

利率市场化背景下，净息差压力可控



核心观点

- 2020年下半年以来，针对银行资产负债两端利率的相关政策频频出台，从实际经营结果观察，银行净息差企稳，资产收益率有上行趋势。2020年三季度上市银行平均净息差为1.91%，较二季度下降1bp，基本保持稳定。从银行资产收益率看，上市银行三季度的平均资产收益率较二季度下降1bp，下降幅度较二季度收窄，整体趋势向好，其中国有行、城商行资产收益率分别下降1bp、5bp，而股份行、农商行表现较好，资产收益率较二季度分别上升1bp、2bp。资产端看，普惠小微贷款投放利率低于贷款加权平均利率，且占比较小，对整体贷款利率的影响有限，个人住房贷款平均利率下行且余额占比下滑净息差企稳可能并非来自于信贷结构上的调整。负债端看，存款端利率下行也是净息差企稳的可能原因之一，高息的结构性存款受到管控，叠加理财产品、理财类保险收益率水平的下降，使定期存款的机会成本下行，推动存款利率下行。同时，新推出的互联网存款新规或将进一步改善中小银行高负债成本现状。
- 按揭重定价因素已被市场充分消化，对净息差影响有限，大部分银行满足房地产贷款新规，少数银行按揭贷款利息收入或受到拖累。根据最近数据测算，2020年LPR下降对2021年主要银行的净息差影响在【-3.18bps, -0.05bps】之间，降幅整体可控，按揭贷款占比较高的银行受影响会稍大一些。2021年1月1日开始执行的新规对银行的房地产贷款占比实行上限管理，从2020年上半年的数据看，大多数银行符合比例要求，少数银行超标，预测新规对市场的影响不会太大，少数房贷占比较高的银行或受到一定冲击。
- 信用卡透支利率上下限放开，我们认为短期内透支利率不会发生较大的波动，但长期来看，利率管制放开将使银行间的竞争更加充分，利率中枢下移的同时差异化定价将更加精准。从信用卡业务的量来看，国内信用卡市场经过2013年、2016年、2018年三次高速增长，发展的黄金期已经过去，我们判断后续银行通过信用卡利率下行，以实现下沉客户的概率并不大。综合量价两个方面因素，信用卡透支利率管制的放开在短期对银行信用卡业务的影响不大，但长期来看，信用卡业务会出现分化，在个性化服务、差异化性价等方面能力具有优势的银行将更具竞争力。

投资建议与投资标的

- 三季报公布后，行业净利及资产质量压力更加明朗，板块不确定性降低，而目前板块处于历史估值低部，或将迎来估值修复窗口。资产负债扩张上，中短期银行资产增速受益于基建、国企项目推进和政策推进信贷投放，仍较有保障。息差上，当前货币政策逐步从疫情应激状态下退出，定向和精准性增强，预计下半年LPR下行压力相比上半年出现缓解。当前零售业务息差水平仍较高，资产质量相对较好，在内外不确定风险增加的情况下，优质零售银行标的仍是稳健收益的好选择。贷款占比提升和流动性负债成本降低将对息差构成支撑，市场化负债占比高、贷款占比提升空间大的银行将有较好的息差韧性。
- 我们维持行业“看好”评级。个股建议关注兴业银行(601166, 买入)、招商银行(600036, 增持)、邮储银行(601658, 增持)。

风险提示

- 经济外部风险仍较大；外资银行进入带来行业竞争加剧。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

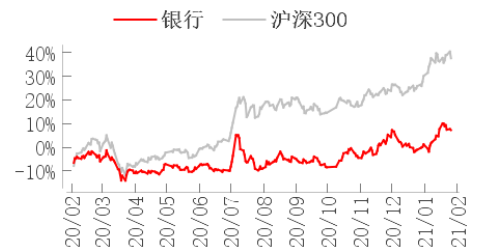
行业

银行业

报告发布日期

2021年01月27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

香港证监会牌照：BPU409

相关报告

压制要素消解，业绩复苏之年：——银行业 2021 年度策略	2020-12-03
拨备压力缓释，业绩拐点明确：——银行业 2020 年三季度综述	2020-11-09
LPR 报价不变，银行板块仍具防御性	2020-09-28
LPR 改革成效显著，公开市场操作利率不变	2020-09-21

