



强于大市

银行业 2019 年中期策略

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
建设银行	601939.SH	7.46	买入
招商银行	600036.SH	36.90	买入
中信银行	601998.SH	6.07	增持
浦发银行	600000.SH	11.71	增持
光大银行	601818.SH	3.85	买入
平安银行	000001.SZ	13.93	买入
北京银行	601169.SH	5.96	增持
南京银行	601009.SH	8.39	增持
宁波银行	002142.SZ	24.80	买入
上海银行	601229.SH	12.16	增持
江苏银行	600919.SH	7.33	增持
杭州银行	600926.SH	8.48	增持
无锡银行	600908.SH	5.73	增持
常熟银行	601128.SH	7.88	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以 2019 年 7 月 1 日当地货币收市价为标准

供改促转型，微处见真章

金融供给侧改革的推进将成为下一阶段银行业发展的重要政策主线，对于银行而言，未来比拼的不再是绝对规模的大小而是发展质量的高低。在金融供改倒逼下，各家银行转型脚步将会进一步提速，通过提升业务的精细化程度来打造核心竞争力。

支撑评级的要点

金融供改大幕拉开，以稳为先风险可控

2019 年以来，金融供给侧改革已经成为影响未来金融业发展最为重要的政策主线，而作为国内金融市场最重要的参与主体，金融供改也势必对银行业长期的发展带来深远的影响。近期由于部分金融机构风险事件的发生，使得市场对行业经营风险的担忧有所加重，并将此与金融供改的推进相关联。我们认为，有别于其他行业的供给侧改革，金融供改的核心在于改善和优化金融供给以化解国内长期存在的融资结构性问题，并不能简单与供给压降和参与主体的清退画上等号。从实际情况来看，2019 年我们也更多观察到股份行及部分规模较大的区域性银行等主流中小银行的资产负债表在经历了过去两年去杠杆的阵痛后逐步修复转好。因此，我们认为市场无需过多担心金融供改的推进会引发行业风险的进一步释放。

行业转型提速，精细化发展提升盈利质量

过去两年，随着国内经济发展步入新常态以及金融监管的趋严，已经倒逼国内银行迈开转型脚步，我们认为金融供给侧改革的提出更将加快这一进程。相比于原先重规模的粗放式扩张，当前各家银行的关注重心更多转向盈利质量的提升。从具体业务领域来看，低资本占用、综合回报率更高的零售业务成为各家银行转型突破的重要方向，在此方面，先天具有资源禀赋优势的大行与深耕多年的招行相对优势依然明显，而平安、光大等股份行追逐的脚步也在加快。在对公领域，传统依托规模扩张的模式不可持续，未来随着直接融资占比的提升，存量优质客户的需求会从单一的信贷需求转向多元，因此需要银行一方面加大下沉的深度以扩大客群，另一方面加快推进投行化转型，实现对公业务的轻型化。

银行估值底部夯实，关注确定性配置价值

展望下半年，宏观经济的潜在下行压力与外部环境的不确定性需要货币政策予以托底，预计整体流动性环境将保持宽松，这也有利于银行业平稳消化个体风险事件所带来的负面影响。整体来看，银行基本面保持稳健，目前板块对应 2019 年 PB0.82x，股息率 4.2%，估值与股息率吸引力较高。随着 A 股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期确定性配置价值。个股方面，推荐以平安银行为代表的受益监管压力缓释、基本面迎来改善的股份行以及长期基本面稳健的优质个股（招商银行、宁波银行）。

评级面临的主要风险

经济下行导致资产质量恶化超预期、金融监管超预期，中美贸易摩擦加剧。

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: 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

金融供改大幕拉开，以稳为先风险可控.....	6
行业转型提速，精细化发展提升盈利质量.....	14
银行估值底部夯实，关注确定性配置价值.....	28
风险提示.....	37
平安银行.....	39
招商银行.....	41
宁波银行.....	43
建设银行.....	45
常熟银行.....	47
中信银行.....	49
江苏银行.....	51



图表目录

图表 1. 社融结构间接融资占比高	6
图表 2. 小微企业贷款占比不及 20%	6
图表 3. 上市银行贷款投向中房地产+基建项目占比高	7
图表 4. 表外融资压降	7
图表 5. 小微企业的融资渠道	7
图表 6. 小微企业融资难、融资贵	7
图表 7. 中小银行数量众多	8
图表 8. 中小银行资产规模快速扩张	8
图表 9. 金融供给侧改革逻辑图	9
图表 10. 包商银行资产端应收款项占比高	10
图表 11. 包商银行负债端存款占比下降	10
图表 12. 18 年以来落地的监管文件正式版较此前征求意见稿有所放松	10
图表 13. 贷款增速超表内广义信贷增速	11
图表 14. 非信贷类增速明显放缓	11
图表 15. 上市银行非标占比下降	11
图表 16. 2018 年同业负债占比下降	11
图表 17. 上市银行流动性覆盖率提升	12
图表 18. 不良认定趋严	12
图表 19. 包商事件后同业存单利率短期有波动	12
图表 20. 同业存单发行成功率提升	12
图表 21. 2016 年以来城商行和农商行负面事件概要	13
图表 22. 零售贷款资产质量优于对公	14
图表 23. 零售贷款风险调整后的回报率好于对公	14
图表 24. 零售与对公板块 ROA 比较-2018	15
图表 25. 考虑资本消耗, 零售资产的回报率高于对公	15
图表 26. 与零售相关的手续费收入占比较大	15
图表 27. 主要上市银行手续费结构	15
图表 28. 零售业务收入贡献有所提升	16
图表 29. 成熟市场零售业务收入占比普遍高于 40%	16
图表 30. 中国持有个人可投资资产规模	16
图表 31. 个人可投资资产超过 1000 万人群分布	16
图表 32. 中国居民消费杠杆低于海外	17
图表 33. 信用卡人均持卡量比较	17



图表 34. 信用卡风险有所抬升.....	17
图表 35. 信用卡贷款逾期率维持低位.....	17
图表 36. 大部分银行零售贷款增速高于对公贷款增速.....	18
图表 37. 18 年大部分银行新增贷款中个人贷款投放超 50%.....	18
图表 38. 中小行零售贷款占比提升幅度更快.....	18
图表 39. 零售贷款在总贷款中的占比总体小幅提升.....	18
图表 40. 零售收入保持较快增长.....	19
图表 41. 零售收入在总收入中的占比提升.....	19
图表 42. 上市银行零售存款增速表现.....	19
图表 43. 上市银行零售存款占比变化.....	19
图表 44. 18 年新增零售存款中主要是定期存款占比较高.....	20
图表 45. 2018 存量零售存款中定期存款占比高.....	20
图表 46. 政府和监管密集出台对小微企业的扶持政策.....	21
图表 47. 从 14 年起银行业的资产质量风险逐步暴露.....	22
图表 48. 13 年底开始行业拨备覆盖率逐步降低.....	22
图表 49. 拳头产品之“网商贷”特点介绍.....	23
图表 50. 拳头产品之“旺农贷”产品介绍.....	23
图表 51. 小微客群主要来源于阿里生态体系.....	23
图表 52. 网商银行单户贷款金额 2.8 万元.....	23
图表 53. 网商银行基于大数据的小微贷款模式.....	24
图表 54. 常熟银行零售贷款以经营性贷款为主 (2018).....	25
图表 55. 常熟银行小微业务模式风险更低.....	25
图表 56. 常熟银行实行集中信贷审批.....	25
图表 57. 国内大中型银行金融牌照布局.....	26
图表 58. 百万亿资管行业格局.....	26
图表 59. 上市银行理财子公司落地加快.....	26
图表 60. 美国四家银行投行交易类收入贡献较高.....	27
图表 61. 中国银行业投行交易类业务贡献有待提升.....	27
图表 62. 银行托管业务的规模 (2018).....	27
图表 63. 债券承销规模 (2018).....	27
图表 64. PMI 跌破荣枯线.....	28
图表 65. GDP 增速下行.....	28
图表 66. PPI 维持低位.....	28
图表 67. 贷款需求指数回落.....	28
图表 68. 中美贸易摩擦拉锯不断.....	29



图表 69. 人民币存款准备金率变动情况	29
图表 70. 人民币信贷增速较 1 季度小幅回落	29
图表 71. 存款准备金率仍有下行空间	30
图表 72. MLF 余额约 3.6 万亿	30
图表 73. 2019 年新增信贷预计 17 万亿	30
图表 74. 基建投资增速维持低位	30
图表 75. 表外融资降幅收窄	31
图表 76. 预计 2019 年社融 22-23 万亿	31
图表 77. 各类银行规模增速均有回升	31
图表 78. 各家上市银行的规模同比增速 (19Q1vs18)	31
图表 79. 1 季度贷款收益率提升	32
图表 80. 定期存款占比呈上行趋势	32
图表 81. 行业息差表现同比回落	32
图表 82. 净利息收入增速	32
图表 83. 1 季度银行手续费收入表现有所改善	33
图表 84. 全年手续费收入预计恢复两位数增长	33
图表 85. 1 季度不良生成率同比提升	34
图表 86. 1 季度行业不良+关注贷款占比环比下降 16BP	34
图表 87. 银行板块动态估值对应 2018 年 0.82x	34
图表 88. 银行估值对应隐含不良率	34
图表 89. 上半年银行板块跑输沪深 300	35
图表 90. 银行板块涨跌幅居第十五	35
图表 91. 老 16 家银行涨跌幅 (截至 6 月 28 日)	35
图表 92. 次新股涨跌幅 (截至 6 月 28 日)	35
图表 93. 2 季度银行板块股息率较实际利率溢价有所走阔	36
图表 94. 银行股息率 vs 沪深 300	36
图表 95. 陆股通机构配置行业分布	36
图表 96. 公募基金银行持仓位于低位	36
附录图表 97. 报告中提及上市公司估值表	38

金融供改大幕拉开，以稳为先风险可控

2019 年以来，金融供给侧改革已经成为影响未来金融业发展最为重要的政策主线，而作为国内金融市场最重要的参与主体，金融供改也势必对银行业长期的发展带来深远的影响。近期由于部分金融机构风险事件的发生，使得市场对行业经营风险的担忧有所加重，并将此与金融供改的推进相关联。我们认为，有别于其他行业的供给侧改革，金融供改的核心在于改善和优化金融供给以化解国内长期存在的融资结构性问题，并不能简单与供给压降和参与主体的清退画上等号。从实际情况来看，2019 年我们也更多观察到股份行及部分规模较大的区域性银行等主流中小银行的资产负债表在经历了过去两年去杠杆的阵痛后逐步修复转好。因此，我们认为市场无需过多担心金融供改的推进会引发行业风险的进一步释放。

1.1 金融供给侧改革的核心：改善融资结构深层次矛盾

■ 金融供给侧改革的核心在于改善融资结构

“金融供给侧改革”最早于 2019 年 2 月 22 日由习近平主席在中共中央政治局第十三次集体学习会议上正式提出，要“正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力”。

我们认为金融供给侧改革的核心在于：通过改善融资结构以更好的支持实体经济、满足有效融资需求以及降低企业融资成本。需要明确的是，金融供给的目的在于服务实体经济，但在过去的经济发展模式中，金融供给优先满足基建、地产等融资需求，而民营、小微企业融资难、贵的问题始终存在。但靠基建、地产拉动的经济模式难以持续，因此在金融供给侧改革推进过程中，引导金融机构将资金向实体输送，解决实体经济的融资难题，才能够让金融更好为经济的可持续发展服务。

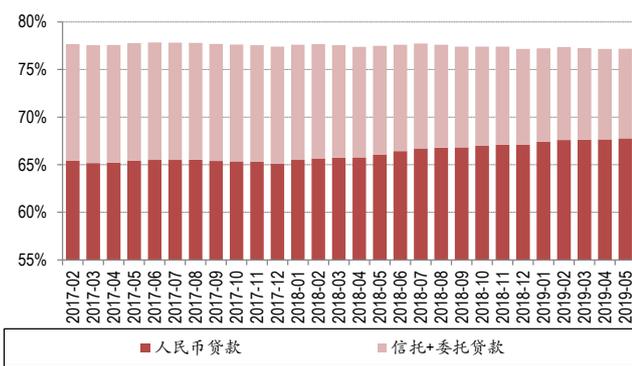
■ 现有融资结构的问题：间接融资占比高，带来小微企业融资难贵问题

金融机构在我国社会融资链条中扮演重要角色，从社融结构来看，信贷占比高达 70%，如果再加上银行通过委托贷款以及信托贷款发放的资金，社融规模中源自银行的资金比重高达 77%。而较高的间接融资占比加大了小微企业获得信贷资金的难度。

首先，小微、民营企业在信贷资金获取方面存在天生劣势。小微、民营企业由于现金流表现波动大、缺少政府信用背书、风险高等因素，在信贷资金争夺上不及大型企业、地方政府扶持的项目，尤其是在经济下行周期。从信贷结构来看，截至 2018 年末，小微企业贷款占比不及 20%。

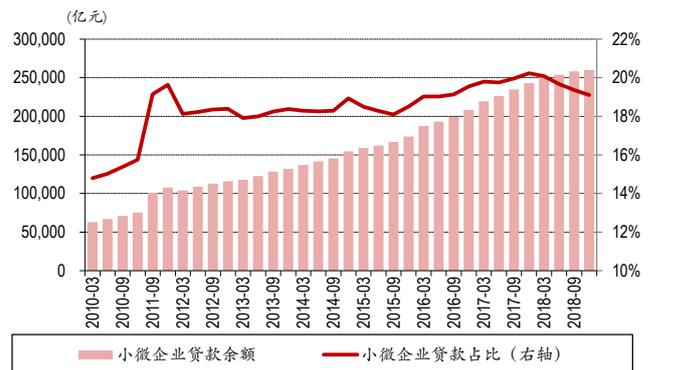
其次，间接融资占比高反映了小微、民营企业融资渠道的局限性，资本市场等直接融资渠道不畅使得小微企业对于间接融资的依赖度高。而 2017 年以来在金融去杠杆背景下，非标业务监管趋严使得表外融资向表内转移，对小微、民营企业信贷存在挤出效应，进一步加大了小微、民营企业的融资难度。

图表1. 社融结构间接融资占比高



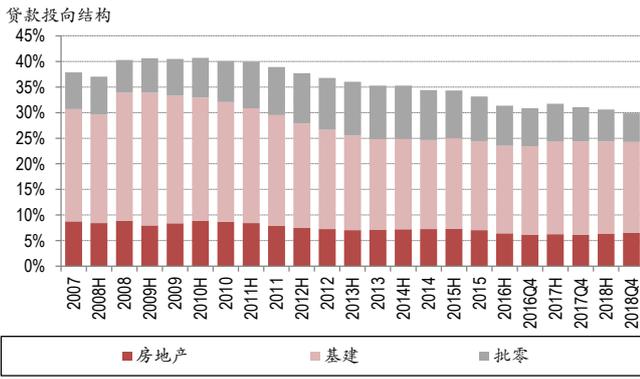
资料来源：万得，中银国际证券

图表2. 小微企业贷款占比不及 20%



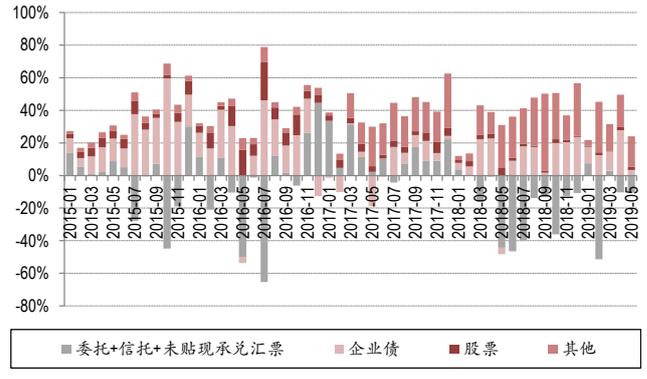
资料来源：万得，中银国际证券

图表3. 上市银行贷款投向中房地产+基建项目占比高



资料来源：万得，中银国际证券
注：基建为水利、交运以及电力行业

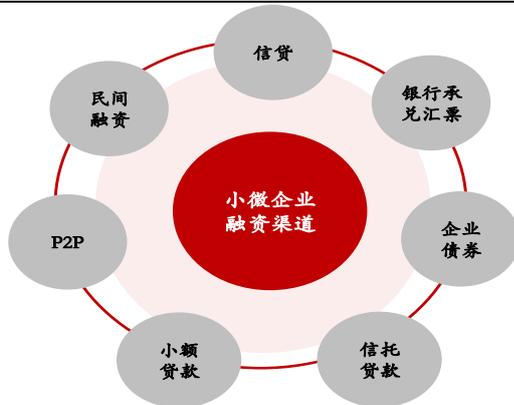
图表4. 表外融资压降



资料来源：万得，中银国际证券

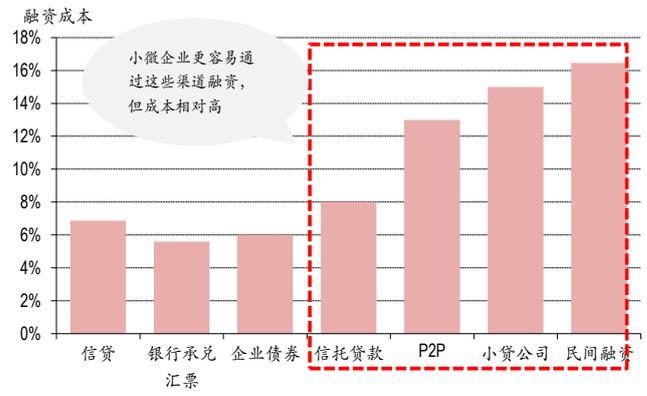
小微、民营企业融资难进一步带来融资贵问题。从企业融资渠道来看，包括了信贷、银行承兑汇票、企业债、信托贷款、小额贷款、P2P、民间融资等方式。根据银保监会数据显示，银行信贷以及银行承兑汇票的融资成本最低，约为 7%、6%；而 P2P、民间融资的成本相对高，约为 15%、16%。但对于小微企业来说，银行信贷获得难度最大，次之的企业债券发行方式中，中小企业往往无法达到当前企业发债的标准。为了满足生产经营需求，小微企业不得不寻求较高成本的 P2P、民间融资渠道。

图表5. 小微企业的融资渠道



资料来源：万得，中银国际证券

图表6. 小微企业融资难、融资贵



资料来源：银保监会，中银国际证券
注：信贷为 2018 年全年平均，其余为 2018 年 4 季度数据

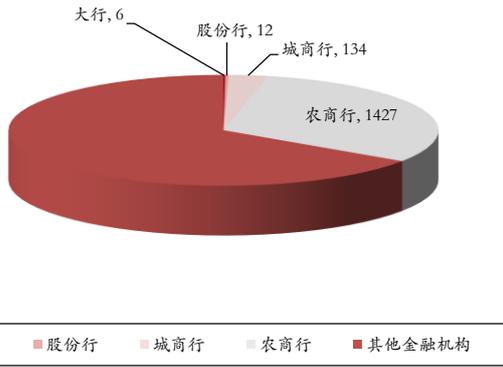
■ 具体推进措施：优化金融机构布局、构建多层次市场、货币机制理顺多管齐下

为了解决实体经济的融资难贵问题，需要从金融的供给端进行改革，改变当下的小微企业信贷资金获取难、融资渠道有限等问题，因此可以通过优化金融供给、构建错层次的融资体系、疏通货币传导机制多管齐下，拓宽小微企业的资金来源以及提升资金传导的有效性以改善小微企业融资现状。

1) 优化金融机构布局

中国的金融体系以银行为主导型，准确而言是以大型银行为主导。尽管大型银行全国仅有 6 家，但在银行业总资产中的规模占比高达 50%；反观中小银行，虽然数目众多，2018 年城商行以及农村金融机构数合计达 1561 家，但在过去几年的发展过程中，许多中小银行将更多的业务重心放在盈利速度更快的同业和投资端，并没有将信贷资源真正投向实体，形成了很多无效的金融供给。

图表7. 中小银行数量众多



资料来源：万得，中银国际证券

图表8. 中小银行资产规模快速扩张



资料来源：万得，中银国际证券

2) 构建多层次融资体系

目前我国融资结构中,银行信贷及类信贷资金投放在融资结构中占比80%以上,股权融资不超过10%,融资结构不平衡,并且PE、VC等风险相对高的股权投资占比低。但对于初创、小微企业而言,现金流等财务指标不稳定、经营存在不确定性风险,银行现阶段低风险偏好下对于小微企业信贷意愿不强。即使获得了信贷资金,现阶段银行提供业务以短期信贷为主,一旦经济下行,容易发生“抽贷”情况,无法保障长期、稳定的资金来源。此外,当下股票市场的融资主体仍是大型成熟的企业,中小板、创业板的规模小,无法匹配初创、小微企业的融资需求。

因此,重塑金融体系,培养发展多层次资本市场是金融供给侧改革的重要内容。目前正在推行的科创板正是丰富资本市场产品和层次的重要举措。科创板是目前我国资本市场中市场化程度最高的一个板块。科创板实施注册制,提升审核效率以及股市融资效率,新股完全采取市场化的定价方式。此外,科创板的多套上市标准提升了企业上市条件的包容度和适应性,能够满足不同发展阶段、不同财务特征的科创企业上市需求。

3) 疏通货币传导机制

央行将流动性注入银行体系后,受到资金供求双方意愿和能力的制约,如果货币传导机制存在阻滞,则信用扩张受限,金融体系资金难以运用到实体。可以看到2018年的货币政策整体宽松,央行通过降准、再贴现等手段为银行提供低成本资金,但实体经济和金融市场流动性表现存在分化,实体经济依旧面临融资难和融资贵的问题。

因此,为了更好地服务实体经济,金融供给侧改革提出疏通货币传导机制。信贷渠道作为国内目前重要的货币政策传导渠道,货币传导的有效性与此紧密相关。信贷渠道是否通畅受企业资产负债状况、银行自身放贷能力、风险溢价水平等因素影响。但当前的小微企业存在信息不对称的问题,小微企业报表真实性存疑难以判断经营情况,同时小微企业难以满足银行的资本金、抵押品等信贷条件,因此从信贷市场上获得资金较难。尤其在经济不确定性加大背景下,银行的风险偏好收敛,小微企业的风险抵御能力相对差、风险溢价水平高,但政策因素限制小微企业信贷定价,降低银行的信贷投放意愿。

货币传导机制疏通中,两率并轨是重要的一环。目前利率“双轨制”仍然存在,央行的利率调控无法通过市场利率之间的联动顺利传导至整个经济体系,存贷款定价依然以存贷款基准利率为定价锚,无法充分反映货币市场利率。只有金融市场利率与货币市场利率顺利接轨后,央行的货币政策工具使用才能够顺将资金引流至实体。但需要注意的是,小微企业融资问题不仅受货币传导机制影响,还需要考虑监管因素。银行小微企业信贷定价和投放在一定程度上存在监管要求,支撑银行发放小微贷款的主要动力依旧是监管指标的约束,而不是市场化的因素。我们认为未来在货币传导机制疏通的过程中需配套合理的监管政策。

