

银行 3Q2019 报告综述：质、速均佳，息差反弹



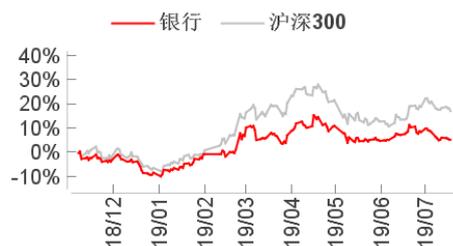
核心观点

- **负债：3Q19 上市银行负债扩张速度仍较快，虽较上半年小幅放缓，但仍显著高于去年同期。同业负债降幅趋缓，且受益于货币市场宽松带来的利率下行是本期息差反弹的辅助力量。**计息负债结构中同业负债占比降幅趋缓，其中股份行、农商行同业负债占比小幅提升；存款占比基本稳定，其中农商行存款占比小幅上升；应付债券占比小幅上升。三季度，同业负债收缩的趋势放缓，主要是由于下半年货币政策宽松，同业负债成本降低。由于存款成本较刚性、定期化趋势明显，理财产品受限，揽存难度增加，表现为本期存款在计息负债中的占比未再显著提升，而代之以同业负债和应付债券。
- **资产：3Q19 上市银行资产扩张仍较快，虽较上半年略有放缓，但显著高于去年同期，其中贷款扩张速度进一步加快。贷款收益率一般高于其他生息资产，本期贷款占比的持续提升，成为息差反弹的主要力量。**生息资产结构方面，前三季度同业资产、债券投资占比小幅下行，二者与上半年占比相比均下降 0.1%，占比较为稳定。贷款在生息资产中的占比持续上升，其占比较上半年上升 0.8%，较去年同期已上升 1.4%。股份行、城商行贷款占比较上半年提升幅度较大，均为 1.4%，农商行次之；与去年同期数据相比，农商行贷款占比提升幅度最大，较去年同期上升 4.0%。**资产质量方面**，2019 年前三季度，上市银行不良率改善显著，大中型银行改善明显；上市银行拨备计提力度较上半年有所下降，大中型银行降幅显著；行业资产质量风险可控。
- **利润：增速环比提升，息差改善，拨备加速释放。**3Q2019 上市银行归母净利润同比增长 7.5%，较上半年提升 0.4%，股份行、农商行表现亮眼。PPOP 同比农商行表现突出，城商行和股份行表现良好。各类型银行 PPOP 同比均较上半年环比下降。**利润增长驱动要素中，生息资产规模扩张、拨备计提减少是本期净利增长的主要贡献力量。**具体而言，行业整体生息资产规模扩张仍较快；净息差显著反弹，国有行反弹幅度最大；非息收入较前期略有放缓；资产减值损失负贡献显著减少。3Q2019 受补充资本等影响，上市银行 ROE 较上半年下滑 0.5%，ROA 下降 0.03%，ROA 整体变动不大。杜邦分析中，利息净收入提振 ROA，非息收入贡献小幅下降，资产减值损失负贡献减少。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 银行业
报告发布日期 2019 年 11 月 06 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

联系人 张静娴
021-63325888-4311
zhangjingxian@orientsec.com.cn

投资建议与投资标的

- **建议关注深耕区域、零售业务强、市场化负债占比高的银行。**当前国内经济仍有下行压力，货币市场及信用市场利率均有继续调降的可能，企业融资成本下行是监管的中长期导向，银行贷款端的定价能力将出现分化。深耕区域、客户资源好的银行贷款定价能力较强，风险控制能力较好，资产质量压力较小，继而未来业绩有较高保障，业绩确定性较好。零售业务佳的银行具备较好资产质量和收益率，在经济下行期有助于稳定银行风险，支撑盈利能力。此外，降息过程中，市场化负债占比高的银行，受益于利率下行所致的成本降低，边际改善动力强。个股方面，建议关注常熟银行(601128，买入)、兴业银行(601166，未评级)、平安银行(000001，未评级)、招商银行(600036，增持)。

风险提示

- 经济下行压力加大、降息加速推进、贸易战态势恶化。

相关报告

银行 1H2019 报告综述：盈利稳健增长，不良整体改善； 2019-09-16
银行 2018 及 1Q2019 报告综述：贷款加速投放，不良率仍在改善； 2019-05-14
资产质量平稳，息差改善提振利润； 2018-11-12

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 资产负债：扩表速度仍佳，不良率显著改善.....	4
1.1. 负债端：扩张仍较快，同业占比降幅收窄，存款占比稳定.....	4
1.2. 资产端：扩张仍较快，信贷投放速度进一步提升.....	5
1.3. 资产质量：不良改善，拨备下降.....	7
2. 利润：增速环比提升，息差反弹，拨备释放加快.....	8
2.1. 利润分析：股份行、农商行增速亮眼，拨备释放加快.....	8
2.2. 归因分析：规模扩张，拨备释放促进净利增长.....	10
2.2.1. 生息资产规模：扩张仍较快，但环比下降.....	11
2.2.2. 净息差：息差显著反弹，国有行表现最佳.....	11
2.2.3. 手续费及佣金净收入：增速略缓，大中型银行表现较好.....	12
2.3. 杜邦分析：利息净收入提振盈利能力.....	13
3. 投资建议：关注深耕区域、零售业务强、市场化负债占比高的银行.....	15
4. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：上市银行平均贷款结构变动（仅限于三季报披露相关数据的银行）	7
图 2：上市银行净利润同比归因分析.....	10
表 1：计息负债结构（各项计息负债占比）	4
表 2：上市银行生息资产结构变动	5
表 3：上市银行不良率及拨备变化	7
表 4：上市银行利润情况	9
表 5：各类型银行利润驱动因子分析.....	10
表 6：上市银行生息资产及细分项目同比	11
表 7：上市银行披露净息差.....	11
表 8：上市银行手续费及佣金净收入同比	12
表 9：上市银行 ROE、ROA.....	14
表 10：上市银行合计杜邦分析	15

1. 资产负债：扩表速度仍佳，不良率显著改善

1.1. 负债端：扩张仍较快，同业占比降幅收窄，存款占比稳定

2019年前三季度，上市银行负债扩张速度仍较快，虽较上半年小幅放缓，但仍高于去年同期。前三季度上市银行计息负债同比增速为8.7%，低于上半年的9.5%，但仍显著高于去年同期的7.1%，计息负债总额达到161.93万亿元。存款同比增速为9.7%，低于上半年的10.5%，但高于去年同期的8.0%。