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. 净息差企稳：信贷结构不改，存款利率进一步下行，银行资产收益率上行	4
1.1. 净息差企稳，银行资产收益率呈上行趋势	4
1.2. 从资产端看，信贷投向结构变化不大，对净息差的结构效应较小	7
1.3. 从负债端看，2020 年下半年存款成本稳定下行	8
2. 按揭重定价：市场已充分消化，对净息差影响可控	9
2.1. 房地产贷款新规推出，大多数银行满足要求	9
2.2. 按揭重定价对 2021 年净息差的影响	11
2.2.1 2020 年 LPR 的下降对 2021 年按揭重定价的影响测算	12
2.2.2 LPR 继续下行对 2021 年银行净息差的影响	14
2.3. 房地产贷款新规市场影响分化，大部分银行影响不大	15
3. 信用卡利率市场化：对透支利率的影响可控	17
3.1. 新规发布，信用卡透支利率市场化的实现路径	17
3.2. 国内信用卡市场由国有行和股份行主导	17
3.3. 信用卡利率市场化可能带来的影响	18
4. 投资建议：关注优质零售银行、资产质量佳的银行	20
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 净息差企稳, 下降压力减弱	5
图 2: 银行资产收益率表现出上行趋势	5
图 3: 普惠小微贷款加速增长	7
图 4: 个人住房贷款增速持续回落	7
图 5: 2020 三季度末信贷投向结构	8
图 6: 理财产品收益率下行	9
图 7: 信用卡业务收入结构 (2018 年)	17
图 8: 截至 1H2020 主流银行信用卡贷款规模 (亿元)	18
图 9: 截至 2019 年主流银行信用卡累计发行量 (万张)	18
图 10: 信用卡逾期半年未偿信贷总额增速放缓	19
图 11: 信用卡发卡量增速下滑	19
表 1: 银行净息差整体趋于平稳	4
表 2: 2020 年三季度银行资产收益率表现稳健, 呈上行趋势	6
表 3: 三季度末显性贷款加权平均利率上行	8
表 4: 房地产贷款新规主要内容以比例限制为核心	10
表 5: 统计 35 家上市银行房地产贷款占比情况, 绝大部分仍为达标	10
表 6: 预测得到 2021 年的贷款平均余额和生息资产平均余额	13
表 7: 预测 2020 年 LPR 下降对 2021 年各银行净息差的影响	13
表 8: LPR 继续下行对银行净息差的影响	14
表 9: 房贷新规下, 大部分银行按揭贷款增长不受影响, 建行、招商、兴业受限较大	16

1. 净息差企稳：信贷结构不改，存款利率进一步下行，银行资产收益率上行

1.1. 净息差企稳，银行资产收益率呈上行趋势

2020年下半年以来，针对银行资产负债两端利率的相关政策频频出台，但从近期实际经营结果观察，银行净息差企稳，资产收益率有上行趋势。观察近期银行净息差的走势，2020q3上市银行平均净息差为1.91%，较二季度下降0.01%，基本保持稳定，其中国有行、股份行的净息差下降0.01%，城商行净息差与二季度持平，农商行净息差下降较多，降幅达0.04%。同时我们判断自2020q4以来，随着银行资产负债两端的同时向好，净息差水平有望进一步企稳。