图表9. 金融供给侧改革逻辑图

优化融资结构

- 大力向鼓励民企、小微提供金融资源、
- 向实体企业、先进制造业提供金融服务、
- 向三农、中西部地区提供金融供给

优化金融机构

- 鼓励民营银行发展
- 加大银行业对外开放
- 给予县域银行、村镇银行更多优惠政策
- 逐步放开金融机构的破产重组

多层次融资体系

- 高度重视科创板建设
- 给民营企业发债提供便利和支持

疏通货币政策传导机制

- 稳步推进利率市场化改革

资料来源：中银国际证券

1.2 金融供改以稳为先，行业整体经营风险可控

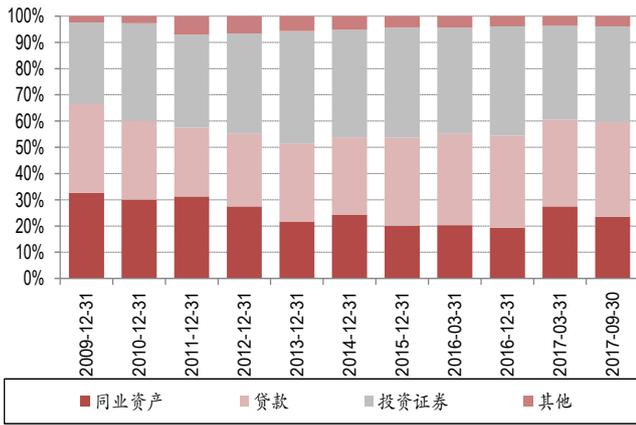
金融供给侧改革是金融体系低效资源优化、无效资源清退的过程。5月银保监会对包商银行实施接管的事件引起了市场的广泛关注，部分投资者将包商事件归因于金融供给侧改革，并且担忧未来陆续会发生银行风险事件。但通过分析能够看到，包商事件存在特殊性，与其自身激进的经营风改善格以及内部管理存漏洞等多项因素相关。实际上，随着监管对金融风险防范要求的不断提升以及银行业务结构的不断调整，银行抗风险能力提升。短期来看包商事件后出现风险外溢以及流动性分层情况，但监管已释放积极信号维稳金融机构流动性，无论是银行还是非银的流动性都在逐步改善，整体来看行业经营风险可控。

■ 包商问题存在特殊性

包商银行大量资金被违法违规占用。包商银行是最早被“明天系”控股的金融机构之一。根据最新信息，明天集团合计持有包商银行 89%的股权，由于包商银行的大量资金被大股东违法违规占用，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，触发了法定的接管条件，因此本次被银保监会接管。

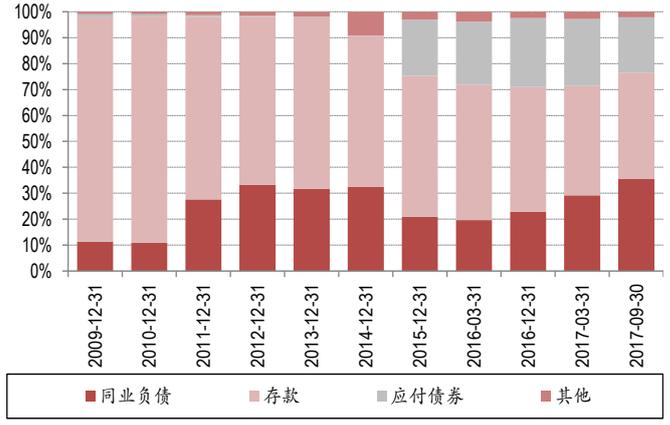
包商银行资产端投资风险偏好高，负债端对同业负债依赖度高。包商银行资产端以证券投资为主，其中应收款项类投资占比高。包商银行 2016 年的应收款项类投资中，信托计划理财产品、资管产品占比约 89%，反映出资产端投资风险较高。负债端，公司存款占比从 2014 年近 60%下降至 3Q17 的 40%。并且 2016 年以来，包商银行对于同业负债的依赖度提升。由于同业负债的资金成本较存款高，相应的要求资产端投放更高风险的资产以获得与负债成本相匹配的收益。此外，同业负债的期限较短，对同业负债高度依赖说明负债资金来源稳定性较差，加大了资产负债期限错配程度，增加了流动性风险。

图表10. 包商银行资产端应收款项占比高



资料来源：万得，中银国际证券

图表11. 包商银行负债端存款占比下降



资料来源：万得，中银国际证券

■ 短期关注流动性波动，金融供改稳步推进，引发系统性风险可能性低

(1) 金融去杠杆步入政策消化期，金融供改稳步推进

为了解决金融市场资金套利、资金空转等问题，2016年开始金融去杠杆有力推进，从落地新规涉及的业务领域来看，较2017年没有太大的变化，大都是对于去年出台征求意见稿版本的落地。2019年金融去杠杆步入政策消化期。5月银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果，促进合规建设”工作的通知》，从细则来看监管业务领域与2018年的监管文件基本相一致，涵盖信贷业务、影子银行和交叉金融业务，没有新增监管要求。同时，文件更多强调前期整治工作成果的巩固，防止乱象反弹回潮。这也说明了金融去杠杆已显成效，未来监管将更加注重防风险与稳增长的平衡，保持定力与把握力度的结合。

包商事件后，监管层也频发声表示包商银行完全是一个个案，近期不会有其他机构被接管，并且监管层均积极介入包商事件协助存量风险的处置以及后续业务的顺利开展，稳定市场预期。结合2019年以来监管力度以及近期监管对于包商事件的积极表态，我们认为金融供改推进将综合考虑对行业的影响，优化金融供给的同时注重金融风险的防范。

图表12. 18年以来落地的监管文件正式版较此前征求意见稿有所放松

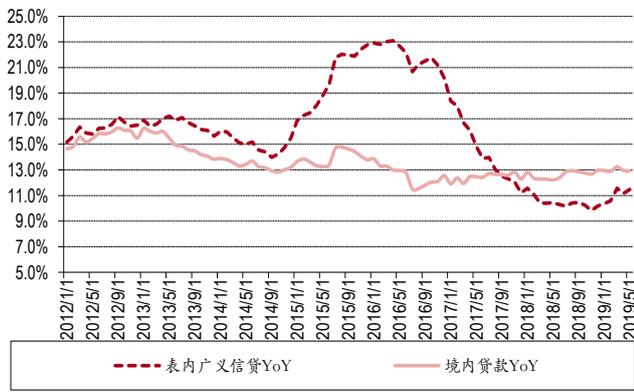
文件名	涉及业务板块	新增要求
MPA	广义信贷	下调MPA中的结构性参数至0.5
关于规范金融机构资产管理业务的指导意见	理财、非标	过渡期2020年底
大额风险暴露管理办法	同业业务、资管产品投资	过渡期2018年12月31日，对匿名客户的风险暴露应于2019年12月31日前达到本办法规定的大额风险暴露监管要求。
商业银行流动性风险管理办法	同业、非标、存款	流动性匹配率：应当自2020年1月1日起执行流动性匹配率监管要求。2020年前，流动性匹配率为监测指标。 优质流动性资产充足率：应当在2019年6月底前达到100%，在2018年底前达到80%。
资管新规执行细则	理财、非标	1) 公募产品可以投资非标资产； 2) 过渡期内，银行类资管产品和半年以上定开理财能够运用摊余成本法计价； 3) 非标存续和回表处置更具弹性：合理调整MPA参数支持表外资产回表；过渡期后对未回表非标进行妥善处理。
关于开展“巩固治乱象成果，促进合规建设”工作的通知	广义信贷、理财、同业、表外业务	无新增

资料来源：央行，银保监会，中银国际证券

(2) 压降高风险业务，资源配置侧重传统信贷

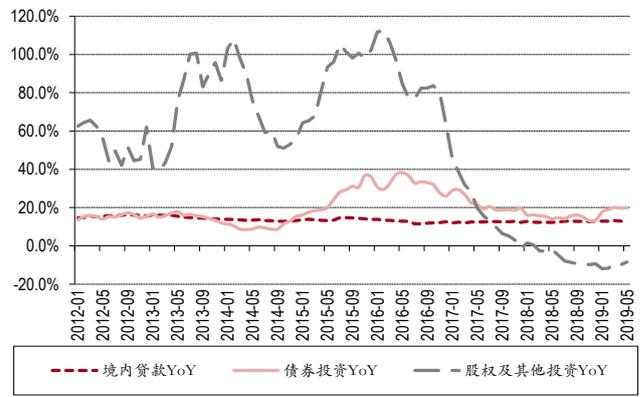
从银行自身经营风险来看，在金融去杠杆过程中银行压降高风险业务，高风险业务占比较2016年名明显下降。从央行信贷收支表来看，2016年4季度以来，非信贷增速明显放缓，股权及其他投资资产规模同比增速从2016年的64%下降至2018年的-9%，银行端资产配置向信贷倾斜，因此广义信贷增速逐步向信贷回归，2017年4季度以来信贷同比增速已超广义信贷。

图表13. 贷款增速超表内广义信贷增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表14. 非信贷类增速明显放缓

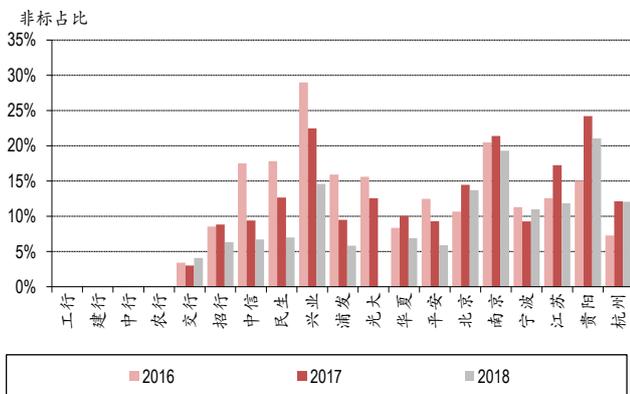


资料来源：万得，中银国际证券

(3) 主流银行监管指标改善，抗风险能力增强

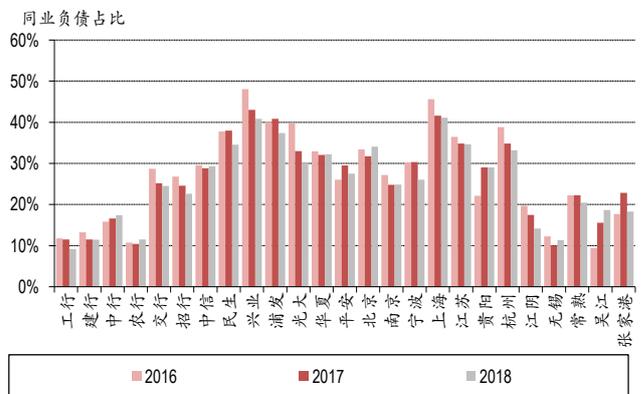
从个体表现来看，主流上市银行经过过去两年业务调整、进一步夯实资产质量基础后，风险抵御能力提升，各项监管指标存在明显改善。从资产端来看，银行对风险较高的非标资产进行压降，2018年上市银行的非标占总资产比重低于2016年，且大部分银行非标占比降至15%以下。从负债端来看，原先中小银行过度依赖同业负债情况有所转好，2018年上市银行均符合监管同业负债占比不超过1/3的要求。在资产负债结构优化背景下，上市银行期限错配问题改善，资金稳定性提升，大部分银行2018年的流动性覆盖率水平高于2016年。资产质量方面，随着监管对不良认定的趋严，2018年末大部分上市银行的逾期90天以上/不良贷款指标已在100%以内，资产质量进一步夯实。

图表15. 上市银行非标占比下降



资料来源：万得，中银国际证券

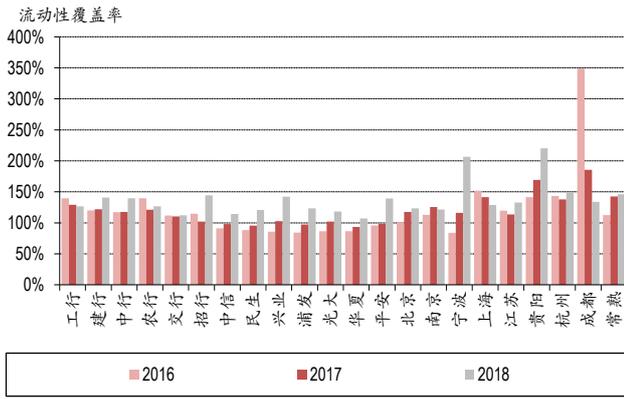
图表16. 2018年同业负债占比下降



资料来源：万得，中银国际证券

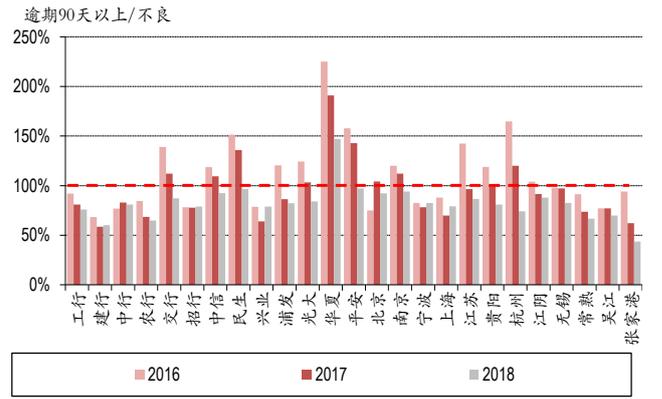
注：同业负债未剔除结算性存款

图表17. 上市银行流动性覆盖率提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表18. 不良认定趋严



资料来源：万得，中银国际证券

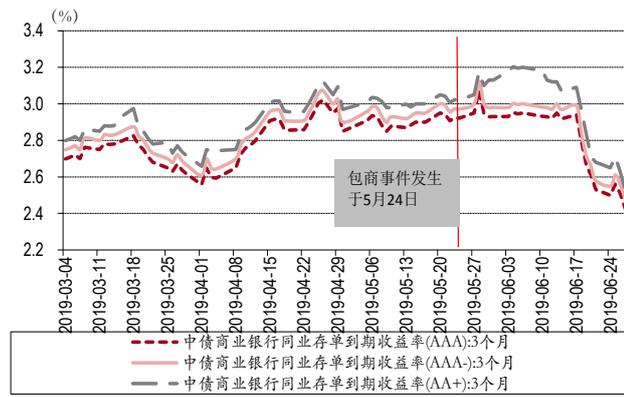
(4) 短期风险外溢，但流动性环境已有改善

包商事件后，投资者担心该事件对于银行同业链条带来负面影响，一方面，原先的金融债刚兑预期打破后，银行重新审视交易对手方的信用风险，金融体系的风险偏好有所下降，中小银行存单发行存困难，市场对于同业存单的信用风险进行重新定价。此外，短期内可以看到风险外溢，中小银行的流动性冲击传递通过同业资金链条传递至非银，并且低风险偏好下非银机构用低评级债券质押的难度加大，非银金融机构回购融资市场的资金可得性下降。

但可以看到在监管政策支持下，包商事件风险已有缓释：1) 对于影响市场信心的打破刚兑一事，实际上包商银行最终的债权兑付率超过市场预期：央行设立存款保险基金，在实施收购承接过程中对包商银行的全部个人储蓄存款、5000 万元以下对公存款和同业负债本息全额保障。此外，对于 5000 万元以上的大额债权，实行分段计算，按同一客户债权债务轧差后的债权净额提供先期保障，整体来看对公客户债权人获得全额保障的比例达到了 99.98%。2) 监管对于银行和非银都有流动性支持和窗口指导：央行通过公开市场操作、增加再贴现与 SLF 额度精准支持中小银行流动性问题；同时，央行与证监会鼓励大行扩大向大型券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构融资，以维护同业业务的稳定。

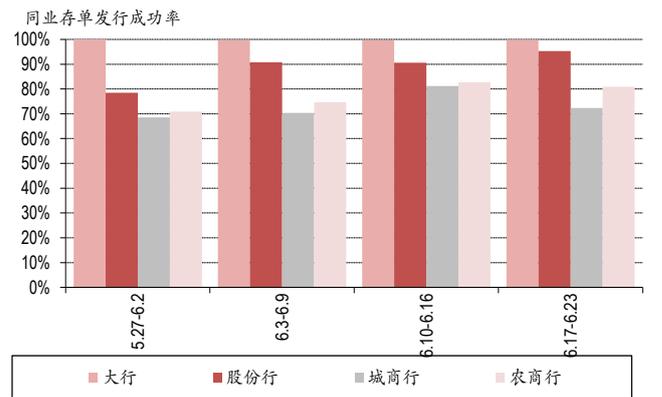
尽管包商事件后同业市场的利率有波动，但在监管层及时介入下，整体并没有出现大幅飙升的情况，且在流动性支持力度加大背景下市场资金利率有所下降，无论是 AAA 还是低评级三月期同业存单利率均呈现回落趋势。同业存单发行的成功率提升，尤其是中小银行，六月的第三周城商行和农商行的同业存单发行成功率分为 72.3%、80.9%，较包商事件发生后的一周（68.5%、70.9%）明显提升。

图表19. 包商事件后同业存单利率短期有波动



资料来源：万得，中银国际证券

图表20. 同业存单发行成功率提升



资料来源：万得，中银国际证券



(5) 关注个体风险，引发系统性风险可能性低

城农商行的个体盈利能力、风险抵御能力存在差异，城农商行风险的区域特征明显，由于区域经济发展以及产业结构因素影响，西部地区（四川、贵州、云南等）以及东北地区、山东省的城农商行潜在风险相对高。展望城、农商行长期发展趋势，我们认为个体表现分化趋势将更为明显，对于部分管理体系存漏洞、风险偏好过高、资本配置低效、所处区域经济发展疲弱的银行来说，经营压力将逐步凸显，在金融供给侧改革过程中可能面临重组、并购。

但我们认为，即使个别城农商行发生信用风险，对金融体系带来的负面影响有限。由于银行在金融系统占据重要地位，金融监管也更为审慎，金融供给侧改革也将稳步推进。另外，我们也需要考虑到城、农商行与地方政府之间的密切关系，城、农商行在经营过程中受地方政府的支持较多，因此在信用风险发生的第一时间，有望得到地方政府的帮扶以进行平稳过渡。总体而言，尽管未来可能有部分城、农商行陷入经营困境，但考虑到地方政府对城、农商行经营的扶持，以及城、农商行体量在银行业金融机构中的占比相对低，我们认为其经营风险对整个金融市场带来的影响有限，带来金融系统风险发生的可能性低。

图表21. 2016年以来城商行和农商行负面事件概要

银行名称	评级机构	评级调整日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次评级	上次展望	地区
莱商银行	中诚信国际	2016/6/6	AA-	负面	2015/4/24	AA-	稳定	山东省
山东寿光农村商业银行	上海新世纪	2016/7/29	AA-	负面	2015/7/30	AA-	稳定	山东省
柳州银行	东方金诚	2017/1/23	AA	负面	2016/7/18	AA	观察	广西省
攀枝花农村商业银行	联合资信	2017/4/14	A	稳定	2016/2/22	A+	观察	四川省
广东四会农村商业银行	联合资信	2017/6/28	A+	负面	2016/10/27	A+	稳定	广东省
肇庆端州农村商业银行	联合资信	2017/6/30	A+	负面	2016/5/4	A+	稳定	广东省
河北唐山农村商业银行	上海新世纪	2017/7/20	AA	负面	2016/4/21	AA	稳定	河北省
山西侯马农村商业银行	上海新世纪	2017/9/1	A+	媒体曝出不良率超13%				山西省
包商银行	大公国际	2017/10/30	AA+	负面	2017/7/27	AA+	稳定	内蒙古
山东威海农村商业银行	中诚信国际	2017/12/18	AA-	负面	2017/7/25	AA-	稳定	山东省
山东五莲农村商业银行	中诚信国际	2018/1/5	A+	负面	2017/10/13	A+	稳定	山东省
河南修武农村商业银行	东方金诚	2018/1/26	BBB+	媒体曝出不良率为20.74%				河南省
丹东银行	联合资信	2018/3/23	A+	观察	2017/7/25	AA-	稳定	辽宁省
山东广饶农村商业银行	东方金诚	2018/5/4	A+	负面	2017/7/27	AA-	稳定	山东省
贵阳农村商业银行	中诚信国际	2018/6/29	A+	稳定	2017/11/7	AA-	稳定	贵州省
山东邹平农村商业银行	东方金诚	2018/7/9	A+	负面	2018/2/8	AA-	观察	山东省
贵州乌当农村商业银行	联合资信	2018/7/26	A	负面	2017/7/5	A+	负面	贵州省
景德镇农村商业银行	中诚信国际	2018/7/27	AA-	负面	2017/7/28	AA-	稳定	江西省
长春发展农村商业银行	中诚信国际	2018/7/30	AA-	负面	2017/7/20	AA-	稳定	吉林省
吉林蛟河农村商业银行	上海新世纪	2018/7/31	A-	负面	2018/2/8	A	稳定	吉林省
凉山农村商业银行	中诚信国际	2018/11/19	AA-	负面	2016/11/22	AA-	稳定	四川省
河南伊川农村商业银行	中诚信国际	2018/11/29	AA-	负面	2018/7/25	AA-	稳定	河南省
平顶山银行	东方金诚	2018/12/25	AA	负面	2016/12/19	AA	稳定	河南省

资料来源：万得，中银国际证券

行业转型提速，精细化发展提升盈利质量

过去两年，随着国内经济发展步入新常态以及金融监管的趋严，已经倒逼国内银行迈开转型脚步，我们认为金融供给侧改革的提出更将加快这一进程。相比于原先重规模的粗放式扩张，当前各家银行将关注重心更多投入到盈利质量的提升上。从具体业务领域来看，低资本占用、综合回报率更高的零售业务成为各家银行转型突破的重要方向，在此方面，先天具有资源禀赋优势的大行与深耕多年的招行相对优势依然明显，而平安、光大等股份行追逐的脚步也在加快。在对公领域，传统依托规模扩张的模式不可持续，未来随着直接融资占比的提升，存量优质客户的需求会从单一的信贷需求转向多元，因此需要银行一方面加大下沉的深度以扩大客群，另一方面加快推进投行化转型，实现对公业务的轻型化。

2.1 零售业务：是提升银行精细化服务能力的重要支撑

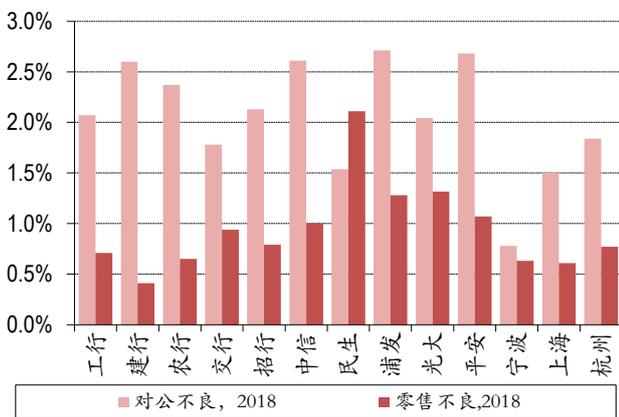
■ 零售业务能够正面改善银行盈利质量

原先粗放式模式下对公的信贷投放对于收入和利润绝对额的贡献十分显著，相比于零售资产户均规模不足百万的情况，对公贷款单笔少则千万多则数亿的信贷投放对银行整体规模的拉动更为迅速，在规模考核导向下，大量银行将更多资源投向对公。但实际上，如果从盈利质量来看，零售资产考虑其更低的风险占用、更优的资产质量以及对于非息收入的拉动能力，对于银行整体盈利质量的改善能够带来更大的提升作用。

(1) 零售业务资产质量优于对公，考虑风险后的回报率更为优异

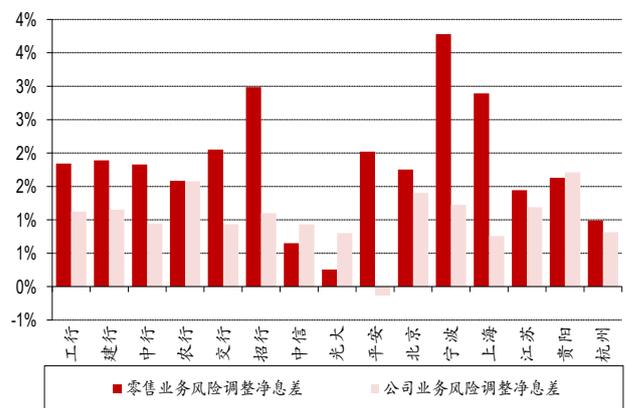
从披露数据的上市银行来看，大部分银行的零售不良都明显低于对公，同时零售贷款的单户金额更低，风险也更加分散、独立。我们测算考虑风险计提后的零售资产回报率来看，在扣除拨备以后零售资产端的净息差明显高于对公。因此在考虑资产质量维度以后，实际零售业务的回报更为优异。

