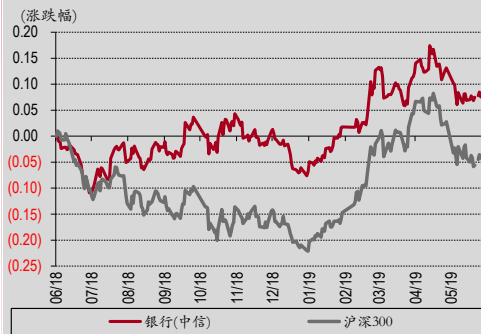




强于大市

银行行业月报

银行板块走势



资料来源：万得，中银国际证券

风险化解稳妥推进，防御配置大行优先

展望6月，在中美贸易局势未明情况下国内经济仍存在不确定性，同时近期市场对流动性风险担忧情绪加重，受此影响市场情绪波动有所加剧。需要注意的是，尽管包商事件释放金融供给侧改革不断推进的信号，但监管层亦表态将加大中小银行发展支持力度，并且运用多种货币政策工具以保证银行体系流动性的合理充裕，有助于中小银行信用风险化解的稳妥推进，未来一段时间关注市场流动性以及信用风险情况。我们认为银行板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平（对应19年0.83xPB）将对股价形成支撑，板块防御性凸显，继续看好板块相对收益。6月进入分红期，个股推荐基本面表现优异、负债端稳健、防御性强的大行（高股息）和招行。

■ 板块表现

银行：5月份银行板块下跌5.2%，跑赢沪深300指数2.0个百分点。板块中涨幅靠前的是宁波银行(+1.30%)、中国银行(-0.26%)、招商银行(-0.70%)，涨幅靠后的是北京银行(-8.95%)、兴业银行(-11.8%)、平安银行(-12.1%)。次新股中涨幅靠前的是紫金银行(+0.17%)、江苏银行(-1.09%)，涨幅靠后的是张家港行(-12.6%)和苏农银行(-13.0%)。

信托：5月份信托板块中，陕国投A、中航资本、安信信托、经纬纺机、爱建集团分别下跌4.85%、6.06%、7.04%、9.26%、12.1%。

■ 行业基本面

量：2季度以来，在贸易摩擦不确定性增强背景下，企业融资需求边际走弱，我们预计5月企业信贷表现将延续该趋势，难有明显改善，从经济数据来看，5月制造业PMI为49.4%，较4月下行0.7个百分点，低于市场预期。但需要注意的是，在国内经济存在下行压力环境下，信贷对于托底国内经济有着重要的作用，预计5月新增信贷1.1-1.2万亿（vs2018年同期1.15万亿）。社融方面，受经济担忧情绪加重的影响，5月债券净融资规模不及500亿。同时，短期在信用风险提升背景下，预计中小银行对非标业务的开展将更为审慎，表外融资的压降将会持续。但5月地方债发行提速，新增专项债1437亿（vs4月637亿）。综上，我们预计5月社融增量约为1.2-1.3万亿。

价：展望2季度，我们认为行业资产端收益在信贷需求走弱背景下将有小幅下行，同时负债端存款成本仍有一定抬升压力，我们预计行业整体息差稳中略有下行。个体来看，同业负债占比较高的中小银行将继续受益于同业负债成本的高基数，息差仍有修复空间。但我们也关注到，近期受包商事件影响市场流动性存在波动，市场资金利率小幅抬升，对同业拆借资金成本带来扰动，未来一段时间内仍需密切关注中小银行潜在的信用风险变化、以及对市场流动性可能带来的影响。

资产质量：2季度国内经济形势存不确定性，同时银行信贷结构对于民企及小微更为倾斜，行业不良生成的潜在压力值得关注。但考虑到银行在经历上一轮（2013-2014年）不良高发时期后收敛的风险偏好，我们认为银行资产质量大幅恶化可能性较低。展望2季度，我们认为受监管要求加大不良确认力度影响不良生成速度或存在波动。我们预计全年行业不良生成率约为100BP，后续需关注内外经济形势变化。

■ **政策展望：**民企信贷监管文件、结构性存款的管理办法、理财产品监管文件。

■ **风险提示：**经济下行导致资产质量恶化超预期，中美贸易摩擦升级。

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



目录

行业观点及公司推荐	4
银行板块展望	5
行业基本面	5
汇率	6
信贷、社融、存款	6
资金价格	8
债券融资市场回顾	9
5 月月度报告观点综述	10
行业	10
公司	14
风险提示	19

图表目录

图表 1. 银行板块本月跑赢沪深 300	4
图表 2. 银行板块涨跌幅表现.....	4
图表 3. 上市 16 家银行 5 月涨跌幅.....	4
图表 4. 次新股 5 月涨跌幅	4
图表 5. 美元兑人民币汇率.....	6
图表 6. 4 月企业信贷偏弱	7
图表 7. 4 月信贷增量不及预期.....	7
图表 8. 4 月企业和居民存款表现分化.....	7
图表 9. 4 月社融增速回落	7
图表 10. 7 天/30 天 SHIBOR 利率.....	8
图表 11. 银行同业拆借利率	8
图表 12. 票据贴现利率.....	8
图表 13. 银行理财产品收益率.....	8
图表 14. 非金融企业债券融资规模.....	9
图表 15. 非金融企业债券融资结构.....	9
附录图表 16. 报告中提及上市公司估值表.....	18

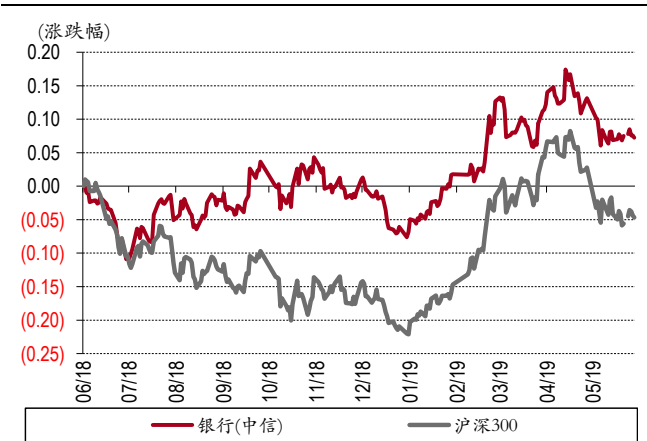


行业观点及公司推荐

银行：5月份银行板块下跌5.2%，跑赢沪深300指数2.0个百分点。板块中涨幅靠前的是宁波银行(+1.30%)、中国银行(-0.26%)、招商银行(-0.70%)，涨幅靠后的是北京银行(-8.95%)、兴业银行(-11.8%)、平安银行(-12.1%)。次新股中涨幅靠前的是紫金银行(+0.17%)、江苏银行(-1.09%)，涨幅靠后的是张家港行(-12.6%)和苏农银行(-13.0%)。

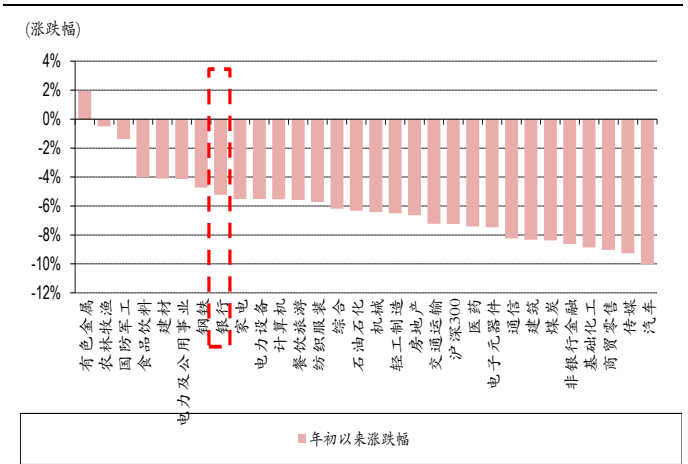
信托：5月份信托板块中，陕国投A、中航资本、安信信托、经纬纺机、爱建集团分别下跌4.85%、6.06%、7.04%、9.26%、12.1%。