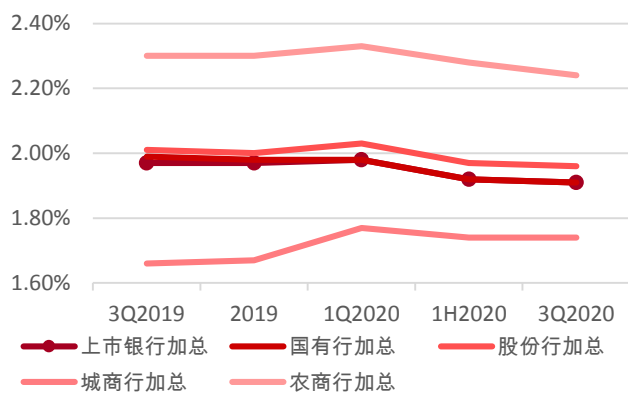
表 1：银行净息差整体趋于平稳

	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30
工商银行	2.07%	2.07%	2.05%	1.94%	1.92%
建设银行	2.12%	2.09%	2.08%	2.02%	2.00%
农业银行	2.02%	2.00%	2.08%	2.02%	2.00%
中国银行	1.73%	1.73%	1.72%	1.71%	1.70%
交通银行	1.48%	1.50%	1.49%	1.44%	1.46%
邮储银行	2.40%	2.40%	2.38%	2.29%	2.28%
招商银行	2.50%	2.44%	2.50%	2.43%	2.41%
兴业银行	1.51%	1.51%	1.53%	1.53%	1.58%
民生银行	1.59%	1.59%	1.66%	1.64%	1.70%
浦发银行	2.03%	1.96%	1.88%	1.75%	1.68%
中信银行	1.86%	1.98%	1.91%	1.90%	1.89%
平安银行	2.53%	2.45%	2.56%	2.52%	2.44%
光大银行	2.25%	2.25%	2.28%	2.15%	2.14%
华夏银行	2.08%	2.17%	2.32%	2.30%	2.25%
浙商银行	1.99%	2.02%	2.13%	1.97%	1.86%
北京银行	1.86%	1.86%	1.89%	1.83%	1.80%
南京银行	1.67%	1.64%	1.69%	1.58%	1.59%
宁波银行	1.66%	1.60%	1.67%	1.60%	1.65%
江苏银行	1.20%	1.28%	1.50%	1.50%	1.56%
贵阳银行	2.27%	2.30%	2.37%	2.44%	2.46%
上海银行	1.38%	1.40%	1.49%	1.50%	1.48%
杭州银行	1.59%	1.58%	1.81%	1.79%	1.76%
江阴银行	2.03%	2.04%	2.06%	1.95%	1.93%
苏农银行	2.40%	2.40%	2.42%	2.26%	2.36%
无锡银行	1.82%	1.85%	1.94%	1.87%	1.87%
张家港行	2.76%	2.69%	2.92%	2.77%	2.73%
常熟银行	3.19%	3.19%	3.17%	3.07%	2.98%

成都银行	1.87%	1.90%	1.90%	1.87%	1.81%
郑州银行	1.80%	1.89%	2.11%	2.13%	2.20%
长沙银行	2.06%	2.08%	2.14%	2.08%	2.05%
紫金银行	2.09%	2.03%	1.99%	1.93%	1.84%
青岛银行	1.90%	1.94%	2.14%	1.97%	1.91%
西安银行	2.17%	2.09%	2.07%	2.03%	2.02%
苏州银行	1.83%	1.87%	2.05%	2.00%	2.01%
青农商行	2.16%	2.16%	2.20%	2.17%	2.07%
渝农商行	2.28%	2.29%	2.31%	2.30%	2.26%
上市银行加总	1.97%	1.97%	1.98%	1.92%	1.91%
国有行加总	1.99%	1.98%	1.98%	1.92%	1.91%
股份行加总	2.01%	2.00%	2.03%	1.97%	1.96%
城商行加总	1.66%	1.67%	1.77%	1.74%	1.74%
农商行加总	2.30%	2.30%	2.33%	2.28%	2.24%

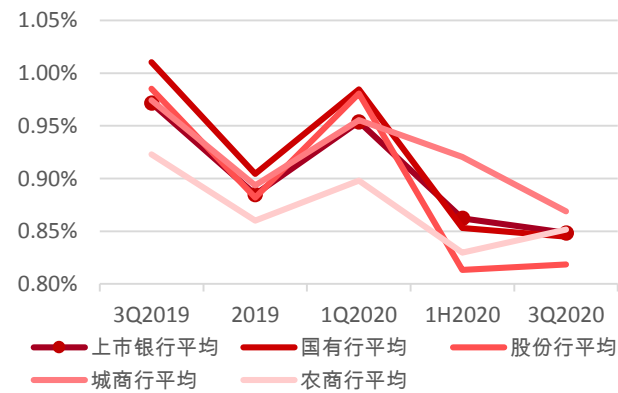
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 1：净息差企稳，下降压力减弱



