

银行

行业研究/深度报告

银行如何投基建及本轮基建影响解析

—银行业主题研究系列之一

深度研究报告/银行

2020年08月06日

报告摘要：

● 基建对稳增长的重要性不断提升

在拉动我国经济增长的“三驾马车”中，消费和出口受疫情影响较大，具备乘数效应的基建投资有望成为扩大投资、协助经济企稳的重要抓手。基建相关政策频频加码，各项重大会议多次部署，重要性不断凸显。

● 银行综合运用金融产品和服务参与基建项目

基建投资资金有五大来源，分别为自筹资金、国内贷款、国家预算内资金、利用外资和其他资金。银行主要通过贷款、专项债、城投债、非标产品、PPP项目等形式提供资金，并通过债券承销、资产证券化、融资租赁等形式提供金融服务。今年以来，信贷额度较为宽松；专项债提速扩容，有望向基建倾斜；城投债和非标产品在适度的监管下处于有序发展阶段；PPP整体规模尚小，银行参与度不高。

● 本轮基建投资对银行的利好已逐渐显现

基建项目给银行带来了信贷、债券等多种渠道的投资机会，还具有锁定优质资产、化解信用风险、带来增量存款、降低获客成本、提升相关金融服务需求、提前布局新兴产业等多种好处。当前经济弱复苏信号明显，信贷需求和信贷风险边际改善。5月以来的贷款增量主要来源于企业中长期贷款，基建发力对扩大贷款规模、拉长周期的积极作用已经开始显现。产业债和城投债的信用利差大幅下降反映出市场对银行资产质量压力边际缓和的预期。未来随着基建投资乘数效应显现，经济活跃度提升，对金融服务的需求也将持续加大。

● 投资建议：具备成长性的中小型银行预计更加受益

当前银行业格局显著分化，中小银行持续享受结构性政策利好，在规模扩张上也具备更大的弹性。基建投资助力经济复苏可以减轻中小企业信贷风险，中小银行更加受益。当前银行板块估值处于历史低位，在基本面、政策面和资金面的共同推动下启动估值修复行情。我们建议重点关注两个股票组合，一是零售小微标的：招商银行、平安银行、常熟银行、宁波银行。二是低关注度低估值标的：光大银行、杭州银行、江苏银行、南京银行。

● 风险提示

资产质量波动，息差收窄较快。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 8月5日	EPS			PE		评级	
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E		
600036.SH	招商银行	36.30	3.68	4.11	4.61	9.86	8.84	7.88	推荐
000001.SZ	平安银行	13.76	1.45	1.67	1.94	9.47	8.24	7.10	推荐
601128.SH	常熟银行	7.63	0.65	0.73	0.84	11.71	10.39	9.11	推荐
002142.SZ	宁波银行	30.46	2.28	2.71	3.23	13.34	11.26	9.42	推荐
601818.SH	光大银行	3.86	0.71	0.79	0.88	5.42	4.89	4.39	推荐
600926.SH	杭州银行	9.86	1.11	1.16	1.22	8.86	8.52	8.06	推荐
600919.SH	江苏银行	6.16	1.18	1.02	1.16	5.24	6.02	5.31	推荐
601009.SH	南京银行	7.92	1.47	1.40	1.59	5.97	5.66	4.97	未评级

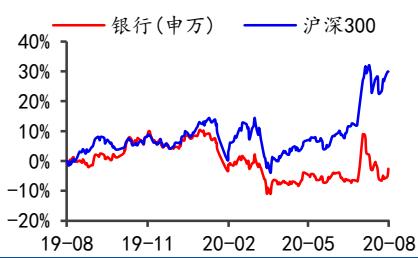
资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：未评级公司盈利预测来自wind一致预期

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind, 民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号：S0100519090001

电话：0755-22662075

邮箱：guoqwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号：S0100119120002

电话：0755-22662081

邮箱：liaoziyuan@mszq.com

相关研究

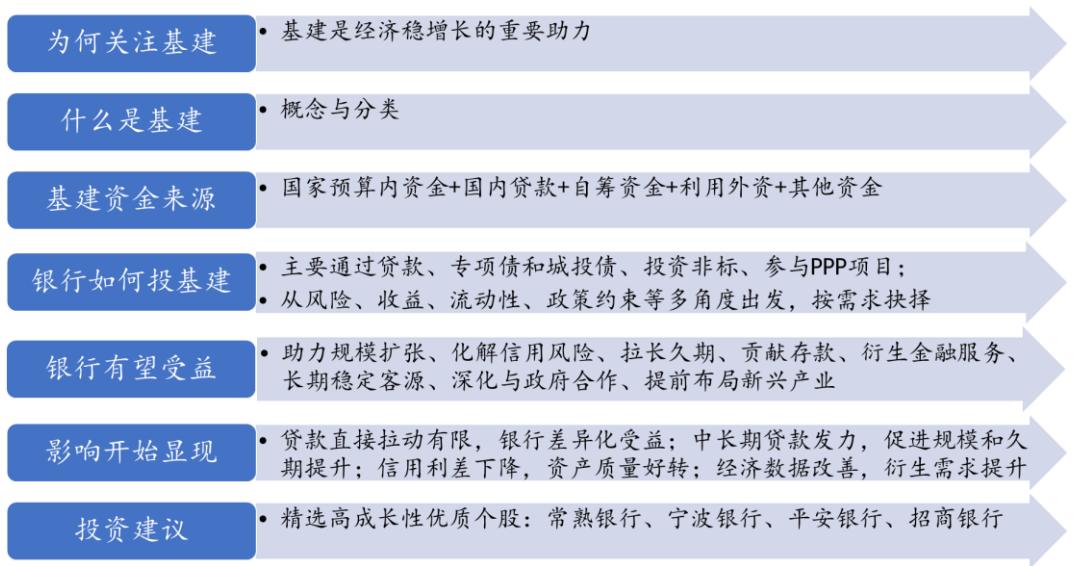
- 过渡期延长落地，银行整改压力减轻
- 行业动态报告：过渡期正式延长，银行整改压力减轻

目录

一、基建是经济稳增长的重要助力.....	3
二、什么是基建.....	6
三、基建资金来源多样化	7
四、多渠道供给资金，银行助力基建发展.....	9
(一) 银行贷款.....	9
1、银行如何发放基建贷款.....	9
2、大型银行是主力，中小型银行同受益.....	10
(二) 专项债.....	13
1、专项债额度逐级下发.....	13
2、加强预算管理，可用作资本金比例提升.....	15
3、受政策驱动，今年以来扩容提速.....	15
(三) 城投债.....	16
1、城投债如何支持基建项目	16
2、城投债与监管政策密切相关.....	18
(四) 非标产品.....	20
1、银行通过非标支持基建.....	20
2、业务向规范化发展，非标降幅逐渐收窄	20
(五) PPP 模式.....	23
(六) 多角度权衡，按需求抉择	24
五、借力基建投资东风，银行有望充分受益.....	26
六、本轮基建投资对银行的影响开始显现.....	29
七、投资建议：精选高成长性优质个股.....	33
1、招商银行：非息收入亮眼且资产质量卓越的股份行龙头	33
2、平安银行：不良指标大幅改善，民营标的业绩诉求强烈	34
3、常熟银行：风控能力突出的高成长性农商行	34
4、宁波银行：资产质量优秀，利润增速名列前茅	34
八、风险提示	34
插图目录	35
表格目录	36

今年以来，消费和出口受疫情冲击较大，基建投资在稳经济中的重要性日益突出。政府部门在今年以来的各项会议中多次对基建进行部署，基建投资有望发力。本文从基建的资金来源出发，详细解读银行投资基建的几种主要方法。

图1：全文组织架构图



资料来源：民生证券研究院整理

一、基建是经济稳增长的重要助力

消费和出口受疫情冲击较大，加大投资对于稳定经济具有重要意义。拉动我国经济增长的“三驾马车”分别为消费、投资和出口。今年以来，消费和出口受疫情影响较大。消费方面，根据统计局披露数据，1-6月社会消费品零售总额累计同比下降11.40%。由于目前疫情影响尚未彻底解除，且疫情期间网络消费和实地配送满足了消费者的部分需求。疫情后消费爆发式反弹的概率不大。出口方面，根据海关总署披露数据，1-6月出口金额累计同比下降3.00%。虽然降幅逐渐减小，但2020年外贸发展面临环境的不确定性仍然较大。根据国家统计局披露数据，6月新出口订单PMI为42.60%，和疫情前水平以及50%的荣枯线仍有较大距离。

图2：社会消费品零售总额同比降幅较大



资料来源：WIND，民生证券研究院

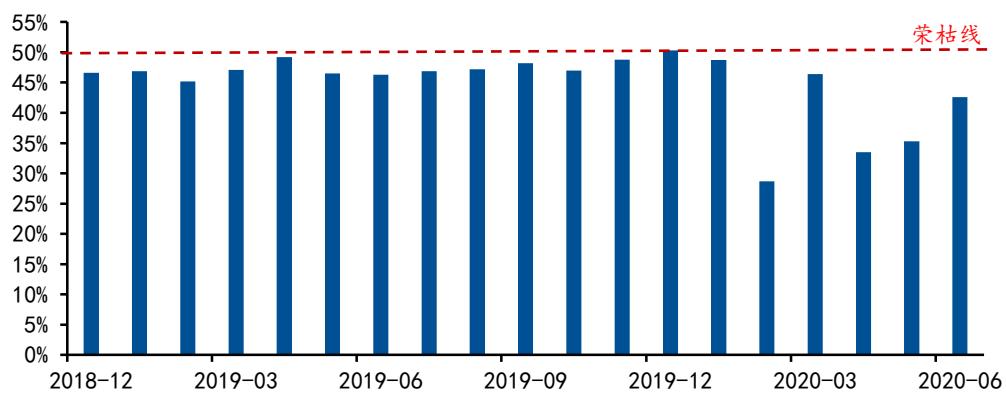
图3：净出口受疫情冲击较大



资料来源：WIND，民生证券研究院

图4：新出口订单 PMI 仍然和 50% 的荣枯线有较大距离

■ PMI : 新出口订单

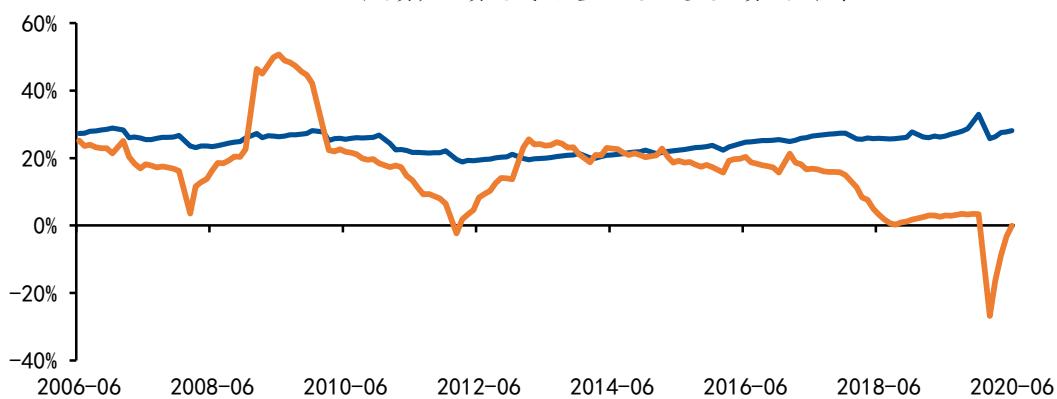


资料来源：WIND，民生证券研究院

基建将成为投资的重点，助力经济企稳。固定资产投资主要由基建投资、房地产开发投资和制造业投资三部分组成。在“房住不炒、因城施策”的主基调下，房地产开发投资难以成为稳增长的主力。由于前期扩张过快、库存积压，以及国内外需求不足，制造业投资大幅增长的难度较高。基建投资一般由政府主导，具有规模巨大、时间周期长等特点，占固定资产投资完成额的比重长期保持在1/4以上，对经济拉动效果大，同时还能“一业带百业”，产生巨大的乘数效应，有望成为扩大投资、协助经济企稳的重要抓手。今年以来，政府各项会议多次对基建投资进行部署，加大扶持力度。截至2020年6月，基建投资完成额的累计同比降幅仅为0.07%，较2月份同比降幅26.86%快速且大幅改善，逐渐接近疫情前的水平，已呈现出良好的发展态势。

图5：基建投资占比稳定且同比增速大幅改善

—— 基础设施建设投资完成额/固定资产投资完成额
—— 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比



资料来源：WIND，民生证券研究院

表1：有关基建的政策部署

日期	会议/文件	主要内容
2020/1/3	国务院第四次常务会议	要大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造。
2020/2/14	中央全面深化改革委员会	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020/2/21	中共中央政治局会议	推动生物医药、医疗设备、5G 网络、工业互联网等加快发展
2020/2/23	中央统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议	用好中央预算内投资、专项债券资金和政策性金融，优化投向结构。一些传统行业受冲击较大，而智能制造、无人配送、在线消费、医疗健康等新兴产业展现出强大成长潜力。要以此为契机，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业。
2020/3/4	中共中央政治局常委会会议	加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性
2020/5/22	十三届全国人大三次会议 《政府工作报告》	加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

二、什么是基建

基建即基础设施的新建、改建、扩建、恢复以及相关机器设备、车辆船舶的购置安装等工作。基础设施是指为社会生产和生活提供基础性、大众性服务的工程和设施，可以促进人流、物流、资金流、信息流的顺畅流通，具备基础性和先行性的特点。

按照投资领域的不同，基础设施可分为传统基础设施和新型基础设施。

传统基础设施俗称“铁公基”，泛指铁路、公路、机场、水利等重大基础设施。根据国家统计局口径，主要包括①交通运输、仓储和邮政业，②信息传输、软件和信息技术服务业，③水利、环境和公共设施管理业三大类别。为避免和工业投资的统计范围重复，统计局口径的基础设施数据未包含电力、燃气及水的生产和供应业。考虑到电力、燃气及水的生产和供应业的公用事业属性较强，是为全社会服务的基础性行业，因此在后文中纳入基础设施口径一起计算。

新型基础设施是近年来随着科技发展提出的概念。2020年4月国家发改委在例行新闻发布会上首次明确其范围主要包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三个方面，并将卫星互联网等领域也纳入其中，丰富了“新基建”的内涵。总体来看，新基建既涉及5G等新型领域培育与发展，也涉及交运等传统领域的更新与改造，最主要的特点是以科技为核心。

