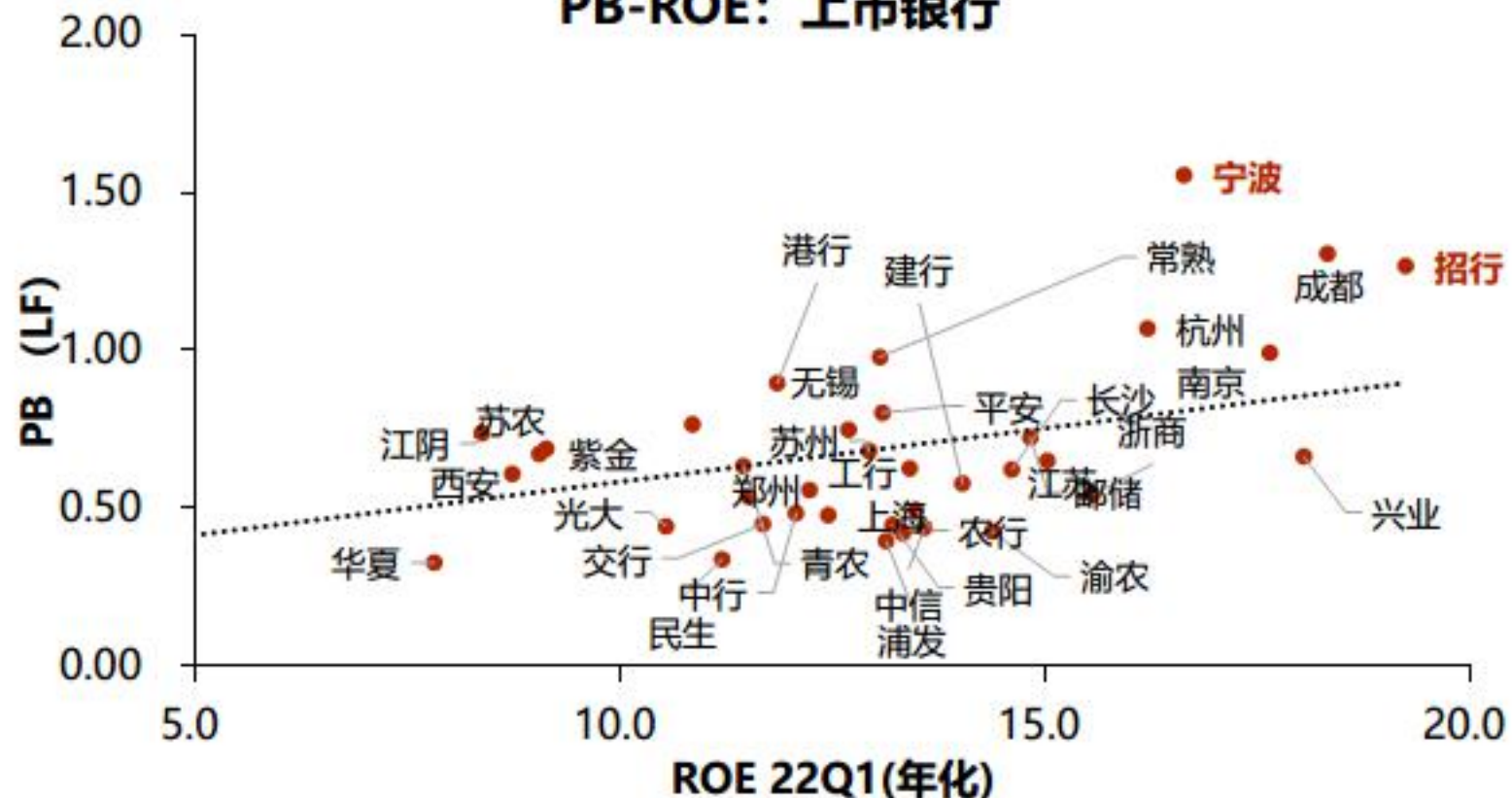


数据来源：wind，浙商证券研究所。截至2022年6月13日。使用中信行业指数衡量，农商行指数由于时间较短，未列入。

为什么有些银行明显偏离PB-ROE体系？说明这些银行的盈利持续性、业务模式可能发生了转变。

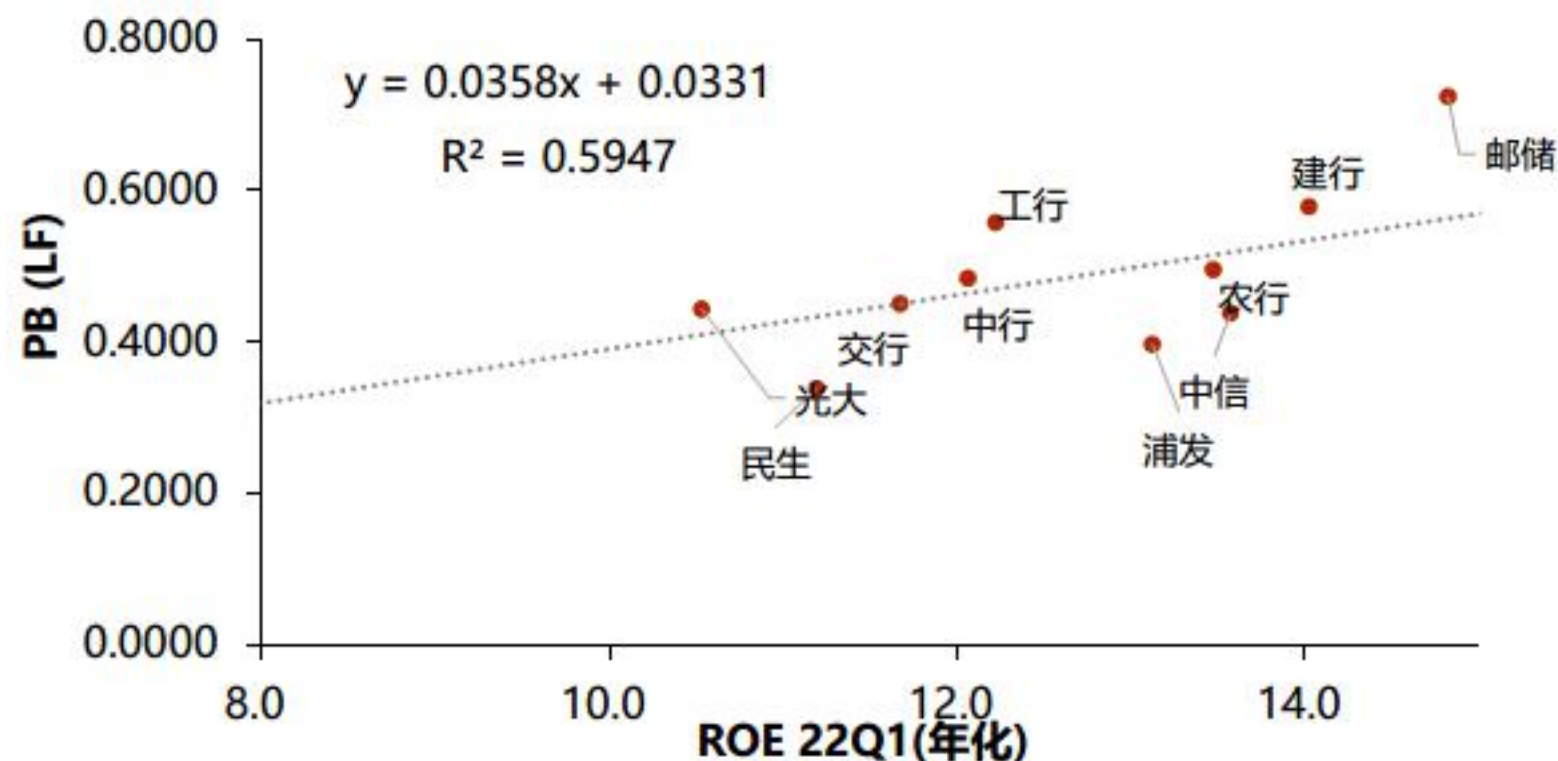
- **传统银行PE估值基本一致**：排除部分脱离PB-ROE回归线的个股和中小型银行后，PB-ROE对于大中型银行估值的解释力较强 ($R^2=59\%$)。也就是说对于大部分传统银行，市场给予的PE估值是较为一致的。截至最新，PE (TTM) 基本在4-6x。
- **部分银行PE估值中枢偏离**：以招行、宁波为代表的 α 银行，估值中枢明显偏离传统估值曲线。截至最新，PE (TTM) 估值基本在7-11x。这样的偏离无法用传统的ROE框架去解释。可能的原因：**(1) 盈利增长的维度**，这些银行发掘了全新的增长曲线使得盈利可持续性超出同业；**(2) 风险感知的维度**，这些银行的新业务模式脱离杠杆经营、资本驱动的特征，使得投资者要求回报率下降。当然，经营业绩持续强劲也有助于缓解投资者对于风险的担忧，从而带来要求回报率的下降。

PB-ROE：上市银行



数据来源：wind，浙商证券研究所。截至2022年6月13日。

PB-ROE：大中型上市银行



数据来源：wind，浙商证券研究所。截至2022年6月13日。

02

估值体系的 重构

对于商业银行可以采取分部估值法：传统重资本业务估值+新型轻资本业务估值=目标估值。

- **重资本业务：PB估值法。**传统表内业务以资本驱动规模和盈利增长，盈利具有周期性，估值仍然适用于PB-ROE的定价框架。盈利能力看ROE和可持续性，要求回报率看资产质量和确定性。
- **轻资本业务：PE估值法。**银行中间业务以服务驱动业务和盈利增长，对资本的依赖度低，且盈利更加稳定，可以使用PE估值。打破刚兑催化行业发展和价值重估。可以考虑给予20x左右的PE或者按照PEG=1的思路给予PE估值。

分部	商业模式	估值方法	核心变量	考察维度	原因
传统业务	重资本、强周期、规模驱动	PB估值法 (PB-ROE)	ROE	盈利能力强弱和持续性	盈利能力优秀，支持预期回报率
			×		
			PE	资产质量优异/存量风险出清/ 区域经济强劲/风控能力优秀 市场信誉和形象	风险感知改善，可带来要求回报率下降 确定性强，带来要求回报率下降
+					
新型业务	轻资本、弱周期、服务驱动	PE估值法 (PEG)	g	轻资本业务增速和持续性	以服务驱动的盈利可以用PE估值
=					
目标估值					

数据来源：浙商证券研究所。注：盈利能力ROE也会影响PE，为了简化起见，不做进一步分解。

重资本业务：PB估值法。传统业务银行间PB估值的差距来自于ROE和要求回报率两个维度。ROE的影响不再赘述，重点关注要求回报率。要求回报率核心影响因素为：

- **（市场感知的）风险水平高低：**银行资产质量越好，市场要求回报率越低。以真实不良率考察上市银行资产端风险水平，真实不良率越低，整体PE和PB估值水平越高。因此区位优势越强、业务风险越低、风控能力越强、资产质量越干净，越容易获得较高的估值。
- **（市场相信的）不确定性强弱：**业绩越高越稳定，市场要求回报率越低。过去历史业绩出色且稳定，持续符合或超出市场预期，市场沟通较为充分的银行，整体PE和PB估值水平较高。

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：为避免异常点对统计结果的影响，未将估值较高的招行、宁波纳入，民生2020年亏损金额大使得业绩波动性值异常高，也未纳入统计；也未将2019年以来上市的中小银行纳入。截至2022年6月13日。PB为lf口径，PE为ttm口径。真实不良率=不良率+关注率。真实不良率和ROE单位为%，均为2021年数据。业绩波动性为16Q1-22Q1利润增速的变异系数。

银行	PB	PE	真实不良率	ROE	业绩波动性	零售贷款占比
工商	0.56	4.7	3.41	12.2	2.5	38%
建设	0.58	4.8	4.11	12.6	1.7	43%
农业	0.50	4.3	2.91	11.6	1.7	42%
中国	0.48	4.3	2.68	11.3	1.9	39%
交通	0.45	4.1	2.83	10.8	3.0	35%
邮储	0.72	5.9	1.29	11.9	0.7	58%
兴业	0.66	4.8	2.62	13.9	0.9	42%
浦发	0.40	4.2	3.78	8.8	1.5	40%
中信	0.44	4.0	3.14	10.7	1.4	42%
平安	0.80	6.9	2.44	10.9	1.2	62%
光大	0.44	3.9	3.11	10.6	1.3	43%
华夏	0.33	3.3	4.87	9.0	2.6	29%
浙商	0.54	5.3	4.04	9.8	1.3	28%
北京	0.42	4.2	2.92	10.3	1.1	35%
上海	0.48	4.1	2.90	11.8	0.7	32%
江苏	0.65	4.6	2.42	12.6	0.5	40%
南京	0.99	6.9	2.13	14.9	0.4	30%
杭州	1.07	7.9	1.24	12.3	0.5	38%
长沙	0.62	4.9	3.18	13.3	0.9	41%
贵阳	0.45	3.5	4.53	13.3	0.5	18%
成都	1.31	7.5	1.59	17.6	1.0	25%
郑州	0.54	6.8	4.06	7.2	3.4	26%
常熟	0.98	8.5	1.70	11.6	0.6	61%
无锡	0.75	6.2	1.22	11.4	0.4	21%
苏农	0.69	7.6	3.57	9.3	0.5	26%
江阴	0.74	7.0	1.87	10.2	2.0	23%
港行	0.90	7.8	2.56	11.1	0.8	44%

重资本业务：PB估值法。考虑不同银行在业务结构、经营区位等方面的巨大差异，有必要拆分传统表内业务估值的驱动因素。银行表内主要分为三类业务：对公业务、零售业务和金融市场业务，因不同业务的盈利和风险特征均不相同，应给予不同估值。一般来说，**零售业务PB估值>对公和金融市场**。从ROE和要求回报率两个维度分析驱动因素：

- **传统零售：类似于消费板块。**①**业务特征：**零售存贷为主，居民杠杆较低还有空间，需求跟随经济增长；银行议价能力强；风险较为分散。②**财务特征：**ROE较高，风险较低。③**估值特征：**较高PE和PB估值，取决于**增长潜力和风控能力**。
- **传统对公：类似于周期板块。**①**业务特征：**对公存贷为主，企业杠杆较高需要控制，需求慢于经济增长；银行议价能力弱；风险较为集中。②**财务特征：**ROE较低，风险较高。③**估值特征：**较低PE和PB估值，**资产质量好、区位优势强、增长快的估值高**。
- **传统金市：类似于金融板块。**①**业务特征：**自营投资交易和资金融通为主，受市场波动影响较大。②**财务特征：**ROE最高，风险中高。③**估值特征：**较低PE估值、中等PB估值。

板块	传统/表内							新型/表外	
	主要业务	ROE	增长	风险	要求回报率	PE	PB	主要业务	PE
零售	零售存贷	中	中（个人杠杆较低，超越或跟随经济增长）	信用风险中低	低	高	高	财富管理、支付结算等	根据增长g
对公	对公存贷	低	低（企业杠杆较高，低于经济增长）	信用风险中高	高	低	低	投资银行、现金管理等	
金融市场	自营投资交易/资金融通	高	中低（跟随市场）	信用风险低 市场风险高	高	低	中	代客理财、做市业务、代客交易、资产托管等	

数据来源：wind，浙商证券研究所。

以老16家银行+邮储银行+长沙银行为例，进行传统业务盈利能力分解和估值。其中兴业银行、浦发银行、华夏银行未披露业务分部利润表，因此没有在此部分进行分解，因此总共15家样本银行，以下测算供参考。

		ROE (中收调整后)				PE				测算PB			
		全公司	对公	零售	金市	全公司	对公	零售	金市	全公司	对公	零售	金市
国有行	农业银行	10.0%	3.3%	22.5%	14.6%	7.73	6.00	10.00	5.00	0.77	0.20	2.25	0.73
	建设银行	10.0%	4.5%	22.2%	12.5%	7.94	6.00	10.00	5.00	0.80	0.27	2.22	0.62
	工商银行	10.0%	3.8%	21.2%	16.8%	7.36	6.00	10.00	5.00	0.74	0.23	2.12	0.84
	中国银行	10.0%	2.9%	18.3%	22.7%	7.06	6.00	10.00	5.00	0.71	0.18	1.83	1.13
	邮储银行	10.5%	7.3%	11.7%	15.9%	7.31	6.00	10.00	5.00	0.77	0.44	1.17	0.79
	交通银行	8.5%	2.0%	6.1%	27.8%	5.79	6.00	10.00	5.00	0.49	0.12	0.61	1.39
股份行	招商银行	10.7%	7.7%	12.1%	16.3%	8.05	6.00	12.00	5.00	0.86	0.46	1.46	0.82
	民生银行	4.6%	2.4%	13.4%	2.0%	8.11	5.00	10.00	5.00	0.38	0.12	1.34	0.10
	平安银行	8.2%	-3.9%	8.3%	28.5%	7.52	6.00	12.00	5.00	0.62	0.00	0.99	1.43
	中信银行	6.8%	3.6%	5.0%	19.5%	6.13	6.00	10.00	5.00	0.42	0.22	0.50	0.97
	光大银行	8.3%	5.4%	-0.5%	22.1%	5.27	6.00	10.00	5.00	0.44	0.32	0.00	1.11
城商行	长沙银行	12.4%	9.9%	20.6%	12.1%	7.57	7.00	10.00	5.00	0.94	0.69	2.06	0.61
	北京银行	9.1%	6.8%	23.7%	4.4%	7.60	6.00	10.00	5.00	0.69	0.41	2.37	0.22
	宁波银行	11.8%	4.8%	14.4%	23.5%	8.74	12.00	15.00	5.00	1.03	0.57	2.16	1.17
	南京银行	12.0%	8.2%	10.7%	28.7%	8.25	10.00	12.00	5.00	0.99	0.82	1.29	1.43

数据来源：wind，浙商证券研究所，数据取自2021年年报。数据计算方法：测算PB=测算分部ROE*PE；对公和零售测算分部ROE=[分部税前利润-非息收入*(1-成本收入比40%)]*(1-所得税率25%)/测算分部净资产，金市分部ROE=[整体税后利润-中收*(1-成本收入比40%)*(1-所得税率25%)-对公和零售测算税后收入]/测算分部净资产；测算分部净资产=分部测算RWA占比*净资产，对公测算RWA=对公贷款+SPV（不含基金），零售测算RWA=零售贷款（除按揭）*75%+按揭*50%，金市RWA=整体RWA-对公和零售RWA；PE估值根据业务性质及银行质地假设，零售>对公>金市，且银行质地越优，业务PE估值越高。PB计算为负的，最低值设为0。为简便起见，使用期末测算净资产计算ROE。

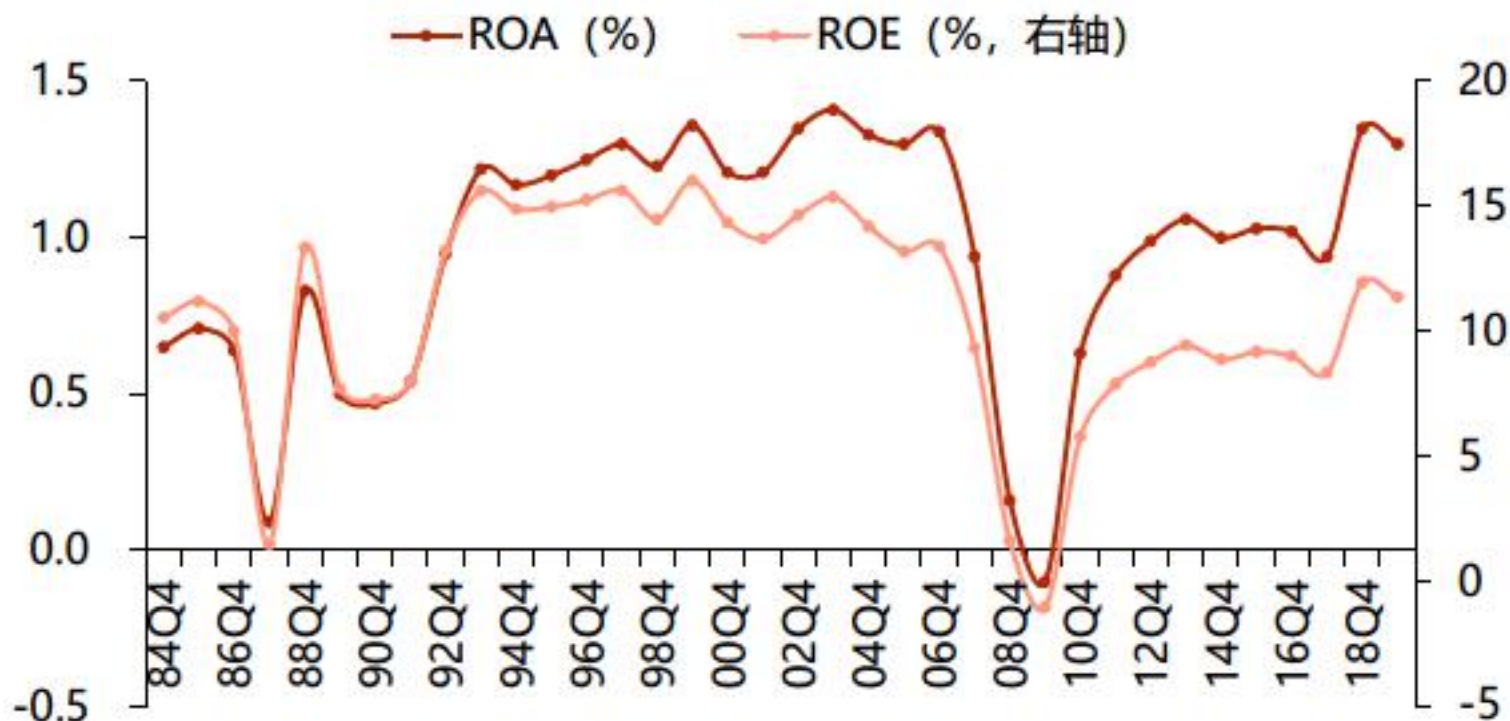
重资本业务：PB估值法。从商业模式来看，银行传统表内业务依赖于资本金，且盈利具有周期性，市场一般给予PB估值。

• **纵向对比：相较历史阶段，估值太悲观——盈利与PE视角**

(1) 盈利能力企稳回升：①从国际经验看，银行盈利能力未必会持续下降。以美国为例，1980s以来银行业ROA其实在区间波动，未见明显的中枢下移。②从理论推导看，中期来看银行业ROE有底。若需要商业银行正常支持实体经济融资，保持正常盈利能力是有必要的。基于中期我国GDP增速5%+CPI 2%-3%的假设，银行ROE需在10%左右才能内生支撑经济增长，当前银行盈利能力已经在此平台上，2021年上市银行ROE同比回升。

(2) PE估值具有吸引力：当前银行板块PE估值接近或低于2018年和2020年最悲观状态，而银行当前资产质量干净程度远超以往，上市银行2021年底逾期90+偏离度仅73%，估值性价比凸显。

美国银行业盈利能力



数据来源：联邦储备经济数据库FRED数据库，浙商证券研究所。

PE	银行	国有行	股份行	城商行
平均PE	6.2	5.9	6.6	7.4
PE上沿	8.7	8.7	8.6	11.6
PE下沿	4.6	4.5	4.7	4.9
18年低点	6.1	6.2	5.9	6.4
20年低点	5.7	5.5	6.1	6.0
当前PE	5.1	4.7	5.6	6.4
历史分位数	11%	10%	16%	19%

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：历史阶段为2012年底至2022年6月13日。使用中信行业指数衡量，农商行指数由于时间较短，未列入。

重资本业务：PB估值法。从商业模式来看，银行传统表内业务依赖于资本金，且盈利具有周期性，市场一般给予PB估值。

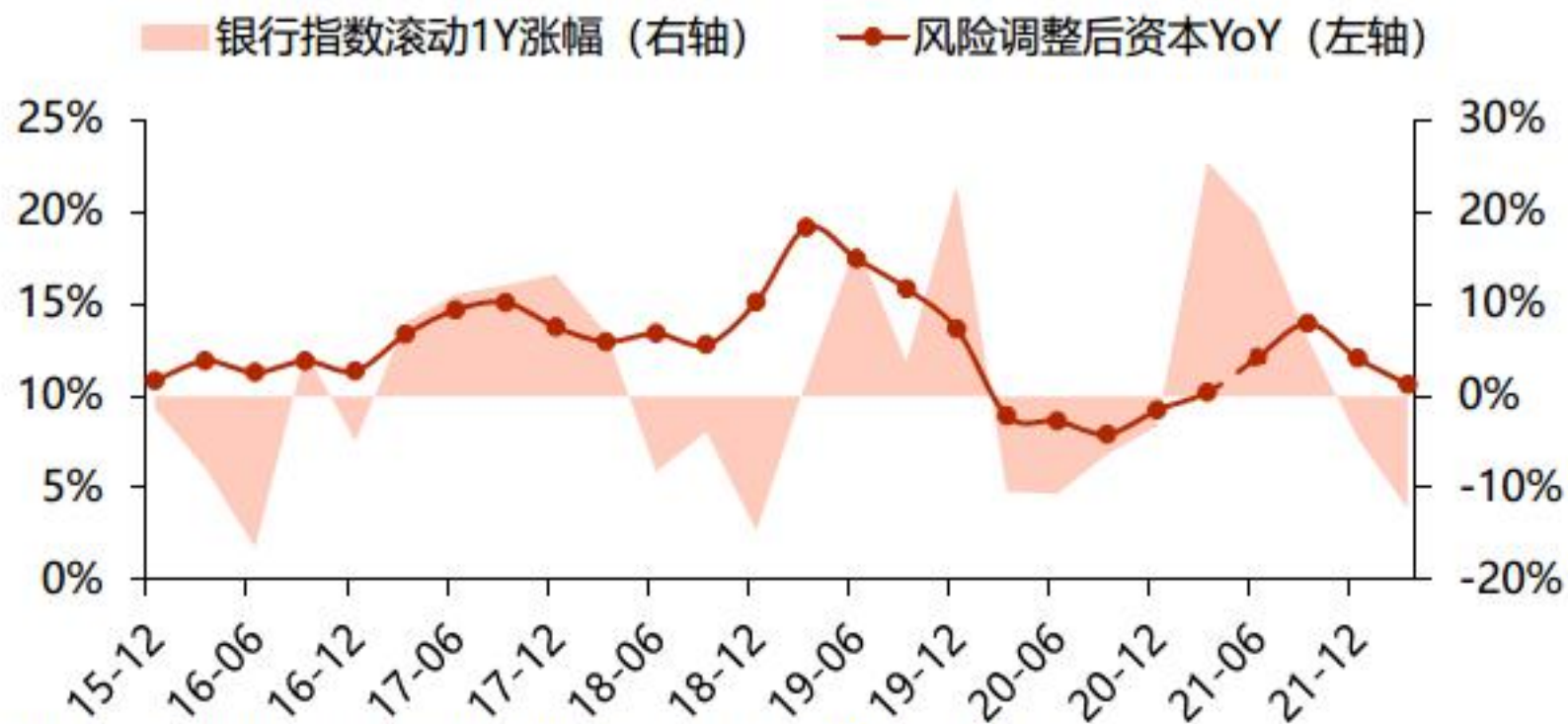
• **纵向对比：相较历史阶段，估值太悲观——净资产与PB的视角**

(1) 基本面仍然在修复。宏观经济相较2020年恢复常态化增长，银行风险调整后的净资产增速回升，且有望持续，由此带来行业估值修复。(2) 估值充分反映悲观预期。2021Q2以来，市场担忧经济高位回落，同时也担心城投和地产政策趋严对银行基本面的影响，导致银行板块出现“杀估值”现象。从估值来看，当前风险调整后PB为0.64x【注2】，市场对于板块的担忧尤胜于2018年（金融去杠杆+经济去杠杆+贸易战）的0.81x和2020年（疫情冲击经济）的0.79x。

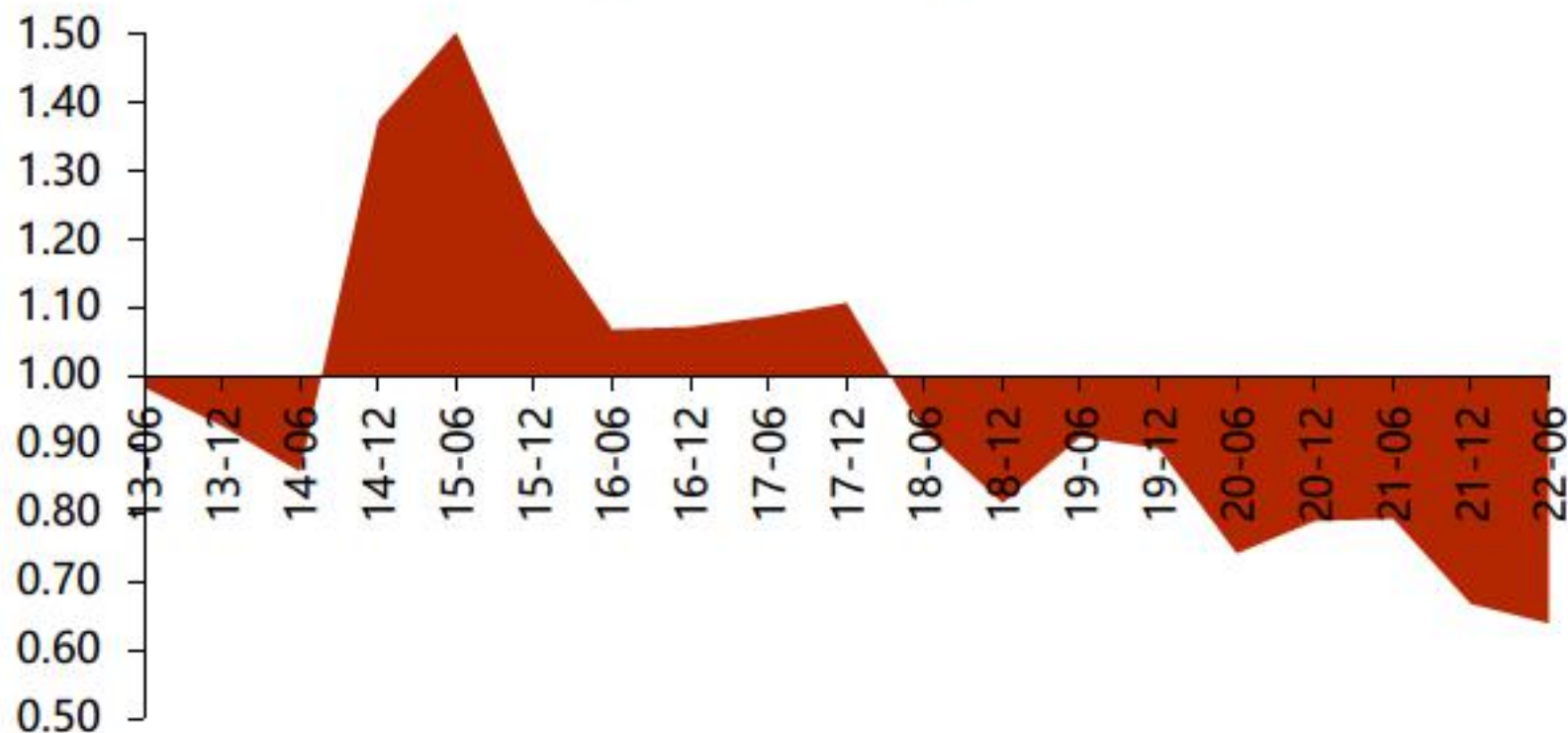
原理：市场通常担心银行藏匿不良，虚增每股净资产。可以考虑将不良贷款和关注贷款的总和视为最大的风险敞口，并且假设全部损失，同时加回已经计提的减值准备。

$$\text{风险调整后的净资产} = \text{归母普通股股东净资产} + \text{贷款减值准备} \times (1-25\%) - (\text{不良贷款} + \text{关注贷款}) \times (1-25\%)$$

商业银行基本面与股价变化



老16家平均PB (风险调整后)



数据来源：wind，浙商证券研究所，截至2022年6月13日。

注1：商业银行风险调整后资本使用【核心一级资本净额】替代【归母普通股股东净资产】计算。虚线为保守预测值。

注2：当前风险调整后PB测算使用的风险调整后BPS为2021年底数据，22Q1风险调整后BPS会继续增长，因此实际PB比测算值低。

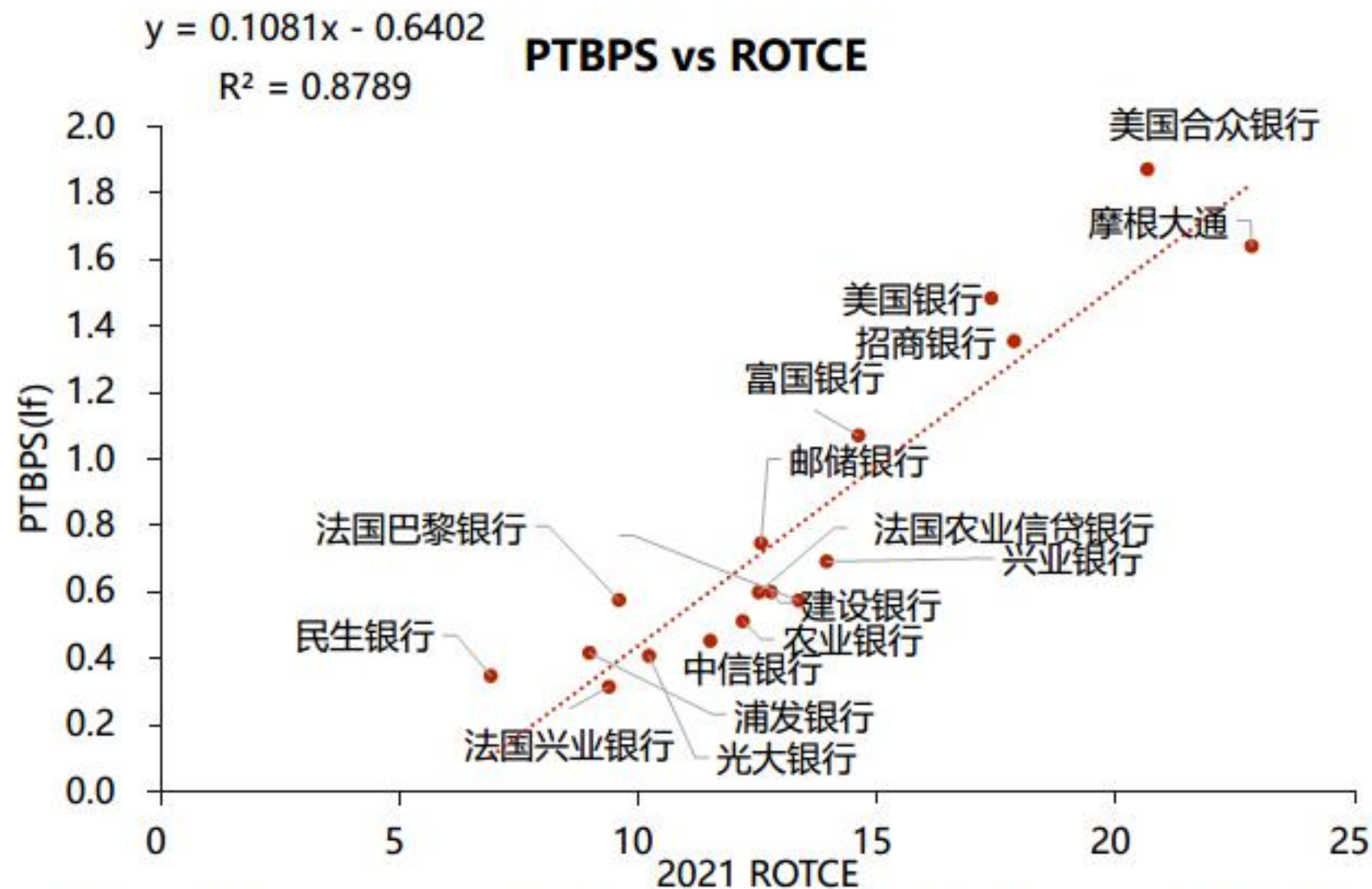
重资本业务：PB估值法。从商业模式来看，银行传统表内业务依赖于资本金，且盈利具有周期性，市场一般给予PB估值。

• **横向对比：相较外资银行，估值仍有空间**

——**每股有形净资产与估值的视角**

对比国际主流商业银行，我国商业银行明显低估。以国有银行和股份制银行（招行、民生以外）为代表的大中型银行，估值都明显向下偏离PTBPS-ROTCE曲线。比如建行、农行ROTCE约为13%（2021年），但估值却仅有0.60x和0.51x，距离理论估值水平还有23%和32%的空间。

原理：每股有形净资产（TBVPS）：由于国际商业银行历史上进行过多轮并购重组，因此商誉等“虚增”了BVPS。为了剔除无形资产和商誉的影响，国际上使用TBVPS（tangible book value per share）来衡量银行真实的每股净资产。相应的，ROE的变种为ROTCE（return on tangible common equity），衡量有形普通权益收益率。由于我国商业银行历史上并购重组很少，因此BVPS、ROE可近似认为是TBVPS和ROTCE。



数据来源：Bloomberg，浙商证券研究所。PTBPS为If口径，截至2022年6月13日。ROTCE取自2021年底的数据。民生银行2020年、2021年计提了大量资产减值损失，是的ROTCE较低，使得民生银行落在回归线上方。

轻资本业务：PE估值法。从商业模式看，银行中间业务主要基于服务，对资本依赖度低，且盈利更加稳定，可以给予PE估值。
原理：可以使用手续费及佣金净收入来衡量银行轻资本业务的开展成效。手续费及佣金净收入，通常又称为【中间业务收入】。中间业务，顾名思义，是银行不（少）运用自己的资产和资本，而以中间人的身份提供各类金融服务。

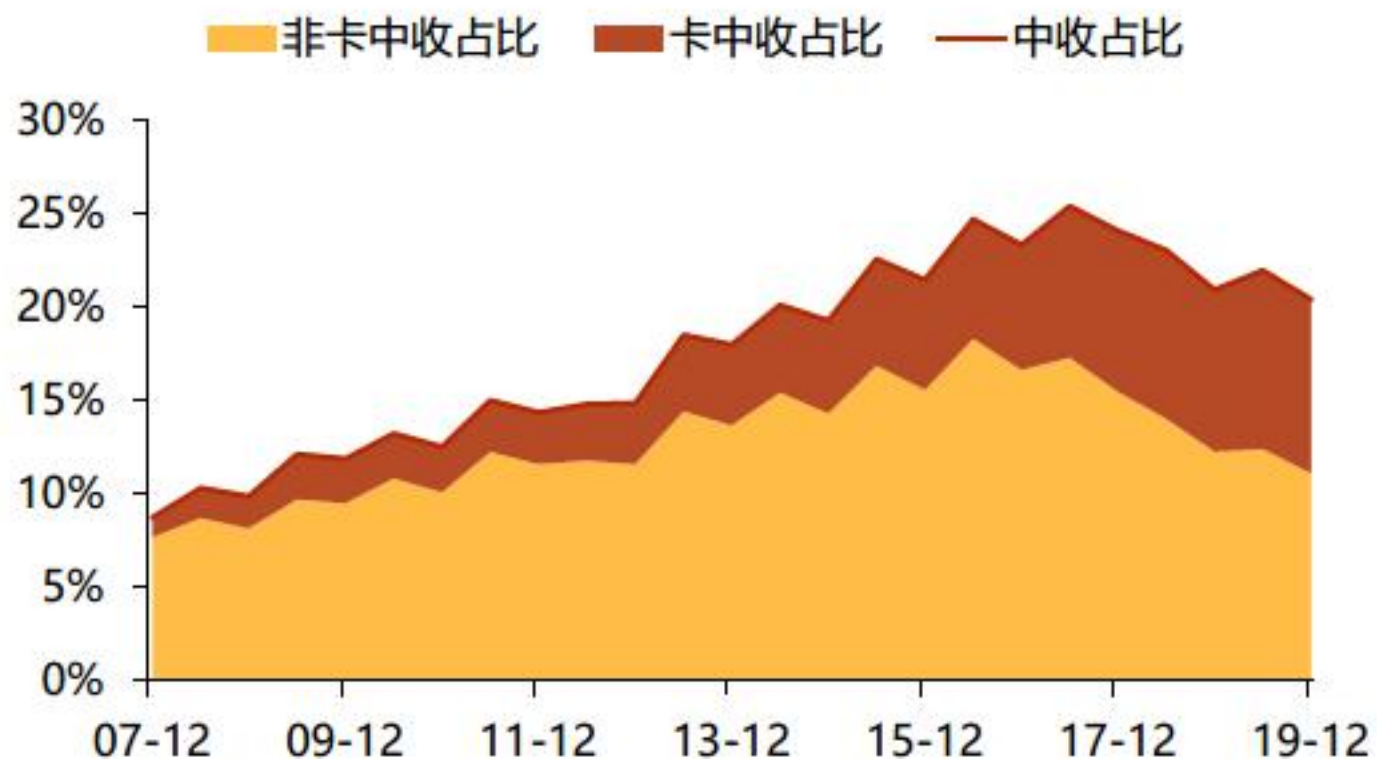
是否涉及信用风险	业务大类	业务细类	收入来源
金融服务类 不承担信用风险	或有债权/债务	担保承诺类	贷款承诺、承兑汇票、信用证等
			以承兑汇票为例，按照票面金额的一定比例收取手续费（比如3个月以内0.05%），通常每笔交易有收费金额下限。
	信用卡分期	信用卡交易分期、账单分期、现金分期等	分期业务手续费（部分银行已经列入利息收入）。
	大支付	结算清算、现金管理	比如银行作为发卡行或收单行，按照交易金额和费率收取手续费，通常每笔交易有收费金额上限。
	大财富	投资银行、财务顾问、并购重组	比如银行作为债券承销商，收取发行费用。
		财富管理：代销基金、信托，代销保险	以基金为例，银行向基金公司收取代销费用和尾随佣金。
		资产管理	以理财子公司为例，收取理财管理费。
		资产托管	托管行收取托管费用，费率大约在0.03%-0.05%。

资料来源：《商业银行中间业务暂行规定》《商业银行中间业务》邓世敏，《商业银行中间业务产品实用手册》杨明生，浙商证券研究所。

当前上市银行轻资本业务发展情况如何？

- **上市银行中收占营收比重企稳回升。**受2017年以来资管新规实施影响，上市银行中收对营收的贡献比例波动下行，从17H1的峰值25%下降至19A的20%。考虑到2020年信用卡分期收入重分类影响，从上市银行非卡中收对营收的贡献来看，20A贡献比例与19A相比基本平稳。随着资管新规过渡期即将结束、理财子公司蓄势待发，预计中收贡献将稳中向好。
- **股份行和国有行服务类中收占比高。**考察服务类中收对利润的贡献度，21A股份行（招行37%）、国有行（建行21%、工行20%）领先，显示对客户的高粘性。（民生和平安主要是利润受减值拖累太大，基数偏小）

