

政策双宽松，还看中小行

银行

历次宏观政策宽松梳理

(一)宽松的货币政策：①第一次货币政策的宽松：1996年5月-1999年11月；②第二次货币政策的宽松：2008年9月-2008年12月；③第三次货币政策的宽松：2011年12月-2012年7月；④第四次货币政策的宽松：2014年11月-2016年3月。

(二)积极的财政政策：①第一次扩张性的财政政策：1998年-2003年；②第二次扩张的财政政策：2008~2010年。

财政政策、货币政策双宽松条件下的银行股

(一)行业面：货币、财政政策的双宽松会带来国内信贷的大幅增长，从而在一定程度上抵消金融危机对银行业的负面冲击；随着货币、财政政策的双宽松，不论是净息差还是 ROE 均在收窄之后迅速企稳并小幅回升，净息差方面股份行回升速度最快，ROE 方面城商行回升最快股份行其次。因此，我们认为，以股份行和城商行为代表的中小银行对货币、财政政策双宽松的敏感性较强，受益最大。

(二)公司面：个股方面 2008 年 9 月至 2010 年 9 月各银行股的涨跌情况明显与其分类相关：城商行表现最好、股份行其次、大行总体表现最差。不同类型银行表现不同主要来源于“量”和“价”的关系，尽管息差都有所收窄，但城商行信贷扩张程度最大、股份行其次、大行信贷扩张幅度最小，带来了股价表现的不同。而从目前来看，货币政策并未采用降息这一手段，因此银行业的息差不会大幅收窄，相反，贷款利率的上升以及降准带来的存款利率的回落以及同业存款利率的降低将带来下半年息差的确定性回升；同时，宽松带来的信贷规模的扩张将利好银行业。因此，我们认为，随着货币和财政政策的边际宽松，下半年银行信贷将会呈现出量价齐升的特点，看好银行板块。

投资建议

从量上来看，随着宏观政策的边际宽松以及银监会对于政策的解读，加大信贷投放势在必行，年初我们预计，2018 年全年，新增人民币贷款规模 14-14.5 万亿左右，同比增长 12%，如果新增贷款的额度放开，预计可能在之前的额度上增加 5%-10%左右，预计信贷额度将增加 1 万亿-1.5 万亿之间。

从价上来看，由于贷款利率下半年确定性回升，同时降准继续加码将降低存款竞争压力，缓解负债端吸存压力，而且市场流动性相对充裕后，同业市场利率势必回落，也将降低负债端综合成本率。从而下半年 NIM 确定性回升。

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

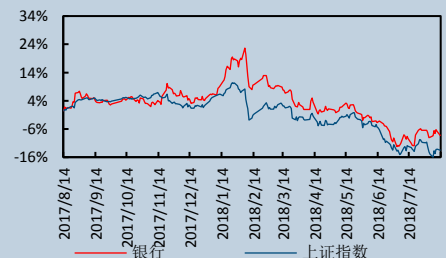
研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

发布日期：2018年08月14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振估值
- 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

因此，下半年银行业呈现出量价齐升的态势，看好银行板块。

同时，建议重点关注中小银行。（一）从监管数据看，中小银行基本面改善好于大型银行。中小银行资产增速 2 季度开始企稳回升，而大型银行的资产增速依然在降低；中小银行 NIM 回升幅度高于大型银行；股份制银行的不良率开始环比下降。（二）从未来的变化趋势看，中小银行更加受益于行业基本面的量价齐升。从量上来看，由于中小银行本身规模较小，扩张相对较易；且城商行与地方政府的紧密关系或将使得城商行在地方政府的项目中获得更多业务机会，受益于地方政府基建投资的增加；另外，中小银行也将受益于国家对小微企业的大力扶持，降准对中小银行的正面贡献更大；表外和非标资产占比上，股份制银行更高，从而股份制银行新增贷款额度会更显著。从价上来看，中小银行同业负债占比高，同业利率降低，其负债端受益更显著。

我们在看好下半年银行板块行情的同时，建议关注中小银行。我们认为：底部确立，右侧机会。4 季度行情好于 3 季度；3 季度看政策转向，4 季度看基本面改善。银行股 PB 从 0.7 倍回升到 0.9 倍。中长期重点推荐：优质银行股、宁波、南京、平安、工行、上海银行。