表2：基础设施分类

分类	行业类型	举例
基础设施	1. 交通运输、仓储和邮政业	铁路运输、道路运输、水上运输、航空运输、仓储、邮政服务
	2. 信息传输、软件和信息技术服务业	电信广播服务、互联网相关服务
	3. 水利、环境和公共设施管理业	水利管理等
新型基础设施	1. 信息基础设施	①通信网络基础设施：如5G、物联网、工业互联网、卫星互联网 ②新技术基础设施：人工智能、云计算、区块链 ③算力基础设施：数据中心、智能计算中心
	2. 融合基础设施	智能交通基础设施、智慧能源基础设施
	3. 创新基础设施	重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等

资料来源：国家统计局，国家发改委，民生证券研究院

按照运作模式，基础设施项目主要包括以下两类：①政府主导。项目资金由政府或地方政府融资平台筹集，政府独立运作。这也最传统、最常见的模式。②政府和社会资本合作（广义的PPP模式）。政府挑选具有投资、运营管理能力的社会资本，通过特许经营、股权合作等方式实现利益共享、风险共担，从而达到政府减轻财政负担、企业降低投资风险的共赢局面。按照合作方式不同，具体又可以分为建设-经营-转让（BOT）、建设-移交（BT）、TOT（转让-经营-转让）等多种模式。

三、基建资金来源多样化

根据统计局披露口径，基建投资资金有五大来源，分别为国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、利用外资和其他资金。受到披露口径限制，我们使用城镇固定资产投资数据进行测算，最新年度数据截至 2017 年底，自 2018 年起改为披露同比增速，因回溯调整等原因存在差异。

国家预算内资金指各级政府用于基建投资的财政资金，各级政府债券也归入其中。财政部预算执行报告将国家预算划分为一般预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。用于基建项目的国家预算内资金来源于一般财政预算（如一般债券）和政府性基金预算（如土地出让金、专项债）。随着国家加大对基建的财政支持力度、地方政府专项债额度提高，国家预算内资金占比从 2003 年的 9.75% 稳步提升至 2017 年的 16.52%。

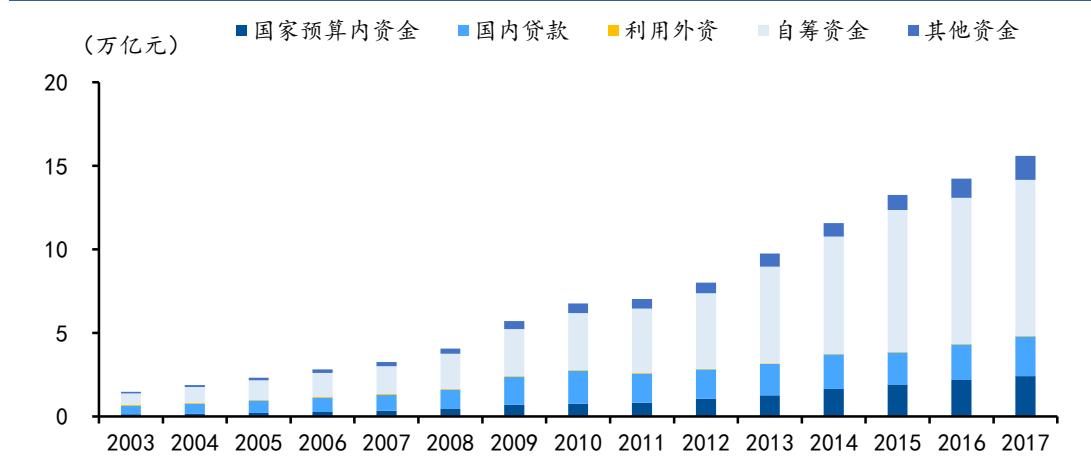
国内贷款指基建项目单位向银行及非银行金融机构借入的各种国内借款，包括银行贷款、上级拨入的国内贷款、国家专项贷款、国内储备贷款、周转贷款等。随着融资渠道拓宽、资金来源日益丰富，国内贷款占基建投资资金的比重长期处于下降通道。

自筹资金指各企、事业单位筹集用于基建项目的资金，包括各类企事业单位的自有资金和从其他单位筹集的资金，但不包括各类财政性资金、从各类金融机构借入资金和国外资金。主要形式为自有资金、城投债、非标融资和 PPP 等，是基建投资资金的主要来源。

利用外资指收到的外国及港澳台地区的资金（包括设备、材料、技术在内）。包括对外借款、外商直接投资和外商其他投资，按报告期的外汇牌价（中间价）折成人民币计算。该项资金规模不大，占比已从 2003 年的 3.32% 下降至 2017 年的 0.30%。

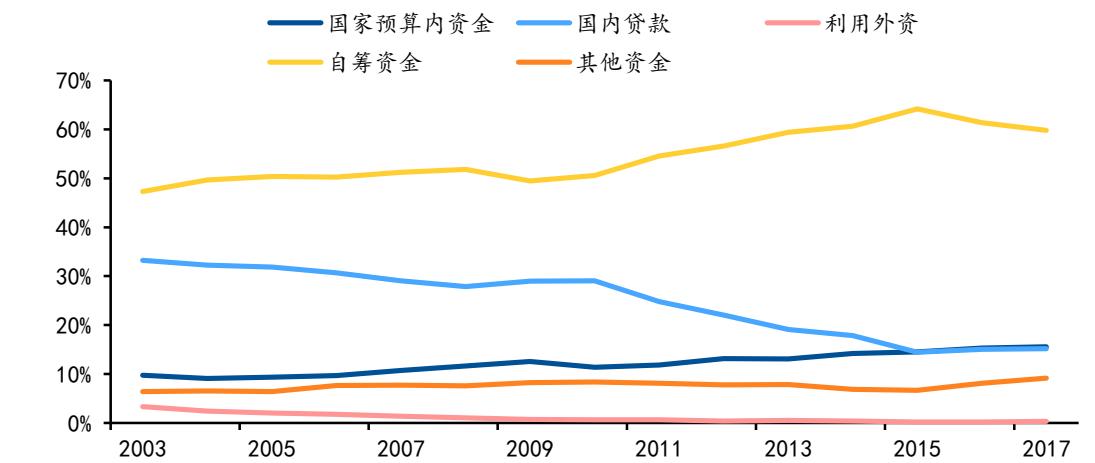
其他资金指除以上各种资金之外的用于基建投资的资金，主要包括社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金及其他单位拨入的资金。其占比随时间小幅波动，但一直处于 10% 以内。

图6：各类基建投资资金规模变化



资料来源：WIND，民生证券研究院

注：2018 年起统计局不再披露具体数值，改为披露同比增速，两者因回溯调整存在口径差异，故而未反推 2018 占比

图7：各类基建投资资金占比变化


资料来源：WIND，民生证券研究院

注：2018年起统计局不再披露具体数值，改为披露同比增速，两者因回溯调整存在口径差异，故而未反推2018占比

从历史上各类资金的占比情况来看：

2003-2009 各类资金占比相对平稳，国内贷款贡献小幅下降：自筹资金始终是基建投资资金的第一大来源，其占比自2003年起便高达45%以上，此后不断攀升。与此同时，作为第二大来源的国内贷款占比持续受到挤压。2009年在适度宽松的货币政策和“四万亿”投资的推动下，国内贷款同比快速提升，占比小幅反弹。

2010-2015 城投债和非标业务兴起推动自筹资金占比快速提升：自2010年起，我国开始采用稳健的货币政策并加强对信贷业务的监管力度。随着“四万亿”的影响消退，贷款规模增速下降。与此同时，城投债爆发式增长、非标融资兴起大幅挤占基建贷款空间。国内贷款在基建资金来源中的比重从2010年29.06%下降至2015年14.49%。相应的，自筹资金占比从2010年50.56%提升至2015年64.14%。

2016-2018 严监管影响逐步显现，自筹资金占比下降：2013年开始，城投债、非标业务所面临的监管环境逐步趋严，针对理财、同业、信贷资产收益权、各类通道业务的监管文件陆续出台。随着城投债规模增速下降，非标业务大量压缩，表外资金“脱虚向实”，开始向表内回流。自2016年起自筹资金规模增速放缓、占比开始下降。最新数据显示，2017年自筹资金占比59.81%，较2015年下降4.33pct，国家预算内资金、国内贷款、利用外资和其他资金占比分别较2015年提升1.03pct、0.71pct、0.13pct和2.46pct。

2019-至今监管态度有所缓和，财政支持力度持续提升：近年来，随着监管对于态度趋于缓和，城投债规模增速企稳回升。同时，随着业务逐步规范化，非标业务调整压力减轻，未来仍有扩容空间。今年以来，专项债提速扩容并向基建倾斜。为应对疫情影响，财政部于今年6月至7月共发行四期抗疫特别国债，截至7月30日已全部发行完毕，实现发行总额1万亿元。抗疫特别国债资金到位后将全部转给地方政府，用于基础设施建设和抗疫相关支出。由于国家财政对基建项目的支持力度进一步加大，预计国家预算内资金占比还将继续提升。

四、多渠道供给资金，银行助力基建发展

银行是基建资金和相关金融服务的主要提供者。一方面，基建投资中约 90% 的资金来源于自筹资金、国家预算内资金和国内贷款。三类资金来源可以进一步细分出自有资金、城投债、非标融资、PPP、地方政府债、银行贷款和非银行金融机构借款等主要形式。银行主要通过发放贷款、购买债券（主要是专项债和城投债）、投资非标产品、参与 PPP 项目为基建项目提供资金。另一方面，基建项目具有施工周期长、参与主体的类型和数量多等特点，不同经营环节、不同参与主体有着不同的金融需求。银行在提供开户结算等基本服务的同时，还为相关主体提供包括债券承销、资产证券化、融资租赁等综合金融服务。综上所述，基建项目发力势必会导致对银行资金和金融服务需求的大幅提升。

（一）银行贷款

1、银行如何发放基建贷款

银行基建贷款一般以项目贷款的形式发放。具体流程为项目发起人（一般为政府、政府融资平台或社会资本）为经营基建项目成立一家项目公司，以项目公司作为贷款主体筹措资金，以项目投产后的收益和现金流量作为还款来源，并以项目本身的资产作为担保物。根据相关政策要求，根据行业的不同，项目资本金最低比例一般为 20% 至 30%，少数补短板基础设施项目可适当下调，但下调不得超过 5pct。由于项目贷款金额大、期限长（投资回收期一般大于 10 年，甚至 30 年），通常按照一次审批，分阶段、按条件多次发放的形式投放，分期偿还。

表3：项目贷款的特点

指标	项目贷款
贷款对象	项目公司
追索性质	无追索权：资产或收益不足以清偿全部贷款时，无权向主办人追索 有追索权：有项目实体以外的第三方提供担保
还款来源	项目投产后产生的收益和项目本身的资产

资料来源：中国银行官网，民生证券研究院

银团贷款可以满足大型基建项目的资金需求。由于基建项目资金需求大、投资回收期长，供需匹配具有一定难度，因此银团贷款也是银行（尤其是中小型银行）提供基建贷款的重要方式。银团贷款是由一家或多家银行牵头，多家银行和非银行金融机构组成的银行集团以相同贷款协议向同一借款人提供资金的贷款形式。银团贷款期限短则 3-5 年，长则 10-20 年及以上。在同一银团贷款内，可根据项目需求提供定期贷款、周转贷款、备用信用证额度等多种形式贷款。根据所提供的服务，银行除了获取相应利息外，还可从中获取安排费、贷款包销或承销费、代理费、承诺费等收入。

表4：银团贷款的主要特点

指标	银团贷款
银行间关系	各行结成统一体，通过牵头行和代理行与借款人联系
贷款评审	各行均以牵头行提供的信息备忘录为依据进行贷款决策
贷款合同	采用统一的贷款合同
贷款条件	采用统一的贷款条件，如利率、期限、担保方式等

指标	银团贷款
发放方式	由代理行按约定的协议比例统一划款
贷款管理	由代理行负责管理
本息回收	由代理行按合同收本收息，并按放款比例划转到各行指定账户

资料来源：中国银行官网，民生证券研究院

2、大型银行是主力，中小型银行同受益

租赁和商务服务业贷款与基建贷款具有较强的相关性。由于基建贷款与租赁和商务服务业贷款都有相当一部分是通过银行向地方政府融资平台放贷筹集，两个行业的信贷水平同时受到银行对地方政府融资平台的态度影响。而且在实务中，被确认至租赁和商务服务业的贷款与基建项目通常具有较强的相关性，所以在研究上市银行基建贷款特征时，我们将租赁和商务服务业贷款作为基建相关贷款纳入考虑范围，并将两者合称为基建相关贷款。

2013年以来银行贷款中基建相关贷款占比长期保持稳定。考虑到数据的可得性和完整性，我们选取13家上市银行（老16家银行剔除缺失部分历史数据的浦发、华夏、北京）作为样本，对2008年至2019年各行业贷款数据进行分析。从占比来看，在2009年由“四万亿”投资拉动的基建行情中，样本银行在基建相关贷款余额占贷款总额（包括对公贷款、零售贷款和贴现）的比重达到28.92%的历史高位。此后一方面随着经济复苏、基建投资的乘数效应开始显现，制造业、批零业等行业对资金的需求逐步回升，另一方面随着城投债、非标业务快速兴起分流，上述基建相关行业的贷款占比下降6.43pct至2013年的22.50%。此后三年，基建相关贷款占比小幅波动。2017年基建相关贷款占比出现较为明显的提升并在此后维持较高水平，主要是由于银监会组织开展了“三三四十”等系列专项治理行动并出台一系列监管政策，严监管促使非标转标、投放渠道变化所致。

图8：基建相关贷款占贷款总额的比例



资料来源：WIND，民生证券研究院

注：①13家样本银行为老16家银行剔除缺失部分历史数据的浦发、华夏、北京；②贷款总额包括对公、零售和贴现

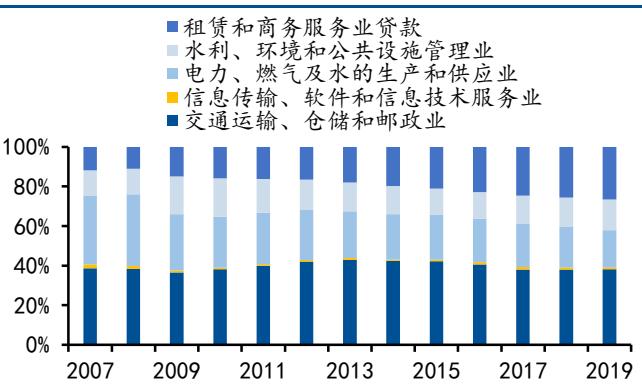
交通运输、仓储和邮政业为基建贷款的主要投放领域，租赁和商务服务业贷款占比大幅提升。基建相关领域的贷款主要集中在以下五个行业：①交通运输、仓储和邮政业、②信息传输、软件和信息技术服务业、③电力、燃气及水的生产和供应业、④水利、环境和公共设施