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：银行资产收益率表现出上行趋势



数据来源：公司公告，东方证券研究所

从银行资产收益率看，上市银行三季度的平均资产收益率较二季度下降 0.01%，下降幅度较二季度收窄，整体趋势向好，其中国有行、城商行资产收益率分别下降 0.01%、0.05%，而股份行、农商行表现较好，资产收益率较二季度分别上升 0.01%、0.02%。由于 2020 年上半年疫情经济下行的影响，银行受到资产质量恶化、净息差收窄等多方面冲击，上半年的资产收益率较一季度下滑明显，而随着不利冲击的消化，拨备压力释缓，三季度银行资产收益率表现稳健，呈现出上行趋势。结合银行三季度业绩拐点的到来，可以看出净息差至少于四季度出现企稳，并且近期观察到的情况也在强化这一方向。

表 2：2020 年三季度银行资产收益率表现稳健，呈上行趋势

	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30
工商银行	1.16%	1.08%	1.09%	0.95%	0.97%
建设银行	1.27%	1.11%	1.23%	1.05%	1.03%
农业银行	1.02%	0.90%	1.01%	0.85%	0.85%
中国银行	1.04%	0.92%	0.96%	0.92%	0.88%
交通银行	0.83%	0.80%	0.85%	0.72%	0.69%
邮储银行	0.74%	0.62%	0.77%	0.64%	0.66%
招商银行	1.48%	1.32%	1.47%	1.30%	1.32%
兴业银行	1.08%	0.96%	1.16%	0.90%	0.95%
民生银行	1.00%	0.87%	0.99%	0.83%	0.74%
浦发银行	1.00%	0.90%	0.98%	0.81%	0.82%
中信银行	0.88%	0.76%	0.85%	0.75%	0.71%
平安银行	0.88%	0.77%	0.85%	0.67%	0.72%
光大银行	0.92%	0.82%	0.87%	0.73%	0.79%
华夏银行	0.72%	0.78%	0.64%	0.60%	0.60%
浙商银行	0.90%	0.76%	1.02%	0.73%	0.72%
北京银行	0.92%	0.81%	0.97%	0.83%	0.79%
南京银行	1.03%	0.97%	1.07%	1.04%	0.96%
宁波银行	1.22%	1.13%	1.17%	1.12%	1.06%
江苏银行	0.81%	0.75%	0.82%	0.79%	0.77%
贵阳银行	1.12%	1.13%	1.11%	1.04%	1.03%
上海银行	1.04%	0.95%	0.93%	0.96%	0.86%
杭州银行	0.74%	0.68%	0.84%	0.78%	0.70%
江阴银行	0.72%	0.84%	0.65%	0.62%	0.66%
苏农银行	0.91%	0.75%	0.76%	0.91%	0.91%
无锡银行	0.81%	0.79%	0.83%	0.81%	0.79%
张家港行	0.84%	0.79%	0.94%	0.77%	0.79%
常熟银行	1.13%	1.08%	1.17%	0.98%	1.04%
成都银行	1.03%	1.06%	1.00%	0.94%	0.94%
郑州银行	1.02%	0.70%	0.87%	0.96%	0.88%
长沙银行	1.01%	0.93%	1.02%	0.95%	0.92%
紫金银行	0.77%	0.72%	0.63%	0.71%	0.74%
青岛银行	0.79%	0.68%	0.60%	0.77%	0.67%
西安银行	1.05%	1.03%	1.10%	0.94%	0.91%
苏州银行	0.88%	0.80%	0.91%	0.87%	0.82%
青农商行	1.02%	0.90%	0.99%	0.83%	0.90%
渝农商行	1.18%	1.01%	1.21%	1.00%	0.99%
上市银行平均	0.97%	0.88%	0.95%	0.86%	0.85%
国有行平均	1.01%	0.90%	0.98%	0.85%	0.84%
股份行平均	0.99%	0.88%	0.98%	0.81%	0.82%

