



601838.SH

中性

原评级: 未有评级

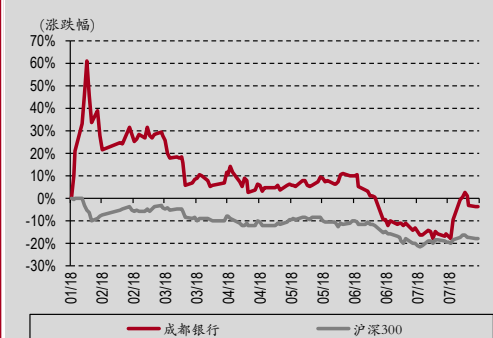
市场价格: 人民币 9.17

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 负债端表现优于同业, 关注资产质量改善趋势

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.6)	8.9	(11.5)	(6.6)
相对沪深300指数	9.8	10.0	(0.4)	4.0

发行股数(百万)	3,612
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	3,269
3个月日均交易额(人民币 百万)	286
资本充足率(%)	14.66
主要股东(%)	
成都金融控股集团有限公司	18.1

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年8月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

成都银行

负债端表现优于同业, 关注资产质量改善趋势

成都银行作为一家根植西部的省会城商行, 受益于地方经济的快速增长发展潜力值得期待。公司引入地方国资委控股集团和当地中小企业作为参股东, 深耕本地市场, 负债端表现优于对标城商行。但过去几年受整体宏观及区域经行下行的影响, 成都银行的资产质量压力大于对标行。考虑到作为2018年上市的次新股, 公司估值高于上市城商行PB平均值21%左右, 同时资产质量仍然承压, 我们预测成都银行18/19年净利润增速18.5%/15.2%, 目前股价对应18/19年PB为1.15/1.01, PE为7.15/6.20, 首次覆盖给予“中性”评级。

支撑评级的要点

- **西部综合实力领先的城商行, 股权结构均衡。**成都银行成立于1997年, 总部设在成都。截至2018年1季度成都银行总资产4544亿元, 在西部地区城商行总资产规模排名中居第5。成都银行持股比例超过5%的股东有3家: 成都金控集团(18.1%)、丰隆银行(18.0%)、渤海产业投资基金(6.64%)。大股东成都金控为成都市国资委控股, 同时引入外资银行和大量本地中小企业作为股东使得公司股权结构更加均衡。
- **享有西部地区发展潜力, 优质广泛的本土客户资源。**成都银行主要业务集中在成都地区, 2017年贷款的77%来源于成都地区。成都市GDP总量和增速都排名全国前列, 公司区域布局使其可以享受西部地区经济快速增长红利。成都银行在本地深耕布局20余年, 以对公业务为主, 2018Q1对公存贷款占比分别为63.7%/71.3%。公司与地区公共财政部门、当地重点企业建立了广泛而长期的合作关系, 在当地吸储能力突出。
- **息差好于对标行, 负债端优势突出。**据我们按期初期末余额测算, 成都银行1季度末净息差1.88%, 在对标行中处中上水平, 主要是源于负债端的良好表现, 存款占付息负债的77.5%, 存款成本在对标行中最低(2017, 1.47%)。不过从今年1季度数据来看, 净息差环比年初略有回落(vs 2017, 2.16%), 这主要是由于: 1)公司投资风格较为稳健谨慎, 证券投资类资产占总资产比重较高(2018Q1, 43.5%), 资产收益向上缺乏弹性; 2)在存款竞争激烈的情况下负债成本抬升。展望全年, 公司贷款增速回升, 值得关注资产结构优化带来的息差改善潜力, 我们预计2018年全年息差整体将保持平稳。
- **规模快速扩张, 资产质量改善明显。**成都银行2018Q1总资产环比增4.6%, 保持快速增长势头。这主要源于公司继续加大对证券投资类资产配置, 1季度环比增19.6%, 占总资产比重提升至43.5%。贷款方面来看, 成都银行贷款增速回升, 1季度环比增3.6%, 我们认为主要是受区域经济回暖带动。公司资产质量方面逊于对标城商行, 截止2018Q1不良率为1.68%, 不良认定宽松, 90天逾期贷款/不良贷款为130%。公司加大对存量不良资产的清理、处置, 资产质量改善趋势显现。17年公司关注类贷款占比同比减少42BP至2.47%, 资产质量风险整体可控。

风险提示:

- 资产质量下滑超预期、金融监管超预期。

盈利预测及估值

- 我们预计公司18/19年净利润增速18.5%/15.2%, 目前股价对应18/19年PB为1.15/1.01, PE为7.15/6.20, 首次覆盖给予“中性”评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币 百万)	8,610	9,654	10,958	12,176	13,335
变动(%)	(5.7)	12.1	13.5	11.1	9.5
净利润(人民币 百万)	2,577	3,909	4,633	5,339	5,822
变动(%)	(27.4)	51.6	18.5	15.2	9.1
净资产收益率(%)	12.9	16.7	17.3	17.4	16.7
每股收益(人民币)	0.79	1.08	1.28	1.48	1.61
市盈率(倍)	11.57	8.47	7.15	6.20	5.69
市净率(倍)	1.36	1.19	1.15	1.01	0.89

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

投资要点	5
一、公司概况：西部综合实力领先的城商行	6
1.1 成都银行简介	6
1.2 股权结构：股权结构均衡，具备区域竞争优势	6
二、竞争优势：享有西部地区发展潜力，优质广泛的本土客户资源	8
2.1 四川省经济稳健增长，成都市极具区域发展优势和潜力	8
2.2 优质广泛的本土客户资源，吸储能力优于同业	9
2.3 跨区域业务布局，享有西部地区经济发展红利	10
三、财务分析：存款具有竞争优势，资产质量改善明显	11
3.1 贷款增速触底回升，总资产增长处于行业前列	11
3.2 净息差处于行业中上水平，负债表现优于同业	13
3.3 中收表现逊于同业，成本收入比低于行业平均	15
3.4 资产质量改善趋势明显	16
3.5 公司盈利增速由负转正，盈利能力处于行业前列	18
四、盈利预测及估值	21
4.1 盈利预测	21
4.2 估值分析	21
风险提示	23

图表目录

股价表现	1
投资摘要	1
图表 1. 2018Q1 对公贷款占贷款业务 73.1%	6
图表 2. 2018Q1 对公存款占总存款的 63.7%	6
图表 3. 成都银行股权结构图	7
图表 4. 2017 年成都市 GDP 总量全国城市排名第 8	8
图表 5. 2017 年成都市 GDP 占四川省总量 1/3 以上	8
图表 6. 成都市 GDP 增速总体保持较快增长	8
图表 7. 2017 成都 GDP 增速快于全国平均	8
图表 8. 2017 成都地区存款增速 9.5%	9
图表 9. 2017 年成都地区贷款增速 13.4%	9
图表 10. 2017 年营业网点主要分布在川渝两地	9
图表 11. 2017Q2 公司存、贷款主要分布在成都地区	9
图表 12. 2018Q1 存款占总付息负债比重同业最高	10
图表 13. 2017 活期存款占总存款比重高于同业	10
图表 14. 分行在四川省内分布图	10
图表 15. 成都银行跨区域分布图	10
图表 16. 成都银行总资产规模快速增长	11
图表 17. 成都银行总资产增速处于对标行前列	11
图表 18. 成都银行贷款增速触底回升	12
图表 19. 成都银行贷款增速在对标行中处于低位	12
图表 20. 公司贷款增速回升较为明显	12
图表 21. 个人购房贷款规模迅速提升	12
图表 22. 证券投资保持较快增速	12
图表 23. 证券投资占总资产比重逐年提升	12
图表 24. 2018Q1 证券投资比重在对标行中居于中游	13
图表 25. 2018Q1 应收账款类投资处于较低水平	13
图表 26. 2017 年净息差企稳回升	13
图表 27. 成都银行净息差处于同业前列	13
图表 28. 成都银行存款成本逐年下降	14
图表 29. 吸储成本在同业中处于低位	14
图表 30. 成都银行存款保持高速稳定增长	14
图表 31. 存款占付息负债的比重仍处高位	14

图表 32. 2017 成都银行贷款收益率企稳	14
图表 33. 2017 成都银行存贷利差在同业中排名靠前	14
图表 34. 手续费佣金收入增速下降	15
图表 35. 成都银行手续费收入占营收比重较低	15
图表 36. 2017 成都银行手续费收入占比逊于同业	15
图表 37. 成都银行手续费构成及占比情况	15
图表 38. 成都银行成本收入比小幅下降	16
图表 39. 2017 年公司成本收入比处于同业中游	16
图表 40. 2018Q1 不良贷款率在同业中处于高位	16
图表 41. 2017 成都银行不良认定宽松	16
图表 42. 2017 年不良贷款率下降 52BP	17
图表 43. 90 天以上逾期贷款占比逐步减少	17
图表 44. 成都银行不良生成率逐步下降	17
图表 45. 2017 不良生成率在同业中较低	17
图表 46. 2017 关注类贷款占比下降	17
图表 47. 2017 关注类贷款占比位于同业高位	17
图表 48. 2018Q1 公司拨备覆盖率 203.7%	18
图表 49. 2017 公司拨备覆盖率处于城商行低位	18
图表 50. 公司信贷成本有所下降	18
图表 51. 公司信贷成本处于行业中游	18
图表 52. 2017 年成都银行 ROE 改善明显	19
图表 53. 2017 公司 ROE 高于行业平均水平	19
图表 54. 2017 年成都银行 ROA 同比上升 22bps	19
图表 55. 2017 公司 ROA 处于行业前列	19
图表 56. 2017 年公司盈利增速开始触底回升	19
图表 57. 2017 年公司盈利增速居行业前列	19
图表 58. 2018Q1 成都银行资本充足率 14.7%	20
图表 59. 2018Q1 资本充足率在同业中处于高位	20
图表 60. 上市银行估值比较	22
损益表(人民币 十亿元)	24
主要比率(人民币 十亿元)	24

投资要点

西部综合实力领先的城商行，股权结构均衡。成都银行成立于 1997 年，总部设在成都。截至 2018 年 1 季度成都银行总资产 4544 亿元，在西部地区城商行总资产规模排名中居第 5。成都银行持股比例超过 5% 的股东有 3 家：成都金控集团（18.1%）、丰隆银行（18.0%）、渤海产业投资基金（6.64%）。大股东成都金控为成都市国资委控股，同时引入外资银行和大量本地中小企业作为股东使得公司股权结构更加均衡。

享有西部地区发展潜力，拥有优质广泛的本土客户资源。成都银行主要业务集中在成都地区，2017 年贷款的 77% 来源于成都地区。成都市 GDP 总量和增速都排名全国前列，公司区域布局使其可以享受西部地区经济快速增长红利。成都银行在本地深耕布局 20 余年，以对公业务为主，2018Q1 对公存贷款占比分别为 63.7%/71.3%。公司与地区公共财政部门、当地重点企业建立了广泛而长期的合作关系，在当地吸储能力突出。

