

银行

信用卡大有可为，渐成零售业务主力

信用卡源于零售商分期，壮大于银行体系

信用卡业务源于零售商给予顾客的分期或延期支付的信贷，在银行体系成长走向巅峰。由零售商给予客户信贷以求促销的做法有内在的弱点和局限，但这一行为本质上和积极寻求“放贷”的银行无比契合，因此这一新型的信贷业务甫一出现便成为银行业的“香饽饽”。

两大信用卡体系分别以“银行”和“零售商”为核心，自成一派。一方面零售商蚕食金融业务，形成信用卡独立发行体系，代表为美国运通；另一方面银行另辟蹊径，形成银行卡协会体系，代表为 VISA、万事达。

信用卡业务究竟如何盈利？

信用卡业务收入以利息收入、分期手续费以及滞纳金收入为主。据银数观卡数据，1H16 银联数据客户银行信用卡业务收入结构为：利息收入占比最高，达 42.4%；分期手续费次之，占比为 28%；滞纳金收入占比达 16.1%。利息收入、分期手续费以及滞纳金收入合计占比达 86.5%，贡献了信用卡业务绝大部分收入；商户佣金收入占比不到 10%，信用卡年费收入占比仅有 3.6%。

上市行竞逐信用卡业务，发力零售转型

招行、中信、浦发勇立信用卡业务潮头。近年来，由于信用卡业务盈利能力强劲，上市银行纷纷加大信用卡业务布局，谋求以信用卡为发力点，推动银行零售转型。而这其中，招行、中信、浦发勇立潮头，信用卡业务持续较快发展，引领国内信用卡业务发展。

自 2010 年以来，招行、浦发和中信银行信用卡收入/营收占比均有较大提升，信用卡业务渐成营收主力，贡献零售银行营收半壁江山。自 2010 年以来，招行和中信银行信用卡业务收入与零售银行营收的比例持续上升；招行由 10 年的 24.2% 升至 17 年的 49.4%，中信银行则由 27.65% 升至 71.84%。

投资建议：信用卡大有可为，助力零售转型

业界普遍认为，发卡量 300 万张是信用卡业务盈亏平衡点。经过多年的“跑马圈地”，截至 17 年末，12 家上市银行信用卡发卡量超过 3000 万张。大器晚成，曾长期陷入盈利困境的信用卡业务迎来大发展，部分上市银行信用卡业务贡献零售银行板块近半营收。

我们认为，信用卡业务已成零售银行业务的发力点与主力军，也应当是零售银行战略的重心。随着我国经济进入高质量发展阶段，消费升级的推进，信用卡业务仍有巨大市场空间。信用卡业务，大有可为。

基于对信用卡业务的高度看好，我们力推信用卡业务领头羊-招行、平安、以及中信 H 股（中信银行 AH 溢价率超 40%，H 股价值低估显著）。

风险提示：经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；存款成本快速抬升风险。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-06-01	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601288.SH	农业银行	3.60	买入	0.59	0.60	0.68	0.76	6.10	6.00	5.29	4.74
601398.SH	工商银行	5.64	买入	0.80	0.87	0.95	1.05	7.05	6.48	5.94	5.37
600036.SH	招商银行	28.60	增持	10.81	9.12	7.66	6.40	2.65	3.14	3.73	4.47
000001.SZ	平安银行	10.19	买入	1.35	1.46	1.74	2.07	7.55	6.98	5.86	4.92
601998.SH	中信银行	6.34	买入	0.87	0.96	1.08	1.23	7.29	6.60	5.87	5.15

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2018 年 06 月 03 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090002
linjinlu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业研究简报:6 月策略：守得云开见月明》 2018-05-31
- 《银行-行业点评:贸易摩擦缓解，反转行情或已开启》 2018-05-20
- 《银行-行业点评:1Q18 货币报告点评：贷款利率持续上升，同业存单监管将全覆盖》 2018-05-13



内容目录

1. 信用卡源于零售商分期，壮大于银行体系	4
1.1. 两大信用卡体系平分秋色	4
1.1.1. 零售商蚕食金融业务，发展成独立信用卡公司	4
1.1.2. 银行另辟蹊径，银行协会模式亦获成功	4
1.2. 信用卡组织群雄争霸	5
1.3. 青出于蓝，我国信用卡的前世今生	6
2. 解开信用卡业务盈利的斯芬克斯之谜	6
2.1. “五脏俱全”，多元化的收入来源	7
2.1.1. 利息收入，中流砥柱	8
2.1.2. 分期收入，筑梦新蓝海	9
2.1.3. 商户回佣，以量补价	10
2.1.4. 其他收入，占比小难有大作为	11
2.2. 信用卡业务支出，考验综合经营能力	12
3. 信用卡业务大器晚成，进入发展快车道	12
3.1. “跑马圈地式”发卡，总量可观人均仍较低	12
3.2. 交易总额稳升，卡均交易额上升	13
3.3. 授信额与透支额齐飞，渐成零售贷款主力	15
4. 上市银行竞逐信用卡业务，发力零售转型	17
4.1. 上市银行争相竞逐信用卡业务	17
4.2. 以客户体验为中心，发力线上获客	18
4.3. 信用卡收入贡献有多大？-细看招行、中信、浦发	19
4.3.1. 信用卡收入持续高增，渐成零售营收主力	19
4.3.2. 信用卡为招行零售业务亮点	20
5. 投资建议：信用卡大有可为，助力零售转型	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：独立信用卡公司业务模式	4
图 2：银行卡组织体系业务模式	5
图 3：全球主要信用卡组织	5
图 4：1H16 银联数据客户银行信用卡业务收入结构	8
图 5：信用卡盈利贯穿于从新客户到循环信贷型客户的整个生命周期	8
图 6：1H16 银联数据客户银行信用卡业务“实际”利息收入占比约 70%	9
图 7：1H17 账单分期占分期业务笔数最大，大额分期占分期业务收入最大	9
图 8：中信银行信用卡分期业务收入保持高增速	10
图 9：中信银行分期业务交易额保持高速增长（亿元）	10
图 10：我国信用卡发卡总量巨大，活卡率持续上升	13
图 11：我国信用卡人均拥有量提升，但仍处于较低水平	13

图 12: 我国信用卡交易额逐年上升	14
图 13: 2017 年交易额增速上市行分化大, 浦发银行增速居首	14
图 14: 上市银行信用卡卡均年交易额持续上升 (万元)	15
图 15: 信用卡应偿贷总额稳定增长	15
图 16: 中美信用卡贷款余额占比对比	16
图 17: 中美商业银行信用卡贷款余额占比比较 (截至 2017 年末)	16
图 18: 信用卡授信总额稳定增长	16
图 19: 卡均授信额与授信使用率逐步提高	17
图 20: 上市银行信用卡贷款占零售贷款比重普遍提升, 华夏银行提升最大	17
图 21: 2017 年部分上市银行信用卡累计发卡量	18
图 22: 2017 年, 股份行信用卡贷款增速较高	18
图 23: 三家银行信用卡收入/营收比重上升	19
图 24: 中信和招行信用卡收入/零售银行收入比重持续上升	19
图 25: 招行中信与浦发信用卡业务收入高增长, 浦发增速高 (亿元)	20
图 26: 浦发银行卡均收入达 975.02 元居首 (2017 年)	20
图 27: 浦发信用卡收入/平均透支余额达 14.77%居首 (2017 年)	20
图 28: 招行授信使用率达 71.12% (截至 2017 年末)	21
图 29: 招行自 15 年起将分期收入归入利息收入	21
表 1: 银行信用卡业务收入结构	7
表 2: 我国境内银行卡刷卡手续费标准	11
表 3: 银行卡手续费费率	11
表 4: 上市银行独立信用卡 app 情况	19

1. 信用卡源于零售商分期，壮大于银行体系

信用卡业务源于零售商给予顾客的分期或延期支付的信贷，在银行体系成长走向巅峰。由零售商给予客户信贷以求促销的做法有内在的弱点和局限，但这一行为本质上和积极寻求“放贷”的银行无比契合，因此这一新型的信贷业务甫一出现便成为银行业的“香饽饽”。

1.1. 两大信用卡体系平分秋色

两大信用卡体系分别以“银行”和“零售商”为核心，自成一派。在信用卡业务起源之处，零售商和银行诉求并非完全一致，两者积极进行了不同的探索。

1.1.1. 零售商蚕食金融业务，发展成独立信用卡公司

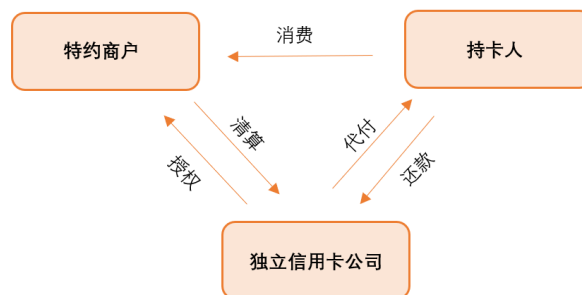
一些大零售商或服务性企业利用所占的市场优势，开始以贷促销的飞跃，实现向金融业的蚕食。此途径发展成功的代表有发行于 1950 年的美食俱乐部卡（现属于花旗集团），发行于 1958 年的运通公司运通卡，以及发行于 1985 年的西尔斯的发现卡（1997 年并入摩根斯坦利集团）。

大莱信用卡公司（Diners Club，当时为美食俱乐部）最初与餐饮店合作，通过替持卡人垫款并向商家收取手续费的业务模式盈利。随着业务的发展，其合作商店范围逐渐从餐饮业延伸至一般零售业及旅游相关行业，其发行的大莱卡为现代信用卡的雏形。

以快递业务起家的美国运通公司（American Express）凭借其旅游服务带来的优质客户以及商户资源，于 1958 年开始发行运通卡，顺利将业务范围扩及美国以外的地区。运通卡的成功挽救了运通公司，直至今今天运通公司仍为美国信用卡最重要的发行商之一，为全球最大的独立信用卡公司。

