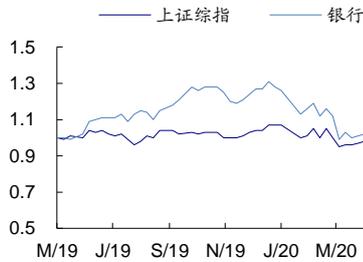


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《互联网贷款管理暂行办法(征)点评:银行网贷业务规范发展》——2020-05-12
《行业点评:REITs助力经济稳增长》——2020-05-07
《2020年5月银行业投资策略:疫情压力下业绩保持平稳》——2020-05-04
《银行业2019年报暨2020一季报综述:预计盈利增速仍将稳定》——2020-05-02
《行业专题:如何衡量手机银行App价值》——2020-04-21

证券分析师:王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师:田维韦

电话: 021-60875161
E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

行业专题

疫情之下,美国四大行业绩惨淡

● 一季度净利润大幅下滑

摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行一季度净利润同比分别下降68.8%、45.2%、46.5%和88.9%。净利润增速驱动因素拆解:(1)贷款损失准备大幅增加是主要拖累因素;(2)净息差收窄拖累业绩,但幅度远低于拨备;(3)规模扩张形成正贡献,以量补价。

● 一季度资产质量平稳,因“预期悲观+CELC准则”大幅计提拨备

从净坏账核销率和不良贷款率指标来看,一季度美国四大行资产质量有所下行,但风险整体可控,明显优于2008年金融危机时的水平。但一季度四大行计提的贷款损失准备接近金融危机期间的计提水平,主要原因,(1)新冠疫情和原油价格大跌对经济冲击还未充分体现,对经济前景预期悲观,预计未来信贷违约率会大幅提升;(2)2020年正式采用当前预期信用损失(CELC)会计准则。美国四大行当前资产质量表现好于我国四大行,一季度末美国四大行拨备覆盖率已超过我国四大行。

● 降息周期中净息差收窄,但低存款成本优势下仍处于较高水平

美国目前实施零利率政策,美国银行业净息差仍面临较大的下行压力。美国的高净息差主要来自低存款成本核心优势,美国存款利率市场化程度高,存款账户种类多,其中不计息存款和低成本的货币市场账户存款占比很高,2019年摩根大通和富国银行计息存款成本仅0.80%和0.92%,考虑不计息存款后富国银行的存款综合成本仅0.68%。

● 资产大幅增长,存款增长强劲

美联储大规模量化宽松,美国的银行资产和存款都实现高增,其中富国银行资产扩张较慢主要是受假账户事件冲击。结构来看,一季度四家大行新增资产配置方向差别较大,摩根大通和花旗银行投向信贷比例较低。

● 投资建议

相较于美国,我国财政政策和货币政策空间都更大,经济韧性较强,也不会快速进入长期低利率环境,因此我国银行业经营压力要小于美国银行业。我国银行估值也处于低位,我们维持行业“超配”评级不变,持续推荐工商银行、农业银行、邮储银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃组合”。

● 风险提示

若宏观经济大幅下行,可能从多方面影响银行业。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601398	工商银行	买入	5.09	17710	0.90	0.94	5.6	5.4
601288	农业银行	买入	3.39	11697	0.72	0.75	4.7	4.5
601658	邮储银行	买入	5.08	4257	0.72	0.81	7.1	6.3
002142	宁波银行	买入	24.73	1486	2.84	3.32	8.7	7.4
601128	常熟银行	增持	6.66	183	0.74	0.85	9.0	7.8

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

序言	4
美国四大行一季度净利润大幅下滑	4
经济前景预期悲观，拨备计提大幅增加	5
拨备计提幅度接近 2008 年金融危机期间水平	5
一季度资产质量表现平稳，但对未来担忧加剧	7
拨备覆盖率提升至金融危机以来的最高水平	10
降息周期中净息差收窄，但仍位于较高水平	11
美国四大行净息差持续收窄	11
低存款成本是核心优势	12
以量补价，存款增长强劲	13
资产大幅扩张，但各银行资产配置方向差别较大	13
存款大幅增加	16
美国四大行股价表现	17
投资建议	18
风险提示	18
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 一季度美国四大行净利润出现大幅下降	4
图 2: 美国四大行一季度 ROE 大幅下降	5
图 3: 美国四大行一季度 ROA 大幅下降	5
图 4: 美国四大行一季度大幅计提贷款损失准备	5
图 5: 一季度年化后的贷款损失准备接近 2008 年金融危机水平	6
图 6: 一季度摩根大通各业务板块贷款损失准备占比	6
图 7: 摩根大通各业务板块一季度年化信贷成本	6
图 8: 一季度富国银行各业务板块贷款损失准备占比	7
图 9: 富国银行各业务板块一季度年化信贷成本	7
图 10: 富国银行消费贷款年化净坏账核销率处于低位	7
图 11: 美国三大行一季度年化净核销率仅小幅提升	8
图 12: 美国四大行一季度信用卡净核销率提升	8
图 13: 当前美国银行业坏账净核销率处于较低水平	8
图 14: 美国四大行不良贷款比率	9
图 15: 美国商业银行不良贷款率	9
图 16: 美国四大行资产质量表现好于我国四大行	10
图 17: 美国 4 月份失业率 14.7%，超过 2008 年金融危机的水平。	10
图 18: 美国四大行拨备覆盖率大幅提升至高位	11
图 19: 摩根大通、美国银行和花旗集团拨备覆盖率已超过我国四大行	11
图 20: 美国四大行单季年化净息差收窄	12
图 21: 2019 年下半年以来美联储连续 5 次降息至零利率	12
图 22: 美国四大行净息差高于我国四大行	13
图 23: 2019 年末富国银行存款结构	13
图 24: 2019 年富国银行各存款账户成本率	13
图 25: 美国四大行总资产较年初增速	14
图 26: 美联储采取量化宽松政策，美联储总资产大幅提升	14
图 27: 美国四大行一季度新增资产配置结构	15
图 28: 美国四大行一季度末总资产结构	15
图 29: 2020 年一季度贷款扩张速度	16
图 30: 摩根大通、美国银行和富国银行一季度信用卡贷款均压缩	16
图 31: 美国四大行存款余额较年初增速	17
图 32: 2020 年一季度末美国四大行负债结构	17
图 33: 美国四大行 2020 年年初以来股价累计涨幅	18
图 34: 美国四大行与我国四大行估值	18
表 1: 美国四大行净利润增速驱动因素拆解	4
表 2: 2019 年四家银行生息资产收益率和计息负债成本率明细数据	13
表 3: 估值表	20

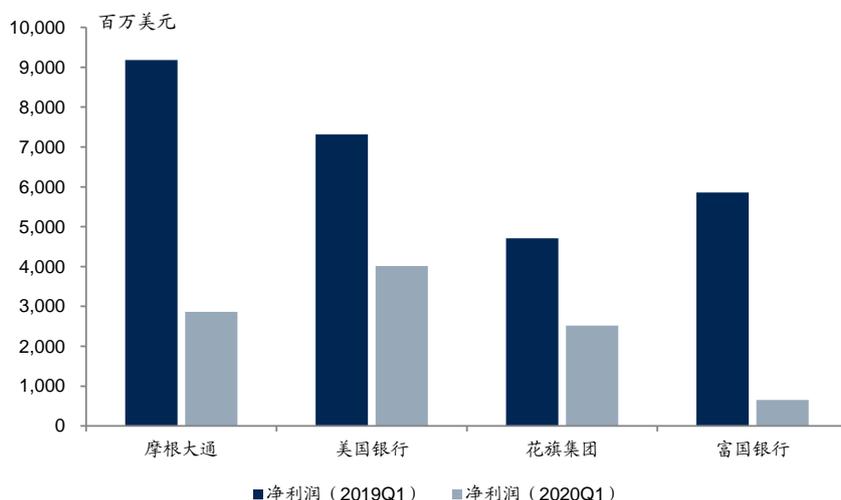
序言

新冠疫情和原油价格大跌给全球经济带来较大冲击，各国纷纷采取积极的政策托底经济，美国实施“零利率+量化宽松”政策，低利率环境和经济前景悲观预期给美国的银行经营带来了较大的压力。本报告主要聚焦美国四大行（摩根大通、美国银行、花旗集团、富国银行）在疫情冲击之下的经营情况和股价表现。

