

银行行业中报综述暨2018年四季度投资策略

底部不必过度悲观，估值反转还看地产

中性（维持）

- **中报最大的问题：存款增速大幅下降。**上市银行中报中最明显的变化即存款增速的下行及其成本率的提升。中小银行延续了2017年以来存款的弱势，靠结构性存款苦苦支撑，成本率大幅上升。而国有大行也失去了2016-2017存款端的明显优势，尤其企业存款增速大幅下降。

上市银行存款下行的直接原因是去杠杆政策下信用收紧。银行业估值在2季度的大幅下行是对此的预期。

- **其他中报信息：**（1）息差同比企稳回升。（2）信用风险稳中向好。（3）信贷结构调整速度有所放缓。（4）手续费收入增速大幅下降。
- **中报总结：**2018年中报各类银行业绩稳有升，城商行（15.05%）、农商行（14.97%）利润增长最快。股份制银行（6.86%）增速较去年同期改善明显，国有大行同比增长5.36%保持稳定。

将净利润同比增量进行分解，可以看出股份制银行去其他银行有显著的不同。其他银行（尤其大行）的利润是由利息净收入主导的，信用风险仍在较快的暴露，而股份制银行传统的收入来源对利润的贡献微小，利润主要依靠拨备输送，反映了股份行在负债端压力最大。

“社融—存款”问题是银行走向的焦点

- **乐观的逻辑：货币市场-借贷市场-社融的传导。**2018年从市场利率上看，明显转向宽松，无论短端、中端、还是长端利率均平稳下降。历史上看，货币市场利率的变化传导至借贷市场有半年左右的时间。3季度开始，贷款利率很有可能持平或略降，转入下降通道。借贷市场利率与社融增速具有直接的逻辑关系与较高的敏感性。2季度末借贷市场利率企稳，社融增速也从低点有所反弹。简单推导，在货币政策不发生剧烈从紧转向的情况下，社融增速在3-4季度料将持续回升，提振银行估值。
- **现实的困难：资金需求端。**从融资几大需求来源看：（1）工业部门利润改善集中于不愿负债的上游，中下游苦苦挣扎，实际利率下降不能推动投资。（2）房地产部门是信用扩张的主力部门，目前被政策压制。（3）基建部门发力是显而易见的，但庞大的基数下，预计向上的弹性空间不大。
- **秋季银行估值能否明显回升取决于社融增速见底后的反弹力度。**社融的恢复已经满足了实际利率下降的供给端条件，在需求端：基建是发力重点，能起到稳定的定海神针作用，但不会为社融提供很大的弹性；工业企业部门利润有巨大的改善，但加杠杆的诉求不强；广义的房地产部门是受到政策极大制约的部门。非标监管与按揭利率的持续上升抑制了资金需求。如果3-4季度房地产相关政策出现松动对于社融乃至银行板块估值提升料将有很大的推动作用。
- **如出现房地产主导的货币宽松行情，我们依然坚持推荐股份制银行、城商行为代表的中小型银行。推荐招商银行、宁波银行、南京银行等高ROE银行，关注中信银行、光大银行等低估值银行。**
- **风险提示：**贸易战与发展中国家汇率波动对货币政策的干扰。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
招商银行	28.17	2.78	3.17	3.61	9.94	8.89	7.8	1.48	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2018年09月07日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：张明

电话：010-66500833

邮箱：zhangming@hcyjs.com

执业编号：S0360516090003

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	26	0.73
总市值(亿元)	92,204.65	17.56
流通市值(亿元)	58,795.43	15.62

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	0.23	-14.87	-8.52
相对表现	1.34	4.75	5.82



相关研究报告

- 《货币政策主导收入——年报综述之股份行》
2018-05-07
- 《银行业中期策略：与地产共舞的反弹机会》
2018-05-20
- 《3季度社融强则银行兴——银行行业中期策略补充报告》
2018-06-08

目 录

一、信用收紧的影响：存款增速大幅下降.....	3
(一) 中小银行：结构性存款苦苦支撑，成本率大幅上升.....	3
1、央行的中小银行存款数据.....	3
2、上市中小银行中报存款情况.....	4
(二) 大型银行：单位存款增长显著放缓.....	5
1、央行的大型银行存款数据.....	5
2、上市大型银行中报存款情况.....	6
(三) 存款的下行是紧信用的结果.....	7
二、信贷高增长与结构调整.....	8
(一) 强劲的信贷增速.....	8
(二) 信贷结构调整进入尾声.....	9
三、信用风险下降.....	12
(一) 不良贷款率和关注率趋于下降，资产质量趋于改善.....	12
(二) 逾期贷款占比下降，信用风险降低.....	13
(三) 贷款核销额较去年同期总体上升，贷款质量提升.....	14
四、其他中报重要信息.....	14
(一) 净息差同比回升.....	14
(二) 手续费收入增长乏力.....	15
五、中报综述总结.....	16
(一) 业绩稳中有升，股份行收入端压力较大.....	16
(二) “社融—存款”问题是银行走向的焦点.....	17
六、四季度投资策略：底部不必过度悲观，估值反转需要地产.....	17
(一) 乐观的逻辑：货币市场—借贷市场—社融的传导.....	17
(二) 现实的困难：资金需求端.....	19
1、盈利改善来自供给侧改革，工业企业投资驱动力差.....	19
2、房地产：政策围追堵截.....	19
3、基建与政府投资：尚能饭否？.....	20
(三) 银行估值回升：取决于房地产政策.....	21
七、风险提示.....	21

一、信用收紧的影响：存款增速大幅下降

上市银行中报中最明显的变化即存款增速的下行及其成本率的提升。中小银行延续了 2017 年以来存款的弱势，靠结构性存款苦苦支撑，成本率大幅上升。而国有大行也失去了 2016-2017 存款端的明显优势，尤其企业存款增速大幅下降。

我们认为，上市银行存款下行的直接原因是去杠杆政策下信用收紧。银行业估值在 2 季度的大幅下行是对此的预期。

（一）中小银行：结构性存款苦苦支撑，成本率大幅上升

1、央行的中小银行存款数据

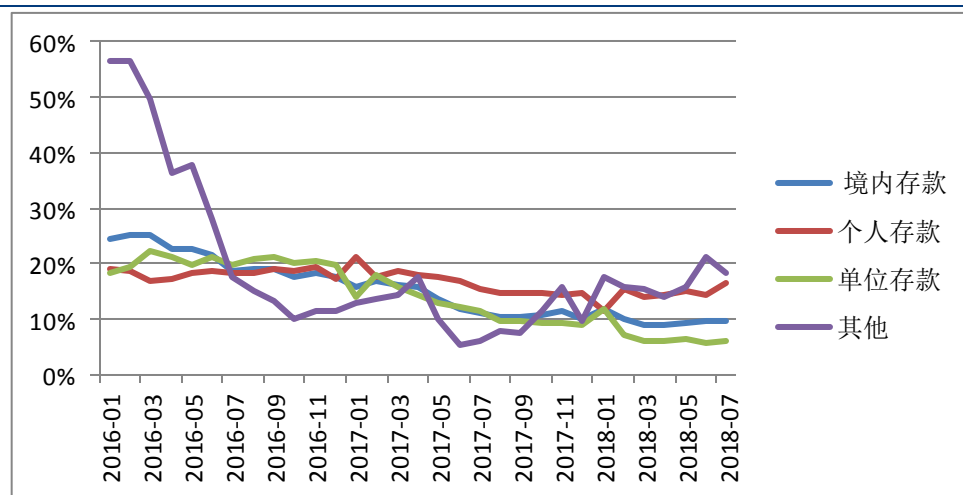
从央行中小银行存款增速数据上看，中小银行截至 2018 年 7 月存款同比增速 9.7%，虽较近年来平均水平大幅下降，但绝对增速并不低，二季度开始增速持续回升。但从质量上看，传统的个人、单位的定、活期存款增长疲弱，对增长贡献最大的是结构性存款（35%），此外增速较快的是非银金融机构存款、财政存款等。中小银行的高质量存款岌岌可危，单位定期存款更是出现了-29%的下降（大量的被转化为结构性存款）。

图表 1 传统个人与单位存款疲弱（截至 2018 年 7 月）

项目	增量（亿）	贡献占比	同比
个人定期	13150	20%	10%
个人活期	8022.37	12%	12%
个人结构性	9049.19	14%	74%
单位定期	-995.45	-1%	-1%
单位活期	3772.78	6%	3%
单位结构性	14120.6	21%	49%
单位其他	18528.14	28%	14%
其他	24100.7	36%	18%
合计	66580.08	100%	10%