西尔斯则主要是利用了该公司是当时美国最大的连锁百货商店地位，通过在消费者和其连锁店及相关零售商之间提供信贷服务，逐步推出了全美通用的发现卡。

图 1：独立信用卡公司业务模式



资料来源：天风证券研究所

1.1.2. 银行另辟蹊径，银行协会模式亦获成功

银行在大量持卡人和有限刷卡终端的矛盾中自我消耗。早期信用卡主要是记账卡，持有人每月需将账单如数付清，银行的收入主要是持卡人交的年费和零售商让与的商品折扣，因此盈利的前提是拥有大量信用卡持有人。与之相对的是，零售商只能接受为数有限的银行终端，消费者也只愿意携带为数有限的信用卡。随着越来越多的银行卷入消费信贷，竞争白热化，许多银行入不敷出退出了信用卡市场，包括当时全美第二大商业银行大通曼哈顿。

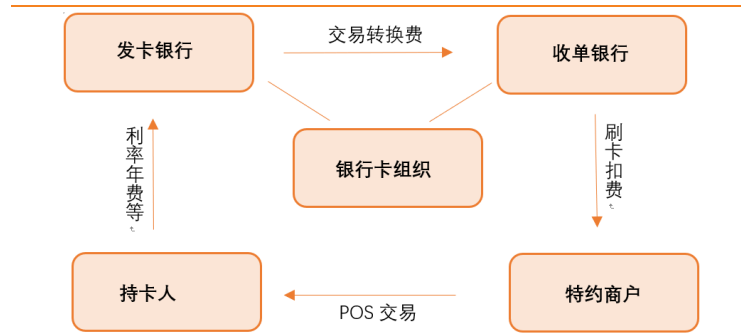
基于发行信用卡的银行协会组织，既降低了各行发卡的成本，又有利于发行的信用卡在更大范围营销零售商和消费者。此途径发展成功的代表有威士卡（VISA）组织和万事达卡

(MASTER) 组织。

1960 年，当时美国最大的商业银行美洲银行开始发行美洲银行卡，并于 1965 年向有兴趣发行该卡的其他银行和金融机构发行许可证。1970 年美洲银行将其信用卡许可证部门分家，使其成为一个独立于美洲银行的非盈利协会组织，协会于 1977 年改组，分为“VISA 美国”和“VISA 国际”，发行“VISA 卡”。

1956 年，14 家美国银行在纽约布法罗组建信用卡行际协会，协会中并没有一个主导银行占统治地位，由成员委员会管理协会。1969 年，该协会从西部诸州银行卡协会买断了发行“万事达记账”卡和使用“万事达记账”商标的权利。1979 年，万事达记账卡改名为万事达。

图 2：银行卡组织体系业务模式



资料来源：天风证券研究所

1.2. 信用卡组织群雄争霸

信用卡组织负责建设和运营全球或区域统一的支付卡信息交换网络，支付卡交易的信息转换和资金清算，以及制定并推行支付卡跨行交易业务规范和技术标准。

目前，国际上主要有五大信用卡品牌，分别是威士（VISA）卡国际组织、万事达（Master）卡国际组织、美国运通国际股份有限公司（America Express）、大莱信用卡有限公司（Diners Club）以及 JCB 日本国际信用卡公司五家专业信用卡公司。此外，还有一些区域性的信用卡组织，如中国的银联、欧洲的 EUROPAY 等。

图 3：全球主要信用卡组织



资料来源：各信用卡组织官网，天风证券研究所

VISA 卡国际组织是由国际上各银行会员组成的信用卡组织，属于非盈利机构。其目的在于帮助会员开发各种 VISA 支付工具（信用卡）及旅行支票业务，为会员提供相关产品与服务，以帮助其获取利润，而 VISA 国际组织本身并不直接发卡。

万事达卡国际组织则是一个囊括了世界各地财经机构的非营利协会组织，其组织的基本目标是沟通国内外会员间的银行卡资料，并方便发行机构进军银行卡和旅行支票市场。

美国运通公司成立之初是一家提供快递服务的公司，随后推出旅行支票，面向经常旅行的高端客户。运通卡起初主攻大额消费市场，不设信用额度。直至今日，运通公司依然保持着服务高端客户的传统。

大莱信用卡公司是第一家信用卡公司，最初与一些餐馆签订受理协议，向一批特定人群发放了“大莱卡”，而这些人可以在餐馆记账消费，随后由大莱公司作为支付中介，负责对消费双方进行账务清算。

JCB 起初由日本三和银行、日本信贩银行、三井银行、协和银行、大和银行共同组建。JCB 卡和大莱卡是日本信用卡产业发展史上发行最早的两个卡品牌，为了避免与服务当地高端客户大莱公司的竞争，JCB 成立后则选择了另一条与大莱不同的发展道路，把信用卡发行定位于普通民众。

作为中国唯一的银行卡联合组织，中国银联自成立后一直处于我国银行卡产业的核心和枢纽地位，对我国银行卡产业发展发挥着重要作用。各个银行通过银联跨行交易清算系统，实现了不同银行系统间的联网通用，从而使银行卡得以跨银行、跨地区和跨境使用。

1.3. 青出于蓝，我国信用卡的前世今生

我国信用卡产业发展大体经过了三个阶段。1978 年，中行广东省分行代理发行香港东亚银行“东美 VISA 信用卡”，拉开了我国信用卡的序幕。1985 年 6 月，中行珠海分行发行了境内首张信用卡——中银卡。此后，工农中建交等银行相继加入了 VISA 和万事达国际组织，推出了 VISA 卡和 Master 卡。但在这二十余年时间里，信用卡业务一直发展缓慢。直到 2002 年中国银联的成立让银行卡跨行支付结算变得更加便捷，信用卡业务才开始进入腾飞期。因此，银行界人士普遍称 2003 年为“信用卡元年”，该年信用卡发行数量突破 300 万张。

萌芽时期（1979-1985），仅作为收单机构

这一时期，我国的商业银行仅作为国外信用卡的收单机构存在，并没有自主发行信用卡。因此，商业银行主要通过终端服务商的 ATM 机和特约商户的 POS 机开展对外国消费者在中国信用卡消费的收单业务。收入主要来自于结算收入，在信用卡使用量微乎其微的情况下，商业银行的此项业务收入较少。

缓慢发展时期（1985-2002），自主发卡

国内商业银行既做发卡业务也做跨行收单业务。国内各银行相互竞争，按自身的业务规范和技术标准发卡，自行建设一套封闭的商户收单网络。同时，随着发卡机构的增多以及社会各界对信用卡认识的改变，用卡人群增多，各家银行已经开始通过各种方式获取信用卡新用户。

高速发展时期（2003-），深藏功与名

各银行通过银联进行跨行交易清算，外资银行通过各种方式进入中国市场。如汇丰银行入股上海银行和交通银行合作发卡，花旗银行和浦发银行合资成立信用卡中心，招行聘请台湾中国信托商业银行作为自己信用卡中心的顾问。银联统一整合国内收单市场，并进军国际市场。

2. 解开信用卡业务盈利的斯芬克斯之谜

长久以来，关于信用卡业务的盈利问题争议不断。据腾讯财经报道，银行业协会专职副会长杨再平在 2010 年中国信用卡高峰论坛上谈及，58 家信用卡发卡行只有 5 家盈利，信用卡业务深陷盈利困局。

业界普遍认为，发卡量 300 万张是信用卡业务盈亏平衡点。经过多年的“跑马圈地”，截至 2017 年底，15 家披露累计发卡量的上市银行中有 13 家发卡量超过 300 万张，其中 12

家发卡量超过 3000 万张。

国内上市银行披露的信用卡收入以及利润的寥寥无几，根据相关报道梳理，大多数上市银行信用卡业务已实现盈利。据南方网报道，2005 年广发银行成为我国银行业中率先实现在信用卡业务上盈利的银行；据新闻晨报报道，2006 年招行和中信银行宣布实现盈利；据中国证券报报道，2009 年交行信用卡业务实现盈利；光大银行在 2011 年年报中披露其信用卡业务利润为 7.85 亿元；兴业银行 2012 年年报披露信用卡业务实现账面利润 13.1 亿元；北京银行 2012 年年报披露信用卡业务税前利润 6543 万元。

2017 年部分银行信用卡业务对营收和利润的贡献加大，盈利能力强劲。其中，招行信用卡业务利息收入 395.38 亿元，非息收入 149.13 亿元；中信银行利息收入 85.01 亿元，非息收入 286 亿元；浦发和光大分别实现 487.51 和 280 亿元业务收入；民生银行披露其信用卡手续费及佣金收入 213.83 亿元。

那么，信用卡业务究竟如何盈利呢？

2.1. “五脏俱全”，多元化的收入来源

信用卡业务收入主要包括利息收入和非利息收入。非利息收入则主要包括年费收入、商户回佣收入、取现收入、分期付款手续费收入、惩罚性收入、以及其他增值业务手续费收入。其中，分期付款手续费实质是利息收入，国际信用卡机构一般将其归为利息收入，国内招行也自 2015 年起将其归入利息收入。

