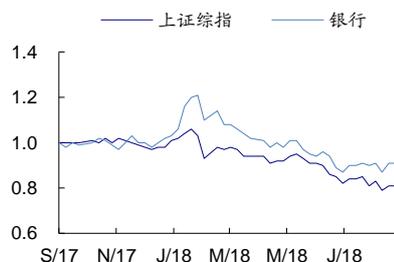


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《银行业 2018 年中报综述 (下): 杠杆收缩继续压制 ROE》——2018-09-04
 《银行业 2018 年中报综述 (上): 下半年政策环境有望好于上半年》——2018-09-03
 《银保监会监管数据快评: 净息差环比回升, 资产质量保持平稳》——2018-08-14
 《2018 年 8 月银行业投资策略: 预计基建投资增加提振信贷需求》——2018-08-07
 《专题报告: 拯救信用: 下半年政策、投资、社融、货币展望》——2018-08-03

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002
 联系人: 陈俊良
 电话: 010-88005302
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

信用卡潜在风险有多大?

● 报告起因

2017 年以来我国信用卡市场快速发展, 今年上半年不少上市银行信用卡不良率较年初上升, 部分投资者担心信用卡业务成为下一个不良高发区。我们通过分析我国台湾地区和韩国的信用卡危机历史, 评估我国信用卡潜在风险: 虽然大量银行涌入信用卡市场, 但目前我们还不需要担心出现危机事件。

● 中国台湾地区和韩国信用卡危机案例

台湾地区信用卡繁荣于亚洲金融危机之后, 危机爆发于 2005 年末。韩国的信用卡危机也是开始于金融危机之后, 危机爆发于 2003 年。台湾信用卡的繁荣和泡沫的破裂更多的是市场过度竞争的结果, 但韩国政府对需求的刺激较多, 这加剧了韩国信用卡市场繁荣的速度, 而监管政策骤然转向也是诱发危机的直接原因。

● 信用卡危机产生的一般规律

从台湾和韩国的案例来看, 信用卡危机的产生有一定的规律性: 一是有一定的需求基础; 二是经济周期底部, 企业融资需求弱, 银行被迫转向信用卡业务, 这一点非常重要; 三是货币环境较为宽松。

一般危机爆发之前都会有一轮信用卡的繁荣, 持续多年。信用卡的逾期率并非线性上升, 但持续的小幅上升有警示意义。

● 我国大陆信用卡发展很快, 但目前还无需担心危机出现

大陆信用卡市场在 2017 年以来的快速发展跟韩国和台湾地区当年面临的情况有相似性。虽然上述条件吻合, 但我们认为境内信用卡市场距离危机还有些距离。理由如下: 一是全行业逾期情况还在改善; 二是信用卡市场的快速发展仅持续不到两年, 并不算长; 三是卡均授信额度的增长还算正常。整体来看, 虽然 2017 年以来有大量银行涌入信用卡市场, 再加上今年上半年流动性较为紧张、现金贷监管加强, 共债问题导致银行信用卡不良率有所上升, 但目前还不需要担心出现危机事件发生。

● 投资建议

我们预计下半年信贷放量、社融回稳, 企业债务违约会陆续减少, 对经济前景也无需过度悲观。维持行业“超配”评级。个股方面继续推荐大小两头的“哑铃组合”, 即工商银行、农业银行, 以及宁波银行、南京银行。

● 风险提示

宏观经济发展存在不确定性; 信用促进政策效果存在不确定性; 信用卡发卡量、信贷余额等的快速增长如果持续多年, 潜在的问题可能会逐渐增加。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601398	工商银行	买入	5.33	1863	0.83	0.89	6.4	6.0
601288	农业银行	买入	3.57	1239	0.58	0.64	6.1	5.6
002142	宁波银行	买入	16.15	82	2.19	2.74	7.4	5.9
601009	南京银行	买入	7.17	61	1.28	1.48	5.6	4.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

报告起因：多家银行上半年信用卡不良率上升	4
中国台湾地区信用卡危机案例	5
台湾地区信用卡简介.....	5
台湾地区信用卡危机的出现是银行过度竞争的结果.....	5
兴起：需求与供给的配合.....	5
变味：竞争加剧与风险积累.....	6
危机的自然爆发.....	7
韩国信用卡危机案例	8
韩国信用卡市场简介.....	8
韩国信用卡的繁荣与危机是政府干预的结果.....	8
兴起：政府刺激与供给相配合.....	8
监管骤然转向，危机快速爆发.....	11
大陆信用卡违约压力有多大？	12
信用卡危机产生的一般规律.....	12
我国大陆信用卡发展很快，但目前还无需担心危机出现.....	13
投资建议	15
风险提示	15

