

银行

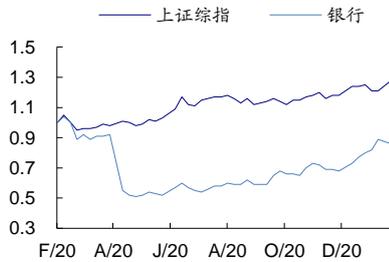
海外银行镜鉴系列

超配

(维持评级)

2021年02月22日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》点评: 联合贷款将加速调整 —— 2021-02-22
《行业快评: 银行股行情还能持续吗?》 —— 2021-02-20
《专题报告: 银行如何玩转“商行+投行”?》 —— 2021-02-18
《2020年银行监管数据快评: 压制估值的因素进一步消除》 —— 2021-02-10
《2020理财年度报告快评: 理财转型顺利, 无需过虑》 —— 2021-02-01

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

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

行业专题

寻找 21 世纪美国银行中的明珠

● 美国商业银行 ROE 仍未恢复到次贷危机前水平

2000-2006 年美国商业银行保持了 20 世纪 90 年代以来的高盈利能力。但次贷危机负面冲击巨大, 危机后美国进入零利率和 QE 市场环境, 经济增长动能也有所减弱, 因此美国商业银行盈利能力虽有所修复但明显低于危机前水平。2014 年美国基本走出次贷危机阴影, 2017-2019 年美国经济增长较为强劲, 美国商业银行 ROA 提升到危机前水平, 但权益乘数下降使得 ROE 仍低于危机前水平。

● 标普 500 银行指数走势与经济周期高度相关, 注重择时

2009Q2 以来标普 500 银行指数 PB 值基本在 1.0x-1.5x 区间震荡, 低于危机前水平, 长期来看跑输标普 500 指数和纳斯达克指数。但在经济向上周期中银行板块都有不错的绝对收益, 如果能在经济拐点确立时精准买入, 还能有不错的超额收益。2000 年以来银行投资大致分为几个阶段: 2000-2006 年高估值高收益; 2007-2009Q1 估值大幅下行; 2019Q2-2014 年初估值波动性上升, 在经济脉冲式复苏期 (2009Q2-2010 年初) 有明显的绝对收益和超额收益。2014-2016 年上半年估值回落阶段; 2016 年下半年-2019 年估值提升阶段, 有较高的绝对收益, 与纳斯达克指数收益率相当; 2020 年以来疫情冲击下估值 V 型走势。

● 长期视角下, 精选优质银行个股仍能获得不错的收益

硅谷银行、第一共和银行、Western Alliance Bancorp 和第一金融银行近年来不仅 PB 估值处在高位, 且 2011 年以来累计收益率高于标普 500 指数和纳斯达克指数。四家银行均具备以下几个特点, (1) 规模不是太大。2020 年末, 第一共和银行/硅谷银行/Western Alliance Bancorp/第一金融银行总资产分别为 1425/ 1155/ 365/ 109 亿美元。(2) 盈利能力高于同业, 且业绩增长稳定性强。(3) 经营具有明显特色或者具备核心竞争力。

● 投资建议

宏观经济是投资银行股的核心逻辑, 2021 年我国经济复苏将延续, 银行业景气度进入持续向上通道, 维持行业“超配”评级。个股方面, 看好大行估值修复行情, 首推工商银行; 继续推荐成长性高的宁波银行、招商银行、常熟银行和成都银行。

● 风险提示

若宏观经济复苏低于预期, 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 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
002142	宁波银行	买入	43.16	259	2.52	2.88	17.1	15.0
600036	招商银行	增持	55.2	1389	3.64	4.12	15.2	13.4
601398	工商银行	买入	5.24	1776	0.81	0.87	6.5	6.0
601128	常熟银行	增持	7.75	21	0.66	0.72	11.8	10.7
601838	成都银行	买入	11.3	41	1.58	1.81	7.1	6.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

前言	5
美国商业银行 ROE 低于危机前水平	5
银行板块走势与经济周期高度相关，注重择时	11
估值分化，精选优质中小行	13
美国上市银行估值分化大，优质中小行估值较高	13
特色中型银行：硅谷银行和第一共和银行	15
崛起的优质区域性小行	19
投资建议	23
风险提示	23
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 美国商业银行机构数量持续下降	6
图 2: 美国商业银行市场集中度大幅提升	6
图 3: 美国商业银行 ROE 仍未恢复到危机前水平	6
图 4: 美国商业银行净利润规模	6
图 5: 次贷危机后美国商业银行资产扩张速度放缓	7
图 6: 次贷危机后美国贷款占总资产比重下降	7
图 7: 次贷危机后不动产抵押贷款比重大幅下降	8
图 8: 次贷危机后投资类资产中美国国债比例提升	8
图 9: 次贷危机后工商业贷款额小于 100 万美元的投放比例进一步下降	8
图 10: 次贷危机后存款占总负债比重持续提升	8
图 11: 次贷危机后存贷比降到约 70% 的水平	8
图 12: 美国商业银行净息差明显高于我国	9
图 13: 美国商业银行生息资产收益率	10
图 14: 美国商业银行收紧贷款标准比例	10
图 15: 美国商业银行不良贷款率	10
图 16: 美国商业银行单季度年化净核销率	11
图 17: 美国商业银行拨备覆盖率和拨贷比	11
图 18: 2020 年 CECL 准则实施前当期拨备计提金额和净核销基本一致	11
图 19: 2000 年以来标普 500 银行指数 PB 值	13
图 20: 2000 年以来标普 500 银行指数累计收益	13
图 21: 标普 500 银行指数 PB 值与美国经济高度相关	13
图 22: 筛选的部分美国上市银行总市值情况	14
图 23: 筛选的部分美国上市银行 2020 年末总资产规模	14
图 24: 部分美国上市银行 PB 值	14
图 25: 2011 年至今股价累计涨幅	15
图 26: 第一共和银行和硅谷银行 PB 值	15
图 27: 2011 年以来累计收益率	16
图 28: 第一共和银行 ROE 水平	16
图 29: 第一共和银行贷款持续保持高增	17
图 30: 第一共和银行 1-4 户住宅贷款比重持续在 50% 以上	17
图 31: 第一共和银行不良率持续处于极低水平	17
图 32: 第一共和银行拨备覆盖率处在高位	17
图 33: 第一共和银行信贷投向区域分布	18
图 34: 第一共和银行净息差优势在 2016-2019 年弱化	18
图 35: 第一共和银行生息资产收益率优势弱化	18
图 36: 第一共和银行计息负债成本优势明显	19
图 37: 2019 年末第一共和银行存款结构	19
图 38: 两家代表性区域小行 PB 值	20
图 39: 两家代表性区域小行跑赢纳斯达克指数	20
图 40: 8 家区域性优质小行 2011 年以来累计收益率	20
图 41: 两家区域性小行 ROE 明显高于行业	21
图 42: 两家区域性小行净利息收入占营收比重	21
图 43: 第一金融银行 2019 年末佣金及手续费收入结构	21
图 44: 2019 年末 Western Alliance Bancorp 信贷结构	22
图 45: 2019 年末第一金融银行信贷结构	22
图 46: 两家区域性小行净息差处于高位	22
图 47: Western Alliance Bancorp 资产收益率在高位	22
图 48: 第一金融银行负债成本优势明显	22
图 49: 第一金融银行存款成本处于低位	22
图 50: 两家区域性小行不良率	23
图 51: 两家区域性小行净核销率	23
表 1: 美国商业银行杜邦分析	7
表 2: 美国总市值超过 30 亿美元银行估值分布	13

表 3: 部分优质区域性银行简介.....	19
表 4: 估值表.....	24

前言

我们在《海外银行镜鉴系列：1990年代美国银行业的崛起-20200726》中对20世纪80-90年代美国商业银行的经营环境和监管政策变革、银行业基本面情况和上市银行股价表现等做了深入的研究。21世纪以来美国商业银行经营环境发生了巨大的变化，2008年次贷危机给美国经济带来巨大冲击，美国经济在很长一段时间内都未能完全走出次贷危机阴影；为了刺激经济复苏，2008-2014年美联储采取了零利率和QE政策，经济增长动能减弱以及极低的利率市场环境都给美国商业银行经营带来了巨大的挑战。同时，危机后美国进行了大规模金融监管改革，《多德-弗兰克法案》于2010年正式通过，该法案强化对系统重要性机构的监管，采纳“沃尔克法则”禁止和限制大金融机构投机性交易，尤其加强对金融衍生品的监管，防范金融风险（以禁止和限制自营交易为主），在更严格的监管环境下美国商业银行积极调整经营战略。

在20世纪80-90年代美国商业银行研究的基础上，本报告对21世纪以来美国商业银行经营进行深入的研究，研究内容主要涉及三大部分：（1）美国商业银行基本面变化；（2）标普500银行指数估值和收益率表现；（3）寻找次贷危机后新环境下的优质个股。

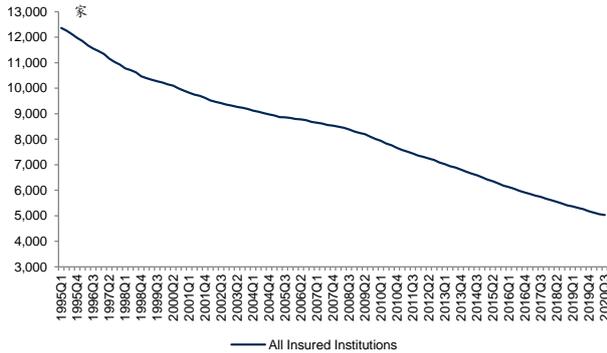
美国商业银行ROE低于危机前水平

2000-2006年美国商业银行延续了20世纪90年代以来的高盈利情况，但2008年次贷危机给美国商业银行带来了巨大负面冲击，资产规模压缩，不良大幅暴露，盈利能力大幅下降。次贷危机后伴随美国经济的稳步复苏，美国商业银行信贷投放稳定增长，资产质量大幅改善，美国商业银行盈利能力得到持续修复。2014年美国基本走出次贷危机阴影，2014年10月美联储正式退出QE政策，2015年底美国进入加息周期，表明美国经济内生增长动能增强。2017年特朗普政府大规模减税带来美国经济在2017-2019年增长较为强劲，美国商业银行盈利能力大幅提升，ROA基本恢复到了危机前的水平，不过次贷危机之后美国商业银行降低了权益乘数，因此ROE始终未恢复到危机前水平。