图表1. 银行板块本月跑赢沪深300



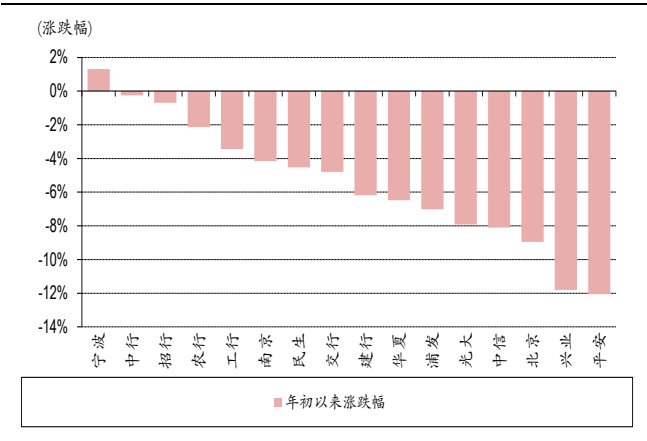
资料来源：万得，中银国际证券

图表2. 银行板块涨跌幅表现



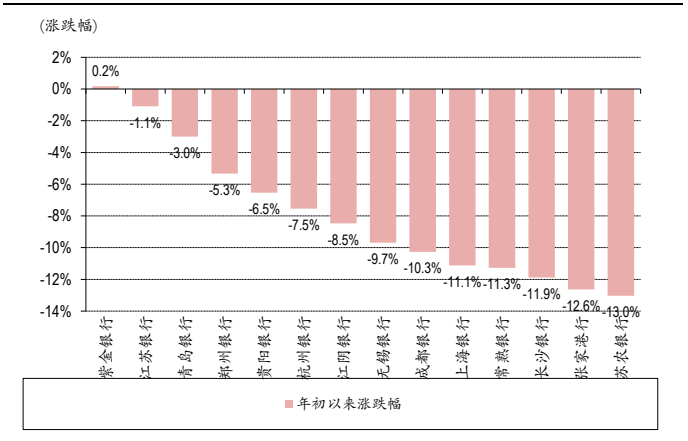
资料来源：万得，中银国际证券

图表3. 上市16家银行5月涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券

图表4. 次新股5月涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券



银行板块展望

行业基本面

量:

2 季度以来,在贸易摩擦不确定性增强背景下,企业融资需求边际走弱,我们预计 5 月企业信贷表现将延续该趋势,难有明显改善,从经济数据来看,5 月制造业 PMI 为 49.4%,较 4 月下行 0.7 个百分点,低于市场预期。但需要注意的是,在国内经济存在下行压力环境下,信贷对于托底国内经济有着重要的作用,预计 5 月新增信贷 1.1-1.2 万亿 (vs2018 年同期 1.15 万亿)。社融方面,受经济担忧情绪加重的影响,5 月债券净融资规模不及 500 亿。同时,短期在信用风险提升背景下,预计中小银行对非标业务的开展将更为审慎,表外融资的压降将会持续。但 5 月地方债发行提速,新增专项债 1437 亿 (vs4 月 637 亿)。综上,我们预计 5 月社融增量约为 1.2-1.3 万亿。

价:

展望 2 季度,我们认为行业资产端收益在信贷需求走弱背景下将有小幅下行,同时负债端存款成本仍有一定抬升压力,我们预计行业整体息差稳中略有下行。个体来看,同业负债占比较高的中小银行将继续受益于同业负债成本的高基数,息差仍有修复空间。但我们也关注到,近期受包商事件影响市场流动性存在波动,市场资金利率小幅抬升,对同业拆借资金成本带来扰动,未来一段时间内仍需密切关注中小银行潜在的信用风险变化、以及对市场流动性可能带来的影响。

资产质量:

2 季度国内经济形势存不确定性,同时银行信贷结构对于民企及小微更为倾斜,行业不良生成的潜在压力值得关注。但考虑到银行在经历上一轮 (2013-2014 年) 不良高发时期后收敛的风险偏好,我们认为银行资产质量大幅恶化可能性较低。展望 2 季度,我们认为受监管要求加大不良确认力度影响不良生成速度或存在波动。我们预计全年行业不良生成率约为 100BP,后续需关注内外经济形势变化。

政策展望:

民企信贷监管文件、结构性存款的管理办法、理财产品监管文件。

6 月观点:

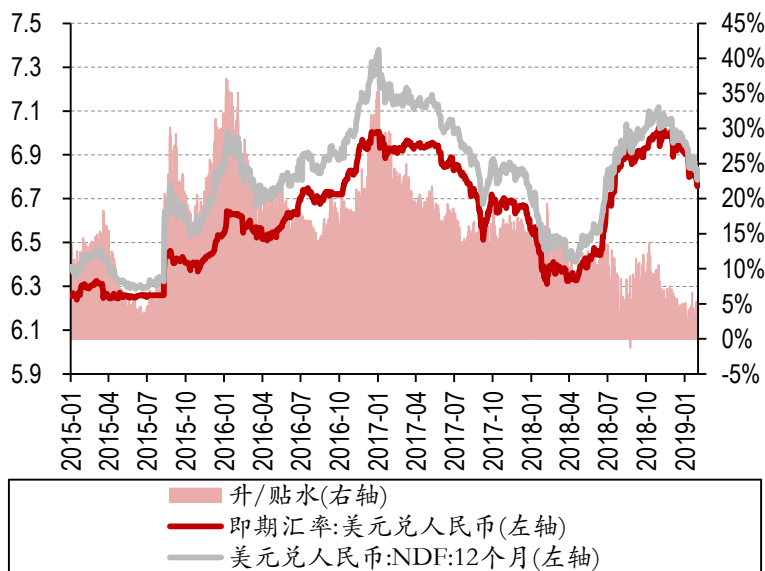
展望 6 月,在中美贸易局势未明情况下国内经济仍存在不确定性,同时近期市场对流动性风险担忧情绪加重,受此影响市场情绪波动有所加剧。需要注意的是,尽管包商事件释放金融供给侧改革不断推进的信号,但监管层亦表态将加大中小银行发展支持力度,并且运用多种货币政策工具以保证银行体系流动性的合理充裕,有助于中小银行信用风险化解的稳妥推进,未来一段时间关注市场流动性以及信用风险情况。我们认为银行板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平 (对应 19 年 0.83xPB) 将对股价形成支撑,板块防御性凸显,继续看好板块相对收益。6 月进入分红期,个股推荐基本面表现优异、负债端稳健、防御性强的大行 (高股息) 和招行。

