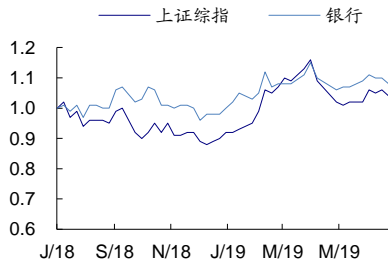


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《2019年7月银行业投资策略: 坚守优质个股》——2019-07-02
 《事件点评: 传票事件影响不必夸大》——2019-06-26
 《事件点评: 不必过分夸大银行接管案对市场的冲击》——2019-06-06
 《2019年6月银行业投资策略: 市场冲击下坚守优质个股》——2019-06-05
 《2019年5月银行业投资策略: 行业压力显现但估值仍有优势》——2019-05-12

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: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

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

行业专题

Capital One 的数据驱动型银行模式

● Capital One 特色: 数据驱动型策略

Capital One 跟其他银行的区别在于, 其通过大量的数据分析对客户进行识别, 实现定制化服务、精准营销。Capital One 采用的这种业务模式的原理, 就是在大量测试的基础上, 开发出可商业化的产品, 然后再进行大面积推广。

● 数据驱动型业务模式: 约束条件下的最优解

我们分析发现, Capital One 采用数据驱动型策略, 因而选择以信用卡和汽车贷款等标准化程度更高的贷款类型作为主打产品。其早期通过大量证券化融资实现资产高周转, 进而获得很高的 ROE, 但该种融资方式在后期限制了公司的成长空间, 因此其通过并购商业银行转向表内融资。融资方式转向表内增加了资本消耗, 降低了权益乘数并降低了 ROE。这是在盈利能力与成长性之间权衡的结果。

从 ROA 来看, Capital One 走的是“差异化、高风险、高收益”资产业务模式: 选定适合数据驱动型策略的偏标准化产品, 进行广泛营销吸引客户, 通过大数据方法从传统银行较少服务的高风险客群中筛选出有效客户, 实现差异化定位, 从而通过收取更高的利率获取超额收益。“数据驱动型策略、标准化产品、高营销费用、高风险、高收益”相辅相成、难以割裂。

从财务结果来看, Capital One 资产端的策略是成功的, 也说明数据驱动型策略是完全可行的。但考虑到该业务模式的机会成本(即更高的负债成本、更少的非息收入、更少的存款及由此导致的更低的权益乘数)之后, 最终 ROE 持平行业, 并没有超额收益。

● 投资建议

我们分析认为 Capital One 这种基于数据的消费信贷投放策略本质上是可行的, 不过考虑到其成功亦取决于技术进步、数据质量等因素, 我们持谨慎乐观的态度。此外, 该模式的机会成本也需要特别考虑, 尤其是融资端制约了这一业务模式的成长空间。

就银行业来讲, 考虑到 2019 年行业整体净息差增幅回落、资产质量有下行压力, 我们预计未来一年板块收益仍以赚取 ROE 为主。我们维持行业“超配”评级, 个股方面继续推荐农业银行、招商银行、宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

● 风险提示

若经济因外部不利因素影响而失速, 将对银行资产质量产生负面影响; 本文未考虑美国与中国在信用环境、监管体系等方面存在的差异; 美国的银行报表中所包含的部分英文专业名词未有明确释义, 我们已尽量明确其义, 但仍可能存在偏差。

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 (十亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601288	农业银行	买入	3.57	1228	0.59	0.62	6.0	5.8
600036	招商银行	增持	35.21	884	3.59	4.11	9.8	8.6
002142	宁波银行	买入	22.81	123	2.49	2.89	9.2	7.9
601128	常熟银行	增持	7.96	22	0.64	0.77	12.4	10.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

报告起因	4
Capital One 概况	4
历史沿革	4
业务特色：数据驱动型策略	5
两个阶段，两种形态：从信用卡公司到商业银行	6
盈利能力初步观察与四个问题的提出	7
融资方式转变是 ROE 与权益乘数变化的原因	8
表外权益乘数下降受证券化融资的天花板约束	8
缺乏存款制约权益乘数提升	10
ROA 高于行业：差异化、高风险、高收益	11
高利息收入/平均资产：得益于更高的消费贷款占比	11
高减值损失/平均资产：高风险、高收益	12
高非息支出/平均资产：更多的营销费用	15
其他指标特征也与其业务模式有关	18
总结：约束条件下的最优解	19
投资建议	21
风险提示	21

图表目录

图 1: Capital One 对自身的定位	4
图 2: Capital One 存款市占率变化	5
图 3: Capital One 每年进行大规模测试, 绝大多数都成了成功的垫脚石	6
图 4: Capital One 第一阶段 ROE 明显超过行业, 第二阶段跟行业接近	7
图 5: Capital One 第一阶段权益乘数明显超过行业, 第二阶段低于行业	7
图 6: Capital One 第一阶段和第二阶段的 ROA 都高过行业平均水平	8
图 7: 表外权益乘数下降明显, 表内权益乘数相对稳定	9
图 8: Capital One 的消费信贷证券化产品市占率后期增长乏力	9
图 9: 美国信用卡及汽车贷款证券化市场容量是有天花板的	10
图 10: 2000 年 Capital One 权益乘数低, 主要是存款吸收能力弱导致	10
图 11: Capital One 相对行业的 ROA 杜邦分解	11
图 12: Capital One 相对富国银行超额生息资产收益率的归因分析 (2018 年)	12
图 13: Capital One 的消费贷款以信用卡和汽车贷款为主 (2018 年末)	12
图 14: Capital One 的减值损失/平均资产一直都高于行业, 也高于富国银行	13
图 15: 第二阶段 Capital One 的信用卡核销率高于富国银行 (平均高出 60bps) ...	13
图 16: ...但收益率也更高 (平均高出 252bps)	14
图 17: Capital One 信用卡核销率大部分时间低于富国银行 (平均低 20bps)	14
图 18: ...收益率则一直高于富国银行 (平均高出 180bps)	15
图 19: 信用卡和汽车贷款的风险是最高的	15
图 20: Capital One 的非息支出/平均资产明显高于行业, 也高于富国银行	16
图 21: Capital One 的非息支出/平均资产明显高于行业, 也高于富国银行	16
图 22: Capital One 的“营销费用/平均消费贷款”近年来并未继续下降	17
图 23: 富国银行信用卡亦向客户提供现金返现、奖励卡、余额代偿等服务	18
图 24: Capital One 国内信用卡市占率大致稳定 (2012 年受并购影响大幅提升) ...	18
图 25: Capital One 的无息存款市占率远低于有息存款	19
图 26: Capital One 的非息收入基本都来自信用卡业务 (2018 年)	19
图 27: 单从资产端来看, Capital One 获得了超额收益	20
图 28: Capital One 特殊的业务结构在资产结构中的反映 (2018 年末)	20
表 1: Capital One 每隔几年就会推出新型信用卡	6
表 2: Capital One 网均存款不低, 只是网点太少	11
表 3: Capital One 与富国银行的非息支出结构对比	17
表 4: 重点个股估值表	22

报告起因

近几年基于大数据的业务模式在贷款行业盛行，对于其有效性，市场上颇多争议。美国第一资本金融公司（Capital One Financial Corp，以下简称 Capital One）作为这一模式的先行者，已经运营超过 20 年，如今发展成美国第七大商业银行（按总资产排序）。本报告意在通过对 Capital One 的分析，了解数据驱动型银行这一模式的特点和优劣势。

图 1: Capital One 对自身的定位

We need to build a tech company that does banking...

...instead of a bank that uses technology

资料来源：Capital One 2019 年股东会资料，国信证券经济研究所整理

我们后面的研究显示：

- ✓ Capital One 走的是“差异化、高风险、高收益”资产业务模式：选定适合数据驱动型策略的偏标准化产品，进行广泛营销吸引客户，通过大数据方法从传统银行较少服务的高风险客群中筛选出有效客户，以减少竞争，从而通过收取更高的利率获得超额收益。前述模式中的每个要素都是紧密联系的，“数据驱动型策略、标准化产品、高营销费用、高风险、高收益”相辅相成、难以割裂。
- ✓ 从财务结果来看，Capital One 确实在资产端获得了超额收益，说明数据驱动策略是可行的。
- ✓ 但考虑到该模式的机会成本之后，超额收益就消失了。Capital One 资产端的超额收益来自特殊的业务结构，这也导致其付出了机会成本，即更高的负债成本、更少的非息收入、更少的存款（由此导致更低的权益乘数），因此综合各方面因素来看，就没有了超额收益。

Capital One 概况

历史沿革

1988 年，美国的大部分信用卡发卡行采取的是“一张卡打天下”的业务模式，比如对全部客户不加区别地收取相同利率。Fairbank 和 Morris 两人将数据驱动型策略（information-based strategy，我们译为数据驱动型策略）引入 Signet 银行的信用卡部门，实现了批量定制，更好的满足了客户的个性化需求，大获成功。1994 年底，Signet 银行的信用卡部门独立出来成立 Oakstone Financial Corporation，同年更名为 Capital One Financial Corporation，继续采用数据驱动型策略经营信用卡业务。

