CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

兴业银行 601166.SH

目标估值：24.74 元
当前股价：17.42 元
2017 年 09 月 24 日

短期有拐点，长期有空间

基础数据

上证综指	3353
总股本（万股）	2077419
已上市流通股（万股）	1905234
总市值（亿元）	3619
流通市值（亿元）	3319
每股净资产（MRQ）	18.9
ROE（TTM）	14.3
资产负债率	93.8%
主要股东	福建省财政厅
主要股东持股比例	18.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	12	14
相对表现	-0	1	-3

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《兴业银行（601166）—底部拐点确认，重申强烈推荐、组合首选》2017-08-30

2、《兴业银行（601166）—基本面反转，性价比凸显，重点推荐》2017-05-23

3、《兴业银行（601166）—资产质量继续改善，业绩反转趋势明确》2017-05-02

马鲲鹏
makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

研究助理
李晨
021-68407405
lichen7@cmschina.com.cn

- **短期来看，兴业净息差三季度回升驱动营业收入、业绩增速改善。我们预计兴业 2017 年前三季度、2017 年全年营业收入同比增速分别为-11.5/-8.5%；归母净利润同比增速分别为 7.5/8.3%。**下半年，净息差回升的趋势将从存款基础好的大行等逐渐向优秀的股份行蔓延。在负债成本趋于稳定的大格局下，资产端定价能力出众的兴业银行预计净息差见底反弹的趋势将更为明显。**（1）负债端成本企稳。**大环境看，金融市场利率（以 1 个月 SHIBOR 为例）7、8 月连续两个月环比下降。从兴业自身来看，付息负债成本二季度上行幅度已经大幅收窄，同业存单成本（发行利差）也趋稳，部分期限明显下降；**（2）资产端定价水平提升。**兴业核心优势跨资产综合化融资解决能力，赋予了其资产端较强的定价能力。兴业银行 1Q-2Q17 生息资产收益率（年化）分别为 3.97/4.07%，2Q17 已经季度环比提升 10bps，高于行业平均水平。

- **长期策略上，兴业银行坚守初心，发挥其“多元化、跨资产综合化融资解决能力”显著优势，以投行思维经营商业银行，在金融脱媒和多元化融资的大发展的时代，这也是商业银行的转型方向之一。**兴业风险管控意识突出，信贷类受益权资产拨备率 1H17 环比提高 21bps 至 1.73%，显著超过正常类贷款 1%的计提要求。兴业的核心优势“多元化、跨资产综合化融资解决能力”，**表现在量上**，其授信功能资产在贷款和信贷类受益权资产上有所摆布；**表现在价格上**，其金融市场业务资产收益率，尤其是债券投资收益率均位列上市银行首位；**表现在手续费收入上**，其投行相关业务手续费收入占比高于同业（1H17 为 38.2%，上市银行第三）。“商行+投行”的发展模式是基于兴业自身优势的最佳转型模式，这既是对其传统优势的继承、优化和升级，又在当前全社会融资渠道、产品和方式多元化的大背景下具有广阔发展空间。兴业银行基于自身优势全面转型升级，市场基于“同业之王”老标签的担忧是最大的中长期预期差。

- **资产质量确定性、趋势性好转。**兴业 2Q17 不良率、加回核销不良生成率均企稳。逾期率、关注类贷款迁徙率、90 天内逾期贷款增速等先行指标表明其未来潜在不良压力进一步缓解。同时，兴业保持较为严格的不良认定标准，资产质量暴露真实，不良/90 天以上逾期保持在 100%的水平线以上。拨备计提比较充分，2Q17 拨备覆盖率季度环比提升。

- **公司观点：兴业银行短期基本面确定出现向上拐点、估值仍在底部，中长期预期差显著。**现价对应 0.91X 17 年 PB，较板块折价 9%，较领先股份行折价 39%，显著低估，性价比凸显。我们预计兴业银行 2017-19 年实现归母净利润 583/645/720 亿元，同比分别增 8.3/10.5/11.7%，对应 EPS 分别为 2.74/3.03/3.40。我们给予兴业 1.3X 17 年 PB，现价对应向上空间 42%，重申强烈推荐、组合首选。

- **风险提示：宏观经济加速下行，资产质量恶化超预期**

正文目录

一、短期变化：三季度起息差、营收明显改善 4
1. 盈利预测核心指标 4
2. 三季度起净息差回升加速驱动营收端改善 4
三季度起负债成本企稳 5
资产端定价水平已经开始提升 7
二、长期策略：以投行思维经营商业银行 8
1. 核心优势：多元化、跨资产融资解决能力 9
2. 去条线化改革 12
3. 大投行、大财富、大资管 13
三、资产质量改善进一步深化，拨备反哺利润 16
四、公司观点及投资建议 17
五、风险提示 17

图表目录

图 1：兴业银行盈利驱动因素分析（2Q17 同比） 5
图 2：兴业银行盈利驱动因素分析（1H17 累计同比） 5
图 3：兴业银行 1Q17 金融市场业务重定价缺口 5
图 4：兴业银行 2Q-4Q17 金融市场业务重定价缺口 5
图 5：SHIBOR（1 个月，3 个月，6 个月）今年以来走势 6
图 6：上市银行季度付息负债成本（年化）1Q17、2Q17 季度环比变动 7
图 7：2Q17 季度生息资产收益率（年化）变动 8
图 8：我国新增社会融资结构（年初至今） 9
图 9：我国社融中新增非标资产（年初至今）占比 9
图 10：我国债券发行量及同比增速 9
图 11：我国股票融资规模（亿元）及其结构 9
图 12：2016、1H17 兴业表内授信功能资产（亿元） 10
图 13：2016、1H17 上市银行受益权资产占表内授信功能资产比重 10
图 14：上市银行金融市场业务资产收益率对比 11
图 15：兴业银行金融市场业务资产收益率 11
图 16：1H17 上市银行债券投资收益率对比 11

图 17: 兴业银行债券投资收益率 11
图 18: 上市银行 1H17 金融市场业务净息差 12
图 19: 上市银行 2014-2016 金融市场业务净息差 12
图 20: 上市银行 1H17 存贷业务净息差 12
图 21: 上市银行 2014-2016 存贷业务净息差 12
图 22: 兴业银行条线改革后四大总部与客户、产品条线划分 13
图 23: 上市银行投行相关手续费收入占比 14
图 24: 兴业银行投行相关手续费结构及占比 14
图 25: 1H17 上市银行对公存款较年初增速 14
图 26: 1H17 上市银行对公存款占总存款比重 14
图 27: 1H17 上市银行理财余额（亿元） 15
图 28: 兴业银行 2016 年 9 月末理财产品结构 15
图 29: 兴业银行各类营销模式占比 15
图 30: 兴业银行理财大类资产配置 15
图 31: 兴业银行不良贷款余额及不良贷款率 16
图 32: 兴业银行加回核销不良生成率（bps） 16
图 33: 兴业银行关注贷款率、逾期贷款率 16
图 34: 兴业银行 90 天以内逾期贷款及同比增速 16
图 35: 兴业银行关注类贷款迁徙率 17
图 36: 兴业银行不良/90 天以上逾期 17
图 37: 兴业银行拨备覆盖率 17
图 38: 兴业银行季度信用成本（年化） 17
图 39: 兴业银行历史 PE Band 18
图 40: 兴业银行历史 PB Band 18

表 1: 兴业银行盈利预测 4
表 2: 兴业银行各期限新发同业存单的发行利差（%） 7
表 3: 银行板块估值比较表（2017 年 9 月 22 日） 18
附：财务预测表 19

一、短期变化：三季度起息差、营收明显改善

1. 盈利预测核心指标

我们预计兴业银行 2017 年前三季度营业收入同比增速改善至-11.5%(1Q17 为-15.6%，1H17 为-15.8%)，2017-18 年营业收入同比增速分别为-8.5/10.8%；2017 年前三季度、2017 年、2018 年归母净利润增速为 7.5/8.3/10.7%。营业收入三季度起明显改善，主要由净息差回升驱动，我们预计 3Q17 兴业净息差季度环比提升 15bps 至 1.69%，2017 年全年净息差预计为 1.63%，2018 年净息差同比提高 17bps 至 1.80%。资产质量上，我们预计兴业 3Q17 不良率季度环比持平于 1.6%，预计 3Q17 拨备覆盖率季度环比分别提升 2.9 个百分点至 225.4%。

表 1：兴业银行盈利预测

业绩增速	1Q17	1H17	9M17E	2017E	2018E
营业收入同比增速	-15.6%	-15.8%	-11.5%	-8.5%	10.8%
归母净利润同比增速	7.2%	7.3%	7.5%	8.3%	10.7%
关键指标	**1Q17**	**2Q17**	**3Q17E**	**4Q17E**	**2018E**
净息差	1.50%	1.54%	1.69%	1.81%	1.80%*
不良率	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.59%
拨备覆盖率	215.16%	222.50%	225.4%	244.1%	272.8%

资料来源：公司财报、招商证券；***备注：兴业 2017E 净息差为 1.63%，2018E 净息差为 1.80%较 2017 年提高 17bps。***

2. 三季度起净息差回升加速驱动营收端改善

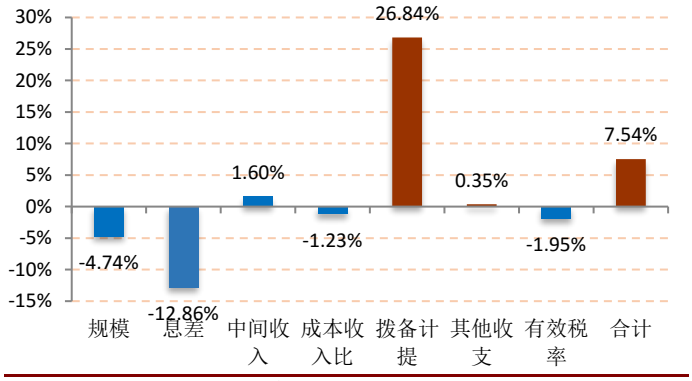
根据盈利驱动因素分析，于兴业银行而言其净息差是上半年最大拖累，资产质量改善带来拨备反哺利润则是上半年业绩的最大贡献。兴业银行 1H17 实现营业收入 681 亿元，同比下降 15.8%（1Q17 为-15.6%），营收在二季度基本站稳了阵脚。其中非息收入同比增 9.6%（手续费净收入同比增 6.8%）为营收贡献 2.61%，而利息净收入负面贡献 18.4%，净息差变动贡献-25.6%是上半年营收的最大拖累。