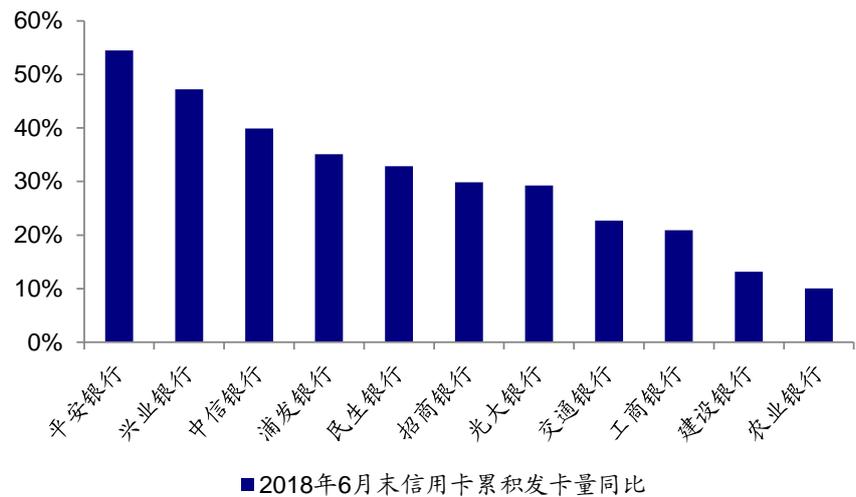
图表目录

图 1: 多数银行上半年信用卡累积发卡量同比增速基本都在 20%以上.....	4
图 2: 主要全国性银行信用卡不良率变化: 今年上半年上升居多.....	4
图 3: 台湾地区信用卡流通卡数 1999-2005 年 CAGR 达到 23%.....	5
图 4: 台湾地区市场流动性从 1999 年开始逐渐宽裕.....	6
图 5: 台湾地区信用卡循环余额 1998-2005 年 CAGR 达到 22%.....	7
图 6: 台湾地区信用卡人均贷款余额快速上升.....	7
图 7: 台湾地区信用卡贷款逾期三个月以上贷款占比从 2006 年开始猛增.....	8
图 8: 台湾地区现金卡贷款逾期贷款占比从 2006 年开始猛增.....	8
图 9: 1999-2002 年韩国居民信用卡使用率大幅上升, 储蓄率大幅下降.....	9
图 10: 亚洲金融危机之后韩国货币政策大幅宽松.....	9
图 11: 1999-2002 年韩国信用卡存量 CAGR 达到 39%.....	10
图 12: 1999-2002 年韩国信用卡交易额 CAGR 达到 90%.....	10
图 13: 韩国个人信用卡透支余额中预借现金的比例一度接近 70%.....	11
图 14: 2002 年韩国信用卡行业净收入大幅下降, 2003 年巨亏.....	11
图 15: ...主要是因为坏账损失增加.....	12
图 16: 全行业 2017 年以来信用卡发卡量同比增速超过 20%.....	13
图 17: ...信用卡贷款总额同比增速自 2017 年以来保持在 20%以上.....	14
图 18: ...但逾期情况还在改善当中.....	14
图 19: 信用卡卡均授信额度增速为个位数, 略高于居民收入增速, 还算正常.....	15

报告起因：多家银行上半年信用卡不良率上升

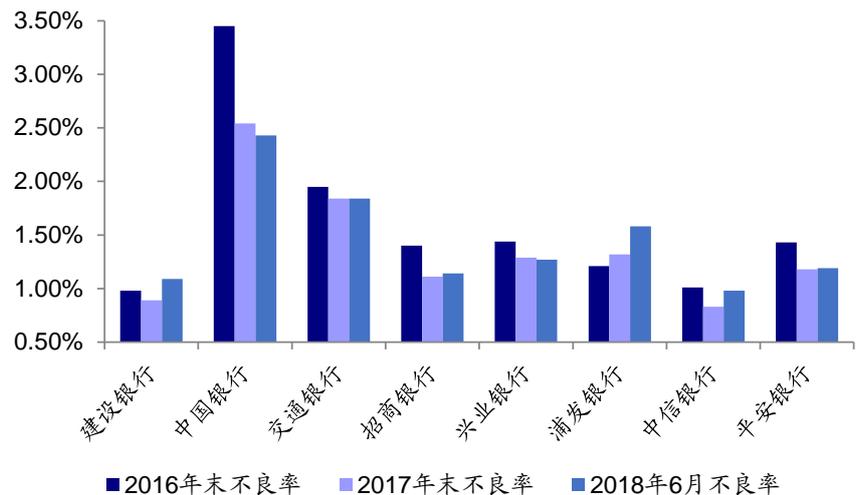
2017年以来不少银行加大零售业务发展力度，信用卡发卡量上升飞快(图1)。上市银行披露的2018年中报显示，多家银行的信用卡不良率较年初上升，相比之下，2017年末多数银行的信用卡不良率较年初是下降的(图2)。目前市场存在一种担忧：高速发展的信用卡业务会不会成为下一个不良高发区？我们通过分析中国台湾地区、韩国曾经发生过的信用卡危机，评估目前我国信用卡业务的潜在风险。我们将在后文中指出：虽然大量银行涌入信用卡市场，但目前我们还不需要担心出现危机事件。

图1：多数银行上半年信用卡累积发卡量同比增速基本都在20%以上



资料来源：各银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注：我们仅使用了披露有关数据的全国性银行样本

图2：主要全国性银行信用卡不良率变化：今年上半年上升居多



资料来源：各银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注：我们仅使用了披露有关数据的全国性银行样本

中国台湾地区信用卡危机案例

台湾地区信用卡简介

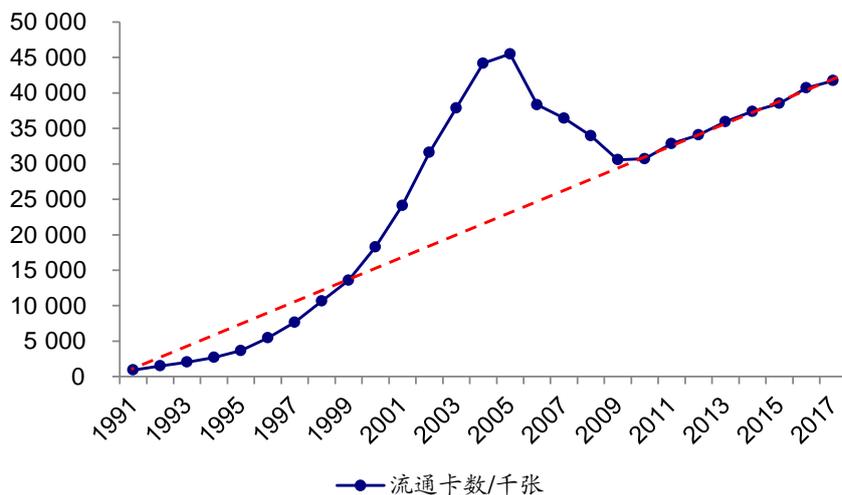
我们先明确概念：台湾地区的信用卡跟大陆的信用卡基本相同。台湾地区除了信用卡之外，还有一种“现金卡”，可以类比于大陆循环信用的消费信贷，不过多了一张实体卡片。

台湾地区于 1988 年正式发行现代意义上的信用卡，1994 年推出信用卡预借现金业务。台湾地区的现金卡则是从日本传入，于 1999 年由万泰银行首次发行。

台湾地区信用卡危机的出现是银行过度竞争的结果

台湾地区信用卡繁荣于金融危机之后，危机爆发于 2005 年末。台湾地区卡危机爆发于 2005 年，这一年的信用卡流通卡量是一个很明显的阶段性高点，而后大约于 2005 年末开始崩塌，并于 2006 年形成逾期率的顶峰。如果我们假设危机之后信用卡的增长是比较正常的话，可以画出一条红线，据此可以认为这一轮卡危机的繁荣起点大概在 1999 年前后，即亚洲金融危机之后。

