

# 银行业：基本面触底，配置价值凸显

## ——2023年中期投资策略报告

2023年7月6日

看好/维持

银行

行业报告

分析师	林瑾璐 电话：021-25102905 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
分析师	田馨宇 电话：010-66555383 邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070003

### 投资摘要：

**上半年回顾：上市行量难补价盈利低增，经济弱复苏估值低位。**上市行息差持续收窄，量难补价导致营收和盈利低增。上市行1Q23营收/净利润平均增速为1.2%/2.1%，分别较2022年下降6.7pct/5.5pct，延续2022年以来下行态势。盈利驱动拆分看，主因是息差大幅收窄，量难补价。我们测算，1Q23规模扩张贡献盈利12.1pct、息差负面影响盈利14.0pct。资产端利率因素、负债端结构因素是息差收窄的直接原因。资产端主要受新发放利率下行和存量贷款重定价影响。1Q23企业贷款新投放利率降至3.95%，较4Q21下降62BP，个人住房贷款新投放利率下降达149BP至4.14%。我们测算，1Q23按揭贷款重定价拖累上市行息差约11BP。负债端主要是存款定期化影响。2022年末，上市行定期存款占比52.8%，同比上升2.4pct。1Q23存款定期化趋势持续。综合来看，贷款利率下行主要是信用需求不足所致、存款定期化是由于居民储蓄倾向提升，均反映了当前经济复苏态势偏弱，经济预期持续悲观。在此背景下，上半年板块估值低位徘徊。截至6月30日，PB(MRQ)仅0.54倍。

**下半年展望：经济尚未显现牢固恢复势头，预计政策延续发力，货币政策稳健宽松，信贷政策保持积极。**我们预计上市行全年营收/净利润增速有望呈V型回升。部分城农商行得益于规模维持高速扩张，净息率先企稳，净利润有望继续领跑行业。

①量：上半年信贷靠前发力特征明显，预计下半年规模增速稳中略降。上半年，在利率下行趋势下，银行以量补价，靠前发力特征明显。Q1信贷增长强劲，新增人民币贷款10.6万亿，同比多增2.3万亿。4-5月信贷增长转弱，主要受需求低迷影响，尤其是居民端拖累。2019-2022年银行信贷投放节奏愈渐前移，主要受利率下行，早投放早收益策略驱动。23Q1新增贷款或占全年比重约45%，我们维持全年新增信贷23.5万亿的判断，信贷增速有望保持在11%左右，较上半年平稳略降。根据以往上半年偏重对公、下半年偏重零售的信贷投放安排，若居民端需求修复乐观，贷款增速有望维持平稳。

②价：净息差仍是影响上市行盈利的核心因素，我们预计息差降幅逐季收窄。Q1贷款重定价影响消退，3月对公新投放贷款利率显企稳趋势，叠加Q2主要上市行存款挂牌利率下调，我们预计Q1或是上市行息差收窄压力最大时期，后续息差降幅有望逐季收窄。当前息差绝对水平历史低位。我们判断，后续监管降实体融资成本将通过降低银行负债成本的途径达成。2022年主要上市行平均存款付息率为2.1%，存款利率仍有较大调降空间。

③质：预计资产质量延续改善，局部不良可控。静态指标看，商业银行不良率连续11个季度下行，1季度末不良率1.62%，环比下降1BP。不良前瞻指标看，1季度末关注贷款率2.16%，环比下降9BP，延续改善态势。动态指标看，我们测算1Q23上市行单季加回核销不良生成率0.62%，处于历史较低水平。根据招商银行和平安银行数据，零售不良率有所抬升，主要受疫情影响，尾部零售客户还款意愿和能力有所下降。短期零售不良生成压力仍存，长期来看，伴随经济修复，零售信用风险有望修复。房地产销售持续低迷、地方政府化解隐性债务压力或引发相关贷款风险暴露，仍需持续跟踪观察。在底线思维下，贷款风险整体可控。

④其他非息：非息增速回升，伴随市场回暖有望平稳上行。今年1季度，债市企稳后其他非息收入增速回升带动非息收入同比增7.9%；受理财规模及代销费率调整等影响，中收增速仍未转正。展望后续，基于资本市场回暖、理财规模平稳上升的前提、加之去年下半年较低基数的考虑，我们预计下半年上市行非息收入增速有望保持平稳向上。

**投资策略：高股息，配置价值凸显。**当前部分上市行股息率超过5%，在利率下行的大趋势下，对中长期资金吸引力加大。1Q23机构重仓板块比例仅1.92%，处历史低位水平。我们认为当前板块配置价值明显，看好下半年绝对收益表现。区域经济优势加持，优质区域性银行延续高成长。从长期角度来看，我们认为，优质地区的优质城商行、农商行拥有深耕区域、网点下沉

以及当地股东等自身优势，并且长期坚持以中小企业客户和小微客户为战略定位，客户基础逐步夯实下，基本面有望长期向好。我们重点推荐江浙区域性银行，如体制机制市场化程度高、多元利润中心基础进一步夯实的宁波银行；小微业务领跑者、打开异地增长空间的常熟银行。

**风险提示：**经济失速下行导致资产质量恶化、金融持续让利导致息差大幅收窄、房企销售低迷或融资恶化引发信用风险暴露等。

### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	BVPS (元)				PB				PB	评级
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
宁波银行	23.14	26.55	30.57	35.37	1.09	0.95	0.83	0.72	0.82	强烈推荐
常熟银行	7.97	9.21	10.70	12.50	0.86	0.74	0.64	0.55	1.05	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

1. 上半年回顾：息差收窄盈利低增，需求不足预期悲观 .....	5
1.1 经济弱复苏，居民融资需求低迷 .....	5
1.2 营收与盈利低增，息差收窄是主因 .....	6
1.3 板块表现低迷，估值持续低位 .....	7
2. 下半年展望：政策延续发力，基本面筑底 .....	9
2.1 政策延续发力，利率政策保持积极 .....	9
2.2 量价平衡，基本面触底 .....	10
3. 投资策略：配置价值凸显，看好高成长区域行 .....	15
3.1 高股息，板块配置价值凸显 .....	15
3.2 高成长，看好优质区域行 .....	16
3.3 推荐标的：宁波银行、常熟银行 .....	21
4. 风险提示 .....	22
相关报告汇总 .....	23

## 插图目录

图 1：工业企业利润累计同比下降达 18.8% .....	5
图 2：制造业 PMI 重回 50 荣枯线以下 .....	5
图 3：5 月末存款类金融机构住户贷款同比增 5.9% .....	5
图 4：个人住房贷款余额同比增速持续下行 .....	5
图 5：1Q23 上市行营收同比增 1.2%，较 2022 年下降 6.7pct .....	6
图 6：1Q23 上市行净利同比增 2.1%，较 2022 年下降 5.5pct .....	6
图 7：上市行盈利驱动拆分（1Q23） .....	6
图 8：上市行盈利驱动拆分（2022） .....	6
图 9：1Q23 商业银行净息差下降至 1.74% .....	7
图 10：2022 年以来，贷款加权平均利率持续大幅下降 .....	7
图 11：上市行付息负债成本较刚性 .....	7
图 12：2022 年上市行定期存款占比同比上升 2.4pct .....	7
图 13：银行板块季度绝对收益 .....	8
图 14：银行板块季度相对收益 .....	8
图 15：银行板块 PB 估值 .....	8
图 16：月度新增人民币贷款及同比增速 .....	11
图 17：人民币贷款增量结构 .....	11
图 18：银行信贷投放节奏愈渐前移 .....	11
图 19：预计 2023 全年信贷同比增 11.0% .....	11
图 20：企业贷款加权平均利率显企稳趋势 .....	12
图 21：上市行 2022 年存款成本率均值 2.1%，仍有下降空间 .....	12
图 22：商业银行不良+关注贷款率维持平稳 .....	12

图 23: 上市行加回核销不良生成率平稳 .....	12
图 24: 零售贷款不良率有所抬升 .....	13
图 25: 2022 年上市行地产行业不良率高位略降 .....	13
图 26: 1Q23 多数上市行拨备覆盖率超过行业均值 .....	14
图 27: 1Q23 多数上市行拨贷比超过或接近行业均值 .....	14
图 28: 上市行非息收入增速回升, 其中手续费收入增长仍疲弱 .....	15
图 29: 预计上市行全年营收/净利润同比增速将恢复至 5%左右/8-10%区间 .....	错误!未定义书签。
图 30: 部分上市行股息率超过 5%, 配置价值凸显 .....	15
图 31: 机构重仓板块占比处于历史低位 .....	16
图 32: 2022、1Q23 各省市 GDP 及同比增速水平 .....	16
图 33: 2022 年各省市社零总额及近三年复合增长率 .....	17
图 34: 2022 年各省市出口金额及近三年复合增长率 .....	17
图 35: 2022 年各省市居民人均可支配收入 .....	17
图 36: 2008-2020 年高净值人士及其可投资资产占全国比重 .....	17
图 37: 近三年各省市常住人口净增长情况 (单位: 万人) .....	18
图 38: 2022 年各省市规模以上工业企业利润总额及近三年复合增长率 .....	18
图 39: 浙江、江苏省分别有 107、92 家企业上榜民企 500 强 .....	19
图 40: 2022 年各省市规模以上工业企业资产负债率 .....	19
图 41: 2022 年各省财政自给率、债务率情况 .....	19
图 42: 2021、2022 年末各省银行业金融机构不良贷款率 .....	20

## 表格目录

表 1: 货币政策执行报告下一阶段展望要点 .....	9
表 2: 2020-1Q23 各省市人民币贷款增量分布情况 .....	20

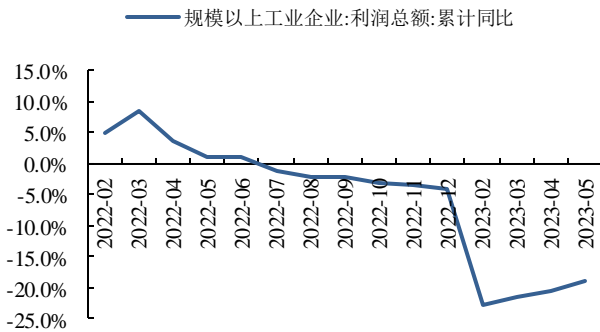
## 1. 上半年回顾：息差收窄盈利低增，需求不足预期悲观

回顾上半年，在经济复苏缓慢、有效信用需求不足的宏观大环境下，上市行息差持续收窄，量难补价导致营收和盈利低增。市场对经济预期持续悲观之下，板块估值低位徘徊。相应的，机构重仓持有板块比例亦处于历史较低水平。

