



商业银行

2018.09.03

评级: **增持**

上次评级: 增持

业绩稳中有进，非息贡献提升

——上市银行 2018 年中报业绩综述

	邱冠华 (分析师)	袁梓芳 (研究助理)	郭昶皓 (研究助理)
	021-38676912	021-38676284	021-38676666
	qiuguanhua@gtjas.com	yuanzifang@gtjas.com	guochanghao@gtjas.com
证书编号	S0880511010038	S0880117070067	S0880118080077

本报告导读:

上市银行 18 年上半年利润同比增长 6.2%，略超市场预期。下半年息差和非息收入将成为盈利增长核心驱动力，同时需密切关注信用风险走向。

摘要:

● 最新行业观点

维持年度策略中，18 年全年上市银行净利润增速 7.4% 的判断，核心驱动因素源自息差企稳和非息收入增长。

- 息差企稳。**主动负债成本下降，判断行业整体息差将继续企稳，但大小行之间出现分化。①国有大行受损于同业利差收窄和贷款政策指导，息差预计将小幅收窄；②同业负债占比高的中小银行负债成本率先于资产收益率下行，且自主性更强，预计息差将继续回升。
- 非息增长。**①手续费收入拖累效应减退，得益于银行卡收入持续增长，以及监管政策放松下，理财收入降幅收窄；②其它非息收入继续改善，但由于债券市场存在供给压力，改善幅度或将放缓。

维持银行业增持评级，选股思路：零售型银行优于对公型银行，去杠杆后周期（纠偏）银行优于前周期（加码）银行。前者重点推荐平安银行、招商银行；后者重点推荐兴业银行和南京银行。

● 18H1 业绩回顾

- 业绩符合预期，驱动因素改变。**18H1 上市银行净利润同比+6.2%，其中国有行、股份行、城商行、农商行分别增长 5.4%、6.9%、14.5%、15.0%。从增速相对变化来看，18H1 上市银行净利润同比增速较 18Q1 回升，得益于净息差企稳、非息收入改善，但受拨备拖累。
- 息差边际改善，受益资金放松。**18Q2 上市银行息差（算术平均）环比+1bp，国有行、股份行、城商行、农商行分别-4bp、+6bp、持平、+9bp。净息差对上市银行整体盈利的拖累作用减退，归因：①18Q2 货币政策转向，同业负债成本下降；②17Q2 为严监管下银行净息差低点。
- 资产质量稳定，但 18H2 有压力。**国有行、股份行、城商行、农商行 18H1 不良率环比-3bp、+2bp、-1bp、-1bp，行业偏离度、关注率、拨备覆盖率等指标稳定向好。但不良认定趋严和宏观经济不确定性增强背景下，不良生成率同比上升，部分银行仍在加速暴露不良，对此银行加大核销力度予以应对，下半年需密切关注信用风险情况。
- 理财业务调整，规模收入双降。**上市银行 18H1 表外理财规模总体较年初下降 7%，理财占比较高的股份行下降幅度最大。所有银行 18H1 理财手续费收入均为同比和环比（除北京银行）负增长，规模下滑带来的负向影响变大，而费率下滑的负面影响减轻。

- 风险提示：**宏观经济失速下行、信用风险持续上升。

细分行业评级

相关报告

商业银行:《9 月策略:首选平安兴业》	2018.09.02
商业银行:《资产质量分析框架:初识、进阶与实战》	2018.08.24
商业银行:《信贷配置分析框架:概念、方法与实战》	2018.08.20
商业银行:《稳增长,钱从哪里来?》	2018.08.13
商业银行:《8 月策略:纳入兴业,保留南京》	2018.07.31

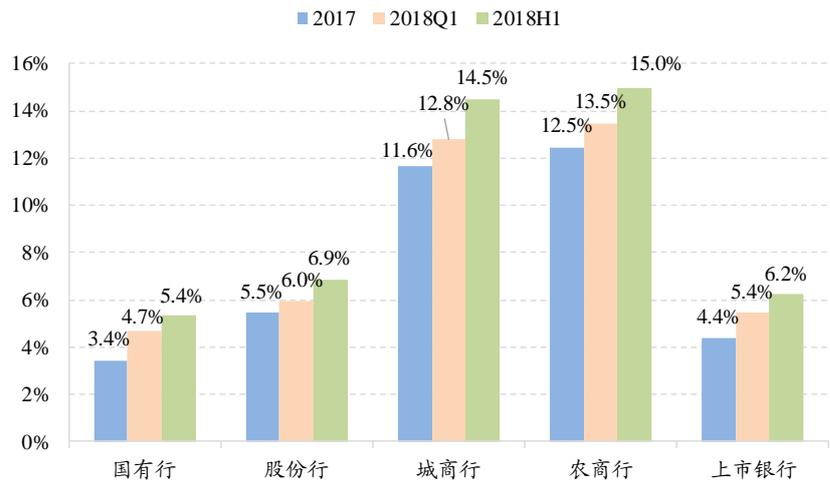
目录

1. 盈利增速继续改善.....	3
2. 资产负债稳定增长.....	4
2.1. 资产增速稳中有升.....	4
2.2. 信贷集中趋势不改.....	6
3. 净息差边际仍改善.....	9
3.1. 息差改善但有分化.....	9
3.2. 负债成本趋稳下行.....	10
3.3. 大小行息差将分化.....	12
4. 非息收入显著改善.....	13
4.1. 非息收入较快增长.....	13
4.2. 中收投资双轮驱动.....	14
5. 资产质量稳中向好.....	16
5.1. 资产质量稳中向好.....	16
5.2. 不良多生成多核销.....	18
5.3. 担忧情绪开始缓解.....	19
6. 理财有望平稳过渡.....	20
6.1. 理财余额普遍下降.....	20
6.2. 手续费收入受重创.....	22
6.3. 未来有望平稳过渡.....	22
7. 投资建议.....	23
8. 风险提示.....	23

1. 盈利增速继续改善

2018年上半年盈利增速回升符合预期。从盈利增速绝对水平来看，2018年上半年上市银行净利润同比增长6.2%，其中国有行、股份行、城商行、农商行分别增长5.4%、6.9%、14.5%、15.0%。从增速相对变化来看，18H1上市银行净利润同比增速较18Q1回升，各子行业（国有行、股份行、城商行、农商行）都稳步改善。

图 1: 上市银行净利润增速持续改善



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

比较 18Q1 和 18Q2 盈利增长驱动因素，18H1 盈利增长驱动因素相较 18Q1 发生变化，主要体现为净息差企稳、非息收入改善和拨备拖累。

- 共性因素：**与 18Q1 相同，18Q2 各子行业盈利增长的共同驱动因素仍为规模增长，除了国有行规模增长略慢于 18Q1 以外，18Q2 股份行、城商行、农商行的平均资产都在加速增长。

此外，上市银行 18H1 平均成本收入比 27.6%，同比 17H1 下降，为净利润做出贡献。其中，股份行同比有所上升，对净利润形成拖累，主要原因或为股份行零售业务发展较快。

- 边际变化：**18Q2 盈利加速增长的动力主要来自于净息差企稳、非息收入，拖累则来自于拨备多提。

①**息差企稳：**上市银行整体净息差企稳，18Q2 整体算术平均净息差较 18Q1 略升 1bp，而 17Q2 又为严监管下银行净息差低点，使得 18Q2 净息差的贡献扩大。其中股份行和城商行净息差对净利润的拖累作用减退，而国有行和农商行净息差扩大的贡献作用则减弱。

②**非息收入：**除了城商行以外，18H1 国有行、股份行、农商行的非息收入对利润增速的贡献都相较 18Q1 提升（或拖累作用消退）。主

要得益于：1.银行卡等中收业务较快发展抵补理财手续费的负面影响；2.17Q2 其他非息收入的低基数效应（严监管、紧货币下债券市场行情走低）。

③**拨备计提**：18H1 各子行业拨备计提都拖累净利润增速，且其贡献都较 18Q1 扩大，主要是不良严格计提或资产质量恶化下不良生成压力加大。

表 1：上市银行盈利增速分解

	国有行			股份行		
	2017	2018Q1	2018H1	2017	2018Q1	2018H1
净利润同比增速	3.0%	4.6%	5.3%	4.6%	5.3%	6.1%
规模增长	9.4%	6.9%	6.7%	10.2%	3.2%	4.1%
净息差扩大	(2.4%)	2.7%	0.3%	(15.5%)	(8.4%)	(6.1%)
非息收入	(3.4%)	(8.9%)	(2.4%)	4.5%	6.9%	8.0%
成本	1.2%	3.2%	2.7%	(0.4%)	(2.2%)	(1.5%)
拨备	(4.3%)	(1.6%)	(4.6%)	2.9%	2.6%	(1.2%)
税收	2.5%	2.3%	2.6%	2.8%	3.2%	2.8%
	城商行			农商行		
	2017	2018Q1	2018H1	2017	2018Q1	2018H1
净利润同比增速	14.3%	14.9%	16.5%	11.5%	13.5%	13.4%
规模增长	19.3%	10.3%	11.3%	12.5%	9.5%	12.0%
净息差扩大	(17.4%)	(4.2%)	(1.4%)	(4.1%)	1.3%	0.2%
非息收入	3.2%	2.9%	2.0%	0.4%	0.3%	3.7%
成本	0.2%	(1.1%)	0.8%	0.8%	0.1%	(0.5%)
拨备	1.5%	1.2%	(1.7%)	0.1%	(1.3%)	(4.2%)
税收	7.5%	5.8%	5.4%	1.7%	3.1%	2.2%

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。注：各子行业增速为个股增速的算术平均值。

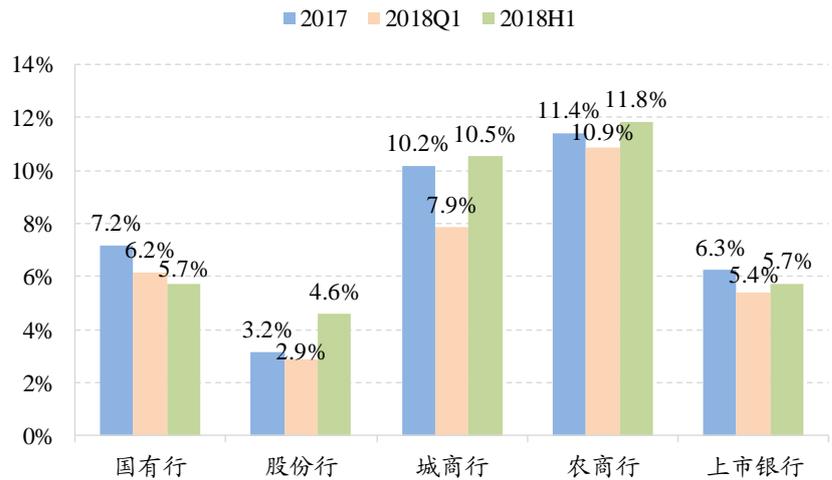
2. 资产负债稳定增长

2.1. 资产增速稳中有升

从规模增长看，18H1 上市银行总资产同比主要呈现两大特征：

- **纵向比较**：增长慢于 2017 年，但环比 18Q1 增速提升。主要受国有行增速放缓影响，上市银行 18Q1/Q2 整体增速都低于 2017 全年水平；但由于股份行、城商行资产加速增长，上市银行 18Q2 整体增速环比回升。
- **横向比较**：中小型银行增长较快。18H1 各子行业资产同比增速从高到低为农商行、城商行、国有行和股份行。小型银行继续保持较快增长，农商行、城商行增速领先；大中型银行增速较慢，尤其是股份行增长偏慢，但 18Q2 增速明显回升。

