

# 银行业中期策略报告

## 风雷渐起，大浪淘金

行业评级

买入

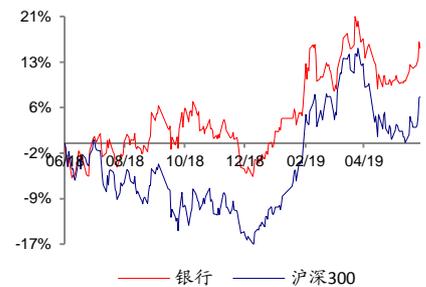
前次评级

买入

报告日期

2019-06-24

### 相对市场表现



分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师:

屈俊



SAC 执证号: S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

银行业:关注跨季资金面波动与信用分层的影响 2019-06-23

银行业:关于央行加强流动性支持的一些探讨 2019-06-16

银行业:社融如期回升,金融生态渐变——2019年5月金融数据跟踪 2019-06-12

联系人: 王先爽 021-60750604  
wangxianshuang@gf.com.cn

联系人: 万思华 021-6075-0604  
wansihua@gf.com.cn

联系人: 李佳鸣 021-60750604  
lijiaming@gf.com.cn

### ● 风雷渐起，金融供给侧改革去产能

经过 10 年信贷驱动的高速发展，宏观杠杆率高企已经成为经济和金融体系稳健发展的核心约束，加上近期实际、名义和潜在经济增速持续下行，上市公司 ROIC 回落至名义利率下方，金融供给侧结构性改革势在必行。4 月 19 日政治局会议定调“保持定力”，“结构性和体制性因素”是主要矛盾，5 月 24 日包商银行由于信用风险事件被接管，金融供给侧去产能的序幕或将正式拉开。

### ● 利率下行：货币环境被动宽松

财政政策仍在趋势扩张，但受减税、经济探底、房地产市场降温等因素影响，财政支出受收入端的约束增加，预计扩张力度逐季下行。

政治局会议定调，货币政策回归真中性。由于外汇占款增量下降，中性货币政策基调并不排除降准可能，7 月中旬存在小幅降准的可能。

信用扩张受包商事件压制，中小行缩表，金融体系风险偏好下行，信用扩张放缓，货币环境被动宽松，无风险利率或在三季度迎来新一轮快速下行。

### ● 大浪淘金：资产质量检验优质银行

1. 资产扩张与定价：金融严监管叠加有效需求走弱，扩张与定价受制约。

2. 负债成本：存款成本仍有上行动力，广义同业负债成本预计分化。

3. 净息差：预计延续一季度回落趋势，大型银行相对受益。

4. 中间业务收入：资管转型阶段，中收承压。

5. 资产质量：资产质量周期向下，分化将成行业常态

**对公业务：**政府补贴退潮，存量信贷风险或继续暴露，大型银行由于基础设施贷款占比高，短期来看相对受益，而中西部地区银行不良化解压力相对较大。**零售业务：**从零售战略上看，股份行发力信用卡，大行主攻按揭；信用卡债务在短时间内快速累积，经济下行趋势下偿债压力上升，信用卡不良率呈上升态势，风险已在暴露。

6. 信用成本：股份行和城商行抵补能力相对偏弱，信用成本有上行压力。

7. 经营稳健的银行将在周期洗礼胜出：经营稳健的银行风险加权资产收益率明显高于同业，下行周期银行之间的差距预计逐渐拉大。

8. 海外银行业同样经历过大浪淘金：80 年代美国经济由高速发展转向高质量发展，金融供给侧自发调整，地区性中小银行供给过剩逐渐出清。

### ● 风险分层：优质银行估值提升

同业刚兑的打破带动无风险利率下行，风险溢价上行，广义资产配置再平衡利好核心权益资产，优质银行提供长期稳健的 ROE，预计估值仍将提升。

### ● 风险提示：

1. 中小银行和非银资管缩表导致信用收缩超预期。2. 不良上升压力超预期。3. 外部环境不确定增加，情绪变化超预期。4. 经济下行压力超预期。

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
农业银行	601288.SH	CNY	3.64	2019/4/29	买入	4.48	0.60	0.62	6.07	5.87	0.73	0.67	12.52	11.99
招商银行	600036.SH	CNY	37.69	2019/4/30	买入	36.35	3.55	3.98	10.62	9.47	1.66	1.47	16.58	16.43
中信银行	601998.SH	CNY	6.09	2019/3/29	买入	7.15	0.92	0.96	6.62	6.34	0.68	0.63	10.76	10.29
平安银行	000001.SZ	CNY	13.64	2019/4/23	买入	17.06	1.49	1.63	9.15	8.37	0.96	0.87	11.03	10.86
宁波银行	002142.SZ	CNY	23.79	2019/4/26	买入	23.74	2.55	2.98	9.33	7.98	1.60	1.37	18.69	18.54
常熟银行	601128.SH	CNY	7.58	2019/4/26	买入	11.77	0.79	0.93	9.62	8.14	1.15	1.03	13.11	13.33
农业银行	01288.HK	HKD	3.28	2019/4/29	买入	4.34	0.60	0.62	4.81	4.66	0.58	0.53	12.52	11.99
招商银行	03968.HK	HKD	42.15	2019/4/30	持有	37.07	3.55	3.98	10.45	9.32	1.63	1.44	16.58	16.43
中信银行	00998.HK	HKD	4.42	2019/3/29	买入	6.27	0.92	0.96	4.23	4.05	0.44	0.40	10.76	10.29

注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

核心要素回顾与展望：货币回归中性，基本面下行.....	6
风雷渐起：金融供给侧去产能 .....	6
实际、名义、潜在经济增速仍在下行 .....	6
ROIC 又回到名义利率下方 .....	7
杠杆高位是当前银行业乃至宏观经济的核心约束 .....	8
近 10 年我国宏观杠杆率上升约 112 个百分点 .....	8
市场化去杠杆已经开启，金融去产能可能来临 .....	10
利率下行：货币环境被动宽松 .....	13
财政政策仍在扩张趋势中，但预计扩张力度逐季下行 .....	13
货币政策回归真中性，但中性不排除降准可能 .....	14
包商银行事件压制信用扩张，无风险利率可能在三季度加速下行 .....	16
大浪淘金：资产质量检验优质银行 .....	18
资产扩张与定价：金融严监管叠加有效需求走弱，资产扩张与定价受制约 .....	18
负债成本：存款成本仍有上行动力，广义同业负债成本预计分化 .....	20
净息差：预计延续回落，大型银行相对受益 .....	21
中间业务收入：资管转型阶段，中收承压 .....	22
资产质量：资产质量周期向下，分化将成行业常态 .....	23
对公业务 1：存量风险继续暴露，政府补贴退潮，对公不良压力仍存 .....	24
对公业务 2：大型银行基础设施贷款占比高，短期来看相对受益 .....	25
对公业务 3：预计中西部地区银行不良化解压力相对较大 .....	26
零售业务 1：信用卡债务在快速累积，偿债压力上升，风险已在积聚 .....	27
零售业务 2：零售战略分化：股份行发力信用卡，大行主攻按揭 .....	28
零售业务 3：信用卡不良率呈上升态势，风险已在暴露 .....	29
信用成本：股份行和城商行抵补能力相对偏弱，信用成本有上行压力 .....	29
经营稳健的银行将在周期洗礼胜出 .....	30
海外银行业同样经历过大浪淘金 .....	31
风险分层：优质银行估值提升 .....	36
同业刚兑打破，无风险利率下与风险溢价上并行 .....	36
风险（权益）类资产配置将提升，优质银行相对估值继续上行 .....	36
选股与择时：建议配置国有大行和优质龙头，8 月中报期是切换窗口 .....	39
风险提示 .....	40

## 图表索引

图 1: 实际&名义 GDP 增速仍在下行 (%)	7
图 2: 实体投资回报、银行资产收益率与银行不良生成率 (%)	7
图 3: 非金融企业部门、居民部门和政府部门杠杆率 (%)	8
图 4: 十年前, 我国是新兴经济体的杠杆率 (%)	9
图 5: 目前, 我国宏观杠杆率接近发达国家平均水平 (%)	9
图 6: 企业和居民部门是这十年主要加杠杆的部门 (%)	10
图 7: 企业和居民部门是这十年主要加杠杆部门 (%)	10
图 8: 银行业信用开始分化 (%)	12
图 9: 广义财政扩张与名义 GDP 增速 (%)	13
图 10: 近年财政支出进度对比 (亿元, %)	14
图 11: 2019 年 2 月份以来, 货币政策宽松力度减弱 (%)	15
图 12: 5 月份下旬后, 基础货币投放脉冲式上升 (亿元)	15
图 13: 基础货币投放中, 外汇占款贡献下降, 对银行债权贡献上升 (%)	16
图 14: 央行其他资产变化对基础货币投放的贡献值得关注 (亿元)	16
图 15: 非金融信用债发行融资一览 (亿元)	17
图 16: 主体 AA 级及以下非金融信用债发行融资一览 (亿元)	18
图 17: 十年期国债可能迎来新一轮加速下行	18
图 18: 行业整体降杠杆 (倍)	19
图 19: 有效需求走弱, 生息资产收益率面临一定压力 (%)	19
图 20: 计息负债成本率对比 (%)	20
图 21: 银行间同业拆借加权利率:1 个月 (%)	20
图 22: 2019Q1 行业息差向下拐点显现, 板块内部分化 (%)	21
图 23: 大型银行存款占计息负债比重高 (%)	21
图 24: 银行理财预计维持低速增长 (万亿元)	22
图 25: 中收贡献率下降主要是受资管新规影响 (%)	23
图 26: ROIC 与资金成本之差萎缩, 银行不良生成上行 (%)	23
图 27: 预计各子板块不良生成上行, 幅度分化 (%)	24
图 28: 2017 年末商业银行贷款主要行业占比与不良贷款占比 (%)	24
图 29: 2018 年末, 五大行对公贷款中基础设施行业占比高 (%)	25
图 30: 基础设施行业 A 股非金融上市公司隐含不良率相对较低	25
图 31: 东部地区、中部地区、西部地区商业银行不良贷款率 (%)	26
图 32: 东部地区、中部地区、西部地区 A 股非金融上市公司隐含不良率 (%)	26
图 33: 2018 年末信用卡应偿信贷总额/GDP (现价) 上升至 7.61% (%)	27
图 34: 居民部门债务占可支配收入比突破 100% (%)	27
图 35: A 股上市五大行和股份行信用卡应收账款 2015-2018 年均复合增速以及 2018 年同比增速对比 (%)	28
图 36: A 股上市五大行和股份行零售贷款/贷款总额以及个人住房贷款/零售贷款对比 (%)	28
图 37: 2019Q1 数据来看, A 股上市股份行和城商行贷款减值准备余额/风险加权	

资产比例偏低 (%) .....	30
图 38: A 股上市银行风险加权资产收益率对比 (%) .....	30
图 39: A 股上市银行拨备贡献率对比 (%) .....	31
图 40: 经济由高速增长转为高质量增长, 金融供给侧改结构自发转变 (%) .....	31
图 41: 储蓄协会在储贷危机中倒闭出清的数量最多 (%) .....	32
图 42: 负债来源依赖客户存款的中小银行在利率曲线倒挂时期受伤严重 (%) .....	32
图 43: 80 年代初期“滞胀”时期结束后, 货基规模仍保持向上动能(百万美元, %) .....	33
图 44: 负债端脱媒, 依赖同业负债补充资金来源 (%) .....	33
图 45: 农业信贷风险、工业衰退、欠发达国家债务风险交替影响银行资产质量 (%) .....	34
图 46: 80 年代前期主要受 70 年代传统工业衰退的拖累, 后期逐渐转向地产和零售信贷风险 (%) .....	34
图 47: 中小银行税前净资产回报率显著低于大型银行 (%) .....	35
图 48: 季度亏损的银行占比中, 中小银行高于大型银行 (%) .....	35
图 49: 十年期国债可能迎来新一轮加速下行 .....	36
图 50: 广义资产配置再平衡 .....	37
图 51: 2017 年以来, 沪深 300 相对中证 1000 的估值明显提升 (比例) .....	37
图 52: 银行板块整体相对其他行业的估值明显提升 (比例) .....	38
图 53: 国有大行和优质龙头银行相对其他银行的相对估值也在同步提升 (PB 相除, 比例) .....	38
图 54: 国有大行和优质龙头银行良好业绩具有稳定性和持续性(ROE 相除, 比例) .....	39
表 1: 银行业核心要素回顾与展望 .....	6
表 2: 包商银行事件前后政策大事记 .....	11
表 3: 主要国家和地区银行业数据对比 .....	12
表 4: 银行业样本资产及同业负债一览 (亿元) .....	17
表 5: A 股上市大行和股份行信用卡不良率 (%) .....	29
表 6: 重点银行估值与盈利预测 .....	40
表 7: 港股和美股可比公司估值情况 (截至 2019-06-23) .....	40

## 核心要素回顾与展望：货币回归中性，基本面下行

二季度策略报告（3月19号）中，基于股市流动性弱化的逻辑，看好银行板块4月下旬后的相对收益，这一判断被环境的不确定性强化。

4月份以来，货币和监管政策的边际调整明显，决策层目标在向稳杠杆回归，货币政策回归中性，监管趋严执行。银行风险事件的暴露将压制金融体系风险偏好，货币环境被动宽松和行业基本面下行将成为主导变量。

表 1：银行业核心要素回顾与展望

维度频率	因素	2018年	2019Q1	2019Q2-E (2019-03-19)	2019Q2	2019Q3-E	2019Q4-E	2019年-E	核心矛盾
高维低频 (5年以上)	杠杆率	-2	1	1	0	0	0	0.25	杠杆高位
	实体回报	1	0	-1	-1	-1	0	-0.5	经济下行
中维中频 (1到3年)	财政	-1	2	1	1	1	0	1	财政前移与透支
	货币	2	2	2	0	1	1	1	货币环境被动宽松
	信用	-2	1	1	0	0	0	0.25	风险偏好下行
低维高频 (1年内)	股市流动性	-2	2	1	0	1	0	0.75	财政前移，货币调整
	行业比较	2	1	0	0	-1	-1	-0.25	业绩后周期优势
	市场预期	1	0	—	-1	—	—	—	
银行基本面	行业景气度	1	0	-1	-1	-2	-1	-1	
	规模增长	-2	2	1	1	0	0	0.75	稳杠杆与稳信用
	息差	2	-1	-2	-2	-2	-1	-1.5	经济下行
	资产质量	1	0	-1	-1	-1	-1	-0.75	居民与城投债务
银行股行情	绝对收益	-1	2	-1	-1	1	-1	0.25	流动性主导
	相对收益	2	-2	1	1	-1	-1	-0.75	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 风雷渐起：金融供给侧去产能

### 实际、名义、潜在经济增速仍在下行

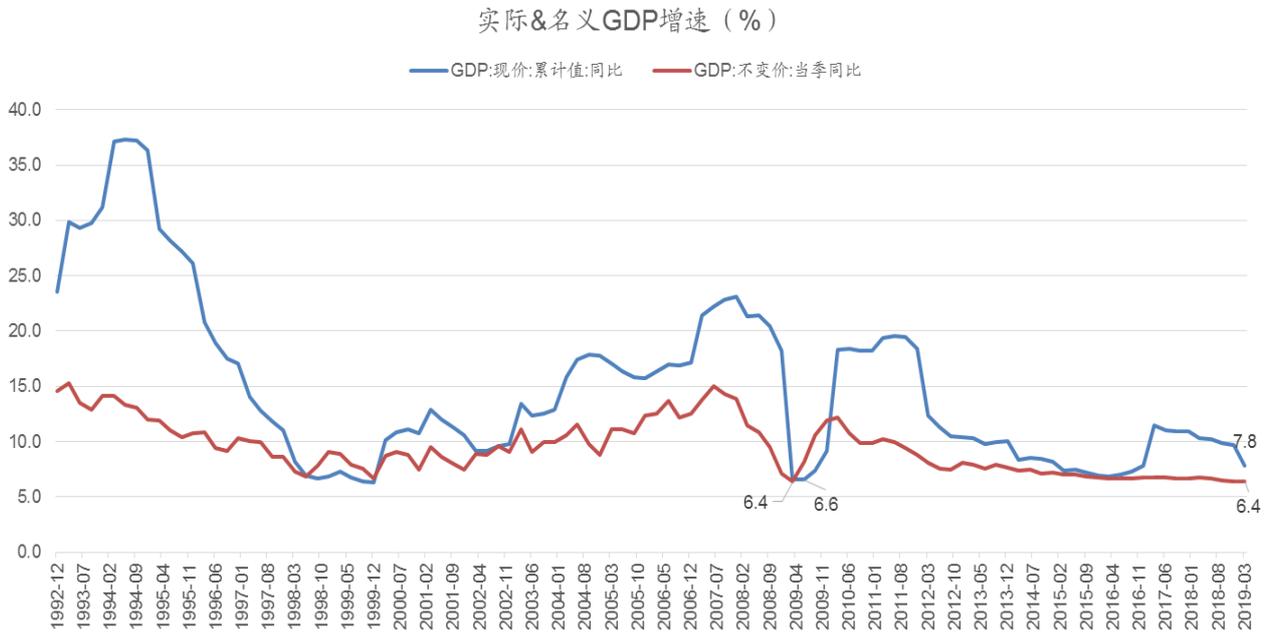
长周期来看，实体部门的回报率才是银行（金融体系）利润和资本增值的源泉。实体部门回报率基本和GDP增速相关，当前实际、名义、潜在经济增速下行成为银行景气度的第二个约束困境。

4月19号中央政治局会议指出，在充分肯定成绩的同时，要清醒看到，经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于攻坚克难。