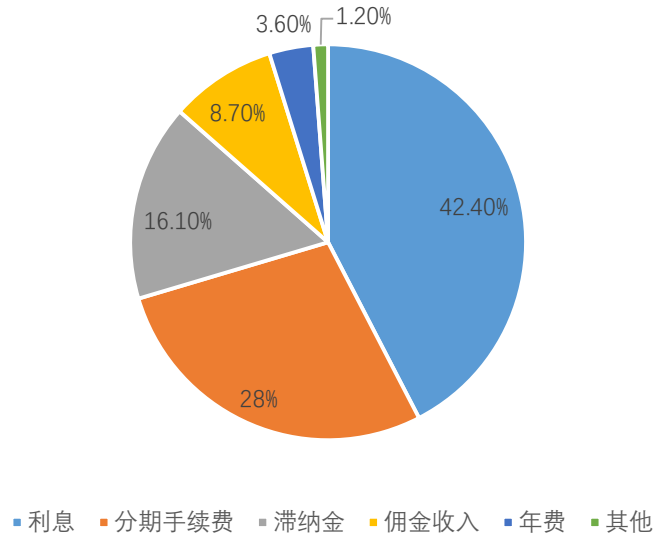
表 1：银行信用卡业务收入结构

显性收入	利息收入		年利率*计息比率*平均未偿信贷余额
	非利息收入	POS 消费手续费收入/商户回佣收入	交易金额*信息交换费率
		年费收入	
		取现收入/预借现金手续费收入	
		惩罚性收入	违约金
		分期手续费收入	
		其他增值业务手续费收入	信用卡商城等
隐性收入	交叉销售收入		
	资产证券化收入		
	其他收入		

资料来源：银联数据官网，天风证券研究所

信用卡业务收入以利息收入、分期手续费以及滞纳金收入为主。据银数观卡数据，以 2016 年上半年为例，银联数据客户银行信用卡业务收入结构为：利息收入占比最高，达 42.4%；分期手续费次之，占比为 28%；滞纳金收入占比达 16.1%。利息收入、分期手续费以及滞纳金收入合计占比达 86.5%，贡献了信用卡业务绝大部分收入；商户佣金收入占比不到 10%，信用卡年费收入占比仅有 3.6%。

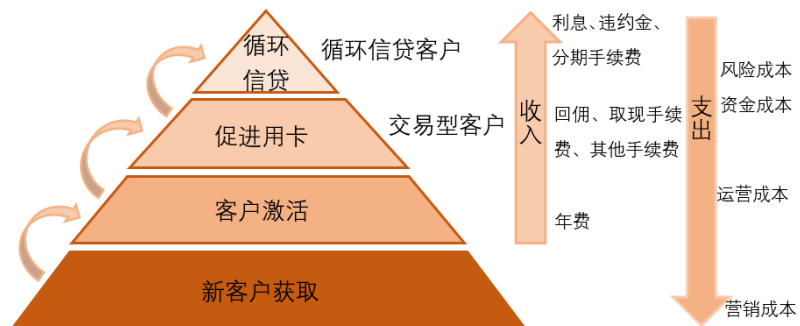
图 4：1H16 银联数据客户银行信用卡业务收入结构



资料来源：银数观卡，天风证券研究所

信用卡业务收入贯穿于从新客户到循环信贷型客户的整个生命周期。

图 5：信用卡盈利贯穿于从新客户到循环信贷型客户的整个生命周期



资料来源：天风证券研究所

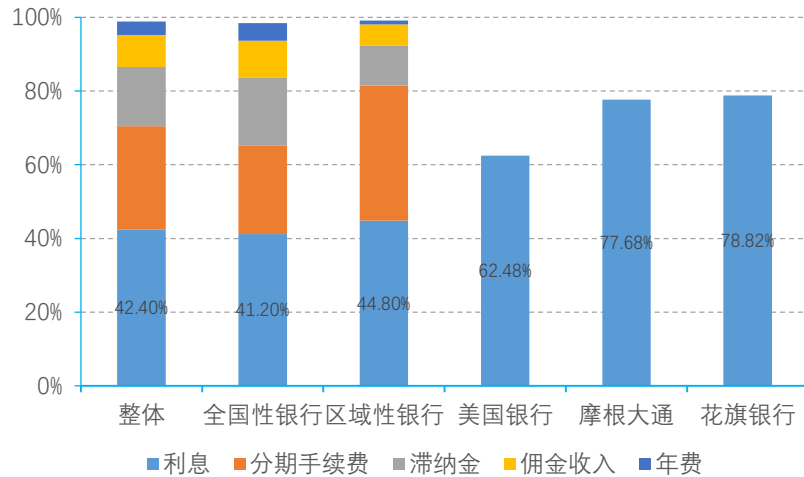
2.1.1. 利息收入，中流砥柱

利息收入是信用卡收入的主要部分，即透支使用信用额度所支付的利息。信用卡还款有两种方式：全额还款或者最低还款，如果持卡人选择最低还款，那么持卡人可以在保持良好信用记录的同时享受循环信用，但对于剩余的未还款部分，银行将收取高额的利息，即为循环利息，而一般循环利息率为日息万分之五，换算为年利息率高达 18.25%，远高于普通贷款利率。如果是信用卡取现造成的透支，还不能享受免息期，自透支取现交易日当天起按日利率万分之五收取利息，按月计收复利。

央行于 2016 年 4 月 15 日发布了《关于信用卡业务有关事项的通知》，从 2017 年 1 月 1 日起取消统一规定的信用卡透支利率标准，实行上下限区间管理。透支利率上限为日息万分之五，下限为日息万分之五的 0.7 倍。同时取消关于透支消费免息还款最长期限、最低还款额标准及附加条件的规定。

根据银联数据披露的数据，1H16 银联客户银行信用卡业务收入的利息收入占比 42.4%左右，分期手续费收入占比 28%。考虑到分期手续费本质上是利息收入，那么实际利息收入占比约 70%，与美国主要银行信用卡业务利息收入占比接近。

图 6：1H16 银联数据客户银行信用卡业务“实际”利息收入占比约 70%



资料来源：银数观卡，天风证券研究所

备注：2017 年 1 月 1 日起，信用卡新规已将滞纳金和超限费统一归入违约金。

2.1.2. 分期收入，筑梦新蓝海

信用卡分期绕开了消费者难以接受循环利息的消费习惯，将支付利息转化为支付看似不高的分期手续费。通过测算，分期实际年化利率较高，能带来非常可观的手续费收入。

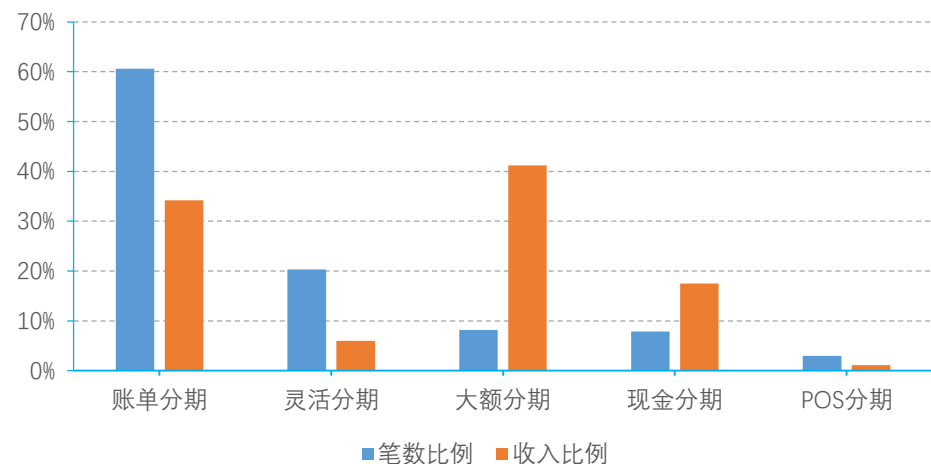
一笔本金 6000 元、每期手续费率为 0.7%、分为 6 期的产品按期平均摊销手续费和本金，年利率该如何计算呢？因为持卡人多次还款，但每期手续费却是一直按照分期总金额收取的，为了准确计算分期付款的实际利率，需要引入期初金额（ p_v ），每期还款额（ p_{mt} ），每期利率（ r ）和还款期数（ t ）四个概念。

$$p_v = \frac{p_{mt}}{(1+r)} + \frac{p_{mt}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{p_{mt}}{(1+r)^{t-1}} + \frac{p_{mt}}{(1+r)^t}$$

得到每期的实际利率（ r ），再乘上 12，就得到了实际的年化利率。在这个例子中，分期产品的实际年化利率高达 14.26%。

分期付款业务实质上是一种循环透支产品，有利于扩大消费和控制风险。目前分期产品主要有账单分期、灵活分期、大额分期、现金分期、POS 分期几种。根据银联数据统计，1H17 账单分期占各行分期业务笔数的 60.62%；大额分期仅占 8.2%，但收入占比高达 41.19%。

图 7：1H17 账单分期占分期业务笔数最大，大额分期占分期业务收入最大



资料来源：银数观卡，天风证券研究所

账单分期实质是对持卡人账务的调整处理，从银行的角度来说，账单分期运营成本最低。账单日至最后还款日期间，持卡人将已出账单的金额办理分期。因此银行无需发展商户也无需投入 POS 机，持卡人可通过网银等自助办理，极大降低了运营成本。

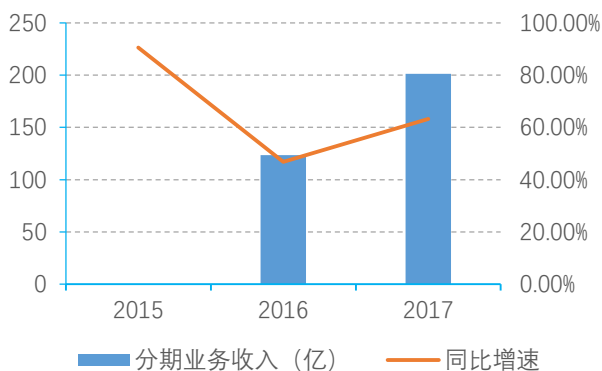
大额分期收益较高，是银行根据持卡人特定的大额消费需求结合信用资质，提供的分期贷款模式。当前各大商行力推汽车分期产品，汽车消费单笔金额高，信贷需求旺盛，已经形成信用卡分期付款与汽车金融公司贷款平分天下的局面。由于汽车分期业务涉及与大型汽车厂合作，大型商业银行往往具备更多优势，如工行、招行与大型汽车厂商合作，推出新车型“零手续费”等优惠。

