

商业银行

2020.05.05

评级:

增持

上次评级:

增持

我国四大银行的业绩稳定性更优

——中美四大银行 2020 年一季报比较

	袁梓芳(分析师)	郭昶皓(研究助理)
	021-38676284	021-38031652
	yuanzifang@gtjas.com	guochanghao@gtjas.com
证书编号	S0880519060001	S0880118080077

本报告导读:

我国四大行一季度业绩稳定性明显优于美国四大行,看好银行板块业绩超预期稳定带来的投资机会。

摘要:

- **投资建议:** 近期银行板块反弹,源于 2020 年一季报超预期;同时,我国银行业绩与国内其他行业和国外银行业相比较,都更加稳定。当前悲观预期边际修复,看好板块业绩超预期稳定带来的投资机会。选股坚持“稳操胜券”策略,重点推荐下行周期竞争优势更凸显的零售型银行:招商银行、宁波银行、平安银行、邮储银行(H股)。同时也推荐疫情冲击较小、业绩具备弹性空间的江苏银行和兴业银行,以及类债国有行中的农业银行和工商银行。
- **两国四大行 20Q1 营收增速较 19A 皆小幅下降。**我国四大行 20Q1 营收增速较 19A 下降 2.5pc 至 5.3%;美国四大行 20Q1 营收增速较 19A 下降 4.3pc 至-2.6%。美国四大行营收增速下降幅度更大,主要归因其 20Q1 利息净收入增速较 19A 下降,而我国增速则提升。
- **两国 20Q1 利息净收入增速方向相反的原因是美国息差收窄更多。**20Q1 两国资产增速较 19A 皆提升,且美国的增速提升幅度更大;从资产结构来看,中美贷款占比皆基本保持稳定。美国息差收窄更多:测算美国 20Q1 单季净息差环比收窄 15bp,我国仅收窄 4bp,主要由于:①美国基准利率下降幅度更大;②资产端,美国市场利率向贷款端传导更快;③负债端,美国存款利率极低,下降空间有限。
- **我国 20Q1 利润增速较 19A 基本平稳,美国利润增速降至-62.3%,**主要由于美国 20Q1 计提巨量减值损失。利润端,我国四大行 20Q1 利润增速较 19A 小幅下降 0.6pc 至 4.0%;而美国四大行 20Q1 利润增速低至-62.3%,主要原因为美国四大行一季度大量计提减值损失——其 20Q1 信用成本 2.27%,相较 2019 年 0.59%的水平翻了 3.8 倍,拨备覆盖率因此大幅提升 93pc 至 349%。业绩差异下,中美四大行 2019 年皆保持了较高的分红水平,但美国暂停了 2020 年 Q2 的股票回购。
- **中美一季度业绩差异主要源于疫情发酵时间错位和对经济预期悲观程度不同。**中美四大行业绩差异主要来自一季度拨备计提的行为方式不同,体现了对未来经济信心的不同,也源于中美两国新冠疫情的发酵时间和处理速度的不同。截至一季度末,我国已基本恢复正常社会秩序;而美国处于高爆发期,对未来经济的不确定性预期高于我国。
- **风险提示:** 疫情对银行基本面的负面冲击超预期。

相关报告

商业银行《悲观预期修复,盈利企稳可期》	2020.04.30
商业银行《存款压力缓解,持续改善可期》	2020.04.21
商业银行《复盘锦州银行:中小银行经营风险的三大来源》	2020.04.16
商业银行《全面超预期,企业融资是增量贡献主力》	2020.04.11
商业银行《精细化考核,差异化施策》	2020.04.10

目 录

1. 营收增速皆走低，利润增速表现分化	3
2. 规模增速皆提升，美国息差收窄更多	4
3. 手续费收入短暂分化，其他非息增速皆下降	5
4. 资产质量如期出现波动，美国计提更多拨备	6
5. 美四大行股利支付率提升，但暂停股票回购	7
6. 投资建议	8
7. 风险提示	8