中收占比企稳回升



服务类中收对利润贡献度

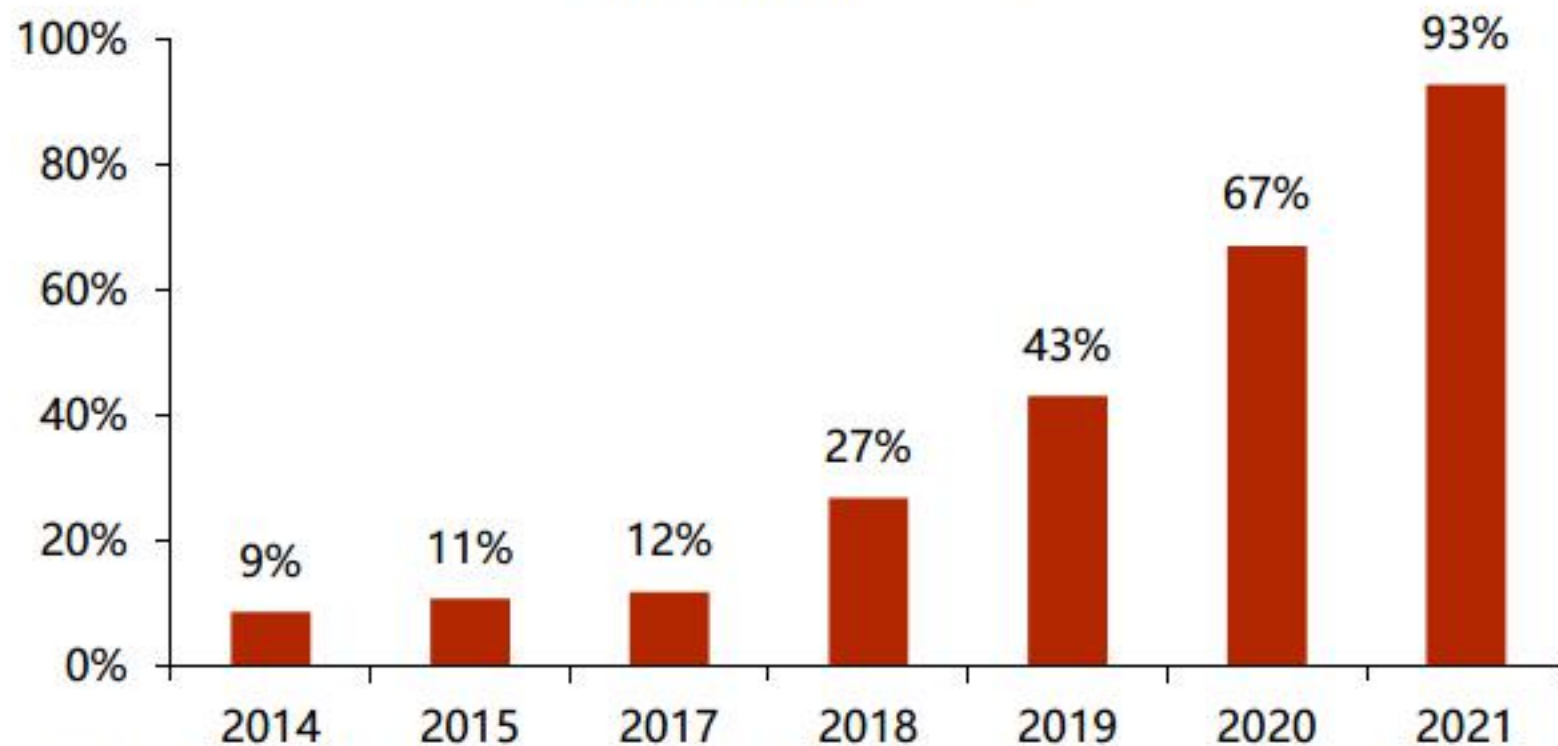


数据来源：wind，浙商证券研究所。注：由于或有债权/债务类的中收，可能会形成减值损失，右图仅考虑银行服务类中收。服务类中收=中收-担保承诺中收。中收对利润贡献度=中收×(1-成本收入比)×(1-25%)/归母净利润。此处口径：①平安银行19、20、21年分别计提595亿元、704、738亿元资产减值损失，分别占拨备前利润62%、66%、62%，对测算指标扰动；另一方面平安银行2019年末对信用卡分期收入进行重述，使得服务类中收对利润贡献度较高；②成本收入比假设为银行整体当期成本收入比，但实际上中收业务成本可能高于存贷业务，因此此口径偏松。为了口径统一，左图19年中收数为未重述值，右图19年中收数为调整信用卡分期收入分类后的重述值。

为什么现在开始考虑用PE估值？以财富管理为例：

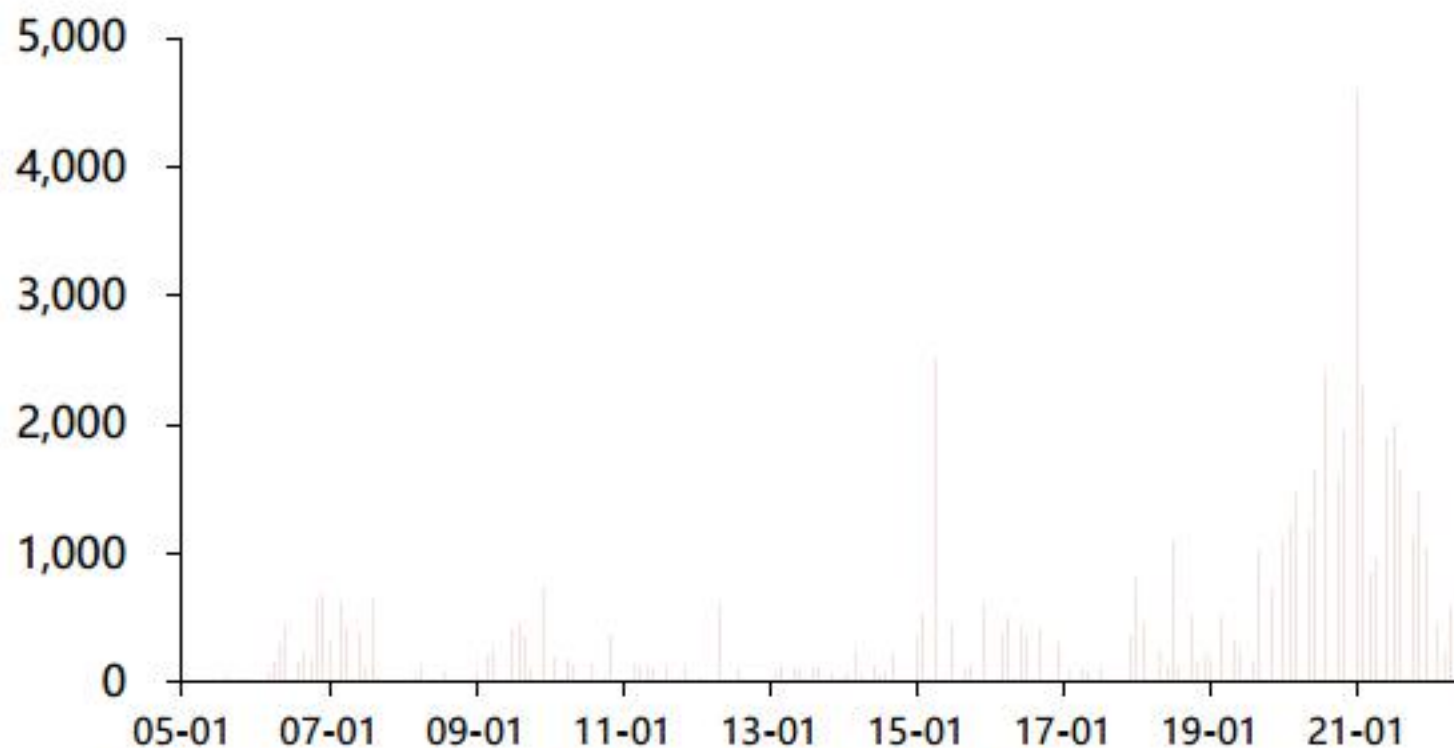
- **打破刚兑形成催化。**理财业务一度对银行中收贡献非常大（30%-40%），但为何以前市场不认为可以用PE估值？核心是以前的银行理财中收本质上是利差收入。理财业务转型以前，银行理财多为预期收益型，刚兑情况下实际是资金池业务，需要承担信用风险，难以用PE估值。2020年开始银行理财出现净值破1的情况，2021年为资管新规过渡期最后一年，刚兑开始逐渐打破，银行的财富管理业务真正意义上实现以服务驱动、不承担风险。
- **财富管理方兴未艾。**2019Q2以来，经过2-3年的整顿，资管行业规模增速逐步回升，2019-2020年新发基金爆发。

银行理财净值型占比



数据来源：中国银行业理财市场年度报告，浙商证券研究所。

新成立偏股型基金份额（亿份）



数据来源：wind，浙商证券研究所，截至2022/6/13。

应该给轻资本业务多少倍PE？我们认为给予20倍左右的PE是合适的，或者按照PEG=1的思路给予PE估值。

- 贝莱德的模式较为单纯，估值具有参考意义。金融机构的估值通常是商业模式、基本面、政策、市场等因素的综合结果，不同金融机构盈利模式差异较大，难以分离。对于轻资本业务（以大财富为代表），海外资管巨头贝莱德的业务模式较为单纯，具有参考意义。从贝莱德的PE估值来看，2016年至今平均PE估值为18.8x。
- 代表性的财富管理银行，估值具有参考意义。摩根大通是典型的多元化银行，其2020年手续费收入占营收比重约为39%。在银行业务的平均下，2016年至今平均PE估值为12.3x。

表：代表性财富与资产管理机构

		估值 (PEttm)								经营数据 (2021H1年)						
行业	简称	最新	平均	21年末	20年末	19年末	18年末	17年末	16年末	营收增速	利润增速	AUM	AUM 增速	AWM 收入	AWM收 入增速	AWM收 入占比
资产管理	贝莱德	14.8	18.8	24.0	23.5	18.9	10.9	23.4	19.4	25.3%	27.6%	9,495,993	30.0%	9,218	25.3%	100%
多元化银行	摩根大通	8.4	12.3	9.7	16.3	13.2	11.7	15.0	14.5	2.7%	247.6%	2,987,000	20.6%	8,184	20.0%	13%
多元资本市 场	瑞士信贷	(7.9)	6.1	264.8	7.3	11.6	(75.0)	(30.0)	(4.9)	5.9%	-100.0%	1,632,000	13.1%	1,363	6.7%	11%
	瑞银集团	7.4	17.1	7.9	9.1	11.8	24.7	16.9	16.2	15.3%	35.5%	4,404,000	25.2%	9,622	13.3%	54%
资产管理与 托管银行	纽约梅隆银行	9.9	12.4	14.0	9.2	12.6	10.7	15.5	15.7	-2.9%	1.0%	2,320,000	18.0%	1,990	11.5%	25%
	道富银行	8.7	13.0	14.1	11.4	15.0	10.2	16.3	15.3	-0.3%	-3.5%	3,900,000	28.0%	1,035	12.7%	17%
	嘉信理财	21.5	25.1	30.7	34.1	16.9	18.7	32.7	31.8	82.4%	81.8%	7,206,200	89.2%	2,063	26.7%	22%
投资银行业 与经纪业	摩根士丹利	9.6	11.8	12.4	13.3	10.6	9.3	14.3	16.7	30.0%	55.9%	5,751,000	186.1%	12,054	37.6%	40%
	高盛集团	5.4	11.7	5.9	14.5	9.6	11.5	12.0	17.3	50.2%	813.5%	2,305,000	12.1%	9,746	386.1%	29%
	东方财富	35.5	66.6	50.4	69.6	68.2	63.8	93.1	63.5	73.2%	106.1%	975,304	71.6%	2,397	109.8%	41%

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：PE平均为2016年1月至今月度数据平均，截至20220613。其中瑞士信贷22Q1由于股权投资损失和计提了大额风险准备，盈利为负，使得瑞信最新PE估值为负数。由于东方财富没有AUM余额和AWM业务收入，假设AUM21H1=21H1的基金销售金额，AWM收入21H1=21H1金融电子商务服务。瑞银采用Global Wealth Management板块的数据，高盛集团采用Asset Management板块的数据，摩根士丹利采用Wealth Management板块的数据。除了瑞士信贷/东方财富单位为CHF/RMBmn，其余单位均为USDmn。高盛集团利润大增主要得益于股权投资收益，摩根大通利润大增主要得益于信贷储备释放，瑞士信贷利润同比大降主要是因为美国对冲基金未能履行其保证金承诺而承受巨额损失，嘉信利润同比高增主要因为新并购一家证券公司，摩根士丹利净利润、AUM、AWM收入同比高增主要因为新并购一家基金公司。

03

财富空间
有多大

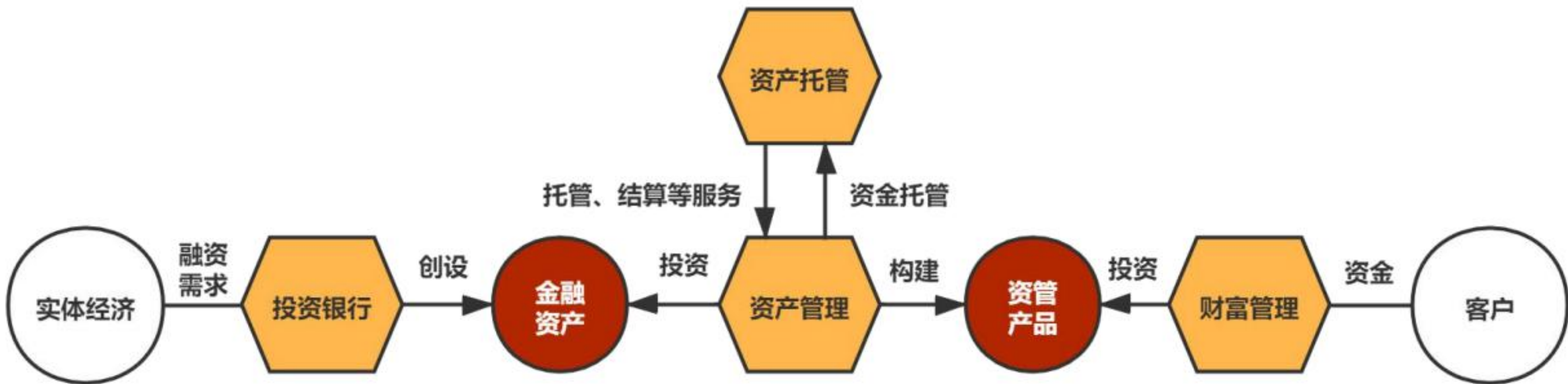
大财富管理，好比一座桥梁，通过投资银行、资产管理、财富管理、资产托管四大板块，对接资金和实体融资需求。

①**投资银行：创设资产。**投行端，挖掘实体融资需求，创设金融资产，对接资管端产品。

②**资产管理：构建产品。**资管端，对接财富端的资金，构建资管产品，投资于金融资产。

③**财富管理：获取资金。**财富端，服务财富管理客户，获取理财资金，投资于资管产品。

④**资产托管：基础设施。**托管端，财富管理基础设施，存放资管资金，提供结算等服务。



金融机构依靠向客户提供资管产品、投资建议、服务收取相关费用。（1）国内财富管理：模式以卖方销售为主，盈利以销售佣金为主。由于我国财富管理业务还在成长期，模式相对还比较初级，产品思维较重。卖方销售模式面临与客户的利益冲突问题，“卖一批产品伤一批客户”的现象一直存在。（2）未来转型方向：模式向买方服务升级，盈利来源更加多元化。买方服务模式下，财富管理机构以客户需求为核心，根据客户需求提供定制化服务，收取相关费用（管理费、服务费），客户和机构的利益更一致。

商业模式	面向客群	服务模式		收入来源	
		国内：卖方销售	海外：买方服务	国内	海外
根据客户风险偏好、风险承受能力及需求，构建并推介资管产品和服务（财富管理解决方案）	零售客群	标准化的资管产品经纪业务为主	以经纪业务为主，附加投资咨询服务	代销产品收入。 （1）收费对象：资管机构 （2）收入模式： 销售佣金=规模×费率。	综合服务收入。 （1）收费对象：投资者&资管 （2）收入模式： 管理费=管理规模×费率 服务费=按照服务类型
	私行客群	资管产品的经纪业务为主+少量综合性增值服务	定制化的综合服务为主。包括资产管理、退休产品及服务、经纪业务、托管服务、信托和房产、信贷融资、投资管理等	国内典型模式为财富管理机构代理销售资管产品，从而向资管公司收取销售费用。	海外金融机构为客户提供全品类综合服务，包括全权代客理财、投资建议与风险管理、交易渠道、信贷融资等服务，并根据服务类型赚取管理费用、咨询费用、交易费用、利息收入等。
	对公客群	标准化资管产品的经纪业务为主	除对接资管产品外，提供定制化的综合金融解决方案。包括融资方案、公司金融、养老金咨询、股权激励咨询等	• 类型：基金、信托、保险、理财等； • 费率：一般根据不同产品的特征而定。	

数据来源：《金融机构财富管理业务发展问题及对策研究》，《买方投顾时代国内证券公司财富管理转型思考——美国投行的经验借鉴》，浙商证券研究所。

(2) 未来转型方向：模式向买方服务升级，盈利来源更加多元化。近年来，国内领先的财富管理机构已经开始改革试水。典型案例是招商银行、平安银行、建设银行。

	平台化运营		创新型打法			销售模式升级	
机构情况	招商银行 财富开放平台	平安银行 银基合作平台	招商银行 初心计划	平安银行 集团赋能	建设银行 财富管家计划	招商银行	平安银行
主要内容	和资管机构共建平台，共同经营客户。银行开放客户资源和渠道，并提供营销、数据等中台支持；资管机构通过平台触达银行客户，输出资管产品和投资服务。		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。	集团资源和私人银行对接，向高净值客户提供平安体系的综合服务，包括投融资、财富规划、保险、法律税务等。	与中金公司合作推出财富管家计划。不收取管理费和交易费，仅提取业绩报酬。	下调部分A类基金申购费至一折。	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一折。
主要优势	银行和资管机构优势互补。银行的优势在于客户资源，资管机构的优势在于投资管理的专业程度更高。二者通过平台有机结合，实现客户、资管机构、银行的三方共赢。客户收获良好的理财收益和体验，资管机构和银行的客户粘性和理财规模有望得到提升。		财富管理打法更加体系化。	平安集团强大的综合金融服务能力和客群资源赋能私人银行业务。	银行、资管机构与客户利益共通深度绑定，客户服务模式和理念升级。	费率下调后，产品代销费率全面向互联网平台靠拢，策略改变后有望激活存量长尾客户，并竞争互联网平台客户。	

数据来源：公司官网，浙商证券研究所。

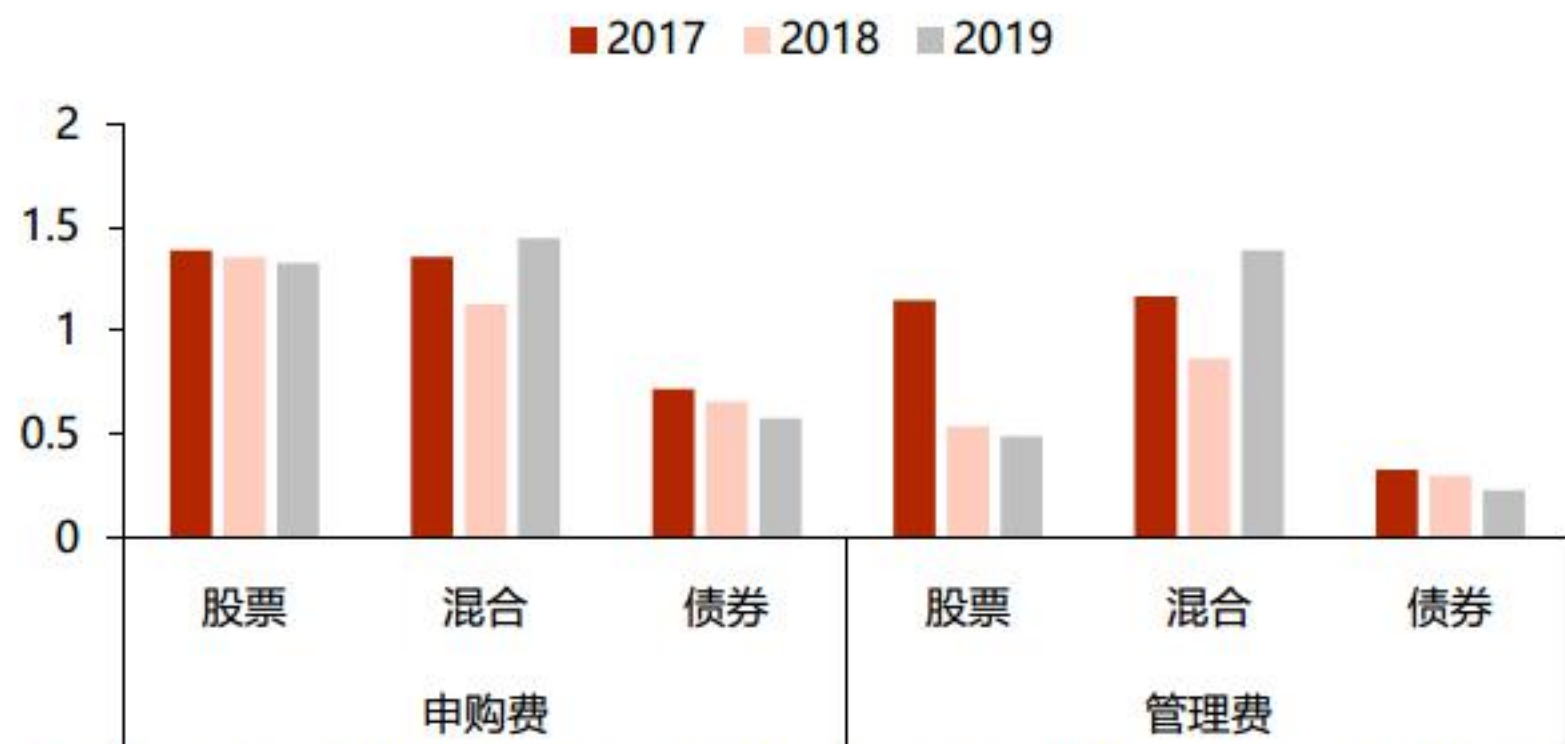
国内财富管理业务方兴未艾。海外财富管理从1990年前后开始迅速发展，从各类促发因素来看，我国财富管理业务已经进入发展快车道。（1）从规模来看：截至2020年底，中国个人财富资产已达205万亿元人民币，创下历史新高。麦肯锡《中国金融业CEO季刊》预计，到2025年，中国财富管理市场仍将维持10%左右年复合增长率，市场规模有望突破330万亿。（2）从结构来看，根据央行统计，2019年中国居民的住房资产占总资产的59%，而金融资产占比仅为20%左右；与美国的24%、71%相比，中国居民的金融资产配置仍存在优化空间，占比有望提高。

促发因素	影响	海外经验（美国）	国内情况
经济发展、财富积累	大众富裕阶层形成	1978年人均GDP突破一万美元	2019 年人均 GDP 突破一万美元
利率市场化	倒逼银行拓展非息收入	1985年放开存款利率上限	2015年放开存款利率上限
金融自由化、混业经营	银行综合化服务能力提升	1999年《金融服务现代化法案》，银行恢复混业经营	近年来，光大、中信、平安等部分金融机构在既有监管框架下，加速综合化金融布局
养老金入市	机构投资者壮大	20世纪70年代中后期，美国政府推出个人退休账户和雇主养老计划	2021年3月“发展第三支柱养老”写入政府工作报告

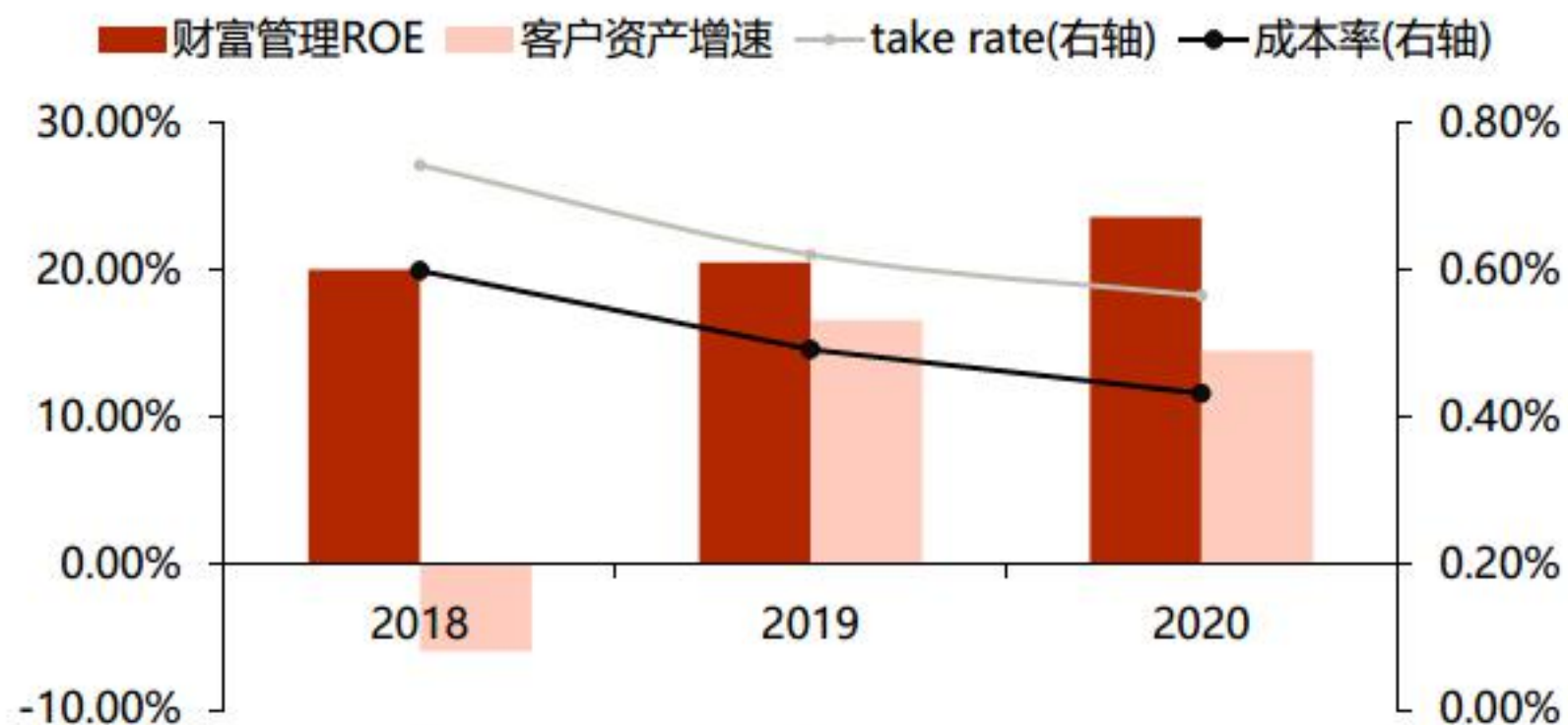
数据来源：麦肯锡《中国金融业CEO季刊》，浙商证券研究所。

国内情况：费率稳中趋降。（1）**主流模式：**目前国内财富管理机构收入以代销收入为主。代销收入=销售相关费用（含销售服务费、赎回费分成）+管理费分成（以部分互联网平台为例，约占40%）。（2）**费率趋势：**近年来，受代销竞争加剧、低费率互联网渠道占比提升（主流平台销售费用打1折）影响，综合代销费率持续下行。以公募基金销售收入为例，2017年至2019年，除混合类基金外，股票型和债券型公募基金销售费率和管理费率均呈下行趋势。展望未来，随着互联网渠道销售占比继续提升、部分银行主动下调费率应对竞争，费率下行趋势预计延续。（3）**盈利影响：**参考海外财富管理机构发展，我们**预计费率下降对头部公司的财富管理盈利能力影响较小，归因规模增长以量补价，同时规模效应降低整体成本率。**以瑞银为例，2018年以来，受行业性费率下行影响，瑞银财富管理take rate持续下行，但ROE持续提升，主要受规模扩张加速、成本率下行支撑。

公募基金销售费率和管理费率下行



瑞银的成本降低和规模扩张支撑ROE提升



数据来源：基金业协会《中国证券投资基金业年报（2020）》，浙商证券研究所。瑞银take rate=财富管理板块营收/ invested assets余额，成本率=财富管理板块运营成本/invested assets余额。混合类基金费率上行部分归因结构变化，费率较高的偏股混合基金净值占总基金净值的比例由2018年的5%上行至2019年的7%，2020年进一步上行至14%。

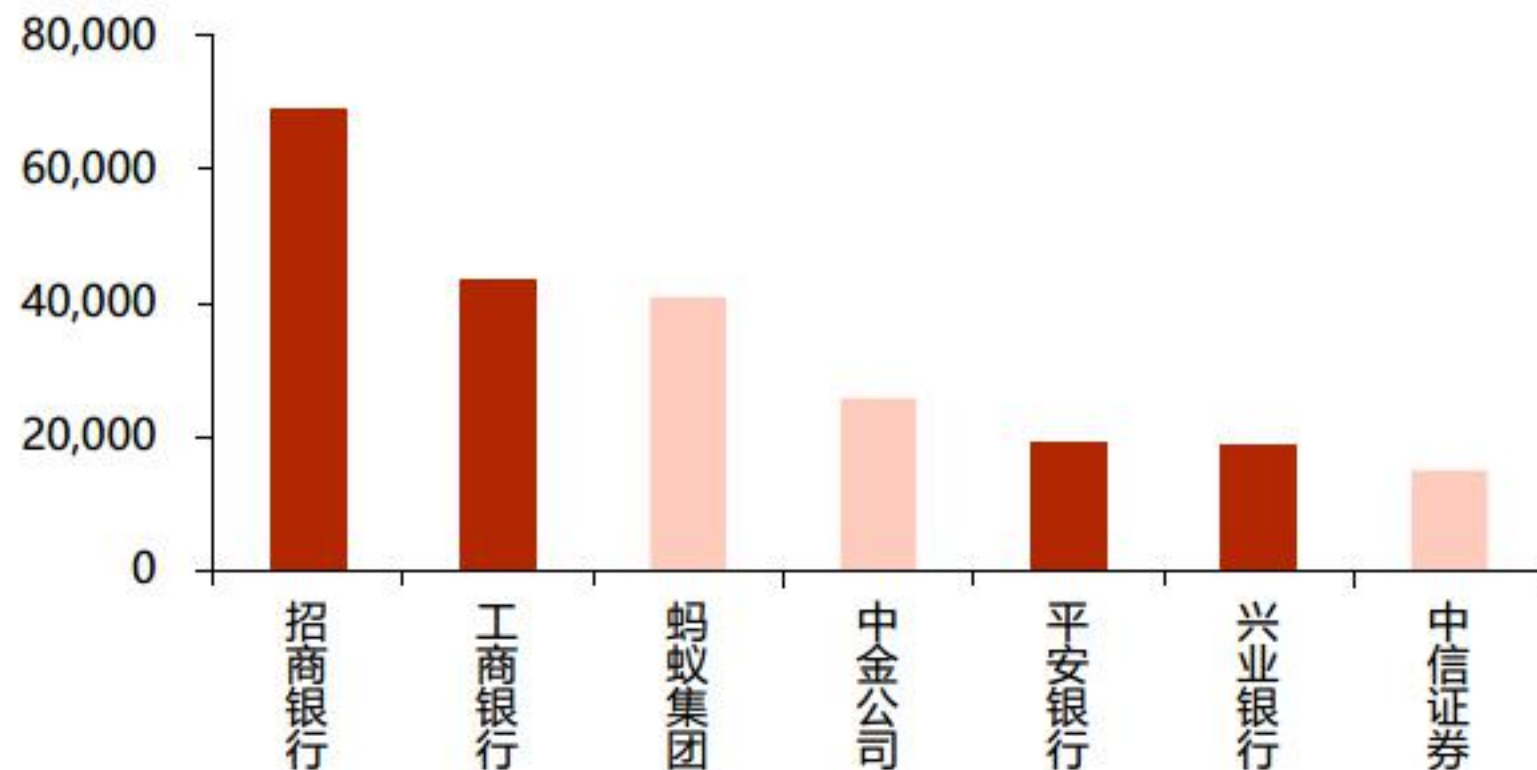
银行和互联网为主，两类机构各有优势。商业银行和互联网平台公司占据财富管理市场的主要份额。从非货币公募的保有规模中可见一斑，21Q2末保有规模排名前20的代销机构中，银行的保有规模占比达66%，互联网平台占比达29%，券商占比仅5%。

两类机构对比来看：（1）**银行线下渠道、财富客户优势强。**受益于线下网点渠道和客户优势，银行AUM规模远高于券商、第三方等其他机构。（2）**互联网线上渠道、大众客户优势强。**蚂蚁等互联网金融平台活跃客户规模大，蚂蚁数字金融年度活跃客户达到7.29亿，高于工行的个人客户总数6.8亿。

21Q2末代销机构非货币公募基金保有规模



主流财富管理机构中，银行和互联网平台AUM规模领先



数据来源：公司财报，中国证券投资基金业协会，浙商证券研究所。注：银行AUM剔除个人存款。中信证券AUM口径为财富客户资产规模，中金公司AUM口径为客户账户资产。除蚂蚁集团的AUM数据截至20H1末外，其余机构AUM数据截至20A末，单位亿元。

银行在客户基础、个性定制、资产组织上都具有相对优势。（1）**客户基础**：凭借成熟的账户体系和线下渠道，银行掌握最多的财富客户资源。（2）**个性定制**：凭借牌照优势，银行可以为财富客户，尤其是高净值客户，提供多维度服务，包括大额信贷、财富管理、托管、私行客户背后的公司的账户管理、投融资等服务，客户粘性高，绑定程度深。（3）**资产组织**：固收资产方面，银行凭借对公客户资源和强大的债券承销实力，高收益的资产组织能力较好；权益资产方面，虽有牌照限制，银行仍可通过委外投资等方式，借助基金公司、券商等金融同业的权益类资产的组织和投资能力。

财富客群特征和主流服务机构

客群类型	策略复杂度	服务方式	主流服务机构
高净值/超高净值	高	私行 家族办公室	全能银行
富裕客户	中	理财顾问 个性化投资咨询	银行、非银
零售	低	智能投顾 折扣经纪商	互联网平台 金融科技领先的银行

财富管理机构的业务优势对比

关键能力	银行	传统非银	互联网金融 (以东方财富、 支付宝为例)
客户基础	强 (富裕阶层)	弱	强 (大众阶层)
个性化服务	强	强	弱
资产组织	强 (依托对公 客户资源)	强 (依托权益 类投资能力)	弱

从海外经验来看，选取财富管理典型机构进行研究：（1）全能银行-摩根大通JPM；（2）私人银行-瑞银集团UBS；（3）互联网-嘉信理财SCHW。

行业	简称	2021H1								2020A			
		AUM	AUM/ 总资产	财富管理 收入	财富管理 收入/营收	财富管理 利润	财富板块 /利润	财富管理 ROE	整体ROE	财富管理 利润	财富板块 /利润	财富管理 ROE	整体ROE
资产管理与托管银行	贝莱德	9,495,993	55	9,218	100%	2,577	100%	-	-	4,932	100%	14%	14%
多元化银行	摩根大通	2,987,000	1	8,184	13%	2397	9%	32%	18%	2,992	10%	28%	12%
多元资本市场	瑞士信贷	1,632,000	2	1,363	11%	748	-	31%	2%	1,052	30%	24%	6%
多元资本市场	瑞银集团	4,404,000	4	9,622	54%	2,704	71%	29%	13%	4,019	49%	24%	11%
资产管理与托管银行	纽约梅隆银行	2,320,000	5	1,990	12%	-	-	-	10%	-	-	-	8%
资产管理与托管银行	道富银行	3,900,000	12	1,035	46%	292	23%	-	11%	503	21%	-	10%
投资银行业与经纪业	嘉信理财	7,206,200	13	2,063	22%	-	-	-	10%	-	-	-	9%
投资银行业与经纪业	摩根士丹利	5,751,000	5	12,054	40%	-	-	-	15%	3,361	31%	16%	13%
投资银行业与经纪业	高盛集团	2,305,000	2	9,746	29%	4757	39%	38%	27%	2,400	19%	9%	10%
投资银行业与经纪业	东方财富	975,304	6	2,397	41%	2,216	59%	-	11%	2,717	67%	-	14%

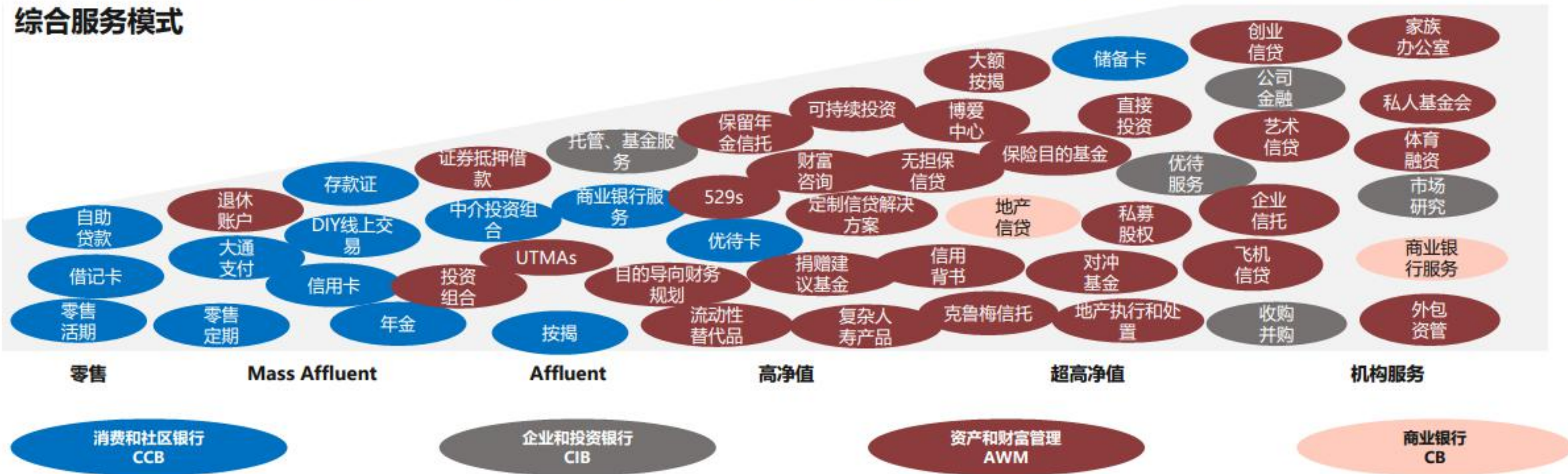
数据来源：wind，浙商证券研究所。由于东方财富没有AUM余额和AWM业务收入，假设AUM21H1=21H1的基金销售金额，AWM21H1=21H1金融电子商务服务收入，财富管理利润为金融电子商务服务收入减去营业成本。瑞士信贷利润同比大降主要是因为美国对冲基金未能履行其保证金承诺而承受了巨额损失，使得财富板块利润占比无法反映真实情况，未做列示。摩根大通采用Asset&Wealth Management板块数据，瑞士信贷采用International Wealth Management板块数据，瑞银采用Global Wealth Management板块的数据，纽约梅隆、道富、嘉信采用资产管理板块数据，高盛集团采用Asset Management板块数据，摩根士丹利采用Wealth Management板块的数据。贝莱德尚未披露21H1完整财报，AUM/总资产中的总资产采用了21Q1的数据。除了瑞士信贷/东方财富单位为CHF/RMBmn，其余单位均为USDmn。

摩根大通：全能银行代表——整体情况

(1) 整体情况：摩根大通是一家全球领先的大型金融控股集团，总部位于美国。摩根大通主要有四大业务板块，分别是消费和社区银行（CCB）、企业和投资银行（CIB）、资产和财富管理（AWM）、商业银行（CB），为客户提供综合金融服务。

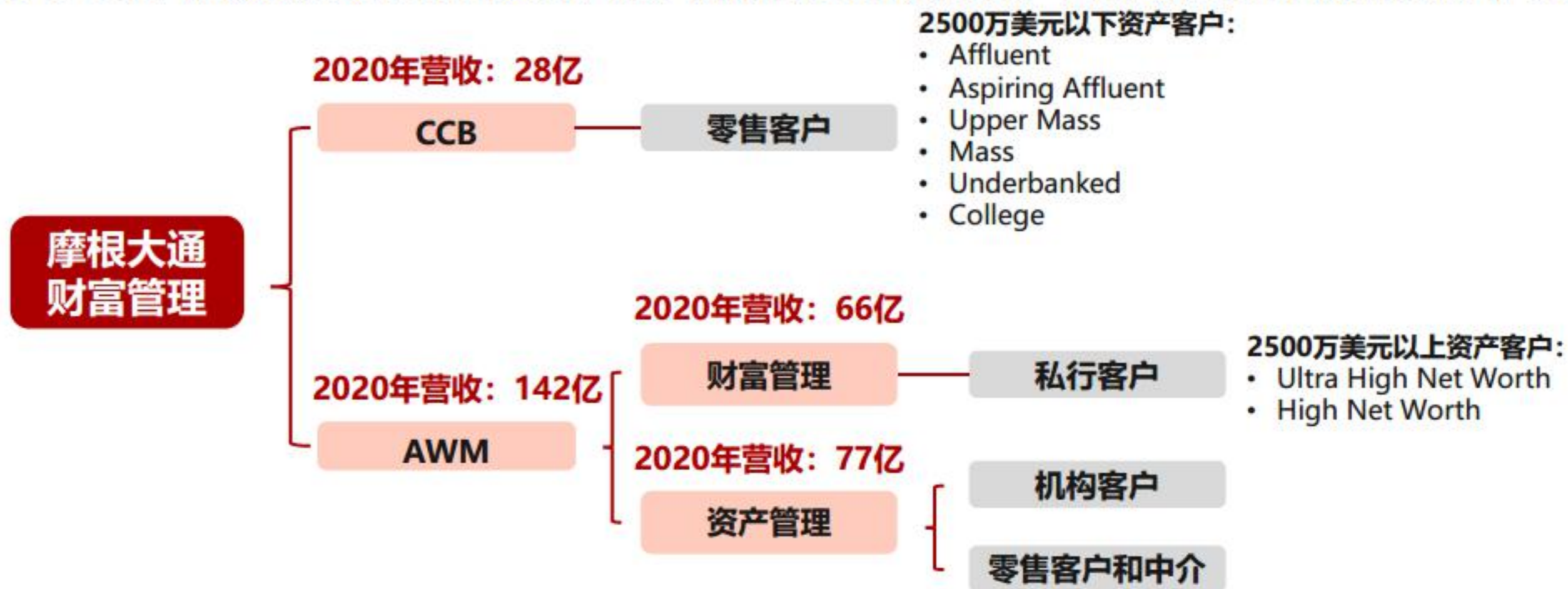
(2) 财富管理：摩根大通利用横跨商行、投行、资管等综合金融优势，为私行客户、机构客户、零售客户等提供全方位的综合财富和资产管理服务。根据ADV Ratings统计，截至21Q1，摩根大通管理AUM 2.8万亿美元，居于全球第7。

综合服务模式



摩根大通：全能银行代表——组织架构

摩根大通财富管理业务由资产与财富管理（Asset and Wealth Management, AWM）、消费和社区银行（CCB）负责，其中AWM板块主要负责资管业务、高净值及超高净值人士业务，CCB主要负责非高净值客户的财富管理业务。人员配置方面，截至2019年末，摩根大通公司在全球25个国家，拥有超1000名职业资产管理人和6500名财富管理客户经理。

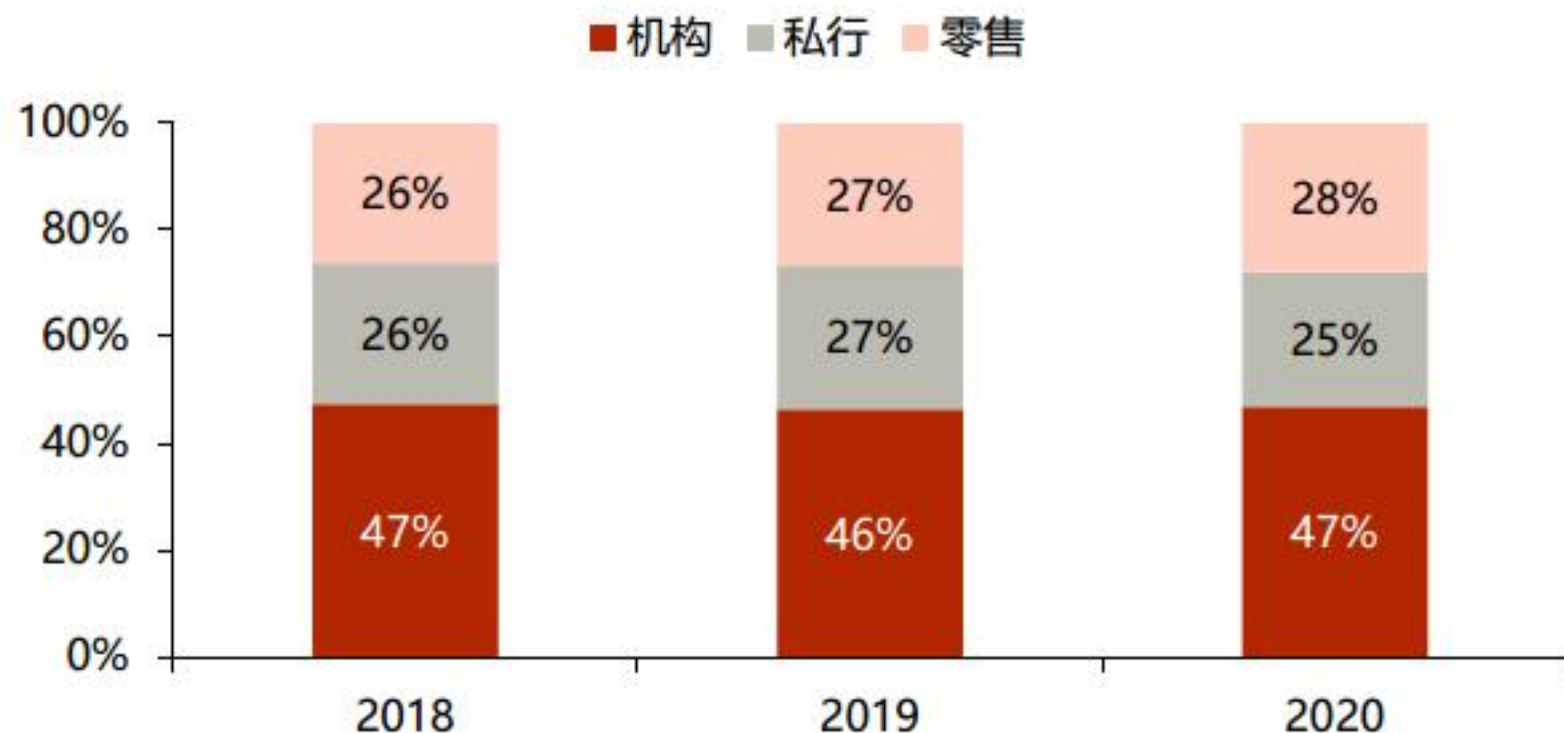


数据来源：公司公告，华尔街日报，浙商证券研究所。注：CCB指消费和社区银行、AWM指资产与财富管理板块。2020年摩根大通进行架构调整。根据华尔街日报，摩根大通2500万元以下的财富管理客户及资产转移至CCB板块中，2500万元以上的客户仍保留在AWM板块中。

