

# 银行

证券研究报告

2020年07月14日

## 富国银行—零售标杆银行的高光与平凡

富国银行脱胎于一家快递公司，通过并购第一州际银行（95年）、西北银行（98年）、美联银行（08年）等大中型银行，将经营范围扩展至全美，从区域小银行发展为美国四大行之一，13年底曾一度超越工行成为全球市值最大的银行。

### 核心竞争力：交叉销售之王+小企业贷款领军者+全渠道运营

**社区银行优势明显，零售客户基础优异，负债成本较低。**交叉销售是富国银行的核心战略，15年每个富国零售客户平均持有6.11个富国产品，客户粘性较强。由于社区银行之优势，负债结构较好，存款占比高。19年末，富国银行负债中存款占比达76%，过去20年中，富国银行这一占比长期稳定在70%左右，明显高于花旗、摩根大通和美国银行。**交叉销售带来的客户粘性，整体的负债成本低于行业平均水平，给富国带来息差优势。**

**率先拓展10万美元以下小额贷款蓝海。**富国银行10年成为美国最大的小企业贷款银行。由于小企业贷款利率较高，对富国息差贡献较大。富国银行按照贷款额度对客户明确细分，“企业通”和小企业银行两家机构负责运营。**依靠小企业贷款较高的贷款利率，推动美国小微企业贷款的高增。**

**息差高于行业，成就较高ROE。**富国银行“小而便民”的商店化运营模式，建设成本仅为传统网点的1/4。16年之前，成本收入比好于行业平均。**16年以前得益于社区银行优势，净息差高于行业，除08年金融危机外，富国银行ROE持续高于10%，显著高于行业平均和其他大行。**

### 交叉销售增长空间有限，近十年走向平凡

**账户事件重创富国，从高光走向平凡。**16年富国被控诉从11年开始私设虚假账户200万个，为此赔偿超过1.85亿美元，解雇大量员工等，公司形象和声誉下跌，反映出自11年开始后交叉销售增长乏力。同时由于影响恶劣，后续司法调查持续时间较长，该事件成为其走向平凡的转折点。

富国银行近十年间业绩增长并不明显，息差、ROE、负债成本等优势都与其他三大行缩小差距，趋于平庸。资产方面，十年间贷款规模不增反降，房地产贷款几乎零增长。社区银行板块贡献不断下降，06年贡献66.1%，19年仅贡献37.9%，**这是由于11年后交叉销售触及天花板，增长空间有限，社区银行优势缩小，同时由于指标压力，虚假账户事件使得业绩更加下沉，富国银行亟需寻找增长新动力。**

### 投资建议：低估值与经济反弹共振，混业经营预期催化

低估值与经济反弹共振，混业经营预期催化估值上升，我们建议高度重视银行板块估值重构之机会。个股方面，我们主推低估值且基本面较好的平安、光大、兴业、常熟，关注招行、张家港行、江苏、成都、杭州、长沙、南京和北京等。

**风险提示：**疫情失控，经济失速，资产质量大幅恶化；息差大幅收窄等。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-07-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000001.SZ	平安银行	14.68	买入	1.45	1.69	2.01	2.28	10.12	8.69	7.30	6.44
601128.SH	常熟银行	8.00	买入	0.65	0.74	0.87	0.98	12.31	10.81	9.20	8.16
601818.SH	光大银行	4.07	买入	0.71	0.81	0.91	1.00	5.73	5.02	4.47	4.07
601166.SH	兴业银行	17.35	买入	3.17	3.38	3.71	4.15	5.47	5.13	4.68	4.18

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070001  
liaozhiming@tfzq.com

邵春雨 联系人  
shaochunyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:6月金融数据怎么看?》2020-07-10
- 《银行-行业点评:配股补充资本金,助力资产扩张》2020-07-10
- 《银行-行业点评:债券委外会受很大影响么?》2020-07-05



## 内容目录

1. 富国银行的高光之路.....	4
1.1. 并购之路-从区域银行到美国四大行之一.....	4
1.2. 金融危机后迎来高光.....	5
1.3. 社区化的定位和客户为先的价值观.....	6
1.4. 富国银行三大业务布局.....	7
2. 社区银行优势明显，成就较高的 ROE.....	10
2.1. 核心竞争力 1：交叉销售之王，带来较低负债成本.....	10
2.2. 核心竞争力 2：小企业贷款领军者.....	12
2.3. 核心竞争力 3：全渠道运营，物理网点成本较低.....	14
2.4. 成本收入比较好，ROE 持续领先.....	16
3. 富国银行的平凡之路.....	17
3.1. 交叉销售——成也萧何，败也萧何.....	17
3.2. 富国银行近年来业绩增长放缓.....	18
3.3. 美国标杆银行对比，富国银行优势减弱.....	18
3.4. 社区银行板块利润贡献下降.....	23
4. 巴菲特投资收益拆分-挣 ROE 的钱.....	25
4.1. 富国银行估值与股价表现.....	25
4.2. 巴菲特投资收益拆分-挣 ROE 的钱.....	26
5. 投资建议：低估值与经济反弹共振，混业经营预期催化.....	29
6. 风险提示.....	29

## 图表目录

图 1：富国银行并购发家史.....	4
图 2：富国银行 1990-2019 年资产规模变化（亿美元）.....	4
图 3：富国银行员工总数 2008 年以来小幅下降（人）.....	5
图 4：富国银行在 08 年金融危机中受创较小，08 年营收增速 6.4%.....	5
图 5：2013 年底，富国银行超越工行，成为全球市值最大的银行（亿美元）.....	6
图 6：富国银行的标志是六驾马车，奉行“永远不要把马车放到马前面”的信条.....	7
图 7：富国银行的愿景和目标：满足客户金融需求&成为行业金融服务领导者.....	7
图 8：近三年富国银行三大板块营业收入（亿美元），19 年末社区银行业务收入占比为 53%.....	8
图 9：08 年后社区银行收入和净利润贡献度下降，16 年后净利润贡献度下降明显.....	8
图 10：18 年批发银行板块净利润首度超越社区银行（亿美元）.....	9
图 11：2020 年 2 月 11 日，富国银行从三业务板块细分为 5 条业务线.....	10
图 12：富国银行出色的交叉销售成绩——零售客户人均持有产品量较高.....	10
图 13：过去 20 年，美国四大行中富国银行存款占负债比重最高.....	11
图 14：富国银行存款成本率较低（%），优势已经不明显.....	11
图 15：富国银行负债成本率较低（%），但优势已经减弱.....	11
图 16：16 年后富国银行存款增长缓慢（亿美元），16 年末 1.34 万亿美元，19 年末降至 1.32.....	

万亿 .....	12
图 17: 美国小企业贷款 SBA7(a)贷款利率 (%) .....	12
图 18: 近年来, 美国小企业贷款增速维持在 4%左右 (亿美元) .....	14
图 19: 95 年后美国 10 万美元以下贷款快速增长, 近年来占美国工商企业贷款比重稳定在 10%左右 .....	14
图 20: 富国银行在美国有 7400 多个网点 .....	15
图 21: 富国银行网点以小规模商店为主 .....	15
图 22: 美国加州湾区附近富国银行网点分布 (2020 年 7 月) .....	15
图 23: 富国银行成本收入比相对较低, 16 年后上升明显 .....	16
图 24: 16 年以前, 富国银行 ROE 持续领先同业, 但近年来优势已减弱 .....	16
图 25: 富国银行不良贷款率一直保持较低水平 .....	17
图 26: 富国银行 19 年营收 851 亿美元, 较十年前下降 36 亿美元 (亿美元) .....	18
图 27: 富国银行非息收入占比在美国银行业处于中间水平 .....	18
图 28: 富国银行 19 年末资产规模 1.93 万亿美元, 为美国资产规模第四大银行 (亿美元) .....	19
图 29: 19 年富国银行负债成本率为 1.43%, 优势大幅减弱 (%) .....	20
图 30: 富国银行贷款和房地产贷款规模被摩根大通追赶 .....	20
图 31: 自 2007 年以来, 富国银行贷款占资产比重下行明显 .....	20
图 32: 富国银行消费者贷款收益率长期明显高于商业贷款 .....	21
图 33: 富国银行 2004 年以来个贷占比下滑明显 .....	21
图 34: 富国银行过去 20 年, 净息差下行明显 .....	22
图 35: 19 年富国银行净息差优势已经很小 (%) .....	22
图 36: 富国银行社区版块营收与净利润贡献 (亿美元) .....	23
图 37: 16 年后批发银行板块贡献度明显上升, 社区银行板块下降 .....	23
图 38: 富国银行 1996-2008 年消费者贷款持续增长, 08 年之后则增长乏力 (亿美元) .....	24
图 39: 08 年后美国居民部门杠杆率下降 .....	25
图 40: 富国银行 1990-2019 年股价表现 .....	25
图 41: 假设初始投资 100 美元的十年收益情况, 富国银行十年累计收益为 10% .....	26
图 42: 1990-2019 年, 富国银行过去 30 年 PB 估值大多在【1,3】倍间, PE 在【10,20】倍间 .....	26
图 43: 19 年末富国银行股权架构 .....	26
图 44: 富国银行分红比例大多在 20%-50%间, 股息率大多在[2%-4%]间 .....	27
图 45: 巴菲特持股富国银行 30 年, 累计收益约 190 亿美元, 累计分红约 75 亿美元 .....	28
表 1: 富国银行 2019 年三大板块业绩情况 (亿美元) .....	7
表 2: 富国银行财富管理业务板块非息收入明细 (百万美元), 主要为经纪佣金和信托投资 .....	9
表 3: 富国银行对小企业贷款业务明确划分, 分为“企业通”和小企业银行 .....	13
表 4: 美国前五大小企业贷款发放银行情况 (亿美元, 截至 13 年 6 月) .....	13
表 5: 由于房屋净值贷款等消费贷款下滑, 富国银行个贷过去 10 年变动不大 (亿美元) .....	24
表 6: 19 年底巴菲特前 10 大持仓股 .....	27

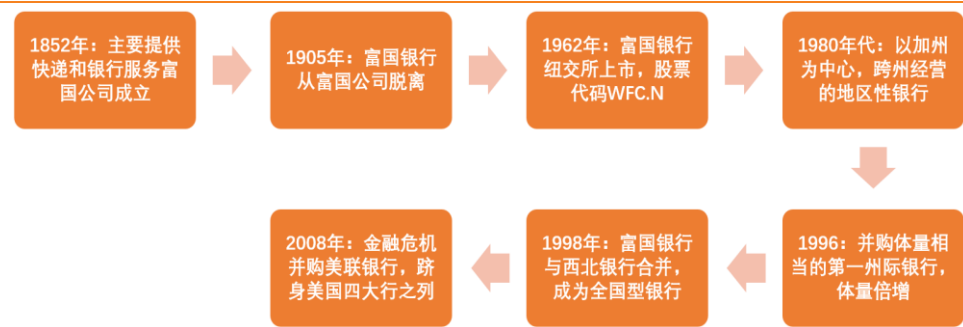
## 1. 富国银行的高光之路

1852年，富国银行（Wells Fargo）成立于美国加利福尼亚州。当时的加州是淘金客、冒险者的乐园，和如今科技、新锐的形象几乎八竿子打不到。直到今天，富国银行的标志仍是一个六匹马拉着的马车，正是当年美国西部经济与探索精神的传承体现。如今富国银行已经是美国资产前四的全国性大行，截至1Q20，富国银行总资产1.98万亿美元，在《财富》杂志2019美国企业排名中位列第29位。富国银行服务7000万以上个人客户，覆盖三分之一的美国家庭。

### 1.1. 并购之路-从区域银行到美国四大行之一

**富国银行在并购中不断打破地域局限。**富国银行前身是一家在淘金热中兴起的快递公司，从最初的“邮差”到今天的富国银行，从当初的区域小银行到今天的美国四大行之一，并购贯穿富国银行之发展历程。据《时代金融》期刊数据，富国银行一共经历了1600余次大大小小的并购，深谙积少成多的道理。

图1：富国银行并购发家史



资料来源：《零售银行》，天风证券研究所

**1852-1980年：脱胎于快递公司的社区银行。**富国银行的前身是1852年在加州成立的富国公司，主要在美国西部提供银行业务和快递服务。1905年，富国银行正式从富国公司分离。1960年起，富国银行逐步将网点由加利福尼亚北部向南部延伸，到上世纪80年代已成为加州最大的社区银行之一。

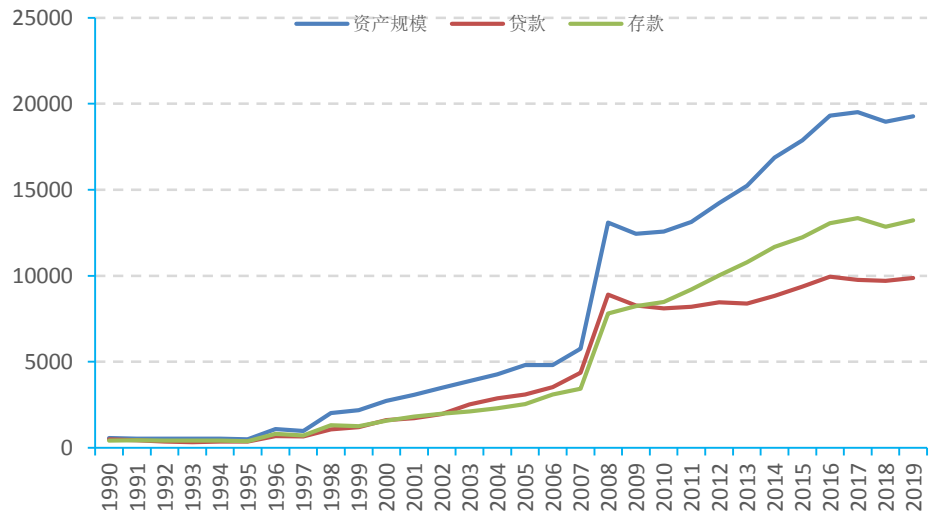
**1980-1994年：以加州为中心，跨州经营的地区性银行。**1982年，美国银行业跨州兼政策开始松动。为适应监管政策变化，拓展业务收入来源，富国银行开始在加利福尼亚及邻近州并购经营。在整个80年代及90年代初，富国银行收购的金融机构超过了100家。

**94年之后正式走上整合式发展道路。**1994年，美国银行体系“分州而治”的局面破解，允许银行控股公司跨境收购银行。良好的经营策略和优秀的管理团队，为富国银行通过并购跨州扩张打下了坚实的基础。1994年的政策机遇出现之后，富国走向了整合式发展的道路，通过并购第一洲际银行（1995年）、西北银行（1998年）、美联银行（2008年）等大中型银行，将经营范围扩展至全美。

**1995-2008年：并购第一洲际银行、西北银行，成为全国性银行。**上世纪90年代，美国进一步放松了银行业跨州经营监管政策。为抓住政策机遇，提升在美国市场的地位，1996年富国银行并购了体量与之相当的第一洲际银行，体量随之倍增。1998年，富国银行与西北银行合并，跻身为全国型银行。

**2008年金融危机并购美联银行，跻身美国四大行之列。**2008年富国银行宣布以0.1991:1的比例交换美联银行的股票，全盘收购。这出价仅是美联银行账面价值的30%，但相比花旗银行的条件，富国银行126.8亿美元的出价更高。收购完成后，总资产增加128%，资产规模迈入美国银行业第一梯队，正式跻身美国四大行之列。

