

行业名称 银行

证券研究报告/专题研究报告

2021年10月19日

评级: 增持 (维持)

分析师 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qizq.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号: S0740519050002

Email: dengmj@r.qizq.com.cn

分析师 贾靖

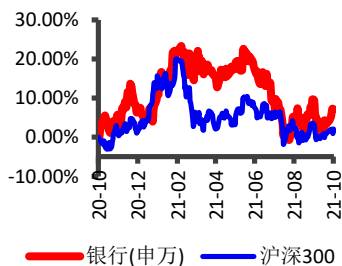
执业证书编号: S0740520120001

Email: jiajing@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	41
行业总市值(百万元)	9,624,070
行业流通市值(百万元)	6,660,029

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
招商银行	52.88	3.80	4.71	5.42	6.19	13.9	11.22	9.76	8.55		增持
平安银行	19.57	1.45	1.90	2.25	2.64	13.5	10.32	8.71	7.42		增持
宁波银行	37.49	2.38	2.96	3.53	4.21	15.7	12.67	10.64	8.90		增持
江苏银行	6.12	1.02	1.23	1.44	1.68	6.00	4.98	4.25	3.65		买入

备注

投资要点

- 本文基于 28 家上市大行、股份行和城商行的财富管理数据进行详细拆解,对财富管理业务的核心要素——客户数、AUM 和费率情况进行紧密跟踪。
- 零售客户和私行客户规模及增速跟踪: 1、上市银行零售客户数 300 万起步,环比增速在 4.3%、同比增 14.1%。上市银行零售客户数基本与其线下网点数量呈正相关关系,线下渠道初步奠定零售客户基础数量。根据客户规模情况,上市银行零售客户数可分为三档,第一档为大行的工行、农行和邮储银行,三家银行以 6 亿+客户数量远超其他同业,占据第一梯队。行业间增速稍有分化:股份行和城商行由于低基数、增速相对较快。2、私行客户数 5000 亿户起步,环比增速 13%、同比增 22.6%。私行的客户数量与银行的基础客群数、自身资源禀赋、网点区域分布有一定的相关关系。上市银行私行客户数也基本可分为三档:第一档为大行中的工行、建行、农行和中国银行,以及股份行中的招商银行,客户规模在 10 万户以上。招行凭借其优秀的财富管理能力留存客户,跻身第一档。私行客户增速高于零售客户,中小银行集中发力抢占高净值客群。3、零售客户升级情况:财富客户/零售总客户占比普遍在 1%-3%左右,银行通过财富管理实现客户账户集中度提升、客户资产增值等路径实现客户升级还有比较大的空间。
- 零售 AUM 和私行 AUM 规模及增速跟踪: 1、零售 AUM 在 1000 亿-16.6 万亿,环比增速在 9%、同比增 16.5%。零售 AUM 规模基本与零售客户数匹配,招行先发优势显著,凭借 1.65 亿零售客户(处于客户数第二档),实现近 10 万亿零售 AUM 沉淀。2、私行 AUM 在 500 亿-3 万亿,环比增速 11.5%、同比增 21.3%。3、AUM 当前所处阶段: AUM/总资产。行业当前 AUM 占比总资产平均在 46%,行业整体相较海外银行还处在较为初期的发展阶段;招行与海外头部银行比较接近。美国 4 家银行管理客户总资产占比总资产平均在 147%,美国银行、摩根大通、富国银行平均在 110%-120%左右,招行在 112%。
- AUM 市占率及客群结构: 低集中竞争、客户经营分层。1、行业处在相对低集中竞争阶段。我们用 AUM 占比居民可投资金融资产情况来观测行业市占率情况,截至 1H21,上市银行零售 AUM CR5 在 26.4%、CR8 在 33.6%;私行 AUM CR5 在 4.6%。2、上市银行在零售和私人银行客群的经营上有一定的分层。我们用客均 AUM 这一指标来跟踪各家银行经营的客群情况。
- 行业费率水平跟踪: 1、上市银行财富管理综合费率平均在 0.5%左右。2、银行代销各类产品费率情况:费率水平代销保险>信托>基金,分别为 10%、1.7%和 1.4%。3、综合费率差异的背后是 AUM 结构的差异所致:目前行业 AUM 的主体构成还是居民存款和非保本理财。截至 1H21,行业 AUM 中居民存款占比平均在 53%,非保本理财占比平均在 36%。
- 客户数、AUM 及费率的综合体现: 财富管理收入。行业 21 年中财富管理收入平均同比增 24%,增速高于零售 AUM (同比增 16.5%)。1、预计产品结构改善贡献,1H21 行业储蓄存款占比 AUM 在 53%,而 2020 年储蓄存款占比 AUM 在 54.2%,储蓄存款占比有所下降。2、增速变动看,2020 年财富管理收入同比增 28%,21 年中较 20 年全年同比增速边际有所放缓,预计与今年上半年资本市场行情不如 20 年有关。3、行业间增速也有明显的分化。东部发达地区的城商行增速更快,与其客户数、AUM 增速更高匹配。
- 投资建议: 板块目前安全边际是比较高的,资产质量构筑银行股的安全边际。1、银行股的核心投资逻辑是宏观经济,详见我们相关深度报告《价格上行时,银行股表现如何?——中国、美国银行股多轮表现的总结对比》。我们预计上市银行的资产质

量未来几年都会处于稳健状态，会构筑银行股的安全边际。2、银行两条选股主线。一条是我们长期建议的持续拥抱银行核心资产：招商银行、宁波银行、平安银行。它们业绩持续性强，且较稀缺。优质银行景气上行是确定和长期的。一是这些稀缺的优质银行具有“市场化基因”，是在“躺着挣钱”的行业“跑着赚钱”的；所以在银行业分化的时代，它们成长性可以永续估值的。二是这些银行占据了金融行业的朝阳赛道：财富管理和零售；我们深度报告测算未来十年财富管理利润增速 21%（详见《“财富管理行业”的收入、利润和市值详细测算：10 万亿市值的黄金赛道》）。另一条是选择低估、资产质量安全、有望转型成功的银行，看好邮储银行、江苏银行、南京银行和兴业银行。

- **风险提示事件：**经济下滑超预期。疫情影响超预期。预测基于一定假设，企业可能由于经营不及预期等导致数据最终存在一定误差。

内容目录

一、财富管理业务核心要素：客户数、AUM 以及费率	- 4 -
二、客户数、AUM 规模及增速跟踪.....	- 4 -
2.1 客户数规模及增速.....	- 4 -
2.2 AUM 规模及增速	- 8 -
2.3 AUM 市占率及客群结构：低集中竞争、客户经营分层	- 11 -
三、费率水平和财富管理收入跟踪.....	- 13 -
3.1 行业综合费率水平情况	- 14 -
3.2 代销各类产品及资产管理经营情况细拆.....	- 15 -
3.3 AUM 结构拆解：综合费率差异的原因.....	- 15 -
3.4 财富管理收入增速跟踪：同比增 24%	- 16 -
四、财富管理对业绩的贡献跟踪	- 17 -
4.1 带来低成本稳定存款.....	- 17 -
4.2 业务高盈利拉升综合 ROE	- 18 -
五、数字化转型引领：金融科技投入跟踪.....	- 19 -

一、财富管理业务核心要素：客户数、AUM 以及费率

- 银行财富管理业务收入主要来自两块，一个是资产端留存的理财产品管理费，一个是资金端渠道流量优势带来的代销收入，即银行财富管理收入=管理规模*管理费率+代销规模*销售费率。概括而言，财富管理盈利模式可简化为“财富管理业务收入=客户数*客均 AUM*利润率”，即触达的客户类型决定了服务模式、管理资产规模、服务模式对应的收费水平。

图表：银行财富管理业务收费模式

		收费模式	
代销产品	基金	认申购费	基于交易金额
		赎回费	基于交易金额
		管理费-客户维护费	基于保有量
		销售服务费	基于保有量
	保险	代销收入	基于交易金额
	信托	代销收入	基于交易金额
	理财	认申购费、销售管理费	基于交易金额
银行理财		管理费/固定管理费/投资管理费	基于保有量
		超额业绩报酬/浮动管理费	基于保有量