我们预计兴业银行上半年月度净息差走势呈“V”型，二季度末已经跨过 3 月的最低点逐月回升至年初水平。为与同业可比，我们还原兴业的净息差口径后，2Q17 其净息差季度环比回升 4bps 至 1.54%，1H17 净息差为 1.52%，环比下降 53bps。**1H17 息差环比降幅较大的原因在于：**2016 年底数据显示，兴业 3 个月内金融市场业务重定价缺口（(同业资产+债券投资-同业负债-应付债券）/总资产）为-21%，表明其负债端大部分在一季度或上半年进行重定价。由于上半年尤其是一季度市场利率水平较高，因此兴业银行负债端重定价的成本较高，对其 1H17 的息差有所拖累。随着二季度金融市场利率有所企稳，兴业银行二季度净息差呈现逐月回升的趋势，逐渐修复一季度造成的巨大缺口，在 6 月净息差逐渐回到 1 月的水平后，季度层面二季度与一季度基本持平，微升 4bps。

净息差回升的趋势将从存款基础好的大行等逐渐向优秀的股份行蔓延。在下半年市场利率保持稳定，流动性不再更紧的情况下，各银行的负债成本基本稳定，不会再出现上半年显著分化的状态。**在负债成本趋于稳定的大格局下，资产端定价能力出众的兴业银行预计净息差见底反弹的趋势将更为明显。**我们预计在市场利率不再大幅上行超过上半年的高点、流动性不再比现在更紧的情况下，兴业负债端成本能够企稳，后续资产端定价

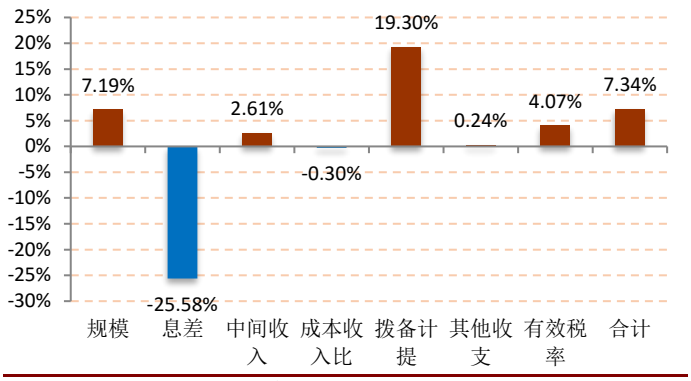
水平不断提升将不断助推兴业净息差继续回升，由此驱动营收端加速改善。

图 1：兴业银行盈利驱动因素分析（2Q17 同比）



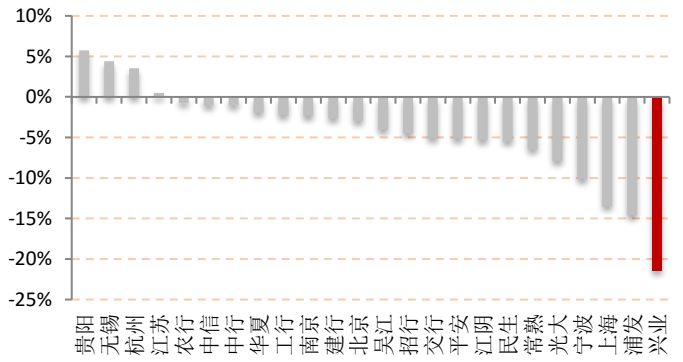
资料来源：公司财报、招商证券

图 2：兴业银行盈利驱动因素分析（1H17 累计同比）



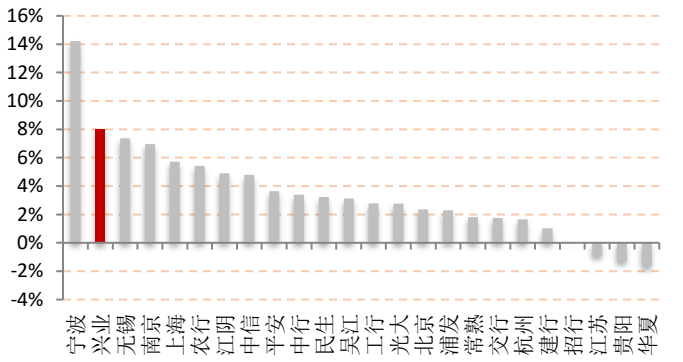
资料来源：公司财报、招商证券

图 3：兴业银行 1Q17 金融市场业务重定价缺口



资料来源：公司财报、招商证券

图 4：兴业银行 2Q-4Q17 金融市场业务重定价缺口

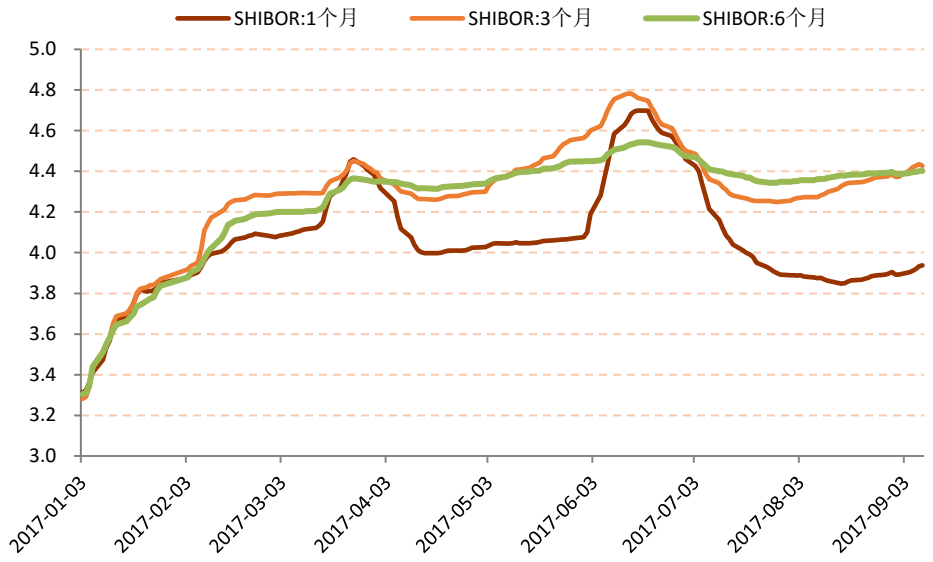


资料来源：公司财报、招商证券

三季度起负债成本企稳

从金融市场利率的角度看，三季度起市场利率企稳已经是大概率事件。今年一季度市场利率中枢大幅上行，以 SHIBOR（1 个月）为例，SHIBOR（1 个月）在 1-3 月分别月度环比提升 51/38/23bps，这对金融市场业务占比较高的兴业而言负债端压力骤增。进入二季度，SHIBOR（1 个月）在 4-6 月分别月度环比变动-19/0/48bps，排除 6 月末季末时点流动性紧张的原因，二季度金融市场利率较一季度已经明显企稳。三季度起，金融市场利率开始逐渐向下，7、8 月 SHIBOR（1 个月）分别月度环比下降 46/20bps，降幅明显。因此，我们预计三季度起市场利率大概率不再重演一季度的走势，极大程度的缓解了兴业银行负债端压力，是其三季度净息差能够回升的基础。

图 5：SHIBOR（1 个月，3 个月，6 个月）今年以来走势



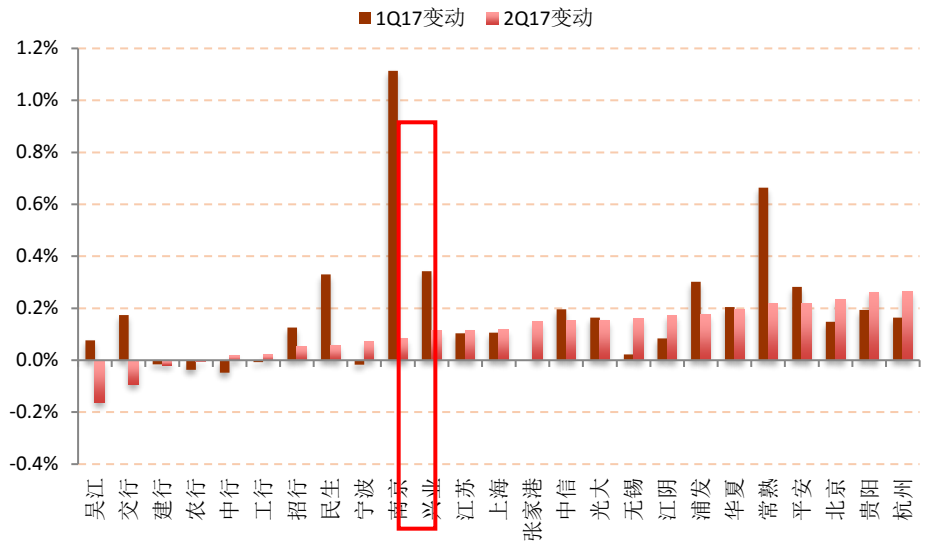
资料来源：Wind、招商证券

从兴业银行自身的负债成本来看，二季度负债成本上升幅度有所收窄，三季度起同业存单的发行利差有所收窄。首先，从整体的付息负债成本来看，兴业银行负债成本二季度季度环比提升幅度明显收窄。我们根据以下公式计算兴业的季度付息负债成本：**付息负债成本（年化）=4*单季度利息支出/期初期末平均计息负债。**兴业银行 1Q-2Q17 付息负债成本（年化）分别为 2.66/2.77%，季度环比分别增 34/11bps，二季度付息负债成本上行幅度明显收窄。同业情况来看，除国有行、招行、宁波等净息差本身表现较好的银行，兴业付息负债成本在二季度上行幅度已经低于同业，二季度付息负债成本上行的收窄程度也远大于同业。

另外，从兴业银行新发同业存单的发行利差来看，兴业银行同业负债的发行成本也已经企稳。我们计算兴业银行上半年每个月新发的同业存单的发行利差（表 1），即各期限新发行同业存单发行利率与对应期限 SHIBOR 之差，发现二季度以来发行利差已经基本企稳，三季度起发行利差明显有所收窄。7、8 月 SHIBOR 环比下降的同时，同业存单的发行利率也有一定下降，且下降幅度略大于 SHIBOR。以 1 个月期限为例，7、8 月兴业银行同业存单发行利差由正转负，分别为-49/-5bps。同业负债成本的企稳是下半年净息差能够回升的重要大前提。

