

银行行业

2020 年投资策略：攻坚收官之年，估值有望修复

核心观点：

- **货币中性，财政支撑，信用下滑。**展望未来半年，货币政策将维持稳健中性，而 2020 年下半年货币宽松空间有望再次打开。信用扩张方面，稳杠杆诉求下，社融增速逐步向名义 GDP 增速靠近，同时金融体系也面临内生约束。我们预计 2020 年社融增速将较 2019 年全年下滑 1 个百分点左右。
- **预计营收增速继续下滑，分化格局预计在 2020Q1 快速收敛。**(1) 2019 年前三季度，上市银行利息收入增长主要贡献来自生息资产规模扩张，中小银行生息资产收益率负贡献显现。展望 2020 年，负债成本的上行以及通胀带来的名义 GDP 走稳可能使得贷款价格下行受到阻碍，同时我们认为信贷保持较快增长将支撑生息资产增速总体保持平稳，**预计 2020 年利息收入增长延续 2019 年的放缓态势。**(2) 股份行和城商行负债端成本市场化程度相对较高，2019Q1 以来其营收明显高增，主因是利息支出的负贡献显著收窄甚至转正。从拆分项来看，利息支出同比增速的分化主要在于计息负债成本率，且计息负债成本率变化滞后于同业存单发行利率同比变化约 6 个月。预计随着价格因素消退，同业负债(含 NCD)占比高的银行利息支出增速将在 2020Q1 快速回升。**综合来看，预计子板块营收增速将在下行中由分化转向收敛。**
- **不良生成与信用成本保持高位，中小银行分化加速。**展望 2020 年，过剩产能的出清仍是主导不良上行主要因素，按照以往规律，3 年左右的扩张期后随之而来的是 4-5 年的过剩产能消化出清期，短期内难见不良生成趋势性降低，但这并不意味着不良率会非线性上升。目前行业不良确认较为充分且这一轮以居民和政府平台为主的暴露特征，可能相对前一轮要略缓和，不良生成大概率缓慢上行，信用成本维持高位。小银行面临的信用环境严峻，预计中小银行分化加速。
- **大中型银行将面临更高的资本要求，或制约部分银行规模扩张和盈利能力。**部分在系统重要性评估范围内的银行潜在安全边际不足，核心一级资本补充需求上升。在当前银行面临着利润留存增速难以支撑风险加权资产增长的背景下，银行可能：(1) 通过控制总规模增速或资产配置向风险权重相对较低的零售业务倾斜，以降低风险加权资产增速；(2) 通过定增、可转债转股等外源渠道补充核心一级资本。但由于目前按揭贷款和信用卡贷款增长受到一定制约，而从近几年银行资本补充情况来看，外源性补充核心一级资本较难。我们预计部分银行规模扩张和盈利能力将受到核心一级资本的制约。
- **投资建议：过去几年，监管推动金融改革走在正确路线上，在灵活调整的同时保持了应有定力，金融体系变迁和压力是对过去累积问题的应有处理。2020 年，防范化解金融风险攻坚战步入收官之年，资管新规过渡期逐渐临近，前期的监管阵痛将变为生态红利。**虽然银行行业景气度处于下行趋势，随着金融风险高位缓释，资产质量非线性恶化预期将逐渐消解，叠加理财资金再配置逐步启动，板块估值有望修复，且预计下半年表现好于上半年。短期建议关注业绩稳健、负债端存款优势明显的国有大行和优质细分龙头；中长期建议关注有一定估值溢价，同时维持较好经营业绩，高 ROE、低不良、高拨备的优质银行。
- **风险提示：1. 非标压缩超预期，导致部分行业风险暴露。2. 经济增速下行超预期，导致银行资产质量大幅恶化。3. 外部环境不确定增加，情绪变化超预期。4. 中小银行风险暴露超预期。**

行业评级

买入

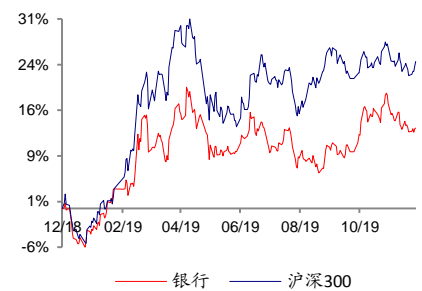
前次评级

买入

报告日期

2019-12-09

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:关注重点领域风险 2019-12-08

化解或加速的影响

银行行业:预计 11 月社融余额 2019-12-01

增速延续回落，关注板块配置

价值

联系人：

王先爽 021-60750604

wangxianshuang@gf.com.cn

联系人：

李佳鸣 021-60750604

lijiaming@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
工商银行	601398.SH	CNY	5.74	2019/10/26	买入	6.58	0.86	0.90	6.67	6.38	0.83	0.76	13.08	12.46
建设银行	601939.SH	CNY	7.09	2019/10/31	增持	8.19	1.05	1.11	6.75	6.39	0.85	0.77	13.23	12.64
农业银行	601288.SH	CNY	3.61	2019/10/27	买入	4.24	0.60	0.62	6.02	5.82	0.72	0.66	12.49	11.97
中国银行	601988.SH	CNY	3.62	2019/10/31	买入	4.50	0.62	0.64	5.84	5.66	0.64	0.59	11.43	11.61
招商银行	600036.SH	CNY	36.27	2019/10/31	买入	36.45	3.60	4.06	10.08	8.93	1.59	1.41	16.83	16.73
中信银行	601998.SH	CNY	5.96	2019/10/18	买入	7.17	0.95	1.01	6.27	5.90	0.67	0.61	11.05	10.80
浦发银行	600000.SH	CNY	11.90	2019/10/30	买入	13.46	2.06	2.25	5.78	5.29	0.71	0.63	12.93	12.67
兴业银行	601166.SH	CNY	18.91	2019/10/30	买入	23.74	3.11	3.36	6.08	5.63	0.80	0.72	13.87	13.38
光大银行	601818.SH	CNY	4.17	2019/10/31	买入	5.41	0.70	0.78	5.96	5.35	0.69	0.63	12.16	12.30
平安银行	000001.SZ	CNY	15.41	2019/10/22	买入	17.21	1.61	1.84	9.57	8.38	1.07	0.96	11.89	12.10
北京银行	601169.SH	CNY	5.57	2019/10/30	买入	7.04	0.99	1.07	5.63	5.21	0.62	0.57	11.47	11.36
上海银行	601229.SH	CNY	9.25	2019/10/28	买入	10.27	1.38	1.58	6.70	5.85	0.84	0.75	13.16	13.54
宁波银行	002142.SZ	CNY	27.05	2019/10/31	买入	28.22	2.49	2.95	10.86	9.17	1.71	1.47	17.89	17.24
南京银行	601009.SH	CNY	8.33	2019/10/31	买入	10.08	1.51	1.66	5.52	5.02	0.91	0.80	17.53	17.02
杭州银行	600926.SH	CNY	8.80	2019/10/25	买入	9.21	1.16	1.39	7.59	6.33	0.86	0.77	11.94	12.85
常熟银行	601128.SH	CNY	8.26	2019/10/27	买入	9.54	0.80	0.95	10.33	8.69	1.16	1.05	12.69	12.65
工商银行	01398.HK	HKD	5.55	2019/10/26	买入	6.11	0.86	0.90	5.80	5.54	0.72	0.66	13.08	12.46
建设银行	00939.HK	HKD	6.29	2019/10/31	买入	6.97	1.05	1.11	5.38	5.09	0.68	0.62	13.23	12.64
农业银行	01288.HK	HKD	3.19	2019/10/27	买入	3.74	0.60	0.62	4.78	4.62	0.57	0.53	12.49	11.97
中国银行	03988.HK	HKD	3.15	2019/10/31	买入	3.93	0.62	0.64	4.56	4.42	0.50	0.46	11.43	11.61
招商银行	03968.HK	HKD	37.60	2019/10/31	持有	35.42	3.60	4.06	9.38	8.32	1.48	1.31	16.83	16.73
中信银行	00998.HK	HKD	4.34	2019/10/18	买入	5.95	0.95	1.01	4.10	3.86	0.44	0.40	11.05	10.80
中国光大银行	06818.HK	HKD	3.41	2019/10/31	买入	4.35	0.70	0.78	4.38	3.93	0.51	0.46	12.16	12.30
邮储银行	01658.HK	HKD	4.69	2019/11/7	买入	5.39	0.69	0.77	6.80	6.09	0.81	0.74	12.56	12.61
重庆农村商业 银行	03618.HK	HKD	3.48	2019/9/17	买入	4.78	1.07	1.24	3.25	2.80	0.44	0.39	14.21	14.59

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、核心要素回顾与展望：攻坚收官之年，估值有望修复.....	6
二、宏观环境：货币中性，财政支撑，信用下滑	6
三、预计贷款投放力度依然较大、贷款利率下行缓慢，利息收入增速继续下行.....	12
3.1 预计 2020 年贷款增量同比基本持平，支撑生息资产增速稳中略降	12
3.2 预计 2020 年利息收入增速延续放缓态势，主要贡献来自规模扩张.....	13
四、预计营收增速继续下滑，分化格局预计在 2020Q1 快速收敛	15
4.1 中小银行 2019 年前三季度营收显著高增，主因是同业融入成本下行滞后反映.....	15
4.2 预计高同业负债占比的银行 2020Q1 利息支出增速快速回升，带动子板块营收增 速在下行中转向收敛.....	17
专题 1：同业和金融负债成本下行对息差贡献多少？	18
五、不良生成与信用成本保持高位，中小银行分化加速	21
2020 年不良生成大概率缓慢上行，小银行上行幅度更大	21
专题 2：本轮风险暴露的核心特征是居民部门	23
六、大中型银行将面临更高的资本要求，或制约部分银行规模扩张和盈利能力.....	24
七、板块估值有望修复，负债优势和风控能力将成核心竞争力	26
风险提示	27

图表索引

图 1: 银行间市场流动性直接取决于货币政策 (%)	7
图 2: 一般存款上限实际同比增速、名义 GDP 累计同比增速与实际 GDP 当季同比增速 (%)	7
图 3: 一般存款上限实际同比增速与 CPI (%)	8
图 4: 目前财政政策仍处于积极扩张区间, 但似乎扩张持续性有些乏力 (%)	8
图 5: 发债城投债务余额及增速: 隐性债务的控制可能导致真实财政扩张不比从前 (%)	9
图 6: 2020 年社融趋势预测 (%)	10
图 7: 商业银行核心一级资本充足率低位徘徊 (%)	10
图 8: 商业银行体系内生资本或难以支撑当前风险资产增速 (%)	10
图 9: 银行表内影子银行规模趋势 (万亿)	11
图 10: 信托贷款、委托贷款与银行理财投资非标变化情况 (万亿)	11
图 11: 中小银行结构性存款增速大幅下降	11
图 12: 城商行资产增速快速下降 (%)	11
图 13: 各个子板块贷款总额同比增速	12
图 14: 各个子板块生息资产同比增速	13
图 15: 2019 年前三季度, 28 家 A 股上市银行利息收入同比增长 8.6%, 其中生息资产规模扩张的贡献率为 92.7%	14
图 16: 股份行和城商行同业负债 (含 NCD) 占比较高	15
图 17: 19Q1 股份行和城商行利息支出增速快速下行	15
图 18: 国有大行营收同比增速及各因素的拉动力率	16
图 19: 股份行营收同比增速及各因素的拉动力率	16
图 20: 城商行营收同比增速及各因素的拉动力率	16
图 21: 农商行营收同比增速及各因素的拉动力率	16
图 22: 股份行计息负债成本率拉动力率与同业存单发行利率走势高度相关, 滞后约 6 个月	18
图 23: 各子板块营业收入同比增速	18
图 24: 同业 (不含 NCD) 和金融负债 (含 NCD) 的价格因素对净息差的贡献测算	19
图 25: 利率下行期发行的金融负债在 19 年基本置换完成 (单位: %, 亿元)	19
图 26: 国有大行存单发行利率和发行到期规模 (单位: %, 亿元)	20
图 27: 股份行存单发行利率和发行到期规模 (单位: %, 亿元)	20
图 28: 城商行存单发行利率和发行到期规模 (单位: %, 亿元)	20
图 29: 农商行存单发行利率和发行到期规模 (单位: %, 亿元)	20
图 30: 2013-2015 年行业不良生成率上升, 中小银行上行速度更快, 幅度更大	22
图 31: 19Q3 不良生成率与信用成本 (大小代表拨备覆盖率水平, 红色为 15-17 年生息资产复合增速超 20% 的银行)	23
图 32: 居民和非金融企业杠杆率同比变动情况	24
图 33: A 股非金融上市公司隐含不良率与信用卡逾期半年未偿信贷占比	24

图 34: 28 家 A 股上市银行存款占计息负债比重 (2019 年 6 月末) 以及存款平均付息率对比 (2019H1) 27

表 1: 银行业核心要素回顾与展望 6

表 2: 各子板块生息资产规模和收益率对利息收入同比增速的拉动率 (%) 14

表 3: 各子板块计息负债规模和成本率对利息支出同比增速的拉动率 (%) 17

表 4: 假设 D-SIBs 适用的附加资本要求为 0.5%-1.5%, 静态来看部分在评估范围内的银行潜在安全边际不足 1% 25

表 5: 部分 A 股上市银行已公告的核心一级资本补充计划 (截至 2019 年 12 月 7 日, 亿元) 26

一、核心要素回顾与展望：攻坚收官之年，估值有望修复

2019年，虽然季度间节奏有所不同，银行业整体面临的是货币宽松、财政/经济/信用扩张、经济下行的宏观环境。后周期属性叠加前期货币政策宽松和当期财政信用扩张，银行业基本面整体维持了较好的景气度。这种流动性和行业环境下，银行板块取得了一定绝对收益，但相对收益不太明显。

