

银行

 深度!“包商银行”对权益市场影响：
风险利差“缓慢”拉大

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

电话：

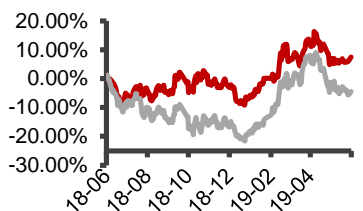
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	9,660,422
行业流通市值(百万元)	6,517,679

行业-市场走势对比


— 银行(申万) — 沪深300

相关报告

<<银行股具有防御性-银行业周报 2019年06月第1期>>2019.06.09

<<刚兑打破对银行体系的直接影响跟踪-银行业周报(2019年05月第5期)>>2019.06.02

<<从“包商银行”看金融监管：箱体中找“平衡点”>>2019.06.02

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
工商银行	5.78	0.79	0.82	0.86	0.90	7.32	7.03	6.74	6.42	-	增持
建设银行	7.28	0.96	1.01	1.05	1.10	7.55	7.18	6.92	6.61	-	增持
农业银行	3.79	0.58	0.57	0.59	0.63	6.54	6.69	6.39	6.02	-	增持
招商银行	34.7	2.78	3.19	3.54	3.97	12.49	10.88	9.82	8.74	-	增持
宁波银行	22.7	1.80	2.10	2.42	2.91	12.61	10.77	9.37	7.80	-	增持

备注：

投资要点

- “包商银行”事件的传导机制：银行负债->银行资产->风险利差拉大。** 第一步，最直接的，与包商有类似特征中小银行负债端融资压力缓慢增加；非银金融机构的负债端压力逐渐加大，因为中小型银行是非银机构主要融出方。第二步，负债的压力会逐渐传导到这些机构的资产端，影响小银行和非银金融机构的资产配置。第三步，银行分级逐渐形成，由于大型银行、中小银行及非银机构的风险偏好是逐级递增的，资产的风险利差会缓慢拉大。
- “包商银行”事件与2018年“债券违约预期”(去年年中情况)的比较：异同点。** 1、相同点：政策意图和传导机制是比较相同的。政策打破刚兑的目标，就是降低系统性风险。2、不同点：行政化手段与市场化机制。去年用强制的行政化手段，强力推进资管新规、非标管理，导致去年的传导机制快速而猛烈。今年会是市场机制的持续发酵：今年政策会平稳，甚至会安抚和对冲市场；但是政策撕了个口，未来新的市场机制会持续影响，今年的传导机制是渐变过程。
- “包商银行”传导的趋势：缓慢、但持续。** 1、“缓慢”是由于政策会对冲，例如保持整体流动性充裕，甚至定向救助问题银行的流动性。详见相关专题《从“包商银行”看金融监管：箱体中找平衡点》。2、新的市场运行机制会逐渐形成，传导是持续、不可逆：银行分级体系会出现，个别银行最终会倒在“信用风险”的身上是有可能的。
- 投资建议：“估值分化”和“防御”** 1、中长期看，风险利差扩大会带来估值分化。无风险收益率未来是稳中有降，打破刚兑利于优质股权类资产估值提升；风险利差上升，对于基本面波动大股票，产生估值压制。2、短期，对经济有不确定性，建议防御。外部不确定大，包商的影响是不可逆的，增加了经济和市场的不确定性。5月初以来，我们一直强调防御，从防御角度推荐银行股，推荐防御组合：工行、建行和农行；以及优质资产：招行和宁波。
- 风险提示事件：经济下滑超预期。金融监管超预期。**

一、“包商银行”事件的传导机制：银行负债->银行资产->风险利差拉大

1、银行负债：中小行与非银机构负债端承压

■ 1.1 单个银行角度看负债

- 单个银行角度：刚兑打破以后，负债端受到冲击程度同业负债（含同业存单、同业存放、同业拆借、卖出回购）>应付债券（金融债、二级资本工具等）>存款。**1、同业存单&同业负债：**负债端占比较高、期限较短的同业存单、同业负债在流动性接续上首要承压。**2、应付债券方面，**金融债由于期限较长，在负债端占比不高，总体压力有限；二级资本工具虽然受偿顺序在普通债券之后，相对风险更高，但由于期限较长，且作为资本补充工具而非流动性工具，对银行的流动性压力方面影响较小。**3、存款**由于存款保险制度的保障，以及客户与银行的更深层次的交互，包括个人的主账户、银行对企业提供的现金管理、支付结算等综合服务，整体稳定性会更强。

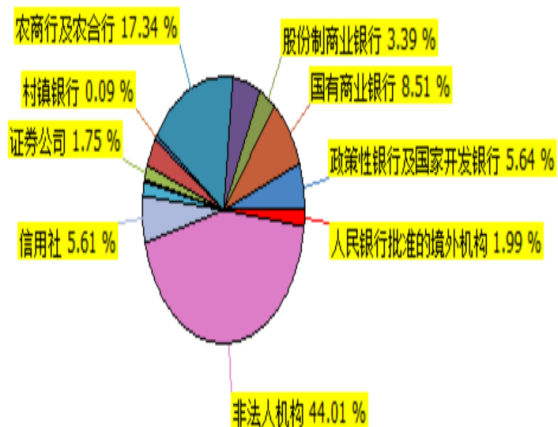
图表：对银行负债端影响链条传导



资料来源：中泰证券研究所

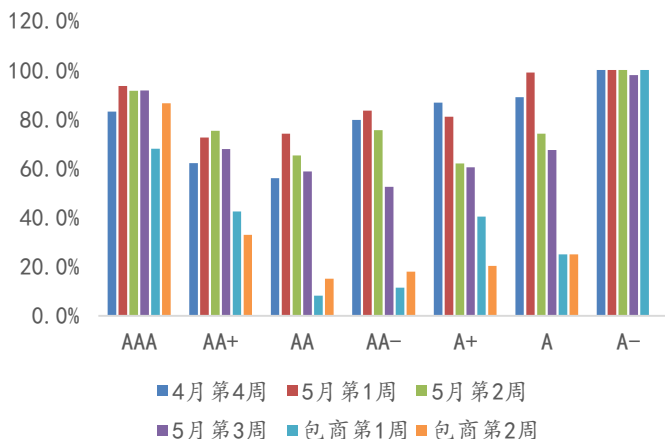
- 交易更为市场化的同业存单在规模和资金价格上率先承压。**1、同业存单市场交易者众多，交易活跃，相对更为市场化。**以19年5月存单托管情况看，投资者非法人机构（货基为主）、农商行及农合行以及国有行分别占比44%、17%、8.5%。**2、低评级存单发行成功率大幅降低，在事件的第2周仍未有明显修复。**2A+、A+评级存单发行成功率较事件第1周进一步下降至33%、20%；2A、2A-以及A评级存单则维持在15%-25%的低位。**3、新发规模骤降、到期压力再增，整体净融资进一步下降，流动性压力凸显。**存单单周发行量1900亿，到期规模3262亿，净融资-1362亿，净融资额差值较上周进一步拉大（上周净融资额为-725亿）。后续到期规模较大，流动性压力的观察还需紧密跟踪存单发行情况。**4、中小银行存单发行成本上升，城商行近两周上升了约15bp，农商行升幅更大、为35bp。**