计息负债结构方面，与半年报数据相比较，2019前三季度，计息负债结构中同业负债占比总体小幅下降，但降幅较前期趋缓，其中股份行、农商行同业负债占比小幅提升；上市银行总体存款占比基本保持不变，农商行存款占比小幅上升；上市银行总体应付债券占比小幅上升。与去年同期相比，三季度存款和应付债券占比仍有提升，同业负债和向中央银行借款占比仍有下降。

由于上半年中小银行风险暴露，叠加同业业务监管仍较严，银行同业业务发展较为谨慎，因此呈现同业业务收缩的状态。三季度，同业负债收缩的趋势放缓，主要是由于下半年货币市场资金持续宽松，同业负债成本连续降低。由于存款成本较刚性，且存款定期化趋势明显，理财产品受限，揽存难度上升，因此存款扩张速度较前期放缓，其在计息负债中的占比未再显著提升，而代之以同业负债和应付债券。

表 1：计息负债结构（各项计息负债占比）

	计息负债结构 3Q2019				计息负债结构 3Q2019 较 1H2019 变动				计息负债结构 3Q2019 较 3Q2018 变动			
	向央行借款	同业负债	存款	应付债券	向央行借款	同业负债	存款	应付债券	向央行借款	同业负债	存款	应付债券
工商银行	0.0%	9.1%	88.1%	2.8%	0.0%	-0.2%	0.4%	-0.1%	0.0%	-1.5%	1.1%	0.4%
建设银行	2.0%	7.8%	86.0%	4.2%	-0.1%	-1.2%	0.8%	0.5%	-0.6%	-1.0%	1.2%	0.3%
农业银行	2.2%	7.9%	85.3%	4.6%	0.0%	0.2%	-0.5%	0.3%	-0.6%	0.2%	-0.5%	0.9%
中国银行	4.2%	11.5%	79.3%	5.1%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	0.9%	-1.1%	-0.3%	-0.2%	1.6%
交通银行	4.9%	17.8%	67.8%	9.5%	-0.1%	0.9%	-1.0%	0.2%	-2.0%	-0.2%	-0.1%	2.4%
邮储银行	0.0%	2.5%	96.4%	1.1%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.3%	0.0%	-0.6%	1.2%	-0.6%
招商银行	4.4%	12.8%	74.0%	8.7%	-0.8%	0.0%	-0.1%	0.9%	-2.2%	0.5%	-0.9%	2.5%
兴业银行	3.0%	23.9%	59.5%	13.7%	-0.5%	-1.8%	1.2%	1.1%	-2.1%	-2.8%	2.6%	2.2%
民生银行	2.8%	21.4%	62.2%	13.7%	-1.4%	0.1%	0.5%	0.8%	-4.1%	-1.7%	2.4%	3.4%
浦发银行	3.2%	21.0%	61.4%	14.4%	0.0%	1.3%	-0.7%	-0.6%	-1.2%	-0.4%	1.0%	0.7%
中信银行	4.0%	17.5%	69.0%	9.5%	-0.1%	1.2%	-0.2%	-0.9%	-2.0%	-0.5%	1.2%	1.3%
平安银行	3.5%	15.5%	70.1%	10.9%	-0.7%	5.5%	-2.8%	-1.9%	-1.4%	1.5%	-0.4%	0.3%
光大银行	5.6%	14.8%	70.1%	9.5%	-0.1%	1.1%	-0.1%	-1.0%	-2.0%	-4.8%	6.7%	0.1%
华夏银行	5.0%	18.1%	61.1%	15.8%	-0.2%	0.8%	-0.9%	0.4%	-2.9%	3.8%	-1.7%	0.7%
北京银行	3.1%	17.0%	63.1%	16.7%	0.1%	-0.4%	-0.6%	1.0%	0.2%	0.5%	1.2%	-1.8%
南京银行	6.3%	3.8%	70.7%	19.3%	0.7%	-2.2%	0.7%	0.7%	0.8%	-3.6%	2.0%	0.8%
宁波银行	2.4%	8.1%	73.7%	15.9%	0.1%	-1.3%	1.1%	0.2%	0.7%	-0.8%	6.1%	-6.0%
江苏银行	6.0%	12.1%	63.3%	18.6%	0.1%	0.7%	0.0%	-0.9%	-0.3%	-0.1%	0.6%	-0.3%
贵阳银行	2.8%	9.8%	65.6%	21.9%	0.2%	0.6%	-1.1%	0.3%	2.5%	2.0%	-2.9%	-1.5%