● 并购潮持续，市场集中度提升

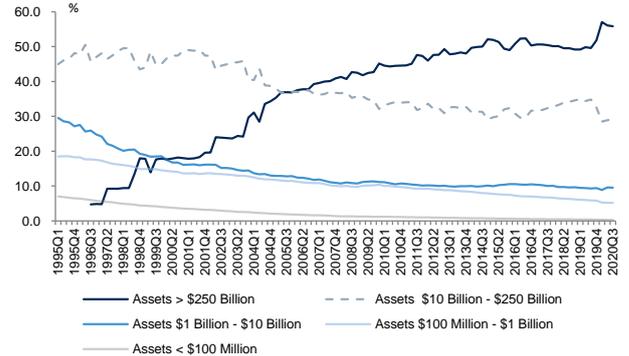
21世纪以来美国商业银行兼并收购潮仍在继续，该阶段并购潮促成因素很多，其中经济全球化的进一步发展仍是最重要的原因之一，花旗集团、美国银行、摩根大通等超级银行加快并购步伐以进一步提升国际竞争力。2020年9月末，总资产规模超过2500亿美元的银行数量提升到13家，其总资产市场份额比重为56%，较2000年初提升了38个百分点；期末总资产规模在1亿美元以下的银行数量降到981家，较2000年初减少了4840家，其总资产市场份额仅为0.28%，较2000年初下降了3.7个百分点。

图 1: 美国商业银行机构数量持续下降



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 2: 美国商业银行市场集中度大幅提升



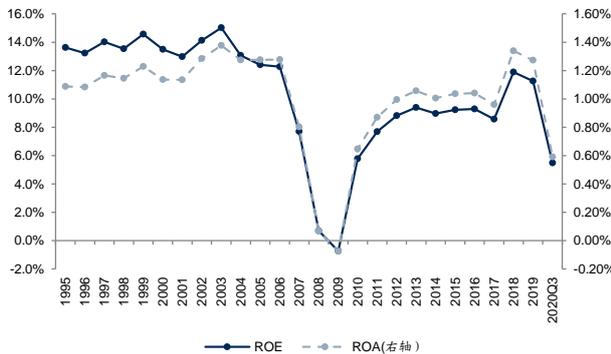
资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

● 次贷危机后盈利能力下降, ROE 仍低于危机前水平

2000-2006 年美国商业银行延续了上世纪 90 年代以来的高盈利能力,主要是该时期美国经济繁荣。虽然 2000 年的互联网泡沫破灭给 2000-2011 年美国商业银行带来了短暂冲击,但 2001 年美国实际 GDP 仍维持了 1.0% 的增长,并且美国房地产市场维持了较高的景气度,因此 2000-2001 年美国商业银行盈利能力虽小幅下降,但仍保持在高位。美国经济自 2002 年开始就进入快速复苏周期,因此整体来看该阶段美国商业银行保持了较强的盈利能力。

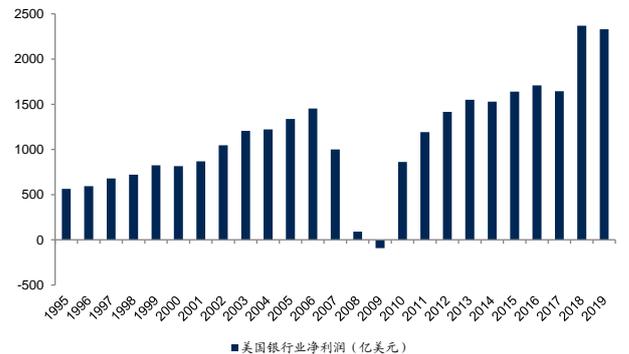
2007-2009 年美国商业银行受次贷危机负面冲击巨大,盈利能力大幅下降,2009 年甚至出现亏损。2009 年第二季度美国经济筑底进入缓慢复苏周期,美国商业银行盈利能力伴随经济复苏持续修复,2014 年美国商业银行才基本走出次贷危机阴影。2014 年 10 月美联储宣布正式退出长达六年的 QE 政策,2015 年底美联储加息靴子落地,表明美国经济内生增长动能增强。2017 年特朗普政府大规模减税政策带来美国商业银行在 2017-2019 年增长强劲,美国商业银行盈利能力明显提升,2018-2019 年 ROA 恢复到了危机前水平,但 ROE 仍低于危机前水平。2020 年疫情冲击之下美国商业银行盈利能力又大幅下降,但已在持续修复中。

图 3: 美国商业银行 ROE 仍未恢复到危机前水平



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 4: 美国商业银行净利润规模



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

根据杜邦分析,美国商业银行 ROE 仍没有完全恢复到次贷危机前水平主要是降低了权益乘数,2018-2019 年 ROA 已恢复到次贷危机前水平。但 ROA 贡献因子结构发生了较大变化,收入端“净利息收入/A”(A 为平均资产)和“非息收入/A”都未恢复到次贷危机前水平,尤其是次贷危机使得美国商业银行在衍生品业务上亏损严重,并且《多德-弗兰克法案》加强了美国商业银行创新业务的

监管，禁止和限制自营交易行为，因此非息收入对 ROA 贡献下降幅度较大。但为了走出次贷危机的负面冲击，美国商业银行也更注重降本提效，“员工薪酬等非息支出/A”对 ROA 拖累较危机前明显下降。“贷款损失准备/A”已恢复到危机前水平。

表 1：美国商业银行杜邦分析

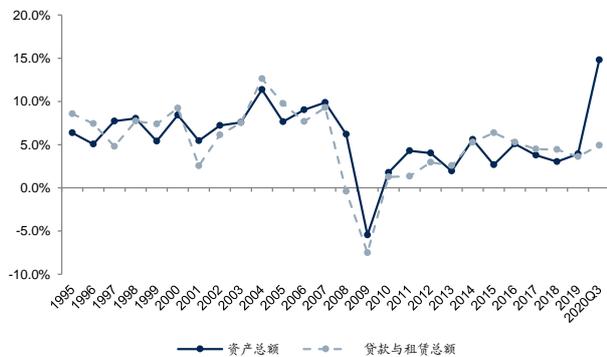
	2001	2002	2003	2004	2005	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE	13.0%	14.1%	15.0%	13.1%	12.4%	9.0%	9.2%	9.3%	8.6%	11.9%	11.3%
权益乘数	11.4	11.0	10.9	10.3	9.7	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9	8.8
ROA(右轴)	1.13%	1.28%	1.38%	1.27%	1.28%	1.01%	1.04%	1.04%	0.96%	1.34%	1.27%
净利息收入/A	3.28%	3.39%	3.22%	3.07%	3.02%	2.79%	2.74%	2.82%	2.92%	3.06%	2.99%
非息收入/A	2.33%	2.39%	2.45%	2.20%	2.18%	1.66%	1.63%	1.57%	1.50%	1.51%	1.47%
员工薪酬/A	-1.38%	-1.41%	-1.42%	-1.33%	-1.34%	-1.25%	-1.22%	-1.22%	-1.22%	-1.23%	-1.22%
其他非息支出/A	-1.91%	-1.83%	-1.77%	-1.75%	-1.68%	-1.54%	-1.42%	-1.37%	-1.37%	-1.37%	-1.33%
贷款损失准备/A	-0.60%	-0.63%	-0.43%	-0.30%	-0.28%	-0.20%	-0.24%	-0.29%	-0.30%	-0.28%	-0.30%
所得税支出/A	-0.58%	-0.63%	-0.67%	-0.61%	-0.62%	-0.45%	-0.45%	-0.46%	-0.57%	-0.35%	-0.33%

资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理。注明：A 代表期初期末总资产平均余额。

● 贷款占总资产比重下降，存款占负债比重提升

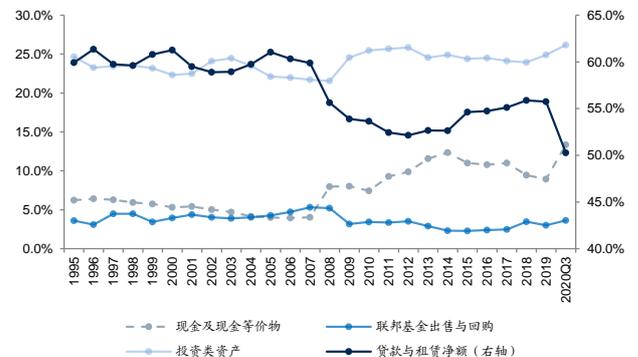
次贷危机之后美国商业银行总资产和信贷扩张速度有所放缓，资产配置风险偏好下降。2008 年次贷危机的重要触发因素是信贷抵押贷款的过度膨胀，以及在此基础上衍生出的复杂的金融创新产品。危机之后美国商业银行调整了资产配置结构，一方面降低了高风险贷款配置比例，主要是降低了不动产抵押贷款投放比例；同时，工商业贷款中贷款额小于 100 万美元的投放比例也进一步下降。另一方面，次贷危机后美国商业银行资产中高流动性的现金及现金等价物比重提升，投资类资产中美国国债配置比例大幅提升，这些都表明美国商业银行风险偏好在次贷危机后明显下降。

图 5：次贷危机后美国商业银行资产扩张速度放缓



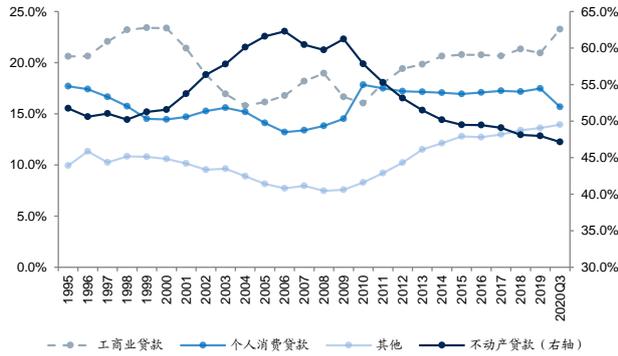
资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

图 6：次贷危机后美国贷款占总资产比重下降



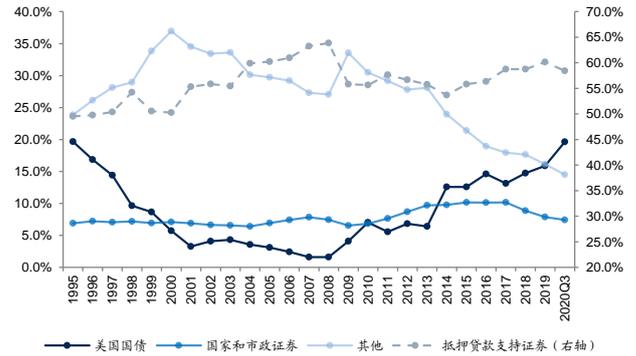
资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

