

2018.09.16

净息差分析框架：概念、方法与实战

——基本面研究系列之三

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

摘要：

净息差分析方法论，遵循了“基础概念—分析框架—实战运用”的思路，为投资者研究商业银行净息差提供参考。

● 如何理解净息差：信用成本调整后的净息差更真实

①高息差可能蕴含着高风险，为衡量生息资产的真实获利能力，可用风险调整后的净息差；②息差变动存在趋势性，用“环比”分析边际变化。

● 如何分析净息差：看生息资产收益、计息负债成本

1、生息资产收益率，主要取决于：各类资产的收益率（贷款>债券投资>[或小于]同业资产>存放央行资产）；高收益资产的占比。

（1）信贷资产：①基准利率为定价基础；②贷款利率与贷款供需缺口正相关，供不应求时利率上升；③高贷款收益率可能来源于高风险偏好；④零售贷款收益率一般高于对公贷款；④期限结构影响贷款重定价速度。

（2）债券投资：可供出售金融资产和持有至到期投资的收益率与债券市场利率走势相关，应收款项类投资的收益率分析方法类比于贷款。

（3）同业资产：同业拆借利率与货币政策和资金面压力有关。

2、计息负债成本率，主要取决于：各类负债的成本率（大行：存款<同业负债<向央行借款<应付债券；中小行：存款<向央行借款<同业负债<[或大于]应付债券）；低成本负债的占比。

（1）客户存款：①央行对存款基准利率的调整受到通胀预期的影响；②活期存款成本低于定期存款，普通存款成本低于大额存单，一般性存款成本低于结构性存款；③夯实客户基础能有效降低存款成本。

（2）同业负债：同业拆借利率变化对负债端的影响大于资产端，同业存单成本则受到发行利率的影响。

（3）应付债券：只有新发债券或存量到期偿还时才会影响该部分成本率。

● 上市行息差画像：农商行>国有行>城商行>股份行

从行业趋势来看，预计表内信贷继续集中、同业负债利率维持低位，净息差将高位企稳但会分化；各上市银行来看，按风险调整后的息差排序：

①**农商行最高**，因其资产收益率最高（贷款占比和收益率高）；②**国有行次之**，因其负债成本率最低（活期存款占比高），弥补了资产收益率的不足，同时信用成本低；③**城商行第三**，因负债成本率高企（同业负债占比高），拖累净息差水平；④**股份行最后**，其调整前的息差虽高于城商行，但因其信用成本更高，风险调整后的净息差弱于城商行，

● **风险提示**：信贷增速和贷款利率上升速度趋缓，关注息差下行风险。

相关报告

商业银行：《业绩稳中有进，非息贡献提升》	2018.09.03
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

目录

1. 基础：如何理解净息差.....	3
1.1. 净息差的相关概念.....	3
1.2. 息差计算公式拆分.....	4
1.3. 风险调整后的息差.....	5
2. 分析：生息资产收益率.....	5
2.1. 信贷资产：最重要的生息资产.....	6
2.1.1. 贷款利率定价方法.....	6
2.1.2. 贷款收益影响因素.....	7
2.1.2.1. 基准利率是定价的基础.....	7
2.1.2.2. 供需缺口提升利率水平.....	8
2.1.2.3. 贷款收益反映风险偏好.....	9
2.1.2.4. 零售贷款收益高于对公.....	9
2.1.2.5. 期限结构会影响重定价.....	11
2.2. 债券投资：部分利息部分非息.....	11
2.2.1. 投资收入划分方式.....	11
2.2.2. 利息收入影响因素.....	13
2.3. 同业资产：资金压力影响利率.....	13
2.4. 存放央行：收益最低生息资产.....	14
3. 分析：计息负债成本率.....	15
3.1. 客户存款：最重要的计息负债.....	15
3.1.1. 存款利率定价方法.....	15
3.1.2. 存款成本影响因素.....	16
3.1.2.1. 基准利率受到通胀影响.....	16
3.1.2.2. 存款类型对应不同成本.....	17
3.1.2.3. 夯实客户基础控制成本.....	19
3.2. 应付债券：期限较长主动负债.....	19
3.3. 同业负债：中小银行成本较高.....	20
3.4. 央行借款：大行更易获得借款.....	21
4. 实战：上市银行净息差.....	21
4.1. 趋势的研判.....	22
4.2. 个股净息差.....	23
4.3. 资产端分析.....	24
4.4. 负债端分析.....	25
5. 风险提示.....	27

净息差是商业银行最重要的业务指标之一，体现为：银行的净利息收入占营收比重（2017 年末）超过 75%，如果说资产规模是决定净利息收入的“量”，那么净息差就是决定净利息收入的“价”。因此，研究净息差是评价银行盈利能力的关键。

本篇分为四个部分：第一部分介绍银行净息差的概念、拆分及调整；第二、三部分为分析框架，从生息资产端和计息负债端两方面，研究影响银行净息差的重要因素；第四部分针对上市银行进行重点分析。

1. 基础：如何理解净息差

1.1. 净息差的相关概念

银行的**净利息收入**为利息收入与利息支出的差值，前者来自生息资产，后者来自计息负债。**生息资产收益率**即一单位生息资产平均规模能产生的利息收入，**计息负债成本率**即一单位计息负债平均规模会带来的利息支出。

生息资产分为四类，贷款、债券投资、同业资产、存放央行资产，其中贷款是最重要的生息资产（2018H 上市银行平均贷款占比约 50%）；**计息负债**也分为四类：存款、同业负债、应付债券、向央行借款，其中存款是最重要的计息负债（2018H 上市银行平均存款占比约 70%）。

图 1：生息资产在财务报表中的对应科目

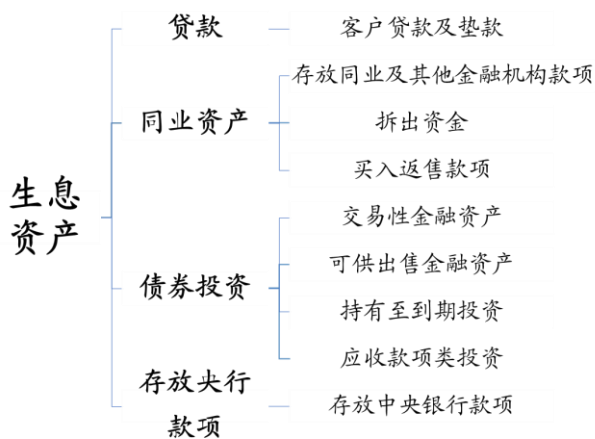
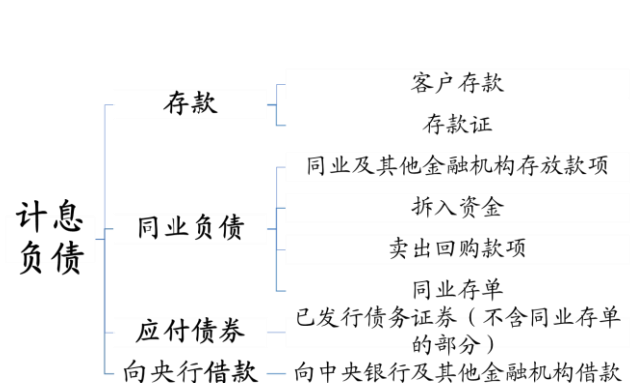


图 2：计息负债在财务报表中的对应科目



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究。

注：债券投资在 IFRS9 实施后进行了重分类，包含的会计科目为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（主要对应原交易性金融资产和基金、理财产品）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（主要对应原可供出售金融资产）、以摊余成本计量的金融资产（主要对应原持有至到期投资和应收款项类投资）。

净息差（net interest margin, NIM）也称净利息收益率，是银行净利息收入和平均生息资产的比值，衡量了生息资产的获利能力。与之相似的两个指标，一是**净利差**（或称净利息差），为生息资产收益率与计息负债成本率的差值；二是**存贷利差**，为贷款收益率和存款成本率的差值。

净息差通常有两种口径。①日均余额口径，每家上市银行定期财务报告的“经营情况讨论与分析”中，会公布每项生息资产和付息负债的日均余额、期间利息收入或利息支出、各自对应的收益率或成本率，最后列出日均余额口径的净息差和净利差；②期初期末口径，为便于分析和比较，研究中常使用财报里公布的净利息收入除以生息资产期初期末的平均余额，计算后再进行年化得出期初期末口径的净息差。

分析净息差的变化一般用“环比”。在研究中，我们通常用“同比”的方法来分析资产负债规模等“量”的指标，主要是因为资产负债在配置时存在季节性的波动，用“同比”更加合理；而净息差作为“价”的指标，其变化与宏观经济形势密切相关，存在一定趋势性，受季节性因素影响不大，因此用“环比”更具有可比性，能够得到其边际上的变化。

1.2. 息差计算公式拆分

将净息差的计算公式进一步拆分如下，可知净息差主要受到以下三个要素的影响：(1) 生息资产收益率；(2) 计息负债成本率；(3) 计息负债与生息资产的规模对比。由于平均计息负债规模与平均生息资产规模的比率接近1，因此净息差与净利差较为接近。

图 3: 净息差计算公式

$$\begin{aligned}
 \text{净息差} &= \frac{\text{净利息收入}}{\text{平均生息资产规模}} = \frac{\text{利息收入} - \text{利息支出}}{\text{平均生息资产规模}} \\
 &= \frac{\text{平均生息资产规模} \times \text{生息资产收益率} - \text{平均计息负债规模} \times \text{计息负债成本率}}{\text{平均生息资产规模}} \\
 &= \text{生息资产收益率} - \frac{\text{平均计息负债规模}}{\text{平均生息资产规模}} \times \text{计息负债成本率}
 \end{aligned}$$

数据来源：国泰君安证券研究

将生息资产收益率的计算公式进一步拆分（如图 4），可知影响其的主要因素分别为：(1) 各类资产的收益率；(2) 高收益资产的占比。类似地（如图 5），计息负债成本率的主要影响因素为：(1) 各类负债的成本率；(2) 低成本负债的占比。

图 4: 生息资产收益率计算公式

$$\begin{aligned}
 \text{生息资产收益率} &= \frac{\text{利息收入}}{\text{平均生息资产规模}} \\
 &= \frac{\text{贷款利息收入} + \text{同业利息收入} + \text{债券投资利息收入} + \text{存放央行利息收入}}{\text{平均贷款规模} + \text{平均同业资产} + \text{平均债券投资} + \text{平均存放央行资产}} \\
 &= \frac{\text{贷款规模} \times \text{贷款利率} + \text{同业资产} \times \text{同业资产利率} + \text{债券投资} \times \text{债券收益率} + \text{存放央行资产} \times \text{存放央行利率}}{\text{平均贷款规模} + \text{平均同业资产} + \text{平均债券投资} + \text{平均存放央行资产}}
 \end{aligned}$$