上海银行	4.4%	25.2%	60.7%	9.7%	-0.3%	-3.6%	1.6%	2.2%	-1.6%	-0.2%	3.6%	-1.8%
杭州银行	6.8%	12.6%	63.5%	17.1%	0.7%	2.3%	-2.1%	-0.9%	4.3%	-2.9%	0.2%	-1.6%
江阴银行	2.5%	3.7%	86.6%	7.2%	-0.5%	-3.4%	6.8%	-3.0%	1.8%	-4.4%	5.2%	-2.6%
苏农银行	1.6%	7.7%	80.9%	9.8%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.5%	1.0%	0.2%	0.4%	-1.6%
无锡银行	1.9%	1.2%	88.8%	8.1%	0.7%	-0.9%	1.6%	-1.3%	1.6%	-3.3%	0.7%	1.1%
张家港行	2.4%	7.4%	85.8%	4.4%	0.4%	-0.8%	4.1%	-3.7%	0.9%	-6.9%	4.7%	1.3%
常熟银行	1.6%	6.5%	83.9%	8.0%	-0.3%	1.0%	0.0%	-0.7%	-0.1%	1.2%	6.6%	-7.6%
成都银行	5.0%	5.3%	75.1%	14.6%	0.8%	1.4%	-1.6%	-0.7%	4.9%	-1.4%	-3.8%	0.3%
郑州银行	1.5%	11.5%	63.9%	23.1%	0.3%	-1.1%	0.9%	-0.1%	0.5%	-2.0%	-2.1%	3.6%
长沙银行	0.8%	8.9%	67.9%	22.5%	-0.5%	0.1%	-0.5%	0.9%	-1.1%	2.3%	-3.1%	1.9%
紫金银行	0.2%	10.6%	70.4%	18.8%	-0.2%	1.5%	2.1%	-3.5%	0.1%	-1.3%	5.1%	-4.0%
青岛银行	1.8%	11.7%	63.1%	23.4%	-1.4%	-0.3%	2.6%	-0.8%	NA	NA	NA	NA
西安银行	0.4%	2.4%	69.2%	28.0%	-1.3%	-3.0%	-2.1%	6.4%	NA	NA	NA	NA
青农商行	1.3%	8.4%	70.3%	20.0%	0.2%	1.8%	-2.9%	0.8%	0.8%	2.3%	-4.9%	1.8%
上市银行合计	2.6%	11.8%	78.4%	7.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.2%	-0.9%	-0.7%	0.7%	0.9%
国有行合计	2.0%	9.2%	84.5%	4.3%	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.3%	-0.6%	-0.6%	0.5%	0.8%
股份行合计	3.8%	18.4%	65.9%	11.9%	-0.5%	0.7%	-0.1%	0.0%	-2.2%	-0.9%	1.6%	1.6%
城商行合计	4.3%	13.6%	65.4%	16.7%	0.2%	-0.7%	0.1%	0.5%	0.5%	-0.6%	1.3%	-1.2%
农商行合计	1.5%	6.9%	78.8%	12.7%	0.1%	0.3%	0.9%	-1.3%	0.8%	-1.0%	1.7%	-1.4%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2. 资产端：扩张仍较快，信贷投放速度进一步提升

2019年三季度，上市银行生息资产同比增速仍较快，虽较上半年略有放缓，但仍高于去年同期，其中贷款扩张速度进一步加快。三季度，上市银行生息资产同比增速为8.9%，低于上半年的9.4%，但仍显著高于去年同期的7.3%和2018年末的7.2%，生息资产总额达到176.32万亿元。贷款总额同比增速达到11.7%，高于上半年的11.6%和2018年末的10.9%。

生息资产结构方面，前三季度同业资产、债券投资占比小幅下行，二者与上半年占比相比均下降0.1%，占比较为稳定。贷款仍是银行资产投向的主要方向。发放贷款及垫款在生息资产中的占比也持续上升，贷款占比较上半年上升0.8%，较去年同期已上升1.4%。股份行、城商行贷款占比较上半年提升幅度较大，均为1.4%，农商行次之，与去年同期数据相比，农商行贷款占比提升幅度最大，较去年同期上升4.0%。2019年下半年，普惠金融推进力度持续加大，城商行、农商行发力，大中型银行在发放贷款支持实体中持续发挥重要作用。

表 2：上市银行生息资产结构变动

	生息资产结构 3Q2019				生息资产结构 3Q2019 较 1H2019 变动				生息资产结构 3Q2019 较 3Q2018 变动			
	现金及存放中央银行款项	同业资产	贷款	债券投资	现金及存放中央银行款项	同业资产	贷款	债券投资	现金及存放中央银行款项	同业资产	贷款	债券投资
工商银行	11.5%	7.8%	55.3%	25.4%	-2.2%	1.2%	0.6%	0.5%	-2.2%	0.6%	0.4%	1.2%

