

厦门银行 (601187)

证券研究报告
2020年12月26日

深耕“两岸金融”，资产质量优异

打造“两岸金融合作样板银行”，业绩较快增长

致力于打造“两岸金融合作样板银行”。近年来，厦门银行充分借鉴了战略股东先进的金融服务与管理理念，不断加强特色化、差异化经营，致力于打造成为“两岸金融合作样板银行”。

充分发挥法人金融机构及台资背景等方面优势。在货币清算与零售业务方面，与台湾银行同业进行多维度合作，开设大陆银行业首个台商业务部、新兴金融部，为台商提供“资金大三通”“人民币直航”等个性化金融产品。截至2019年末，厦门银行已与境内外三百余家银行建立了代理行关系，提供美元、欧元、港币、日元、澳元及英镑等主要币种清算服务，累计实现跨境人民币清算金额882.82亿元，居厦门首位；截至1H20，厦门银行直接服务台籍企业700户，存款余额33.82亿元，贷款余额11.59亿元。拥有台籍零售客户4.9万户，管理的台籍客户金融资产45亿元人民币。

营收净利较快增长。截至3Q20，厦门银行营收37.39亿元，yoy+23.59%；归母净利润12.54亿元，yoy+7.68%，增速较1H20下滑5.56pct，与行业趋势一致。截至3Q20，厦门银行总资产规模为2712.42亿元，排名上市城商行末尾；yoy+14.90%，增速较1H20提升1.72pct，处于上市城商行中游。

净息差较低

净息差低源于计息负债成本率较高。厦门银行1H20净息差为1.56%，较19年下降6BP，在上市城商行最低。截至1H20，贷款和证券投资占比分别为47.32%/37.48%，证券投资收益率低且占比高导致生息资产收益率较低；存款成本为2.67%，计息负债成本率2.69%，均处于上市城商行高位。

资产质量优异，风险抵补能力强

各项风险指标优秀。截止1H20，不良贷款率1.12%，较年初下降6BP，处于行业低位。关注和逾期贷款率下降。1H20厦门银行关注类贷款率为0.94%，较19年末下降0.28pct。逾期贷款率由19年的3.54%下降2.49个百分点至19年的1.05%；1H20为1.14%，较年初回升9BP。此外，不良贷款净生成率，关注贷款迁徙率均处于上市城商行低位。

拨备计提力度良好。厦门银行19年末拨备覆盖率为274.58%，1H20上升47.92个百分点至322.50%。19年拨贷比为3.24%，1H20上升至3.61%，在上市城商行中处于中游位置，风险抵补能力强。

投资建议：深耕“两岸金融”，资产质量优异

厦门银行充分发挥台资背景优势，对台业务迅速发展；存贷款增速及占比持续上升，资产负债结构不断优化；资产质量优异，对公贷款结构调整，加速零售转型。因次新股存在一定溢价，我们给予其1.7X 21PB目标估值，对应12.54元/股，首次覆盖给予“持有”评级。

风险提示：资产质量恶化；存款竞争压力大；战略转型不及预期

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	持有（首次评级）
当前价格	12.7元
目标价格	12.54元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,639.13
流通A股股本(百万股)	263.91
A股总市值(百万元)	33,516.92
流通A股市值(百万元)	3,351.69
每股净资产(元)	6.68
资产负债率(%)	94.04
一年内最高/最低(元)	15.48/7.35

作者

朱于叡 分析师
SAC执业证书编号：S1110518090006
zhuyuyan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	42	45	58	69	81
增长率(%)	13.5	7.7	28.2	20.2	16.9
归属母公司股东净利润(亿元)	14	17	19	21	24
增长率(%)	15.9	21.4	8.6	13.2	13.9
每股收益(元)	0.59	0.72	0.70	0.80	0.91
市盈率(P/E)	21.41	17.63	18.03	15.93	13.99
市净率(P/B)	2.20	1.97	1.92	1.72	1.54

资料来源：iFinD，天风证券研究所

内容目录

1. 经营区域经济发展向好，打造“综合金融服务商”	5
1.1. 厦门地区经济发展前景广阔	5
1.2. 打造“服务两岸、聚焦中小、区域一流的综合金融服务商”	6
2. 非息收入驱动营收高增	9
2.1. 营收增速回落	9
2.2. 存贷规模快速增长，资产负债结构优化	10
3. 息差较低，计息负债成本率高	13
3.1. 净息差较低	13
3.2. 中收占比较低，成本收入比上升	15
4. 资产质量优异，风险抵御能力良好	17
4.1. 各项风控指标良好	17
4.2. 拨备水平较高	20
4.3. 贷款结构优化	21
5. 投资建议：资产负债结构优化，资产质量优异	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1：厦门市地理位置优越	5
图 2：19 年福建省 GDP 全国第八（亿元）	5
图 3：2019 年厦门市 GDP 排名省内第三（亿元）	5
图 4：厦门市 GDP 稳中向好（亿元）	5
图 5：厦门市对外贸易稳步增长（亿元）	5
图 6：厦门市人均可支配收入稳定增长（元）	6
图 7：厦门市 19 年全社会固定资产投资额增速下降	6
图 8：厦门市全社会消费品零售总额增长平稳（亿元）	6
图 9：厦门市 19 年房地产开发投资增幅回升（亿元）	6
图 10：厦门银行前十大普通股股东结构（截至 2019）	7
图 11：厦门银行 19 年分支机构数在上市城商行中最少（个）	7
图 12：厦门银行中小企业贷款占对公贷款比例高（亿元）	8
图 13：厦门银行批发和零售贷款余额占比增加（亿元）	8
图 14：厦门银行个人存款余额占比增加（亿元）	8
图 15：厦门银行营收增速回落（亿元）	9
图 16：厦门银行 3Q20 归母净利润增速下滑（亿元）	9
图 17：厦门银行盈利增长主要靠息差扩大拉动	9
图 18：厦门银行 3Q20 ROE 在城商行中较低	9
图 19：厦门银行总资产规模增速回升（亿元）	10
图 20：厦门银行 3Q20 总资产规模处于上市城商行下游（亿元）	10
图 21：厦门银行贷款增速明显上行	11

图 22: 厦门银行生息资产中贷款占比提升	11
图 23: 厦门银行持有到期类资产占证券投资比重 15 年开始上升	11
图 24: 厦门市储蓄存款增长有所下降 (亿元)	12
图 25: 厦门银行 3Q20 存款增速提高 (亿元)	12
图 26: 厦门银行计息负债增长较快, 主要由存款拉动	12
图 27: 厦门银行计息负债中存款占比不断提升, 结构优化	12
图 28: 3Q20 厦门银行三项资本充足率均下降	13
图 29: 3Q20 厦门银行资本充足率处于城商行中部	13
图 30: 厦门银行贷款收益率、净息差变化滞后于市场利率	13
图 31: 厦门银行 1H20 息差收窄 (%)	13
图 32: 厦门银行生息资产收益率下降 (%)	13
图 33: 厦门银行贷款收益率处于行业中上游水平 (%)	14
图 34: 证券投资收益率下降 (%)	14
图 35: 公司债和金融债占比高的银行证券投资收益率较高(19 年)	14
图 36: 证券中公司债收益率较高 (%)	14
图 37: 厦门银行计息负债成本率较高 (%)	15
图 38: 厦门银行的存款成本率高 (%)	15
图 39: 厦门银行活期存款占总存款比例处于行业平均	15
图 40: 厦门银行其他非息收入占比上升	15
图 41: 手续费收入以结算与代理为主 (截至 3Q20)	15
图 42: 厦门银行结算与代理手续费 (千元)	16
图 43: 厦门银行成本收入比较高 (%)	16
图 44: 厦门银行不良贷款率较低 (%)	17
图 45: 厦门银行关注类贷款率有所下降 (%)	18
图 46: 厦门银行 19 年逾期贷款率降幅较大	18
图 47: 厦门银行不良中抵押贷款占比压缩	18
图 48: 厦门银行保证贷款不良率, 抵押贷款不良有所下降	18
图 49: 厦门银行不良贷款偏离度较低	19
图 50: 厦门银行不良生成处于行业低位	19
图 51: 厦门银行重组贷款率较低 (%)	19
图 52: 厦门银行关注类贷款迁徙率 20 年下降幅度大 (%)	19
图 53: 厦门银行不良核销转出率下降 (%)	19
图 54: 厦门银行拨备覆盖率处于行业上游 (%)	20
图 55: 厦门银行拨贷比提升 (%)	20
图 56: 厦门市内银行不良状况	20
图 57: 厦门银行对公行业贷款制造业不断压缩 (%)	21
图 58: 零售贷款余额快速增长 (亿)	21
图 59: 零售不良率 18 年实现双降 (亿)	21
图 60: 厦门银行零售贷款结构	22
图 61: 厦门市房地产市场景气指标	22
图 62: 厦门银行估值较高 (PB 截至 20 年 12 月 22 日)	23

图 63：2019/12/22-2020/12/22，城商行平均 PB（LF）注：厦门银行平均 PB 为 2020/10/27-2020/12/2223

表 1：厦门银行及对比行 2019 杜邦分解10

表 2：厦门银行 16-18 年可供出售金融资产科目构成（单位：百万）12

表 3：厦门银行企业及个人贷款不良占比及不良率17

表 4：厦门银行对公行业不良贷款占比及不良率17

1. 经营区域经济发展向好，打造“综合金融服务商”

1.1. 厦门地区经济发展前景广阔

厦门市地理位置优越。厦门隶属于福建省，是副省级城市、经济特区，东南沿海重要的中心城市、港口及风景旅游城市。厦门位于福建省东南端，西界漳州，北邻南安和晋江，东南与大小金门和大担岛隔海相望，是闽南地区的主要城市，与漳州、泉州并称厦漳泉闽南金三角经济区。1980年10月7日，批复设立经济特区，厦门先后获批开发开放类国家综合配套改革试验区（即“新特区”），自由贸易试验区，厦门已成为两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸区域性金融服务中心和两岸贸易中心。

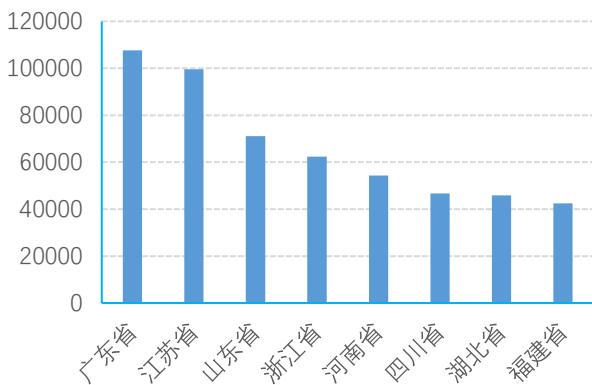
图 1：厦门市地理位置优越



资料来源：百度地图，天风证券研究所

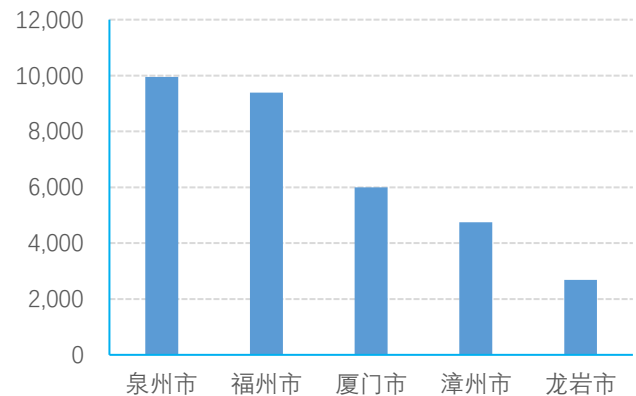
经营区域经济发展较好。厦门市所在的福建省，经济发达，19年GDP4.24万亿元，位列全国第八。厦门市19年GDP为5995亿元，位列福建地级市第三，GDP同比增长25.12%。

图 2：19年福建省 GDP 全国第八（亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 3：2019年厦门市 GDP 排名省内第三（亿元）