资料来源：公司公告，华创证券

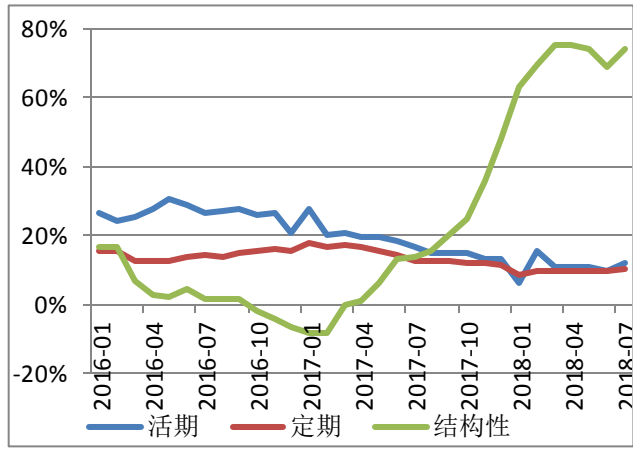
图表 2 单位存款增长尤其缓慢



资料来源：Wind，华创证券

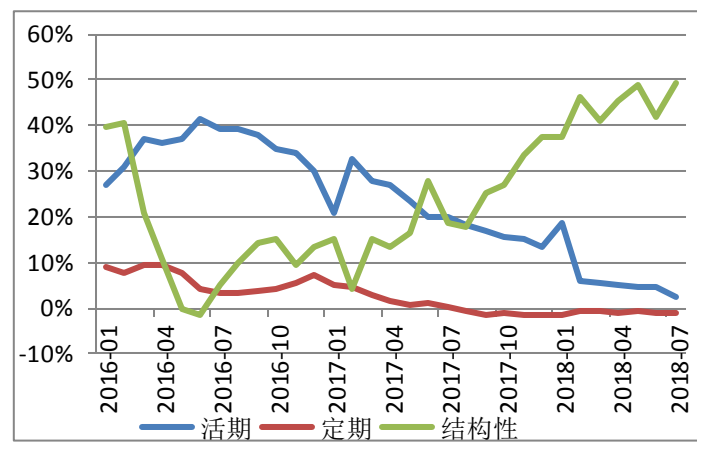
从趋势上看，中小个人、单位的狭义存款增速（定、活期）在 2 季度仍然保持了相当快的下行趋势，延续到 7 月。预计三季度未必可以扭转颓势。

图表 3 中小银行个人存款增速分化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 中小银行单位存款增速分化

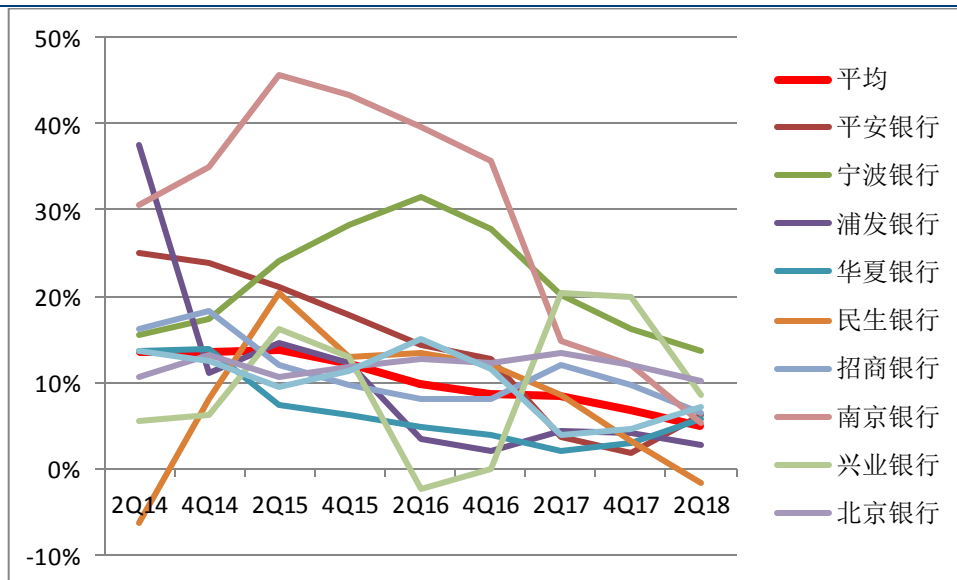


资料来源: Wind, 华创证券

2、上市中小银行中报存款情况

上市中小银行（数据中无缺乏历史比较数据的次新股，下同）上半年存款平均余额 2.53 万亿，同比增长 4.9%，延续了过去数年的下行趋势。2014-2017 年中期增速分别为：13.4%、13.7%、9.7%、8.5%，2018 年同比增速下行 3.6 个百分点，幅度是很大的。从各家银行来看，除个别银行外，2017-2018 存款增速下行是普遍而趋势性的。

图表 5 中小银行存款平均余额同比增速



资料来源: 银行定期报告, 华创证券

2018 年存款的变化不仅在于增速，结构上也与 2016-17 年不同，活期存款增长停滞，定期存款在结构性存款的带动下支撑整体增速不至失速下坠。

图表 6 上市中小银行存款平均余额同比增长

年度	公司活期	公司定期	个人活期	个人定期	合计
2018H	1.02%	9.02%	0.92%	17.79%	5.96%
2017	19.00%	-1.54%	11.97%	-2.25%	6.66%

资料来源: Wind, 华创证券 注: 包括上市所有股份行、城商行, 不含农商行

结合上市银行存款成本率的变化可以看出, 存款成本率同比提升较高的银行, 通常定期存款增速较快, 且活期存款增长速度放缓。由于上市银行很少公布结构性存款的具体数据, 我们还不能量化定期存款的增长中结构性存款的驱动力, 从各银行业绩发布会的反馈看, 结构性存款在新增中占有相当重要的地位。

招商银行通常被认为是内生存款能力很强的银行, 整体存款增长也不理想, 代表了行业整体处于弱势中。

图表 7 上市中小银行存款平均余额增长结构与成本率变化 (bp)

银行	定期存款增长	活期存款增长	存款成本率变化
贵阳	12.31%	1.61%	-
江苏	16.47%	-2.17%	49
平安	44.43%	-2.91%	47
浦发	7.29%	2.02%	46
杭州	53.98%	-13.13%	40
华夏	12.11%	-0.40%	38
南京	14.18%	-2.94%	35
民生	-1.15%	-2.31%	34
北京	3.04%	15.26%	34
兴业	10.41%	6.06%	28
上海	10.98%	7.75%	27
光大	7.42%	6.32%	24
宁波	16.06%	5.24%	24
招商	5.06%	-0.88%	21
中信	10.87%	-2.04%	15

资料来源: 公司公告, 华创证券 注: 包括上市所有股份行、城商行, 不含农商行

(二) 大型银行: 单位存款增长显著放缓

1、央行的大型银行存款数据

央行的大型银行存款截至 7 月同比增长 6.9%, 较去年全年 8% 的速度小幅下降, 增速显著高于中小银行。从结构上看, 个人定期存款有 1.2 万亿的大幅下降, 转化为活期与结构性存款。单位存款贡献增量的 33%, 大幅低于 2017 年度 48% 与 2016 年度 60% 的增量贡献。我们认为, 这反映的是国有部门固定资产投资增长周期的变化。

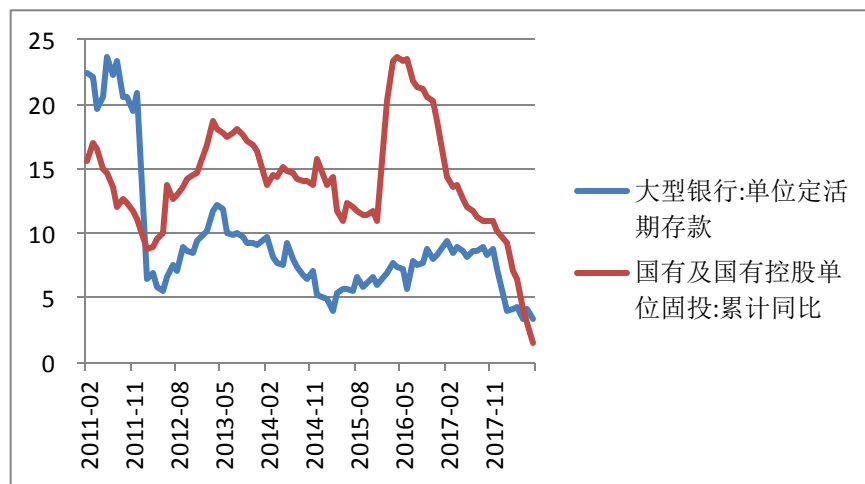
结构性存款方面, 大型银行在零售端加强了竞争力度, 但在对公存款方面并未如中小银行一般普遍性的以价格作为武器, 这种策略与招行是相似的。

大型银行对公存款的下行, 与国有部门固定资产投资的下行具有强相关性, 从截至 7 月的国有部门固投增长来看, 预计 3 季度大型银行的单位存款不会有很大起色。

图表 8 单位存款贡献大幅下降（截至 2018 年 7 月）

项目	增量（亿）	贡献占比	同比
个人定期	-12494	-23%	-9%
个人活期	8141.84	15%	5%
个人结构性	9683.48	18%	86%
单位定期	1360.77	3%	2%
单位活期	6440.95	12%	4%
单位结构性	177.41	0%	1%
单位其他	11292.47	21%	10%
其他	13232.72	25%	21%
合计	53917.85	100%	7%

资料来源：Wind，华创证券

图表 9 大型银行对公存款与国企固定资产投资增速（%）


资料来源：银行定期报告，华创证券

2、上市大型银行中报存款情况

上市公司数据来看，个人存款全面大幅下降，公司活期存款增速也大幅下降，但公司定期存款增速反而较 2017 年有明显回升。考虑到：1、央行数据中大行单位结构性存款没有明显增长，2、公司中报口径的存款分类较为宽泛；我们认为非银金融机构存款等其他类存款可能占有相当的比例。