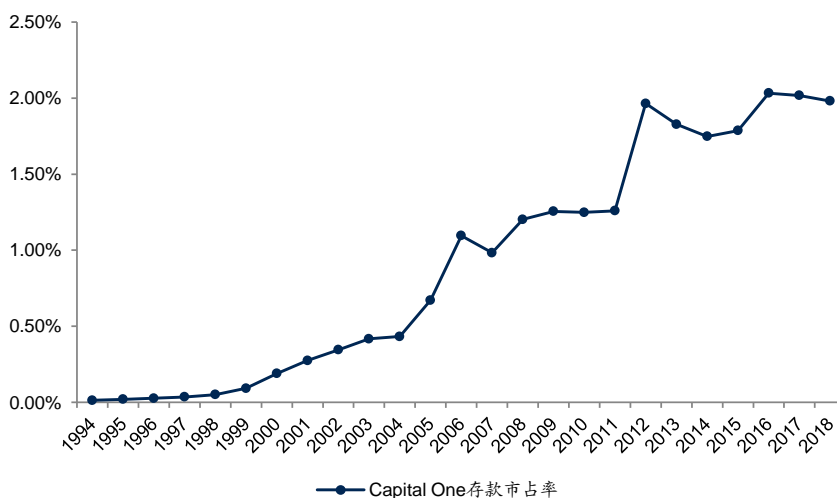
Capital One 的数据驱动型策略并不仅用于风控，而是应用于产品设计、市场营销和风险控制的全流程。实际上，创始人 Fairbank 和 Morris 起初并没有将 Capital One 视为一家信用卡公司，而是将其视为一家基于信息的“营销公司”，即通过大数据识别客户的个性化需求，将对应的产品卖给他们，这个产品现阶段是信用卡，未来也可以是其他东西，比如其在 1997 年底成立了 America One Communications，向顾客销售移动通信服务。不过他们在非金融业务上的应用并不成功，所以这种想法最后不了了之。

其在金融领域的市场拓展则比较顺利。1998年，Capital One收购了Summit Acceptance Corporation，将前述数据驱动型策略推广到汽车贷款领域；1999年开始，公司通过数据分析开发个性化存款产品，加大存款产品销售力度；2002年，公司推出企业信用卡，进入小微贷款市场；2004年收购eSmartloan，进入住房抵押贷款领域和房抵贷市场。

2003年开始，公司开始进行策略调整，主要是想通过并购商业银行、获取存款来优化自己的负债结构。Capital One认为消费贷款市场在全国范围内的集中度日渐提升，越大的银行越有竞争力，这正是他们擅长的领域；而存款、小微贷款等业务则仍然呈现出很强的本地化特征，全国性银行竞争不过区域性银行。因此有必要通过收购传统区域性银行的方式，实现自身优势（消费贷款投放）与区域性银行优势（主要是吸收存款）的结合。2005年，Capital One收购Hibernia银行，以增强自身在吸收存款和从事小微贷款业务方面的能力；2006年又收购了North Fork银行，进一步优化自身的负债结构，减少对资本市场融资渠道的依赖，增强负债的稳定性。收购完成后，Capital One从一家消费信贷公司转变为一家偏重消费信贷的综合性商业银行。

公司在接下来几年抓住机会进一步通过收购进行扩张。其在金融危机期间抓住市场机会，收购了Chevy Chase银行；在2012年抓住欧洲经济与监管环境变化的机会，收购了ING在美国的直销银行和HSBC在美国的信用卡部门。到2018年末，Capital One按法人总资产排序已经是美国第七大银行。

图 2: Capital One 存款市占率变化



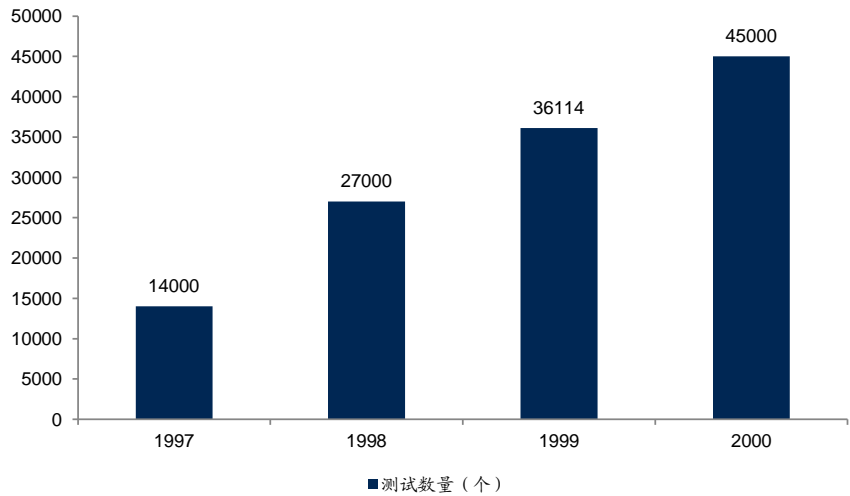
资料来源：Capital One 年报，FDIC，国信证券经济研究所整理

业务特色：数据驱动型策略

Capital One 信用卡业务跟其他银行的区别在于，其通过大量的数据分析对客户进行识别，实现定制化服务，从而更好地为客户服务。在上世纪八九十年代的时候，其他银行的信用卡一般都针对全部客户实施相同利率，对信用卡申请的结果，客户只能选择接受、主动拒绝或者被拒绝，Capital One 则针对不同客户推荐不同的产品、给予不同的利率和授信额度。用时髦的话讲，就叫做用户画像、千人千面或者精准营销。

Capital One 采用的这种业务模式的原理，就是在大量测试的基础上，开发出可商业化的产品，然后再进行大面积推广。其产品需要不断地迭代更新以适应技术的变化以及应对市场竞争，因此其不得不继续进行更多的测试。

图 3: Capital One 每年进行大规模测试, 绝大多数都成了成功的垫脚石



资料来源: Capital One 年报, 国信证券经济研究所整理

虽然 Capital One 在管理上比其他银行更好地适应了这种业务模式的要求, 但其产品并非不可复制, 竞争对手也会模仿其创新性的产品, 只是需要花费一定时间。比如公司早在 1994 年之前就率先推广具有余额代偿特征 (balance transfer feature, 即用一个较低的利率吸引客户将其他公司的信用卡贷款未偿余额转移到本公司信用卡中, 帮客户节省利息以及进行现金流管理) 的信用卡, 后来竞争对手也推出了类似的产品。到 2005 年的时候, 竞争白热化导致部分竞争对手针对优质循环客户推出了更为激进的产品, Capital One 则退出了对这部分客户的竞争。Capital One 需要持续开发新的产品, 以确保自己时刻处于领先地位。

表 1: Capital One 每隔几年就会推出新型信用卡

代表性创新产品	推出时间
具有余额代偿特征的信用卡	未知, 但早于 1994 年
针对次级客户的信用卡	1994 年
积分上不封顶、永不到期的信用卡	2002 年
双倍里程、可灵活赎回至任一合作航空公司的信用卡	2008 年
现金返现信用卡	2013 年

资料来源: Capital One 年报, 国信证券经济研究所整理

两个阶段, 两种形态: 从信用卡公司到商业银行

Capital One 于 1994 年从 Signet 银行分拆并上市, 考虑到数据完整性, 我们从 1995 年开始分析。2005-2012 年, Capital One 进行了四起大规模收购, 从一家信用卡公司转变成一家偏重消费信贷的综合性商业银行, 这几年是其转型期。因此在 1995-2004 年 (我们将其称为第一阶段) 和 2012-2018 年 (我们将其称为第二阶段) 这两个阶段, Capital One 是两种不同的形态。

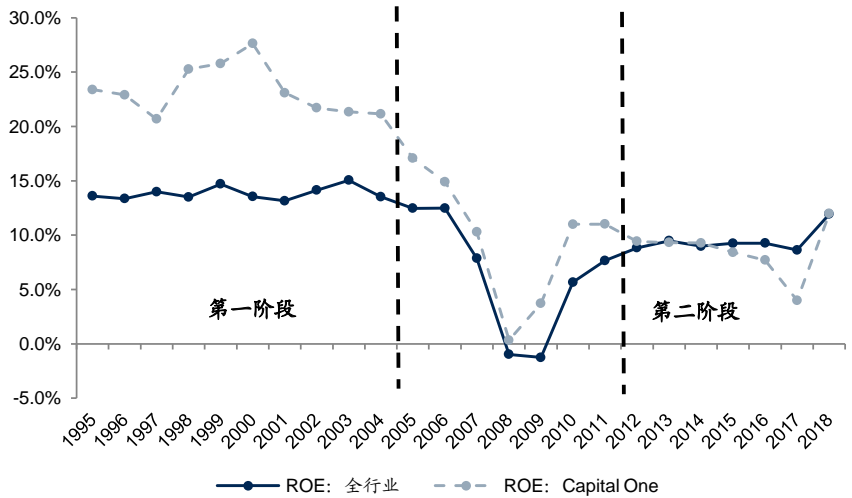
需要指出的是, Capital One 从 2010 年 1 月 1 日起采用新会计政策, 将证券化贷款纳入表内核算, 资产端计入贷款, 负债端记为证券化融资负债。这一会计政策变化使得 2009 年末权益乘数比旧口径高出 1.7。如果我们将历史数据调整为新口径 (即将证券化资产还原至表内), 会导致其 ROA 下降、权益乘数上升 (比如旧口径下 2009 年 ROA 0.58%, 权益乘数为 6.4 倍; 新口径下 ROA 0.46%, 权益乘数 8.1 倍), 但 ROE 不受影响。由于数据缺失, 我们无法对全部历史数据进行调整, 但可以将 ROA 和权益乘数按照新口径追溯调整。我们接下来先基于追溯调整过的数据, 看一下最新口径下, Capital One 相对于行业的 ROE、