管理业、⑤租赁和商务服务业。在五个细分行业中，交通运输、仓储和邮电业一直是基建投资的“重头戏”，该行业贷款规模占全部基建相关贷款的比例始终保持在 40% 左右，位列第一。从增速来看，交通运输、仓储和邮电业贷款增速在 2011 年以后变化不大，基本处在 10% 左右。而基数较小的其他三个细分行业贷款则表现出较大的弹性。其中，水利、环境和公共设施管理业的贷款增速在 2009 年曾一度超过 100%，租赁和商务服务业长期保持双位数较快增长，信息传输、软件和信息技术服务业贷款在近年来显示出越来越大的弹性。站在当下时点，随着政府部门明确以加强新型基础设施建设为导向，以科技赋能的信息传输、软件和信息技术服务业有望迎来快速发展的契机。

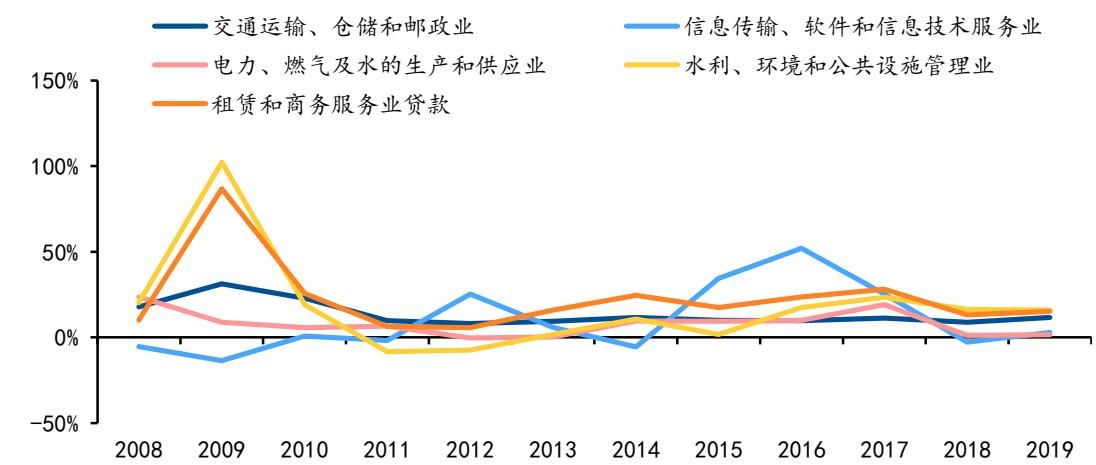
图9：交通运输、仓储和邮电业为主要投放领域


资料来源：WIND，民生证券研究院

注：13家样本银行为老 16 家银行剔除缺失部分历史数据的浦发、华夏、北京

图10：基建细分行业贷款分布情况


资料来源：WIND，民生证券研究院

图11：基建细分行业贷款规模同比增速


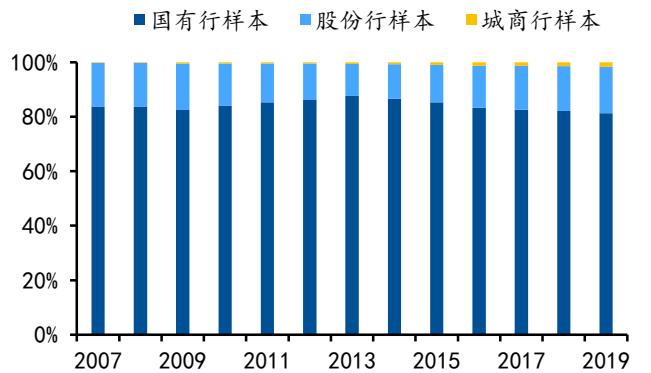
资料来源：WIND，民生证券研究院

注：13家样本银行为老 16 家银行剔除缺失部分历史数据的浦发、华夏、北京

大型银行为银行基建相关贷款的主要提供方。由于大型银行资金实力雄厚，能满足基建投资巨大的资金需求，有史以来一直是基建贷款的主力军。在样本银行中，来自大型国有银行的基建贷款占比长期高达 80% 以上。近年来，中小银行随着规模扩张、实力提升，以及贷款模式创新，在基建领域有了更多探索和投入，但大型银行为主的格局尚未改变。以 2019 年为例，36 家上市银行在基建及租赁和商务服务业的贷款共计 24.97 万亿元。其中，国有行（五大

行+邮储)的相关贷款余额合计高达 18.10 万亿元, 占比 72.47%; 股份行、城商行和农商行的相关贷款余额分别为 5.01 万亿元、1.64 万亿元和 0.23 万亿元, 分别占比 20.05%、6.55% 和 0.93%。

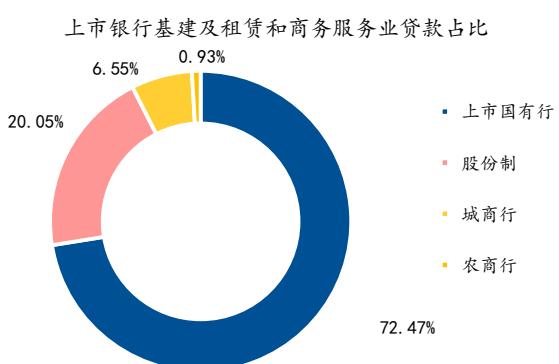
图12: 大型银行一直是基建相关贷款的主力军



资料来源: WIND, 民生证券研究院

注: 13 家样本银行为老 16 家银行剔除缺失部分历史数据的浦发、华夏、北京

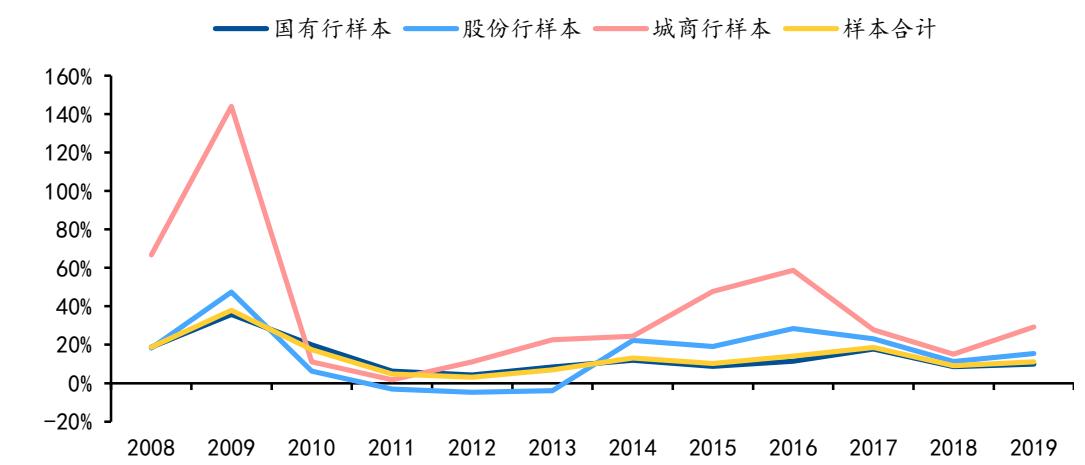
图13: 2019 年各类上市银行基建相关贷款占比



资料来源: WIND, 民生证券研究院

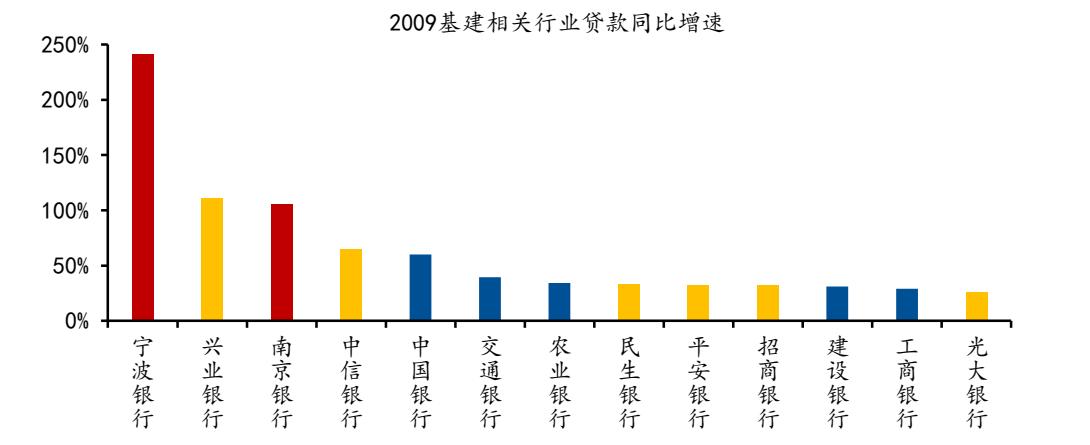
中小型银行基建相关贷款增速弹性更大。根据我们选取的 13 家样本银行数据, 大型银行在基建及租赁和商务服务业相关领域的贷款总体保持较为平稳的增速, 而中小型银行基建相关领域贷款增速变化更加显著。以信贷额度宽松、基建发力的 2009 年为例, 样本中的国有行、股份行和城商行基建相关贷款的平均同比增速分别为 35.74%、47.35% 和 144.07%, 增速较分别较 2008 年提升 16.93pct、29.13pct 和 77.29pct。其中, 宁波银行以 240.75% 的亮眼增速高居榜首, 兴业银行和南京银行同比增速也高于 100%, 处于第一梯队。而近些年在基建投资增速相对平稳的年份, 中小型银行基建相关贷款也整体表现出更加靓丽的增速水平。

图14: 中小型银行基建相关贷款同比增速弹性大



资料来源: WIND, 民生证券研究院

注: 13 家样本银行为老 16 家银行剔除缺失部分历史数据的浦发、华夏、北京

图15：2009年中小型银行基建相关贷款同比增速弹性大


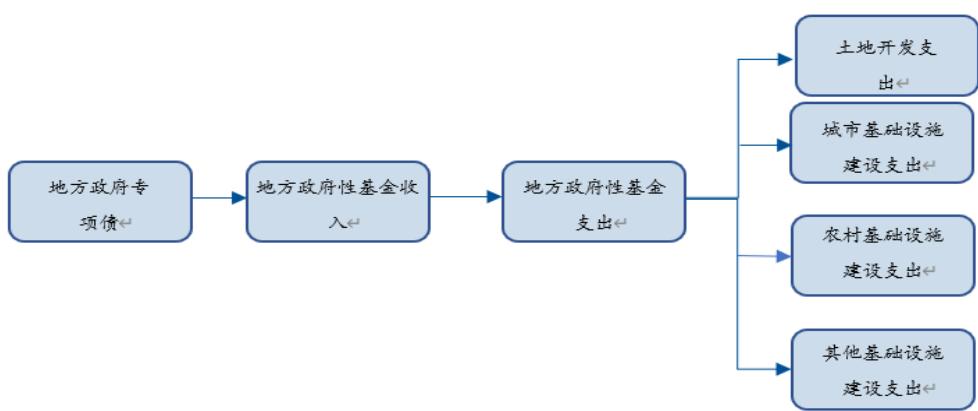
资料来源：WIND，民生证券研究院

注：①样本银行选取以数据可得性和完整性为依据；②红色为城商行、黄色代为股份行、蓝色为国有大行

(二) 专项债

1、专项债额度逐级下发

地方政府专项债属于政府性基金预算，是一种特殊的债券。地方政府专项债券是为建设具体工程项目而发行的债券，发行主体为省、自治区、直辖市、计划单列市政府，发行额度由全国人大或国务院批准，主要投向有一定收益的项目，以对应的政府性基金或对应的项目收入作为还款来源，不影响一般公共预算赤字。根据发行期限，专项债券可分为1年、2年、3年、5年、7年和10年；根据用途，可分为新增专项债券和置换债券，其中，只有新增专项债券可为基建投资提供增量资金；根据资金投向，主要分为土地储备专项债、棚改专项债、收费公路专项债、轨道交通专项债、教育项目专项债、水资源配置工程专项债等。

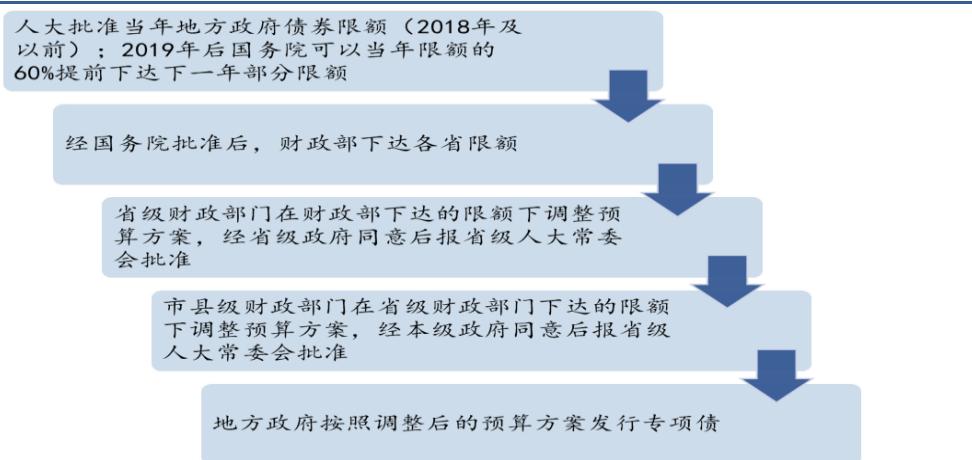
图16：银行通过购买地方政府专项债支持基建项目


资料来源：民生证券研究院整理

《2015年地方政府专项债券预算管理办法》对专项债的使用流程做出了明确规定。具体而言，地方政府举债规模由全国人大或其常委会批准，分为地区新增专项债券规模和置换专项