图 2: 18Q2 上市银行规模增速环比提升



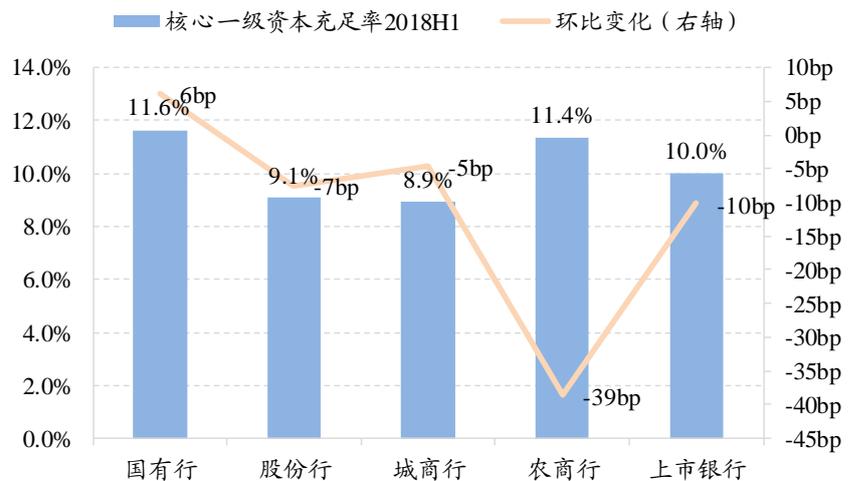
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

注: 图中为子行业总资产的加权平均同比增速。

资本约束逐渐凸显。18Q2 各子行业核心一级资本充足率普遍下降, 其中农商行下降最快 (39bp), 股份行和城商行其次, 国有行由于农行定增导致平均资本充足率环比回升 6bp。城商行和股份行目前面临较强的资本约束, 当前市场环境下股权再融资困难, 若资本计提要求不发生变化, 预计未来资产增速将回落。

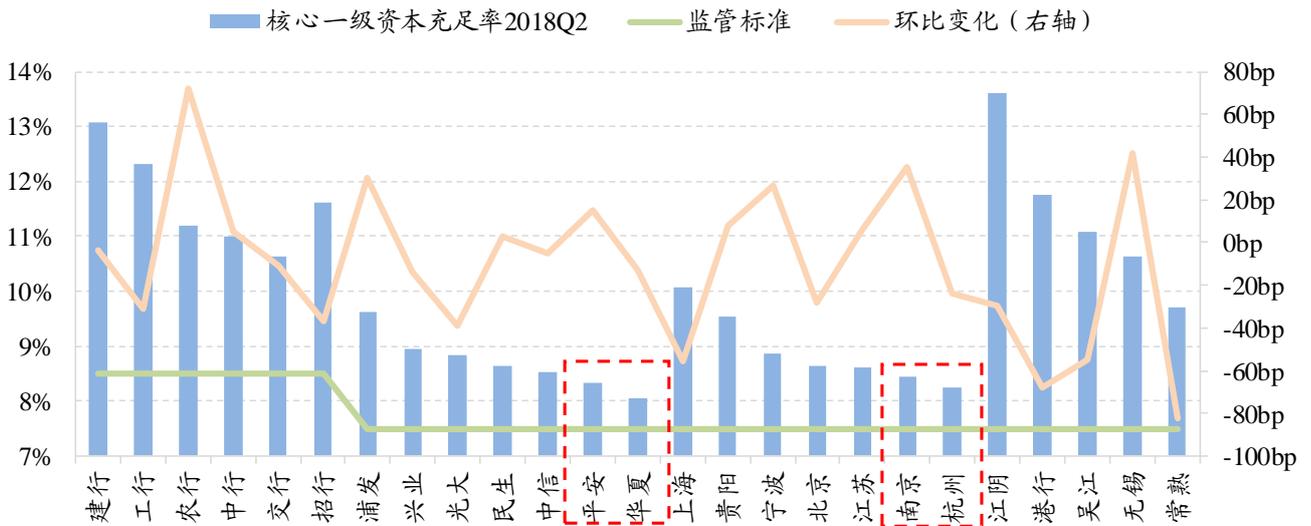
从个股来看, 核心一级资本充足率距离监管要求安全垫不足 1pc 的银行有华夏银行、杭州银行、平安银行和南京银行, 其面临的资本约束最强, 对应 18Q2 资产环比增速低于其所属于行业和上市银行整体。若资本问题无法有效解决, 未来资产增长仍将维持低速。

图 3: 18Q2 上市银行核心一级资本充足率下降



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 4: 华夏银行、杭州银行、平安银行和南京银行资本约束最强 (2018Q2)

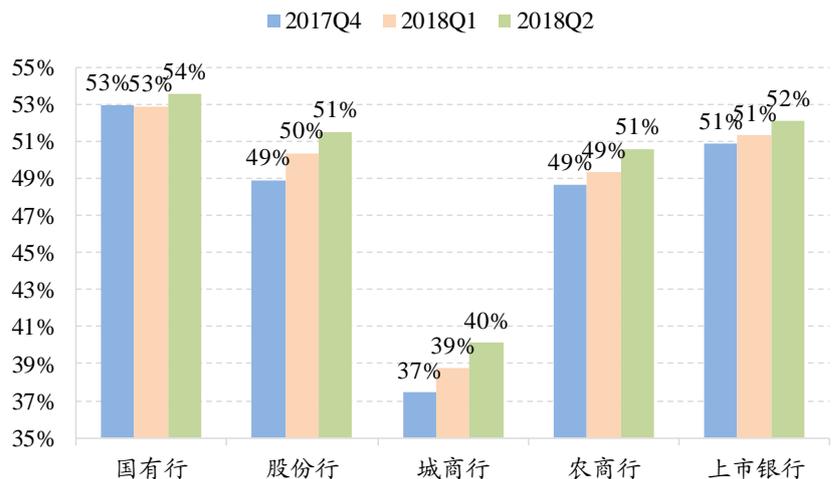


数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

2.2. 信贷集中趋势不改

资产端向信贷集中的趋势不改。18H1 上市银行整体信贷资产占总资产比重相较 17A 提升，各子行业幅度从高到低分别为股份行 (+2.6pc)、城商行 (+2.5pc)、农商行 (+2.0pc)、国有行 (+0.7pc)。其中，股份行、城商行、农商行主要是依靠 SPV 投资相对压缩来多投信贷，而国有行则主要依靠降准带来的准备金占比下降。预计未来信贷集中趋势仍将延续。

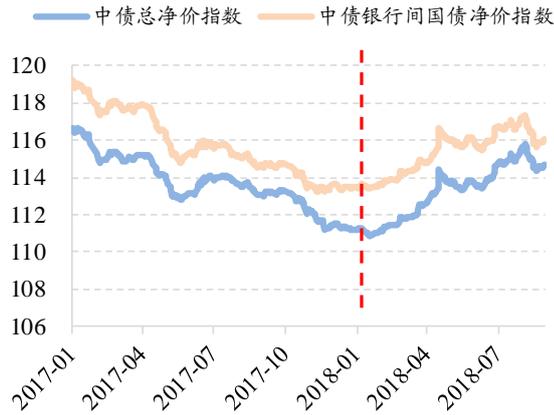
图 5: 2017 年底以来上市银行贷款占比持续提升



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

此外，投资（不含 SPV）占比也呈现上升趋势。主要归因于 18 年以来，利率债（银行主要配置券种）行情走强，这也为银行带来较多的账面浮盈（或浮亏减少），体现为银行其他综合收益回升。

图 6: 2018 年以来利率债走强



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

图 7: 2018 年以来上市银行浮亏减少 (亿元)