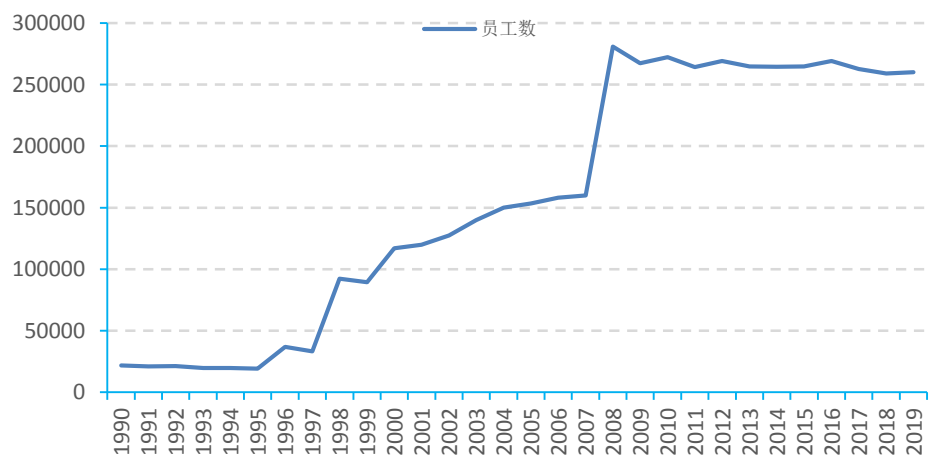
图2：富国银行1990-2019年资产规模变化（亿美元）



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

**2009 年至今: 全国性银行的整合提升。**2009 年开始, 富国银行开始与美联银行进行整合, 包括整合业务系统、撤并重叠网点、重新安排撤并网点员工等。2011 年年末, 富国银行分支机构数量为 9112 个, 较并购美联银行初期减少了近 2000 个, 净利润也实现了连续攀升。2008 年末, 富国银行员工 28.1 万人, 2019 年末则为 26.0 万人, 减少了 2.1 万人。

图 3: 富国银行员工总数 2008 年以来小幅下降 (人)

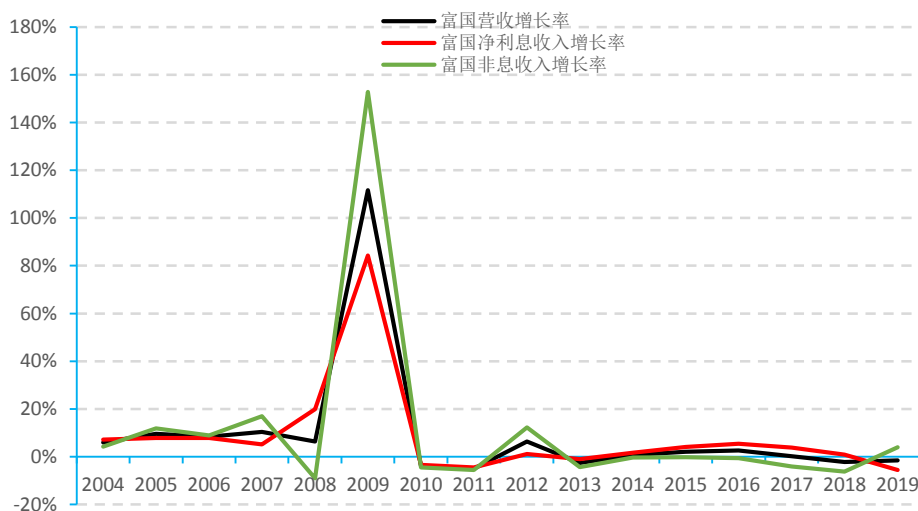


资料来源: 富国银行年报, 天风证券研究所

## 1.2. 金融危机后迎来高光

**富国银行在 08 年金融危机中受创较小。**由于富国银行坚持传统商业银行模式, 专注社区银行业务, 偏重零售业务, 在资本市场杠杆较高的 08 年, 经营风险相对较小, 从而在金融危机中损失较小, 营收实现了正增长。反观投资银行业务占比较高的花旗银行, 其混业程度更高: 07 年末富国银行贷款占总资产的 66%, 而花旗集团仅占 35%; 富国银行存款占负债的 65%, 而花旗集团仅占 40%。08 年花旗银行在金融危机中遭受重创, 营收同比下降 34%, 而富国银行总营收为 419 亿美元, 相对 07 年 394 亿美元增长了 6.4%, 其中净利息收入增长率为 19.9%。

图 4: 富国银行在 08 年金融危机中受创较小, 08 年营收增速 6.4%

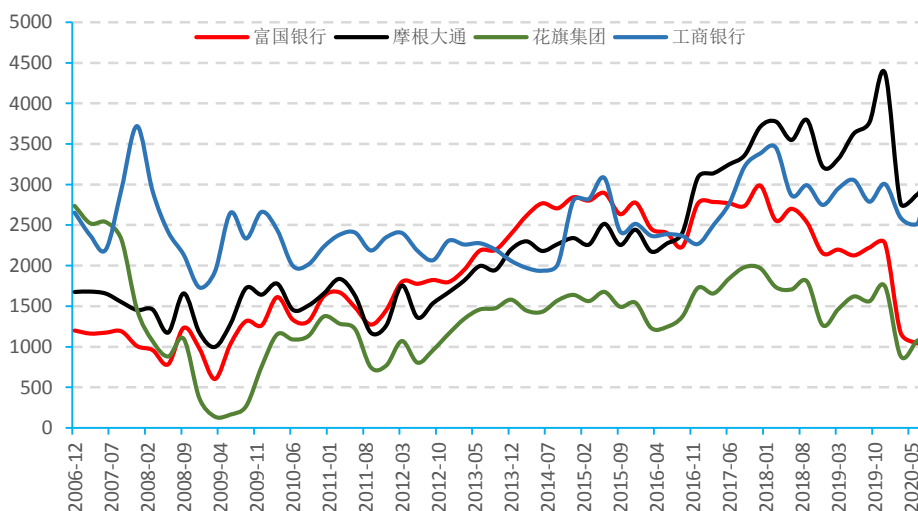


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

**并购美联银行实现弯道超越。**金融危机前，富国还不能和花旗、美国银行、摩根大通等大型银行比肩。以 2006 年为例，富国银行的资产总额仅为花旗银行的 1/4、美国银行的 1/3，净收入不及两家银行的四成。08 年的金融危机给了富国银行一次历史性机遇，富国银行对美联银行的并购，吃下了这家资产规模大于自己的老牌巨头，真正建立了全美第一大零售银行的地位。富国银行多年来以传统商行业务为核心的低风险经营策略，为其渡过金融危机并抓住时机实现弯道超越积蓄了力量。

**13 年成为全球市值最大银行。**08-14 年，富国银行市值快速攀升，在 13 年底超越工行成为全球市值最大的银行，15 年后市值增长缓慢，16 年受虚假账户事件影响估值有所下降，市值增长乏力，最终在 16 年 9 月不敌摩根大通，交出美国市值第一的宝座。截至 20 年 7 月 10 日，富国银行 1044 亿美元市值位居美国第四。

图 5：2013 年底，富国银行超越工行，成为全球市值最大的银行（亿美元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

### 1.3. 社区化的定位和客户为先的价值观

2012 年富国银行发布 44 页小册子《富国银行的愿景与价值观》(The Vision & Values of Wells Fargo)，要求员工人手一册，同时通过官网和其他渠道广泛传播，**定位自己为社区化的银行，专注零售领域，并将“客户放在首位”**。文中有这样的一段话：“富国银行首先是本地的，然后才是全国性的。我们不是生来就是一家全国性的银行，这就决定了我们的地方性。我们的出身是一家扎根于社区的小型地方银行，在社区的街头巷尾与客户们打

成一片；然后才凭借自己的努力，成长为在社区银行业务上颇有心得的区域性银行；最后，通过不断地并购与扩张，富国银行才成长为一家全国性银行。

图 6：富国银行的标志是六驾马车，奉行“永远不要把马车放到马前面”的信条



资料来源：富国银行官网，天风证券研究所

富国银行注重建立与客户的长期关系，深知客户基础在长期经营中的重要性。富国银行表示其愿景与做大无关，而是和客户建立终身关系。富国银行“客户为先”的价值观，和注重长期客户关系的经营理念，与其重要的经营策略“交叉销售”密不可分。

*“Our vision has nothing to do with transactions, pushing products or getting bigger for the sake of bigness. It’s about building lifelong relationships one customer at a time”*

富国银行在愿景中表示“*We’ ll never put the stagecoach ahead of the horses*” (永远不要把马车放到马前面)。“驱使我们每天清晨醒来的动力，是为了帮助客户实现财务成功，并满足他们所有的金融需求。富国银行之所以能维持盈利，是因为我们能专注于服务客户，而不是别的什么原因。对富国银行来说，这个久经考验的愿景高于一切。我们不会本末倒置，也不会把马车放在马的前面。”

图 7：富国银行的愿景和目标：满足客户金融需求&成为行业金融服务领导者

**THE VISION, VALUES & GOALS OF WELLS FARGO**

<p><b>Our Vision</b></p> <p>We want to satisfy our customers' financial needs and help them succeed financially.</p> <p><b>Our Values</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ What's right for customers</li> <li>■ People as a competitive advantage</li> <li>■ Ethics</li> <li>■ Diversity and inclusion</li> <li>■ Leadership</li> </ul>	<p><b>Our Goals</b></p> <p>We want to become <i>the</i> financial services leader in these areas:</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse; text-align: center;"> <tr> <td style="padding: 5px;">Customer service and advice</td> <td style="padding: 5px;">Team member engagement</td> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">Innovation</td> <td style="padding: 5px;">Risk management</td> </tr> <tr> <td style="padding: 5px;">Corporate citizenship</td> <td style="padding: 5px;">Shareholder value</td> </tr> </table>	Customer service and advice	Team member engagement	Innovation	Risk management	Corporate citizenship	Shareholder value
Customer service and advice	Team member engagement						
Innovation	Risk management						
Corporate citizenship	Shareholder value						

资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

### 1.4. 富国银行三大业务布局

布局三大业务板块，专注社区银行。上世纪 80 年代，为应对市场化改革，富国银行走了一条与其他美国大型商业银行不同的发展路线：面对摩根大通、花旗银行等大银行，纷纷将投资银行业务作为发展重点，大力拓展投资和经纪业务，富国银行却选择了坚守传统商业银行的业务阵地，坚持以社区银行业务为主营业务。

表 1：富国银行 2019 年三大板块业绩情况（亿美元）

	社区银行	批发银行	财富和投资管理	合计
--	------	------	---------	----

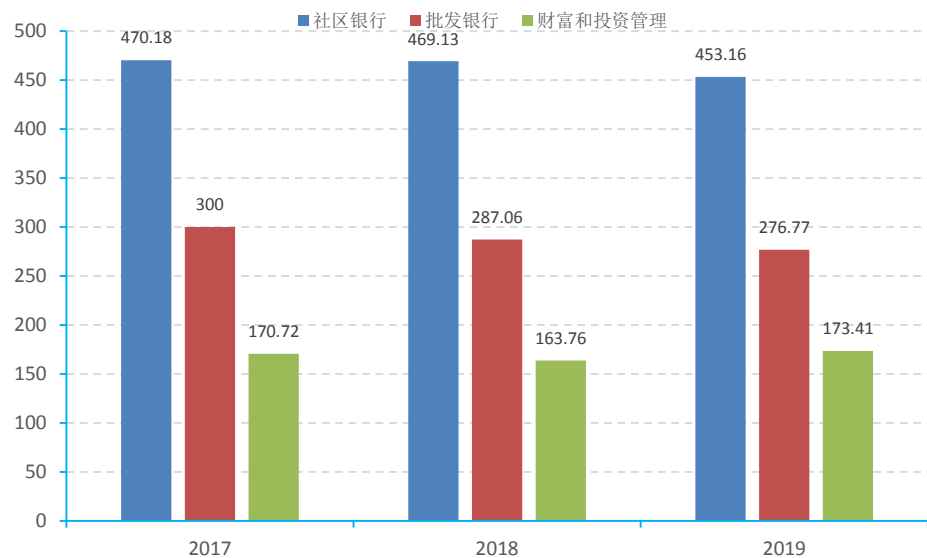
利息净收入	276	177	40	472
非息收入	177	100	133	378
总收入	453	277	173	851
净利润	74	107	27	195

资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

富国将自己定义为一家多元化经营的、以社区为基础的金融服务机构。富国银行主要业务包括社区银行、批发银行、财富与投资管理三部分，其中社区银行是富国银行最主要的收入来源，截至 19 年末，社区银行业务收入占总收入 53%，是富国银行最核心的部门。

社区银行业务即零售业务，主要面向个人和小微企业（年销售额在 500 万美元以下的中小企业）。对个人，社区银行提供汽车贷款、教育贷款、住房抵押贷款以及信用卡等产品，对小微企业，富国银行提供租赁、房地产贷款、经营性贷款、养老金投资等业务。

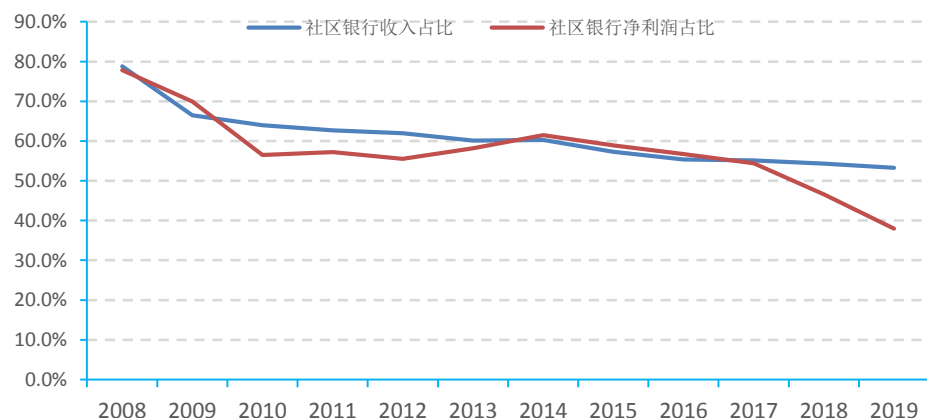
图 8：近三年富国银行三大板块营业收入（亿美元），19 年末社区银行业务收入占比为 53%



资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

16 年后社区银行板块利润贡献度明显下降。08 年富国银行与西北银行完成合并后，零售业务占比提升，社区银行业务板块收入占比达到 78.8%，净利润占比 77.8%。但 08 年以后社区银行业务利润和营收贡献度下降明显，截至 19 年末，社区银行板块净利润贡献度为 38%，批发银行板块净利润贡献度达到 55%，财富与投资管理板块净利润贡献度为 14%。批发银行的净利润贡献度已经大幅超过社区银行。2016 年以后净利润贡献度下降尤为明显，从 16 年的 56.7% 下降至 19 年的 38%。16 年虚假账户事件爆发后，富国银行大约 5300 名涉事员工被解雇，被罚近 1.9 亿美元，零售端利润收到影响。