### 1.1 经济弱复苏，居民融资需求低迷

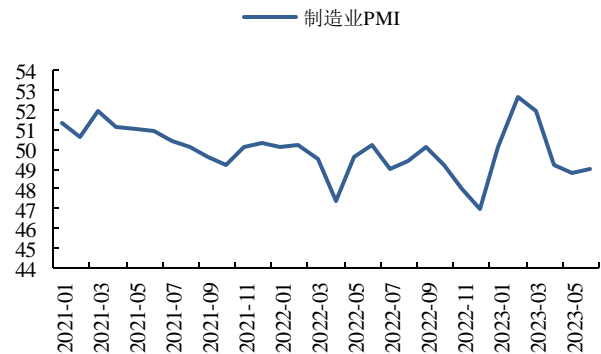
**经济弱复苏，居民融资需求低迷。**年初以来，国内经济延续修复，1 季度 GDP 同比增 4.5%，增速较 2022 年提升 1.5 个百分点，经济显现一定恢复态势。但从高频数据看，经济修复基础尚不牢固。(1) 企业端，工业企业恢复不及预期。数据显示，1-5 月规模以上工业企业利润累计同比下跌 18.8%，6 月制造业 PMI 微升至 49、连续三个月位于收缩区间；(2) 居民端，购房消费意愿持续低迷，相关信贷增长乏力。据央行数据，5 月末金融机构住户贷款同比增 5.9%，增速同比下降 2.5pct，且远低于贷款平均增速。其中，个人住房贷款同比增速持续下行，3 月末同比接近零增长。

图1：工业企业利润累计同比下降达 18.8%



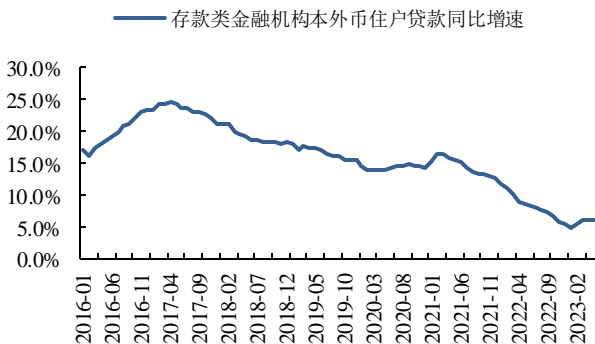
资料来源：国家统计局，iFinD，东兴证券研究所

图2：制造业 PMI 重回 50 荣枯线以下



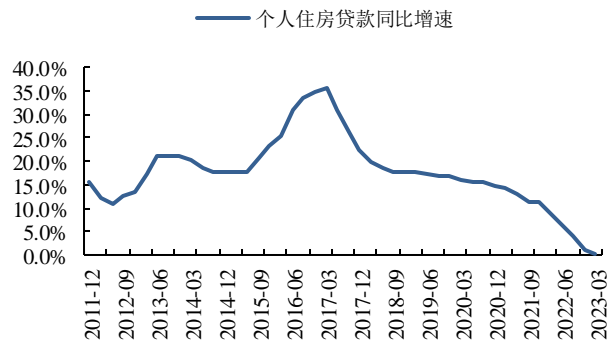
资料来源：国家统计局，iFinD，东兴证券研究所

图3：5 月末存款类金融机构住户贷款同比增 5.9%



资料来源：人民银行，iFinD，东兴证券研究所

图4：个人住房贷款余额同比增速持续下行

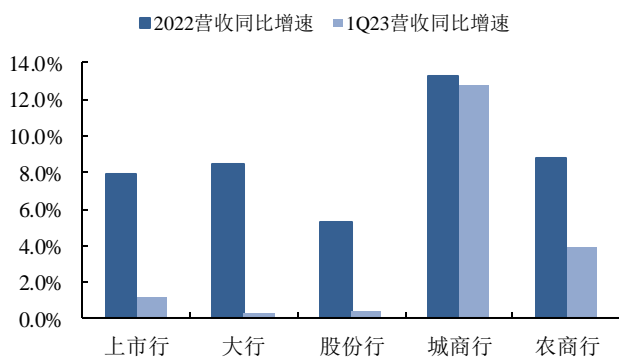


资料来源：人民银行，iFinD，东兴证券研究所

## 1.2 营收与盈利低增，息差收窄是主因

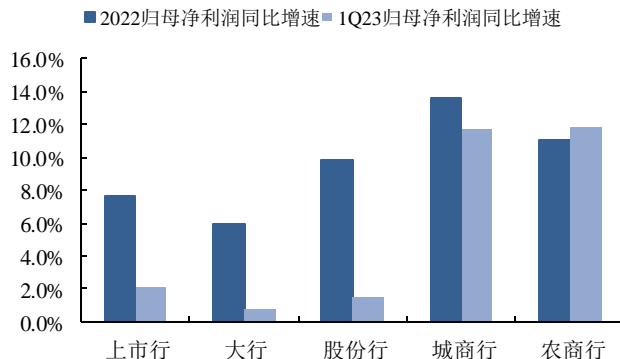
上市行 1Q23 营收/净利润平均增速为 1.2%/2.1%，分别较 2022 年下降 6.7pct/5.5pct，延续 2022 年以来下行态势。盈利驱动拆分看，主因是息差大幅收窄，量难补价。我们测算，1Q23 规模扩张贡献盈利 12.1pct、息差负面影响盈利 14.0pct。1Q23 息差对盈利压制较 2022 年有所扩大。我们测算，1Q23 上市银行净息差（期初期末测算值）平均同比下降达 18BP。从行业数据看，1Q23 商业银行净息差下降至 1.74% 的历史低位水平。

图5：1Q23 上市行营收同比增 1.2%，较 2022 年下降 6.7pct



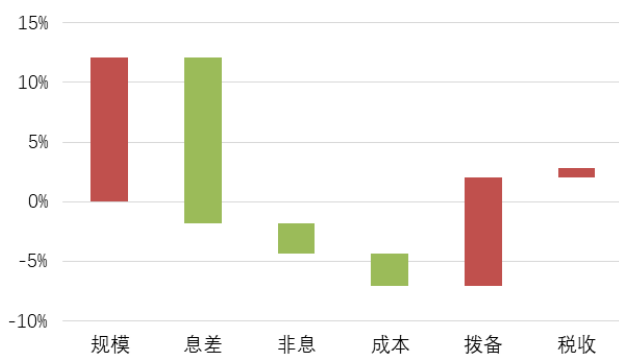
资料来源：公司财报，iFinD，东兴证券研究所

图6：1Q23 上市行净利同比增 2.1%，较 2022 年下降 5.5pct



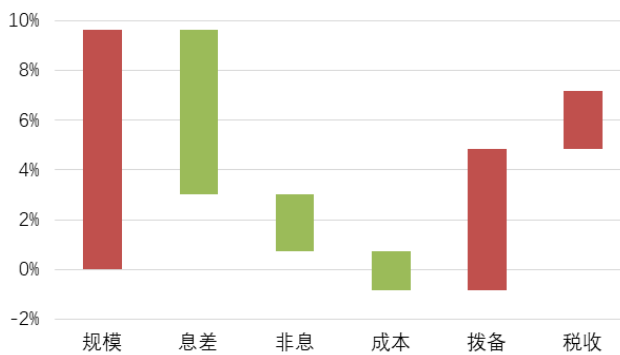
资料来源：公司财报，iFinD，东兴证券研究所

图7：上市行盈利驱动拆分（1Q23）



资料来源：公司财报，iFinD，东兴证券研究所

图8：上市行盈利驱动拆分（2022）



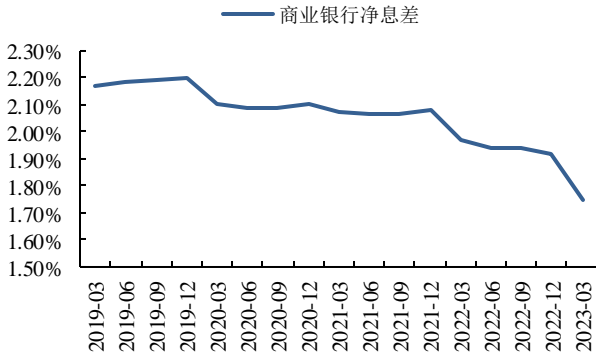
资料来源：公司财报，iFinD，东兴证券研究所

资产端利率因素、负债端结构因素是息差收窄的直接原因。(1) 资产端，利率持续下行。我们测算，2022/1Q23 上市银行平均生息资产收益率分别为 4.14%/3.78%，均同比下降约 17BP。4Q21 至 1Q23 期间，银行信贷新投放利率持续下降。1Q23 企业贷款新投放利率降至 3.95%，较 4Q21 下降 62BP，个人住房贷款新投放利率下降达 149BP 至 4.14%。存量贷款重定价受到 LPR 下行带动，2022 年 1 年期和 5 年期 LPR 分别下降 15BP 和 35BP，1Q23 按揭贷款重定价对上市行息差影响较大，我们测算，按揭贷款重定价带动息差下降约 11BP。

(2) 负债端，2022 上市行付息负债成本率均值 2.19%，同比下降仅 4BP，成本较刚性。其中，存款成本率均值 2.10%，同比上升 3BP，主要是存款定期化影响。2022 年末，上市行定期存款占比 52.8%，同比上升

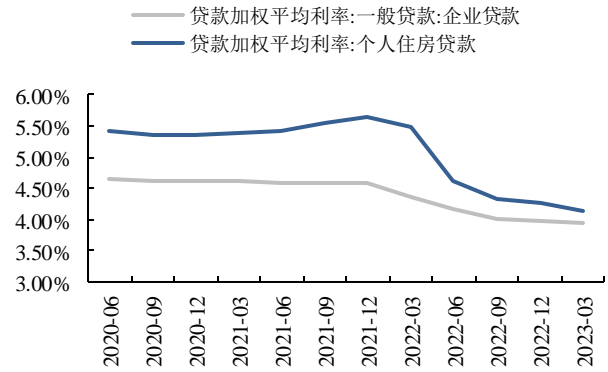
2.4pct。此外，存款定价改革红利尚未充分释放，存款定价粘性亦是制约存款成本下降的一大因素。贷款利率下行主要是信用需求不足所致、存款定期化是由于居民储蓄倾向提升，均反映了当前悲观的经济预期。