图表：19年5月同业存单投资者结构



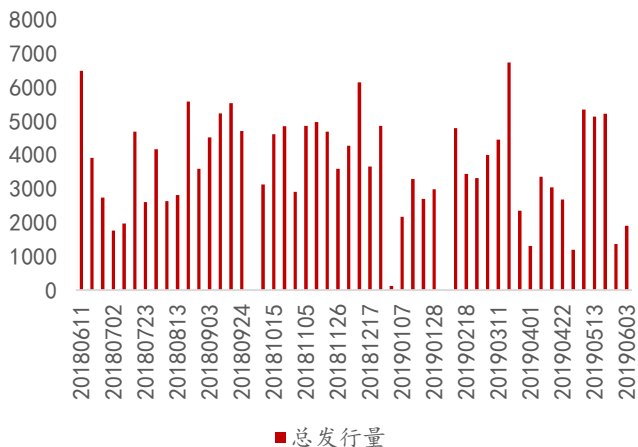
来源：Wind，中泰证券研究所

图表：同业存单实际发行/计划发行保持在低位



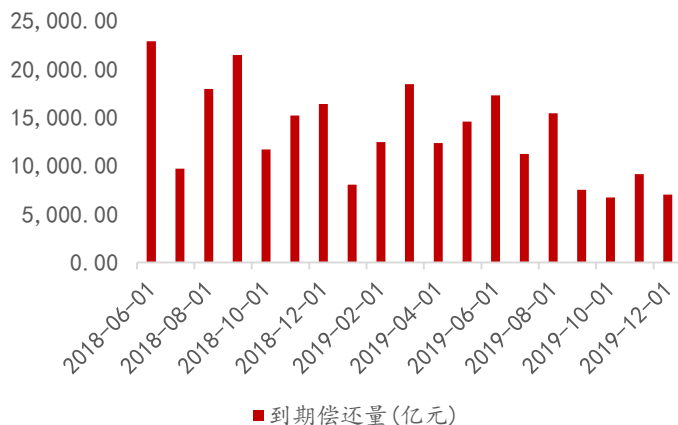
来源：Wind，中泰证券研究所

图表：同业存单实际发行规模大幅下降（亿）



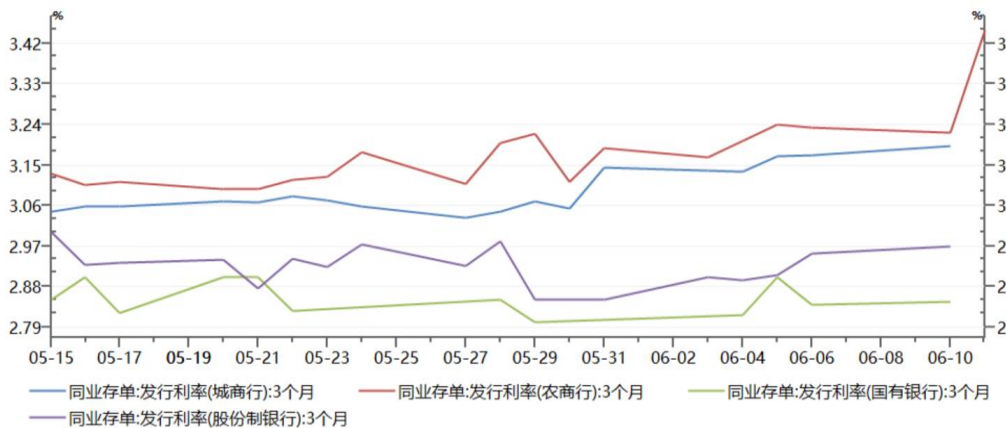
来源：Wind，中泰证券研究所

图表：后续存单到期规模不小



来源：Wind，中泰证券研究所

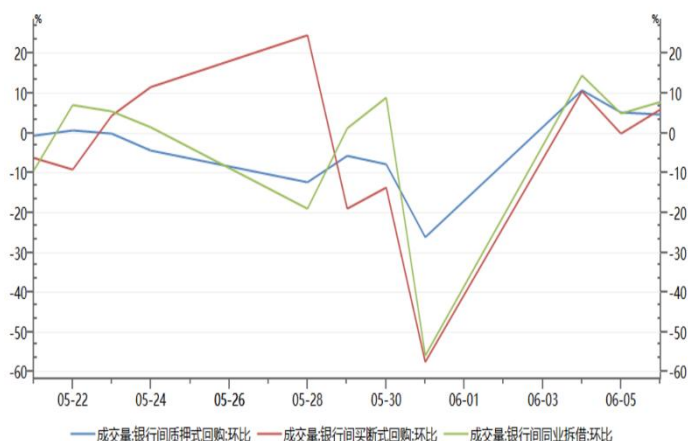
图表：城商行、农商行同业存单发行利率上升



资料来源：Wind，中泰证券研究所

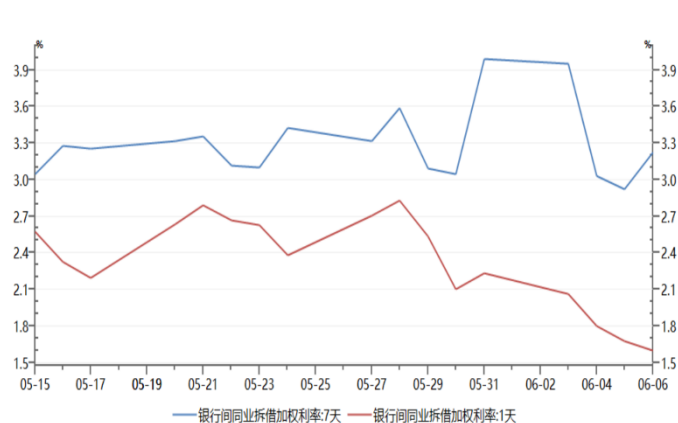
- 同业负债的主要资金来源方为大行，在央行的窗口指导下，目前已恢复到事件发生前的规模 and 价格水平。1、实际来看同业存放风险会较拆借、回购更高，同业存放为线下交易，投资者更多集中于同一地区，交易较不活跃，打破刚兑以后，有潜在风险的中小银行到期再续发难度会更高。2、同业拆借以及卖出回购在央行窗口指导及一系列流动性保障举措支持下，在第 2 周量价已恢复相对平稳。同业负债的融出方主要为大行，央行对这块的流动性能够相对可控，但同业负债在中小行的总负债中占比不算很高，城商行 9 个点、农商行 4 个点，远低于同业存单的占比。

