



强于大市

银行业 2018 年年报综述

营收平稳拨备力度加大，中小行改善持续

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
建设银行	601939.SH	7.16	买入
农业银行	601288.SH	3.75	买入
招商银行	600036.SH	34.49	买入
浦发银行	600000.SH	11.44	增持
光大银行	601818.SH	4.15	买入
北京银行	601169.SH	6.26	增持
南京银行	601009.SH	8.34	增持
宁波银行	002142.SZ	22.36	增持
上海银行	601229.SH	12.17	增持
杭州银行	600926.SH	8.67	增持
无锡银行	600908.SH	6.66	增持
常熟银行	601128.SH	7.67	买入
苏农银行	603323.SH	7.63	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年4月2日当地货币收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

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

*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

年初以来，随着宽信用政策效果的显现以及监管的宽松，前期市场对国内经济过度悲观的预期有所修正。年初以来银行股涨幅明显跑输市场，相对表现存在改善空间。4月进入经济数据与1季报披露期，我们认为板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平（对应2019年0.85xPB）将对股价形成支撑，关注补涨机会。从长期来看，海外增量资金的持续流入将利好银行，重视板块长期配置价值。个股关注业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）与受益政策放松，边际改善延续的区域性银行（南京银行、杭州银行）以及股份行。

■ **业绩综述：**目前32家上市银行中18家银行年报披露完成，根据已披露银行口径，合计实现归属于母公司净利润同比增长5.2%。

■ **业绩拆分：收入端表现稳健，拨备计提力度加大拖累业绩增速**

从净利润增速驱动各要素分解来看，规模增速贡献净利润增长3.9个百分点，依然是最主要正贡献因子。息差由于2018年会计准则调整影响口径不可比，从整体营收贡献度来看，全年9个百分点的正贡献与前三季度持平，量价双轮驱动下，行业收入端取得3年来最佳表现。随着4季度拨备计提力度的持续加大，拨备计提贡献利润增长6.9个百分点，导致行业利润增速较前3季度有所下行。

■ **息差：头部银行略有下行，中小行持续回升**

按期初期末口径测算，上市银行2018年4季度单季净息差环比3季度提升4BP至2.05%，延续了3季度的改善趋势。结构上，股份行改善更为明显，环比上升12BP，主要得益于自身结构调整逐步到位以及2018年资金面的持续宽松。相比之下，头部银行表现出现分化，部分银行出现下行。展望2019年，我们认为资产端收益率在宽信用政策效果逐步显现后将小幅下行，负债端存款成本仍有一定抬升压力，预计全年行业息差收窄2-3BP。

■ **规模：规模增速平稳，同业负债占比小幅回升**

从4季度来看，行业规模增速保持平稳，2018年4季末银行业整体规模同比增速较3季末小幅下行0.2个百分点至6.8%，大行增速有所下行，4季末较3季度末下降0.9个百分点至6.3%，股份行回升0.7个百分点至4.3%。展望2019年，在银行表内加大信贷投放力度，而表外业务监管要求适度放宽的背景下，行业规模增速有望企稳回升，我们预计全年行业整体规模增速将回升1个百分点至8%左右。

■ **资产质量：不良生成环比上行，关注潜在压力**

上市银行2018年4季度不良率环比下行1BP至1.54%，需要关注的是，行业4季度不良生成率有所抬升，我们测算上市银行2018年4季度单季年化不良生成率为1.21%，同环比分别上行24/31BP。结合逾期90天与不良偏离度来看，4季度不良生成的上行有应对监管因素，能够看到部分原先存在达标压力的银行在年末均已将偏离度修复到100%以内，加速了不良确认。但与此同时，工行、农行等大行的不良生成也有所加快，考虑到国内经济在2019年依然存在下行压力，同时银行信贷结构对于民企及小微更为倾斜，2019年不良生成的抬升压力值得关注。

评级面临的主要风险

■ **经济下行导致资产质量恶化超预期。**



目录

投资摘要.....	4
业绩驱动因素分解	6
息差：头部银行略有下行，中小行持续回升	9
规模：规模增速平稳，同业负债占比小幅回升.....	10
手续费收入：增速维持低位，2019年存改善空间.....	13
成本控制：费用管控持续，成本收入比同比下行.....	14
资产质量：不良生成环比上行，关注潜在压力.....	15
资本水平：资本水平提升，中小银行加快补充进程.....	18
投资建议.....	20
风险提示.....	21



图表目录

图表 1.报告中提及上市公司估值表	5
图表 2.上市银行 2018 年年报收入及净利润增速拆解	6
图表 3.上市银行 2018 年年报净利润增速归因一览	7
图表 4.银行业 2018 年年报净利润同比增速归因分解	8
图表 5.各银行 2018 年年报净利润同比增速归因分解	8
图表 6.上市银行规模贡献因素分解之时间趋势图	8
图表 7.负债成本下行推动中小行 4 季度单季息差持续改善	9
图表 8.银行业总资产增速平稳	10
图表 9.4 季度银行生息资产同比增速表现分化	10
图表 10.贷款增速季节性回落, 同业负债增速有所回升	10
图表 11.中小银行信贷资产占生息资产比重进一步提升	11
图表 12.大部分银行零售贷款占比继续提升	11
图表 13.大部分银行 2018 年非标规模下降	11
图表 14.各家银行 2018 年非标占比情况	11
图表 15.大部分银行存款同比增速 4 季度小幅改善	11
图表 16.存款定期化趋势持续	11
图表 17.行业同业负债+同业存单占总负债比重有所提升	12
图表 18.手续费增速维持低位	13
图表 19.手续费收入占比小幅下行	13
图表 20.大部分银行 4 季度成本收入比较 17 年同期下行	14
图表 21.业务及管理费增速保持平稳	14
图表 22.核销处置力度加大推动不良率整体下行	15
图表 23.4 季度不良生成率有所提升	15
图表 24.信贷成本持续提升	15
图表 25.不良生成率环比上行, 信贷成本持续提升	16
图表 26.不良+关注整体下行	16
图表 27.逾期 90 天/不良偏离度均已压降至 100%以内	16
图表 28.信贷成本覆盖情况整体稳定	17
图表 29.信贷成本能 100%覆盖净不良净生成率	17
图表 30.大部分银行资本金率提升	18
图表 31.上市银行资本补充进程	19



投资摘要

业绩综述：目前 32 家上市银行中 18 家银行年报披露完成，根据已披露银行口径，合计实现归属于母公司净利润同比增长 5.2%。其中净利息收入同比增长 6.5%，手续费及佣金收入同比增长 2.3%，拨备前利润同比增长 9.3%。个体来看，老 16 家上市银行中，增速较快的是宁波银行（19.8%YoY）和招商银行（14.8%YoY）。

■ 收入端表现稳健，拨备计提力度加大拖累业绩增速

从净利润增速驱动各要素分解来看，规模增速贡献净利润增长 3.9 个百分点，依然是最主要正贡献因子。息差由于 18 年会计准则调整影响口径不可比，从整体营收贡献度来看，全年 9 个百分点的正贡献与前三季度持平，量价双轮驱动下，行业收入端取得 3 年来最佳表现。其他项目中，手续费正贡献 0.8 个百分点，成本收入比正贡献 1.7 个百分点，另外随着 4 季度拨备计提力度的持续加大，拨备计提负贡献利润增长 6.9 个百分点，导致行业利润增速较前 3 季度有所下行。