数据来源：国泰君安证券研究

图 5: 计息负债成本率计算公式

$$\begin{aligned} \text{计息负债成本率} &= \frac{\text{利息支出}}{\text{平均计息负债规模}} \\ &= \frac{\text{存款利息支出} + \text{同业负债利息支出} + \text{应付债券利息支出} + \text{向央行借款利息支出}}{\text{平均存款规模} + \text{平均同业负债} + \text{平均应付债券} + \text{平均向央行借款}} \\ &= \frac{\text{存款规模} \times \text{存款利率} + \text{同业负债} \times \text{同业负债利率} + \text{应付债券} \times \text{债券利率} + \text{向央行借款} \times \text{借款利率}}{\text{平均存款规模} + \text{平均同业负债} + \text{平均应付债券} + \text{平均向央行借款}} \end{aligned}$$

数据来源: 国泰君安证券研究

1.3. 风险调整后的息差

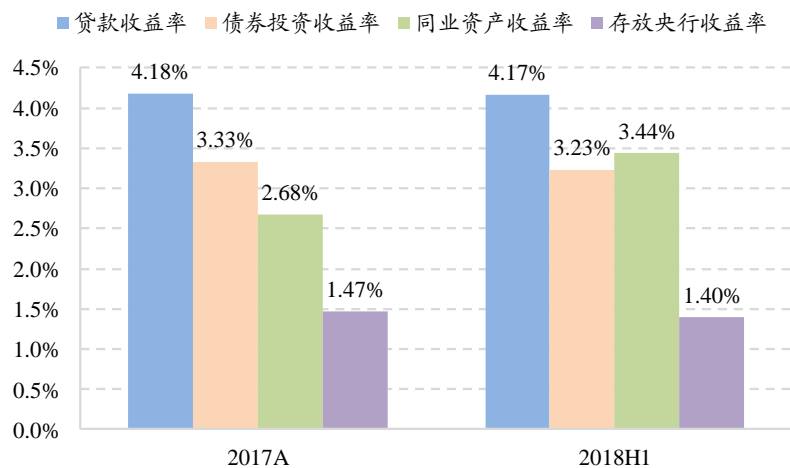
在实际应用中, 净息差这个数据并不能完全反映一家银行最终的资产获利能力, 因为高收益蕴含着高风险。即便当期对生息资产定价较高, 但是可能需要为今后发生的违约风险付出代价, 也就是“今天用高息差提高利润, 日后以高拨备侵蚀利润”。因此, 可以用“(净利息收入-资产减值损失)/生息资产平均余额”作为风险调整后的净息差, 更真实地衡量一家银行的生息资产能够带来的净收益。也就是说:

- 净息差 ≈ 净利差 = 生息资产收益率 - 计息负债成本率;
- 风险调整后净息差 ≈ 生息资产收益率 - 计息负债成本率 - 信用成本。

2. 分析: 生息资产收益率

不同生息资产的收益率不同。在当前的利率环境下, 四类生息资产按照收益率高低排序, 依次为: 贷款 > 债券投资 > (或小于) 同业资产 > 存放央行资产, 下面分析这四类资产收益率的观测指标及主要影响因素。

图 6: 贷款收益率最高, 存放央行资产收益率最低 (以建行为例)



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。注: 收益率为期初期末余额口径。

2.1. 信贷资产：最重要的生息资产

2.1.1. 贷款利率定价方法

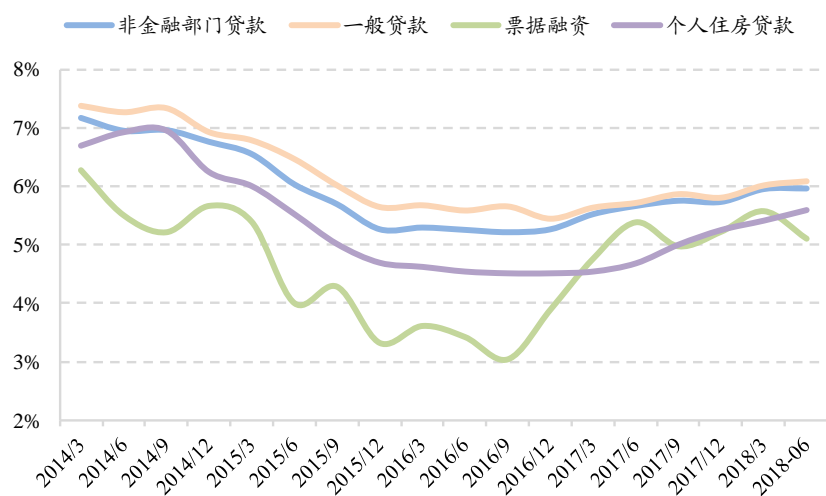
银行的贷款定价通常采用成本加成定价法，即：贷款利率=资金的利息成本+非资金性经营成本+信用成本+目标利润水平。

- 首先，银行要归集各种债务资金的成本数据，计算新增债务资金的加权平均边际成本，作为贷款定价的基础；
- 其次，将职工薪酬、经营开支、设备成本及其他费用分摊到每笔贷款业务上；
- 然后，将贷款划分为不同风险等级，根据历史资料计算各风险等级贷款的平均违约率，据此确定贷款的违约风险溢价；
- 最后，加上预期要实现的贷款利润率，即为要确定的贷款利率。

另一种更简单直接的方法是基准利率加成法。由于成本加成法需要银行具备精密的管理信息系统，准确认定贷款业务中的各种相关成本，在实践中具有一定难度。因此商业银行在制定浮动利率时，更喜欢采用“基准利率加成法”，即在央行制定的基准利率的基础上，根据贷款的供需状况和风险等级，乘以一定的浮动比例。

- 2004年，央行放开银行贷款利率浮动范围，对贷款利率上限不再做限定，下限为0.9倍基准利率。
- 2012年央行两次调整贷款利率下浮区间，先后扩大到基准利率的0.8倍和0.7倍。但考虑到资金成本和盈利空间，几乎没有银行达到过下限。
- 2013年7月，央行全面放开贷款利率管制，由银行自主确定贷款利率。目前，央行每个季度的货币政策执行报告中，都会公布金融机构的贷款加权平均利率和定价区间。

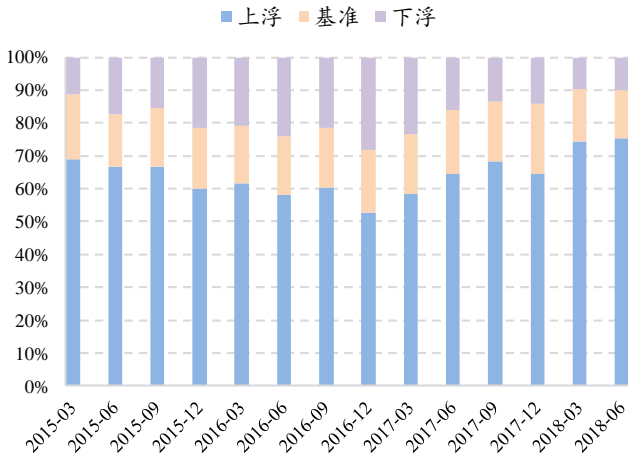
图 7： 央行每季度公布一次新发放贷款的加权平均利率



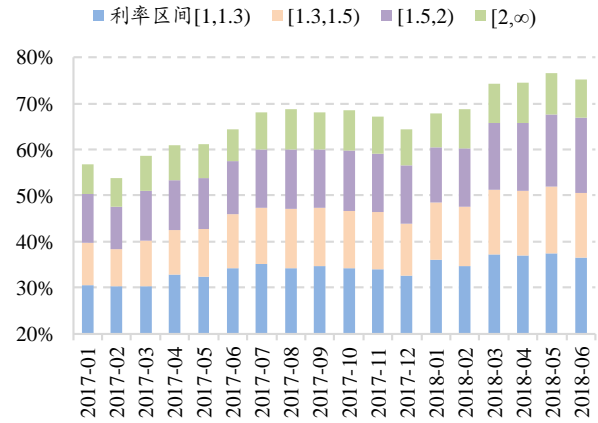
数据来源：央行货币政策执行报告，国泰君安证券研究

图 8： 大部分贷款执行上浮利率

图 9： 执行上浮利率的贷款定价区间分布



数据来源：央行货币政策执行报告，国泰君安证券研究



数据来源：央行货币政策执行报告，国泰君安证券研究

2.1.2. 贷款收益影响因素

根据贷款利率的两种定价方法，影响贷款收益率的因素如表 1 所示，下面针对其中较重要的几个因素展开分析。

表 1:贷款收益率主要影响因素一览

	影响因素	跟踪指标	影响
定价基础	基准利率	贷款基准利率	+
供需关系	宏观经济状况	GDP、工业增加值同比增速、固定资产投资增速、贷款总体需求指数	+
	银行信贷投放量	贷款增速、广义信贷增速	+
资金成本	外部成本	存款基准利率、存款成本率、货币市场利率	+
	内部成本（行内支持）	FTP（往往盯住 SHIBOR，但会根据行内资源倾斜程度进行调整）	+
经营成本	揽储能力	网点数量、网均存款、人均存款	-
	业务类型	零售业务高于对公业务	+
信用成本	管理费用	网点数量、员工数量、职工薪酬、其他经营性支出	+
	宏观经济状况	GDP 增速、工业增加值同比增速、工业企业利息保障倍数	-
	业务类型	对公业务高于零售业务	+
	银行风险偏好	农商行>股份行>城商行>国有行	+
目标收益	银行风控水平	不良率、关注率、逾期率	+
	覆盖地域	金融竞争激烈程度	-
	客户结构	对公客户<零售客户，大客户<小客户	
	贷款重定价	贷款期限结构	

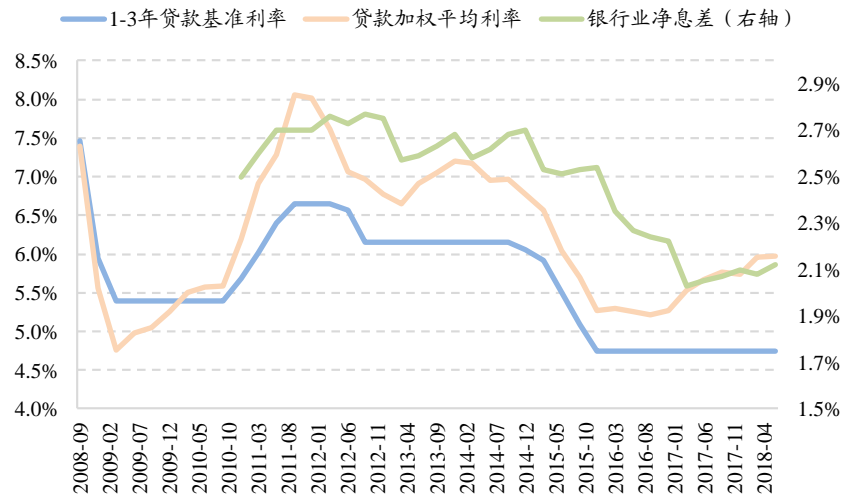
数据来源：国泰君安证券研究。注：影响的“+”或“-”分别代表着“跟踪指标”对于贷款收益率的正面和负面影响。