ROA 和权益乘数。

盈利能力初步观察与四个问题的提出

从 ROE 来看，第一阶段 Capital One 的盈利能力明显超过行业，但第二阶段则回落至行业平均水平。其中第一阶段平均超额 ROE 为 9.4%，第二阶段为 -0.9%。

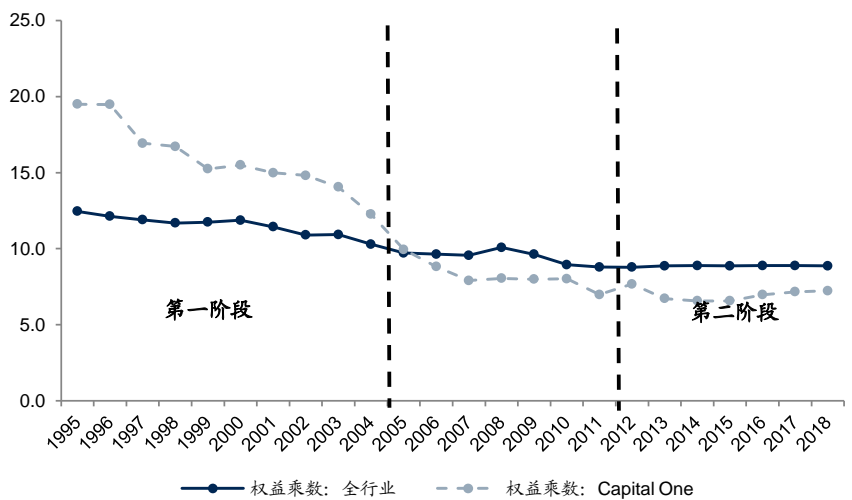
图 4: Capital One 第一阶段 ROE 明显超过行业，第二阶段跟行业接近



资料来源: Capital One 年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理

从权益乘数来看，Capital One 的相对权益乘数在第一阶段明显高于行业，但一路下降，第二阶段变为低于行业。其中第一阶段平均超额权益乘数为 4.4 倍，第二阶段为 -1.9 倍。

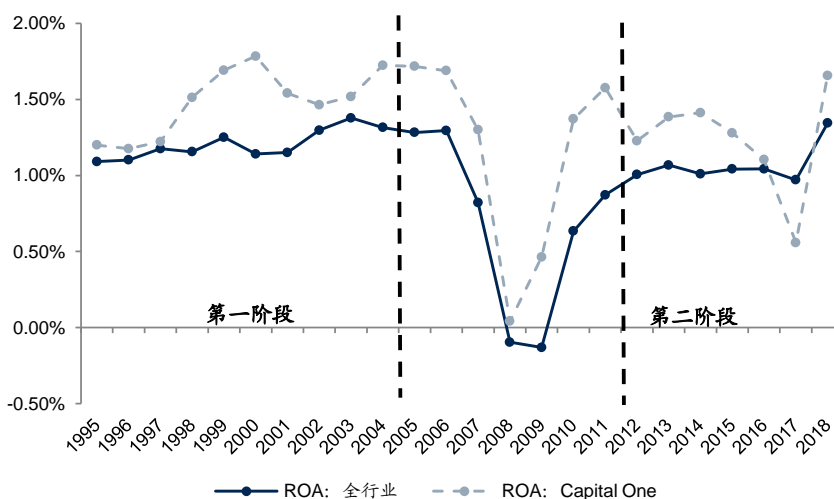
图 5: Capital One 第一阶段权益乘数明显超过行业，第二阶段低于行业



资料来源: Capital One 年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理

从 ROA 来看，第一阶段和第二阶段的 ROA 都高过行业平均水平，差别不大。其中第一阶段平均超额 ROA 为 0.28%，第二阶段为 0.16%。

图 6: Capital One 第一阶段和第二阶段的 ROA 都高过行业平均水平



资料来源: Capital One 年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理

我们对前述数据进一步分析,可以得到更多有益的结论。我们主要思考如下四个问题,并在这几个问题的基础上,总结数据驱动型银行的优势和约束:

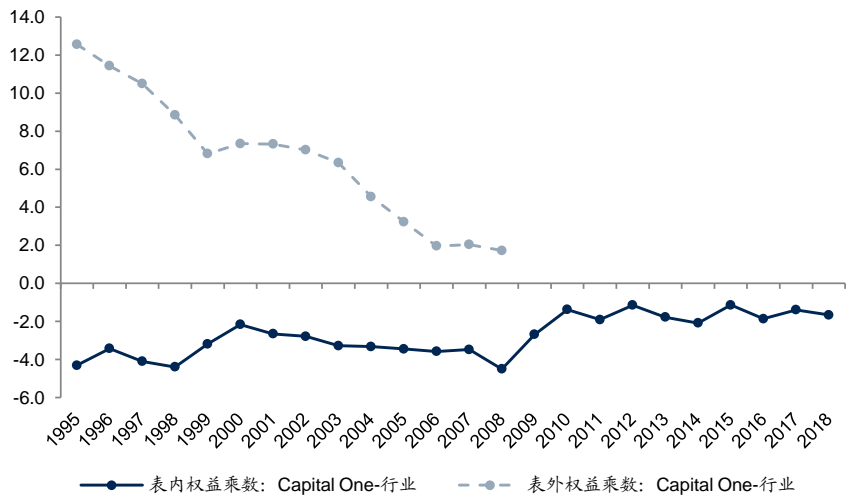
- ✓ 问题一: 为何 Capital One 的权益乘数会不断下降?
- ✓ 问题二: 为何其权益乘数在第二阶段低于行业?
- ✓ 问题三: 为何 Capital One 在第一阶段获得了明显高于行业的 ROE,却要费力气收购商业银行,使得第二阶段相对 ROE 明显下降?
- ✓ 问题四: Capital One 的 ROA 高过行业,靠的是什么?

融资方式转变是 ROE 与权益乘数变化的原因

表外权益乘数下降受证券化融资的天花板约束

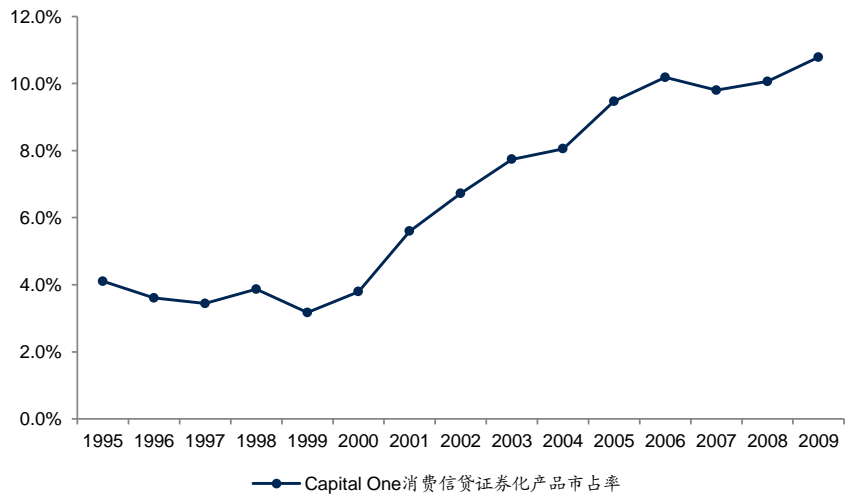
Capital One 权益乘数下降是证券化融资规模相对下降导致,主要受证券化融资天花板制约。我们首先将 Capital One 证券化贷款会计回表前的权益乘数划分为表内权益乘数、表外权益乘数两部分,前者即报表上的表内资产/净资产,后者为表外证券化贷款余额/净资产。通过观察 Capital One 相对行业的表内权益乘数和表外权益乘数,我们可以明显看出: Capital One 的表外权益乘数下降明显,而表内权益乘数基本稳定。表外权益乘数下降,早期可能受限于贷款投放能力(如果不是这样的话,其完全能够通过更多的证券化融资支持投放更多表外消费信贷,来提高市占率),后期则主要跟 ABS 市场容量有关(因为我们看到后期其消费信贷证券化产品的市占率已经非常高,继续增长比较乏力)。这解释了前述问题一。