用数据说话

汇率

5月美元兑人民币即期汇率呈上升趋势，月末较月初上升16BP至为6.90。

图表5. 美元兑人民币汇率



资料来源：万得，中银国际证券

信贷、社融、存款

新增信贷低于预期，企业信贷显疲弱

4月新增人民币贷款1.02万亿，同比少增1615亿，需要注意的是，如扣除非银贷款（1417亿），4月新增人民币贷款8783亿，同比少增2332亿，低于市场和我们预期。除季节性回落因素外，我们认为4月信贷增长的放缓一定程度上与货币政策的微调有关。1季度国内经济表现好于市场预期，4月政治局会议重提“把好货币供给总闸门”，货币政策表述有所收紧。从信贷结构上来看，4月企业信贷投放偏弱，新增规模仅3471亿，同比少增2255，如进一步扣除票据（1874亿），企业一般贷款新增1597亿，同比少增4106亿。并且无论是企业短贷（-1417亿）还是中长期贷款（2823亿）均显疲弱，分别同比少增2154亿、1845亿，反映企业有效融资需求不足。4月居民信贷新增5258亿，是支撑信贷增长的主要因素，增量与18年同期相近，结构上居民中长期贷款增4165亿，同比多增622亿，而居民短贷新增1093亿，同比少增648亿，依然保持较快增长。展望2019年后续季度，经济环境的趋势变化需要关注，在外部因素不确定性提升的背景下，信贷对于国内经济的托底作用依然十分重要，因此对全年信贷增量无需悲观。展望5月，预计新增人民币贷款为1.2-1.3万亿（vs2018年同期1.15万亿）。

信贷拖累社融增量，社融增速环比3月略有下行

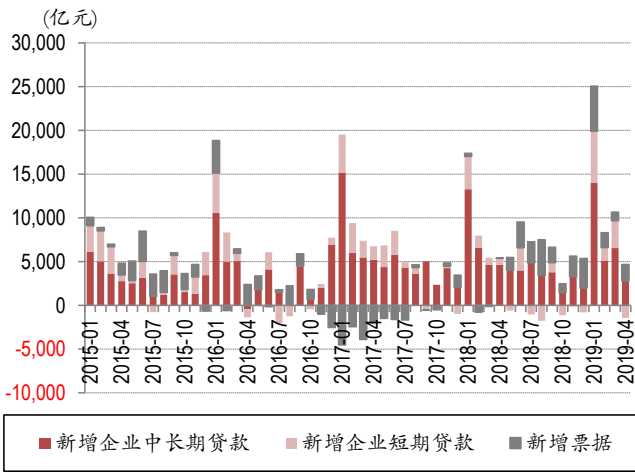
在信贷回落情况下，4月新增社融1.36万亿，同比少增4080亿，同比增速较3月下降0.3个百分点至10.4%；旧口径下社融同比增速较3月下降0.3个百分点至8.9%。表外融资压降速度稳定，4月末贴现承兑汇票、委托贷款下降357亿、1199亿，信托贷款增129亿。地方债发行速度较3月有所放缓，净融资1671亿，同比多增871亿。直融方面，企业债新增3574亿，同比少增473亿，股票小幅增长262亿。展望5月，考虑到地方债发行提速，预计新增社融规模在1.4-1.5万亿。



存款季节性下降，M1 增速回落

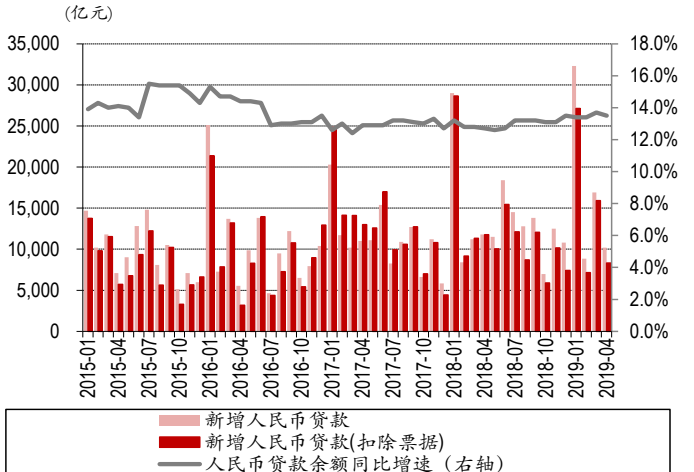
4月人民币存款季节性回落，新增人民币存款2606亿，同比少增2746亿，其中居民存款在季末冲量后回落，负增6248亿，但同比少降6952亿，我们认为受益于减税政策落地以及低利率环境下存款分流压力的缓解。受缴税期影响企业存款下降1738亿，同比多降7194亿，预计与企业信贷投放偏弱相关。4月非银存款新增2785亿，同比少增883亿。4月税期财政存款新增5347亿，受减税政策影响同比少增1837亿。M2增速较3月微降0.1个百分点至8.5%，但需要关注的是4月M1同比增速在3月回升之后下降1.7个百分点至2.9%，企业经营活力与有效需求有待进一步观察。

