

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

基本面稳健, 积极关注行业估值修复

——银行行业月报

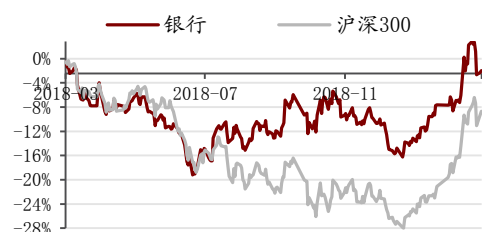
证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

发布日期: 2019年03月13日

银行

公司简称	18BVPS	19BVPS	19PB	评级
农业银行	4.79	5.24	0.71	买入
建设银行	7.34	8.08	0.86	增持
招商银行	20.06	22.81	1.36	增持
中信银行	7.93	8.57	0.74	增持
光大银行	5.41	5.86	0.71	增持
上海银行	12.44	13.66	0.89	增持
宁波银行	13.49	15.47	1.27	增持

银行相对沪深300指数表现

相关报告

- 《银行行业月报: 宽信用政策效果渐显, 关注估值底附近的确定性机会》 2019-02-18
- 《银行行业月报: 行业基本面稳健, 关注股份行与城商行相对表现》 2019-01-11
- 《银行行业专题研究: 上市银行资本: 监管要求、现实压力与中期缺口》 2018-12-28

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **行业指数表现落后沪深300指数, 个股普涨。**2月17日至3月12日, 沪深300指数上涨11.72%, 银行指数上涨7.24%。上涨过程中, 行业轮动活跃, 3月4日前, 银行板块表现在行业中靠前, 3月4日后, 银行板块表现在行业中靠后。由于股价弹性好, 中小银行在普涨行情中实现较大涨幅, 表现明显好于大行, 常熟银行、张家港行、江阴银行与无锡银行涨幅超20%。推荐组合中, 中信银行、宁波银行表现较好。
- **2月经济数据依然低迷, 金融数据低于预期。**2月PMI环比下行0.3至49.20, 连续3月位于荣枯线下方; PPI同比涨幅为0.1, 与1月持平; CPI同比涨幅环比下降0.2个百分点至1.5%。经济下行压力对银行资产质量的负面影响依然存在, 但仍存在三方面积极因素支撑上市银行资产质量保持稳定。2月社融与金融数据总量低于预期, 但由于结构方面的积极变化仍然存在, 且2月数据受季节性因素的影响较大, 2月单月数据不足以逆转信用环境改善。认为, 19年信用格局较18年明显改善的趋势不变, 银行资产负债表扩张较18年改善趋势不变。
- **多数银行公布业绩快报, 资产质量好于市场预期。**全部股份行、大部分城商行与全部农商行发布18年业绩快报。总体来看, 18年上市银行业绩具有如下特点: 收入端增速环比普遍改善, 净利润增速环比普降, 整体资产质量保持稳定但个体资产质量存差异。预计收入端改善的主要原因有三个: 息差受市场利率下行影响改善、四季度资产规模增速或有所提升、金融监管对手续费及佣金净收入的负面影响进一步减弱。上市银行整体资产质量稳定且不良偏离度改善, 好于市场预期。
- **银行历史估值底具有很高的安全边际。**截至3月12日, 17家破净银行股的整体估值为0.85倍PB, 估值隐含的不良率为2%, 高于账面不良率0.45个百分点, 具有较高安全边际。如果该17家银行整体估值降至0.77倍PB(即1月初出现的历史低点), 则估值隐含的不良率为3.36%, 高于账面不良率1.81个百分点, 具有很高的安全边际。
- **投资建议。**当前银行估值隐含的不良率较账面不良率具有一定安全边际。在行业稳健基本面支撑下, 结合近期出现的一系列积极信号, 市场对银行基本面的悲观预期或开始逐步修正, 银行板块估值向上修复的可能性较大。维持行业“同步大市”投资评级, 建议重点关注农业银行、建设银行、光大银行、中信银行、上海银行与宁波银行。
- **风险提示: 资产质量大幅恶化, 系统性风险。**

内容目录

1. 行情跟踪.....	3
2. 经济数据跟踪.....	4
3. 金融数据跟踪.....	5
4. 资金利率跟踪.....	8
5. 政策跟踪.....	9
5.1. 央行开展首次央行票据互换 (CBS) 操作.....	9
5.2. 央行发布 2018 年四季度货币政策执行报告.....	10
5.3. 中国人民银行行长易纲等就“金融改革与发展”答记者问.....	12
6. 公司跟踪.....	13
6.1. 18 年业绩跟踪: 收入端改善, 拨备夯实, 资产质量稳定.....	13
6.2. 上市银行加快资本补充步伐.....	14
7. 银行股历史估值底具有很高的安全边际.....	17
8. 投资建议.....	17
9. 风险提示.....	19

图表目录

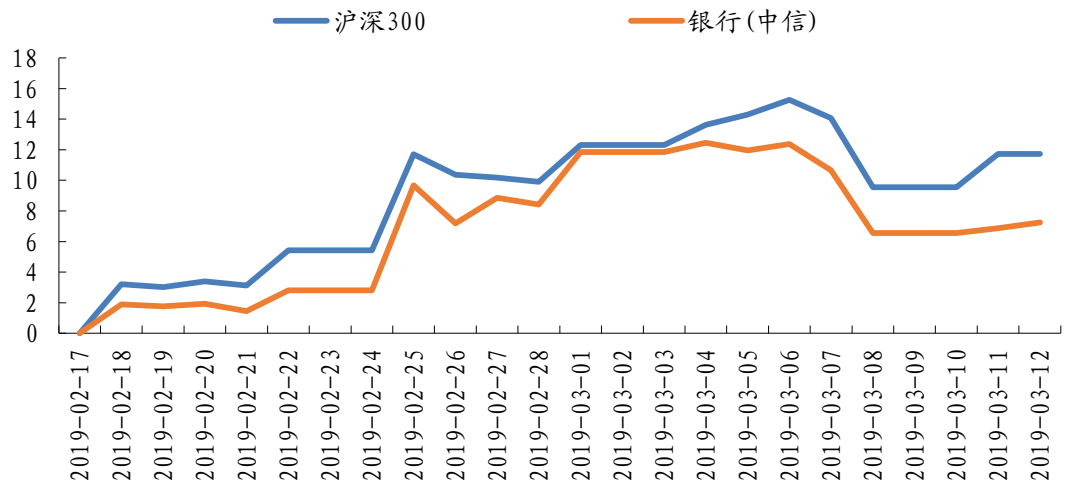
图 1: 19 年 2 月 17 日-19 年 3 月 12 日银行指数与沪深 300 指数区间涨跌幅 (%) 走势图 ... 3	3
图 2: 各行业指数 (中信) 2 月 17 日-3 月 12 日区间涨跌幅 (%)	3
图 3: 上市银行 2 月 17 日-3 月 12 日区间涨跌幅 (%)	4
图 4: CPI 与 PPI 同比增速下行.....	4
图 5: PMI 持续下行.....	4
图 6: 上市银行不良率与 GDP 增速.....	5
图 7: 上市银行不良率与 GDP 增速环比变动	5
图 8: M1 与 M2 同比增速.....	7
图 9: 2017-19 年各月社会融资规模及同比增速.....	7
图 10: 2017-19 各月新增人民币贷款及同比增速.....	7
图 11: 2017-19 年各月新增委托贷款.....	7
图 12: 2017-19 年各月新增信托贷款及同比增速.....	7
图 13: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%)	9
图 14: 2016-19 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%)	9
图 15: 2017-19 年同业存单发行利率 (%)	9
图 16: 2017-19 年质押式回购利率(%).....	9
图 17: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM).....	18
图 18: 银行与沪深 300 指数 PB(LF).....	18
表 1: 银行资产增速测算.....	8
表 2: 股份制银行 18 年主要业绩指标	14
表 3: 城商行 18 年主要业绩指标.....	14
表 4: 农商行 18 年主要业绩指标.....	14
表 5: 上市银行总资产、净资产规模 (亿元) 与各级资本充足率 (%)	15
表 6: 各上市银行其他一级资本工具与可转债发行情况	16
表 7: 重点公司估值表	18

1. 行情跟踪

2019年2月17日至2019年3月12日,沪深300指数上涨11.72%,银行指数上涨7.24%。3月4日前,银行指数表现同步于沪深300指数。3月4日后,银行指数表现落后于沪深300指数。在29个行业指数中,银行指数位居第29位。