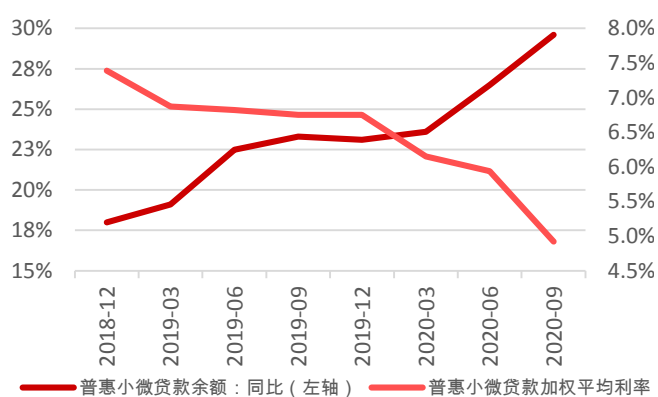
城商行平均	0.97%	0.89%	0.96%	0.92%	0.87%
农商行平均	0.92%	0.86%	0.90%	0.83%	0.85%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2. 从资产端看，信贷投向结构变化不大，对净息差的结构效应较小

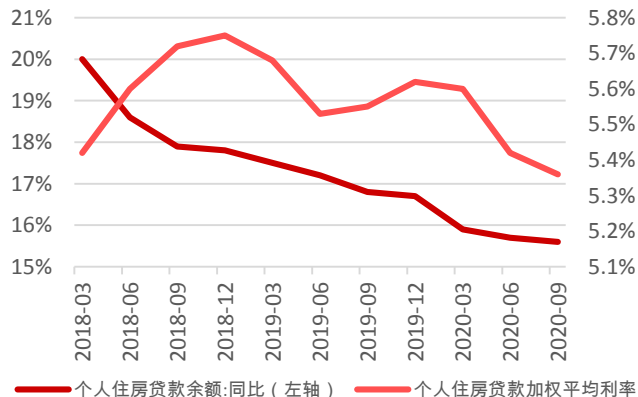
由于疫情期间政策加强对企业的纾困工作，银行贷款投放力度增加，前三季度贷款占比高速增长，贷款余额同比增加 13%，但整体存量信贷结构的变化暂时不足以驱动净息差的快速波动。一季度受疫情影响，贷款增速放缓，但是随着复工复产和政策面的宽松，融资需求回升，贷款投放加速。根据中国人民银行发布的 2020 年三季度贷款投向报告，前三季度房地产贷款同比增长 12.8%，增速较上半年下降 0.3 个百分点，增速连续 26 个月回落，其中个人住房贷款同比增长 15.7%，增速与上半年持平；工业中长期贷款增速显著提升，同比增长 16.3%，增速较上半年高 3.5 个百分点；普惠金融领域贷款加速增长，整体同比增长 23.5%，其中普惠中小微贷款同比增长 29.6%，增速较上半年高 3.1 个百分点，涉农贷款同比增长 11.1%，增速较上半年高 0.6 个百分点。