债券，财政部报国务院批准后下达各省级财政部门。对于新增专项债，在层层下发的过程中，省级财政部门编制的预算调整方案须经省级政府部门同意后报省级人大常委会批准，市县级财政部门编制的预算调整方案须经本级政府同意后报本级人大常委会批准。对于置换专项债券，省级和市县级财政部门在上级财政部门下达的限额内提出分配建议，报本级政府批准即可，无须报本级人大常委会批准。

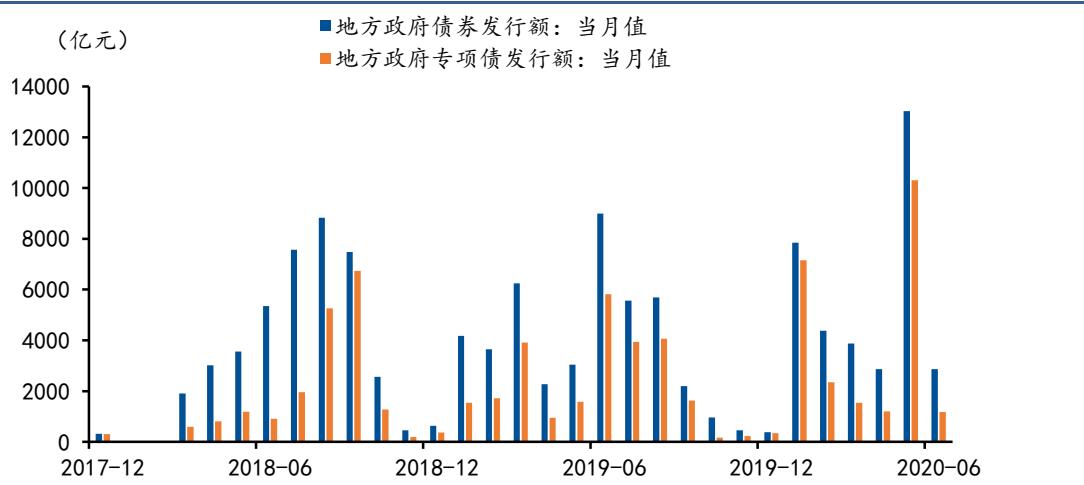
图17：新增地方政府专项债下发流程



资料来源：《2015 年地方政府专项债券预算管理办法》，民生证券研究院

专项债额度下发时间提前，分布更加合理。2019 年以前，全国人大于每年 3 月确定当年的全国地方政府债务额度，但因层层下发推进的过程需要时间，地方政府专项债的发出时间往往集中在下半年，而上半年则面临着无债可用的困局。为促进地方政府债发行使用更加科学化、合理化，2018 年 12 月全国人大常务委员会第七次会议授权国务院可提前下达下一年度新增地方政府债务的额度，但提前下发额度不得超过当年新增地方政府债务限额的 60%，该授权期限为 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。

图18：地方政府债券发行节奏改变



资料来源：WIND，民生证券研究院

2、加强预算管理，可用作资本金比例提升

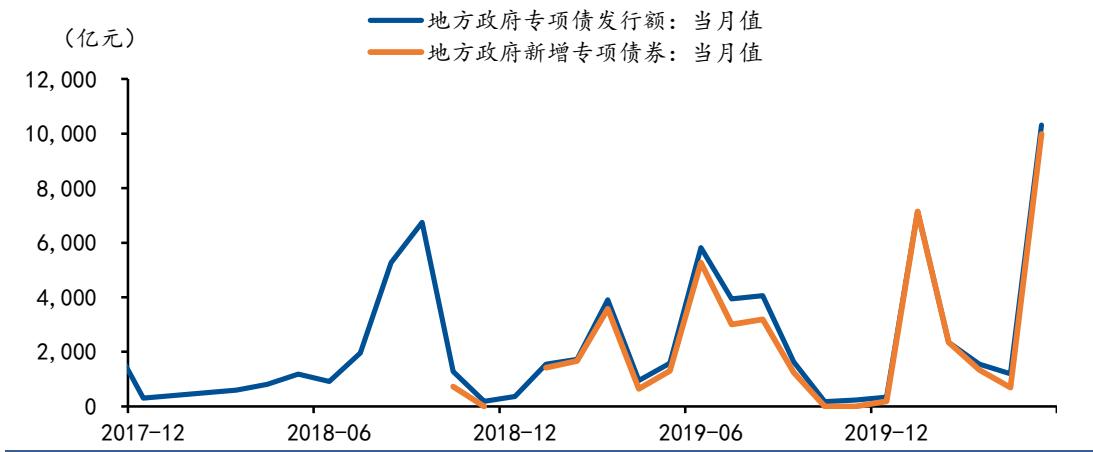
自 2015 年以来，财政部多次发布有关地方政府专项债的政策，主要方向包括：一是加强对地方政府专项债的预算管理。财预〔2017〕89 号文规定严格执行法定限额管理，地方政府专项债务余额不得突破专项债务限额。地方政府专项债券额度由全国人民代表大会或国务院根据实际情况审批。二是鼓励项目收益专项债的发行。自 2017 年，财政部先后发布地方政府土地储备专项债、地方政府收费公路专项债、地方政府棚户区改造专项债等专项债的管理办法。三是提高地方政府债券透明度。财政部要求地方政府在新增专项债发行前至少五个工作日在门户网站或专栏公开相关信息。

专项债用作项目资本金的限制逐渐放宽。2019 年 6 月以前专项债不得作为项目资本金，只在项目中扮演者补充融资的角色。2019 年 6 月国务院印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，主要包括国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目。当年 9 月，国常会提出专项债作为资本金的规模占该省份专项债规模的比例可达 20%，财政部新闻发布会将应用领域拓宽至 10 个。2020 年 4 月，财政部提出地方政府专项债作为重大项目资本金比例可高于 20%。比例限制逐步放宽后，专项债补充资本金将从一定程度上缓解地方政府财政的收支压力，有助于加快项目进展、提升资金使用效率，吸引配套资金支持、撬动融资杠杆，利好基建投资。

3、受政策驱动，今年以来扩容提速

目前存量债务置换已基本完成，新增专项债占比接近 100%。随着地方政府债务问题日益凸显，2014 年 8 月新修订预算法，规范政府举债行为，10 月国务院印发《关于加强地方政府性债务管理的意见》（43 号文），允许对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务进行置换，通过以新换旧、以长易短来清理存量债务，降低利息负担，优化期限结构，缓解资金压力。2015 年 5 月，财政部、中国人民银行、银监会联合印发《关于 2015 年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》，明确对于地方政府存量债务中的银行贷款部分，地方财政部门应当与银行贷款对应债权人协商后，采用定向承销方式发行地方债予以置换。2016 年 1 月，财政部发布《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，明确对地方政府债务余额实行限额管理，并对地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分，设置三年左右的置换过渡期。2018 年底以来，地方政府专项债发行规模与新增专项债发行规模基本一致，置换需求所剩无几。

图19：2018年底以来，每月地方政府专项债发行规模与新增专项债发行规模基本一致



资料来源：WIND，民生证券研究院

专项债发行受国家政策驱动。近两年以来，地方政府专项债发行规模分别在2018年9月、2020年5月达到高峰，并在2020年5月首次单月发行规模破万亿元，主要是受到政策影响。针对2018年上半年地方政府专项债发行进度缓慢的情况，2018年财政部发布72号文要求加快发行进度，各地9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。当年9月，各地方政府基本完成专项债发行任务。2020年4月，根据国务院常务会议部署，要进一步增加地方政府专项债规模，抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债，各地要抓紧发行提前下达的专项债，力争二季度发行完毕。专项债发力节奏与政策动向一致。

今年以来专项债提速扩容，向基建倾斜。专项债发行节奏较去年加快。截至6月末，地方政府债券发行规模累计达3.49万亿元，同比增长22.88%。其中，专项债发行规模累计达2.37万亿元，同比增长52.93%。专项债发行规模增加的同时，占地方政府债券的比例也在不断提升。1-6月累计发行专项债占比达68.05%，较去年同期提升13.37pct，较去年全年提升8.72pct。在限额方面，2020年政府工作报告披露，要“扩大有效投资”、“今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元”，此外，提出“提高专项债券可用作项目资本金的比例”。在资金投向方面，与2019年地方政府专项债约65%投向土地储备和棚改领域不同，监管部门明确要求2020年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域。我们预计，在专项债发行使用进度提前、规模合理扩大、用作资本金的比例提升、投向受监管指导的情况下，基建投资有望获得更多资金支持。

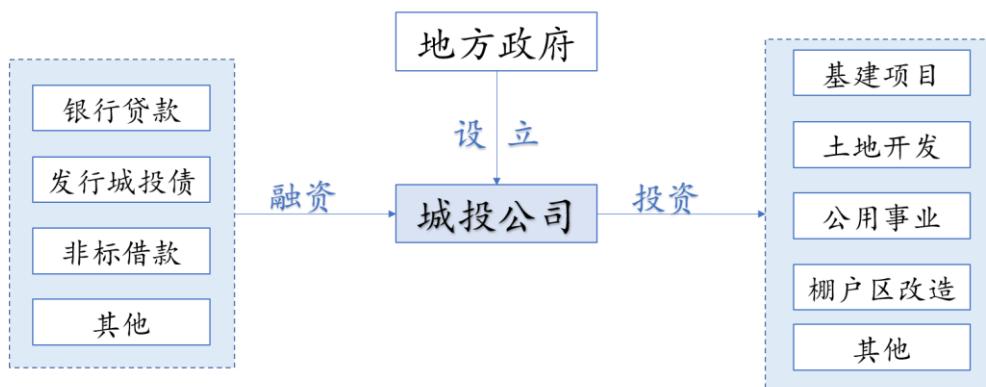
(三) 城投债

1、城投债如何支持基建项目

城投债是地方政府融资平台（即城投平台）公开发行的债券，是根据发行主体来界定的，按结构可划分为企业债、公司债、中期票据、短期融资券、非公开定向融资工具、项目收益票据、资产支持证券等多种类型。城投债介于政府债券和一般企业债之间，主要异同如下表所示。根据国发〔2010〕19号文的定义，地方政府融资平台是指由地方政府及其部门和机构等通过

财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。城投平台包括不同类型的城市建设投资、城建开发和城建资产公司，其中，城市建设投资公司（城投公司）为主要形式。城投平台可以通过银行贷款、发行城投债、非标借款等渠道融资，筹措的资金多用于基础设施建设、土地开发、棚户区改造等项目。因此银行可以通过购买城投债可以为基建项目提供资金。

图20：城投公司运营模式



资料来源：民生证券研究院整理

表5：城投债的主要特点

指标	城投债	政府债券	一般企业债
发行主体	地方政府融资平台	各级政府	一般为中央政府部门所属机构、国有独资企业或国有控股企业
债券类型	企业债、公司债、中期票据、短期融资券、非公开定向融资工具、项目收益票据、资产支持证券等	中央政府债券、地方政府债券和政府担保债券等	地方企业债券、重点企业债券、附息票企业债券和企业短期融资券等
发债用途	多用于地方基础设施建设或公益性项目	主要用于协调财政资金短期周转、弥补财政赤字、兴建基础设施、弥补战争开支等	主要用于固定资产投资和技术改造，与政府部门审批的项目直接相关，由发改委核准

资料来源：民生证券研究院整理

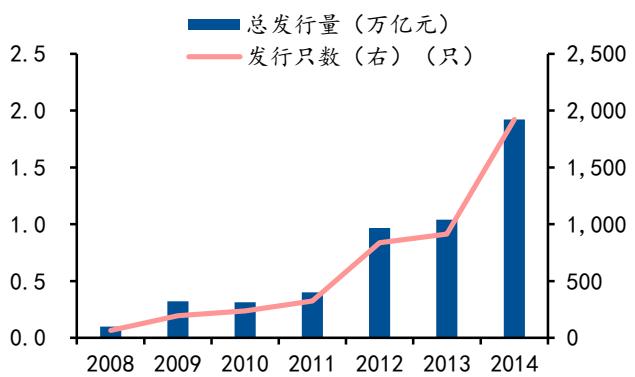
城投平台划分口径尚无统一标准。由于政策文件表述较为宽泛，目前城投平台的划分尚无统一标准。主要官方口径包括银保监会口径和中债标准口径。其中，银保监会口径依据每季度各地政府上报的名单确定，具有较强的行政特色。中债标准依据中央国债登记结算有限责任公司（中债登）于2014年推出的中债城投债收益率曲线样本，严格按照主营业务划分而不参考募资用途，能更加精确反应城投的资质和特性，而且中债登是财政部唯一授权主持建立、运营全国国债托管系统的机构，具有较强的公信力。此外，投资者还经常参考源于第三方公司的Wind口径，该口径自2014年底开始采用中债城投债收益率曲线样本作为新发债券的划分标准，已划分为城投债的债券暂不清理。三个口径数据具有明显差异，但趋势大致相同。本文同时采用wind和中债标准口径予以说明。

2、城投债与监管政策密切相关

城投债兴起于“4万亿投资计划”的刺激。20世纪90年代末，地方政府受《预算法》、《担保法》和《贷款通则》的限制不得以任何形式举借债务，1994年分税制改革后面临的财政压力促使各级地方政府成立地方政府融资平台，为地区基础设施和土地开发等项目筹措资金。因为城投平台天然具有政府基因且过去长期受到政府信用担保，所以城投债又被称为“准市政债”。2008年金融危机爆发后，我国计划投资4万亿扩大内需、促进经济平稳增长。为筹措配套资金，政府陆续下发《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》、《关于进一步加强信贷结构调整促进经济平稳较快发展的指导意见》（银发[2009]92号）等文件鼓励发行城投债，城投平台的融资模式得到认可，并逐步成为地方政府开展重大项目建设的主要运营实体，自此迎来爆发式增长。