在新冠疫情的影响下，我国银行业一季度表现出超预期的业绩稳定性。目前，新冠疫情仍在全球继续发酵，美国的情况相对更严重；因此美国银行业一季度的业绩也受到全球市场的关注。本文旨在比较和拆分我国四大银行（工商银行、建设银行、农业银行和中国银行）与美国四大银行（摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行）2020年一季度的业绩表现。研究后发现，我国四大行的业绩稳定性显著强于美国，主要因为疫情发酵时间错位和对经济预期悲观程度不同而出现拨备计提行为的巨大差异：

营收端，我国四大行由于 20Q1 息差收窄幅度较小，因此利息净收入增速快于美国且环比提升，使整体营收增速下降幅度小于美国。

利润端，我国 20Q1 信用成本较 19A 小幅上升，利润增速小幅下降 0.6pc；而美国计提巨量减值准备，Q1 信用成本为 19A 的 3.8 倍，使利润同比下降超过 60%。

我们认为，一季报业绩表现的差异是近期我国银行股股价稳定中上涨，而美国银行股波动相对较大的主要原因。

1. 营收增速皆走低，利润增速表现分化

两国四大行 20Q1 营收增速环比皆小幅下降；我国利润增速环比基本平稳，美国利润同比增速下降至-62.3%。营收端，我国四大行 20Q1 平均营收增速较 19A 下降 2.5pc 至 5.3%；美国四大行 20Q1 平均营收增速较 19A 下降 4.3pc 至-2.6%；美四大行营收增速下降幅度略大。利润端，我国 20Q1 平均利润增速较 19A 小幅下降 0.6pc 至 4.0%；而美国 20Q1 平均利润增速低至-62.3%，主要因为大量计提减值损失，具体见后文。

图 1：两国营收增速环比皆走低

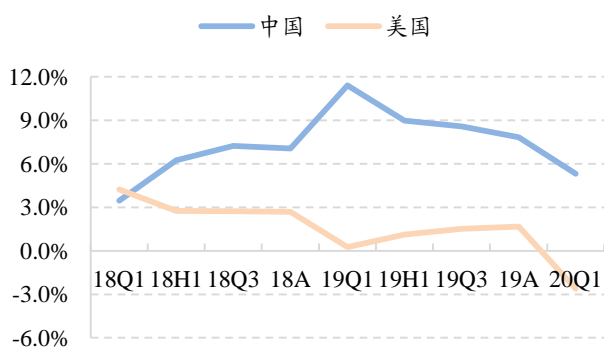
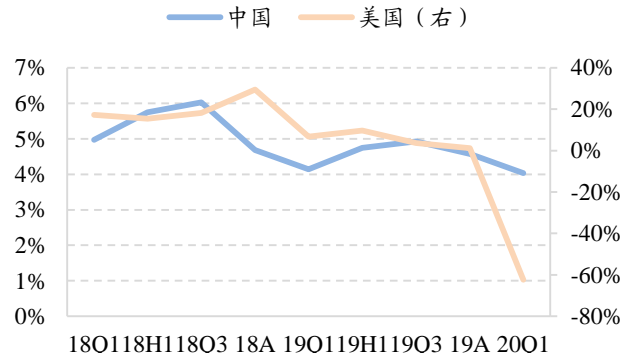


图 2：美国四大行利润增速大幅下滑

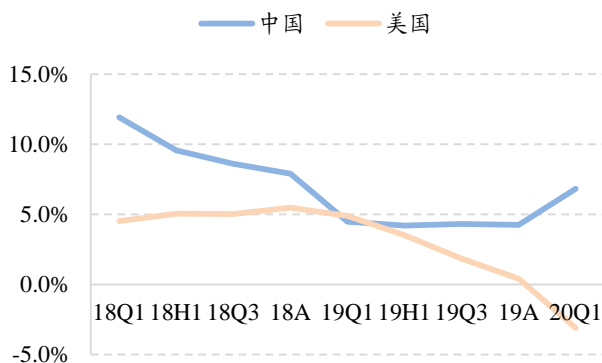


数据来源：Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究。注：本文皆取增速的算术平均数。

将营收拆开来，20Q1 我国利息净收入增速提升，非息收入增速下降；美国利息净收入增速延续下降趋势，非息收入增速下降幅度小于我国。利息净收入方面，我国四大行 20Q1 增速较 19A 提升 2.6pc 至 6.8%；美

