

行业研究/中期策略

2019年04月29日

行业评级:

银行 增持(维持)  
银行 II 增持(维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

**郭其伟** 执业证书编号: S0570517110002  
研究员 0755-23952805  
guoqiwei@htsc.com

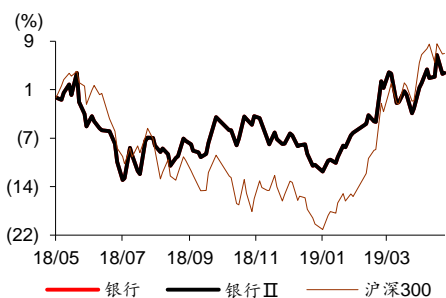
**孟蒙** 0755-82573832  
联系人 mengmeng@htsc.com

**蒋昭鹏** 0755-82492038  
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《常熟银行(601128,增持):存款高增长,农商行龙头稳固》2019.04
- 2《成都银行(601838,增持):高成长性持续,标杆城商行再启航》2019.04
- 3《平安银行(000001,买入):利润增速双位数,驶入业绩快车道》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 乘大资金之浪,紧握核心资产龙头

## 银行业 2019 年半年度投资策略

### 主线逻辑抓核心资产,副线逻辑看估值弹性

我们长期看好银行股,主要基于历史归因行情上扬因子已具备,基本面迎来量升价稳质优,以及大资金入场有望推动估值提升。当前阶段投资主线逻辑在于抓住具有核心资产禀赋,息差与资产质量更为稳健的优质银行。主线角度建议选择零售突出的平安银行、招商银行,以及资产禀赋优势突出的大型银行如交通银行。投资副线逻辑为看好具有估值弹性与修复空间银行,基本面优质且估值弹性较强、高速成长的标的有望表现优秀,建议选择高速成长的城商行标杆成都银行。

### 超额收益开始出现,长期有望估值修复

一季度银行板块处于滞涨状态,总体跑输于上证指数,主要原因在于一季度市场上行初期高弹性板块受到集中关注,而基本面持续稳健向好的银行则关注度偏低。随着市场估值中枢上行,4月11日起银行股开始相对上证指数出现相对收益。从历史来看,宽信用启动和经济企稳阶段银行往往具有相对收益机会,当前阶段信用环境和经济基本面两个驱动因子都已一定程度具备,此外 M1 增速回升叠加银行估值低位,银行估值修复空间可观。

### 基本面量升价稳质优,两大预期差深入演绎

银行基本面正迎来量升价稳质优,我们持续发声的预期差逻辑深入演绎,银行稳健基本面在各行业板块中或将凸显比较优势。宽信用深入推进,政策成效凸显,银行业量升趋势明朗,资产扩张将是银行业 2019 年盈利释放的核心驱动,资本充裕并且具有核心资产优势的银行更受益。资产优势主要在两方面,第一是渠道和客户具有扎实基础,主要为大型银行,第二是在细分类型资产上具有组织优势,主要为零售型银行。我们前期持续提出的两大预期差继续演绎,一是息差企稳,部分资产端具优势银行尚有提升空间,二是资产质量稳健,信贷成本压力缓和。

### 大资金有望入市,促板块估值提升

长期稳定资金有望进入 A 股市场,银行股估值有望提升。首先,资本市场对外开放促使外资入场,包括 QFII 制度改革及扩容、A 股纳入 MSCI 因子提升等,外资对银行股的偏好推动估值修复。其次,理财子公司加速落地,银行股作为低波动标的有望受理财资金偏爱。第三,打通社保基金、保险、企业年金等各类机构投资者的入市瓶颈,保险及社保资金体量大、考核区间长、以保值增值为主要目标,具有高股息率的银行股有望成为良好配置标的。第四,科创板即将启动,有望吸引更多长期资金入市,银行股或为底仓配置的优秀品种。

### 基本面继续稳健,估值有望上行

我们认为当前正是银行板块行情启动的曙光期,政治局定调强化结构性改革,银行经营环境长期改善,基本面有望向好,估值有望提升。外资、理财、保险等长线资金入市催化,银行行情有望升华,建议积极配置。

风险提示:经济下行超预期,资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601838	成都银行	9.13	增持	1.29	1.55	1.86	2.22	7.08	5.89	4.91	4.11
601328	交通银行	6.18	增持	0.99	1.06	1.14	1.23	6.24	5.83	5.42	5.02
000001	平安银行	13.79	买入	1.45	1.65	1.92	2.24	9.51	8.36	7.18	6.16
600036	招商银行	34.36	增持	3.19	3.70	4.32	5.10	10.77	9.29	7.95	6.74

资料来源:华泰证券研究所

## 正文目录

序言：金融改革风起，大资金入场，核心资产为王 .....	4
行情回顾：相对收益开始出现，长期看估值修复 .....	6
短期：大盘强势回暖，相对收益开始出现 .....	6
长期：M1 定买卖，流动性与经济企稳推升板块 .....	7
重提 M1 定买卖，流动性再次主导市场 .....	7
回溯三轮宽信用，经济企稳有望驱动相对收益 .....	7
过度悲观预期压制估值，预计修复空间可观 .....	9
基本面：资产扩张深入，价与质构筑预期差 .....	11
宽信用深入：关注资产禀赋，两类银行更受益 .....	11
预期差一：资产定价压力缓和，负债成本有望继续低位 .....	11
预期差二：不良贷款剪刀差消化，信贷成本压力缓和 .....	13
预期差三：理财子公司加速落地，中间收入有望回暖 .....	15
资金面：资本市场改革开放，长期资金促估值抬升 .....	17
投资逻辑：“改革+基本面+大资金”三大因素驱动估值修复 .....	21
选股主线：关注核心资产禀赋 .....	21
选股副线：看好较强估值弹性 .....	21
成都银行：西部城商行标杆，高成长性可持续 .....	21
交通银行：基本面改善，大行具核心资产禀赋 .....	22
平安银行：零售转型提质增效，基本面改善显著 .....	23
招商银行：零售龙头银行，基本面多维度优异 .....	23
风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1: 2019 年半年度银行投资策略逻辑图 .....	5
图表 2: 2019 年初以来银行指数走势 .....	6
图表 3: 2019 年初以来银行股较上证指数的相对涨幅分四个阶段 .....	6
图表 4: 2019 年以来股份行、区域性银行股价表现好于大行 .....	6
图表 5: 个股股价今年涨幅分化 (截至 2019 年 4 月 29 日) .....	6
图表 6: 长期看 M1 增速是股市的重要参考指标 .....	7
图表 7: 三轮经济企稳阶段, 银行相对收益配置价值抬升 .....	7
图表 8: 三轮流动性与信用宽松环境, 银行板块均凸显更强配置价值 .....	8
图表 9: 2008-2009 年、2011-2012 年、2014-2015 年三轮宽信用周期, 银行板块均有相对收益配置价值 .....	8
图表 10: 银行绝对估值与相对估值均处于历史低位, 或较大修复空间 .....	9
图表 11: 各类型银行 PB (LF): 国有大行估值目前最低, 修复空间或更为可观 .....	9
图表 12: 银行隐含不良贷款比率计算方法 .....	10
图表 13: 2019 年以来存款类金融机构资金运用增速持续提升 .....	11
图表 14: 2019 年以来社融增速逐步回升, 3 月社融超预期 .....	11
图表 15: 2019 年以来企业债收益率回升, 贷款定价压力一定程度缓和 .....	12
图表 16: 非标投资比例较高银行, 金融投资收益率也相对较高 .....	12
图表 17: 2019 年以来同业市场利率继续处于低位, 预计持续支撑银行净息差 .....	13
图表 18: 2019 年以来产业债信用利差呈缩小趋势 .....	13
图表 19: 2017 年末共 13 家上市银行不良贷款偏离度高于 100%, 但 2018 年末基本已降至 100% 以下 .....	14
图表 20: 2017-2018 年单季存款类金融机构贷款核销: 不良贷款核销提速 .....	14
图表 21: 2018 年商业银行拨备覆盖率逐季提升 .....	15
图表 22: 银行理财业务监管体系的建立过程 .....	15
图表 23: 2019 年以来表外融资降幅收窄, 呈现回暖趋势 .....	16
图表 24: 2019 年 Q1 末沪深股通银行持股仓比例较国内资金更高 .....	17
图表 25: A 股在 MACI 中的纳入因子由 5% 提升至 20% 将带来增量资金 4073 亿元 .....	17
图表 26: MSCI 中 A 股纳入因子由 5% 提升至 20% 带来的增量资金测算 .....	18
图表 27: 2018 年末非保本理财中一般个人类占比达 63% .....	18
图表 28: 近五年各行业日涨跌幅标准差: 银行板块波动率最小 .....	19
图表 29: 保险资金股票和基金投资余额及占比: 预计增量资金 6538 亿元 .....	19
图表 30: 科创板网下投资者以 20% 的银行为底仓有望为银行带来 2512 亿元增量资金 .....	20
图表 31: 成都银行——西部城商行标杆, 高成长性可持续 .....	22
图表 32: 交通银行——基本面多维度改善, 大行具有核心资产优势 .....	22
图表 33: 平安银行——集团持续支持, 零售转型提质增效 .....	23
图表 34: 招商银行——零售龙头银行, 基本面多维度优异 .....	24

## 序言：金融改革风起，大资金入场，核心资产为王

我们长期看好银行股，主要基于历史归因行情上扬因子已具备，基本面迎来自升价稳质优，以及金融改革加速、大资金入场推动。一季度银行板块处于滞涨状态，总体跑输于上证指数，主要原因在于一季度市场上行初期高弹性板块受到集中关注，而基本面持续稳健向好的银行则关注度偏低。我们认为当前正是银行板块行情启动的曙光期，主要是基于历史相对收益的因子分析、现在银行基本面的客观判断，以及不远的未来金融改革加速、大资金持续入场的驱动。

