

资管新规重放松， “稳杠杆”正式开启

一、上周行情回顾

1、板块行情

上周，银行板块上涨 2.13%，领先沪深 300 指数（0.01%）2.12 个百分点，获得远超大盘的相对收益和聚堆收益。随着行业监管从“去杠杆”逐步过渡到“稳杠杆”阶段，银行股右侧投资机会来临。

上周五，监管政策密集，我们认为行业监管政策开始放松，《通知》和《银行理财新规》都在给市场传递信息，非标可以扩容。稳增长成为政策的要点，而在净出口下降，消费独木难支的背景下，投资支出的增加成为稳增长的重中之重。在融资市场中，存在融资供求方式的不匹配，成为制约投资支出的增长的主要矛盾。从而央行和银保监会的政策再次确认：银行理财资金可以增加非标资产的配置，这将满足实体融资需求，减少信用市场违约，增加投资支出。而且非标配置增加，将对银行资本的消耗小于信贷，同时也将增加信托贷款和委托贷款规模，从而在信贷和非标同时增长的背景下，实现社融的稳定增长。

监管政策破局，化解潜在信用市场风险，同时发挥增加投资支出稳增长意图。从宏观货币政策宽松，再到行业监管政策放松，银行业面对政策环境和行业环境在发生质的改变，短期内从流动性增加，风险降低，业绩回升的角度支撑银行股估值修复。但是，非标扩容对经济增长的效果依然有待观察，从而目前我们认为银行股修复空间为估值从 0.7 倍 PB 修复到 0.9 倍 PB。

我们之前提出：行业监管政策从“去杠杆”转变为“稳杠杆”，银行股右侧投资机会来临。而今，资管新规放松，行业监管政策转向再次佐证“稳杠杆”政策确立，再次强化我们的对银行股的判断，这次真的是“右侧机会”。请投资者高度重视目前点位的投资价值。

在面对外部中美贸易战不确定和国内信用市场过度紧张的背景下，国内宏观货币政策和行业监管政策在适度边际上放松，再加之 0.7 倍行业 PB 对应隐含的不良率为 14%，目前估值已充分反映市场对银行资产质量最为悲观的预期。

银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

发布日期：2018 年 07 月 23 日

市场表现



相关研究报告

- 18.01.08 银行业周报 99 期：去杠杆细化政策出台降风险，资金利率全线回落提估值
- 18.01.03 银行业动态：IFRS 9 落地，对银行业影响几何？
- 18.01.02 银行业周报 98 期：流动性至降利率，银行股确定性向上

总而言之，货币政策转向，同时行业监管政策也在边际转向，银行股估值已创新低，银行股右侧投资机会来临

另外，从国际比较来看，国内银行股估值已处于低位，随着行业景气度回升，银行业 ROE 稳步回升，PB 将逐步提高。我们的测算显示：18 年行业 ROE 合理中枢为 14.5%，对应的 PB 合理中枢为 0.9 倍。目前老 16 家上市银行 18 年 PB 只有 0.72，估值优势显著。

基于以上原因，中长期看好银行板块

2、个股行情

吴江银行 (7.98%)、成都银行 (7.13%)、江阴银行 (6.87%)、无锡银行 (5.96%) 排名靠前，中国银行 (-0.28)、交通银行 (-1.40%)、上海银行 (-2.79%) 排名落后。

3、每周一股

上周推荐的每周一股：工商银行，涨 2.05%，获得较高的相对收益和绝对收益。推荐理由：非标占比低、资本充足率高、零售转型优势显著、ROE 相对高。

其一：无论是境外内比较，还是境内同业比较，公司 ROE 均处于高位，但是估值相对较低；

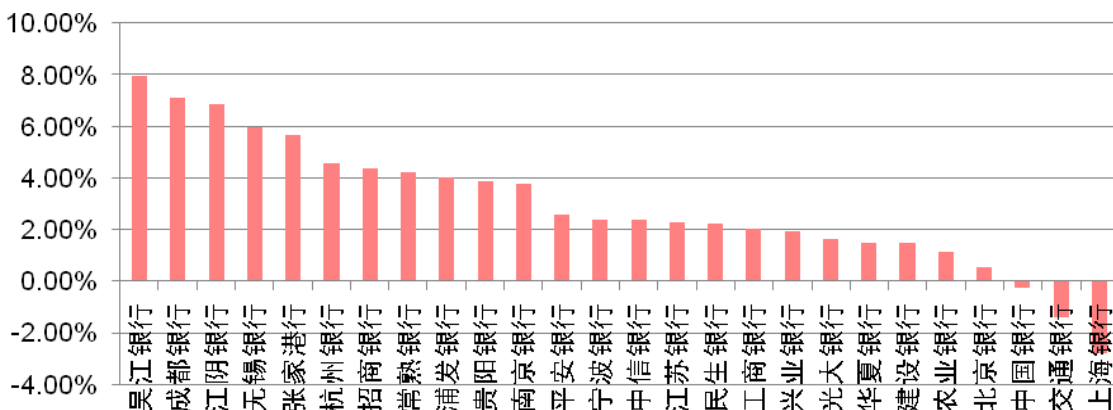
其二，成本优势明显，净息差弹性较大。2017 年公司净息差企稳回升 6 个 BP，在大行中最高，并超过预期；

其三，资产质量改善明显，拨备压力减轻。2017 年公司拨备覆盖率重回 150% 以上，资产质量各项指标均有明显好转。2017 年公司拨备前利润同比增长 9.14%，拨备压力减轻有助于业绩释放；

其四，零售业务持续发力，利润贡献提升。2017 年零售业务税前利润贡献提升 1.8 个百分点至 37.9%，未来三年公司拟将新增贷款的 50% 投向零售。

4、银行股周涨跌幅

图表1： 银行股周涨跌幅



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

二、本周专题：银行小微业务如何破局？——来自招行、民生的经验

小微业务不仅是商业银行服务实体经济的重要举措，也是零售转型工作的关键一环。然而，做好小微业务并非易事。目前，五大行由于体量大，在小微金融的规模上占据绝对优势。但从发展速度来看，股份行通过借鉴国外发展小微金融的经验，在小微业务上也有较大突破，正在成为小微金融的核心支持力量。本专题我们以国内小微信贷优势较为突出的招行、民生两家股份行为样本，来分析总结银行小微业务应该如何破局。