■ 息差：头部银行略有下行，中小行持续回升

按期初期末口径测算，上市银行 18 年 4 季度单季净息差环比 3 季度提升 4BP 至 2.05%，延续了 3 季度的改善趋势。结构上，17 年受金融监管趋严以及金融市场利率快速上升的影响，息差大幅收窄的股份行改善更为明显，环比上升 12BP，主要得益于自身结构调整逐步到位以及 18 年资金面的持续宽松，符合我们判断。相比之下，头部银行表现出现分化，部分银行出现下行，相比与中小银行，头部银行负债端以存款为主，因此受市场资金利率的影响有限，而 4 季度整体资产端定价并未有进一步提升，负债端存款成本易上难下，导致了息差的波动。展望 19 年，我们认为资产端收益率在宽信用政策效果逐步显现后将会有小幅下行，负债端存款成本仍有一定抬升压力，预计全年行业息差收窄 2-3BP。

■ 规模：规模增速平稳，同业负债占比小幅回升

从 4 季度来看，行业规模增速保持平稳，18 年 4 季度末银行业整体规模同比增速较 3 季度小幅下行 0.2 个百分点至 6.8%，大行增速有所下行，4 季度较 3 季度末下降 0.9 个百分点至 6.3%，股份行回升 0.7 个百分点至 4.3%。展望 19 年，在银行表内加大信贷投放力度，而表外业务监管要求适度放宽的背景下，行业规模增速有望企稳回升，我们预计全年行业整体规模增速将回升 1 个百分点至 8% 左右。

■ 资产质量：不良生成环比上行，关注潜在压力

上市银行 18 年 4 季度不良率环比下行 1BP 至 1.54%，需要关注的是，行业 4 季度不良生成率有所抬升，我们测算上市银行 18 年 4 季度单季年化不良生成率为 1.21%，同环比分别上行 24/31BP。结合逾期 90 天与不良偏离度来看，4 季度不良生成的上行有监管考核的因素，能够看到部分原先存在达标压力的银行在年末均已将偏离度修复到 100% 以内，加速了不良确认。不过能够看到工行、农行等大行的不良生成也有所加快，考虑到国内经济在 19 年依然存在下行压力，同时银行信贷结构对于民企及小微更为倾斜，19 年不良生成的抬升压力值得关注。

图表 1.报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
601939.SH	建设银行*	买入	7.16	1,790	0.97	1.02	1.05	0.95	7.59
601988.SH	中国银行*	未有评级	3.83	1,128	0.59	0.63	0.81	0.74	5.48
601288.SH	农业银行*	买入	3.75	1,312	0.55	0.58	0.97	0.81	4.54
600036.SH	招商银行*	买入	34.49	870	2.78	3.19	1.95	1.73	20.07
601998.SH	中信银行*	未有评级	6.36	311	0.87	0.93	0.85	0.78	8.21
600000.SH	浦发银行*	增持	11.44	336	1.85	1.90	0.85	0.75	16.07
601818.SH	光大银行*	买入	4.15	218	0.60	0.64	0.81	0.74	5.55
600015.SH	华夏银行	未有评级	8.39	129	1.29	1.32	0.87	0.78	11.76
601169.SH	北京银行	增持	6.26	132	0.89	0.96	0.84	0.77	8.87
601009.SH	南京银行	增持	8.34	71	1.14	1.30	1.23	1.13	8.80
002142.SZ	宁波银行*	增持	22.36	116	1.79	2.15	2.31	1.83	15.53
601229.SH	上海银行	增持	12.17	133	1.40	1.65	1.05	0.95	12.62
600919.SH	江苏银行	未有评级	7.22	83	1.03	1.10	0.91	0.82	10.36
600926.SH	杭州银行	增持	8.67	44	0.89	1.04	1.06	0.96	10.88
002807.SZ	江阴银行*	未有评级	6.43	12	0.45	0.47	1.27	1.24	5.81
600908.SH	无锡银行*	增持	6.66	12	0.54	0.59	1.33	1.22	5.87
601128.SH	常熟银行	买入	7.67	19	0.50	0.59	1.84	1.69	4.95
603323.SH	吴江银行	增持	7.63	13	0.45	0.52	1.49	1.39	5.66
002839.SZ	张家港行	未有评级	7.07	13	0.42	0.49	1.54	1.43	4.95

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 4 月 2 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期；标*的银行已公布 2018 年年报。

业绩驱动因素分解

■ 整体业绩一览

目前 32 家上市银行中 18 家银行年报披露完成，根据已披露银行口径，合计实现归属于母公司净利润同比增长 5.2%。其中净利息收入同比增长 6.5%，手续费及佣金收入同比增长 2.3%，拨备前利润同比增长 9.3%。个体来看，老 16 家上市银行中，增速较快的是宁波银行（19.8%YoY）和招商银行（14.8%YoY）。

从自上而下的收入、利润分解来看，上市银行 2018 年度实现净利息收入同比增速 6.5%（vs2018 年三季报 6.9%），增速略有放缓，主要受大行放缓的影响，增速较前三季度 8.5% 的水平放缓至 7.7%，相比之下，得益于金融市场流动性的宽松环境，中小行的修复仍在持续。2017 年以来，受金融监管趋严以及金融市场利率快速上升的影响，行业利息收入的增长受到一定冲击，其中对股份行和城商行的影响最为明显，考虑到 2018 年上述银行结构调整逐步到位以及金融市场低利率环境的持续，预计 2019 年上半年股份行和城商行利息收入的改善仍会持续。

2018 年全年上市银行合计手续费及佣金收入同比增速为 2.3%（vs 2018 年三季报 2.1%），增速持续修复，虽然金融监管以及资管新规落地的影响导致手续费增长依然承压，但随着各家银行在信用卡业务上的持续发力，相关收入增长迅猛，成为拉动各行手续费收入的重要因子。展望 2019 年，预计银行卡收入的增长将维持高位，而财富管理以及投行手续费压力在监管的边际宽松下有所缓释，预计全年手续费增速有望回升至大个位数增长。

从整体营收来看，在净利息收入保持稳定，非息收入小幅改善的情况下，2018 年全年上市银行营收同比增 8.6%（vs2018 年三季报 8.5%），增速较前三季度继续提升。

支出方面，2018 年全年各家银行营业成本同比增 6.1%（vs2018 年三季报 5.6%），维持在较低水平。

在营收拉动下，上市银行 2018 年拨备前利润增速为 9.3%（vs2018 年三季报 9.3%），其中增速较快的有光大（+25.3% YoY）和农行（+15.1% YoY）。4 季度行业拨备计提力度继续加大，2018 年全年行业资产减值准备同比增长 22.0%（vs 2018 年三季报 20.8%）。

图表 2.上市银行 2018 年年报收入及净利润增速拆解

银行	净利息收入(%)	净手续费及佣金收入(%)	营业收入(%)	业务及营业费用(%)	拨备前利润(%)	资产减值准备(%)	净利润增速(%)
工商银行	9.7	4.1	7.5	4.1	8.4	26.5	4.1
建设银行	7.5	4.4	7.2	5.1	7.5	18.6	5.1
中国银行	6.3	(1.7)	4.9	3.4	5.7	12.6	4.5
农业银行	8.1	7.2	12.4	5.8	15.1	39.5	5.1
交通银行	2.8	1.7	10.8	6.0	12.9	38.3	4.9
招商银行	10.7	3.8	12.4	15.5	11.1	1.5	14.8
中信银行	5.1	(3.6)	5.2	7.5	4.2	4.4	4.6
民生银行	(11.4)	0.8	8.7	3.0	11.0	35.7	1.0
浦发银行	4.6	(14.4)	1.5	5.0	0.5	9.3	3.1
光大银行	0.2	19.9	19.9	8.3	25.3	74.2	6.7
平安银行	1.0	2.0	10.3	11.9	9.6	11.5	7.0
宁波银行	16.7	(1.8)	14.3	13.7	14.9	18.0	19.8
江阴银行	11.5	20.4	27.0	6.3	45.4	126.8	6.1
无锡银行	11.3	(47.6)	11.9	8.8	14.2	28.5	10.2
上市银行平均	6.5	2.3	8.6	6.1	9.3	22.0	5.2
5 大国有银行	7.7	3.3	8.2	4.8	9.3	25.2	4.7
股份制银行	2.9	0.5	9.0	9.0	8.9	15.2	6.7