图 9：08 年后社区银行收入和净利润贡献度下降，16 年后净利润贡献度下降明显

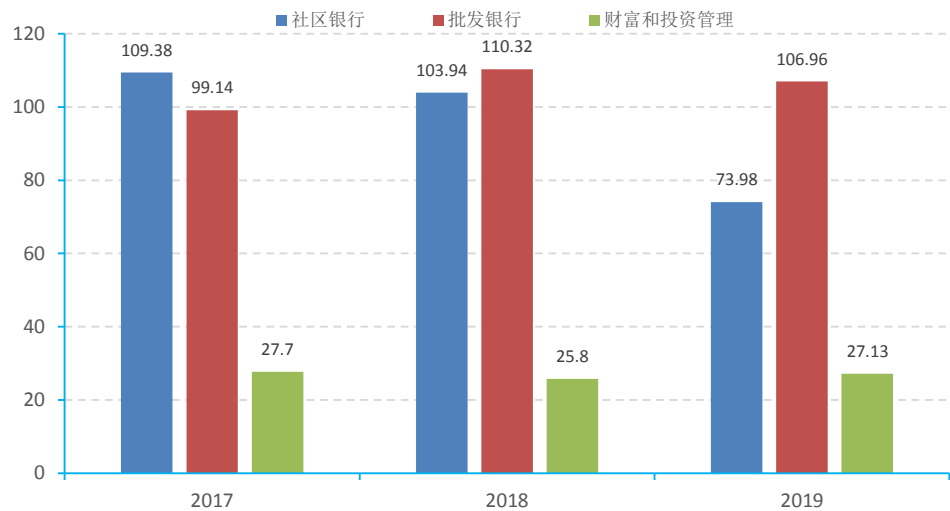




资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

**批发银行板块利润贡献占比上升。**批发银行业务面向全球金融机构以及年销售额超过 500 万美元的企业，为其提供金融解决方案，产品服务包括商行、公司投行、商业地产、资金管理。19 年社区银行业务净利润贡献占比仅为 38%，挑起大梁的是批发银行业务，净利润贡献占比达 55%。2016-2019 年批发银行净利润增长主要源自美国企业所得税改革，2017 年美国参议院通过税改法案，把企业所得税从 35%降低到 20%，减轻了企业税收负担。

图 10：18 年批发银行板块净利润首度超越社区银行（亿美元）



资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

财富和投资管理业务面向机构客户以及高净值和超高净值个人和家庭，为其提供全方位的个性化财富管理、投资和退休产品及服务。旗下包括 Wells Fargo Advisors, The Private Bank, Abbot Downing, Wells Fargo Institutional Retirement and Trust, and Wells Fargo Asset Management。2019 年财富管理板块盈利贡献占比 13.9%，净利润 27 亿美元，同比上升 5%，是三大业务板块中唯一一个净利润同比增长的板块。

**财富管理板块非息收入可观。**2019 年富国银行营收 851 亿美元，财富管理仅占 20%，但 19 年富国银行 378 亿美元的非利息收入中财富管理板块贡献 133 亿美元，占据 35%。财富管理板块为富国银行带来可观非息收入，非息收入主要来自佣金费用和信托投资管理费用。

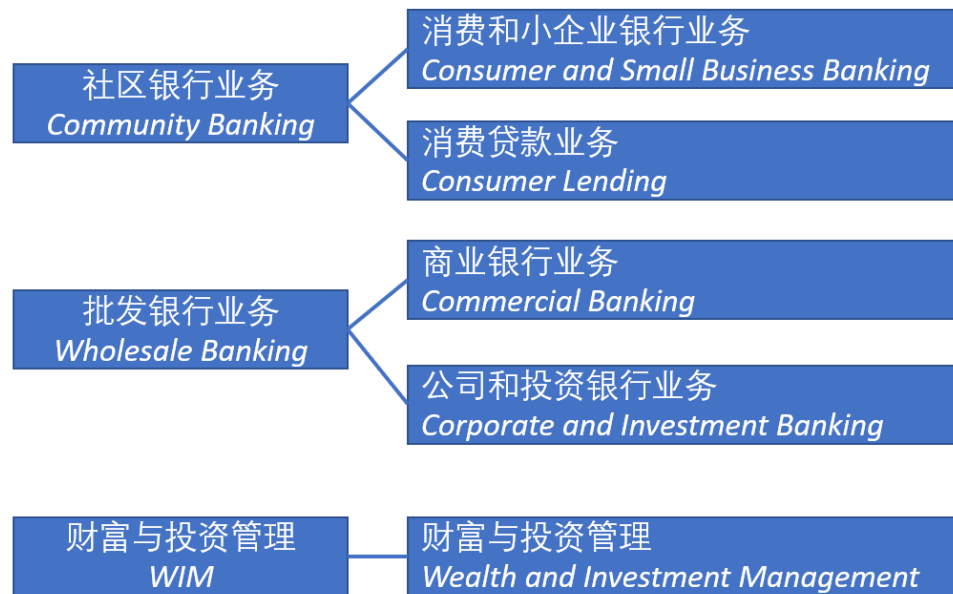
表 2：富国银行财富管理业务板块非息收入明细（百万美元），主要为经纪佣金和信托投资

	2019	2018	2017
存款账户手续费	16	16	17
经纪顾问、佣金费用	8,946	9,161	9,072
信托投资管理	2,587	2,893	2,877
投资银行	6	9	-2
其他费用（卡费、保险、抵押贷款、投资净收入等）	1,749	-144	467
非息收入合计	13,304	11,935	12,431

资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

**20 年富国变革业务板块，有助于提升公司的风险控制、运营管理能力。**2020 年 2 月 11 日，富国银行宣布对组织结构进行了调整，将原先三个业务板块细分为 5 条业务线：消费和小企业银行；消费贷款；商业银行；公司和投资银行；财富和投资管理。这种组织结构调整，主要是为了公司运作更加高效，将社区银行和批发银行板块业务进行细分，社区银行板块细分为消费和小企业银行、消费贷款两个部门；批发银行板块细分为商业银行、公司和投资银行两个部门。体现近年富国银行对于公司治理有效性的反思，将部门更加细分有助于提升公司的风险控制、运营管理能力。

图 11：2020 年 2 月 11 日，富国银行从三业务板块细分为 5 条业务线



资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

## 2. 社区银行优势明显，成就较高的 ROE

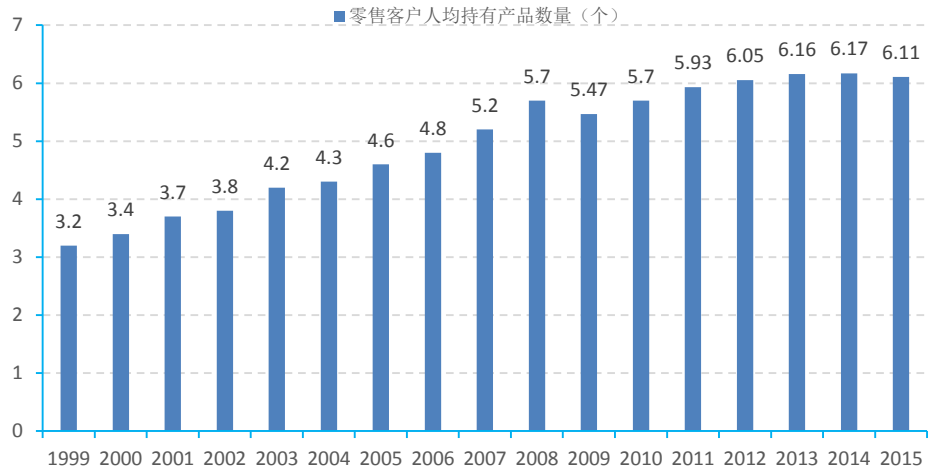
社区银行业务即零售业务，主要面向个人和小微企业（年销售额在 500 万美元以下的中小企业）。对个人，社区银行提供汽车贷款、教育贷款、住房抵押贷款以及信用卡等产品，对小微企业，富国银行提供租赁、房地产贷款、经营性贷款、养老金投资等业务。富国银行长期深耕社区银行，坚守传统商业银行阵地，零售客户基础优异，带来了较低的负债成本及较高的贷款收益率，奠定其较高的 ROE 水平。

**坚定的社区银行发展理念。**在富国银行 160 年的发展历史中，它始终坚持发展社区银行业务，始终突出社区概念。富国银行的每一份年报中，都用了很大篇幅宣传其社区实践和社区成就。在美国这样一个高度成熟、发达的金融市场，富国社区银行坚持通过房贷、车贷、信用卡等传统产品参与竞争，实属异类。

### 2.1. 核心竞争力 1：交叉销售之王，带来较低负债成本

**产品渗透率深，客户粘性较强，富国员工交叉销售指标压力大。**富国银行把交叉销售作为其发展的核心战略，16 年虚假账户事件爆发之前，富国银行每年年报中都会披露其零售客户人均持有产品数量，体现其交叉销售成果。1999 年，富国完成与西北银行合并后，零售客户人均持有 3.20 个富国产品，到了 2015 年，零售客户平均持有 6.11 个富国产品。**客户持有的富国银行产品越多，体现其与富国银行越深的联系，甚至可以完全融入客户的个人生活，建立较强粘性关系。**16 年虚假账户事件暴露出富国银行给予员工巨大交叉销售指标考核压力，从而出现账户造假事件，所以 16 年后年报中再也没有披露客户人均持有产品数量，甚至“cross-sell”一词也很少再出现。但仍可看出，富国银行在美国具有很深的产品渗透率。

图 12：富国银行出色的交叉销售成绩——零售客户人均持有产品量较高

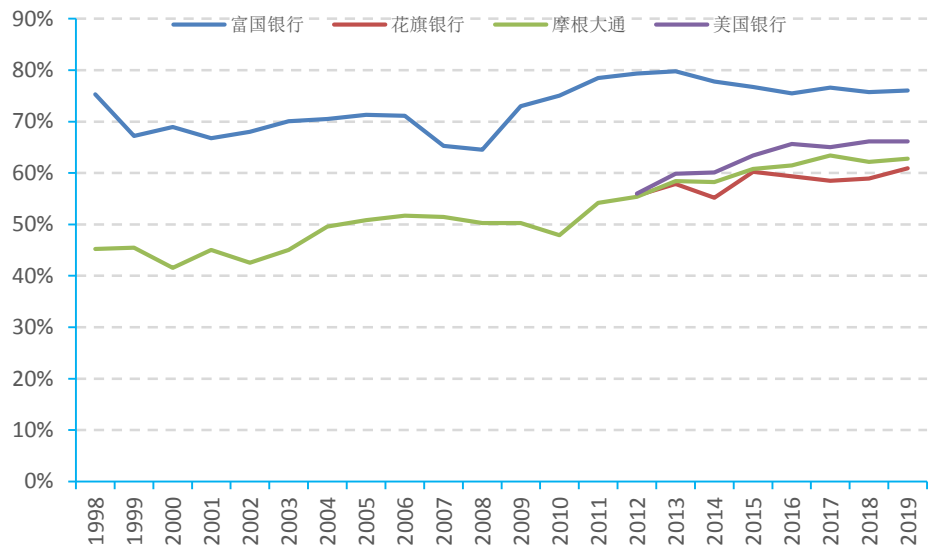


资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

**富国银行交叉销售的关键是产品的配套组合与有效的销售。**富国银行通过一系列机制保证交叉销售的理念得以落地。富国银行建立了一个高效的客户关系管理平台，为每一个客户经理提供整合的客户信息和金融产品知识，并在此基础上建立了客户识别模型以及回应预测模型，用以有效识别客户的潜在需求，提高营销效率。

**负债结构较好，存款占比高。**相比摩根大通等全能银行，富国银行长期专注于传统商行业务，由于社区银行之优势，负债结构较好。2019 年末，富国银行负债中存款占比达 76%，过去 20 年中，富国银行这一占比长期稳定在 70%左右，明显高于花旗、摩根大通和美国银行。

图 13：过去 20 年，美国四大行中富国银行存款占负债比重最高

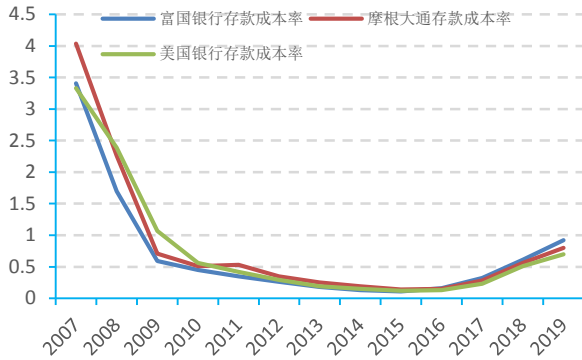


资料来源：富国银行年报，美国银行年报，花旗银行年报，摩根大通年报，天风证券研究所

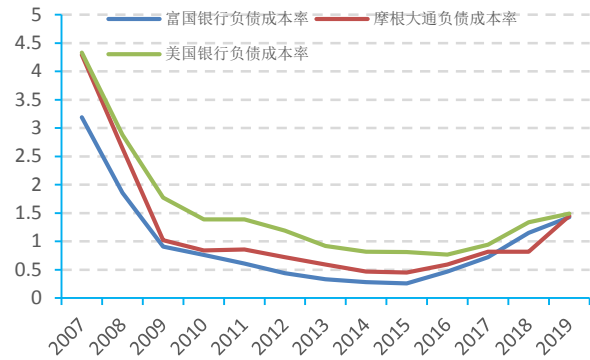
**零售客户基础优异，负债成本较低。**社区银行业务的服务对象是居民个人和小微企业，议价能力较低，存款成本较低，此外，网点广布、服务优质带给富国银行大量稳定的存款，加上交叉销售带来的客户粘性，整体的负债成本低于行业平均水平。15 年富国银行曾达到 0.11% 的存款成本率，07-15 年富国银行持续享有存款成本优势。但 16 年后存款优势被打破，美国银行和摩根大通的存款成本率相对更低。**存款成本率上升主要来源于两方面，一方面存诉讼款竞争加剧，富国银行为促销新存款提高定价；另一方面，富国银行存款组合重心正在向高成本存款产品转移。**

图 14：富国银行存款成本率较低 (%)，优势已经不明显

图 15：富国银行负债成本率较低 (%)，但优势已经减弱



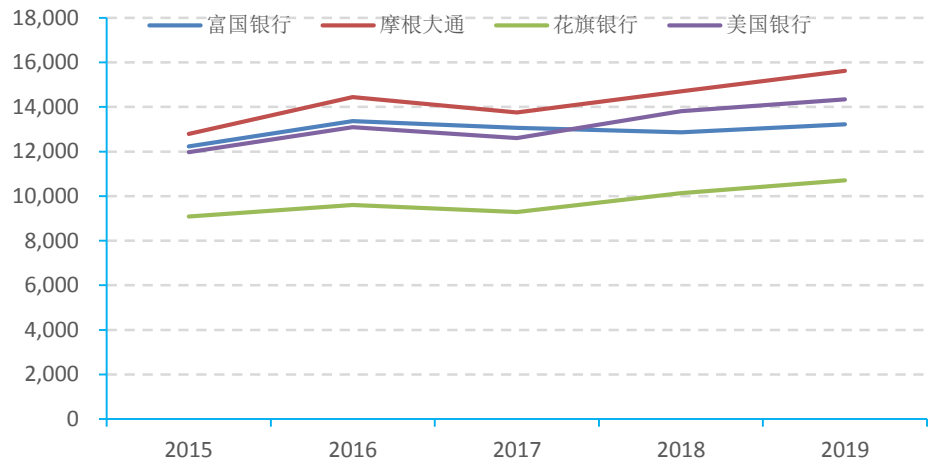
资料来源：各银行年报，天风证券研究所



资料来源：各银行年报，天风证券研究所

**16年后富国银行存款增长缓慢。**实际上，16年后富国银行在存款竞争中处于劣势，存款增长缓慢，甚至出现负增长，16年末存款总额1.34万亿美元，19年末降至1.32万亿美元，而同期其他大行加大存款竞争，存款增长率较高，18年后富国银行存款总额已经被美国银行超过。**16年虚假账户事件使得富国银行信誉和形象受损，低增长的存款迫使富国通过提高定价进行促销，提高了其负债成本率。**