图表22. 零售贷款资产质量优于对公



资料来源：万得，中银国际证券

图表23. 零售贷款风险调整后的回报率好于对公



资料来源：万得，中银国际证券

注：调整后净息差=（板块业务利息收入-拨备计提）/资产总额

(2) 零售业务资本占用更低，有利于银行实现轻型化

根据2012年颁布的《商业银行资本管理办法（试行）》中的要求，目前信贷类资产中，风险权重相对较低的主要有小微贷款（75%）、个人非按揭贷款（75%）以及按揭贷款（50%）。因此，加大对于小微及零售业务的拓展力度有利于银行降低银行风险资产对于资本金的消耗。不过，考虑到在当前经济环境下，小微企业整体经营风险依然较大，银行短期风险偏好难以大幅提升。相比之下，发力零售信贷业务成为了当前时点银行更为经济和效率的选择。

我们对各家上市银行 2018 年零售及对公板块的 ROA 水平进行了比较。（由于各家银行在披露分部报表时并没有披露分板块净利润数据，因此在 ROA 计算过程中我们用税前利润代替净利润作为分母，所有银行均做相同处理，因此并不会影响结果的可比性。）从结果来看，零售业务整体表现好于对公板块，15 家样本银行中有 14 家银行零售业务的资产收益率表现好于对公。进一步，如果我们将资本占用因素考虑在内，保守给予零售资产以 75% 的风险权重（考虑到目前各家银行零售业务大部分均以按揭为主，因此实际的风险加权重可能更低），对公资产依旧维持 100% 的权重，调整后 15 家银行资产回报率均高于对公，且收益率差距也有所扩大。

图表24. 零售与对公板块 ROA 比较-2018



资料来源：万得，中银国际证券

图表25. 考虑资本消耗，零售资产的回报率高于对公

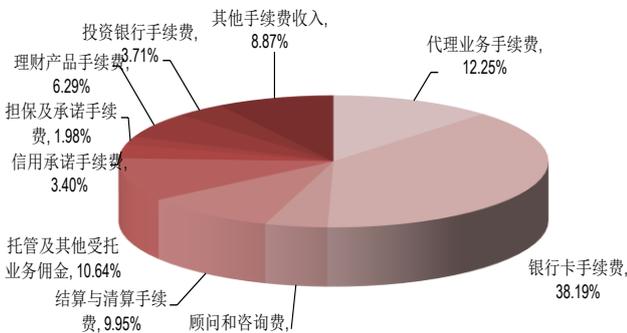


资料来源：万得，中银国际证券

(3) 零售业务对于非息收入的派生作用也更为显著

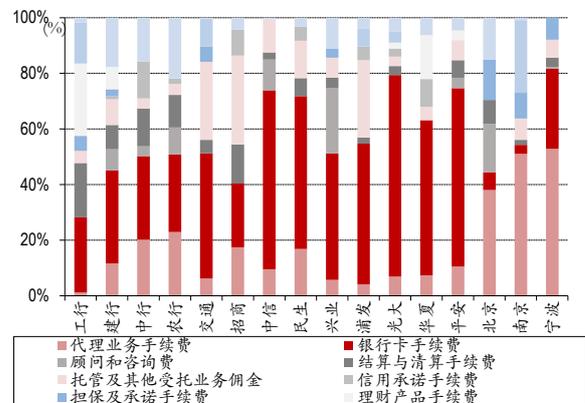
拆分行行业手续费收入结构我们可以发现，大部分收入构成和零售业务联系更加密切，例如在手续费收入中占比排名第一的银行卡手续费收入（38.2%），主要由个人业务贡献。占比第二的代理业务手续费收入（12.3%），主要由零售渠道的保险、基金、理财代销贡献，以及结算清算等和零售相关的手续费收入，合计对中收的贡献超过 50%。因此零售业务的发展更加有利于中收业务的稳定增长。

图表26. 与零售相关的手续费收入占比较大



资料来源：万得，中银国际证券

图表27. 主要上市银行手续费结构



资料来源：万得，中银国际证券

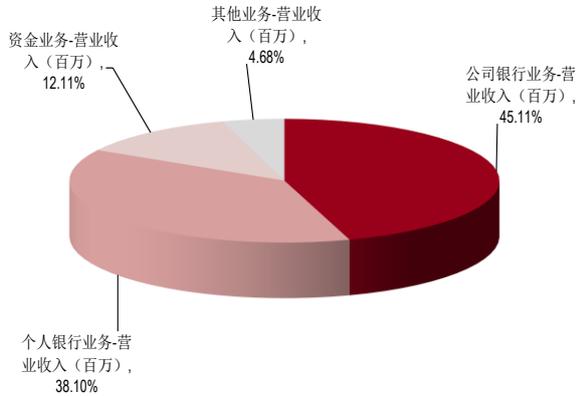
国内银行零售业务发展的空间还有多大？

经过近几年各家银行大力推动零售转型，行业零售业务实现了快速成长，零售贷款和零售营收贡献的占比都进一步的提升，但和海外发达市场相比而言，中国的零售市场仍有较大的发展空间，特别是随着中国经济的增长，中产阶级的崛起和壮大，理财和消费需求仍在持续增长。

(1) 收入结构有所改善, 但与海外比还有差距

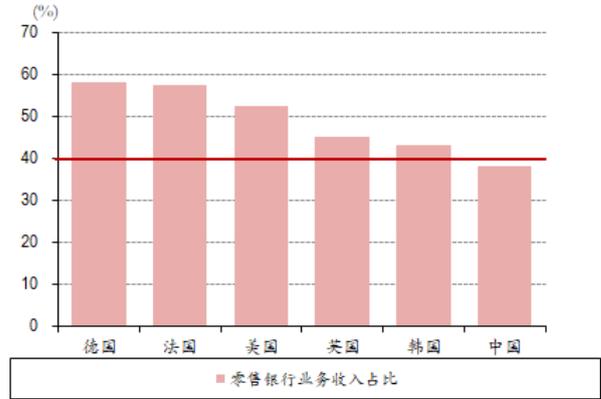
从上市银行口径数据来看, 2018年零售业务收入在营收中的占比为38.1%, 而成熟国家的银行业, 零售业务收入在营收中的占比通常在40%及以上, 对标欧美发达市场而言, 占比基本超过50%。相比之下, 中国人口规模巨大, 但零售业务占比和海外市场还存在一定差距。

图表28. 零售业务收入贡献有所提升



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表29. 成熟市场零售业务收入占比普遍高于40%

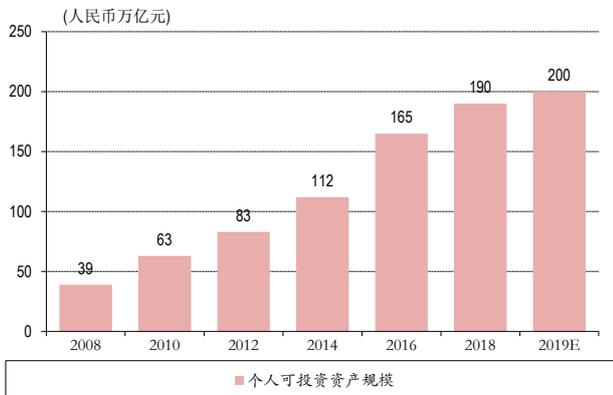


资料来源: BCG, 中银国际证券

(2) 财富管理和私人银行业务空间广阔

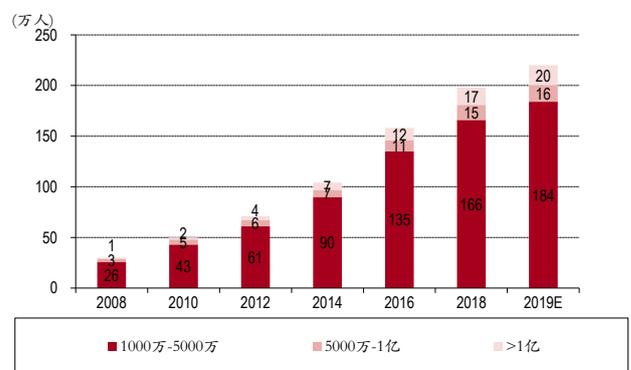
经过近几年的快速发展, 我国无论是个人可投资资产规模还是高净值人群数量均保持稳定快速增长, 富裕阶层不断发展壮大, 财富管理市场前景广阔。截止2018年, 中国个人持有的可投资资产总体规模达190万亿元人民币, 2016-2018年年均复合增长率为7%, 预计到2019年底, 可投资资产总规模将首次突破200万亿大关。2018年中国的高净值人群数量达到197万, 与2016年相比增加了约40万, 年均复合增长率为2016-2018年的12%。其中可投资资产超过1个亿的超高净值人群规模约17万, 可投资资产5000万以上的人群规模约32万人。相信随着我国经济的稳步增长, 中产阶层的兴起, 财富管理需求日益增长, 财富管理市场仍然是一片蓝海。

图表30. 中国持有个人可投资资产规模



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表31. 个人可投资资产超过1000万人群分布

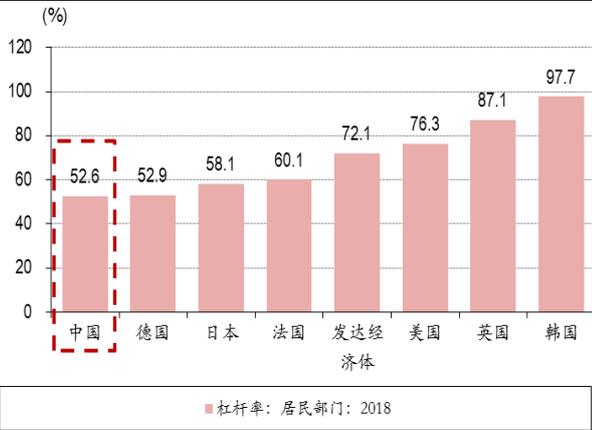


资料来源: BCG, 中银国际证券

注: 将可投资资产超过1千万人民币的个人定义为高净值人群。
将可投资资产超过1亿人民币的个人定义为超高净值人群

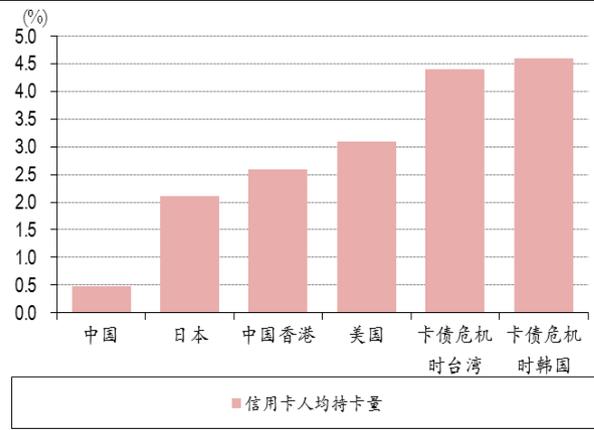
零售业务风险整体可控。尽管在 2018 年由于国内经济下行压力增长，P2P 暴雷引发“共债风险”等因素的作用下，银行零售信用卡业务风险有所抬升，但目前我们认为国内零售杠杆整体风险可控。一是从国内居民杠杆情况来看，截止 2018 年中国居民部门杠杆率为 52.6%，较发达国家平均 70% 左右的债务率尚有一定空间。此外，从人均信用卡持有量来看，根据央行数据我国 2018 年人均信用卡持有量为 0.47 张，较美、日等发达经济体而言仍然偏低，和韩、台卡债危机时 4 张以上的人均持卡量而言还有很大差距。

图表32. 中国居民消费杠杆低于海外



资料来源：万得，中银国际证券

图表33. 信用卡人均持卡量比较



资料来源：万得，中银国际证券

目前金融监管环境趋严，个人征信体系正不断完善，信用卡的不良率和逾期率一直保持在较低水平。截止 2018 年末，我国银行业逾期半年以上信用卡贷款占信用卡贷款应收账款额的比重为 1.15%。目前来看，我国银行信用卡贷款整体质量可控，不过在信用卡贷款和消费贷款快速发展过程中，需要关注出现不良率的波动趋势对资产质量的影响。

图表34. 信用卡风险有所抬升



资料来源：万得，中银国际证券

图表35. 信用卡贷款逾期率维持低位



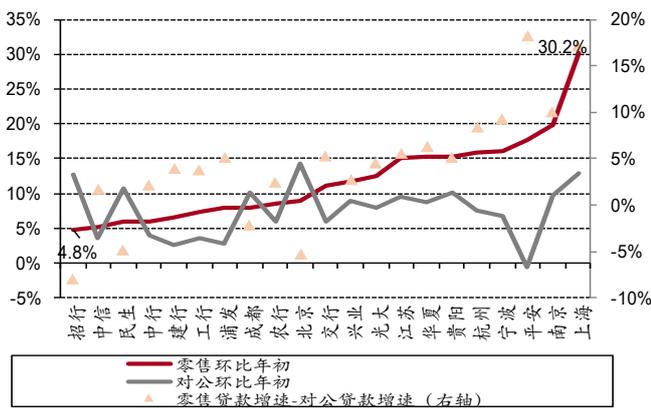
资料来源：万得，中银国际证券

■ 上市银行表现：零售资产增长明显，关注负债端改善

行业零售贷款维持高增。2018年各家银行持续加大对零售贷款的投放力度，零售贷款同比增16.9%，高于对公贷款10.2个百分点，但同比增速较2017年20.7%的水平放缓3.8个百分点。个体上，增速排名靠前的主要为城商行和股份行，排名前三的分别为上海银行(+59.0%)、南京银行(+44.8%)、江苏银行(+44.0%)。在18年新投放贷款总量中，我们统计口径中的21家银行将超过50%的贷款资源投向了个人领域，较2017年新增2家，可以看出在信贷摆布上，行业零售转型的一致趋势。2018年平安银行、建设银行、浦发银行分别将104%/80%/68%投向零售，排名靠前。（平安银行将18年全部新增贷款均投向零售领域，并压缩了对公贷款的规模）。

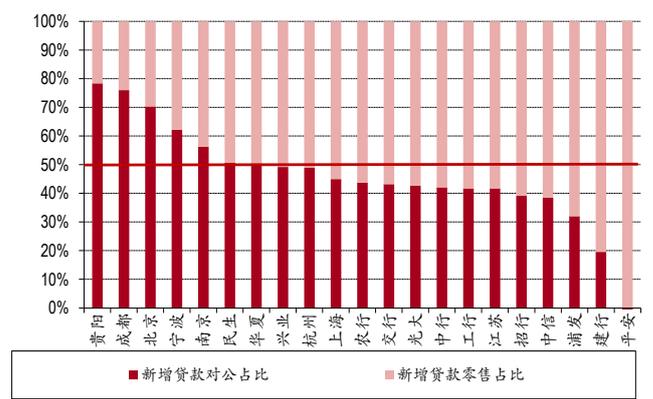
在新增信贷向零售领域倾斜的带动下，存量零售贷款在总贷款中的占比进一步提升，2018年平安银行和上海银行零售转型积极，零售贷款占比提升靠前，分别较年初提升8/6.3个百分点。绝对值来看，零售贷款存量占比最高的为平安银行(57.8%)、招商银行(51.1%)、光大银行(43.5%)，光大银行取代建行成为零售贷款占比第三。

图表36. 大部分银行零售贷款增速高于对公贷款增速



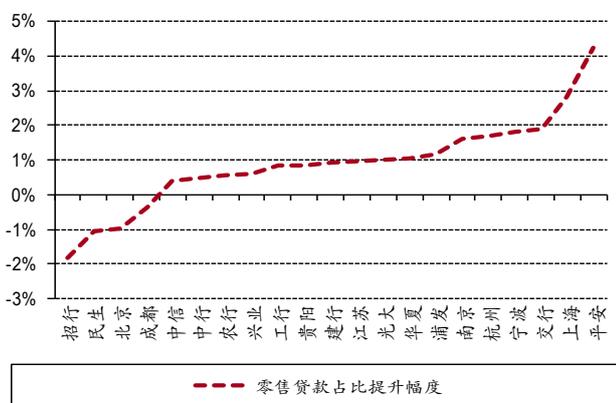
资料来源：万得，中银国际证券

图表37. 18年大部分银行新增贷款中个人贷款投放超50%



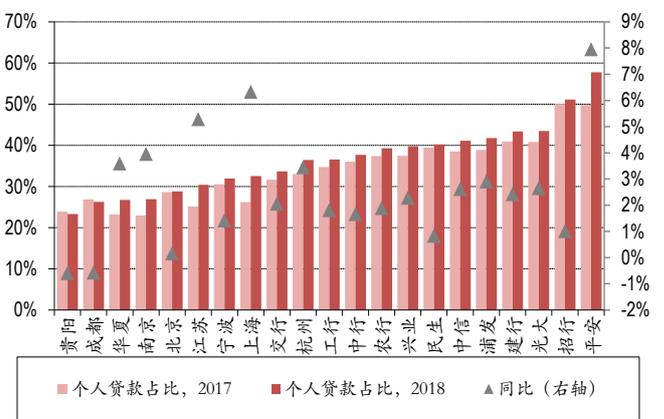
资料来源：万得，中银国际证券

图表38. 中小行零售贷款占比提升幅度更快



资料来源：万得，中银国际证券

图表39. 零售贷款在总贷款中的占比总体小幅提升

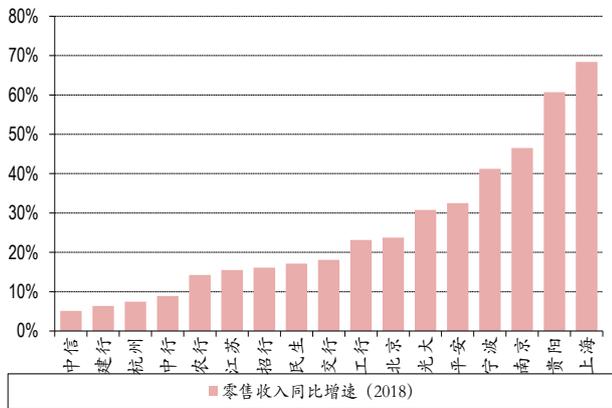


资料来源：万得，中银国际证券

从18年零售收入的同比增速来看，行业平均同比增速为15.7% (vs2017同比增8.5%)，增速进一步提升。个体上增速分化明显，其中排名靠前的有上海银行(68%)、贵阳银行(61%)、南京银行(47%)三家城商行，远高于行业平均增速。我们认为三家城商行的快增一方面主要有低基数基础上的高增长因素，截止2017年末，三家银行零售业务收入在总营收中的占比均不超过25%，另一方面也可以看出传统以对公业务为主的城商行在2019年金融去杠杆和政府债务管理趋严的背景下，业务结构更多转向零售发力的趋势。

从零售收入在总收入中的贡献占比来看，股份行先发优势明显。截止18年底排名靠前的三家均为股份制银行，分别是平安银行（53%）、招行（51%）和光大（42%），招行和平安银行都是以零售业务为核心业务的银行，因此零售业务收入占比超过50%。占比排名靠后的以城商行为主，地方城商行和当地政府和企业关系密切，传统业务发展主要依靠对公业务作为支撑，同时零售中收业务基础也相对薄弱，因此零售业务收入的占比较低。从占比的边际变化来看，银行业零售收入的占比总体较年初有所提高，其中占比提升靠前的有贵阳银行和平安银行，占比较年初分别提升9/8个百分点。

图表40. 零售收入保持较快增长



资料来源：万得，中银国际证券

注：兴业、浦发、华夏银行未公布分部数据

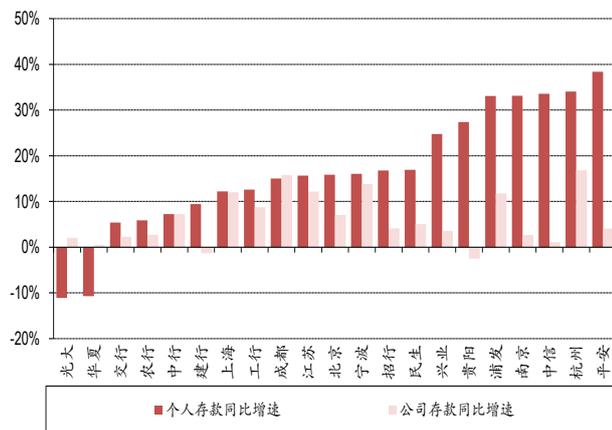
图表41. 零售收入在总收入中的占比提升



资料来源：万得，中银国际证券

零售存款表现弱于贷款，仍需持续加大投入。在行业零售一致转型趋势下，零售资产端改善较为明显，但零售存款表现弱于贷款，未来还需持续加大投入。18年行业零售存款表现改善，规模同比增10.6%，高于对公存款增速5.8个百分点，增速较2017年4.5%的水平进一步提升6.1个百分点，零售存款增速修复，在总存款中的占比进一步提升。但拆分零售存款结构来看，零售存款的增长主要由高成本的定期存款带动，在18年新增零售存款中，定期存款占了较大比重，仅中行、农行新增零售存款中活期存款的占比分别为：79%/77%，其余均低于40%，零售负债端表现偏弱。我们认为，如果一家银行零售存款的增长是高息揽储的结果，即使存款快增也并不能反映其零售负债端的真正竞争能力，而提升零售负债端客户黏性，需要在渠道、产品、文化等各方面的持续投入，是一个长期积累的过程，未来如何进一步增强零售负债端的综合实力是各家银行竞争的重点。

图表42. 上市银行零售存款增速表现



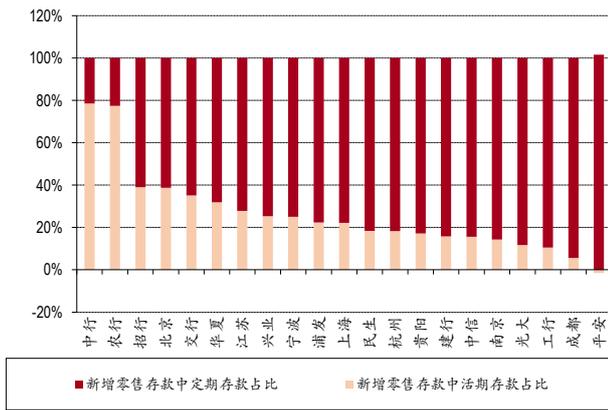
资料来源：万得，中银国际证券

图表43. 上市银行零售存款占比变化



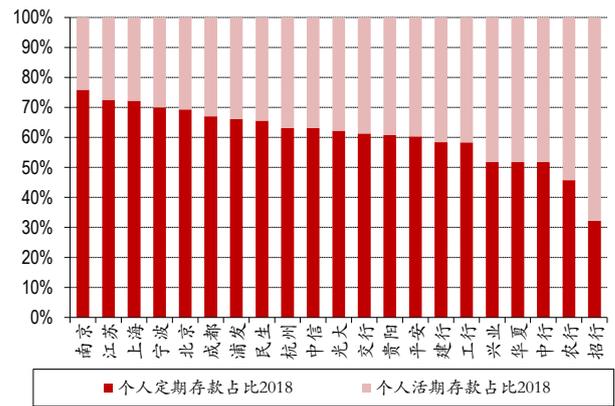
资料来源：万得，中银国际证券

图表44. 18年新增零售存款中主要是定期存款占比较高



资料来源：万得，中银国际证券

图表45. 2018 存量零售存款中定期存款占比高



资料来源：万得，中银国际证券

2.2 对公业务：深度下沉，轻型转身

■ 深度下沉：加大对长尾客户的覆盖

就银行对公业务而言，未来加大对长尾市场的覆盖是中长期的必然方向。一方面，这符合金融供给侧改革的引导方向，改善国内目前大量中小微企业融资所存在的结构性问题，作为国内金融体系资金供给的最重要主体，需要银行予以引导和支持。另一方面，从长期来看，随着国内经济的转型升级和融资结构中直接融资占比的提升，大型国企、各行业龙头等目前银行体系内的主要优质客户对于银行体系的依赖度会有所降低，也需要银行加大客户覆盖的广度和深度。