图 3：台湾地区信用卡流通卡数 1999-2005 年 CAGR 达到 23%



资料来源：台湾“金管会银行局”，国信证券经济研究所整理

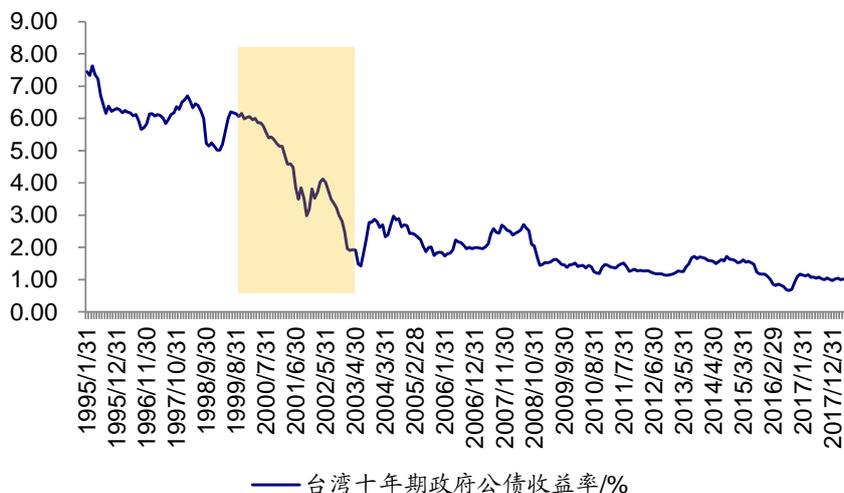
兴起：需求与供给的配合

为什么 1999 年前后台湾地区的信用卡开始爆发式发展？我们认为可以从供给和需求的角度来分析：

- 从需求来看，1999 年之前台湾地区已经经历过较长时间的信用消费观念的培育。1991 年开始台湾地区允许民营银行设立，新成立的民营银行为了与既有大型银行进行差异化竞争，将面向个人消费的信用卡业务作为主营业务。激烈的竞争导致各银行加大营销力度，对于改变大众的消费观念功不可没。
- 从供给来看，一是亚洲金融危机后银行从事信用卡业务的意愿变强。在亚洲金融危机之前，信用卡都是小银行的差异化业务，大银行往往以企业业务为主。1999 年的台湾地区刚刚遭受亚洲金融危机重创，企业贷款需求低迷，银行需要寻找新的利润来源，之前不被重视的信用卡逐渐走入广大银行的视野。其实这一点跟大陆当前的情况也有些相似。
- 从供给来看，二是银行业资金从 1999 年开始变得充裕。1999 年开始台湾

地区市场利率逐渐走低，到 2003 年的时候十年期政府公债收益率已经从超过 6% 下降到了不到 2%，宽松的流动性环境为银行带来大量可贷资金。

图 4: 台湾地区市场流动性从 1999 年开始逐渐宽裕



资料来源：台湾“中央银行”，国信证券经济研究所整理

变味：竞争加剧与风险积累

在企业融资需求减少的情况下，为获得利润，加大个人信用卡业务投入力度是银行自然而然的选择。前面所说的诸如加大营销活动、适当放松标准等，也都属于加大业务投入、应对同业竞争的正常之举。而且由于信用卡的收益率很高，适当放松标准会虽然减少利润，但如果风险控制得当，仍然可以保持合理的利润水平。

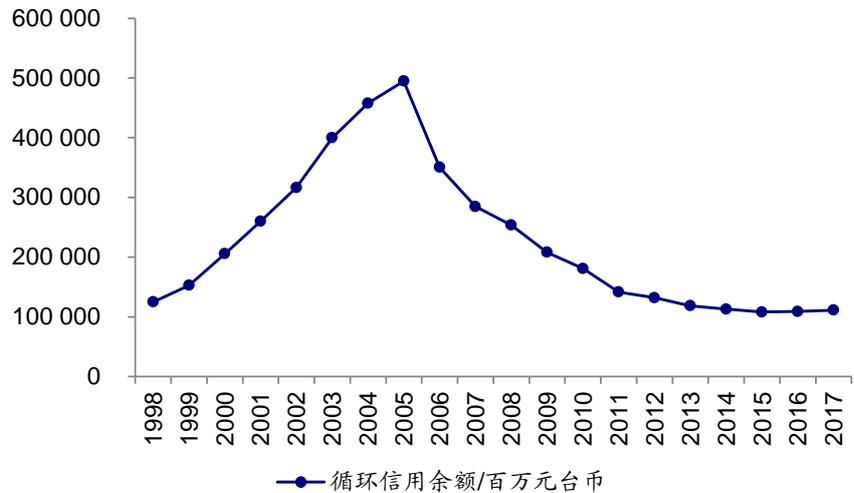
但当竞争进一步加剧之后，银行的行为就变了味道，风险开始积聚。风险产生的原因说来说去不过两点：一是通过降低利率吸引客户，导致收益无法覆盖风险（通过直接降低利率，或者通过金融创新变相降低当前利率）；二是过度降低风控标准（过高的授信额度、过低的准入门槛），导致风险大到高收益也无法覆盖。这两点在台湾地区信用卡业务发展的后期表现得淋漓尽致：

- 通过低利率抢占市场。最典型的是余额代偿业务，这一业务就是当信用卡客户免息期过后需要支付利息时，可以将高利率的信用卡贷款置换为低利率的代偿贷款，然后分期偿还代偿贷款。注意，这里利率定得低是合理的，因为余额代偿从贷款发放之日便开始收取利息，而不像信用卡那样有免息期。但是余额代偿从 2004 年开始走向疯狂。比如当时的安泰银行推出了一款特殊产品，前期给客户一个特别低的贷款利率，但后续利率会变高，这跟美国次贷危机之前推出的可调利率按揭产品十分类似，都是在客户现金流已经不够偿还贷款的情况下，想方设法通过金融创新满足其贷款需求；
- 过度降低风控标准。由于竞争加剧，银行纷纷放松发卡标准，比如许多银行推出以卡办卡业务，即根据申请人在其他银行的信用卡使用情况来发卡，后期一些营销行为十分夸张，比如部分银行推出名片开卡，即本人持名片即可申办信用卡。风控的降低还表现在给予客户过高的额度，比如台湾地区银行业在 2004 年 6 月末给予现金卡客户的卡均授信额度（可动用额度）是 8.0 万元台币，一年之后大幅增至 10.0 万元台币，这样高的增幅显然不是居民收入增长导致的。