（一）小微经验之一——来自招商银行

2008年，招商银行设立国内首家小企业贷款服务的独立机构，亟待开拓500万元以下的小微市场。2009年，公司在全国范围内研发出个人经营信贷产品——生意贷。2012年，以零售业务见长的招商银行将“两小”业务定位为公司战略性发展业务，并**移植零售经营经验，探索“以个人贷款的方式开展小微企业业务，由有限责任转变成无限责任”的发展模式**。同年，招行实现创新升级，推出了小微专用银行卡——生意一卡通。截止2015年6月，招行小微贷款余额从2012年底的1820.12亿元增长为3314.93亿元，约增长了1.8倍。小微贷款余额占零售贷款的比重从2012年的26.36%增长至35.14%。

1、小微产品设计

“生意贷”是招商银行针对小微企业贷款需求特征而推出的创新服务产品。与传统批发金融产品相比，“生意贷”具有如下特征：

一是客户至需要办理一次手续，就可以获得永续的额度。只要客户信用和经营状况不出现负面变化，招行会依据客户实际经营情况给予授信额度续期，方便客户继续使用贷款授信额度，确保融资连续性。

二是针对小微企业经营者资金周转不确定性强的特点，为客户提供授信额度“循环使用”和资金“随借随还”功能，保证企业经营资金的充裕流动性。

三是办理生意贷的客户可选择开通周易转功能，直接通过POS刷卡、网上支付随时随地支付货款，并享受最长达50天的免息期。

四是根据企业经营者的实际情况设计灵活的担保方式，如抵押贷、配套贷、担保贷、POS贷、信用贷、一抵双贷等多个业务品种，满足小微型企业灵活多样的资金需求。

在借款方面，生意贷的申请简便灵活，客户不需要前往网点，只需要通过招商银行电子银行、电话银行等渠道，24小时随借随用，资金实时到账。在还款方面，生意贷可通过自助设备或者电子银行实现想还就还，随取随用的特点使得生意贷可大大节约贷款成本，降低企业的经营成本和财务成本。

2、风险管理方式

小微企业平均寿命较短，风险程度较高。在以大数定律为核心的小微经营理念指导下，**招行生意贷的风险控制突破原来只注重单笔或单户的传统公司业务的信贷风险控制，现在更加强了整体风险的控制，这与其以批发方式做小微企业信贷业务的思路一脉相承的**。招行运用大数定律计算出某一行业风险概率的大小，据此甄选出生意贷进入的行业，例如将生意贷的客户定位于风险较小的大消费、物流等行业，进行集群授信、批量营销。在实现小微企业信贷支持批量化发展，获得规模效应的同时，通过行业选择和客户选择实现生意贷风

险的有效控制。

在风险控制机制上，招行明确总-分-支三级机构的风险管理责任。对生意贷的系列产品采取区别管理，将产品分为标准产品和非标准产品，针对不同的产品实施有差异的风险控制机制和贷款的流程。除此之外，还通过改善贷款的申请流程来实现某些因素导致的操作风险和降低运营成本。

此外，招行借助自身强大的零售客户群和 SAS 数据分析技术，以及借鉴信用卡信贷模式的思路开展小微信贷，建立个贷评分卡，依据个贷评分卡对企业主的信用记录，后台自动化系统自动做出判断，进一步确定是否予以授信及授信额度。这些风险管理方式的运用为生意贷实现较低的不良率起到了积极的作用。

（二）小微经验之二——来自民生银行

民生银行创立初期在战略定位上有过转型，从 2000 年初客户定位为大型国有企业到 2006 年后定位为小微企业。其转型路径是对公业务入手，由于公司主要对公客户为民营企业，这些民营企业上游有供应商，下游有经销商，而这些企业主要就是由小微企业构成。因此可以以此为突破口，批量发展小微贷款业务。进一步地，以核心企业为中心形成供应链金融。此外，小微企业主可以发展成为私人银行的客户，企业管理层也是财富管理的潜在客户。民生银行通过给企业代发工资，也有利于提高中间业务收入。通过这种“对公——小微——大零售”的路径，民生银行正在以小微企业的视角来做大零售业务，实现业务转型。

1、小微产品设计

2009 年 2 月，民生银行正式推出小微企业贷款业务，核心产品为商贷通，是一款为个体工商户、小型企业主及微型企业主提供贷款服务的产品。商贷通产品的主要特色将原本属于公司业务的小微企业贷款业务，转移到零售部门，审批的重点结合了企业主的个人资信状况。

在商贷通产品设计上，主要通过规划来实现更高的效率。民生银行通过前期对特定行业的深入了解，使得商户的申请仅仅通过受理与审批、抵押、放款使用三个主要环节便可实现。通过多种担保方式的整合来满足客户的不同情况，配以更高的额度支持。对强担保配以一定的授信额度，在这个限额和期限内，提供信贷产品以满足客户日常消费和经营周转需求。通过灵活的产品设计，小微企业可以根据自身的生意周期，只须在资金需求期进行贷款，不需要全年贷款，大大节约了小微信贷的融资成本。

2011 年开始，民生银行对原有的“商贷通”进行了全面升级，不仅包含贷款业务，还延伸到结算、代收等中间业务，以期以此来增加客户的粘性，带动其他业务收入的增长。具体变化表现在：

（1）扩展了业务范围。由过去单一的信贷业务向全面的专业金融服务转变。此外，从挖掘小微企业的需求转向小微企业主的需求，通过流程体系的设计，以小微企业主为起点，延伸到家庭、亲友圈、商圈伙伴到产业链，打造专业的零售银行模式。

（2）优化产品结构。通过在审批环节做足工作，民生银行能够满足小微企业多样化的担保需求，如加大信用和保证等担保方式的比重，使得更多有发展前景但是鉴于现状无法提供抵押物的小微企业获得金融支持。