**图9：1Q23 商业银行净息差下降至 1.74%**



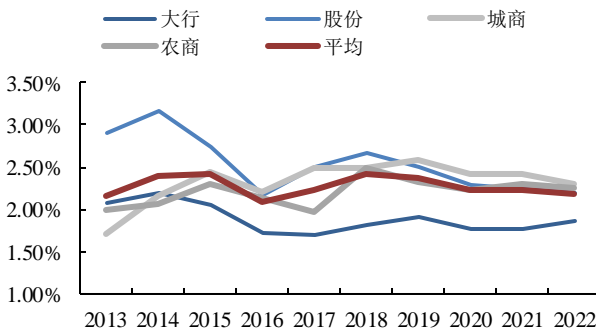
资料来源：国家金融监管总局，iFinD，东兴证券研究所

**图10：2022 年以来，贷款加权平均利率持续大幅下降**



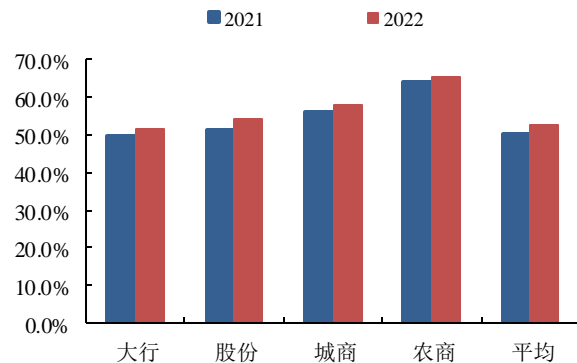
资料来源：人民银行，iFinD，东兴证券研究所

**图11：上市行付息负债成本较刚性**



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

**图12：2022 年上市行定期存款占比同比上升 2.4pct**

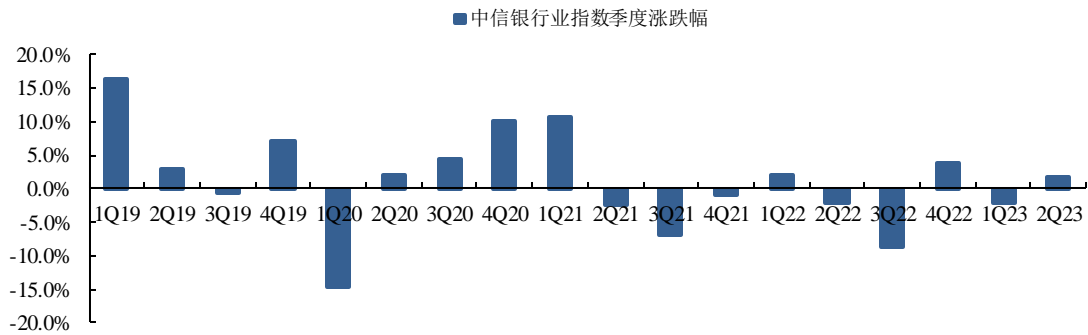


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

### 1.3 板块表现低迷，估值持续低位

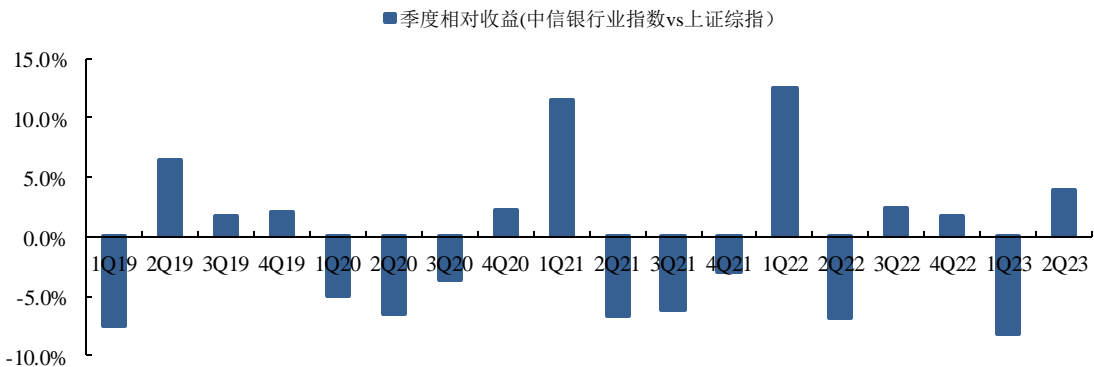
**板块表现低迷，估值持续低位。**截至 6 月 30 日，银行板块较年初下降 0.46%，跑输上证指数 4.11 个百分点。Q1 无相对收益和绝对收益，Q2 上涨 1.83%，跑赢上证指数 4 个百分点。板块估值持续低位，截至 6 月 30 日，PB (MRQ) 仅 0.54 倍。

图13：银行板块季度绝对收益



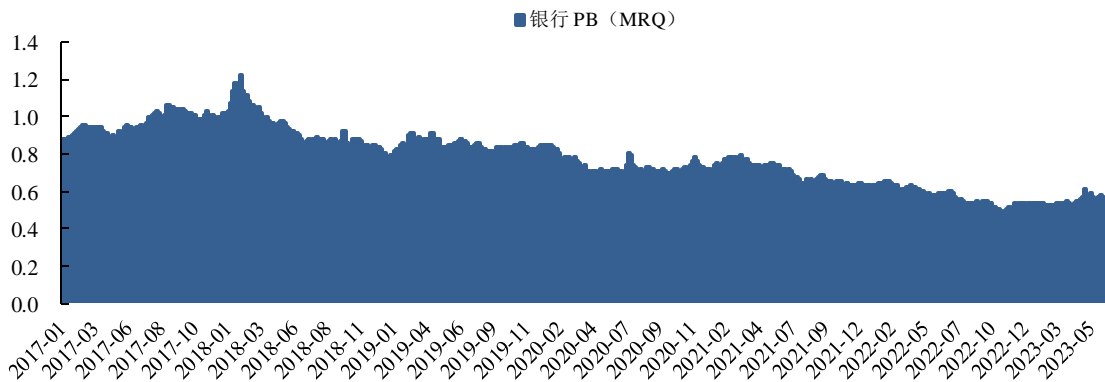
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：银行板块季度相对收益



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：银行板块 PB 估值



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



## 2. 下半年展望：政策延续发力，基本面筑底

展望 2023 年下半年，经济尚未显现牢固恢复势头，预计政策延续发力，货币政策稳健宽松，信贷政策保持积极。我们预计下半年上市行规模平稳扩张、息差降幅逐季收窄、不良生成平稳、拨备反哺盈利，行业基本面有望筑底。

### 2.1 政策延续发力，利率政策保持积极

**推动经济持续回升政策可期。**6 月 13 日，国家发展改革委等四部门对外发布《关于做好 2023 年降成本重点工作的通知》，提出完善税费优惠政策、加强小微和民营企业信贷支持力度等多项举措，同时提及“持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，推动经营主体融资成本稳中有降”。6 月 16 日，国常会研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，指出“必须采取更加有利的措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好”，围绕“加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险”等四个方面提出一批政策措施。我们认为，对后续政策出台力度和节奏可以保持乐观。

**货币政策延续稳健宽松。**1Q23 货币政策执行报告来看，央行继续强调“稳健的货币政策要精准有力”，较 4Q22 新增表述“总量适度，节奏平稳”；利率政策表态主要围绕“继续深化利率市场化改革”，“保持利率水平合理适度”。考虑到当前经济内生动能仍然不强，需求仍然不足，我们预计下半年货币政策延续稳健宽松基调，将重点发挥政策利率、利率市场化调整机制的作用。

表1：货币政策执行报告下一阶段展望要点

	宏观经济展望	下一阶段主要政策思路
1Q22	近期，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多， <b>我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升</b> 。同时也要看到，我国发展有诸多战略性有利条件，经济体量大、回旋余地广，具有强大韧性和超大市场规模，长期向好的基本面没有改变。	下一阶段，稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度，稳字当头，…… <b>增强信贷总量增长的稳定性</b> ，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。 <b>结构性货币政策工具积极做好“加法”</b> ，……加强存款利率监管，发挥存款利率市场化调整机制重要作用， <b>着力稳定银行负债成本，持续释放贷款市场报价利率改革效能，推动低企业综合融资成本。</b>
2Q22	当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋严峻复杂， <b>国内经济恢复基础尚需稳固</b> ，结构性通胀压力可能加大。但总的来看，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，宏观政策调节工具丰富，推动经济高质量发展具备诸多有利条件。	下一阶段，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，……保持货币供应量和社会融资规模合理增长，…… <b>结构性货币政策工具积极做好“加法”，加大普惠小微贷款支持力度</b> ，支持中小微企业稳定就业，用好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和碳减排支持工具…… <b>着力稳定银行负债成本，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本</b> 。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。
3Q22	当前外部环境更趋复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大， <b>国内经济恢复发展的基础还不牢固</b> 。但要看到，我国构建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求恢复的势头日益明显，经济韧性强、潜力大、回旋余地广，长期向好的基本面没有改变。	下一阶段，加大稳健货币政策实施力度，…… <b>引导商业银行扩大中长期贷款投放</b> 。…… <b>高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化</b> ，……落实好普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体的支持。落实落细金融服务小微企业、民营企业敢贷会贷长效机制，增强微观主体活力。……继续发挥存款利率市场化调整机制重要作用， <b>着力稳定银行负债成本，释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业</b>

## 宏观经济展望

## 下一阶段主要政策思路

4Q22

当前外部环境依然严峻复杂，**国内经济恢复的基础尚不牢固**。我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变，要坚定做好经济工作的信心，全面深化改革开放，着力扩大国内需求，保持外贸外资稳定，**巩固和拓展经济运行回升势头**。

## 融资和个人消费信贷成本。

下一阶段，稳健的货币政策要精准有力。要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，**坚持不搞“大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长**，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，推动消费有力复苏，增强经济增长潜能。持续发挥政策性开发性金融工具的作用，更好地撬动有效投资。**继续深化利率市场化改革**，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，**推动降低企业融资和个人消费信贷成本**。密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。统筹金融支持实体经济与风险防范，**稳步推动重点企业集团、中小金融机构等风险化解**，保持金融体系总体稳定，守住不发生系统性金融风险的底线。