从结果来看，风险爆发之前往往伴随信用卡发卡量和贷款余额的长期快速增长。银行积极推广的结果，就是发卡量的快速增加和循环信用余额的快速增长。

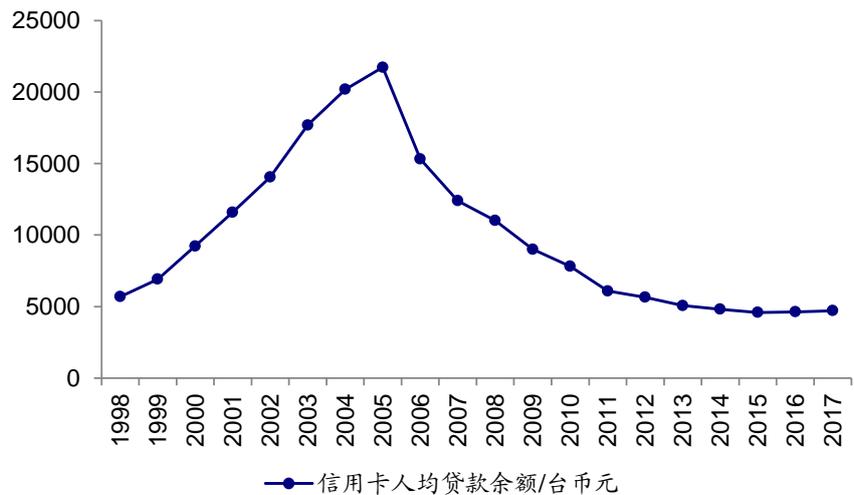
1998-2005年,台湾地区信用卡流动卡数和循环信用余额的CAGR均超过20%。

图 5: 台湾地区信用卡循环余额 1998-2005 年 CAGR 达到 22%



资料来源: 台湾“金管会银行局”, 国信证券经济研究所整理

图 6: 台湾地区信用卡人均贷款余额快速上升



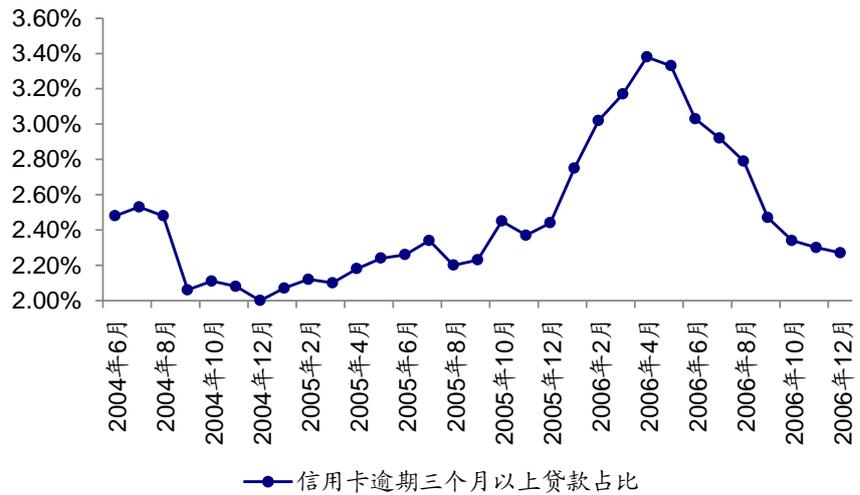
资料来源: 台湾“金管会银行局”, 国信证券经济研究所整理

危机的自然爆发

1999-2005年积攒的风险最终在2005年底爆发。台湾地区信用卡危机的爆发是比较自然的过程。2006年初,台湾地区信用卡贷款中逾期超过三个月的贷款比例陡增,从年初的2.44%增加至4月份的3.38%,达到峰值。现金卡更为严重,逾期率从2005年末的1.84%陡增至2006年4月末的6.75%,峰值为8月份的8.46%。其间还发生不少“卡奴”自杀事件,社会成本高昂。

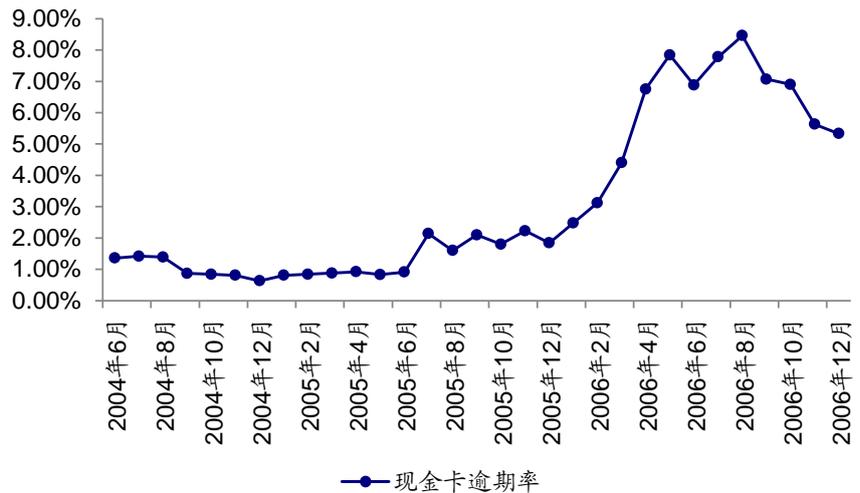
台湾地区信用卡危机于2009年结束。信用卡危机之后,台湾地区监管部门出面协调,出台了許多措施,比如由银行公会出面建立债务协商平台、银行逾期率过高时对这家银行进行行政干预等。危机于2009年底接近尾声,信用卡流通卡数恢复增长。