图表46. 政府和监管密集出台对小微企业的扶持政策

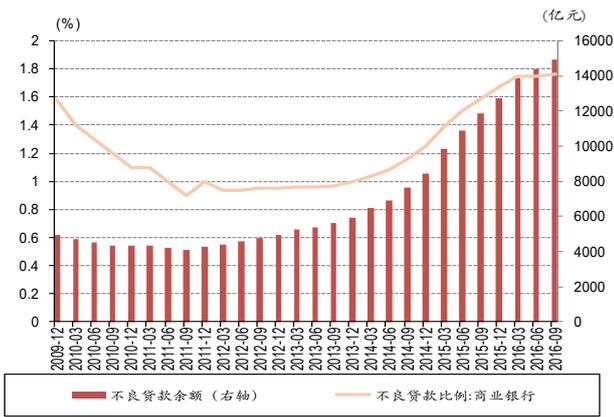
2018年6月以来扶持小微、民营企业重要会议/政策/文件梳理			
时间	机构	会议名称/文件名称/政策内容	主要内容概括
2018年10月31日	中央	中央政治局会议	近年来首次提及解决民企发展困难：坚持“两个毫不动摇”，促进多种所有制经济共同发展，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。
2018年6月20日	国务院	国务院常务会议	部署进一步缓解小微企业融资难题，包括下调支小再贷款利息、实现小微企业贷款同比增速高于各项贷款增速、提高免征增值税单户授信上限、确保国家融资担保基金支持小微企业融资贷款担保金额占比不低于80%。
2018年6月24日	央行	2018年第三次定向降准	7月5日起，下调国有大型商业银行等人民币存款准备金率0.5个百分点。其中2000亿主要用于支持相关银行发放小微企业贷款。
2018年6月25日	央行	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	央行、银保监会、证监会、发展改革委、财政部联合发文督促和引导金融机构加大对小微企业的金融支持力度，包括增加支小支农再贷款和再贴现额度共1500亿元，下调支小再贷款利率0.5个百分点；将单户授信500万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利（MLF）的合格抵押品范围等。
2018年8月16日	国务院	李克强主持召开国务院常务会议	部署以改革举措破除民间投资和民营经济发展准入障碍，激发经济活力和动力。
2018年9月4日	央行	民营企业和小微企业金融服务座谈会	激发金融机构的积极性，畅通政策传导机制，进一步加大对小微企业的金融支持力度。
2018年10月23日	央行	央行官网公告	设立民企债券融资支持工具、增加再贷款和再贴现额度；在今年6月份增加再贷款和再贴现额度的基础上，再增加再贷款和再贴现额度1500亿元。
2018年10月29日	国务院	《国务院办公厅关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》	疏通货币信贷政策传导机制；出台政策鼓励银行业金融机构对民营企业加大信贷支持力度，防止“一刀切”；建立绩效考核与小微信贷投放挂钩的激励机制，修改完善尽职免责实施办法。各地区要加大创业担保贷款贴息资金支持。银保监会、税务总局要积极推进“银税互动”。取消和查处各类违规手续费。
2018年11月1日	中央	习近平主席在民营企业座谈会上的讲话	充分肯定我国民营经济的重要地位和作用，大力支持民营企业的发展，减轻税负负担，解决融资难融资贵问题，营造公平的竞争环境，完善执政方式。
2018年11月7日	央行	郭树清主席接受《金融时报》专访时提出“一二五”目标	在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型企业不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%
2018年11月15日	央行	金融机构货币信贷形势分析座谈会	通过信贷、债券、股权“三支箭”，有力支持实体经济，加大对民营和小微企业的金融支持，并保持其商业可持续性。
2018年12月20日	央行	创立TMLF，新增再贷款、再贴现额度	央行创立定向中期借贷便利（TMLF），根据金融机构对小微企业、民营企业贷款的增长情况，提供长期稳定资金来源。TMLF资金可使用三年，利率比MLF优惠15BP，目前为3.15%。新增再贷款、再贴现额度1000亿元以支持小微、民营企业贷款。

资料来源：国务院、央行，中银国际证券

当然，如何做好长尾客群也是摆在银行面前的一个问题。我们必须意识到，小微企业由于自身经营风险高、抵押品缺失、财务信息不规范等问题，对银行的资产质量带来一定挑战。回溯历史能够看到，对于小微企业风险管理的难度更大，更容易引发信用风险。

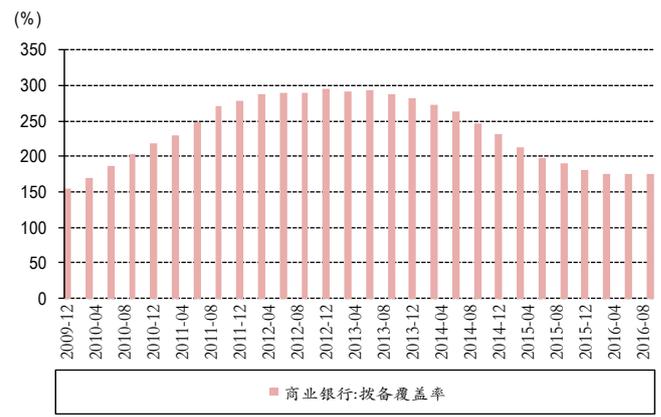
2009年以后为托底经济，政府曾通过“4万亿计划”刺激经济，银行业在此过程中获得了充足的信贷额度，并在监管的大力倡导下积极加大了对小微企业的信贷投放。但从2013年开始，经济增速放缓，银行业的小微贷款不良开始逐步暴露，不良率提升，成为银行发展的沉重包袱。

图表47. 从14年起银行业的资产质量风险逐步暴露



资料来源：万得，中银国际证券

图表48. 13年底开始行业拨备覆盖率逐步降低



资料来源：万得，中银国际证券

上述历史经验的存在也导致了投资者对于银行对公业务下沉的前景较为悲观。不过仔细分析上轮不良暴露背后的原因可以发现，主要来自以下三方面：1) 信贷供给过度所致，2) 传统的风控手段，数据维度有限无法解决信息不对称和真实性的难题，当风险来临时并不能真正有效起到防范作用；3) 银行在通过供应链金融、联保联贷等方式进行小微业务的批量发放时，风险和行业分布都过于集中，单笔金额高。其中，有银行主观原因（逐利动机导致业务扩张过快），也有客观原因（风控手段落后）。但随着近年来各家银行对于风险理念的强化以及金融科技进步所带来的技术革新，上轮风险暴露过程中所出现的问题并非不能化解。

事实上，国内就有部分以小微业务为特色的银行，在小微业务的发展方面积累了丰富的经验，初步形成了一套适应自身情况的小微业务经营管理模式，其中具体来看可以分为线上模式和线下模式。

1) 借助场景与大数据的线上模式

线上模式更多通过依托现实场景，从而大幅降低借款企业的欺诈风险，并借助于目前丰富的大数据网络来实现风险控制，很好的解决了银行传统风控模式的缺陷，最大程度减少了信息不对称。更为重要的是，相比于原先传统的线下模式，通过线上方式能够实现批量获客，从而解决小微业务人工维护成本高的问题。但考虑到线上模式对于前期场景构建、大数据积累的投入较大，相较之下，线上模式更适合于大中型银行。为帮助更好理解，以下我们以依托阿里的网商银行线上信贷模式，从产品、客户获取和风险管理三个维度来进行介绍。

产品：场景化的线上产品。截止目前，网商银行的信贷模式主要通过三类场景开展：(1) 淘宝系商家贷款；(2) 基于阿里巴巴的农业生产资料销售平台提供农村金融用户贷款；(3) 正在发展的根据商户二维码收款情况提供的“多收多贷”模式。目前线上主推的两款产品“网商贷”和“旺农贷”都是纯信用的线上化产品，只需要三个步骤就能完成贷款申请，具有放款快、金额小、期限短、纯信用的产品特点，和传统银行相比灵活性和便利性都更高。具体两款产品的特征概括如下：

图表49. 拳头产品之“网商贷”特点介绍

类别	具体内容
名称	网商贷
面向用户	支付宝会员、淘宝/天猫卖家、阿里巴巴中文网站卖家、阿里巴巴国际站卖家
借款期限	12个月
贷款利率（参考）	17.2%/13.8%/5.84%（年化）、根据用户信用状况会进行调整
抵押担保：	免抵押、无担保、纯信用
贷款模式及还款计划	等额本金
放款时长	最快3分钟
产品特点	1、流程简单、放款快：最快3分钟到账 2、还款灵活、可随时还款 3、1元起贷,适合小微客户
服务费	无提前还款手续费
罚息计算公式	逾期账单金额（逾期本金加利息）*利率*1.5*逾期天数（不计算当天）

资料来源：网商银行官网，中银国际证券

图表50. 拳头产品之“旺农贷”产品介绍

类别	具体内容
名称	旺农贷（种养殖贷款、经营性贷款、极速经营性贷款）
面向客户	农村金融客户：村淘农资平台购买农资使用
借款期限	1、种养殖贷款：3个月/6个月/9个月/12个月 2、经营性贷款：12个月/24个月 3、极速经营性贷款：12个月
贷款利率（参考）	17.2%/13.8%/5.84%（年化）、根据用户信用状况会调整
抵押担保：	免抵押、无担保、纯信用
放款时长	3-5天放款
还款方式	1、种养殖贷款：按月付息，到期还本（对1年期贷款可以选择等额本息） 2、经营性贷款：等额本金或等额本息 3、极速经营性贷款：等额本金
服务费	还款金额1%的手续费
罚息计算公式	逾期账单金额（逾期本金加利息）*利率*1.5*逾期天数（不计算当天）

资料来源：网商银行官网，中银国际证券

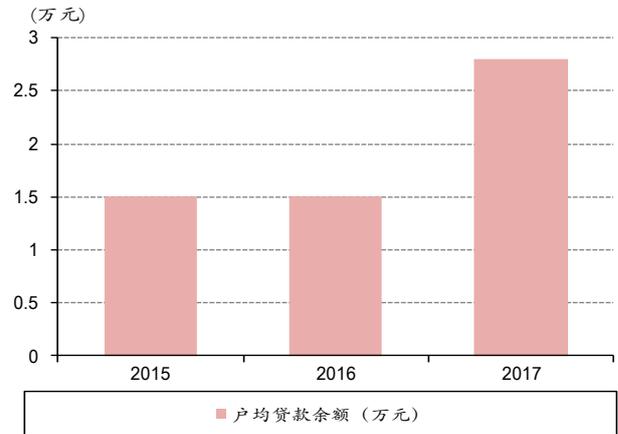
客户：聚焦“长尾客户”，客户源于“阿里生态圈”。在客户选择方面，网商银行和常熟银行相同，都选择了传统金融很难覆盖和服务的“小微”、“三农”客户以实行错位竞争。2017年网商银行平均单户贷款金额仅2.8万元，真正做到了普惠金融。不同的是，网商银行目前主要是基于“阿里系”生态圈开展小微贷款业务。

图表51. 小微客群主要来源于阿里生态体系



资料来源：公司财报，中银国际证券

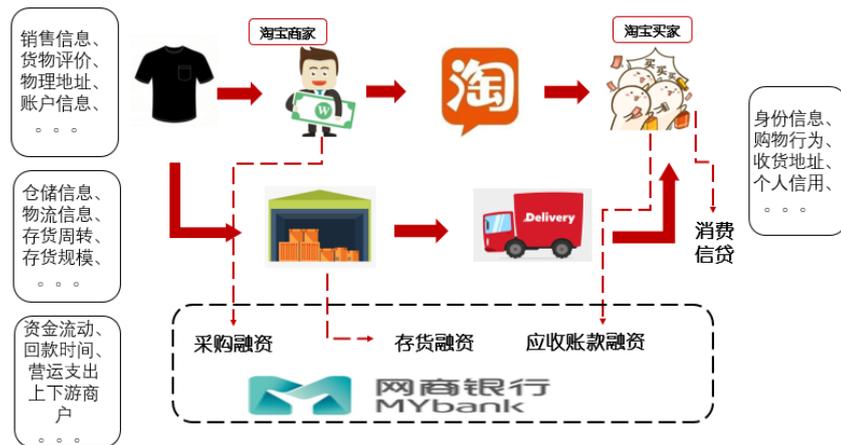
图表52. 网商银行单户贷款金额2.8万元



资料来源：公司财报，中银国际证券

风控：基于大数据的风控模式。目前网商银行的风控模型主要是依靠丰富的场景大数据建立各类评分、风控模型，金融科技和大数据应用贯穿整个信贷发放的全流程，显著区别于传统银行小微贷款的发放模式。通过小微贷款人在场景中的各类交易活动，网商银行可以获得包括贷款人身份信息、存货规模、账户余额、交易流水等等传统银行无法获取的海量多维数据，因此能以低成本的方式充分把握此类客户的放款风险，即使在全部为信用类贷款的情况下，不良率也保持较低的水平。此外，由于网商银行的小微业务真正介入到了客户业务流程之中，因此淘宝和天猫平台能掌握客户的销售货款，菜鸟仓库能掌握客户仓储存货，一旦风险发生，网商银行能从“人”“财”“物”三个方面对风险进行把控，不良处置效率提升，回收率较传统方式更好。

图表53. 网商银行基于大数据的小微贷款模式



资料来源：公司年报，中银国际证券

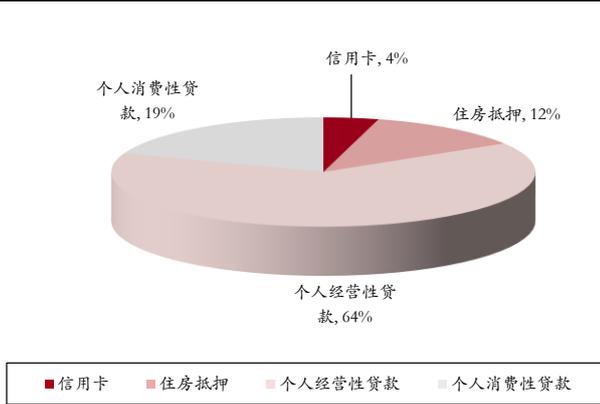
2) 基于员工地推的线下模式

线下模式顾名思义主要通过员工线下拜访方式获客，虽然相较于线上模式在人力成本投入更大，但对于金融科技投入的依赖度低，同时业务发展较为稳健，更适合于规模较小的区域性银行。以下我们以在小微业务领域颇有建树的常熟银行为例进行介绍。

常熟银行小微业务与其他银行的一个显著差异是在客户选择方面，常熟银行主要关注单户金额需求偏低，往往被大多数银行所忽视的“长尾客户”。事实上，每家银行对小微业务的划分口径都存在一定差异，根据银保监会“两增两控”目标中的规定，将单户授信1000万以下贷款划分为小微贷款。但由于小微企业抗风险能力差，抵押物品少、财务信息缺失，传统银行在小微客群的选择上更加偏爱资产规模在千万级以上的客群，一方面更加符合传统信贷“标准”要求，另一方面更具规模效应可降低业务成本。但常熟银行却执行差异化的竞争路线，更多关注传统方式较难获得信贷资源的客群，小微门槛显著低于同业。常熟银行的贷款对象更多是夫妻店、家庭式作坊和个人创业类贷款，远低于国家现有小微企业认定标准，平均单户贷款规模基本控制在20万元以下。因此我们可以看到，不同于传统模式将小微企业法人作为放款对象，常熟银行的小微贷款发放更多通过个人经营性贷款的方式来完成，截止2018年3季度，在小微贷款归属的零售条线中，个人经营性贷款占比63.4%。

尽管常熟模式客户体量较小，但业务的风险反而更低。传统银行开展小微业务的一大难点是小微企业经营风险高，信息不对称、不透明问题突出，无法真正把握企业风险。而常熟银行转换思路，选择了小微企业主而非小微企业法人作为贷款发放和风险承担的责任主体。小微企业主以个人名义进行抵押担保申请贷款，需要承担个人无限连带责任，在信用管理越来越规范的社会环境下贷款人不会因为较低的贷款金额而轻易违约，在较好的抵押率控制下还款意愿更强。

图表54. 常熟银行零售贷款以经营性贷款为主 (2018)



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表55. 常熟银行小微业务模式风险更低

	传统银行小微模式	常熟银小微模式
客户体量	贷款规模千万以上客户, 行业分布集中	单户平均放款规模总体控制在20万以下, 风险非常分散
放款对象	以企业法人作为放款主体	以小微企业主作为放款主体
抵押物	企业资产抵押+企业主个人财产担保为辅	企业主个人资产抵押为主
审批判断	企业经营状况+企业主征信补充	企业主还款能力为主+企业运营情况
风险状况	小微企业经营风险大 财务信息真实性存疑 企业抵押资产价格变动较大	以个人为担保主体违约意愿低

资料来源: 常熟银行官网, 中银国际证券

■ 贷款总行集中审批, 审慎稳健的信贷文化

从2014年开始, 为了更加有效的进行风险把控, 常熟银行开始实行“信贷工厂”+“总行集中审批”的信贷管理模式:

- (1) 总行集中审批模式: 所有小微贷款业务由总行进行集中审批, 分支机构不具备任何贷款审批权限。
- (2) 组织架构上: 常熟银行总行设立了独立运营的小微金融总部, 将小微业务的重要性提升到公司战略层面, 小微业务直接向总行进行报告;
- (3) 人员配置上: 全行总人数5000人中, 总部小微金融部有1500人, 其中后台风险审批有400人, 风险人员的配置比例高;
- (4) 信贷工厂模式: 客户经理在前线贷款尽调时采取标准化的信息采集模式, 以电子文档方式传输给总行; 总行集中审批时实行流水线操作, 专人专岗提高效率, 平均放款时长不超过48小时。并且通过引入工商、税务、海关等外部数据, 结合专家审贷制进行风险把控。

除去信贷审批机制, 常熟银行在信贷文化上也推行不急不躁的稳健风格。对于小微贷款的规模尽量控制在50万以下, 特别对于异地分支机构严控大额贷款, 严控多家银行同时授信企业客户以实现风险的分散。在业务增长速度上不追求规模的快速增长, 对信贷规模增长不设考核指标, **不通过传统供应链金融、商会、中介模式追求小微业务的“批发”, 而个人经营性贷款风险总体较为分散, 因此避免了传统业务模式下风险大额、集中暴露的弊端。**截止目前常熟银行小微贷款单户平均规模不超过20万, 异地分支机构贷款规模均未超过50亿。因此, 尽管近年以来长三角地区在经济下行压力增大背景下债券违约事件频发, 企业信用风险增加, 但常熟银行的小微业务模式很好的经受了考验, 资产质量表现优异。

图表56. 常熟银行实行集中信贷审批



资料来源: 公司年报, 中银国际证券

■ 轻型转身：依托综合金融优势，实现传统对公业务轻型化

金融供给侧改革将发展直接融资放在更突出的位置，但这并不意味着企业对银行依赖程度的降低，而更多将会是服务模式的转变，从原先单一的授信服务向全流程全生命周期的综合服务转化，通过更轻型化的业务模式将客户留在体内。在此背景下，银行对公业务综合化能力的强弱就变得至关重要。从国内银行的实际情况来看，大中型银行在金融领域的布局已经相对完善，其中五大行、股份行中的浦发和招行等已经在投行、保险、信托、投资等领域拥有相对丰富的资源，而诸如平安、中信、光大等股份行也背靠具有丰富金融资源的集团。所以总体而言，国内大中型银行基本已经实现了在现有分业经营监管架构下的金融资源最大化。

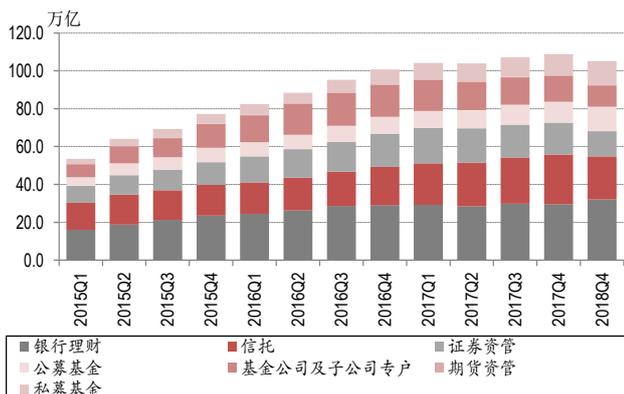
图表57. 国内大中型银行金融牌照布局

	证券	保险	基金	租赁	信托	投资	资管
工行	工银国际	工银安盛 建信人寿	工银瑞信基金	工银金融租赁		工银金融资产投资	工银理财
建行	建银国际	建信养老 建信财险	建信基金	建信租赁	建信信托	建信金融资产投资	建银理财
中行	中银国际控股/ 中银国际证券	中银保险	中银基金	中银航空租赁		中银金融资产投资 中银集团投资	中银理财
农行	农银国际	农银人寿	农银汇理基金	农银金融租赁		农银金融资产投资	农银理财
交行	交银国际/ 华英证券	交银保险/交银康联	交银施罗德基金	交银租赁	交银国信	交银金融资产投资	交银理财
招行	招银国际	招商信诺	招商基金	招商金融租赁			招银理财
中信				中信集团			
民生		民生金融租赁	民生加银基金				
兴业	华福证券- 间接		兴业基金	兴业租赁	兴业信托		兴银理财 兴业国信
浦发	浦发国际		浦银安盛	浦银金融租赁	上海国际信托		
光大			光大集团				光大理财
华夏				华夏金融租赁			
平安				平安集团			
北京		中荷人寿保险	中加基金	北银金融租赁			
南京			鑫元基金	江苏金融租赁			鑫沅资产管理
宁波			永赢基金	永赢金融租赁			永赢资产管理
上海	上银国际		上银基金				上银瑞金资本
江苏				苏银金融租赁			

资料来源：公司年报，中银国际证券

与此同时，随着理财子公司的逐步落地，银行与股权市场间的界限变得更为模糊，银行参与资本市场也将更为容易。截至6月底，A股上市银行中，四家大行（工行、建行、交行、中行）已经获批开业，注册资本合计达490亿元。股份行中，招行、光大和兴业银行已获批筹建，其余十多家银行也处于理财子公司的申请阶段，下半年预计陆续有多家银行理财子公司将获批筹建。

图表58. 百万亿资管行业格局



资料来源：万得，中银国际证券

图表59. 上市银行理财子公司落地加快

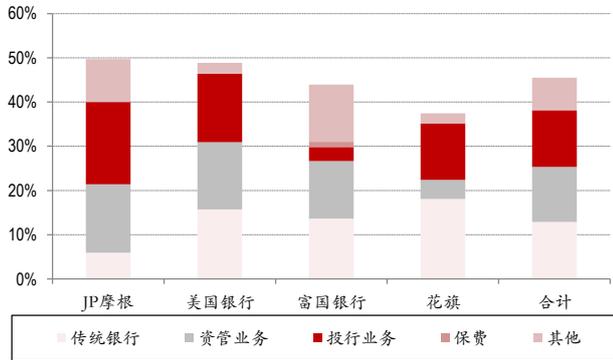
获批开业	注册资本	申请中	注册资本	公告日期
工商银行	160亿元	中信银行	20亿元	2015.11
建设银行	150亿元	华夏银行	不超过50亿元	2018.04
交通银行	80亿元	北京银行	50亿元	2018.04
中国银行	100亿元	宁波银行	10亿元	2018.05
		平安银行	不超过50亿元	2018.06
		南京银行	20亿元	2018.06
		民生银行	50亿元	2018.06
		浦发银行	不超过100亿元	2018.08
		杭州银行	10亿元	2018.08
		招商银行	50亿元	2018.12
		光大银行	不超过50亿元	2018.12
		兴业银行	不超过50亿元	2018.12
		长沙银行	10亿元	2018.12
		成都银行	不超过10亿元	2019.01
		上海银行	不超过30亿	2019.01