美国四大行一季度净利润大幅下滑

摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行一季度净利润同比分别下降 68.8%、45.2%、46.5%和 88.9%。根据对净利润增速驱动因素拆解，贷款损失准备大幅增加是拖累一季度净利润下降的主要因素；同时，净息差收窄对净利润也带来负向冲击，但幅度远不及贷款损失准备。一季度资产规模对净利润增速则形成明显的正向贡献，美国四大行一季度资产大幅扩张以量补价，富国银行之外的三大行净利息收入仅小幅负增长。

图 1：一季度美国四大行净利润出现大幅下降



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

表 1：美国四大行净利润增速驱动因素拆解

	摩根大通			美国银行			花旗银行			富国银行		
	2019Q1	2019A	2020Q1	2019Q1	2019A	2020Q1	2019Q1	2019A	2020Q1	2019Q1	2019A	2020Q1
盈利资产	5.6%	2.4%	11.4%	4.8%	5.0%	7.0%	1.7%	2.0%	14.9%	-1.5%	1.2%	4.5%
净息差	3.0%	1.6%	-11.5%	1.8%	-1.9%	-9.0%	3.6%	-0.3%	-17.2%	2.1%	-6.7%	-12.6%
佣金及手续费收入	-4.2%	-0.1%	1.7%	-5.6%	-1.6%	3.2%	-2.5%	-0.9%	1.3%	-3.4%	0.9%	1.9%
其他非息收入	0.0%	2.1%	-4.5%	-0.9%	-1.4%	-3.9%	-4.3%	1.2%	12.6%	1.3%	3.0%	-11.8%
营业开支	1.9%	4.1%	-5.3%	7.6%	-3.9%	-6.2%	0.5%	2.2%	17.5%	7.8%	-5.0%	-21.4%
贷款损失准备	-2.4%	-0.5%	-62.0%	-1.4%	-1.2%	-43.3%	-2.6%	-2.3%	-76.0%	-10.1%	-3.9%	-57.3%
其他收入（亏损）	1.4%	2.5%	1.5%	-1.9%	-0.2%	3.9%	2.4%	-0.1%	-1.2%	8.1%	-5.1%	9.1%
所得税	0.0%	2.9%	3.5%	1.2%	2.7%	3.2%	3.2%	5.7%	1.8%	9.8%	2.8%	-1.2%
净利润同比	5.4%	12.2%	-68.8%	5.7%	-2.5%	-45.2%	1.9%	7.5%	-46.5%	14.1%	-12.7%	-88.9%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

一季度四大行 ROA/ROE 大幅下降，与 2008 年金融危机水平接近。其中富国银行一季度年化 ROA 为 0.13%，年化 ROE 为 1.4%，已降到金融危机水平之下，主要是受假账户事件冲击，2018 年美联储发出禁止令对富国银行业务增长

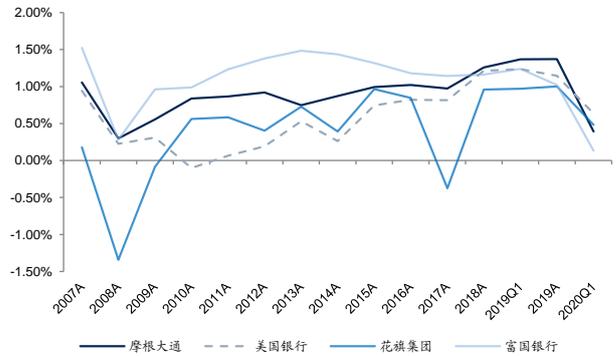
进行限制，要求富国银行资产规模控制在 2017 年末水平，不得扩充资产规模，直到其真正提高了公司治理有效性和合规与操作风险控制，因此富国银行资产扩张速度明显低于其他三大行。另外，富国银行一季度投资账户出现亏损，富国银行一季度净收入下降了 18%，摩根大通和美国银行仅下降了 3.0% 和 2.7%，花旗银行因为投资账户收益大幅提升，净收入增长了 11.6%。

图 2: 美国四大行一季度 ROE 大幅下降



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 3: 美国四大行一季度 ROA 大幅下降



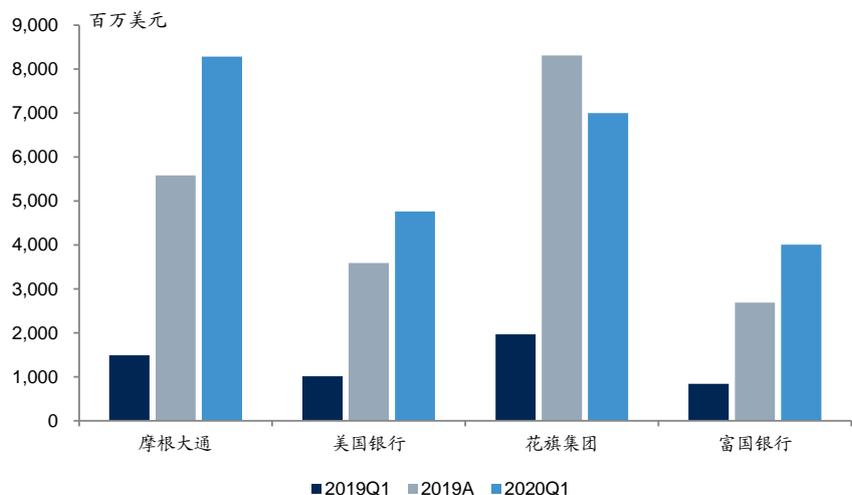
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

经济前景预期悲观，拨备计提大幅增加

拨备计提幅度接近 2008 年金融危机期间水平

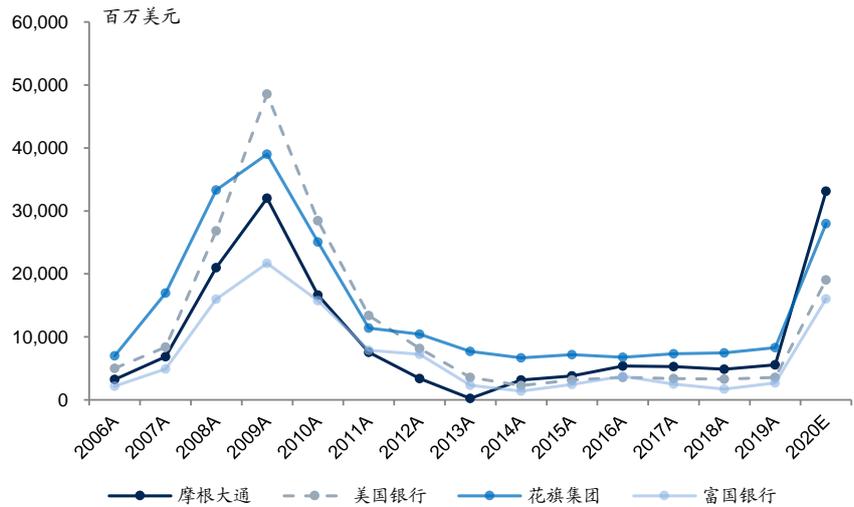
受新冠疫情和原油价格大跌的冲击，经济前景预期恶化，加上 2020 年美国 8 家全球系统性重要银行以及在美国证券交易委员会报备的大型银行正式采用当前预期信用损失 (CELC) 会计准则，美国四大行一季度大幅计提拨备。摩根大通/美国银行/花旗集团/富国银行 2020 年一季度分别计提贷款损失准备 83/48/70/40 亿美元，同比分别增长 454%/370%/256%/374%。四大行 2020 年一季度计提的贷款损失准备超过了 2013 年以来每年全年计提的水平，如果简单的年化 (2020 年一季度拨备计提 × 4)，2020 年全年拨备计提水平接近 2008 年金融危机期间水平，反映了四大行对美国前景预期较为悲观。

图 4: 美国四大行一季度大幅计提贷款损失准备



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

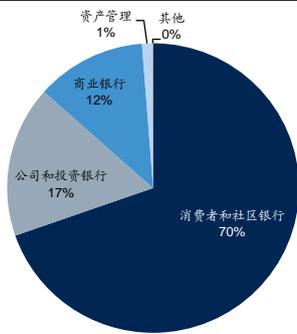
图 5：一季度年化后的贷款损失准备接近 2008 年金融危机水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: 2020E 年贷款损失准备为一季度贷款损失准备×4。