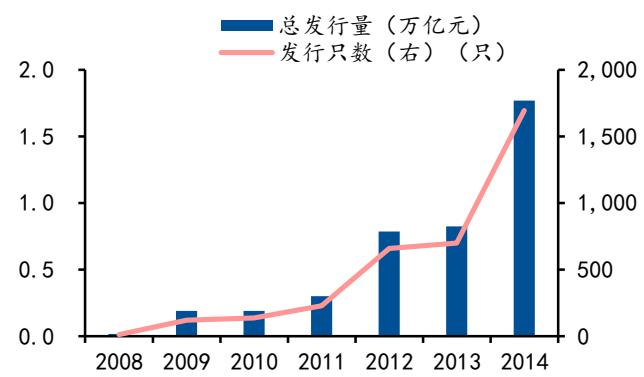
2010年至2014年，城投平台融资方式受限促使城投债保持扩张。由于城投平台债务快速扩张，地方政府直接或变相提供担保使偿债风险日益加大，监管部门先后出台《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发[2010]19号文）、《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预[2012]463号文）等政策法规，对政府举债进行约束，但在“堵偏门”的同时并未给出合规的解决之道。由于地方财政支出相对刚性，尤其是2012年我国在经济下行期加码基建，融资需求日益增长，同时监管部门加强了对信托等非标业务的调控力度，城投平台融资方式受限，因而在期间，具有发行规模大、利率低、期限长等优点的城投债仍然大幅扩张。

图21：城投债发行数量和规模大幅扩张（wind口径）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图22：城投债发行数量和规模大幅扩张（中债标准口径）

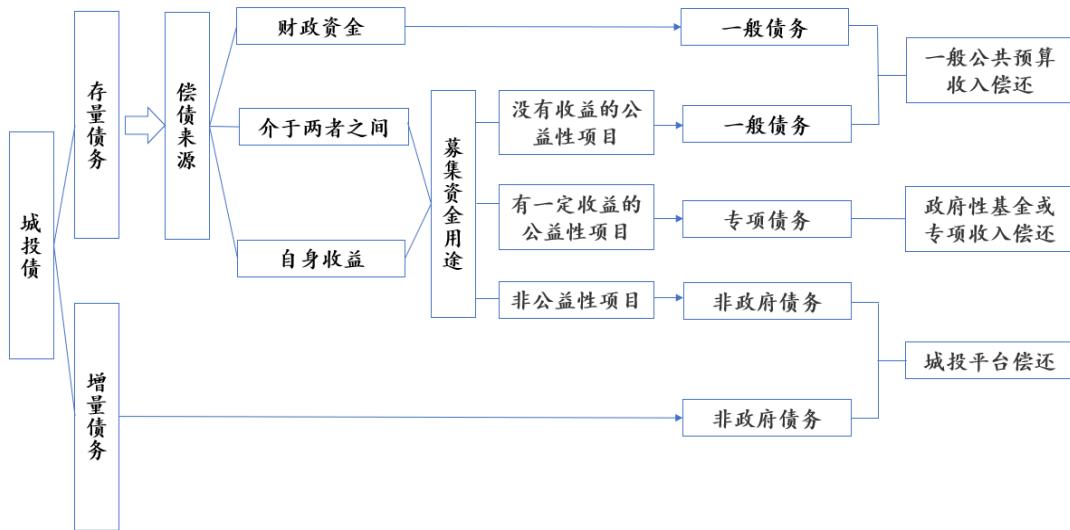


资料来源：WIND，民生证券研究院

2014年新预算法和43号文出台，疏堵结合开启城投债改革新篇章。2014年新预算法出台，允许地方政府在国务院确定的限额内通过举债筹措资金，从根本上打通了隐性债务转变为显性政府负债的通道。2014年9月国务院颁布43号文，措辞严厉地要求剥离融资平台公司政府融资职能，对地方政府债务规模实行限额管理，同时允许发行地方政府债务置换城投债并纳入预算管理，“堵偏门”的同时“开正门”，为之后的城投债改革奠定了基调。此后，351号文等一系列政策出台对43号文进行逐步细化，明确了城投债的甄别方法和偿债来源。即新增城投债和存量非公益项目城投债属于非政府债务，由城投平台承担偿还义务，除此之外的部分均划分为政府债务，其中，没有收益性的公益项目采用一般债券融资，主要以一般公共预算收

入偿还；有一定收益的公益项目通过专项债融资，以对应的政府性基金或专项收入偿还。

图23：城投债债务分类



资料来源：43号文，351号文，民生证券研究院

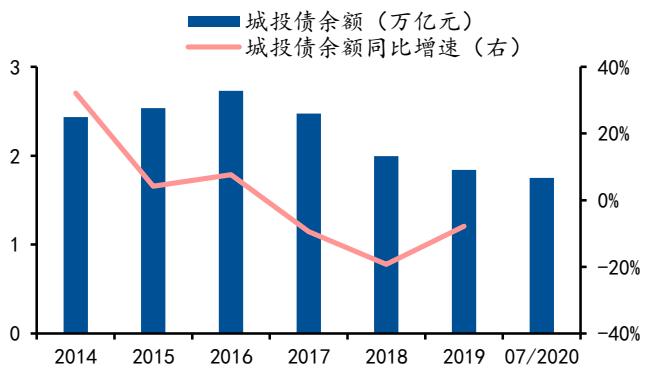
2015年至2018年，改革在放管交替中逐步推进。2015年债务置换正式开启，同时，为控制和化解地方政府债务风险，财政部还发布了地方政府一般债券和专项债券预算管理、发行管理等办法，明确可以通过定向承销方式发行地方政府置换债券。由于2015年经济下行压力加大，监管部门陆续下发多份文件，放松了对城投公司资产负债率、债务融资条件等方面的要求，简化了申报程序，放宽了信用优良企业发债指标限制，鼓励优质城投企业发债。2016年城投债发行量创历史新高。当年10月，监管部门颁发《地方政府性债务风险应急处置预案》（88号文），强调要依法厘清政府责任范围，明确政企债务界限。此后，监管部门陆续出台相关文件，坚决遏制隐性债务增长。随着改革持续推进，城投债向规范化发展，余额增速放缓。

图24：城投债在放管交替中逐步规范化（wind口径）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图25：城投债在放管交替中逐步规范化（中债标准口径）



资料来源：WIND，民生证券研究院

2018年至今监管态度趋于缓和，城投债尚有发行空间。牢牢守住不发生系统性风险、积极防范化解存量风险始终是监管导向与政策底线。在经济面临下行压力、逆周期调节需求上升

的情况下，政策在严控风险的同时也兼顾过渡的平稳性，监管态度趋于缓和。2018年7月国常会提出引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求，2019年初沪深交易所窗口指导放松了地方融资平台发行公司债的申报条件，城投债再次迎来发展时机。2019年发行数量和规模的同比增速均较2018年大幅改善。2020年以来，监管政策仍以防控风险为底线，延续此前相对缓和的监管态度，因此，我们预计今年城投平台再融资仍将保持较为宽松的状态。

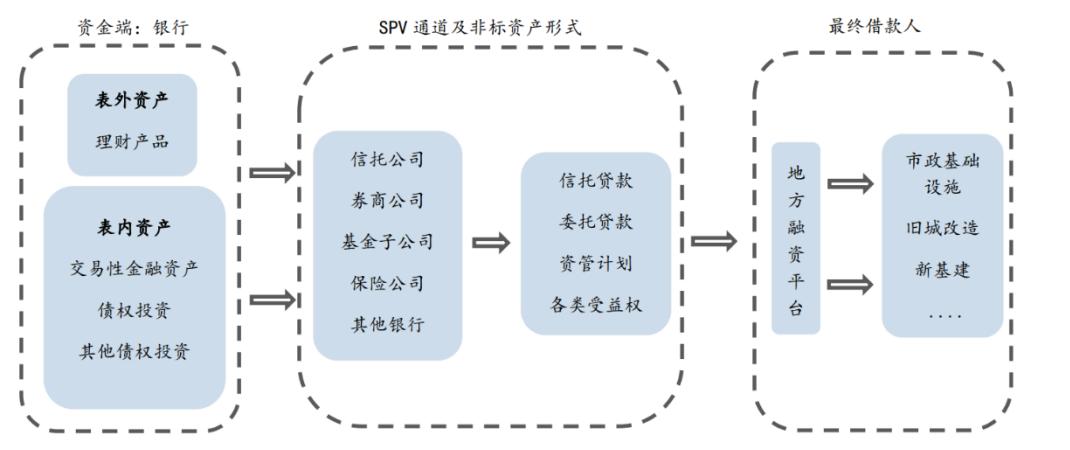
(四) 非标产品

1、银行通过非标支持基建

“非标资产”全称为非标准化债权类资产，是指不符合标准化债权类资产认定条件的债权类资产，但存款（包括大额存单）以及债券逆回购、同业拆借等形成的资产除外。根据2020年7月发布的《标准化债权类资产认定规则》，标准化债权类资产包括所列举的国债、中央银行票据、地方政府债券等无需进行认定的固定收益证券，以及按程序申请、经人民银行和金融监管部门认定的标债资产。非标资产的主要类别有信托贷款、委托债权、应收账款、各类受益权等。相对于标准资产，非标资产一般具有形式灵活、产品透明度较低、收益率高等特点。

银行与地方融资平台是非标融资的重要主体。银行利用非标业务将资金导入SPV通道中，以非标资产的具体形式承载，最终投向地方融资平台，而后流入当地基建项目，实现了“绕道放款”的效果，也较快速度地满足地方基建项目的大量资金需求。目前银行投资非标资产的资金来源主要分为表外理财资金与表内自营资金。根据新推行的会计准则IFRS9，表内的非标投资的主要表现方式为“交易性金融资产”、“债权投资”与“其他债权投资”。

图26：银行投资非标的流程



资料来源：民生证券研究院整理

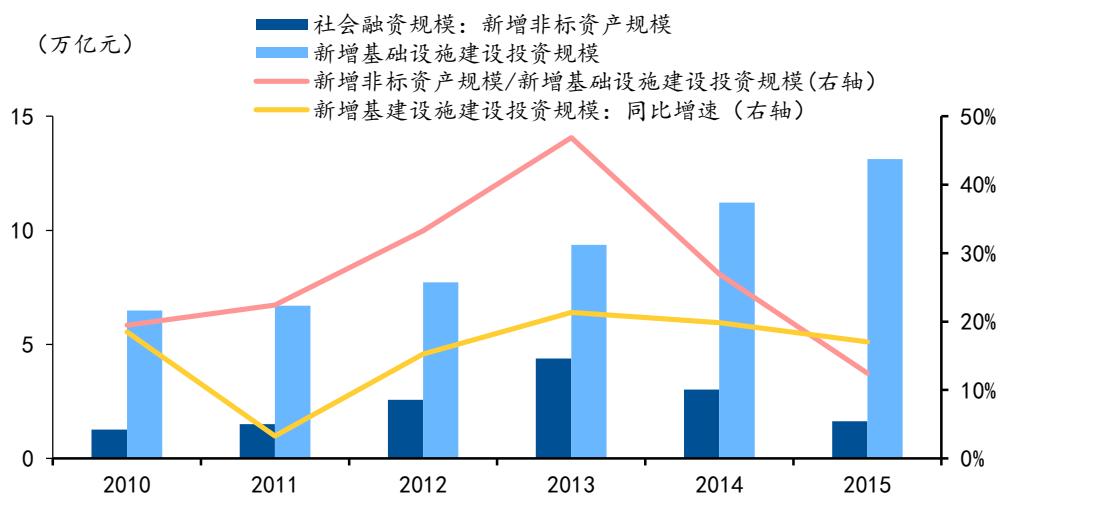
2、业务向规范化发展，非标降幅逐渐收窄

非标业务引流资金活水，助力地方平台融资。我国在2009年推出四万亿刺激计划，但随着2010年银信合作和信贷政策逐步收紧、房地产政策调控逐渐密集，信贷资金供需失衡下，大量的表内贷款转向信托与委托贷款、资产计划等表外非标业务，绕道为房地产和地方政府提供资金。形式灵活、收益率高、可场外流通的非标业务充当了除银行信贷与标准化债券投资之外的中间融资角色，顺势进入快速发展的阶段，为众多资质较差、信用违约风险较高的企业与

地方融资平台提供了大量资金。

2011年至2013年非标资产快速扩张，助力基建投资高增长。从社融的两类非标资产口径（委托贷款、信托贷款）来看，2011年，非标规模开始较大幅度扩张，2013年全年新增非标规模高达43870亿元，同期整体基建投资规模新增93621亿元，同比增速为21%；2011年至2013年，新增非标规模与新增基建投资规模比例逐步提高，新增基建投资规模的增速也在不断抬升，这说明了该时间段内非标投资对基建投资的贡献力度加大，拉动基建投资规模加速扩张，为当时地方企业与融资平台化解了资金的燃眉之急。

图27：2011年至2013年，非标资产快速扩张



资料来源：WIND，民生证券研究院

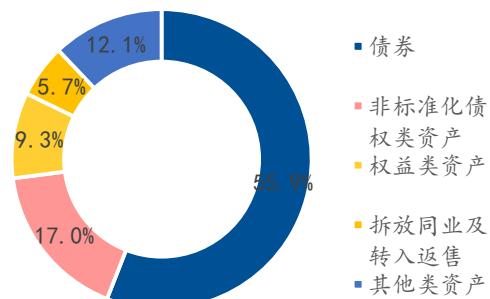
2013年开始，非标业务所面临的监管环境逐步趋严。银保监与国务院分别出台了《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8号文）、《关于加强影子银行监管有关问题的通知》等文件，要求合理控制理财资金对非标准化债权资产的投资。理财资金中投向非标的占比从2013年27.49%下滑至2015年15.73%，此后几年较为平稳，保持在16%-17%的水平。2017年起表外理财被纳入MPA考核范围，同年，银监会组织开展了“三三四十”等系列专项治理行动，监管压力进一步加大。