2020年，防范化解重大金融风险攻坚战收官之年。资管新规过渡期截止产生的金融生态演变可能是未来银行业和资本市场面临的核心矛盾。我们预计，虽然行业景气度处于下行趋势中，随着金融风险高位缓释和理财资金再配置，银行板块估值有望修复，预计银行板块将获得较好表现，且下半年表现好于上半年。

表 1：银行业核心要素回顾与展望

因素	2018年	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4-E	2019年-E	2020Q1-E	2020Q2-E	2020Q3-E	2020Q4-E	2020-E
杠杆率	-2	1	0	0	0	0.25	0	0	0	1	0.25
实体回报	1	0	-1	-1	0	-0.50	0	0	-1	-1	-0.50
财政	-1	2	1	1	0	1.00	1	0	0	0	0.25
货币	2	2	0	1	0	0.75	0	0	1	2	0.75
信用	-2	1	1	0	-1	0.25	-1	-1	0	1	-0.25
股市流动性	-2	2	0	1	-1	0.50	0	-1	1	2	0.50
行业比较	2	1	1	0	0	0.50	-1	-1	0	0	-0.50
市场预期	1	0	-1	-1	—	—	—	—	—	—	—
行业景气度	1	1	1	0	-1	0.25	-1	-1	-1	0	-0.75
规模增长	-2	2	1	0	0	0.75	0	0	0	1	0.25
息差	2	1	0	0	-1	0.00	-1	-1	-1	0	-0.75
资产质量	1	0	0	0	-1	-0.25	-1	-1	-1	0	-0.75
绝对收益	-1	2	-1	0	0	0.25	1	-1	0	2	0.50
相对收益	2	-2	1	0	1	0.00	-1	0	1	1	0.25

注：除绝对收益和相对收益外，其它要素按照同比趋势打分

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、宏观环境：货币中性，财政支撑，信用下滑

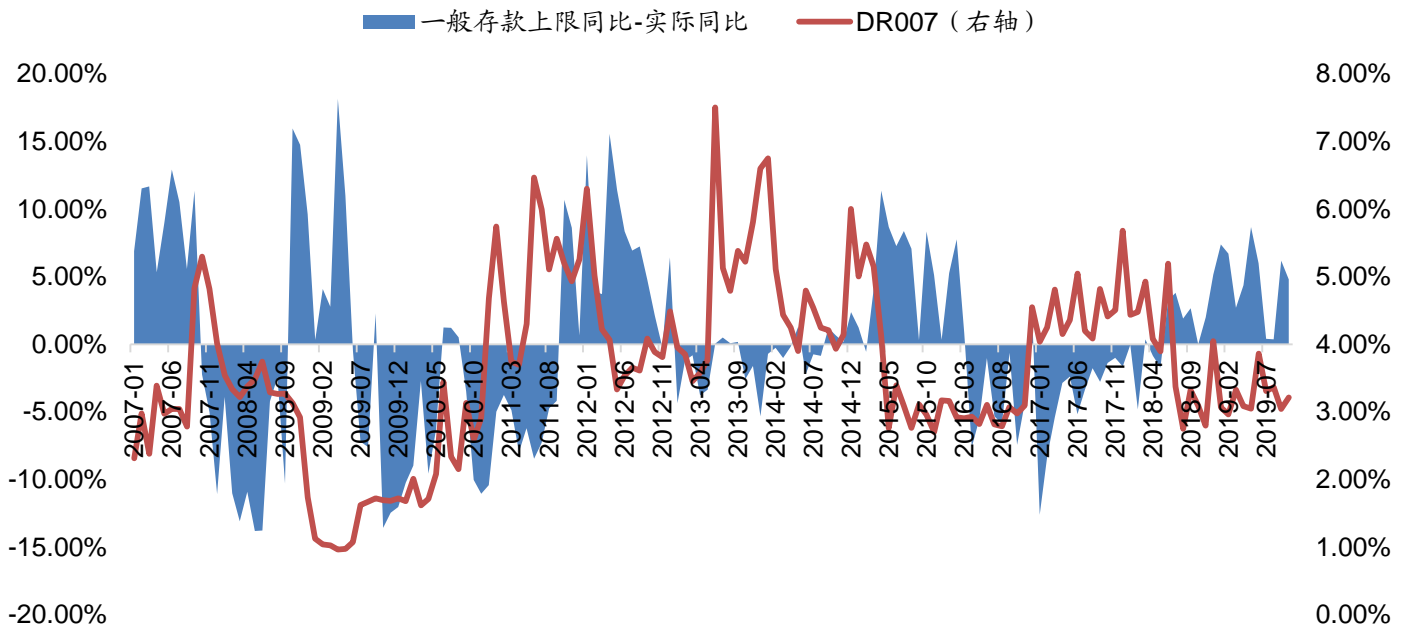
2018年二季度以来，货币政策整体维持在宽松舒适区间。目前货币政策整体还处于货币宽松区间，银行间利率水平仍在低位。长期来看，经济仍在寻底过程，逆周期目标下，货币政策有维持宽松状态的诉求。

但展望未来半年，货币政策可能转向真稳健中性。一方面，在通胀有继续上行趋势，央行在币值稳定目标约束下，需要降低宽松力度。另一方面，过去一年广义财政维持较好扩张力度，预计对未来半年实际经济有一定支撑，同时名义经济在通胀影响

下可能增速回升，这也会降低央行货币政策逆周期的意愿。

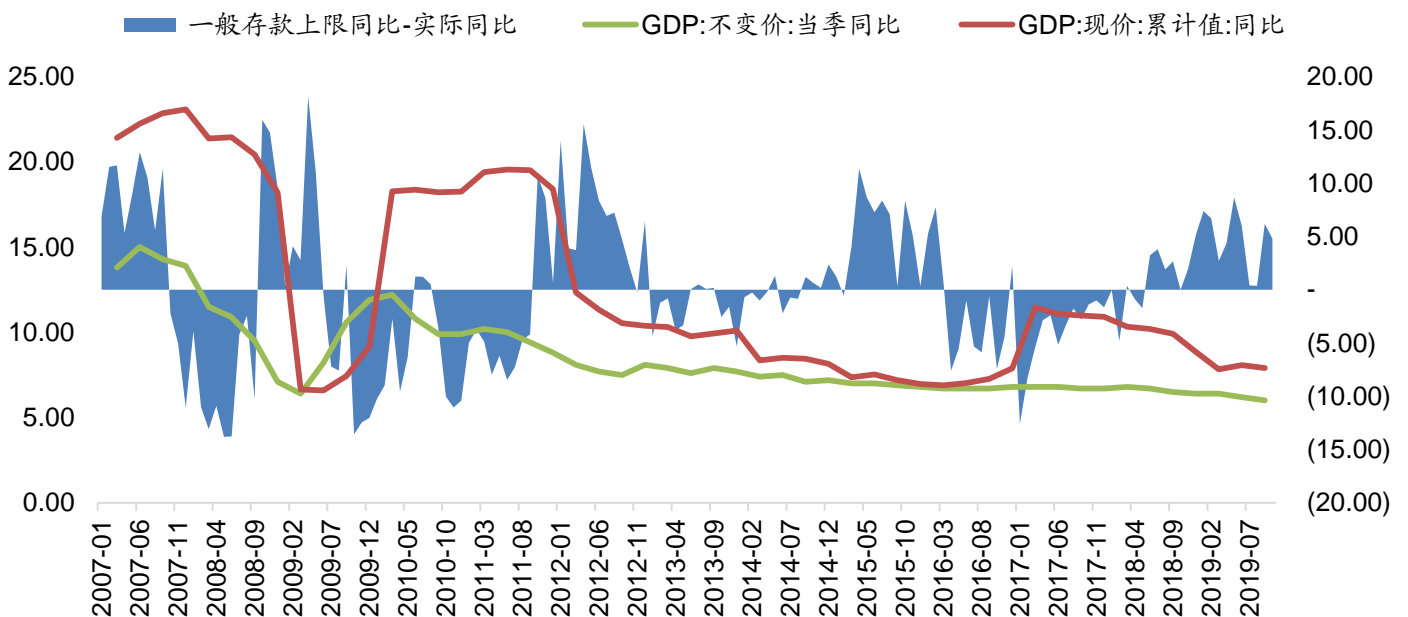
与之对应，如果转到2020年下半年，货币政策宽松空间可能有望再次打开。一方面是通胀约束有可能逐渐缓和，另一方面明年上半年的信用和隐性债务控制可能会对下半年经济稳定产生滞后影响，货币政策逆周期意愿有望再次上行。

图 1：银行间市场流动性直接取决于货币政策 (%)



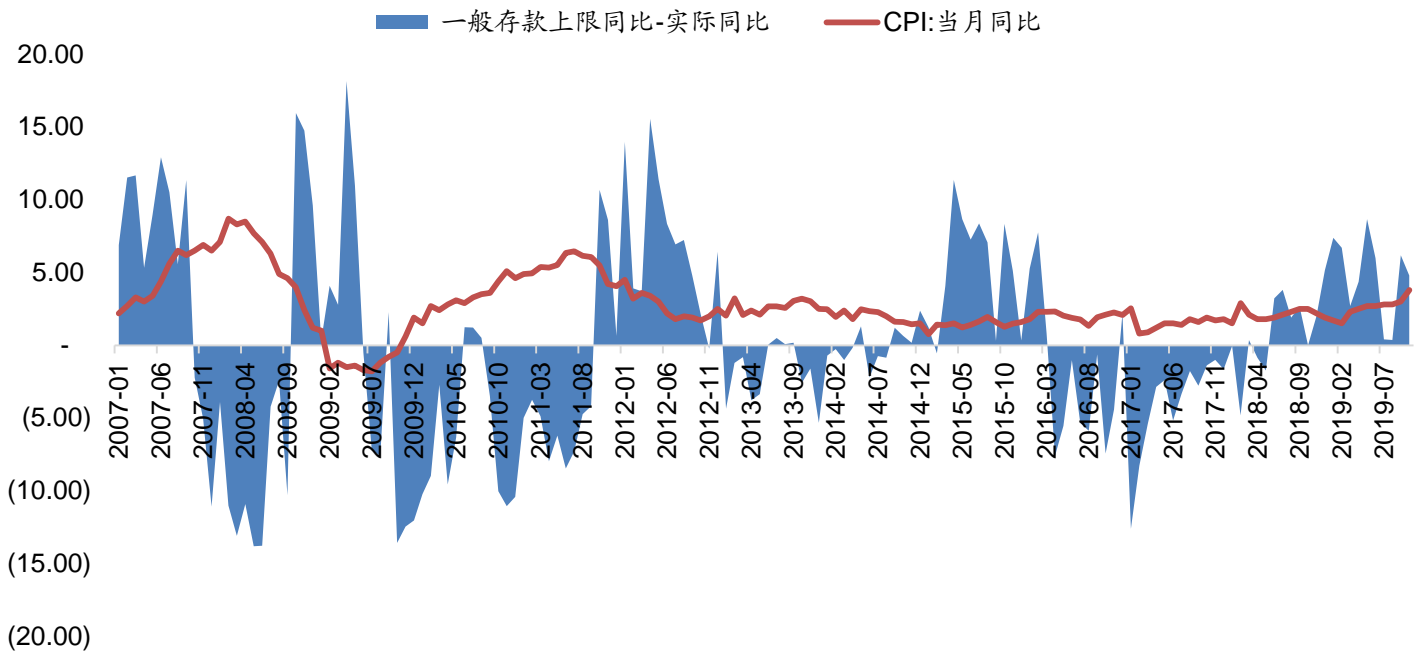
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：一般存款上限实际同比增速、名义GDP累计同比增速与实际GDP当季同比增速 (%)



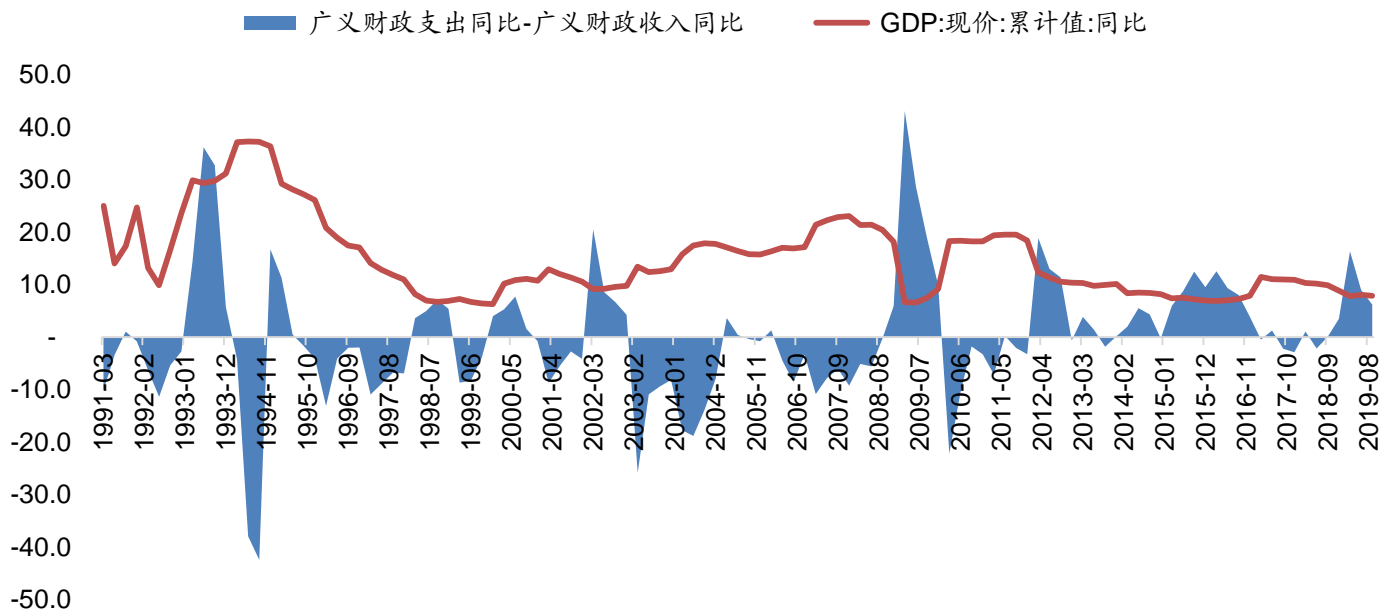
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：一般存款上限实际同比增速与CPI (%)



