

行业研究/年度策略

2019年11月26日

行业评级:

银行 增持(维持)  
银行II 增持(维持)

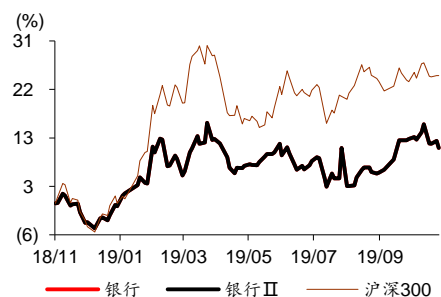
沈娟 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038  
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融/银行: 行业周报(第四十六周)》2019.11
- 2《银行: 贷款利率微降, 再度聚焦中小行》2019.11
- 3《银行: 行业分化加剧, 上市银行价值突出》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 掘金格局演绎, 寻机市场变迁

## 2020年银行业投资策略

### 格局演绎叠加市场变迁, 维持“增持”评级

站在当前时点, 我们看好银行股投资价值, 重申2020年对银行板块的“增持”评级。上市银行基本面稳健创造了悲观预期修复的机会, 而市场增量投资者偏好银行则构建了长期的投资价值。我们看好资产负债调整动能较强银行、优质中小银行、零售和财富管理型银行, 从稳健回报角度关注高确定性、高股息率的大行, 推荐常熟银行、招商银行、光大银行、平安银行、成都银行。

### 格局演绎: 短期走向集中, 特色银行崛起

2020年银行业格局预计将出现三方面的变化。第一, 2020年银行业风险出清预计继续, 但力度会较为缓和, 短期内银行集中度有望提升。第二, 提升中小银行的机构数量和业务比重是金融供给侧改革提出的要求, 政策有望持续定向支持优质中小银行, 助力特色中小行更快脱颖而出。第三, 零售及财富管理互促共进, 成长性可期, 相应标的估值提升空间仍较大。

### 经营展望: 稳增长政策呵护, 量升质优中收佳

2020年上市银行基本面有望相对稳健。首先, 对小微民营企业、基础设施行业的支持力度有望加大, 专项债额度预计继续大幅扩容, 资产供给、放贷意愿提升带动银行资产增速提升。其次, LPR改革的重定价效应逐渐呈现, 但5年期以上LPR难以持续下调, 银行的风险定价决定了新发放贷款利率与LPR走势并非完全同步。且存款规范、降准等降负债成本的监管措施有望持续, 息差大幅下行预计不会发生。第三, 监管层持续鼓励不良贷款认定从严, 零售业务风险出清步入下半场, 信贷成本有望稳定。第四, 信用卡、理财子公司、结算有望共同助推中间业务收入增速走高。

### 市场解构: 投资者结构转变, 估值提升的机遇

资金面驱动为银行带来配置机遇。A股正发生三方面的变化, 逐渐对标成熟市场, 为银行股创造估值提升空间。首先, 对外开放深化带动A股投资风格国际化, 境外资金更加青睐银行股。其次, 保险、养老金、银行理财等资金加速进入资本市场, 机构投资者的地位不断提升, 长期机构资金更偏好银行股。最后, 被动管理的指数型基金继续加速崛起。指数型基金重仓持股中, 银行股的比例显著高于主动管理偏股基金。我们预计1-2年内以上三类资金的入市规模有望达到1.2万亿元~1.5万亿元。

### 个股推荐: 结构调整赢改善空间, 抓特色与成长标的

推荐资产负债结构调整动能较强银行、优质中小银行、成长潜力较大的零售及财富管理型银行, 稳健回报角度关注经营确定型高的大行。第一, 资产负债结构调整动能强的银行可通过调结构对抗经济下行压力, 取得估值弹性。第二, 优质中小行有望作为经验推广标杆, 收获政策支持利好。第三, 零售型银行和财富管理银行的成长空间大, 已建立先发优势的银行有望持续享受估值溢价。第四, 大行确定性高、高股息, 有望收获稳健回报。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000001	平安银行	15.80	买入	1.28	1.48	1.73	2.02	12.34	10.68	9.13	7.82
601838	成都银行	8.56	增持	1.29	1.53	1.80	2.12	6.64	5.59	4.76	4.04
600036	招商银行	36.58	增持	3.19	3.67	4.26	4.97	11.47	9.97	8.59	7.36
601818	光大银行	4.26	买入	0.64	0.73	0.82	0.93	6.66	5.84	5.20	4.58
601128	常熟银行	8.40	增持	0.54	0.67	0.83	1.03	15.56	12.59	10.16	8.14

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

序言：经营稳基础固，寻机市场变迁 .....	4
行情回顾：绝对与相对收益年，银行股优势呈现 .....	5
格局演绎：短期走向集中，特色银行崛起 .....	6
集中化：风险出清，短期趋势 .....	6
特色化：中小银行，必经之路 .....	6
零售化：转型迈进，空间可观 .....	7
经营展望：稳增长政策呵护，量升质优中收佳 .....	9
资产规模：逆周期调节驱动，有望实现微升 .....	9
息差表现：定价下行有限，降成本措施持续 .....	10
资产质量：强认定早化解，信贷成本或稳定 .....	11
中间收入：理财子公司铺开，信用卡结算发力 .....	13
市场解构：投资者结构转变，估值提升的机遇 .....	15
国际化：开放提速，审美趋同 .....	16
机构化：长期投资，偏爱蓝筹 .....	18
被动化：指数资金，高配银行 .....	18
个股推荐：结构调整赢改善空间，抓特色与成长标的 .....	20
常熟银行：开拓蓝海市场，银行的成长股 .....	20
招商银行：零售业务标杆，财富管理强行 .....	20
光大银行：改善动能强劲，长期战略清晰 .....	21
平安银行：发力财富管理，打造新型银行 .....	21
成都银行：坚守本源业务，成长空间可期 .....	22
风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：全文逻辑图 .....	4
图表 2：2019 年初以来银行指数走势 .....	5
图表 3：2019 年初以来银行股较上证指数的相对涨幅分五个阶段 .....	5
图表 4：2019 年以来股份行、区域性银行股价表现好于大行 .....	5
图表 5：个股股价今年涨幅分化（截至 2019 年 11 月 25 日） .....	5
图表 6：2017-2019 1-9M 各类型银行累计归母净利润增速 .....	6
图表 7：2017-2019Q3 各类型银行不良贷款率 .....	6
图表 8：2019Q3 末上市城（农）商行存款占总负债、贷款占总资产比例：一定程度反映了存贷基础业务实力 .....	7
图表 9：2018 财年中外部分银行个人贷款占比：海外较高 .....	7
图表 10：2018 财年中外部分银行财富管理收入占比 .....	8
图表 11：2018 财年末中外部分银行管理资产规模（表外理财余额） .....	8
图表 12：2019 年以来上市银行资产同比增速抬升 .....	9
图表 13：2019 年以来上市银行贷款同比增速保持平稳 .....	9

图表 14: 2019 年永续债发行规模达到近 5000 亿元 .....	10
图表 15: 2019 年三季度商业银行资本充足率提升 .....	10
图表 16: 2015 年 10 月以来原贷款基准利率保持不变, 但一般贷款利率有一定波动 ..	10
图表 17: 2018 年末国有银行流动性和利率风险分析: 国有五大行贷款重定价时间集中 在年初 .....	11
图表 18: 2019 年以来同业存单到期收益率处于历史低位 .....	11
图表 19: 2019 年上半年国有大行存款成本率大幅提升 .....	11
图表 20: 2018 年末、2019 年 6 月末上市银行不良贷款偏离度: 2018 年末已降至 80% 以下 .....	12
图表 21: 2018 以来 P2P 问题平台月度新增数量: 2019 年以来处于较低水平 .....	12
图表 22: 2019 年上市银行拨备覆盖率处于相对较高水平 .....	13
图表 23: 2018 年末各国信用卡人均持卡量: 中国处于较低水平 .....	13
图表 24: 2018 年国内银行非保本理财手续费占比较低 .....	14
图表 25: 2018 年美国四大行资产管理业务收入占比较高 .....	14
图表 26: 2014 年起, 移动支付快速普及带动结算类业务增长 .....	14
图表 27: 2014-2019H1 国有大行电子银行业务快速发展 .....	14
图表 28: 2019 年前三季度各市场银行业 PB、ROE 对比 .....	15
图表 29: 2019 年前三季度各市场银行业 PB、ROA 对比 .....	15
图表 30: 2010-2018 年中美银行业指数 ROA 对比 .....	15
图表 31: 2010-2018 年中美银行业指数 PB/ROA 对比 .....	15
图表 32: 银行业 PB 估值拆分解析 .....	16
图表 33: 预计 1-2 年内的市场增量资金图 .....	16
图表 34: 2017 年 11 月至今兴业银行沪股通持股数与股价走势 .....	17
图表 35: 2017 年 11 月至今平安银行深股通持股数与股价走势 .....	17
图表 36: 2019Q3 末三类资金持银行股总市值占其全部 A 股持仓市值比例 .....	17
图表 37: 2014-2019 年 10 月上交所股票沪股通交易金额、持股市值占比: 快速提升	17
图表 38: 2014-2017 年上交所各类投资者交易金额占比 .....	18
图表 39: 2013-2019Q3 保险资金股票和证券投资金额及占比 .....	18
图表 40: 2017-2019Q3 指数基金持 A 股总市值占全部基金持股总市值比例变化: 呈上 升趋势 .....	19
图表 41: 2019Q3 末贝莱德与中国公募基金被动型持股总市值占比 .....	19
图表 42: 2019Q3 末主动偏股型基金、指数基金重仓银行股总市值占比 .....	19
图表 43: 2018-2019Q3 常熟银行资产、贷款、存款规模增速 .....	20
图表 44: 2018-2019Q3 常熟银行贷款按金额分布占比变化 .....	20
图表 45: 2019 年 1-9 月招商银行年化 ROE 位列上市股份行第一 .....	21
图表 46: 2018Q1-2019Q3 招商银行不良贷款率及拨备覆盖率 .....	21
图表 47: 2019 年前三季度光大银行归母净利润增速处于较高水平 .....	21
图表 48: 2019 年上半年光大银行理财手续费收入及占营收比重下降 .....	21
图表 49: 2017-2019Q3 平安银行零售客户数量增速 .....	22
图表 50: 2017-2019Q3 平安银行零售 AUM 规模及增速 .....	22
图表 51: 2019 年 6 月末部分上市城商行本地贷款市占率 .....	23

## 序言：经营稳基础固，寻机市场变迁

我们重申2020年对银行板块的“增持”评级。上市银行基本面奠定估值基础，市场资金结构变化是驱动器。2019年银行板块获得绝对与相对收益，市场对转型领先的零售型银行、坚守本源的优质区域性银行青睐程度较高。站在当前的时间点，我们继续看好银行股的投资价值，上市银行基本面稳健创造了悲观预期修复的机会，而市场增量资金偏好银行则构建了长期的投资价值。

基本面稳健是主旋律，在“全面建成小康社会”的最后一年，政策有望给予银行业更多支持，对银行板块形成呵护。首先，逆周期调节有望为银行提供优质资产，实体融资需求和银行放贷意愿均有望回暖，带动银行资产增速提升。其次，息差下行压力有限。虽然LPR调低后贷款的重定价效应逐渐呈现，但5年期以上LPR难以持续下调，银行的风险定价决定了新发放贷款利率与LPR的走势并非完全同步。而且存款规范、降准等降负债成本的监管措施有望持续，息差大幅下行预计不会发生。第三，监管层持续鼓励不良贷款认定从严，零售业务风险出清步入下半场，信贷成本或保持稳定。第四，信用卡、理财子公司、结算有望共同助推，中间业务收入增长动能足。

