

银行

证券研究报告
2020年07月20日

我国信用卡业务还有多大的发展空间？

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

国内信用卡业务告别黄金时代，未来增速或放缓

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

信用卡业务源于零售商给予顾客的分期或延期支付的信贷,在银行体系发展壮大。1978年,中行代理发行香港东亚银行“东美 VISA 信用卡”,拉开了我国信用卡业务的序幕。但曾长期发展缓慢。直到 02 年中国银联的成立让银行卡跨行支付结算便捷起来,信用卡业务才开始腾飞。

行业走势图



资料来源: 贝格数据

经过过去十余年的高速发展,国内信用卡贷款余额已由 08 年末的 0.16 万亿元快速增至 19 年末的 7.59 万亿元。18 年末,有信贷征信记录的自然人数量约 5.3 亿人,预计持有信用卡的人数达 5 亿人。我国信用卡产业已告别高速发展的黄金时代,未来信用卡贷款增速将放缓,竞争更趋激烈。

信用卡业务走向精耕细作,收入主要由利息、分期及商户佣金贡献

相关报告

- 1 《银行-行业点评:银行理财净值化转型进展如何?》2020-07-17
- 2 《银行-行业专题研究:富国银行—零售标杆银行的高光与平凡》2020-07-14
- 3 《银行-行业点评:6 月金融数据怎么看?》2020-07-10

业界普遍认为,发卡量 300 万张是信用卡业务盈亏平衡点。经过多年的“跑马圈地”,截至 19 年底,14 家披露累计信用卡发卡量的上市银行发卡量均超过 300 万张,其中 11 家累计发卡量超过 3000 万张,我国的信用卡市场逐渐从“跑马圈地”走向“精耕细作”。

信用卡业务收入以利息收入、分期手续费以及商户佣金收入等为主。以 18 年为例,银联数据客户银行信用卡业务收入结构为:分期手续费收入占比最高,达 36.7%;利息收入占比 30.2%;商户佣金收入占比 15.6%。18 年分期、利息收入以及商户回佣合计占比达 82.5%,贡献了信用卡业务收入的大部分。

2050 年国内信用卡发卡量或超 25 亿张,信用卡贷款规模近 30 万亿元

国内信用卡发卡量由 08 年末的 1.42 亿张增加至 1Q20 的 7.49 亿张;信用卡贷款余额则由 08 年末的 1582 亿增长至 1Q20 的 7.26 万亿元。但相比发达国家,信用卡人均持卡量、人均信用卡贷款规模等仍有较大增长空间。

我们预测 2050 年中国信用卡人均持卡量约 2 张,信用卡发卡量超 25 亿张,信用卡贷款余额大致为 23-34 万亿元,较 19 年末的 7.59 万亿元仍有 2-3 倍的增长空间。

投资建议:低估值与经济反弹共振,估值有望合理修复

低估值与经济反弹共振,银行板块估值有望合理修复。当前,A 股银行(申万)指数仅 0.70 倍 PB(If),为历史低位。国内经济逐步走出疫情影响,下半年经济或明显反弹。尽管金融让利担忧制约上行空间,但经济反弹有望缓解不良担忧,支撑银行股估值合理修复,特别是四季度估值切换值得关注。

个股方面,我们主推低估值且基本面较好的平安银行、光大银行、兴业银行,关注成都银行、长沙银行、江苏银行、常熟银行、张家港行、招行等。

风险提示:疫情之下,全球经济严重衰退,资产质量明显恶化;大幅让利,盈利显著负增长等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-07-17	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600036.SH	招商银行	36.08	买入	3.68	4.09	4.50	4.99	9.80	8.82	8.02	7.23
601818.SH	光大银行	3.87	买入	0.71	0.81	0.91	1.00	5.45	4.78	4.25	3.87
000001.SZ	平安银行	14.14	买入	1.45	1.69	2.01	2.28	9.75	8.37	7.03	6.20
601166.SH	兴业银行	16.09	买入	3.17	3.38	3.71	4.15	5.08	4.76	4.34	3.88
002839.SZ	张家港行	6.44	买入	0.53	0.60	0.68	0.81	12.15	10.73	9.47	7.95

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 我国信用卡产业起步较晚，但近年发展快	4
1.1. 我国信用卡行业发展的三个阶段	4
1.2. 近十年，我国信用卡产业发展较快	4
2. 信用卡业务如何创收?	6
2.1. 利息收入、分期手续费及商户回佣为信用卡业务的主要收入	7
2.1.1. 利息收入，中流砥柱	8
2.1.2. 分期收入，弯道超车	9
2.1.3. 商户回佣，以量补价	11
2.1.4. 其他收入，占比小难有大作为	12
2.2. 信用卡业务成本考验经营能力	12
3. 上市银行争相发力信用卡业务	13
3.1. 上市银行竞逐信用卡业务	13
3.2. 部分上市银行信用卡收入可观	15
4. 信用卡业务还有多大的发展空间?	16
4.1. 国内信用卡持卡人数有较大增长空间	17
4.2. 2050 年信用卡贷款余额或达 30 万亿元	19
5. 投资建议：低估值与经济反弹共振，银行股估值有望修复	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：我国信用卡发卡量已较大，活卡率持续上升（亿张）	5
图 2：我国信用卡人均拥有量有所提升，但仍处于较低水平（张）	5
图 3：我国信用卡交易额逐年上升（万亿元）	5
图 4：信用卡应偿贷款总额稳定增长（万亿元）	5
图 5：信用卡授信总额稳定增长（亿元）	6
图 6：卡均授信与授信使用率逐步提高（万元）	6
图 7：截至 19 年底主要发卡行的累计发卡量（万张）	6
图 8：商业银行信用卡收入结构	7
图 9：18 年银联数据客户银行信用卡业务收入结构	7
图 10：信用卡客户盈利贯穿于从新客户到循环贷款客户的整个生命周期	8
图 11：银联客户银行信用卡业务实际利息收入占比约 70%，与美国接近	9
图 12：1H18 分期手续费收入占比持续上升，并超过利息收入	9
图 13：各行 12 个月的账单分期手续费率低于循环透支利息率	9
图 14：1H17 账单分期占分期业务笔数最大，大额分期占分期业务收入最大	10
图 15：2018 年银联客户银行信用卡业务收入中商户回佣收入占比达 15.6%	12
图 16：20Q1 我国信用卡逾期半年未偿信贷达 919 亿元（亿元）	13
图 17：2019 年底，大部分上市行信用卡贷款占零售贷款比重提升	13

图 18: 2019 年底, 部分上市银行信用卡贷款余额 (亿元)	14
图 19: 2019 年底部分上市银行信用卡贷款占总贷款比重	14
图 20: 截止到 2019 年底, 部分上市银行信用卡累计发卡量 (万张)	14
图 21: 2019 年部分上市银行信用卡业务收入 (亿元)	15
图 22: 大行信用卡交易金额同比增速: 普遍下滑	15
图 23: 股份行信用卡交易金额同比增速: 普遍下滑	15
图 24: 19 年卡均交易额普遍下降(按累计发卡量, 万元).....	15
图 25: 招行/浦发/平安的卡均交易额接近(按流通卡数, 万元).....	15
图 26: 近年来, 我国信用卡贷款增长明显放缓 (亿元)	16
图 27: 2019 年底中国信用卡累计发行量为 7.46 亿张 (亿张)	17
图 28: 截止至 2018 年末各国累计信用卡发卡量 (亿张)	17
图 29: 中国信用卡持卡量在人均水平上与发达国家地区差距较大 (张, 截至 2018 年末)	17
图 30: 东南沿海省份有效卡量较多	18
图 31: 中国历年人口情况 (万人)	18
图 32: 19 年底信用卡应偿信贷余额为 7.59 万亿元 (万亿元)	19
图 33: 我国的信用卡贷款占总贷款的比重较低.....	19
图 34: 各国年末人均信用卡贷款余额.....	20
图 35: 各国年末卡均贷款余额, 中国卡均信用卡贷款较高	21
图 36: 我国 2019 年总贷款余额同比增速为 12.34% (亿元)	21
图 37: 美国 2019 年总贷款余额同比增速为 4.44% (十亿美元)	21
表 1: 我国境内银行卡刷卡手续费标准	11
表 2: 银行卡手续费率	11
表 3: 人均信用卡持卡量达到 2 张, 信用卡发卡量年均复合增速	19

1. 我国信用卡产业起步较晚，但近年发展快

信用卡业务源于零售商给予顾客的分期或延期支付的信贷，在银行体系发展壮大。

由零售商给予客户信贷以求促销的做法有内在的弱点和局限，但这一行为本质上和积极寻求放贷的银行无比契合，因此这一新型的信贷业务一出现便成为银行业的香饽饽。中国国内目前流通的信用卡根据是否向发卡银行交存准备金可分为两类：贷记卡与准贷记卡。贷记卡指的就是狭义的信用卡，其通过给予持卡人一定的信用额度，持卡人可以先透支、后还款，还可以享受一定时长的免息期，但是账户内的存款不计利息。准贷记卡需要持卡人先存款后才能使用，透支使用时需向发卡行支付利息，但存款可以按照活期利率获得利息。

2010年中国银行和光大银行分别推出了借贷合一卡和存贷合一卡。独创的一卡双账户模式，具有消费信贷和储蓄理财双重服务功能，其为融合借记卡账户和贷记卡账户于一体的银行卡，是一种“新型的准贷记卡”，存款可享受活期利息，贷款也可以获得一定的免息期。

1.1. 我国信用卡行业发展的三个阶段

我国信用卡产业发展大体经过了三个阶段。1978年，中行广东省分行代理发行香港东亚银行“东美VISA信用卡”，拉开了我国信用卡的序幕。1985年6月，中行珠海分行发行了境内首张信用卡-中银卡。此后，工农中建交等银行相继加入了VISA和万事达国际组织，推出了VISA卡和Master卡。但在上世纪八十和九十年代，信用卡业务一直发展缓慢。直到2002年中国银联的成立让银行卡跨行支付结算便捷起来，信用卡业务才开始进入腾飞期。因此，银行界人士普遍称2003年为“信用卡元年”，该年信用卡发行数量突破300万张。

萌芽时期（1979-1985），仅作为收单机构

这一时期，我国的商业银行仅作为国外信用卡的收单机构存在，并没有自主发行信用卡。因此，商业银行主要通过终端服务商的ATM机和特约商户的POS机开展对外国消费者在中国信用卡消费的收单业务。收入主要来自于结算收入，在信用卡使用量微乎其微的情况下，商业银行的此项业务收入较少。

缓慢发展时期（1985-2002），自主发卡

1985年6月，中行珠海分行发行了境内首张信用卡-中银卡，开启国内银行自主发行信用卡的时代。国内商业银行既做发卡业务也做跨行收单业务。国内各银行相互竞争，按自身的业务规范和技术标准发卡，自行建设一套封闭的商户收单网络。同时，随着发卡机构的增多以及社会各界对信用卡认识的改变，用卡人群增多，各家银行开始通过各种方式获取信用卡新用户。