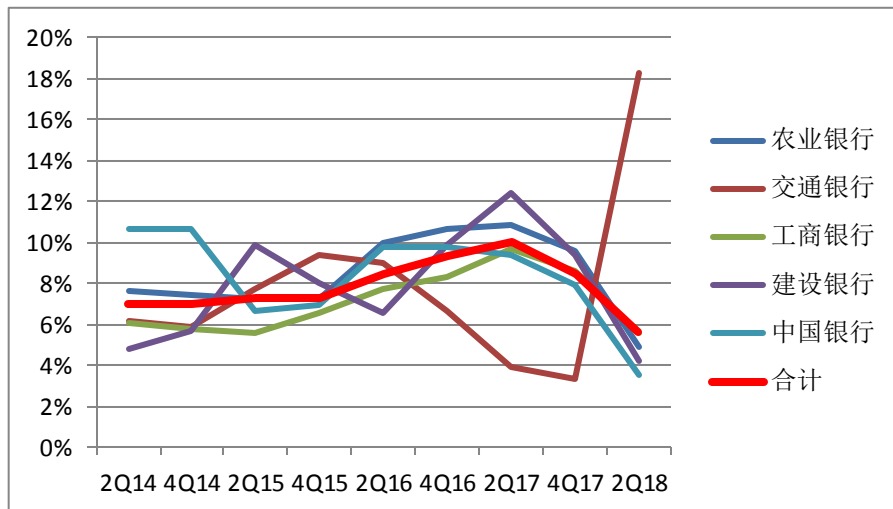
图表 10 上市大型银行存款平均余额同比增长

年度	公司活期	公司定期	个人活期	个人定期	合计
2018H	8.61%	16.93%	4.44%	2.14%	7.52%
2017	15.19%	11.67%	8.20%	4.17%	9.91%

资料来源：Wind，华创证券 注：工、建、交、农，不含中行

从趋势上看，除交通银行（2018 年中报起存款平均余额统计口径做了大幅修正，考虑到历史前后对比关系，本报告按其 2017 年中报数据录入）外，大型银行存款增速均于 2017 年中见顶，持续回落。晚于国有企业固定资产投资增速 1-2 个季度。

图表 11 大型银行存款平均余额同比增速



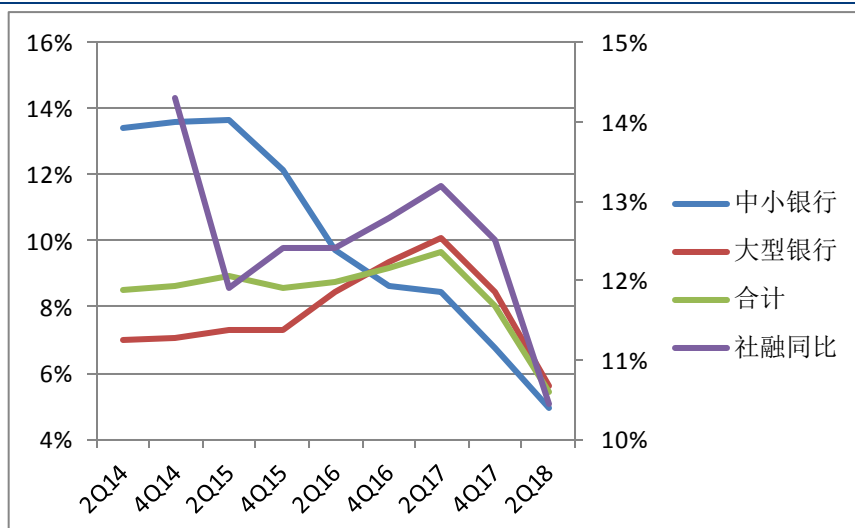
资料来源：银行定期报告，华创证券 注：交行数据不反映实际情况

存款成本方面，交行成本率大幅提升 44BPs，四大行成本率除中行上行 9BPs 外，均在 0 附近。大行的存款回落较中小行更反映真实。

（三）存款的下行是紧信用的结果

存款增速的全面下行与信用紧缩（表现为社融增速的下降）密不可分。从图表 11 中可以看到，15-18 周期上市银行的存款增速变化与社融变化是一致的。大型银行与中小型银行的区别较大，是因为 2016 年开始的供给侧改革利于国有部门的信用扩张，且对表外非标的清理更不利于中小银行，中小银行增速下降快于大型银行。

图表 12 存款增速与社融



资料来源：银行定期报告，wind，华创证券

我们认为，存款（社融）增速的持续下行预期是 2 季度以来银行估值水平持续下行的重要原因。不仅仅体现为对银行业收入端（资产增速）下行的担心，也体现了其对经济产出数据的潜在影响。

二、信贷高增长与结构调整

上市银行信贷增长依旧强劲，结构调整步伐相对前两年有所放缓。

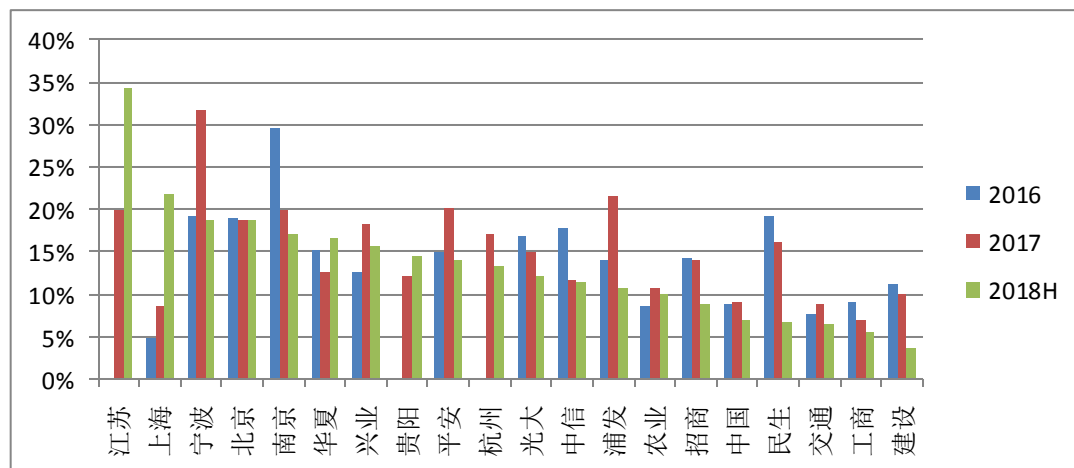
（一）强劲的信贷增速

与羸弱的存款相比，上市银行的贷款增长普遍迅猛。一方面债券市场不景气与非标清理提供了大量客户，另一方面国家对支持实体经济的信贷持鼓励的态度。

从同比增速上看，几大城商行平均近 20% 增速最快；其次是股份制银行，平均增速大于 10%；大行增速小于 10%。2017 年贷款增速较快的宁波、平安、浦发、民生等，2018 年增速明显放缓。

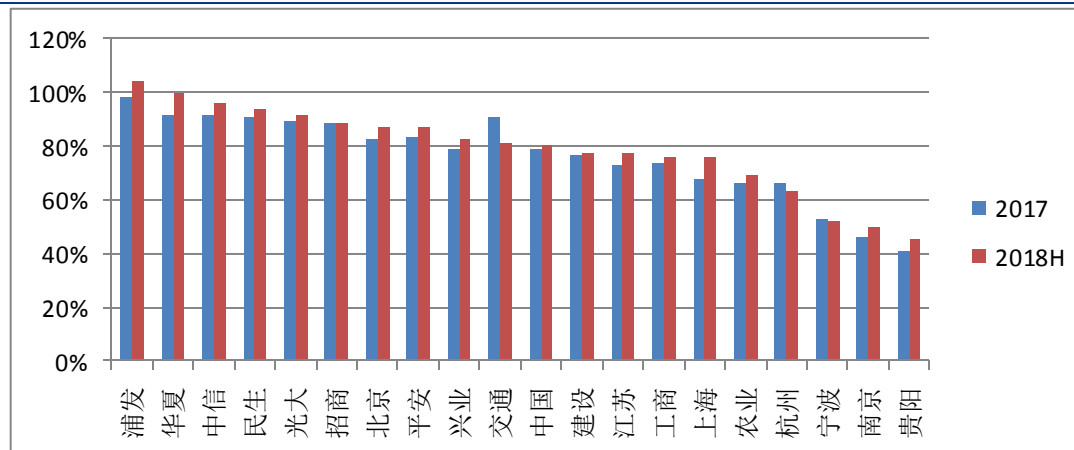
贷款增速大幅高于存款，绝大多数银行的贷存比（平均余额口径）较去年水平有提升，交行明显下降系存款口径变化所致。股份制银行的贷存比压力最大，普遍在 80-100% 区间，浦发银行已经超过 100%。贷存比虽然已经不作为硬性考核指标，但持续快速上升对银行信贷扩张仍有一定的约束作用。

图表 13 贷款平均余额近年增速



资料来源：银行定期报告，wind，华创证券

图表 14 平均余额计算的贷存比



资料来源：银行定期报告，Wind，华创证券 注：交行存款口径有变化，实际情况并非图中所示

（二）信贷结构调整进入尾声

为方便比较，本板块我们选取的是有较长历史数据参考的上市银行。

对传统的高风险行业（制造业、批发零售业、采矿业），股份制银行依然在做坚定不移的减量调整，半年时间使占比下降 2%，延续了 2014-2017 年年均 4% 的水平。其中，转型零售的平安力度最大，华夏则是唯一一个占比上升的股份行。三家城商行中，宁波、北京大体持平，南京银行占比上升。而国有大行占比互有增减，整体小幅下降，农行结构调整力度较大。