这可能意味着决策层已经开始接受潜在经济增速下行的现实，实际、名义、潜

在经济增速仍在下行探底过程之中。

图 1：实际&名义GDP增速仍在下行（%）

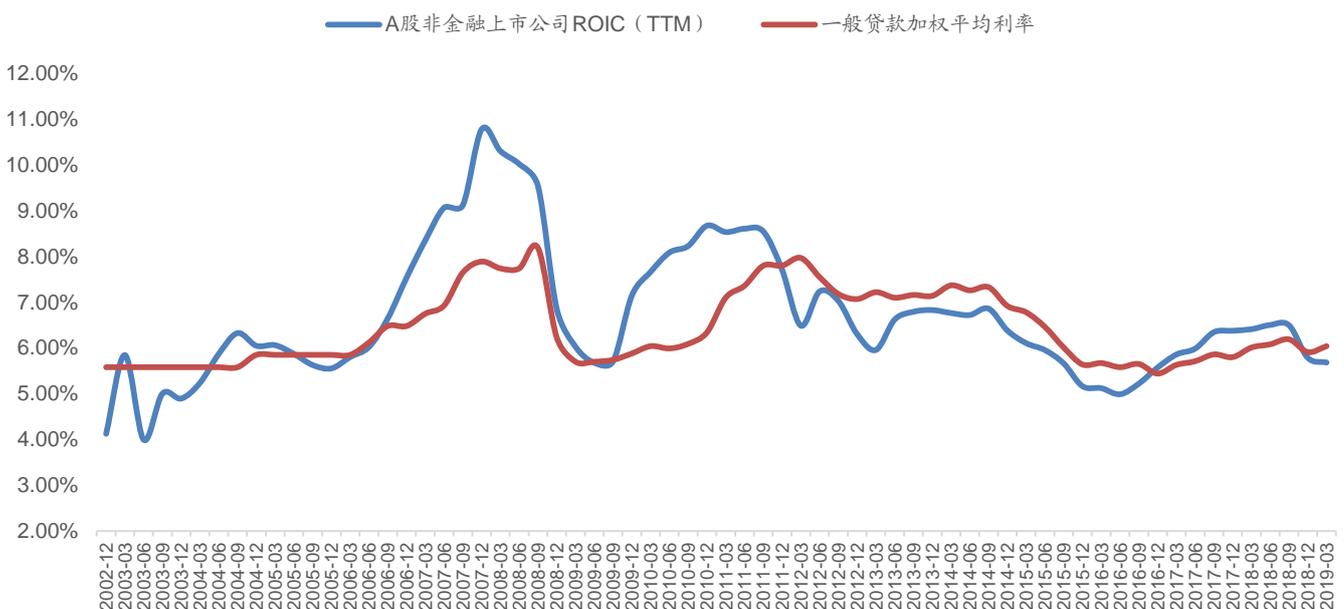


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### ROIC 又回到名义利率下方

经济增长的速度与效率下行，导致实体部门投资回报率下行。2018年四季度以来，A股非金融上市公司ROIC与资金成本再次倒挂，实体部门偿债压力上升，债务风险累积。

图 2：实体投资回报、银行资产收益率与银行不良生成率（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

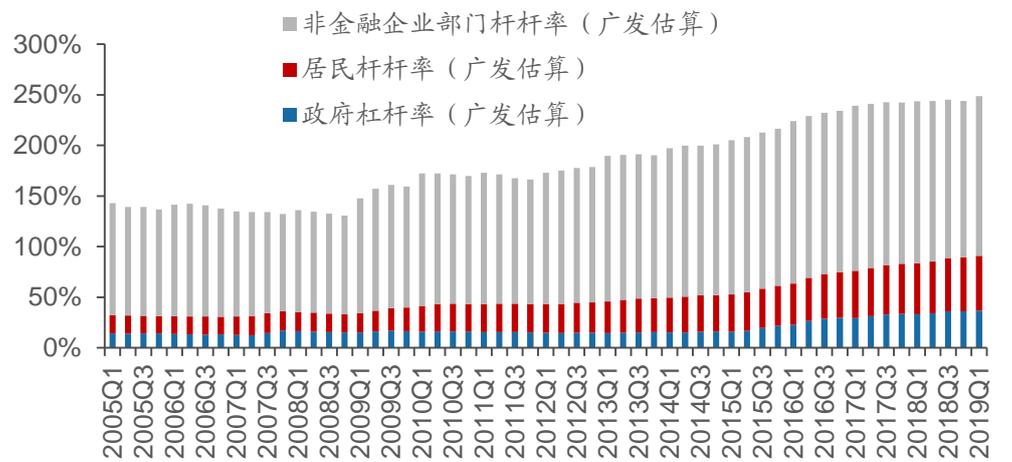
## 杠杆高位是当前银行业乃至宏观经济的核心约束

非金融部门的债务（杠杆）是银行部门的资产，这在我国以间接融资为主导的金融体系下更为明显。

宏观杠杆对银行体系的约束体现在两个方面，一方面，宏观加杠杆潜力基本对应银行规模扩张的潜力；另一方面，杠杆约束实际对应着实体部门融资现金流约束，这会通过债务压力影响银行存量资产的风险暴露速度。

对宏观经济来说，杠杆空间对应着投资扩张空间，债务约束是投资驱动型经济体的核心约束之一，工业化中后期尤甚。

图 3：非金融企业部门、居民部门和政府部门杠杆率（%）

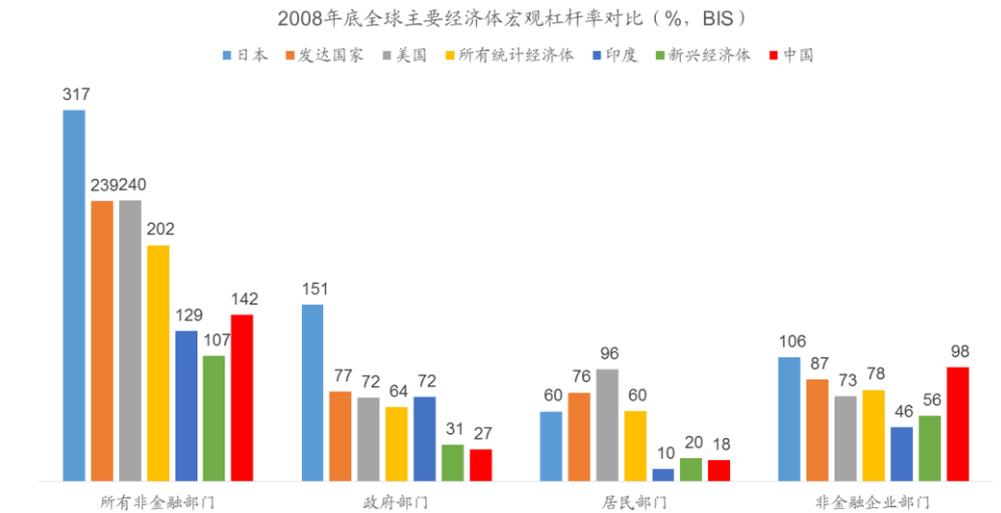


数据来源：Wind、BIS、广发证券发展研究中心

## 近 10 年我国宏观杠杆率上升约 112 个百分点

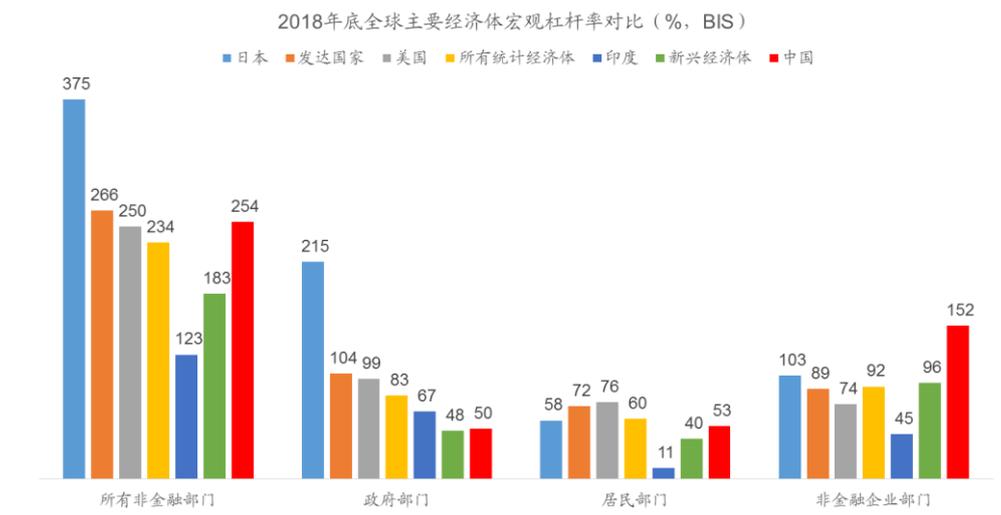
根据BIS数据，近10年来，我国宏观杠杆率快速上升，从2008年底的142%上升至2018年底的254%，累计上升112个百分点，上升速度高于全球大部分经济体，其中企业和居民部门是加杠杆主体。当前，我国宏观杠处于全球主要经济体中较高水平，宏观风险累积，所以2017年以来，中央启动金融去杠杆政策。

图 4: 十年前, 我国是新兴经济体的杠杆率 (%)



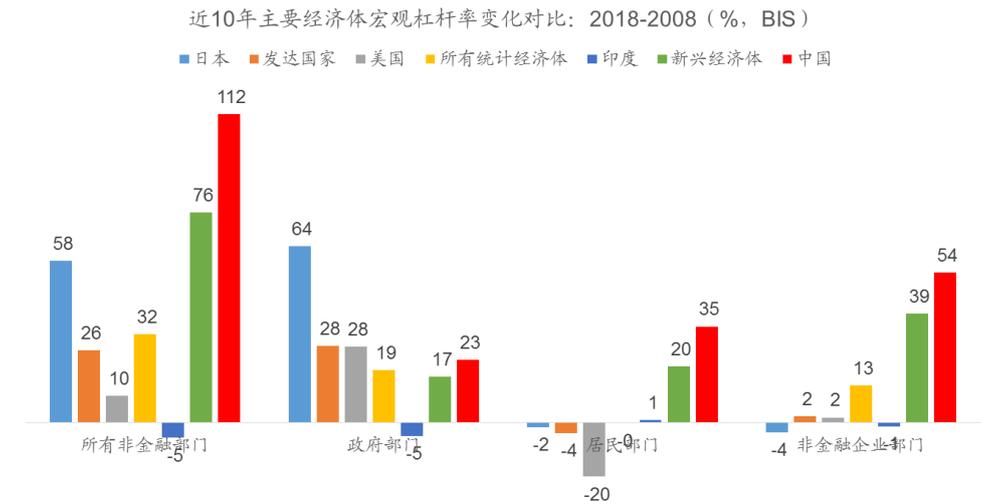
数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 5: 目前, 我国宏观杠杆率接近发达国家平均水平 (%)



数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 6: 企业和居民部门是这十年主要加杠杆的部门 (%)



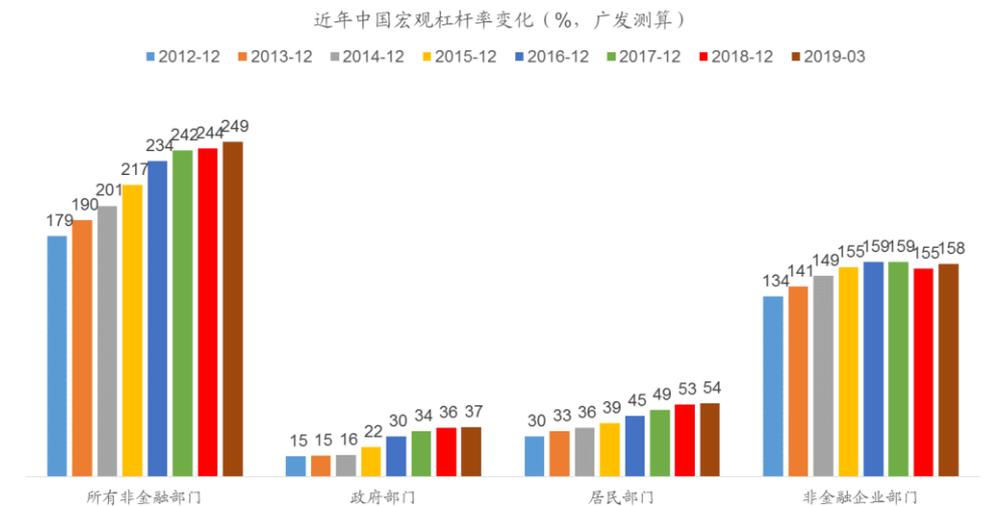
数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

### 市场化去杠杆已经开启, 金融去产能可能来临

2018年, 我国宏观杠杆率平稳, 企业部门杠杆率有所去化。但2019年一季度, 宏观杠杆率跳升5个百分点, 政策基调变化可能是主要原因。

稳杠杆政策再次回归, 包商事件启动市场化去杠杆, 同业刚性兑付打破, 银行业信用开始分层, 金融去产能可能是金融供给侧改革的要义之一。

图 7: 企业和居民部门是这十年主要加杠杆部门 (%)



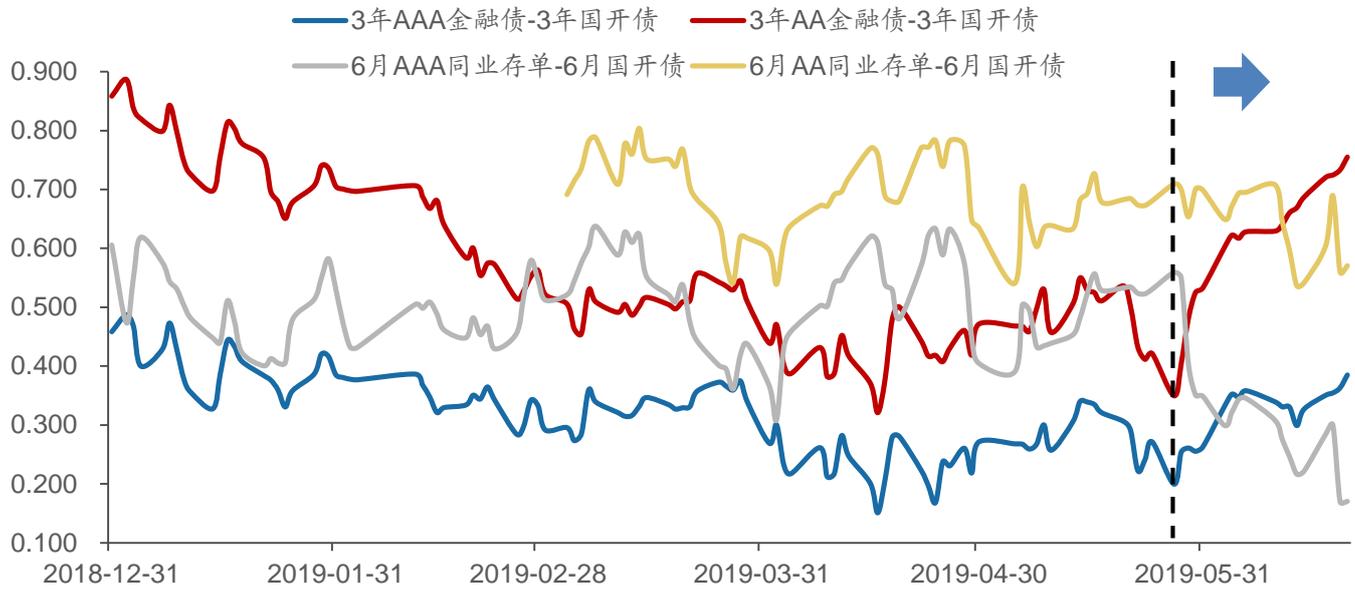
数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

表 2: 包商银行事件前后政策大事记

时间	事件	内容
4月19日	政治局会议	提出有效支持民营经济和中小企业发展, 加快金融供给侧结构性改革, 着力解决融资难、融资贵问题, 引导优势民营企业加快转型升级
5月15日	央行对中小银行实行较低存款准备金率	对仅在本县级行政区域内经营, 或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行, 执行8%存款准备金率。约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策, 释放长期资金约2800亿元
5月24日	央行和银保监会接管包商银行	对包商银行实行接管, 接管期限一年, 接管组全面行使包商银行的经营管理权, 并委托中国建设银行股份有限公司托管包商银行业务。
5月24日	就接管包商银行答记者问	1、包商银行出现严重信用风险; 2、人民银行、银保监会和存款保险基金对个人储蓄存款本息全额保障; 3、人理财各项业务不受影响
5月26日	银保监会答记者问	1、5000万元(含)以下的对公存款和同业负债, 本息全额保障; 5000万元以上的对公存款和同业负债, 由接管组和债权人平等协商; 2、接管后新增的个人储蓄存款、对公存款和同业负债本息, 由人民银行、银保监会和存款保险基金全额保障
6月2日	央行答记者问	1、包商银行由于持股89%的明天集团违法违规占用资金, 形成逾期, 长期难以归还, 导致包商银行出现严重的信用危机; 2、对个人客户和5000万元及以下的对公和同业机构客户的本息给予了100%全额保障。对于5000万元以上同一大额债权人的本息, 按债权净额先期进行保障, 预计平均保障比例可在90%左右; 3、5000万元及以下承兑汇票得到全额保障, 5000万元以上得到不低于80%保障;
6月9日	金融委办公室召开会议	1、同业市场波动目前已经明显好转, 下一步对其他中小银行开展的同业业务规模将保持稳定; 2、人民银行将运用多种货币政策工具, 保持金融市场流动性合理充裕, 并对中小银行提供定向流动性支持
6月9日	银保监会新闻发言人答《金融时报》记者问	1、该行发行期限6个月同业存单10亿元, 发行期限3个月同业存单2亿元, 发行利率分别为3.25%和3.15%, 同业业务已恢复正常; 2、当前中小银行运行平稳, 流动性较为充足, 总体风险完全可控;
6月10日	央行作为部分中小银行发行同业存单提供信用增进	根据中国货币网, 央行对锦州银行等中小银行发行同业存单提供民营企业债券融资支持工具提供信用增进, 以支持中小银行发行同业存单
6月14日	央行增加再贴现和常备借贷便利额度3000亿元	增加再贴现额度2000亿元、常备借贷便利额度1000亿元, 加强对中小银行流动性支持, 保持中小银行流动性充足。中小银行可使用合格债券、同业存单、票据等作为质押品, 向人民银行申请流动性支持
6月16日	接管组负责人就有关问题答《金融时报》记者问	1、包商银行接管托管的第一阶段工作告一段落; 2、下一步接管托管工作的重心将转向推进清产核资等后续处置工作; 2、对于5000万元以上的大额债权, 实行分段计算, 还按同一客户债权债务轧差后的债权净额提供先期保障; 3、400多户债权金额在5000万元以上的大额对公债权人也获得了全额保障, 对公客户债权人获得全额保障的比例达到了99.98%。据初步测算, 少数未获全额保障的大额对公和同业债权人, 其先期保障程度也平均达到了90%左右

数据来源: 央行、银保监会、广发证券发展研究中心

图 8: 银行业信用开始分化 (%)



数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

表 3: 主要国家和地区银行业数据对比

国家和地区	银行数量 (家)	数量从业人员 (人)	银行总资产/GDP
英国	-	1,373,178	3.38
中国	4,532	4,170,476	2.90
德国	1,583	1,138,000	2.24
日本	13,697*	1,600,000	2.05
澳大利亚	88	448,687	2.03
加拿大	-	474,890	2.00
欧盟	-	-	1.89
韩国	-	142,744	1.04
美国	4,918	2,638,500	0.83
印度	222	1,362,000*	0.02

