

海外银行专题研究报告之一：

富国银行零售业务优势分析 及我国零售银行业务发展（上篇）

2020年06月08日

推荐（维持）

重点公司	股票代码	评级
富国银行	WFC.N	未评级
招商银行	600036.SH	未评级
平安银行	000001.SZ	未评级
宁波银行	002142.SZ	未评级

相关报告

海外研究

分析师：

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

投资要点

● **研究目的。**在本篇报告中，我们分析了富国银行的商业模式演变和零售业务优势。我们发现，富国银行通过零售业务积累起的资金成本优势，使得其可以在次贷危机中通过并购逆势提升公司业务规模，股价水平及估值水平较美国主要上市银行更为稳定。通过对标富国银行，我们将探讨我国银行业零售业务的发展阶段、方向和未来估值潜力。

● **富国银行：美国国内定位零售业务的综合性大型商业银行。**

- 截至 2019 财年，公司社区银行营业收入占比超过 50%。
- 次贷危机中，富国银行股票收益率及估值水平在四大银行中最稳健。2007.2.13-2009.6.30 期间，美国 S&P 500 银行业指数跌幅达到 -56.8%，四大银行的富国银行、摩根大通、花旗银行及美国银行的股票收益率分别为 -8.5%、-23.6%、-69.4%、-45.1%；上述银行 PB 水平变动幅度分别为 -13.6%、-31.0%、-63.0%、-47.6%。

● **核心优势：交叉销售+低成本管控+并购整合扩大规模**

- **营业网点设置带来低成本负债：**1)、营业网点设立在人口密集的小区内部或小型商业中心，毗邻客户群体；客户情愿牺牲利息来获取时间空间的便利，带来大量低成本负债。2)、商店化社区银行采用 O2O 运作模式，客户从公司网站上挑选、签约和使用理财产品，节约了信息搜索成本、签约成本和履约成本。3)、采用小规模“零售商店”和“商店内设银行”的模式，网点经营成本约为银行门店成本的 1/4。
- **交叉销售提高单一客户贡献率：**通过与家庭客户和公司客户维系深入长久的关系，跟踪客户不同阶段的财务需求变化，为客户提供与当前需求最相关的金融产品、服务、和指导意见。富国银行的销售业绩稳定、销售的边际成本也很低。1998 年，富国的户均金融产品销量为 3.3 个/户，2015 年这一比例提升至 6.11（社区银行）和 7.3（批发银行）和 10.55（财富管理）。
- **个人理财业务差异化定价提升客户粘性：**个人理财业务收费分为基本交易费、资产管理费、佣金、利息四类。除基本交易费外，其他三类收费收费标准随客户账户开立时间、资金规模、客户信用等级及购买产品和服务数量动态调整。资金规模更大、账户开立时间更长的客户费率更加优惠，从而节约客户维护成本。
- **并购整合“补短板”，扩大业务规模：**凭借零售银行业务带来的低成本负债，有能力通过并购“补短板”；并购后，审慎评估新获网点的经营效率，关停低效网点，保持公司整体经营效率。

风险提示：1) 整体固定收益信用风险上升；2) 低利率环境下，风险错配风险；3) 代客理财业务资产配置风险 4) 宏观经济下行带来的资产质量恶化；5) 公司经营风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Overweight

(Maintained)

Finance

Analyst

Bo Zhang

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190519060002

SFC: BMM189

Research on the Retail Business of Wells Fargo Bank

06/08/2020

Research Purpose. In this report, we analyze the evolution of business model and retail business advantages of Wells Fargo. We find that the advantage of capital costs accumulated from retail business enabled Wells Fargo to take M&A during the subprime crisis, which makes the company go against the trend, improve the business scale and maintain a stable stock price and firm valuation compared to other major listed banks in the United States. Regarding Wells Fargo as a benchmark, we will explore the stage of development, direction and future valuation potential of China's Retail Banking Business.

Wells Fargo, An American Domestic Comprehensive Commercial Bank, Positioning at Retail Business.

—1). By the end of fiscal year 2019, the operating income of community banking accounts for more than 50% of the company.

—2) During the subprime crisis, Wells Fargo's stock return and valuation were the most stable among the four major banks. During the period from March 3, 2007 to March 30, 2007, the US S&P 500 banking index fell by -56.8%; the stock returns of the four major banks, Wells Fargo, JPMorgan Chase, Citibank and Bank of America, were -8.5%, -23.6%, -69.4%, -45.1%; the changes of PB of the above-mentioned banks were -13.6%, -31.0%, -63.0%, and -47.6%, respectively.

Core Advantages: Cross-sell + Low-Cost Liabilities + Expanding Scale via M&A

—1) **The settings of business outlets brings about low-cost liabilities.** a) Business outlets are set up in densely populated communities or small business centers, and are located adjacent to customer groups; Customers are willing to sacrifice interest to obtain the convenience of time and space, thereby bringing a lot of low-cost liabilities to the company. b) The store-based community bank adopts the O2O mode of operation. Customers select, sign and use wealth management products from the company's website, which greatly saves information search costs, signing costs and fulfillment costs. c) By adopting small-scale "retail stores" and "banks within the store" model, company makes its operating cost of outlets only about 1/4 of the cost of bank stores.

—2) **Cross-sell improves the single-customer contribution rate:** by maintaining an in-depth and long-term relationship with family customers and corporate customers, tracking the financial needs of customers at different stages, providing customers with financial products, services, and guidance that are most relevant to their current needs. Wells Fargo's sales performance is stable, and its marginal cost of sales is also very low. In 1998, Wells Fargo sells on average 3.3 financial products per household. In 2015, the proportion increased to 6.11 (community banking) and 7.3 (wholesale banking) and 10.55 (wealth management).

—3) **Differentiated pricing of personal wealth management services to enhance customer stickiness:** Personal wealth management services are divided into four categories: basic transaction fees, asset management fees, commissions, and interest. In addition to basic transaction fees, the other three types of fees and charges are dynamically adjusted according to the time of opening of customers' account, the size of their fund, customers' credit rating, and the quantity of products and services purchased. Clients with larger funds and longer account opening time have more favorable rates, thereby saving client maintenance costs.

—4) **Mergers and acquisitions "compensates shortcomings" and expand the scale of business:** With the low-cost liabilities brought by retail banking, Wells Fargo are able to "compensate shortcomings" through M&A. After mergers and acquisitions, company carefully evaluates the operating efficiency of newly acquired outlets and close down inefficiencies ones to maintain the company's overall operating efficiency.

Potential risks: 1) Rising credit risk of fixed income products; 2) Mismatch in risk during low-interest rate period; 3) Asset allocation risk of financial management; 4) The fluctuations in the capital market has caused asset quality to drop significantly; 5) Companies are faced with operating risks.

目 录

1、富国银行基本情况介绍	6 -
1.1、富国银行发展历程	6 -
1.2、零售银行的市场定位	7 -
1.3、股东结构	8 -
2、依托零售业务低负债，并购整合快速扩大经营范围	8 -
2.1、1852-1980 年：剥离快递业务，成为加州最大的社区银行	9 -
2.2、1980-1994 年：并购百家金融机构，区域性商业银行成型	11 -
2.3、1995-2008 年：并购大中型银行，成为全国性商业银行	14 -
2.4、2009—至今：全国性综合商业银行	18 -
3、他山之石：富国银行的战略特色和零售银行核心优势	23 -
3.1、零售银行定位：人口数量和消费趋势的红利	24 -
3.2、商店化建设的社区银行：低成本提升客户覆盖率	26 -
3.3、交叉销售：降低销售的边际成本，提升单户贡献率	27 -
3.4、针对小微企业的贷款审批电子化	29 -
3.5、运用并购完成“补短板”	31 -
4、启示：打造业务线闭环，充分享受估值溢价	34 -
5、风险提示	36 -
图 1、次贷危机中美国主要银行股 PB	6 -
图 2、次贷危机美国主要银行股市值占银行板块比例	6 -
图 3、公司发展历程	7 -
图 4、富国的营业网点数不断增长	7 -
图 5、富国的信用状况良好	7 -
图 6、富国银行收入结构按业务	8 -
图 7、富国银行净利润结构按业务	8 -
图 8、公司股权架构	8 -
图 9、富国银行的净利润（1969-1980）	10 -
图 10、富国银行的资产规模（1969-1980）	10 -
图 11、富国银行的存贷款规模（1969-1980）	10 -
图 12、富国银行的各类生息资产收益率（1969-1980）	10 -
图 13、富国银行各类贷款规模（1969-1980）	11 -
图 14、富国银行各类贷款占比按类型（1969-1980）	11 -
图 15、美国利率走势（1960-1980）	11 -
图 16、美国抵押贷款利率上升、房地产购买力下降	11 -
图 17、富国银行净利润（1981-1994）	12 -
图 18、富国银行业务板块（1994）	12 -
图 19、富国银行总资产规模（1981-1994）	13 -
图 20、富国银行存贷款规模（1981-1994）	13 -
图 21、美国商业银行贷款发放	13 -
图 22、富国银行贷款收益率（1981-1994）	13 -
图 23、美国商业银行贷款撇账率按贷款类型	13 -
图 24、富国银行核心存款和无息存款（1995-2008）	14 -
图 25、美国上市银行核心存款（1995-2008）	14 -
图 26、富国银行利润占比按业务类型（1995-2008）	14 -
图 27、富国银行利润率按业务类型（1995-2008）	14 -

图 28、	富国银行净利润（1995-2008）	- 15 -
图 29、	富国银行 ROE 及 ROA（1995-2008）	- 15 -
图 30、	富国银行总资产规模（1995-2008）	- 16 -
图 31、	富国银行股本规模（1995-2008）	- 16 -
图 32、	富国银行存贷款规模（1995-2008）	- 16 -
图 33、	富国银行净息差及行业平均水平（1995-2008）	- 16 -
图 34、	富国银行贷款业务结构（1995-2008）	- 17 -
图 35、	美国商业银行贷款业务占比（1995-2008）	- 17 -
图 36、	美国商业银行贷款撇账率（1995-2008）	- 17 -
图 37、	美国上市银行坏账净额占平均贷款的比例	- 17 -
图 38、	美国主要商业银行 PB（1997-2008）	- 18 -
图 39、	美国主要商业银行 ROE 对比（1999-2008）	- 18 -
图 40、	富国银行净利润（2009-2019）	- 19 -
图 41、	富国银行 ROA 和 ROE（2009-2019）	- 19 -
图 42、	富国银行无息存款及核心存款占比（2009-2019）	- 19 -
图 43、	富国银行利息及非息业务利润率（2009-2019）	- 19 -
图 44、	富国银行贷款业务（2009-2019）	- 19 -
图 45、	富国银行贷款业务结构（2009-2019）	- 19 -
图 46、	美国所有商业银行贷款规模	- 20 -
图 47、	美国所有商业银行贷款业务占比	- 20 -
图 48、	美国商业银行贷款撇账率	- 20 -
图 49、	四驾马车对美国 GDP 环比拉动率	- 20 -
图 50、	富国银行净利润结构按业务	- 21 -
图 51、	富国银行净利润贡献率结构按业务	- 21 -
图 52、	富国银行净利息收入结构按业务	- 22 -
图 53、	富国银行净利息收入贡献率按业务	- 22 -
图 54、	富国银行非利息收入按业务	- 22 -
图 55、	富国银行非利息收入贡献率按业务	- 22 -
图 56、	美国主要银行市净率对比（2009-至今）	- 23 -
图 57、	美国主要银行总市值对比（2009-至今）	- 23 -
图 58、	美国主要银行网点数对比（2009-2018）	- 23 -
图 59、	美国主要银行 ROE 对比（2009-2018）	- 23 -
图 60、	美国主要银行总资产对比（2009-2018）	- 23 -
图 61、	美国主要银行杠杆率对比（2009-2018）	- 23 -
图 62、	盈利模型剖析	- 24 -
图 63、	个人消费物价和物量的变化趋势（2000-2019）	- 25 -
图 64、	美国个人消费支出规模（2000-2019）	- 25 -
图 65、	经济因素对 GDP 环比的拉动率	- 25 -
图 66、	家庭资产负债率在金融危机前维持高位	- 25 -
图 67、	消费信贷总量稳步增加	- 25 -
图 68、	国内私人投资净额	- 25 -
图 69、	美国人口密度图	- 26 -
图 70、	美国人中集中分布的区域	- 26 -
图 71、	2015 年富国银行营业的地理范围	- 26 -
图 72、	2015 年富国银行的网点分布图	- 26 -
图 73、	网上银行包含账户追踪、转账支付、财富管理、经纪业务四大板块	- 27 -
图 74、	富国网点以小型社区银行和 ATM 自助终端为主	- 27 -
图 75、	富国银行零售客户业务图	- 28 -
图 76、	户均理财产品销量	- 29 -
图 77、	社区银行的理财产品销量趋势	- 29 -

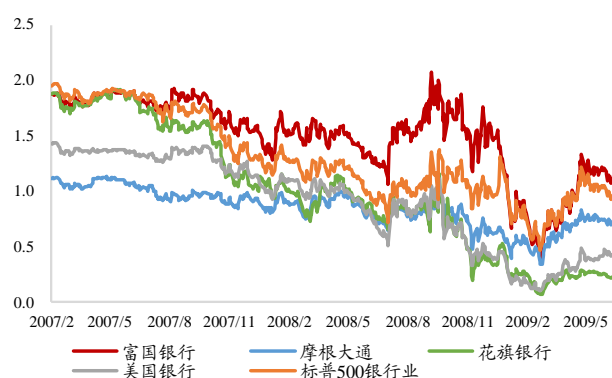
图 78、	富国银行个人理财业务收费标准	- 29 -
图 79、	对小微企业进行分类	- 30 -
图 80、	小微企业贷款审批流程	- 30 -
图 81、	构建小微企业的信用评估模型	- 31 -
图 82、	传统信贷 VS 企业通对小微企业的影响	- 31 -
图 83、	并购补短板示意图	- 32 -
图 84、	富国银行转售部分并购第一洲际银行所得的网点	- 33 -
图 85、	富国银行历年网点数量	- 34 -
图 86、	美国主要上市银行网点数量对比	- 34 -
图 87、	富国银行的业务线闭环	- 34 -
图 88、	美国主要上市银行总收入对比	- 35 -
图 89、	美国主要上市银行总资产对比	- 35 -
图 90、	美国主要上市银行净利润对比	- 35 -
图 91、	美国主要上市银行杠杆率对比	- 35 -
图 92、	美国主要上市银行市净率	- 36 -
表 1、	美国银行业发展历程	- 9 -
表 2、	1980-1994 年公司主要并购标的及影响	- 12 -
表 3、	富国银行历史的业务板块划分	- 20 -
表 4、	富国银行当前成熟的业务板块划分	- 21 -

报告正文

凭借零售银行业务带来的低成本负债及审慎的风控，富国银行在次贷危机中有能力通过并购美联银行逆势实现业务规模突破：公司资产市占率、存款业务市占率和贷款业务市占率实现跨越式发展。作为美国四大银行之一，富国银行以零售业务著称，并在次贷危机中取得了较其他银行股更佳的表现。

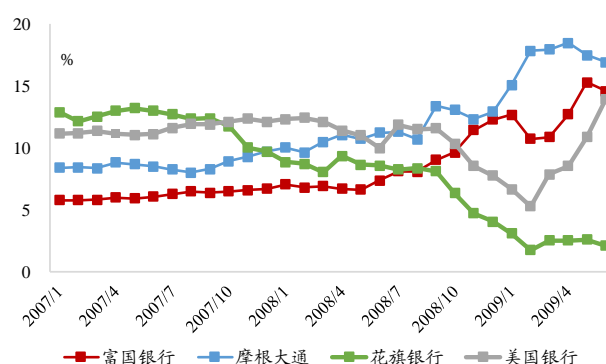
《富国银行零售业务优势分析及我国零售银行业务发展（上篇）》将通过分析富国银行的商业模式演变过程，总结其零售业务经营优势。在《富国银行零售业务优势分析及我国零售银行业务发展（下篇）》中，我们将对标比较我国零售银行及富国银行，理解我国银行业零售业务的发展阶段，从而探讨有估值潜力的零售银行标的。