目录

历次宏观政策宽松梳理	1
(一) 宽松的货币政策	1
1、第一次货币政策的宽松：1996年5月-1999年11月	1
2、第二次货币政策的宽松：2008年9月-2008年12月	1
3、第三次货币政策的宽松：2011年12月-2012年7月	1
4、第四次货币政策的宽松：2014年11月-2016年3月	1
(二) 积极的财政政策	2
1、第一次扩张性的财政政策：1998年-2003年	2
2、第二次扩张的财政政策：2008~2010年	2
财政政策、货币政策双宽松下银行业的表现	2
(一) 行业面	2
1、国内信贷增长率	3
2、净息差	3
3、非息收入增长率	4
4、不良率	4
5、ROE	5
6、结论	5
(二) 公司面	6
1、双宽松时期各上市银行股价表现	6
2、各类银行股表现不同的原因分析	6
3、与现在的对比	8
投资建议：量价齐升，看好银行板块，建议关注中小银行	9

图表目录

图表 1： 货币政策取向判断	1
图表 2： 国内信贷	3
图表 3： 净息差	3
图表 4： 大行、股份行整体非息收入增长率	4
图表 5： 大行非息收入增长率	4
图表 6： 股份行非息收入增长率	4
图表 7： 不良率（%）	5
图表 8： ROE	5
图表 9： 2008.09.01~2010.08.30 上市银行涨跌幅	6
图表 10： 宁波银行贷款规模	7
图表 11： 宁波银行净息差	7
图表 12： 兴业银行贷款规模	7
图表 13： 兴业银行净息差	7

图表 14: 工商银行贷款规模	8
图表 15: 工商银行净息差	8

历次宏观政策宽松梳理

（一）宽松的货币政策

我们以金融机构存款准备金率的调整和贷款基准利率的调整来判断货币政策的取向。

1、第一次货币政策的宽松：1996年5月-1999年11月

期间，贷款基准利率下调了6次，短期贷款利率与中长期贷款利率分别从10.08%和11.70%下降到5.85%和6.03%。央行法定存款准备金率在1998年3月开始下调，从13%下降到6%，下降了2次。

2、第二次货币政策的宽松：2008年9月-2008年12月

2008年四季度，央行法定存款准备金与贷款基准利率同时大幅下调。其中，大型金融机构存款准备金率从17.50%下调到15.50%，而中小型金融机构从17.50%下调到13.50%，调整次数均为两次。此外，短期贷款利率与中长期贷款利率分别从7.47%和7.74%下降到5.31%和5.76%。

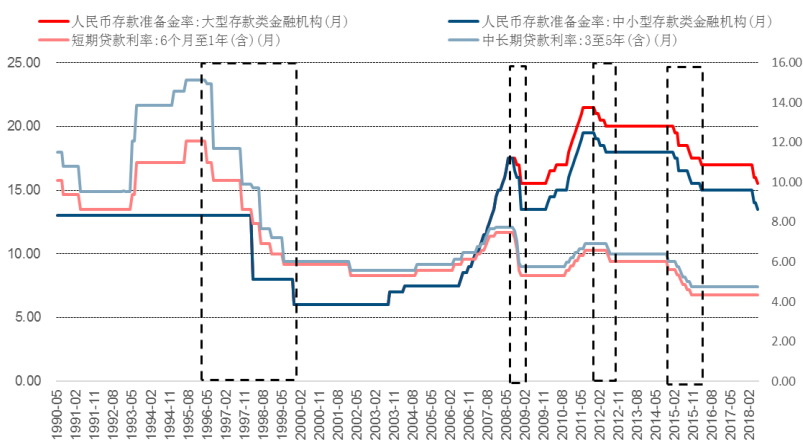
3、第三次货币政策的宽松：2011年12月-2012年7月

期间，存款准备金率率先下调，大型金融机构和中小型金融机构同时下调150个BP分别至20%与18%。随后在2012年6月，贷款基准利率开始下调，短期贷款利率与中长期贷款利率分别从6.56%和6.90%下降到6.00%和6.40%

4、第四次货币政策的宽松：2014年11月-2016年3月

2014年底央行开启了最近一轮的宽松货币政策转向措施，存款准备金率和贷款基准利率均有所下调。其中，大型金融机构和中小型金融机构的存款准备金率分别从20%和18%下调300个BP至17%和15%，分5次调整；而短期贷款基准利率和中长期贷款基准利率分别从6%和6.4%进一步下调至4.35%与4.75%，分6次调整。

图表1： 货币政策取向判断



资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

（二）积极的财政政策

财政政策主要通过税收、补贴、赤字、国债、收入分配和转移支付等手段对经济运行进行调节。积极的财政政策，也称扩张性的财政政策，主要是通过以上这些手段来刺激国内总需求，从而摆脱经济的低迷期。相对货币政策来看，财政政策手段更多样，也更隐蔽，因此对财政政策取向的判断，主要是从政策具体影响来分析。