数据来源: Wind、CEIC、广发证券研究中心; \*注: 日本数据截至 18 年 7 月, 印度为金融及保险从业人员数量, 截至 2012 年

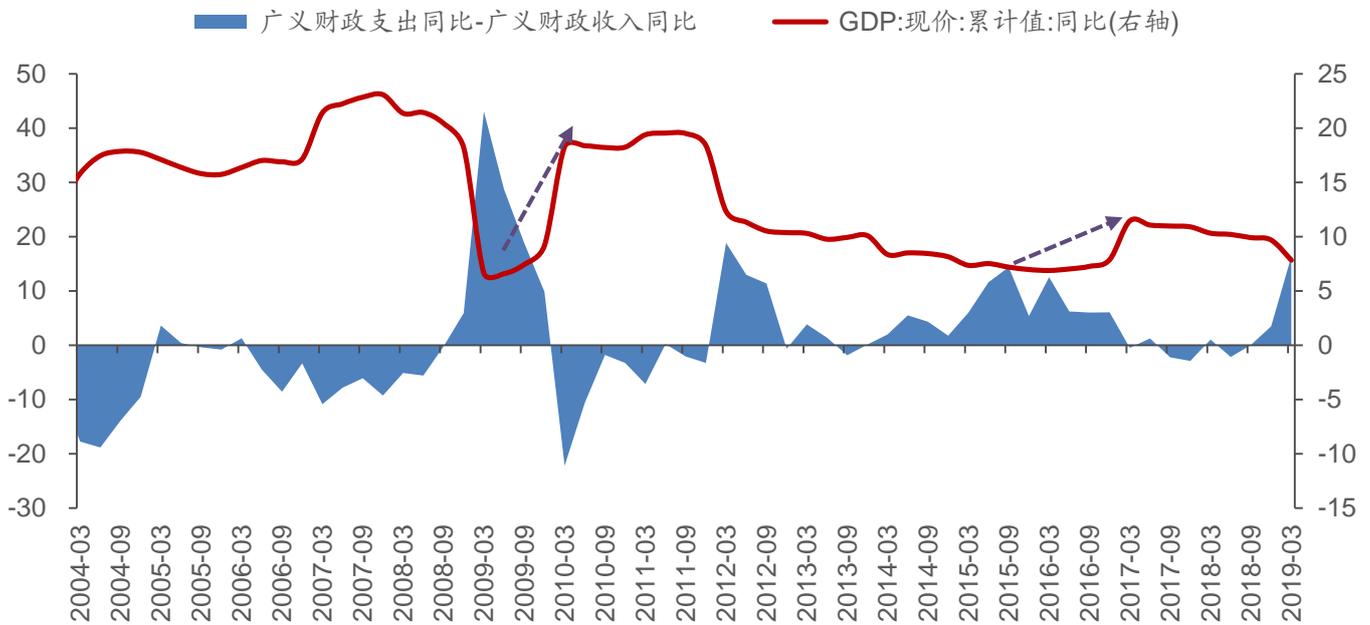
## 利率下行：货币环境被动宽松

### 财政政策仍在扩张趋势中，但预计扩张力度逐季下行

2009年以来，财政周期对经济和银行板块行情影响程度加深。一方面，财政周期通过影响实体经济影响银行基本面，另一方面，财政周期通过影响流动性和预期来影响估值。

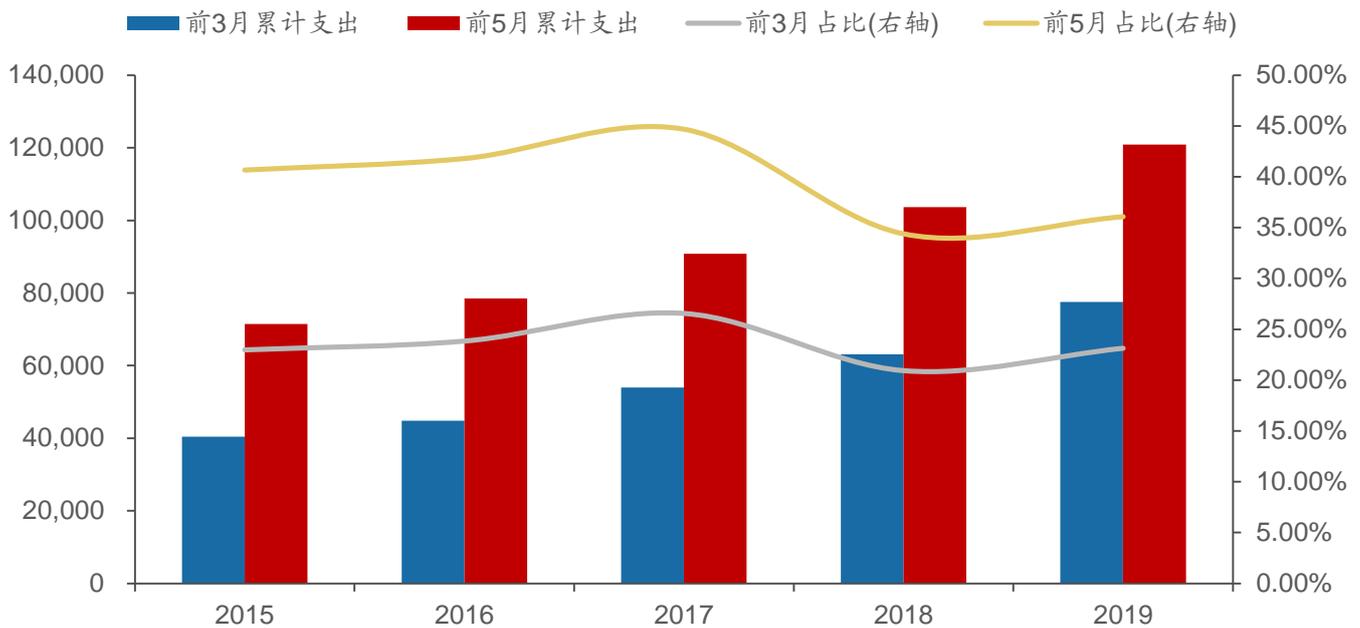
一季度财政支出发力明显，但由于减税、经济探底、房地产市场降温等因素，支出端受收入端的约束增加。虽然全年看，财政扩张空间仍在，显性扩张力度可能逐季下行。

图 9：广义财政扩张与名义GDP增速（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 10: 近年财政支出进度对比 (亿元, %)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 货币政策回归真中性，但中性不排除降准可能

2月份以来，货币政策宽松力度有所减弱，随着419政治局会议重新定调后，货币政策取向走向真中性。

5月下旬后，由于包商事件冲击，央行为维持银行间市场流动性稳定，基础货币投放明显加大。我们认为，在货币政策真中性的基调下，流动性维稳的货币宽松将是脉冲式的，但短期边际继续收紧的概率大大减小。

2012年以来，在基础货币投放中，外汇占款贡献趋势性下降。央行对银行体系的债权趋势性上升，所以即使在货币中性的基调下，渐进降准的空间仍在。7月中旬可能会是一个小幅降准的窗口。

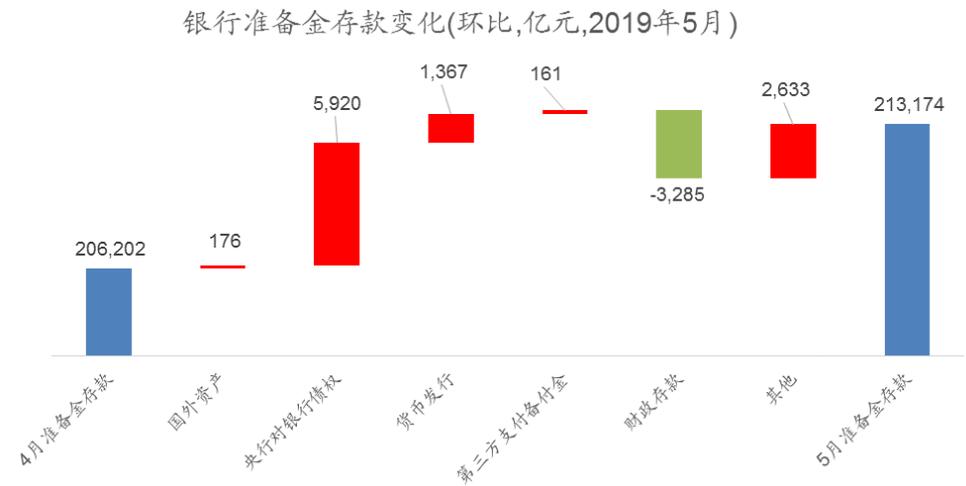
值得注意的是，2018年末以来，央行资产端其他资产科目对基础货币投放的扰动明显加大，后续对基础货币投放的贡献值得保持跟踪和关注。

图 11: 2019年2月份以来, 货币政策宽松力度减弱 (%)



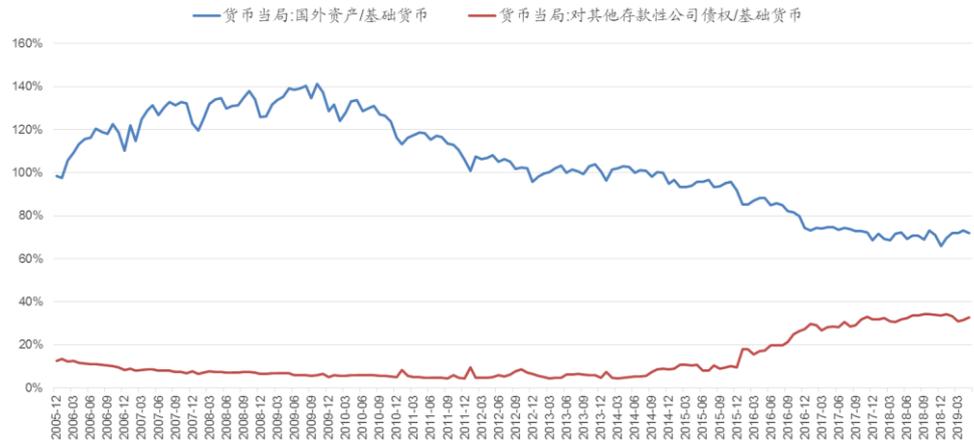
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 12: 5月份下旬后, 基础货币投放脉冲式上升 (亿元)



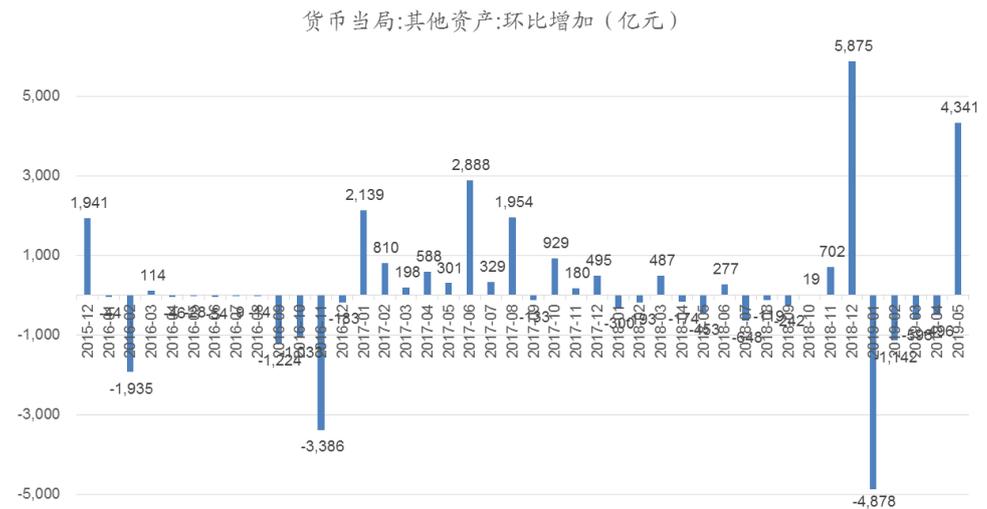
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 13: 基础货币投放中, 外汇占款贡献下降, 对银行债权贡献上升 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 14: 央行其他资产变化对基础货币投放的贡献值得关注 (亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 包商银行事件压制信用扩张, 无风险利率可能在三季度加速下行

包商银行事件后, 同业刚性兑付预期打破, 中小银行和非银资管机构缩表将是大概率事件。

目前Wind有披露总资产规模的银行513家, 其披露的总额约249万亿, 剩余约有20万亿的银行业机构总资产不在样本范围内。样本银行中, 主体评级AA+及以下银行总资产约23.5万亿, 根据我们测算, 如果这部分银行资产增速从10%降为0, 对社会融增速的边际影响约-1.2%。

从信用债市场来看, 五月底以来, 信用债发行难度上升, 低等级信用债发行规模明显下行。

中小行缩表和金融体系风险偏好下行，全年社融增速预期可能需下移。由于基数和专项债进度原因，社融增速下行的主要压力点在三季度末和四季度初。

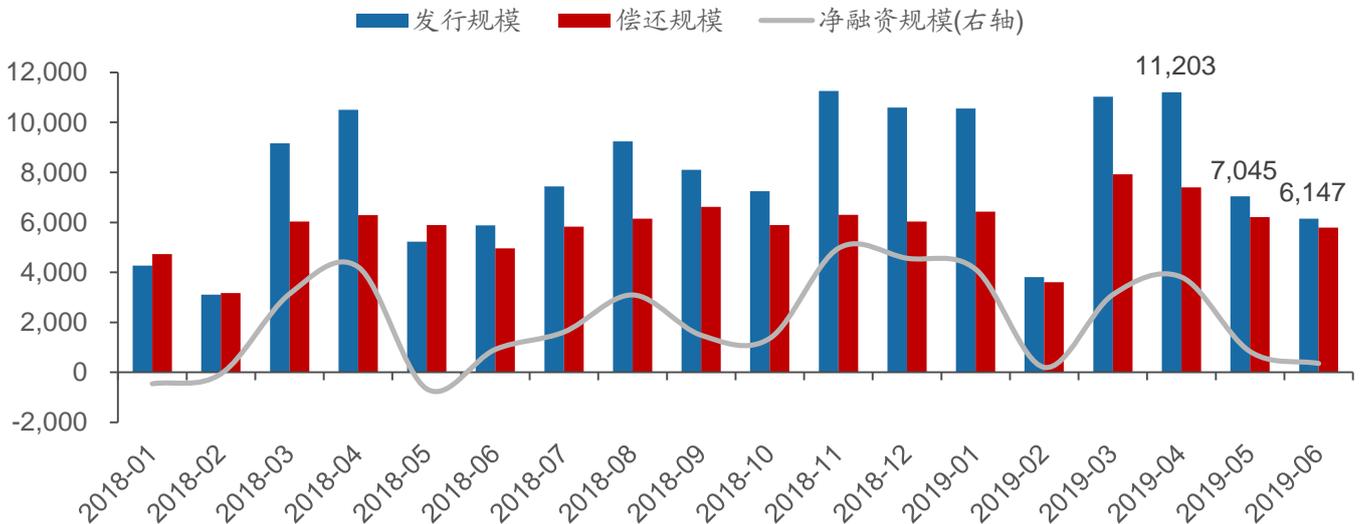
货币中性，信用扩张放缓，实体经济继续下行，银行间流动性被动宽松概率增加。叠加金融体系风险偏好下行，无风险利率可能在三季度迎来新一轮快速下行。

表 4: 银行业样本资产及同业负债一览 (亿元)

银行类别	总资产	总负债	同业和其它金融机构存放款项	拆入资金	卖出回购	应付债券	同业融入	同业融入+应付债券	同业融入+应付债券/总负债
国有大型商业银行	1,186,415	1,093,688	66,922	21,910	7,492	34,101	96,324	130,425	11.9%
政策性银行	260,419	243,041	36,598	1,219	712	153,924	38,530	192,454	79.2%
股份制商业银行	496,284	459,679	64,093	11,777	8,107	53,512	83,976	137,488	29.9%
城市商业银行	353,554	327,789	27,352	6,660	9,132	48,304	43,145	91,449	27.9%
农村商业银行	166,296	153,151	6,169	1,866	5,422	9,769	13,457	23,226	15.2%
外资法人银行	22,775	20,263	2,234	1,774	426	657	4,434	5,091	25.1%
民营银行	3,808	3,546	624	12	25	308	660	969	27.3%
农村信用社	2,022	1,831	43	-	18	-	60	60	3.3%
住房储蓄银行	258	229	67	15	-	39	82	121	52.7%
村镇银行	431	246	8	-	1	1	9	10	4.2%
总计	2,492,263	2,303,463	204,110	45,234	31,335	300,615	280,679	581,294	25.2%
AAA	1,996,293	1,843,517	155,102	41,238	23,334	126,965	219,675	346,639	18.8%
主体评级AA+及以下银行	235,551	216,906	12,409	2,777	7,288	19,726	22,475	42,201	19.5%

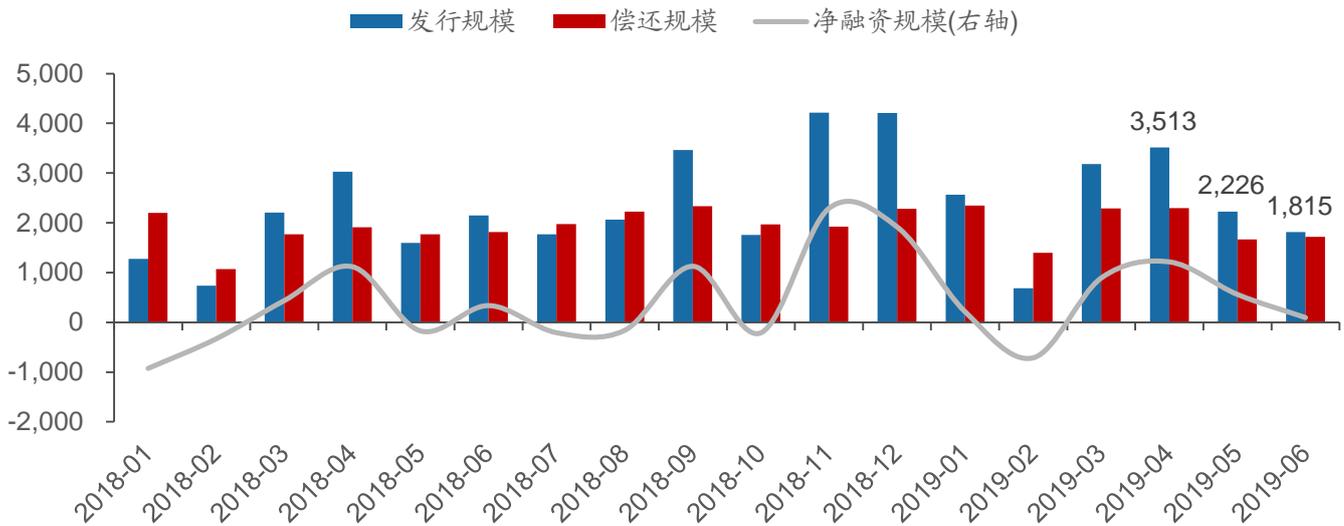
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心; 注: 数据截至 Wind 可获取的最新一期财报数据