息差好于对标行，负债端优势突出。据我们按期初期末余额测算，成都银行 1 季度末净息差 1.88%，在对标行中处中上水平，主要是源于负债端的良好表现，存款占付息负债的 77.5%，活期存款占比 54.8%，存款成本在对标行中最低，（2017 年末为 1.47%）。不过从今年来看，净息差环比年初有所回落（vs 2017, 2.16%），我们认为这主要是由于一方面公司投资风格较为稳健谨慎，证券投资类资产占总资产比重较高（2018Q1, 43.5%），资产收益向上缺乏弹性，另一方面在存款竞争激烈的情况下负债成本抬升。展望全年，公司贷款增速回升，值得关注资产结构优化带来的息差改善潜力，我们预计 2018 年全年息差整体将保持平稳。

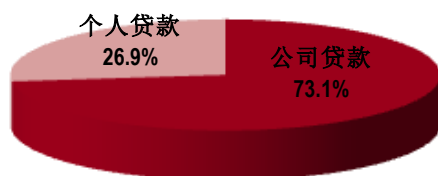
规模快速扩张，资产质量改善明显。成都银行资产规模 2018Q1 环比增 4.6%，延续 17 年快速增长的趋势，主要源于公司继续加大对证券投资类资产配置，1 季度环比增 19.6%，占总资产比重提升至 43.5%，超过贷款规模占比。从贷款来看，1 季度也表现出比较好的增长势头，环比增 3.6%，我们认为主要是受到区域经济企稳的带动。资产质量方面，公司不良率在对标城商行的比较中仍处高位，截止 2018Q1 为 1.68%，同时公司不良认定较为宽松，90 天逾期贷款/不良贷款为 130%。但我们也看到公司对存量不良资产正在加大清理处置力度，因此 1 季度加回核销的年化不良生成率也有所提升，为 1.84%。从前瞻性指标来看，17 年公司关注类贷款占比同比减少 42BP 至 2.47%，逾期 90 天以上贷款占比减少 97BP 至 2.22%，资产质量企稳向好，我们认为未来成都银行资产质量风险总体可控。

一、公司概况：西部综合实力领先的城商行

1.1 成都银行简介

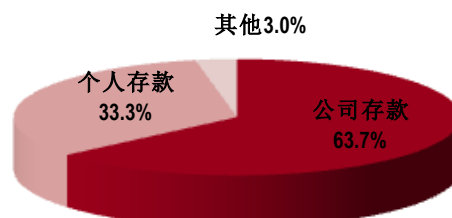
成都银行成立于 1997 年，总部设在成都，系四川省首家城市商业银行。公司以对公业务为主，截止 2018 年 1 季度末，公司 73.1% 的贷款业务由对公贷款构成，对公存款占总存款的 63.7%。截至 2018 年 1 季度末，成都银行总资产为 4548 亿元，发放贷款 1541 亿，吸收存款 3174 亿。在全国商业银行按总资产规模的排名中居 35 位，在西部地区中小银行总资产规模排名中居第 5，资产规模在全国居中上水平，在西部地区排名靠前。2018 年英国《银行家》杂志发布的“全球银行 1000 强”排名中，成都银行按一级资本排名，排名全球第 313 位。

图表1. 2018Q1 对公贷款占贷款业务 73.1%



资料来源：万得及中银证券

图表2. 2018Q1 对公存款占总存款的 63.7%

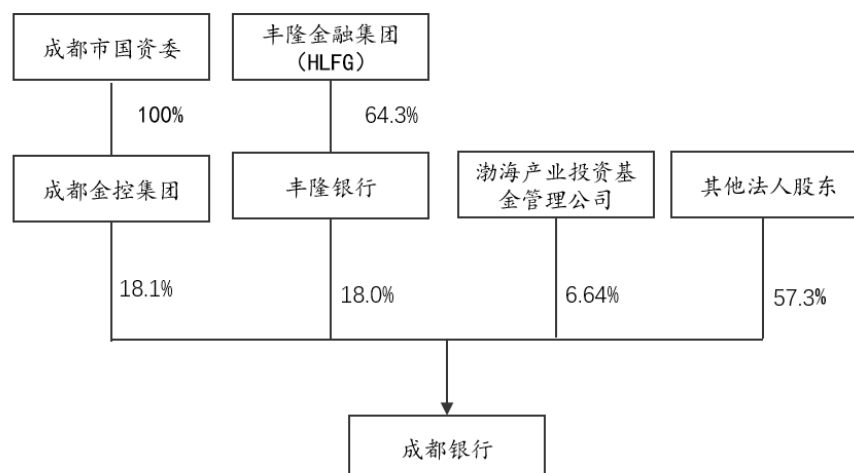


资料来源：万得及中银证券

1.2 股权结构：股权结构均衡，具备区域竞争优势

成都银行持股比例超过 5% 的股东有 3 家，包括成都金控集团（18.1%）、丰隆银行（18.0%）、渤海产业投资基金管理公司（6.64%）。其中成都金控为成都市国资委控股，为成都银行在争取优质客户，吸纳政策性存款和代发工资等方面提供了较强的竞争优势。丰隆银行是一家于 1934 年设立的马来西亚上市银行，为马来西亚国内五大行之一，实控人为马来西亚上市公司丰隆集团（HLCM），外资入股使股权配比更加均衡。此外，成都银行股权结构中还引入了大量本地企业持股，使成都银行与地方经济的发展高度捆绑，在区域具备相对竞争优势。

图表3.成都银行股权结构图



资料来源：万得及中银证券

二、竞争优势：享有西部地区发展潜力，优质广泛的本土客户资源

2.1 四川省经济稳健增长，成都市极具区域发展优势和潜力

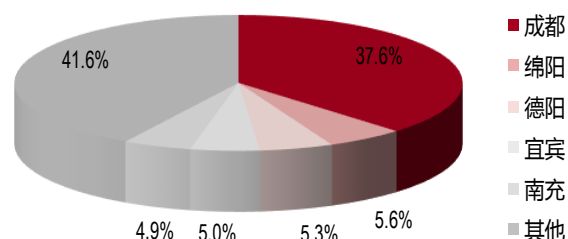
四川省经济近年来一直保持稳健增长，2017 年全省实现生产总值 (GDP) 3.70 万亿元，GDP 增速 8.1%。成都是四川省省会，占四川省 GDP 总量的 1/3 以上，是国家“一带一路”和长江经济带发展战略重要节点，按照《成渝城市群发展规划》，正在加快建设国家中心城市，具有区域优势和发展潜力。2017 年成都地区生产总值达 1.39 万亿元，GDP 增速为 8.10%，全国城市 GDP 总量排名第 8。总体而言成都经济保持较快增长，虽过去五年经济增速略有放缓，但从 2016 年开始企稳回升，2017 年增速回升至 8.1%，高于全国 6.90% 的平均水平 1.2 个百分点，为成都银行的发展提供了良好的区域环境。

图表4.2017 年成都市 GDP 总量全国城市排名第 8

排名	城市	GDP (亿元)	GDP 增速 (%)
1	上海	30133	6.9
2	北京	28000	6.7
3	深圳	22286	8.8
4	广州	21500	7.3
5	重庆	19530	9.5
6	天津	18595	3.6
7	苏州	17000	7
8	成都	13890	8.1
9	武汉	13400	8
10	杭州	12556	8

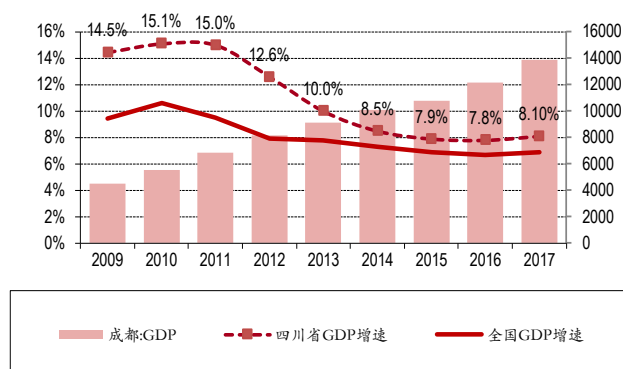
资料来源：万得及中银证券

图表5.2017 年成都市 GDP 占四川省总量 1/3 以上



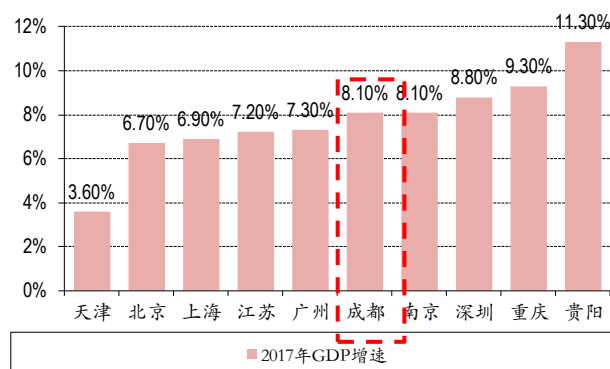
资料来源：万得及中银证券

图表6.成都市 GDP 增速总体保持较快增长



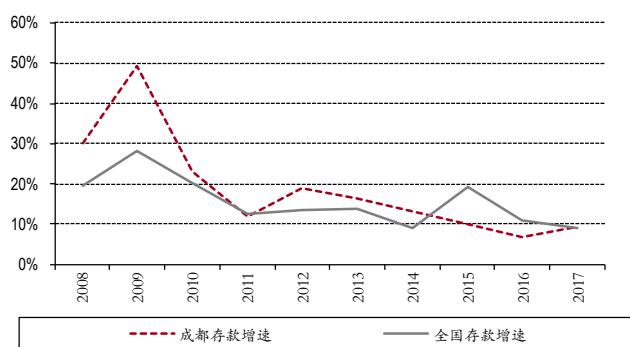
资料来源：万得及中银证券

图表7.2017 成都 GDP 增速快于全国平均

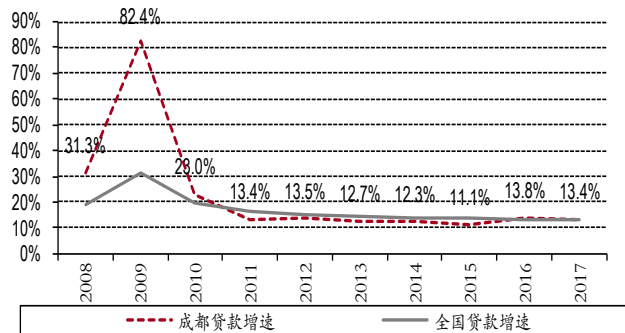


资料来源：万得及中银证券

受益于区域经济的增长，成都地区银行业发展较为迅速，截至 2017 年末，成都地区存款规模达 3.44 万亿，同比增长 9.5%，贷款规模达 2.84 万亿元，同比增长 13.4%，存贷款增速高于全国平均水平（全国存款增速 9.0%，贷款增速 13.2%）。