兴业银行负债端成本企稳，得益于公司在负债端的积极快速调整。截至 2Q17，兴业银行存款较年初增 11.6%，占总负债比重较年初提升 3.2 个百分点至 50.3%。与此同时，兴业积极压降同业存单+同业负债占比。同业存单+同业负债计算需剔除结算型同业负债，中报未披露结算型同业负债，但管理层在业绩会上明确表示，截至 2Q17 同业存单+同业负债占总负债比重已从年初的 41%下降至 30%左右，符合监管该指标不超过 1/3 的要求。另外，兴业连续两个季度收缩同业负债规模，1Q-2Q17 同业负债季度环比分别下降 6.0%和 0.5%。兴业在上半年便将同业负债调整到位，彰显了公司卓越的管理能力和对监管政策较快的应变能力。

图 6：上市银行季度付息负债成本（年化）1Q17、2Q17 季度环比变动



资料来源：公司财报、招商证券

表 2：兴业银行各期限新发同业存单的发行利差（%）

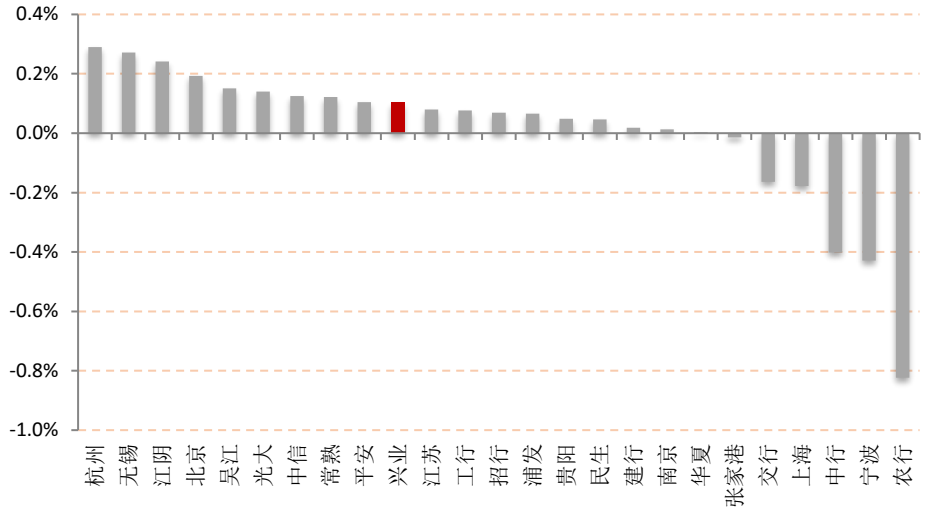
利率（%）	1个月			3个月			6个月			12个月		
	同业存单发行利率	SHIBOR	利差	同业存单发行利率	SHIBOR	利差	同业存单发行利率	SHIBOR	利差	同业存单发行利率	SHIBOR	利差
Jan-17	3.97	3.64	0.33	4.00	3.65	0.35	4.01	3.62	0.39	3.76	3.59	0.17
Feb-17	4.04	4.02	0.02	4.37	4.18	0.19	4.25	4.08	0.17	4.18	3.96	0.22
Mar-17	4.40	4.24	0.16	4.43	4.35	0.08	4.45	4.27	0.18	4.26	4.12	0.15
Apr-17	3.89	4.06	-0.17	4.35	4.29	0.07	4.38	4.33	0.05	4.29	4.21	0.08
May-17	na	4.05	na	4.64	4.44	0.20	4.57	4.40	0.17	4.42	4.29	0.14
Jun-17	4.69	4.53	0.16	4.73	4.67	0.07	4.63	4.51	0.12	4.58	4.42	0.17
Jul-17	3.58	4.07	-0.49	4.21	4.31	-0.10	4.34	4.38	-0.04	4.38	4.40	-0.02
Aug-17	3.83	3.88	-0.05	4.44	4.32	0.11	4.48	4.38	0.10	4.48	4.40	0.08

资料来源：Wind、招商证券

资产端定价水平已经开始提升

兴业的真正核心优势：跨资产综合化融资解决能力，在金融脱媒和直接融资大发展的时代，同样是商业银行的重点转型方向之一，而这正赋予了兴业银行资产端较强的定价能力。我们根据以下公式计算兴业的季度生息资产收益率：**生息资产收益率（年化）=4*单季度利息收入/期初期末平均生息资产。**兴业银行 1Q-2Q17 生息资产收益率（年化）分别为 3.97/4.07%，2Q17 已经季度环比提升 10bps，高于行业平均水平。预计随着下半年企业中长期的信贷需求继续复苏，金融监管进入政策落地、执行和正轨期，兴业的这一核心能力将开始显著发力，助推兴业净息差加速向上。

图 7：2Q17 季度生息资产收益率（年化）变动



资料来源：公司财报、招商证券

二、长期策略：以投行思维经营商业银行

金融脱媒趋势不断深化、多元化融资发展不断提速的环境下，兴业银行顺风而上，把握自身核心优势“多元化、跨资产融资解决能力”，坚守初心，提出“商行+投行”的发展战略，这同样是商业银行的重点转型方向之一。这里需要强调的是，投行的风险容忍度更高，考核周期更长，因此“商行+投行”并不是说兴业去做投行所做的那类投行业务，而是以投行的思维去经营商业银行，不再仅仅是提供信贷，而是为客户提供全面的金融解决方案，为客户提供更加多元的渠道，从而获取商业银行应有的收益率。

我国社会融资渠道不断多元化发展，传统信贷仍是主力，非信贷融资与直接融资也在不断提高占比。根据央行社融数据，截至 2017 年 8 月，年初至今新增贷款规模为 10.3 万亿元，占社融总新增规模的 74.0%，银行提供的信贷仍是社会融资的最主要渠道；新增非信贷融资规模为 2.5 万亿元，占比 18.3%，其中非标资产（信托贷款+委托贷款）为 2.2 万亿元，占社融总新增规模的 15.5%；新增直接融资（企业债券+股票融资）规模为 6086 亿元，占比为 7.5%，我国资本市场仍处于需要不断发展和不断完善的进程中。

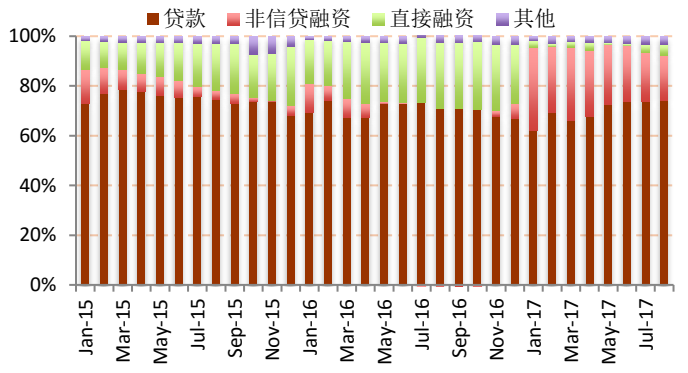
非信贷融资中的非标资产占比 2015 年以来不断提高，是当前社会融资的重要手段之一。截至 2017 年 8 月，年初至今新增委托贷款规模达到 6069 亿，新增信托贷款规模达到 1.5 万亿，同比增 314%，占新增社融总量的 11.2%，仅次于人民币贷款。我们需要强调的是，非标业务并不是今年此轮金融监管的主要针对对象，2013 年 127 号文已经出台规范各家银行非标业务，目前各家银行均合规开展非标业务，符合穿透性原则，且严格计提拨备，市场大可不必闻“非标”色变。

今年全国金融工作会议上明确指出“要把发展直接融资放在重要位置”。债券市场，今年债券一级市场受市场利率上行所致稍显疲软，截至 2017 年 8 月债券发行量为 11.4 万亿元，同比下降 15%；但股票融资方面，2015 年 11 月 IPO 重启，2017 年 4 月 IPO 审核加速，都不断提振股票融资的规模。截至 2017 年 9 月 23 日，2017 年境内股票集

资规模达到 1.1 万亿，其中 IPO 规模 1715 亿元（2016 年全年为 1496 亿元），IPO 企业 342 家（2016 年全年为 227 家）。

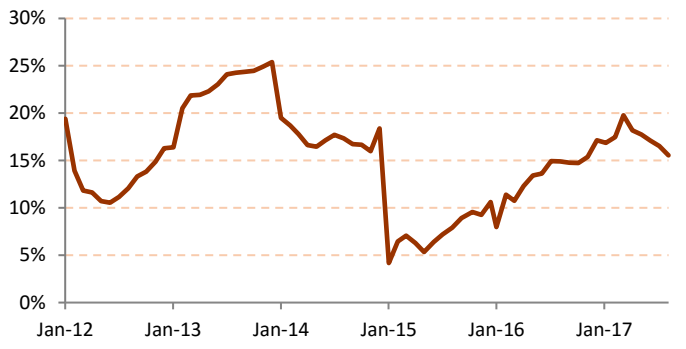
因此，兴业“多元化、跨资产综合化融资能力”上的优势本就突出，在如今金融脱媒和多元化融资大发展的环境下，选择“商行+投行”这一模式正是其最佳的转型途径。