图 3：普惠小微贷款加速增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：个人住房贷款增速持续回落

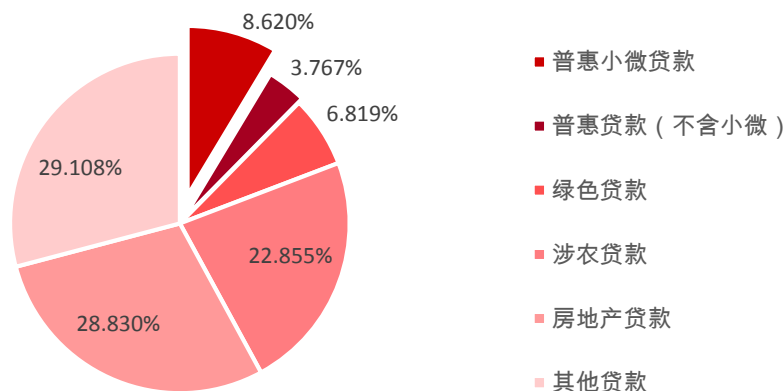


数据来源：wind，东方证券研究所

净息差企稳可能并非来自于信贷结构上的调整，普惠小微贷款投放利率低于贷款加权平均利率，且占比较小，对整体贷款利率的影响有限，个人住房贷款平均利率下行且余额占比下滑。从投放价格来看，9 月份投放的普惠小微贷款平均利率为 4.92%，略高于企业贷款平均利率 4.63%。从贷款投放量来看，普惠小微贷款高速增长的趋势不变，这与促进社会融资成本下降的政策方向相符合，但根据央行披露的数据，三季度末普惠小微贷款余额约占金融机构贷款余额的 8.62%，与其他类型贷款相比，普惠小微贷款的占比仍较小。综合量价两个方面，普惠小微贷款平均利率仅略低于整体贷款平均利率，普惠小微贷款余额增长迅速但相对比例较小，对贷款加权平均利率的影响有限。同时，三季度末个人住房贷款加权平均利率为 5.36%，较二季度末下降 0.06%，个人住房贷款增长速度跑输普惠金融领域贷款，占贷款余额比例下滑，对新增贷款加权平均利率有负贡献。基于上述分析，很难判断净息差企稳是来自于信贷投向结构的调整，其变化或许不是高利率行业贷款占比

上升所致。资产收益率回升以及净息差企稳来自于信贷结构变化的影响可能较小。2020 年三季度末信贷收益率整体上行，人民币贷款加权平均利率较二季度末上升 0.06%，一般贷款加权平均率上升 0.05%，票据融资加权平均利率上升 0.38%。企业贷款和个人住房贷款加权平均利率分别下降 0.01%和 0.06%，降幅较上季度显著收窄。随着疫情好转、经济复苏，货币政策逐步正常化，相应带来流动性收敛，推动货币市场利率上行。从信用利差看，上半年的非常规宽松政策暂时压制了信用利差，使得贷款利率整体下行，伴随宽松货币政策的退出，信用利差将逐步恢复，抬升利率。综合上述这些因素的影响，贷款利率整体上行，从银行的经营指标来看，表现为银行资产收益率呈向上趋势，净息差降幅收窄。

图 5：2020 三季度末信贷投向结构



数据来源：wind，东方证券研究所

表 3：三季度末显性贷款加权平均利率上行

	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09
人民币贷款加权平均利率	5.44%	5.08%	5.06%	5.12%
一般贷款加权平均利率	5.74%	5.48%	5.26%	5.31%
企业贷款加权平均利率	5.12%	4.82%	4.64%	4.63%
票据融资加权平均利率	3.26%	2.94%	2.85%	3.23%
个人住房贷款加权平均利率	5.62%	5.60%	5.42%	5.36%