图 7: 表外权益乘数下降明显, 表内权益乘数相对稳定



资料来源: Capital One 年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理。

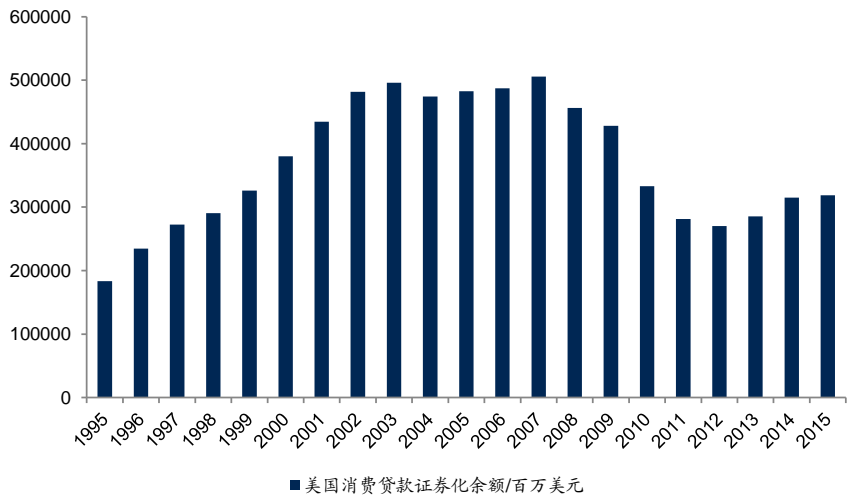
图 8: Capital One 的消费信贷证券化产品市占率后期增长乏力



资料来源: Capital One 年报, SIFMA, 国信证券经济研究所整理

证券化融资市场容量是限制 Capital One 表外杠杆提升的最根本原因, 因此后来它要去并购商业银行。由于证券化融资市场容量有限, 因此依靠证券化的高周转模式达到了天花板, 要想继续扩张, 只能靠自己借钱来解决融资问题。其并购商业银行的核心动机在于获得更多表内融资渠道(尤其是存款), 来支撑资产端的扩张, 这一点 Capital One 在年报中也做了同样的解释。而一旦将融资方式转为表内, 就要消耗大量资本, 导致其整体权益乘数下降以及 ROE 下降。这解释了前述问题三。

图 9：美国信用卡及汽车贷款证券化市场容量是有天花板的

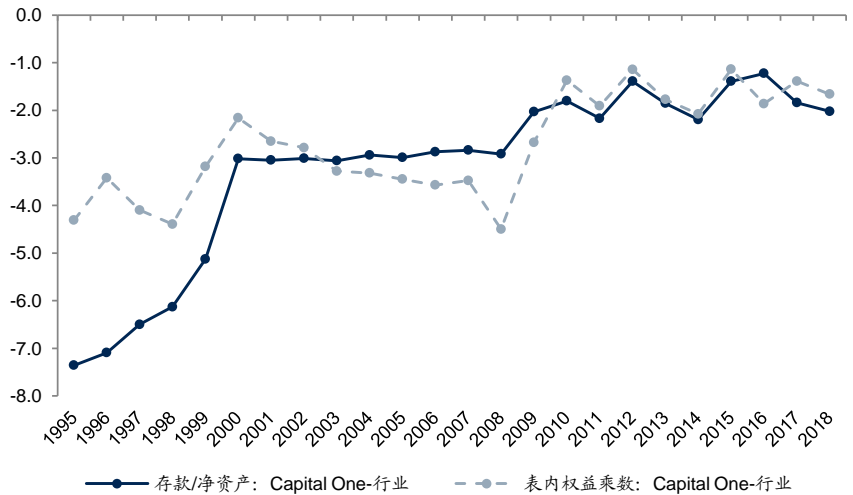


资料来源：SIFMA，国信证券经济研究所整理

缺乏存款制约权益乘数提升

Capital One 存款吸收能力弱于行业，制约权益乘数提升。这一点从存款/净资产可以明显看出来。而 Capital One 的存款吸收能力弱，主要是因为其业务偏重消费贷款，而在存款业务上投入不足（主要是指网点数量少）。实际上，受网点数量制约，即便到第二阶段转变成一家综合性商业银行后存款压力有所减轻（存款/净资产相对行业的差距减小），其存款依然偏少。在美国前几大银行中，Capital One 的存款吸收能力是最弱的。这解释了前述问题二。

图 10：2000 年 Capital One 权益乘数低，主要是存款吸收能力弱导致



资料来源：Capital One 年报，FDIC，国信证券经济研究所整理

表 2: Capital One 网均存款不低，只是网点太少

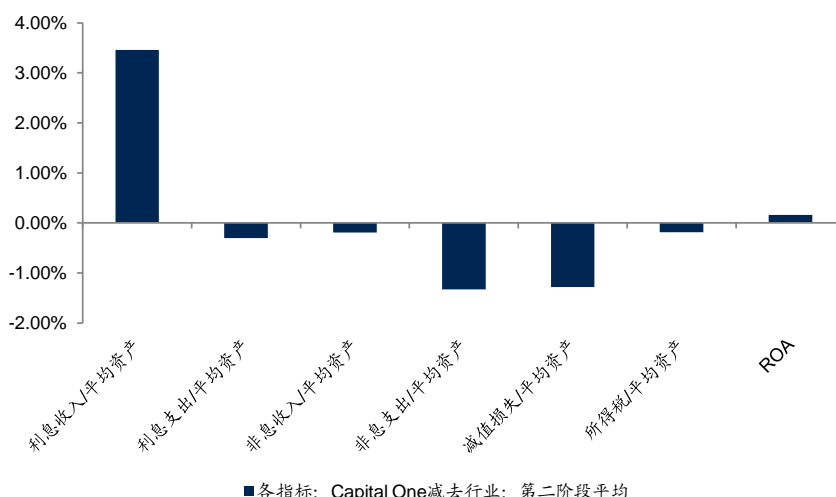
	网点数量 (个)	存款规模 (百万美元)	网均存款 (百万美元)	存款/净资产
摩根大通	5074	1470666	290	5.7
美国银行	4365	1381476	316	5.2
富国银行	5651	1286170	228	6.5
花旗集团	873	1013170	1161	5.1
合众银行	3096	345475	112	6.7
PNC	2444	267839	110	5.6
Capital One	536	249764	466	4.8

资料来源: Wind, 美联储, 国信证券经济研究所整理

ROA 高于行业: 差异化、高风险、高收益

对于 Capital One 的 ROA 分解, 受数据限制, 我们只能观察第二阶段 (不过对部分指标的分析亦可追溯到第一阶段)。我们对第二阶段 Capital One 每年相对行业的 ROA 进行杜邦分解, 然后取算术平均。从杜邦分析的结果来看, 充分反映了其业务模式特征。

图 11: Capital One 相对行业的 ROA 杜邦分解

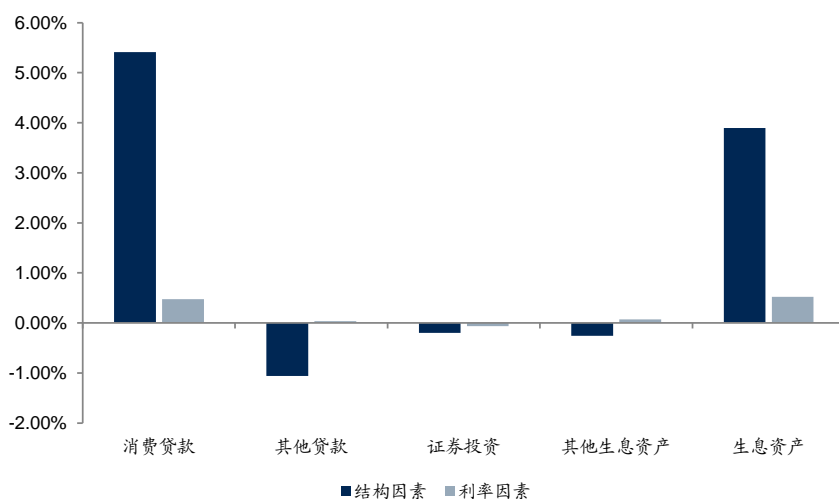


资料来源: Capital One 年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理。注: 对于收入项, 我们对原始数据取正值; 对于支出项, 我们对原始数据取负值。这样净利润就等于“收入项+支出项”, 而非“收入项-支出项”。我们在全部杜邦分解的方法中都这样做, 这一点需要特别注意, 后文也是如此。

高利息收入/平均资产: 得益于更高的消费贷款占比

Capital One 的生息资产收益率远高于行业。比如 2018 年其生息资产收益率高达 8.17%, 比全行业高出 377bps。为了使用详细数据进行更准确地归因, 我们将其与富国银行对比。2018 年 Capital One 的生息资产收益率比富国银行高出 441bps。从归因分析来看, 其生息资产收益率之所以高, 主要是生息资产中高收益的消费信贷占比高。这解释了前述问题四。

