

证券研究报告

2020年08月03日

行业报告 | 行业专题研究

银行

## 我们如何研究银行业？

作者：

分析师 廖志明 SAC执业证书编号：S1110517070001

联系人 邵春雨 shaochunyu@tfzq.com



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

## 基本面分析构建银行股研究框架

- 银行资产规模扩张速度与实体经济发展密切相关。银行的资产是实体经济的负债，是投资的主要资金来源。我们预计未来10年中国银行业资产规模增速落在5%-10%区间，与名义GDP增速相匹配。
- 一般而言，加息周期，息差走阔；降息周期，息差缩窄。息差水平差异亦取决于各行存贷款的期限、客户结构及风险偏好。净息差的核心是存贷利差，因多数银行资产以贷款为主，负债以存款为主。负债成本率低而资产收益率高的，净息差高。负债成本优势，如四大行及招行。资产收益率优势，如平安、宁波等。
- 决定资产质量的三因素：（1）长期看过往信贷投放风格。不良高发的行业高度重叠，且表现出顺周期性，抓住不良易发生行业就抓住了不良生成；信贷投放策略体现银行风险偏好。（2）中期看宏观经济。贷款的质量本质上是客户的到期还本付息的能力和意愿，而导致该能力和意愿下降的主要原因是利润下滑、融资收紧。（3）短期看策略选择，“三率平衡”约束下，银行以不良认定、拨备计提、不良处置等策略来灵活调整不良额和拨备额。

## 息差、资产质量及估值的国际比较

- ROE差别造就估值分化。19年中国上市银行ROE均值为11.7%，在主要国家上市银行中处于较高水平。主要是因为中国上市银行息差比主要发达国家高，同时成本收入比很低，盈利能力较强。
- 中国经济波动较小，银行不良率处于G20国家较低水平。中国的GDP增速相对稳定，经济波动较小，因此中国银行业的不良率明显低于其他发展中国家，其不良贷款率的水平更接近发达国家。
- 中国银行业息差让利空间不大。19年末中国银行业贷款基准利率为4.35%，在主要国家银行业中属于较低水平。当前息差虽然略高于部分发达国家，但低于美国，也显著低于其他发展中国家，息差让利空间不大。

风险提示：金融让利，短期盈利增速明显下滑；疫情导致资产质量显著恶化等。

### 重点标的推荐

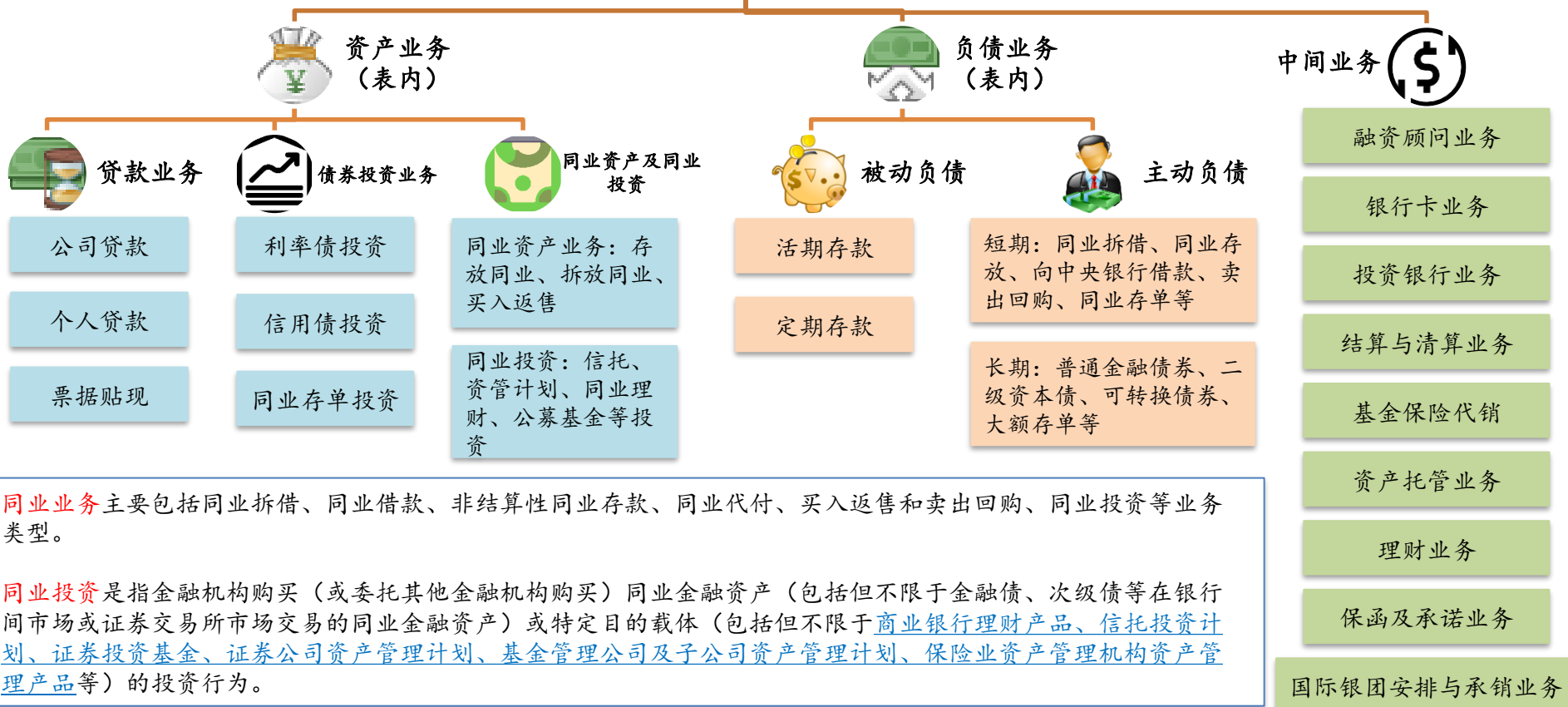
股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2020-07-31	评级	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600036.SH	招商银行	34.80	买入	3.68	4.09	4.50	4.99	9.46	8.51	7.73	6.97
000001.SZ	平安银行	13.34	买入	1.45	1.69	2.01	2.28	9.20	7.89	6.64	5.85
601818.SH	光大银行	3.78	买入	0.71	0.81	0.91	1.00	5.32	4.67	4.15	3.78
601166.SH	兴业银行	15.66	买入	3.17	3.38	3.71	4.15	4.94	4.63	4.22	3.77
002839.SZ	张家港行	6.16	买入	0.53	0.60	0.68	0.81	11.62	10.27	9.06	7.60

数据来源：WIND，天风证券研究所

# 一图纵览商业银行业务



## 银行业务类型



**同业业务**主要包括同业拆借、同业借款、非结算性同业存款、同业代付、买入返售和卖出回购、同业投资等业务类型。

**同业投资**是指金融机构购买（或委托其他金融机构购买）同业金融资产（包括但不限于金融债、次级债等在银行间市场或证券交易所市场交易的同业金融资产）或特定目的载体（包括但不限于商业银行理财产品、信托投资计划、证券投资基金、证券公司资产管理计划、基金管理公司及子公司资产管理计划、保险业资产管理机构资产管理产品等）的投资行为。

# 目录

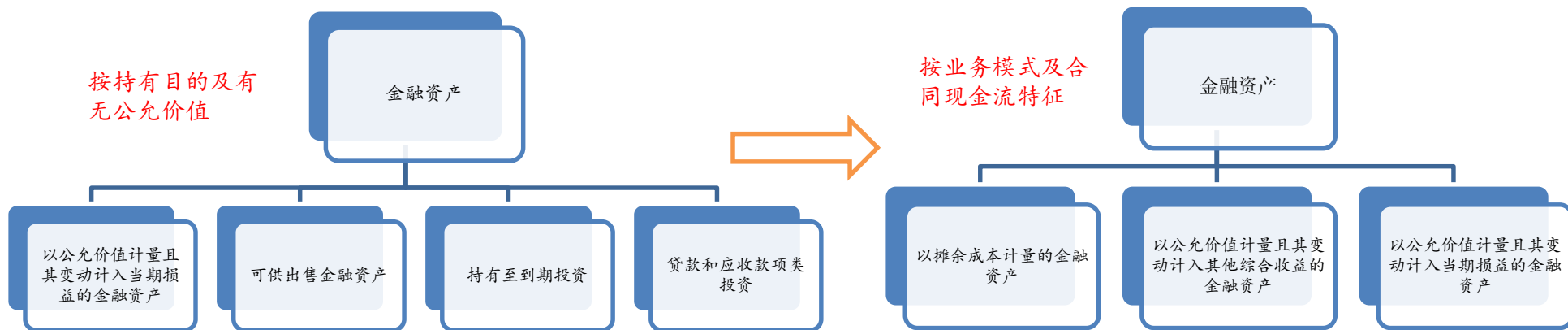
CONTENTS

01 如何读懂银行财报？

02 银行股研究框架

03 息差、资产质量及估值的国际比较

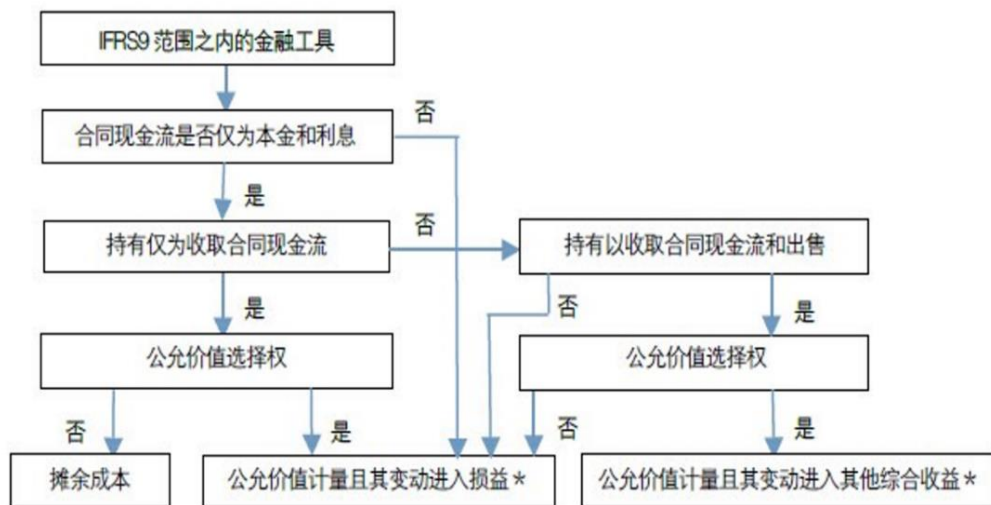
# 1、如何读懂银行财报——IFRS 9 新准则



## IFRS 9逐步在国内落地，国内实施时间表

- 对于在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报告的企业，要求自2018年1月1日起施行新金融工具相关会计准则。
- 对于境内上市企业，要求自2019年1月1日起施行新金融工具相关会计准则，为这些企业预留近两年的准备时间，同时确保上市公司范围内执行新准则的一致性。
- 执行企业会计准则的非上市企业，要求自2021年1月1日起施行新金融工具相关会计准则，为这些企业预留近四年的准备时间，以确保准则执行质量。
- 金融资产新分类对上市银行影响不大。

# 1、如何读懂银行财报——IFRS 9 新准则



\* 非交易性权益投资可选择将公允价值变动计入其他综合收益

**业务模式测试**：持有金融资产的目标是否为收取合同现金流而持有。

**合同现金流测试**：合同条款导致在指定日期产生的现金流量仅为本金及未偿付金额之利息的支付。

**公允价值选择权**：会计主体选择以公允价值计量且其变动计入损益。

- 业务模式是指如何管理其金融资产以产生现金流量。业务模式决定企业所管理金融资产现金流量的来源是收取合同现金流量、出售金融资产赚取价差还是两者兼有。
- 金融资产的合同现金流量特征，是指金融工具合同约定的、反映相关金融资产经济特征的现金流量属性。
- 分类为以摊余成本计量的金融资产的合同现金流量特征，应当与基本借贷安排相一致，即相关金融资产特定日期产生的合同现金流量仅为收回的本金和以未偿付本金金额为基础收取的利息，其中，本金是指金融资产在初始确认时的公允价值；利息包括对货币时间价值、与特定期末偿付本金金额相关的信用风险、以及其他基本借贷风险、成本和利润率的对价。

# 1、如何读懂银行财报——IFRS 9 新准则影响

## 新准则对股票投资的影响-保险等业绩波动加大，提升蓝筹股及举牌投资吸引力

新准则将使保险、券商、基金、信托等持有的二级市场买入的股票全部作为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产核算，其市值波动的盈亏全部进入当期损益，业绩波动将增大。而且准则规定对于目前持有的股票必须全部进行追溯调整。对于那些被机构自营重仓持有的股票需要认真对待。

新准则规定，由准则第2号长期股权投资规范的长期股权投资，适用长期股权投资。除非对联营企业或合营企业的投资按照本准则进行会计处理的，或者企业符合合并财务报表有关投资性主体的定义，并根据该准则规定对其子公司投资以公允价值计量且其变动计入当期损益进行会计处理的，应当适用本准则。

保险、券商、信托公司等投资股票，化解市值波动影响只有公司持股超过20%或能够对上市公司派出董事参与决策，划入长期股权投资，不作为金融资产。

新准则之下，无法隐藏亏损的股票投资，预计将提升蓝筹股对保险的机构吸引力；并为减少市值波动对业绩的影响，在监管允许的情况下，举牌达到长期股权投资标准将是可行的策略。

# 1、如何读懂银行财报？

Million RMB (平安银行)	2019年12月31日	2018年12月31日
<b>资产</b>		
现金及存放中央银行款项	252,230	278,528
存放同业款项	85,684	85,098
贵金属	51,191	56,835
拆出资金	79,369	72,934
衍生金融资产	18,500	21,460
买入返售金融资产	62,216	36,985
发放贷款和垫款	2,259,349	1,949,757
金融投资：		
交易性金融资产	206,682	148,768
债权投资	656,290	629,366
其他债权投资	182,264	70,664
其他权益工具投资	1,844	1,519
投资性房地产	247	194
固定资产	11,092	10,899
使用权资产	7,517	
无形资产	4,361	4,771
商誉	7,568	7,568
递延所得税资产	34,725	29,468
其他资产	17,941	13,778
资产总计	3,939,070	3,418,592

## 资产负债表列示的为净值

**贵金属主要包括黄金。**非交易性贵金属按照取得时的成本进行初始计量，以成本与可变现净值较低者进行后续计量。为交易目的而获得的贵金属按照取得时的公允价值进行初始确认，并以公允价值于资产负债表日进行后续计量，相关变动计入当期损益。

### 金融资产按业务模式以及合同现金流量特征分为三大类：

- (i) 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；
- (ii) 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产；
- (iii) 以摊余成本计量的金融资产。

**权益工具：**(1) 该金融工具不包括交付现金或其他金融资产给其他方，或在潜在不利条件下与其他方交换金融资产或金融负债的合同义务；(2) 将来须用或可用自身权益工具结算该金融工具的，如该金融工具为非衍生工具，不包括交付可变数量的自身权益工具进行结算的合同义务；如为衍生工具，只能通过以固定数量的自身权益工具交换固定金额的现金或其他金融资产结算该金融工具。

**衍生金融工具**指一种金融产品，其价值取决于其所依附的另一种“基础性”金融产品指数或其他变量的价值。通常这些“基础性”产品包括股票、大宗商品、债券市价、指数市价或汇率及利率等。

**投资性房地产**是指为赚取租金或资本增值，或者两者兼有而持有的房地产。平安银行的投资性房地产主要是已出租的建筑物及相应的土地使用权。



# 1、如何读懂银行财报？

MILLION RMB	2019年12月31日	2018年12月31日
负债		
向中央银行借款	113,331	149,756
同业及其他金融机构存放款项	368,691	392,738
拆入资金	26,071	24,606
交易性金融负债	29,691	8,575
衍生金融负债	21,404	21,605
卖出回购金融资产款项	40,099	7,988
吸收存款	2,459,768	2,149,142
应付职工薪酬	14,218	12,238
应交税费	12,031	9,366
已发行债务证券	513,762	381,884
租赁负债	7,600	
预计负债	1,734	860
其他负债	17,687	19,792
负债合计	3,626,087	3,178,550
股东权益		
股本	19,406	17,170
其他权益工具	39,948	19,953
其中：优先股	19,953	19,953
永续债	19,995	
资本公积	80,816	56,465
其他综合收益	2,314	786
盈余公积	10,781	10,781
一般风险准备	46,348	39,850
未分配利润	113,370	95,037
股东权益合计	312,983	240,042
负债及股东权益总计	3,939,070	3,418,592

**同业负债：**同业存放、拆入资金、卖出回购

**向中央银行借款：**逆回购、MLF、再贷款等

**应付债券：**金融债、二级资本债、可转债、同业存单、永续债

**交易性金融负债：**分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债。如交易性黄金租赁应付款。在初始确认时被指定为交易性金融负债，后续不能重分类为其他类金融负债；其他类金融负债也不能重分类为交易性金融负债。

**可转换公司债券**包括负债部份和权益部份。负债组成部分体现了支付固定本息义务，被分类为负债并在初始确认时按照未嵌入可转换期权的同类债券的市场利率计算其公允价值，并采用实际利率法，按照摊余成本进行后续计量。权益部分体现了将负债转换成普通股的嵌入期权，按照可转换公司债券的整体发行所得与其负债组成部分的差额计入所有者权益。**当可转换公司债券转换为股票时，按转换的股数与股票面值计算的金额转换为股本，可转换公司债券的相关组成部分的账面余额与上述股本之间的差额，计入资本公积中股本溢价。**

**一般风险准备区别于拨备**，根据财政部的有关规定，从净利润提取一般风险准备作为利润分配处理，从事银行业务的金融企业，应于每年年度终了根据承担风险和损失的资产余额的一定比例提取一般准备金，用于弥补尚未识别的可能性损失。一般准备金的计提比例由金融企业综合考虑其所面临的风险状况等因素确定，原则上一般准备金余额不低于风险资产期末余额的1%。