当前银行还积极利用渠道优势，发展自家的网上商城分期购物。如农行的“购物易”、招行的“非常 e 购”、建行的“龙卡商城”等。

灵活分期是具体一笔消费已记账还未出账之前，持卡人申请直接转换成分期支付；现金分期是持卡人将信用卡额度转换为现金，并按指定期数分期归还；POS 分期是持卡人在与发卡行有合作关系的商场购物后，在结账前对营业员表明该笔消费需要分期付款，并选择分期期数后，由营业员在专门的 pos 机上刷卡的一种提前消费方式。持卡人在分期后根据对账单上金额按期支付，直至全部分期金额还清为止。

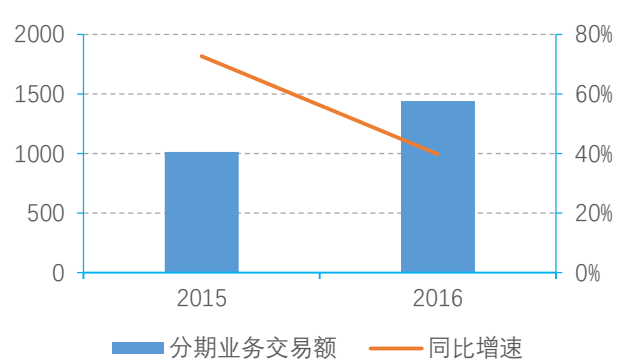
分期业务已成为中小银行弯道超车的重要途径。相比卡量大的全国性银行，中小银行想要实现信用卡业务的弯道超车，可以更多在产品定价上做文章，差异化定制分期产品利率，快速抢占市场份额。近几年，中信银行信用卡分期业务收入增速保持在 40% 以上，2017 年实现信用卡分期收入 201.31 亿元，同比增长 63.26%。

图 8：中信银行信用卡分期业务收入保持高速增长



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 9：中信银行信用卡分期业务交易额保持高速增长（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.1.3. 商户回佣，以量补价

刷卡回佣指客户刷卡消费，商家按交易额的一定比例向银行支付费用。一般来讲，发卡行、银联、收单行、商户、持卡人五者涉及信用卡消费的全过程，而这部分回佣通常是由发卡行、银联和收单行分享，曾长期处于 7:1:2 左右的水平。

我国信用卡刷卡费率较低，但由于交易量快速增长，形成了以量补价的局面。中国信用卡特约商户向发卡银行支付的手续费费率相对较低，大约为交易额的 0.5%，而发达国家普遍在 2% 以上。

表 2：我国境内银行卡刷卡手续费标准

商户类别	具体包含商户	发卡行服务费	银行卡清算组织 网络服务费	收单服务费基 准价
一般类	百货、批发、社会培训、中介服务、旅行社及景区门票等	0.55%，其中批发类封顶 20 元	0.08%，其中批发类封顶 2.5 元	0.15%，其中批发类封顶 3.5 元
民生类	超市、大型仓储式卖场、水电煤气缴费、加油站、交通运输售票	0.26%	0.04%	0.06%
公益类	公立医院、公立学校	0	0	按照服务成本收取
餐娱类	餐饮、宾馆、娱乐、珠宝金饰、工艺美术品、房地产及汽车销售	0.9%，其中房地产和汽车销售封顶 60 元	0.13%，其中房地产和汽车销售封顶 10 元	0.22%，其中房地产和汽车销售封顶 10 元

资料来源：国家发改委网站，天风证券研究所

注：1.单店营业面积在 100（含 100）平方米以下的餐饮类商户按一般类商户标准执行；

2.未在表中列出行业按一般类商户标准执行；

3.收单服务费为基准价，实际执行时上下浮动范围为 10%。

2016 年 3 月 18 日，国家发改委和人民银行发布了《关于完善银行卡手续费定价机制的通知》，从 2016 年 9 月 6 日起全面下调银行卡刷卡手续费，商户的刷卡手续费成本大幅下降。

表 3：银行卡手续费费率

项目	费率
收单服务费	市场价调节
发卡服务费	借记卡：不高于 0.35%（单笔金额不高于 13 元）
	贷记卡：不高于 0.45%
网络服务费	向发卡机构：不高于 0.0325%（单笔收费金额不超过 3.25 元）
	向收单机构：不高于 0.0325%（单笔收费金额不超过 3.25 元）

资料来源：《关于完善银行卡手续费定价机制的通知》，天风证券研究所

未来商业银行在商户回佣方面依然难以在“价”上有所作为。随着第三方支付机构的兴起，技术壁垒和市场壁垒均被打破，市场竞争白热化且缺少同一的规范，商业银行难以掌握“价”的主动权，但依然能够通过“量”的扩张实现这块收入的增长。

2.1.4. 其他收入，占比小难有大作为

年费收入即银行每年为提供信用卡服务而收取的一定费用。在 2005 年以前，年费收入在信用卡收入中的占比相对较高。但 2005 年以后，由于竞争的加剧，为抢夺客户资源各行纷纷推出首年免年费，以及在规定的期限内刷满一定笔数或一定的金额等就会免去年费等优惠，使得年费收入占比大幅下降。

年费收入占比呈现连年下降的趋势，目前各家银行的年费收入水平均处于非常低的水平。2014 年底浦发银行宣布，自 2015 年起，除部分提供特别权益的卡片以外，浦发信用卡旗下 50 多个产品都将无条件终身免年费。浦发银行的举措对其他银行的年费收取规定产生影响。我们预计未来银行或将从差异化产品定价入手，为高净值客户提供高价值服务，赚取一定的年费收入，而普通信用卡则不收取年费。

取现收入即银行预借持卡人现金而收取的手续费收入。多数银行信用卡取现手续费在境内按交易金额的 1%或 2%收取，而在境外根据网络不同，则一般需要在交易金额的 1%的基础

上加上一定金额作为取现手续费，亦或是直接按照交易金额的 3%来收取手续费，并且一般有最低费用的限制，远高于境内交易的手续费率。

惩罚性收入包括滞纳金、超限费。2017 年 1 月 1 日施行的信用卡新规取消了超限费，由发卡机构和持卡人协议约定违约金。滞纳金是指当持卡人在到期还款日前未及时归还账单最低还款，除了利息之外，对于最低还款额未还部分要收取 5%的滞纳金，最低收取 10 元人民币或 1 美元。超限费则是指信用卡超额透支所支付的罚金，但并非所有银行的信用卡都可以超额，而对于超出部分银行会收取相应的超额费，通常为超出额度的 5%且会按月收取直至还清。

2.2. 信用卡业务支出，考验综合经营能力

运营成本

运营成本是信用卡系统建立、维护成本等。信用卡业务涉及授信、营销、信贷审批、风险管理、后台管理、数据仓库、对账单、收款、管理信息和报表系统等。一般认为，150 万张流通活卡是经营基础，200-250 万张可以保证收支平衡，超过 300 万张则有可能实现盈利。

营销成本

营销成本指发卡行为促使客户使用本行卡片的促销成本。各大银行“跑马圈地”时期为了抢占市场份额，不惜投入大量资金营销，抬高了营销成本。

资金成本

资金成本指发卡行为持卡人透支消费所垫付资金而付出的成本，可以理解为信用卡贷款 FTP 价格。比如，A 银行信用卡贷款 FTP 价格为 5%，则当信用卡收益率高于 5%，则带来正的利差收入。

风险成本

风险成本包括坏账损失以及信用卡欺诈。

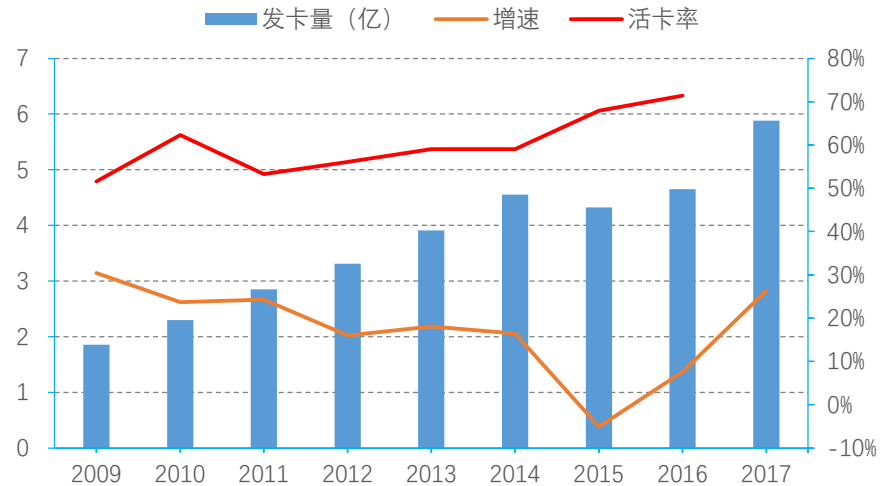
3. 信用卡业务大器晚成，进入发展快车道

根据人民银行 18 年 3 月份发布的《2017 年支付体系总体运营情况》，截至 2017 年末，我国信用卡人均拥有量仅 0.39 张。考虑到当前我国信用卡以持卡人以 20-59 岁的城镇居民为主，我们测算 20-59 岁城镇居为人均信用卡持卡量为 0.95 张。根据《2016 年中国支付体系发展报告》，2016 年末北京信用卡人均拥有量远高于全国平均水平，达 1.35 张，但仍低于美国人均 2.90 张的水平。