图 8：我国新增社会融资结构（年初至今）



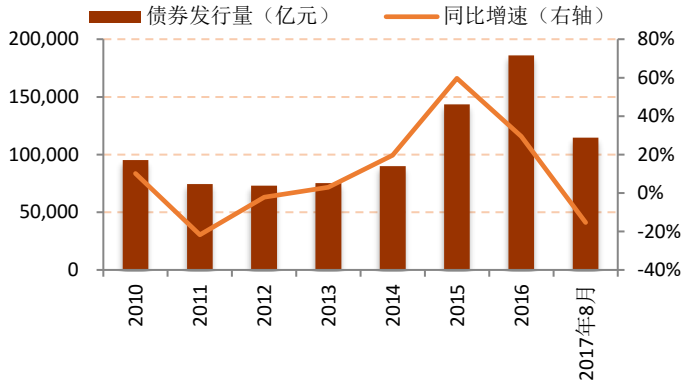
资料来源：公司财报、招商证券

图 9：我国社融中新增非标资产（年初至今）占比



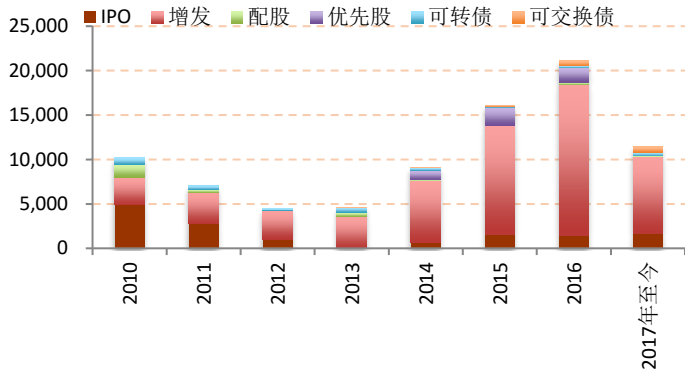
资料来源：公司财报、招商证券

图 10：我国债券发行量及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

图 11：我国股票融资规模（亿元）及其结构



资料来源：Wind、招商证券

1. 核心优势：多元化、跨资产融资解决能力

多元化、跨资产融资解决能力，指银行通过多类资产，不仅仅是传统的贷款对企业进行信贷类的支持。传统信贷以外的表内授信功能资产主要体现在买入返售金融资产、可供出售金融资产及应收款项类投资三大科目下的“信托及其他受益权”中的信贷类资产，其中应收款项类投资中下的受益权资产是最主要的授信功能资产。由于除招行、兴业外尚不披露信托及其他受益权资产的细项，我们用信托及其他受益权资产的总规模大概来估算银行的表内除贷款外的授信功能资产规模，作为上市银行可比口径进行对比。

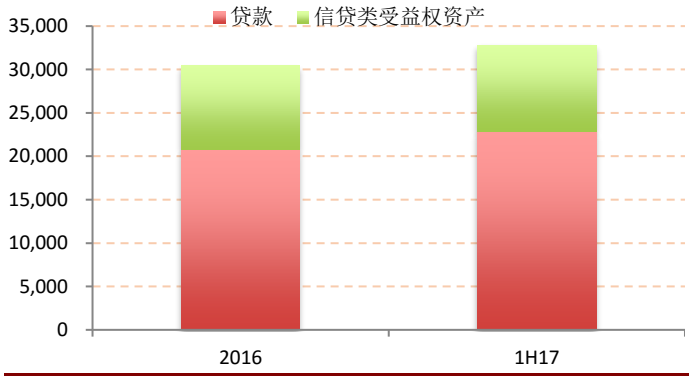
- **标准口径：表内授信功能资产=贷款+买入返售金融资产、可供出售金融资产及应收款项类投资中信贷类受益权资产**
- **可比口径：表内授信功能资产=贷款+买入返售金融资产、可供出售金融资产及应**

收款项类投资中受益权资产

不必闻“非标”色变，信贷类受益权资产已经严格计提拨备，风险可控。我们首先需要强调的是，2013 年 127 号文规范非标业务后，各家银行目前开展的非标业务均合规合法，符合穿透性原则，严格计提拨备。兴业银行风险管理意识极强，1H17 授信功能资产(主要为应收款项类投资下的信贷类受益权资产，不含贷款)拨备率较年初提高 21bps 至 1.73%，显著超过银行对正常类贷款 1%的计提比例。

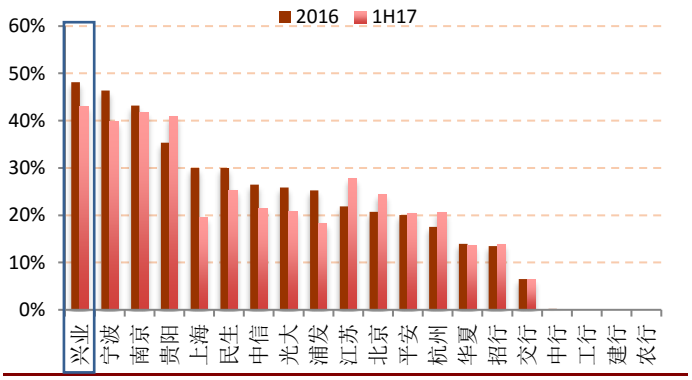
兴业银行为企业融资提供更多元化的渠道，信贷类资产在贷款及其他授信功能资产上摆布。截至 1H17，兴业银行表内授信功能资产合计 3.3 万亿，其中信贷类受益权资产 1.0 万亿，占表内授信功能资产的 30%（2016 年为 32%）。用上市银行可比的较大口径估算，截至 1H17 兴业受益权资产占表内授信功能资产的 43.1%，为上市银行首位。

图 12：2016、1H17 兴业表内授信功能资产（亿元）



资料来源：公司财报、招商证券

图 13：2016、1H17 上市银行受益权资产占表内授信功能资产比重



资料来源：公司财报、招商证券

从定价水平上看，兴业金融市场资产端定价高于同业。我们将银行拆分为存贷业务、金融市场业务及存放央行三大业务，并将其资产负债情况与其利息收入、利息支出情况一一对应。

- **存贷业务：资产端——贷款，负债端——存款、应付债券（扣除同业存单）；**
- **金融市场业务：资产端——同业资产、债券投资，负债端——存款、同业负债、同业存单；**
- **存放央行：资产端——存放央行，负债端——存款。**

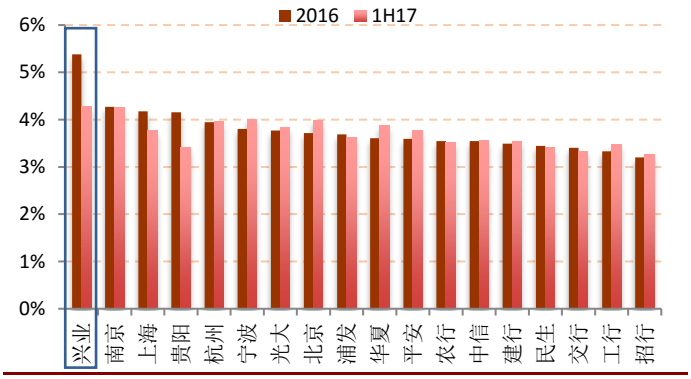
存放央行业务下负债端为与资产端规模相同的存款，无所有者权益。其他两大业务，我们假设所有者权益中的一半用于贷款投放，另一半用于金融市场业务，并据此倒算出这两大业务下的存款规模。同样的方法将利息收入与利息支出进行拆分，其中由于同业存单的利息公司财报不披露，但其主要付息方式是到期付息，所以我们根据 wind 披露的原始数据进行计算得出。

据此计算，兴业银行金融市场业务资产端定价水平显著高于同业。一直以来，兴业银行金融市场业务资产收益率位于上市银行首位，2016 年、1H17 分别为 5.38%和 4.28%，依然为上市银行最高。单看金融市场业务中的债券投资收益率，兴业依旧领先同业位于上市银行第一，2016、1H17 兴业债券投资收益率分别为 5.54%和 4.39%，上市银行第一。一直以来较高的金融市场业务收益率，尤其是债券投资的收益率已然彰显其在跨资产融资问题上较强的解决能力和定价水平。

兴业银行金融市场业务净息差一直处于上市银行较高水平，尽管受上半年市场利率大幅上行所致，其 1H17 金融市场业务净息差水平较低，仅为 0.77%，但正如在第一部分中所述，随着下半年负债端成本企稳，资产端定价能力突出的兴业银行，下半年金融市场业务净息差将显著改善。与此同时，1H17 兴业存贷业务净息差为 2.93%，在上市银行中表现较好，因此对兴业银行净息差的主要拖累来自金融市场业务的负债端。随着下半年同业负债成本企稳，作为资产端定价能力较强的兴业银行，净息差将明显回升。

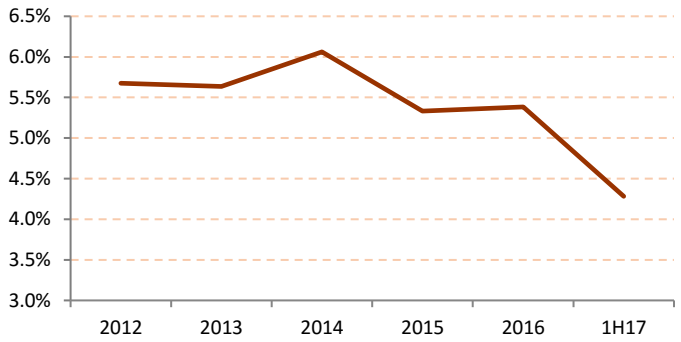
因此，兴业银行极强的多元化、跨资产融资解决能力是其“商行+投行”转型道路上最核心的竞争优势，未来随着量价互补，其转型将得到继续深化，不断为兴业的业绩做出贡献。