银行股是A股市场走向成熟的较大受益者，增量资金偏好银行构建了长期投资价值。A股正发生三个方面的变化，以逐渐对标成熟市场，为银行股创造估值提升空间。第一方面，资本市场的对外开放深化，境外资金入市投资便利程度大大提升。对外开放带动A股投资风格与海外趋同，境外资金偏好可提振板块估值。第二方面，保险、养老金、银行理财等长期机构投资者地位不断提升，逐渐占据主导定位并掌握定价权，银行作为典型大盘蓝筹有望受益。第三方面，被动管理的指数型基金继续加速崛起。指数型基金重仓持股中，银行股的比例显著高于主动管理的偏股型基金，银行股是投资被动化的受益者。

短期内行业集中度有望提升，但扶持中小行的政策导向不变。2019年包商银行接管等事件标志着中小银行风险出清的加快，2020年风险出清有望持续，推动短期集中度提升。但长期内提高中小银行的数量和业务占比是中央政治局、银保监会明确的政策导向，特色中小行经营有望向好，且中小银行的政策红利持续派发，助力特色中小行持续向好。我们对标国际，认为零售与财富管理银行的成长空间可观，快速成长是不变的旋律。2020年我们推荐的个股为：常熟银行、招商银行、光大银行、平安银行、成都银行。

图表1：全文逻辑图

### 【华泰金融】2020年银行业投资策略



资料来源：华泰证券研究所

## 行情回顾：绝对与相对收益年，银行股优势呈现

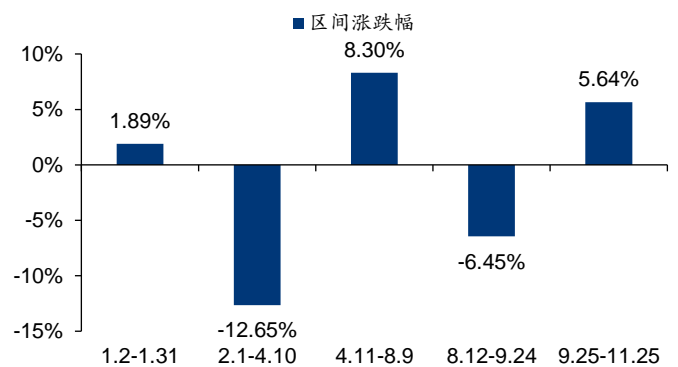
**2019年为银行板块的绝对与相对收益年，银行股的优势一览无遗。**从上年末至2019年11月25日，银行指数累计上涨24.22%，跑赢上证指数7.69pct。银行股走势大致可分为五个阶段：第一阶段是1月2日至1月31日。1月央行货币政策操作频繁，启动全面降准及调整普惠金融定向降准口径，给予了银行股基本面改善的预期。第二阶段是2月1日至4月10日，大盘行情启动，资金流向高弹性板块，银行板块出现滞涨，期间银行股跑输上证指数。第三阶段为4月11日至8月9日，市场估值中枢上移，一季报显示上市银行基本面稳健向好，板块轮动使得银行股走出相对收益行情。第四阶段为8月12日至9月24日，7月社融数据大幅走弱，LPR改革引发了市场对于银行利润空间收窄的预期，板块走势回落。第五阶段为9月25日至今，财政部发布《金融企业财务规则（征求意见稿）》，释放出引导银行“放利润”的信号，市场情绪的矫正、银行的低估值优势、外资等大资金的增配使板块行情快速切换为走强。

图表2：2019年初以来银行指数走势



注：不同背景色代表五个时间阶段  
资料来源：Wind，华泰证券研究所

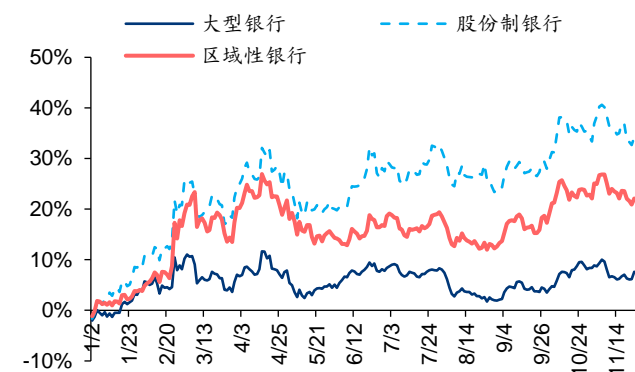
图表3：2019年初以来银行股较上证指数的相对涨幅分五个阶段



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**银行板块内部走势分化明显。**受政策环境宽松、同业利率下行等因素影响，银行板块涨幅总体呈现股份行>区域性银行>大型银行的格局。从上年末到2019年11月25日，股份行指数上涨34.24%，区域性银行指数上涨22.09%，大型银行指数上涨7.59%。2019年金融供给侧改革强调提高中小银行的数量及业务比重，中小银行的战略地位提升；同业负债成本持续下行，对同业负债占比较高的中小行基本面也形成了呵护，因此中小行走势相对较好；年中包商银行被接管事件导致的流动性分层使得股份行的走势与区域型银行拉开。个股层面，年初至今涨幅较高的标的包括宁波银行（73.71%）、平安银行（70.22%）、招商银行（49.06%）、常熟银行（40.36%）、南京银行（36.58%），反映市场对转型领先的零售型银行、坚守本源的优质区域性银行的青睐。

图表4：2019年以来股份行、区域性银行股价表现好于大行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：个股股价今年涨幅分化（截至2019年11月25日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

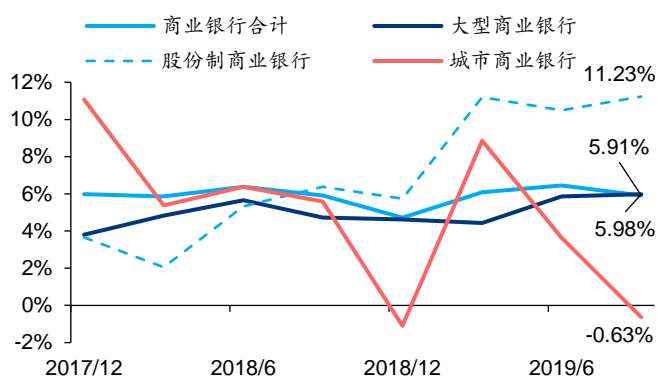
## 格局演绎：短期走向集中，特色银行崛起

### 集中化：风险出清，短期趋势

伴随风险出清的推进，2020年银行业的集中度有望提升。2019年是银行业分化加剧的一年。年中包商银行因为严重信用风险被监管机构接管，随后锦州银行引进工银金融资产等三大战略投资者入股、中央汇金公司入股恒丰银行等事件标志了银行业风险处置加速。在风险处置节奏加快的背景下，中小银行经营数据表现较弱：资产增速放缓、不良贷款率上升，其中城商行前三季度利润增速转为负数。

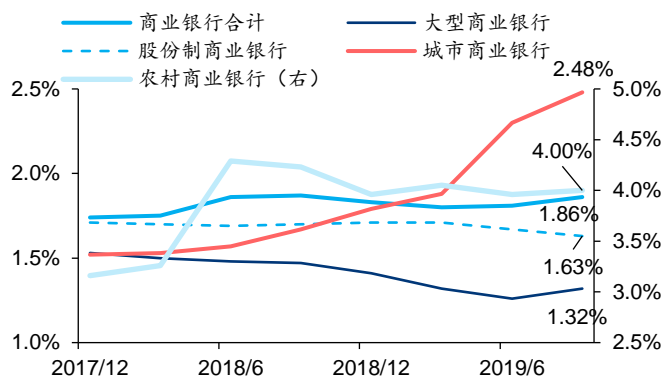
**2020年风险出清继续，集中度或短期略有上升。**金融委第六次会议提及“把握好处置风险的力度和节奏，坚持在推动高质量发展中防范化解风险”，银保监会正在探索高风险银行保险机构市场化退出机制。我们认为中小银行的风险出清是2020年的重要任务，但力度会较为缓和。**兼并重组将是处置风险机构的主要方式，而非破产退出，未来银行业的市场化并购或将放开。**短期内，由于风险出清，银行集中度有望提升，有利于全国性银行的“强者恒强”。

图表6：2017-2019 1-9M 各类型银行累计归母净利润增速



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表7：2017-2019Q3 各类型银行不良贷款率



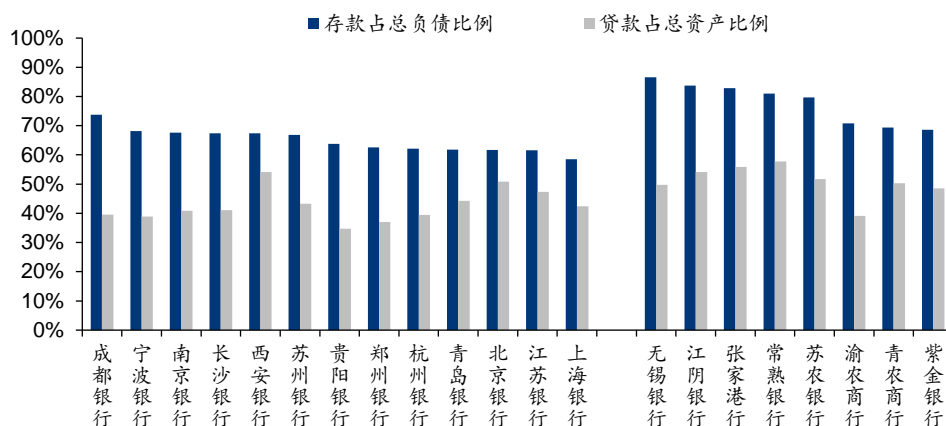
资料来源：银保监会，华泰证券研究所

### 特色化：中小银行，必经之路

引导中小银行数量及业务比重提升，特色中小银行前景光明。提升中小银行的机构数量和业务比重是金融供给侧改革提出的要求，有核心竞争力的特色中小银行经营有望更上层楼，并且有望得到持续的政策支持。2019年优质中小行得到的定向政策支持不断，包括：人行5月、9月两次对中小银行实施定向降准（分别针对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农商行；仅在省级行政区域内经营的城商行）、银保监会批准小微金融标杆常熟银行设立全国首家投资管理型村镇银行等。

**金融委政策持续聚焦，推广经验利好现有特色中小银行。**9月金融委第九次会议提出从根源上解决中小银行发展的体制机制问题、重点支持中小银行多渠道补充资本、推广中小银行经营管理中的好经验好做法。我们认为持续的定向政策支持利好坚守本源、经营稳健的优质中小银行。

**图表8： 2019Q3 末上市城（农）商行存款占总负债、贷款占总资产比例：一定程度反映了存贷基础业务实力**



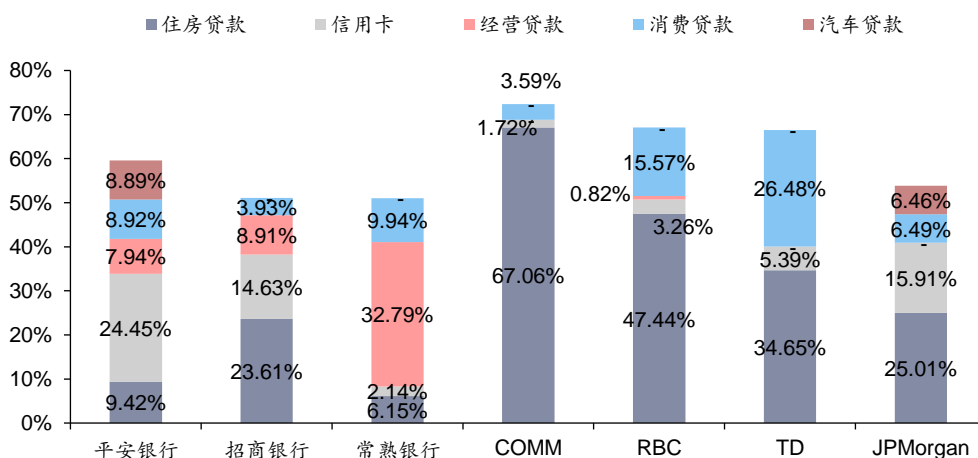
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 零售化：转型迈进，空间可观