图1、次贷危机中美国主要银行股 PB



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、次贷危机美国主要银行股市值占银行板块比例



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

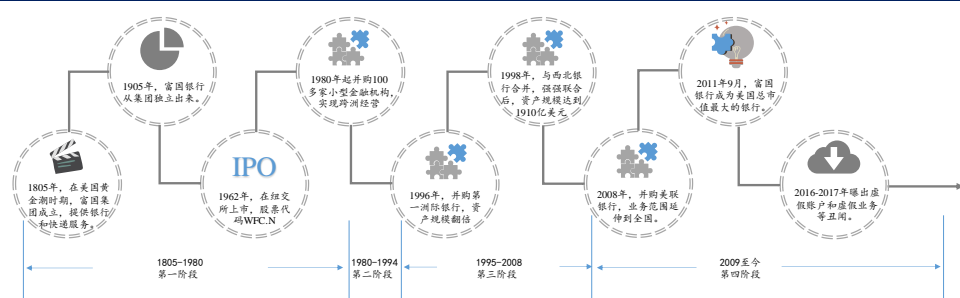
1、富国银行基本情况介绍

富国银行（股票代码：WFC.N）创立于 1852 年，总部位于旧金山，是一家提供全能服务的银行，业务范围涉及存贷款、房地产抵押贷款、财富管理、投资和保险等。截至 2019 年底，彭博数据统计，富国银行的总资产市占率约为 6.51%，行业排名第六；总存款市占率约为 9.72%，行业排名第三。

1.1、富国银行发展历程

富国银行自 1852 年建立以来，逐步从经营范围局限于加州的社区银行成长为美国本土的全国性金融集团。富国银行从加州的社区银行起家，随着 1996 年并购第一洲际银行、1998 年并购西北银行、2008 年并购美联银行，银行网点数量迅速增长，公司知名度从加州内部扩展到全国。ATM 机数量也从 1994 年的 1900 个，增长到 2019 年的超过 13000 个，服务范围不断扩大。

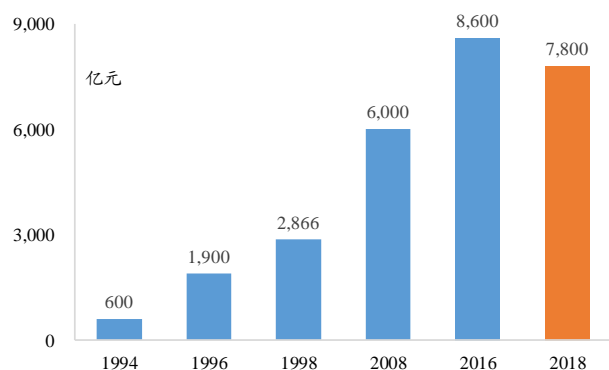
图3、公司发展历程



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

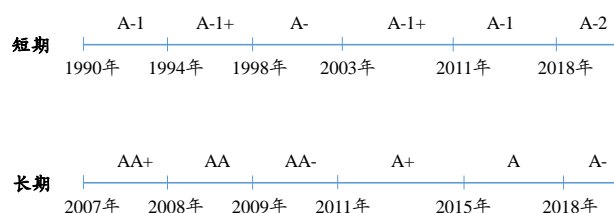
富国银行拥有良好的短期本币发行人信用、长期本币发行人评级，信誉始终处于行业前列。富国银行于1980年成立了富国银行基金会，在美国拥有良好的客户基础和知名度。但是，公司2016年被查处虚假账户的丑闻导致了大补赔偿费用，且加州、伊利诺伊州、芝加哥、西雅图以及旧金山等多个地区接连宣布与富国银行暂停业务合作，严重影响了富国的后期业务发展。

图4、富国的营业网点数不断增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2009年并购美联银行后，公司关停了经营不善的网点，网点数从11000逐渐缩减至2018年的7800，旨在提升网点的运营效率。

图5、富国的信用状况良好



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理
注：此处采用标普长期本币发行人信用评级和标普短期本币发行人信用评级

1.2、零售银行的市场定位

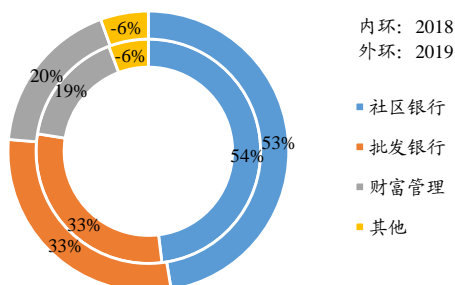
富国银行主要面向家庭客户和小微企业客户。富国银行将业务分成社区银行、批发银行的财富管理三大类。社区银行面向普通规模家庭和小微企业提供存贷款、房屋抵业贷款、财富管理等业务。批发银行面向一定规模的美国企业（年销售额超过1000万美元）和全球范围内的金融机构提供金融解决方案。财富管理模块则主要通过富国银行咨询公司和富国投资公司为高净值客户提供全面的财富管理解决方案。

从公司收入及净利润结构拆分看，社区银行及财富管理业务是公司的主要业务来源，家庭客户和小微企业客户是富国的主要服务对象。公司社区银行带来的大量

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

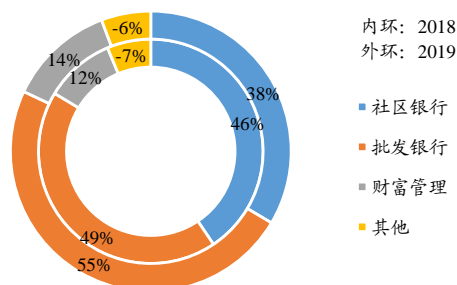
低成本负债是公司丰厚的利润来源之一。

图6、富国银行收入结构按业务



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、富国银行净利润结构按业务

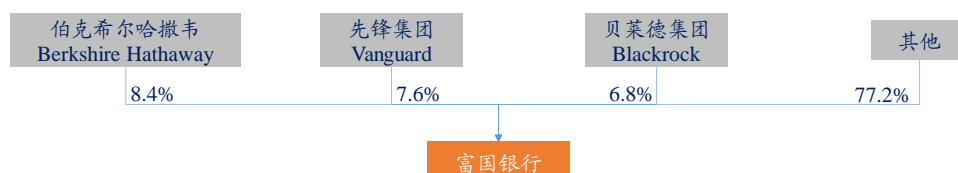


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、股东结构

截至2019年12月31日，公司持股比例超过5%的股东有伯克希尔哈撒韦公司、美国先锋集团、及贝莱德集团；上述股东分别持有公司8.43%、7.60%、6.80%的股份，合计持股22.83%。

图8、公司股权架构



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、依托零售业务低负债，并购整合快速扩大经营范围

美国银行业的总体发展也经历了单一银行、分业经营、利率市场化及混业经营四个阶段。富国银行发展主要经历了加州经营（1852-1980）、区域性经营（1980-1994）、并购经营（1994-2008）、和全国性经营（2009-至今）的四个阶段。富国银行快速成长期主要在并购经营阶段，此阶段亦是美国银行业混业经营阶段。通过大规模并购，富国银行逐步形成以零售业务为主导的全国性经营模式。

表 1、美国银行业发展历程

时间	发展阶段	具体特征
1838 年-1930 年	自由发展、单一银行	1838 年，美国颁布《自由银行法》，开启早期金融业自由发展、混业经营的大门。1860 年《国民银行法》颁布，禁止银行在任何地方、以任何形式设分行，即“单一银行制”。后期，政府放松了新设银行的管制，允许在本州设立分行，但跨州仍然禁止。部分银行还自发地签订代理协议，委托对方银行代办指定业务，被称为“代理银行制”。小银行将存款存入大银行，大银行为小银行提供各种银行服务，这种关系类似于总行和分行的关系。
1930 年-1960 年	分业经营、集团银行	1933 年，《格拉斯-斯蒂格尔法案》颁布，禁止银行包销和经营公司证券，将投资银行业务和商业银行业务严格地划分开。1933 年和 1935 年的《银行法》规定了银行存款利率的上限，再次严格限制成立新银行。对此，出现了大型集团公司收购并控制多家银行的组织形式，以此应对单一银行和分业经营的局限，例如大通国民银行并购公平信托、曼哈顿银行并购大通国民银行。
1960 年-1980 年	利率市场化	1960 年开始，银行的吸储能力不断下降，金融脱媒威胁银行业的发展。对此，银行突出创新的金融工具，例如专门投资于货币市场高质量短期债务工具的货币市场基金。新型金融工具能够巧妙地规避 1933 年《银行法》“Q 条例”对存款利率的限制，在享有定期存款利息的基础上随时变现。1970 年，国会授权美联储取消了“Q 条例”对 10 万美元以上的存款利率上限。1980 年《对存款机构放松管制和货币控制法》取消了“Q 条例”，成为美国利率市场化的里程碑。1986 年，存折储蓄账户的利率上限被取消，大部分贷款利率限定也被取消，标志着利率市场化最终实现。
1980 年-1999 年底	混业经营、现代化经营	1999 年，《格雷姆-里奇-比利雷法案》通过，亦称“金融服务现代化法案”。该法案解除了分业经营和银行业不得跨洲的限制，自此掀起了美国金融业的兼并浪潮。银行业的混业经营、跨洲经营的状态延续至今。

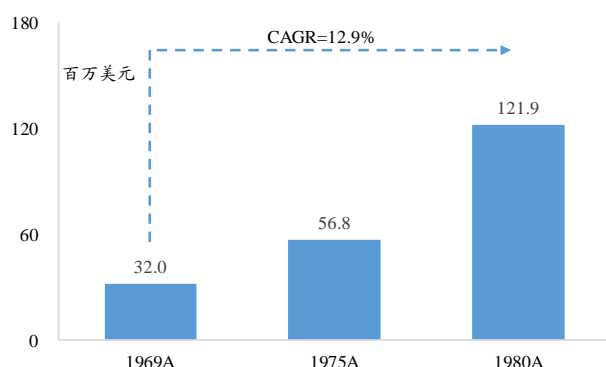
资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、1852-1980 年：剥离快递业务，成为加州最大的社区银行

富国集团于 1852 年正式成立，在美国西部主营快递和银行业务。完成快递业务剥离后，富国银行初具雏形。1960 年起，富国银行的网点从加利福尼亚的北部扩展到南部。截至 1980 左右，富国银行已成为加州最大的社区银行之一。

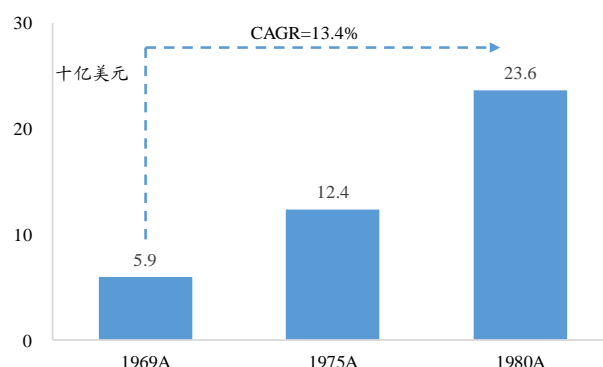
富国银行官网公布的年报始于 1969 年。在 1969-1980 年间，富国的年度净利润从 0.32 亿美元增至 1.22 亿美元，总资产规模从 59 亿美元增至 236 亿美元，盈利能力和公司规模增加了 3 倍。在贷款业务中，商业贷款和消费贷款成为了收益率最高的业务。房地产贷款（含房屋购置贷款和房屋建造贷款）虽然收益率低于消费贷和商业贷，但其业务规模在富国的贷款业务中稳居第一位。

图9、富国银行的净利润（1969-1980）



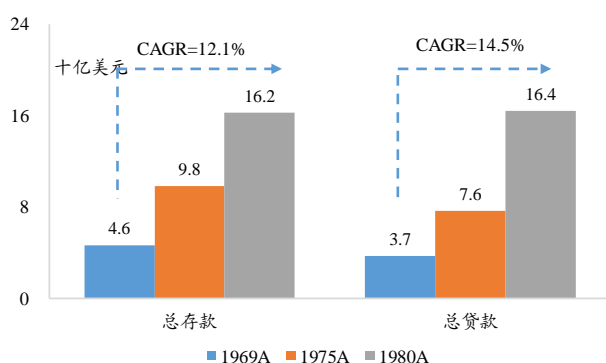
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图10、富国银行的资产规模（1969-1980）



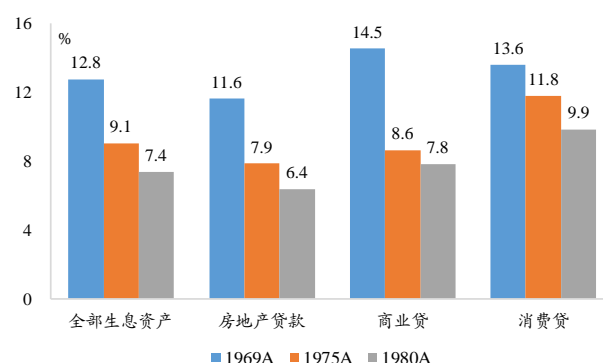
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图11、富国银行的存贷款规模（1969-1980）



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

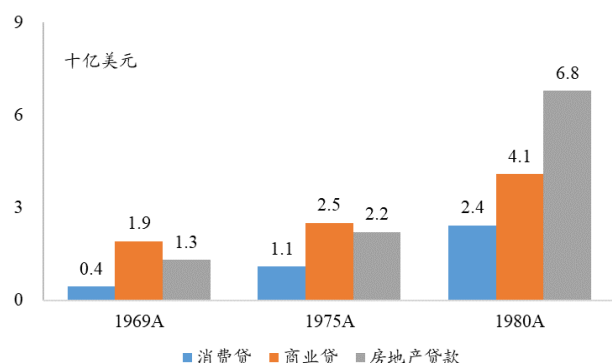
图12、富国银行的各类生息资产收益率（1969-1980）



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

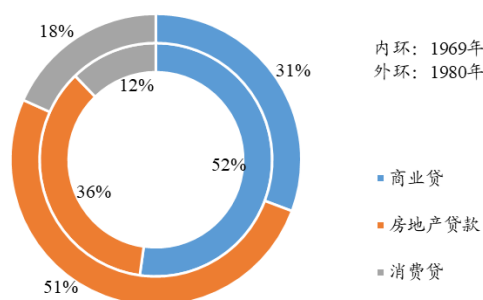
1970年,随着房地产业发展,居民房地产贷款需求不断增长。为满足居民购房需求,富国银行发放了大量的房地产抵押贷款,成为加州房地产市场中最重要资金来源。1970年, Wellsco Real Estate Management Corporation 成立并设立了房地产信托。1975年,房地产行业成为独立的银行分支部门,管理房地产抵押贷款、房地产建造贷款、房地产信托等。在1975年房地产不景气的情况下,富国银行承接政府发起的房屋贷款新项目而获得了较好的发展,并持续保持盈利。由于公司通过不断发放新贷来弥补旧贷款的损失,并且大部分新贷款都是政府发起的房贷,因此能够在提升收益的同时有效防控风险。