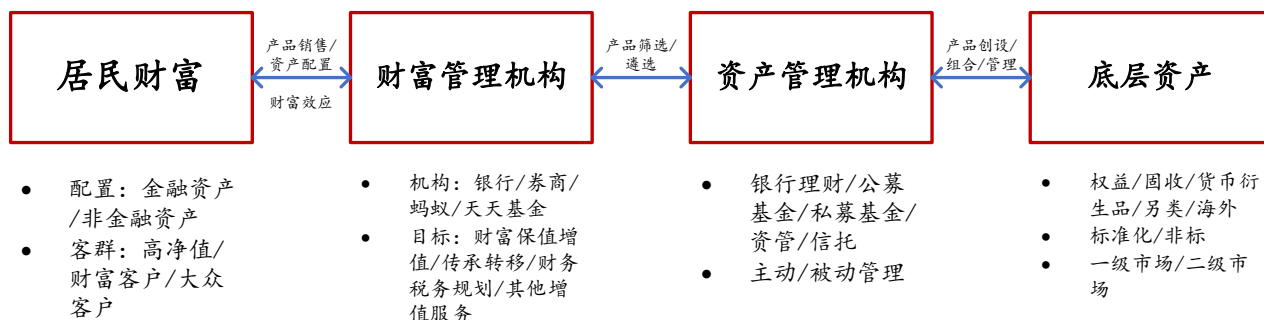
资料来源：中泰证券研究所

二、客户数、AUM 规模及增速跟踪

2.1 客户数规模及增速

- 客户无疑是财富管理的核心，满足客户财富管理各类需求是业务开展的最底层逻辑。在财富管理产业链条，上游的起源点就是居民财富，由居民财富出发而衍生的渠道触达、产品配置以及投顾服务。

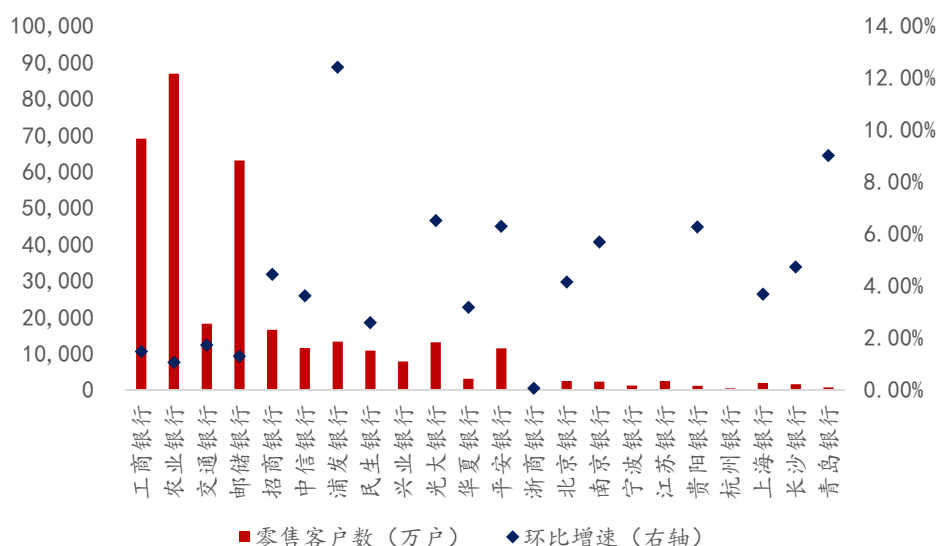
图表：财富管理链条



资料来源：中泰证券研究所

- **1、零售客户规模与增速：客户数 300 万起步，环比增速在 4.3%、同比增 14.1%**
- **上市银行零售客户数基本与其线下网点数量呈正相关关系，线下渠道初步奠定零售客户基础数量。根据客户规模情况，上市银行零售客户数可分为三档，第一档为大行的工行、农行和邮储银行，三家银行以 6 亿+ 客户数量远超其他同业，占据第一梯队。第二档为交行和股份行中的招行、中信、浦发、民生、光大和平安银行，这 7 家银行零售客户规模均在 1 亿以上。第三梯队则是兴业、华夏、浙商以及几家上市城商行，客户数量在 300 万户-8000 万户之间。**
- **上市银行客户数环比年初增速平均在 4.3%左右，行业间稍有分化：股份行和城商行由于低基数、增速相对较快。大行由于基础客户数量庞大、在 6 亿以上，因而增速相对较慢，环比增速在 2%以下。股份行和城商行增速相对较高，股份行平均增速在 4.9%，城商行在 5.6%。**

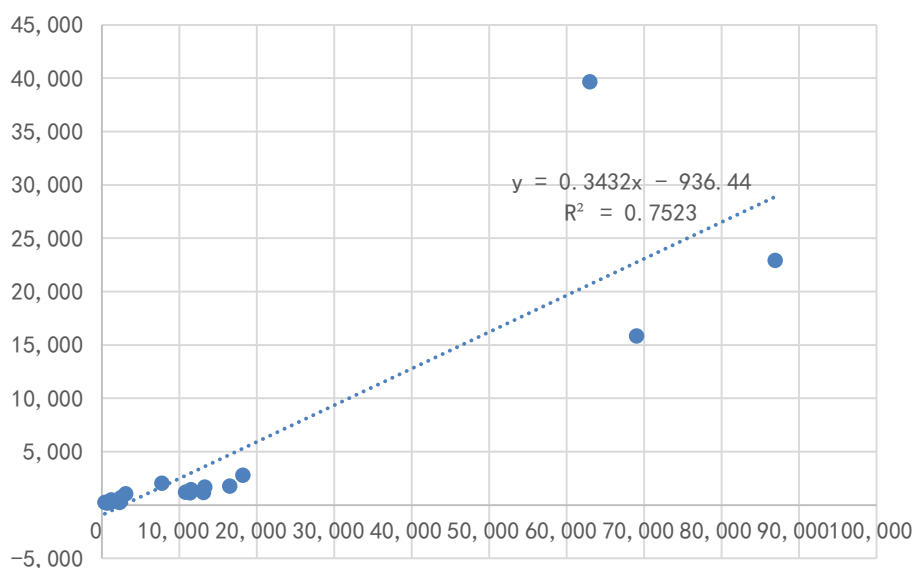
图表：上市银行零售客户数及环比增速（1H21）



注：1、建行、中行、成都、郑州、西安和苏州银行未披露零售客户数。2、宁波和杭州银行为 2020 年底数据。

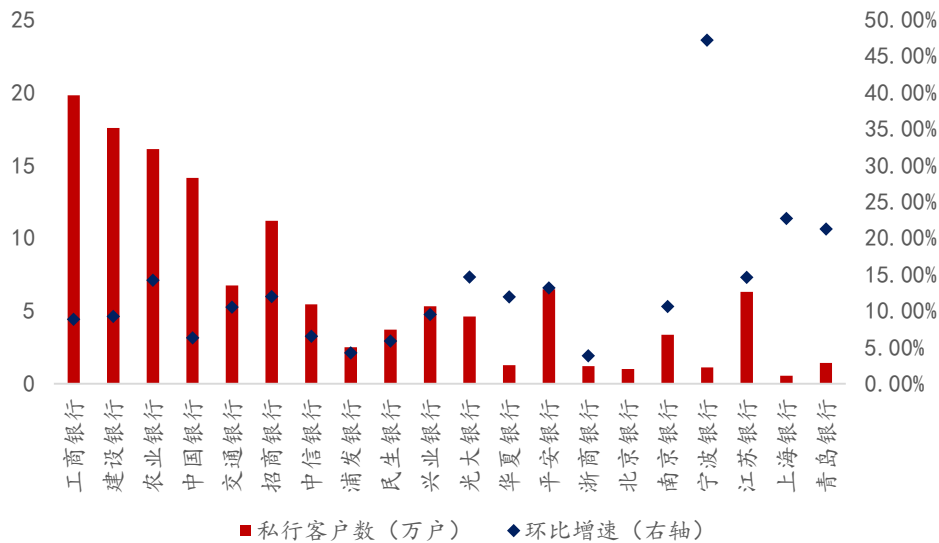
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：上市银行零售客户数与网点数量的相关关系（1H21）