图28：理财资金投资非标占比历史变化



资料来源：中国理财网，民生证券研究院

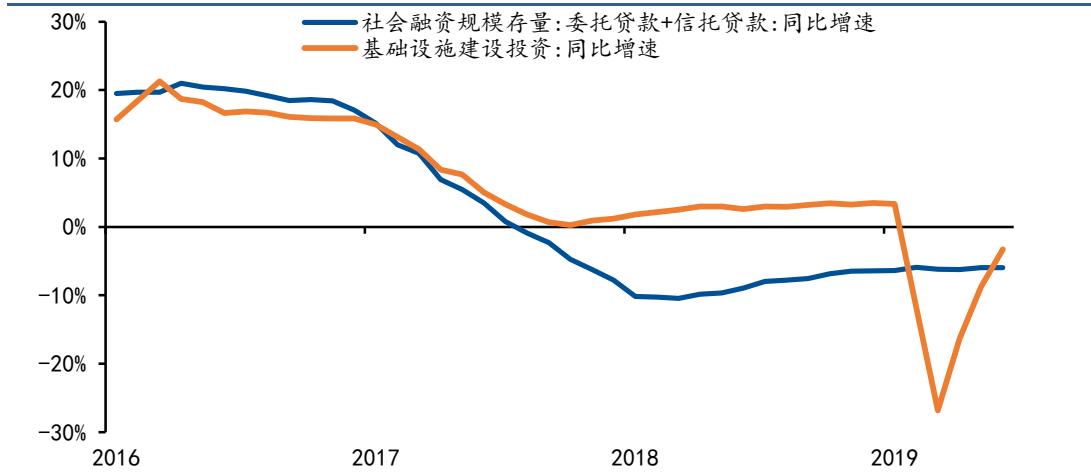
图29：截至2019H1末非保本理财产品资产配置情况



资料来源：中国理财网，民生证券研究院

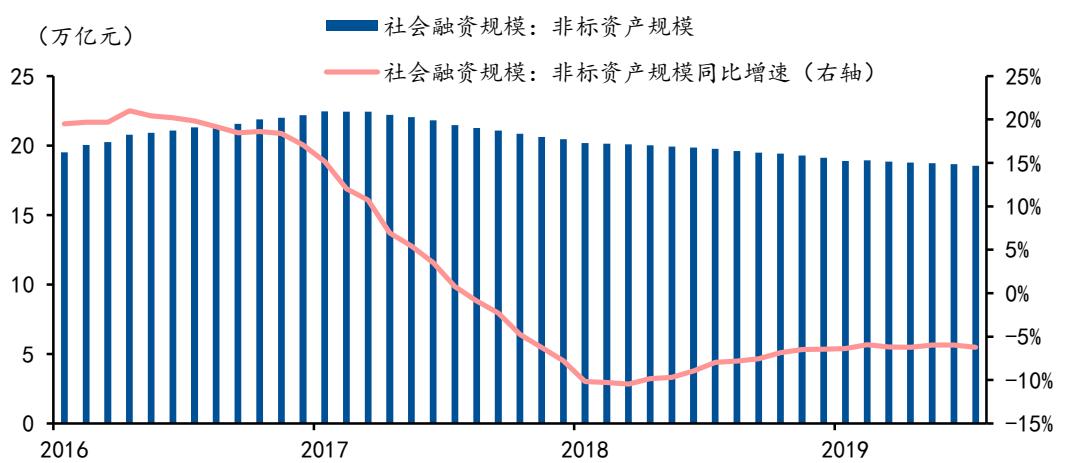
在多部门严厉监管下，2018年起非标规模增速下行。因部分地区频发非标城投违约的事件，有关部门对非标融资的监管愈加严格，2018年陆续出台了《商业银行委托贷款管理办法》、《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）与《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》，对委托贷款、资管业务以及金融企业对地方政府和国有企业投融资行为进行规范，制约表外信用投放，持续地压降非标资产规模，过去地方融资平台较为粗放式融资的模式走向终结。从社融口径来看，非标资产（委托贷款、信托贷款）当月同比增速从2018年初的12.00%大幅度下降至年底的-10.19%，受其拖累，同期基建投资累计同比增速从11.34%下滑至1.79%。

图30：2018年非标增速大幅下滑带动基建投资增速下行



资料来源：WIND，民生证券研究院

非标业务逐步向规范化发展，同比降幅收窄。2020年5月《信托公司资金信托管理暂行办法(征求意见稿)》，首次明确资金信托投资非标债券资产的限制比例，预计正式稿下发后银行通过信托投资非标渠道将部分受堵。7月《标准化债权类资产认定规则》的出台进一步明确了标准化与非标准化债权类资产的界限、认定标准及监管安排，对争议品类从严划分，但影响可控。一方面是由于截至2019年6月底，非保本理财中新口径非标资产占比不超过26%，距监管上限35%还有较大缓冲空间，另一方面是由于《认定规则》有条件地放松了对存量“非非标”资产的过渡期要求，允许在资管新规过渡期结束后按照有关规定妥善处理。7月31日，资管新规过渡期正式延长至2021年底，并允许在过渡期结束后进行个案处理，监管约束进一步放松。随着存量资产处置持续推进、过渡期延长给予缓冲空间，短期内非标规模压降的趋势不变，但同比降幅有望继续收窄。

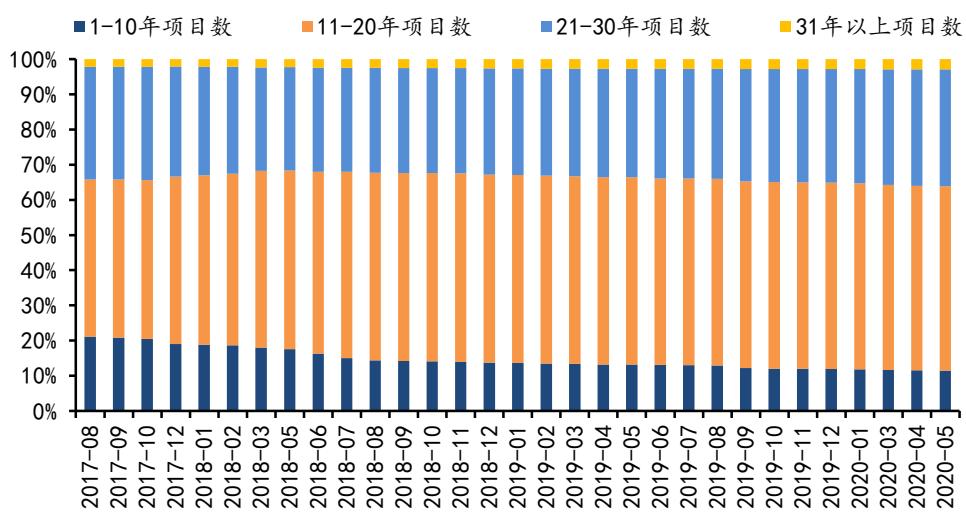
图31：非标资产规模及同比增速


资料来源：WIND，民生证券研究院

（五）PPP 模式

国务院 43 号文和新《预算法》的出台对地方政府举债规模和资金用途等方面做出了严格限制，因地方政府债务压力加大，政府和社会资本合作的 PPP（公私合营）受到青睐。银行除了采用为项目公司贷款、理财产品对接信托和资管计划、购买或参与资产证券化产品设计和承销等多种方式参与 PPP 项目以外，还可以通过投资联动为项目提供资金。即同时通过投行业务提供资本金（股权）和发放贷款（债券）的形式满足 PPP 项目融资需求。一方面可以享受分红和项目资产增值，另一方面可以避免信息不对称带来的风险。

目前基建项目使用 PPP 融资的规模仍然较小。截至 2019 年底，涉及基建的在库 PPP 项目合计投资额仅 12.26 万亿元，且 88% 以上的拟合作期限超过十年。2019 全年基础设施的固定资产投资完成额即高达 18.21 万亿，由此可见，PPP 项目在基建投资中所占份额十分有限。

图32：涉及基建的在库 PPP 项目拟合作期限结构分布


资料来源：WIND，民生证券研究院

整体来看，当前银行开展 PPP 业务仍然较少，主要原因有以下四点：一是银行对 PPP 项目设置了较高的门槛，对项目等级、社会资本的财力和信用等级等方面均有较高的准入要求。二是 PPP 项目期限一般很长，轨交等大型项目甚至长达 25-30 年，而《贷款通则》规定“自营贷款期限最长一般不得超过 10 年，超过 10 年应当报中国人民银行备案”。三是中标项目多为西部地区，而银行授信区域以中东部发达地区为主，对项目区域的授信偏好较低。四是社会资本出于降低资产负债率、风险隔离等考虑提供担保意愿不高。

(六) 多角度权衡，按需求抉择

银行对基建项目提供资金支持主要包括以上五种方式，即贷款、购买专项债、购买城投债、投资非标资产和参与 PPP 项目。在选择参与方式时，银行往往需要将风险、收益、政策限制、深化与地方政府合作的隐性利好等因素同时纳入考虑范围。

从风险角度出发，PPP 项目因涉及股权投资，风险较大，但可以避免信息不对称并享受分红和项目资产增值的收益；非标资产因结构复杂、不能在银行间市场及证券交易所市场交易的特征，面临着相对较高的风险，通常以较高的收益率进行弥补；而贷款、专项债和城投债通常以项目收益和项目资产作为担保，根据具体情况可以不同程度地获得政府信用背书，所以风险比较小。

从收益角度出发，考虑税收和资本占用后，AAA 级的地方政府债的实际收益率高于 AAA 级城投债的实际收益率和一般贷款的平均利率。因为不同类别资产的风险权重不同、利息收入所面对的税收也存在差异，所以商业银行往往以扣除税收和风险资本占用后的实际收益率作为选择资产类型时的考量标准。计算方法为：资产最终实际收益率=[名义收益率/(1+增值税及附加税率)] ×(1-所得税率)-资本占用成本，其中，资本占用成本=资产的风险权重*资本充足率*资本回报率，增值税及附加税率=金融服务增值税率 6%*(1+教育附加税率 3%+地方教育附加税率 2%+城建税率 7%)=6.72%。2020Q1 末，商业银行平均资本充足率为 14.53%，Q1 上市银行年化平均资本回报率为 12.29%。根据银保监会发布的《商业银行资本管理办法（试行）》，不同资产风险权重如下表所示。计算可得扣除税收和风险资本占用后，10 年期地方政府债（AAA）收益率约为 2.98%，高于一般贷款、城投债等资产的收益率。

表6：商业银行主要资产的风险资本权重和税收规定

债券类型	风险资本权重	增值税及附加	企业所得税
国债	0%	免	免
地方政府债券	20%	免	免
政策性金融债	0%	免	25%
同业存单（3 个月以上）	25%	免	25%
商业银行债	25%	免	25%
城投债（企业债）	100%	6.72%	25%
贷款	100%	6.72%	25%

资料来源：《商业银行资本管理办法（试行）》（2012 年第 1 号），税法，民生证券研究院

注：①仅考虑利息收入的情况，未将资本利得收入的税收规定纳入讨论范围，②统一采用了市区的城建税率 7%

表7：商业银行扣除税收和风险资本占用后的收益率（截至2020年7月31日）

资产类别	名义利率	增值税	所得税	扣除税后的收益率	风险资本权重	占用资本本	扣除税收和风险资本占用的收益率
10Y 国债	2.97%	0.00%	0%	2.97%	0%	0.00%	2.97%
10Y 地方政府债（AAA）	3.34%	0.00%	0%	3.34%	20%	0.36%	2.98%
10Y 国开债	3.48%	0.00%	25%	2.61%	0%	0.00%	2.61%
1Y 同业存单	2.80%	0.00%	25%	2.10%	25%	0.45%	1.65%
10Y 城投债（AAA）	4.12%	6.72%	25%	2.90%	100%	1.79%	1.11%
一般贷款（平均利率）	5.48%	6.72%	25%	3.85%	100%	1.79%	2.07%

资料来源：WIND，中国债券信息网，民生证券研究院

从流动性角度出发，购买债券可以提高商业银行流动性管理水平。相较于贷款，债券可以更加灵活地转让，具备更强的流动性。此外，根据财政部2015年发布的《关于中央和地方政府国库现金管理商业银行定期存款质押品管理有关事宜的通知》和《关于2015年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》，地方政府债券被纳入中央国库现金管理和地方国库现金管理质押品范围。商业银行可按照规定通过质押地方政府债券进行融资，从而增强流动性。

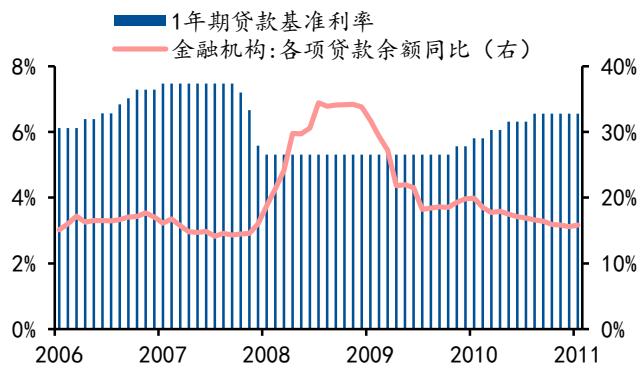
从政策约束的角度出发，表内的银行贷款、债券投资面临着资本、信贷规模等方面的监管约束，而表外的非标业务可以免受表内资产所面临的较为严厉的监管，突破净资本与信贷规模等限制，降低资本消耗和拨备监管压力，给予了银行更多发展业务的空间。但近年来，随着各项监管政策出台，表外理财被纳入MPA考核范围，非标业务的监管套利空间已大幅收窄。

在实务中贷款对银行仍然具有较大吸引力。一是因为发放贷款有助于增强客户黏性，从而可以达到吸收存款、增加中收等目的。比如平安银行通过发放对公贷款吸收了大量对公存款。二是因为符合发债资质的债务主体数量有限，而银行发放贷款依据自主的风控体系选择客户，具有更大的灵活性。此外，发放基建贷款还具有快速扩大规模、助力银行化解存量贷款的信用风险、拉长周期等多种效果。因此，发放贷款也是银行在基建投资中的常用手段。

五、借力基建投资东风，银行有望充分受益

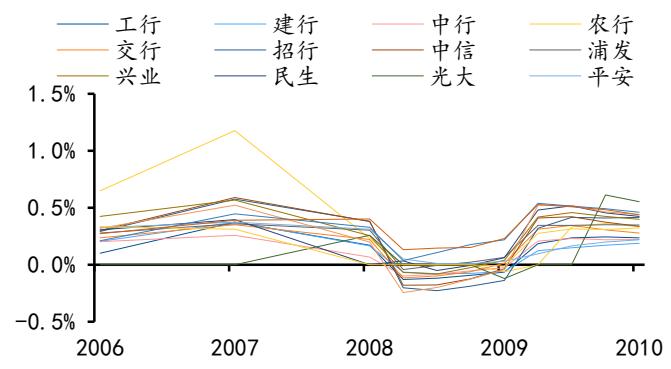
基建贷款助力银行规模扩张，以量补价。我国大多数银行以利息净收入为主要收入来源，规模扩张是驱动利息净收入增长进而推动业绩上行的主要力量。尤其是在利率市场化持续推进、净息差承压的环境下，银行通过规模扩张以量补价的需求愈发凸显。一方面，基建项目的资金需求量一般很大。另一方面，银行的新增贷款额度往往受到一定政策约束，但在发力基建时，贷款额度宽松。因此银行具有通过投资基建快速扩大规模的内生动力。从历史上来看，2008年底启动四万亿投资计划，基建发力带动金融机构各项贷款同比增速较2018年底大幅提升15.68pct至2009年6月27.70%。2008年下半年贷款基准利率连续四次下降，贷款重定价导致2009年净息差平均同比降幅达到约60bp。由于规模扩张对冲了息差下行的不利影响，不少上市银行净利息收入同比增速自2019Q2开始回升。

