

银行行业

基数抬高营收增速回落, 预计下半年盈利增长放缓

核心观点:

● 基数抬高营收增速回落, 利润增长平稳上行

19H1, 28家A股上市银行营收、PPOP、归母净利润同比分别增长12.6%、12.7%、6.7%, 增幅较19Q1分别-3.1pcts、-4.0pcts、+0.5pcts。基数抬高是营收环比回落的主要原因, 进而带动PPOP增速下行; 新旧会计准则切换完成, 同时不良贷款认定趋严导致的存量信用风险加速暴露阶段已过, 二季度减值计提压力减轻, 归母净利润增速环比继续上行。板块内部看, 国有大行、股份行、城商行和农商行四个子板块19H1营收、PPOP、归母净利润增速环比变化趋势均与行业保持一致, 结束了19Q1的背离局面。不过, 在变化幅度上分化加大, 农商行、股份行营收增速下行较快, 国有大行、城商行利润环比增幅高于行业。

● 19Q2息差下行放缓, 板块之间的差距收窄, 预计下半年将继续回落

据我们测算28家A股上市银行19H1净息差、生息资产收益率、计息负债成本率均持平于19Q1, 环比下行趋势放缓。预计主因是: (1) 资产端, 贷款占生息资产的比重持续提升, 推动资产端收益率下行放缓; (2) 负债端, 上半年货币市场资金价格总体维持低位, 同业融入资金重定价带动成本率下行较多, 抵消了存款定期化趋势加重带来的负面影响。板块内部看: 同业融入资金占比相对较高的股份行和城商行息差环比仍在提升, 国有大行和农商行环比微降。资产端收益率或将小幅下行, 而核心存款增长压力犹存, 预计下半年息差将继续回落。

● 行业不良净生成率、信用成本中枢上行, 国有大行表现相对较好

19H1上市银行不良环比双降, 预计是受不良处置力度加大和贷款投放较快的影响。板块内部出现分化, 国有大行、城商行、农商行不良贷款余额和不良贷款率环比双降, 核销转出力度加大的情况下, 股份行不良贷款余额仍在上升。

行业信用风险仍在继续释放, 整体不良净生成率、信用成本中枢仍在上行, 中小行信用成本压力相对较大, 国有大行两项指标均好于行业平均。从拨备覆盖率和拨贷比指标来看, 股份行风险抵补能力最弱。

● 业绩展望: 预计下半年行业利润增速将逐步放缓

趋势上来看, 规模增速同比有望继续回升, 但预计资源配置依然偏向低风险资产, 资产端收益率或将小幅下行, 负债端货币市场利率下行空间有限, 存款成本率仍面临定期化趋势带来的上行压力, 下半年息差或继续回落。资产质量方面, 经济增长仍面临下行压力, 存量对公不良贷款风险将继续释放, 零售端信用卡风险已出现上升苗头, 银保监会可能执行更严格的资产分类新规, 行业信用风险存在加速上行的可能, 预计将制约利润的释放。

● 投资建议与风险提示

投资建议: 息差继续收窄的趋势较为确定, 叠加资管转型阶段中收仍然承压, 预计随着基数抬高, 下半年营收增速将加速回落, 行业不良暴露和信用成本中枢短期内难见下行, 预计盈利增速放缓在下半年将逐步体现。我们预计板块将继续调整, 年内绝对收益空间较小。个股方面建议关注估值低位、经营稳健、风控经过周期检验的国有大行。

风险提示: 1. 经济增速下行超预期, 导致银行资产质量大幅恶化。2. 严监管执行力度超预期, 导致存量信用风险加速释放。3. 信用卡业务风险上升超预期。4. 中美贸易格局变化超预期。

行业评级

买入

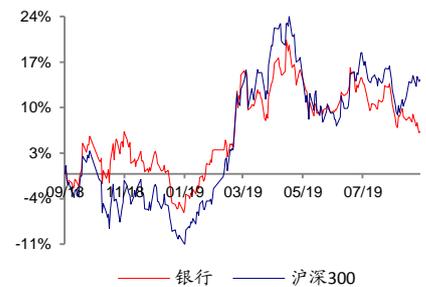
前次评级

买入

报告日期

2019-09-02

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

分析师:

万思华



SAC 执证号: S0260519080006



021-60750604



wansihua@gf.com.cn

请注意, 倪军, 万思华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:

银行行业:短期震荡或加剧, 后续需关注政策对冲力度 2019-08-25

银行行业:房贷利率增量不下浮, 存量不下行——商业性个

人住房贷款利率有关事宜公告

银行行业:新 LPR 机制对银行业绩影响几何? 2019-08-18

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
工商银行	601398.SH	CNY	5.39	2019/8/30	买入	6.56	0.85	0.88	6.34	6.13	0.78	0.71	12.91	12.23
建设银行	601939.SH	CNY	6.90	2019/8/29	增持	8.34	1.05	1.09	6.57	6.33	0.83	0.76	13.16	12.47
农业银行	601288.SH	CNY	3.40	2019/4/29	买入	4.48	0.60	0.62	5.67	5.48	0.68	0.63	12.52	11.99
中国银行	601988.SH	CNY	3.53	2019/9/1	买入	4.49	0.61	0.63	5.79	5.60	0.63	0.58	11.41	10.82
招商银行	600036.SH	CNY	34.28	2019/8/25	买入	36.35	3.98	4.44	8.61	7.72	1.51	1.33	16.58	16.43
中信银行	601998.SH	CNY	5.59	2019/3/29	买入	7.15	0.92	0.96	6.08	5.82	0.63	0.57	10.76	10.29
浦发银行	600000.SH	CNY	11.28	2019/8/25	买入	13.13	2.07	2.30	5.45	4.90	0.67	0.60	12.99	12.90
兴业银行	601166.SH	CNY	17.17	2019/9/1	买入	23.60	3.04	3.25	5.65	5.28	0.73	0.66	13.59	13.05
光大银行	601818.SH	CNY	3.76	2019/8/29	买入	4.80	0.68	0.75	5.53	5.01	0.63	0.57	11.97	11.98
平安银行	000001.SZ	CNY	14.16	2019/8/8	买入	17.17	1.59	1.78	8.91	7.96	0.99	0.89	11.69	11.72
北京银行	601169.SH	CNY	5.25	2019/4/26	买入	7.65	0.97	1.04	5.41	5.05	0.58	0.54	11.29	11.05
上海银行	601229.SH	CNY	9.02	2019/4/21	买入	14.35	1.80	2.05	5.01	4.40	0.63	0.57	13.22	13.52
宁波银行	002142.SZ	CNY	22.84	2019/8/30	买入	24.56	2.50	2.97	9.14	7.69	1.58	1.35	18.87	18.94
南京银行	601009.SH	CNY	7.80	2019/8/27	买入	10.05	1.48	1.66	5.27	4.70	0.85	0.75	17.02	16.71
杭州银行	600926.SH	CNY	7.98	2019/8/28	买入	9.21	1.15	1.35	6.94	5.91	0.78	0.70	11.83	12.53
贵阳银行	601997.SH	CNY	8.20	2019/4/17	买入	17.88	2.51	2.79	3.27	2.94	0.54	0.47	17.85	16.89
常熟银行	601128.SH	CNY	7.37	2019/8/28	买入	9.96	0.79	0.93	9.36	7.92	1.04	0.94	12.58	12.42
工商银行	01398.HK	HKD	4.95	2019/8/30	买入	5.92	0.85	0.88	5.30	5.12	0.65	0.60	12.91	12.23
建设银行	00939.HK	HKD	5.82	2019/8/29	买入	6.96	1.05	1.09	5.05	4.86	0.64	0.58	13.16	12.47
农业银行	01288.HK	HKD	3.02	2019/4/29	买入	4.34	0.60	0.62	4.59	4.44	0.55	0.51	12.52	11.99
中国银行	03988.HK	HKD	2.99	2019/9/1	买入	3.80	0.61	0.63	4.47	4.32	0.48	0.45	11.41	10.82
招商银行	03968.HK	HKD	35.70	2019/8/25	买入	40.20	3.98	4.44	8.17	7.32	1.43	1.27	16.58	16.43
中信银行	00998.HK	HKD	4.10	2019/3/29	买入	6.27	0.92	0.96	4.06	3.89	0.42	0.38	10.76	10.29
中国光大银行	06818.HK	HKD	3.27	2019/8/29	买入	5.01	0.68	0.75	4.38	3.97	0.50	0.45	11.97	11.98