# 1、如何读懂银行财报？

MILLION RMB	2019年度	2018年度	MILLION RMB	2019年度	2018年度
一、营业收入			二、营业支出		
利息收入	177,549	162,888	税金及附加	-1,290	-1,149
利息支出	-87,588	-88,143	业务及管理费	-40,852	-35,391
利息净收入	89,961	74,745	营业支出合计	-42,142	-36,540
手续费及佣金收入	45,903	39,362	三、资产减值损失前营业		
手续费及佣金支出	-9,160	-8,065	利润	95,816	80,176
手续费及佣金净收入	36,743	31,297	信用减值损失	-58,471	-47,814
投资收益	9,710	9,186	资产减值损失	-1,056	-57
公允价值变动损益	49	892	四、营业利润	36,289	32,305
汇兑损益	1,196	209	加：营业外收入	99	28
其他业务收入	110	170	减：营业外支出	-148	-102
资产处置损益	-30	88	五、利润总额	36,240	32,231
其他收益	219	129	减：所得税费用	-8,045	-7,413
营业收入合计	137,958	116,716	六、净利润	28,195	24,818

- **投资收益**：债券投资及票据转让价差收益。
- **公允价值变动损益**：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值变动损益。
- **资产减值损失**又称“拨备”，是利润调节工具，可以平滑业绩波动。
- **手续费收入及佣金收入**主要分为两类：(i) 通过在特定时点或一定期间内提供服务收取的手续费及佣金：此类手续费在服务期间按权责发生制确认，主要包括佣金、资产管理费、托管费以及其他管理咨询费。(ii) 通过特定交易服务收取的手续费：因协商、参与协商第三方交易，例如收购股份或其他债券、买卖业务而获得的手续费和佣金于相关交易完成时确认收入。与交易的效益相关的手续费和佣金在完成实际约定的条款后才确认收入。

# 目录

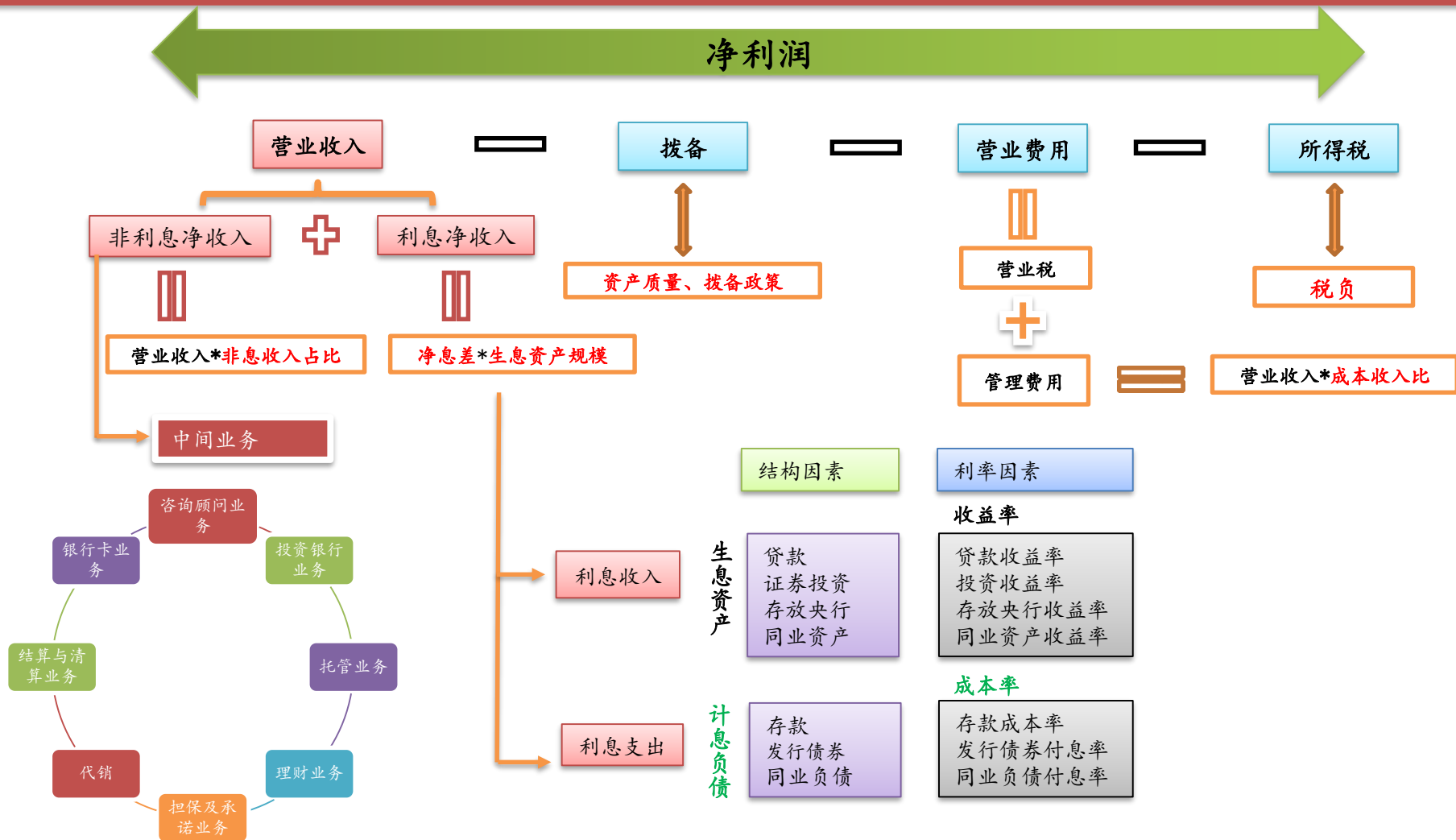
CONTENTS

01 如何读懂银行财报？

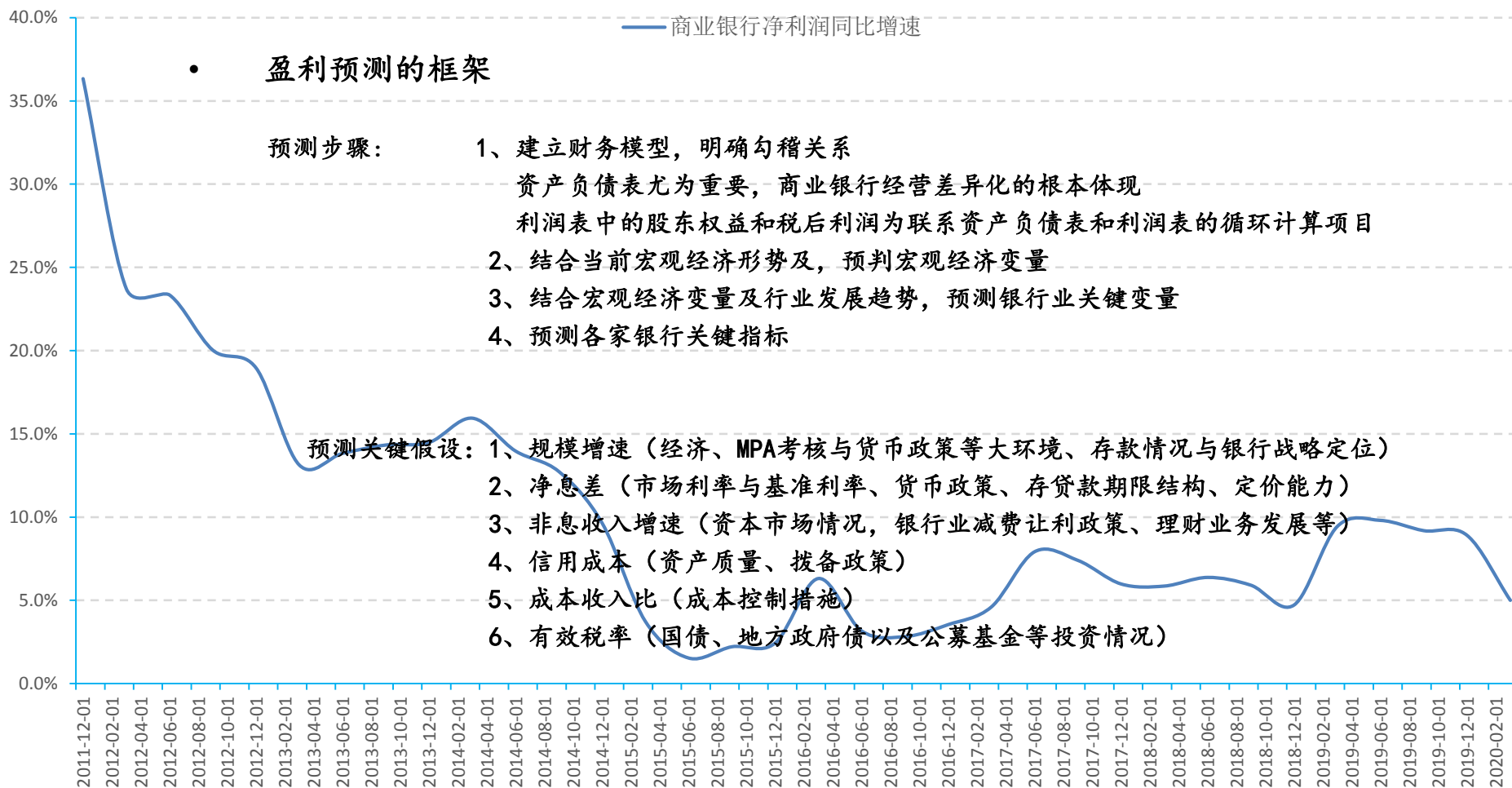
02 银行股研究框架

03 息差、资产质量及估值的国际比较

## 2、银行股研究框架——商业银行盈利拆分



## 2、银行股研究框架——商业银行盈利预测框架



### • 盈利预测的框架

预测步骤:

- 1、建立财务模型，明确勾稽关系  
资产负债表尤为重要，商业银行经营差异化的根本体现  
利润表中的股东权益和税后利润为联系资产负债表和利润表的循环计算项目
- 2、结合当前宏观经济形势及，预判宏观经济变量
- 3、结合宏观经济变量及行业发展趋势，预测银行业关键变量
- 4、预测各家银行关键指标

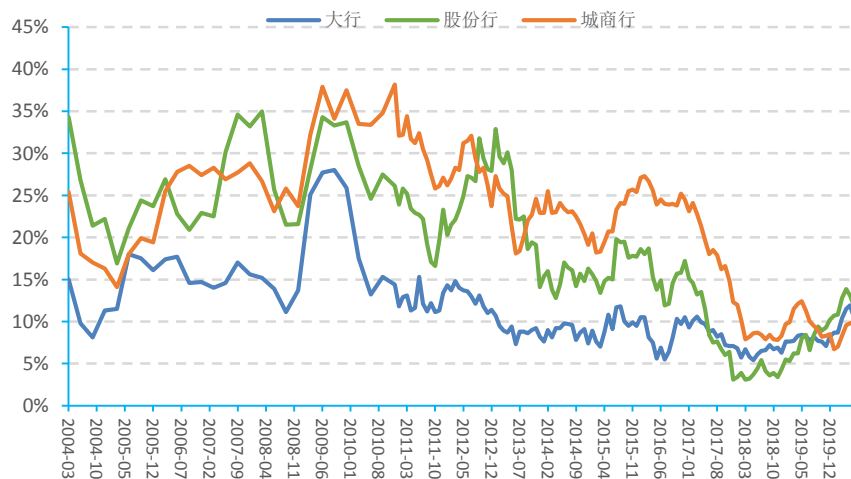
- 预测关键假设:
- 1、规模增速（经济、MPA考核与货币政策等大环境、存款情况与银行战略定位）
  - 2、净息差（市场利率与基准利率、货币政策、存贷款期限结构、定价能力）
  - 3、非息收入增速（资本市场情况，银行业减费让利政策、理财业务发展等）
  - 4、信用成本（资产质量、拨备政策）
  - 5、成本收入比（成本控制措施）
  - 6、有效税率（国债、地方政府债以及公募基金等投资情况）

## 2.1 银行基本面分析主要指标—规模扩张

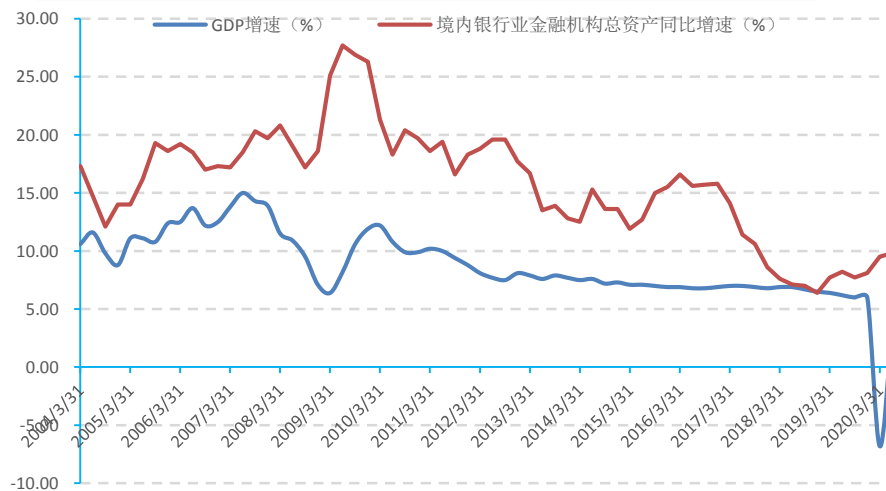
银行板块资产规模扩张放缓，但预计仍将持续增长

- 银行的资产是实体经济的负债，是投资的主要资金来源。银行资产规模扩张速度与实体经济发展密切相关。
- 04-11年，经济高速发展阶段，银行资产规模增速保持在20%上下。随着经济增长下台阶，规模增长放缓。
- 随着2017年强监管，金融去杠杆，商业银行资产规模增速出现了超出GDP下行幅度的下降。但18年下半年开始随着去杠杆缓和，规模增速已经企稳回升。

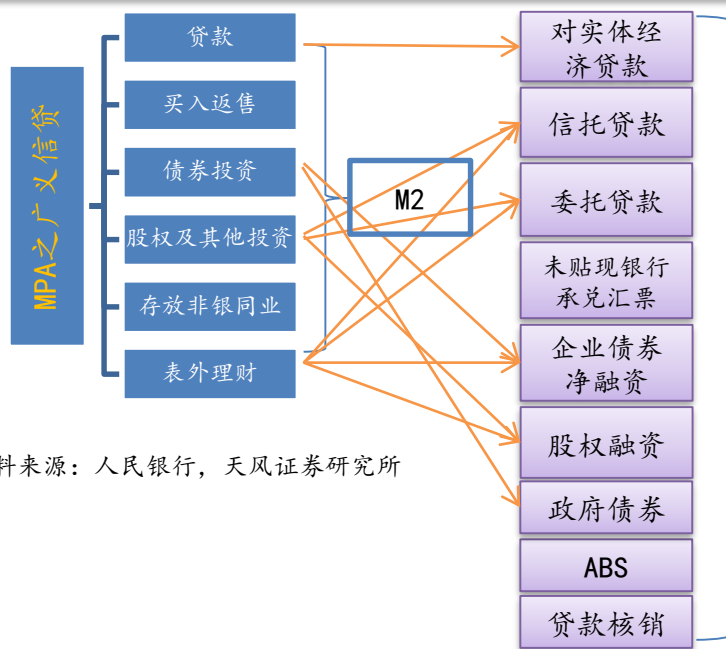
图：17年各类型银行资产规模增速有所下行，18年后企稳回升



图：银行资产规模扩张与经济走势密切相关 (%)



## 2.1 银行基本面分析主要指标—规模扩张



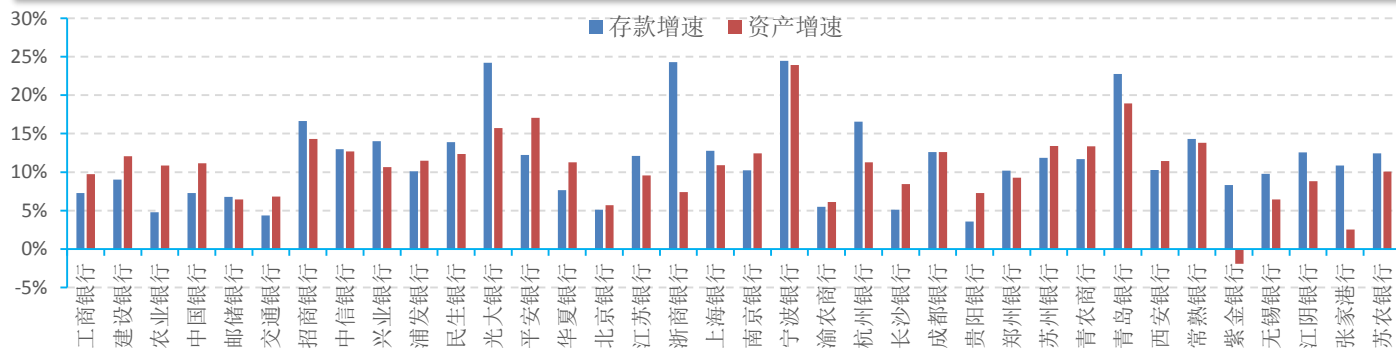
资料来源：人民银行，天风证券研究所

MPA考核趋严之下，广义信贷增速受制于资本充足率。强监管与名义GDP增速趋缓之下，未来资产规模增速将稳中有降，低于15%是常态。

### 社融

金融监管趋严之下，规模增速对业绩的重要性将有所下降。城商行成长性受到一定的压制。

图：1Q20商业银行的存款和资产增速



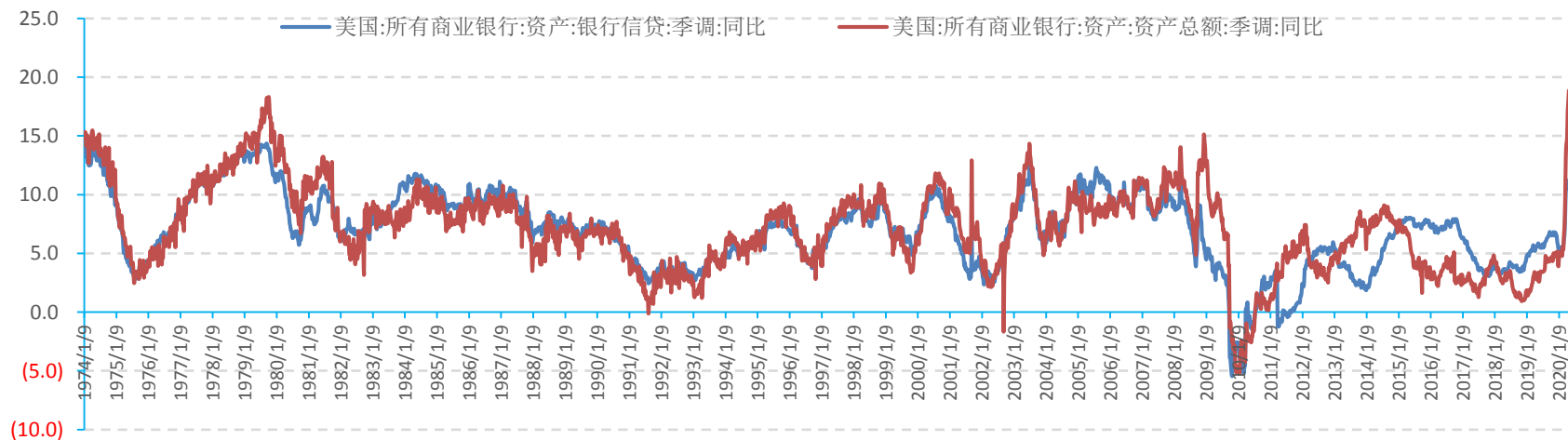
资料来源：WIND，天风证券研究所

## 2.1 银行基本面分析主要指标—规模扩张

**资产规模：预计未来10年规模增速5%-10%**

- 以美国为例，1986年完成利率市场化，1990s开始进入中低速发展阶段。美国融资体系以直接融资为主，但即便是经济中低速增长阶段，美国商业银行信贷仍保持5%左右的增速。
- 参考美日等国经验，我们预计未来10年中国经济增长将再下台阶，预计名义GDP增速将下行至5%左右，经济逐步由投资驱动走向消费驱动、科技驱动。在此过程中，企业信贷需求下降，但消费信贷需求上升。  
**我们预计未来10年中国银行业资产规模增速落在5%-10%区间，与名义GDP增速相匹配。**