高速发展时期（2003-），成熟收获期

2002年中国银联的成立让银行卡跨行支付结算便捷起来，信用卡业务进入腾飞期。2003年8月，建设银行发行了国内第一张双币信用卡，信用卡市场开启高速增长时期。

这一时期，银行通过银联进行跨行交易清算，外资银行通过各种方式进入中国市场。如汇丰银行入股上海银行和交通银行合作发卡，花旗银行和浦发银行合资成立信用卡中心，招行聘请台湾中国信托商业银行作为自己信用卡中心的顾问。银联统一整合国内收单市场，并进军国际市场。银行陆续成立信用卡中心，发力信用卡业务。

这期间，国内信用卡发行量从08年末的1.42亿张快速增长至20Q1的7.5亿张，信用卡业务高速发展。

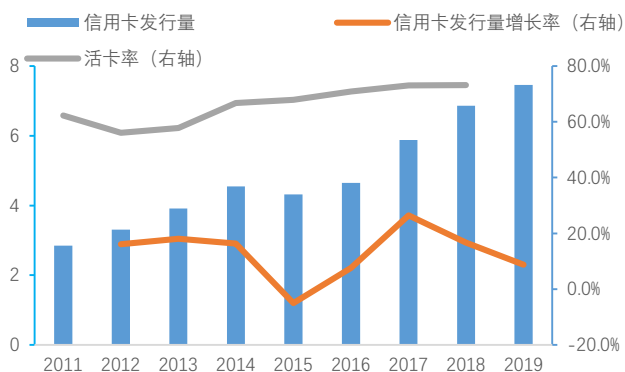
1.2. 近十年，我国信用卡产业发展较快

近年来，随着消费升级、居民消费观念的改变以及银行推进零售转型，我国信用卡发卡量

保持较快增长。与此同时，商业银行也开始在信用卡领域精耕细作，推进差异化经营，推出有竞争力的信用卡产品。

据央行《2019年支付体系运行总体情况》报告，截至19年末，我国信用卡和借贷合一卡在用发卡数量7.46亿张，同比增长8.7%。根据《中国银行卡产业发展蓝皮书（2019）》，截至18年末信用卡活卡率为73.2%，且近年来呈上升趋势。截至19年末，全国人均持有信用卡0.53张，近年来有所上升，但仍处于较低水平。

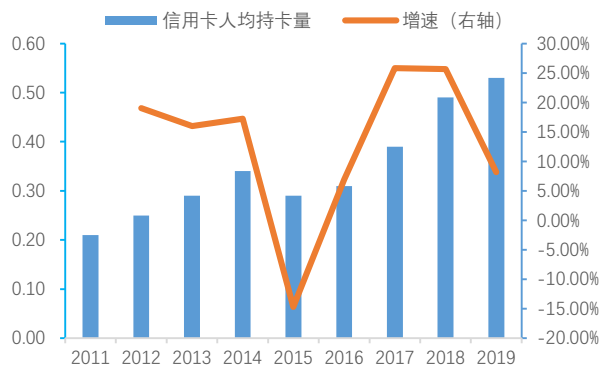
图 1：我国信用卡发卡量已较大，活卡率持续上升（亿张）



资料来源：Wind，银行业协会《中国银行卡产业发展蓝皮书》，天风证券研究所

所

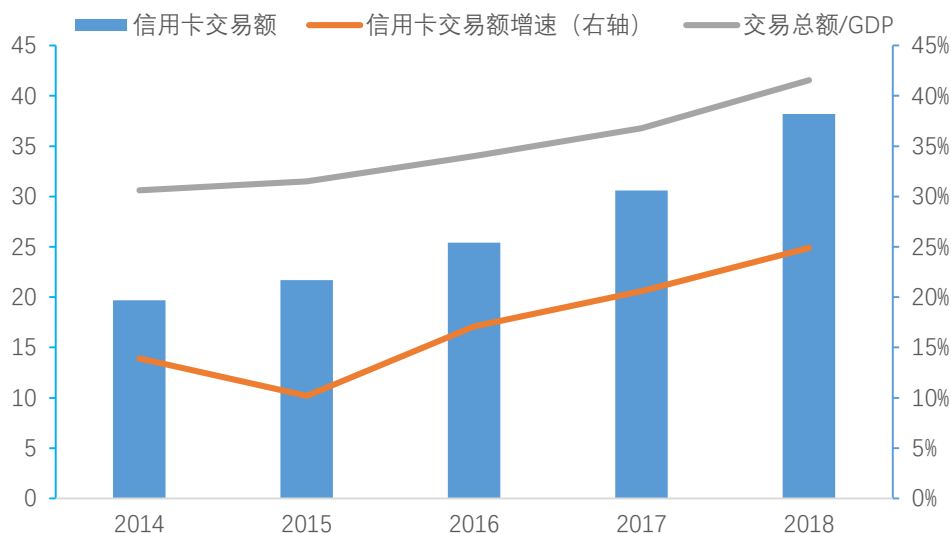
图 2：我国信用卡人均拥有量有所提升，但仍处于较低水平（张）



资料来源：Wind，天风证券研究所

我国信用卡交易总额增长较快。根据《中国信用卡产业发展蓝皮书（2019）》，2018年我国信用卡交易总额已达38.2万亿元，同比增速达24.9%。信用卡交易额与GDP比值上升。2014年以来，信用卡交易额与GDP的比值由30.61%上升到18年的41.55%，表明信用卡使用频率提高，在居民消费中扮演更重要的角色，一定程度上也体现了信用卡对拉动居民消费、促进经济增长的作用。

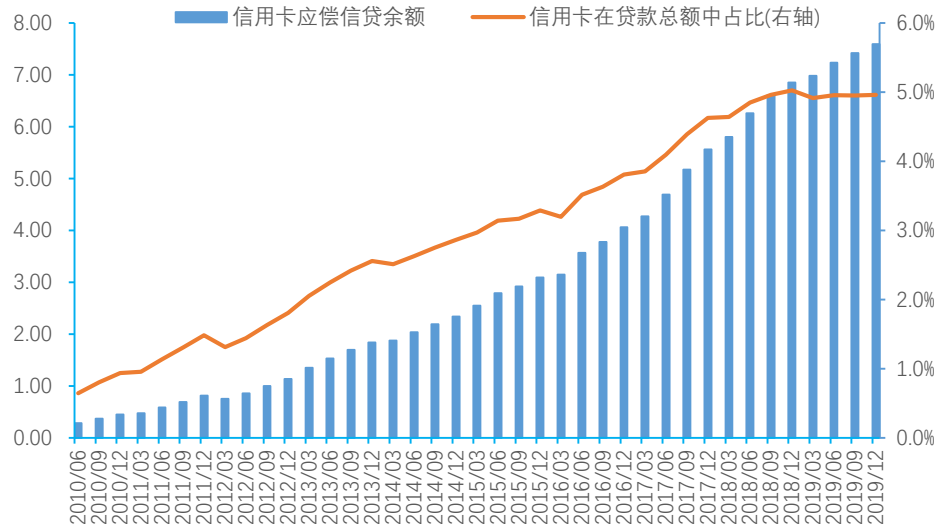
图 3：我国信用卡交易额逐年上升（万亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

信用卡信贷规模持续较快增长。我国信用卡信贷余额自2010年末的0.45万亿元快速增长至2019年末的7.59万亿元。我国信用卡信贷与总贷款的比例提升显著，占比由2010年末的0.94%持续提升至2019年末的4.96%。

图 4：信用卡应偿贷款总额稳定增长（万亿元）

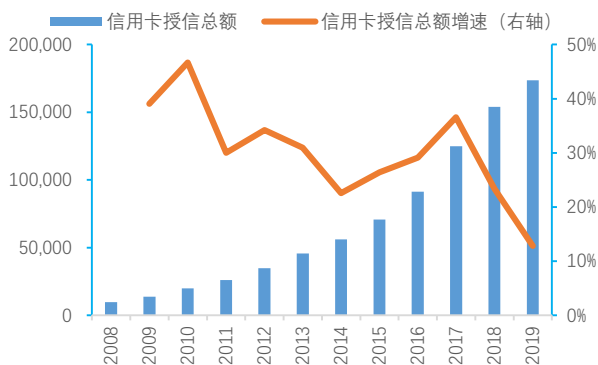


资料来源：Wind, 天风证券研究所

我国信用卡授信总额稳升。截至 19 年末，我国信用卡授信总额达 17.37 万亿元，同比增速 12.79%。随着经济发展及信用卡消费观念的普及，信用卡授信总额持续较快增长。

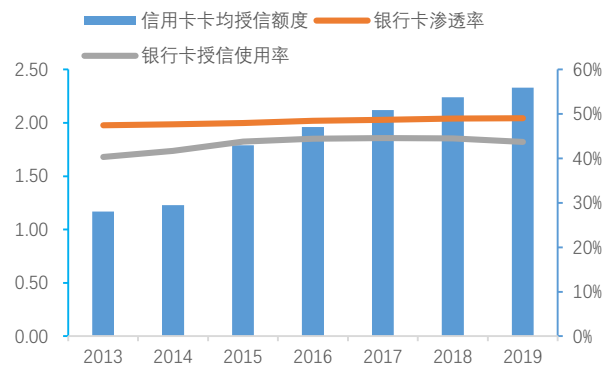
我国信用卡卡均授信，授信使用率持续上升。2019 年末信用卡卡均授信额度达 2.33 万元，授信使用率达 43.7%，信用卡渗透率达 49.03%。信用卡消费成为更多人的，更经常的消费支付手段。

图 5：信用卡授信总额稳定增长（亿元）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 6：卡均授信与授信使用率逐步提高（万元）

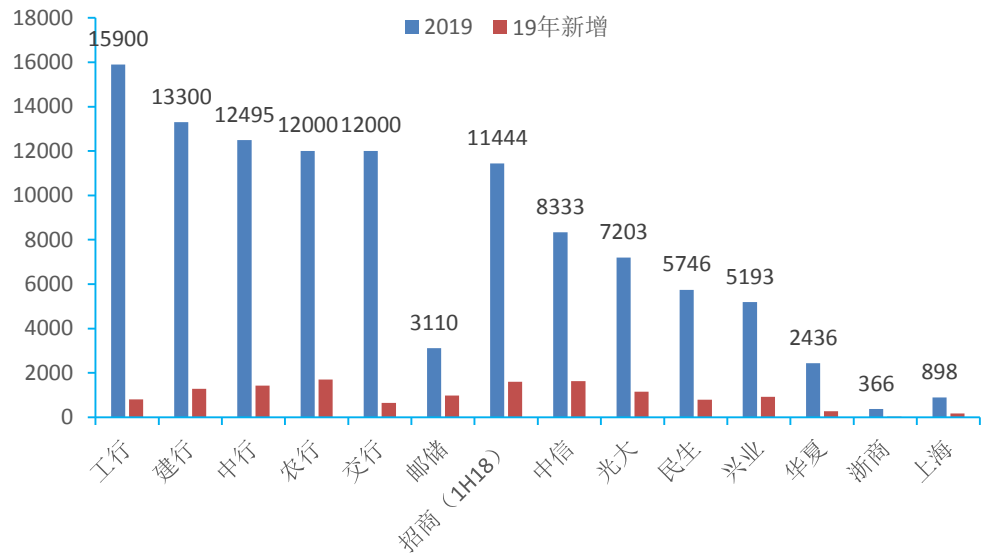


资料来源：Wind, 天风证券研究所

2. 信用卡业务如何创收？

业界普遍认为，发卡量 300 万张是信用卡业务盈亏平衡点。经过多年的“跑马圈地”，截至 2019 年底，14 家披露累计发卡量的上市银行发卡量均超过 300 万张，其中 11 家累计发卡量超过 3000 万张，我国的信用卡市场逐渐从“跑马圈地”走向“精耕细作”。