**零售与财富管理密不可分，共同的成长空间仍较大。**近几年，经济下行压力加大、对公业务不景气使得银行零售业务迎来了大发展。我们认为零售转型的继续推进可期。银行财富管理业务（理财、代销等）的主要客户为个人，与零售业务密不可分、互为促进。2020 年是资管新规的收官年，银行理财子公司有望批量开业，带动资管新规时代的财富管理业务重新出发；零售资产业务在历经风险出清后，有望重回快速增长通道。

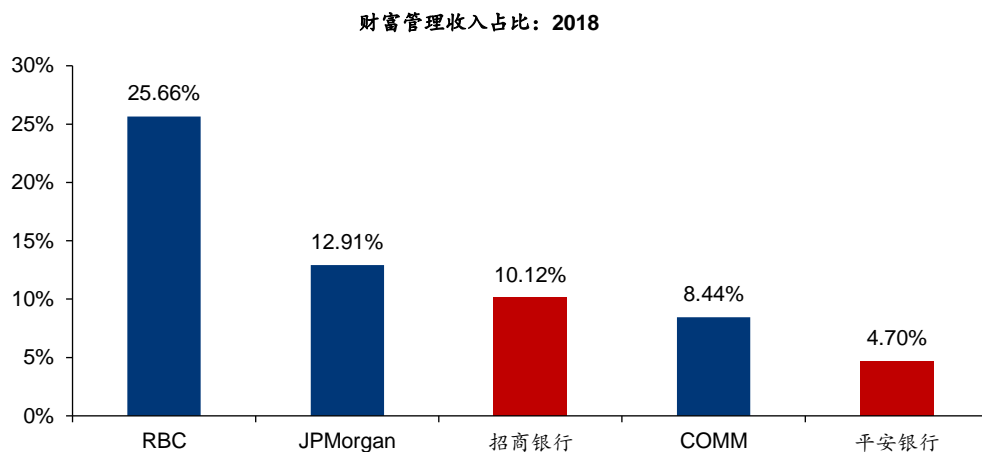
**放眼海外，零售与财富管理业务仍是蓝海市场。**中国零售型银行的代表为招商银行、平安银行、常熟银行（零售贷款占比均已超过 50%），财富管理银行的代表为招商银行，上述三者的零售与财富管理业务体量、占比、发展质量均有提升空间。提升空间在估值端也有所体现，截至 11 月 25 日，招商银行、常熟银行、平安银行 PB (MRQ) 分别为 1.62 倍、1.39 倍、1.13 倍；而零售及财富管理业务领先的国际银行巨头澳大利亚联邦银行（澳交所）、加拿大皇家银行（纽交所）、加拿大道明银行（纽交所）、摩根大通（纽交所）的 PB (MRQ) 分别达到 2.09 倍、2.03 倍、1.83 倍、1.74 倍，较中国对应龙头银行溢价明显。

**图表9： 2018 财年中外部分银行个人贷款占比：海外较高**



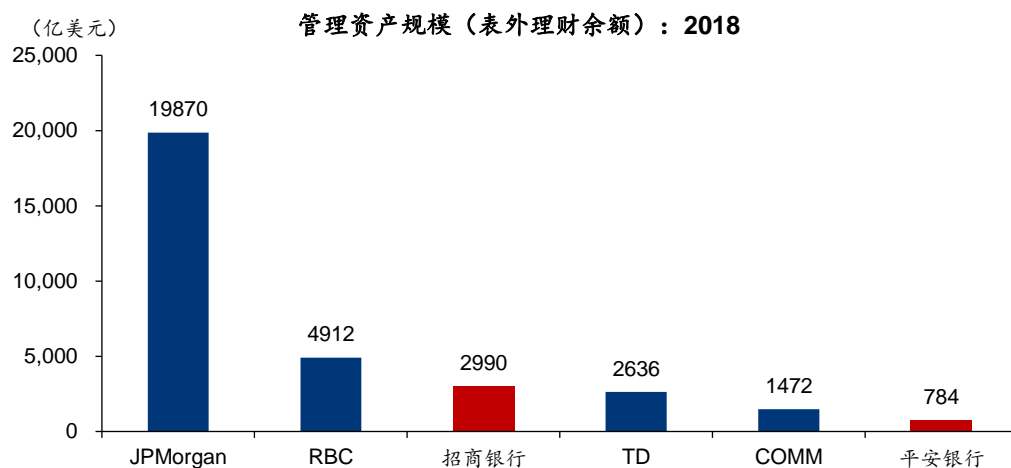
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表10： 2018 财年中外部分银行财富管理收入占比**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表11： 2018 财年末中外部分银行管理资产规模（表外理财余额）**



注：均根据 2018 年末汇率换算

资料来源：公司财报，华泰证券研究所



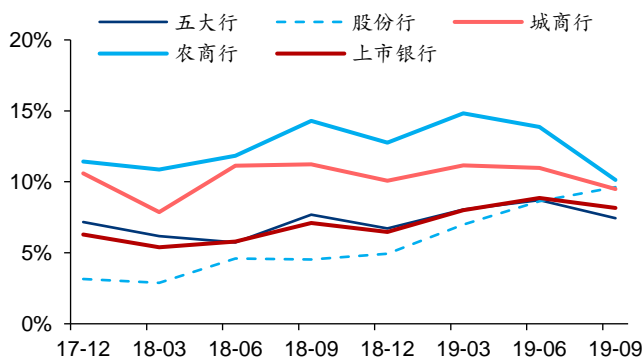
## 经营展望：稳增长政策呵护，量升质优中收佳

我们预计 2020 年上市银行基本面有望保持相对稳健，在“全面建成小康社会”的最后一年，政策有望给予银行业更多支持，对板块形成呵护。首先，对小微和民营企业、基础设施行业的定向支持力度有望加大，专项债额度预计继续大幅扩容，资产供给增加带动银行资产增速提升。其次，LPR 调低后贷款的重定价效应逐渐呈现，但银行的风险定价决定了新发放贷款利率与 LPR 的走势并非完全同步。而且存款规范、降准等降负债成本的监管措施有望持续，息差大幅下行预计不会发生。未来息差的波动性将加大，主要原因为贷款定价基准的波动性加大，重定价日或成为息差的分水岭。第三，行业面临一定的资产质量压力，但上市银行不良贷款认定从严，零售业务风险出清步入下半场，信用风险压力不大。第四，信用卡、理财子公司、结算有望共同助推中间业务收入增速走高。

## 资产规模：逆周期调节驱动，有望实现微升

资产增速提升是稳增长的需要，也是银行盈利增长的需要。2019 年以来资产增速整体提升，但年中以来信贷需求较弱、房地产融资政策收紧，以及包商银行事件后中小银行流动性受冲击，银行资产增速有所回落。我们认为 2020 年上市银行资产增速有望提升，从投放意愿来看：一方面，增加信贷投放是逆周期调节的需要。在稳增长的背景下，逆周期调节力度有望加大，提前下达专项债额度，供应优质资产；对小微、民营的支持提振实体需求。另一方面，LPR 改革后银行息差面临收窄压力，加大贷款投放力度可以量补价，防止营收和利润增速随息差快速收窄。

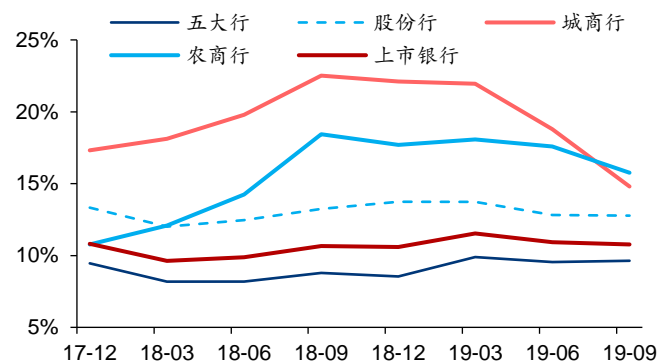
图表12： 2019 年以来上市银行资产同比增速抬升



注：截至 2019 年 Q3 末

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13： 2019 年以来上市银行贷款同比增速保持平稳

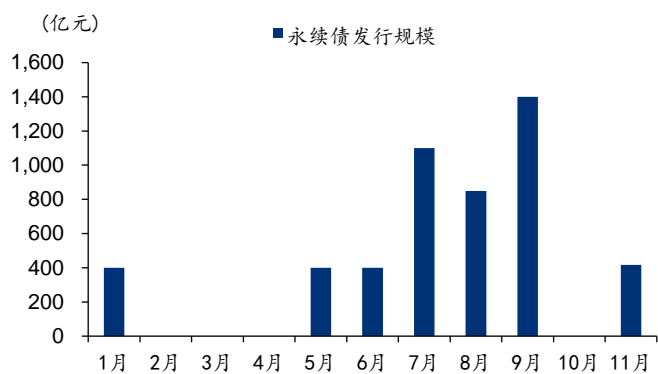


注：截至 2019 年 Q3 末

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

从投放能力来看，监管层鼓励补资本的动作不断增加，资本实力为资产投放赋能。2019 年以来监管层通过推广创新资本工具为银行补充资本的成效显著。1 月中国银行成功发行首单银行永续债，截至 2019 年 11 月 25 日，银行永续债发行规模近 5000 亿元。除永续债外，更多资本工具的创新也得到了政策明确支持，金融委提出要构建商业银行资本补充长效机制。补资本尤其聚焦于中小银行，近两次金融委会议和三季度货币政策执行报告，均强调了重点支持中小银行补资本。目前银行业资本外源补充强劲，资本充足率提升较快，2019 年 9 月末商业银行资本充足率 14.54%，季度环比提升 42bp。资本补充为 2020 年的资产投放奠定了基础。

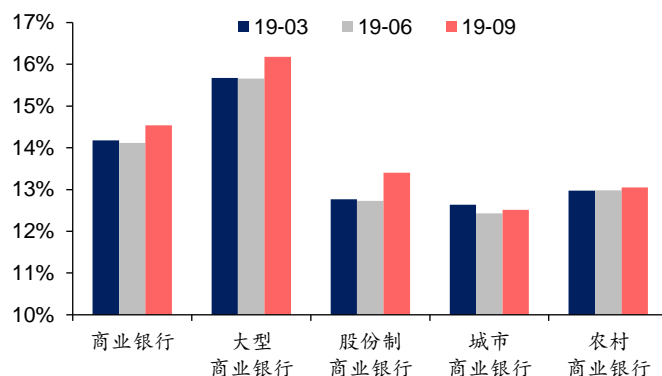
图表14： 2019 年永续债发行规模达到近 5000 亿元



注：截至 2019 年 11 月 25 日

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表15： 2019 年三季度商业银行资本充足率提升



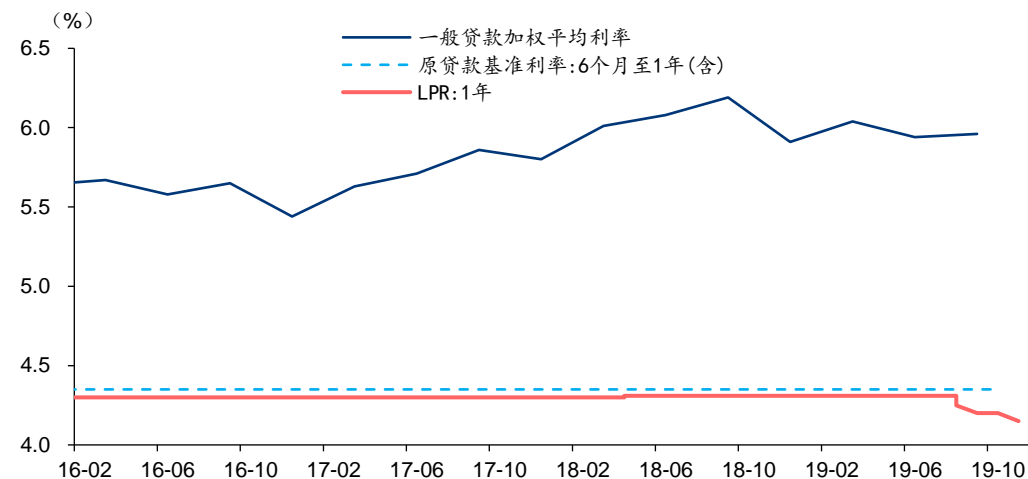
资料来源：银保监会，华泰证券研究所

### 息差表现：定价下行有限，降成本措施持续

我们认为 2020 年息差或有所收窄，但在降负债成本的环境下下行幅度有限。息差预计出现分化，定价较为刚性的零售型银行、受益于降存款成本的全国性银行、可通过结构调整换取息差改善空间的银行表现更强。