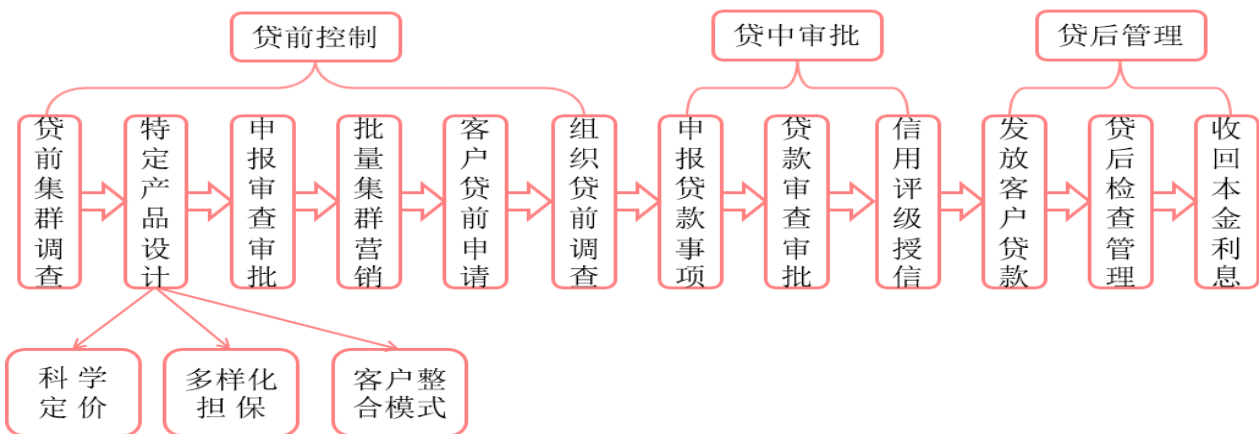
（3）优化运营模式。由于小微企业贷款频率高和成本高的特点，加快审批流程是小微企业业务成功的关键因素之一。民生银行小微金融推出了三个基础平台来实现这个目标，即“客户营销”、“小微信贷工厂”和“售后服务”。在客户营销上，制定了先咨询，再体检，后签约的标准化开发流程。在信贷审批上，启用新的小微企

业管理信息系统，使其有更多的基础数据来对风险进行量化分析和有效评估。在售后服务上，将一部分支行作为专业服务机构，建立专门的团队，提升服务质量和挖掘客户的潜在需求。

2、风险管理方式

由于预防成本总是大大小于事后成本，民生银行把主要重点放在贷前控制上，尤其是有针对性的产品设计，可以在很大的程度上减少风险。

图表2：民生银行小微信贷流程



资料来源：中信建投证券研究发展部

(1) 贷前集群调查。在进入小微企业贷款时，民生银行会对进入行业做详细的尽职调查，尤其是对创业初期的小微企业，不仅仅只看财务报表，还要更深入挖掘该行业的盈利模式，摸透实际利润来源。通过这样的集群调查是民生银行确保贷前风险的重要举措。

(2) 特定产品设计。

传统公司贷款“成本加成”的定价模式，需要客户的风险评级和债权评级，并需给出贷款违约概率和违约损失率，这些都是单个小微客户难以精确得到的，并且成本较高。因此，民生银行基于“大数定律”和“价格覆盖风险”原则，在较低的模型研发成本下，实现较为有效的差异化的小微产品定价。在“大数定律”成立的条件下，个体客户之间的风险可以有效对冲，贷款组合的风险接近于预期贷款风险。对于非预期风险，就可以根据不同的宏观环境给予一定的风险溢价来覆盖。

小微信贷难的另外一个点是无法提供充足抵押物。在初期，民生银行也是以抵押或强担保来规避违约分析，这也导致无法形成差异化的竞争优势。随后，民生银行通过大量调研，深入各个行业产业链的经营模式和结算模式，并通过其他渠道（如政府等）来获取更多的信息，使得民生银行有更大的空间去接受小微企业的弱担保。

此外，民生银行通过客户整合的模式，如在产业链内部通过核心企业担保或小微企业互保的方式来替代强担保，实现整个产业链上无数小微企业贷款风险的相互捆绑，或与产业链核心企业的捆绑。

(3) 申报审查审批。民生银行在国内率先推出独立评审体制，取消分支行对贷款业务的审批权，转而由特定行业的专家组成的审批团队进行评审，实现审贷分离。

（三）国内股份行小微信贷业务的经验总结

通过以上两家银行小微业务开展的梳理，我们总结了如下几点小微信贷破局中值得借鉴的关键点：

1、从自身的发展优势与特色入手。

民生银行与招商银行的小微金融的一个共同点在于把小微企业贷款分类到零售业务中去，而非公司业务。民生银行的前期优势在于“民营企业的银行”的定位，而招商银行的优势在于零售业务。因此，在发展小微企业金融的道路上，两家银行均从自身的优势入手，民生银行用小微企业的视角做大零售，招商银行则用零售业务的思维做小微贷款。

2、设计独立的有针对性的小微信贷产品

民生银行主要是商贷通和小微金融这两个产品，而招商银行是生意贷和生意一卡通。这些产品都是脱离原有对公业务而专门针对小微信贷“短、频、急”特点设计的。

3、充分利用大数原理，注重事前管理

在小微信贷风险管控上，充分利用大数原理是关键点。无论是从成本上的考虑，还是从风险上考虑，小微贷款的风险管理应该是基于行业群体（或整个产业链）的管理，而仅仅对单个企业的管理。同时，风险管理从小微信贷进入开始就已经实行，在是否进入某一行业时，招行与民生均做了充足的调研工作。同时，风险管控工作是全流程的主动式的管理，对各个行业预期的贷款风险情况均做了前瞻性的判断，并体现在定价中去。

此外，我们也可以看到招行与民生在风控上的不通电。招商银行主要利用评分卡技术，给企业主信用评分并给予一定授信额度，小微企业贷款的难点是企业管理不规范、财务信息不健全，招行的生意贷却避开了这一点，直接通过评估企业主个人资信状况并授信的方式完成。民生则是通过对行业的深入调研，利用各种客户整合模式来降低信息不对称，然后对行业内的小微企业进行批量授信。相对招商银行对企业主的交易记录数据进行分析，民生银行的成本无疑更高，但是招商银行的模式不利于客户的大量开发，只能作为零售业务的一个衍生业务。

4、“信贷工厂”模式的批量营销

在审批流程化上，民生银行和招商银行都是参照了富国银行的“信贷工厂”模式。同时在客户开发商，都是采用商圈和产业链的集中批量营销。

5、积极探索信贷以外的小微综合金融业务

在经历了3年左右的调整期后，民生银行小微金融已经不仅仅是信贷业务，还包括财务管理、结算、保险、投行等综合化的金融服务。这些业务风险较低，在增加客户粘性的同时也带来更多的中收增长。最新交流数据表明，民生银行2018年5月份非利息收入增幅达63%，6月份达58%。在未来三年内，公司目标是实现贷款以外的综合服务收入占到小微收入的50%。