图 7: 台湾地区信用卡贷款逾期三个月以上贷款占比从 2006 年开始猛增



资料来源: 台湾“金管会银行局”, 国信证券经济研究所整理

图 8: 台湾地区现金卡贷款逾期贷款占比从 2006 年开始猛增



资料来源: 台湾“金管会银行局”, 国信证券经济研究所整理

韩国信用卡危机案例

韩国信用卡市场简介

韩国的信用卡功能主要包括预借现金、分期付款和一次性还款, 跟我国信用卡功能基本一样。与我国不同的是, 除了银行外, 韩国还有专门的信用卡公司。

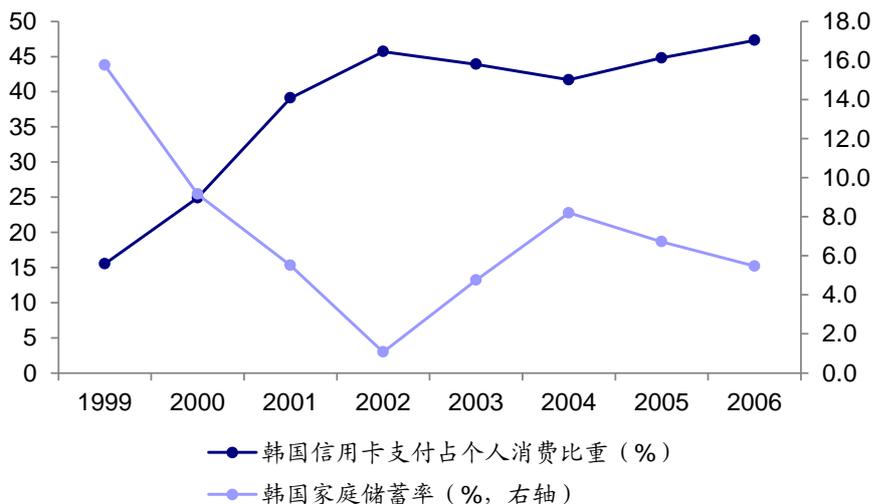
韩国信用卡的繁荣与危机是政府干预的结果

兴起: 政府刺激与供给相配合

韩国信用卡在 1999 年开始快速增长, 跟台湾比较相似。不过与台湾相比, 韩国政府干预较多, 对需求增加和泡沫的破裂都有很大影响:

- 从需求来看，亚洲金融危机之后，韩国政府以扩大内需作为刺激经济的主要方式，从 1999 年起出台许多信用卡扶持政策，加速了韩国信用卡市场的发展。例如，韩国政府规定年营业额在 3 万美元以上的餐厅和旅馆、年营业额在 6 万美元以上的商店，都必须接受顾客用信用卡支付，以增加信用卡特约商户的数量；政府规定，如果持卡人年持卡消费金额达到总收入的 10% 后，超过部分的 20% 可免税，减税限额达到总收入的 20%（4000 美元为上限），还规定信用卡刷卡手续费全部由信用卡公司承担等。在政府的刺激下，韩国居民消费观念发生改变，韩国家庭储蓄率逐年下降，采用信用卡消费的比重则逐年上升。

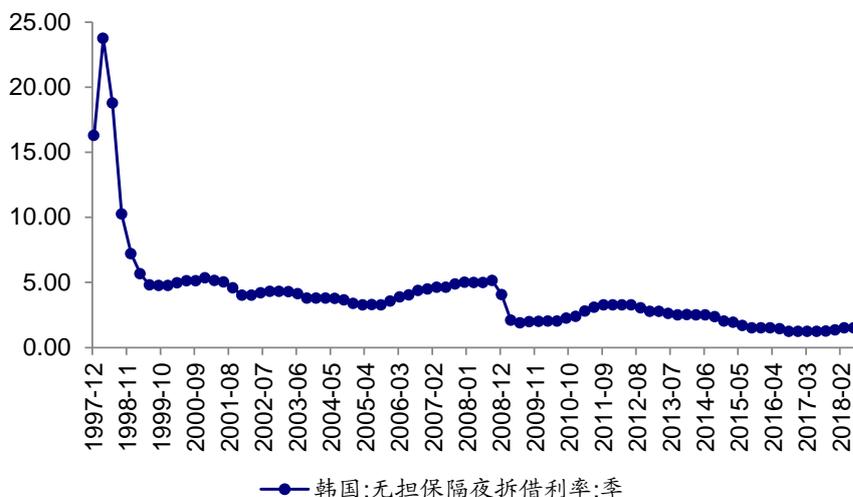
图 9：1999-2002 年韩国居民信用卡使用率大幅上升，储蓄率大幅下降



资料来源：OCED; Kang T, Ma G. Credit card lending distress in Korea in 2003[J]. Bis Papers Chapters, 2009, 46; 国信证券经济研究所整理

- 从供给来看，为了刺激经济，韩国央行实施宽松的货币政策，市场上流动性充裕。此外，受到金融危机的影响，韩国企业的贷款需求疲软，也使得银行将资金供给重心集中在个人消费信贷业务。这些跟台湾都有相似性。

