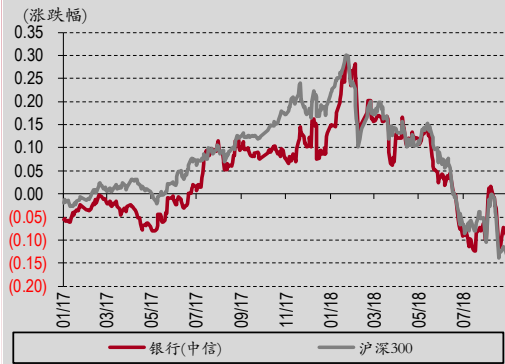




# 强于大市

# 银行行业月报

## 银行板块走势



资料来源：万得数据及中银证券

## 板块防御价值凸显，关注中小行息差改善

在国内经济下行压力背景下多项政策释放积极信号，叠加资管新规执行细则对非标监管适当的放松以及下半年央行提供额外信贷配额，我们认为实体经济供给紧张的现状有望得到改善，政策拐点的确立以及监管不确定性的消除进一步夯实板块底部根基。目前银行板块估值对应 18 年 0.85xPB，估值对应隐含不良率超 12%，已反映了市场对于经济的预期及对银行资产质量的悲观预期，短期在监管政策边际宽松下，配置吸引力提升。个股优选大小两头，推荐边际改善显著的上海银行、光大银行以及基本面保持稳健的大行和招商银行，关注低估值股份行的修复机会。

- **板块表现。** 银行：8 月份银行板块下跌 0.7%，跑赢沪深 300 指数 4.5 个百分点。板块中涨幅靠前的是平安银行、华夏银行和光大银行，分别上涨 7.54%、1.84%、1.63%，涨幅靠后的是宁波银行(-3.73%)、中信银行(-4.78%)。次新股中，跌幅较小的是上海银行(-0.80%)、江苏银行(-3.43%)、贵阳银行(-4.35%)，跌幅较大的是吴江银行(-7.32%)和成都银行(-8.55%)。
- **信托：** 8 月份信托板块中，爱建集团、陕国投 A、中航资本、安信信托分别下跌 2.88%、7.21%、9.39%、27.1%，经纬纺机停牌。

### 9 月月度观点

**量：** 近期多项政策释放下半年信贷额度宽松信号，不过考虑到 8 月地方债发行提速（单月发行 8944 亿）对信贷投放带来一定抑制，我们预计 8 月新增信贷规模为 1.0-1.1 万亿。结构上看，今年以来银行对票据融资支持力度加大，由于短期银行风险偏好难有显著提升，预计票据规模仍维持高增。社融方面，在整体融资收紧背景下，预计 8 月社融增量约为 0.9-1.0 万亿，但需要注意的是，资管新规执行细则对非标业务监管有所放松，我们认为以信托贷款为代表的表外融资压降规模将减小。

**价：** 息差方面，资产端收益率在宽信用政策效果逐步显现后将会有小幅下行，负债端存款成本依然存在一定上行压力，结合负债端的表现来看，3 季度息差或存在一定下行压力。但需要注意的是，7 月以来在央行定向降准等政策影响下，市场资金利率下行，目前同业存单利率处于 16 年融资环境宽松时期的中枢水平，因此同业利率的边际改善有利于行业负债端成本压力的缓释，结构上看，17 年受资金上行冲击的中小银行的净息差将存在改善空间。

**资产质量：** 展望下半年，我们认为银行账面不良率或随着监管偏离度考核趋严而有所抬升，但行业真实的资产质量整体仍将维持稳定，且从上市银行披露的半年报数据来看，资产质量前瞻性指标改善，发生系统性风险可能较低。由于下半年宏观经济仍存不确定性，企业的资产质量动态变化有待进一步观察。我们维持对于全年不良生成率 70-80BP 的判断预计，但后续仍需关注内外经济形势变化。

- **政策展望：** 地方政府债务监管政策。
- **风险提示：** 经济下行导致资产质量恶化超预期。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001

\*林颖颖为本报告重要贡献者

## 目录

行业观点及公司推荐 .....	4
银行板块展望 .....	5
行业基本面 .....	5
政策展望 .....	5
9月观点 .....	5
用数据说话 .....	6
汇率 .....	6
信贷、社融、存款 .....	6
资金价格 .....	8
8月月度报告观点综述 .....	10
行业 .....	10
个股 .....	14
光大银行半年报点评：息差走阔带动营收增长，手续费收入表现亮眼 .....	19
上市公司重要公告汇总 .....	21

## 图表目录

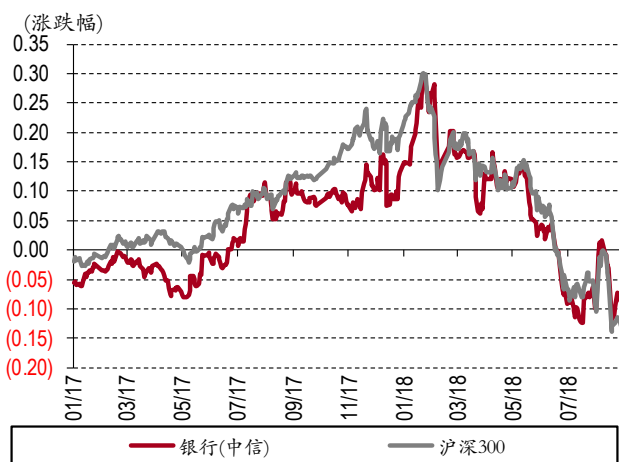
图表 1. 银行板块本月跑赢沪深 300 .....	4
图表 2. 银行板块涨幅位居第 3 位 .....	4
图表 3. 上市 16 家银行 8 月涨跌幅 .....	4
图表 4. 次新股 8 月涨跌幅 .....	4
图表 5. 美元兑人民币汇率 .....	6
图表 6. 票据规模维持高增 .....	7
图表 7. 7 月信贷超预期多增 .....	7
图表 8. 企业存款增长乏力 .....	7
图表 9. 社融增速环比下行 .....	7
图表 10. 隔夜/7 天/30 天 SHIBOR 利率 .....	8
图表 11. 银行同业拆借利率 .....	8
图表 12. 票据贴现利率 .....	8
图表 13. 银行理财产品收益率 .....	8
图表 14. 非金融企业债券融资规模 .....	9
图表 15. 非金融企业债券融资结构 .....	9
附录图表 16. 报告中提及上市公司估值表 .....	23

## 行业观点及公司推荐

8月份银行板块下跌0.7%，跑赢沪深300指数4.5个百分点。板块中涨幅靠前的是平安银行、华夏银行和光大银行，分别上涨7.54%、1.84%、1.63%，涨幅靠后的是宁波银行(-3.73%)、中信银行(-4.78%)。次新股中，跌幅较小的是上海银行(-0.80%)、江苏银行(-3.43%)、贵阳银行(-4.35%)，跌幅较大的是吴江银行(-7.32%)和成都银行(-8.55%)。

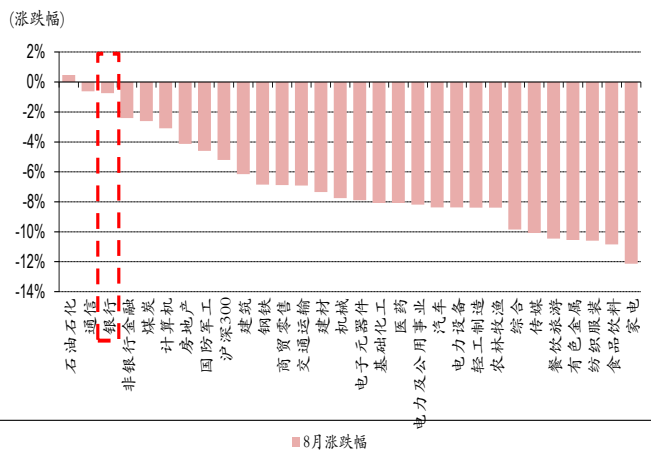
8月份信托板块中，爱建集团、陕国投A、中航资本、安信信托分别下跌2.88%、7.21%、9.39%、27.1%，经纬纺机停牌。

图表1. 银行板块本月跑赢沪深300



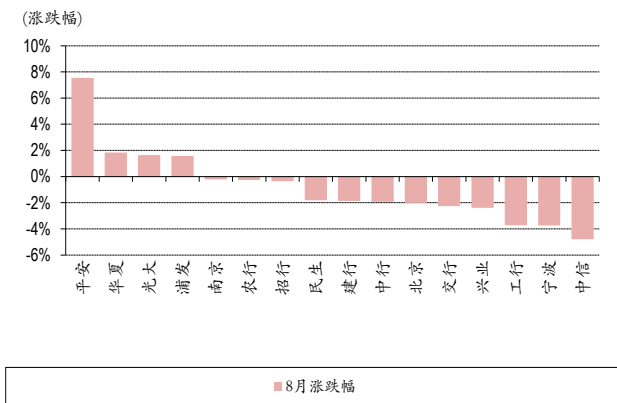
资料来源：万得数据及中银证券

图表2. 银行板块涨幅位居第3位



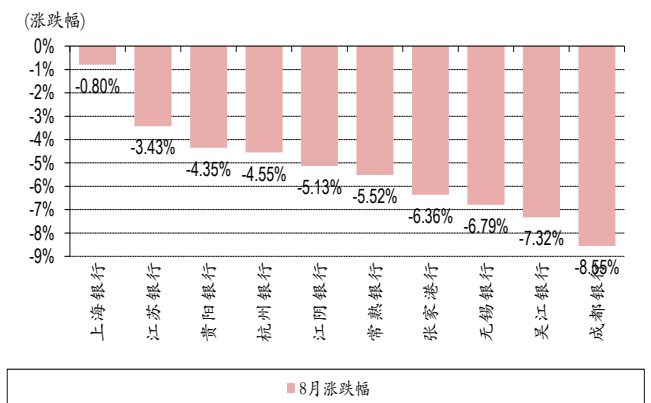
资料来源：万得数据及中银证券

图表3. 上市16家银行8月涨跌幅



资料来源：万得数据及中银证券

图表4. 次新股8月涨跌幅



资料来源：万得数据及中银证券

## 银行板块展望

### 行业基本面

#### 量:

近期多项政策释放下半年信贷额度宽松信号，不过考虑到8月地方债发行提速（单月发行8944亿）对信贷投放带来一定抑制，我们预计8月新增信贷规模为1.0-1.1万亿。结构上看，今年以来银行对票据融资支持力度加大，由于短期银行风险偏好难有显著提升，预计票据规模仍维持高增。社融方面，在整体融资收紧背景下，预计8月社融增量约为0.9-1.0万亿，但需要注意的是，资管新规执行细则对非标业务监管有所放松，我们认为以信托贷款为代表的表外融资压降规模将减小。