三、金融科技专栏：平安银行内孵 KYB 服务体系助力中小企业融资

近年来，国家不断倡导金融机构加大对中小企业的金融扶持力度，而随着金融科技的不断发展，商业银行在产品上不断推陈出新，为中小企业量身定制的金融产品愈加丰富。

7月18日，平安银行在2018中国普惠金融展上，向机构与企业展示了内部孵化成果：KYB中小企业数据征信金融服务体系。该体系通过全新的流程化服务，借助发票贷、税金贷、产业链融资项目等产品进行落地，为中小企业解决融资难问题。这是平安银行近年对公业务向价值和品质驱动转型的落地成果，也是在“金融+科技”双驱动的战略布局下，响应国家政策助力实体经济发展的的重要举措。

未来对公盈利增长点

KYB是know your business的首字母缩写，是中小企业数据贷的简称。它是平安银行针对中小企业客户发行的首款线上化网络融资产品，摒弃了中小企业贷款的固有模式，构建了一套高标准、重实用的中小微企业数据融资服务体系。KYB模式就是要打造小企业数据征信平台为核心的线上化模式，未来有望成为对公业务的盈利增长点。

缓解中小企业融资难

事实上，KYB中小企业征信数据贷款不仅实现了线上服务的便捷、银行竞争力的提高，更为破解中小微企业融资缺少抵押物难题带来新的模式。这不仅让小微企业获得贷款的几率大大增加，其全流程的线上服务模式，也为银行降低了大量成本。这对于银行业而言，在为中小微企业提供金融服务上有着重要的借鉴意义。

根据平安银行介绍，目前，KYB系统已实现网申网贷、即时审批，无抵押无担保，且可随借随还。广大中小微企业主作为小企业经营性贷款的申请主体，还可以在该平台享受到叠加的各类金融服务。此外，平安银行积极响应国家政策，结合“光伏养老”“光伏扶贫”“发电收益权质押”等模式，潜心研究，推出KYB“光伏贷”项目，全面支持分布式光伏产业发展。今年1月，顺利完成首笔放款，为农户采购分布式屋顶光伏设备提供信用贷款支持。该项目在银行业开创了线上光伏贷业务模式的先河，也是平安银行践行“精准扶贫，推动互联网金融下乡”战略部署的一次有效尝试。

四、市场资金利率跟踪：同业资金利率全部下降

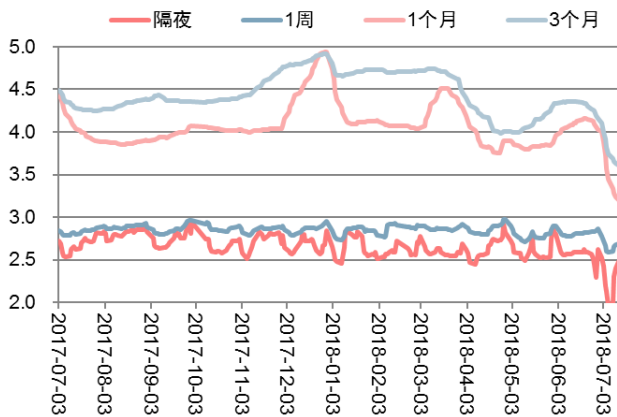
上周，我们观测的Shibor利率全部下行。隔夜、1周、1个月和3个月Shibor利率分别下降13.40、1.10、2.50和7.70个BP至2.3460%、2.6750%、3.1830%和3.5360%。

银行间同业拆借利率同样也是全部下行。1天、7天、1个月和6个月同业拆借利率分别下降12.81、4.89、55.52和16.00个BP至2.3967%、3.2028%、2.4449%和4.0000%。

国债到期收益率出现分化，短期下降，而长期上升。6个月和1年国债到期收益率分别继续下降0.26和1.45个BP至2.9020%和3.0626%，而5年和10年期国债到期收益率分别上升3.49和2.23个BP至3.2925%和3.5130%。

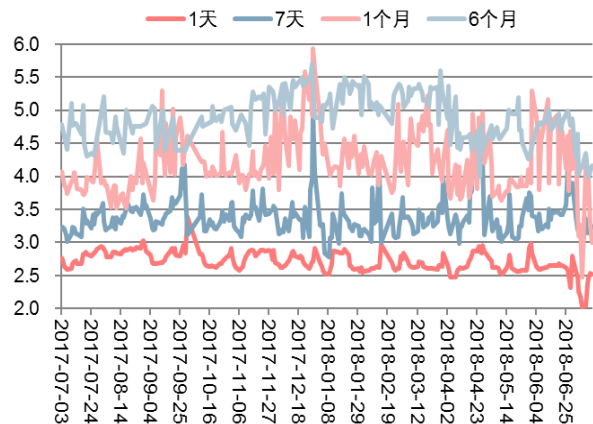
银行理财预期收益率方面，上上周数据显示，1周、1个月和6个月理财产品预期收益率分别下降 12.22、5.91、和 3.94 个 BP 至 3.98%、4.63%和 4.84%；仅 1 年理财产品收益率上升 1.89 个 BP 至 4.93%

图表3: Shibor 利率 (%)



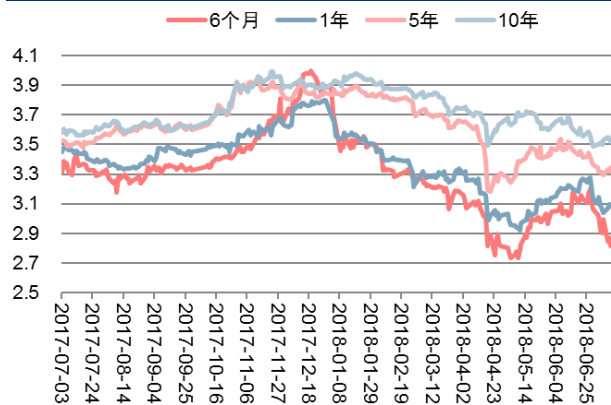
资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表4: 银行间拆借利率 (%)



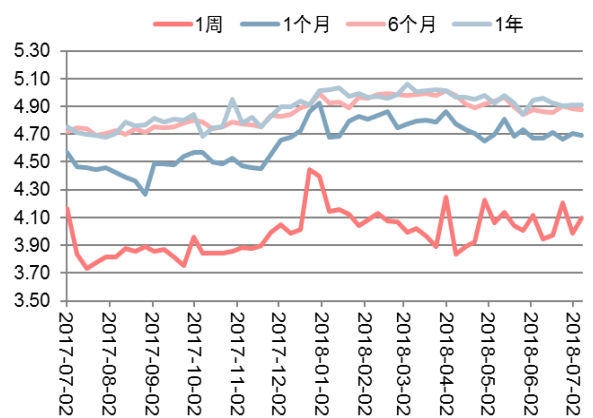
资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表5: 国债到期收益率 (%)



