

银行

美国四大行四季报点评
超配

(维持评级)

2021年01月23日

削减拨备，大幅改善业绩

证券分析师：田维韦	021-60875161	tianweiwei@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030002
证券分析师：王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
证券分析师：陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010001

事项：

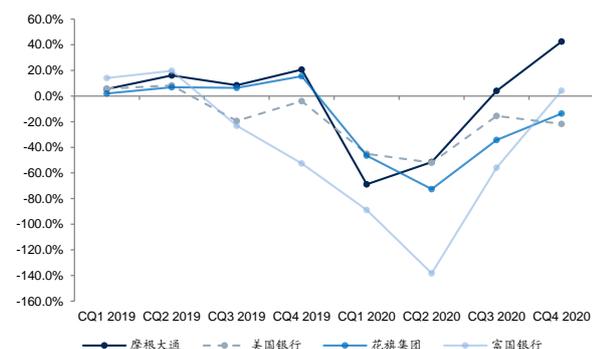
摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行近期陆续披露 2020 年四季报，第四季度分别实现净收入 292 亿美元、202 亿美元、165 亿美元和 179 亿美元，分别实现净利润 121 亿美元、55 亿美元、43 亿美元和 30 亿美元。

评论：

■ 摩根大通净利润高增，花旗集团和富国银行业绩大幅改善

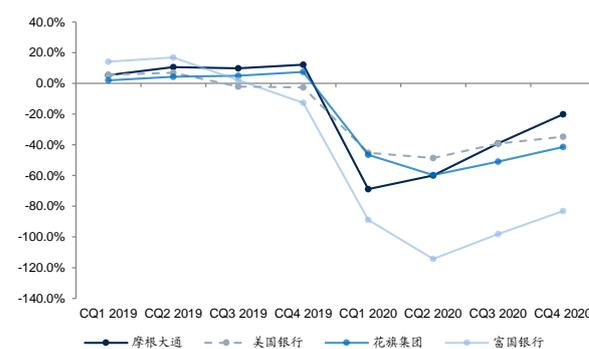
摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行第四季度净利润同比分别提升 42.4%、下降 21.8%、下降 13.6% 和提升 4.1%，较第三季度分别提升 38.4%、下降 6.3%、提升 20.7% 和提升 60.0%，摩根大通业绩高增，花旗集团和富国银行业绩大幅改善。但 2020 年全年来看，美国四大行全年净利润仍是大幅下降的，摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行全年净利润同比分别下降 20.0%、34.8%、41.4% 和 83.1%，疫情对美国银行业带来了较大冲击。

图 1：美国四大行单季度净利润同比增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。注明：四大行业绩披露口径存在差别，本报告数据均采用 Bloomberg 标准化后的数据，下同。CQ 即为 calendar quarter，由于不同国家财报对应的时间周期存在不一致，Bloomberg 统一披露日历季度所对应的数据。

图 2：美国四大行累计净利润同比增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

对四大行累计净利润增速归因分析，2020 年四大行业绩拖累因子分别是资产质量和净息差，其中，(1) 出于对资产质量担忧，四大行大规模计提贷款损失准备，但三季度以来拨备计提力度持续大幅减弱，带来业绩持续改善。(2) 美联储大幅降息到零利率，四大行净息差大幅收窄给净利润带来较大负面冲击。另外，摩根大通、美国银行和花旗集团资产高增是业绩的主要正贡献因子。

表 1: 美国四大行累计净利润增速归因分析

	摩根大通				美国银行			
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
盈利资产	11.4%	20.3%	19.4%	27.1%	7.0%	12.4%	8.2%	7.8%
净息差	-11.5%	-22.3%	-23.5%	-31.7%	-9.0%	-18.8%	-18.1%	-19.2%
佣金及手续费收入	1.7%	3.7%	4.2%	5.4%	3.2%	4.2%	5.6%	6.4%
其他非息收入	-4.5%	3.8%	3.4%	2.7%	-3.9%	0.0%	-0.7%	-1.5%
营业开支	-5.3%	4.6%	2.9%	3.8%	-6.2%	-5.0%	-6.3%	-10.4%
贷款损失准备	-62.0%	-70.2%	-44.0%	-25.7%	-43.3%	-45.9%	-36.3%	-25.3%
其他收入(亏损)	1.5%	0.2%	-1.4%	-1.6%	3.9%	0.2%	0.0%	0.0%
所得税	3.5%	1.7%	1.0%	0.5%	3.2%	4.5%	8.4%	7.2%
净利润同比	-68.8%	-59.9%	-39.1%	-20.0%	-45.2%	-48.5%	-39.2%	-34.8%