1、第一次扩张性的财政政策：1998年-2003年

1997年7月爆发的亚洲金融危机对我国经济产生了严重的冲击，外贸出口下降，投资增速持续走低，经济增长速度明显下滑，物价水平出现负增长。GDP增速由1997年的9.3%下滑到1999年的7.6%；CPI由1997年的2.8%下降到1999年的-1.4%。

从1998年开始，国家开始实行扩张性的财政政策，主要措施包括以下内容：一是连续发行长期建设国债，加大基础设施建设。1998~2000年国家发行3600亿元长期建设特别国债，主要投向农林水利、交通通信、城市设施、城乡电网改造、国家直属储备粮库建设等基础设施建设。二是1999年下半年起减半征收固定资产投资方向调节税，并与2000年开始暂停征收。三是通过对技术改造项目进行贴息，促进产业升级和加快结构调整步伐。四是从1998年起，对国家鼓励发展的投资项目和外商投资项目进口的设备，在规定范围内免征关税和进口环节税。五是对符合国家产业政策的企业技术改造项目购置国产设备，准予按40%的比例抵免企业所得税。六是调整完善财政管理体制，加大对中西部地区转移支付力度，支持西部大开发和东北地区老工业基地振兴。

2、第二次扩张的财政政策：2008~2010年

2008年9月份，美国次贷危机演变为全球性金融危机，并且从发达国家向发展中国家和新兴经济体蔓延，对我国经济的影响加速显现。2009年一季度我国GDP仅增长6.6%，是本世纪以来季度最低增速；出口从2008年三季度增长23.1%转为2009年一季度下降19.8%；2009年二季度CPI下降1.5%。针对严峻的经济形势，国家出台了以4万亿投资计划为主的扩张性财政政策。

主要内容包括：一是围绕落实新增4万亿投资计划，扩大政府公共投资。2009年中央政府安排公共投资9243亿元，2010年安排10710亿元，投资重点安排在“三农”建设、保障性安居工程、教育卫生、节能减排、环境保护等方向。二是全面实施增值税转型改革，允许企业抵扣购进的机器设备固定资产进项税额，以促进企业增加投资，推进技术改造和科技创新。三是增加对农村基础设施和公共服务的投入，加大扶贫开发支持力度。四是优化财政支出结构，严格控制一般性支出，重点加大教育、医疗卫生、住房等民生领域投入。五是完善鼓励引导民间投资的配套措施和实施细则，支持民间投资进入铁路、市政、金融、能源、电信、教育、医疗等领域。六是大力支持科技创新，促进产业结构优化升级，深入推进节能减排。七是经国务院批准，2009~2010年财政部每年代理发行2000亿元地方政府债券，满足地方投资建设需要。

财政政策、货币政策双宽松下银行业的表现

（一）行业面

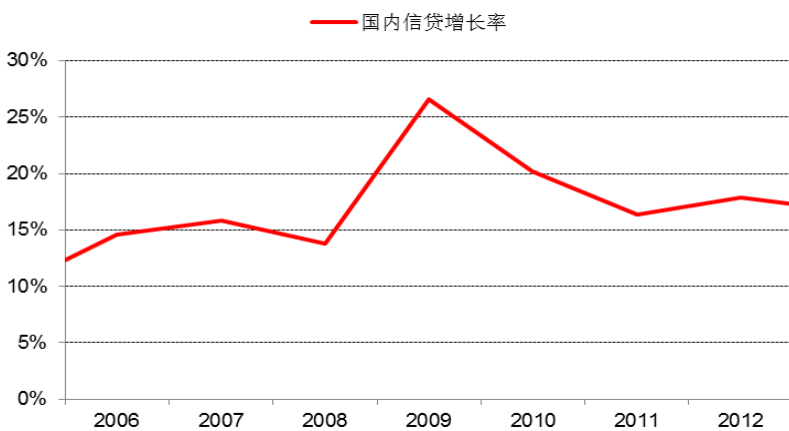
综合上述分析，我们认为2008~2010年货币政策和财政政策均呈现出宽松的特点，因此，我们在下文将通过分析该阶段各项指标的变化来分析货币、财政政策双宽松下的银行股表现。

同时，我们也需要知道，该时期全球处于金融危机时期，因此，该时期银行股的表现是货币、财政政策双宽松带来的正面效应与金融危机带来的负面效应的叠加。

1、国内信贷增长率

从国内信贷增长率方面来看，随着货币政策和财政政策双宽松，国内信贷增长率在 2008~2010 年呈现出大幅上升的趋势，说明货币、财政政策的双宽松对国内信贷有着显著的影响；同时，我们可以看到，2012 年仅货币政策的宽松并未带来信贷增长率的大幅增长，说明货币政策与财政政策的配合是影响国内信贷增长的因素，二者双宽松将带来国内信贷的大幅增长。