图13、富国银行各类贷款规模（1969-1980）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

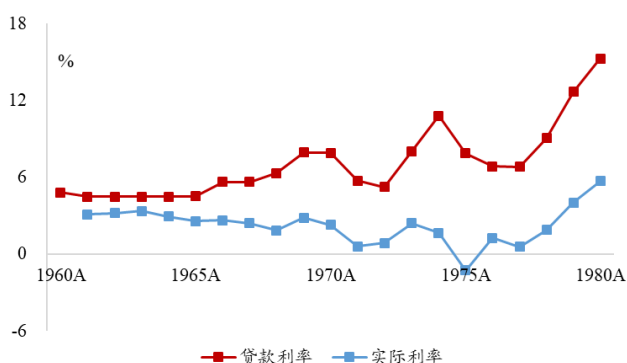
图14、富国银行各类贷款占比按类型（1969-1980）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1980年起，公司严格限制了房地产新增贷款的数量。表面上，二十世纪八十年代的中期贷款利率所上升，房贷业务收益可观。但事实上，1980年代初，住房购买力指数呈现快速下跌，且直至1985年美国住房市场的需求都未出现回暖。更重要的是，70年代末，30年期抵押贷款固定利率不断上行，购房成本上升，尤其限制了零售客户的购买力。在此背景下，富国银行逐渐压缩房贷业务，甚至取消了30年期固定利率房贷业务。

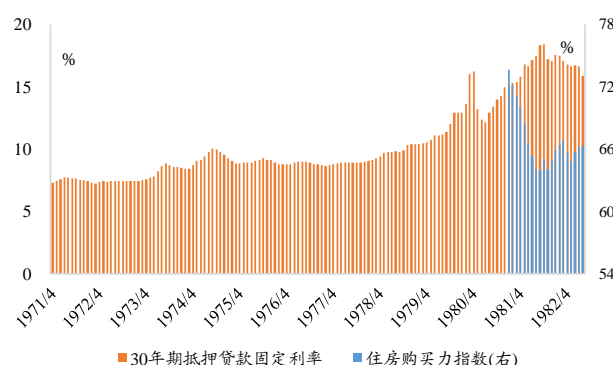
图15、美国利率走势（1960-1980）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：此处所指利率为世界银行统计的美国用以满足私营部门短期和中期融资需求的银行利率。实际利率=(贷款利率-P)/(1+P)，P是通货膨胀率由GDP平减指数衡量

图16、美国抵押贷款利率上升、房地产购买力下降



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、1980-1994年：并购百家金融机构，区域性商业银行成型

“单一银行制”严重地限制了美国银行业发展。对此，一些银行通过并购金融机构、构建大型集团公司来实现业务多样化、规模化。富国银行亦将战略目标向南加州和中央山谷地区延伸，以加州为中心并购了附近的100多家小型金融机构公司。

为保证经营利润率水平，1987年收购克罗克国家银行(Crocker National Bank)后，富国银行将旗下621个营业网点整合为439个，在扩大经营规模的同时注重降本

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

提效。为缓解非息成本过高的问题，富国银行亦收购了美国银行（Bank of America）的私人信托业务，一跃成为全美最大的个人信托机构之一，为加州客户提供更加优质的投资管理和信托服务。1988 年初，为巩固和提升零售银行业务优势，公司并购了位于加州的巴克莱银行（Barclays Bank of California）。

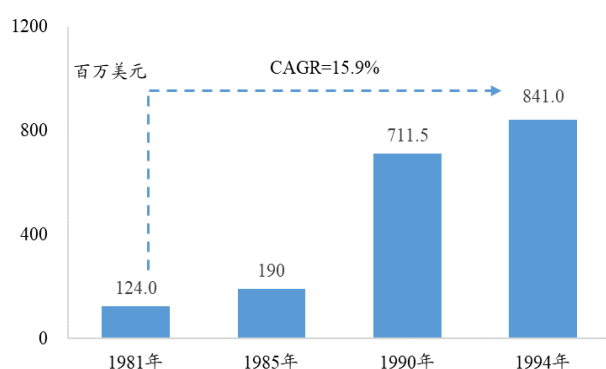
表 2、1980-1994 年公司主要并购标的及影响

时间	并购标的	对公司经营的影响
1985-1987 年	克罗克国家银行（Crocker National Bank）	存款规模（从 1985 年 195 亿美元）提升到 323 亿美元；贷款规模（从 1985 年 226 亿美元）提升到 347 亿美元。
1985-1987 年	美国银行（Bank of America）的私人信托业务	富国银行成为了全美最大的个人信托机构之一
1988 年初	加州的巴克莱银行（Barclays Bank of California）	扩大加州地区零售业务规模
1990 年	国家银行（Valley National Bank of Glendale）、环太平洋公司（Central Pacific corporation）及其子公司、美国国家银行（American National Bank of Bakersfield）、Torrey Pines 集团（Torrey Pines group of Solana Beach）、美国银行（Great American Bank of San Diego）在南加州的 92 个分支机构、美国国民银行（Citizens Banks of Costa Mesa）的母公司	增加营业网点数量和存款规模

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

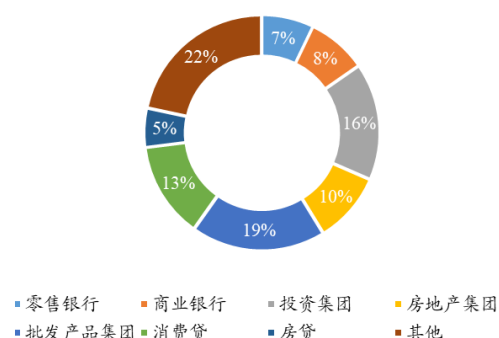
期间，富国的年净利润增长了 6 倍，总资产规模翻番。但是，公司业务板块仍然较为分散。1990 年的年报还将富国银行分为零售银行、商业银行、批发产品集团、投资部门、房地产部门、消费贷、房屋抵押贷款等业务模块。

图 17、富国银行净利润（1981-1994）



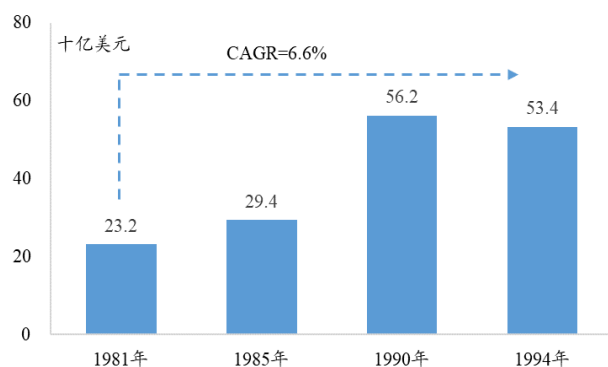
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、富国银行业务板块（1994）



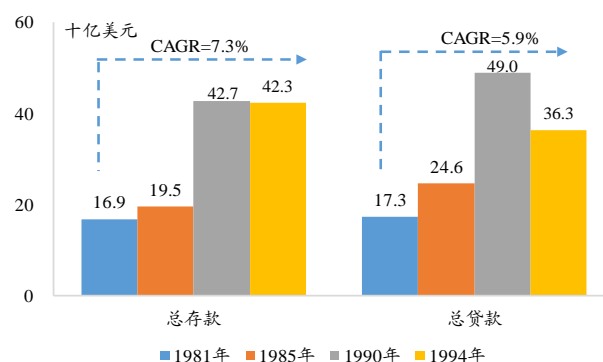
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、富国银行总资产规模（1981-1994）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

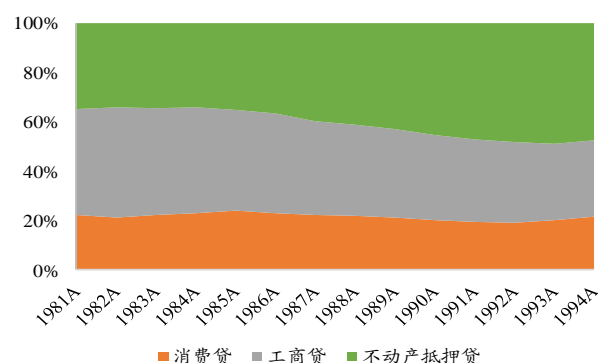
图20、富国银行存贷款规模（1981-1994）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

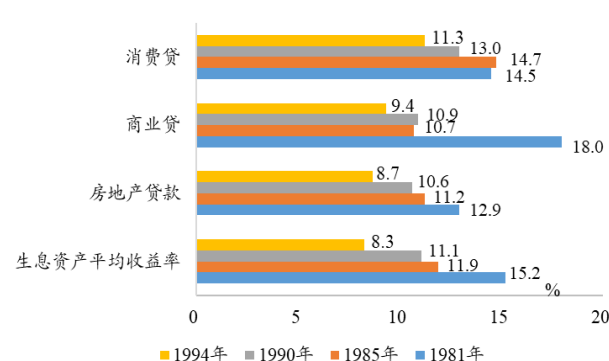
本阶段，房地产贷款仍然是贷款主要构成，但受到货币市场利率波动和房地产市场不景气的影响，90年后的房地产贷款规模有所回落。从本阶段初到1990年，富国银行的消费贷规模和占比有所上升，这主要是为了满足零售客户日益增长的消费需求，与同期美国消费总额和银行业消费贷总额的变动趋势相符。但是1990年后，由于消费贷的撇账率较高，富国银行开始削减消费贷的规模。

图21、美国商业银行贷款发放



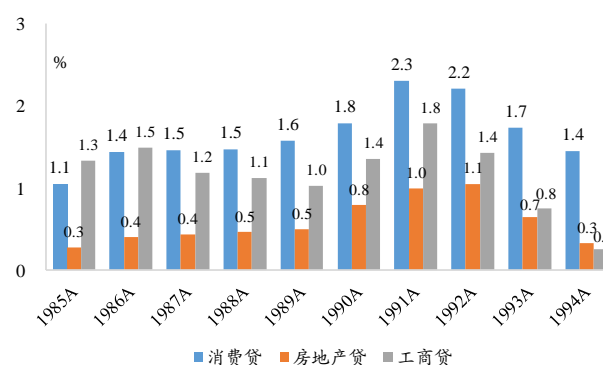
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、富国银行贷款收益率（1981-1994）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、美国商业银行贷款撇账率按贷款类型



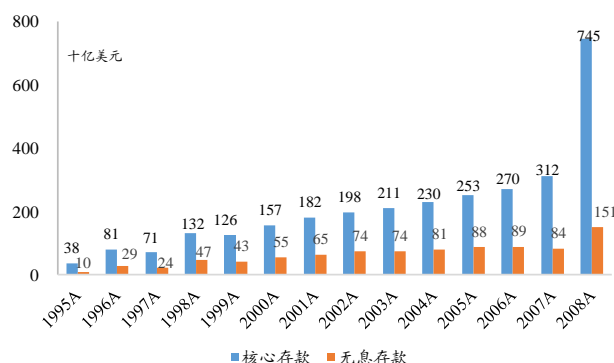
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、1995-2008 年：并购大中型银行，成为全国性商业银行

1995 年起,美国银行业跨州经营的监管政策进一步松动。1999 年,《格雷姆·里奇·比利雷法案》通过,解除了分业经营和银行业不得跨洲的限制。在此背景下,花旗银行和旅行家集团进行了 700 亿美元的合并案;众国银行(Nations Bank)与美国银行宣布了价值 420 亿美元的并购案并组成了现在的美国银行;芝加哥银行和万恩银行宣布了 300 亿美元的并购案。富国银行在该阶段先后收购第一洲际银行、西北银行及美联银行,彻底打破了富国银行业务受限于加州的状态。

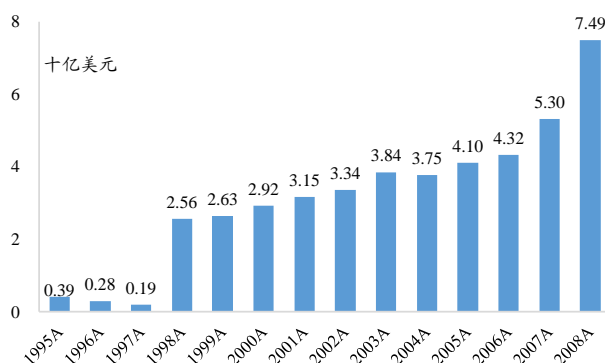
富国银行的核心优势在于其社区银行业务带来的大规模核心存款,“低成本”优势显著,为其大规模并购业务提供了可能。在进行一系列并购的同时,富国银行的核心存款占比始终在 80% 以上,并且在大部分时期保持在 95% 以上。核心存款包括无息存款、付息支票、市场利率的票据等低利率的融资来源。公司“低成本”优势使得利息业务是公司净利润的主要贡献者,而非息业务则对公司净利润有所拖累。

图24、富国银行核心存款和无息存款（1995-2008）



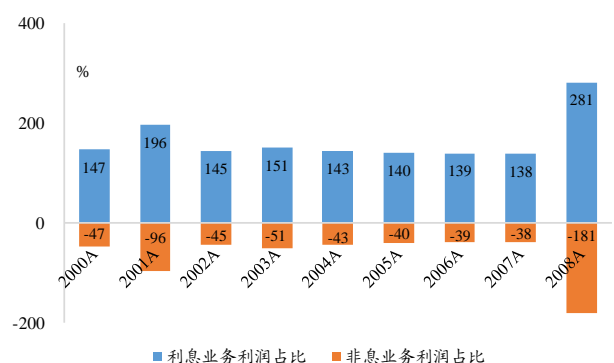
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、美国上市银行核心存款（1995-2008）



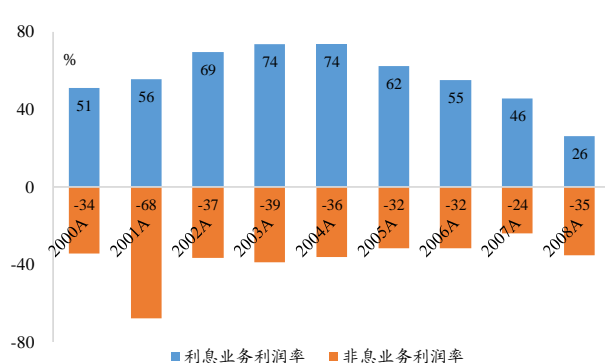
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、富国银行利润占比按业务类型（1995-2008）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、富国银行利润率按业务类型（1995-2008）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1996 年收购第一洲际银行之后,公司业务范围从加州延伸到西部地区的 10 个州;零售网点从 975 个变为 1,950 个;ATM 机器数量从 2400 台增至 4,300 台。1998

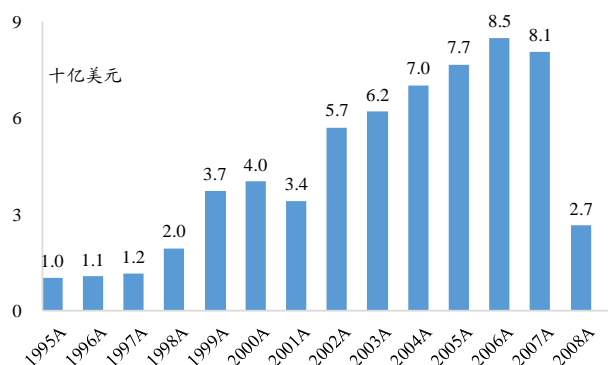
年完成对西北银行的收购后吸收了其理财业务和房地产抵押贷款业务，成为了业务多元化的金融机构以及美国第七大银行控股公司。公司业务从美国境内的十多个州延伸到美国内部的 50 多个州和海外的多个地区，共计拥有 5777 个分支机构，ATM 也从年初的 4400 增至年末的 6248 台，实现了经营规模的跨越式发展。

随着对大中型银行并购的完成，富国的业务板块也出现了显著改变。自此，由于 1998 年并购了西北银行经典的房地产抵押贷款业务和理财业务，富国银行的业务结构也在 1998-1999 年间演变为社区银行、批发银行、抵押贷款银行和西北金融（2000 年更名为富国金融）四大部分。

社区银行的服务群体为家庭和年销售额不足 1 千万美元的小企业。该业务板块旨在为零售客户提供完整且多样化的金融产品，例如信用卡、贷款分期、住房抵押贷款、保险、证券和投资银行等业务。社区银行将线上线下的门店连接在一起，并增设了 24 小时的电话服务中心，全天候回复客户需求。批发银行面向的是年销售额超过 500 万美元、并且在美国与大型企业保持密切联系的企业。服务内容包括传统商业贷款、信用证、国际贸易设施、外币转换、和现金管理等。批发银行还为商业地产提供资金支持，例如房屋建造贷款、土地购置贷款和购房贷款等。

