



银行业：重构银行估值体系 财富管理 价值重估



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，招行、宁波 PB 估值 1.9x，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 0.6-0.7x。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 ROE12%，AWM 板块 ROE28%。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 ROE11%，财富板块 ROE24%；③嘉信理财：

互联网券商代表，整体 ROE9%，ROTCE15%。(2) 资产管理：贝莱德机构客户 AUM 占比 52%，整体 ROE14%；(3) 投资银行：摩根士丹利，投行与财富管理收入各占比 54%、40%，ROE13%，财富板块 ROE16%。

(4) 资产托管：道富银行托管营收占比 83%，整体 ROE10%。

4、对投资的启示：哪些银行未来有可能胜出

核心竞争力：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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34185