资料来源：万得，中银国际证券

注：标红的为已开业，标蓝的为已获批筹建

相较于国内银行，海外银行中收业务更为多元化，其中投行相关业务收入占比更高。从海外四家银行（JP 摩根、美国银行、富国银行以及花旗银行）来看，四家银行合计投行手续费收入占营收比重约为 13%，反观国内银行，老 16 家银行统计口径的投行占营收比重仅为 4%，因此国内银行在投行交易类业务发展仍有很大进步空间。

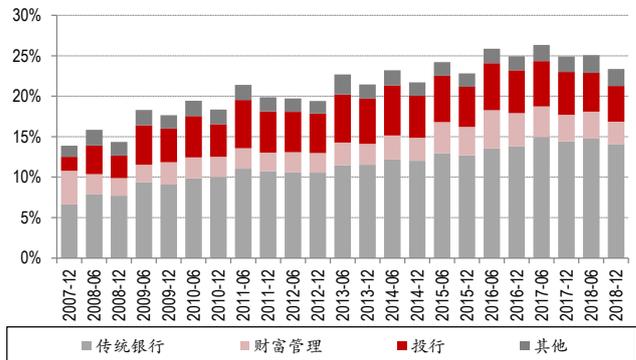
图表60. 美国四家银行投行交易类收入贡献较高



资料来源：四大银行财报及中银国际证券

注：数据来自四家银行 2018 年年报，传统银行业务主要包括银行卡手续费、借贷手续费；财富管理为资管费用等；投行业务包括投资与经纪服务、投资损益等

图表61. 中国银行业投行交易类业务贡献有待提升

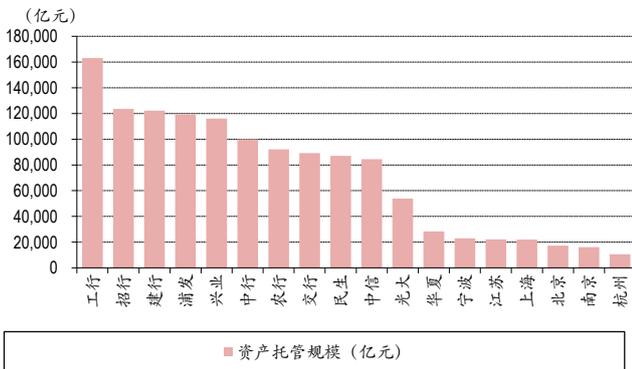


资料来源：上市银行财报及中银国际证券

注：数据为上市老 16 家银行合计口径

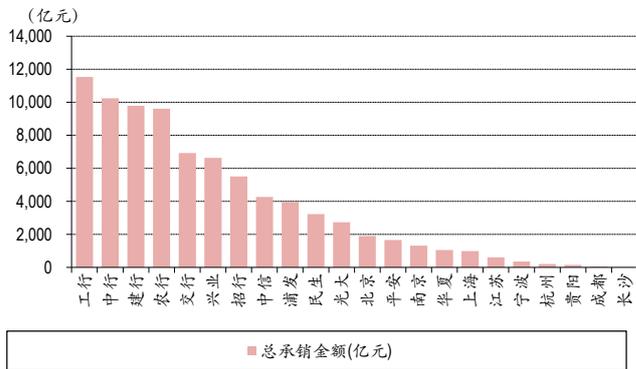
尽管国内整体投行业务发展较国外有一定差距，但同时我们也能够看到部分国内银行已经奠定了较好的基础，例如大行、股份行中的招行、浦发等，无论从资产托管规模还是债券承销规模来看，均居行业前列。这两年国内银行相关投行业务发展受到一定的金融监管冲击，但展望未来，随着这轮金融监管对于存量风险的出清和业务的规范，未来银行投行、资管等方面的业务将重新步入正轨。相较而言，金融资源更丰富、机制更灵活的银行业务发展空间更大。

图表62. 银行托管业务的规模 (2018)



资料来源：上市银行财报，中银国际证券

图表63. 债券承销规模 (2018)



资料来源：万得，中银国际证券

银行估值底部夯实，关注确定性配置价值

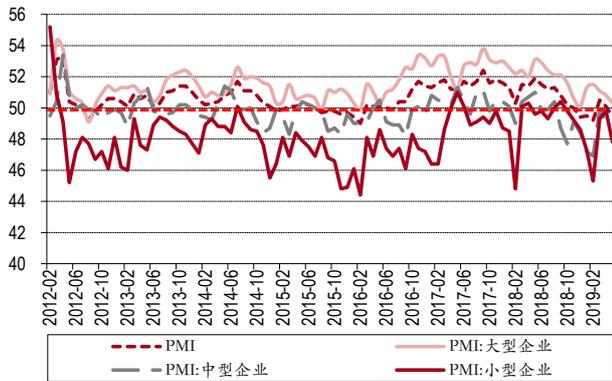
展望下半年，宏观经济的潜在下行压力与外部环境的不确定性需要货币政策予以托底，预计整体流动性环境将保持宽松，这也有利于银行业平稳消化个体风险事件所带来的负面影响。整体来看，银行基本面保持稳健，目前板块对应 2019 年 PB0.82x，股息率 4.2%，估值与股息率吸引力较高。随着 A 股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期确定性配置价值。个股方面，推荐以平安为代表的受益监管压力缓释、基本面迎来改善的股份行以及长期基本面稳健的优质个股（招行、宁波）。

3.1 内外部环境的不确定需要货币政策予以对冲托底

■ 内部环境：经济下行压力有所加大

2019 年上半年以来，虽然 1 季度数据略好于预期，但整体下行趋势并未改变，且进入 2 季度后，随着年初信贷投放刺激效应的减退以及外部环境的变化，经济下行的压力又开始有所显现。5 月 PMI 再度跌破荣枯线为 49.4%，且主要依靠大型企业支撑（50.3%），中小企业均显著向下偏离（分别为 48.8%和 47.8%）。同时，反映工业品需求的 PPI 数据也维持低位（0.6），而根据央行银行家调查，银行贷款需求指数在 1 季度（70.2）回升之后走弱，2 季度该指数为 66.2，数据整体反映了经济的活跃度与企业信心的不足。

图表64. PMI 跌破荣枯线



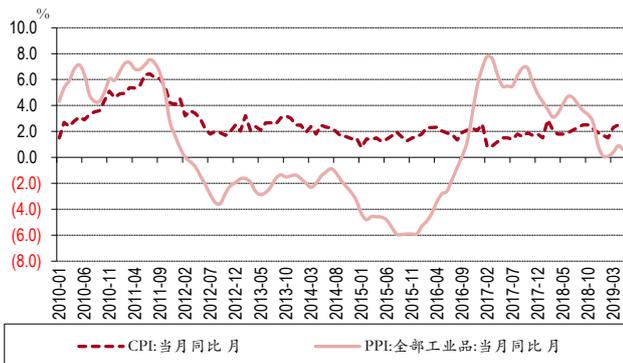
资料来源：万得，中银国际证券

图表65. GDP 增速下行



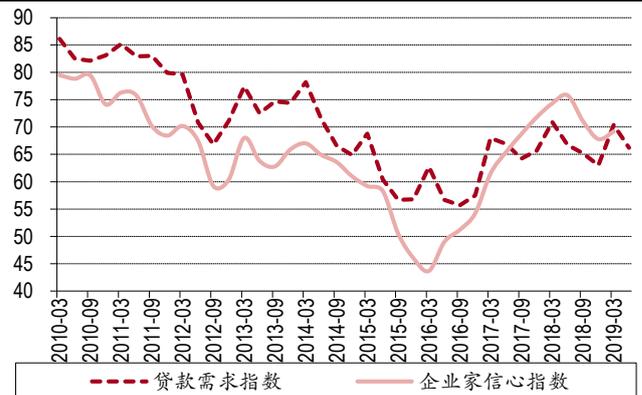
资料来源：万得，中银国际证券

图表66. PPI 维持低位



资料来源：万得，中银国际证券

图表67. 贷款需求指数回落



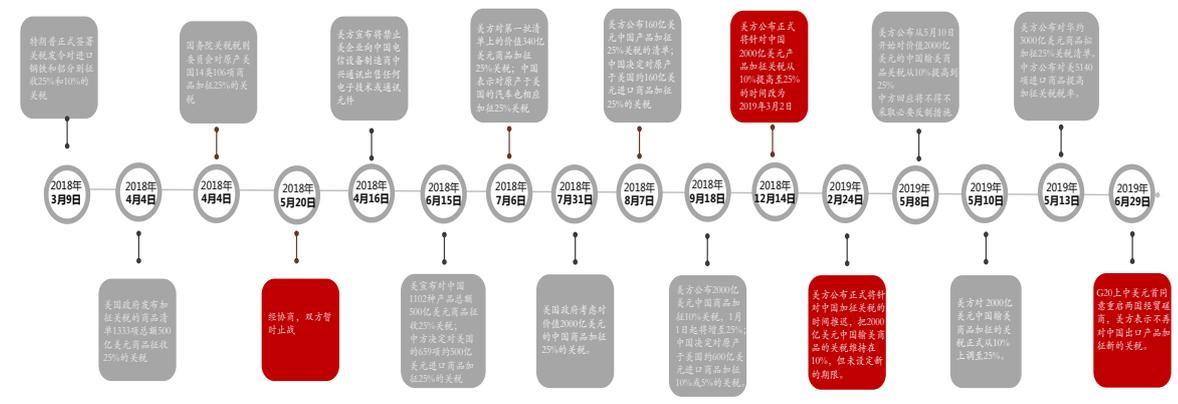
资料来源：万得，中银国际证券

注：央行未公布 2 季度企业家信心指数

■ **外部环境：贸易战的拉锯持续**

从目前来看，外部环境尤其是中美关系间的不确定性将至少在中期内成为掣肘国内经济增长的因素。5月美方宣布将提升2000亿自中国进口的商品关税至25%（原为10%）。中美贸易局势在经历了近5个月的缓和期后再一次紧张。虽然G20大阪峰会，中美决定重启贸易谈判，美国也表示暂不新增对中国的关税，双方关系再度迎来缓和。但我们认为中美贸易无疑是一场长期拉锯战，不确定预期的存在也会一定程度影响企业家信心从而影响经济增长。

图68. 中美贸易摩擦拉锯不断



资料来源：财联社官网，中银国际证券

■ **内外部的不确定性加大需要货币政策托底，重点关注美联储货币政策方向变化**

2019年上半年整体的货币政策呈现由松转稳的趋势，1季度政策宽松幅度较大，年初通过全面降准1个百分点、TMLF及MLF投放等方式为金融市场注入流动性，同时年初信贷的集中投放力度较往年更大，1季度信贷投放规模达5.4万亿。叠加地方债发行的前置，带动信贷和社融的增速回升，1季度社融和信贷分别同比增10.7%、13.7%，增速较2018年末提升0.9、0.2个百分点。

但进入2季度后，货币政策边际收敛。央行最新的货币政策报告中，央行重提货币供给总闸门。且从货币政策工具的使用来看，2季度央行仅对服务县域的农商行的存准率进行调降，并未全面降准。同时，信贷投放的力度也较1季度有所减弱，同比增速较3月末高点有所回落。

图69. 人民币存款准备金率变动情况

央行2019年来降准情况梳理		
时间	降准幅度	原因
2019年1月15日	下调金融机构存款准备金率0.5个百分点	置换部分1季度到期的MLF
2019年1月25日	下调金融机构存款准备金率0.5个百分点	置换部分1季度到期的MLF
2019年5月15日	对仅在本县行政区域内经营，或在其他县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，执行与农村信用社相同的存款准备金率（8%）。	约有1000家服务县域的农村商业银行可以享受该优惠政策，将释放长期资金约2800亿元
2019年7月15日		

资料来源：万得，中银国际证券

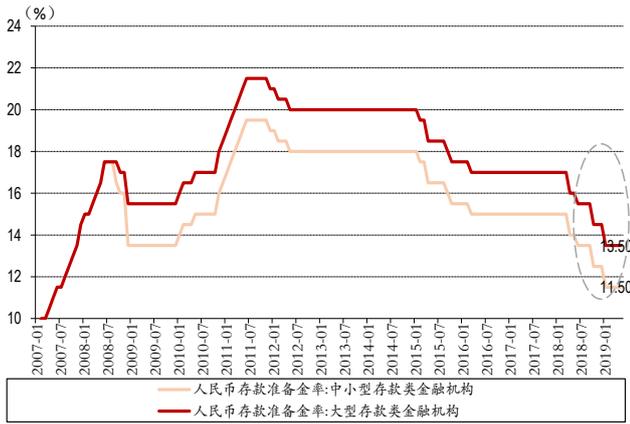
图70. 人民币信贷增速较1季度小幅回落



资料来源：万得，中银国际证券

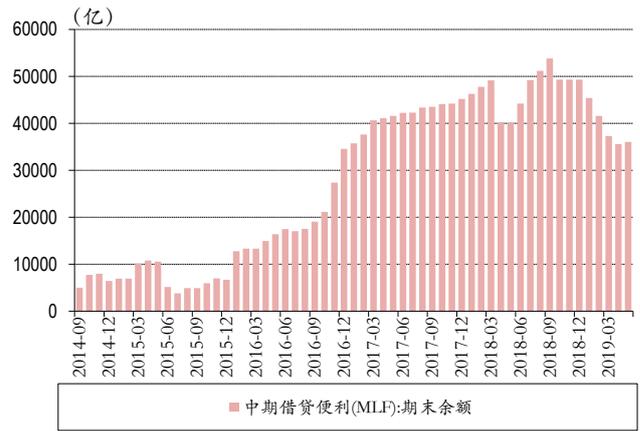
我们认为2季度货币政策的变化与1季度经济数据相对较好有关。但如上节所述，2季度以来经济趋势向下，中美关系的不确定性持续，内外部经济环境需要货币政策进行托底。同时，我们关注到近期美联储的表态出现明显变化，未来转向宽松的概率大幅提升，为国内货币政策的宽松创造了条件，而目前国内整体准备金率也存在调降空间（截至19年5月末MLF余额约3.6万亿，置换式降准仍有余地）。

图表71. 存款准备金率仍有下行空间



资料来源：万得，中银国际证券

图表72. MLF余额约3.6万亿



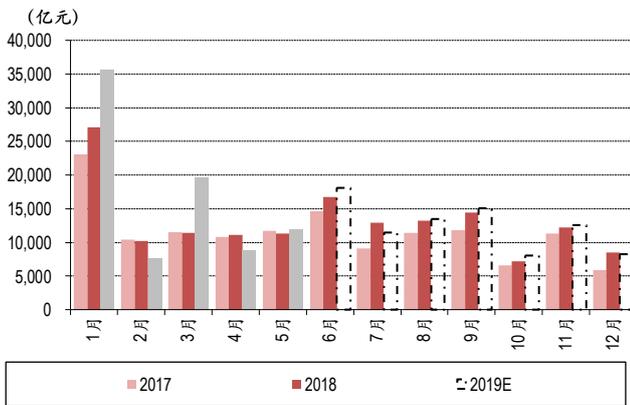
资料来源：万得，中银国际证券

信贷方面，考虑到信贷对于支持经济的重要作用以及近期释放的积极信号，我们认为全年信贷增长总量将维持充裕，维持对全年新增信贷规模17万亿的预测（vs2018年15.6万亿），对应增速为12.5%（vs2018年13.3%）。前文提到在1季度经济企稳后，2季度信贷投放力度不及1季度，从结构上来看，企业2季度的信贷需求表现相对疲弱，4-5月企业新增短期、中长期贷款仅为-208亿、5347亿。从趋势来看，企业短期信贷在政策引导下有所修复，但企业中长期信贷未有明显改善，反映出生产再投资需求较弱。展望下半年的信贷表现，我们认为对企业中长期信贷需求刺激政策成效显现与否是关键因素。

其中，基建投资项目或成为重要突破口。中共中央办公厅、国务院6月10日印发《关于做好地方政府专项债券发行以及项目配套融资工作的通知》，提出要更好发挥地方政府专项债的重要作用，此次新政允许专项债资金计入项目资本金，提升了基建项目对银行贷款的拉动空间，预计下半年对企业中长期贷款的增长将会带来明显提振。

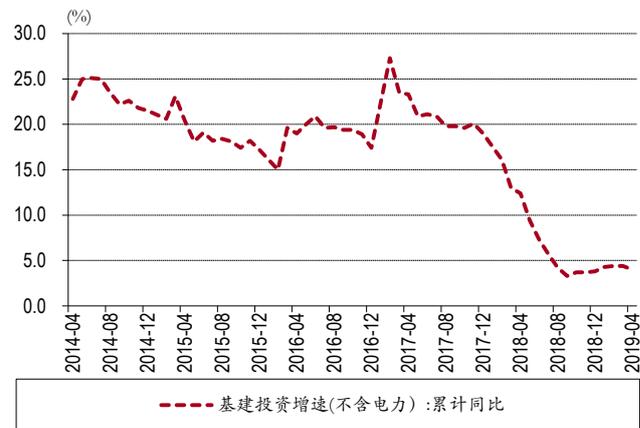
社融方面，我们预计下半年表外融资的压降仍会持续，但是随着监管的边际宽松以及业务调整压力的缓解，压降幅度将会趋缓。从社融分项来看，信贷依然是最重要的融资来源，同时企业债券、地方债发力对表外融资进行对冲，我们预计新口径社融增量在22-23万亿左右（vs2018年18.7万亿），对应增速10-11%。

图表73. 2019年新增信贷预计17万亿



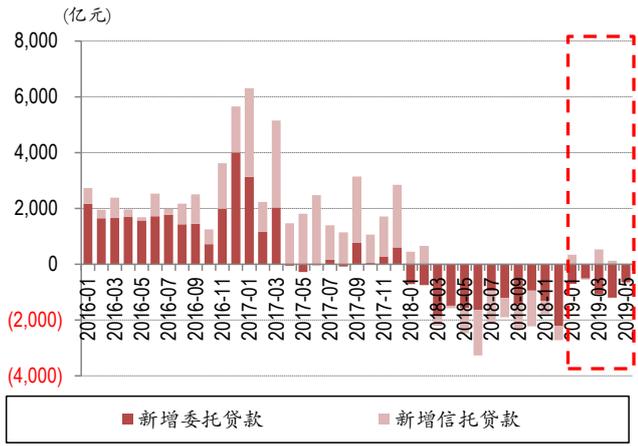
资料来源：万得，中银国际证券

图表74. 基建投资增速维持低位



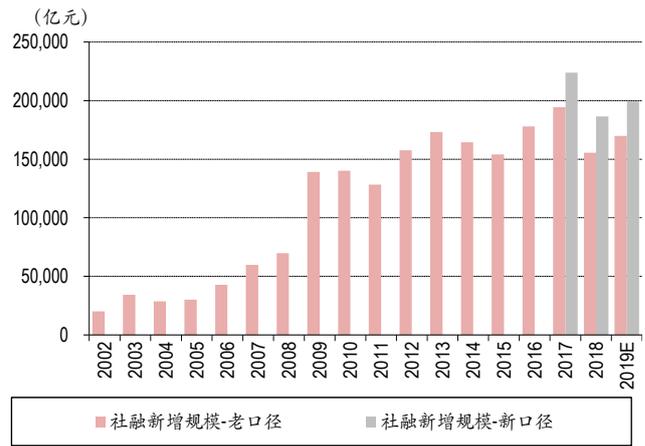
资料来源：万得，中银国际证券

图表75. 表外融资降幅收窄



资料来源：万得，中银国际证券

图表76. 预计 2019 年社融 22-23 万亿



资料来源：万得，中银国际证券

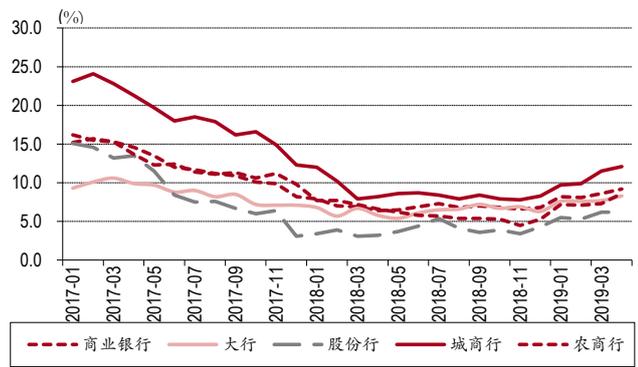
3.2 流动性环境的宽松有利于银行量价表现的稳定

■ 量：规模增速企稳回升

从 1 季度来看，行业规模增速回升，2019 年 1 季度银行业整体规模同比增速较 2018 年 4 季度上行 1.8 个百分点至 8.6%，尤其是股份行和区域性银行增速回升明显，城商行/农商行/股份行的规模同比增速分别提升 3.2、2.0、1.9 个百分点至 11.5%、7.3%、6.2%。中小银行资产扩张提速一是随着资本补充进程加快，资本金对信贷投放的约束情况改善；同时受监管边际放松，非标处置压力减弱的影响。

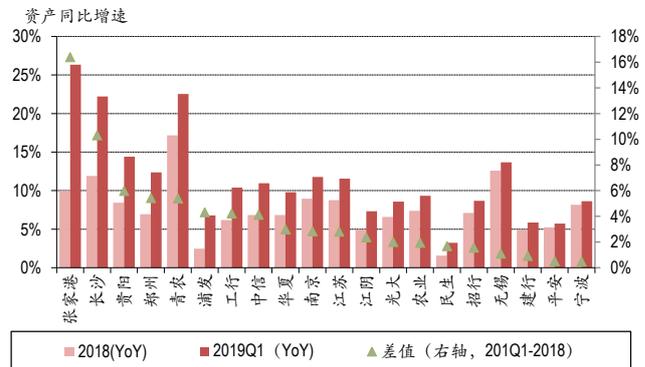
从全年来看，在银行表内加大信贷投放力度，同时表外业务监管要求适度放宽的背景下，行业资产规模增速将稳中有升，我们预计全年银行业规模增速较 2018 年提升 2-3 个百分点至 9-10%。结构上将延续上半年的变化趋势，中小银行的规模增速改善幅度更大。从资源摆布来看，在非标资产持续压降的情况下，预计资产结构将持续向信贷类资产倾斜。

图表77. 各类银行规模增速均有回升



资料来源：万得，中银国际证券

图表78. 各家上市银行的规模同比增速 (19Q1vs18)



资料来源：万得，中银国际证券

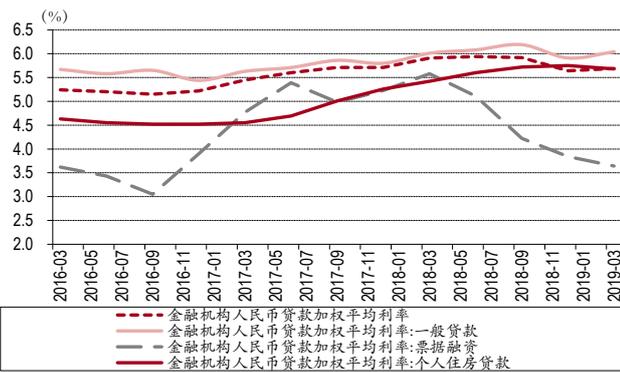
■ 价：息差稳中略降

展望下半年，我们认为资产端收益率仍存在下行压力，而存款的竞争仍在持续，因此存贷利差将小幅收窄，拖累息差表现，但与此同时，同业流动性的宽裕对行业负债端仍会带来一定改善，部分对冲存贷利差的收窄。因此整体来看，预计 2019 年全年行业息差收窄 3-5BP，中小银行的表现优于大行。