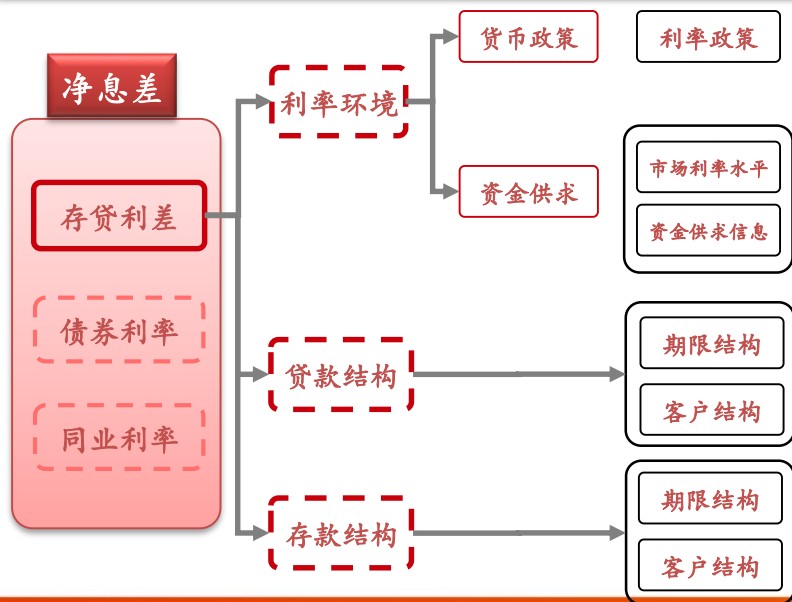
图：美国商业银行资产规模持续扩张（%）





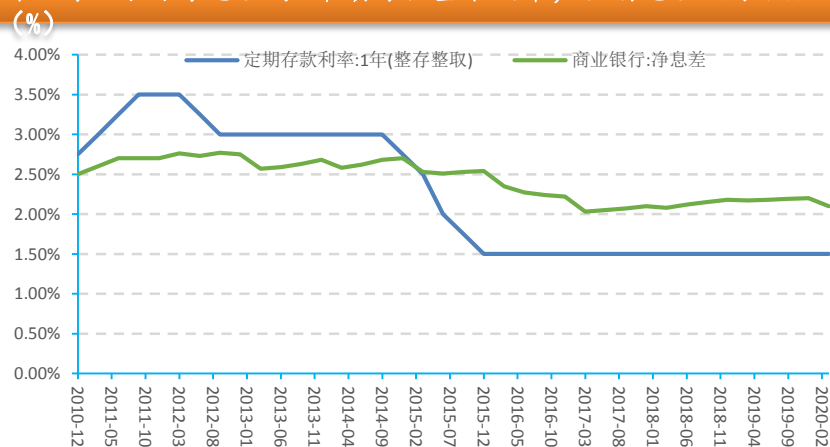
## 2.2 银行基本面分析主要指标—净息差

- ◆ 一般而言，加息周期，息差走阔；降息周期，息差收窄。息差水平差异亦取决于各行存贷款的期限、客户结构及风险偏好。
- ◆ 净息差的核心是存贷利差，因多数银行资产以贷款为主，负债以存款为主。
- ◆ 负债成本率低而资产收益率高的，净息差高。负债成本优势，如四大行及招行。资产收益率优势，如平安、宁波等。



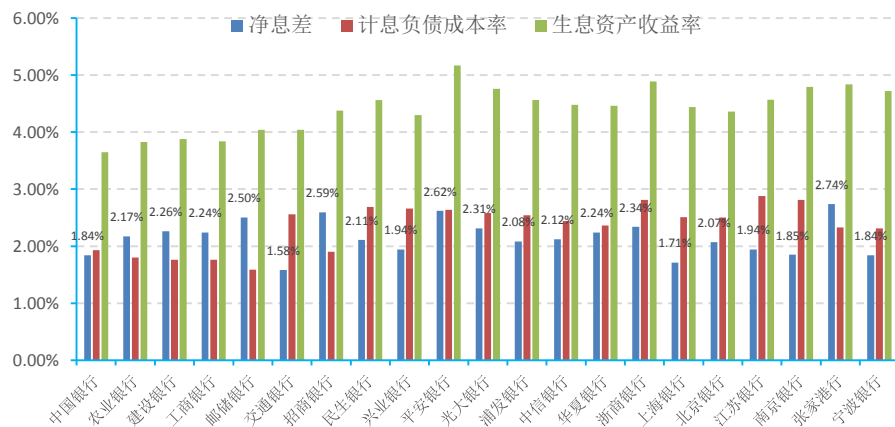
资料来源：天风证券研究所

图：商业银行净息差与1年期存款基准利率，当前息差处于低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：主要上市银行净息差情况 (2019)



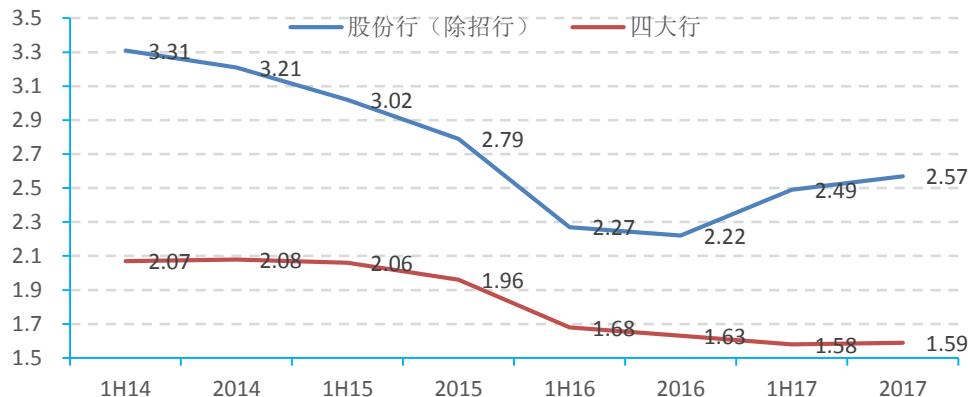
资料来源：上市银行财报，天风证券研究所

## 2.2 银行基本面分析主要指标—净息差

◆ 一般而言，加息周期，息差走阔；降息周期，息差缩窄。息差水平差异亦取决于各行存贷款的期限、客户结构及风险偏好。

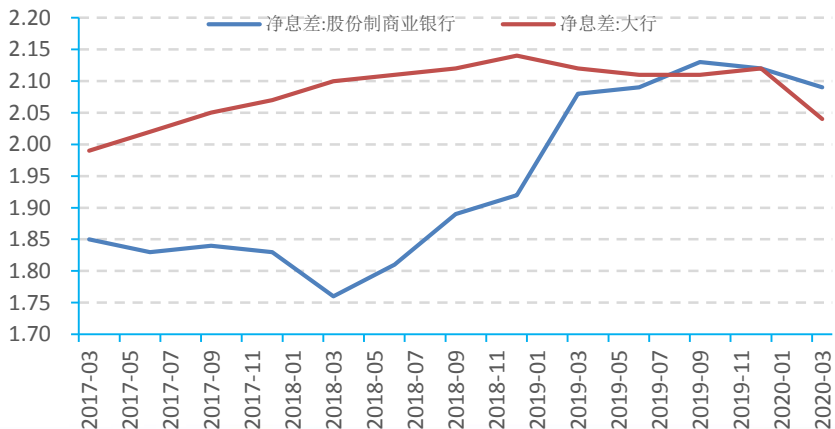
◆ 市场利率走高对股份行不利。*股份行存款占比普遍不高，导致负债成本受市场利率影响较大。*3Q16-4Q17市场利率持续走高，大行作为资金净融出方受益于市场利率走高，而一般股份行作为主要资金净融入方负债成本上升净息差收窄。2017年，四大行整体负债成本率1.59%，同比下降4BP；股份行（除招行外）整体负债成本率2.57%，同比大升35BP，净息差收窄30BP。20年前5个月同业存单发行利率降至历史低点。

图：2017年股份行负债成本率大幅上升（%）



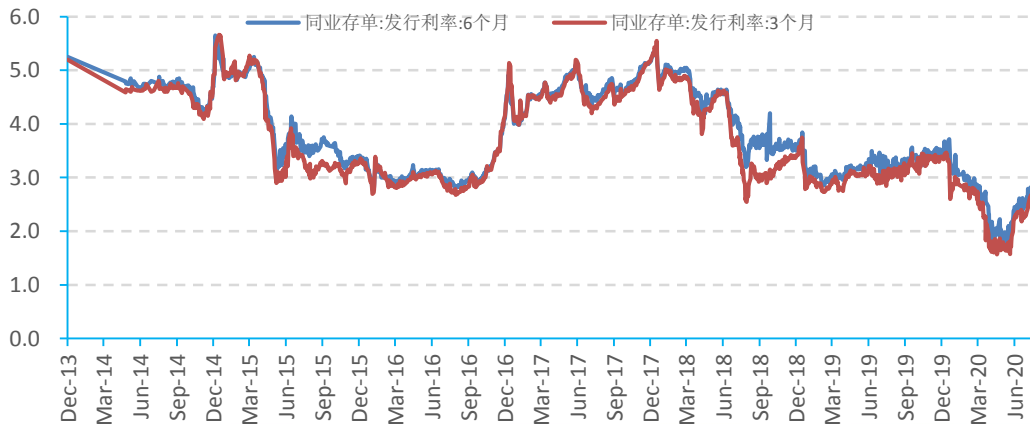
资料来源：Wind，天风证券研究所

图：受负债成本上升影响，17年股份行息差同比大幅下降（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图：20年前5个月同业存单发行利率降至历史低点（%）



资料来源：上市银行财报，天风证券研究所

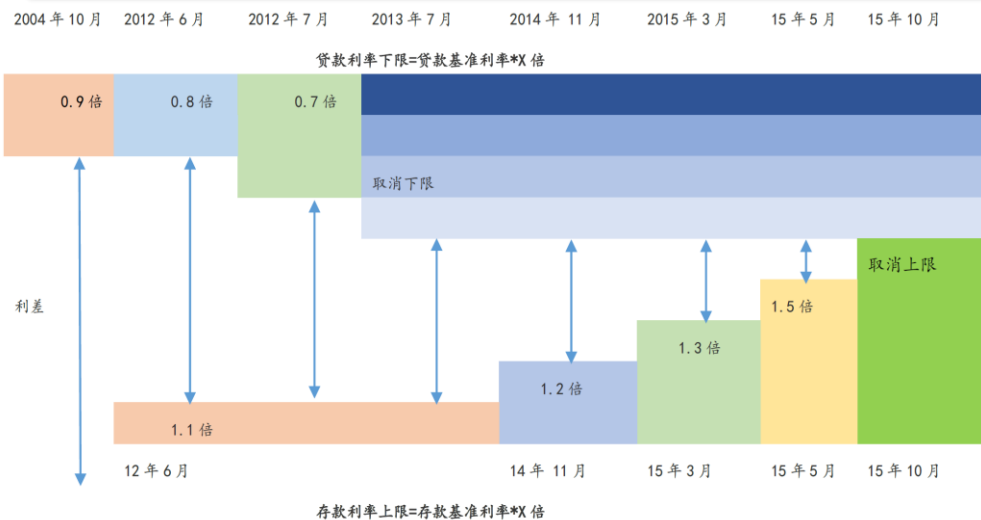
## 2.2 净息差：利率市场化的影响多大？

◆ 利率市场化构想90年代已开始。1993年，党的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出了利率市场化的基本设想。中国利率改革的长远目标是：建立以市场资金供求为基础，以中央银行基准利率为调控核心，由市场资金供求决定各种利率水平的市场利率体系的市场利率管理体系。

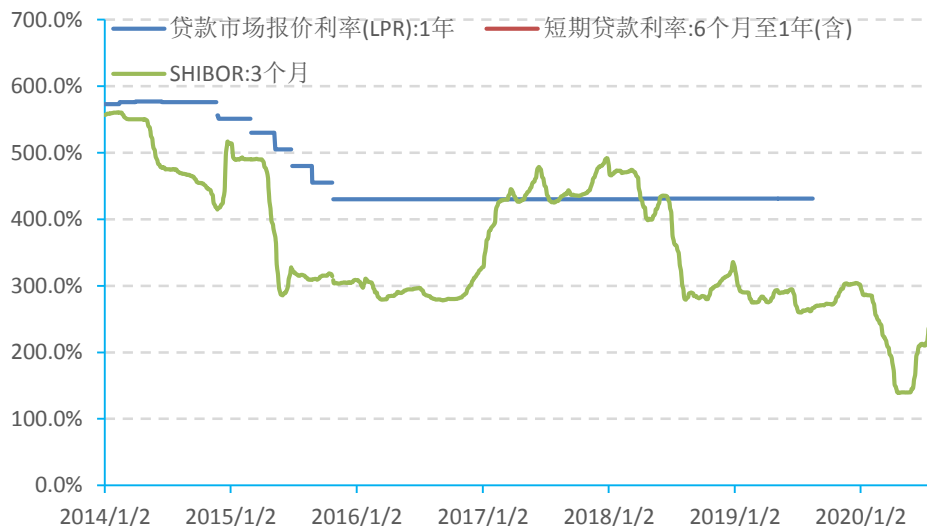
◆ 目前已基本实现利率市场化，只不过存款利率仍有实质管控，存量贷款利率与市场利率不挂钩。

◆ 按央行行长说法推断，存款基准将在相当长时间内存在，防止存款乱战；**利率市场化先贷款后存款**。而贷款我们预计主要针对企业贷款，个贷并不包含在内。贷款利率改革的核心在于让LPR与MLF等利率挂钩，未来优质企业客户贷款率预计将与发债成本趋近。

图：中国利率市场化进程



图：当前LPR制度需要改革，LPR利率基本跟随基准贷款利率变动 (%)



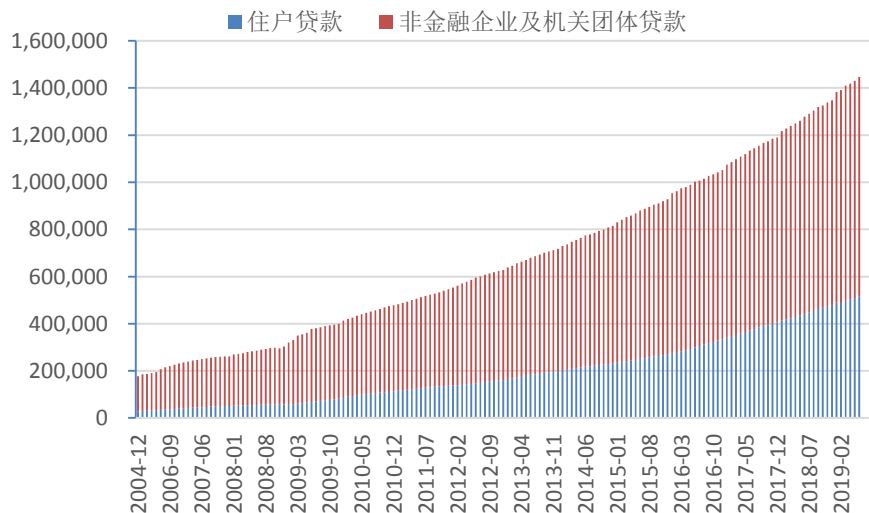
## 2.2 净息差：不必高估贷款利率市场化之影响

◆**信贷结构有深远变化**。04年末，个贷2.82万亿，企业贷款14.92万亿，个贷仅为企业贷款的18.9%；19年6月末，个贷51.65万亿，企业贷款93.09万亿，个贷为企业贷款的55.5%，为两者之和的35.7%，对公64.3%。

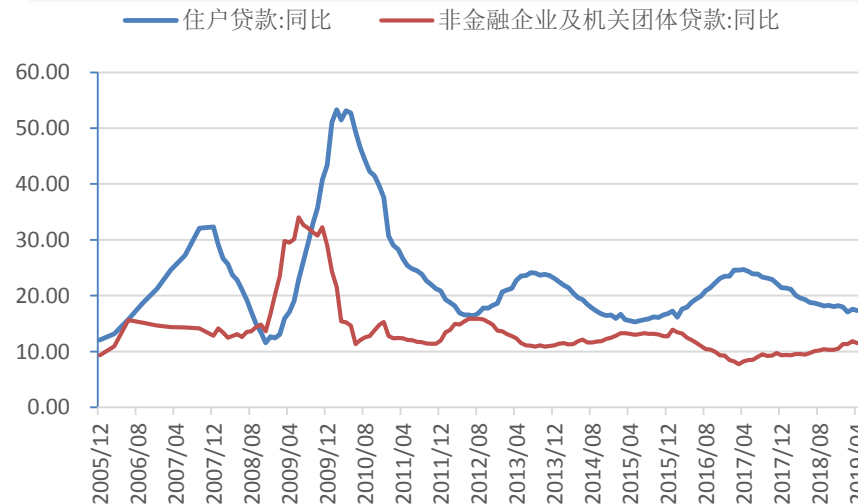
◆过去10年，个贷增速持续高于企业贷款，随着经济转型，投资驱动走向消费驱动，预计企业贷款增速将进一步走弱，预计未来10年个贷占比将过半。