建设银行	9.9%	3.9%	60.2%	25.9%	-0.4%	-1.4%	12%	0.6%	-1.7%	-1.2%	14%	1.4%
农业银行	11.7%	4.7%	52.8%	30.7%	0.8%	0.4%	-0.7%	-0.5%	-1.3%	-0.5%	1.5%	0.4%
中国银行	9.5%	6.8%	58.2%	25.4%	-0.5%	-0.5%	0.8%	0.3%	-3.0%	1.4%	1.0%	0.7%
交通银行	8.1%	7.8%	52.9%	31.2%	-0.2%	-0.4%	0.6%	0.0%	-1.4%	0.0%	0.7%	0.7%
邮储银行	11.4%	4.7%	47.1%	36.9%	-0.3%	-0.1%	1.3%	-0.9%	-2.2%	-3.1%	3.1%	2.3%
招商银行	7.1%	7.6%	60.5%	24.8%	-0.8%	-0.4%	1.1%	0.2%	-1.4%	-0.5%	0.3%	1.7%
兴业银行	6.2%	4.3%	49.0%	40.5%	0.0%	-0.6%	2.0%	-1.5%	-0.9%	1.7%	5.3%	18.0%
民生银行	5.7%	4.9%	54.7%	34.7%	-0.6%	-0.7%	2.8%	-1.5%	-1.0%	-1.3%	1.7%	0.6%
浦发银行	6.6%	4.5%	58.0%	30.9%	0.4%	0.2%	1.2%	-1.8%	-1.0%	0.5%	0.2%	0.2%
中信银行	6.3%	4.5%	61.2%	28.0%	-0.4%	0.2%	1.1%	-0.9%	-2.0%	-0.4%	1.4%	1.0%
平安银行	6.7%	6.2%	58.9%	28.2%	-1.1%	0.5%	-0.3%	1.0%	-2.4%	-0.6%	-0.5%	3.5%
光大银行	7.8%	4.3%	57.6%	30.3%	-0.8%	-0.2%	0.5%	0.4%	-0.4%	-0.5%	2.0%	-1.1%
华夏银行	6.3%	3.7%	60.0%	30.0%	0.2%	-1.6%	1.5%	-0.1%	-1.7%	1.0%	0.0%	8.9%
北京银行	6.6%	5.5%	51.7%	36.2%	-0.4%	-1.0%	1.3%	0.1%	-1.6%	-0.6%	3.3%	15.7%
南京银行	7.1%	3.5%	42.0%	47.5%	-1.7%	-1.3%	2.5%	0.4%	-1.0%	-1.5%	3.9%	19.0%
宁波银行	7.1%	2.5%	41.2%	49.2%	-0.8%	-1.2%	1.8%	0.2%	-1.2%	-0.5%	3.4%	9.8%
江苏银行	6.4%	3.4%	48.9%	41.2%	-1.4%	0.4%	1.5%	-0.5%	-1.5%	0.5%	3.1%	11.0%
贵阳银行	6.9%	4.0%	36.9%	52.3%	-1.1%	0.0%	0.9%	0.3%	-1.8%	-0.8%	3.5%	20.7%
上海银行	6.7%	7.1%	43.5%	42.6%	0.2%	-1.0%	1.2%	-0.3%	-0.5%	-1.1%	1.8%	6.1%
杭州银行	7.1%	9.8%	39.9%	43.2%	-1.1%	2.8%	0.0%	-1.7%	-1.3%	1.9%	0.4%	11.8%
江阴银行	9.0%	2.4%	55.6%	33.0%	0.5%	0.8%	3.0%	-4.3%	-1.0%	0.9%	2.4%	-2.3%
苏农银行	9.0%	11.0%	53.3%	26.7%	-2.2%	0.7%	1.3%	0.2%	-2.7%	0.3%	1.1%	2.9%
无锡银行	9.9%	3.4%	50.7%	36.0%	1.4%	-0.1%	0.2%	-1.4%	-1.2%	-3.8%	0.5%	7.5%
张家港行	9.8%	1.4%	57.3%	31.5%	-0.4%	-0.9%	3.6%	-2.4%	-0.1%	0.2%	4.6%	1.2%
常熟银行	9.1%	2.2%	58.8%	29.9%	-0.8%	-1.6%	1.2%	1.2%	-0.8%	0.9%	4.0%	4.1%
成都银行	9.2%	3.5%	40.0%	47.2%	-0.7%	-1.9%	0.8%	1.9%	-1.7%	-0.9%	4.9%	10.0%
郑州银行	7.3%	1.2%	38.7%	52.8%	0.2%	-0.3%	1.4%	-1.4%	-1.1%	-2.7%	4.7%	-0.8%
长沙银行	7.0%	1.5%	41.5%	50.0%	-0.7%	-1.4%	1.9%	0.2%	-2.0%	-1.8%	4.4%	23.3%
紫金银行	7.3%	12.9%	49.5%	30.3%	-2.0%	-0.2%	1.5%	0.7%	-2.1%	-1.6%	6.3%	4.2%
青岛银行	8.5%	2.1%	45.1%	41.7%	-1.7%	0.4%	2.8%	-1.5%	NA	NA	NA	NA
西安银行	9.0%	1.4%	54.7%	34.9%	-1.9%	-1.6%	-0.3%	3.7%	NA	NA	NA	NA
青农商行	7.6%	4.1%	51.3%	37.0%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.4%	-1.5%	-1.7%	5.8%	7.4%
上市银行合计	9.3%	5.6%	55.1%	30.0%	-0.6%	-0.1%	0.8%	-0.1%	-1.8%	-0.2%	1.4%	2.6%
国有行合计	10.6%	6.0%	55.4%	28.0%	-0.6%	0.0%	0.5%	0.1%	-2.0%	-0.2%	1.2%	1.0%
股份行合计	6.5%	5.1%	57.2%	31.2%	-0.4%	-0.3%	1.4%	-0.7%	-1.3%	0.0%	1.6%	4.0%
城商行合计	6.9%	4.8%	44.8%	43.6%	-0.7%	-0.5%	1.4%	-0.1%	-1.3%	-0.6%	2.9%	12.5%
农商行合计	8.6%	5.4%	53.2%	32.8%	-0.5%	-0.3%	1.2%	-0.4%	-1.4%	-1.0%	4.0%	4.4%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

信贷投放零售端占比仍在提升。从三季报披露贷款细分科目的银行中看，贷款结构中，2019年三季度，对公贷款占比仍小幅下降，个人贷款占比相应上升，延续2018年趋势。

图 1：上市银行平均贷款结构变动（仅限于三季报披露相关数据的银行）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3. 资产质量：不良改善，拨备下降

2019年三季度，上市银行不良率改善显著，大中型银行改善明显。上市银行不良贷款比例较上半年下降 0.03%，国有行不良率较上半年下降 0.15%，股份行不良率较上半年下降 0.11%，城商行不良贷款率较上半年下降 0.02%，农商行则升高 0.02%。

上市银行拨备计提力度较上半年有所下降，大中型银行降幅显著。2019 三季度上市银行拨备覆盖率比上半年下降 7.63%，各类型银行中，国有行拨备覆盖率较上半年降幅最大，平均下降 63.58%，股份行次之，较上半年下降 39.15%，城商行和农商行拨备覆盖率仍有小幅提升。

表 3：上市银行不良率及拨备变化

	不良贷款率			拨备覆盖率		
	2018/12/31	2019/6/30	2019/9/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/9/30
工商银行	1.52%	1.48%	1.44%	175.76%	192.02%	198.09%
建设银行	1.46%	1.43%	1.43%	208.37%	218.03%	218.28%
农业银行	1.59%	1.43%	1.42%	252.18%	278.38%	281.26%
中国银行	1.42%	1.40%	1.37%	181.97%	177.52%	182.24%
交通银行	1.49%	1.47%	1.47%	173.13%	173.53%	174.22%
邮储银行	0.86%	0.82%	0.00%	346.80%	396.11%	0.00%
招商银行	1.36%	1.23%	1.19%	358.18%	394.12%	409.41%
兴业银行	1.57%	1.56%	1.55%	207.28%	193.52%	197.87%
民生银行	1.76%	1.75%	1.67%	134.05%	142.27%	145.73%
浦发银行	1.92%	1.83%	1.76%	154.88%	156.51%	159.51%
中信银行	1.77%	1.72%	1.72%	157.98%	165.17%	174.82%
平安银行	1.75%	1.68%	1.68%	155.24%	182.53%	186.18%
光大银行	1.59%	1.57%	1.54%	176.16%	178.04%	179.10%