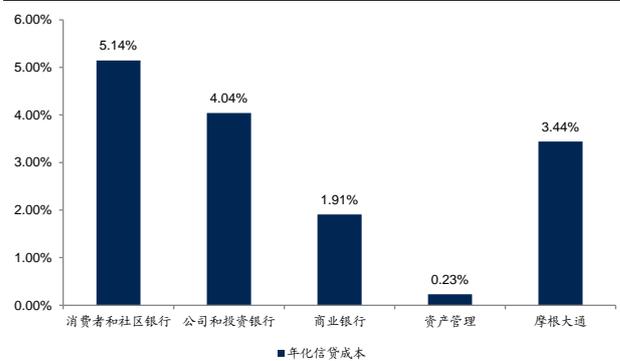
从摩根大通和富国银行各业务板块来看拨备计提的情况，摩根大通的消费者和社区银行（大零售板块）计提的贷款损失准备占比达 70%，年化信贷成本为 5.14%，明显高于 3.44% 的整体水平。富国银行的社区银行和批发银行计提的贷款损失准备占比分别为 43% 和 57%，一季度年化信贷成本分别为 1.49% 和 1.89%。富国银行的批发银行贷款损失准备计提力度更大，主要是富国银行的社区银行扎根社区，且个贷中高风险的信用卡占比不到 10%，因此社区银行信贷资产质量得以控制在较高的水平，富国银行消费贷款年化坏账净核销率低于美国银行和摩根大通。

图 6：一季度摩根大通各业务板块贷款损失准备占比



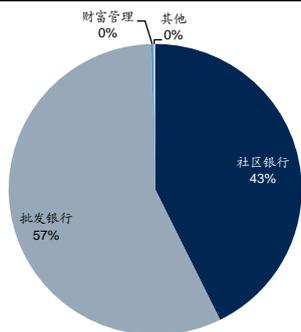
资料来源: 摩根大通财报, 国信证券经济研究所整理

图 7：摩根大通各业务板块一季度年化信贷成本



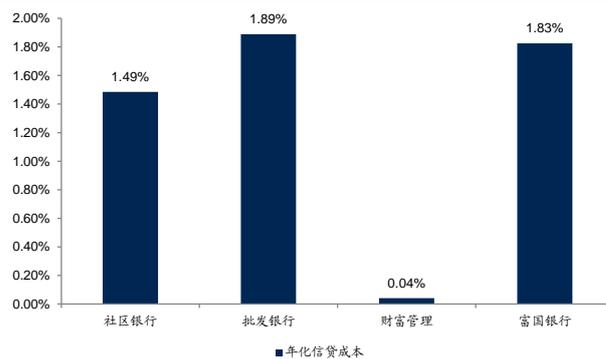
资料来源: 摩根大通财报, 国信证券经济研究所整理

图 8：一季度富国银行各业务板块贷款损失准备占比



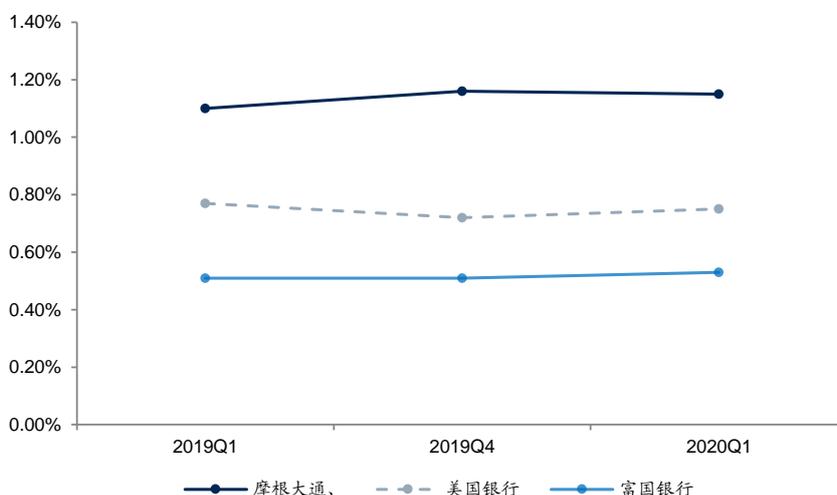
资料来源：富国银行财报，国信证券经济研究所整理

图 9：富国银行各业务板块一季度年化信贷成本



资料来源：富国银行财报，国信证券经济研究所整理

图 10：富国银行消费贷款年化净坏账核销率处于低位

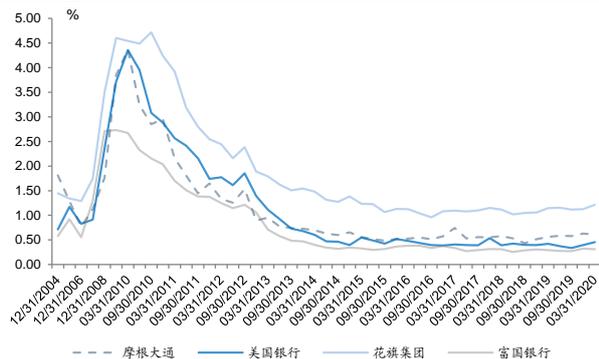


资料来源：美国三大行财报，国信证券经济研究所整理

一季度资产质量表现平稳，但对未来担忧加剧

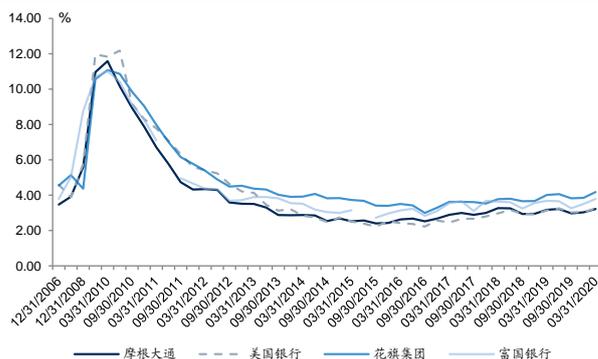
从坏账净核销率来看，美国银行、花旗集团和富国银行 2020 年一季度年化坏账净核销率（Net charge-offs rate）分别是 0.45%、1.21%和 0.38%，环比去年 4 季度分别提升了 6bps、9bps 和 6bps，摩根大通期末坏账净核销率为 0.61%，环比下降 2bps，均处于较低水平且表现平稳。从风险较高的信用卡贷款来看，摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行信用卡贷款年化坏账净核销率分别为 3.23%、3.26%、4.18%和 3.79%，较年初分别提升了 19bps、21bps、34bps 和 28bps，信用卡风险暴露有所增加但整体可控。与行业趋势一致，美国四大行贷款总额的坏账净核销率和信用卡贷款坏账净核销率均相对处在一个较低的水平，明显优于 2008 年金融危机时的水平。

图 11: 美国三大行一季度年化净核销率仅小幅提升



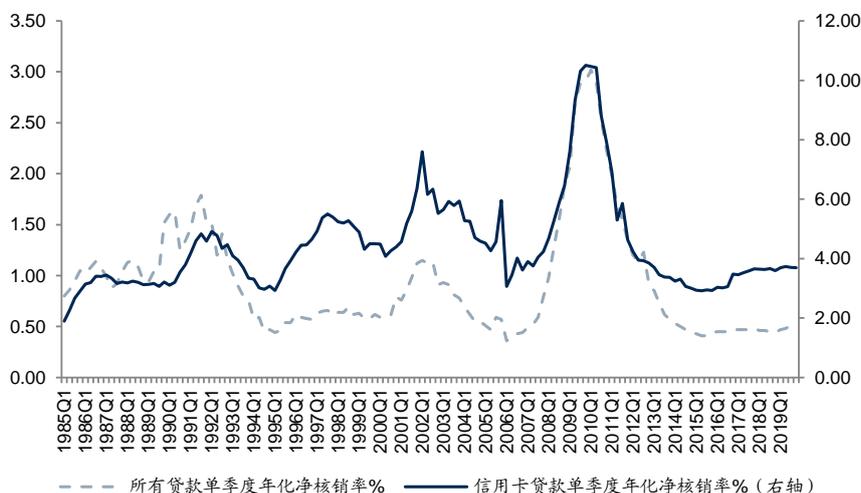
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 12: 美国四大行一季度信用卡净核销率提升