图 16：16年后富国银行存款增长缓慢（亿美元），16年末1.34万亿美元，19年末降至1.32万亿



资料来源：WIND，天风证券研究所

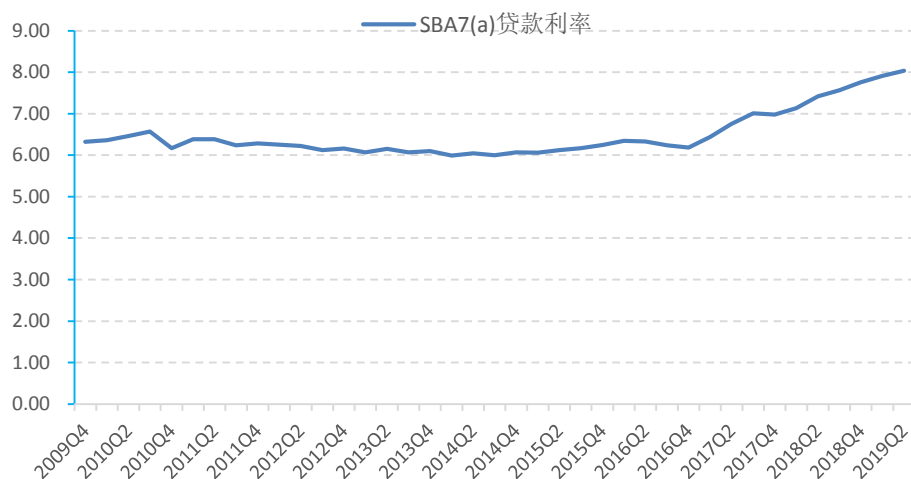
## 2.2. 核心竞争力 2：小企业贷款领军者

**拓展 10 万美元以下小额贷款蓝海，成为美国最大的小企业贷款银行。**上世纪 90 年代末，美国大型商业银行对小微企业金融服务并不重视，因其风险较高、管理成本较大、收益不具规模效应。富国银行看重这片蓝海，通过研究该类客户的潜在需求和风险状况，借助新开发的信用评分卡，在 1995 年开创了直接在全美发放小企业贷款的先河，主要面向年销售额小于 200 万美元的企业专门发放最高额度为 10 万美元的无抵押循环贷款和小企业信用卡。十年后，富国银行成为了美国最大的小企业贷款银行。

**小企业贷款利率较高。**美国政府专门设立了为小企业提供金融支持的小企业管理局(SBA)。SBA 主要是对银行采取授信管理，待发生损失的时候由其出面向银行予以补偿。SBA 的担保费率约为担保金额的 2%，由贷款的企业承担。

美国小企业管理局的 7(a) 贷款计划是协助中小型企业增加营运资金的贷款计划，部分贷款由政府担保。**19Q2 新发放的小企业 SBA7(a) 贷款利率达 8%，收益率较高。由于小企业贷款利率显著高于大中型企业，小企业贷款做的多，对净息差帮助较大。**

图 17：美国小企业贷款 SBA7(a)贷款利率 (%)



资料来源：美国小企业局 (SBA)，天风证券研究所

**富国银行客户明确细分，“企业通”和小企业银行两家机构开拓小企业市场。**富国银行小企业市场由旗下的两家专门机构负责。“企业通”的贷款上限为 10 万美元，平均每户 4 万美元，客户年销售额小于 200 万美元；小企业银行贷款上限为 100 万美元或更高，客户年销售额为 200 万至 2000 万美元。对这两种客户，富国银行采用不同方式进行风险控制和对口服务。对于金额 10 万美元以下的微贷，审批和管理采取集中的工厂化管理模式，提供柜台化的标准服务，没有客户经理。对小企业银行贷款，分配专门客户经理进行对接。

表 3：富国银行对小企业贷款业务明确划分，分为“企业通”和小企业银行

	“企业通”	小企业银行
<b>贷款上限</b>	贷款上限为 10 万美元	贷款上限为 100 万美元或更高
<b>客户资质</b>	客户年销售额 < 200 万美元	客户年销售额为 200 万至 2000 万美元
<b>放贷方式</b>	大部分贷款通过邮件、电话或分行柜台发放，没有客户经理	贷款由训练有素的客户经理负责发放，客户经理负责管理与客户的关系
<b>风控审批</b>	贷款发放和账户监控中大量使用信贷评分；引入自动化审批和征信机构	贷款发放基于企业主财务报表分析：流动性、杠杆比率、偿债能力等
<b>担保</b>	通常无担保物	通常需要提供担保物

资料来源：第一财经，天风证券研究所

**10-13 年富国银行成为美国最大的小企业发放行。**根据美国小企业局的统计，08 年金融危机后富国的小企业贷款余额在美国银行业中排名第二，10~13 年都排名第一。尽管富国以小微企业贷款而著称，但其小企业贷款实际上余额和占比并不高。10-13 年，富国小企业贷款占商业贷款的比重从 19% 下降至 14.8%，占总贷款的比重从 4.8% 降到 4.2%，占总资产的比重从 4.9% 下降到 2.7%。截至 13 年 6 月末，富国银行小企业贷款 357 亿美元，为美国最大的小企业贷款发放行。**富国银行对客户进行合理划分，采用两家专门机构负责运营，依靠小企业贷款较高的贷款利率，推动美国小微企业贷款的高增，并给富国带来息差优势。**

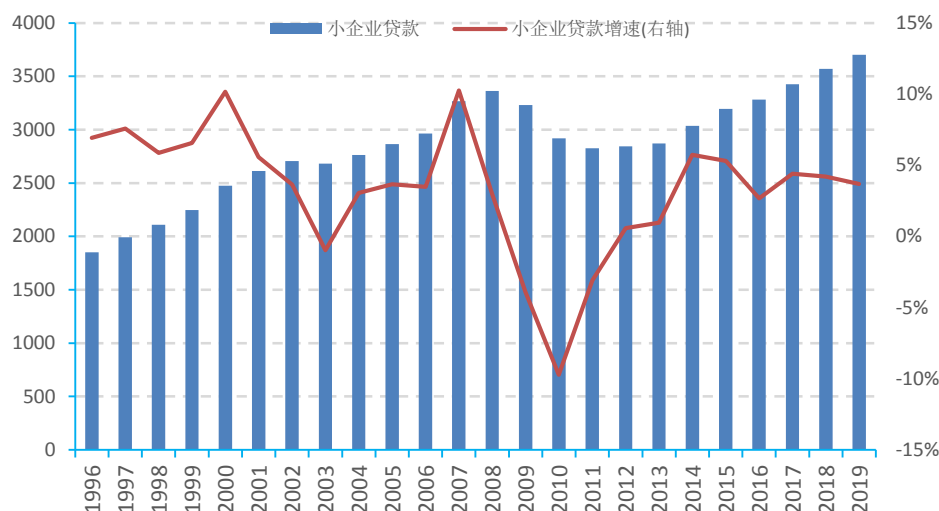
表 4：美国前五大小企业贷款发放银行情况（亿美元，截至 13 年 6 月）

	与资产比例	与商业贷款的比例	小企业贷款余额	10 万美元以下贷款	10 万-百万美元贷款
富国银行	2.7%	14.8%	357	91	266
美国银行	2.2%	12.0%	324	149	175
摩根大通	1.9%	15.3%	251	139	112
美国运通公司	25.0%	100.0%	177	176	1
美国合众银行	4.4%	19.7%	152	54	98

资料来源：美国小企业局（SBA），天风证券研究所

美国小企业贷款约占美国工商企业总贷款的 20%。19 年末美国百万美元以下的小企业贷款约 3701 亿美元，96 年仅 1850 亿美元，增幅较大；其中 08-12 年受金融危机影响，小企业贷款有所下降。近年来，美国小企业贷款增速维持在 4% 左右，小企业贷款（百万美元以下）占美国工商企业贷款比重稳定在 20% 附近。

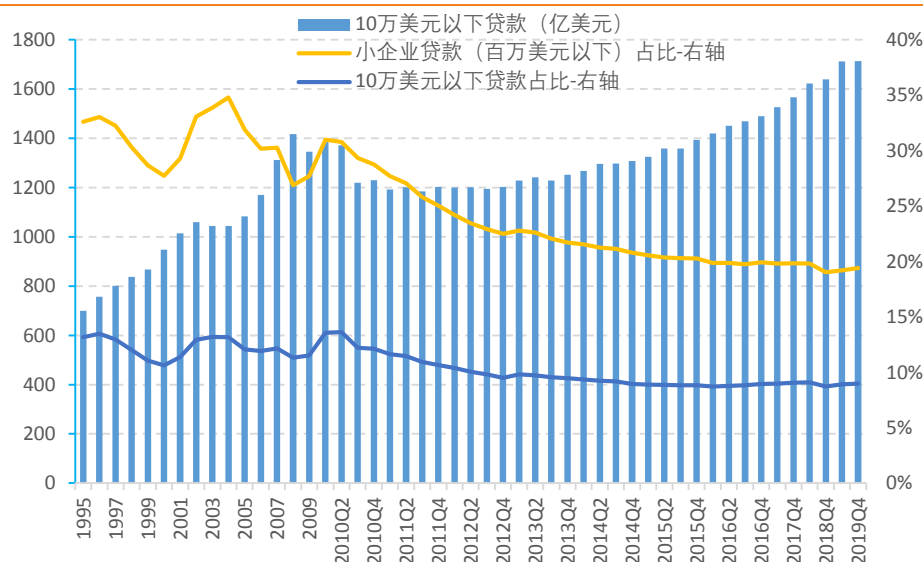
图 18：近年来，美国小企业贷款增速维持在 4% 左右（亿美元）



资料来源：FDIC，天风证券研究所

95 年后美国 10 万美元以下贷款快速增长。富国银行 95 年开创直接在全美发放小企业贷款的先河后，美国 10 万美元以下贷款快速增长，从 95 年不到 700 亿美元，增长至 08 年 1417 亿美元，占美国工商企业总贷款比重一度稳定于 14% 附近，近年来 10 万美元以下贷款占比稳定在 10% 左右。**富国银行作为大行开拓小微贷款，对美国小企业贷款的增长起到了助推作用，同时由于小企业贷款较高的贷款利率，给富国银行带来了息差优势。**

图 19：95 年后美国 10 万美元以下贷款快速增长，近年来占美国工商企业贷款比重稳定在 10% 左右



资料来源：FDIC，天风证券研究所

### 2.3. 核心竞争力 3：全渠道运营，物理网点成本较低

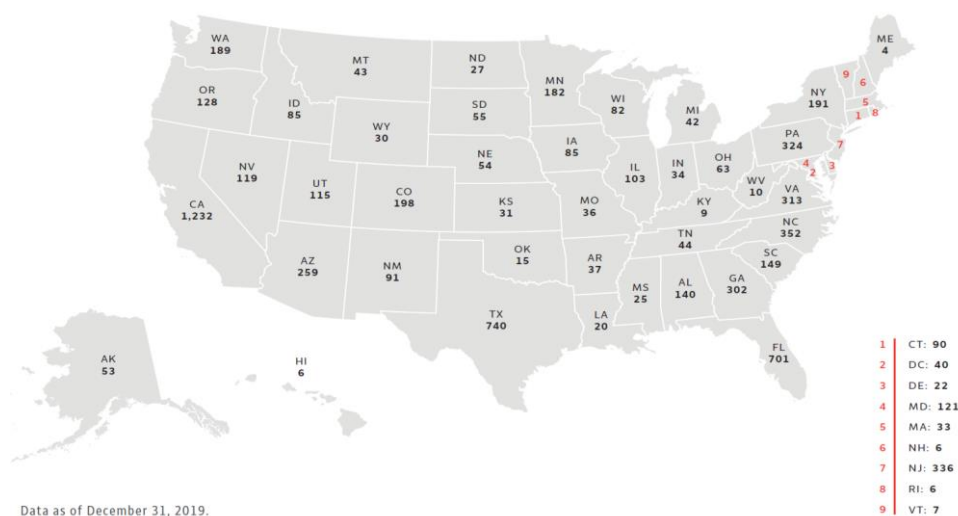
全渠道运营是指零售商可以运用实体店、邮件目录、电话客服、网站、社交媒体、手机应用等渠道，使客户在各个渠道的互动体验中无缝对接，并与客户展开良性互动。

富国银行认为“物理网点永远不会消亡”。随着互联网金融的风生水起，风靡一时的《银行 3.0》中写道：“未来十年，银行传统物理网点终将走向消亡”。根据富国银行此前的一项统计，6 个月时间里超过 75%的存款客户到访了该行的物理网点，这也是富国银行不赞成“网点消亡论”，而主张联结物理网点服务与数字化服务的缘由。

“小而便民”的商店化运营模式，建设成本仅为传统网点的 1/4。与国内银行网点不同，富国银行网点采用小规模“商店”以及“商店内设银行”的模式，降低银行门店成本，一个网点一般仅不足 100 平方米，富国银行在空间利用和成本控制效率的提升上成效显著，2008 年到 2012 年间，减少了 1600 万平方英尺的物业面积，相当于 6 个帝国大厦的建筑面积。一家富国银行的“商店”建设成本仅为传统网点的 1/4，可见其在网点成本控制、业务成功控制上的独到之处。对比中国，据麦肯锡数据，中国银行业的整个成本收入比只有 30%左右，但是零售银行业务单列的成本收入比可能达到 60-80%，甚至 80%以上。

图 20：富国银行在美国有 7400 多个网点

NUMBER OF DOMESTIC LOCATIONS BY STATE



资料来源：富国银行 2019 年报，天风证券研究所

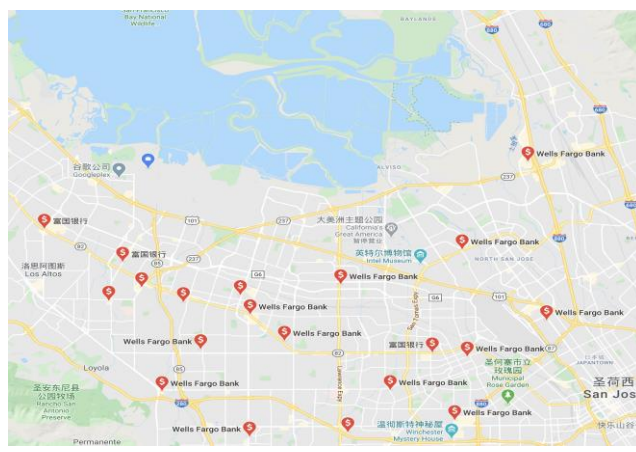
坚持广泛的物理网点布局。截至 19 年末，富国银行全美拥有超过 7400 个网点，国内工商银行网点 1.55 万个，招商 1833 个，平安 1058 个。地理方面，富国银行将网点开到离社区居民最近的地方，极大地方便了当地的居民，同时可以抢占更多业务资源，打造“社区银行”的理念。