图 15: 非金融信用债发行融资一览 (亿元)



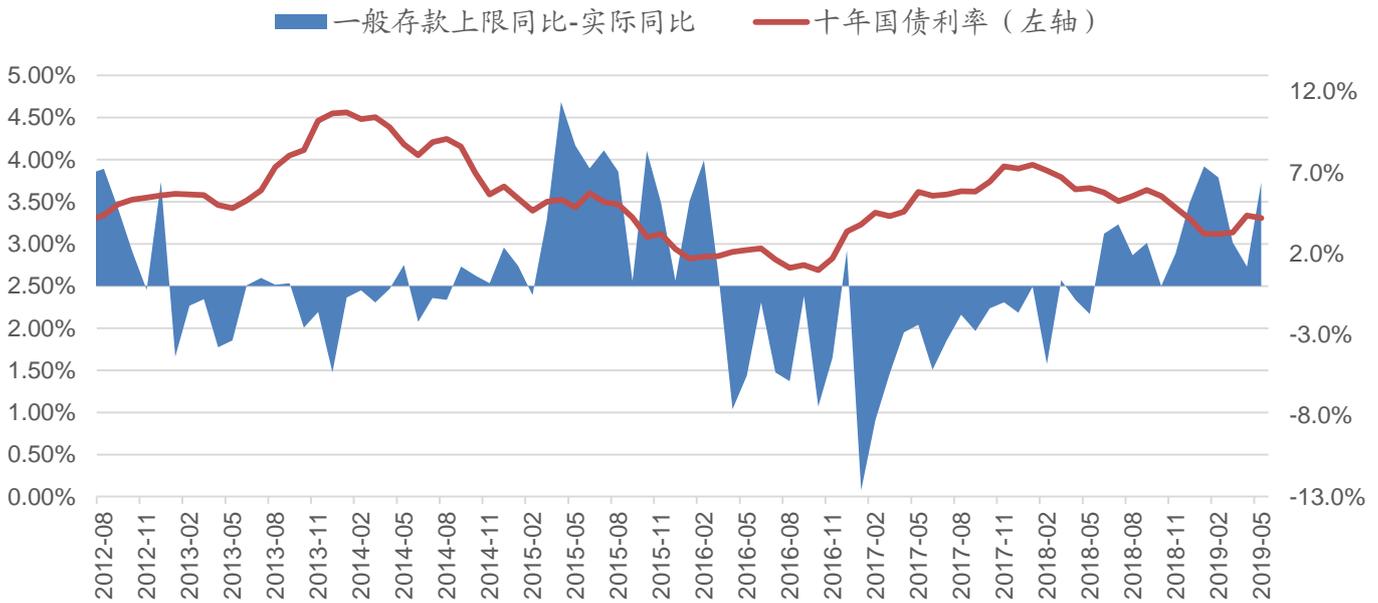
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 16: 主体AA级及以下非金融信用债发行融资一览(亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心, 注: 数据截至 2019 年 6 月 20

图 17: 十年期国债可能迎来新一轮加速下行



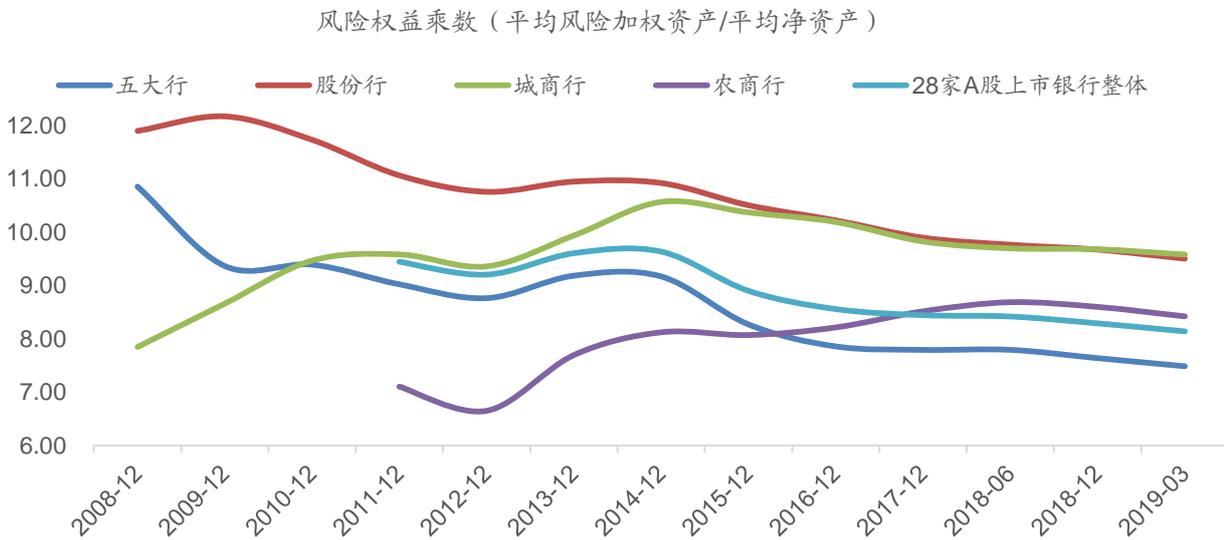
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心, 注: 数据截至 2019 年 6 月 20

## 大浪淘金: 资产质量检验优质银行

资产扩张与定价: 金融严监管叠加有效需求走弱, 资产扩张与定价受制约

经济增速下行，信用风险上行，有效融资需求走弱，银行资产扩张与定价均承压。同时，金融趋严执行常态化，银行资本消耗加快，资本补充压力凸显，行业整体尤其是中小银行杠杆被动下降。

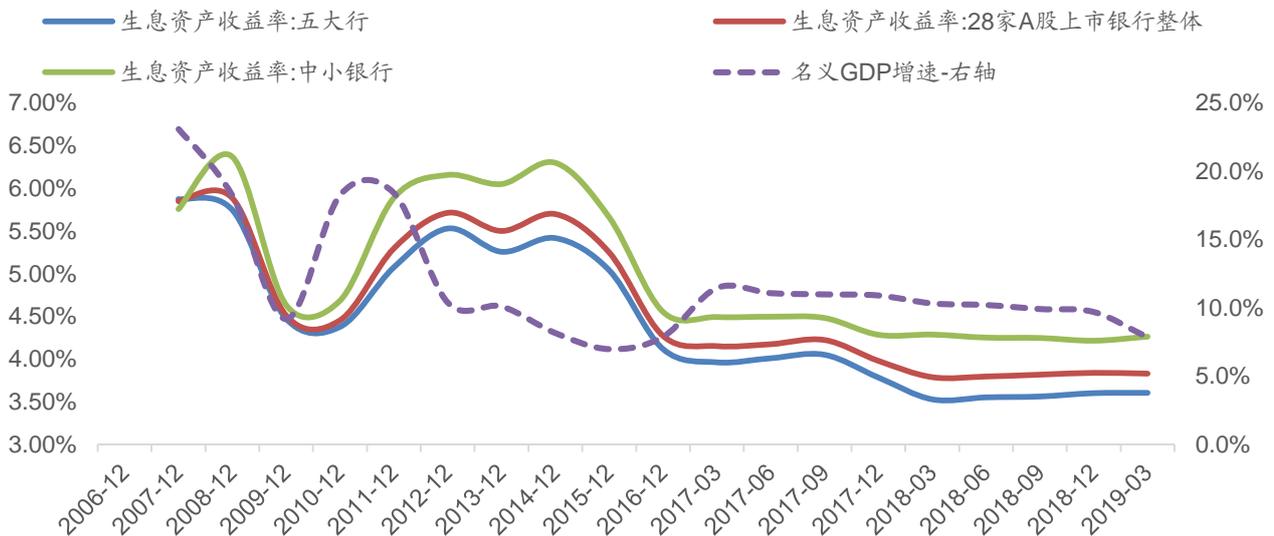
图 18: 行业整体降杠杆 (倍)



注: 统计口径为 2019 年之前 A 股上市的 5 家大行、8 家股份行、10 家城商行和 5 家农商行, 下同。

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 19: 有效需求走弱, 生息资产收益率面临一定压力 (%)



注: 五大行指 A 股上市的 5 家大行, 中小银行指 2019 年之前 A 股上市的 8 家股份行、10 家城商行和 5 家农商行, 下同。

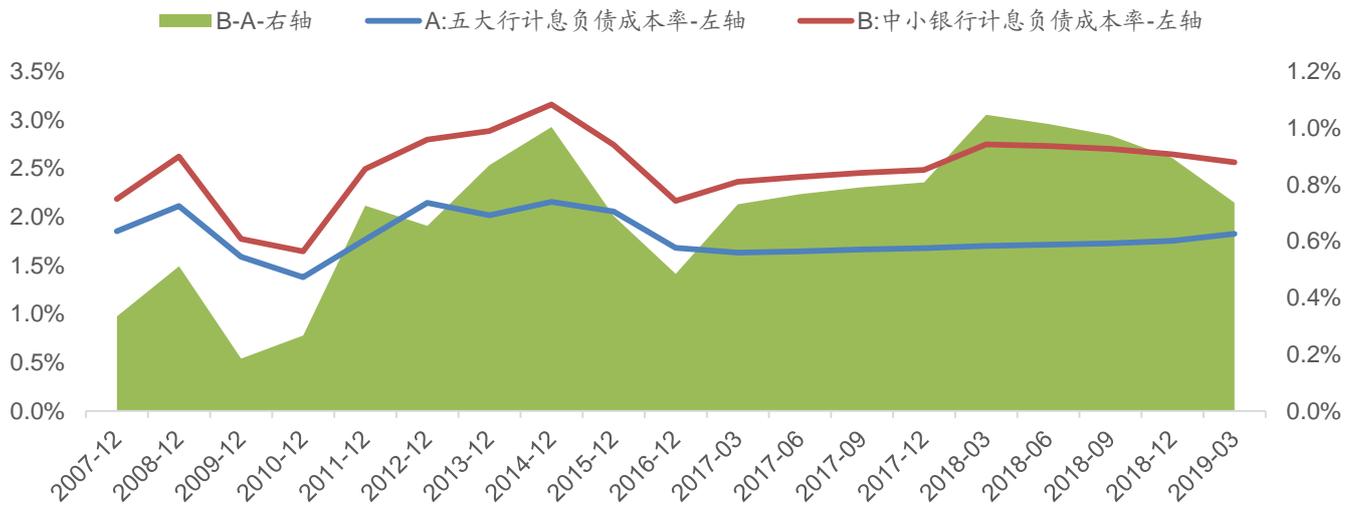
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

负债成本：存款成本仍有上行动力，广义同业负债成本预计分化

包商事件之前，大型银行与中小银行计息负债成本之差随着银行间市场利率波动而波动，且存在滞后性。核心矛盾来自广义同业负债成本。

金融供给侧改革推进，银行业信用分层，部分中小银行广义同业负债面临“量缩价升”的困境，将推升一般存款需求与集中度，行业整体存款成本仍有上行动力，存款基础夯实的大型银行将相对受益。

图 20：计息负债成本率对比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 21：银行间同业拆借加权利率:1个月（%）

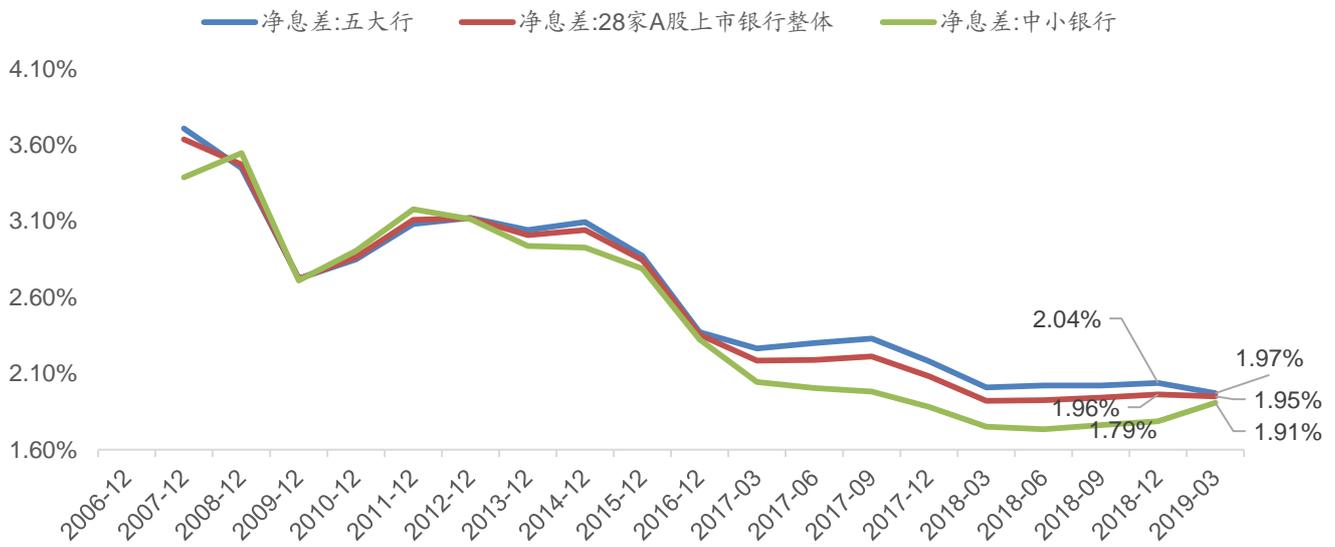


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### 净息差：预计延续回落，大型银行相对受益

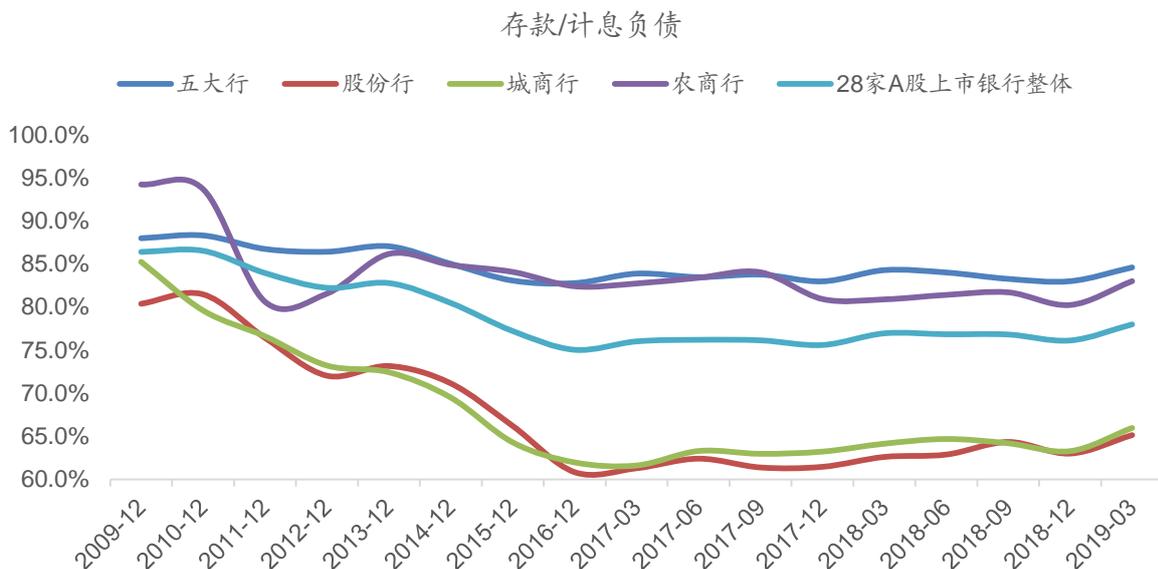
生息资产收益率与计息负债成本率双双承压，预计行业整体净息差将延续2019Q1的回落态势。板块内部看：大型银行由于存款占比较高，负债端结构调整与成本管理的压力相对较小，预计息差下行慢；广义同业负债占比高的中小银行息差面临的压力相对较大。

图 22：2019Q1行业息差向下拐点显现，板块内部分化（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 23：大型银行存款占计息负债比重高（%）



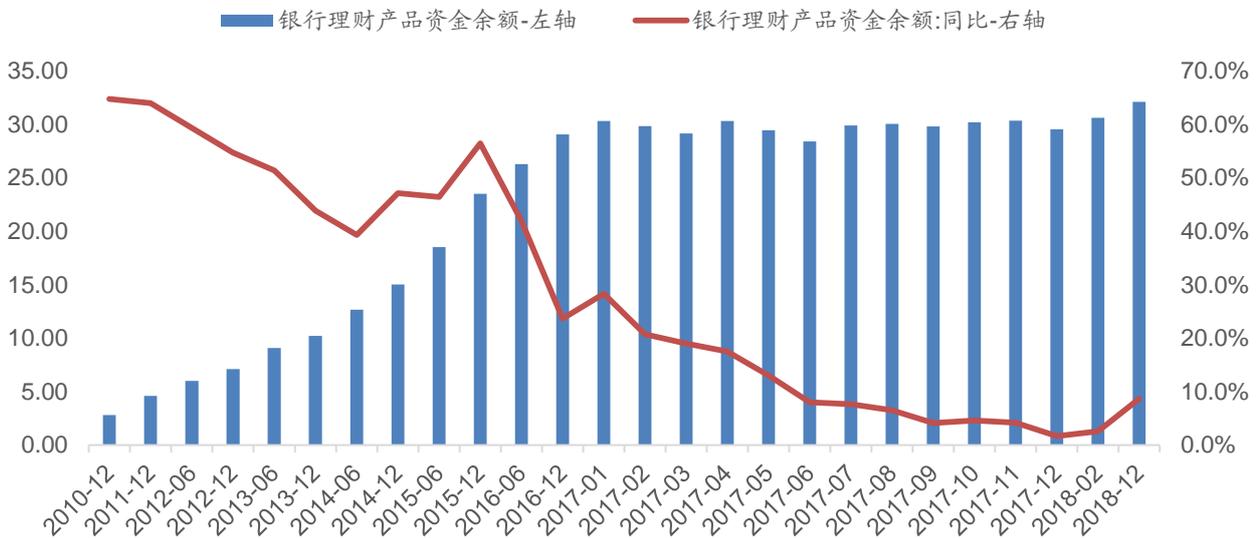
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 中间业务收入: 资管转型阶段, 中收承压

受资管新规等因素影响, 银行理财规模增速下降至低个位数, 理财投资端高收益资产减少叠加负债端利率弹性较小, 导致理财业务相关手续费收入减少, 中收贡献率相应下降。