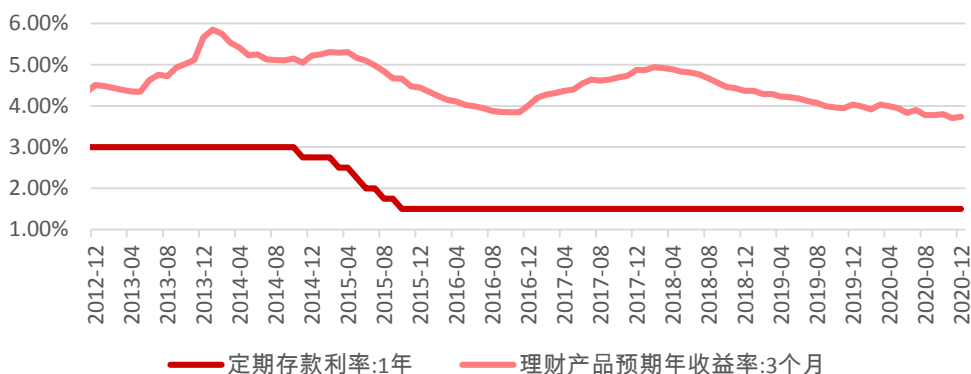
数据来源：wind，东方证券研究所

1.3. 从负债端看，2020 年下半年存款成本稳定下行

存款端利率下行预计将进一步驱动净息差企稳。受压降结构性存款政策的影响，商业银行 2020 年 12 月末结构性存款余额进一步降至约 6.44 万亿元人民币，环比上月减少 1.02 万亿元，较 2019 年末则大幅下降 3.16 万亿元，其中大型银行减少 8204 亿元，中小型银行降幅明显，减少 2.33 万亿元。结构性存款大幅压降之后，银行揽储压力未见显著上升，大型银行本身结构性存款降幅有限，且其渠道与网点众多，揽储能力较强，而中小型银行在结构性存款受限后转向同业借款、银行借款等其他负债方式。随着结构性存款显著下降，银行存款成本也随之下行。

从传统角度看，存款利率反映了资金供求关系，存款利率下行意味着资金需求减弱，但从最近贷款的增长速度与贷款利率走势来看，资金需求下降的判断很难成立。更可能的原因是，**高息的结构存款受到管控，叠加理财产品、理财类保险收益率水平的下降，使定期存款的机会成本下行，银行的存款成本下降进一步对净息差起到支撑作用。**

图 6：理财产品收益率下行



数据来源：wind，东方证券研究所

互联网存款新规或将改善中小银行高负债成本现状。2021年1月13日，中国银保监会和中国人民银行联合发布《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》，对互联网存款业务进行规范，旨在限制部分银行和互联网平台的无序扩张。2020年12月，头部的互联网平台就已经开始下架互联网存款产品。过往，部分中小银行在互联网平台上竞价吸收存款，这一竞价行为推高了中小银行的负债成本，高成本迫使银行匹配高风险的资产，这就带来较高的流动性风险和信用风险。此次的新规将限制中小银行通过互联网平台高息揽储，对部分银行的影响较大，之后的一段时间内部分银行的流动性或较为紧张，但长期来看，头部银行的负债结构将得到改善，存款成本有望出现宽松。

2. 按揭重定价：市场已充分消化，对净息差影响可控

作为2020年LPR系列政策的衍生影响，按揭重定价预计在2021年继续对净息差产生重大影响，尤其预计对2021Q1净息差产生较大扰动。除此之外，地产相关信贷的监管持续加码，我们也将通过信贷投放的存量结构效应，以定量测算重定价及LPR潜在下行的进一步影响。

2.1. 房地产贷款新规推出，大多数银行满足要求

2020年12月31日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，该通知旨在建立房地产贷款集中管理制度，增强银行业金融抵抗房地产市场风险的能力，防范贷款过度集中在房地产领域可能带来的系统性金融风险，通知自2021年1月1日起实施。

新规将银行业金融机构分为五个档次，对不同档次的银行实行差异化的房地产及个人住房贷款余额比重上限，银行房地产及个人住房贷款不得超出人民银行、银保监会所规定的上限，超出部分要求 2 到 4 年内压缩，超出 2 个百分点以内的调整过渡期为 2 年，超出 2 个百分点及以上的过渡期为 4 年。

表 4：房地产贷款新规主要内容以比例限制为核心

档次	机构名称	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
第一档：中资大型银行	中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行	40.0%	32.5%
第二档：中资中型银行	招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.5%	20.0%
第三档：中资小型银行和非县域农合机构	城市商业银行、民营银行、大中城市和城区农合机构	22.5%	17.5%
第四档：县域农合机构	县域农合机构	17.5%	12.5%
第五档：村镇银行	村镇银行	12.5%	7.5%