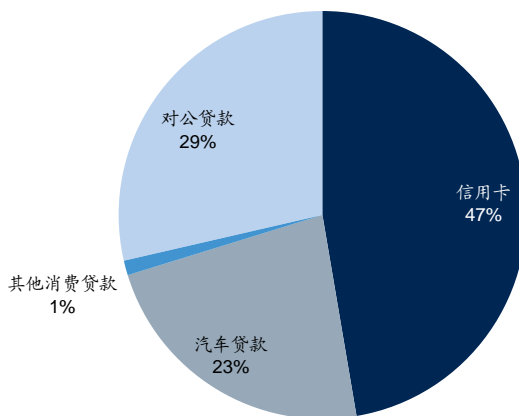
图 12: Capital One 相对富国银行超额生息资产收益率的归因分析 (2018 年)



资料来源: Capital One 年报, 富国银行年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理

其消费类贷款以信用卡和汽车贷款为主, 尤其是信用卡贷款。这一方面跟美国大环境有关——美国个人消费贷款中, 信用卡贷款占一半, 汽车贷款占 1/4, 其他消费贷款占 1/4; 另一方面也是因为这两类贷款标准化程度更高, 更加适合运用数据驱动型策略。Capital One 的信用卡和汽车贷款在美国国内的市占率均在 12%左右, 而其他消费贷款则可以忽略不计。

图 13: Capital One 的消费贷款以信用卡和汽车贷款为主 (2018 年末)



资料来源: Capital One 年报, 国信证券经济研究所整理

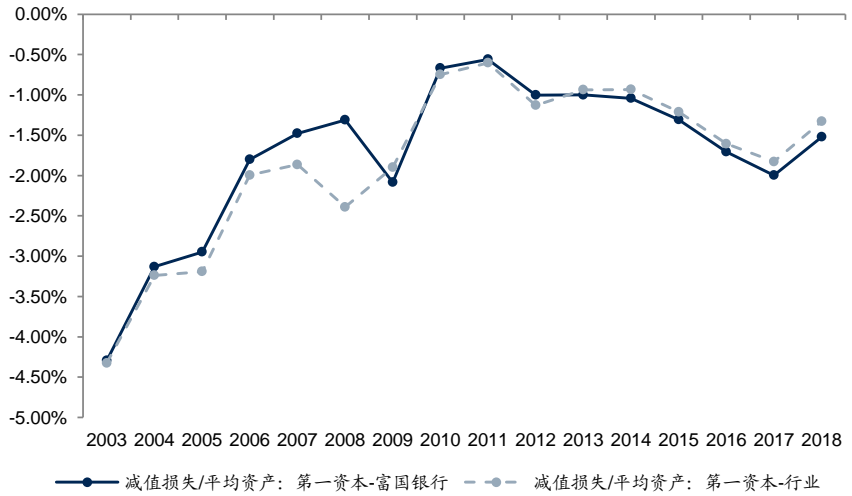
高减值损失/平均资产: 高风险、高收益

不管是第一阶段还是第二阶段, Capital One 的减值损失/平均资产都明显高于行业, 也高于富国银行, 不过这并非数据驱动型策略有问题, 而是因为其在高风险、高收益的信用卡以及汽车贷款上面投资力度更大导致。以信用卡为例:

- ✓ 第二阶段中, 虽然 Capital One 信用卡贷款核销率比富国银行高了 60bps 左右, 但其收益率比富国银行高出约 250bps, 风险调整后的收益率明显更高。更高的收益率源自其经营策略, 即通过大数据从传统银行服务较少的客群中筛选出有利可图的客户。这是其客群定位导致, 而非数据驱动型策

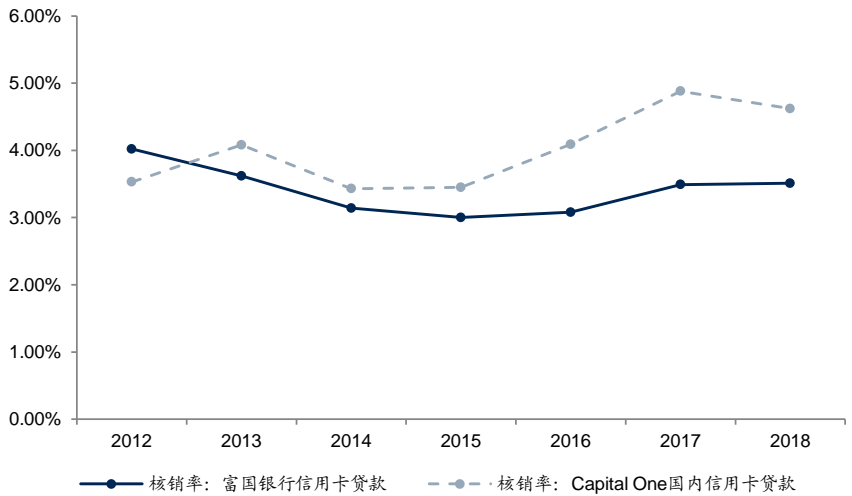
略有问题;

图 14: Capital One 的减值损失/平均资产一直都高于行业, 也高于富国银行



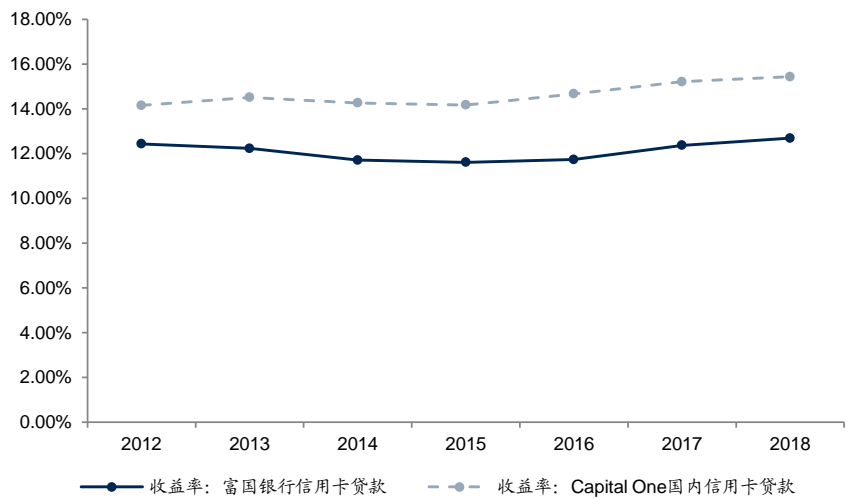
资料来源: Capital One 年报, 富国银行年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理。注: 支出项用负值, 所以越高的减值损失数字越小。

图 15: 第二阶段 Capital One 的信用卡核销率高于富国银行 (平均高出 60bps) ...



资料来源: Capital One 年报, 富国银行年报, 国信证券经济研究所整理

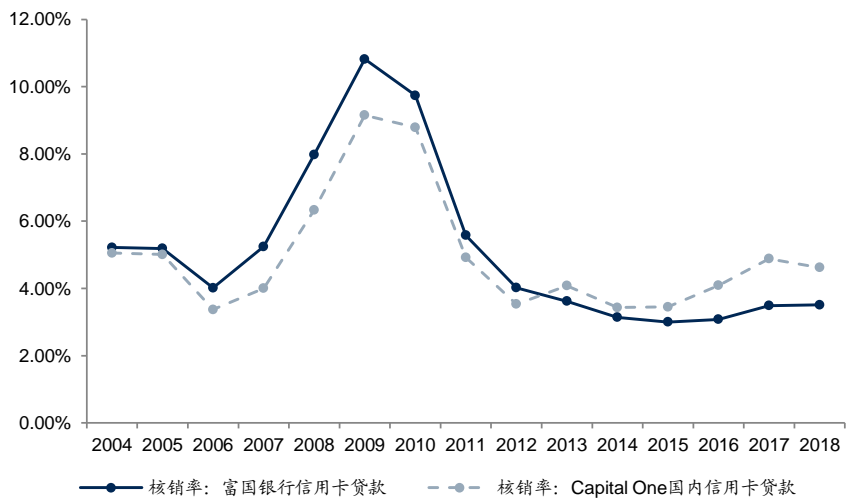
图 16: ...但收益率也更高 (平均高出 252bps)



资料来源: Capital One 年报, 富国银行年报, 国信证券经济研究所整理

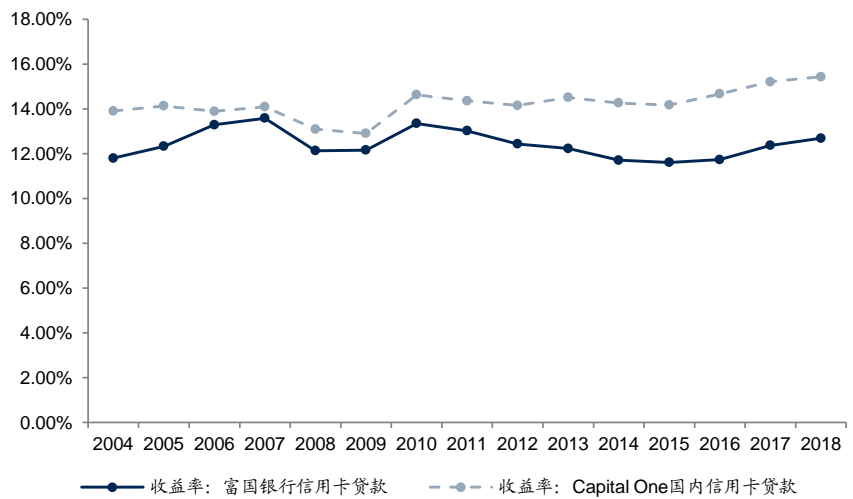
- ✓ 拉长时间来看, Capital One 的信用卡核销率大部分时间都低于富国银行, 金融危机期间更加明显, 而 Capital One 的信用卡收益率则一直高于富国银行。这也说明单就信用卡业务而言, 其数据驱动型策略是成功的。

图 17: Capital One 信用卡核销率大部分时间低于富国银行 (平均低 20bps) ...