LPR 改革后，重定价对贷款收益率的影响出现，但预计幅度较小。疏通货币政策传导机制是重要任务，LPR 报价下降为趋势。但在“房住不炒”的严格房地产调控背景下，5 年期以上 LPR 难以持续下调，因此 LPR 的影响主要集中于短期贷款。各家银行会基于自身情况进行贷款定价，在综合考虑资金成本、费用成本、期限成本和风险溢价的情况下，各家银行在 LPR 报价基础上进行加减点，形成一定的差异性。因此新发放贷款利率变动与 1 年期 LPR 的变动幅度并非完全一致，而是会更小。

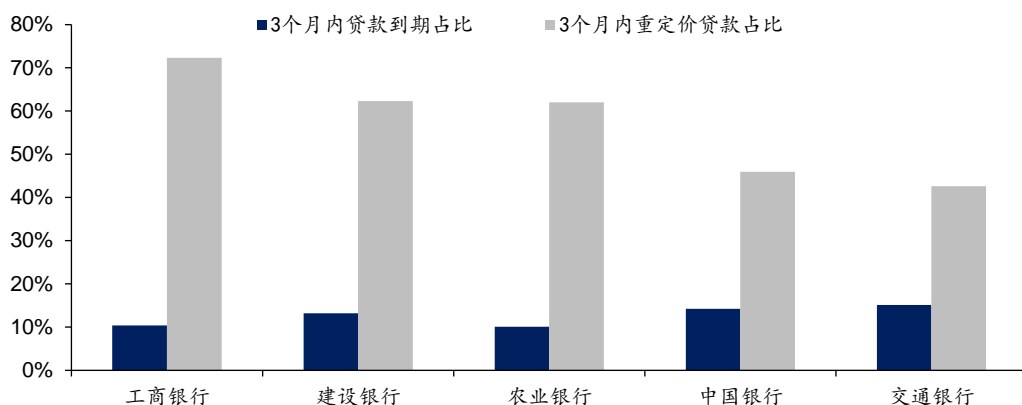
图表16： 2015 年 10 月以来原贷款基准利率保持不变，但一般贷款利率有一定波动



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

未来存量贷款或切换为以 LPR 为基准，生息资产收益率在年与年之间的波动性或加大。三季度货币执行报告的专栏中提到，未来央行将抓紧研究出台存量贷款利率基准转化方案。若存量贷款切换为以 LPR 为基准，将导致息差的波动性加大，主要有两方面原因。其一，基准调整频率提升。LPR 改革前，贷款基准利率已有近 4 年未进行调整，而 LPR 每月报价产生，变动频率或大幅提升。其二，贷款重定价时间集中于年初。以国有五大行为例，2018 年末其 3 个月内未到期但到达重定价日的贷款占比均值达到 47%，故生息资产收益率波动性加大或主要在每年一季度体现。

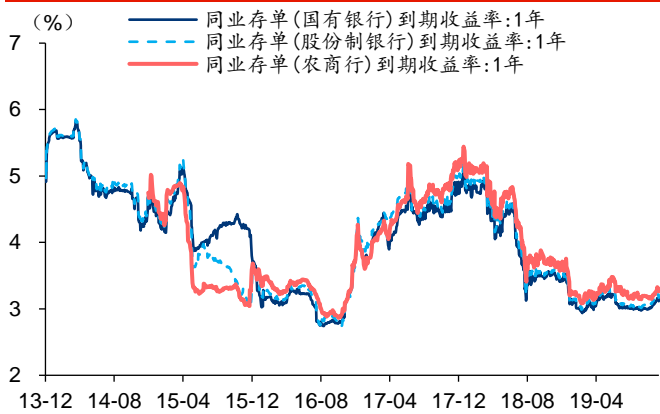
**图表17： 2018 年末国有银行流动性和利率风险分析：国有五大行贷款重定价时间集中在年初**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

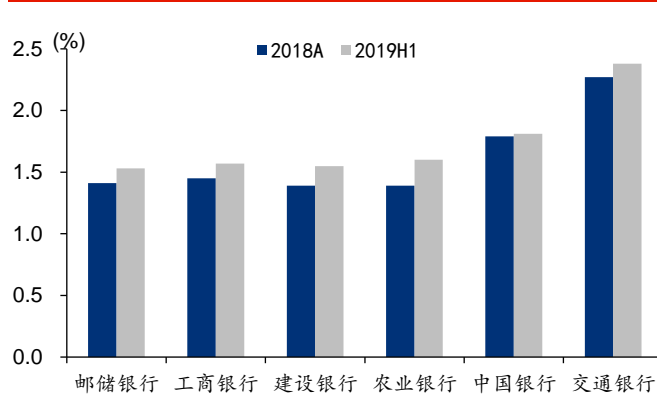
**同业负债继续下行空间小，存款成为新的降成本工具，在降成本的配合下，息差下行压力较为有限。**目前存款准备金率仍有下降空间，若经济存在下行压力，降准仍有可能，可减轻银行负债成本压力。我们认为存款有望接力同业负债，成为降成本的主要推动力。一方面，同业负债成本降低的红利期结束，同业存单到期收益率维持于历史低位运行，继续下行的空间较小。另一方面，存款成本存在压降空间。2019 年上半年银行存款成本率上升明显。以国有大行为例，其存款成本率较 2018 年全年平均提升 12bp。10 月银保监会发布《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，结构性存款得到规范。在负债成本压力缓释的背景下，息差下行空间预计有限。

**图表18： 2019 年以来同业存单到期收益率处于历史低位**



资料来源：中证指数公司，华泰证券研究所

**图表19： 2019 年上半年国有大行存款成本率大幅提升**



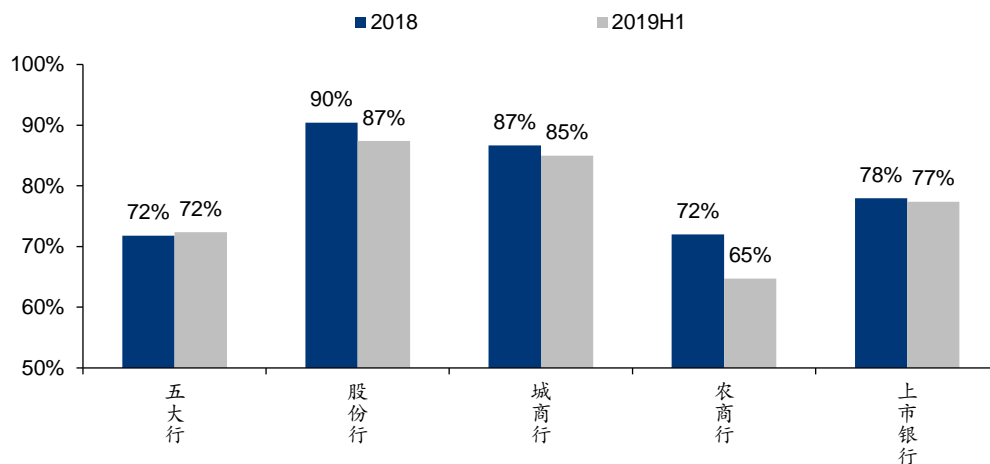
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**资产质量：强认定早化解，信贷成本或稳定**

我们认为 2020 年上市银行的资产质量压力较小。就行业整体而言，在当前经济下行压力加大、中小银行风险出清推进的背景下，不良贷款率预计略有上行。但上市银行的风险资产确认和处置更早，零售新生成风险有望步入缓和通道，资产质量压力更小。预计上市银行将维持较高的信贷成本，部分拨备覆盖率较高的银行有更大的进退空间。

资产质量管控严格化程度持续提升，存量风险压力释放。2018 年银监会 7 号文通过差异化的拨备覆盖率/拨贷比监管政策鼓励银行将逾期 90 天以上贷款纳入不良贷款。2019 年银保监会发布《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》，明确规定逾期 90 天+资产需纳入不良资产。在监管引导下，存量风险贷款严格确认，2019 年 6 月末末全部上市银行不良贷款偏离度均已低于 100%，上市银行整体不良贷款偏离度下降至 77%。部分银行已设置了更严格的不良贷款认定标准，将逾期 60 天以上贷款全部计入不良类，如邮储银行 2018 年末逾期 60 天以上贷款即已基本全部纳入不良贷款。

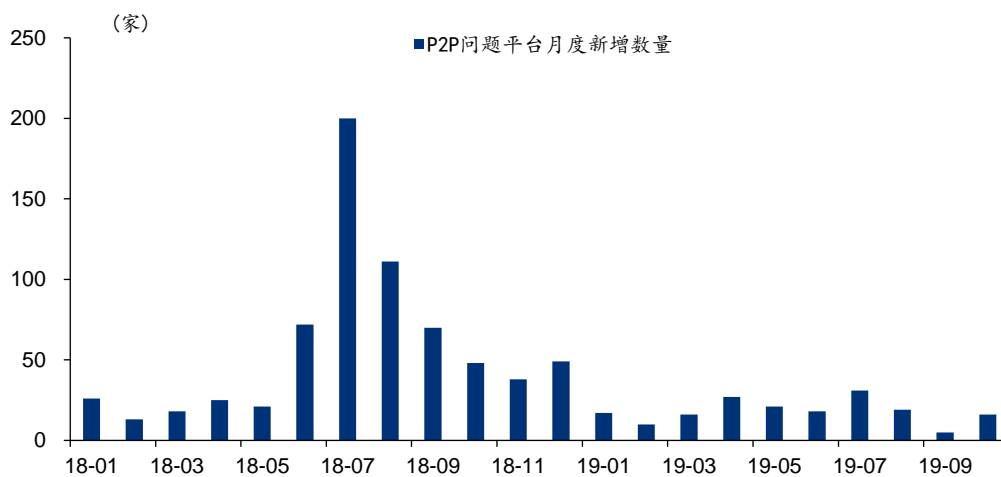
**图表20： 2018 年末、2019 年 6 月末上市银行不良贷款偏离度：2018 年末已降至 80%以下**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**零售贷款风险出清步入下半场，新增风险压力可控。**最近两年银行业积极布局零售转型，对公投放较为谨慎，零售贷款风险成为主要的新增风险来源。2019 年上半年零售贷款不良率受经济下行、网络贷款共债风险、催收力度减弱等因素的影响有所抬升。我们认为风险暴露的高峰期已过，2020 年零售业务信用风险压力较小。主要原因为：网络消费贷款风险出清的高峰期为 2018 年 6-12 月，彼时 P2P 单月新增问题平台数量达到高峰。考虑传导的时滞，共债风险传导至银行，集中产生不良贷款的时间为 2019 年上半年。2019 年以来 P2P 问题平台的数量已显著低于 2018 年同期，央行表示 2020 年上半年有望基本完成网贷领域的存量风险化解。随着共债风险影响逐渐弱化，零售贷款信用风险较为可控。