图表6. 4月企业信贷偏弱



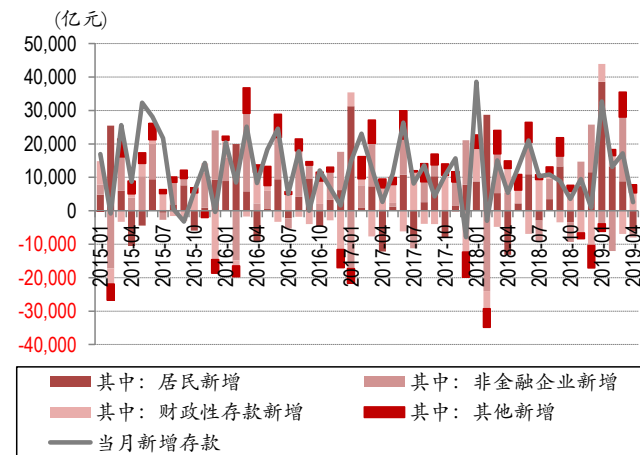
资料来源：万得，中银国际证券

图表7. 4月信贷增量不及预期



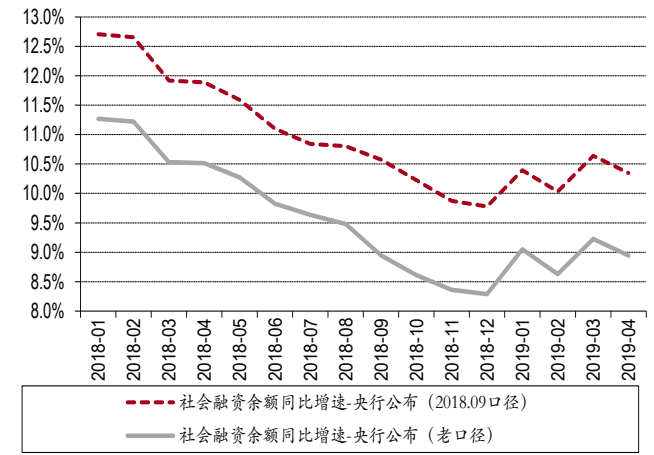
资料来源：万得，中银国际证券

图表8. 4月企业和居民存款表现分化



资料来源：万得，中银国际证券

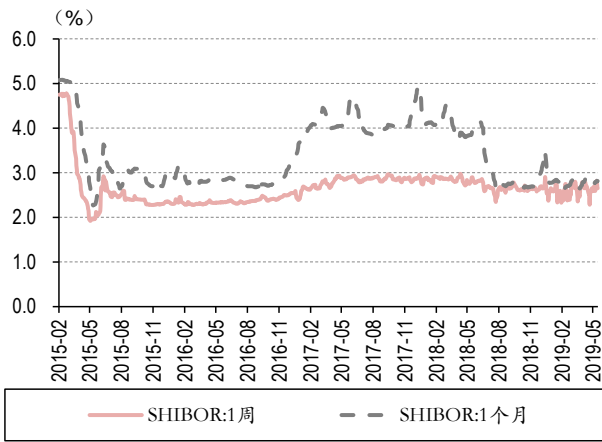
图表9. 4月社融增速回落



资料来源：万得，中银国际证券

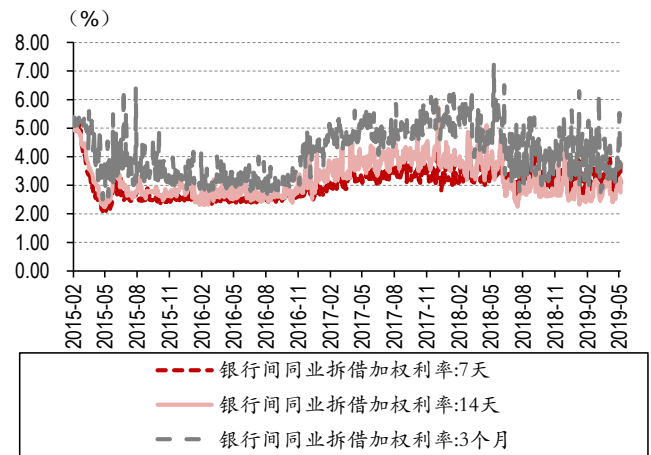
资金价格

图表10.7 天/30天 SHIBOR 利率



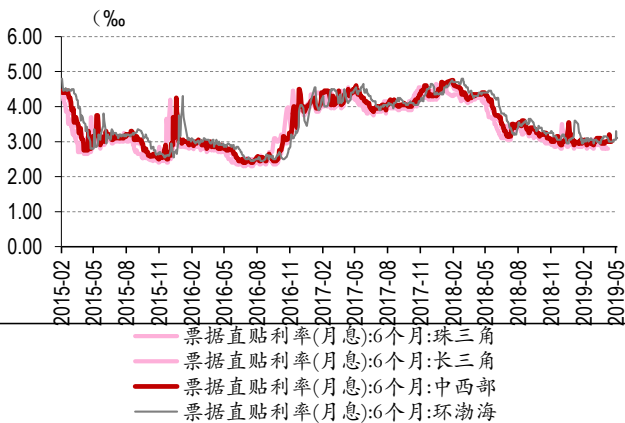
资料来源：万得，中银国际证券

图表11. 银行同业拆借利率



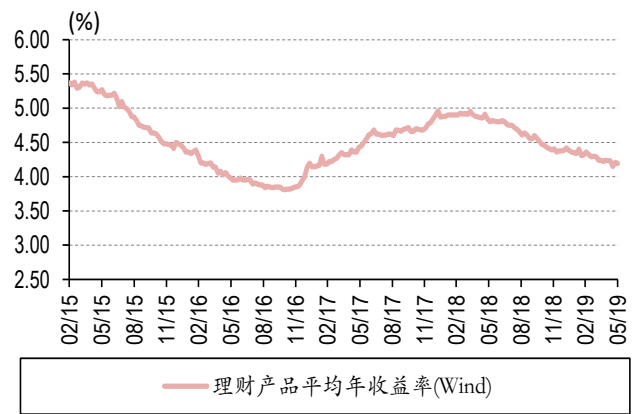
资料来源：万得，中银国际证券

图表12. 票据贴现利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表13. 银行理财产品收益率

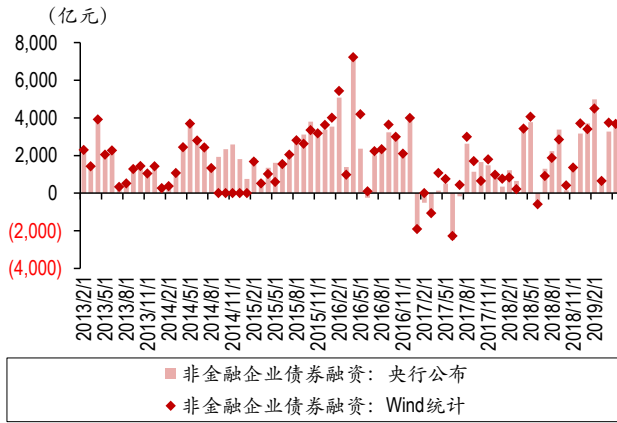


资料来源：万得，中银国际证券

债券融资市场回顾

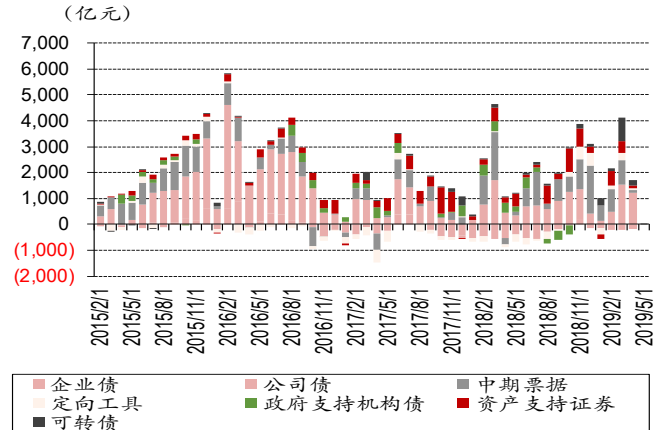
据万得不完全统计，5月非金融企业债券净融资规模 373 亿元，其中发行规模 6152 亿元，到期规模 5779 亿元。

图表14. 非金融企业债券融资规模



资料来源：万得，中银国际证券

图表15. 非金融企业债券融资结构



资料来源：万得，中银国际证券



5 月月报观点综述

行业

银行业 1 季报综述：非息超预期改善，中小行修复进行时

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，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 0.87xPB）将对股价形成支撑，相对表现存在改善空间。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。个股推荐受益政策放松，边际改善延续的股份行和区域银行（南京银行、杭州银行）以及业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）。

业绩综述：以 26 家上市银行为口径（剔除 19 年上市银行），合计实现归属于母公司净利润同比增长 6.3%。

业绩拆分：非息改善带动营收超预期，拨备计提力度进一步提升

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 4.6 个百分点，贡献保持稳定。息差贡献为 0，受口径调整影响，部分利息收入调整至投资收益中确认，带动其他非息收入正贡献 7.7 个百分点，成为拉动营收的最主要因素。此外，手续费收入 1 季度改善同样明显，正贡献达到 4.5 个百分点。整体来看，营收超预期一方面有去年 1 季度低基数因素影响，另一方面来自宽货币环境以及监管压力缓释的贡献。其他项目中，成本收入比正贡献 3.3 个百分点，而 1 季度拨备计提力度进一步加大，拨备计提负贡献利润增长 14.5 个百分点，导致行业利润增速从拨备前 16.8% 收窄至 6.3%。

息差：整体环比收窄，中小行低基数改善

根据已披露年报 26 家上市银行数据，按期初期末口径测算，上市银行 2019 年 1 季度单季净息差环比 2018 年 4 季度收窄 5BP 至 1.99%。如剔除会计准则影响，仅比较 18 年完成口径调整的 10 家上市银行的情况，其中有 7 家银行的息差也呈现收窄态势。拆分结构能够看到，导致 1 季度息差环比收窄的因素来自资产端收益率的下行以及负债端成本的相对刚性，与我们此前判断一致。展望 2 季度，中小银行仍将受益于同业负债成本的高基数，息差存在修复空间，而大行息差存在边际下行压力。