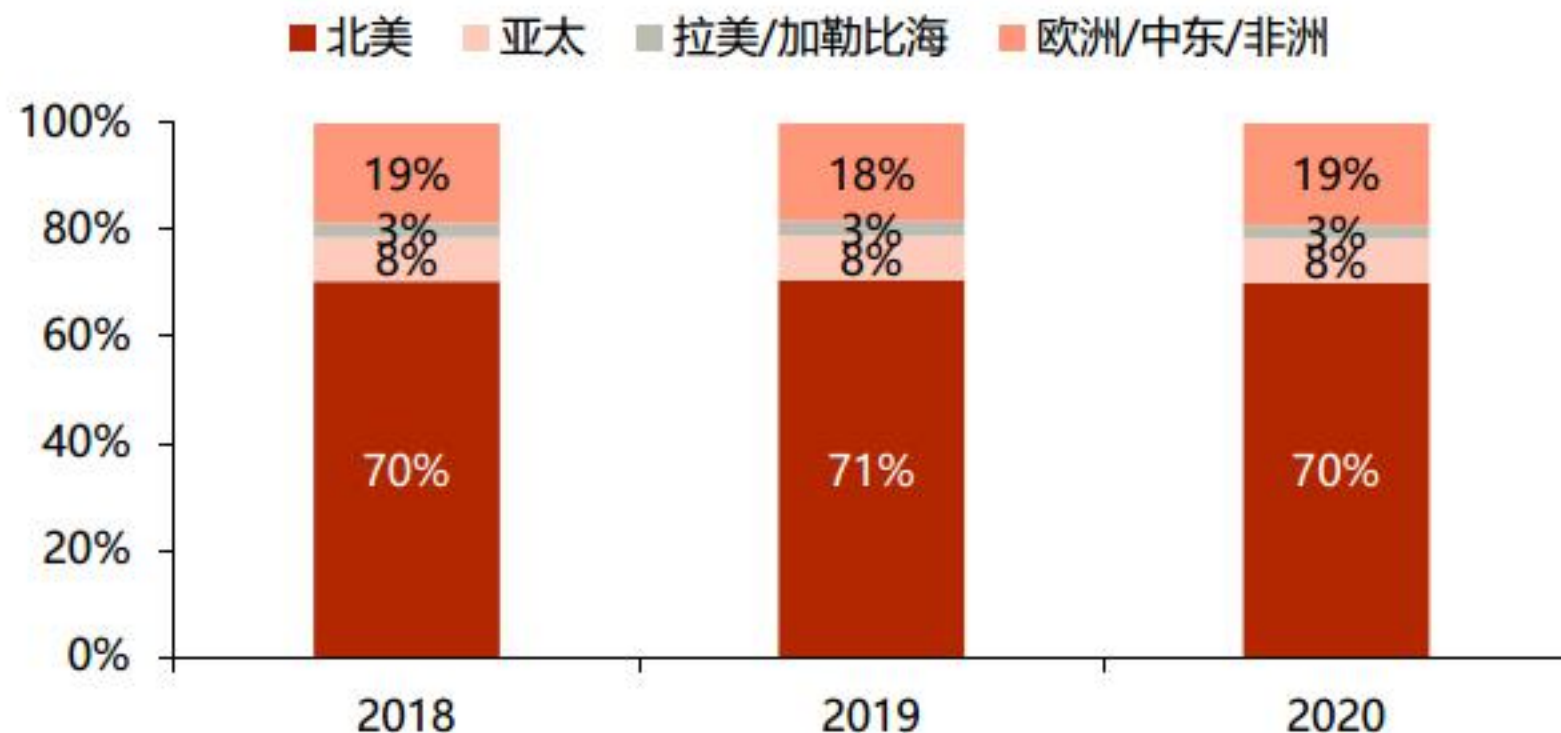
摩根大通：全能银行代表——客户情况

(1) 从结构来看，摩根大通以机构、私行客户为主。截至2020年末，机构和私行客户合计贡献了72%的AUM，主要归因摩根大通综合金融服务体系强大，业务对私行和机构客户吸引力强。其中，机构客户主要是企业和公共机构、捐赠基金、基金会、非营利组织和政府；私人银行客户主要是资产级别大于2500万美元的客群。**(2) 从地域来看，摩根大通立足北美，辐射全球。**2020年末，摩根大通北美地区AUM占比达70%，欧洲地区占比19%，亚太和拉美/加勒比海地区分别占8%、3%。

摩根大通财富和资产管理以机构、私行客户为主



摩根大通北美地区的AUM占比70%

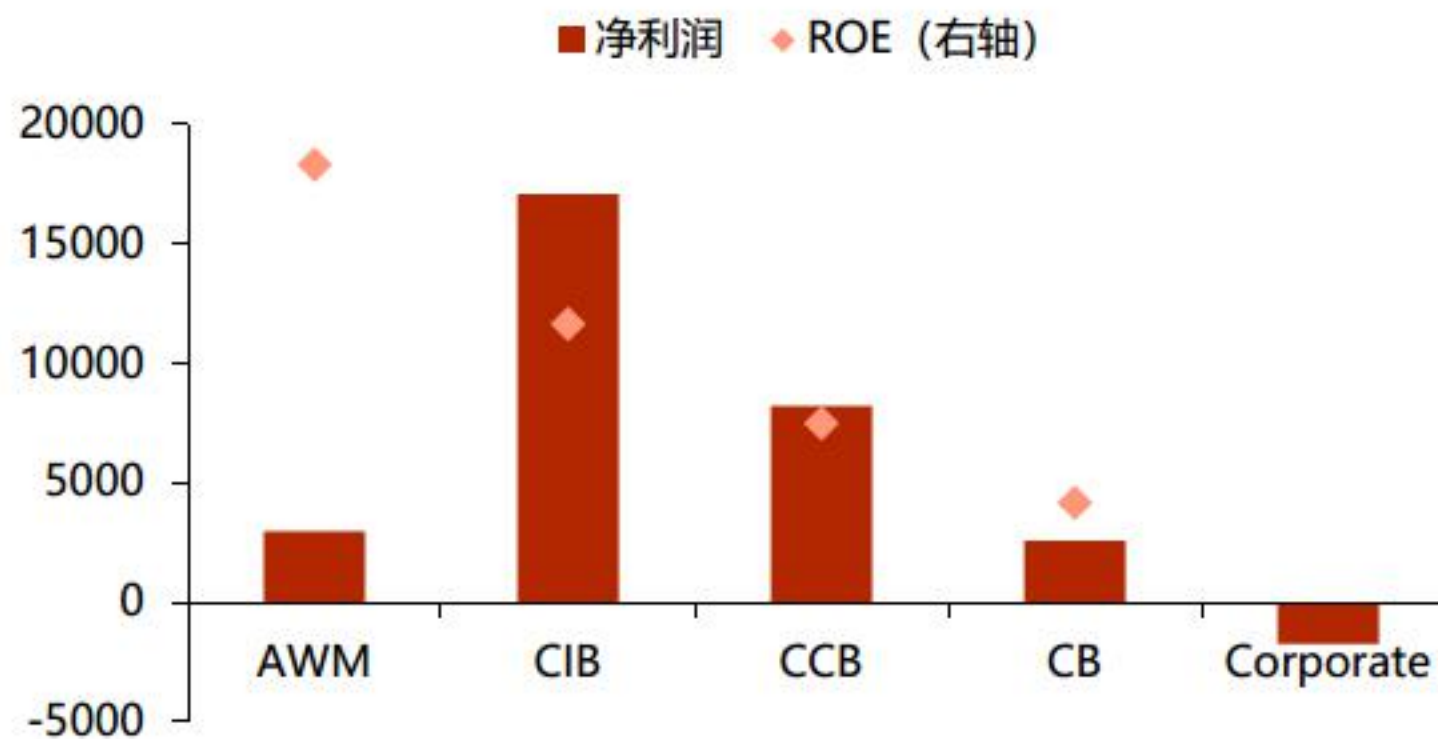


数据来源：公司公告，华尔街日报，浙商证券研究所。

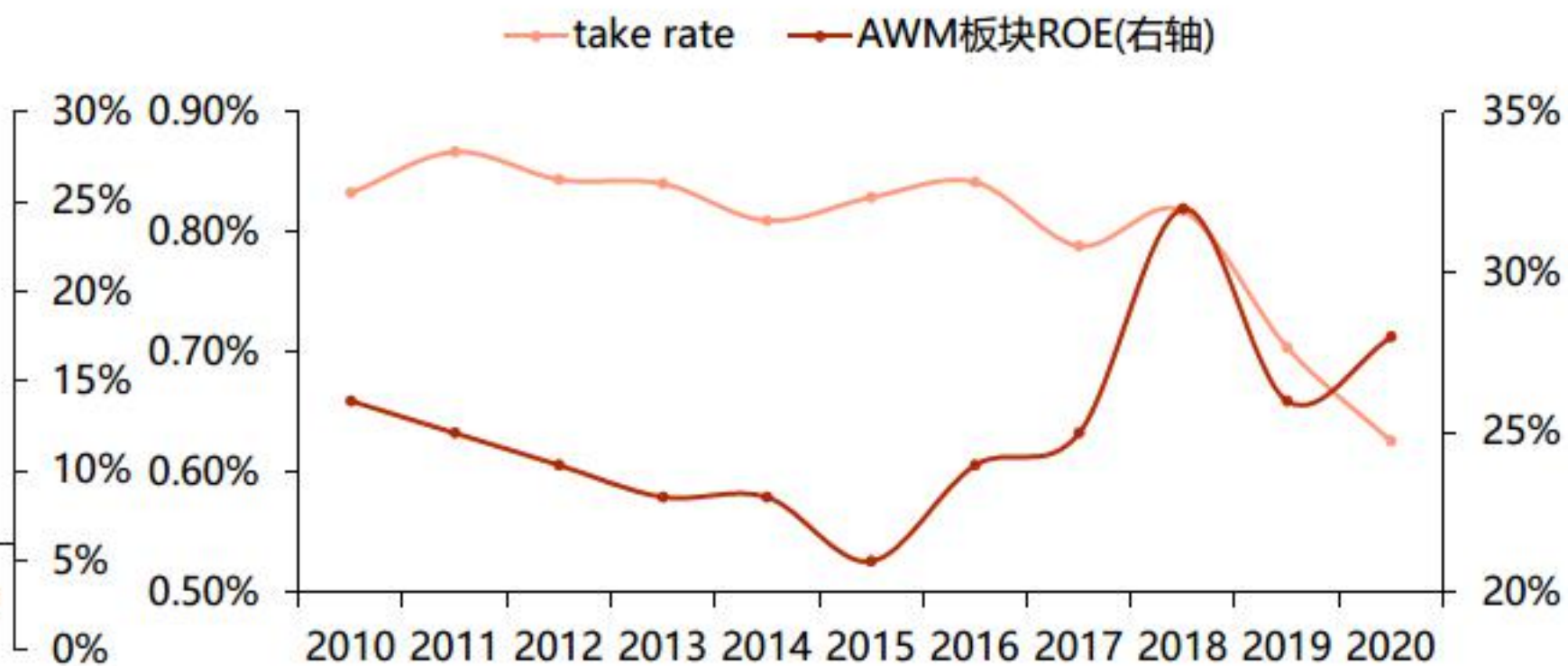
摩根大通：全能银行代表——盈利情况

(1) 盈利能力：摩根大通资产管理和财富管理板块（AWM）盈利能力优异。2020年AWM板块ROE达28%，较公司平均ROE高16pc，全年实现29.9亿美元净利润，占公司净利润的10.3%。**(2) 盈利结构：**摩根大通财富和资产管理板块的收入中，75%来自费用和佣金、24%来自利息净收入。利息净收入主要包含财富管理板块向高净值客户提供贷款服务带来的利息收入和提供存款服务带来的利息支出。受行业费率趋势性下滑影响，摩根大通财富和资产管理服务的take-rate波动下滑。

摩根大通财富和资产管理业务盈利能力领先其他板块



摩根大通AWM板块近10年维持较高ROE



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。因数据可及性，净利润和ROE不包含CCB板块中的财富管理相关利润。Take rate即财富管理综合费率，计算公式为AWM及CCB的财富和资产管理总营收/AUM余额。2020年摩根大通将部分客户从AWM板块转移至CCB板块，2018-2020年数据已对应重述。

摩根大通：全能银行代表——核心竞力

(1) 集团赋能优势。摩根大通综合金融资源，在客户端、服务端有力赋能财富和资产管理业务，尤其是针对私行和机构客户。

- **客户端：**财富和资产管理共享集团商行、投行客户，以及线上线下获客渠道。根据投资者开放日，JPM搭建了以商业银行为核心的高净值客户和机构客户导流体系，即从商业银行业务到私人银行业务，以及从商业银行业务到机构业务再到投资管理业务。
- **服务端：**强大的投行、商行和资管能力有机结合，摩根大通综合服务能力突出，对客户（尤其是私行和机构客户）吸引力强。

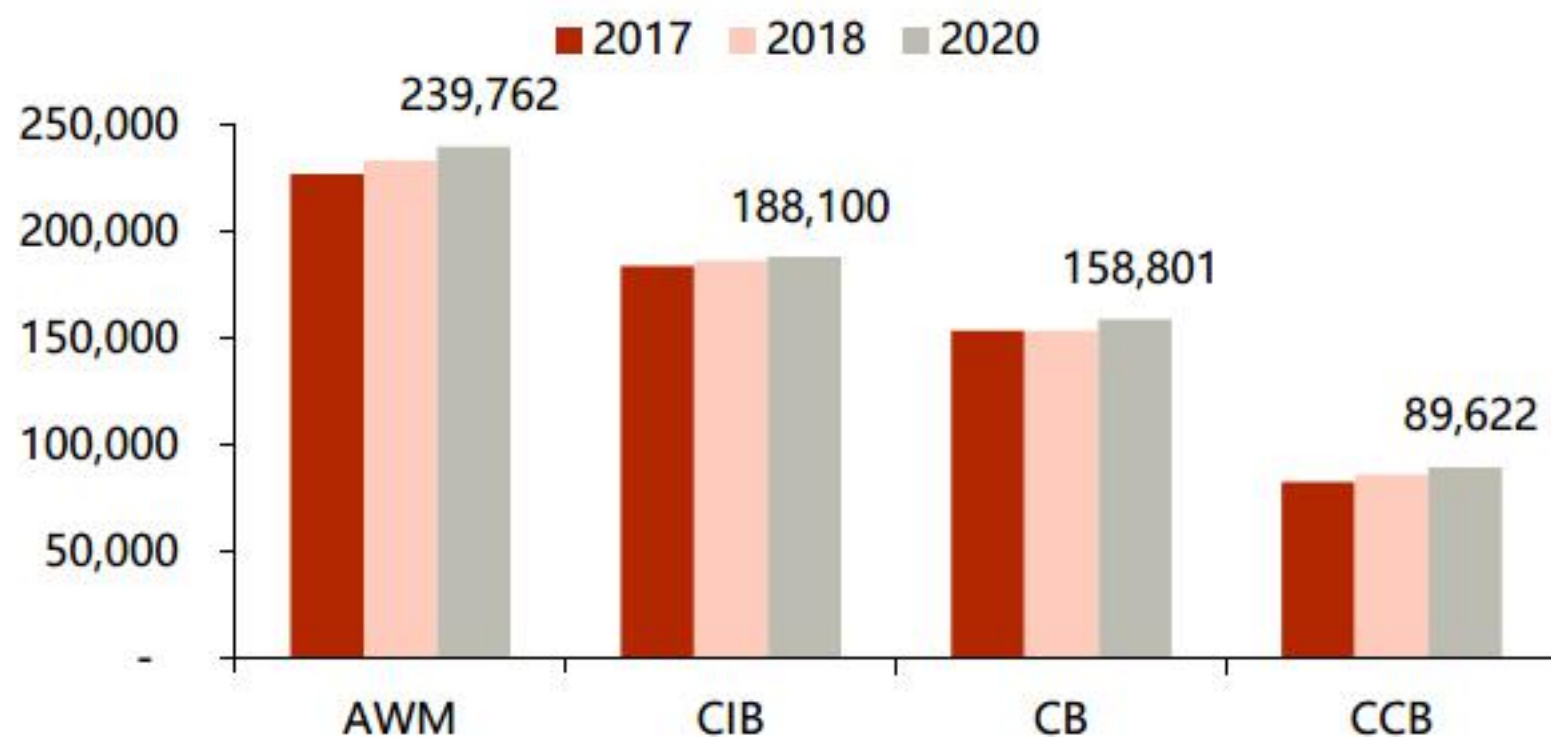
客群	客户需求	集团赋能	竞争优势
私行和零售	财富管理	渠道、品牌、客群	渠道： 拥有7400万平方英尺的房产，遍布全球6400个核心地段。且共享集团线上平台。 品牌： 根据招行和贝恩的私人银行报告，“品牌好”是私行客户选择机构的主要标准。摩根大通是《财富》排名第8的最受尊敬公司。 客群： 集团拥有6300万家庭用户、430万小企业客户，4000余名超高净值客户资源。
	个人金融	商行：线下网点服务、信用卡、大额信贷等	商行： 2020年世界第六大银行（标普排名），2020年商业银行的客户满意度排名全美第一（君迪公司排名）。 投行： 2020年投行佣金全球市占比第一，覆盖80%财富500强客户。
私行和机构	企业金融	商行： 企业贷款、对公银行账户、代理服务等 投行： 直接融资，资产负债表管理、ECM/DCM、交易、托管、收购兼并咨询等	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。ECM指权益资本市场业务、DCM指债券资本市场业务。

摩根大通：全能银行代表——核心竞力

(2) 人才机制优势。①**激励机制强：**在基础薪酬上，摩根大通根据业绩表现设置极具市场竞争力的激励机制。2020年，摩根大通AWM板块人均薪酬水平近24万美元，大幅领先其他业务板块。②**人才留存多：**激励机制到位下，公司对优质人才的吸引力强，2020年“管理层认定高级人才”的留存率超95%。③**经营效益好：**人才资源优势赋能下，摩根大通财富和资产管理经营效益领先，2020年摩根大通AWM板块人均税前利润近20万美元，在可比同业排名第一。

摩根大通AWM板块人均工资领先其他板块（美元）



2020年摩根大通财富管理业务人均效益优于同业



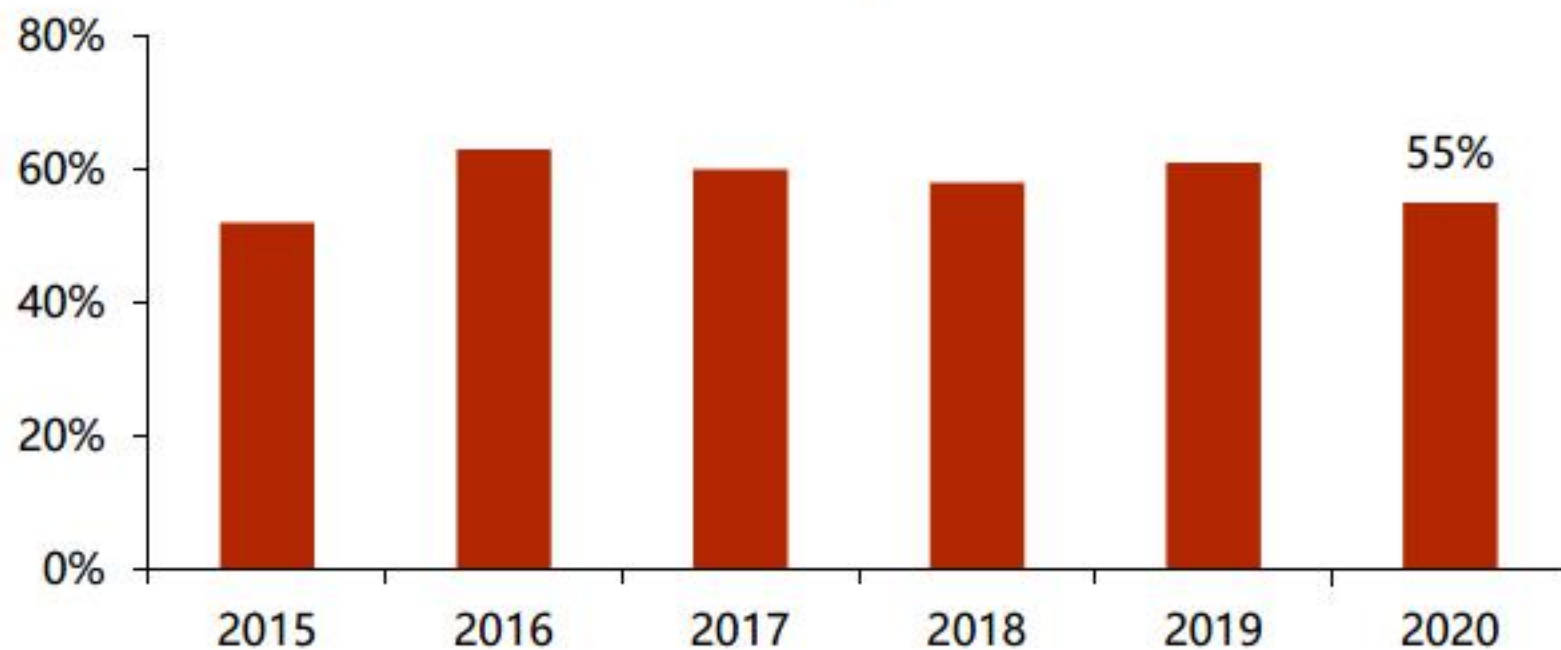
数据来源：公司公告，浙商证券研究所。注：其他可比银行财富管理业务相关的人员薪酬未披露。

摩根大通：全能银行代表——核心竞力

(3) 资管能力优势。2020年，摩根大通管理的4星以上公募基金（风险调整后市场表现排名前32.5%）占比55%。2019年，摩根大通十年期的公募产品中，约88%的AUM的市场表现超过行业平均，同时权益类、多资产解决方案和另类投资、固收类的AUM中，分别有91%、90%、81%的市场表现超行业平均。

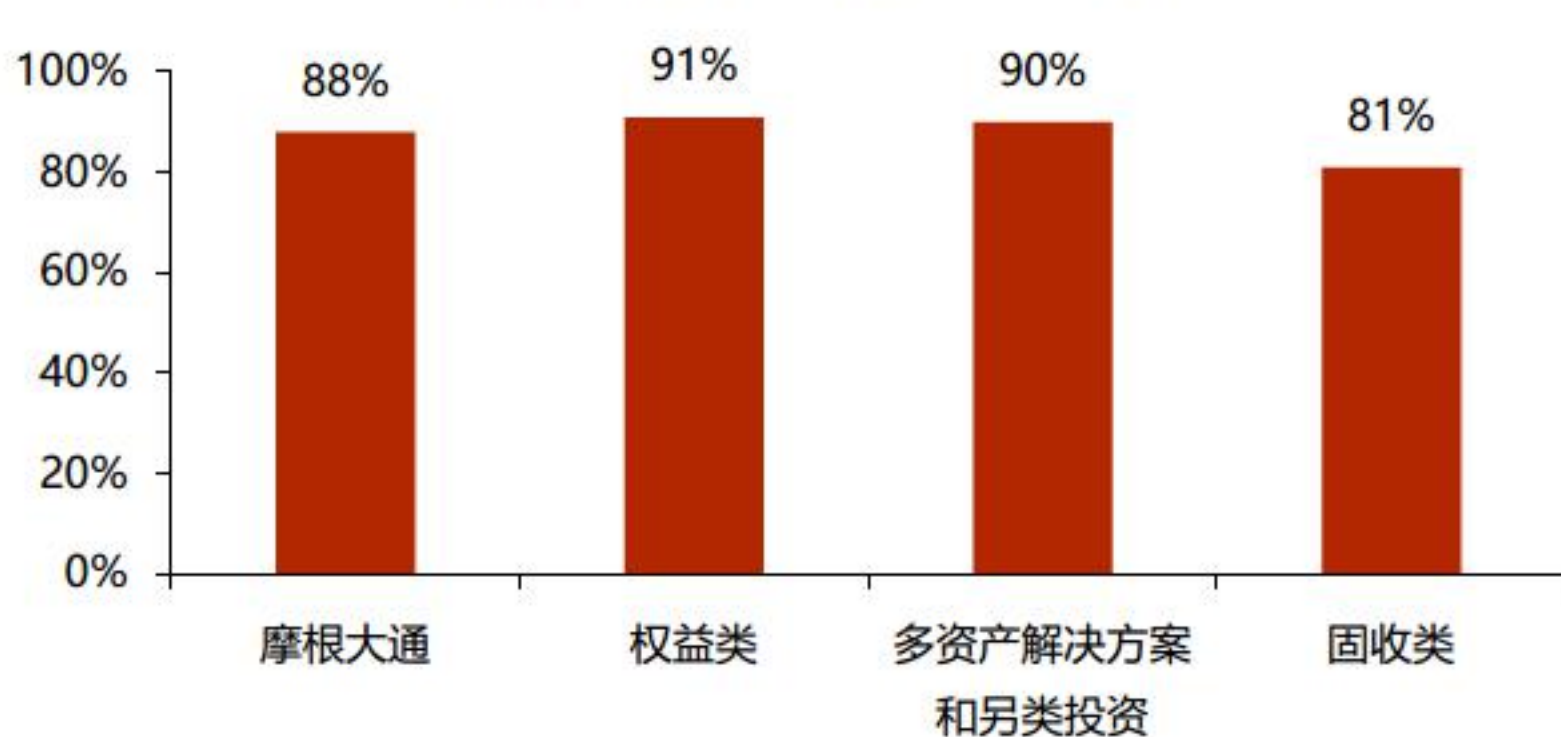
摩根大通4/5星公募基金占比

■ 4/5星公募占比



摩根大通长期限资管产品表现优于行业平均

■ 优于行业平均表现的十年期AUM占比



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

嘉信理财：互联网券商代表——整体情况

嘉信理财是美国头部的线上财富管理机构，被投资者商业日报评为2021年最佳线上经纪公司。主要通过两大业务板块（投资者服务、投资顾问服务），为个人投资者、公司、投资顾问等客户提供交易中介、基金销售、资产管理、投资咨询、结算清算等服务。

部门	类别	客户	服务
投资者服务	零售投资	零售客户	多渠道服务模式；个性化解决方案；投资者教育；私人客户服务；委托理财服务（基金销售平台）；线上交易平台；全球投资平台等
	权益补偿计划	计划资助人	对权益补偿计划的全面记录服务
	退休计划服务	计划资助人	多类型投资选择；受托、托管服务；参与人资产记录；退休计划服务；投资者教育；第三方建议；Roth 401k 账户支持、利润分享、定义收益计划等
	公募基金清算平台外销售	银行、中介、信托 外部平台客户	开放式公募基金交易、处置和相关服务 非自有渠道销售的自营公募、ETF、CTF
投资顾问服务	RIA服务	RIAs及客户	自有软件平台（RIAs的展业核心平台），平台内提供包括客户信息、金钱转移、资产转移、交易等服务；第三方平台入口；RIAs教育平台；RIAs及其客户可以享受包括个人证券、公募基金、ETF、被管理账户、银行信贷等服务
	退休商业服务	独立退休咨询师、记录员	信托、托管、退休商业服务
	公司中介退休服务	退休计划发起人、顾问、记录员	提供持有退休资产的经纪账户；Schwab个人选择退休账户；公司退休账户

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。注：CTF指的是集合信托基金，RIA指的是注册投资咨询师。

嘉信理财：互联网券商代表——组织架构

嘉信理财是一家金融控股公司，拥有包括证券中介、资管、银行、清算等子公司。截至2020年末，嘉信理财共有32000名全职员工（包括约10000名德美利证券员工以及400名前USAA员工），此外还雇用兼职员工、临时员工和合同工参与经营。

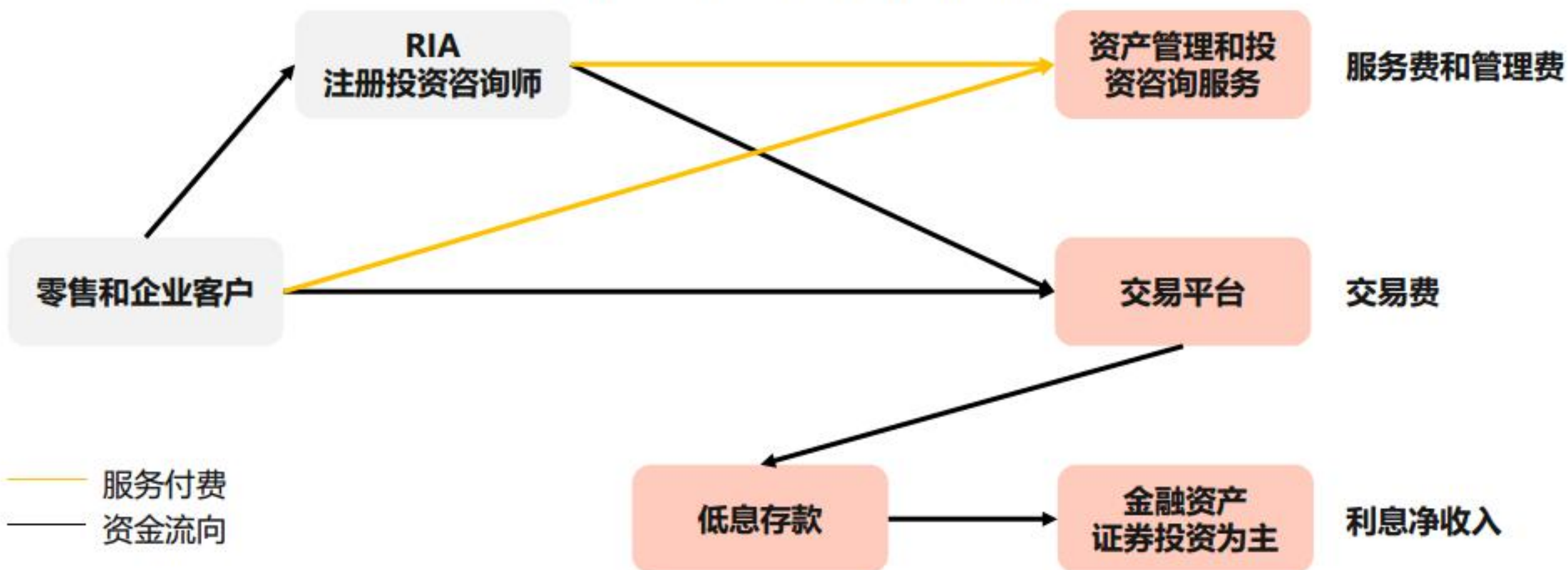


数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

嘉信理财：互联网券商代表——盈利模式

交易引流，多渠道变现。嘉信基金通过低价的交易业务，吸引客户流和资金流，然后利用银行、资管、咨询等其他业务进行变现。

嘉信理财主要盈利模式图解



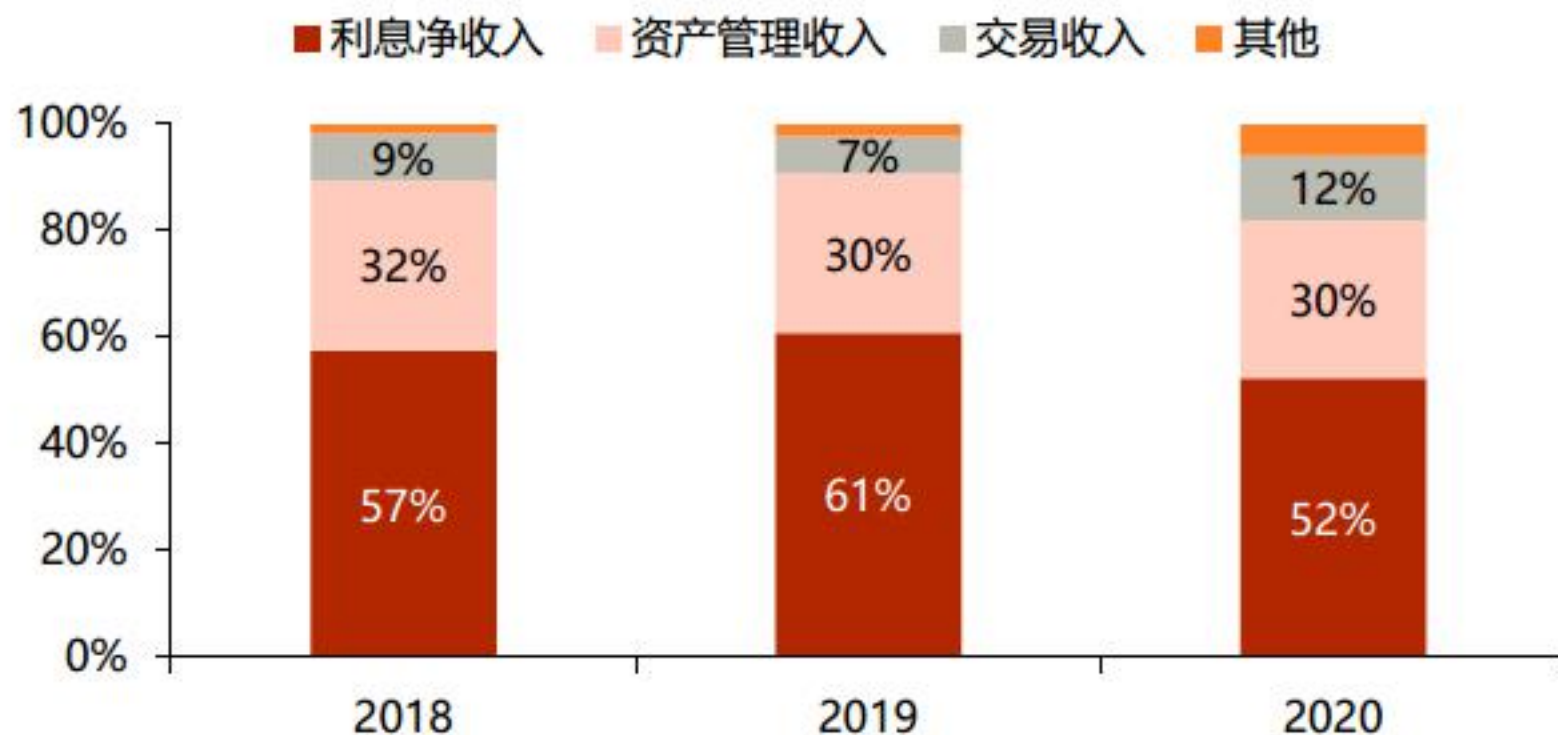
数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

嘉信理财：互联网券商代表——盈利模式

交易引流，多渠道变现。2020年嘉信基金实现营收117亿美元，其中利息净收入贡献52%、资管贡献30%、交易仅贡献12%。

(1) 利息收入方面，2020年嘉信基金利息净收入61亿。负债端，嘉信理财开展交易业务过程中，客户账户中部分未投资资金被划入银行账户，成为低成本存款，总体负债成本低且稳定；资产端，嘉信理财主要投资可供出售金融资产。

嘉信理财收入拆分



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

2020年利息收入拆分

利息收入			
生息资产	日均余额	利率	利息收入
可供出售金融资产	253,555	1.78%	4,537
现金	39,052	0.30%	120
现金和投资	34,100	0.41%	141
中介客户应收款项	28,058	2.97%	848
贷款	20,932	2.60%	545
其他			340
生息资产合计	375,697	1.73%	6,531
利息支出			
付息负债	日均余额	利率	利息支出
存款	291,206	0.03%	93
中介客户应付账款	46,347	0.02%	12
长期借款	8,992	3.22%	289
短期借款	89	0.20%	0
其他			24
计息负债合计	346,634	0.11%	418
利息净收入			6,113
息差			1.62%

嘉信理财：互联网券商代表——盈利模式

交易引流，多渠道变现。（2）**资管收入方面**，2020年嘉信理财实现资产管理收入35亿美元。嘉信理财主要赚取自营基金管理和服务费、向外部基金收取的服务费、提供解决方案的咨询费。（3）**交易收入方面**，2020年嘉信理财实现交易业务收入14亿美元，主要包括交易佣金、订单流收入、本金交易费用等。每笔交易的平均费用仅2.16美元。

2020年资管收入拆分

项目（百万美元）	日均余额	费率	收入
公募基金、ETF和CTF	1,219,560	0.15%	1,770
Schwab货币市场基金	200,119	0.24%	478
Schwab证券基金、ETF和CTF	301,598	0.10%	300
公募基金OneSource及其他无交易费用基金	192,464	0.31%	599
其他第三方公募基金和ETF	525,379	0.07%	393
提供投资建议和解决方案	379,171	0.38%	1,443
其他基于余额的费用	451,350	0.05%	208
其他			54
总计			3,475

2020年交易费用拆分

项目（百万美元）	数据
交易量	656
DATs	2.60
交易日（天）	252
每单交易费（美元）	2.16
交易收入	1,416

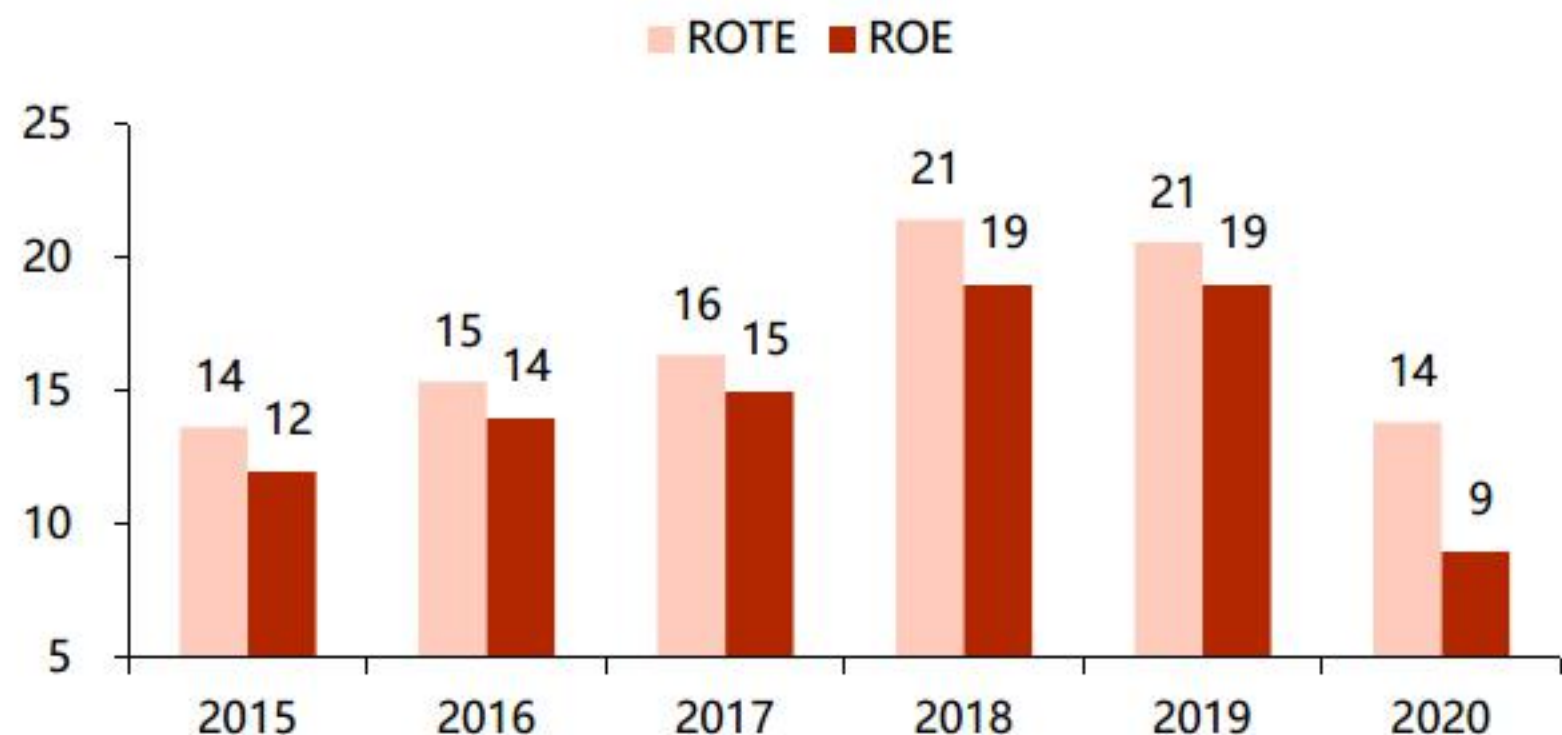
数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