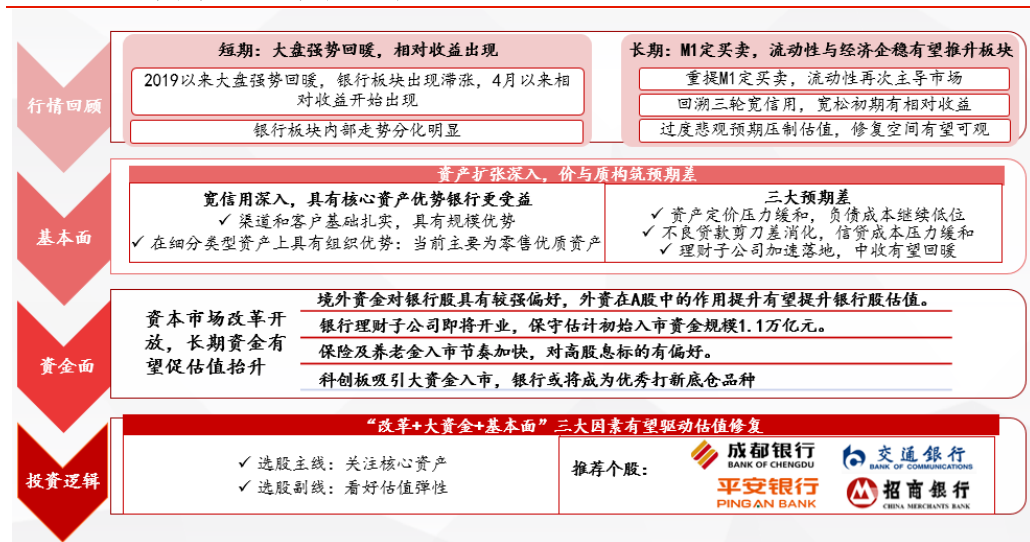
首先是对历史归因，宽信用启动和经济企稳阶段银行往往具有相对收益机会，当前阶段两者都一定程度具备，更进一步 M1 增速回升叠加银行估值低位，银行估值修复空间可观。回顾 2008 年以来的三轮宽信用周期，在政策改善预期与信用环境宽松推动下，银行板块均在宽信用初期、经济企稳阶段迎来显著相对收益机会，如 2009 年上半年、2012 年下半年、2015 年下半年等阶段，持续时间均达 2-3 个季度。当前阶段银行正迎来宽信用深入、经济初步企稳的外部环境，已具备了历史驱动相对收益的关键因子。

第二是银行基本面正迎来自升价稳质优，我们持续发声的预期差逻辑深入演绎，银行稳健基本面在各行业板块中或将凸显比较优势。2019 年初以来宽信用深入推进，政策成效凸显，银行业量升趋势明朗。资产扩张将是银行业 2019 年盈利释放的核心驱动，资本充裕并且具有核心资产优势的银行更受益于本轮宽信用环境。核心资产优势主要在两方面，第一是渠道和客户基础更为扎实，主要是物理网点、线上渠道和结算基本户具有比较优势的大型银行，第二是在细分类型资产上具有组织优势，当前阶段主要是优质零售资产对银行基本面更具有支撑。资产扩张深入推进，而我们前期持续提出的银行基本面两大预期差继续演绎，一是息差企稳，部分资产端具优势银行尚有上行空间，二是资产质量稳健，信贷成本压力缓和。银行正迎来自升价稳质优环境，基本面持续改善。

最后是金融改革加速，大资金有望入场，高股息、高流动性、基本面稳健的银行股更受青睐，有望推动银行估值上行。长期资金主要包括境外资金、银行理财资金、保险资金和养老金等。一是境外资金对银行股具有较强偏好，MSCI 指数等纳入 A 股并提高权重，有望带动外资持续流入，有利于提升银行股估值。二是银行理财子公司即将开业，银行客群以低风险偏好的一般个人投资者为主（据中国理财网《中国银行业理财市场报告（2018 年）》的数据，2018 年末占比为 63%），理财资金入市有望多配低波动板块，银行股则是良好选择。第三，保险及养老金入市节奏加快，保险和养老金资金规模较大、来源稳定、考核区间长、以保值增值为主要目标，银行股有望成为其重点配置标的。第四，科创板即将启动，投资者参与科创板网下询价需要一定规模的市值作为底仓，银行股具有低估值、低波动、高股息、高流动性等属性，是底仓配置的优秀品种。多种长期资金有望入场，为银行板块估值持续提升赋予条件。

当前阶段投资主线逻辑在于抓住资本充裕具有资产扩张空间，具有核心资产优势，息差与资产质量更为稳健的优质银行。从量升角度看，具有优质资产组织能力的银行更大程度享受政策环境红利。从价稳角度看，宽信用环境下零售转型具有优势、有获取高收益资产能力的银行将在息差上更具有支撑。主线角度建议选择零售战略成效显著的平安银行、资本充裕的零售龙头招商银行，以及资产组织禀赋优势突出的大型银行，如交通银行。投资副线逻辑为市场走势向上环境下，估值具有弹性和修复空间的优质标的更具有提升空间。建议选择高速成长、估值有提升空间的城商行标杆成都银行。

图表1：2019年半年度银行投资策略逻辑图



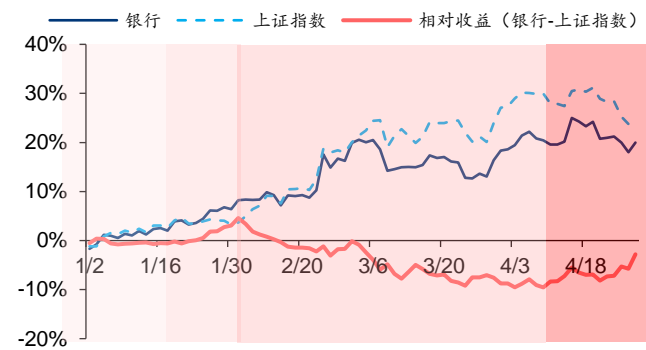
资料来源：华泰证券研究所

## 行情回顾：相对收益开始出现，长期看估值修复

### 短期：大盘强势回暖，相对收益开始出现

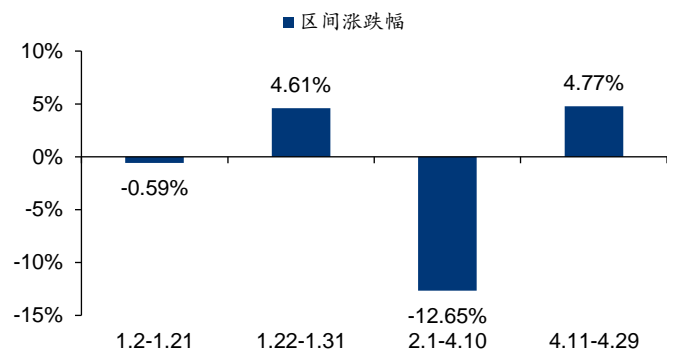
在大盘整体强势的背景下，2019年以来银行板块涨幅可观，4月11日以来出现相对收益。从上年末至2019年4月29日，银行指数累计上涨19.98%，跑输上证指数2.82pct。银行股走势大致可分为三个阶段：第一阶段是1月2日至1月21日。1月2日-4日央行两次降准微调，银行板块温和上涨，与上证指数走势基本一致。第二阶段是1月22日至1月31日，央行于1月中旬发布2018年12月社融数据，贷款及企业债券开始回暖，催化银行板块取得超额收益。第三阶段是2月1日至4月10日，市场行情启动，行情初期资金流向高弹性板块，银行板块出现滞涨，期间银行股跑输上证指数。第四阶段为4月11日至今，随着市场估值中枢上移，银行股再度走出相对收益行情。

图表2：2019年初以来银行指数走势



注：不同背景色代表四个时间阶段  
资料来源：Wind，华泰证券研究所

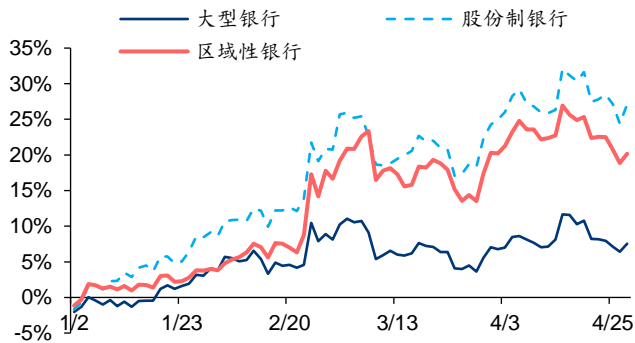
图表3：2019年初以来银行股较上证指数的相对涨幅分四个阶段



资料来源：Wind，华泰证券研究所

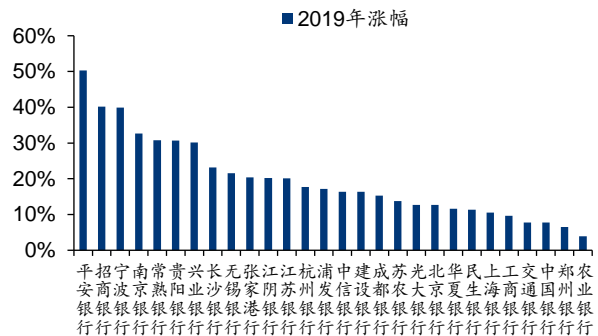
**银行板块内部走势分化明显。**受政策环境宽松、同业利率持续下行等因素影响，银行板块涨幅总体呈现股份行>区域性银行>大型银行的格局。从上年末到2019年4月29日，股份行指数上涨27.11%，区域性银行指数上涨20.18%，大型银行指数上涨7.52%。2019年金融供给侧改革强调提高中小银行的数量及业务比重，中小银行的战略地位提升；同业负债成本持续下行，对同业负债占比较高的中小行基本面也形成了呵护，因此中小行走势相对较好。个股层面，年初以来涨幅较高的标的包括平安银行(50.32%)、招商银行(40.20%)、宁波银行(39.95%)、南京银行(32.66%)、常熟银行(30.78%)，反映市场对转型领先的零售型银行、基本面优质的高成长区域性银行的青睐。

图表4：2019年以来股份行、区域性银行股价表现好于大行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：个股股价今年涨幅分化（截至2019年4月29日）



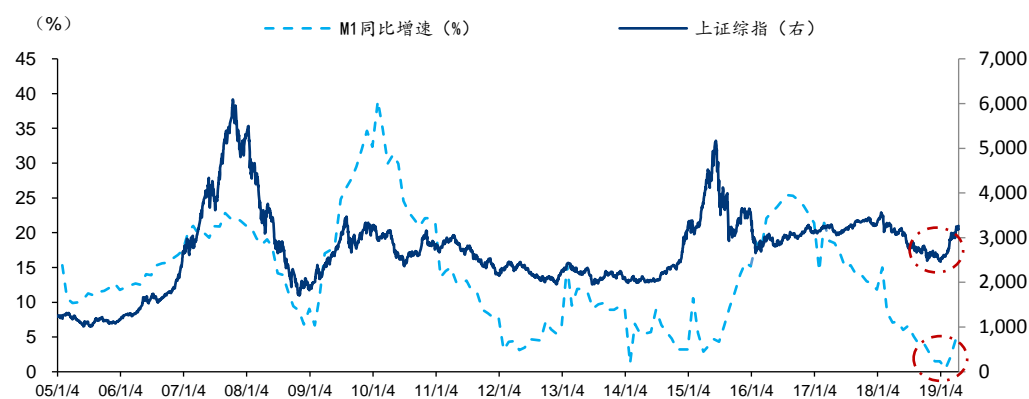
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 长期：M1 定买卖，流动性与经济企稳推升板块