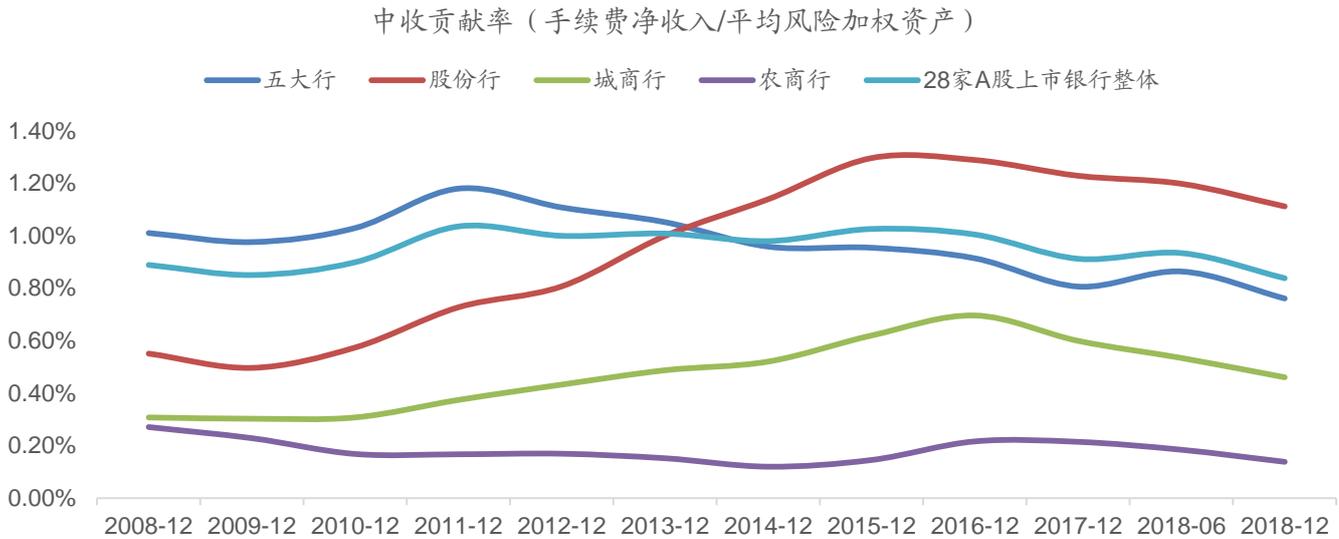
往后看, 资管新规过渡期内, 银行面临压降不合规理财产品规模、提高标准化资产配置和培育客户接受净值型产品等难题, 短期内将对理财规模和收入增长带来较大的挑战。

图 24: 银行理财预计维持低速增长 (万亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 25: 中收贡献率下降主要是受资管新规影响 (%)



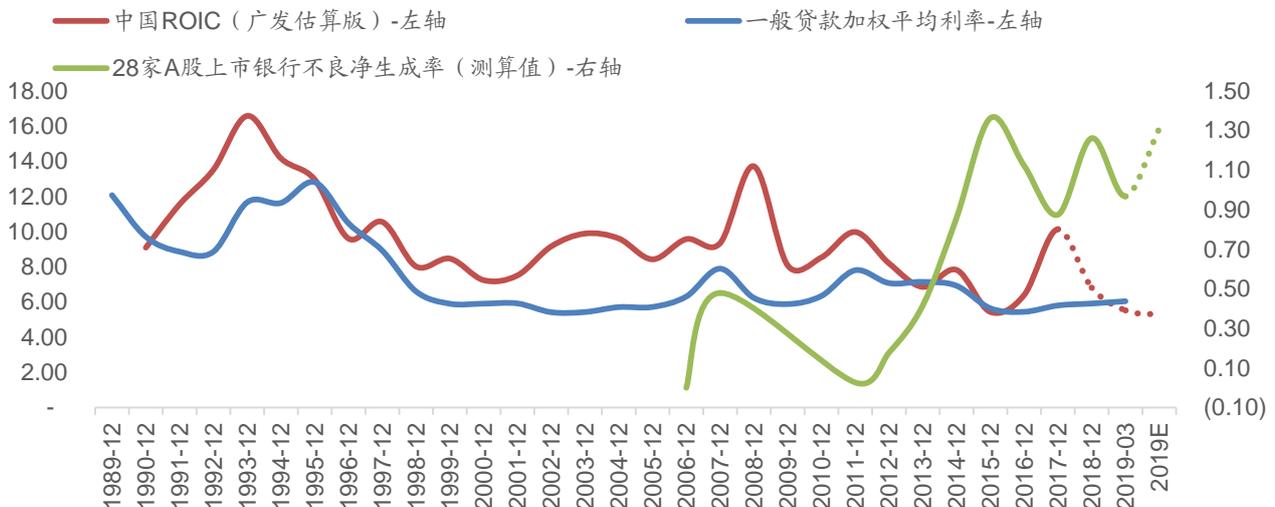
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 资产质量: 资产质量周期向下, 分化将成行业常态

经济增长下台阶, 实体回报率下行, 银行不良生成趋势上行, 行业景气度下行, 规模、息差、中收等因素对盈利的影响弱化, 资产质量将是导致盈利分化的关键因素。

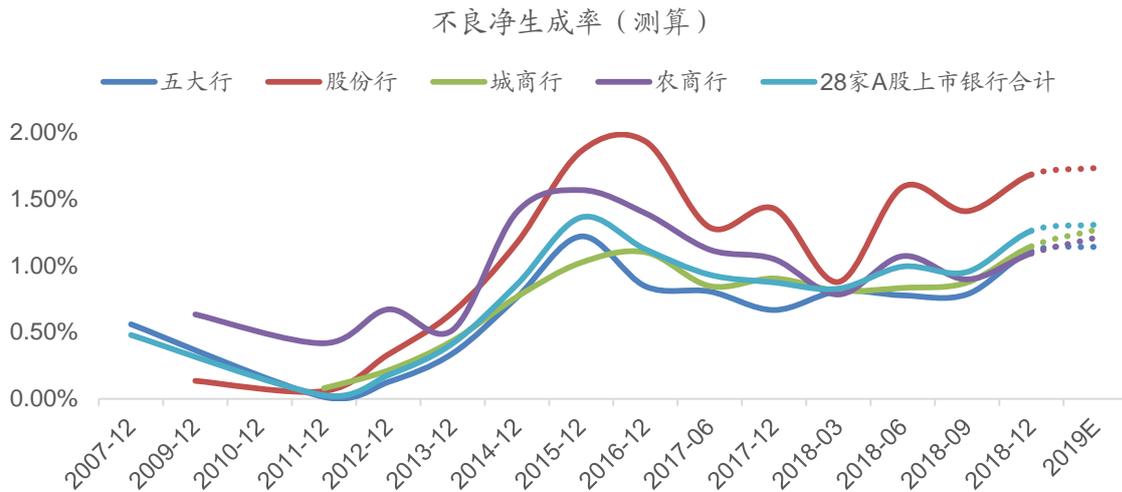
银行资产质量分化核心在于资源配置结构。目前不良分化主要源自对公业务, 未来零售业务信用风险分化的影响可能变大, 主要风险点在信用卡业务。

图 26: ROIC与资金成本之差萎缩, 银行不良生成上行 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 27: 预计各子板块不良生成上行, 幅度分化 (%)



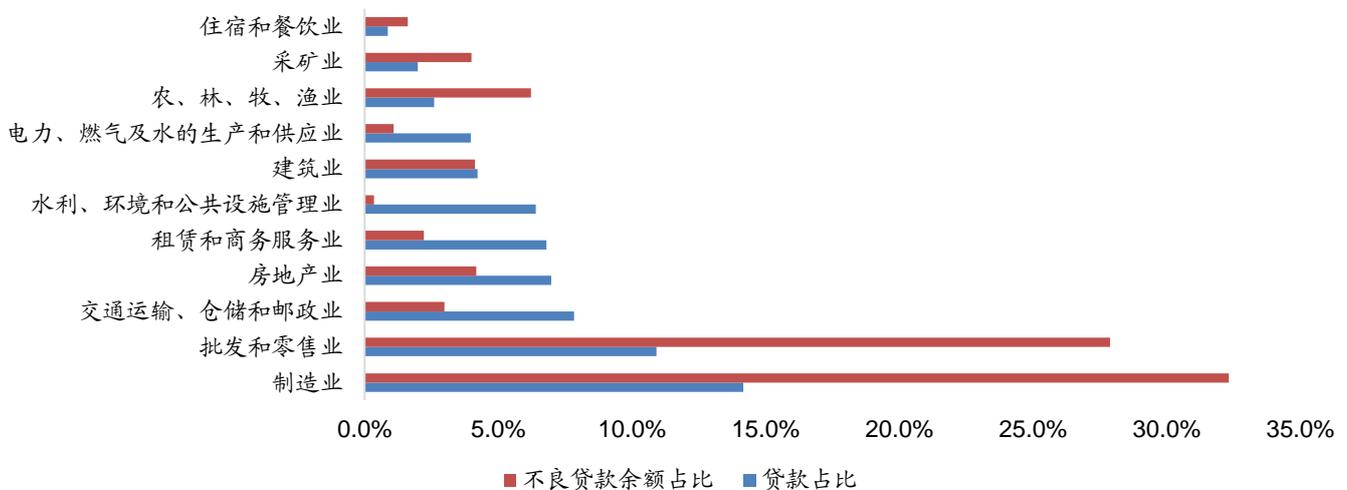
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 对公业务 1: 存量风险继续暴露, 政府补贴退潮, 对公不良压力仍存

从监管部门披露的数据来看, 当前商业银行存量不良集中在前期产能过剩比较严重的行业 (例如: 制造业) 和资金敏感型行业 (例如: 批发零售业)。

随着化解过剩产能和加快僵尸企业出清政策落地推进, 预计将引发新一轮存量风险的暴露, 同时部分新兴行业面临补贴政策退潮后变成新产能过剩行业的可能, 或埋下新的风险隐患, 银行不良管控仍面临较大挑战。

图 28: 2017年末商业银行贷款主要行业占比与不良贷款占比 (%)



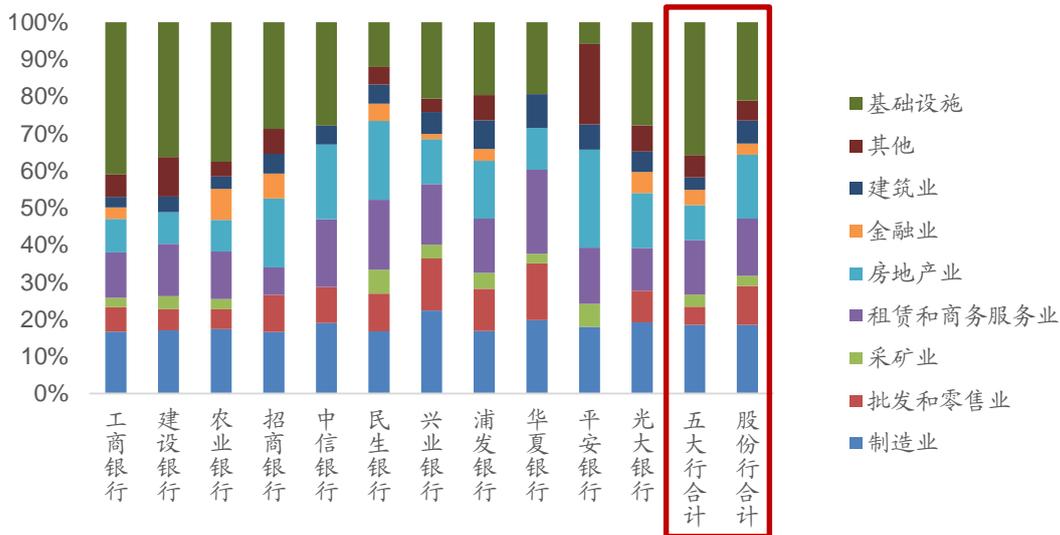
数据来源: Wind、银监会年报、广发证券发展研究中心

## 对公业务 2: 大型银行基础设施贷款占比高, 短期来看相对受益

从存量指标来看: 2018年末, A股上市的5家大行和8家股份行对公贷款(不含票据贴现)不良率分别为2.08%、2.51%, 从不良贷款余额行业分布来看, 均主要集中在制造业、批发和零售业。大行对公不良率低, 主要原因是基础设施行业贷款占比高而不良率低。

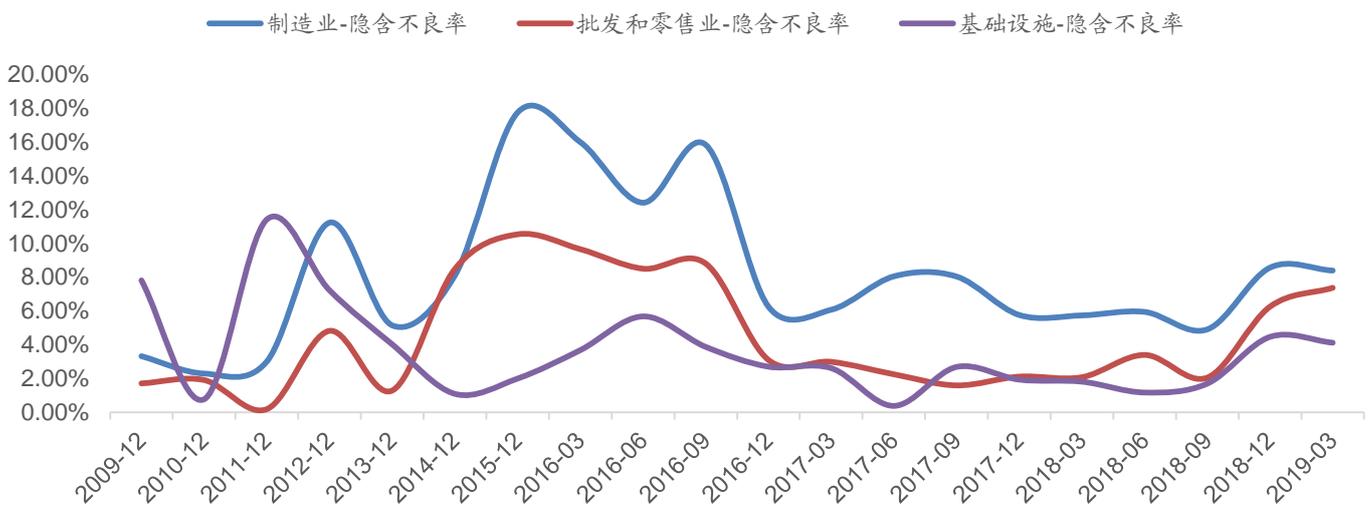
从领先指标来看: 2018年四季度以来, 制造业、批发和零售业、基础设施行业A股非金融上市公司隐含不良率中枢均抬升, 但基础设施行业抬升幅度相对较小且绝对值低。考虑到大行对公存量贷款中基础设施行业占比高, 短期来看相对受益。

图 29: 2018年末, 五大行对公贷款中基础设施行业占比高 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 30: 基础设施行业A股非金融上市公司隐含不良率相对较低



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

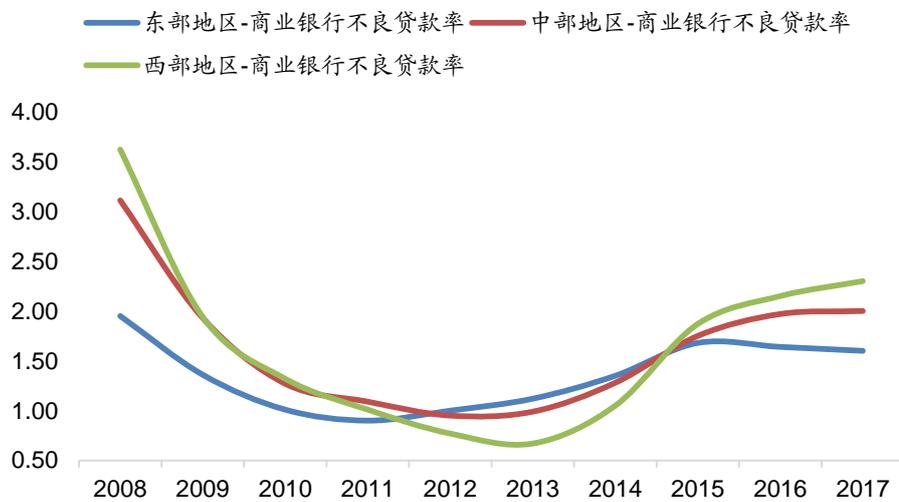
### 对公业务 3: 预计中西部地区银行不良化解压力相对较大

历史数据表明，东部发达地区不良暴露早、反弹幅度小、改善早，中西部地区不良暴露滞后且反弹幅度大。

从领先指标（A股非金融上市公司隐含不良率）来看，2018年四季度以来隐含不良率进入了新一轮上升期，且中西部地区明显高于东部地区。

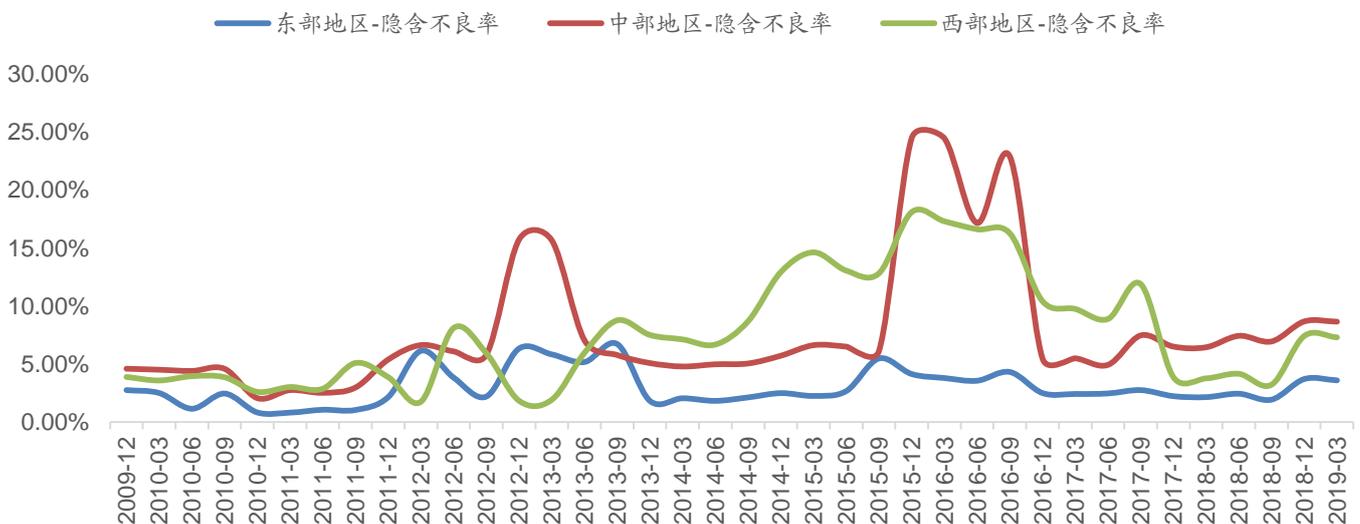
而区域性商业银行业务主要布局本土，不良表现与区域经济密切相关，预计中西部地区城农商行不良化解压力相对较大。