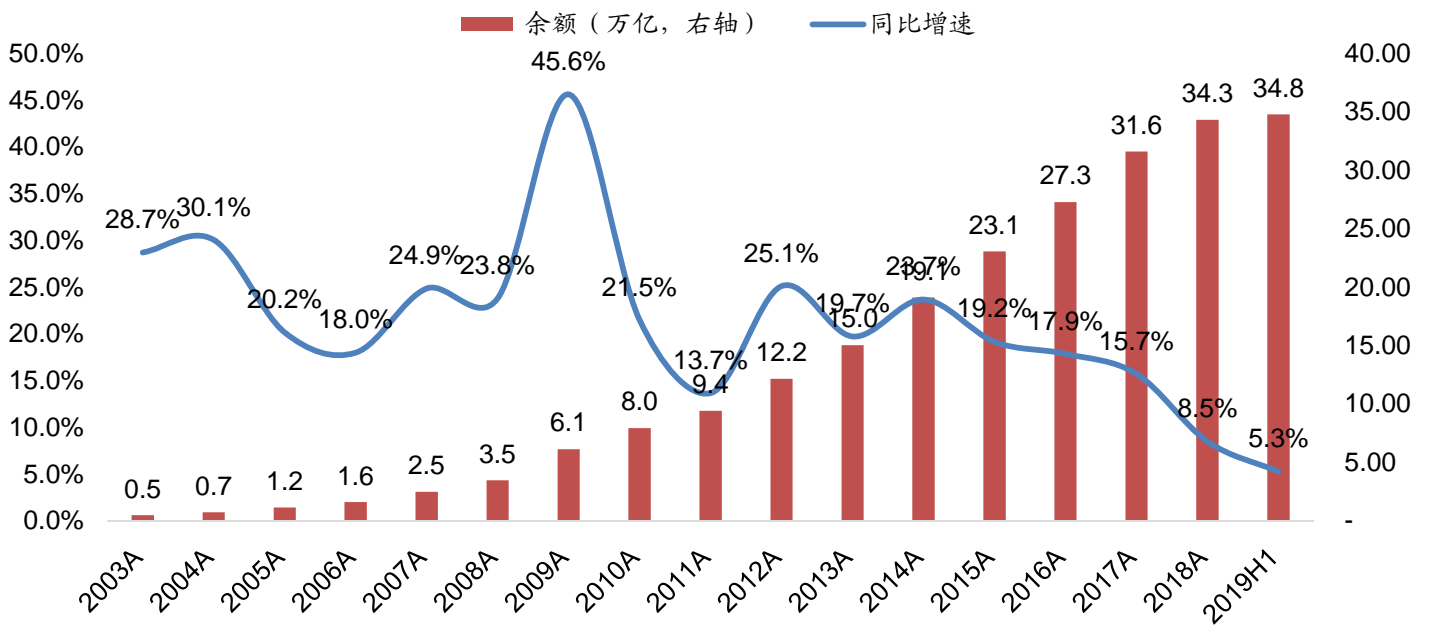
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：目前财政政策仍处于积极扩张区间，但似乎扩张持续性有些乏力 (%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5: 发债城投债务余额及增速: 隐性债务的控制可能导致真实财政扩张不比从前 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

信用: 稳杠杆诉求下, 预计社融增速将缓慢下行。稳杠杆的诉求, 意味着社融增速逐步向名义GDP增速靠近, 同时金融体系也面临内生约束。我们预计2020年社融增速将较2019年全年下滑1个百分点左右。

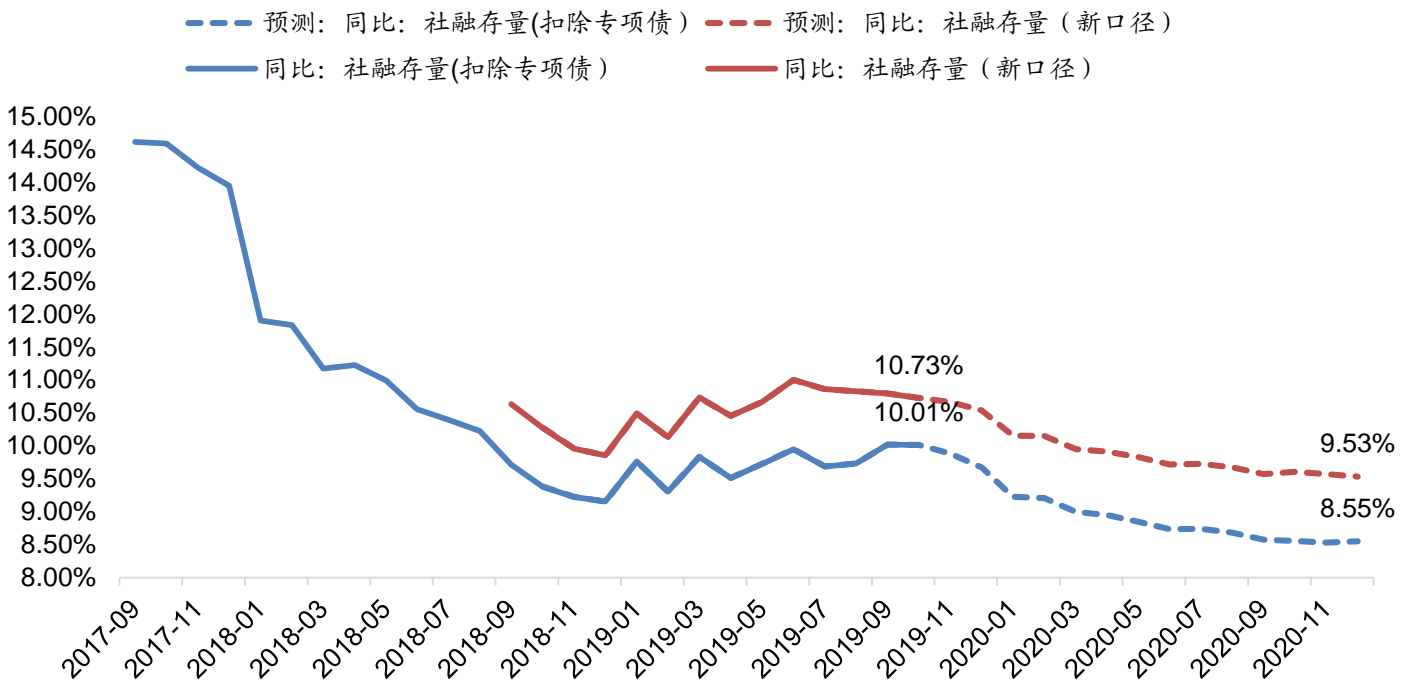
核心假设:

- 1) 2020年社融中信贷增量与2019年相当, 约16.5万亿元。
- 2) 2020年信托贷款和委托贷款萎缩力度处于2018和2019年中间水平, 约萎缩两万亿元。
- 3) 2020年债券和股票融资略好于今年, 约3.7万亿元。
- 4) 2020年新增地方政府专项债约3.3万亿元, 其中3000亿提前到2019年末发放。

信用扩张在2020年将面临三种约束:

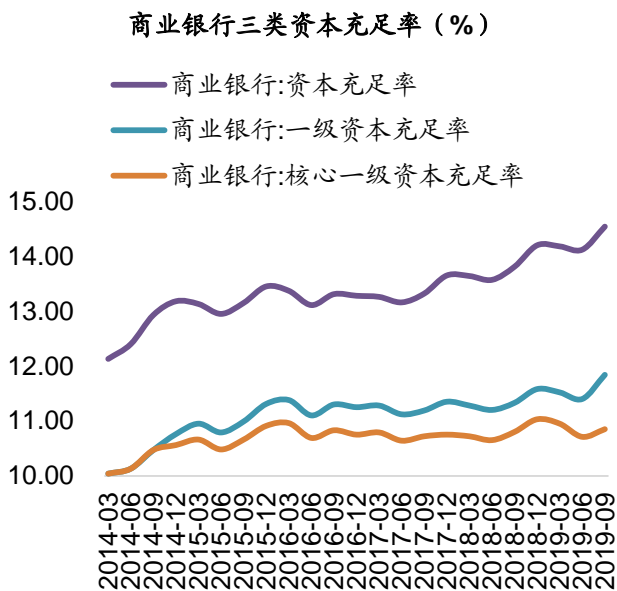
- 1) 约束1: 内生资本或难以支撑当前风险资产增速。
- 2) 约束2: 资管新规过渡期截止年, 影子银行收缩或加速。
- 3) 约束3: 流动性、同业限制、资产质量等约束下, 中小行缩表继续。

图 6: 2020年社融趋势预测 (%)



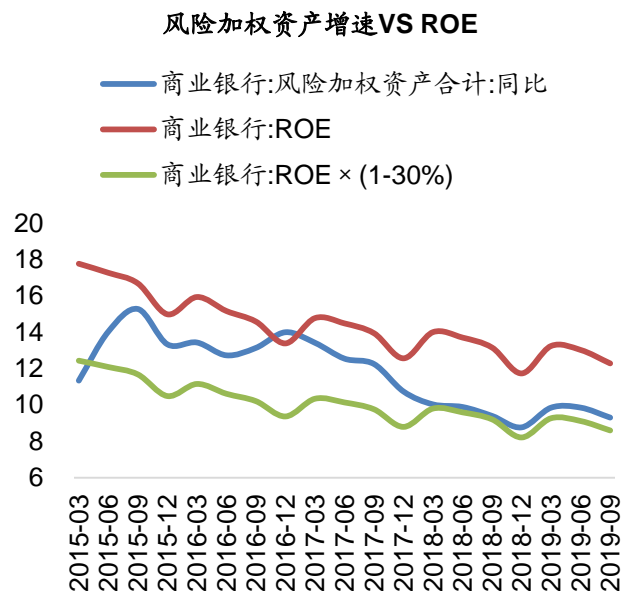
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 商业银行核心一级资本充足率低位徘徊 (%)



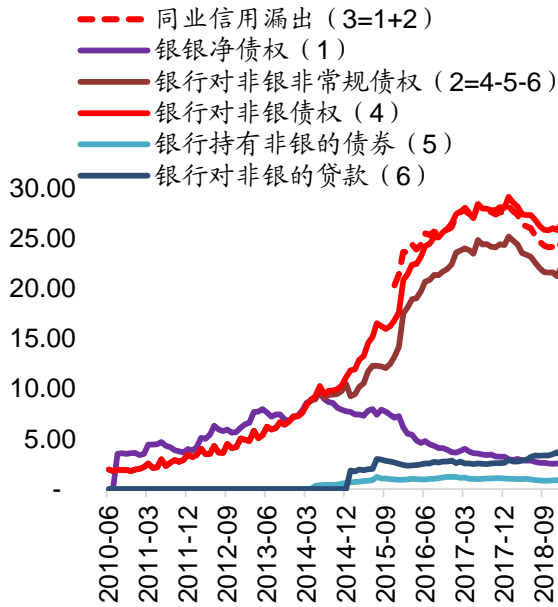
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 商业银行体系内生资本或难以支撑当前风险资产增速 (%)



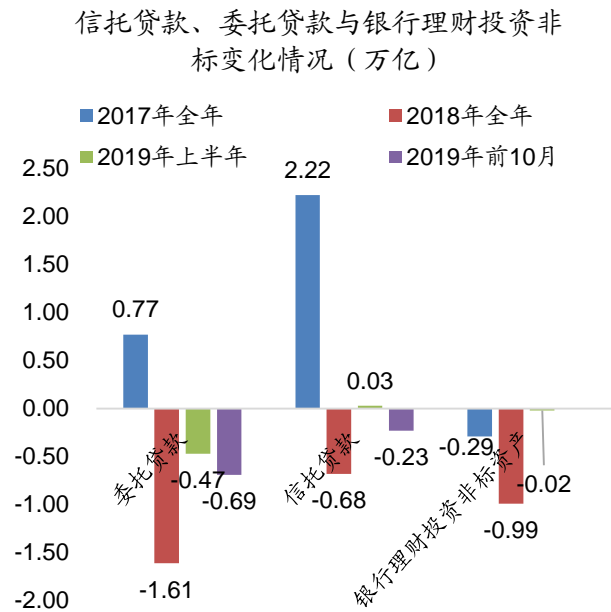
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 银行表内影子银行规模趋势 (万亿)