图表2： 国内信贷

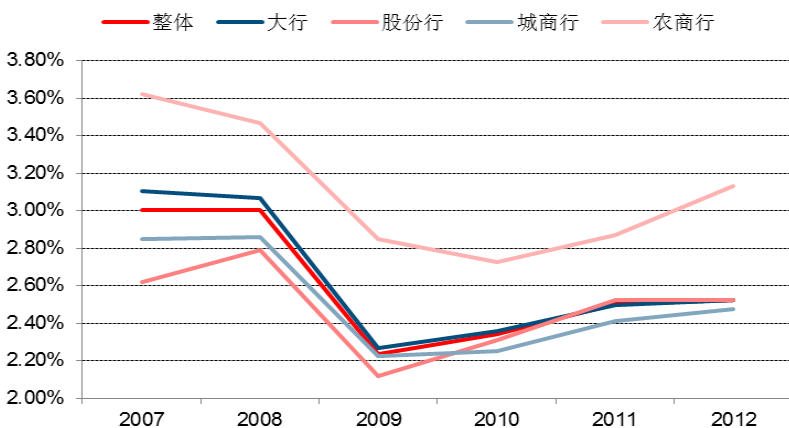


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

2、净息差

我们用 26 家上市银行的加权平均净息差来分析金融危机与货币、财政政策双宽松对商业银行净息差的影响，可以看到金融危机的到来对商业银行净息差形成了显著的负面冲击，2008~2009 年，所有类型的商业银行的净息差均出现收窄，但也可以看到，随着财政的宽松带来信贷需求的旺盛，2009~2010 年，除农商行外，其他类型商业银行的息差均企稳回升，其中以股份行的回升速度最快。

图表3： 净息差

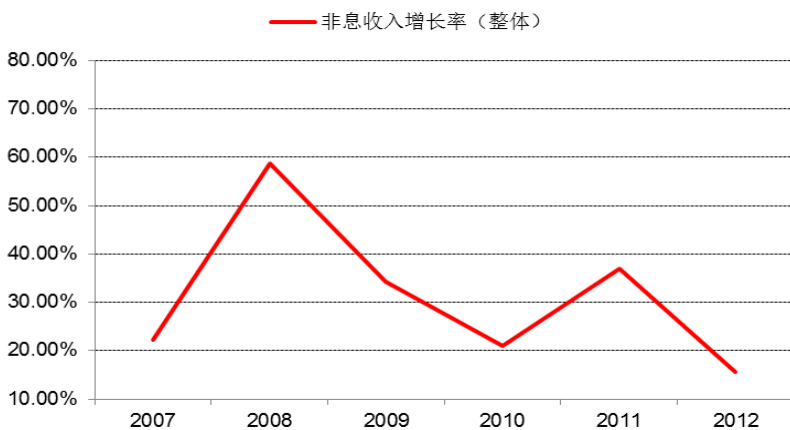


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

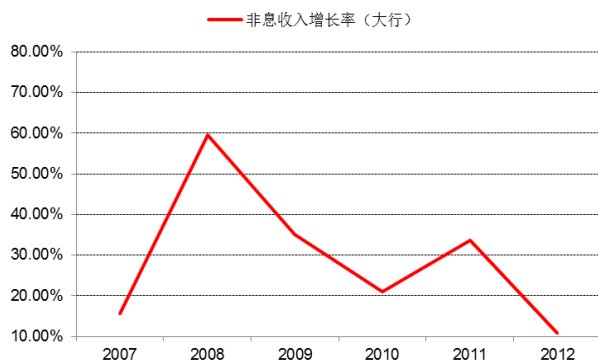
3、非息收入增长率

由于部分年份城商行和农商行的数据缺失，为避免数据前后不一致带来的不可比，我们仅分析大行和股份行的非息收入情况。

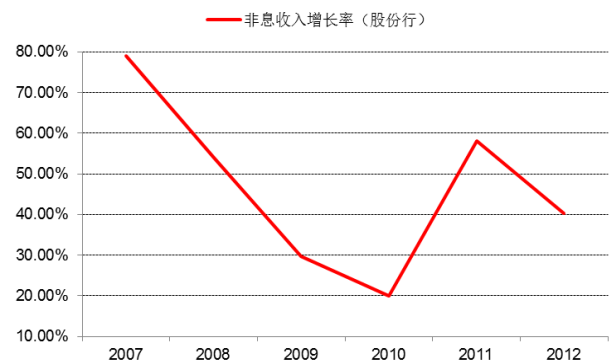
从整体上来看，金融危机对商业银行非息收入带来了显著的负面冲击，从 2008~2010 年，大行和股份行的非息收入增速均表现出下降的特点，说明货币、财政政策的双宽松未能抵消金融危机对非息收入的负面冲击。