资料来源：上市银行财报、中银国际证券

■ 业绩归因分析

我们对上市银行 18 年全年净利润增速进行归因分析。从净利润增速驱动各要素分解来看：

- 1) 18 年上市银行规模增速贡献净利润增长 3.9 个百分点 (vs3 季报+4.4pct)，规模增长仍然是贡献业绩的最主要因素，随着 2 季度以来规模增速的持续回升，贡献度有所增长。
- 2) 息差贡献为-0.7 个百分点 (vs3 季报 0.0pct)，但需要注意的是，由于 18 年部分银行适逢会计准则调整，原部分利息收入调整至非息收入，剔除该部分影响（即把其他收入变化加回），息差对利润的贡献度依然为正。分大小行来看，能够看到股份行的修复幅度明显优于大行，主要体现在其负债端成本在利率下行期的改善幅度更为明显。
- 3) 手续费收入的增长正面贡献 0.8 个百分点 (vs3 季报+0.7pct)，全年维持低位，正面贡献来自银行卡手续费，但基本被与资管相关的理财、代销、投行等业务的下滑对冲。
- 4) 成本收入比对净利润增速正面贡献 1.5 个百分点，在营收回暖带动下，收入成本比指标改善。
- 5) 2018 年全年计提的拨备损失增加对银行业绩负贡献 6.9 个百分点，较前三季度-5.6%继续走阔，主要源自行业 4 季度拨备计提力度的进一步增加。
- 6) 整体而言，2018 年规模增长与息差的扩张成为了拉动行业净利润增长的两架马车。4 季度行业拨备计提力度进一步提升，负贡献度有所加大。另外值得注意的是，2018 年以来银行对于国债、地方债投资呈明显上升趋势，上述投资品种的税盾效应对利润的正贡献度提升。

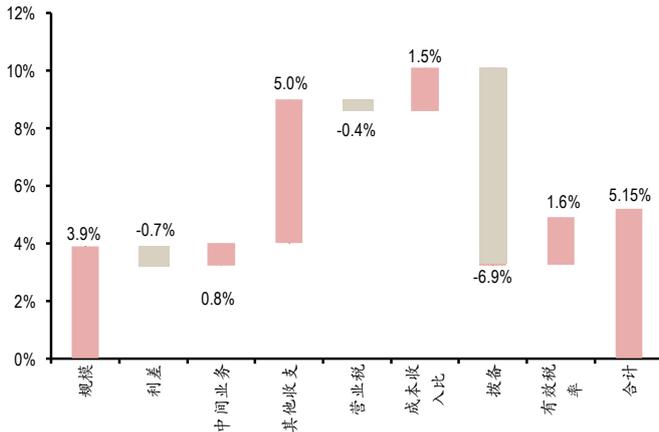
图表 3.上市银行 2018 年年报净利润增速归因一览

银行	规模扩张 (%)	利差变化 (%)	中间业务 (%)	其他收入 变化(%)	营业税 变化(%)	成本收 入比变化(%)	拨备计提 变化(%)	有效税 率变化(%)	其他 YoY(%)	净利润 YoY(%)
工商银行	3.8	3.9	1.2	(1.3)	0.0	1.7	(6.8)	1.9	(0.3)	4.1
建设银行	4.9	0.9	1.3	0.9	(0.6)	1.1	(5.6)	2.1	0.2	5.1
中国银行	4.7	(1.7)	(0.5)	0.9	0.4	0.9	(1.7)	1.0	0.3	4.5
农业银行	5.7	0.4	1.4	6.4	(1.0)	4.9	(12.7)	(0.2)	0.1	5.1
交通银行	0.8	(1.6)	0.6	11.9	(0.6)	3.5	(11.2)	1.6	(0.1)	4.9
招商银行	2.7	4.7	1.9	7.1	0.4	(2.2)	3.5	(3.0)	(0.1)	14.8
中信银行	4.5	(6.6)	(2.3)	5.9	(1.0)	(1.9)	4.6	2.1	(0.8)	4.6
民生银行	(0.4)	(12.3)	0.5	25.3	0.9	4.3	(19.4)	1.8	0.4	1.0
浦发银行	4.2	(1.5)	(7.2)	4.5	0.6	(2.1)	(4.9)	9.4	0.0	3.1
光大银行	3.3	(7.5)	10.2	20.1	(0.6)	8.5	(33.4)	6.2	(0.1)	6.7
平安银行	7.8	(18.8)	1.4	21.8	0.3	(1.5)	(3.5)	0.3	(0.8)	7.0
宁波银行	6.6	4.9	(0.7)	6.4	0.4	0.5	(5.2)	6.8	0.1	19.8
江阴银行	3.2	10.5	0.9	31.6	6.6	24.1	(93.7)	22.9	0.0	6.1
无锡银行	14.2	(3.7)	(4.4)	6.2	3.2	2.4	(9.8)	2.6	(0.6)	10.2
上市银行平均	3.9	(0.7)	0.8	5.0	(0.4)	1.5	(6.9)	1.6	0.3	5.1
5 大国有银行	4.8	1.0	0.9	2.1	(0.1)	2.2	(7.2)	1.4	(0.4)	4.7
股份制银行	3.1	(4.8)	0.3	12.8	0.1	0.0	(7.1)	2.3	0.0	6.7