规模：规模增速回升，存款表现改善

从 1 季度来看，行业规模增速有所回升，2019 年 1 季末银行业整体规模同比增速较 2018 年 4 季末上行 1.8 个百分点至 8.6%，其中中小行增速提升幅度更为明显，城商行/农商行/股份行/大行分别提升 3.2/2.0/1.9/1.4 个百分点至 11.5%/7.3%/6.2%/7.7%。负债端存款表现改善，同比增速较 4 季度提升，但我们也关注到付息负债成本的提升，未来需要关注基础存款改善趋势。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 2-3 个百分点至 9-10% 左右。

资产质量：不良生成同比上行，关注潜在压力

上市银行 1 季度不良率环比下行 2BP 至 1.52%，需要关注的是，行业 1 季度不良生成率有所抬升，我们测算上市银行 1 季度单季年化不良生成率为 0.91%，同比上行 27BP；较 2018 年上行 11BP。我们认为 1 季度不良生成的同比上行一定程度与监管要求加大不良确认力度有关。我们也可以看到部分大行的不良生成速度提升，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，需要关注 2019 年不良生成的潜在压力。



金融资产风险分类暂行方法点评：不良认定要求细化，符合预期调整充分

新规细化不良认定要求，提升资产质量真实性

我们认为新指引办法的出现，一是由于现执行细则颁布时间已经较长；二是银行经过十多年的发展，发生了新的变化。目前商业银行现行的贷款分类指引颁布于2007年，当时主要是针对信贷资产的五级分类进行了明确。但在经历行业10多年的飞速发展后，我国银行业资产端的结构更加丰富，除信贷资产外，还包括债券投资、同业资产，表外资产等；同时，金融资产的风险特征也已发生了较大变化，部分银行并未严格将逾期时间较长的资产计入不良，表内外资管业务的快速扩张也伴随着风险的积累。因此原分类指引已不能较好地针对银行当前金融资产状况进行风险分类管理指导，我们认为新指引的及时制定将很好的填补现行办法在覆盖范围和分类标准方面的部分空白，在帮助银行业做实金融资产风险分类，提升自身风险管理能力方面发挥积极作用。

要求细化提升可执行度，逾期90天全部纳入不良正式明确

我们将征求意见稿和现行指引规定具体比较来看，新指引主要在以下两个方面填补了原办法的不足：

1、覆盖范围更加全面。

1) 新指引最明显的不同即是风险分类的管理对象从原有的信贷资产扩大到全部金融资产，包括但不限于贷款、债券和其他投资、同业资产、应收款项等。表外项目中承担信用风险的，也将比照表内资产相关要求开展风险分类。

2) 对于联合惩戒、企业并购情况下的资产风险分类等原指引中未涉及的特定情况也进行了补充规定。

2、分类标准进一步明确。新指引在很多地方对原有要求进行了明确的细化，主要表现在：

1) 对重组资产风险分类进行了明确的细化，新指引中专门新设第三章，对重组资产的定义、认定标准、退出标准等内容都有了详细的阐述。

2) 对非标资产，原先只是简单提及参照信贷分类标准执行，但新指引中明确提出实行“穿透管理原则”，必须穿透至底层资产，无法穿透的将按基础资产中风险分类最差者作为认定标准。

3) **五级分类的定义**：原先仅对关注和次级类贷款给出认定标准，新指引对除正常类贷款的其他四项分类给出了明确的归类标准，并根据新的实践在内容上有部分调整。

在新指引中，我们认为有个方面将对部分银行产生较大的影响：一是对于逾期90天以上贷款认定趋严：现行指引仅指出逾期天数是分类的重要参考指标；而新指引明确规定金融资产逾期后应至少归为关注，逾期90天以上则至少需归为不良。虽然在此之前监管已引导银行逐步将逾期90天以上贷款记作不良，但这是第一次作为正式规范在新指引中明确提出；二是提出债务人在一家银行的债权5%以上被分为不良的，则全部债权均应归为不良；同一债务人在多家银行的债务逾期超过90天以上达5%的，各家银行均应将其债务归为不良，在此新指引下，部分银行对同一债权人出现不同笔融资分类标准不一，且标准不够严格的，将受到一定影响。

预期充分影响有限，部分银行存调整压力

我们认为新的金融资产风险分类指引其实是一把双刃剑，对于那些不良认定尚不够严格的银行而言，短期内会带来潜在的不良确认压力，从而导致拨备计提压力的增加。压力一方面来自逾期90天以上贷款首次正式落地，部分尚未达标的银行，需要在2019年底内将全部逾期90天以上贷款纳入不良。另一方面，对于非信贷类资产，尤其是非标资产而言，如果过去没有严格参照信贷类资产的分标准来执行，那么在新指引穿透式管理的要求下，也将面临重分类和拨备计提的压力。

但是对于一些原先资产分类管理已经较为严格，风险管理审慎的银行而言，在新的指引下将能够享受拨备覆盖率更低的监管要求。根据18年2月份银保监会出台的《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，提出对于将根据逾期90天以上贷款纳入不良贷款的比例、处置不良贷款的主动性及资本充足率等情况，将拨备覆盖率监管要求由150%调整为120%~150%，贷款拨备率监管要求由2.5%调整为1.5%~2.5%，因此部分在资产质量管理方面表现较好的银行，监管压力在新指引下反而边际减轻。



从实际产生的影响来看，我们认为银行业在新指引办法下的调整压力不大。对信贷类资产来讲，最大的变化在于逾期 90 天贷款将全部纳入不良，但这一规定银行从 2018 年开始已在监管引导下开始调整，根据最新年报公布的情况来看，主要的上市银行基本已将逾期 90 天以上贷款全部纳入不良，因此银行在这一部分调整压力不大。对非标类资产而言，大部分底层资产主要是以地方政府融资平台、房地产企业的融资需求为主，逾期、违约的概率较低，自 2017 年以来作为银行业“三三四”监管检查的重点内容，各家银行对非标资产的披露已相对充分，且大部分上市银行已经参照信贷资产要求实现了分类管理，因此新指引实施后，预计也不会对总体资产质量造成太大的影响。

投资建议：金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）的出台，在现行指引基础上扩大分类范围至所有金融资产，分类认定标准进一步细化，加强做实金融资产分类的审慎度和真实性。从对银行的影响来看，我们认为由于 18 年开始监管已经引导银行逐步将逾期 90 天以上贷款纳入不良，特别是上市银行截止 2018 年末已基本调整到位；而非信贷类资产方面，基于银行较低的风险偏好和前期的整改调整，我们认为新指引下也不会有大规模新不良的产生，总体而言对行业影响有限，个别银行因分类尚不够严格将受到一定影响。目前银行板块较低的估值水平（19 年对应 0.86PB）和 4.2% 的股息收益率存配置吸引力，看好板块相对收益表现，个股推荐受益政策放松的股份行和区域银行（南京银行、杭州银行）以及业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）。

银保监会 1 季度银行业数据点评：行业规模增速回升，中小行息差持续走阔

事项：银保监会公布 1 季度银行业主要监管数据，19 年 1 季度商业银行口径净利润为 5715 亿元，同比增 6.09%（vs 18 年，+4.72%）。行业总资产规模同比增 8.69%（vs 18 年 6.70%）；净息差 2.17%，环比下降 1BP。不良率 1.80%，环比 18 年持平；拨备覆盖率为 192%，环比提升 6.2pct；拨贷比为 3.45%，环比提升 4BP。手续费收入表现亮眼，营收增速小幅放缓