图 7：截至 19 年底主要发卡行的累计发卡量（万张）

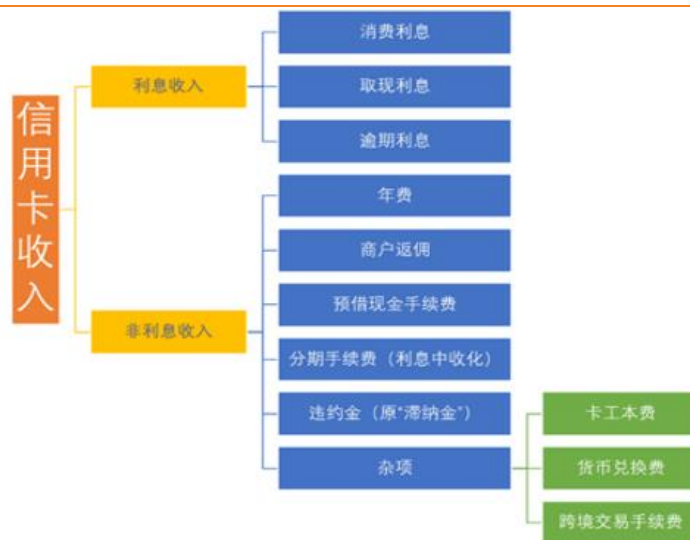


资料来源：上市银行年报，天风证券研究所

2.1. 利息收入、分期手续费及商户回佣为信用卡业务的主要收入

信用卡业务收入由利息收入和非利息收入组成。利息收入主要是信用卡贷款利息收入，按场景不同划分为消费利息、信用卡取现的利息收入、逾期利息。一般情况下，信用卡利息收入统计在个贷利息收入中，不能区分，只有少数几家上市银行会单独披露。非利息收入包括年费、各类手续费、违约金等。

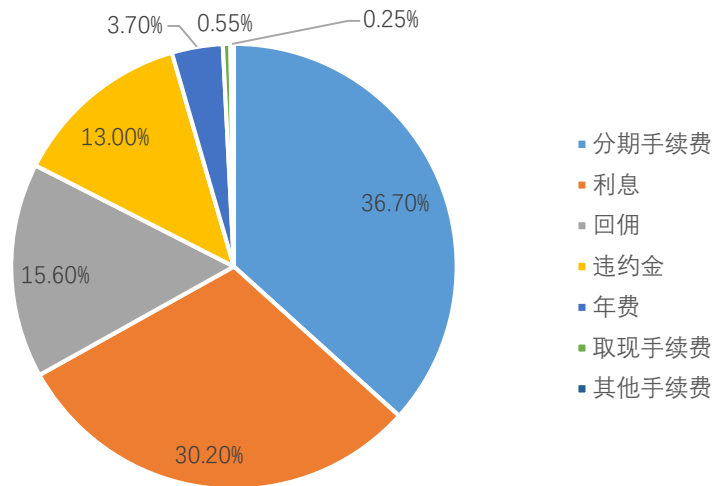
图 8：商业银行信用卡收入结构



资料来源：《中国人民银行关于信用卡业务有关事项的通知》，天风证券研究所

信用卡业务收入以利息收入、分期手续费以及商户佣金收入等为主。据银数观卡数据，以 18 年为例，银联数据客户银行信用卡业务收入结构为：分期手续费收入占比最高，达 36.7%；利息收入占比次之，达 30.2%；商户佣金收入占比 15.6%。18 年分期手续费、利息收入以及商户佣金收入合计占比达 82.5%，贡献了信用卡业务大部分收入；违约金收入占比达 13%，信用卡年费收入占比仅有 3.7%。

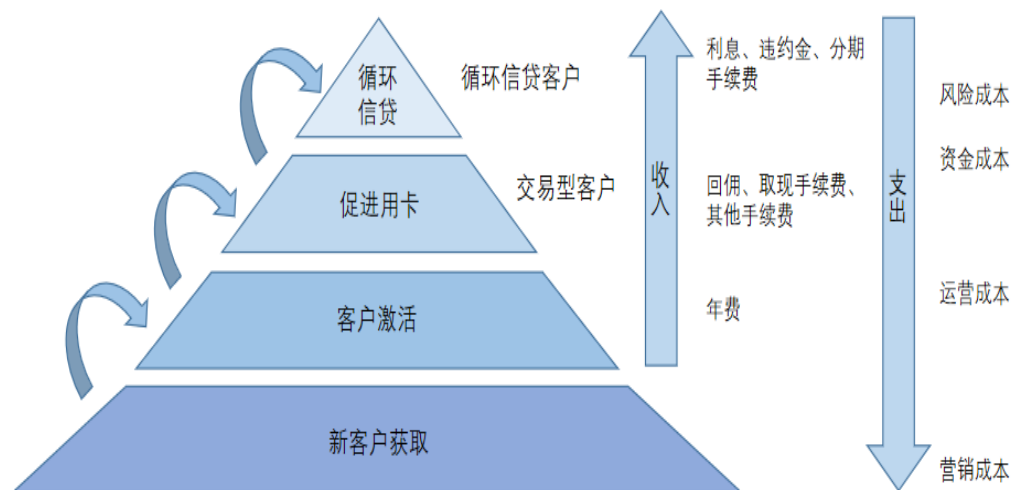
图 9：18 年银联数据客户银行信用卡业务收入结构



资料来源：银数观卡，天风证券研究所

信用卡业务收入贯穿于从新客户到循环信贷型客户的整个生命周期。

图 10：信用卡客户盈利贯穿于从新客户到循环贷款客户的整个生命周期



资料来源：天风证券研究所

2.1.1. 利息收入，中流砥柱

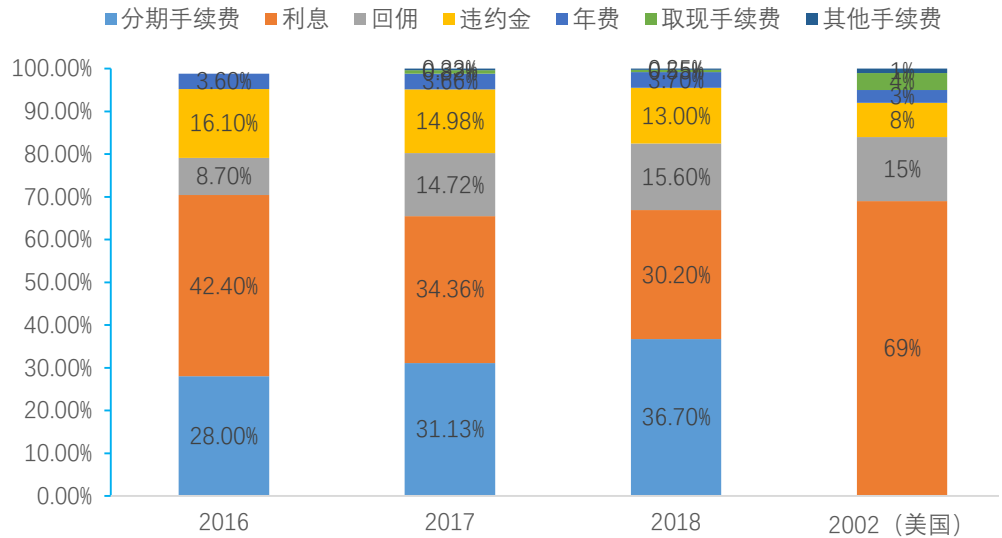
利息收入是信用卡收入的主要部分，即透支使用信用额度所支付的利息。信用卡还款有两种方式：全额还款或者最低还款，如果持卡人选择最低还款，那么持卡人可以在保持良好信用记录的同时享受循环信用，但对于剩余的未还款部分，银行将收取高额的利息，即为循环利息，而一般循环利息率为日息万分之五，换算为年利息率高达 18.25%，远高于普通贷款利率。如果是信用卡取现造成的透支，还不能享受免息期，自透支取现交易日当天起按日利率万分之五收取利息，按月计收复利。

央行于 2016 年 4 月 15 日发布了《关于信用卡业务有关事项的通知》，从 2017 年 1 月 1 日起取消统一规定的信用卡透支利率标准，实行上下限区间管理。透支利率上限为日息万分之五，下限为日息万分之五的 0.7 倍（最低透支利率可到 0.035%，年化利率约为 12.78%）。同时取消关于透支消费免息还款最长期限、最低还款额标准及附加条件的规定。

据银联数据，2018 年银联客户银行信用卡业务中分期手续费收入占比 36.7%，利息收入占比 30.2%。考虑到分期手续费本质上是利息收入，那么实际利息收入占比约 70%，与美国信

用卡业务利息收入占比（69%）接近。

图 11：银联客户银行信用卡业务实际利息收入占比约 70%，与美国接近

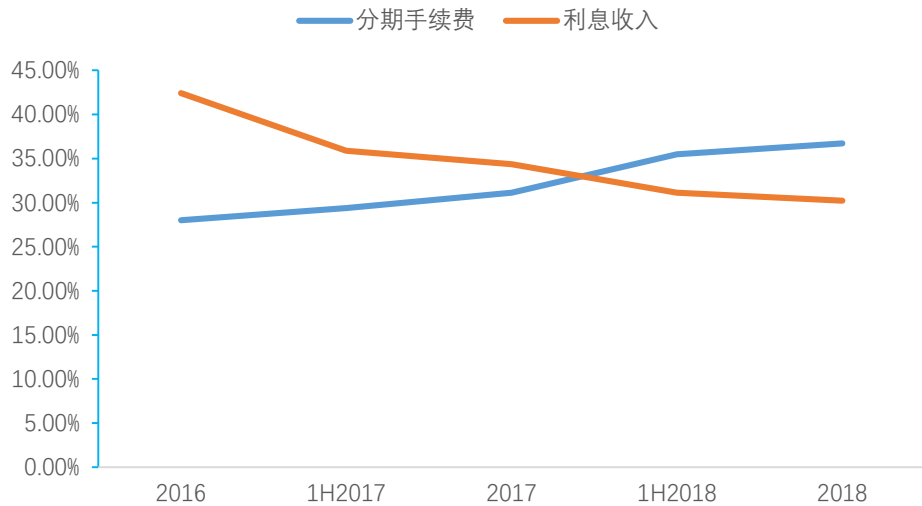


资料来源：银数观卡，天风证券研究所

2.1.2. 分期收入，弯道超车

2017 年初《关于加强信用卡预借现金业务风险管理的通知》出台，监管机构加强对信用卡资金用途的监管。16-18 年信用卡利息收入在整体收入结构中的比重下降，分期手续费收入占比持续上升，并超过利息收入，18 年分期手续费收入占比达 36.7%。