资料来源：万得，中银国际证券

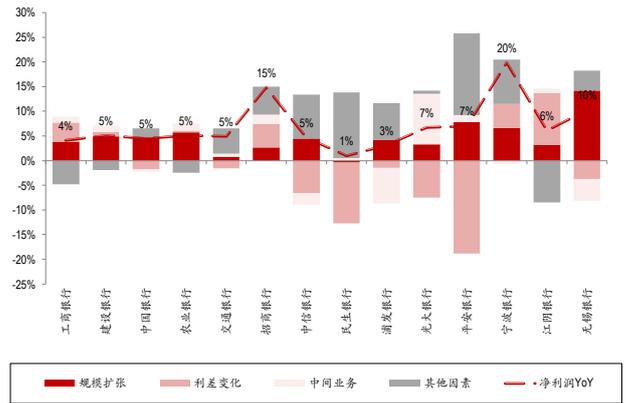
注：规模、息差变化我们按照期末数据估算。若按照平均余额估算可能略有偏差

图表 4. 银行业 2018 年年报净利润同比增速归因分解



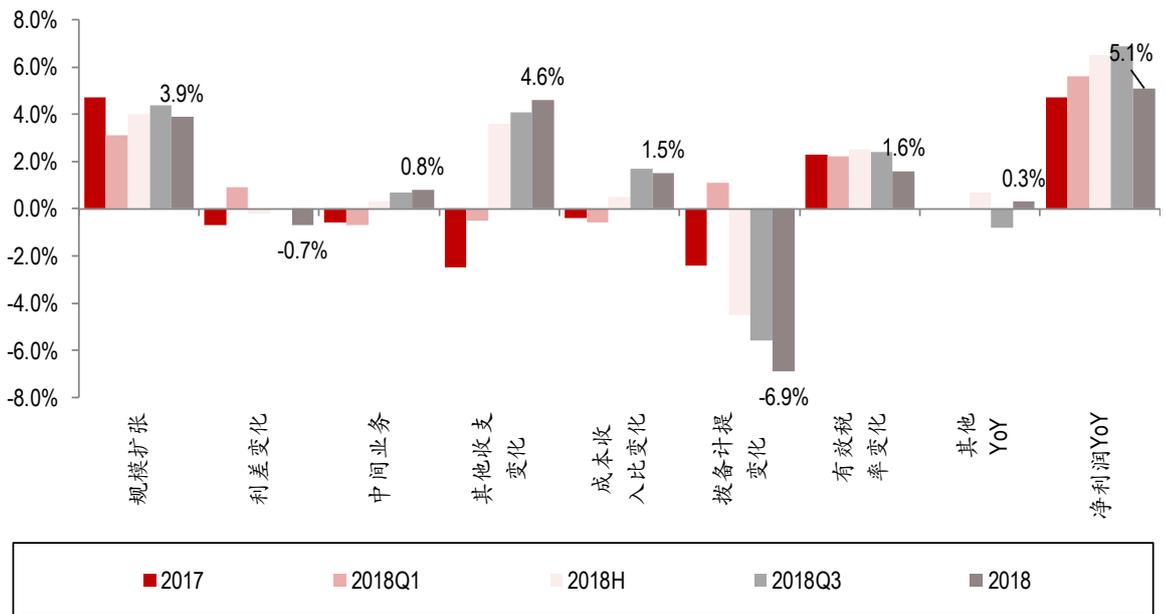
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 5. 各银行 2018 年年报净利润同比增速归因分解



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 6. 上市银行规模贡献因素分解之时间趋势图



资料来源: 万得, 中银国际证券

息差：头部银行略有下行，中小行持续回升

根据已披露年报主要上市银行数据，按期初期末口径测算，上市银行 2018 年 4 季度单季净息差环比 3 季度提升 4BP 至 2.05%，延续了 3 季度的改善趋势。结构上，2017 年受金融监管趋严以及金融市场利率快速上升的影响，息差大幅收窄的股份行改善更为明显，环比上升 12BP，主要得益于自身结构调整逐步到位以及 2018 年资金面的持续宽松，符合我们判断。相比之下，头部银行表现出现分化，部分银行出现下行，相比于中小银行，头部银行负债端以存款为主，因此受市场资金利率的影响有限，而 4 季度整体资产端定价并未有进一步提升，负债端存款成本易上难下，导致了息差的波动。不过从绝对水平来看，头部银行的优势依然明显。个体上息差提升明显的有平安银行 (+34BP, QoQ)、民生银行 (+20BP, QoQ) 等中小银行。

从资产负债两端结构上来看：

- **生息资产收益率**：4 季度生息资产收益率环比 3 季度下降 3BP，如前所述，主要受无风险利率下行以及偏弱的信贷需求影响。
- **付息负债成本率**：4 季度单季付息负债成本率环比 3 季度下降 7BP，主要来自同业负债成本的改善。

图表 7. 负债成本下行推动中小行 4 季度单季息差持续改善

	生息资产收益率 (单季) (%)			付息负债成本率 (单季) (%)			净息差 (单季) (%)		
	3Q2018	4Q2018	QoQ 变化	3Q2018	4Q2018	QoQ 变化	3Q2018	4Q2018	QoQ 变化
工商银行	3.64	3.67	0.03	(1.61)	(1.62)	(0.01)	2.18	2.20	0.02
建设银行	3.72	3.62	(0.10)	(1.66)	(1.69)	(0.03)	2.24	2.11	(0.13)
中国银行	3.46	3.59	0.13	(1.84)	(1.86)	(0.02)	1.77	1.88	0.11
农业银行	3.7	3.72	0.02	(1.59)	(1.65)	(0.06)	2.24	2.21	(0.03)
交通银行	3.94	3.87	(0.07)	(2.72)	(2.60)	0.12	1.52	1.55	0.03
招商银行	4.38	4.39	0.01	(1.96)	(1.92)	0.04	2.59	2.64	0.05
中信银行	4.23	4.17	(0.06)	(2.53)	(2.46)	0.07	1.9	1.91	0.01
民生银行	4.23	4.27	0.04	(3.03)	(2.86)	0.17	1.4	1.60	0.20
浦发银行	4.58	4.52	(0.06)	(2.78)	(2.65)	0.13	2.01	2.07	0.06
光大银行	4.27	4.13	(0.14)	(2.84)	(2.65)	0.19	1.6	1.64	0.04
平安银行	5.01	5.10	0.09	(2.97)	(2.74)	0.23	2.16	2.50	0.34
宁波银行	4.29	4.29	(0.00)	(2.56)	(2.54)	0.02	1.97	2.01	0.04
江阴银行	4.51	4.37	(0.14)	(2.25)	(2.23)	0.02	2.46	2.34	(0.12)
无锡银行	4.38	4.24	(0.14)	(2.37)	(2.38)	(0.01)	2.04	2.06	0.02
行业平均	4.17	4.14	(0.03)	(2.34)	(2.27)	0.07	2.01	2.05	0.04
五大行	3.69	3.69	0.00	(1.88)	(1.88)	(0.00)	1.99	1.99	0.00
股份制	4.45	4.43	(0.02)	(2.69)	(2.55)	0.14	1.94	2.06	0.12

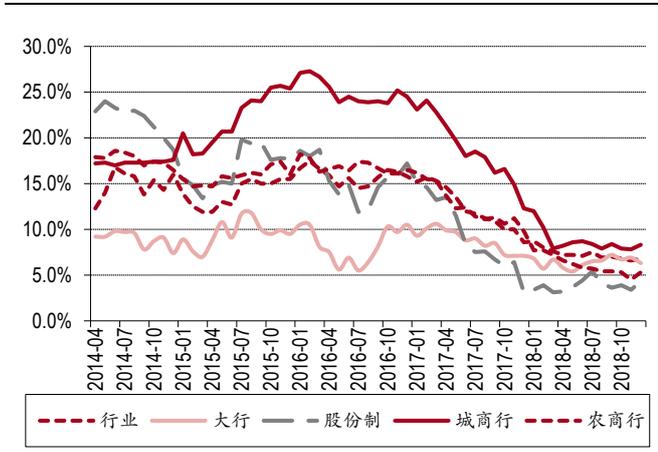
资料来源：万得，中银国际证券

展望 2019 年，我们认为资产端收益率在宽信用政策效果逐步显现后将会有小幅下行，负债端存款成本仍有一定抬升压力，但同业负债成本的快速下行有利于行业整体负债成本的改善，尤其是对于诸多同业负债占比较高的中小银行而言。整体来看，预计全年行业息差收窄 2-3BP，大行息差存在边际下行压力，部分中小银行息差有望小幅扩大，1 季度考虑到降准以及年初集中流动性投放，预计环比 4 季度持平。