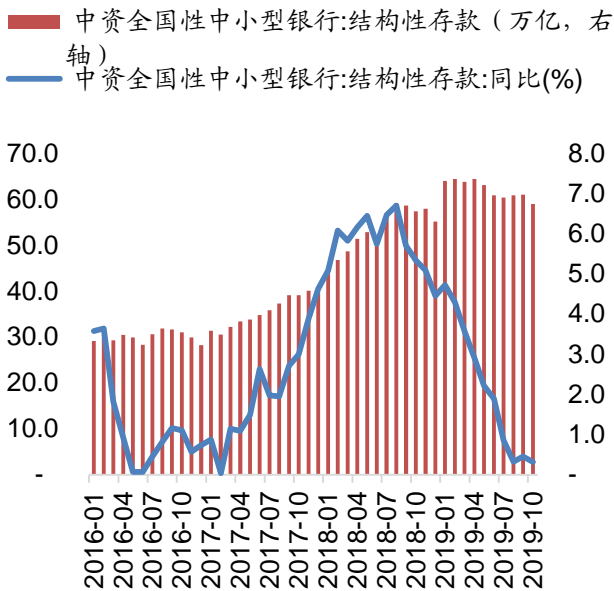
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 信托贷款、委托贷款与银行理财投资非标变化情况 (万亿)



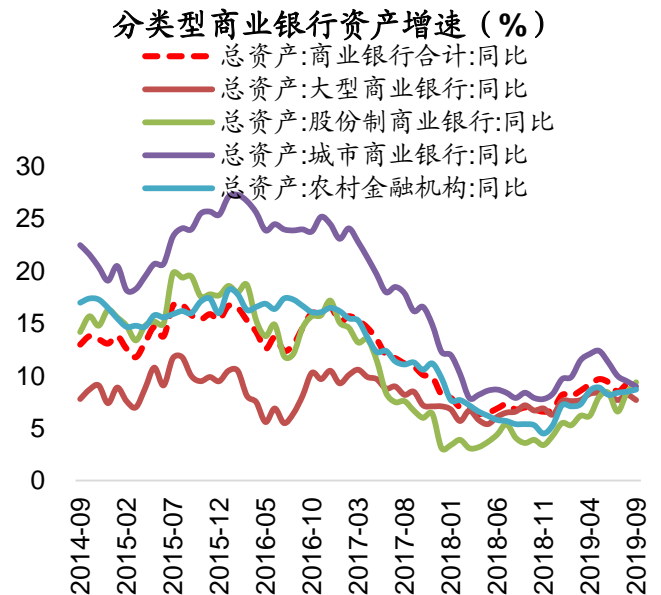
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 中小银行结构性存款增速大幅下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 城商行资产增速快速下降 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、预计贷款投放力度依然较大、贷款利率下行缓慢， 利息收入增速继续下行

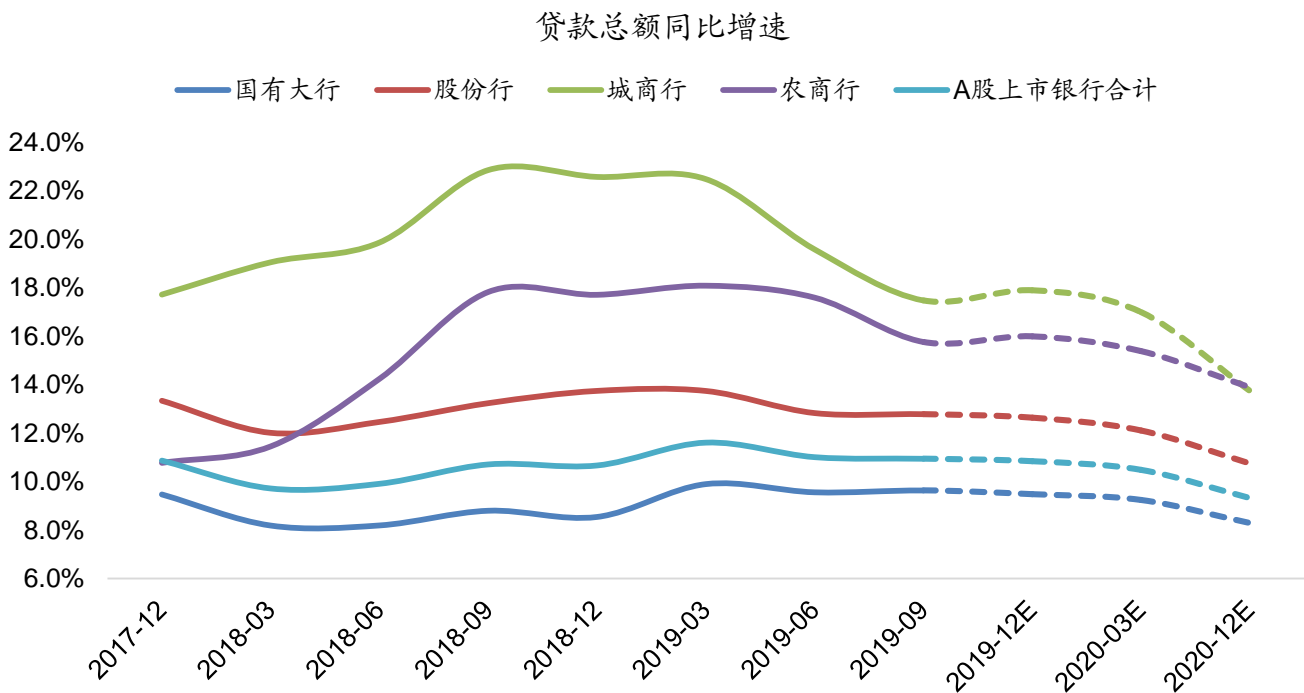
3.1 预计 2020 年贷款增量同比基本持平，支撑生息资产增速稳中略降

预计2020年贷款投放力度依然较大，贷款增量基本持平于今年，同比增速略降，投放节奏上更加均衡。板块内部，预计核心一级资本相对较为充足的国有大行和农商行信贷增量与今年差别不大，增速小幅下降；股份行信贷投放相对更为积极；城商行受制于核心一级资本充足率偏低和同业信用利差上升带来的负债端压力，信贷增长放缓幅度相对更大。

LPR机制改革标志着利率市场化再下一城，在利率中枢逐步下移的背景下，资产端定价承压，预计收益率相对较高的贷款依然是银行资产配置主要方向，贷款增速相对较快将对生息资产规模扩张形成一定支撑，预计2020年生息资产增速稳中略降。

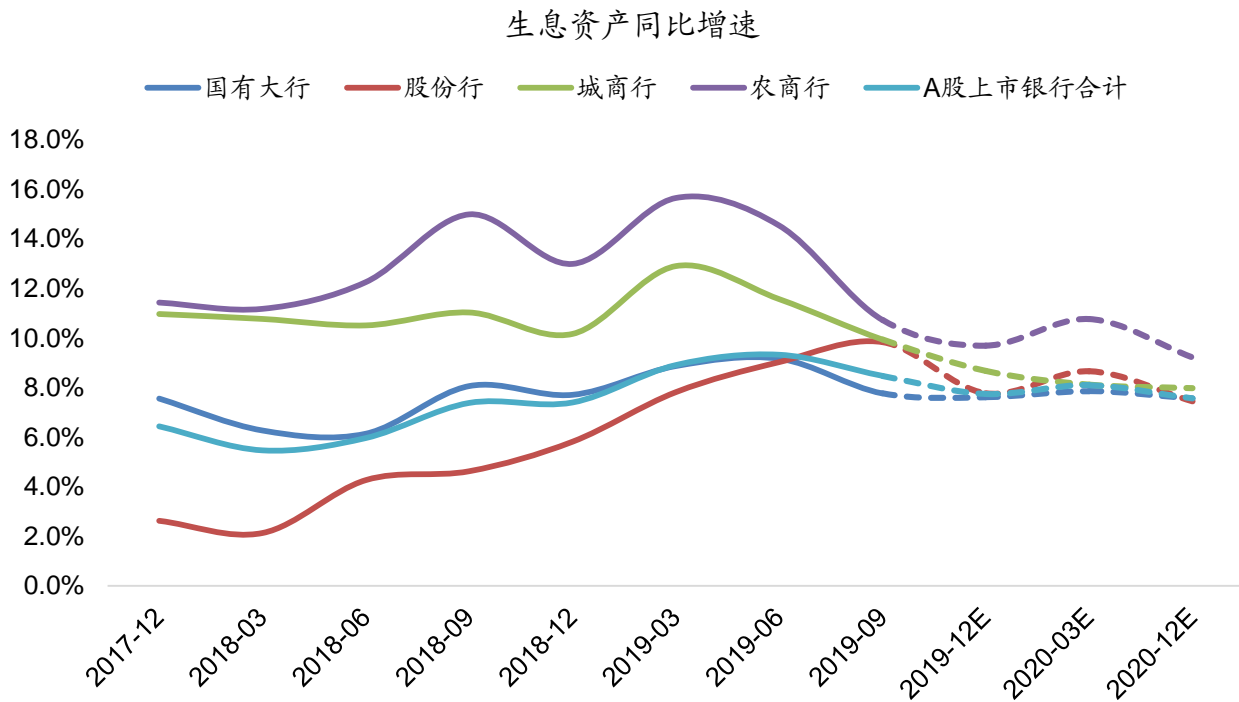
（注：统计口径为2019年之前上市的28家A股上市银行，包括5家国有大行、8家股份行、10家城商行和5家农商行，下同。）

图 13: 各个子板块贷款总额同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 各个子板块生息资产同比增速



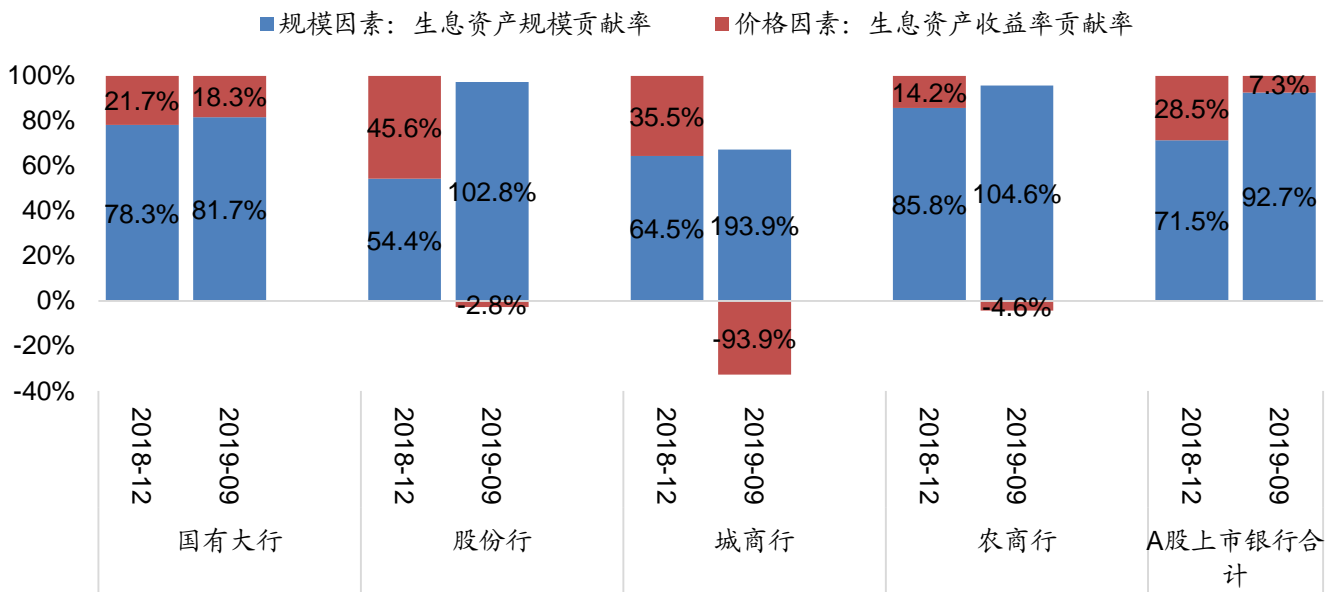
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.2 预计 2020 年利息收入增速延续放缓态势，主要贡献来自规模扩张

2019年前三季度，上市银行利息收入增长主要贡献来自生息资产规模扩张，且贡献率较2018年显著提高，中小银行生息资产收益率负贡献显现。我们对28家A股上市银行2018年和2019年前三季度的利息收入同比变动进行拆分对比（图15、表2），发现：（1）生息资产规模增长是利息收入增长的主要来源。2019年前三季度，28家A股上市银行利息收入同比增长8.6%，其中生息资产规模的拉动率为8个百分点，贡献率高达92.7%，四个子板块生息资产规模的贡献率均在80%以上，且较2018年提高；（2）资产端定价承压。2019年前三季度国有大行、股份行、城商行、农商行利息收入同比增速分别为9.5%、7.6%、5.2%、11.3%，其中生息资产收益率的拉动率分别为1.7%、-0.2%、-4.9%、-0.5个百分点，可以看见除了国有大行仍保持了小幅正贡献之外，中小银行生息资产收益率已转为负贡献。

展望2020年，负债成本的上行以及通胀带来的名义GDP走稳可能使得贷款价格下行受到阻碍，同时我们认为信贷保持较快增长将支撑生息资产增速总体保持平稳，综合量价因素走势来看，预计2020年利息收入增长延续2019年的放缓态势。