### 重提 M1 定买卖，流动性再次主导市场

**M1 定买卖是我们多年来坚持的核心投资逻辑。**M1 增速低位走高反映了企业活力增强，流动性改善，市场预期修复，对于股市走强有直接贡献。2015 年以来两者关联度稍有减弱。2015-2016 年受股市大起大落的脉冲式影响，虽然 M1 增速触底回升，但股指总体高位回落。2017 年以来在金融去杠杆、影子银行严监管的背景下，影子银行派生流动性主动被挤出，M1 增速持续走低。但值得注意的是，2018 年以来，以资管新规为主体的顶层四梁八柱搭建为标志，金融去杠杆基本告一段落。在挤出大量影子银行流动性后，市场重归相对健康、透明、内生状态。2018 年下半年以来宏观政策强调逆周期调节，符合 M1 定买卖的政策预期驱动投资逻辑。2019 年以来 M1 增速触底回升，股市受流动性驱动的投资逻辑再次凸显，M1 定买卖重提正逢其时。

图表6：长期看 M1 增速是股市的重要参考指标

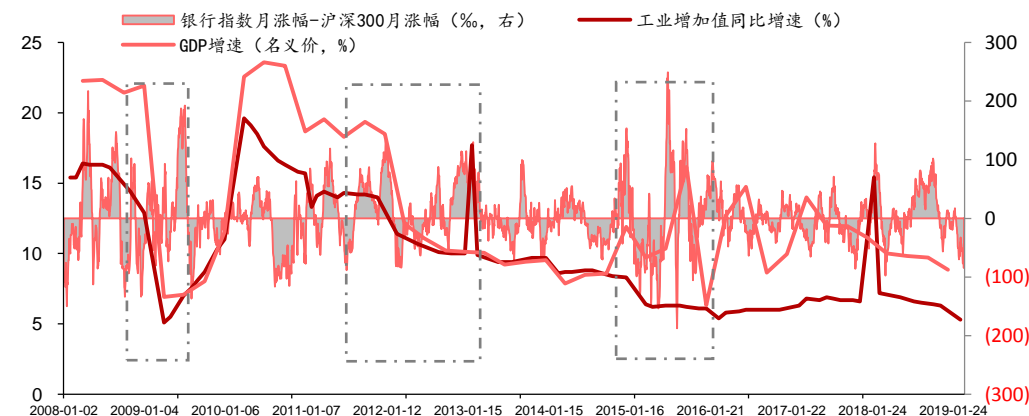


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 回溯三轮宽信用，经济企稳有望驱动相对收益

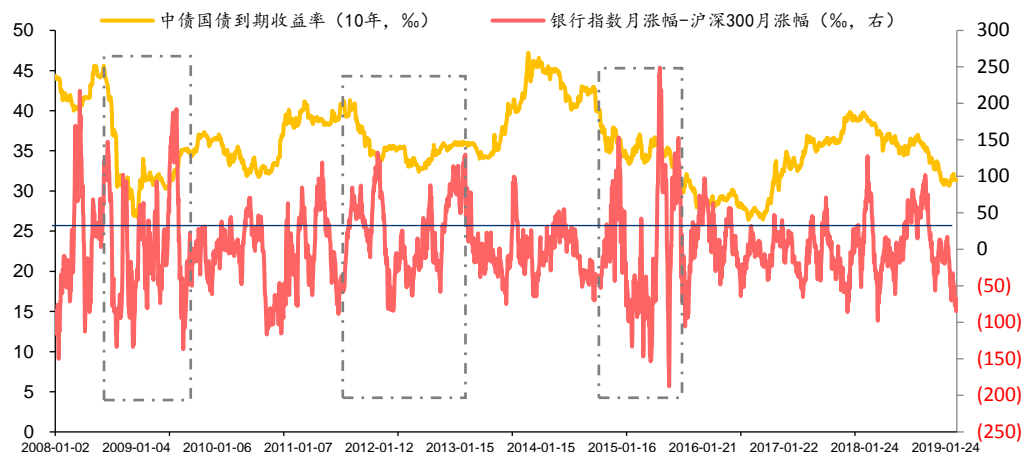
回顾历史上与本轮环境相似的三轮宽信用周期，发现在流动性环境宽松、政策驱动预期改善以及经济企稳回暖的多个阶段银行均具有显著的相对收益机会，当前阶段经济企稳信号初现。我们在 3 月 22 日发布的《制度改革与大资金，促银行行情升华》银行股复盘与展望报告中，从经济周期、信用环境、市场行情三个维度观察并拆解银行板块历史行情驱动因子。我们认为宽信用、经济企稳对银行板块取得相对收益具有强正向贡献，宽信用时期，牛市风格与熊市风格下银行板块均具有相对收益机会。其中，经济周期以工业增加值增速衡量，信用环境以无风险利率（10 年期国债收益率）与金融机构资金运用增速衡量，市场行情采用上证综指衡量。

图表7：三轮经济企稳阶段，银行相对收益配置价值抬升



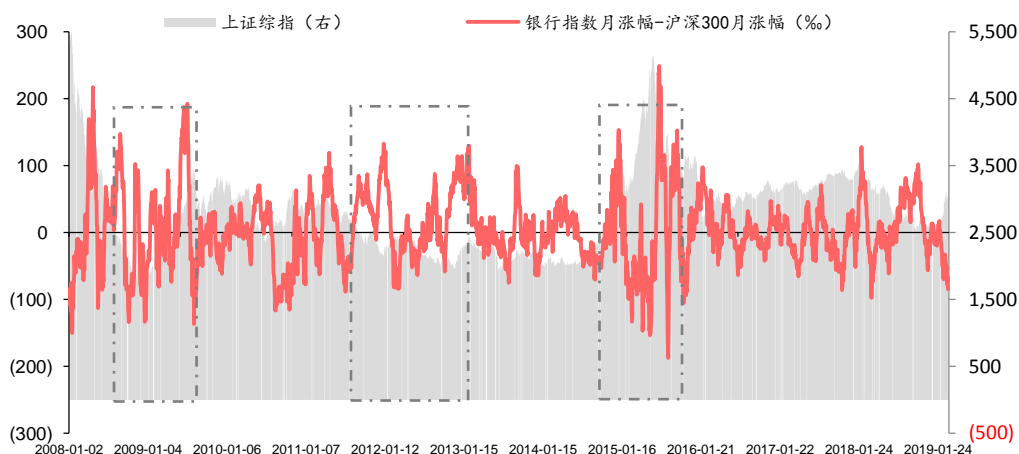
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表8： 三轮流动性与信用宽松环境，银行板块均凸显更强配置价值**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表9： 2008-2009年、2011-2012年、2014-2015年三轮宽信用周期，银行板块均有相对收益配置价值**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2008年以来银行板块相对收益行情集中于2008-2009年、2011-2012年、2014-2015年，三轮行情均具有上述经济周期、信用环境上的相似点，而市场行情则具有差异。

**三轮行情都伴随经济承压、信用环境宽松。**经济走弱，刺激政策适时出台，扭转市场预期，改善流动性与信用环境。第一轮周期2008-2009年，内外部风险因素传导、工业增加值增速2008年持续下行，2008年三季度起刺激政策陆续出台，连续两个月2次降准、2次降息，2008年11月中央提出四万亿投资计划。第二轮周期2011-2012年经济面临增速显著换挡压力，央行连续启动降准、降息。第三轮周期2014-2015年经济数据再度走弱，货币政策适时宽松，9月推出PSL（抵押补充贷款工具）和MLF（中期借贷便利），11月实施不对称降息，2015年连续降准降息等。上述三轮周期在政策改善市场预期与信用环境宽松推动下，银行板块均在宽信用初期、经济企稳阶段迎来显著相对收益机会，如2009年上半年、2012年下半年、2015年下半年等阶段，持续时间均达2-3个季度。

**而市场行情偏牛与偏熊，银行板块均有相对收益机会。**市场环境偏牛，银行板块相对收益机会主要聚集在牛市行情中端及后期，前期上涨较快行情中银行尾部反弹涨幅更大，如2009年上半年、2015年下半年。慢牛行情中银行持续具有波段性相对收益机会，频率相对均匀，与财报行情吻合度较高。而当市场环境偏熊，银行则具有更显著的相对收益机会，如2011-2012年，主要是银行基本面平稳、股息率较高及流动性较好，配置价值突出。



总结而言，拆解经济周期、信用环境与市场行情对于银行板块的驱动因子，信用宽松、经济企稳均能推动银行板块上行，市场行情偏牛的中后端以及市场环境偏熊的全周期，银行均有相对收益机会。当前阶段经济企稳信号初现，3月PMI指标重回荣枯线以上，3月GDP增速、工业增加值增速等宏观数据有所回暖。从历史行情分析，经济企稳阶段银行有望获得相对收益，主要是银行基本面更具支撑，以及市场预期改善。当前阶段也具备此项特征，我们认为银行相对收益行情或正在拉开。