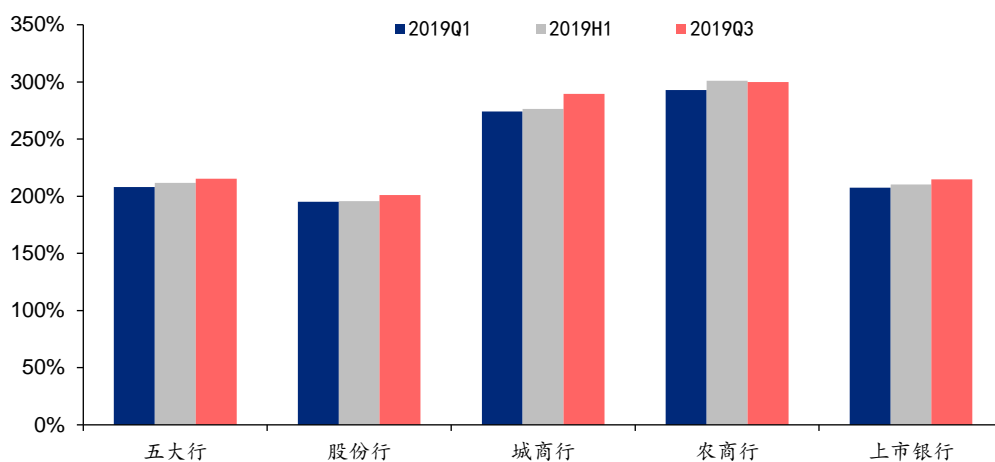
**图表21： 2018 以来 P2P 问题平台月度新增数量：2019 年以来处于较低水平**



资料来源：网贷之家，华泰证券研究所

**信贷成本预计保持在高位，但监管层已经给予了风险资产严格确认、积极计提的银行更大空间。**目前经济下行压力较大，预计银行业将保持较高的信贷成本。但监管层已经给予了更大的拨备计提操作空间：2018 年银保监会适当下调拨备覆盖率监管要求至 120%-150%，实行一行一策。2019 年财政部《金融企业财务规则（征求意见稿）》提到拨备覆盖率不应超过 300%。我们认为部分拨备覆盖率较高的银行在信贷成本方面的空间较大。

**图表22： 2019年上市银行拨备覆盖率处于相对较高水平**



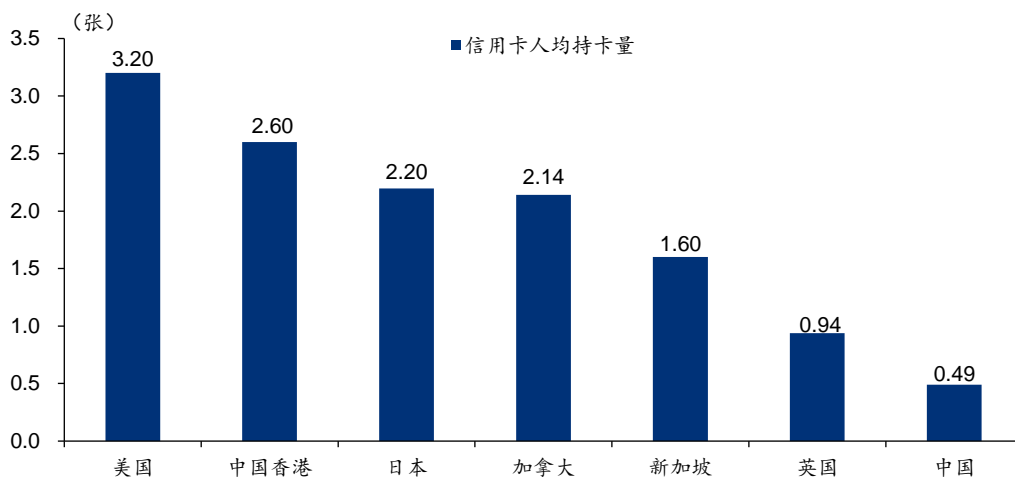
注：上述五大行、股份行、城商行、农商行均为上市银行中的对应银行

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 中间收入：理财子公司铺开，信用卡结算发力

随着消费贷款风险出清接近完成，信用卡有望继续扮演中间收入核心驱动角色。信用卡的分期手续费、刷卡佣金收入等均计入中间收入（招行、平安等少数银行将分期手续费计入利息收入），近两年在理财收入因转型而压缩的背景下，银行卡手续费（主要来源为信用卡）是支撑银行中间收入增长的核心力量。但2019年部分银行因为零售信用风险因素，信用卡业务增速有所放缓。我们认为2020年随着消费贷款信用风险出清，信用卡业务有望恢复快速增长。据中国支付清算协会的数据，截至2019年9月末，中国人均持有信用卡0.53张，与全球主要发达国家或地区相比仍较低，有一定成长空间。

**图表23： 2018年末各国信用卡人均持卡量：中国处于较低水平**

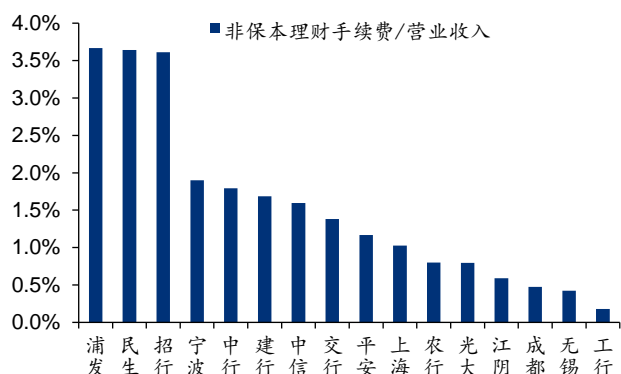


注：因数据披露原因，美国和日本为2017年末数据

资料来源：中国人民银行，国际清算银行，华泰证券研究所

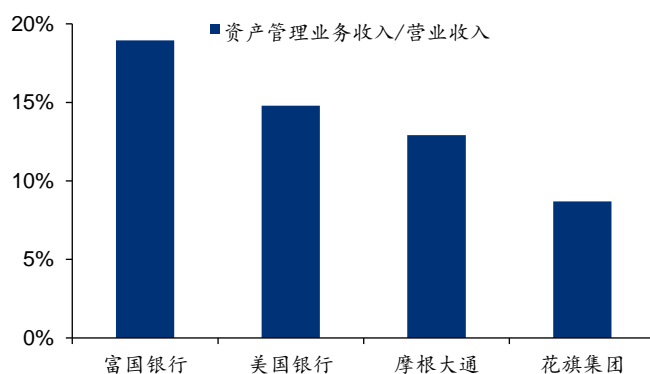
理财业务步入转型最后一年，理财子公司开业有望全面铺开，收入贡献逐渐呈现。理财子公司的设立使银行理财业务实现更专业的运营，扩大客群范围（销售起点降低至1元）和投资范围（可配置权益类资产）、不强制要求面签等利好措施均可加快银行理财业务发展。截至2019年11月，已有7家银行理财子公司获准开业。而与美国大行相比，国内银行理财手续费贡献的中间收入占比较低，随着理财子公司的开业运营，理财业务对中收的贡献有望提升。

图表24: 2018年国内银行非保本理财手续费占比较低



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

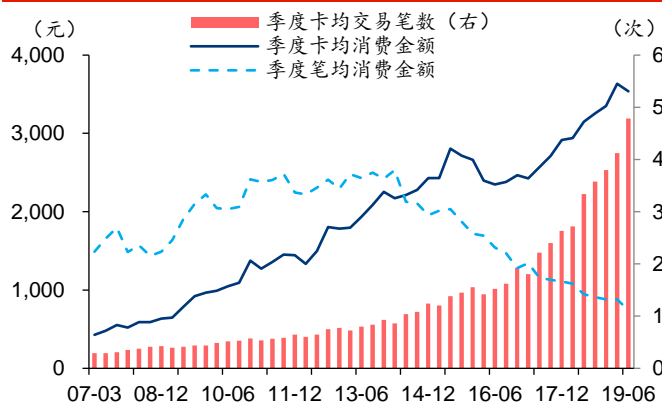
图表25: 2018年美国四大行资产管理业务收入占比较高



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

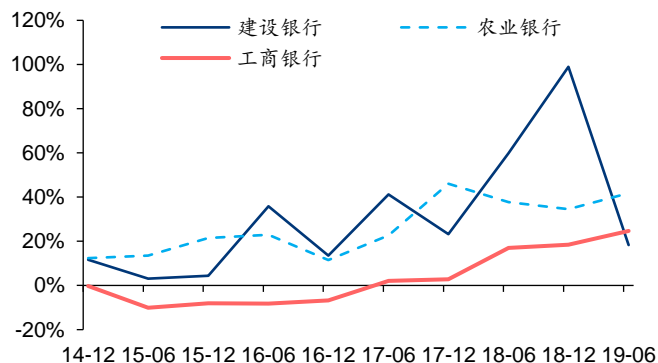
**移动支付带动结算类、电子银行业务收入持续高增。**2014年起, 移动互联网的普及带动了移动支付发展, 挤出了部分现金支付, 银行结算、电子银行业务快速发展。公共交通、便利店等日常现金支付场景纳入移动支付体系后, 银行卡消费呈现小额高频的特点, 笔均消费金额减小、卡均消费笔数和消费金额快速上升。电子银行收入为国有大行中间收入增长奠定了坚实基础。移动支付正逐渐下沉至县域地区, 覆盖面有望进一步扩大, 为银行结算、电子银行业务继续赋予动能, 相关收入有望维持高增长。

图表26: 2014年起, 移动支付快速普及带动结算类业务增长



资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

图表27: 2014-2019H1 国有大行电子银行业务快速发展

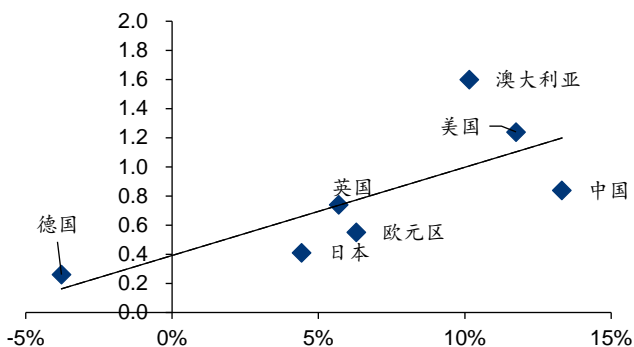


注: 工商银行为结算、清算及现金管理业务 YoY, 建行和农行则为电子银行 YoY。  
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

## 市场解构：投资者结构转变，估值提升的机遇

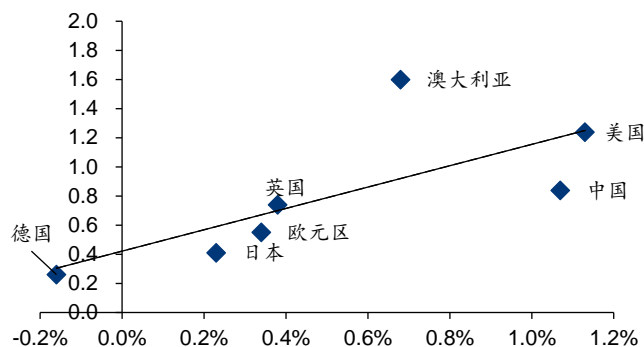
中国银行业 ROE 高于美国但 PB 低于美国，部分原因是杠杆较高。理论上而言，ROE 与 PB 呈正相关关系，有  $PB = (ROE - g)/(r - g)$ 。但在与其他发达国家的对比中，中国银行业的 PB 估值并未反映出其高 ROE 的特点。我们认为原因之一为杠杆倍数较高，因此风险溢价较高推升了必要收益率。若剔除杠杆因素，仅关注 ROA，则 2019 年前三季度中国银行业 ROA 略低于美国银行业 ROA。