图表：同业拆借、卖出回购在第 2 周规模恢复相对平稳



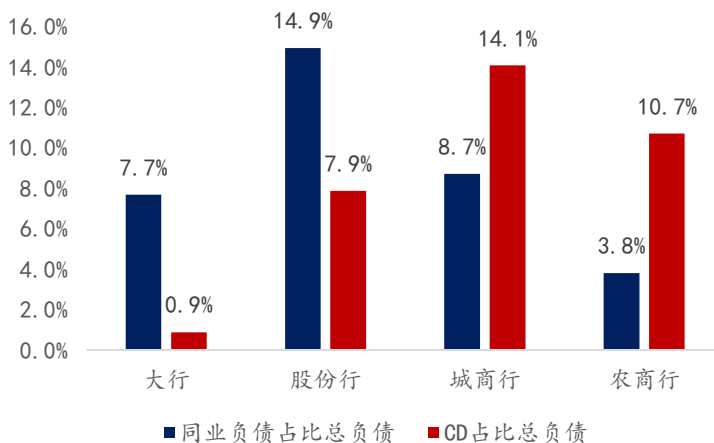
来源：Wind，中泰证券研究所

图表：银行间市场利率恢复平稳



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：各板块同业负债与 CD 占比总负债情况

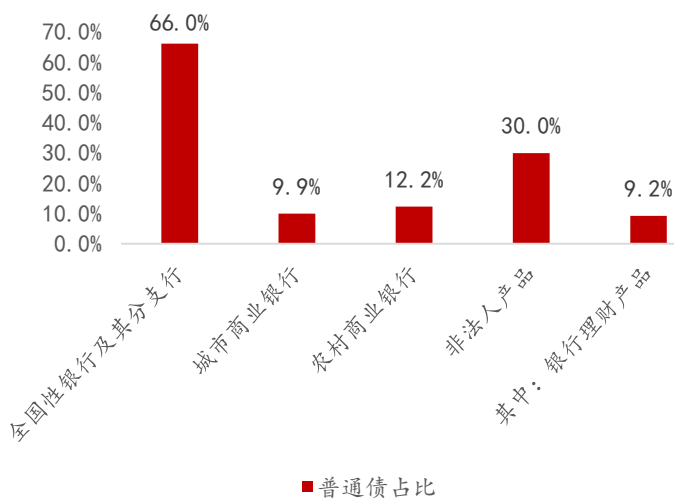


注：股份行浙商、恒丰没有 2018 年数据；城商行为 47 家数据；农商行为 41 家数据

资料来源：Wind，中泰证券研究所

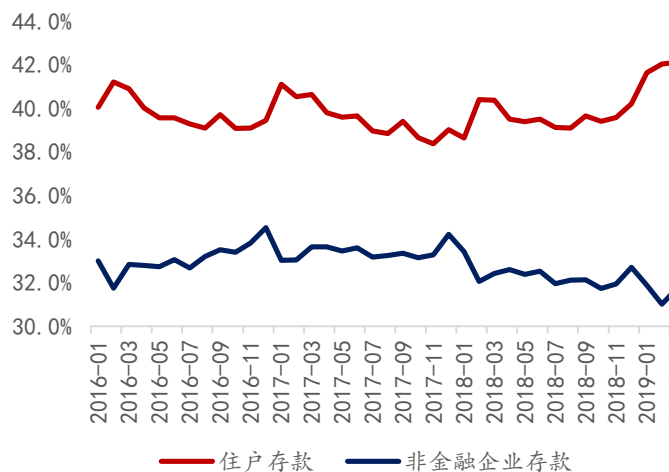
- 同业存单的发行困难带来的流动性冲击，或将迫使银行加大对金融债、存款等更为稳定的负债资金争取。1、金融债虽然期限相对较长、稳定性高，但主要投资者仍为商业银行，银行在对标的的选择上往后也会更为谨慎。2、存款的吸取也非易事，如何通过提供综合服务留存客户是对银行的考验。

图表：商业银行普通债主要投资者结构（2019.5）



来源：中债登，中泰证券研究所

图表：存款客户结构占比

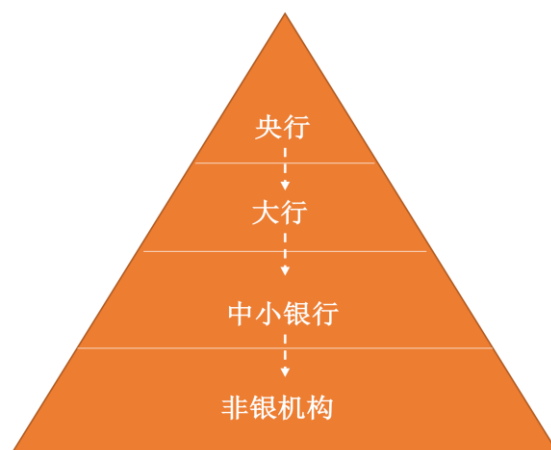


来源：Wind，中泰证券研究所

1.2 银行体系角度看负债

- 银行体系角度：表内路径影响分析——资金链条的中小行直接受冲击，链条下端的非银同样受到影响。**从金融系统加杠杆资金流向来看，央行通过投放基础货币给到一级交易商大行，大行通过同业存拆借、购买同业存单等将资金融出给中小行，而非银机构以委外等形式从中小行手上获取资金。本次包商打破刚兑事件直接冲击资金链条中间环的中小行，大行对中小行的资金融出更加谨慎，排查有潜在信用风险的机构名单，甚至提前支取同业存款，中小行面临直接的资金压力；而中小行的负债荒又会直接传导到链条下端的非银机构。