资产端来看，贷款供给量的增加以及企业谨慎的信贷需求促使收益率的下行。尽管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%，但1季度贷款利率的表现受到了季节性因素的干扰，同时在贷款利率下行趋势的判断下，银行“早投放早收益”动机强，将贷款收益锁定在高位。展望下半年，考虑到民营、小微支持政策延续，同时在经济增速放缓压力下货币政策有望继续保持宽松，预计贷款利率将小幅下行。

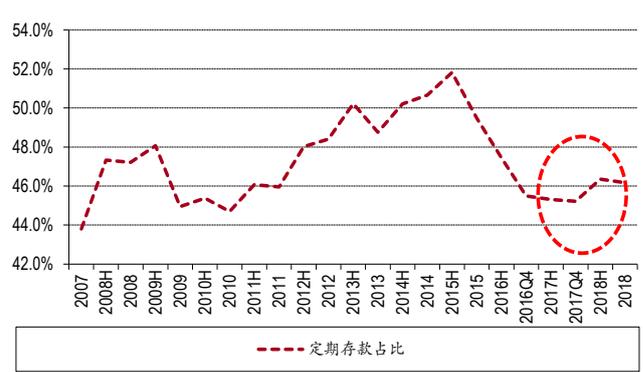
负债端来看，同业负债成本对冲效果的减弱叠加存款的激烈竞争使得负债端成本抬升压力仍存。随着下半年同业负债重定价因素的逐步消退，存款成为影响付息负债成本的重要因素，预计下半年各家银行的存款争夺依然激烈，在结构性存款等高定价存款的拉动下，存款定期化趋势将会延续，短期内存款成本难有下降。但我们也关注到，2019年以来在货基收益率下降等因素影响下，银行的存款表现改善，预计存款成本抬升压力整体可控。

图表79. 1季度贷款收益率提升



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表80. 定期存款占比呈上行趋势

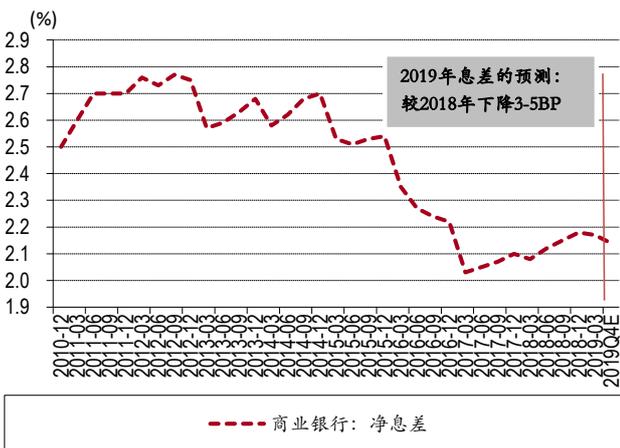


资料来源: 万得, 中银国际证券

我们认为在下半年经济不确定性因素仍存背景下，流动性水平大概率维持宽松，而宽松的资金面将对银行的息差带来正面影响，其中中小银行更为受益。根据我们测算，央行如果进行100BP的置换式降准，将改善行业息差约1BP。相对而言，中小银行将更多受益于行业整体负债端成本压力的缓解。一方面，中小银行MLF到期偿还规模较大行相对小，将获得大部分定向降准释放的增量资金；另一方面，中小银行的同业负债占比相对高，对市场资金利率更为敏感，降准释放的低成本资金以及带来市场资金利率的温和改善均缓解中小银行负债端成本压力。

综合考虑资产负债端的表现，我们预计2019年息差较2018年收窄3-5BP。在息差小幅收窄以及规模增速扩张修复背景下，预计2019年净利息收入同比增速为6%-7%，较2018年(7%-8%)略有下行。

图表81. 行业息差表现同比回落



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表82. 净利息收入增速



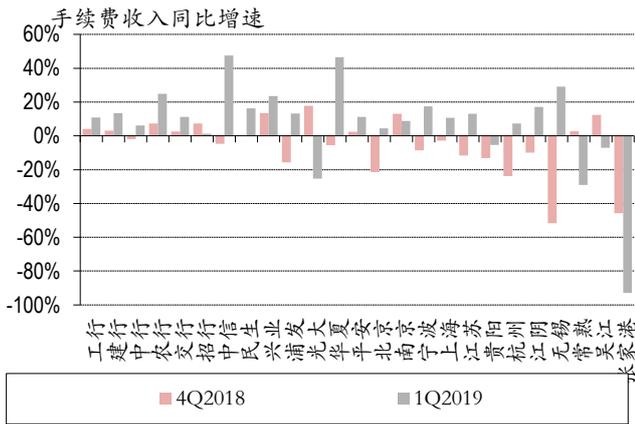
资料来源: 万得, 中银国际证券

■ **手续费收入：低基数及调整压力消退带动增速反弹**

从手续费收入来看，随着银行零售转型推进、信用卡业务快速发展贡献手续费收入，以及资管业务调整压力缓解，财富管理等相关手续费收入表现改善，2019年以来行业手续费收入改善。1季度26家上市银行合计手续费及佣金收入同比增速为13.1% (vs 2018年年报2.3%)，手续费收入增速修复。

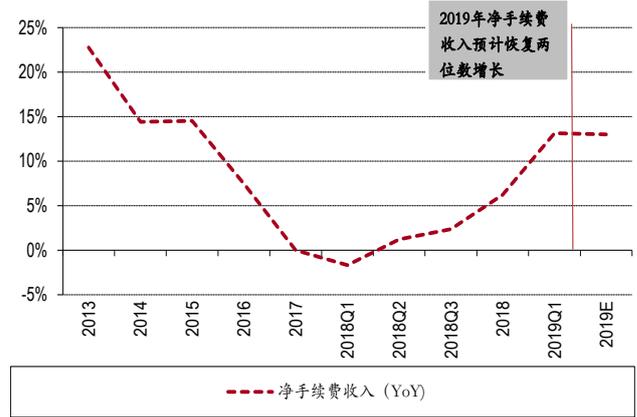
展望2019年后续季度，我们预计手续费收入增速将从高位有所回落，但较2018年依然有明显改善，全年同比增速预计维持在两位数。一方面，1季度手续费收入的同比高增受同期低基数原因影响，而2018年下半年随着监管细则的适时调整，银行理财业务调整压力也有缓解，因此2019年后续季度基数因素影响减弱；另一方面，随着信用卡业务的快速发展，相关风险有所显现，我们认为未来银行信用卡业务发展将更注重风险管控，相关业务收入增速较1季度或微降。

图表83. 1季度银行手续费收入表现有所改善



资料来源：万得，中银国际证券

图表84. 全年手续费收入预计恢复两位数增长



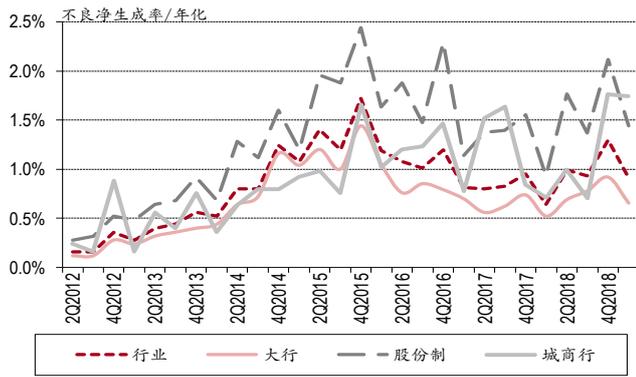
资料来源：万得，中银国际证券

3.3 资产质量存压但整体风险可控，估值对悲观预期反应较充分

从上市银行的资产质量表现来看，1季度资产质量保持相对稳定，但不良生成速度同比有所提升。1季度不良率环比2018年4季度下行2BP至1.52%，我们测算上市银行1季度年化不良生成在去年4季度季节性提升后有所下降，但较2018Q1/2018年全年分别提升27BP/11BP至0.91%。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，但也可以看到部分大行的不良生成速度的提升。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。

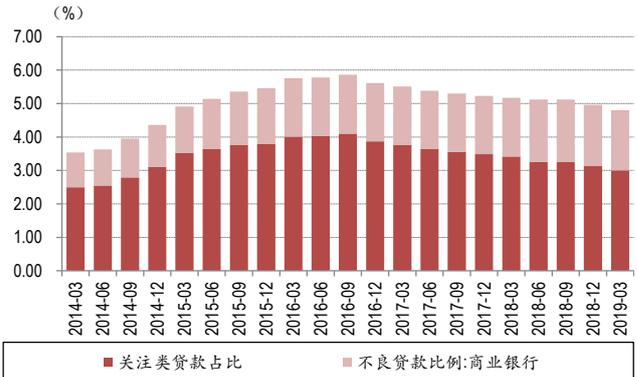
展望2019年后续季度，国内经济形势存不确定性，同时银行信贷结构对于民企及小微更为倾斜，行业不良生成的潜在压力值得关注。考虑到银行在经历上一轮（2013-2014年）不良高发时期后收敛的风险偏好，我们认为银行资产质量大幅恶化可能性较低，但受监管要求加大不良确认力度影响，行业的不良生成速度或存在波动。我们预计全年行业不良生成率约为100BP，后续需关注内外经济形势变化。

图表85. 1 季度不良生成率同比提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表86. 1 季度行业不良+关注贷款占比环比下降 16BP



资料来源：万得，中银国际证券

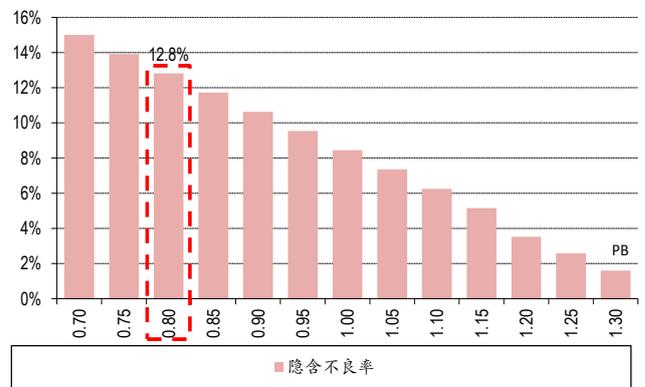
不过从绝对估值水平来看，目前估值对应动态 PB 为 0.82x，估值低于过去四年的中枢水平（0.85x），我们测算目前行业估值隐含不良率约 13%，反映市场对于银行资产质量的悲观预期较为充分，整体估值安全边际较高。

图表87. 银行板块动态估值对应 2018 年 0.82x



资料来源：万得，中银国际证券

图表88. 银行估值对应隐含不良率



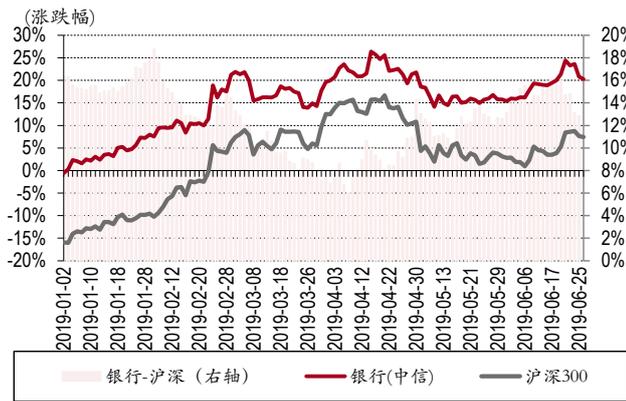
资料来源：万得，中银国际证券

3.4 上半年银行板块走势偏弱，重视板块中长期配置价值

■ 19 年上半年走势回顾：有绝对无相对，2 季度体现防御价值

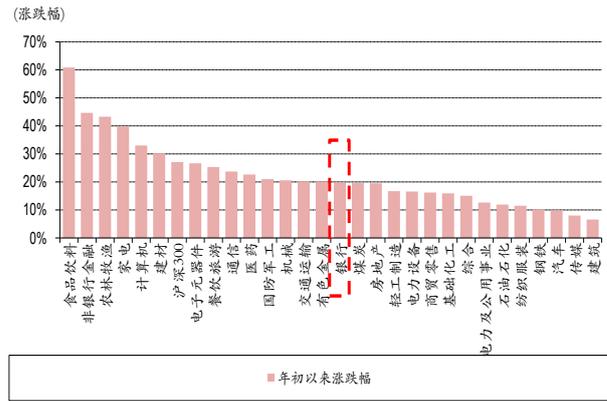
2019 年以来（截至 6 月 28 日），银行板块上涨 20%，涨幅不及沪深 300 指数（27%），涨幅居所有板块第十五位。具体来看，1 季度随着宽信用政策效果的显现以及监管的宽松，前期市场对国内经济的过度悲观预期有所修正，市场情绪回暖下银行板块滞涨于市场；但 4 月以来，在对经济担忧重现背景下，市场表现相对疲弱，而弱市环境中银行板块防御性凸显，银行稳健的基本面以及海外指数权重推进、分红季临近等多项积极催化因素支撑板块估值的回升。

图表89. 上半年银行板块跑输沪深300



资料来源：万得，中银国际证券

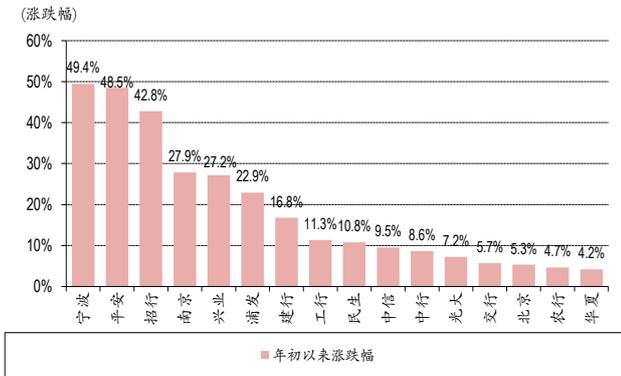
图表90. 银行板块涨跌幅居第十五



资料来源：万得，中银国际证券

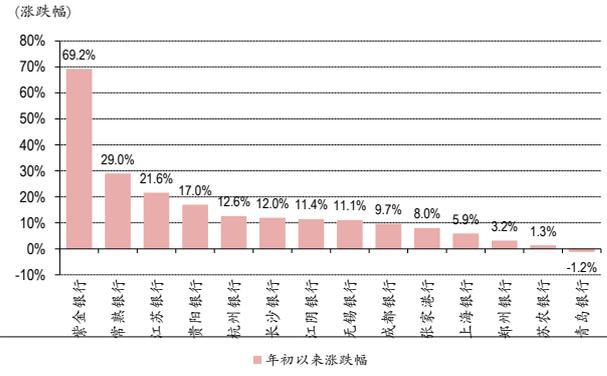
从个股来看，2019年以来除了刚上市的紫金银行（涨幅达69.2%），涨幅表现较好的是宁波（49.4%）、平安（48.5%）和招行（42.8%），这三家银行表现较好的原因在于：1）宁波和招行的基本面表现优异，资产质量稳健，盈利能力保持同业靠前水平，具有厚实拨备基础风险抵御能力强；2）平安体制灵活，对公业务的调整基本面改善明显，并且公司零售转型已显成效，依托集团综合金融平台未来发展值得期待。

图表91. 老16家银行涨跌幅（截至6月28日）



资料来源：万得，中银国际证券

图表92. 次新股涨跌幅（截至6月28日）



资料来源：万得，中银国际证券

■ 受益A股国际化提速，重视板块中长期配置价值

随着A股国际化脚步提速，外资入市的节奏加快。2季度进入富时指数纳入A股正式调整阶段，同时MSCI在5月半年度提升A股纳入比例，海外长期资金存在持续流入预期。考虑到外资更偏向于蓝筹的配置，海外增量资金的流入利好银行配置。目前国内机构对银行明显低配（2019Q1约3%），存在提升空间。

1) MSCI 宣布将A股纳入因子从5%提升到20%，其中5月进行第一步将纳入因子从5%提升至10%

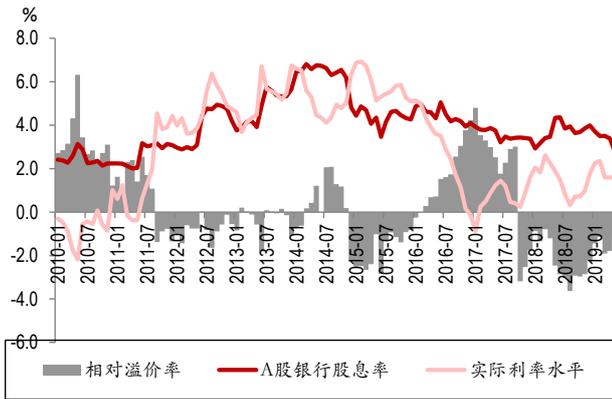
2月MSCI宣布将A股纳入因子从5%提升到20%，具体的提升路径分为三步走：2019年5月将大盘股纳入因子从当前的5%提升至10%，并纳入符合条件的创业板个股，纳入因子为10%；2019年8月将大盘股纳入因子从10%提升至15%；2019年11月将大盘股纳入因子从15%提升至20%，并纳入中盘股，纳入因子为20%。根据我们测算，如果将纳入因子提升至20%，此次扩容（不考虑中盘股及创业板）预计将为A股市场带来约3000-4000亿元增量资金。

2) 富时罗素 2019 年 6 月开始将 A 股纳入其全球股票指数体系

富时罗素公告从 2019 年 6 月开始将中国 A 股的 25%可投资比重将被纳入全球股票指数体系。第一阶段结束后,预计中国 A 股在富时罗素新兴市场指数占比 5.5%,占富时罗素全球市场指数比重为 0.57%。具体操作方面,将 A 股纳入分三步走,2019 年 6 月纳入 20%,2019 年 9 月纳入 40%,2020 年 3 月纳入 40%。

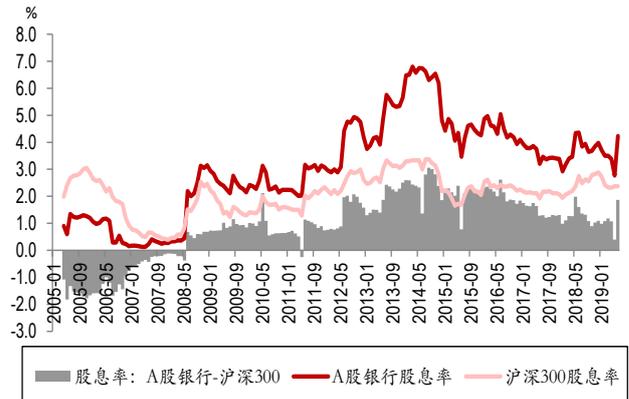
从银行的股息率表现来看,2 季度以来银行股股息率较实际利率的溢价水平有所走阔,但相对溢价率(2.6%)仍位于近年来低位。相较沪深 300 股息率水平,2019 年以来银行股股息率溢价处于 1%左右的水平,考虑到 2019 年下半年宽货币持续引导无风险利率下行,目前板块 4.2%的股息收益率存在吸引力。

图表93. 2 季度银行板块股息率较实际利率溢价有所走阔



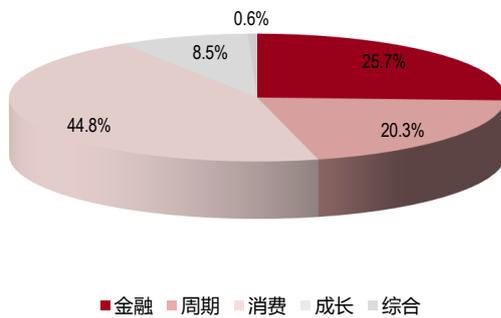
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表94. 银行股息率 vs 沪深 300



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表95. 陆股通机构配置行业分布



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表96. 公募基金银行持仓位于低位



资料来源: 万得, 中银国际证券



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、金融监管超预期。**2017年以来银行业严监管持续，已实现对银行表内外业务监管的全覆盖，行业规模增长放缓、“去杠杆”进程提速。2019年步入监管政策消化阶段，监管强调对前期治理成果进行巩固。如果后续监管超预期趋严，行业的业务发展可能受限，从而影响净利润增速。
- 3、中美贸易摩擦加剧。**美方公布对华约3000亿美元商品拟加征25%关税清单，6月29日双方同意重启两国经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。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。



附录图表 97. 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)		市净率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
601939.SH	建设银行	买入	7.46	1,865	1.02	1.07	0.98	0.89	7.89
600036.SH	招商银行	买入	36.90	931	3.19	3.61	1.84	1.63	21.09
601998.SH	中信银行	增持	6.07	297	0.91	0.99	0.74	0.68	8.55
600000.SH	浦发银行	增持	11.71	344	1.90	2.16	0.78	0.70	14.26
601818.SH	光大银行	买入	3.85	202	0.64	0.69	0.71	0.64	4.82
000001.SZ	平安银行	买入	13.93	239	1.45	1.65	1.09	0.97	11.93
601169.SH	北京银行	增持	5.96	126	0.95	1.04	0.72	0.66	8.50
601009.SH	南京银行	增持	8.39	71	1.31	1.52	1.05	0.95	8.47
002142.SZ	宁波银行	买入	24.80	129	2.15	2.55	2.00	1.70	13.44
601229.SH	上海银行	增持	12.16	133	1.65	1.91	0.95	0.86	11.10
600919.SH	江苏银行	增持	7.33	85	1.13	1.30	0.82	0.75	9.07
600926.SH	杭州银行	增持	8.48	44	1.05	1.27	0.92	0.84	7.46
600908.SH	无锡银行	增持	5.73	11	0.59	0.66	1.03	1.02	5.10
601128.SH	常熟银行	买入	7.88	22	0.54	0.66	1.77	1.46	5.45

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日7月1日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



000001.SZ

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 13.93

板块评级: 强于大市

本报告要点

基本面迎拐点, 依托集团转型可期

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	51.6	11.5	14.0	58.6
相对深证成指	23.2	10.0	17.9	57.5

发行股数(百万)	17,170
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	236,608
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,354
资本充足率(%) (2019Q1)	11.50
主要股东(%)	
中国平安保险(集团)股份有限公司-集团本级-自有资金	50

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 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

平安银行

基本面迎拐点, 依托集团转型可期

平安银行依托集团资源优势, 零售转型成效显著, 零售板块带来的收入和税前利润贡献度已过半。同时随着公司对公业务调整逐步, 存量资产质量包袱减轻, 基本面改善明显, 业绩表现持续向好。公司2019年提出“对公做精”战略, 与集团综合金融平台形成的协同效应值得期待。公司已于年初完成可转债发行, 下半年即将进入转股期, 目前公司股价已接近于触发强制赎回的转股价格, 对估值形成一定支撑。首次覆盖我们给予买入评级。

支撑评级的要点

业绩现拐点, 转债补充核心资本。随着零售业务持续发力以及对公业务调整的逐步到位, 公司基本面改善, 业绩持续向好。2019年1季度营收和净利润分别同比增16%、13%, 实现两位数增长。公司过去资本充足率偏低, 约束资产规模扩展速度。1季度成功发行260亿可转债, 根据静态测算, 可转债全部转股后可以补充核心一级资本补充率约一个百分点, 能够更好支持公司业务规模的发展。

零售转型突破, 对公做强做精。平安银行自确定零售转型的发展战略以来, 依托集团资源优势、广泛的分销网络、完备的综合金融产品体系和金融科技运用, 零售发展势头迅猛。2018年零售板块对全行带来的收入和税前利润贡献度已过半(2018年为53%、69%)。公司2019年提出“对公做精”战略, 利用集团综合金融优势实现突破, 1季度企业存款表现已有改善, 较年初增长5.9%。