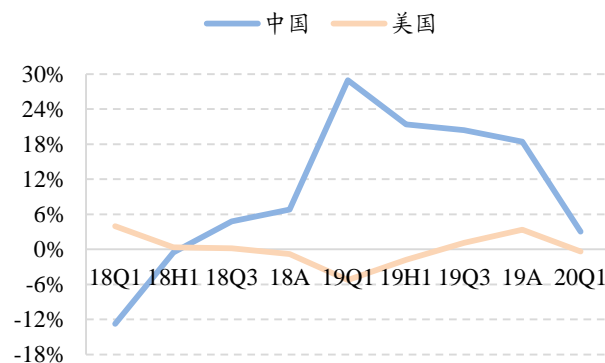
国较 19A 下降了 3.5pc 至-3.1%，延续了 2019 年以来的下降趋势。非息收入方面，我国 20Q1 增速较 19A 大幅下降 15.4pc 至 3.0%;美国增速较 19A 小幅下降 3.7pc 至-0.3%。

图 3: 我国四大行 20Q1 利息净收入增速提升



数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 4: 我国四大行 20Q1 非息收入增速大幅下降

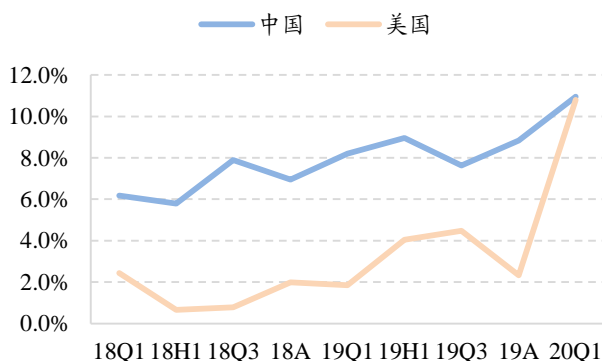


数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

2. 规模增速皆提升，美国息差收窄更多

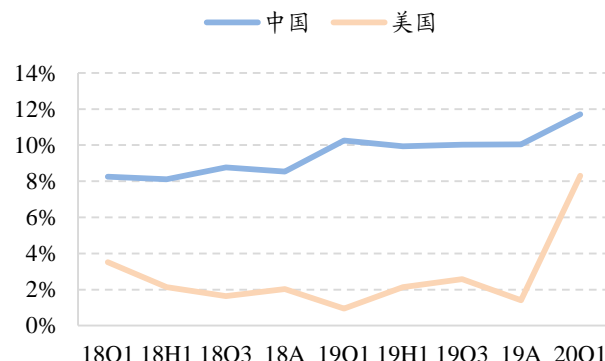
中美资产规模增速皆提升，美国提升幅度更大；贷款占比皆基本稳定。我国四大行 20Q1 资产增速较 19A 小幅提升 2.1pc 至 11.0%;美国四大行资产增速提升 8.5pc 至 8.5%，提升幅度明显大于我国。从资产结构来看，两国 20Q1 贷款占比皆基本保持稳定，与 19A 相比，美国小幅下降 1.5pc，我国下降 0.2pc。