图表 15 上市银行传统高风险行业贷款占比（制造业、批发零售业、采矿业）

传统高风险						
银行	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
浦发	38.9%	37.3%	31.6%	25.6%	20.1%	18.0%
招商	34.1%	28.9%	22.7%	19.0%	14.9%	13.4%
华夏	44.4%	40.3%	36.7%	35.0%	29.9%	31.3%
平安	33.9%	32.8%	31.0%	27.8%	19.8%	15.9%
中信	36.7%	32.7%	26.7%	21.7%	16.7%	14.4%
光大	36.9%	32.0%	26.5%	21.0%	18.3%	16.3%
民生	28.5%	26.4%	27.1%	27.2%	24.4%	22.0%
兴业	39.1%	36.9%	31.9%	29.3%	25.7%	24.2%
股份制	37.0%	33.8%	29.7%	26.2%	21.5%	19.7%
北京	29.0%	26.4%	24.3%	23.0%	22.2%	21.1%
宁波	34.5%	31.9%	27.7%	24.7%	25.0%	25.3%
南京	34.0%	30.8%	24.2%	22.3%	20.6%	24.8%
城商行	32.6%	29.7%	25.4%	23.3%	22.6%	23.7%
工商	25.4%	23.3%	20.8%	17.4%	15.4%	14.9%
中行	39.9%	39.1%	36.9%	33.1%	32.9%	31.7%
交行	34.1%	30.8%	28.4%	24.5%	21.5%	19.6%
农行	29.2%	26.9%	23.8%	19.8%	17.9%	16.1%
建行	22.5%	20.2%	17.5%	15.4%	14.2%	15.3%
大行	30.2%	28.1%	25.5%	22.0%	20.4%	19.5%
平均	34.2%	31.2%	27.5%	24.3%	21.3%	20.4%

资料来源：各公司公告，华创证券

基建贷款是 2016 年以来银行重要的优质信贷投放方向，受整体基建投资增速放缓的影响，国有大行、股份制银行等基建贷款占比较 2017 年下降或略增。转型零售的平安依然降幅最大，而华夏、南京增幅最大。

图表 16 上市银行基建行业贷款占比

基建						
银行	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
浦发	8.0%	7.0%	6.5%	6.2%	5.7%	5.5%
招商	8.5%	9.9%	9.6%	10.0%	10.1%	10.8%
华夏	7.9%	7.7%	7.1%	6.9%	6.7%	7.4%
平安	4.1%	3.4%	3.7%	6.5%	4.6%	2.5%

中信	13.6%	14.6%	13.0%	12.9%	12.6%	12.7%
光大	9.7%	9.6%	11.4%	16.0%	16.9%	16.0%
民生	5.2%	5.0%	5.1%	5.1%	4.7%	4.6%
兴业	6.5%	6.6%	6.4%	6.5%	5.9%	5.9%
股份制	10.2%	11.1%	11.5%	14.1%	14.4%	14.1%
北京	15.9%	15.0%	14.8%	14.0%	15.0%	15.3%
宁波	3.3%	2.6%	3.0%	3.0%	3.2%	3.5%
南京	5.9%	6.1%	5.6%	5.4%	5.1%	7.4%
城商行	10.0%	9.5%	9.6%	9.2%	9.5%	11.0%
工商	18.5%	18.5%	18.5%	17.9%	18.4%	18.1%
中行	17.3%	16.8%	16.5%	16.7%	16.7%	16.6%
交行	19.9%	19.2%	18.5%	20.3%	21.0%	21.6%
农行	17.9%	18.4%	19.0%	20.3%	22.9%	22.5%
建行	21.0%	20.9%	20.0%	18.8%	19.5%	20.4%
大行	19.6%	19.4%	19.0%	19.4%	20.4%	20.5%

资料来源：各公司公告，华创证券

虽然监管层对银行业地产融资采取较严厉的监管措施，但从占比来看并未受到很大影响，大行，尤其股份制银行的地产建筑贷款占比有可观的提升。

图表 17 上市银行房地产、建筑行业贷款占比

地产建筑						
银行	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
浦发	14.2%	15.5%	16.1%	13.4%	12.6%	11.9%
招商	0.7%	10.2%	11.1%	9.7%	9.7%	9.5%
华夏	16.2%	15.9%	15.3%	15.2%	13.6%	14.9%
平安	13.5%	13.9%	15.1%	15.2%	12.6%	16.9%
中信	10.9%	13.6%	14.1%	13.3%	12.9%	11.5%
光大	11.6%	13.3%	12.8%	10.5%	10.1%	10.1%
民生	13.4%	15.8%	14.6%	11.9%	11.8%	13.8%
兴业	14.4%	17.0%	15.4%	12.9%	9.9%	10.2%
股份制	11.9%	14.4%	14.3%	12.8%	11.7%	12.4%
北京	18.0%	18.5%	16.9%	15.0%	14.6%	15.5%
宁波	12.7%	13.4%	13.7%	9.3%	11.4%	7.7%
南京	12.5%	11.0%	9.3%	7.0%	5.7%	7.2%
城商行	14.4%	14.3%	13.3%	10.5%	10.6%	10.1%
工商	6.5%	5.9%	5.3%	4.7%	5.1%	5.3%
中行	10.1%	10.4%	10.3%	9.5%	9.4%	9.5%
交行	9.4%	9.2%	9.1%	7.4%	6.6%	6.9%
农行	10.1%	9.7%	8.3%	6.7%	7.5%	7.4%
建行	8.6%	8.3%	6.8%	4.9%	5.2%	6.9%
大行	9.0%	8.7%	8.0%	6.6%	6.8%	7.2%

资料来源：各公司公告，华创证券

零售贷款是“变化”最大的领域。2014-2015 年起，以股份制银行为代表的大中型银行纷纷将信贷资源投入到零售领域，一方面零售贷款具备高息差（经营性、消费性）、低风险（按揭）等优点，承接了由传统制造业批发零售业贷款份额的下降，另一方面按揭需求的火爆与宽松货币条件下（按揭）低资本占用的优势使得零售贷款迅速放量。2014 年至 2017 年，股份制银行零售贷款占比上升 10 个百分点，国有大行也上升 5.6 个百分点。

2018 年环境发生了较大的变化，负债增长乏力使得按揭资本节约的优势弱化，监管层对房地产领域信贷的监管从严也很大程度上抑制了需求，最重要的是，零售贷款对存款的派生作用要弱于对公贷款。上半年，大行、股份制银行的零售贷款占比增速明显慢于 2016-2017 年，零售银行标杆——招商银行其零售贷款占比已经连续两年下降。我们今年提出的“零售业务目前很难提升估值”的论断得到了一定验证。

从零售贷款内部各板块的增长来看也可以看出，按揭贷款增速小于零售总体增速，增长最快的是信用卡，其次是“其他”（消费贷为主）与经营性贷款。上市银行的零售业务更偏向收益率，而非资产安全性与规模扩张。

总体来看，2014-15 年以制造业、批发零售业风险大面积暴露，按揭消费贷的崛起大幅替代高风险的对公贷款。其间先后经历了房地产、基建产业链的交替繁荣，上市银行的信贷结构快速的随之变化。2018 年开始，上市银行的信贷结构调整速度明显放缓，零售贷款的持续上升减速，按揭贷款增速大幅下降。房地产、基建等主要产业链占比保持稳定，更多的信贷资源被投向租赁及商务服务业等低风险实体经济领域。

图表 18 上市银行零售贷款占比

零售贷款						
银行	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
浦发	22.3%	22.9%	26.2%	35.1%	38.9%	40.0%
招商	36.4%	38.6%	43.4%	50.9%	50.1%	48.2%
华夏	17.3%	18.6%	18.8%	19.1%	23.2%	26.7%
平安	28.2%	37.6%	36.3%	39.8%	53.3%	54.0%
中信	22.7%	26.1%	26.4%	33.2%	38.5%	38.3%
光大	33.6%	35.3%	34.7%	36.9%	40.8%	41.8%
民生	38.5%	36.1%	35.6%	36.6%	39.4%	38.4%
兴业	26.1%	24.2%	28.8%	38.5%	37.5%	38.1%
股份制	28.1%	29.9%	31.3%	36.3%	40.2%	40.7%
北京	20.6%	22.9%	25.1%	28.0%	28.7%	27.7%
宁波	31.1%	34.6%	33.3%	31.7%	30.5%	32.3%
南京	17.1%	18.4%	16.0%	18.8%	23.0%	24.6%
城商行	22.9%	25.3%	24.8%	26.2%	27.4%	28.2%
工商	27.5%	27.8%	29.7%	32.1%	34.7%	35.6%
中行	28.5%	28.7%	30.3%	34.1%	36.0%	36.5%
交行	23.0%	25.3%	26.7%	28.9%	31.6%	32.7%
农行	29.0%	29.6%	30.6%	35.6%	37.4%	37.9%
建行	28.7%	30.4%	33.1%	36.9%	40.3%	41.8%
大行	27.3%	28.4%	30.1%	33.5%	36.0%	36.9%