图 7: 次贷危机后不动产抵押贷款比重大幅下降



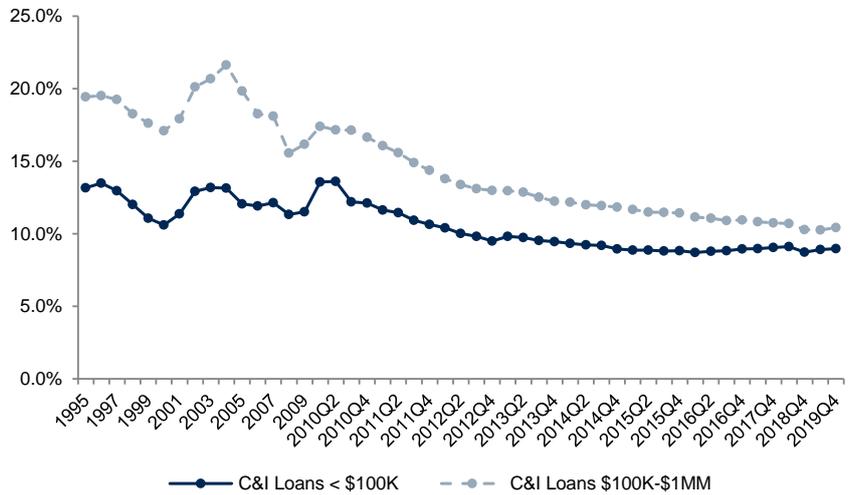
资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 8: 次贷危机后投资类资产中美国国债比例提升



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

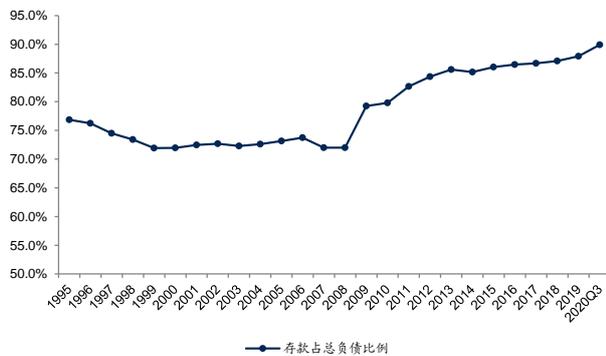
图 9: 次贷危机后工商业贷款额小于 100 万美元的投放比例进一步下降



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

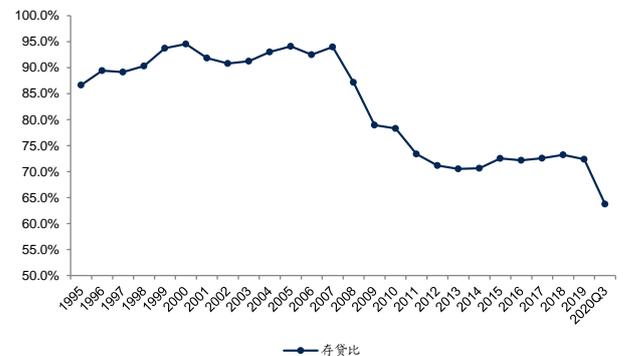
次贷危机之后美国商业银行存款占总负债比重持续提升, 2020 年 9 月末该比例为 89.9%, 较 2008 年末提升了 18 个百分点。同时, 存贷比在次贷危机后下降到约 70%, 整体负债稳定性更强。

图 10: 次贷危机后存款占总负债比重持续提升



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 11: 次贷危机后存贷比降到约 70% 的水平

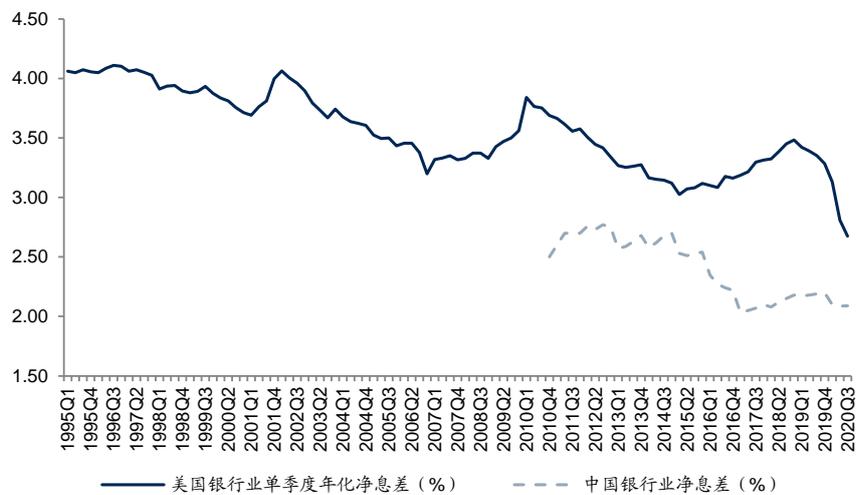


资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理。注明: 存贷比=期末存款余额/期末贷款余额。

● 净息差长期呈下行态势，但持续高于我国银行业

美国商业银行净息差持续高于我国银行业，主要是美国低负债成本优势非常明显。美国商业银行存款品种丰富，不计息存款占比较高，且计息存款以货币市场存款账户（MMDAs）为主，货币市场存款账户是美国商业银行 1982 年所推出的一种创新存款产品，目的是应对货币市场基金（MMF）的冲击，该产品与货币市场基金类似（美国商业银行低负债优势可参与我们的报告《银行业 2020 年下半年投资策略：从成本角度看银行让利空间-200612》）。美国商业银行资产端收益率与我国银行业近似，主要是美国以直接融资为主，美国商业银行信贷投向高收益的中小微企业和消费信贷领域的比例较高，美国商业银行风险定价能力较强。

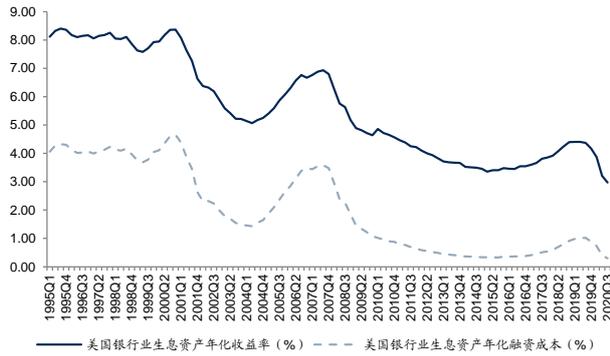
图 12：美国商业银行净息差明显高于我国



资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

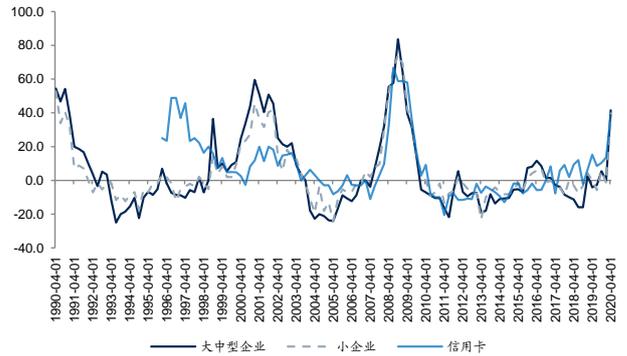
美国商业银行生息资产收益率和生息资产融资成本与联邦目标利率走势基本一致，但净息差与联邦目标利率走势在某些阶段却有所背离。其中，美国商业银行负债端与货币市场利率高度相关的货币市场存款账户比例较高，因此美国商业银行负债端成本变动幅度与货币市场利率基本一致；但资产端利率变动幅度还受到银行资产配置结构调整、银行业“惜贷”行为等因素影响。如 2004-2006 年美联储进入加息周期，但美国商业银行净息差持续下行，主要是该阶段美国经济繁荣，美国商业银行信贷供给充足，但互联网泡沫的破灭和房地产市场的繁荣使得美国商业银行降低了小微企业贷款投放比例，加大了房地产领域贷款的投放比例，因此资产端利率上行幅度小于融资成本上行幅度。2007-2009 年次贷危机期间美联储连续大幅降息，但美国商业银行的净息差持续上行，主要是美国商业银行信贷投放标准大幅收紧，银行业的“惜贷”使得美国商业银行资产端收益率下行幅度低于融资成本下行幅度。次贷危机后很长一段时间美国都处在零利率和 QE 环境下，同时随着经济逐步复苏，美国商业银行信贷投放逐步恢复正常，因此美国商业银行净息差持续下行。

图 13: 美国商业银行生息资产收益率



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 14: 美国商业银行收紧贷款标准比例

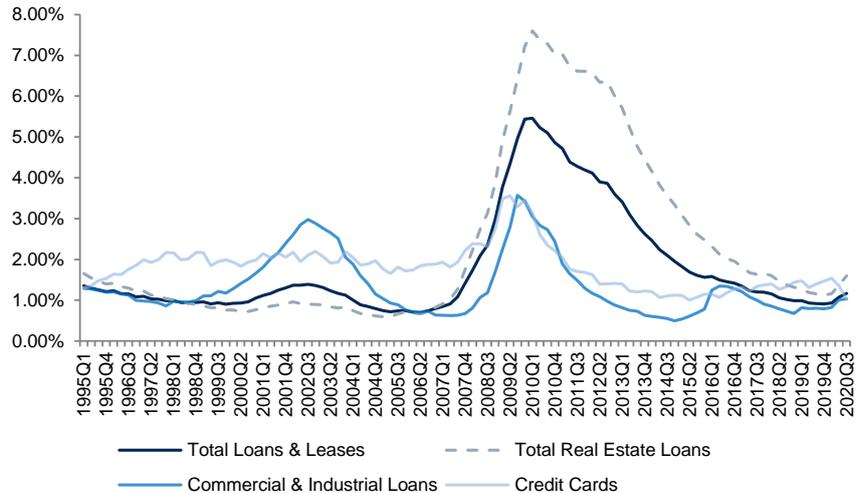


资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理。注明: 负数意味着放宽标准的百分比超过了收紧的。

● 资产质量持续改善, 已修复到危机前水平

次贷危机期间美国商业银行不良大幅暴露, 同时加大了坏账核销和拨备计提力度。随着不良的大幅出清和经济的稳步复苏, 美国商业银行不良率在 2010 年一季度末达到阶段性高点后持续下行, 2017 年基本恢复到了危机前水平。截止 2019 年末, 美国商业银行不良率降到 0.91%, 2020 年受疫情冲击不良有所暴露, 2020 年 9 月末不良率提升到 1.17%。