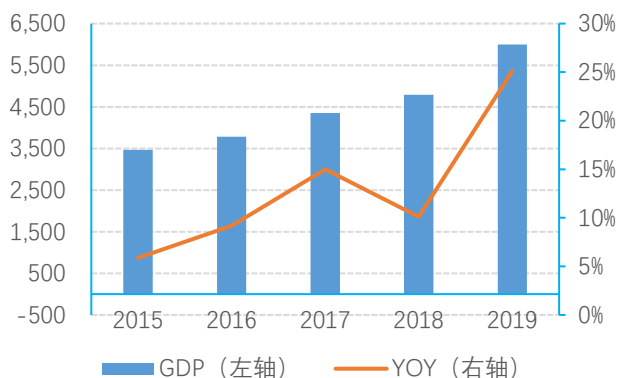


资料来源：iFinD，天风证券研究所

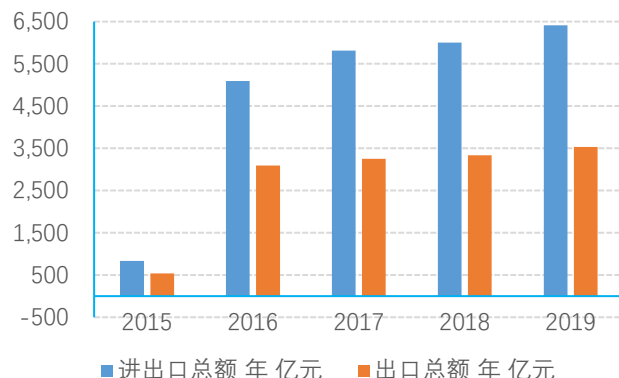
厦门市 2019 年各项经济指标稳中向好。其进出口总额、规模以上工业总产值、固定资产投资总额、全社会消费品零售总额等经济指标大多稳中向好。厦门作为开发开放类国家综合配套改革试验区、自由贸易试验区，进出口总额稳步上升，19 年进出口总额达 6412.9 亿人民币，同比增长 6.85%，增速较快。

图 4：厦门市 GDP 稳中向好（亿元）

图 5：厦门市对外贸易稳步增长（亿元）



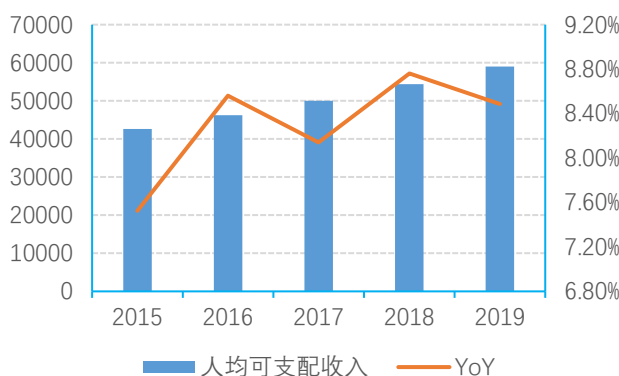
资料来源: iFinD, 天风证券研究所



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

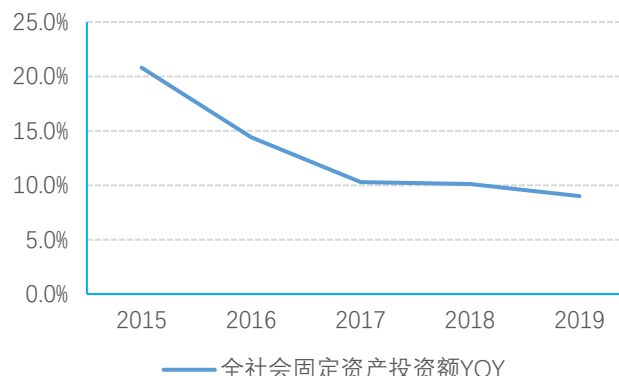
厦门市 19 年人均可支配收入稳定增长。19 年人均可支配收入达到 59018 元, 同比增长 8.49%。19 年厦门市全社会固定资产投资额同比增长 9.0%。厦门市主产业为计算机、通信、其他电子设备制造业、化工等。

图 6: 厦门市人均可支配收入稳定增长 (元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

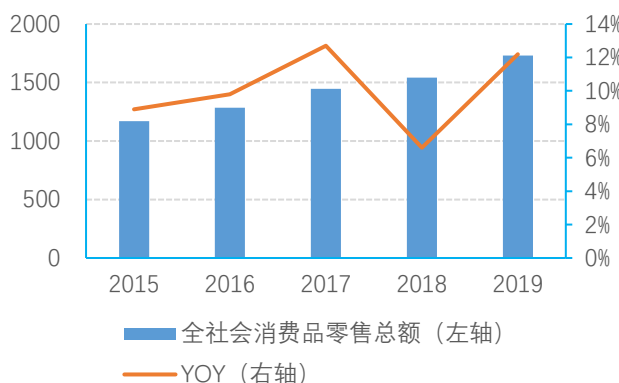
图 7: 厦门市 19 年全社会固定资产投资额增速下降



资料来源: 厦门市统计局, 天风证券研究所

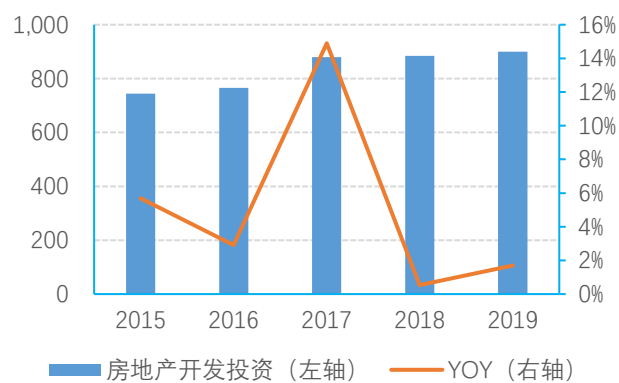
厦门市 19 年消费市场稳定增长。19 年完成社会消费品零售总额 1731.9 亿元, 同比增长 12.2%。厦门市房地产开发投资 19 年同比增速为 1.69%。

图 8: 厦门市全社会消费品零售总额增长平稳 (亿元)



资料来源: 厦门市统计局, 天风证券研究所

图 9: 厦门市 19 年房地产开发投资增幅回升 (亿元)



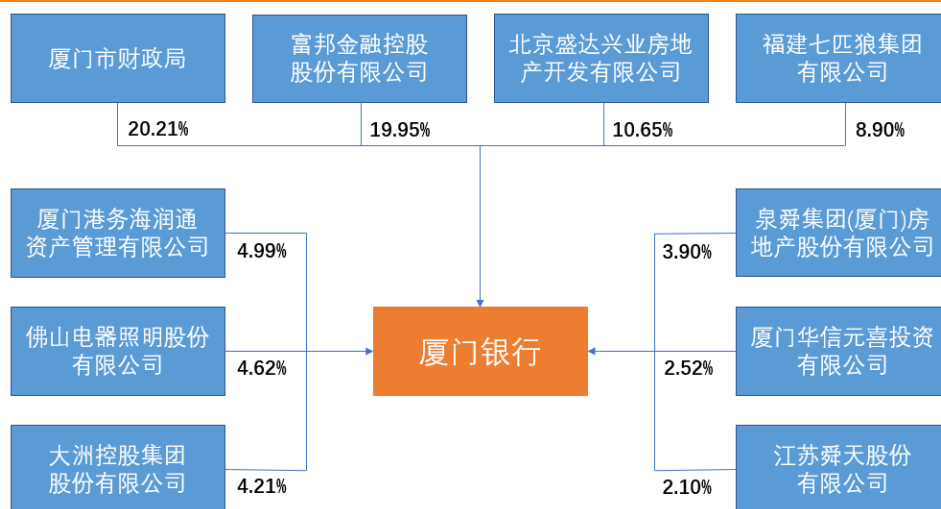
资料来源: iFinD, 天风证券研究所

1.2. 打造“服务两岸、聚焦中小、区域一流的综合金融服务商”

省内首家上市城商行, 股东结构均衡。厦门银行成立于 1996 年, 2020 年 10 月 27 日, 在上海证券交易所主板上市, 是福建省首家上市城商行。2008 年, 厦门银行成功引进台湾富

邦金控的全资子公司——富邦银行(香港)作为战略股东，成为大陆首家具有台资背景的城市商业银行。2018年11月30日，富邦金控正式受让富邦银行(香港)所持有的全部厦门银行股份，以直接持股厦门银行取代其绕道第三地子公司持股的方式。截止目前，厦门银行第一大股东为厦门市财政局，合计占股20.21%；第二大股东为台湾富邦金控，合计占股19.95%；第三大股东为北京盛达兴业房地产开发有限公司，合计占股10.65%。厦门银行十大股东中包括民企、财政局、外资银行，股东结构均衡。

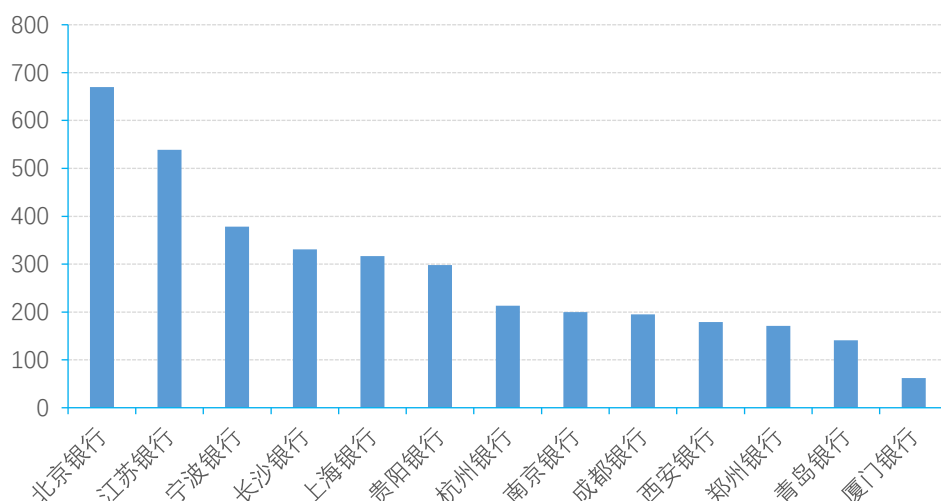
图 10：厦门银行前十大普通股股东结构（截至 2019）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

立足厦门，辐射福建。厦门银行 19 年末分支机构为 62 个，在上市城商行中最少。其中厦门地区 32 个，福建省内其他地区 23 个，重庆省内 7 个，在省内布局比较广泛，业务发展立足厦门，辐射福建，同时在重庆有较好发展。

图 11：厦门银行 19 年分支机构数在上市城商行中最少（个）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

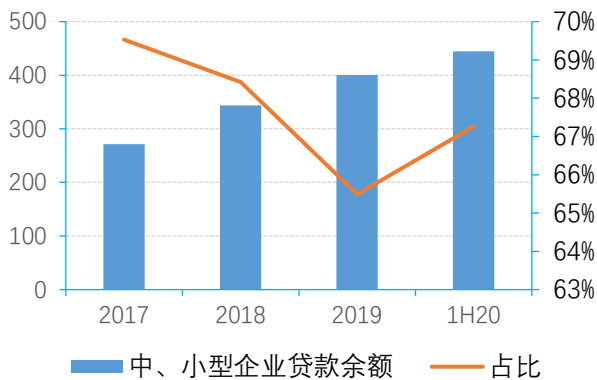
致力于打造“两岸金融合作样板银行”，助力小微金融服务。近年来，厦门银行充分借鉴了战略股东先进的金融服务与管理理念，不断加强特色化、差异化经营，致力于打造成为“两岸金融合作样板银行”。在产品方面，截至 2019 年末，厦门银行推出了小企业标准化产品、创业抵押贷、接力贷、简捷贷、科技银保贷款、科技担保贷款等一系列小微特色产品。

充分发挥法人金融机构及台资背景等方面优势。在货币清算与零售业务方面，与台湾银行同业进行多维度合作，开设大陆银行业首个台商业务部、新兴金融部，为台商提供“资金

大三通”“人民币直航”等个性化金融产品。截至 2019 年末，厦门银行已与境内外三百余家银行建立了代理行关系，提供美元、欧元、港币、日元、澳元及英镑等主要币种清算服务，截止 20 年 6 月底，累计实现跨境人民币清算金额 882.82 亿元，居厦门首位；截至 1H20，厦门银行直接服务台籍企业 700 户，存款余额 33.82 亿元，贷款余额 11.59 亿元，拥有台籍零售客户 4.9 万户，管理的台籍客户金融资产 45 亿元人民币。面向未来，厦门银行将继续秉承原有的市场定位，打造成为“服务两岸、聚焦中小、区域一流的综合金融服务商”。

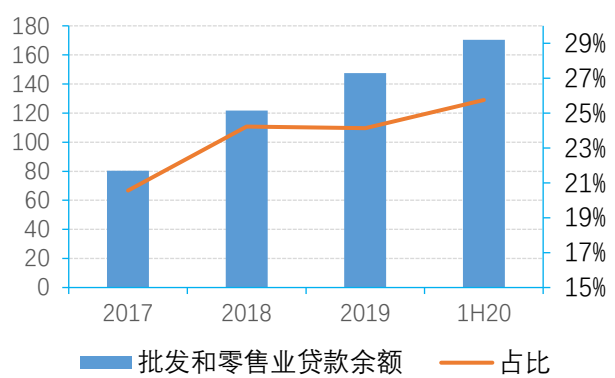
对公业务立足中小企业。中型和小型企业为其主要的贷款群体，17-1H20 中小企业贷款占对公贷款（不含贴现）占比均在 65%以上。因批发和零售业贷款在小微企业中占有较大比重，批发和零售业贷款占比呈上升趋势。