图表：金融系统加杠杆资金流向

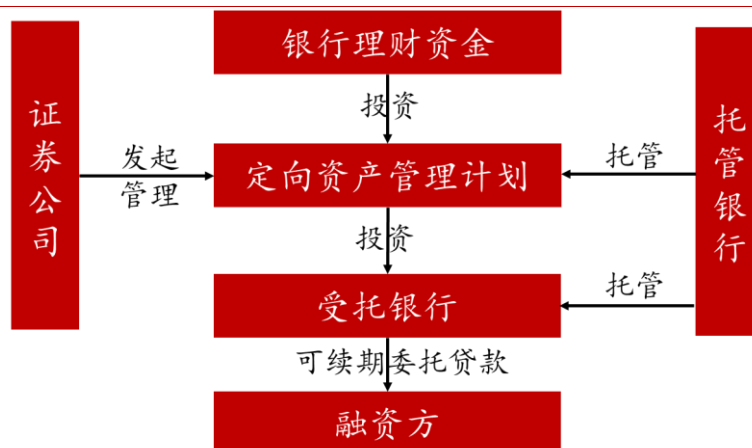


资料来源：中泰证券研究所

- 银行系统角度：表外路径影响分析——表外融资渠道受限，使得表内的冲击影响更明显。**在 17 年严监管之前，信用扩张还可通过表外渠道进

行，金融严监管以来，表外资管渠道信用扩张受限；在表内中小行资金流通环节遭受破坏以后，中小行、非银机构较为直接感受到融资困难。

图表：“银证合作”委托贷款操作模式



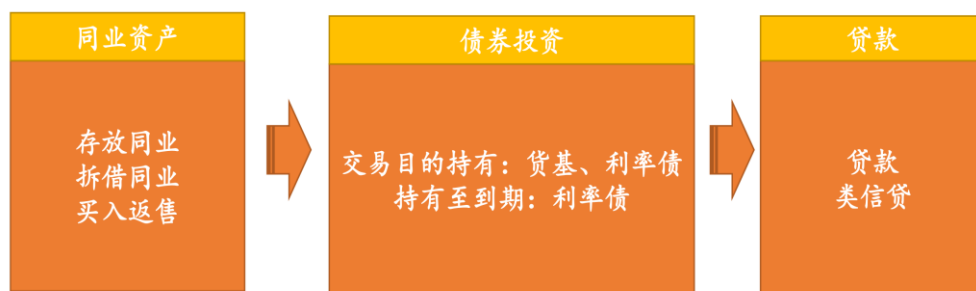
资料来源：中泰证券研究所

2、银行资产：影响小银行和非银金融机构的资产配置

■ 2.1 单个银行角度看资产

- 单个银行资产：银行的负债与资产匹配，负债端的压力会逐渐传导到这些机构的资产端，导致银行抛售流动性较好的资产以满足流动性需要，甚或最后逐渐传导到信贷。银行过去依靠同业负债扩张驱动资产规模扩张的模式进一步受到冲击，在面临缩表可能时，短期来看，银行会优先考虑抛售流动性较好的资产，包括压缩同业资产、出售交易类债券（货基为主、利率债次之），其次才是持有到期类债券（利率债、信用债等）；最后才是信贷、类信贷等相对刚性的资产。

图表：对银行资产端影响链条传导

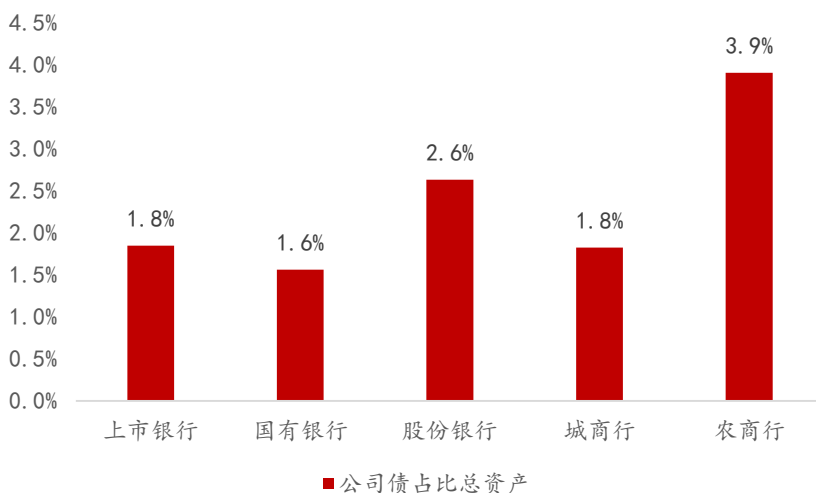


资料来源：中泰证券研究所

- 资金成本上升的压力或将迫使银行提高对高风险资产的追逐，如提高信贷、类信贷以及信用债等的占比。从 2018 年表内信用债占比来看，中小行的占比比大行稍高，股份行、城商行以及农商行占比分别为 2.6、1.8、3.9 个百分点，大行信用债占比总资产为 1.6 个百分点；预计后续

差距将拉大。

图表：上市银行信用债占比总资产（2018）

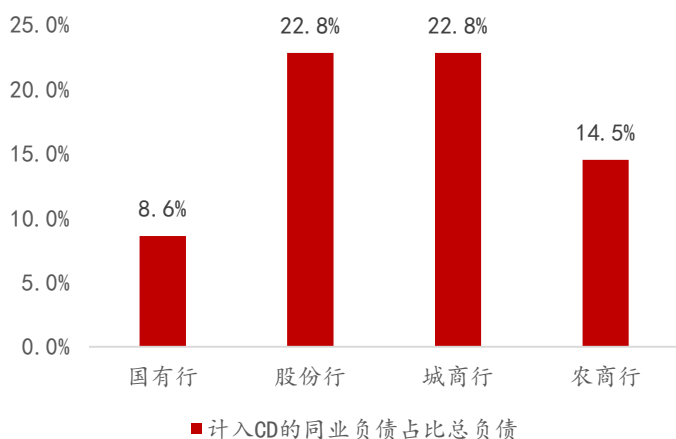


资料来源：公司财报，中泰证券研究所

2.2 银行体系角度看资产

- **银行体系角度：中小城商行期限错配较严重，资产端有压力。**由上市银行板块数据情况看，城商行在资产端配置了较多久期较长的非标资产，占比总资产高达 23%，而负债端短久期的同业负债占比很高，期限错配严重，流动性承压下，面临的资产配置压力较大；另同业存单发行困难的中低评级存单也是以城商行、农商行为主。