图 5: 两国四大行 20Q1 总资产增速提升



数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 6: 两国四大行 20Q1 贷款总额增速提升

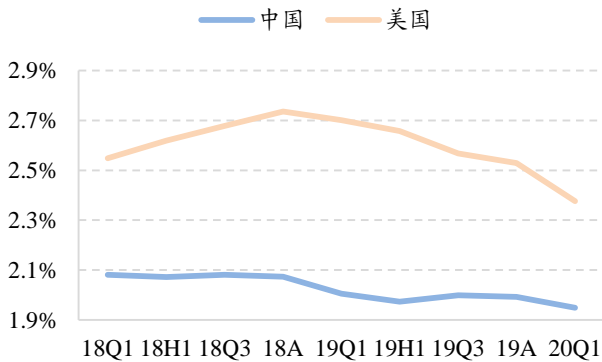


数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

美国息差收窄更多，主要归因基准利率下降更多。测算美国 20Q1 单季净息差环比收窄 15bp，我国收窄 4bp。美国息差收窄更多，主要由于：①美国基准利率下降幅度更大——美国联邦基金目标利率 20Q1 下降 150bp 至 0.25%，而国内银行间同业拆借利率 20Q1 下降 69bp、国内一年期 LPR 利率 20Q1 仅下降 10bp 且存量切换未开始；②资产端，美国四大行非贷款资产占比较高、市场利率传导至贷款端也更快，因此美四大行资产端收益率反应市场利率变化更快；③负债端，08 年金融危机之后，美国存款利率极低，联邦基金目标利率下降时，存款利率下降空间

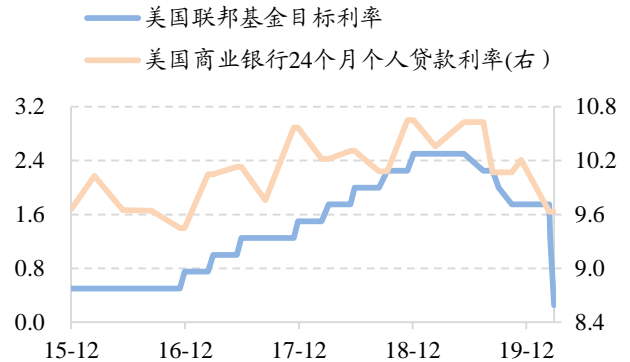
有限。

图 7：美国四大行 20Q1 息差收窄幅度更大



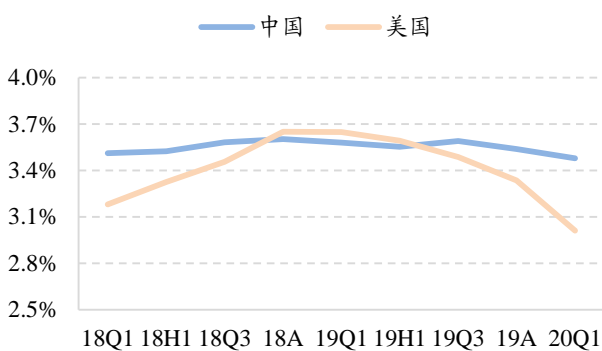
数据来源：Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究。注：为获取季度数据，且中美口径保持一致，此处息差为测算年化单季净息差，计算方法为：当季利息净收入/平均生息资产*4。

图 8：2019 年 5 月以来，美国联邦基金目标利率持续下调



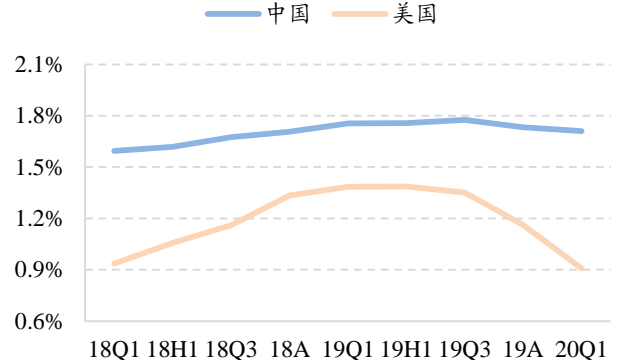
数据来源：Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 9：美国四大行单季生息资产收益率 19H2 开始明显下降



数据来源：Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究。注：为获取季度数据，且中美口径保持一致，生息资产收益率为测算年化单季数据，计算方法：当季利息收入/平均生息资产*4。