华夏银行	1.85%	1.84%	1.88%	158.59%	144.83%	148.13%
北京银行	1.46%	1.45%	1.41%	217.51%	212.53%	229.25%
南京银行	0.89%	0.89%	0.89%	462.68%	415.50%	415.51%
宁波银行	0.78%	0.78%	0.78%	521.83%	522.45%	525.49%
江苏银行	1.39%	1.39%	1.39%	203.84%	217.57%	225.10%
贵阳银行	1.35%	1.50%	1.48%	266.05%	261.04%	267.01%
上海银行	1.14%	1.18%	1.17%	332.95%	334.14%	333.36%
杭州银行	1.45%	1.38%	1.35%	256.00%	281.56%	311.54%
江阴银行	2.15%	1.91%	1.82%	233.71%	264.93%	268.29%
苏农银行	1.31%	1.26%	1.53%	248.18%	267.02%	208.89%
无锡银行	1.24%	1.11%	1.14%	234.76%	286.11%	304.50%
张家港行	1.47%	1.43%	1.42%	223.85%	232.62%	255.74%
常熟银行	0.99%	0.96%	0.96%	445.02%	453.53%	467.03%
成都银行	1.54%	1.46%	1.45%	237.01%	237.96%	258.33%
郑州银行	2.47%	2.39%	2.38%	154.84%	158.44%	160.01%
长沙银行	1.29%	1.29%	1.24%	275.40%	285.64%	274.55%
紫金银行	1.69%	1.66%	1.65%	229.58%	225.25%	224.74%
青岛银行	1.68%	1.68%	1.67%	168.04%	150.42%	155.51%
西安银行	1.20%	1.19%	1.19%	216.53%	248.66%	255.41%
青农商行	1.57%	1.46%	1.43%	290.05%	308.36%	309.45%
上市银行平均	1.48%	1.44%	1.41%	244.19%	253.22%	245.59%
国有行平均	1.39%	1.34%	1.19%	223.04%	239.27%	175.68%
股份行平均	1.60%	1.56%	1.44%	205.46%	217.01%	177.86%
城商行平均	1.39%	1.38%	1.37%	276.06%	277.16%	284.26%
农商行平均	1.49%	1.40%	1.42%	272.16%	291.12%	291.23%

数据来源：wind，东方证券研究所

2. 利润：增速环比提升，息差反弹，拨备释放加快

2.1. 利润分析：股份行、农商行增速亮眼，拨备释放加快

2019 年前三季度归母净利润股份行、农商行表现亮眼。3Q2019 上市银行归母净利润同比增长 7.5%，利润增速较上半年提升 0.4%。其中农商行同比增幅最大，达到 16.2%，股份行增幅次之，为 11.1%，城商行同比增长 9.1%，国有行同比增长 5.6%。**环比来看，各类型银行增速均较上半年有所提升。**

2019 年前三季度拨备前利润同比农商行表现突出，城商行和股份行表现良好。各类型银行 PPOP 同比均较上半年环比下降。2019 年前三季度上市银行 PPOP 同比增速 11.8%，其中农商行增速最高，同比达到 21.2%，但低于上半年的 23.1%。城商行和股份行 PPOP 增速也较高，分别为 18.0%、18.3%，国有行 PPOP 同比增速 7.8%。**与净利润同比变化相比，可以看出 2019 年三季度上市银行拨备消耗加快，净利润同比增长一部分归因于拨备释放。**

表 4：上市银行利润情况

	归母净利润规模（百万元）			归母净利润同比			拨备前利润同比		
	3Q2018	1H2019	3Q2019	3Q2018	1H2019	3Q2019	3Q2018	1H2019	3Q2019
工商银行	239627	167931	251712	5.1%	4.7%	5.0%	8.1%	10.6%	9.4%
建设银行	214108	154190	225344	6.4%	4.9%	5.2%	8.1%	7.4%	7.1%
农业银行	171611	121445	180671	7.3%	4.9%	5.3%	18.2%	5.9%	2.9%
中国银行	153274	114048	159579	5.3%	4.5%	4.1%	4.3%	9.5%	9.7%
交通银行	57304	42749	60147	5.3%	4.9%	5.0%	10.6%	10.3%	9.7%
邮储银行	46710	37381	54288	15.4%	14.9%	16.2%	39.7%	18.8%	14.3%
招商银行	67380	50612	77239	14.6%	13.1%	14.6%	13.2%	8.3%	7.7%
兴业银行	50601	35879	54910	7.3%	6.6%	8.5%	12.1%	25.3%	21.9%
民生银行	42685	31623	45529	6.1%	6.8%	6.7%	11.7%	21.8%	19.7%
浦发银行	43207	32106	48350	3.1%	12.4%	11.9%	10%	23.1%	18.2%
中信银行	36799	28307	40752	5.9%	10.1%	10.7%	4.2%	16.8%	19.4%
平安银行	20456	15403	23621	6.8%	15.2%	15.5%	4.2%	18.0%	19.0%
光大银行	27760	20444	31399	9.1%	13.1%	13.1%	19.1%	32.0%	25.8%
华夏银行	14513	10543	15244	2.0%	5.1%	5.0%	2.8%	34.4%	31.1%
北京银行	16627	12869	18085	7.2%	8.6%	8.8%	6.2%	25.2%	21.5%
南京银行	8574	6879	9889	15.4%	15.1%	15.3%	8.7%	27.0%	23.8%
宁波银行	8924	6843	10712	21.1%	20.0%	20.0%	13.7%	20.9%	20.2%
江苏银行	10258	7871	11880	11.7%	14.9%	15.8%	0.1%	29.4%	34.0%
贵阳银行	3734	2653	4306	17.1%	16.4%	15.3%	1.7%	11.0%	20.1%
上海银行	14276	10714	16359	22.5%	14.3%	14.6%	35.3%	30.6%	22.5%
杭州银行	4412	3629	5306	20.4%	20.2%	20.3%	31.2%	30.6%	29.4%
江阴银行	540	402	637	5.4%	9.3%	17.9%	40.7%	24.4%	16.2%
苏农银行	719	580	828	16.2%	14.8%	15.1%	10.7%	8.7%	12.1%
无锡银行	862	644	960	11.8%	11.3%	11.3%	14.5%	2.7%	6.6%
张家港行	643	474	733	15.3%	15.1%	14.0%	13.8%	38.0%	37.8%
常熟银行	1120	854	1371	25.3%	20.2%	22.4%	20.4%	11.6%	10.2%
成都银行	3396	2505	4007	20.8%	18.0%	18.0%	38.9%	12.8%	10.3%
郑州银行	3436	2469	3590	2.5%	4.3%	4.5%	6.9%	21.7%	22.4%
长沙银行	3729	2672	4148	10.2%	12.0%	11.2%	11.0%	29.1%	29.9%
紫金银行	987	715	1138	12.3%	18.4%	15.2%	15.7%	33.2%	33.7%
青岛银行	1754	1438	1947	NA	8.9%	11.0%	NA	50.8%	39.9%
西安银行	1804	1333	2011	NA	11.0%	11.5%	NA	31.0%	20.9%
青农商行	2035	1416	2357	4.9%	12.9%	15.9%	21.0%	36.7%	29.5%
上市银行合计	1273865	929620	1369048	7.5%	7.1%	7.5%	10.8%	13.2%	11.8%
国有行合计	882634	637744	931741	6.4%	5.3%	5.6%	11.0%	9.1%	7.8%
股份行合计	303401	224917	337044	7.7%	10.4%	11.1%	8.6%	20.0%	18.3%
城商行合计	80924	59103	88283	19.8%	8.5%	9.1%	19.1%	20.2%	18.0%