#### 价:

息差方面，资产端收益率在宽信用政策效果逐步显现后将小幅下行，负债端存款成本依然存在一定上行压力，结合资负端的表现来看，3季度息差或存在一定下行压力。但需要注意的是，7月以来在央行定向降准等政策影响下，市场资金利率下行，目前同业存单利率处于16年融资环境宽松时期的中枢水平，因此同业利率的边际改善有利于行业负债端成本压力的缓释，结构上看，17年受资金上行冲击的中小银行的净息差将存在改善空间。

#### 资产质量:

展望下半年，我们认为银行账面不良率或随着监管偏离度考核趋严而有所抬升，但行业真实的资产质量整体仍将维持稳定，且从上市银行半年报数据来看，资产质量前瞻性指标改善，发生系统性风险可能较低。由于下半年宏观经济仍存不确定性，企业的资产质量动态变化有待进一步观察。我们维持对于全年不良生成率70-80BP的判断预计，但后续仍需关注内外经济形势变化。

### 政策展望

地方政府债务监管政策。

### 9月观点

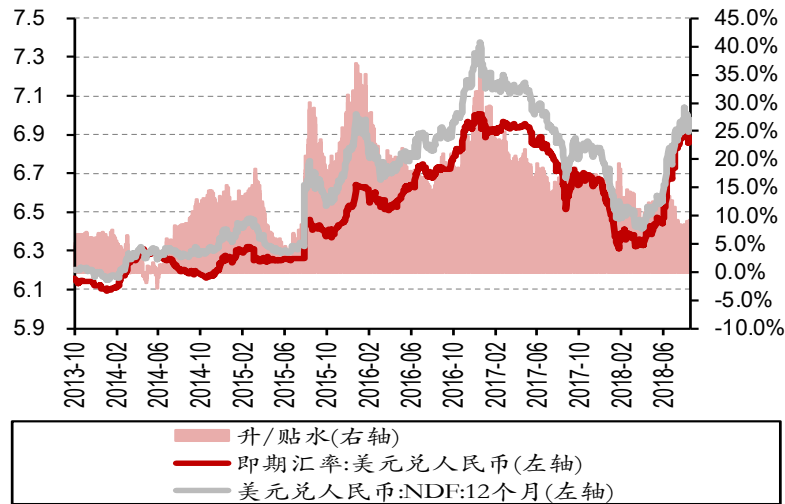
在国内经济存下行压力背景下多项政策释放积极信号，叠加资管新规执行细则对非标监管适当的放松以及下半年央行提供额外信贷配额，我们认为实体资金供给紧张的现状有望得到改善，政策拐点的确立以及监管不确定性的消除进一步夯实板块底部根基。目前银行板块估值对应18年0.85xPB，估值对应隐含不良率超12%，已反映了市场对于经济的预期及对银行资产质量的悲观预期，短期在监管政策边际宽松下，配置吸引力提升。个股优选大小两头，推荐边际改善显著的上海银行、光大银行以及基本面保持稳健的大行和招商银行，关注低估值股份行的修复机会。

## 用数据说话

### 汇率

8月美元兑人民币即期汇率呈先升后降趋势，月末与月初持平在6.83，离岸人民币升水由1.95%上行至9.00%。

图表5. 美元兑人民币汇率



资料来源：万得数据及中银证券

### 信贷、社融、存款

#### 新增信贷超预期，企业中长期贷款回升

7月新增人民币贷款1.45万亿，同比多增6278亿，超市场预期；剔除非银贷款1582亿后，新增人民币贷款1.29万亿，同比多增3812亿，7月信贷的超预期高增受央行定向降准及发放额外信贷配额的影响。结构上来看，在银行风险偏好较低情况下，7月票据维持高增，当月新增2388亿，同比多增4050亿。剔除票据后的一般性企业贷款仅增4113亿，但从结构上来看，在相关政策刺激下，7月新增中长期贷款4875亿，同比多增543亿，当月增量创3月以来新高；短期贷款减少1035亿。居民端贷款仍是银行信贷投放主力，7月信贷增量（6344亿）同比多增728亿，无论从以消费贷为主的短期贷款还是以按揭为主的中长期贷款均有较好表现，短期和中长期贷款分别新增1768亿/4576亿。展望8月，综合考虑部分表外融资需求回流表内以及信贷额度弹性空间的放大，我们预计新增信贷规模为1.3-1.4万亿。

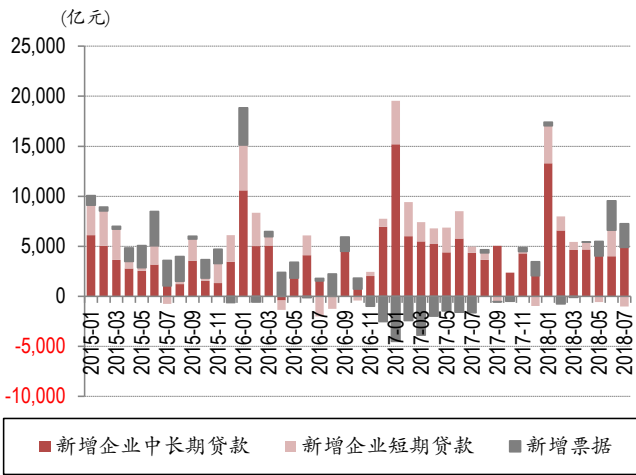
#### 表外融资持续压降，社融增速有望回暖

在表外融资受限影响下，7月新增社融1.04万亿，同比少增1242亿，基本符合预期。新口径下7月社融同比增速为10.3%，环比下降0.15个百分点；加回地方债后广义社融同比增速较6月下行0.2pct至11.5%。7月表外融资规模继续压降，委托贷款、信托贷款、未贴现承兑汇票分别负增950亿、1192亿、2744亿，较去年同期共多减4244亿，我们预计在非标监管边际放松情况下，8月表外融资压降规模将有收窄。7月债券融资改善，企业债净发行2237亿，较6月多增917亿。在表外融资边际改善以及近期出台政策缓解实体融资困境情况下，我们预计8月社融增量约为1.1-1.2万亿。

### 财政支出力度加大，M2 增速回升

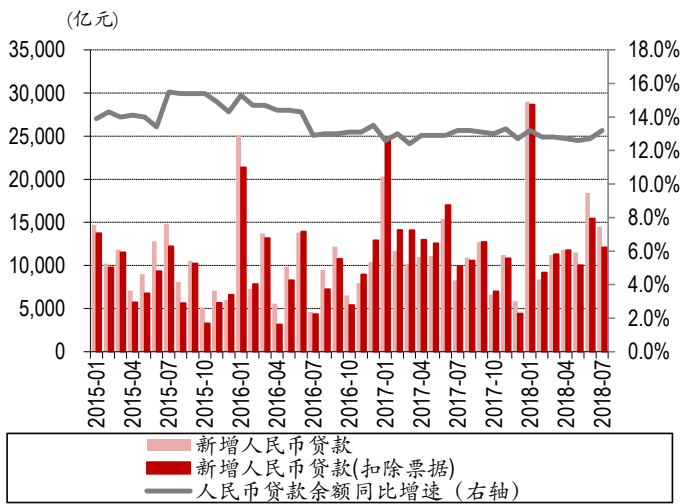
7月新增人民币存款为1.03万亿，同比多增2140亿；财政存款新增9345亿，较去年同期少增2255亿。从存款结构来看，居民存款减少2932亿，同比少减4583亿，我们认为受货币基金等资管产品收益下行，部分居民投资者转向银行大额存单、定期存款影响；企业存款减少6188亿，同比多减2491亿，主要受非标规模压降企业存款派生能力削弱影响。非银存款新增8609亿，同比多增1218亿；其他存款（大部分为机关团体存款）新增1466亿。7月M2增速为8.5%，较6月提升0.5个百分点，我们认为受财政支出加快以及居民投资方向转变的影响。在宽信用与积极政策刺激下，预计未来M2增速的下行空间有限。