图 15: 2019年前三季度, 28家A股上市银行利息收入同比增长8.6%, 其中生息资产规模扩张的贡献率为92.7%



注 1: 各因素贡献率 = 各因素同比变动额 / 利息收支同比变动额 × 100%, 下同; 注 2: 规模因素以期初期末平均余额来衡量, 价格因素以平均利率来衡量; 由规模变化和价格变化共同引起的利息收支变化, 计入价格变化对利息收支变化的影响金额, 下同; 注 3: 部分 A 股上市的股份行和城商行 2019 年起实行新金融工具准则, 部分金融资产会计计量方式调整, 其收益列示由利息收入改为非利息收入, 导致利息收入口径不可比。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 各子板块生息资产规模和收益率对利息收入同比增速的拉动率 (%)

规模因素: 生息资产规模拉动率	2018-03	2018-06	2018-09	2018-12	2019-03	2019-06	2019-09
国有大行	6.9	6.8	7.8	7.6	8.3	8.5	7.7
股份行	2.4	3.4	3.6	4.2	6.8	7.4	7.9
城商行	10.9	10.7	11.0	10.5	11.5	10.9	10.0
农商行	11.3	11.9	13.3	12.3	14.3	13.8	11.8
A 股上市银行合计	5.9	6.2	6.9	6.9	8.2	8.4	8.0
价格因素: 生息资产收益率拉动率	2018-03	2018-06	2018-09	2018-12	2019-03	2019-06	2019-09
国有大行	3.7	2.8	2.0	2.1	2.2	1.8	1.7
股份行	6.8	5.9	5.8	3.6	0.8	0.1	-0.2
城商行	6.4	6.6	5.4	5.8	-5.8	-5.0	-4.9
农商行	3.8	1.5	1.1	2.0	-1.2	-0.7	-0.5
A 股上市银行合计	4.8	3.9	3.3	2.8	1.1	0.8	0.6
合计: 利息收入同比增速	2018-03	2018-06	2018-09	2018-12	2019-03	2019-06	2019-09
国有大行	10.6	9.6	9.8	9.8	10.5	10.3	9.5
股份行	9.2	9.3	9.5	7.8	7.6	7.6	7.6
城商行	17.3	17.3	16.4	16.4	5.7	5.9	5.2
农商行	15.1	13.3	14.4	14.3	13.2	13.1	11.3
A 股上市银行合计	10.7	10.1	10.3	9.7	9.2	9.1	8.6

注: 各因素对利息收支同比增速的拉动率 = 各因素的贡献率 × 利息收支同比增速, 下同。

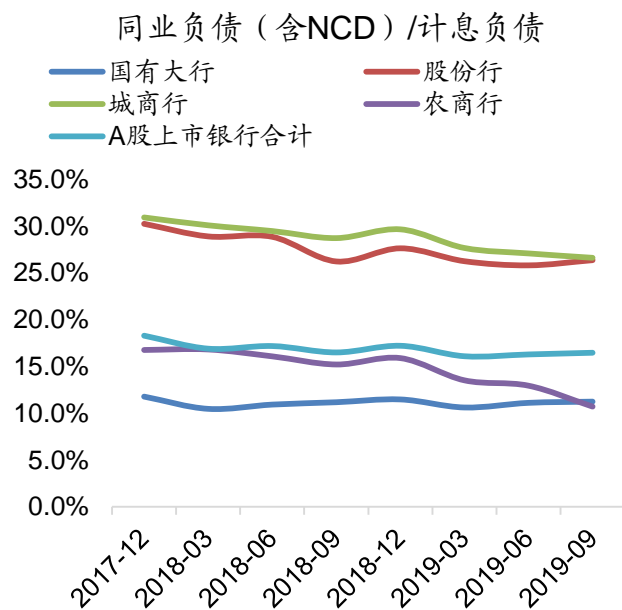
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、预计营收增速继续下滑，分化格局预计在 2020Q1 快速收敛

4.1 中小银行 2019 年前三季度营收显著高增，主因是同业融入成本下行滞后反映

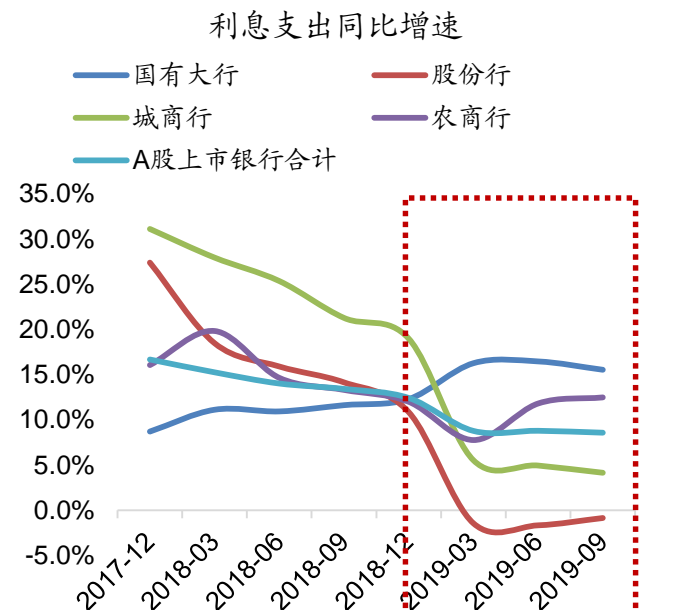
股份行和城商行负债端成本市场化程度相对较高，货币市场利率变动的影响滞后显现导致2019年板块内营收增速分化。从近三年数据来看，股份行和城商行计息负债中同业负债（含NCD）占比总体保持在25%~30%之间，高于国有大行和农商行约10~15个百分点。由于同业融入资金成本的市场化属性，导致股份行和城商行的负债端成本对货币市场利率变动的敏感程度显著高于其他板块。货币市场利率经过2018年二季度的快速大幅下行之后，整体维持在低位运行，受益于此，股份行、城商行的负债端压力得以缓解，利息支出同比增速在2019年一季度大幅下降，之后保持稳定。而一般存款竞争加剧，推升了国有大行、农商行的利息支出增速中枢。在利息收入增速差异不大的情况下，利息支出增速的分化导致板块内营收增速分化。

图 16: 股份行和城商行同业负债（含NCD）占比较高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 19Q1股份行和城商行利息支出增速快速下行

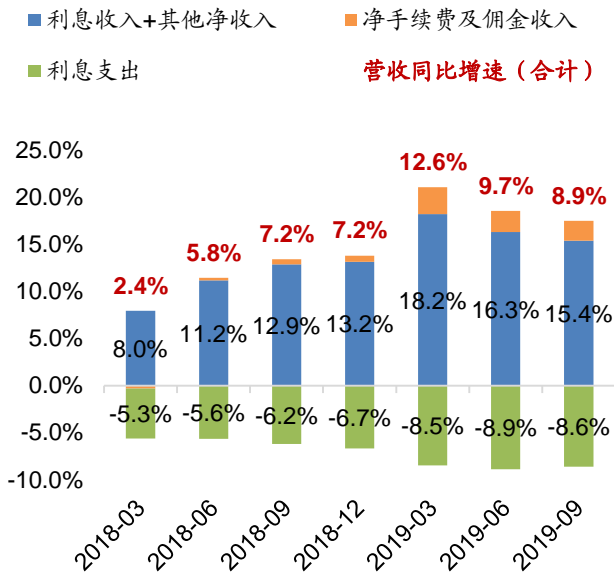


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从营收增速驱动拆分项来看，2019年一季度以来股份行、城商行的营收明显高增，主因是利息支出的负贡献显著收窄或转正。2019年前三季度，国有大行、股份行、城商行、农商行的利息支出对营收同比增速的拉动率为-8.6、+0.7、-4.7、-8.9个百分点，与去年同期相比，国有大行利息支出对营收增速的负贡献扩大了2.4个百分点，

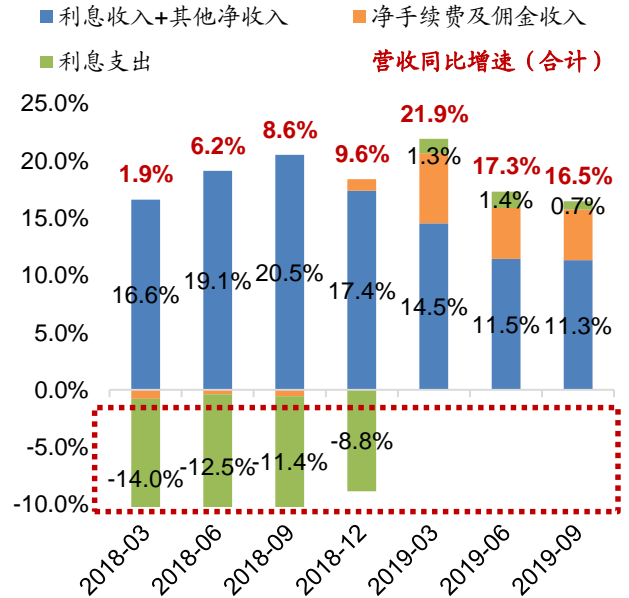
而股份行则由负贡献11.4个百分点转为正贡献，城商行负贡献显著收窄，农商行小幅收窄。可见，同业负债（含NCD）占比越高，在货币市场利率下行过程中的受益程度越大，利息支出对营收增速的拉动率同比提升越多。

图 18: 国有大行营收同比增速及各因素的拉动率



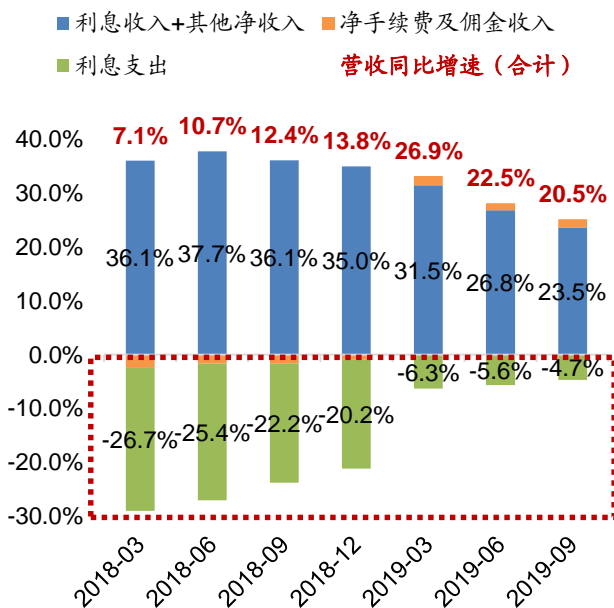
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 股份行营收同比增速及各因素的拉动率



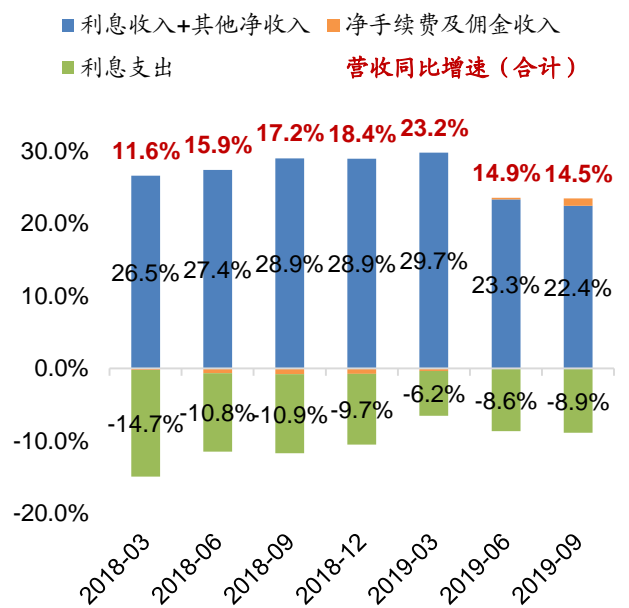
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 城商行营收同比增速及各因素的拉动率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 农商行营收同比增速及各因素的拉动率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

4.2 预计高同业负债占比的银行 2020Q1 利息支出增速快速回升，带动子板块营收增速在下行中转向收敛

2019年前三季度，上市银行利息支出同比增速的区别主要在于计息负债成本率。我们对28家A股上市银行利息支出同比变动进行拆分对比（表3），2019年前三季度国有大行、股份行、城商行、农商行利息支出同比增速分别为15.5%、-0.9%、4.1%、12.5%，其中计息负债成本率的拉动率分别为7.8、-8.1、-5.7、0.8个百分点。可见：

（1）虽然计息负债规模增长是利息支出增长的主因，但各个子板块规模因素拉动率差距在5个百分点以内；（2）股份行、城商行的计息负债成本率显著拉低同期利息支出增速，与国有大行的差距在10个百分点以上。