图 12：厦门银行中小企业贷款占对公贷款比例高（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

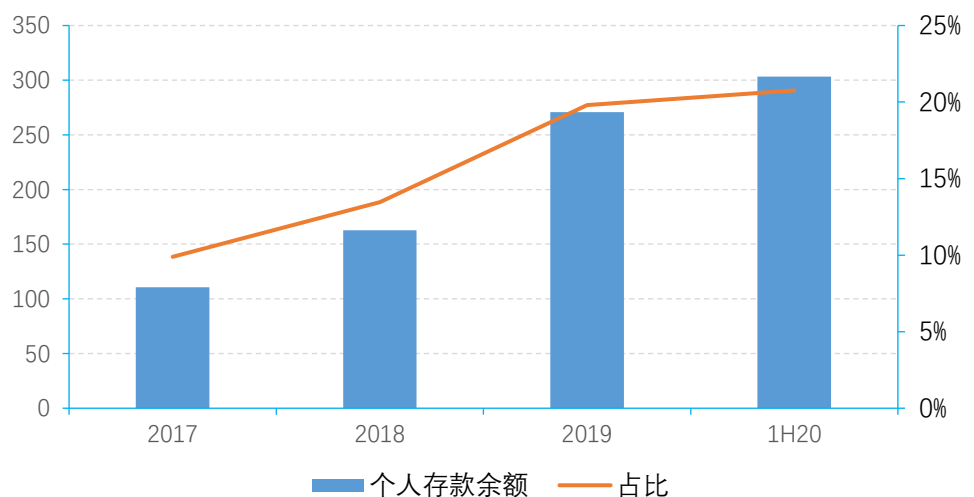
图 13：厦门银行批发和零售贷款余额占比增加（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

推进战略转型，持续优化业务结构。2020 年，厦门银行将持续深化业务结构的调整优化，坚持战略转型方向，加速推动线上线下零售业务融合并以此作为全行转型提供养分，积极开展零售支行网点的布设，优化分行端公司及零售营销组织；完善适应战略转型需要的总分行组织机构建设，开源节流，提升组织团队效能；切实提升营运管理能力，推进营运组织架构调整；下沉服务重心，回归城商行传统定位，注重业务本地化，聚焦战略愿景与目标，实现深度融合，秉承“以客户为中心”，持续推进普惠金融，完善服务链条。截至 1H20，个人存款余额 303.31 亿元，较 19 年末增长 11.96%，近年来厦门银行重视零售业务，并将个人存款作为重点业务开拓，个人存款余额总体保持增长；零售贷款余额 170.28 亿元，同比增长 15.43%。

图 14：厦门银行个人存款余额占比增加（亿元）



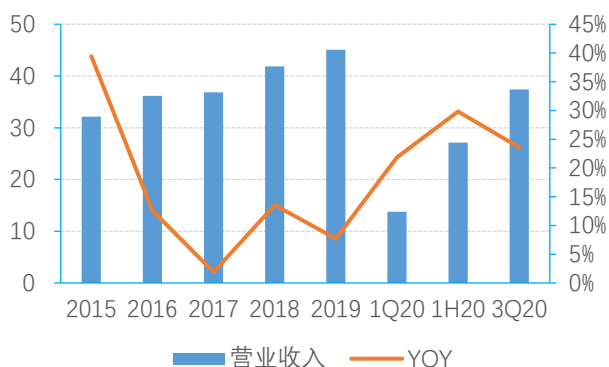
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 非息收入驱动营收高增

2.1. 营收增速回落

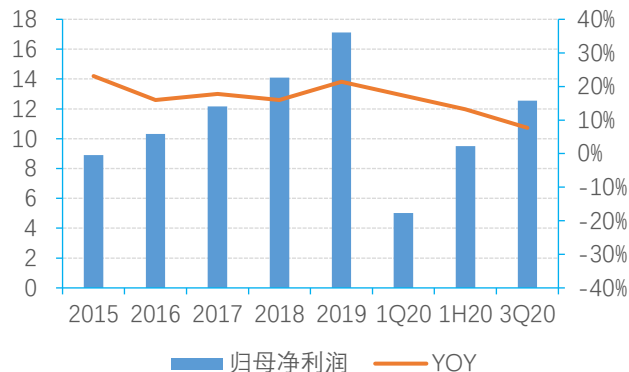
营收增速回落，拨备多提和净息差使净利润下滑。厦门银行 3Q20 营收 37.39 亿元，yoy + 23.59%；归母净利润 12.54 亿元，yoy +7.68%，增速较 1H20 下降 5.56pct，与行业趋势一致。

图 15：厦门银行营收增速回落（亿元）



资料来源：iFIND，天风证券研究所

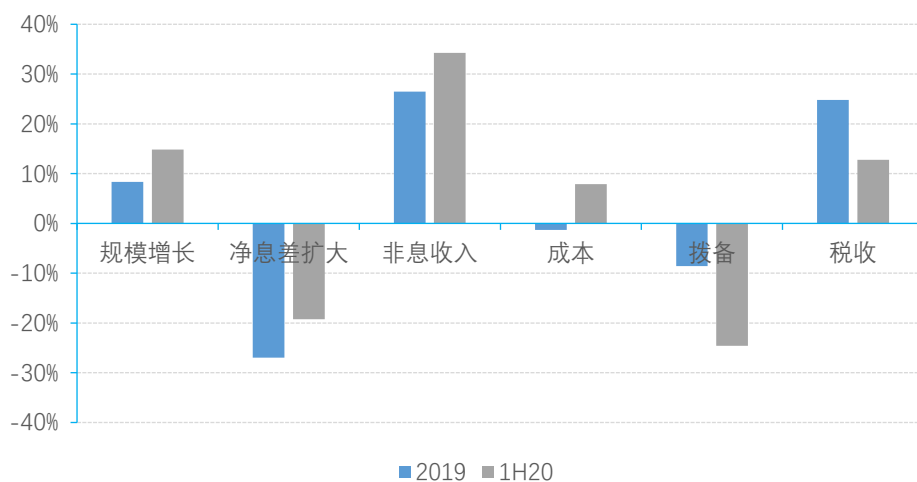
图 16：厦门银行 3Q20 归母净利润增速下滑（亿元）



资料来源：iFIND，天风证券研究所

盈利增长主要靠非息收入驱动，拨备和息差拖累较多。通过对 1H20 业绩增长因子拆解，非息收入增加是 1H20 利润增长的主因，拨备和净息差扩大是最大拖累。

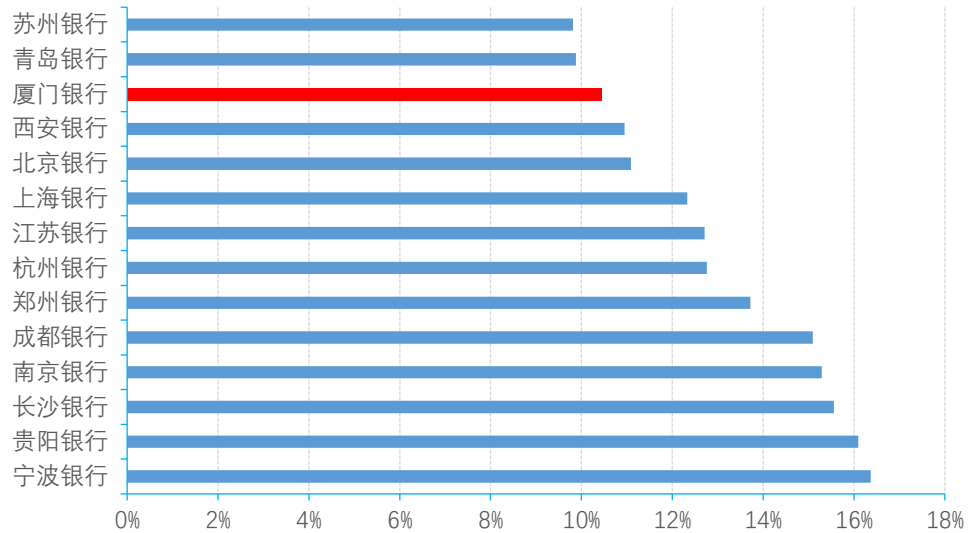
图 17：厦门银行盈利增长主要靠息差扩大拉动



资料来源：iFinD，天风证券研究所

厦门银行 ROE 较低。厦门银行加权平均 ROE 较低，19 年为 11.11%，1H20 年化加权平均 ROE 为 11.70%，3Q20 年化加权平均 ROE 下降至 10.45%，在上市城商行中处于下游。通过杜邦分解，主要是息差拖累 ROE。

图 18：厦门银行 3Q20 ROE 在城商行中较低



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

表 1: 厦门银行及对比行 2019 杜邦分解

	贵阳银行	宁波银行	南京银行	长沙银行	厦门银行	青岛银行
营业收入	5.52%	2.88%	2.51%	3.02%	1.88%	2.78%
净利息收入	4.55%	1.61%	1.65%	2.18%	1.41%	1.98%
净手续费收入	0.36%	0.64%	0.31%	0.31%	0.14%	0.35%
其他非息收入	0.61%	0.64%	0.54%	0.53%	0.33%	0.45%
营业支出	-1.50%	-1.01%	-0.71%	-0.95%	-0.57%	-0.92%
营业税金及附加	-0.05%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.03%
管理费用	-1.45%	-0.99%	-0.69%	-0.93%	-0.55%	-0.89%
拨备前利润	4.01%	1.87%	1.79%	2.07%	1.31%	1.87%
资产减值损失	-1.62%	-0.61%	-0.63%	-0.92%	-0.59%	-1.05%
税前利润	2.39%	1.25%	1.15%	1.14%	0.73%	0.82%
所得税	-0.13%	-0.12%	-0.18%	-0.21%	0.00%	-0.14%
净利润	2.26%	1.13%	0.97%	0.93%	0.72%	0.68%
ROAA	2.22%	1.14%	0.95%	0.91%	0.75%	0.68%
权益乘数	14.40	13.43	15.71	15.76	16.53	12.15
ROE(加权)披露值	17.41%	17.10%	16.53%	15.61%	11.11%	8.27%

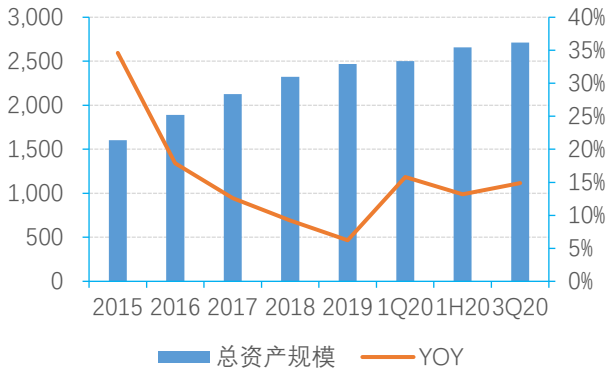
资料来源: 公司财报, WIND, 天风证券研究所

2.2. 存贷规模快速增长, 资产负债结构优化

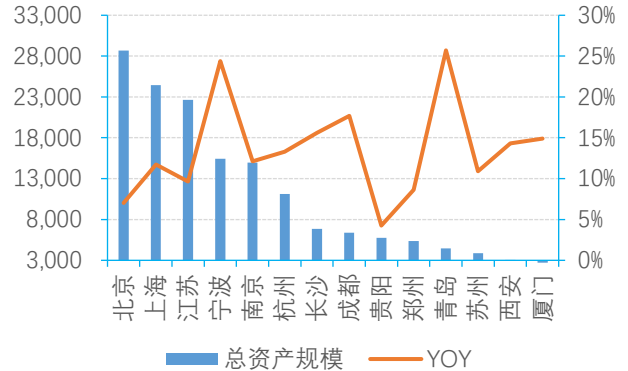
资产规模增速提升。截至 3Q20, 厦门银行总资产规模为 2712.42 亿元, 排名上市城商行末尾; yoy + 14.90%, 增速较 1H20 提升 1.72pct, 处于上市城商行中游。

图 19: 厦门银行总资产规模增速回升 (亿元)

图 20: 厦门银行 3Q20 总资产规模处于上市城商行下游 (亿元)