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2、私行客户规模与增速：客户数 5000 亿户起步，环比增速 13%、同比增 22.6%**
- **上市银行私行客户数也基本可分为三档：私行的客户数量与银行的基础客群数、自身资源禀赋、网点区域分布有一定的相关关系。第一档为大行中的工行、建行、农行和中国银行，以及股份行中的招商银行，客户规模在 10 万户以上。招行凭借其优秀的财富管理能力和留存客户，跻身第一档。第二档为交行、股份行中的中信、浦发、民生、兴业、光大和平安银行，以及城商行中的南京和江苏银行，客户规模在 2-7 万户。第三档则是华夏以及几家城商行，客户规模在 5000 亿-2 万户之间。不过由于各家对私行管理资产规模定义不一，客户数不完全可比，其中招行对私行客户管理资产规模标准是最高的。**
- **私行客户增速高于零售客户，中小银行集中发力抢占高净值客群：上市银行平均环比增速在 13%。城商行私行客户数量增长最快，环比年初增速在 23%，大行和股份行环比年初增速分别为 9.8%和 9%。**

图表：上市银行私行客户数及环比增速（1H21）


注：邮储、贵阳、杭州、成都、长沙、郑州、西安和苏州银行未披露私行客户数。

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：几家上市银行对私行客户标准

	私行客户数 (万户)				私行客户标准
	2019	1H20	2020	1H21	
工商银行	15.83	16.91	18.20	19.80	月日均金融资产达 600 万元及以上
招商银行	8.17	9.10	10.00	11.19	AUM 1kw 以上
中信银行	4.19	4.67	5.11	5.44	月日均管理资产在 600 万元 (含) 以上的客户
浦发银行	/	2.20	2.40	2.50	月日均金融资产 800 万以上 (含)
民生银行	3.13	3.50	3.49	3.70	金融资产 600 万以上
华夏银行	0.98	1.09	1.14	1.27	管理个人金融资产总量月日均 600 万以上
平安银行	4.38	5.11	5.73	6.48	AUM 600w 以上
浙商银行	0.85	1.07	1.15	1.19	月日均金融资产 600 万元及以上
南京银行	2.58	2.89	3.03	3.35	AUM 300w 以上
江苏银行	4.00	5.00	5.50	6.30	财富客户、私行客户总数, AUM 200w 以上
上海银行	0.38	0.41	0.44	0.54	月日均 AUM 800 万元及以上
青岛银行	0.89	1.00	1.18	1.43	资产管理规模 200 万元以上

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 私行客户数环比增速行业间的标准差要大于零售客户数的增长，即在私行客户的揽取上行业分化更大，背后反映的一个是中小银行基数低，集中发力，可以获取相对较高的增速。另一个则是银行的资源禀赋决定了其获客能力，如股份行中的招行、光大和平安银行，在客户基数不低的背景下仍实现环比两位数的增长。

■ 3、零售客户升级情况：财富客户/零售总客户

- **客户升级：财富客户的转化仍有较大的空间。**我们统计了财富客户占比零售总客户的情况，截至 1H21，上市银行占比普遍在 1%-3%左右，银行通过财富管理实现客户账户集中度提升、客户资产增值等路径实现客户升级还有比较大的空间。另银行对财富客户的定义普遍是管理资产规模在 20-50 万起步。

图表：上市银行财富客户数占比零售总客户

	财富客户/零售客户		Δ (1H21-2020)	财富客户定义
	2020	1H21		
交通银行	0.97%	1.05%	0.08%	季均资产 50 万元至 600 万元的客户
邮储银行	0.46%	0.55%	0.09%	综合资产在人民币 50 万元及以上
招商银行	1.90%	2.01%	0.11%	AUM50w-1kw
中信银行	0.83%	0.83%	0.01%	日均管理资产在 50 万以上-600 万以下的客户
民生银行	1.15%			金融资产月日均 30 万元（含）以上客户
华夏银行	2.51%	2.58%	0.07%	管理个人金融资产总量月日均 20-600 万
平安银行	0.87%	0.90%	0.03%	AUM50-200w
宁波银行	52.68%			
贵阳银行	2.76%	2.64%	-0.11%	
上海银行	3.38%	3.60%	0.22%	月日均 AUM 30-800 万元
长沙银行	4.40%	4.76%	0.35%	
青岛银行	3.90%	3.99%	0.09%	金融资产 20 万元以上

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2 AUM 规模及增速

- **AUM 规模是客户数量变的首要观测指标。**从中长期维度看，财富管理行业从代销为主的卖方模式转向与客户利益站在一起的买方投顾模式是大趋势，即收费模式由 flow-based 转向 AUM-based。海外财富管理机构收入来源中，基于客户资产收费是大头。如摩根士丹利 2020 年顾问渠道的客户资产占比达 79%，基于客户资产收费的客户资产（fee-based client assets）占比达 37%，自主渠道占比仅 21%。

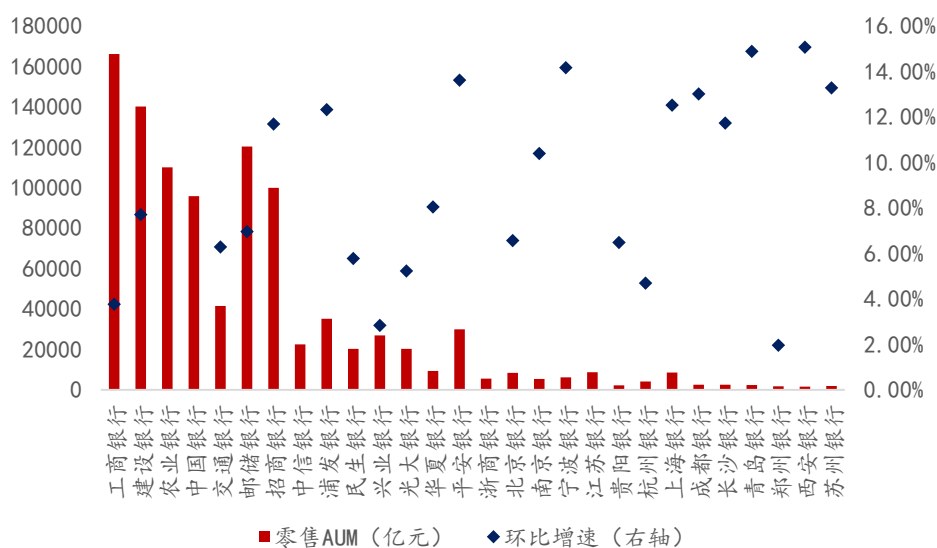
图表：摩根士丹利客户资产拆分及费率情况；十亿美元，%，bps

	2020			2019		
	规模	占比	费率 (bps)	规模	占比	费率 (bps)
总客户资产	3,999	100%	57	2,700	100%	70
顾问渠道	3,167	79%	-	2,623	97%	-
基于资产收费的客户资产	1,472	37%	70	1,046	39%	73
单独管理	359	9%	14	279	10%	15
统一管理	379	9%	99	257	10%	100
投顾	177	4%	85	137	5%	86
投资组合经理	509	13%	94	353	13%	95
现金管理	48	1%	5	20	1%	6
自主渠道	832	21%	-	77	3%	-

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **1、零售 AUM 规模及增速：零售 AUM 在 1000 亿-16.6 万亿，环比增速在 9%、同比增 16.5%**