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

一、基数抬高营收增速回落，利润增长平稳上行	5
二、贷款增速回落节奏前移，票据和零售占比提升	6
三、行业存款增长边际改善，核心存款增长压力犹存	7
四、19Q2 行业息差下行放缓，板块之间的差距收窄	9
五、行业不良净生成率中枢上行，国有大行板块表现相对较好，中小银行信用成本高于行业	12
六、成本收入比同比下行，部分股份行和城商行亟待补充核心一级资本	16
七、业绩展望：预计下半年行业利润增速将逐步放缓	18
八、投资建议与风险提示	18

图表索引

图 1: 28 家 A 股上市银行营业收入、PPOP 和归母净利润同比增速	5
图 2: 28 家 A 股上市银行各类业务收入同比增速	5
图 3: 19H1 减值损失同比增速环比下行	6
图 4: 19H1 归母净利润同比增速环比平稳上行	6
图 5: 贷款总额同比增速回落, 占生息资产比重继续提高	6
图 6: 存款同比增速提高, 占计息负债比重环比略有回落	8
图 7: 各个子板块存款同比增速	8
图 8: 据我们计算, 28 家 A 股上市银行 19H1 核销转出率达 70%, 接近 18A 全年核销转出率	14
图 9: 据我们计算, 28 家 A 股上市银行 19H1 不良净生成率为 1.17%, 较去年同期上行 16bps, 环比上行 19bps	14
图 10: 据我们计算, 28 家 A 股上市银行 19H1 信用成本为 1.30%, 较去年同期上行 15bps, 环比下降 19bps	16
图 11: 各子板块拨备覆盖率	16
图 12: 各子板块拨贷比	16
图 13: 各个子板块核心一级资本充足率	17
图 14: A 股上市银行 2019H1 核心一级资本充足率	17
表 1: A 股上市银行生息资产结构变化	7
表 2: A 股上市银行贷款结构变化	7
表 3: A 股上市银行计息负债结构变化	9
表 4: A 股上市银行 19H1 存款增量来源	9
表 5: A 股上市银行净息差 (测算值)	10
表 6: A 股上市银行生息资产收益率、计息负债成本率测算值对比	11
表 7: A 股上市银行贷款收益率、存款成本率、同业负债成本率披露值对比	12
表 8: 国有大行、股份行、城商行、农商行和上市银行不良贷款率对比	13
表 9: 国有大行、股份行、城商行、农商行和上市银行不良贷款余额对比 (单位: 亿元)	13
表 10: A 股上市银行不良净生成率 (测算值) 对比	15
表 11: 国有大行、股份行、城商行、农商行和上市银行关注类贷款占比和逾期贷款占比对比	15
表 12: 国有大行、股份行、城商行、农商行和上市银行成本收入比对比	17

一、基数抬高营收增速回落，利润增长平稳上行

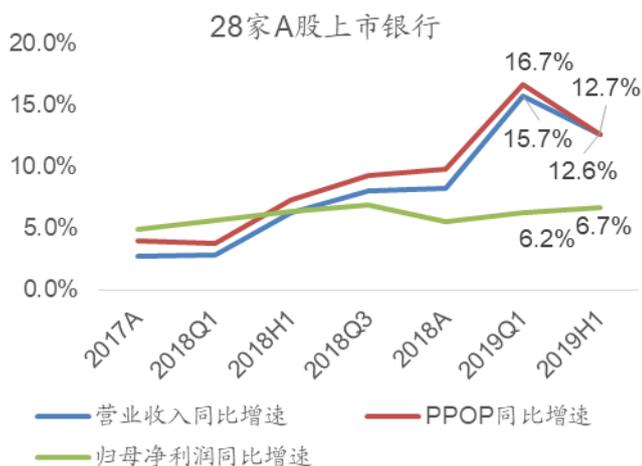
28家A股上市银行19H1营收同比增长12.6%，增幅较19Q1下降3.1pcts；拨备前利润总额同比增长12.7%，增幅较19Q1下降4.0pcts；归母净利润同比增长6.7%，增幅较19Q1提高0.5pcts。基数抬高是19H1行业营收环比回落的主要原因，进而带动PPOP增速下行；新旧会计准则切换完成，同时不良贷款认定趋严导致的存量信用风险加速暴露阶段已过，二季度减值计提压力减轻，归母净利润增速环比继续上行。

营收主要驱动因素变化如下：（1）生息资产规模增长提速且贷款保持较快增长，净利息收入总体相对稳定；（2）手续费及佣金净收入增速环比下行，预计主要是受理财业务影响，资管新规下多数上市银行理财规模和收益均受到约束；（3）部分金融资产占比高的城商行，在新会计准则实施后公允价值变动损益、投资收益等其他非息收入对营收的贡献明显提升，同时也加大了营收的波动性。

从板块内部来看：国有大行、股份行、城商行和农商行四个子板块19H1营收增速、PPOP增速环比均下滑，归母净利润增速延续上行，趋势均与行业保持一致，结束了19Q1的背离局面。不过，在变化幅度上分化加大，农商行、股份行营收增长下行较快，国有大行、城商行利润环比增幅高于行业。

（注：统计口径为2019年之前上市的28家A股上市银行，包括5家国有大行、8家股份行、10家城商行和5家农商行，下同。）

图 1：28家A股上市银行营业收入、PPOP和归母净利润同比增速



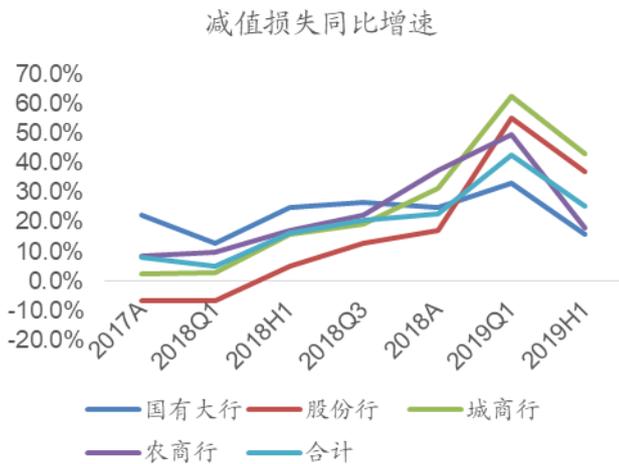
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：28家A股上市银行各类业务收入同比增速