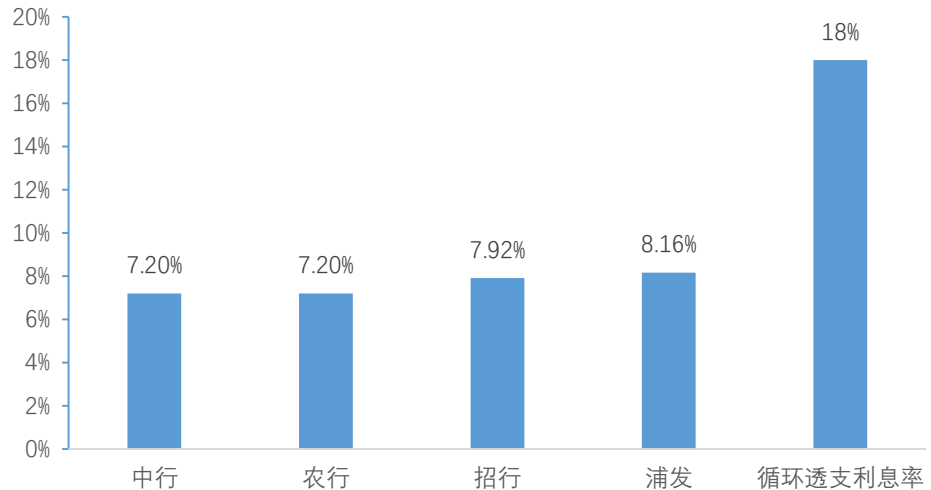
图 12：1H18 分期手续费收入占比持续上升，并超过利息收入



资料来源：银数观卡，天风证券研究所

信用卡分期绕开了消费者难以接受循环利息的消费习惯，将支付利息转化为支付看似不高的分期手续费。中行、农行、招行和浦发账单分期 12 个月手续费率分别为 7.2%、7.2%、7.92%、8.16%，均低于循环透支利息率。

图 13：各行 12 个月的账单分期手续费率低于循环透支利息率



资料来源：各银行官网、卡讯网，天风证券研究所

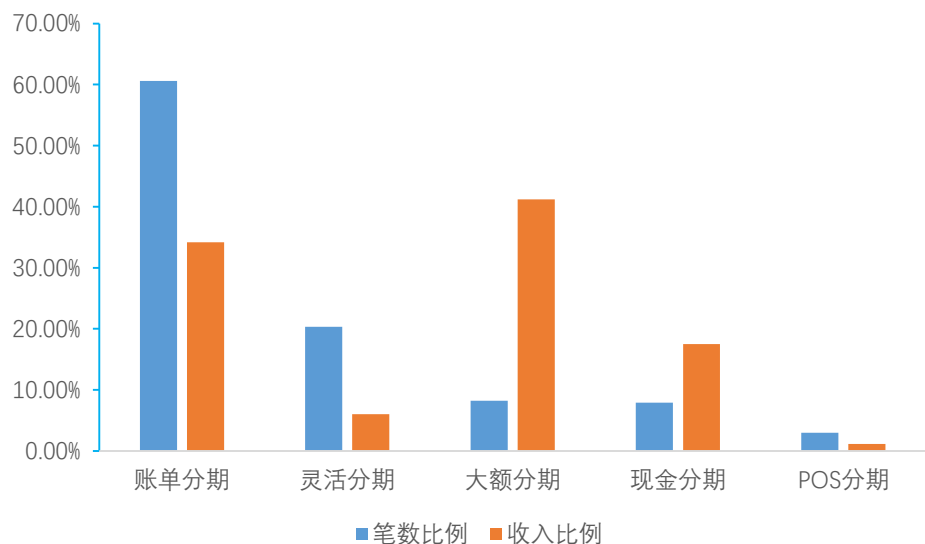
但实际通过测算，分期实际年化利率较高，能带来非常可观的手续费收入。一笔本金 6000 元、每期手续费率为 0.7%、分为 6 期的产品按期平均摊销手续费和本金，年利率该如何计算呢？因为持卡人多次还款，但每期手续费却一直按照分期总金额收取的，为了准确计算分期付款的实际利率，需要引入期初金额（ p_v ），每期还款额（ p_{mt} ），每期利率（ r ）和还款期数（ t ）四个概念。

$$p_v = \frac{p_{mt}}{(1+r)} + \frac{p_{mt}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{p_{mt}}{(1+r)^{t-1}} + \frac{p_{mt}}{(1+r)^t}$$

得到每期的实际利率（ r ），再乘上 12，就得到了实际的年化利率。在这个例子中，分期产品的实际年化利率高达 14.26%，高于最低年化透支利率 12.78%。

分期付款业务实质上是一种循环透支产品，有利于扩大消费和控制风险。目前分期产品主要有账单分期、灵活分期、大额分期、现金分期、POS 分期几种。根据银联数据统计，1H17 账单分期占各行分期业务笔数的 60.62%；大额分期仅占 8.2%，但收入占比高达 41.19%。

图 14：1H17 账单分期占分期业务笔数最大，大额分期占分期业务收入最大



资料来源：银联观卡，天风证券研究所

账单分期实质是对持卡人账务的调整处理，从银行的角度来说，账单分期运营成本最低。账单日至最后还款日期间，持卡人将已出账单的金额办理分期。因此银行无需发展商户也无需投入 POS 机，持卡人可通过网银等自助办理，极大降低了运营成本。

大额分期收益较高，是银行根据持卡人特定的大额消费需求结合信用资质，提供的分期贷

款模式。当前各大商行力推汽车分期产品，汽车消费单笔金额高，信贷需求旺盛，已经形成信用卡分期付款与汽车金融公司贷款平分天下的局面。由于汽车分期业务涉及与大型汽车厂合作，大型商业银行往往具备更多优势。银行还积极利用渠道优势，发力自家的网上商城分期购物。

灵活分期是具体一笔消费已记账还未出账之前，持卡人申请直接转换成分期支付；现金分期是持卡人将信用卡额度转换为现金，并按指定期数分期归还；POS 分期是持卡人在与发卡行有合作关系的商场购物后，在结账前对营业员表明该笔消费需要分期付款，并选择分期期数后，由营业员在专门的 pos 机上刷卡的一种提前消费方式。持卡人在分期后根据对账单上金额按期支付，直至全部分期金额还清为止。

2.1.3. 商户回佣，以量补价

刷卡回佣指客户刷卡消费，商家按交易额的一定比例向银行支付费用。一般来讲，发卡行、银联、收单行、商户、持卡人五者涉及信用卡消费的全过程，而这部分回佣通常是由发卡行、银联和收单行分享，曾长期处于 7:1:2 左右的水平。

我国信用卡刷卡费率较低，但由于交易量快速增长，达到了以量补价的效果。中国信用卡特约商户向发卡银行支付的手续费费率相对较低，大约为交易额的 0.5%，而发达国家普遍在 1.5%-3% 左右。

表 1：我国境内银行卡刷卡手续费标准

商户类别	具体包含商户	发卡行服务费	银行卡清算组织网络服务费	收单服务费基准价
餐娱类	餐饮、宾馆、娱乐、珠宝金饰、工艺美术品、房地产及汽车销售	0.9%，其中房地产和汽车销售封顶 60 元	0.13%，其中房地产和汽车销售封顶 10 元	0.22%，其中房地产、汽车销售封顶 10 元
一般类	百货、批发、社会培训、中介服务、旅行社及景区门票等	0.55%，其中批发类封顶 20 元	0.08%，其中批发类封顶 2.5 元	0.15%，其中批发类封顶 3.5 元
民生类	超市、大型仓储式卖场、水电煤气缴费、加油、交通运输售票	0.26%	0.04%	0.08%
公益类	公立医院和公立学校	0	0	按照服务成本收取

资料来源：国家发改委网站，天风证券研究所

注：1. 单店营业面积在 100（含 100）平方米以下的餐饮类商户按一般类商户标准执行；2. 未在表中列出的行业按照一般类商户标准执行；3. 收单服务费标准为基准价，实际执行中可以此为基础上下浮动 10%。

2016 年 3 月 18 日，国家发改委和人民银行发布了《关于完善银行卡手续费定价机制的通知》，从 2016 年 9 月 6 日起全面下调银行卡刷卡手续费，商户的刷卡手续费成本大幅下降。

表 2：银行卡手续费率

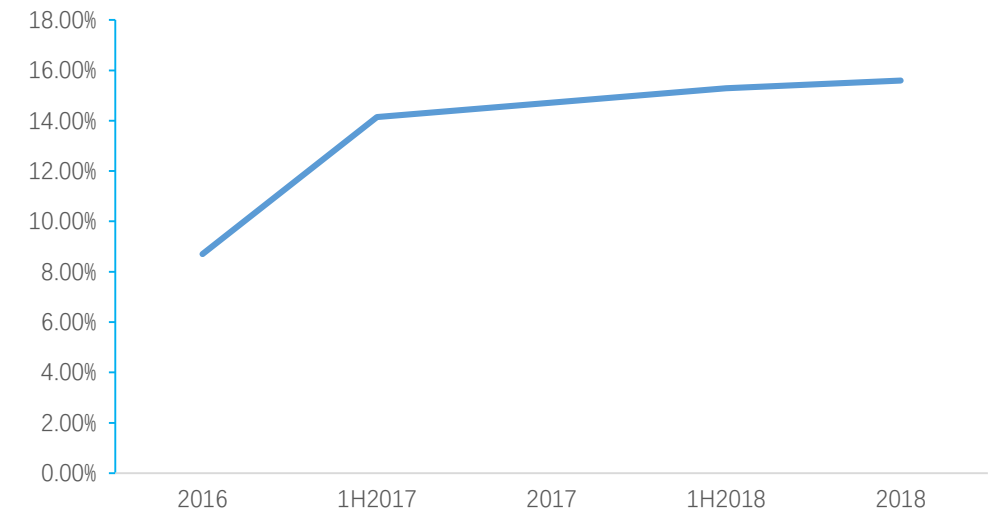
项目	费率
收单服务费	市场价调节
发卡服务费	借记卡：不高于 0.35%（单笔金额不高于 13 元） 贷记卡：不高于 0.45%
网络服务费	向发卡机构：不高于 0.0325%（单笔收费金额不超过 3.25 元） 向收单机构：不高于 0.0325%（单笔收费金额不超过 3.25 元）

资料来源：《关于完善银行卡手续费定价机制的通知》，天风证券研究所

未来商业银行在商户回佣方面依然难以在“价”上有所作为。随着第三方支付机构的兴起，

技术壁垒和市场壁垒均被打破，市场竞争白热化且缺少统一的规范，商业银行难以掌握价的主动权，但依然能够通过量的扩张实现这块收入的增长。近年来商户回佣收入占比有所上升，2018年占比达15.6%。

图 15：2018 年银联客户银行信用卡业务收入中商户回佣收入占比达 15.6%



资料来源：银数观卡，天风证券研究所

2.1.4. 其他收入，占比小难有大作为

年费收入即银行每年为提供信用卡服务而收取的一定费用。但随着信用卡行业竞争的加剧，为抢夺客户资源各行纷纷推出首年免年费，以及在规定的期限内刷满一定笔数或一定的金额等就会免去年费等优惠，信用卡业务收入中年费收入占比 2018 年就已下降至 3.7%。2014 年底浦发银行宣布，自 2015 年起，除部分提供特别权益的卡片以外，浦发信用卡旗下 50 多个产品都将无条件终身免年费。浦发银行的举措对其他银行的年费收取规定产生影响。我们预计未来银行或将从差异化产品定价入手，为高净值客户提供高价值服务，赚取一定的年费收入，而普通信用卡则不收取年费。