2.1.2.1. 基准利率是定价的基础

贷款利率与基准利率紧密联系，且由于信贷在银行表内资产中占比最高，因此银行净息差与基准利率水平呈正相关关系。从历史数据来看，2007-2008 年，央行为应对美国次贷危机的冲击，连续 6 次降息，导致银行业的贷款利率和净息差全面收窄；2010-2011 年，为遏制经济过热，央行进行了 5 次加息、11 次提准，资金面趋于紧张，贷款利率和净息差

上行；2014 年底开始，央行根据宏观经济形势，4 次降准、5 次降息，银行体系流动性充裕，贷款利率和净息差达到历史新低。

图 10: 贷款利率和净息差与基准利率水平呈正相关关系



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

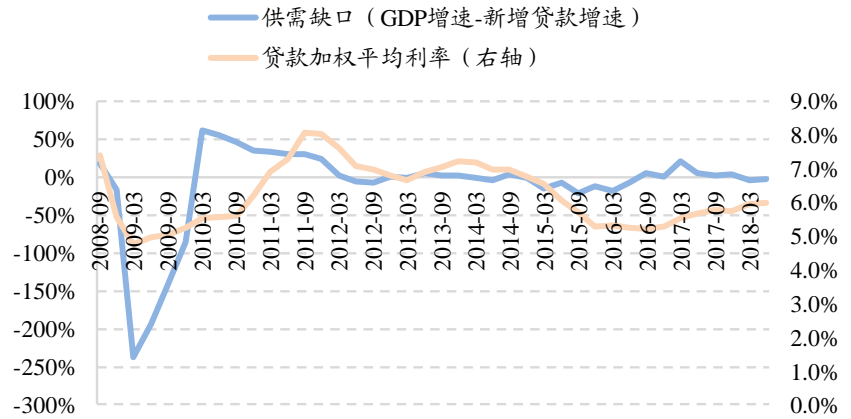
2.1.2.2. 供需缺口提升利率水平

信贷市场同商品市场一样，价格也受到供需关系的影响。资金供不应求时（即“资金荒”），银行议价能力上升，贷款利率上行；资金供过于求时（即“资产荒”），银行可投放的合意资产较少，议价能力下降，贷款利率降低。供需缺口越大，则贷款利率越高。

贷款需求取决于宏观经济形势，经济景气时企业盈利能力改善，增加投资以扩大再生产，融资需求旺盛；经济下行期企业经营困难，投融资需求不振。贷款供给则取决于银行的信贷投放量，与银行放贷的意愿与能力相关，前者受到不同业务性价比的影响，后者受到资本金、MPA 考核、信贷额度等限制。（若想进一步了解银行配置信贷资产的影响因素，可阅读我们 8 月 20 日的报告《信贷配置分析框架：概念、方法与实战——基本面研究系列之一》。）

贷款利率与供需缺口之间的正相关关系可从数据上直观反映。利用“名义 GDP 增速”表示贷款的需求，“金融机构新增人民币贷款增速”表示贷款的供给，则两者之差表示贷款的供需缺口。可以看到，贷款供大于求时（如 2008-2009 年、2014 年底-2016 年），贷款利率下滑明显；而存在供需缺口时（如 2010-2011 年、2017-2018 年初）时，贷款利率同步上调。

图 11: 贷款利率与供需缺口呈正相关关系



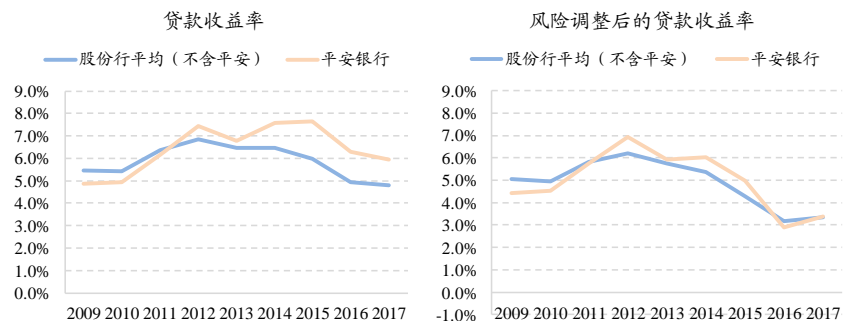
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.1.2.3. 贷款收益反映风险偏好

贷款定价的核心是为风险定价，即贷款的收益率需要覆盖预期损失的信用成本。反过来亦然，定价越高的贷款，客户越倾向于将其投资于高风险高回报的业务。不同银行的风险偏好不同，因此不能单纯地以贷款收益率高低来评价银行的贷款获利能力，而要充分考虑信用成本。类似于风险调整后的净息差，可以用“（贷款本期利息收入-贷款减值准备本期计提）/贷款平均余额”作为风险调整后的贷款收益率。

以平安银行为例，平安银行在 2012-2015 年的经济下行期投放了大量风险等级偏高的信贷，拉高了贷款整体收益率。但随着企业经营恶化，贷款风险暴露，不良率快速上行，带来较大的损失，风险调整后的贷款收益率显著下滑。而从 2016 年开始，平安银行为化解资产质量包袱，加大拨备计提力度，严控新增贷款的投向，虽然贷款收益率仍为下降趋势，但风险调整后的贷款收益率已经绕过拐点向上，显示其贷款的真实盈利能力正逐渐恢复。

图 12: 风险调整后的贷款收益率更好地反映贷款的真实获利能力



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

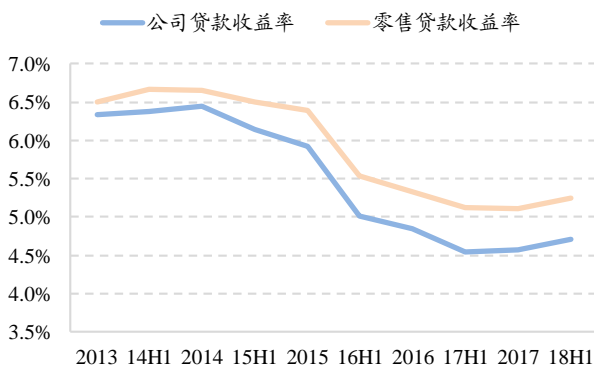
2.1.2.4. 零售贷款收益高于对公

按贷款客户结构划分，一般情况零售贷款定价高于对公。这是由客户议价能力、管理成本、信用风险等多重因素决定的。

- **客户议价能力：**对公业务主要面向企业（尤其是中大型企业），单笔金额较大，并且派生存款的能力强，因此商业银行有争取客户、保持合作的动机；零售业务客户为个人，议价能力较弱，只能接受商业银行的贷款定价。
- **管理成本：**对公业务的交易金额大，客户数量相对少，且公司信息容易获取，管理起来更方便；而零售业务的交易零星分散，客户群体庞大，收集和维持客户信息的成本高，且个人客户的流动性较公司客户强，因此管理费用更高。
- **信用风险：**零售贷款因其小额分散的特征，有效降低了系统性的违约风险，这一点相比于对公贷款有着得天独厚的优势。这也导致对公贷款的收益率对经济周期更加敏感，当经济下行时，对公贷款收益率较零售贷款下降更多。

从行业平均数据来看，零售贷款收益率高于对公贷款收益率，但也有例外（如四大行、浦发、中信、光大），这些银行的对公业务较强，相对公司客户的议价能力高，对公贷款的定价高于零售；但当公司的零售业务逐步打牢客户基础后，其定价可能会高于对公。

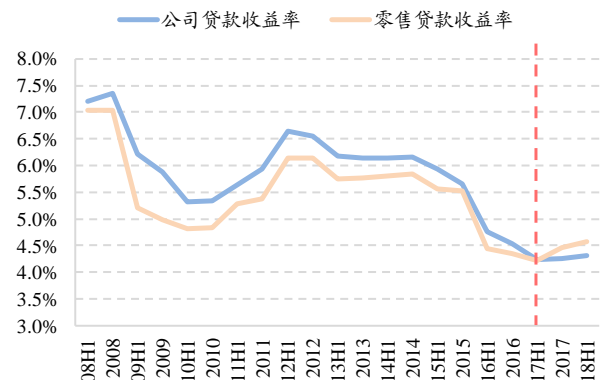
图 13: 在经济下行周期，对公贷款利率下降更多



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

注：数据范围为老 16 家上市银行平均（北京银行未披露）。

图 14: 以建行为例，对公贷款定价逐步被零售反超

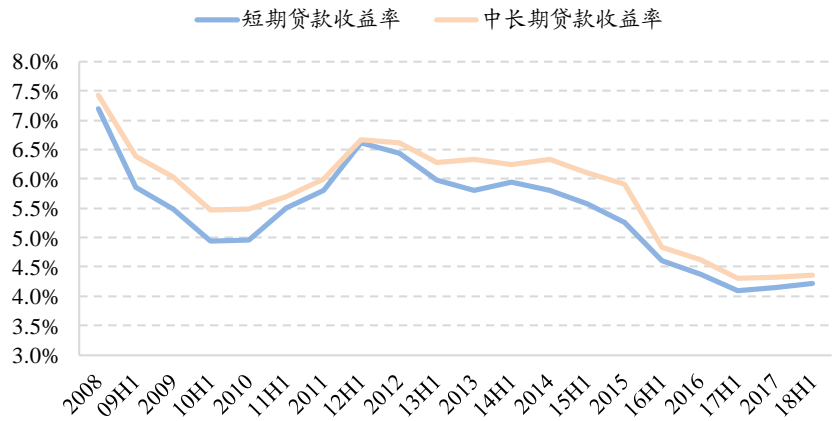


数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

对公贷款中，不同企业贷款定价水平也不同。主要看企业资质、综合效益、贷款期限和担保方式：

- **企业资质：**公司成长性越好、盈利稳定性越强、行业发展前景越好，则银行向其投放贷款的意愿越强，定价越低；
- **综合效益：**公司在银行的结算量越高、日均存款越多，则越有贷款利率谈判空间；
- **贷款期限：**贷款期限越长则利率越高，因为未知因素越多，出现各种风险的可能性也越大，相应地，银行会要求更多回报；
- **担保方式：**担保方式一般有（从弱到强依次为）信用、保证、质押、抵押，担保方式越强，贷款安全性越高，定价较低。

图 15: 以建行为例，中长期贷款收益率高于短期贷款收益率



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

零售贷款中，房贷利率低于消费贷和经营贷。与对公贷款不同，零售贷款的利率与贷款用途更相关，对个人的收入情况和征信记录的关注度相对较低，一般只要符合贷款条件即可。个人贷款用途主要分为经营贷款、消费贷款、信用卡贷款、住房贷款。由于住房贷款的现金流稳定，且一般有抵押担保，因此利率最低，一般是在基准利率的基础上按一定比例下折；而经营贷款主要面向个体经营者和小微企业，面临经济波动的风险较大，利率最高。