图表6. 票据规模维持高增



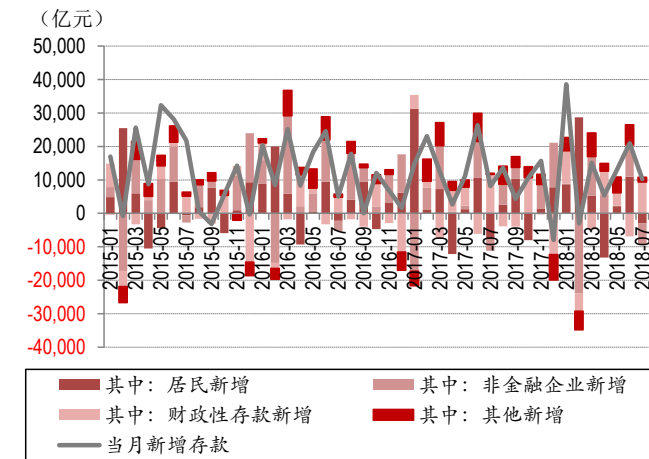
资料来源：万得数据及中银证券

图表7. 7月信贷超预期多增



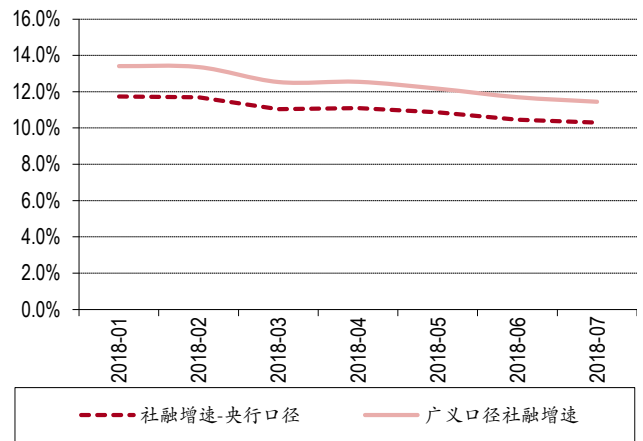
资料来源：万得数据及中银证券

图表8. 企业存款增长乏力



资料来源：万得数据及中银证券

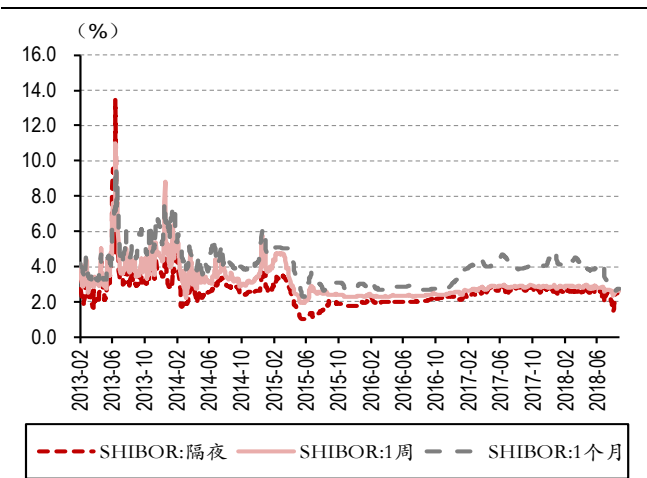
图表9. 社融增速环比下行



资料来源：万得数据及中银证券

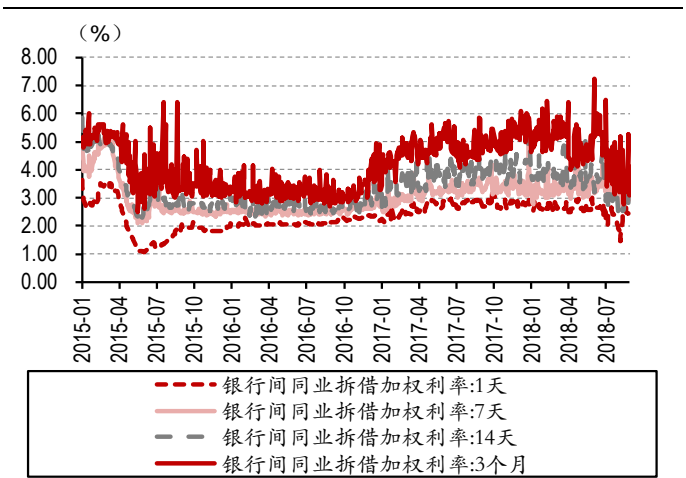
资金价格

图表10.隔夜/7天/30天 SHIBOR 利率



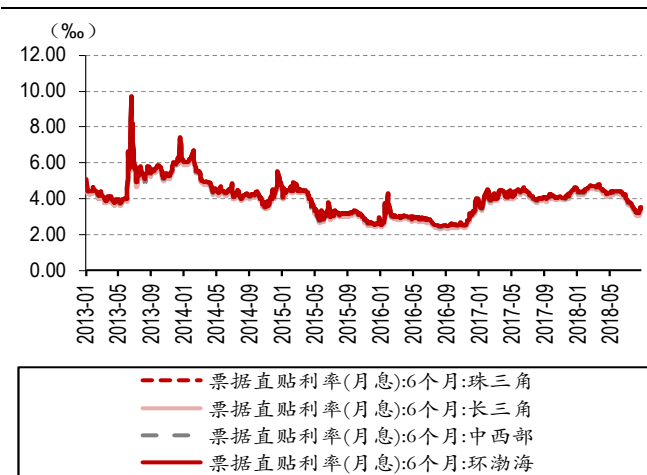
资料来源：万得数据及中银证券

图表11.银行同业拆借利率



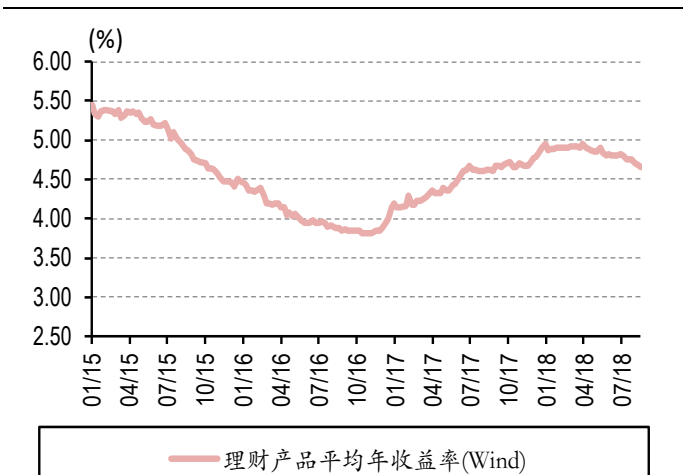
资料来源：万得数据及中银证券

图表12.票据贴现利率



资料来源：万得数据及中银证券

图表13.银行理财产品收益率

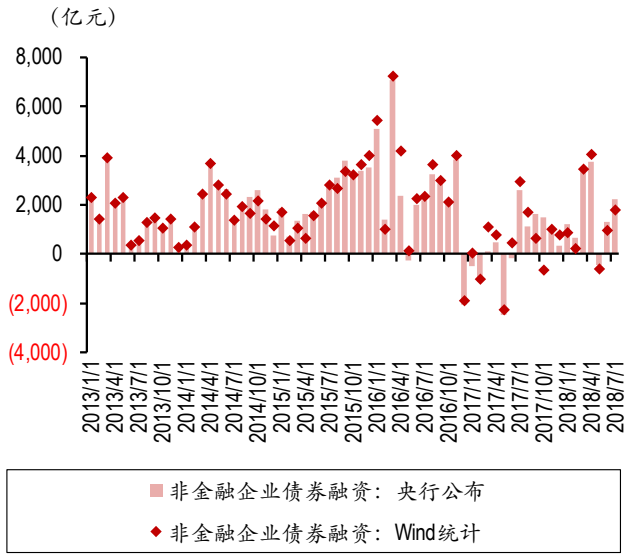


资料来源：万得数据及中银证券

债券融资市场回顾

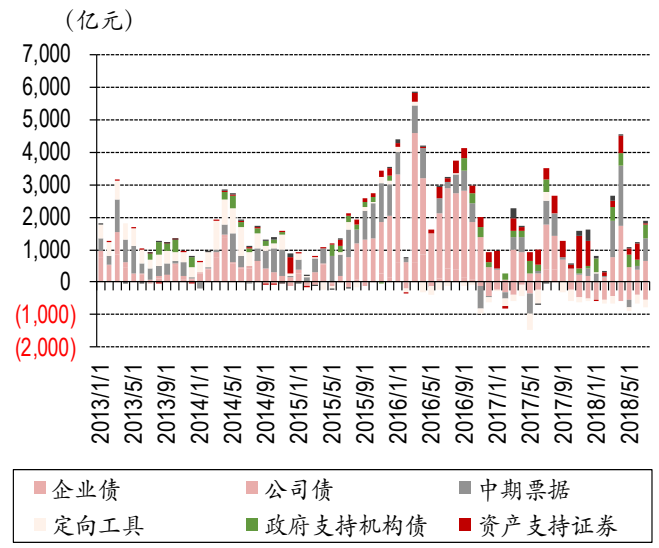
据 WIND 不完全统计，8 月非金融企业债券净融资规模 2653 亿，其中发行规模 8527 亿元，到期规模 5874 亿元。

图表14. 非金融企业债券融资规模



资料来源：万得数据及中银证券

图表15. 非金融企业债券融资结构



资料来源：万得数据及中银证券

## 8 月月报观点综述

### 行业

#### 银行业半年报综述：业绩稳中有升，关注中小银行改善趋势

**投资建议：**从行业半年报情况来看，行业基本面稳健回升，资产负债结构调整压力逐步消退，在此背景下，部分中小银行的经营情况转好，受益政策宽松，下半年改善表现值得关注。经过前期调整，目前银行板块估值对应 18 年 0.85xPB，目前估值对应隐含不良率超 12%，主要反映了市场对于经济预期及银行资产质量的悲观预期。展望下半年，我们认为强监管与稳增长的再平衡将引导经济预期修复，实体经济供需矛盾将得到缓释。当前板块整体估值安全边际较高，短期在监管政策的边际宽松下，配置吸引力提升。个股方面，我们推荐边际改善明显的上海银行以及基本面保持稳健的大行和招行。

#### 支撑评级的要点

26 家上市银行公布了 2018 年半年报，归母净利润同比增长 6.5%。其中净利息收入同比增长 6.4%，手续费及佣金收入同比增长 1.0%，拨备前利润同比增长 7.3%。个体来看，老 16 家上市银行中，增速较快的是宁波银行（19.6%YoY）、南京银行（17.1%YoY）和招商银行（14.0%YoY）。次新银行中增速较快的是成都银行（28.5%YoY）、常熟银行（24.5%YoY）和上海银行（20.2%YoY）。

**业绩拆分：收入端正贡献度扩大，拨备计提力度提升。**从净利润增速驱动各要素分解来看，规模增速贡献净利润增长 4 个百分点，依然是最主要正贡献因子。息差上半年负贡献 0.2 个百分点，主要因部分银行 18 年会计准则调整影响（部分利息收入划入非息），从整体营收贡献度来看，上半年 7.7 个百分点的正贡献较 1 季度提升 4.9 个百分点，源自息差改善和手续费收入小幅回暖的带动。其他项目中，成本收入比正贡献利润 0.5 个百分点，另外随着 2 季度拨备计提力度的加大，拨备计提负贡献利润增长 4.5 个百分点。

**息差：整体保持平稳，中小行企稳回升。**按期初期末口径测算，上市银行 18 年 2 季度单季净息差与 1 季度持平于 1.96%。结构上，得益于自身结构调整逐步到位以及 18 年资金面的持续宽松，股份制改善更为明显，环比上升 5BP。相比之下，大行息差 2 季度高位小幅回落，环比收窄 3BP。展望下半年，我们认为资产端收益率在宽信用政策效果逐步显现后将会有小幅下行，负债端存款成本仍有一定抬升压力，但同业负债成本的快速下行有利于行业整体负债压力缓释，中小银行更为受益。

**规模：规模增速下行放缓，资产负债持续向存贷倾斜。**从 2 季度来看，行业规模增速步入底部区间，18 年 2 季度末银行业整体规模同比增速较 1 季度继续下行 0.5 个百分点至 7.1%，大行和农商行环比 1 季度分别下行 0.6/1.4 个百分点，而股份制和城商行规模同比增速迎来回升，环比 1 季度提升 1.3/0.8 个百分点至 5.4%和 8.4%。展望 18 年下半年，在银行表内加大信贷投放力度，表外业务监管适度放宽的背景下，行业规模增速有望企稳回升，我们预计下半年行业整体规模增速将回升至 8%-9% 区间。

**资产质量：主动确认加快致不良生成回升，前瞻指标改善持续。**上市银行 18 年 2 季度不良率环比下行 2BP 至 1.55%。我们测算上市银行 18 年 2 季度单季年化不良生成率为 0.99%，环比提升 35BP，源自 2 季度主动确认节奏加快，与监管要求银行提升不良真实性有关。从前瞻指标来看，2 季度末关注类贷款占比环比下降 16BP 至 3.26%，前瞻指标的改善反应目前行业资产质量风险稳定可控，在此背景下，我们维持对于全年不良生成率 70-80BP 的判断。