图表8.2017 成都地区存款增速 9.5%


资料来源：万得及中银证券

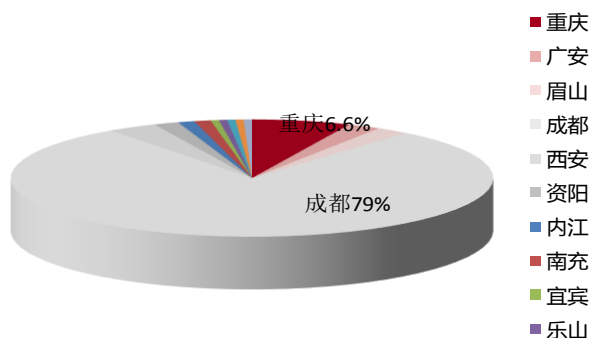
图表9.2017 年成都地区贷款增速 13.4%


资料来源：万得及中银证券

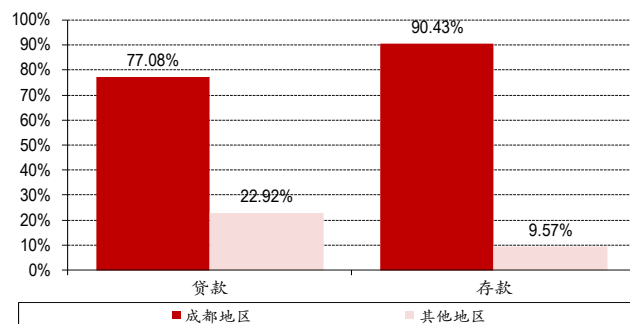
2.2 优质广泛的本土客户资源，吸储能力优于同业

成都金控作为公司第一大股东给成都银行带来了较强的本地竞争优势，成都银行与地区公共财政部门建立了广泛而长期的合作关系，并与成都水利、教育、文化、交通、公用事业等行业的相关企业建立了长远的合作伙伴关系，重点培育了一批以重要政府客户、市属重点企业为代表的优质客户资源，政府类相关贷款占公司贷款规模的40%左右。

作为根植于成都的一家商业银行，成都银行基础客户、网点渠道等重要资源主要集聚在经济基础较好的成都。截止2017，成都银行77%的贷款来自成都地区。截止2017年末，公司在成都的营业网点共144家，占总营业网点的78.7%，是成都地区网点最为完善的银行之一，公司共拥有公司客户11.6万户，个人存款客户679万户，个人存款客户占成都市总人口的42.3%。成立20年来，成都银行在本地深耕细作以及和政府部门的良好关系，形成了涉及各主要行业、覆盖各主要群体的客户基础，使成都银行在存款吸收方面具有较强的竞争力。截止2018年1季度末，存款占计息负债的比重为75.9%，活期存款占比为54.8%（2017年年报），在对标行的比较中排名前列。

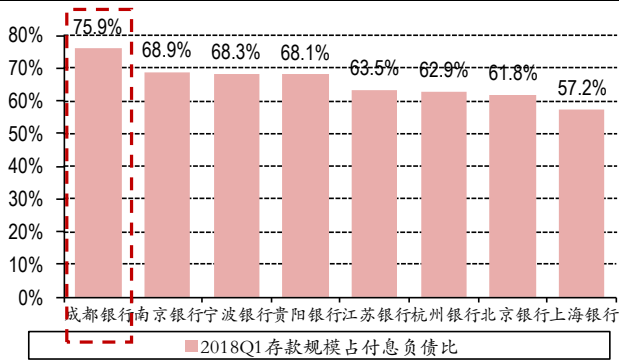
图表10.2017 年营业网点主要分布在川渝两地


资料来源：万得及中银证券

图表11.2017Q2 公司存、贷款主要分布在成都地区


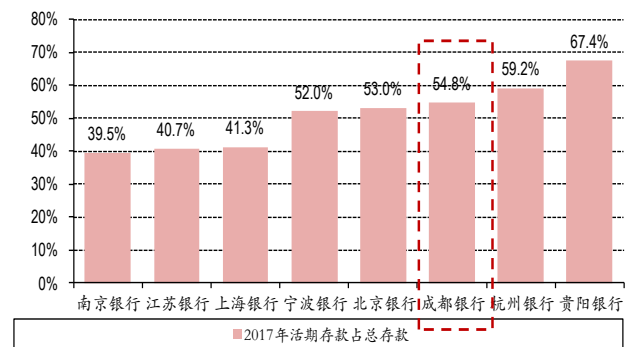
资料来源：万得及中银证券

图表12.2018Q1 存款占总付息负债比重同业最高



资料来源：万得及中银证券

图表13.2017 活期存款占总存款比重高于同业



资料来源：万得及中银证券

2.3 跨区域业务布局，享有西部地区经济发展红利

成都银行在四川广安、资阳、眉山、内江、南充、宜宾、乐山、德阳、阿坝州和泸州设立省内分行，于重庆和西安设立跨省分行，直属分行共 12 家，营业网点 180 余个，成都银行同时还在四川雅安发起设立了名山锦程村镇银行（持股 61%）在江苏宝应县发起设立江苏宝应锦程村镇银行（持股 62%），入股西藏银行（持股 5.3%），实现了业务的跨区域覆盖。通过在西部川渝陕藏四省进行业务拓展，公司能够享受西部地区相较于全国经济更加快速增长带来的业务机遇。异地分支机构及子公司发放客户贷款在本行贷款总额中的占比逐年提高，截至 2017 年末达到 22.9%。

图表14.分行在四川省内分布图



资料来源：万得及中银证券

图表15.成都银行跨区域分布图



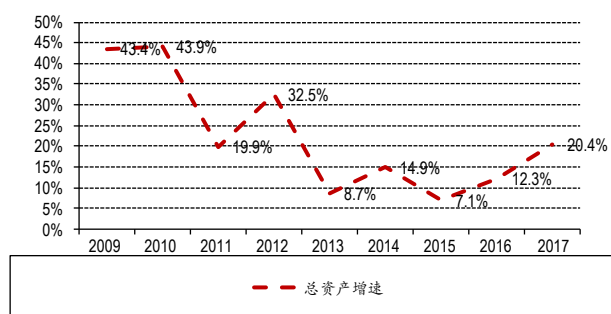
资料来源：万得及中银证券

三、财务分析：存款具有竞争优势，资产质量改善明显

3.1 贷款增速触底回升，总资产增长处于行业前列

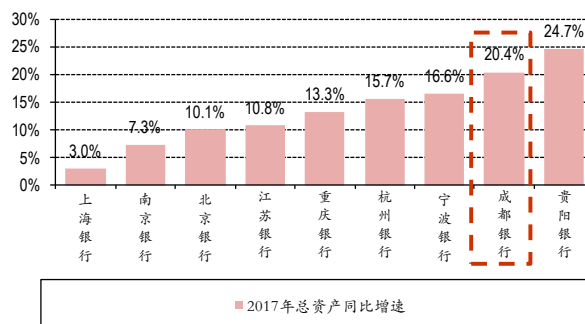
成都银行总资产 18 年 1 季度环比增 4.6%，2017 年同比增 20.4%，增速较 16 年提升了 8.1 个百分点，在对标行中处于前列。拆分来看，一方面贷款增速经历了 2014-2016 的快速下跌后触底回升，2017 年同比增 8.93%，较 16 年（1.9%，YOY）增速提升了 7.03%，1 季度贷款规模环比增 3.6%，我们认为贷款增速的大幅改善与地方经济复苏回暖有关，随着 18 年半年中央工作会议经济会议提出要补充基础设施领域的短板，西部地区仍有较大建设空间，因此我们认为位处西部的成都银行未来贷款规模仍有望保持较快增长。另一方面资产规模的快速增长主要源于证券投资类资产规模的增长，特别是风险较低的国债投资。2017 年证券投资规模同比增 33.7%，18 年 1 季度环比增 19.6%，增速较 17 年 4 季度进一步提升（17Q4，9.6% QoQ）。资产端投向总体保持稳健审慎态度。

图表16.成都银行总资产规模快速增长



资料来源：万得及中银证券

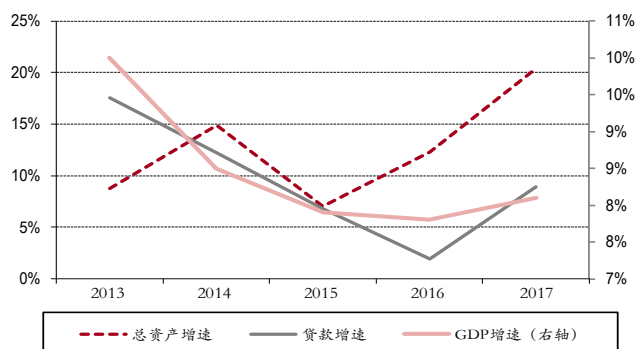
图表17.成都银行总资产增速处于对标行前列



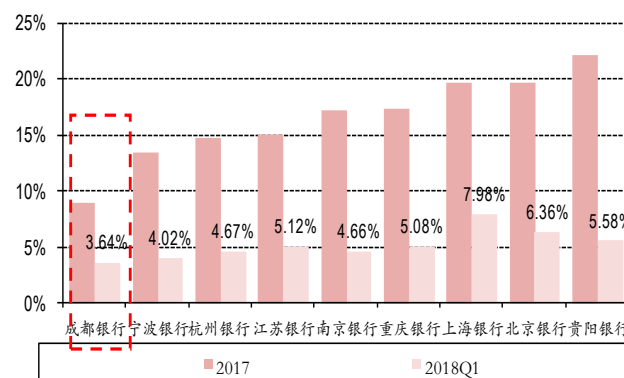
资料来源：万得及中银证券

贷款：成都银行 18 年 1 季度贷款环比增 3.6%，17 年同比增速 8.93%，较 16 年大幅改善（+1.90%，YoY）。成都银行贷款增速从 2013 年开始从高位逐步下滑，从 2014 年起低于总资产增速，从 17 年表现来看，随着地方经济回暖，公司重新增加了信贷投放，贷款增速较 16 年增长了 7.03 个百分点，但对对标行比较而言，成都银行的贷款增速仍排名靠后，处于低位。展望 18 年全年及以后，我们认为成都银行的贷款增速有望继续提升。一是公司上市后资本金得以有效补充，同业中较高的核心一级资本充足率为信贷的投放提供的支撑；二是 18 年半年中央工作会议经济会议提出要补充基础设施领域的短板，西部地区仍有较大建设空间，因此我们认为位处西部的成都银行未来贷款规模仍有望保持较快增长。