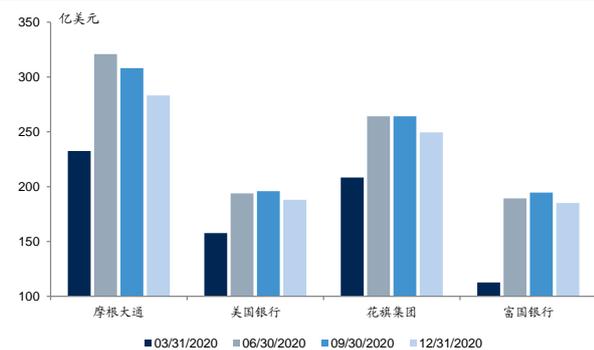
	花旗银行				富国银行			
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
盈利资产	14.9%	14.7%	12.5%	17.5%	4.5%	2.7%	-0.2%	1.3%
净息差	-17.2%	-19.5%	-19.0%	-25.5%	-12.6%	-15.9%	-15.0%	-16.9%
佣金及手续费收入	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.9%	0.3%	3.2%	4.2%
其他非息收入	12.6%	12.2%	8.3%	4.6%	-11.8%	-4.8%	-4.6%	-3.5%
营业开支	17.5%	10.5%	2.2%	-4.9%	-21.4%	-32.4%	-26.5%	-24.4%
贷款损失准备	-76.0%	-82.0%	-58.2%	-37.9%	-57.3%	-97.8%	-67.2%	-52.0%
其他收入(亏损)	-1.2%	-0.1%	-0.1%	3.4%	9.1%	9.9%	-3.4%	-7.3%
所得税	1.8%	3.0%	1.7%	0.0%	-1.2%	23.7%	15.5%	15.5%
净利润同比	-46.5%	-59.6%	-51.0%	-41.4%	-88.9%	-114.3%	-98.1%	-83.1%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。

■ 削减不良贷款损失准备金, 不良悲观预期持续修复

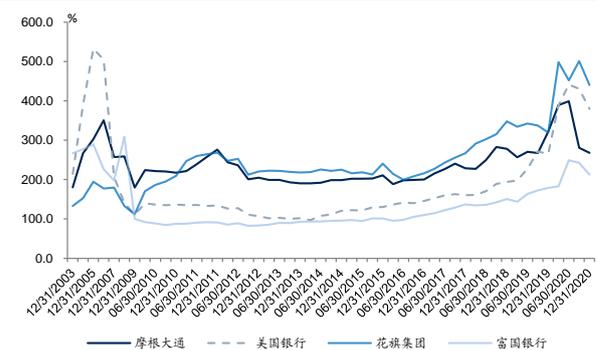
2020 年美国四大行开始施行 CECL 准则, 上半年疫情对美国经济带来巨大冲击, 出于审慎原则, 上半年美国四大行均大幅计提拨备, 为最坏的情况做好准备。考虑到美国四大行拨备覆盖率已处在 2008 年金融危机以来的高位, 疫苗取得重大进展以及美国经济复苏动力增强等因素, 四大行在 2020 年 4 季度削减了不良贷款损失准备金, 带来业绩大幅改善。但不良贷款拨备覆盖率仍处于高位, 2020 年末摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行不良贷款拨备覆盖率分别是 267.9%、379.7%、440.3%和 212.1%。