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

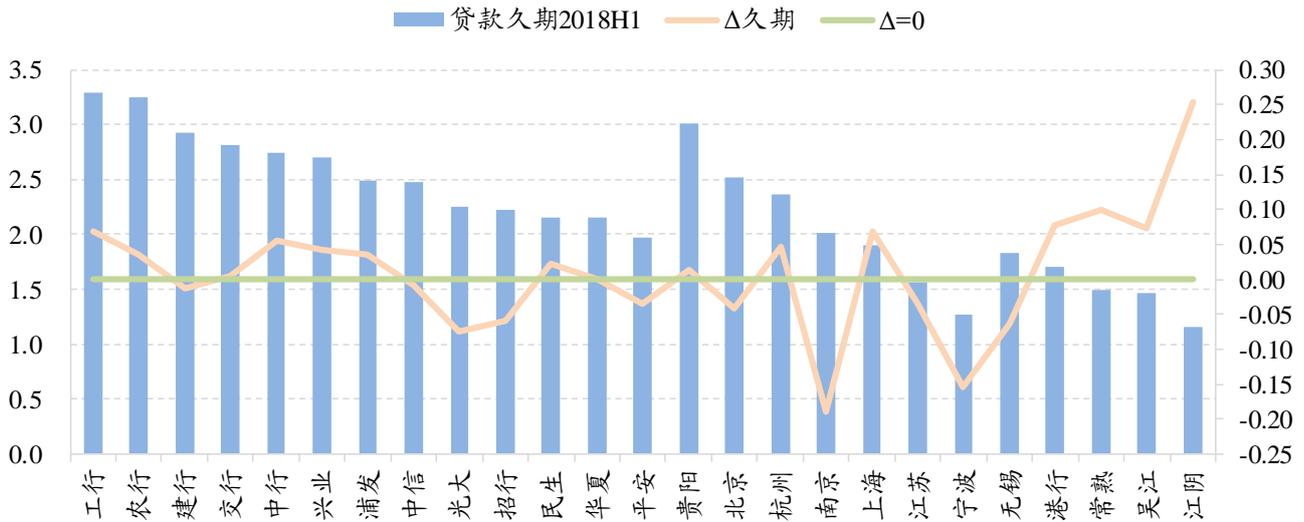
表 2: 上市银行资产解构 2018H1

分项资产 / 总资产	信贷		投资		传统同业		SPV 投资	
	18H1	Δ	18H1	Δ	18H1	Δ	18H1	Δ
工行	53.2%	0.0pc	21.3%	0.5pc	5.8%	-1.2pc	1.6%	0.3pc
建行	57.3%	0.5pc	22.4%	-0.4pc	5.2%	2.0pc	0.6%	-0.1pc
农行	50.2%	1.2pc	29.1%	-0.1pc	4.1%	-1.5pc	0.2%	0.0pc
中行	54.9%	0.2pc	23.1%	0.3pc	5.9%	0.5pc	0.6%	-0.1pc
交行	50.1%	1.9pc	24.7%	0.6pc	7.9%	-0.8pc	4.0%	0.1pc
国有行平均	53.1%	0.7pc	24.1%	0.2pc	5.8%	-0.2pc	1.4%	0.1pc
招行	56.6%	2.4pc	16.3%	0.3pc	9.2%	1.6pc	5.9%	-3.2pc
兴业	39.4%	2.8pc	19.1%	-1.3pc	3.5%	0.4pc	26.4%	-1.9pc
中信	56.6%	1.9pc	13.6%	0.6pc	6.1%	-0.1pc	11.5%	-0.9pc
平安	53.3%	2.2pc	15.0%	0.0pc	7.6%	0.5pc	8.1%	-1.9pc
浦发	53.3%	2.7pc	16.9%	-0.5pc	3.0%	-0.1pc	15.5%	-1.5pc
民生	49.0%	2.7pc	22.7%	-0.2pc	4.5%	-0.1pc	11.2%	-2.1pc
华夏	58.2%	4.2pc	19.3%	-0.6pc	3.2%	-1.3pc	8.7%	-1.9pc
光大	50.8%	2.3pc	14.4%	1.9pc	5.6%	-1.4pc	16.1%	-3.2pc
股份行平均	52.1%	2.6pc	17.2%	0.0pc	5.3%	-0.1pc	12.9%	-2.1pc
北京	47.2%	2.6pc	18.5%	-0.8pc	6.6%	-2.6pc	17.8%	0.8pc
南京	35.1%	2.4pc	23.0%	-0.2pc	3.2%	-1.6pc	26.3%	-0.6pc
宁波	33.8%	1.6pc	30.8%	10.0pc	3.4%	0.3pc	18.7%	-11.1pc
上海	40.7%	3.9pc	19.0%	0.1pc	9.1%	0.2pc	23.4%	-3.8pc
杭州	36.5%	2.5pc	20.0%	1.7pc	9.0%	3.8pc	25.3%	-7.9pc
江苏	43.7%	2.6pc	14.0%	0.0pc	4.2%	-1.3pc	25.9%	-2.7pc
贵阳	28.2%	2.1pc	27.5%	-0.4pc	2.1%	-1.5pc	26.5%	-0.4pc
城商行平均	37.9%	2.5pc	21.8%	1.5pc	5.4%	-0.4pc	23.4%	-3.7pc
吴江	49.5%	-0.3pc	24.8%	5.4pc	11.0%	2.7pc	4.8%	-1.6pc
江阴	51.4%	2.7pc	21.4%	-0.4pc	1.6%	-0.1pc	13.2%	-2.3pc
常熟	51.4%	0.0pc	21.6%	1.6pc	3.2%	0.9pc	11.7%	-1.3pc
无锡	49.2%	2.3pc	20.5%	-0.9pc	6.0%	1.2pc	9.3%	-3.4pc
港行	51.5%	5.4pc	25.9%	-0.1pc	1.6%	-2.4pc	7.7%	-3.5pc
农商行平均	50.6%	2.0pc	22.8%	1.1pc	4.6%	0.5pc	9.4%	-2.4pc

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究；注： $\Delta=2018H1-2017A$ 。

从贷款期限来看，不同银行呈现不同特征。18H1 国有行和农商行平均贷款久期拉长，而股份行和城商行则缩短，其中城商行若排除南京银行和宁波银行两个极端值，则平均贷款期限仍然拉长。预计未来贷款期限将继续拉长：①政策引导多投基建贷款，国有行响应号召的动力较充足；②18Q2 贷款加权平均利率上行速度放缓，银行拉长贷款期限锁定收益。

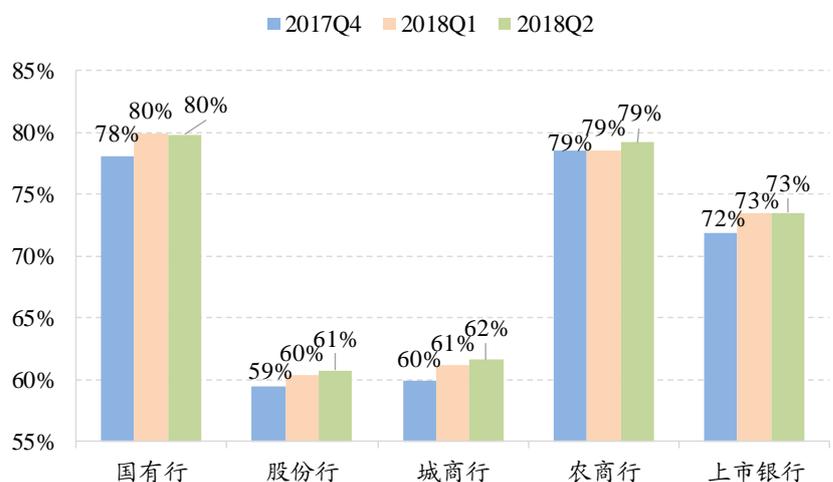
图 8：18H1 国有行、农商行拉长贷款久期，股份行、城商行则缩短贷款期限



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究（ Δ 久期=贷款久期 18H1-贷款久期 17A）

负债端继续压缩同业负债。①18H1 上市银行负债端同业负债占比继续压降。同业负债占比压降幅度从大到小依次为城商行（-2.0pc）、股份行（-1.3pc）、国有行（-0.8pc）和农商行（-0.5pc）。②存款占比持续提升，但 18Q2 放缓。主要原因一方面为存款竞争激烈，另一方面为 18Q2 同业负债成本下降，银行流动性压力趋缓。

图 9：2017 年底以来上市银行存款占比持续提升，但 18Q2 放缓



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

表 3: 上市银行负债解构 2018H1

分项负债 /总负债	存款		同业负债 (含同业存单)		发行债券	
	18H1	Δ	18H1	Δ	18H1	Δ
工行	84.0%	1.2pc	9.9%	-1.6pc	2.3%	0.1pc
建行	81.0%	0.5pc	8.4%	-0.4pc	3.3%	0.3pc
农行	83.2%	0.7pc	8.0%	-0.1pc	2.5%	0.2pc
中行	76.8%	0.5pc	10.8%	0.0pc	2.8%	0.1pc
交行	69.9%	1.8pc	16.9%	-1.9pc	3.5%	0.1pc
国有行平均	79.0%	1.0pc	10.8%	-0.8pc	2.9%	0.1pc
招行	70.6%	0.7pc	17.0%	-0.4pc	2.1%	0.1pc
兴业	50.7%	-0.8pc	40.2%	1.2pc	2.8%	-0.4pc
中信	66.6%	1.9pc	22.4%	-1.9pc	3.2%	-0.1pc
平安	66.2%	0.1pc	25.0%	-0.2pc	1.4%	-0.1pc
浦发	56.9%	3.6pc	32.8%	-4.8pc	3.1%	0.0pc
民生	55.9%	2.0pc	30.5%	-1.4pc	3.1%	0.0pc
华夏	61.2%	-0.1pc	25.1%	-2.0pc	5.0%	0.6pc
光大	61.2%	1.1pc	25.6%	-1.2pc	4.0%	-0.3pc
股份行平均	61.2%	1.1pc	27.3%	-1.3pc	3.1%	0.0pc
北京	60.3%	1.4pc	29.2%	-0.1pc	5.1%	-1.7pc
南京	67.9%	0.6pc	21.8%	-1.4pc	4.3%	-0.6pc
宁波	63.0%	5.1pc	25.0%	-5.1pc	5.9%	1.1pc
上海	56.1%	0.5pc	35.9%	-0.8pc	1.2%	0.2pc
杭州	61.6%	4.2pc	30.1%	-4.8pc	2.7%	-0.1pc
江苏	62.3%	1.5pc	28.8%	-2.1pc	2.2%	0.2pc
贵阳	68.0%	0.1pc	28.4%	0.2pc	1.6%	0.0pc
城商行平均	62.8%	1.9pc	28.4%	-2.0pc	3.3%	-0.1pc
吴江	78.6%	-3.7pc	18.7%	3.7pc	0.0%	0.0pc
江阴	79.3%	0.0pc	15.9%	-0.1pc	1.6%	1.6pc
常熟	74.7%	1.2pc	19.1%	-1.0pc	2.9%	1.4pc
无锡	84.0%	0.4pc	7.8%	-1.9pc	4.5%	1.8pc
港行	80.2%	5.8pc	16.3%	-3.1pc	0.0%	0.0pc
农商行平均	79.3%	0.7pc	15.6%	-0.5pc	1.8%	1.0pc

数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究; 注: Δ=2018H1-2017A。

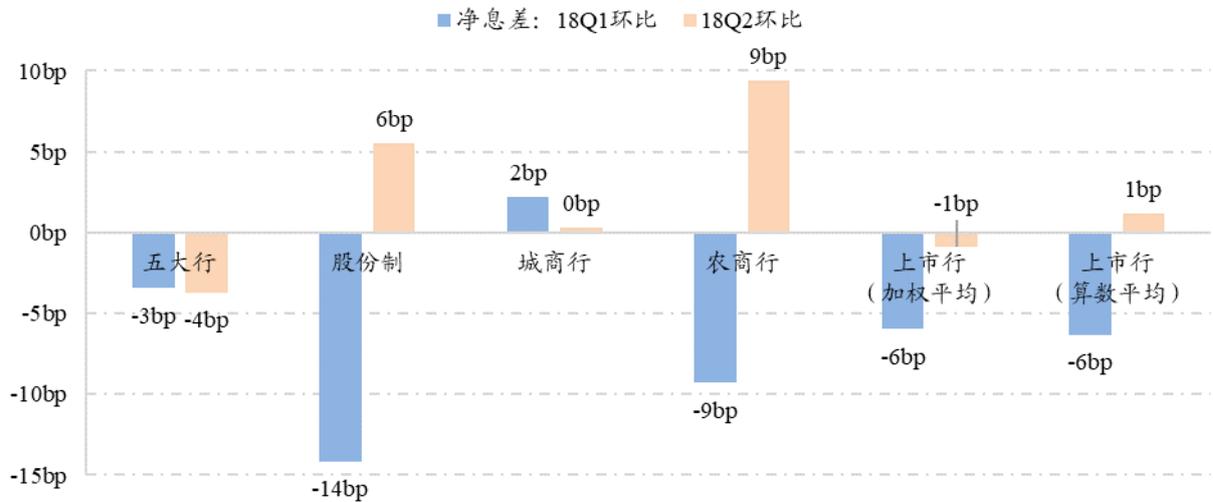
3. 净息差边际仍改善

3.1. 息差改善但有分化

从 18Q2 环比情况看, 上市银行净息差整体仍处于改善通道中, 但不同类别银行存在分化。其中, 加权平均口径环比-1bp, 是由于国有行息差环比下行拖累, 如改用算术平均口径, 则 18Q2 环比+1bp。但无论口径如何, 边际上均继续改善。