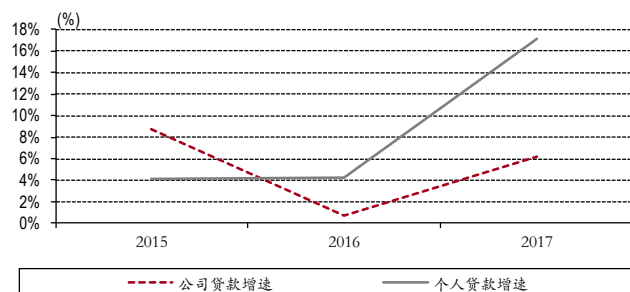
贷款结构细分来看，17 年末公司贷款同比增 6.02%，个人贷款同比增 17.07%，均较 16 年有较大改善，增速分别提升了 5.52%/12.8%。值得关注的是，个人贷款的增长主要是由于个人按揭贷款的快速增长，17 年同比增 27.4%，而个人消费贷款和经营性贷款规模仍处于收缩之中，17 年分别同比负增 40.6%和 39.8%，下降幅度较 16 年略有收窄。我们认为这一定程度上反映出在资产端投向方面目前公司整体保持较为谨慎稳健的风格。

图表18.成都银行贷款增速触底回升


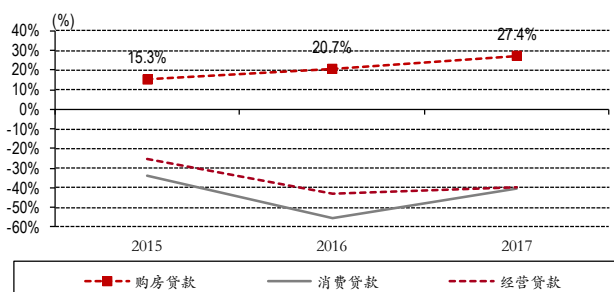
资料来源：万得及中银证券

图表19.成都银行贷款增速在对标行中处于低位


资料来源：万得及中银证券

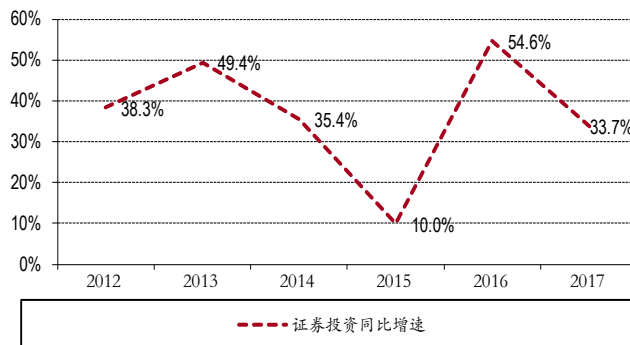
图表20.公司贷款增速回升较为明显


资料来源：万得及中银证券

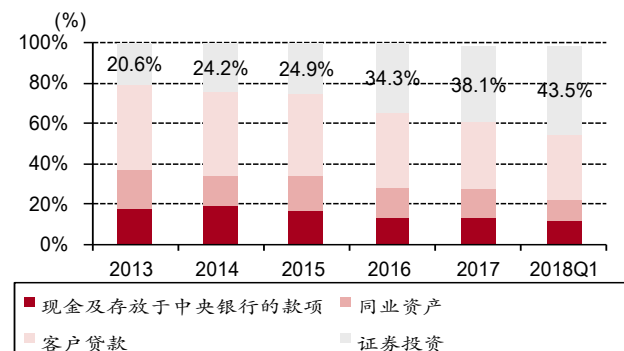
图表21.个人购房贷款规模迅速提升


资料来源：万得及中银证券

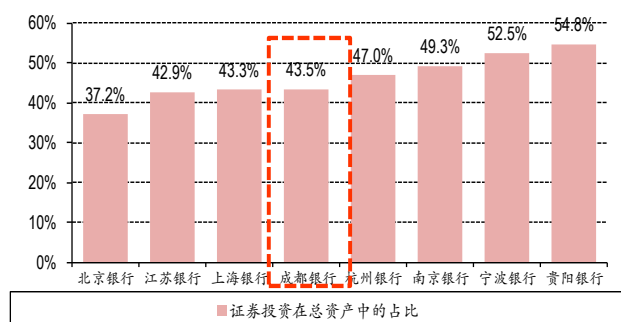
证券投资：在贷款增长承压的情况下，负债端的良好表现使得成都银行进一步加大了证券投资类资产的配置，证券投资在总资产中的比重逐年提升。截止2017年末证券投资类资产较年初增长33.7%，18年1季度环比增长19.6%，占总资产的比重进一步提高5.5个百分点至43.5%，超过贷款规模占比(32.8%)。拆分17年证券投资来看，成都银行加大了国债和同业存单的配置，规模分别同比增长了107%和108%。但总的来讲，截止2018Q1，成都银行证券投资业务占总资产的比重(43.5%)、应收账款类投资占证券投资的比重(25%)，在对标城商行中都不算高。因此我们认为公司未来受同业及非标强监管的影响将相对较小，资产端结构调整的压力不大。

图表22.证券投资保持较快增速


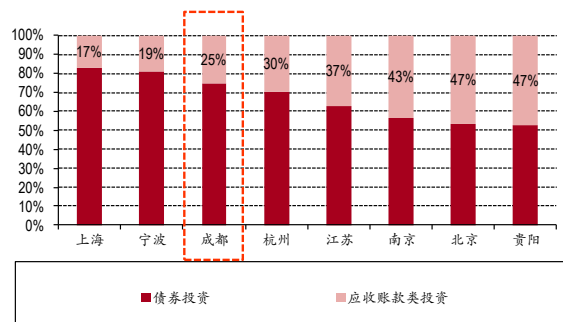
资料来源：万得及中银证券

图表23.证券投资占总资产比重逐年提升


资料来源：万得及中银证券

图表24.2018Q1 证券投资比重在对标行中居于中游


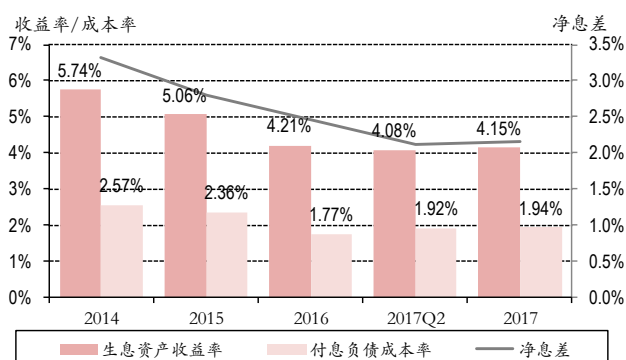
资料来源：万得及中银证券

图表25.2018Q1 应收账款类投资处于较低水平


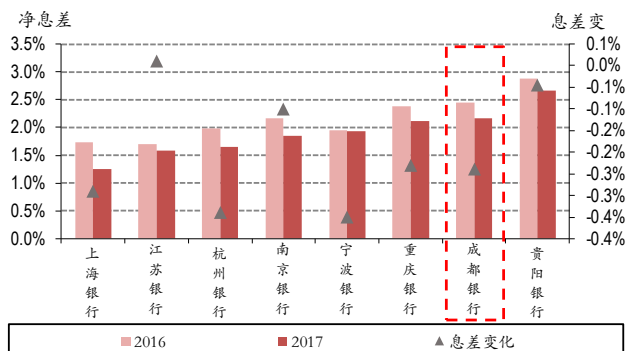
资料来源：万得及中银证券

3.2 净息差处于行业中上水平，负债表现优于同业

我们根据期初期末余额测算成都银行 18 年 1 季度净息差为 1.88%，在对标行的比较中仍处于中上水平。这得益于成都银行负债端的良好表现，截止 2017 年，存款占付息负债的 77.5%，活期存款占总存款 54.8%，存款成本率仅为 1.47%，在对标行中处于低位。但环比来看 1 季度净息差收窄 28BP，一是由于资产端上行缺乏弹性，二是存款竞争激烈环境下负债成本提升。展望 2018 年，若成都银行能调整资产结构，加大信贷投放，我们预计全年净息差有望于 2017 年持平，维持在 2.1% 左右水平

图表26.2017 年净息差企稳回升


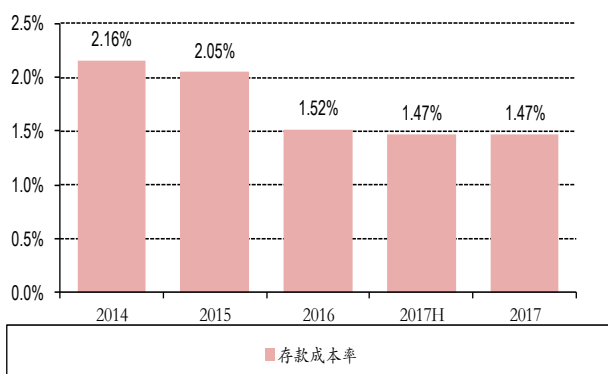
资料来源：万得及中银证券

图表27.成都银行净息差处于同业前列


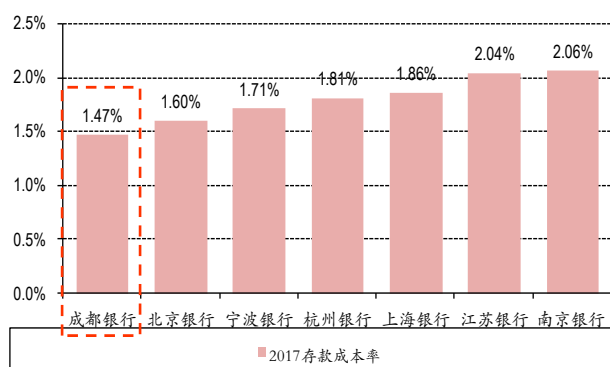
资料来源：万得及中银证券

我们认为成都银行净息差排名前列，主要是由于成都银行负债端的表现优于同业，存款占负债比重高，且存款中活期存款占比相对较高。通过报告 2.2 部分的分析我们能够看到，截止 2018 年 1 季度末成都银行存款占付息负债的比重为 75.9%，比重虽有所下滑，但在对标行中仍排名第一，高于对比行中占比最高的南京银行 (68.9%)，同时成都银行活期存款占总存款 54.8%，也在对标行中排名前列。在存款竞争激烈的情况下，15-17 年公司存款仍保持较快增长，增速逐年提升，17 年较 16 年提升 2 个百分点。与此同时成都银行吸收存款的成本还逐年呈下降趋势，2017 年同比下降 5BP，显示了公司在本地极强的揽储能力，同业横向比较也处于低位。