行业规模增速提升，小微融资支持力度不断增强

1 季度行业资产规模增速明显提升，同比增 8.69%，较 2018 年 6.70% 的水平提升 1.99 个百分点。同时银行继续加大对小微企业的融资支持力度，单户授信总额 1000 万元及以下的普惠型小微企业贷款余额在 18 年高增速基础上进一步提升，同比增 24.7%，比各项贷款平均增速高出 12 个百分点，显示出监管引导银行大力支持实体经济特别是小微企业的坚定决心。具体表现来看，各类型银行资产增速均有所提升，大行/股份行/城商行/农商行资产规模分别同比增 7.8%/6.4%/11.5%/7.3%（vs 12 月末 6.0%/4.6%/8.3%/5.4%），我们认为 1 季度信贷增速的回升，一方面是银行积极响应监管号召，加大对实体经济的支持力度，另一方面也是随着信贷供给的增加贷款收益呈回落趋势，银行出于早放贷早收益的考虑，加大了在 1 季度的信贷投放。个体表现来看，城商行和农商行的规模增速回升更快，估计是由于中小行资本补充进程加快和监管压力缓释所致。

行业息差环比下行，中小行息差受益流动性改善继续走阔

行业 4 季度净息差为 2.17%，环比下降 1BP。具体表现来看，个体表现分化，其中大行/农商行较 18 年 4 季度下降 2BP/32BP 至 2.12%/2.70%，而股份行和城商行净息差较 4 季度继续上行 16BP/6BP 至 2.08%/2.07%，我们认为 1 季度股份行和城商行净息差继续大幅走阔主要源于这两类银行同业负债占比较高，市场资金利率的宽松下行极大的缓释其负债端成本压力。展望 2 季度，中小银行仍将受益于同业负债成本的高基数，息差存在修复空间，而随着信贷供给的增加，资产端收益率呈下行趋势，大行息差仍存在边际下行压力。

资产质量总体稳定，关注不良生成潜在压力

19 年 1 季度行业不良率为 1.80%，环比 18 年持平，不良+关注类贷款占比环比 18 年下降 13BP，我们认为主要是由于各家银行加大逆周期调节和不良核销处置力度。从个体来看，大行/股份行不良率保持稳中有降，环比分别下降 9BP/0BP 至 1.32%/1.71%；但城商行/农商行不良率环比提升 9BP/9BP 至 1.88%/4.05%，我们认为城商行/农商行不良率上行一方面与部分银行进一步提升不良认定审慎程度有关，另一方面也受到宏观经济增长承压的影响。拨备方面，计提力度进一步加大，行业拨备覆盖率环比提升 6.2 个百分点至 192%。展望 2 季度，考虑到国内经济依然存在下行压力，同时银行信贷结构对于民企及小微更为倾斜，行业不良生成的潜在压力值得关注。



投资建议：从1季度主要监管数据来看，行业核心指标稳健向好，盈利增速进一步提升。展望2季度，我们认为资产规模仍将保持稳定增长，息差和资产质量下行幅度可控，整体基本面仍将保持稳健。板块目前较低的估值水平（19年对应0.83PB）和4.3%的股息收益率存配置吸引力，继续看好板块相对收益表现。个股推荐受益政策放松、1季报改善较大的股份行和区域银行（南京银行、杭州银行）以及业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）。

央行1季度货政报告点评：结构性去杠杆重提，货币政策强调适时适度

强调经济发展结构性问题突出，深化金融业供给侧结构性改革力度

1季度央行对宏观经济的判断与18年相比有所变化，得益于1季度良好的国内经济数据表现支撑，引用了4月份中央政治局会议表述，认为“2019年以来中国经济运行总体平稳、好于预期”和4季度货政报告中“长期积累的风险隐患暴露增多，经济稳中有变、稳中有忧”的论述相比，更加积极。对经济的进一步展开分析中，央行提出经济仍存下行压力，更加强调国内经济发展主要面临的结构性问题，认为经济的问题，“既有周期性的，但更多是结构性、体制性的”，重新提出推进结构性去杠杆，并在报告中多次引用中央政治局会议中“必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难”的阐述。我们认为这传递出政府更加从经济长远发展着眼，在外部情况变化下更加坚定做好自己的事情、推进经济转型变革的决心，并且“保持定力、增强耐力”的提法显示出政府为了经济的长远向好在短期内或将适当提升对经济波动的容忍度。

在金融风险防控方面，央行在报告中从多个角度提出要深化金融行业的供给侧结构性改革，提法从4季度的“稳杠杆”到重新提出“有序推进金融行业的结构性去杠杆，精准有效处置重点领域风险，进一步补齐监管制度短板”。结合近期监管的动作，我们认为这一风险防控精神已经逐步落实现：4月30银保监会推出严格风险资产分类管理的新指引，引导银行加强资产管理的审慎度；5月17日银保监会印发《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，对银行和非银的重点风险整治领域提出明确、全面的要求，内容基本与“三三四”检查等内容一致，但重点在强调执行的严格和回头看检查，我们认为以上举措都与货币政策报告的指导精神协调连贯，反映出近期监管的工作思路旨在对18年3季度以来监管力度边际缓释的修正，在此背景下金融机构的风险偏好和业务扩张将受到一定影响，我们预计1季度银行业信贷和资产规模的快增在2季度将小幅回落。

货币政策不松不紧，强调执行的适度性

在货币政策执行思路部分的新变化同样是重提“结构性去杠杆”，并且重提在4季度删掉的“把好货币供给总闸门”字眼，根据4月中央政治局“稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度”的会议精神，在货币政策方面也体现为适时适度实施逆周期调节而非4季度“强化逆周期调节”的提法；在流动性管理方面，依然坚持流动性保持合理充裕，但较4季度更加强调调控的适度性，并且央行专门开辟专栏阐述了稳健的货币政策和结构性去杠杆的关系，解释货币政策过松过紧都不利于结构性去杠杆的推进，必须注意量的把握。保持不变的是，货政报告仍然强调疏通货币政策传导，加强对小微、民营企业的融资支持力度，进一步降低其融资成本。展望未来，考虑到：1) 中央和监管层强调保持定力；2) 目前市场资金利率已处在相对低位置，我们认为未来期待货币政策进一步明显宽松的可能性降低，货币政策更多将通过定向方式进行调节，但在外部环境不确定性增强背景下，短期内金融监管超预期和流动性迅速收紧的可能性不大。

贷款利率受季节因素扰动上行，小微融资贵问题进一步缓解

1季度贷款利率环比4季度小幅提升0.05个百分点至5.69%，其中一般贷款加权平均利率相对于4季度提升了0.13个百分点至6.04%，1季度贷款利率的表现受到了季节性因素的干扰，从历史数据看1季度贷款收益都相对偏高，央行披露经季节调整后，贷款加权平均利率较上年12月略有下降，特别是“民营、小微企业的政策效果逐步显现，企业贷款利率比上年高点下降0.27个百分点”。从利率浮动情况来看，3月，一般贷款中执行上浮利率的贷款占比为67.9%，比上年12月上升2.6个百分点。展望未来，在央行进一步降低实体经济融资成本的指导精神下，随着信贷供给的增加，加之各方合力推动货币政策传导机制更加通畅，贷款利率小幅下行的大趋势不变。



投资建议: 1季度央行对宏观经济的走势判断有所调整,认为经济增长的结构性问题突出。应对外部经济形势变化和国内经济下行压力,不应通过货币政策的过度宽松来对冲,货币政策更加强调适度,而是更多专注于做好自己的事情,调节经济结构,深化金融供给侧结构改革,扩大对外开放来解决。不过也应注意到1季度的经济情况和目前比较又有了新的变化,4月宏观经济数据较1季度有所回调,显示出经济企稳的基础尚不够牢固,进入5月中美贸易谈判的不确定性增加,因此我们认为未来货币政策和监管走向更应关注宏观经济的表现和中美贸易谈判进展,短期内金融监管超预期和流动性迅速收紧的可能性不大。目前板块 19年 PB0.82X, 较低的估值水平安全边际充分, 4.4%的股息收益率存配置吸引力。个股方面我们推荐 1季报业绩改善超预期的股份行和城商行, 以及长期基本面稳健的招行和大行。