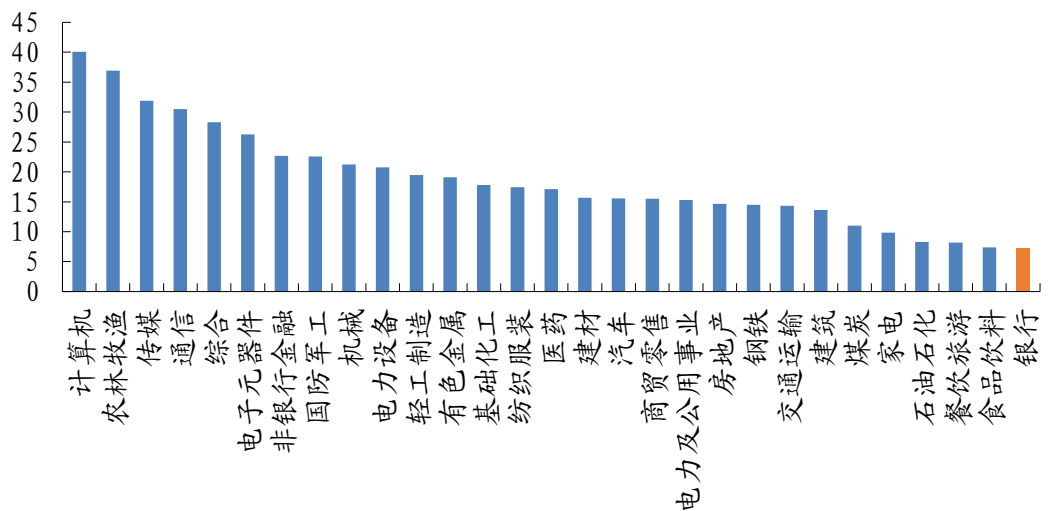
19年1月,银行业绩快报陆续发布,收入端与资产质量均好于市场预期,银行指数明显反弹,估值有所修复。春节后,股市转暖,银行跟随大盘上涨明显。上涨过程中,行业轮动活跃,3月4日前,银行板块表现在行业中靠前,3月4日后,银行板块表现在行业中靠后。

图 1: 19年2月17日-19年3月12日银行指数与沪深300指数区间涨跌幅(%)走势图



资料来源: Wind,中原证券

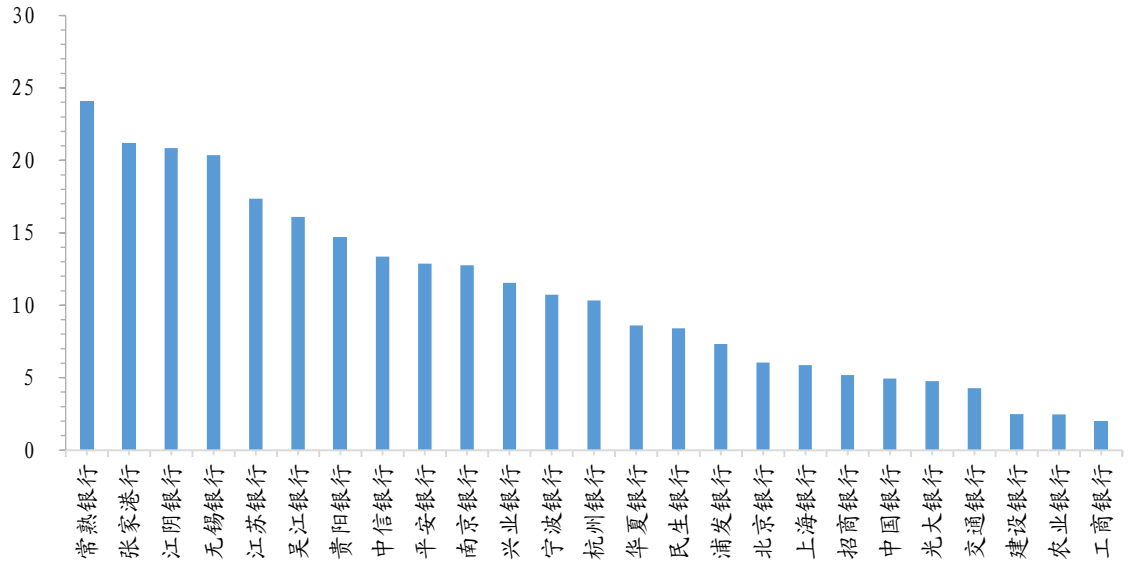
图 2: 各行业指数(中信)2月17日-3月12日区间涨跌幅(%)



资料来源: Wind,中原证券

银行个股实现普涨。其中，由于股价弹性好，中小银行在普涨行情中实现较大涨幅，表现明显好于大行。具体而言，常熟银行、张家港行、江阴银行与无锡银行涨幅超过 20%；江苏银行等 9 家中小银行涨幅超过 10%；国有行、光大银行、招商银行、上海银行等表现靠后。推荐组合中，中信银行、宁波银行表现相对较好。

图 3: 上市银行 2 月 17 日-3 月 12 日区间涨跌幅 (%)



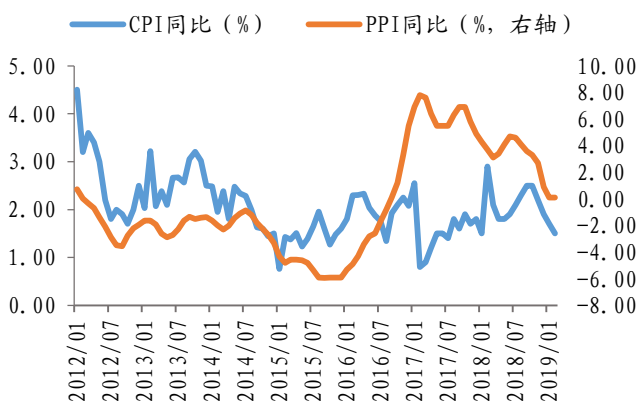
资料来源: Wind, 中原证券

2. 经济数据跟踪

2 月经济数据依然较为低迷: PMI 环比下行 0.3 至 49.20, 连续 3 月位于荣枯线下方; PPI 同比涨幅为 0.1, 与 1 月持平; CPI 同比涨幅环比下降 0.2 个百分点至 1.5%。

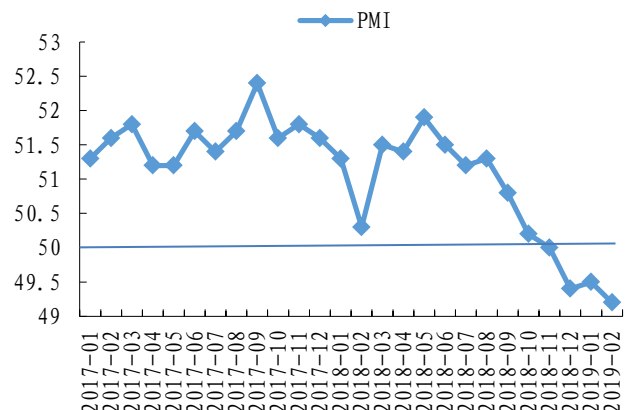
18 年下半年来, 经济下行压力明显加大, 经济下行压力对银行资产质量的负面影响加大, 银行资产质量面临较大压力。

图 4: CPI 与 PPI 同比增速下行



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: PMI 持续下行



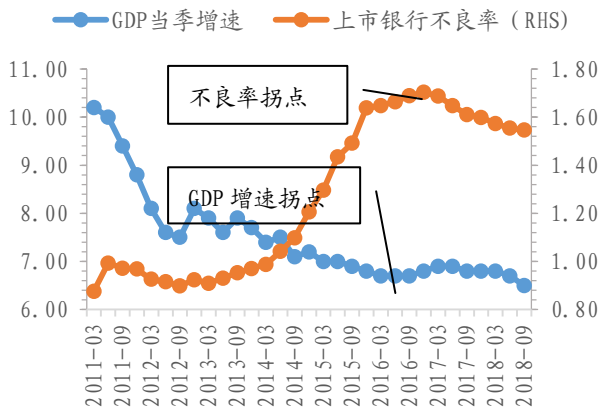
资料来源: Wind, 中原证券

尽管如此, 我们应同时看到三个积极的方面: 一是经济增速预计不会出现持续下滑, 经

济增速下行幅度可控；二是随着银行对不良资产认定的逐步趋严，隐匿不良资产的暴露将逐渐减弱，不良认定趋严对不良生成的压力逐步减轻；三是银行拨备覆盖水平较高，银行对不良资产较大的核销力度具有可持续性。综上，预计 19 年银行资产质量总体仍能保持稳定，不良贷款率可能会有波动，但大幅上行或持续上行的可能性不大，出现新一轮不良周期的可能性较小。