### 过度悲观预期压制估值，预计修复空间可观

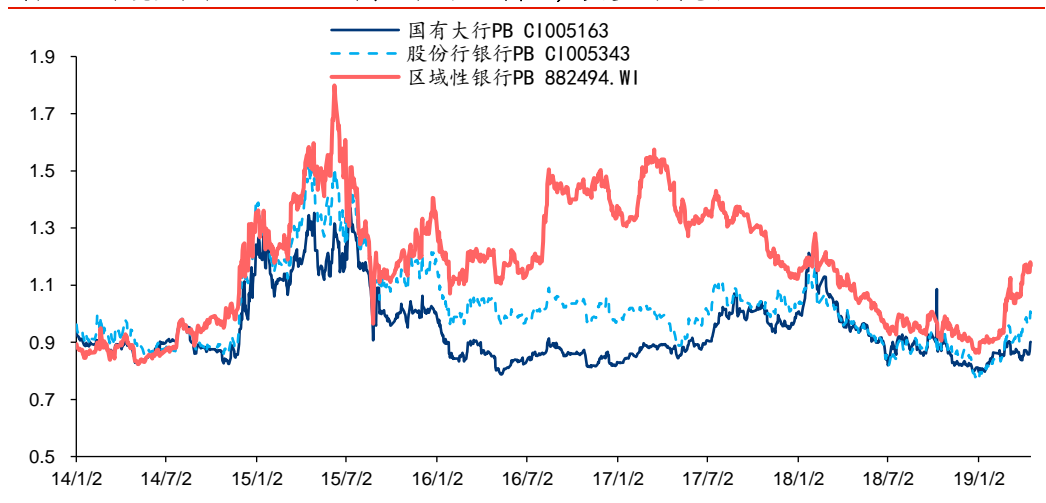
当前银行板块绝对估值与相对估值仍处于历史低位，基本面支撑下或有较大修复空间。截止2019年4月29日银行相对估值（银行指数PB/沪深300指数PB）约0.59倍，银行板块Wind一致预测2019年PB约为0.89倍，处于历史相对低位水平。当前银行0.89倍2019年预测PB对应的隐含上市银行不良贷款比率约为6.59%。根据银保监会监管数据，商业银行2018年末的不良贷款率为1.83%，2018年Q3末上市银行不良贷款比率约为1.54%，2018年Q2末上市银行逾期类贷款比率约为1.72%。从各角度来看，当前银行估值隐含的不良贷款比率均蕴含了对于银行资产质量的过度悲观预期，而随着银行基本面（尤其是资产质量）持续稳健，市场认识修复驱动银行估值持续改善，有望形成较大预期差机会。

图表10： 银行绝对估值与相对估值均处于历史低位，或较大修复空间



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 各类型银行PB(LF)：国有大行估值目前最低，修复空间或更为可观



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表12： 银行隐含不良贷款比率计算方法**

步骤	银行隐含不良贷款比率计算方法
测算思路	按照悲观预期假设，估值 P/B 破净的含义是在一定投资期限内不良损失侵蚀资产减值准备余额、当期全部净利润后，继续侵蚀公司净资产，以至投资者无法收回投入资本。目前板块 2019 年 0.89xPB 的动态估值内涵即上市银行 2019 年加总不良贷款为 2019 年拨备余额+2019 年净利润+破净倍数*2019 年净资产之和
	$\begin{aligned} \text{隐含不良贷款总额 (2019)} &= \text{净利润 (2019)} + (1 - \text{银行市净率}) * \text{净资产 (2019)} + \text{拨备 (2019)} \\ &= 1.59 \text{ 万亿元} + (1 - 0.89) * 13.28 \text{ 万亿元} + 3.23 \text{ 万亿元} \\ &= 6.33 \text{ 万亿元} \end{aligned}$
	$\begin{aligned} \text{银行不良贷款比率 (2019)} &= \text{隐含不良贷款总额} / \text{贷款余额 (2019)} \\ &= 6.33 / 96.11 = 6.59\% \end{aligned}$

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

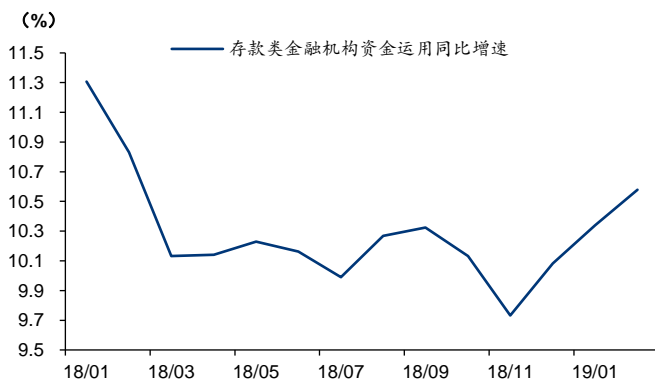
## 基本面：资产扩张深入，价与质构筑预期差

### 宽信用深入：关注资产禀赋，两类银行更受益

2019年初以来宏观经济政策逆周期调节适度，宽信用深入推进，政策成效凸显，银行业量升趋势明朗。2019年初普惠金融降准考核口径调整与全面降准1pct，监管支持银行多渠道补充资本并推动永续债发行，多维度提升银行信贷供给能力与信贷供给意愿。政策驱动下宽信用逐步深入，银行信贷扩张带动资产增速提升较为显著。2019年以来社融趋暖，3月社融数据大幅超预期，信贷与非标发力，进一步确认信用扩张信号。资产扩张将是银行业2019年盈利释放的核心驱动，资本充裕并且具有核心资产优势的银行将更受益于本轮宽信用环境。

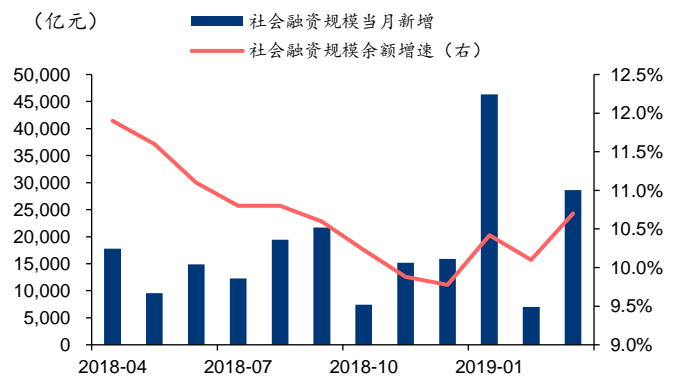
核心资产优势主要在两方面，第一是渠道和客户基础扎实，主要体现在物理网点、线上渠道和结算基本户的规模优势，第二是在细分类型资产上具有组织优势。首先，渠道和客户基础赋予银行获取资产的核心禀赋。渠道和客户基础体现在三方面，一是网点基础，二是线上渠道，三是结算基本户，以上三点是银行与客户获取联系并深度联接的关键纽带。具备渠道和客户基础的银行对于获取资产具有先发优势和客户基础，该类禀赋主要是规模优势突出的大行具有。另外一类核心资产优势为在细分资产类型上具有比较优势，在当前阶段主要体现为零售优质资产的组织优势，在宽信用时期资产质量和息差更为稳健，对于基本面形成较强支撑。

图表13：2019年以来存款类金融机构资金运用增速持续提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：2019年以来社融增速逐步回升，3月社融超预期



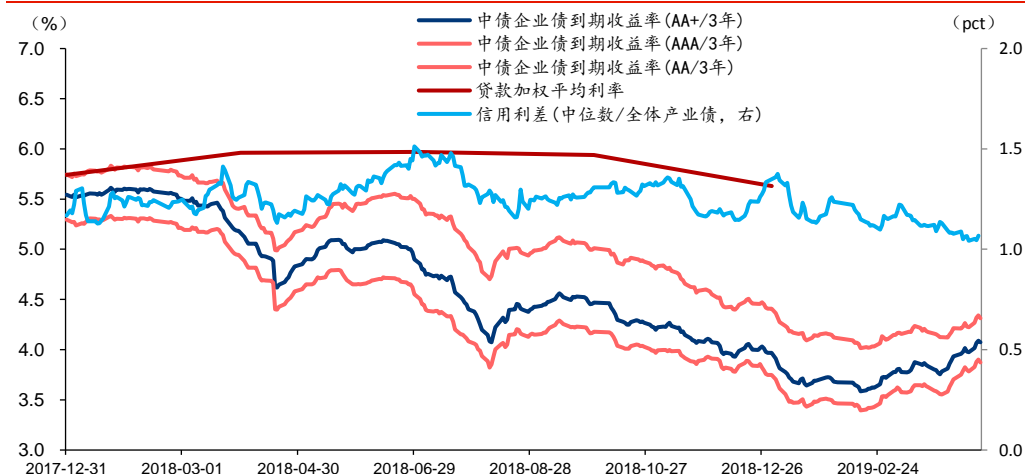
资料来源：Wind，华泰证券研究所

资产扩张深入推进，银行基本面两大预期差继续演绎，一是息差企稳，部分资产端优势银行尚有上行空间，二是资产质量稳健，信贷成本压力缓和。价的维度，经济处于企稳初期，流动性预计相对宽裕，市场化负债成本预计继续处于低位，对净息差具有较强支撑，另外本轮宽信用周期还伴随行业零售转型与加大民企与小微融资支持，这两种资产收益相对较高，对息差支撑更强。质的维度，2019年以来减税降费让利政策超预期落地，切实改善企业经营环境，经济数据释放回暖信号，银行业资产质量有望继续平稳。银行业正迎来自量升价稳质优环境，基本面持续改善。

### 预期差一：资产定价压力缓和，负债成本有望继续低位

资产端贷款定价有望企稳，小微一定程度贡献，非标投资回暖，三重支撑下资产收益有望企稳上行。第一是贷款定价有望企稳。由于债权融资的替代效应，贷款定价与企业债收益率走势在一定程度上相近。我们观察2019年初以来的企业债收益率走势，各信用等级、各期限的企业债收益率均呈现触底回升趋势。在信用利差继续下行的背景下，企业债收益率上行一方面反映无风险利率中枢具有上行动力，另一方面也反映了企业较为充沛的融资需求，以上两者都有望推动贷款利率企稳甚至上行。

**图表15： 2019年以来企业债收益率回升，贷款定价压力一定程度缓和**

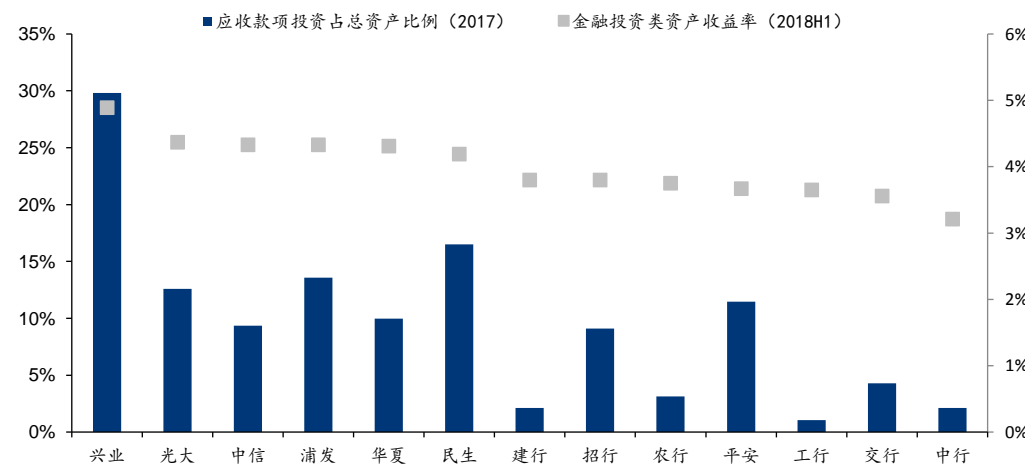


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**第二是加大民企和小微贷款配置有助于支撑资产收益。**监管明确引导银行加大对民营企业与小微企业融资支持，小微企业融资成本有望进一步下行。但由于信用风险溢价客观存在，小微企业贷款利率需要一定溢价覆盖风险。根据2018年四季度货币政策执行报告，12月新发放小微企业贷款利率为6.28%，较上年同期下降了0.26pct，但较银行贷款平均利率5.63%仍然高出65bp。2019年监管继续引导银行加大小微和民企信贷投放，优化供给结构。小微企业融资成本有望进一步下行，但基于小微企业经营较高波动性，较一般性贷款定价仍具有一定风险溢价，对银行息差会形成一定支撑。