取现收入即银行预借持卡人现金而收取的手续费收入。多数银行信用卡取现手续费在境内按交易金额的 1%或 2%收取，而在境外根据网络不同，则一般需要在交易金额的 1%的基础上加上一定金额作为取现手续费，亦或是直接按照交易金额的 3%来收取手续费，并且一般有最低费用的限制，远高于境内交易的手续费率。

违约金是指当持卡人在到期还款日前未按时归还账单最低还款。2017 年 1 月 1 日施行的信用卡新规取消了超限费，由发卡机构和持卡人协议约定违约金。银行除了利息之外，对于最低还款额未还部分要收取 5%的违约金，最低收取 10 元人民币或 1 美元。

2.2. 信用卡业务成本考验经营能力

信用卡业务成本包括运营成本、营销成本、资金成本、风险成本等。

运营成本：运营成本是信用卡系统建立、维护成本等。信用卡业务涉及授信、营销、信贷审批、风险管理、后台管理、数据仓库、对账单、收款、管理信息和报表系统等。一般认为，150 万张流通活卡是经营基础，200-250 万张可以保证收支平衡，超过 300 万张则可能实现盈利。

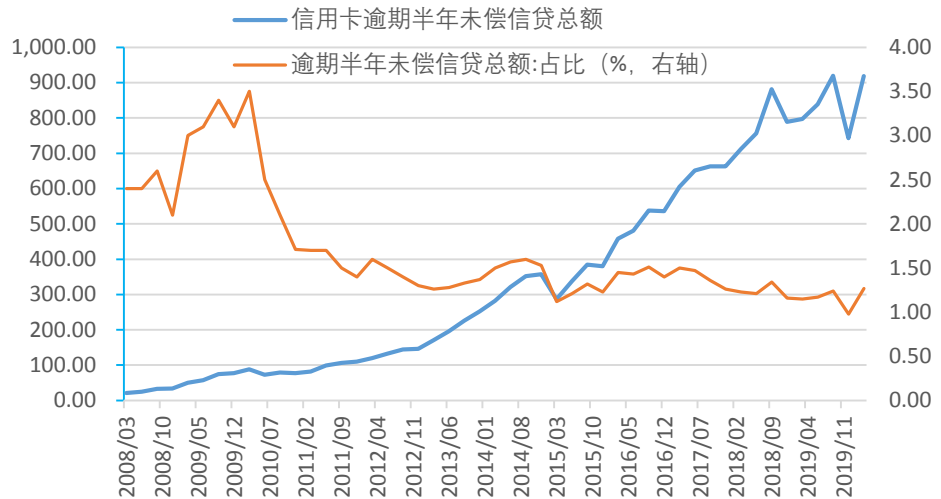
营销成本：营销成本指发卡行为促使客户使用本行卡片的促销成本。各大银行“跑马圈地”时期为了抢占市场份额，不惜投入大量资金营销，抬高了营销成本。

资金成本：资金成本指发卡行为持卡人透支消费所垫付资金而付出的成本，可以理解为信

用卡贷款 FTP 价格。比如，A 银行信用卡贷款 FTP 价格为 5%，则当信用卡收益率高于 5%，则带来正的利差收入。

风险成本：风险成本包括坏账损失以及信用卡欺诈。信用卡业务收益率较高，但风险也较高。20Q1 我国信用卡逾期半年未偿信贷达 919 亿元，较年初增加明显，逾期半年以上信用卡贷款占比达 1.27%。

图 16：20Q1 我国信用卡逾期半年未偿信贷达 919 亿元（亿元）



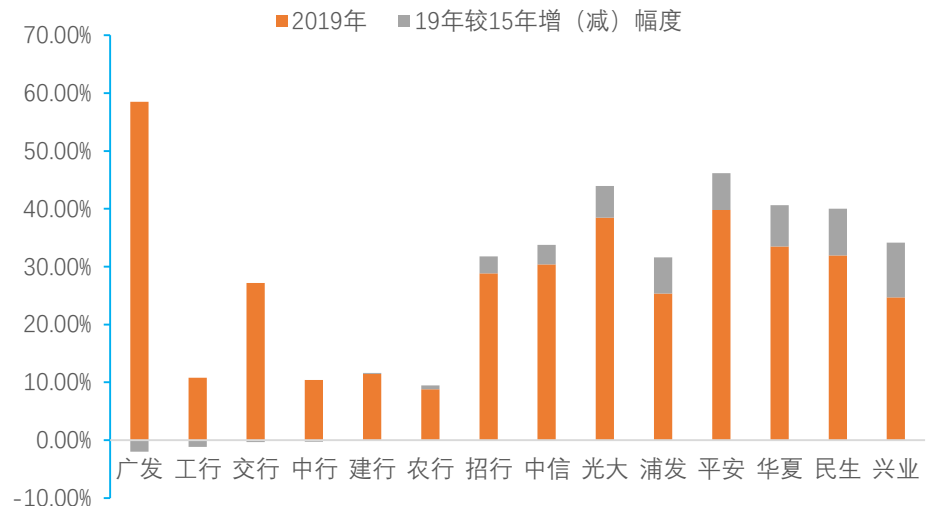
资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 上市银行争相发力信用卡业务

3.1. 上市银行竞逐信用卡业务

信用卡业务渐成零售银行业务亮点，为银行零售转型的发力点。广发银行 19 年末信用卡占零售贷款比重最高达 58.49%，四大行占比均在 30%以下。四大行信用卡占零售贷款比重提升较小，其中工行、交行和中行均为负增长。股份行争相竞逐信用卡业务，信用卡占零售贷款比重稳步提升，民生银行、兴业银行信用卡贷款占零售贷款比重 19 年末较 15 年末分别提升 8.08、9.45 个百分点。

图 17：2019 年底，大部分上市行信用卡贷款占零售贷款比重提升

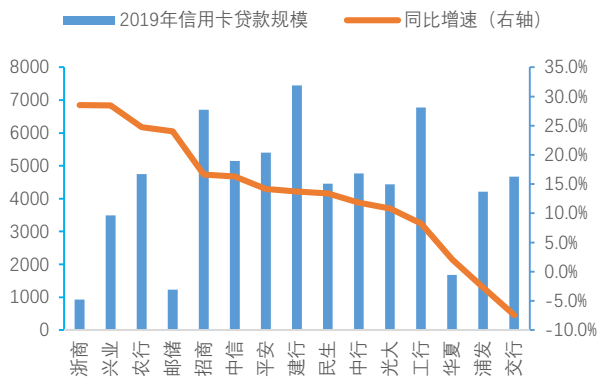


资料来源：上市银行年报，天风证券研究所

大行和股份行为信用卡贷款市场主体，19 年信用卡贷款增速较低。截至 19 年底 7.59 万亿的信用卡贷款中，六大行占比 39.1%，9 家 A 股上市股份行占 48.1%，这 15 家银行合计在总额中占比 87.1%，为信用卡市场的主导者。19 年四大行中的农行信用卡贷款同比增速较高，19 年为 24.8%；邮储信用卡贷款规模较小，19 年末仅 1232 亿，增速较高；交行负增长（-7.5%）。股份行中，浦发银行 19 年信用卡贷款出现负增长，19 年增速为-2.8%。

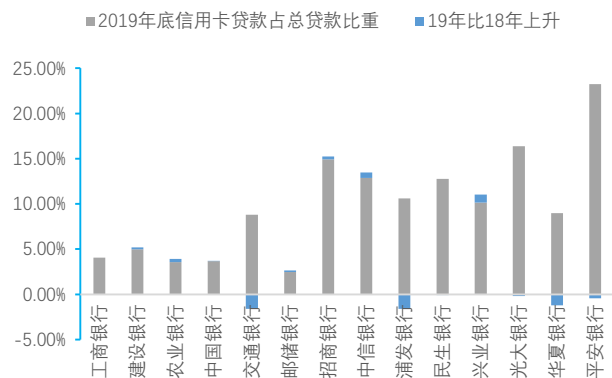
具体银行来看，19 年大行信用卡贷款占总贷款比重较低，且增幅不大。一直以来，四大行和邮储银行对信用卡贷款占比较低。除交行外，19 年底大行信用卡占贷款总额比重普遍提升，但增幅都在 0.5% 以下；交行从 18 年末的 10.4% 降低至 19 年末的 8.8%。**股份行的信用卡贷款比重较高，但 19 年普遍下降。**整体来看，18-19 年上市股份行的信用卡贷款比重（占贷款总额）增幅不大，浦发、华夏、平安的信用卡占比下降明显。其中，平安的信用卡占比显著高于其他 7 家股份行，19 年末同比降低 0.4 个百分点至 23.3%。

图 18：2019 年底，部分上市银行信用卡贷款余额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

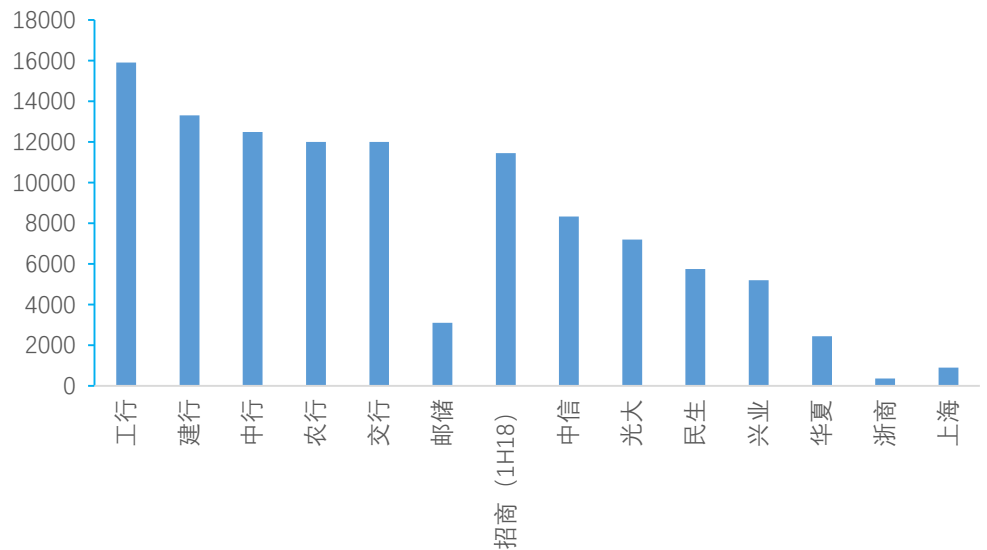
图 19：2019 年底部分上市银行信用卡贷款占总贷款比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

四大行、交行和招行信用卡累计发卡量破亿张。截至 19 年末，工行以累计发卡量 1.59 亿张居首；四大行累计发卡量均超过一亿。股份行与大行的累计发卡量有显著差距，然而信用卡贷款的体量却大致在同一水平。有两种可能，一来可能是股份行的流通卡数占比较高，二来可能是股份行户均额度或户均贷款额更高。股份制银行中能与大行匹敌的是招行，2019 年末，招商银行的流通户数达 6450.48 万户，流通卡数 9530 万张，卡户比约 1.48 卡/户；浦发银行流通户数为 3201.94 万户，卡户比约 1.37 卡/户。