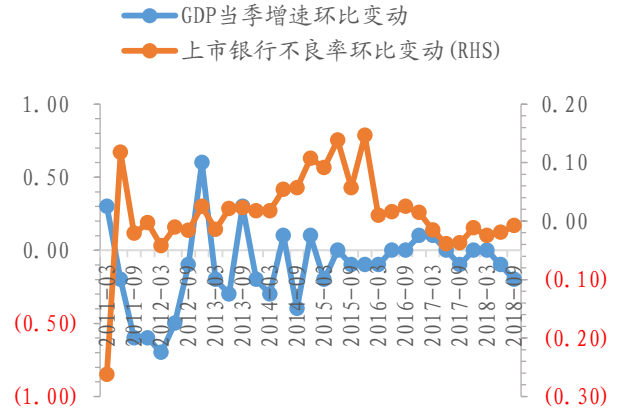
银行不良率与经济增速有较强的负相关，但不良率的拐点约滞后 GDP 拐点三个季度左右，预计 18 年末，上市银行不良率走势可能由环比改善进入平台期。在上市银行不良率明显上升阶段（2013-2015 年），GDP 增速持续下滑，单季度 GDP 增速环比下降的幅度普遍在 0.2-0.4 个百分点左右。不良率进入平台期后是否会继续上升还要看经济增速是否会持续下滑。根据万得一致预期，19 年 GDP 增速约为 6.3%，其中 19 年下半年经济增速较 19 年上半年略有回升，全年经济增速较 18 年下滑幅度有限。由于 19 年经济增速持续下滑可能性不大，认为，上市银行不良率再度持续上行的可能性不大。

图 6：上市银行不良率与 GDP 增速



资料来源：Wind, 中原证券

图 7：上市银行不良率与 GDP 增速环比变动



资料来源：Wind, 中原证券

3. 金融数据跟踪

紧信用格局已于 18 年 12 月开始悄然改善，19 年 1 月信用环境进一步改善。2 月社融与金融数据总量低于预期，但由于结构方面的积极变化仍然存在，且 2 月金融数据受季节性因素影响较大，2 月单月数据不足以逆转信用环境改善的趋势。考虑以上因素，将观察期限拉长，认为 19 年信用格局较 18 年明显改善的趋势不变，银行资产负债表扩张较 18 年改善趋势不变。

1 月，新增社会融资规模为 4.6 万亿元，M2 同比增速 8.4%，均超出市场预期。社融构成中，表内、表外融资与债券融资同比均明显改善。2 月，新增社融规模为 7030 亿元，比 18 年同期少 4847 亿元，M2 增速为 8.0%。2 月单月金融数据从总量上看明显低于市场预期，但结构方面的积极因素仍然存在，这主要体现在：1) 委托贷款与信托贷款等表外融资规模降幅明显收窄的趋势没有改变；2) 政府专线债发行力度较大，债券融资增量有保障。

2 月末，M2 同比增长 8%，社会融资规模存量同比增长 10.1%，保持平稳增长。前两个月，人民币新增贷款 4.1 万亿元，同比多增 3748 亿元；社融新增 5.3 万亿元，同比多增 1.05 万亿

元。社融同比增速连续两个月均高于 2018 年末，连续下滑的态势得到初步遏制。

19 年以来社会融资规模增速出现回升，主要是由贷款同比多增较多、债券融资大幅增加、委托贷款降幅缩小等推动。一是**贷款同比多增较多**。2 月末，对实体经济发放的人民币贷款余额 139 万亿元，同比增长 13.3%，比上年同期高 0.2 个百分点；人民币贷款余额占社会融资规模存量的比例达到 67.6%，比上年同期提高 1.9 个百分点；前两个月增加 4.3 万亿元，比上年同期多增 6259 亿元。二是**债券融资大幅增加**。债券融资自去年二季度开始增长有所加快。今年以来企业债券增速明显回升，2 月末余额为 20.5 万亿元，同比增长 10.7%，增速与上月持平，仍为 2017 年 4 月以来的最高水平；债券余额占社会融资规模存量的比例达到 10%，比上年同期提高 0.1 个百分点。前两个月地方政府专项债券净融资 2859 亿元，比上年同期多 2751 亿元。三是**委托贷款降幅持续收窄**。这是今年社会融资规模结构出现的新特征。前两个月委托贷款减少 1208 亿元，比上年同期少减 251 亿元。1、2 月份分别减少 699 亿元、508 亿元，降幅持续收窄。

总体上说，前两个月社会融资规模增速出现回升主要是由于宏观调控加大逆周期调节力度、货币政策传导出现边际改善的影响。需要说明的是，看待社会融资规模，要考虑季节性因素，应把 1、2 月份甚至更长时间的数据统筹考察，不宜对单月数据过度关注。

与 1 月份相比，2 票据融资增量明显下降。然而，考虑到 1 月份的推动因素及 2 月份的季节因素，票据融资规模增量下降也在情理之中。尽管 2 月票据融资增量明显下降，但票据融资对社融的正面贡献依然明显。

1 月份，银行承兑汇票余额增加了 8946 亿元。其中票据融资增加 5160 亿元，未贴现银行承兑汇票增加 3786 亿元。2 月份，这一情况逆转，银行承兑汇票余额下降 1408 亿元。其中，票据融资增加 1695 亿元，未贴现银行承兑汇票减少 3103 亿元。1 月份无论是票据融资，还是未贴现的银行承兑汇票均大幅增长，有其特定原因。一是票据市场利率持续下行，企业用票积极性提高。二是临近春节，企业间结算多，季节性因素推高了票据增长。三是贷款额度相对宽松，一些银行加大了票据的营销力度。另外，市场上也出现了一些套利情况。

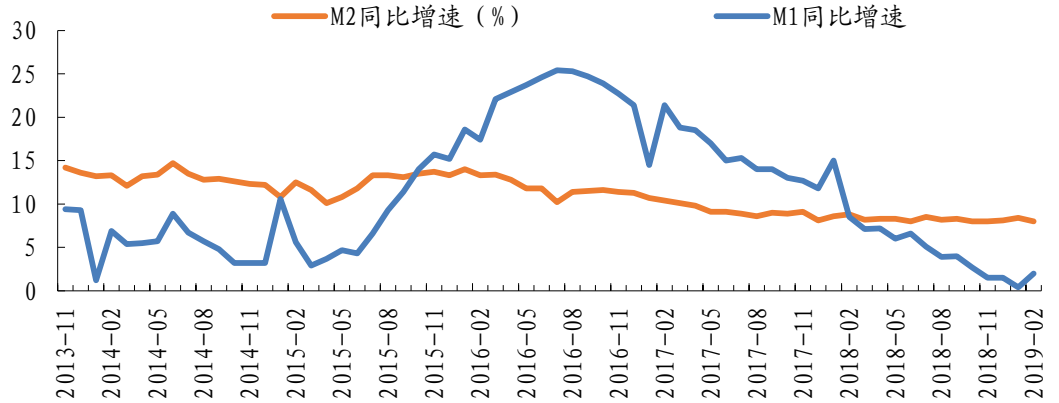
2 月份票据业务量快速下降主要是因为季节性因素。2 月份正值春节假期，工作日短，企业结算需求少些，开票需求自然也少些，同时也是社会融资规模增长的传统“小月”。另外 1 月份对银行承兑汇票增长的诸多推动作用也在减弱。

因此，不宜以单月数据看待票据业务情况。1-2 月累计，银行承兑汇票余额增长 7538 亿元。其中票据融资增加 6855 亿元，未贴现银行承兑汇票增加 683 亿元。整体看，今年票据业务对实体经济的支持力度是加强的。

认为，当前支持中小企业、民营企业融资的一系列政策对信用的刺激效果开始逐步释放。同时，金融监管对融资规模扩张的负面影响随着时间流逝而逐渐减弱，预计 19 年信用环境较 18 年会明显改善。基于该预期，认为 19 银行规模增速较 18 年改善的可能性大，规模对收入相对驱动力将增强。