资料来源：各公司公告，华创证券

图表 19 上市银行零售贷款各板块环比增速

零售贷款各板块较年初增长					
银行	按揭	经营性	信用卡	其他	总额
上海	4.48%	1.33%	11.75%	67.71%	30.40%
南京	6.90%	24.31%	29.24%	40.65%	19.90%
平安	12.34%	20.64%	27.04%	8.92%	17.65%
宁波	9.15%	36.87%		11.95%	15.99%
杭州	16.81%	17.05%		13.22%	15.91%
贵阳	18.78%	13.85%	11.40%	16.70%	15.25%
华夏	10.67%		21.01%	15.10%	15.20%
江苏	12.32%	6.25%	22.55%	21.29%	15.15%
光大	1.83%	4.49%	16.53%	116.43%	12.55%
兴业	9.41%		21.54%	8.30%	11.74%
交行	6.17%		24.79%	2.93%	11.18%
北京	6.98%	17.00%		-2.70%	9.03%
农行	8.54%	0.45%	8.66%	14.68%	8.66%
建行	7.67%	14.23%	12.66%	9.46%	8.39%
浦发	9.48%	13.93%	-1.72%	23.48%	7.86%
工商	8.68%	2.80%	9.18%	-11.52%	7.43%
中行	7.10%		3.74%	0.95%	6.01%
民生	-3.26%	8.93%	18.91%	-13.23%	5.96%
中信	12.10%	4.89%	-1.98%	0.61%	5.20%
招商	4.79%	7.02%	4.24%	1.94%	4.79%
平均	7.73%	8.39%	11.26%	8.76%	8.45%

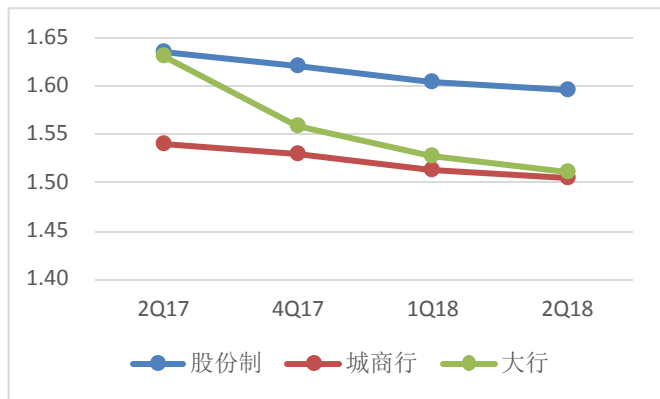
资料来源：各公司公告，华创证券

三、信用风险下降

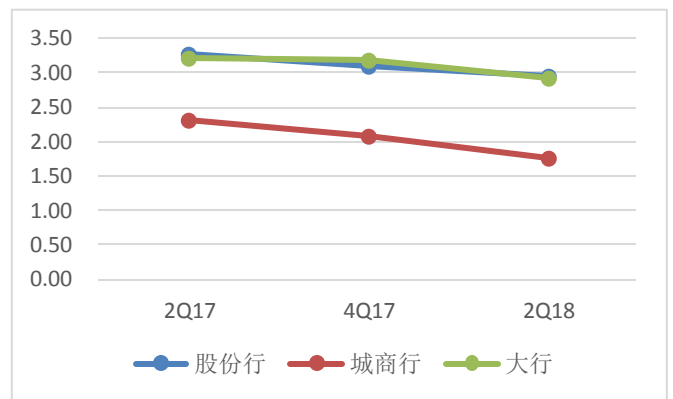
上市银行中报中最明显的变化即存款增速的下行及其成本率的提升。中小银行延续了 2017 年以来存款的弱势，靠结构性存款苦苦支撑，成本率大幅上升。而国有大行也失去了 2016-2017 存款端的明显优势，尤其企业存款增速大幅下降。

（一）不良贷款率和关注率趋于下降，资产质量趋于改善

从 2017 年第二季度开始，股份制银行、城商行和大型国有商业银行的不良贷款率均处于下降趋势，总体来说，城商行的不良率低于大型商业银行和股份制商业银行，中报上，国有大型商业银行的不良率已经接近城商行的不良率水平。在关注类贷款占比上，三类银行的关注率也均出现较为明显的下降趋势，城商行的关注率明显低于大型国有行和股份制商业银行。

图表 20 不良贷款率 (%)


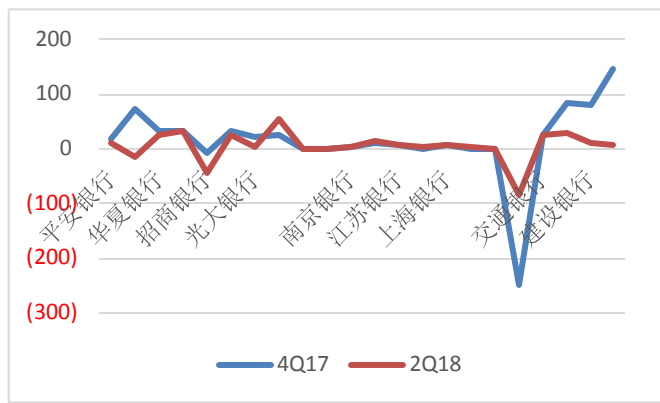
资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 关注类贷款占比 (%)


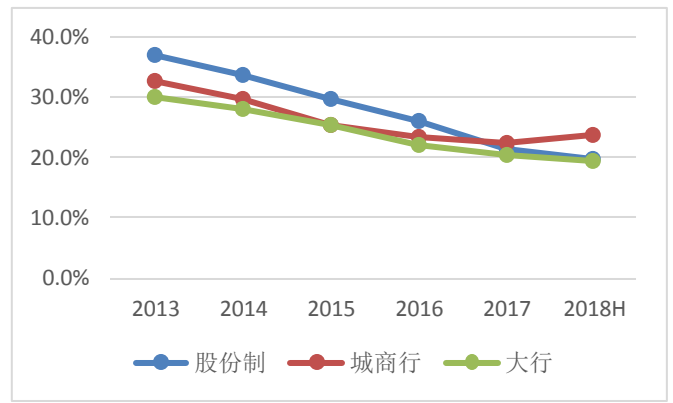
资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 新增不良贷款

单位: 亿元



资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 传统高风险行业贷款占比


资料来源: Wind, 华创证券

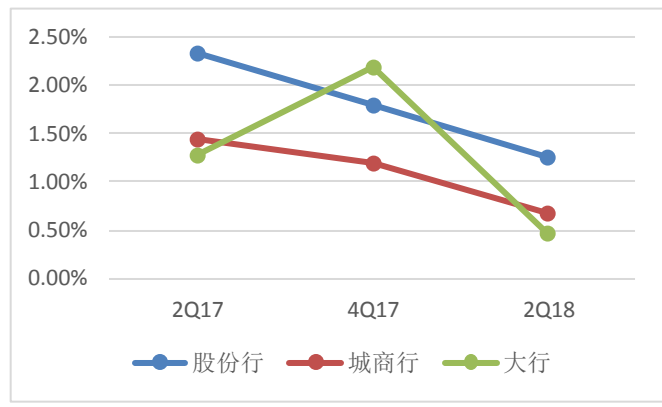
大型银行和股份制银行的总体资产质量均有所改善, 不良率下降最明显的是国有大行, 从信贷结构上看大行的传统高风险行业贷款的占比出现明显的下降, 对信贷风险管理起到了积极的作用。其中农业银行的不良贷款率下降最为突出, 2018 年二季度农业银行的不良贷款率为 1.62%, 较去年同期下降了 0.57 个百分点, 较年初下降了 0.19 个百分点, 这是由于传统高风险行业占比由年初的 17.9% 降到了二季度末的 16.1%, 同时加大对不良资产的处置力度, 有效的提升了资产质量。而城商行的这类传统行业贷款占比则出现了上升的现象, 各类银行的信贷业务调整方向出现不同, 总体的信贷质量还是趋于上升的。

相对于不良贷款率而言, 关注类贷款的占比变化不大, 总体上看, 三类银行的关注率均是略有下降, 也同样表明银行的资产质量稳中向好的发展趋势。

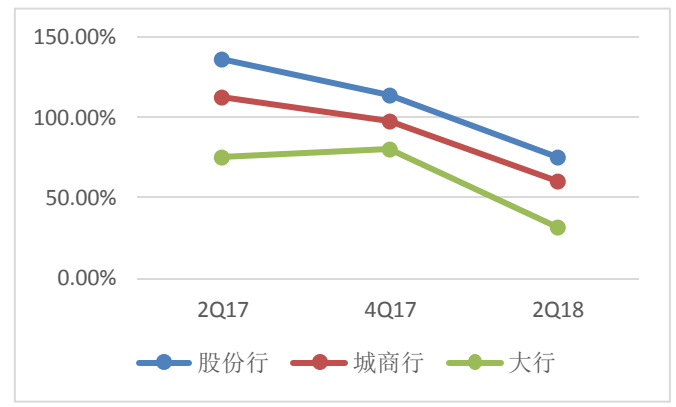
从不良贷款总量上看, 同比仍在增加, 城商行的不良贷款增加值在两段时间内差别不大, 其中农业银行的不良贷款余额在两期内均实现负增长。

(二) 逾期贷款占比下降, 信用风险降低

逾期 3 个月以上贷款的占比总体也呈下降趋势, 其中大型银行在 17 年底的逾期率有所上升, 但 2018 年第二季度又重新回落, 逾期 3 个月以上贷款与不良贷款的比值基本呈相似的趋势。总体上看, 各家银行的信用风险在降低, 对风险的把控能力有所提高, 重点行业和客户结构得到优化, 逾期 3 个月以上贷款与不良贷款的偏离度在降低, 银行都加大了对不良资产的处置力度, 以提高风险防御水平。

图表 24 逾期 3 个月以上贷款占比


资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 逾期 3 个月以上/不良


资料来源: Wind, 华创证券

(三) 贷款核销额较去年同期总体上升, 贷款质量提升

各家银行在 18 年二季度的核销额总体上高于去年同期核销额, 但各家银行的同比增长率有存在较大的差别, 其中, 城商行的核销额较去年同期相比除杭州, 贵阳之外均呈现负增长, 而国有大型商行的核销额普遍呈现较快的增长, 股份制银行中除华夏银行外均是正增长。