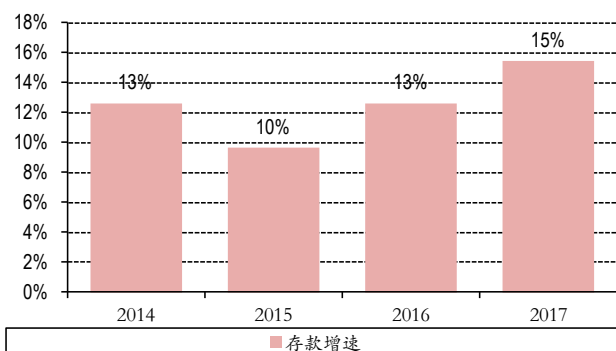
我们认为公司具有高比例低成本存款主要是因为：1) 成都银行作为当地国资背景银行，在代发工资、政策性存款等方面具有优势，且有多名本地企业股东和当地企业关系密切，企业活期存款占总活期存款 77.3%；2) 西部地区居民理财意识相对落后，居民更倾向与选择安全性更高的银行存款作为财富储蓄。

图表28.成都银行存款成本逐年下降


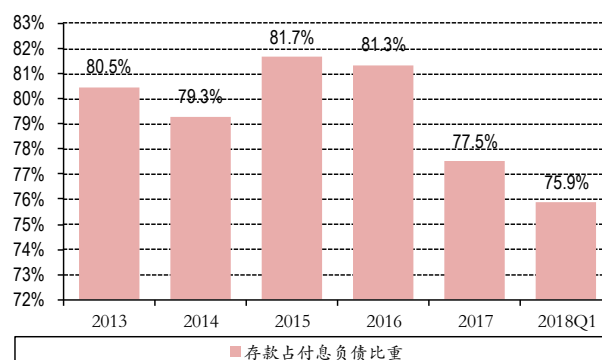
资料来源：万得及中银证券

图表29.吸储成本在同业中处于低位


资料来源：万得及中银证券

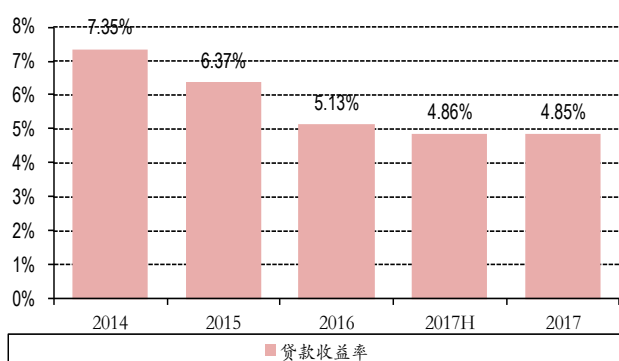
图表30.成都银行存款保持高速稳定增长


资料来源：万得及中银证券

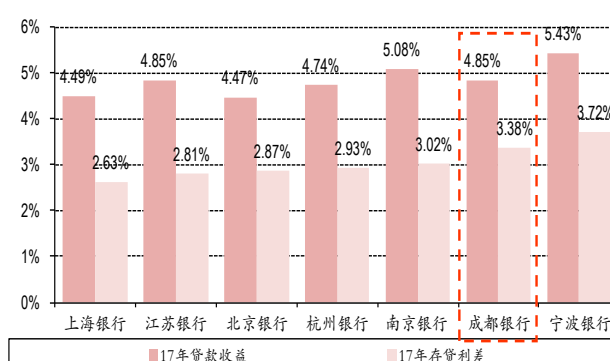
图表31.存款占付息负债的比重仍处高位


资料来源：万得及中银证券

资产端表现来看,上半年以来金融市场资金面宽裕,国债收益率小幅回落,鉴于成都银行高于贷款规模的证券投资类资产占比,1季度资产端收益小幅回调5BP至3.80%。值得关注的是,从绝对值水平来看,成都银行的平均贷款收益率4.85%,在对标行中处于中上水平,存贷利差同业排名靠前。若成都银行能调整资产结构,加大信贷投放,则资产端收益有望上行带动净息差小幅走阔,建议积极关注2018年成都银行资产负债端的结构变化。我们估计公司全年净息差仍有望取得与2017年较为一致的稳定表现。

图表32.2017 成都银行贷款收益率企稳


资料来源：万得及中银证券

图表33.2017 成都银行存贷利差在同业中排名靠前


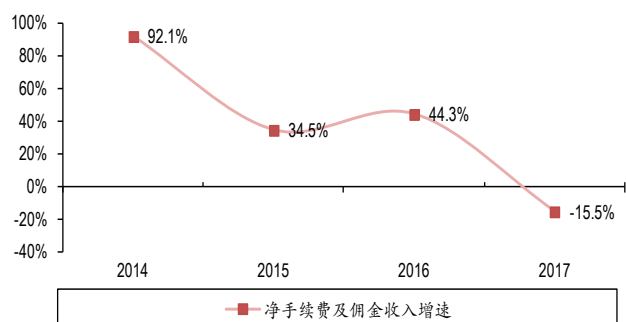
资料来源：万得及中银证券

3.3 中收表现逊于同业，成本收入比低于行业平均

成都银行的中间业务并不发达，截止 2017 年末，占主营业务净收入的比重仅为 4.1%，对标行中占比最低，17 年净手续费及佣金收入同比下降 15.5%，增速放缓较多，预计是受到同业监管加强的影响。

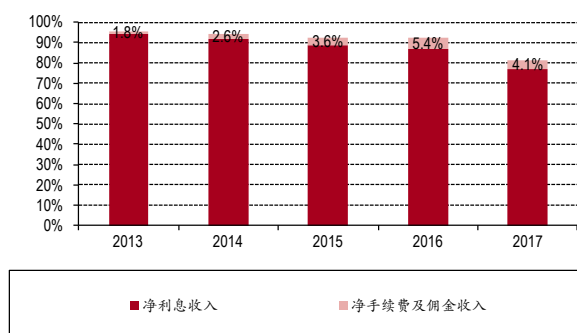
截止 2017 年末成都银行手续费及佣金收入占营业收入的比重为 4.1%，同比下降 1.3 个百分点，占比在同业中排名最后，可见公司的中收业务并不发达，传统利息收入仍是最主要的利润来源。从手续费收入结构来看，银行卡业务、理财&资产管理业务、代理收付及委托业务在手续费收入中占比最高。其中投资银行业务手续费增速逐年放缓，截止 2017 年末占比同比下滑 13.7 个百分点至 8.9%，理财业务费收入同比增 39.7%，占比提升至 34.5%，在手续费佣金收入中占比最高，但理财业务收入未来在资管新规的影响下，预计会面临一定程度的调整，理财业务收入增速会有一定波动。

图表34.手续费佣金收入增速下降



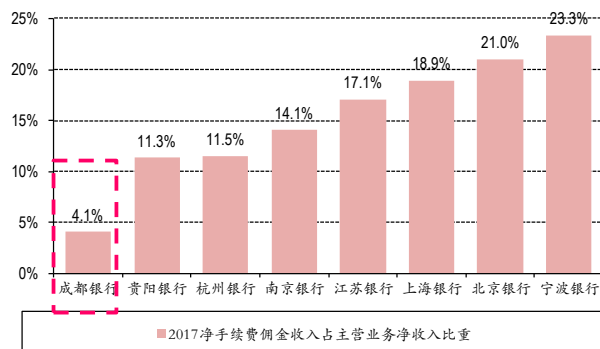
资料来源：万得及中银证券

图表35.成都银行手续费收入占营收比重较低



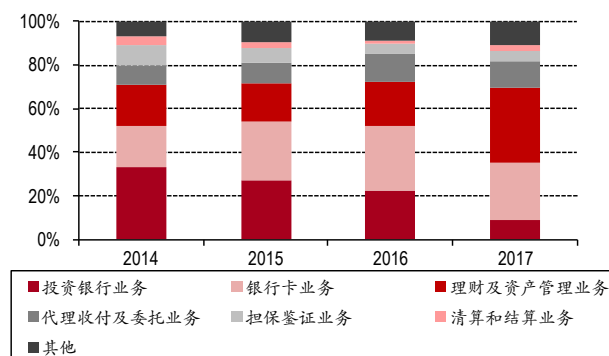
资料来源：万得及中银证券

图表36.2017 成都银行手续费收入占比逊于同业



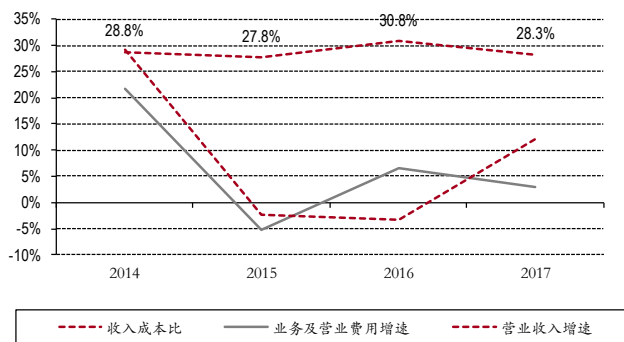
资料来源：万得及中银证券

图表37.成都银行手续费构成及占比情况

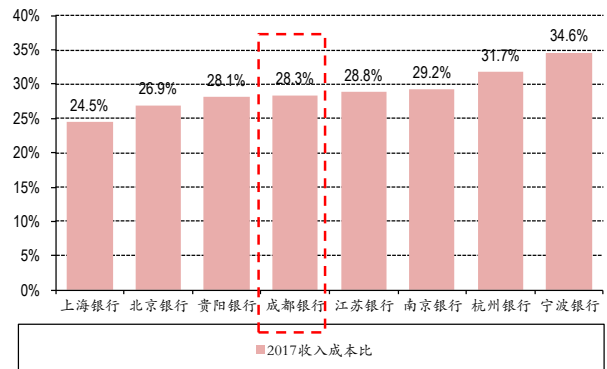


资料来源：万得及中银证券

成本收入总体平稳，在对标行比较中处于中游。2017 年成都银行成本收入比为 28.3%，较 16 年小幅下降了 2.5 个百分点，这主要是由于 2017 年营收由负转正带动成本收入比下降。与对标行相比，成本收入比处于中游水平。