1Q23

当前，我国经济社会全面恢复常态化运行，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，**经济增长好于预期，市场需求逐步恢复**，长期发展还具有市场规模巨大、产业体系完备、人力资源丰富等优势条件。**也要看到，国内经济内生动力还不强，需求仍然不足；**

下一阶段，稳健的货币政策要精准有力，**总量适度，节奏平稳**，搞好跨周期调节，**保持流动性合理充裕**，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。着力支持扩大内需，为实体经济提供有力、稳固支持，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，提升支持实体经济的可持续性。关注物价走势边际变化，引导稳定社会预期，支持构建粮食、能源等保供稳价体制机制，保持物价水平基本稳定。**继续深化利率市场化改革**，完善央行政策利率体系，持续发挥贷款市场报价利率改革效能，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用，**保持利率水平合理适度**。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，保持再贷款再贴现工具的稳定性，运用好实施期内的阶段性工具，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供有力支持。持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策的激励的引导作用，有效带动激发民间投资。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。统筹金融支持实体经济与风险防范，强化金融稳定保障体系，**防范境外风险向境内传导**，守住不发生系统性金融风险的底线。

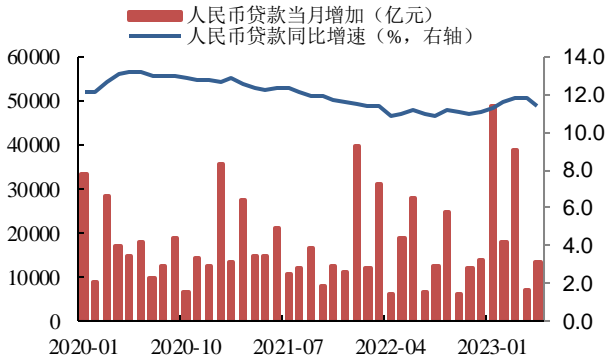
资料来源：央行货币政策执行报告，东兴证券研究所

## 2.2 量价平衡，基本面触底

①量：上半年信贷靠前发力特征明显，预计下半年规模增速稳中略降。上半年，在利率下行趋势下，银行以量补价，靠前发力特征明显。Q1 信贷增长强劲，新增人民币贷款 10.6 万亿，同比多增 2.3 万亿。4-5 月信贷增长转弱，主要受需求低迷影响，尤其是居民端拖累。从新增结构看，1-5 月企业端增长较好，而住户短贷和中长贷较 2020 年、2021 年有大幅下降，主要受居民购房意愿下降以及按揭贷款早偿的影响。

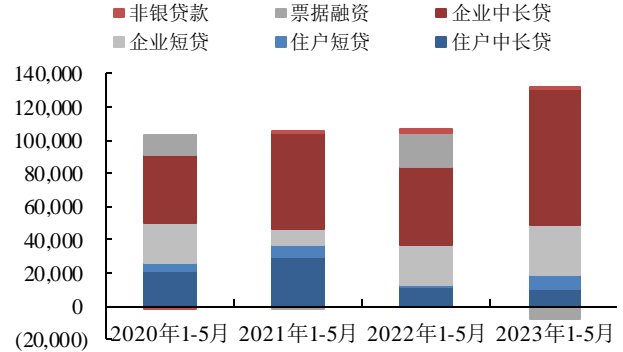
2019-2022 年银行信贷投放节奏愈渐前移，主要受利率下行，早投放早收益策略驱动。23Q1 新增贷款或占全年比重约 45%，我们维持全年新增信贷 23.5 万亿的判断，信贷增速有望保持在 11%左右，较上半年平稳略降。根据以往上半年偏重对公、下半年偏重零售的信贷投放安排，若居民端需求修复乐观，贷款增速有望维持平稳。

图16：月度新增人民币贷款及同比增速



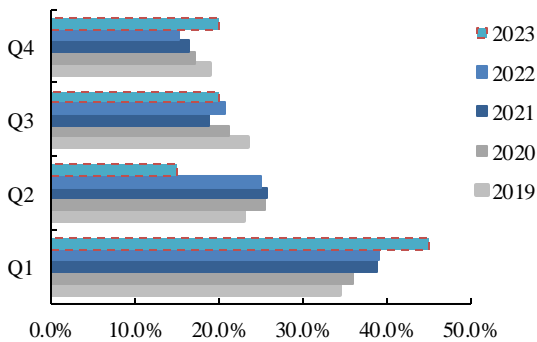
资料来源：人民银行，iFinD，东兴证券研究所

图17：人民币贷款增量结构



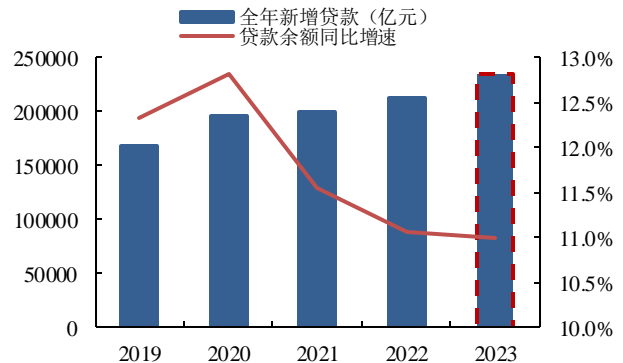
资料来源：人民银行，iFinD，东兴证券研究所

图18：银行信贷投放节奏愈渐前移



资料来源：人民银行，iFinD，东兴证券研究所

图19：预计 2023 全年信贷同比增 11.0%



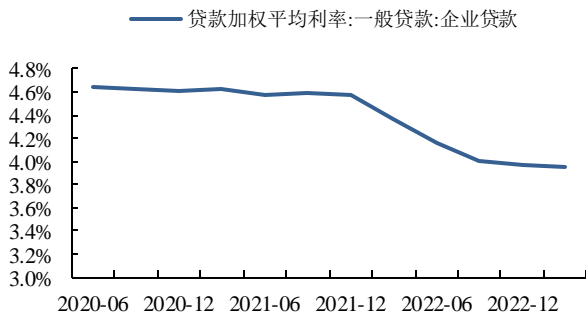
资料来源：人民银行，iFinD，东兴证券研究所

②价：净息差仍是影响上市行盈利的核心因素，我们预计息差降幅逐季收窄。Q1 贷款重定价影响消退，3 月对公新投放贷款利率显企稳趋势，叠加 Q2 主要上市行存款挂牌利率下调，我们预计 Q1 或是上市行息差收窄压力最大时期，后续息差降幅有望逐季收窄。

当前息差绝对水平历史低位，若大幅下降可能影响银行资本内生性，进而影响对实体经济支持的可持续性。我们判断，后续监管降实体融资成本将通过降低银行负债成本的途径达成。2022 年主要上市行平均存款付息率为 2.1%，我们认为存款利率仍有较大调降空间。

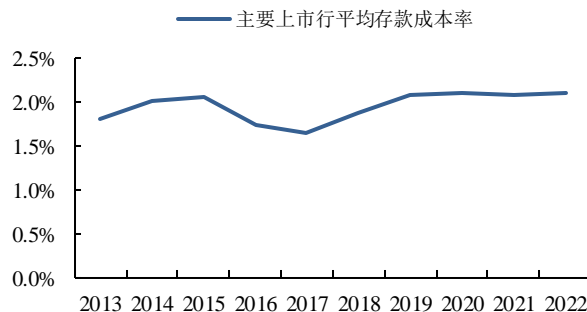
据报道，(1) 5 月通知存款与协定存款自律上限下调，国有行/其他银行相比之前分别调降 30bp/50bp；(2) 6 月国股行官网下调存款挂牌利率，活期/2 年期/3 年期/5 年期分别下调了 5bp/10bp/15bp/15bp。我们在此基数上假设：国股行全年贷款收益率平均下降 15BP (6 月 LPR 下降 10BP)，存款利率平均下降 10BP，测算拖累主要上市行净息差约 1-4BP，息差影响较有限。

图20：企业贷款加权平均利率显企稳趋势



资料来源：人民银行，iFinD，东兴证券研究所

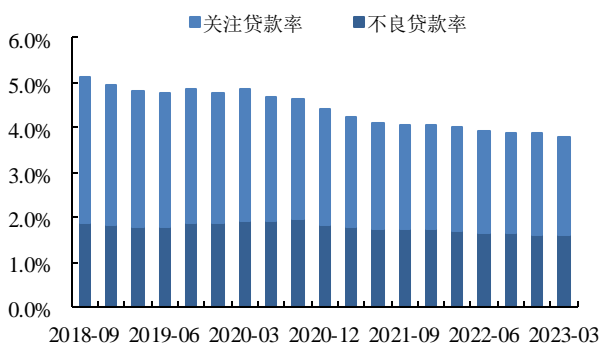
图21：上市行 2022 年存款成本率均值 2.1%，仍有下降空间



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

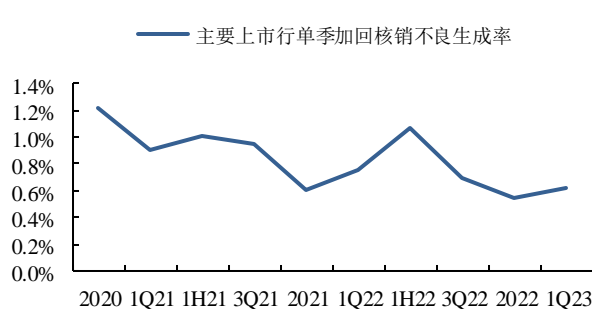
③质：预计资产质量延续改善，局部不良可控。静态指标看，商业银行不良率连续 11 个季度下行，1 季度末不良率 1.62%，环比下降 1BP。不良前瞻指标看，1 季度末关注贷款率 2.16%，环比下降 9BP，延续改善态势。动态指标看，我们测算 1Q23 上市行单季加回核销不良生成率 0.62%，较 2022 年略有提升，整体处于历史较低水平。

图22：商业银行不良+关注贷款率维持平稳



资料来源：国家金融监管总局，iFinD，东兴证券研究所

图23：上市行加回核销不良生成率平稳



资料来源：公司财报，iFinD，东兴证券研究所

零售不良率有所抬升，短期承压。根据招商银行和平安银行数据，零售不良率有所抬升，主要受疫情影响，尾部零售客户还款意愿和能力有所下降。我们认为，当前经济复苏偏慢，短期零售不良生成压力仍存，长期来看，伴随经济修复，零售信用风险有望修复。