- 零售 AUM 规模基本与零售客户数匹配，招行先发优势显著，凭借 1.65 亿零售客户（处于客户数第二档），实现近 10 万亿零售 AUM 沉淀。**根据零售 AUM 规模可细划分四档，第一梯队为大行的工行、建行、农行、中行和邮储银行，以及招商银行，零售 AUM 规模在 9 万亿以上。第二梯队包括交行，股份行中的中信、浦发、民生、兴业、光大和平安银行，零售 AUM 在 2 万亿-4 万亿左右。第三梯队则是东部经济发达地区的城商行为主，包括江苏、上海、北京、宁波、南京和杭州银行，以及华夏和浙商银行，零售 AUM 在 4000 亿-1 万亿之间。第四梯队的城商行零售 AUM 基本在 1500-2500 亿之间，包括长沙、成都、青岛、贵阳、苏州、郑州和西安银行。
- 零售 AUM 较年初增速高于零售客户数的增长，一定程度反映客群在逐步的升级，行业零售 AUM 平均环比增速在 9%（零售客户数环比增 4%）。**板块间增速同样是城商行>股份行>大行，分别环比增 10.4%、8.5%和 6.2%。城商行处于低基数集中发力阶段。股份行基数相对较高，但仍有两位数环比增长的银行包括招行、浦发和平安银行，分别环比增 11.7%、12.3%和 13.6%。

图表：上市银行零售 AUM 及环比增速（1H21）


注：中行、贵阳、成都、郑州、西安和苏州银行未披露零售 AUM，因此用非保本理财+储蓄存款+基金保有量三者之和进行测算。

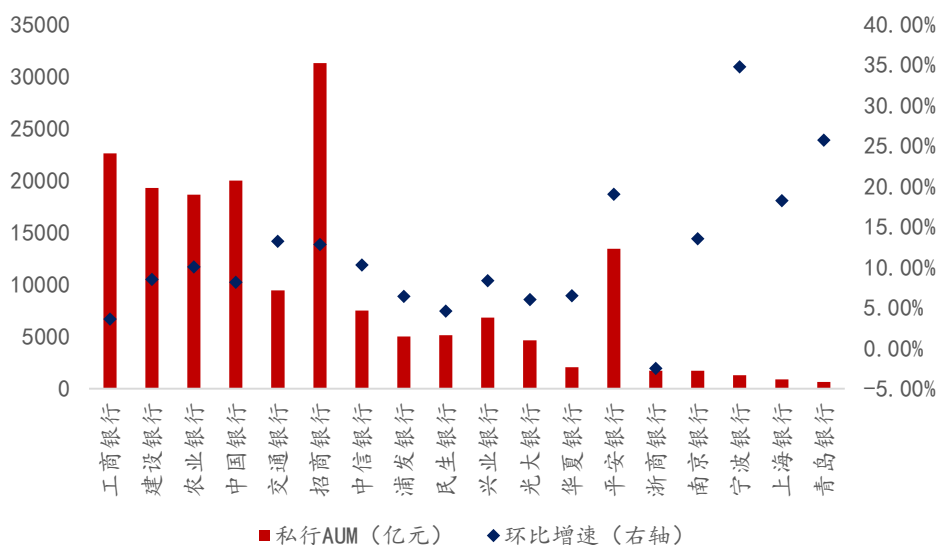
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2、私行 AUM 规模及增速：私行 AUM 在 500 亿-3 万亿，环比增速 11.5%、同比增 21.3%**
- 私行 AUM 也可细分为 4 档：招行以 3.1 万亿规模处于领先第一梯队。**第二梯队私行 AUM 在 1-2 万亿，分别包括工行、建行、农行、中行和平安银行。平安私行客户数远小于大行，反映公司私行以超高净值客户为主。第三梯队私行 AUM 在 4000 亿-1 万亿之间，包括交行、中信、

兴业、民生、浦发和光大银行。第四梯队 AUM 在 500-2000 亿左右，包括华夏、浙商、南京、宁波、上海和青岛银行。

- 私行 AUM 较年初增速在 11.5%，增速略低于私行客户数(环比+13%)，主要为大行的资产规模增速慢于客户数的增长，预计行业在发力期，以客户数扩张为主。板块间增速也是城商行>股份行>大行(股份行剔除浙商负增长)，分别环比增 23%、9.2%和 8.7% (私行客户数城商行、股份行和大行分别为 23%、9%和 9.8%)。

图表：上市银行私行 AUM 及环比增速 (1H21)



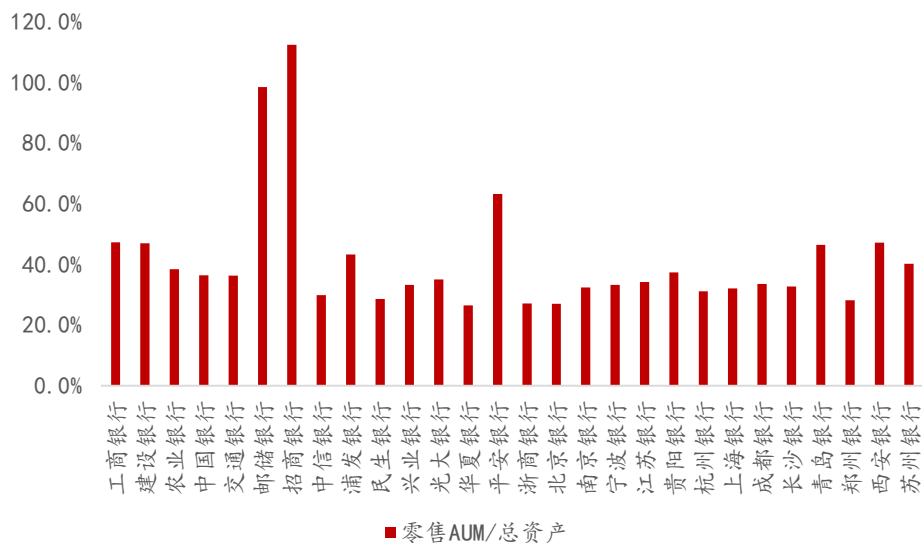
注：邮储、北京、江苏、贵阳、杭州、成都、长沙、郑州、西安和苏州银行未披露私行 AUM。

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

3、AUM 当前所处阶段：AUM/总资产

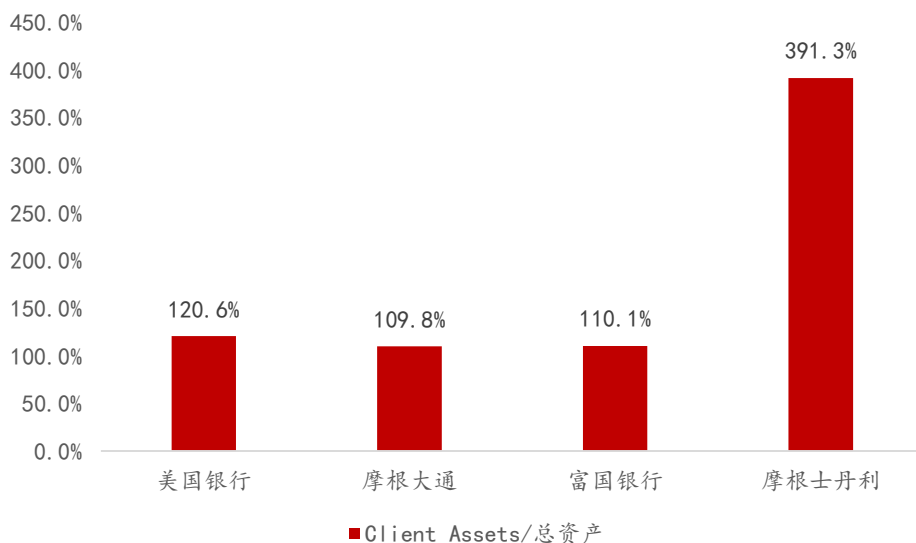
- 行业当前 AUM 占比总资产平均在 46%，行业整体相较海外银行还处在较为初期的发展阶段；招行与海外头部银行比较接近。美国 4 家银行管理客户总资产占比总资产平均在 147%，美国银行、摩根大通、富国银行平均在 110%-120%左右，招行在 112%，与海外头部银行较为接近。第二梯队为平安银行，占比在 63%，其余银行差距不太大、普遍分布在 30%-50% (邮储占比在 99%，但邮储储蓄存款占比相对较高)。