资产质量改善, 存量不良包袱减轻。平安银行过去对不良占比较高的对公业务进行了调整优化, 减少高风险行业敞口余额并且退出部分高违约率行业。随着公司的业务调整, 整体资产质量改善, 2018年末/2019年1季末不良率为1.75%/1.73%, 公司已消化不良剪刀差, 1季度逾期90天以上贷款/不良较2018年下降1个百分点至96%。

估值

我们预计平安银行2019/2020年EPS为1.65/1.88元, 对应净利润增速为14.1%/14.2%, 目前股价对应2019/2020年市净率为0.97/0.87x, 对应市盈率8.44/7.40x, 首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

经济下行超预期、金融严监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	105,786	116,716	130,444	140,592	152,269
变动(%)	(1.79)	10.33	11.76	7.78	8.31
净利润	23,189	24,818	28,324	32,335	36,497
变动(%)	2.61	7.02	14.13	14.16	12.87
净资产收益率(%)	12.07	11.76	12.17	12.43	12.54
每股收益(元)	1.35	1.45	1.65	1.88	2.13
市盈率(倍)	10.31	9.64	8.44	7.40	6.55
市净率(倍)	1.18	1.09	0.97	0.87	0.78

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	1.35	1.45	1.65	1.88	2.13
BVPS (摊薄/元)	11.77	12.82	14.30	16.00	17.91
每股股利	0.14	0.15	0.17	0.19	0.21
分红率(%)	10.07	10.03	10.03	10.03	10.03
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	1,704	2,004	2,284	2,604	2,969
证券投资	823	872	889	889	889
应收金融机构的款项	231	195	166	166	166
生息资产总额	3,025	3,295	3,564	3,889	4,264
资产合计	3,248	3,419	3,698	4,035	4,424
客户存款	2,000	2,149	2,343	2,507	2,682
计息负债总额	2,939	3,106	3,453	3,797	4,184
负债合计	3,026	3,179	3,432	3,741	4,096
股本	17	17	17	17	17
股东权益合计	222	240	266	295	327
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	74.01	74.75	85.03	92.40	101.07
净手续费及佣金收入	30.67	31.30	34.74	37.52	40.52
营业收入	105.79	116.72	130.44	140.59	152.27
营业税金及附加	(1.02)	(1.15)	(1.28)	(1.38)	(1.50)
拨备前利润	73.08	80.10	89.53	96.50	104.52
计提拨备	(42.93)	(47.87)	(52.75)	(54.51)	(57.13)
税前利润	30.16	32.23	36.78	41.99	47.40
净利润	23.19	24.82	28.32	32.33	36.50
资产质量					
NPL ratio(%)	1.70	1.75	1.72	1.70	1.70
NPLs	29.00	34.91	39.29	44.27	50.47
拨备覆盖率(%)	151	155	201	214	214
拨贷比(%)	2.57	2.72	3.47	3.63	3.63
一般准备/风险加权资(%)	1.97	2.32	3.13	3.43	3.56
不良贷款生成率(%)	2.66	2.34	1.50	1.80	1.80
不良贷款核销率(%)	(2.46)	(2.02)	(1.30)	(1.60)	(1.58)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理 (%)					
贷款增长率	15.48	17.59	14.00	14.00	14.00
生息资产增长率	8.48	8.93	8.16	9.14	9.62
总资产增长率	9.99	5.24	8.16	9.14	9.62
存款增长率	4.09	7.43	9.00	7.00	7.00
付息负债增长率	10.14	5.69	11.16	9.96	10.20
净利息收入增长率	(3.14)	0.99	13.76	8.67	9.39
手续费及佣金净收入增长率	10.10	2.03	11.00	8.00	8.00
营业收入增长率	(1.79)	10.33	11.76	7.78	8.31
拨备前利润增长率	(4.41)	9.61	11.77	7.79	8.31
税前利润增长率	0.74	6.88	14.13	14.16	12.87
净利润增长率	2.61	7.02	14.13	14.16	12.87
非息收入占比	29.00	26.81	26.63	26.69	26.61
成本收入比	29.89	30.32	30.32	30.32	30.32
信贷成本	2.70	2.58	2.46	2.23	2.05
所得税率	23.11	23.00	23.00	23.00	23.00
盈利能力 (%)					
NIM	2.37	2.35	2.53	2.53	2.53
拨备前 ROAA	2.36	2.40	2.52	2.50	2.47
拨备前 ROAE	34.45	34.67	35.42	34.46	33.61
ROAA	0.75	0.74	0.80	0.84	0.86
ROAE	12.07	11.76	12.17	12.43	12.54
流动性 (%)					
分红率	10.07	10.03	10.03	10.03	10.03
贷存比	85.19	93.24	97.52	103.90	110.70
贷款/总资产	52.46	58.62	61.78	64.54	67.12
债券投资/总资产	25.34	25.50	24.05	22.04	20.10
银行同业/总资产	7.12	5.70	4.48	4.11	3.75
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	8.28	8.54	8.90	9.21	9.48
资本充足率	11.20	11.50	11.64	11.72	11.77
加权风险资产-一般法	2,226	2,340	2,531	2,762	3,028
% RWA/总资产(%)	68.53	68.46	68.46	68.46	68.46

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



600036.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 36.90

板块评级: 强于大市

本报告要点

零售优势领先, 优异基本面支撑龙头溢价

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	46.4	4.7	10.6	43.7
相对上证指数	25.6	2.3	11.2	36.8

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	907,410
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,995
资本充足率(%) (2019E)	15.86
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 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

招商银行

零售优势领先, 优异基本面支撑龙头溢价

招商银行的零售优势领先, 公司前瞻性的战略布局以及坚定的执行力积累客户基础, 产品创新力和专业化客户服务增强客户粘性, 零售地位短期内难被超越。我们认为招行稳健审慎的经营风格, 零售领域优势的不断巩固以及金融科技投入成效的逐步显现, 使其在经济下行期风险防御能力强于同业, 盈利能力能够保持优异, 维持买入评级。

支撑评级的要点

零售基础进一步夯实, 金融科技投入加大

招行的零售布局存在先发优势, 在信用卡、财富管理领域已经积累了明显的优势, 短期内难以被赶超。零售业务贡献持续加大, 2018年零售条线税前利润占比较半年末提升0.6个百分点至57.22%。零售业务受经济波动影响较小, 在国内经济存不确定性背景下, 零售业务更能够保障业绩稳定性。另外, 公司加大在金融科技领域的投入力度, 2018年信息科技投入同比增35.17%, 占营收比重较2017年提升0.46个百分点至2.78%。前瞻性的战略眼光与布局将保证招行未来在金融创新领域的竞争力持续位居行业前列。展望2019年, 我们认为招行的资源配置继续向零售倾斜, 并且借助金融科技深化零售战略转型, 零售条线对公司的经营贡献度有望进一步提升。

控增速调结构, 不良延续双降。招行2018年以来规模扩张增速放缓以调整结构, 资产结构上继续向贷款倾斜(1季度贷款占比为59.8%)。公司资产质量改善持续, 1季度不良贷款率环比下降1BP至1.35%, 2018年以来连续5个季度保持改善, 资产质量在同类银行中表现优异。此外, 公司拨备覆盖率和拨贷比都处于行业较高水平, 表明公司应对潜在信用风险能力较强。

轻型化转型显成效, 资本金补充压力小。公司的轻型化转型见成效, ROE处于行业较高水平(2019年1季度年化ROE为19.5%), 盈利能力保持行业前列。我们认为招行较高的ROE水平有助于资本的内生性补充, 公司资本金压力相对小。

估值

我们维持招行2019/2020年EPS3.61/4.00元的预测, 对应净利润增速为12.9%/11.0%, 目前股价对应2019/2020年市净率为1.63/1.45倍, 市盈率为10.23/9.22x。维持买入评级。

评级面临的主要风险

经济下行超预期、金融严监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日(人民币百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	219,390	246,689	264,708	282,873	302,242
变动(%)	4.99	12.44	7.30	6.86	6.85
净利润	70,150	80,560	90,930	100,957	111,053
变动(%)	13.00	14.84	12.87	11.03	10.00
净资产收益率(%)	16.54	16.92	16.90	16.66	16.32
每股收益(元)	2.78	3.19	3.61	4.00	4.40
市盈率(倍)	13.27	11.55	10.23	9.22	8.38
市净率(倍)	2.09	1.84	1.63	1.45	1.29

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	2.78	3.19	3.61	4.00	4.40
BVPS (摊薄/元)	17.69	20.07	22.61	25.44	28.54
每股股利	0.84	0.94	1.06	1.18	1.30
分红率(%)	30.20	29.43	29.43	29.43	29.43
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	3,565	3,942	4,336	4,770	5,247
证券投资	1,597	1,706	1,808	1,916	2,031
应收金融机构的款项	484	613	674	708	743
生息资产总额	6,112	6,562	7,128	7,717	8,364
资产合计	6,298	6,746	7,327	7,933	8,598
客户存款	4,064	4,428	4,823	5,254	5,724
计息负债总额	5,613	6,011	6,406	6,837	7,307
负债合计	5,814	6,202	6,719	7,253	7,839
股本	25	25	25	25	25
股东权益合计	480	540	604	676	754
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	144.85	160.38	173.90	188.58	204.28
净手续费及佣金收入	64.02	66.48	69.80	73.29	76.96
营业收入	219.39	246.69	264.71	282.87	302.24
营业税金及附加	(2.15)	(2.13)	(2.65)	(2.83)	(3.02)
拨备前利润	150.61	167.33	178.57	190.83	203.90
计提拨备	(59.93)	(60.84)	(58.36)	(57.37)	(57.09)
税前利润	90.68	106.50	120.21	133.46	146.81
净利润	70.15	80.56	90.93	100.96	111.05
资产质量					
NPL ratio(%)	1.61	1.36	1.30	1.27	1.27
NPLs	57.39	53.61	56.37	60.58	66.63
拨备覆盖率(%)	262	358	405	433	444
拨贷比(%)	4.22	4.87	5.26	5.50	5.63
一般准备/风险加权资(%)	3.54	4.10	4.49	4.77	4.96
不良贷款生成率(%)	0.46	0.41	0.60	0.60	0.60
不良贷款核销率(%)	(0.57)	(0.51)	(0.53)	(0.51)	(0.48)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理 (%)					
贷款增长率	9.30	10.57	10.00	10.00	10.00
生息资产增长率	5.55	7.35	8.62	8.27	8.38
总资产增长率	5.98	7.12	8.62	8.27	8.38
存款增长率	6.90	8.94	8.94	8.94	8.94
付息负债增长率	4.44	7.08	6.58	6.73	6.87
净利息收入增长率	7.62	10.72	8.43	8.44	8.33
手续费及佣金净收入增长率	5.18	3.85	5.00	5.00	5.00
营业收入增长率	4.99	12.44	7.30	6.86	6.85
拨备前利润增长率	3.78	11.11	6.71	6.87	6.85
税前利润增长率	14.84	17.44	12.87	11.03	10.00
净利润增长率	13.00	14.84	12.87	11.03	10.00
非息收入占比	29.18	26.95	26.37	25.91	25.46
成本收入比	30.44	31.26	31.50	31.50	31.50
信贷成本	1.76	1.62	1.41	1.26	1.14
所得税率	22.10	24.11	24.11	24.11	24.11
盈利能力 (%)					
NIM	2.43	2.57	2.58	2.58	2.58
拨备前 ROAA	2.46	2.57	2.54	2.50	2.47
拨备前 ROAE	34.13	32.80	31.21	29.82	28.53
ROAA	1.15	1.24	1.29	1.32	1.34
ROAE	16.54	16.92	16.90	16.66	16.32
流动性 (%)					
分红率	30.20	29.43	29.43	29.43	29.43
贷存比	87.72	89.03	89.90	90.78	91.66
贷款/总资产	56.61	58.44	59.18	60.12	61.02
债券投资/总资产	25.36	25.28	24.67	24.16	23.63
银行同业/总资产	7.69	9.09	9.20	8.92	8.65
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	12.06	11.78	10.76	11.23	11.68
资本充足率	12.66	13.06	13.29	13.57	13.83
加权风险资产-一般法	4,254	4,678	5,081	5,502	5,962
% RWA/总资产(%)	67.55	69.35	69.35	69.35	69.35

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



002142.SZ

买入

原评级: 增持

市场价格: 人民币 24.80

板块评级: 强于大市

本报告要点

务实深耕本地市场, 盈利能力居同业前列

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	51.6	3.1	19.9	53.9
相对深证成指	23.2	1.5	23.8	52.7

发行股数(百万)	5,265
流通股(%)	89
总市值(人民币 百万)	127,628
3个月日均交易额(人民币 百万)	433
资本充足率(%) (2019Q1)	14.81
主要股东(%)	
宁波开发投资集团有限公司	22

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 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

宁波银行

务实深耕本地市场, 盈利能力居同业前列

宁波银行盈利能力保持优异, 业绩增速以及 ROE 水平均维持行业前列, 公司资产质量表现处于同业较优水平, 我们认为这是公司估值较行业中枢水平存在溢价的重要因素。考虑到公司长期稳健的盈利能力以及较强的风险抵御能力, 上调公司评级由增持至买入。

支撑评级的要点

民营市场化基因, 务实深耕本地市场。宁波银行股权结构中民企股东与管理层持股比例明显高于上市银行同业, 为公司带来有别于其他银行的市场化基因。公司管理层稳定, 作风务实, 带领队伍深耕本地市场, 区域市占率明显优于同业, 为公司业绩的稳健增长夯实基础。

盈利能力保持同业前列, 收入结构更为均衡。宁波银行1季度净利润同比增20.1% (vs2018年19.9%), 继续在行业中保持前列; 主营业务表现向好, 营收/拨备前利润同比增23.4%/25%。公司积极发展信贷、投资等业务, 共同促进资产端规模扩张。相较而言, 公司的收入结构较其他上市城商行更为均衡。1季度公司手续费收入占比为22%, 高于其他上市城商行。

资产质量保持优异, 业绩确定性强。得益于区域经济优势以及扎实的风控基础, 宁波银行资产质量保持优异, 2019年1季末不良贷款率仅为0.78%, 居同业低位。另外宁波银行的拨备不断增厚(2019Q1达521%), 风险抵御能力强。在经济存不确定性背景下, 我们认为宁波银行业绩的确定性较同业更强。

估值

考虑到公司长期稳健的盈利能力以及较强的风险抵御能力, 我们小幅上调宁波银行2020/2021年EPS至3.03/3.59元(原为2.97/3.44元), 调整后对应2019/2020年净利润同比增速为19.0%/18.7%(原为19.0%/16.4%), 目前股价对应2019/20年市盈率为9.71/8.18x, 市净率为1.70/1.46x, 上调评级由增持至买入。

评级面临的主要风险

经济下行超预期、金融严监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	25,302	28,917	32,010	35,336	39,257
变动(%)	7.09	14.29	10.69	10.39	11.10
净利润	9,334	11,186	13,306	15,793	18,686
变动(%)	19.51	19.85	18.95	18.69	18.32
净资产收益率(%)	19.48	19.45	18.94	19.24	19.52
每股收益(元)	1.79	2.15	2.55	3.03	3.59
原先预测每股收益(元)				2.97	3.44
变动(%)				2.2	4.4
市盈率(倍)	13.84	11.55	9.71	8.18	6.91
市净率(倍)	2.50	2.00	1.70	1.46	1.25

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	1.79	2.15	2.55	3.03	3.59
BVPS (摊薄/元)	9.94	12.41	14.57	16.96	19.79
每股股利	0.40	0.40	0.64	0.76	0.90
分红率(%)	21.73	18.62	25.00	25.00	25.00
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	346	429	515	618	741
证券投资	553	576	587	599	611
应收金融机构的款项	33	15	17	19	20
生息资产总额	1,008	1,091	1,199	1,328	1,481
资产合计	1,032	1,116	1,222	1,351	1,514
客户存款	565	647	744	855	984
计息负债总额	907	973	1,091	1,227	1,385
负债合计	975	1,035	1,129	1,246	1,394
股本	5	5	5	5	5
股东权益合计	57	81	92	105	119
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	16.39	19.12	21.34	23.67	26.44
净手续费及佣金收入	5.90	5.79	6.66	7.66	8.81
营业收入	25.30	28.92	32.01	35.34	39.26
营业税金及附加	(0.25)	(0.20)	(0.22)	(0.24)	(0.27)
拨备前利润	16.27	18.70	20.76	22.92	25.46
计提拨备	(6.11)	(7.21)	(7.08)	(6.68)	(6.25)
税前利润	10.16	11.50	13.68	16.23	19.21
净利润	9.33	11.19	13.31	15.79	18.69
资产质量					
NPL ratio(%)	0.82	0.78	0.76	0.76	0.76
NPLs	2.84	3.35	3.91	4.70	5.64
拨备覆盖率(%)	493	522	546	517	462
拨贷比(%)	4.04	4.07	4.15	3.93	3.51
一般准备/风险加权资(%)	2.32	2.44	2.72	2.79	2.67
不良贷款生成率(%)	0.58	0.42	0.80	0.80	0.80
不良贷款核销率(%)	(0.56)	(0.29)	(0.68)	(0.66)	(0.66)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理 (%)					
贷款增长率	14.45	23.94	20.00	20.00	20.00
生息资产增长率	15.66	8.26	9.92	10.73	11.54
总资产增长率	16.61	8.18	9.43	10.62	12.01
存款增长率	10.53	14.41	15.00	15.00	15.00
付息负债增长率	14.50	7.23	12.15	12.52	12.85
净利息收入增长率	(3.94)	16.67	11.63	10.90	11.71
手续费及佣金净收入增长率	9.08	(1.79)	15.00	15.00	15.00
营业收入增长率	7.09	14.29	10.69	10.39	11.10
拨备前利润增长率	8.77	14.96	10.98	10.39	11.10
税前利润增长率	5.44	13.13	18.95	18.69	18.32
净利润增长率	19.51	19.85	18.95	18.69	18.32
非息收入占比	23.32	20.04	20.82	21.69	22.45
成本收入比	34.65	34.46	34.46	34.46	34.46
信贷成本	1.88	1.86	1.50	1.18	0.92
所得税率	7.95	2.41	2.41	2.41	2.41
盈利能力 (%)					
NIM	1.94	1.97	2.00	2.01	2.02
拨备前 ROAA	1.70	1.74	1.78	1.78	1.78
拨备前 ROAE	30.31	27.11	24.00	23.30	22.74
ROAA	0.97	1.04	1.14	1.23	1.30
ROAE	19.48	19.45	18.94	19.24	19.52
流动性 (%)					
分红率	21.73	18.62	25.00	25.00	25.00
贷存比	61.25	66.35	69.23	72.24	75.38
贷款/总资产	33.55	38.43	42.15	45.72	48.98
债券投资/总资产	53.56	51.56	48.06	44.31	40.35
银行同业/总资产	3.17	1.38	1.38	1.38	1.35
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	8.61	9.16	9.64	10.08	10.44
资本充足率	13.58	14.86	14.85	14.79	14.64
加权风险资产-一般法	604	718	786	869	974
% RWA/总资产(%)	58.50	64.34	64.34	64.34	64.34

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



601939.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.46

板块评级: 强于大市

本报告要点

综合金融助力实体经济, 负债端优势持续巩固

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	19.0	6.1	9.1	21.0
相对上证指数	(1.8)	3.8	9.6	14.1

发行股数(百万)	250,011
流通股(%)	4
总市值(人民币 百万)	1,860,082
3个月日均交易额(人民币 百万)	834
资本充足率(%) (2019Q1)	17.14
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	57

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 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

建设银行

综合金融助力实体经济, 负债端优势持续巩固

建行综合化布局领先同业, 积累了丰富的大型客户和政府资源, 较同业更易获得低风险优质资产, 公司充分运用金融科技服务于实体经济。同时作为国有大行, 建行具备负债端优势, 资金来源稳定且成本较低。公司整体盈利能力强, 2019年1季度净利润增速以及ROE水平均居四大行首位。维持建行买入评级。

支撑评级的要点

盈利能力强, 综合化金融服务助力实体经济。 建行综合化布局领先, 盈利能力保持同业领先, 2019年1季度净利润同比增4.80%, 年化ROE为15.90%, 均居四大行首位。公司运用金融科技服务实体经济, 2018年普惠金融贷款余额6310亿, 同比增50.78%, 余额居行业首位; 创新“小微快贷”系列产品和平台化经营模式, 累计投放贷款超过7100亿, 覆盖小微企业55万户。

对公资源丰富, 负债端优势巩固

建行多年来积累了丰富的客户和政府资源, 广泛的网点布局使其在零售市场上具备天然的获客基础, 因此建行资产端资源充沛, 较同业更易获得低风险优质资产。公司负债端结构优势明显, 存款保持较快增长, 2019年1季度存款占比达81.6%, 活期存款占比51.5%, 绝对占比在同业中仍处领先水平。负债端较优的吸储能力、稳定的资金来源带来成本优势。公司2018年计息负债成本率为1.64%, 四大行中仅高于农行(1.62%)。

风控严格, 资产质量稳健。 建行风控严格, 2018年末逾期90天以上贷款/不良贷款比例为60.1%, 不良认定严格。公司资产质量保持稳健, 19年1季度不良率环比18年4季度持平为1.46%, 不良生成率居行业较低水平, 环比降8BP至0.68%。同时, 公司抵御风险能力进一步增强, 19年1季末拨备覆盖率环比18年4季度提升5.86个百分点至214.2%。

估值

我们维持建行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0.89/0.82x, 对应市盈率6.94/6.52x, 维持建行买入评级。

评级面临的主要风险

经济下行超预期、金融严监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	590,433	632,842	660,609	698,379	737,269
变动(%)	6.21	7.18	4.39	5.72	5.57
净利润	242,264	254,655	268,707	286,208	302,930
变动(%)	4.67	5.11	5.52	6.51	5.84
净资产收益率(%)	14.88	14.16	13.50	13.10	12.67
每股收益(元)	0.97	1.02	1.07	1.14	1.21
市盈率(倍)	7.70	7.32	6.94	6.52	6.16
市净率(倍)	1.10	0.98	0.89	0.82	0.75