资料来源: Capital One 年报, 富国银行年报, 国信证券经济研究所整理

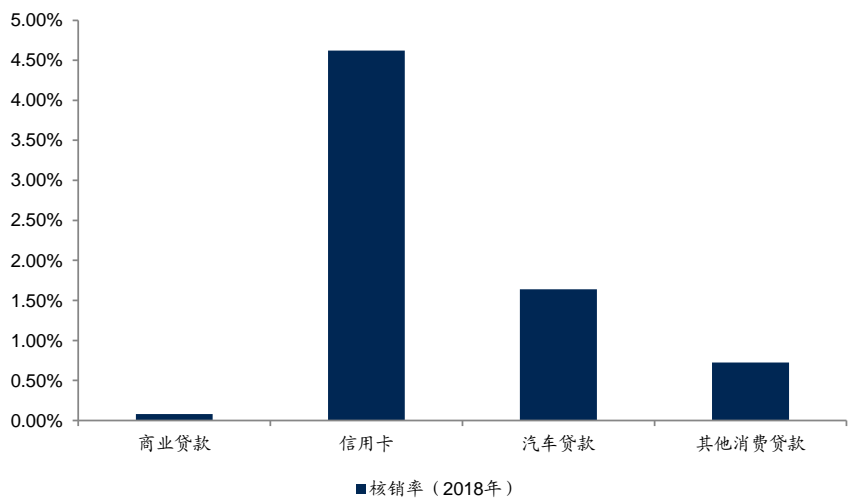
图 18: ...收益率则一直高于富国银行 (平均高出 180bps)



资料来源: Capital One 年报, 富国银行年报, 国信证券经济研究所整理

- ✓ 一般来讲, 信用卡业务的风险更高, 而如前所述, 由于 Capital One 此类贷款占比更高, 这种结构性因素导致其减值损失/平均资产偏高。

图 19: 信用卡和汽车贷款的风险是最高的

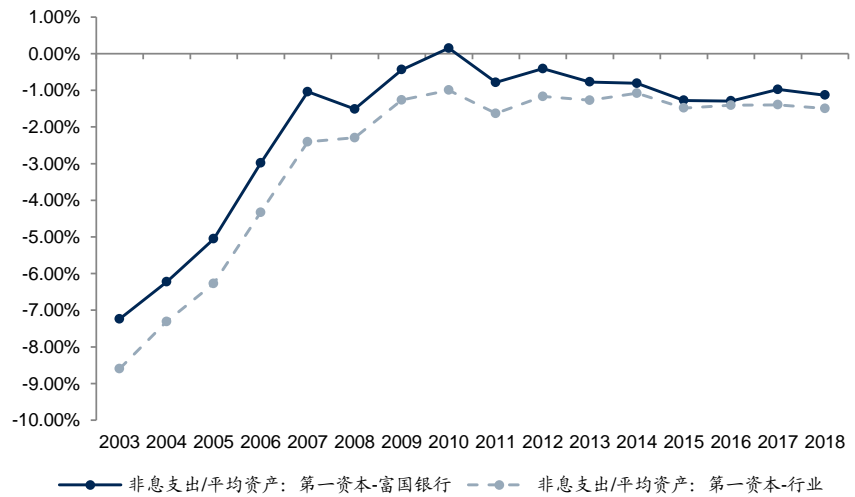


资料来源: Capital One 年报, 富国银行年报, 国信证券经济研究所整理

高非息支出/平均资产: 更多的营销费用

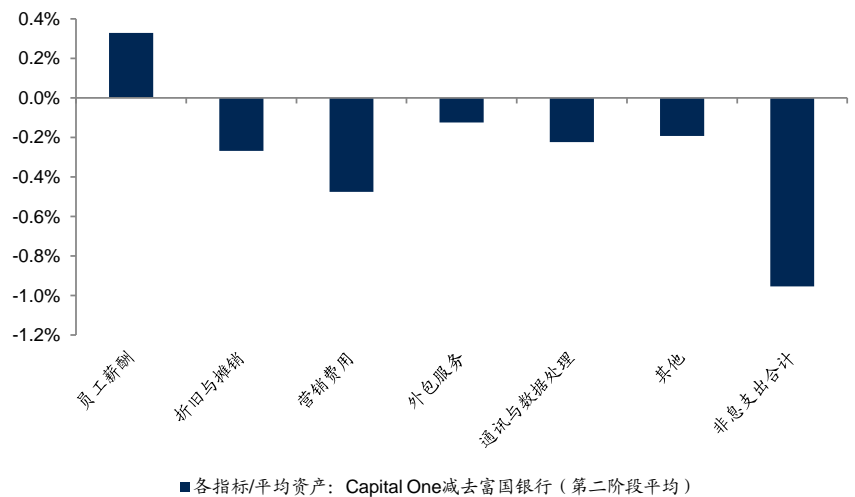
Capital One 的非息支出/平均资产高于行业, 也高于富国银行。从其与富国银行详细数据对比来看, Capital One 的员工薪酬/平均资产比富国银行少, 但其他各类别的非息支出/平均资产都要高于富国银行。当然, 这也有可能并非数据驱动型银行本身的业务模式导致, 而是两家银行有着不同的管理效率, 这两种可能性我们无法区分。但有一点是确定的, 即 Capital One 的营销费用更多, 说明其在进行差异化获客时需要进行更多的广告宣传。

图 20: Capital One 的非息支出/平均资产明显高于行业，也高于富国银行



资料来源: Capital One 年报, 富国银行年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理。注: 支出项用负值, 所以越高的非息支出数字越小。

图 21: Capital One 的非息支出/平均资产明显高于行业，也高于富国银行



资料来源: Capital One 年报, 富国银行年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理。注: 支出项用负值, 所以越高的非息支出数字越小。

从非息支出结构来看，也可以看出 Capital One 的业务特征：

- ✓ 员工薪酬支出更少，原因在于 Capital One 不是社区银行模式，所以对员工数量的需求更少（2018 年 Capital One 的人均薪酬更低，对较少的员工薪酬占比亦有贡献。但 2000 年的时候 Capital One 的人均薪酬是略高于富国银行的，所以员工数量少才是薪酬总额占比低的主要原因）；
- ✓ 营销费用更多。如前所述，说明其在进行差异化获客时需要进行更多的广告宣传。这主要是因为其产品都是偏标准化产品，竞争比较激烈，需要通过不断地广告宣传来保持客户感知。从“营销费用/平均消费贷款”指标可以明显看出，尽管其规模不断变大甚至成为美国前十大银行之后，“营销费用/平均消费贷款”比第一阶段低了很多，但近几年并未继续下降；
- ✓ 更多的通讯与数据处理费，倒不是应用更多大数据导致，而是信用卡业务

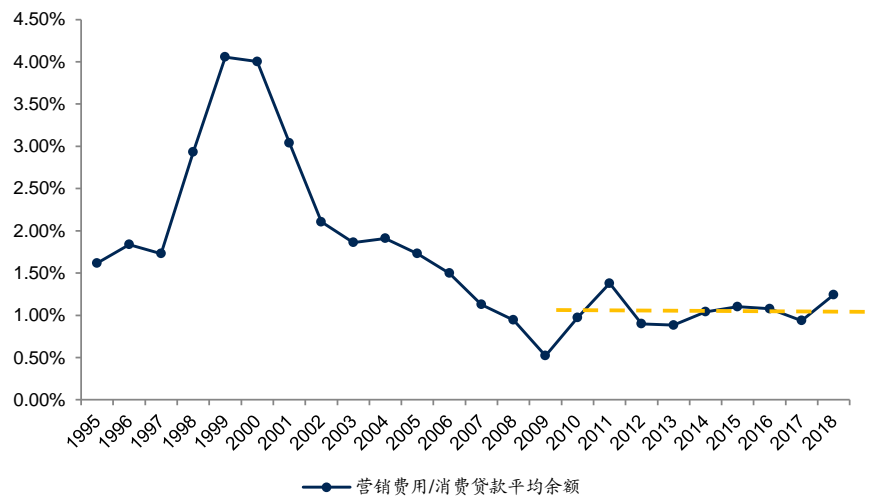
占比更高导致。

表 3: Capital One 与富国银行的非息支出结构对比

	Capital One-2018 年	富国银行-2018 年	Capital One-2000 年	富国银行-2000 年
员工薪酬	38%	59%	32%	46%
折旧与摊销	15%	14%	12%	22%
营销费用	15%	2%	29%	3%
外包服务	8%	10%	5%	8%
通讯与数据处理	8%	2%	9%	5%
其他	15%	14%	12%	15%