注：资管收入中，其他基于余额的费用主要包括信托费用、401(k)记录费、共同基金结算费。DAT代表日均交易量。CTF代表集合信托基金。

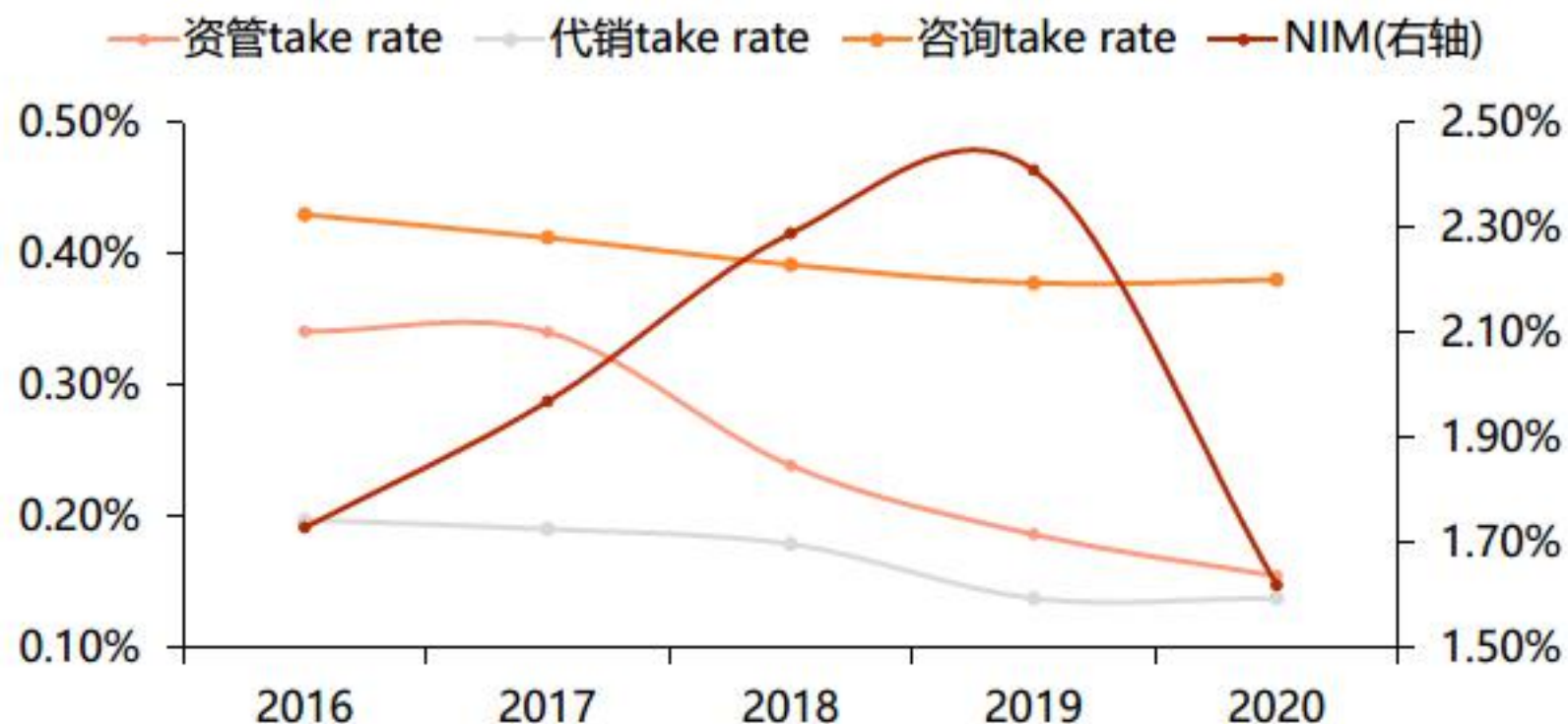
嘉信理财：互联网券商代表——盈利情况

盈利能力优异。（1）最新情况：2020年因收购德美利证券影响，ROE仅9%。为排除收购导致的商誉等影响，我们使用ROTE来衡量其实际盈利能力。2020年嘉信理财ROTE达14%，盈利能力优异。（2）时间维度：2015年以来，嘉信理财盈利能力与息差变动趋势基本一致，而财富管理相关的手续费费率（包括：资管、咨询等）则逐年下滑，归因嘉信理财主动下调费率，以应对竞争，争夺市场份额。以2019年为例，2019年以来，美国银行、摩根大通、摩根斯坦利等公司均推出0佣金交易平台，嘉信理财为应对竞争，2019年主动将股票、ETF、期权的网上交易费用，由\$4.95美金降低至\$0。

嘉信理财盈利能力优异



嘉信理财take rate逐年下滑



数据来源：公司公告，彭博，浙商证券研究所。单位：%。注：ROTE为return on tangible equity，即有形权益回报率（区别于ROTCE，ROTCE是有形普通股权益回报率）。NIM代表息差，资管take rate=自营资管收入/自营资管平均余额、代销take rate=基金服务收入/基金服务规模、咨询take rate=咨询服务收入/接受咨询资产规模。

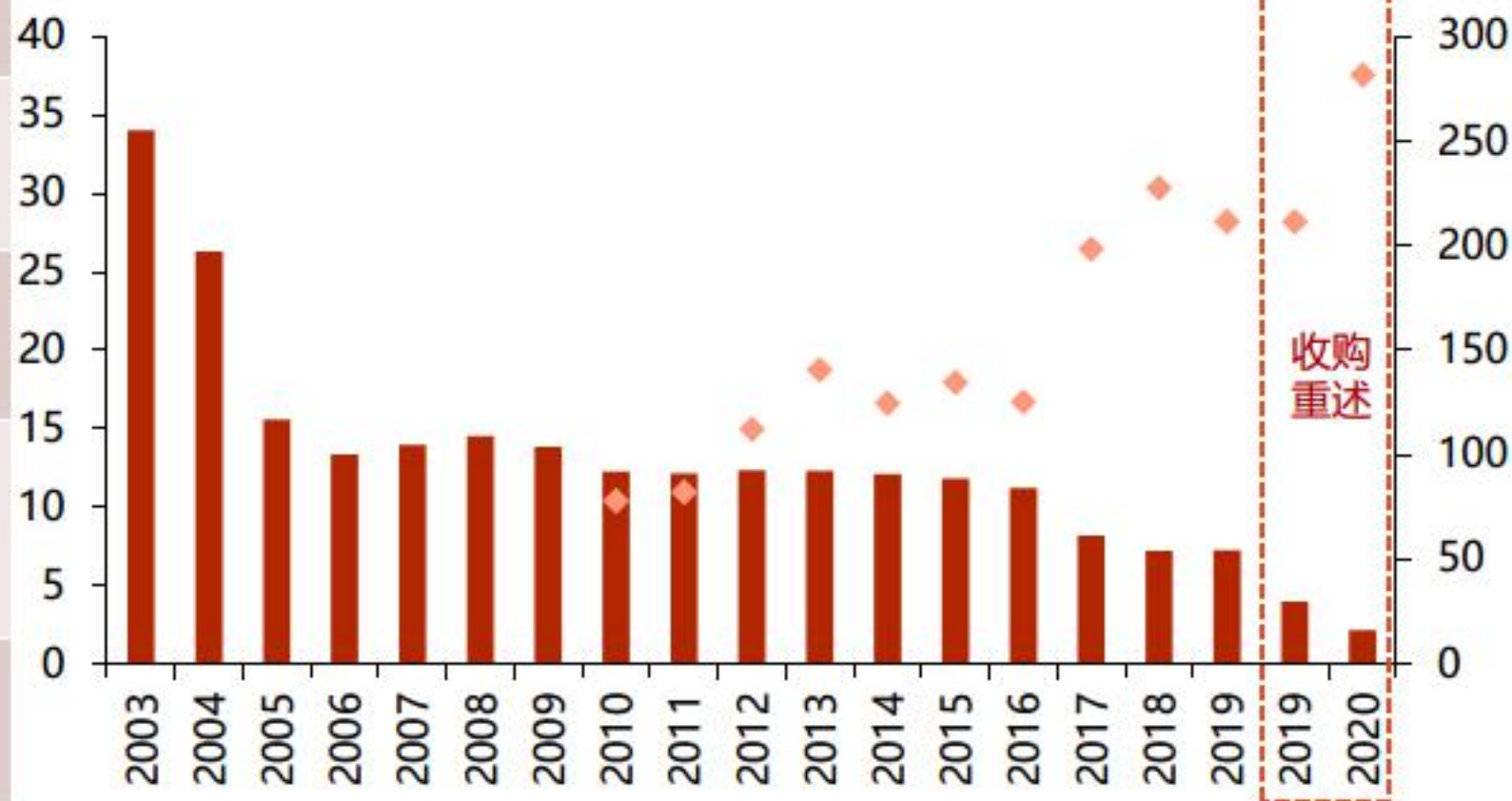
嘉信理财：互联网券商代表——核心竞力

嘉信理财核心商业模式是通过交易业务引流，并通过商业银行业务和资管业务变现。强大的获客和留客能力是嘉信理财的核心竞力。背后核心驱动因素是低价服务、2F2C模式和规模优势。（1）**低价服务抓取客户痛点**：嘉信理财抓住居民理财需求，持续提供低价、创新的服务，快速拓展客户群体，增强客户粘性。

主要时期	主要创新举措	主要低价举措
1973-1986 引领创新	① 延长服务时间 ：率先提供24小时订单进入和报价服务、24小时公募基金交易服务；② 发布新的服务 ：推出Market Place、SchwabQuotes等	同时期，SEC放松股票中介价格监管，当中介机构纷纷抬高费率时，嘉信理财率先推出折扣中介模式。
1987-1994 扩展服务	① 中介服务 ：推出金融咨询师服务。② 基金相关 ：推出Schwab 1000基金；推出Mutual Fund OneSource平台。	推出免年费的IRA（个人退休账户）。
1995-2000 线上模式	1996年推出线上交易网站；后陆续推出纳斯达克盘前盘后交易服务。成为首家为在线账户提供多股票下单入口的公司。	
2001-2007 增值银行服务	① 增值服务 ：推出股票评级服务、富有客户服务、账户安全保证服务，扩充基金品类；② 银行服务 ：成立嘉信银行，将活期账户和交易账户连接起来。	降低和简化了权益、期权、公募、债券的交易费用。
2008-现在 持续创新	① 线上服务 ：持续改善线上平台的功能，发布手机APP；② 丰富产品 ：如推出地产指数基金、目标指数基金等。	提供免佣金ETF交易平台、减少权益交易费用、减少自营ETF费率、引入低成本ETF等。

嘉信理财交易费用下降，客户粘性提升

■ 交易费用/次 ◆ 新增核心客户资产(十亿,右轴)

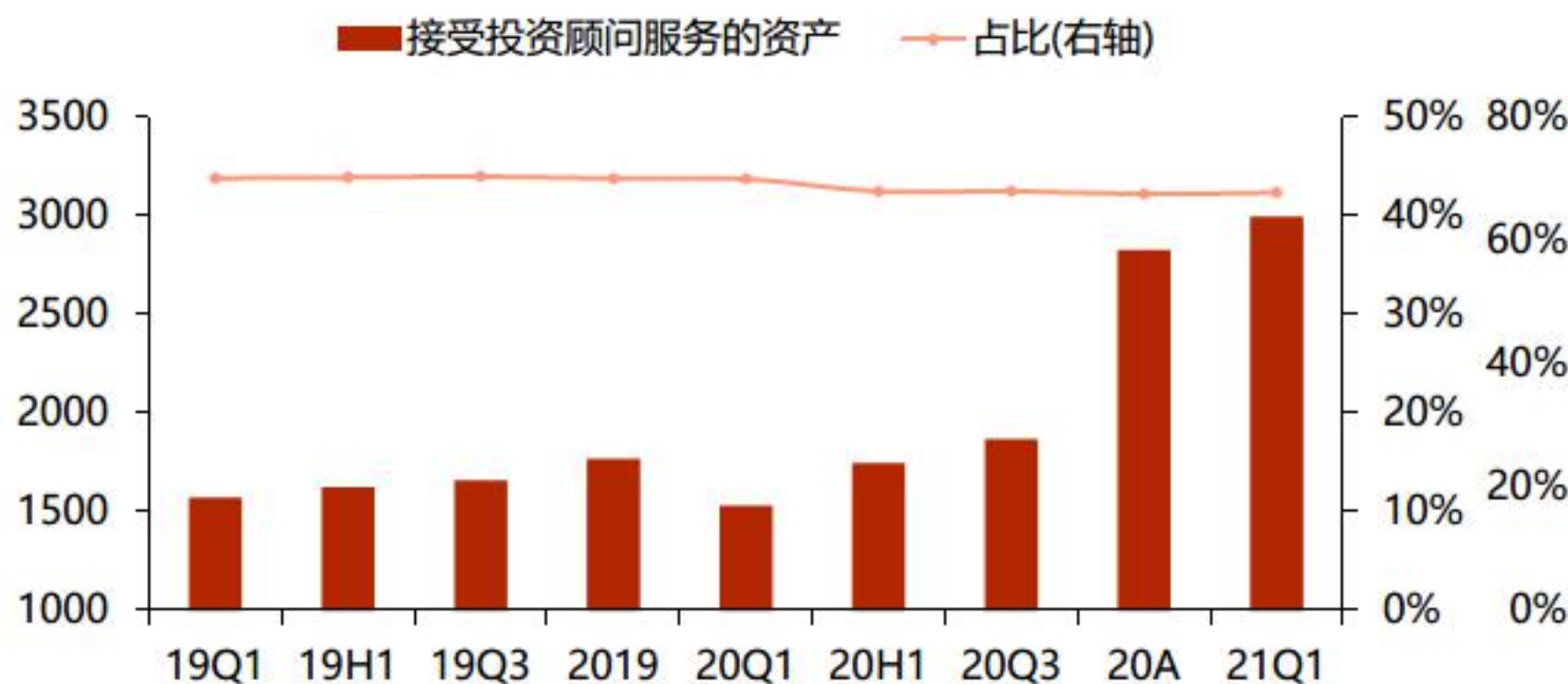


数据来源：公司官网，公司财报，浙商证券研究所。注：2003-2019年交易费用口径为“交易费用/产生交易费用的交易笔数”，2020年交易费用口径为“交易费用/总交易笔数”，2019年数据重述。新增核心客户资产即排除收购等因素带来的一次性大额扰动后，统计的新增客户资产。

嘉信理财：互联网券商代表——核心竞力

(2) 2F2C模式高效触达：除自有平台获客外，嘉信理财还通过与第三方投资咨询机构合作触达客户，搭建2F2C的服务模式。通过规模优势、技术革新、低价和多元服务等优势，嘉信理财与第三方实现良好合作，使嘉信理财能更高效获取和服务C端客户。2019年末，嘉信基金第三方投资顾问市场占比达44%。19Q1以来，接受第三方投资顾问服务的客户资产占比稳定在40%以上。对比国内，国内基金投顾行业刚刚起步，2019年监管发放首批牌照开始试点，较美国成熟市场仍有发展空间，短期内，嘉信理财2F2C模式短期内难以被国内机构效仿，但为中长期的发展提供可行思路。

RIAs贡献的客户资产占比稳定



投资顾问服务板块贡献超40%的净新增客户资产

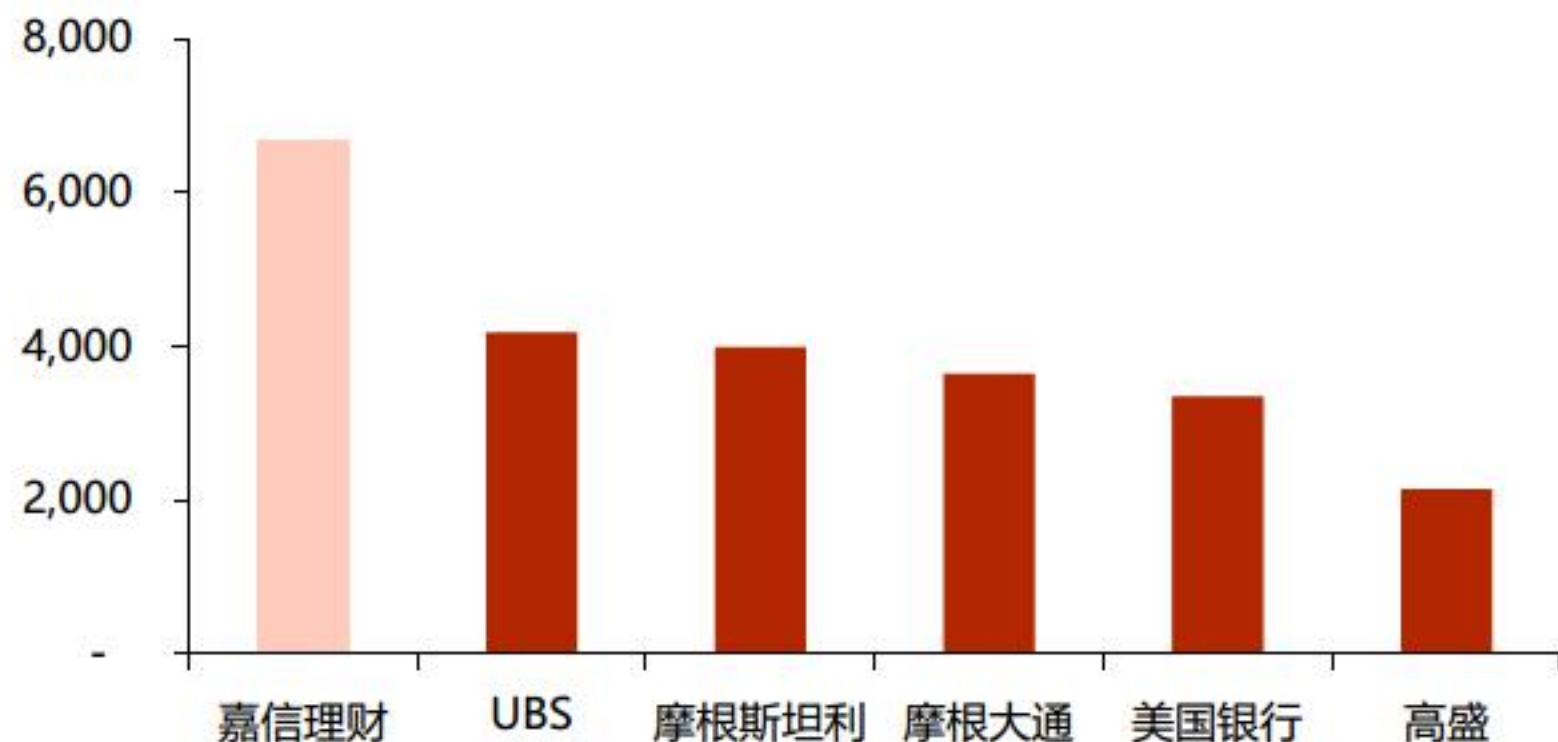


数据来源：公司官网，公司财报，浙商证券研究所。注：接受投资顾问服务的资产为去除养老咨询后的投资顾问服务板块中，接受投资咨询服务的资产规模，主要为RIA相关客户带来的资产。

嘉信理财：互联网券商代表——核心竞力

(3) 规模优势构建良性循环：凭借低价、创新的线上服务和投资并购等举措，嘉信理财客户资产规模行业领先。规模优势一方面带来规模效应，降低嘉信理财综合成本率，同时提升品牌认知度；另一方面为嘉信理财构筑了业务增长的良性循环。规模优势带来优异的财务表现和出色的股价表现，促使股东增加投资，用以资助创新、挑战现状的经营行为；创新、低价的服务则又为客户带来收益和好的客户体验，客户回馈嘉信更多个人资产，驱动规模和业绩增长。

嘉信客户资产在主流财富管理机构中排名靠前



嘉信理财规模优势带来正向循环



数据来源：公司官网，公司财报，浙商证券研究所。客户资产数据口径如下：嘉信理财为包含存款的客户资产、UBS为财富管理和资产管理部的投资资产总额、摩根大通和高盛的数据口径为客户托管资产（包含存款）、美国银行为包含存款的客户账户余额、摩根士丹利为客户资产。

瑞银集团：私人银行代表——整体情况

- **瑞银简介：**1998年，瑞银集团(UBS)成立于瑞士苏黎世，由瑞士银行公司(SBG)和瑞士银行协会(SBV)合并而成。瑞银现已发展成为全球性的财富管理机构，被《欧洲货币》评为2021年度“全球最佳私人银行”，2020年度“世界最佳财富管理银行”。
- **经营模式：**瑞银集团为世界各地的个人、机构和企业客户以及瑞士的私人客户提供金融咨询解决方案。瑞银共有全球财富管理、个人和机构银行业务、资产管理和投资银行4个核心业务部门。

Global Wealth Management

作为全球领先的财富管理机构，瑞银财富管理为世界各地的富有家庭和个人（包括高净值和超高净值客户）提供全面咨询、解决方案和服务

全球财富管理

投资银行

Investment Bank

瑞银投资银行为企业、机构及财富管理的客户提供专家建议、创新解决方案，顶尖的执行能力和全面进入国际资本市场的途径

Asset Management

瑞银资产管理为包括个人、第三方中介机构和机构投资者等各类型客户提供横跨主要传统和另类资产类别的投资服务

资产管理

个人和机构银行业务

Personal & Corporate Banking

为私人、企业和机构客户提供全面的金融产品和服务

瑞银集团：私人银行代表——组织架构

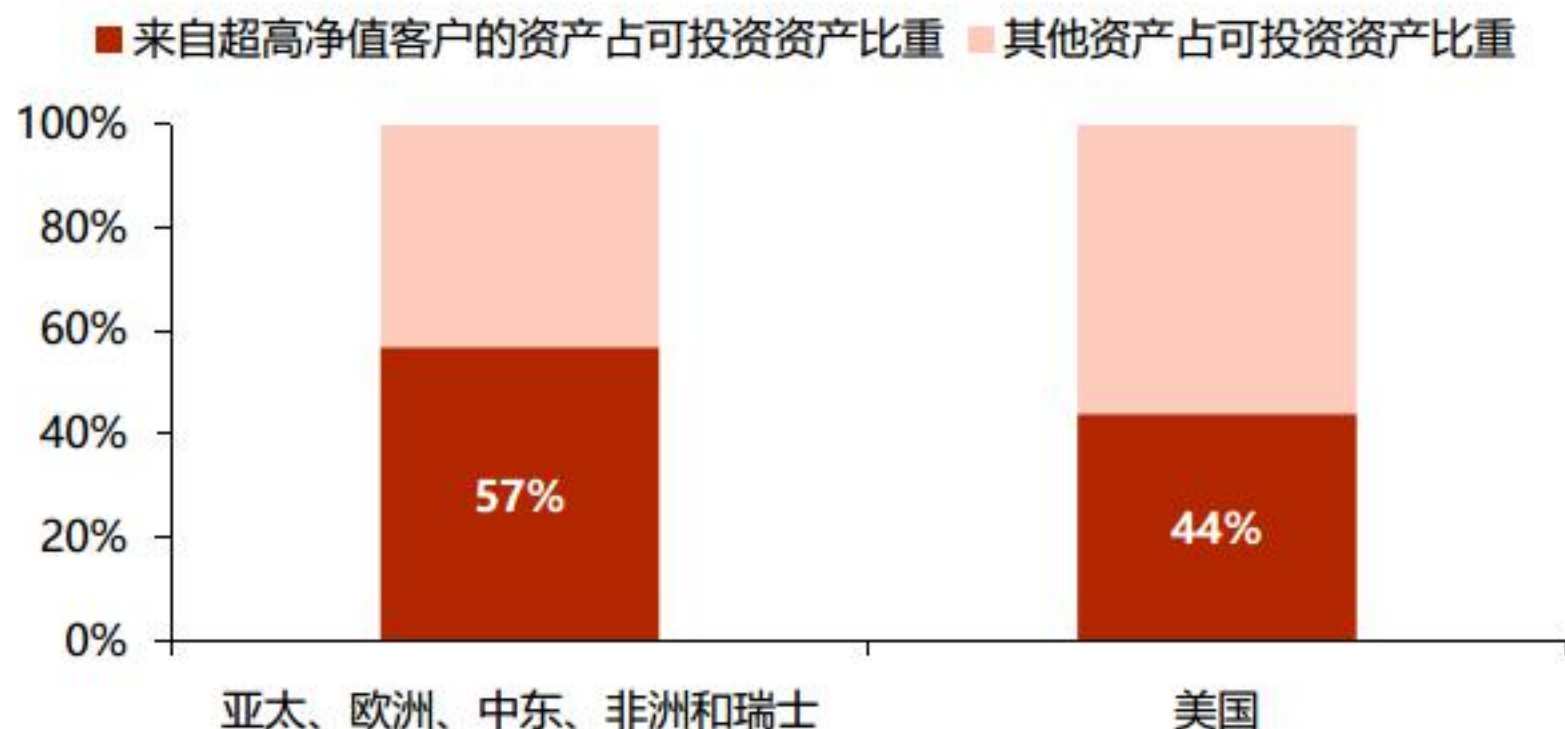
瑞银集团的财富和资产管理相关的业务主要由全球财富管理业务（Global Wealth Management）、资产管理业务（Asset Management）构成。其中，全球财富管理业务为世界各地的富有家庭和个人提供全面咨询、解决方案和服务。资产管理业务为客户提供横跨主要传统和另类资产类别的资管产品。为分析其财富管理模式，本文主要聚焦全球财富管理业务。



瑞银集团：私人银行代表——客户画像

- 定位全球高端/超高端客户：瑞银集团的全球财富管理业务专注于服务全球高净值和超高净值客户、家族和家族理财室以及特定市场的富裕客户。瑞银2018年投资者日数据显示，在亚太、欧洲、中东、非洲和中国市场，超高净值客户资产占比达57%。
- 对美洲客户适当降低标准：实施差异化的客户分类标准（按资产规模分类、按地区分类），降低美洲客户门槛，抢占市场。

瑞银定位全球超高净值客户



瑞银全球客户分类标准

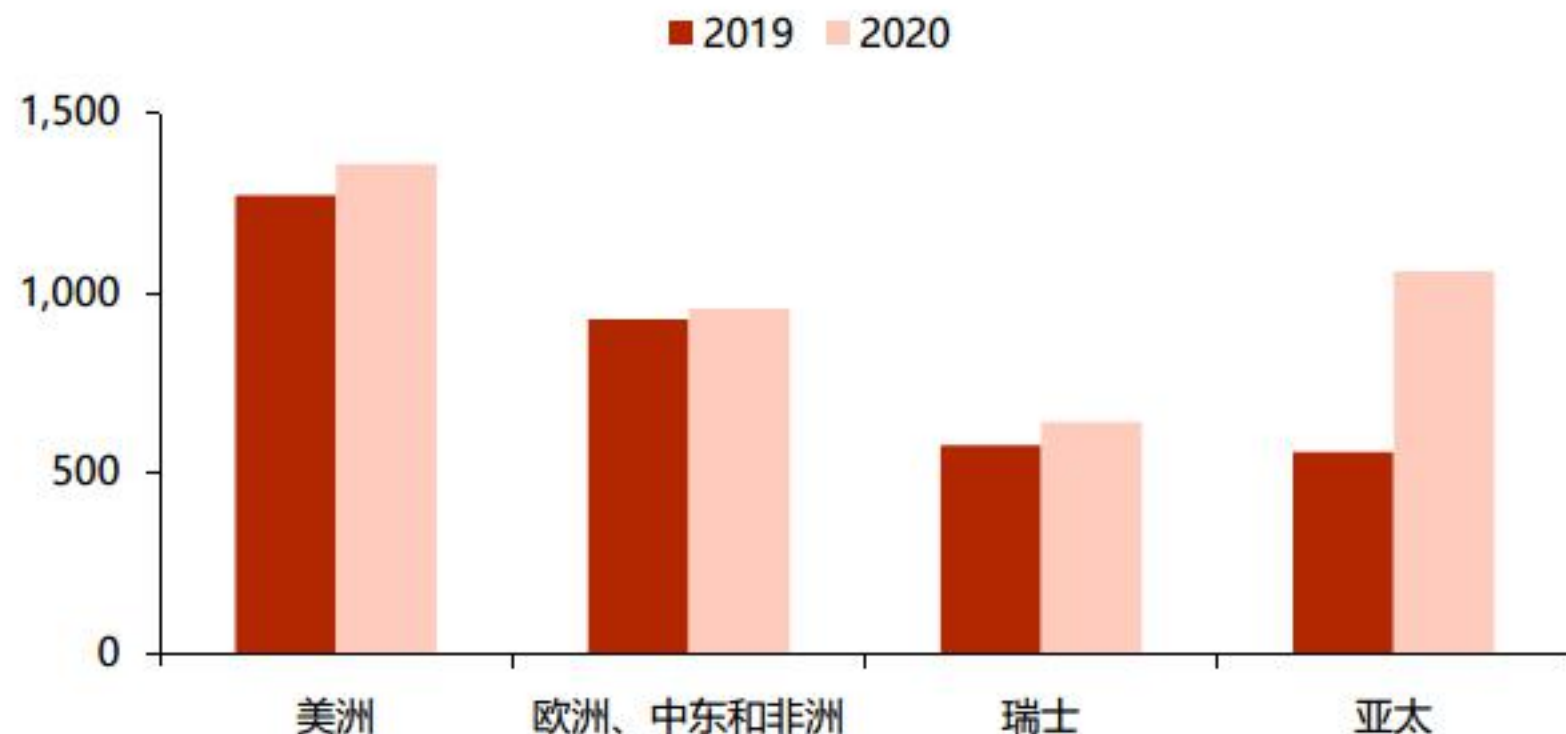
	瑞士&其他国家	美洲客户
超高净值客户	资产 > 5000万CHF	资产 > 1000万USD
高净值客户	200万CHF < 资产 < 5000万CHF	100万USD < 资产 < 1000万USD
核心富裕客户	50万CHF < 资产 < 200万CHF	25万USD < 资产 < 100万USD

数据来源：公司公告，UBS investor update 2018，浙商证券研究所。

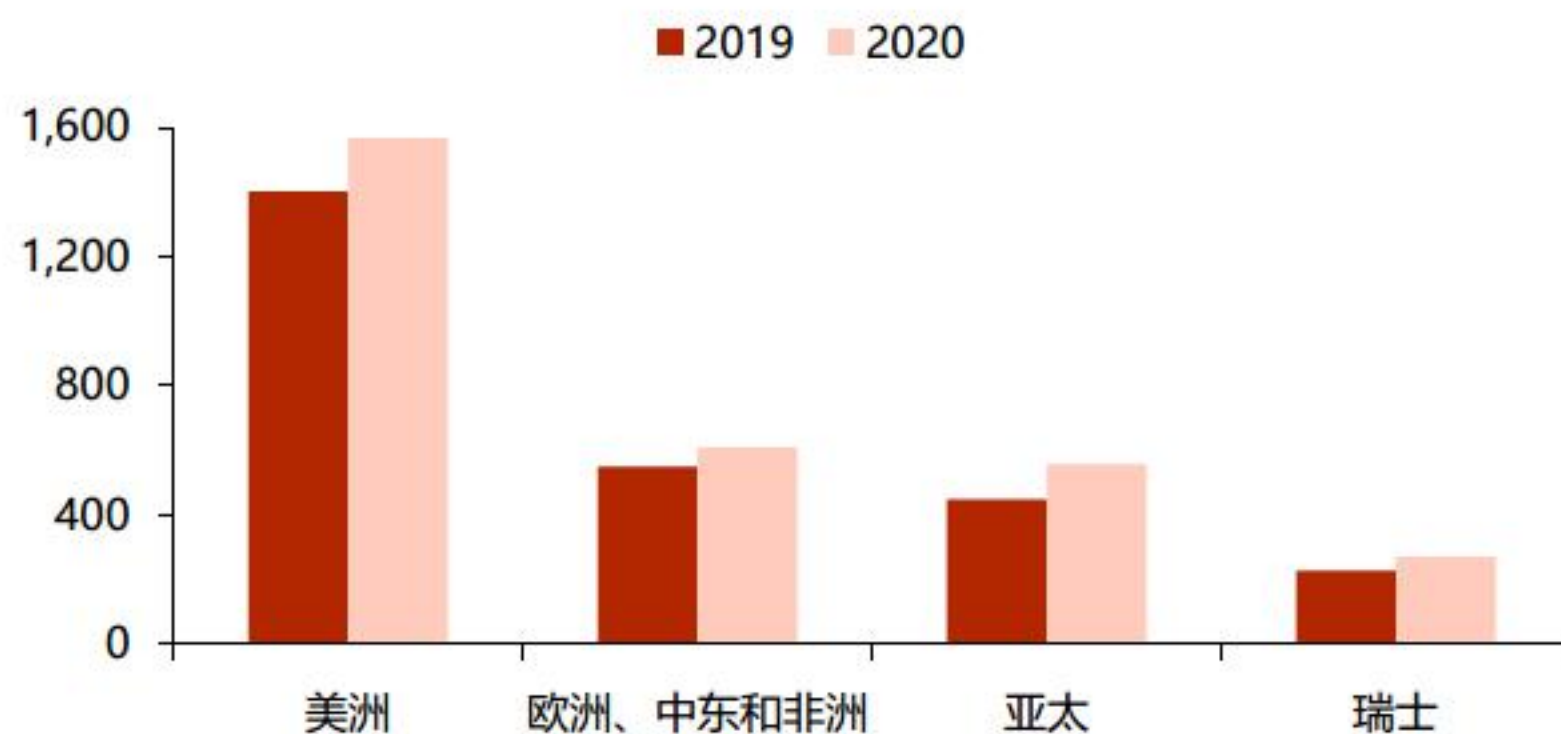
瑞银集团：私人银行代表——区域分布

在全球财富管理业务中，欧美占据主要地位，亚太成主要利润增长点。（1）从规模角度，2020年欧美市场贡献了81%的客户资产；（2）从利润角度，2020年亚太地区贡献了74%的营业利润同比增量。

亚太成瑞银财富管理营业利润主要增长点（百万美元）



欧美市场是客户资产的主要来源（十亿美元）



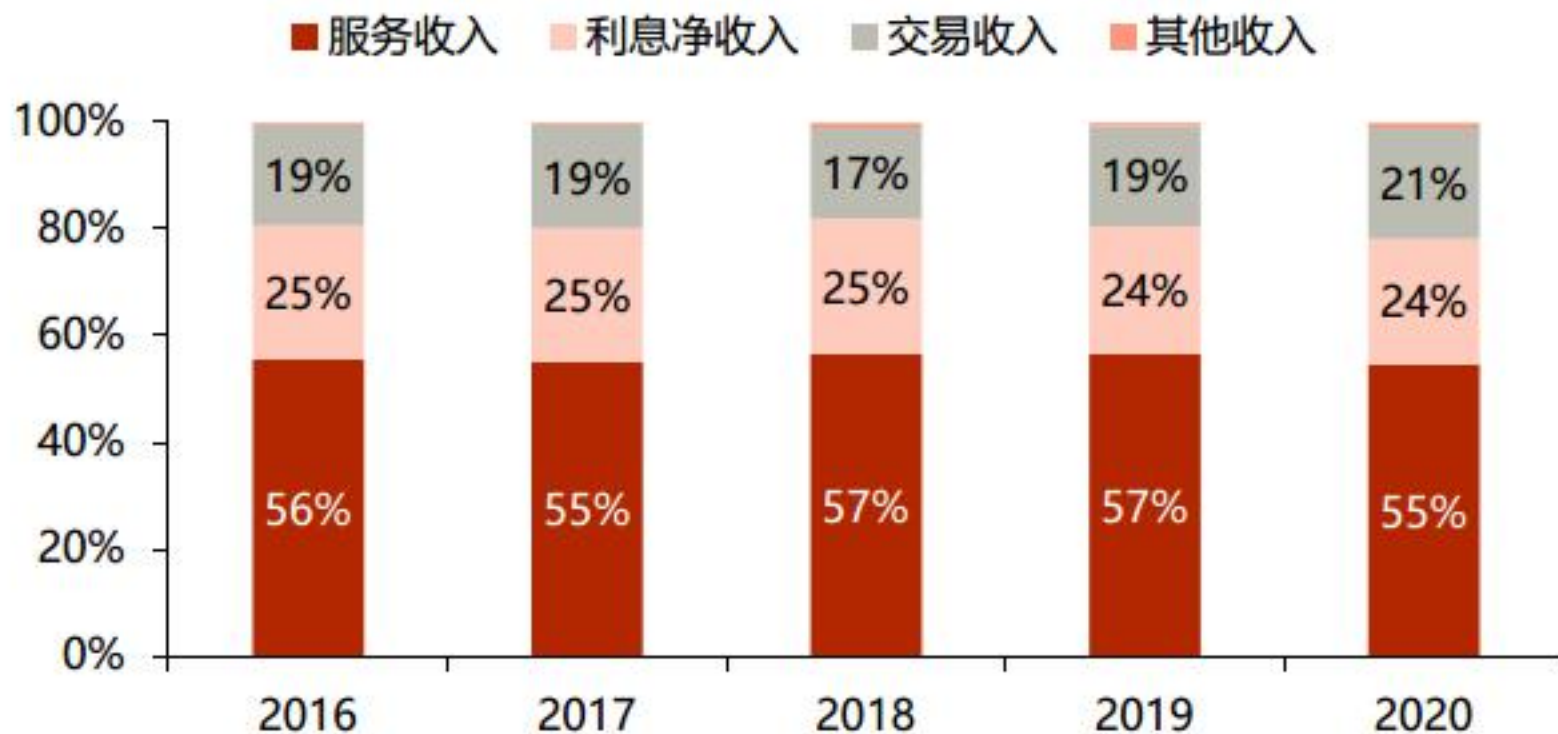
数据来源：公司公告，浙商证券研究所。注：欧美市场包含：美洲，欧洲、中东、非洲，瑞士。

瑞银集团：私人银行代表——经营情况

(1) 盈利模式：瑞银为客户提供包括投资组合管理、托管、信贷、存款和交易等综合服务，赚取服务收入、利息净收入和交易收入。其中，财富管理营收以服务收入为主，2020年服务收入占营收的55%。

(2) 盈利情况：2019年以来，瑞银集团的财富管理take rate持续下行，主要受行业性费率下行和发力低费率产品的影响。

瑞银财富管理业务的营收结构



全球财富管理业务税前净利润稳健增长（百万美元）



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。服务收入包括持续提供的服务费用，如投资组合管理费、基于资产的投资基金费用、托管费用和账户保管费用等；交易收入包括净费用和佣金收入中的非经常性部分，主要包括经纪和基于交易的投资基金费用、信用卡费用和支付交易费用。其他收入来自金融工具公允价值变动的净收入。Take rate=全球财富管理收入/瑞银客户投资资产。

瑞银集团：私人银行代表——核心竟力

(1) 瑞士外部优越环境+瑞银百年私行品牌。①瑞银发端于瑞士，瑞士的银行保密法和低税负制度，为私人银行业务发展提供了肥沃的土壤。随着2017年银行信息自动共享的国际公约生效，2018年起作为缔约国的瑞士与合约国共享他国居民银行账户信息（包括欧盟、澳大利亚等发达国家和达到数据安全保密的发展中国家，不含美国），瑞士的避税天堂地位受到动摇。②高净值客群重视服务的品牌、声誉。瑞银历史悠久，已经形成全球范围内得到广泛认可的私行品牌，这些都是其吸引高端客群的重要因素。

瑞士：私行业务起源地

国际声誉

瑞士私行业务形成了保密、诚信和专业的国际品牌

法律制度

《瑞士银行保密法》为客户信息绝对保密提供法律保障

税收制度

低赋税制度，欧洲范围内综合税负最低，吸引财富流入

金融环境

瑞士金融业发达，产值约占GDP的10%，拥有完善的银行体系和基础设施

政治与经济

政治稳定，抗经济周期波动能力强，利于资产保值增值

人才优势

瑞士银行家提供高质量和专业化的财富管理服务

瑞银私行品牌在全球享有广泛认可度

取得荣誉

- 2021 年整体最佳私人银行服务
- 2020 年全球最佳私人银行
- 2020 年全球最佳财富管理银行
- 2020年全球最佳技术私人银行
- 2019年最佳可持续投资和超高净值客户私人银行
- 2019年亚洲最佳私人银行
- 2019 年整体最佳私人银行服务

颁发机构

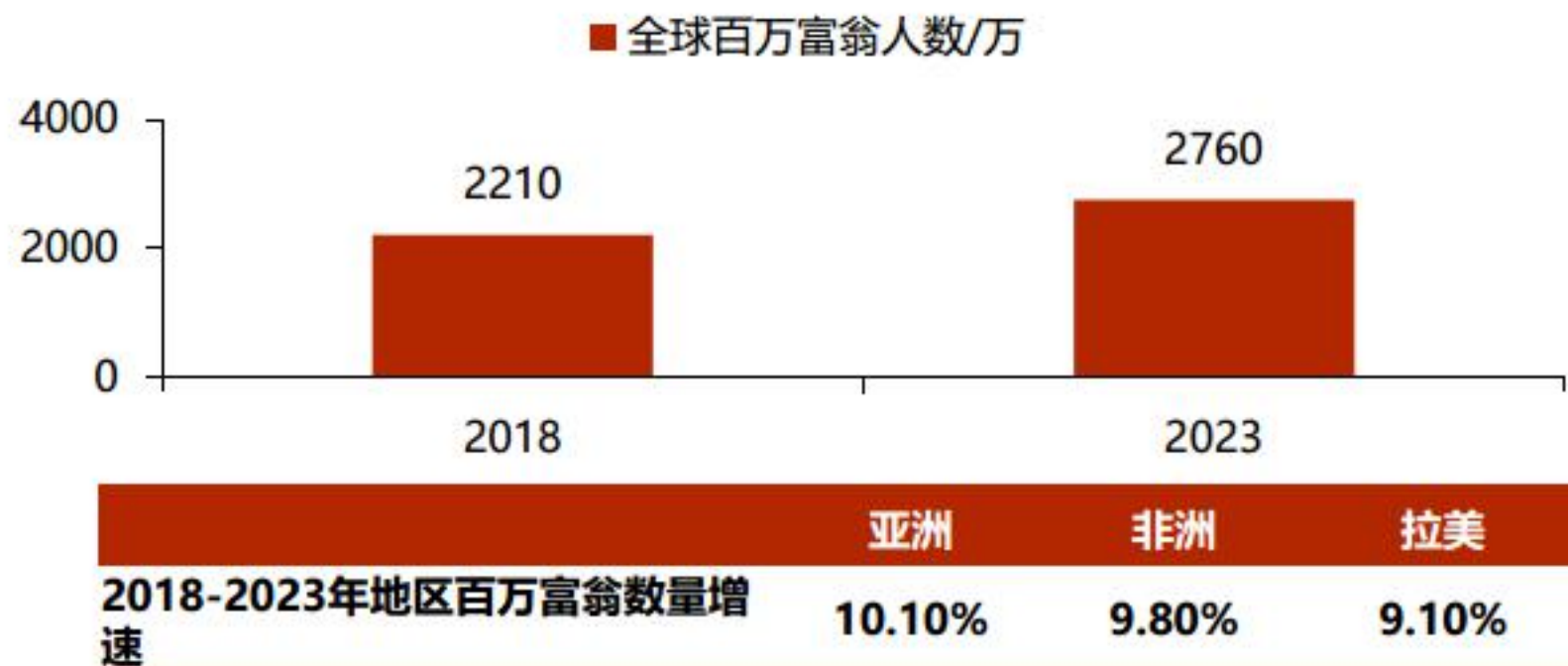
- 《欧洲货币》
- PWM 和 The Banker
- 《欧洲货币》
- FT 专业财富管理
- PWM 和 The Banker
- PWM 和 The Banker
- 《欧洲货币》

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。注：《欧洲货币》杂志创刊于1969年，主要服务对象为国际资本市场，向投资者及金融专家们提供权威的信息；FT（Financial Times）为《英国金融时报》，是创办于1988年的世界著名国际性金融媒体；PWM 和 The Banker为《专业财富管理》杂志和英国《银行家》杂志，为世界范围内的银行界和企业界的财务决策者提供金融信息。

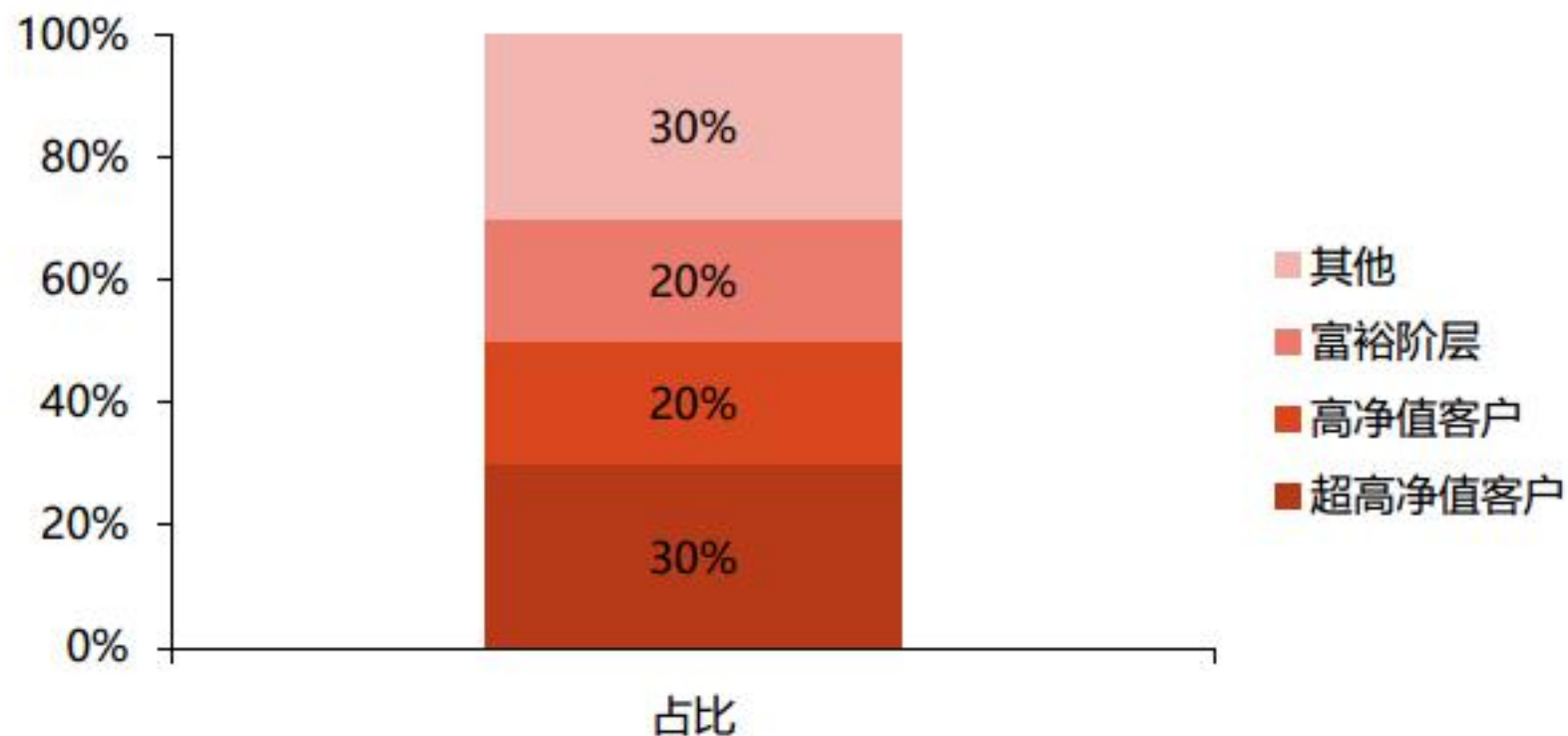
瑞银集团：私人银行代表——核心竞力

(2) 差异化定位于高净值和超高净值客户。从赛道优势上看：①全球财富持续增长。根据BCG的预测，2019-2024年全球财富CAGR达3.2%，将在2024年达265万亿美元；亚非拉地区百万富翁数量持续增长，北美成为百万富翁聚集地。②财富集中效应明显。BCG报告显示，大约全球50%的财富都集中在高净值客户手中，其中超高净值客户掌握了全球约30%的财富。基于此，瑞银长期坚持服务高净值客户的定位拥有广泛的市场和巨大的成长空间。