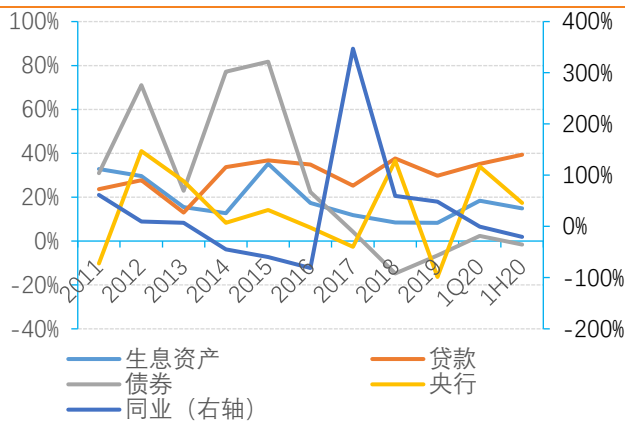
资料来源: iFinD, 天风证券研究所



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

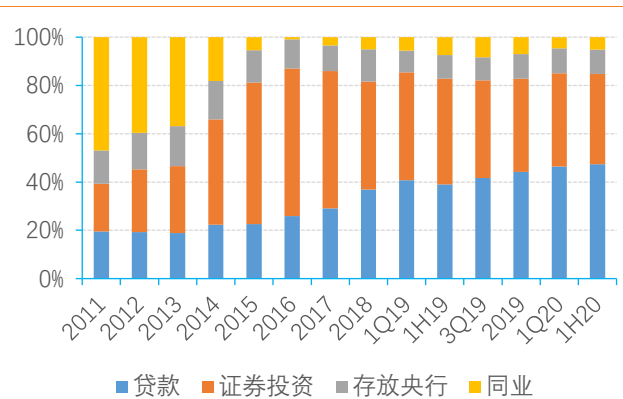
生息资产结构优化, 贷款占比持续上升。19年末贷款占生息资产比例为44.14%, 较18年末上升7.30个百分点, 1H20上升至47.32%。17年-1H20贷款增速依次为25.19%/37.61%/29.77%/35.19%/39.33%, 保持快速增长。证券投资12-15年增速较高, 均在70%以上, 其在生息资产中占比也由12年的26.07%提升至16年的61.08%, 严监管开启后逐步下降; 17年-1H20增速分别为4.20%/-14.76%/-6.60%/2.31%/-1.65%, 在生息资产中占比也压缩至1H20的37.48%。

图 21: 厦门银行贷款增速明显上行



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

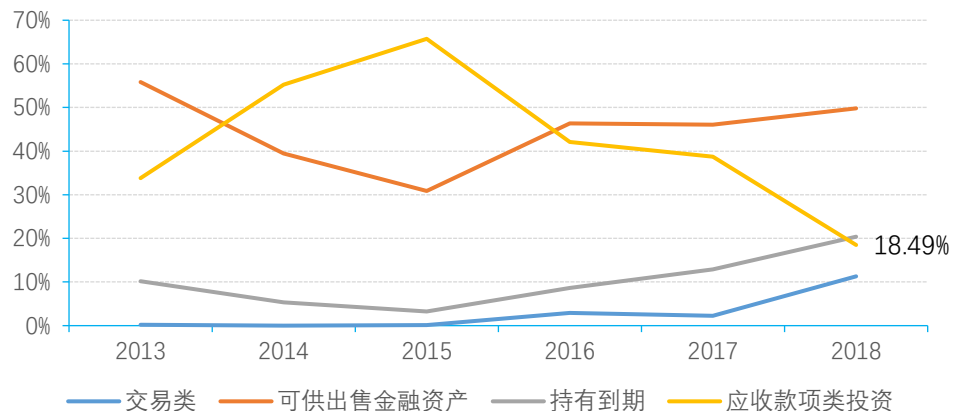
图 22: 厦门银行生息资产中贷款占比提升



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

非标类投资持续压降。证券投资15年末增速为81.71%, 主要是证券投资科目下应收款项类投资占比增加, 由13年末33.80%上升至15年末65.74%, 18年压缩至18.5%。厦门银行17年起, 逐渐增加持有至到期类投资, 截止1H20占比达55.36%; 可供出售金融资产占比较为稳定, 截止1H20占比为36.89%, 交易类资产占比逐渐下降, 截止1H20占比为7.67%。

图 23: 厦门银行持有到期类资产占证券投资比重 15年开始上升



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

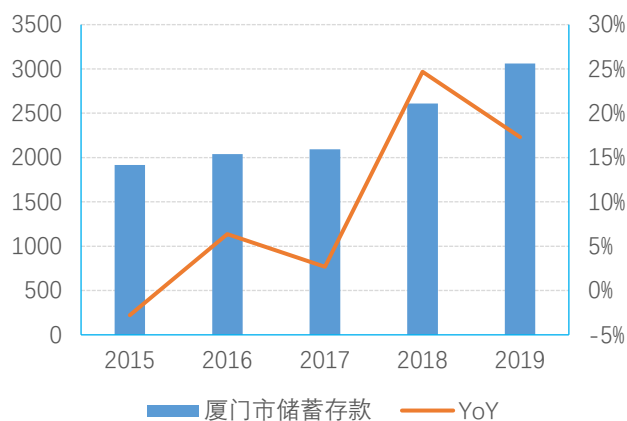
表 2：厦门银行 16-18 年可供出售金融资产科目构成（单位：百万）

	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
债券投资	13,669	25.87%	26,747	48.85%	36,057	71.45%
同业存单	4,709	8.91%	13,149	24.01%	13,973	27.69%
基金	-	0.00%	-	0.00%	201	0.40%
非上市股权投资	8	0.02%	8	0.02%	8	0.02%
商业银行理财产品	33,671	63.73%	13,315	24.32%	-	0.00%
其他	778	1.47%	1,536	2.80%	225	0.45%
合计	52,835	100%	54,755	100%	50,464	100%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

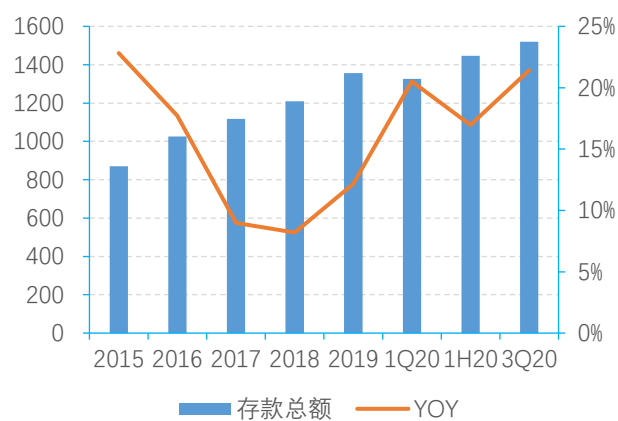
存款增速回升。厦门银行 19 年末存款增速为 12.16%，1Q20 升至 20.50%，1H20 下降至 16.97%，3Q20 升至 21.42%，较 1H20 提升 4.45 个百分点。厦门银行存款增速与厦门市储蓄存款增速趋势基本一致，厦门市 17 年后存款余额增速上升，19 年略降，达 17.32%。

图 24：厦门市储蓄存款增长有所下降（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

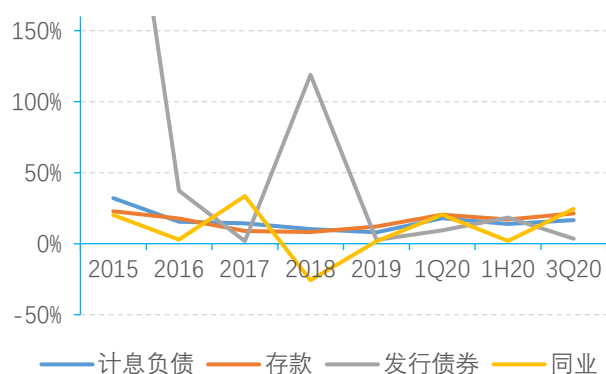
图 25：厦门银行 3Q20 存款增速提高（亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

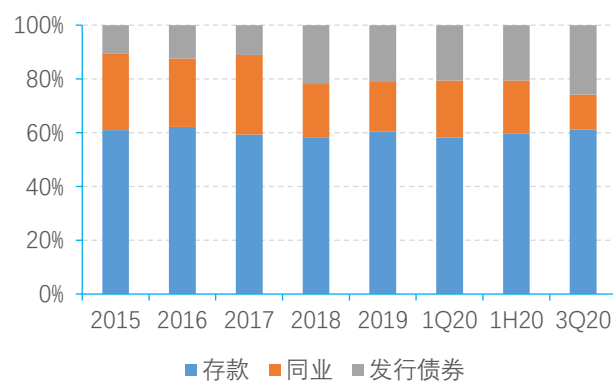
存款占比持续提升。厦门银行 19 年末计息负债同比增长 7.98%，1H20 为 13.99%，3Q20 为 16.57%，主要由存款(yoy+21.42%)和同业(yoy+24.58%)拉动；发债增速同比下降 14.99pct 至 3.42%。存款在计息负债中占比较为稳定，15 年-3Q20 均维持在 60%左右，3Q20 为 61.25%。同业负债不断压缩，1H20 占比仅为 19.57%，3Q20 下降至 12.96%。

图 26：厦门银行计息负债增长较快，主要由存款拉动



资料来源：iFinD，天风证券研究所

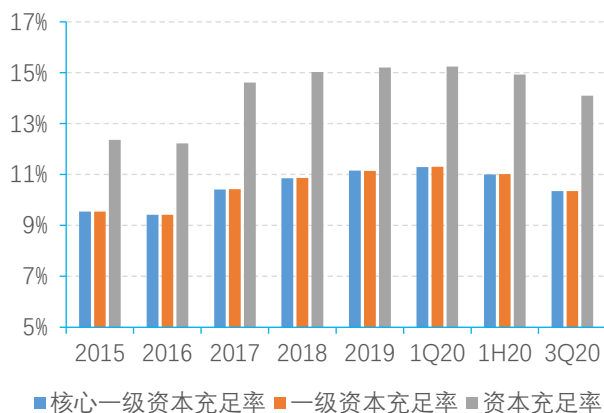
图 27：厦门银行计息负债中存款占比不断提升，结构优化



资料来源：iFinD，天风证券研究所

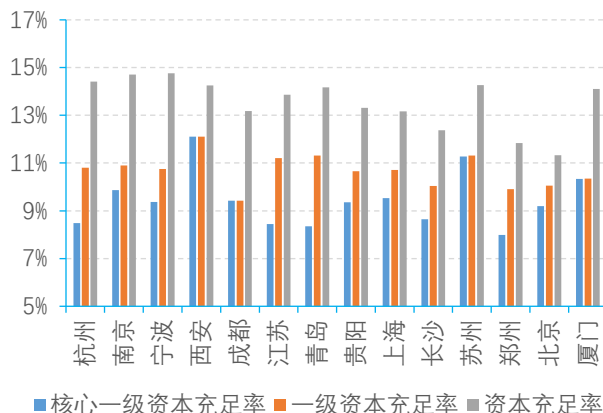
核心一级资本充足率较高。厦门银行 19 年末核心/一级/资本充足率为 11.16%/11.15%/15.21%，核心资本充足率在上市银行中处于较高水平。3Q20 核心/一级/资本充足率环比均下降至 10.35%/10.35%/14.10%。

图 28: 3Q20 厦门银行三项资本充足率均下降



资料来源: IFIND, 天风证券研究所

图 29: 3Q20 厦门银行资本充足率处于城商行中部



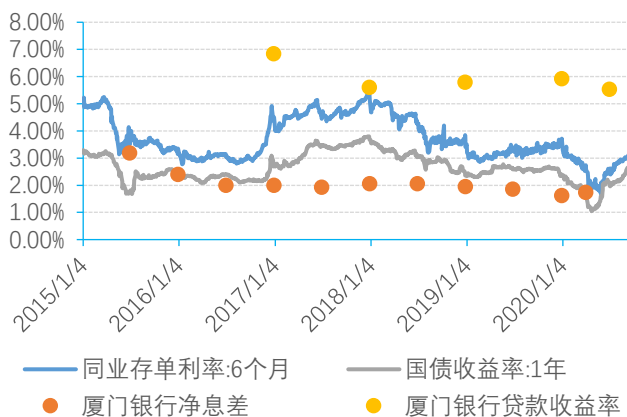
资料来源: IFIND, 天风证券研究所

3. 息差较低, 计息负债成本率高

3.1. 净息差较低

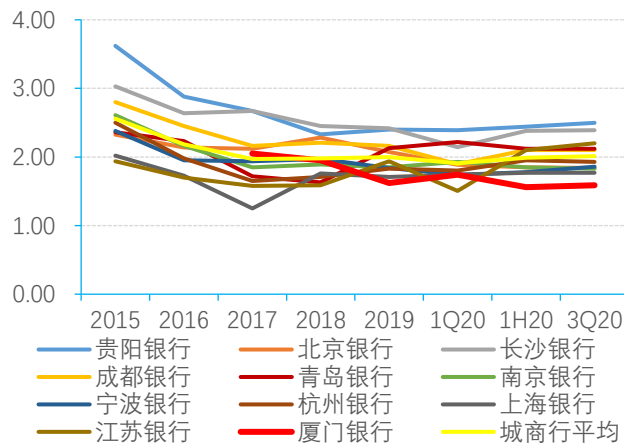
净息差下降。厦门银行 17-19 年净息差分别 2.05%/1.95%/1.62%；1H20 下降至 1.56%，较 19 年下 6BP。在 A 股上市城商行里最低位。分解来看，受市场利率下行影响，生息资产收益水平下行；在负债端，计息负债成本率高于同业平均，仅低于贵阳和江苏。