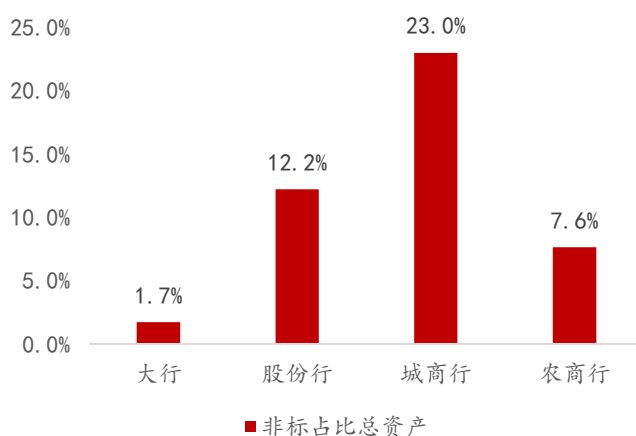
图表：各板块银行计入 CD 的同业负债占比总负债情况（2018）



注：股份行浙商、恒丰无 2018 年数据；城商行为 47 家数据；农商行为 41 家数据

来源：Wind，中泰证券研究所

图表：上市银行表内非标占比总资产情况（2018）



来源：公司财报，中泰证券研究所

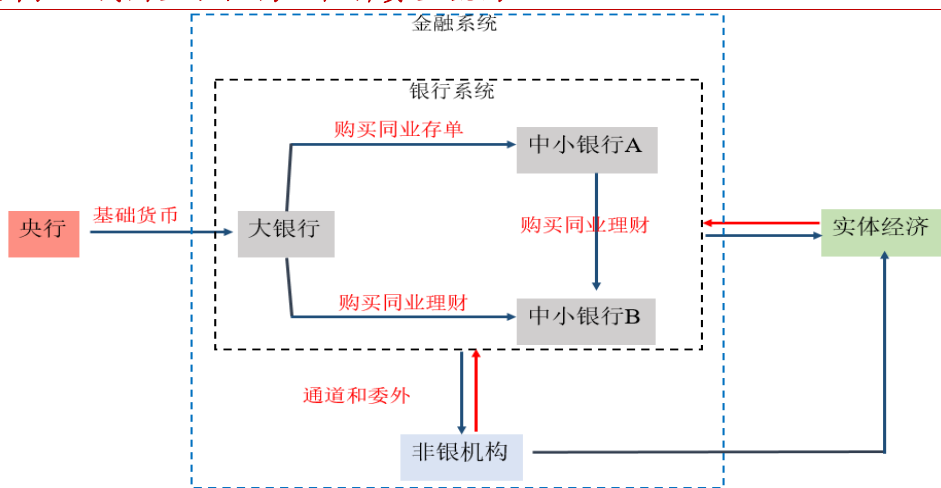
- **银行体系角度：社会信用总量或不变，信用扩张结构性分层。**央行的流

动性支持主要给到风险偏好较低的大行，而中小行、非银机构由于刚兑打破，面临同业融资困难、融资成本上升的困境，负债端的受限进而影响其资产端信用的扩张能力，最后社会信用总量或不变，但结构会发生分化。

3、银行体系的乘数效应：资产的风险利差会缓慢拉大

- **银行体系的乘数效应：**金融机构之间密切而复杂的债权债务联系，A 银行的负债变化，会影响 B 银行的资产变化，这种机制是有扩大效应的，类似货币乘数。使得单家银行的资产负债变化在银行体系类以倍数级的扩大，行业体系间的结构性分层将加大。

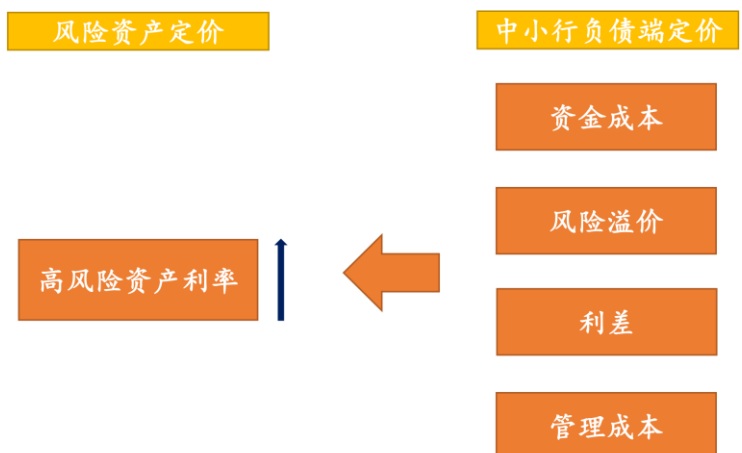
图表：我国金融机构加杠杆资金流向



资料来源：中泰证券研究所

- **结构性分层的加大将带来资产风险利差的拉大：**由于大型银行、中小银行及非银机构的风险偏好是逐级递增的，中小银行在面临资金成本上升的同时，也会传导至其资产端的高风险客户，高风险资产的利差会拉大。而无风险、低风险的则会降低，因为央行必须要保证体系的流动性平稳。

图表：高风险资产利差会缓慢拉大



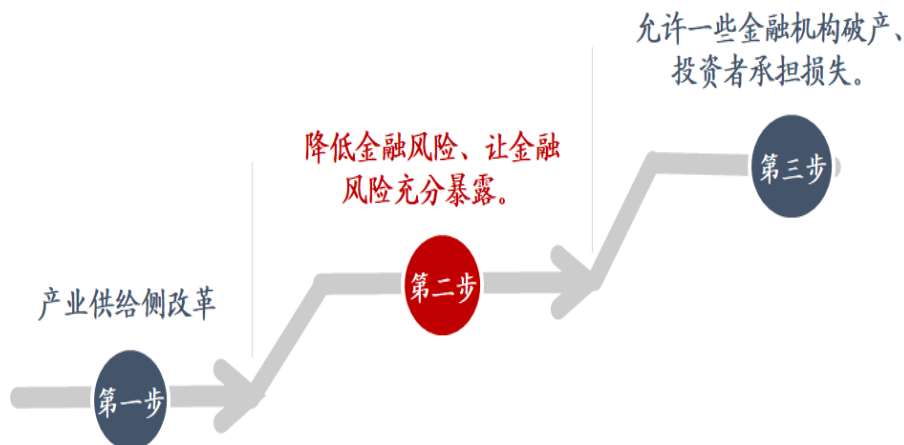
资料来源：中泰证券研究所

二、“包商银行”事件与 2018 年“债券违约预期”（全年年中的情况）的比较

1、相同点：政策意图和传导机制是比较相同的

- 金融监管的意图没有变，金融监管三步走的程序。我们去年年初就提出了金融监管的三步曲，详见我们年初的报告《[金融监管的可能步骤“前瞻”：监管的三个步骤](#)》。金融监管的初心没有变的，没办法，它要降低系统性风险。我们判断金融监管最终目的：打破政府对金融机构的隐形兜底、打破金融机构的刚性兑付，它是分三步来走的。**第一步：通过产业的供给侧改革，排除实业的“雷”，为金融监管创造前提条件。****第二步：降低金融风险、让金融风险充分暴露。**在隐形担保、刚兑未打破前，会采取行政手段降低风险，所谓金融强监管。**第三步：允许某些金融机构重组、投资者承担损失。**