规模：规模增速平稳，同业负债占比小幅回升

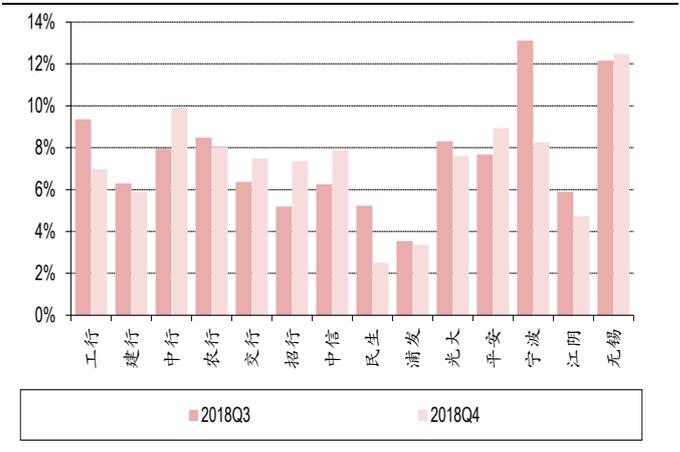
从4季度来看，行业规模增速保持平稳，2018年4季度银行业整体规模同比增速较3季度小幅下行0.2个百分点至6.8%，大行增速有所下行，4季度较3季度下降0.9个百分点至6.3%，股份行回升0.7个百分点至4.3%。从上市银行个体来看，4季度生息规模增长较快的是无锡银行(+5.83% QoQ)、招行(+4.18% QoQ)和中信(+4.08% QoQ)。

图表 8. 银行业总资产增速平稳



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 4季度银行生息资产同比增速表现分化



资料来源：万得，中银国际证券

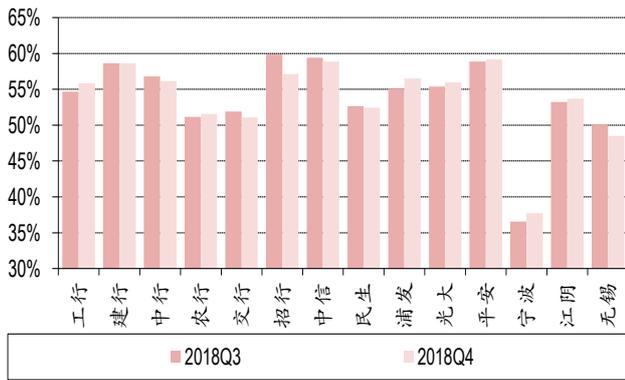
从资产端来看，信贷的增长季节性回落，整体增速有所放缓，相比之下，债券配置力度有所加大，我们认为主要受相对充裕的流动性环境影响，但主要投资集中于标准化债券，中小行表内的非标资产仍在继续压降。从信贷结构来看，零售贷款依然是各家银行投放的主攻方向，绝对部分银行零售信贷的占比仍在继续提升，主要依托信用卡分期及消费贷款的增长。

图表 10. 贷款增速季节性回落，同业负债增速有所回升

	生息资产环比增速(%)			生息资产	存款	付息负债环比增速(%)		
	贷款	证券投资	同业资产			同业负债	发行债务	付息负债
工商银行	1.25	2.58	(12.98)	(0.90)	0.48	(10.32)	2.03	(0.63)
建设银行	(0.05)	2.24	(10.16)	(0.07)	(0.69)	4.65	(0.30)	(0.07)
中国银行	0.87	1.72	28.88	2.04	1.89	3.80	21.52	2.90
农业银行	1.47	2.75	(11.03)	0.68	0.27	2.87	5.13	0.72
交通银行	0.36	1.61	19.72	1.97	1.53	3.27	4.56	2.09
招商银行	(0.54)	14.81	20.63	4.18	2.97	6.85	18.50	4.67
中信银行	3.10	3.59	1.32	4.08	1.99	2.74	28.50	4.33
民生银行	0.80	2.55	(4.01)	1.26	0.96	(6.32)	24.67	1.20
浦发银行	2.98	7.27	6.84	0.40	(0.65)	10.76	12.86	0.44
光大银行	2.15	(0.42)	(11.68)	1.10	3.50	(11.03)	19.28	1.03
平安银行	4.40	8.82	(9.79)	3.86	0.68	0.54	18.80	2.58
宁波银行	6.34	3.46	(50.24)	3.04	0.27	17.38	(0.09)	1.99
江阴银行	1.80	(0.91)	(15.64)	0.95	3.13	(49.91)	20.77	0.20
无锡银行	2.37	12.12	21.92	5.83	0.38	(9.19)	79.29	5.44
行业平均	1.95	4.44	(1.87)	2.03	1.19	(2.42)	18.25	1.92
五大行	0.78	2.18	2.89	0.75	0.69	0.85	6.59	1.00
股份制	2.15	6.10	0.55	2.48	1.57	0.59	20.43	2.37

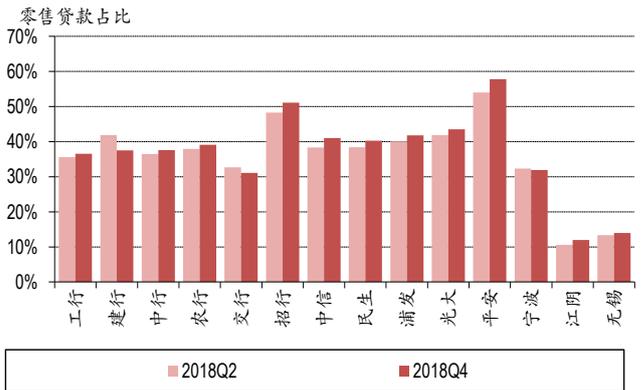
资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 中小银行信贷资产占生息资产比重进一步提升



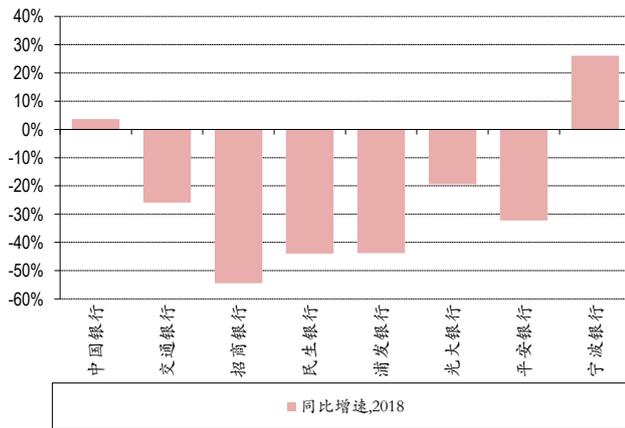
资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 大部分银行零售贷款占比继续提升