图表28： 2019 年前三季度各市场银行业 PB、ROE 对比



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

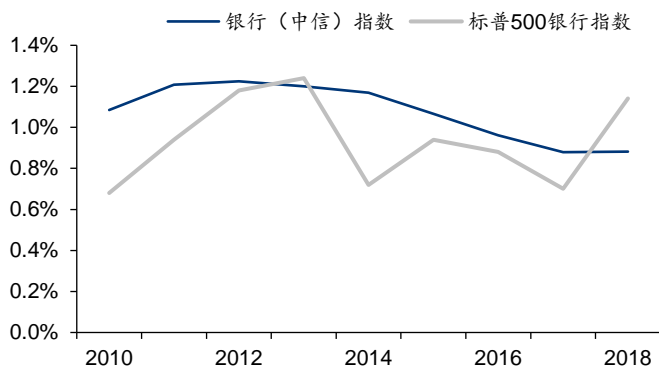
图表29： 2019 年前三季度各市场银行业 PB、ROA 对比



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

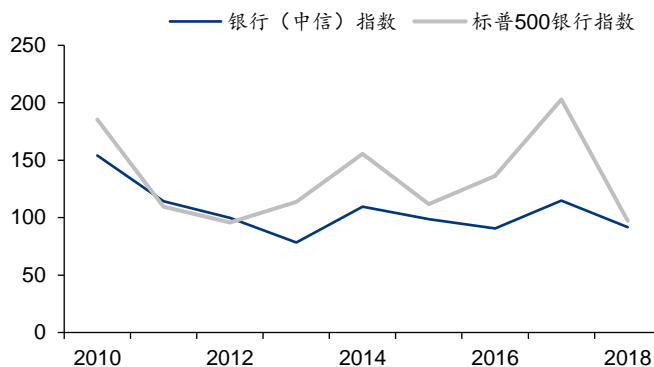
另一部分原因是投资者结构差异造成的同等 ROA 享受的估值低于美国。若将 PB 估值拆分成 ROA 和 PB/ROA，ROA 代表银行盈利能力（基本面），PB/ROA 代表市场因素对估值影响（资金面）。2010 年以来中国银行业的平均 ROA 和美国相仿，2018 年美国银行业 ROA 略高；抛开基本面对估值的影响，中国银行业 2010-2018 年 PB/ROA 也低于美国银行业。这由投资者结构决定：美国市场更成熟，长期投资者、机构投资者更多，对具有稳健、低波动的银行股有更多配置需求。同等 ROA 时，美国投资者愿意给予银行股更高的估值。

图表30： 2010-2018 年中美银行业指数 ROA 对比



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

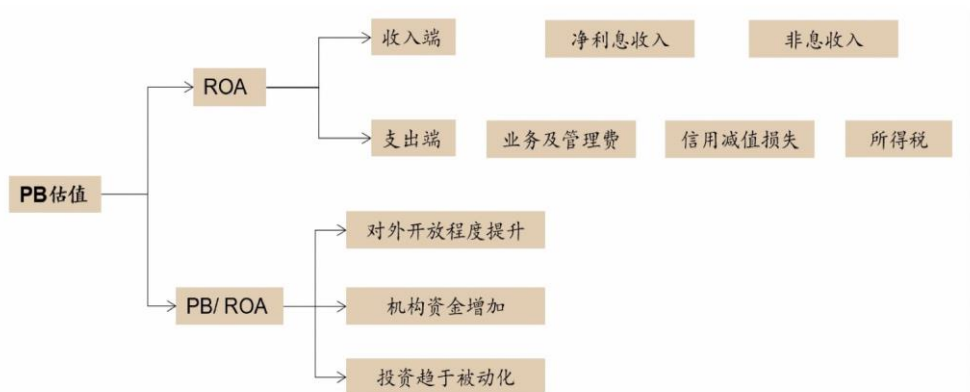
图表31： 2010-2018 年中美银行业指数 PB/ROA 对比



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

**A 股正发生三方面的变化，逐渐对标成熟市场，为银行股创造估值提升空间。** 1) 对外开放带动 A 股投资风格国际化，与海外趋同。2) 保险、养老金、银行理财等资金加速进入资本市场，机构投资者的地位不断提升，逐渐占据主导定位并掌握定价权。3) 被动管理的指数型基金继续加速崛起。我们预计 1-2 年内，境外资金、机构资金、被动资金的入市规模有望达到 1.2 万亿元~1.5 万亿元。三类资金的股票配置中，银行股的占比均更高，其作为增量资金入场，有利于银行股的估值提升。

图表32： 银行业 PB 估值拆分解析



资料来源：华泰证券研究所

图表33： 预计 1-2 年内的市场增量资金图



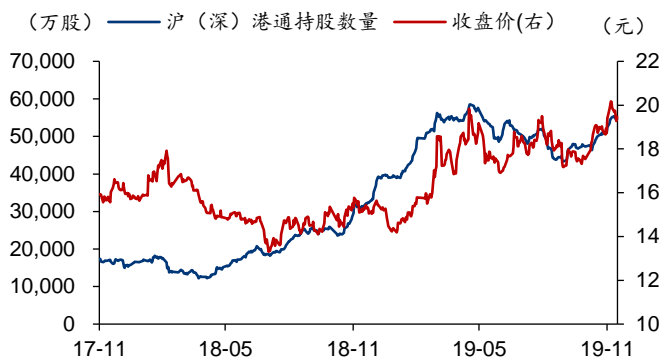
资料来源：中国理财网，Wind，华泰证券研究所

### 国际化：开放提速，审美趋同

对外开放大步向前，国际化带动投资风格趋同。资本市场的对外开放正处于深化期，境外资金入市的投资便利程度大大提升。资本市场对外开放的主要措施包括：2018 年 5 月证监会将沪股通额度一次性提升 4 倍；2019 年沪伦通面世；外管局取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制；A 股被纳入 MSCI ACWI 全球指数和新兴市场指数，纳入因子已提升至 20%。近年来外资加速流入 A 股，对银行股走势产生了深远影响。以兴业银行、平安银行为例（分别为仅在沪市、深市上市的全国性银行），2018 年以来其股价走势与沪股通持股数量走势高度相似。

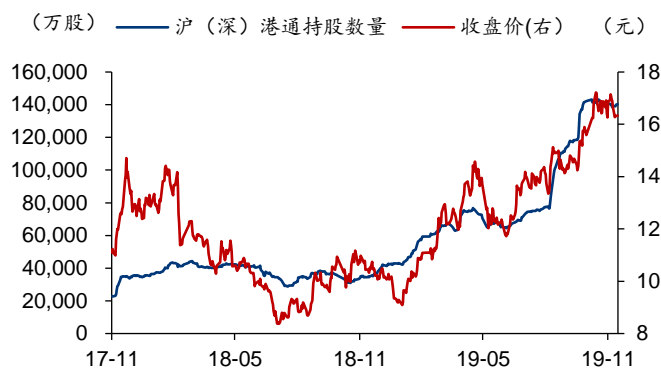


**图表34： 2017年11月至今兴业银行沪股通持股数与股价走势**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

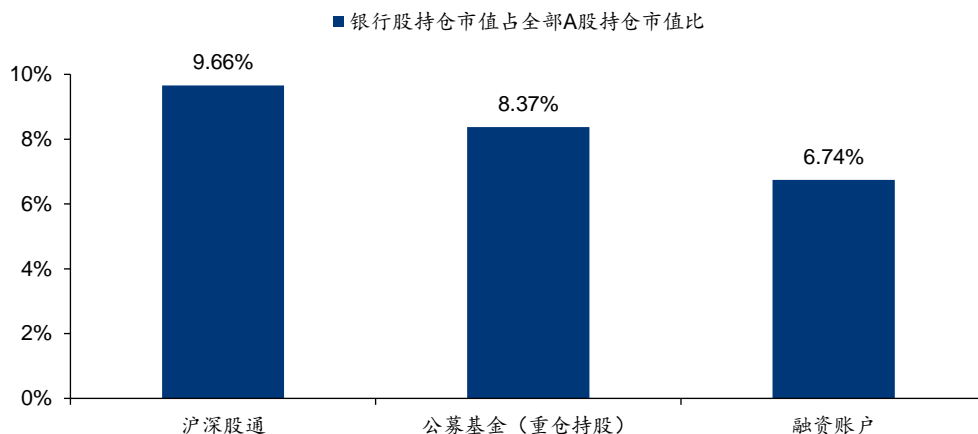
**图表35： 2017年11月至今平安银行深股通持股数与股价走势**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

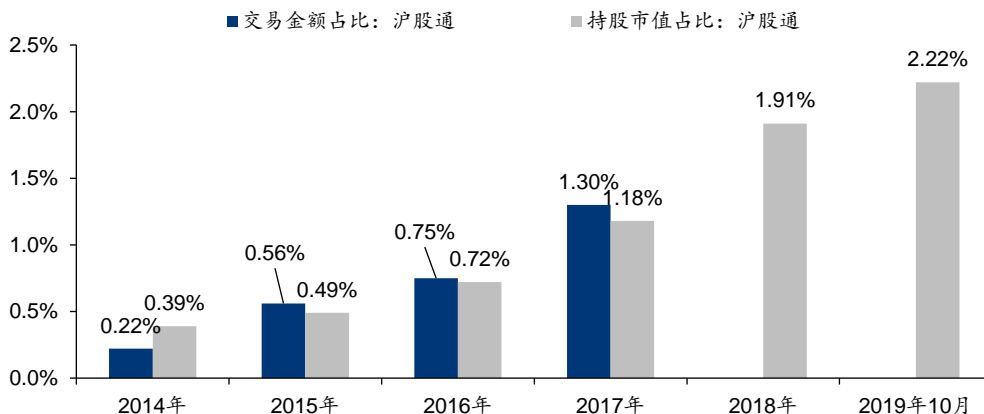
沪深股通的持股情况已体现境外资金对银行的青睐，其在市场的重要性提升有利于继续助推估值。2019年9月末，沪深股通账户持银行股市值占其全部A股持仓市值比例为9.66%，显著高于公募基金（8.37%）、融资账户（6.74%）。截至2019年10月末，沪股通账户共持有沪市股票7385亿元，占比2.22%，继续处于快速提升通道，其重要性的继续攀升利于抬升银行股估值。

**图表36： 2019Q3末三类资金持银行股总市值占其全部A股持仓市值比例**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表37： 2014-2019年10月上交所股票沪股通交易金额、持股市值占比：快速提升**