图 10：亚洲金融危机之后韩国货币政策大幅宽松

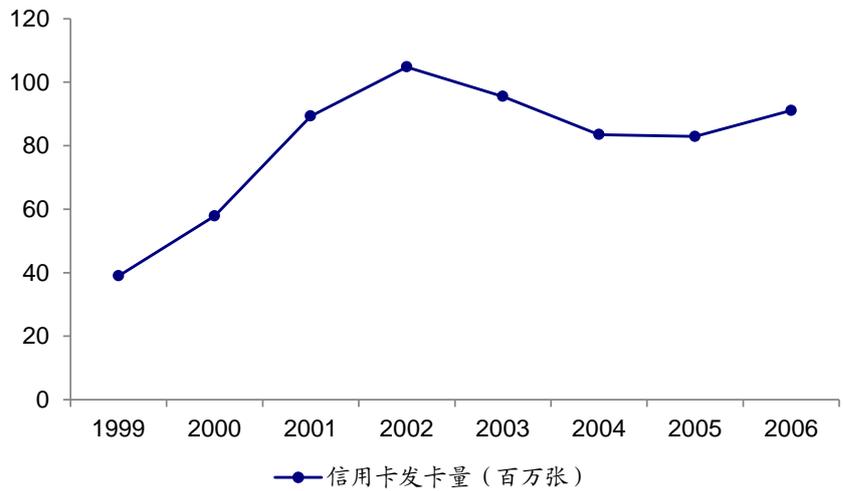


资料来源：韩国央行，国信证券经济研究所整理

1999年到2002年韩国信用卡市场大繁荣。韩国信用卡市场在1999-2002年之间快速发展，2002年达到历史顶点。从数据来看：

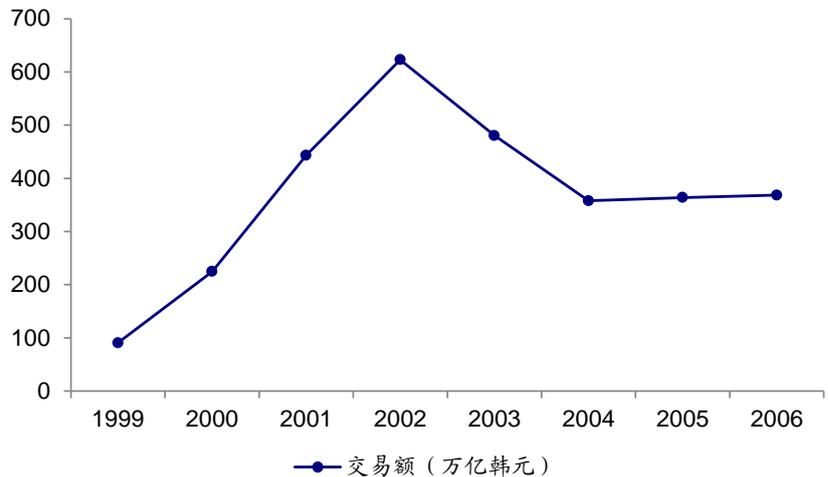
- 韩国信用卡的发卡量从1999年末的0.39亿张增加到2002年末的1.05亿张，CAGR达到39%，远快于台湾同期的23%；
- 信用卡交易额从1999年的91万亿韩元增长到2002年的623万亿韩元，CAGR高达90%，极其夸张。

图 11: 1999-2002 年韩国信用卡存量 CAGR 达到 39%



资料来源: Kang T, Ma G. Credit card lending distress in Korea in 2003[J]. Bis Papers Chapters, 2009, 46. 国信证券经济研究所整理

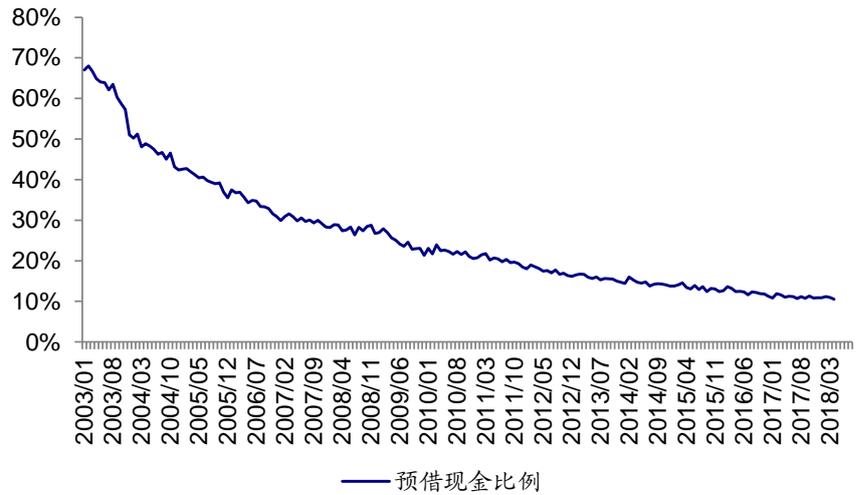
图 12: 1999-2002 年韩国信用卡交易额 CAGR 达到 90%



资料来源: Kang T, Ma G. Credit card lending distress in Korea in 2003[J]. Bis Papers Chapters, 2009, 46. 国信证券经济研究所整理

需要注意的是，韩国信用卡贷款的快速增长不仅是正常的信用卡透支增加，还包括预借现金的快速增长（预借现金的增长可能更为迅速）。韩国央行英文版网站仅披露了2003年以来的数据，从数字来看，2003年1月末韩国信用卡透支余额中，预借现金的比例达到67%，而2018年4月末的正常水平下这一比例仅有11%。

图 13: 韩国个人信用卡透支余额中预借现金的比例一度接近 70%

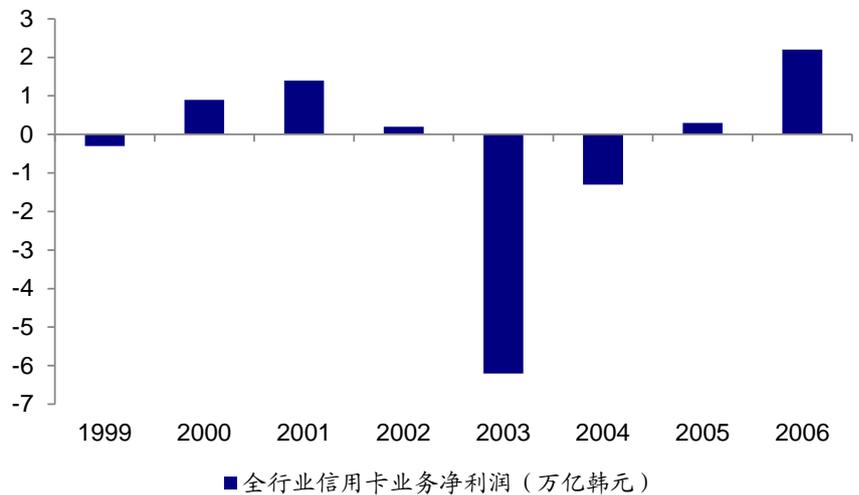


资料来源：韩国央行，国信证券经济研究所整理

监管骤然转向，危机快速爆发

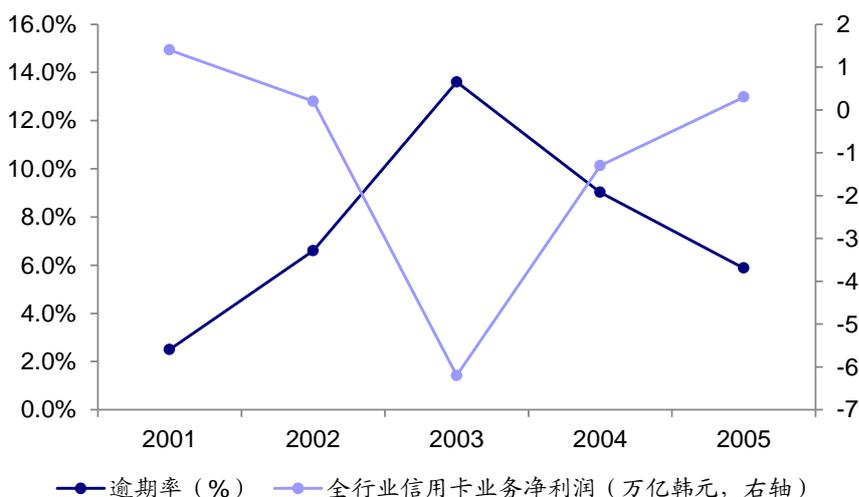
韩国信用卡危机的苗头在 2002 年就已经显现，并在 2003 年大规模爆发。从数据上看，在 2002 年信用卡发卡量、交易额等创下历史新高的同时，信用卡公司的净利润却从 2001 年的 1.4 万亿韩元下降至 2002 年的 0.2 万亿韩元，这主要是因为坏账损失增加所致。伴随着逾期率在 2003 年的更进一步大幅上升，韩国信用卡行业迎来了巨额亏损，亏损额超过 1999-2002 年的净利润总和。