图表4： 大行、股份行整体非息收入增长率


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表5： 大行非息收入增长率


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表6： 股份行非息收入增长率


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

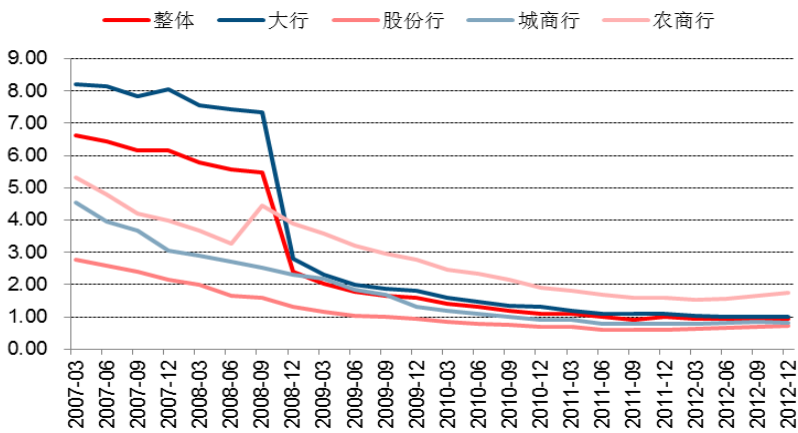
4、不良率

从不良率方面来看，自 2008 年 9 月开始，随着货币、财政政策双宽松，商业银行的不良率呈现出大幅下降的特点，其中以大行的不良率下降最为明显。

这段时期内商业银行尤其是大行不良率的下降主要归功于制度因素的影响：①随着农行改制的完成，商业

银行开始独立自主经营，使得商业银行能够按照贷款风险控制原则发放贷款；②中央政府在推动四大行上市过程中剥离了大量不良资产。

图表7：不良率 (%)

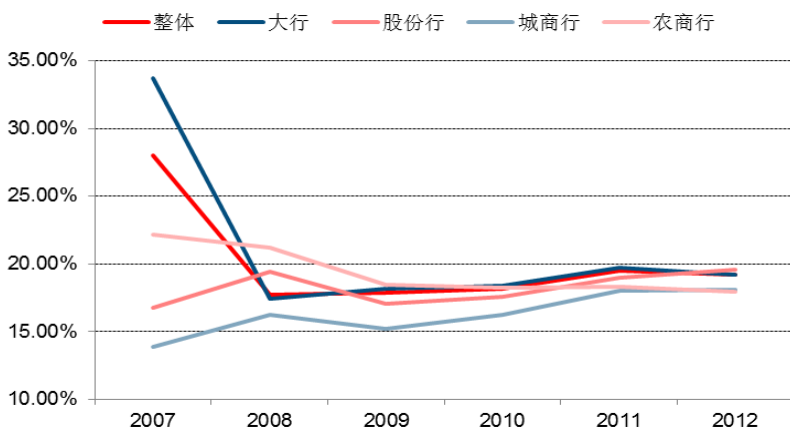


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

5、ROE

从 ROE 方面来看，2008~2010 年，各类型商业银行的 ROE 水平均表现出平稳并略有上升的趋势，说明货币、财政政策的双宽松抵消了金融危机对商业银行 ROE 的负面冲击，2009~2010 年，股份行和城商行的 ROE 水平均出现回升。

图表8：ROE



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

6、结论

从上述分析来看，货币、财政政策的双宽松会带来国内信贷的大幅增长，从而在一定程度上抵消金融危机对银行业的负面冲击；随着货币、财政政策的双宽松，不论是净息差还是 ROE 均在收窄之后迅速企稳并小幅回升，净息差方面股份行回升速度最快，ROE 方面城商行回升最快股份行其次。因此，我们认为，以股份行和

城商行为代表的中小银行对货币、财政政策双宽松的敏感性较强，受益最大。

（二）公司面

1、双宽松时期各上市银行股价表现

个股的分析，依然可验证我们的观点，2008年9月至2010年9月各银行股的涨跌情况明显与其分类相关：城商行表现最好，区间总涨幅均在30%以上；股份行其次，除招行表现出下跌以外，其余股份行的区间总涨幅均在4%~30%之间；大行总体表现最差，当时上市的四家大行均表现出下跌。