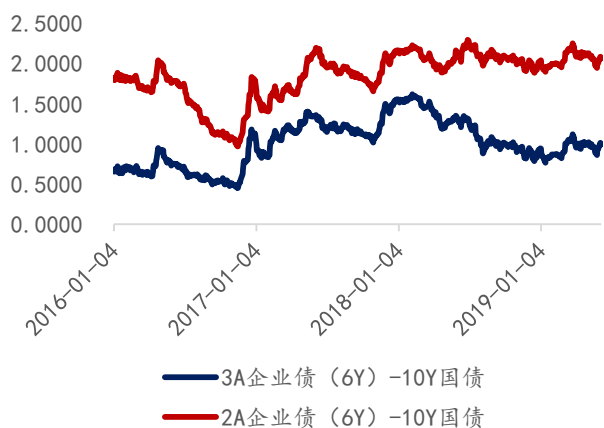
图表：本轮金融监管周期三步走



资料来源：中泰证券

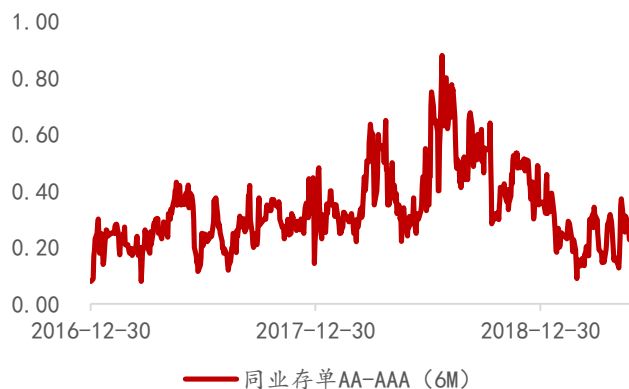
- 去年与今年的传导机制：均表现为信用分化、利差扩张。17 年全年与 18 年上半年严监管后，信用利差如预期出现了明显的走扩。但在 7 月随着资管整改放缓，政策转向保经济增长，信用利差开始回落。本轮打破刚兑后也伴随着信用利差的拉大，中小银行发行存单资金成本上升，3A 与 2A 评级的 6M 同业存单到期收益率利差走阔将近 40bp，信用风险分化。

图表：企业信用利差走阔



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：同业存单利差再度走阔

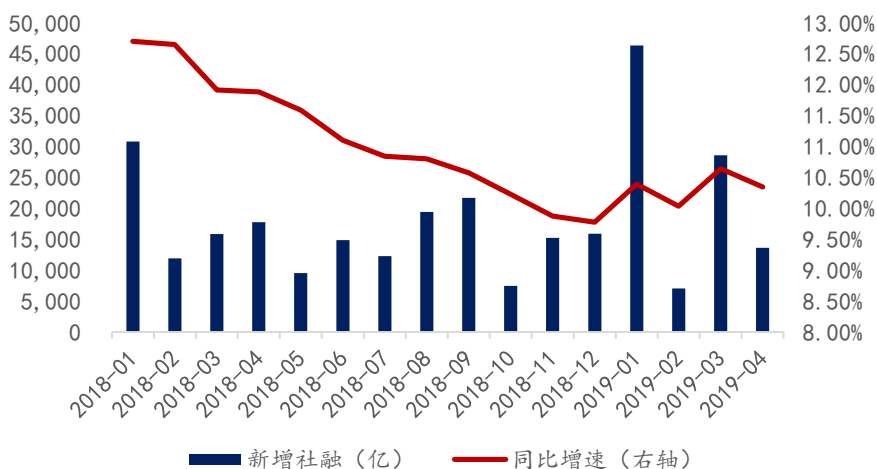


来源：Wind，中泰证券研究所

2、不同点：去年是强力的行政化手段，今年会是市场机制的持续发酵

- 2018 年上半年是强力推进资管新规、非标管理，导致传导机制快速而猛烈。2018 年监管的重点是金融机构的资产端（表内+表外），手段是行政控制方式，压缩非标等信贷类资产规模；体现在社融的下降。行政化手段强制压低金融机构对经济的杠杆，经济就比较难受，传导机制快速而猛烈。

图表：2018-2019 年社融数情况



资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- **今年政策会平稳，甚至会安抚市场。**包商事件后，市场担心风险快速蔓延，我们判断金融监管政策会保持平稳。原因有两点：一、稳经济是最重要的。目前最大压力是来自于实体不是金融；金融监管还是得围绕着实体来展开，目前不具备严厉监管的外部条件。二、政策是具有很强学习能力的。18年的金融去杠杆，对实体经济是有负面影响的；刚刚过去一年，大家记忆还是比较深刻，监管层的学习能力还是非常强的。

图表：18年上半年的金融监管政策密集发文

监管方向	时间	监管政策
总体监管方向	2018. 1. 13	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知（银监发〔2018〕4号）》
风险管理	2018. 1. 8	《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》
	2018. 5. 7	《商业银行大额风险暴露管理办法》
流动性管理	2018. 5. 23	《商业银行流动性风险管理办法》
资产负债管理	2018. 6. 8	《关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》
非标监管	2018. 1. 5	《商业银行委托贷款管理办法》
资产管理	2018. 4. 27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(正式稿)》
股权管理	2018. 1. 9	《商业银行股权管理暂行办法》

资料来源：银保监会，中泰证券研究所

图表：今年政策会平稳，甚至会安抚市场

时间	部门	相关政策
5.24	央行	就接管包商银行问题答记者问
5.26	央行	就接管包商银行问题第2次答记者问
5.31	央行	公开市场操作净投放4300亿
6.6	央行	央行增量续作MLF2000亿，到期1560亿
6.9	银保监会	发声包商银行进展
6.10	央行	对锦州银行等中小银行发行CD提供支持工具以进行增信
6.17	央行	对中小银行实行较低存款准备金率，释放约1000亿元长期资金