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表6: 理财产品预期年收益率 (%)



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

五、政策面分析:

(一) 央行新增 MLF 资金支持贷款投放于信用债投资简评:《“稳杠杆”措施启动, 缓解信用收缩风险》

事件:

7 月 18 日晚, 网传央行近日窗口指导银行, 将额外给予 MLF 资金, 用于支持贷款投放和信用债投资。其

中，较月初报送信贷额度外的多增部分给予 1:1 给予 MLF 资金，多增部分为普通贷款，对 AA+ 及以上的信用债投资（必须为产业类）按 1:1 给予 MLF 资金，AA+ 以下的按 1:2 给予 MLF 资金。

简评：

1、背景之一：缓解实体经济的“融资贵”与“融资难”。

去年如火如荼的“金融去杠杆”固然取得不菲的成绩，但也为实体经济融资成本高企埋下祸根。其传导渠道既包含“价”，又包含“量”。“价”上主要是银行负债端成本向资产端的传导，从而导致实体企业的“融资贵”；“量”上则是指银行整体资产风险偏好降低带来的信用收缩，从而导致实体企业的“融资难”。

此前的两次降准是在“价”的角度来降低实体企业融资成本问题，即降低银行负债压力来缓解对资产的传导。而此次给予银行额外的 MLF 资金支持实际上就是从“量”的角度来稳定银行信用收缩趋势，鼓励银行增加对实体企业的信贷投放力度。

2、背景之二：社融结构大调整，表外融资收缩后也需要其他融资渠道来弥补。

2018 年上半年新增社融 9.1 万亿，比去年同期下降 18.52%，比前年同期低 6.7%，其中表外融资净减少 1.26 万亿，这部分的融资需求要么由银行信贷融资来满足，要么通过信用债、权益融资来满足。此次央行使用额外 MLF 资金来鼓励信贷投放和信用债，也印证了我们在 6 月信贷数据简评中的判断，认为“全年新增信贷规模必将扩容 1-1.5 万亿”。在信用债融资方面，上半年仅新增 1.02 万亿，虽然高于去年同期，但距离 2015、2016 年全年新增近 3 万亿仍有不少差距。此次央行对信用债的支持也是有利于降低信用债的发行难度，尤其是 AA+ 以下的信用债。

3、背景之三：防止企业融资链条断裂引发的系统性风险

在银行信用收缩，表外融资渠道受限的情况下，上半年局部企业爆发了“信用债违约事件”。虽然目前这只是个别企业出现的问题，但若不加以预防，很可能因为“恶性循环”导致系统性大规模风险的爆发，即通过“银行信用收缩——企业信用债违约——银行信用进一步收缩——企业信用违约进一步扩散——”的方式。

预防这种系统性风险爆发的可能性就需要切断链条中的某一环节，在非标、通道、影子银行等监管大趋势不可逆转，企业杠杆率短期难以下降的情况下，避免银行信用过度收缩就成为“唯一解”。

4、政策影响几何？

总体上，我们认为央行此举主要意在缓解银行信用收缩的现象，属于“稳杠杆”政策，后续类似政策还会陆续出台，也进一步表明央行对“守住不发生系统性金融风险底线”的重视，这对于缓解当前时点下市场对宏观经济和金融风险的担忧十分重要。

对中小银行的边际利好程度要大于大行。主要有两个方面的原因：一方面，中小银行负债来源较小，压力较大。在该政策下中小行能够获得额外获得 3.3% 的 MLF 资金，负债渠道增加了，同时其高资产定价能力也能够实现成本上的覆盖；另一方面，相对于大行，中小行普遍面临信贷额度限制，因此中小银行更容易实现信贷投放量上的突破。

（二）资管新规执行通知出台：《又一个“稳杠杆”政策，理顺资金供求渠道》

事件

7月20日，央行出台《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，在以下几个方面对资管新规新规执行中的问题予以明确：①公募可以投符合资管新规要求的非标；②老产品可投新资产；③现金管理类理财和半年以上定开以摊余成本法计量；④对于过渡期结束后难以消化的存量非标，可以转回银行资产负债表内，MPA考核将调整参数予以支持。同时，为解决表外回表占用资本问题，支持商业银行通过发行二级资本债补充资本。

简评

1. 公募产品可以投一部分非标

《通知》明确了公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票外，还可以适当投资非标，但应当符合“资管新规”关于非标投资的期限匹配、限额管理、信息披露等监管规定。据一名银行资管部高层表示，目前银行新的理财产品投资非标资产的，备案时必须明确为私募类型产品，公募产品即使期限匹配也不予通过备案。由于非标大幅受限，实体经济融资受影响严重，若能放开，将会增加社会融资渠道，带来流动性的改善。

2. 老产品可以投新资产

在“资管新规”的规定中，老产品可以继续投资老资产，但是对于老产品能否投资新资产没有明确。现在考虑到市场需要扩大融资渠道，《通知》明确允许老产品投资新资产，但这些新资产应当优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业的融资需求。过渡期两个月以来，符合监管规定的产品发行规模和增速不达预期，老产品投资新资产，同样将带来融资渠道的增加和流动性的改善。

3. 银行现金管理类产品和6个月以上定开产品实行摊余成本法估值

定期开放型理财产品为银行理财资金池类产品改造的主要出路，投资者自然会将其与资金池报价类产品比较，定期开放申赎意味着产品需定期公布净值，若使用市值法，会造成投资者的申购成本和持有收益随市场波动而波动，一旦出现净值大幅波动，投资人大量赎回，同时由于定开产品是信用债重要投资主体，会带来信用债市场的抛售压力，导致债市动荡。因此，对于现金管理类产品和定开产品实行摊余成本法有利于其避免因投资人大量赎回带来的压力，增强银行该类产品的竞争力。

4. 为解决表外回表占用资本问题，支持商业银行通过发行二级资本债补充资本；对于过渡期结束后难以消化的存量非标，可以转回银行资产负债表内，MPA将调整参数予以支持。

“资管新规”要求，资产回表不能在2020年前一次性回表，必须逐年分批次进行，而回表的资产需按风险权重计提资本，对银行的资本补充产生巨大压力，而当资本补充的速度无法跟上资产回表的速度，必将给银行贷款投放也带来一定程度的压力。因此，如何补充资本是表外回表过程中银行面临的问题之一，而此次执行通知将对银行补充资本的措施予以明确，即支持商业银行通过发行二级资本债补充资本。