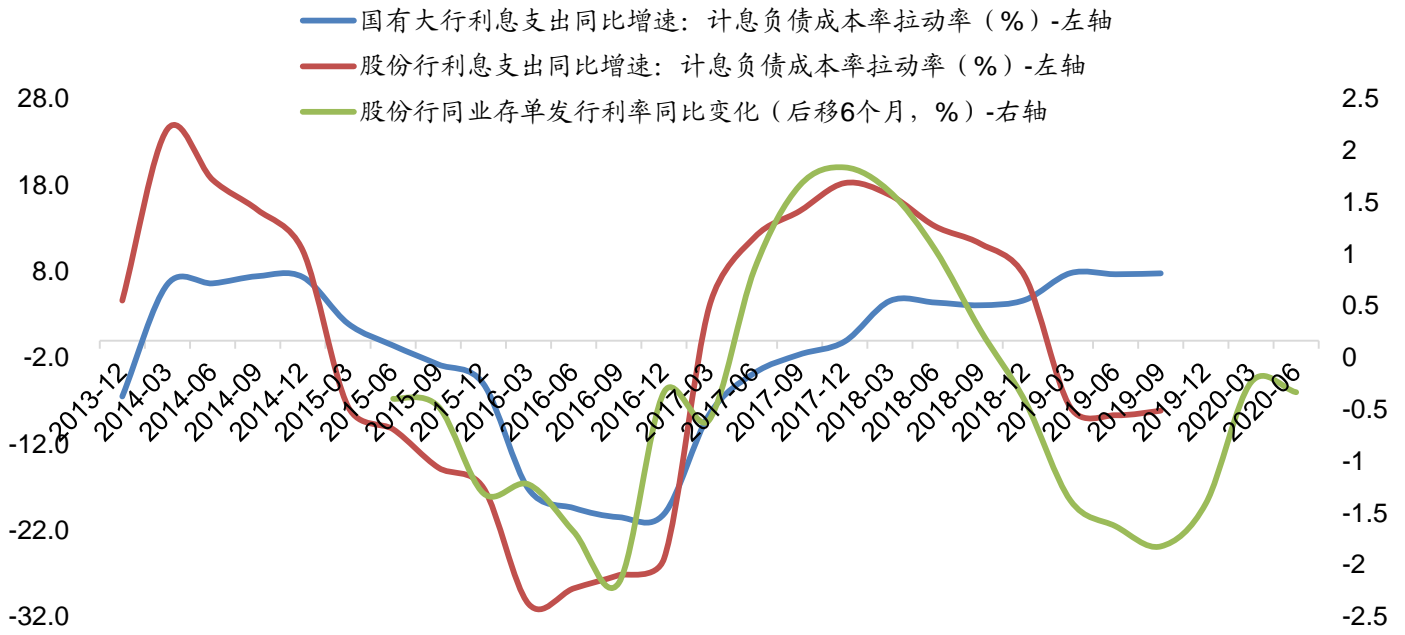
同业存单发行利率同比变化领先于计息负债成本率6个月左右，趋势上来看，预计随着价格因素消退，同业负债（含NCD）占比高的银行利息支出增速将在2020Q1快速回升，在利息收入增速均延续下滑的情况下，预计四个子板块营收增速将在下行中由分化转向收敛。

表 3：各子板块计息负债规模和成本率对利息支出同比增速的拉动率（%）

规模因素：计息负债规模拉动率	2018-03	2018-06	2018-09	2018-12	2019-03	2019-06	2019-09
国有大行	6.5	6.5	7.5	7.6	8.4	8.8	7.8
股份行	1.6	2.7	2.9	3.5	6.3	7.0	7.3
城商行	10.8	9.8	10.2	9.9	11.3	10.7	9.9
农商行	11.5	12.4	13.5	12.2	14.5	14.0	11.7
A股上市银行合计	5.5	5.7	6.5	6.6	8.1	8.4	7.8
价格因素：计息负债成本率拉动率	2018-03	2018-06	2018-09	2018-12	2019-03	2019-06	2019-09
国有大行	4.5	4.5	4.2	4.8	7.9	7.7	7.8
股份行	16.9	13.2	11.2	7.3	-7.8	-8.6	-8.1
城商行	17.2	15.4	11.1	9.1	-5.8	-5.7	-5.7
农商行	8.4	2.3	1.6	1.2	-6.7	-2.2	0.8
A股上市银行合计	9.8	8.3	7.0	5.8	0.7	0.4	0.8
合计：利息支出同比增速	2018-03	2018-06	2018-09	2018-12	2019-03	2019-06	2019-09
国有大行	11.0	11.0	11.7	12.4	16.3	16.5	15.5
股份行	18.5	15.9	14.1	10.9	-1.4	-1.7	-0.9
城商行	28.0	25.2	21.3	19.0	5.5	4.9	4.1
农商行	19.8	14.6	15.1	13.3	7.8	11.8	12.5
A股上市银行合计	15.2	14.0	13.5	12.5	8.8	8.8	8.6

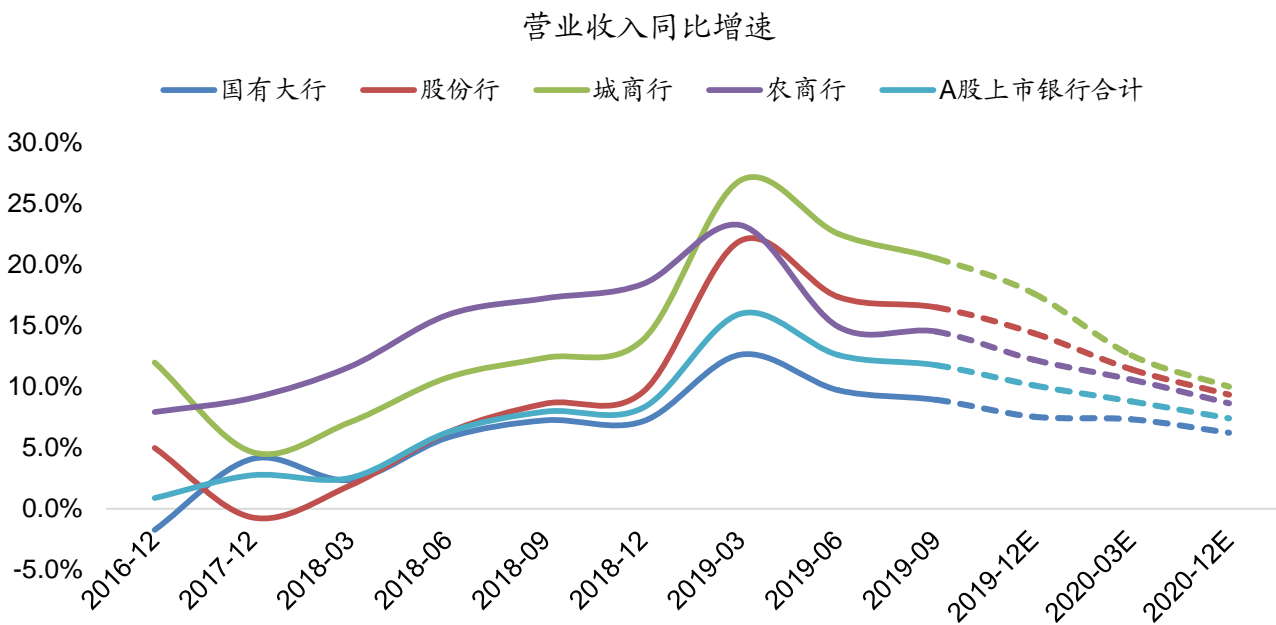
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 22: 股份行计息负债成本率拉动率与同业存单发行利率走势高度相关, 滞后约6个月



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 各子板块营业收入同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

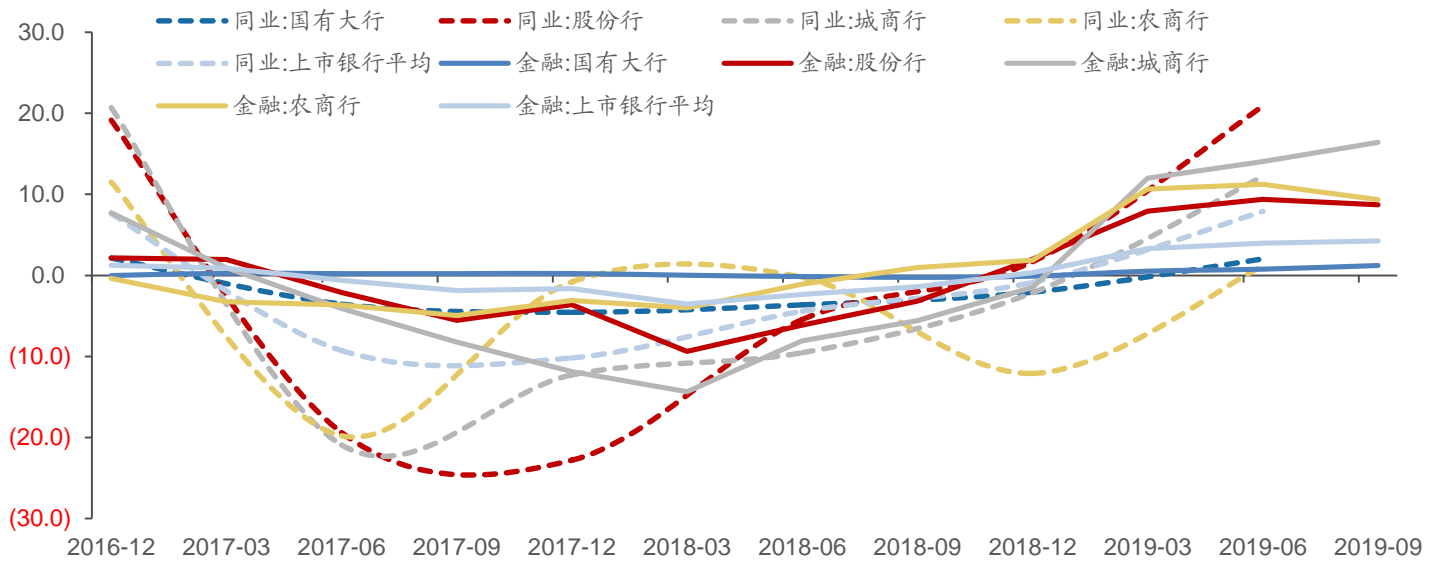
专题 1: 同业和金融负债成本下行对息差贡献多少?

2019年前三季度来看, 金融负债¹(含NCD)2019Q3对中小行息差正贡献在9-16bps,

¹ 金融负债付息成本根据 28 家上市银行在匡算区间内存续的债券(含 NCD)的票息成本测算
识别风险, 发现价值

对国有大行正贡献不足2bps。同业负债²（不含NCD）2019H1对股份行和城商行息差分别正贡献在21bps和12bps，对国有大行和农商行贡献仅为1bps左右。

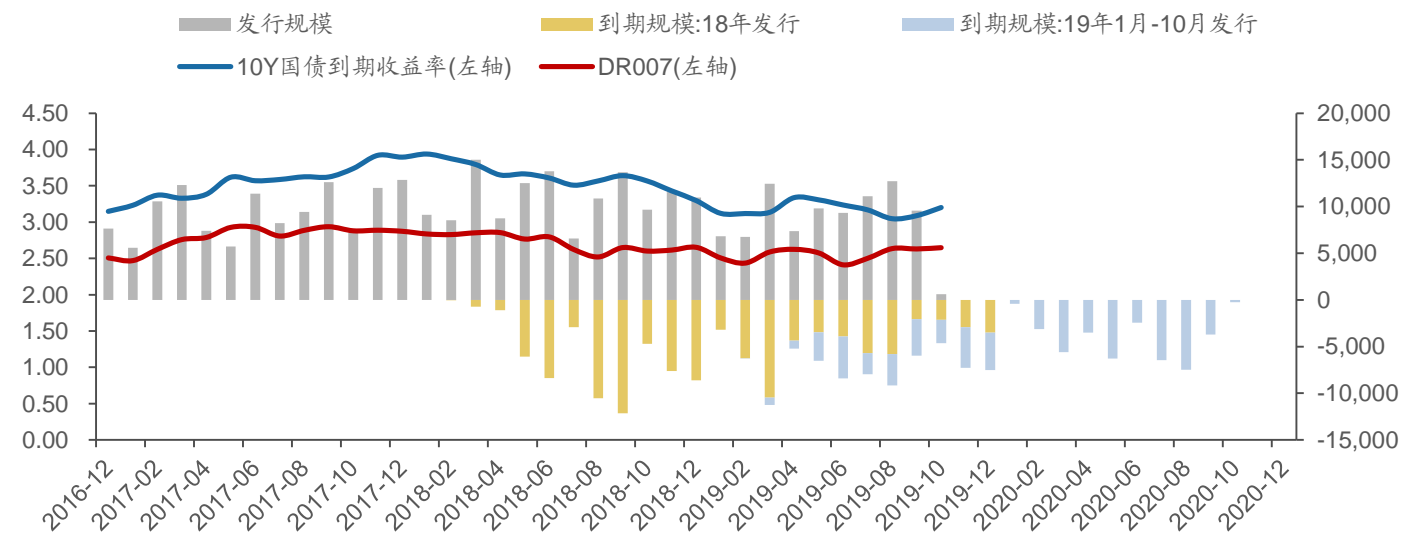
图 24: 同业（不含NCD）和金融负债（含NCD）的价格因素对净息差的贡献测算



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

往后看，金融市场利率下行带来的负债成本下行基本接近尾声。利率下行期间发行的金融负债逐渐到期，新发行低成本负债逐渐完成对高成本负债的替代，对息差的同比正贡献接近尾声。金融负债对国有大行和股份行息差的同比正贡献或将持续到2020年上半年，而城农商行受包商事件信用分层影响，三季度存单发行量有所下降，同业负债久期明显缩短，预计同业负债息差正贡的结束时间将早于股份行。

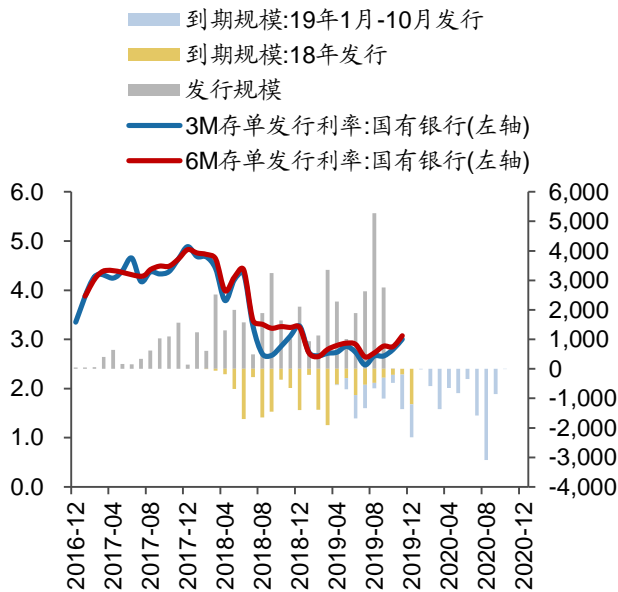
图 25: 利率下行期发行的金融负债在19年基本置换完成 (单位: %, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