图表 26 上市银行贷款核销额 (单位: 亿元)

核销	平安	浦发	华夏	民生	招商	兴业	光大	中信	宁波	南京	北京	江苏	杭州	上海	贵阳	农业	交通	工商	建设	中国
2Q17	189	142	50	87	98	22	20	189	12	11	40	2	11	9	5	283	82	333	164	164
2Q18	201	328	31	197	105	89	56	342	3	13	30	1	12	9	15	396	278	522	181	461
增长率 (%)	6	131	(38)	127	7	299	176	81	(73)	23	(24)	(73)	14	(0)	220	40	238	57	10	181

资料来源: 各公司公告, 华创证券

总体的正增长趋势表明行业内处置不良资产的力度在加强, 对于提高银行资产质量, 减轻呆账压力具有正面的作用和效果, 而华夏银行和部分城商行的核销总体规模不大, 变动属于正常波动范围内, 总体来看, 核销的金额还是处于上升趋势, 对资产质量的提升具有正面影响。

总体上看, 2018 年中报显示, 不良贷款率, 关注率, 逾期贷款占比以及核销等指标都表明上市银行的资产质量稳中向好, 银行的信贷结构也正在积极调整中, 降低传统高风险行业的信贷比重, 提升自身的风险管控能力, 并不断拓宽处置不良资产的渠道, 提高处置不良资产的能力, 如果这个趋势不变, 预计下半年整体资产质量可以得到进一步的提升。

四、其他中报重要信息

(一) 净息差同比回升

虽然银行业在上半年遇到了存款增速下行与成本回升, 但净息差依然实现了同比全面回升。分类看, (算术平均) 大行息差表现最好, 同比上升 7BPs, 股份制银行同比上升 2BPs, 城商行、农商行同比上升 3BPs。

净息差的回升主要因素有:

1、降准及资产结构的调整。

降准释放出更多生息资产，存放央行占比有所下降。

各商业银行加强信贷的投放力度，收益率最高的信贷占生息资产比重明显上升。负债端压力最大的股份制银行最为明显，信贷占比达 52% 上升 4 个百分点，城商行信贷占比 38% 上升 3 个百分点，负债端压力最小的大行信贷占比 57%，仅上升 1 个百分点。

2、资产重定价，收益率上升。

长端资产收益率通常滞后于短端的负债 6 个月左右，2018 年资产重定价加快，收益率上升。而负债端成本率同比虽然也有增长，却是回落的趋势。

图表 27 上市银行资产端收益率普遍上升（同比上升，BP）

	股份行	城商行	大行
贷款	24.92	40.67	22.20
同业	26.09	53.07	37.12
投资	41.98	41.86	9.40

资料来源：Wind，华创证券

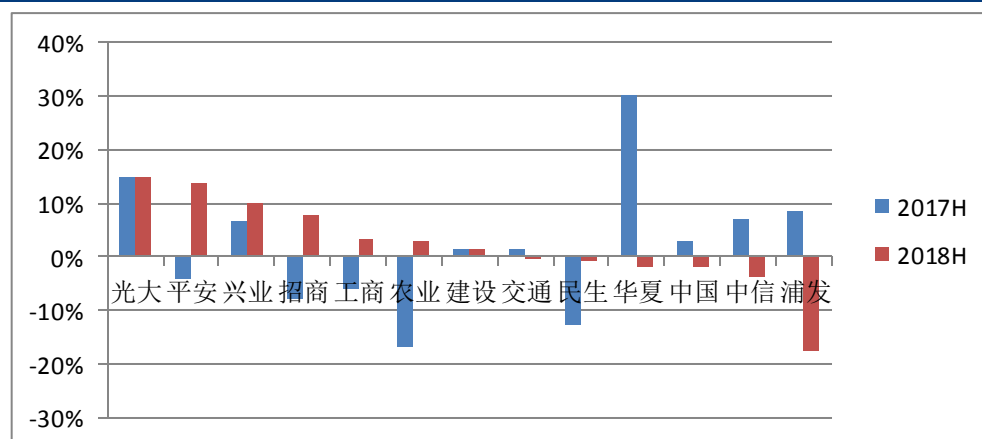
（二）手续费收入增长乏力

受资管新规等影响，上市银行手续费收入增长延续了 2017 年的弱势。大行和股份制银行平均增长 3%（2017 年 5%），而城商行农商行普遍负增长，平均-12%（2017 年 10%）。

大行与股份制银行的代理、理财、投行、托管等业务大多有不同程度的下滑。支撑收入增长的是信用卡业务。增速最快的两家：平安、光大、兴业，其银行卡业务贡献的增长分别是其手续费增长的 192%、143%、102%，扣除银行卡贡献后均为负增长。

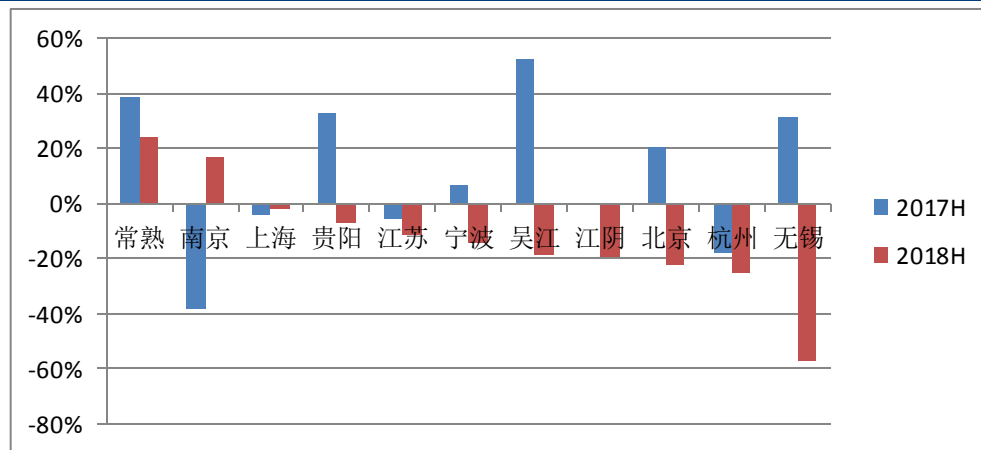
银行卡（信用卡）业务具有较强的规模效应，城商行、农商行在这方面鲜有竞争力，在缺乏银行卡业务支撑的情况下区域性银行的手续费收入出现了大面积的下滑，仅南京、常熟两家实现了收入正增长。

图表 28 大行、股份制银行手续费收入增速



资料来源：银行定期报告，wind，华创证券

图表 29 城商行、农商行手续费收入同比大幅下降



资料来源：银行定期报告，Wind，华创证券

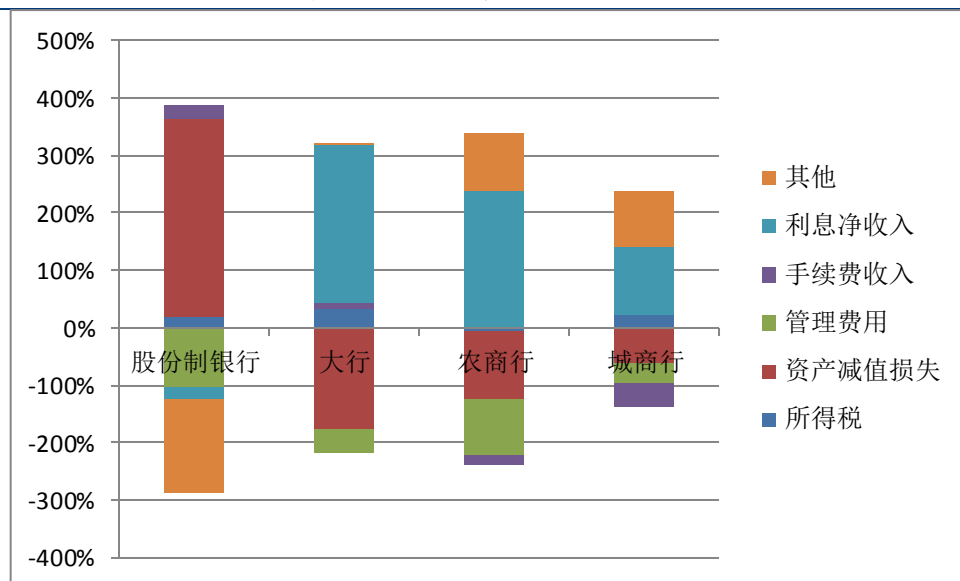
五、中报综述总结

（一）业绩稳中有升，股份行收入端压力较大

2018 年中报各类银行业绩稳有升，城商行（15.05%）、农商行（14.97%）利润增长最快。股份制银行（6.86%）增速较去年同期改善明显，国有大行同比增长 5.36%保持稳定。

将净利润同比增量进行分解，可以看出股份制银行去其他银行有显著的不同。其他银行（尤其大行）的利润是由利息净收入主导的，信用风险仍在较快的暴露，而股份制银行传统的收入来源（利息、手续费）对利润的贡献微小，利润主要依靠拨备输送，反映了股份行在负债端压力最大。