图 15: 美国商业银行不良贷款率



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

美国银行业对已发生损失或有足够证据表明即将要发生的损失充分计提拨备, 因此美国商业银行当期计提的拨备金额和净核销规模基本一致, 这与我国拨备计提原则存在较大差别 (详情参阅我们的报告《行业点评: 中美银行业不同的计提损失方式-20000807》)。次贷危机期间美国商业银行拨备计提金额净核销规模比值大幅提升, 但由于不良大幅暴露, 拨备覆盖率大幅下行, 拨贷比有所提升。次贷危机后随着资产质量逐步好转和不良大幅清理, 美国商业银行拨备覆盖率持续上行, 2019 年末美国商业银行拨备覆盖率为 130%。2020 年受疫情冲击, 加上美国大型银行开始实施 CECL 准则, 美国商业银行大幅提升了拨备计提力度, 2020 年 9 月末拨备覆盖率提升到 191.5%, 基本处于历史高位。

图 16: 美国商业银行单季度年化净核销率



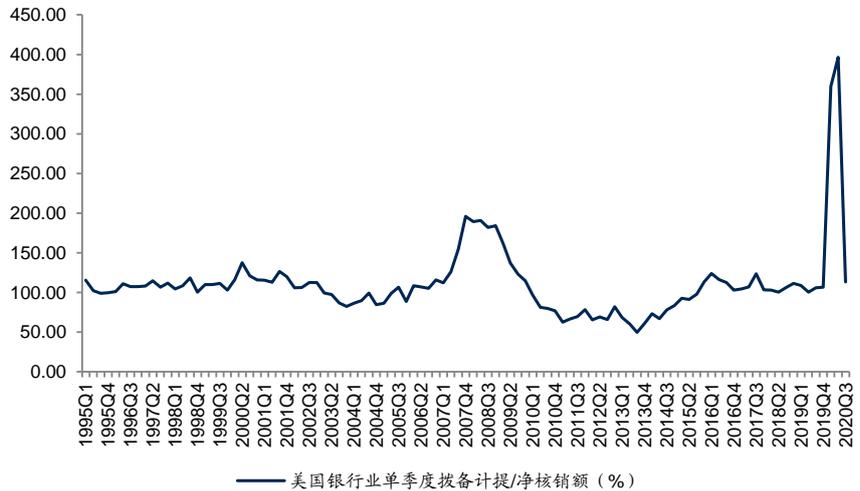
资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 17: 美国商业银行拨备覆盖率和拨贷比



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2020 年 CECL 准则实施前当期拨备计提金额和净核销基本一致



资料来源: FDIC, 国信证券经济研究所整理

银行板块走势与经济周期高度相关，注重择时

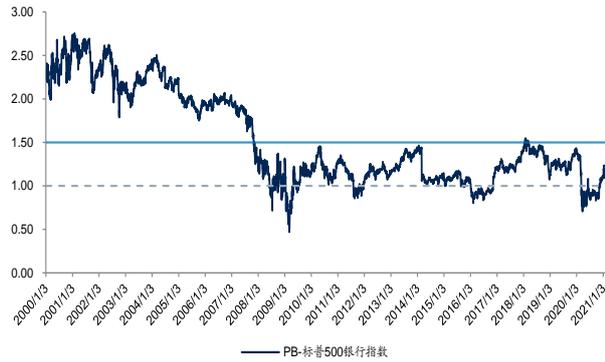
银行是典型的顺周期行业，美国商业银行盈利能力及估值情况均与经济周期高度相关。2000-2006 年美国商业经济延续了 90 年代中后期繁荣态势（2000 年互联网泡沫给美国经济带来短暂性冲击，但对美国银行业冲击较小），美国商业银行盈利能力保持在高位，是投资银行股的好时期。但次贷危机给美国商业银行带来了巨大的冲击，2007-2009 年一季度标普 500 银行指数 PB 值大幅下降。美国经济自 2009 年二季度筑底进入复苏通道，标普 500 银行指数 PB 值出现了与经济增长基本一致的波动性上升，PB 值基本在 1.0-1.5x 区间震荡，但始终未恢复到危机前的水平。具体来看，2000 年以来标普 500 银行指数估值和收益率表现大致可分为以下几个阶段：

- **2000-2006 年标普 500 银行指数高估值高收益阶段：**该时期美国房地产市场繁荣，经济景气度高，美国商业银行盈利能力强。同时，2001 年互联网泡沫破灭，纳斯达克指数大幅下跌，投资银行板块有较高的绝对收益和超额收益。

- 2007-2009 年一季度标普 500 银行指数估值大幅下降，无绝对收益和超额收益。次贷危机给美国房地产市场和经济带来巨大冲击，美国商业银行盈利能力大幅下降，标普 500 银行指数 PB 值大幅下行，该阶段银行板块既无绝对收益又无超额收益。
- 2019 年二季度-2014 年初标普 500 银行指数估值波动性上升，在危机后经济脉冲式复苏期（2009 年二季度-2010 年初）有明显的绝对收益和超额收益。2019 年二季度美国经济筑底进入复苏周期，直到 2014 年才基本走出危机阴影，2014 年 10 月美联储正式宣布退出 QE 政策。2019 年二季度-2014 年初美国处于经济复苏及货币政策极度宽松时期，标普 500 银行指数 PB 值出现了与经济增长基本一致的波动性上升。整个阶段来看，标普 500 银行指数有明显的绝对收益，并跑赢了标普 500 指数，但与纳斯达克指数收益相当，不过在经济脉冲式复苏时期（2009 年二季度-2010 年初）有明显绝对收益和超额收益。
- 2014-2016 年上半年标普 500 银行指数估值回落，无绝对收益和超额收益。2014 年开始美联储加息预期持续升温，市场担心美国经济的复苏程度，2015 年底美联储加息靴子落地，对经济复苏的担忧一直持续到了 2016 年上半年。同时，该阶段美国经济数据表现也比较一般，因此 2014-2016 年上半年标普 500 银行指数 PB 值较前期有所回落，该阶段银行板块无绝对收益和超额收益。
- 2016 年下半年-2019 年标普 500 银行指数估值持续提升阶段，有较高的绝对收益。2016 年美国的经济稳步复苏，2017 年特朗普政府推出了美国史上最大规模的减税政策，2017-2019 年美国经济增长较为强劲，该阶段标普 500 银行指数 PB 值持续提升。整个阶段来看，标普 500 银行指数绝对收益明显，并且跑赢了标普 500 指数，但与纳斯达克指数收益基本相当。
- 2020 年以来的疫情冲击阶段，标普 500 银行指数估值 V 型走势。2020 年新冠疫情给美国经济带来巨大冲击，2020 年二季度美国标普 500 银行指数 PB 值大幅下行。但 4 季度以来随着经济开始稳步复苏，标普 500 银行指数 PB 值持续修复。

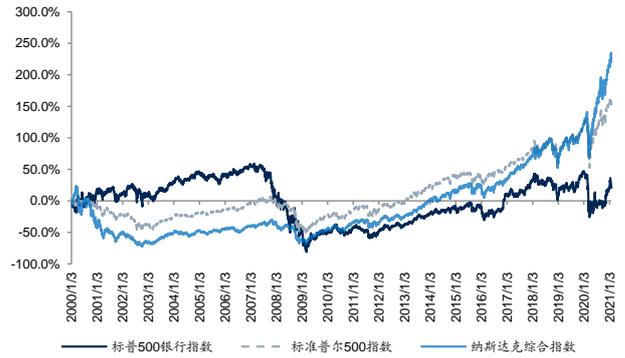
综上所述，标普 500 银行指数表现与经济周期高度一致，经济向上周期投资银行板块都有不错的收益，尤其是 2000-2006 年经济繁荣周期投资银行板块获得了不错的绝对收益和超额收益。次贷危机之后，美国进入低利率市场环境，美国商业银行风险偏好也有所下降，这给美国商业银行的盈利能力带来一定的冲击，标普 500 银行指数 PB 值未恢复到危机前水平，并且长期来看标普 500 银行指数跑输标普 500 指数和纳斯达克指数。但仅在经济向上周期中投资银行板块是有不错的绝对收益，如果能在经济拐点确立时精准买入，还能有不错的超额收益。

图 19: 2000 年以来标普 500 银行指数 PB 值



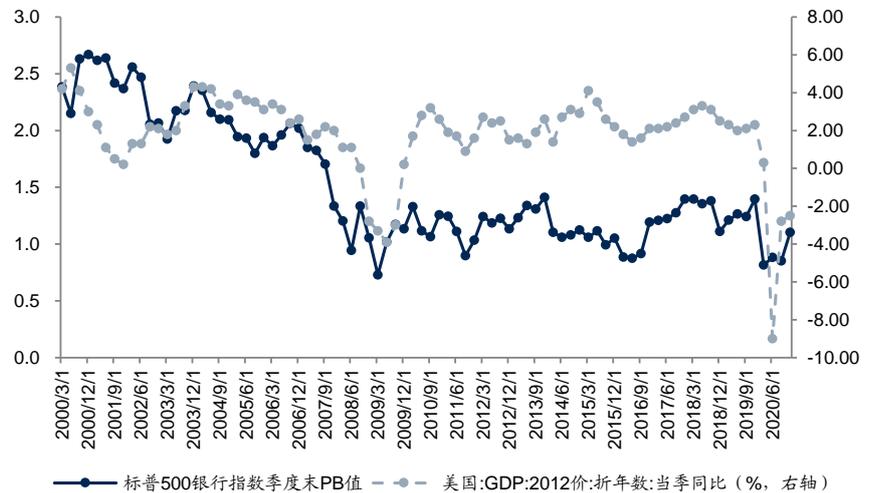
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 20: 2000 年以来标普 500 银行指数累计收益



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 21: 标普 500 银行指数 PB 值与美国经济高度相关



资料来源: iFinD, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

估值分化, 精选优质中小行

美国上市银行估值分化大, 优质中小行估值较高

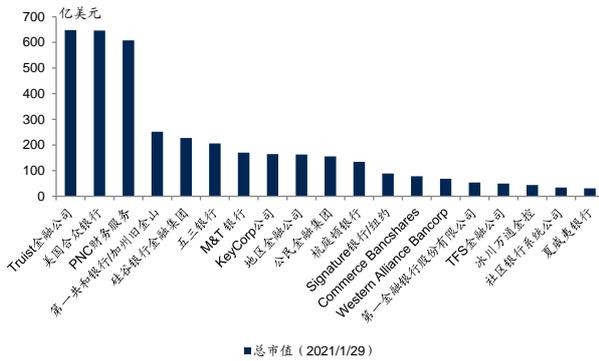
通过 Bloomberg 筛选, 2021 年 1 月 29 日美国上市银行总市值超过 30 亿美元的银行共 53 家, 其中总市值超过 100 亿美元的共 15 家, 总市值在 30~100 亿美元的银行数量共 38 家。上述 53 家上市银行 PB 值分化差异较大, 其中高市值银行 (总市值超过 100 亿美元, 下同) 中 PB 值在 1.0x 以上的银行数量比重为 67%, 小市值银行 (总市值在 30 亿美元到 100 亿美元之间, 下同) 中 PB 值在 1.0x 以上的银行数量比重为 71%。