2.1.2.5. 期限结构会影响重定价

除了新发放的贷款需要定价外，未到期和到期的贷款也需要视情况调整利率。(1) 未到期贷款主要盯住基准利率，在基准利率变化后，按照合同的到期日与重定价日孰早的期限调整利率（浮动倍数固定）；(2) 到期贷款主要盯住市场上的贷款利率，在到期后收回资金再贷出，并重新签订合同，确定新的利率浮动水平（基准利率固定）。

因此，在加息和降息周期中，通过分析银行财务报告中“利率风险”部分的贷款期限结构，可以得出未到期贷款重定价后的贷款收益率走势；在市场贷款利率水平变化时，通过分析“流动性风险”部分的贷款期限机构，可以得出到期贷款续作后的贷款收益率走势。一般来说，加息和市场贷款利率上行期，银行的短期贷款占比越多越好，重定价速度越快；降息和市场贷款利率下行期，银行的中长期贷款占比越多越好，提前锁定收益。

2.2. 债券投资：部分利息部分非息

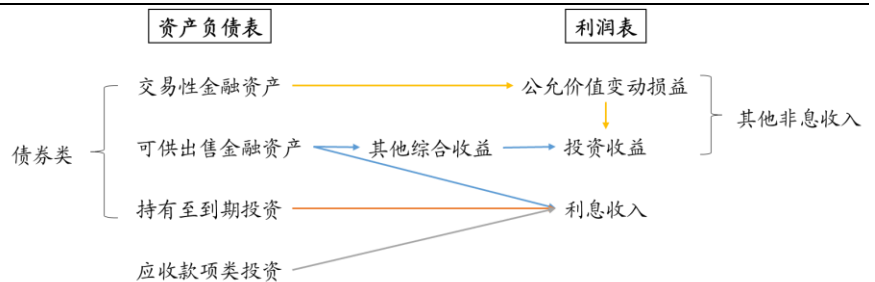
2.2.1. 投资收入划分方式

债券投资类资产包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和应收款项类投资。各类资产的组成部分和收入划分方式也不同，只有后三类涉及到利息收入。

- **交易性金融资产**：或称“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”，主要为基金，损益计入公允价值变动损益，终止确认

- 时计入投资收益（属于其他非息收入）；
- **可供出售金融资产：**包括债券、基金、资管计划、资产支持证券等，持有期间按实际利率计算利息收入；公允价值变动先计入“其他综合收益”，在终止确认时计入其他非息收入（投资收益）。
 - **持有至到期投资：**包括各类政府债、金融债、企业债、同业存单，持有期间按摊余成本法计量，以实际利率计算利息收入。
 - **应收款项类投资：**包括理财产品、资管计划、信托计划、地方债、资产支持证券、各类收（受）益权等，最终投向主要为非标，持有期间按摊余成本法计量，以实际利率计算利息收入。

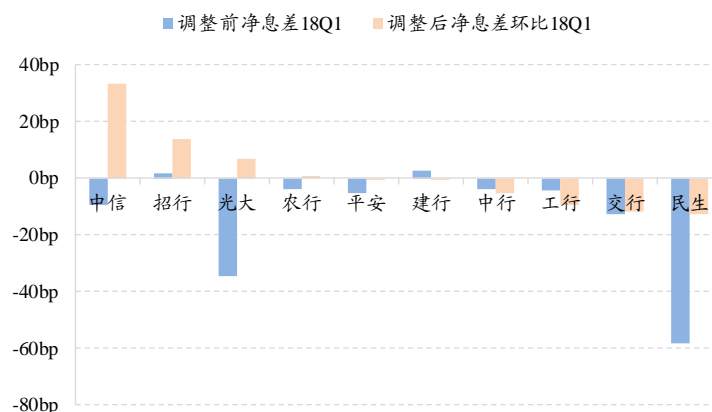
图 16: 不同类型债券投资的收入划分方式



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

注意，2018 年 9 家 A+H 股上市银行和平安银行开始实施 IFRS9，对金融资产进行了重分类¹，原本计入“利息收入”的货币基金、债券基金等业务收入，也调整至“投资收益”等其他非息收入中。因此，将 2018 年净息差与之前年度对比时，需要对这些银行进行调整，设计指标“(利息净收入+投资收益)/平均生息资产”为“调整后净息差”。

图 17: 股份行调整后净息差降幅收窄（18Q1 环比 17Q4）



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

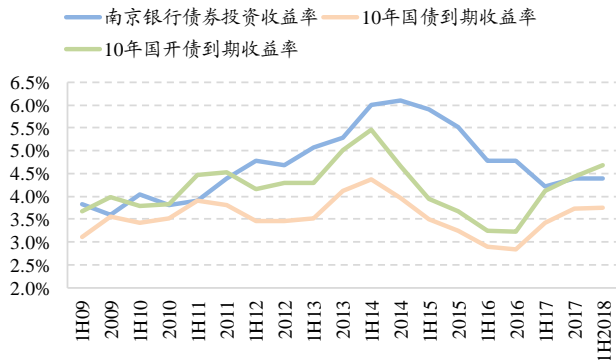
注：调整后净息差=(利息净收入+投资收益)/平均生息资产。

¹ 债券投资在 IFRS9 实施后进行了重分类，包含的会计科目为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（主要对应原交易性金融资产和基金、理财产品）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（主要对应原可供出售金融资产）、以摊余成本计量的金融资产（主要对应原持有至到期投资和应收款项类投资）。

2.2.2. 利息收入影响因素

可供出售金融资产和持有至到期投资的利息收入均与购买时的债券利率相关。利率债方面，通过观测国债和政金债的收益率曲线，可以得出这两类资产在增加配置时对未来收益情况的影响，但存在一定的滞后效应。信用债方面，则可以观察信用利差的走势。

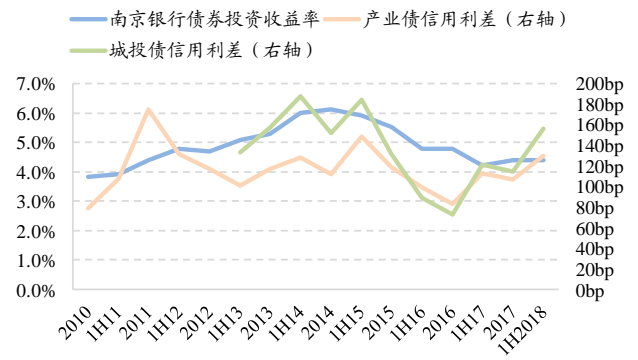
图 18: 银行债券投资收益率滞后于国债到期收益率



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 以南京银行为例, 因其债券配置比例较高。

图 19: 银行债券投资收益率与信用利差趋势相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

应收款项类投资的性质为“类信贷资产”，其利息收入类比于贷款的利息收入，影响因素也类似。因大部分应收款项类投资是为了躲避监管、投向政策不合意的领域，因此其投资收益率也往往高于普通债券的收益率。然而上市银行较少披露应收款项类投资的利息收入数据，并且资管新规出台后非标融资有序压降、类信贷资产加快回表，因此这个科目的投资未来将更多投向债券、基金等产品，可以参照上面债券类投资的收益率分析方法。

交易性金融资产和可供出售金融资产因公允价值变动带来的投资收益，则只影响非息收入，不影响净息差的变化。

2.3. 同业资产：资金压力影响利率

同业资产包括存放同业、拆出资金、买入返售，相应地，同业负债包括同业存放、拆入资金、卖出回购（以及同业存单）。同业业务的发展大致包括三个阶段：

- **2008 年之前，资金调剂阶段。** 开展同业业务是以流动性管理为主，代表产品有信用拆借、质押式回购、同业存款，以及票据回购、转贴现等；
- **2009-2013 年，非标发展阶段。** 流动性宽松和信贷收紧的背景下，银行大量利用买入返售和卖出回购将贷款出表，隐蔽贷款规模。2014 年 5 月银监会 127 号文《关于规范金融机构同业业务的通知》出台，禁止非标资产进入买入返售科目，只允许包括银行承兑汇票、债券、央行票据等金融资产作为抵押物，于是银行便将非标转移到应收款项类投资科目中。
- **2015-2016 年，杠杆套利阶段。** 在 2015 年债市的牛市行情下，银行

通过同业加杠杆的方式，先扩张负债，再投向高回报的债券类资产以寻求利差，同业存单和同业理财迅速壮大。

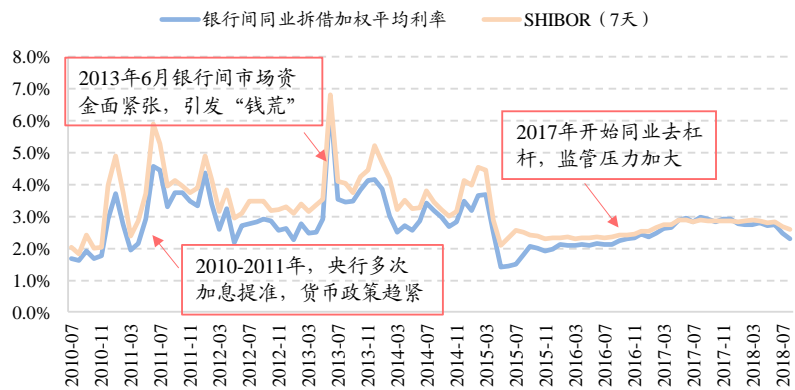
- **2017 年以来，回归本源阶段。**央行和银监会对同业业务进行严格监管，压缩同业链条利差，促使同业业务回归流动性管理的本质。

同业资金拆入或拆出的价格（即拆借利率）在我国已经市场化。由十家核心成员（五大国有行、国开行、招行、浦发、兴业、中信）及近百家基础成员构成同业资金交易市场，其形成的市场价格（即上海银行间同业拆放利率 Shibor）目前为金融机构之间拆借资金的权威指导价格。拆借主要集中在短期，以隔夜或一周的资金交易为主。

同业拆借利率与货币政策和资金面压力有关。当货币政策宽松时，银行间市场流动性充裕，同业拆借利率较低；当货币政策转向中性和紧缩时，银行间资金面紧张，同业利率上升，比较典型的的就是 2013 年 6 月的“钱荒”事件，隔夜及 7 天 Shibor 分别升至历史最高值 13.44% 及 11%。2017 年在同业去杠杆的监管压力下，同业利率上升较快，2018 年 6 月央行定向降准后同业利率加速下行。

同业利率变化对负债端的影响大于资产端。由于银行的同业资产在资产中比重低于同业负债（含同业存单）在负债中的比重（2018H 上市银行同业资产占比 5.3%，同业负债占比 22%），因此同业利率上升对银行净息差的负面影响会更大，反之同业利率下降对净息差的正面影响也更大。