图 21：富国银行网点以小规模商店为主



资料来源：环球网，天风证券研究所

图 22：美国加州湾区附近富国银行网点分布（2020 年 7 月）



资料来源：谷歌地图，天风证券研究所

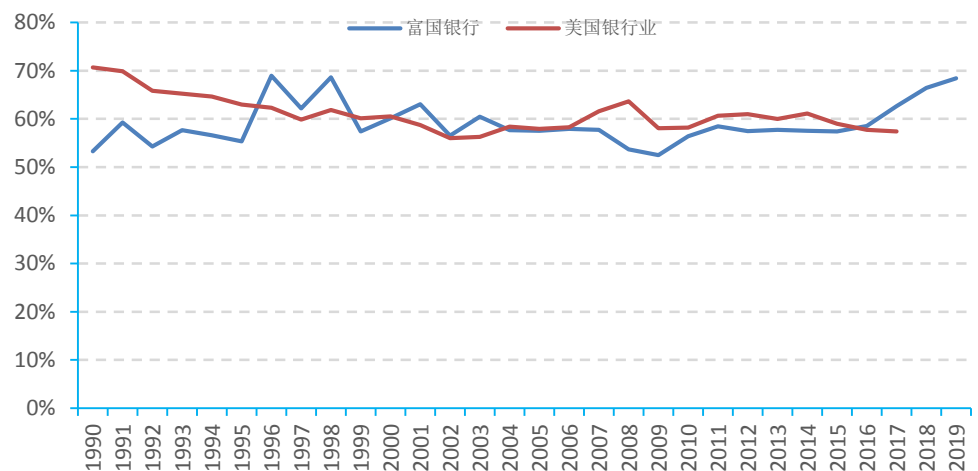
富国银行重视开拓新渠道，交叉渠道助力交叉销售。富国银行不仅对传统的商业银行模式较为坚持，对新兴渠道工具开发也积极投入。富国银行是美国第一家网上银行开发者，

是美国第一家推广苹果支付的银行。富国银行统计表明，很多客户使用 3 个以上的服务渠道，富国银行致力于所有渠道的融合与无缝连接。20 多年来，富国银行“交叉销售”的成功很大程度上有赖于交叉渠道的成功搭建。同时富国银行很重视全流程电子化。在富国银行一半以上的物理网点，无论是存款、取款、支付或者其他柜台交易都已经实现了全流程电子化。

## 2.4. 成本收入比较好，ROE 持续领先

成本收入比好于行业平均。富国银行注重成本控制，商店化运营模式和多渠道交叉销售等使得营业费用相对较低。96 年之前，富国银行成本收入比明显低于行业平均；受较大并购等影响，96-00 年成本收入比较高；04-16 年，成本收入比在 50%-60% 之间，好于行业。不过，2016 年以来，受“虚假账户”事件影响，富国银行成本收入比上升明显。

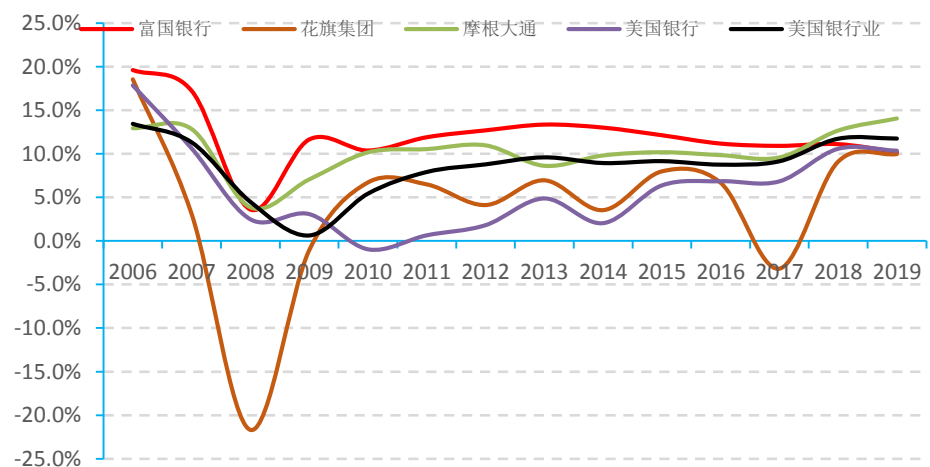
图 23：富国银行成本收入比相对较低，16 年后上升明显



资料来源：FRED，富国银行年报，天风证券研究所

社区银行优势明显，息差高于行业，成就较高 ROE。得益于社区银行优势，净息差高于行业，富国银行 ROE 长期高于行业平均及美国主要大行。除 08 年金融危机外，富国银行 ROE 持续高于 10%，保持两位数增长，显著高于行业平均和其他大行，富国银行社区银行优势高度体现。但 16 年后富国社区银行优势减弱，个贷占比下滑，息差下行明显，随着其他大行 ROE 较快增长，富国银行 ROE 领先优势减弱。

图 24：16 年以前，富国银行 ROE 持续领先同业，但近年来优势已减弱



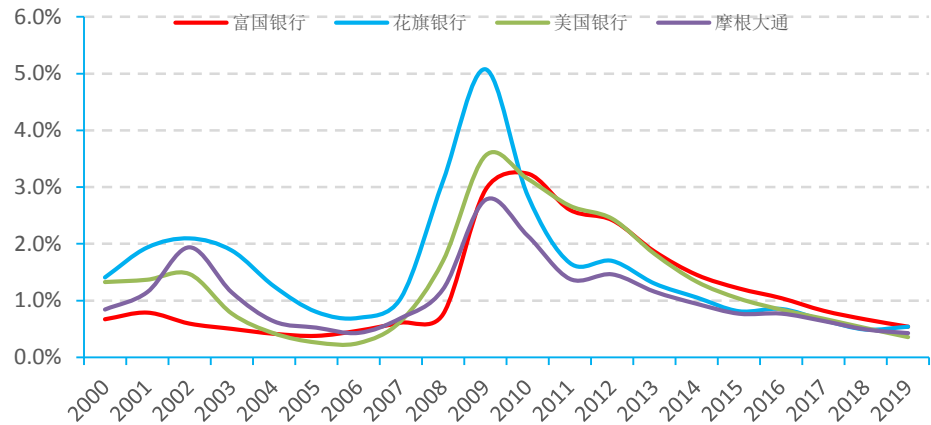
资料来源：FRED，摩根大通年报，富国银行年报，花旗银行年报，天风证券研究所

资产质量保持良好，不良贷款率处于历史低位。09 年后美国大行不良贷款率持续下降，富



国银行从 09 年的 2.95% 下降至 19 年 0.54%，四大行的不良贷款率目前都保持较优水平。19 年富国银行 NPA（不良资产）56.49 亿美元，较 18 年下降 13 亿美元，同比下降 18.7%。**虽然富国银行定位社区银行优势，小企业贷款领先，但较低的不良贷款率体现富国银行出色的信贷资产质量控制能力，为其 ROE 的可持续发展提供基础。**

图 25：富国银行不良贷款率一直保持较低水平



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

### 3. 富国银行的平凡之路

#### 3.1. 交叉销售——成也萧何，败也萧何

**鼎盛时马失前蹄，虚假账户事件重创富国银行。**在连续三年蝉联全美银行市值第一后，2016 年 9 月，富国银行把头牌拱手送给了摩根大通。2016 年，美国消费者金融保护局声称：**从 2011 年起，富国银行有员工未经客户允许私自开立虚假账户，向客户发送虚假邮件注册网上业务，并迫使客户为不知情的账户支付费用等，此类虚假账户达到 200 万个。**2016 年 9 月 8 日，富国银行接受美国消费者金融保护局、美国货币监理署和洛杉矶检察官办公室处罚共计 1.85 亿美元的巨额罚款，并承诺向遭受损失的客户赔偿 500 万美元，解雇与此事件相关的约 5300 名雇员，富国银行董事长兼 CEO 约翰·斯坦普黯然离职。这一事件被称之为“虚假账户门”。

**交叉销售增长空间有限，富国银行亟需寻找新的增长点。**1.85 亿美元罚款对于每年上百亿利润的富国银行来说，并不会伤筋动骨，但其影响更加深远。由于富国银行经营策略相对保守，在并购美联银行后，业务覆盖美国全境，每年主要依靠交叉销售策略提振增长，“账户门”反映出富国银行交叉销售计划遭遇瓶颈。富国银行每个客户持有产品数量达到 6.17（2014 年），很难再继续提高，在销售目标和薪酬激励的驱动下，背离了“客户为先”企业价值观。**这一事件不仅反映出交叉销售策略已经面临瓶颈，也给富国银行的公司形象和信誉造成沉重打击，可以说成为其走向平凡的转折点。**

事件发生后，富国银行宣布从 17 年起，废止对大额零售业务销售目标的考核。16 年后年报中再也没有披露客户人均持有产品量，甚至“cross-sell”一词也很少再出现。

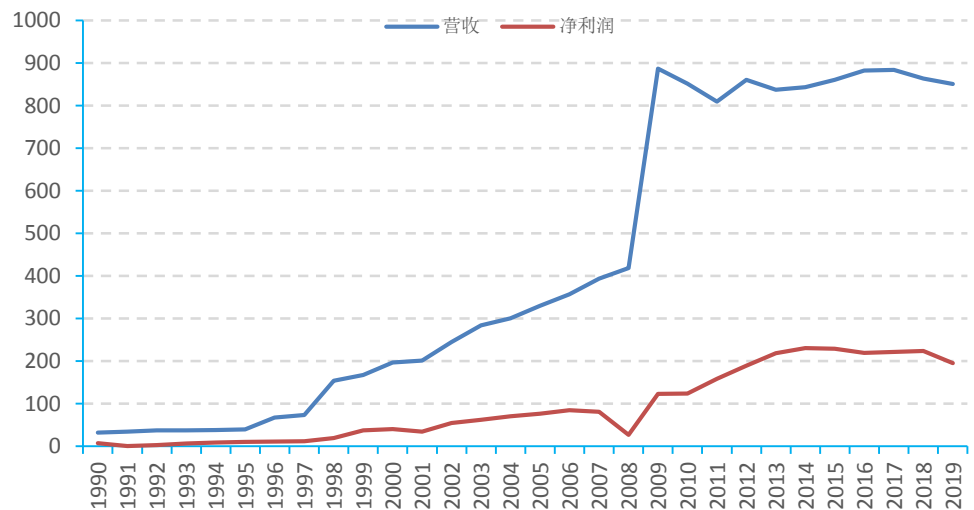
**事件影响一直持续到 2020 年。**富国银行 19 年净利润和营业收入都有下滑，各项业绩指标都不如先前强劲，富国在年报中表示这主要与先前零售业务相关的诉讼、客户补救措施以及其他监管事项有关。**直到 20 年 2 月 24 日，富国银行支付 30 亿美元，与美国司法部和美国证券交易委员会就长期以来虚假账户问题的调查达成和解。这一巨额和解金，解决了旷日持久的调查，也会给富国银行造成一定经济压力，毕竟 19 年富国银行净利润也才 195.5 亿美元。**

富国银行近乎“疯狂”的交叉销售已经透支了客户的购买潜力。根据 2014 年的数据，每个富国银行客户平均购买了 6.17 个金融产品，客户们已经不再能够像过去那样“消化”金融产品了。富国银行的净息差曾经傲视全球金融业，目前却已经连续第七年处于下降通道。

### 3.2. 富国银行近年来业绩增长放缓

业绩 30 年近 30 倍增长，但近年来增长明显放缓。1990 年-2008 年间，相继并购了第一洲际银行（96 年）、西北银行（98 年）和美联银行（08 年）等大中型银行，营收规模相应大幅增长。2009 年富国银行营收与净利润达到 887/123 亿美元，是 1990 年的 27.5/17.3 倍。但 2009-2019 年的十年间，自并购美联银行以来，业绩增长并不明显，19 年富国银行营收和净利润为 851/195 亿美元，营收反而较十年前有所下降。

图 26：富国银行 19 年营收 851 亿美元，较十年前下降 36 亿美元（亿美元）



资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

### 3.3. 美国标杆银行对比，富国银行优势减弱

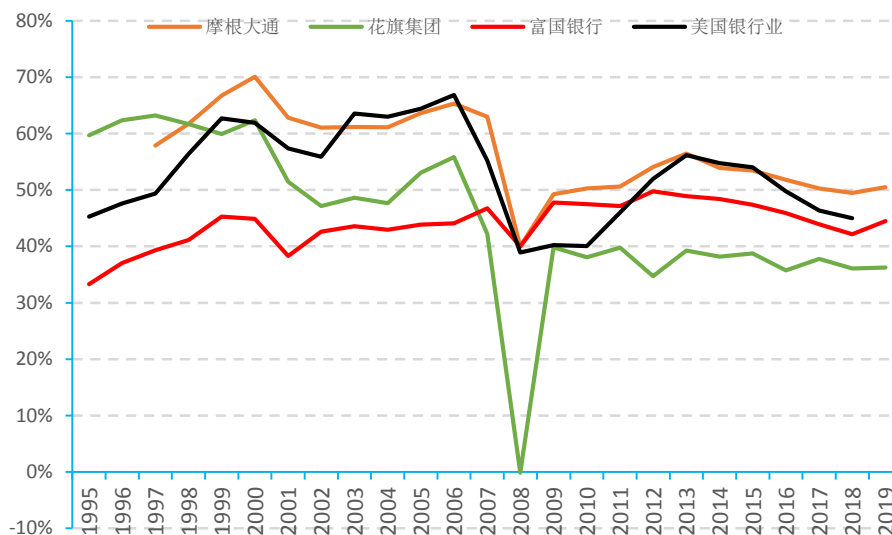
美国标杆银行逐渐诞生，各具差异化特色。过去 40 年，美国银行业经历了利率市场化及数不清的行业整合，在此过程中，美国银行业逐步出现了一些标杆银行。尽管海内外银行同质化严重，但部分银行还是走出了一条差异化之路。19 年摩根大通非息收入占比 50.49%，纽约梅隆银行非息收入占比 80.66%，摩根大通、纽约梅隆银行非息收入占比均常年高于 50%，降低了对息差的依赖。富国银行 19 年非息收入占比 44.48%，在美国银行业处于中间水平。这些标杆银行在各自领域有着自己的特色。