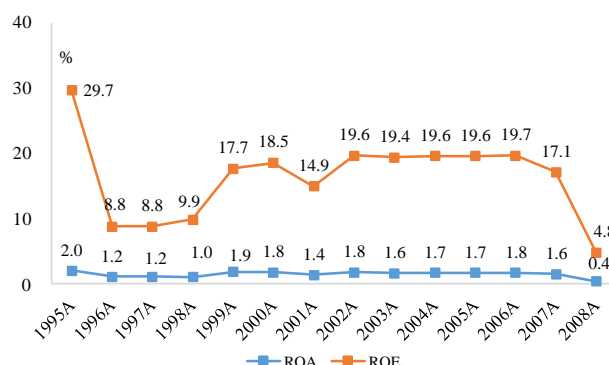
房地产抵押贷款板块继承了西北银行的房贷抵押业务，负责组织和购买客户的房地产抵押贷款。西北金融（富国金融）负责消费金融和汽车金融，能够直接发放贷款，或者在全国范围内从企业主手中购买销售融资合同。

图28、富国银行净利润（1995-2008）



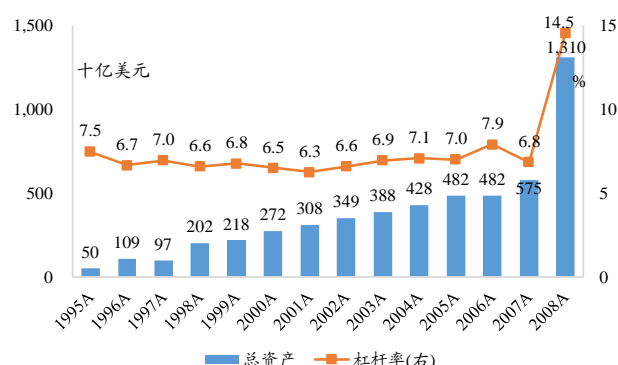
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、富国银行 ROE 及 ROA（1995-2008）



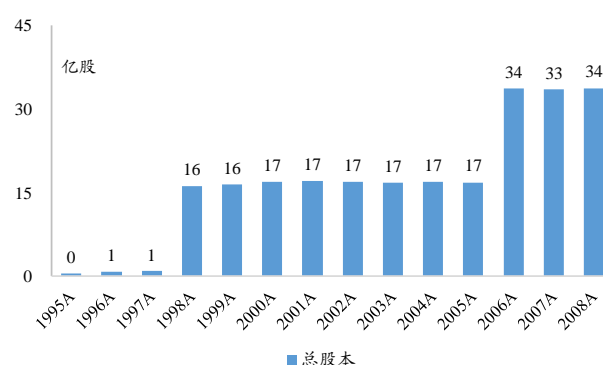
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、富国银行总资产规模（1995-2008）



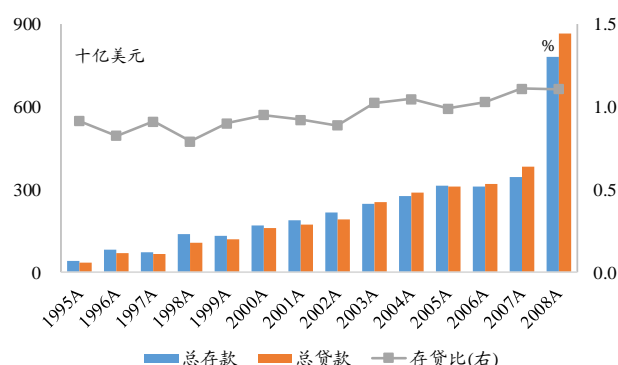
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、富国银行股本规模（1995-2008）



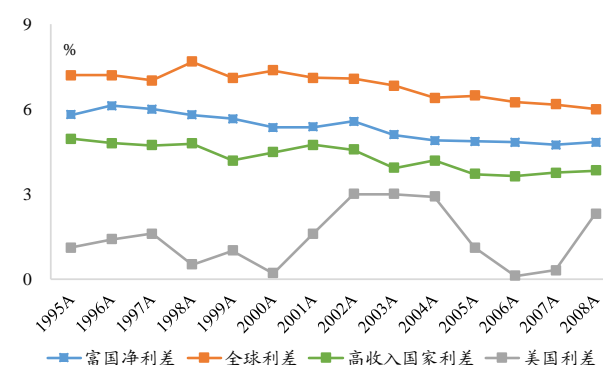
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、富国银行存贷款规模（1995-2008）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

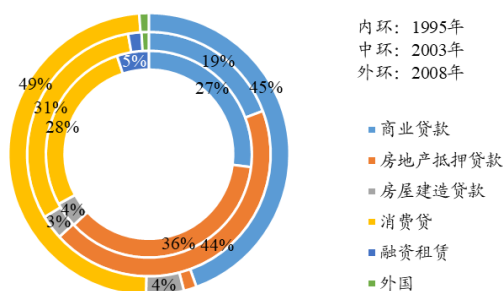
图33、富国银行净息差及行业平均水平（1995-2008）



资料来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

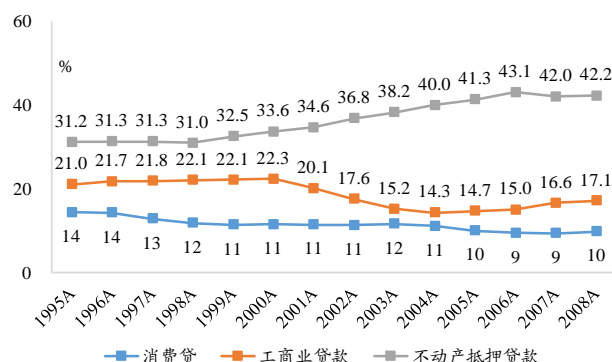
富国银行贷款业务重心转向消费贷。2003 年之前，富国银行的主要贷款业务为房地产贷款，包括 1-4 年的家庭房地产抵押贷款、其他房地产抵押贷款和房屋建造贷款。而 2003 年后，消费贷成长为富国的主要贷款业务来源。**回顾富国银行贷款结构的变化可以发现，富国银行的贷款结构综合考虑业务收益率、市场繁荣情况、风险和撇账率之后，战略决策的结果。**1975 年之前，富国银行的贷款结构是贷款规模是“商贷>房贷>消费贷”；1975-1990 年，随着房地产市场的繁荣，公司贷款结构演变为“房贷>商贷>消费贷”；1990-2003 年间，房地产贷款的规模仍然是最大的，但由于富国银行消费贷的收益率较高，公司消费贷占比不断上升，消费贷和工商贷款的规模几乎维持在相同水平，形成了“房贷>消费贷~商贷”的业务格局。2003 年后，房地产贷款占比大幅下降，形成了“消费贷>商贷>房贷”的贷款结构。

图34、富国银行贷款业务结构（1995-2008）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、美国商业银行贷款业务占比（1995-2008）

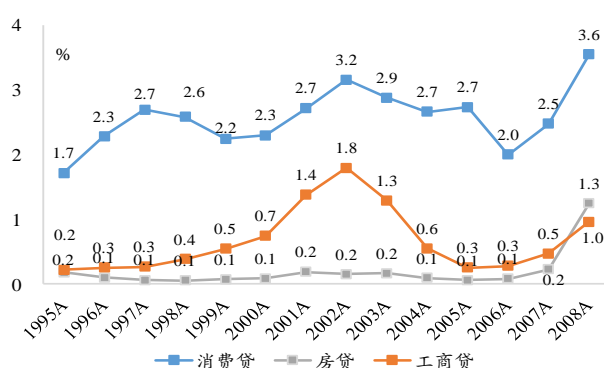


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

降低房贷业务的决策与当时美国银行业的总体趋势并不相符。从美国所有商业银行的贷款规模来看，商业贷规模在2003年以后显著下降，取而代之的是不断增长的房地产贷款（包括建房和购房贷款）。这主要是因为富国银行的主要客户是社区内的零售客户群体，大部分已经有房，对购房的需求和购买力都较低，盲目扩张房贷规模还容易导致信用风险。在具体操作上，富国银行不向低于信贷评分、资不抵债、可信度低甚至没有证明的客户提供按揭贷款，不向客户发放浮动利率按揭贷款，或者负摊销按揭贷款。

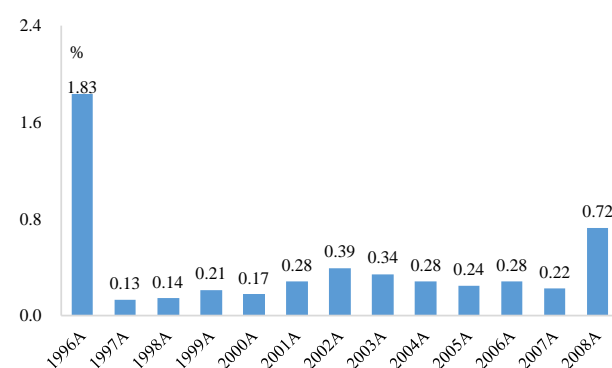
与美国四大银行相比，富国银行在危机期间的贷款减值占总贷款的比例处于较低水平。但1995-2008年间，居民收入稳步提升，消费观念升级，消费贷等非传统金融工具蓬勃发展，创造了新的增长点。这一战略性的业务结构转变也使得富国以较小的损失安度次贷危机。

图36、美国商业银行贷款撇账率（1995-2008）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

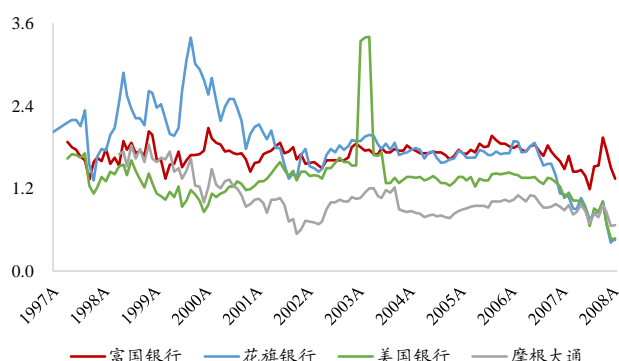
图37、美国上市银行坏账净额占平均贷款的比例



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

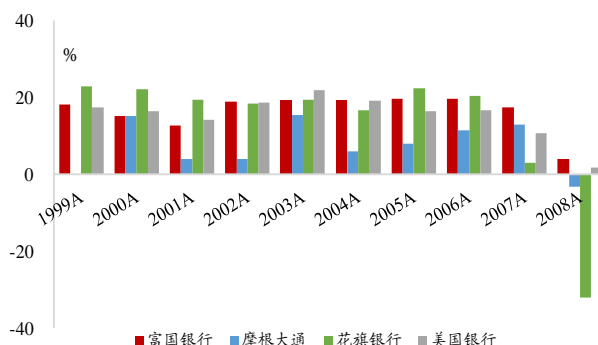
次贷危机后，富国银行的风控能力和经营模式逐渐被大众认可，公司估值和市场占有率出现跨越式发展。

图38、美国主要商业银行 PB（1997-2008）



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图39、美国主要商业银行 ROE 对比（1999-2008）



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

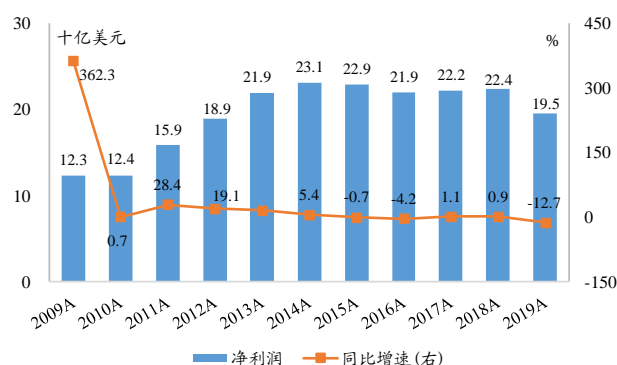
2.4、2009—至今：全国性综合商业银行

2008 年三季度后，富国银行专注于与美联银行的整合。一方面，并购美联银行很好地弥补了富国银行的营业范围限制，使富国的经营范围得以覆盖全国。美联银行的财富管理和投资业务也有助于提升富国的零售业务质量。但另一方面，美联银行存在债务负担沉重、网点过多、业绩下滑等问题。对此，富国银行不得不消化美联银行的存量负债、并不断关停效率低下的营业网点。在本阶段中，富国银行的经营范围和业务结构都趋于稳定。

2016 年是富国银行的转折点，被查出员工私自开设了 200 余万个账户，并将客户卡上的资金挪至虚假账户中，接连产生巨额的交易费用。此外，富国银行还向客户发送虚假邮件让用户注册网上业务以及迫使用户为自己不知道的信用卡交滞纳金。对此，富国银行不得不以 1.85 亿美元的金额与美国消费者保护局、美国货币监理署办公室、和洛杉矶检方达成和解。但此后，美国司法部和美国劳工部接连展开调查，富国银行面临来自前员工、客户和股东的诉讼。并且，加州、伊利诺伊州、芝加哥、西雅图以及旧金山等多个地区接连宣布与富国银行暂停业务合作。

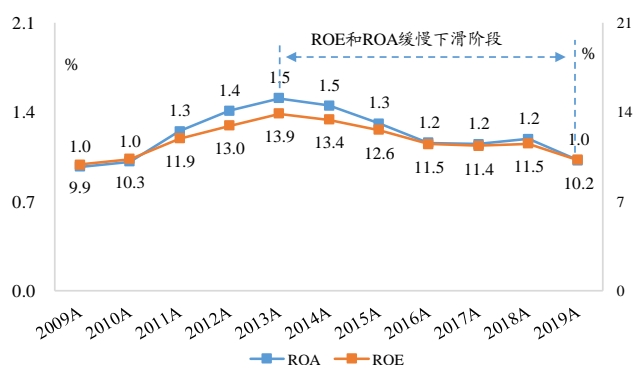
就本阶段的经营业绩来看，2013-2014 年成为了富国银行盈利能力的拐点。随着被曝出开设虚假账户、冒用客户账户信息进行交易等行为，富国银行被卷入一系列的法律纠纷，对公司声誉的负面影响造成客户大量流失，支付的赔款也降低了公司盈利水平。首次影响，公司 2014 年后，无息存款存款占比并无提升，核心存款占比亦下降至 90% 左右，并且在 2015 年的年报中不再披露这一指标。

图40、富国银行净利润（2009-2019）



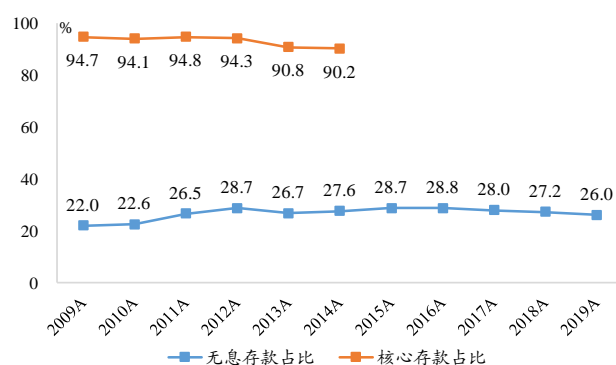
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、富国银行 ROA 和 ROE（2009-2019）



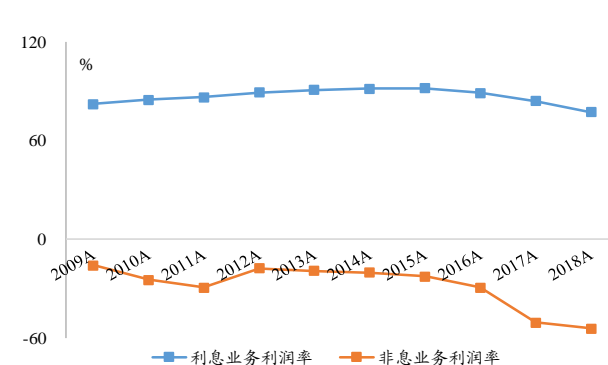
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、富国银行无息存款及核心存款占比（2009-2019）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