图 20: SHIBOR 与同业拆借利率受到货币政策和资金面压力的影响

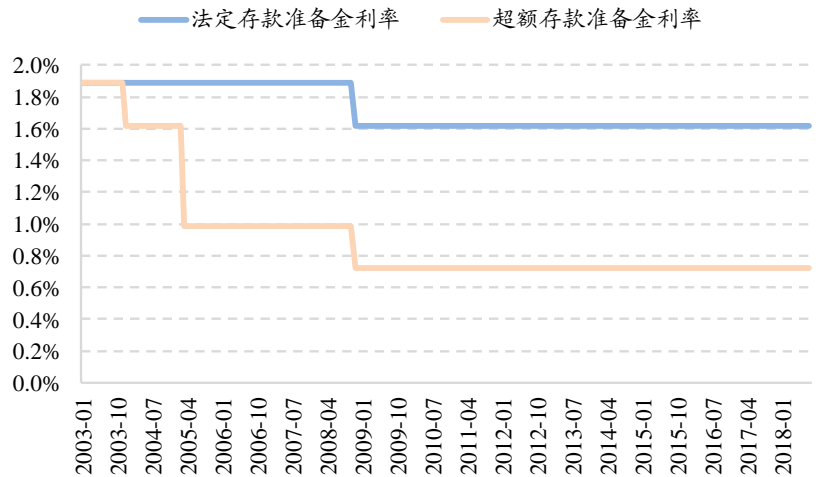


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.4. 存放央行: 收益最低生息资产

存放中央银行款项主要包括法定存款准备金和超额存款准备金，以及缴存央行的财政性存款，由央行支付利息（法定和超额存款准备金利率分别为 1.62% 和 0.72%），是收益率最低且变动幅度最小的生息资产。但是，当央行下调存款准备金率时，银行不仅能够释放出更多信贷资产，还能提高原来准备金部分的收益率，提升净息差，起到量价双升的效果。

图 21: 2009 年以后，存放央行款项的利率维持在较低水平

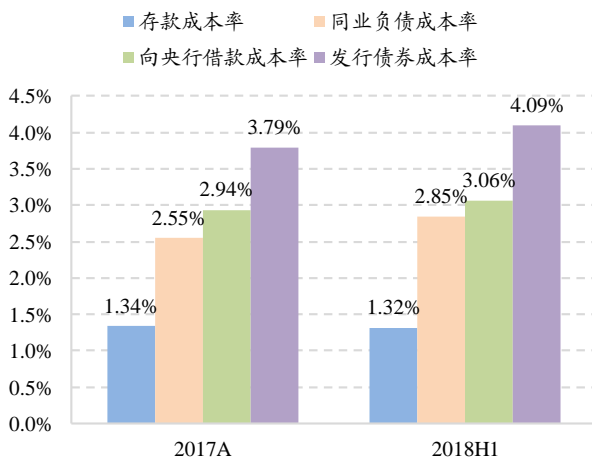


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 分析: 计息负债成本率

不同计息负债的成本率不同。在当前的利率环境下, 四类计息负债按照成本率高低排序, 依次为: (1) 大行, 存款<同业负债<向央行借款<应付债券; (2) 中小行, 存款<向央行借款<同业负债<(或大于) 应付债券。下面分析这四类负债成本率的观测指标及主要影响因素。

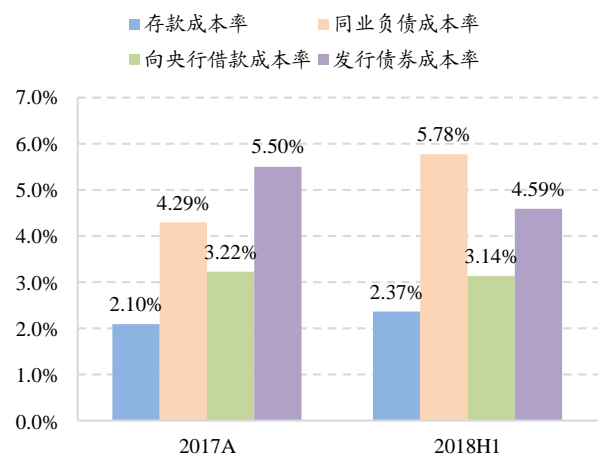
图 22: 大行的计息负债成本率排序 (以建行为例)



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。

注: 成本率为期初期末余额口径。

图 23: 中小行计息负债成本率排序 (以江苏为例)



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。

注: 成本率为期初期末余额口径。

3.1. 客户存款: 最重要的计息负债

3.1.1. 存款利率定价方法

存款的定价方式主要是基准利率加成法。存款利率市场化的进程稍晚于贷款, 但各银行已经可以在基准利率的基础上自由定价。

- 1999 年央行允许商业银行对保险公司试办长期大额协议存款, 利率

水平由双方协商确定；

- 2004 年，与贷款利率下限管理同步，对存款利率实行上限管理；
- 2012 年、2014 年和 2015 年逐步扩大上浮幅度，将存款利率上限扩大至基准利率的 1.1 倍、1.2 倍和 1.5 倍；
- 2015 年 10 月，央行全面放开存款利率浮动上限，但仍存在行业自律约束，即最多上浮 40%-50% 左右。
- 2018 年 4 月，市场利率定价自律机制机构成员召开会议，约定放开商业银行存款利率自律上限。

与贷款加权平均利率不同，目前我国没有公布金融机构存款加权平均利率的数据，但可以在各银行官网查询其存款挂牌利率。

3.1.2. 存款成本影响因素

影响存款成本的因素如表 2 所示，下面针对其中较重要的几个因素展开分析。

表 2:存款成本率主要影响因素一览

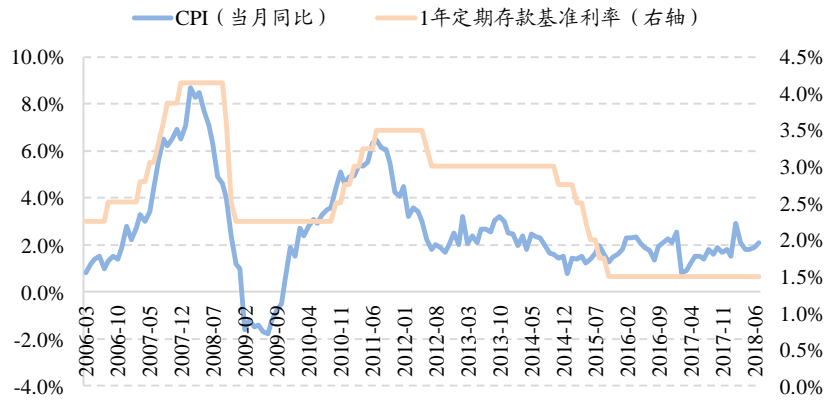
	影响因素	跟踪指标	影响
定价基础	基准利率	存款基准利率	+
存款类型	存款类型	活期存款<定期存款，普通存款<大额存单，一般性存款<结构性存款	
获取成本	银行负债情况	主动负债成本（同业利率、发债成本）	+
	覆盖地域	存款竞争激烈程度	+
	派生存款能力	定期存款<活期存款，零售业务<对公业务	-
	揽储能力	网点数量、服务水平	-

数据来源：国泰君安证券研究。注：影响的“+”或“-”分别代表着“跟踪指标”对于存款成本率的正面和负面影响。

3.1.2.1. 基准利率受到通胀影响

央行对存款基准利率的调整受到通货膨胀（预期）的影响。从居民需求的角度来看，当存在通胀预期时，若银行存款名义利率不变，相当于实际利率下降，居民倾向于将存款取出，增加当期消费，银行为争取存款则需要提供更高的利率水平。从政策调控的角度来看，当经济过热、通胀率较高时（如 2006-2007 年末、2009 年末-2011 年初），为遏制物价水平上涨过快，央行倾向于提高存款基准利率，鼓励居民储蓄，减少消费。而存款基准利率一旦变动，各银行的挂牌利率也会相应调整。

图 24: 存款基准利率与通货膨胀（预期）几乎同步变动



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.1.2.2. 存款类型对应不同成本

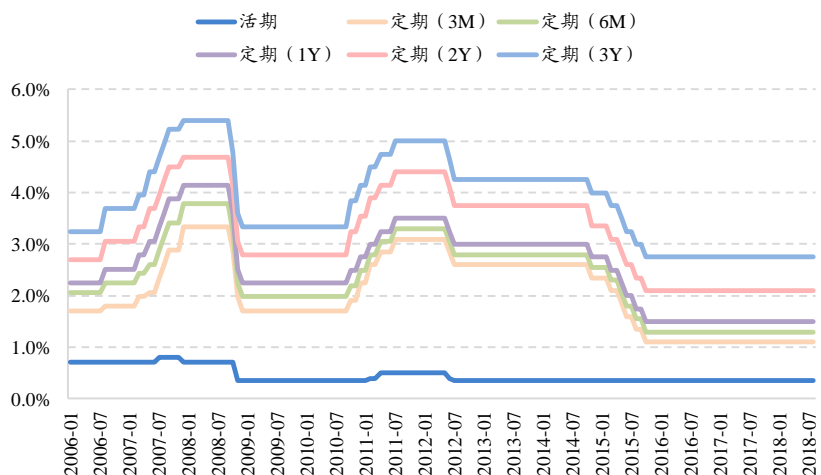
(1) 活期与定期

活期存款的成本大大低于定期。活期存款相对于定期存款有以下几个特点：

- 活期存款可以随时存取或用于结算，银行只需支付较低利息。而为了吸引更具稳定性的资金，降低挤兑风险，则对定期存款定价更高；
- 活期存款对利率调控的敏感程度小。因本身定价低，故在加息或降息周期中，活期存款利率变动幅度小，保持在一个相对较低的水平；
- 活期存款的派生能力强于定期存款。在广泛使用非现金结算的条件下，取得贷款或投资款项的客户并不全部支取现金，而是转入其银行存款帐户，形成一笔新的活期存款。接受这笔存款的银行，除保留一部分作准备金外，其余部分又可用于放款和投资，从而又派生出存款。这个过程持续，就可以创造出大量的派生存款。

因此，当银行的活期存款占比提升时，将有利于存款成本率以及整体负债成本的下降。

图 25：活期存款基准利率最低、对利率调控周期最不敏感



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

(2) 大额与普通

大额存单的利率高于普通存款。在一般性存款中，包括普通存款和大额存单。大额存单主要面向高端客户，投资门槛高，金额为整数（个人认购起点不低于 30 万元，机构认购起点金额不低于 1000 万元），期限不低于 7 天，到期之前可以转让。因此，大额存单比同期定期存款的利率更高，大多为基准利率上浮 40%-45%，少部分银行上浮 50%，而定期存款一般最高近上浮 30% 左右。但根据可得数据（中国银行 2017A 披露），大额存单在存款中占比较小，不足 3%，因此对总体成本影响较小。

表 3: 上市银行普通存款挂牌利率大幅低于大额存单发行利率

存款类型	活期	定期存款挂牌利率 (%)				大额存单发行利率 (%)			
		6M	1Y	2Y	3Y	6M	1Y	2Y	3Y
基准利率	0.35	1.30	1.50	2.10	2.75	1.30	1.50	2.10	2.75
老 16 家上市行平均	0.30	1.62	1.88	2.39	2.90	1.87	2.16	3.01	3.91
国有行	0.30	1.55	1.75	2.25	2.75	1.87	2.16	2.98	3.85
股份行	0.30	1.64	1.93	2.43	2.90	1.87	2.16	3.01	3.91
城商行	0.32	1.68	1.96	2.54	3.13	1.89	2.17	3.05	4.00