资料来源: Capital One 年报, 富国银行年报, 国信证券经济研究所整理

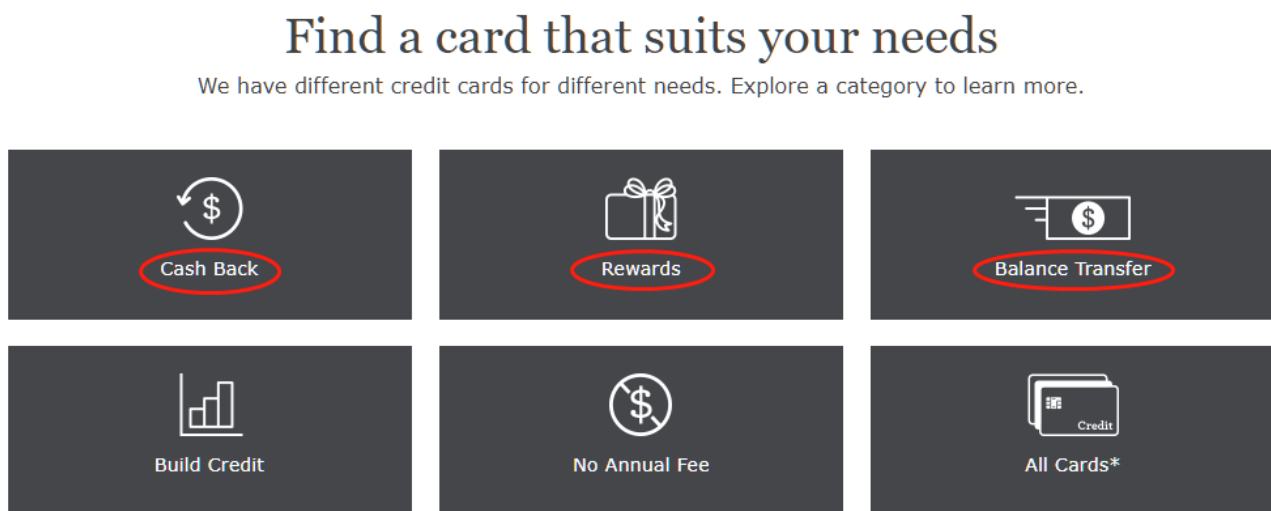
图 22: Capital One 的“营销费用/平均消费贷款”近年来并未继续下降



资料来源: Capital One 年报, 国信证券经济研究所整理

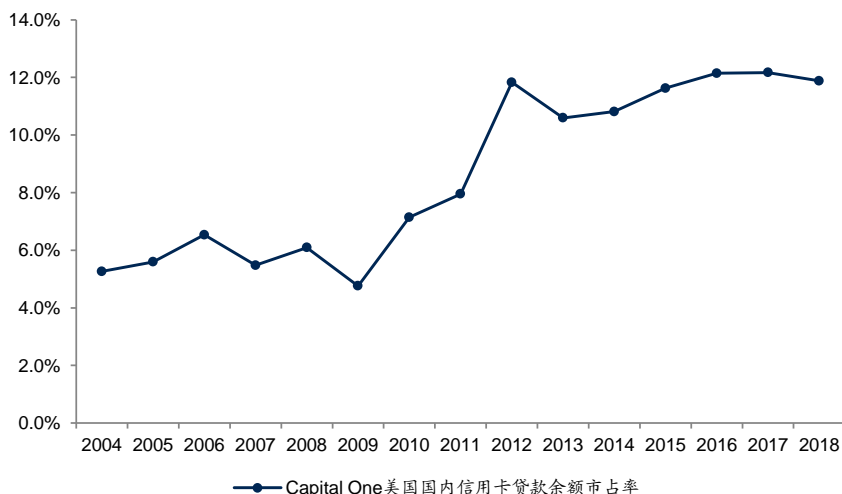
关于 Capital One 较多的营销费用, 我们可以深入分析一下, 会对信用卡业务有更多的认识。其实 Capital One 通过初期的余额代偿这种革命性产品, 并依靠数据驱动型策略深入次级客户市场, 获得了大量的客户。然而, 随着信用卡市场趋于饱和以及其他银行的模仿竞争, Capital One 也很难再进一步提高市场份额。我们随便打开一家美国大型银行的信用卡产品页, 会发现其产品跟 Capital One 都大同小异。因此 Capital One 的市占率近年来大致稳定, 只能通过并购实现扩张, 而且需要在营销方面持续投入。

图 23: 富国银行信用卡亦向客户提供现金返现、奖励卡、余额代偿等服务



资料来源: 富国银行官网, 国信证券经济研究所整理

图 24: Capital One 国内信用卡市占率大致稳定 (2012 年受并购影响大幅提升)

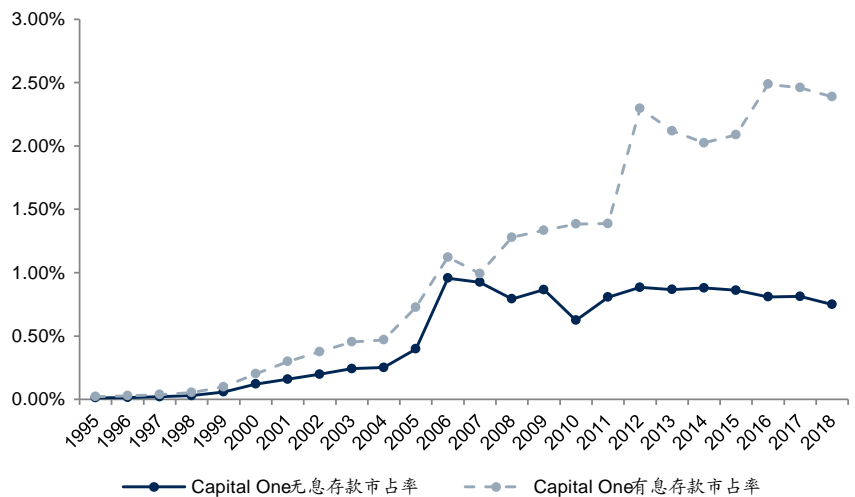


资料来源: Capital One 年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理。注: 2010 年的变化系全行业会计政策调整引起, Capital One 表外信用卡贷款市占率高于表内, 合并后市占率会提升。

其他指标特征也与其业务模式有关

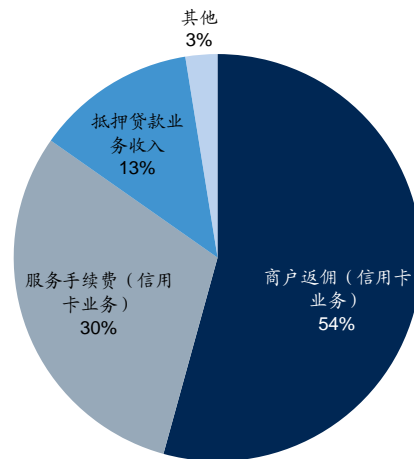
其他指标, 比如负债成本高于行业, 是因为其业务偏重消费贷款且网点数量更少, 存款占比更低 (尤其是无息存款); “其他非息收入/平均资产”低于行业, 是因为业务偏重消费贷款, 非息收入基本都是信用卡相关业务的手续费收入, 其他如资产管理费等收入几乎没有。上述因素可以视为其独特业务模式所带来的机会成本, 这些机会成本很大程度上抵消了数据驱动型策略所带来的优势。

图 25: Capital One 的无息存款市占率远低于有息存款



资料来源: Capital One 年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 26: Capital One 的非息收入基本都来自信用卡业务 (2018 年)



资料来源: Capital One 年报, 国信证券经济研究所整理

总结: 约束条件下的最优解

总的来看, Capital One 是一家数据驱动型银行, 因此其选择以信用卡和汽车贷款等标准化程度更高、适合自身策略的贷款类型作为主打产品。其早期大量通过证券化融资实现资产的高周转, 进而获得了很高的 ROE, 但那种融资方式受市场空间约束, 限制了公司的成长空间, 因此其后期通过并购商业银行转向表内融资。融资方式转向表内增加了其资本消耗, 从而降低了权益乘数并降低了 ROE, 这是盈利能力与成长性权衡的结果。