图 20：截止到 2019 年底，部分上市银行信用卡累计发卡量（万张）



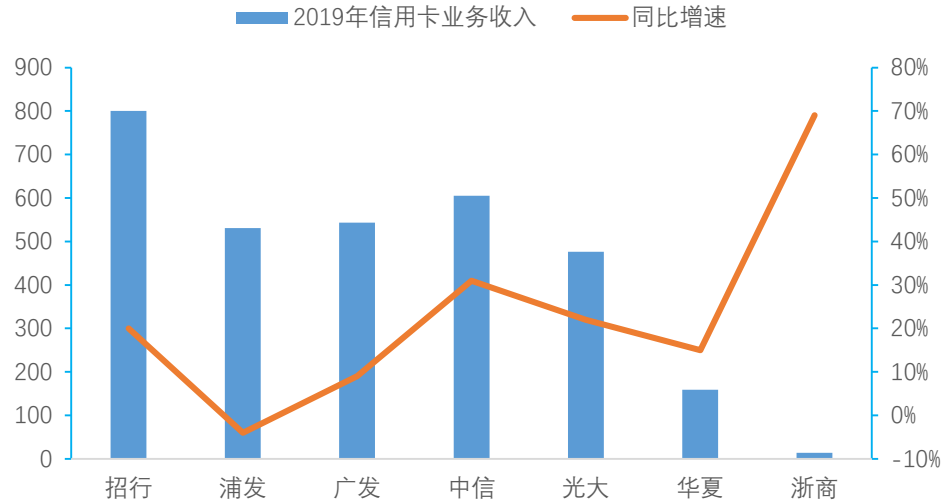
资料来源：各上市银行年报，天风证券研究所

注：19 年末招行信用卡流通卡数为 9530 万张。累计发卡量与流通卡数有所区别。

3.2. 部分上市银行信用卡收入可观

部分上市银行信用卡业务收入贡献大。2019年，招行信用卡业务收入达800亿元，中信银行达605亿元。中信银行和浙商银行19年信用卡业务收入增速较高，同比增速均超25%。由于信用卡不良上升主动控制信用卡增速，浦发银行2019年信用卡收入有所下降，同比增速为-4%。

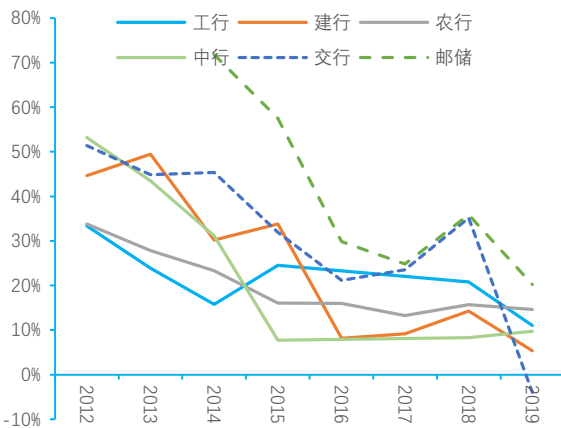
图 21：2019 年部分上市银行信用卡业务收入（亿元）



资料来源：上市银行年报 天风证券研究所

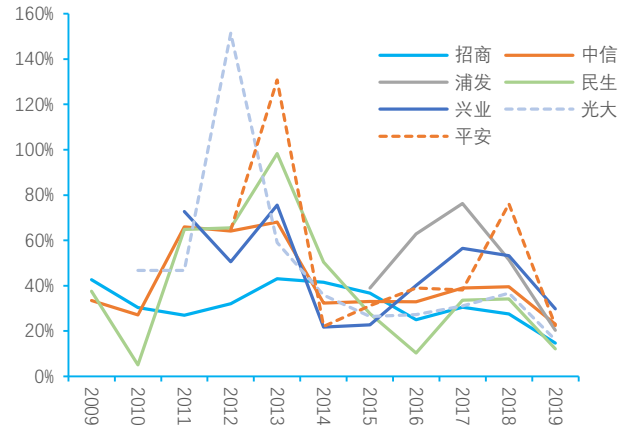
信用卡交易额持续上升，但增速普遍下滑。除中行外，6家大行的信用卡交易额同比增速均不同程度下滑，其中交行18年信用卡交易额同比增速为35%，19年降至-4%，交易额负增长。股份行里，平安交易额增速大幅下降，从18年的76%下降到23%。虽然19年信用卡交易额仍持续上升，但增速普遍下降。

图 22：大行信用卡交易金额同比增速：普遍下滑



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 23：股份行信用卡交易金额同比增速：普遍下滑

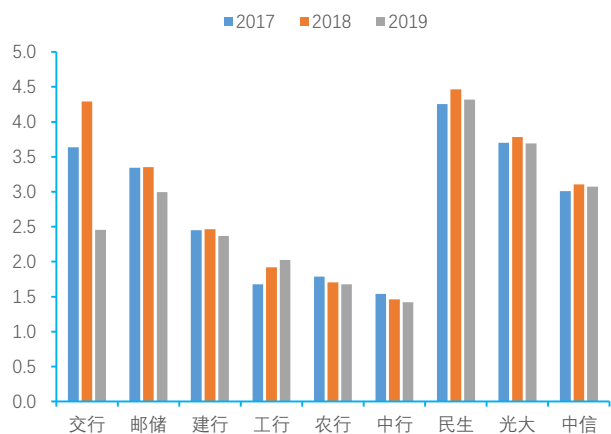


资料来源：WIND，天风证券研究所

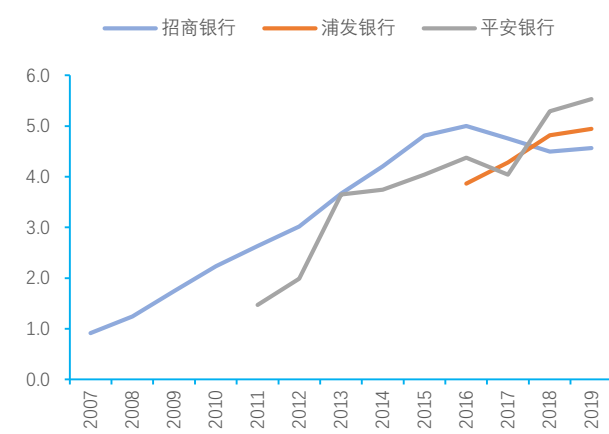
卡均交易额普遍下降。信用卡累计发卡量、流通卡数、流通户数，是年报里常见的客户数量指标，但经常披露不全，我们尽量在统一口径之下比较卡均/户均的交易情况。按累计发卡量计算卡均交易量，区别于18年多数银行的卡均交易量均上升，19年银行的卡均交易量普遍有所下降，说明19年居民透支消费倾向有所下降。按流通卡数计算卡均交易量，招行、平安、浦发比较接近，都在5万元上下，且有小幅提升。

图 24：19 年卡均交易额普遍下降(按累计发卡量，万元)

图 25：招行/浦发/平安的卡均交易额接近(按流通卡数，万元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所



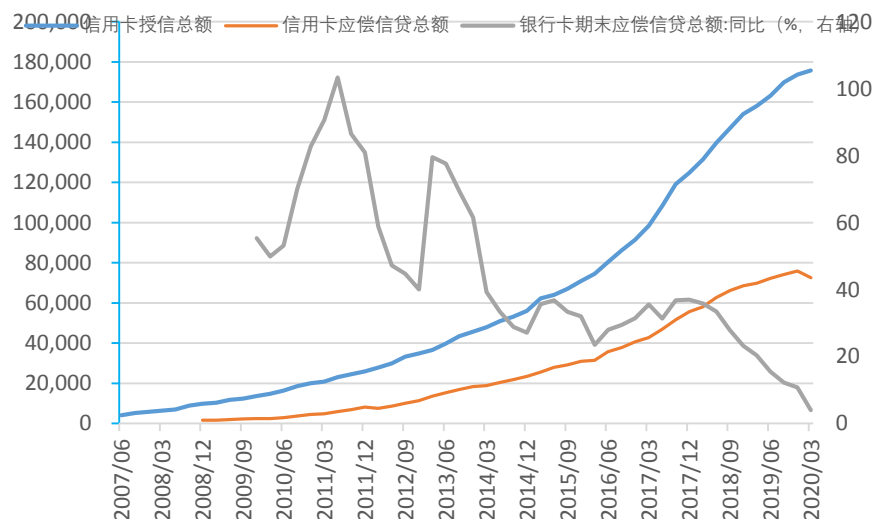
资料来源: WIND, 天风证券研究所

4. 信用卡业务还有多大的发展空间?

过去十几年, 中国信用卡产业高速发展, 为信用卡的黄金时代。中国信用卡发卡量由 08 年末的 1.42 亿张增加至 1Q20 的 7.49 亿张; 信用卡授信总额由 08 年末的 0.98 万亿增至 1Q20 的 17.57 万亿, 增加了 16.9 倍; 信用卡贷款余额则由 08 年末的 1582 亿增长至 1Q20 的 7.26 万亿, 增加了 44.9 倍。2008-2019 年可谓是我国信用卡业务的黄金时代。

信用卡业务已告别黄金时代, 增速下滑, 竞争日趋激烈。随着过去十余年高速发展, 信用卡业务竞争已十分激烈, 且存量信用卡贷款规模较大, 增速明显下滑。我们可以说, 国内信用卡业务已告别黄金时代。自 2018 年初以来, 我国信用卡贷款增速持续下降, 由 18Q1 的 35.8% 下滑至 1Q20 的 4.0%。其中, 1Q20 受新冠疫情影响, 居民消费低迷, 信用卡贷款出现下降, 1Q20 信用卡贷款减少了 0.33 万亿。

图 26: 近年来, 我国信用卡贷款增长明显放缓 (亿元)



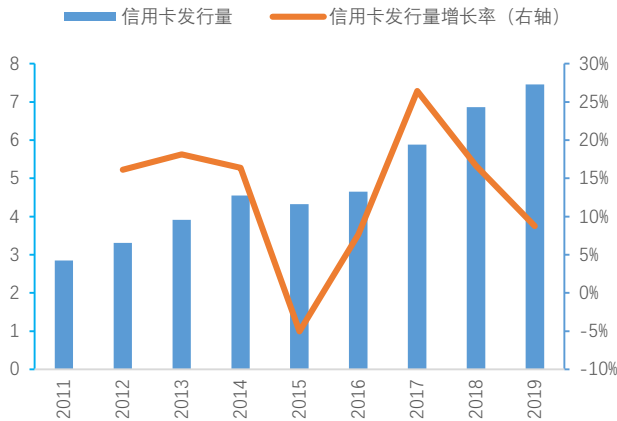
资料来源: WIND, 天风证券研究所

截至 2018 年末, 央行金融信用信息基础数据库共收录自然人 9.8 亿人; 其中, 有信贷记录的自然人 5.3 亿人。截至 18 年末, 国内信用卡发卡量达 6.86 亿张, 我们预计基本覆盖了这 5.3 亿有信贷记录的人 (部分自然人有 2 张或以上信用卡)。