图 10：美国四大行计息负债成本率 2019Q4 开始明显下降



数据来源：Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究。注：为获取季度数据，且中美口径保持一致，计息负债成本率为测算年化单季数据，计算方法：当季利息支出/平均生息资产*4。

3. 手续费收入短暂分化，其他非息增速皆下降

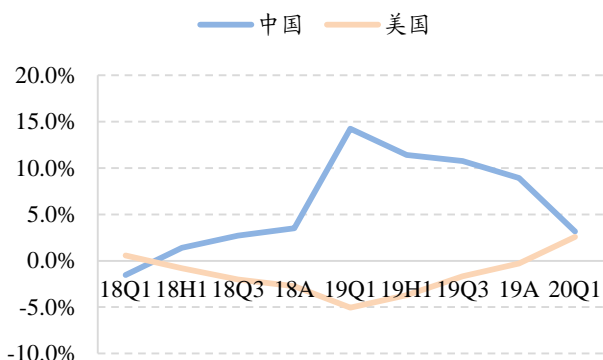
20Q1 我国四大行手续费收入增速较 19A 下降，而美国提升；其他非息收入增速中美皆大幅下降。因手续费收入占整体非息收入比例大，20Q1 我国四大行非息收入同比增速较 19A 大幅下降，美国四大行小幅下降。

手续费收入方面，我国四大行 20Q1 手续费收入增速环比下降，或因新冠疫情对线下消费相关手续费影响较大；从国内其他银行来看，其理财和代销类收入增速上升，带动了整体手续费收入增速提升。美四大行的一季报中收细项数据披露方式各不同，但从摩根大通一季报业绩会议纪要中可总结美四大行手续费收入增速小幅上升的原因或有：①美国 3 月份才开始疫情爆发、卡消费减少，因此体现在一季报中体现不明显，但疫情负面影响未来将继续；②利率下行和企业流动性需求上升，使企业发债规模高速增长（20Q1 是摩根大通历史上投资级企业债发行最多的季

度); ③因金融市场动荡, 交易量上升; ④一季度财富管理业务正负影响相抵消。

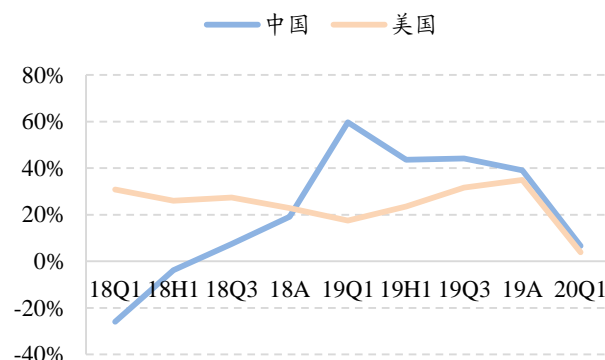
其他非息收入方面, 因为疫情带来金融市场动荡, 增速大幅下降在预期之内。两国的特殊之处分别为: 国内其他非息收入中含有下属保险公司保费收入, 受一季度国内保费收入大幅下降影响; 美国其他非息收入中含有权益类证券, 受到美国股市波动影响。

图 11: 我国四大行 20Q1 手续费收入增速下降



数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 12: 两国四大行 20Q1 其他非息收入增速皆大幅下降



数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

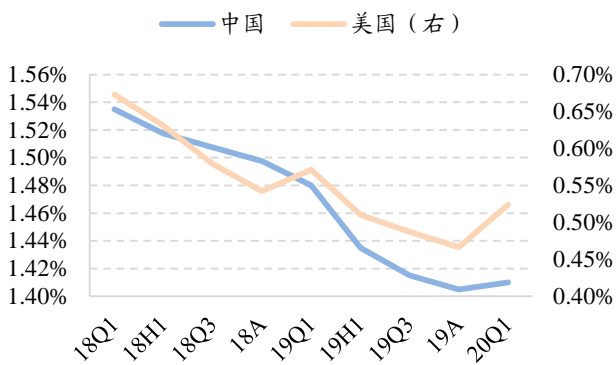
4. 资产质量如期出现波动, 美国计提更多拨备

我国四大行 20Q1 不良率和拨备覆盖率皆平稳, 信用成本小幅上升。20Q1 平均不良率 1.41%, 持平于 19A; 平均信用成本 1.15%, 较 19A 上升 18bp; 平均拨备覆盖率 226%, 较 19A 上升 1pc; 信用成本上升而拨备覆盖率基本没上升, 说明不良处置力度加大, 不良生成率小幅上升。