◆贷款利率市场化以企业为主，优质企业贷款利率与发债成本接近。个人议价能力低，无法发债，个贷利率受影响小，反而信用溢价可能拉开。**随着信贷结构的持续调整，利率市场化对资产收益率影响减弱。**

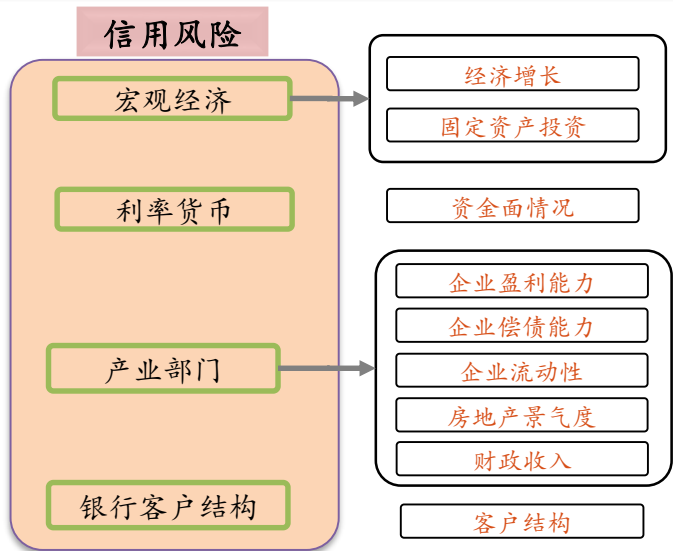
图：过去15年，个贷占比持续上升（亿元）



图：过去10年，个贷增速持续高于企业贷款（%）

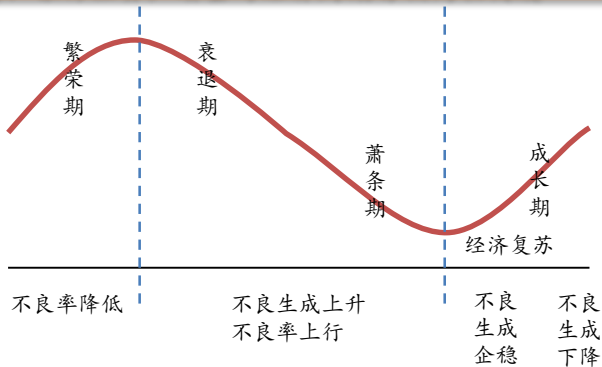


## 2.3 银行基本面分析主要指标—资产质量



资料来源：天风证券研究所

图：银行业资产质量与经济周期有较高相关度



资料来源：天风证券研究所

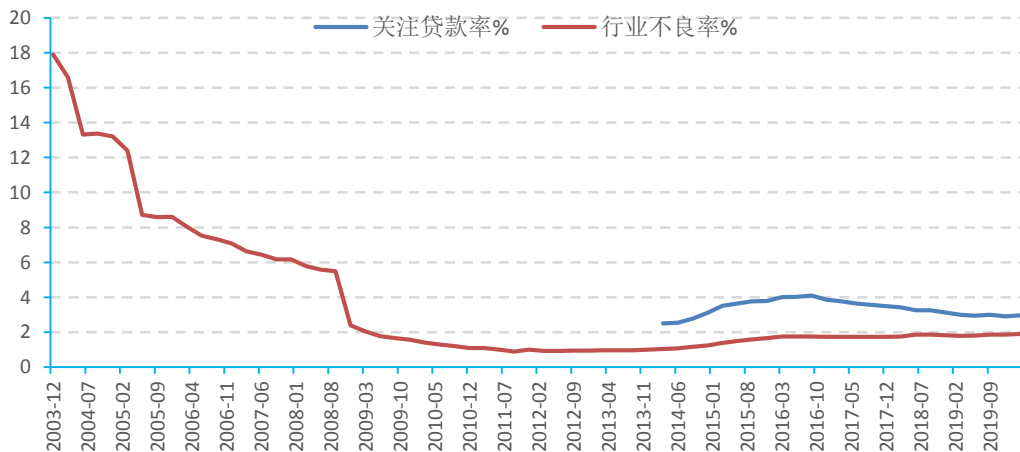
- 宏观经济预判是资产质量趋势预测分析的核心。资产质量情况一般与宏观经济相互吻合。
- 决定资产质量的三因素：长期看历史遗留（过往信贷投放风格）。不良高发的行业高度重叠，且表现出顺周期性，抓住不良易发生行业就抓住了不良生成；信贷投放策略体现银行风险偏好。中期看宏观经济。贷款的质量本质上是客户的到期还本付息的能力和意愿，而**导致该能力和意愿下降的主要原因是利润下滑、融资收紧**。短期看策略选择，“三率平衡”约束下，银行以不良认定、拨备计提、不良处置等策略来灵活调整不良额和拨备额。
- 预测期末不良余额=期初+不良净生成-（核销+净转出）  

$$\text{不良净生成} = \text{期末} - \text{期初} + \text{核销} + \text{净转出}$$

$$\text{不良净生成率} = \text{不良净生成} / \text{期初贷款}$$

$$\text{不良核销转出率} = (\text{本期核销} + \text{本期净转出}) / \text{期初不良余额}$$
- 信用风险分析
- 预测判断：逾期、关注、迁徙率相对先行
- 利用相关指标分析不同银行资产质量情况，结合各行不良风险暴露进度分析
- 主要不良相关指标：不良率、不良净生率、核销率、迁徙、关注贷款占比、逾期和重组贷款占比

图：商业银行资产质量处于改善通道



资料来源：银保监会，天风证券研究所

## 2.3 银行基本面分析主要指标—资产质量

类别	小类	指标名称
贷款结构	五级分类体系	正常、关注、不良（次级、可疑、损失）贷款比率
	逾期欠息体系	逾期贷款、逾期90天以内、逾期90天以上贷款比率
	行业（条线）结构	对公：贷款、不良贷款行业分布，按行业的不良贷款率 对私：贷款、不良贷款的条线分布，按条线的不良贷款率
	风险缓释	信用、保证、抵押、质押贷款占比
新增投放	行业（条线）结构	贷款增速；新增贷款中对公和对私的占比；新增对公贷款中的行业分布；新增对私贷款中的条线分布
不良生成	分类准确性	逾期90天以上/不良，逾期90天以上纳入不良； 正常类贷款迁徙率、关注类贷款迁徙率
	还原不良生成	不良净生成率
	贷款重组	重组贷款额，重组贷款比率
不良处置	处置力度	处置比率
拨备策略	三率平衡	拨备覆盖率、拨贷比、不良贷款率三者之间的平衡
	拨备计提力度	信贷成本率、信贷成本收入比（以及对标该类银行均值的偏离度）
	资产分类拨备	发放贷款和垫款减值损失；期末持有到期贷款减值准备、期末应收账款减值准备
宏观经济	企业盈利	规模以上工业企业利润，工业增加值
	融资环境	社融规模、贷款规模、贷款利率

资料来源：银保监会，天风证券研究所

## 2.3 资产质量研究：回顾四万亿，教训深刻

2012年开始，制造业及批发零售业不良贷款大幅增长；对公不良贷款亦开始大幅跃升

不良贷款额（分行业）-亿元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
农、林、牧、渔业	1,064	981	1,014	94	83	114	129	206	264	388	637	748	1,054
采矿业	147	135	137	35	27	23	31	31	49	182	439	677	677
制造业	4,559	4,467	4,589	1,860	1,717	1,453	1,454	1,771	2,150	3,036	4,298	5,018	5,478
电力、燃气及水的生产和供应业	342	325	423	453	337	295	274	193	137	99	117	121	183
建筑业	244	226	226	129	117	100	109	120	129	214	459	576	700
交通运输、仓储和邮政业	304	325	391	352	375	354	436	361	324	274	335	342	505
信息传输、计算机服务和软件业	153	141	134	68	53	34	30	34	28	36	42	41	73
批发和零售业	2,590	2,380	2,300	702	644	549	564	1,071	1,700	2,695	3,998	4,524	4,726
住宿和餐饮业	293	250	242	119	96	93	90	87	79	105	170	204	272
金融业	47	43	17	9	7	5	4	4	3	8	13	11	19
房地产业	1,088	953	905	676	504	440	353	279	214	263	456	577	707
租赁和商务服务业	774	713	610	175	155	146	129	105	78	107	212	263	376
科学研究、技术服务和地质勘查业	60	63	43	19	16	14	8	11	8	9	13	21	18
水利、环境和公共设施管理业	101	90	109	119	81	90	72	39	22	18	31	49	59
居民服务和其他服务业	186	129	104	57	39	34	31	41	34	50	78	98	112
教育	45	73	118	97	76	56	48	29	23	17	15	14	19
卫生、社会保障和社会福利业	33	36	49	24	20	16	13	10	5	3	4	6	11
文化、体育和娱乐业	101	90	88	39	24	18	15	13	10	14	22	26	44
公共管理和社会组织	128	124	126	35	17	20	19	10	8	6	6	6	3
国际组织	0		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
个人贷款	921	951	1,056	548	585	422	432	487	640	882	1,372	1,741	1,914
对公贷款	12,260	11,543	11,626	5,063	4,387	3,853	3,807	4,415	5,265	7,526	11,342	13,322	15,035

## 2.3 资产质量研究：回顾四万亿，教训深刻

2012年开始，制造业及批发零售业不良贷款率大幅增长

全部贷款不良率 不良率(分行业)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
全部贷款不良率	8.61%	7.09%	6.17%	2.40%	1.58%	1.10%	1.00%	0.95%	1.00%	1.25%	1.67%	1.74%	1.74%
制造业	11.93%	10.40%	8.89%	3.30%	2.58%	1.87%	1.54%	1.60%	1.79%	2.42%	3.35%	3.85%	4.20%
采矿业	4.81%	3.74%	3.27%	0.68%	0.38%	0.25%	0.27%	0.22%	0.31%	1.04%	2.33%	3.57%	3.70%
农、林、牧、渔业	46.33%	46.09%	47.10%	7.50%	4.52%	3.15%	2.35%	2.35%	2.27%	2.64%	3.54%	3.57%	4.40%
电力、燃气及水的生产和供应业	2.66%	2.18%	2.39%	2.09%	1.41%	1.19%	1.03%	0.72%	0.51%	0.34%	0.37%	0.35%	0.50%
建筑业	5.24%	4.27%	3.35%	1.71%	1.32%	0.77%	0.66%	0.57%	0.50%	0.72%	1.39%	1.67%	1.80%
交通运输、仓储和邮政业	2.34%	2.02%	2.10%	1.59%	1.29%	0.97%	1.09%	0.82%	0.68%	0.52%	0.58%	0.54%	0.70%
信息传输、计算机服务和软件业	4.66%	5.33%	5.55%	3.32%	2.62%	1.93%	1.44%	1.44%	0.95%	1.15%	1.06%	0.79%	1.10%
批发和零售业	20.45%	17.30%	13.92%	4.08%	2.71%	1.56%	1.16%	1.61%	2.16%	3.05%	4.25%	4.68%	4.70%
住宿和餐饮业	24.94%	19.55%	16.11%	7.70%	4.82%	3.01%	2.56%	1.89%	1.27%	1.47%	2.26%	2.68%	3.40%
金融业	2.73%	1.38%	0.69%	0.21%	0.08%	0.30%	0.21%	0.21%	0.12%	0.21%	0.19%	0.13%	0.30%
房地产业	9.20%	6.61%	4.91%	3.35%	1.93%	1.26%	0.97%	0.71%	0.48%	0.50%	0.81%	1.04%	1.10%
租赁和商务服务业	13.54%	10.61%	8.02%	1.84%	0.90%	0.73%	0.60%	0.47%	0.29%	0.33%	0.53%	0.52%	0.60%
科学研究、技术服务和地质勘查业	12.73%	13.60%	11.16%	4.17%	2.98%	1.88%	0.93%	1.05%	0.68%	0.66%	0.80%	1.12%	0.80%
水利、环境和公共设施管理业	1.97%	1.40%	1.27%	1.14%	0.37%	0.39%	0.33%	0.19%	0.11%	0.08%	0.12%	0.16%	0.10%
居民服务和其他服务业	4.80%	4.80%	6.01%	2.63%	1.68%	1.29%	0.98%	0.87%	1.05%	1.43%	2.07%	2.55%	2.60%
教育	1.72%	2.39%	3.79%	3.24%	2.29%	1.64%	1.62%	1.20%	0.89%	0.58%	0.46%	0.42%	0.50%
卫生、社会保障和社会福利业	4.33%	4.31%	5.68%	2.60%	1.61%	1.03%	0.73%	0.46%	0.18%	0.11%	0.12%	0.16%	0.30%
文化、体育和娱乐业	16.28%	14.85%	13.12%	6.08%	3.24%	1.76%	1.19%	0.91%	0.57%	0.65%	0.82%	0.87%	1.30%
公共管理和社会组织	5.82%	5.41%	6.21%	1.48%	0.44%	0.60%	0.70%	0.43%	0.32%	0.25%	0.20%	0.19%	0.10%
个人贷款	3.92%	3.39%	2.77%	1.29%	0.92%	0.58%	0.50%	0.49%	0.53%	0.62%	0.79%	0.76%	0.70%
个人贷款：信用卡			2.63%	2.39%	2.83%	1.55%	1.19%	1.11%	1.28%	1.49%	1.84%	1.90%	1.60%
个人贷款：汽车			9.94%	5.45%	2.92%	1.80%	1.77%	2.16%	2.04%	2.07%	2.15%	2.29%	1.50%
个人贷款：住房按揭贷款			1.09%	0.91%	0.59%	0.37%	0.30%	0.29%	0.26%	0.29%	0.39%	0.36%	0.30%
个人贷款：其他			7.57%	1.78%	1.41%	1.01%	0.84%	0.85%	0.93%	1.19%	1.59%	1.73%	1.40%



## 2.3 资产质量研究：信贷投放风格

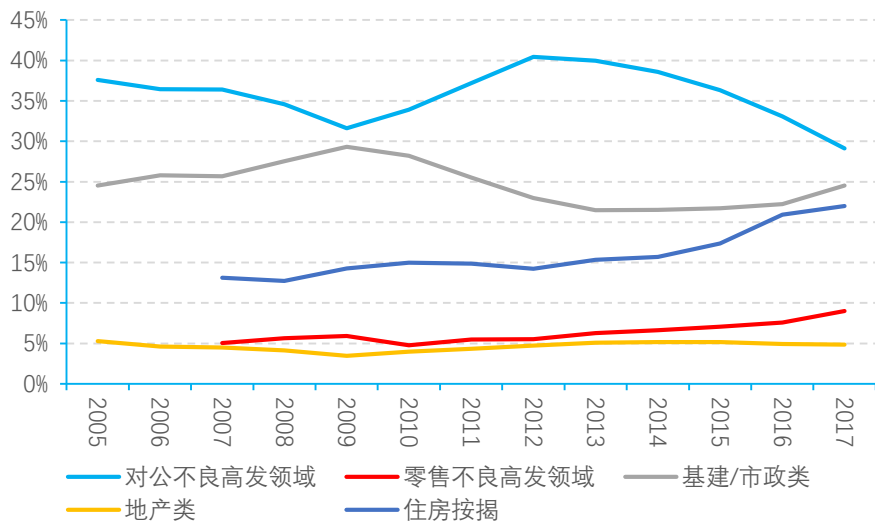
	程度分级	行业分布
对公	不良易发程度（一级）	制造业；批发零售业；农林牧渔业
	不良易发程度（二级）	采掘业；房地产业；建筑业
	不良易发程度（三级）： 相对不易发生不良，或行业体量较小	文化、体育和娱乐业；；信息传输、计算机服务和软件业；教育；租赁和商务服务业；交通运输、仓储和邮政业；电力、燃气及水的生产和供应业；卫生、社会保障和社会福利业；
	不良易发程度（四级） 历史不良率较低	公共管理和社会组织；国际组织；水利、环境和公共设施管理业；金融业
零售	不良易发程度（二级）	信用卡；消费和经营贷款
	不良易发程度（三级）	其他零售贷款
	不良易发程度（四级）	住房按揭贷款

## 2.3 资产质量研究：零售贷款占比崛起，部分行业进入不良出清后期

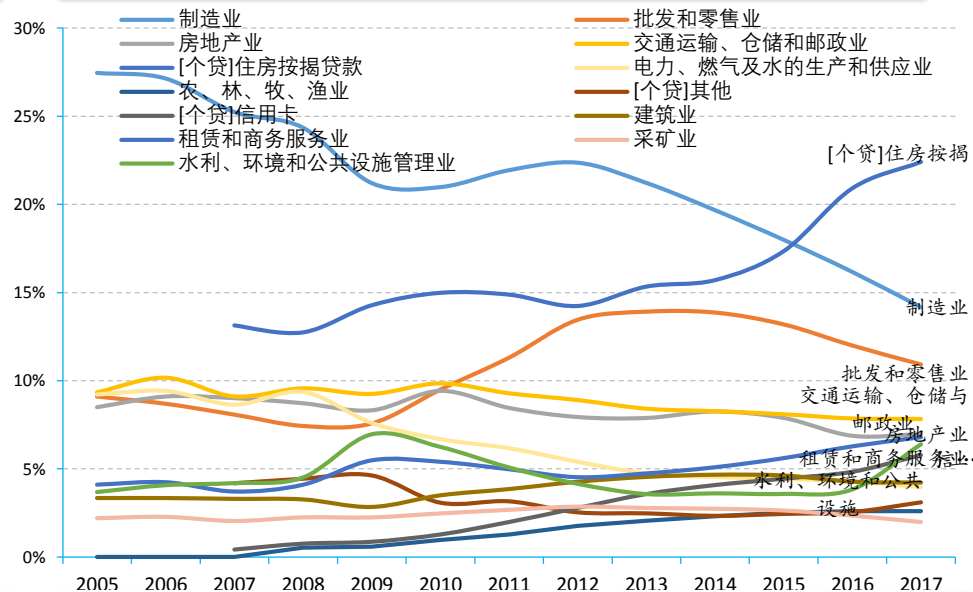
商业银行信贷结构有根本性变化，经济周期对信贷质量影响减弱

- 对公方面，不良高发领域加快退出，基建/市政类进。对公不良高发行业贷款占比压降速度加快。制造业、批发零售业是银行不良的大头，这两个行业受经济周期影响大，已进入不良出清后期。过去十几年，这两个行业信贷占比下行明显。
- 零售方面，房贷增势放缓，信用卡/消费及经营贷占比提升加快。17年3·30新政后，房贷增速回归正常。起于15年末的房价高升、居民购房热情高涨态势，使15-16两年住房按揭贷款占比分别提升1.64 pct、3.56 pct。