公司

南京银行定增点评: 大股东增持彰显发展信心, 定增补充核心资本

事项: 南京银行公告, 拟向法国巴黎银行、紫金投资、交通控股和江苏省烟草公司四名特定投资者非公开发行 16.96 亿股股票, 募集资金总额不超过人民币 140 亿元, 扣除相关发行费用后将全部用于补充公司核心一级资本。

大股东增持彰显发展信心, 监管对银行再融资支持力度加大

南京银行此次重启的定增方案与旧版本的差异主要体现在定增对象, 而定增股数 (不超过 16.96 亿) 以及募集资金规模 (140 亿) 维持不变。本次定增认购对象主要是法国巴黎银行、紫金投资、交通控股和江苏省烟草公司, 与原先定增方案相比, 新加入的有法国巴黎银行和江苏省烟草公司, 其中法国巴黎银行为公司第一大单体股东; 紫金投资 (第二大股东) 和交通控股依然参与定增; 而原先的南京高科、太平人寿和凤凰人寿不参与此次定增。通过此次定增, 法国巴黎银行 (包括 QFII)、紫金投资的持股比例分别为 13.7%、12.3% (定增前为 15.0%、12.4%), 交通控股、江苏烟草将持有南京银行 10.0%、3.57% 的股份。法国巴黎银行参与此次定增重启, 说明了对公司未来长期发展空间的看好, 有助于增强市场信心。2018 年南京银行定增方案未获批, 但 2019 年以来监管对于银行再融资的支持力度有所加大, 有利于公司此次资本补充工作的推进。

定增补充核心资本, 保障盈利能力稳定性

根据公告, 本次定增拟发行 16.96 亿股, 募集资金不超过 140 亿, 因此发行价格为 8.25 元/股, 较 5 月 21 日的收盘价存在 1.5% 的溢价。短期来看, 此次定增完成后, 公司 2019/2020 年的 EPS 将被摊薄至 1.27/1.47 元 (原为 1.52/1.76 元); BVPS 将摊薄至 8.70/9.49 元 (原为 8.79/9.74 元), ROE 将摊薄至 16.5%/16.2% (原为 18.1%/19.0%)。但从中长期来看, 定增进一步夯实公司的核心资本, 根据静态测算, 公司的核心一级/一级/资本充足率将分别提升 1.66 个百分点至 10.18%、11.36%、14.44%。南京银行 1 季度收入端表现靓丽, 也反映出公司正从业务结构调整的阵痛中逐步恢复, 负债端调整压力缓释, 同时零售端补短板成效显著, 整体业务结构更为均衡。年初以来相对宽松的资金面环境也使得素有金融市场业务优势的南京银行相对受益。我们认为此次定增完成后有助于提升公司资产摆布的自由度, 保障中长期盈利能力的稳定性。

投资建议: 此次定增完成后, 南京银行的核心资本将进一步夯实, 保障中长期盈利能力的稳定性。受益于监管环境的改善, 以及公司大零售转型的持续推进, 公司业务调整压力缓解, 收入端表现向好。我们维持公司 19/20 年 EPS 至 1.52/1.76 元的盈利预测, 对应增速 16.5%/15.9%, 目前公司对应 19/20 年 PB 为 0.92x/0.83x, 定增落地后业务发展空间更大, 维持 “增持” 评级。



建设银行 19 年 1 季报业绩点评：单季息差环比回升，不良生成降至低位

事项：建设银行公布 19 年一季报，2019 年一季度净利润同比增长 4.2%。1 季度末总资产 24.19 万亿元 (+5.87%，YoY)；+4.17%，QoQ)。其中贷款+7.85%YoY；+3.13%QoQ；存款+6.83%YoY/+5.52%QoQ。营业收入同比+3.31%，净息差 2.29%(-6bps, YoY)，手续费净收入同比增长+13.44%。成本收入比 21.11%(-1bps, YoY)。不良贷款率 1.46%(+0bps,QoQ)。拨备覆盖率 214.23%(+5.86pct,QoQ)。公司年化 ROA 1.31%(-1bps, YoY)；年化 ROE 15.90%(-1.15pct, YoY)，公司核心一级资本充足率 13.83%，资本充足率 17.14%。

手续费收入表现亮眼，营收增速小幅放缓

建行 1 季度净利润同比增 4.20%，增速较 2018 年全年小幅放缓(+5.11%，YOY)。1 季度营收同比增 3.31%，较 18 年全年增速(+7.2%，YOY)放缓 3.9 个百分点，主要是受到净利息收入增速放缓拖累。建行 1 季度净利息收入同比增 4.46%，较 18 年全年表现偏弱(vs2018 年，+7.5%)，源于 1 季度净息差在去年同期高基数基础上同比下降 6BP 至 2.29%。1 季度建行手续费收入增长表现良好，同比增 13.4%，预计是得益于银行卡业务和电子银行在 2018 年的良好发展延续，1 季度同比增速较 18 年全年提升 9.0 个百分点。

1 季度息差环比回升，负债端优势延续

截止 1 季度，建行资产规模同环比分别增 5.87%/4.17%，其中贷款同环比分别增 7.85%/3.13%，在总资产中的占比稳定在 57%，结构上 1 季度新增贷款的 71%投向了对公方向，预计与年初加大基础设施建设投资有关。负债端，1 季度建行存款保持较快增长，同环比分别增 6.83%/5.52%，同比增速较去年同期提升 2.72 个百分点，在负债中的占比小幅提升 1 个百分点至 81.6%。结构上，活期存款占比 51.5%，环比小幅下降 1.8 个百分点，但活期存款的绝对占比在同业中仍处领先水平，延续大行在负债端的强大成本优势。息差表现方面，我们根据期初期末余额计算，建行 1 季度单季净息差环比呈走阔态势，提升 4BP 至 2.15%。其中资产端收益率环提升 9BP 至 3.71%，大于负债端成本上行幅度(环比提升 6BP 至 1.75%)，资负两端共同作用下息差环比回升。

资产质量保持稳健，不良生成降至低位

1 季度建行资产质量依然表现稳健，不良率 1.46%，与去年 4 季度末环比持平，不良生成率环比降 8BP 至 0.68%，不良生成降至低位。同时，截止 2018 年末，建设银行的逾期 90 天以上贷款/不良贷款比例已达 60.1%，不良认定标准严格，领先同业。1 季度公司拨备覆盖率环比提升 5.86 个百分点至 214.2%，抵御风险的能力进一步增强。

投资建议：建行 1 季度基本面表现总体保持稳健，营收稳定增长，手续费收入实现快增，息差单季环比上行。资负两端也保持平稳增长，存款实现较快增长，且活期占比达 51.5%，作为国有大行在负债端的成本优势延续。资产质量方面不良认定严格，拨备进一步夯实。我们维持持建行 2019/2020 年 EPS1.07/1.14 元的预测，对应净利润增速为 5.5%/6.5%，目前股价对应 2019/2020 年市净率为 0.89/0.81x，对应市盈率 6.89/6.47x，考虑到建行领先同业的综合化布局，丰富的大型客户和政府资源，作为国有大行的负债端优势，我们维持建行 **买入** 评级。