具体看各类银行净息差表现, 国有行环比降低, 其他类银行均环比改善。国有行、股份行、城商行、农商行净息差环比 18Q1 分别-4bp、+6bp、持平、+9bp。

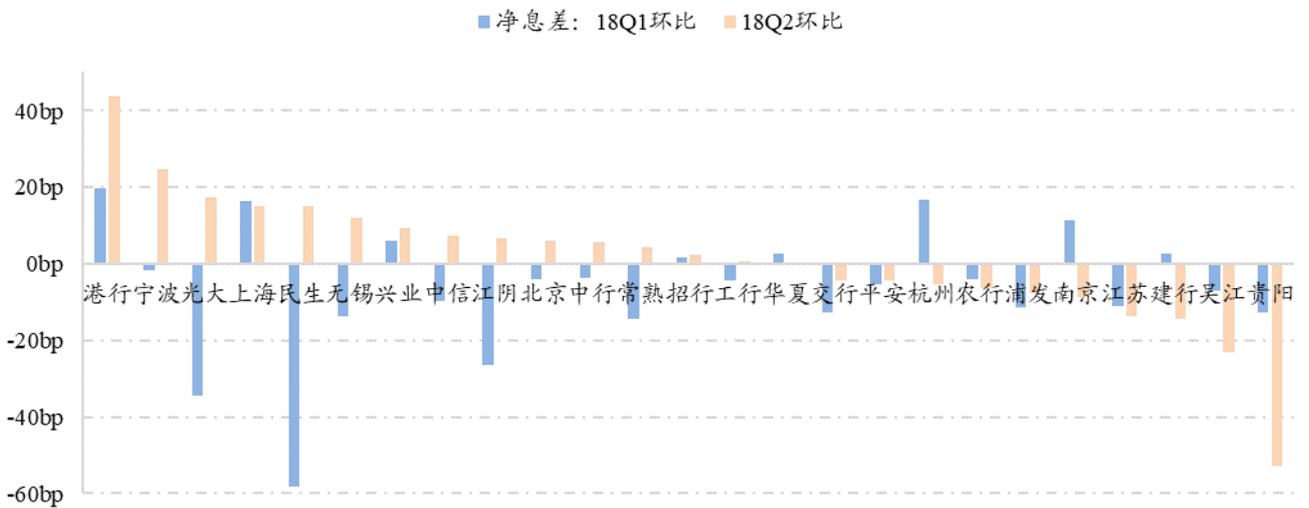
图 10: 各类银行净息差环比变动情况



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。

个股层面相对 18Q1 改善的趋势也很明显。息差环比提升的银行由 18Q1 的 8 家 (考虑新准则扰动则为 10 家), 提升到 18Q2 的 15 家, 其中张家港行、上海银行、兴业银行和招商银行连续两季度环比提升, 改善幅度较大的有宁波银行、无锡银行和中信银行。18Q2 环比仍收窄的银行中, 收窄幅度也较 18Q1 显著缩小, 如交通银行、浦发银行。

图 11: 各家银行净息差环比变动情况



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。

注: 光大、民生等银行因实施新会计准则导致 18Q1 息差环比大幅降低。影响已在一季报综述中分析, 此处不再赘述。

3.2. 负债成本趋稳下行

由于净息差=利息净收入/生息资产平均余额, 进一步拆解可得以下公式:

$$\text{净息差} = \text{生息资产收益率} - \text{付息负债成本率} \times \frac{\text{付息负债平均余额}}{\text{生息资产平均余额}}$$

因此净息差的上行（环比变动）可拆解为三部分：收益率环比上行、成本率环比下行、资产较负债环比增速更快。将 18Q1 和 18Q2 净息差的环比变动拆解如下，得到净息差变动的驱动因素。由下图可知：

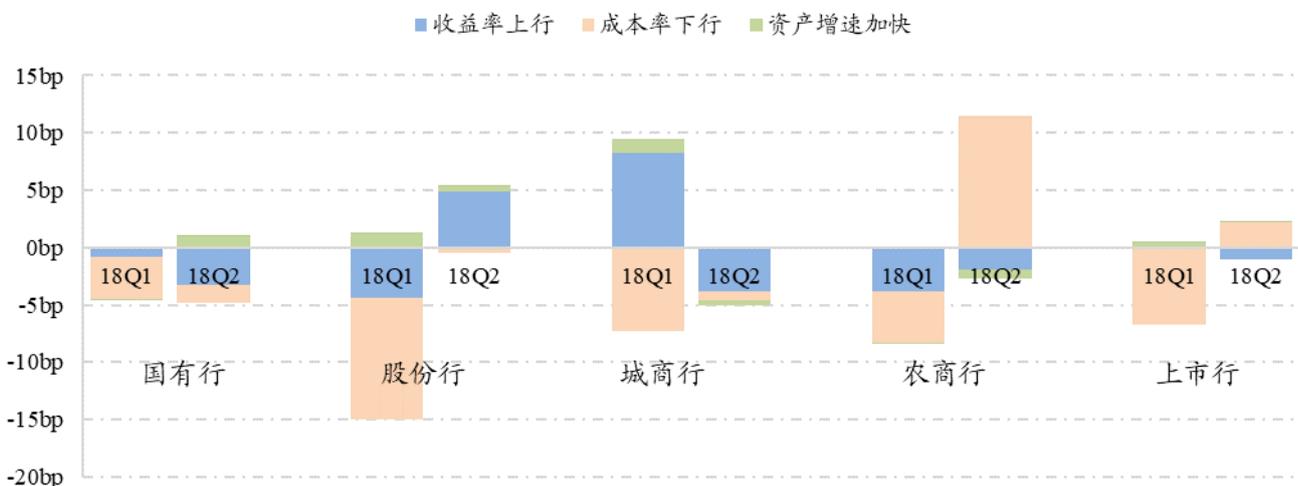
1. **负债成本率改善是普遍趋势。** 成本率普遍环比上行趋缓乃至下行，这也是 18Q2 驱动息差继续改善的最大因素，其中国有行、股份行、城商行和农商行负债成本率环比 Q1-2bp、-1bp、-1bp、+11bp。综合 18Q1 数据来看，改善最明显的是股份行和农商行。

我们判断，负债成本率改善的核心驱动因素是二季度以来货币政策边际转向，使得银行资金压力边际减轻。其中，定向降准最为利好小微客户众多的农商行，其次是城商行。而货币政策传导渠道不畅，使得资金淤积在银行系统内部，导致同业负债成本快速下滑，18Q2 的 3 个月同业存单发行利率（季度平均）环比大幅下降 44bp（18Q1 环比下降 14bp），最为利好同业负债占比高的股份行。

2. **资产收益率出现分化。** 不同类型的银行贷款收益率表现不一，其中国有行、股份行、城商行和农商行资产收益率环比 Q1-3bp、+5bp、-4bp、-2bp。股份行收益率环比明显上行，农商行环比下行幅度收窄，但国有行环比下行幅度加大，城商行则从 18Q1 的环比上行转为 18Q2 环比下行。

我们判断，股份行资产收益率改善，源于较高定价的零售资产占比快速提升以及资产续定价。国有行的下行，则可能与加快投放基建及小微贷款相关。城商行下行需考察银行具体情况，如剔除在本地市场市占率较低的江苏银行和杭州银行，则不改其成本率环比上行的趋势。

图 12: 净息差环比变动的驱动因素拆分



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。将净息差环比变动-收益率变动-成本率变动，得到资产增速加快对息差的贡献

再考察个股的生息资产收益率及付息负债成本率，发现分化更为明显。值得注意的是，股份行中此前业绩相对落后的民生银行、中信银行和光大银行，收益率环比大幅提升 12bp-17bp，同业负债占比较高的兴业银行、光大银行和平安银行，享受到了负债成本率环比下行。

表 4：银行单季生息资产收益率及付息负债成本率

	单季生息资产收益率					单季付息负债成本率				
	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	18Q2 环比	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	18Q2 环比
工行	3.50%	3.56%	3.52%	3.53%	1bp	1.54%	1.55%	1.54%	1.54%	0bp
建行	3.57%	3.58%	3.60%	3.48%	-12bp	1.60%	1.56%	1.57%	1.60%	4bp
农行	3.53%	3.60%	3.55%	3.53%	-2bp	1.49%	1.50%	1.49%	1.53%	4bp
中行	3.42%	3.44%	3.43%	3.49%	7bp	1.72%	1.76%	1.79%	1.80%	1bp
交行	3.73%	3.81%	3.85%	3.75%	-10bp	2.57%	2.59%	2.76%	2.74%	-2bp
国有行	3.55%	3.60%	3.59%	3.56%	-3bp	1.78%	1.79%	1.83%	1.84%	2bp
招行	4.02%	4.14%	4.15%	4.20%	5bp	1.80%	1.90%	1.91%	1.95%	3bp
民生	4.08%	4.30%	3.82%	4.00%	17bp	2.68%	2.81%	2.93%	2.95%	3bp
兴业	4.19%	4.11%	4.25%	4.27%	2bp	2.91%	3.00%	3.09%	3.01%	-8bp
浦发	4.19%	4.39%	4.48%	4.44%	-4bp	2.55%	2.72%	2.94%	3.00%	6bp
中信	4.00%	4.04%	3.97%	4.09%	12bp	2.39%	2.39%	2.43%	2.48%	5bp
光大	4.02%	4.19%	3.89%	4.01%	13bp	2.74%	2.83%	2.88%	2.83%	-6bp
平安	4.99%	5.13%	5.20%	5.09%	-10bp	2.71%	2.86%	2.99%	2.94%	-5bp
华夏	4.21%	4.25%	4.43%	4.48%	5bp	2.45%	2.59%	2.77%	2.82%	5bp
股份行	4.21%	4.32%	4.27%	4.32%	5bp	2.53%	2.64%	2.74%	2.75%	1bp
北京	4.16%	4.21%	4.28%	4.29%	1bp	2.62%	2.65%	2.79%	2.74%	-5bp
宁波	4.12%	3.83%	3.87%	4.07%	20bp	2.59%	2.46%	2.51%	2.45%	-6bp
南京	4.30%	4.30%	4.47%	4.56%	8bp	2.75%	2.72%	2.79%	2.97%	19bp
贵阳	4.91%	4.95%	5.00%	4.71%	-29bp	2.35%	2.37%	2.56%	2.82%	26bp
上海	3.48%	3.63%	3.81%	3.97%	15bp	2.57%	2.72%	2.76%	2.76%	1bp
江苏	4.45%	4.73%	4.62%	4.34%	-27bp	3.04%	3.38%	3.41%	3.26%	-14bp
杭州	4.26%	4.21%	4.38%	4.23%	-15bp	2.82%	3.01%	3.01%	2.87%	-14bp
城商行	4.24%	4.27%	4.35%	4.31%	-4bp	2.68%	2.76%	2.83%	2.84%	1bp
常熟	5.37%	5.38%	5.30%	5.39%	9bp	2.53%	2.40%	2.48%	2.52%	4bp
无锡	4.51%	4.38%	4.21%	4.45%	23bp	2.50%	2.42%	2.38%	2.51%	13bp
吴江	4.61%	4.36%	4.94%	3.94%	-100bp	1.69%	1.77%	2.44%	1.60%	-85bp
江阴	4.27%	4.28%	4.01%	4.07%	6bp	2.48%	2.48%	2.49%	2.48%	-1bp
港行	4.38%	4.53%	4.27%	4.79%	52bp	2.22%	2.62%	2.12%	2.22%	11bp
农商行	4.63%	4.59%	4.55%	4.53%	-2bp	2.29%	2.34%	2.38%	2.27%	-11bp
上市行	4.17%	4.21%	4.21%	4.21%	-1bp	2.37%	2.44%	2.51%	2.50%	-2bp