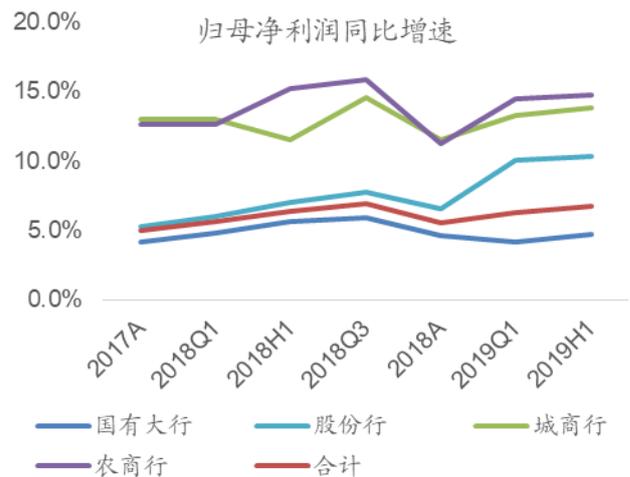
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3: 19H1减值损失同比增速环比下行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 19H1归母净利润同比增速环比平稳上行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、贷款增速回落节奏前移，票据和零售占比提升

贷款增速高位回落，节奏上较去年前移。19年6月末，28家A股上市银行贷款总额同比增长11.0%，增幅较19Q1下降0.6pcts。与去年同期相比，贷款增速中枢抬高，但在投放节奏上，增速回落的时点较去年前移，预计与去年年底至今年一季度的一系列托底政策有关。

生息资产中贷款占比继续提升。从28家A股上市银行生息资产结构来看，19H1贷款总额占比环比延续了19Q1的上升态势。贷款结构方面，实体信贷需求走弱叠加银行体系风险偏好不高，二季度票据占比提高较多，其次是零售贷款，一般对公贷款占比略有下降；同业资产和投资类资产占比下降；现金及存放央行占比环比回升。

图 5: 贷款总额同比增速回落，占生息资产比重继续提高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

板块内部来看：（1）除了股份行19H1贷款占比环比微降，其他子板块均继续加大了贷款配置；（2）贷款结构上四个子板块零售和票据贴现占比均在上升，其中国有大行上半年零售增量的79.6%投向了按揭，股份行上半年按揭、信用卡增量占比分别为48.0%、30.7%；（3）19H1国有大行、农商行同业融出资金占比环比下降，股份行和城商行同业资产恢复正增长；（4）除了国有大行之外，其他子板块19H1均降低了投资类资产配置力度；（5）四个子板块现金及存放央行占比环比均上升。

表 1: A股上市银行生息资产结构变化

	贷款总额占比				同业资产占比			
	18A	19Q1	19H1	环比增幅	18A	19Q1	19H1	环比增幅
国有大行	56.1%	56.2%	56.5%	0.2%	5.8%	6.7%	6.0%	-0.7%
股份行	55.8%	56.7%	56.5%	-0.1%	5.2%	4.8%	5.3%	0.5%
城商行	42.8%	43.6%	44.2%	0.6%	4.9%	5.2%	5.2%	0.0%
农商行	53.1%	52.7%	54.4%	1.6%	4.4%	4.8%	4.1%	-0.6%
上市银行合计	55.0%	55.4%	55.5%	0.2%	5.6%	6.1%	5.7%	-0.3%
	投资类资产占比				现金及存放央行占比			
	18A	19Q1	19H1	环比增幅	18A	19Q1	19H1	环比增幅
国有大行	26.4%	26.6%	26.6%	0.0%	11.7%	10.5%	11.0%	0.5%
股份行	31.3%	32.0%	31.4%	-0.6%	7.7%	6.5%	6.8%	0.3%
城商行	43.9%	44.0%	43.1%	-0.9%	8.3%	7.2%	7.5%	0.3%
农商行	32.4%	33.4%	32.1%	-1.3%	10.2%	9.1%	9.4%	0.4%
上市银行合计	29.0%	29.3%	29.1%	-0.2%	10.4%	9.2%	9.6%	0.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: A股上市银行贷款结构变化

项目	一般对公贷款/贷款总额			零售贷款/贷款总额			票据贴现/贷款总额		
	19Q1	19H1	环比增幅	19Q1	19H1	环比增幅	19Q1	19H1	环比增幅
国有大行	56.4%	56.3%	-0.1%	38.4%	38.5%	0.1%	2.4%	2.7%	0.3%
股份行	52.3%	50.9%	-1.3%	43.3%	43.9%	0.6%	4.4%	5.1%	0.7%
城商行	65.3%	64.3%	-1.1%	30.3%	30.7%	0.4%	4.4%	5.1%	0.7%
农商行	64.0%	62.7%	-1.3%	26.8%	27.6%	0.8%	9.3%	9.7%	0.5%
上市银行合计	55.9%	55.3%	-0.5%	39.2%	39.5%	0.2%	3.1%	3.5%	0.4%

注: 表中未包含部分国有大行单独列示的海外和子公司贷款

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、行业存款增长边际改善，核心存款增长压力犹存

存款增速超季节性改善，增量以定期存款为主。28家A股上市银行19H1存款同比增长6.0%，增速较19Q1提高0.3pcts。一般来说一季度是银行存款增长最快的季度，19Q1存款增长已经表现出一定的超季节性增长，二季度存款增长继续提速，主要是股份行存款增长较快，其余三个子板块存款增速均季节性回落。19H1股份行在

存款增长改善的同时，压缩了其他各类计息负债占比。除国有大行外，中小银行均压缩了同业融入资金占比。

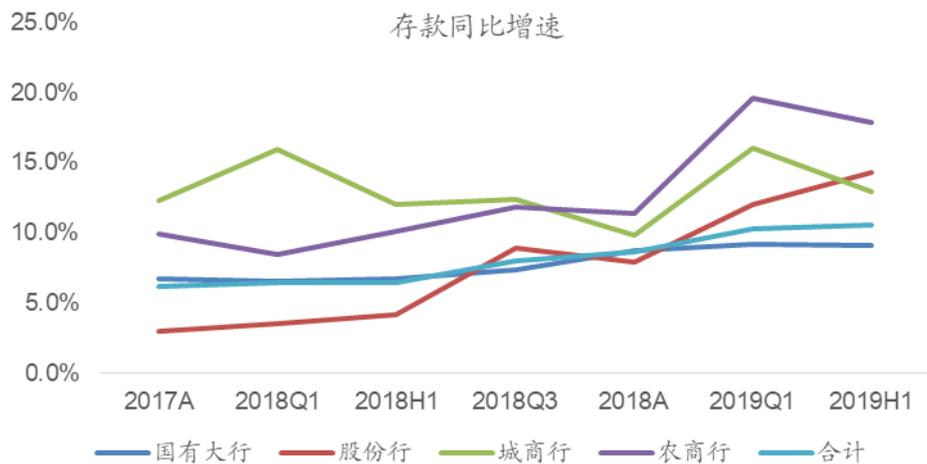
子板块上半年存款来源分化：（1）从客户角度来看，国有大行和农商行零售存款贡献高，股份行和城商行则是对公存款；（2）从期限上来看，28家A股上市银行19H1存款增量中66.2%来自定期存款，四个子板块定期存款增量占比均在60%以上，不过股份行和城商行对公定期增量占比更高。