**地产和地方政府平台类贷款风险有待观察。**受此前地产融资政策收紧、疫情之下楼市销售持续低迷等影响，房企现金流断裂引发重大违约事件。部分上市银行对公地产不良率有所抬升。2022 年底以来，监管层及时松绑房企融资政策，支持地方设立房企纾困基金，以时间换空间方式逐步化解房企信用风险。我们认为，未来房企信用风险需持续跟踪地产销售回款及融资政策变动情况。地方政府化解隐性债务压力或引发相关平台类贷款风险暴露，亦需要持续跟踪观察。在底线思维下，我们认为地产和地方法平台类贷款风险整体可控。

**图24：零售贷款不良率有所抬升**

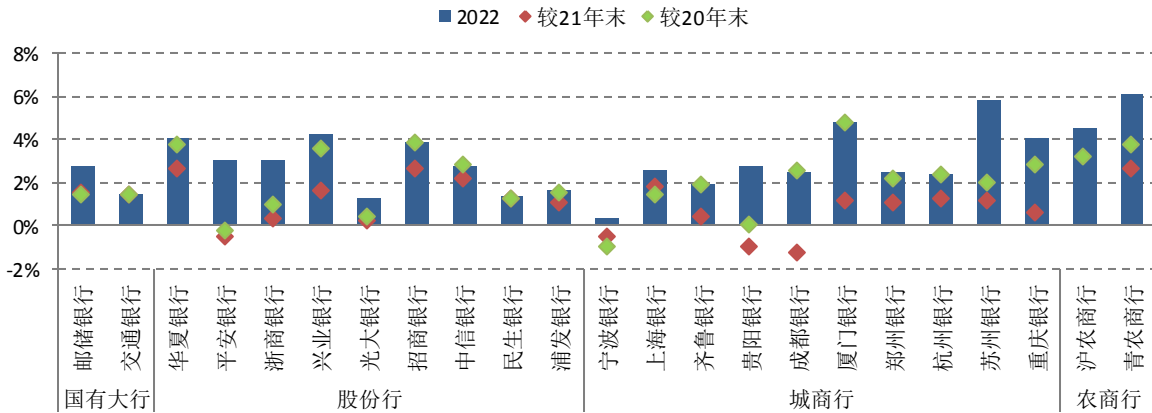
招商银行	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	趋势图
个人贷款	1.07%	1.00%	0.89%	0.79%	0.73%	0.81%	0.81%	0.89%	
个人住房贷款	0.45%	0.42%	0.33%	0.28%	0.25%	0.29%	0.28%		
信用卡贷款	1.37%	1.40%	1.11%	1.11%	1.35%	1.66%	1.65%		
小微贷款	1.53%	1.63%	1.77%	1.34%	0.81%	0.64%	0.62%		
其他个人贷款	1.72%	1.70%	1.43%	1.40%	1.19%	1.39%	1.40%		

平安银行	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	趋势图
个人贷款	1.18%	1.06%	1.19%	1.13%	1.21%	1.32%	1.41%	
房屋按揭及持证抵押贷款	0.08%	0.09%	0.30%	0.31%	0.34%	0.37%	0.32%	
汽车金融贷款	0.59%	0.54%	0.74%	0.70%	1.26%	1.26%	1.53%	
信用卡贷款	1.18%	1.32%	1.66%	2.16%	2.11%	2.68%	2.81%	
新一贷	0.65%	1.00%	1.34%	1.13%	1.01%	1.31%	1.60%	
其他个人贷款	3.83%	1.97%	3.55%	1.16%	1.40%	1.29%	1.58%	

资料来源：公司财报，iFinD，东兴证券研究所

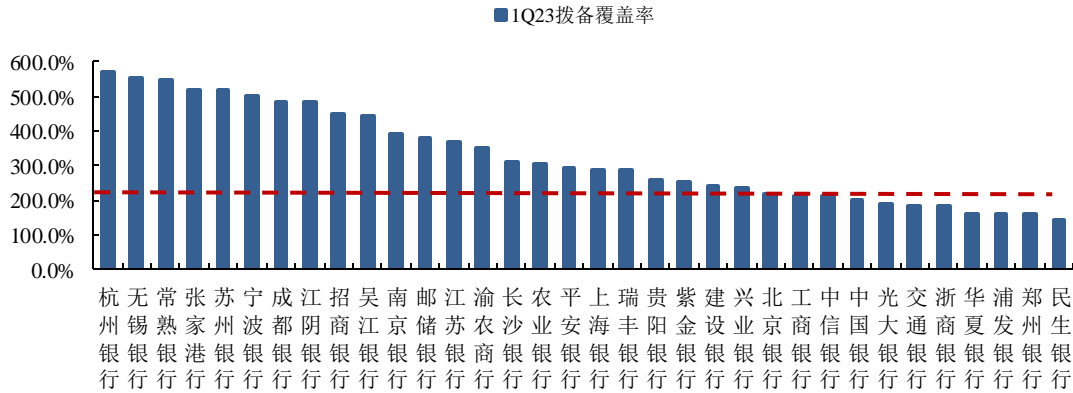
**图25：2022 年上市行地产行业不良率高位略降**



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

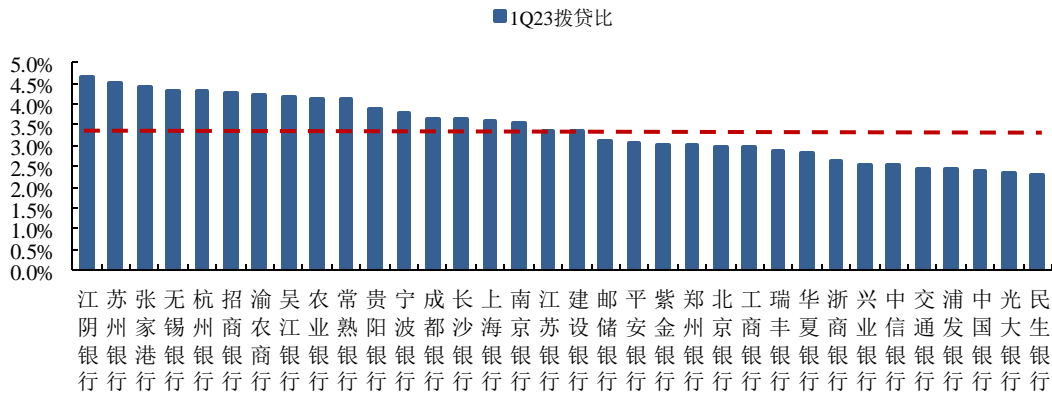
**当前上市银行拨备厚实，风险安全垫充足。**1Q23 多数上市行拨备覆盖率超过 205%的行业平均水平，部分城商行、农商行更是超过 500%，拨备安全垫厚实。拨贷比指标来看，多数上市行超过或接近行业均值。我们预计行业不良生成平稳之下，拨备对盈利的增厚作用将进一步提升。

图26：1Q23 多数上市行拨备覆盖率超过行业均值



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

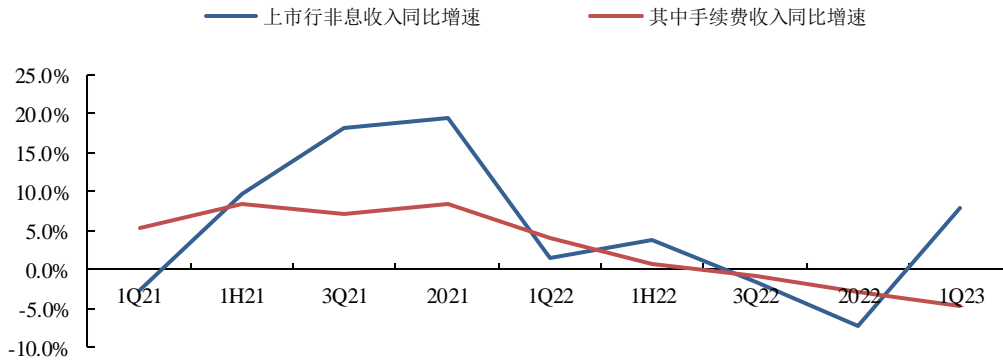
图27：1Q23 多数上市行拨贷比超过或接近行业均值



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

④其他非息：非息增速回升，伴随市场回暖有望平稳上行。去年4季度债市波动影响银行其他非息收入和财富管理业务、代销等中间业务收入。2022年主要上市行非息收入同比下降7.4%。今年1季度，债市企稳后其他非息收入增速回升带动非息收入同比增7.9%；受理财规模及代销费率调整等影响，中收增速仍未转正。展望后续，基于资本市场回暖、理财规模平稳上升的前提、加之去年下半年较低基数的考虑，我们预计下半年上市行非息收入增速有望保持平稳向上。

图28：上市行非息收入增速回升，其中手续费收入增长仍疲弱



资料来源：公司财报，iFinD，东兴证券研究所

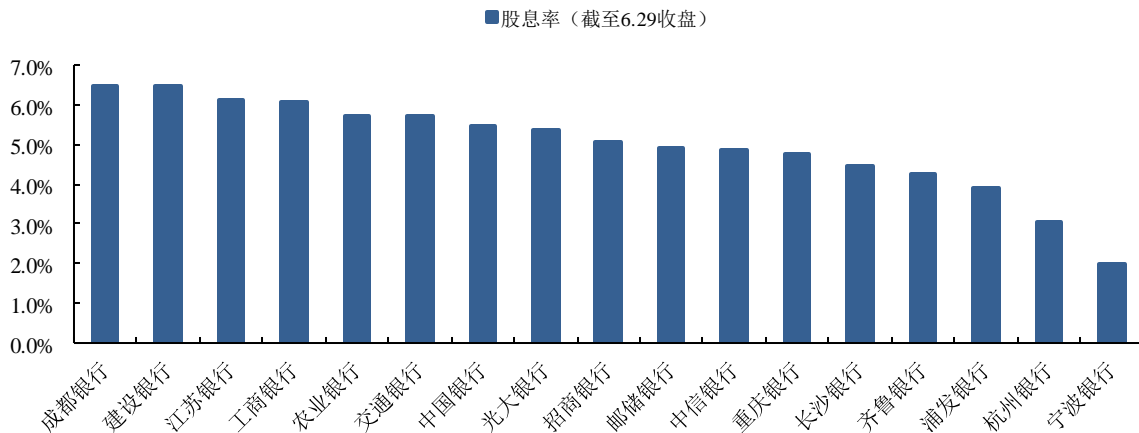
综合来看，预计上市行营收/净利润增速呈 V 型回升，部分城农商行继续领先。下半年影响银行盈利的核心因素净息差有望逐步企稳，规模扩张和不良生成维持稳定。在持续加大对实体经济支持力度的诉求下，拨备增厚盈利的的作用有望调升，我们预计上市行全年营收/净利润增速有望呈 V 型回升。部分城农商行得益于规模维持高速扩张，净息差率先企稳，净利润有望继续领跑行业。