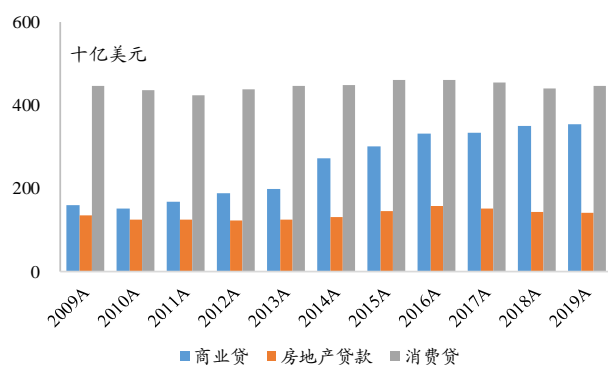
图43、富国银行利息及非息业务利润率（2009-2019）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

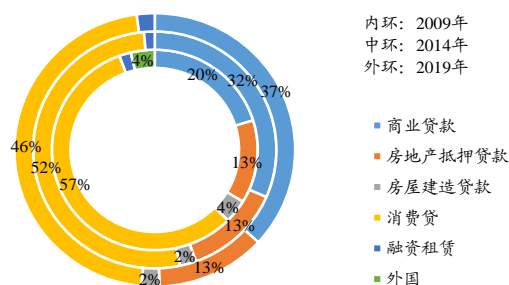
2009-2019 年美国银行业各类贷款规模持续增长，贷款结构保持“房地产贷款>工商业贷款>消费贷”的格局。2019 年，富国的消费贷比例略有下降但仍然位居首位，商业贷比例增几乎增加一倍，房地产贷款比例不变，外国贷款业务消失，剩余的是占比约 2% 的融资租赁。

图44、富国银行贷款业务（2009-2019）



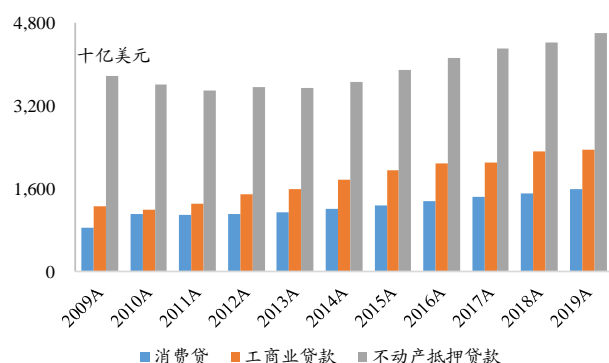
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、富国银行贷款业务结构（2009-2019）



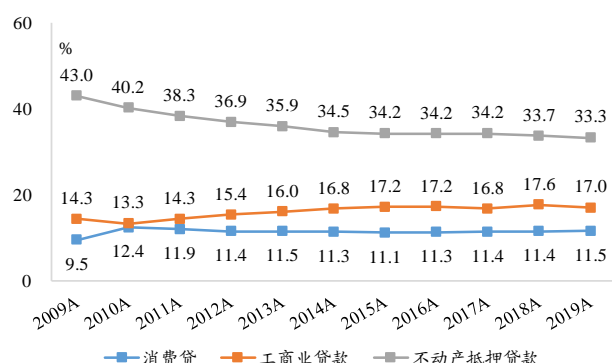
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、美国所有商业银行贷款规模



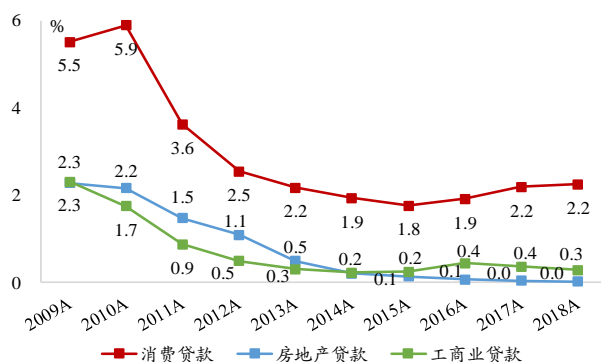
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图47、美国所有商业银行贷款业务占比



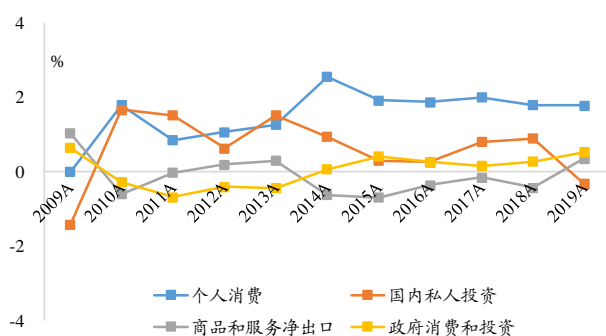
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图48、美国商业银行贷款撇账率



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图49、四驾马车对美国 GDP 环比拉动率



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

富国银行的业务板块划分更加清晰。2009 年结束与美联银行的并购整合之后，公司业务始终是社区银行、批发银行、财富管理三大板块。如表 3 所示，富国历来的板块划分方式过于零散和繁杂。如表 4 所示，2009 年后的板块划分方式以客户群体、业务类型为基础，使得公司业务条线更加清晰，客户群体更加便于管理。

表 3、富国银行历史的业务板块划分

时间	业务板块	板块功能
1980 年-1989 年	六个模块： 零售分销 Retail Banking、商业银行 Corporate Banking、投资 Investment、信托和投资顾问 Trust & Investment Advisory Service、房地产 Real Estate Industries、非银行下属机构 Non-Banking Subsidiaries、和国际银行 International Banking。	零售分销：零售客户的存贷款等基础性业务、ATM 机业务等。 商业银行：面向企业客户的金融业务。 投资：投资理财 信托投资顾问：信托服务、顾问业务 房地产：房地产抵押贷款等 国际银行：跨境结算等
1990 年-1998 年	四个模块： 零售银行 Retail Banking、商业银行 Commercial and Corporate Banking、投资管理 Investment Management、房地产贷款 Real Estate Lending	零售银行：面向零售客户的存贷款等基础性业务、ATM 机业务等。 商业银行：面向企业客户的金融业务 投资管理：投资理财、信托顾问 房地产贷款：房地产抵押贷款等
1998 年-2000 年	四个模块： 社区银行、批发银行、房产抵押贷款、富国金融	社区银行：面向零售客户的存贷款等基础性业务、ATM 机业务等。 批发银行：面向企业客户的金融业务 房产抵押贷款：抵押放款业务

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

富国金融：消费贷、汽车金融等

2009 年-至今

三大模块：

社区银行、批发银行、和财富管理（财富经纪养老业务）

社区银行：面向零售客户的存贷款等基础性业务、ATM 机业务等。

批发银行：面向企业客户的金融业务

财富管理：高净值客户的投资理财业务

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

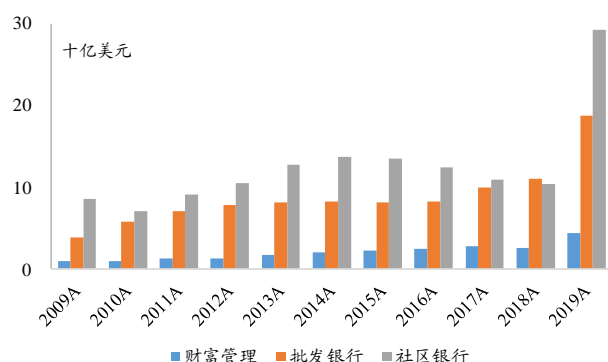
表 4、富国银行当前成熟的业务板块划分

板块名称	服务对象	板块功能
社区银行	消费者和小企业（年销售额不足 1000 万美元）	为 39 个州和华盛顿地区的提供投资、保险和信托等多元化金融产品，以及为 50 个州和华盛顿地区提供抵押贷款业务。社区银行的核心业务是吸储和放贷，两大功能是累积低成本融资和客户资源，也是富国银行的业务核心。
批发银行	一定规模的美国企业（年销售额超过 1000 万美元）和全球范围内的金融机构	产品包括中间市场银行、企业银行、CRE、资金管理、资产借贷、保险经纪、外汇、代理银行、贸易服务、专业借贷、设备融资、企业信托、投资银行、资本市场和资产管理。2009 年并购美联银行后，投资银行、并购、股票交易、股票结构性产品、固定收益销售和交易、股票和固定收益研究的服务能力均获得提升。
财富管理	高净值客户	通过富国银行咨询公司和富国投资公司为高净值客户提供全面的财富管理解决方案。服务范围包括财务规划、私人银行、信贷、投资管理、信托和房地产服务、业务继承规划和慈善服务，以及基于银行的经纪服务。2009 年并购美联银行后，新获零售经纪业务、财富管理、养老金项目。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

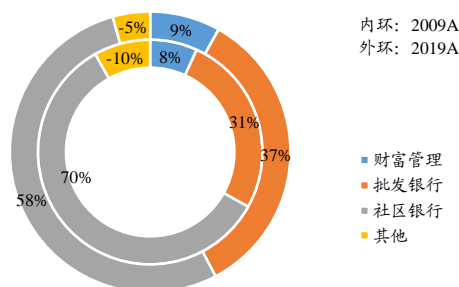
按照业务板块拆分富国银行的净利润，社区银行贡献逐步降低。主要系由于 2014 年后，受到信任危机的影响，美国的部分州在短时间内拒绝与富国银行展开合作，导致富国银行丢失了很多珍贵的零售客户。从板块净利息收入拆分可见，社区银行始终是利息业务的重要组成部分，而批发银行净利息收入的不断上升，中大型企业客户的重要性在显著上升。

图 50、富国银行净利润结构按业务



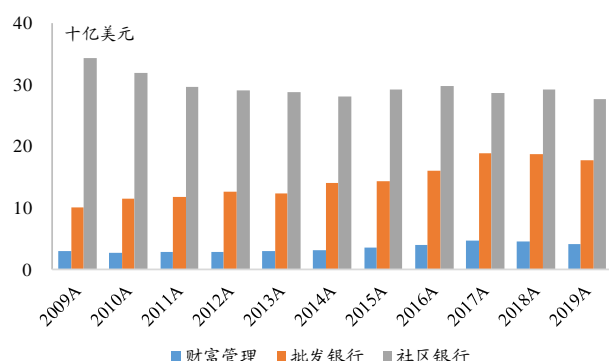
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、富国银行净利润贡献率结构按业务



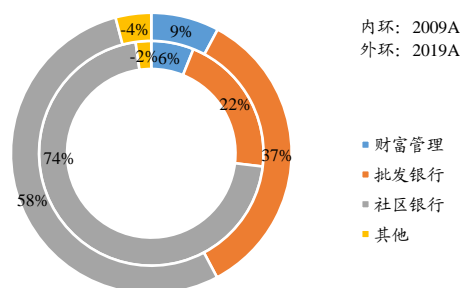
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、富国银行净利息收入结构按业务



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

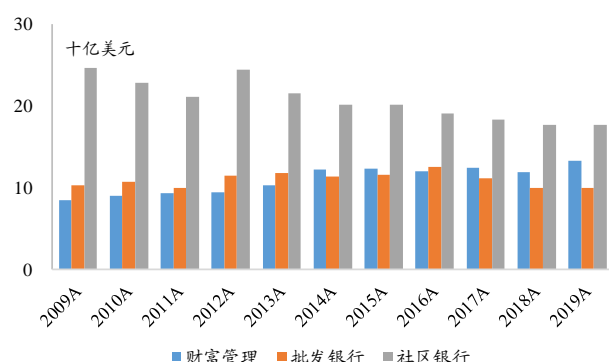
图53、富国银行净利息收入贡献率按业务



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

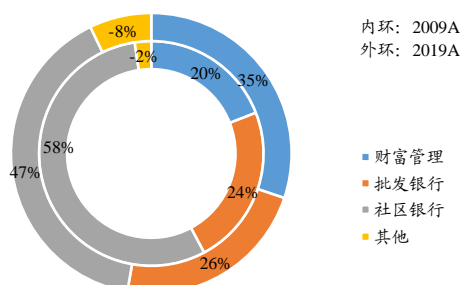
从非利息收入来看，一直以来，社区银行凭借丰富的客户优势，也成为了非利息业务的主要动力，而批发银行和财富管理对非利息收入的贡献率不相上下。但是，由于2013年以后社区银行的零售客户受到信任危机的负面影响而减少，社区银行受到较大冲击，其非利息收入规模也出现显著下降，并导致了非利息收入整体规模的缩小。相比之下，财富管理板块致力于高净值客户提供个性化的财富管理服务，对非利息收入的贡献率有所上升。

图54、富国银行非利息收入按业务



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

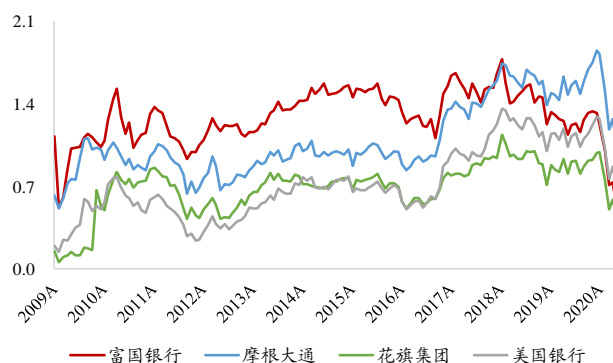
图55、富国银行非利息收入贡献率按业务



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

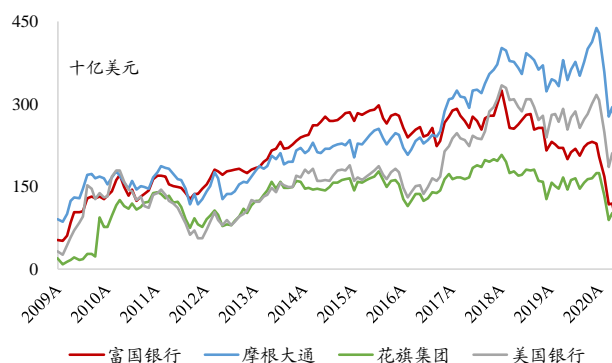
通过对比四大行的表现也可以发现，2014年前后是富国银行市场地位的拐点。首先，总估值方面来看，富国银行市净率在2014年以前不断攀升，后续在信任危机中有所下降；富国银行总市值也在2014年之前不断攀升，但是在2016年以后不断下滑。从盈利能力来看，在银行业经营网点并无明显扩张的情况下，花旗银行和美国银行的ROE的年度波动都比较大，而富国银行的ROE变化十分和缓，这体现零售银行模式具有风险小、经营稳定的优点。2016年以前，富国银行的总资产在稳步增长，虽然短时间受到业务的地理限制和赔款的损失，富国银行的总资产规模在2016年以后仍能维稳。

图56、美国主要银行市净率对比（2009-至今）



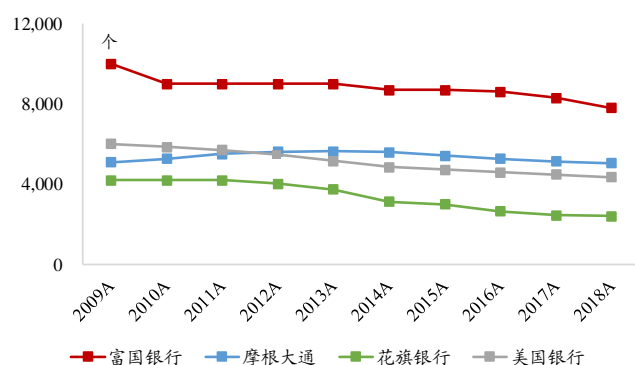
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图57、美国主要银行总市值对比（2009-至今）