**摩根大通——全能银行典范。**摩根大通是综合金融领军者，“商行+投行”齐发力，业务横跨商行、投行、资产管理及财富管理等板块，并在这些业务领域位居美国甚至是全球银行业前列，是当之无愧的美国宇宙行。

**富国银行——社区银行典范。**富国银行是零售银行领头羊，08 年并购美联银行跃升为美国四大行之一；是一家多元化经营的、以社区为基础的金融服务机构，零售业务利润贡献常年高于 50%。

**纽约梅隆银行——托管及资管银行王者。**2007 年纽约银行完成与梅隆银行的合并，从此走上精品化资管银行的道路。其抛弃传统银行存贷业务，专注资管与托管业务。

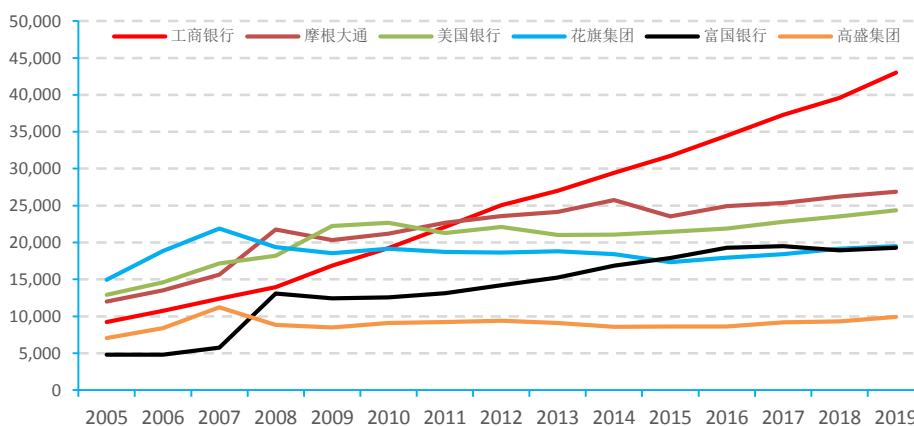
图 27：富国银行非息收入占比在美国银行业处于中间水平



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

**论资产, 富国银行为美国第四大行, 体量约为工行一半。**若以资产规模论, 美国四大行分别为: 摩根大通、美国银行、花旗银行和富国银行。截至 2019 年末, 摩根大通资产规模为 2.69 万亿美元, 为美国第一大银行, 高出第二大美国银行资产规模约 0.3 万亿美元; 不过这个资产规模较工行小不少, 19 年末工行资产规模约 4.30 万亿美元 (30 万亿人民币)。过去 5 年中, 工商银行资产规模稳步上升, 美国四大行资产规模增幅均较小, 19 年末工行的体量是富国银行的两倍多。

图 28: 富国银行 19 年末资产规模 1.93 万亿美元, 为美国资产规模第四大银行 (亿美元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

### 富国银行相对优势减弱

1) 2013 年富国银行总市值曾跃居全球第一, 当前全球最大市值银行为摩根大通, 较富国银行市值差距明显拉大。截至 20 年 7 月, 摩根大通市值为 2933 亿美元, 富国银行为 1044 亿。

2) 净息差优势减弱。富国银行净息差曾长期大幅高于同业平均, 但过去十余年零售占比下滑, 净息差持续下行。2019 年富国银行净息差 2.73%, 低于美国合众银行的 3.06%; 富国 19 年负债成本率 1.43%, 高于美国合众银行的 1.34%;

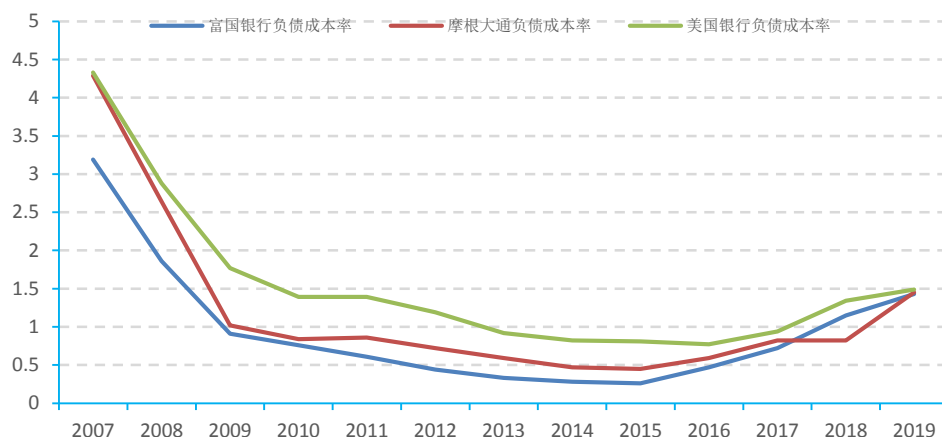
3) ROE 趋于平庸。2019 年富国银行 ROE 为 10.23%, 低于摩根大通及美国合众银行。

4) 截至 20 年 7 月, 富国银行 PB 估值仅 0.65 倍, 低于摩根大通及美国合众银行。

**负债优势被追赶。**由于存款占比较高, 且存款成本率低于其他大行, 富国银行负债成本优势明显。2007 年, 富国存款成本率明显低于摩根大通, 富国银行负债成本率仅 3.19%, 摩

根大通为 4.29%，美国银行为 4.33%，富国优势非常大；而 2019 年，富国负债成本率 1.43%，摩根大通为 1.45%，美国银行为 1.49%，优势大幅减弱。**负债优势减弱主要由于美国存款竞争加剧，社区银行板块利润贡献度不断下降，富国银行为促销新存款提高定价；另一方面，富国银行存款组合重心正在向高成本存款产品转移。**

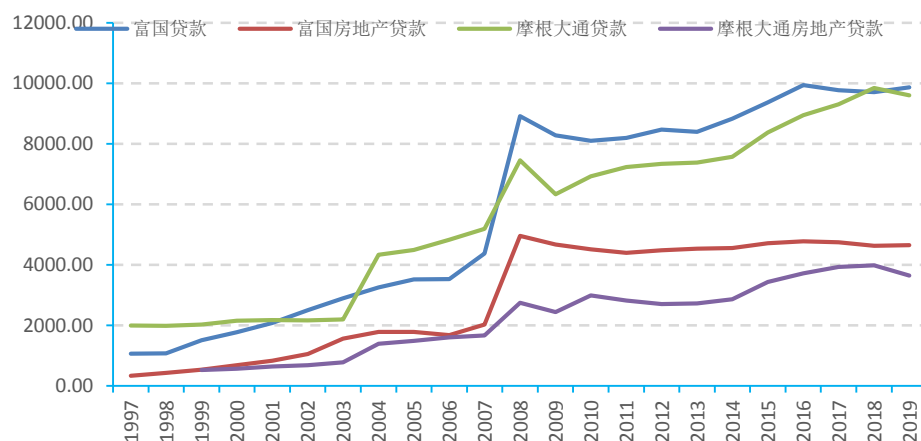
图 29：19 年富国银行负债成本率为 1.43%，优势大幅减弱（%）



资料来源：各银行年报，天风证券研究所

资产方面，16 年后贷款规模不增反降，房地产贷款几乎零增长。尽管富国银行的社区银行是传统优势，但这种优势并没有持续得到强化。作为美国最大的住房按揭贷款发放行，其优势也被摩根大通等银行追赶。自 08 年以来，富国银行房地产贷款近乎零增长，相比之下，摩根大通银行稳步增长。富国银行在 2016 年“虚假账户”丑闻中元气大受影响，贷款规模反而有所下降，2019 年总贷款规模已被摩根大通超越。

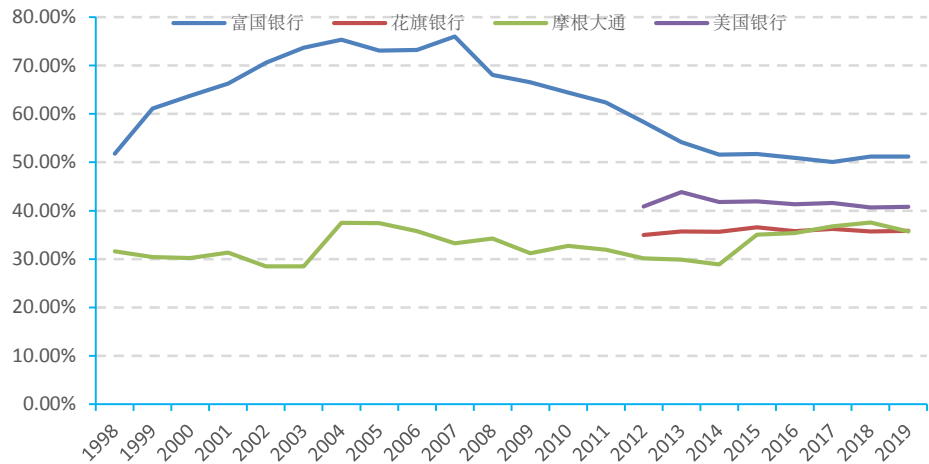
图 30：富国银行贷款和房地产贷款规模被摩根大通追赶



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

富国银行贷款占资产比重较高，但自 07 年后开始下滑。富国银行以传统商行业务为主，贷款占比长期大幅高于其他大行。但自 2007 年以来，其贷款占比下降明显，由 07 年的 76% 下行至 2018 年的 51%。一般来说，贷款收益率高于证券资产收益率，特别是个贷产品，19 年富国银行信用卡贷款收益率为 12.58%，是所有生息资产中收益率最高的，而 19 年富国银行的国债投资收益率仅为 2.07%。贷款占比的下降使得资产收益率下降明显。

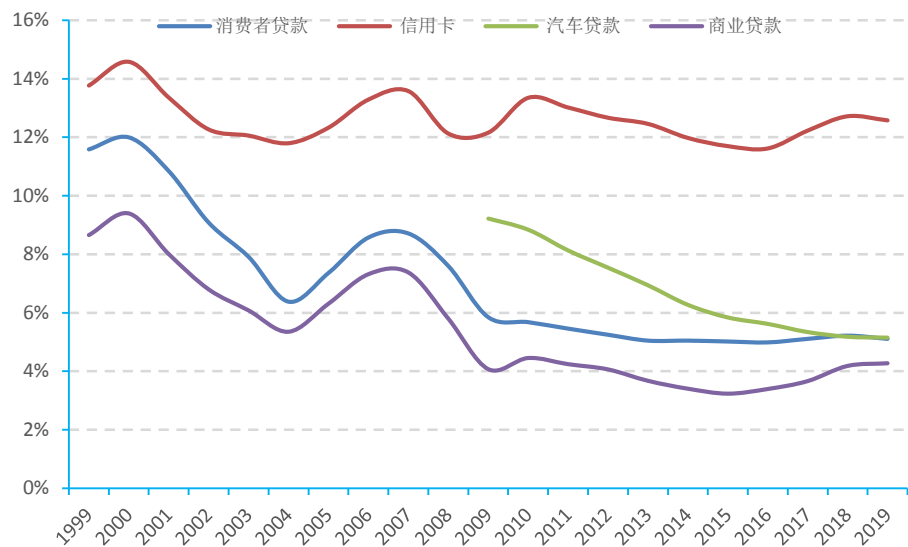
图 31：自 2007 年以来，富国银行贷款占资产比重下行明显



资料来源：WIND，天风证券研究所

**个贷收益率明显高于对公。**过去 20 年中，富国银行个贷收益率长期比对公高 1 个百分点以上。个贷中，特别是信用卡贷款收益率长期高于 12%，且在降息周期中受影响小。相比之下，汽车消费贷收益率出现了明显下降。由于个贷占比下滑，富国银行的贷款收益率下滑明显。

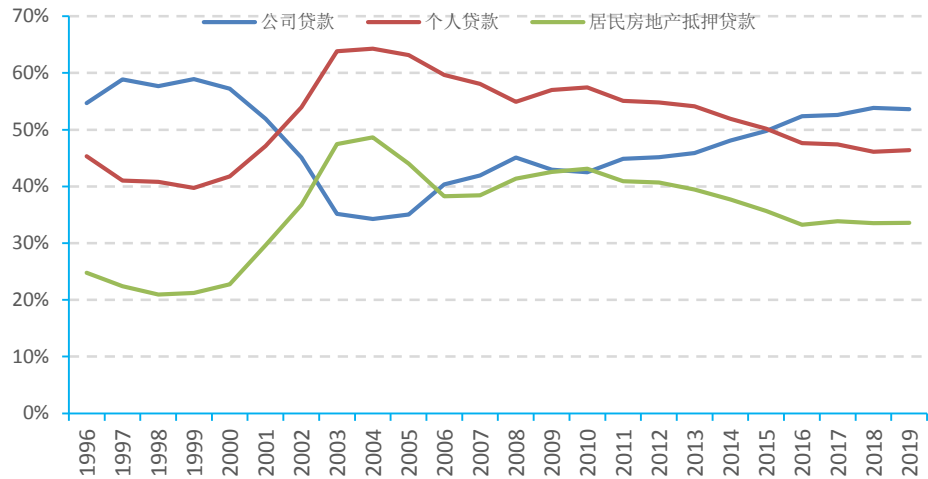
图 32：富国银行消费者贷款收益率长期明显高于商业贷款



资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

**个贷占贷款比重下滑明显，贷款收益率优势减弱。**由于房屋净值贷款等消费贷规模下滑，富国银行 2004 年以来个贷占比下滑明显。98-03 年之间，个贷占比上升明显，2004 年富国银行个贷占比达 64%。富国银行个贷占比自 2003 年以来持续下行，19 年仅为 46%，下降近 18 个百分点，与此对应，03 年后对公贷款增长较快。**由于个贷收益率明显高于对公，富国银行近 10 年来贷款收益率优势减弱。**2007 年，富国银行贷款收益率达 8.43%，比美国银行同期高近 1.2 个百分点；资产收益率高达 7.93%，比美国银行高 1.52 个百分点；2019 年，富国贷款收益率 4.65%，资产收益率仅为 3.80%。

图 33：富国银行 2004 年以来个贷占比下滑明显

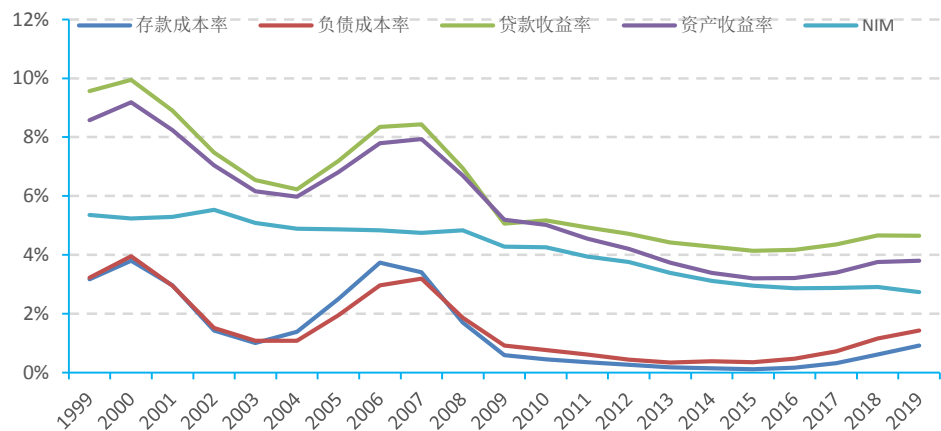


资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

**富国银行净息差一直具备优势，但过去二十年下行明显。**依靠社区银行优势带来的低成本存款，高收益贷款，以及较好的资产负债结构，富国银行曾具备低负债成本率高资产收益率之特征。**2003年之前，富国银行净息差长期高于5%，且显著高于其他大行。**

富国银行个贷收益率显著高于商业贷款，特别是信用卡贷款收益率尤其高。但富国银行社区银行优势并没有得到持续强化，在2016年“虚假账户”丑闻元气大伤，社区银行业务反而有被摩根大通超越之势。由于个贷增长乏力，过去15年个贷占比持续下降，资产收益率逐步走向行业平均，领先大行的净息差优势被削弱。