图 3: 美国四大行四季度削减不良贷款损失准备金



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 4: 美国四大行不良贷款拨备覆盖率处于高位

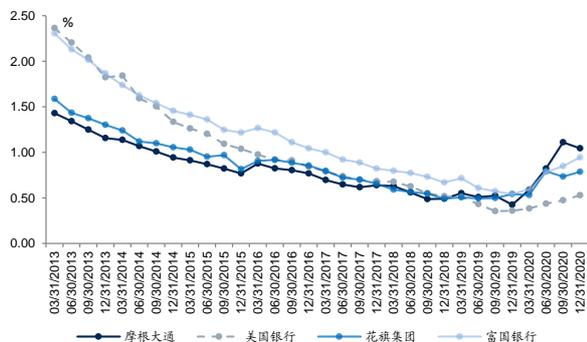


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

美国经济复苏态势增强, 银行资产质量悲观预期大幅改善。美国失业率自 4 月份达到阶段性高点后持续下行, 2020 年末为 6.7%, 较高点下降了 8.1 个百分点。美国 ISM 披露的制造业 PMI 自 6 月以来持续在枯荣线以上且处于提升态势, 表明美国经济复苏态势持续增强, 美国四大行资产质量悲观预期也将随着经济复苏而持续修复。摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行四季度年化净核销率分别是 0.42%、0.38%、0.88%和 0.26%, 环比三季度分别下降了 5bps、2bps、25bps 和 3bps。2020 年末摩根大通不良率 (Nonaccrual loan rate) 为 1.04%, 环比 3 季度末下降 7bps, 美国银行、花旗集团和富国银行期末不良率分别是 0.53%、0.79%和 0.94%, 环比 3 季度末分别提升 5bps、5bps 和 10bps。银行不良暴露较经济周期具有一定的滞后性, 因此未来一段时间美国四大行不良率可能仍有所上行, 但因为 2020 年上半年美国以计提充足的贷款损失准备金, 因此不良处置压力不大。我们认为随着经济的持续修复, 美国四大行或将进一步削

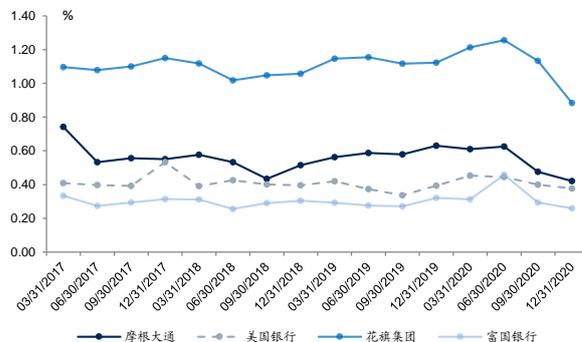
减贷款损失准备金，带来业绩持续改善。

图 5：美国四大行不良贷款率小幅上行



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。注明：不良贷款主要指非应计贷款（Nonaccrual loan）。

图 6：美国四大行净核销率下行



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 7：美国失业率大幅下降



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 8：美国制造业 PMI 持续提升

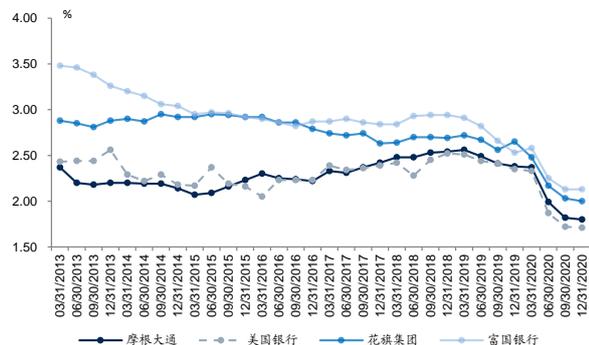


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ 净息差有企稳迹象，非息收入表现差距较大

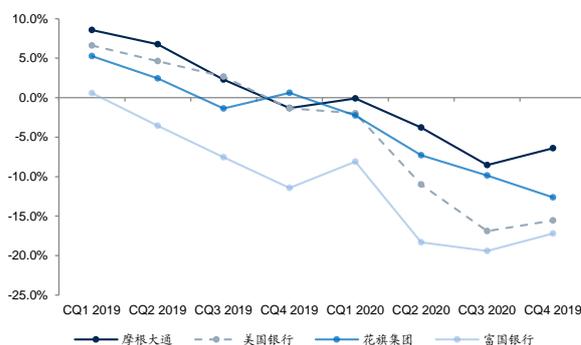
摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行四季度年化净息差分别是 1.80%、1.71%、2.00%和 2.13%，同比收窄 58bps、64bps、65bps 和 40bps，环比三季度分别收窄 2bps、1bp、3bps 和 0bp，收窄幅度较二三季度明显下降。受益于资产规模扩张和净息差企稳，摩根大通、美国银行和富国银行净利息收入降幅有所收窄。美国未来仍面临较大压力，预计 2021 年美国仍维持较低的利率市场环境，净息差将持续处在低位。

图 9：美国四大行净息差有企稳迹象



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

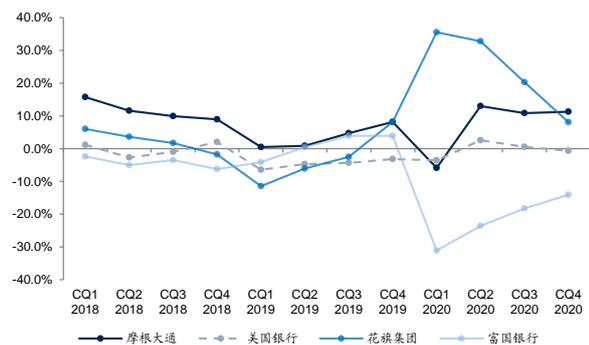
图 10：美国四大行单季度净利息收入同比增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