图 6：存款同比增速提高，占计息负债比重环比略有回落



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：各个子板块存款同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3: A股上市银行计息负债结构变化

	存款总额占比				同业负债(含NCD)占比			
	18A	19Q1	19H1	环比增幅	18A	19Q1	19H1	环比增幅
国有大行	83.1%	84.6%	83.8%	-0.8%	11.5%	10.6%	11.1%	0.5%
股份行	63.1%	65.2%	66.1%	0.9%	27.6%	26.2%	25.8%	-0.4%
城商行	63.3%	66.0%	65.5%	-0.5%	29.6%	27.7%	27.1%	-0.6%
农商行	80.2%	83.0%	83.0%	0.1%	15.9%	13.5%	12.9%	-0.6%
上市银行合计	76.2%	78.0%	77.6%	-0.4%	17.2%	16.1%	16.3%	0.2%
	应付债券(剔除NCD)占比				向央行借款占比			
	18A	19Q1	19H1	环比增幅	18A	19Q1	19H1	环比增幅
国有大行	2.7%	2.6%	2.8%	0.1%	2.8%	2.2%	2.3%	0.2%
股份行	3.8%	4.0%	3.8%	-0.1%	5.4%	4.6%	4.3%	-0.3%
城商行	3.2%	3.2%	3.3%	0.1%	3.9%	3.2%	4.1%	1.0%
农商行	2.3%	1.9%	2.1%	0.2%	1.6%	1.6%	1.9%	0.3%
上市银行合计	3.0%	3.0%	3.1%	0.1%	3.6%	2.9%	3.0%	0.1%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: A股上市银行19H1存款增量来源

19H1 存款增量结构	对公存款增量占比	零售存款增量占比	定期存款增量占比	对公定期存款增量占比	零售定期存款增量占比
国有大行	41.7%	56.5%	66.6%	27.1%	39.5%
股份行	58.6%	29.4%	62.7%	38.8%	23.9%
城商行	56.9%	38.0%	77.6%	44.5%	33.1%
农商行	19.0%	61.4%	73.5%	14.2%	59.4%
A股上市银行合计	48.2%	46.4%	66.2%	32.1%	34.1%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、19Q2 行业息差下行放缓, 板块之间的差距收窄

行业息差下行放缓, 股份行和城商行息差环比仍在提升, 国有大行和农商行环比微降。据我们测算28家A股上市银行19H1净息差、生息资产收益率、计息负债成本率均持平于19Q1, 环比下行趋势放缓。预计主要原因是: (1) 资产端, 贷款占生息资产的比重持续提升, 推动资产端收益率下行放缓; (2) 负债端, 上半年货币市场资金价格总体维持低位, 同业融入资金重定价带动成本率下行较多, 抵消了存款定期化趋势加重带来的负面影响。

板块内部看, 19H1国有大行、股份行、城商行和农商行板块净息差环比分别变化了-1bps、+2bps、+1bps和-2bps。从资产端来看: 仅股份行生息资产收益率环比微降, 预计是由于信用卡业务风险上行的影响, 适度控制了高收益的信用卡贷款增长, 加大了按揭贷款配置; 国有大行、城商行环比持平。从负债端来看: 存款成本率均上行, 股份行和城商行同业融入资金占比相对较高, 带动负债成本环比下行。

趋势上看: 资产端, 预计贷款利率上行态势边际趋缓, 资产端收益率或将小幅

下行；负债端，货币市场利率下行空间有限，存款增长预计主要还是依赖定期存款，存款成本率仍面临上行压力。综合资产负债两端的情况来看，预计下半年息差将继续回落。

表 5：A股上市银行净息差（测算值）

净息差（测算值）	18Q1	18H1	18Q3	18A	19Q1	19H1	环比变化
工商银行	2.14%	2.13%	2.13%	2.17%	2.12%	2.11%	-0.01%
建设银行	2.16%	2.16%	2.17%	2.16%	2.13%	2.11%	-0.01%
中国银行	1.75%	1.84%	1.81%	1.82%	1.72%	1.72%	0.00%
农业银行	2.22%	2.19%	2.18%	2.19%	2.06%	2.05%	-0.02%
招商银行	2.44%	2.42%	2.48%	2.48%	2.58%	2.52%	-0.05%
中信银行	1.75%	1.77%	1.80%	1.81%	1.84%	1.85%	0.01%
民生银行	1.11%	1.18%	1.26%	1.34%	1.50%	1.54%	0.03%
兴业银行	1.41%	1.45%	1.49%	1.50%	1.51%	1.50%	-0.02%
浦发银行	1.73%	1.72%	1.81%	1.84%	2.01%	2.03%	0.03%
华夏银行	1.89%	1.89%	1.94%	1.99%	1.92%	2.06%	0.15%
平安银行	2.42%	2.40%	2.33%	2.35%	2.46%	2.57%	0.10%
光大银行	1.60%	1.35%	1.43%	1.48%	2.24%	2.25%	0.00%
北京银行	1.76%	1.79%	1.82%	1.87%	1.79%	1.84%	0.05%
上海银行	1.31%	1.38%	1.48%	1.57%	1.34%	1.37%	0.03%
江苏银行	1.51%	1.44%	1.39%	1.41%	1.09%	1.15%	0.06%
南京银行	1.89%	1.85%	1.82%	1.84%	1.79%	1.74%	-0.05%
宁波银行	1.56%	1.68%	1.80%	1.85%	1.67%	1.69%	0.02%
杭州银行	1.68%	1.65%	1.68%	1.60%	1.60%	1.55%	-0.05%
贵阳银行	2.68%	2.37%	2.33%	2.39%	2.35%	2.22%	-0.13%
成都银行	1.86%	1.93%	2.02%	2.10%	1.96%	1.90%	-0.06%
郑州银行	1.54%	1.33%	1.43%	1.52%	1.65%	1.72%	0.07%
长沙银行	2.36%	2.28%	2.30%	2.32%	2.07%	2.10%	0.03%
常熟银行	3.07%	3.06%	3.21%	3.28%	3.17%	3.16%	-0.02%
无锡银行	2.06%	2.13%	2.12%	2.07%	1.81%	1.81%	0.01%
江阴银行	1.81%	1.87%	2.03%	2.09%	2.06%	2.03%	-0.03%
张家港行	2.36%	2.52%	2.49%	2.54%	2.68%	2.83%	0.15%
苏农银行	2.71%	2.62%	2.60%	2.58%	2.70%	2.47%	-0.23%
国有大行	2.01%	2.02%	2.02%	2.04%	1.97%	1.96%	-0.01%
股份行	1.76%	1.75%	1.80%	1.83%	1.98%	2.00%	0.02%
城商行	1.69%	1.68%	1.71%	1.75%	1.61%	1.63%	0.01%
农商行	2.42%	2.47%	2.52%	2.54%	2.50%	2.48%	-0.02%
上市银行合计	1.92%	1.93%	1.94%	1.96%	1.95%	1.95%	0.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 6: A股上市银行生息资产收益率、计息负债成本率测算值对比