图 14：上市银行金融市场业务资产收益率对比



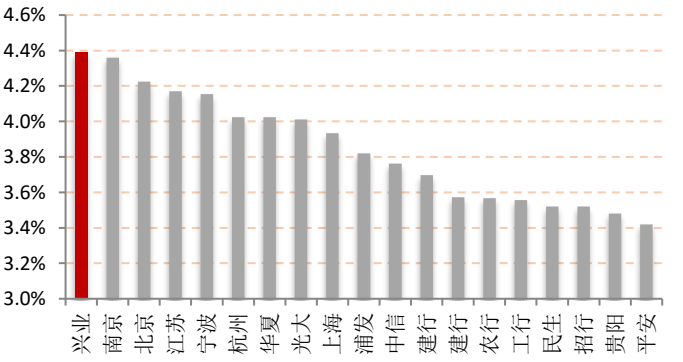
资料来源：公司财报、招商证券

图 15：兴业银行金融市场业务资产收益率



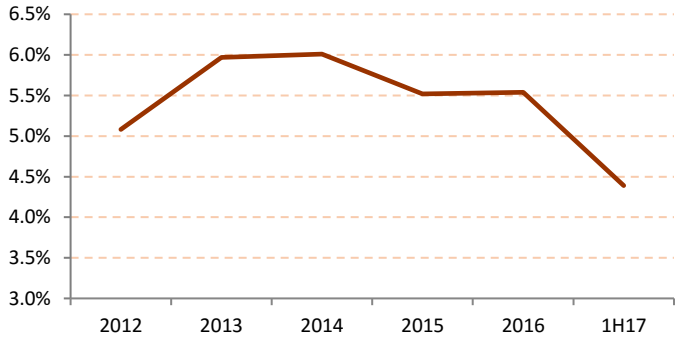
资料来源：公司财报、招商证券

图 16：1H17 上市银行债券投资收益率对比



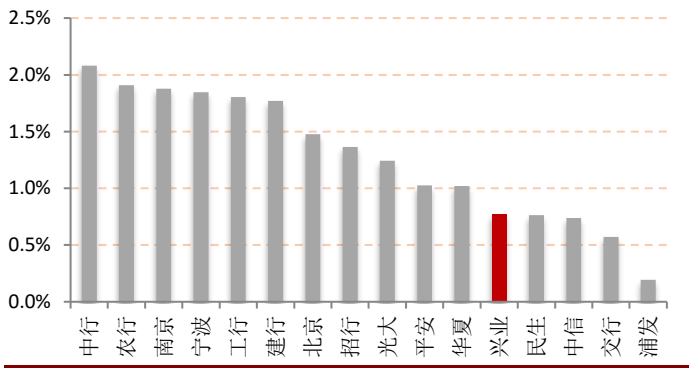
资料来源：公司财报、招商证券

图 17：兴业银行债券投资收益率



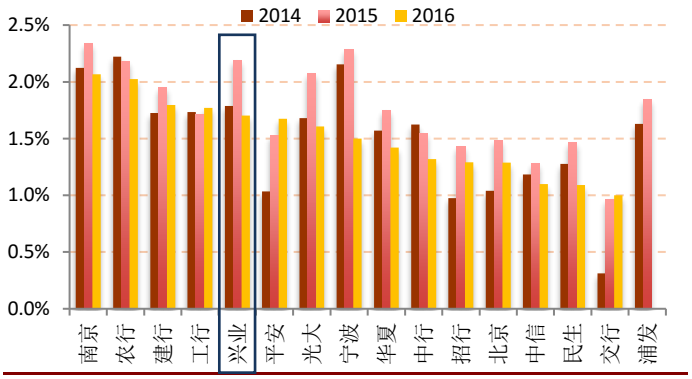
资料来源：公司财报、招商证券

图 18：上市银行 1H17 金融市场业务净息差



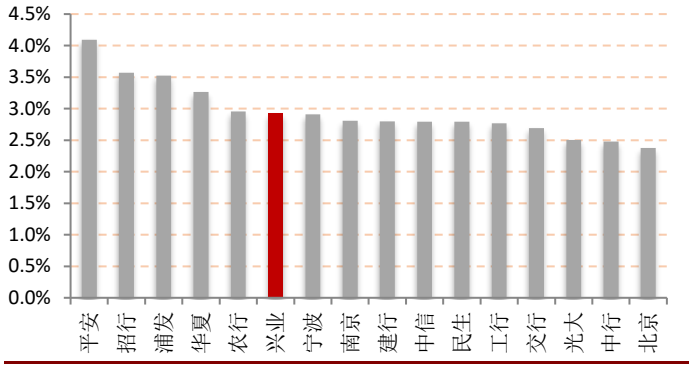
资料来源：公司财报、招商证券

图 19：上市银行 2014-2016 金融市场业务净息差



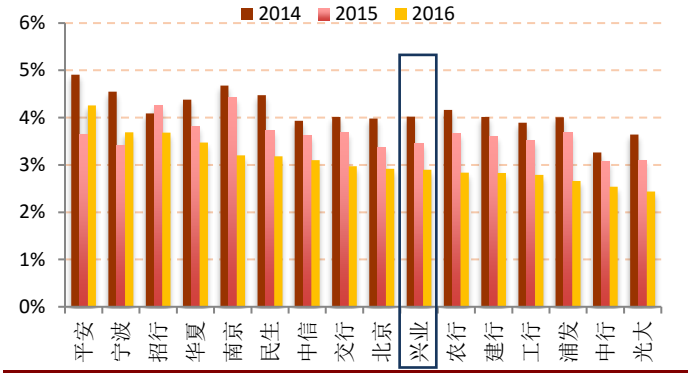
资料来源：公司财报、招商证券

图 20：上市银行 1H17 存贷业务净息差



资料来源：公司财报、招商证券

图 21：上市银行 2014-2016 存贷业务净息差



资料来源：公司财报、招商证券

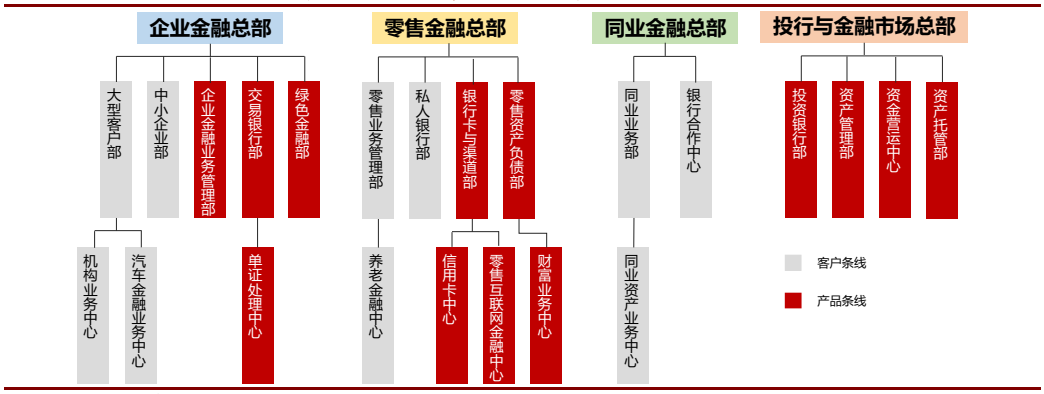
2. 去条线化改革

在“投行+商行”的经营模式下，需要兴业客户与产品两个维度互相配合，既要有稳固、多元的客户关系，同时各类业务需要平衡发展。今年年初开始的条线化改革将兴业银行原有的三大条线部门（零售金融总部、企业金融总部、金融市场总部）直接调整为四大虚拟总部和部门群组，即**企业金融、零售金融、同业金融、投行与金融市场**四个总部，每个总部由一位总行领导分管，将减少管理层级，确保新兴业务板块相对独立。

与此同时，四大总部按照客户条线和产品条线进行分离。**企业金融总部**主要包含大型客户部和中小企业部两个客户关系管理部门，企业金融业务管理部、交易银行部及绿色金融部三个产品部门；**零售金融总部**包括零售业务管理部和私人银行部两个客户关系管理部，银行卡与渠道部及零售资产负债部两个产品部门。最主要的产品客户分离的改革部门是原来的金融市场总部，改革后将其拆分为同业金融总部、投行与金融市场总部。其中，**同业金融金融总部主要负责金融同业客户的客户关系管理及相关专属业务产品的专业组织推动**，由两个客户关系管理部门即同业业务部和银行合作中心组成；**投行与金融市场总部则专注产品研发，**由四个产品部门，即投资银行部、资产管理部、资金营运中信和资产托管部组成。在金融脱媒和直接融资大发展的时代，主要负责为各类客户提供综合化的金融解决方案，在集团层面构建社会金融资产承揽、承做、承销，到自营与代

客资金对接及做市交易的一整套产品服务链。

图 22：兴业银行条线改革后四大总部与客户、产品条线划分



资料来源：招商证券

目前，兴业各客户条线全面、协调、稳定发展，企业金融优质及战略基础客户快速增长，零售金融客户稳步发展，同业客户上覆盖银行、证券、保险、信托及财务公司领先优势突出。（1）企金业务方面，资产负债业务增势良好，截至 1H17，兴业各项对公贷款 1.46 万亿元，较年初增加 1296 亿元；各项对公存款余额 2.58 万亿元，较年初增加 2362 亿元；**客户总量及规模以上客户数实现稳步增长**，企金客户合计 56.71 万户，较年初增加 4.19 万户，其中，企金基础客户合计 12 万户， 较年初增加 6308 户，优质及战略基础客户较期初实现较快增长。**（2）零售金融方面，兴业积极补短板，扎实推进，稳健发展。**截至 1H17，零售金融客户（含信用卡）达到 5034 万户，较年初增加 558.83 万户，零售客户综合金融资产余额达到 14525 亿元，较年初增 9.7%。2017 年上半年兴业实现零售金融业务营业净收入 169 亿元，同比增 9.3%。**（3）同业业务专注“以客户为中心”，持续巩固和强化其在各类金融市场的先发优势和领先地位，在细分市场做深做透“大同业”。**兴业同业金融服务涵盖金融全行业各领域，全面推进银证、银信、银财、银保等主要行业综合金融服务方案，形成差异化的比较经营优势。与上海清算所、机构间私募产品报价和服务系统、中国保险资产管理业协会等多个新兴金融业务平台在代理清算、资金结算、系统建设等方面合作不断深化。另外，兴业的招牌业务“银银平台”以为中小金融机构客户服务为中心，为各类客户提供全面金融服务解决方案。截至 1H17，银银平台合作法人客户已达 1190 家，上半年累计销售金融产品同比增 18.4%至 10464 亿元；办理银银平台结算 3753 万笔，同比增加 47.7%，结算金额 21663 亿元，同比增加 51.1%；累计与 330 家商业银行建立信息系统建设合作关系，其中已实施上线 194 家，是国内最大的商业银行信息系统提供商之一。

3. 大投行、大财富、大资管

投行+商行的经营理念，不仅仅体现在上文所提到的非标资产投资等金融市场业务带来的利息收入上，同样体现在其手续费收入上。兴业银行以“大投行、大财富、大资管”为主要发展方向，聚焦轻资本、高效率，积极构建“交易型、投资型、结算型”的业务框架。

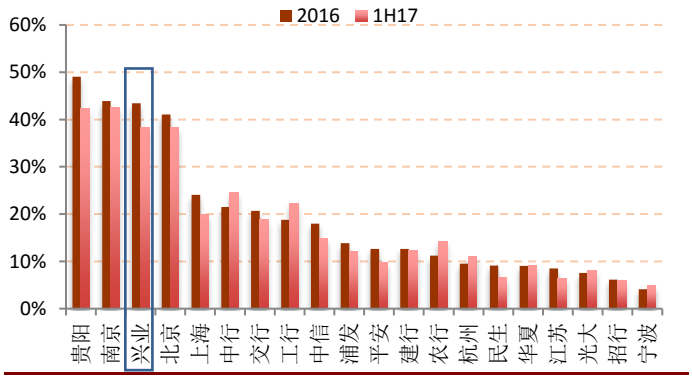
投行业务上，兴业银行的重点在于债券承销、资产证券化和并购重组。债券承销方面，2017 年上半年编队债券市场整体下行的不利影响，继续保持承销规模股份制银行第一的领先地位；资产证券化方面，兴业积极创新，落地银行间市场收单消费金融 ABN、REITs 等市场领先项目。截至 1H17，兴业承销债务融资工具 1440 亿元，发行两期信