资料来源：人民银行，银保监会，中泰证券研究所

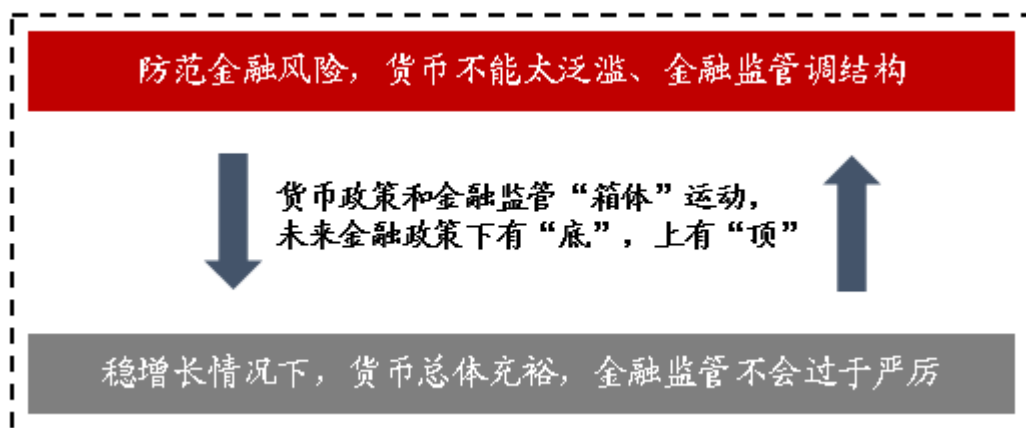
案例：2019年6月10日锦州银行最新一期CD由支持工具提供信用增进

本期存单由民营企业债券融资支持工具（简称支持工具）提供信用增进。支持工具是由人民银行再贷款提供资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具等多种增信方式为民营企业等提供债券融资支持的工具。中债信用增进投资股份有限公司（简称中债公司）为支持工具的受托代理机构。若在本期存单到期兑付日，锦州银行未足额兑付本期存单，中债公司将代理支持工具于兑付日的次一交易日将应补足的兑付资金划付至上海清算所。

注：支持工具主要由担保工具、增信工具、信用风险缓释工具组合的工具箱。

- 今年，金融监管、货币政策未来在“箱体”运动。**未来金融政策下有“底”，上有“定”。1、金融政策有“底”，是因为要稳经济增长，所以货币总体宽裕，金融监管政策不会很严厉，不会重复18年上半年的故事。2、金融政策有“顶”，是因为政策要防范金融风险，货币就不能太泛滥，很难再次出现1季度情况；金融监管同时着力化解存量风险，以及调整融资结构。

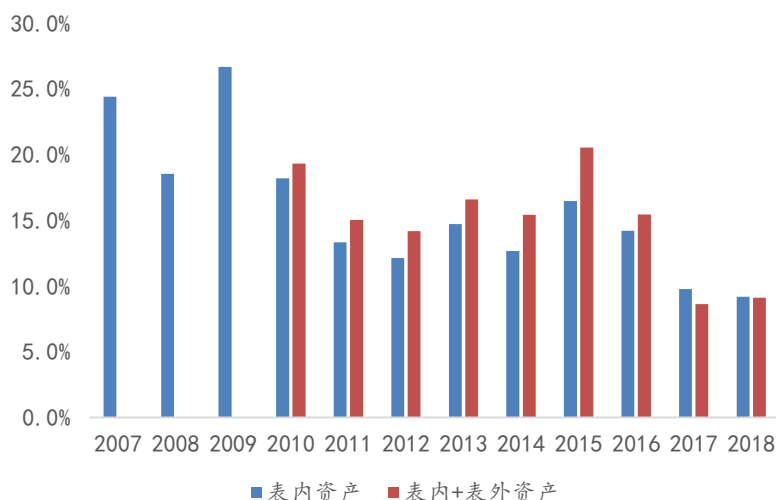
图表：金融和货币政策未来在“箱体”运动



资料来源：中泰证券研究所

- 今年会是市场机制的持续发酵，以往运行模式被打破了。中国银行业的以往运行机制：基于“兜底”、“刚兑”持续加杠杆：1、银行负债端如何加杠杆：银行等金融机构基于地方政府和牌照的隐形兜底，负债端通过同业派生，加大货币乘数。2、资管产品大规模扩张，很重要原因是银行和非银机构都默认交易对手无风险。所以，我国银行业在金融监管加强前，不管经济好坏，每年资产负债增速在 15%左右，表外更快。今年是政策撕了个口，市场持续发酵；未来市场机制会是核心力量。

图表：监管前后表内外总资产增速情况



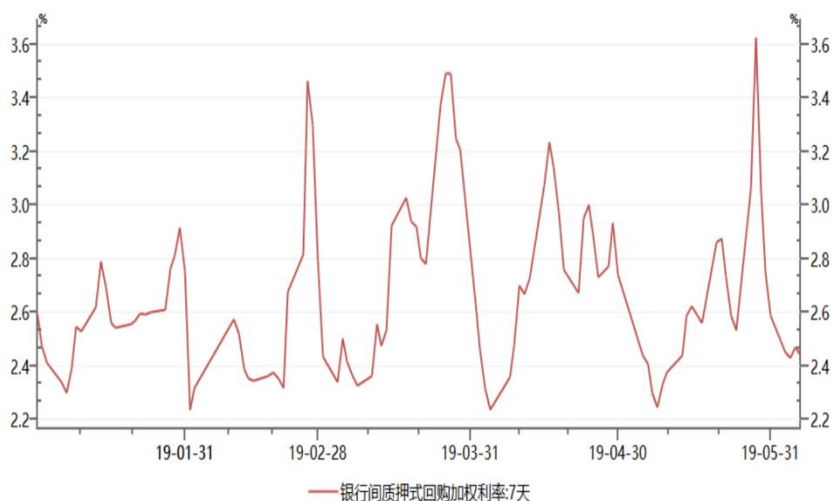
资料来源：Wind，中泰证券研究所

三、“包商银行”事件传导趋势：缓慢、但持续且不可逆

- “缓慢”是由于政策会对冲。央行通过增量续作 MLF、公开市场操作净投放 4300 亿，以及在 6 月 17 日对中小银行实行较低存款准备金率，届时

将释放约 1000 亿元长期资金，有效支持中小银行的流动性。流动性的释放在一定程度上能够缓解包商事件对整个银行体系的流动性冲击。央行甚至定向救助问题银行的流动性，或与中小银行成为直接对手方，如增加再贷款、MLF、央行质押式回购等，以保证银行体系的平稳。

图表：银行间利率相对平稳



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 新的市场运行机制会逐渐形成，传导是持续、不可逆：银行分级体系会出现。以往的商业银行的运行模式发生改变**（见“我国金融机构加杠杆资金流向”图），对冲政策操作难以直接作用于各类银行，政策能调整是总量，改变不了结构。即可能会出现市场整体流动性维持充裕，但银行和非银金融机构的结构性分层同时存在的情况。中小金融机构获取资金的难度增大，其信用扩张的能力也会受到限制。个别银行的信用风险压力会持续增加，政策能缓解的是流动性风险，但信用风险它是没有能力兜底的。个别银行最终会倒在“信用风险”的身上。

图表：净利润对信用成本的敏感性分析

		信用成本-5bp	信用成本-10bp		
	19E 净利润 1	19E 净利润 2	19E 净利润 3	净 2-净 1	净 3-净 1
上市银行	5.5%	8.0%	10.5%	2.5%	5.0%
国有银行	4.8%	7.2%	9.6%	2.4%	4.8%
股份银行	5.9%	8.6%	11.3%	2.7%	5.3%
城商行	11.5%	13.9%	16.4%	2.4%	4.9%
农商行	11.3%	14.3%	17.4%	3.0%	6.1%