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 13: 当前美国银行业坏账净核销率处于较低水平

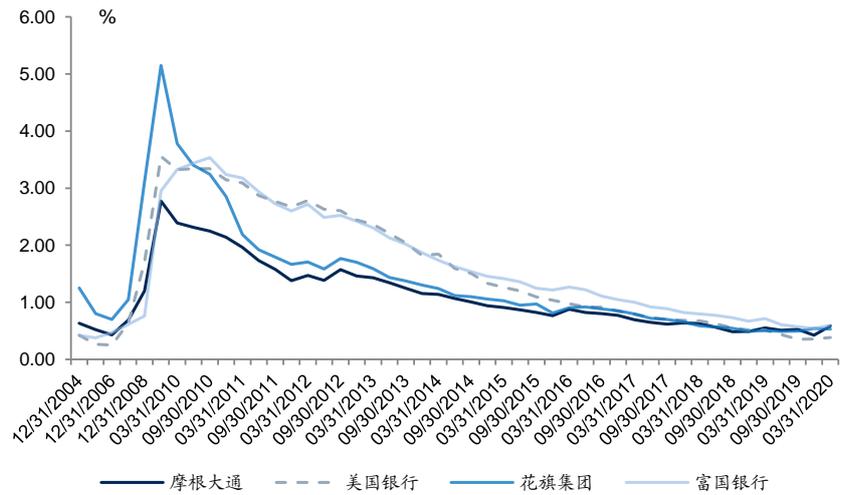


资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理

从不良贷款 (Noncurrent loans, 指逾期 90 天及以上仍计息贷款加上非应计贷款) 率来看, 一季度末摩根大通、美国银行、和富国银行不良贷款率分别为 0.59%、0.38%和 0.60%, 较年初分别提升了 16bps、3bps 和 5bps, 花旗集团不良贷款率为 0.53%, 较年初下降了 1bp, 四大行不良贷款率均处于历史较低水平。

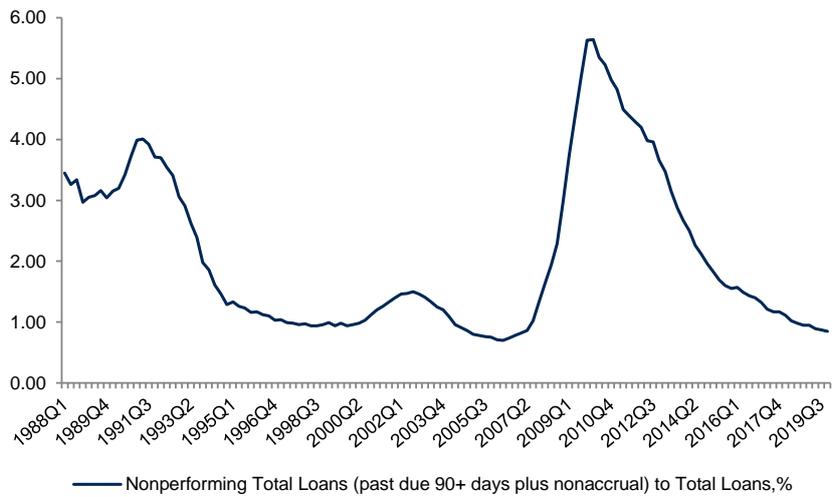
与国内四大行相比, 由于美国银行业不良贷款主要指逾期 90 天或以上的贷款, 因此将其与我国四大行逾期 90+贷款比率相比较, 2019 年末美国四大行不良贷款率低于我国, 表明美国四大行当前信贷资产质量表现较好。

图 14: 美国四大行不良贷款比率



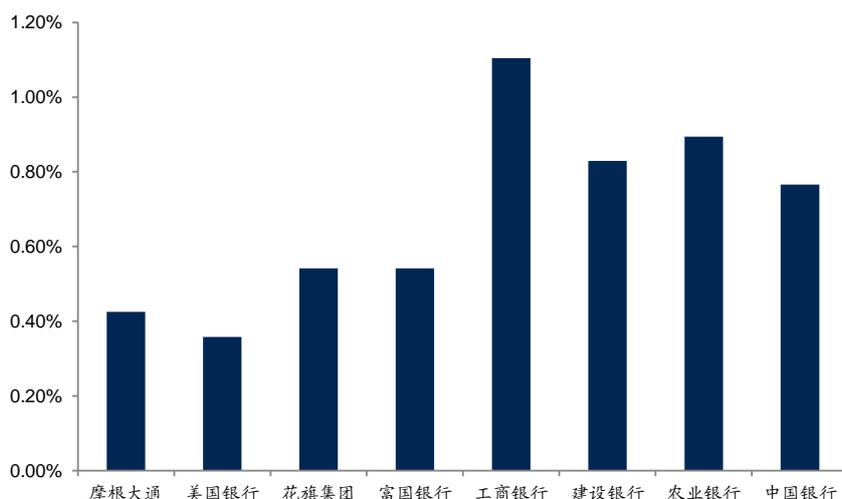
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: 美国商业银行不良贷款率 (Noncurrent loan rates) represent the percentage of loans in each category that are past due 90 days or more or that are in nonaccrual status

图 15: 美国商业银行不良贷款率



资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理

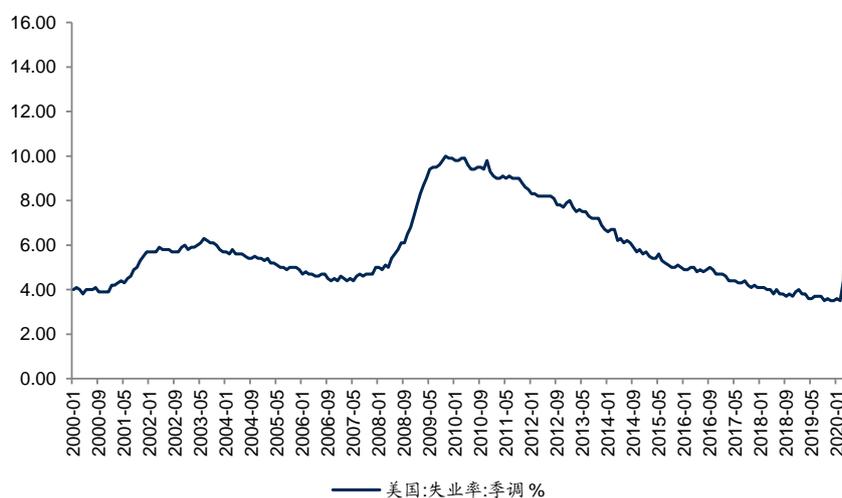
图 16: 美国四大行资产质量表现好于我国四大行



资料来源: Bloomberg, 国内四大行财报, 国信证券经济研究所整理。注明: 美国四大行为 2020 年一季度末不良贷款率 (Noncurrent loan rates), 中国四大行为 2019 年末逾期 90 天以上贷款比率。

一季度美国四大行坏账净核销率和不良贷款率仅小幅提升, 整体表现较为平稳, 明显好于 2008 年金融危机前的水平。但美国新冠疫情 3 月份开始蔓延, 疫情对经济的冲击在一季度还未充分体现, 另外, 一季度油价的大跌对经济的冲击也需逐步显现, 银行坏账也有一定的滞后期, 因此美国四大行一季度资产质量的表现并未充分体现油价和疫情的冲击。从失业率来看, 美国 3 月份失业率 4.4%, 较 2 月份提升 0.9 个百分点, 4 月份失业率则大幅提升至 14.7%, 因此对银行未来资产质量表现仍需密切关注。