全球百万富翁数量持续增长



全球财富集中效应明显



数据来源：公司公告，BCG《2019年全球财富报告》、《2020全球财富报告-第20期》，浙商证券研究所。注：BCG基于全球经济缓慢复苏的假设进行预测。

瑞银集团：私人银行代表——核心竟力

(3) 瑞银的私行客户服务体系成熟。私行客户注重服务质量和综合性。对此，瑞银已形成成熟服务体系。①**一站式服务提升服务质量：**“Delivering as one firm”（作为一家公司进行服务）是瑞银集团的核心战略之一，服务财富客户时，各部门密切协作，提供“一站式”财富管理服务，使客户获得优异的服务体验和服务质量。以全球家族办公室服务为例，瑞银家族办公室模块集合财富管理、投资银行、资产管理部门的资源，为客户提供定制化、机构风格的整体解决方案；②**综合化服务满足多元需求：**瑞银的财富管理服务全面多样，包括全球家族办公室、国际银行业务、慈善事业等，充分满足私行客户多元需求。

瑞银全球家族办公室



瑞银综合服务



资产管理业务：指资管机构通过构建资管产品，对接渠道端资金，投资于金融资产。资管机构主要收取产品管理费，资产管理收入=资产管理规模（AUM）*管理费率。

- **规模：**近年来资管产品规模快速发展，从2012年的26万亿元增长到2017年的119万亿元，年化复合增长率为36%。受资管新规影响，资管产品净值化转型，2018-2019年余额小幅收缩，2020年规模基本恢复到2017年水平，达到122万亿元。
- **费率：**以基金为例，基金公司主要收取管理费用和赎回费用，如通过自营渠道销售产品还收取申购费用，另外部分基金还试点收取超额提成，将管理费与业绩挂钩，超额提成在专户资金管理以及私募基金中比较常见。

资管产品收费规则（以基金为例）

主要费用	A类基金	C类基金	浮动管理费基金	收费主体及模式
申购费用	权益型0.8%-1.5%	0%	0.8%-1.5%	前端渠道，如银行、互联网平台等。
销售服务费	0%	0.5%-0.8%/年	0%	
管理费用	权益型1%-2%		①固定0.6%-0.8%；②分档设置，根据业绩基准达成情况，分档设置0.2%-2%；③管理费跟收益率挂钩。	基金公司与渠道分成，以支付宝为例，渠道通常分润40%，最高不超过50%。
超额提成	0%	0%	固定管理费情况下，对超过5-8%的部分提取20%的业绩报酬。	主要由基金公司收取，部分分润给渠道。
赎回费用	0-1.50% (一般持有一年以上为0)	0-1.50% (一般持有30天以上为0)	0-1.50% (一般持有一年以上为0)	主要由基金公司收取，部分分润给渠道。
托管费用	一般20bp-35bp			托管机构，主要为银行，券商可进行基金（包含公募、私募基金）的托管。

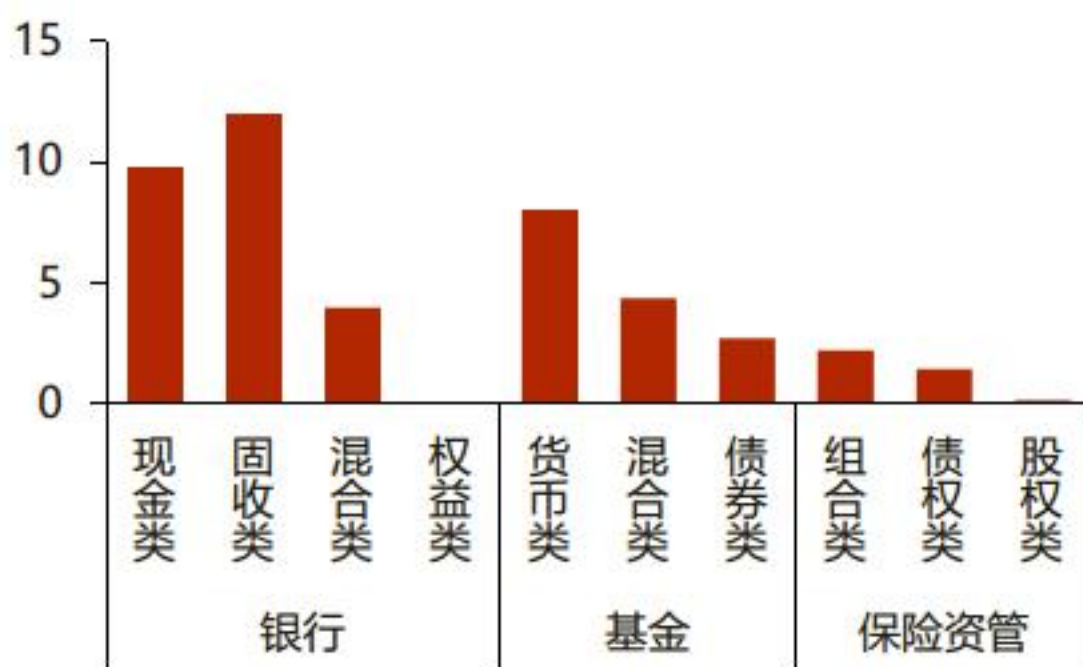
数据来源：银行App及互联网基金平台App，浙商证券研究所。

银行理财以固收类产品为主，管理费率相对较低；公募股权基金及私募理财产品管理费率较高。

(1) **产品规模来看：**银行资管产品以固收类为主，权益类偏少；公募基金含权类产品（权益基金和混合基金）较其他机构具有规模优势；保险资管产品以组合类产品为主，可进行较多的品种投资且投资品种相对分散。

(2) **费率对比来看：**银行固收类理财管理费相对较低，公募基金权益类产品和私募理财管理费相对较高；一般来说，产品投资策略越主动，投资资产股票占比越高，产品风险等级越高，相应的产品管理费也越高。

2020年主要资管机构各类资管产品规模



产品名	银行理财				公募基金				私募产品
	现金理财	固收类	混合类	FOF	固收类	混合类	权益类	指数类	
	建信宝	招睿颐养 丰润	鑫尊利科技 创新优选	多资产 FOF进取	长城稳固 收益债券	易方达中 小盘混合	汇添富国 企创新股 票	招商中证白酒 指数	
管理费	0.10%	0.20%	0.20%	1.0%	0.75%	1.50%	1.50%	1.00%	2.00%
销售费	0.30%	0.25%	0.30%	0.80%	0.40%	1.45%	1.00%	1.00%	1.00%
托管费	0.02%	0.03%	0.02%	0.05%	0.20%	0.25%	0.25%	0.22%	0.03%
超额提成	20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	20%
综合费率	0.42%+ 超额提成	0.48%	0.52%	1.85%	1.35%	3.30%	2.75%	2.22%	3.03%+超 额提成

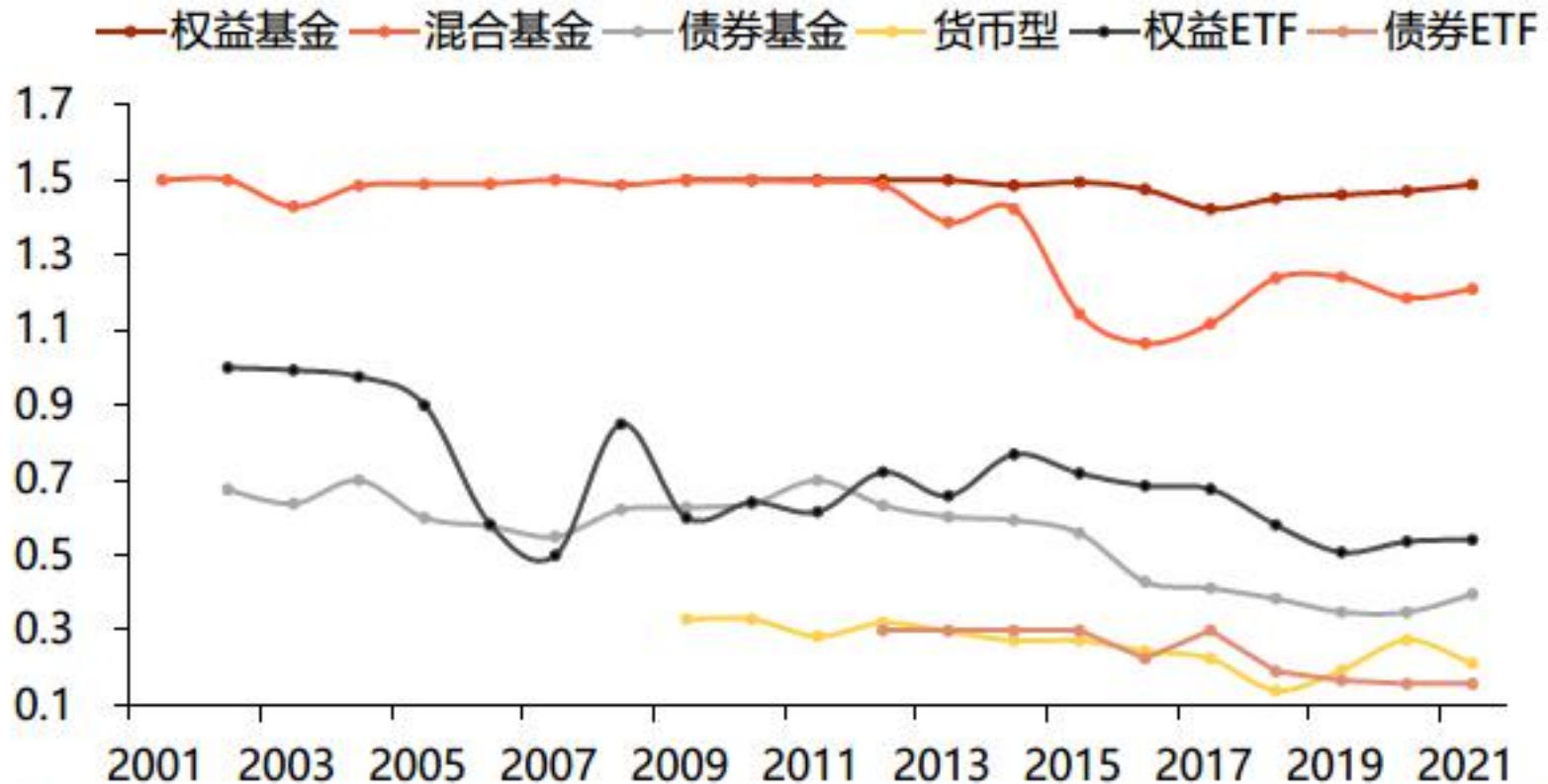
数据来源：中国银行业理财市场报告，中国证券投资基金业协会，中国保险资产管理业协会，各银行App，中国人民银行，BCG，浙商证券研究所。保险资管指创设的资管产品，不含专户业务。基金不含专户业务。这里销售费包括申购赎回费、销售服务费（若有）。

中国资管产品管理费率特别是权益类产品费率可能继续下降。

现状：①**从趋势上看**，我国债券类产品管理费率呈小幅下降趋势，权益类产品管理费率维持较高水平；海外经验来看，以美国共同基金为例，各类产品费率呈下降趋势，主要驱动因素是规模效应、激烈的市场竞争以及被动投资盛行。②**从费率来看**，我国权益基金（主动管理类）费率较美国高70-80bp，权益ETF较美国权益类ETF费率高30-40bp（美国共同基金披露的费率为综合费率，包括管理费、托管费等费用，实际管理费率差别更大），推测由于目前我国权益市场波动较大，投资者更看重管理人的投研能力，对管理费率的敏感性相对较低。

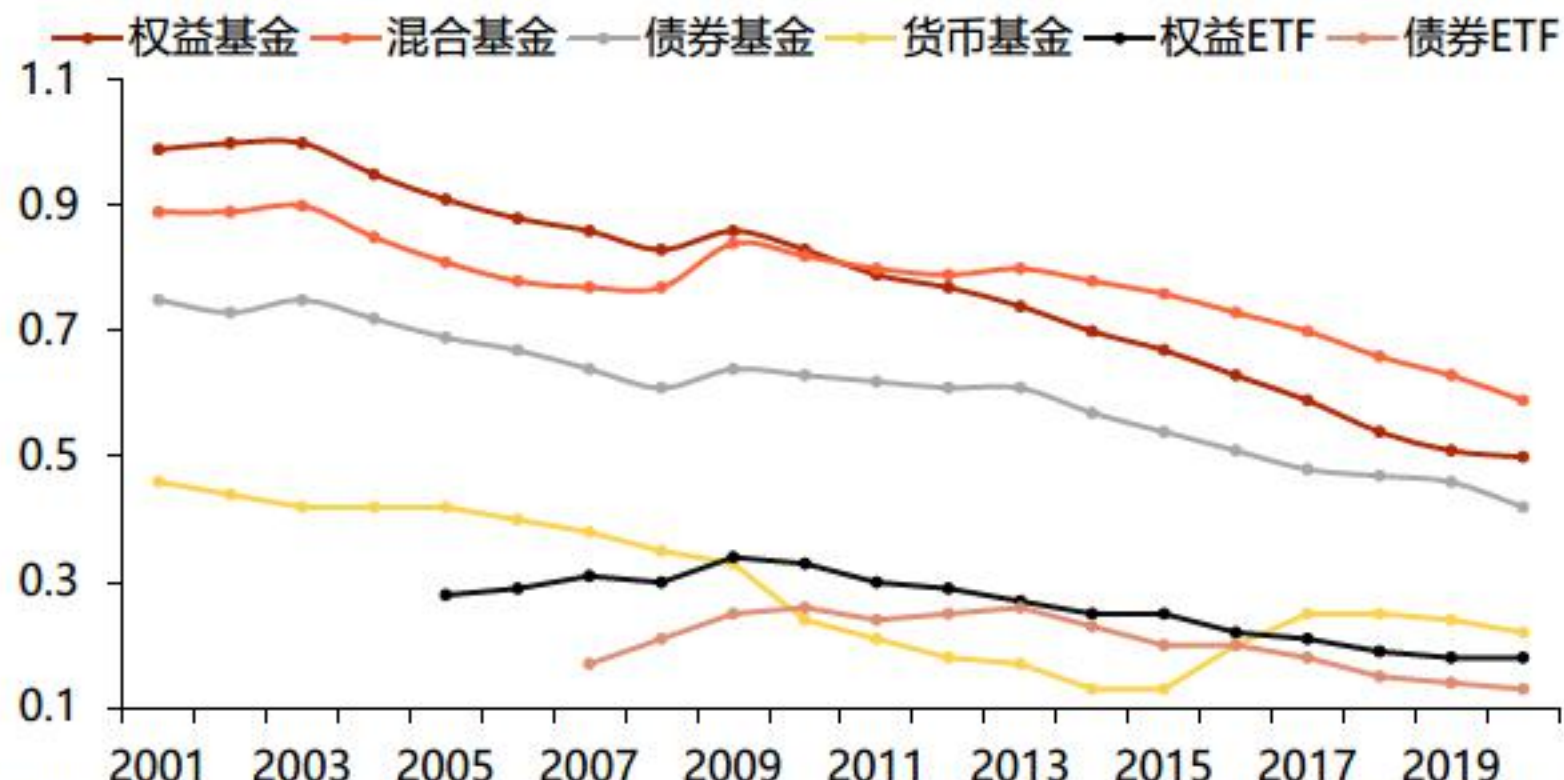
展望：从基金统计数据计算，机构投资者占比越高的主动管理型股票基金，管理费率低于1.5%的占比也越高。随着机构投资者占比提升以及资管市场的发展，我国资管产品费率有望继续下降。

我国公募基金费率情况



数据来源：wind，浙商证券研究所，费率为规模加权费率，根据发行当年规模测算。

美国共同基金费率呈下降趋势



数据来源：ICI Investment Company Fact Book(2021)，浙商证券研究所，单位%，59费率为规模加权费率。

预计未来中国资产管理市场将保持12%-14%的年增长。

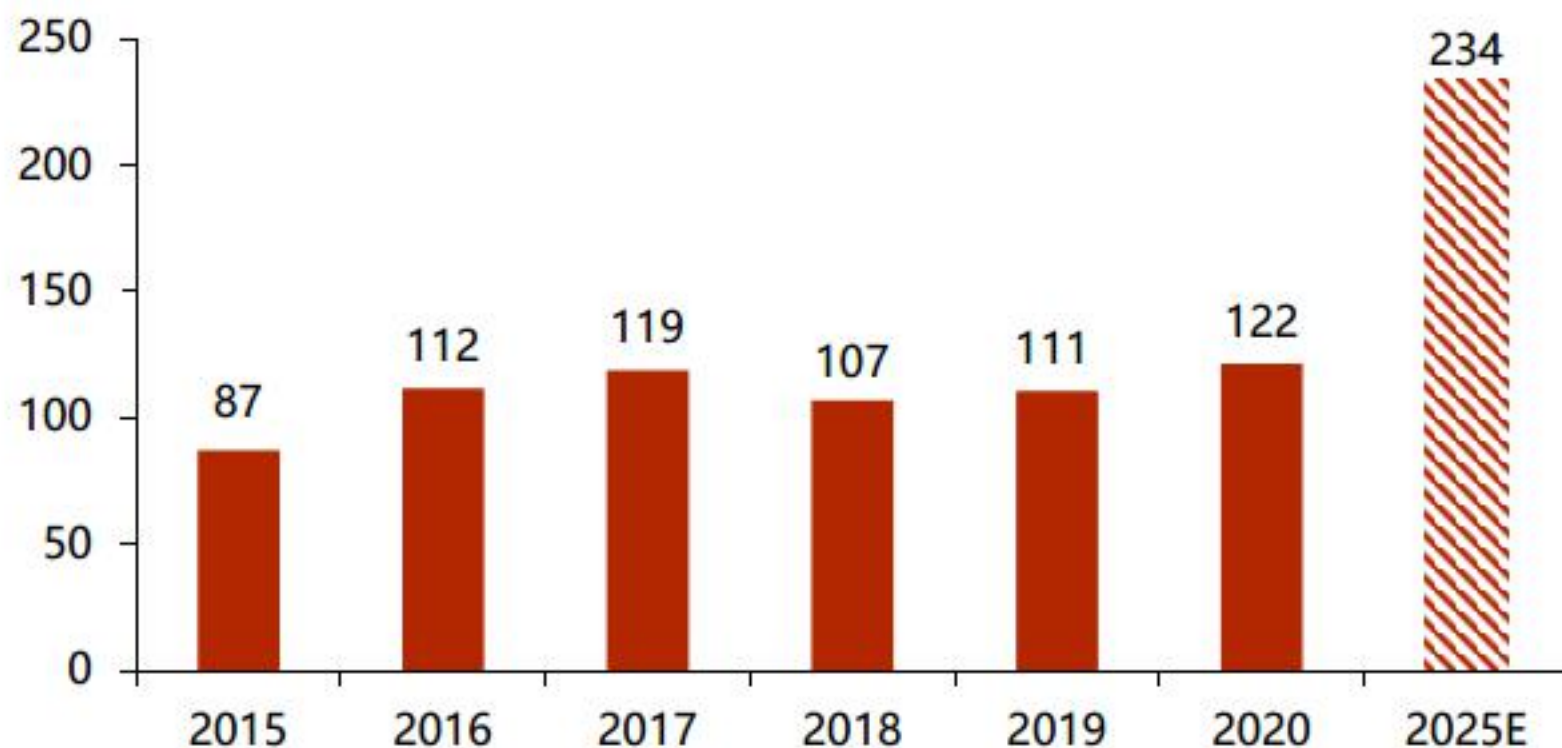
- **现状：资管深度低于海外市场。**截至2020年底，中国AUM与GDP比值约120%，低于全球（144%）和北美（215%）。考虑到AUM统计数为各机构产品简单加总数，未考虑交叉持有、多层嵌套的影响，实际国内AUM/GDP的比例相对更低。
- **空间：有望保持快速增长态势。**展望未来，受益于居民财富增长、养老需求增加等因素，中国资管市场有望继续保持快速增长。随着资管产品净值化转型的提速，2025年中国简单加总AUM/GDP有望恢复到150%。假设名义GDP每年增长7-9%（2021年GDP增速目标6%+CPI目标3%），测算到2025年底，中国资产管理AUM规模将达到214-234万亿元，年复合增速12-14%。

AUM/GDP深度



数据来源：wind，根据历年BCG 全球资管报告整理，浙商证券研究所。

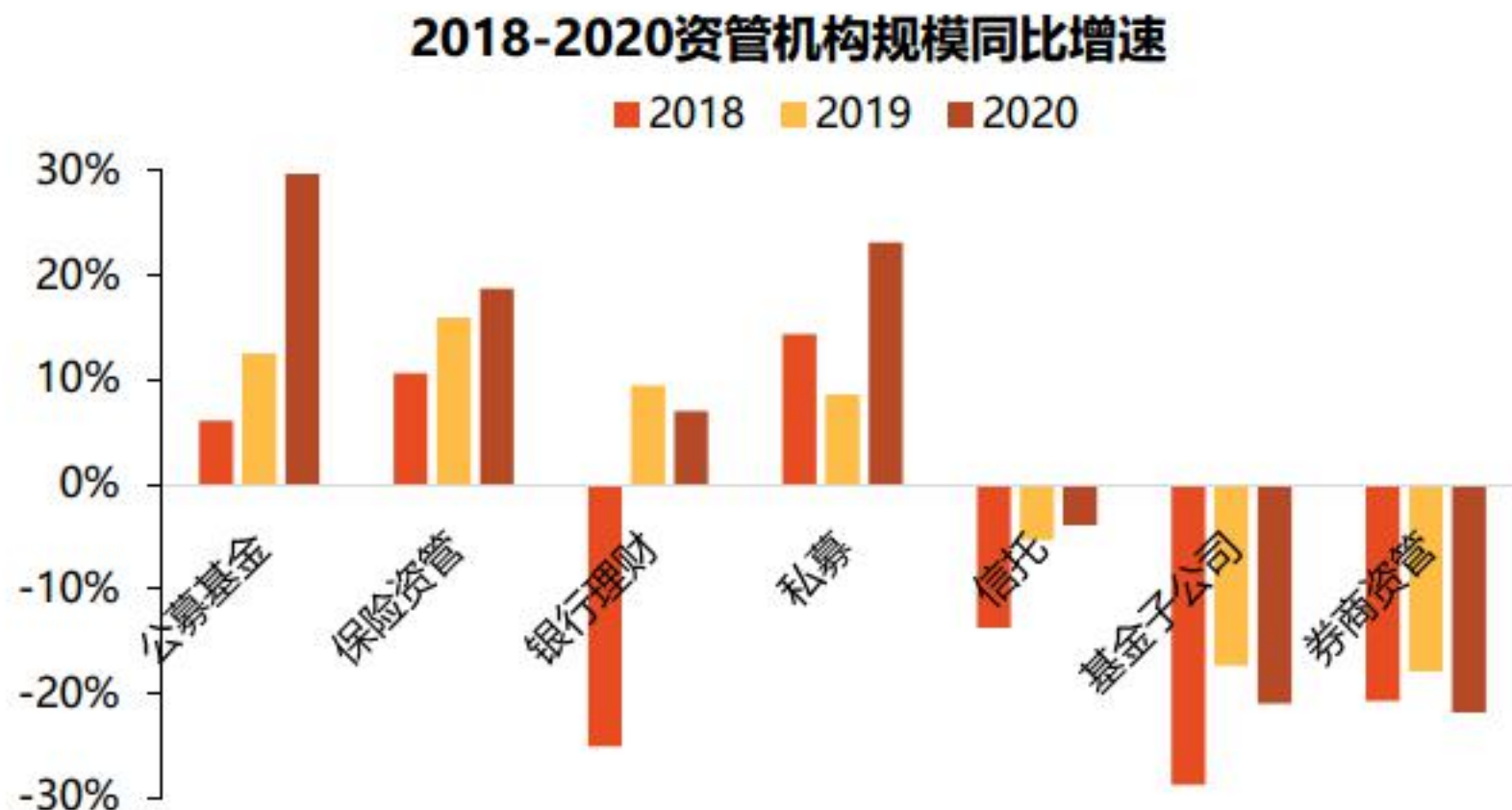
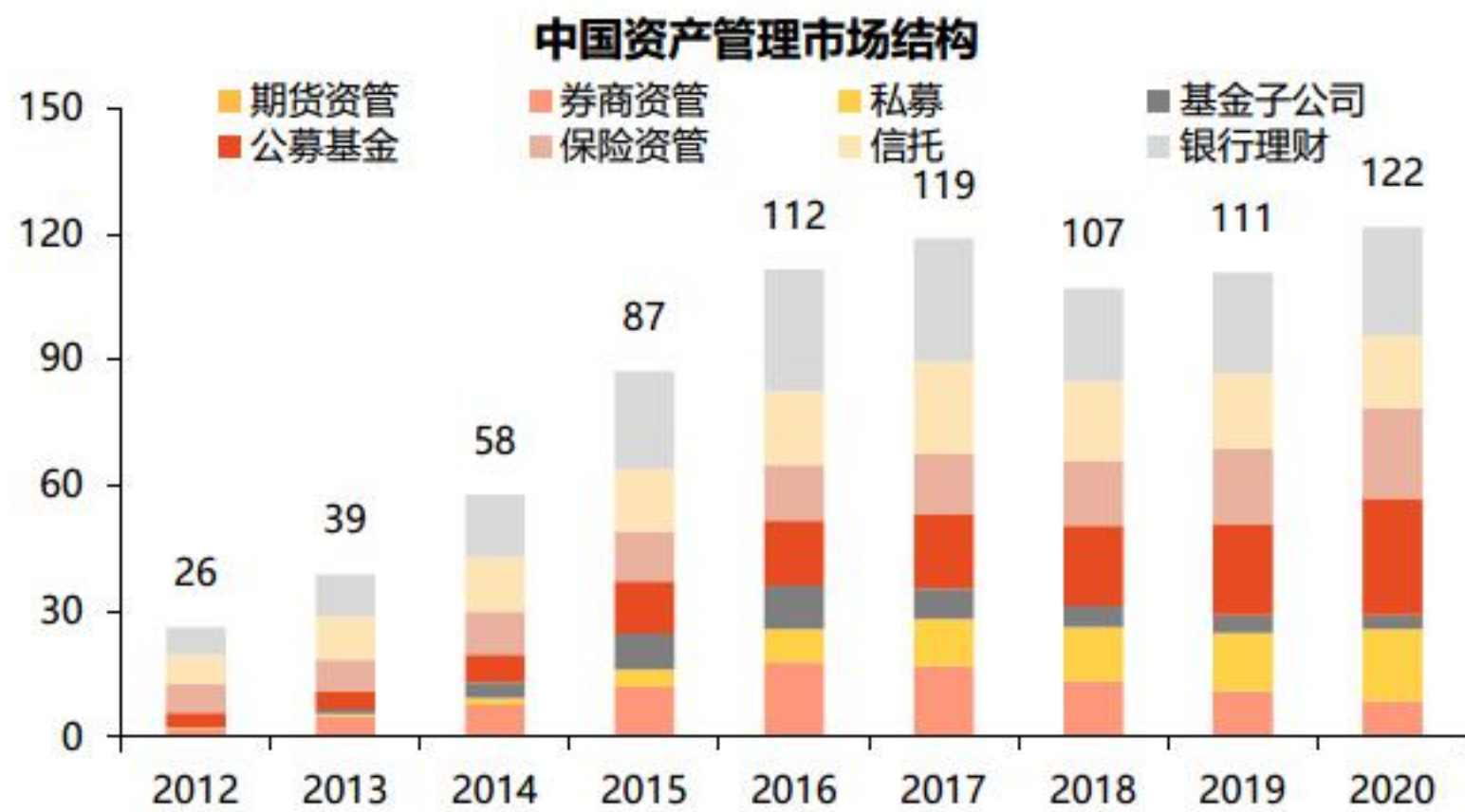
中国AUM规模增长



数据来源：BCG中国资产管理市场2020，浙商证券研究所。

当前资产管理市场主流玩家包括银行、公募、保险资管。

- **从规模来看：**管理规模靠前的是公募基金（含基金子公司）、银行（含银行理财子）、保险资管，2020年前三者提供了市场上64%的资管产品；管理规模靠后的是信托、私募、券商资管、期货资管。
- **从增速来看：**增速较快的是公募基金、保险资管、私募基金，三年复合增长率均在15%以上；银行理财、信托、基金子公司、券商资管受资管新规影响较大，规模压降同比负增长，其中银行理财转型较快，增速已经由负转正。



数据来源：《中国资产管理市场2020》中国光大银行与波士顿咨询公司联合研究，浙商证券研究所。单位：万亿元。从2018年起，银行理财规模不再包含保本理财；从2019年起，银行理财规模中包含理财子公司存续规模；公募基金包含基金和专户业务。

银行具备规模优势、较强的固收另类投资能力等优势，但在权益投资、激励机制方面有所欠缺。展望未来，银行可借助银行理财子的牌照优势，大力发展固收+产品，同时逐步搭建权益能力，增加权益产品创设。

大力发展固收+产品：居民财富配置从房产、存款配置逐渐偏向金融资产配置，财富保值增值的投资需求可以由收益相对稳定的固收类产品满足。银行具备长期的固收投资经验与资源优势，可以大力发展固收+产品，达到基础收益的基础上通过多资产及多策略增厚收益，以对接客户的理财需求。

增加权益产品创设：权益能力搭建以及银行客户的投资者教育还需要比较漫长的时间，对于银行及银行理财子来说，可以通过设立FOF/MOM产品或者设立股票型ETF满足客户的权益投资需求。其中FOF/MOM产品可以通过选择市场上具备优秀投资能力的管理人来提供风险资产投资；股票型ETF一般对标大盘或者行业指数，减少个股研判，降低个股业绩波动带来的风险。

竞争优势		银行	保险资管	基金公司等资管机构
规模优势		强	中/弱	中/弱
专业能力	固收	强	强	强
	权益	弱	弱	强
	另类	弱	弱	强
激励机制		弱 (需在“与母行制度适配”和“与外部竞争”中取得平衡)	中/弱	强

数据来源：浙商证券研究所。

贝莱德：资管巨头代表——整体情况

公司简介：贝莱德是全球头部资产管理集团，截至2021年3月31日，贝莱德管理总资产达9万亿美元，资管规模排名全球第一。

经营模式：贝莱德主要有三方面业务。①**资管服务。**为机构、零售客户提供一系列资管产品；具有代表性的产品是贝莱德公司通过iShare提供的系列ETF产品。②**技术服务。**向机构投资者输出风控技术、投资管理系统等技术服务；具有代表性的产品是贝莱德公司开发的投资管理平台Aladdin。③**咨询服务。**向机构、财富管理客户提供投资咨询、风险咨询、合规咨询等服务。

类别	客户	服务	代表产品
资管服务	机构客户 零售客户	资管产品（公募基金、ETF、专户、集合信托、其他集合投资工具）。	iShare (ETF)
技术服务	机构投资者（包括银行、保险、官方机构、养老金、基金经理等） 保基	技术服务、风险管理服务、财富管理系统服务和电子分发渠道。	Aladdin
咨询服务	机构客户 财富管理客户	投资咨询、风险咨询、合规咨询、资本市场和策略服务等。	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

贝莱德：资管巨头代表——组织架构

组织架构：截止至2020年底，贝莱德在全球30多个国家拥有16,500名员工，为全球100多个国家的客户提供广泛的投资管理和技术服务。

贝莱德主要由投资部、风险管理部、公司内部管理、科技部、销售部和咨询客户部构成。其中：

- 投资部：主要负责提供贝莱德多种投资产品，如权益类、固收类投资，是其最重要的前台部门；
- 风险管理部：主要负责投资产品的风险管理和评估；
- 科技部门：主要负责贝莱德自主研发的投资管理平台-Aladdin系统，并为各部门提供技术支持；销售部门主要是对接客户。

贝莱德组织架构

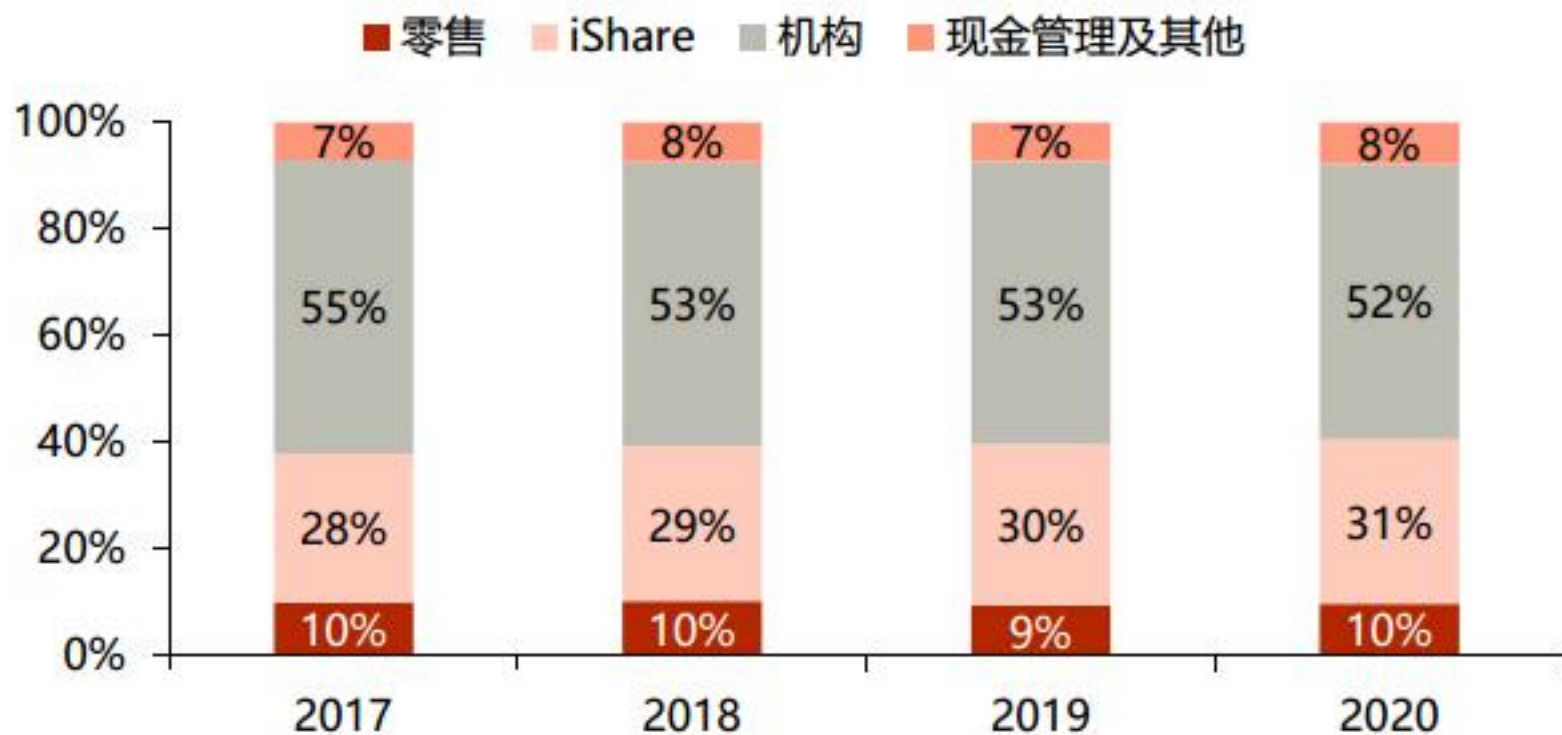


数据来源：公司公告，浙商证券研究所

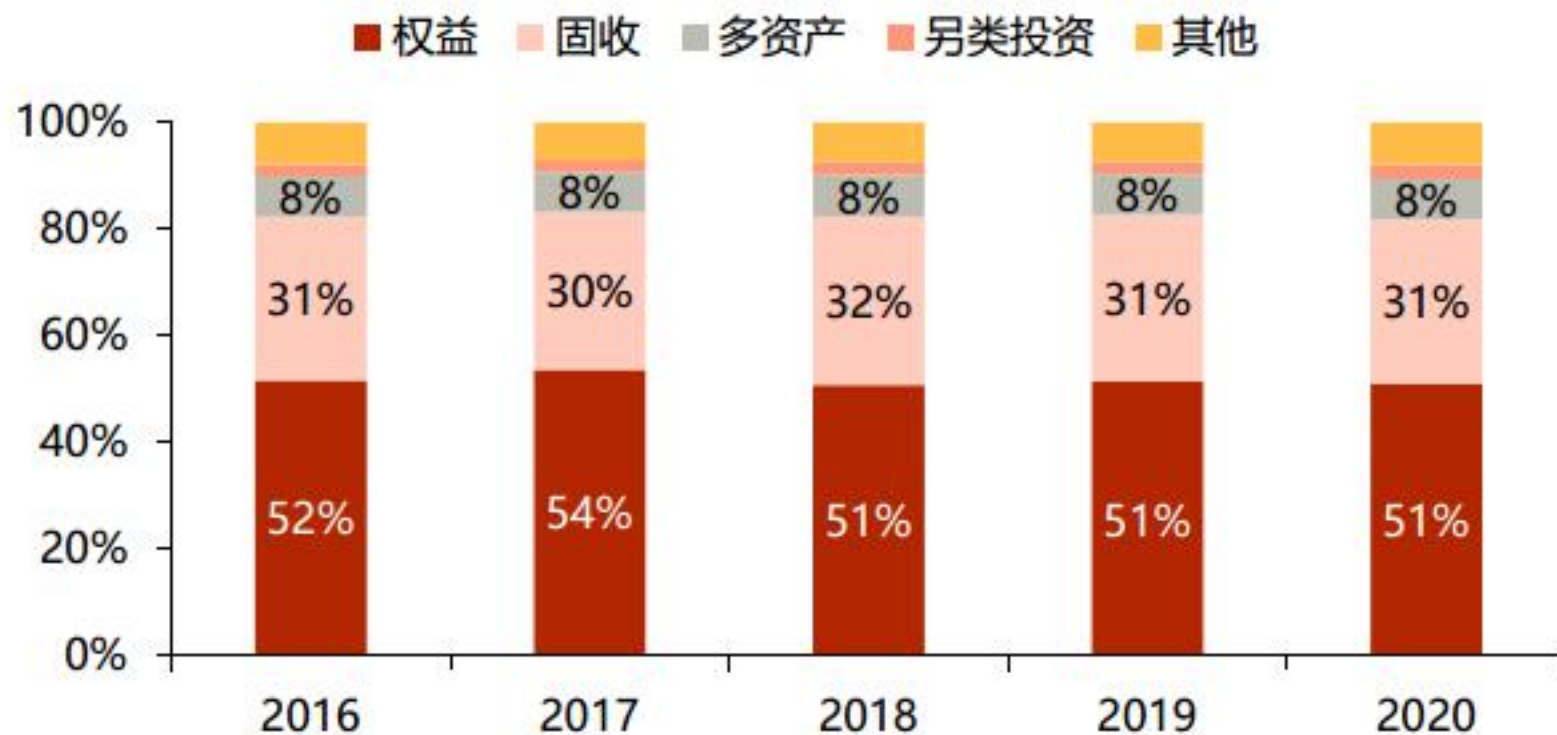
贝莱德：资管巨头代表——资管结构

(1) 从客群来看，贝莱德主要的客户是机构投资者。截至2020年末，机构贡献了52%的AUM，其中包括养老金、金融企业、保险公司和政府机构等；iShares产品则贡献了31%的AUM，是AUM的第二大来源。**(2) 从风格来看**，贝莱德的资管产品主要以权益类和固收类为主，分别占总AUM的51%、31%。

贝莱德AUM来源主要为机构客户



贝莱德以权益类产品为主



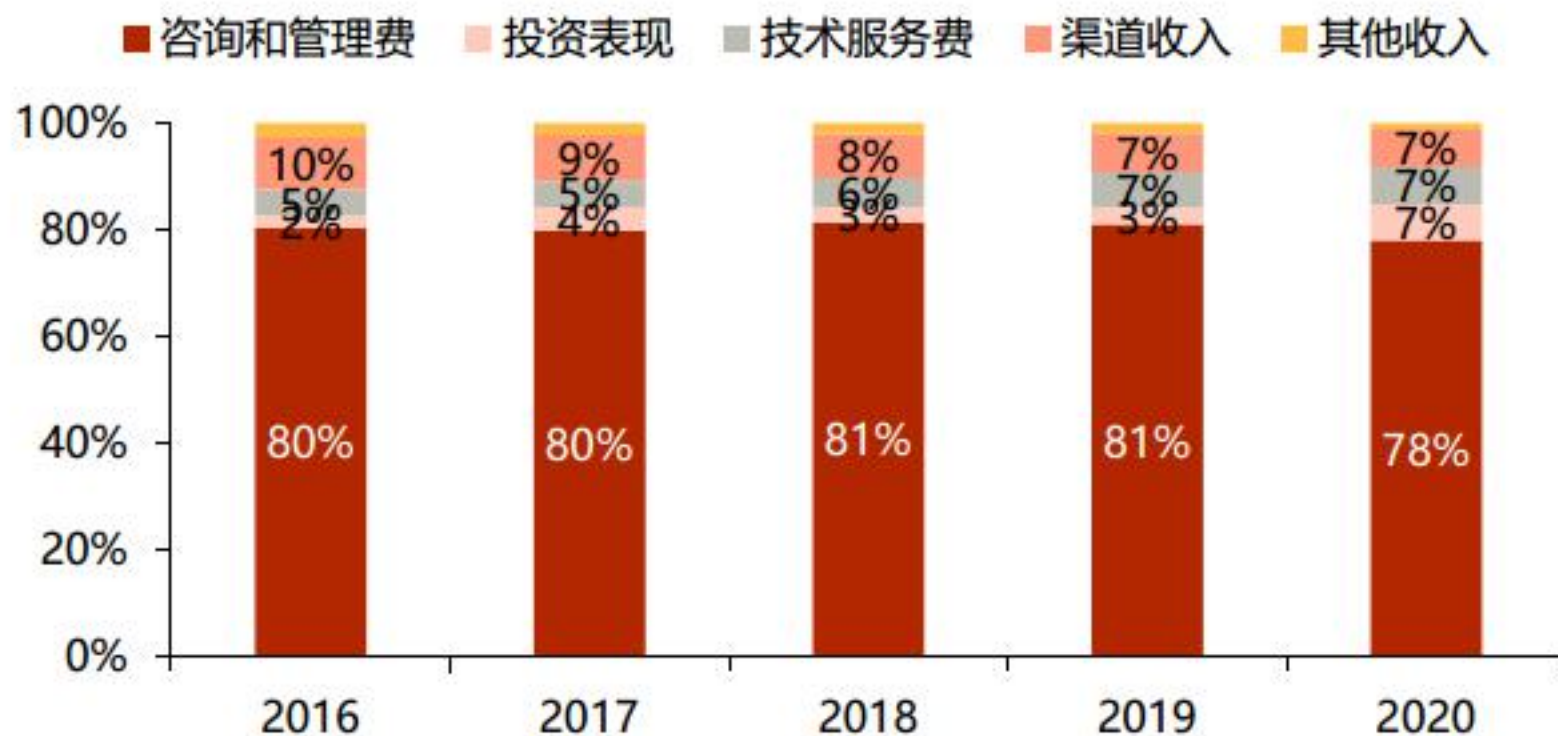
数据来源：公司公告，浙商证券研究所。iShares因无法确定持有人是否为机构投资者或零售投资者，因此单独视为一类资金来源。