图表 30 各类上市银行净利润增长分解



资料来源：银行定期报告，Wind，华创证券

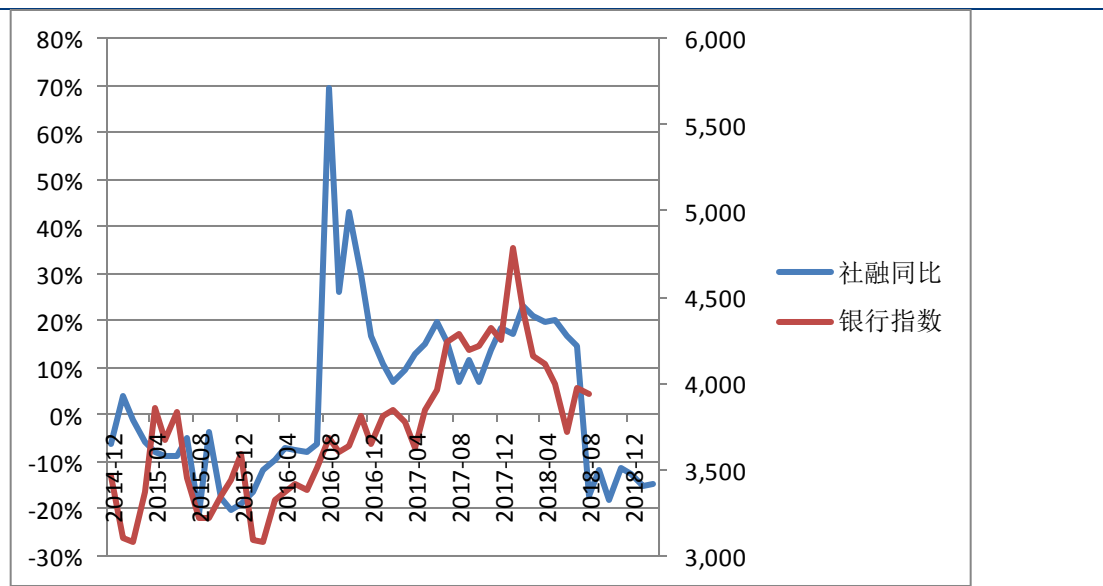
（二）“社融—存款”问题是银行走向的焦点

在资管新规落地后，理财—非银链条的表外扩张野蛮生长宣告结束，手续费收入中投行-资管系收入的持续两年下降是一个佐证。这种情况下，银行资产负债表本身的扩张能力就成为了银行收入端，乃至放大到中国宏观经济增长的最核心指标。

2014 年以来的银行行情，与社融有较强的联系。我们将 2014 年末的银行指数与社融同比数据做比较，社融数据领先银行指数（wind 二级行业指数）约 5-7 个月（忽略社融数据在 2016 年初的异常高点）。

2 月以来银行板块的持续下跌与 7 月至今的反弹与社融（及其预期）有直接的关系。

图表 31 社融与银行指数的关系



资料来源：Wind，华创证券 注：社融增速数据向右平移 6 个月

六、四季度投资策略：底部不必过度悲观，估值反转需要地产

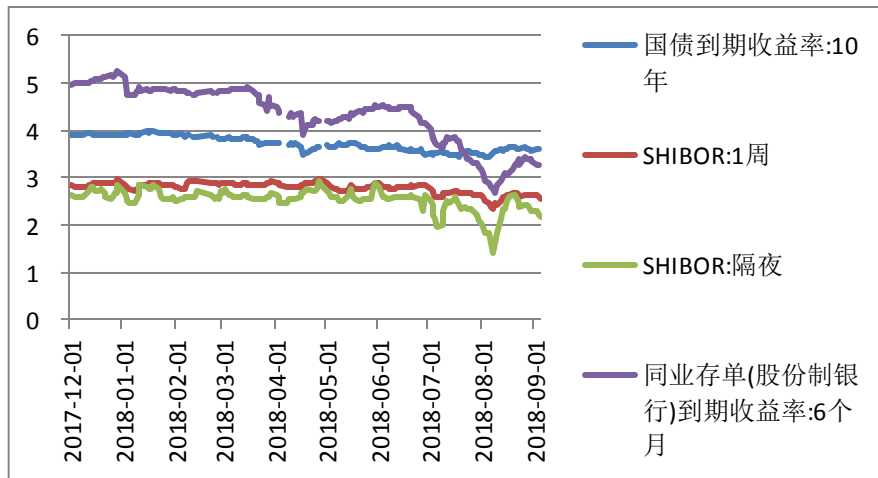
（一）乐观的逻辑：货币市场-借贷市场-社融的传导

2018 年从市场利率上看，明显转向宽松，无论短端、中端、还是长端利率均平稳下降，尤其以同业存单利率为代表的中端利率下行最为明显。

历史上看，货币市场利率的变化传导至借贷市场有半年左右的时间。从央行 6 月公布的各项加权平均利率来看，除按揭贷款仍保持上升趋势外，一般贷款、票据融资利率均已企稳或下降，人民币贷款加权平均利率较 3 月仅略升 1 个 BP。我们判断，3 季度开始，贷款利率很有可能持平或略降，转入下降通道。

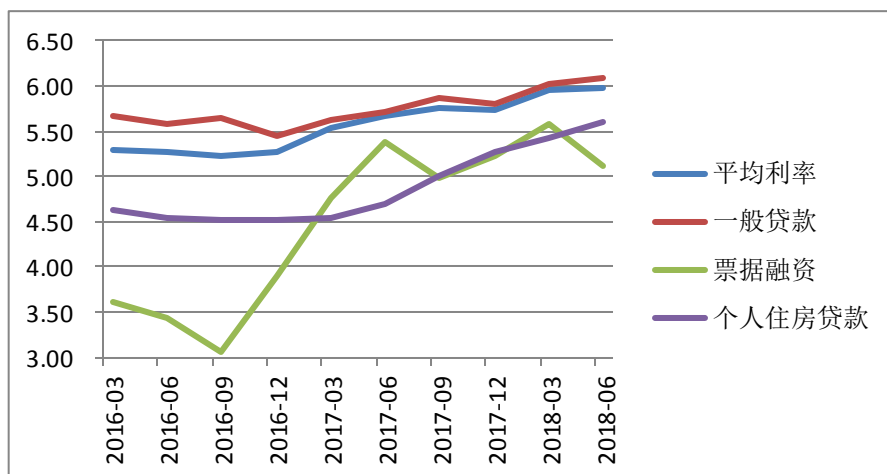
从历史上看，借贷市场利率与社融增速具有直接的逻辑关系与较高的敏感性。2 季度末借贷市场利率企稳，社融增速也从低点有所反弹。简单推导，在货币政策不发生剧烈从紧转向的情况下，社融增速在 3-4 季度料将持续回升，提振银行估值。

图表 32 货币、债券市场利率下行



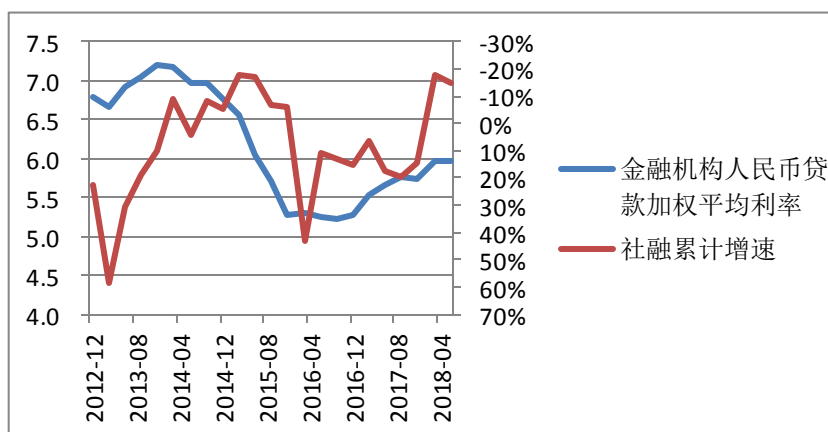
资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 人民币贷款加权平均利率



资料来源: 中国人民银行, 华创证券

图表 34 人民币贷款加权平均利率与社融增速



资料来源: 中国人民银行, Wind, 华创证券

（二）现实的困难：资金需求端

1、盈利改善来自供给侧改革，工业企业投资驱动力差

借贷市场利率只是融资供给端的变化，而需求端同样重要。理论上来说，社会资金盈利能力越高、融资的实际利率越低，社融增速越快，反之亦然。

2016-2017 年是供给侧改革的重要年份，工业企业利润总额增长了 18%，看起来很好。但是资源、化工类企业利润增长占全部企业利润增长的 75%，将其剔除掉之后，其余行业两年的利润增长仅有可怜的 5.4%，年均不足 3%。

图表 35 供给侧改革后工业企业利润增长偏重上游（万元）

指标名称	利润总额	资源、化工类行业	利润占比
2015 年	635540000	99991000	16%
2017 年	751871000	187239000	25%
利润增长	116331000	87248000	75%

资料来源：Wind, 华创证券 注：资源、化工类企业包括：采矿业、金属加工业、石油、燃料加工业、化工原料及化学制品制造业、化纤制造业

资源类企业的利润爆发增长（2 年增长 87%）可以带来其融资需求的增长么？答案是否定的。统计局 2015 年后就停止公布了制造业明细项目的固定资产投资数据，我们只能以采矿业作为上游行业的代表（采矿业贡献上游利润及其增量的 23-24%，可以作为一个参考）。

采矿业 2015-2017 年利润分别为 2604 亿，4586 亿，增长 76%，而其固定资产投资则从 2015 年的 12970 亿下降至 2017 年的 9209 亿，居然是负增长-29%。