图表：上市银行 AUM 占比总资产情况（1H21）



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：美国几家银行管理客户总资产占比总资产情况（1H21）



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

2.3 AUM 市占率及客群结构：低集中竞争、客户经营分层

- 行业 AUM 市占率情况：**行业还处在相对低集中竞争阶段。我们用 AUM 占比居民可投资金融资产情况来观测行业市占率情况，截至 1H21，上市银行零售 AUM CR5 在 26.4%、CR8 在 33.6%；私行 AUM CR5 在 4.6%。其中零售 AUM 市占率前五的银行包括工行、建行、邮储、农行和招行，分别为 6.8%、5.8%、5%、4.6%和 4.1%。私行 AUM 已披露数据中市占率前五的银行为招行、工行、中行、建行和农行。

图表：上市银行 AUM 占比居民可投资金融资产情况 (1H21)

	零售AUM市占率	私行AUM市占率
工商银行	6.89%	0.94%
建设银行	5.81%	0.80%
农业银行	4.56%	0.77%
中国银行	3.97%	0.83%
交通银行	1.72%	0.39%
邮储银行	4.99%	
招商银行	4.14%	1.30%
中信银行	0.93%	0.31%
浦发银行	1.46%	0.21%
民生银行	0.84%	0.21%
兴业银行	1.12%	0.28%
光大银行	0.84%	0.19%
华夏银行	0.39%	0.08%
平安银行	1.24%	0.56%
浙商银行	0.23%	0.07%
北京银行	0.34%	
南京银行	0.22%	0.07%
宁波银行	0.25%	0.05%
江苏银行	0.36%	
贵阳银行	0.09%	
杭州银行	0.17%	
上海银行	0.35%	0.04%
成都银行	0.10%	
长沙银行	0.10%	
青岛银行	0.10%	0.03%
郑州银行	0.07%	
西安银行	0.06%	
苏州银行	0.07%	

注：居民可投资金融资产为招行私人财富报告 2020 年底数据

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 客群结构：**上市银行在零售和私人银行客群的经营上有一定的分层。我们用客均 AUM 这一指标来跟踪各家银行经营的客群情况。在私人银行经营层面，招行的客群对应超高净值客户，管理的户均资产规模为 2800 万左右，远超其他同业。其次为浦发、平安、华夏和上海银行，管理的私行客均 AUM 在 1600-2000 万左右。第三梯队为大行、股份行和城商行中的宁波银行，私行客均 AUM 在 1000-1500 万。南京和青岛银行两家地方城商行定义的私行客群范围更广，户均资产规模在 500 万左右。**零售客群也有差异**，招行以及东部发达地区城商行经营的零售客户客均 AUM 更高（零售客均 AUM 剔除了私行数据），招行、浙商、北京、宁波、江苏、杭州和上海银行客均 AUM 在 3 万-4 万元左右。其余银行零售客均 AUM 在 1 万-2 万元左右。

图表：上市银行管理户均资产规模情况（1H21）

	零售客均AUM (元)	私行客均AUM (万元)
工商银行	20,789	1,141
建设银行		1,099
农业银行	10,513	1,159
中国银行		1,416
交通银行	17,568	1,398
邮储银行	19,095	
招商银行	41,579	2,796
中信银行	14,052	1,379
浦发银行	22,735	2,000
民生银行	13,942	1,390
兴业银行	25,868	1,285
光大银行	11,887	1,007
华夏银行	23,840	1,603
平安银行	14,398	2,073
浙商银行	45,373	1,430
北京银行	33,639	
南京银行	16,131	507
宁波银行	36,224	1,149
江苏银行	36,443	
贵阳银行	19,315	
杭州银行	103,991	
上海银行	40,041	1,649
长沙银行	16,105	
青岛银行	24,618	445

注：零售客均 AUM 不含私行数据

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

三、费率水平和财富管理收入跟踪

- **费率是在客户数、AUM 之后的第三个核心要素，背后反映的是财富管理业务收入模式。**国内机构综合费率普遍低于海外，海外机构收入大头是基于客户资产收取的 fee-based 收入，收入来源更具稳定性和核心竞争力，国内银行则是以理财、基金、保险等产品销售佣金为主，收入依赖交易规模、波动性更大，同时在渠道端的服务目前还是处于同质化竞争阶段。

图表：财富管理盈利模式对比；国内单位为亿元，海外单位为亿美元

	国内				海外		
	招商银行	中信证券	东方财富	蚂蚁集团	摩根大通	摩根士丹利	嘉信理财
财富管理收入	285.24	99.71	29.60	169.52	142.40	190.55	116.91
营业收入	2,904.82	543.80	82.39	1,206.19	1,195.43	481.98	116.91
营收占比	9.8%	18.3%	35.9%	14.1%	11.9%	39.5%	100.0%
结构	代销基金(36%) 代销信托(27%) 代销保险(21%) 受托理财(14%) 代理贵金属(1%)	代销金融产品(20%) 资产管理净收入(25%) 基金管理净收入(55%)	代销基金： 基金认申购费(45%) 尾佣及销售服务费(55%)	货基(53%) 货基以外产品 代销(47%)	利息净收入(24%) 资产管理及佣金收入 (75%) 其他(1%)	利息净收入(21%) 资产管理(57%) 交易收入(19%) 其他(2%)	利息净收入(52%) 资产管理(30%) 交易收入(12%) 其他(6%)
AUM or 代销规模	89,418	85,000	12,978	33,981	27,160	39,990	66,917
综合费率	0.44%	0.14%	0.23%	0.50%	0.56%	0.57%	0.22%
平均AUM or 代销规模	64,310	71,500	12,978	33,981	25,220	33,500	53,653

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

3.1 行业综合费率水平情况

- 上市银行财富管理综合费率平均在 0.5% 左右。我们用代理+理财业务收入比上期初期末 AUM 平均，粗测银行的财富管理综合费率，计算得行业整体平均在 0.5%，但测算有一定的误差，行业的代理收入和 AUM 的统计口径不完全匹配，如有的银行 AUM 包含股票账户，有的将客户的负债（贷款）也纳入 AUM 统计口径，因而测算的综合费率仅供参考。财富管理综合费率相对较高的银行有招行、兴业、华夏，以及大部分的城商行，包括北京、南京、宁波、江苏、上海、青岛、郑州和苏州银行，均在 5% 以上。

图表：上市银行财富管理综合费率情况

	财富管理综合费率	
	1H20	1H21
工商银行	0.32%	0.30%
建设银行		0.31%
农业银行		0.26%
中国银行		0.37%
交通银行	0.41%	0.47%
邮储银行	0.12%	0.21%
招商银行	0.48%	0.54%
兴业银行	0.74%	0.75%
光大银行	0.40%	0.42%
华夏银行	0.55%	0.53%
平安银行	0.43%	0.36%
浙商银行	0.09%	0.24%
北京银行	0.63%	0.54%
南京银行	0.62%	0.83%
宁波银行	1.29%	1.19%
江苏银行		0.63%
贵阳银行	0.35%	0.21%
上海银行	0.40%	0.65%
成都银行	0.16%	0.20%
长沙银行	0.21%	0.20%
青岛银行	1.05%	0.60%
郑州银行	1.04%	0.66%
苏州银行	0.48%	0.67%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

3.2 代销各类产品及资产管理经营情况细拆

- **银行代销各类产品费率情况：费率水平代销保险>信托>基金。**截至 1H21，根据已披露数据银行计算，银行代销保险平均费率有 10%，代销信托费率平均在 1.7%，代销基金费率平均在 1.4%。