贝莱德：资管巨头代表——盈利情况

(1) 从收入角度：投资管理为主。贝莱德主要收入来源是投资管理相关收入，2020年投资管理佣金收入贡献营收的85%。其中，管理费收入贡献78%，投资表现（超额收益分成）收入贡献7%。除此之外，技术服务费、渠道收入分别贡献营收的7%。

(2) 从费率角度：整体略有下行。横向比较，另类投资产品费率较高，权益类、固收类、现金管理类产品的费率相对较低。纵向来看，自2017年以来，除另类投资外，贝莱德各类主要资管产品费率均持续下滑，主要归因贝莱德主动下调产品费率，应对市场竞争。

贝莱德营收以管理费收入为主



费率呈下行趋势

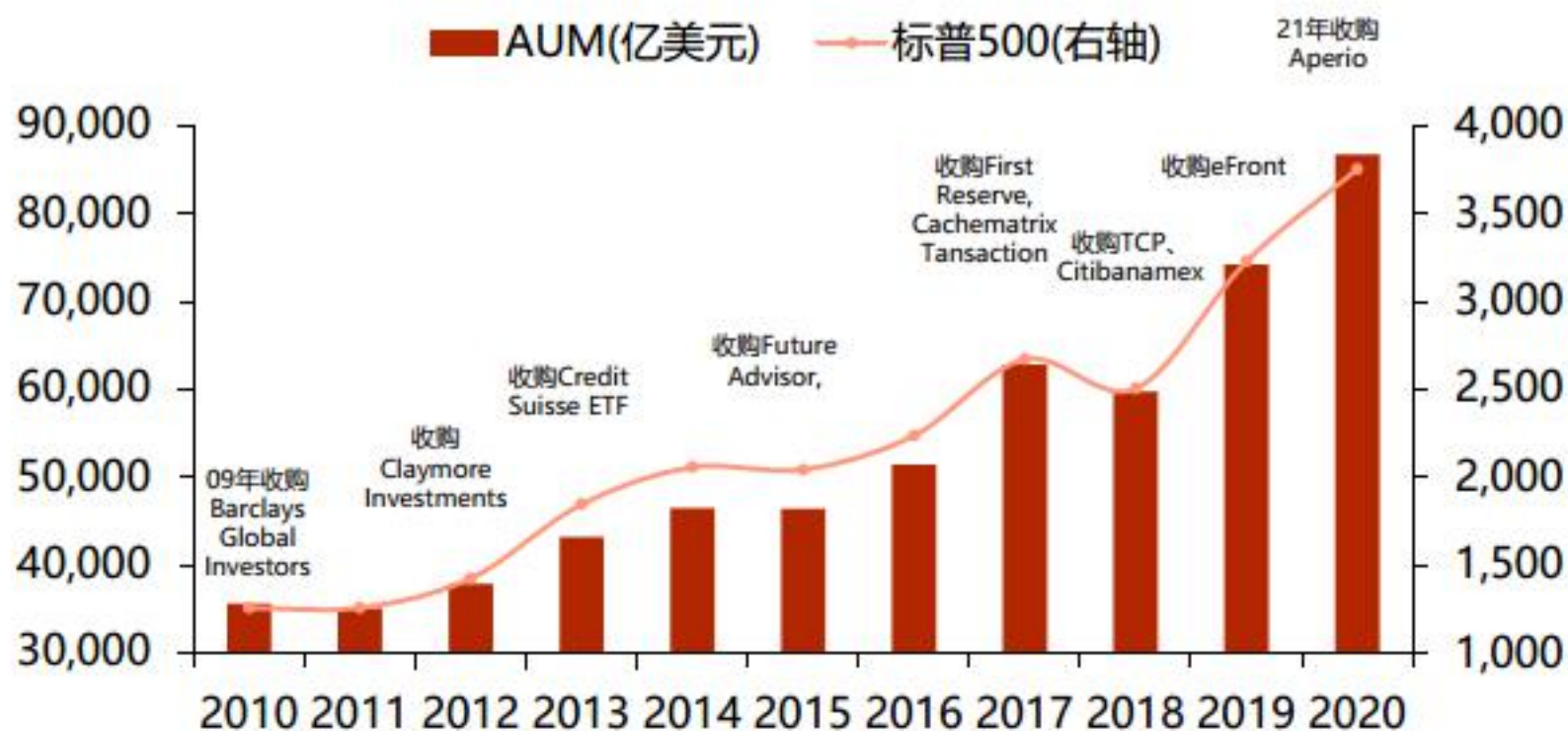


数据来源：公司公告，浙商证券研究所。费率=各类产品实现收入/产品平均余额。

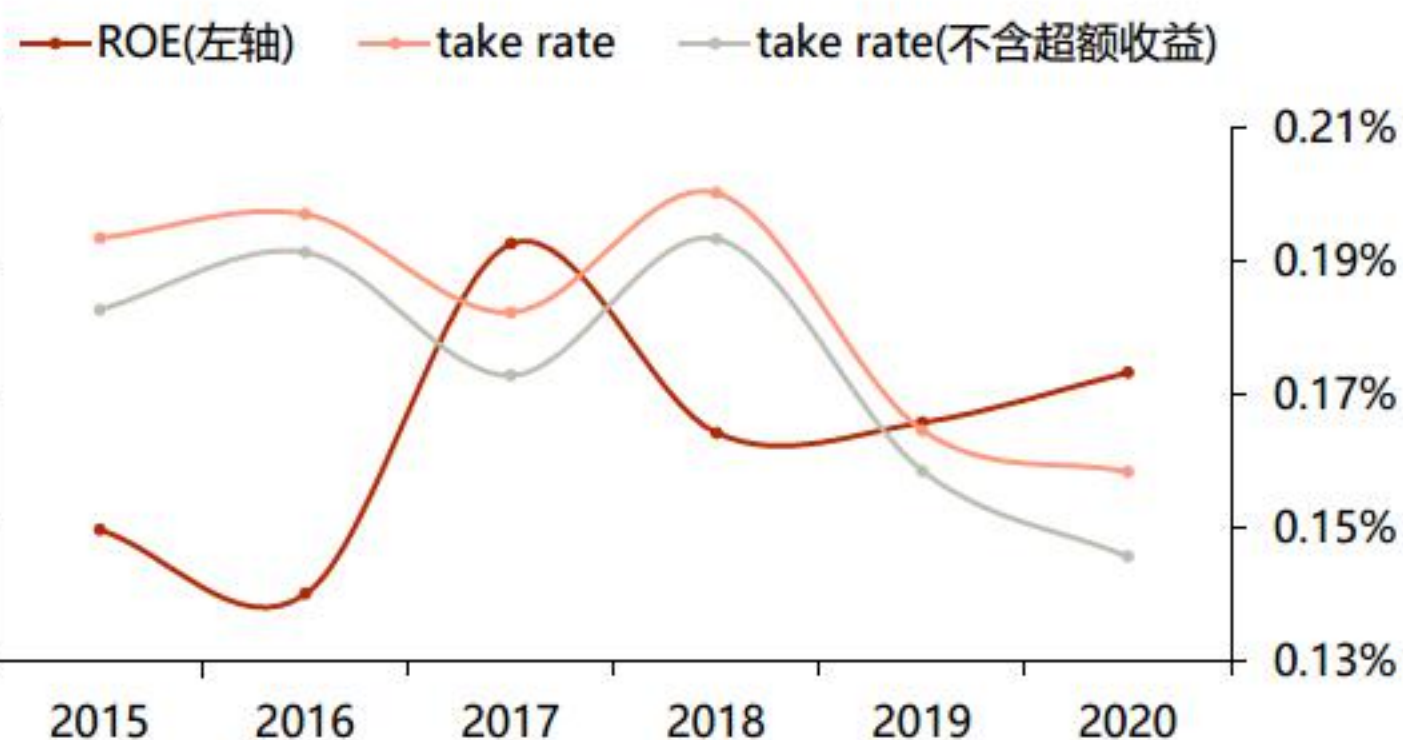
贝莱德：资管巨头代表——盈利情况

(3) 从结果来看：①规模方面，2010-2020年，贝莱德AUM逐年上升，从35,610亿美元增长至86,767亿美元，年复合增长率为9.3%，主要受美国二级资本市场行情及一系列收购行为驱动。②盈利方面，2018年开始，贝莱德整体ROE持续上行，主要受规模增长支撑。take rate则波动下行，判断归因主动降低资管产品费率。

贝莱德AUM稳步增长



贝莱德盈利能力自2018年起持续提升

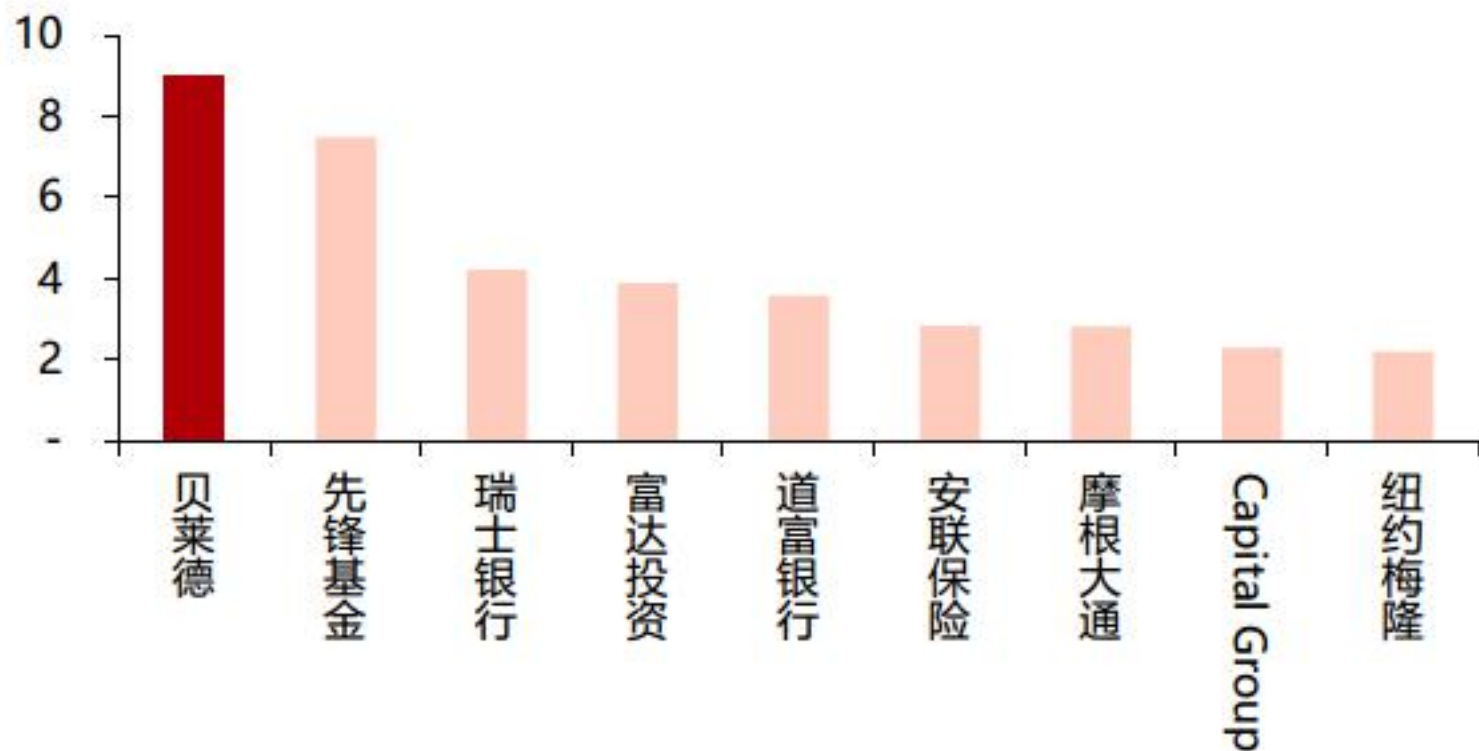


数据来源：公司公告，浙商证券研究所。Take rate = (管理费收入 + 超额收入) / AUM余额，Take rate (不含超额收益) = 管理费收入 / AUM余额。

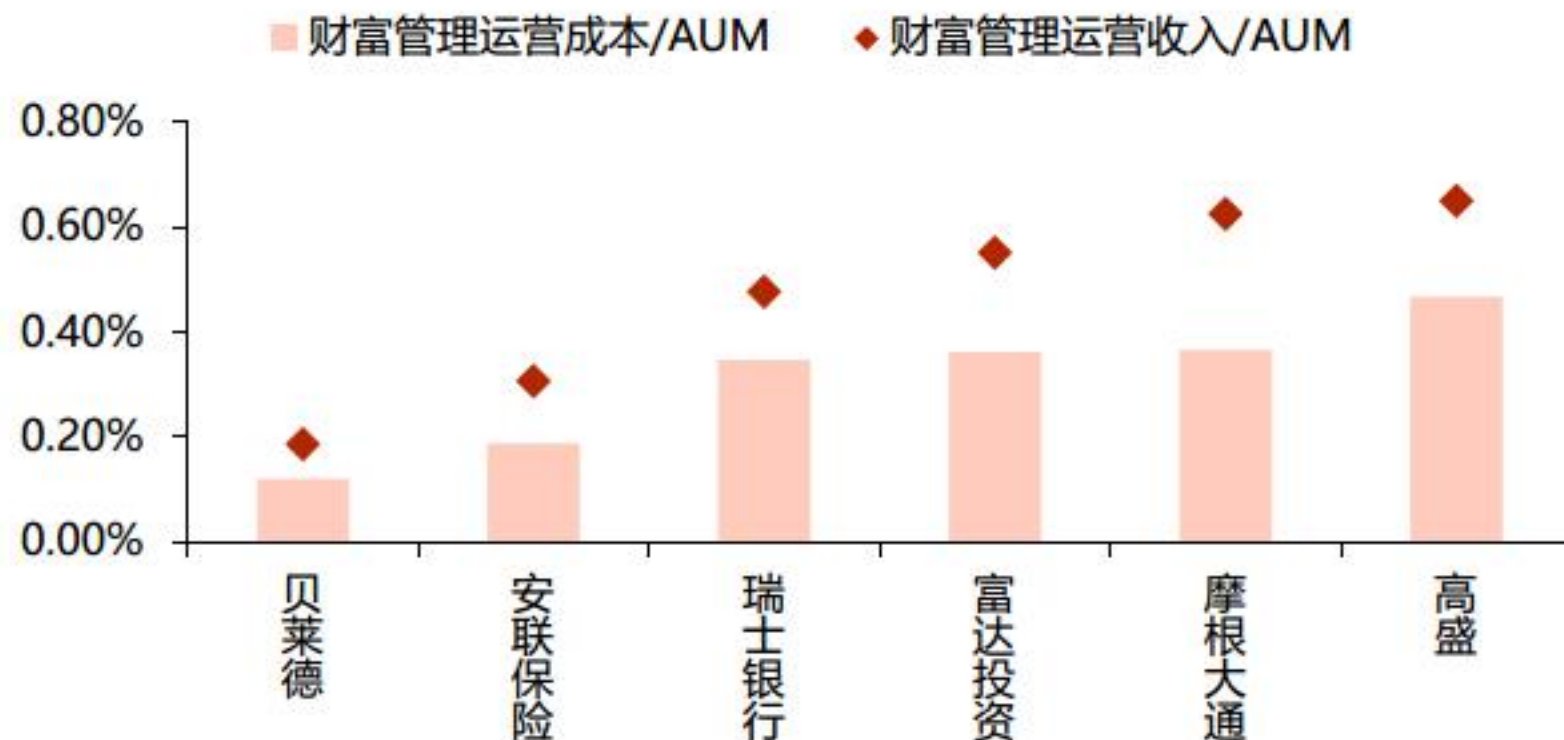
贝莱德：资管巨头代表——核心竞争力

(1) 规模优势。在强劲的内生增长和一系列投资并购支撑下，截至2021年一季度末，贝莱德AUM规模达9万亿美元，居全球资管机构首位，规模优势明显，并进一步带来品牌知名度和成本优势，从而使得贝莱德可以低价提供资管服务，提升产品和服务的吸引力。2020年，贝莱德每单位AUM对应的运营成本和综合费率在主流资管机构中处于最优位置。

21Q1贝莱德资管规模排全球资管机构首位（万亿美元）



贝莱德成本和服务费率在主流资管机构中有优势

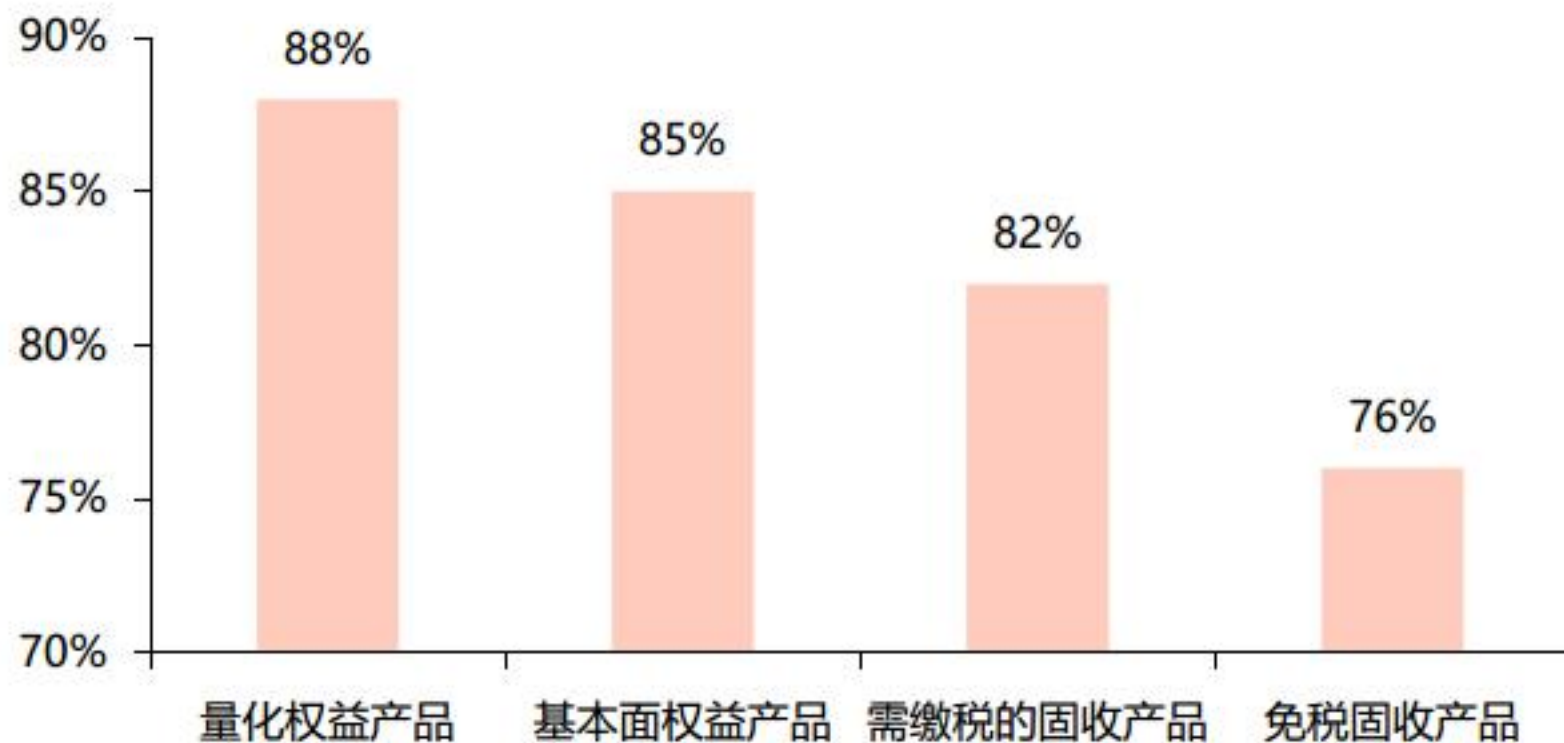


数据来源：公司公告，ADV Ratings，浙商证券研究所。贝莱德、富达投资使用整体收入、运营成本作为财富管理收入、成本。安联保险、UBS、摩根大通、高盛使用财富管理板块和资产管理业务板块的收入和运营成本作为财富管理运营收入、运营成本。

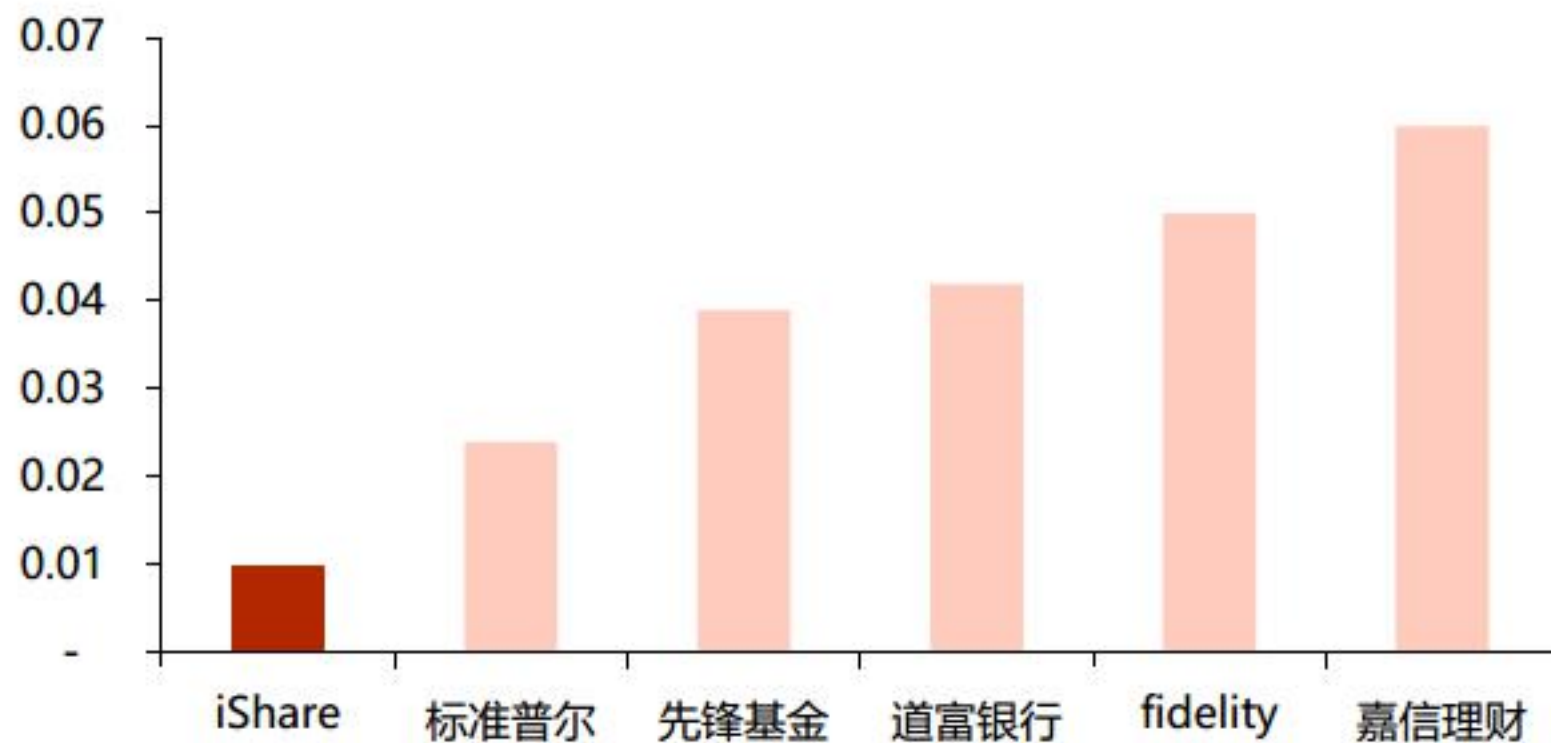
贝莱德：资管巨头代表——核心竞力

(2) 资管能力。贝莱德资管能力优异，为其规模增长打好基础。指数产品方面，根据彭博统计，2019年末-2020年末间，贝莱德指数产品的跟踪误差优于同业。主动产品方面，贝莱德主动管理的AUM中，76%以上的产品表现优于行业。

5年业绩表现优于行业平均的AUM占比



主流标普500指数跟踪基金的跟踪误差



数据来源：公司公告，彭博，浙商证券研究所。跟踪误差为资产净值跟踪误差，样本分别使用下述基金：IVV、SPY、VVO、SVSPX、FXAIX、SWPPX。

贝莱德：资管巨头代表——核心竞力

(3) 科技优势。贝莱德通过在科技领域持续投入、收购并购，形成了以阿拉丁系统为核心的强大金融科技体系。根据金融时报报道，截至2020年2月末，约21.6万亿美元的AUM使用阿拉丁系统作为技术支持平台，约占全球AUM的24%，侧面凸显阿拉丁的科技能力广受认可。依托技术优势，贝莱德一方面对外输出技术，赚取技术服务费；另一方面赋能自营资管的风控和运营，有力支撑资管产品的市场表现和规模增长。

Aladdin主要客群和产品汇总

机构投资者

Aladdin Enterprise	Aladdin Risk	Aladdin Climate
eFront	Aladdin Accounting	Aladdin Studio

资产服务机构

Aladdin Provider

财富管理机构

Aladdin Wealth

贝莱德资管是Aladdin最大用户

为资管产品提供产品风控、数据支持、运营支持等业务支持服务

科技投入水平逐年提升



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。测算科技投入=成本中的科技投入+2020年科技人数/总员工数×员工成本。

投资银行业务：主要是挖掘实体融资需求，创设金融资产。

投行业务包括债券承销、股票承销、并购重组等业务。由于牌照限制，我国商业银行投行业务仍以债券承销为主，国内头部证券公司在权益类业务发行承销方面具有专业优势。

维度	特征
商业模式	①直接参与债券承销、财务顾问等投行业务，在其他投行业务中仍主要扮演资金提供方角色，譬如提供并购贷款。 ②由于分业经营，国内银行尚不能直接参与股票发行、股权投资等方面投行业务，但可通过全资附属的投行机构参与各项投行业务。
服务对象	以服务本行的对公业务客户为主。
服务部门	银行的投资银行业务板块、银行全资附属的投资银行机构（如中银国际、工银国际、建银国际等）。
业务分类	投行业务主要包括债券承销类、权益业务类、并购重组、银团贷款等，商业银行的投行业务以债券承销业务为主。
收入来源	银行投行业务收入以投资银行手续费收入为主，主要是债券承销收入、财务顾问费收入、银团贷款费等。 银行一般从综合收益的角度去开展投行业务，投行业务可以带来贷款、交易结算资金，多维度创收，可能比投行业务本身收益更高。

数据来源：浙商证券研究所。

与混业经营的海外银行相比，我国商业银行的投行收入有较大差距，主要归因牌照、机制和业务能力的差距。

- **收入情况：**我国商业银行投行中收水平和贡献营收比例均较海外银行有差距。2020年中国银行、工商银行投行收入仅贡献营收的2%、1%，而摩根大通和花旗的投行业务则均贡献8%的营收。收入差距背后，核心是牌照、机制和业务能力差距。
- **主要差距：**①**牌照：**我国金融业属于分业经营体系，商业银行缺少境内券商牌照，无法直接参与股权相关的经纪、承销、投资咨询等业务，只可通过子公司或财务顾问的形式来涉足股权相关项目。而海外银行属于混业经营，可直接参与股权类项目。②**机制：**海外银行投行业务的激励机制高度市场化，而我国银行的市场化程度较弱；③**能力：**经过多年发展，海外银行投行业务经验丰富、人才储备充足、业务能力出色，而我国银行投行业务能力，尤其是股权类项目相关能力较弱。

2020年国内外头部银行投行收入对比



数据来源：Refinitiv《2020年度全球投资银行报告》，公司财报，浙商证券研究。

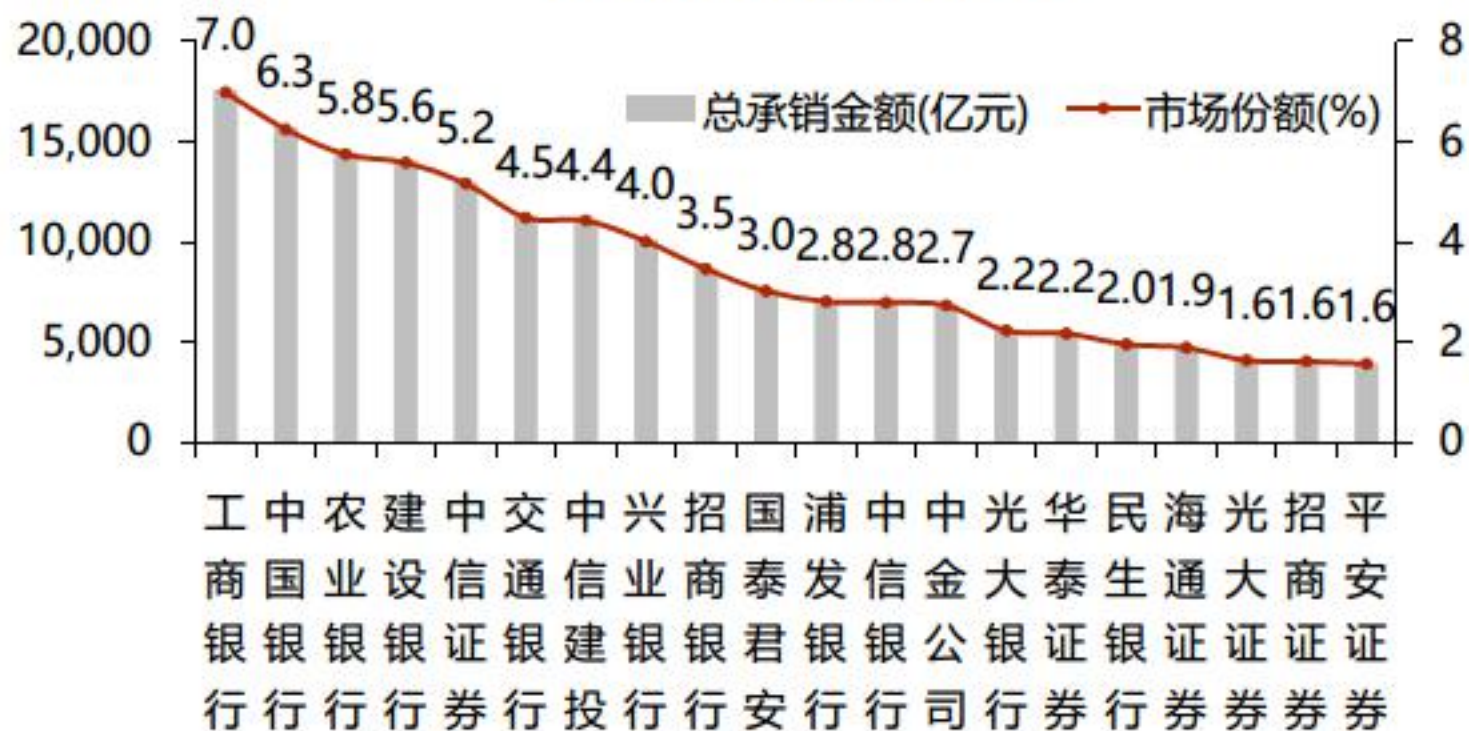
国内外商业银行核心投行牌照和能力对比

		中国商业银行	海外商业银行
业务类别	股权承销	×	√
	股权交易	×	√
	证券投资咨询	×	√
	债券承销	√	√
	并购咨询	√	√
业务能力	管理机制	市场化程度较弱	高度市场化 机制成熟
	业务能力	股权类项目能力较弱	投行项目整体能力强

银行投行业务主要分为债券承销、股权业务、并购交易咨询、银团贷款等板块。受监管牌照和市场规模影响，银行在债券承销方面更有优势，近年来银行不断发力投商行联动，创新企业融资方式。

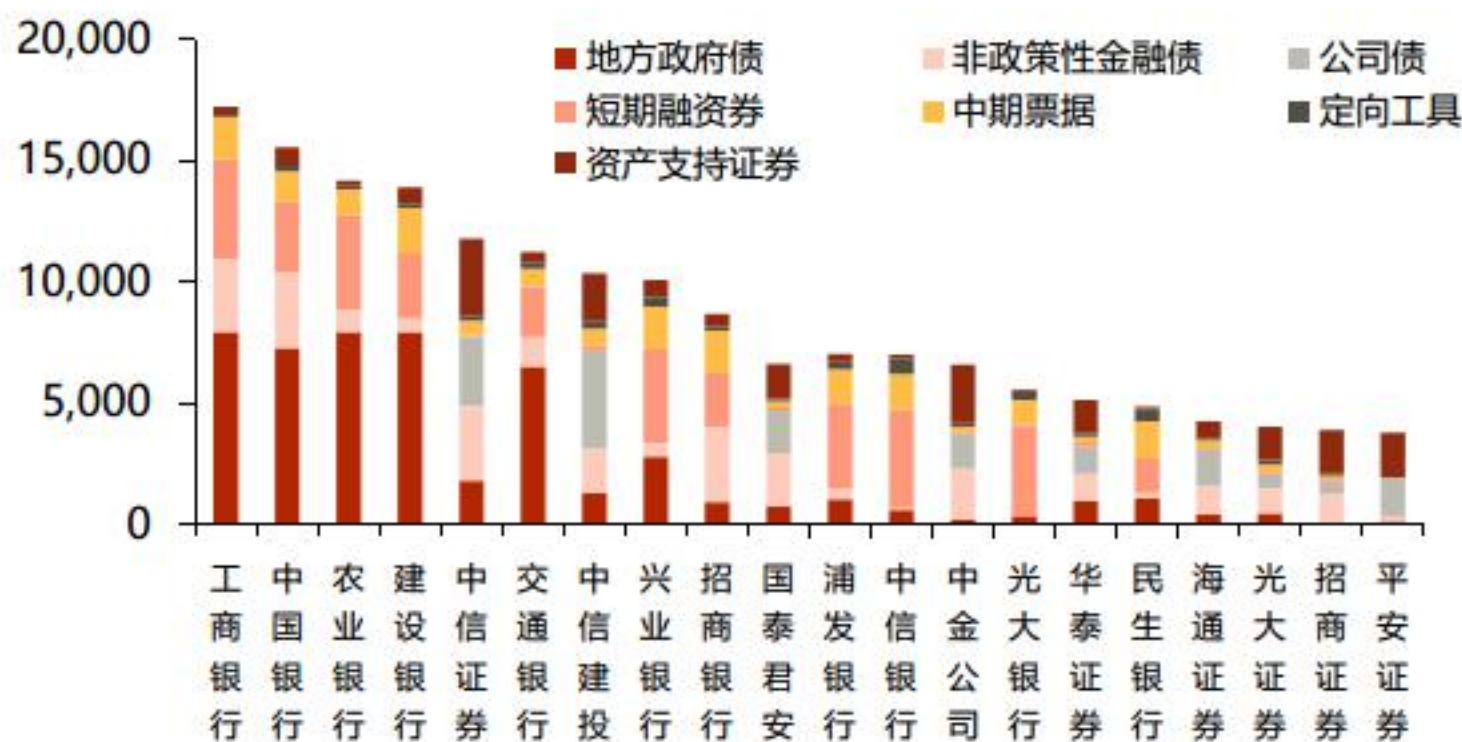
- **债券承销：**从规模上来看，2020年债券承销金额排名前10的机构主要是银行，主要是银行间债券市场体量大流通性好，银行间债券主要由银行进行承销；从结构上来看，银行在地方政府债、短期融资券等债券品种上更有优势。

债券承销市场集中度高



数据来源：Wind，浙商证券研究所，统计年度为2020年。

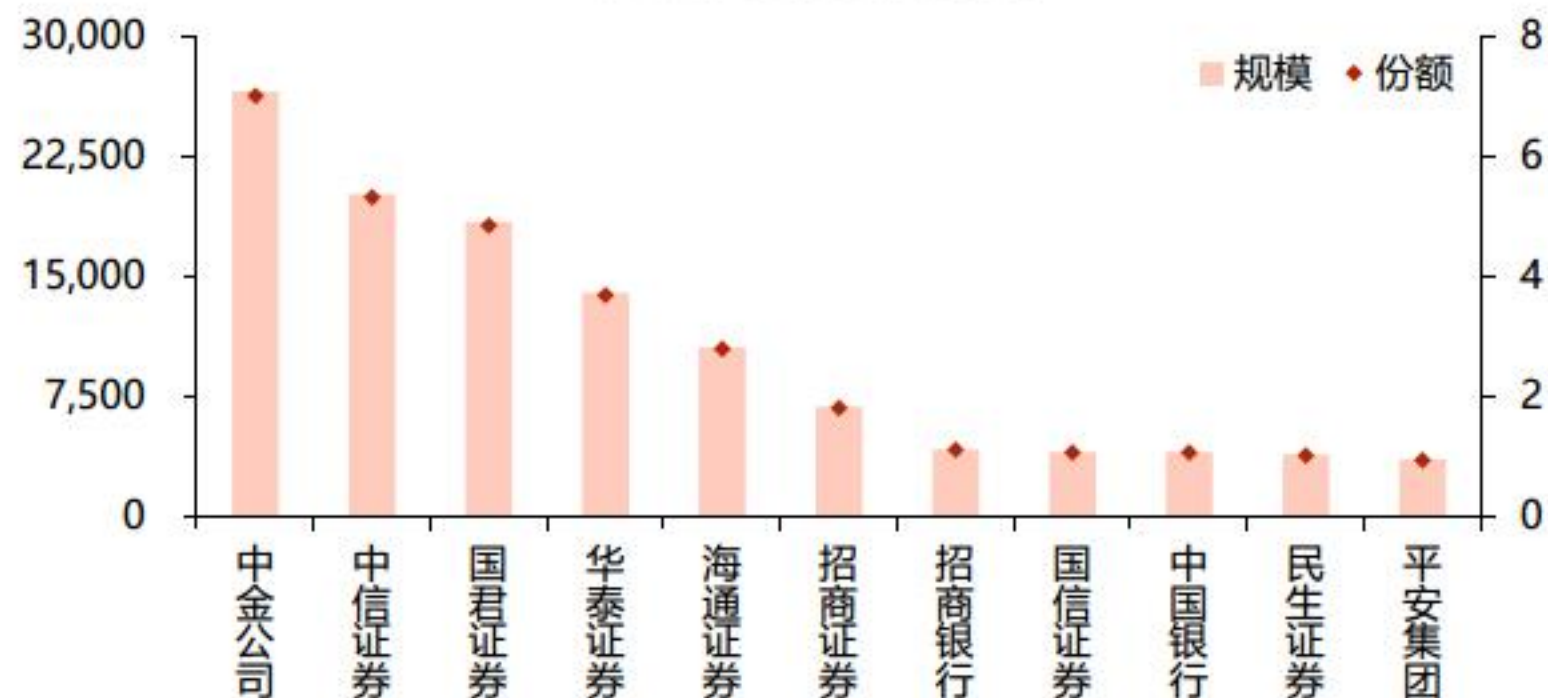
债券承销金额前20位机构主要承销品种



数据来源：Wind，浙商证券研究所，统计年度为2020年。

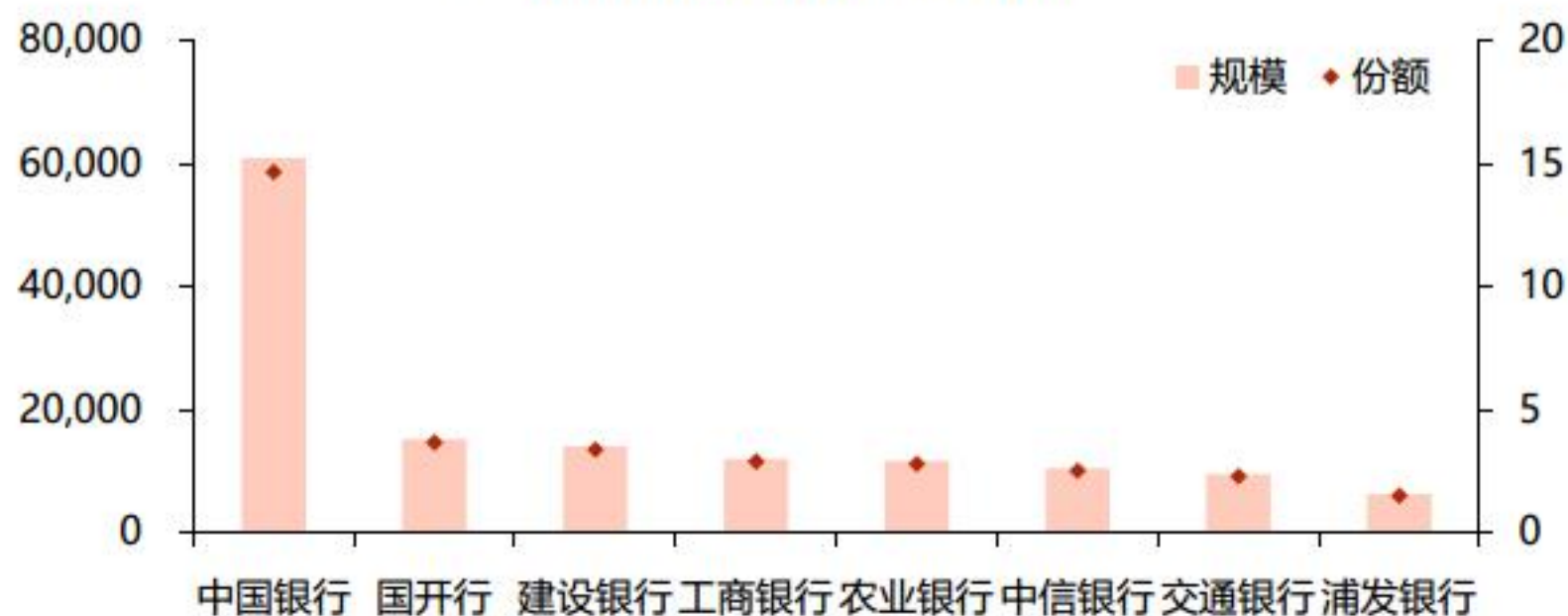
- **股权业务：**从规模来看，股票发行以券商为主，银行没有股权承销牌照，一般通过境外投资银行子公司或者股权投资子公司参与股权投资业务，所以规模比较小。商业银行中招行和中行通过子公司参与股权业务，规模相对较大。
- **并购业务：**根据Refinitiv的兼并收购报告，并购业务主要由券商参与，商业银行中工行的并购交易金额相对较大。
- **银团贷款：**2020年银团贷款牵头行前10名仍主要为国有大型银行和政策性银行。其中，中国银行是亚太地区（除日本）银团贷款市场同业排名第一，其他机构市场份额相对较小。伴随着亚太经济的快速发展，国内银行的资本实力增强，且银团贷款可作为银行增加中长期贷款的途径，银团贷款具有较大发展空间。

亚太股票发行规模及占比



数据来源：Bloomberg2020全球权益市场报告，浙商证券研究所。单位：百万美元/%。股票发行的统计口径包括IPO、普通股增发、存托凭证、配股，份额占比为亚太-不含日本口径。

亚太银团贷款发行规模及占比



数据来源：Bloomberg2020银团贷款报告，浙商证券研究所。机构作为牵头行的规模口径，单位：百万美元/%，份额占比为亚太-不含日本口径。

商业银行发展投行业务主要优势在于客户资源丰富，长期业务往来积累了大量客户信息，从而能够更好掌握客户的融资需求。商业银行虽然无法直接参与股权承销保荐业务，但可通过贷款、并购重组、债券发行等方式，为客户提供综合的融资服务。