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

3.3. 大小行息差将分化

展望 18 年下半年，我们判断不同银行间净息差将出现分化，核心驱动因素来源于：

- 资产端：**①价格上，18Q2 金融机构人民币贷款加权平均利率环比+1bp，上行速度边际放缓。随着负债端利率向资产端传导，以及政策对贷款的结构（基建和小微贷款）、利率可能做出指导，国有大行贷款收益率大概率下行；而中小银行得益于信贷溢价能力上升和自主性较强，收益率反而持续改善；②结构上，表内资产向信贷集中的趋势不改，将部分抵消利率下降的影响。
- 负债端：**贷款续定价慢于存款、同业资产续定价慢于同业负债，使得货币政策边际放松的影响，先作用于负债端，后传导至资产端。货币政策边际放松，使得高定价的同业负债成本迅速降低，且不排除下半年进一步降准的可能性。从已有数据看，7、8月同业存单发行利率相比二季度环比加速下行。

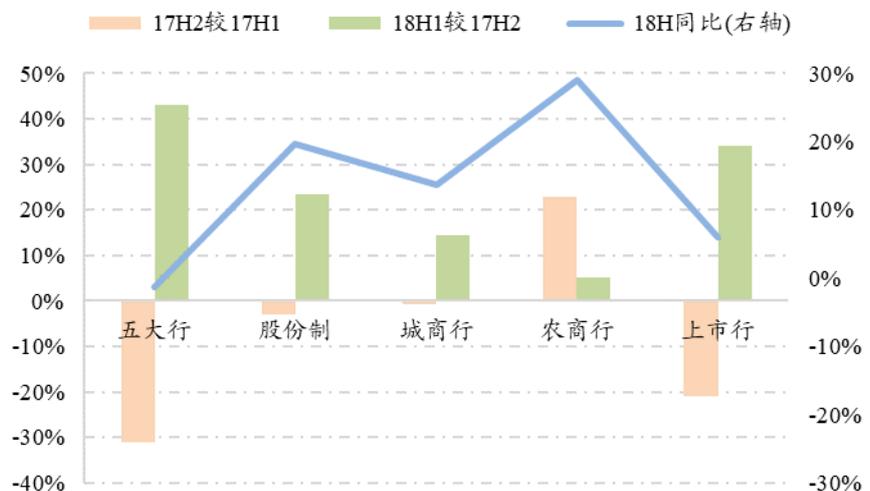
综上，判断大小行之间息差将进一步分化：①国有大行将受损于同业利差收窄和贷款政策指导，息差将小幅收窄；②同业负债占比高的中小银行则受益于主动负债成本下降和资产端较强自主性，从而带来息差回升。但随着负债端利率向资产端传导，中小行的优势将逐步收窄。

4. 非息收入显著改善

4.1. 非息收入较快增长

与去年下半年比较，各类银行非息收入均有显著改善。由于非息收入存在一定季节性，因此再考察同比数据，国有行、股份行、城商行和农商行18H1非息收入同比-1pc、+20pc、+14pc、+29pc，同样呈现改善趋势，且中小行较大行改善更为明显。由于新会计准则影响，部分收入从利息收入划入投资收益，因此，国有行和股份行的实际改善幅度小于账面数据。

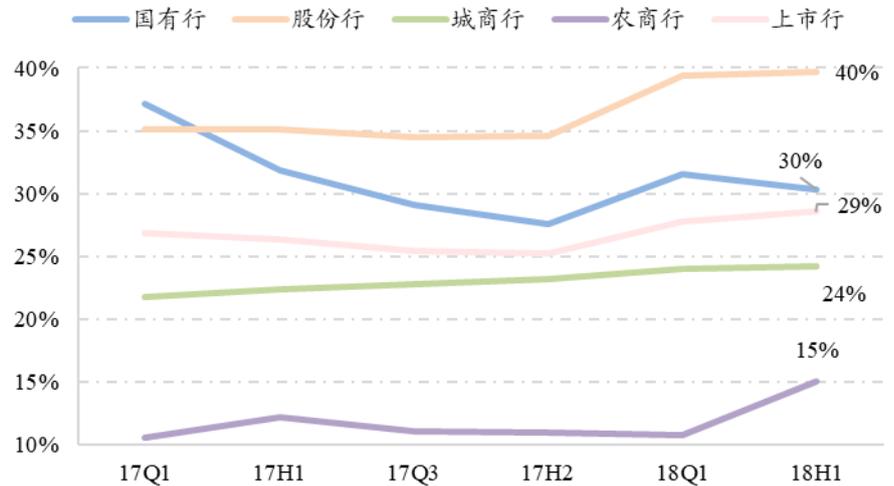
图 13: 各类银行非息收入变动情况



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

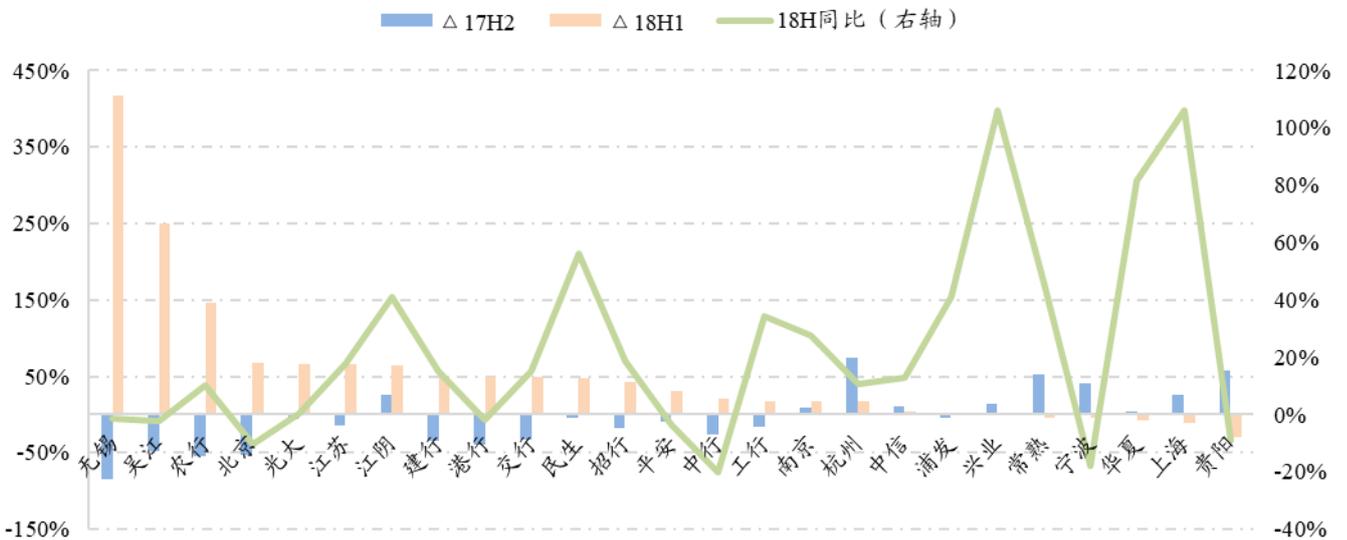
从非息收入占比看，同样呈现上升趋势。其中股份行、农商行显著抬升，城商行上升不明显，而国有行先升后降。个股层面的改善也很明显，18H1 同比有 17 家银行实现正增长，相比 17H2 有 20 家银行正增长。

图 14: 非息收入占比变动情况



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

图 15: 各家银行非息收入变动情况

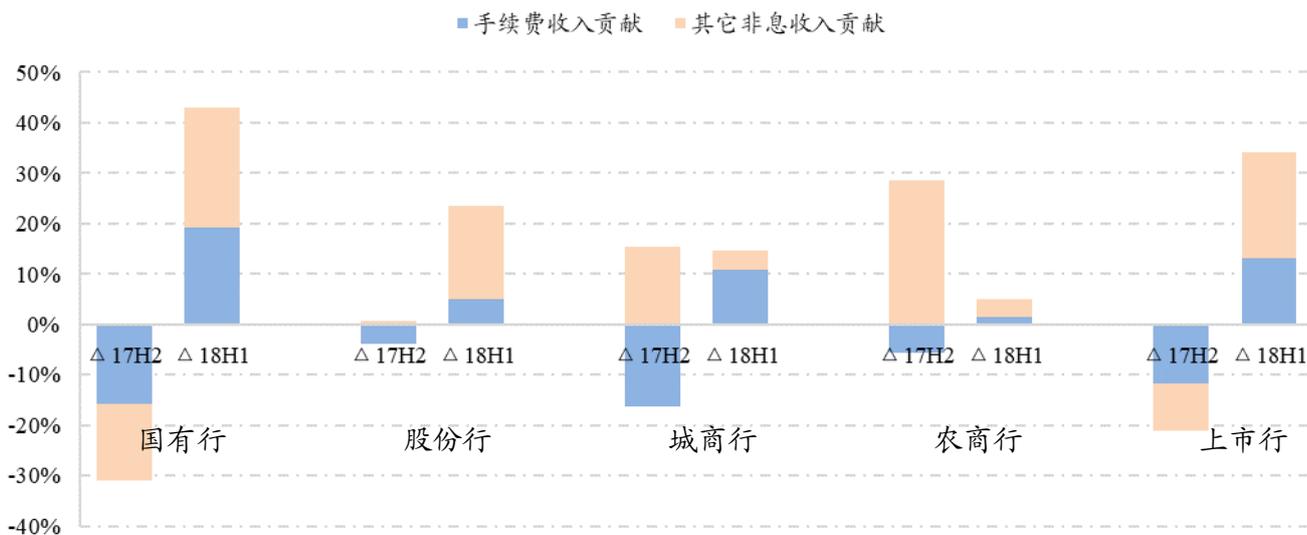


数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。Δ指相对前一个时间区间的变化

4.2. 中收投资双轮驱动

将非息收入中，17H2 较 17H1 的变动和 18H1 较 17H2 的变动拆分成手续费收入贡献及其它非息收入贡献。可见，**18H1 的手续费收入和其它非息收入较 17H2 均有明显改善，二者对非息收入增长的贡献相当。**其中，国有行两项收入均明显改善，股份行其它非息收入改善更显著，而城商行手续费收入改善更显著。农商行改善程度收窄。

图 16: 各类银行非息收入变动的驱动因素拆分

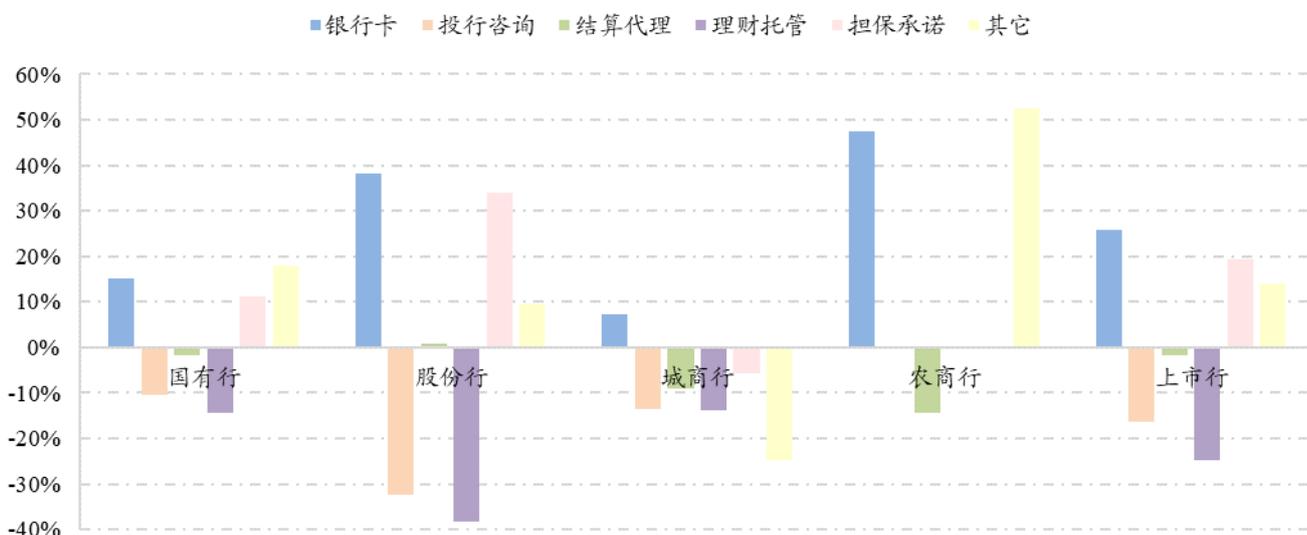


数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

进一步考察手续费收入和其它非息收入同比变化。从手续费收入同比情况可见, **驱动手续费收入改善的最大因素在于银行卡收入, 其次是担保承诺收入。**银行卡收入的快速增长主要来源于各家银行 17 年以来陆续向零售业务倾斜, 增加了信用卡发卡量, 分期手续费及刷卡手续费随之快速上升。担保承诺业务上升, 则可能与表内信贷供不应求、企业希望提前锁定未来信贷资源有关, 但在手续费收入中的占比不高。