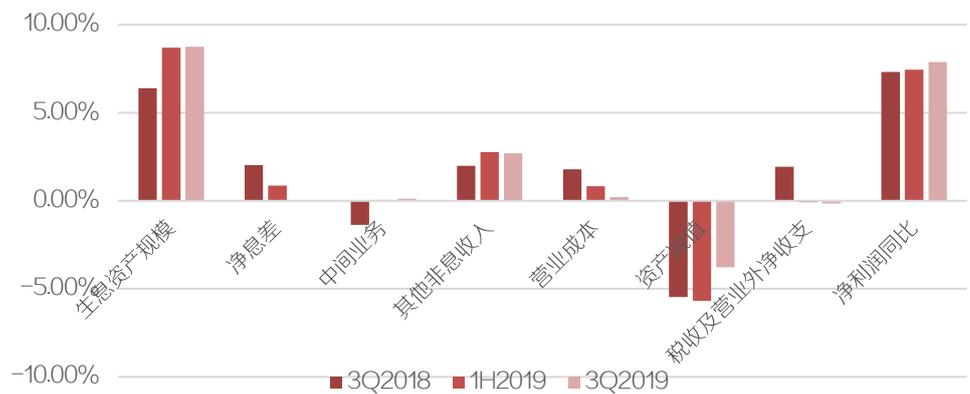
农商行合计 6906 5085 8023 | 11.9% 14.7% 16.2% | 19.3% 23.1% 21.2%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2. 归因分析：规模扩张，拨备释放促进净利增长

2019 年前三季度上市银行净利润同比的主要驱动因素在于生息资产规模增长、其他非息收入提升以及资产减值准备的下降。生息资产规模上升对净利润的贡献较上半年和去年同期持续提高，银行扩表是推动净利润增长的主要方式。净息差对净利润同比的贡献较上半年和去年同期减少，本期净息差贡献 0.21%。本期其他非息收入贡献仍较大，中间业务贡献较前期增加，资产减值损失的负贡献较前期明显减少，以上成为本期利润同比增加的重要力量。

图 2：上市银行净利润同比归因分析



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2019 年前三季度，国有行生息资产规模上升与非息收入提升共同驱动净利润同比增长。股份制净息差提升、营业成本下降成为净利同比的重要贡献点，生息资产规模对净利润的贡献程度较往期明显提高。城商行净利润同比增速主要得益于生息资产规模和非息收入驱动，以及营业成本下降的贡献。农商行净利润的大幅增长则主要由于生息资产规模快速增长，其他非息收入和营业成本的辅助贡献。

表 5：各类型银行利润驱动因子分析

	国有行合计			股份行合计			城商行合计			农商行合计		
	3Q2018	1H2019	3Q2019	3Q2018	1H2019	3Q2019	3Q2018	1H2019	3Q2019	3Q2018	1H2019	3Q2019
生息资产规模	6.95%	8.56%	8.38%	3.17%	7.66%	8.26%	10.96%	9.44%	9.55%	32.91%	17.16%	15.75%
净息差	3.07%	-3.27%	-3.71%	-1.69%	15.50%	13.54%	4.20%	-6.60%	-7.67%	-0.72%	-5.11%	-5.27%
中间业务	-1.24%	1.16%	1.03%	0.06%	-5.01%	-4.35%	-4.12%	-0.06%	0.35%	-2.72%	-0.39%	-0.27%
其他非息收入	-0.47%	3.07%	3.12%	7.33%	-0.85%	-1.01%	7.12%	14.20%	12.42%	-12.30%	7.58%	7.44%
营业成本	2.67%	-0.39%	-0.97%	-0.26%	2.69%	1.80%	0.91%	3.20%	3.31%	2.13%	3.90%	3.54%
资产减值	-6.62%	-2.74%	-1.29%	-2.78%	-11.33%	-8.21%	-3.14%	-9.64%	-6.64%	-7.40%	-13.84%	-7.45%
税收及营业外净收支	1.81%	-0.60%	-0.49%	1.80%	1.82%	1.22%	3.81%	-1.66%	-1.83%	-0.20%	6.19%	3.56%
净利润同比	6.18%	5.80%	6.07%	7.64%	10.47%	11.25%	19.74%	8.87%	9.50%	11.69%	15.49%	17.30%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2.1. 生息资产规模：扩张仍较快，但环比下降

2019年前三季度，上市银行生息资产规模同比增速较上半年有所放缓，其中农商行平均生息资产增速放缓最显著，股份行则有所提升。农商行生息资产规模增速放缓，主要由于其贷款同比较前期放缓；股份行生息资产规模增速提升，主要得益于同业资产同比较前期提升。

表 6：上市银行生息资产及细分项目同比

	生息资产同比			同业资产同比			贷款总额同比		
	3Q2018	1H2019	3Q2019	3Q2018	1H2019	3Q2019	3Q2018	1H2019	3Q2019
上市银行平均	10.8%	11.7%	10.3%	2.9%	5.9%	6.3%	17.3%	19.1%	16.6%
国有行平均	7.4%	8.8%	7.7%	9.3%	5.1%	0.6%	10.3%	10.7%	10.7%
股份行平均	4.9%	9.8%	10.6%	1.0%	17.0%	19.4%	14.0%	13.7%	13.5%
城商行平均	11.4%	12.7%	11.1%	-18.0%	-12.5%	-26.1%	22.0%	26.2%	23.3%
农商行平均	21.2%	14.9%	11.2%	23.5%	8.6%	19.7%	16.9%	21.5%	19.3%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2.2. 净息差：息差显著反弹，国有行表现最佳