图 17: 美国 4 月份失业率 14.7%, 超过 2008 年金融危机的水平。



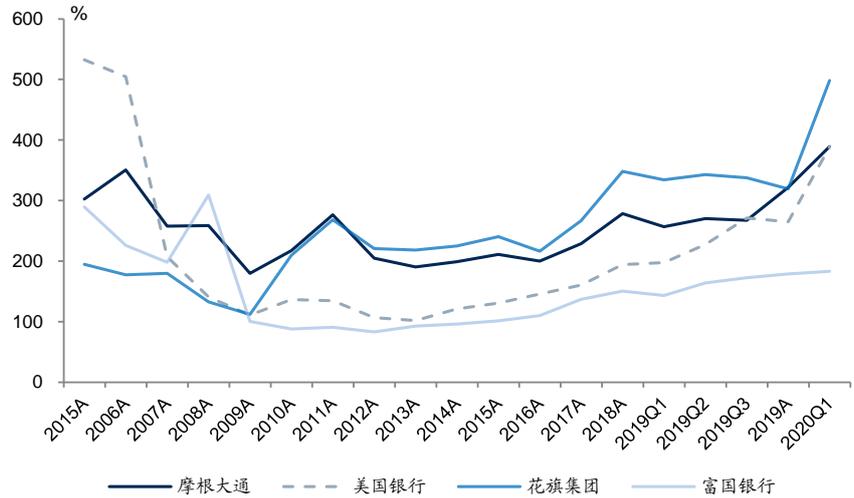
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

拨备覆盖率提升至金融危机以来的最高水平

2020 年一季度末摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行拨备覆盖率分别为 389.2%、388.7%、498.2%和 183.0%, 较年初分别提升了 68 个、124 个、179 个和 4 个百分点。与国内四大行逾期 90 天以上贷款拨备覆盖率比较, 一季度末摩根大通、美国银行和花旗集团拨备覆盖率已超过我国四大行 2019 年末逾期 90 天以上贷款拨备覆盖率水平。

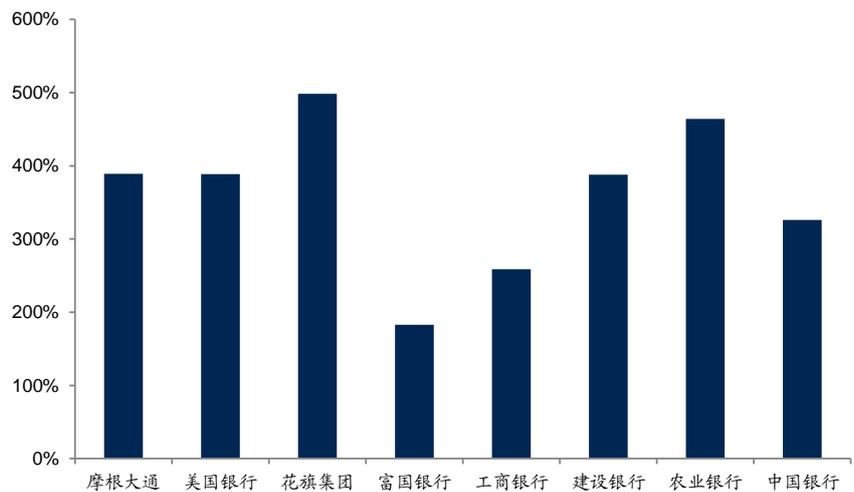
2008年金融危机后，富国银行拨备覆盖率一直处于同业低位，我们认为可能的原因主要有：（1）金融危机期间富国银行表现优于同业，拨备计提力度相对较小；（2）富国银行的社区银行扎根社区，资产质量控制较好水平；（3）富国银行的资本压力较大，富国银行信贷占总资产的比重高于其他三大行，资本消耗比较快。

图 18: 美国四大行拨备覆盖率大幅提升至高位



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 19: 摩根大通、美国银行和花旗集团拨备覆盖率已超过我国四大行



资料来源: Bloomberg, 国内四大行财报, 国信证券经济研究所整理。我国四大行为 2019 年末逾期 90 天以上贷款拨备覆盖率

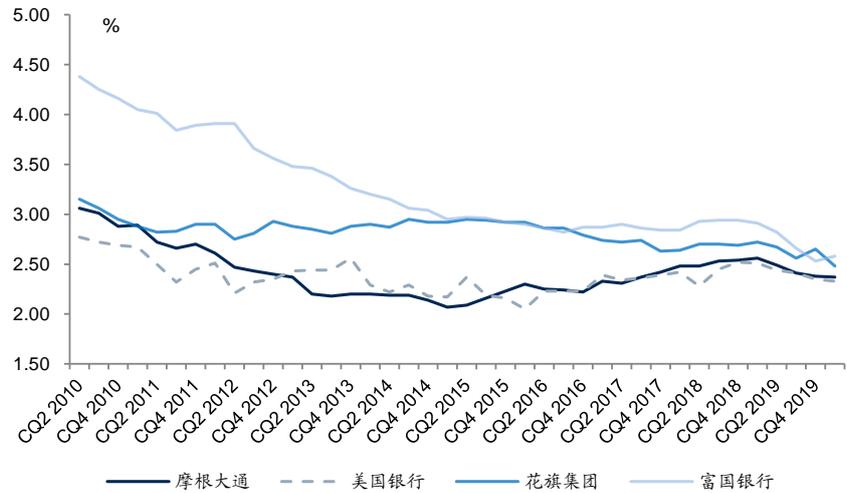
降息周期中净息差收窄，但仍位于较高水平

美国四大行净息差持续收窄

2019年7月以来美联储正式进入降息周期，2019年三次降息，共下调利率75bps；2020年受新冠疫情和原油价格大幅下跌冲击，美联储连续两次降息，共下调利率150bps至零利率。在降息周期中，美国四大行净息差持续收窄，

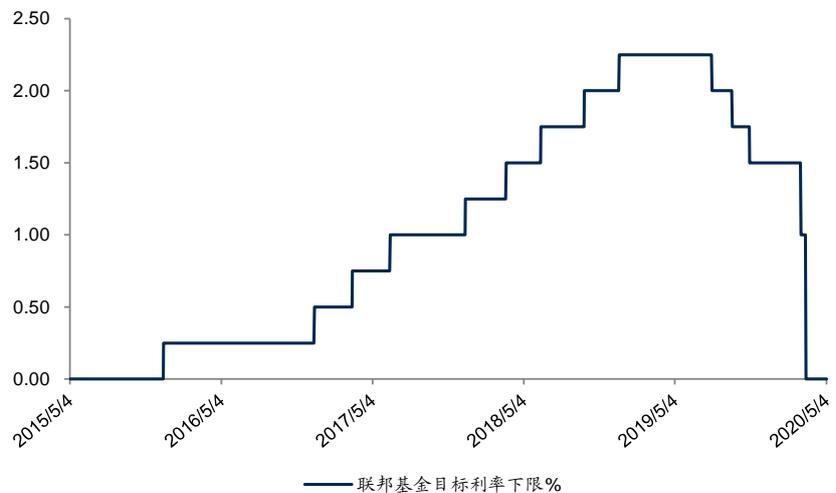
2020年一季美国四大行净息差分别为 2.37%、2.33%、2.48%和 2.58%，同比分别收窄 19bps、18bps、24bps 和 33bps。

图 20: 美国四大行单季年化净息差收窄



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2019 年下半年以来美联储连续 5 次降息至零利率



资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理

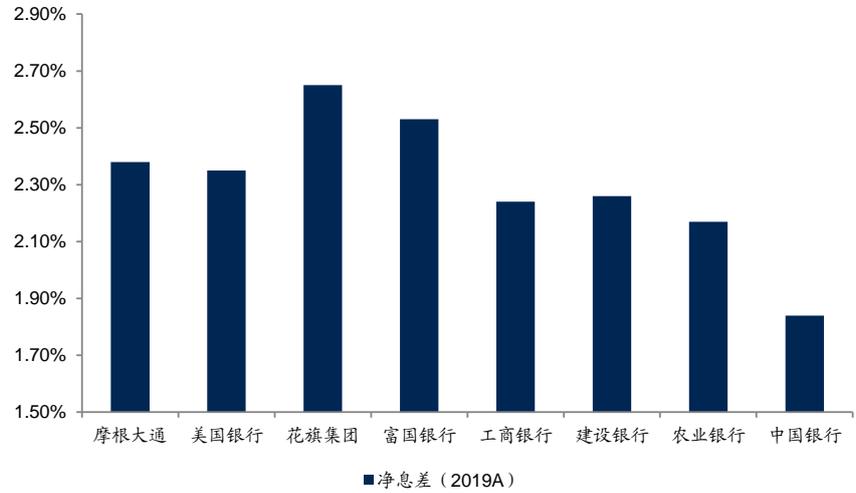
低存款成本是核心优势

美国四大行净息差高于我国大行，核心优势是极低的存款成本。我们对比了摩根大通、富国银行、工商银行和建设银行平均收益率（成本率）明细，摩根大通和富国银行贷款收益率虽然高于工商银行和建设银行，但生息资产收益率整体并无优势。负债端来看，摩根大通和富国银行的计息存款成本率大幅低于国内大行，2019 年摩根大通和富国银行计息存款成本率仅有 0.80%和 0.92%；另外，美国部分支票账户不支付利息，带来更低的存款综合成本率。