我国信用卡累计发卡量已居世界前列。截至 2019 年末, 我国信用卡累计发卡量达 7.46 亿张, 同比增速达 8.7%, 增速有所放缓。经过前些年的较快增长, 2018 年、2019 年信用卡发卡量增长放缓。

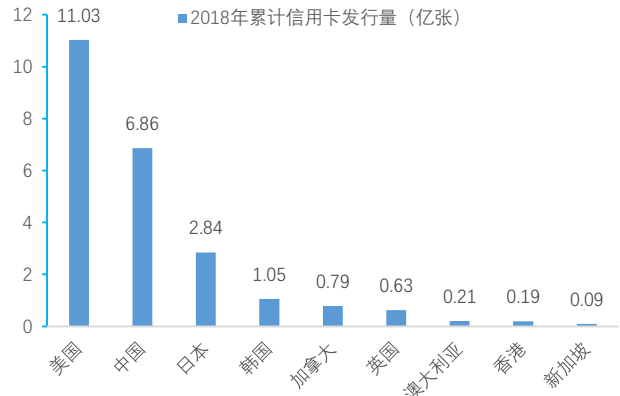
截止至 2018 年末，美国信用卡累计发卡量为 11.03 亿张，高于我国同期的 6.86 亿张。不过，得益于我国的人口规模优势，我国信用卡累计发卡量已居世界主要国家前列。

图 27：2019 年底中国信用卡累计发行量为 7.46 亿张（亿张）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：截止至 2018 年末各国累计信用卡发卡量（亿张）



资料来源：BIS，天风证券研究所

随着过去十余年的高速发展，我国信用卡行业面临发展速度放缓之局面，告别了黄金时代，正处于竞争更加激烈的白银时代。那么，未来，我国信用卡业务还有多大的发展空间呢？

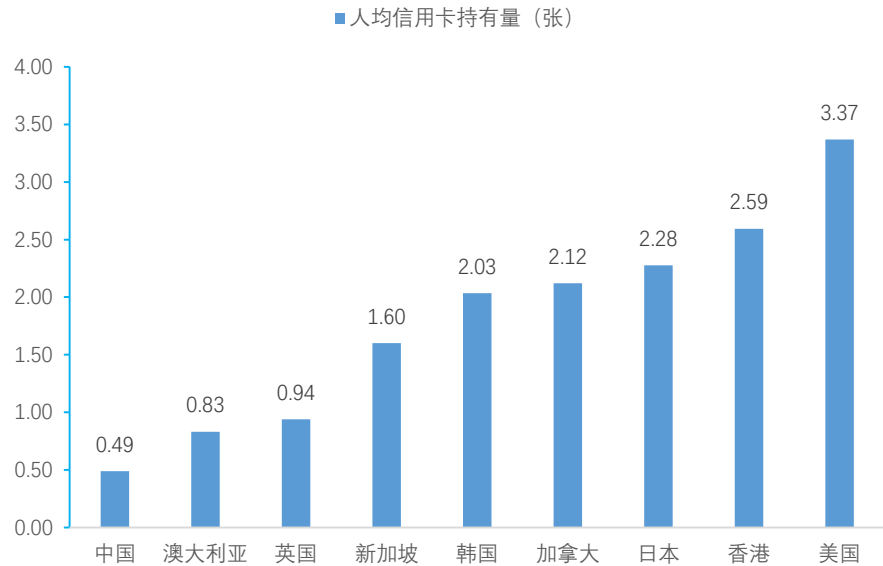
- 1) 提升人口的覆盖率，增加发卡量。当前，我国信用卡人数预计约 5 亿人，相比 14 亿人口，覆盖率仍有较大提升空间。随着国人收入水平的提升以及消费意识的改变，预计未来持有信用卡的人数仍将有较大增长。我们预计 2050 年左右国内持有信用卡人数将由目前的 5 亿人左右增长至 10 亿人左右，人均持有信用卡有望达 2 张，届时国内流通信用卡数据或超过 25 亿张，较目前有 2 倍以上的增加。
- 2) 提升人均价值。相比美国等发达国家，国内信用卡人均贷款规模仍有增长空间，此外，卡均交易量也有望有一定的提升。

4.1. 国内信用卡持卡人数有较大增长空间

从人均持卡量角度看，目前中国信用卡人均持卡量较低。截至 2019 年末，我国人均信用卡持卡量为 0.53 张。从 2018 年末主要国家或地区的人均信用卡持卡量来看，美国人均 3.37 张，韩国、日本、加拿大和我国香港地区人均 2 张以上，澳大利亚和英国的人均持卡量也略高于中国。我国人均持卡量仅为美国的七分之一，在人均持卡量上与发达国家地区差距较大，未来提升前景广阔。

由于人均信用卡持卡量这项指标统计的是信用卡发行总量与总人口数的比值，因此会小于实际使用信用卡群体的人均持卡量（简称“实际信用卡人均持卡量”）。但实际信用卡人均持卡量缺乏权威数据。据每日经济新闻报道，信用卡资深研究人士董峥曾预估目前我国实际持卡人数约 5 亿人，实际信用卡人均持卡量为 1.5 张。这一估计也与 18 年末有信贷记录的有 5.3 亿人接近，我们认为相对靠谱。即便考虑实际的人均持卡量，我国人均持卡量依然偏少，信用卡行业市场规模未来有望继续扩大。特别是，考虑到未来城镇率提升和国人收入的增长，有信贷记录的人数将有大幅增加，信用卡的人口覆盖率有望大幅提升。

图 29：中国信用卡持卡量在人均水平上与发达国家地区差距较大（张，截至 2018 年末）



资料来源: BIS, 天风证券研究所

国内一线城市信用卡人均持卡量较高,东南沿海省份有效卡量较多。据银联报告,截至2019年6月末,东南沿海地区银数客户银行有效卡量较高,广东、浙江、江苏、山东的有效卡量超过千万,河南、湖南、云南、宁夏卡量较年初增速在15%以上。随着我国城镇化进程加快,信用卡市场潜在客户增加的同时,未来信用卡市场的发展或将逐步转向中西部的三、四线城市。

图 30: 东南沿海省份有效卡量较多

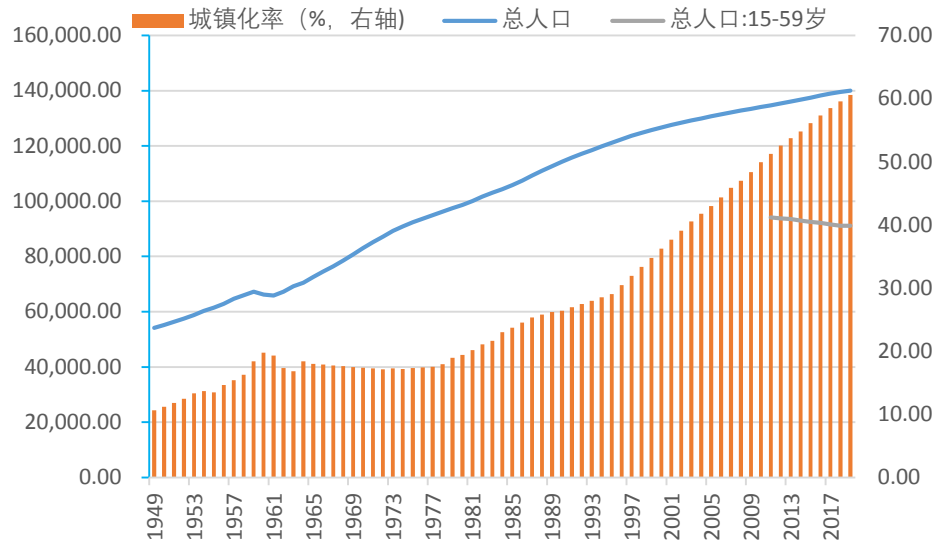
各省份有效卡量



资料来源: 银数观卡, 天风证券研究所

美国2018年末人均信用卡持卡量为3.37张,因此我们预估中国未来的人均信用卡持卡量天花板约为3张。据《中国发展报告2020:中国人口老龄化的发展趋势和政策》预测,2020-2035年,中国的总人口即将达到峰值并进入长期负增长阶段,达到峰值的时间在2030年左右,峰值人口为14.2亿-14.4亿;此后总人口将开始进入负增长时期,2050年人口规模将下降至13.6亿到13.8亿人。

图 31: 中国历年人口情况 (万人)



资料来源：WIND，天风证券研究所

截至 19 年末，中国人口 14 亿人，城镇化比例 60.6%，其中，15-59 岁人口 9.11 亿人。根据人口数的预测，我们假定三种情形下（2030 年、2040 年和 2050 年人均持卡量达到 2 张），测算信用卡发卡量的增速。不过，考虑到人口结构及城镇化提升速度，我们认为，人均信用卡持卡量达到 2 张，2050 年更为可能。我们预计，2050 年国内人均信用卡持卡量达 2 张，信用卡流通卡量达 27 亿张，未来 30 年信用卡发卡量复合增速 4.4%。

表 3：人均信用卡持卡量达到 2 张，信用卡发卡量年均复合增速

	年份	预测人口数 (亿)	信用卡发卡量年均复合增速
人均持卡 量达到 2 张的时间	2030 年	14.3	14.38%
	2040 年	14	6.84%
	2050 年	13.7	4.43%

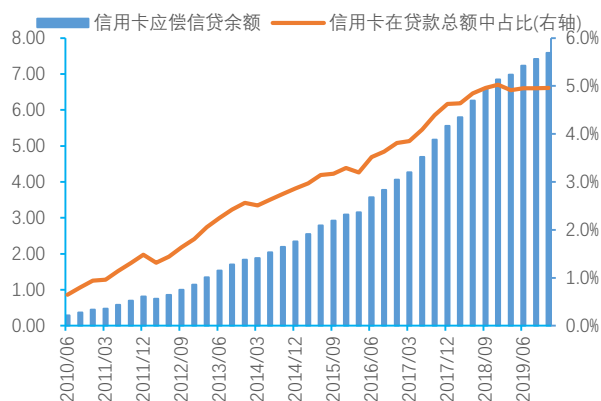
资料来源：《中国发展报告 2020:中国人口老龄化的发展趋势和政策》，天风证券研究所

4.2. 2050 年信用卡贷款余额或达 30 万亿元

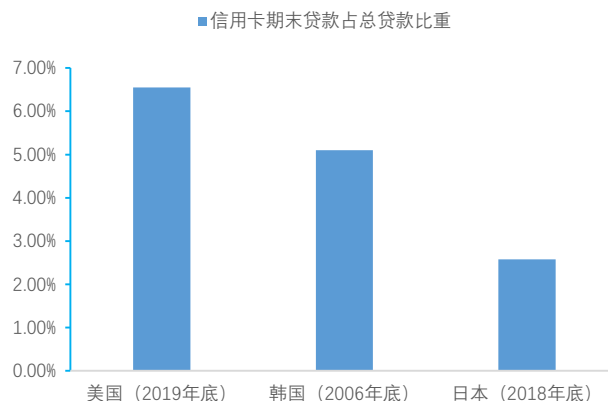
我国的信用卡贷款占总贷款的比重较低。19 年底，我国信用卡应偿信贷余额为 7.59 万亿元，在总贷款中占比 4.96%，同比下降 0.07 个百分点。同期，美国信用卡期末应偿信贷余额为 9270 亿美元，在整体信贷中占比 6.55%。2018 年末日本信用卡应偿信贷余额占总贷款比重为 2.58%；2006 底韩国的占比为 5.1%。相比之下，我国信用卡期末代偿余额占总贷款比重低于美国，略低于 06 年底韩国的占比水平。随着我国居民消费意识的转变和城镇化进程的加快，信用卡贷款规模有望平稳增长。