	生息资产收益率 (测算值)				计息负债成本率 (测算值)			
	18A	19Q1	19H1	环比变化	18A	19Q1	19H1	环比变化
工商银行	3.60%	3.57%	3.59%	0.02%	1.60%	1.62%	1.65%	0.03%
建设银行	3.61%	3.66%	3.64%	-0.01%	1.64%	1.75%	1.75%	-0.01%
中国银行	3.48%	3.48%	3.46%	-0.02%	1.82%	1.93%	1.90%	-0.03%
农业银行	3.60%	3.61%	3.63%	0.02%	1.57%	1.72%	1.76%	0.04%
招商银行	4.18%	4.26%	4.17%	-0.08%	1.90%	1.88%	1.84%	-0.04%
中信银行	4.03%	4.09%	4.10%	0.01%	2.43%	2.45%	2.44%	0.00%
民生银行	4.13%	4.18%	4.15%	-0.02%	3.00%	2.87%	2.82%	-0.05%
兴业银行	4.25%	4.00%	3.96%	-0.04%	2.93%	2.67%	2.65%	-0.02%
浦发银行	4.41%	4.45%	4.44%	-0.01%	2.78%	2.65%	2.61%	-0.04%
华夏银行	4.49%	4.11%	4.24%	0.13%	2.75%	2.43%	2.42%	-0.01%
平安银行	5.11%	5.06%	5.12%	0.07%	2.92%	2.78%	2.74%	-0.04%
光大银行	4.09%	4.72%	4.71%	-0.02%	2.81%	2.66%	2.63%	-0.03%
北京银行	4.36%	4.16%	4.19%	0.02%	2.76%	2.62%	2.59%	-0.03%
上海银行	3.98%	3.64%	3.62%	-0.01%	2.65%	2.52%	2.47%	-0.05%
江苏银行	4.52%	4.01%	4.05%	0.03%	3.34%	3.12%	3.09%	-0.03%
南京银行	4.56%	4.42%	4.35%	-0.07%	2.95%	2.86%	2.83%	-0.03%
宁波银行	4.14%	3.90%	3.88%	-0.03%	2.53%	2.47%	2.42%	-0.05%
杭州银行	4.18%	4.04%	4.01%	-0.03%	2.85%	2.66%	2.68%	0.01%
贵阳银行	5.02%	4.82%	4.79%	-0.03%	2.73%	2.57%	2.69%	0.12%
成都银行	4.05%	3.85%	3.78%	-0.07%	2.10%	2.04%	2.03%	-0.01%
郑州银行	4.35%	4.43%	4.50%	0.08%	3.01%	2.95%	2.96%	0.01%
长沙银行	4.50%	4.26%	4.34%	0.09%	2.34%	2.35%	2.48%	0.12%
常熟银行	5.54%	5.37%	5.29%	-0.08%	2.52%	2.46%	2.39%	-0.07%
无锡银行	4.21%	4.03%	4.14%	0.11%	2.37%	2.43%	2.54%	0.11%
江阴银行	4.19%	4.01%	4.04%	0.04%	2.37%	2.18%	2.26%	0.07%
张家港行	4.41%	4.69%	4.93%	0.25%	2.07%	2.21%	2.32%	0.10%
苏农银行	4.39%	4.34%	4.19%	-0.15%	1.98%	1.81%	1.89%	0.08%
国有大行	3.60%	3.60%	3.60%	0.00%	1.75%	1.83%	1.84%	0.01%
股份行	4.28%	4.31%	4.30%	-0.01%	2.66%	2.53%	2.50%	-0.03%
城商行	4.33%	4.07%	4.07%	0.00%	2.81%	2.68%	2.66%	-0.02%
农商行	4.60%	4.53%	4.56%	0.03%	2.29%	2.25%	2.30%	0.05%
上市银行合计	3.84%	3.83%	3.83%	0.00%	2.08%	2.08%	2.08%	0.00%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7: A股上市银行贷款收益率、存款成本率、同业负债成本率披露值对比

	贷款收益率 (披露值)			存款成本率 (披露值)			同业负债成本率 (披露值)		
	18A	19H1	环比	18A	19H1	环比	18A	19H1	环比
工商银行	4.38%	4.50%	0.12%	1.45%	1.57%	0.12%	2.44%	2.48%	0.04%
建设银行	4.34%	4.49%	0.15%	1.39%	1.55%	0.16%	2.73%	2.51%	-0.21%
中国银行	4.22%	4.31%	0.09%	1.63%	1.81%	0.18%	2.51%	2.33%	-0.18%
农业银行	4.40%	4.42%	0.02%	1.39%	1.60%	0.21%	2.79%	2.65%	-0.14%
招商银行	5.13%	5.31%	0.18%	1.45%	1.53%	0.08%	2.67%	2.34%	-0.33%
中信银行	4.86%	4.86%	0.00%	1.88%	2.06%	0.18%	3.49%	2.81%	-0.68%
民生银行	5.18%	5.31%	0.13%	2.17%	2.40%	0.23%	3.65%	2.85%	-0.80%
兴业银行	4.69%	4.74%	0.05%	2.19%	2.37%	0.18%	3.66%	2.85%	-0.81%
浦发银行	5.34%	5.42%	0.08%	1.93%	2.10%	0.17%	3.79%	2.92%	-0.87%
华夏银行	5.04%	4.74%	-0.30%	1.70%	1.79%	0.09%	3.70%	2.82%	-0.88%
平安银行	6.45%	6.67%	0.22%	2.42%	2.49%	0.07%	3.32%	2.75%	-0.57%
光大银行	4.69%	5.68%	0.99%	2.15%	2.27%	0.12%	3.57%	3.07%	-0.50%
北京银行	4.66%	4.81%	0.15%	1.76%	1.90%	0.14%	3.83%	3.17%	-0.66%
上海银行	5.28%	5.40%	0.12%	2.01%	2.16%	0.15%	3.17%	2.83%	-0.35%
江苏银行	5.08%	5.32%	0.24%	2.47%	2.57%	0.10%	4.12%	3.20%	-0.92%
南京银行	5.55%	5.81%	0.26%	2.38%	2.50%	0.12%	2.95%	2.58%	-0.37%
宁波银行	5.78%	5.96%	0.18%	1.80%	1.82%	0.02%	2.93%	2.60%	-0.33%
杭州银行	5.13%	5.48%	0.35%	2.11%	2.36%	0.25%	3.34%	2.57%	-0.77%
贵阳银行	6.09%	5.80%	-0.29%	1.74%	2.15%	0.41%	4.17%	3.42%	-0.75%
成都银行	4.99%	5.06%	0.07%	1.52%	1.66%	0.14%	3.14%	2.44%	-0.70%
郑州银行	5.78%	5.70%	-0.08%	2.36%	2.65%	0.29%	4.28%	3.44%	-0.84%
长沙银行	5.74%	5.94%	0.19%	1.68%	1.95%	0.27%	3.38%	3.16%	-0.22%
常熟银行	6.76%	6.67%	-0.09%	2.00%	2.20%	0.20%	2.78%	2.25%	-0.53%
无锡银行	5.12%	5.12%	0.00%	2.24%	2.35%	0.11%	2.81%	2.78%	-0.03%
江阴银行	5.66%	5.50%	-0.16%	2.02%	2.04%	0.02%	3.54%	3.10%	-0.44%
张家港行	5.93%	6.18%	0.25%	1.90%	2.09%	0.19%	3.12%	2.94%	-0.18%
苏农银行	5.63%	5.60%	-0.03%	1.60%	1.76%	0.16%	2.57%	2.83%	0.26%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、行业不良净生成率中枢上行，国有大行板块表现相对较好，中小银行信用成本高于行业