另外，从目前看，资产回表进程并不令人满意。表内信贷难以承接表外融资的局面仍在继续，大部分表外融资需求难以向表内转移，是拖累社融的主因。而且，按原来新规的规定，各家银行均有在过渡期内无法自然

到期的产品，尤其是一些长期限股权类产品和投向特殊行业比如“两高一剩”领域的产品，这部分产品期限很长并且难以通过回表或者其他渠道化解，而《通知》对这部分产品的回表问题也做出了安排，对于过渡期结束后难以消化的存量非标，可以转回银行资产负债表内，人民银行在 MPA 考核时将合理调整有关参数予以支持。将减轻银行的回表压力和实体经济的融资压力。

（三）理财新规简评：《非标回表压力骤减，理财规范稳步推进》

事件：

7月20日晚，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》）。

简评：

1、《办法》主要内容与法律定位

《办法》与“资管新规”保持充分衔接，其主要内容包括：

一是实行分类管理，区分公募和私募理财产品，同时根据投资性质不同还可以分为固定收益类、权益类、商品及金融衍生品类和混合类理财产品，并以投资比例 80%为界；二是规范产品运作，实行净值化管理；三是规范资金池操作，防范“影子银行”风险；四是去除通道，强化穿透管理；五是设定限额，控制集中度风险；六是控制杠杆，有效管控风险；八是加强理财投资合作机构管理；九是加强信息披露，更好保护投资者利益；十是实行产品集中登记，加强理财产品合规性管理。

关系定位上，《办法》作为资管新规的配套实施细则，主要使用银行尚未通过资管子公司开展理财业务的情形，即需同时满足资管新规（为主）和《办法》；而在《办法》正式文发布后，银保监会还会出台《商业银行理财子公司管理办法》，作为《办法》的配套制度，其监管规定将于其他同类金融机构总体保持一致。

2、与资管新规的相比，《办法》的新增点

一是下调了公募理财产品销售起点从 5 万元至 1 万元。该条既呼应了普惠金融的要义，也有助于吸收更多社会闲置资金，降低净值化对零售理财规模的影响。银保监会数据显示，2018 年 5 月银行非保本理财余额为 22.28 万亿，与 2017 年底的 22.17 万亿差不多，但 6 月末降至 21 万亿，环比下降 1.28 万亿。

二是明确现金管理类理财产品在过渡期内可以暂时采用货币基金估值方法核算。按照《货币市场基金监督管理办法》的规定，货基可以采用摊余成本法估值，因此现金管理类理财若采用摊余成本法估值有助于减少净值波动，降低潜在的客户赎回风险。同时，考虑到货基在采用摊余成本法的同时，也要在与公允价值偏离度大的时候修正估值（大致在 0.5%水平）。因此，即便过渡期结束后，也不会对现金管理类产品估值带来冲击性影响。

三是明确规定“过渡期结束后，对于因特殊原因而难以回表的存量非标准化债权类资产，以及未到期的存量股权类资产，经报监管部门同意，商业银行可以采取适当安排，稳妥有序处理”。该条是资管新规精神不变下的最大放松之处。非标资产回表的难点在于对银行本金的消耗，当前银行体系资本并不充裕，在银行估值偏低的情况下，外源融资也存在难度。因此，该条规定有助于极大缓解此前市场担忧“非标无法回表下，银行会集中处置，从而引发系统性风险”的情形。

四是现行银行理财业务监管制度规定公募理财产品只能投资货币型和债券型基金,《办法》放开了相关限制,允许公募和私募理财产品投资各类公募证券投资基金;同时,与“资管新规”保持一致,理财产品投资公募证券投资基金可以不再穿透至底层资产。

五是针对银行理财具体业务,提出了更为细节的规范要求。如从产品流动性管理、交易管理、压力测试、开放式理财产品认购和赎回管理等多个方面提出加强银行理财业务流动性风险管控的具体要求;对银行理财投资合作机构提出了需“持牌”的底线要求(但债转股下设的私募股权投资基金除外);加强了理财产品集中登记、发行销售、管理制度、信息披露等合规性要求。

3、总结

《办法》在非标期限匹配要求、净值化管理、非标投资余额占比上限、不得嵌套投资、集中度限制、杠杆监管、过渡期安排等重要方面与“资管新规”高度一致,仅是调整适用于银行理财。

从定位上,《办法》更多的针对过渡期内银行理财的规范以及过渡期后未成立理财子公司银行的资管业务的规范。对理财子公司的规范还需要等待《商业银行理财子公司管理办法》的落地出台。

《办法》重大的亮点在于为过渡期结束仍无法回表的非标留有“后手”,届时不至于集中处置,这将有效缓解系统性风险爆发的可能性。

我们认为理财新规征求意见稿表明,监管部门充分考虑了规范资管行业的迫切性与降低系统性风险之间的关系处理,监管政策在边际上确实是有所放松,将有利于稳定市场情绪。

六、行业面分析:

(一)《资管监管》新动态的思考:《压制银行股估值的倒数第二根稻草消除——非标扩容》

1、目前融资市场的核心矛盾:融资供给和融资需求方式不匹配

目前央行鼓励的融资方式是贷款,而市场需求的融资方式:非标,因为不符合银行贷款标准,从而出现了融资供给方式和融资需求方式之间不匹配的矛盾。从6月的信贷数据看,新增贷款没有全面弥补表外融资的下降,导致社融依然负增长。

2、解决融资不匹配的问题成为当务之急

中美贸易战不确定性导致净出口量压缩,18年全年的进出口额估计只有3000亿,较17年下降近2000亿,净出口受影响。由于可支配收入增速放缓和房贷导致的居民高杠杆,消费支出也在受限。经济增长的三架马车中,只能依靠投资支出,而投资增加的背后是融资,目前融资市场又出现融资的供给方式和融资的需求方式之间不匹配,主要体现在由于信托贷款和委托贷款大幅压缩导致社融规模大幅下降。从而从稳增长角度看,当务之急是:解决融资不匹配问题。

3、非标量减少是信用违约的始作俑者

4月27日，资管新规落地后，非标融资大幅下降，导致信用市场在收缩，其是导致信用违约的始作俑者。信用一旦收缩波及到债券市场，债券违约发生，银行风险偏好下降，信贷标准进一步提高，非标回表难度增加，信用市场进一步紧缩，从而以上的恶性循环不断持续。