竞争优势	银行	以证券公司为代表的金融机构
牌照资源	优势：银行具有银行间市场和交易所市场的债券发行牌照，其中银行间债券市场规模大，主要由银行负责发行。 劣势：银行不具有股权承销牌照，一般通过子公司或者以财务顾问的方式参与。	优势：券商具有股权承销牌照，承担了大部分的股权承销业务。 劣势：券商主要在交易所发行债券，目前只有少部分头部券商具有银行间债券承销牌照。
客户资源	优势：掌握大量对公和私行客户，客户粘性高。	劣势：客户资源不够丰富，主要集中在头部券商。
专业能力/激励机制	优势：银行在债券承销发行方面积累丰富的经验。 劣势：银行缺少高风险资产的管理经验，在股权投资上面，参与并购重组主要从撮合交易发放贷款角度进行。激励机制不够市场化，创新能力不足。	优势：券商具备较强的专业能力优势，在发展过程中积累了丰富的股权投融资经验以及较强的研究能力。激励机制市场化，可以吸引到优秀的人才。

数据来源：浙商证券研究所。

国内商业银行通过境外投行子公司、以及境内股权子公司参与股权投资业务，不仅可以获取股权投资收益，同时可以为财富管理业务创设高收益的投资产品。

招商银行“宁德时代”投资案例	
参与方式	投资入股： 根据21Q1季报来看，招银参号、招银动力、招银国际，分别持有5811、5394、392万股宁德时代股票，合计持股约占总股本的4.98%。
参与机构	招银参号为有限合伙企业，招银系100%持股；招银动力为有限合伙企业，持股较为复杂，招银系持股约52%；招银国际为招银全资子公司，是注册在香港的投行公司。
合作/服务	① 参与管理决策： 招银国际在宁德时代具有一个董事席位。
	② 提供融资服务： 招银国际为宁德时代15亿元企业境外债发行的联席牵头经办人。
	③ 提供信贷和交易托管服务： 根据首次公开发行材料显示，招行作为首次公开发行募集资金的主要资金存放银行，招行各分行向宁德时代共提供45亿元的授信额度。
	④ 创设私募理财产品投资： 根据基金协会信息，招银参号、招银动力为托管在招行的股权投资基金，招银国际作为基金管理人，主要赚取管理费和业绩报酬。预计招银参号、招银动力大概率是由招行高净值客户、私行客户或者机构客户作为投资人，拿走大部分收益。
投资成果	根据招银国际官网披露，招银共投资40亿元，目前三个主体持有市值为638亿元，其中招银国际自有资金持有市值约为22亿元，投资增值15倍以上。招行一方面通过招银国际持股取得了丰厚的投资收益，同时为银行财富管理业务提供了高收益资产，赚取管理费。

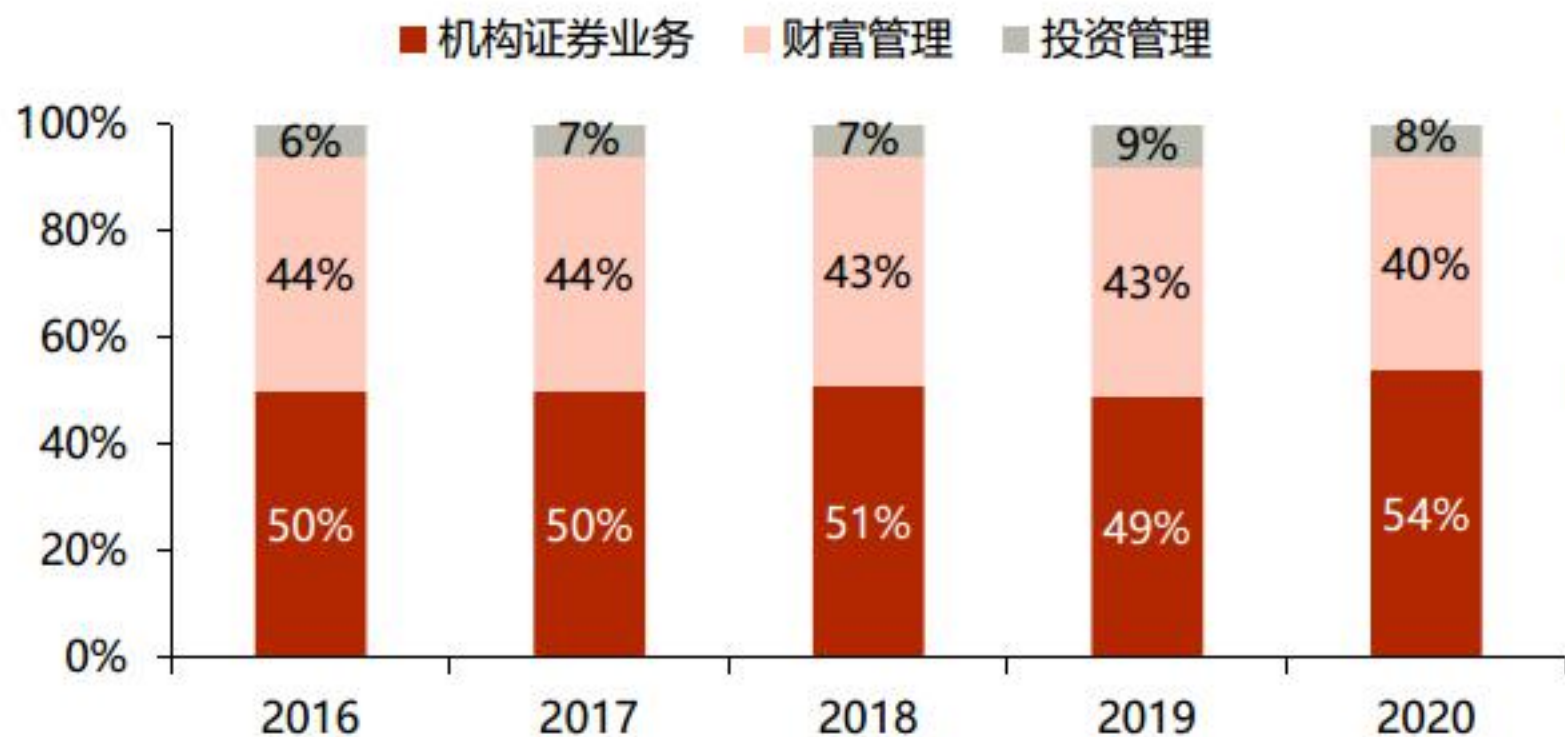
资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

摩根士丹利——基本情况

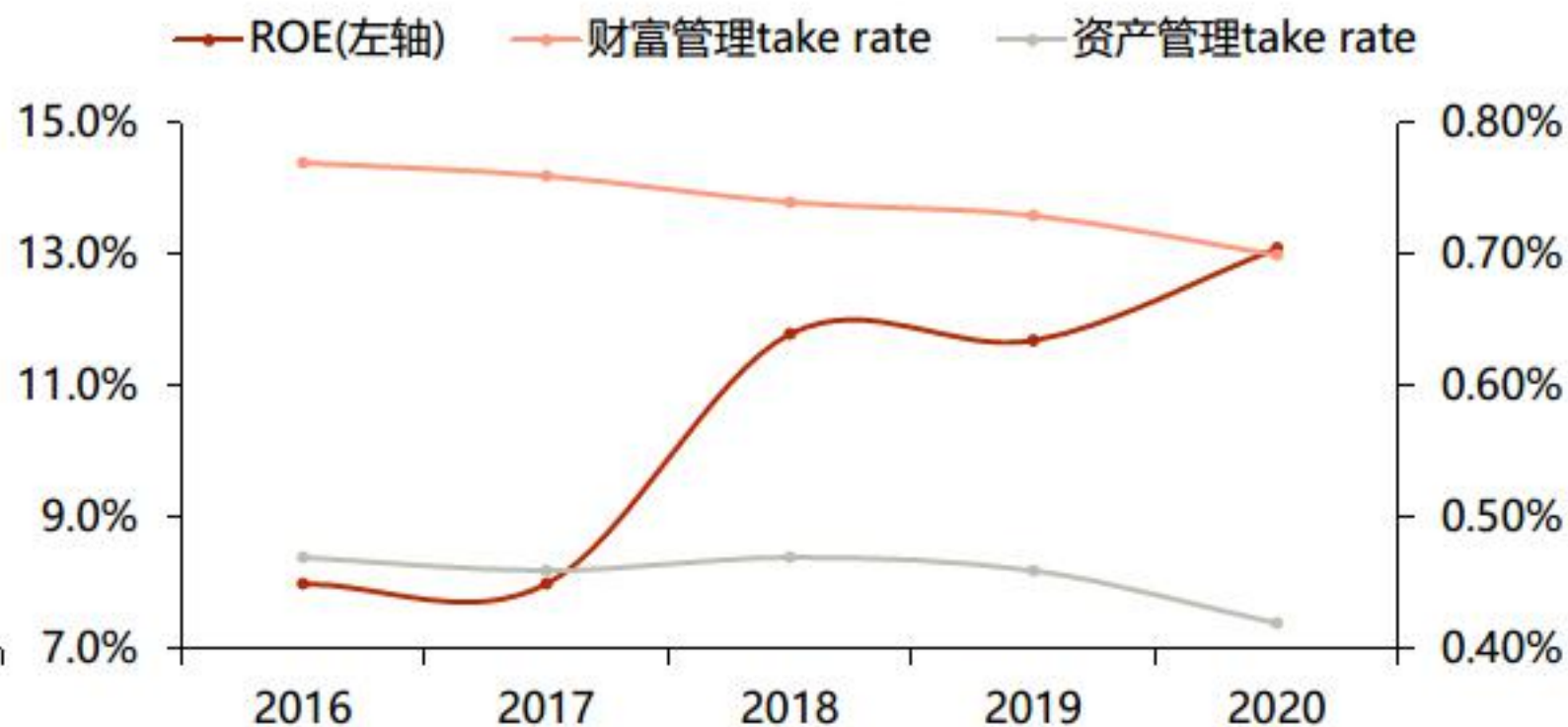
公司简介：摩根士丹利是一家投行基因浓厚的头部财富管理机构。公司成立于1935年，主要员工来自摩根银行的投行业务部门，并作为券商运营近73年。2008年，在金融危机冲击下，摩根士丹利从券商转型成为银行控股公司，接受美联储监管。截至2020年末，摩根士丹利拥有客户资产4.0万亿，客户资产排名主流财富管理机构第四。

经营情况：摩根士丹利目前主要拥有三大业务线，即机构证券（主要提供投行服务）、财富管理、投资管理，为公司、政府、金融机构和个人提供综合金融服务。①从营收贡献来看，机构证券和财富管理贡献大部分营收，2020年分别贡献54%、40%营收。②从经营结果来看，摩根士丹利财富管理和资产管理费率持续下行，主要受行业性费率下行和投资表现波动影响；ROE波动上行，主要受投资并购、客户资产规模增长、2020年投行业务发力等驱动。

摩根士丹利营收结构



摩根士丹利盈利情况



数据来源：公司财报，浙商证券研究所。注：财富管理take-rate为业务线平均费率，资产管理take-rate为资管产品平均费率。

摩根士丹利——投行赋能

摩根士丹利作为投行出身的机构，投行业务优势明显，赋能大财富管理的各个环节。

①**财富管理**：带来客户资源；②**资产管理**：提升研究能力；③**投资银行**：挖掘优质资产；④**外延并购**：并购咨询赋能。

大财富管理环节赋能

环节	赋能	效果
财富管理	客户引流	投资银行业务接触大量公司客户、高净值客户，为财富管理奠定客户基础。
资产管理	研究赋能	摩根士丹利证券研究能力行业领先，赋能公司整体投研能力。截至2021年，在亚洲市场，连续7年被Institutional Investor评为最佳研究公司。
投资银行	资产挖掘	凭借领先的投行业务能力，摩根士丹利的优质金融资产挖掘和创设能力强大。2020年摩根士丹利投行收入排名全球第四。

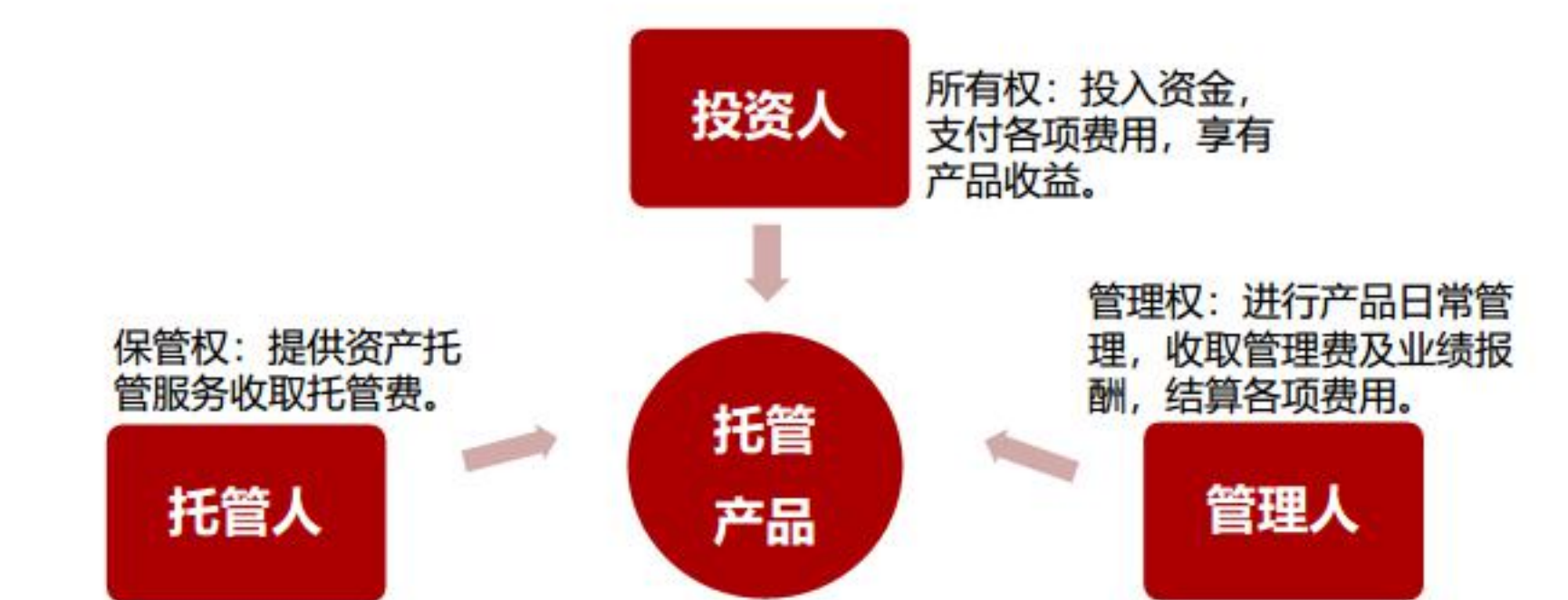
整体的经营能力赋能

环节	赋能	效果
外延并购	咨询赋能	摩根士丹利并购咨询实力强大，2020年并购咨询收入排名行业第二，赋能优质标的的挖掘、收购后整合等，帮助财富管理业务迅速提升市场地位和服务竞争力。2008年以来，摩根士丹利先后完成所罗门美邦（收购后成为头部财富管理机构）、亿创理财（头部互联网券商）、伊顿万斯基金的收购并购，财富管理规模、服务能力大幅提升。

数据来源：公司财报，Refinitiv，浙商证券研究所。

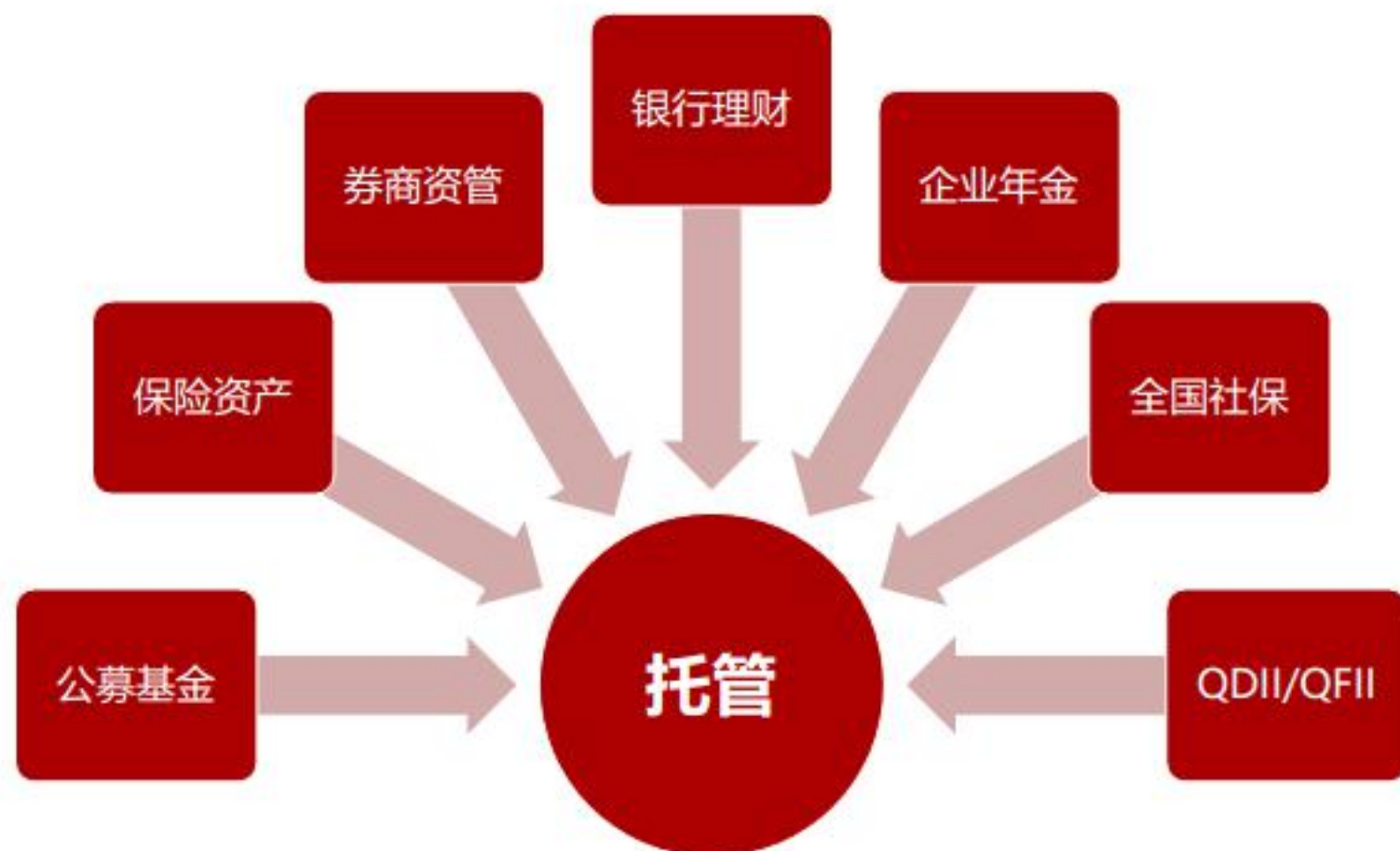
银行的资产托管业务：托管本质是实现资产所有权、管理权与保管权的分离，有效保护资产安全，保障投资人利益。资产托管既是资产管理行业规范发展的内生需求，也是一种制度安排，法规要求相关投资资产必须实施托管。

- 基础服务：账户管理、清算、核算、投资监督、报表报告、信息披露等。
- 增值服务：外汇交易、现金及流动性管理、证券借贷、经纪交易、证券发行、绩效评估、风险管理、基金行政管理、税务管理、担保品管理等，为客户提供综合金融解决方案。



托管业务收入=托管规模*费率，托管业务收入具体包括：

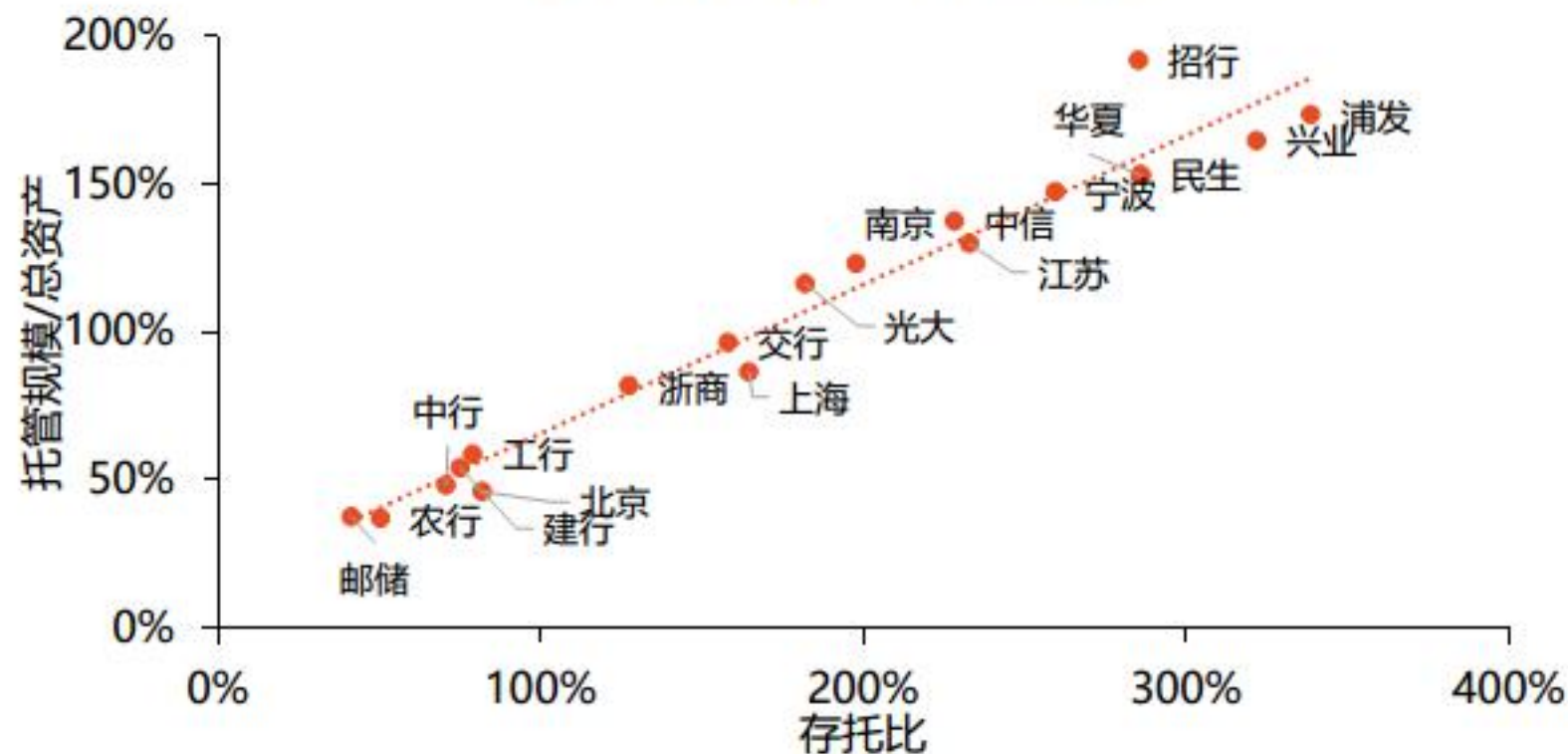
- ①托管费：一般按资产规模/净值收取。
- ②资金监督费：一般也参考资产规模，或出具资金证明、信息披露时按笔收取。
- ③平台接入费/技术费：首次对接管理人客户时产生的费用。



托管业务将随着资产管理业务壮大，预计未来将继续较快增长。

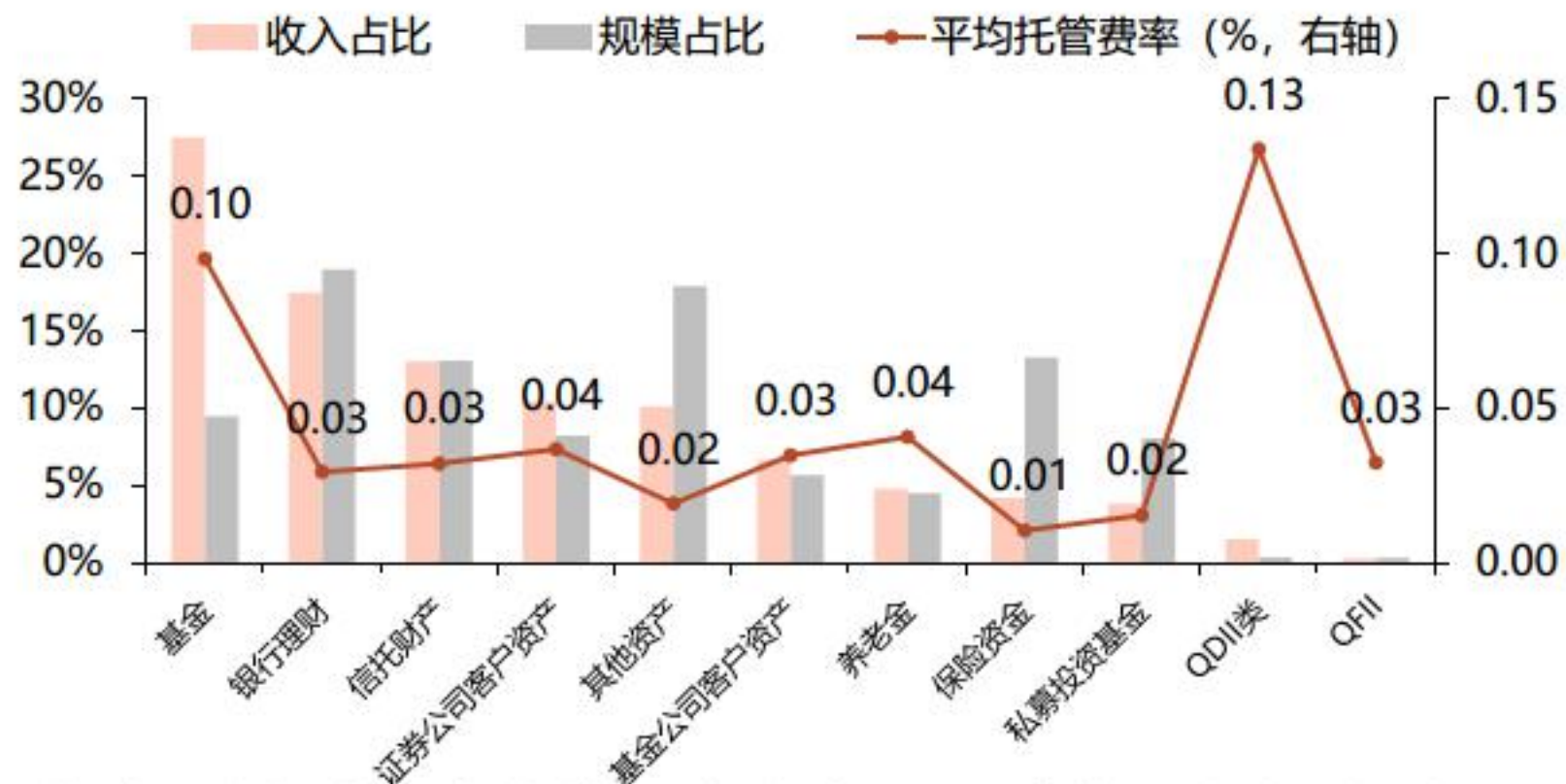
- **规模：**托管业务与资管业务相伴而生，共同繁荣。2010年到2019年期间，托管规模和资管规模都保持了约31%的年复合增长率。伴随储蓄搬家、存款理财化，存款离开银行后将以“托管资产规模”的形式重返银行。2019年末，中国银行业资产托管规模达153万亿。以海外银行的经验来看，2020年末海外综合性银行的存托比达到了14-16倍，专业托管银行的存托比更是达到了120-162倍，而国内存托比较高的股份制银行仅在3-4倍，大型国有银行因存款规模基数较大，存托比尚不足1倍。
- **价格：**目前同质化的基础托管业务竞争激烈，2019年托管费收入487亿，费率较低，平均托管费率约为0.033%；传统托管业务模式面临转型升级，更丰富的增值服务对应更强溢价空间。

国内行存托比有较大提升空间



数据来源：2020年公司财报数据，浙商证券研究所。注：存托比=资产托管规模/存款规模。

托管市场竞争大，平均托管费率低

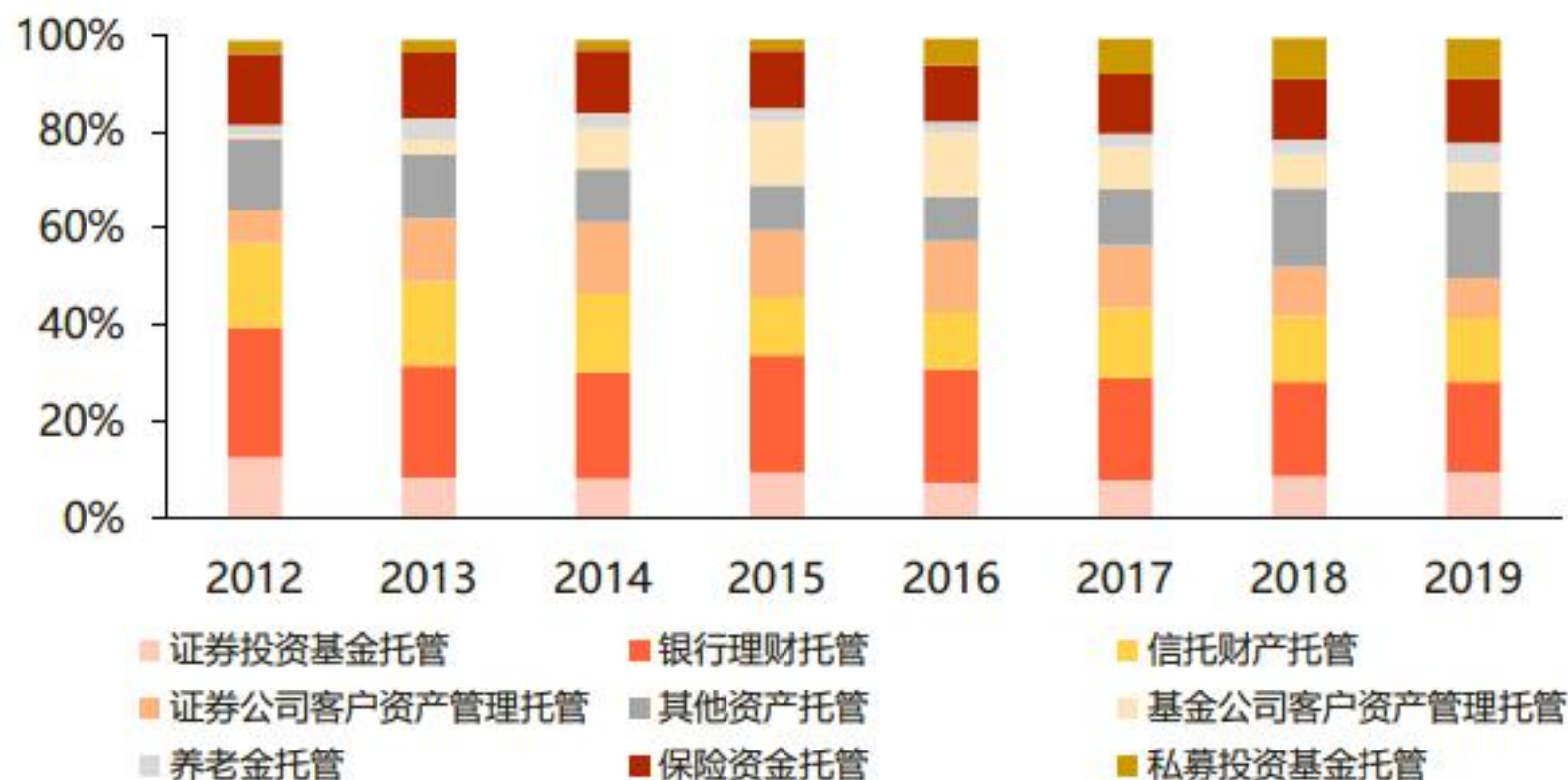


数据来源：根据《中国资产托管行业发展报告（2020）》整理，浙商证券研究所。

托管业务集中度高，银行占据主要份额。

(1) 托管产品类型多元：银行理财规模占比最大，其次为基金、保险和信托资金；随着资管市场发展，非银行理财类托管产品份额逐渐增加。(2) 托管机构集中度高，前6家托管银行基金托管占比达50%-60%，除商业银行外，券商具有基金托管资质，但整体规模较小，券商主要在ETF基金和证券私募基金托管方面有规模优势。

托管产品规模占比 (2012-2019)



数据来源：根据《中国资产托管行业发展报告（2020）》整理，浙商证券研究所。

前20位基金托管规模市场占比 (%)



数据来源：wind，浙商证券研究所，截至2021年6月30日。除国君为券商外，其余为银行。

银行在托管业务上具有强大优势，包括但不限于牌照优势、渠道优势、系统能力等。

- **竞争对手：**主要包括商业银行和证券公司。托管业务共分为12类，境内商业银行符合资格的可申请所有托管业务牌照，非银机构和外国银行在华分行只能申请证券投资基金托管牌照。目前27家国内银行大部分具有主要托管业务品种资格，国有行和股份行基本实现了托管业务的全牌照经营。26家证券公司，1家外国银行和中证登取得证券基金托管牌照。
- **竞争优势：**银行在托管业务方面有着极强的竞争优势，具备搭建大财富、大资管、大投行体系的良好基础。

竞争优势	商业银行	券商为主的其他金融机构
牌照资源	国有行和大部分股份行基本上实现了 托管业务的全牌照经营 。	目前证券公司和国外银行境内分行只进行证券投资基金托管的单一牌照经营，包括公募和私募基金产品。
渠道资源	银行网点丰富，客户资源多，有利于销售基金、保险、信托等金融产品，银行资产托管业务形成了“销售+托管”的打包模式。	券商托管业务开展晚，客户资源较少，主要对接证券交易佣金客户，作为配套增值服务吸引客户。
系统能力	银行科技系统能力强 ，具有完备的托管业务系统。	券商托管业务主要对接私募基金产品，托管体系不完善。

数据来源：中国证监会官网，浙商证券研究所。

道富公司：大型托管银行代表——整体情况

(1) 基本情况：道富公司是美国头部资产托管银行。2020年托管资产规模达38.79万亿美元，托管规模排名全球第二。

(2) 经营模式：道富银行主要有两大业务线，即投资服务和投资管理，分别提供托管相关服务、资产管理服务。本文主要聚焦投资服务业务线。道富的投资服务业务线，主要为资管机构提供托管及附加服务，赚取服务费、中介费和利息净收入。具体如下：

客户	收入类型	服务模式	收入规模（百万美元）
公募基金、集合投资基金和其他投资资金池、退休计划、保险公司、资管公司、基金会和捐助金	服务费	提供托管、产品会计、每日定价和基金行政、结算、产品表现和风险分析等服务	5,167
	利息净收入	负债端通过为客户提供存款和短期投资工具，吸收资金，并投资于以金融投资为主的资产获取利息收入	2,211
	外汇交易费	代客外汇交易、外汇交易平台等服务	1,299
	融资融券中介费	为资管部门及外部资管公司，提供融资融券的中介服务	342
	软件服务费	软件使用和维护等服务	706
	其他		4

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。注：AUC/A指托管和管理下的总资产Asset under custody/ Administration。“集合投资基金和其他投资资金池”指的是不受SEC监管的基金产品，与公募基金对应。数据为2020年数据。

道富公司：大型托管银行代表——组织架构

道富公司通过道富机构服务、查尔斯河发展公司、道富环球市场和道富环球交易四大部门/子公司，为客户提供投资服务。

道富公司投资服务业务

道富机构服务
(State Street Institutional
Services)

查尔斯河发展公司
(Charles River Systems,
Inc.)

道富环球市场
(State Street Global
Market)

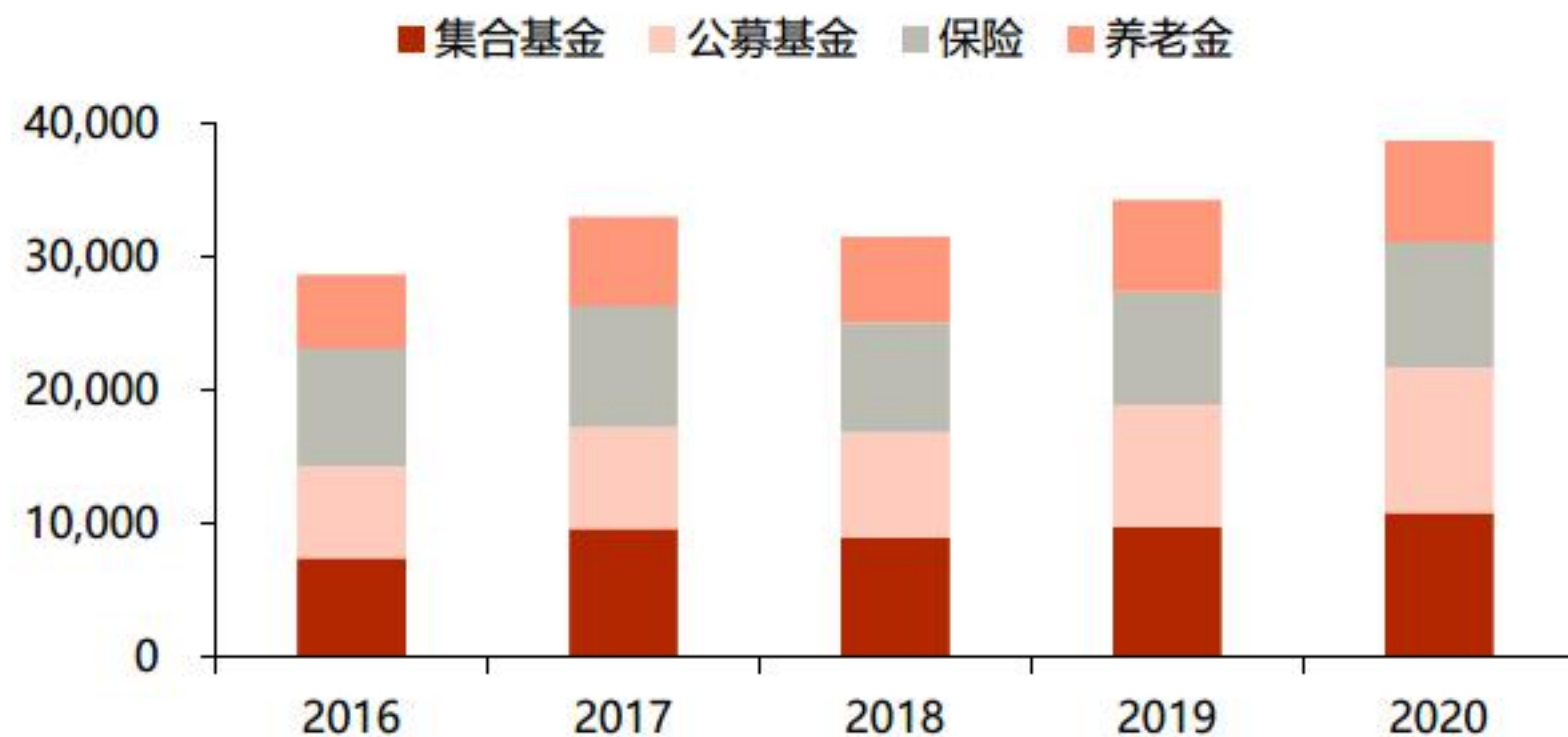
道富环球交易
(State Street Global
Exchange)

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

道富公司：大型托管银行代表——经营情况

(1) 从规模来看，截至2020年末，道富基金托管规模达3.9万亿。其中，集合基金、公募基金贡献的托管资金占比较大，均为28%；(2) 从收入来看，2020年，道富基金投资服务实现营收97亿，营收水平自2018年以来持续下行，主要受息差和take rate下行拖累。息差方面，受2019年负债成本上行和2020年资产收益率大幅下行影响，由2018年的1.47%，下行至2020年的0.97%。Take rate方面，受行业性费率下行影响，从2018年的2.4bp下降至2020年的1.9bp。

集合基金和公募基金的托管资金占比较大



2018年以来，息差和take rate下行



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。因道富公司投资服务贡献了利息净收入的101%，使用集团整体息差作为投资服务业务线息差。Take rate为托管业务take rate=除利息净收入外的营收/AUC余额。因息差水平和take rate差距较大，图中息差水平除以100，以展示各项收益率的变动趋势。

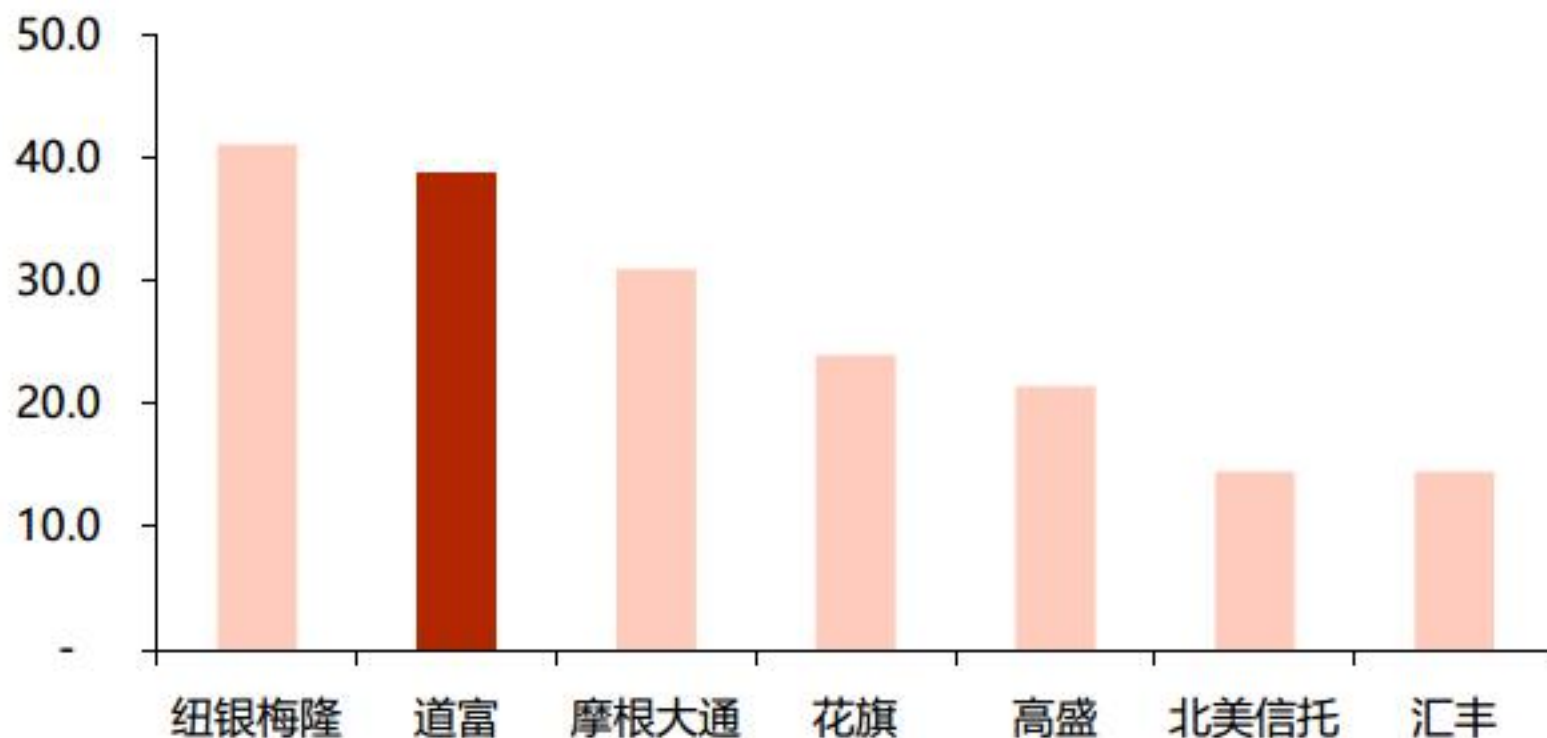
道富公司：大型托管银行代表——核心竞力

托管行业的服务差异化较小，费率和效率往往成为竞争关键。凭借规模优势、科技优势，道富银行构筑自身竞争壁垒。

(1) 规模优势：凭借率先转型带来的先发优势、长期深耕和一系列收购兼并，道富银行的托管业务规模排名行业前列。规模效应带来的较低的运营成本，为其提供低费率的服务打下基础。