美国存款利率市场化程度高，存款账户种类较多，包括支票存款账户、储蓄存款账户、定期存款账户、货币市场存款账户等，其中不计息的存款和低息的货币市场存款占比较高，这是美国银行业存款成本偏低的主要原因。以富国银行

为例，2019 年末不计息存款占存款总额比重为 26%，货币市场存款比重为 56.8%，货币存款账户利率仅 0.59%。2019 年富国银行计息存款成本为 0.92%，考虑不计息存款后的存款综合成本仅为 0.68%。

图 22: 美国四大行净息差高于我国四大行



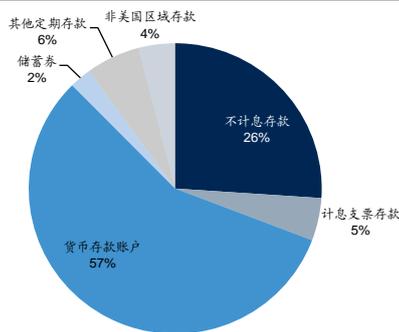
资料来源: Bloomberg, 国内四大行财报, 国信证券经济研究所整理

表 2: 2019 年四家银行生息资产收益率和计息负债成本率明细数据

	摩根大通	富国银行	工商银行	建设银行
生息资产收益率	3.61%	3.80%	3.84%	3.88%
贷款收益率	5.29%	4.65%	4.45%	4.49%
计息负债成本率	1.45%	1.43%	1.76%	1.76%
计息存款成本率	0.80%	0.92%	1.59%	1.57%

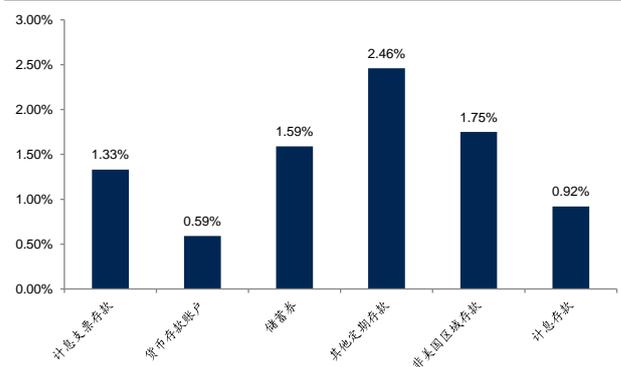
资料来源: 上市公司财报, 国信证券研究所整理

图 23: 2019 年末富国银行存款结构



资料来源: 富国银行财报, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2019 年富国银行各存款账户成本率



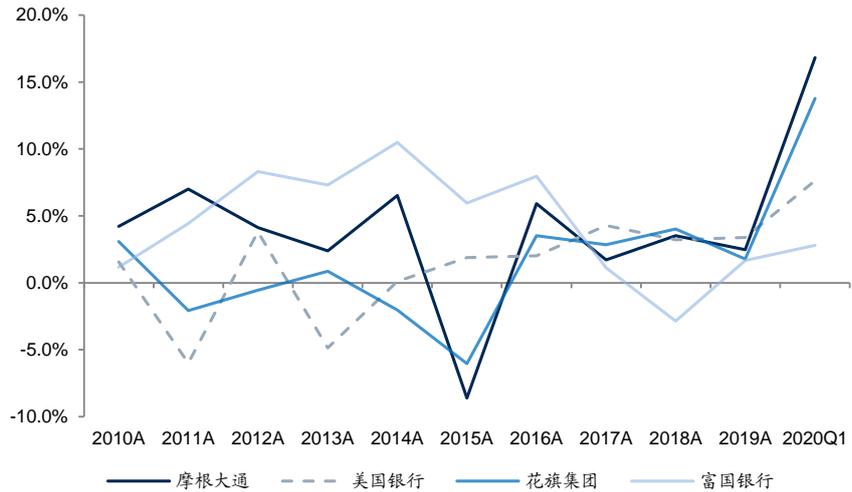
资料来源: 富国银行财报, 国信证券经济研究所整理

以量补价，存款增长强劲

资产大幅扩张，但各银行资产配置方向差别较大

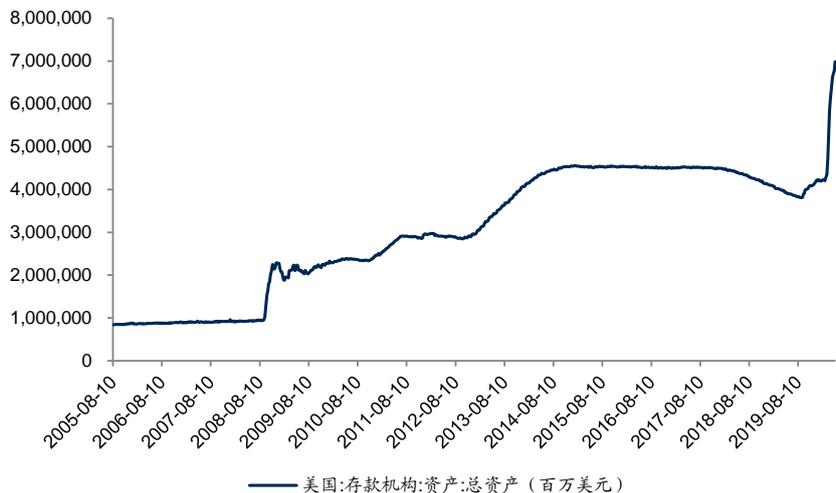
受疫情和原油价格大幅下跌的冲击，美联储采取了“零利率+量化宽松”政策，截止2020年5月13日，美联储总资产规模达6.98万亿美元，较年初增长了2.77万亿美元。在此背景下，美国银行业一季度资产大幅扩张，摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行一季度总资产分别扩张了16.8%、7.6%、12.8%和2.8%。摩根大通、美国银行、花旗集团一季度资产扩张幅度超过了2010年以来每年全年的扩张速度。富国银行资产扩张幅度较低，主要是假账户事件后受监管整顿，前文已述。

图 25: 美国四大行总资产较年初增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

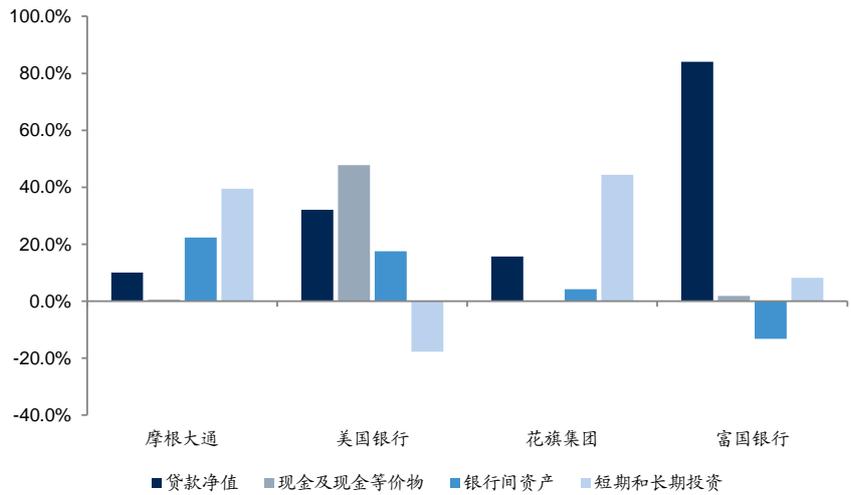
图 26: 美联储采取量化宽松政策, 美联储总资产大幅提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