19H1上市银行不良贷款余额、不良贷款率环比双降，预计是受不良处置力度加大和贷款投放较快的影响。板块内部出现分化，国有大行、城商行、农商行不良贷款余额和不良贷款率环比双降，核销转出力度加大的情况下股份行不良贷款余额仍在上升。28家A股上市银行19H1末不良贷款余额合计13693亿元，环比减少15亿元；不良贷款率为1.49%，同比下降8bps、环比下降4bps。国有大行、股份行、城商行和农商行四个子板块不良贷款率分别为1.44%、1.62%、1.30%和1.29%，环比分别-4bps、-4bps、-7bps和-7bps。

据我们测算，若加回核销和转出，上市银行19H1年化不良净生成率为1.17%，较去年同期上行16bps，环比上行19bps。国有大行、股份行、城商行和农商行四个子板块年化不良净生成率分别为0.98%、1.68%、0.94%和1.11%，同比分别波动+20bps、+9bps、+2bps和+4bps，环比分别波动+28bps、+15bps、-67bps和+44bps。

前瞻性指标方面，国有大行、农商行的关注类贷款余额及占比、逾期贷款余额及占比均较去年末下降，仅城商行板块各项指标均在上升。从绝对值来看，股份行逾期贷款占比最高，19H1末达到2.28%，其次是城商行为1.81%；国有大行关注类贷款占比最高，19H1达到2.64%，其次是股份行为2.42%。

信用成本方面（减值损失/贷款平均余额），国有大行远低于行业。据我们测算，19H1上市银行年化信用成本为1.30%，较去年同期上行15bps，环比下降19bps。国有大行、股份行、城商行和农商行四个子板块年化信用成本分别为1.01%、1.90%、1.70%和1.75%，同比分别波动+6bps、+33bps、+26bps和+1bps，环比分别波动-22bps、-10bps、-27bps和-3bps。从拨备覆盖率和拨贷比指标来看，股份行风险抵补能力最弱。

行业整体不良净生成率、信用成本中枢仍在上升预计主要受两方面因素影响。一方面是监管引导下部分银行将逾期90天以内的贷款也纳入了不良，不良分类更加严格，处置力度也在加大；另一方面是经济增长面临下行压力，信用风险仍在不断释放。接下来，经济增长形势难言乐观，在存量对公不良贷款风险仍将继续释放、信用卡业务风险上升、银保监会可能执行更严格的资产分类新规等影响下，预计不良暴露中枢易上难下。

表 8：国有大行、股份行、城商行、农商行和上市银行不良贷款率对比

不良贷款率	18H1	18Q3	18A	19Q1	19H1	环比变化
国有大行	1.52%	1.51%	1.50%	1.48%	1.44%	-0.04%
股份行	1.70%	1.69%	1.68%	1.66%	1.62%	-0.04%
城商行	1.34%	1.28%	1.43%	1.37%	1.30%	-0.07%
农商行	1.51%	1.50%	1.39%	1.36%	1.29%	-0.07%
上市银行合计	1.56%	1.54%	1.55%	1.52%	1.48%	-0.04%

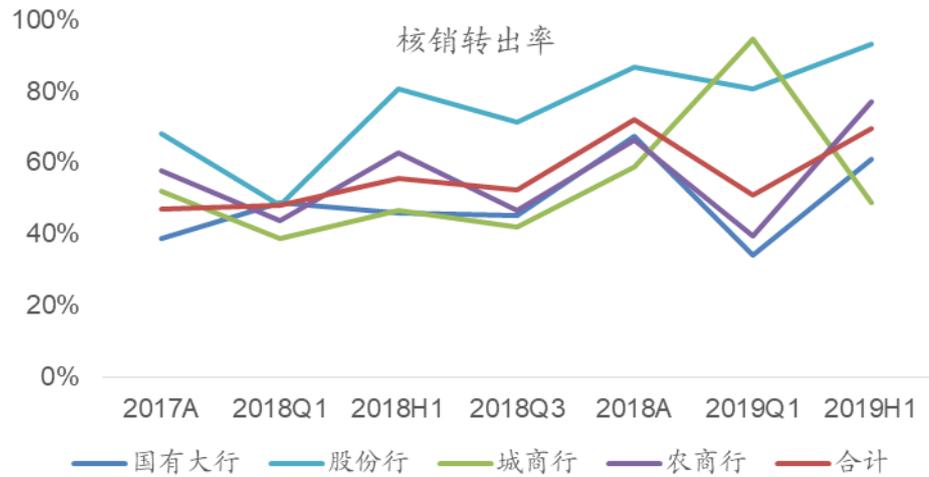
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 9：国有大行、股份行、城商行、农商行和上市银行不良贷款余额对比（单位：亿元）

不良贷款余额	18H1	18Q3	18A	19Q1	19H1	环比变化
国有大行	8,494	8,632	8,654	8,882	8,849	-33
股份行	3,725	3,843	3,889	3,988	4,019	31
城商行	611	620	711	722	710	-12
农商行	49	51	49	50	49	-0
上市银行合计	12,915	13,169	13,339	13,642	13,627	-15