美国四大行 20Q1 不良率上升, 信用成本翻了近四倍, 拨备覆盖率大幅提升。20Q1 不良率 0.52%, 较 19A 上升 6bp; 信用成本 2.27%, 相较于 2019 年 0.59% 的水平翻了 3.8 倍; 拨备覆盖率因此大幅提升 93pc 至 349%。美国因不良率低于中国, 因此拨备覆盖率较高, 而拨贷比低于中国。

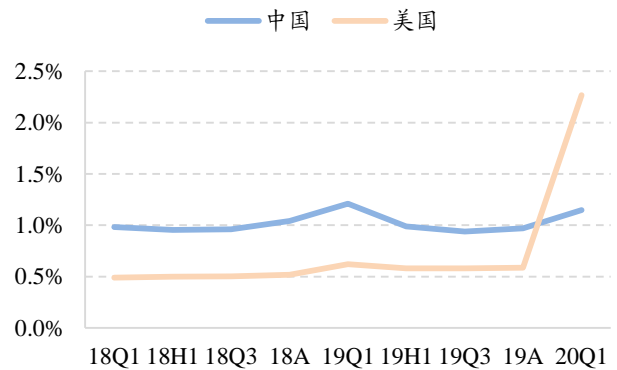
中美四大行对一季度拨备计提的不同行为方式, 体现了对未来经济信心的不同, 也源于中美两国新冠疫情的发酵时间和处理速度的不同。截至一季度末, 我国已基本恢复正常社会秩序; 而美国处于高爆发期, 对未来经济判断的不确定性高于我国。摩根大通 CFO 在一季报业绩会上表示, 拨备的大幅度提升, 是基于二季度 GDP 增速为 -25% 和失业率会达到 10% 以上的假设; 由此可见美国银行业对经济预期比我国更悲观。

图 13: 20Q1 美国四大行不良率上升幅度更大



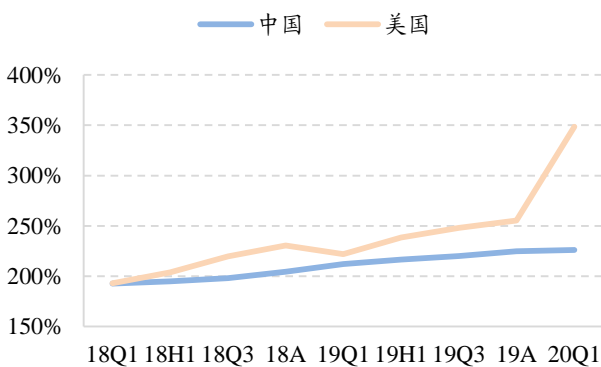
数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 14: 20Q1 美国四大行信用成本翻了近四倍



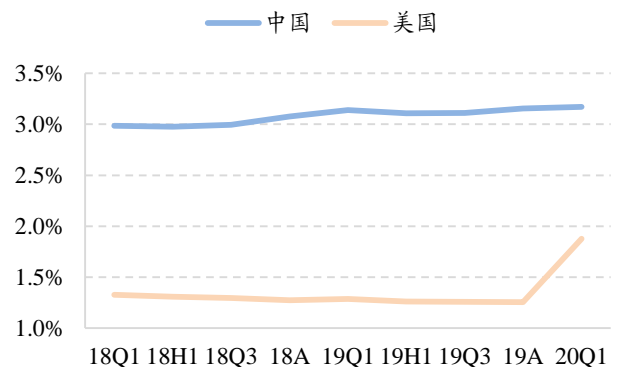
数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究。注: 信用成本计算方法: 贷款减值损失/平均贷款总额