3.1. “跑马圈地式”发卡，总量可观人均仍较低

我国信用卡发卡规模大且增速较高，活卡率保持上升。近年来，随着消费升级以及居民消费观念的改变，我国信用卡发卡量保持较快增长。与此同时，商业银行也开始在信用卡领域精耕细作，推进差异化经营，推出有竞争力的信用卡产品及活动。根据《2017 年支付体系运行总体情况》报告，截至 17 年末，我国信用卡和借贷合一卡在用发卡数量 5.88 亿张，同比增幅达 26.35%；借记卡累计发卡量与信用卡累计发卡量之间的比例约为 10.39:1。根据《中国银行卡产业发展蓝皮书（2017）》，截至 2016 年末信用卡活卡率为 71.4%，在 2014、2015 年的基础上继续上升。

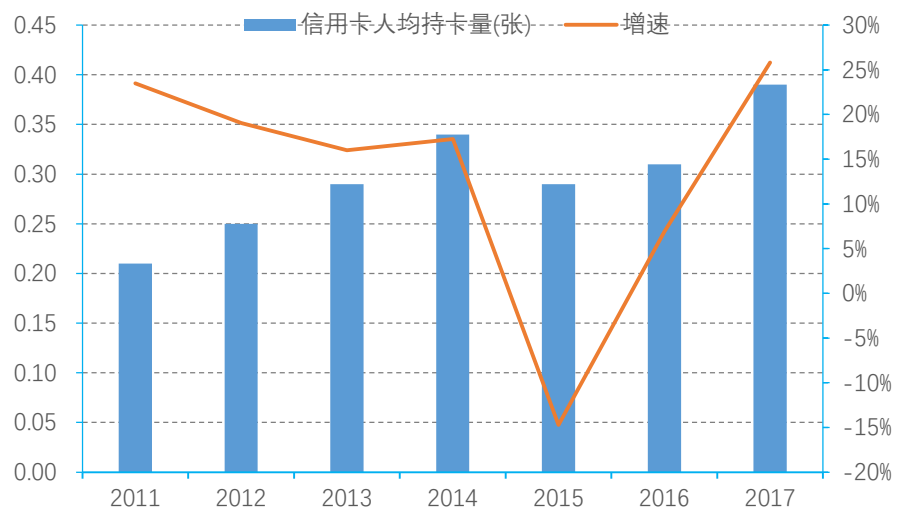
图 10：我国信用卡发卡总量巨大，活卡率持续上升



资料来源：央行《支付体系发展报告》，银行业协会《蓝皮书》，天风证券研究所

我国信用卡人均保有量仍处于较低水平。截至 17 年末，全国人均持有信用卡 0.39 张；2016 年末，北京信用卡人均拥有量 1.35 张；2015 年末，上海信用卡人均拥有量 1.01 张，远超全国平均水平，但仍与美国 2.9 张的人均拥有量存有较大差距。

图 11：我国信用卡人均拥有量提升，但仍处于较低水平



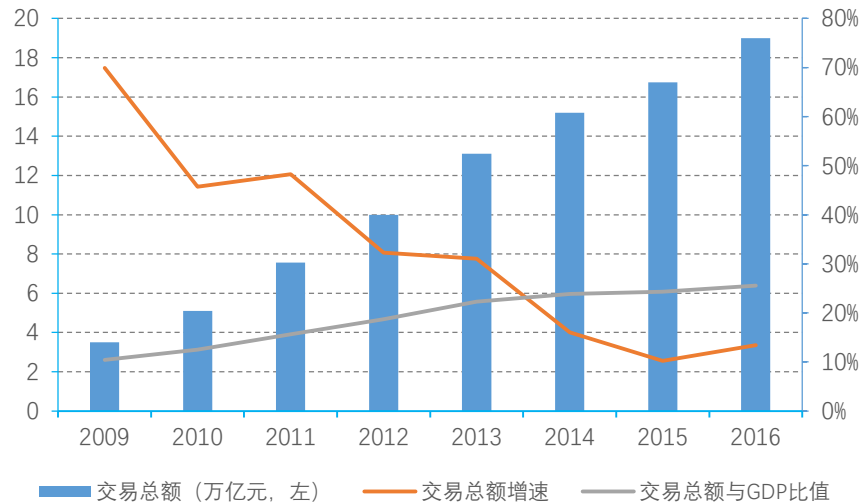
资料来源：央行《支付体系发展报告》，Wind，天风证券研究所

尽管截至 17 年末，我国信用卡发卡量已达 5.88 亿张，但我国人均信用卡持卡量仅 0.39 张，远低于同期美国 2.9 张的人均持有量。我们认为，随着我国城镇化进程的加快以及消费升级的推进，信用卡具有广阔的市场，信用卡总量及信贷规模有望持续较快增长。

3.2. 交易总额稳升，卡均交易额上升

我国信用卡交易总额增长较快。根据《中国信用卡产业发展蓝皮书》，2016 年我国信用卡交易总额已达 19 万亿元，同比增速达 13.4%。**信用卡交易额与 GDP 比值微升。**2009 年以来，信用卡交易额与 GDP 的比值实现了 10.4%到 25.6%的增长，表明信用卡使用频率提高，在居民消费中扮演更重要的角色，一定程度上也体现了信用卡对拉动居民消费、促进经济增长的作用。

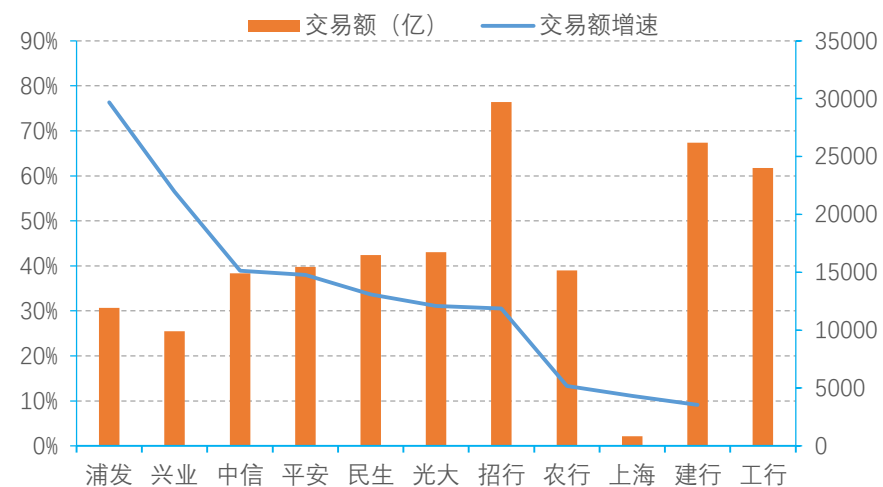
图 12：我国信用卡交易额逐年上升



资料来源：国家统计局，银行业协会《蓝皮书》，天风证券研究所

各行信用卡交易额增速分化。在 17 年披露信用卡交易额增速的上市行中，股份制银行增速普遍高于国有大行。2017 年，浦发银行信用卡交易额同比增速高达 76.33%，其近几年以信用卡为突破口大力发展零售业务的战略初见成效；招行在交易额规模居上市行首位的基础上依然实现了 30.56% 的增速。

图 13：2017 年交易额增速上市行分化大，浦发银行增速居首

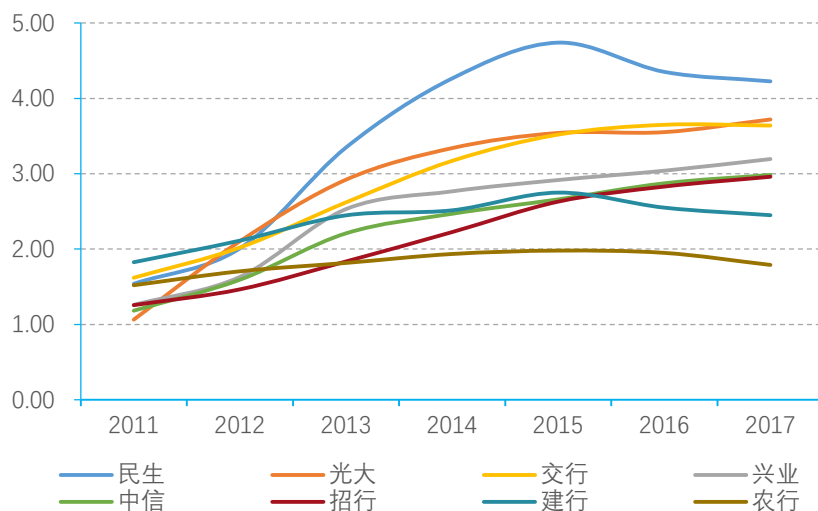


资料来源：公司年报，天风证券研究所

备注：建行和农行披露的是消费额增速，工行未披露增速

近年来各行卡均交易额上升，一定程度说明了信用卡活跃度的上升。信用卡卡均交易额是衡量商业银行信用卡业务价值的一个重要指标，是检验信用卡刷卡活跃度的标准。近年来，发卡量高的国有银行的卡均交易额增长幅度不大，而发卡量基数不高的股份制银行在 2011-2015 间卡均交易额基本实现了翻倍。2017 年，股份制银行的卡均交易额已明显高于国有银行，民生银行的卡均交易额达到 4.23 万元。