图：商业银行信贷行业结构改善较大，不良隐忧下降



图：商业银行过去15年信贷结构变迁

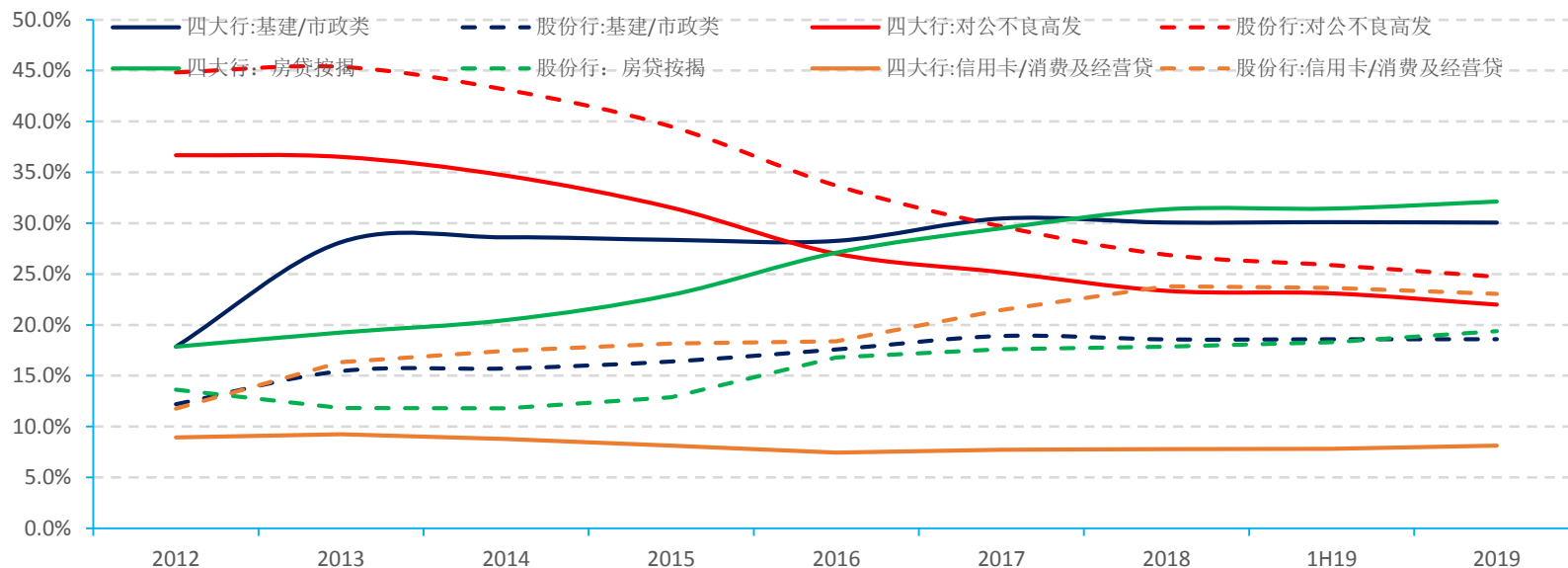


## 2.3 资产质量研究：零售贷款占比崛起，部分行业进入不良出清后期

商业银行信贷结构有根本性变化，经济周期对信贷质量影响减弱，尤其是大行

- 大行和股份行压降对公不良高发的策略和节奏趋于同步。股份行12-13年大举发展制造业和批发零售，占比曾显著高于大行；此后都开始大幅压降，截至19年末，大行不良高发行业占比22%，股份行25%，二者接近。
- 零售策略分化明显。大行房贷占比还在升，股份行保持稳定；股份行信用卡、消费及经营贷继续升到接近25%的水平，而大行依然在8%附近，变动不大。基建/市政类拉开差距。大行维持在30%，股份行18.6%，显著低于大行的水平。

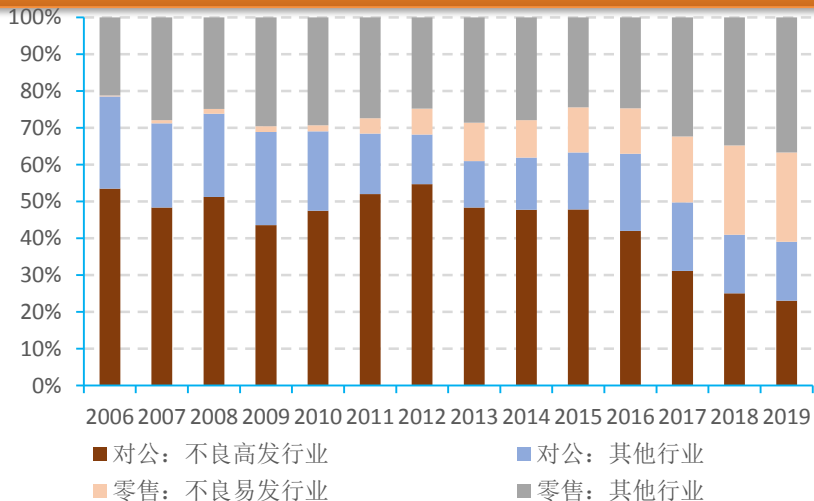
图：2012-2019年上市银行贷款结构变迁（实线=大行，虚线=股份行）



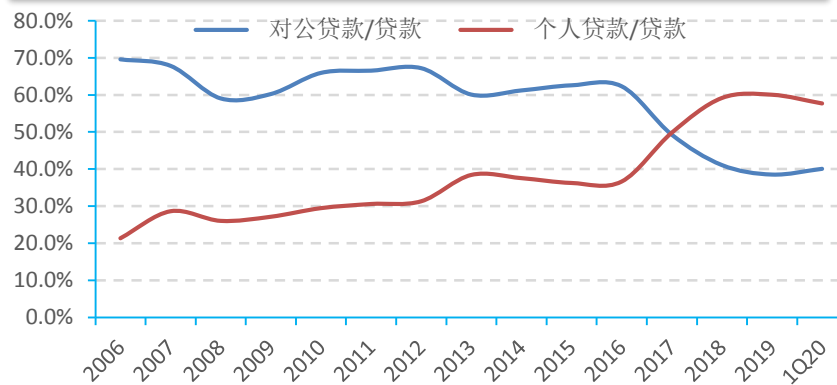
## 2.3 资产质量研究：以平安银行为例

- ▶ 平安银行贷款投放结构转向不易发生不良的。对公不良易发行业的占比从2012年的54.70%下降至2017年的31.18%。
- ▶ 信用卡、消费经营贷质量的重要性在提升。不良贷款中信用卡、消费经营贷的占比从2015年末的47.69%下降到2016年末29.60%，2017年小幅回升至31.89%。

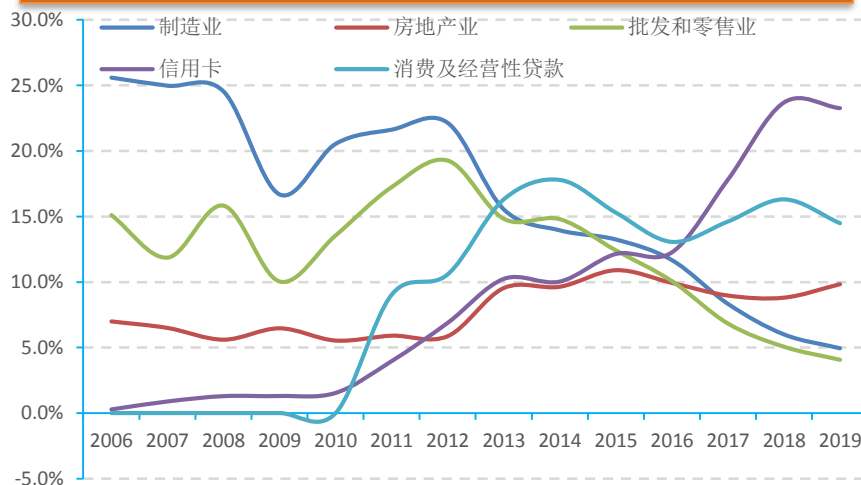
图：平安银行不良易发行业/业务贷款占比14年后显著下降



平安银行零售贷款占比逐年提升，自17年底起超过对公



图：信用卡、消费经营贷质量的重要性在提升



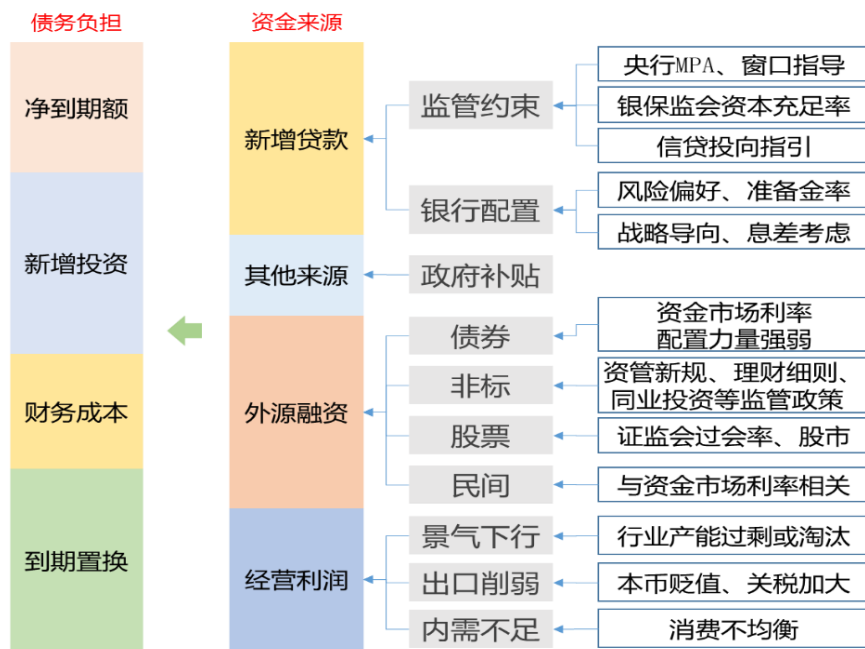
## 2.3 资产质量研究： 信贷结构优化，经济中低速增长，预计资产质量平稳

### 未来10年经济中低速发展，预计资产质量保持平稳

- 由于信贷结构优化，制造业及批发零售业等对经济周期敏感的行业信贷占比明显压降，房贷等占比提升。上市银行信贷质量，特别是大行，对经济周期敏感度下降。**经济下行对资产质量的影响减弱。**
- **资产质量已企稳。**逾期贷款率、关注贷款率等均较2015年有明显下降，不良认定标准趋严，风险逐步缓释，从资产质量前瞻指标来看，未来几年银行不良压力预计平稳。
- 经济虽有下行压力，预计未来几年再下台阶，进入中低速发展阶段。由于经历过不良出清，以及近几年防风险，不良风险总体是下降的。只要经济不大幅下行，不良压力就相对可控。**由于前些年积累的风险在逐步可控地释放，隐患减少，中长期可以更加乐观点。**

## 2.3 资产质量研究框架之宏观环境

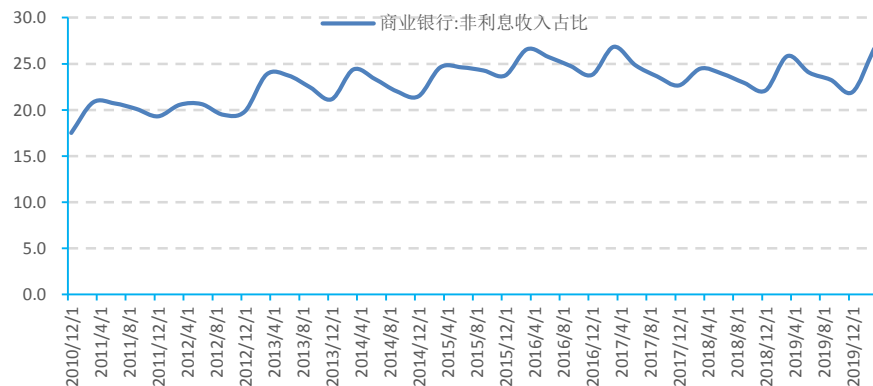
- 资产质量的关键宏观变量：企业盈利、融资环境。
  - 工业企业利润：统计局数据显示企业盈利有所回暖；人民币贬值一定程度上抵减了贸易战的关税压力。
  - 融资环境：宽货币宽信用政策之下，融资环境有望好转



## 2.4 银行基本面分析主要指标——非息收入与成本控制

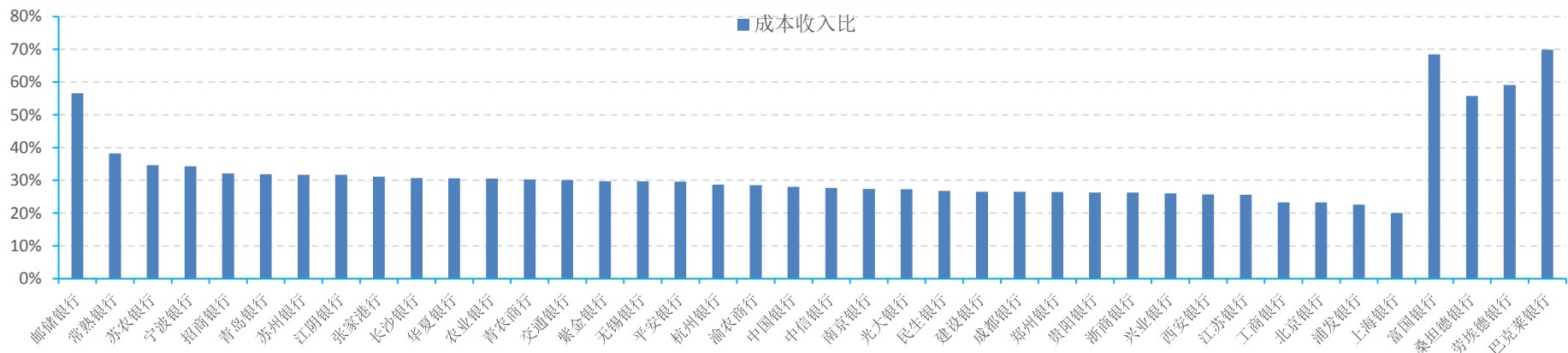
- 1Q20商业银行非息收入占比26.6%，较2010年有大幅提升。海外主要银行非息收入占比大概约40%-50%。
- 随着理财子公司陆续开业、财富管理业务及信用卡等的发展，我们预计非息收入占比将继续上升。
- 2019年，主要上市银行中，成本收入较高的为邮储，约57%，其他均在40%以下。大行中，工行成本收入比低，仅23%。发达国家主要银行成本收入比普遍达50-60%。
- Fintech的发展正大幅提升银行业务效率，有望持续降低成本收入比。

图：商业银行非息收入占比逐步提升至25%左右（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：上市银行成本收入比情况（2019年）



资料来源：上市银行财报，天风证券研究所

## 2.5 银行基本面分析主要指标——资本充足率持续提升，未来分红比例或上升

银行板块资本充足率持续提升，分红比例或可上调

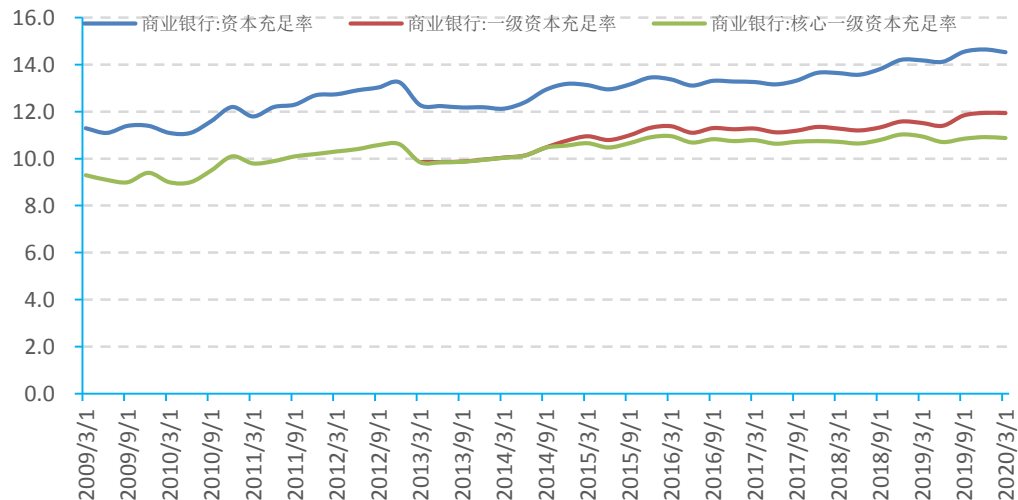
- 过去10年，商业银行资本充足率持续上升。20Q1核心一级、一级及资本充足率分别达10.88%、11.94%和14.53%，均明显超过监管要求。
- 随着资产规模扩张放缓，内生性资本补充将能支撑资产规模5%-10%的增速，外部资本补充预计未来10年将大幅减少。此外，当前上市银行分红比例多在30%左右，未来或可逐步上调至50%。

表：我国商业银行资本监管框架

监管资本最低要求	二级资本 (2%)			
	一级资本	其他一级资本 (1%)		
		核心一级资本	最低要求	核心一级资本 (5%)
			缓冲要求 (buffer)	储备资本 (2.5%)
逆周期资本 (0-2.5%)				
			G-SIB 附加资本 (1%-3.5%)	

资料来源：《商业银行资本管理办法（试行）》

图：商业银行资本充足率持续提升 (%)