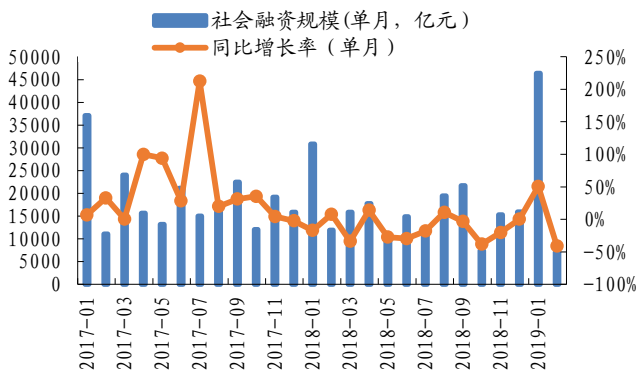
预计随着金融监管影响逐步减弱，19年新增表外融资将较18年明显改善。考虑到18年上半年新增表外融资规模基数很低，预计19年新增表外融资同比将大幅改善，新增表外融资的大幅改善也将明显带动新增社融增速的改善。

图8: M1与M2同比增速



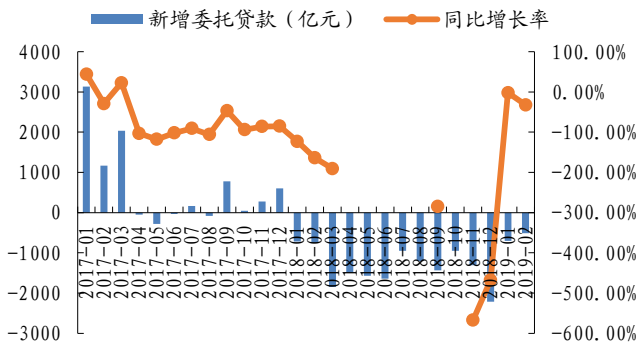
资料来源: Wind, 中原证券

图9: 2017-19年各月社会融资规模及同比增速



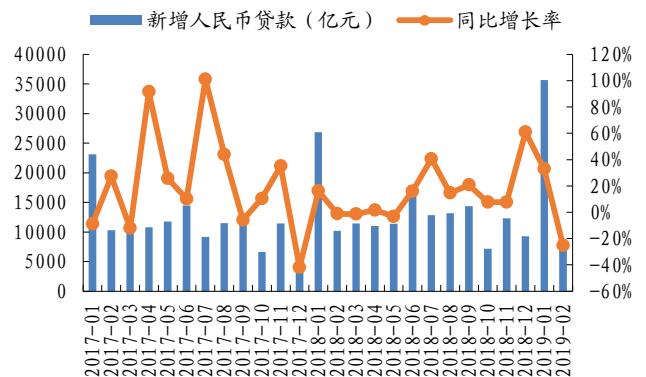
资料来源: Wind, 中原证券

图11: 2017-19年各月新增委托贷款



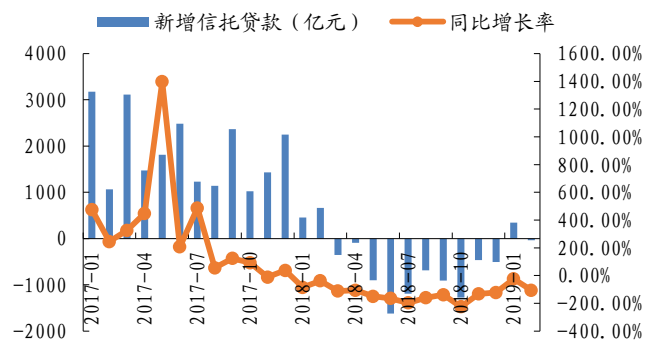
资料来源: Wind, 中原证券

图10: 2017-19各月新增人民币贷款及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图12: 2017-19年各月新增信托贷款及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

随着信用传导机制的疏通和对企业融资支持力度的加大,预计 M2 增速及社融增速将在 19 年有所改善,银行规模增速或随之改善。以 8.1%~9.0% 为 M2 增速区间,在一定假设条件下,我们测算上市银行 19 年总资产增速区间为 7.47%~8.27%,其中,上市银行发放贷款及垫款增速区间为 10.63%~11.45%。如果将 M2 增速区间向右缩窄至 8.5%~9.0%,则上市银行总资产增速区间为 7.82%~8.27%,其中,上市银行发放贷款及垫款增速区间为 10.99%~11.45%。在 M2 增速区间为 8.5%~9.0% 的情形下,上市银行未来一年总资产增速与发放贷款及垫款增速有望分别较 18Q3 提升 0.8~1.3 个百分点与 0.7~1.2 个百分点。

表 1: 银行资产增速测算

M2 增速	8.10%	8.20%	8.30%	8.40%	8.50%	8.60%	8.70%	8.80%	8.90%	9.00%
银行业总资产增速	7.19%	7.28%	7.36%	7.45%	7.54%	7.63%	7.72%	7.81%	7.90%	7.99%
上市银行总资产增速	7.47%	7.56%	7.65%	7.74%	7.82%	7.91%	8.00%	8.09%	8.18%	8.27%
上市银行发放贷款增速	10.63%	10.72%	10.81%	10.90%	10.99%	11.08%	11.18%	11.27%	11.36%	11.45%

资料来源: 中原证券

4. 资金利率跟踪

2019 年 1 月 25 日,中国人民银行开展了 2018 年度普惠金融定向降准动态考核。在政策激励下,与上年相比,更多金融机构达到普惠金融定向降准标准,可分别享受 0.5 个或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠。此次动态考核净释放长期资金约 2500 亿元,加上 1 月 4 日宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点置换中期借贷便利后净释放的长期资金 3000 多亿元,以及 1 月 23 日开展的 2575 亿元定向中期借贷便利操作,上述三项措施共释放长期资金约 8000 亿元。

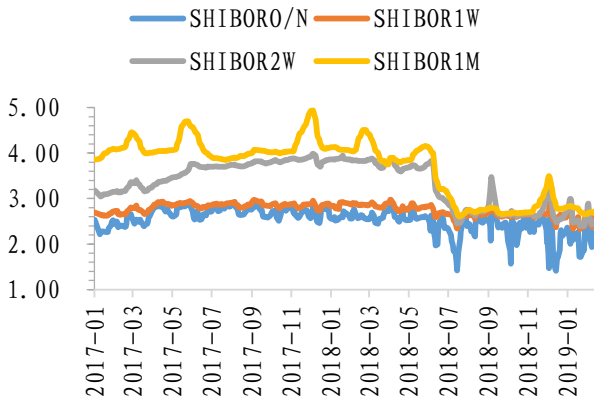
受降准影响,19 年 1 月市场利率较 18 年 12 月有所下降,2-3 月市场利率在低位保持稳定。预计银行流动性合理充裕的局面仍会持续。在这种局面下,银行同业负债成本率会明显下降。同时,市场利率的下降也会传导到资产端的定价,银行资产端收益率或已进入平台期,19 年或稳中有降。对于股份行和城商行,因同业负债占总负债的比重较高,且同业负债成本率先于资产端收益率下降,净息差存在继续改善窗口。对于国有行和农商行,因同业负债成本对负债端成本率的影响较弱,且资产端收益率将进入平台期,净息差改善空间将受到限制。

对国有银行和农商行而言,负债端受益于市场利率下降的程度较小,同时资产端收益率上行难度加大,若经济持续下滑,资产端收益率甚至会随之下降。因此,我们认为,国有行和农商行净息差或进入平台期。考虑到国有行与农商行 18 年净息差基数逐季抬高,19 年净息差同比持续改善的动能减弱,息差对收入的驱动作用将减弱。

对股份行和城商行而言,虽然资产端收益率与国有行和农商行面临相似的情形,但负债端成本率受益于市场利率下降的幅度较大。因此,认为股份行与城商行净息差仍有进一步改善的空间。考虑到股份行与城商行 17 年及 18H1 净息差基数较低,预计股份行与城商行 18 年及 19