资料来源：万得，中银国际证券

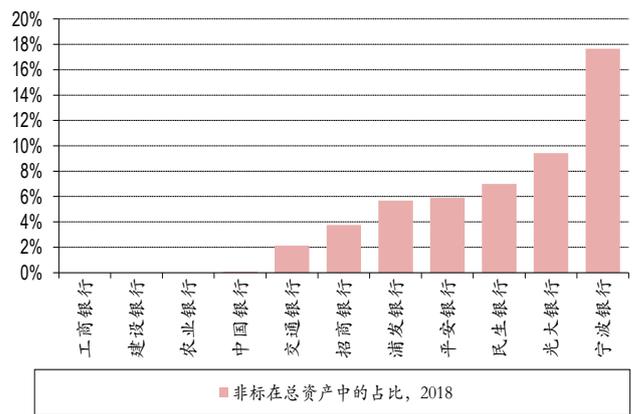
图表 13. 大部分银行 2018 年非标规模下降



资料来源：万得，中银国际证券

注：非标口径为信托受益权、资管计划

图表 14. 各家银行 2018 年非标占比情况

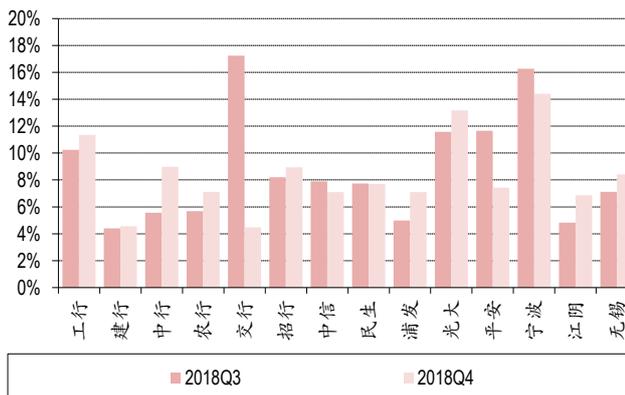


资料来源：万得，中银国际证券

注：非标口径为信托受益权、资管计划

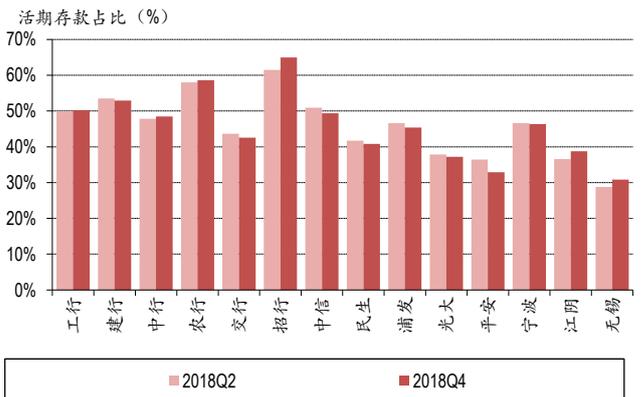
从负债端来看，4 季度行业存款保持稳健增长，大部分银行存款增速继续回升，不过从结构来看，存款定期化的趋势仍在持续，年报绝大部分银行活期存款占比均出现进一步下行。其他值得关注的是，同业存单的增速在下半年有所回升，伴随同业资金成本下降，吸引力回升，但从同业负债的整体比重来看，虽略有提升，但均仍在监管要求的红线之下。

图表 15. 大部分银行存款同比增速 4 季度小幅改善



资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 存款定期化趋势持续



资料来源：万得，中银国际证券

图表 17.行业同业负债+同业存单占总负债比重有所提升

	2018H			2018		
	同业负债 占比(%)	同业存单 占比(%)	同业负债+ 同业存单 占比(%)	同业负债 占比(%)	同业存单 占比(%)	同业负债+ 同业存单 占比(%)
工商银行	10	0	10	9	0	9
建设银行	11	1	11	11	1	12
中国银行	16	0	16	17	1	17
农业银行	9	1	10	10	1	12
交通银行	23	3	26	24	3	27
招商银行	19	4	23	19	4	23
中信银行	20	7	27	23	6	29
民生银行	30	7	36	27	8	35
浦发银行	28	8	36	27	10	37
光大银行	26	6	32	24	7	30
平安银行	19	10	30	18	10	28
宁波银行	11	15	26	11	15	26
江阴银行	11	6	16	4	10	14
无锡银行	6	2	8	4	7	11

资料来源：万得，中银国际证券

注：同业负债中未剔除结构性存款，测算结果可能存在误差

展望 2019 年，在银行表内加大信贷投放力度，同时表外业务监管要求适度放宽的背景下，预计行业资产规模增速将稳中有升，预计全年银行业规模增速较 2018 年提升 1 个百分点至 8%。结构上，原先受资本金约束资产规模扩张速度受限的中小银行，受益于资本补充进程提速，其规模增速改善幅度更大。从结构上来看，在非标资产持续压降的情况下，预计资产结构将持续向信贷类资产倾斜。

手续费收入：增速维持低位，2019 年存改善空间

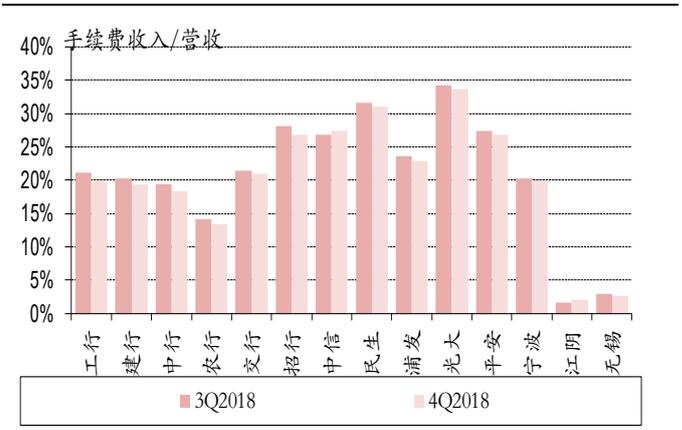
2018 年全年上市银行合计手续费及佣金收入同比增速为 2.3% (vs 2018 年 3 季报 2.1%)，增速持续修复，虽然金融监管以及资管新规落地的影响导致手续费增长依然承压，但随着各家银行在信用卡业务上的持续发力，相关收入增长迅猛，成为拉动各行手续费收入的重要因子。展望 2019 年，预计银行卡收入的增长将维持高位，而财富管理以及投行手续费压力在监管的边际宽松下有所缓释，预计全年手续费增速有望回升至大个位数增长。

图表 18. 手续费增速维持低位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 手续费收入占比小幅下行

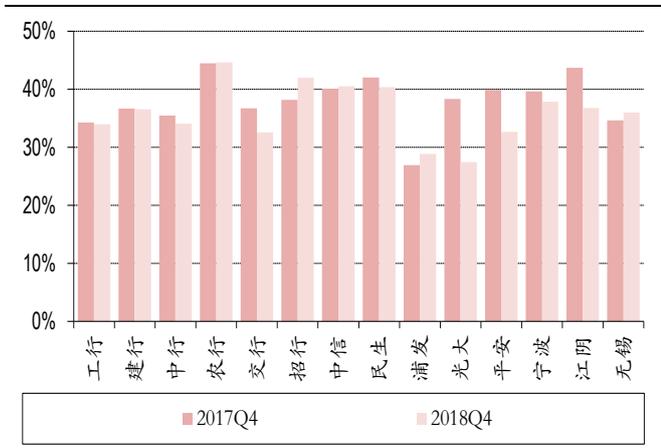


资料来源：万得，中银国际证券

成本控制：费用管控持续，成本收入比同比下行

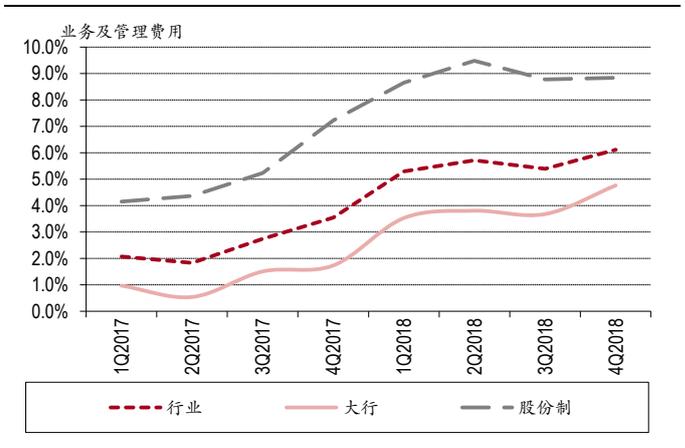
2018 年全年各家银行营业成本同比增 6.1% (vs2018 年三季报 5.6%)，维持在较低水平，受益于 2018 年收入端的回暖，已披露年报银行 2018 年全年平均成本收入比 35.2%，较 2017 年同期下降 0.4 个百分点。个股来看，全年收入成本比较低的有浦发银行 (25.1%) 和光大银行 (28.8%)。