2019年前三季度，行业净息差显著反弹，国有行反弹幅度最大。2019年前三季度上市银行平均净息差较上半年提升 0.05%，其中国有行较上半年提高 0.11%，股份行提高 0.01%，城商行提高 0.07%，农商行基本不变。

表 7：上市银行披露净息差

	净息差			
	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30
工商银行	2.30%	2.31%	2.29%	2.26%
建设银行	2.31%	2.29%	2.27%	2.27%
农业银行	2.33%	2.57%	2.16%	2.87%
中国银行	1.90%	1.82%	1.83%	1.84%
交通银行	1.51%	1.59%	1.58%	1.57%
邮储银行	2.67%	2.58%	2.55%	2.52%
招商银行	2.57%	2.72%	2.70%	2.65%
兴业银行	1.83%	1.72%	2.00%	1.73%
民生银行	1.73%	2.11%	2.00%	2.26%
浦发银行	1.94%	2.33%	2.12%	2.08%
中信银行	1.94%	1.96%	1.96%	1.90%
平安银行	2.35%	2.53%	2.62%	2.62%
光大银行	1.74%	3.07%	2.28%	2.29%
华夏银行	1.95%	2.04%	2.09%	2.31%

北京银行	2.28%	2.40%	2.04%	2.07%
南京银行	1.89%	1.96%	1.94%	1.90%
宁波银行	1.97%	1.75%	1.81%	1.82%
江苏银行	1.59%	1.18%	1.83%	1.32%
贵阳银行	2.33%	2.42%	2.27%	2.38%
上海银行	1.76%	1.41%	1.69%	1.47%
杭州银行	1.71%	1.72%	1.77%	1.71%
江阴银行	2.67%	2.37%	2.36%	2.48%
苏农银行	2.64%	2.75%	2.52%	2.46%
无锡银行	2.16%	1.85%	2.01%	1.88%
张家港行	2.56%	2.70%	2.85%	2.83%
常熟银行	3.70%	3.37%	3.36%	3.41%
成都银行	2.21%	2.11%	2.15%	2.07%
郑州银行	1.70%	2.72%	1.86%	3.05%
长沙银行	2.45%	2.35%	2.38%	2.41%
紫金银行	2.28%	2.33%	2.18%	2.20%
青岛银行	1.63%	2.10%	2.03%	2.08%
西安银行	2.23%	2.66%	2.30%	2.70%
青农商行	2.49%	2.53%	2.59%	2.57%
上市银行平均	2.16%	2.25%	2.19%	2.24%
国有行平均	2.17%	2.19%	2.11%	2.22%
股份行平均	2.01%	2.31%	2.22%	2.23%
城商行平均	1.98%	2.06%	2.01%	2.08%
农商行平均	2.64%	2.56%	2.55%	2.55%

数据来源：wind，东方证券研究所

2.2.3. 手续费及佣金净收入：增速略缓，大中型银行表现较好

2019年前三季度手续费及佣金净收入同比较去年同期显著改善，与上半年相比增速略有下降。2019年前三季度上市银行手续费及佣金净收入同比增长9.3%，较上半年9.8%的同比增速略有下行。大中型银行手续费及佣金净收入同比增速显著高于小行，国有行增速最高，同比增长10.2%，股份行同比增长8.1%，城商行和农商行增长较缓，同比增速分别为4.1%、3.7%。

表 8：上市银行手续费及佣金净收入同比

	3Q2018	1H2019	3Q2019
工商银行	5.7%	11.7%	9.6%
建设银行	3.1%	11.1%	12.9%
农业银行	7.3%	16.6%	12.0%
中国银行	-2.0%	4.9%	4.5%
交通银行	2.6%	9.2%	9.8%
邮储银行	9.8%	21.6%	18.9%

招商银行	7.4%	4.0%	7.9%
兴业银行	13.4%	17.0%	15.9%
民生银行	0.0%	12.1%	9.2%
浦发银行	-15.7%	14.2%	4.3%
中信银行	-4.7%	29.4%	32.1%
平安银行	2.3%	2.5%	17.4%
光大银行	17.7%	-30.6%	-34.4%
华夏银行	-5.5%	14.7%	8.7%
北京银行	-21.5%	-5.5%	-11.7%
南京银行	17.4%	14.5%	14.8%
宁波银行	-9.1%	24.2%	32.6%
江苏银行	-11.7%	1.4%	8.8%
贵阳银行	-13.1%	-13.3%	-11.3%
上海银行	-2.8%	9.1%	10.4%
杭州银行	-23.8%	45.4%	46.6%
江阴银行	-9.9%	13.6%	33.9%
苏农银行	12.4%	44.0%	46.0%
无锡银行	-51.8%	13.0%	27.3%
张家港行	-45.7%	-90.6%	-95.3%
常熟银行	2.7%	-17.5%	-5.5%
成都银行	-31.3%	54.0%	45.4%
郑州银行	-10.0%	-19.1%	-8.5%
长沙银行	48.3%	24.2%	16.9%
紫金银行	-9.7%	46.5%	-0.1%
青岛银行	NA	69.6%	69.3%
西安银行	NA	-22.3%	-25.0%
青农商行	-1.0%	47.1%	24.9%
上市银行合计	2.4%	9.8%	9.3%
国有行合计	3.7%	11.2%	10.2%
股份行合计	1.7%	7.9%	8.1%
城商行合计	-6.3%	2.5%	4.1%
农商行合计	-13.6%	2.9%	3.7%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.3. 杜邦分析：利息净收入提振盈利能力

2019年前三季度，上市银行 ROE 较上半年小幅下滑，上市银行合计 ROE 为 13.5%。2019年前三季度，国有行、股份行、城商行 ROE 水平接近，均为 13.5%左右，农商行为 11.4%，较上半年提升，大中型银行 ROE 降幅较小行明显。

ROA 整体变动不大，2019 年前三季度较上半年下降 0.03%，ROA 水平与去年同期持平。各类型银行 ROA 水平基本与上半年持平，国有行、股份行小幅下降，农商行有所提升。