上市公司重要公告汇总

【工商银行】 (1) 关于工银科技有限公司开业的公告: 工行通过附属机构设立的工银科技有限公司在河北雄安新区正式挂牌开业。(2) 关于董事长任职的公告: 陈四清先生自 2019 年 5 月 20 日起就任本行董事长、执行董事、董事会战略委员会主席及委员。(3) 银保监会已批准本行全资子公司工银理财有限责任公司开业。工银理财注册资本为人民币 160 亿元。

【建设银行】 (1) 关于刘桂平行长任职的公告: 日前该行收到银保监会核准, 同意刘桂平先生就任本行行长。(2) 全资子公司建信理财有限责任公司正式成立, 注册资本为 150 亿元。

【农业银行】 (1) 关于对次级债券行使赎回选择权的公告: 2009 年 5 月, 本行发行了规模为人民币 250 亿元的 15 年期次级债券。截至本公告日, 本行已全额赎回了人民币 250 亿元次级债券。(2) 关于副行长任职的公告: 该行近日收到银保监会批准, 同意蔡东先生、崔勇先生自 5 月 10 日起任农行副行长。(3) 关于副行长任职的公告: 湛东升先生自 2019 年 4 月 29 日起就任本行副行长。

【交通银行】 (1) 2019 年第二次临时股东大会决议公告: 董事会审议通过关于发行减记型无固定期限资本债券的议案。(2) 公司全资子公司交银理财有限责任公司获得中国银保监会批准开业。交银理财注册资本人民币 80 亿元, 注册地上海。

【民生银行】 (1) 关于发行无固定期限资本债券获得中国银保监会批准的公告: 5 月 9 日该行收到银保监会批准, 同意公司发行不超过 400 亿元的无固定期限资本债券, 并按照有关规定计入本公司其他一级资本。(2) 关于发行无固定期限资本债券获得中国人民银行批准的公告: 中国人民银行同意本公司在全国银行间债券市场公开发行不超过 400 亿元人民币无固定期限资本债券。

【兴业银行】 关于发行二级资本债券获得中国银保监会批准的公告: 13 日该行收到银保监会批复, 同意公司发行不超过 500 亿元人民币的二级资本债券, 并按照有关规定计入二级资本。

【南京银行】 非公开发行股票预案: 董事会审议通过非公开发行拟募集资金总额不超过人民币 140 亿元。本次非公开发行的发行对象共四名, 分别为: 法国巴黎银行、紫金投资、交通控股、江苏省烟草公司。

【宁波银行】 (1) 关于获准发行二级资本债券的公告: 宁波银行近日收到央行批准, 将在全国银行间债券市场公开发行不超过 100 亿元人民币的二级资本债券。(2) 关于获准发行金融债券的公告: 本公司获准在全国银行间债券市场公开发行不超过 200 亿元人民币的金融债券, 专项用于发放小型微型企业贷款。

【杭州银行】 公司已发行完毕 100 亿元 10 年期二级资本债券, 票面利率 4.6%。

【无锡银行】 关于实施 2018 年年度权益分派时转股连续停牌的提示性公告: 权益分派公告前一交易日, 即 2019 年 5 月 23 日至权益分派股权登记日期间, 该行可转债将停止转股。

【常熟银行】 关于实施“常熟转债”赎回事宜的第三次提示公告: 常熟银行将于赎回登记日 2019 年 5 月 16 日的次一交易日起, 常熟转债将停止交易和转股; 本次提前赎回完成后, 常熟转债将在上海证券交易所摘牌。本次该行以 100.160 元/张的赎回价格提前赎回登记在册的全部“常熟转债”。

【张家港行】 (1) 关于首次公开发行前已发行股份上市流通提示性公告: 张家港行将于 5 月 9 日上市流通数量为 45 万股, 占公司总股本的 0.0249% 的限售股。(2) 关于第六届董事会 2019 年第一次临时会议决议公告: 因该行可转换公司债券将于 2019 年 5 月 16 日进入转股期, 可能导致公司股份总数发生变动, 故调整 2018 年度利润分配方案如下: 以未来实施分配方案时股权登记日的总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.5 元 (含税), 本年度不以公积金转增股本, 不送红股。

【长沙银行】 关于境内非公开发行优先股及修订公司章程获中国银保监会湖南监管局核准的公告: 近日该行收到银保监会批复, 同意境内非公开发行不超过 6000 万股的优先股。

【郑州银行】 关于高级管理人员辞任的公告: 近日该行副行长、总会计师毛月珍女士因年龄原因辞任。



【西安银行】关于完成注册资本工商变更登记的公告：该行于2019年3月1日完成首次公开发行股票并在上海证券交易所上市，上市后注册资本由40亿元增至44.4亿元，目前已获银保监会核准。

【青岛银行】2019年第一期金融债券发行结果公告：经银保监会青岛监管局和中国人民银行核准，本行获准在全国银行间债券市场公开发行不超过80亿元人民币的金融债券。

【青农商行】（1）关于变更注册资本获得批复的公告：近日青农商行收到银保监会批复，在深交所首次公开发行A股股票后，注册资本由人民币50亿元增至55.6亿元。（2）关于举行2018年度业绩网上说明会的公告：该行将于2019年5月13日下午15:00-17:00在全景网举行2018年度业绩网上说明会。本次说明会将采用网络远程方式举行，投资者可登陆“全景·路演天下”参与。（3）关于完成注册资本工商变更登记的公告：近日该行收到银保监会批准，同意其在深交所上市后的注册资本由50亿元增至55.6亿元。



附录图表 16. 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 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
601939.SH	建设银行	买入	6.99	1,748	1.02	1.07	0.92	0.84	7.89
601988.SH	中国银行	未有评级	3.89	1,145	0.61	0.64	0.76	0.70	4.79
600036.SH	招商银行	买入	34.30	865	3.19	3.61	1.71	1.52	21.09
601998.SH	中信银行	未有评级	5.79	283	0.91	0.95	0.71	0.65	8.55
600000.SH	浦发银行	增持	11.11	326	1.90	2.00	0.74	0.67	15.63
601818.SH	光大银行	买入	3.88	204	0.64	0.69	0.71	0.65	4.99
600015.SH	华夏银行	未有评级	7.51	116	1.36	1.41	0.59	0.53	12.56
601169.SH	北京银行	增持	5.85	124	0.95	1.04	0.71	0.65	8.50
601009.SH	南京银行	增持	8.21	70	1.31	1.52	1.02	0.93	8.47
002142.SZ	宁波银行	增持	23.26	121	2.15	2.55	1.87	1.60	13.44
601229.SH	上海银行	增持	11.32	124	1.65	1.91	0.89	0.80	13.37
600919.SH	江苏银行	未有评级	7.28	84	1.13	1.29	0.82	0.75	9.07
601997.SH	贵阳银行	增持	12.87	30	2.23	2.18	0.99	1.02	13.27
600926.SH	杭州银行	增持	8.22	42	1.05	1.27	0.89	0.82	9.66
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.65	10	0.39	0.43	1.00	0.96	4.68
600908.SH	无锡银行	增持	5.81	11	0.59	0.66	1.05	1.03	5.10
601128.SH	常熟银行	买入	7.31	20	0.54	0.66	1.64	1.35	5.45
603323.SH	苏农银行	增持	6.07	10	0.49	0.55	1.09	1.05	6.73
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.66	10	0.46	0.52	1.08	1.01	5.41

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日5月31日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

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、中美贸易摩擦升级。

中美贸易战发展方向摇摆不定，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧。

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