注：加权平均

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：核心一级净资本对信用成本的敏感性分析

		假设不良率上升	
		不良率 1%	不良率 5%
核心一级资本充足率	8.5%	6.5%	4%

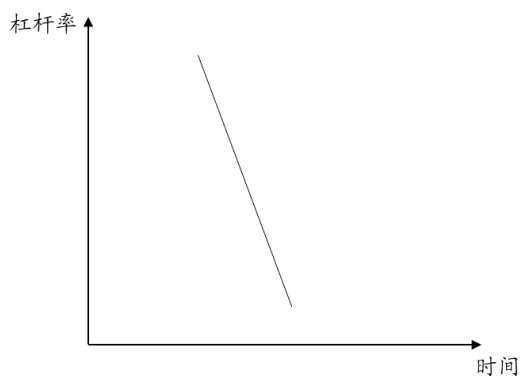
注：假设公司净资本 1 亿，核心一级资本充足率 8.5%，ROE10%，不良率 1%，贷款占比风险加权资产 50%；公司按照增量拨备/增量不良 100%进行计提

资料来源：中泰证券研究所

四、投资建议：“估值分化”和“防御”

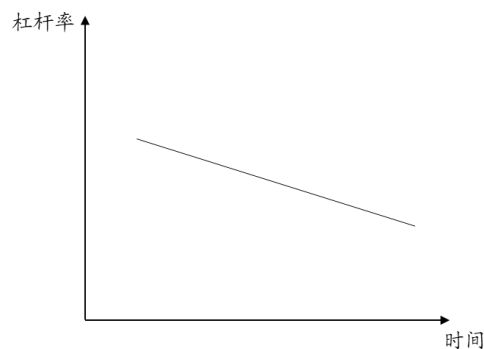
- **1、中长期看，风险利差扩大会带来估值分化。**无风险收益率未来是稳中有降，打破刚兑利于优质股权类资产估值提升；风险利差上升，对于基本面波动大股票，产生估值压制。**2、短期，对经济有不确定性，建议防御。**外部不确定大，包商的影响是不可逆的，增加了经济和市场的不确定性。5月初以来，我们一直强调防御，从防御角度推荐银行股，推荐防御组合：工行、建行和农行；以及优质资产：招行和宁波。详见报告《[银行：大型银行具有防御性](#)》。
- **经济去杠杆的模式是“时间换空间”。**在金融监管、货币政策未来在“箱体”运动的背景下，包括宏观经济下降是缓慢的，斜率会比较平缓；但政策不强刺激，下滑的趋势的不会改变。**我们经济去杠杆还在路上，模式是“时间换空间”：下滑斜率缓慢，同时见底的时间就比较漫长。**

图表：美国去杠杆模式（07-08年）



资料来源：中泰证券研究所

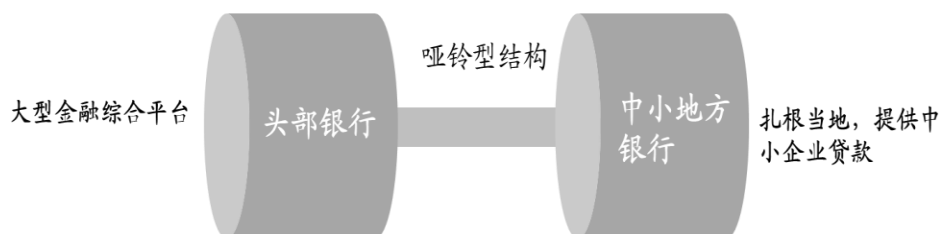
图表：中国去杠杆模式（未来）



资料来源：中泰证券研究所

- **存量经济和金融供给侧改革是银行运营的大背景。**这种背景下，银行业竞争格局是哑铃型。哑铃的一头是头部银行成为金融综合性服务平台，对标国际金融大型集团；哑铃的一头是众多中小银行，聚焦当地，特色化服务实体经济。金融供给侧改革背景下，所有金融机构都面临转型，头部金融机构最有能力转型成功，一部分金融机构面临淘汰。包商银行被接管是金融供给侧改革加速推进的信号，预计未来银行接管、并购和重组活动会加速进行。

图表：银行业竞争格局——哑铃型分布



资料来源：中泰证券研究所

- **风险提示：**经济下滑超预期。金融监管超预期。

图表：银行估值表

银行估值表（交易价格：2019-06-10）

	P/B		ROE		股息率
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
工商银行	0.83	0.76	12.6%	12.1%	4.51%
建设银行	0.88	0.80	12.9%	12.5%	4.40%
农业银行	0.77	0.70	12.2%	11.9%	4.80%
中国银行	0.66	0.61	11.1%	10.7%	5.16%
交通银行	0.64	0.59	10.5%	10.1%	5.13%
招商银行	1.55	1.36	15.9%	15.9%	3.13%
中信银行	0.68	0.62	10.4%	10.3%	4.11%
浦发银行	0.70	0.63	11.7%	11.1%	1.02%
民生银行	0.61	0.56	11.5%	10.9%	2.85%
兴业银行	0.76	0.69	13.2%	12.7%	4.00%
光大银行	0.66	0.60	10.8%	10.7%	3.49%
华夏银行	0.54	0.49	9.6%	9.3%	1.87%
平安银行	0.87	0.78	10.8%	10.5%	1.28%
北京银行	0.66	0.60	10.9%	10.8%	3.76%
南京银行	0.90	0.78	15.3%	15.4%	3.63%
宁波银行	1.54	1.31	15.5%	16.1%	2.26%
江苏银行	0.74	0.66	11.6%	11.7%	3.00%
贵阳银行	1.28	1.10	16.6%	17.4%	2.42%
杭州银行	0.81	0.72	10.1%	10.0%	3.09%
上海银行	1.02	0.92	12.1%	12.5%	3.28%
成都银行	0.88	0.77	16.5%	16.8%	4.08%
江阴银行	0.89	0.83	7.5%	7.6%	1.68%
无锡银行	0.93	0.85	10.7%	11.1%	3.10%
常熟银行	1.15	1.03	13.3%	14.2%	3.49%
苏农银行	0.89	0.82	9.2%	9.6%	2.06%
张家港银行	1.01	0.94	9.2%	9.9%	2.08%
上市银行平均	0.98	0.88	11.9%	11.9%	2.88%
国有银行	0.76	0.69	11.9%	11.5%	4.80%
股份银行	0.80	0.72	11.7%	11.4%	2.72%
城商行	1.07	0.95	12.8%	13.2%	2.80%
农商行	1.17	1.07	10.4%	10.8%	2.28%

来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。