图表9： 2008.09.01~2010.08.30 上市银行涨跌幅

	涨跌幅	类型
宁波银行	60.58%	城商行
南京银行	54.79%	城商行
北京银行	37.24%	城商行
兴业银行	29.98%	股份行
浦发银行	20.34%	股份行
平安银行	13.64%	股份行
民生银行	10.98%	股份行
华夏银行	10.72%	股份行
中信银行	4.48%	股份行
中国银行	-1.71%	大行
建设银行	-6.34%	大行
工商银行	-8.99%	大行
交通银行	-10.70%	大行
招商银行	-15.83%	股份行

资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

2、各类银行股表现不同的原因分析

核心因素为信贷“量”“价”之间的关系，即信贷规模的扩张能否弥补息差收窄对收益带来的影响。

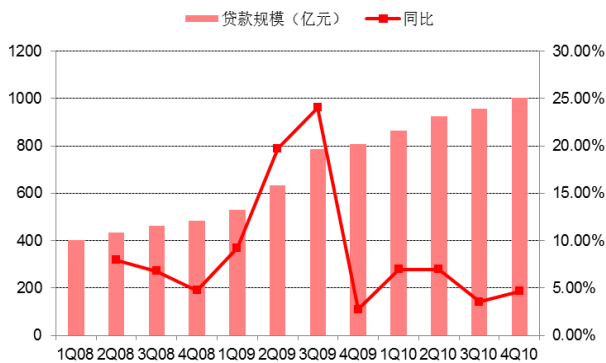
（1）城商行

从城商行来看，随着货币、财政双宽松，其贷款规模获得了极大的增长，原因有三：①城商行本身规模较小，扩张相对容易；②与地方政府的紧密关系使得城商行在这一轮地方政府的项目热潮中获得了巨大的业务机会，受益于地方政府基建投资的增加；③2009年银监会取消了城商行异地设立分支机构的限制，城商行的规模扩张能力得到了较大的释放。

因此，尽管从价上来看利率有所下降，但量的增长弥补了价的下跌，2009年，三家城商行的贷款同比增速均在50%以上，这也是城商行能够在金融危机中逆势而上的重要原因。

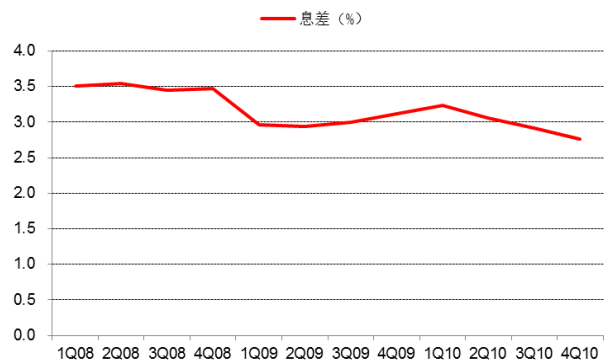
从业绩表现最好的宁波银行来看，1Q08~4Q10，其息差收窄约0.7个百分点，但其贷款规模增长149.07%，单季度最高增速达到了24.01%，贷款规模的高增长弥补了息差的收窄，并带来了其业绩的增长。

图表10： 宁波银行贷款规模



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表11： 宁波银行净息差



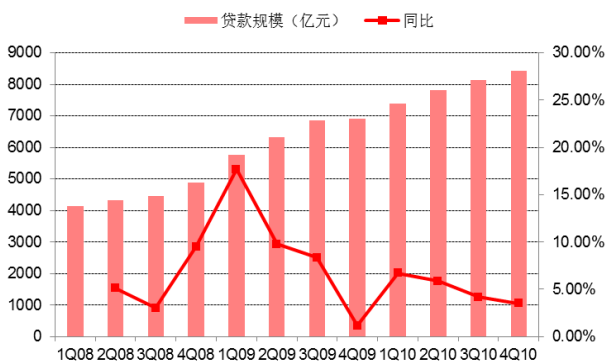
资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

(2) 股份行

从股份行来看，随着货币、财政政策的宽松，股份行的贷款规模也获得了较大增长，但增长幅度小于城商行，原因在于其规模本身大于城商行，而且其并未像城商行一样显著受益于地方政府基建项目的增加以及异地分支机构的放开，其贷款规模的增长仅来源于利率的降低，因此，虽然规模增长同样弥补了净息差的下降，但最终其业绩增长的幅度要小于城商行。