表 2: 美国总市值超过 30 亿美元银行估值分布

	上市银行数量 (家)	PB<1.0	1.0<=PB<1.5	1.5<=PB<2.0	PB>=2.0
总市值 100 亿美元以上	15	5	7	1	2
总市值在 30 亿美元到 100 亿美元之间	38	11	18	4	5

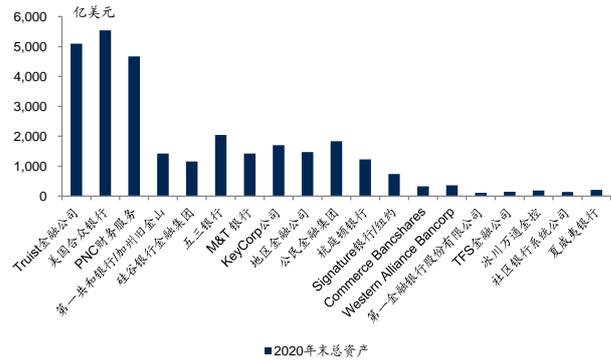
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021 年 1 月 29 日。

图 22: 筛选的部分美国上市银行总市值情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: (1) 30-100 亿市值银行仅展示 2019 年末和 2021 年 1 月 29 日 PB 值均高于 1.5x 标的。(2) 不包括摩根大通 (3922 亿美元)、美国银行 (2565 亿美元)、富国银行 (1238 亿美元) 和花旗集团 (1207 亿美元)。

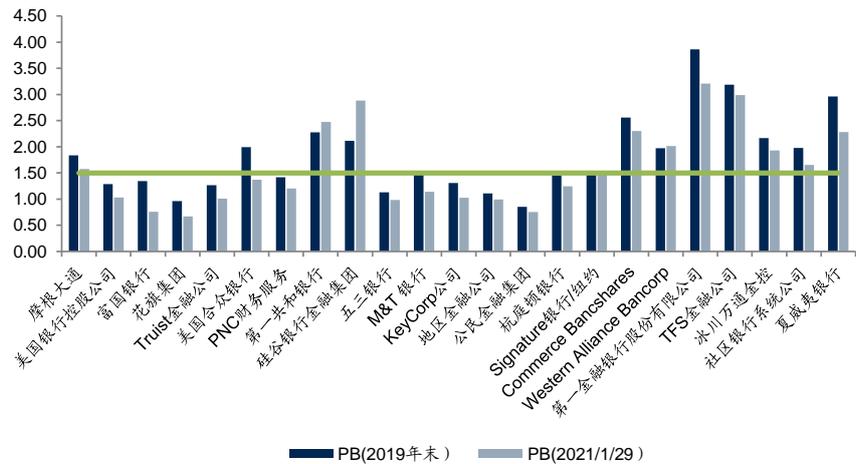
图 23: 筛选的部分美国上市银行 2020 年末总资产规模



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: 30-100 亿市值银行仅展示 2019 年末和 2021 年 1 月 29 日 PB 值均高于 1.5x 标的。(2) 不包括摩根大通 (3.4 万亿美元)、美国银行 (2.8 万亿美元)、花旗集团 (2.3 亿美元) 和富国银行 (1.9 万亿美元)。

上述高市值银行中当前 PB 值高于 1.5x 的代表性银行有摩根大通、第一共和银行和硅谷银行。小市值银行中 PB 值高于 1.5x 的代表性银行有 Signature 银行/纽约、Commerce Bancshares 股份有限公司、Western Alliance Bancorp、第一金融银行股份有限公司、TFS 金融公司、冰川万通金控、社区银行系统公司和夏威夷银行。整体来看，区域性中小行估值高于大型商业银行。

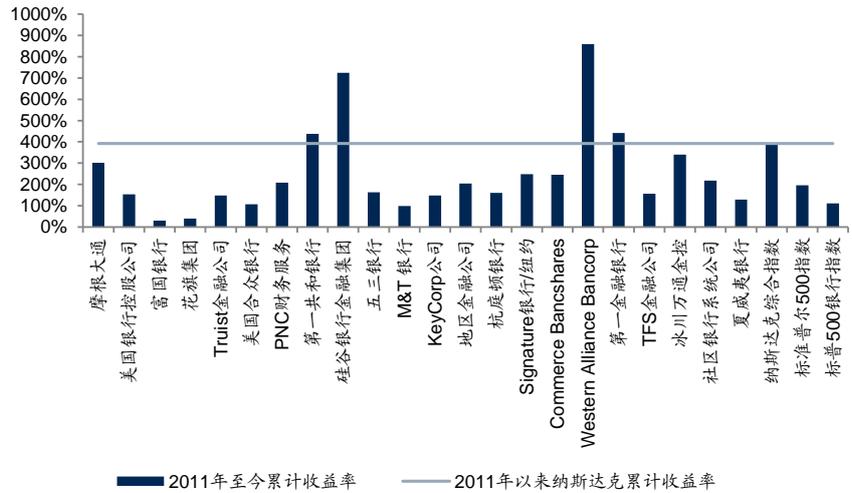
图 24: 部分美国上市银行 PB 值



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: 图表显示的是 2021 年 1 月 29 日总市值大于 100 亿美元的银行标的以及总市值在 30-100 亿美元且 PB 值大于 1.5x 的银行标的。

上述高估值银行中，2011 年至今（截止 2021 年 1 月 29 日）股价跑赢纳斯达克指数的上市银行有 Western Alliance Bancorp、硅谷银行、第一金融银行和第一共和银行。

图 25: 2011 年至今股价累计涨幅

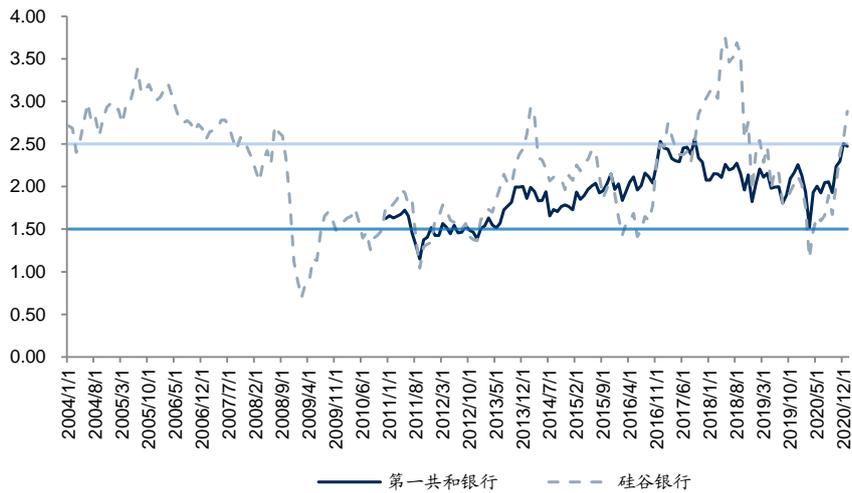


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021 年 1 月 29 日。

特色中型银行: 硅谷银行和第一共和银行

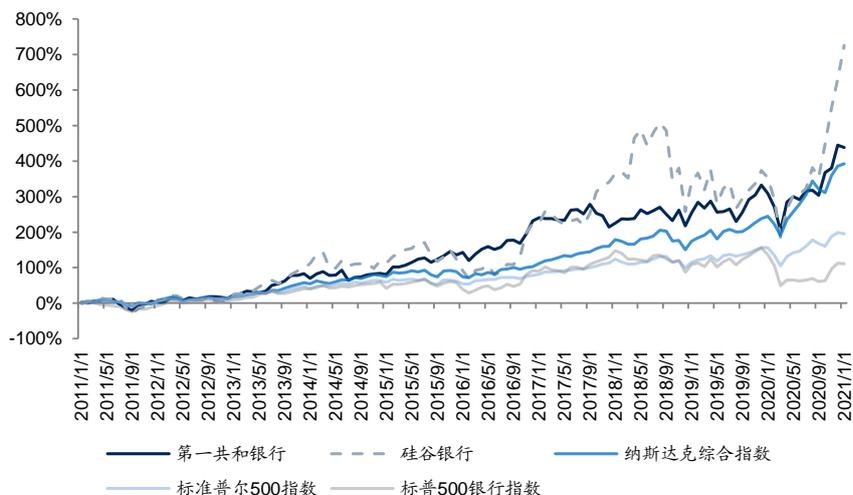
硅谷银行和第一共和银行 PB 值基本长期处在较高水平, 过去十年不仅跑赢了标普 500 指数, 甚至跑赢了纳斯达克指数。2011 年至今 (截止 2021 年 1 月 29 日) 硅谷银行涨幅为 725%, 第一共和银行股价累计涨幅为 438%, 同期标普 500 银行指数涨幅为 111%、标普 500 指数涨幅为 195%、纳斯达克指数涨幅为 393%。截止 2020 年末, 硅谷银行和第一共和银行总资产规模分别为 1155 亿美元和 1425 亿美元; 2021 年 1 月 29 日硅谷银行和第一共和银行总市值分别是 227 亿美元和 252 亿美元, 对应的 PB 值分别是 2.88x 和 2.47x。

图 26: 第一共和银行和硅谷银行 PB 值



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021 年 1 月 29 日。

图 27: 2011 年以来累计收益率



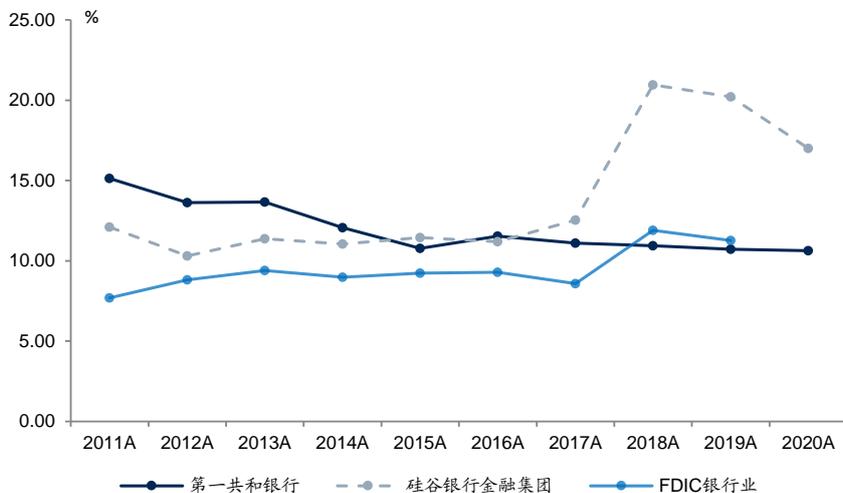
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理. 注明: 数据截止 2021 年 1 月 29 日。