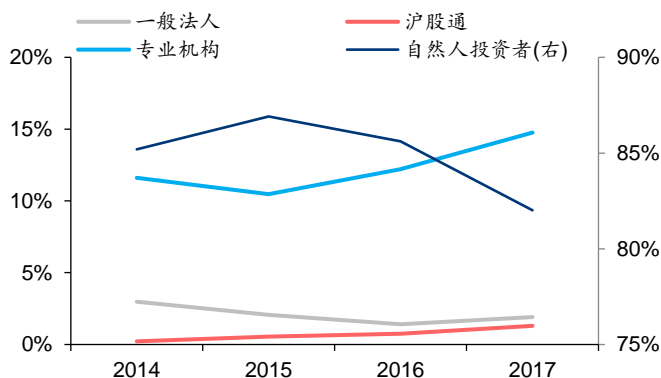
注: 2018年交易金额占比未披露

资料来源: 上交所, Wind, 华泰证券研究所

### 机构化：长期投资，偏爱蓝筹

培育长期机构投资者，是资本市场成熟的重要标志。A 股正在经历去个人化的过程，2015 年以来专业机构投资者交易额占比逐年提升，2017 年底已达 15% 左右，而个人投资者占比下滑明显，培育长期机构投资者是 A 股市场的大趋势。未来市场上的重要的机构投资者包括保险公司、养老金、银行理财子公司等。以保险资金为例，目前银保监会正在积极研究部分保险机构提出的“保险资金权益投资比例上限由 30% 增至 40%”建议，保险资金投资比例的增加将加快机构主导股票市场的节奏。

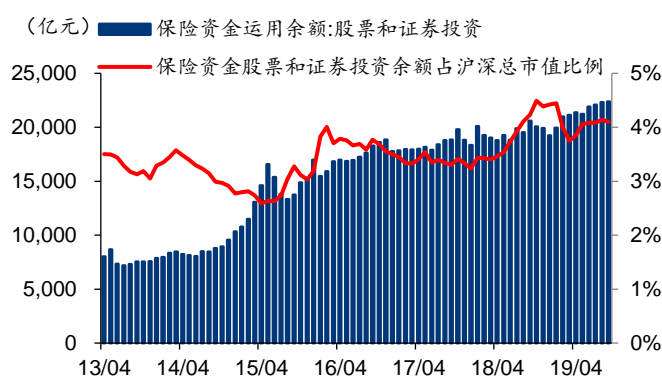
图表38： 2014-2017 年上交所各类投资者交易金额占比



注：2018 年对应数据未披露

资料来源：上交所，华泰证券研究所

图表39： 2013-2019Q3 保险资金股票和证券投资金额及占比



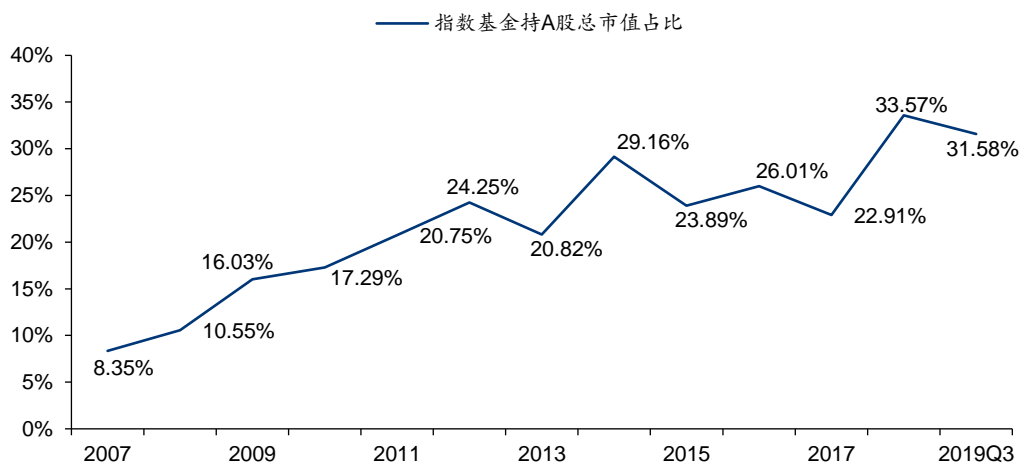
资料来源：Wind，华泰证券研究所

长期机构资金更偏好银行股，其中的代表为理财子公司资金。截至 11 月 25 日，获准开业的银行理财子公司为 7 家（工行+建行+农行+中行+交行+光大银行+招商银行），理财子公司已经拥有直接或通过股票型基金投资二级市场股票的门票，监管层也已为理财投资股票创造了良好条件（理财子公司投资股票及公募基金风险系数为 0、对非标资产进行严格认定）。未来理财有望从“固收”模式转向“固收+”模式（资产配置将包括权益等多元资产），理财资金将在股票市场扮演重要角色。银行理财投资者风险偏好较低，低波动、高股息的银行股有望成为理财子公司投资优先配置的板块。

### 被动化：指数资金，高配银行

被动指数资金扩容，靠近国际主流。过去十几年，被动资金经历了快速成长。以公募基金为例，指数型基金（被动指数型基金、增强指数型基金）持股市值占全部公募基金持股市值的比例由 2017 年末的 8.35% 上升至 2019 年 9 月末的 31.58%。我们认为被动化趋势仍有推进空间。参考全球最大资管机构贝莱德，2019 年 9 月末以指数形式（ETF、非 ETF 指数）投资的权益资产占全部权益资产的比例高达 91.67%。

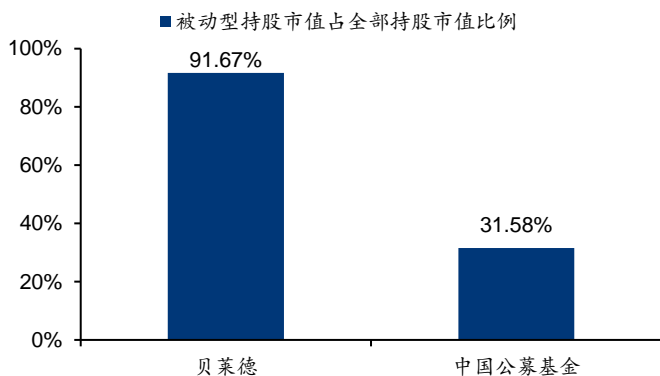
**图表40： 2017-2019Q3 指数基金持 A 股总市值占全部基金持股总市值比例变化：呈上升趋势**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

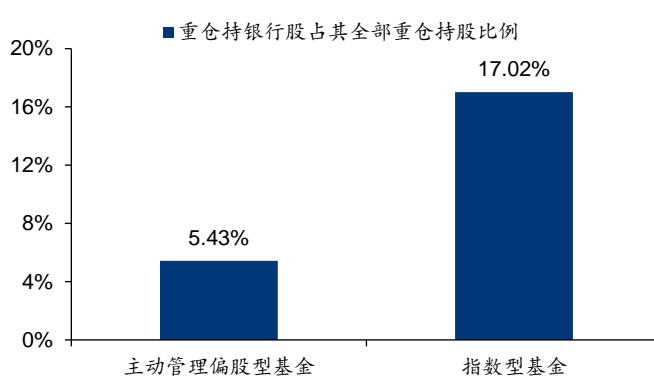
指数型基金重仓持股中，银行股的比例显著高于主动管理偏股基金。据 2019 年公募基金三季报，主动管理偏股型基金（含普通股票型、偏股混合型、灵活配置型）银行股重仓持股总市值占其全部重仓持股的比例为 5.43%，而指数型基金对应比例高达 17.02%。指数型基金的快速发展可为银行股带来较其他板块更多的增量资金，有利于银行股估值提升。

**图表41： 2019Q3 末贝莱德与中国公募基金被动型持股总市值占比**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表42： 2019Q3 末主动偏股型基金、指数基金重仓银行股总市值占比**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 个股推荐：结构调整赢改善空间，抓特色与成长标的

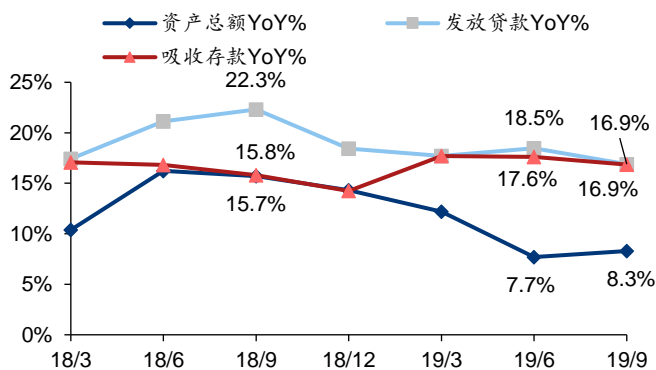
我们推荐资产负债结构调整动能较强的银行、特色地方银行、有成长潜力的零售及财富管理型银行，从稳健回报角度关注大型银行。第一，资产负债结构调整动能较强的银行可通过主动调整结构换取息差、资产质量等基本表现，对抗经济下行压力，取得估值弹性。这类银行包括积极布局零售转型的银行；提升存贷款占比、回归本源的城商行等。第二，特色中小银行的服务模式稀缺，经营有望向好，且有望作为经验推广的标杆收获政策支持利好，如常熟银行。第三，零售型银行和财富管理银行的成长空间依旧在，已经建立先发优势的银行有望持续享受估值溢价。第四，大型银行的经营确定性高，有股息率优势，是各类指数的权重股，有望收获稳健回报。个股推荐常熟银行、招商银行、光大银行、平安银行、成都银行。

### 常熟银行：开拓蓝海市场，银行的成长股

常熟银行的投资逻辑为客群与经营模式独特，异地经营发展空间较大。小微金融业务是常熟银行的名片，其收益高、风险可控，目前这一特色正在持续深化。2019 年 Q3 单户 100 万元以下的贷款余额较 6 月末增长 5.9%，单季增量已经超过上半年；而单户 1000 万元以上的对公贷款余额则略有收缩。这一策略有利于强化核心竞争力，与其他银行进行差异化竞争，增强盈利能力。公司通过 7 家分行（及下设支行）向省内、30 余家村镇银行向省外复制小微业务经验。9 月 19 日公司发起设立的全国首家投资管理型村镇银行正式开业，未来可对村镇银行进行集约化管理、开展村镇银行并购，拓宽常熟银行的成长空间。截至 9 月末，村镇银行贷款占总贷款的 15.0%，较 6 月末提升 0.8pct；67.9%的村镇银行贷款为个人经营性贷款。作为小微服务的优质标杆，常熟银行有望得到更多政策支持，获得更大经营空间。

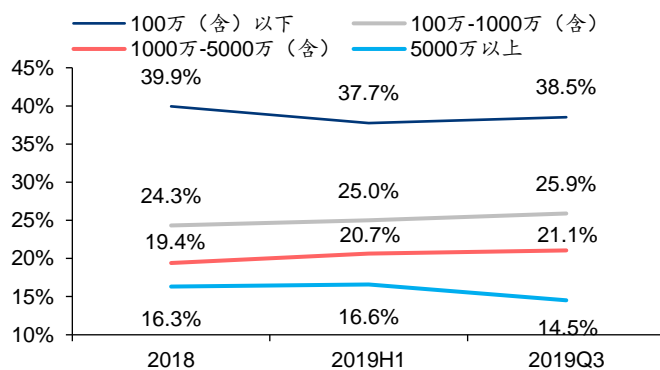
我们预计公司 2019-2021 年归母净利润增速为 23.0%/24.0%/24.8%，EPS 为 0.67/0.83/1.03 元，2019 年 BVPS 为 5.99 元，对应 PB1.40 倍。维持 2019 年目标 PB 1.7~1.8 倍，目标价 10.18~10.78 元，维持“增持”评级。

图表 43：2018-2019Q3 常熟银行资产、贷款、存款规模增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表 44：2018-2019Q3 常熟银行贷款按金额分布占比变化



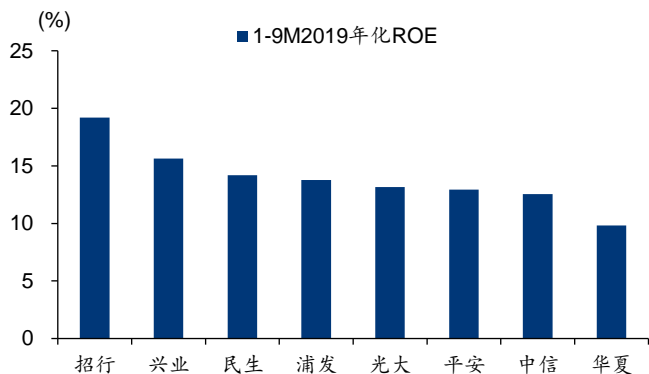
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 招商银行：零售业务标杆，财富管理强行