#### 地方政府债务专题报告：稳字当先，循序渐进

##### 摘要：

随着去杠杆推进，今年以来债务违约事件明显增多，而此前兵团六师债券的技术性违约事件更使市场担心地方政府债务系统性风险的发生。在国内下半年经济存不确定性情况下，投资者对银行资产质量问题担忧加剧。本篇报告通过回溯过去十多年来地方政府债务的发展与现状，对其未来的潜在风险敞口进行判断，探讨有效的化解及应对措施。我们认为，随着地方政府债务杠杆的提升，长期来看降杠杆存在必要性，但去化过程需要把握好节奏，疏堵结合有序推进。

### 回溯：监管让步于经济稳增长，地方债务规模持续攀升

我们回溯过去十年地方政府债务发展历程，发现期间曾有两轮监管试图剥离融资平台公司的政府融资职能，控制债务规模发展速度，但由于地方政府依靠投资拉动经济的冲动与地方财力有限之间的矛盾，催生了大量规避监管的融资新模式（非标、PPP、产业基金等），加大地方政府债务穿透难度，且监管实施的过程受限于融资平台“托底经济”作用。因此过去两轮地方政府债务监管作用甚微。2008年以来，地方政府债务规模持续攀升（据测算2017年末约44万亿），政府杠杆率（考虑平台融资）也快速提升至2017年末的82%，超欧盟60%警戒线。

### 现状：存量规模约44万亿，部分平台偿债存压

真实的地方政府债务包括了显性的地方债以及隐性的融资平台债务，其中以平台为融资主体的债务规模主要包括城投债、银行表内贷款以及非标。我们对地方政府显隐性债务进行测算，2017年末地方政府债务余额约为44万亿。其中，地方政府债余额约15万亿，城投债7万亿，银行表内贷款约7万亿，银行非标业务投向融资平台规模约11万亿，信托主动管理资金投向平台约4万亿。从“现金流覆盖债务本息比例”来看平台的偿债能力，约有60%的平台公司能够实现全覆盖或基本覆盖，但我们也注意到部分平台偿本付息能力较弱，如果出台政策对平台债务进行强制剥离，存在偿付困难的平台极有发生信用风险。

### 应对：去杠杆更需控风险，疏堵结合有序推进

随着地方政府债务高筑及政府部门杠杆率的不断提升（从2013H 50%提升至2017年82%），地方政府债务风险存在去化的必要性。但由于债务存量规模庞大，且下半年宏观经济不确定性加大，去化的过程需要把握好节奏。我们认为去杠杆应注重“疏堵结合”：首先需要推进地方政府债务隐性融资的显性化，强化非标投资穿透。但更重要的是为存量债务处置提供思路，监管应实行新老划断，允许存量业务的续作，在此基础上支持存量债务的平稳退出，可采用增加地方债置换规模、适当延长融资平台还债期限等方式。从近期政策释放的积极信号来看，融资平台偿债压力将有缓解。

### 投资建议

在资管新规执行细则对非标监管进行适当的放松情况下，我们认为融资平台风险底线明确，夯实板块底部根基。目前银行板块估值对应18年0.81xPB，估值接近过去四年的中枢水平（0.85x），我们测算目前行业估值隐含不良率接近12%，反应市场对于银行资产质量的悲观预期较为充分，短期体现防御配置价值。从中长期来看，行业基本面整体稳健，资产质量压力可控，ROE依然能够维持在12%-13%区间，绝对收益确定性较强，后续仍需关注政策落地情况及中美贸易战进程。个股我们推荐业务稳健的大行和招行，边际改善显著的上海银行。

### 通道业务调整压力缓释，表外融资有望改善

**事项：**近日，银保监会下发《信托部关于加强资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（信托函【2018】37号），以下简称37号文，完善资管新规出台后对于信托业务相关实施细则的落地要求。

### 过渡期安排有所放松，信托通道业务调整压力缓释

类比此前央行针对银行理财业务出台的资管新规执行细则，此次信托37号文的发布主要为资管新规针对信托业务落地方面作出补充说明。从通知内容来看，整体思路依然延续了资管新规的要求。值得注意的是，就市场最为关心的信托通道业务方面，37号文的表态较此前更为缓和。一方面，提出对“事务管理类信托业务要区别对待”，以及“支持信托公司开展符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托业务”，肯定了部分信托通道业务存在的合理性。另一方面，在资管新规过渡期安排上，37号文予以一定放松，允许“信托公司可以发行存量老产品对接，也可以发行老产品投资到期日不晚于2020年底的新资产”，与上半年信托通道业务只降不增的监管要求相比，监管态度明显缓和，短期来看，信托通道业务调整压力缓释。

### 表外融资有望迎来改善，缓和实体融资供需矛盾

根据信托业协会1季度数据，全行业信托资产规模较17年末下降2.4个百分点至25.6万亿，其中事务管理类信托较17年末压降5,044亿至15.1万亿，呈现明显收缩态势，主要受上半年针对信托领域的强监管影响。在此背景下，社融中表外融资（信托+委托贷款）前7月负增1.2万亿，是拖累社融增长的主要因素。我们认为随着近期监管态度的调整以及37号文的落地，预计信托业务在下半年将有所回暖，从而带动表外融资负增的缺口收窄，结合央行对于银行表内信贷额度的放宽，下半年社融增速将底部企稳，预期全年社融增速在10%-11%之间，实体融资供需矛盾有所缓和。

### 投资建议：

下半年以来监管频频释放积极信号，在政策微调、表内信贷额度放宽的背景下，宽货币向宽信用的传导路径逐渐清晰，预计表内外融资改善将推动社融增速企稳，缓和实体经济下行压力，地方平台等信用主体出现流动性风险可能性有限。对银行及信托而言，信用风险大幅抬升的压力明显降低。目前银行板块估值对应18年0.83xPB，行业估值隐含不良率接近12%，反映市场对于银行资产质量的悲观预期较为充分，短期体现防御配置价值。从中长期来看，行业基本面整体稳健，ROE依然能够维持在12%-13%区间，绝对收益确定性较强，后续仍需关注中美贸易战进程。个股我们推荐边际改善显著的上海银行以及业务稳健的大行和招商银行。

### 央行二季度货币政策报告点评：货币政策传递积极信号，关注实体融资改善趋势

**事项：**央行8月10日公布了《2018年第二季度中国货币政策执行报告》，从宏观经济形势、货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济分析、货币政策趋势等方面阐述了央行的货币信贷政策执行效果与监管方向。

### 经济展望转向审慎，稳增长必要性提升

和1季度相比，2季度央行对宏观经济的判断在三个方面出现了变化：

一是对于未来国内经济展望方面央行强调以稳为主。央行在货币政策执行报告中的表述从“经济持续健康发展”调整为“经济保持平稳发展”，表明央行对宏观经济的判断从较为乐观转为相对谨慎，在这个基础和大前提下，未来的多项货币政策也将服务于“稳”宏观经济的基本目标。

二是去杠杆重要性将有所下降。央行在货币政策执行报告中对宏观杠杆率的判断从“增速放缓”转变为“趋稳”，并明确表示“防范化解金融风险取得初步成效”，在此背景下，未来主要任务和矛盾也发生了变化，从1季度“结构调整和改革任重道远，防范化解重大风险的任务仍然艰巨”的表述调整为“加快建设现代化经济体系、推动高质量发展任务艰巨繁重”，从中可以看出在新的形势下，稳定经济发展成为主要目标，未来调结构、去杠杆重要性将有所下降，证实了我们在半年策略报告中认为监管力度将边际改善的判断。

三是央行新提“要注意防范短期内需求端“几碰头”可能对经济形成的扰动，主要表现在：1) 贸易摩擦造成外需对经济边际拉动作用递减；2) “基建投资增速有所下行，短期内或对经济形成一定扰动”3) “企业债务风险暴露，民间投资活力尚显不足，内生增长动力有待进一步增强”等方面。除贸易摩擦外，其余两点均为2季度新增阐述，解释了目前影响国内经济平稳增长的关键因素。其中贸易摩擦作为首要因素，阐述相较于1季度更加明确，并进一步指出“还可能冲击投资者情绪，加剧金融市场波动”，可以看出央行对外部因素冲击的担忧。

### 货币政策边际宽松迹象明显，流动性“合理充裕”缓释银行负债压力

货币政策方面，宽松信号较为明显，我们认为流动性未来将持续保持充裕。在政策执行方面，二季度央行对于流动性的阐述从“合理稳定”调整为“合理充裕”；同时去掉了1季度关于“要控制好流动性尺度，助力去杠杆和防范化解金融风险”的阐述。新增“前瞻性、灵活性、有效性”、“松紧适度”、“根据形势变化预调微调”等描述，可以看出下一阶段为了确保经济稳定发展的大前提，货币政策将更加灵活，边际宽松迹象显现。根据银保监会最新公布数据，7月新增人民币贷款1.45万亿元，同比多增6237亿元，其中基础设施行业贷款1724亿元，较6月多增469亿元，信托贷款、委托贷款等表外融资变化也趋于平缓。同时，截止8月10日银行间隔夜/7天/14天同业拆借利率相较于6月30日分别下降了98BP/48BP/136BP，无论从新增信贷投放还是银行间同业利率来看，都印证了货币政策在一定程度上进行了调整。因此我们预计下半年金融市场利率总体仍将有所下行，这有助于缓解银行负债端成本压力，特别是负债端同业负债占比较高的中小银行，将从中获益。

### “几家抬”疏通货币传导机制，预计贷款利率将有所下行

2季度贷款利率稳中有升，我们认为主要源于信贷需求稳定，同时表外融资持续向表内转移使得信贷资源仍较为紧张。也一定程度上反映出，尽管目前银行体系保持流动性充裕，但在货币政策传导机制上仍有一定障碍，所以我们也看到近期国务院金融稳定发展委员会召开第二次会议，重点研究了进一步疏通货币政策传导机制问题，本季度货币执行报告专栏4中也提出要发挥好“几家抬”的政策合力，推动实体经济融资成本下降。2季度贷款利率环比1季度升幅有所收窄，也是利率传导迹象的一种表现。具体来看，6月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.97%，环比1季度微升1BP。其中，一般贷款环比1季度上升7BP；票据融资环比1季度下降47BP；个人住房贷款环比1季度上升18BP；升幅均弱于1季度。从利率浮动情况来看，6月一般贷款中执行上浮利率的贷款占比为75.24%，环比1季度进一步上升89BP，上升幅度同样收窄（VS3月，环比12月提升9.94%）。展望未来，近期政治局会议和国常会释放积极政策信号，下半年央行提供额外信贷配额，加之几家合力推动利率下降向实体经济融资传导，我们预计未来贷款资源紧张将进一步缓解，贷款利率将小幅下降。