投行咨询业务与理财托管业务同比明显下降。其中, 投行类业务受市场不景气影响, 而理财托管业务则因资管新规的落地大幅缩水, 这部分我们将在重点关注中详细分析。

图 17: 各类银行手续费收入的细项同比变化

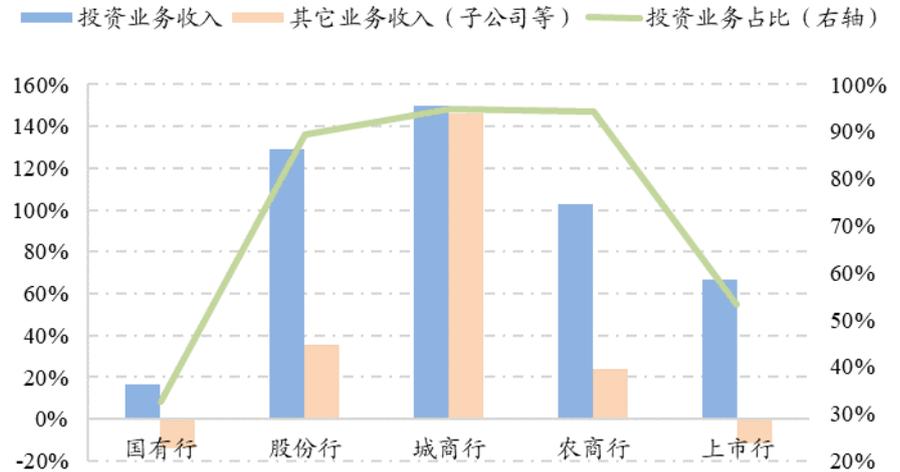


数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

从其它非息收入的同比情况可见, **改善主要来源于投资业务收入的大幅**

上升，改善幅度最大的依然是城商行、股份行、农商行和国有行。主要原因是中小行在今年上半年加大了货币基金等产品的配置力度，且18年上半年债市情况明显好于17年同期。国有行投资业务收入改善不显著，而其它业务收入还产生拖累，主要是子公司经营业绩不佳影响。

图 18: 各类银行其它非息收入细项的同比变化



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。将投资收益、公允价值变动损益和汇兑损益加总，得到投资业务收入，再用非息收入减去投资业务收入，得到其它业务收入。

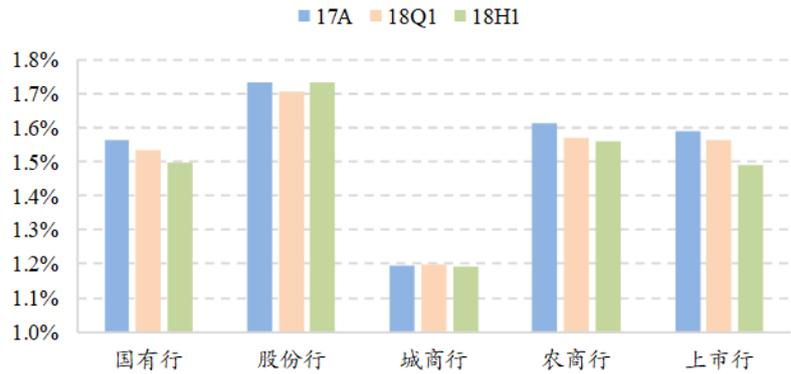
展望下半年，判断银行非息收入仍将继续改善。手续费收入方面，改善将源于银行卡收入持续增长，以及监管政策放松下，理财业务收入收窄放缓；其它非息收入方面，改善将源于投资收益，但由于债券市场存在供给压力，改善幅度或将放缓。

5. 资产质量稳中向好

5.1. 资产质量稳中向好

上市银行不良率整体保持稳中向好，“头部效应”明显。五大行18H不良率环比-3bp至1.50%；股份行+2bp至1.73%；城商行-1bp至1.19%；农商行-1bp至1.56%；上市行整体-5bp至1.49%。上市银行不良率远低于银监会公布的商业银行2018年6月的不良率1.86%，显示出上市银行在整个商业银行中的头部地位；而且表明，今年年中媒体报导的个别农商行不良率“爆表”实属个别区域或个别企业的小范围现象。

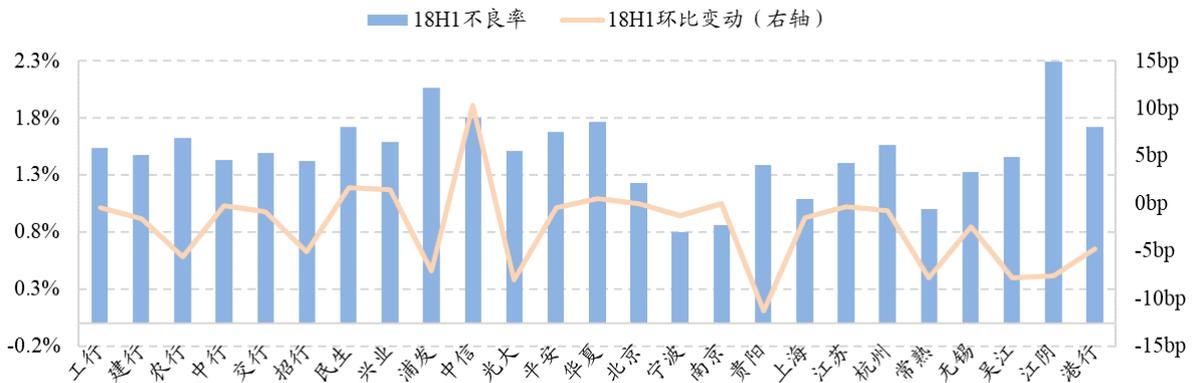
图 19: 上市银行不良贷款率保持稳中有降



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

个别股份行不良率小幅反弹。除中信(环比+10bp), 民生(环比+2bp), 兴业(环比+1bp)和华夏(环比+1bp)以外, 其他上市银行不良率皆持平或下降。

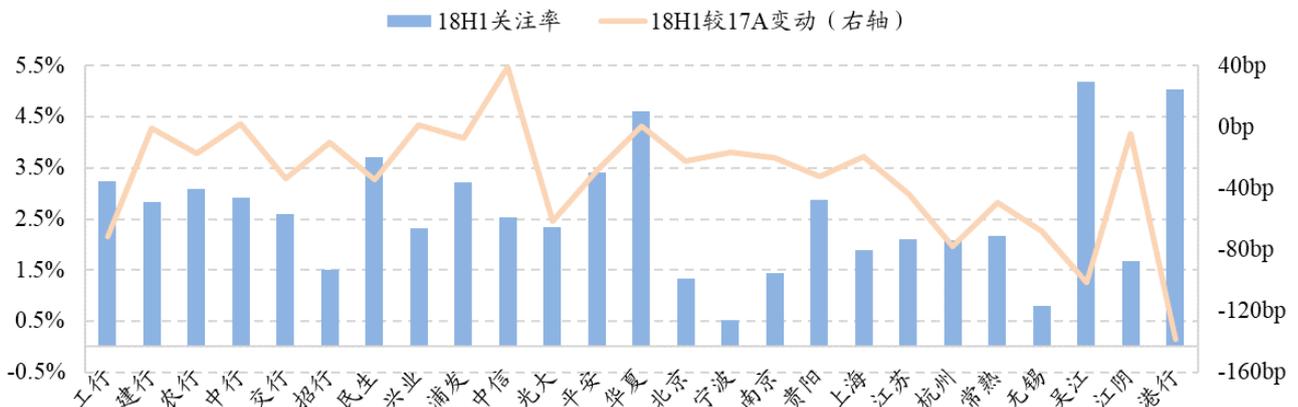
图 20: 仅个别股份行不良率小幅反弹



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

关注率全线下降, 未来迁徙压力减小。先验指标关注率, 除中信银行外(+40bp), 其他上市银行较年初皆持平或下降。

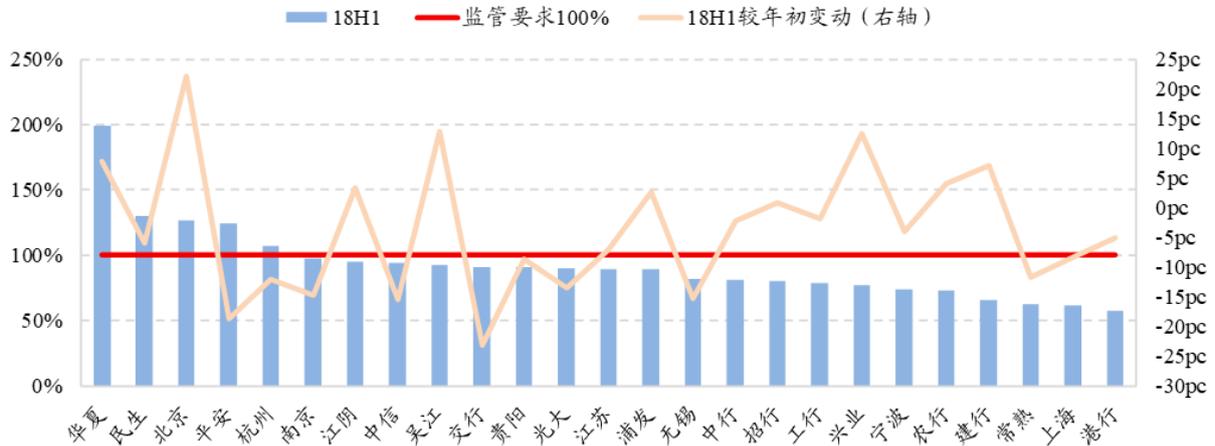
图 21: 上市银行关注率较年初全线下降



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

不良确认趋严，偏离度基本达标。除华夏、民生、北京、平安和杭州银行外，其他银行的不良偏离度（逾期 90 天以上贷款/不良贷款余额）均达到 100% 以下的较优水平。未达标的银行中，平安银行的偏离度纠正幅度更大，较年初下降 19pc 至 124%。