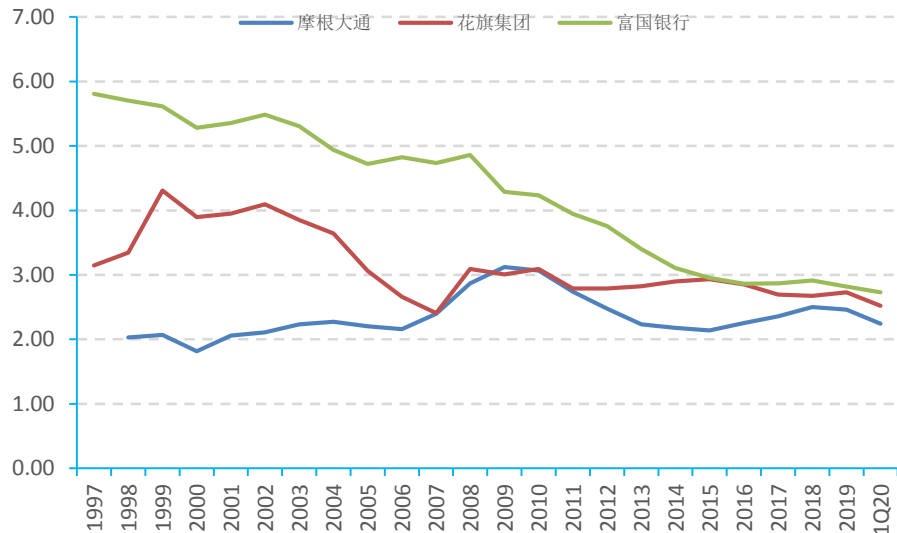
图 34：富国银行过去 20 年，净息差下行明显



资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

**与美国其他标杆银行相比，富国银行净息差优势减弱。**1997年，富国银行净息差高达5.7%，大幅高于同期的美国银行和摩根大通；2019年，富国银行净息差2.73%，**虽然仍高于美国银行和摩根大通，但领先距离已经大为缩小。**

图 35：19 年富国银行净息差优势已经很小 (%)

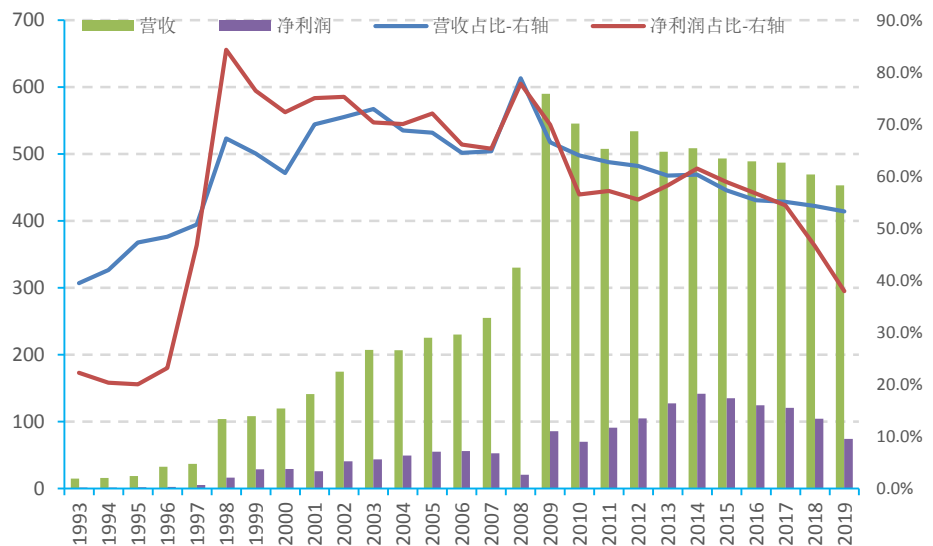


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

### 3.4. 社区银行板块利润贡献下降

**社区银行板块贡献下降。**过去 15 年, 富国银行社区银行营收与净利润占比均明显下降, 2006 年社区银行净利润占比高达 66.1%, 2016 年下降至 56.7%, 19 年猛降至 37.9%。社区银行贡献占比下降的背后是个人贷款占比下降明显。2008 年至今, 富国银行贷款规模近乎零增长, 但个人贷款占比下降超过 10 个百分点。

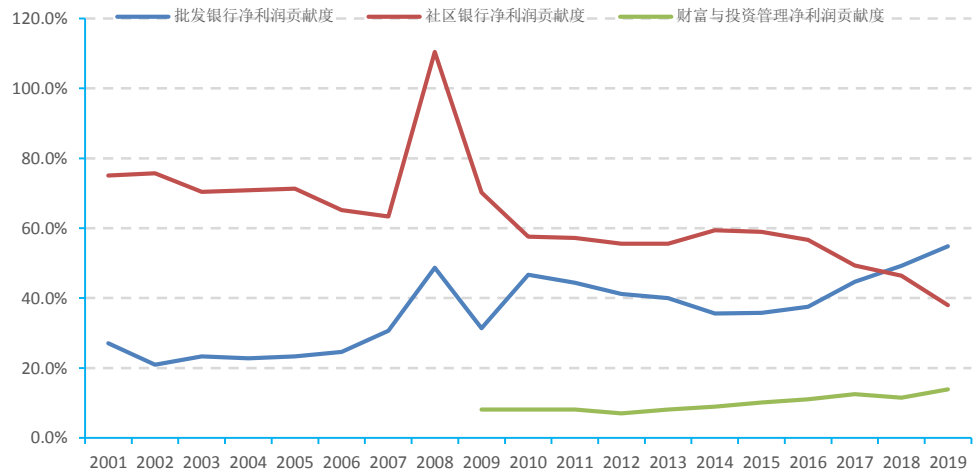
图 36: 富国银行社区版块营收与净利润贡献 (亿美元)



资料来源: 富国银行年报, 天风证券研究所

**批发银行板块利润贡献已经超越社区银行板块。**08 年以后社区银行业务利润和营收贡献度下降明显, 截至 19 年末, 社区银行板块净利润贡献度为 38%, 批发银行板块净利润贡献度达到 55%, 财富与投资管理板块净利润贡献度为 14%。批发银行的净利润贡献度已经大幅超过社区银行。2016 年以后净利润贡献度下降尤为明显, 从 16 年的 56.7% 下降至 19 年的 38%。16 年虚假账户事件爆发后, 富国银行大约 5300 名涉事员工被解雇, 被罚近 1.9 亿美元, 零售端利润受到影响。

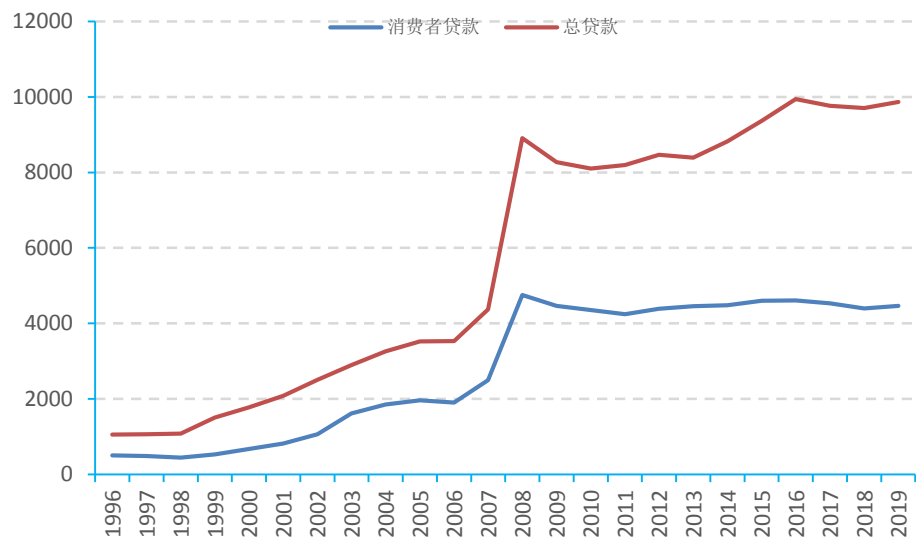
图 37: 16 年后批发银行板块贡献度明显上升, 社区银行板块下降



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

**资产端消费贷款增长乏力。**富国银行 1996-2008 年消费者贷款持续增长, 从 96 年末 503 亿美元增长至 07 年末 2493 亿美元。08 年由于并购美联银行消费者贷款同比倍增, 消费者贷款达到 4749 亿美元。但 08 年之后则增长乏力, 经过十多年小幅下滑至 19 年 4465 亿美元。

图 38: 富国银行 1996-2008 年消费者贷款持续增长, 08 年之后则增长乏力 (亿美元)



资料来源: 富国银行年报, 天风证券研究所

**08 年以来消费者贷款下滑和美国消费者降杠杆有关。**富国银行过去 10 年消费者贷款小幅下滑, 主要是房屋净值贷款 (相当于房抵贷) 下降明显, 信用卡贷款小幅微升。**我们认为, 富国银行消费贷规模下降, 这与 08 年金融危机后, 美国消费者降杠杆有关。**

表 5: 由于房屋净值贷款等消费贷款下滑, 富国银行个贷过去 10 年变动不大 (亿美元)

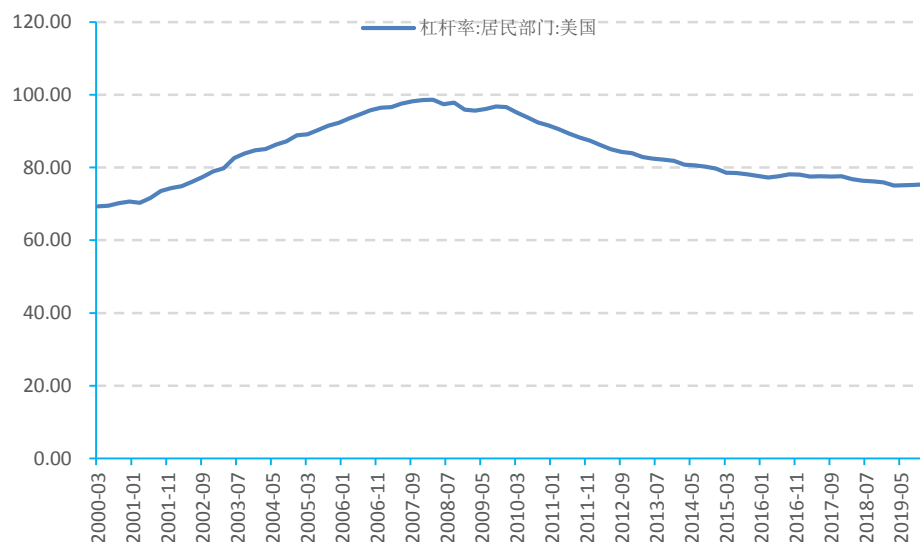
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总消费贷款	4352	4242	4384	4452	4477	4600	4611	4534	4397	4465
信用卡贷款	223	228	246	269	311	340	367	380	390	410
房屋净值贷款	961	860	755	660	597	530	462	397	344	295
1-4 户住宅贷款	2302	2289	2499	2585	2654	2739	2756	2841	2851	2938
汽车贷款	333	396	460	508	557	600	623	534	451	479
学生贷款			231	222	169	134	124	119		0
其他消费贷款	533	468	193	208	189	257	279	263	361	343

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所



2008 年金融危机，美国金融部门、企业以及家庭经历了暴风骤雨般的去杠杆。企业杠杆率短时间内下降了 10 个点左右，居民杠杆率从危机前的接近 100% 快速下降到 70% 左右。危机爆发后，金融防火墙被击穿，加上衍生品被清理，金融部门的杠杆率下降速度惊人，这是一种极端的去杠杆情况。

图 39：08 年后美国居民部门杠杆率下降



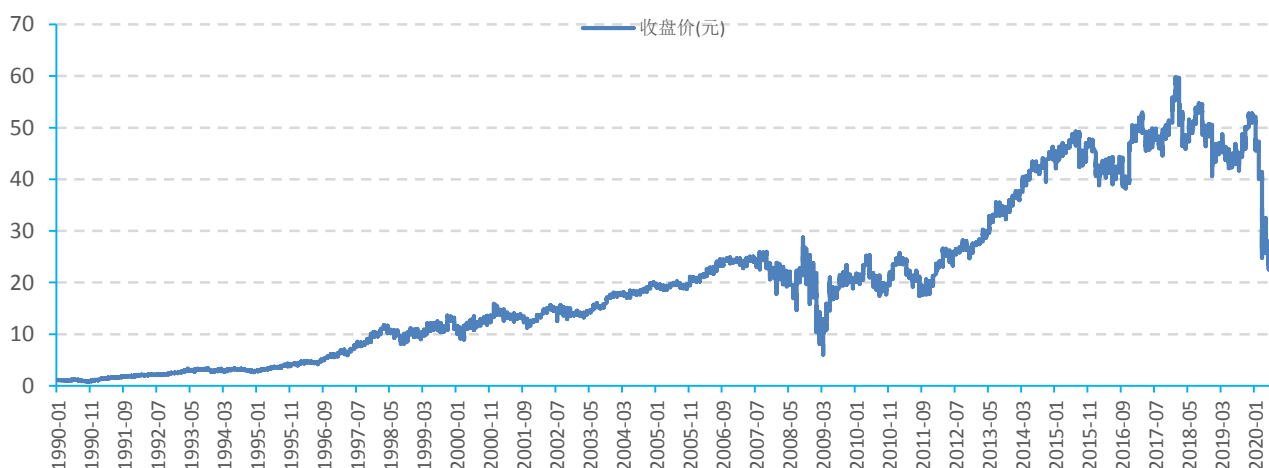
资料来源：WIND，天风证券研究所

## 4. 巴菲特投资收益拆分-挣 ROE 的钱

### 4.1. 富国银行估值与股价表现

富国银行股价曾大幅跑赢，但近十年表现一般，估值较低。16 年后股价受“账户”丑闻影响较大，PB 估值有所下行。1990 年-2000 年富国银行股价涨幅超 10 倍。20 年受疫情影响，估值下行幅度较大，截至 2020 年 7 月 10 日，估值为 0.65 倍 PB(LF)，8.37 倍 PE(TTM)。

图 40：富国银行 1990-2019 年股价表现

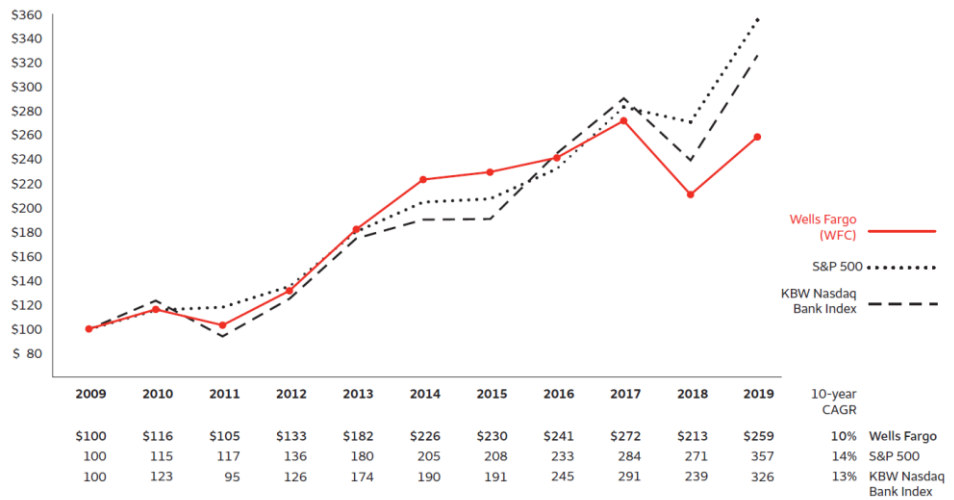


资料来源：WIND，天风证券研究所

富国银行过去 10 年累计投资回报率为 10%。过去 10 年，富国银行累计回报率为 10%，跑输了同期标普 500 (14%) 和纳斯达克银行指数 (13%)。16 年以前富国银行累计回报率高于银行指数和标普 500，由于虚假账户事件损害了公司利益和客户信任，对估值造成负面影响，股票投资回报率也受影响。