硅谷银行是一家国际性金融服务控股公司，致力于为高科技、生命科学、风险投资及高端葡萄酒行业的企业提供金融服务。2020 年末公司总资产规模为 1155 亿美元，其中贷款规模为 452 亿美元。2020 年公司实现净利润 12.1 亿美元，ROE 为 17.01%。硅谷银行详情可参阅我们的专题报告《硅谷银行：高科技企业的专业服务银行-20200131》。

■ 第一共和银行

第一共和银行主要向旧金山湾区、纽约都会区等美国部分大都市地区的客户提供服务，公司通过商业银行和财富管理两个业务部门进行运营。2011-2017 年公司 ROE 水平持续高于行业水平，PB 值持续提升，但 2018-2019 年在行业净息差走阔的环境下，公司净息差收窄带来 ROE 降到行业水平之下，PB 值也相应略有回落。2020 年疫情冲击之下，美国商业银行净利润大幅下降，但第一共和银行 ROE 稳定在较好水平，因此公司 PB 值也迎来大幅提升，已创 2011 年以来历史新高。

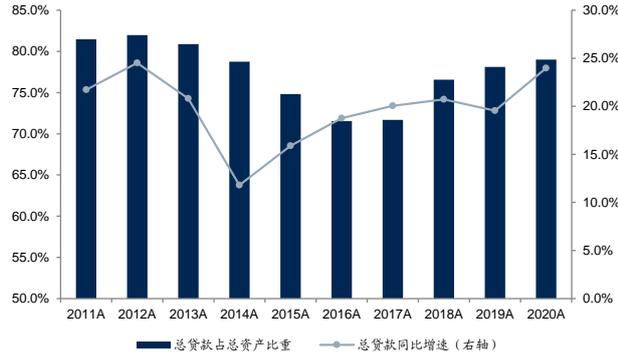
图 28: 第一共和银行 ROE 水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

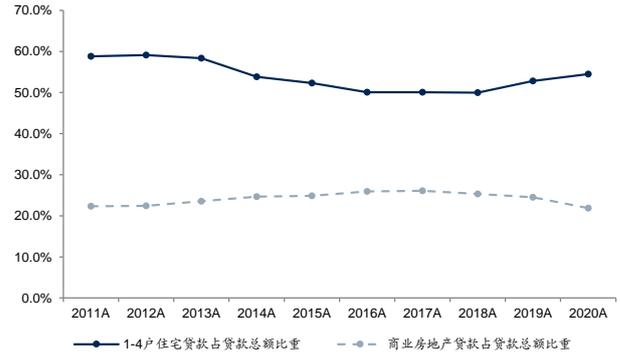
第一共和银行主要从事 1-4 户住宅抵押贷款，多年来公司信贷扩张持续维持在较好水平。公司收入主要来自传统存贷业务，2020 年末公司总贷款占总资产比重为 79.0%，净利息收入占净收入比重为 83.3%。公司信贷主要投向房地产领域，1-4 户住宅贷款占贷款总额比重多年来保持在 50%以上，商业房地产贷款占贷款总额比重多年来保持在 20%以上，2020 年末两者合计比重为 76.4%。2011-2020 年公司 1-4 户住宅贷款年均复合增速为 18.6%，期末余额为 614 亿美元；2011-2020 年公司商业房地产贷款年均复合增速为 19.4%，期末余额为 246 亿美元。

图 29：第一共和银行贷款持续保持高增



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

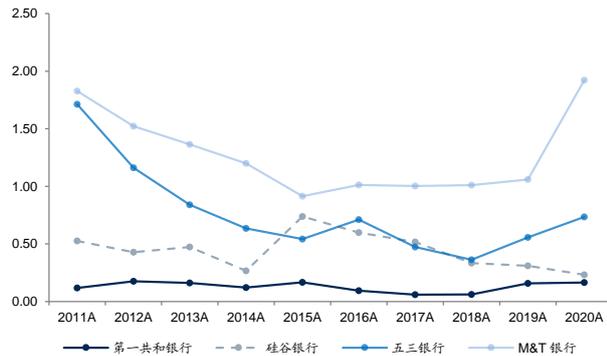
图 30：第一共和银行 1-4 户住宅贷款比重持续在 50%以上



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

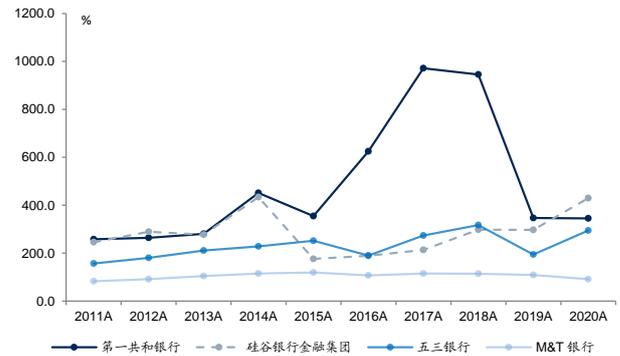
第一共和银行 1-4 户住宅抵押贷款比重高，且信贷主要投向旧金山、纽约市等经济发达的大都会区，加上公司风控管理严格，因此不良贷款率长期处于极低水平，资产质量表现优异。2019-2020 年公司不良率提升至 0.16%，较 2018 年提升了 10bps，这带来公司 2019 年拨备覆盖率出现大幅下降。但整体来看，公司不良率仍处于极低水平，拨备覆盖率也处于行业相对高位。

图 31：第一共和银行不良率持续处于极低水平



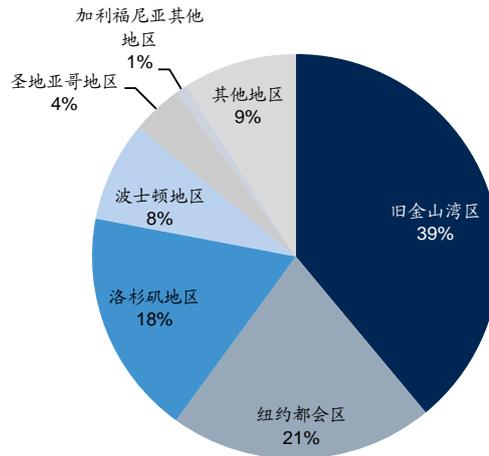
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 32：第一共和银行拨备覆盖率处在高位



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

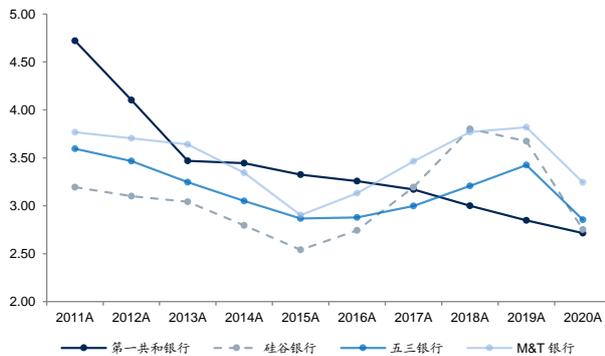
图 33: 第一共和银行信贷投向区域分布



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

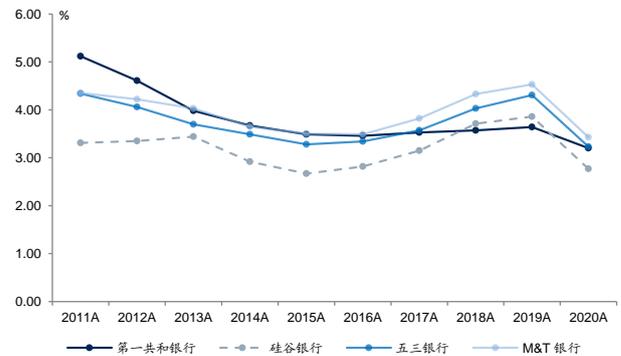
公司低成本负债优势明显, 由于按揭贷款重定价周期较长, 因此在 2016-2018 年加息周期中公司净息差有所收窄。公司客户基础好, 揽存能力强, 无息和低息的支票账户占存款总额的比重接近 60%, 因此公司负债成本长期处于对标行低位。资产端来看, 2017-2019 年公司生息资产收益率表现不及同业, 主要是 2015-2018 年美联储共加息约 200bps, 同业净息差走阔。但第一共和银行 1-4 户住宅抵押贷款比重高于 50%, 住宅贷款重定价周期长, 因此公司净息差有所收窄。但 2020 年疫情冲击之下美联储大幅降息至零利率, 公司净息差收窄幅度也优于同业。

图 34: 第一共和银行净息差优势在 2016-2019 年弱化



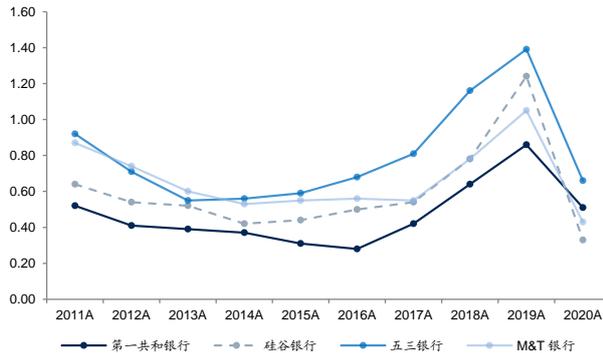
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 35: 第一共和银行生息资产收益率优势弱化



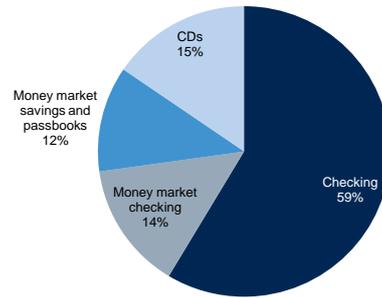
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 36: 第一共和银行计息负债成本优势明显



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 37: 2019 年末第一共和银行存款结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

崛起的优质区域性小行

中小银行经过 20 世纪 80 年代中后期以来的兼并收购潮后, 中小银行经营能力大幅增强, 一批优质的区域性小行脱颖而出。我们筛选出了一批近年来 PB 值较高的 8 家优质区域性小行。其中规模最大的 Signature 银行 2020 年末总资产为 739 亿美元, 规模最小的第一金融银行 2020 年末总资产为 109 亿美元。