表 9：上市银行 ROE、ROA

	ROE			ROA		
	2018/9/30	2019/6/30	2019/9/30	2018/9/30	2019/6/30	2019/9/30
工商银行	15.2%	14.4%	14.3%	1.18%	1.17%	1.16%
建设银行	16.1%	15.6%	15.1%	1.26%	1.31%	1.27%
农业银行	15.9%	14.6%	14.4%	1.05%	1.05%	1.02%
中国银行	13.7%	14.6%	13.0%	1.07%	1.12%	1.04%
交通银行	11.7%	12.6%	11.7%	0.83%	0.89%	0.83%
邮储银行	14.6%	15.8%	15.7%	0.68%	0.76%	0.74%
招商银行	19.1%	19.5%	19.2%	1.41%	1.46%	1.48%
兴业银行	16.0%	15.3%	15.6%	1.05%	1.05%	1.08%
民生银行	15.0%	14.9%	14.2%	0.97%	1.04%	1.00%
浦发银行	14.0%	13.8%	13.8%	0.95%	1.00%	1.00%
中信银行	12.7%	13.7%	12.6%	0.87%	0.93%	0.88%
平安银行	12.6%	12.6%	12.9%	0.83%	0.88%	0.88%
光大银行	12.7%	12.9%	13.2%	0.88%	0.91%	0.92%
华夏银行	11.8%	10.0%	9.8%	0.76%	0.75%	0.72%
北京银行	13.1%	13.8%	13.0%	0.92%	0.99%	0.92%
南京银行	18.2%	19.2%	17.9%	0.98%	1.07%	1.03%
宁波银行	21.0%	19.4%	19.3%	1.13%	1.19%	1.22%
江苏银行	14.3%	15.0%	14.8%	0.75%	0.81%	0.81%
贵阳银行	18.8%	17.3%	18.4%	1.06%	1.04%	1.12%
上海银行	14.3%	14.6%	14.7%	1.01%	1.02%	1.04%
杭州银行	13.4%	14.8%	14.2%	0.69%	0.78%	0.74%
江阴银行	7.7%	7.4%	7.8%	0.56%	0.65%	0.72%
苏农银行	11.0%	11.1%	11.0%	0.94%	0.98%	0.91%
无锡银行	11.4%	11.8%	11.4%	0.81%	0.82%	0.81%
张家港行	10.0%	9.4%	9.7%	0.81%	0.82%	0.84%
常熟银行	12.9%	12.1%	12.3%	1.04%	1.07%	1.13%
成都银行	15.9%	15.4%	16.3%	0.99%	0.98%	1.03%
郑州银行	18.2%	16.5%	15.8%	1.04%	1.06%	1.02%
长沙银行	19.7%	16.9%	17.2%	1.02%	0.98%	1.01%
紫金银行	12.6%	11.1%	11.7%	0.73%	0.72%	0.77%
青岛银行	NA	13.5%	9.8%	NA	0.88%	0.79%
西安银行	NA	12.2%	12.1%	NA	1.06%	1.05%
青农商行	14.7%	12.9%	14.0%	1.03%	0.93%	1.02%
上市银行合计	14.2%	14.0%	13.5%	1.05%	1.08%	1.05%
国有行合计	14.3%	14.1%	13.5%	1.08%	1.10%	1.06%

股份行合计	13.9%	13.8%	13.5%	1.00%	1.04%	1.03%
城商行合计	13.7%	13.7%	13.5%	0.94%	0.96%	0.96%
农商行合计	11.7%	11.0%	11.4%	0.87%	0.86%	0.90%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

前三季度利息净收入提振 ROA，非息收入贡献小幅下降，资产减值损失负贡献减少。从 ROA 贡献因子分析，相比于 1H2019，3Q2019 利息净收入贡献小幅上升 0.01%，手续费及佣金净收入贡献小幅下降 0.03%，其他非息净收入贡献减少 0.03%，营业税费及其他成本和资产减值损失负贡献分别减少 0.01%和 0.02%。受非息收入拖累，其对 ROA 的贡献与前期相比略有下降，但整体保持稳健。

表 10：上市银行合计杜邦分析

	3Q2018	1H2019	3Q2019
利息净收入/A	1.94%	1.94%	1.95%
手续费及佣金净收入/A	0.54%	0.57%	0.54%
其他非息净收入/A	0.27%	0.36%	0.33%
营业税费及其他成本/A	-0.09%	-0.13%	-0.12%
业务及管理费/A	-0.75%	-0.72%	-0.74%
资产减值损失/A	-0.62%	-0.70%	-0.68%
营业外净收入及所得税/A	-0.21%	-0.22%	-0.22%
ROA	1.05%	1.08%	1.05%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3. 投资建议：关注深耕区域、零售业务强、市场化负债占比高的银行

当前国内经济仍有下行压力，货币市场及信用市场利率均有继续调降的可能，企业融资成本下行是监管的中长期导向，银行贷款端的定价能力将出现分化。深耕区域、客户资源好的银行贷款定价能力较强，风险控制能力较好，资产质量压力较小，继而未来业绩有较高保障，业绩确定性较好。

零售业务佳的银行在利息业务中具备更好的资产质量和贷款收益率，在经济下行期有助于稳定银行风险，支撑盈利能力。非息业务方面，零售业务强的银行具备较好的客户粘性与负债能力，非息收入对总收入的贡献较大，可增强银行的抗周期性。此外，降息过程中，市场化负债占比高的银行，受益于利率下行所致的成本降低，边际改善动力强。

个股方面，建议关注常熟银行(601128, 买入)、兴业银行(601166, 未评级)、平安银行(000001, 未评级)、招商银行(600036, 增持)。

4. 风险提示

经济仍有下行风险，银行资产质量后续仍有压力，拨备消耗有可能加速，依靠拨备释放维持较高的利润增速持续性较弱。

降息空降未来将进一步扩大，银行净息差有进一步下行压力。虽然本期息差反弹，但其主要得益于高收益率的贷款占比提升。结合当前宏观经济状况，整体经济的信贷需求仍偏弱，贷款持续高速扩张的动能并不十分强，社融仍有走弱的可能。且贷款占比的提升有上限，之后伴随降息的推进，银行息差仍有收窄的压力。

中美贸易战当前进入阶段性平稳期，但后续仍有较大不确定性。贷款资产投放于进出口贸易较多的银行，仍面临较大外部风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有常熟银行(601128)股票达到相关上市公司已发行股份 1% 以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