图 15: 美国四大行 20Q1 拨备覆盖率大幅上升



数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 16: 美国四大行 20Q1 拨贷比上升, 但仍大幅低于我国

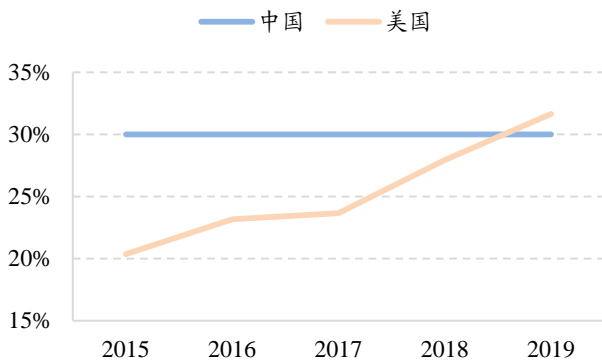


数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

5. 美四大行股利支付率提升, 但暂停股票回购

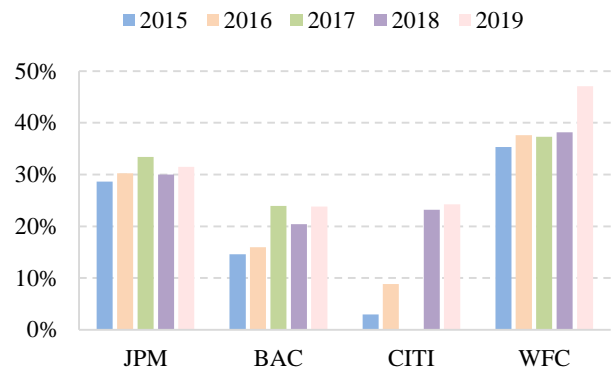
美国四大行平均分红率 2019 年赶超我国, 但宣布暂停股票回购。2020 年 3 月 31 日英国审慎监管局向英国 7 家系统性重要存款机构发出公开信, 要求其取消任何未支付的 2019 年股息, 各家银行同时暂停了 2020 年股息支付; 引发了资本市场关注其他国家的银行股利支付是否变化。根据财政部的要求, 我国四大行股利支付率始终保持 30% 的水平, 2019 年的支付计划并没有受到疫情影响。美国四大行 2019 年股利支付率较 2018 年提升 4pc 至 32%; 分公司来看, 四家银行 2019 年股利支付率较 2018 年皆有提升, 其中, 富国银行股利支付率最高且提升幅度最大。不过, 3 月 15 日美国金融服务论坛 (其中包括四大银行) 宣布在 2020 年二季度暂停股票回购; 该举措的主要目的是在盈利下降的背景下, 尽量留存资本和流动性, 以保持信贷投放能力。

图 17: 美国四大行股利支付率赶超我国四大行



数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

图 18: 美国四大行中, 富国银行股利支付率最高



数据来源: Wind、Bloomberg、国泰君安证券研究

6. 投资建议

近期银行板块反弹, 源于 2020 年一季报超预期; 同时, 我国银行业绩与国内其他行业和国外银行业相比较, 都更加稳定。当前悲观预期边际修复, 看好板块业绩超预期稳定带来的投资机会。选股坚持“稳操胜券”策略, 重点推荐下行周期竞争优势更凸显的零售型银行: 招商银行、宁波银行、平安银行、邮储银行 (H 股)。同时也推荐疫情冲击较小、业绩具备弹性空间的江苏银行和兴业银行, 以及类债国有行中的农业银行和工商银行。