图 22: 仅个别上市银行不良偏离度高于 100%，未满足监管要求



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

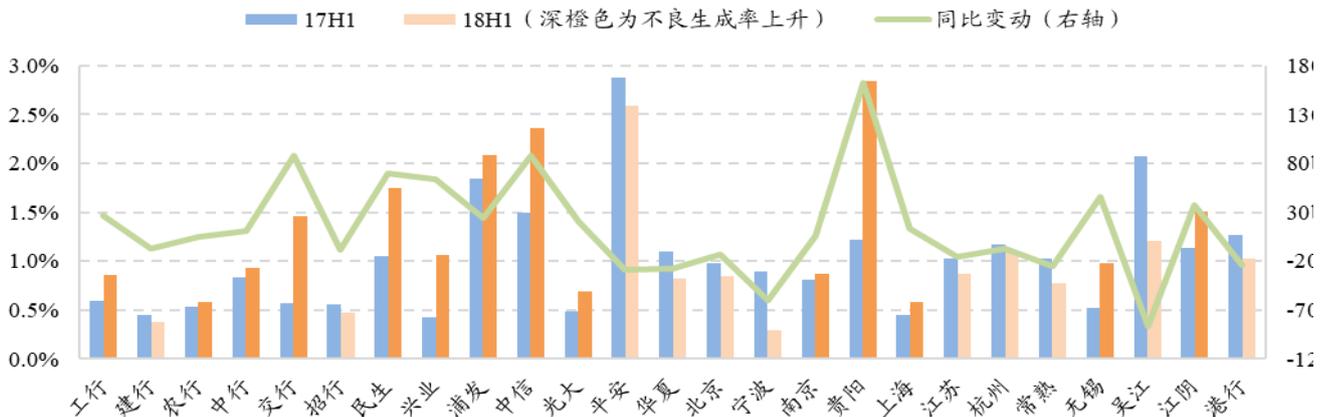
5.2. 不良多生成多核销

不良净生成上升，同时处置力度加大。因银行核销一般较集中于年末且仅中报和年报公布核销数据，所以我们对所有上市银行整体做同比分析。

14 家上市银行 18H1 加回核销的不良净生成率同比上升，其中升幅较大的有（按升幅排序）：贵阳、交通、中信、民生、兴业、无锡和江阴银行。

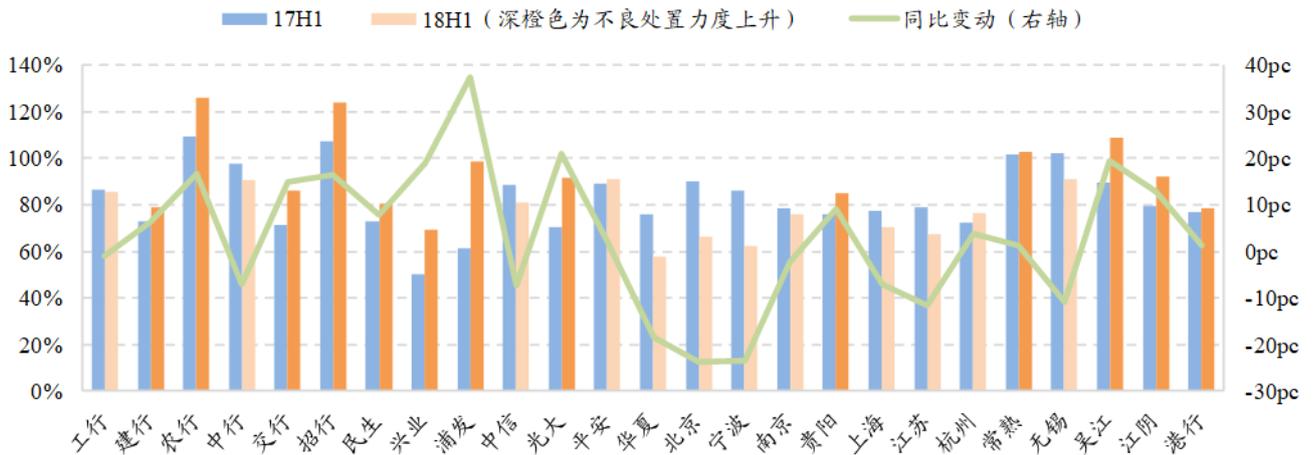
15 家上市银行 18H1 不良处置力度（核销转出/新增不良）同比上升。其中，不良生成上升却未加大核销的上市银行有：中行、中信、南京、上海和无锡银行。

图 23: 一半以上上市银行不良生成率同比上升



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

图 24: 一半以上上市银行同比处置力度加大

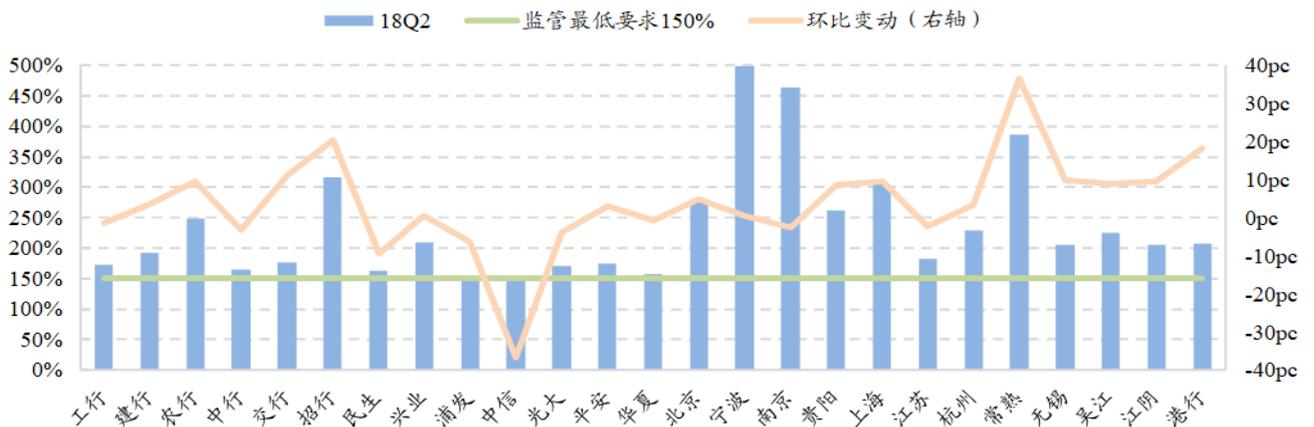


数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

拨备覆盖率集体上升。除中信银行急剧加大不良确认力度消耗拨备，其他上市银行 2018Q2 拨备覆盖率环比皆上升；板块整体拨备覆盖率环比整体上升 4pc 至 236%，且所有皆超过 150% 的监管最高标准。

综上，为应对经济预期的不确定性，上市银行仔细排查风险、夯实不良基础，表现为关注率下降、偏离度达标；同时，为应对不良生成上升的形势，普遍加大处置力度、增厚拨备水平。

图 25: 2018Q2 拨备覆盖率集体增厚



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

5.3. 担忧情绪开始缓解

信用风险相关宏观指标改善尚需时日，但 7 月份已出台系列政策旨在边际改善紧信用环境，资本市场对其担忧明显缓释，预计未来银行业资产质量保持稳定。如表 5 所示，截至 7 月份，工业企业利息保障倍数环比仍下降 0.11，主要由于非国企数据下降所致；而居民杠杆率持续上升，6 月份 P2P 平台“暴雷”数量也急剧上升，显示出对公对私的信用环境

并不友好。

6月27日中国人民银行货币政策委员会2018年第二季度例会关于金融市场流动性措辞由“合理稳定”变为“合理充裕”，随后货币市场流动性宽松、利率下降；7月20号，央行发布《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》，明确了资管新规过渡期的具体安排，表外去杠杆节奏边际放缓，避免了“一刀切”；同时银保监会和央行皆要求商业银行加大信贷投放力度。

截至7月底，银行股估值明显修复，信用利差现收窄拐点，显示出资本市场对信用风险的担忧开始缓解。

表 5: 信用风险相关宏观指标尚未改善，但市场指标已显示出信心修复

宏观指标	18/4	18/5	18/6	18/7	MoM
工业企业利息保障倍数	7.38	7.36	7.29	7.17	-0.11
国企	4.39	4.47	4.55	4.60	0.06
非国企	9.88	9.78	9.62	9.37	-0.25
非金融企业杠杆率	159%	158%	157%		-51bp
居民部门杠杆率	50%	50%	50%		45bp
P2P 当月问题平台数量	14	10	63		53
市场指标	18/4	18/5	18/6	18/7	MoM
上市银行 PB 隐含不良率	6.52%	7.07%	8.08%	7.01%	-107bp
信用利差	134bp	159bp	202bp	181bp	-21bp
5-10 年产业债	84bp	103bp	126bp	122bp	-4bp
5-10 年城投债	179bp	214bp	257bp	251bp	-6bp

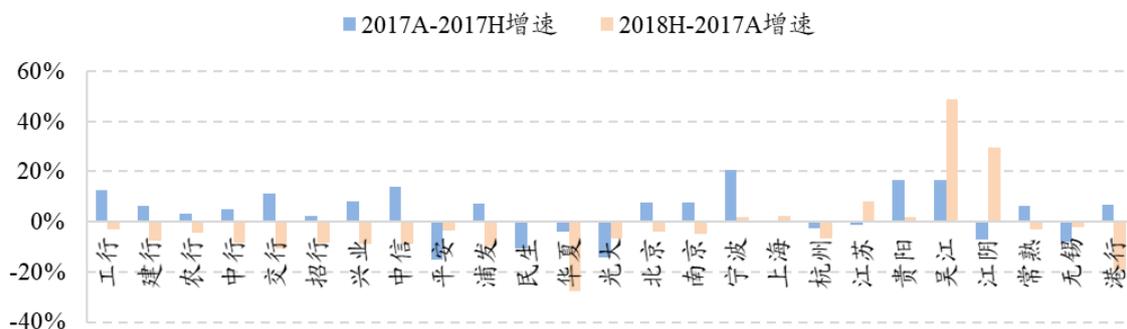
数据来源：wind，国泰君安证券研究

6. 理财有望平稳过渡

6.1. 理财余额普遍下降

上市行理财规模普遍下滑。2017年资管新规意见稿下发，资管行业面临重大变化，但在正式稿出台前，2017年末银行业的表外理财规模较年中依然是正增长。随着2018年4月资管新规正式稿的公布，各家银行着力规范理财业务，25家上市行中有18家表外非保本理财规模收缩（吴江、江阴、江苏、上海、宁波、贵阳、民生除外），总体较年初下降7%。

图 26: 大部分上市银行的表外理财规模收缩



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

股份行理财业务调整较大。从表外理财规模占总资产比重的数据来看，理财占比较高的股份行下降幅度较大，其中华夏银行、招商银行分别较年初下降了 8.2pc 和 4.1pc；国有行、城商行和农商行的调整力度相对较小。一方面，银行有序压降不合规理财产品规模，同时将部分结构性存款转移至表内；另一方面则推动理财产品净值化转型，由于客户对净值型产品的接受程度需要一定时间培育，因此短期内对合规理财产品的规模增长构成一定压力。