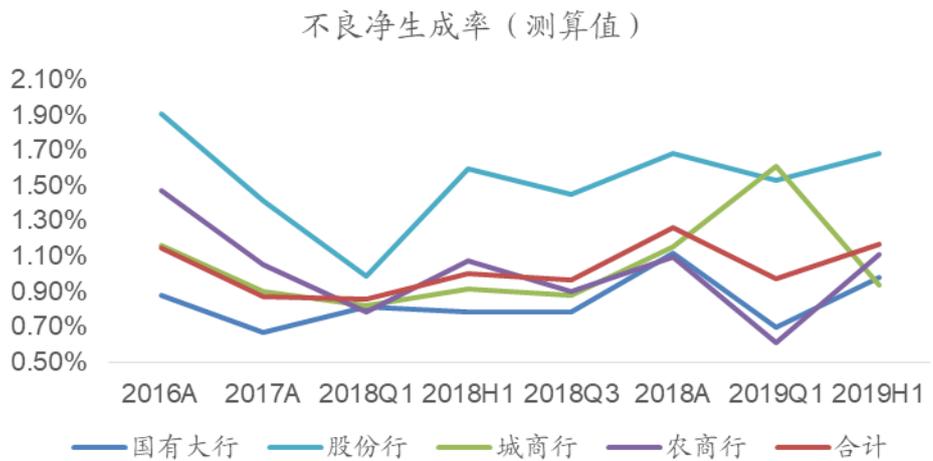
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 8: 据我们计算, 28家A股上市银行19H1核销转出率达70%, 接近18A全年核销转出率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 据我们计算, 28家A股上市银行19H1不良净生成率为1.17%, 较去年同期上行16bps, 环比上行19bps



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 10: A股上市银行不良净生成率(测算值)对比

不良净生成率(测算值)	18H1	18Q3	18A	19Q1	19H1	同比变化	环比变化
工商银行	0.86%	0.93%	0.86%	0.78%	0.64%	-0.22%	-0.14%
建设银行	0.48%	0.61%	1.26%	0.83%	1.41%	0.93%	0.58%
中国银行	0.94%	0.76%	0.92%	0.60%	0.67%	-0.27%	0.07%
农业银行	0.59%	0.61%	1.39%	0.53%	1.30%	0.71%	0.77%
招商银行	0.48%	0.44%	0.63%	0.89%	0.80%	0.32%	-0.09%
中信银行	2.37%	1.97%	1.79%	1.26%	1.65%	-0.71%	0.39%
民生银行	1.75%	1.67%	2.30%	1.54%	1.63%	-0.12%	0.09%
兴业银行	1.06%	1.24%	1.46%	1.09%	1.61%	0.55%	0.51%
浦发银行	2.09%	1.90%	1.91%	1.64%	2.01%	-0.08%	0.37%
华夏银行	0.88%	1.02%	1.21%	4.00%	3.19%	2.31%	-0.81%
平安银行	2.65%	2.05%	3.07%	1.44%	2.14%	-0.51%	0.70%
光大银行	1.61%	1.43%	1.59%	1.77%	1.44%	-0.17%	-0.32%
北京银行	0.85%	0.77%	1.51%	2.17%	0.92%	0.07%	-1.24%
上海银行	0.58%	0.60%	0.95%	1.85%	1.27%	0.69%	-0.58%
江苏银行	0.88%	0.96%	0.79%	1.18%	0.62%	-0.26%	-0.56%
南京银行	0.87%	0.73%	1.02%	3.03%	1.22%	0.34%	-1.81%
宁波银行	0.29%	0.31%	0.48%	0.28%	0.48%	0.19%	0.20%
杭州银行	1.10%	1.19%	1.09%	0.54%	0.87%	-0.23%	0.33%
贵阳银行	2.84%	2.05%	1.95%	1.66%	1.59%	-1.25%	-0.08%
成都银行	0.75%	1.27%	1.30%	0.99%	0.93%	0.18%	-0.05%
郑州银行	3.19%	2.28%	2.95%	0.81%	0.73%	-2.46%	-0.07%
长沙银行	0.89%	1.03%	1.00%	1.52%	1.04%	0.15%	-0.48%
常熟银行	0.77%	0.65%	0.73%	0.03%	0.99%	0.22%	0.96%
无锡银行	0.98%	0.59%	0.60%	0.42%	0.08%	-0.91%	-0.34%
江阴银行	1.51%	0.98%	1.72%	0.42%	1.72%	0.21%	1.30%
张家港行	1.03%	0.93%	1.08%	1.41%	1.78%	0.75%	0.37%
苏农银行	1.21%	1.57%	1.62%	1.49%	1.26%	0.05%	-0.22%
国有大行	0.78%	0.79%	1.11%	0.70%	0.98%	0.20%	0.28%
股份行	1.60%	1.45%	1.68%	1.53%	1.68%	0.09%	0.15%
城商行	0.92%	0.88%	1.15%	1.61%	0.94%	0.02%	-0.67%
农商行	1.07%	0.90%	1.09%	0.67%	1.11%	0.04%	0.44%
A股上市银行合计	1.00%	0.96%	1.26%	0.98%	1.17%	0.16%	0.19%

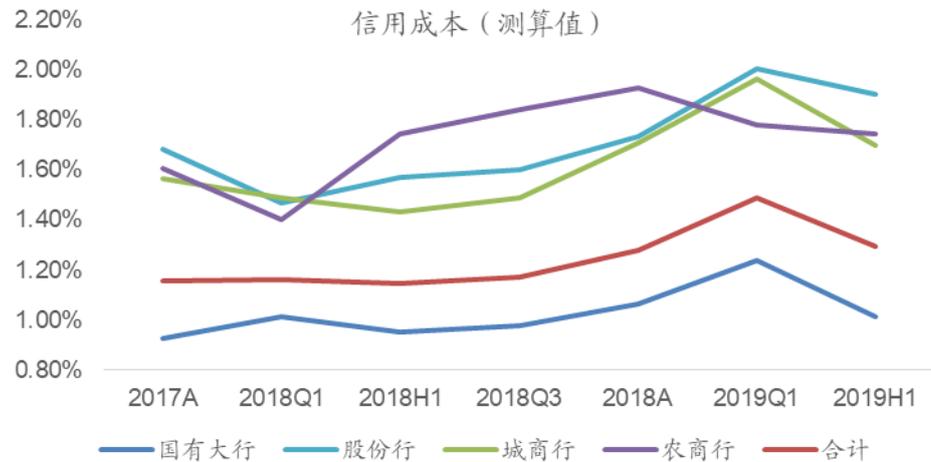
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 11: 国有大行、股份行、城商行、农商行和上市银行关注类贷款占比和逾期贷款占比对比

	关注类贷款占比			逾期贷款占比		
	18A	19H1	较18A变化	18A	19H1	较18A变化
国有大行	2.81%	2.64%	-0.17%	1.66%	1.54%	-0.11%
股份行	2.58%	2.42%	-0.16%	2.36%	2.28%	-0.09%
城商行	1.59%	1.61%	0.02%	1.75%	1.81%	0.06%
农商行	2.68%	2.18%	-0.51%	1.49%	1.32%	-0.17%
上市银行合计	2.68%	2.52%	-0.16%	1.85%	1.75%	-0.10%

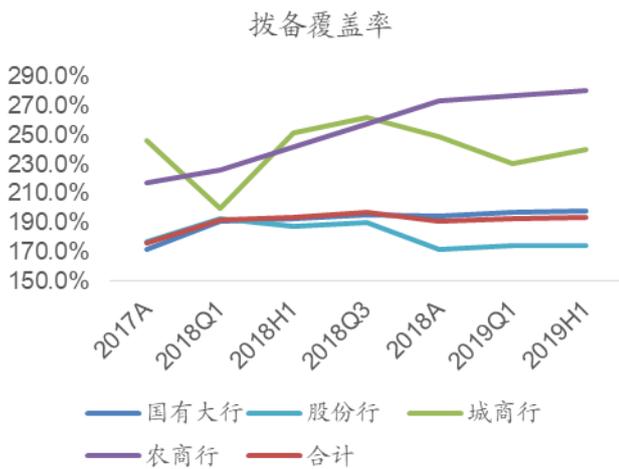
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 据我们计算, 28家A股上市银行19H1信用成本为1.30%, 较去年同期上行15bps, 环比下降19bps