数据来源：各银行官网，国泰君安证券研究。

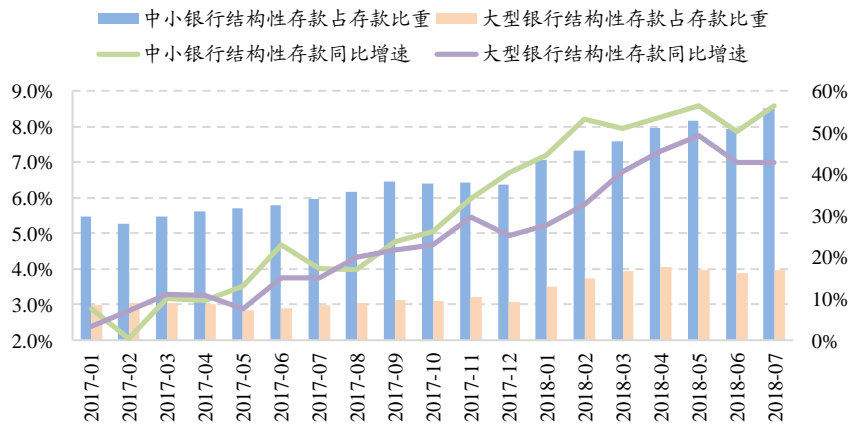
注：统计时间截至 2018 年 4 月 18 日（存款利率行业自律上限放开后几天内），篇幅所限，只列出了主要的期限种类。

(3) 一般性存款与结构性存款

结构性存款的本质是“存款+期权”，成本率较一般性存款更高。结构性存款是在存款的基础上嵌入金融衍生工具（利率、汇率、商品、股票等），客户可获得存款产生的固定收益，以及与标的资产价格波动挂钩的可变回报。根据融 360 监测数据，2018 年 6 月发行的人民币结构性存款平均预期收益率最高为 4.98%，平均期限为 4 个月左右，而同期限定期存款利率（3 个月和 6 个月）均在 2% 以下。存款竞争激烈的背景下，结构性存款可能成为银行高息揽储的工具。

根据监管规定，结构性存款需要纳入银行表内核算，缴纳存款准备金和保险金，负债属性类似存款，但不在存款保险的保障范围内。**然而，目前结构性存款的发行类似于理财产品。**资管新规要求打破刚兑，各银行有序压降保本理财，但结构性存款大幅增长，成为替代保本理财的产品。

图 26: 2017 年以来商业银行结构性存款快速增长

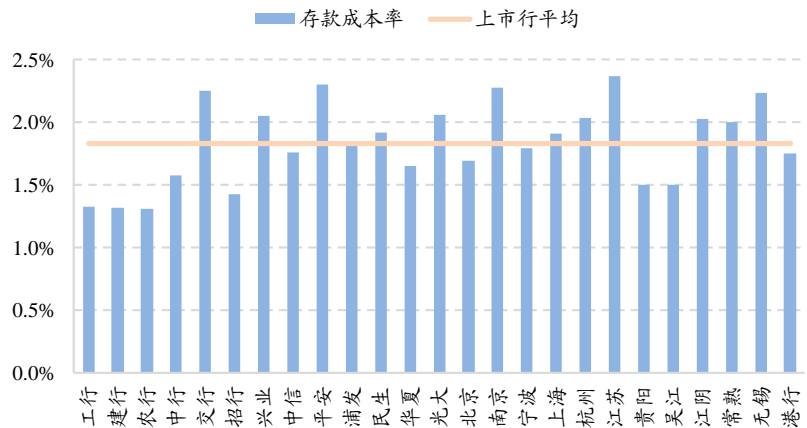


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.1.2.3. 夯实客户基础控制成本

夯实客户基础能有效降低存款成本。这取决于一家银行的网点数量和服务水平，前者影响业务开展的地域范围和客户群体，即市场覆盖率，后者影响客户的忠诚度和信任度，即市场渗透率。挖掘优质新客户，并维护好核心客户（大企业和高净值个人），提供更全面和细致的服务，不仅能扩大存款基础，提升存款规模，而且能增强银行的议价能力，降低存款成本率。

图 27: 四大国有行和招行的客户基础牢固，存款成本率低



数据来源：公司财报（2018H），国泰君安证券研究

3.2. 应付债券：期限较长主动负债

银行的应付债券主要指的是已发行债务证券（不含同业存单的部分），属于期限较长的负债，包括普通金融债、二级资本债、专项金融债等，有不同用途。

- **普通金融债：**通常用于替换存量负债或者投资新的资产项目；
- **二级资本债（次级债）：**是指本金和利息的清偿顺序列于银行其他负债之后、先于股权资本的债券，2013 年之前为“次级债”，计入附属资本；2013 年实施《商业银行资本管理办法（试行）》后，为“二级资本债”（附减记条款的次级债），计入二级资本；

- **专项金融债**：政策性强、募集资金定向投放，包括“小微企业专项金融债”、“三农专项金融债”、“绿色金融债”等种类。

这几类债券均为固定利率，按票面利率付息。发行时利率根据市场利率水平、银行资质、信用评级确定。一般来说二级资本债的发行利率最高，普通金融债的发行利率最低。银行只有新发行债券或存量债券到期偿还时，才会影响应付债券的成本率。

表 4:以江苏银行为例，普通金融债的发行利率最低，二级资本债的发行利率最高

债券类型	名称	发行金额	票面利率	发行日期	期限
普通金融债	于 2020 年 7 月到期的普通金融债	60 亿	4.30%	2017 年 7 月	3 年
	于 2022 年 7 月到期的普通金融债	40 亿	4.50%	2017 年 7 月	5 年
	于 2023 年 4 月到期的普通金融债	50 亿	5.00%	2018 年 4 月	5 年
二级资本债	于 2024 年 9 月到期的二级资本债券	120 亿	6.18%	2014 年 9 月	10 年
	于 2026 年 9 月到期的二级资本债券	30 亿	6.48%	2011 年 9 月	15 年
专项金融债	于 2019 年 7 月到期的小微企业专项金融债	75 亿	5.44%	2014 年 7 月	5 年

数据来源：公司财报（江苏银行 2018H），国泰君安证券研究。

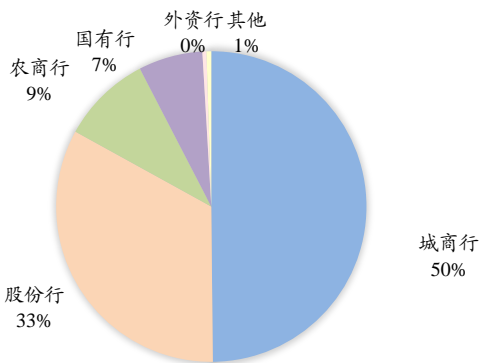
注：以江苏银行为例，因其这三类债券都有发行，且利率等信息披露详细。

3.3. 同业负债：中小银行成本较高

2018 年起，央行 MPA 考核正式将商业银行（资产规模 5000 亿元以上）发行的一年以内同业存单纳入同业负债占比指标，不得超过总负债三分之一。因此，**银行同业负债除了包含传统三项同业负债（同业存放、拆入资金、卖出回购）以外，也包括同业存单（已发行债券的二级科目）。**

传统三项同业负债的成本受到同业拆借利率的影响，已在上文 2.3 同业资产中分析过。而同业存单的存续期一般较其他同业负债久，发行利率也较高。目前，市场上同业存单的发行主体主要为城商行、股份行等中小银行，国有行因负债端资金来源较充裕，发行量较少。因此，依赖同业负债融资渠道的银行将承担较高的负债成本。2018 年 6 月以来，同业利率和同业存单发行价格下行，则会利好这些中小银行。

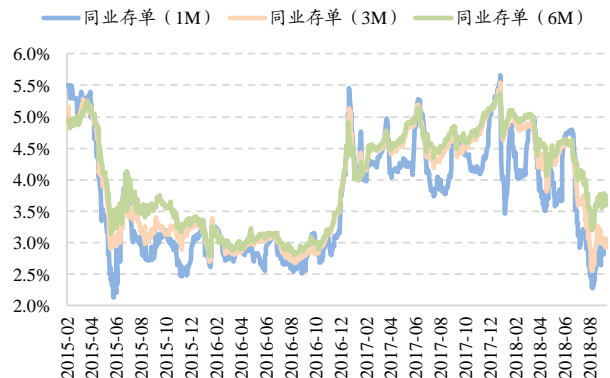
图 28: 不同主体的同业存单余额占总体的比重



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

注：数据统计截至 2018 年 9 月 13 日。

图 29: 2018 年下半年以来同业存单发行利率下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.4. 央行借款：大行更易获得借款

银行向中央银行借入的款项是占比最小、成本较低的计息负债。央行通过 SLF、MLF、SLO、PSL 等工具，以利率招标的方式向符合条件的银行发放借款。通常是央行调节流动性的手段，或是直接对银行投放的低利率政策性优惠支持，如专项支农再贷款、支小再贷款等，引导银行向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金。由于合格担保品的要求高，一般只有大型商业银行和政策性银行符合条件，可以获得央行借款，中小银行只能向大行拆借资金，导致两者的成本差距进一步拉开。

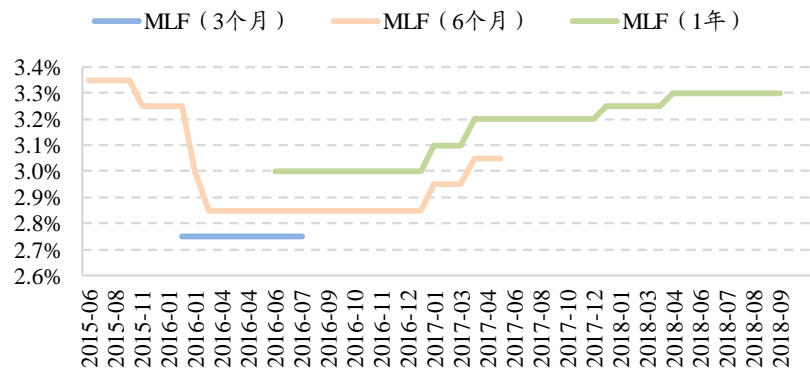
这个科目数额较小，研究中经常将其并入同业负债，计算整体的成本率。

表 5:央行向银行发放借款的工具

缩写	央行工具	期限	发放条件	用途
SLF	常备借贷便利	隔夜、7天、1个月	1、合格担保品：国债、央行票据、国开行及政策性金融债、高等级信用债、优质小微企业贷款和绿色贷款等	满足流动性需求
MLF	中期借贷便利	3个月、6个月、1年	2、利率通过市场招标	一般有贷款投向约束限制，如三农和小微
SLO	短期流动性调节工具	7天	利率通过市场招标	调节流动性
PSL	抵押补充贷款	3-5年	合格担保品	央行向银行放贷