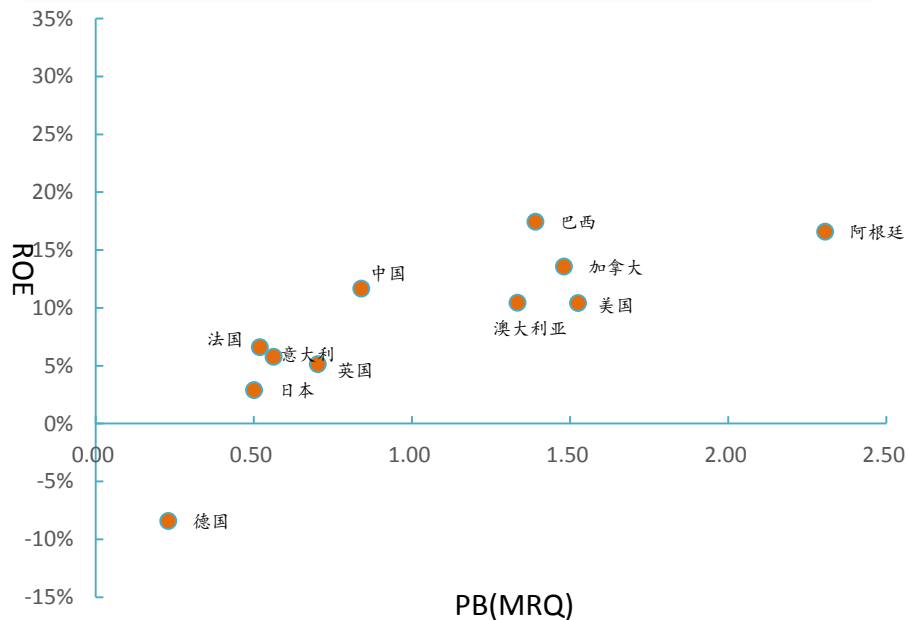




## 2.6 横向与纵向看A股银行板块估值

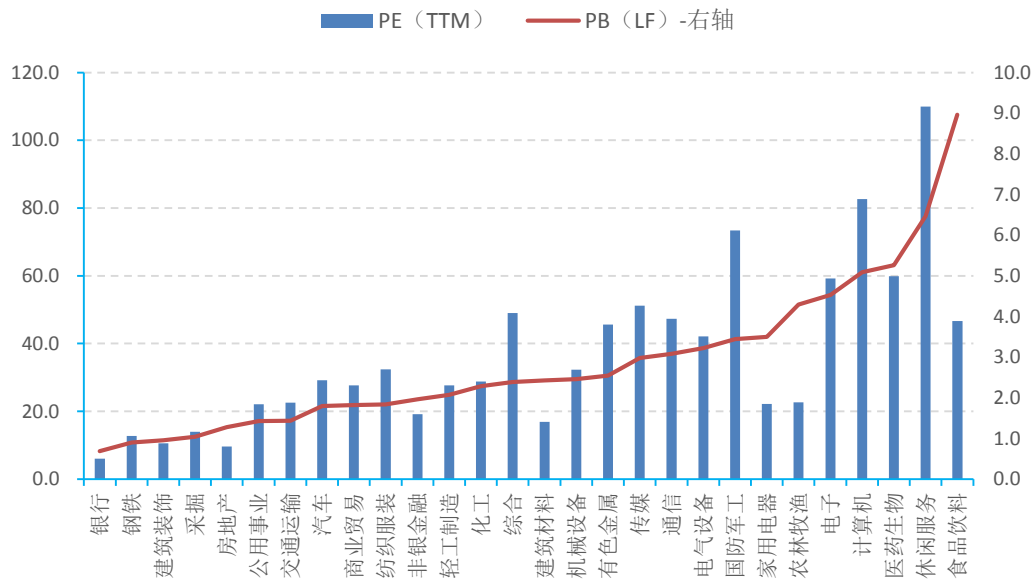
- ◆ 从主要国家来看，银行板块PB估值水平与ROE大致呈现正相关关系。19年A股上市银行11.7%的ROE水平居主要国家TOP水平，但PB倍数为中位偏低水平，价值严重低估。
- ◆ A股银行板块PB估值最低。截至20年7月，A股银行板块PB（lf）估值仅为0.72倍。PB估值为所有板块最低。A股银行板块PE估值为所有行业最低。当前，A股银行板块PE估值仅5.8倍，估值水平大幅偏低。

图：世界主要国家银行板块PB估值 VS ROE（2019）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：A股银行板块PE与PB估值均为所有行业最低（倍，2020-07-28）



资料来源：Wind，天风证券研究所

# 目录

CONTENTS

01 如何读懂银行财报？

02 银行股研究框架

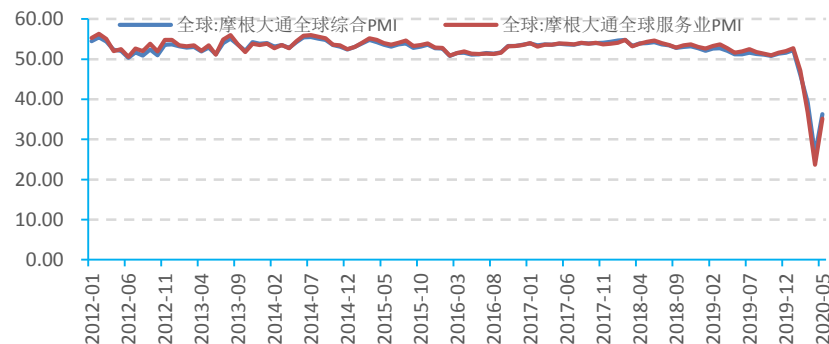
03 息差、资产质量及估值的国际比较

## 3.1 20年主要国家上市银行面临新的不确定性

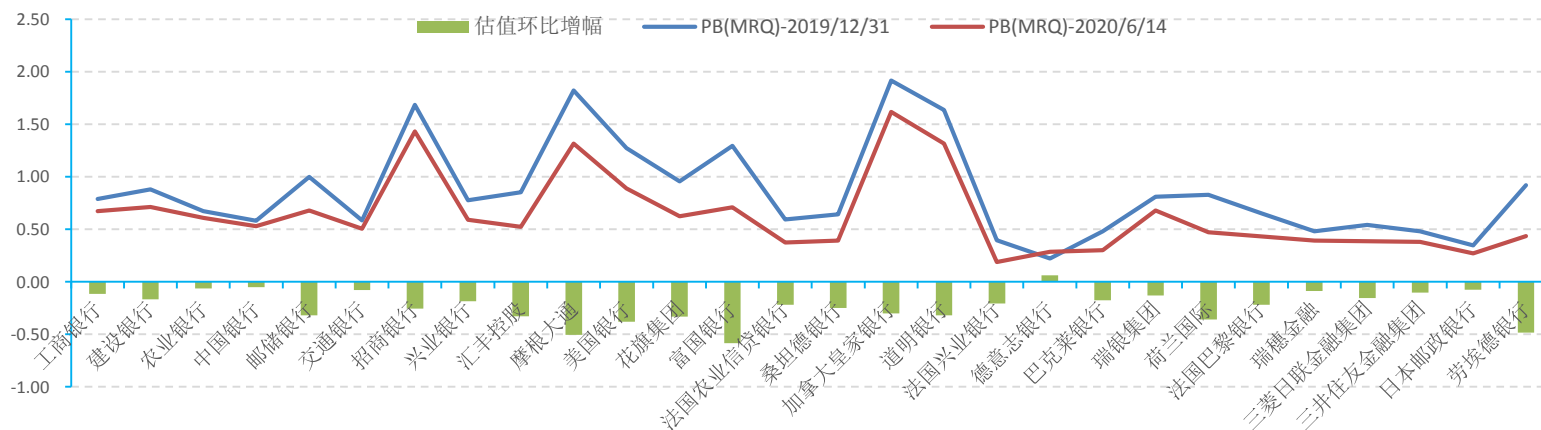
### 3.1.1 主要国家上市银行的估值陷入低潮

- 2月摩根大通全球采购经理指数（PMI）降至46.1%，跌破荣枯线，4月继续下探至26.2%，为10年来最低水平。
- 19年末这30家大型银行估值均值为0.86倍PB，1Q20均值下降至0.63倍PB。中国银行业估值下降幅度相对较小。美国银行业估值下降幅度较大。

图：摩根大通全球PMI指数，20年4月下探至26.2（%）



图：2020年以来，全球主要上市银行估值有所下降（倍）

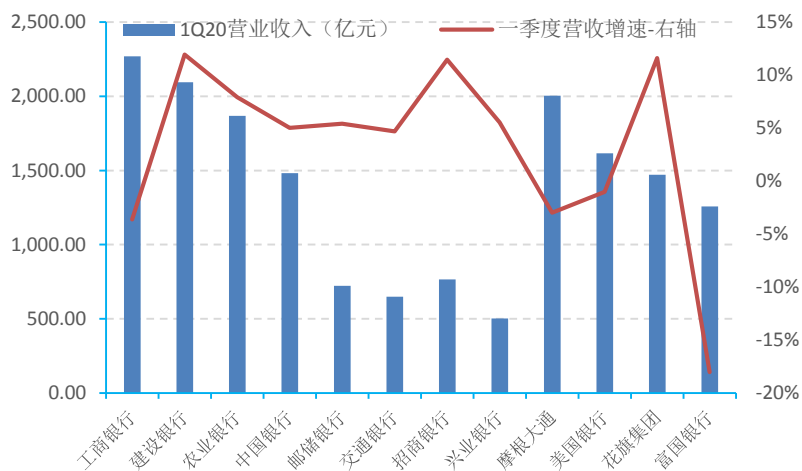


## 3.1 20年主要国家上市银行面临新的不确定性

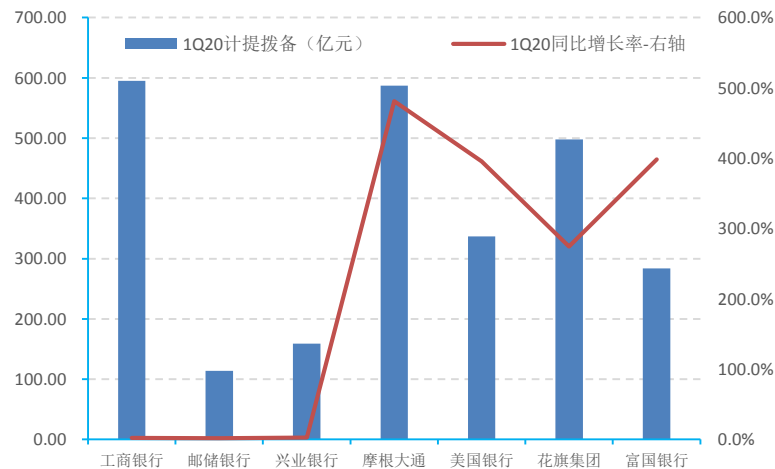
### 3.1.2 疫情之下，主要国家上市银行业绩受到影响

- 拨备计提的增加使得美国上市银行1Q20盈利大幅缩水。摩根大通1Q20营收283亿美元，同比下降3.0%，净利润28.7亿美元，同比下降68.8%。富国银行1Q20营收177亿美元，同比下降18.0%，净利润6.5亿美元，同比下降88.9%。
- 美国上市银行大幅增加拨备计提。由于担忧疫情对银行未来资产质量造成较大冲击，美国四大行1Q20均加大了拨备计提，其中摩根大通1Q20计提拨备587亿元（83亿美元），接近去年同期的6倍。

图：1Q20美国上市银行营收增速下降



图：美国银行业大幅增加拨备计提

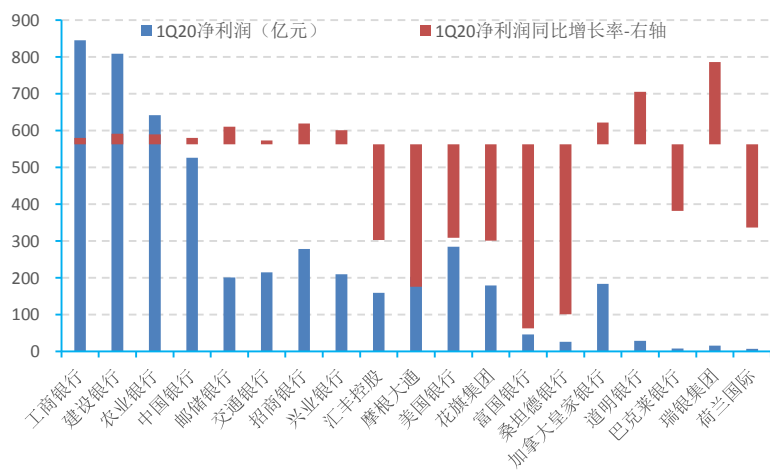


## 3.1 20年主要国家上市银行面临新的不确定性

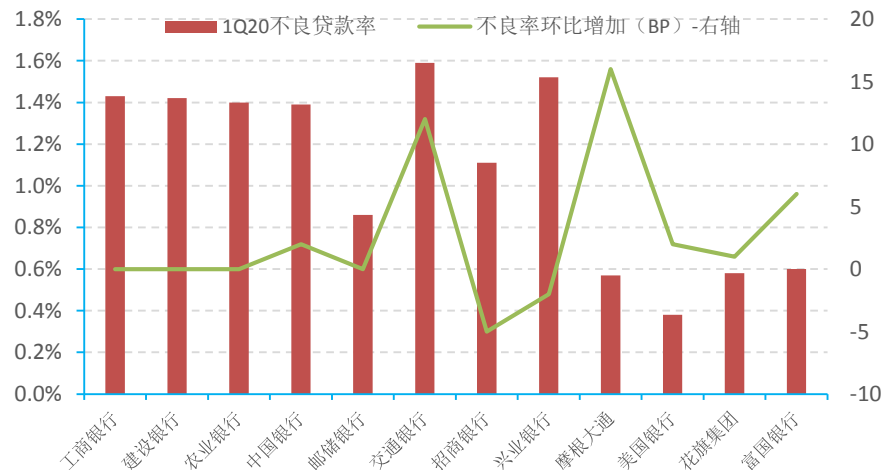
### 3.1.2 疫情之下，主要国家上市银行业绩受到影响

- 中国的上市银行业绩相较美国表现较优主要因为三方面：一是中美疫情发展阶段不同，中国疫情较快得到控制，而美国疫情拐点仍不明确。二是美国1Q20加大拨备计提导致业绩缩水。三是美国和中国的银行贷款结构不同，美国银行业受疫情影响更大。
- 1Q20的主要国家上市银行的资产质量有所下行，整体可控。1Q20摩根大通、美国银行、花旗、富国的不良贷款率分别为0.57%/0.38%/0.58%/0.60%，较上年末环比上升16BP/2BP/1BP/6BP。

图：1Q20美国上市银行营收增速下降



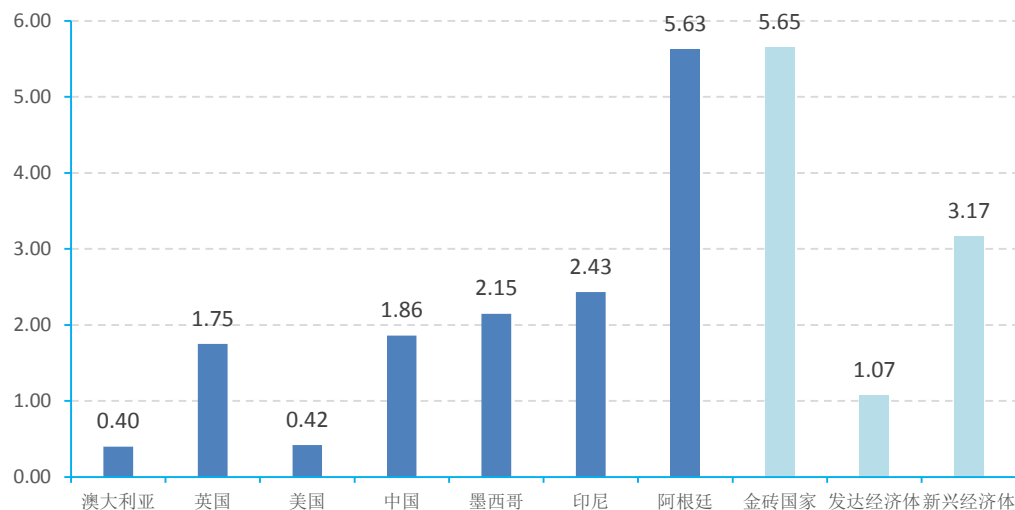
图：美国银行业大幅增加拨备计提



## 3.2 中国经济波动较小，银行不良率处于较低水平

- 银行业的不良率和经济稳定性密切相关，经济大幅度波动常常伴随银行业不良率的上升。
- 发达国家经济增速较低，但由于经济体系较为成熟，经济波动性较小，所以发达国家的不良率普遍比金砖和新兴经济体低。
- 中国的GDP增速相对稳定，经济波动较小，因此中国银行业的不良率明显低于其他发展中国家，其不良贷款率的水平更接近发达国家。

图：19年末主要国家银行业的不良贷款率情况（%）

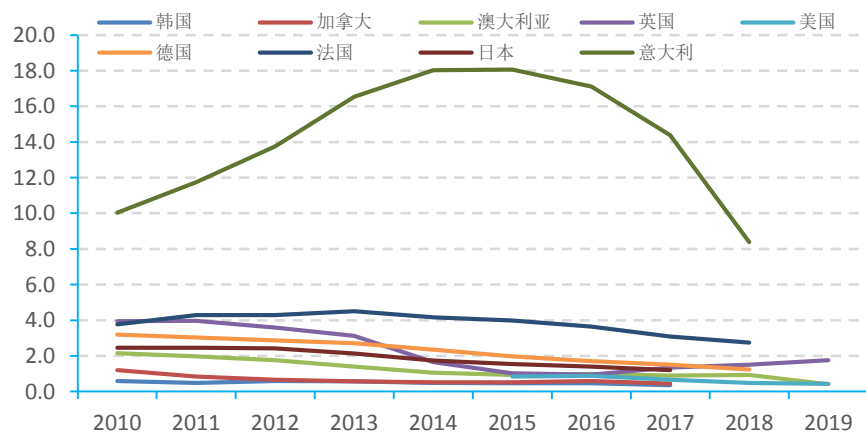


## 3.2 中国经济波动较小，银行不良率处于较低水平

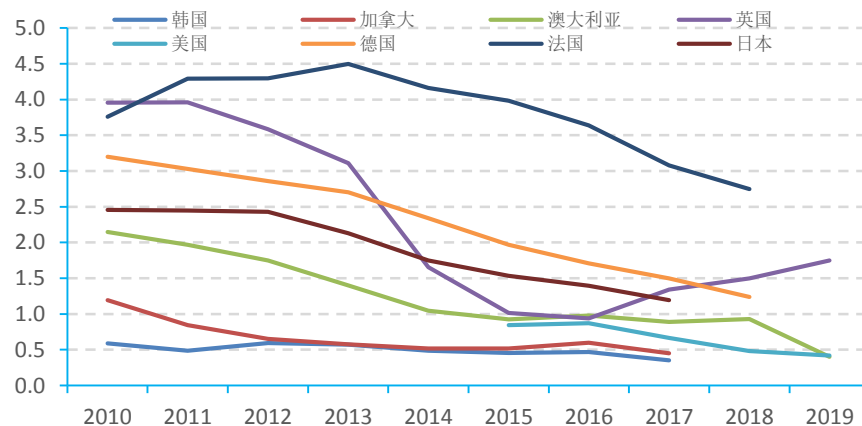
### 3.2.1 发达经济体：不良率普遍较低，且有下降趋势

- 发达经济体银行业的不良贷款率均值约为1.12%。发达经济体银行业近十年的不良贷款率普遍呈现下降趋势，10-18年，发达经济体银行业的不良率均值从3.59%下降到1.93%。
- 剔除意大利的影响后，10-18年发达经济体银行业的不良率均值从2.78%下降至1.12%，处于G20较低水平。