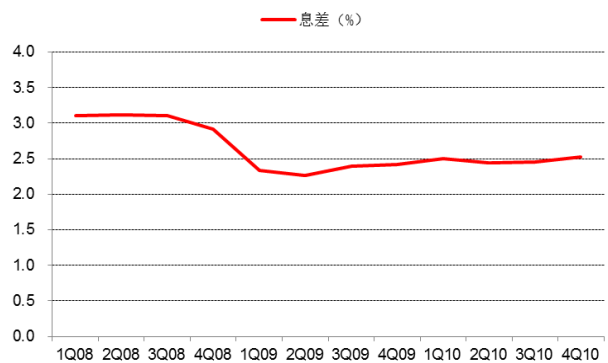
以股份行中股价表现最好的兴业银行为例，1Q08-4Q10年，兴业银行息差缩窄约0.5个百分点，但其贷款规模增长104.29%，单季度最高增速为17.67%，因此，贷款规模的增长弥补了其息差的收窄。

图表12： 兴业银行贷款规模



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表13： 兴业银行净息差



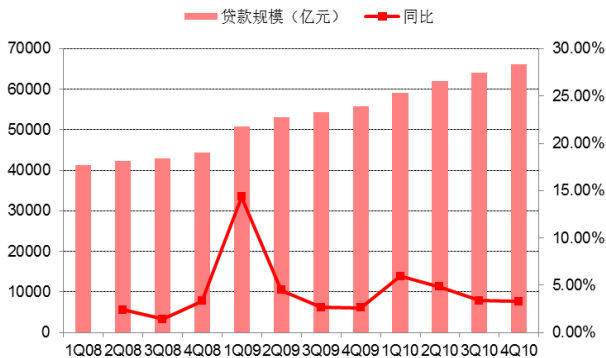
资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

(3) 大行

从大行来看，大行的信贷政策较为稳健，尽管也受益于宏观政策的宽松，但其信贷规模增速相对较低，因此未能弥补金融危机和降息带来的息差的降低。

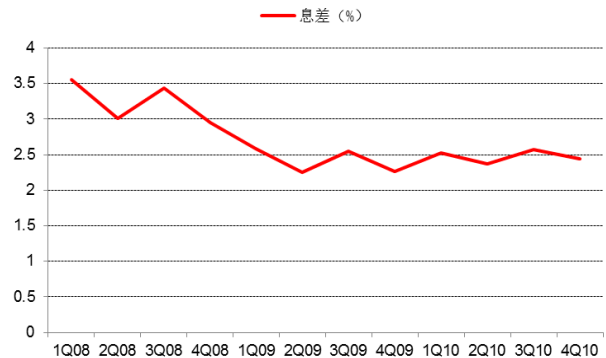
以工行为例，1Q08-4Q10，其息差收窄约1个百分点，担起信贷规模仅增长60.22%，远远小于宁波银行和兴业银行的贷款增幅。因此，从经营业绩来看也不如宁波银行和兴业银行，带来了股价的下跌。

图表14：工商银行贷款规模



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表15：工商银行净息差



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

3、与现在的对比

现阶段，货币政策和财政政策均呈现出边际宽松的特点，与 08 到 10 年的“大放水”相比，现阶段宏观政策的边际宽松主要有三点不同：

(1) 目的不同：08 年的大放水首要目的是刺激经济；而此次适当宽松则是为了应对中美贸易战可能带来的负面冲击以及大资管新规落地对信用市场流动性带来的负面冲击。目的的不同决定了此次宽松不可能是一次“大放水”。

(2) 手段不同：08 年货币政策方面降准配合降息实行大放水；财政政策方面投放 4 万亿、扩大政府购买、重点扶持的企业也呈现出“大水漫灌”的特点，因此许多资源流向了产能较为落后的产业。而现阶段的货币政策只有降准并无降息，财政政策也更加强调减税降费以及中小企业和先进产业的扶持。与 08 年相比，现阶段的政策力度更温和、流向更精准。

(3) 环境不同：从内部环境来看，08 年我国 M2 仅 40 万亿左右，4 万亿的投放相当于 M2 的 10%；而现阶段我国 M2 超过 170 万亿，很难再达到 08 年“大放水”的效果。从外部环境来看，美元进入加息周期，“大放水”会导致资本外流，因此现阶段也并无支持“大放水”的外部环境。

因此，结合上述比较，现阶段的宽松与 08 年的“大放水”，无论是目的、手段还是内外部环境均有显著不同，因此我们认为，现阶段政策的边际宽松不仅不是“大放水”，而且还是一次“精准放水”，更有利于经济的长远健康发展。