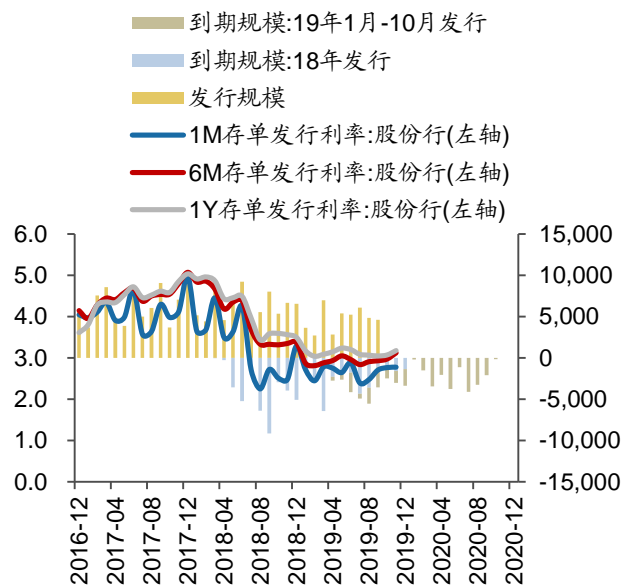
² 同业负债付息成本根据 28 家上市银行财报披露的同业成本率测算识别风险，发现价值

图 26: 国有大行存单发行利率和发行到期规模 (单位: %, 亿元)



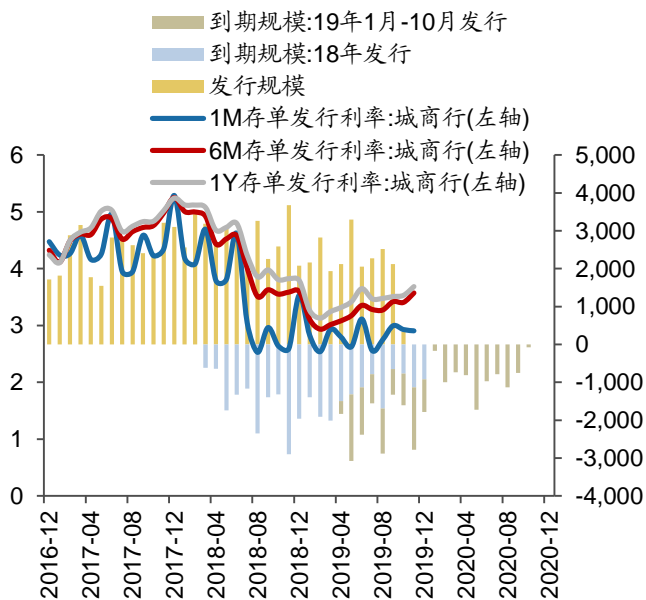
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 股份行存单发行利率和发行到期规模 (单位: %, 亿元)



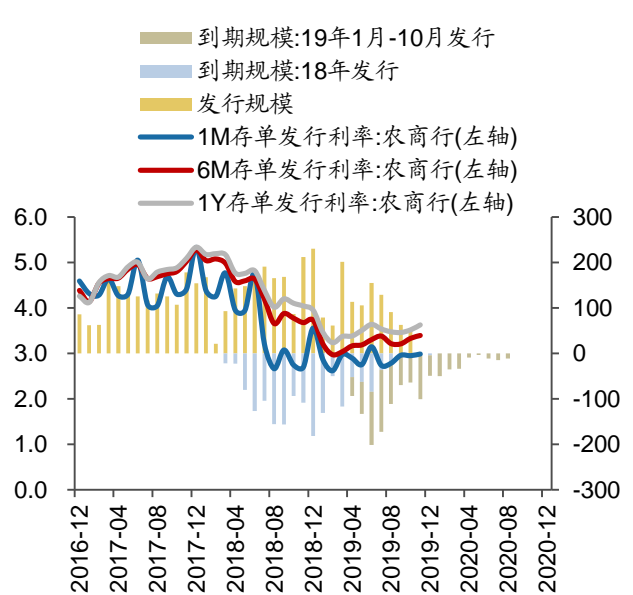
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 城商行存单发行利率和发行到期规模 (单位: %, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 农商行存单发行利率和发行到期规模 (单位: %, 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、不良生成与信用成本保持高位，中小银行分化加速

2020年不良生成大概率缓慢上行，小银行上行幅度更大

表面上看，2019Q3上市银行不良率较年初有所下降，平均不良率较年初下降0.08个百分点至1.46%，各板块不良率均有不同程度的下降。实质上，不良净生成率2018年初以来处于上升通道，行业不良生成率由2018Q1的0.85%升至2019H1的1.17%，2019Q3略微回落至0.96%，处于上升通道的平台期。表观不良下降是由于2019年营收高增为银行提供了大规模核销不良和计提拨备空间，随着2020年营收增速放缓，资产质量风险暴露压力将再次加大。

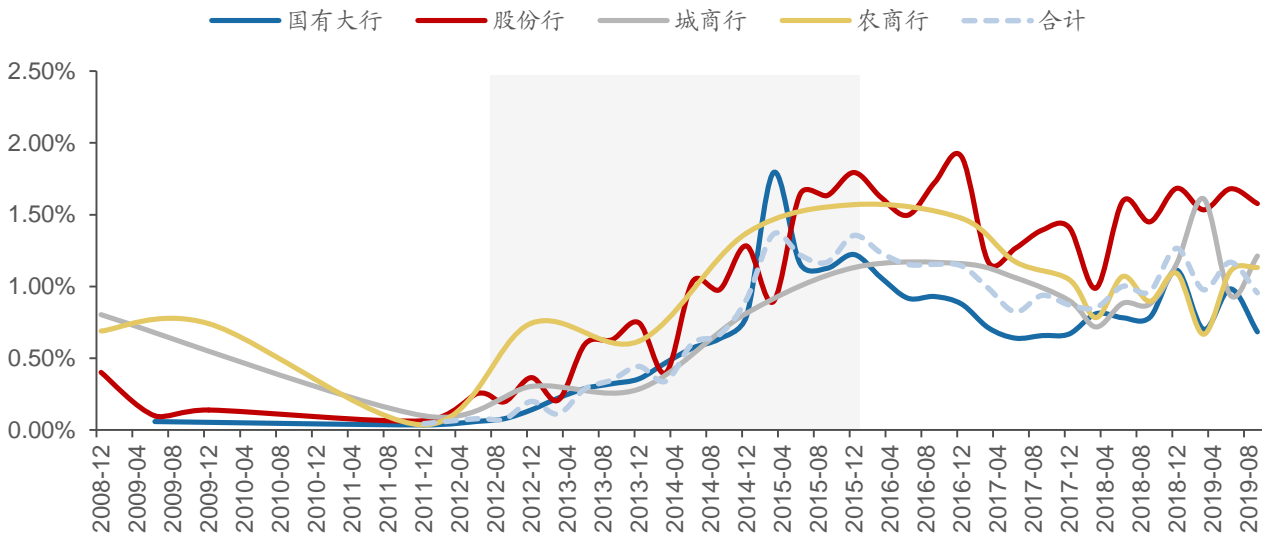
本轮不良生成上行主要是由制造业和批发零售业贷款信用风险暴露引起。2015年财政政策刺激，政府部门通过城投平台和PPP等模式加杠杆托底经济，同时信贷刺激了大量无效产能扩张，随着过剩产能投放，债务进入还债期，实体企业的风险逐渐暴露。与上一轮（2014-2015年）不良上行不同的是，2016年以后银行加大低风险零售贷款投放力度，降低不良生成上行的斜率。12家连续披露了2014A-2019H1对公和零售不良数据的银行，个人不良贷款占总不良贷款的比重仅上升1.9个百分点至21.6%，而个人贷款在总贷款中所占比重上升了12.4个百分点至43.4%。

2019年不良生成上行放缓也与财政托底力度超预期有关。年初财政前移与大规模的信贷投放在一定程度上缓解了企业流动性风险，一方面避免出现系统性债务风险爆发，另一方面也延缓了过剩产能的出清，对实体资本回报率回升有一定阻碍。

展望2020年，过剩产能的出清仍是主导不良上行主要因素，按照以往规律，3年左右的扩张期后随之而来的是4-5年的过剩产能消化出清期，短期内难以见到不良生成趋势性降低。

但这并不意味着不良率会非线性上升。一方面，央行发布的《中国金融稳定报告（2019）》显示截至2018年末银行业金融机构逾期90天以上贷款余额与不良贷款余额比值87.36%，同比下降5.13个百分点，在监管引导下银行业金融机构对于不良贷款的认定较为充分；另一方面，这一轮以居民部门和政府平台为主的暴露特征，可能相对前一轮要略缓和。整体来看，2020年不良生成大概率缓慢上行，信用成本维持高位。

图 30: 2013-2015年行业不良生成率上升, 中小银行上行速度更快, 幅度更大

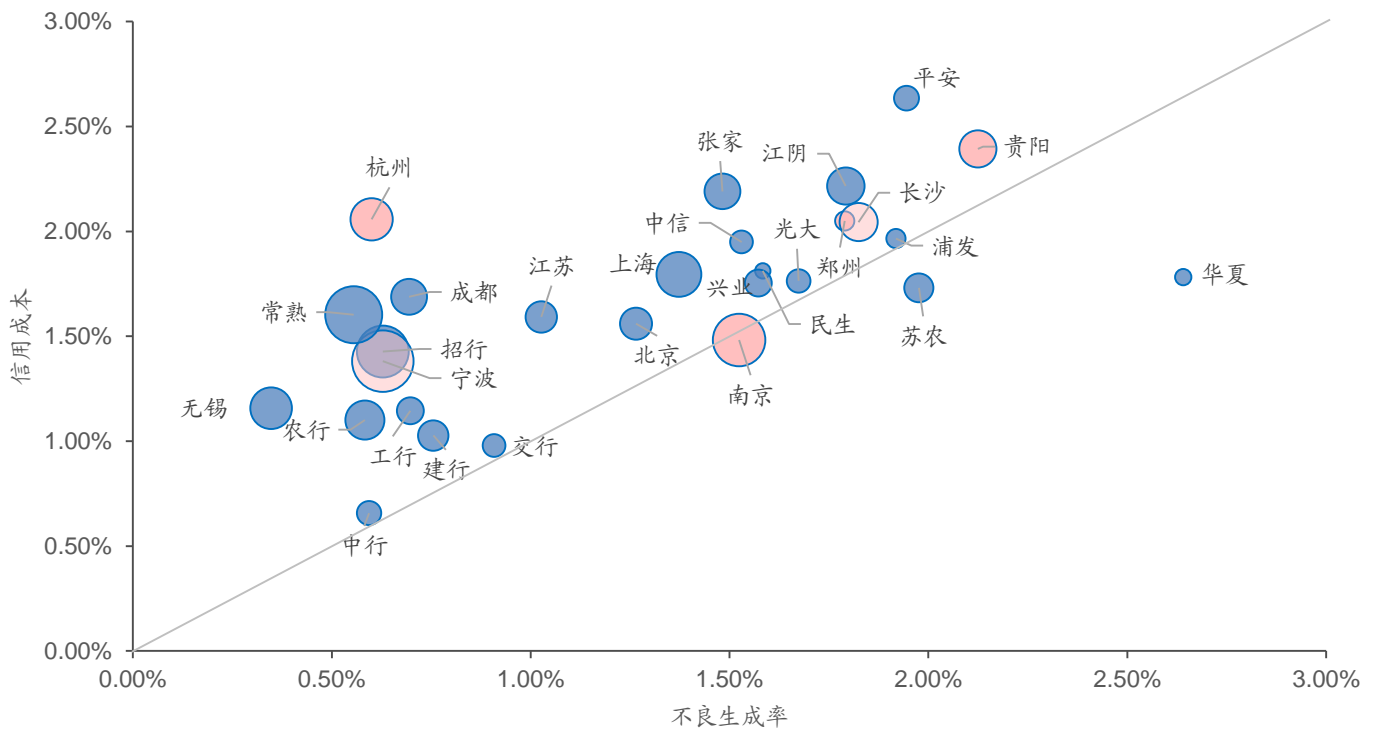


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

小银行面临的信用环境严峻, 预计中小银行分化加速。小银行面临的是地方性房地产泡沫化和城投债务风险的问题。15-17年一批小银行通过同业和非标实现了规模的大幅扩张, 其中大部分非标资产投向了房地产和城投领域。在18年资管新规颁布后, 非标债务续接困难, 19年贵州、新疆、内蒙等省市陆续出现了城投私募债风险事件。同时, 部分城市面临房地产“挤泡沫”, 在房住不炒和因城施策的政策背景下人口流出和房价下跌的压力骤增, 城投公司最主要的卖地收入收到很大影响。最终现金流的压力将反应在其债务的偿付能力上, 影响地方性银行的资产质量。