图表38.成都银行成本收入比小幅下降


资料来源：万得及中银证券

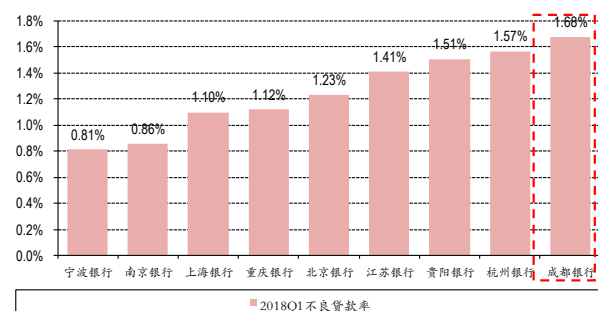
图表39.2017 年公司成本收入比处于同业中游


资料来源：万得及中银证券

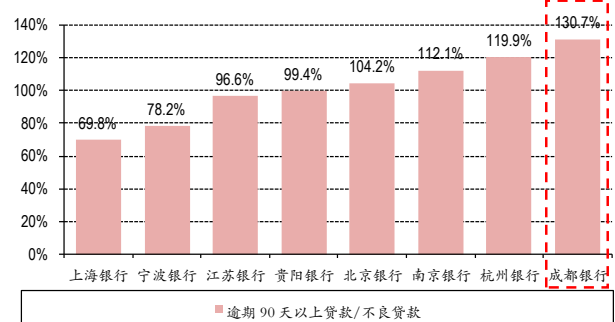
3.4 资产质量改善趋势明显

18 年 1 季度成都银行不良率 1.68%，环比 17 年末下降 1 个百分点，在对标城商行的比较中处于高位，同时公司不良认定较为宽松，90 天以上逾期贷款/不良贷款为 130.7%，在同业比较中靠后，资产质量仍然承压。但从各项指标来看，成都银行资产质量改善趋势显现，不良率 2017 年末较年初大幅下降 52bps 至 1.69%，不良生成率显著改善，同比下降 1.17% 至 0.93%，90 天以上逾期贷款占比同比减少 97bps。随着区域经济状况的回暖，我们预计未来成都银行资产质量将进一步改善向好。

不良在同业中处于高位。截止 18 年 1 季度，成都银行不良贷款率 1.68%，在对标行的比较中最高，高于排名第二的杭州银行 11 个 BP。同时公司对不良的认定较为宽松，90 天以上逾期贷款/不良贷款为 130.7%，随着监管要求逾期 90 天以上贷款纳入不良，公司资产质量暴露将更加真实。虽然和同业比较起来成都银行不良率较高，但作为地方商业银行，成都银行贷款质量受自身所处区域影响较大，2014-2015 四川省个别大型企业集团风险暴露、民营担保公司丧失担保能力、民间投资理财风险集中爆发，同期四川省银行业金融机构不良贷款率各时间均高于全国平均水平。从 2016 年起地方经济逐步企稳回升，客户信用风险暴露已较为充分，成都银行不良率先于区域其他银行同业开始逐步下降，我们预计未来成都银行资产质量将进一步改善向好。

图表40.2018Q1 不良贷款率在同业中处于高位


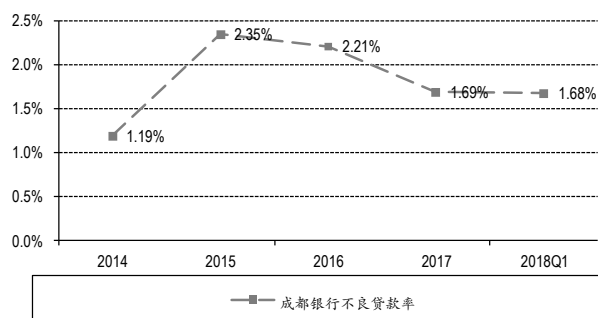
资料来源：万得及中银证券

图表41.2017 成都银行不良认定宽松


资料来源：万得及中银证券

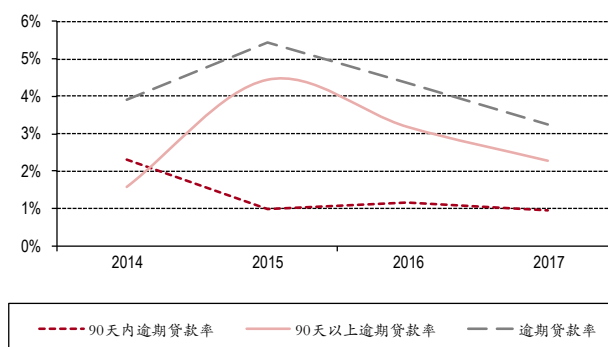
资产质量触底改善趋势明显。从2015年起，公司不良率开始逐步降低，截止2017年末同比下降了0.52个百分点至1.69%，18年一季度继续改善1BP至1.68%。从前瞻指标来看，据我们测算18年1季度成都银行加回核销及处置后的不良贷款生成率为0.46%，与公司加大不良核销处置有关。2017年末不良生成率为0.93%，较16年下降了117个BP，不良生成水平在同业中处于较低水平；2017年末90天以上逾期贷款率较年初大幅下降97个BP至2.22%。同时公司2017年关注类贷款的占比也同比下降42个百分点至2.74%。综合以上各项指标可以看出，成都银行资产质量企稳改善明显。

图表42.2017年不良贷款率下降52BP



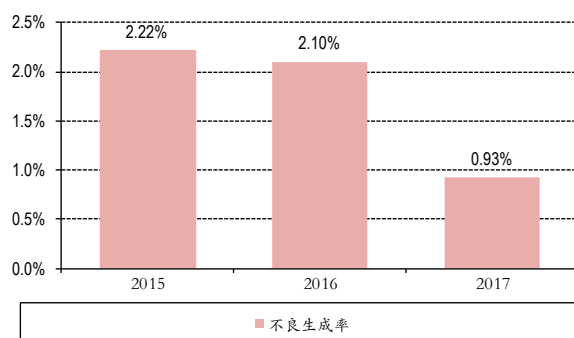
资料来源：万得及中银证券

图表43.90天以上逾期贷款占比逐步减少



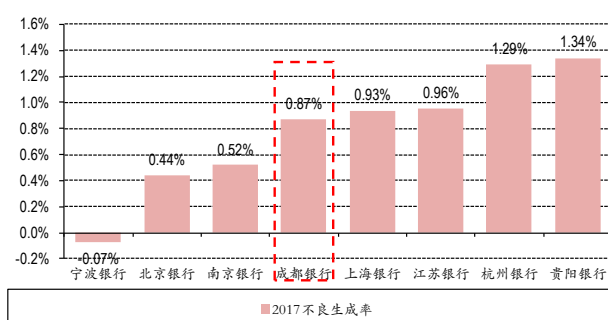
资料来源：万得及中银证券

图表44.成都银行不良生成率逐步下降



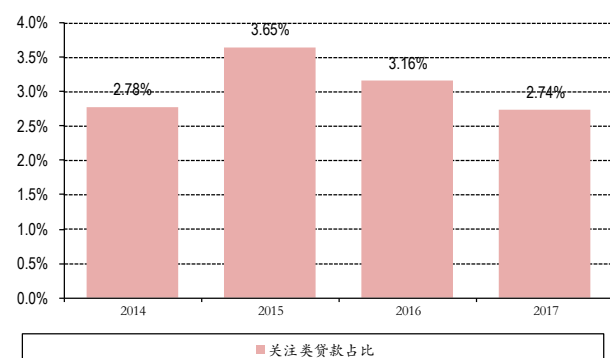
资料来源：万得及中银证券

图表45.2017不良生成率在同业中较低



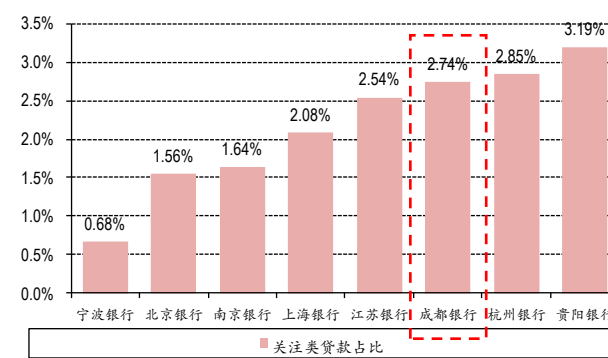
资料来源：万得及中银证券

图表46.2017关注类贷款占比下降



资料来源：万得及中银证券

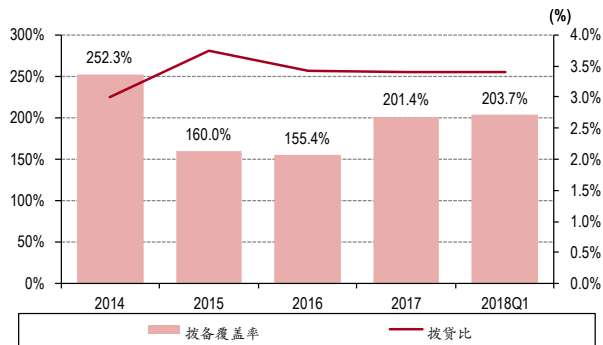
图表47.2017关注类贷款占比位于同业高位



资料来源：万得及中银证券

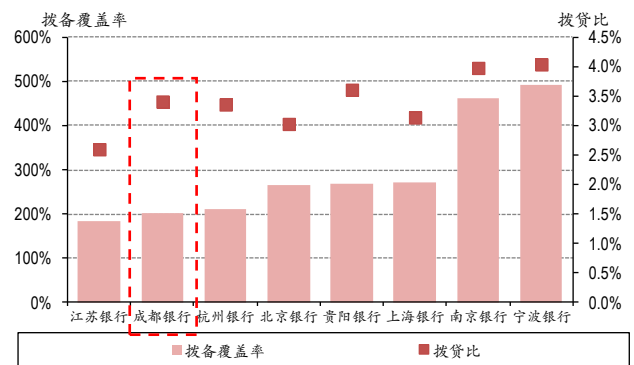
18 年 1 季度成都银行拨备覆盖率 204%，环比提升 2.5 个百分点，拨备覆盖率改善趋势延续，计提压力缓释。同业比较来看，成都银行的拨备仍处于城商行中的较低水平。同时，2017 末信贷成本较年初降低了 38bps 至 1.55%，信贷成本处于行业中游。