7. 风险提示

疫情对银行基本面的负面冲击超预期。

表 1: 上市银行最新估值表

	净利润增速		EPS (元)		BVPS (元)		市盈率 PE		市净率 PB		评级	目标价 (元)
	20 年 E	21 年 E	20 年 E	21 年 E	20 年 E	21 年 E	20 年 E	21 年 E	20 年 E	21 年 E		
兴业银行	10.7%	11.4%	3.39	3.78	26.03	28.59	4.90	4.40	0.64	0.58	增持	25.20
民生银行	6.3%	6.2%	1.30	1.38	11.26	12.43	4.53	4.27	0.52	0.47	增持	8.13
平安银行	14.7%	15.2%	1.62	1.87	15.47	17.18	8.60	7.45	0.90	0.81	增持	21.84
招商银行	13.0%	12.9%	4.09	4.63	25.90	29.29	8.58	7.58	1.35	1.20	增持	46.69
中信银行	6.7%	6.3%	1.02	1.09	9.74	10.56	5.10	4.77	0.53	0.49	增持	7.01
光大银行	11.8%	11.5%	0.77	0.86	6.65	7.31	4.84	4.34	0.56	0.51	增持	5.32
华夏银行	7.3%	7.1%	1.51	1.62	15.41	16.83	4.34	4.05	0.43	0.39	增持	10.30
股份制	9.0%						5.84		0.71			
工商银行	4.5%	5.2%	0.89	0.94	7.56	8.18	5.81	5.50	0.68	0.63	增持	8.10
农业银行	6.1%	6.2%	0.63	0.67	5.42	5.89	5.49	5.16	0.64	0.59	增持	4.75
中国银行	4.0%	4.4%	0.64	0.67	6.03	6.46	5.44	5.19	0.58	0.54	增持	4.79
建设银行	5.2%	5.1%	1.11	1.16	9.17	9.94	5.79	5.54	0.70	0.65	增持	8.74
交通银行	4.9%	5.3%	1.06	1.11	10.09	10.88	4.89	4.67	0.51	0.48	增持	7.21
邮储银行 (H 股)	13.8%	13.5%	0.78	0.88	6.32	6.92	4.97	4.84	0.61	0.62	增持	6.47(港元)
国有行	5.3%						5.40		0.62			
北京银行	9.5%	9.6%	1.10	1.20	9.86	10.67	4.53	4.15	0.51	0.47	增持	7.80
南京银行	14.2%	12.8%	1.67	1.88	10.36	11.73	4.60	4.09	0.74	0.66	增持	10.49
宁波银行	16.7%	19.7%	2.71	3.27	17.70	20.40	9.61	7.97	1.47	1.28	增持	31.11
贵阳银行	11.4%	13.9%	2.77	3.15	17.31	19.91	2.85	2.51	0.46	0.40	谨慎增持	15.45
江苏银行	12.0%	12.3%	1.33	1.50	10.58	11.79	4.59	3.97	0.65	0.59	增持	9.42
杭州银行	17.2%	17.2%	1.36	1.62	11.25	12.58	4.54	4.03	0.57	0.51	增持	11.17
成都银行	18.0%	17.7%	1.80	2.12	11.16	12.74	6.09	5.11	0.74	0.66	增持	10.80
长沙银行*	13.4%	13.5%	1.68	1.91	11.49	13.06	4.31	3.66	0.69	0.61	增持	11.49
城商行	14.3%						4.67	4.11	0.68	0.60		
							5.09		0.72			
常熟银行	14.7%	14.5%	0.75	0.86	6.79	7.43					增持	9.02
江阴银行	12.7%	14.3%	0.49	0.56	5.77	6.18	9.52	8.30	1.05	0.96	增持	6.83
无锡银行	12.5%	11.6%	0.75	0.84	6.92	7.53	8.47	7.41	0.72	0.67	增持	8.52
苏农银行	11.3%	10.3%	0.56	0.62	6.82	7.24	6.75	6.02	0.73	0.67	增持	6.00
张家港行	12.8%	10.7%	0.58	0.64	6.12	6.60	7.93	7.16	0.65	0.61	增持	7.66
农商行	13.1%						9.45	8.56	0.90	0.83		
上市行	6.9%						8.42		0.81			

数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 收盘价为 2020 年 4 月 30 日; 此表为国泰君安银行组最新预测数据, 与 wind 一致预期有轻微差异。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		