### 投资建议：

央行对宏观经济的判断发生微调，未来为配合经济“稳增长”目标，货币政策边际宽松延续，关注实体经济融资传导疏通。目前银行板块估值已回落至18年0.85xPB，估值安全边际较高，短期政策面传递的积极信号有利于改善银行资产质量压力，体现防御配置价值。从中长期来看，在行业业绩稳健背景下，绝对收益确定性依然较强，但仍需关注中美贸易摩擦进程。个股我们推荐边际改善显著的上海银行以及业务稳健的大行和招行。

### 银保监会2季度银行业数据点评：行业规模增速重回上升通道，资产质量个体表现分化

**事项：**银保监会公布2季度银行业主要监管数据，18年2季度商业银行口径净利润为10322亿元，同比增6.37%（vs1季度5.90%）。行业总资产规模同比增6.76%（vs1季度6.63%）；净息差2.12%，环比提升4BP。不良率1.86%，环比提升11BP；拨备覆盖率为179%，环比下降13pct；拨贷比为3.33%，环比下降1BP。

### 行业规模增速重回上升通道，个体表现分化

2季度行业资产规模同比增6.76%，增速较1季度环提升13BP。分机构来看，个体表现分化，大行/农商行资产规模同比增速延续1季度下行趋势，环比1季度分别下降了41BP/132BP至5.77%/5.95%，但降幅较1季度有所收窄。股份制行/城商行资产规模同比增速企稳回升，增速环比1季度分别提升149BP/80BP至4.47%/8.74%，我们认为经过前期股份制行/城商行对同业及非标的持续压降，资产负债结构的调整压力改善，因而规模增速重新提升。整体而言，行业资产规模增速正企稳回升。展望3季度，近来监管和政府释放系列积极信号，增加银行信贷配额，鼓励银行加大信贷投放支持实体经济以应对宏观经济形势的变化，我们预计银行业资产规模增速将进一步有所提升。

### 息差小幅走阔，提升空间有限

行业 2 季度净息差为 2.12%，环比 1 季度提升 4BP。其中，其中大行/股份行/城商行/农商行环比分别提升 1BP/5BP/4BP/5BP 至 2.11%/1.81%/1.94%/2.90%。我们认为 2 季度净息差的改善向好主要是由于 2 季度金融去杠杆持续推进，社融增速进一步下行，表外融资需求向表内转移，使得信贷资源紧张推动银行资产端收益上行带动息差走阔。展望 3 季度，监管引导银行加大信贷投放，信贷紧张状况将得以缓解；加之近来银行体系流动性充裕，银行间拆借利息持续向下，监管明确将疏通货币政策传导机制，引导利率下降向实体经济融资传导，我们预计银行业资产端收益将有所下降；负债端尽管银行间拆借利率向下有利于同业负债成本下行，但存款的竞争压力尚存，资产负债两端结合来看，我们预计未来银行息差将小幅收窄。

### 资产质量个体表现分化，改善向好趋势有望延续

2 季末行业不良率为 1.86%，环比提升 11BP，我们认为主要是因为 2 季度实体经济下行压力增加，信用风险有所提升所致。同时，2 季度关注类贷款占比 3.26%，环比下降 16BP，可以说行业资产质量总体仍保持稳定，个体表现有所分化。分机构来看，大行/股份行环比下降 2BP/1BP 至 1.48%/1.69%，城商行/农商行不良率环比提升 4BP/103BP 至 1.57%/4.29%，大行/股份行资产质量仍然延续改善趋势。我们认为城商行/农商行不良率的上升，一方面是由于实体经济增长承压，中小银行体量相对较小，客群质量更弱，最先受到冲击；另一方面是因为中小银行不良认定相对宽松，受监管近期对不良认定趋严的影响，逾期 90 天以上贷款逐渐被纳入不良贷款计算范畴，不良率的上升是对资产质量的更真实反映。展望未来，近来监管传递各项积极信号，实体经济融资需求将得到改善，有助于银行缓释银行资产质量压力，我们预计 3 季度行业不良率将稳中有降。

### 投资建议

2 季度行业净利润增速进一步提升，受监管各项利好政策影响和信贷额度的增配，银行业资产规模增速企稳回升。2 季度行业息差小幅走阔，但在资金利率下行向实体经济融资传导的趋势下，预计 3 季度资产端收益将有所下降使得息差小幅收窄。资产质量方面，行业不良认定趋严，虽不良率有所上行，但资产质量整体稳定，不良暴露更加真实，改善向好趋势有望延续。目前行业估值已回落至 18 年 0.84xPB，估值安全边际较高，具备防御价值。从中长期来看，在行业业绩稳健背景下，绝对收益确定性依然较强，但仍需关注中美贸易摩擦进程。个股我们推荐边际改善显著的上海银行以及业务稳健的大行和招行。

### 个股

#### 工商银行半年报点评：净利润增速进一步提升，负债端优势突出

##### 事项：

工商银行公布 2018 年半年报，2018 年上半年净利润同比+4.87%。总资产 27.30 万亿元 (+7.01%，YoY/+3.05%,QoQ)。其中贷款+7.28%YoY/+2.54%QoQ；存款+9.45%YoY/+3.07%QoQ。营业收入同比+6.99%，净息差 2.30% (+14bps, YoY)，利息净收入同比+10.6%，手续费净收入同比+3.38%。成本收入比 20.0% (-1.04pct, YoY)。不良贷款率 1.54% (+0bps,QoQ)。拨备覆盖率 173.21% (-1.30pct,QoQ)。公司年化 ROA 1.20% (-4bps, YoY)；年化 ROE 15.3% (-36bps, YoY)，公司核心一级资本充足率 12.3%，资本充足率 14.7%。据工行 8 月 31 日关于境内发行优先股股票预案的公告，拟新发行优先股总数不超过 10 亿股，每股票面金额人民币 100 元。

#### 利润增速进一步提升，手续费收入增长回暖

工商银行上半年营业收入同比增 7.0%，增速较 1 季度下降 1.7 个百分点，主要是净利息收入增速 (+10.6%，YoY) 在去年同期高基数的基础上同比增速小于 1 季度。2 季度公司继续加大拨备计提，信贷成本同比提升 25BP 至 1.12%拖累上半年净利润增速表现至同比增 4.9%，增速较 1 季度上升 0.9 个百分点。上半年手续费佣金收入同比增速较 1 季度提升 1.8 个百分点至 3.4%，主要是信用卡和第三方支付业务的快速发展，使得银行卡和结算清算收入上半年分别同比增 16.7%/17.1%。

### 资产规模稳定增长，负债端优势突出

工商银行资产规模增长总体保持平稳，2 季度总资产同环比分别增 7%/3%，同比增速较 1 季度提升 1 个百分点，资产结构上各项资产的摆布上也基本保持稳定，其中 2 季度客户贷款同环比分别增 7%/2.5%，在总资产中占比稳定在 53%，和年初保持一致。负债端，存款 2 季度环比增 3%，在存款竞争激烈的情况下，存款在总负债中的占比仍然保持在 82.9% 的较高水平，存款成本 1.43%，较年初持平不变，发挥出工商银行作为大行在揽储方面领先同业的优势。上半年息差为 2.30% 与 1 季度持平，展望下半年低资金利率逐步传导到实体经济，未来银行资产端定价或将有所下行，存款竞争仍然激烈，考虑到工行在负债端的优势，我们认为息差水平总体将保持稳定或小幅微降。

### 不良处置力度加大，资产质量整体稳定

公司资产质量方面总体保持稳定，工行 2 季度末不良率为 1.54%，环比 1 季度持平。关注类贷款在总贷款的比重较年初下降 72BP 至 3.23%，逾期 90 天以上贷款/不良贷款的比例较年初下降 1.95 个百分点至 79%，不良认定严格。我们测算公司加回核销的单季年化不良生成率为 1.08%，同比提升 72BP，我们认为这主要是和 2 季度实体经济下行压力增大有关。另外我们也关注到上半年公司加大了对不良的核销处置力度，上半年清收处置规模超过了 17 年总和，同比增长 97.8%。公司 2 季度拨备覆盖率环比下降 1.3 个百分点 173%，拨备覆盖率仍有提升空间。

### 投资建议

工行上半年净利润保持较快增长，手续费收入增速回升，资产规模稳定增长，负债端表现优于同业。同时公司加大了对不良的核销处置力度，资产质量整体稳定，但不良生成率有所抬升，需关注后续变化趋势。我们预计公司 18/19 年净利润同比增速为 6.5%/5.6%，经过前期调整，公司当前股价对应 2018/19 年 PB0.85x/0.78x，维持 **买入** 评级。

### 风险提示

1、经济下行导致资产质量恶化超预期。2、金融监管超预期。

### 农业银行半年报点评：营收表现向好，拨备基础进一步夯实

#### 事项：

农业银行公布 2018 年半年报，2018 年上半年净利润同比+6.63%。总资产 21.92 万亿元 (+6.55%，YoY/+1.30%,QoQ)。其中贷款+10.1%YoY/+2.81%QoQ；存款+5.18%YoY/+0.44%QoQ。营业收入同比+10.6%，净息差 2.35% (+11bps, YoY)，手续费净收入同比+2.76%。成本收入比 26.7% (-1.64pct, YoY)。不良贷款率 1.62% (-6bps,QoQ)。拨备覆盖率 248% (+9.65pct, QoQ)。公司年化 ROA 1.08% (+0bps, YoY)；年化 ROE 16.7% (-2bps, YoY)，公司核心一级资本充足率 11.2%，资本充足率 14.8%。

#### 营收增速提升，手续费收入改善

农业银行上半年净利润/营收分别同比增 6.63%/10.6%，增速较 1 季度提升 1.2/5.6 个百分点。从主营业务来看，上半年净利息收入同比增速为 10.7%，维持较快增长，但较 1 季度 (13.8%，YoY) 有所放缓，主要受息差收窄影响。上半年手续费收入同比增速由负转正，从 1 季度的 -8.19% 提升至 2.76%，农行具备扎实的零售客户基础，使得上半年银行卡以及电子银行业务的手续费收入分别实现 14.0%、37.7% 的增长，这也是上半年手续费收入改善的主要原因。