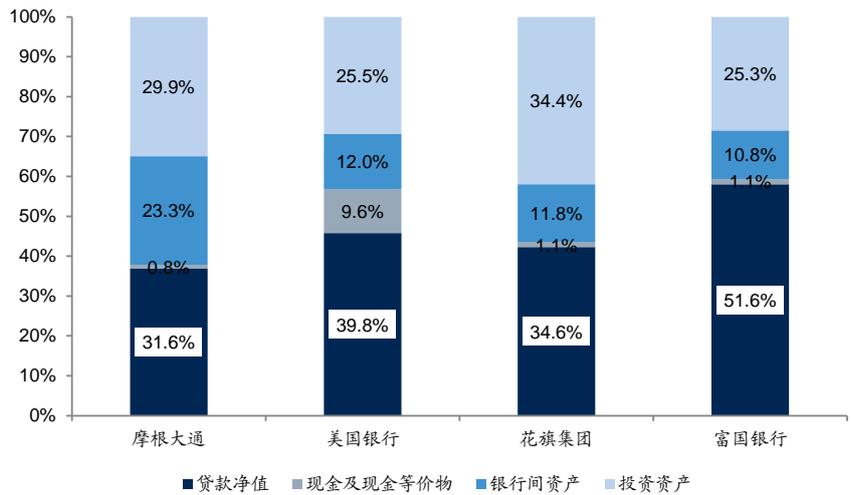
从新增资产配置结构来看，美国四大行新增资产配置方向差别较大，其中摩根大通和花旗集团新增资产主要是配置投资类资产，投向信贷的比重并不高，富国银行新增资产则基本都投向了信贷，花旗集团新增资产则主要以现金及现金等价物形式存在，投向信贷资产的比例也比较高，但是压缩了投资类资产，期末花旗集团投资类资产占比仍高于同业。

图 27: 美国四大行一季度新增资产配置结构



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

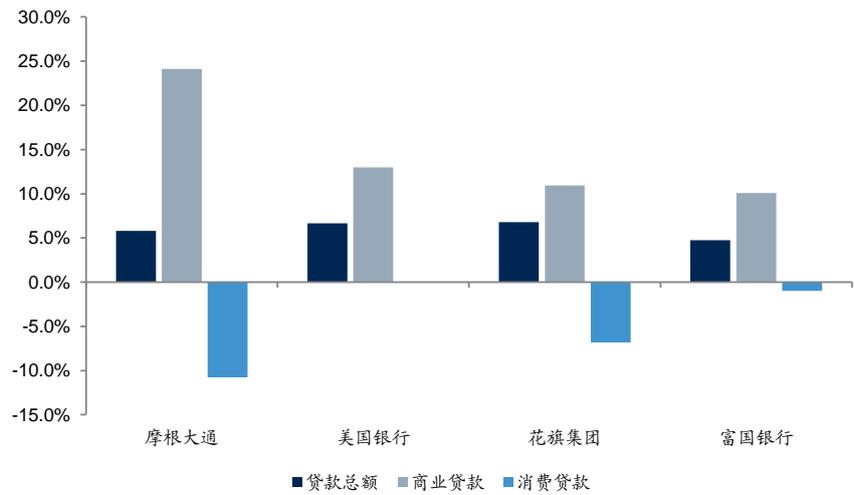
图 28: 美国四大行一季度末总资产结构



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

信贷投向方面, 摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行一季度贷款分别扩张了 5.8%、6.7%、6.8%和 4.8%, 主要来自商业贷款的增长。消费贷款方面, 除了美国银行维持稳定外, 其他三大行消费贷款都出现了不同程度的压缩。

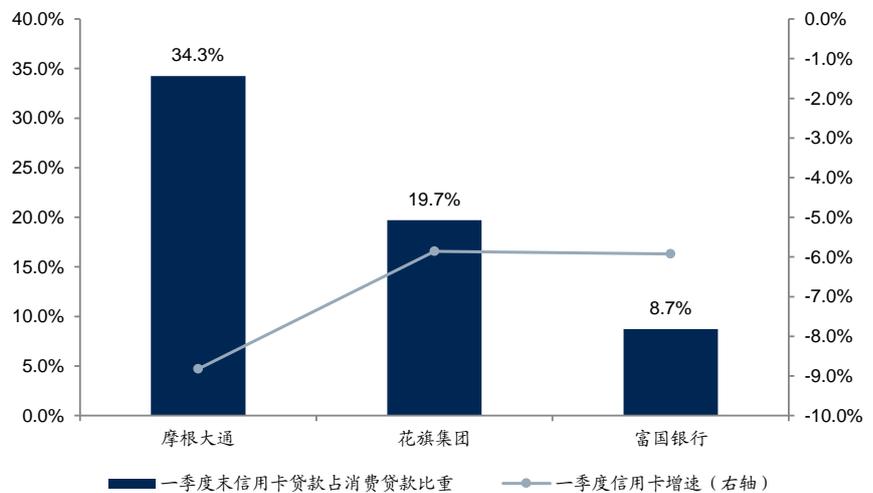
图 29: 2020 年一季度贷款扩张速度



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

从披露消费贷明细的摩根大通、美国银行和富国银行来看，三家大行消费贷款中房屋抵押贷款占比最高，且以 1-4 户住宅贷款为主，2020 年一季度末三大行房屋抵押贷款（1-4 户住宅贷款+房屋净值型贷款）占消费贷比重分别为 44%、61%和 73%。一季度三大行信用卡贷款分别压缩了 9%、6%和 6%，期末信用卡贷款占消费贷比重分别为 34.3%、19.7%和 8.7%。

图 30: 摩根大通、美国银行和富国银行一季度信用卡贷款均压缩

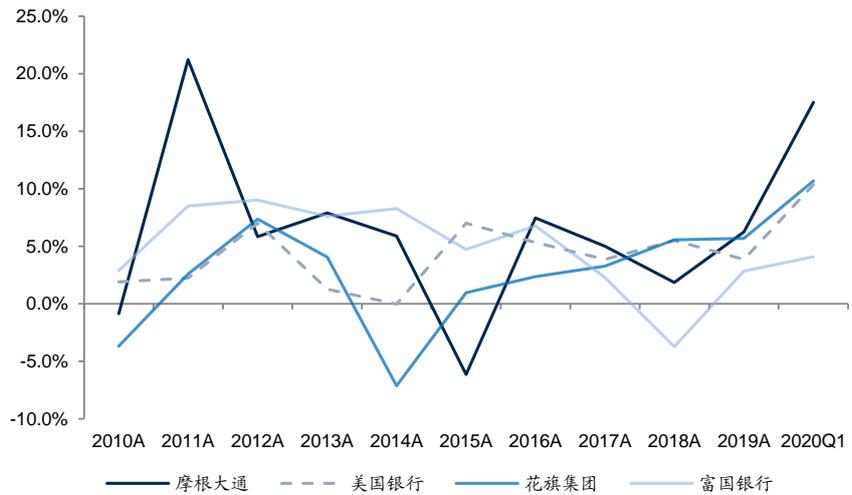


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

存款大幅增加

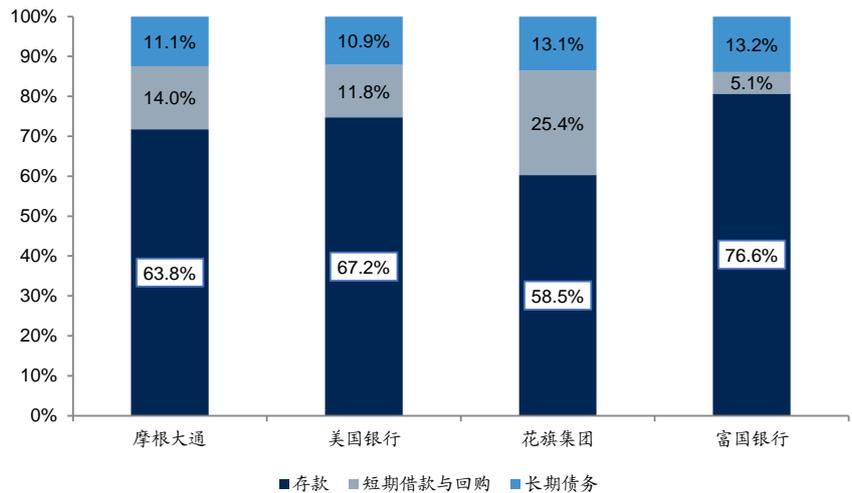
摩根大通、美国集团、花旗银行和富国银行一季度存款分别扩张了 17.5%、10.4%、10.7%和 4.1%，实现了金融危机以来存款的最快扩张，这也反映了居民和企业对美国经济前景预期较悲观，企业投资意愿不强，居民开始增加储蓄。