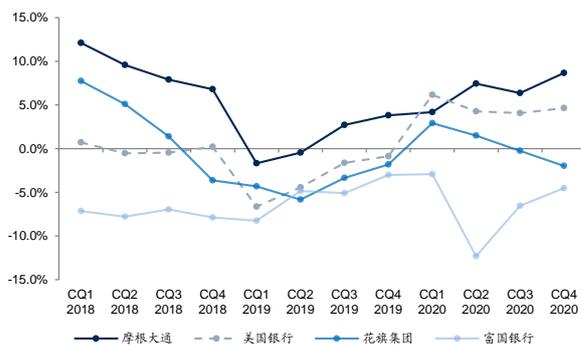
美国四大行非息收入表现差距较大，其中摩根大通非息收入实现较好增长，富国银行整体表现较差；花旗集团 1 季度非息收入高增后持续下滑，美国银行手续费及佣金收入实现了较好增长，但投资收入表现不佳，是拖累业绩不达预期的重要原因。

图 11：美国四大行累计非息收入同比增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 12：美国四大行手续费及佣金净收入同比增速



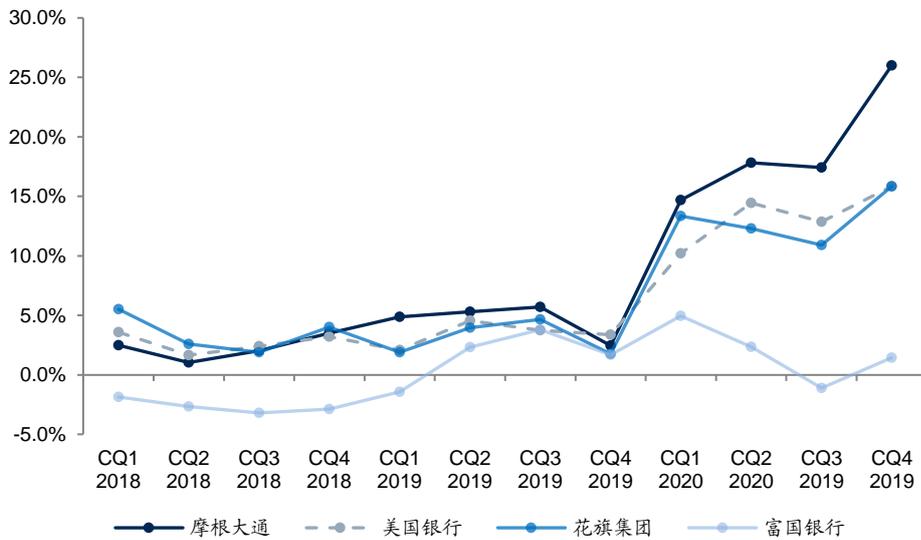
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

■ 2020 年资产高增，信贷比重下降

富国银行受制于 2018 年美联储发出的禁令¹，资产规模维持稳定，其他三大行 2020 年总资产高增。摩根大通、美国银行和花旗集团 2020 年总资产分别扩张 26.0%、15.8%和 15.8%，较 2019 年增速分别提升了 23.5%、12.5%和 14.1%。但四大行压降了信贷配置比例，摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行期末贷款净值占总资产的比重分别为 29.1%、32.6%、30.8%和 46.3%，较年初分别下降了 6.1 个、7.8 个、6.5 个和 4.4 个百分点。随来随着经济的持续修复，美国四大行信贷配置比例将有所提升。