招商银行的逻辑为作为建立了零售与财富管理先发优势的银行，抵御周期能力强、继续成长可期。招商银行深耕零售业务，2019 年上半年零售收入贡献与税前利润贡献分别为 54.5%、59.7%。招商银行建立了财富管理先发优势，2019 年 1-9 月财富管理收入占比超过 10%。零售和财富管理优势助其建立了盈利能力和资产质量优势：盈利能力方面，2019 年前三季度招行 ROE 在上市股份行中排名第一，且已经企稳回升。资产质量方面，2019Q3 末不良贷款率仅有 1.19%，远低于其他上市股份行；拨备覆盖率超过 400%，风险抵御能力强大，为利润提供了安全垫。零售与财富管理业务的客户需求、资产质量的周期性较弱，且成长空间依旧较大，招行作为领先龙头银行是首要获益者。

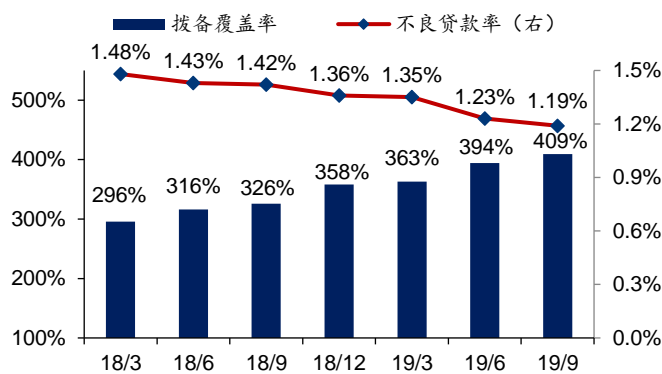
我们预计公司 2019-2021 年归母净利润增速为 14.8%/16.0%/16.9%，EPS 为 3.67/4.26/4.97 元，2019 年 BVPS22.79 元，对应 PB1.61 倍。维持 2019 年目标 PB 1.75~1.85 倍，目标价 39.89~42.17 元，维持“增持”评级。

图表45： 2019 年 1-9 月招商银行年化 ROE 位列上市股份行第一



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表46： 2018Q1-2019Q3 招商银行不良贷款率及拨备覆盖率



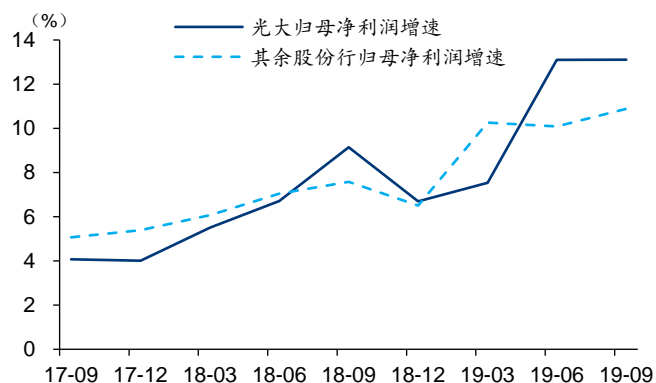
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 光大银行：改善动能强劲，长期战略清晰

光大银行的投资逻辑为集团赋能银行转型利好长期发展，多维因素驱动基本面持续改善，估值有望修复。光大银行作为集团生态转型的重要发力点，提出“打造一流财富管理银行”的战略愿景。光大银行结合行业趋势和自身优势禀赋制定发展战略，集团金融全牌照和实业优势可为转型提供助力。光大银行与集团金融子公司合作打造综合金融服务体系，通过产融结合等方式支持实体企业发展，并拓展优质客户。光大银行作为首家获准开业理财子公司的股份制银行，先发优势明显。基本面已边际改善，未来负债成本、理财业务以及信用成本方面仍有较大改善空间。当前 PB 估值横向与纵向均处于低位，股息率较高，转股有望补资本，建议把握配置窗口期。

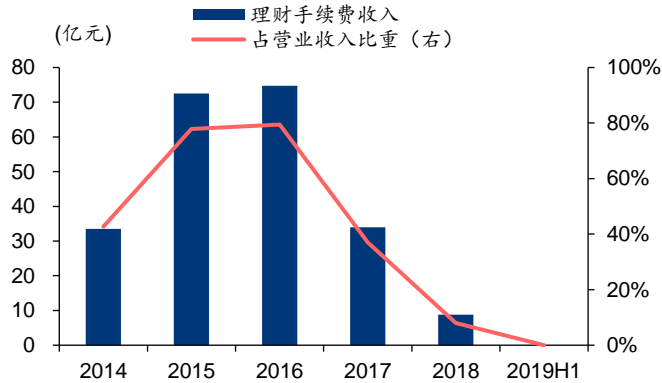
我们预计公司 2019-2021 年归母净利润增速 13.8%/12.9%/12.8%，EPS0.73/ 0.82/0.93 元，2019 年 BVPS 6.02 元，对应 PB0.71 倍。维持 2019 年目标 PB 0.85-0.95 倍，目标价 5.12-5.72 元，维持“买入”评级。

图表47： 2019 年前三季度光大银行归母净利润增速处于较高水平



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表48： 2019 年上半年光大银行理财手续费收入及占营收比重下降



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

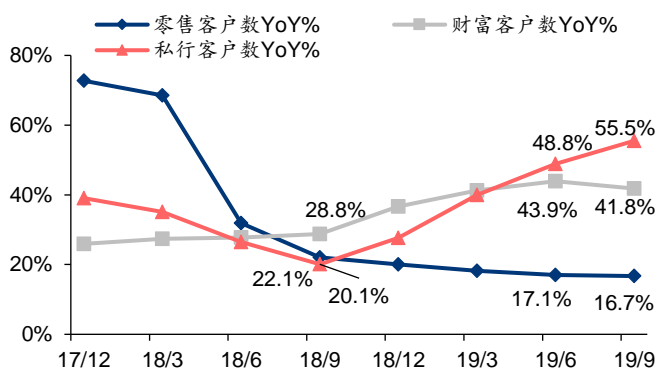
### 平安银行：发力财富管理，打造新型银行

平安银行的投资逻辑为在科技引领、集团鼎力支持下有望成为一个更均衡的新型零售型银行。自 2016 年启动零售转型以来，平安银行的“科技引领、零售突破、对公做精”战略目前已步入全新阶段。金融科技为业务赋能，零售再攀高峰，对公则重新发力，战略执行成果卓著。归母净利润、营收、PPOP 增速均达到 2017 年以来的较高水平，资产质量表现较好。分业务板块看，零售业务再攀高峰：2019 年 Q3 末零售贷款占比达到 59.2%，

高居上市银行之首；零售高端升级成效显著，私行客户数同比增速超过55%。对公业务重新发力：对公存款成为存款增长的压舱石。我们认为平安银行对公业务在科技引领、集团鼎力支持下有望再创辉煌，进而打造一个更均衡的新型银行。

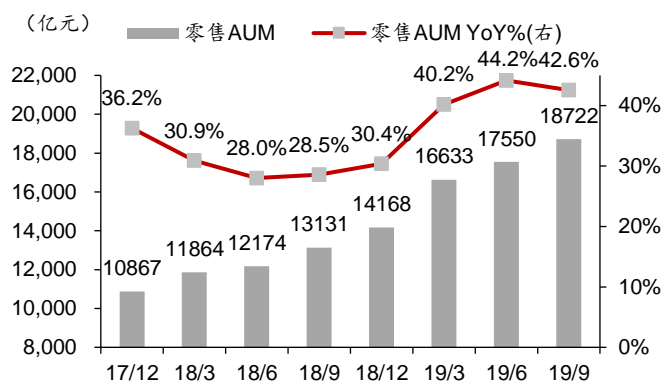
我们预计公司2019-2021年归母净利润增速15.6%/16.8%/17.2%，EPS为1.48/1.73/2.02元，2019年BVPS12.83元，对应PB1.23倍。维持2019年目标PB1.45~1.55倍，目标价18.61~19.89元，维持“买入”评级。

图表49：2017-2019Q3 平安银行零售客户数量增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表50：2017-2019Q3 平安银行零售 AUM 规模及增速



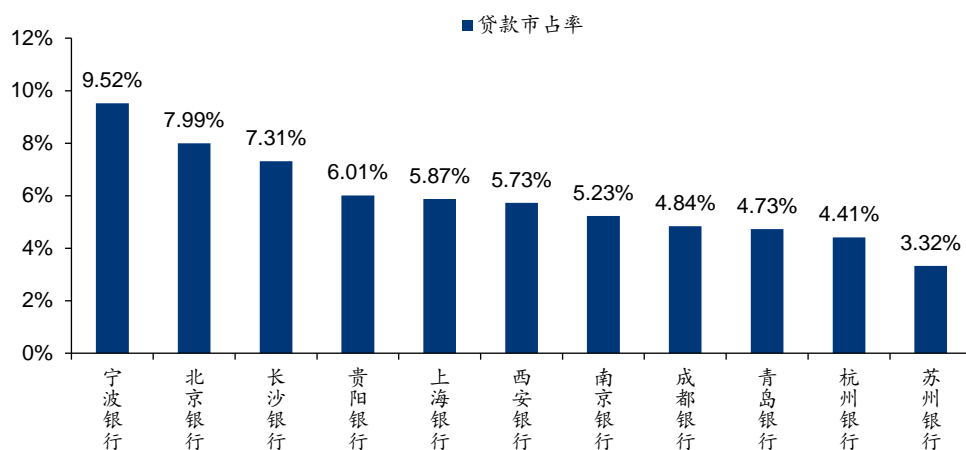
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 成都银行：坚守本源业务，成长空间可期

成都银行的投资逻辑为基本面改善有持续动能，成长性可期。成都市区域经济增长较快（2019年前三季度不变价GDP增速8.1%，高居省会城市第二）、人口稳步流入、成渝城市群战略定位较高，均为成都银行提供了跨越提升的机遇。2019年前三季度，成都银行的归母净利润增速、年化ROE均处于上市银行较高水平（分别为18.0%、16.31%）。未来成长空间较足的主要原因总结为：第一，腹地优势。2020年基建投资预计为经济增长的重要驱动因素，基建补短板需求集中于四川等西部省份，如成都市1-9月基建投资增速达7.9%（全国为3.4%），基建投资加码供应了优质资产。第二，贷款市占率低位。2019年6月末成都银行在成都的贷款市占率为4.84%，无论横向、纵向相比均较低，尚有提升空间。第三，资产质量包袱出清较为彻底，不良+关注类贷款占比接近上市城商行最低水平。目前正调整信贷结构，资产质量有望持续向好。

我们预计公司2019-2021年归母净利润增速18.5%/18.1%/17.8%，EPS为1.53/1.80/2.12元，2019年BVPS9.81元，对应PB0.87倍。维持2019年目标PB1.1-1.2倍，目标价10.79~11.77元，维持“增持”评级。

图表51： 2019 年 6 月末部分上市城商行本地贷款市占率



注：成都市贷款数据为金融机构人民币贷款余额，其他城市为金融机构本外币贷款余额

资料来源：公司财报，Wind，华泰证券研究所

### 风险提示

1. 经济下行超预期。2019 年我国经济依然稳中向好，但受内外部环境的影响，企业融资需求情况值得密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行不良贷款率保持下行趋势，但资产质量修复过程中可能受到中小企业风险出清的干扰。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com