图表：上市银行代销各类产品费率情况

	代销基金		代销保险		代销信托	
	2020	1H21	2020	1H21	2020	1H21
农业银行				7.79%		
交通银行				9.43%		
招商银行	1.54%	1.96%	6.59%	14.54%	1.50%	1.76%
民生银行		1.21%		5.67%		
青岛银行		0.96%		15.03%		1.63%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **我们统计了 20 家理财子经营数据：截至 1H21，理财子年化平均 ROE 在 16.6%、高于行业整体 ROE（上市银行整体平均在 13%），净利率平均在 60%。**个体间分化比较大，如招行、中信、兴业、光大、平安和杭州银行，理财子 ROE 在 20%以上，而部分银行则在 10%以下。

图表：上市银行理财子经营情况

	成立日期	AUM		ROE		净利率		备注
		2020	1H21	2020	1H21	2020	1H21	
工银理财	2019/5/28		12,488	2.47%	3.93%			
建信理财	2019/5/24	6,970	9,463	2.20%	6.76%			
农银理财	2019/7/29	9,498	11,175	7.74%	8.61%			
中银理财	2019/7/1	7,181	8,680	4.41%	9.05%			
交银理财	2019/6/6	5,338	7,983	7.90%	13.39%			
中邮理财	2019/12/18			13.83%	9.52%			
招银理财	2019/11/1	24,499	26,400	39.33%	37.73%	65.0%	66.2%	
信银理财	2020/7/1		2,396	11.23%	32.51%	61.1%	66.2%	
浦银理财	2020/8/4							获批日期
民生理财	2020/12/7							获批日期
兴银理财	2019/12/13	6,859		23.68%	54.00%	68.9%	74.2%	
光大理财	2019/9/25	5,041	8,771	10.60%	23.10%			
华夏理财	2020/9/17				6.92%	41.2%	42.1%	
平安理财	2020/8/25				29.39%		64.6%	
南银理财	2020/8/20	1,500			19.83%		56.7%	
宁银理财	2019/12/24	2,882	2,831	18.02%	18.37%	60.1%	56.7%	
苏银理财	2020/8/20							
杭银理财	2019/12/20			12.11%	37.90%	48.7%	66.8%	
上银理财	2021/7/22							获批日期
青银理财	2020/9/16	15	489		6.28%	13.6%	43.2%	

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

3.3 AUM 结构拆解：综合费率差异的原因

- **综合费率差异的背后是 AUM 结构的差异所致：目前行业 AUM 的主体**

构成还是居民存款和非保本理财。截至 1H21，行业 AUM 中居民存款占比平均在 53%，非保本理财占比平均在 36%。大行以及几家城商行居民存款在 AUM 占比相对较高，基本在 70%以上，一定程度拉低综合费率。几家股份行如招行、浦发和平安银行 AUM 的结构相对均衡，居民存款占比在 20%-30%，非保本理财占比在 25%-35%，基金保有量占比在 5%-8%。

图表：上市银行 AUM 结构情况 (1H21)

	非保本理财	基金保有量	储蓄存款	其他
工商银行	14.3%	3.5%	75.2%	7.0%
建设银行	13.2%	3.2%	81.2%	2.4%
农业银行	11.4%	1.9%	86.7%	0.0%
中国银行	14.8%	5.1%	80.2%	0.0%
交通银行	21.8%	6.5%	57.6%	14.0%
邮储银行	7.8%	0.9%	79.4%	11.9%
招商银行	26.4%	8.0%	21.5%	44.1%
中信银行	52.2%	6.2%	41.9%	-0.3%
浦发银行	35.2%	5.1%	29.8%	29.9%
民生银行	42.2%	8.3%	40.9%	8.5%
兴业银行	59.9%	5.5%	28.4%	6.2%
光大银行	43.4%	5.5%	41.3%	9.7%
华夏银行	63.8%	5.0%	40.5%	-9.2%
平安银行	25.4%	4.4%	23.4%	46.8%
浙商银行	42.7%	1.7%	45.6%	9.9%
北京银行	40.2%	3.4%	51.4%	5.0%
南京银行	53.9%	2.3%	43.1%	0.7%
宁波银行	46.4%	11.3%	36.8%	5.4%
江苏银行	42.5%	2.1%	48.2%	7.2%
贵阳银行	37.8%	0.0%	62.2%	0.0%
杭州银行	64.1%	7.7%	33.2%	-5.0%
上海银行	49.3%	3.4%	42.1%	5.2%
成都银行	23.4%	0.0%	76.6%	0.0%
长沙银行	22.1%	0.0%	78.1%	-0.2%
青岛银行	67.3%	1.9%	43.2%	-12.3%
郑州银行	30.0%	0.0%	70.0%	0.0%
西安银行	28.4%	0.0%	71.6%	0.0%
苏州银行	37.7%	0.0%	62.3%	0.0%

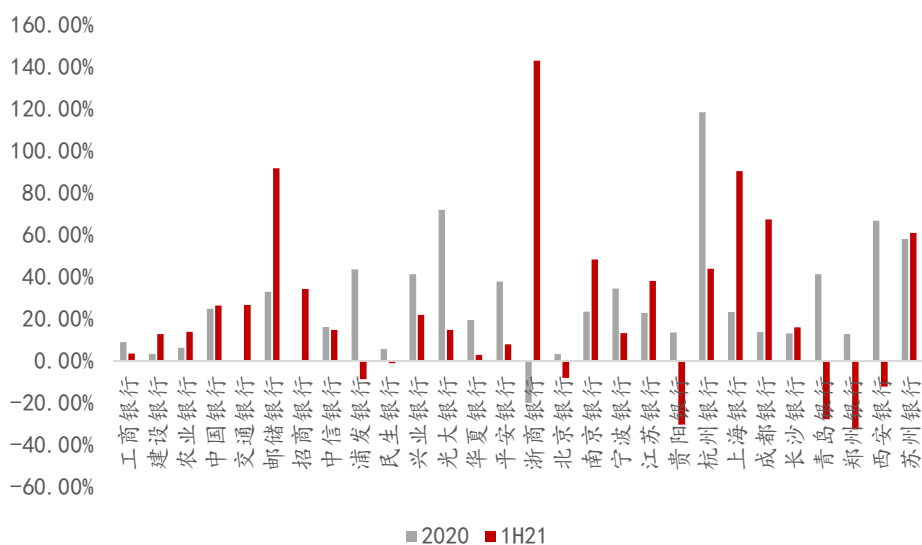
注：其他项占比有的银行是负数，是因为银行非保本理财包含对公理财

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

3.4 财富管理收入增速跟踪：同比增 24%

- 行业 21 年中财富管理收入平均同比增 24%，增速高于零售 AUM（同比增 16.5%）。1、预计产品结构改善贡献，1H21 行业储蓄存款占比 AUM 在 53%，而 2020 年储蓄存款占比 AUM 在 54.2%，储蓄存款占比有所下降。2、增速变动看，2020 年财富管理收入同比增 28%，21 年中较 20 年全年同比增速边际有所放缓，预计与今年上半年资本市场行情不如 20 年有关。3、行业间增速也有明显的分化。东部发达地区的城商行增速更快，与其客户数、AUM 增速更高匹配（注：财富管理收入=代理业务收入+理财业务收入）。

图表：上市银行财富管理收入同比增速



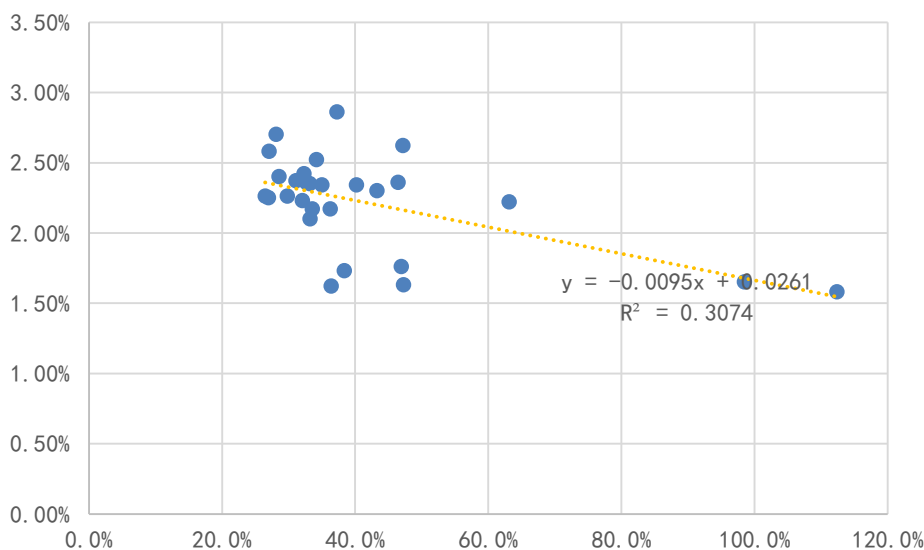
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