图 30: 厦门银行贷款收益率、净息差变化滞后于市场利率



资料来源: IFIND, 天风证券研究所

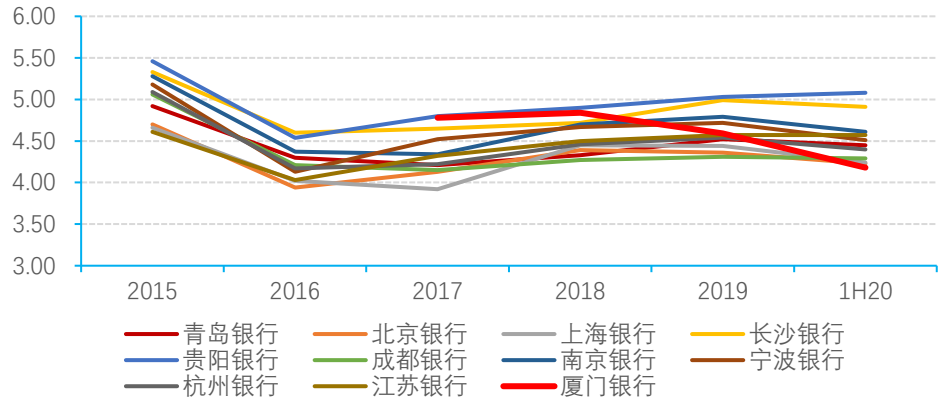
图 31: 厦门银行 1H20 息差收窄 (%)



资料来源: IFIND, 天风证券研究所

生息资产收益率下降, 资产结构中贷款和证券投资占比较高。厦门银行 17-18 年生息资产收益率平稳上升, 分别为 4.78%/4.84%，1H20 回落至 4.18%，位于上市城商行中下游。截止 1H20, 贷款占生息资产比例为 47.32%，证券投资占比 37.48%，存放央行占比 10.05%，同业资产占比 5.15%。

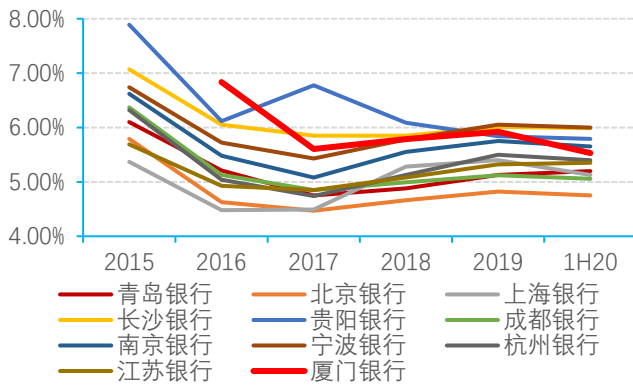
图 32: 厦门银行生息资产收益率下降 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

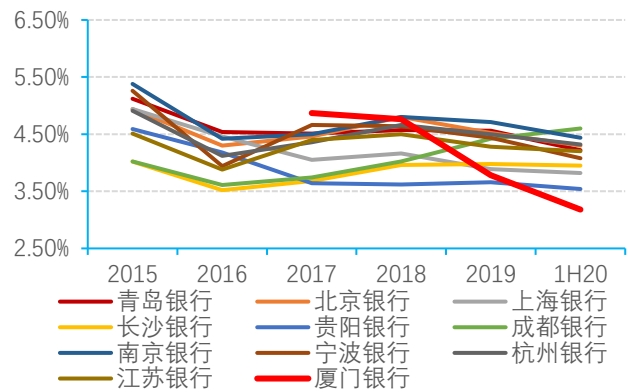
贷款收益率同业中占优，证券投资收益率下降。厦门银行贷款收益率在选取城商行中处于较高水平，19年贷款收益率为5.92%，较18年上升13bp；1H20下降至5.53%，在城商行中低于长沙，贵阳，南京，宁波。19年证券投资收益率为3.78%，1H20证券投资收益率下降60BP至3.18%，处于行业中下游水平。

图 33：厦门银行贷款收益率处于行业中上游水平（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

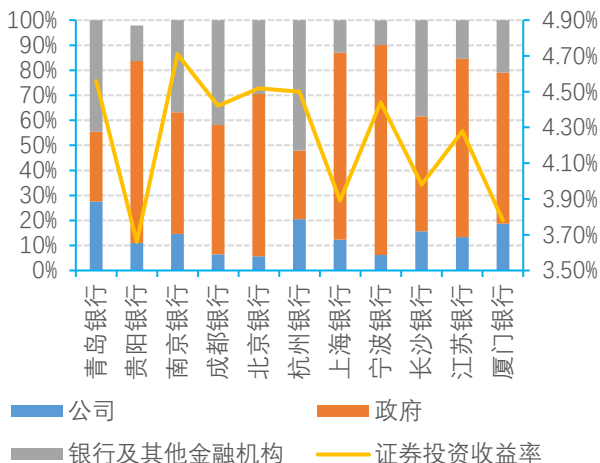
图 34：证券投资收益率下降（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

证券投资收益率低主要是公司债和金融债占比低。截至19年末，厦门银行债券投资结构中公司债占比为18.70%，在城商行中处于中间水平；金融债占比为20.92%，在城商行中处于较低水平。由于证券中公司债和金融债收益水平较高，导致其证券投资收益率处于城商行中低位。

图 35：公司债和金融债占比高的银行证券投资收益率较高(19年)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 36：证券中公司债收益率较高（%）

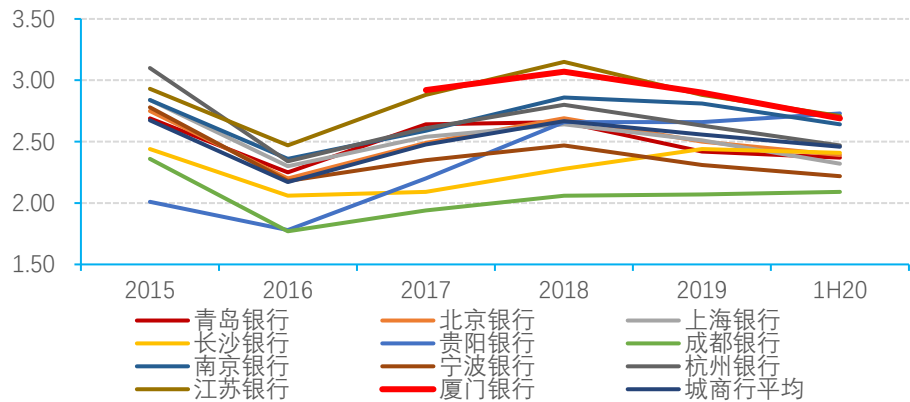


资料来源：中债估值中心，天风证券研究所

计息负债成本率处于同业高位，负债结构稳定。厦门银行17-19年计息负债成本率分别为

2.92%/3.07%/2.90%；1H20 下降 21BP 至 2.69%，高于 A 股上市城商行平均水平。截止 1H20，同业负债占比 19.57%，发债融资占比 20.61%，存款占计息负债比例为 59.82%，较年初下降 0.52%。

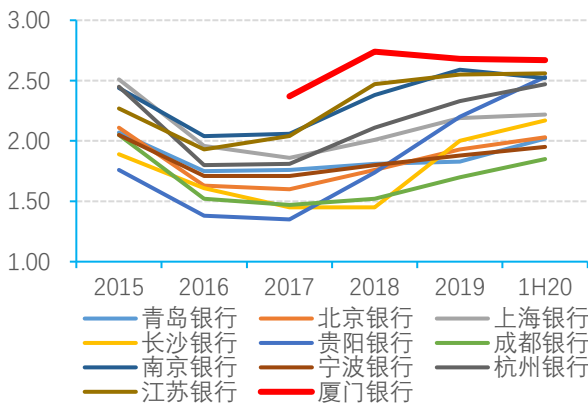
图 37：厦门银行计息负债成本率较高（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

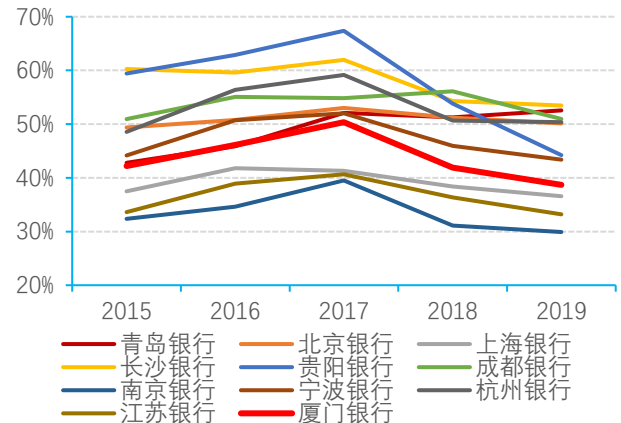
活期存款占比处于行业平均，存款成本率较高。厦门银行存款成本在城商行中处于较高水平，1H20 为 2.67%。从存款结构来看，近年活期存款占比下降，截至 19 年末厦门银行活期存款比例达 38.69%，处于行业下游水平，在选取城商行中高于上海，南京，江苏。

图 38：厦门银行的存款成本率高（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 39：厦门银行活期存款占总存款比例处于行业平均



资料来源：iFinD，天风证券研究所

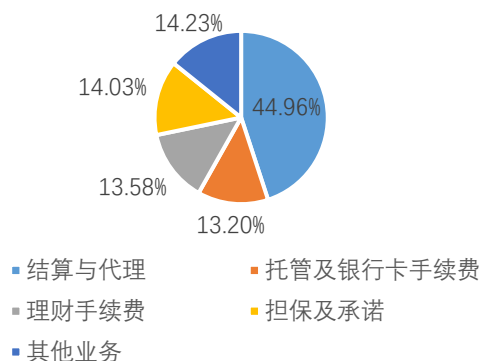
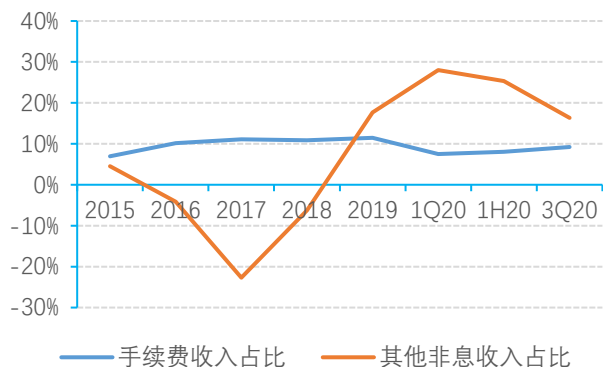
净息差短期或承压。近期同业存单利率回升较多，或抬升其负债成本；资产端收益率或维持平稳，预计厦门银行净息差仍将小幅收窄。

3.2. 中收占比较低，成本收入比上升

中收占营收比例较低。其他非息收入 17 年为负，19 年占比快速上升至 17.70%，1Q20 创历史最高，达到 28.01%。18 年末，投资收益由 17 年末的 -4.30 亿大幅增长至 19 年的 8.99 亿，主要是由于采用新金融工具准则后，分类为交易性金融资产的资产规模增加，相应投资收益增加。手续费及佣金收入占营业收入比例 1H20 为 8.08%，3Q20 较 1H20 上升 1.17pct 至 9.25%。手续费收入由结算与代理手续费、托管与银行卡服务手续费、理财手续费、融资租赁手续费及其他业务构成，分别占比为 44.96%/13.20%/13.58%/14.03%/14.23%。

图 40：厦门银行其他非息收入占比上升

图 41：手续费收入以结算与代理为主（截至 3Q20）

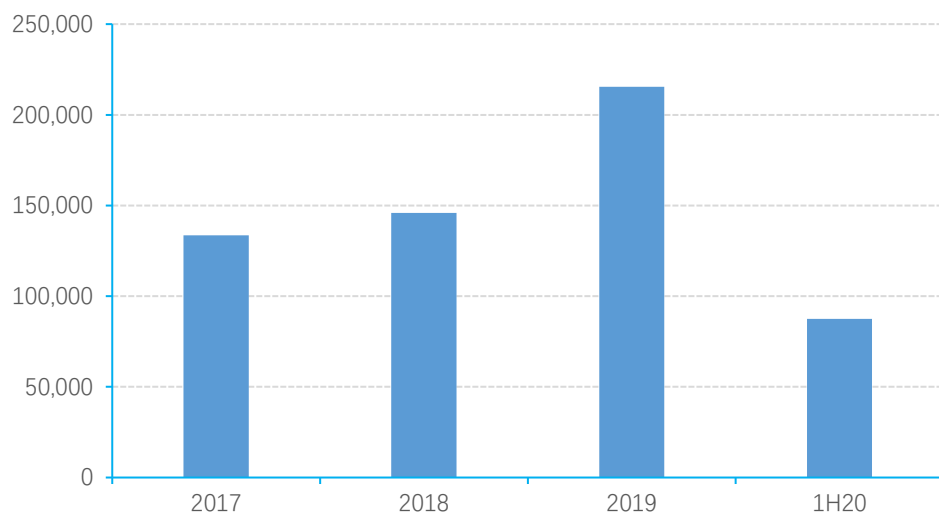


资料来源：IFinD，天风证券研究所

资料来源：IFinD，天风证券研究所

结算与代理手续费收入占比高。厦门银行结算与代理手续费占手续费收入比例高，其中委托与代理业务收入上升，主要包括电子支付、提供第三方存管服务、发放委托贷款等业务而收取的手续费收入。17-19年及1H20分别为1.34亿元/1.46亿元/2.16亿元/0.87亿元。