数据来源：央行，国泰君安证券研究。

图 30: 2018 年 6 月以来 MLF 利率保持稳定



数据来源：Wind，国泰君安证券研究。

4. 实战：上市银行净息差

通过前文的分析，我们可以得出影响银行净息差的最主要因素为：

- **存贷款：**贷款占比及收益率高低，存款占比及成本率高低；贷款中零售贷款的比重，存款中活期存款的比重；
- **债券类：**债券市场利率变化，债券投资的占比；
- **同业类：**同业拆借利率及同业存单发行利率变化，同业负债占比；
- **央行类：**存放央行资产和向央行借款金额较小，可暂不考虑。
- **信用成本：**对净息差数据进行风险调整，观察真实的息差水平。

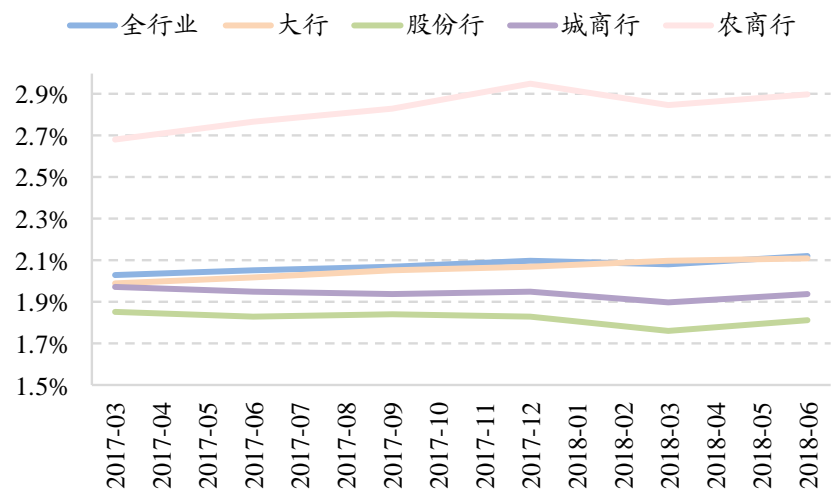
本章从实战的角度，运用前文所述方法，以行业数据对行业息差趋势进

行研判；并通过分析上市银行的生息资产结构及其收益率、计息负债结构及其成本率，把握各类型银行和个股的“个性”，为投资者提供参考。

4.1. 趋势的研判

由于银行股具有较强的同质性，对行业息差走势的判断，对研判上市银行息差变化有重要意义。根据银监会公布的数据，商业银行净息差 2018 年二季度相比一季度上升 4bp，息差能否继续企稳上行，将取决于以下几个因素：

图 31：2018 年一季度以来银行业净息差高位企稳



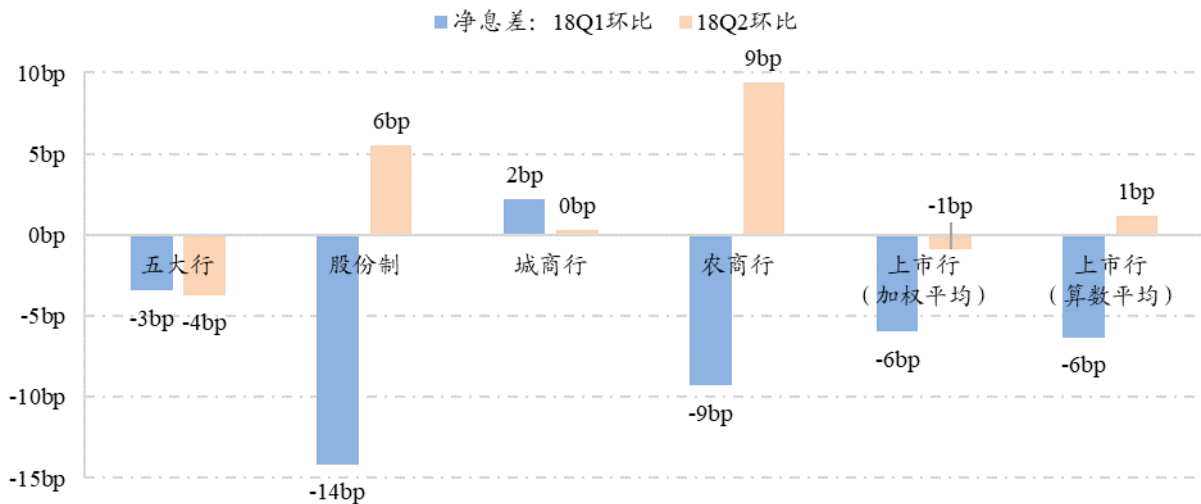
数据来源：银监会，国泰君安证券研究

- 资产端：信贷占比将继续提升。**①价格上，18Q2 金融机构人民币贷款加权平均利率环比上升 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，表外融资受限、非标加速回表，银行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：主动负债成本率改善。**核心驱动因素是 18Q2 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和城商行。而货币政策传导渠道不畅，资金淤积在银行系统内部，导致同业负债利率快速下降，并缓解存款竞争激烈的形势，最为利好同业负债占比高的股份行。
- 综上判断息差将高位企稳，但大小行之间息差会分化。**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维持低位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。

4.2. 个股净息差

从动态数据来看，上市银行净息差整体处于改善通道中。18Q2 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，则环比+1bp。但无论口径如何，边际上均继续改善。不同类别银行存在分化，国有行净息差环比收窄 4bp，而股份行和农商行分别环比改善 6bp、9bp，城商行持平。

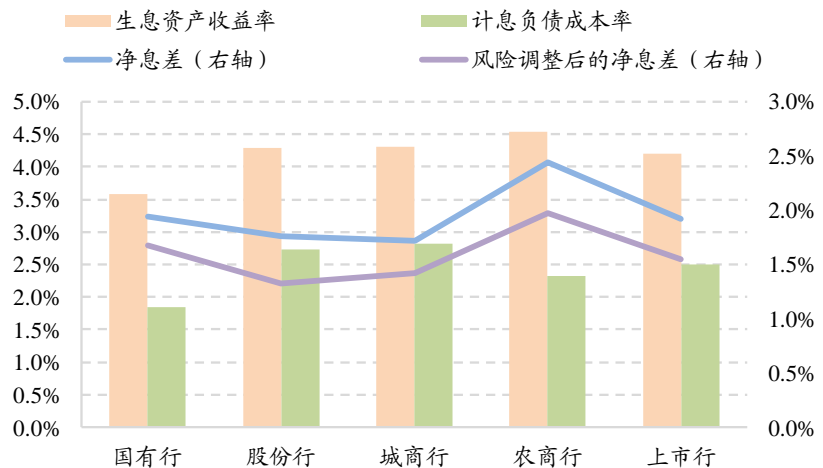
图 32: 各类银行净息差环比变动情况，国有行环比收窄，股份行和农商行环比改善，城商行持平



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

从静态数据来看，高息差来源于资产端高收益、负债端低成本和低信用成本。息差最高的为农商行，因其生息资产收益率高（尽管承担了较高的信用成本），而计息负债成本率较低；其次为国有行，因其计息负债成本率最低，弥补了资产端收益率的不足，同时信用成本低；城商行因计息负债成本率高企，拖累了净息差水平；而股份行不仅负债端成本率较高，信用成本也较高，使得其调整前的净息差虽高于城商行，但风险调整后的净息差弱于城商行。

图 33: 国有行计息负债成本率最低、农商行生息资产收益率最高



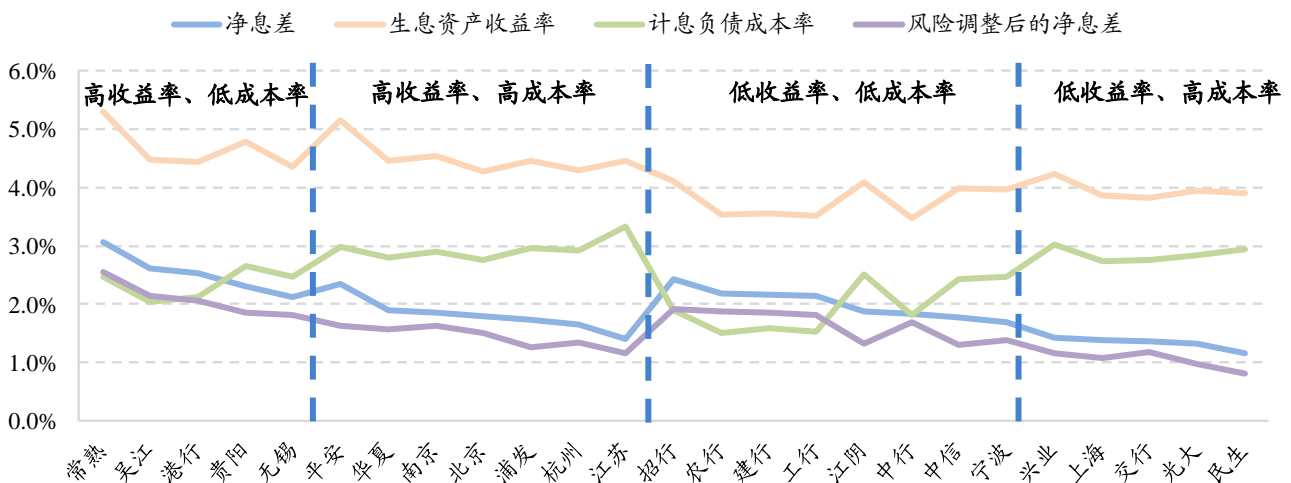
数据来源：公司财报（2018H），国泰君安证券研究。

注：风险调整后的净息差 = (净利息收入 - 资产减值损失) / 生息资产平均余额。

从个股数据来看，可将银行按照息差特征划分为四类。首先计算上市银行生息资产收益率和计息负债成本率的中位数，再将每个银行划分到各自对应的区间。

- “高收益率、低成本率”的银行在息差上最具优势，主要为四家农商行和贵阳银行。共同特点是深耕区域经营，负债端存款基础较好，资产端主要面向小微企业，贷款收益率高，但发生信用风险的可能性也较大，因此计提的减值损失较高。
- “低收益率、高成本率”的银行在息差上最具劣势，包括兴业、上海、交行、光大和民生。这几家银行更注重中间业务收入的拓展，但也正因此其承担的信用成本较少。
- 中间两个区域——“高收益率、高成本率”和“低收益率、低成本率”的银行则是由其不同的经营策略导致。其中，“低收益率、低成本率”的银行风险偏好更低，因此其风险调整后的净息差相对于“高收益率、高成本率”的银行更占优。

图 34: 根据息差相关特征，可将上市银行划分为四类 (2018H)