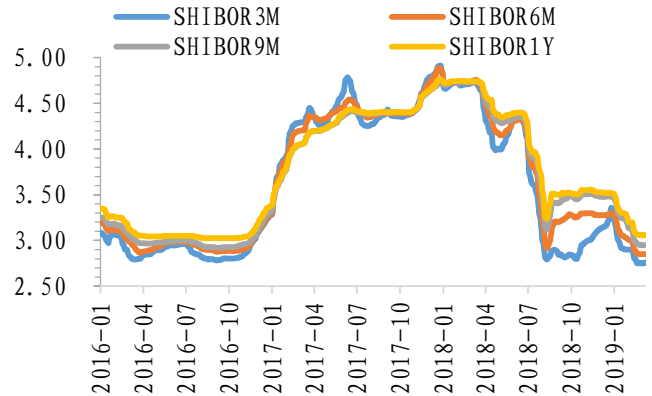
年上半年净息差增速相对 19Q1 与 19Q1-3 时更高。

图 13: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%)



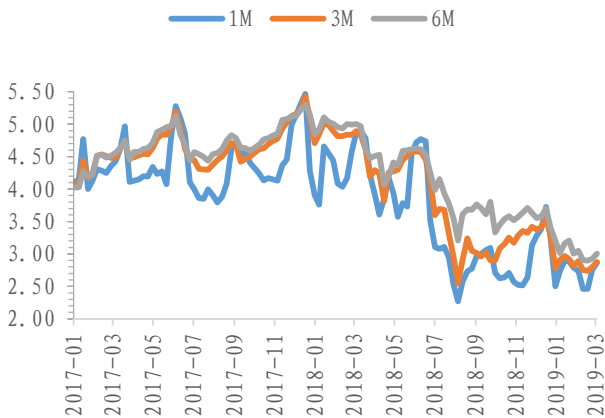
资料来源: Wind,中原证券

图 14: 2016-19 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%)



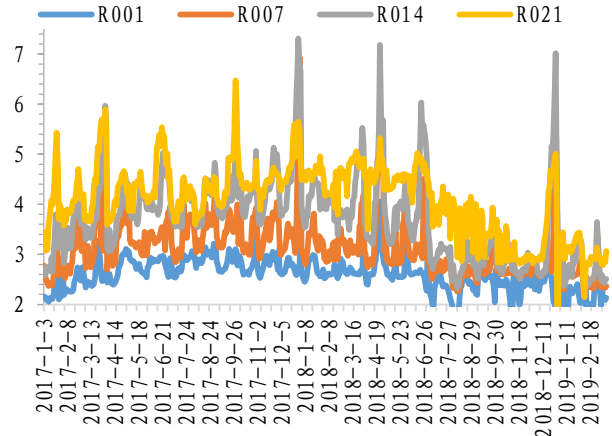
资料来源: Wind,中原证券

图 15: 2017-19 年同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind,中原证券

图 16: 2017-19 年质押式回购利率 (%)



资料来源: Wind,中原证券

根据静态测算,若同业市场利率下降 1 个百分点,上市银行净息差将在 2018 年上半年的基础上提升 5.06%,股份行/城商行/国有行/农商行净息差提升幅度约分别为 12%/9%/3%/2%,对应营业收入的提升幅度分别约为 5%/7%/2%/1%。

5. 政策跟踪

5.1. 央行开展首次央行票据互换 (CBS) 操作

为提升银行永续债的市场流动性,支持银行发行永续债补充资本,增强金融支持实体经济的能力,2019 年 2 月 20 日中国人民银行开展了首次央行票据互换 (CBS) 操作,费率为 0.25%,操作量为 15 亿元,期限 1 年。

本次操作采用数量招标方式,面向公开市场业务一级交易商进行公开招标,中标机构既有股份制银行、政策性银行、城商行等银行类机构,也有证券公司等非银行金融机构。

CBS 操作费率采用市场化方式定价，参考当前银行间市场以利率债为担保的融资利率与无担保的融资利率之间的利差确定，有利于平衡对 CBS 操作的需求。

中标一级交易商根据本机构中标金额，将持有的部分银行永续债换出给央行，并从央行换入等面值 1 年期央行票据。由于目前合格银行中仅有中国银行一家发行了永续债，因此本次操作中一级交易商换出的永续债均为中行永续债。为符合市场惯例，央行对换出的央行票据设置了 2.45% 的票面利率，但实际上互换操作到期时换出的央行票据也将同时到期并被注销，不会发生本息的兑付。此外，上述央行票据不可用于现券买卖等交易，但可用于抵押。

CBS 并不是量化宽松 (QE)。首先，央行开展 CBS 操作是“以券换券”，不涉及基础货币吞吐，对银行体系流动性的影响中性。虽然一级交易商可以将换入的央行票据作为抵押品，与其他市场机构开展交易或参与央行相关操作，但这并不意味着只要一级交易商换入央行票据就可以自动从央行获得资金，两者并不存在直接联系。其次，在 CBS 操作中，银行永续债的所有权不发生转移，仍在一级交易商表内，信用风险由一级交易商承担。

央行开展 CBS 操作的主要目的，是在银行永续债发行初期提高其市场接受度，改善市场预期，启动和培育市场，并不在于要用央行票据换多少永续债。目前央行已经将银行永续债纳入 MLF、TMLF、SLF 等工具的合格担保品范围。通过央行上述担保品安排和 CBS 操作，可以推动银行间市场成员相互之间融资也接受银行永续债作为担保品，进一步提升银行永续债的市场流动性。中国人民银行将继续关注银行永续债发行情况，参考市场状况和一级交易商对 CBS 操作的合理需求，采用市场化方式审慎平稳地开展 CBS 操作。

5.2. 央行发布 2018 年四季度货币政策执行报告

央行在 2018 年四季度货币政策执行报告中指出，中国人民银行将坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持推动高质量发展，坚持以供给侧结构性改革为主线，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，创新和完善金融宏观调控。稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，把握好宏观调控的度，在多目标中实现综合平衡。进一步加强政策协调，疏通货币政策传导，创新货币政策工具和机制，进一步提高金融服务实体经济的能力和意愿。在实施稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环。

一是稳健的货币政策保持松紧适度,强化逆周期调节,保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，继续灵活运用多种货币政策工具组合，加强政策协调，平衡好总量和结构之间的关系，发挥“几家抬”的政策合力，从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础，保持货币信贷和社会融资规模合理增长。加强宏观审慎管理，推动商业银行多渠道补充资本，在发挥宏观审慎评估 (MPA) 逆周期调节作用的同时发挥其结构引导作用，引导金融机构加大对小微企业、民营企业等薄弱环节的支持力度。

二是促进结构优化，更好地服务实体经济。按照市场化法治化的原则，继续运用各种政策

工具，引导金融机构加大对民营和小微企业支持力度。运用好定向降准、定向中期借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，创新和丰富货币政策工具组合，发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用。引导金融机构继续做好重点领域和薄弱环节的金融服务，加大对高新技术企业、新兴产业和制造业结构调整转型升级的支持，积极推进金融服务乡村振兴工作，聚焦深度贫困地区，健全金融支持产业带动脱贫挂钩机制，全力支持打赢打好脱贫攻坚战，统筹做好“两权”抵押贷款试点到期衔接工作。拓宽科技创新型企业融资渠道，切实加大创业担保贷款政策实施力度，更好支持高校毕业生、退役军人、返乡农民工等重点群体创业就业。加大对京津冀协同发展等国家重大战略、绿色金融、物流、养老等现代服务业的金融支持力度。继续切实落实政策要求，坚决遏制隐性债务增量，稳妥化解银行债务存量，推动必要在建项目后续建设，分类协商处置存量债务，保护债权人合法权益。进一步发挥信贷资产证券化盘活存量的积极作用，推动经济提质增效和转型升级。

三是进一步深化利率市场化和人民币汇率形成机制改革，提高金融资源配置效率，完善金融调控机制。稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。强化央行政策利率体系的引导功能，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，重点是进一步疏通央行政策利率向市场利率和信贷利率的传导，提升金融机构贷款定价能力，适度增强市场竞争，更好地服务实体经济。继续培育市场基准利率和完善国债收益率曲线，健全市场化的利率形成机制。加强对金融机构非理性定价行为的监督管理，发挥好市场利率定价自律机制的引导作用，采取有效方式激励约束利率定价行为，强化行业自律和风险防范，维护公平定价秩序。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率弹性，并在必要时加强宏观审慎管理，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加快发展外汇市场，坚持金融服务实体经济的原则，为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。稳步推进人民币资本项目可兑换，推进人民币对其他货币直接交易市场发展，完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施，坚持发展、改革和风险防范并重，支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。