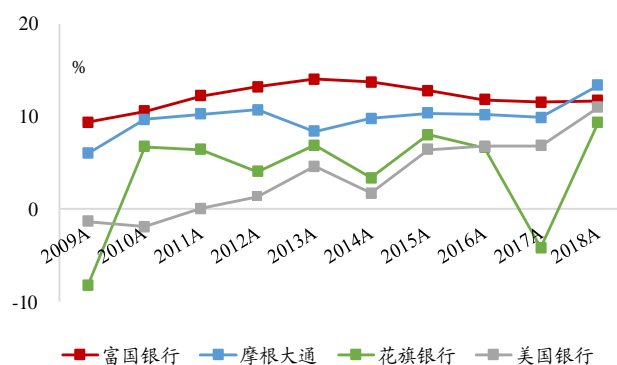
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图58、美国主要银行网点数对比（2009-2018）



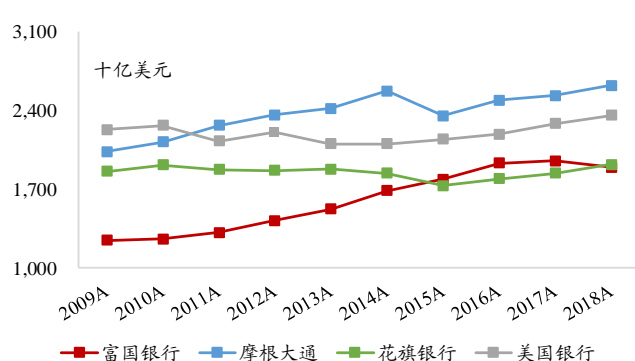
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图59、美国主要银行 ROE 对比（2009-2018）



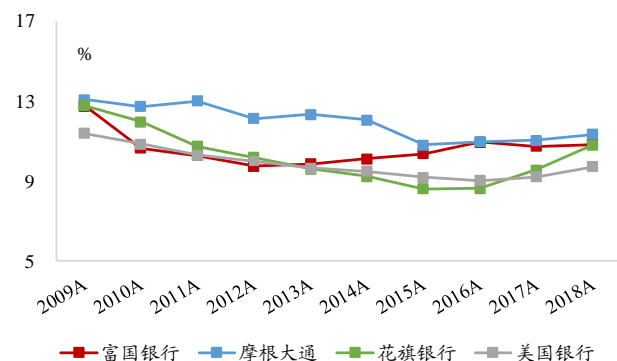
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图60、美国主要银行总资产对比（2009-2018）



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图61、美国主要银行杠杆率对比（2009-2018）

资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 杠杆率 = 所有者权益/总资产

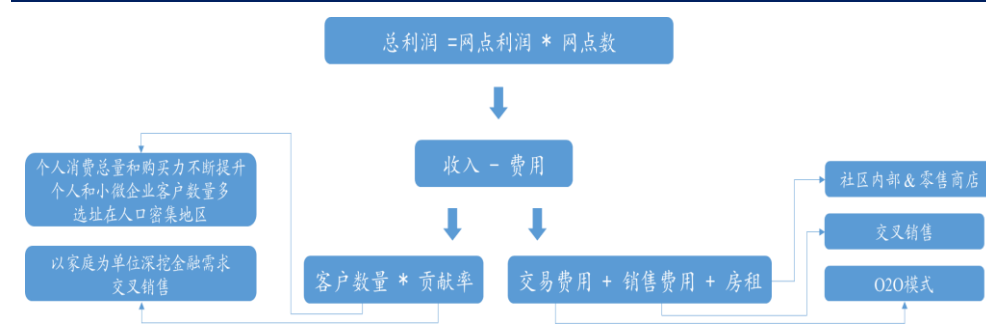
3、他山之石：富国银行的战略特色和零售银行核心优势

富国银行的业务主要是基础性业务而非衍生品业务，面向的主要客户群体是家庭和小微企业的零售客户、业务范围聚焦国内。虽然业务结构简单，但是富国银行

在客户选择、经营理念等方面的前瞻性奠定了公司在次贷危机中崛起的实力。通过将公司的盈利结构进行解构、列出富国银行的比较优势、并解释这些优势如何通过影响盈利模型的因素来提升富国银行的综合竞争力。

以单个网点的营业能力为例，“收入-费用=利润”能够真实且简约地反应公司的盈利模型。由于富国拥有数量庞大的零售客户，其收入可进一步拆分为“收入= 客户数量 * 贡献率”。零售银行的客户定位、社区银行选址都提升了客户数量，而交叉销售致力于提升客户贡献率。富国银行的费用结构类似于其他银行，主要由于三部分构成，即“费用 = 交易 + 销售 + 房租”。商店化社区银行的 O2O 运作模式、深入客户群体并以家庭为单位的销售模式、社区银行的地理优势，分别降低了以上三大成本。而小微企业贷款的电子化审批更进一步降低了针对这一类客户的交易成本。此外，以上公式仅概括了富国银行每个独立营业网点的盈利优势，公司总体的投资规模为“总规模 = \sum 网点平均利润 * 网点数”。公司总体利润不仅与每个营业网点的利润有关，还与投资规模相关。因此，富国银行在优化经营模式、提升每个网点盈利效率的情况下，还抓住时机并购能够加强自身优势、或者与自身经营业务互补的同行企业，不断提升总体的盈利水平。

图62、盈利模型剖析



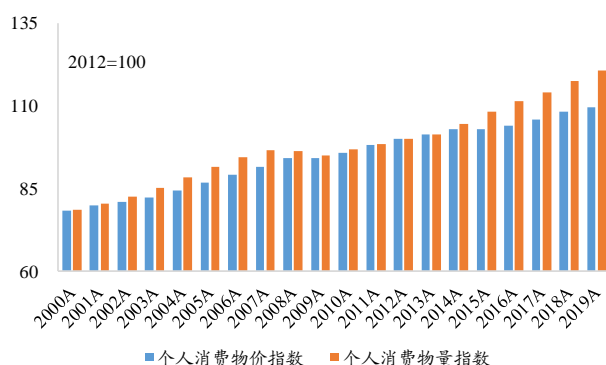
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

3.1、零售银行定位：人口数量和消费趋势的红利

由于富国银行的客户定位于以家庭和小微企业为代表的零售客户。

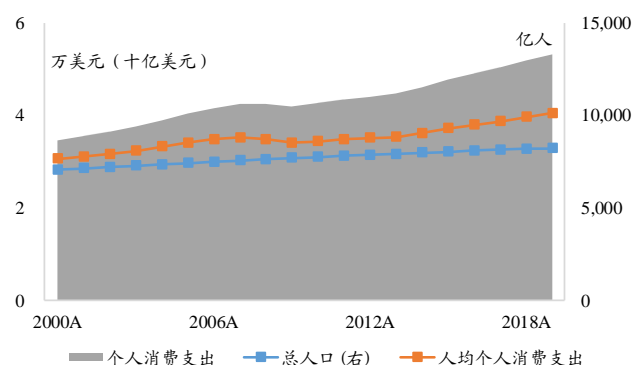
2000 年以后，美国总人口和人均消费水平双双提升，导致个人消费支出的体量不断膨胀。美国的个人消费物价指数、个人消费物量指数也正在持续上升。如果不是金融危机导致的负面影响，个人消费几乎始终是拉动美国 GDP 环比增长的中坚力量。并且，家庭资产负债率在 2000-2008 年间保持在较高水平，消费信贷总额以年均增速 5% 的水平稳步增长。此外，个人零售客户的投资需求和金融需求都在不断攀升。在 2000-2008 年富国银行逐渐崛起的阶段，家庭和机构进行的投资项目净额甚至能够高于商业企业发起的投资项目净额。家庭客户这种大量的投资需求也增加了富国银行的客户数量和贡献率。

图63、个人消费物价和物量的变化趋势（2000-2019）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

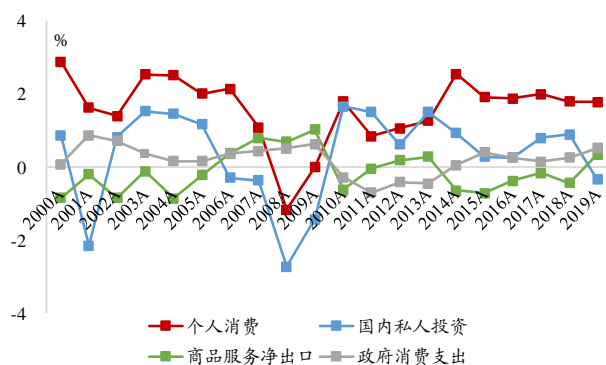
图64、美国个人消费支出规模（2000-2019）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

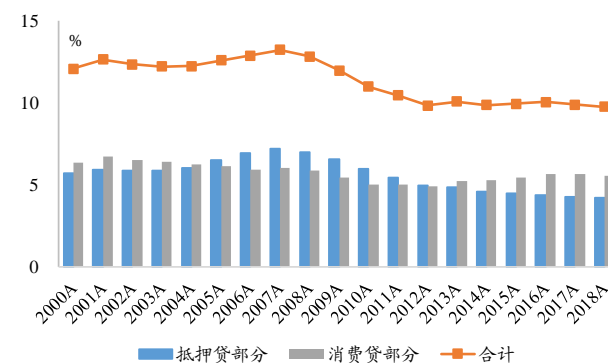
注：个人消费支出的单位为十亿美元，人均个人消费支出的单位为万美元

图65、经济因素对 GDP 环比的拉动率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

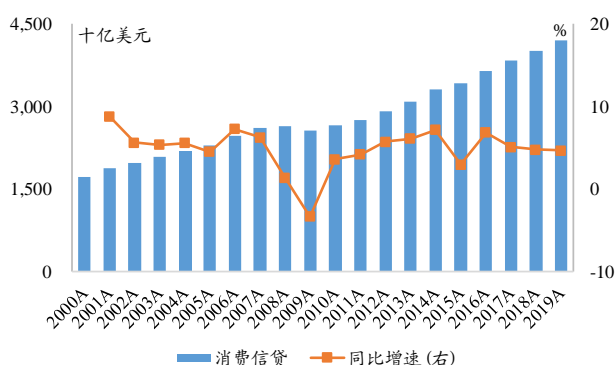
图66、家庭资产负债率在金融危机前维持高位



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

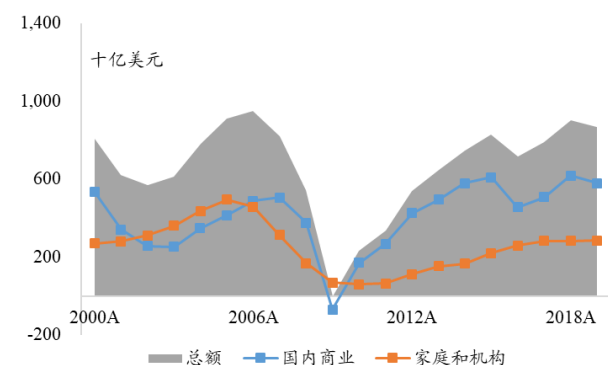
*注：家庭负债比率（The Household Debt Service Ratio, DSR）包括抵押贷款 DSR 及消费者 DSR，两者分别为每季度所需支付的抵押贷款总额/每季度可支配个人收入总额，内容包括承租人占用财产的租金支付、汽车租赁支付、房主保险和财产税支付。

图67、消费信贷总量稳步增加



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图68、国内私人投资净额

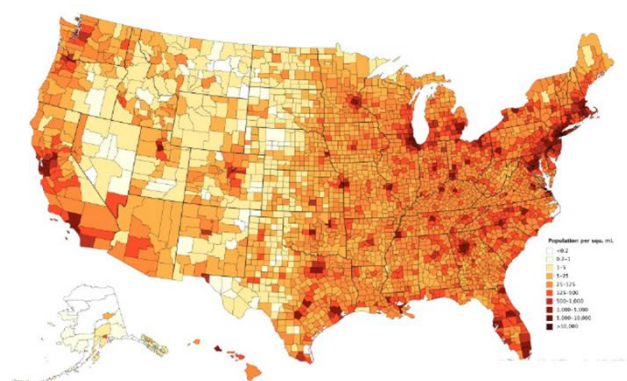


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、商店化建设的社区银行：低成本提升客户覆盖率

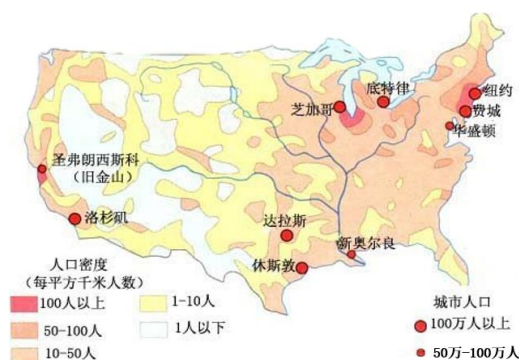
社区银行的选址有助于降低融资成本、提升客户覆盖率。一方面，社区银行位置毗邻客户群体，让客户情愿牺牲利息来获取时间空间的便利。另一方面，社区银行的选址也是决定营业效率的关键，一定程度上决定着客户覆盖率和网点的营业效率。富国的社区银行往往设立在人口密度高的地区，包括入住率高的居民区和社区附近的小型商业中心，扩大辐射范围。

图69、美国人口密度图



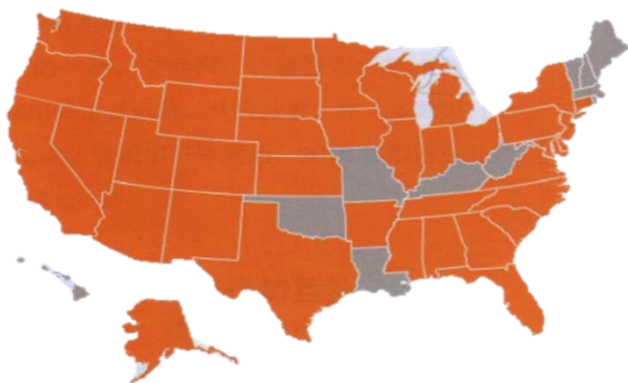
资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图70、美国人中集中分布的区域



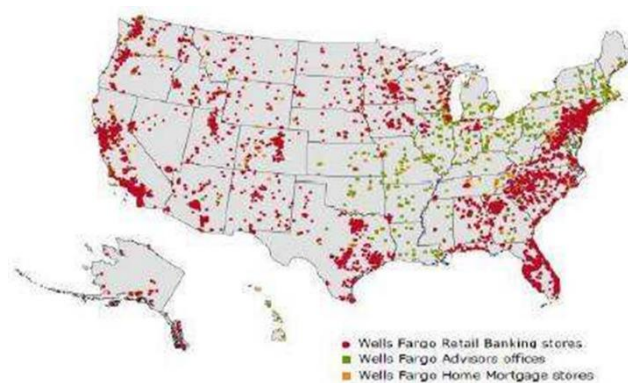
资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图71、2015 年富国银行营业的地理范围



资料来源：公司网站，兴业证券经济与金融研究院整理

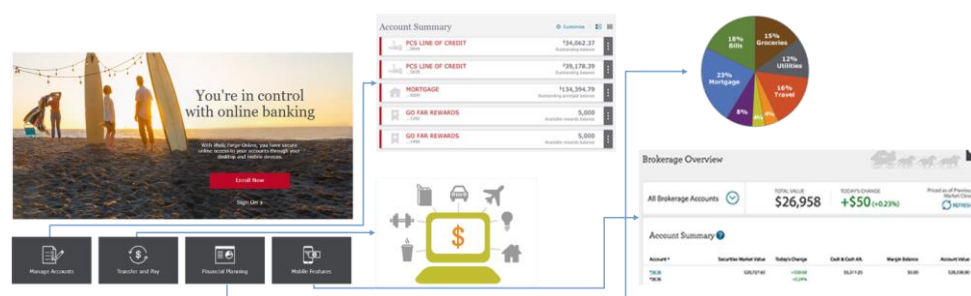
图72、2015 年富国银行的网点分布图



资料来源：公司网站，兴业证券经济与金融研究院整理

社区银行的商店化运行模式，是低成本运营的典范。银行的业务费用可以用“费用 = 交易 + 销售 + 房租”的公式来概括。首先，从交易成本而言，富国银行的社区银行网点仅仅安排了较少的服务人员，主要业务是采用 O2O 模式进行，从公司网站上挑选、签约和使用理财产品，大量节约了信息搜索成本、签约成本和履约成本。使用 O2O 模式能够让客户不出社区就可以享受全部的金融产品和服务，在节约成本、提升交易效率的同时，也进一步优化了用户体验。