### 3. 投资策略：配置价值凸显，看好高成长区域行

#### 3.1 高股息，板块配置价值凸显

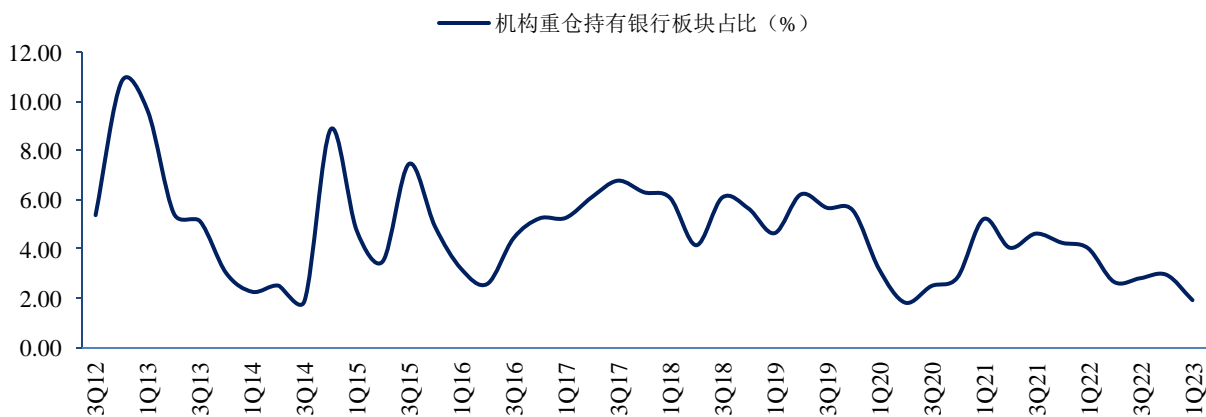
当前部分上市行股息率超过 5%，在利率下行的大趋势下，对中长期资金吸引力加大。1Q23 机构重仓板块比例仅 1.92%，处历史低位水平。我们认为当前板块配置价值明显，看好下半年绝对收益表现。

图29：部分上市行股息率超过 5%，配置价值凸显



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图30：机构重仓板块占比处于历史低位



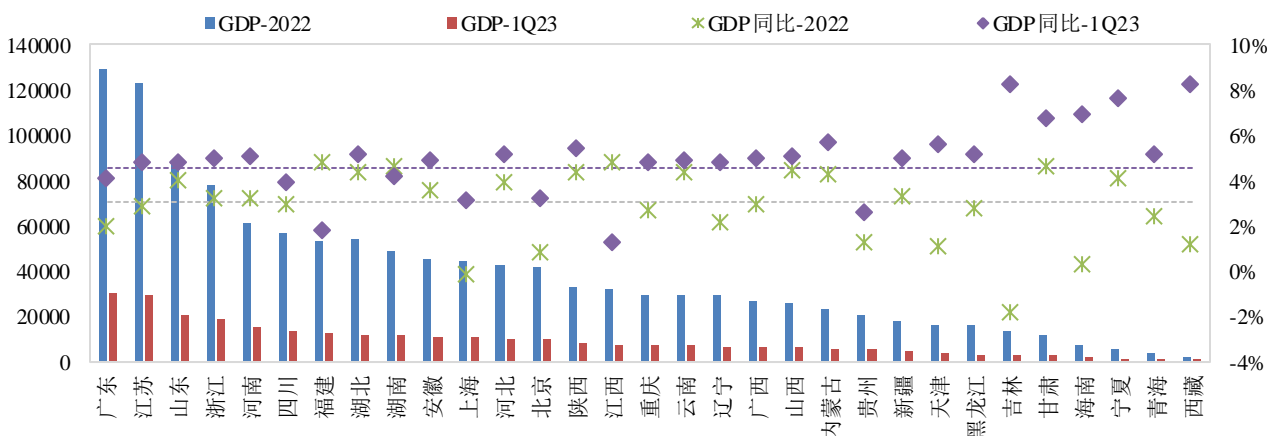
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3.2 高成长，看好优质区域行

**区域经济优势加持，优质区域性银行延续高成长。**从长期角度来看，我们认为，优质地区的优质城商行、农商行拥有深耕区域、网点下沉以及当地股东等自身优势，并且长期坚持以中小企业客户和小微客户为战略定位，客户基础逐步夯实下，基本面有望长期向好。从短期来看，优质区域性银行信贷业务“量价质”都较为优异，2023 年有望延续较高的盈利增长态势。且部分区域性银行补充资本诉求较高，利润释放空间较大。我们重点推荐江浙区域性银行，如体制机制市场化程度高、多元利润中心基础进一步夯实的宁波银行；小微业务领跑者、打开异地增长空间的常熟银行。

**江浙区域经济总量大、增速稳健，具备良好经济基础。**从区域经济总量来看，江浙地区经济总量大、且增速相对较快，1Q23 江苏、浙江省实际 GDP 增速为 4.7%、4.9%，高于全国增速水平。社零总额、出口金额均处在全国领先水平，近三年实现平稳较快增长。同时，持续巩固升级优势产业，重点发展新兴产业，积极谋划布局未来产业，推动经济高质量发展。

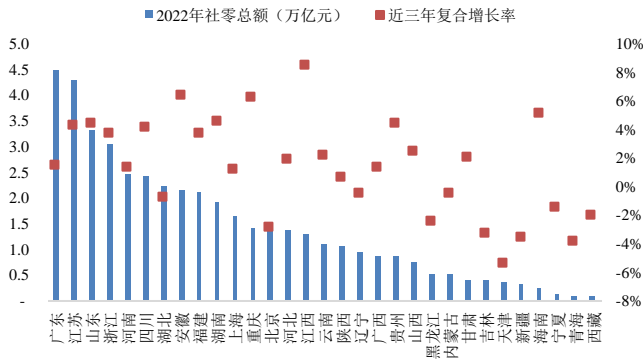
图31：2022、1Q23 各省市 GDP 及同比增速水平



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

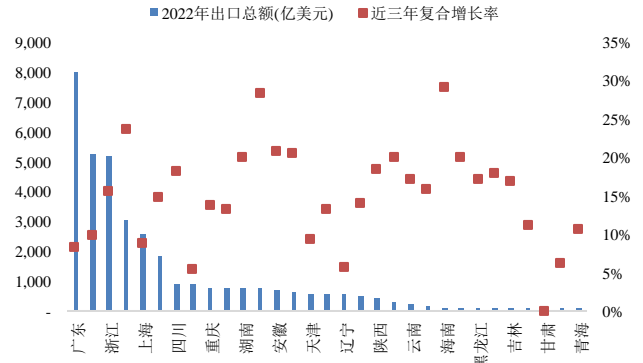


图32：2022 年各省市社零总额及近三年复合增长率



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

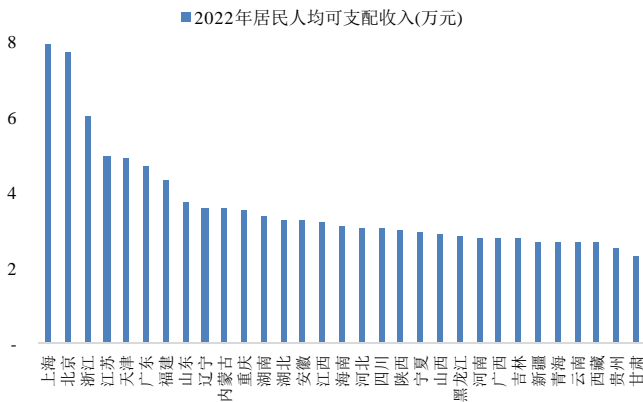
图33：2022 年各省市出口金额及近三年复合增长率



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

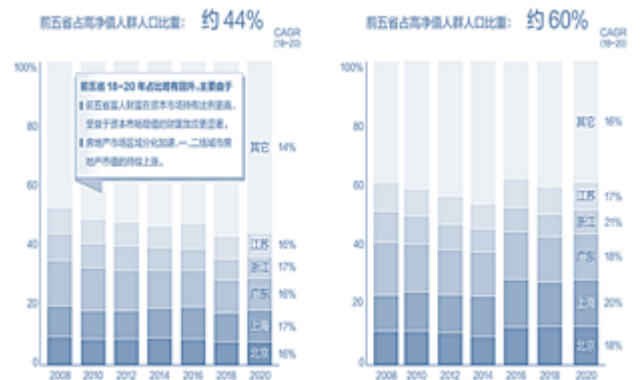
**常住人口净流入区域，居民富裕、高净值客户资源丰富。**发达的经济土壤吸引人口流入，近三年浙江省常住人口年均净流入 67 万人，为全国首位；广东、广西、山东、福建、江苏等地人口也呈净流入态势。从居民富裕程度来看，2022 年浙江、江苏省居民人均可支配收入仅次于上海、北京，“民富”程度高、城乡差距小。同时，江浙区域高净值客户资源丰富。根据招行《2021 中国私人财富报告》，2020 年浙江省、江苏省高净值人群人数占比分别达到 17%、16%，其持有的可投资资产占全国高净值人群财富的比重分别为 21%、17%，仅次于北上广。丰富的高净值客户资源为银行财富管理业务、消费金融业务提供肥沃土壤。