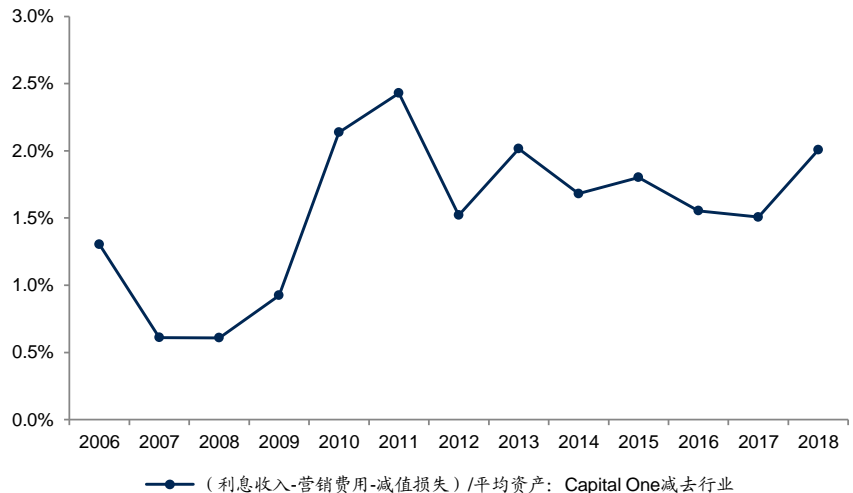
从 ROA 来看, Capital One 走的是“差异化、高风险、高收益”资产业务模式: 选定适合数据驱动型策略的偏标准化产品, 进行广泛营销吸引客户, 通过大数据方法从传统银行较少服务的高风险客群中筛选出有效客户, 实现差异化定位, 从而通过收取更高的利率获取超额收益。前述模式中的每个要素都是紧密联系

的，“数据驱动型策略、标准化产品、高营销费用、高风险、高收益”相辅相成、难以割裂。

从财务结果来看，Capital One 确实在资产端获得了超额收益，并且在金融危机期间也没有亏损，其策略是成功的，也说明数据驱动型策略是完全可行的。

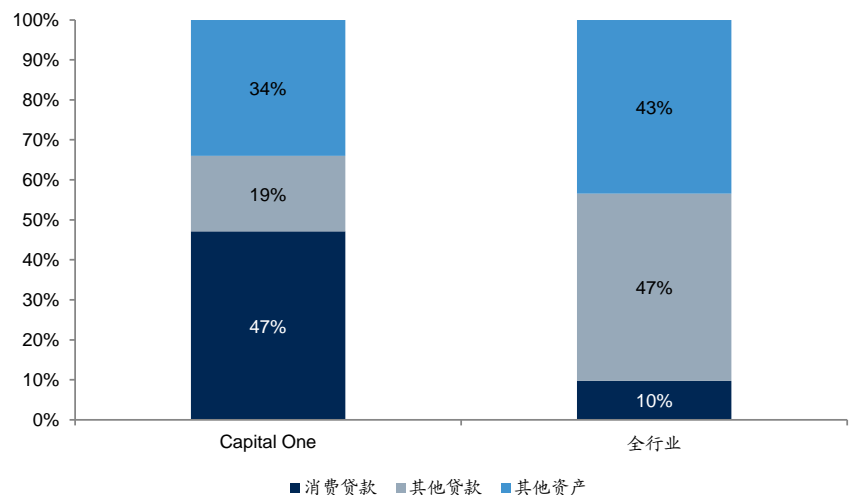
但考虑到该业务模式的机会成本之后，超额收益就消失了。Capital One 资产端的超额收益来自特殊的业务模式，这也导致其付出了机会成本，即更高的负债成本、更少的非息收入、更少的存款（由此导致更低的权益乘数），因此综合各方面因素来看，ROE 持平行业，没有了超额收益。

图 27: 单从资产端来看，Capital One 获得了超额收益



资料来源: Capital One 年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理。注: 此处我们将行业营销费用设为 0, 因此 Capital One 的实际超额收益比图中显示的还要高, 但不影响定性的结论。

图 28: Capital One 特殊的业务结构在资产结构中的反映 (2018 年末)



资料来源: Capital One 年报, FDIC, 国信证券经济研究所整理

当然，可能会有人问：为何 Capital One 不进行综合化发展，从而解决机会成本的问题？实际上，一旦 Capital One 对业务结构和资产结构进行调整，变得更加综合化、更加平衡，这不仅违背了其战略定位（“建立一家从事银行业务的

科技公司，而不是一家使用科技的银行”)，而且会直接与其他大银行正面竞争，或许结果会更差。也就是说，虽然从整个行业来看可能并非全局最优的，但“差异化、高风险、高收益”的资产业务模式，对缺乏网点的 Capital One 来讲，或许是其现有网点数量约束下的最优解。

最后，我们前面提到，Capital One 在后期对成长性和盈利能力进行了权衡，通过 ROE 下降换得更多的融资方式，从而获得了更大的成长空间。其实 Capital One 在后期也可以选择放弃成长性、维持高盈利，从而转变为一个现金牛，对一些集团附属的金融子公司，这或许也是个不错的选择。

投资建议

类似 Capital One 这种基于数据的消费信贷投放策略目前被国内不少银行采用，尤其是互联网银行，但市场上对其有效性的分歧很大。我们分析认为这一策略本质上是可行的，不过考虑到其成功亦取决于技术进步、数据质量等因素，我们持谨慎乐观的态度。此外，该模式的机会成本也需要特别考虑，尤其是融资端制约了这一业务模式的成长空间（对部分非银机构来讲，监管约束可能也是需要考虑的因素）。我们将继续紧密跟踪国内采取相似模式的银行或其他机构的进展。

就银行业来讲，考虑到 2019 年行业整体净息差增幅回落、资产质量面临一定下行压力，我们预计未来一年板块收益仍以赚取 ROE 为主。我们维持行业“超配”评级，在个股方面建议优先选择负债优势明显、以大型企业为主要客群、基本面稳健、估值低的大型银行，和以中小微企业为主要服务对象、风控能力突出、估值相对合理的小型银行，推荐农业银行、招商银行、宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

风险提示

目前宏观经济仍存在一定的不确定性，若经济因外部不利因素影响而失速下行，将对银行资产质量产生较大影响。

美国与中国在信用环境、监管体系等方面存在很大差异，本文的分析并未考虑到这种差异带来的影响。

美国的银行报表跟我国不完全相同，且其报表中所包含的部分英文专业名词未有明确释义，我们已尽量明确其义，但仍可能会存在偏差。

表 4: 重点个股估值表

收盘日: 2019/7/18	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	
601288.SH	农业银行	3.57	13.4%	12.4%	11.9%	5.1%	4.4%	4.5%	0.79	0.72	0.66	6.3	6.0	5.8
601988.SH	中国银行	3.67	12.0%	11.4%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.71	0.66	0.61	6.3	6.0	5.7
600036.SH	招商银行	35.21	16.6%	16.7%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.75	1.55	1.37	11.3	9.8	8.6
601166.SH	兴业银行	18.06	14.2%	13.9%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.85	0.77	0.69	6.3	5.8	5.4
600016.SH	民生银行	5.96	13.0%	12.3%	11.1%	1.0%	3.9%	4.8%	0.64	0.58	0.53	5.0	4.8	4.6
600000.SH	浦发银行	11.48	13.0%	12.9%	12.4%	3.1%	10.7%	6.9%	0.76	0.69	0.62	6.2	5.6	5.2
601998.SH	中信银行	5.95	11.2%	10.6%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.72	0.67	0.62	6.7	6.5	6.3
000001.SZ	平安银行	13.69	11.4%	11.1%	10.8%	7.0%	6.9%	7.1%	1.07	0.97	0.88	9.8	9.2	8.5
601818.SH	光大银行	3.78	11.7%	11.5%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.68	0.63	0.58	6.2	5.8	5.5
600015.SH	华夏银行	7.49	12.3%	10.0%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.58	0.54	0.50	5.8	5.7	5.6
601169.SH	北京银行	5.63	11.6%	11.3%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.68	0.63	0.58	6.2	5.8	5.4
601009.SH	南京银行	8.46	16.9%	16.7%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.06	0.93	0.83	6.7	5.9	5.2
002142.SZ	宁波银行	22.81	19.0%	18.5%	18.4%	19.9%	17.9%	15.9%	1.80	1.54	1.33	10.8	9.2	7.9
600919.SH	江苏银行	6.83	12.4%	12.7%	12.8%	10.0%	11.9%	10.0%	0.77	0.70	0.64	6.6	5.8	5.2
601128.SH	常熟银行	7.96	13.3%	12.3%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.70	1.32	1.21	14.7	12.4	10.4
平均			13.4%	12.9%	12.5%	7.8%	8.0%	7.8%	0.95	0.84	0.76	7.5	6.9	6.3

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