图 32：19 年底信用卡应偿信贷余额为 7.59 万亿元（万亿元）

图 33：我国的信用卡贷款占总贷款的比重较低



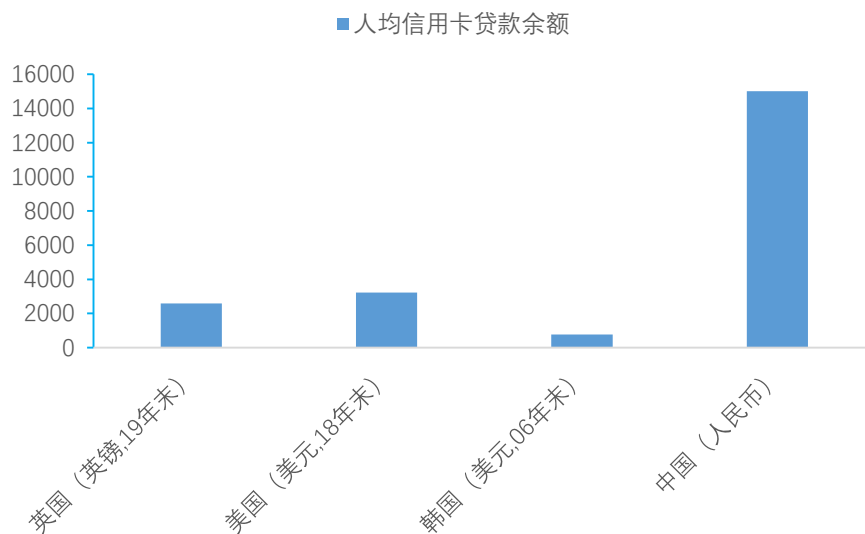
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: CMD 数据库、The Japan Consumer Credit Association、Bis Papers Chapters,2009,46, 天风证券研究所

我国实际人均信用卡贷款金额与发达国家差距较小。我国目前实际信用卡使用人数约为 5 亿人，19 年末信用卡应偿信贷余额为 7.59 万亿元，因此实际人均信用卡贷款规模约为 1.5 万元。美国 18 年末人均信用卡贷款余额为 3220 美元（约 22800 元人民币）、英国 19 年末家庭人均信用卡贷款余额为 2594 英镑（约 22600 元人民币）。相比之下，我国实际人均信用卡贷款金额与发达国家人均信用卡贷款金额相差不大，主要原因可能为 1) 我国现存的信用卡用户主要为较高收入群体，收入水平与发达国家人均收入水平相差不大；2) 部分银行依托信用卡向小微企业主发放个人经营性贷款，推高了信用卡贷款规模。

图 34: 各国年末人均信用卡贷款余额



资料来源: CMD 数据库、THE MONEY CHAIRTY、Bis Papers Chapters,2009,46, 天风证券研究所

注: 英国的统计口径是家庭人均。

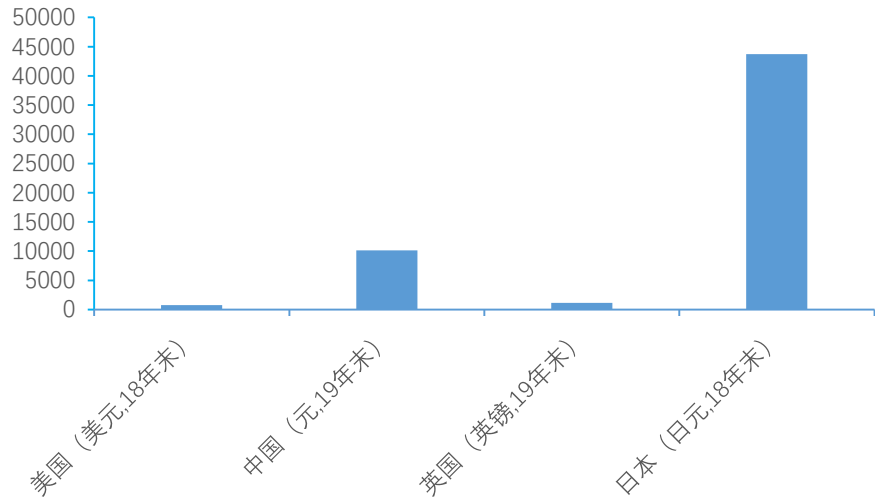
那么，中国信用卡业务还有多大的发展空间呢？

从累计发卡量和卡均贷款余额角度：截至 2018 年末，美国信用卡贷款期末余额为 8700 亿美元，约 6 万亿人民币。2018 年末美国信用卡累计发行量为 11.03 亿张，由此可算出每张信用卡期末贷款余额约为 788 美元（约 5400 人民币元）；英国 2018 年末卡均贷款余额为 1155 英镑（约 1 万人民币元）、日本 2018 年末卡均贷款余额为 4.37 万日元（约 2900 人民币元）。19 年末，国内信用卡发卡量 7.49 亿张，信用卡贷款 7.59 万亿元人民币，卡均贷款余额 1.01 万元人民币。

我们预测 2050 年我国人口规模为 13.7 亿，人均将持有 2 张信用卡（低于当前美国水平，但高于英国、新加坡），并假设未来卡均贷款保持不变，即 1.01 万元/张。**由此可推算出，**

2050 年累计发卡量约为 27.4 亿张卡，信用卡贷款规模达 27.7 万亿元，仍有较大的发展空间。

图 35：各国年末卡均贷款余额，中国卡均信用卡贷款较高

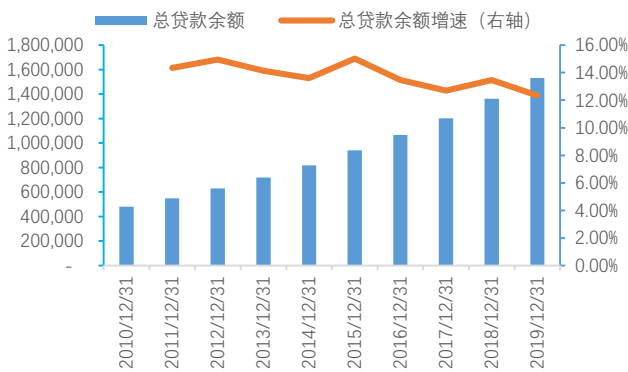


资料来源：BIS、CMD 数据库、THE MONEY CHAIRTY、The Japan Consumer Credit Association，天风证券研究所

从信用卡贷款期末余额占总贷款比重角度：假设未来我国信用卡期末应偿信贷余额占总贷款比重与美国当前的 6.55%接近，以此测算 2050 年期末信用卡应偿信贷规模。截止至 2019 年末，我国金融机构各项贷款余额为 153 万亿元。美国 03-19 年的总贷款年均复合增长率为 3.57%，美国为发达国家，贷款增速较慢。2019 年末我国贷款增速为 12.34%，考虑到经济转型发展，以及经济增长的放缓，中长期贷款增速预计将明显下行，与 GDP 增速相匹配。

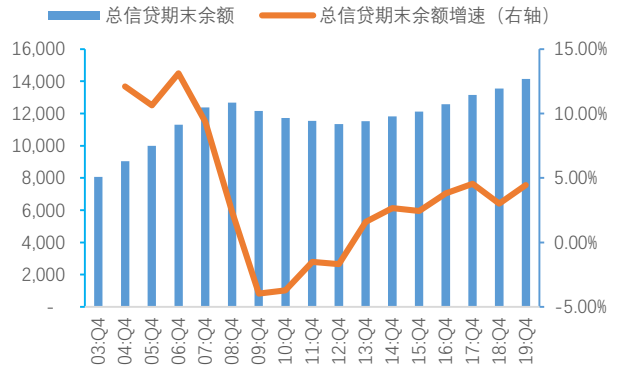
因此，我们预测未来 30 年的年均贷款复合增长率为 4%来测算 30 年后我国的贷款规模。经我们测算，2050 年末我国贷款市场规模约为 516 万亿元，信用卡市场贷款有望达 34 万亿元。

图 36：我国 2019 年总贷款余额同比增速为 12.34%（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：美国 2019 年总贷款余额同比增速为 4.44%（十亿美元）



资料来源：CMD 数据库，天风证券研究所

从持卡人数和人均信用卡贷款角度：2018 年我国 0-24 岁人口占比为 27.9%，85-95 岁以上人口占比为 0.82%，共计 28.72%。信用卡的持卡人群以 25 岁以上的人群为主，假设到 2050 年，我国 14 亿人口中，25 岁以上人群至少持有一张信用卡，信用卡持卡人数将达到 10 亿的天花板。美国、英国 2018 年末人均信用卡贷款余额均约为 23000 元，当我国信用卡市场发展成熟之时，人均贷款余额基本可以接近英美现在的水平，由此测算，我国 2050 年信用卡贷款市场规模约为 23 万亿元。

因而，我们预测 2050 年中国信用卡贷款余额大致为 23-34 万亿元，较 19 年末的 7.59 万亿元仍有 2-3 倍的增长空间。

5. 投资建议：低估值与经济反弹共振，银行股估值有望修复

经过过去十余年的高速发展，国内信用卡贷款余额已由 08 年末的 0.16 万亿元快速增至 19 年末的 7.59 万亿元，可谓是信用卡业务的黄金十年。18 年末，有信贷征信记录的自然人数量约 5.3 亿人，预计持有信用卡的人数达 5 亿人，我国信用卡产业已告别高速发展的黄金时代，未来信用卡贷款增速将放缓，竞争更趋激烈。

随着我国居民消费意识的转变和城镇化率的提升，未来消费信贷需求有望平稳增长，信用卡行业将进入稳健发展阶段。我们预测 2050 年中国信用卡贷款余额大致为 23-34 万亿元，较 19 年末的 7.59 万亿元仍有 2-3 倍的增长空间。

低估值与经济反弹共振，银行板块估值有望合理修复。当前，A 股银行（申万）指数仅 0.70 倍 PB (lf)，为历史低位。经济逐步走出疫情影响，随着经济刺激政策落地发挥效果，社融增速明显上行，下半年经济或明显反弹。尽管金融让利担忧制约上行空间，但经济反弹有望缓解不良担忧，支撑银行股估值合理修复，特别是四季度估值切换值得关注。

个股方面，我们主推低估值且基本面较好的平安银行、光大银行、兴业银行，关注成都银行、长沙银行、江苏银行、常熟银行、张家港行、招商银行等。

6. 风险提示

受突如其来的新冠疫情影响，全球经济面临严重衰退之风险，可能使得上市银行贷款等资产质量明显恶化；金融系统向实体经济大幅让利，可能导致上市银行盈利显著负增长等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com