时间	主要事件	事件影响
1975年	威廉·埃杰利成为公司CEO，将公司战略重心从商业银行转移到投资、信托和证券相关服务上	公司战略转型，聚焦证券服务行业
1999年	将零售和商业银行业务出售给公民金融集团	
2003年	收购德意志银行的证券服务部门	通过持续的投资并购，扩大托管规模，巩固行业地位
2007年	收购Investors Bank & Trust	
	收购Mourant International Finance Administration、Intesa Sanpaolo的证券服务部门	
2010年		
2012年	收购高盛集团的对冲基金行政服务部门	
2016年	收购通用电气的资管业务	
2018年	收购查尔斯河发展公司	

道富银行托管规模（AUC）在主要托管机构中排名前列



数据来源：公司公告，浙商证券研究所。单位：AUC为assets under custody，单位为万亿美元。

道富公司：大型托管银行代表——核心竞力

(2) 科技优势：道富银行重视科技。通过持续的研发投入，将公司服务平台化和数字化，提升服务效率和客户体验。

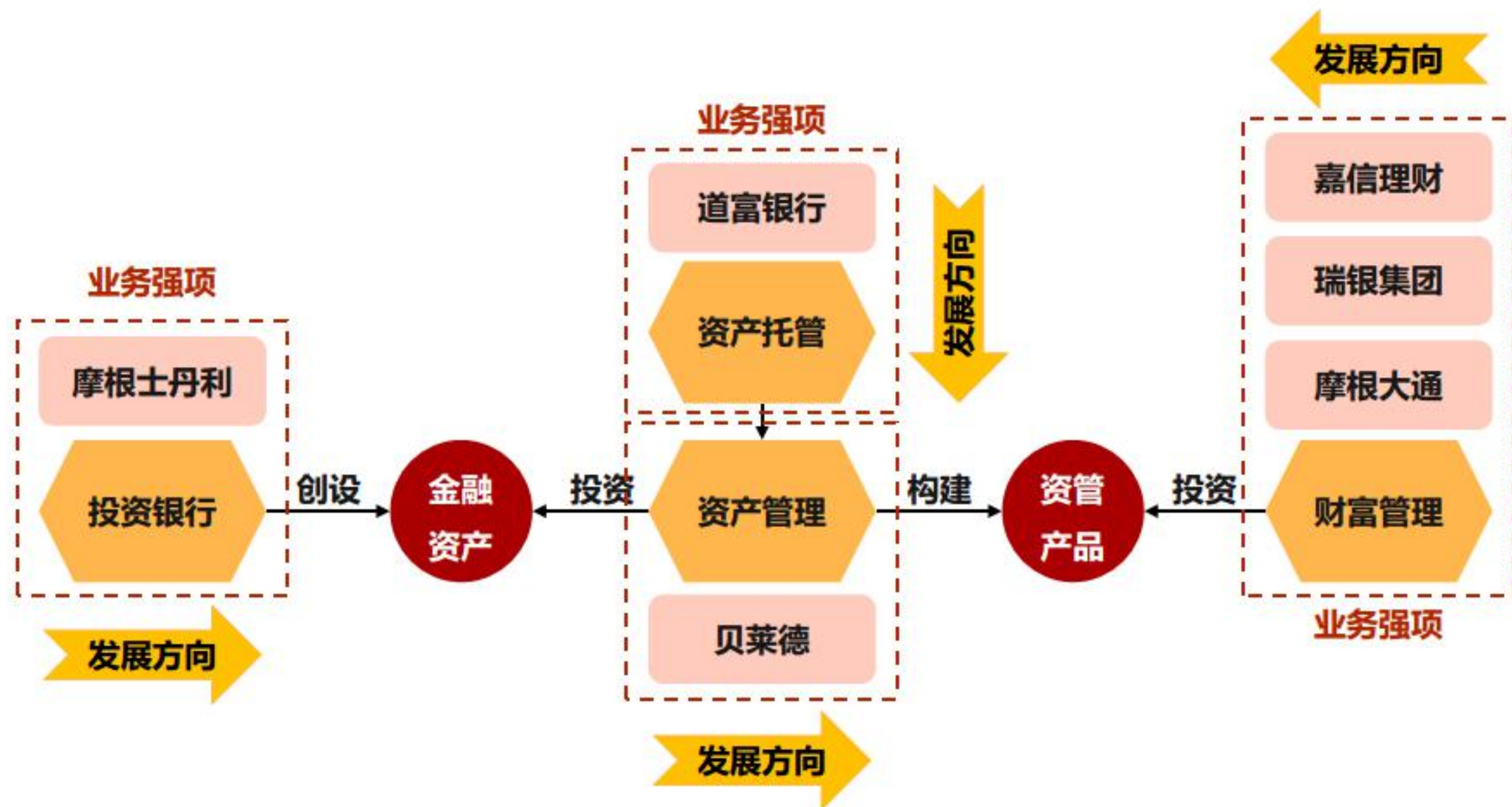
代表性数据平台之一：DataGX®（金融数据管理平台）



DataGX®提供端到端的数据管理解决方案，包括数据质量、数据治理、数据安全等服务。道富公司为客户管理多资产类别数据，以帮助客户把握其持股、现金、证券交易主力、业绩衡量、风险和其他关键信息。DataGX®曾获美国对冲基金科技奖的最佳数据提供商称号。

年份	信息化事件	贡献
2013	成立了道富环球交易品牌。	作为道富公司数据咨询分支，为客户提供数字解决方案和投资分析。
2016	- 实施State Street Beacon计划。 - 通过改变公司的运营流程来减少成本，并进一步将服务流程和与客户的接口数字化。	从2016年开始，道富改善了运营和系统，在数据管理、风险和分析领域提供创新的解决方案。同时，将大量的平台数字化。公司许多客户正从更快、更准确的处理、更高的效率、更好的数据质量和实时洞察力中受益。
2018	- 收购全球资产管理平台提供商查理斯河发展 - 建立前后台连接平台“阿尔法”。	截止2021年Q1，30多个国家的投资公司、资产所有者、对冲基金和保险公司依靠查尔斯河投资管理方案管理超过30万亿美元资产。

数据来源：公司官网，浙商证券研究所。



数据来源：浙商证券研究所。

公司	ROE	财富管理ROE	资产管理ROE	投资银行ROE	财富管理相关 员工人数	AUM (万亿美元)	AUM口径	财富管理 take rate	资产管理 take rate
摩根大通	12%	28%		20%	20,683	2.7	AUM	0.52%	
嘉信理财	9%	n.a			32,000	6.3	不含存款的 client assets	渠道：0.14% 咨询：0.38%	0.16%
瑞银集团	11%	24%	74%	20%	22,000	4.1	invested assets	0.57%	0.27%
贝莱德	14%	n.a			16,500	8.7	AUM	0.16%	
道富银行	10%	n.a			n.a	3.5	AUM	0.06%	
摩根士丹利	13%	16%	23%	16%	n.a	4.5	不含存款的 client assets和 AUM	0.43%	0.48%
公司	ROE	财富管理ROE	资产管理ROE	投资银行ROE	财富管理相关 员工人数	AUM (万亿元)	AUM口径	财富管理 take rate	资产管理 take rate
招商银行	16%	n.a				6.9	不含个人存款 的AUM	0.37%	0.42%
平安银行	10%	n.a				1.9	不含个人存款 的AUM	0.57%	n.a

数据来源：公司财报，浙商证券研究所。注：数据均为2020年财报数据。摩根大通财富管理和资产管理ROE为AWM板块ROE，投资银行ROE为CIB板块ROE；瑞银集团分部ROE为分配净资产收益率（return on attributed equity）；摩根士丹利分部ROE分别为机构证券业务、财富管理业务、投资管理业务调整后ROE（Non-GAAP）。招商银行财富管理take rate=财富管理营收/不含存款零售AUM、资产管理take rate=表外理财中收/表外理财；平安银行财富管理take rate=代销公募收入/代销非货基公募规模。

04

未来如何
来选股

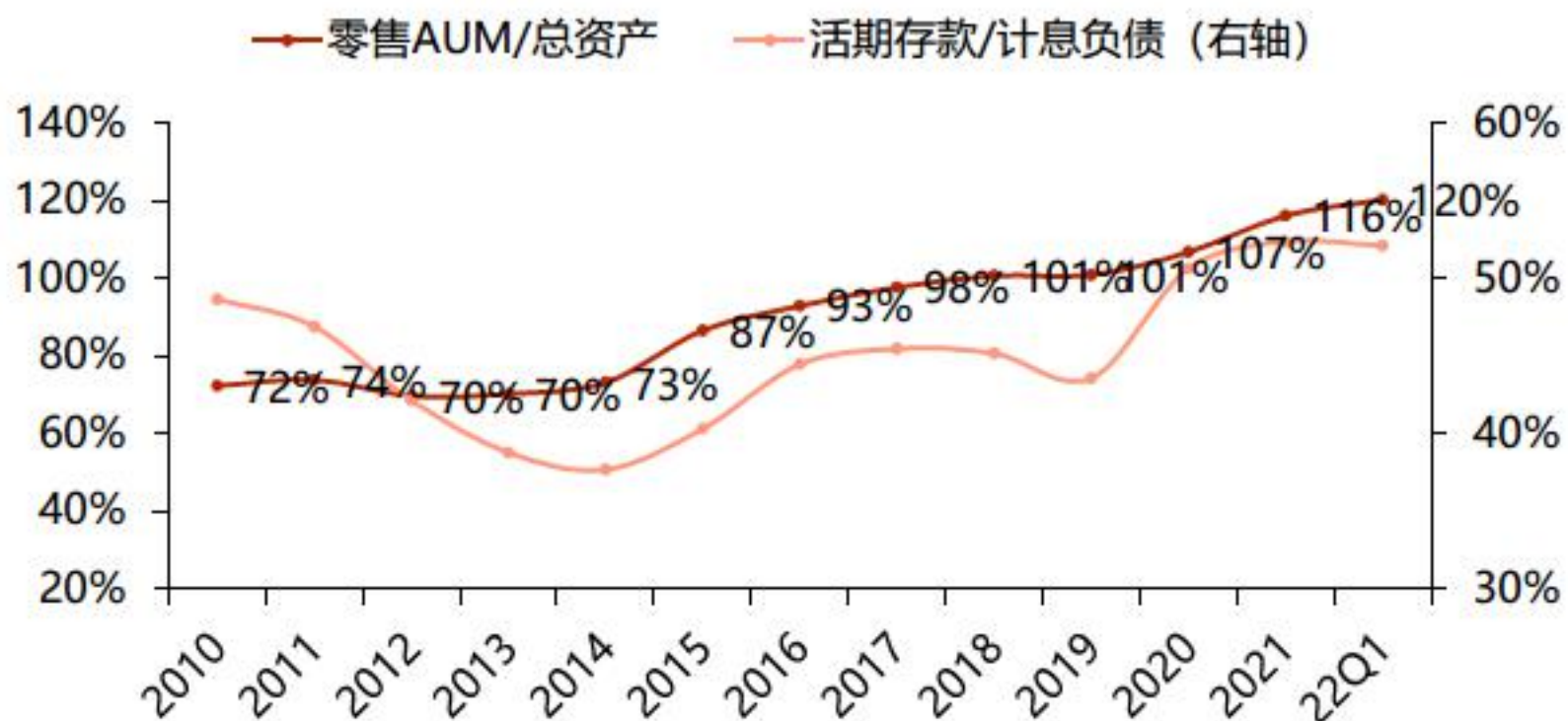
以招商银行为例，发展大财富管理业务，对商业银行的意义在于：

(1) **掘金主流增长赛道。**随着GDP增速放缓和利率市场化，银行传统间接融资业务的盈利能力和增长速度趋缓（风险不一定抬升，因为经济波动减小）；而随着直接融资占比上升和财富累积，大财富管理行业未来10年预计将保持较快增长。**2010年-2022年一季度末，招商银行零售AUM增长5.5倍，年化复合增长18%；零售AUM/总资产的比例从72%提升至120%。**

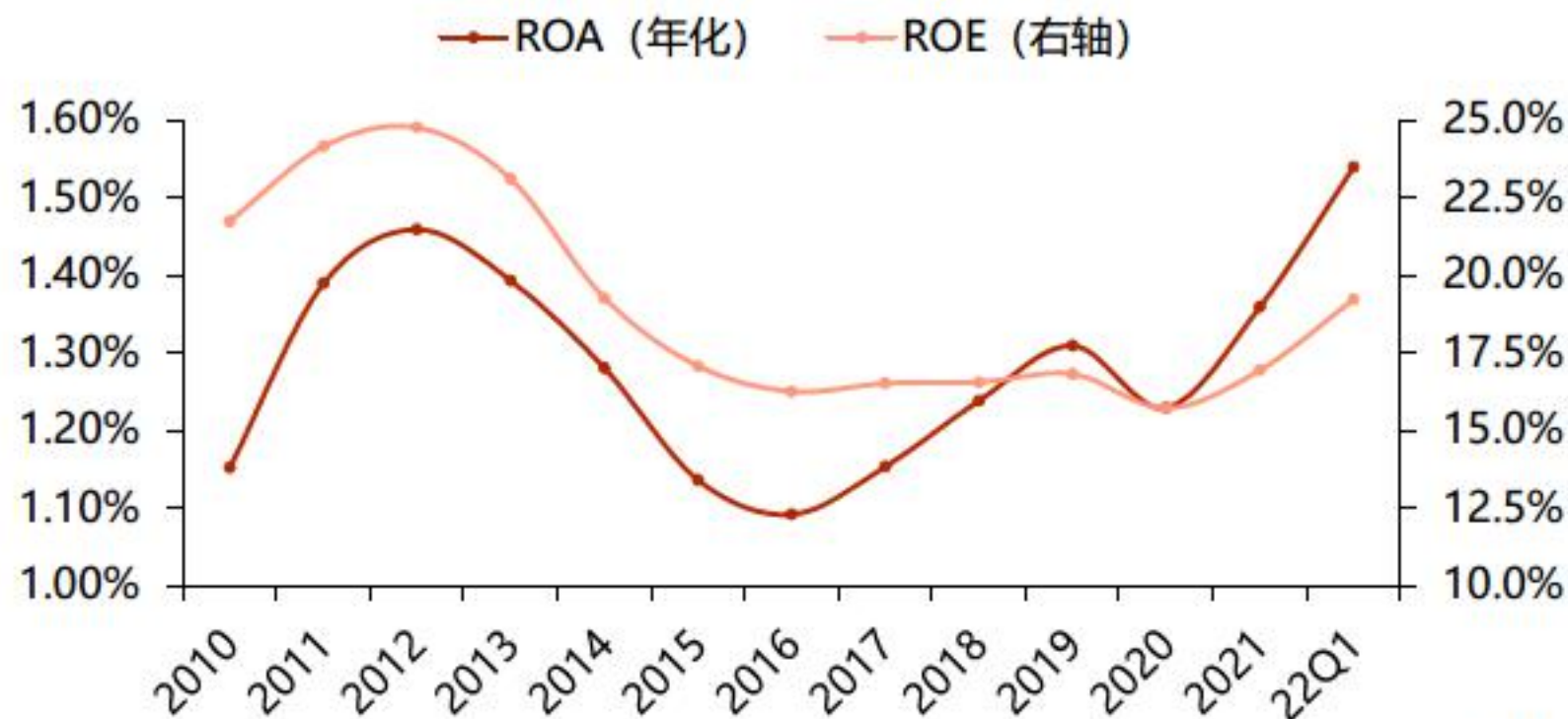
(2) **有效增强客户粘性。**多元化的金融服务使得银行与客户的粘性增强，反而可能促进负债结构优化和银行综合盈利能力提升。**2015年以来招商银行活期存款占计息负债比重波动上升，2017年以来盈利能力稳定向好（2020年除外，疫情等特殊因素影响）。**

(3) **业务轻型内生增长。**传统银行依靠资本驱动规模扩张，而盈利能力不足导致需要持续性再融资补血。大财富管理模式下，银行轻型化发展，表内风险下降，同时对资本金依赖度减弱，最终实现内生增长。**2014年以来招商银行未再融资，已实现内生增长。**

招商银行零售AUM占比不断提升



2017年以来招商银行盈利能力稳定向好



数据来源：wind，浙商证券研究所。注：季度盈利能力指标与年度不可比（有季节性），2020年因疫情和让利因素盈利能力小幅下行。

综合来看，客户资源丰富（有潜力）、市场化程度高（有能力）、战略久久为功（有定力）的银行有望胜出。大财富领域，银行与其他金融机构比有长板有短板。（1）**财富管理**：关键能力是渠道能力，大中型银行在财富私行客户方面具有优势，但需要加强建设，存量客户资源丰富的银行更有先发优势。（2）**资产管理**：关键是专业能力，银行系能力相对不占优，机制和思路灵活的银行更容易有起色。（3）**投资银行**：关键是专业能力，银行系不占优，补短板很关键。（4）**托管业务**：目前同质化严重，与财富业务联动。四大板块可以起到互相联动作用，产生“飞轮效应”。任何一个板块的强势，都有可能将优势延伸至其他板块。

赛道	主要客户	关键能力	银行优劣势	备注
财富管理	私行 零售	渠道能力/客户资源	★★★★	在财富和私行客户上具有优势，但在长尾客户上不具备优势
		综合服务	★★★★	在账户体系、大额信贷、个性化服务方面强于互联网金融机构
		资产组织	★★★★	对公客户资源强
资产管理	零售 对公	专业能力/激励机制	★★	激励机制较弱；在固收投资方面具有优势，但在股票/股权/另类资产方面不具备优势，可以通过资产配置等手段弥补劣势。
		牌照资源	★★★★★	理财子公司投资范围广
		规模优势	★★★★★	银行理财资金体量大、资金稳定性强，可以取得较好规模效应
投资银行	对公	客户资源	★★★★★	掌握大量对公和私行客户
		牌照资源	★★★	不具备IPO保荐资格，但可以通过多种形式参与企业融资
		专业能力/激励机制	★★	复杂项目经验少，激励机制僵化
资产托管	金融机构	系统能力	★★★★★	银行科技系统能力较强
		牌照资源	★★★★★	大中型银行牌照齐全
		规模效应	★★★★★	银行占托管业务份额多，摊薄成本

客户资源是否丰富：渠道能力强的银行发展财富管理业务具有先天优势。四大行和零售型银行（邮储、招行、平安）具有明显优势，少数股份行有弯道超车路径，经济发达区域的城商行也有望分一杯羹。

(1) 四大行大而不强：网点多，客户多，体量大。但客户活跃度较弱，非存款AUM/总资产比例偏低。

(2) 零售行各具特色：

- **招商银行遥遥领先：**线上客户触达能力强，无论是基础客户数（月活）还是私行客户数都遥遥领先于股份行同业，非货币公募保有量全市场第一。
- **平安财富私行更强：**平安银行基础客群数量位居股份行中游水平（快速发展），私人银行客户数居第二，非存款AUM/总资产比例仅次于招行。
- **邮储银行潜力很大：**邮储银行的线下触达能力非常强（网点数第一），零售客户基础庞大，未来挖掘空间很大。

(3) 个别行弯道超车：兴业和光大具有弯道超车的可能性。

- **兴业同业渠道很强：**银银平台链接2000多家法人机构，可借助中小银行（F端）向客户（C端）代销产品，2F2C模式效率高。
- **光大云缴费待转化：**光大银行云缴费客户7.17亿户，手机银行、阳光惠生活和云缴费APP用户1.32亿户，具备缴费用户转化为银行客户、财富客户的潜力。

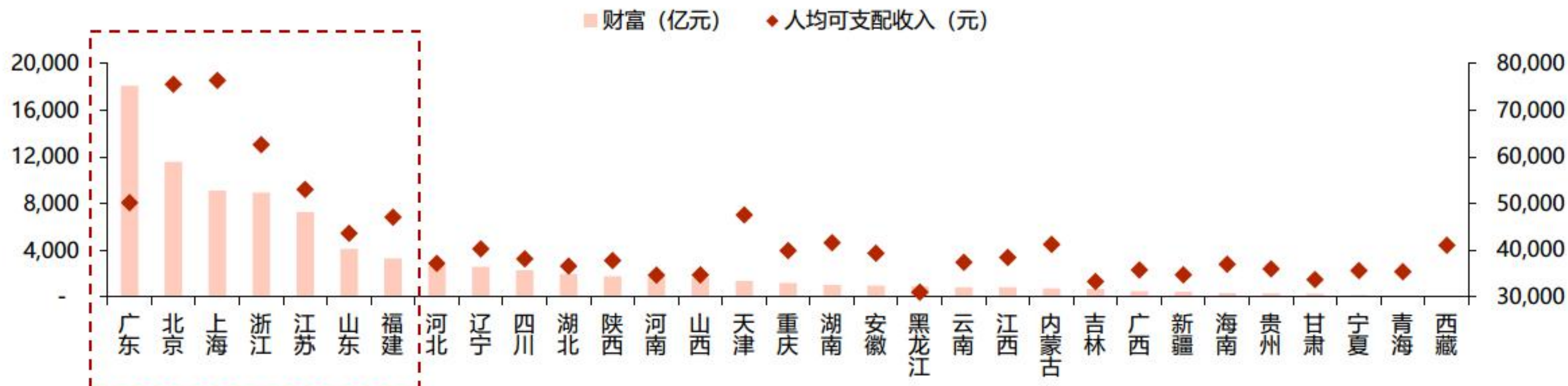
简称	网点数量	零售客户数(万)	私行客户数(万)	非货币公募保有量22Q1	AUM(亿)	非存款AUM	非存款AUM/总资产
工行	16,590	70,400	20	4,585	169,600	44,620	13%
农行	22,807	87,800	17	1,907	n.a	n.a	n.a
中行	11,452	n.a	15	2,802	110,000	32,135	12%
建行	14,510	72,600	18	3,437	150,000	37,218	12%
交行	2,958	18,500	7	2,407	42,564	18,536	16%
邮储	39,603	63,700	n.a	818	125,300	24,844	20%
招行	1,914	2	12	6,798	113,393	90,511	98%
浦发	1,684	13,800	3	1,427	38,700	28,470	35%
中信	1,415	12,000	6	1,088	34,800	25,077	31%
光大	1,304	14,004	5	780	21,225	12,683	21%
华夏	1,008	3,147	1	421	9,774	5,897	16%
民生	1,193	11,014	4	1,434	20,927	12,672	18%
兴业	2,020	7,922	6	1,285	26,090	18,158	21%
平安	1,117	11,821	7	1,068	31,826	24,123	49%
浙商	288	836	1	131	5,245	3,390	15%
北京	653	2,566	n.a	281	8,845	4,390	14%
上海	335	1,946	n.a	360	9,015	5,163	19%
江苏	531	n.a	n.a	259	9,226	4,995	19%
南京	216	2,363	3	93	5,667	3,263	19%
宁波	463	37	1	470	6,562	4,423	22%
杭州	238	381	n.a	118	n.a	n.a	n.a
贵阳	304	1,180	n.a	n.a	1,635	183	3%
成都	224	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
长沙	355	1,573	n.a	n.a	2,774	652	8%
西安	181	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
青岛	166	822	5	36	n.a	n.a	n.a
郑州	352	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
苏州	168	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
厦门	87	220	n.a	n.a	780	363	11%
齐鲁	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
重庆	156	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：除特别标注以外，均为2021年年报数据，单位亿元。样本仅包括上市国有行、股份行、城商行，数据缺损较多的银行未列示。

客户资源是否丰富：渠道能力强的银行发展财富管理业务具有先天优势。四大行和零售型银行（邮储、招行、平安）具有明显优势，少数股份行有弯道超车路径，经济发达区域的城商行也有望分一杯羹。

(4) 发达地区城商行：从财富分布和人均可支配收入来看，超一线城市（北上深）、广东、浙江、江苏、山东、福建的财富效应较强，区域性城商行也存在发展财富业务的机会，农商行在专业能力上可能有所欠缺。

各省市财富与人均可支配收入

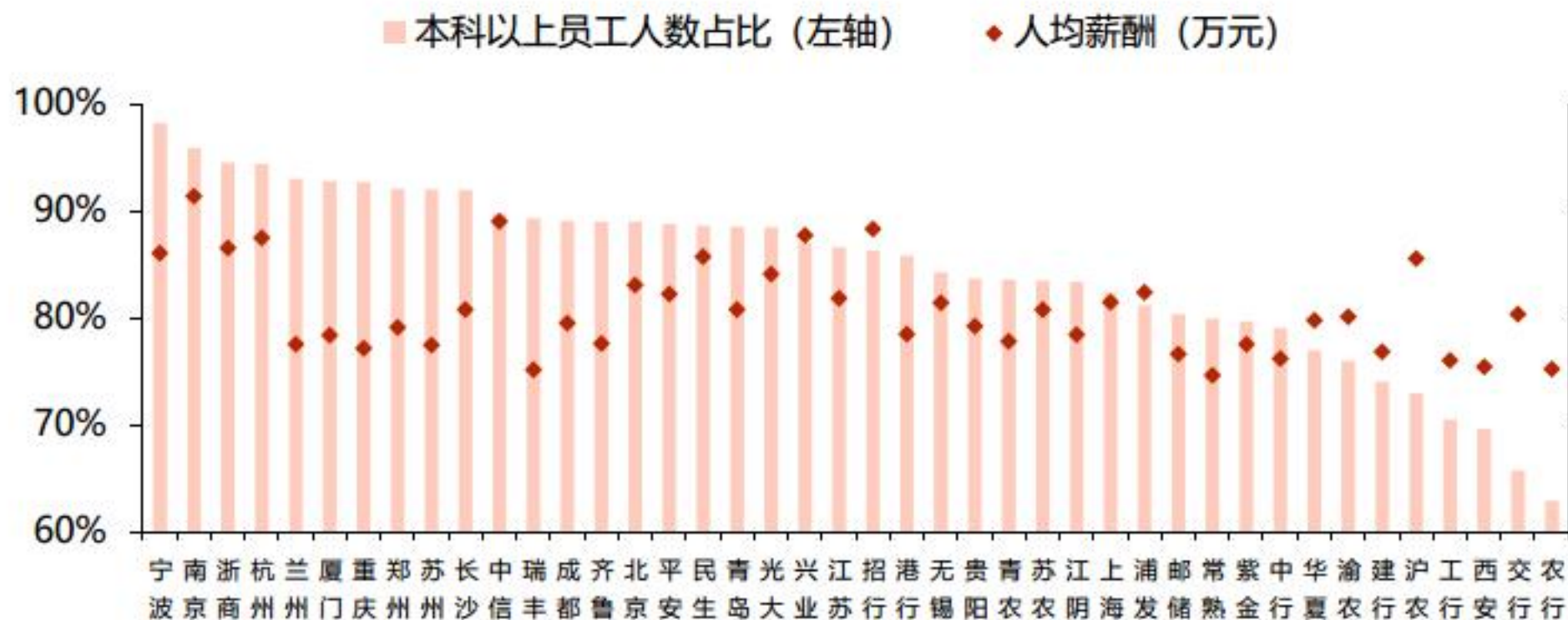


数据来源：wind，中国银行业协会和清华大学五道口金融学院《中国私人银行发展报告暨中国财富管理行业风险管理白皮书（2020）》，浙商证券研究所。财富：各个省份客户资产规模（亿元）为标准统计，参与调研的银行包括工商银行、农业银行、交通银行、中信银行、招商银行、华夏银行、平安银行、兴业银行、广发银行、渤海银行、浙商银行、晋商银行、江苏银行、宁波银行、北京农商行。

市场化程度与激励：薪酬激励机制越灵活、人员素质越高，银行越有可能胜出。

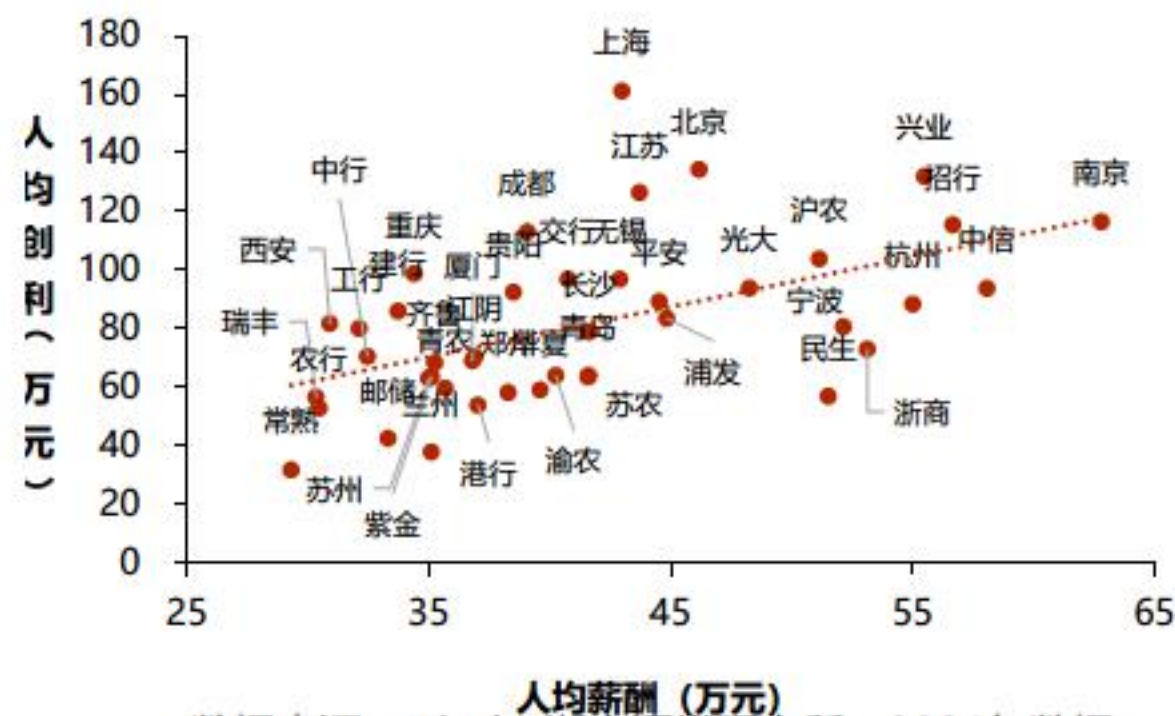
- **员工素质的角度：**上市银行中头部股份行和城商行的员工素质水平较强。以本科以上员工占比来看，股份行中浙商银行、中信银行、平安银行靠前；城商行中宁波银行、南京银行、行长银行靠前，可能与地域优势有关。
- **激励机制的角度：**上市银行人均创利与人均薪酬水平呈正相关关系，正所谓工资越高、战斗力越强。从2021年人均薪酬来看，头部股份行和城商行的薪酬水平较高。股份行中中信银行、招商银行、兴业银行较高；城商行中南京银行、江苏银行、杭州银行较高。

21A上市银行员工学历和薪酬情况



数据来源：wind，浙商证券研究所。截至2021年底。

21A上市银行人均薪酬与人均创利



数据来源：wind，浙商证券研究所。2021年数据。

战略执行与定力：一家银行是否能够在财富管理行业胜出，不仅要看禀赋、能力，更要看战略方向是否对、执行是否强、定力是否足。

- **战略方向：**当前明确提出大财富管理相关战略的银行，国有银行中为邮储银行（建设一流大型零售银行），股份行中包括招商银行（创新驱动、零售领先、特色鲜明的中国最佳商业银行）、平安银行（中国最卓越、全球领先的智能化零售银行）、兴业银行（财富银行、投资银行、绿色银行）、光大银行（打造一流财富管理银行）。城农商行中明确要做财富管理的银行较少，但经济较发达地区的城商行也在尝试突破，典型代表如宁波银行。
- **战略执行：**取决于专业能力、资源支持、激励机制等。战略执行很大程度上取决于管理层的决心、组织能力、资源倾斜以及持续性，专业能力可以通过内部培养和外部招聘来改善。
- **战略定力：**通常取决于战略是否匹配于银行资源禀赋，以及管理层的稳定性。如果战略决心足大、定力够强，那么战略执行方面即使短时间内有所不足，但中长期有希望稳步改善。

代码	类型	银行	战略	董事长出生年份	行长出生年份
601288.SH	国有行	农业银行	“服务乡村振兴的领军银行”、“服务实体经济的主力银行”两大发展定位。服务“三农”战略定位。	1967	1965
601328.SH	国有行	交通银行	建设具有财富管理特色和全球竞争力的世界一流银行	1963	1972
601988.SH	国有行	中国银行	奋力建设全球一流现代银行集团	1961	1967
601939.SH	国有行	建设银行	住房租赁、普惠金融、金融科技三大战略	1960	1969
601398.SH	国有行	工商银行	全面建设具有全球竞争力的世界一流现代金融企业	1960	1966
601658.SH	国有行	邮储银行	建设一流大型零售银行，发力普惠金融		1965
000001.SZ	股份行	平安银行	打造中国最卓越、全球领先的智能化零售银行	1968	1962
601166.SH	股份行	兴业银行	“1234”战略，轻资本、轻资产、高效率转型，擦亮绿色银行、财富银行、投资银行三张名片	1968	1963
601998.SH	股份行	中信银行	建设“有担当、有温度、有特色、有价值”的最佳综合金融服务提供者，以高科技驱动为引擎，以高质量发展为主题，以高价值创造为主线，加强党建引领发展，加强协同融合发展，加强轻型集约发展	1968	1966
600000.SH	股份行	浦发银行	建设具有国际竞争力的一流股份制商业银行，聚焦数字化、集团化、国际化、市场化、精细化等战略	1966	1966
600015.SH	股份行	华夏银行	建设成为“大而强”“稳而优”的现代金融集团，以综合金融服务巩固对公业务基础地位，着力提升数字化和零售业务发展新动力，着力打造绿色金融和财富管理发展新特色，着力建设京津冀、长三角、粤港澳区域发展新高地，加快建设成为有特色、有质量、有竞争力的全国性股份制商业银行	1965	1965
600036.SH	股份行	招商银行	成为创新驱动、模式领先、特色鲜明的最佳价值创造银行，大财富管理、数字化运营和开放融合的3.0模式，聚焦财富管理、金融科技、风险管理三个能力建设	1965	1965
601916.SH	股份行	浙商银行	打造最具竞争力全国性股份制商业银行和浙江省最重要金融平台，深化实施平台化服务战略	1965	1968
601818.SH	股份行	光大银行	打造一流财富管理银行	1963	1968
600016.SH	股份行	民生银行	建设特色鲜明、持续创新、价值成长、稳健经营的一流商业银行，民企客户服务最好的银行	1962	1964

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：董事长和行长越年轻，底色越红。

代码	类型	银行	战略	董事长出生年份	行长出生年份
600926.SH	城商行	杭州银行	“二二五五”战略，以做大零售、做优小微为增长极，零售金融重点发力财富管理和消费信贷业务	1970	1971
601838.SH	城商行	成都银行	“数字化、精细化、大零售”三大转型方向。	1967	1973
002936.SZ	城商行	郑州银行	打造高质量发展的价值领先银行，坚持“商贸物流银行、中小企业金融服务专家、精品市民银行”三大特色定位	1966	1965
601577.SH	城商行	长沙银行	“123456”战略体系，聚焦“财富管理、普惠金融、产业金融、科技金融、零碳金融、金融投资”六大重点，全力打造“区域领先的现代生态银行”。	1965	1965
601229.SH	城商行	上海银行	成为服务专业、品质卓越的“精品银行”	1965	1971
601997.SH	城商行	贵阳银行	西部上市城商行排头兵，贵州新发展重要助力者	1965	1970
601169.SH	城商行	北京银行	坚持以数字化转型统领五大转型。零售业务全面转型，零售贷款、信用卡、财富管理三大发展引擎	1965	1969
002142.SZ	城商行	宁波银行	“大银行做不好，小银行做不了”的经营策略。财富管理业务是零售转型重要方向。	1964	1979
002948.SZ	城商行	青岛银行	成为“科技引领、管理精细、特色鲜明”的新金融精品银行		1964
601009.SH	城商行	南京银行	做强做精做出特色，成为中小银行中一流的综合金融服务商。大零售战略+交易银行战略。	1963	1974
002966.SZ	城商行	苏州银行	“以小为美、以民唯美”，打造“苏州市区主流银行、苏南苏中特色银行、苏北质量最佳银行”。“5441”发展战略，推动数字化转型、事业部变革 2.0 优化、人力资源体系重构、重点区域发展提升等四大工程。	1963	1967
600928.SH	城商行	西安银行	乘风顺势，稳中求进，持续推动数字化、特色化、综合化转型，打造西部领先的上市银行	1963	1970
601187.SH	城商行	厦门银行	聚焦中小，深耕海西，融汇两岸，打造价值领先的综合金融服务商。以“客户体验、数字科技、人与机制”为三大战略驱动力，力争“做大零售、做强对公、做深两岸、做优资金”。	1963	1963
601963.SH	城商行	重庆银行	打造“坚守本源，特色鲜明，安全稳健，价值卓越”的全国一流上市商业银行，推进“服务提升、数字转型、特色发展”三大任务，建设“科技赋能、人才赋能、管理赋能”三大体系。	1963	1963
600919.SH	城商行	江苏银行	建设“智慧化、特色化、国际化、综合化”的服务领先银行。六大发展战略：做强公司业务、做大零售业务、做优市场业务、健全服务场景、拓展区域布局、推进综合经营。	1963	1962
603323.SH	农商行	苏农银行	打造“走在行业前列的标杆银行、社会倍加认可的价值银行、员工更多获得的幸福银行”。	1972	1975
601077.SH	农商行	渝农商行	零售立行、科技兴行、人才强行	1972	1972
600908.SH	农商行	无锡银行	深耕本土扎根区域、专注普惠突出特色、创新思维解放理念、精细化管理强化能力。	1971	1969
601128.SH	农商行	常熟银行	小微金融，定位于“三农两小”	1970	1974
002807.SZ	农商行	江阴银行	“支农支小”定位和“零售转型”战略	1970	1977
601860.SH	农商行	紫金银行	服务三农、服务中小、服务城乡	1965	1972
002839.SZ	农商行	张家港行	“做小做散”战略	1965	1979
002958.SZ	农商行	青农商行	“一体两翼”战略转型目标，在大力发展大零售和公司金融、国际业务的同时，积极向“金融市场、投资理财”的“轻资本、轻资产”交易性银行转型	1965	1963

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：董事长和行长越年轻，底色越红。

大财富管理行业已经跑出来的银行：招商银行；正在跑出来的银行：宁波银行、平安银行；有望跑出来的银行：兴业银行、邮储银行；准备起跑的银行：光大银行、浦发银行、南京银行、长沙银行。

上市银行	客户资源	市场化程度	战略执行和定力	近期值得关注变化
工建农中	★★★★★ 零售和对公客户基础强	★ 薪酬低、晋升慢	★ 业务均衡，非战略重点	
邮储银行	★★★★★ 零售客户基础和县域优势极强	★★ 薪酬低，管理干部相对年轻	★★★★★ 战略符合禀赋，管理有望加持	刘建军行长加盟，有望强化零售战略推进
招商银行	★★★★★ 基础客群和私行财富客群均强	★★★★★ 薪酬具有竞争力	★★★★★ 零售战略延续，财富战略强化	财富战略强化，平台化打法升级
平安银行	★★★★★ 平安集团生态下客户资源丰富	★★★★★ 薪酬和晋升最市场化的银行	★★★★★ 战略符合禀赋，管理强力赋能	重点打造会做保险的财富团队 线上化打法升级争夺长尾客户
兴业银行	★★★★★ 零售渠道加强，银银平台链接中小银行，独特2F2C模式	★★★★★ 市场化基因，狼性文化	★★★★★ 战略符合禀赋，管理机制捋顺	新任董事长落定，零售组织架构调整
光大银行	★★★★★ 云缴费积累大量客户，有待变现	★★★★★ 国企文化较强	★★★★★ 管理变化频繁，期待新行长举措	战略方向和执行不变
浦发银行	★★★★★ 对公客户资源强，零售基础不弱	★★★★★ 制度文化较强	★★★★★ 管理层稳定肯干	新任行长落定，加大战略执行
宁波银行	★★★★★ 长三角富裕地区	★★★★★ 员工素质高，狼性文化	★★★★★ 管理层持股动力足	历史包袱出清中，期待转型升级
南京银行	★★★★★ 长三角富裕地区	★★★★★ 员工素质高，家园文化	★★★★★ 董事长引领方向，新行长年轻有为	前期财富管理大幅加配人手，关注业务后续增长情况
长沙银行	★★★ 湖南省市占率高	★★★★★ 薪酬在当地具有吸引力，快乐文化	★★★★★ 坚持零售战略，生态化方向	可转债发行 期待市场化改革成效 更加重视财富管理 生态建设进度值得关注

数据来源：浙商证券研究所。

估值原则：分部估值法。（1）**传统业务：PB-ROE原则。**主要参数包括：ROE（根据实际情况，刨除掉新型业务贡献的利润）、PE（5-9x，业绩长青的银行给予8-9x，待验证的优质银行7x，经营底部回升的银行5x。个别高速增长且经营区位优势优异的银行可考虑给予10x PE）。（2）**新型业务：基于PEG思路。**主要参数包括：g（根据市场对未来增长的判断）、PEG系数（1x）。

【注意】本部分仅供参考，参数可以调整。为简便起见，本部分使用静态测算的思路，测算2021年底估值并“平移”到2022年。实际上，银行的经营是动态的，也可以对各项业务进行动态预测从而进行动态估值。

	传统业务估值								新型业务估值								总估值				
	真实不良	拨备水平	超额拨备	归母净资产	目标PE	传统ROE21A	PB倍数	21A市值	21A中收	测算净利润	测算利润占总利润比例	21A中收增速	22Q1中收增速	增速预测*	PEG倍数	21A市值	21A市值	目标PB	22E BPS	目标价	22E目标市值
招商银行	975	2461	1486	8587	8	10.7	0.86	8,366	944	425	35%	19%	5%	15%	1.0x	6,375	14,741	1.72	32.9	56.46	14,240
宁波银行	107	348	241	1494	9	11.8	1.03	1,728	83	37	19%	30%	1%	20%	1.0x	744	2,472	1.65	23.5	38.94	2,572
平安银行	747	902	155	3954	8	8.2	0.62	2,510	331	149	41%	11%	5%	20%	1.0x	2,976	5,486	1.39	19.3	26.75	5,192
邮储银行	831	2205	1374	7941	7	10.5	0.77	6,866	220	99	13%	33%	40%	15%	1.0x	1,485	8,352	1.05	7.6	8.00	7,393
兴业银行	1162	1309	147	6841	7	10.7	0.75	5,208	427	192	23%	13%	19%	15%	1.0x	2,881	8,089	1.18	32.3	38.22	7,940
南京银行	169	287	119	1214	8	12.0	0.99	1288	58	26	16%	17%	11%	15%	1.0x	392	1,679	1.38	12.4	17.15	1,718
长沙银行	117	132	14	550	8	12.4	0.94	528	11	5	7%	33%	19%	15%	1.0x	72	600	1.09	14.1	15.36	618
浦发银行	1805	1106	-699	6700	5	6.6	0.33	2,034	291	131	24%	-14%	2%	5%	1.0x	656	2,689	0.40	20.5	8.24	2,420
光大银行	1028	769	-259	4825	5	8.3	0.44	2,027	273	123	28%	12%	-2%	5%	1.0x	615	2,642	0.55	7.6	4.14	2,235

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：仅供参考，不代表投资建议。单位：亿元/%。BPS 21E为wind一致预测。*增速预测是基于市场预期的中长期中收增速，而非实际情况（2022年市场波动导致中收增速放缓）。估值方法：2021年市值=2021年传统业务市值+2021年新型业务市值，21A PB= 2021年估值/2021年归母普通股净资产。假设PB估值不变，根据22年BPS预测，推算目标价和目标市值。①传统业务PB市值。真实不良=不良余额+关注余额。超额拨备=拨备余额-真实不良，风险调整后净资产=归母普通股股东净资产+超额拨备*（1-所得税率25%），传统业务市值=风险调整后净资产×PB估值倍数。②新型业务PEG市值。测算新型业务净利润=洁净中收*（1-成本收入比40%）*（1-所得税率25%）。新型业务市值=新型业务净利润×预测增速×100×PEG估值倍数。

- 1、宏观经济失速，疫情反复失控
- 2、不良大幅爆发，个别风险暴露

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“本公司”）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：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦

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>