#### 规模扩张稳健，息差环比下降

农行 2 季度规模扩张稳健，资产规模环比增 1.30%。其中，贷款与证券投资分别环比增 2.81%、5.3%，同业资产规模环比下降 25.1%，公司资产配置向较高收益的资产倾斜。负债端，尽管 2 季度存款略显乏力，环比仅增 0.44%，但从上半年来看，农行存款同比增 5.18%，增速处于同业较优水平。

农行上半年息差为 2.35%，较 2017 年提升 7BP，但从单季来看，根据我们测算的期初期末口径 2 季度息差环比下降 6BP，其中生息资产收益率环比下行 2BP，付息负债成本率环比上行 4BP。展望下半年，我们认为信贷政策有所放松情况下，农行资产端收益水平或将下行，负债端农行存款占比较高 (2 季度为 83.2%)，负债端成本虽有上行压力但表现好于同业，整体来看下半年农行净息差可能小幅收窄。

### 资产质量稳健，拨备居大行前列

农业银行资产质量表现稳健向好，2季度不良贷款率环比下降6BP至1.62%，关注类贷款占比较年初下行17bps至3.10%，逾期90天以上贷款/不良贷款虽较年初上行4.1个百分点至72.6%，但整体不良确认严格。我们测算公司2季度加回核销的年化不良生成率约为0.53%，绝对值处于低位。在资产质量向好背景下，公司增厚拨备基础，2季度信贷成本较去年同期提升29BP至1.11%。公司2季末拨备覆盖率为248%，环比提升9.65个百分点，拨备水平居大行前列。

### 投资建议：

农业银行2季度基本面表现向好，公司县域网点布局完善，较强的揽存能力带来资金端的成本优势，上半年负债端成本表现优于同业，且公司客户下沉，具备扎实的零售客户基础，有利于零售业务的拓展。公司资产质量稳健，拨备基础进一步夯实。我们维持农行18/19年EPS0.59/0.65元/股的预测（对应定增摊薄前的18/19年EPS0.64/0.70元/股），当前股价对应18/19年PB0.80/0.70x，PE6.13/5.59x，维持买入评级。

### 风险提示

1、经济下行导致资产质量恶化超预期。2、金融监管超预期。

### 建设银行半年报点评：业绩稳中有升，资产质量保持优异

#### 事项：

建设银行公布2018年半年报，2018年上半年净利润同比+6.28%。总资产22.81万亿元（+5.13%，YoY/-0.19%QoQ）。其中贷款+7.08%YoY/+2.26%QoQ；存款+4.25%YoY/+0.39%QoQ。营业收入同比+6.09%，净息差2.34%（+20bps，YoY），手续费净收入同比+1.36%。成本收入比22.1%（-0.19pct，YoY）。不良贷款率1.48%（-1bps，QoQ）。拨贷比2.85%，拨备覆盖率193%（+3.68pct，QoQ）。公司年化ROA1.31%（+1bps，YoY）；年化ROE16.7%（-43bps，YoY），公司核心一级资本充足率13.1%，资本充足率15.6%。

#### 业绩符合预期，手续费回暖息差小幅下行

建行2018年上半年净利润同比增6.3%，符合我们预期（6.3%）。建行上半年营收同比增6.8%，较1季度3.7%的增速水平继续提升，其中手续费收入同比增速由负转正，同比增速较1季度提升3.6个百分点至1.4%。结构上，虽然理财业务收入受资管新规影响下降明显（18H同比减少47%），但在银行卡和线上业务拉动下（18H同比增速分别为13%和60%），整体手续费收入稳步回升。净利息收入方面，上半年整体增速从1季度14.7%下行至9.9%，除准则变动造成口径调整因素外，主要受息差小幅收窄影响，我们测算建行2季度单季净息差为2.33%（还原会计准则变动），较1季度（2.35%）略有下行，我们判断与负债端压力的提升有关。考虑到下半年宽货币向宽信用逐步传导，未来银行资产端定价或将有所下行，预计对建行下半年息差会有所拖累，但在良好的负债端成本管控下，息差绝对水平仍将处于行业前列。

#### 规模环比持平，存款增长略显乏力

建行2季度规模增速有所放缓，生息资产规模环比1季度末基本持平，其中贷款环比1季度增长2.3%，同业和证券投资类资产均有所收缩，环比1季度下降10%和1%，资源持续向信贷倾斜。从整个上半年信贷结构来看，零售贷款增长快于对公，其中，按揭和信用卡是主要投放方向，规模分别较年初增长7%和12%。负债端，2季度存款环比1季度小幅增长0.4%，增速略显乏力，但结构保持优异，活期存款占比基本维持稳定（54%），存款成本率与17年持平在1.34%，在今年行业存款竞争压力加大的背景下实属不易。

#### 资产质量保持优异，拨备覆盖水平稳健提升

建行18年2季度末不良率1.48%，我们测算公司2季度单季年化不良生成率为0.48%，同比下降19BP，绝对水平维持低位，逾期90天以上贷款与不良贷款比率仅为66%，不良认定保持严格。在此背景下，建行2季度拨备力度不减，单季年化信贷成本同比提升7BP至0.86%，拉动拨备覆盖率和拨贷比分别提升3.7pct/3BP至193%和2.85%。

### 投资建议:

建行综合化布局领先，金融领域布局涵盖多个子领域，协同效应逐步凸显，多年来积累大型客户和政府资源优势明显。公司2季度业绩依旧保持稳健，资产质量表现优于同业，公司ROE领跑大行。我们维持公司2018/19年EPS 1.05/1.15元/股的预测，对应净利润增速8.2%/9.4%，当前股价对应2018/19年市净率0.92x/0.83x，维持**买入**评级。

### 风险提示

1、经济下行导致资产质量恶化超预期。2、金融监管超预期。

### 招商银行半年报点评：盈利能力行业领先，资产质量改善趋势延续

#### 事项:

招商银行公布2018年半年报，2018年上半年净利润同比+14.0%。总资产6.54万亿元(+5.45%，YoY/+4.56%QoQ)。其中贷款+8.78YoY/+4.20%QoQ；存款+2.79YoY/+4.69%QoQ。营业收入同比+11.8%，净息差2.54%(+11bps, YoY)，手续费净收入同比+7.82%。成本收入比26.9%(+1.41pct, YoY)。不良贷款率1.43%(-5bps, QoQ)。拨贷比4.51%(+13bps, QoQ)，拨备覆盖率316.08%(+5.13pct, QoQ)。公司年化ROA1.39%(+10bps, YoY)；年化ROE19.58%(+47bps, YoY)，公司核心一级资本充足率11.61%，资本充足率15.08%。

#### 利润增长符合预期，息差环比微降

招商银行2018年上半年净利润同比增14.0%，增速较1季度(+13.5%，YOY)提高了0.5个百分点。年化ROE19.6%，同比增长0.47个百分点，在行业中处于较高水平。上半年营业收入同比增11.8%，增速较1季度提高了4.55个百分点，主要是由于净手续费收入增长的拉动。受到新会计准则的影响，部分原计入利息收入的投资收益改计为非息收入，上半年非息收入同比增17.04%。净手续费佣金收入来看，上半年同比增长7.82%，增速较1季度明显改善(2018Q1, +1.5%，YOY)，源于银行卡持续快增(+24.8%，YOY)和财富管理相关收入的回暖，代理基金收入同比增46.8%。净利息收入方面，招行上半年净利息收入同比增速为8.63%，较1季度小幅下降3BP主要是受2季度息差环比小幅回落影响。我们认为招行资产投资风险偏好较低，2季度资产端平均收益率环比下降2BP至4.31%，同时计息负债平均成本环比上升1BP，资产负债两端综合作用下2季度息差有小幅回落，较1季度下降1BP至2.54%。

#### 2季度信贷投放加快，存款增长边际改善

截至上半年，公司总资产6.54万亿，同环比分别增长5.45%/4.56%，同比增速较1季度提高1.26个百分点。其中，公司信贷投放继续保持较快增长，截至2季度贷款同比增长8.78%，环比增长4.20%，同比增速较1季度提升1.36%。负债端，2季度招商银行存款环比增长4.69%，存款表现较1季度有明显改善(2018Q1, +0.06%，QoQ)。

#### 资产质量改善延续优于同业，拨备夯实无忧

资产质量方面，截至2季度公司不良率1.43%，在1季度环比下降13bps的基础上继续环比下降5bps，我们测算公司2季度单季年化不良生成率为0.48%，总体维持低位，同时招行关注类贷款占比下降10BP至1.50%，整体来看改善趋势不变，资产质量持续向好，优于同业。招商银行截至2季度逾期90天以上贷款/不良贷款的比值为80.6%，不良认定严格。拨备覆盖率2季度环比提升5.13个百分点至318.06%，拨备计提充分。

### 投资建议

从招商银行上半年业绩表现情况来看，招商银行净利润继续保持较快增长，ROE进一步提升，保持行业领先水平，手续费佣金收入增速回升。资产质量方面，不良率进一步下降，资产质量改善趋势延续。我们预计招商银行2018/2019年净利润同比增速分别为15.5%/15.8%，目前股价对应2018/19年市盈率为8.62倍/7.45倍，市净率为1.39倍/1.23倍，维持**买入**评级。

## 风险提示

1、经济下行导致资产质量恶化超预期。2、金融监管超预期。

## 上海银行半年报点评：业绩表现靓丽，息差改善优于同业

### 事项：

上海银行公布 2018 年半年报，2018 年上半年净利润同比+20.2%。总资产 1.92 万亿元 (+12.1%，YoY/+4.42%,QoQ)。其中贷款+29.5%YoY/+8.63%QoQ；存款+12.5%YoY/+4.78%QoQ。营业收入同比+28.3%，净息差 1.55% (+35bps, YoY)，手续费净收入同比-2.16%。成本收入比 20.3% (-3.88pct, YoY)。不良贷款率 1.09% (-1bps,QoQ)。拨贷比 3.31% (+6bps,QoQ)，拨备覆盖率 305% (+9.5pct,QoQ)。公司年化 ROA 1% (+10bps, YoY)；年化 ROE 14.2% (+1.2pct, YoY)，公司核心一级资本充足率 10.1%，资本充足率 13.4%。

### 营收表现亮眼，净利息收入增速明显提升

上海银行上半年营收增速同比增 28.3%，较 1 季度提升 16.4 个百分点，营收增速的大幅提升带动公司净利润同比增速较 1 季度提升 6.7 个百分点至 20.2%。我们认为公司营收的强劲增长得益于资产规模扩张提速以及净息差走阔下净利息收入增速的进一步提升，公司上半年净利息收入同比增 39.7%，较 1 季度提升 26 个百分点。公司上半年手续费收入同比下降 2.16%，主要受理财业务影响，代理及托管业务收入分别同比下降 22%、29%。但由于公司手续费收入占比低（上半年占营收比重为 15.8%），因此手续费收入的表现并不影响整体营收向好趋势。