图34：2022 年各省市居民人均可支配收入



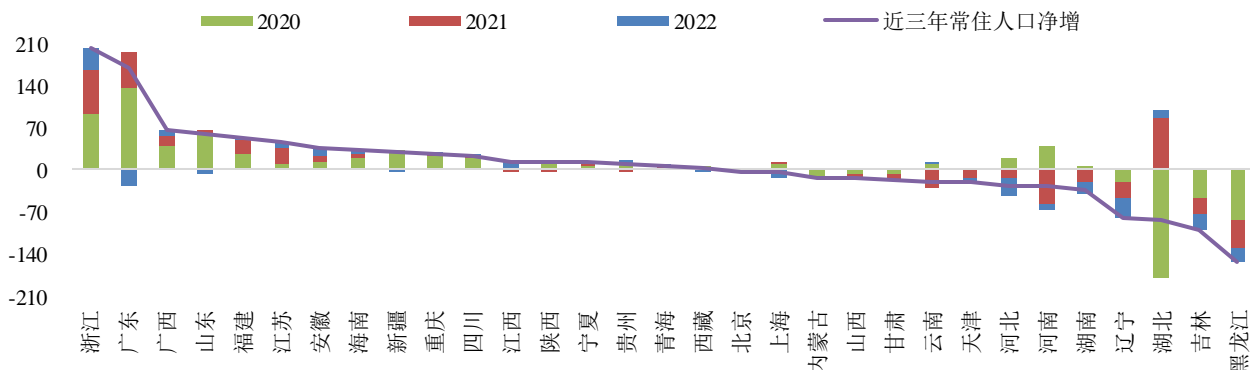
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图35：2008-2020 年高净值人士及其可投资资产占全国比重



资料来源：招商银行《2021 中国私人财富报告》，东兴证券研究所

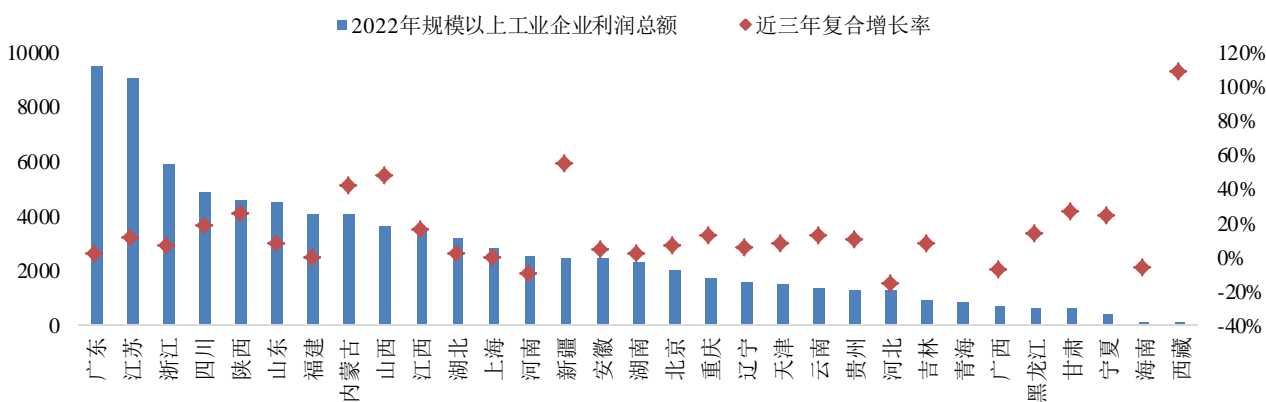
图36：近三年各省市常住人口净增长情况（单位：万人）



资料来源：国家统计局、iFinD，东兴证券研究所

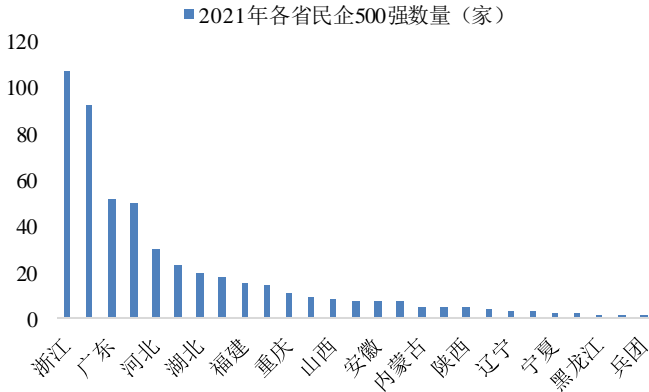
**区域内民营经济活跃，企业经营效益较优。**2022年江苏、浙江民营经济增加值占全省生产总值的比重分别为58%、67%，民营经济活跃。在全国工商联公布的2021年中国民营企业500强中，浙江、江苏分别有107、92家企业上榜，位居全国前两位。从企业经营效益来看，近三年江苏、浙江规模以上工业利润总额复合增长率为9.8%、5.4%，实现稳健增长；2022年末资产负债率分别为54.5%、56.1%，低于全国整体水平。总体来看，企业客户资源较为优质。

图37：2022年各省市规模以上工业企业利润总额及近三年复合增长率



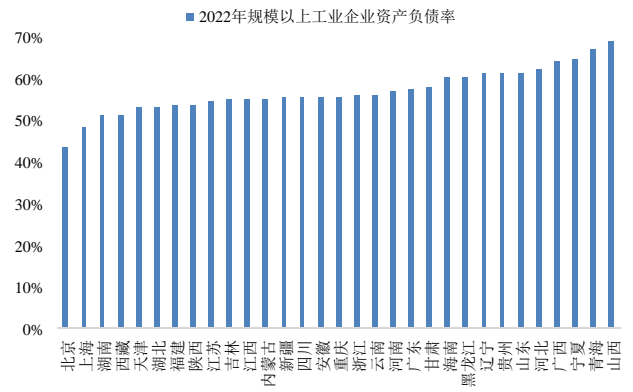
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图38：浙江、江苏省分别有 107、92 家企业上榜民企 500 强



资料来源：中华全国工商业联合会，东兴证券研究所

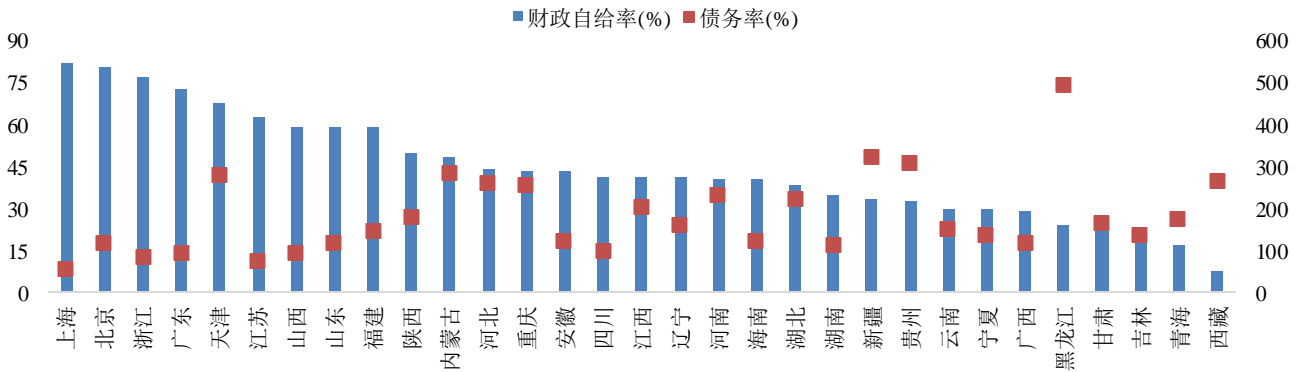
图39：2022 年各省市规模以上工业企业资产负债率



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

地方债务压力相对较小。2022 年浙江、江苏财政自给率(一般公共预算收入/一般公共预算支出)分别为 76.2%、62.1%，处在全国各省份前列；债务率(地方债务余额/地方政府综合财力)分别为 80.9%、72.6%，为各省份较低水平。

图40：2022 年各省财政自给率、债务率情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

区域信贷需求较为旺盛，贷款增量占比不断提升。区域经济发达，民营、小微经济主体活跃，居民富裕、人口净流入，信贷需求相对更加旺盛。近几年，江浙区域人民币贷款增量占比持续提高，金融资源进一步向优质区域集中。2022 年江苏、浙江人民币贷款增量达 2.6 万亿、2.4 万亿，占全国的 12.8%、11.9%，排名第一、二。