图 41：假设初始投资 100 美元的十年收益情况，富国银行十年累计收益为 10%

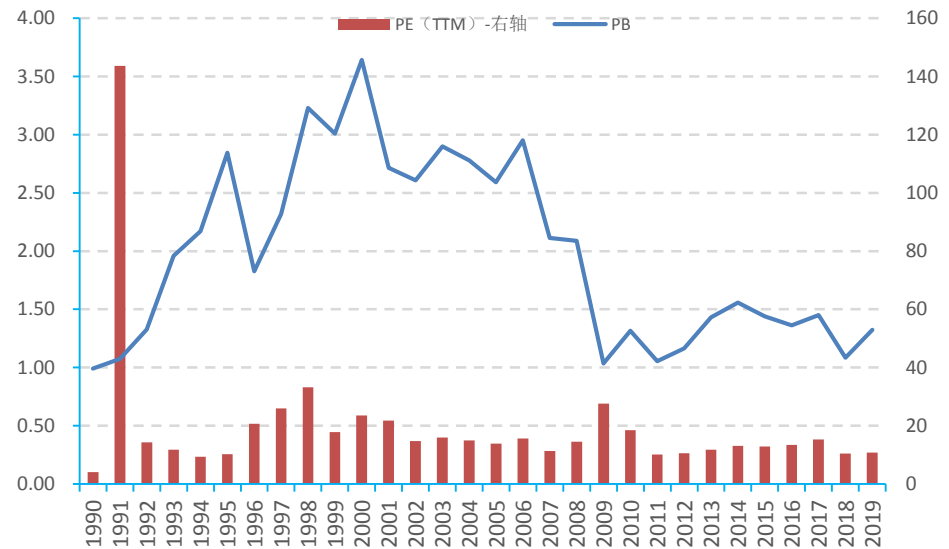
TEN YEAR PERFORMANCE GRAPH



资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

近几年 PB 估值下行明显。截至 2019 年 12 月 31 日，富国银行估值为 1.33 倍 PB，10.78 倍 PE (TTM)。近几年股价受“虚假账户”丑闻影响较大，PB 估值有所下行。过去 30 年间，富国银行 PE 估值大多数年份在[10-20]倍，过去 30 年平均约 20 倍 PE 估值；PB 估值大多在[1-3]倍间，过去 30 年平均约 2 倍 PB 估值。

图 42：1990-2019 年，富国银行过去 30 年 PB 估值大多在【1,3】倍间，PE 在【10,20】倍间

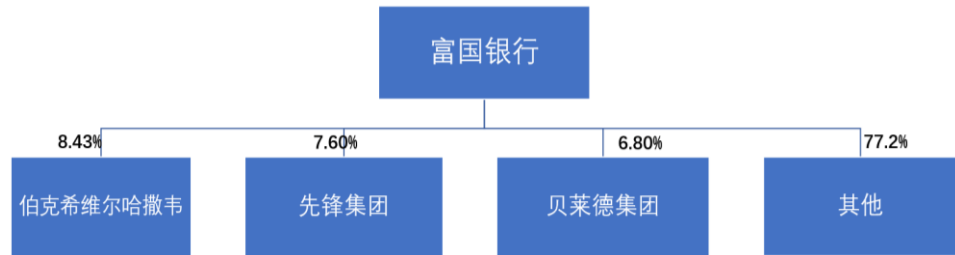


资料来源：WIND，天风证券研究所

#### 4.2. 巴菲特投资收益拆分-挣 ROE 的钱

长周期持股挣的是 ROE 的钱。巴菲特投资富国银行时间长达 30 年，其坚守时间之长，甚是罕见。据我们测算，投资富国银行 30 年的总回报为 28.9 倍，挣的主要是 ROE 的钱，估值变动的贡献非常小。

图 43：19 年末富国银行股权架构



资料来源：WIND，天风证券研究所

巴菲特是富国银行坚定持有者，最早于 1989 年买入富国银行。巴菲特在 1990 年末持有富国银行 9.7% 的股份，其中六分之一是在 1989 年买进，剩下的部分则是在 1990 年增加。持股比例未超 10%，主要是由于当时持有单个银行股份超过 10% 需要经过美联储审批。过去 30 年，巴菲特对富国银行的持股虽有过增减，但一直位列巴菲特前十大持仓。

表 6：19 年底巴菲特前 10 大持仓股

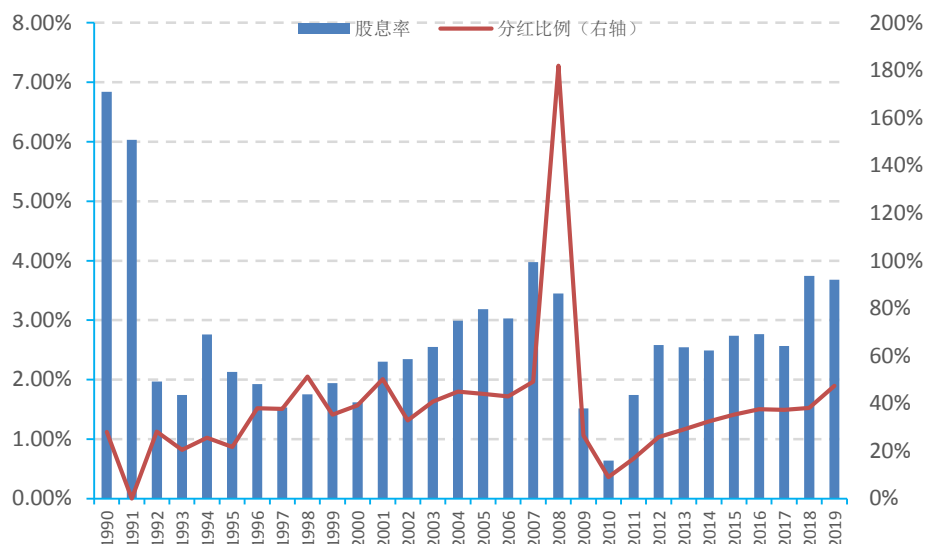
公司	Company	19 年底持股比例	股息(百万美元)	留存收益(百万美元)
美国运通	American Express	18.7%	261	998
苹果公司	Apple	5.7%	773	2519
美国银行	Bank of America	10.7%	682	2167
纽约梅隆银行	Bank of New York Mellon	9.0%	101	288
可口可乐	Coca-Cola	9.3%	640	194
达美航空	Delta Airlines	11.0%	114	416
摩根大通	J.P. Morgan Chase	1.9%	216	476
穆迪	Moody's	13.1%	55	137
美国合众银行	U.S. Bancorp	9.7%	251	407
富国银行	Wells Fargo	8.4%	705	730
总计	TOTAL		3798	8332

资料来源：巴菲特致股东的信（2019），天风证券研究所

富国银行分红比例大多在 20%-50% 间。截至 2019 年末，巴菲特过去 30 年持仓富国银行累计收益约 190 亿美元，其中，累计分红约 75 亿美元。富国银行按季度分红，每年分红比例大多维持在 20%-50% 间。即便个别年份盈利很差，也会保障分红金额稳定，使得分红比例大幅跃升。从股息率来看，由于估值变动，股息率大多数在 [2%-4%] 间。

与国内上市银行不同的是，美国上市银行在利润分配上除了现金分红，还会进行大量的股票回购。2019 年富国银行 ROE 为 10.23%，ROTCE 为 12.2%。富国银行 2019 年分红（79.38 亿美元）及股票回购（222.62 亿美元）合计达 302 亿美元，大幅超过当年 195 亿美元的净利润。

图 44：富国银行分红比例大多在 20%-50% 间，股息率大多在 [2%-4%] 间



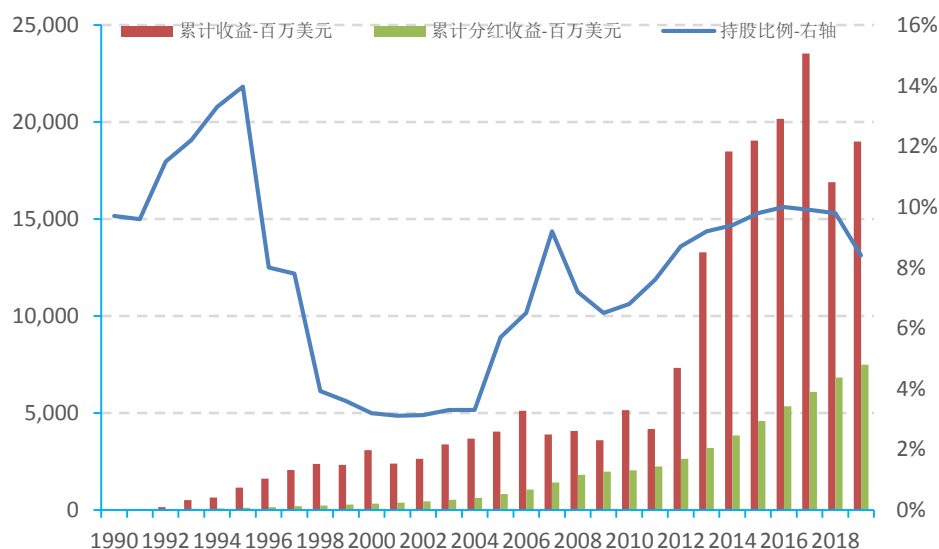
资料来源：富国银行年报，天风证券研究所

1990-2003 年富国银行平均 ROE 16.77%，投资回报超 10 倍，复合收益率 18.9%。在此期间，PB 估值由 0.99 倍到 2.9 倍，估值提升贡献 20% 的投资回报，ROE 贡献剩余的；2004-2019 年富国银行平均 ROE 为 12.56%，巴菲特投资收益率为 164%，期间 ROE 贡献 557%，PB 估值由 2.9 倍降至 1.33 倍，对这 16 年间的投资收益影响较大。

**投资 30 年估值贡献很小。**30 年前，1990 年末富国银行估值 0.99 倍 PB，30 年后的 2019 年末估值为 1.33 倍 PB，估值变动不大。过去 30 年中，富国银行 PB 估值虽有高的时候到过 3.6 倍，但 30 年间又回到原点。倘若这 30 年只挣 ROE 的钱，1990-2019 年 30 年投资回报将达 54.6 倍。经我们测算，30 年巴菲特投资富国银行回报率约 28.9 倍，没有完全挣到 ROE 的钱。**因为巴菲特在 04 年-07 年期间，富国银行估值超过 2 倍 PB 时，巴菲特曾大举增持了富国银行，拖累了总体投资收益率。**

**巴菲特也曾较高估值时增持过富国银行。**2005 年，巴菲特大举增持富国银行，持股比例由 3.3% 升至 5.7%；此后 06-15 年持续小幅增持。**复盘来看，这段时期的增持，投资收益率并不高，并非好的投资决策。**过去 10 年，富国银行股价大幅跑输大盘。

图 45：巴菲特持股富国银行 30 年，累计收益约 190 亿美元，累计分红约 75 亿美元



资料来源：巴菲特致股东的信，天风证券研究所

30 年前的 1990 年，富国银行估值 0.99 倍 PB，2018 年末估值 1.08 倍 PB。过去 30 年中，富国银行 PB 估值虽有高的时候到过 3.6 倍，但 30 年间又回到原点。倘若这 30 年只挣 ROE

的钱，1990-2018 年近 30 年投资回报将达 49.5 倍。**经测算，30 年巴菲特投资富国银行回报率约 25.6 倍，倘若一直拿着不动投资收益率或达 45.5 倍**，没有完全挣到 ROE 的钱。因为巴菲特在 04 年-07 年期间，富国银行估值超过 2 倍 PB 时，巴菲特曾大举增持了富国银行，这些投资收益率偏低。

## 5. 投资建议：低估值与经济反弹共振，混业经营预期催化

富国银行脱胎于一家快递公司，通过并购第一州际银行（95 年）、西北银行（98 年）、美联银行（08 年）等中大型银行，将经营范围扩展至全美，从区域小银行发展为美国四大行之一，13 年底曾一度超越工行成为全球市值最大的银行。

### 核心竞争力：交叉销售之王+小企业贷款领军者+全渠道运营

**社区银行优势明显，零售客户基础优异，负债成本较低。**交叉销售是富国银行的核心战略，15 年每个富国零售客户平均持有 6.11 个富国产品，客户粘性较强。由于社区银行之优势，负债结构较好，存款占比高。19 年末，富国银行负债中存款占比达 76%，过去 20 年中，富国银行这一占比长期稳定在 70%左右，明显高于花旗、摩根大通和美国银行。交叉销售带来的客户粘性，整体的负债成本低于行业平均水平，给富国带来息差优势。

**率先拓展 10 万美元以下小额贷款蓝海。**富国银行 10 年成为美国最大的小企业贷款银行。由于小企业贷款利率较高，对富国息差贡献较大。富国银行按照贷款额度对客户明确细分，“企业通”和小企业银行两家机构负责运营。依靠小企业贷款较高的贷款利率，推动美国小微企业贷款的高增。

**息差高于行业，成就较高 ROE。**富国银行“小而便民”的商店化运营模式，建设成本仅为传统网点的 1/4。16 年之前，成本收入比好于行业平均。得益于社区银行优势，净息差高于行业，除 08 年金融危机外，富国银行 ROE 持续高于 10%，显著高于行业平均和其他大行。

### 交叉销售增长空间有限，近十年走向平凡

**账户事件重创富国，从高光走向平凡。**16 年富国被控诉从 11 年开始私设虚假账户 200 万个，为此赔偿超过 1.85 亿美元，解雇大量员工等，公司形象和信誉下跌，反映出自 11 年开始后交叉销售增长乏力。同时由于影响恶劣，后续司法调查持续时间较长，该事件成为其走向平凡的转折点。

富国银行近十年间业绩增长并不明显，息差、ROE、负债成本等优势都与其他三大行缩小差距，趋于平庸。资产方面，十年间贷款规模不增反降，房地产贷款几乎零增长。社区银行板块贡献不断下降，06 年贡献 66.1%，19 年仅贡献 37.9%，这是由于 11 年后交叉销售触及天花板，增长空间有限，社区银行优势缩小，同时由于指标压力，虚假账户事件使得业绩更加下沉，富国银行亟需寻找增长新动力。

低估值与经济反弹共振，混业经营预期催化估值上升，我们建议高度重视银行板块估值重构之机会。个股方面，我们主推低估值且基本面较好的平安、光大、兴业、常熟，关注招行、张家港行、江苏、成都、杭州、长沙、南京和北京等。

## 6. 风险提示

疫情失控，经济失速，资产质量大幅恶化；息差大幅收窄等。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com