**第三是相对高收益的非标资产回暖，有望支撑资产端定价。**2019年初以来以非标为主的表外融资回暖，央行社融数据显示一季度信托贷款合计新增838亿元，同比止跌回升。信托贷款是银行资金投放非标资产的重要渠道，虽然信托贷款规模目前投放总量仍然较小，但反映了非标投资回暖趋势。社融口径难以完整测度银行非标投资规模，较多非标投资以收益权转让等其他形式存续在社融体系之外。非标资产主要为信贷难以满足的一部分融资需求，定价相对较高，从历史数据可看到投资非标资产比例较高的银行其金融投资类资产收益率也较高。非标回暖对于银行资产端收益企稳具有较强支撑。

**图表16： 非标投资比例较高银行，金融投资收益率也相对较高**

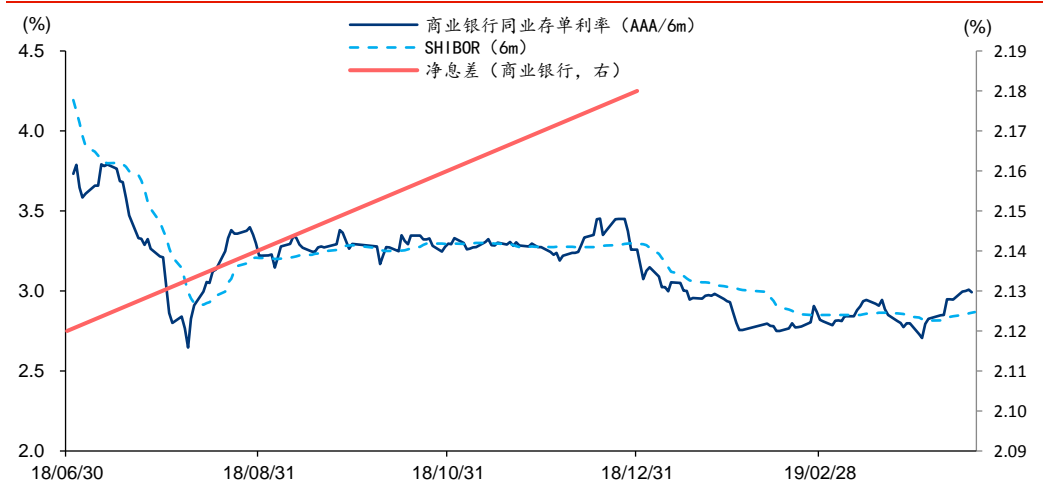


注：由于2018年上述银行大部分已切换为ifrs9准则，不再设置应收款项类投资科目，因此此处取2017年末数据

资料来源：Wind，华泰证券研究所

负债端同业负债成本预计仍处于低位，对息差形成持续贡献。2019年4月12日央行一季度货币政策例会，定调货币政策需要“把好货币供给总闸门”，保持流动性合理充裕。一季度以来社融超预期回暖，经济企稳信号释放，增长压力缓和，宽松政策预期一定程度降低。但经济仍处于修复初期，流动性充裕环境预计仍将维持，同业负债成本处于低位也将一定阶段继续。负债成本处于低位有望对于息差形成持续支撑。

图表17： 2019年以来同业市场利率继续处于低位，预计持续支撑银行净息差

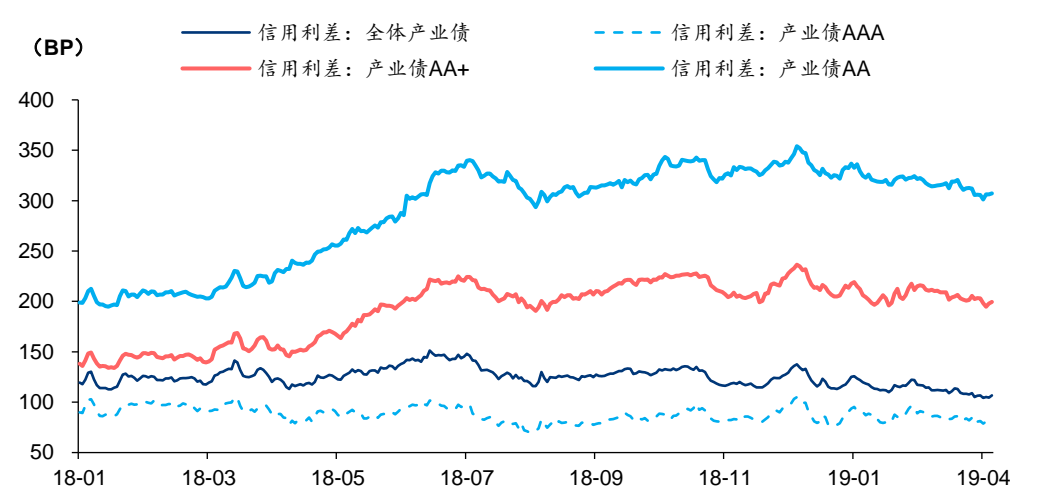


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**预期差二：不良贷款剪刀差消化，信贷成本压力缓和**

2019年信用风险缓释超预期，我们预计银行资产质量将保持稳健。根据银保监会的监管数据，2018年末商业银行不良贷款率为1.83%，较9月末下降4bp，资产质量呈现向好态势。2019年以来，随着政策逆周期调节加速，实体经济的经营改善好于预期。产业债信用利差收窄明显，银行面临的信用风险也有望边际改善。此外，目前银行业已多措并举夯实资产质量、增强风险抵补能力，因此我们认为2019年上市银行资产质量有望保持稳健。

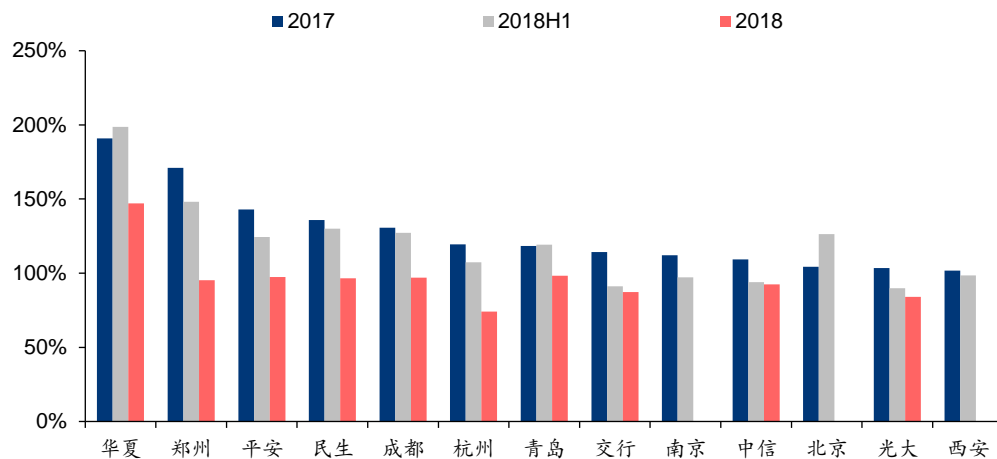
图表18： 2019年以来产业债信用利差呈缩小趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

商业银行夯实资产质量的主要措施有：消化不良贷款剪刀差、加大不良贷款处置力度、增厚拨备。第一，2018年末逾期90+贷款/不良贷款比例已小于90%，隐性资产质量压力减轻。2018年3月银监会根据贷款分类准确性等标准将拨备覆盖率、拨贷比监管要求分别由150%调整为120%~150%、由2.5%调整为1.5%~2.5%，鼓励银行加速不良贷款确认。银保监会透露2018年末银行业不良贷款偏离度已降至90%以下。根据上市银行年报数据，不良贷款偏离度高于100%的上市银行已基本将偏离度降至100%以下。

图表19：2017年末共13家上市银行不良贷款偏离度高于100%，但2018年末基本已降至100%以下

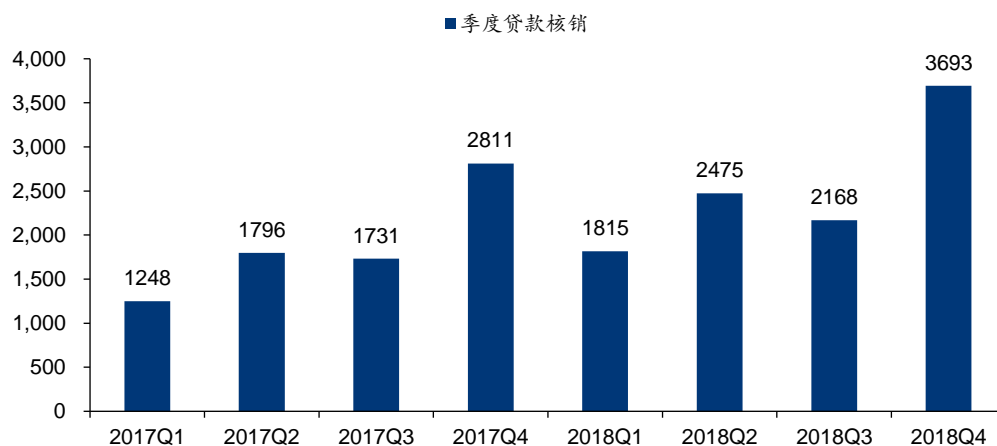


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

第二，不良贷款处置力度加大。据央行的贷款核销数据，2018年不良贷款和核销额高达10151亿元，同比增长34%。2019年监管层继续鼓励不良贷款核销，尽早解决存量不良贷款包袱。