图 31: 东部地区、中部地区、西部地区商业银行不良贷款率 (%)



数据来源: Wind、原银监会年报、广发证券发展研究中心

图 32: 东部地区、中部地区、西部地区A股非金融上市公司隐含不良率 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 零售业务 1: 信用卡债务在快速累积, 偿债压力上升, 风险已在积聚

从美国两次信用卡危机爆发轨迹来看, 信用卡贷款/GDP快速上升和小银行信用卡坏账率突增是预警信号。

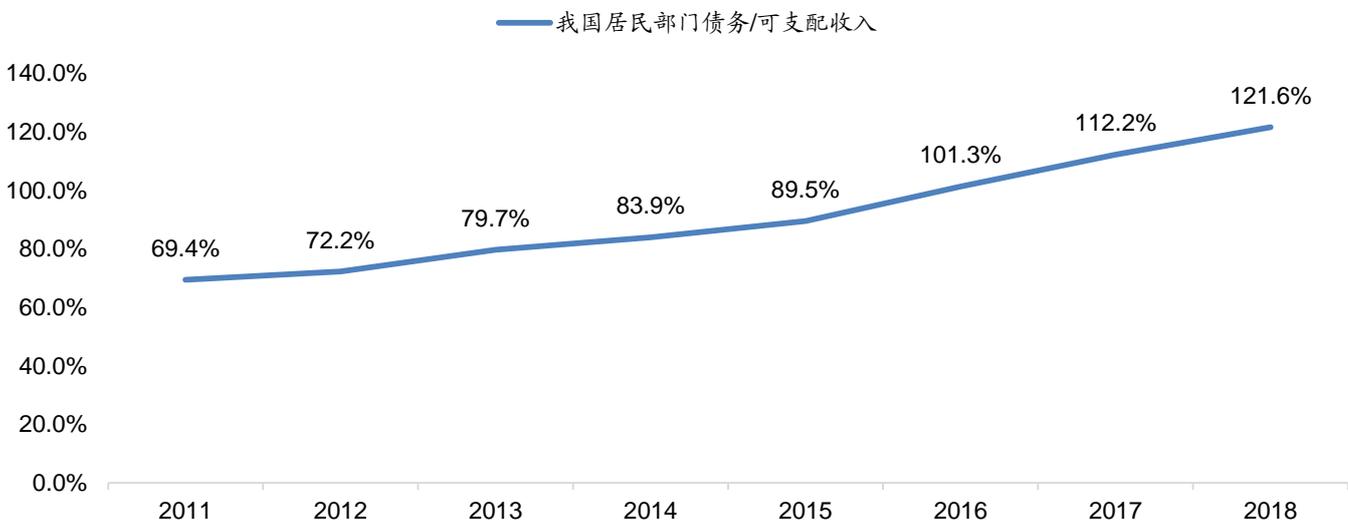
我国目前信用卡业务发展状况与美国信用卡危机爆发早期相似, 近几年在个人房贷保持10%以上增长的同时, 信用卡贷款也在高速增长。虽然我国信用卡不良率总体在1.0%-1.5%之间小幅波动, 但信用卡债务在快速累积, 居民部门债务占可支配收入比在16年突破100%之后不断上升, 说明偿债压力在加大, 信用卡业务的风险已在积聚, 应当引起警惕。

图 33: 2018年末信用卡应偿信贷总额/GDP (现价) 上升至7.61% (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 34: 居民部门债务占可支配收入比突破100% (%)



注: 我国居民部门债务=金融机构:本外币:资金运用:各项贷款:境内贷款:住户贷款, 居民可支配收入=国家统计局披露的城乡一体化住

户调查口径全国居民人均可支配收入 × 国家统计局披露的总人口数。

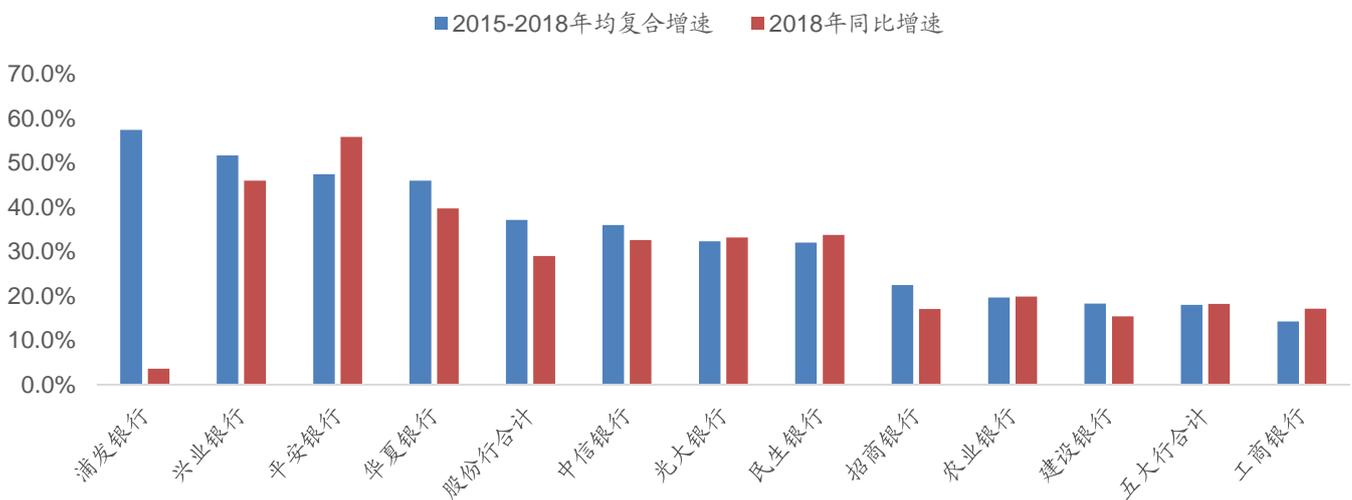
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 零售业务 2：零售战略分化：股份行发力信用卡，大行主攻按揭

从增速来看：股份行信用贷款增速高。近三年，股份行普遍加大了零售贷款投放力度，尤其是信用卡业务。A股上市的8家股份行2015-2018年信用卡应收账款增速远高于五大行。

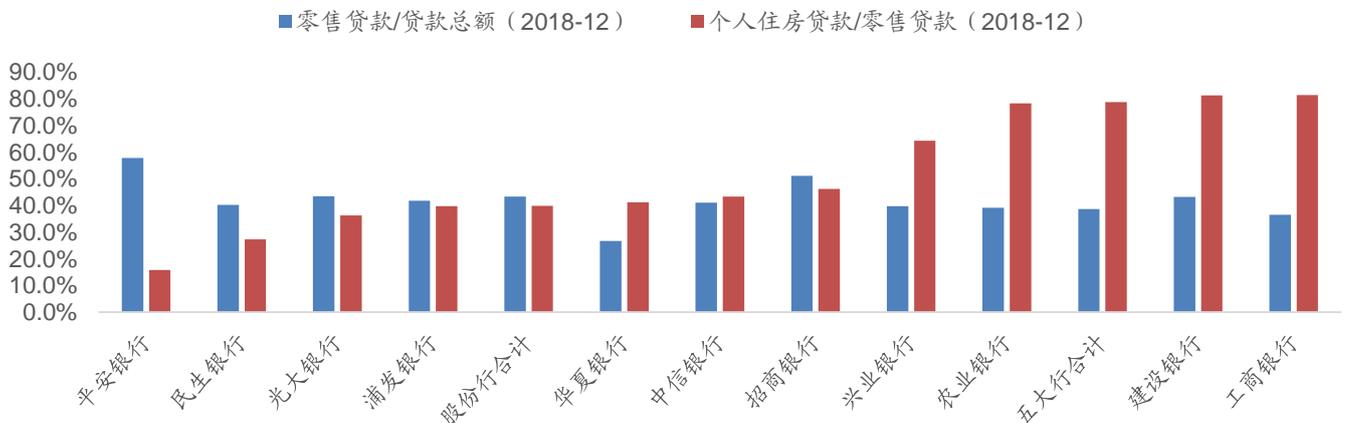
从结构来看：大行零售贷款中按揭占比高。从零售贷款存量占比上来看，2018年末股份行零售贷款占贷款总额比重43.3%，高于五大行的38.7%。从零售贷款结构上来看，五大行零售贷款中主要是个人住房贷款，2018年末占比为78.8%，而股份行仅39.8%。

图 35：A股上市五大行和股份行信用卡应收账款2015-2018年均复合增速以及2018年同比增速对比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 36：A股上市五大行和股份行零售贷款/贷款总额以及个人住房贷款/零售贷款对比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### 零售业务 3: 信用卡不良率呈上升态势, 风险已在暴露

从信用卡业务风险来看, A股上市大行和股份行的信用卡不良率总体不高, 但是经过这几年快速发展, 2018年末, 披露数据的10家银行中5家信用卡不良率同比上升(4家为股份行)、1家持平, 一定程度上说明风险有上升的趋势。

表 5: A股上市大行和股份行信用卡不良率 (%)

信用卡不良率	2016-12	2017-06	2017-12	2018-06	2018-12	18年末同比变化
建设银行	0.98	1.17	0.89	1.09	0.98	0.09
农业银行	2.88	3.10	1.99	1.96	1.66	-0.33
交通银行	1.95	1.98	1.84	1.84	1.52	-0.32
招商银行	1.40	1.26	1.11	1.14	1.11	0
中信银行	1.48	1.30	1.24	0.98	1.85	0.61
民生银行	2.50	未披露	2.07	未披露	2.15	0.08
兴业银行	1.44	1.73	1.29	1.27	1.06	-0.23
浦发银行	1.21	1.27	1.32	1.58	1.81	0.49
平安银行	1.43	1.20	1.18	1.19	1.32	0.14

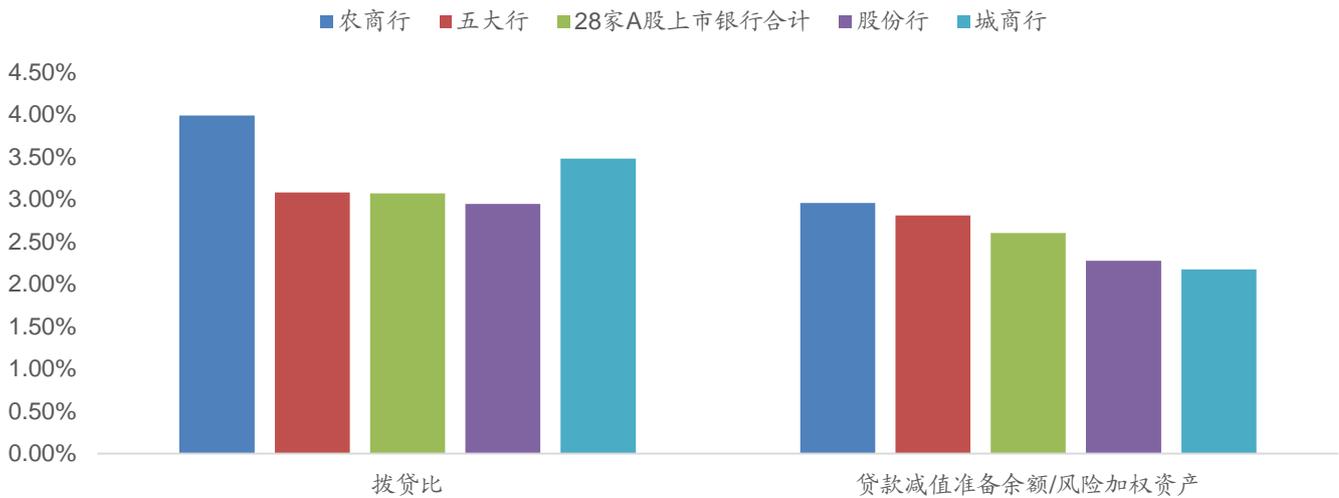
注: 工商银行、华夏银行、光大银行未披露信用卡不良率数据。

数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

### 信用成本: 股份行和城商行抵补能力相对偏弱, 信用成本有上行压力

中小银行表内非标投资占比相对较高、城农商行表内贷款占比相对较低, 用贷款减值准备余额/风险加权资产来对比各家银行的风险抵补能力可能更具客观性和可比性。从A股上市银行子板块2019Q1数据来看, 股份行、城商行风险抵补能力偏弱, 在资产质量下行周期, 信用成本存在上行压力。

图 37: 2019Q1数据来看, A股上市股份行和城商行贷款减值准备余额/风险加权资产比例偏低 (%)

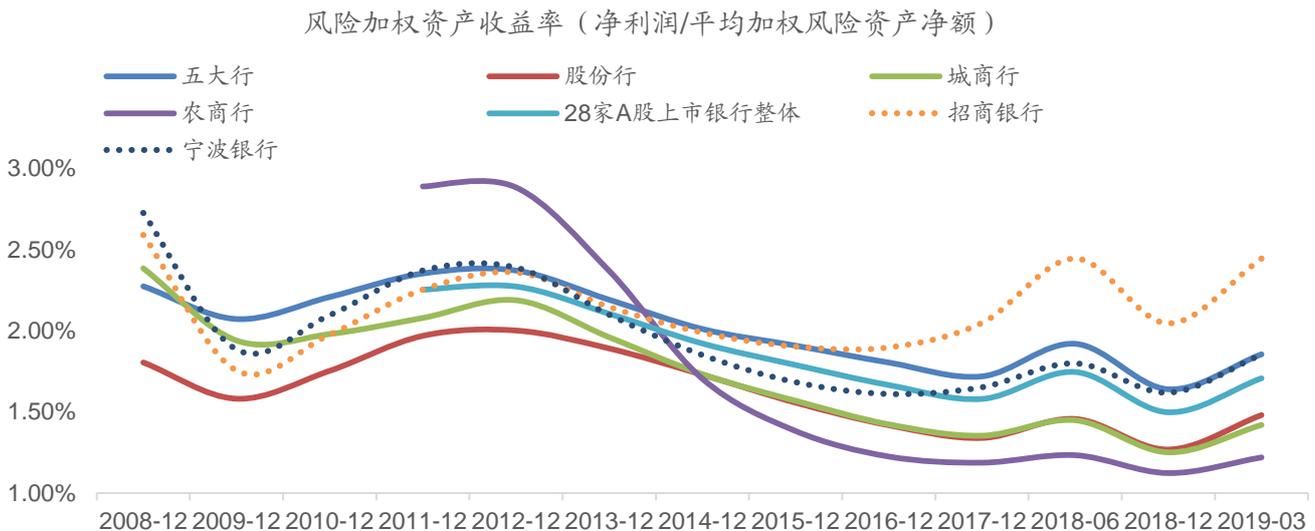


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 经营稳健的银行将在周期洗礼胜出

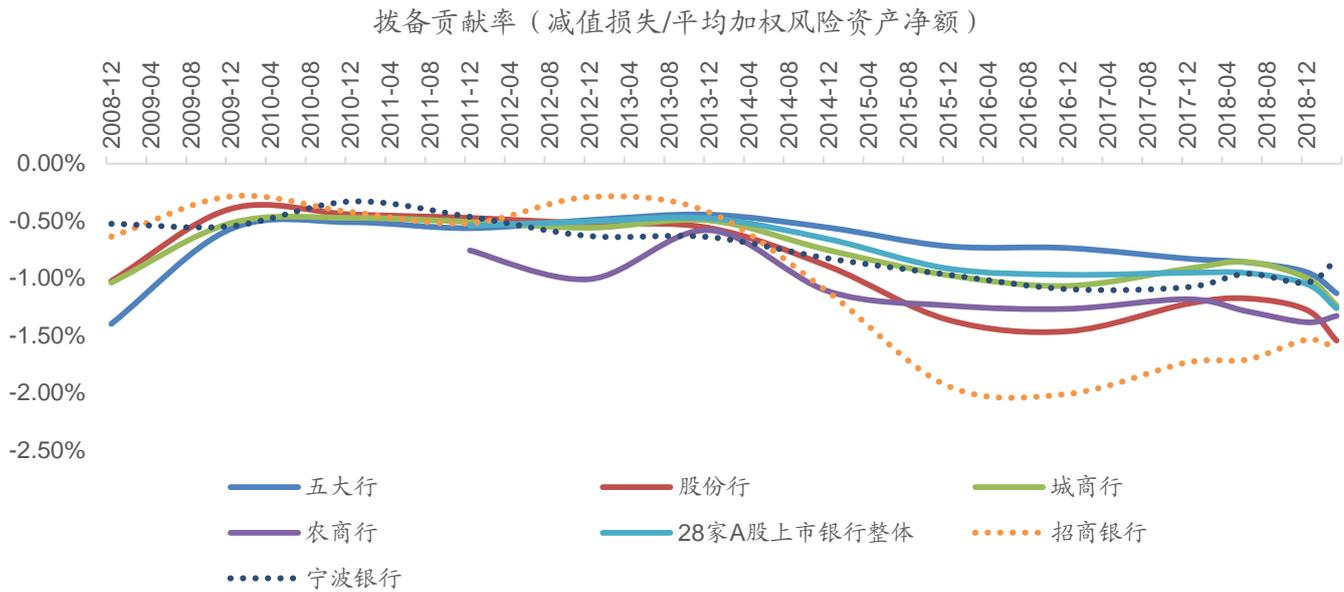
银行的盈利来自经营风险, 收入和成本在时空上分离, 经营稳健的银行风险加权资产收益率明显高于同业, 且倾向于在业绩上行期多计提减值, 降低未来信用成本对利润的侵蚀。下行周期, 银行之间的差距预计逐渐拉大, 经营稳健的银行将在周期洗礼胜出。

图 38: A股上市银行风险加权资产收益率对比 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 39: A股上市银行拨备贡献率对比 (%)