2015 年至今，利润改善最大的上游行业新增投资放缓，而其他行业年均利润增长只有不到 3%，扩大固定资产投资的主动性可想而知。从上市银行来看，与工业企业关系最紧密的制造业、批发零售业、采矿业的贷款占比，从 2015 年的 27.5% 降至 2018 年中的 20.4%，绝对金额也是萎缩的，即便信贷利率水平下滑，料也难以带来工业企业融资规模的大幅上升。

2、房地产：政策围追堵截

传统的制造业需求不振，在近两年扛起银行资产增长的领域是房地产。从信贷上看，房地产和建筑业的占比稳定甚至略有下降，但地产链条（含城投）是银行表内外非标最重要的资产来源，市场估计相关非标资产达数万亿（华创证券地产团队测算，仅房地产非标余额就有 3.76 万亿）。

上市银行零售贷款占比，有 2015 年的 29.7% 上升至 2018 年中的 36.2%，上升 6.2 个百分点，与工业企业贷款占比的下降对应。零售贷款中，2/3 以上为按揭贷款，通过信用卡、消费贷投向房地产领域的难以统计数量庞大。可以说，房地产链条是过去数年信用扩张的主要增量领域。

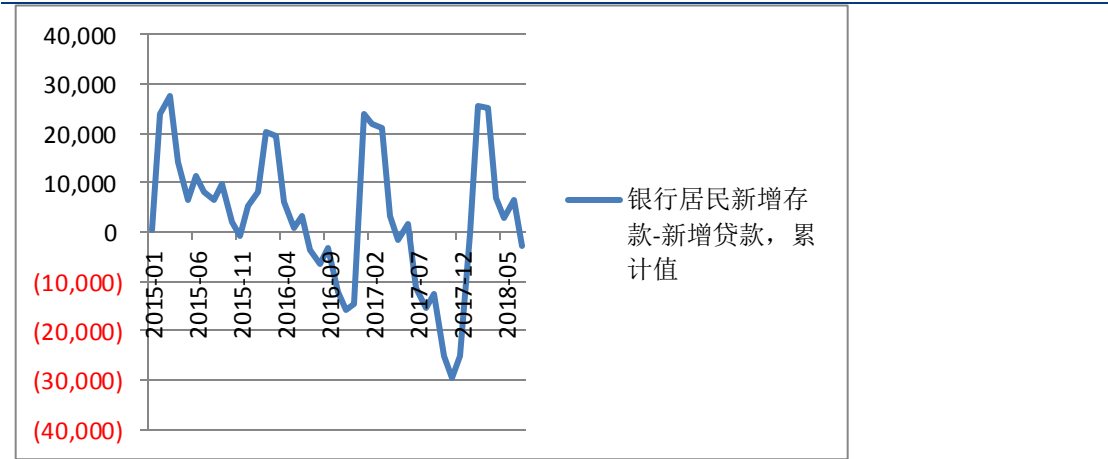
中共中央政治局 7 月 31 日召开会议，会议指出，下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。对房地产调控是较严厉的。从实际情况来看，房地产信贷占比在下降，非标受到资管新规的打击。按揭贷款利率持续上升，并未跟随一般贷款和票据融资出现利率企稳的迹象。2018 年 6 月按揭加权贷款利率环比 3 月上行 18 个 BP 至 5.6%。

8 月 29 日，中国银保监会召开银行保险监管工作电视电话会议，会议部署四项重点任务，其中，进一步完善差别化房地产信贷政策，坚决遏制房地产泡沫化。似乎对房地产相关金融政策有所变化。

房地产领域的信用扩张的核心本质是居民部门加杠杆，过度使用会造成居民部门净储蓄的下降，影响长期的居民消费支出。本轮房地产周期自 2015 年开始，2015 年居民净储蓄（当年新增存款-新增贷款）5300 亿仅有微弱增长，2017 年居民净储蓄下降至-25300 亿元，截至 2018 年 7 月居民净储蓄转负（-2600 亿），预计全年在-1 万亿至-2 万亿的水平。

今年个人所得税及社保改革，根据国泰君安等报告测算，居民部门、企业部门的现金流将大幅减少（充实社保），再度给居民部门大幅加杠杆，中长期影响难以估量。

图表 36 居民部门净储蓄（亿元）



资料来源：中国人民银行，Wind，华创证券

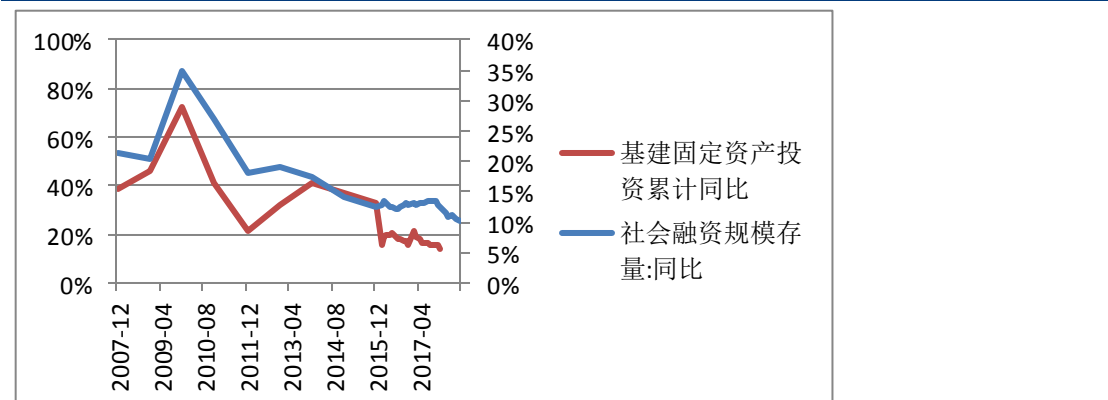
3、基建与政府投资：尚能饭否？

7 月底中共中央政治局会议要求下半年稳投资，尤其是加大基础设施投资领域补短板力度。在此背景下，银保监会鼓励银行承销地方债，获得了各大行的积极响应。专业观点认为，地方债加速发行将对基建相关领域产生实质利好。

银保监会近日下发《中国银保监会办公厅关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知》。预计银行承销地方债意愿会增强。地方债发力，特别是地方专项债加速发行，将对基建投资有提振作用，后续基建投资可能会一改此前颓势而企稳并温和反弹。

8 月地方债发行额达 8829.7 亿元，较 7 月增长 16.65%。华创证券债券团队测算，按财政部此前要求，9 月专项债仍至少要发行 5500 亿元；若将一般债发行剩余额度按照 9、10 月平均分配，9 月新增债总量预期接近 6000 亿元。

图表 37 基建投资与社融



资料来源：中国人民银行，Wind，华创证券

历史上看，基建投资约占固定资产投资总量的一半左右，基建投资大幅波动可以对社融产生显著的影响。二者的变化（以年度计）同向性较好，值得注意的是，基建投资由于其体量占社会总投资量一半，其波动率也远远大于社融的波动率。

根据社科院专家测算，2012年，中国政府部门全部债务为23.44万亿元，2017年该数字为55.63万亿元，新增债务32.19万亿元，年均增速约为18%。2016年，由于PPP项目升温，引起地方政府隐性债务骤然升高79%，带动中国政府部门整体的债务水平激增33%，总负债率也从2015年警戒线以下的53%上升至64%，2017年则进一步上升至67%。（《财经》2018年7月）结合上图可以看出，政府通过隐形债务激增的方式加杠杆，也只能将基建投资增速稳定在一个较低的水平不至下坠，将基建投资增速恢复至2013乃至2010年的水平，政府债务压力难以承受。基建投资的高基数与政府高负债决定了基建刺激的效果远较2007-2013年差。

（三）银行估值回升：取决于房地产政策

综上所述，秋季银行估值能否明显回升取决于社融增速见底后的反弹力度，这将决定银行存款能力、息差水平、资产负债表增速、信用风险预期。

而社融的恢复已经满足了实际利率下降的供给端条件，在需求端：

- （1）基建是发力重点，能起到稳定的定海神针作用，但基数庞大、政府债务缠身、边际效率递减、挤出效应明显等缺陷决定了基建不会为社融提供很大的弹性；
- （2）工业企业部门利润有巨大的改善，但除（不能加杠杆的）上游外依然萎靡。中下游行业利润率依然在底部挣扎，还面临社保改革等一系列新冲击，加杠杆的诉求不强；
- （3）广义的房地产部门（含居民部门、城投）是过去数年信用扩张的主力部门没有之一，也是受到政策极大制约的部门。非标监管与按揭利率的持续上升抑制了资金需求。如果3-4季度房地产相关政策出现松动，如按揭贷款利率下行、因城施策的抑制需求政策松动、房地产融资限制松动等一个或几个出现，对于社融乃至银行板块估值提升料将有很大的推动作用。

如出现房地产主导的货币宽松行情，我们依然坚持推荐股份制银行、城商行为代表的中小型银行。尽管从中报来看，中小银行（尤其股份制银行）基本面仍落后大行很多，但今年以来银行板块跌幅低于5%的银行中（上海、中信、农行、招行、杭州、南京、光大），仅有一家大行。推荐招商银行、宁波银行、南京银行等高ROE银行，关注中信银行、光大银行等低估值银行。

七、风险提示

2018年国际国内潜在风险仍然很大，制约国内政策空间。3季度以来，长期货币超发的中低收入国家，如土耳其、南非、阿根廷、印度尼西亚等发生了汇率的大幅贬值，倒逼国内货币政策转向紧缩。

中美贸易战也对实体经济需求、银行信用风险等产生不良的影响。

银行组团介绍

组长、高级分析师：张明

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500