图表20：2017-2018年单季存款类金融机构贷款核销：不良贷款核销提速

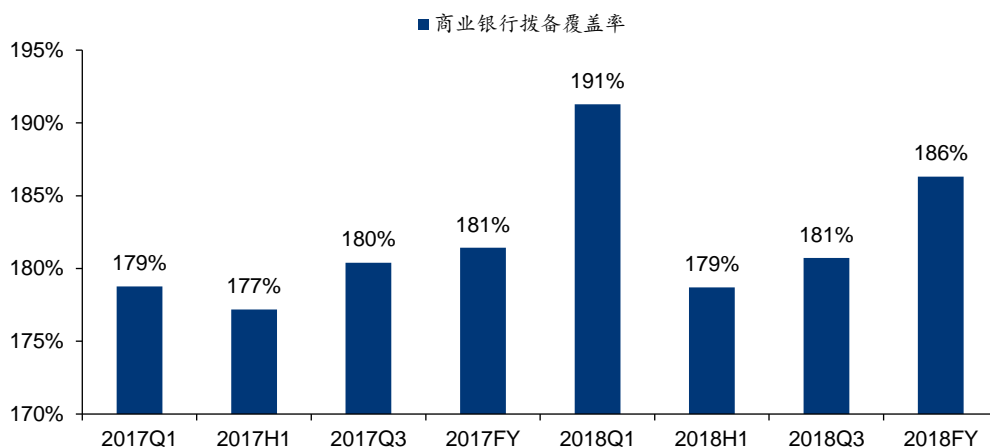
(亿元)



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

第三，拨备覆盖率提升，抵御风险能力增强，有利于后续利润释放。2018年末商业银行拨备覆盖率为186%，较Q3末提升5pct，达到2016年以来的较高水平。在监管层将拨备覆盖率监管要求放低至120%~150%的背景下，行业具有更强的风险抵补空间。继续提升拨备覆盖率有利于后续利润释放。

**图表21： 2018年商业银行拨备覆盖率逐季提升**



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

### 预期差三：理财子公司加速落地，中间收入有望回暖

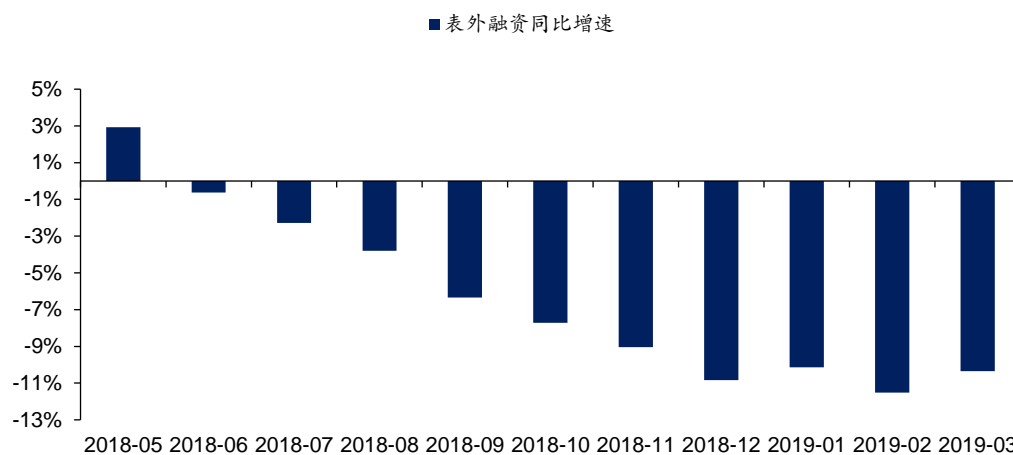
银行理财转型框架确定后，2019年理财子公司有望陆续开业。从2017年11月的资管新规征求意见稿至2018年12月的《理财子公司管理办法》，银行理财业务的三层次监管体系（大资管行业、银行理财、理财子公司）已基本建立，理财转型步入新的阶段。五大行、光大银行、招商银行的理财子公司自2018年12月起陆续获银保监会审批通过，目前已进入筹建阶段。建设银行预计其理财子公司将在上半年开业，我们认为其他大行的理财子公司也有望陆续成立，理财子公司的七大利好（包括：不设销售起点、公募产品可直接投资股票、代销范围扩大、无需强制面签、可与私募合作、允许发行分级产品、取消非标余额不超过银行总资产4%限制）即将兑现。

**图表22： 银行理财业务监管体系的建立过程**

时间	文件
2017年11月17日	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》
2018年4月27日	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》
2018年7月20日	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》
2018年7月20日	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》
2018年9月28日	《商业银行理财业务监督管理办法》
2018年10月19日	《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》
2018年12月2日	《商业银行理财子公司管理办法》
2018年12月-2019年4月	五大行、光大银行、招商银行的理财子公司先后获银保监会批准

资料来源：中国人民银行，银保监会，华泰证券研究所

2019年以来表外融资拐点出现，有望带动理财收入回暖。2018年上市银行理财规模基本平稳，但理财收入下滑明显。11家已披露年报大中型银行2018年表外理财规模同比微降2.71%，但理财收入下降45%。理财收入下降的主要原因有非标等高收益资产争夺激烈、理财负债端利率的弹性小等。2018年12月央行行长易纲提到“影子银行是必要补充，但要规范经营”，我们认为监管层对非标的监管正从整治违规业务转向引导开展合规业务，监管尺度边际放松。2019年以来表外融资增速已出现拐点，我们预计理财收入也将边际改善。3月末表外融资规模同比下降10.3%，降幅较2月末收窄1.2pct，单月表外融资新增824亿元，同比多增3353亿元。

**图表23： 2019年以来表外融资降幅收窄，呈现回暖趋势**

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

总体来看，银行业基本面继续稳中向好，在监管政策多方面引导下，今年信贷与资产扩张将是盈利的核心驱动要素，而净息差总体平稳与资产质量继续稳健将是基本面相较于市场观点的主要预期差。我们认为银行将迎来量升价稳质优有利环境。基本面稳健支撑下，银行有望继续成为大资金入场的蓄水池。资本市场等制度改革驱动市场回归价值本源，激发市场内生活力，外资、理财、保险等大资金有望持续入场。银行板块有望以基本面稳健、高权重、高股息、高流动性等特征吸引大资金配置，推动估值回升，当前正处于板块行情启动的曙光期，建议加大配置。

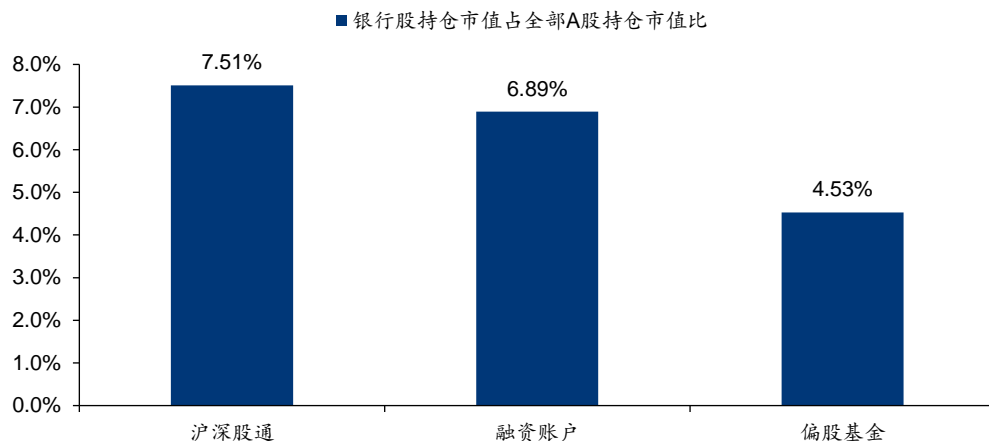


## 资金面：资本市场改革开放，长期资金促估值抬升

2019 年金融供给侧改革开启，金融行业对外开放深化，境内外长期资金入市利好银行股。中央政治局第十三次集体学习提出构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系，目前科创板作为金融改革先行者正在加速推进，资本市场大发展时代来临。我们认为下一阶段长期资金有望持续入市，主要包括境外资金、银行理财资金、保险资金和养老金等。

首先，境外资金对银行股具有较强偏好，外资在 A 股中的作用提升有利于提升银行股估值。沪深股通北上资金对银行股的配置比例高于国内主要投资者体现了境外资金对银行股偏好更强。2018 年末沪深股通持仓银行股市值占其全部 A 股持股市值的 7.51%，同期融资账户、偏股基金重仓股的银行股比例分别为 6.89%、4.53%。未来外资的入场有望提升 A 股投资者配置银行股的比例，进而驱动银行股估值上升。

图表24： 2019 年 Q1 末沪深股通银行股持仓比例较国内资金更高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019 年可重点关注 MSCI 带动的外资流入。2019 年的外资流入可重点关注 MSCI 拟于 2019 年 5 月、8 月、11 月分三步将大盘 A 股的纳入因子由 5%提升至 20%。MSCI 指数体系在全球范围内广受机构投资者使用。据 MSCI 官网数据，2018 年 6 月末分别有 4.1 万亿美元资金、1.8 万亿美元资金追踪 MSCI ACWI 指数（全球市场指数）、MSCI EM 指数（新兴市场指数）。根据 MSCI，大盘 A 股纳入因子由 5%提升至 20%及中盘 A 股被纳入指数（纳入因子同样为 20%），A 股在 ACWI 指数、EM 指数中的权重将分别由 0.09% 提升至 0.42%、由 0.72%提升至 3.33%。A 股增量资金将达到 4073 亿元人民币，其中银行股为 617 亿元人民币（按 2019.4.29 的纳入市值计算）。

图表25： A 股在 MACI 中的纳入因子由 5%提升至 20%将带来增量资金 4073 亿元

	A 股权重 (5%因子)	A 股权重 (20%因子)	A 股权重提升	追踪资金 (亿美元)	A 股增量资金 (亿美元)
MSCI EM 指数	0.72%	3.33%	2.61pct	18000	470
MSCI ACWI 指数	0.09%	0.42%	0.33pct	41000	135
A 股增量资金 (美元)					605
汇率					6.7307
A 股增量资金 (人民币)					4073

资料来源：MSCI，华泰证券研究所

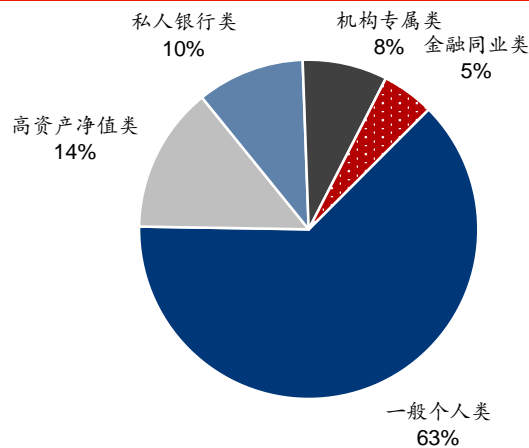
**图表26： MSCI 中 A 股纳入因子由 5%提升至 20%带来的增量资金测算**