贷资产证券化产品，合计 77 亿元。另外，在并购重组方面，积极介入海外并购、并购基金、并购贷款等多层次并购重组项目。与此同时，兴业通过并表基金和定增基金模式开展“债转股”相关业务。

从兴业银行手续费收入结构来看，投行相关业务手续费占比领先同业。1H17 兴业银行投行相关手续费收入（顾问咨询手续费及担保承诺手续费）75 亿元，同比增 5.9%，占比为 38.2%（2016 年为 43.4%），投行相关手续费收入占比领先同业，是其手续费收入的主要来源，也是在当今金融脱媒与直接融资的大时代里兴业银行手续费收入未来主要的增长点。

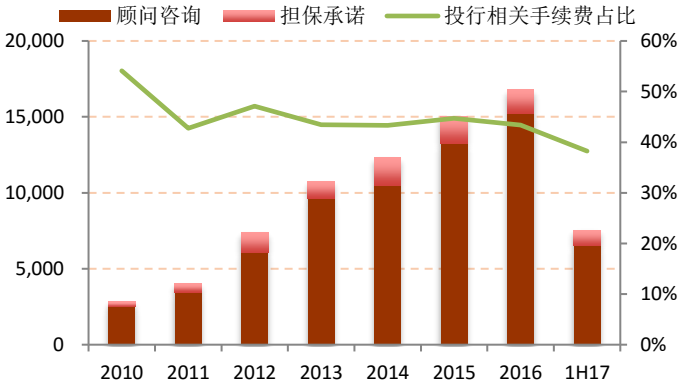
发展势头良好的“大投行”业务，不仅仅为兴业增加了手续费收入，同时与各企业客户之间的合作也同样为兴业银行的传统业务带来动力。1H17 兴业银行对公存款较年初增长 10.7%，增速位列上市银行第四位（常熟 13.8，农行 11.6%，北京 10.9%），对公存款占比 79%，位列上市银行第三位。举例来说，今年上半年，兴业作为唯一一家金融机构参与中粮资本混改融资，通过兴业控股子公司投资平台成功参股 8 亿元。自此兴业打开了与中粮集团业务合作的大门，中粮资本的支付结算、工资代发及代缴等业务均交由兴业银行负责，带动了存款的增长。因此投行产品带来的综合收益不仅仅是一次性的，还将体现在其他业务上并在未来逐年释放。而兴业能够在投行业务上具备领先优势，一是其自身前期经验积累具备了专业的权益类投资团队，更重要的是能够主动顺应改革趋势，抓住机会，以新业务带动传统业务。

图 23：上市银行投行相关手续费收入占比



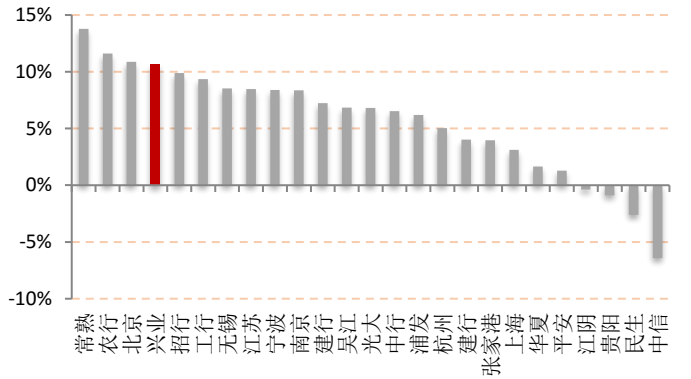
资料来源：公司财报、招商证券

图 24：兴业银行投行相关手续费结构及占比



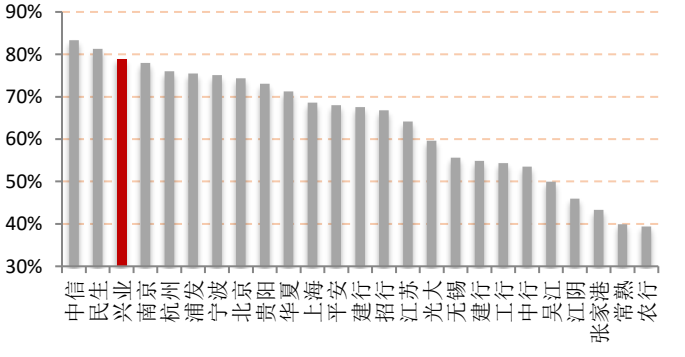
资料来源：公司财报、招商证券

图 25：1H17 上市银行对公存款较年初增速



资料来源：公司财报、招商证券

图 26：1H17 上市银行对公存款占总存款比重

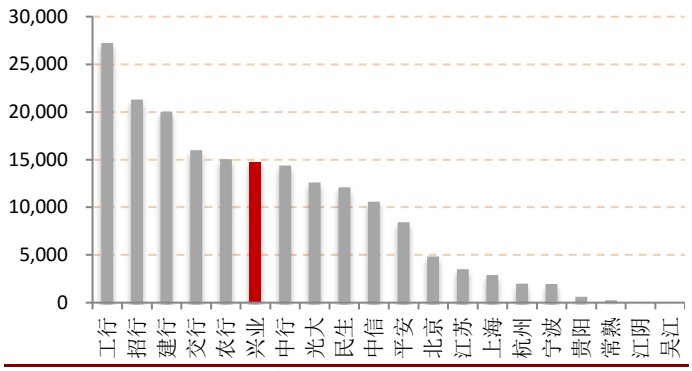


资料来源：公司财报、招商证券

在“大资管”的战略下，兴业银行理财业务快速发展，市场影响力不断扩大。截至 1H17，兴业银行理财产品余额达到 14773 亿元(表外理财规模 10650 亿元)，较年初增长 6.8%，理财规模在股份行中仅次于招商银行和浦发银行，位列上市银行第七位。**理财产品体系结构日趋丰富合理，产品转型持续推进。**兴业银行不断优化产品结构，净值型产品占比稳步提升，截至 3Q16，其净值型产品规模为 1632 亿，占比达到 11.93%，较 2015 年（5.59%）提高了 6.3pc。**产品营销模式对接互联网，网银渠道凸显优势。**兴业银行产品营销模式多样化发展，目前以网银渠道(60.13%)、手机银行(19.09%)和柜面(13.90%)为主，除此之外还有金融自助通（6.84%）和电话银行（0.04%）两种模式。**投资组合逐步实现跨市场大类资产配置，根据市场情况灵活调整配置比例。**资产配置上，截至 3Q16 兴业银行在货币市场工具类资产（27.61%）和债券类资产（26.66%）投资规模占比最大，非标债权资产与产业基金类资产合计占比 22.59%，以上四类规模基本保持稳定。同时，受市场大幅调整后地位震荡的影响，兴业银行压缩资本中介类资产，同时委外类资产占比则平稳上升。

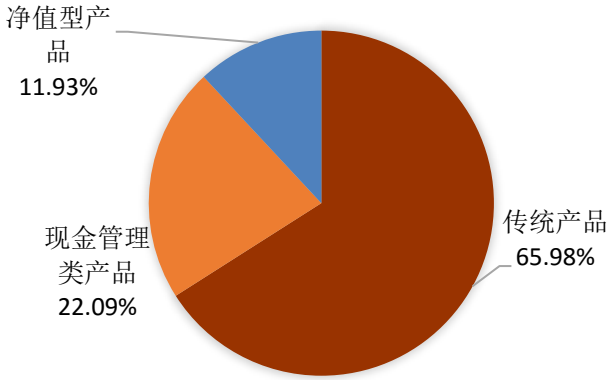
除此之外，兴业在资金业务及资产托管业务上发展势头也较好，为其产品体系的建设贡献自己的力量。

图 27：1H17 上市银行理财余额（亿元）



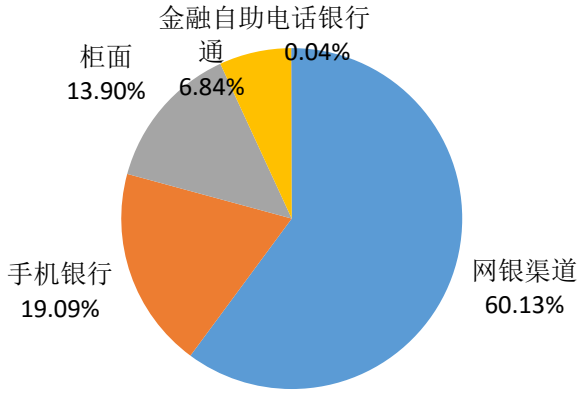
资料来源：公司财报、招商证券

图 28：兴业银行 2016 年 9 月末理财产品结构



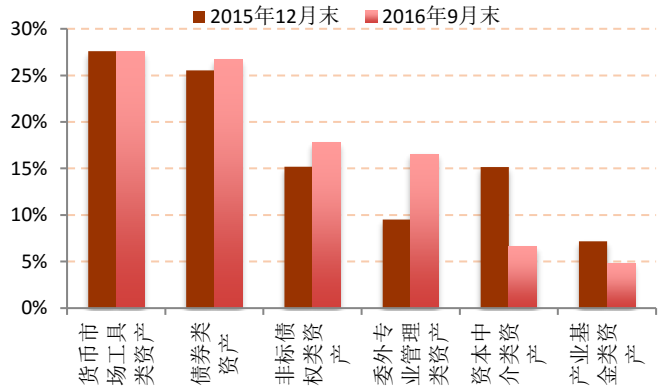
资料来源：公司财报、招商证券

图 29：兴业银行各类营销模式占比



资料来源：公司财报、招商证券

图 30：兴业银行理财大类资产配置



资料来源：公司财报、招商证券

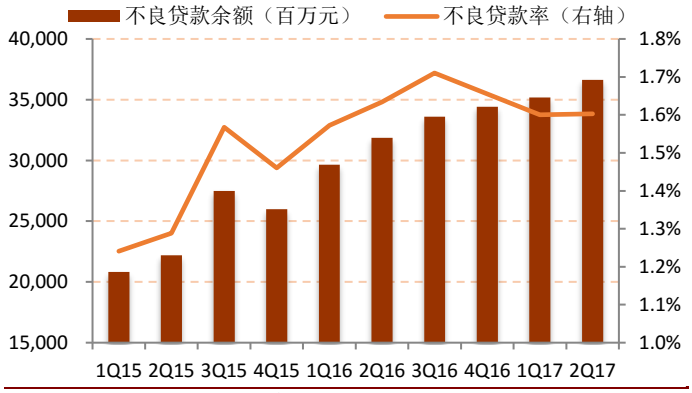
三、资产质量改善进一步深化，拨备反哺利润

兴业 2Q17 不良率、加回核销不良生成率均企稳。截至 2Q17，兴业银行不良率为 1.60%，季度环比持平。2Q17 加回核销不良生成率为 38bps，季度环比下降 1bp。1H17 加回核销不良生成率为 38bps，环比大幅下降 183bps，同比下降 119bps。