四是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。坚持金融服务实体经济原则，推动商业银行永续债等资本补充工具的产品创新。健全债券违约风险防范和处置机制，促进公司信用类债券发行准入和信息披露规则统一，加强绿色金融债券存续期监督管理。继续稳步有序推动债券市场双向开放，支持境外机构在境内市场发行债券及境内机构赴境外发行债券融资，推动境外机构投资境内债券市场。持续推动债券二级市场的发展，不断优化交易、清算和结算等相关制度安排，完善做市商制度等市场化评价体系，提升债券市场流动性，为市场参与者创造更加友好、便利的投资环境。建立健全金融市场基础设施的统筹管理框架，进一步加强市场基础设施建设，确保金融市场整体稳定和安全高效运行。进一步完善分工明确、密切配合、协同有效的统一执法协作机制，打击市场违法犯罪行为，保护投资者利益，推动债券市场健康稳定发展。

五是深化金融机构改革，扩大对外开放，通过增加供给和竞争改善金融服务。持续深化大

型商业银行和其他大型金融企业改革，完善公司治理，规范股东大会、董事会、监事会与管理层关系，完善经营授权制度，形成有效的决策、执行、制衡机制，提高经营管理水平和风险控制能力。继续推动农业银行“三农金融事业部”深化管理体制和运行机制改革，采取有效措施进一步激发县事业部活力，不断提高服务县域经济的能力和水平。推动全面落实开发性金融机构、政策性银行改革方案，会同有关单位根据改革方案要求和职责分工，抓紧做好健全治理结构、业务范围划分、完善风险补偿机制等后续工作，通过深化改革加快建立符合中国特色、能更好地为当前经济发展服务、可持续运营的开发性和政策性金融机构及其政策环境。提高金融结构的适应性，在服务经济结构转型升级的同时增强金融体系的韧性。

六是打好防范化解重大金融风险攻坚战。在国务院金融稳定发展委员会的牵头抓总下，充分发挥国务院金融稳定发展委员会办公室作用，继续推动实施防范化解重大金融风险攻坚战行动方案，稳定宏观杠杆率，推动出台金融控股公司监管办法，加快补齐金融监管短板，继续开展互联网金融风险专项整治。争取到 2020 年，金融结构适应性提高，金融服务实体经济能力明显增强，金融工作法治化水平明显提升，硬约束制度建设全面加强，系统性风险得到有效防控，为全面建成小康社会创造良好的金融环境。

5.3. 中国人民银行行长易纲等就“金融改革与发展”答记者问

十三届全国人大二次会议新闻中心 3 月 10 日上午举行记者会，邀请中国人民银行行长易纲，副行长陈雨露，副行长、国家外汇管理局局长潘功胜，副行长范一飞就“金融改革与发展”相关问题回答中外记者提问。

19 年《政府工作报告》中提到要稳健的货币政策，要松紧适度，这个表述与去年相比少了“保持中性”四个字，这些信息是否意味着今年的货币政策将会偏向宽松呢？易纲表示，**稳健的货币政策是一个内容非常丰富的政策取向。这次央行没有提“中性”，更简洁，但实际上稳健货币政策的内涵没有变。主要稳健的货币政策要体现逆周期的调节，同时货币政策在总量上要松紧适度。19 的松紧适度，就是要把广义货币（M2）和社会融资规模的增速大体上和名义 GDP 的增速保持一致，这就是个松紧适度的概念。**另外，要求央行在结构上更加优化，也就是进一步加强对小微企业和民营企业的支持。最后，这个稳健的货币政策还要兼顾内外平衡，因为中国的经济已经深度融入了世界经济，所以我们考虑货币政策的时候，当然要以国内的经济形势为主来考虑，但同时要兼顾国际和中国在全球经济关系中的地位和我国外向型经济的方面。

1 月份票据贴现增加得比较多，并且和结构性存款之间会不会存在套利？央行对这个事还是高度重视，央行把整个结构性存款有多少、票据贴现有多少、票据贴现的利率和结构性存款利率的利差有多大，结合全国的数字都进行了分析。**央行仔细研究了结构性存款利率和票据贴现的利率，和中央银行对票据的再贴现利率，总的来说没有大规模的空转或者套利，有少数个别银行、个别客户这些个别现象。**但是如果看平均值，看整个发生时间的长度，整个票据贴现还是支持实体经济了，主要支持的还是小微企业和民营企业。

《政府工作报告》中提出，19 国有大型商业银行小微企业贷款要增长 30%以上。央行接下来将出台哪些政策来确保这一目标的实现？如何进一步疏通货币政策的传导，让更多的小微企业也能够享受到政策带来的福利？人民银行 19 年在这方面要进一步加大工作力度。一是在货币政策方面，要加大逆周期调节，保持流动性合理充裕，同时运用结构性货币政策工具，引导金融机构加大支持。二是完善普惠服务体系，大银行要转变金融服务理念和服务机制，下沉金融重心。李克强总理在《政府工作报告》中提出了一个明确的量化目标，大型商业银行的普惠小微金融增长今年要达到 30%。一些中小型银行要专注于小微和“三农”。同时，要督导金融机构优化内部资源配置和政策安排，加大尽职免责落实力度。提高金融科技服务水平，提升客户获取能力、风险防控能力和信贷投放能力。三是继续发挥“几家抬”的合力，包括金融监管方面的政策和财税方面的政策。四是要发挥多层次资本市场作用，包括继续发挥好债券市场融资工具的支持作用，支持优质的民营企业不断扩大债券融资规模，同时发展资本市场，建立一个多层次的资本市场。五是优化金融生态环境。

此外，在支持小微企业和民营企业融资过程中，要注重市场规律，坚持精准支持，选择那些符合国家产业发展方向、主业相对集中于实体经济、技术先进、产品有市场、暂时遇到困难的民营企业进行重点支持，防止盲目支持、突击放贷，增强对未来金融风险的防控能力。对于民营企业和小微企业的融资难融资贵问题，尤其是小微企业融资难融资贵问题，是个长期的、综合的问题，需要各方面共同努力，需要我们长抓不懈，久久为功。

6. 公司跟踪

6.1. 18 年业绩跟踪：收入端改善，拨备夯实，资产质量稳定

全部股份制银行、大部分城商行与全部农商行发布 18 年业绩快报。总体来看，18 年上市银行业绩具有如下特点：收入端增速环比普遍改善，净利润增速环比普降，整体资产质量保持稳定但个体资产质量存差异。

预计收入端改善的主要原因有三个：一方面，息差受市场利率下行影响改善，进而驱动利息净收入增速提升；另一方面，四季度资产规模增速或有所提升，规模对收入的驱动有所提升；再者，金融监管对手续费及佣金净收入的负面影响进一步减弱。

上市银行中，由于股份行与城商行同业负债占比较大，因此该类银行收入端改善或主要由净息差改善驱动。股份行与城商行中，光大银行、兴业银行、平安银行、长沙银行、上海银行、江苏银行等收入增速环比改善。预计农商行收入改善主要由规模增速提升所致。农商行中，无锡银行、张家港银行、吴江银行收入增速环比提升。

预计净利润增速环比下降的主要原因是拨备计提力度加大所致。拨备计提力度加大有利于银行加大不良资产核销力度，进而有利于不良率的改善。此外，从逆周期调节的角度看，拨备计提力度加大将有利于平滑经济下行阶段的银行业绩波动。

各银行不良率表现有差异但整体保持稳定，各银行不良率环比改善、持平、上升的现象均存在。受经济下行压力及不良认定趋严影响，部分银行不良率略有反弹，但未明显上升。

表 2: 股份制银行 18 年主要业绩指标

银行	营业收入增速				归母净利润增速				不良贷款率			
	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
招商银行	7.20%	11.75%	13.21%	12.57%	13.50%	14.00%	14.58%	14.84%	1.48%	1.43%	1.42%	1.36%
兴业银行	2.15%	7.36%	10.95%	13.06%	4.94%	6.51%	7.32%	5.93%	1.58%	1.59%	1.61%	1.57%
浦发银行	-6.54%	-1.32%	1.88%	1.73%	-1.09%	1.43%	3.14%	3.05%	2.13%	2.06%	1.97%	1.92%
民生银行	1.36%	6.75%	8.93%	8.65%	5.23%	5.45%	6.07%	1.03%	1.71%	1.72%	1.75%	1.76%
中信银行	4.92%	5.84%	5.27%	5.20%	6.82%	7.12%	5.93%	4.57%	1.70%	1.80%	1.79%	1.77%
光大银行	7.13%	12.73%	18.26%	20.03%	2.50%	6.71%	9.15%	6.70%	1.59%	1.51%	1.58%	1.59%
平安银行	1.13%	5.86%	8.56%	10.33%	6.13%	6.52%	6.80%	7.02%	1.68%	1.68%	1.68%	1.75%
华夏银行	-2.61%	-1.44%	1.07%	8.80%	1.11%	2.02%	2.01%	5.22%	1.76%	1.77%	1.77%	1.85%