图 31: 美国四大行存款余额较年初增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2020 年一季度末美国四大行负债结构

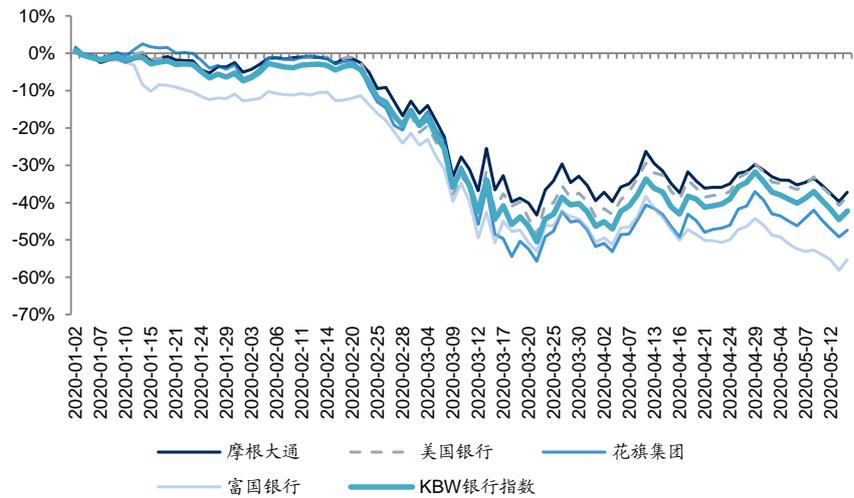


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

美国四大行股价表现

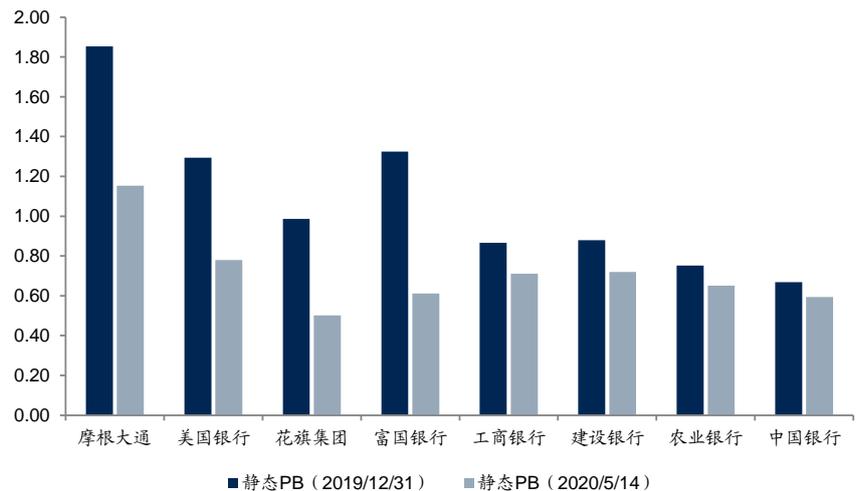
2 月下旬-3 月下旬美国四大行股价出现暴跌, 3 月下旬之后股价企稳, 但未见明显反弹趋势。年初至今 (2019/5/14), 摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行股价累计跌幅分别为 37%、38%、47%和 55%, KBW BANK 指数在此期间下跌了 42%。截止 2019 年 5 月 14 日, 摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行静态 PB 分别为 1.15x、0.78x、0.50x 和 0.61x, 工商银行、建设银行、农业银行和中国银行静态 PB 分别为 0.71x、0.72x、0.65x、0.59x, 摩根大通和美国银行估值仍高于我国大行。

图 33: 美国四大行 2020 年年初以来股价累计涨幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止至 2020 年 5 月 14 日

图 34: 美国四大行与我国四大行估值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

受疫情和油价大幅下跌冲击, 全球银行股股价都出现了较大幅度的下跌, 与美国相比, 我国疫情已被控制, 国内经济活动基本上已经恢复到正常水平。更重要的是, 我国经济财政政策和货币政策空间都比较大, 经济韧性较强, 我国也不会快速进入长期低利率环境, 因此我国银行业的经营环境理论上是优于美国银行业的。当前我国银行的估值水平也没有高于美国银行业, 我们认为国内银行股具备投资价值。我们维持行业“超配”评级不变, 并重点推荐估值极低、盈利稳定的大型国有行, 包括工商银行、农业银行、邮储银行等。同时也推荐其他基本面优异的中小银行, 包括宁波银行、常熟银行等。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响、宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

表 3: 估值表

收盘日:	港元汇率	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
2020/5/15	0.9151													
601398.SH	工商银行	5.09	13.0%	12.5%	11.9%	4.9%	4.4%	4.1%	0.73	0.67	0.62	5.9	5.6	5.4
601939.SH	建设银行	6.31	14.6%	13.9%	13.3%	4.7%	5.9%	6.6%	0.75	0.68	0.61	5.4	5.1	4.8
601288.SH	农业银行	3.39	14.6%	13.8%	12.9%	4.6%	4.5%	4.4%	0.68	0.61	0.56	4.9	4.7	4.5
601988.SH	中国银行	3.45	13.9%	13.1%	12.2%	4.1%	3.9%	2.8%	0.61	0.56	0.51	4.6	4.4	4.3
601328.SH	交通银行	5.13	11.2%	10.8%	10.4%	5.0%	4.1%	3.7%	0.55	0.51	0.47	5.1	4.9	4.7
601658.SH	邮储银行	5.08	12.0%	12.1%	12.4%	16.5%	12.7%	11.3%	0.89	0.82	0.75	8.1	7.1	6.3
600036.SH	招商银行	33.85	16.7%	16.8%	16.8%	15.3%	13.1%	12.4%	1.48	1.31	1.17	9.4	8.3	7.3
601166.SH	兴业银行	16.05	12.7%	12.1%	12.0%	8.7%	4.3%	7.5%	0.69	0.63	0.57	5.6	5.4	5.0
600016.SH	民生银行	5.76	14.9%	14.1%	13.2%	6.9%	4.8%	5.2%	0.56	0.50	0.46	3.9	3.7	3.6
600000.SH	浦发银行	10.28	15.4%	14.2%	13.1%	5.4%	3.0%	2.7%	0.61	0.55	0.50	4.2	4.1	4.0
601998.SH	中信银行	5.08	13.3%	12.8%	12.0%	7.9%	5.8%	4.5%	0.56	0.51	0.46	4.4	4.1	4.0
000001.SZ	平安银行	13.23	11.2%	10.9%	11.3%	13.6%	13.9%	13.8%	0.94	0.86	0.78	9.4	8.2	7.2
601818.SH	光大银行	3.64	15.1%	14.6%	14.2%	11.0%	9.5%	9.9%	0.60	0.53	0.48	4.2	3.9	3.6
600015.SH	华夏银行	6.40	12.3%	10.6%	10.1%	5.2%	5.0%	2.7%	0.50	0.47	0.44	4.9	4.7	4.5
601169.SH	北京银行	4.88	10.4%	10.3%	10.2%	7.2%	6.0%	5.1%	0.55	0.51	0.47	5.4	5.1	4.8
002142.SZ	宁波银行	24.73	17.8%	17.4%	17.6%	22.6%	18.0%	16.9%	1.63	1.41	1.22	10.3	8.7	7.4
600919.SH	江苏银行	5.95	9.7%	10.0%	10.4%	11.9%	8.8%	8.7%	0.62	0.58	0.54	6.8	6.0	5.4
601077.SH	渝农商行	4.90	13.5%	12.8%	11.5%	1.4%	7.7%	7.4%	0.79	0.63	0.58	6.1	5.7	5.3
002839.SZ	张家港行	5.38	9.2%	8.7%	9.3%	9.4%	14.3%	14.6%	1.03	0.95	0.88	11.6	11.1	9.6
601128.SH	常熟银行	6.66	13.2%	11.5%	12.1%	20.1%	13.4%	15.5%	1.08	0.99	0.91	9.2	9.0	7.8
平均			13.2%	12.7%	12.4%	9.5%	8.4%	8.2%	0.80	0.72	0.65	6.5	6.0	5.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032