同时，非标融资成为信用市场的鸡肋，非标规模下降，信用违约将持续恶化，由于金融的脆弱性不仅可能诱发系统性风险，同时也使投资支出受到冲击；而新增非标，提高非标规模，又不符合监管的要求。

在如此政策调控的困局中，监管政策做出了调整和让步：保增长才是第一要务，而非标扩容是必由之路。

4、资管行业的最新动态旨在非标扩容

上周五，央行的《通知》和银保监会《理财新规》都是告示市场，非标准许扩容。

其一、老产品可以投资新资产。何谓老产品？可以从两个角度理解，一方面，刚性兑付的产品为老产品，而破刚兑的为新产品。另一方面，按资产端来定，有非标资产的为老产品。也就是说，刚性兑付的产品可以扩容，可以投资新的非标。6月非保本理财规模21万亿，17年年末为22.17万亿。尽管要求非保本规模不能超过去年，但是下半年依然有1.17万亿的增量；同时，17年存量非标资产4.6万亿，占理财资产的比重为16%，而监管要求的红线为35%，可以投资非标上限近10万亿，存在非标的缺口近5万亿。

政策给出了非标投资许可，从理论上讲，按照非标扩容规模的上限看，相对存量非标，可以扩容1倍。要求新增非标必须在2020年年底到期，这就需要非标的期限最长也就2年半。

非标扩容上，银行的积极性势必提高，因为：非标投资的收益率高，而监管成本在降低。

其二、关于非标回表。如果到2020年年底，依然有存量非标没有到期，可以转表内，但是给出了MPA监管政策上优惠和回表后资本充足上的专项政策，比如：MPA监管框架上，对表外非标资产的系数做出调整，减少对资本充足率的要求；再比如可以专门针对非标回表，发行二级资本债等资本补充工具来二级资本。如此政策安排，实在在解决存量非标问题，同时也在鼓励银行增加非标投放，消除未来非标回表担忧。

据我们了解，存量非标上，中国银行有3000亿，2000亿在2020年前到期，1000亿非标在2020年以后到期；北京银行存量非标为700亿，400亿在2020年前到期，300亿在2020年后到期。2020年以后到期的存量非标，未来也将安全回表，不会带来新增资本金压力。

5、非标资本占用更少，信贷更大

表内信贷在资本消耗上更多，而非标作为表外资产在资本消耗上更低，而且最新的《通知》和《理财新规》上，也给出了资本占用上的优惠。在银行股估值低于1倍，资本又紧张的情况下，非标扩容更可取。

6、社融增长确定性恢复

为了确保社融的稳定增长，之前我们认为：表内信贷扩容是唯一的方式。而今看来，非标扩容在即，未来表外的委托贷款信托贷款势必会增加，其是非标的主要载体。下半年，表内信贷扩容，非标融资也将扩容，社融增长将确定性恢复。

7、压制银行股估值的最后两根稻草

我们认为：非标和经济增长预期是压制银行股估值的最后两根稻草，非标属于倒数第二根稻草，而经济增长预期为最后一根稻草。非标扩容，消除融资方式不匹配矛盾，同时也降低了信用市场风险，非标对估值的约束消除，银行股估值修复。但是经济增长预期需要逐步改善，最后一根稻草尚未消除。从而银行股此波估值修复空间我们从 0.7 倍 PB 看到 0.9 倍 PB。

七、公司面分析：

（一）上海银行半年度业绩快报简评：《业绩增长远超预期，资产质量继续改善》

事件

7 月 22 日，上海银行发布 2018 年半年度业绩快报，其中营业收入同比增长 28.28%，归母净利润同比增长 20.22%，EPS 为 0.86 元/股，年化 ROE 达 14.22%。

简评

1. 业绩喜人：营收、净利润均大幅增长，ROE 增长明显

18 年上半年，上海银行营收增长率达 28.28%，远超一季度 11.86% 的营收增速和 2017 年 -3.72% 的水平；归母净利润增速达 20.22%，也远超一季度 13.52% 和 2017 年 7.13% 的增长水平；年化 ROE 达 14.22%，同比回升 1.20 个百分点。

我们在近期发布的上海银行深度报告《质优价廉，估值抬升》中详细论证了上海银行 2018 年 ROE 将确定性回升的原因，即权益倍数的企稳、零售业务发展带来息差的回升、生息资产占比的提升、非息收入占比居城商行最高水平、成本收入比的大幅下降以及良好的资产质量均有利于上海银行 ROE 的回升，而上海银行的半年度业绩再次验证了我们的观点。

2. 资产质量优中更优，拨备覆盖率和拨贷比进一步提高

18 年上半年，上海银行不良贷款率为 1.09%，在 17 年 1.15% 和 18 年 1 季度 1.10% 的水平上进一步下降，资产质量优。原因在于上海银行的贷款主要分布在长三角和珠三角地区，上述地区的不良风险已充分暴露并化解，资产质量好于全国其他地区，其中，上海银行贷款占比最高的上海地区不良率仅 0.52%，区位优势明显，预计资产质量将持续改善，为公司业绩增长打下坚实的基础。

拨备覆盖率 304.67%，较上年末提高 32.15 个百分点；贷款拨备率 3.31%，较上年末提高 0.17 个百分点。

资产质量优且拨备计提充分，预计未来会有充分的释放空间，有利于利润及 ROE 的进一步增长。

3. 存贷业务占比提升，利好息差回升

18 年上半年，上海银行存款较期初增长 7.26%，存款占比为 56.11%，较期初提高 0.48 个百分点；贷款较期初增长 17.51%，贷款占比为 40.67%，较期初提高 3.94 个百分点。

上海银行的存贷款占比的提升为其带来了更高的资产收益率和更低的存款成本率，尤其是随着上海银行零

售转型的推进，该趋势将进一步延续，带来息差的回升。

4. 投资建议

我们是市场上最早开始推荐上海银行的卖方，在 18 年银行业年度投资策略报告中，就将其列为银行次新股中重点推荐标的。我们认为，2018 年，上海银行的利润和 ROE 水平将确定性增长并带来估值的提升。原因如下：①宏观政策方面由“去杠杆”转向“稳杠杆”，资产规模增速将企稳，权益倍数将回升；②零售业务的发展带来息差上升；③零售转型带来贷款占比的提升；④非息收入占比居城商行最高水平，零售业务的大发展同样对中收有所帮助；⑤成本收入比不断下降；⑥资产质量优，拨备计提充裕，业绩释放空间大。其半年度业绩再次验证了我们“质优价廉，估值抬升”的观点，业绩大幅增长，ROE 明显回升，资产质量进一步优化。