表 3: 部分优质区域性银行简介

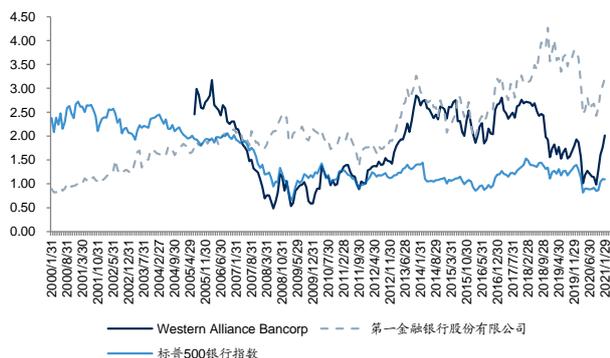
银行名称	银行简介
Signature 银行/纽约	Signature Bank 是一家提供全方位服务的商业银行。该银行专注于给私人企业提供一对一的金融服务。该银行通过其附属子公司提供个人银行产品和服务、投资服务、经纪业务、财富管理 & 保险理财等服务。
Commerce Bancshares	Commerce Bancshares 股份有限公司是一家银行控股公司, 提供全面的银行服务, 包括资本市场、信托服务、投资管理 & 证券经纪。该公司旗下还拥有营运子公司, 从事抵押银行业务、信用相关保险、风险资本和房地产业务活动。公司在多个州开展经营。
Western Alliance Bancorp 第一金融银行股份有限公司	Western Alliance Bancorp 是一家多银行控股公司。该公司在内华达州、亚利桑那州和加利福尼亚州向企业和消费者提供全方位的银行业务及相关服务。 第一金融银行股份有限公司是一家多银行控股公司。该公司经营位于德克萨斯州的多家银行。
TFS 金融公司	TFS 金融公司是克利夫兰的第三联邦储蓄和贷款协会控股公司。该机构仍是 TFS Financial 公司的主要业务实体, 吸纳大众存款, 并发放各种贷款, 在整个俄亥俄州和佛罗里达州开展业务。Third Capital, Inc. 作为其全资控股子公司从事私募股权基金投资。
冰川万通金控	冰川万通金融控股公司是一家区域性多银行控股公司。该公司通过蒙大拿州、爱达荷州、科罗拉多州、犹他州、华盛顿州和怀俄明州的 134 个银行办事处在 88 个社区提供商业银行服务。该公司提供包括交易和存款、房地产、商业、农业和消费贷款、住房服务以及零售经纪服务等一系列银行产品和服务。该公司服务于个人、中小型企业、社区组织和公共机构。
社区银行系统公司	社区银行系统公司是北美社区银行的控股公司。该银行在其各个市场区域为企业、个人、农业和政府客户提供各种商业及零售银行服务。社区银行在纽约州北部到最南端, 西到伊利湖以及宾夕法尼亚州东北部经营业务。
夏威夷银行	夏威夷银行是一家地区性的金融服务控股公司, 网点遍布太平洋地区。该公司及其旗下子公司向夏威夷、西太平洋和美属萨摩亚地区的企业、政府和个人提供范围广泛的金融服务。夏威夷银行提供商业银行、投资和信托服务及抵押债等服务。

资料来源: Bloomberg, WIND, 国信证券经济研究所整理

Western Alliance Bancorp 和第一金融银行

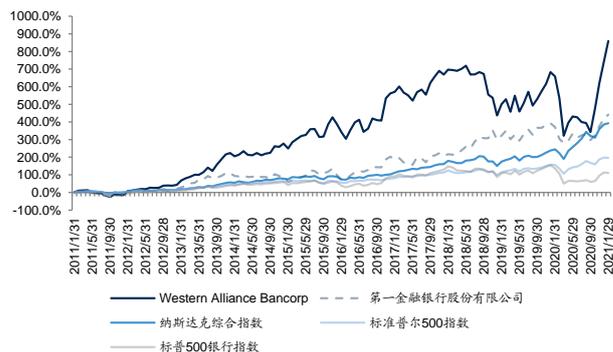
我们筛选出的 8 家优质区域性小行在过去十年跑赢纳斯达克指数的有 Western Alliance Bancorp 和第一金融银行。2011 年至今 (截止 2021 年 1 月 29 日) 两家银行股价累计涨幅为 859% 和 442%, 同期纳斯达克综合指数上涨了 393%, 标准普尔 500 指数上涨了 195%, 标普 500 银行指数上涨了 111%。2020 年末 Western Alliance Bancorp 和第一金融银行总资产分别为 365 亿美元和 109 亿美元; 2021 年 1 月 29 日总市值分别是 68.7 亿美元和 53.8 亿美元, 对应 PB 值分别是 2.01x 和 3.21x。

图 38: 两家代表性区域小行 PB 值



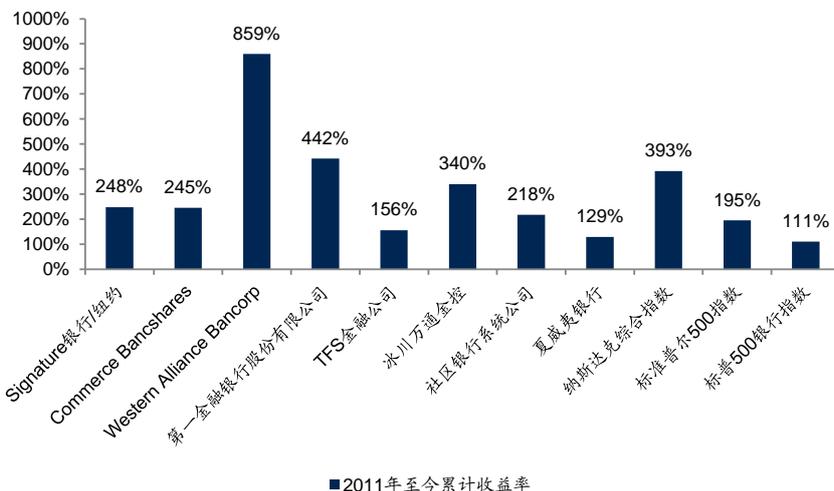
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021 年 1 月 29 日。

图 39: 两家代表性区域小行跑赢纳斯达克指数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021 年 1 月 29 日。

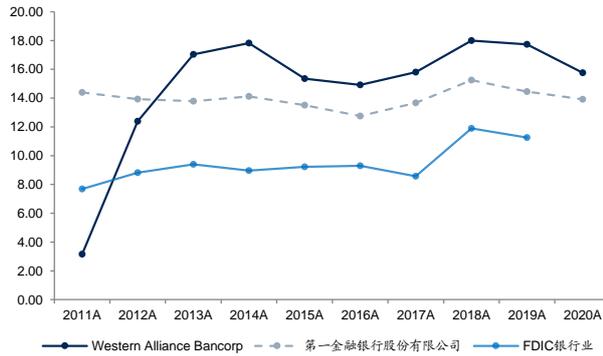
图 40: 8 家区域性优质小行 2011 年以来累计收益率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021 年 1 月 29 日。

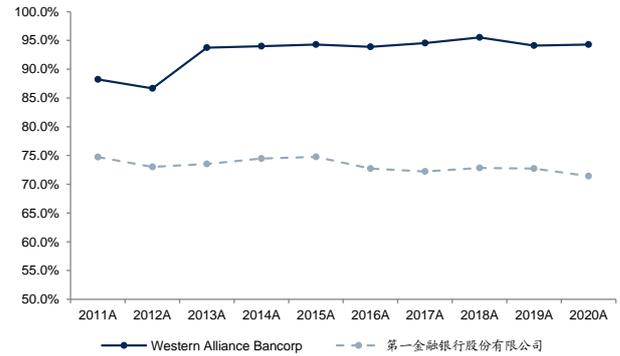
两家区域性小行 ROE 都明显高于行业平均水平。但两家小行经营存在较大差异, Western Alliance Bancorp 主要提供传统的存贷服务, 贷款占总资产比重在 70% 以上, 净利息收入占营收比重在 90% 以上。第一金融银行综合化程度较高, 贷款占总资产的比重约为 40%, 净利息收入占营收比重约为 70%, 佣金及手续费收入占营收比重约为 25%。第一金融银行手续费及佣金收入主要来源于信托服务费、银行卡手续费、存款账户服务费和房地产抵押服务费。

图 41: 两家区域性小行 ROE 明显高于行业



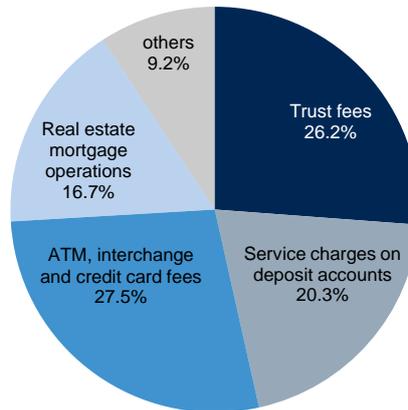
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 42: 两家区域性小行净利息收入占营收比重



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

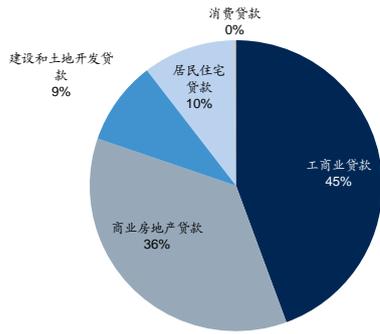
图 43: 第一金融银行 2019 年末佣金及手续费收入结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

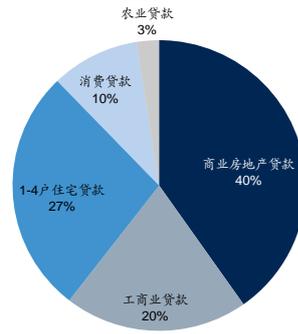
从信贷投向来看, Western Alliance Bancorp 信贷主要投向工商业领域和商业房地产领域, 第一金融银行信贷则主要投向商业房地产领域和 1-4 户住宅贷款领域。2019 年末 Western Alliance Bancorp 工商业贷款余额比重为 45%, 商业房地产贷款余额比重为 36%。期末第一金融银行商业房地产贷款余额比重为 40%, 1-4 户住宅抵押贷款余额比重为 27%, 工商业贷款余额比重为 20%。

图 44: 2019 年末 Western Alliance Bancorp 信贷结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

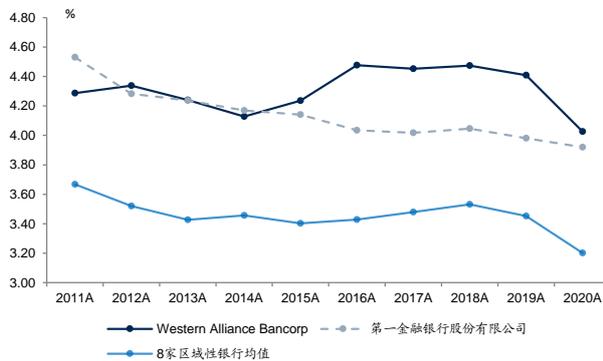
图 45: 2019 年末第一金融银行信贷结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