图 14: 2002 年韩国信用卡行业净收入大幅下降，2003 年巨亏...



资料来源：Kang T, Ma G. Credit card lending distress in Korea in 2003[J]. Bis Papers Chapters, 2009, 46. , 国信证券经济研究所整理

图 15: ...主要是因为坏账损失增加



资料来源: Financial Supervisory Service of Korea, 国信证券经济研究所整理

信用卡泡沫破裂的直接原因是监管的骤然转向。比如韩国政府在 2002 年意识到信用卡市场的发展过于迅速，出台了相应的政策予以约束。2002 年 5 月，韩国政府出台《信用卡综合对策》，提出将现金贷款在信用卡贷款中的占比限制在 50% 以内。2002 年 11 月，韩国政府发布《信用卡公司的健全性监督强化规范》，上调信用卡公司的资本充足率要求和贷款损失准备计提要求。这些措施长期来看对规范约束信用卡市场有益，但在短期内却加剧了银行的压力，刺破了泡沫。韩国的信用卡危机于 2006 年结束。韩国政府在 2005 年及之后出台了一系列政策以规范信用卡市场，比如 2006 年 3 月颁布《信用卡公司风险管理示范标准》，引导信用卡公司稳定发展等。从发卡量来看，韩国信用卡危机于 2006 年恢复正增长，走出危机。

与台湾不同，韩国政府对需求的刺激措施较多，这加剧了韩国信用卡市场繁荣的速度，而监管政策的骤然转向也是诱发危机的直接原因。相比之下，台湾信用卡的繁荣和泡沫的破裂更多的是市场过度竞争的结果。

大陆信用卡违约压力有多大？

信用卡危机产生的一般规律

从台湾和韩国的案例来看，信用卡危机的产生有一定的规律性。一般是：

- 有一定的需求基础。不过这一点必要性不算很高，从台湾和韩国信用卡的迅速繁荣来看，需求是可以在几年之内迅速培养的。
- 经济周期底部，企业融资需求弱，银行被迫转向信用卡业务，这一点非常重要。一般零售业务并不是广大银行的首选，只有当经济差、企业融资需求低迷的时候，银行才被迫将信用卡业务视为一个重要盈利点。银行在信用卡方面加大投入对消费者信用消费需求的培养也有推动作用。
- 货币环境较为宽松。流动性充裕保证银行有充足的消费信贷供给能力。

一般危机爆发之前都会有一轮信用卡的繁荣，持续多年。信用卡的繁荣表现为发卡量、信贷余额、交易额等快速上升，这其中风险更高的预借现金也会快速增长。危机出现之前往往会出现一些事后看来不可思议的事情，比如台湾的金融创新、韩国的信用卡利息免税等；

逾期率并非线性上升，但持续的小幅上升有警示意义。危机的爆发之前逾期率往往会有一段时间的缓慢上升，但看上去比较正常。之后在某个时点突然爆发，逾期率短时间内快速上升。逾期率的上升并非线性的，这一点我们需要特别注意。但持续一段时间的爬坡具有警示意义。

危机的处置一般要经历多年，整个信用卡行业才会恢复正常，一般表现为发卡量恢复正增长。

我国大陆信用卡发展很快，但目前还无需担心危机出现

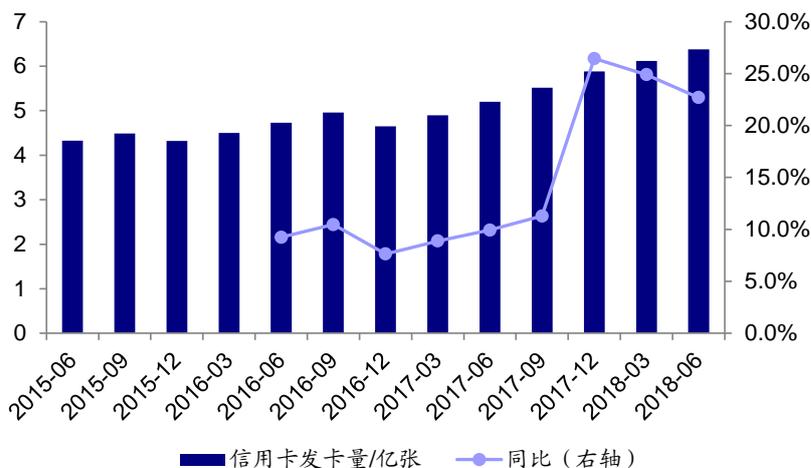
大陆信用卡市场在 2017 年以来的快速发展跟韩国和台湾地区当年面临的情况有相似性。2015 年以来，由于公司贷款信用风险快速上升，银行普遍降低风险偏好，在 2015-2016 年将贷款大量投向个人住房按揭，2017 年以来则大量投向信用卡业务，导致了 2017 年以来我国信用卡市场的快速发展（图 16、17）。这看上去跟韩国和台湾地区的信用卡繁荣起点有些相似，比较符合信用卡危机规律中重要的一点。

虽然上述条件吻合，但我们认为境内信用卡市场距离危机还有些距离。理由如下：

- 一是全行业逾期情况还在改善。尽管我国信用卡发卡量、贷款余额同比增速都在快速上升，但逾期情况还比较正常，而且还在改善当中（图 18）；
- 二是信用卡市场的快速发展仅持续不到两年，并不算长。我国信用卡市场的快速发展，尤其是银行大量涌入信用卡市场是 2017 年以来的事情，迄今为止不足两年，持续的时间还不够长；像台湾、韩国的信用卡繁荣分别持续了 7 年和 4 年；
- 三是卡均授信额度的增长还算正常。我国没有出现政府出台扶持措施等过度刺激的情形（早期培育信用卡市场时政府有一定的扶持措施，但均不涉及信用标准），银行之间竞争不算特别激烈，没有出现过度授信的情形。近几年信用卡卡均授信额度增速为个位数（图 19），略高于居民收入增速，还算正常。