图33：2009年以量补价



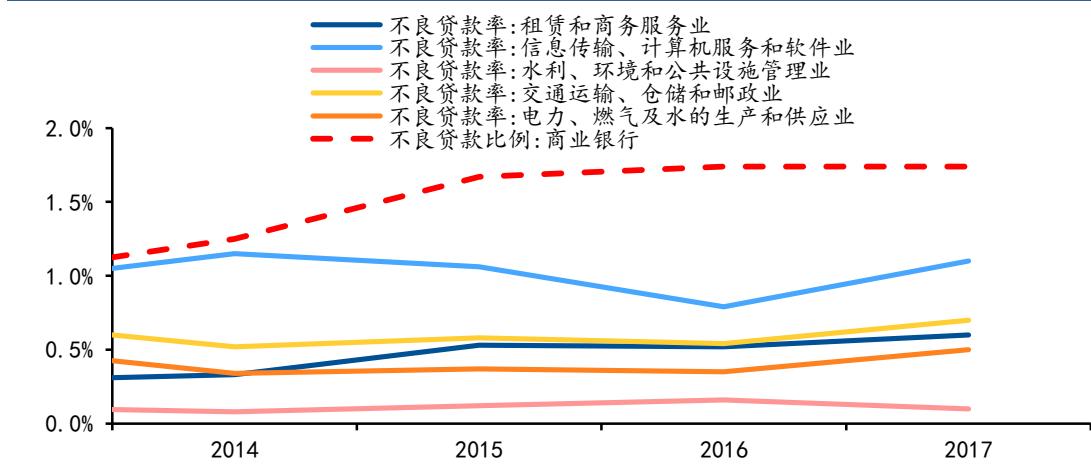
资料来源：WIND，民生证券研究院

图34：2009Q2净利息收入增速开始回升



资料来源：WIND，民生证券研究院

锁定优质资产，化解信用风险。在经济下行周期，优质资产较为缺乏。基建项目主要投资于①交通运输、仓储和邮政业、②信息传输、软件和信息技术服务业、③电力、燃气及水的生产和供应业、④水利、环境和公共设施管理业，以及与基建紧密相关的租赁和商务服务业等低风险领域，资产质量较为优异。根据银保监会披露最新数据，截至2017年底，上述行业的不良贷款率分别为0.70%、1.10%、0.50%、0.10%和0.60%，均远低于同期商业银行整体不良贷款率1.74%，也低于同期老16家上市银行不良贷款率1.60%。银行加大低风险、高质量的基础设施建设贷款投放力度后，一方面不良率将被大幅增长的贷款所稀释，另一方面因基建投资期限一般较长，风险集中暴露压力降低，从而以时间换空间，可随着经济企稳逐步化解信用风险。如果银行选择以购买债券的方式提供基建资金，因为相关债券募集的资金主要投向具有一定收益的基建项目，并以项目营运收入作为还款来源，往往还拥有地方政府信用背书，低风险特性十分显著，可有效摊薄存量资产的信用风险。

图35：基础设施建设领域不良贷款率处于低位


资料来源：WIND，民生证券研究院

项目收入长期稳定，基建投资拉长久期。基建项目所涉及的交通运输、电力、自来水、污水处理等行业一般没有明显的生命周期，由于具有基础性和先行性，市场需求长期存在，而且随着经济发展逐渐加大。同时，由于基建项目一般用于解决制约社会发展的瓶颈问题，与国计民生密切相关，大多得到各级政府的支持，享受各类优惠政策。在需求和政策扶持的共同作用下，基建项目收入受经济周期和市场波动影响较小，基本能保持稳定。此外，为吸引长期资金支持重点基建项目，政府往往给予一定程度上的税收减免。基建项目投资回收期一般大于10年，更有甚者可长达30年及以上，能大幅拉长贷款和债券久期，在经济下行阶段平滑收入，成为银行应对跨周期风险的压舱石和稳定器。

基建项目现金流巨大，带来丰富的衍生金融服务需求。因基建项目现金流量巨大、期限长，项目建设中和建成后暂时留在银行体系中的存款为银行提供了长期低成本的负债来源。以2009年前后为例，基建投资发力拉动金融机构各项存款同比增速大幅提升，2009年6月达到29.02%的峰值水平，高出2018年底9.29pct。同时，随着经济活跃度提升，企业对收付结算、代理、咨询、担保、租赁及其他委托事项方面的需求也将大大提升，银行有望获取多样化的中间业务收入。此外，以项目企业为核心，银行可以通过提供供应链金融服务的方式打通产业链，进而大幅降低上下游的客户成本，获得长期稳定的客源。

图36：基建投资亦带动存款大幅提升


资料来源：WIND，民生证券研究院

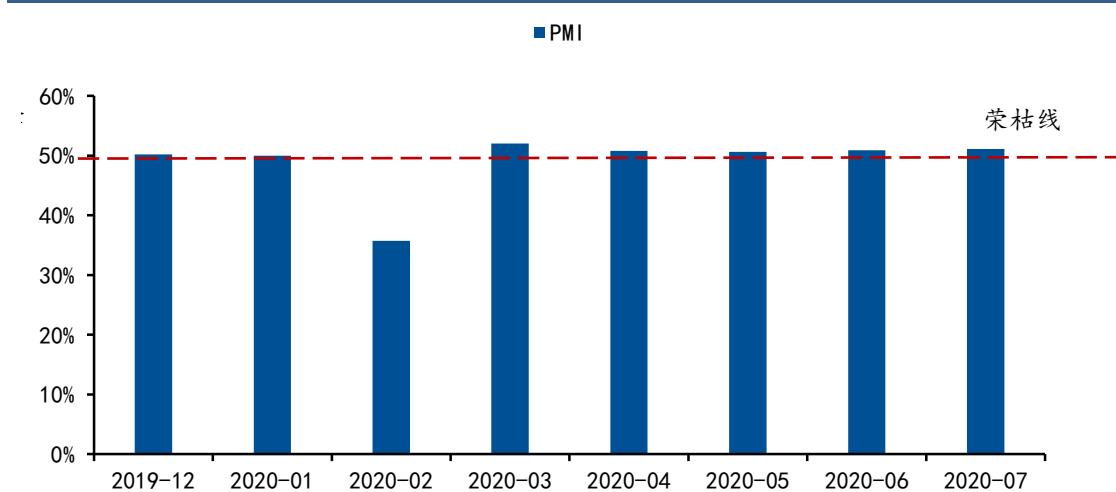
深化与地方政府的合作。地方政府通常会将银行对政府和政府融资平台的支持力度作为财政存款存放的重要参考，并根据一定比例在政务业务代理资质（如国库集中支付业务、财政资金专户业务、非税收入收缴业务等）、国库现金定存的招标中给予一定程度的倾斜。在存款竞争加剧的商业环境中，银行通过配置地方政府债，可以拉动低成本的财政存款规模提升。此外，通过深化与地方政府在各领域的合作，还将增厚其他综合收益。

助力新兴产业发展，有望打开未来成长新空间。今年以来各项重量级会议多次提及基建的重要性，并明确以加强新型基础设施建设为导向，鼓励发展新一代信息网络、拓展5G应用、建设充电桩、推广新能源汽车、激发新消费需求、助力产业升级。短期来看，因新基建处于起步阶段，规模相对较小，传统基建仍将是稳增长的主力。但长期来看，新基建以科技赋能，更加符合供给侧改革优化产业结构的发展方向，具备更大的增长潜力和乘数效应。据国家工信部电信研究院赛迪智库发布的《“新基建”发展白皮书》预计，到2025年，包括5G基建、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通等七大领域“新基建”直接投资将达10万亿元，带动投资累积或超17万亿元（与2019年全年金融机构新增人民币贷款规模相当）。以本次加大基建投资力度为契机，培育发展新兴产业，有助于银行抢占优质客户、在时代发展的“新风口”上形成先发优势，为未来发展打开新的成长空间。

六、本轮基建投资对银行的影响开始显现

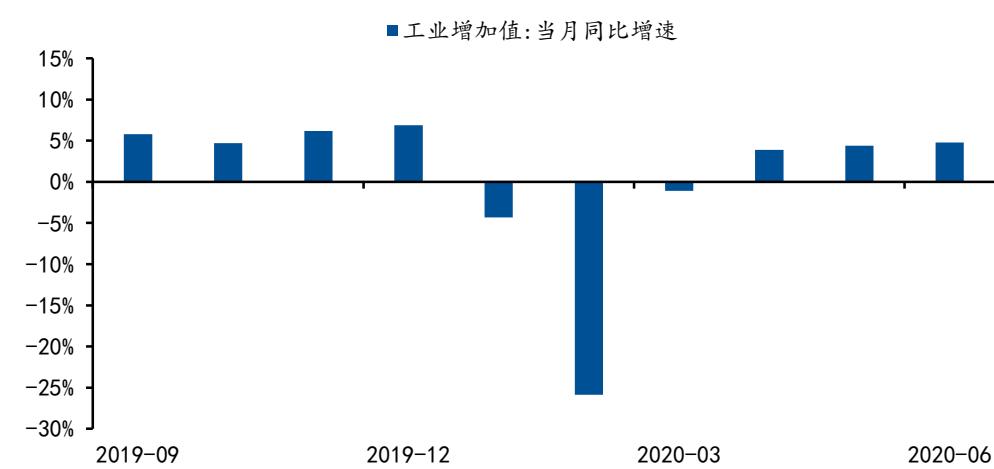
经济弱复苏信号明显，基建投资促进信贷需求、衍生金融需求及信用风险边际改善。根据国家统计局披露数据，随着疫情好转、基建投资回暖，经济数据持续改善。6月规模以上工业增加值同比实际增长4.8%，增速较2月份最低-25.87%大幅回升。7月制造业PMI升至51.10%，超过预期50.5%和前值50.9%，已连续5个月站在荣枯线以上。供需两端持续回暖，生产指数、新订单指数、新出口订单指数、采购量指数、进口指数、采购价格指数等均出现反弹，其中新订单指数连续三个月回升。随着基建投资乘数效应显现，经济活跃度提升，实体企业的信贷及衍生金融服务需求持续加大、信用风险下降，将为银行基本面改善打下良好的基础。

图37：制造业PMI已连续5个月高于荣枯线



资料来源：WIND，民生证券研究院

图38：工业增加值单月同比增速：接近疫情前的水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

基建发力对提升贷款规模、拉长周期的促进作用渐显。从每月发布的社融数据来看，5月对实体经济发放的人民币贷款新增1.55万亿元，同比多增3645亿元。其中，居民贷款和企业短期贷款表现相对平稳，分别同比多增418亿元和2亿元，主要增量来源于企业中长期贷款，

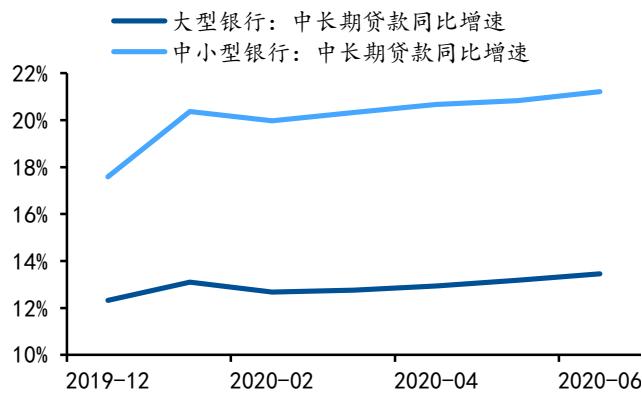
我们判断是基建和房地产投资继续加码所致。6月企业中长期贷款同比多增趋势延续且增幅扩大，依旧是拉动当月人民币贷款增长的主力。由于企业中长期贷款的大幅增加不仅推动了银行贷款规模扩张，也拉长了贷款久期，有利于银行在利率下行周期保持收入的稳定性，我们认为基建投资对银行的利好作用正在逐步呈现。

表8：新增贷款结构

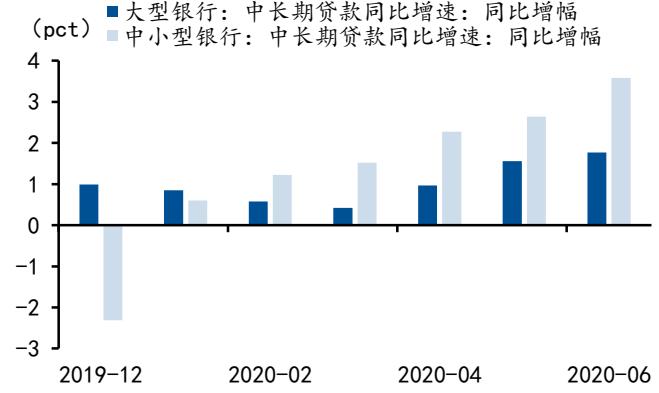
当月值(亿元)	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06
居民户贷款	6341	(4133)	9865	6669	7043	9815
短期贷款	(1149)	(4504)	5144	2280	2381	3400
中长期贷款	7491	371	4738	4389	4662	6349
非金融企业及机关团体贷款	28600	11300	20500	9563	8459	9278
短期贷款	7699	6549	8752	(62)	1211	4051
票据融资	3596	634	2075	3910	1586	(2104)
中长期贷款	16600	4157	9643	5547	5305	7348
同比多增(亿元)	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06
居民户贷款	(3557)	(3427)	957	1411	418	2198
短期贷款	(4079)	(1572)	850	1187	433	733
中长期贷款	522	(1855)	133	224	(15)	1491
非金融企业及机关团体贷款	2800	2959	9841	6092	3235	173
短期贷款	1780	5069	5651	1355	2	(357)
票据融资	(1564)	(1061)	1097	2036	454	(3065)
中长期贷款	2600	(970)	3070	2724	2781	3595