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.97	1.02	1.07	1.14	1.21
BVPS (摊薄/元)	6.80	7.59	8.34	9.14	9.99
每股股利	0.29	0.31	0.32	0.34	0.36
分红率(%)	30.03	30.04	30.04	30.04	30.04
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	12,903	13,784	14,749	15,781	16,886
证券投资	5,265	5,766	6,111	6,356	6,610
应收金融机构的款项	709	1,039	1,090	1,145	1,202
生息资产总额	21,536	22,802	24,323	25,827	27,433
资产合计	22,124	23,223	24,771	26,303	27,938
客户存款	16,364	17,109	18,477	19,956	21,552
计息负债总额	19,302	20,317	21,905	23,622	25,478
负债合计	20,329	21,231	22,590	23,921	25,342
股本	250	250	250	250	250
股东权益合计	1,780	1,976	2,164	2,365	2,577
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	452.46	486.28	507.89	540.50	574.01
净手续费及佣金收入	117.80	123.04	129.19	134.35	139.73
营业收入	590.43	632.84	660.61	698.38	737.27
营业税金及附加	(5.77)	(6.13)	(6.40)	(6.77)	(7.14)
拨备前利润	427.15	459.15	482.10	509.68	538.08
计提拨备	(127.36)	(150.99)	(156.93)	(163.34)	(171.50)
税前利润	299.79	308.16	325.16	346.34	366.58
净利润	242.26	254.66	268.71	286.21	302.93
资产质量					
NPL ratio(%)	1.49	1.46	1.43	1.42	1.42
NPLs	192.29	200.88	210.91	224.09	239.78
拨备覆盖率(%)	171	208	224	235	243
拨贷比(%)	2.55	3.04	3.20	3.33	3.45
一般准备/风险加权资(%)	2.55	3.06	3.24	3.40	3.54
不良贷款生成率(%)	0.65	0.52	0.80	0.80	0.80
不良贷款核销率(%)	(0.54)	(0.46)	(0.73)	(0.71)	(0.70)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理 (%)					
贷款增长率	9.75	6.82	7.00	7.00	7.00
生息资产增长率	5.80	5.88	6.67	6.19	6.22
总资产增长率	5.54	4.96	6.67	6.19	6.22
存款增长率	6.24	4.55	8.00	8.00	8.00
付息负债增长率	4.79	5.26	7.81	7.84	7.86
净利息收入增长率	8.30	7.48	4.45	6.42	6.20
手续费及佣金净收入增长率	(0.60)	4.45	5.00	4.00	4.00
营业收入增长率	6.21	7.18	4.39	5.72	5.57
拨备前利润增长率	9.97	7.49	5.00	5.72	5.57
税前利润增长率	1.55	2.79	5.52	6.51	5.84
净利润增长率	4.67	5.11	5.52	6.51	5.84
非息收入占比	19.95	19.44	19.56	19.24	18.95
成本收入比	26.95	26.42	26.00	26.00	26.00
信贷成本	1.03	1.13	1.10	1.07	1.05
所得税率	18.74	17.05	17.05	17.05	17.05
盈利能力 (%)					
NIM	2.21	2.31	2.27	2.27	2.27
拨备前 ROAA	1.98	2.03	2.01	2.00	1.98
拨备前 ROAE	25.45	24.45	23.28	22.51	21.78
ROAA	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
ROAE	14.88	14.16	13.50	13.10	12.67
流动性 (%)					
分红率	30.03	30.04	30.04	30.04	30.04
贷存比	78.85	80.57	79.82	79.08	78.35
贷款/总资产	58.32	59.36	59.54	60.00	60.44
债券投资/总资产	23.80	24.83	24.67	24.16	23.66
银行同业/总资产	3.20	4.47	4.40	4.35	4.30
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	13.09	13.83	14.26	14.72	15.15
资本充足率	15.50	17.19	17.41	17.69	17.94
加权风险资产-一般法	12,920	13,659	14,570	15,472	16,433
% RWA/总资产(%)	58.40	58.82	58.82	58.82	58.82

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



601128.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.88

板块评级: 强于大市

本报告要点

精耕细作小微业务, 资产质量优于同业

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	32.0	6.0	9.1	40.7
相对上证指数	11.2	3.7	9.6	33.8

发行股数(百万)	2,741
流通股(%)	55
总市值(人民币 百万)	21,159
3个月日均交易额(人民币 百万)	285
资本充足率(%) (2019Q1)	15.02
主要股东(%)	
交通银行股份有限公司	8

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 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

常熟银行

精耕细作小微业务, 资产质量优于同业

常熟银行率先引进战略投资者, 经营管理水平较为领先, 且公司股权结构均衡, 经营灵活。作为一家以小微业务为特色的农商行, 公司息差水平领先同业, 且逐步探索出一条独具特色的小微业务风控模式, 资产质量保持优异。在当前国家大力倡导扶持小微企业发展, 推动乡村振兴乡村战略的背景下, 常熟银行小微业务经营模式有助于其在未来分享更多的发展政策红利。维持买入评级。

支撑评级的要点

零售布局加速, 存款优势凸显。常熟银行深耕当地, 在小微零售领域积累丰富的管理经验, 并且在常熟当地市场存贷份额稳定。近几年公司加快零售布局, 个人存贷款占比提升。2019年1季末, 个人贷款占贷款比重为50.1%; 个人存款占总存款比重为58.9%, 居上市农商行较高水平。公司吸储能力强, 1季度存款规模环比增14.7%, 主要由零售存款的增长拉动, 存款优势促使公司净息差表现(2018年为3.0%)居同业前列。

服务网络下沉, 信贷审批集中。常熟小微模式以个体工商户、夫妻店和三农为主要放款对象, 平均单户金额低于20万。此类贷款由个人承担无限连带责任, 往往风险更低更分散。同时常熟银行实行总行集中审批和信贷工厂的标准化审批模式, 审批权限全部收归总行, 异地严控大额信贷, 有效把控风险。此外常熟银行是当地网点布局最广的银行, 且各分支机构仍在不断推进网点下沉到乡到镇, 充分发挥熟人熟地优势获取客户多维数据。

资产质量居同业较优水平, 拨备充足无虞。1季末公司不良率环比下降4bp至0.96%, 作为一家以小微业务为特色的农商行, 公司不良率绝对值在上市银行中仍处于较低水平, 资产质量保持优异。拨备水平居行业前列, 1季度拨备覆盖率/拨贷比环比4季度分别提升14个百分点/1BP至459%/4.39%。

估值

我们维持常熟银行2019/2020年EPS0.72/0.87元的预测, 对应净利润同比增速为21.9%/20.5%, 目前股价对应2019/2020年市盈率为10.91/9.05x, 市净率为1.33/1.22x, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

经济下行超预期、金融严监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	4,996	5,822	6,718	7,679	8,790
变动(%)	11.64	16.52	15.39	14.30	14.47
净利润	1,264	1,486	1,812	2,184	2,651
变动(%)	21.51	17.53	21.95	20.50	21.41
净资产收益率(%)	12.44	13.09	13.39	14.09	15.63
每股收益(元)	0.56	0.59	0.72	0.87	1.06
市盈率(倍)	14.10	13.31	10.91	9.05	7.46
市净率(倍)	1.67	1.39	1.33	1.22	1.11

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.56	0.59	0.72	0.87	1.06
BVPS (摊薄/元)	4.71	5.67	5.91	6.44	7.08
每股股利	0.18	0.21	0.23	0.28	0.34
分红率(%)	31.65	31.74	31.74	31.74	31.74
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	78	93	111	133	158
证券投资	48	54	61	68	76
应收金融机构的款项	3	2	3	3	3
生息资产总额	142	162	188	218	253
资产合计	146	167	193	224	259
客户存款	99	113	126	139	155
计息负债总额	131	149	167	187	210
负债合计	135	153	177	206	240
股本	2	2	3	3	3
股东权益合计	10	13	15	16	18
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	4.32	5.10	5.95	6.89	7.99
净手续费及佣金收入	0.42	0.37	0.37	0.39	0.40
营业收入	5.00	5.82	6.72	7.68	8.79
营业税金及附加	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.05)	(0.06)
拨备前利润	3.11	3.66	4.25	4.86	5.57
计提拨备	(1.44)	(1.68)	(1.84)	(1.95)	(2.03)
税前利润	1.67	1.98	2.42	2.91	3.53
净利润	1.26	1.49	1.81	2.18	2.65
资产质量					
NPL ratio(%)	1.14	0.99	0.93	0.90	0.90
NPLs	0.89	0.91	1.04	1.19	1.42
拨备覆盖率(%)	326	445	498	522	511
拨贷比(%)	3.72	4.41	4.63	4.70	4.60
一般准备/风险加权资(%)	2.66	3.24	3.54	3.69	3.71
不良贷款生成率(%)	0.96	0.62	0.85	0.85	0.85
不良贷款核销率(%)	(1.03)	(0.59)	(0.73)	(0.72)	(0.69)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理 (%)					
贷款增长率	17.15	19.26	20.00	19.00	19.00
生息资产增长率	12.40	14.21	15.99	15.71	15.95
总资产增长率	12.19	14.32	15.99	15.71	15.95
存款增长率	11.48	14.24	11.00	11.00	11.00
付息负债增长率	12.51	13.54	11.99	12.13	12.26
净利息收入增长率	7.73	17.93	16.70	15.84	15.84
手续费及佣金净收入增长率	42.16	(13.42)	0.00	5.00	5.00
营业收入增长率	11.64	16.52	15.39	14.30	14.47
拨备前利润增长率	12.91	17.50	16.34	14.31	14.48
税前利润增长率	27.19	18.52	22.19	20.50	21.41
净利润增长率	21.51	17.53	21.95	20.50	21.41
非息收入占比	8.49	6.30	5.46	5.02	4.60
成本收入比	37.14	36.51	36.00	36.00	36.00
信贷成本	2.00	1.97	1.80	1.60	1.40
所得税率	20.75	19.84	20.00	20.00	20.00
盈利能力 (%)					
NIM	2.91	3.00	3.04	3.04	3.04
拨备前 ROAA	2.26	2.34	2.36	2.33	2.30
拨备前 ROAE	30.62	31.37	30.42	30.79	32.25
ROAA	0.92	0.95	1.01	1.05	1.10
ROAE	12.44	13.09	13.39	14.09	15.63
流动性 (%)					
分红率	31.65	31.74	31.74	31.74	31.74
贷存比	78.59	82.05	88.70	95.09	101.95
贷款/总资产	53.36	55.66	57.59	59.23	60.78
债券投资/总资产	33.05	32.59	31.47	30.46	29.42
银行同业/总资产	2.28	1.47	1.33	1.21	1.09
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	9.88	10.49	9.89	9.43	9.06
资本充足率	12.97	15.12	13.88	12.88	12.03
加权风险资产-一般法	109	126	146	169	196
% RWA/总资产(%)	74.44	75.43	75.43	75.43	75.43

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



601998.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 6.07

板块评级: 强于大市

本报告要点

零售转型持续推进, 资产质量进一步夯实

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12.0	2.4	(2.0)	1.6
相对上证指数	(8.8)	0.0	(1.4)	(5.3)

发行股数(百万)	48,935
流通股(%)	65
总市值(人民币 百万)	292,141
3个月日均交易额(人民币 百万)	238
资本充足率(%) (2019Q1)	12.63
主要股东(%)	
中国中信有限公司	65

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 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

中信银行

零售转型持续推进, 资产质量进一步夯实

随着结构调整的逐步到位, 中信银行资产规模步入稳步扩张阶段。公司近年来着力推进零售业务转型, 零售板块贡献度加大, 零售客户规模及资产管理规模不断增长, 同时公司加强对公、零售联动机制。公司 2018 年加大风险暴露和处置力度, 一次性消化不良剪刀差, 进一步夯实资产质量。考虑到公司估值低于行业平均, 安全边际高, 首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

结束缩表调结构资产稳步增长, 推进三架马车并驾齐驱战略。2017 年受宏观经济、监管影响, 公司进入资产负债结构调整阶段, 随着结构调整的逐步到位, 公司资产稳步扩张, 1 季度资产环比增长 2.88%。近年来, 公司着力推进零售业务转型, 推动对公、零售和金融市场业务“三架马车”并驾齐驱的良好结构, 2018 年公司银行、零售银行、金融市场税前利润占比分别为 44.6%、29.0%和 25.3%, 零售以及金融市场贡献度加大。

零售转型显成效, 对公客群建设扎实推进。2018 年中信银行零售客户超过 8830 万户, 同比增长 22.65%; 零售 AUM 超过 1.8 万亿元, 年增近 3000 亿; 信用卡业务增速显著, 信用卡交易量超过 2 万亿元。2018 年零售板块对营收的贡献度达 35.24%。贷款结构继续向零售倾斜, 零售贷款占比达 42.9%, 较 2017 年提升 4.3 个百分点。公司对公业务深入转型, 战略客户“五总模式”落地, 推出特色供应链融资项目, 强化集团内板块联动, 2018 年对公客户数达到 63 万户, 较年初增长 3.5 万户, 有效客户增长 5995 户。

资产质量进一步夯实, 400 亿永续债有效补充资本。公司 2018 年加强对风险的暴露和处置, 一次性消化不良剪刀差, 逾期 90 天以上贷款比不良下降至 92.4%。1 季度公司资产质量呈现企稳趋势, 不良率下降 5BP, 同时拨备覆盖率较 2018 年增 12.1 pct 至 169.9%, 风险抵御力有所加强。公司 1 季度 400 亿可转债成功发行上市, 同时公告发行不超过 400 亿永续债, 根据静态测算, 400 亿永续债将提升一级资本充足率约 80BP, 有效补充一级资本。

估值

我们预计中信银行 2019/2020 年 EPS 为 0.99/1.08 元, 对应净利润增速为 9.3%/8.8%, 目前股价对应 2019/2020 年市净率为 0.68/0.62x, 对应市盈率 6.11/5.61x, 首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

经济下行超预期、金融严监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	156,708	164,854	191,265	204,906	219,096
变动 (%)	1.90	5.20	16.02	7.13	6.93
净利润	42,566	44,513	48,641	52,910	57,427
变动 (%)	2.25	4.57	9.27	8.78	8.54
净资产收益率 (%)	12.01	11.62	11.58	11.56	11.50
每股收益 (元)	0.87	0.91	0.99	1.08	1.17
市盈率 (倍)	6.98	6.67	6.11	5.61	5.17
市净率 (倍)	0.81	0.74	0.68	0.62	0.57

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.87	0.91	0.99	1.08	1.17
BVPS (摊薄/元)	7.45	8.21	8.95	9.76	10.64
每股股利	0.26	0.23	0.25	0.27	0.29
分红率(%)	30.01	25.28	25.00	25.00	25.00
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	3,197	3,617	4,087	4,577	5,127
证券投资	1,511	1,632	1,714	1,799	1,853
应收金融机构的款项	351	286	286	286	286
生息资产总额	5,536	5,973	6,535	7,111	7,717
资产合计	5,678	6,067	6,638	7,223	7,838
客户存款	3,408	3,650	3,905	4,100	4,305
计息负债总额	5,097	5,506	5,946	6,346	6,777
负债合计	5,265	5,614	6,148	6,691	7,262
股本	49	49	49	49	49
股东权益合计	400	437	473	513	556
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	99.65	104.77	117.64	128.35	139.45
净手续费及佣金收入	46.86	45.15	58.69	61.63	64.71
营业收入	156.71	164.85	191.27	204.91	219.10
营业税金及附加	(1.66)	(1.70)	(1.97)	(2.11)	(2.26)
拨备前利润	108.06	112.56	130.62	139.95	149.66
计提拨备	(55.79)	(58.23)	(71.26)	(75.38)	(79.57)
税前利润	52.28	54.33	59.36	64.57	70.09
净利润	42.57	44.51	48.64	52.91	57.43
资产质量					
NPL ratio(%)	1.68	1.77	1.70	1.65	1.60
NPLs	53.65	64.03	69.48	75.53	82.03
拨备覆盖率(%)	169	158	184	208	226
拨贷比(%)	2.85	2.80	3.13	3.43	3.61
一般准备/风险加权资(%)	2.11	2.16	2.50	2.82	3.06
不良贷款生成率(%)	1.50	1.71	1.30	1.20	1.20
不良贷款核销率(%)	(1.33)	(1.41)	(1.16)	(1.06)	(1.07)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理 (%)					
贷款增长率	11.08	13.14	13.00	12.00	12.00
生息资产增长率	(4.59)	7.89	9.42	8.81	8.52
总资产增长率	(4.27)	6.85	9.42	8.81	8.52
存款增长率	(6.37)	7.10	7.00	5.00	5.00
付息负债增长率	(5.55)	8.04	7.98	6.72	6.80
净利息收入增长率	(6.12)	5.15	12.28	9.10	8.66
手续费及佣金净收入增长率	10.83	(3.65)	30.00	5.00	5.00
营业收入增长率	1.90	5.20	16.02	7.13	6.93
拨备前利润增长率	1.09	4.16	16.05	7.14	6.94
税前利润增长率	(4.27)	3.92	9.27	8.78	8.54
净利润增长率	2.25	4.57	9.27	8.78	8.54
非息收入占比	29.90	27.39	30.69	30.08	29.53
成本收入比	29.92	30.57	30.57	30.57	30.57
信贷成本	1.84	1.71	1.85	1.74	1.64
所得税率	17.98	16.47	16.47	16.47	16.47
盈利能力 (%)					
NIM	1.79	1.94	1.98	1.98	1.98
拨备前 ROAA	1.86	1.92	2.06	2.02	1.99
拨备前 ROAE	27.75	26.92	28.72	28.40	28.01
ROAA	0.73	0.76	0.77	0.76	0.76
ROAE	12.01	11.62	11.58	11.56	11.50
流动性 (%)					
分红率	30.01	25.28	25.00	25.00	25.00
贷存比	93.82	99.10	104.66	111.64	119.08
贷款/总资产	56.31	59.62	61.57	63.37	65.41
债券投资/总资产	26.61	26.90	25.82	24.91	23.65
银行同业/总资产	6.18	4.72	4.31	3.96	3.65
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	8.49	8.62	8.59	8.61	8.65
资本充足率	11.65	12.47	12.11	11.84	11.63
加权风险资产-一般法	4,318	4,678	5,119	5,569	6,044
% RWA/总资产(%)	76.04	77.10	77.10	77.10	77.10

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



600919.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 7.33

板块评级: 强于大市

本报告要点

资产负债结构优化, 息差存修复空间

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	22.2	(1.6)	4.5	17.6
相对上证指数	1.4	(4.0)	5.0	10.7

发行股数(百万)	11,544
流通股(%)	52
总市值(人民币 百万)	83,813
3个月日均交易额(人民币 百万)	289
资本充足率(%) (2019Q1)	12.51
主要股东(%)	
江苏省国际信托有限责任公司	8

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 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

江苏银行

资产负债结构优化, 息差存修复空间

江苏银行地处经济发达的长三角地区, 业务立足省内, 服务网络辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈, 实现了江苏省内县域全覆盖。公司大力发展零售与小微业务, 在资产负债结构优化、息差改善背景下, 盈利能力改善明显。得益于区域经济优势以及风控能力的提升, 公司资产质量表现较优, 拨备基础增厚, 风险抵御能力加强。首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

依托地缘优势, 深耕本地市场。江苏银行成立于2007年, 由十家城市银行通过合并重组设立, 是江苏省唯一省属地方法人银行。截至1季末, 公司总资产规模达2万亿元, 仅次于北京银行和上海银行位列城商行第三。公司地处于经济发达的长三角地区, 业务立足省内, 服务网络辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈, 实现了江苏省内县域全覆盖。公司坚持服务小微的市场定位, 2018年末小微企业贷款客户3.3万户, 贷款余额3635亿元, 授信1000万元以内普惠小微企业贷款余额546亿元, 实现“两增两控”。

资产负债结构优化共促息差改善。公司负债端市场化资金占比较高, 2017年以来市场资金利率抬升拖累息差表现, 公司净息差处于同业较低水平。但2018年下半年以来宽货币环境下负债端成本压力缓解, 同时公司优化资产负债结构, 负债端存款实现较高增长、占负债比重提升; 资产端小微及消费贷款发力实现较快增长, 带动贷款收益率的提升, 共同促进息差的改善, 1季度(将19影响还原后)息差为1.85% (vs2018年1.59%)。考虑到市场利率维持相对低位以及资产负债结构的优化, 我们认为公司净息差有望进一步改善。

资产质量表现较优, 风险抵补能力加强。公司1季度不良率为1.39%, 关注贷款率2.26%, 基本与年初持平, 得益于区位优势, 公司资产质量表现较好。18年末, 逾期贷款率仅1.59%。近几年公司信贷结构调整, 受经济影响较小的零售信贷占比提升, 不良率水平较高的行业贷款占比下降, 风控能力不断加强。在资产质量改善背景下, 公司拨备基础增厚, 1季度拨备覆盖率/拨贷比分别较年初提升6.9pct/8BP至211%/2.92%。

估值

我们预计江苏银行2019/2020年EPS为1.30/1.49元, 对应净利润增速为14.8%/14.5%, 目前股价对应2019/2020年市净率为0.75/0.68x, 对应市盈率5.64/4.93x, 首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

经济下行超预期、金融严监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	33,836	35,222	43,812	47,226	50,908
变动(%)	7.91	4.10	24.39	7.79	7.80
净利润	11,875	13,065	14,994	17,171	19,531
变动(%)	11.92	10.02	14.76	14.52	13.74
净资产收益率(%)	13.66	13.48	13.95	14.49	14.80
每股收益(元)	1.03	1.13	1.30	1.49	1.69
市盈率(倍)	7.13	6.48	5.64	4.93	4.33
市净率(倍)	0.93	0.82	0.75	0.68	0.61

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	1.03	1.13	1.30	1.49	1.69
BVPS (摊薄/元)	7.90	8.89	9.72	10.81	12.05
每股股利	0.18	0.34	0.26	0.30	0.34
分红率(%)	17.50	30.04	20.00	20.00	20.00
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	747	889	1,023	1,176	1,352
证券投资	757	802	890	988	1,096
应收金融机构的款项	97	55	58	60	63
生息资产总额	1,718	1,864	2,101	2,372	2,681
资产合计	1,771	1,926	2,171	2,451	2,770
客户存款	1,008	1,093	1,235	1,396	1,578
计息负债总额	1,618	1,757	1,899	2,060	2,242
负债合计	1,658	1,801	2,037	2,304	2,608
股本	12	12	12	12	12
股东权益合计	111	123	132	145	159
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	27.81	25.45	23.07	26.02	29.39
净手续费及佣金收入	5.78	5.22	5.74	6.20	6.51
营业收入	33.84	35.22	43.81	47.23	50.91
营业税金及附加	(0.37)	(0.44)	(0.55)	(0.59)	(0.64)
拨备前利润	23.71	24.53	30.85	33.26	35.87
计提拨备	(9.92)	(10.26)	(14.47)	(14.51)	(14.54)
税前利润	13.79	14.27	16.37	18.75	21.33
净利润	11.87	13.06	14.99	17.17	19.53
资产质量					
NPL ratio(%)	1.41	1.39	1.38	1.38	1.38
NPLs	10.55	12.38	14.11	16.23	18.66
拨备覆盖率(%)	184	204	219	218	206
拨贷比(%)	2.60	2.83	3.02	3.02	2.85
一般准备/风险加权资(%)	1.80	2.09	2.27	2.31	2.22
不良贷款生成率(%)	1.22	0.77	1.10	1.10	1.10
不良贷款核销率(%)	(1.05)	(0.55)	(0.92)	(0.91)	(0.91)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理 (%)					
贷款增长率	15.08	18.99	15.00	15.00	15.00
生息资产增长率	10.49	8.50	12.73	12.88	13.02
总资产增长率	10.78	8.77	12.73	12.88	13.02
存款增长率	11.07	8.48	13.00	13.00	13.00
付息负债增长率	9.05	8.63	8.09	8.46	8.81
净利息收入增长率	10.18	(8.51)	(9.35)	12.81	12.96
手续费及佣金净收入增长率	(0.73)	(9.63)	10.00	8.00	5.00
营业收入增长率	7.91	4.10	24.39	7.79	7.80
拨备前利润增长率	11.32	3.44	25.76	7.83	7.83
税前利润增长率	1.96	3.47	14.76	14.52	13.74
净利润增长率	11.92	10.02	14.76	14.52	13.74
非息收入占比	17.08	14.83	13.11	13.14	12.80
成本收入比	28.80	28.69	28.00	28.00	28.00
信贷成本	1.42	1.25	1.51	1.32	1.15
所得税率	12.86	7.04	7.04	7.04	7.04
盈利能力 (%)					
NIM	1.58	1.59	1.79	1.79	1.79
拨备前 ROAA	1.41	1.33	1.51	1.44	1.37
拨备前 ROAE	24.47	20.98	24.21	24.01	23.60
ROAA	0.70	0.71	0.73	0.74	0.75
ROAE	13.66	13.48	13.95	14.49	14.80
流动性 (%)					
分红率	17.50	30.04	20.00	20.00	20.00
贷存比	74.15	81.33	82.77	84.23	85.73
贷款/总资产	42.21	46.17	47.10	47.99	48.83
债券投资/总资产	42.78	41.62	40.98	40.30	39.58
银行同业/总资产	5.48	2.84	2.65	2.46	2.29
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	8.54	8.61	8.52	8.45	8.37
资本充足率	12.62	12.55	12.01	11.54	11.11
加权风险资产-一般法	1,079	1,206	1,360	1,535	1,735
% RWA/总资产(%)	60.93	62.63	62.63	62.63	62.63

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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