资料来源：公司公告，中原证券

表 3: 城商行 18 年主要业绩指标

银行	营业收入增速				归母净利润增速				不良贷款率			
	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
上海银行	11.86%	28.28%	29.48%	32.49%	13.52%	20.21%	22.46%	17.65%	1.10%	1.09%	1.08%	1.14%
江苏银行	0.54%	0.89%	1.69%	4.09%	10.32%	10.93%	11.67%	10.02%	1.41%	1.40%	1.39%	1.39%
南京银行	7.53%	8.62%	8.75%	10.32%	17.61%	17.11%	15.35%	14.50%	0.86%	0.86%	0.89%	0.89%
宁波银行	2.30%	9.79%	14.12%	14.28%	19.61%	19.64%	21.12%	19.84%	0.81%	0.80%	0.80%	0.78%
杭州银行	28.41%	26.33%	24.88%	20.96%	16.17%	19.25%	20.37%	18.96%	1.57%	1.56%	1.52%	1.45%
长沙银行	13.74%	9.24%	13.71%	14.95%	14.90%	10.21%	9.78%	13.94%			1.31%	1.29%
成都银行	23.53%	31.89%	28.59%	19.31%	20.45%	28.49%	20.85%	18.93%		1.61%	1.56%	1.54%
贵阳银行	11.72%	6.36%	1.66%	1.38%	19.95%	19.79%	17.14%	13.42%	1.51%	1.39%	1.46%	1.35%
郑州银行	4.81%	6.17%	10.75%	8.82%	9.83%	4.19%	2.51%	-29.10%		1.88%	1.88%	2.47%
青岛银行		10.45%		32.04%		3.58%		6.48%		1.69%		1.68%

资料来源：公司公告，中原证券

表 4: 农商行 18 年主要业绩指标

银行	营业收入增速				归母净利润增速				不良贷款率			
	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
无锡银行	14.26%	14.15%	11.67%	12.00%	12.01%	10.87%	11.81%	9.85%	1.35%	1.33%	1.28%	1.26%
张家港行	5.20%	19.20%	16.80%	23.49%	12.12%	17.00%	15.31%	9.57%	1.77%	1.72%	1.67%	1.47%
常熟银行	12.50%	16.30%	18.27%	16.15%	16.76%	24.55%	25.32%	18.12%	1.08	1.01%	1.00%	0.97%
江阴银行	12.95%	18.84%	28.72%	27.08%	4.74%	4.27%	5.38%	6.06%	2.37%	2.29%	2.28%	2.15%
吴江银行	12.25%	11.38%	11.54%	15.55%	14.63%	15.41%	16.25%	9.71%	1.54%	1.46%	1.55%	1.31%
紫金银行	6.21%	11.10%	13.17%	16.59%	7.33%	6.24%	12.31%	10.51%		1.74%		1.69%

资料来源：公司公告，中原证券

6.2. 上市银行加快资本补充步伐

由于商业银行补充其他一级资本的需要非常迫切，同时，监管层出于疏通货币政策传导机制对商业银行发行永续债予以政策支持（（详见 18 年 12 月 28 日报告《银行业专题研究：上市银行资本：监管要求、现实压力与中期缺口》），从监管层表态推动尽快启动银行永续债发行到中国银行成功发行首单无固定期限资本债券，时间仅过了一个月。12 月 25 日，金融委办公室召开专题会议，研究多渠道支持商业银行补充资本有关问题，推动尽快启动永续债发行。1 月 25 日，中国银行成功发行首单无固定期限资本债券。期间，人民银行与银保监会先后出台政策支持银行发行永续债。

表 5：上市银行总资产、净资产规模（亿元）与各级资本充足率（%）

银行	总资产	净资产	核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率
工商银行	281,981.35	22,808.61	12.48	12.94	14.81
建设银行	233,540.78	19,388.49	13.34	13.92	16.23
中国银行	209,256.62	16,890.80	11.14	11.99	14.16
农业银行	227,003.25	16,348.68	11.32	11.91	14.99
交通银行	93,915.37	6,890.85	10.87	11.93	14.08
招商银行	65,086.81	5,288.89	11.97	12.84	15.46
中信银行	58,647.96	4,371.47	8.65	9.46	12.23
民生银行	59,658.27	4,224.44	8.77	9.01	11.89
兴业银行	65,432.29	4,608.56	9.19	9.75	12.10
浦发银行	60,891.89	4,620.34	9.96	10.68	13.59
光大银行	43,554.29	3,150.38	8.89	9.84	12.69
华夏银行	26,129.91	1,824.54	8.01	9.00	11.82
平安银行	33,520.56	2,352.31	8.53	9.41	11.71
北京银行	25,326.93	1,896.44	8.77	9.69	12.03
南京银行	12,170.97	756.12	8.21	9.46	12.72
宁波银行	10,861.63	679.43	8.96	9.65	13.39
上海银行	19,583.28	1,584.09	10.06	11.52	13.34
江苏银行	19,393.39	1,214.44	8.58	10.30	12.48
杭州银行	8,699.92	558.40	8.21	10.01	13.32
贵阳银行	4,919.60	290.68	9.68	9.71	11.52
成都银行	4,840.10	299.75	10.65	10.66	13.60
青岛银行	3,138.79	267.40	8.90	12.72	16.79
郑州银行	4,577.57	386.79	8.66	10.97	13.54
长沙银行	5,176.22	306.70	9.84	9.86	12.66
紫金银行	1,903.77	107.44	8.89	8.89	12.67
江阴银行	1,138.30	101.00	14.05	14.06	15.24
无锡银行	1,458.19	106.46	10.46	10.47	17.09
常熟银行	1,647.75	128.32	10.03	10.08	14.84
吴江银行	1,105.08	93.29	11.06	11.07	15.01
张家港行	1,084.87	90.68	11.39	11.39	12.55

资料来源：Wind，中原证券

与核心一级资本充足率与资本充足率相比，上市银行一级资本充足率安全边际最低。这与

目前国内其他一级资本工具较为单一（目前以优先股为主）有关，预计随着未来永续债等新工具的実施和优先股发行规模的扩大，上市银行其他一级资本短板可以补齐。在中性假设下，若上市银行未来三年永续债或优先股发行规模增加 7000 亿（与目前上市银行在国内发行的存量优先股规模接近），则一级资本充足率安全边际将提升 0.5 个百分点。

表 6: 各上市银行其他一级资本工具与可转债发行情况

银行	境内优先股 (亿元)	境外优先股 (亿美元)	境外优先股 (亿欧元)	境外优先股 (亿元)	境外永续债 (亿美元)	可转债 (亿元)
工商银行	450	29.4	6	120	10	0
建设银行	600	30.5	0	0	0	0
中国银行	600	0	0	400	0	0
农业银行	800	0	0	0	0	0
交通银行	450	24.5	0	0	0	600 (已过会)
招商银行	275	10	0	0	0	0
中信银行	350	0	0	0	0	400
民生银行	0	14.39	0	0	0	0
兴业银行	260+300 (已过会)	0	0	0	0	0
浦发银行	300	0	0	0	0	500 (已过会)
光大银行	300+350 (已过会)	0	0	0	0	300
华夏银行	200	0	0	0	0	0
平安银行	200	0	0	0	0	260
北京银行	179	0	0	0	0	0
南京银行	99	0	0	0	0	0
宁波银行	200	0	0	0	0	100
上海银行	200	0	0	0	0	0
江苏银行	200	0	0	0	0	200 (已过会)
贵阳银行	50	0	0	0	0	0
杭州银行	100	0	0	0	0	0
江阴银行	0	0	0	0	0	20
无锡银行	0	0	0	0	0	30
常熟银行	0	0	0	0	0	30
吴江银行	0	0	0	0	0	25
张家港行	0	0	0	0	0	25