图表 20. 大部分银行 4 季度成本收入比较 17 年同期下行



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 业务及管理费增速保持平稳



资料来源：万得，中银国际证券

资产质量：不良生成环比上行，关注潜在压力

上市银行 2018 年 4 季度不良率环比下行 1BP 至 1.54%，需要关注的是，行业 4 季度不良生成率有所抬升，我们测算上市银行 2018 年 4 季度单季年化不良生成率为 1.21%，同环比分别上行 24/31BP。结合逾期 90 天与不良偏离度来看，4 季度不良生成的上行有监管考核的因素，能够看到部分原先存在达标压力的银行在年末均已将偏离度修复到 100% 以内，加速了不良确认。不过能够看到工行、农行等大行的不良生成也有所加快，考虑到国内经济在 2019 年依然存在下行压力，同时银行信贷结构对于民企及小微更为倾斜，2019 年不良生成的抬升压力值得关注。

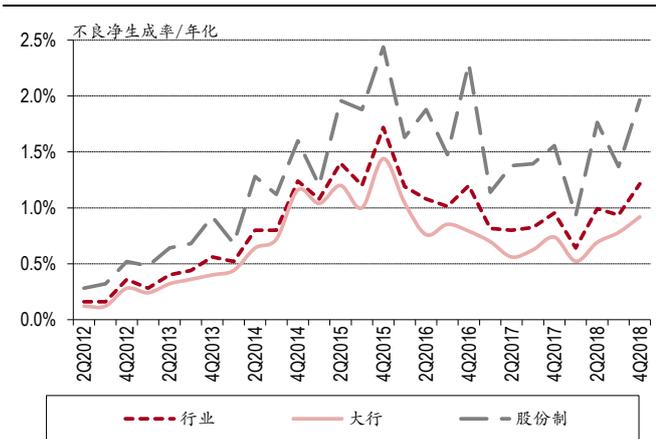
从拨备计提来看，我们计算 4 季度银行的拨备水平有所提升，拨备覆盖率提升 4.83pct 至 202%，拨贷比环比提升 3BP 至 3.06%，年化信贷成本同比提升 15BP 至 1.30%，整体拨备水平继续修复。从个体来看，招行和宁波的拨备水平领先同业，风险抵御能力较强。

图表 22. 核销处置力度加大推动不良率整体下行

	2018Q3 (%)			2018Q4(%)			季环比变化(%)		
	不良率	拨备覆盖率	拨贷比	不良率	拨备覆盖率	拨贷比	不良率	拨备覆盖率	拨贷比
工商银行	1.53	172	2.64	1.52	176	2.67	(0.01)	3.76	0.03
建设银行	1.47	195	2.87	1.46	208	3.04	(0.01)	13.37	0.17
中国银行	1.43	169	2.42	1.42	182	2.58	(0.01)	12.97	0.16
农业银行	1.60	255	4.08	1.59	252	4.01	(0.01)	(2.82)	(0.07)
交通银行	1.49	171	2.55	1.49	173	2.58	0.00	2.13	0.03
招商银行	1.42	326	4.63	1.36	358	4.87	(0.06)	32.18	0.24
中信银行	1.79	161	2.88	1.77	158	2.8	(0.02)	(3.02)	(0.08)
民生银行	1.75	162	2.83	1.76	134	2.36	0.01	(27.95)	(0.47)
浦发银行	1.97	153	3.01	1.92	155	2.97	(0.05)	1.88	(0.04)
光大银行	1.58	173	2.73	1.59	176	2.8	0.01	3.16	0.07
平安银行	1.68	169	2.84	1.75	155	2.72	0.07	(13.76)	(0.12)
宁波银行	0.8	503	4.02	0.78	522	4.07	(0.02)	18.83	0.05
江阴银行	2.28	241	5.49	2.15	234	5.02	(0.13)	(7.29)	(0.47)
无锡银行	1.28	229	2.93	1.24	235	2.91	(0.04)	5.76	(0.02)
行业平均	1.55	197.33	3.03	1.54	202	3.06	(0.01)	4.83	0.03
大行	1.51	194.40	2.95	1.50	201	3.02	(0.01)	6.14	0.07
股份行	1.70	195.93	3.23	1.69	196	3.17	(0.02)	0.23	(0.06)

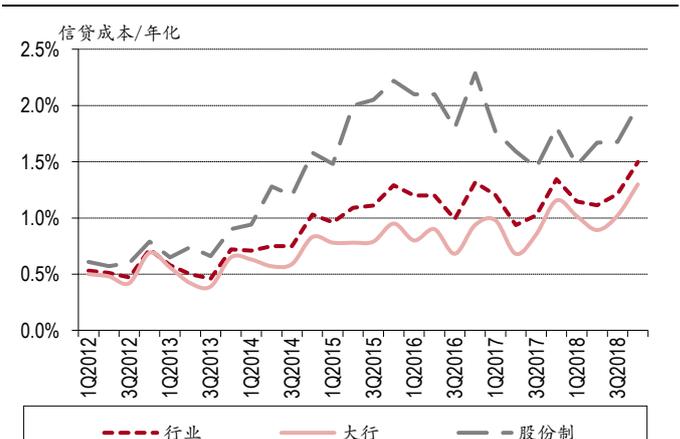
资料来源：上市公司财报、中银国际证券

图表 23. 4 季度不良生成率有所提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 24. 信贷成本持续提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 25. 不良生成率环比上行，信贷成本持续提升

	不良贷款生成率 (单季年化) (%)					信贷成本 (单季年化) (%)					信贷成本/不良 (TTM) (%)
	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	QoQ 变化	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	QoQ 变化	
工商银行	0.57	1.10	0.86	0.94	0.08	1.17	1.12	0.89	1.16	0.27	125
建设银行	0.45	0.57	0.77	0.74	(0.03)	1.17	0.86	0.97	1.49	0.52	177
中国银行	0.78	0.56	0.60	0.77	0.17	0.56	0.45	0.93	0.37	(0.56)	85
农业银行	0.28	0.53	0.76	1.22	0.46	1.24	1.11	1.30	1.14	(0.16)	171
交通银行	0.57	0.45	1.06	0.97	(0.09)	0.62	0.81	1.11	1.10	(0.01)	120
招商银行	0.01	0.49	0.60	0.48	(0.12)	1.62	1.76	1.36	1.62	0.26	403
中信银行	1.59	3.80	0.94	2.02	1.08	1.53	1.64	1.76	1.89	0.13	82
民生银行	0.98	1.85	1.39	4.01	2.62	1.20	1.47	1.40	2.09	0.69	75
浦发银行	1.11	2.35	1.56	1.70	0.14	1.51	2.37	2.02	1.86	(0.16)	116
光大银行	0.86	1.77	1.09	1.73	0.64	1.34	1.40	1.53	2.07	0.54	116
平安银行	2.11	2.16	2.66	3.52	0.86	2.46	2.57	2.40	2.90	0.50	99
宁波银行	0.38	1.12	0.59	0.49	(0.10)	1.79	1.60	1.52	2.56	1.04	289
江阴银行	0.85	1.61	0.35	2.85	2.50	1.52	2.52	3.88	0.42	(3.46)	147
无锡银行	0.98	0.65	0.06	1.17	1.11	1.27	1.23	1.26	1.41	0.15	181
行业平均	0.64	1.02	0.90	1.21	0.31	1.15	1.13	1.19	1.30	0.10	125
大行	0.52	0.69	0.78	0.92	0.14	1.01	0.90	1.02	1.06	0.04	136
股份行	1.02	2.05	1.27	2.12	0.85	1.56	1.84	1.70	1.99	0.30	114