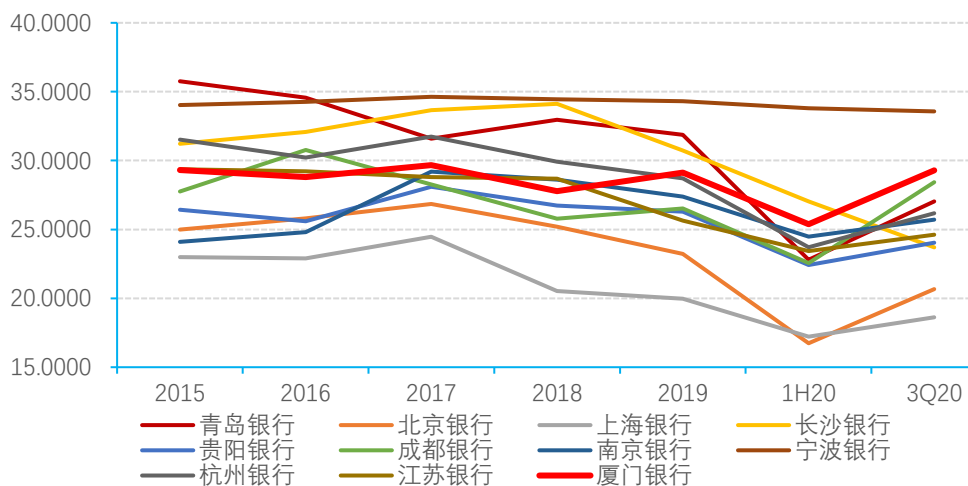
图 42：厦门银行结算与代理手续费（千元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

成本收入比整体呈上升趋势。成本收入比自15年开始下降，18年为27.78%，较15年下降1.54个百分点；19年有所回弹，3Q20继续上升至29.30%，在城商行中处于上游水平。

图 43：厦门银行成本收入比较高 (%)



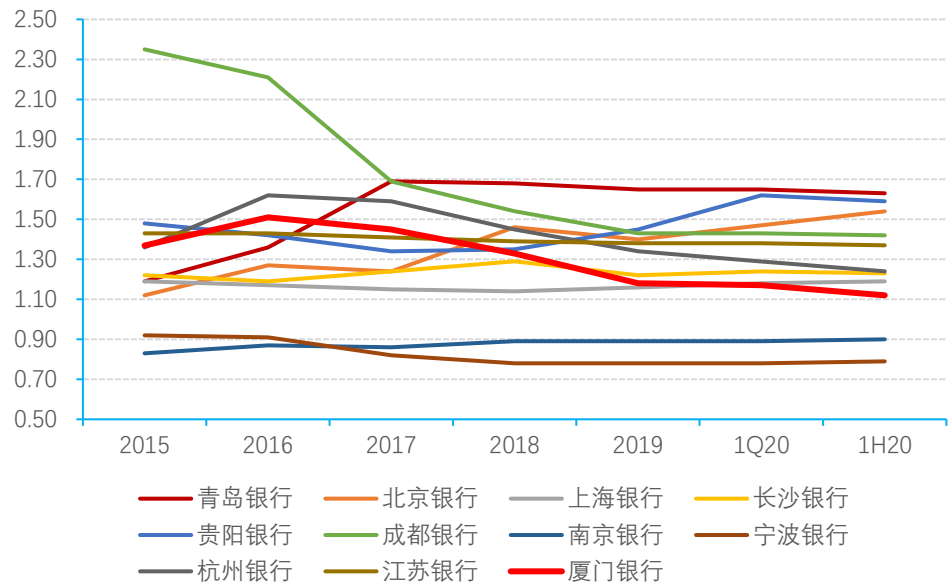
资料来源：iFinD，天风证券研究所

4. 资产质量优异，风险抵御能力良好

4.1. 各项风控指标良好

不良贷款率较低。厦门银行资产质量良好，不良率较低。截止 1H20，不良贷款率 1.12%，较年初下降 6BP，资产质量良好，处于行业低位，在选取城商行中仅高于南京银行和宁波银行。

图 44：厦门银行不良贷款率较低（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

对公不良贷款率降幅大。厦门银行不良贷款中个贷占比由 17 年末 7.90% 降至 1H20 的 7.49%，个贷不良率由 0.33% 降至 0.23%；18 年企业不良贷款占比较 17 年末上升 2.63% 至 94.73%，1H20 降至 92.51%，对公不良贷款率由 17 年末 2.05% 降至 1H20 的 1.62%，下降幅度大。

表 3：厦门银行企业及个人贷款不良占比及不良率

	1H20		2019		2018		2017	
	不良占比	不良率	不良占比	不良率	不良占比	不良率	不良占比	不良率
企业贷款	92.51%	1.62%	94.74%	1.78%	94.73%	2.00%	92.10%	2.05%
个人贷款	7.49%	0.23%	5.26%	0.17%	5.27%	0.19%	7.90%	0.33%
合计	100%	1.12%	100%	1.18%	100%	1.33%	100%	1.45%

资料来源：iFinD，天风证券研究所

制造业不良率下降导致对公不良贷款率下降。制造业是厦门银行近几年对公贷款占比最高的行业，也是不良高发领域。其不良占比由 17 年末 59.40% 上升至 19 年末 60.22%，下降至 1H20 的 56.21%。不良贷款率也从 17 年末的 4.06% 上升 2.19 个百分点至 19 年末 6.25%，后下降至 1H20 的 5.90%。拉动整个企业不良贷款率较 17 年末下降 12bp 至 1H20 的 1.95%。

表 4：厦门银行对公行业不良贷款占比及不良率

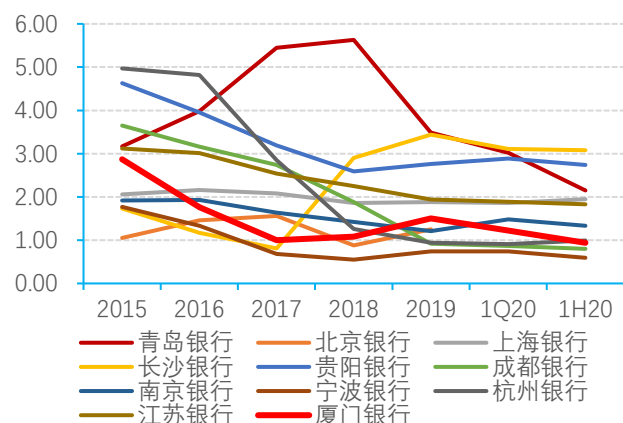
对公行业	1H20		2019		2018		2017	
	不良占比	不良率	不良占比	不良率	不良占比	不良率	不良占比	不良率
制造业	56.21%	5.90%	60.22%	6.25%	56.31%	4.78%	59.40%	4.06%

水利	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.25%	0.98%	0.00%	0.00%
建筑业	1.26%	0.23%	0.68%	0.14%	3.16%	0.79%	2.65%	0.70%
批发和零售 业	35.18%	2.67%	34.20%	2.80%	37.71%	3.26%	36.64%	3.69%
房地产业	1.69%	0.22%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
租赁和商 务服务业	5.47%	0.92%	4.90%	0.92%	0.00%	0.00%	0.12%	0.03%
电力热力	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%
交通运 输、仓储	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
住宿餐饮	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.13%	0.08%
其他	0.18%	0.04%	0.00%	0.00%	1.57%	0.61%	1.05%	0.42%
合计	100%	1.95%	100%	1.98%	100%	2.09%	100%	2.07%

资料来源：iFinD，天风证券研究所

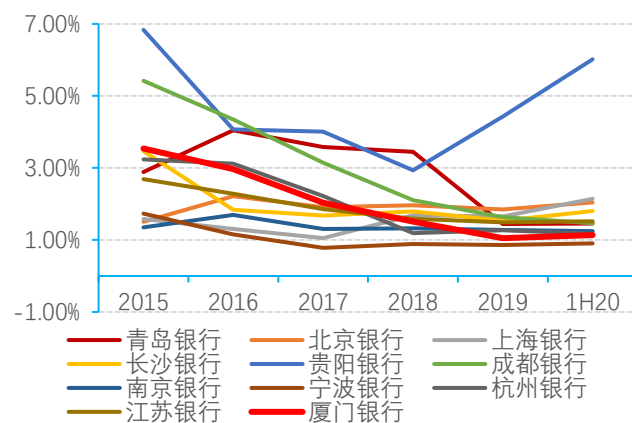
关注与逾期贷款率较低。厦门银行关注类贷款率 17-19 年在上市城商行中处于中游，1H20 为 0.94%，较 19 年末下降 0.56pct。逾期贷款率由 15 年的 3.54% 下降 2.49 个百分点至 19 年的 1.05%；1H20 为 1.14%，较年初回升 9BP。

图 45：厦门银行关注类贷款率有所下降（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 46：厦门银行 19 年逾期贷款率降幅较大

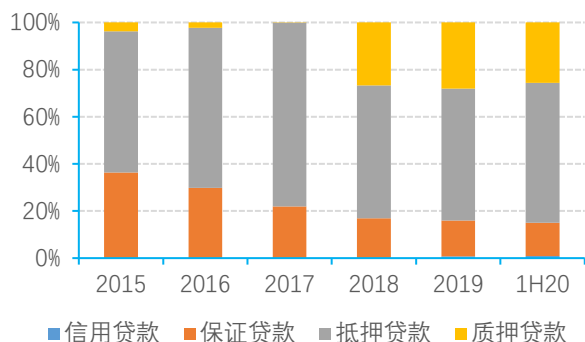


资料来源：iFinD，天风证券研究所

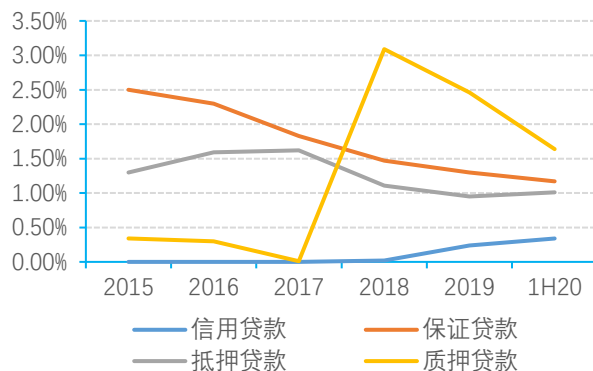
抵押类贷款不良率下降。厦门银行 15-19 年不良贷款中抵押类贷款占比均超过 50%，1H20 达 59.27%。保证贷款不良率自 16 年开始下降，截止 1H20 不良贷款中保证贷款占比下降至 14.17%；质押贷款不良率 18 年跳升，1H20 回落至 1.64%。

图 47：厦门银行不良中抵押贷款占比压缩

图 48：厦门银行保证贷款不良率，抵押贷款不良有所下降



资料来源：iFinD，天风证券研究所

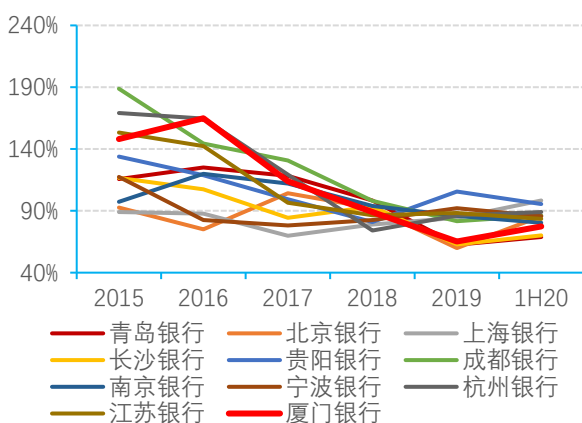


资料来源：iFinD，天风证券研究所

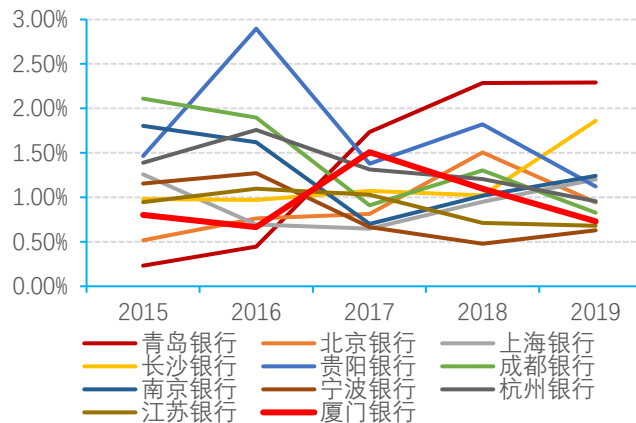
不良认定有所松动，不良生成率较低。厦门银行不良贷款偏离度截止1H20为77.36%，较19年末上升12.17个百分点，在选取城商行中处于低位。18年不良贷款生成率（加回核销）较17年下降41BP至1.10%，19年为0.73%，在上市城商行中仅高于江苏和宁波。