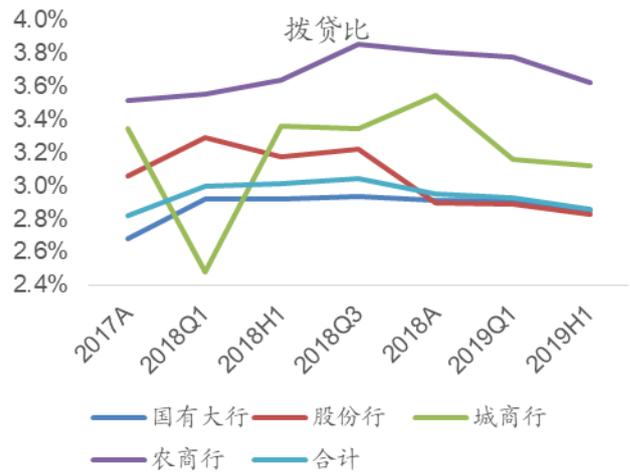
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 各子板块拨备覆盖率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 各子板块拨贷比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、成本收入比同比下行, 部分股份行和城商行亟待补充核心一级资本

19H1营收同比增速虽然环比回落, 但增长仍较快, 28家A股上市银行整体成本收入比同比下降1.1pcts至23.3%, 环比来看, 季节性上行。从板块内部来看, 国有大行、股份行、城商行和农商行同比均下行。国有大行成本收入比绝对水平最低; 受益于营收改善幅度较大, 股份行和城商行成本收入比同比降幅位居前列。

信贷投放力度较大, 部分银行亟待补充核心一级资本。28家A股上市银行19H1核心一级资本充足率较19Q1下降0.2pcts至11.1%。股份行和城商行核心一级资本充

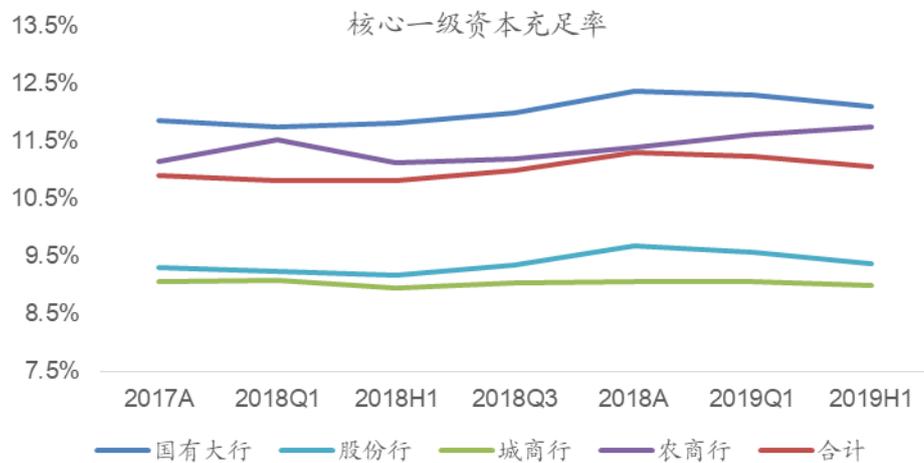
足率在9.0%左右，部分个股低于9.0%，安全边际偏低。

表 12: 国有大行、股份行、城商行、农商行和上市银行成本收入比对比

成本收入比	18H1	19Q1	19H1	同比变化	环比变化
国有大行	23.3%	21.1%	22.5%	-0.9%	1.4%
股份行	26.6%	24.1%	24.8%	-1.8%	0.7%
城商行	25.5%	23.3%	23.7%	-1.8%	0.4%
农商行	33.1%	33.9%	32.9%	-0.2%	-1.1%
上市银行合计	24.4%	22.1%	23.3%	-1.1%	1.1%

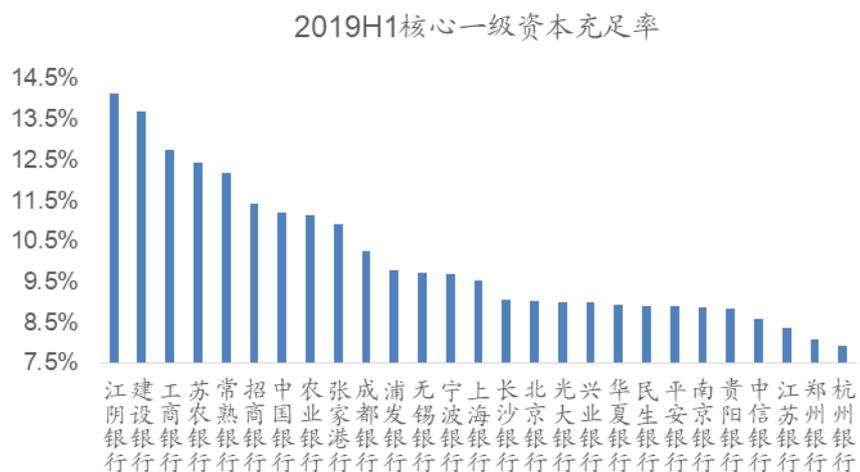
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 13: 各个子板块核心一级资本充足率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: A股上市银行2019H1核心一级资本充足率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

七、业绩展望：预计下半年行业利润增速将逐步放缓

趋势上来看，规模增速同比有望继续回升，但预计资源配置依然偏向低风险资产，资产端收益率或将小幅下行，负债端货币市场利率下行空间有限，存款成本率仍面临定期化趋势带来的上行压力，下半年息差或继续回落。资产质量方面，经济增长仍面临下行压力，存量对公不良贷款风险将继续释放，零售端信用卡风险已出现上升苗头，银保监会可能执行更严格的资产分类新规，行业信用风险存在加速上行的可能，预计将制约利润的释放。

八、投资建议与风险提示

投资建议：息差继续收窄的趋势较为确定，叠加资管转型阶段中收仍然承压，预计随着基数抬高，下半年营收增速将加速回落，行业不良暴露和信用成本中枢短期内难见下行，预计盈利增速放缓在下半年将逐步体现。我们预计板块将继续调整，年内绝对收益空间较小。个股方面建议关注估值低位、经营稳健、风控经过周期检验的国有大行。

风险提示：1.经济增速下行超预期，导致银行资产质量大幅恶化。2.严监管执行力度超预期，导致存量信用风险加速释放。3.信用卡业务风险上升超预期。4.中美贸易格局变化超预期。

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。
- 万思华：高级分析师，厦门大学会计硕士，2017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。
- 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 个月内与工商银行(01398)公司有投资银行业务关系。
- (4) 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。