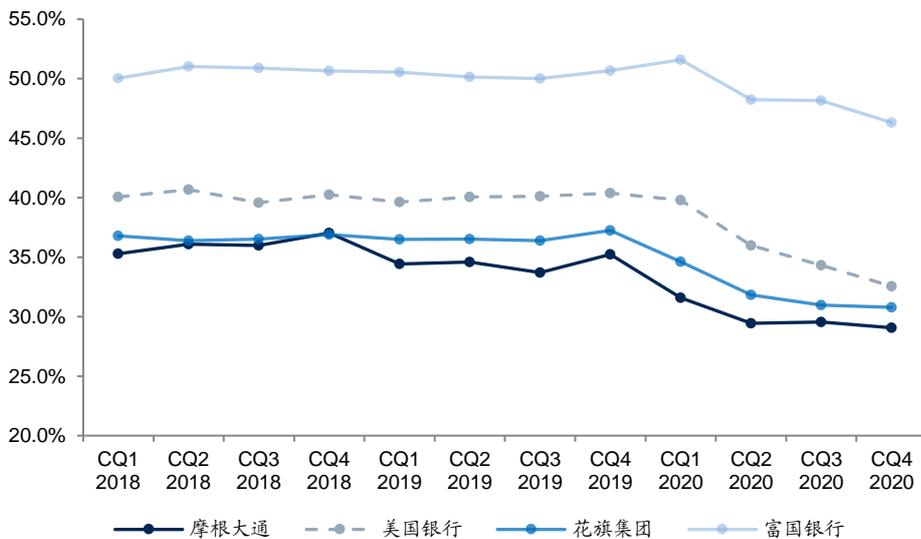
¹ 受假账户事件冲击，2018 年美联储发出禁止令对富国银行业务增长进行限制，要求富国银行资产规模控制在 2017 年末水平，不得扩充资产规模，直到其真正提高了公司治理有效性和合规与操作风险控制。

图 13: 富国银行外的三大行规模高增



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

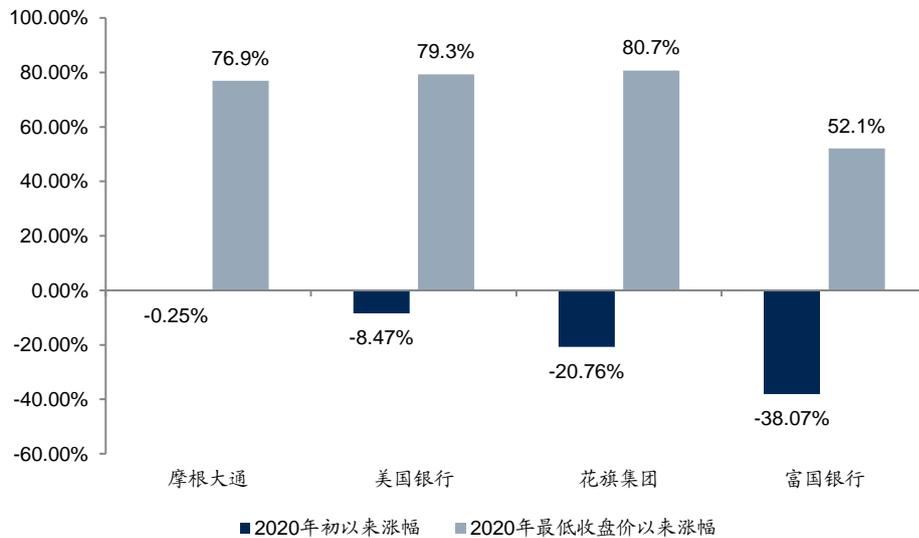
图 14: 贷款净值占总资产比重下降



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

■ 美国四大行股价有所修复

摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行 2020 年初至今（截至 2021 年 1 月 21 日）股价分别下跌 0.25%、8.47%、20.76%和 38.07%。但过去一年录得最低收盘价以来股价分别上涨了 76.9%、79.3%、80.7%和 52.1%，股价明显修复。

图 15: 美国四大行股价表现


资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截至 2021 年 1 月 21 日。

投资建议

受益于美国经济复苏, 美国四大行业绩大幅改善, 资产质量悲观预期持续修复, 息差也开始企稳, 这也反映在了美国四大行资本市场股价的修复上。我国经济复苏强劲, 货币政策逐步回归常态化, 因此我国银行业业绩改善确定性和改善幅度都要高于美国银行业。当前我国银行板块估值不管横向还是纵向都处于低水平, 2021 年我国银行业估值修复行情确定性高, 且有望迎来基本面改善和估值提升的戴维斯双击, 我们维持行业“超配”评级。个股方面, 我们继续宁波银行、招商银行、常熟银行、工商银行和成都银行。