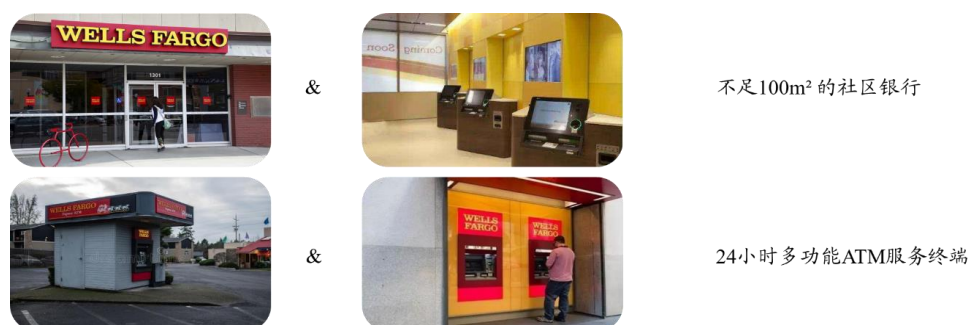
图73、网上银行包含账户追踪、转账支付、财富管理、经纪业务四大板块



资料来源：富国银行官网，兴业证券经济与金融研究院整理

房租成本的确也是困扰很多大中型银行的成本问题。很多大中型银行的分支机构开设在人流涌动的商业中心，希望以此地理优势来抢占更多业务资源，但是开设在市中心或者繁华区域也意味着高昂的房租。相比之下，富国银行的营业网点设立在人口密集的小区内部，并且采用小规模“零售商店”和“商店内设银行”的模式，约为银行门店成本的 1/4，很大程度上降低了经营成本和获客成本。

图74、富国网点以小型社区银行和 ATM 自助终端为主



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、交叉销售：降低销售的边际成本，提升单户贡献率

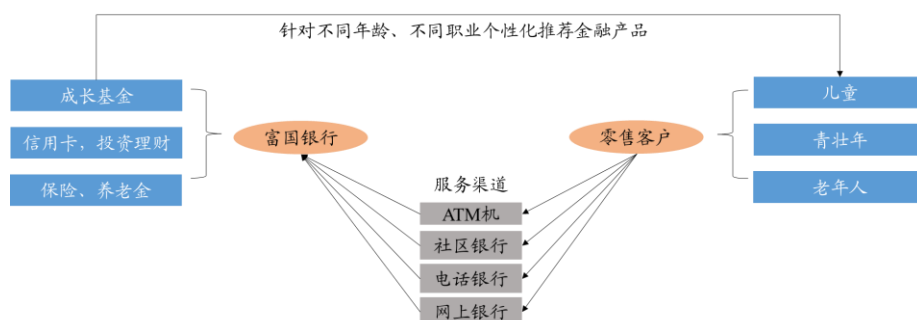
根据富国银行年报，1998 与西北银行并购的原因之一就是获得更多交叉销售的机会，从而使两家公司并购后的业务规模远大于两家公司分别经营的业务规模之和。因此，富国银行从 1998 年起正式在年报中提出交叉销售的概念，旨在通过与家庭客户和公司客户维系深入长久的关系，了解其人生的财务追求和目标，跟踪客户不同阶段的财务需求变化，为客户提供与当前需求最相关的金融产品、服务、和指导意见。

交叉销售以已有的家庭和企业客户为单位进行跟踪销售，提供全生命周期的产品，涉及从儿童成长基金到养老金产品等。初期，交叉销售聚焦于社区银行板块的零售客户，而 2000 年以后，公司也开始关注并在年报中公布批发银行客户的交叉销售情况。2009 年公司进入成熟经营阶段以后，开始更加关注和提升财富管理板块——高净值零售客户的交叉销售情况，高净值客户的户均理财产品销量始终高于

普通零售客户。但是 2016 年以后，由于富国员工为提升业绩而创造虚假交易的丑闻被曝之后，公司宣布不再公布户均理财产品销量，将业务重心转移到提升服务质量上。在公司提倡交叉销售时，富国银行致力于将理财产品销量提升到 8 个/家庭，预计可以满足美国家庭理财产品需求的一半以上。

富国银行的交叉销售成功地跨越了资管产品的渠道限制，以家庭而非个人为单位提供服务。当客户想尝试不同风险偏好、不同资金市场的理财产品时，富国银行能够打通渠道、为客户提供多元化的理财产品。再者，富国银行较低的销售成本也主要受益于“交叉销售”的理念。如上所述，费用可以用公式表示为“费用 = 交易 + 销售 + 房租”。借助社区银行的深入客户群体内部的地理位置优势，营业网点得以维持稳定友好的客户关系，收获稳定的客户资源、降低销售的边际成本。老客户的资金体量能够产生循环的理财需求，持续增加公司的销售业绩。

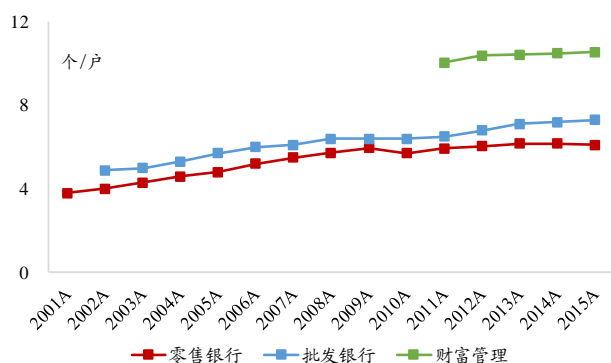
图75、富国银行零售客户业务图



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

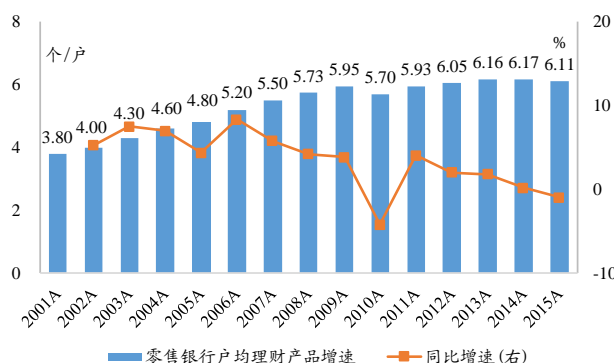
富国银行的交叉销售理念仍然最大程度地挖掘客户的需求、提升单户贡献率。因此公司对单一客户提供的服务能够从个人渗透到整个家庭，增加业务连带性，由个人的金融需求映射的整个家庭的业务需求。因此，富国银行的销售业绩稳定、销售的边际成本也很低。1998 年，富国的户均金融产品销量为 3.3 个/户，2015 年这一比例提升至 6.11（社区银行）和 7.3（批发银行）和 10.55（财富管理）。2016 年后，富国取消了产品销售目标，不再公布户均产品销量，并不再采用以产品销量为准的员工薪酬激励计划，从而保证员工不会出现危害客户利益的行为。

图76、户均理财产品销量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图77、社区银行的理财产品销量趋势

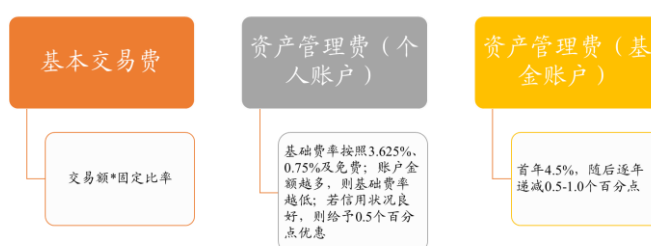


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

富国银行对不同类型客户的交叉销售范围进行了明确的区分。针对社区银行的家庭客户提供具有产生收入和长期生存能力的潜力，针对财富管理的高净值客户推荐不限于股票、基金、债券的金融资产，而针对批发银行的企业可以销售包括信贷，资金管理，存款，风险管理，外汇，资本市场、咨询，投资，保险，信托和贸易融资等广泛的金融产品。社区银行内部、以家庭外单位的服务也注重个性化，根据家庭成员不同年龄、职业等特点提供不同类型的资产保值增值业务。

富国银行个人理财业务收费分为基本交易费、资产管理费、佣金、利息四类，除基本交易费外，其他三类收费收费标准随客户账户开立时间、资金规模、客户信用等级及购买产品和服务数量动态调整。资金规模更大、账户开立时间更长的客户费率更加优惠，从而节约客户维护成本。

图78、富国银行个人理财业务收费标准



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、针对小微企业的贷款审批电子化

1990 年以前，富国银行并未开展针对小微企业的贷款业务。1989 年底，商业银行内部成立了商业贷款分部，针对年销售额不足一千万美元的小微企业开展贷款业

务。但是 1994 年，成本分析报告显示，标准的贷款发程序成本过高，小微企业贷款业务无法产生经济效益。年报显示，1996 年起，公司组建了商业直贷部门，主要面向年销售额 200 万美元以下、申请额不高于 10 万美元的小企业，进行流水线的标准化贷款审批。

商业直贷部门（Business Direct）对商业银行（Business Banking Group）的企业贷款审批制度进行了改良，从而更加适合小微企业。首先，商业直贷部门会先按照盈利能力对企业贷款划分等级，包括从现金牛企业（Cash Cows）到家庭作坊（Cottage Businesses）的十个类别。随后，商业直贷部门在市场与产品开发（Marketing & New Product Development）、承销和信用评级（Underwriting & Credit Scoring）、账户管理（Account & Portfolio Management）三个方面进行了流程优化。第一，在产品研发环节提升贷款业务的吸引力，从而吸引优质、低风险的小微企业申请贷款，这是提升银行信贷质量的重要渠道。第二，在承销环节对小微企业设定更加详细的规则，不断修正小微企业的信用打分模型，从而降低小微企业贷款的逆向选择现象和道德风险。第三，对客户账户进行管理，主要包括追踪账户风险、监控账户投资表现，从而实现账户收益最大化。

企业通对贷款企业的筛选变得更加流程化和标准化。一方面，富国的企业通部门尽量与授信良好的企业保持长久的联系。另一方面，针对新合作企业，通过相关数据输入进行信用评估。同时，核实企业实际情况以及是否存在可能导致违约的迹象，进行企业预筛选。随后，运用统计模型量化企业风险。最终在兼顾放贷人情况的基础上，设定企业授信额度和融资成本。

图79、对小微企业进行分类

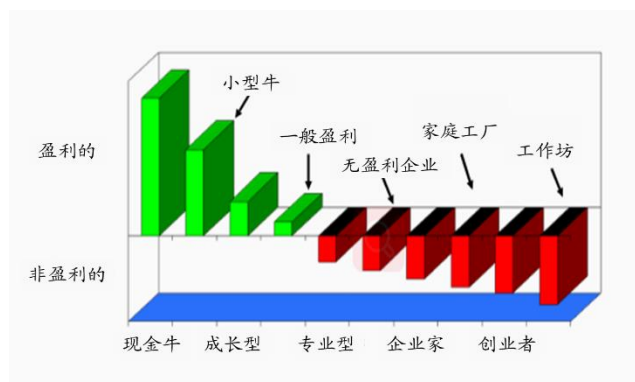
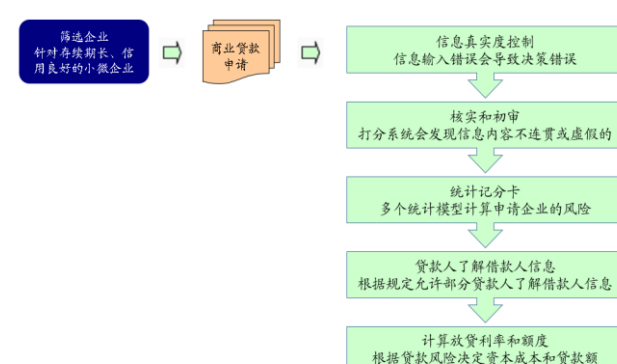


图80、小微企业贷款审批流程



资料来源：富国银行商业直贷部门 2004 年在世界银行论坛上的演讲，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：富国银行商业直贷部门 2004 年在世界银行论坛上的演讲，兴业证券经济与金融研究院整理

在承销环节，企业通的信用评级体系包括收集数据、开发模型、实行策略和改良系统四个环节。信用评估收集的数据包括但不限于通过行业、业务经验、合作历史、信用记录、存款余额、地理区位、资产负债、数据质量等。信用模型的构建是基于大数据分析的结果，从而提升结果代表性。在执行环节加入对标企业，使得结果具有可比性。分析完成后，根据实际情况不断优化评估模型。

发放贷款后，富国还进行了持续的账户管理。这包括每个月从信用中心查阅贷款企业的盈利情况、信用、存款和贷款情况等，对风险因素进行追踪。当企业宣布开展高风险的投资活动时，富国会一定程度上对贷款进行重新定价。当企业陷入经营困境时，富国可能会采取必要措施提升企业盈利水平。当企业经营良好时，富国也在合理范围内扩充对贷款企业的产品线。

企业通与传统信贷模式相比，存在诸多优势。传统企业贷款业务需要在银行的实体部门进行，存在空间和时间的双重限制；而企业通能通过邮件、24 小时电话银行、或分支银行为小微企业提供贷款服务。传统企业信贷中的授信资格和额度由放贷人决定，而企业通能够通过记分卡来自动完成审批。传统的企业信贷需要每年审核，耗时耗力，而企业通随时追踪企业信贷是否出现风险，并不需要年度底审核。传统意义上的企业信贷还需要抵押物、属于商业贷款系统、允许的损失范围很小。而企业通的小微企业贷款不需要抵押物品，能够直接在消费贷系统申请，施行基于风险的贷款定价并能容忍更高的损失风险。

图81、构建小微企业的信用评估模型

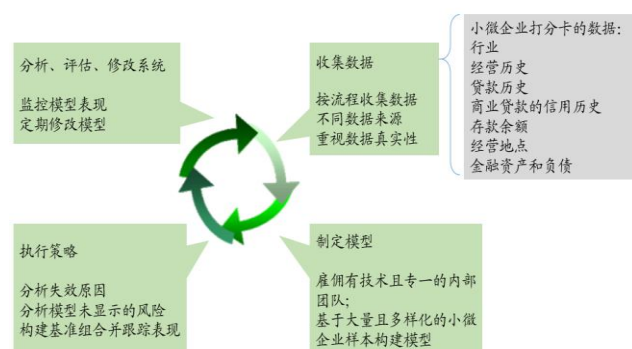


图82、传统信贷 VS 企业通对小微企业的影响

传统企业信贷审批	电子化企业信贷审批	
在分支机构向贷款经理申请	通过邮件、电话、社区均可申请	突破时空限制
经理独自审批	流水线审批、计分表自动审批	审批公开透明
需要税收凭证和财务报表	无需税收凭证或财务报表	节约时间成本和信息披露成本
需要年报	只要风险评分足够则无需年报	
需要抵押品	无需抵押物	提升企业融资可能性

资料来源：富国银行商业直贷部门 2004 年在世界银行论坛上的演讲，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：富国银行商业直贷部门 2004 年在世界银行论坛上的演讲，兴业证券经济与金融研究院整理