图 49：厦门银行不良贷款偏离度较低

图 50：厦门银行不良生成处于行业低位



资料来源：iFinD，天风证券研究所

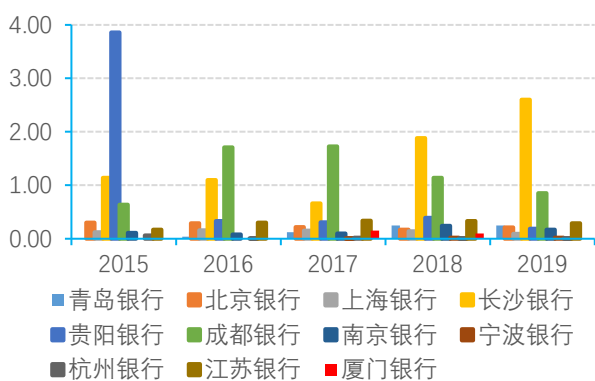


资料来源：iFinD，天风证券研究所

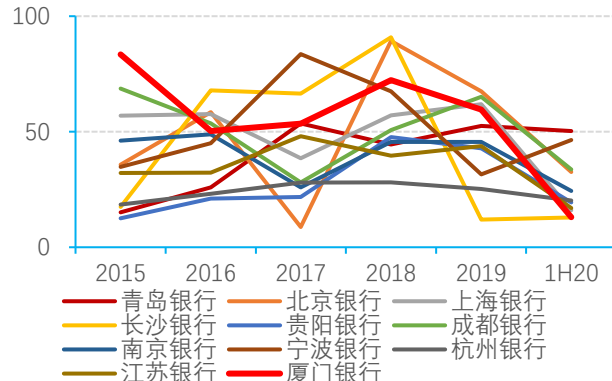
关注类贷款迁徙率低。17-19年末厦门银行重组贷款率在城商行中较低，不超过0.15%。厦门银行关注类贷款迁徙率近几年下降较快，19年同比下降12.75个百分点至59.54%，1H20下降46.53pct至13.01%，在城商行中仅高于长沙银行。

图 51：厦门银行重组贷款率较低（%）

图 52：厦门银行关注类贷款迁徙率20年下降幅度大（%）



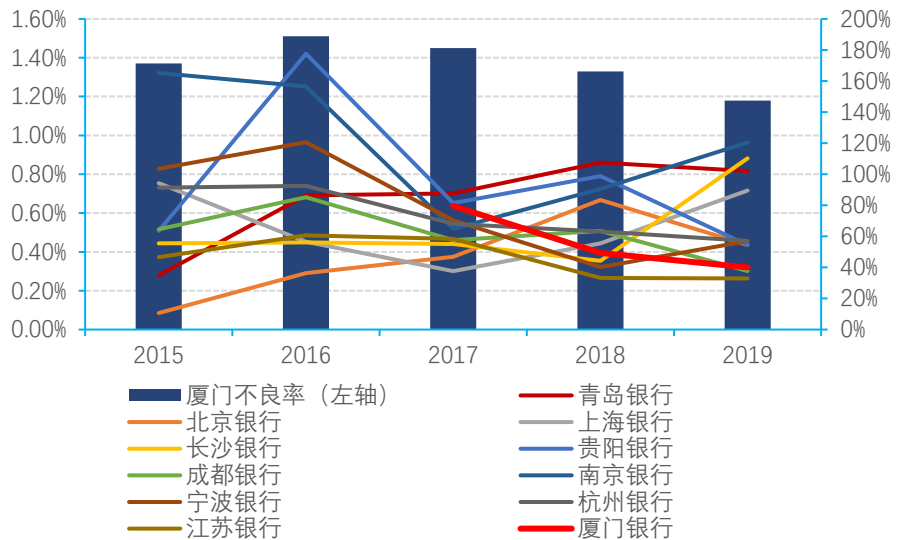
资料来源：iFinD，天风证券研究所



资料来源：iFinD，天风证券研究所

不良贷款核销力度下降。厦门银行不良核销转出率17年在城商行中处于中游位置，18/19年不良贷款核销转出率为49.36%/40.02%。

图 53：厦门银行不良核销转出率下降（%）

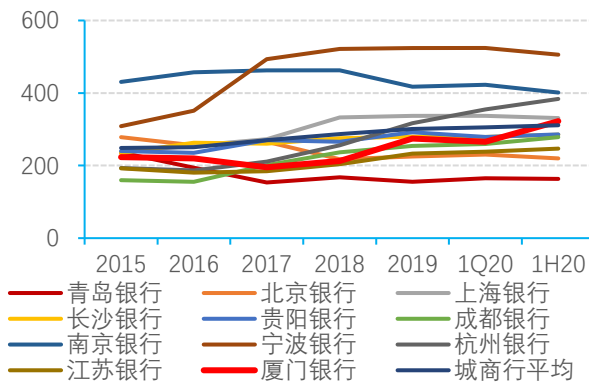


资料来源：iFinD，天风证券研究所

4.2. 拨备水平较高

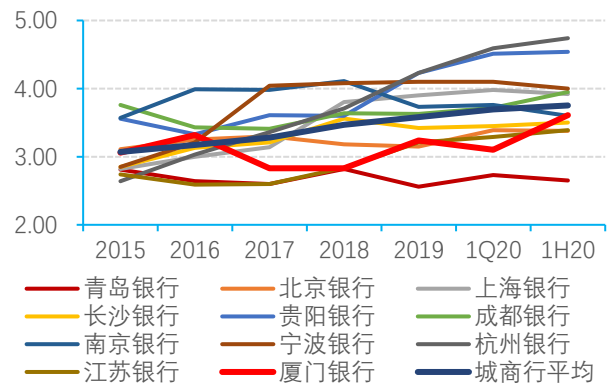
拨备覆盖率与拨贷比行业中游。厦门银行 19 年末拨备覆盖率为 274.58%，1H20 上升 47.92 个百分点至 322.50%。19 年拨贷比为 3.24%，1H20 上升至 3.61%，在上市城商行中处于中游位置，风险抵御能力良好。

图 54：厦门银行拨备覆盖率处于行业上游（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

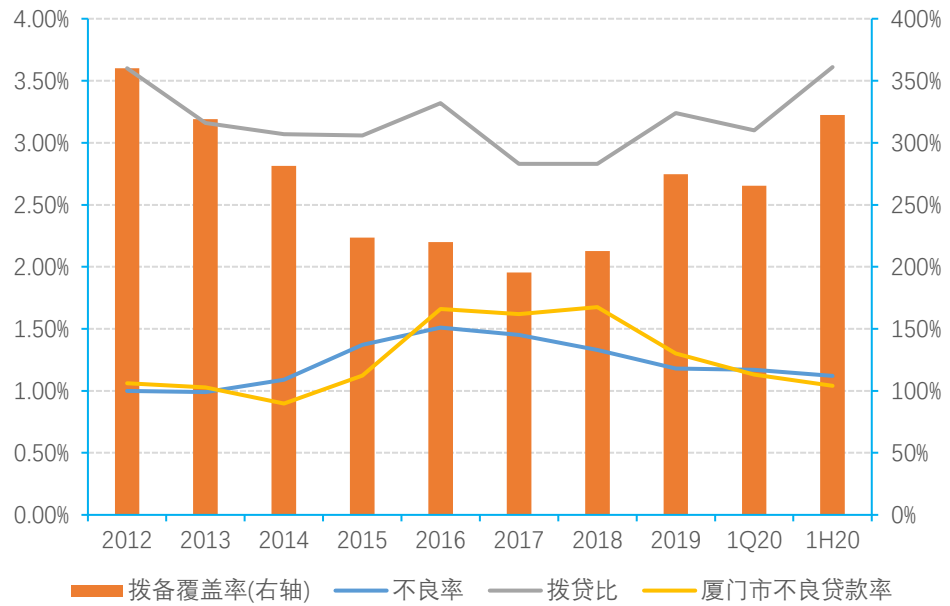
图 55：厦门银行拨贷比提升（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

厦门银行不良率低于厦门市内不良水平。厦门市内商业银行不良率 14 年处于低谷，之后持续上升，18 年达 1.68%，厦门银行 16-19 年不良率低于厦门市内商业银行不良率，20 年后出现转折，开始逐渐上升；拨备水平在监管的要求下，20 年开始加大计提。

图 56：厦门市内银行不良状况

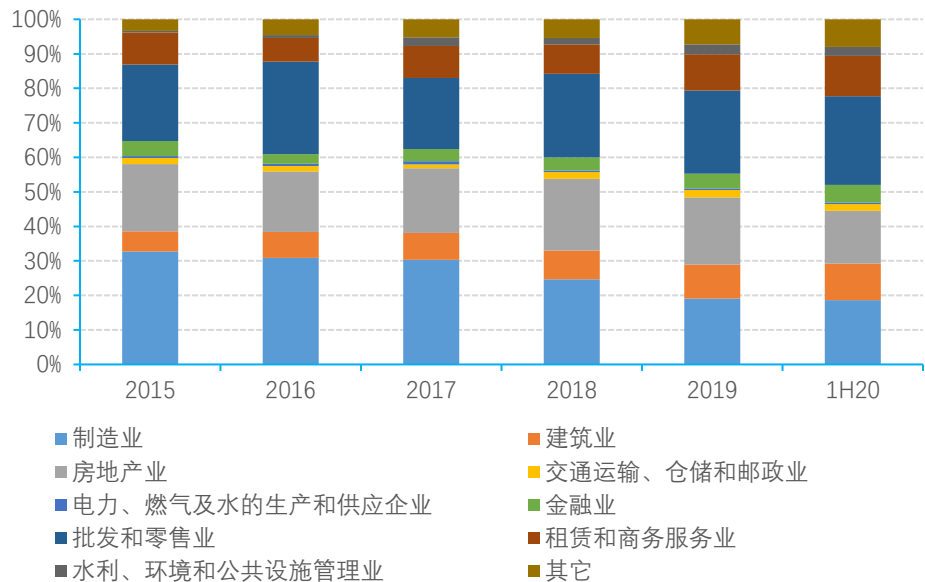


资料来源: iFinD, 天风证券研究所

4.3. 贷款结构优化

贷款结构不断优化, 未来对公不良或维持平稳。厦门银行贷款结构不断优化, 批发零售业、制造业、房地产业是 1H20 贷款前三的行业, 不良高发的制造业贷款占比由 15 年的 32.75% 降至 1H20 的 18.62%, 未来对公不良或维持平稳。

图 57: 厦门银行对公行业贷款制造业不断压缩 (%)

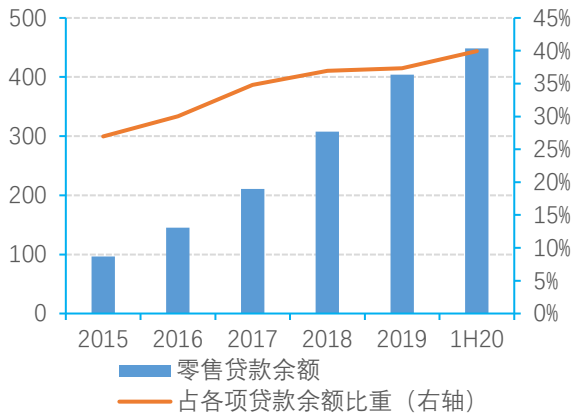


资料来源: iFinD, 招股说明书, 天风证券研究所

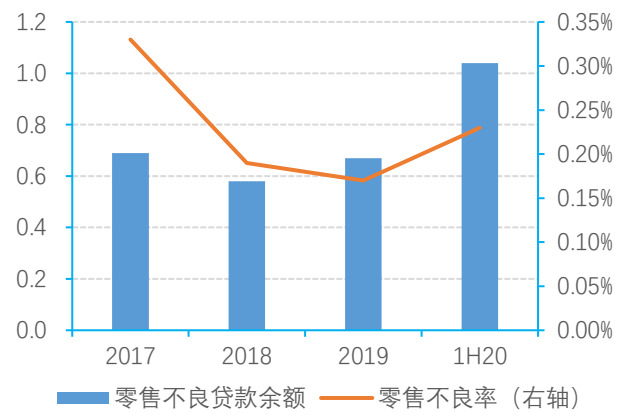
聚焦零售业务, 转型凸显成效。截至 1H20, 零售贷款余额达 404.08 亿, yoy + 31.24%。厦门银行在聚焦零售增长的同时, 高度重视零售贷款风险管理, 18 年实现零售不良双降, 零售不良余额降幅为 0.11 亿元, 零售不良率较年初下降 0.14%。19 年零售不良余额上升 0.09 亿元至 0.67 亿元, 零售不良率下降 2BP 至 0.17%。