银行	纳入市值增加 (亿元)	增量资金 (亿元)	纳入市值增加/总市值
招商银行	319	102	1.44%
农业银行	198	63	0.53%
工商银行	185	59	0.38%
兴业银行	177	57	1.44%
浦发银行	150	48	1.44%
中国银行	119	38	0.47%
交通银行	109	35	1.44%
平安银行	107	34	1.44%
民生银行	100	32	1.44%
光大银行	73	23	1.44%
上海银行	60	19	1.44%
北京银行	59	19	1.44%
华夏银行	57	18	1.44%
宁波银行	52	17	1.44%
江苏银行	37	12	1.44%
南京银行	32	10	1.44%
建设银行	31	10	1.44%
中信银行	28	9	0.42%
杭州银行	20	6	1.44%
贵阳银行	14	5	1.44%
合计	1926	617	0.90%

资料来源：MSCI，华泰证券研究所

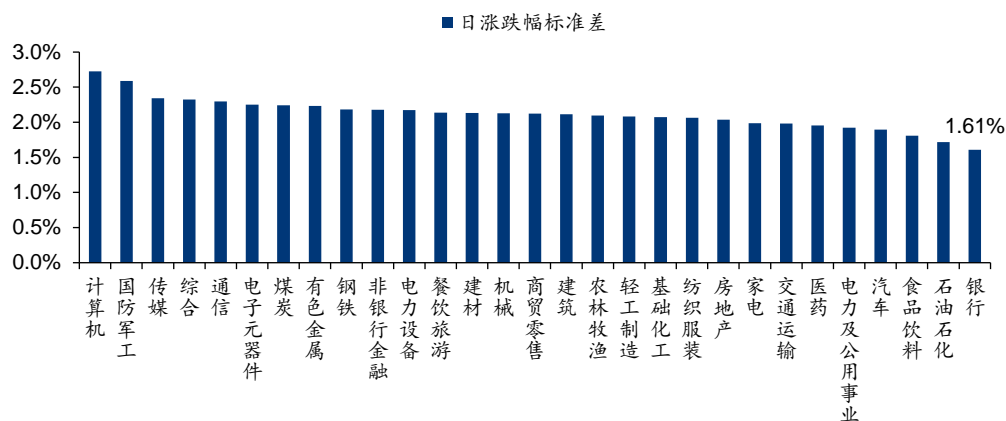
其次，银行理财子公司即将开业，保守估计初始入市资金规模 1.1 万亿元。建设银行预计其理财子公司将于 2019 年上半年开始营业，我们预计其他银行的理财子公司也将陆续开业。理财新规发布后，银行理财可通过股票基金参与股市，理财子公司则还可直接投资股票，银行理财将成为 A 股市场的重要新角色。根据中国理财网《中国银行业理财市场报告（2018）》的数据，2018 年末银行表外理财规模达 22.04 万亿元，保守估计初始入市规模仅 5%，则入市资金规模达 1.1 万亿元。目前银行客群以低风险偏好的一般个人投资者为主（2018 年末占 63%），理财资金入市有望多配低波动板块，银行股则是良好选择。

**图表27： 2018 年末非保本理财中一般个人类占比达 63%**



资料来源：中国理财网，华泰证券研究所

**图表28：近五年各行业日涨跌幅标准差：银行板块波动率最小**

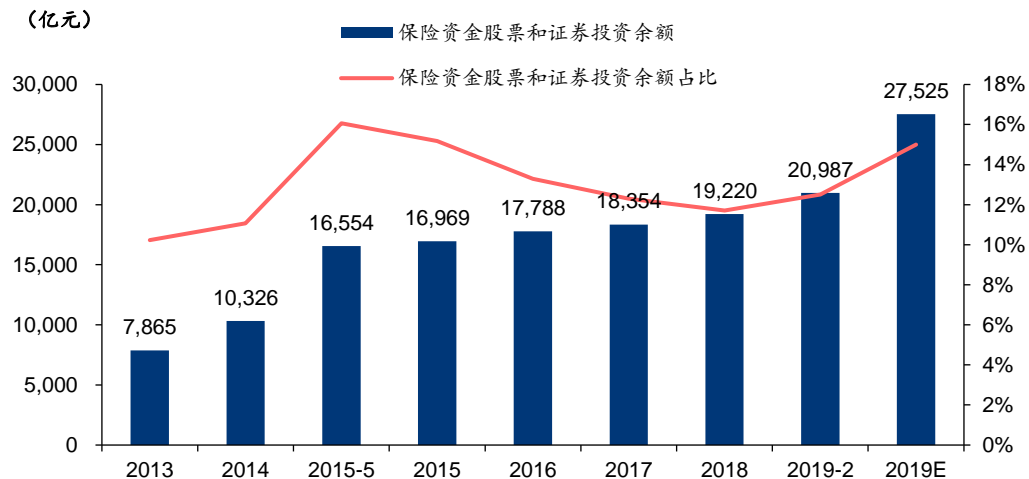


注：截至2019年4月29日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**第三，保险及养老金入市节奏加快，对高股息标的有偏好。**2019年2月证监会主席易会满提出将打通社保基金、保险、企业年金等各类机构投资者的入市瓶颈，吸引更多中长期资金入市。2019年以来保险资金配置股票的比例开始上升，但仍处于历史较低水平。根据银保监会披露的月度数据，2019年2月末保险资金运用余额达16.77万亿元，其中股票和基金投资占比12.5%，较2018年末提升0.8pct，历史高位水平为15%-16%。若2019年末保险资金运用余额同比增长11.8%（与2019年2月末相同）、保险资金股票和基金投资比例提升至15%（历史较高水平），则A股市场增量资金将为6538亿元。除保险资金外，我们预计基本养老保险基金的入市节奏也有望加快。保险和养老金资金规模较大、来源稳定、考核区间长、以保值增值为主要目标，是典型的长期投资者，具有高股息率的银行股有望成为其重点配置标的。

**图表29：保险资金股票和基金投资余额及占比：预计增量资金6538亿元**



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

**最后，科创板作为资本市场变革的引领者，有望吸引更多长期资金入市，提升银行股估值。**科创板的新股申购制度向机构投资者倾斜，有望吸引更多机构投资者参与网下配售。我们在报告《科创板打新机遇，收益有望可观》中已测算科创板规则下公募基金、社保基金、基本养老保险基金的网下中签率有望提升至当前A股的6倍左右。投资者参与科创板网下询价需要一定规模的市值作为底仓（证券业协会规定的市值要求为不小于1000万元），银行股作为低估值、低波动、高股息、高流动性的板块是良好的底仓品种。我们预计科创板打新产品或较多以银行股为底仓配置，为银行股带来增量资金。

我们在报告《科创板打新机遇，收益有望可观》中已预计 A、B、C 三类网下打新账户的数量分别达到 1850 个、410 个、900 个。2019 年 Q1 末混合型基金单只平均规模为 5.7 亿元，我们认为参与网下打新的公募基金规模将更小，以实现更高收益率。假设 A 类（公募基金、全国社保基金、基本养老保险基金）账户平均规模为 4 亿元；B 类（保险资金、企业年金）平均规模略大，假设为 6 亿元，C 类（私募基金、信托、QFII 等）平均规模略小，假设为 3 亿元。若三类投资者均配置 20% 的银行股作为底仓，则有望为银行股带来 2512 亿元增量资金。随着科创板带动整个资本市场改革的推进，A 股市场还有望迎来更多长期资金，为银行板块估值提升赋予条件。

**图表30： 科创板网下投资者以 20% 的银行为底仓有望为银行带来 2512 亿元增量资金**

	账户数量	平均规模（亿元）	打新资金（亿元）	银行底仓配置比例	银行股增量资金（亿元）
A 类（公募基金、全国社保基金、基本养老保险基金）	1850	4	7400	20%	1480
B 类（保险资金、企业年金）	410	6	2460	20%	492
C 类（私募基金、信托、QFII 等）	900	3	2700	20%	540
<b>合计</b>			<b>12560</b>	<b>20%</b>	<b>2512</b>

资料来源：新股配售结果公告，华泰证券研究所

## 投资逻辑：“改革+基本面+大资金”三大因素驱动估值修复

### 选股主线：关注核心资产禀赋

银行基本面迎来量升价稳质优阶段，资产放量有望成为盈利核心驱动，而息差企稳和资产质量稳健将是关键预期差。我们认为投资主线逻辑在于抓住资本充足更具有扩张空间，具有核心资产优势，息差与资产质量更为稳健的优质银行。

首先，从量升角度看，资本充裕且具有优质资产组织能力的银行更大程度享受政策环境红利。我们认为两类银行更具有资产组织优势。第一类是渠道和客户基础更为扎实银行，在宽信用时期获客和资产扩张更具有先发优势，主要为物理网点、线上渠道和基本结算户具有比较优势的大型银行。第二类是在当前周期具有优质零售资产组织优势的银行，零售批量获客为其供应相对充足的优质资产。

其次，从价稳角度看，宽信用环境下零售转型具有优势、有获取高收益资产能力的银行将在息差上更具有支撑。最后，资产质量稳健标的将在经济承压环境下凸显价值。资产质量稳健包括不良贷款比率较低和拨备覆盖充足两方面，在经济承压期充足的拨备将成为银行盈利释放进退皆宜的关键助力。主线角度建议选择零售战略成效显著的平安银行、资本充裕的零售龙头招商银行，以及资产组织禀赋优势突出的大型银行，如交通银行。

### 选股副线：看好较强估值弹性

在市场走势向上的环境下，弹性标的更有成长空间。2014年初-2015年末，三家上市城商行南京银行、宁波银行、北京银行分别上涨139%、116%、111%，分别居银行业涨幅第1、第3、第4位。三家城商行均是市值较小的高速成长标的，2014年利润增速分别达24.7%、16.1%、16.1%，自由流通市值均在老16家上市银行后4位。我们认为基本面优质且估值弹性较强、高速成长的标的有望领涨板块。副线角度建议选择高速成长的城商行标杆成都银行。