图表48.2018Q1 公司拨备覆盖率 203.7%



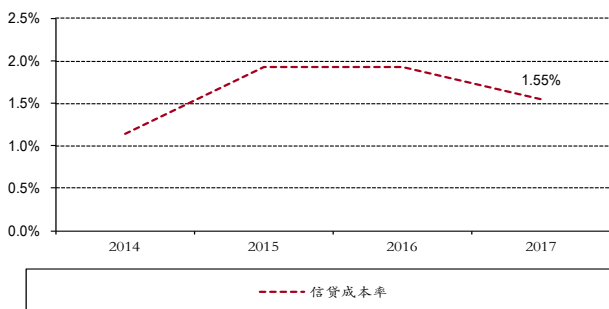
资料来源：万得及中银证券

图表49.2017 公司拨备覆盖率处于城商行低位



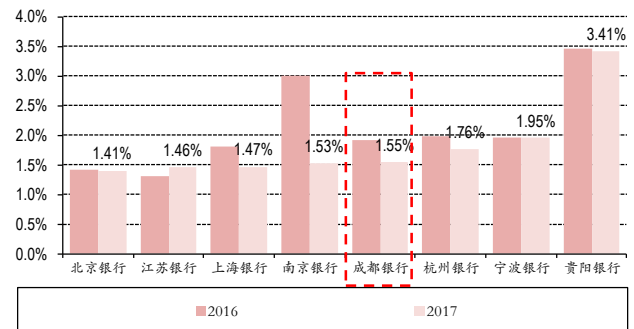
资料来源：万得及中银证券

图表50.公司信贷成本有所下降



资料来源：万得及中银证券

图表51.公司信贷成本处于行业中游



资料来源：万得及中银证券

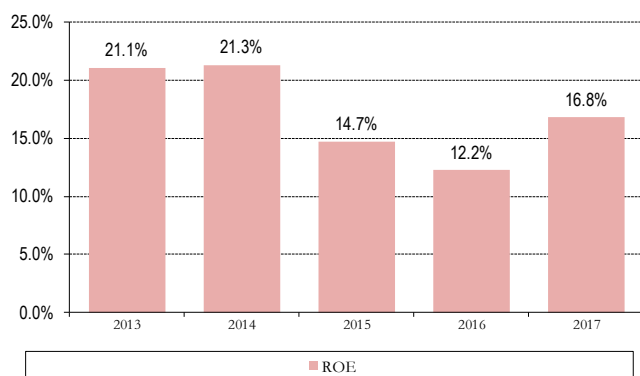
3.5 公司盈利增速由负转正，盈利能力处于行业前列

受地方经济下滑的影响，成都银行净资产回报率(ROE)和公司总资产回报率 (ROA) 过去几年有所下滑，但从 2017 年，公司 ROE (16.8%) 和 ROA (0.98%) 开始企稳回升，分别同比增长 4.6%和 22bps。同时 2017 年公司营收、净利润，拨备前利润增速开始由负转正，我们认为随着地方经济复苏，资产质量改善，公司盈利能力会持续改善向好。

公司资产回报率企稳回升，高于行业平均水平。经历了前几年的下滑后，2017 年，公司 ROE (16.8%) 和 ROA (0.98%) 开始企稳回升，分别同比增长 4.6%和 22bps。同业比较来看，2017 公司 ROE 高于对标行平均水平 (15.3%) 1.58 个百分点，排名靠前。2017 公司 ROA 为 0.98%，处于行业前列，仅次于排名第一的贵阳银行 (1.10%)，资产的利用和回报率优于同业。

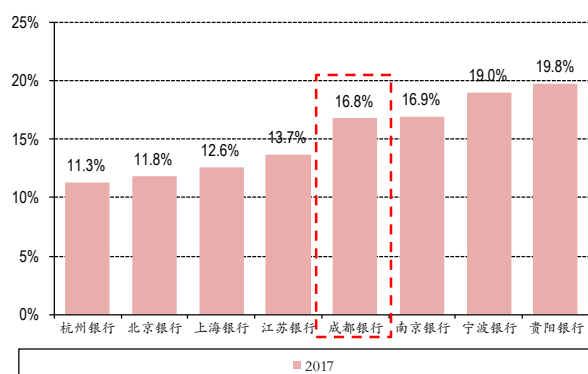
2017 年公司净利润增速、拨备前净利润增速、营业收入增速 3 项指标同比均由负转正。2016vs2015 受到区域宏观经济下行影响，公司利差收窄，生息资产增长缓慢且资产质量下行，成都银行的净利润&拨备前增速均为负值。但 2017 公司净利润、拨备前净利润、营收同比增速均由负转正，较年初有明显改善，分别为 51.5%，18.3%，12.0%，在对标行的比较中 2017 年盈利增速最好。净利润增速大幅的改善有拨备释放调节的作用。

图表52.2017 年成都银行 ROE 改善明显



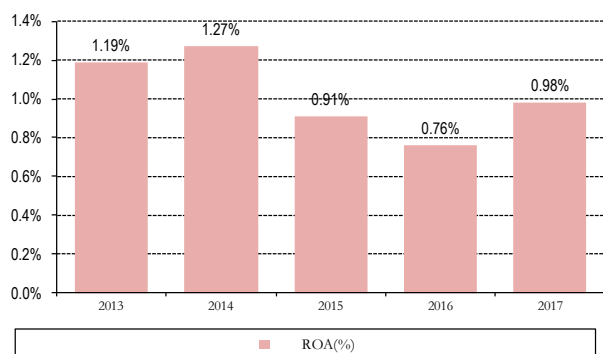
资料来源：万得及中银证券

图表53.2017 公司 ROE 高于行业平均水平



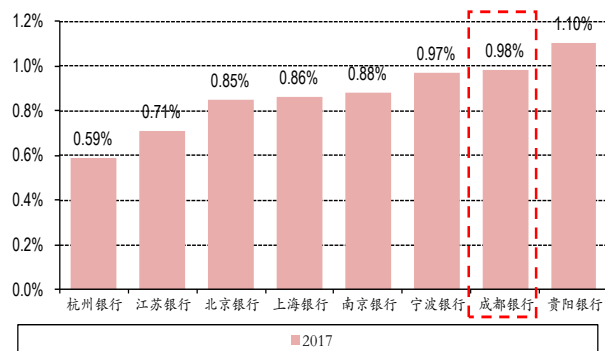
资料来源：万得及中银证券

图表54.2017 年成都银行 ROA 同比上升 22bps



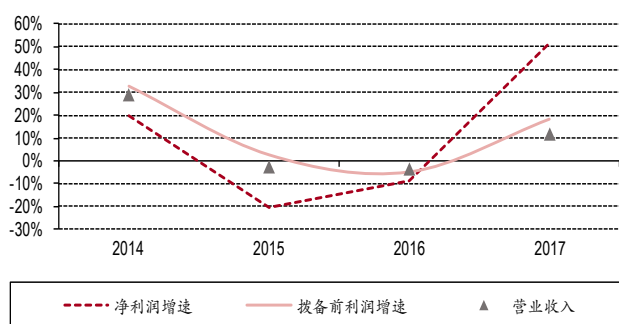
资料来源：万得及中银证券

图表55.2017 公司 ROA 处于行业前列



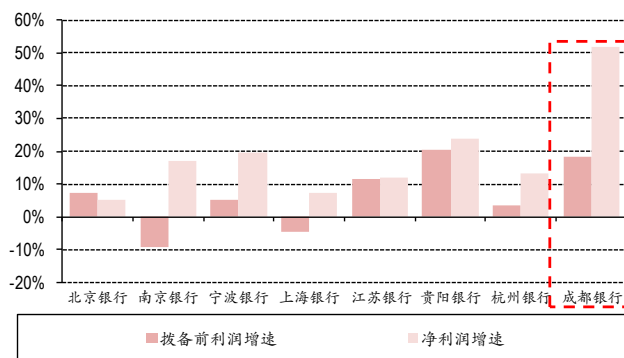
资料来源：万得及中银证券

图表56.2017 年公司盈利增速开始触底回升



资料来源：万得及中银证券

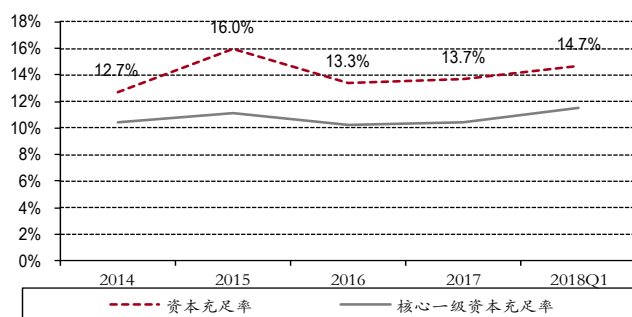
图表57.2017 年公司盈利增速居行业前列



资料来源：万得及中银证券

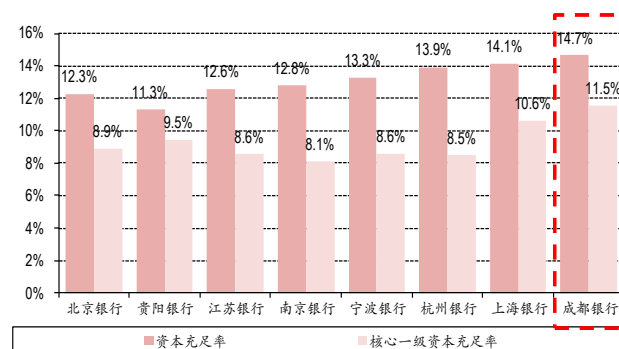
成都银行一直保持较高的资本充足率。截止 2018Q1 公司资本充足率 14.7%，核心一级资本充足率 11.5%，高于监管要求，并在对标行的比较中处于领先水平，为公司未来业务的发展预备了足够的空间。

图表58.2018Q1 成都银行资本充足率 14.7%



资料来源：万得及中银证券

图表59.2018Q1 资本充足率在同业中处于高位



资料来源：万得及中银证券

四、盈利预测及估值

4.1 盈利预测

成都银行作为一家根植西部的省会城商行，受益于地方经济的快速增长发展潜力值得期待。此外，公司引入地方国资委控股集团和中小企业作为参股东，深耕本地市场，负债端表现优于对标城商行。不过需要注意的是，过去几年受整体宏观及区域经济下行的影响，成都银行的资产质量压力大于对标行，需关注未来变化趋势；作为 2017 年上市的次新股，公司估值高于上市城商行 PB 平均值 21% 左右，我们预计成都银行 18/19 年 EPS 分别为 1.28/1.48 元，对应净利润增速 18.5%/15.2%，目前股价对应 18/19 年 PB 为 1.15/1.01，PE 为 7.15/6.20，首次覆盖给予“**中性**”评级。其中核心假设如下：