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的负面影响、企业偿债能力下降对银行资产质量的影响等。

表 2: 重点个股估值表

收盘日:	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601398.SH	工商银行	5.04	13.0%	11.3%	11.2%	4.9%	-6.1%	7.5%	0.73	0.67	0.62	5.8	6.2	5.8
601939.SH	建设银行	6.58	13.2%	11.4%	11.3%	4.7%	-5.5%	7.3%	0.78	0.73	0.67	6.3	6.6	6.2
601288.SH	农业银行	3.14	12.4%	10.8%	10.8%	4.6%	-5.6%	7.5%	0.63	0.58	0.54	5.3	5.6	5.2
601988.SH	中国银行	3.17	11.4%	10.0%	10.1%	4.1%	-5.8%	7.4%	0.56	0.53	0.49	5.2	5.5	5.1
601328.SH	交通银行	4.50	11.2%	9.4%	8.6%	5.0%	-10.0%	-2.6%	0.48	0.45	0.43	4.5	5.0	5.1
601658.SH	邮储银行	5.40	12.0%	10.5%	10.9%	16.5%	-0.4%	9.9%	0.95	0.88	0.82	8.6	8.6	7.8
600036.SH	招商银行	51.64	16.7%	15.0%	15.3%	15.3%	0.7%	13.0%	2.26	2.04	1.83	14.3	14.2	12.5
601166.SH	兴业银行	22.93	12.7%	11.1%	11.4%	8.7%	-3.9%	9.7%	0.98	0.91	0.83	8.1	8.4	7.6
600016.SH	民生银行	5.14	12.3%	9.9%	10.1%	6.9%	-13.5%	9.7%	0.50	0.47	0.44	4.2	4.9	4.5
600000.SH	浦发银行	9.79	12.2%	10.6%	10.2%	5.4%	-5.5%	3.2%	0.58	0.54	0.50	5.0	5.3	5.2
601998.SH	中信银行	5.08	10.9%	9.3%	9.0%	7.9%	-8.5%	4.1%	0.56	0.52	0.49	5.3	5.8	5.6
000001.SZ	平安银行	22.03	11.2%	9.2%	9.4%	13.6%	-4.2%	10.6%	1.57	1.45	1.34	15.6	16.4	14.7
601818.SH	光大银行	4.07	11.9%	10.6%	11.3%	11.0%	-3.3%	14.7%	0.67	0.62	0.57	6.0	6.2	5.3
600015.SH	华夏银行	6.11	10.6%	9.3%	9.1%	5.0%	-5.6%	6.1%	0.45	0.42	0.39	4.5	4.7	4.5
601169.SH	北京银行	4.79	10.4%	9.1%	9.5%	7.2%	-5.5%	9.0%	0.54	0.50	0.47	5.3	5.7	5.1
002142.SZ	宁波银行	37.79	17.8%	15.6%	15.4%	22.6%	11.9%	14.4%	2.66	2.15	1.89	16.8	15.0	13.1
600919.SH	江苏银行	5.44	11.0%	10.4%	10.4%	11.9%	2.8%	5.6%	0.57	0.53	0.49	5.4	5.2	4.9
600926.SH	杭州银行	14.60	12.7%	11.6%	12.0%	22.0%	8.6%	16.2%	1.65	1.34	1.23	13.6	12.5	10.7
601838.SH	成都银行	10.12	16.7%	15.2%	15.5%	19.4%	3.0%	14.3%	1.03	0.92	0.82	6.6	6.4	5.6
601077.SH	渝农商行	4.33	12.8%	11.6%	9.4%	7.7%	-14.5%	8.7%	0.56	0.53	0.49	5.0	5.9	5.4
603323.SH	苏农银行	4.75	6.3%	6.3%	6.7%	13.8%	6.1%	8.6%	0.75	0.72	0.69	12.6	11.6	10.5
002839.SZ	张家港行	5.67	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.00	0.94	0.87	11.7	11.4	10.2
601128.SH	常熟银行	7.36	13.2%	10.3%	10.5%	20.1%	1.1%	9.8%	1.19	1.11	1.03	10.2	11.2	10.2
平均			12.2%	10.7%	10.7%	11.3%	-2.5%	9.0%	0.95	0.86	0.79	8.2	8.3	7.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《银行流动性月报: 预计 1 月超储和广义货币均边际收紧》 ——2021-01-20
- 《专题报告: 投资银行股赚什么钱: 复盘与展望》 ——2021-01-20
- 《2021 年 1 月银行业投资策略: 企业偿债能力回升, 资产质量改善可期》 ——2021-01-06
- 《行业快评: 房地产贷款新规不改基本面向好趋势》 ——2021-01-04
- 《银行理财子公司产品销售新规(征求意见稿)快评: 进一步完善银行理财子公司制度规则体系》 ——2020-12-28

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

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