从先行指标来看，兴业银行不良潜在压力有所缓解。截至 1H17，兴业银行关注贷款率较年初增 27bps 至 2.87%（同比下降 3bps）。关注率环比略有提升的原因在于部分存量的不良贷款上移至关注类贷款，导致关注类贷款规模环比有所增加。而兴业 90 天以内逾期贷款（最核心的关注贷款）环比大幅下降 11.9%，关注类迁徙率同比大幅下降 20.8 个百分点至 12.5%，均可以表明兴业不良边际压力实际上是在减小的。另外，兴业关注类贷款中非逾期贷款占比达到 78%，因此兴业潜在不良压力实际上并没有加大。逾期贷款率较年初下降 7bps 至 2.08%（同比下降 100bps），降幅明显。

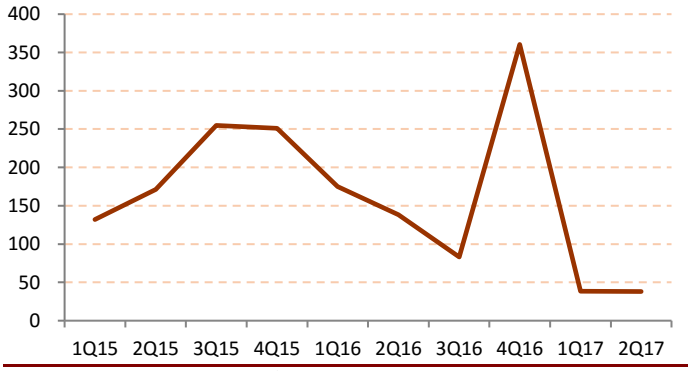
不良认定标准仍较为严格，资产质量暴露较为真实。1H17 兴业银行不良/90 天以上逾期为 114.2%，环比降 12.9 个百分点，同比增 32 个百分点，高于 100%，不良与逾期之间的缺口自 2016 年下半年起便已经补齐。**拨备计提充分**，截至 2Q17，兴业银行拨备覆盖率季度环比增 7.3 个百分点至 222.5%。2Q17 信用成本（年化）季度环比提升。我们认为，兴业银行前期资产质量暴露比较充分，目前包袱基本出清，未来不良将继续好转。

图 31：兴业银行不良贷款余额及不良贷款率



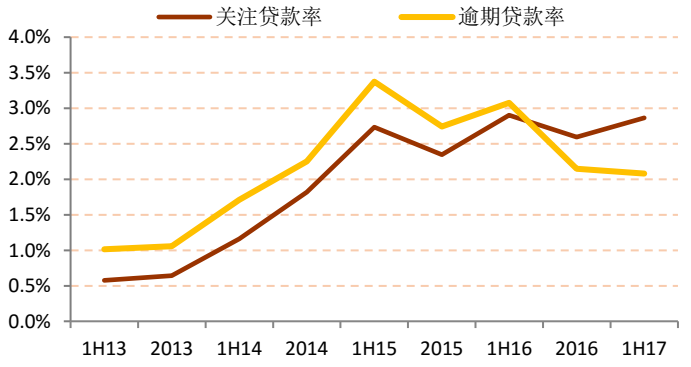
资料来源：公司财报、招商证券

图 32：兴业银行加回核销不良生成率（bps）



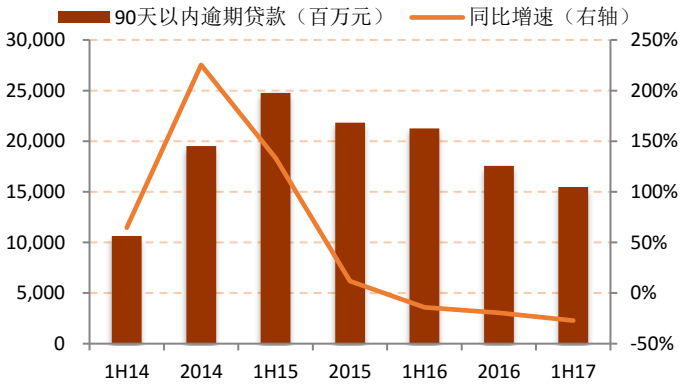
资料来源：公司财报、招商证券

图 33：兴业银行关注贷款率、逾期贷款率



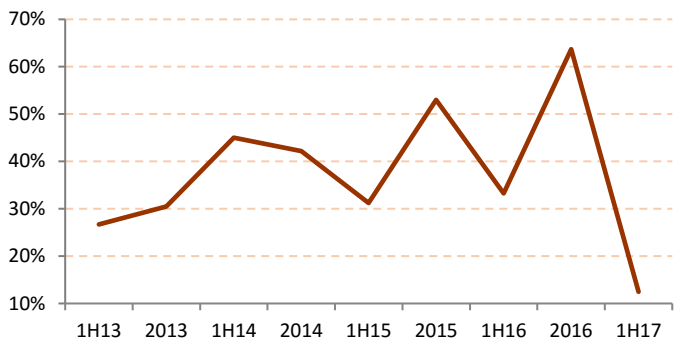
资料来源：公司财报、招商证券

图 34：兴业银行 90 天以内逾期贷款及同比增速



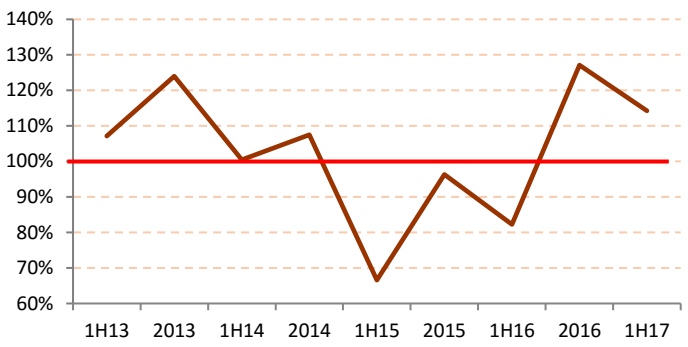
资料来源：公司财报、招商证券

图 35：兴业银行关注类贷款迁徙率



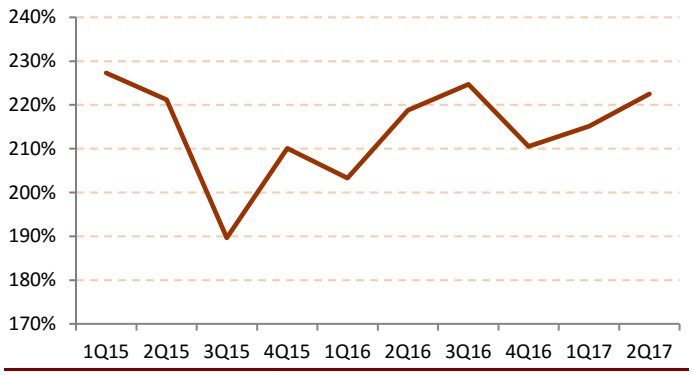
资料来源：公司财报、招商证券

图 36：兴业银行不良/90 天以上逾期



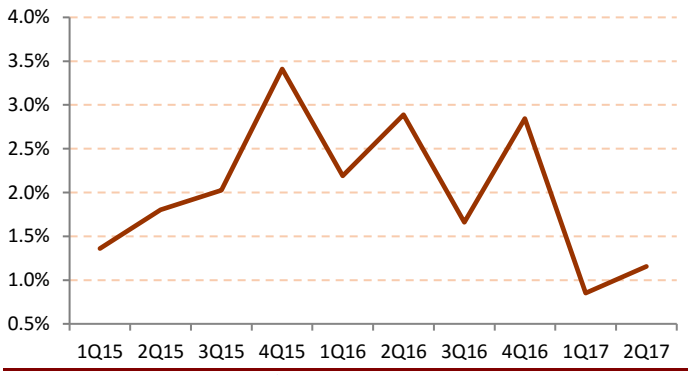
资料来源：公司财报、招商证券

图 37：兴业银行拨备覆盖率



资料来源：公司财报、招商证券

图 38：兴业银行季度信用成本（年化）



资料来源：公司财报、招商证券

四、公司观点及投资建议

兴业银行短期业绩改善明显，基本面二季度确定性见底，预计三季度营业收入增速将加速回升，净息差进入上行通道，业绩增速进一步提高，属于基本面确定出现向上拐点、估值仍在底部品种。兴业银行基于自身优势，以“商行+投行”模式全面转型升级，市场基于“同业之王”老标签的担忧是其最大的中长期预期差。兴业现价对应 0.91X 17 年 PB，较板块折价 9%，较领先股份行折价 39%，显著低估，性价比凸显。我们预计兴业银行 2017-19 年实现归母净利润 583/645/720 亿元，同比分别增 8.3/10.5/11.7%，对应 EPS 分别为 2.74/3.03/3.40。我们给予兴业 1.3X 17 年 PB，现价对应向上空间 42%，重申强烈推荐、组合首选。