图 14：上市银行信用卡卡均年交易额持续上升（万元）

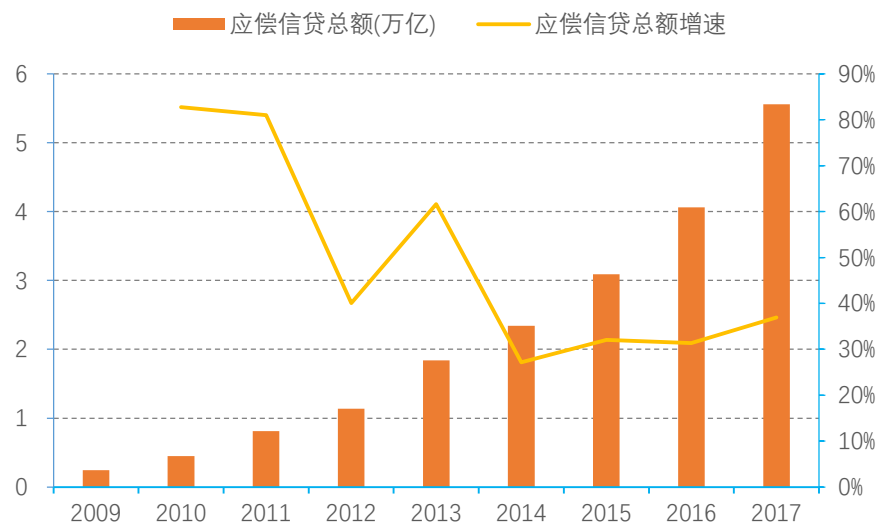


资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.3. 授信额与透支额齐飞，渐成零售贷款主力

信用卡信贷规模持续较快增长。信用卡信贷余额自 2009 年末的 0.25 万亿元快速增长至 2017 年末的 5.56 万亿元；自 2010 年，信用卡信贷增速保持在 20% 以上，2017 年末信用卡信贷余额同比增速达 37%，保持了较高的增速。

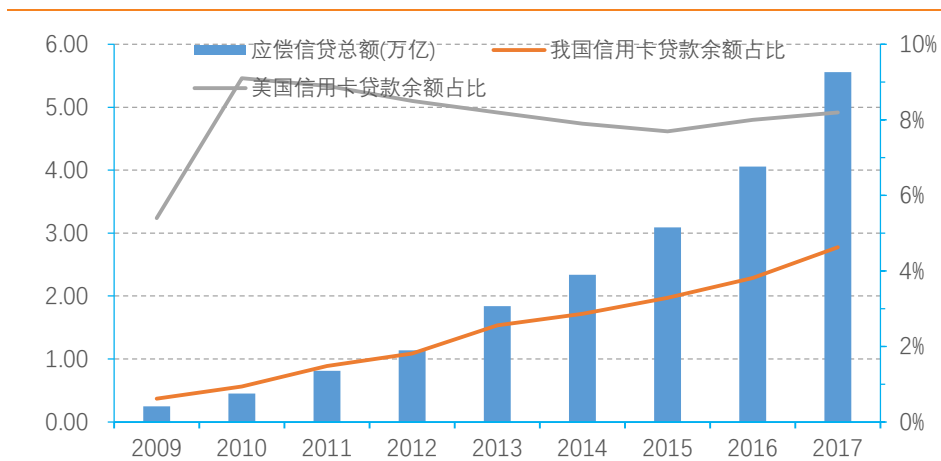
图 15：信用卡应偿贷总额稳定增长



资料来源：央行《支付体系发展报告》，Wind，天风证券研究所

我国信用卡贷款余额占比仍较低。尽管我国信用卡应偿信贷总额增长显著，贷款余额占比也由 2009 年末的 0.61% 持续提升至 2017 年末的 4.63%，但仍明显低于同期美国市场 7.81% 的占比水平。我国信用卡贷款投放潜力巨大，仍有很大的发展空间。

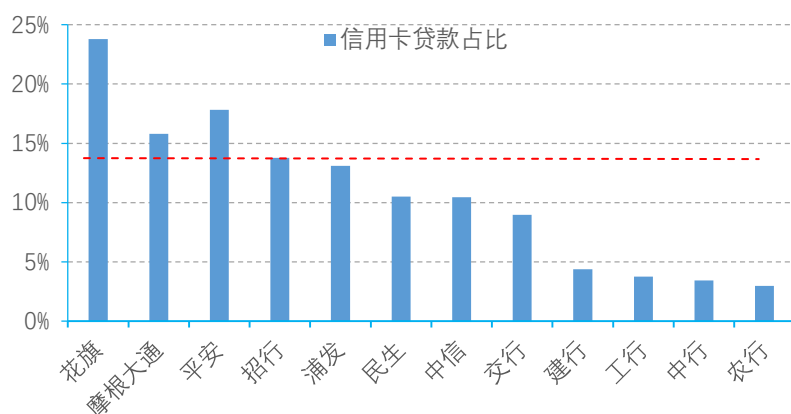
图 16：中美信用卡贷款余额占比对比



资料来源：Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

上市行信用卡贷款占比仍较低。截至 17 年末，四大行信用卡贷款余额占贷款总额的比重均不及 5%，股份制银行较高，尤其是“零售战略”银行。招行这一比例为 13.78%，但低于美国花旗银行（23.8%）、摩根大通（15.8%）的水平。

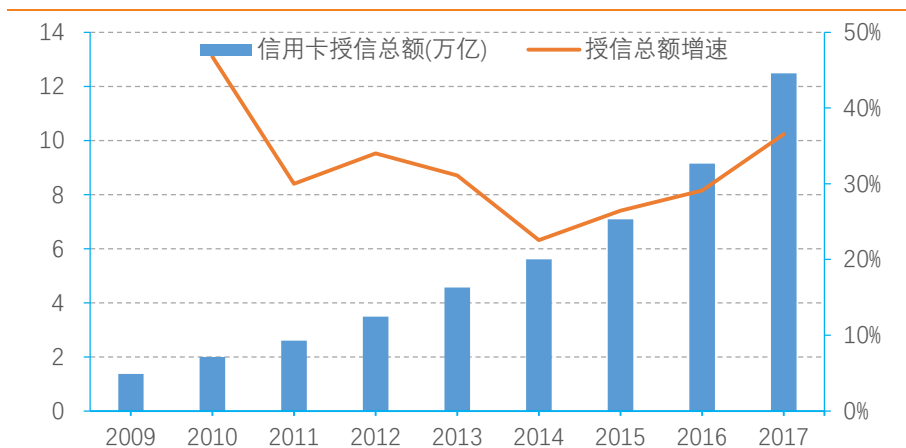
图 17：中美商业银行信用卡贷款余额占比比较（截至 2017 年末）



资料来源：Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

我国信用卡授信总额稳升。截至 17 年末，我国信用卡授信总额达 12.48 万亿元，同比增速 36.5%。随着经济发展及信用卡消费观念的普及，信用卡授信总额持续较快增长。

图 18：信用卡授信总额稳定增长

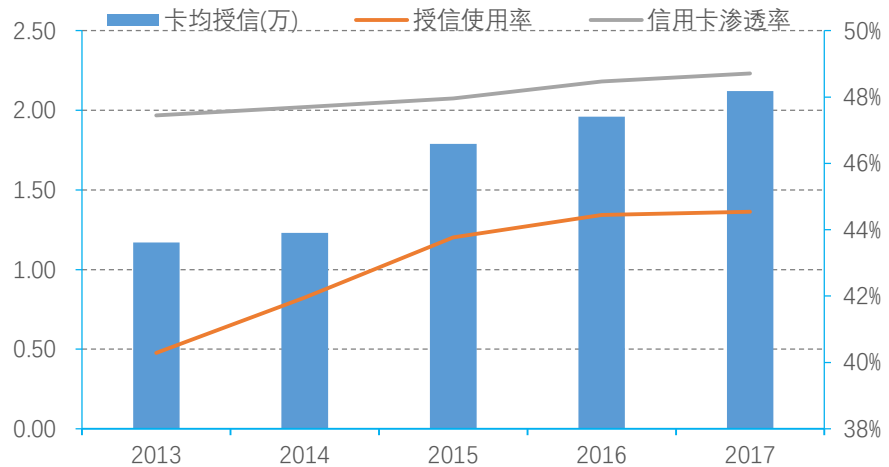


资料来源：央行《支付体系发展报告》，Wind, 天风证券研究所

我国信用卡卡均授信，授信使用率持续上升。2017 年信用卡卡均授信额度达 2.12 万元，

授信使用率达 44.54%，信用卡渗透率达 48.71%，同比微升。这表明信用卡消费成为更多人的，更经常的消费支付手段。

图 19：卡均授信额与授信使用率逐步提高



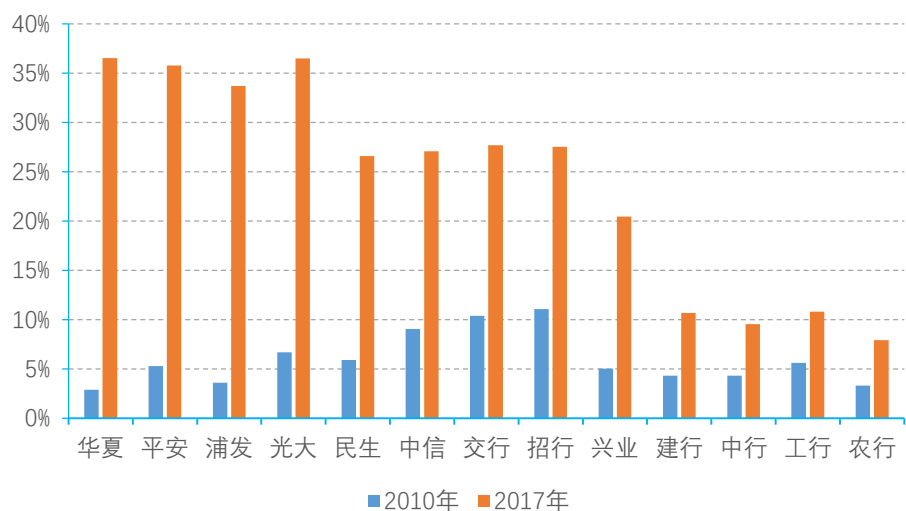
资料来源：央行《支付体系发展报告》，Wind，天风证券研究所

4. 上市银行竞逐信用卡业务，发力零售转型

4.1. 上市银行争相竞逐信用卡业务

信用卡业务渐成零售银行业务亮点，为银行零售转型的发力点。近年来，上市银行争相竞逐信用卡业务，信用卡贷款余额占零售贷款比重稳步提升。其中华夏银行由 2010 年 2.9% 的占比提升至 2017 年的 36.51%，提升幅度最大；平安、浦发、光大、民生这一比例也大幅提高至 30% 以上；四大行虽然总量占优，但零售贷款主要还是个人按揭贷款。