### 强化定价管理抬升存贷利差，息差改善仍有空间

公司上半年净息差 (1.55%) 较去年同期提升 35BP，据我们测算的期初期末口径 2 季度单季息差环比提升 15bps。我们认为公司息差的走阔主要受两方面影响：(1) 存贷利差的明显提升：公司加强对新增贷款的定价管理，上半年贷款收益率较 2017 年提升 61BP 至 5.10%，上行幅度高于存款成本 (+10bps)，带来上半年存贷利差 (3.14%) 较 2017 年 (2.63%) 的走阔。(2) 资产负债结构的优化，回归信贷本源：公司 1 季末核心一级资本充足率为 10.6%，充足的资本金为信贷的快速投放提供支撑，因此公司 2 季度继续加大贷款投放，贷款同比增 29.5%，环比增 8.63%，贷款占资产比重较 1 季度提高 1.60 个百分点至 40.7%。负债端，在存款竞争激烈的情况下，公司存款依然保持较快增长，2 季度同比增长 12.5%，环比增 4.78%，同比增速较 1 季度上行 3.1 个百分点。展望下半年，2 季度以来市场流动性较为宽松，考虑到金融市场资金利率下行将对公司同业负债成本压力带来的缓解，我们预计下半年净息差将进一步改善。

### 不良确认严格，拨备夯实无忧

上海银行资产质量表现向好，2 季度不良贷款率环比下降 1BP 至 1.09%，关注类贷款占比环比下行 7bps 至 1.89%，逾期 90 天以上贷款/不良贷款较年初下行 8 个百分点至 62%，不良确认严格。我们测算公司 2 季度加回核销的年化不良生成率约为 0.57%，较 1 季度 (0.22%) 略有提升，但绝对值处于低位。公司 2 季度拨备覆盖率为 305%，在行业中处于较高水平，环比提升 9.5%，拨备夯实无忧。

### 投资建议

上海银行积极进行资产负债结构调整，加大贷款投放，公司加强贷款定价管理，促进资产端收益的上行，同时金融市场资金利率的平稳下行有利于缓释公司负债端成本压力，资产负债两端的积极变化推动公司盈利表现的显著改善。公司资产质量表现良好，不良率维持低位，拨备计提充分。我们预计上海银行 2018/19 年净利润增速为 22.5%/15.7%，目前股价对应 2018/19 年市净率为 0.90 倍/0.81 倍，对应市盈率为 6.66/5.75 倍，维持**增持**评级。

## 风险提示

1、经济下行导致资产质量恶化超预期。2、金融监管超预期。

## 光大銀行半年報點評：息差走闊帶動營收增長，手續費收入表現亮眼

### 事項：

光大銀行公布 2018 年半年報，2018 年上半年淨利潤同比+6.71%。總資產 4.28 萬億元 (+6.19%，YoY/+2.88%,QoQ)。其中貸款+13.4%YoY/+5.62%QoQ；存款+7.23%YoY/+3.82%QoQ。營業收入同比+12.73%，淨息差 1.63% (+11bps, YoY)，手續費淨收入同比+14.9%。成本收入比 29.2% (-0.18pct, YoY)。不良貸款率 1.51% (-8bps,QoQ)。撥貸比 2.62% (Q1 沒披露)，撥備覆蓋率 173% (-6.07pct,QoQ)。公司年化 ROA 0.82% (-2bps, YoY)；年化 ROE 12.4% (-100bps, YoY)，公司核心一級資本充足率 8.85%，資本充足率 12.7%。

### 手續費收入表現亮眼，淨利息收入增速修復

光大銀行上半年淨利潤同比增 6.71%，較 1 季度提升 1.2 個百分點。營收上半年同比增 12.7%，其中手續費及佣金淨收入同比增長 14.9%，增速較 1 季度提升 1.4 個百分點，表現優於同業。手續費收入的快速增長主要是得益於銀行卡業務的良好表現，同比增長 41.4%。淨利息收入上半年同比降 10%，主要是受到新會計準則的影響，將部分原利息收入計入了投資收益，還原口徑後淨利息收入同比增 10.8%，增速較 1 季度提升 4.72 個百分點，光大銀行淨利息收入的進一步增長既有量的帶動，又有價的提升。2 季度總資產增速环比提升 2.88%，拉動同比增速較 1 季度提升 5.31 個百分點至 6.19%；上半年淨息差 1.63%，較 1 季度提升 4BP。

### 2 季度資負結構進一步優化，息差持續改善

光大銀行 2 季度總資產同环比分別增 6.19%/2.88%，同比增速較 1 季度提升 5.31 個百分點。總資產的快速增長主要是由於公司持續優化資產結構，加大信貸投放，截至 2 季度，光大銀行貸款規模同环比分別增 13.4%/4%，同比增速較 1 季度提升了 2.1 個百分點，貸款規模在總資產中的占比环比提升 1.3 個百分點至 50.8%。負債端來看，光大銀行負債端結構也進一步優化，2 季度存款占比提升的同時同業負債規模也有所壓降。在上半年存款競爭激烈的情況下，存款規模增速环比 1 季度提升 1 個百分點至 4%，同比增 7%，在總負債中的比重提升 4BP 至 61.2%，但定期存款在存款中的占比较年初增長了 1.6 個百分點至 57.1%，需關注存款成本上升對負債端成本的影响。另外一方面，公司 2 季度持續壓降成本高於存款的同業負債規模，其中同業存單規模較年初下降 29.3 個百分點。綜合來看，資負兩端結構的進一步優化回歸存貸本源帶動光大銀行淨息差進一步改善，較 1 季度提升 4BP 至 1.63%。2 季度光大銀行資產端收益率环比提升 13BP，負債端平均成本环比下降 5BP。展望未來，低資金利率繼續向實體經濟傳導，貸款供給增加使得貸款收益或將有所下行，存款競爭仍然激烈但同業負債成本的下降將有助於緩釋負債端成本上行壓力，整體來看下半年光大銀行息差仍舊有望小幅走闊。

### 核銷力度加大，撥備仍有提升空間

光大銀行 2 季度不良率 1.51%，环比 1 季度下降 8BP，我們認為主要是由於公司加大對不良的核銷處置力度，2018 年上半年核銷和處置規模已超過 2017 年全年總量，我們測算光大銀行加回核銷的 2 季度年化不良生成率同比提升 68BP 至 1.76%。光大銀行逾期 90 天以上貸款/不良貸款的比值為 89.8%，不良認定嚴格。截至 2 季度公司撥貸比 2.61%，环比下降 24BP，撥備覆蓋率环比下降 6.07 個百分點至 173%，撥備覆蓋率仍有提升空間。

### 投資建議

光大銀行上半年淨利潤保持較快增長，淨利息收入和淨手續費收入均有良好表現，公司資負結構進一步優化，息差 2 季度繼續走闊。公司加大核銷處置力度，不良率下行撥備覆蓋率仍有提升空間。考慮到光大銀行上半年優於同業的手續費收入增長，同時下半年在市場資金寬鬆背景下負債端壓力緩釋，息差仍有上升空間，我們上調光大銀行 2018/2019 年淨利潤同比增速至 7.5%/7.9%（原值為：6.4%/7.0%），目前股價對應 2018/2019 市盈率為 5.73 倍/5.31 倍，市淨率為 0.66 倍/0.61 倍，維持增持評級。

### 風險提示：

經濟下行導致資產質量惡化超预期、金融監管超预期。

## 成都银行首次覆盖：负债端表现优于同业，关注资产质量改善趋势

### 支撑评级的要点

**西部综合实力领先的城商行，股权结构均衡。**成都银行成立于 1997 年，总部设在成都。截至 2018 年 1 季度成都银行总资产 4544 亿元，在西部地区城商行总资产规模排名中居第 5。成都银行持股比例超过 5% 的股东有 3 家：成都金控集团 (18.1%)、丰隆银行 (18.0%)、渤海产业投资基金 (6.64%)。大股东成都金控为成都市国资委控股，同时引入外资银行和大量本地中小企业作为股东使得公司股权结构更加均衡。

**享有西部地区发展潜力，优质广泛的本土客户资源。**成都银行主要业务集中在成都地区，2017 年贷款的 77% 来源于成都地区。成都市 GDP 总量和增速都排名全国前列，公司区域布局使其可以享受西部地区经济快速增长红利。成都银行在本地深耕布局 20 余年，以对公业务为主，2018Q1 对公存贷款占比分别为 63.7%/71.3%。公司与地区公共财政部门、当地重点企业建立了广泛而长期的合作关系，在当地吸储能力突出。

**息差好于对标行，负债端优势突出。**据我们按期初期末余额测算，成都银行 1 季度末净息差 1.88%，在对标行中处中上水平，主要是源于负债端的良好表现，存款占付息负债的 77.5%，存款成本在对标行中最低(2017, 1.47%)。不过从今年 1 季度数据来看，净息差环比年初略有回落 (vs 2017, 2.16%)，这主要是由于：1) 公司投资风格较为稳健谨慎，证券投资类资产占总资产比重较高 (2018Q1, 43.5%)，资产收益向上缺乏弹性；2) 在存款竞争激烈的情况下负债成本抬升。展望全年，公司贷款增速回升，值得关注资产结构优化带来的息差改善潜力，我们预计 2018 年全年息差整体将保持平稳。

**规模快速扩张，资产质量改善明显。**成都银行 2018Q1 总资产环比增 4.6%，保持快速增长势头。这主要源于公司继续加大对证券投资类资产配置，1 季度环比增 19.6%，占总资产比重提升至 43.5%。贷款方面来看，成都银行贷款增速回升，1 季度环比增 3.6%，我们认为主要是受区域经济回暖带动。公司资产质量方面逊于对标城商行，截止 2018Q1 不良率为 1.68%，不良认定宽松，90 天逾期贷款/不良贷款为 130%。公司加大对存量不良资产的清理、处置，资产质量改善趋势显现。17 年公司关注类贷款占比同比减少 42BP 至 2.47%，资产质量风险整体可控。

### 投资建议：

成都银行作为一家根植西部的省会城商行，受益于地方经济的快速增长发展潜力值得期待。公司引入地方国资委控股集团和当地中小企业作为参股股东，深耕本地市场，负债端表现优于对标城商行。但过去几年受整体宏观及区域经济下行的影响，成都银行的资产质量压力大于对标行。考虑到作为 2018 年上市的次新股，公司估值高于上市城商行 PB 平均值 21% 左右，同时资产质量仍然承压，我们预测成都银行 18/19 年净利润增速 18.5%/15.2%，目前股价对应 18/19 年 PB 为 1.15/1.01, PE 为 7.15/6.20，首次覆盖给予“中性”评级。