四、财富管理对业绩的贡献跟踪

4.1 带来低成本稳定存款

- AUM 经营沉淀下的稳定存款资金，一定程度正向贡献负债端成本。** 银行通过对客户资产的经营管理，成为客户的主账户银行，并随着 AUM 的增长逐步沉淀稳定的存款资金，对负债端成本有一定的缓释。行业当前居民活期占比 AUM 平均在 18% 左右，我们计算了 AUM/总资产和计息负债成本的相关性， R^2 在 0.31，有一定的弱相关性。

图表：上市银行 AUM/总资产与计息负债成本相关性 (1H21)



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

4.2 业务高盈利拉升综合 ROE

- 行业当前财富管理业务收入占比营收平均在 7%左右，占比不算高，还有较大的提升空间。我们用代理+理财业务收入作为财富管理业务收入，其中招行、南京、宁波、杭州、青岛和苏州银行财富管理业务收入占比营收在 10%以上。第二梯队是部分股份行，包括中信、浦发、民生、兴业银行，城商行的江苏和上海银行，占比营收在 8%-9%。

图表：上市银行财富管理收入占比营收情况

	财富管理收入占比营收	
	1H20	1H21
工商银行	5.34%	5.30%
建设银行	4.78%	5.03%
农业银行	3.63%	3.83%
中国银行	4.70%	5.60%
交通银行	5.85%	7.02%
邮储银行	4.30%	7.66%
招商银行	12.78%	15.09%
中信银行	8.60%	9.54%
浦发银行	9.95%	9.46%
民生银行	7.12%	7.87%
兴业银行	8.12%	9.09%
光大银行	5.00%	5.37%
华夏银行	4.86%	4.94%
平安银行	5.95%	5.94%
浙商银行	1.08%	2.55%
北京银行	7.05%	6.45%
南京银行	8.07%	10.48%
宁波银行	15.00%	13.57%
江苏银行	7.33%	8.25%
贵阳银行	4.00%	3.08%
杭州银行	8.22%	10.21%
上海银行	5.34%	9.33%
成都银行	2.04%	2.72%
长沙银行	2.32%	2.30%
青岛银行	14.81%	12.21%
郑州银行	10.07%	7.51%
西安银行	4.46%	3.70%
苏州银行	6.38%	10.11%

注：财富管理收入=代理业务收入+理财业务收入

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 零售业务 ROA 和 ROE 高于其他业务，随着零售及财富管理业务收入占比的提升，将拉升行业 ROE。行业零售 ROA 平均为 1.47%，而行业整体 ROA 为 0.88%；零售 ROE 平均为 25%，行业整体 ROE 为 13.6%。当前行业财富管理业务收入占比营收仍有较大的提升空间，随着高盈利业务占比的提升，将拉升行业 ROE。

图表：上市银行零售 ROE 与 ROA 情况 (1H21)

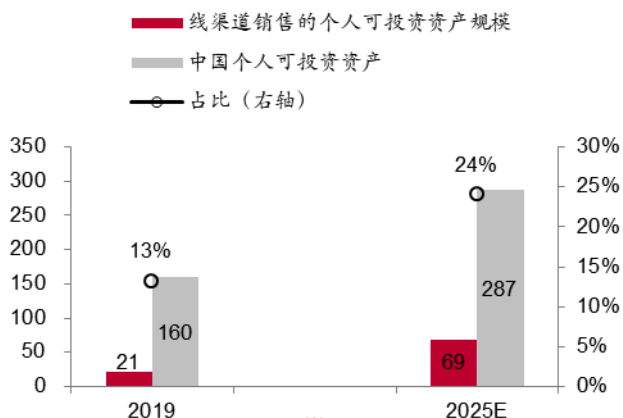
	零售ROA	总ROA	零售ROE	总ROE
工商银行	2.02%	0.95%	29.40%	12.11%
建设银行	2.48%	1.06%	33.97%	13.33%
农业银行	1.39%	0.88%	22.68%	12.80%
中国银行	1.77%	0.89%	28.36%	12.65%
交通银行	1.85%	0.76%	30.51%	11.34%
邮储银行	1.41%	0.70%	26.84%	14.45%
招商银行	2.40%	1.42%	29.13%	18.66%
中信银行	0.81%	0.76%	15.39%	12.15%
浦发银行		0.74%		11.14%
民生银行	1.44%	0.76%	25.36%	11.36%
兴业银行		1.00%		14.83%
光大银行	0.69%	0.81%	13.01%	12.71%
华夏银行		0.63%		9.86%
平安银行	1.43%	0.77%	21.54%	11.69%
浙商银行	0.74%	0.65%	13.29%	11.73%
北京银行	1.26%	0.84%	26.65%	12.32%
南京银行	1.15%	1.06%	17.59%	16.84%
宁波银行	1.93%	1.10%	28.59%	17.49%
江苏银行	0.98%	0.83%	18.84%	14.50%
贵阳银行	1.50%	0.98%	30.94%	14.19%
杭州银行	1.10%	0.82%	13.63%	15.15%
上海银行	1.46%	0.96%	23.93%	14.18%
成都银行	1.46%	0.98%	40.63%	16.59%
长沙银行	1.86%	0.95%	36.25%	16.43%
青岛银行	0.86%	0.75%	22.46%	15.56%
郑州银行	1.48%	0.88%	31.53%	12.88%
西安银行	2.14%	0.90%	26.22%	10.98%
苏州银行	1.09%	0.84%	18.02%	11.44%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

五、数字化转型引领：金融科技投入跟踪

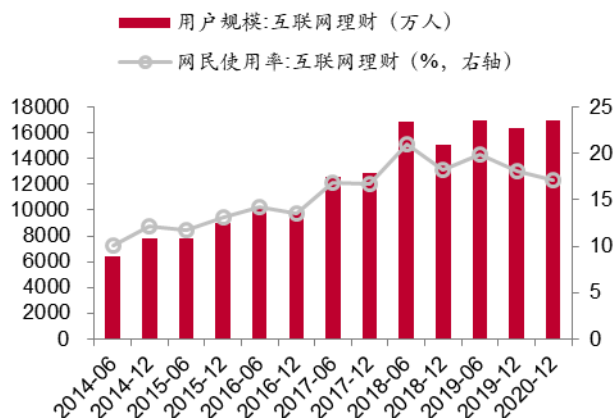
- 财富管理行业呈现出与金融科技融合加深，线上化、智能化趋势，客户+科技是行业未来发展两大核心主题。**新时代下，科技是金融供给侧改革的根本动力。在肉眼可见范围内，金融科技可对传统银行所有业务及经营管理，进行全流程数字化改造、智能化升级和模块化拆分。一个数字化、智能化、开放性的银行 3.0 时代正在到来，它将彻底改变商业银行的服务模式、营销模式、风控模式、运营模式，拓展银行的服务边界，最终改变银行的增长曲线。在移动互联时代，科技主导商业模式、大数据决定客户服务能力，商业逻辑已由“小而美”转为“大而美”。只有足够庞大的客户数量，才能承载科技的高投入和高风险，才能形成足够价值的海量数据。根据中国互联网络信息中心数据，截至 2020 年底，国内互联网理财用户规模达到 1.69 亿人，互联网理财的网民使用率达到 17.2%，近几年渗透率中枢呈上升趋势。预计财富管理的占比预计将持续提升，根据奥纬咨询的测算，2019 年通过线上渠道销售的可投资资产规模仅 21 万亿，占全部可投资资产的比重约 13%，到 2025 年规模将达到 69 万亿，年均复合增速约 21.6%（约为总可投资资产增速的 2 倍），占比也将提升至 24%。