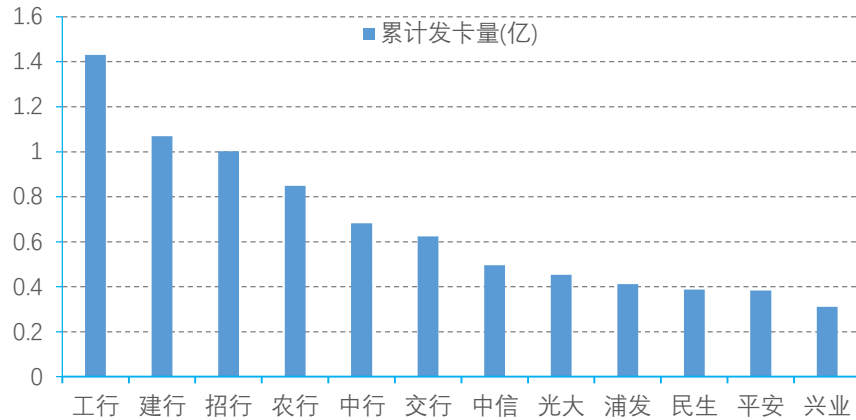
图 20：上市行信用卡贷款占零售贷款比重普遍提升，华夏银行提升最大



资料来源：公司年报，天风证券研究所

工行、建行、招行累计发卡量均破亿，居上市行前三。根据 2017 年上市银行年报，工行以累计发卡量 1.43 亿张居首，招行信用卡流通卡数 6245.68 万张，流通户数 4694.60 万户；浦发银行信用卡数 2700 万张，流通户数 2279.55 万户。

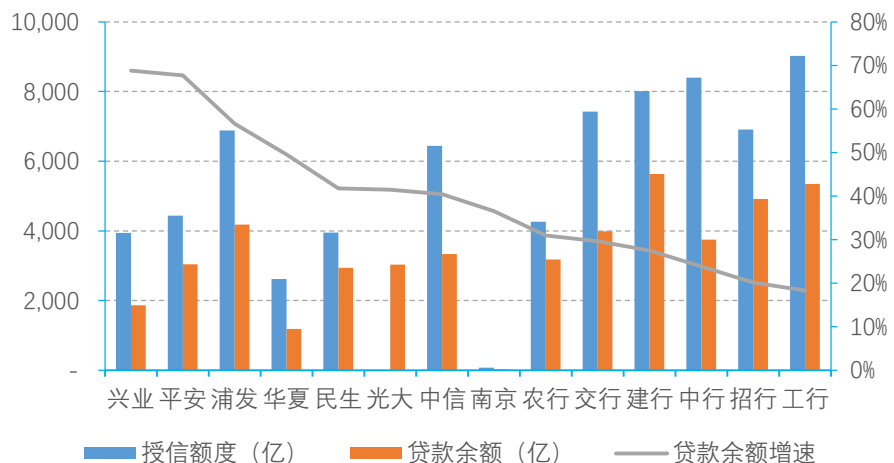
图 21：2017 年部分上市银行信用卡累计发卡量



资料来源：公司年报，天风证券研究所

股份行普遍发力零售转型，信用卡贷款增速较高。2017 年，信用卡贷款存量规模较大的国有行及招行信用卡贷款余额增速较低，浦发银行和中信银行则在较高基数的基础上依然实现高增长，增速分别为 56.61%和 40.45%；兴业和平安后期发力，增速均超 60%。

图 22：2017 年，股份行信用卡贷款增速较高



资料来源：公司财报，天风证券研究所

4.2. 以客户体验为中心，发力线上获客

发卡渠道持续从线下获客向“线下线上双通道引流”模式推进。大多数银行通过“网上申请，网点核身”模式大力推进信用卡申请电子化受理的普及。中信银行 1H16 披露其网申渠道累计申请客户量突破 750 万；17 年信用卡小程序进场微信，支付宝生活号成功升级，有效扩充了信用卡网络进件渠道，申请量同比大幅提升。

平安银行 17 年全渠道实现了在线申请方式，在线申请占比同比提升 25 个百分点。招行搭建信用卡全渠道客户关系平台，推进“粉丝-绑定-持卡”三环客户成长架构，17 年末信用卡第三方渠道（微信、支付宝、官方 QQ）粉丝量突破 1 亿。民生银行 17 年网申渠道获客成为信用卡规模拓展的主要途径，网申发卡量占新增发卡量的三分之二以上，网申首卡自动审批率近 90%。浦发银行副行长潘卫东在银行业例行新闻发布会上介绍，浦发选择“换道超车”的路径，信用卡业务发展迅猛，到 17 年底信用卡网上获客新增客户已达 70%以上。

搭建信用卡移动终端平台。截至 17 年末，已有 9 家上市银行搭建了独立的信用 APP，实现银行卡的一站式管理，同时为该行其他产品如消费贷、汽车贷、理财产品的交叉销售奠定了基础。

表 4：上市银行独立信用卡 app 情况

银行	APP	累计用户 (万)	年活跃用户 (万)	月活跃用户 (万)
招商银行	掌上生活	4743.79	4501.05	2732.57
中信银行	动卡空间			
浦发银行	浦大喜奔			
平安银行	口袋银行	4172		1482
交通银行	买单吧	3800		
中国银行	缤纷生活			
光大银行	阳光惠生活			
民生银行	全民生活			
北京银行	掌上京彩			

资料来源：公司年报，公司官网，天风证券研究所

开展多元跨界合作，锁定细分市场，发行联名卡有助于满足目标客群的特定需求，提升获客产能与客户体验。目前申请人数较多的有工银东航联名信用卡、建行唯品会龙卡信用卡、交通银行中铁网络联名卡、平安银行爱奇艺信用卡金卡、华夏爱奇艺“悦看”联名信用卡、招商滴滴联名信用卡、光大网易考拉银联信用卡、浦发美团点评信用卡等。同时银行携手热门 IP、互联网企业等发行主题卡，聚焦生活、娱乐等细分场景，打造专属权益。

布局校园贷，发行大学生信用卡。17 年 6 月，银监会、教育部、人社部联合印发《关于进一步加强校园贷规范管理工作的通知》，明确指出暂停网贷机构开展校园贷业务，鼓励商业银行为大学生提供定制化、规范化的金融服务。工行、中行、建行、农行、招行、浦发相继推出大学生信用卡，其中浦发银行信用卡联手校园 O2O 全生态链生活服务平台俺来也，以校园生活 O2O 消费场景为切入口，优惠范围涵盖外卖餐点、IP 产品以及品牌用品等深受大学生喜爱的消费领域，为学生群体提供便捷的一站式金融服务。

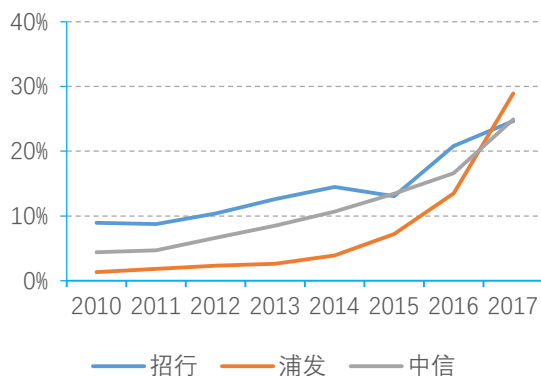
4.3. 信用卡收入贡献有多大？-细看招行、中信、浦发

4.3.1. 信用卡收入持续高增，渐成零售营收主力

信用卡业务对营收的贡献不断提高。近年来，由于信用卡业务盈利能力强劲，上市银行纷纷加大信用卡业务布局，谋求以信用卡为发力点，推动银行零售转型。而这其中，招行、中信、浦发勇立潮头，引领国内信用卡业务发展。

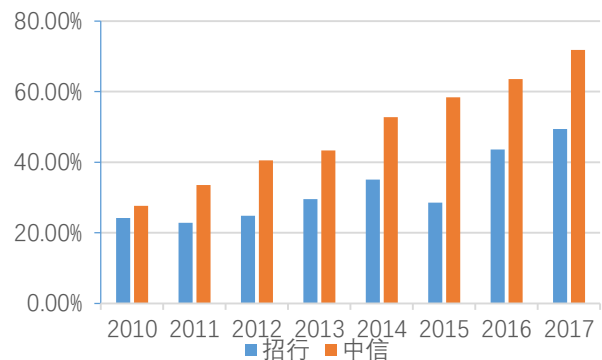
自 2010 年以来，招行、浦发和中信银行信用卡收入/营收占比均有较大提升，信用卡业务渐成营收主力。2017 年，浦发银行这一比例超过招行，高达 28.91%，这表明浦发银行近年来以信用卡业务为突破口“绕道超车”的战略卓有成效，信用卡业务已成亮点。