具体来看，货币政策并未采用降息这一手段，因此银行业的息差不会像 08-10 年那样大幅收窄，相反，贷款利率的上升以及降准带来的存款利率的回落以及同业存款利率的降低将带来下半年息差的确定性回升；同时，宽松带来的信贷规模的扩张将利好银行业。因此，我们认为，随着货币和财政政策的边际宽松，下半年银行信贷将会呈现出量价齐升的特点，看好银行板块。

同时，我们认为，地方政府基建项目、对小微企业的大力扶持均利好城商行的信贷扩张。因此，我们在看好下半年银行板块表现的同时，建议可重点关注城商行的表现。

投资建议：量价齐升，看好银行板块，建议关注中小银行

从量上来看，随着宏观政策的边际宽松以及银监会对于政策的解读，加大信贷投放势在必行，年初我们预计，2018年全年，新增人民币贷款规模14-14.5万亿左右，同比增长12%，如果新增贷款的额度放开，预计可能在之前的额度上增加5%-10%左右，预计信贷额度将增加1万亿-1.5万亿之间。

从价上来看，由于贷款利率下半年确定性回升，同时降准继续加码将降低存款竞争压力，缓解负债端吸存压力，而且市场流动性相对充裕后，同业市场利率势必回落，也将降低负债端综合成本率。从而下半年NIM确定性回升。

因此，下半年银行业呈现出量价齐升的态势，看好银行板块，建议重点关注中小银行。

（一）中小银行基本面改善幅度好于大型银行。昨日银保监会公布银行业2季度监管数据，数据显示：中小银行整体改善的程度要好于大型银行。

其一、从2季度监管数据来看，股份行、城商行的资产增速均已回升，但是大行、农商行的资产增速降幅也在收窄。

（1）股份行资产增速大幅回升，2Q18股份行资产增速为4.47%，而之前四个季度的资产增速分别为8.86%、6.96%、3.42%和2.98%，环比大幅回升1.49个百分点，已经超越17年年末水平，回升幅度最大；在连续下降一年半以来，首次出现回升。（2）城商行资产增速也出现回升，2Q18城商行资产增速为8.74%，而之前四个季度资产增速分别为17.99%、16.22%、12.34%和7.94%，环比回升0.8个百分点；我们预计：随着宏观政策从“去杠杆”过渡到“稳杠杆”，预计未来增速将持续回升。（3）但是，大型商业银行资产增速稳中有降，2Q18大行的资产增速为5.77%，在此之前四个季度的增速分别为9.18%、9.16%、7.18%和6.18%，环比下降0.41个百分点，增速降幅持续收窄；（4）农商行资产增速降幅有所收窄，2Q18农商行资产增速为5.85%，之前四个季度资产增速分别为12.40%、11.28%、9.78%和7.17%，环比下降1.32个百分点。

其二、股份制和中小银行的NIM回升幅度高于大型银行。2Q18，各类商业银行NIM均回升，股份行回升幅度最大。大行NIM2.11%，环比增加1个BP；股份行NIM1.81%，环比上升5个BP；城商行NIM1.94%，环比上升4个BP；农商行NIM2.90%，环比上升5个BP。

其三、股份制银行的不良率开始环比下降。分类来看，大行、股份行不良率环比下降，城商行不良率环比小幅上升，农商行不良率环比大幅上升。大行不良率为1.48%，环比下降0.02个百分点，同比下降0.12个百分点，从去年以来一直在下降趋势；股份行不良率1.69%，环比下降0.01个百分点，同比下降0.04个百分点，资产质量开始环比改善；城商行不良率1.57%，环比上升0.04个百分点，同比上升0.06个百分点；农商行不良率4.29%，环比大幅上升1.03个百分点，同比上升1.48个百分点。

（二）从未来的趋势来看，量价齐升，中小银行更加受益。

从量上来看，由于中小银行本身规模较小，扩张相对较易；且城商行与地方政府的紧密关系或将使得城商行在地方政府的项目中获得更多业务机会，受益于地方政府基建投资的增加；另外，中小银行也将受益于国家对小微企业的大力扶持，降准对中小银行的正面贡献更大；表外和非标资产占比上，股份制银行更高，从而股份制银行新增贷款额度会更显著。从价上来看，中小银行同业负债占比高，同业利率降低，其负债端受益更

著。

我们在看好下半年银行板块行情，建议关注中小银行。我们认为：底部确立，右侧机会。4 季度行情好于 3 季度；3 季度看政策转向，4 季度看基本面改善。银行股 PB 从 0.7 倍回升到 0.9 倍。中长期重点推荐：优质银行股、宁波、南京、平安、工行、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。

研究助理

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。

研究服务

社保基金销售经理

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

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

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

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 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