图 58: 零售贷款余额快速增长 (亿)

图 59: 零售不良率 18 年实现双降 (亿)



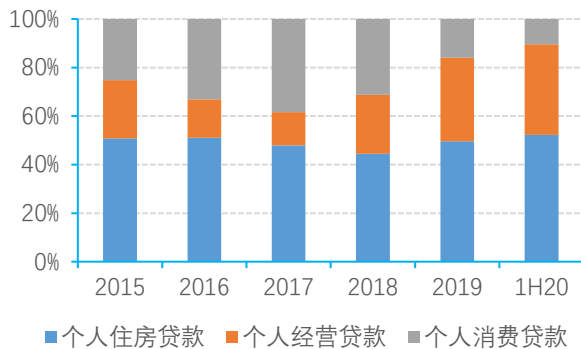
资料来源：公司财报，招股说明书，天风证券研究所



资料来源：公司财报，招股说明书，天风证券研究所

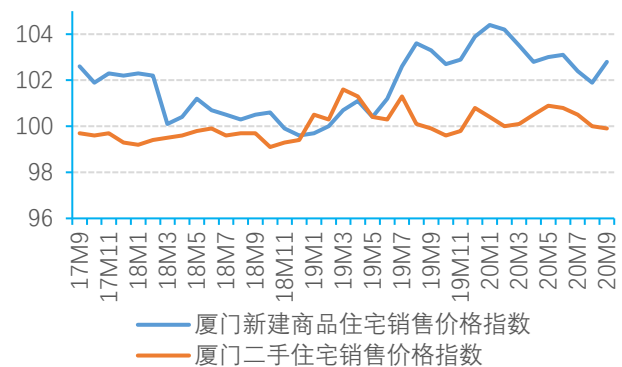
零售贷款中住房按揭贷款占比高。厦门银行个人按揭贷款 15 年开始快速扩张，由 15 年末 49.20 亿提升至 1H20 的 234.33 亿，在个贷中占比稳定，1H20 达 52.27%。零售贷款主要投向风险较低的住房按揭贷款，有助于降低其整体不良，优化贷款结构。厦门市房地产景气指标 19 年经历大幅走高，20 年走势总体平稳并有下降趋势，“房住不炒”是国家长期调控意向，预计按揭贷款增长或维持平稳。

图 60：厦门银行零售贷款结构



资料来源：公司财报，招股说明书，天风证券研究所

图 61：厦门市房地产市场景气指标



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

5. 投资建议：资产负债结构优化，资产质量优异

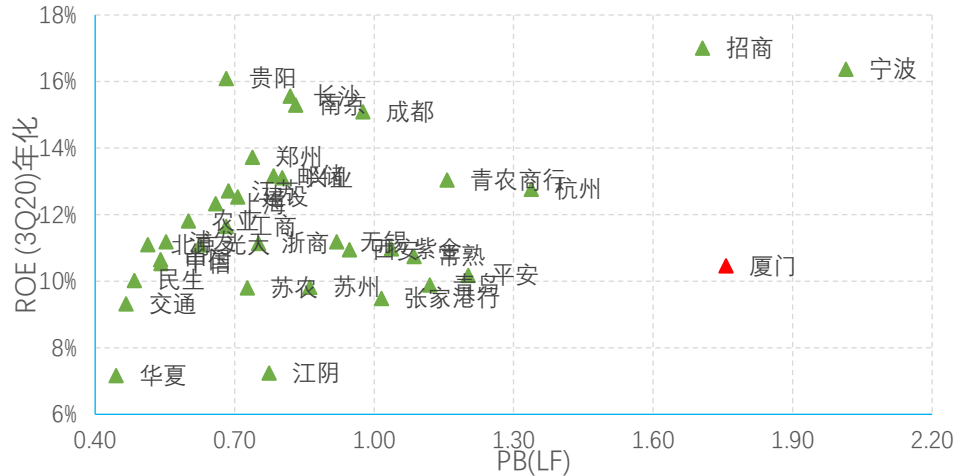
我们对厦门银行未来的基本假设包括：

1、**资产负债结构持续优化，存贷款规模快速增长。**截至 3Q20，贷款占生息资产比重持续提升，1H20 上升至 47.32%。19-1H20 贷款增速依次为 29.77%/35.19%/39.33%，保持快速增长。19-3Q20 存款增速依次为 12.16%/ 20.50% 19.67%/21.42%，保持较快增长

2、**致力于打造成为“两岸金融合作样板银行”，助力小微金融服务。**厦门银行充分借鉴了战略股东先进的金融服务与管理理念，致力于打造成为“两岸金融合作样板银行”，持续在服务台商及小微企业方面进行先行先试和创新，充分发挥法人金融机构及台资背景等方面优势。随着战略转型，中小型企业贷款余额不断增长，主要客户群体保持稳定，预计未来零售业务将进一步增长。

3、**资产质量较好，不良贷款核销及转出放缓。**厦门银行不良率在上市城商行处于较低水平，1H20 不良率为 1.12%，较 2019 年末下降 6BP；关注及逾期贷款率均处于行业较低水平；不良贷款偏离度在城商行中仅高于长沙银行，不良贷款核销及转出持续放缓；同时对公贷款结构调整，不良高发的制造业贷款比重下降，加速零售转型，资产质量未来或趋稳。我们预测其 20-22 年末不良贷款率依次为 1.11%、1.02%、1.01%。

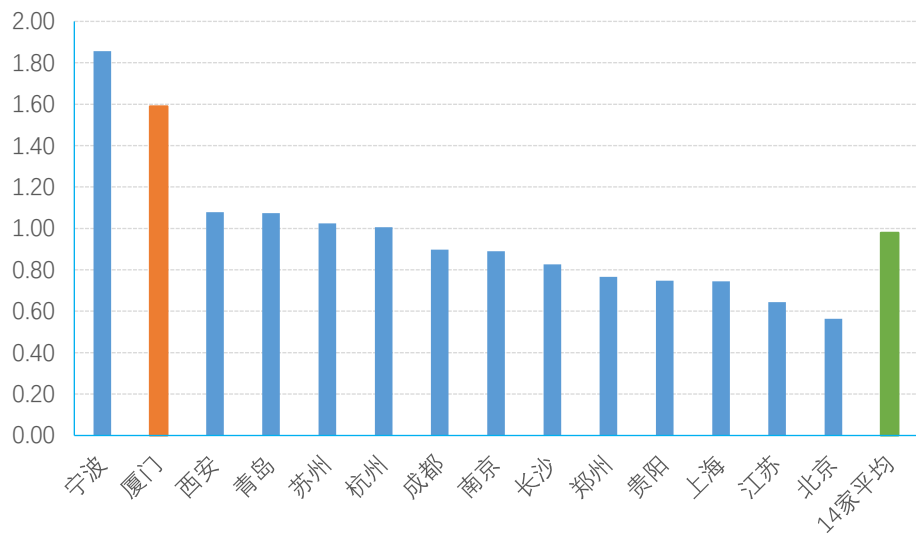
图 62：厦门银行估值较高（PB 截至 20 年 12 月 22 日）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

我们运用相对估值法对厦门银行进行估值。厦门银行 PB(LF)截止 20 年 12 月 22 日为 1.76X，在上市城商行中处于高位。上市城商行 19 年 12 月 22 日至 20 年 12 月 22 日的平均 PB(LF)为 0.98X，基于上述三大假设，且次新股存在一定溢价，我们给予其 1.7X 21PB 目标估值，对应 12.54 元/股，首次覆盖给予“持有”评级。

图 63：2019/12/22-2020/12/22，城商行平均 PB（LF）注：厦门银行平均 PB 为 2020/10/27-2020/12/22



资料来源：iFinD，招股说明书，天风证券研究所

6. 风险提示

- 1、**资产质量恶化**：宏观经济恢复不及预期，影响厦门银行中小企业贷款，可能对银行经营产生负面影响。
- 2、**存款竞争压力大**：厦门银行存款成本高，带动计息负债成本率处于上市城商行高位，银行业竞争激烈，对厦门银行的业务拓展产生较大压力。
- 3、**战略转型不及预期**：国内疫情出现反复，宏观经济形势尚不明确，厦门银行战略转型不及预期。

财务预测摘要

人民币亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表						收入增长					
净利息收入	42	34	35	39	45	净利润增速	15.9%	21.4%	8.6%	13.2%	13.9%
手续费及佣金	3	3	3	4	4	拨备前利润增速	16.1%	5.2%	31.6%	23.3%	19.2%
其他收入	(3)	8	19	27	32	税前利润增速	14.7%	-2.1%	23.0%	20.1%	14.0%
营业收入	42	45	58	69	81	营业收入增速	13.5%	7.7%	28.2%	20.2%	16.9%
营业税及附加	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	净利息收入增速	-1.6%	-18.6%	4.2%	10.7%	14.4%
业务管理费	(12)	(13)	(16)	(18)	(19)	手续费及佣金增速	-2.4%	12.5%	5.0%	10.0%	10.0%
拨备前利润	30	31	41	51	61	营业费用增速	6.3%	13.3%	20.0%	12.0%	10.0%
计提拨备	(12)	(14)	(20)	(25)	(32)	规模增长					
税前利润	18	17	21	26	29	生息资产增速	8.4%	8.4%	14.6%	17.4%	14.8%
所得税	(4)	(0)	(3)	(4)	(5)	贷款增速	37.6%	29.8%	30.0%	30.0%	20.0%
净利润	14	17	19	21	24	同业资产增速	59.3%	48.5%	-15.0%	5.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	-14.8%	-6.6%	5.0%	5.0%	10.0%
贷款总额	834	1082	1406	1828	2194	其他资产增速	67.9%	-56.7%	287.9%	-64.2%	47.3%
同业资产	115	170	145	152	160	计息负债增速	10.4%	8.0%	18.4%	14.7%	15.2%
证券投资	1013	946	993	1043	1147	存款增速	8.2%	12.2%	21.0%	15.0%	15.0%
生息资产	2285	2476	2838	3333	3826	同业负债增速	-39.9%	-0.2%	36.0%	20.0%	20.0%
非生息资产	63	27	106	38	56	股东权益增速	13.5%	11.6%	13.7%	11.9%	12.1%
总资产	2324	2469	2897	3310	3804	存款结构					
客户存款	1209	1356	1640	1886	2169	活期	41.9%	39.0%	39.03%	39.03%	39.03%
其他计息负债	872	891	1019	1165	1347	定期	39.1%	39.5%	39.49%	39.49%	39.49%
非计息负债	104	67	60	60	66	其他	19.0%	21.5%	21.48%	21.48%	21.48%
总负债	2185	2313	2720	3112	3582	贷款结构					
股东权益	140	156	177	198	222	企业贷款(不含贴现)	60.2%	56.5%	56.51%	56.51%	56.51%
每股指标						个人贷款	36.9%	37.4%	37.36%	37.36%	37.36%
每股净利润(元)	0.59	0.72	0.70	0.80	0.91	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.26	1.33	1.57	1.94	2.31	不良贷款率	1.33%	1.18%	1.11%	1.02%	1.01%
每股净资产(元)	5.77	6.44	6.60	7.38	8.27	正常	97.59%	97.32%	98.55%	98.60%	98.65%
每股总资产(元)	97.85	103.93	109.75	125.41	144.12	关注	1.08%	1.50%	1.45%	1.40%	1.35%
P/E	21.4	17.6	18.03	15.93	13.99	次级	0.92%	0.24%			
P/PPOP	10.1	9.6	8.08	6.56	5.50	可疑	0.29%	0.88%			
P/B	2.2	2.0	1.92	1.72	1.54	损失	0.12%	0.07%			
P/A	0.1	0.1	0.12	0.10	0.09	拨备覆盖率	212.83%	274.56%	307.76%	327.11%	354.87%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.95%	1.62%	1.57%	1.58%	1.60%	资本充足率	15.03%	15.21%	15.25%	15.35%	15.50%
净利差(Spread)	1.76%	1.69%	1.79%	1.81%	1.83%	核心资本充足率	10.85%	11.16%	11.52%	11.91%	12.33%
贷款利率	5.93%	6.11%	6.26%	6.31%	6.36%	资产负债率	94.00%	93.69%	93.89%	94.02%	94.16%
存款利率	2.74%	2.68%	2.73%	2.73%	2.73%	其他数据					
生息资产收益率	4.84%	4.59%	4.74%	4.76%	4.78%	总股本(亿)	23.75	23.75	26.39	26.39	26.39
计息负债成本率	3.07%	2.90%	2.95%	2.97%	2.99%						
盈利能力											
ROAA	0.64%	0.72%	0.70%	0.69%	0.68%						
ROAE	10.94%	11.80%	11.37%	11.41%	11.61%						
拨备前利润率	1.34%	1.31%	1.55%	1.65%	1.71%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com