图 23：三家银行信用卡收入/营收比重上升



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 24：中信和招行信用卡收入/零售银行收入比重持续上升



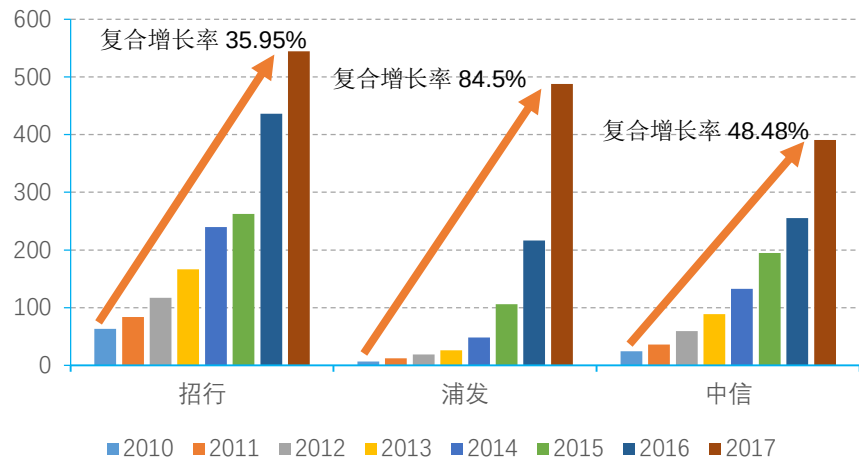
资料来源：公司年报，天风证券研究所

信用卡业务贡献零售银行营收半壁江山。近年来，信用卡收入快速增长，自 2010 年以来，

招行和中信银行信用卡业务收入与零售银行营收的比例持续上升；招行由 10 年的 24.2% 升至 17 年的 49.4%，中信银行则由 27.65% 升至 71.84%。在银行信用卡/营收差距不大的情况下，两者的差距反应了中信银行零售业务对信用卡依赖较大，而招行通过私人银行业务、财富管理业务实现了较为综合而多元的零售银行经营。

信用卡业务收入持续增长，浦发银行实现“绕道超车”。浦发银行 17 年信用卡业务收入 487.51 亿元，近三年同比增速均超过 100%，分别为 119.2%、104.8%、125%，**成功超越中信银行**。招行以 544.51 亿元的信用卡业务收入居三行之首，7 年来年化复合增长率 35.95%。中信银行 17 年信用卡收入 390.65 亿元，过去 7 年复合增长率达 48.5%。

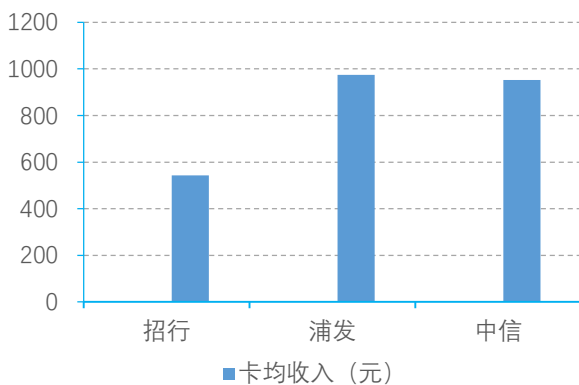
图 25：招行中信与浦发信用卡业务收入高增长，浦发增速高（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

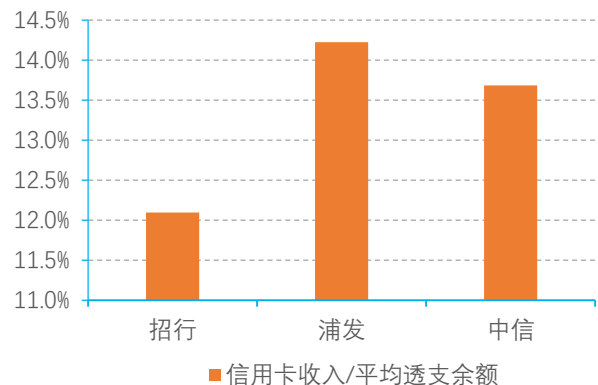
浦发信用卡卡均收入高，信用卡资产回报率高。17 年浦发银行卡均收入达 975.02 元，远超招行和中信。我们以信用卡收入/期初期末平均贷款粗略估计信用卡资产收益率，17 年浦发这一比率高达 14.22%。我们认为，浦发银行信用卡近年来力推分期及万用金贷款，带来较多的利息收入或分期手续费，有效地提升了卡均收入。

图 26：浦发银行卡均收入达 975.02 元居首（2017 年）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 27：浦发信用卡收入/平均透支余额达 14.77%居首（2017 年）



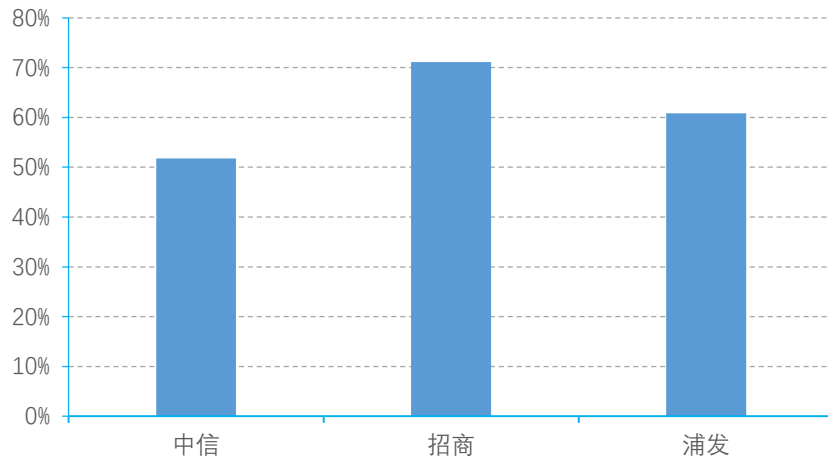
资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.3.2. 信用卡为招行零售业务亮点

招行为信用卡业务的先行者。早在 2002 年，招行便推出了集专业化服务的信用卡，为中国信用卡市场的先行者。截至 2017 年 6 月末，招行信用卡客户数达到 4111 万，累计发卡量达 8812 万张，流通卡数达 5192 万张，贷款余额 4560.86 亿元，仅次于工行和建行。

招行信用卡授信使用率较高。我们以期末信用卡贷款余额/信用卡授信额度来计量信用卡授信使用率。2017 年末，招行信用卡授信使用率达 71.12%，高于浦发和中信。

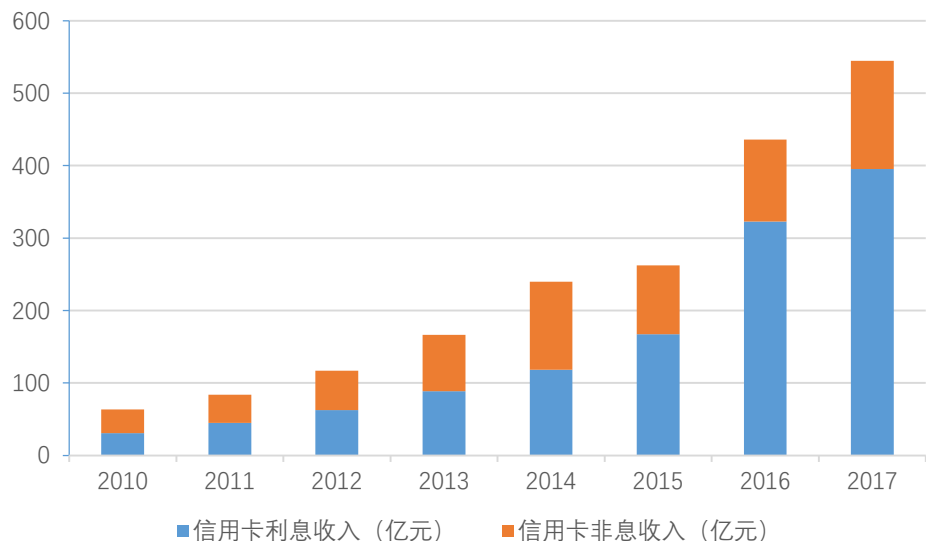
图 28：招行授信使用率达 71.12%（截至 2017 年末）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

招行自 15 年起将分期手续费其归入利息收入。招行 17 年实现信用卡利息收入 395.38 亿元，同比增长 22.44%；受益于交易量增长所带来的刷卡佣金收入增长，信用卡非利息收入 149.13 亿元，同比增长 31.75%。

图 29：招行自 15 年起将分期收入归入利息收入



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2017 年，招行信用卡业务收入达 544.51 亿元，与当年零售业务营收之比为 49.44%。可以说，信用卡业务为招行零售银行业务的主力。

5. 投资建议：信用卡大有可为，助力零售转型

业界普遍认为，发卡量 300 万张是信用卡业务盈亏平衡点。经过多年的“跑马圈地”，截至 2017 年底，15 家披露累计发卡量的上市银行中有 12 家发卡量超过 3000 万张，已经大幅超越盈亏平衡点。

我们认为，随着我国居民收入的提高，信用卡消费观念深入人心，上市银行信用卡业务发展处于快车道。大器晚成，2010 年前曾长期陷入盈利困境的信用卡业务迎来大发展时代，部分上市银行信用卡业务贡献零售银行板块近半营收。

我们认为，信用卡业务已成零售银行业务的发力点与主力军，也应当是零售银行战略的重

心。随着我国经济进入高质量发展阶段，消费升级的推进，信用卡业务仍有巨大市场空间。
信用卡业务，大有可为。

招行信用卡业务领先同业。作为高 ROE 的零售之王，招行 2017 年信用卡业务收入达 544.51 亿元，与当年零售业务营收之比为 49.44%。可以说，信用卡业务为招行零售银行业务的主力。我们认为，具备较好客户基础的招行在信用卡业务上已有一定护城河，“品牌经营，精耕细作”，未来发展空间大。

中信银行信用卡发力，关注中信银行 H 股。近年来，中信银行积极推动零售银行转型，信用卡业务发展较快，2010 年-2017 年间信用卡业务收入复合增长率达 48.5%。当前，中信银行 AH 溢价率超 40%，H 股估值仅 0.56 倍 PB (lf)，信用卡业务发力，息差走阔基本面有望迎来拐点，估值修复空间大。

平安银行后期发力，背靠集团有强流量接入（集团存量客户资源，陆金所、汽车之家等 app 入口，130 万保险代理人等线下入口），依托人脸识别、AI 等 Fintech 实现线上自动审批，依托大数据做风控，2017 年信用卡交易额、发卡量、信贷规模均高增长。我们认为，信用卡为平安银行零售转型的核心驱动力，有望带来较大的业绩弹性。

6. 风险提示

经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；存款成本快速抬升风险等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com