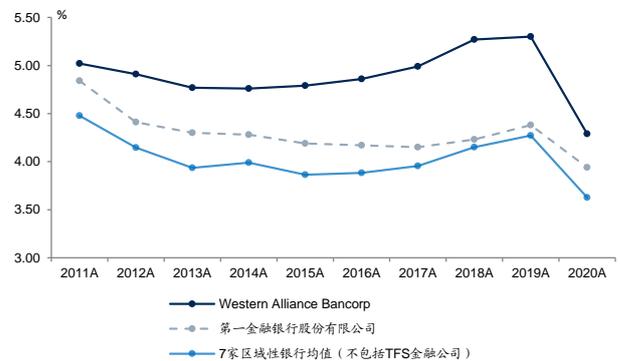
两家区域性小行净息差均处于高位, Western Alliance Bancorp 优势主要是较高的资产收益率, 第一金融银行优势主要是极低的存款成本。Western Alliance Bancorp 信贷主要投向高收益的工商业领域, 因此资产端收益率明显处于高位。第一金融银行信贷比重较低且信贷主要投向房地产领域, 1-4 户住宅贷款比例较高, 因此第一金融银行资产端收益率并没有明显的优势。但第一金融银行低存款成本优势非常明显, 主要是第一金融银行扎根德克萨斯州, 客户基础黏性非常强。2016-2018 年加息周期中 Western Alliance Bancorp 净息差走阔, 但第一金融银行净息差收窄, 主要是 1-4 户住宅抵押贷款重定价周期较长。

图 46: 两家区域性小行净息差处于高位



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 47: Western Alliance Bancorp 资产收益率在高位



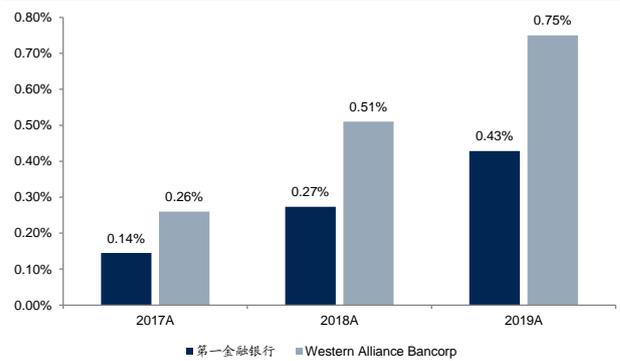
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 48: 第一金融银行负债成本优势明显



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

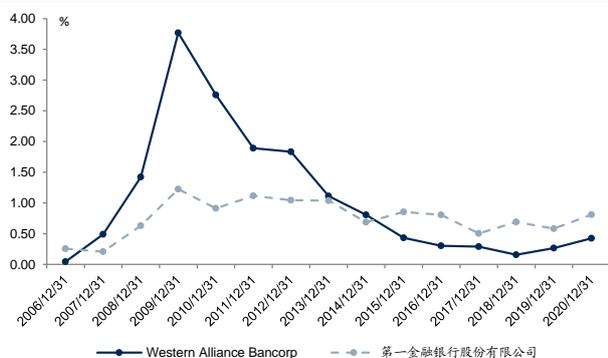
图 49: 第一金融银行存款成本处于低位



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

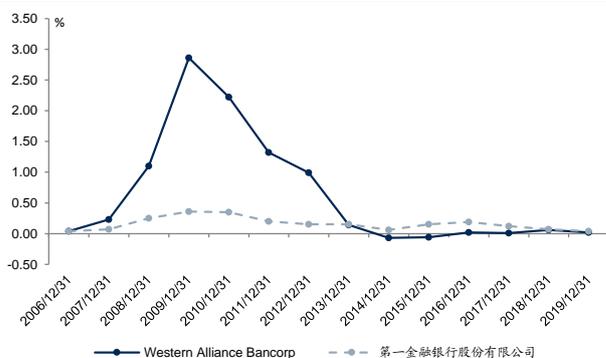
第一金融银行资产质量一直比较稳定，在对标行中处于中等偏上的水平。Western Alliance Bancorp 在 2008 年金融危机期间暴露大量不良，公司也是加大了坏账处置力度，近年来公司资产质量改善明显，不良率和净核销率持续处于行业较低水平。

图 50: 两家区域性小行不良率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 51: 两家区域性小行净核销率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

整体而言，2011 年以来标普 500 银行指数整体明显跑输标普 500 指数和纳斯达克指数，但其中个别优质银行却跑赢了几大指数。我们主要筛选出了四家优质区域性中小行，即硅谷银行、第一共和银行、Western Alliance Bancorp 和第一金融银行，不仅近年来 PB 估值处在高位，且 2011 年以来累计收益率高于纳斯达克指数和标普 500 指数，因此长期来看精选优质银行个股仍能获得不错的绝对收益和超额收益。四家银行基本面表现均具备以下几个特点，（1）规模不是太大。2020 年末第一共和银行、硅谷银行、Western Alliance Bancorp 和第一金融银行总资产分别为 1425 亿美元、1155 亿美元、365 亿美元和 109 亿美元。（2）盈利能力高于同业，且业绩增长稳定性强。（3）经营具有明显的特色或者具备核心竞争力。如硅谷银行主要致力于为高科技、生命科学、风险投资及高端葡萄酒行业的企业提供金融服务。第一共和银行主要在部分大都会区从事 1-4 户住宅抵押贷款，信贷扩张相对较为稳定，资产质量优异，低负债成本优势明显，因此盈利能力稳定在不错的水平。Western Alliance Bancorp 主要从事工商业信贷投放，商业房地产信贷投放比重也较高，公司资产端收益率水平处在同业高位，次贷危机期间公司不良大幅暴露，但危机后公司大幅提升风控能力，资产质量大幅改善，盈利能力快速恢复且稳定在较高水平。第一金融银行主要在德克萨斯州从事房地产领域信贷投放和房地产相关咨询、信托服务，公司客户基础较好，负债成本优势较为明显且资产质量稳定，盈利能力长期稳定在较高水平。

投资建议

宏观经济是投资银行股的核心逻辑，2021 年我国经济复苏将延续，银行业景气度进入持续向上通道，维持行业“超配”评级。个股方面，我们优先推荐估值低、基本面原本就很稳健的大行，看好大行估值修复行情，首推工商银行；基于长期成长的逻辑，继续推荐业绩高增长的宁波银行、招商银行、常熟银行和成都银行。

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、经济下行导致不良贷款增加等。

表 4: 估值表

收盘日:	港币汇率	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
2021/2/19	0.8336													
601398.SH	工商银行	5.24	13.0%	11.3%	11.2%	4.9%	-6.1%	7.5%	0.76	0.70	0.65	6.1	6.5	6.0
601939.SH	建设银行	7.11	13.2%	11.4%	11.3%	4.7%	-5.5%	7.3%	0.85	0.78	0.72	6.8	7.2	6.7
601288.SH	农业银行	3.23	12.4%	10.8%	10.8%	4.6%	-5.6%	7.5%	0.65	0.60	0.56	5.4	5.8	5.4
601988.SH	中国银行	3.23	11.4%	10.0%	10.1%	4.1%	-5.8%	7.4%	0.58	0.54	0.50	5.3	5.6	5.2
601328.SH	交通银行	4.60	11.2%	9.4%	8.6%	5.0%	-10.0%	-2.6%	0.49	0.46	0.44	4.6	5.1	5.3
601658.SH	邮储银行	6.11	12.0%	10.5%	10.9%	16.5%	-0.4%	9.9%	1.07	1.00	0.92	9.7	9.7	8.8
600036.SH	招商银行	55.20	16.7%	15.0%	15.3%	15.3%	0.7%	13.0%	2.41	2.18	1.95	15.3	15.2	13.4
601166.SH	兴业银行	26.75	12.7%	11.1%	11.4%	8.7%	-3.9%	9.7%	1.14	1.06	0.97	9.4	9.8	8.9
600016.SH	民生银行	5.25	12.3%	9.9%	10.1%	6.9%	-13.5%	9.7%	0.51	0.48	0.45	4.3	5.0	4.5
600000.SH	浦发银行	10.97	12.2%	10.6%	10.2%	5.4%	-5.5%	3.2%	0.65	0.61	0.57	5.6	6.0	5.8
601998.SH	中信银行	5.31	10.9%	9.3%	9.0%	7.9%	-8.5%	4.1%	0.59	0.55	0.51	5.6	6.1	5.9
000001.SZ	平安银行	23.85	9.6%	9.6%	9.6%	2.6%	7.5%	8.2%	1.57	1.45	1.33	17.0	15.7	14.5
601818.SH	光大银行	4.26	11.9%	10.6%	11.3%	11.0%	-3.3%	14.7%	0.72	0.67	0.62	6.4	6.6	5.8
600015.SH	华夏银行	6.36	10.6%	9.3%	9.1%	5.0%	-5.6%	6.1%	0.47	0.44	0.41	4.6	4.9	4.6
601169.SH	北京银行	4.83	10.4%	9.1%	9.5%	7.2%	-5.5%	9.0%	0.54	0.51	0.48	5.4	5.7	5.2
002142.SZ	宁波银行	43.16	17.8%	15.6%	15.4%	22.6%	11.9%	14.4%	3.03	2.45	2.16	19.2	17.1	15.0
600919.SH	江苏银行	5.85	11.0%	10.4%	10.2%	11.9%	3.0%	5.8%	0.79	0.71	0.66	7.4	7.1	6.7
600926.SH	杭州银行	17.55	12.7%	11.6%	12.0%	22.0%	8.6%	16.2%	1.98	1.61	1.48	16.4	15.1	12.9
601838.SH	成都银行	11.30	16.7%	15.2%	15.5%	19.4%	3.0%	14.3%	1.15	1.03	0.91	7.4	7.1	6.2
601077.SH	渝农商行	4.25	12.8%	11.6%	9.4%	7.7%	-14.5%	8.7%	0.55	0.52	0.48	4.9	5.8	5.3
603323.SH	苏农银行	4.94	6.3%	8.2%	8.4%	13.8%	6.2%	8.9%	0.78	0.74	0.69	13.1	9.2	8.4
002839.SZ	张家港行	5.84	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.03	0.97	0.90	12.0	11.8	10.5
601128.SH	常熟银行	7.75	13.2%	10.3%	10.5%	20.1%	1.1%	9.8%	1.26	1.17	1.08	10.7	11.8	10.7
平均			12.1%	10.8%	10.8%	10.8%	-2.0%	8.9%	1.04	0.93	0.85	8.9	8.8	8.0

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