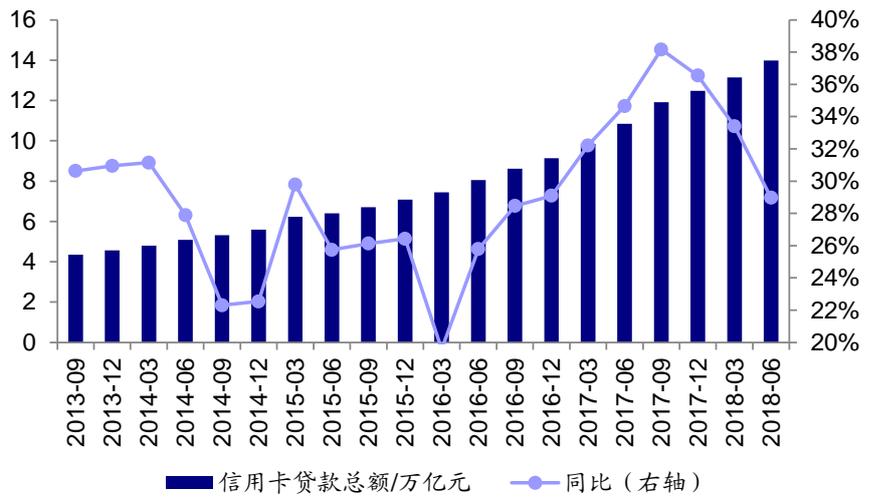
因此整体来看，虽然 2017 年以来有大量银行涌入信用卡市场，再加上今年上半年流动性较为紧张、现金贷监管加强，共债问题导致银行信用卡不良率有所上升，但目前还不需担心出现危机事件发生。

图 16: 全行业 2017 年以来信用卡发卡量同比增速超过 20%...



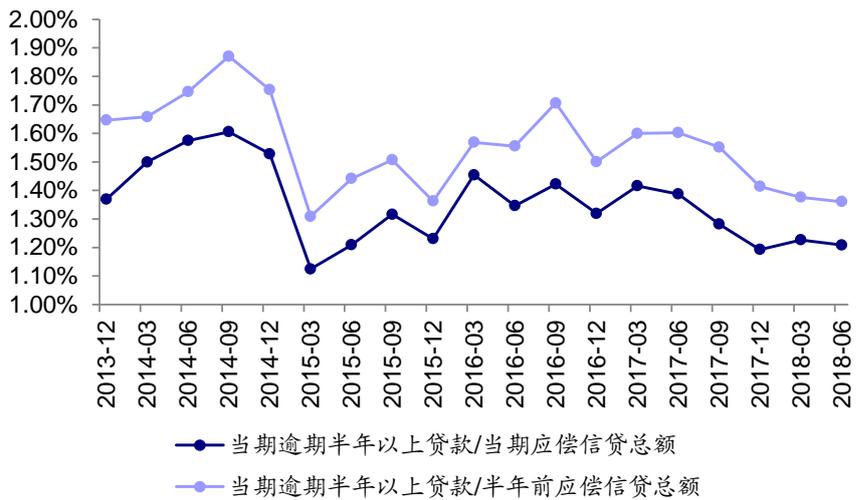
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 17: ...信用卡贷款总额同比增速自 2017 年以来保持在 20% 以上...



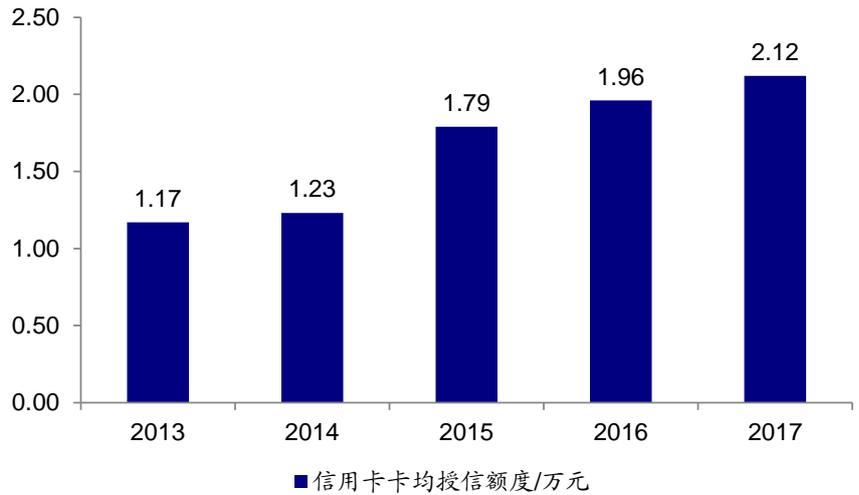
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: ...但逾期情况还在改善当中



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 我们计算“当期逾期半年以上贷款/半年前应偿信贷总额”是为了剔除信用卡应偿信贷总额带来的稀释效果。不过看起来两者的走势差别不大。

图 19: 信用卡卡均授信额度增速为个位数，略高于居民收入增速，还算正常



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

我们预计下半年信贷放量、社融回稳，企业债务违约会陆续减少，对经济前景也无需过度悲观。维持行业“超配”评级。

个股方面继续推荐大小两头的“哑铃组合”，即基本面优异的大型银行，包括工商银行、农业银行，以及特色鲜明、业绩增长仍有优势的优质中小银行，包括宁波银行、南京银行。

风险提示

目前中美贸易等存在不确定性，若经济因外部不利因素影响而失速下行，将对银行资产质量产生较大影响；

目前货币政策保持稳健略宽松，政策当局推出多项措施推动银行信用投放，如果后续政策效果低于预期，社融增速无法上升，对银行资产质量可能会有一定影响，对市场情绪也可能产生扰动。

信用卡发卡量、信贷余额等的快速增长如果继续维持下去，持续多年，潜在的问题可能会逐渐增加，我们中间也会密切关注。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032