图：近十年发达经济体银行业的不良贷款率趋势（%）



图：剔除意大利数据，发达经济体银行业的不良贷款率普遍呈下降趋势（%）



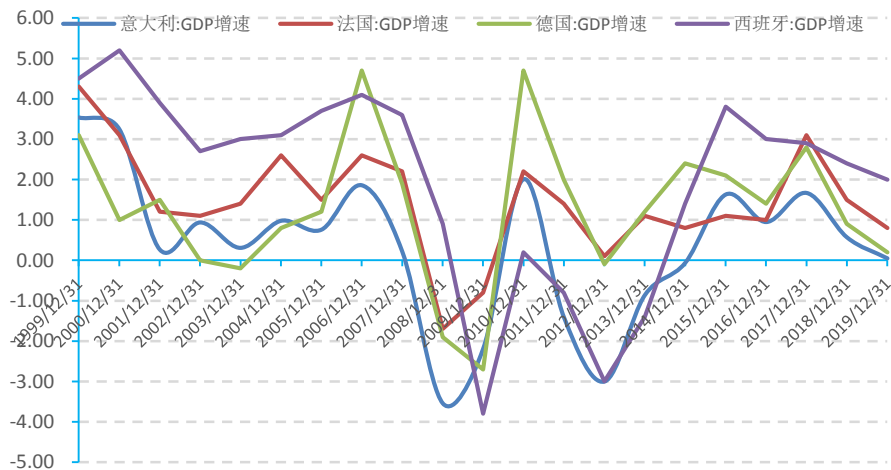
资料来源：WIND，天风证券研究所

## 3.2 中国经济波动较小，银行不良率处于较低水平

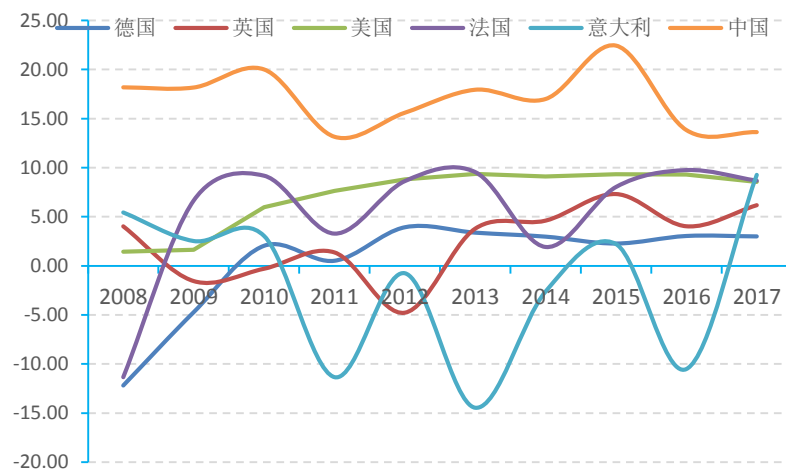
### 3.2.2 为什么意大利银行业的不良率如此之高？

- 原因之一是意大利经济增长缓慢。1999年欧元区成立以来，意大利GDP增速在西方国家中较低，16年GDP增速只有0.95%，即使在06年经济繁荣时期GDP增速也只有1.86%。同期法国为2.60%，德国为4.70%，西班牙为4.1%。
- 16年以前意大利银行业盈利能力低下。08-17年的十年间，意大利银行业的ROE有5次为负，意大利不良率较高的15年，其ROE为2.22%，同期的德国、英国、法国和美国分别为3.04%/4.03%/9.76%/9.29%

图：20年意大利的GDP增速在欧洲较低（%）



图：16年以前意大利银行业盈利能力（ROE）低下（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

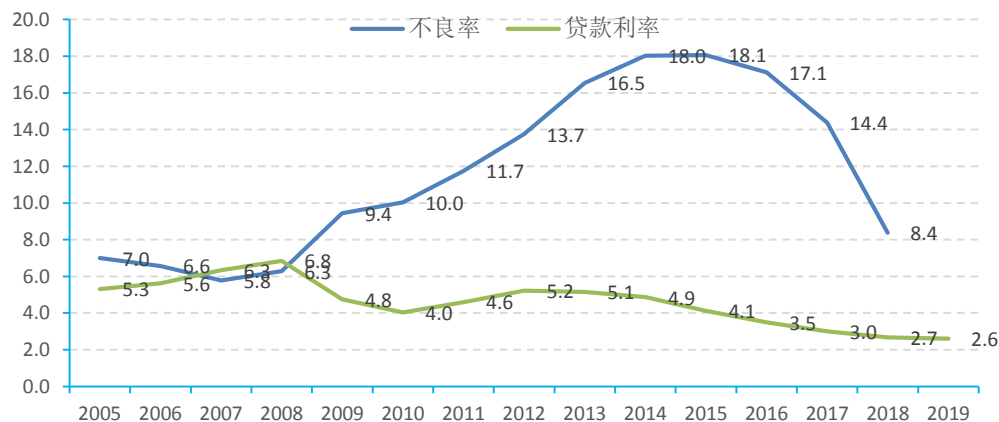


## 3.2 中国经济波动较小，银行不良率处于较低水平

### 3.2.2 为什么意大利银行业的不良率如此之高？

- 意大利银行业的高坏账率和不良处置效率低下有关。据《银行家》期刊的《意大利银行业不良资产之痛：为什么？如何解？》估计，意大利的银行处理一笔坏账通常需要七到八年时间，导致不良债务长期居高不下。
- 16年后，意大利政府采取多种措施，银行业情况逐步好转。主要措施有：1、主动降低风险资产规模。2、改革司法系统。3、政府直接干预。

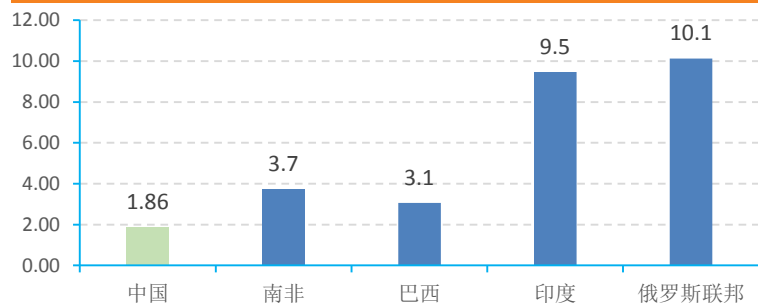
图：16年后意大利银行业不良率开始下降，贷款利率下降并趋于平稳（%）



## 3.2 中国经济波动较小，银行不良率处于较低水平

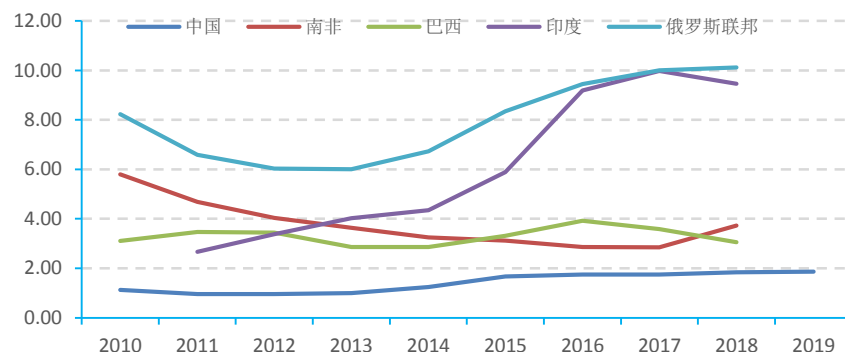
### 3.2.3 金砖国家：资产质量差异较大，中国显著好于其他四国

图：中国银行业在金砖五国中不良贷款率最低（%）

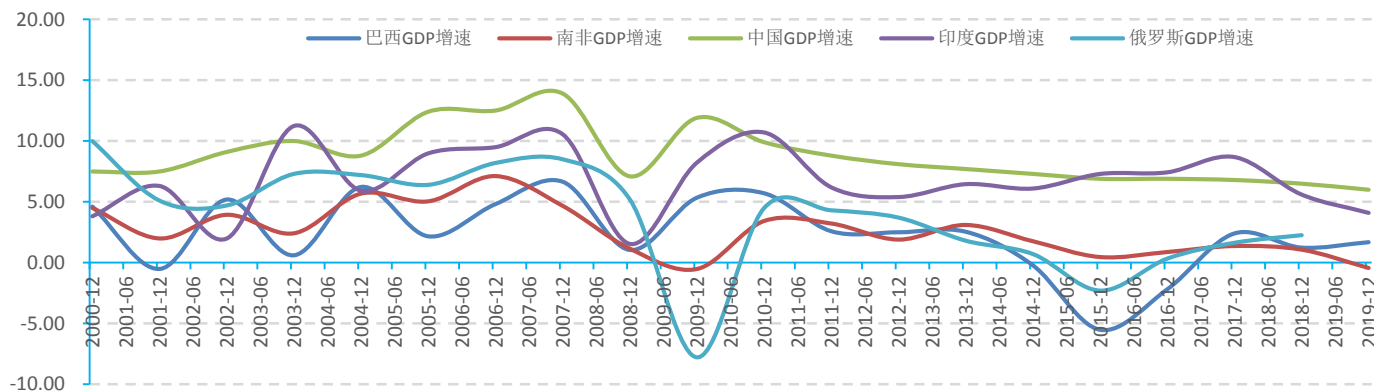


注：由于WDI部分数据未更新，中国使用19年数据，其他国家为18年数据。

图：金砖五国银行业资产质量差异较大（%）



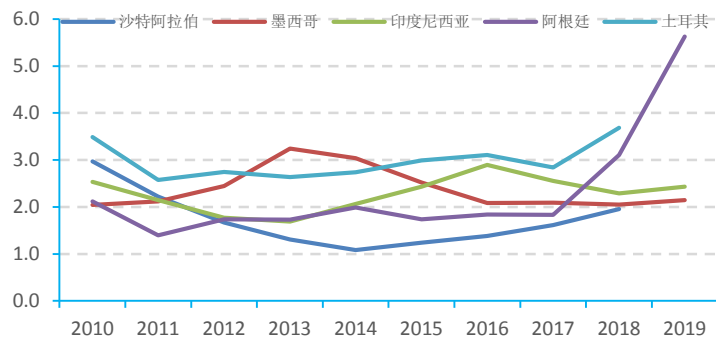
图：金砖五国中，12年后中国GDP增速相对稳定，经济波动较小（%）



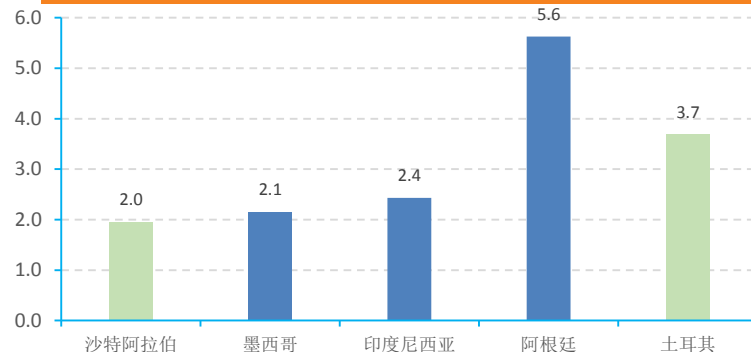
## 3.2 中国经济波动较小，银行不良率处于较低水平

### 3.2.4 新兴经济体：不良贷款率较高，经济波动较大

图：近十年新兴经济体银行不良贷款率情况 (%)

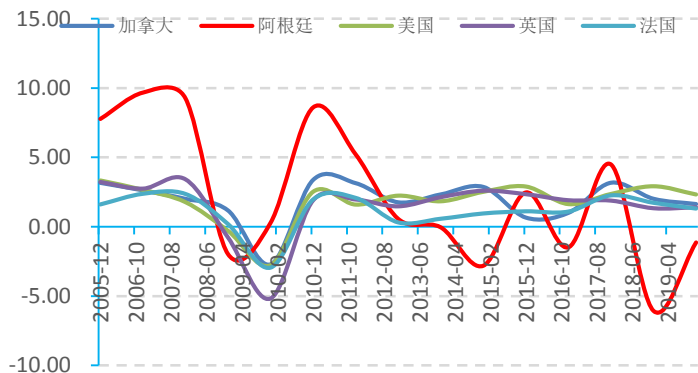


图：19年末新兴经济体商业银行不良贷款率情况 (%)

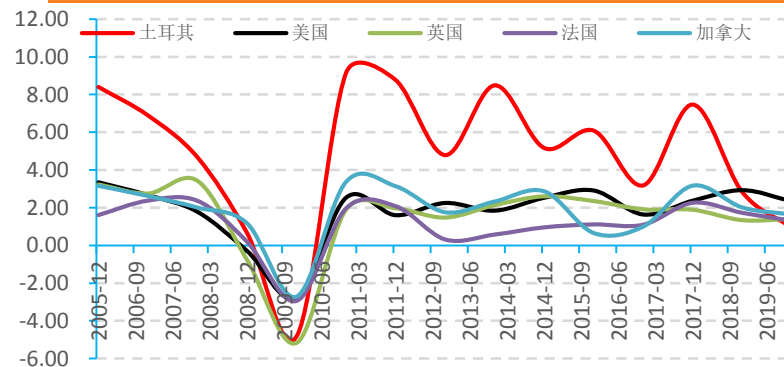


注：沙特和土耳其使用18年末数据，其他国家为19年末数据。

图：相比于发达国家，阿根廷GDP增速波动幅度较大



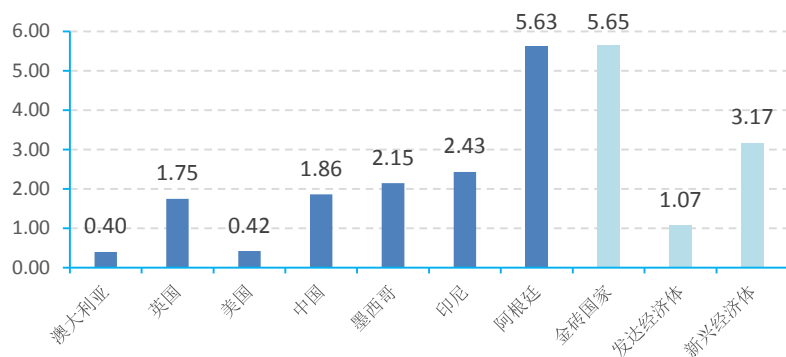
图：相比于发达国家，土耳其GDP增速波动显著 (%)



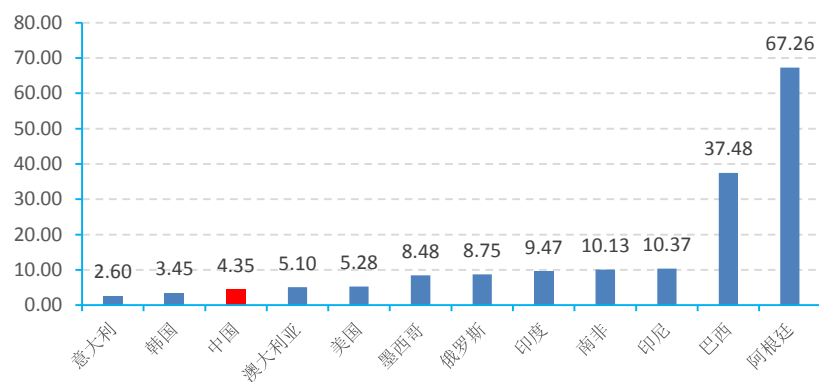
## 3.2 中国经济波动较小，银行不良率处于较低水平

### 3.2.5 中国银行业的资产质量在全球的位置如何？

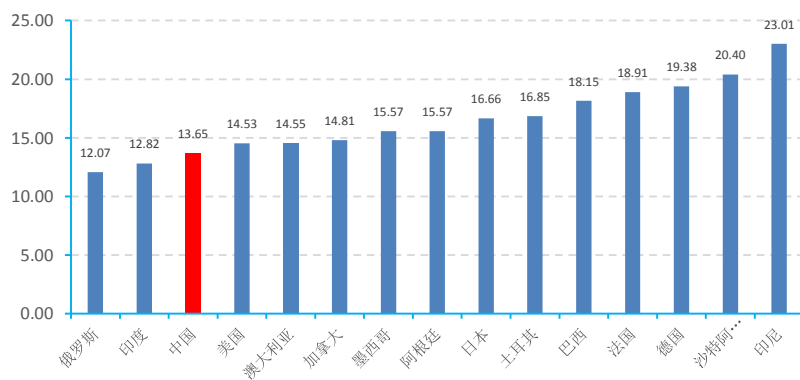
图：中国的银行业不良率在全球总体处于较低水平



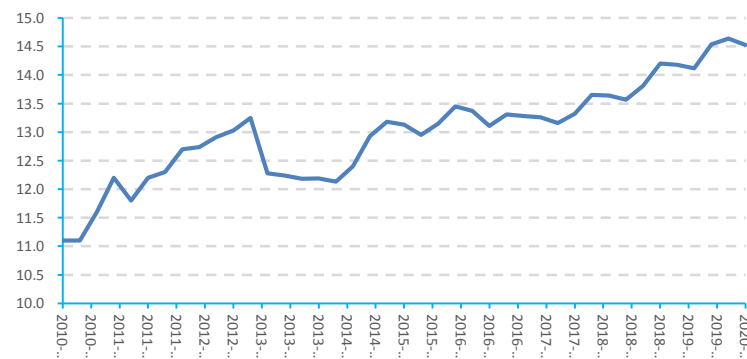
图：19年末中国银行业贷款基准利率处于较低水平 (%)