数据来源：公司财报 (2018H)，国泰君安证券研究。

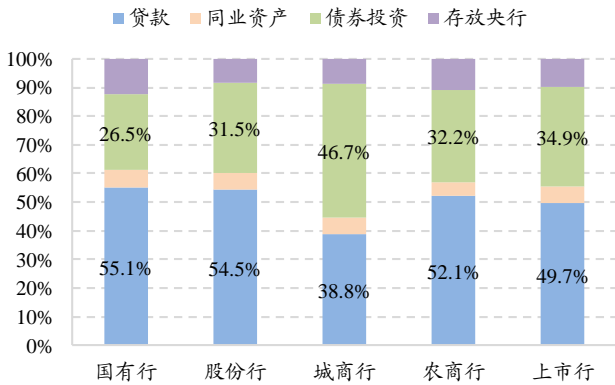
注：均为期初期末口径；风险调整后的净息差=(净利息收入-资产减值损失)/生息资产平均余额。

4.3. 资产端分析

从行业数据来看，农商行的高生息资产收益率来源于较高的贷款占比及其收益率；城商行则来源于较高的债券投资占比及其收益率；国有行的生息资产收益率不高，因其业务偏传统，发放贷款的风险偏好较低导致贷款收益率较小，而存放央行资产的占比及其收益率更高；股份行的债券投资及同业资产的盈利能力较为亮眼。

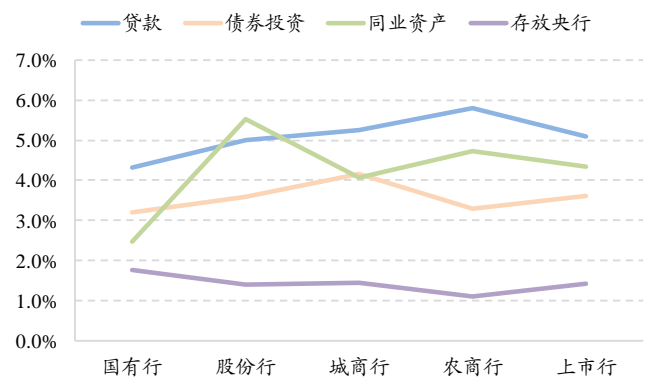
图 35: 上市银行生息资产结构 (2018H)

图 36: 上市银行生息资产收益率 (2018H)



数据来源：公司财报（2018H），国泰君安证券研究。

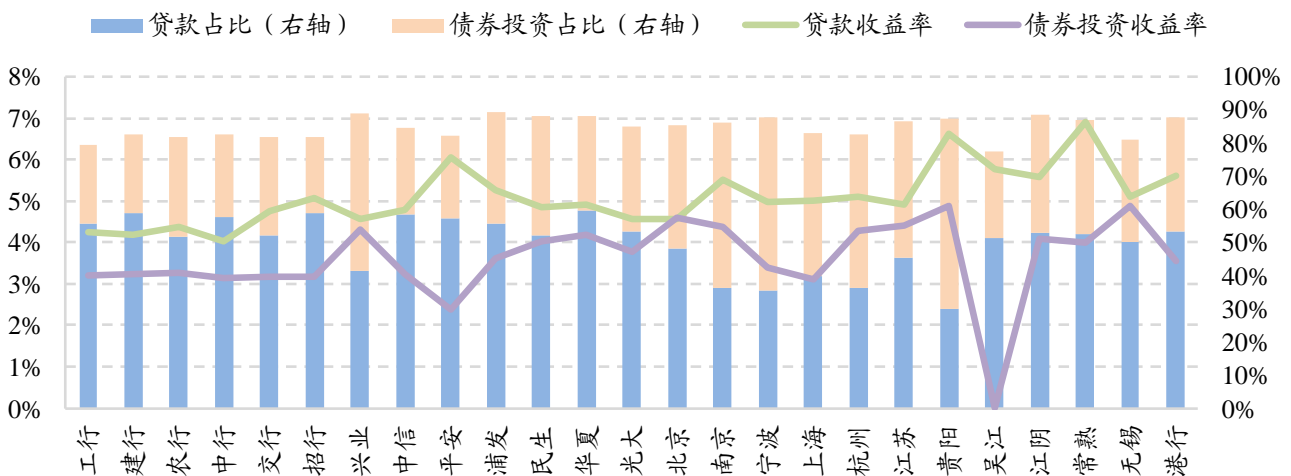
注：所有平均数皆为算术平均值。



数据来源：公司财报（2018H），国泰君安证券研究。

从个股数据来看，贷款收益率最高的为常熟、贵阳、平安（个贷占比高）、吴江、港行，债券投资收益率最高的为无锡、贵阳、北京、南京、兴业，并且这些银行将更多资产配置在了存在收益率优势的领域，以提升或维持较高的生息资产收益率水平。

图 37：上市银行个股的生息资产结构及其收益率（2018H）



数据来源：公司财报（2018H），国泰君安证券研究。

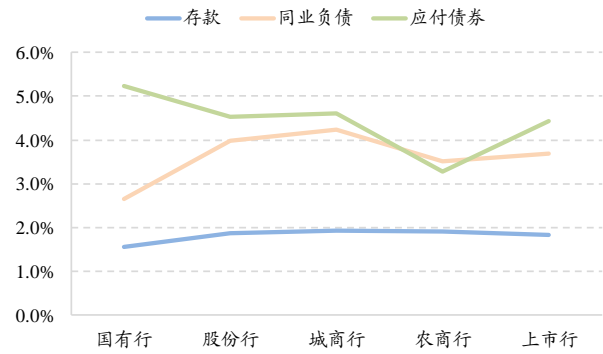
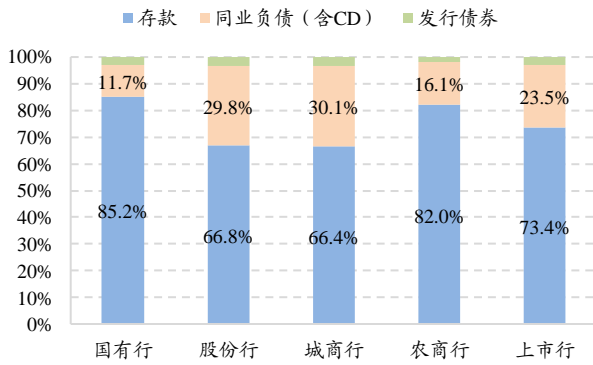
注：同业资产和存放央行款项的占比较低，出于篇幅简洁性考虑，没有列示。

4.4. 负债端分析

从行业数据来看，国有行和农商行的低计息负债成本率来源于较高的存款占比及其较低的成本率；城商行和股份行的负债端更依赖同业负债，并且因发行了更多的同业存单，同业负债成本率也较高，拖累净息差。

图 35：上市银行计息负债结构（2018H）

图 36：上市银行计息负债成本率（2018H）



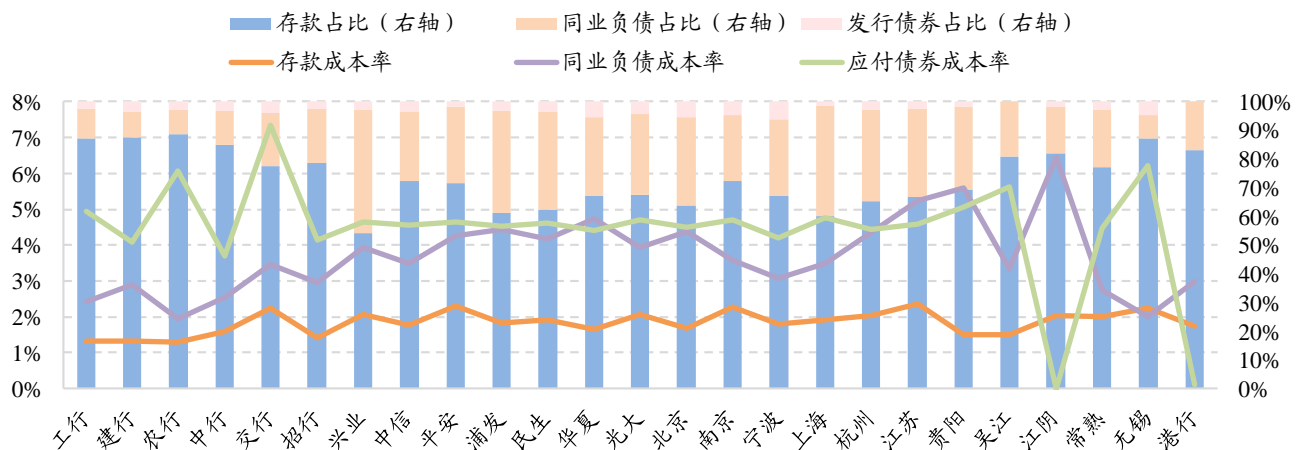
数据来源：公司财报（2018H），国泰君安证券研究。

数据来源：公司财报（2018H），国泰君安证券研究。

注：向央行借款的数额较小，合并在同业负债中计算。

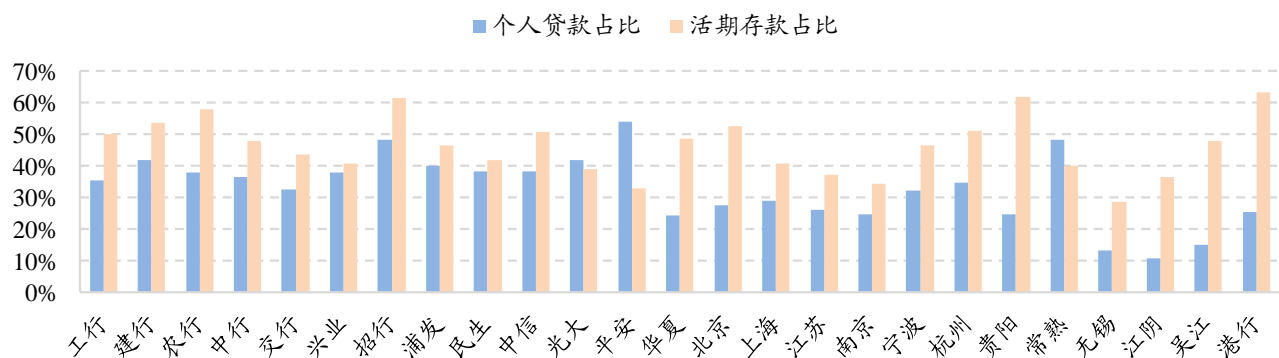
从个股数据来看，存款成本率最低的为农行、建行、工行、招行，并且这几家银行的活期存款占比也是较高的，说明其获取存款能力强，客户基础稳固；同业负债利率最高的为江阴、贵阳、江苏、华夏、浦发，说明这些银行对主动负债的需求更高，承受较高的成本。

图 37：上市银行个股的计息负债结构及其成本率（2018H）



数据来源：公司财报（2018H），国泰君安证券研究。

图 38：上市银行的个人贷款占贷款比重、活期存款占存款比重（2018H）



数据来源：公司财报（2018H），国泰君安证券研究。

5. 风险提示

表外融资收缩和贸易战加大经济不确定性，银行信贷投放意愿不足，资产端贷款占比提升速度放缓。

同业市场利率下行，银行倾向于多配同业负债，导致存款占比下降，负债端成本率或增加。

年初以来企业偿债能力边际下降，债券市场信用风险事件频发，警惕信用风险的爆发与传染。

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。

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		