资料来源：公司公告，中原证券

与国有银行和农商行相比，股份制银行与城商行现阶段的一级资本充足率安全边际更低，一级资本补充需求更为迫切。对于股份行，在中性假设下（即每年的归母净利润增速为 8%，总资产增速均为 6%），预计三年后股份制银行只依靠内生增长的核心一级本充足率约为 7.7%，若期间发行可转债或普通股，则核心一级资本充足率将在 7.7% 之上。

由于未来三年国内系统重要性银行名单确定的可能性较大，这会抬升股份制银行核心一级资本充足率的监管要求，同时由于股份制银行核心一级资本安全边际较小，预计未来核心一级资本充足率下降的空间较小，股份制银行通过发行可转债或普通股补充核心一级资本的进度或

加快。对于城商行，在中性假设下（即每年的归母净利润增速为 13%，总资产增速均为 9%），预计三年后城商行只依靠内生增长的核心一级资本充足率约为 6.6%，不能满足 7.5% 的监管要求。鉴于城商行核心一级资本安全边际相对其他类型银行较低，未来核心一级资本充足率下降的空间较小，预计未来城商行通过发行可转债或普通股补充核心一级资本的进度将加快。

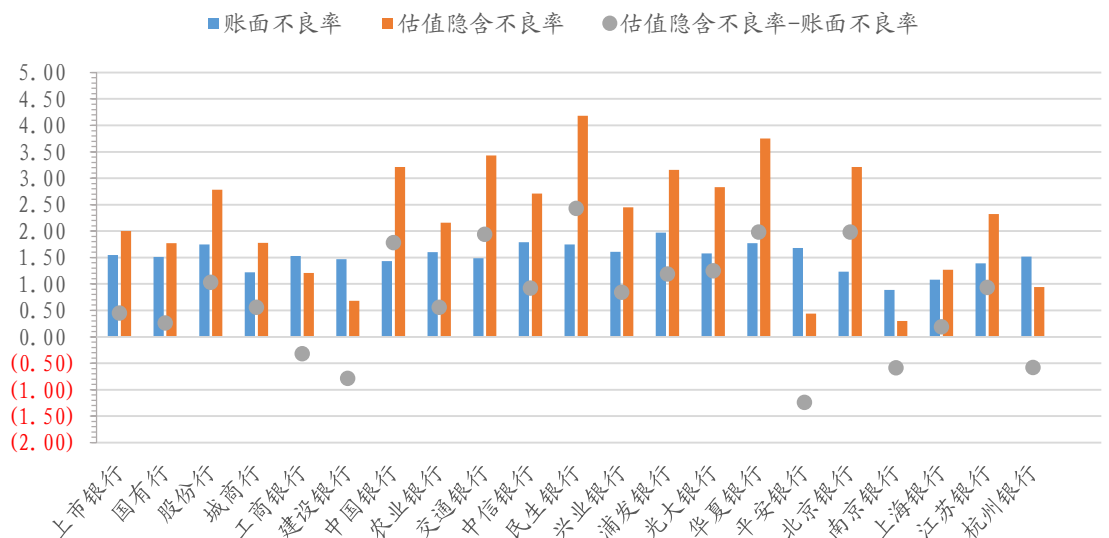
19 年以来，多家上市股份行与城商行非公开发行普通股或公开发行可转换公司债券获得证监会通过。其中，平安银行、中信银行分别成功发行 260 亿、400 亿可转债，全部完成转股后将提高该行核心一级资本充足率 1 个百分点以上，华夏银行成功非公开发行 292 亿元普通股，将提高该行资本充足率 1.9 个百分点。预计江苏银行、浦发银行与交通银行可转债也将于年内陆续发行。

7. 银行股历史估值底具有很高的安全边际

自 18 年下半年以来，银行指数估值一度从最低时的 0.8 倍 PB 修复至 0.9 倍 PB。截至 3 月 12 日，银行指数估值为 0.9 倍 PB，除招商银行、宁波银行、部分农商行与部分次新城商行外，其余银行估值均低于 1 倍 PB。

我们测算了 17 家截至 3 月 12 日估值低于 1 倍 PB 银行的估值所隐含的不良。截至 3 月 12 日，这 18 家银行整体估值为 0.85 倍 PB，估值隐含的不良率为 2%，高于账面不良率 0.45 个百分点，具有较高的安全边际。其中，国有行/股份行/城商行估值为 0.87/0.78/0.87 倍 PB，估值隐含不良率为 1.77%/2.78%/1.78%，高于账面不良率 0.26/1.03/0.56 个百分点。如果 18 家银行整体估值降至 0.77 倍 PB（即 1 月初出现的历史低点），则估值隐含的不良率为 3.36%，高于账面不良率 1.81 个百分点，具有很高的安全边际。

图：3 月 12 日上市银行当前估值隐含不良率



资料来源：Wind，中原证券

8. 投资建议

当前银行 0.9 倍 PB 所隐含的不良率较账面不良率具有一定的安全边际。从银保监会最新公布的数据看，在认定趋严的情况下，18Q4 末银行业不良率为 1.83%，环比下降 0.04 个百分点，好于市场预期。在行业稳健基本面支撑下，结合近期出现的一系列积极信号，市场对银行基本面的悲观预期或开始逐步修正，银行板块估值向上修复的可能性较大。

鉴于 18 年上半年股份行与城商行净息差在历史低点，同时 18 年下半年以来市场利率保持在低位利于息差改善，预计股份行与城商行上半年收入端增速改善仍会持续。此外，股份行与城商行 18 年业绩快报公布的收入与资产质量均好于市场预期。从估值上看，目前股份制银行的估值相对优势明显。以上，仍然看好股份行与城商行在上半年相对银行板块的表现。

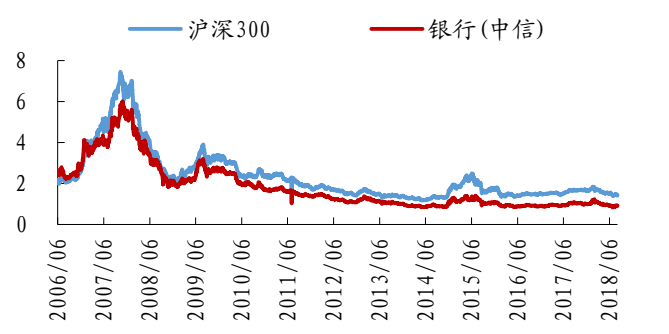
截至 3 月 13 日，银行板块与沪深 300 指数 PB (LF) 分别为 0.90 与 1.51 倍，银行板块估值相对沪深 300 合理偏低，维持行业“同步大市”投资评级。建议从三个方向精选个股。方向一：关注息差改善预期大、盈利端改善较为明显的股份制银行，推荐光大银行与中信银行。方向二：关注盈利稳定、资产质量较好、拨备水平较高的稳定大行。该类银行业绩发挥稳定，推荐建设银行、农业银行与招商银行。方向三：关注业绩突出、资产质量优异、成长性较好的地方性银行，推荐上海银行与宁波银行。

图 17: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM)



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 银行与沪深 300 指数 PB(LF)



资料来源: Wind, 中原证券

表 7: 重点公司估值表

银行简称	收盘价 (元)	EPS(元)			PB(倍)			BVPS(元)			PB(倍)		
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
农业银行	3.71	0.59	0.59	0.65	6.29	6.29	5.71	4.39	4.79	5.24	0.85	0.77	0.71
建设银行	6.95	0.97	1.02	1.1	7.16	6.81	6.32	6.52	7.34	8.08	1.07	0.95	0.86
招商银行	31.04	2.78	3.11	3.47	11.17	9.98	8.95	17.69	20.06	22.81	1.75	1.55	1.36
中信银行	6.33	0.87	0.94	1.03	7.28	6.73	6.15	7.45	7.93	8.57	0.85	0.80	0.74
光大银行	4.16	0.6	0.65	0.71	6.93	6.40	5.86	5.24	5.41	5.86	0.79	0.77	0.71
上海银行	12.11	1.96	1.69	1.89	6.18	7.17	6.41	16.27	12.44	13.66	0.74	0.97	0.89
宁波银行	19.57	1.84	2.21	2.65	10.64	8.86	7.38	11.26	13.49	15.47	1.74	1.45	1.27

资料来源: Wind, 中原证券。注: 收盘价为 2019 年 3 月 13 日收盘价。

9. 风险提示

1) 资产质量大幅恶化;

2) 系统性风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告

所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。