资料来源：央行，民生证券研究院

配合密集出台的结构化政策，优质中小银行更加受益。根据我们测算，本轮基建投资对整体银行业贷款规模的拉动效果有限，但由于中小银行是中小企业的信贷支持主体，为防范金融风险、完成保就业政策目标，年初以来监管部门通过定向降准、降低拨备覆盖率要求和资本补充门槛、放松MPA考核要求等形式对中小银行精准滴管，预计未来还会推出更多定向支持政策，中小行有望享受结构性政策利好，拥有较为充裕的信贷额度。同时，基建投资具备较强的乘数效应，拉动经济复苏可以降低中小企业的信贷风险，直接对接中小企业的中小银行预计更加受益。此外，根据前文分析，中小银行的基建贷款规模增速表现出较大的弹性。因此，我们预计大型银行依旧是本轮基建投资的主力，但资产质量稳健、资本充裕、具备成长性的上市中小型银行将更加受益于基建投资发力对银行规模扩张的促进以及信贷风险的压降作用。根据央行披露数据，截至2020年6月中小型银行贷款同比增长21.21%，增速较5月环比提升37bp，相比于大型银行同比增速13.45%和增速环比提升26bp呈现出更大的弹性。

图39：中小型银行中长期贷款同比增速更高


资料来源：WIND，民生证券研究院

图40：中小型银行中长期贷款同比增速的上升幅度更大


资料来源：WIND，民生证券研究院

信用利差收窄，银行的资产质量压力边际缓解。信用利差是信用债收益率与相同期限无风险债券（一般用国债）收益率的差值，可以用来衡量债券违约风险的高低。因为债券违约风险与贷款违约风险之间存在较强的正相关性，可以用高频的信用利差间接反映市场对银行资产质量的预期。今年二季度以来，产业债和城投债的信用利差均大幅收窄。截至7月31日，二者分别较3月末下降28bp和29.48bp至65.41bp和86.93bp，信用债违约风险溢价减少，反映出市场对银行资产质量压力减轻的预期。我们判断疫情好转、政策扶持和基建发力共同助力经济企稳，企业经营压力有所缓解，从而导致了银行资产质量压力边际改善。

图41：二季度以来信用利差大幅收窄


资料来源：WIND，民生证券研究院

上市银行能够有效应对不良贷款压力。根据银保监会数据，截至5月15日申请延期还本付息的贷款一共有4.72万亿元，大约占贷款总额的3.45%。随着疫情好转、基建发力，经济企稳后部分企业可能重新恢复偿还能力，因此这些问题贷款并不会全部成为不良贷款，而且银行也多倾向于逐步确认问题贷款的分类。我们以1年的期限作为观察期，按照上一轮信用风险爆发时最高的关注类贷款年度下迁比例30%（2015年前后）计算，那么未来12个月因为疫情导致的不良贷款生成率将为 $3.45\% * 30\% = 1.03\%$ 。上市银行每年的不良贷款自然生成率为1.04%，两者合计为2.08%。但是银行通过调整拨备覆盖率和拨贷比、核销处置以及用利润回补的三种

方式，每年能消化的不良率为 4.36%，是可能的不良贷款生成率 2.08%的两倍以上。因此现有的信用风险都在基本面可以应对的范围以内，我们对银行基本面的稳健性可以保持信心。

表9：上市银行能消化的不良率大于不良生成率

估算可能增加的不良率	数值	估算上市银行可以消化的不良率	数值
A: 截至 5 月 15 日延期偿还本金的贷款（亿元）	12,800		
B: 截至 5 月 15 日延期偿还利息的贷款（亿元）	34,400		
C=A+B: 问题贷款小计（亿元）	47,200		
D: 2020Q1 银保监会口径的贷款总额（亿元）	1,366,870	I: 2020Q1 上市银行通过调整指标可以承受的不良率增幅（假设拨备覆盖率最低为 120%，拨贷比最低为 1.5%）	1.30%
E=C/D: 问题贷款占比	3.45%		
F: 关注类贷款下迁比例（按历史最高值假设）	30%	J: 核销及处置的贷款/总贷款（TTM 口径）的历史最高值	1.08%
G: 2020Q1 上市银行不良贷款生成率（TTM 口径）	1.04%	K: 2020Q1 上市银行税前利润/总贷款（TTM 口径）	1.98%
H=E+F+G: 可能增加的不良率	2.08%	L=I+J+K: 上市银行可以消化的不良率	4.36%

资料来源：银保监会，民生证券研究院

七、投资建议：精选高成长性优质个股

基建投资促进银行基本面改善。在疫情冲击和市场利率下行的环境下，基建投资促进经济企稳，为银行带来贷款、债券、非标资产等多种投资机会，以及扩张规模、化解信用风险、拉长周期、带来衍生金融需求等多方面的好处。虽然大行依旧是基建投资的主力，但中小银行在规模扩张上具备更大的弹性。同时基建投资具备较强的乘数效应，拉动经济复苏可以降低中小企业信贷风险，直接对接中小企业的中小型银行更加受益。

短期压低利润增速不改变上市银行的投资价值。2020 上半年我国银行业资产质量整体承压，但由于行业格局显著分化，风险主要集中在未上市的中小银行，上市银行具有较为强劲的风险抵御能力和较大的利润反哺空间。根据我们测算，上市银行基本可以抵御现有信用风险。尤其是对于资产质量和风控能力优秀的高成长性上市银行而言，监管部门要求适当降低利润增速只是阶段性放缓了公司的利润释放节奏，并未改变公司的长期投资价值。与此同时，风控能力偏弱的同业企业牺牲短期商业利益来夯实资产质量，能有效降低行业的系统性风险，进一步利好基本面优秀的上市银行。

银行股已启动估值修复行情。从基本面上看，随着我国经济弱复苏迹象逐渐显著，压制银行股估值的信贷需求和信用风险都出现了边际改善的信号。从 5 月以来“利率底”已经形成，随着人行货币政策边际收紧，预计下半年信贷增速微降，将减少利率中枢和净息差的下行空间，改善银行的资产端议价力。从政策面看，市场对金融支持实体经济的理解回归理性化。下半年货币政策将是控总量调结构，强调直达实体经济。对接中小企业的中小银行有望作为政策主要实施载体享受政策红利。从资金面来看，宏观流动性宽松叠加政策催化，促成今年的资管业务迎来大发展，资本市场流动性较为充裕。当前银行股估值处于历史低位，随着估值修复行情启动，具备较大的投资吸引力。我们建议关注两个股票组合，一是受益于今年资管业务大发展和下半年消费刺激政策的零售标的，如招商银行、平安银行、常熟银行、宁波银行；二是低关注度低估值标的，如光大银行、杭州银行、江苏银行、南京银行。

1、招商银行：非息收入亮眼且资产质量卓越的股份行龙头

招商银行资产质量十分可靠。2020Q1 末不良率 1.1%、拨备覆盖率 451%、拨贷比 5.01%，三个指标均处于招行有史以来以及当期股份行的最优水平。Q1 虽然零售不良率上升，但是处置消化对公不良贷款继续带动整体不良率走低。静态测算，Q1 受疫情影响的零售问题贷款最多拉动零售不良率提升 93bp，完全处于超额拨备化解能力范围，疫情的影响基本可控。公司采取以量补价策略，贷款及整体资产增速大幅提升。在贷款投向上，考虑疫情影响，Q1 贷款投放重心及时向对公转变。从行业来看，基建相关贷款占对公贷款的比例从 2013 年的历史低点持续提升至 2019 年的 40.74%，上升幅度高达 19.88pct。下半年随着经济弱复苏以及消费刺激政策出台，公司零售业务质与量均有好转。公司预计全年净息差在 2.40%-2.59% 的区间。中位值 2.50% 同比仅小幅下降 9bp，不至于影响业绩预期。此外，在资管业务取得新突破、金融市场收益大幅提升的推动下，公司非息收入增速亮眼。未来随着消费需求的恢复，我们预计银行卡和结算收入会重新成为推动非息收入增长的新驱动因素。总体看公司基本面稳健，只要宏观环境有改善的空间，业绩就能显著释放，在板块反弹的行情中可以继续加配。

2、平安银行：不良指标大幅改善，民营标的业绩诉求强烈

平安银行 2020 年 Q1 末不良率环比持平于 1.65%，拨备覆盖率环比提升 7pct 至 200.35%。隐性不良贷款指标全线改善，关注率、逾期 60 天以上贷款占比、逾期 90 天以上贷款占比分别环比下降 8bp、7bp、7bp。公司通过消化对公不良贷款，继续保持不良率低位运行。Q1 零售不良率有所抬升，问题主要出现在信用卡领域，但随着疫情好转，催收产能恢复运作，目前个人客户的还款意愿较高且追偿效果较好，预计二三季度零售贷款不良率会逐步见顶。公司同业负债占比较高，市场化负债结构有效缓解息差下行压力，2020Q1 净息差仅环比下降 2bp。公司通过规模快速扩张以量补价，2020Q1 资产同比增长 17.06%，位列上市银行第三，已连续 5 个季度上涨。在贷款投向上，公司从 2019 年下半年开始重新向对公倾斜，得益于和集团和合作，对公贷款投放顺利，项目充沛。此外，公司具备市场化基因，利润释放诉求相对强烈。虽然受疫情影响，公司预计将加大拨备计提力度，放缓利润释放节奏，但相对优势仍有望保持。

3、常熟银行：风控能力突出的高成长性农商行

常熟银行采用信贷工厂商业模式，资产质量长期领先同业。2020Q1 末不良贷款率环比微升 2bp 至 0.98%，关注率环比下降 24bp 至 1.31%，均位居上市银行低位；拨备覆盖率环比下降 18pct 至 463%，位居上市银行第二名。公司以高收益的小微企业贷款作为拳头产品，2020Q1 净息差为 3.17%，处于上市银行之首。由于公司上半年贷款投放以对公为主，下半年加大小微贷款投放力度，整体净息差还有进一步改善空间。公司具备高成长性，2020Q1 资产同比增速高达 13.80%，位居上市银行第 6，已连续三个季度上升。公司资本充裕，Q1 末核心一级资本充足率 12.08%，高于监管底线 4.58pct，可以支撑资产高速增长。

4、宁波银行：资产质量优秀，利润增速名列前茅

宁波银行资产质量指标领先同业，风险抵御能力突出。截止 2020Q1 末，公司不良率 0.78%，拨备覆盖率 524%，拨贷比 4.10%，三大指标连续三个季度环比持平，均处于上市银行最优水平。公司把握住贷款利率下行的初期，大量投放资产。2020Q1 末资产同比增长 23.94%，位居上市银行之首。今年 5 月完成定增，按 2020Q1 静态测算，核心一级资本充足率将提升至 10.4%，远高于监管要求底线。同时公司资本补充渠道畅通，获准发行不超过 100 亿元二级资本债也将有效补充资本，为规模扩张蓄力。此外，公司非息收入占比高达 49%，为全上市银行最高水平，积极推进大零售和轻资本业务转型，随着新一轮三年计划实施，非息收入增长可期。2020Q1ROA (TTM) 1.10%，在上市银行中仅次于招商银行，2020Q1 归母净利润同比增长 18.12%，位居上市银行第二，盈利能力突出。

八、风险提示

- 1) 资产质量波动
- 2) 净息差仍面临下行压力
- 3) 中小银行支持政策出台不及预期

插图目录

图 1: 全文组织架构图.....	3
图 2: 社会消费品零售总额同比降幅较大.....	3
图 3: 净出口受疫情冲击较大.....	3
图 4: 新出口订单 PMI 仍然和 50%的荣枯线有较大距离.....	4
图 5: 基建投资占比稳定且同比增速大幅改善.....	4
图 6: 各类基建投资资金规模变化.....	7
图 7: 各类基建投资资金占比变化.....	8
图 8: 基建相关贷款占贷款总额的比例.....	10
图 9: 交通运输、仓储和邮政业为主要投放领域.....	11
图 10: 基建细分行业贷款分布情况.....	11
图 11: 基建细分行业贷款规模同比增速.....	11
图 12: 大型银行一直是基建相关贷款的主力军.....	12
图 13: 2019 年各类上市银行基建相关贷款占比.....	12
图 14: 中小型银行基建相关贷款同比增速弹性大.....	12
图 15: 2009 年中小型银行基建相关贷款同比增速弹性大.....	13
图 16: 银行通过购买地方政府专项债支持基建项目.....	13
图 17: 新增地方政府专项债下发流程.....	14
图 18: 地方政府债券发行节奏改变.....	14
图 19: 2018 年底以来，每月地方政府专项债发行规模与新增专项债发行规模基本一致	16
图 20: 城投公司运营模式.....	17
图 21: 城投债发行数量和规模大幅扩张 (wind 口径)	18
图 22: 城投债发行数量和规模大幅扩张 (中债标准口径)	18
图 23: 城投债债务分类.....	19
图 24: 城投债在放管交替中逐步规范化 (wind 口径)	19
图 25: 城投债在放管交替中逐步规范化 (中债标准口径)	19
图 26: 银行投资非标的流程.....	20
图 27: 2011 年至 2013 年，非标资产快速扩张.....	21
图 28: 理财资金投资非标占比历史变化.....	21
图 29: 截至 2019H1 末非保本理财产品资产配置情况.....	21
图 30: 2018 年非标增速大幅下滑带动基建投资增速下行	22
图 31: 非标资产规模及同比增速.....	23
图 32: 涉及基建的在库 PPP 项目拟合作期限结构分布	23
图 33: 2009 年以量补价.....	26
图 34: 2009Q2 净利息收入增速开始回升	26
图 35: 基础设施建设领域不良贷款率处于低位	27
图 36: 基建投资亦带动存款大幅提升	28
图 37: 制造业 PMI 已连续 5 个月高于荣枯线	29
图 38: 工业增加值单月同比增速：接近疫情前的水平	29
图 39: 中小型银行中长期贷款同比增速更高	31
图 40: 中小型银行中长期贷款同比增速的上升幅度更大	31
图 41: 二季度以来信用利差大幅收窄	31

表格目录

表 1: 有关基建的政策部署	5
表 2: 基础设施分类	6
表 3: 项目贷款的特点	9
表 4: 银团贷款的主要特点	9
表 5: 城投债的主要特点	17
表 6: 商业银行主要资产的风险资本权重和税收规定	24
表 7: 商业银行扣除税收和风险资本占用后的收益率（截至 2020 年 7 月 31 日）	25
表 8: 新增贷款结构	30
表 9: 上市银行能消化的不良率大于不良生成率	32

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。