图表：线上化占比提升；万亿元，%



来源：奥纬咨询，中泰证券研究所

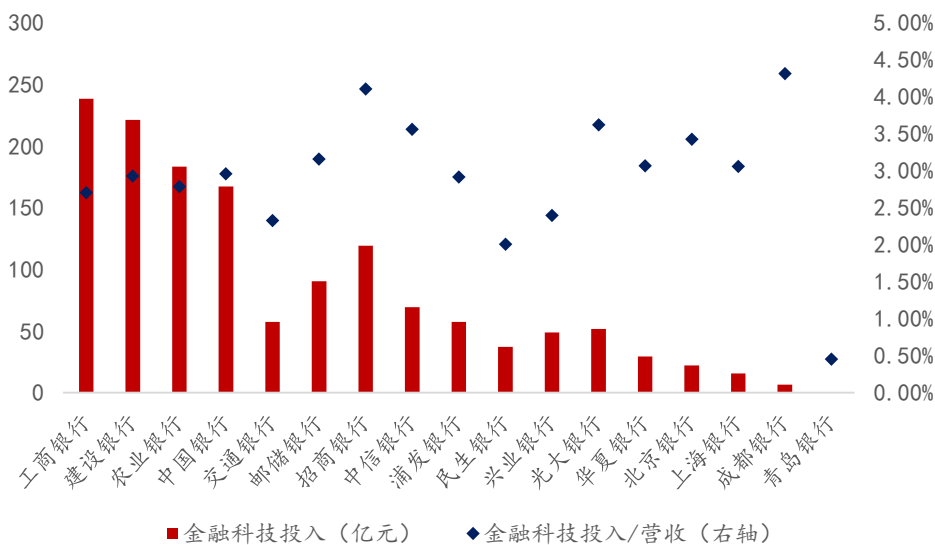
图表：互联网理财用户规模及使用率；万人，%



来源：中国互联网信息中心，中泰证券研究所

- 行业目前在金融科技的投入占比营收平均在 2.9%，全年绝对规模平均在 83 亿左右。在占比营收方面，招行和成都银行占比相对较高，分别有 4.1% 和 4.3%，其余银行占比差距不大。在投入绝对规模方面，大行和招行的投入规模较大，工行、建行、农行、中行和招行，在金融科技的投入绝对值均超 100 亿元，工建农中接近 200 亿元。

图表：上市银行金融科技投入占比营收情况 (2020)



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 投资建议：板块目前安全边际是比较高的，资产质量构筑银行股的安全边际。1、银行股的核心投资逻辑是宏观经济，详见我们相关深度报告《价格上行时，银行股表现如何？——中国、美国银行股多轮表现的总结对比》。我们预计上市银行的资产质量未来几年都会处于稳健状态，会构筑银行股的安全边际。2、银行两条选股主线。一条是我们长期建议的持续拥抱银行核心资产：招商银行、宁波银行、平安银行。它们业绩持续性强，且较稀缺。优质银行景气上行是确定和长期的。一是这些稀缺的优质银行具有“市场化基因”，是在“躺着挣钱”的行业“跑着赚钱”

的；所以在银行业分化的时代，它们成长性可以永续估值的。二是这些银行占据了金融行业的朝阳赛道：财富管理和零售；我们深度报告测算未来十年财富管理利润增速 21%（详见《“财富管理行业”的收入、利润和市值详细测算：10 万亿市值的黄金赛道》）。另一条是选择低估值、资产质量安全、有望转型成功的银行，看好邮储银行、江苏银行、南京银行和兴业银行。

- **风险提示事件：**经济下滑超预期。疫情影响超预期。预测基于一定假设，企业可能由于经营不及预期等导致数据最终存在一定误差。

图表：银行估值表（交易价格：2021-10-19）

	PB			ROE			股息率	
	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E
工商银行	0.63	0.57	0.53	12.3%	12.3%	11.8%	5.64%	6.13%
建设银行	0.67	0.61	0.56	12.4%	12.6%	12.1%	5.39%	5.89%
农业银行	0.55	0.51	0.47	11.9%	11.4%	11.1%	6.25%	6.47%
中国银行	0.51	0.47	0.43	11.3%	11.0%	10.6%	6.42%	6.71%
交通银行	0.46	0.43	0.39	11.0%	10.6%	10.3%	6.95%	7.21%
邮储银行	0.82	0.75	0.68	12.3%	13.3%	13.4%	4.07%	4.96%
招商银行	2.09	1.83	1.60	16.0%	17.6%	17.7%	2.36%	2.70%
中信银行	0.48	0.45	0.41	10.7%	10.9%	10.7%	5.50%	5.85%
浦发银行	0.50	0.46	0.42	11.4%	11.4%	11.1%	5.29%	5.91%
兴业银行	0.75	0.66	0.59	13.1%	14.8%	14.5%	4.17%	5.22%
光大银行	0.53	0.48	0.44	11.3%	12.7%	12.4%	6.12%	7.54%
华夏银行	0.40	0.36	0.34	9.9%	9.8%	9.6%	5.30%	3.89%
平安银行	1.29	1.16	1.04	10.2%	12.1%	12.8%	1.11%	1.49%
北京银行	0.47	0.44	0.40	11.0%	10.7%	10.6%	6.73%	5.91%
南京银行	1.01	0.90	0.79	15.1%	15.2%	15.7%	4.03%	4.00%
宁波银行	2.22	1.93	1.67	15.9%	16.6%	17.1%	1.30%	1.61%
江苏银行	0.65	0.59	0.53	12.0%	13.2%	13.8%	5.16%	5.30%
贵阳银行	0.58	0.50	0.44	16.5%	15.4%	14.4%	4.39%	5.36%
杭州银行	1.41	1.29	1.15	12.3%	13.3%	14.1%	2.30%	2.48%
上海银行	0.62	0.58	0.52	12.8%	12.7%	12.5%	5.36%	5.52%
成都银行	1.16	1.02	0.88	15.9%	17.3%	17.4%	3.26%	3.67%
长沙银行	0.78	0.71	0.64	14.6%	13.0%	12.0%	3.67%	3.40%
青岛银行	0.99	0.91	0.83	10.8%	12.1%	12.5%	3.67%	4.56%
西安银行	0.79	0.73	0.67	11.2%	10.7%	10.4%	4.20%	3.53%
苏州银行	0.79	0.73	0.66	8.9%	9.8%	10.3%	3.42%	2.79%
江阴银行	0.69	0.66	0.61	8.8%	9.2%	9.3%	4.64%	2.76%
无锡银行	0.89	0.82	0.76	10.9%	10.7%	10.5%	2.99%	3.40%
常熟银行	1.00	0.92	0.83	10.3%	11.3%	12.1%	3.05%	3.43%
苏农银行	0.78	0.73	0.68	8.1%	8.1%	8.4%	2.88%	2.16%
张家港银行	0.99	0.92	0.85	9.5%	9.9%	10.1%	2.73%	2.38%
紫金银行	0.84	0.79	0.73	10.1%	9.9%	9.8%	2.93%	3.03%
青农商行	0.78	0.73	0.67	11.2%	11.0%	11.3%	3.76%	2.92%
渝农商行	0.48	0.44	0.41	9.3%	9.3%	9.2%	5.69%	4.55%
上市银行平均	0.82	0.74	0.67	11.6%	11.8%	11.8%	4.19%	4.31%
国有银行	0.61	0.56	0.51	11.9%	11.9%	11.5%	5.79%	6.23%
股份制银行	0.79	0.71	0.64	11.2%	11.9%	11.8%	4.42%	4.72%
城商行	0.94	0.84	0.75	12.8%	12.9%	13.0%	3.65%	3.89%
农商行	0.81	0.75	0.69	9.8%	9.9%	10.1%	3.58%	3.08%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。