五、风险提示

1. 宏观经济加速下滑，PPI 同比增速重新落入持续为负的区间，流动性环境大幅收紧，市场利率大幅上行；

2. 资产质量恶化超预期，部分区域大量暴露新增不良；

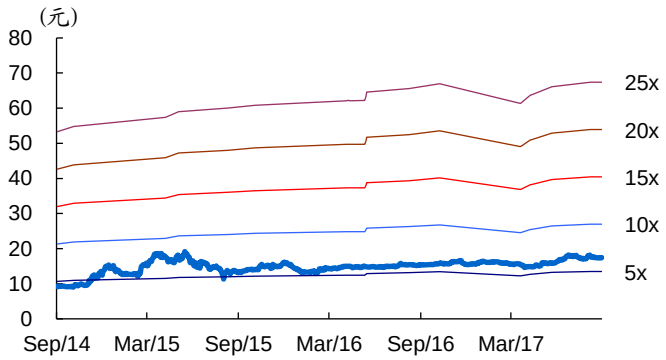
3. 金融监管政策超预期收紧，对同业、理财等业务出台新增监管要求。

表 3：银行板块估值比较表（2017 年 9 月 22 日）

	代码	收盘价（当地货币）	A/H溢价	总市值（亿元）	P/E (x)		P/B (x)		ROAE (%)		ROAA (%)		股息收益率 (%)	
					17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E	17E	18E
A股														
工商银行	601398.SH	5.98	21%	16,123	7.62	7.29	1.02	0.92	14.1%	13.3%	1.13%	1.09%	3.9%	4.1%
建设银行	601939.SH	7.00	25%	672	7.32	6.90	1.02	0.92	14.6%	14.0%	1.10%	1.07%	4.1%	4.3%
交通银行	601328.SH	6.35	31%	2,492	7.14	6.84	0.76	0.69	11.2%	10.6%	0.78%	0.73%	4.2%	4.4%
中信银行	601998.SH	6.38	48%	2,173	7.46	7.21	0.80	0.70	11.4%	10.3%	0.68%	0.62%	3.4%	3.5%
民生银行	600016.SH	8.18	30%	2,417	5.96	5.69	0.80	0.70	14.6%	13.2%	0.82%	0.77%	3.4%	3.5%
浦发银行	600000.SH	12.89	-	3,783	6.98	6.58	0.93	0.83	14.7%	13.4%	0.91%	0.87%	2.9%	3.0%
兴业银行	601166.SH	17.42	-	3,619	6.40	5.89	0.92	0.80	15.8%	14.5%	0.92%	0.90%	3.9%	4.2%
光大银行	601818.SH	4.12	32%	1,640	7.52	7.27	0.81	0.75	13.5%	10.9%	0.73%	0.72%	2.1%	2.2%
华夏银行	600015.SH	9.38	-	1,203	6.00	5.58	0.80	0.72	14.3%	13.7%	0.85%	0.83%	3.3%	3.6%
北京银行	601169.SH	7.50	-	1,369	8.42	7.68	0.94	0.87	12.8%	11.8%	0.85%	0.82%	2.4%	2.6%
南京银行	601009.SH	8.08	-	685	7.51	7.64	1.14	1.02	16.4%	15.4%	0.84%	0.86%	2.7%	2.6%
宁波银行	002142.SZ	16.28	-	825	10.57	8.98	1.46	1.26	17.0%	15.2%	0.97%	0.98%	1.7%	1.9%
江苏银行	600919.SH	8.60	-	993	8.46	8.10	1.08	0.96	15.2%	12.7%	0.68%	0.66%	2.3%	2.6%
上海银行	601229.SH	18.31	-	1,429	9.08	8.18	1.04	0.86	12.4%	11.5%	0.84%	0.82%	2.3%	2.6%
杭州银行	600926.SH	14.48		531	11.88	10.36	1.25	1.11	11.0%	11.3%	0.57%	0.57%	1.6%	1.9%
贵阳银行	601997.SH	15.14	-	348	8.16	7.07	1.41	1.18	20.9%	18.3%	1.07%	1.09%	2.0%	2.4%
无锡银行	600908.SH	10.84		200	19.80	17.20	2.15	1.97	11.2%	12.0%	0.73%	0.72%	1.6%	1.8%
常熟银行	601128.SH	10.28	-	228	19.41	16.93	2.23	2.06	11.7%	12.6%	0.86%	0.86%	2.0%	2.3%
江阴银行	002807.SZ	10.57	-	187	23.20	21.73	2.04	1.88	9.0%	9.0%	0.71%	0.68%	1.5%	1.6%
吴江银行	603323.SH	11.25	-	163	22.28	19.51	1.87	1.67	8.9%	9.0%	0.85%	0.86%	0.5%	0.5%
张家港行	002839.SZ	14.36	-	260	34.80	31.91	3.08	2.94	9.5%	9.4%	0.80%	0.79%	0.8%	0.8%
A 股板块平均			*28%*		*7.75*	*7.29*	*1.00*	*0.90*	*14.0%*	*13.1%*	*0.96%*	*0.94%*	*3.6%*	*3.9%*
H股														
工商银行	1398.HK	5.84	-	5,069	6.62	6.34	0.89	0.80	14.1%	13.3%	1.13%	1.09%	4.5%	4.7%
建设银行	0939.HK	6.62	-	15,916	6.16	5.81	0.86	0.77	14.6%	14.0%	1.10%	1.07%	4.9%	5.2%
交通银行	3328.HK	5.74	-	2,010	5.74	5.50	0.61	0.55	11.2%	10.6%	0.78%	0.73%	5.2%	5.5%
中信银行	0998.HK	5.12	-	762	5.33	5.15	0.57	0.50	11.4%	10.3%	0.68%	0.62%	4.7%	4.9%
民生银行	1988.HK	7.44	-	516	4.82	4.60	0.65	0.57	14.6%	13.2%	0.82%	0.77%	4.1%	4.3%
光大银行	6818.HK	3.70	-	254	5.89	5.70	0.64	0.59	13.5%	10.9%	0.73%	0.72%	2.6%	2.7%
H 股板块平均					*6.26*	*5.92*	*0.84*	*0.76*	*14.1%*	*13.4%*	*1.05%*	*1.02%*	*4.8%*	*5.1%*
收盘价日期	**2017/9/22**													

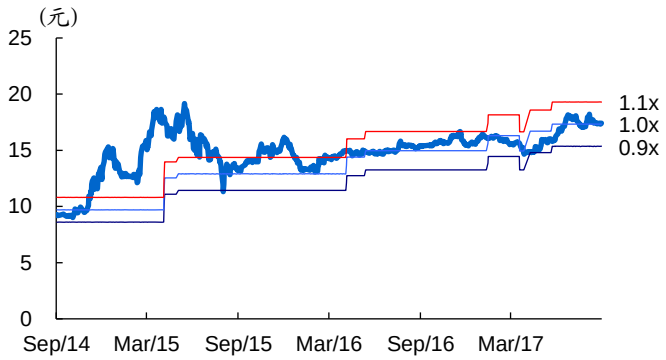
资料来源：Wind、公司财报、招商证券

图 39：兴业银行历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 40：兴业银行历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表概要	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	52,989	60,859	66,143	73,651	82,614
贷款余额	17,794	20,798	24,022	27,385	30,808
债券投资	25,970	32,921	33,579	36,265	39,167
总负债	49,815	57,315	61,877	68,785	77,028
存款余额	24,839	26,948	30,720	33,792	36,833
应付债券	4,148	7,140	10,448	12,212	15,388
股东权益	3,174	3,544	4,266	4,866	5,586
盈利能力	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
ROAA	1.04%	0.95%	0.93%	0.93%	0.93%
ROAE	19.3%	17.3%	15.9%	14.9%	14.4%
贷款收益率	6.00%	4.98%			
存款成本率	2.33%	1.70%			
净息差（NIM）	2.45%	2.11%	1.63%	1.80%	1.85%
成本收入比(含营业税)	21.6%	23.4%	25.4%	25.3%	24.6%
成长能力	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
净利润	6.6%	7.3%	8.4%	10.5%	11.7%
贷款余额	11.3%	16.4%	15.0%	13.5%	12.0%
存款余额	9.5%	8.5%	14.0%	10.0%	9.0%
净利息收入	25.4%	-6.3%	-16.1%	12.2%	11.5%
非利息收入	17.6%	29.6%	10.5%	8.0%	10.0%
营业费用	19.3%	-8.4%	-12.0%	8.0%	8.0%
营业收入结构	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
利息占比	77.6%	71.5%	65.6%	66.5%	66.8%
手续费收入占比	20.9%	23.3%	27.5%	26.3%	25.3%
业务费用占比	-30.0%	-27.0%	-26.0%	-25.3%	-24.6%
计提拨备占比	-29.3%	-32.6%	-25.1%	-25.9%	-26.3%

利润表概要	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利息收入	1,198	1,123	943	1,058	1,180
手续费净收入	322	366	395	418	448
营业费用	-463	-424	-373	-403	-435
拨备前利润	1,081	1,147	1,064	1,189	1,332
计提减值准备	-453	-513	-361	-412	-465
所得税	-126	-96	-121	-133	-149
净利润	507	543	589	651	726
资本管理	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
核心资本	2,898	3,259	3,865	4,450	5,151
资本净额	3,835	4,570	5,267	5,906	6,660
风险加权资产	34,276	38,027	40,969	45,574	50,394
风险权重系数	71.3%	68.6%	65.6%	61.4%	30.8%
核心资本充足率	8.5%	8.6%	9.4%	9.8%	10.2%
资本充足率	11.2%	12.0%	12.9%	13.0%	13.2%
资产质量	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
贷款减值准备	546	724	938	1189	1473
不良贷款额	260	344	384	436	488
不良贷款率	1.46%	1.65%	1.60%	1.59%	1.58%
拨备覆盖率	210%	211%	244%	273%	302%
拨贷比	3.07%	3.48%	3.91%	4.34%	4.78%
信用成本	2.20%	2.40%	1.43%	1.43%	1.43%
估值分析	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
PE	6.62	6.30	6.36	5.74	5.13
PB	1.15	1.02	0.91	0.80	0.69
P/POPP	6.95	5.01	4.91	3.98	5.16
EPS	2.63	2.77	2.74	3.03	3.40
BVPS	15.10	17.02	19.05	21.91	25.33
每股股利	0.61	0.67	0.68	0.76	0.85
股息收益率	3.5%	3.8%	3.9%	4.4%	4.9%

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

马鲲鹏，金融行业首席分析师，对大金融行业全局性策略研究和银行业研究有深刻认识和丰富经验，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学保险学学士。

李晨，西南财经大学金融学学士，中国人民大学金融硕士，2017 年加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。