### 风险提示：

经济下行导致资产质量恶化超预期、金融监管超预期。

## 上市公司重要公告汇总

【工商银行】2018年半年度报告：（1）报告期内，公司营业收入同比上升6.99%。净利润同比增幅4.87%；截至报告期末，公司不良率1.54%，较年初下降0.01%。（2）关于境内发行优先股股票预案的公告：拟向合规投资人发行境内优先股总数不超过10亿股，每股票面金额人民币100元。

【建设银行】2018年半年度报告：报告期内，公司营业收入同比增长6.09%。净利润同比增幅6.28%；截至报告期末，公司不良率1.48%，较年初下降0.01%。

【农业银行】2018年半年度报告：报告期内，公司营业收入同比增长10.6%。净利润同比增幅6.63%；截至报告期末，公司不良率1.62%，较年初下降0.19%。

【中国银行】2018年半年度报告：报告期内，公司营业收入同比增长1.29%。净利润同比增幅5.21%；截至报告期末，公司不良率1.43%，较年初下降0.00%。

【交通银行】（1）2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入12.9亿元，同比下降1.78%。归属于母公司股东的净利润同比增幅4.61%；截至报告期末，公司不良率1.49%，较年初下降0.01%。（2）关于副董事长、执行董事及行长任职资格获监管机构核准的公告：本公司今日收到银保监会的批复，核准任德奇先生任本公司副董事长、执行董事、行长的任职资格，自8月6日起生效。

【招商银行】招商银行公布2018年半年报，2018年上半年净利润同比+14.0%，营业收入同比+11.8%。总资产6.54万亿元（+5.45%，YoY/+4.56%，QoQ）。不良贷款率1.43%（-5bps，QoQ）。拨贷比4.51%（+13bps，QoQ），拨备覆盖率316.08%（+5.13pct，QoQ）。

【中信银行】2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入810.52亿元，同比增长5.85%。归属于母公司股东的净利润同比增幅7.12%；截至报告期末，公司不良率1.80%，较年初上升0.12%。

【民生银行】2018年半年度报告：报告期内，公司营业收入同比增长6.75%。净利润同比增幅5.45%；截至报告期末，公司不良率1.72%，较年初上升0.01%。

【兴业银行】2018年半年度报告：报告期内，公司营业收入同比增长7.36%。净利润同比增幅6.51%；截至报告期末，公司不良率1.59%，与年初持平。

【浦发银行】2018年半年度报告：报告期内，公司营业收入同比下降1.32%。净利润同比增幅1.43%；截至报告期末，公司不良率2.06%，较年初下降0.08%。

【光大银行】执行董事、行长辞任公告：本行执行董事、行长张金良先生因工作调整，于8月22日向董事会提交辞呈，辞去本行执行董事、行长等职务。

【华夏银行】2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入328.76亿元，同比下降1.44%。实现归属于母公司股东的净利润100.35亿元，同比增幅2.02%；基本每股收益0.72元，同比增幅2.86%。截至报告期末，公司不良贷款余额272.06亿元，不良率1.77%，较年初上升0.01%。

【平安银行】2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入572.41亿元，同比上升5.87%。实现归属于母公司股东的净利润133.72亿元，同比增幅6.52%；基本每股收益0.73元，同比增幅7.4%。截至报告期末，公司不良贷款余额309.92亿元，不良率1.68%，较年初持平。

【北京银行】2018年半年度报告：报告期内，公司营业收入同比增长3.28%。净利润同比增幅7.00%；截至报告期末，公司不良率1.23%，较年初下降0.18%。

【南京银行】（1）关于非公开发行股票申请未获得审核通过的公告：今日，公司本次非公开发行股票募资不超过140亿元的申请，经证监会发审委审核未获得核准通过。（2）2018年半年度报告，报告期内公司实现营业收入134.96亿元，同比上升8.62%。实现归属于母公司股东的净利润59.78亿元，同比增17.11%；基本每股收益0.70元，同比增16.67%。截至报告期末，公司不良贷款余额37.51亿元，不良率0.86%，较年初持平。

【宁波银行】2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入135.22亿元，同比增长9.79%。实现归属于母公司股东的净利润57.01亿元，同比增幅19.6%；截至报告期末，公司不良贷款余额30.25亿元，不良率0.80%，较年初下降0.02%。

【上海银行】2018年半年度报告：2018年上半年净利润同比+20.2%。总资产1.92万亿元（+12.1%，YoY/+4.42%,QoQ）。不良贷款率1.09%（-1bps,QoQ）。拨备覆盖率305%（+9.5pct,QoQ）。

【江苏银行】2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入172.18亿元，同比增长0.89%。实现归属于母公司股东的净利润68.52亿元，同比增幅10.9%；基本每股收益0.59元，同比增幅9.26%。截至报告期末，公司不良贷款余额116.28亿元，不良率1.40%，较年初下降0.01%。

【贵阳银行】2018年半年度报告：报告期内，净利润同比+19.8%。总资产4800亿元（+15.3%，YoY/+3.70%,QoQ）。公司实现营业收入同比+6.36%，净息差2.34%（-30bps，YoY），不良贷款率1.39%（-12bps,QoQ），拨备覆盖率262.7%（+8.56pct,QoQ）。

【杭州银行】2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入同比增长26.3%。归属于母公司股东的净利润同比增幅19.3%；截至报告期末，公司不良率1.56%，较年初下降0.01%。

【无锡银行】（1）2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入15.81亿元，同比增长14.2%。归属于母公司股东的净利润同比增幅10.9%；截至报告期末，公司不良率1.33%，较年初下降0.05%。

（2）关于“无锡转债”开始转股的公告：本行发行的“无锡转债”自2018年8月6日起可转换为公司A股普通股，转股价格为6.70元/股。

【常熟银行】（1）2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入27.5亿元，同比增长16.30%。归属于母公司股东的净利润同比增幅24.55%；截至报告期末，公司不良率1.01%，较年初下降0.13%。

（2）关于向下修正“常熟转债”转股价格的公告：自8月27日起，公司“常熟转债”转股价格由人民币7.43元/股调整为人民币5.76元/股。

【吴江银行】（1）2018年半年度业绩快报公告：营收15.19亿元，同比增长11.36%；净利润5.05亿元，同比增长15.30%；基本每股收益0.35元，同比增加0.05元；不良贷款率1.39%，较年初下降0.25%。

（2）公开发行A股可转换公司债券发行公告：公司公开发行的A股可转换公司债券“吴银转债”已获得证监会核准。本次发行人民币25亿元可转债。（3）公开发行A股可转换公司债券发行提示性公告：公司本次发行可转换公司债券“吴银转债”25.00亿元，申购时间为8月2日。

【张家港行】（1）关于江银转债开始转股的提示性公告：本行发行的“江银转债”自2018年8月1日起可转换为公司A股普通股，转股价格为6.92元/股。（2）2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入14.35亿元，同比上升19.20%。实现归属于母公司股东的净利润4.12亿元，同比增幅17.00%；基本每股收益0.23元，同比增幅15.00%。截至报告期末，公司不良贷款余额9.27亿元，不良率1.72%，较年初下降0.06%。

【成都银行】（1）关于董事长辞任的公告：李捷先生因工作调整原因，辞去公司第六届董事会董事长、董事等职务。（2）2018年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入54.33亿元，同比增长31.9%。实现归属于母公司股东的净利润21.23亿元，同比增幅28.5%；截至报告期末，公司不良贷款余额21.16亿元，不良率1.61%，较年初下降0.08%。

**附录图表 16. 报告中提及上市公司估值表**

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市净率(x)		最新每股净资产 (元/股)
			(元)	(十亿元)	2017	2018E	2017	2018E	
601398.SH	工商银行	买入	5.44	1,939	0.80	0.86	0.95	0.86	5.87
601939.SH	建设银行	买入	6.93	1,733	0.97	1.05	1.01	0.91	7.14
601988.SH	中国银行	未有评级	3.58	1,054	0.59	0.63	0.75	0.69	4.85
601288.SH	农业银行	买入	3.65	1,277	0.55	0.59	0.94	0.76	4.24
600036.SH	招商银行	买入	28.64	722	2.78	3.21	1.60	1.42	18.50
601998.SH	中信银行	未有评级	6.04	296	0.87	0.96	0.80	0.73	7.68
600016.SH	民生银行	中性	6.08	266	1.14	1.21	0.71	0.62	8.84
600000.SH	浦发银行	增持	10.37	304	1.85	1.88	0.77	0.68	14.00
601818.SH	光大银行	增持	3.76	197	0.60	0.65	0.73	0.67	5.22
600015.SH	华夏银行	未有评级	7.76	100	1.55	1.64	0.67	0.59	12.18
601169.SH	北京银行	增持	5.84	123	0.89	0.96	0.79	0.72	7.77
601009.SH	南京银行	买入	7.39	63	1.14	1.36	1.09	0.99	7.30
002142.SZ	宁波银行	增持	16.88	86	1.84	2.23	1.69	1.43	11.73
601229.SH	上海银行	增持	11.9	130	1.40	1.72	1.01	0.92	12.15
600919.SH	江苏银行	未有评级	6.34	73	1.03	1.10	0.65	0.72	8.33
600926.SH	杭州银行	未有评级	7.9	41	0.89	1.04	0.79	0.90	8.65
002807.SZ	江阴银行	未有评级	5.57	10	0.46	0.49	1.08	1.01	5.31
600908.SH	无锡银行	未有评级	5.8	11	0.54	0.61	1.15	1.06	5.21
601128.SH	常熟银行	未有评级	6.02	13	0.57	0.69	1.26	1.15	4.95
603323.SH	吴江银行	未有评级	6.45	9	0.50	0.59	1.11	1.04	6.02
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.76	10	0.42	0.47	1.24	1.15	4.85
601838.SH	成都银行	中性	8.96	32	1.08	1.28	1.29	1.12	7.90

资料来源: 万得数据及中银证券

注: 股价截止日 2018 年 9 月 4 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 风险提示

### 1、经济下行导致资产质量恶化超预期。

银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。

### 2、金融监管超预期。

2017年以来银行业严监管持续，已实现对银行表内外业务监管的全覆盖，行业规模增长放缓、“去杠杆”进程提速。同时，银监会和保监会合并将增强监管的统一性和协调性，提升监管有效性，各类监管细则文件有望加速落地。如果严监管超预期趋严，行业的业务发展可能受限，从而影响净利润增速。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371