我们认为，随着上海银行零售转型的推进，该趋势将会延续，ROE 将继续回升并带来估值的提升。我们预计公司 2018 年、2019 年归母净利润分别增长 20.34%、19.72%，EPS 分别为 2.36、2.83，对应 PB 为 0.81、0.71，对应的 PE 为 6.54、5.46。

八、上市公司动态

图表7： 上周上市公司动态信息

公司	内容
中国银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 北京市分行在国内首创的银行场景金融新模式“中银会员店”。 ➢ 聘任刘连舸先生为本行行长。 ➢ 发布 6 月境内外债券投融资比较指数（CIFED）。数据显示，6 月份，CIFED 总指数呈先上后下的震荡走势。
工商银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 获评“最具社会责任金融机构”。
浦发银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 副行长崔炳文以自有资金从二级市场买入公司 A 股股票 57,100 股，并自买入之日起锁定两年。 ➢ 公布 2017 年度全球系统重要性银行评估指标。 ➢ 上海分行成功为美国银行上海分行完成行业首单银行系债券通做市商跨境人民币代理结算业务。
招商银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 发布企业 app，打造企业一站式金融服务。
中信银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 对外捐赠的预算额度为人民币 3,000 万元，以实施精准扶贫工程为主体，辅以分行慈善项目和其他公益项目。 ➢ 于 8 月 8 日召开 2018 年第二次临时股东大会。
华夏银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 副行长李翔先生和卢国懿先生辞职。
宁波银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 确定本次非公开发行优先股采取一次发行的方式。
杭州银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 公司发行的“杭银优 1”强制转股价格由 14.87 元/股调整为 10.62 元/股。
江苏银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 公司第一大股东江苏信托增持公司股份 4,066,200 股，增持后占公司总股本的 8.0399%。 ➢ 董事会成员及银行高管 9 人增持公司股份 364,200 股。
吴江银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 延长公开发行 A 股可转换公司债券有效期至 2019 年 8 月 22 日。

资料来源：中信建投证券研究发展部

九、下周需重点关注事情：

- 1、各家银行成立资产管理子公司的最新变化；
- 2、未来几个月信贷扩容情况

3、中美贸易战的进一步变化，政策上的相关调整；

4、后续继续降准的预期

十、投资建议：

1、本周对银行股的观点：底部确立，右侧机会，4 季度行情将好于 3 季度；因为估值筑底，政策放松，3 季度看政策转向，4 季度看基本面改善。

上周，银行板块上涨 3.48%，落后沪深 300 指数（3.79%）0.31 个百分点。虽然没有相对收益，但拥有较高的绝对收益。正如我们上周周报的预判，随着行业监管从“去杠杆”逐步过渡到“稳杠杆”阶段，银行股右侧投资机会来临。

上周五，监管政策密集，我们认为行业监管政策开始放松，《通知》和《银行理财新规》都在给市场传递信息，非标可以扩容。稳增长成为政策的要点，而在净出口下降，消费独木难支的背景下，投资支出的增加成为稳增长的重中之重。在融资市场中，存在融资供求方式的不匹配，成为制约投资支出的增长的主要矛盾。从而央行和银保监会的政策再次确认：银行理财资金可以增加非标资产的配置，这将满足实体融资需求，减少信用市场违约，增加投资支出。而且非标配置增加，将对银行资本的消耗小于信贷，同时也将增加信托贷款和委托贷款规模，从而在信贷和非标同时增长的背景下，实现社融的稳定增长。

监管政策破局，化解潜在信用市场风险，同时发挥增加投资支出稳增长意图。从宏观货币政策宽松，再到行业监管政策放松，银行业面对政策环境和行业环境在发生质的改变，短期内从流动性增加，风险降低，业绩回升的角度支撑银行股估值修复。但是，非标扩容对经济增长的效果依然有待观察，从而目前我们认为银行股修复空间为估值从 0.7 倍 PB 修复到 0.9 倍 PB。

我们之前提出：行业监管政策从“去杠杆”转变为“稳杠杆”，银行股右侧投资机会来临。而今，资管新规放松，行业监管政策转向再次佐证“稳杠杆”政策确立，再次强化我们的对银行股的判断，这次真的是“右侧机会”。请投资者高度重视目前点位的投资价值。

在面对外部中美贸易战不确定和国内信用市场过度紧张背景下，国内宏观货币政策和行业监管政策在适度边际上放松，再加之 0.7 倍行业 PB 对应隐含的不良率为 14%，而行业的资本充足率为 13.64%，从而目前估值已反映市场对银行资产质量最为悲观预期。我们认为：政策可足够支持和消化部分的负面影响，而估值也可支撑银行股投资的右侧机会，右侧投资机会不容错过。

银行业行业 1 季度监管数据，表明：行业基本面持续向上。1 季度 ROE 达 14%，环比回升；净利润同比增长 5.86%，环比持平；关注类贷款占比下降，达到 3.42%；行业 NIM 环比下降 2 个 bp，达到 2.08%；不良率环比回升 0.01 个 bp，达到 1.75%，净息差和不良率不佳主要来自农商行的数据不佳所致。

2、随着张家港银行的正式解禁，次新股解禁潮结束，银行次新股将迎来一波不错上涨行情。高估值和解禁压力始终是市场对其诟病的主要方面，但是随着银行次新股第一轮解禁完成，其解禁的压力渐次消除，下次解禁需要到 2019 年，两年后。而且从北京、南京、宁波第一次解禁后的市场表现来看，第一次解禁后，股价都有一波相当不错的上涨行情。我们预计随着上周张家港银行正式解禁，银行次新股全部解禁完后，18 年，银行次新股将迎来一波不错的上涨行情。

3、每周一股：上海银行（半年报显示：NIM 确定性回升，业绩大幅超越市场预期，资产质量改善，ROE 回升）

4、7 月重点推荐：上海银行（股东增持股份，低估值，NIM 确定性回升，资产质量好，ROE 回升）

5、中长期重点推荐：优质银行股、宁波、南京、平安；大行中重点推荐：工行；银行次新股中重点推荐：上海银行。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2016 年“新财富最佳分析师”银行业第六名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。

方才：毕业于南开大学，金融学博士。2017 年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749zhourui@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313zhaopian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610)8513-0588
传真：(8610)6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621)6882-1612
传真：(8621)6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859