资料来源：万得，中银国际证券

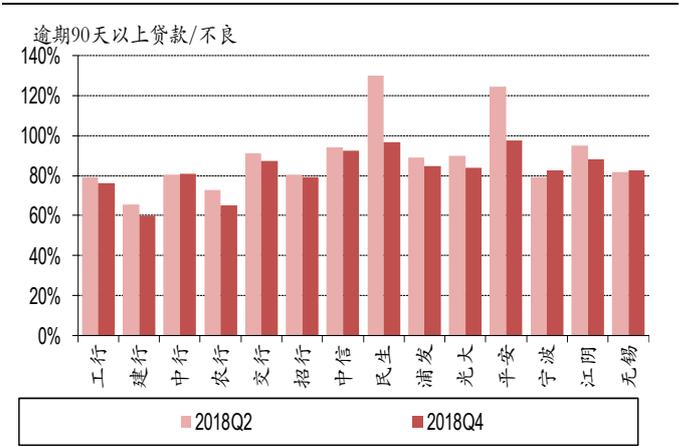
注：行业口径为加权口径

图表 26. 不良+关注整体下行



资料来源：万得，中银国际证券

图表 27. 逾期 90 天/不良偏离度均已压降至 100% 以内



资料来源：万得，中银国际证券

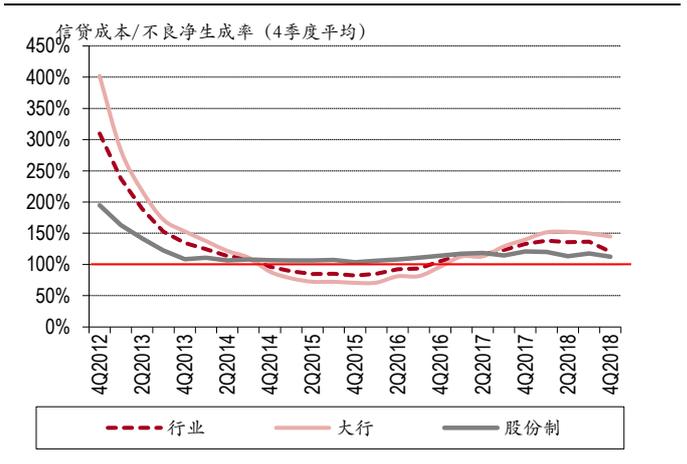
我们仍然沿用过去 4 个季度平均信贷成本与核销前不良净生成率的比例来模拟银行拨备计提的充足性。以 100% 为分界线，以上为拨备能够覆盖当期发生不良，以下为不能覆盖新发生风险，即净利润增长在透支存量拨备。上市银行整体连续九个季度回升至 100% 以上，显示出银行的拨备对当期不良的覆盖水平不断提升。

图表 28. 信贷成本覆盖情况整体稳定



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 29. 信贷成本能 100%覆盖净不良净生成率



资料来源: 万得, 中银国际证券

资本水平：资本水平提升，中小银行加快补充进程

从 2018 年 4 季度末行业整体资本情况来看，资本充足率以及核心一级资本充足率提升，资本金补充进程提速。结构上看，大行及股份制银行中的招行资本充足水平较高；而根据最新公告，核心一级资本充足率低于 9% 的银行包括中信、民生、华夏、平安、北京、南京、江苏和杭州。其中，中信、民生、华夏、平安均已发布融资计划，且华夏的定增已完成，中信、平安和江苏的可转债已完成发行，将于年内进入转股阶段。我们预计未来南京、杭州等银行后续也将通过外部融资以补充资本金。展望 2019 年来看，原先存在资本金压力的中小银行，经过资本金补充后，扩张能力修复。

图表 30. 大部分银行资本金率提升

	核心一级资本充足率 (%)					资本充足率 (%)				
	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	QoQ	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	QoQ
工商银行	12.64	12.33	12.48	12.98	0.50	15.09	14.73	14.81	15.39	0.58
建设银行	13.12	13.08	13.34	13.83	0.49	15.63	15.64	16.23	17.19	0.96
中国银行	10.94	10.99	11.14	11.10	(0.04)	13.87	13.78	14.16	14.97	0.81
农业银行	10.47	11.19	11.32	11.55	0.23	13.77	14.77	14.99	15.12	0.13
交通银行	10.74	10.63	10.87	11.16	0.29	14.00	13.86	14.08	14.37	0.29
招商银行	12.10	11.61	11.58	11.78	0.20	14.20	15.08	15.11	15.68	0.57
中信银行	8.58	8.53	8.65	8.62	(0.03)	11.85	11.34	12.23	12.47	0.24
民生银行	8.61	8.64	8.77	8.93	0.16	11.98	11.86	11.89	11.75	(0.14)
浦发银行	9.33	9.63	9.96	10.09	0.13	12.03	12.22	13.59	13.67	0.08
光大银行	9.24	8.85	8.89	9.15	0.26	13.32	12.68	12.69	13.01	0.32
平安银行	8.19	8.34	8.53	8.54	0.01	11.40	11.59	11.71	11.50	(0.21)
宁波银行	8.60	8.87	8.96	9.16	0.20	13.28	13.44	13.39	14.86	1.47
江阴银行	13.91	13.61	14.05	14.02	(0.03)	15.11	15.52	15.24	15.21	(0.03)
无锡银行	10.22	10.64	10.46	10.44	(0.02)	16.58	17.29	17.09	16.81	(0.28)

资料来源：上市公司财报、中银国际证券

图表 31. 上市银行资本补充进程

(%)	资本补充方式	融资规模	进度	最新公告的核心一级资本充足率
工行	优先股 1000 亿, 永续债 800 亿	1800 亿	股东大会通过; 董事会通过	12.98
建行				13.83
中行	优先股 1200 亿, 永续债 400 亿	1600 亿	股东大会通过; 完成发行	11.10
农行				11.55
交行	可转债 600 亿	600 亿	证监会核准	11.16
招行				11.78
中信	可转债 400 亿、优先股 400 亿	800 亿	完成发行, 2019 年 9 月进入转股期; 股东大会通过	8.62
民生	可转债 500 亿; 优先股	500 亿	股东大会通过; 股东大会通过	8.93
兴业	优先股 300 亿	300 亿	证监会核准	9.19*
浦发	可转债 500 亿	500 亿	股东大会通过	10.09
光大	优先股 350 亿	350 亿	发审委通过	9.15
华夏				8.01*
平安	可转债 260 亿	260 亿	完成发行, 19 年 7 月进入转股期	8.54
北京				8.77*
南京	定增 140 亿		被否	8.21*
宁波	定增 80 亿	80 亿	股东大会通过	9.16
上海				10.06*
江苏	可转债 200 亿	200 亿	完成发行, 19 年 9 月进入转股期	8.58*
贵阳				9.68*
杭州				8.21*
江阴	可转债 20 亿	20 亿	完成发行, 已进入转股期	14.02
无锡	可转债 30 亿	30 亿	完成发行, 已进入转股期	10.44
常熟	可转债 30 亿	30 亿	完成发行, 已进入转股期	9.7*
苏农	可转债 25 亿	25 亿	完成发行, 已进入转股期	11.06*
张家港	可转债 25 亿	25 亿	完成发行, 19 年 5 月进入转股期	11.39*

资料来源: 上市公司财报、中银国际证券

注: 标*的为 2018Q3 数据

投资建议

年初以来，随着宽信用政策效果的显现以及监管的宽松，前期市场对国内经济过度悲观的预期有所修正。年初以来银行股上涨 18.4%，涨幅明显跑输市场，相对表现存在改善空间。4 月进入经济数据与 1 季报披露期，我们认为板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平（对应 2019 年 0.85xPB）将对股价形成支撑，关注补涨机会。从长期来看，伴随 A 股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入将利好银行，重视板块长期配置价值。个股关注板块业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）与受益政策放松，边际改善延续的股份行和以南京银行、杭州银行为代表的区域性银行。



风险提示

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。

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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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