表 6：上市银行表外理财规模占比明显下降

表外理财/总资产	2017H	2017A	2018H	Δ(2017A-2017H)	Δ(2018H-2017A)
工行	9.3%	10.2%	9.5%	1.0pc	-0.8pc
建行	7.5%	7.8%	7.0%	0.3pc	-0.8pc
农行	7.5%	7.5%	6.9%	0.1pc	-0.6pc
中行	5.7%	5.9%	5.2%	0.3pc	-0.7pc
交行	9.7%	10.6%	9.2%	1.0pc	-1.4pc
国有行平均	7.8%	8.3%	7.5%	0.5pc	-0.8pc
招行	34.3%	34.6%	30.4%	0.3pc	-4.1pc
兴业	16.7%	18.0%	16.0%	1.3pc	-2.0pc
中信	17.6%	19.9%	17.8%	2.4pc	-2.2pc
平安	19.1%	15.4%	14.4%	-3.6pc	-1.0pc
浦发	24.2%	25.0%	22.8%	0.8pc	-2.2pc
民生	15.8%	13.8%	13.5%	-2.0pc	-0.3pc
华夏	30.3%	28.0%	19.9%	-2.2pc	-8.2pc
光大	21.4%	18.0%	16.1%	-3.3pc	-2.0pc
股份行平均	22.1%	21.7%	19.3%	-0.3pc	-2.4pc
北京	14.6%	15.1%	13.7%	0.5pc	-1.5pc
南京	26.6%	28.5%	26.0%	1.9pc	-2.5pc
宁波	17.6%	19.3%	18.9%	1.7pc	-0.4pc
上海	13.5%	12.7%	12.3%	-0.8pc	-0.4pc
杭州	24.1%	21.3%	19.3%	-2.8pc	-2.0pc
江苏	15.1%	14.6%	15.1%	-0.6pc	0.5pc
贵阳	14.7%	15.2%	15.1%	0.6pc	-0.2pc
城商行平均	17.2%	17.2%	16.3%	0.0pc	-0.9pc
吴江	7.1%	7.4%	10.1%	0.3pc	2.7pc
江阴	4.6%	4.1%	5.2%	-0.5pc	1.1pc
常熟	18.5%	18.9%	16.4%	0.5pc	-2.6pc
无锡	11.1%	9.4%	9.0%	-1.7pc	-0.4pc
港行	15.1%	15.2%	12.6%	0.2pc	-2.6pc
农商行平均	11.8%	11.5%	11.0%	-0.4pc	-0.4pc
上市行平均	12.3%	12.5%	11.2%	0.3pc	-1.3pc

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。注：各子行业平均为加权平均值。

6.2. 手续费收入受重创

银行理财业务手续费收入受创。根据已披露的数据，所有银行 2018H1 理财手续费收入均为同比和环比（除北京银行）负增长，光大、中信、平安的同比下滑幅度均超过 70%，而招行、中行、贵阳受影响相对较小（下降幅度不超过 10%）。

将表外理财手续费收入的同比或环比增速按规模和管理费率进行拆分，可以发现：（1）纵向来看，管理费率变化带来的负向影响整体上减轻（环比负贡献小于同比负贡献），而规模变化带来的负向影响变大。（2）横向来看，大部分银行均是因管理费率的下降拖累更多，而招行和北京则分别实现了同比正贡献和环比正贡献，侧面反映出招行和北京较快地适应了资产管理业务上的变化，并主动做出调整，形成了较强的竞争力。

图 27: 理财手续费收入增长拆分 (18H1 vs 17H1)

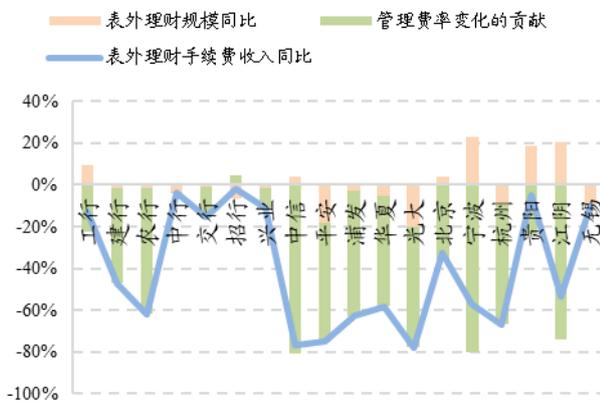
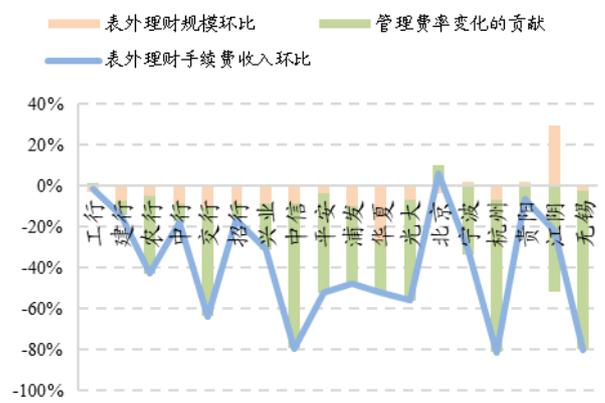


图 28: 理财手续费收入增长拆分 (18H1 vs 17H2)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

注 1: 未列出的银行未披露理财相关的手续费收入数据，工行、建行、平安、浦发来自手续费及佣金收入的细项，其他银行来自财报附注中非保本理财手续费收入。

注 2: 管理费率变化的贡献=表外理财手续费收入同比（环比）增速-表外理财规模同比（环比）增速。

6.3. 未来有望平稳过渡

监管边际放松，有望平稳过渡。2018 年 7 月 20 日，央行和银保监会分别发布资管新规指导意见通知和理财细则，对银行理财业务的后续开展提供参考，并在过渡条款上有所放松，包括公募产品可投非标、老产品可投新资产、部分产品摊余计量、回表监管要求放松、整改进度自主把握等。这两个文件的出台为银行有序开展理财业务提供了定心丸和指南针，有利于平稳过渡，同时各银行加快设立资管子公司，提升投研能力和销售能力，预计银行表外理财规模和收入的下降幅度将逐步收窄。

表 7: 截至 18 年 8 月底共有 12 家银行正式公告拟设立资产管理子公司

公告日期	上市银行	拟出资规模
2018 年 3 月 24 日	招商银行	50 亿元
2018 年 4 月 20 日	华夏银行	50 亿元

2018年4月27日	北京银行	50亿元
2018年5月26日	宁波银行	10亿元
2018年6月1日	交通银行	80亿元
2018年6月2日	光大银行	50亿元
2018年6月7日	平安银行	50亿元
2018年6月8日	南京银行	20亿元
2018年6月30日	民生银行	50亿元
2018年8月29日	兴业银行	50亿元
2018年8月30日	浦发银行	100亿元
2018年8月31日	杭州银行	10亿元

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

7. 投资建议

板块下跌空间依然不大，银行已经进入价值投资区间。不过，类似2017年又不同于2017年，银行个股表现可能会显著分化：**零售型银行优于对公型银行，去杠杆后周期（纠偏）银行优于前周期（加码）银行**。前者重点推荐平安银行、招商银行；后者重点推荐兴业银行和南京银行。

板块下跌空间有限。板块股价隐含的预期不良率13%已远超过真实不良率6%（不良率+关注率），政策边际放松方向明朗。

首选零售型的银行股。依托消费的韧性，零售型银行对经济波动的防御要好于对公型银行，重点推荐平安银行（成长零售）、招商银行（蓝筹零售）。

其次纠偏受益型银行。2017年去杠杆加码阶段，利率快速上升，依托存款占比高和资金拆出行优势，大型银行（国有行+招商银行）最受益。进入货币放松和去杠杆纠偏阶段，银行间市场利率显著回落，主动负债占比高和资金拆入行边际受益弹性反而更大。重点推荐估值较低且基本面已见拐点的兴业银行和南京银行。

8. 风险提示

宏观经济失速下行、信用风险持续上升

表 8:上市银行估值表

	净利润增速		EPS (元)		BVPS (元)		市盈率PE		市净率PB		评级	目标价 (元)
	18年E	19年E	18年E	19年E	18年E	19年E	18年E	19年E	18年E	19年E		
兴业银行	9.4%	10.7%	3.01	3.33	21.25	23.88	5.01	4.52	0.71	0.63	增持	21.18
民生银行	4.2%	7.2%	1.17	1.25	9.30	10.37	5.09	4.79	0.64	0.58	增持	8.58
平安银行	9.6%	17.3%	1.48	1.74	13.93	15.52	6.84	5.83	0.73	0.65	增持	15.37
招商银行	13.9%	12.8%	3.17	3.57	19.83	22.45	8.93	7.92	1.43	1.26	增持	39.38
中信银行	8.1%	10.0%	0.94	1.03	7.90	8.70	6.35	5.77	0.76	0.69	增持	8.41
华夏银行	2.4%	4.5%	1.58	1.65	13.02	14.34	4.90	4.69	0.60	0.54	增持	8.34
股份制	7.9%	9.9%					6.04	5.50	0.78	0.70		
农业银行	7.0%	9.8%	0.59	0.65	4.19	4.66	6.16	5.61	0.87	0.78	增持	5.60
中国银行	4.6%	4.4%	0.61	0.64	5.05	5.47	5.80	5.55	0.70	0.65	增持	5.02
建设银行	6.0%	7.1%	1.03	1.10	7.51	8.25	6.70	6.25	0.92	0.83	增持	9.12
国有行	5.5%	7.0%					6.15	5.75	0.80	0.73		
北京银行	7.6%	8.3%	0.95	1.03	8.15	8.85	6.12	5.65	0.72	0.66	增持	7.90
南京银行	17.3%	18.4%	1.34	1.58	7.84	9.02	5.51	4.66	0.94	0.82	增持	11.35
宁波银行	19.8%	21.1%	2.16	2.57	12.17	14.31	7.76	6.52	1.38	1.17	增持	23.03
贵阳银行	18.0%	16.4%	2.33	2.71	12.82	15.06	5.12	4.40	0.93	0.79	增持	15.45
上海银行	22.4%	21.5%	1.72	2.09	12.99	14.47	6.82	5.61	0.90	0.81	增持	14.89
江苏银行	10.9%	11.9%	1.14	1.28	7.14	8.19	5.51	4.93	0.88	0.77	增持	8.78
杭州银行	14.7%	13.3%	1.02	1.15	7.07	8.02	7.88	6.96	1.13	1.00	增持	15.16
城商行	15.1%	15.6%					6.39	5.53	0.98	0.86		
常熟银行	17.6%	19.0%	0.67	0.80	5.22	5.82	8.85	7.44	1.13	1.02	增持	7.31
江阴银行	7.2%	7.6%	0.49	0.53	5.59	5.97	11.36	10.55	1.00	0.93	增持	8.38
无锡银行	11.9%	12.3%	0.60	0.68	5.48	5.97	9.55	8.50	1.05	0.96	增持	8.72
吴江银行	10.3%	9.4%	0.56	0.61	6.20	6.61	11.49	10.50	1.03	0.97	增持	9.92
张家港行	9.0%	11.4%	0.46	0.51	5.02	5.41	12.32	11.06	1.13	1.05	增持	9.04
农商行	11.9%	12.9%					10.71	9.61	1.07	0.99		
上市行	6.2%	7.8%					7.14	6.45	0.89	0.80		

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。注: 收盘价为 2018 年 8 月 31 日。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

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

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

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		