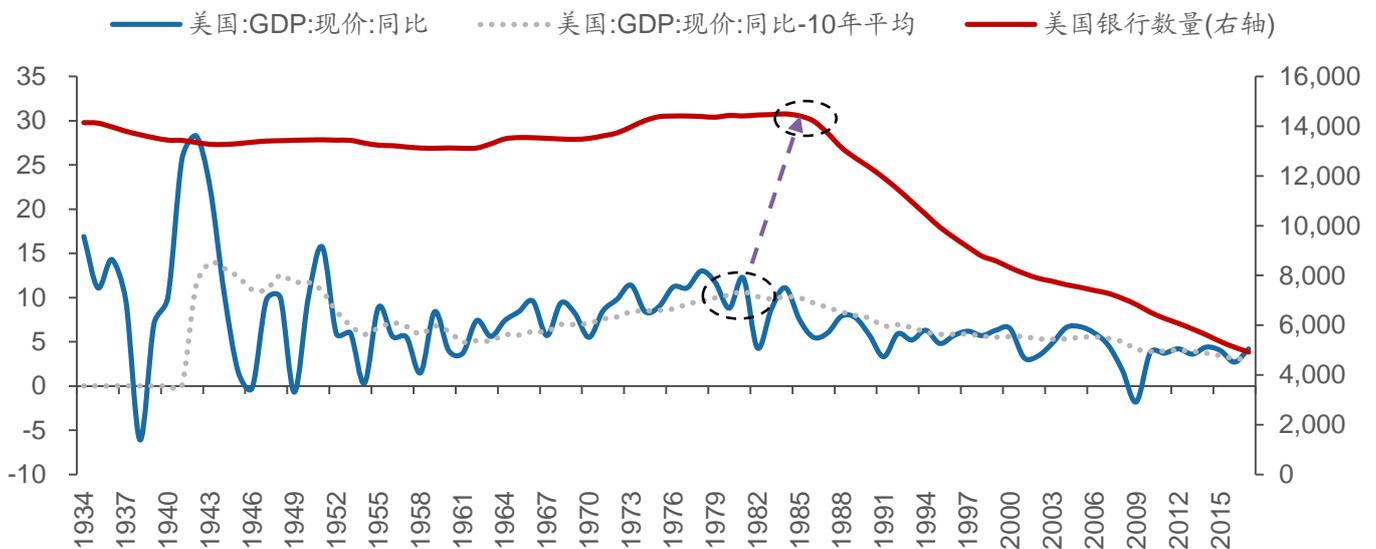
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 海外银行业同样经历过大浪淘金

经济发展模式的转变导致金融供给侧结构自发调整, 地区性中小银行供给过剩面临出清。导致中小银行倒闭的原因主要有以下三个:

- 1) 利率曲线倒挂对中小银行资产负债表的冲击;
- 2) 资产端和负债端脱媒的长期趋势;
- 3) 新旧动能转换, 传统产业出清带来的信贷风险;

图 40: 经济由高速增长转为高质量增长, 金融供给侧改结构自发转变 (%)

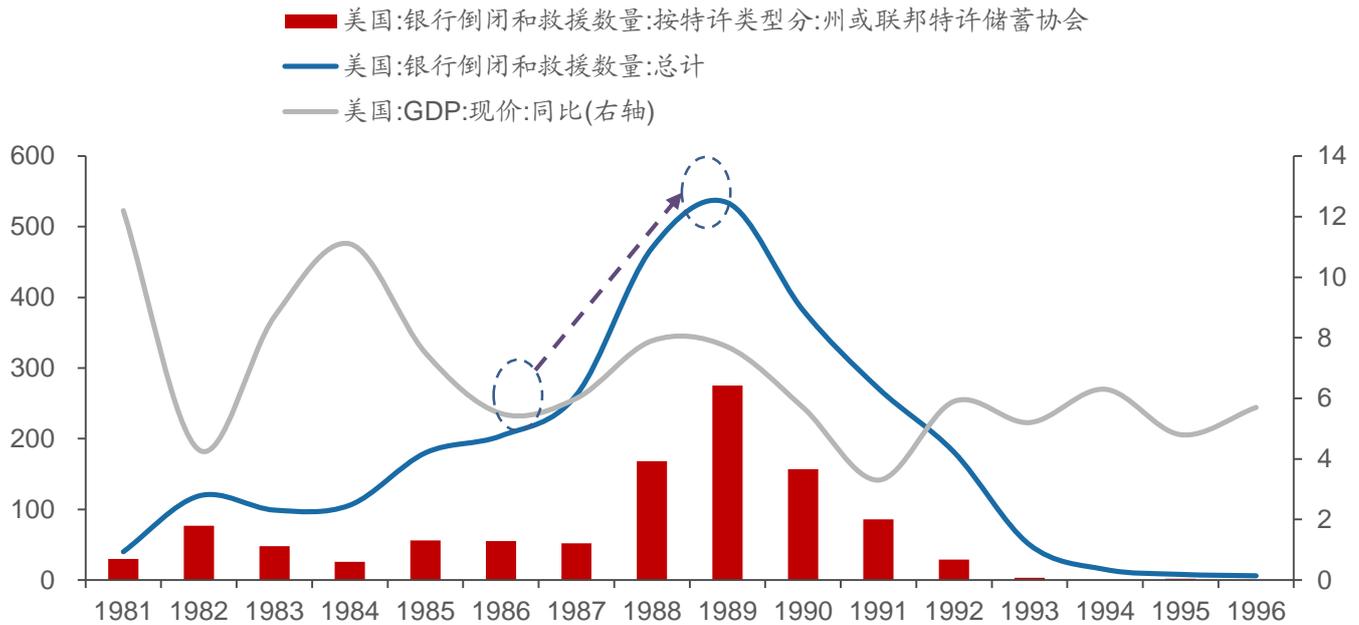


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

储贷危机是曲线倒挂和利率并轨过程中最脆弱的中小银行（储蓄协会）破产出清的过程。利率市场化冲击中小银行原有的存款-贷款模式，货币基金的竞争导致负债端通过金融创新用市场化利率定价，存款流失制约资产端信贷投放能力。

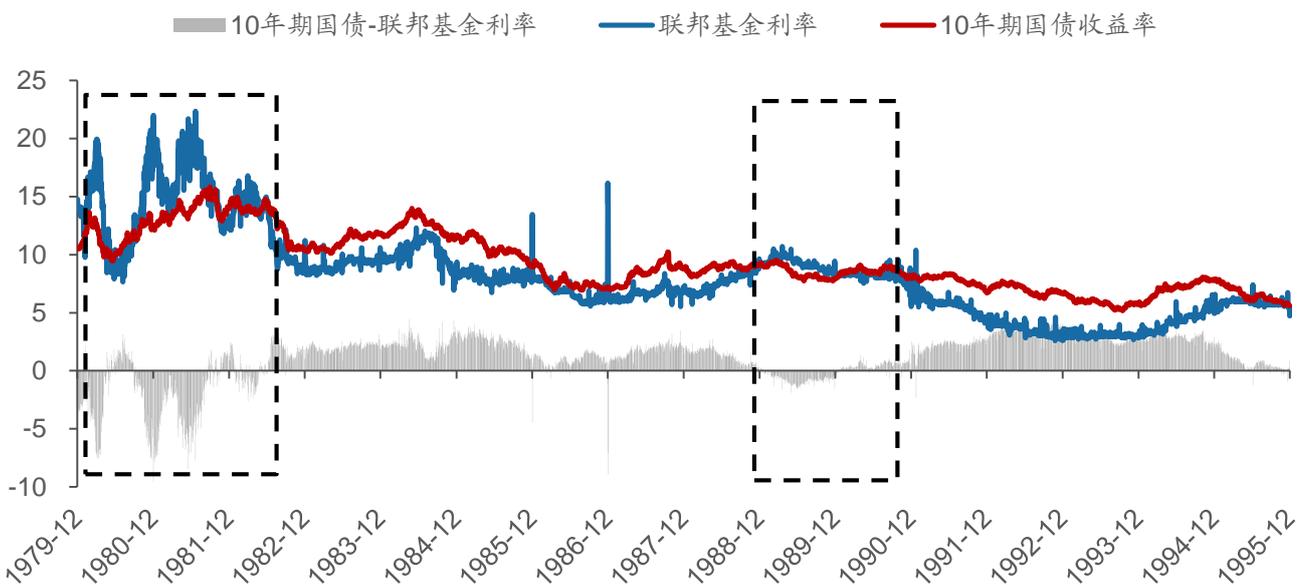
利率倒挂，资金成本超过资产组合收益，中小银行收入急剧恶化，持续亏损导致风险抵补能力弱化，信贷风险冲击下倒闭潮出现。

图 41: 储蓄协会在储贷危机中倒闭出清的数量最多 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 42: 负债来源依赖客户存款的中小银行在利率曲线倒挂时期受伤严重 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

利率市场化的过程中，银行存款和贷款占比双双走低。1980年《存款机构放松管制的货币控制法》成立存款机构放松管制委员会，承诺逐步取消对定期存款利率的最高限（Q条例）。

1986年《储蓄机构取消管制和货币控制法案》和《储蓄机构法规》相继出台，美国彻底实现利率市场化。

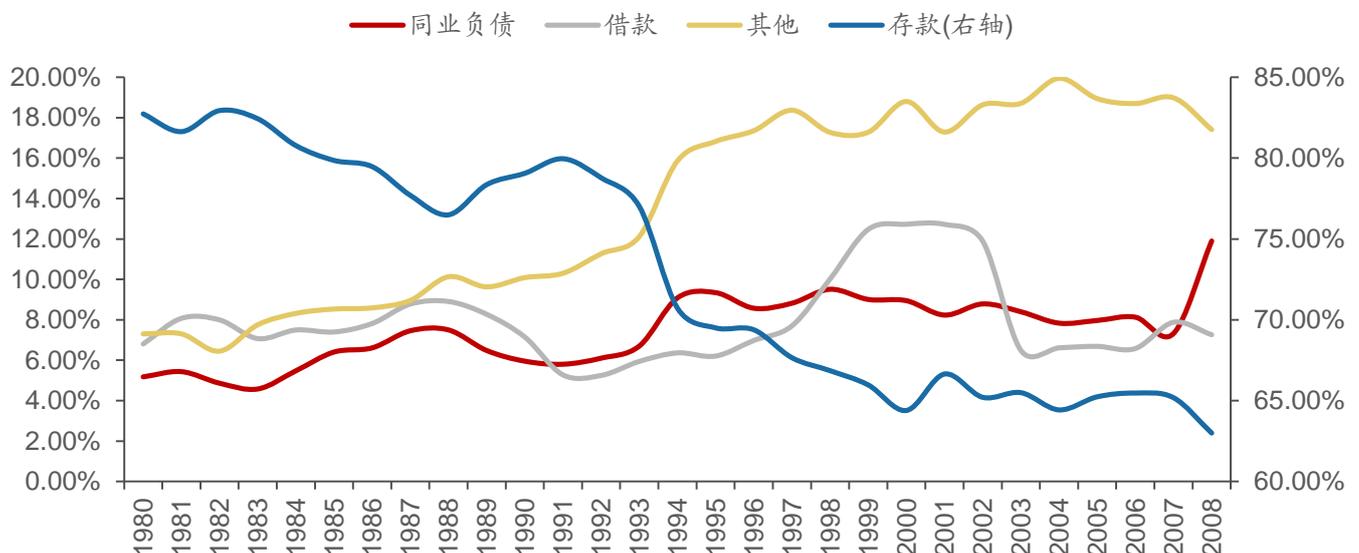
货币市场基金出现于联邦基金利率高企时期，由于银行存款利率受“Q条例”限制，无法随市场利率上调，客户转而寻求货币基金管理现金资产。

图 43: 80年代初期“滞胀”时期结束后，货基规模仍保持向上动能（百万美元，%）



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 44: 负债端脱媒，依赖同业负债补充资金来源（%）

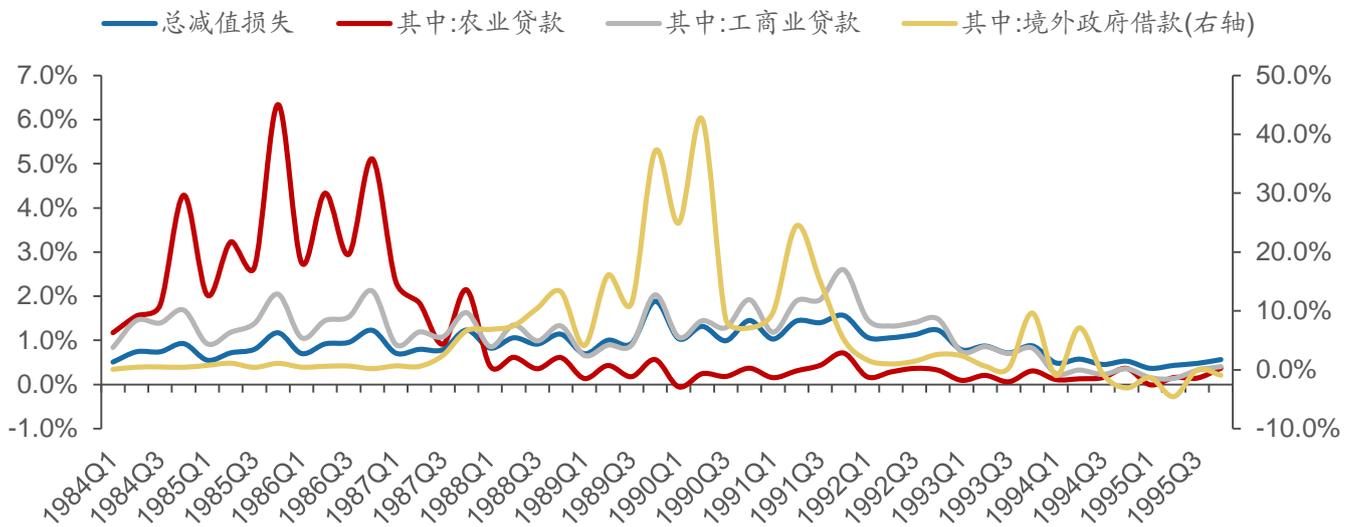


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

农业信贷风险、工业衰退、欠发达国家债务风险交替爆发，储蓄协会与当地经济深度绑定，集中度风险较高，在危机中第一个倒下，大行由于资产分散，受影响相对较小。80年代初期美国经历了两次衰退（1980、1980-1982），70年代以来建筑、铁路运输、钢铁、汽车等传统优势工业陆续出现衰退，实体的不景气也逐渐波及到银行业，资产质量逐渐恶化。

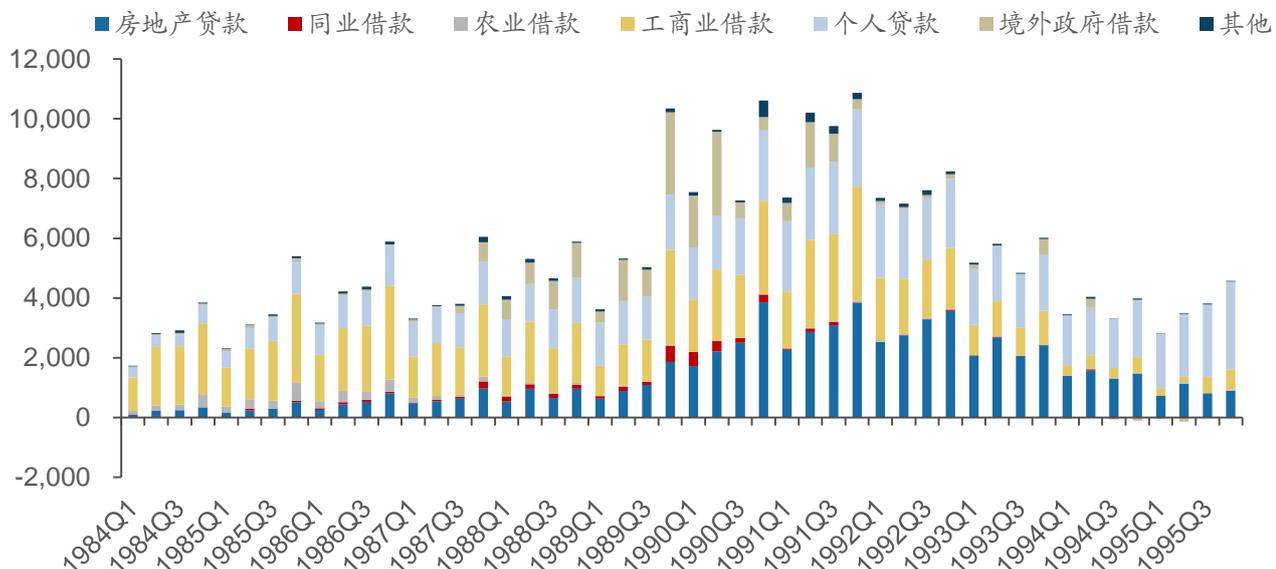
80年代初美联储以紧缩货币政策对抗高通胀，推高短端利率，导致利率曲线在79-82、88-90出现倒挂，经营环境对疲于应对利率市场化的中小银行极不友好。

图 45: 农业信贷风险、工业衰退、欠发达国家债务风险交替影响银行资产质量 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 46: 80年代前期主要受70年代传统工业衰退的拖累，后期逐渐转向地产和零售信贷风险 (%)



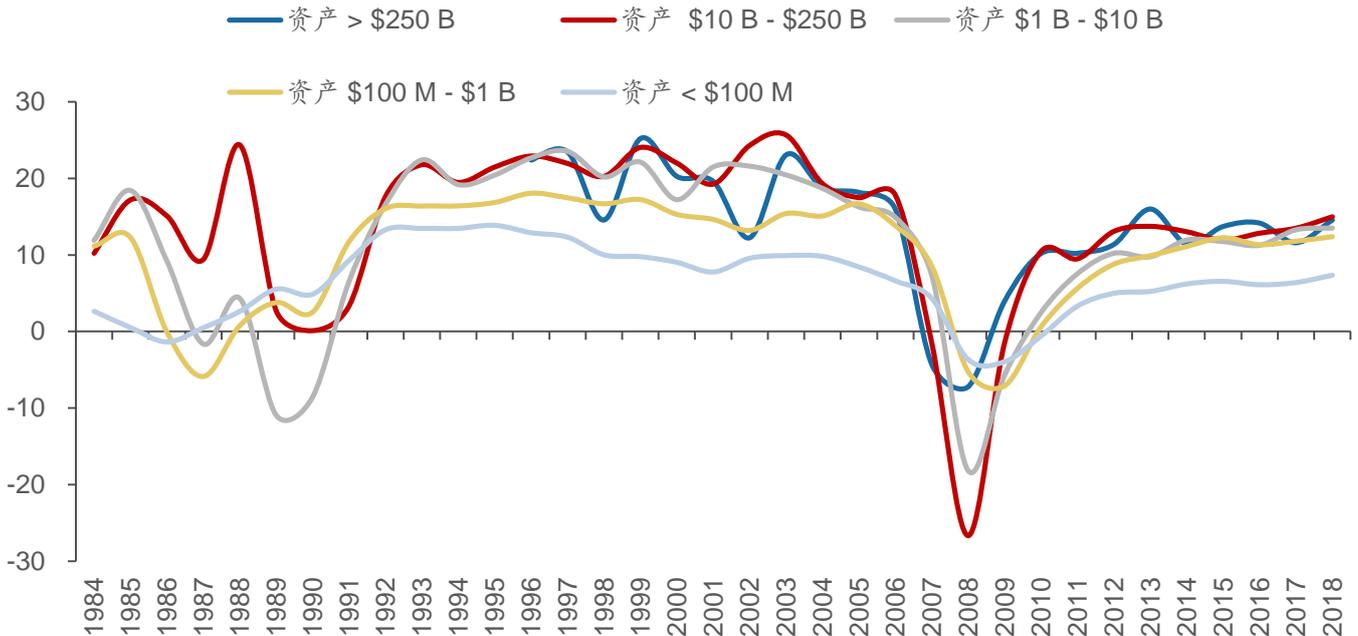
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