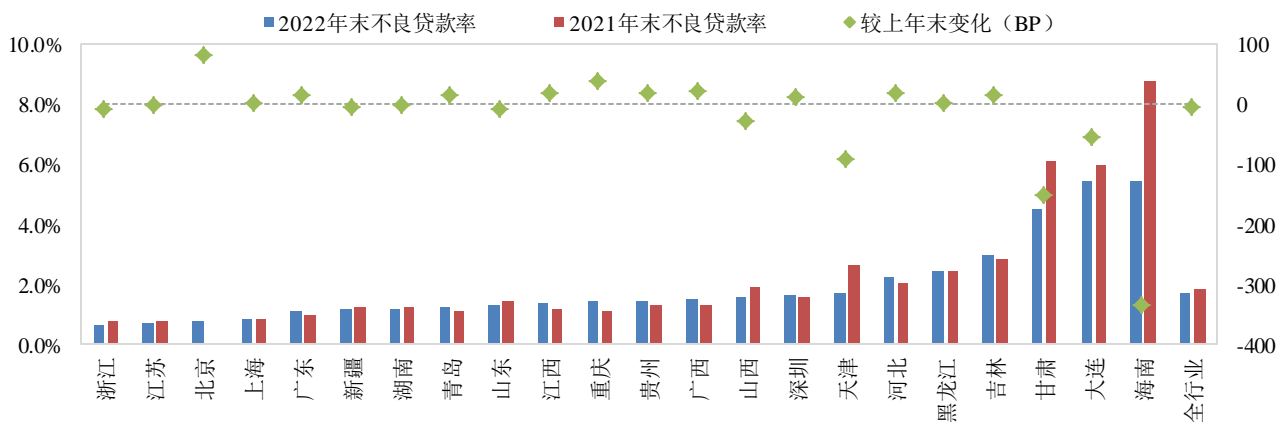
表2：2020-1Q23 各省市人民币贷款增量分布情况

	2020年增量	占比	2021增量	占比	2022增量	占比	1Q 23增量	占比
江苏	33,611	11.14%	23,400	11.93%	25,949	12.78%	15,299	13.67%
浙江	32,155	10.65%	21,866	11.15%	24,078	11.86%	13,054	11.66%
广东	40,692	13.48%	25,954	13.23%	23,268	11.46%	13,019	11.63%
山东	20,108	6.66%	13,006	6.63%	13,013	6.41%	7,147	6.38%
四川	14,334	4.75%	9,440	4.81%	12,010	5.92%	6,293	5.62%
北京	16,631	5.51%	5,237	2.67%	8,976	4.42%	5,521	4.93%
安徽	9,251	3.06%	6,608	3.37%	8,880	4.37%	4,811	4.30%
河北	10,169	3.37%	6,989	3.56%	8,688	4.28%	4,167	3.72%
福建	10,592	3.51%	7,358	3.75%	7,996	3.94%	2,174	1.94%
上海	10,916	3.62%	10,322	5.26%	7,385	3.64%	3,952	3.53%
湖北	10,433	3.46%	7,082	3.61%	7,192	3.54%	3,865	3.45%
湖南	10,779	3.57%	6,313	3.22%	6,445	3.17%	3,456	3.09%
河南	11,472	3.80%	6,583	3.36%	6,086	3.00%	3,869	3.46%
江西	8,550	2.83%	5,552	2.83%	5,589	2.75%	3,040	2.72%
广西	7,089	2.35%	4,589	2.34%	4,867	2.40%	2,364	2.11%
陕西	6,407	2.12%	5,145	2.62%	4,578	2.26%	2,382	2.13%
贵州	6,567	2.18%	3,594	1.83%	4,394	2.16%	2,014	1.80%
云南	5,873	1.95%	3,863	1.97%	3,703	1.82%	1,326	1.18%
山西	4,689	1.55%	3,511	1.79%	3,517	1.73%	2,398	2.14%
重庆	8,101	2.68%	5,069	2.58%	3,284	1.62%	1,958	1.75%

资料来源：中国人民银行，东兴证券研究所

银行业资产质量优异。得益于民富程度高、企业偿债能力强、地方财政实力较强，以及较高的市场化程度，江浙地区银行业资产质量优异。2022 年末，浙江、江苏银行业金融机构不良贷款率分别为 0.63%、0.70%，同比下降 11BP、4BP，为全国各省市最优水平。

图41：2021、2022 年末各省银行业金融机构不良贷款率



资料来源：原银保监会及各地监管局，东兴证券研究所

注：海南、湖南为商业银行口径

围绕共同富裕、产业升级，区域经济迈向高质量发展。浙江：主要围绕共同富裕示范区、制造业高质量发展、数字化改革。在共同富裕方面，浙江省实践行“八八战略”，扎实推进高质量发展建设共同富裕示范区，在

组织建设、高质量发展、缩小城乡差距、缩小地区差距、缩小收入差距、促进基本公共服务均等化方面积极探索。在制造业高质量发展方面，浙江省持续推进制造业数字化、高端化、绿色化发展，巩固优势产业、打造新兴产业，提升制造业竞争力。在数字化改革方面，2021 年开启数字化改革以来，浙江省数字经济总量不断增长，已形成电子商务、云计算大数据、数字安防等具有国际影响力的特色优势行业；十四五规划明确，到 2025 年数字经济增加值占 GDP 比重达到 60% 左右。**江苏：围绕制造业强省、科技自立自强与创新驱动。**在制造强省方面，江苏一直以来都重视推动产业集聚发展，引导和促进产园、产城融合。十九大以来率先出台了《关于加快培育先进制造业集群的指导意见》，实施产业强链三年行动计划，塑造江苏集群和产业链整体竞争优势。同时，把“智改数转”作为制造强省网络强省建设的加速器，推动制造业数字化转型迈上新台阶。在科技自立自强与创新驱动方面，近年来江苏大力培育科技创新平台载体，推动产业链、创新链‘双向融合’，加快建设具有全球影响力的产业科技创新中心。在区域高质量发展进程中，民生保障、园区建设、产业升级改造等方面金融服务需求旺盛，成为银行各项业务的优渥土壤。

### 3.3 推荐标的：宁波银行、常熟银行

#### ① 宁波银行

**综合实力优异的城商行，多元化中收增长可期。**宁波银行深耕长三角地区，受益于区域经济发展；体制机制较优，市场化程度高。公司具备前瞻性的量价平衡摆布能力，稳固的多元收入结构，以及持续审慎的风控水平，长期看好公司的高成长属性。宁波银行客户定位清晰、产品竞争力强，带来稳定且优质的贷款资源和低成本存款沉淀。近年来发力财富管理、私人银行，中收增长潜力较大；多元利润中心模式持续升级，赋予中收长期增长空间。

**跨区域经营、财富管理回暖、资产质量优异，有望支撑业绩高增长。**虽然短期内出口转弱对当地企业信贷需求产生一定负面影响，但考虑公司近年来加强跨区域展业，宁波以外地区新增贷款贡献不断提升。预计随着经济复苏，以及异地网点下沉和团队扩充，异地区域仍有较大渗透空间，支撑业绩持续增长。财富管理回暖可期，有望带动相关中收恢复性增长。资产质量保持优异且经历周期检验，拨备处于行业高水平，风险抵补能力充足，有望支撑业绩高增长。

我们看好公司持续成长性。在财富管理战略稳步推进，多元利润中心进一步巩固之下，预计 2023-2025 年利润增速分别为 15.5%、18.1%、19.3%，对应 BVPS 分别为 26.55/30.57/35.37 元/股。2023 年 6 月 30 日收盘价 25.3 元/股，对应 0.95 倍 23 年 PB，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

报告来源：《宁波银行（002142）：存款增长亮眼，基本面持续优异》 发布日期：2023 年 5 月 5 日

#### ② 常熟银行

**小微定位清晰、异地复制模式成熟，具备长期高成长空间。**常熟银行坚持走特色化、差异化的普惠金融发展道路，已形成“IPC 技术+信贷工厂”的小微业务模式，兼具定价优势和风控优势。公司深耕常熟本地市场，同时通过异地分支机构、村镇银行、普惠金额试验区等持续拓宽经营空间，信贷规模保持较快增长。常熟银

行小微服务特色鲜明、模式成熟，下沉客群、做小做散，具备较强的议价能力，贷款收益率、净息差在可比农商行中处于领先地位。资产质量保持优异，拨备充足，反补利润空间较大。看好公司区位优势、小微定位优势以及异地扩张带来的长期高成长性。

**小微需求回暖、大行竞争趋缓，有望提振短期业绩表现。**在 2022 年多重冲击下，公司仍实现了营收、净利润高增，体现了较强的经营韧性。随着经济逐步复苏、小微企业经营修复，小微信贷需求有望逐级回暖。同时，大行普惠小微贷款考核及投放相对放缓，竞争相对缓和、贷款定价逐渐回归市场化，预计公司小微贷款将保持较量增价稳，提振短期业绩表现。

我们看好公司区位优势、小微定位优势以及异地扩张带来的长期高成长性。预计 2023-2025 年净利润增速分别为 22.3%、21.6%、20.7%，对应 BVPS 分别为 9.21、10.70、12.50 元/股。2023 年 6 月 30 日收盘价 6.82 元/股，对应 0.74 倍 2023 年 PB，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

报告来源：《常熟银行（601128）：净利润保持较高增速，1Q23 不良双降》 发布日期：2023 年 4 月 21 日

## 4. 风险提示

- (1) 经济失速下行导致资产质量恶化。**银行业与实体经济紧密相关。实体经济走弱意味着企业经营和发展受阻。若多数企业偿债能力下降，银行资产质量将受严重影响。当前经济缓慢复苏，若实体经济复苏进程缓慢或预期外下行，银行业资产质量存在恶化风险。
- (2) 金融持续让利导致息差大幅收窄。**经济增长动能不足，政策调控力度会有所加码。若监管层采取一系列金融支持政策持续让利实体，将带来资产利率下行。若资产利率降幅大于资金利率，银行业息差将面临进一步收窄冲击，直接影响盈利能力。
- (3) 房企销售低迷或融资恶化引发信用风险暴露。**2022 年底以来，房企融资条件有所改善，现金流压力有所缓解。若未来地产销售低迷持续，房企现金流压力加剧，可能引发信用风险暴露，影响银行资产质量。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	银行业：行业净息差环比大幅下降，城商行盈利增速领先——1Q23 银行业主要监管数据点评	2023-05-25
行业普通报告	银行业：政策更加稳健，新发贷款利率回升——1Q23 货币政策执行报告点评 20230518	2023-05-19
行业普通报告	银行业：社融超预期，居民信贷需求加速修复——3 月社融金融数据点评-2023-4-12	2023-04-12
行业深度报告	银行业跟踪月报（2023 年 3 月）：年报符合预期，关注行业营收拐点	2023-04-10
行业深度报告	银行投资观点更新：政策持续发力，看好银行配置价值-20230321	2023-03-21
行业普通报告	银行业：信贷增量延续改善，结构优化在路上-2023-3-13	2023-03-13
行业深度报告	银行业跟踪月报（2023 年 2 月）：经济升温，板块戴维斯双击行情可期-2023-3-1	2023-03-01
行业普通报告	银行业：差异化、精细化监管，风险权重有升有降——《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》点评	2023-02-22
行业普通报告	银行业：4Q22 盈利增速改善，资产质量指标平稳——2022 年商业银行监管数据点评 -20230220	2023-02-20
行业普通报告	银行业：金融资产风险分类新规落地，长期利好银行风险管理-2023-2-13	2023-02-13
公司普通报告	光大银行（601818）：财富中收稳健增长，资产质量保持平稳-2022-10-31	2022-10-31
公司深度报告	光大银行（601818）：财富管理、云缴费释放增长潜力，盈利能力提升可期	2022-10-20
公司普通报告	杭州银行（600926）：高成长性持续，不良率创新低-202201027	2022-10-27
公司普通报告	杭州银行（600926）：规模扩张提速、中收增长亮眼，业绩再创新高-20220819	2022-08-20
公司普通报告	常熟银行（601128）：净利润保持较高增速，1Q23 不良双降-2023-4-21	2023-04-21
公司普通报告	常熟银行（601128）：净利润保持高增，资产质量稳健优异-20230324	2023-03-24
公司普通报告	江苏银行（600919）：盈利高增，资产质量持续改善-202201031	2022-10-31
公司普通报告	江苏银行（600919）：盈利增速抬升，净息差逆势走阔-20220829	2022-08-30

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

### 田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526