2019年前三季度来看, 拨备计提基本高于不良贷款新生成, 但风险抵补能力较弱, 而且2015-2017年资产负债表大幅扩张的银行始终面临着地方性不良集中爆发的风险。2020年是资管新规过渡期的最后一年, 表外非标资产面临回表处置压力, 考虑到后续监管可能引导银行将60天以上逾期纳入不良以及可能实施新的金融资产风险分类办法, 中小银行资产质量可能将加速分化, 风控审慎且区域风险较低的银行信用成本优势将体现。

图 31: 19Q3不良生成率与信用成本 (大小代表拨备覆盖率水平, 红色为15-17年生息资产复合增速超20%的银行)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

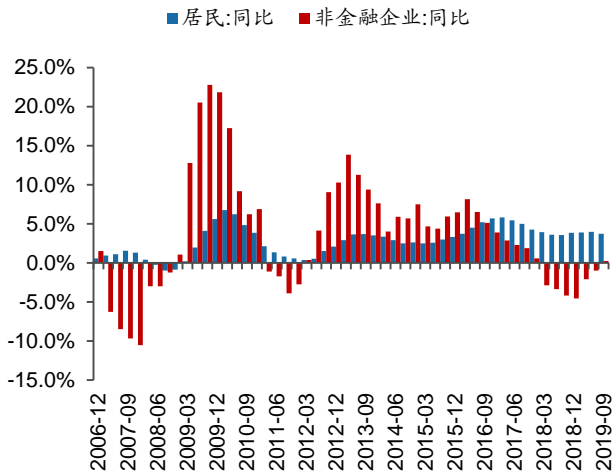
专题 2: 本轮风险暴露的核心特征是居民部门

历史来看, 每一轮企业部门大幅加杠杆都伴随着后续的对公不良率大幅上行。与 2009-2010年和2012-2013年不同的是, 本轮不良上行的核心是居民部门风险暴露。16年以来居民代替企业部门成为加杠杆的主体, 信用卡和消费贷大量发放对居民短期偿付能力形成巨大压力。

海外来看, 信用卡危机会导致零售不良率非线性上升, 对风险管控能力较弱的银行形成致命打击, 引发系统性风险。但从我国来看, 由于居民需要为个人贷款承担无限责任, 偿付意愿较高, 不会出现海外信用卡危机中大规模主动违约的情况。同时部分银行已提高授信门槛, 主动压降风险业务, 从信用卡不良率和信用卡ABS逾期率等高频指标来看, 零售信贷风险较2018年有所下降。

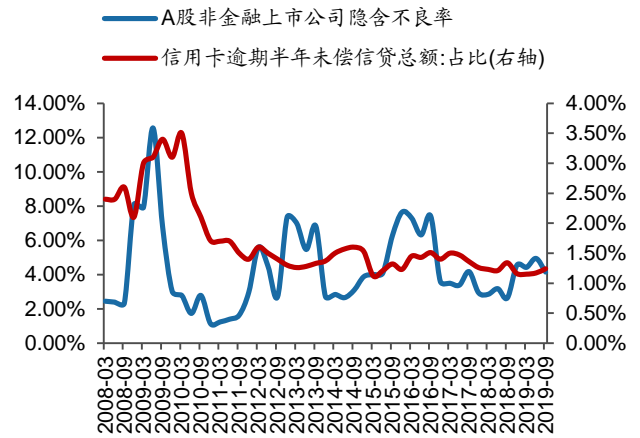
零售信贷主要面临结构性风险, 《中国金融稳定报告(2019)》显示, 年收入低于6万元的居民平均债务收入比为285.9%, 高于年收入36万元家庭的89.0%。目前我国失业率较低, 10月份全国城镇调查失业率为5.1%, 边际上有所下降, 预计2020年失业率仍保持温和, 零售不良大概率缓慢上行。

图 32: 居民和非金融企业杠杆率同比变动情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: A股非金融上市公司隐含不良率与与信用卡逾期半年未偿信贷占比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、大中型银行将面临更高的资本要求，或制约部分银行规模扩张和盈利能力

2019年11月26日，央行和银保监会联合发布《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》）。《办法》是2018年11月27日《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》的实施细则之一。按照《办法》的规定和评分规则，**2019年之前上市的28家A股上市银行有19家在评估范围内，我们估计5家国有大行和部分规模较大的股份行会被纳入最终的系统重要性银行名单，若被纳入则将面临更高的附加资本要求，且需由核心一级资本满足。**

国内系统重要性银行附加资本要求预计低于全球系统重要性银行（1%-3.5%），差异化监管可能导致入选的银行预防性的提高核心一级资本充足率的缓冲区间：原银保监会2012年发布的《关于实施<商业银行资本管理办法（试行）>过渡期安排相关事项的通知》对国内系统重要性银行（D-SIBs）的附加资本要求为1%。但根据《办法》，不同分组的系统重要性银行将面临不同的附加资本要求，组别越高附加资本要求越高。目前，巴塞尔委员会对入选的全球系统重要性银行（G-SIBs）按最终得分划分了5级，分别适用1%-3.5%的资本附加要求，由核心一级资本满足。理论上D-SIBs的附加资本要求会比G-SIBs低，从其他地区实际实施情况来看也是这样，预计我国也会如此。此外，我们发现光大银行在2019年2月12日发布的《关于中国光大银行股份有限公司非公开发行优先股申请文件反馈意见的回复》中提到“……《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》进一步针对系统重要性金融机构提出附加资本要求和杠杆率要求。如果申请人届时被认定为国内系统重要性银行，将面临**0.5%至1.5%**的附加资本要求，且均要求用核心一级资本来满足”，在一定程度上也印证上述推断。

若D-SIBs适用的附加资本要求为0.5%-1.5%，从2019年9月末核心一级资本充足率来看，部分在评估范围内的银行潜在安全边际不足1%，核心一级资本补充需求上升。在当前银行面临着利润留存增速难以支撑风险加权资产增长的背景下，银行可能：

(1) 通过控制总规模增速或资产配置向风险权重相对较低的零售业务倾斜，以降低风险加权资产增速；(2) 通过定增、可转债转股等外源渠道补充核心一级资本。但由于目前按揭贷款和信用卡贷款增长受到一定制约，而从近几年银行资本补充情况来看，外源性补充核心一级资本较难。我们预计部分银行规模扩张和盈利能力将受到核心一级资本的制约。

表 4：假设D-SIBs适用的附加资本要求为0.5%-1.5%，静态来看部分在评估范围内的银行潜在安全边际不足1%

证券简称	核心一级资本充足率 (2019年9月末)	目前的监管要求及安全边际		可能的监管要求范围及安全边际			
		监管要求	安全边际	可能的监管要求范围		安全边际	
工商银行	12.9%	9.0%	3.9%	9.0%	9.0%	3.9%	3.9%
建设银行	14.0%	8.5%	5.5%	8.5%	9.0%	5.5%	5.0%
中国银行	11.2%	9.0%	2.2%	9.0%	9.0%	2.2%	2.2%
农业银行	11.2%	8.5%	2.7%	8.5%	9.0%	2.7%	2.2%
交通银行	11.1%	7.5%	3.6%	8.0%	9.0%	3.1%	2.1%
招商银行	11.9%	7.5%	4.4%	8.0%	9.0%	3.9%	2.9%
中信银行	8.8%	7.5%	1.3%	8.0%	9.0%	0.8%	-0.2%
民生银行	9.3%	7.5%	1.8%	8.0%	9.0%	1.3%	0.3%
兴业银行	9.5%	7.5%	2.0%	8.0%	9.0%	1.5%	0.4%
浦发银行	10.1%	7.5%	2.6%	8.0%	9.0%	2.1%	1.1%
华夏银行	9.0%	7.5%	1.5%	8.0%	9.0%	1.0%	0.0%
平安银行	9.8%	7.5%	2.3%	8.0%	9.0%	1.8%	0.8%
光大银行	9.2%	7.5%	1.7%	8.0%	9.0%	1.2%	0.2%
北京银行	9.2%	7.5%	1.7%	8.0%	9.0%	1.2%	0.2%
上海银行	9.7%	7.5%	2.2%	8.0%	9.0%	1.7%	0.7%
江苏银行	8.6%	7.5%	1.1%	8.0%	9.0%	0.6%	-0.4%
南京银行	8.7%	7.5%	1.2%	8.0%	9.0%	0.7%	-0.3%
宁波银行	9.9%	7.5%	2.4%	8.0%	9.0%	1.9%	0.9%
杭州银行	8.1%	7.5%	0.6%	8.0%	9.0%	0.1%	-0.9%

注：工商银行、建设银行、农业银行、中国银行在巴塞尔委员会公布的2019年G-SIBs名单，其中工商银行和中国银行适用1.5%的附加资本要求，建设银行和农业银行适用1%的附加资本要求。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 5: 部分A股上市银行已公告的核心一级资本补充计划 (截至2019年12月7日, 亿元)

证券简称	最新公告日期	最新进度	工具名称	补充资本类型	拟募集规模
交通银行	2019/6/21	延长公开发行人A股可转换公司债券方案决议有效期及授权有效期	可转债	初始发行权益成份计入核心一级资本; 其他部分转股后计入核心一级资本	600
民生银行	2019/6/21	延长发行可转债方案决议期限	可转债	初始发行权益成份计入核心一级资本; 其他部分转股后计入核心一级资本	500
上海银行	2019/6/14	延长发行H股股票并上市决议有效期	H股发行	核心一级资本	未披露
南京银行	2019/11/8	回复证监会反馈意见	定向增发	核心一级资本	116
宁波银行	2019/10/19	获证监会发行委审核通过	定向增发	核心一级资本	80
杭州银行	2019/11/23	回复证监会反馈意见	定向增发	核心一级资本	72

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

七、板块估值有望修复, 负债优势和风控能力将成核心竞争力

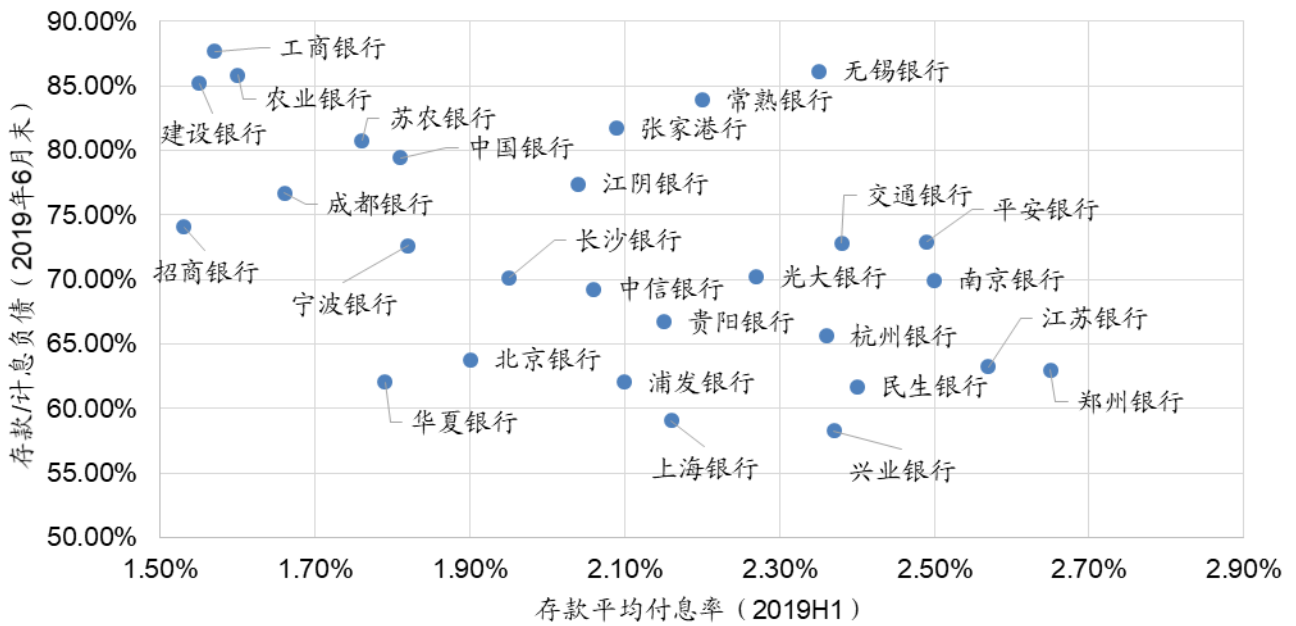
过去几年, 监管推动金融改革走在正确路线上, 在灵活调整的同时保持了应有定力, 金融体系变迁和压力是对过去累积问题的应有处理。

2020年, 防范化解金融风险攻坚战步入收官之年, 资管新规过渡期逐渐临近, 前期的监管阵痛将变为生态红利。

虽然行业景气度处于下行趋势中, 随着金融风险高位缓释, 资产质量非线性恶化预期将逐渐消解, 叠加理财资金再配置逐步启动, 板块估值有望修复。考虑到明年流动性环境节奏, 预计下半年表现好于上半年。

选股方面, 预计2020年负债和资产质量将重新成为核心矛盾。短期建议关注业绩稳健、负债端存款优势明显的国有大行和优质细分龙头); 中长期建议关注有一定估值溢价, 同时维持较好经营业绩, 高ROE、低不良、高拨备的优质银行。

图 34: 28家A股上市银行存款占计息负债比重 (2019年6月末) 以及存款平均付息率对比 (2019H1)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

1. 非标压缩超预期, 导致部分行业风险暴露。
2. 经济增速下行超预期, 导致银行资产质量大幅恶化。
3. 外部环境不确定增加, 情绪变化超预期。
4. 中小银行风险暴露超预期。

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：资深分析师，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。