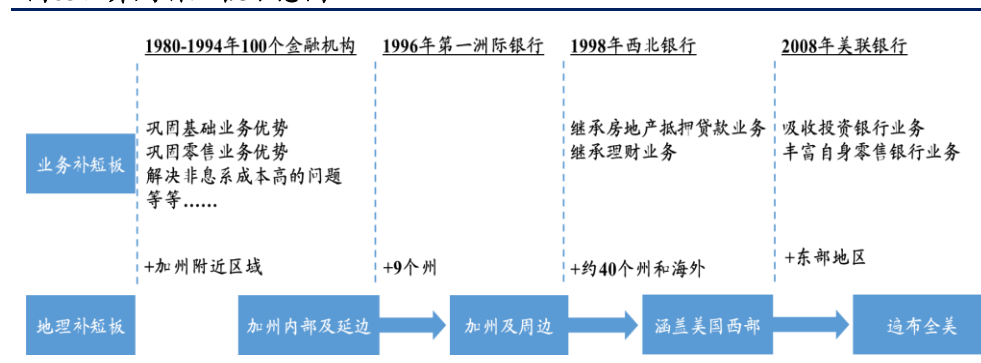
3.5、运用并购完成“补短板”

富国银行在并购中不断打破经营范围的地理局限性。1980-1994 年，富国银行以加州为中心并购了附近的 100 多家小型金融机构，实现了经营区域从加州内部向南加州和中央山谷地区的延伸。1996 年，富国并购了第一洲际银行，将业务线延伸到另外的 9 个州。1998 年，公司与西北银行合并后统称为富国银行，将业务延伸到美国的 50 多个州和海外。2008 年，富国银行并购了美联银行，拓展了业务美国东部的布局，正式确立了全国性银行的地位。

此外，富国银行的并购过程也是经营能力方面“补短板”的过程。在 1980-1994 年的并购阶段，为了巩固基础性业务的优势，公司收购了加州内部的克罗克国家银行（Crocker National Bank）；为巩固零售业务优势，公司并购了位于加州的巴克莱银行（Barclays Bank of California）；为解决非利息成本过高的问题，公司接连

收购了美国银行（Bank of America）的私人信托业务，提升非利息业务的附加值和盈利能力。1998 年并购西北银行后，也吸收了西北银行的抵押贷款业务和部分理财业务，提升了非利息业务的价值创造能力。针对 2008 年并购的美联银行，其证券品牌名下运营的两个核心业务包括：在 49 个州和 6 个拉丁美洲国家中的零售代理业务，以及在美国精选行业中的企业及投资银行业务。因此，吸收美联银行也能够确认富国银行的零售优势，以及丰富公司的非利息业务结构。

图83、并购补短板示意图



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

富国银行的并购决策是建立在较强的可行性基础上的。首先，富国银行布局方向有充足的发展空间。美国本土地缘辽阔，而西部地区的富人比较多，因此富国银行在 2008 年前都将业务中心和并购的范围选定在美国西部是非常正确的。再者，当富国银行发现目标地区的银行业完全竞争或者已经形成稳定的行业格局，他就会出售并购所得到的营业网点，不会盲目入局。例如，富国银行收购第一洲际银行后很快出售了其在阿拉斯加、蒙大拿州和怀俄明州的分支机构。再者，富国银行并购公司的业务重心大都放在零售业务、基础性业务，或者存在非利息业务盈利优势，因此能够明确富国银行的原有业务优势、以及与其原有业务形成互补优势，促进富国业务多元化发展。

再者，富国银行的融资能力强、融资成本低、且并购定价合理。在并购小型金融机构的过程中，富国银行大都是使用存款这种无息或者市场利率的低成本融资支付的，并没有增加公司杠杆。而并购美联银行时，富国银行采用 0.1991: 1 的比例与美联银行换股的方式进行兑付。也就是，公司发行了 4.23 亿股普通股进行融资，应用于支付美联银行股东 125 亿美元的对价。短时间内能够完成资本市场上的低成本融资，其股价还未受到负面冲击，再次印证了富国银行的市场认可程度和强大融资能力。再者，富国银行基本选择并购标的坏账堆积、负债累累的情况下提出并购，尤其是针对次贷危机前位列美国第四大银行的美联银行，因此能够以低成本斩获业务模式成熟的同行业企业。

最后，文化兼容也是富国并购成功的重要因素。与汇丰控股等全球性银行不同，富国银行属于典型的本土银行，其业务是越做越集中的。因此，富国银行在选择并购对象时，非常注重并购对象的企业类型和企业文化。例如，二十世纪末期并

购的克罗克银行（Crocker Bank）就是典型以基础性业务为主的，与富国银行的业务模式比较相似，能够很好地融入到富国的社区银行板块中。1980-2008 年间，富国银行并购的其余 100 多个金融机构也都是本土公司，不存在文化冲突。尤其是 2014 年后，富国银行的贷款资产配置中取消了外国贷款，专注发展本土业务。这种文化金融也为富国银行顺利的并购整合创造了必要条件。

在并购完成后，并购整合更是关系到整个项目的成败。投资规模符合边际效用递减的原理，整体投资规模可以概括为“总投资=网点数量*营业效率”，在每次接收到新的网点后，都仔细评估新获网点的经营效率和是否有利于营业版图的拓展，随后关停那些盈利前景渺茫的新获网点。例如，1996 年并购第一洲际银行（First Interstate Bancorp）获得新的营业网点以后，公司关停了位于地震带上的营业网点，转移了经营区域的重心，提升营业网点使用效率。富国并购第一洲际银行的合同生效后，一次性获得了第一洲际银行 13 个州的营业网点，但是富国并没有全部吸收，而是直接转手卖掉了其中三个州的网点（Alaska, Montana 和 Wyoming），因为富国银行当时在这三个州的行业份额很小，并且这三州的银行业业务趋于饱和，拓展业务的机会受限。1998 年并购西北银行后，公司开始缩减 Arizona 和 Nevada 两个地区的营业网点，消化冗余的营业成本。这说明富国银行会根据网点的使用效率和盈利能力不断关停低效网点，提升投资的总体效率。2009 年收购美联银行以后，也消化了将近一半的新增网点。

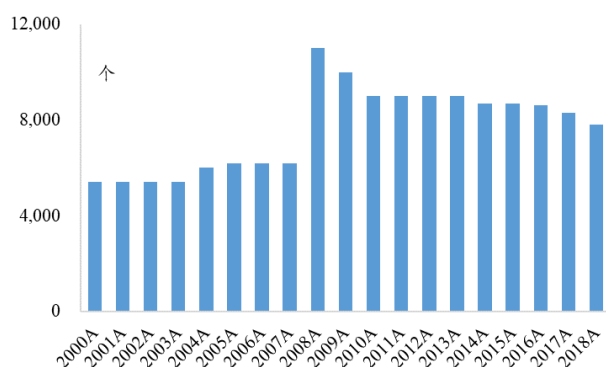
图84、富国银行转售部分并购第一洲际银行所得的网点



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

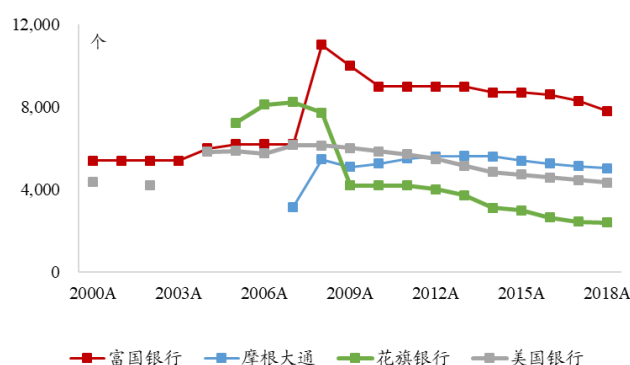
在关停低效网点方面，富国银行并不是一个特例。很多银行在次贷危机经营不善的阶段中减少运营网点数量，花旗银行和富国银行都是敢于大刀阔斧修剪网点规模的例子。也正是这样以网点运营效率为前提的并购扩张才能够在增加公司规模的同时，不牺牲公司盈利能力和股东的投资效率。

图85、富国银行历年网点数量



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图86、美国主要上市银行网点数量对比

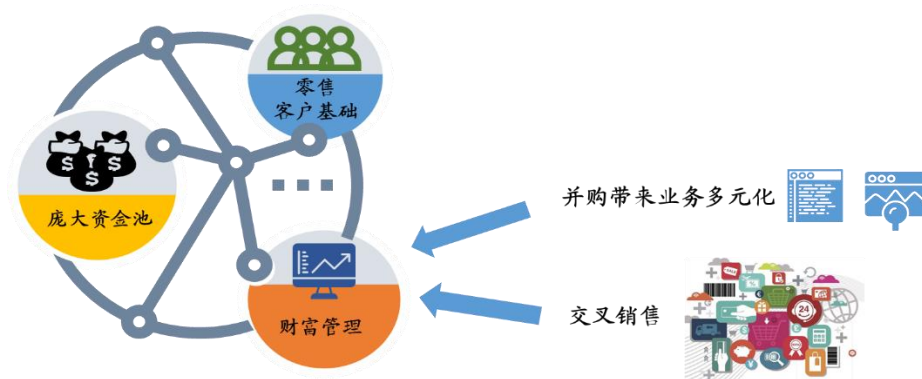


资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、启示：打造业务线闭环，充分享受估值溢价

通过总结富国银行的经营发展史，我们发现富国银行的优势起源和成功根基都是庞大的零售客户群体。凭借客户基础庞大、低成本、粘性高的特点，富国银行形成了旁人难以模仿的负债成本优势，为其业务发展奠定了大量的资金基础。拥有了庞大的资金池，富国银行打通销售渠道、使用“交叉营销”为客户推荐个性化的理财产品。与此同时，富国通过并购来弥补自身非息业务的不足，例如从西北银行吸收抵押贷款证券化业务和保险业务，不断创新理财业务，为客户提供个性化、多样化的理财服务，从而进一步增加客户粘性，形成销售业务的良性循环。

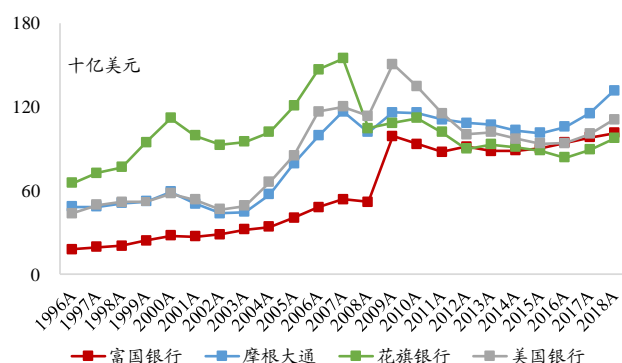
图87、富国银行的业务线闭环



资料来源: 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

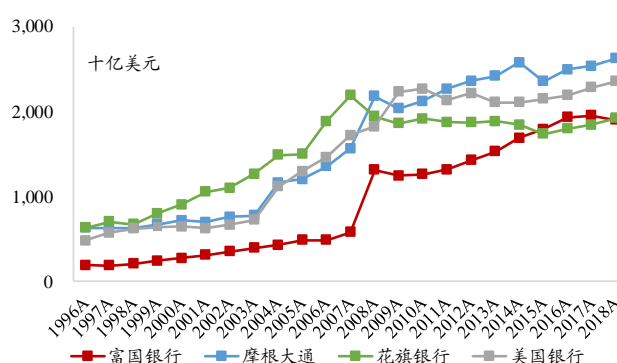
从二十世纪末期至今，富国银行的收入总量、利润情况、资产规模快速提升。其中，1996-2018 年的资产规模翻了 9 倍，远超过四大行者能够其他三家的资产规模变化。与此同时，富国银行的杠杆率始终处于四大行中等偏下的地位，资产质量优良。

图88、美国主要上市银行总收入对比



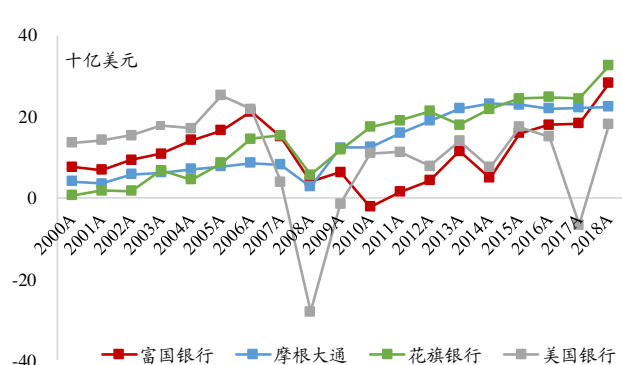
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图89、美国主要上市银行总资产对比



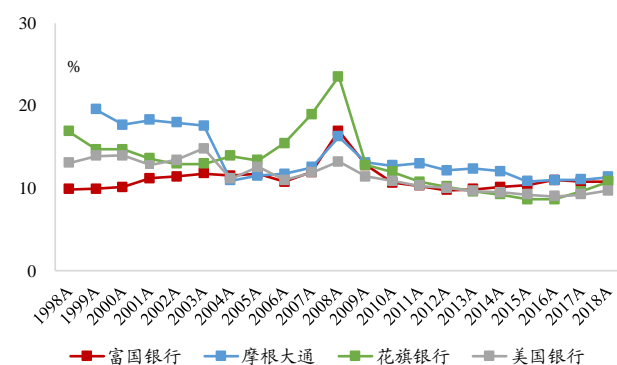
资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图90、美国主要上市银行净利润对比



资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图91、美国主要上市银行杠杆率对比

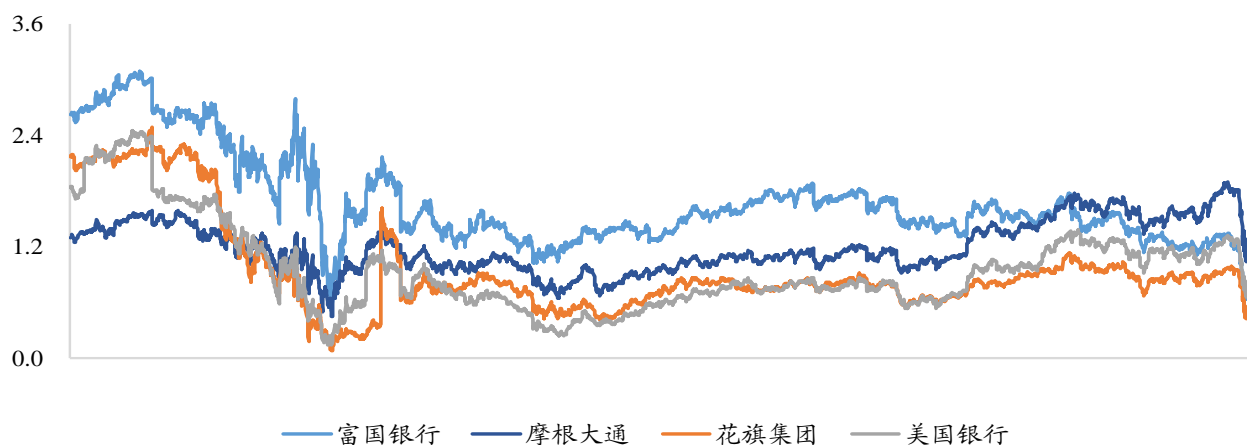


资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

我们将富国银行与行业中具有代表性的龙头银行进行比较。与标普银行业、美国银行、花旗银行股价的相比较，富国银行的股价始终处于平稳上升的态势。即使是在冲击全球金融业的次贷危机中，富国银行的股价仍然能够保持平稳。

从市净率的比较中发现，富国银行在 1994-1998 年凭借并购第一洲际银行和西北银行实现了业务优势互补，市净率逐渐超越其他几大银行。排除个别年份中大型银行估值忽上忽下的影响，富国银行在 2017 年以前，始终保持着高于四大行另外三家、以及高于标普银行业的估值水平。

图92、美国主要上市银行市净率



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

商业银行发展面临以下风险: 1) 整体固定收益信用风险上升; 2) 低利率环境下, 风险错配风险; 3) 代客理财业务资产配置风险 4) 宏观经济下行带来的资产质量恶化; 5) 公司经营风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及其有关关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。