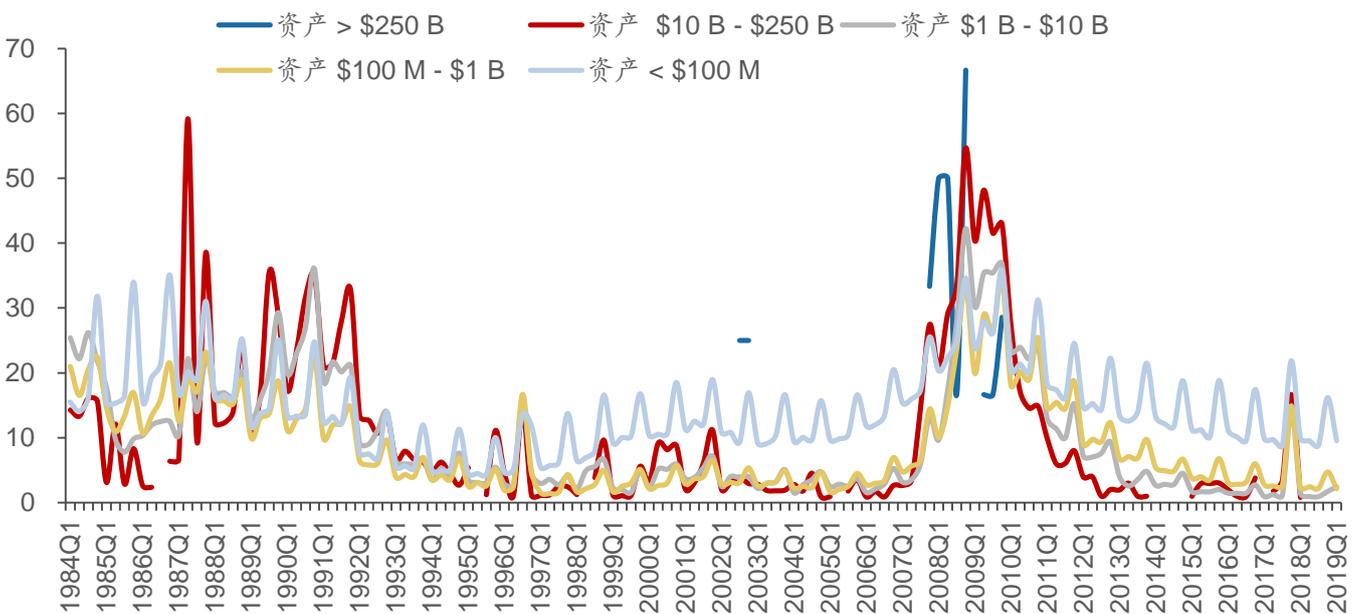
储贷危机后大型银行和中小银行投资价值持续分化,大型银行通过全球化扩张享受美国企业全球化过程中的红利,盈利能力优于中小银行,每季度汇报亏损的银行占比也远少于中小银行。

图 47: 中小银行税前净资产回报率显著低于大型银行 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 48: 季度亏损的银行占比中, 中小银行高于大型银行 (%)



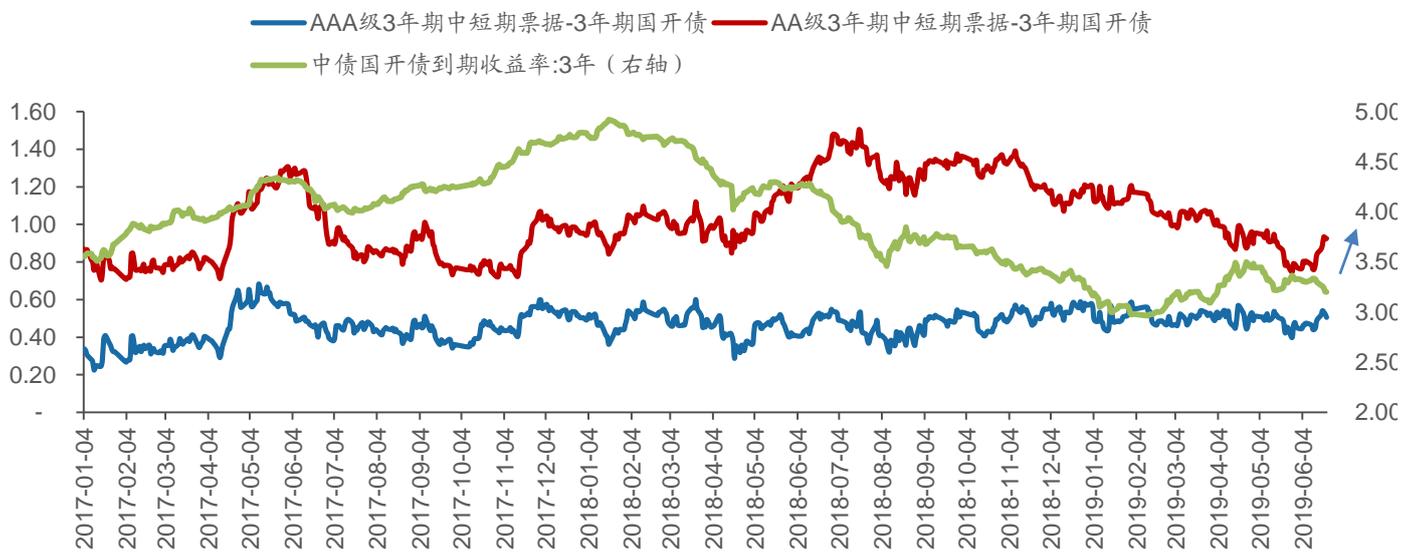
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 风险分层: 优质银行估值提升

### 同业刚兑打破, 无风险利率下与风险溢价上并行

包商银行事件, 标志着同业刚性兑付打破, 后续一段时间内无风险利率下行和信用利差上行并行。

图 49: 十年期国债可能迎来新一轮加速下行

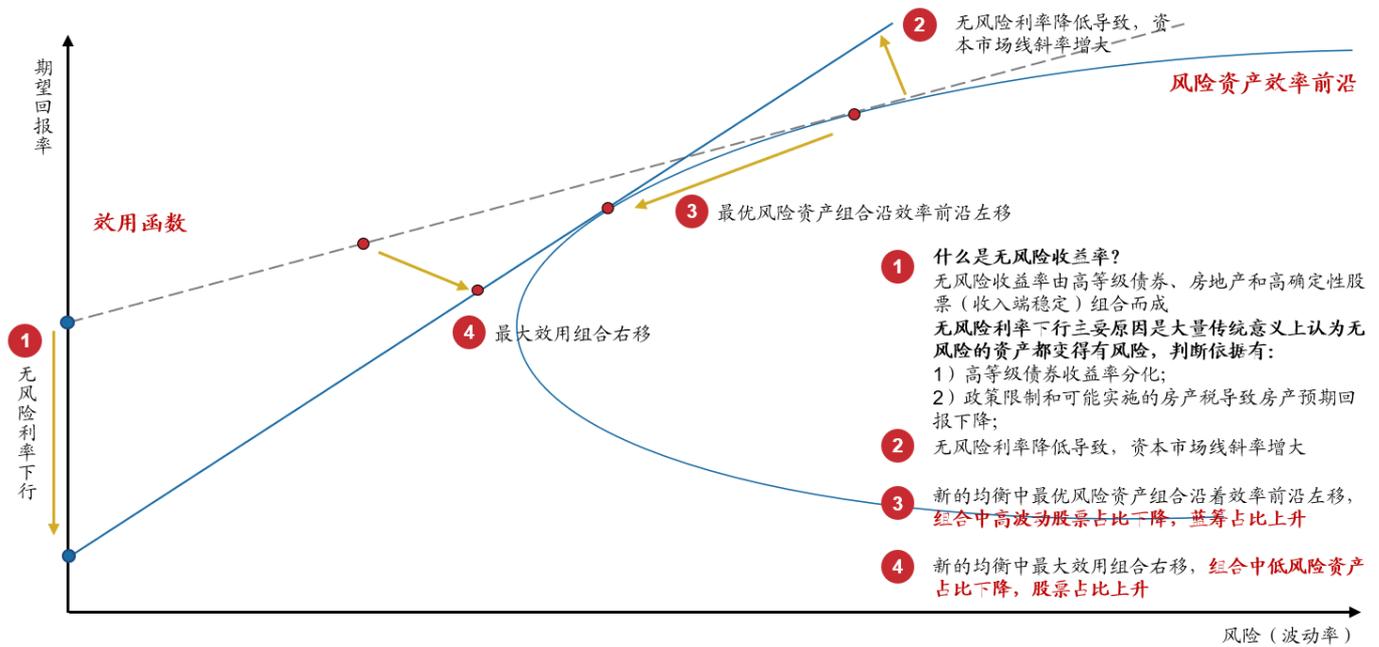


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心, 注: 数据截至 2019 年 6 月 20

### 风险(权益)类资产配置将提升, 优质银行相对估值继续上行

对广义资产配置来说, 整体资产组合将再平衡, 风险(权益)类资产占比上升的同时, 风险资产组合内部的低波动风险资产权重将增加, 利好核心资产和优质银行股相对估值继续提升。

图 50: 广义资产配置再平衡



数据来源：广发证券发展研究中心

图 51: 2017年以来，沪深300相对中证1000的估值明显提升（比例）



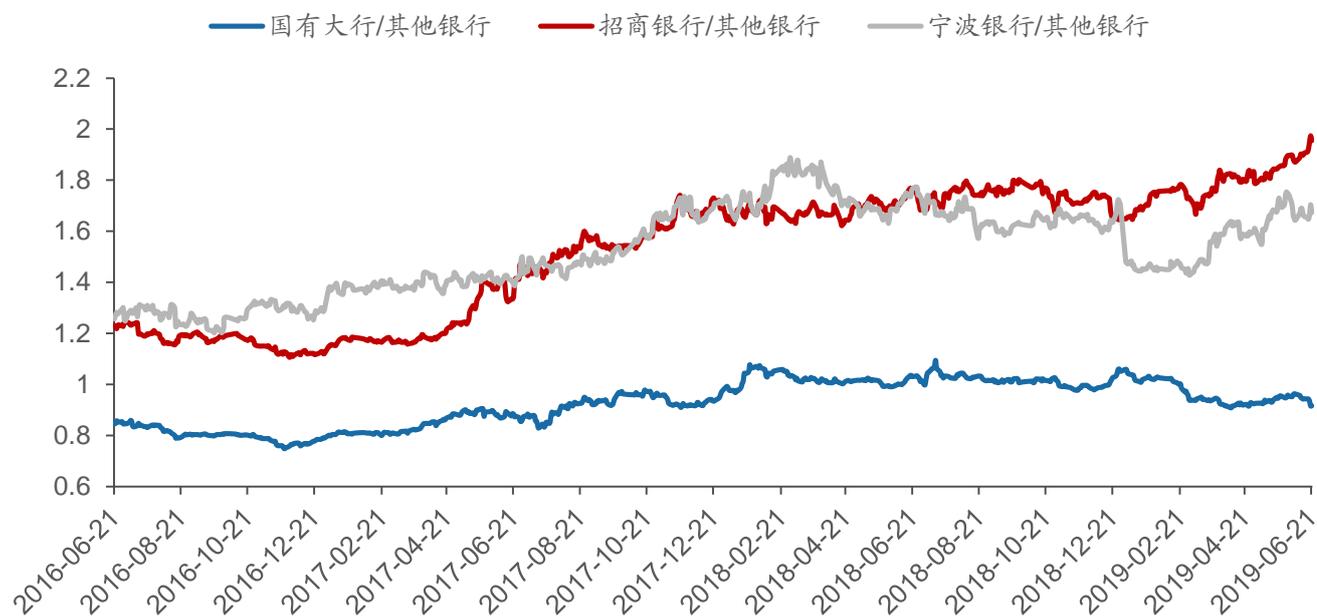
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，注：数据截至2019年6月21

图 52: 银行板块整体相对其他行业的估值明显提升 (比例)



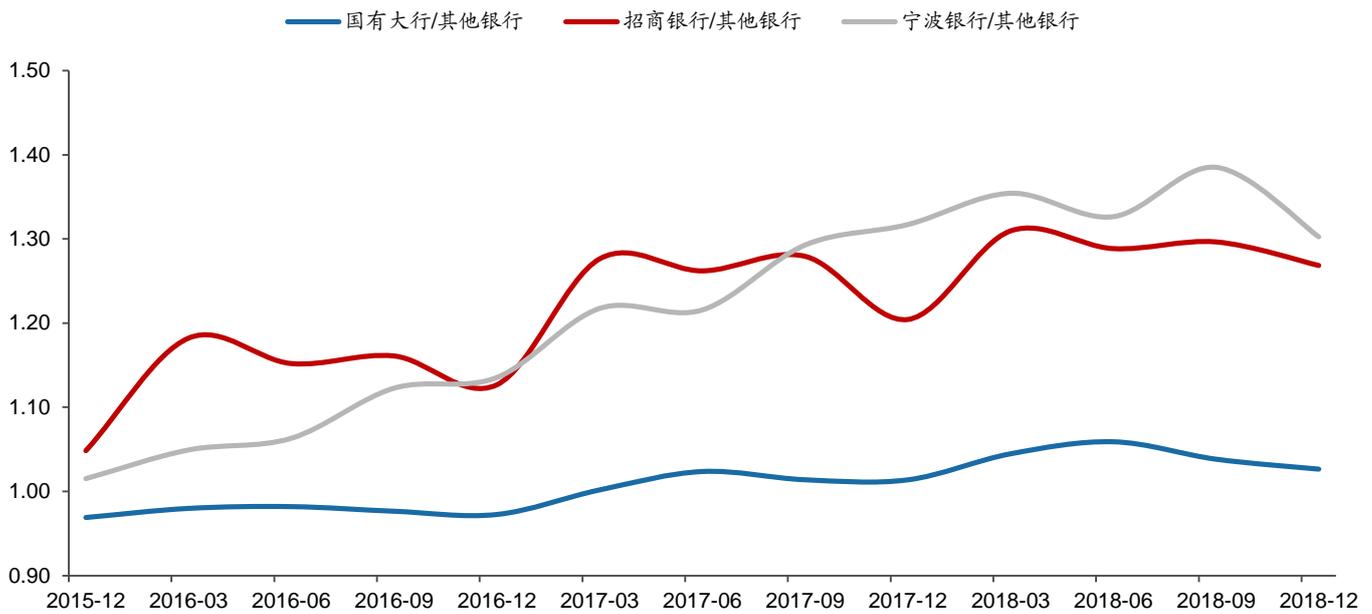
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心, 注: 数据截至 2019 年 6 月 21 日

图 53: 国有大行和优质龙头银行相对其他银行的相对估值也在同步提升 (PB相除, 比例)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心, 注: 数据截至 2019 年 6 月 21 日

图 54: 国有大行和优质龙头银行良好业绩具有稳定性和持续性 (ROE相除, 比例)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心, 注: 数据截至 2019 年 6 月 21

## 选股与择时: 建议配置国有大行和优质龙头, 8 月中报期是切换窗口

**选股:** 由于行业景气度在下行趋势中, 资产质量仍是核心矛盾, 建议配置经营稳健、低估值、高ROE的国有大行(工商银行等)和风控能力经过周期检验的优质细分龙头(招商银行、宁波银行)。

**择时:** 6月底财政投放季节性高点, 股市流动性边际好转有望, 可以博弈市场关注度高的银行。但进入8月份后, 中期报告逐渐披露, 预计市场回归基本面逻辑, 建议切换配置国有大行和优质细分龙头银行。

表 6: 重点银行估值与盈利预测

证券代码	证券简称	2019/6/21 股价	归母净利润增速			PE (X)			PB (X)		
			2019Q1	2019E	2020E	2019Q1	2019E	2020E	2019Q1	2019E	2020E
601398.SH	工商银行	5.85	4.1%	3.6%	4.5%	6.93	6.88	6.57	0.90	0.85	0.77
推荐逻辑: 经营稳健、低估值、高ROE											
601288.SH	农业银行	3.64	4.3%	5.2%	4.7%	6.21	6.07	5.87	0.80	0.73	0.67
推荐逻辑: 经营稳健、低估值、高ROE											
601939.SH	建设银行	7.41	4.2%	4.5%	4.0%	7.19	7.06	6.80	0.94	0.89	0.81
推荐逻辑: 经营稳健、低估值、高ROE											
601988.SH	中国银行	3.77	4.0%	3.8%	2.7%	6.10	6.08	5.98	0.72	0.66	0.61
推荐逻辑: 经营稳健、低估值、高ROE											
600036.SH	招商银行	37.69	11.3%	13.1%	11.8%	11.43	10.62	9.47	1.79	1.66	1.47
推荐逻辑: 股份行龙头、低风险偏好、高ROE											
002142.SZ	宁波银行	23.79	20.1%	18.6%	17.2%	10.54	9.33	7.98	1.77	1.60	1.37
推荐逻辑: 城商行龙头、资产质量经过周期检验、高ROE											

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 7: 港股和美股可比公司估值情况 (截至2019-06-23)

市场	公司	代码	股价 (元)	EPS (元)		PE 估值 (倍)		PB 估值 (倍)	
			2019/6/23	2018A	2019E	2018A	2019E	2018A	2019E
港股 (HKD)	汇丰控股	00005.HK	64.65	4.93	5.28	13.10	12.24	0.90	0.99
	恒生银行	00011.HK	196.00	12.48	13.22	15.71	14.83	2.31	1.99
美股 (USD)	富国银行	WFC.N	46.89	4.28	4.96	10.96	9.45	1.24	1.19
	美国银行	BAC.N	28.12	2.61	2.85	10.77	9.87	1.12	1.05

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 汇丰控股、恒生银行盈利预测数据来自 Wind 一致预测, 股价和 EPS 货币单位为港元; 富国银行、美国银行盈利预测数据来自 Bloomberg 一致预测, 股价和货币单位为美元。

## 风险提示

1. 中小银行和非银资管缩表导致信用收缩超预期。
2. 不良上升压力超预期。
3. 外部环境不确定增加, 情绪变化超预期。
4. 经济下行压力超预期。

## 广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：联系人，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 李佳鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与交通银行(601328)公司有投资银行业务关系。
- (4) 广发证券在过去 12 个月内与兴业银行(601166)公司有投资银行业务关系。
- (5) 广发证券在过去 12 个月内与交通银行(03328)公司有投资银行业务关系。
- (6) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(01398)公司有投资银行业务关系。
- (7) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。