图：主要国家银行业资本充足率情况 (2017, %)



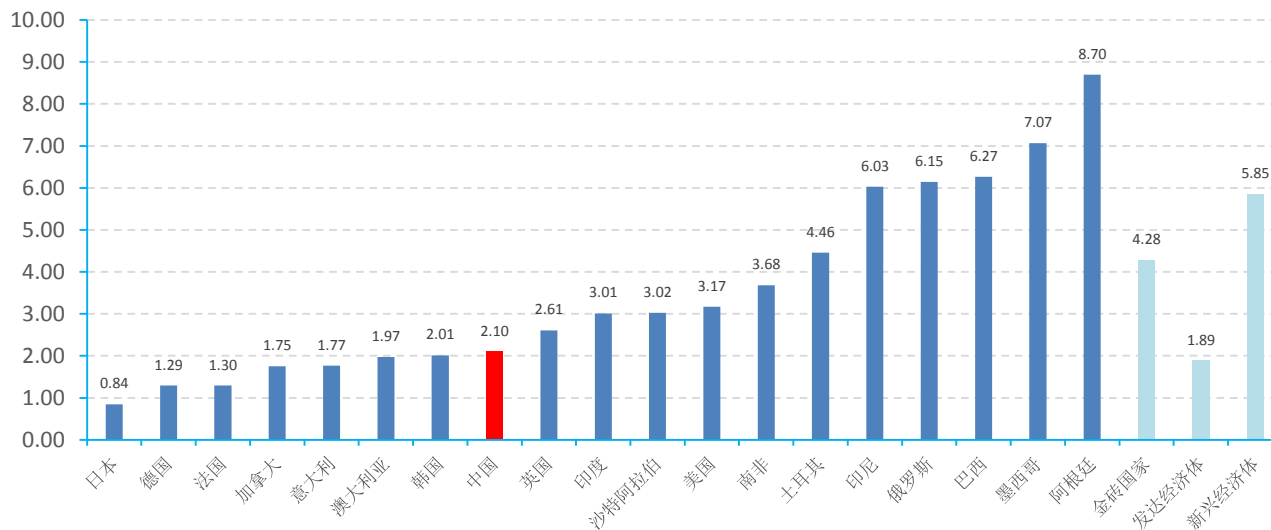
图：中国银行业资本充足率不断上升 (%)



### 3.3 中国银行业息差让利空间不大

- 净息差高低和经济发展阶段相关。发达国家银行业净息差普遍较低，且随时间波动幅度较小；发展中国家银行业净息差较高，波动较大。
- 中国银行业息差处于较低水平，银行业让利空间不大。19年末中国银行业贷款基准利率为4.35%，在主要国家的银行业中属于较低水平。当前息差虽然略高于部分发达国家，但低于美国，也显著低于其他发展中国家，息差让利空间不大。

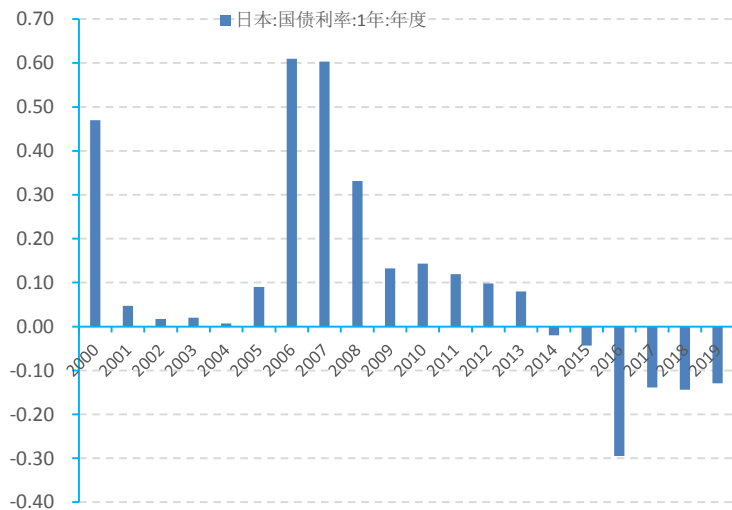
图：17年中国银行业净息差处于较低水平，日本和欧洲发达国家银行业较低（%）



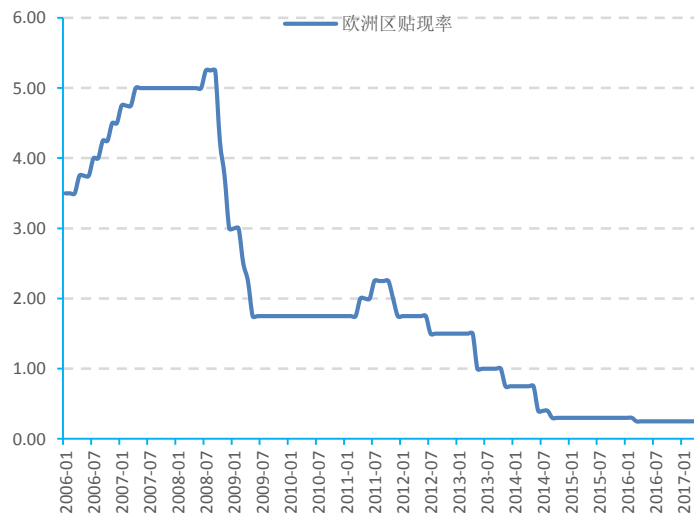
### 3.3 中国银行业息差让利空间不大

- 发达国家中，日本和欧元区银行业的净息差尤为低下，这和其本身利率较低有关。日本近6年的一年期国债利率为负，截至19年末，一年期国债利率为-0.13%。负利率使得净利息收入受到影响，从而削弱银行的盈利能力，对息差产生较大影响。14年以后欧元区贴现率维持较低水平至0.3%，16年3月底再次下降至0.25%。低利率环境导致欧洲银行业净息差较低。

图：自14年开始，日本一年期国债利率为负（%）



图：14年以后欧洲区贴现率维持较低水平（%）

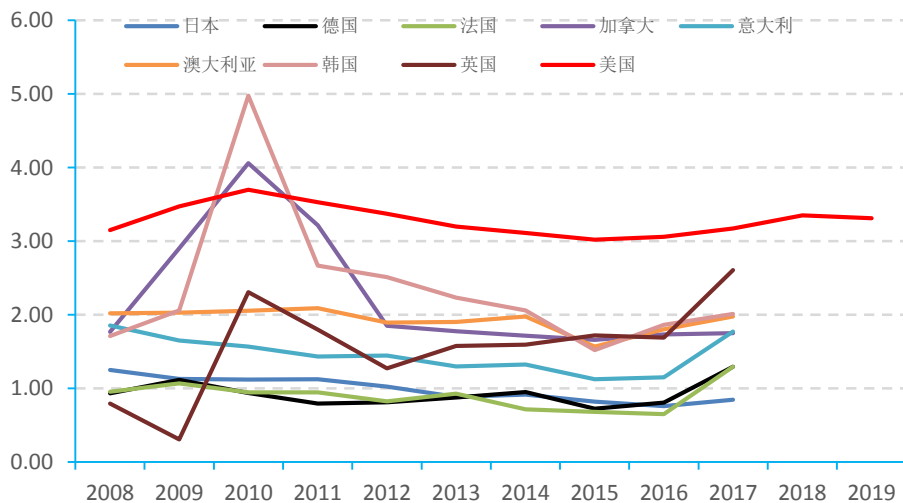


## 3.3 中国银行业息差让利空间不大

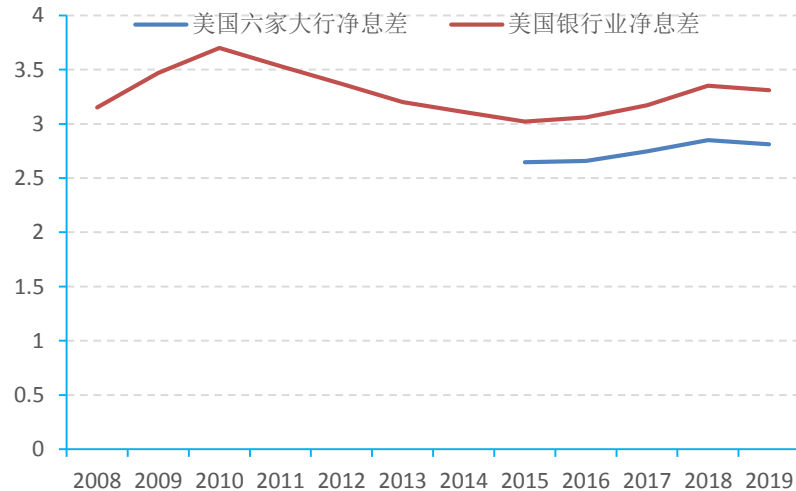
### 3.3.1 发达经济体：净息差普遍较低，美国一枝独秀

- 发达经济体银行业的净息差在1%~2%范围内波动较多，净息差普遍较低，且息差波动幅度也不是很大。澳大利亚、韩国、英国银行业的净息差水平接近，在2%左右。
- 美国银行业一枝独秀，据联邦储备经济数据库（FRED）统计，自2000年的20年间，美国银行业净息差几乎持续高于3%，且较为稳定。

图：发达经济体银行业的净息差普遍较低，美国银行业净息差较高（%）



图：美国大型银行的净息差相对中小银行较低（%）

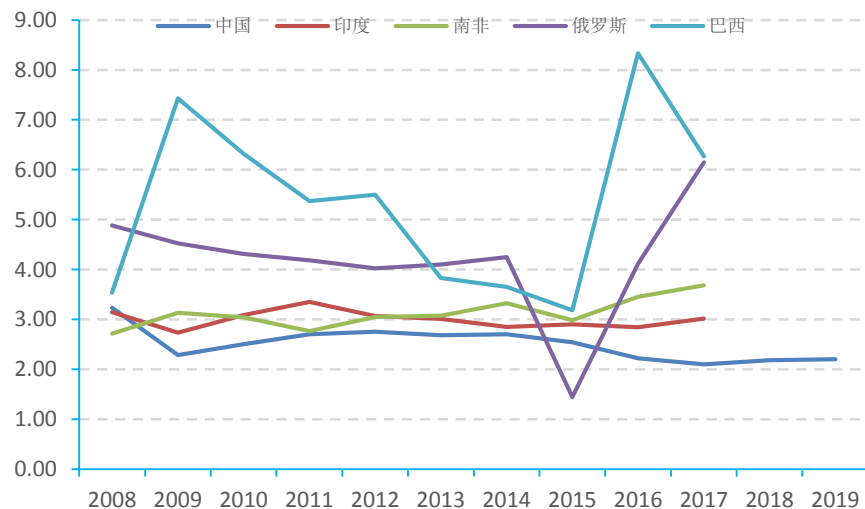


## 3.3 中国银行业息差让利空间不大

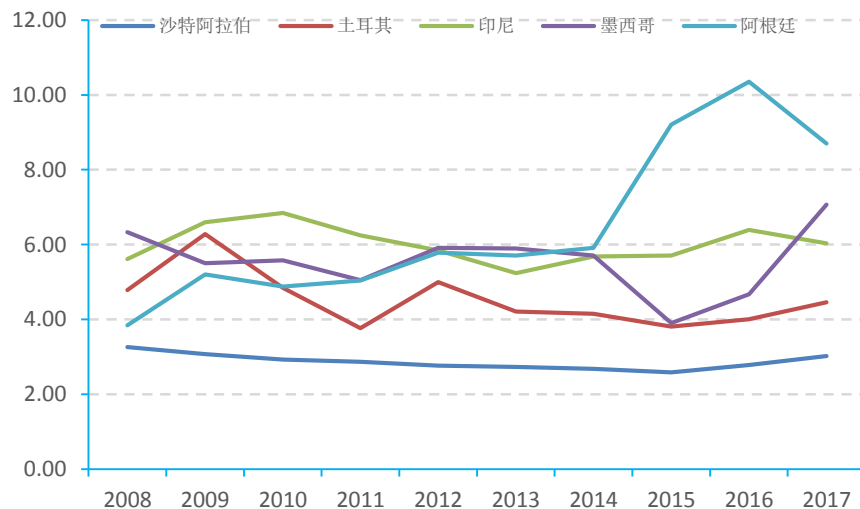
### 3.3.2 金砖国家净息差波动较大；新兴经济体息差普遍较高

- 中国银行业的净息差保持平稳，在12年曾达到2.75%，后下滑至2.10%，19年为2.20%，整体比较稳定。中国经济较为稳定，且银行业成本收入比较低，截止20年3月，中国银行业成本收入比仅为25.69%，在全球处于较低水平，成本控制能力较强，息差波动较小。
- 17年阿根廷、墨西哥和印尼银行业的净息差都高于6%，沙特和土耳其也高于3%。

图：金砖国家银行业净息差波动较大，中国银行业总体平稳（%）



图：新兴经济体银行业的净息差普遍较高（%）

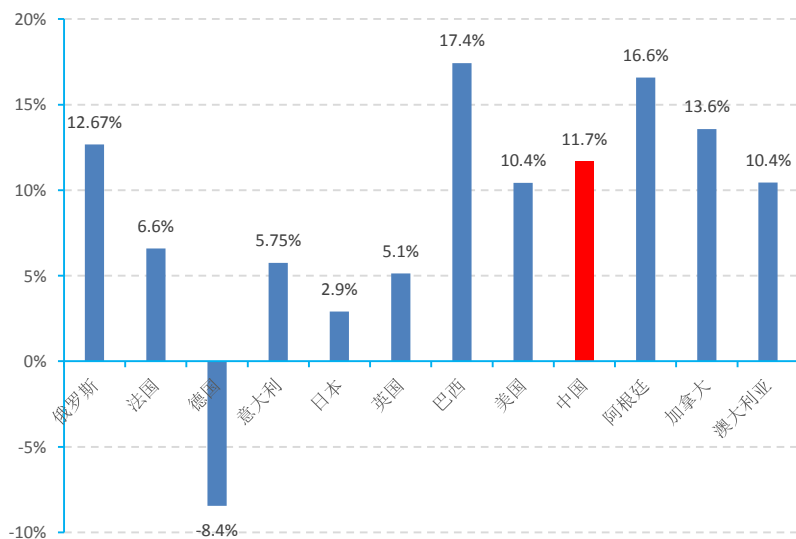




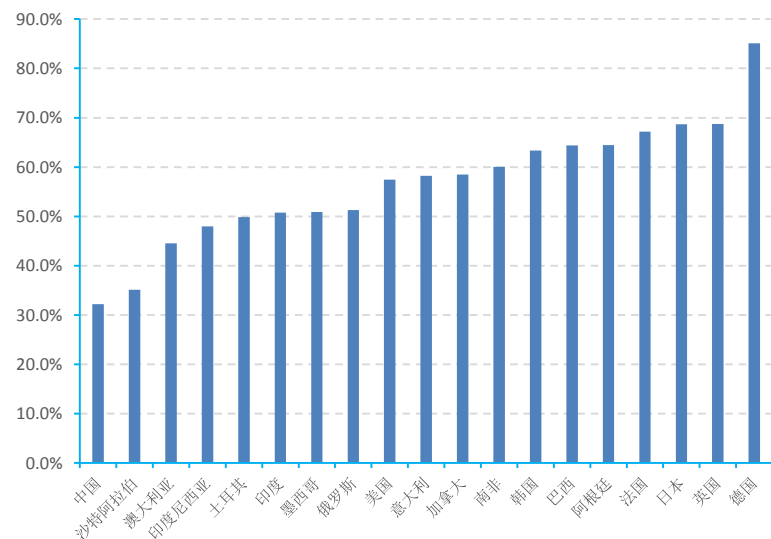
## 3.4 ROE差别造就估值分化

- 19年中国上市银行11.7%的ROE在主要国家中处于较高水平。
- 其他发达国家如日本、德国、英国等，其银行业息差较低，成本收入比较高，导致ROE偏低。
- 美国银行业19年3.31%的息差水平，在G20国家银行业中相对较高，但成本收入比较高，制约ROE水平，19年ROE为10.4%。

图：19年主要国家上市银行ROE情况



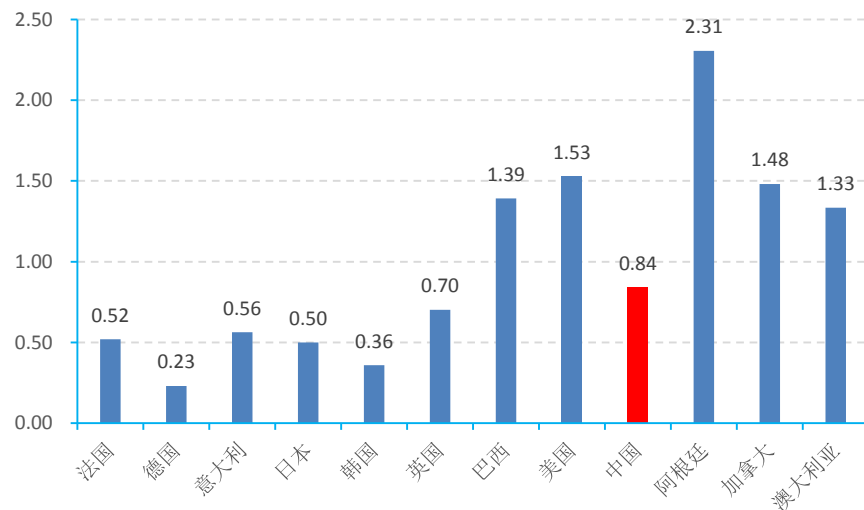
图：17年G20国家银行业成本收入比情况，中国银行业最低



## 3.4 ROE差别造就估值分化

- 经济发展阶段影响估值水平，发展中国家的上市银行估值较高。
- 中国上市银行估值低于其他发展中国家。**19年中国上市银行ROE为11.7%**，处于主要国家上市银行中的较高水平。**19年末中国上市银行PB估值为0.84倍PB**，相对其他发展中国家较低，但略高于部分发达国家。
- 目前中国银行业估值处于历史最低位。

图：19年末主要国家上市银行的PB估值情况，发达国家普遍较低



图：截至2020年6月9日，中国的银行（中信）市净率0.72，处于历史低位



## 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

THANKS