### 成都银行：西部城商行标杆，高成长性可持续

成都银行的核心逻辑为地域优势明显，较高成长性可持续。四川及成都区域经济增长较快、经济结构优化、消费需求旺盛，成渝城市群的战略定位高，利于成都银行的跨越提升。成都银行2018年归母净利润增速为18.93%，我们认为高增速持续性较强，主要基于三点认识：第一，腹地优势与充裕资本赋予的规模高增长空间。成都地区基建投资正加码，提供了优质资产。成都银行的贷款市占率处于提升通道且尚有提升空间，并且成都银行资本充裕度为上市城商行最高。第二，存款优势较明显，低成本、稳定的存款有利于支撑高息差；第三，2018年末已消化不良剪刀差，目前正调整信贷结构，资产质量有望持续向好。

我们预计公司2019-2021年归母净利润增速20.8%/19.7%/19.2%，EPS1.55/1.86/2.22元，2019年BVPS为9.84元，对应PB0.94倍。维持2019年目标PB1.15-1.25倍，目标价为11.32~12.30元，维持“增持”评级。

**图表31：成都银行——西部城商行标杆，高成长性可持续**



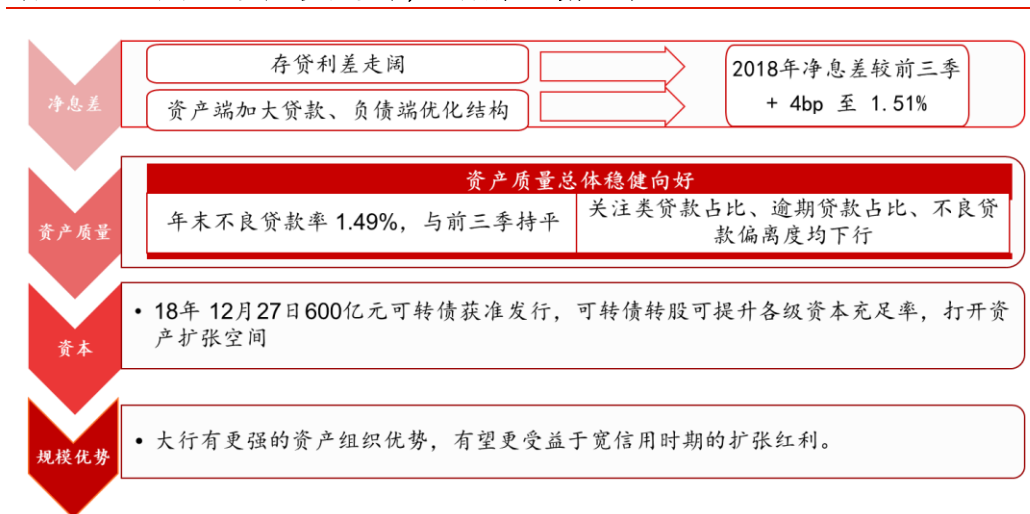
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**交通银行：基本面改善，大行具核心资产禀赋**

交通银行核心投资逻辑在于三点，基本面改善，转债补充资本打开空间，以及宽信用时期大行具有资产禀赋优势。第一是净息差与资产质量持续修复，基本面处于边际改善区间。受益于存贷利差走阔、资产端加大贷款、负债端优化结构，公司2018年净息差较前三季度上行4bp至1.51%，后续受益于结构调整的空间仍然较大。资产质量总体稳健向好，2018年末不良贷款率1.49%，与前三季持平。关注类贷款占比、逾期贷款占比与不良贷款偏离度（逾期90天以上贷款/不良贷款）均继续下行。第二是可转债预计较快发行，资本补足有望打开资产扩张空间。18年12月27日600亿元可转债获准发行，根据我们测算可转债转股，在2018年末基础上可提升各级资本充足率1.05pct，资产扩张空间有望打开。第三是公司作为基本面改善的大行，由于网点、规模与结算基本户的扎实基础，具有更强的资产组织优势，有望更受益于宽信用时期的扩张红利。

我们预计公司2019-2021年归母净利润增速6.9%/7.3%/8.1%，EPS1.06/1.14/1.23元，2019年BVPS为9.64元，对应PB0.65倍。维持2019年0.8-0.9倍目标PB，目标价为7.71~8.67元，维持“增持”评级。

**图表32：交通银行——基本面多维度改善，大行具有核心资产优势**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

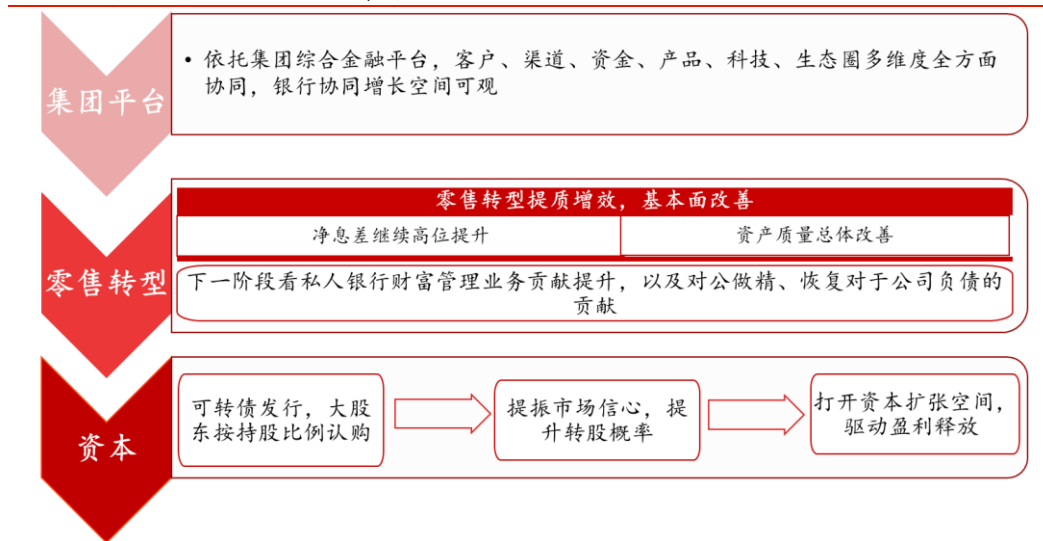
### 平安银行：零售转型提质增效，基本面改善显著

平安银行的核心投资逻辑有三点：一是集团持续支持，客户、渠道、资金、产品、科技、生态圈多维度全方面协同，依托集团综合金融平台，银行协同增长空间可观；二是零售转型提质增效，基本面已现拐点，净息差继续高位提升，资产质量总体改善，下一阶段看私人银行财富管理业务贡献提升，以及对公做精、恢复对于公司负债的贡献；第三是可转债发行，大股东按持股比例认购，提振市场信心，提升转股概率，有望打开资产扩张空间，带动盈利加速释放。

平安银行零售转型深入，2018 年末零售贷款占比已达 57.8%，零售业务收入贡献及利润贡献均持续提升。受益于加大贷款配置、存贷利差走阔、市场负债成本下行，公司净息差继续高位提升，较前三季提升 6bp 至 2.35%。宽信用期零售贷款利率更具支撑，零售转型推动下公司净息差水平有望继续平稳。平安银行资产质量持续好转，2018 年末消化不良贷款剪刀差，后续信贷成本压力缓和。公司 260 亿元可转债已完成发行，后续可转债转股有望进一步补充核心一级资本，提升资产扩张空间。

我们预计公司 2019 至 2021 年归母净利润增速达 14.4%/16.2%/16.9%，EPS 为 1.65/1.92/2.24 元，2019 年 BVPS 为 14.36 元，对应 PB0.98 倍。我们认为公司转型进入提质增效阶段，资本补足预计打开资产扩张空间，盈利有望加速释放，维持公司 2019 年 1.2-1.3 倍 PB，目标价为 17.23-18.67 元，维持“买入”评级。

图表33：平安银行——集团持续支持，零售转型提质增效



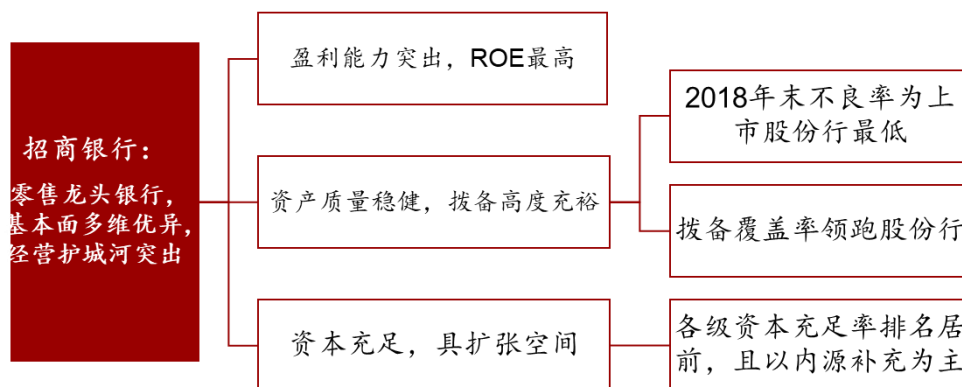
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 招商银行：零售龙头银行，基本面多维度优异

招商银行核心投资逻辑在于零售优质银行，基本面多维度优异，盈利能力突出。并且资产质量稳健，拨备覆盖率处于相当高位，风险抵御能力强，盈利释放空间也较为可观。招商银行深耕零售业务，2018 年上半年招行零售收入贡献与税前利润贡献分别为 49.87%、54.44%。得益于其以零售为重的业务结构，2018 年前三季度招行 ROE 及净息差均在上市股份行中排名第一。零售业务的发展也推动其资产质量稳中趋好。2018Q4 末不良贷款比率较 Q3 末继续下降 6bp 至 1.36%，为上市股份行中最低，拨备覆盖率也领跑股份行。稳健的资产质量及坚实的风险抵御能力赋予充足的利润反哺空间。公司资本也非常充裕，2018 年 Q3 末招商银行核心一级资本充足率为 11.97%，资本充足率为 15.46%，均在 A 股上市股份行中排名第一，资本充裕在宽信用时期为招行资产扩张提供充足空间。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润增速为 15.7%/16.8%/18.1%，EPS 为 3.70/4.32/5.10 元，2019 年 BVPS 为 21.92 元，对应 PB1.61 倍。公司金融科技实力不断增强，享优质零售银行估值溢价，我们维持公司 2019 年 1.6 到 1.7 倍目标 PB，目标价为 35.07~37.26 元，维持“增持”评级。

图表34：招商银行——零售龙头银行，基本面多维度优异



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 风险提示

1. 经济下行超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com