- **存贷款增速假设：**成都银行 2017 年贷款同比增长 8.93%，考虑到：1) 成都地区经济复苏回暖，2017 年四川省 GDP 8.1%，同比增 30BP；2) 成都银行负债端具备较强竞争力且资本充足率较高，信贷投放空间充足；3) 近期中央和监管均表态将通过降准等方式释放信贷额度并补齐基础设施建设短板，西部地区潜力更大，由此我们预计贷款增速将有所提升，预计未来 2 年贷款增速为 14%/13%；成都银行存款 1 季度环比增长 1%，存款增长承压，在 18 年存款竞争依然激烈的背景下，预计 18-19 年存款增速为 6%/10%。
- **息差假设：**我们根据期初期末余额测算，公司 1 季度净息差 1.88%，环比年初略有回落（vs 2017 年 2.16%），这主要是由于一方面公司投资风格较为稳健谨慎，证券投资类资产占总资产比重较高（2018Q1，43.5%），资产收益向上缺乏弹性，另一方面在存款竞争激烈的情况下负债成本抬升。展望全年，公司贷款增速回升，一季度环比增 3.6%，值得关注贷款占比提升，资产结构优化带来的息差改善潜力，同时 2018 年以来金融市场资金面相对宽松，有利于降低负债成本，公司在负债端的良好表现有望继续延续，预计 18/19 年净息差能够稳定维持在 2.1%/2.1% 左右水平。
- **非利息收入增长假设：**成都银行 2016 手续费和佣金净收入同比增速 94.0%，处于低基数高增长阶段，2017 年受到银行业监管趋严大背景影响，公司手续费和佣金净收入同比下降 15.5%。从绝对水平来看，成都银行 2017 年手续费收入占主营业务净收入的比重仅为 4.1%，今年以来各项金融监管新规陆续落地，仍将对公司手续费佣金的增长产生一定影响，因此我们认为未来公司手续费收入将保持低速增长态势，预计 18-19 年公司手续费收入增速为 4%/10%。
- **费用收入比假设：**2017 年，成都银行的成本收入比为 28.3%，较 2016 年下降 2.5 个百分点。我们预计随着收入的增长以及公司对于成本收入管控力度的加大，成都银行 2018-19 年的成本收入比预计为 28%/27.9%。
- **信贷成本：**2017 年，成都银行的信贷成本为 1.55%，较 2016 年下降了 38bps，主要原因是公司信用风险得到有效控制，资产质量企稳改善，不良率同比下降 52BP，2017 年公司减少了拨备的计提，考虑到地方经济企稳我们认为未来公司资产质量仍将继续逐步改善，公司信贷成本将随之下降，我们预计 18/19 年成都银行的信贷成本为 1.45%/1.30% 左右。
- **分红率：**成都银行 2016-2017 年的分红率分别是 31.5%/25.9%，处在较高水平。参考目前上市城商行的分红水平，我们预计未来两年成都银行分红率仍会维持在 25% 左右的水平。

4.2 估值分析

我们主要运用可比公司法，参考目前上市其他城商行的估值水平对成都银行进行估值，目前 A 股上市城商行共 8 家，2018 年动态 PB 均值为 0.95X，其中北京、南京、宁波、上海、江苏银行的资产规模均已达到万亿级别，成都、贵阳、杭州三家银行资产规模还在万亿以下，考虑到成都银行的体量和未来的成长性，我们认为其估值水平应参考对标贵阳银行（0.96X）和杭州银行（0.89X），考虑到市净率较城商行均值存在 21% 左右溢价，且资产质量稍逊同业，首次覆盖给予“**中性**”评级。

图表60.上市银行估值比较

		PE				PB				股息率			
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
工商银行	601398.SH	6.97	6.78	6.36	6.02	1.03	0.95	0.86	0.78	4.31%	4.43%	4.72%	4.98%
建设银行	601939.SH	7.28	6.96	6.43	5.88	1.08	0.99	0.89	0.81	4.12%	4.32%	4.67%	5.11%
中国银行	601988.SH	6.24	5.96	5.57	4.90	0.78	0.74	0.67	0.61	4.81%	5.04%	5.40%	6.14%
农业银行	601288.SH	6.66	6.35	5.93	5.40	0.99	0.91	0.79	0.69	4.51%	4.73%	5.06%	5.55%
交通银行	601328.SH	6.11	5.85	5.55	5.20	0.72	0.67	0.62	0.57	4.91%	5.16%	5.44%	5.81%
招商银行	600036.SH	11.04	9.77	8.46	7.31	1.70	1.54	1.36	1.21	2.72%	3.09%	3.57%	4.13%
中信银行	601998.SH	6.90	6.75	6.10	5.57	0.83	0.79	0.72	0.66	3.66%	4.45%	4.10%	4.49%
民生银行	600016.SH	5.34	5.12	4.89	4.67	0.77	0.69	0.61	0.55	4.00%	2.14%	2.25%	2.35%
兴业银行	601166.SH	5.75	5.42	5.15	4.83	0.96	0.79	0.71	0.64	4.09%	4.36%	4.58%	4.89%
浦发银行	600000.SH	5.41	5.30	5.20	5.11	0.85	0.73	0.64	0.60	1.50%	3.78%	3.85%	3.91%
光大银行	601818.SH	6.11	5.87	5.52	5.16	0.84	0.69	0.63	0.58	2.47%	5.13%	5.46%	5.84%
华夏银行	600015.SH	4.78	4.75	4.46	4.24	0.73	0.64	0.56	0.52	2.05%	2.11%	4.48%	4.72%
平安银行	000001.SZ	6.79	6.62	6.27	5.83	0.84	0.76	0.68	0.62	1.77%	1.52%	1.61%	1.73%
北京银行	601169.SH	6.88	6.53	6.05	5.54	0.99	0.78	0.72	0.73	3.11%	4.59%	4.96%	5.41%
南京银行	601009.SH	7.76	6.63	5.55	4.66	1.23	1.12	1.02	0.88	2.46%	2.87%	3.43%	4.09%
宁波银行	002142.SZ	11.02	9.22	7.41	6.14	1.89	1.71	1.44	1.21	1.59%	2.36%	3.37%	4.07%
上海银行	601129.SH	8.42	7.86	6.83	6.21	1.04	0.95	0.87	0.79	2.49%	3.24%	2.93%	3.22%
江苏银行	600919.SH	6.68	5.97	5.53	5.00	0.86	0.64	0.70	0.63	2.90%	2.93%	3.62%	4.00%
贵阳银行	601997.SH	7.50	6.05	5.16	4.49	1.30	1.11	0.96	0.83	2.18%	2.71%	3.17%	3.64%
杭州银行	600926.SH	10.02	8.85	8.50	7.25	1.04	0.78	0.89	0.80	1.95%	2.26%	2.35%	2.76%
成都银行	601838.SH	12.85	8.47	7.15	6.20	1.51	1.33	1.17	1.02	2.45%	3.72%	4.41%	5.09%
城商行平均			7.34	6.39	5.60		1.06	0.96	0.86		3.3%	3.7%	4.3%
行业平均-加权			6.69	6.19	5.67		0.93	0.83	0.75		4.2%	4.6%	5.0%

资料来源：Wind，中银证券研究所

注释：1) 中行及成都银行采用Wind市场平均盈利预测；2) 行业平均为流通市值加权；

资料来源：万得及中银证券

风险提示

- 1、经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。
- 2、金融监管超预期。2017年以来银行业严监管持续，已实现对银行表内外业务监管的全覆盖，行业规模增长放缓、“去杠杆”进程提速。同时，银监会和保监会合并将增强监管的统一性和协调性，提升监管有效性，各类监管细则文件有望加速落地。如果严监管超预期趋严，行业的业务发展可能受限，从而影响净利润增速。
- 3、区域风险超预期。四川省位处西部，传统行业在经济中的占比相对较高，平均而言公司治理水平和风险防控能力要低于东部经济发达地区，在国家继续推进金融去杠杆和供给侧结构性改革的背景下，部分行业的风险暴露仍可能持续。如果区域信用风险集中爆发，会使得业务主要集中在四川地区的成都银行资产质量恶化，从而影响公司利润增长。

损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.79	1.08	1.28	1.48	1.61
BVPS (摊薄/元)	6.74	7.68	7.96	9.05	10.25
每股股利	0.25	0.31	0.33	0.38	0.42
分红率(%)	31.53	25.88	25.88	25.88	25.88
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	136	149	169	192	214
证券投资	124	165	198	228	251
应收金融机构的款项	54	62	69	72	76
生息资产总额	355	427	490	551	607
资产合计	361	435	498	560	617
客户存款	271	313	332	365	408
计息负债总额	333	404	457	499	551
负债合计	339	410	470	527	580
股本	3	3	4	4	4
股东权益合计	22	25	29	33	37
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	7.51	7.46	8.75	9.93	11.04
净手续费及佣金收入	0.46	0.39	0.41	0.45	0.49
营业收入	8.61	9.65	10.96	12.18	13.33
营业税金及附加	(0.23)	(0.07)	(0.08)	(0.09)	(0.10)
拨备前利润	5.80	6.86	7.82	8.70	9.57
计提拨备	(2.62)	(2.21)	(2.31)	(2.35)	(2.64)
税前利润	3.18	4.65	5.51	6.35	6.93
净利润	2.58	3.91	4.63	5.34	5.82
资产质量					
NPL ratio(%)	2.21	1.69	1.65	1.60	1.60
NPLs	3.02	2.52	2.80	3.06	3.43
拨备覆盖率(%)	155	201	206	208	214
拨贷比(%)	3.43	3.40	3.39	3.33	3.43
一般准备/风险加权资(%)	2.18	2.12	2.10	2.07	2.17
不良贷款生成率(%)	2.10	0.93	1.20	1.10	1.00
不良贷款核销率(%)	(2.21)	(1.28)	(1.03)	(0.95)	(0.82)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理(%)					
贷款增长率	9.29	8.91	14.00	13.00	12.00
生息资产增长率	20.06	20.35	14.70	12.35	10.22
总资产增长率	20.22	20.39	14.70	12.35	10.22
存款增长率	23.43	15.42	6.00	10.00	12.00
付息负债增长率	20.32	21.13	13.28	9.08	10.57
净利息收入增长率	(10.31)	(0.59)	17.26	13.44	11.22
手续费及佣金净收入增长率	94.04	(15.53)	4.00	10.00	10.00
营业收入增长率	(5.70)	12.12	13.51	11.11	9.52
拨备前利润增长率	(1.84)	18.26	13.98	11.26	9.97
税前利润增长率	(30.50)	46.20	18.53	15.24	9.05
净利润增长率	(27.36)	51.64	18.53	15.24	9.05
非息收入占比	5.40	4.07	3.73	3.69	3.71
成本收入比	30.77	28.27	27.97	27.87	27.57
信贷成本	1.93	1.55	1.45	1.30	1.30
所得税率	18.78	15.85	15.85	15.85	15.85
盈利能力(%)					
NIM	2.45	2.16	2.16	2.16	2.16
拨备前 ROAA	1.75	1.72	1.68	1.64	1.63
拨备前 ROAE	28.97	29.27	29.12	28.31	27.44
ROAA	0.78	0.98	0.99	1.01	0.99
ROAE	12.87	16.68	17.25	17.38	16.70
流动性(%)					
分红率	31.53	25.88	25.88	25.88	25.88
贷存比	50.37	47.53	51.11	52.51	52.51
贷款/总资产	37.82	34.21	34.00	34.20	34.75
债券投资/总资产	34.28	38.07	39.82	40.76	40.68
银行同业/总资产	14.98	14.35	13.76	12.86	12.25
资本状况					
核心一级资本充足率 2	10.23	10.47	10.38	10.53	10.82
资本充足率	13.34	13.66	13.16	13.00	13.06
加权风险资产-一般法	215	239	274	308	339
% RWA/总资产(%)	59.64	54.98	54.98	54.98	54.98

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371