注：农合机构包括 农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社，不包括第二档中的城市商业银行

资料来源：人行，东方证券研究所

表 5：统计 35 家上市银行房地产贷款占比情况，绝大部分仍为达标

档次	机构名称	房地产贷款占比	个人住房贷款	房地产贷款超出上限幅度	个人住房贷款超出上限幅度
第一档	工商银行	35.83%	30.52%	未超出	未超出
	建设银行	38.01%	34.03%	未超出	1.53%
	农业银行	35.68%	30.47%	未超出	未超出
	中国银行	38.51%	30.18%	未超出	未超出
	交通银行	26.49%	20.89%	未超出	未超出
	邮储银行	35.15%	33.64%	未超出	1.14%
第二档	招商银行	33.24%	24.74%	5.74%	4.74%
	兴业银行	33.73%	25.73%	6.23%	5.73%
	民生银行	25.75%	12.51%	未超出	未超出
	浦发银行	27.93%	19.31%	0.43%	未超出
	中信银行	26.72%	19.79%	未超出	未超出
	平安银行	29.34%	18.21%	1.84%	未超出
	光大银行	23.05%	15.09%	未超出	未超出
	华夏银行	20.02%	12.04%	未超出	未超出

	浙商银行	20.25%	5.94%	未超出	未超出
	北京银行	10.19%	-	未超出	-
	江苏银行	25.23%	17.71%	未超出	未超出
	上海银行	24.68%	10.22%	未超出	未超出
第三档	南京银行	13.57%	10.64%	未超出	未超出
	宁波银行	3.20%	1.08%	未超出	未超出
	贵阳银行	15.77%	7.88%	未超出	未超出
	杭州银行	24.93%	14.39%	2.43%	未超出
	苏农银行	11.23%	8.87%	未超出	未超出
	无锡银行	12.10%	10.89%	未超出	未超出
	成都银行	35.80%	26.02%	13.30%	8.52%
	郑州银行	32.88%	18.43%	10.38%	0.93%
	长沙银行	18.08%	15.47%	未超出	未超出
	青岛银行	31.57%	19.86%	9.07%	2.36%
	西安银行	20.14%	11.84%	未超出	未超出
	苏州银行	16.86%	13.30%	未超出	未超出
	青农商行	30.02%	11.93%	7.52%	未超出
	渝农商行	18.44%	16.91%	未超出	未超出
第四档	张家港行	10.29%	9.08%	未超出	未超出
	常熟银行	8.94%	7.81%	未超出	未超出
	江阴银行	9.56%	9.12%	未超出	未超出

资料来源：wind，东方证券研究所

按照 2020 年上半年的数据对 35 家上市银行统计，一共有 9 家银行房地产贷款占比超出上限，7 家银行个人住房贷款超出上限。第一档的 6 家银行中房地产贷款占比均未超标，只有建设银行和邮储银行略超出上限，第二档的 12 家银行中有 4 家房地产贷款超标，其中兴业和招商银行超标较多，且其个人住房贷款占比也超出上限。从统计结果看，大多数的上市银行符合新规的标准，国有大行和大部分股份行、城市行受房地产贷款上限的影响较小，占比仍有提升的空间；受新规影响较大的银行（如兴业银行和招商银行）贷款增量结构会有部分影响，此外，招商银行这类在零售领域具备较大优势，同时信贷派生能力较强的银行，可以在信用卡、消费贷等业务上发力，以进一步降低政策冲击的影响。

2.2. 按揭重定价对 2021 年净息差的影响

市场此前对按揭重定价担忧较多，但我们的观点是：经过 2020 年上半年 LPR 规则的制定以及几轮 LPR 的下调，市场已经充分消化，不存在超预期的因素，按揭重定价的影响整体可控。结合 2020 一季度的报告《LPR 下调及存量贷款转换对银行影响有限》，此处我们使用 20Q3 的上市银行数据对按揭重定价的影响重新做一个测算。

2.2.1 2020 年 LPR 的下降对 2021 年按揭重定价的影响测算

根据按揭贷款的重定价规则，转换完成后的住房贷款利率取决于上一年 5 年期 LPR+（原合同执行利率-2019 年 12 月 5 年期 LPR），换句话说，2020 年 5 年期 LPR 共下降 15bps，这 15bps 的下降将影响 2021 年银行按揭贷款的利息收入，进而影响银行的净息差。

针对按揭重定价在 21 年对净息差的影响进行分析，我们做出如下假设。

- 样本选取：

现选取市场关注度较高的 18 家银行（这些银行数据较完整）对 LPR 的具体影响做测算。18 家样本银行包括：工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、招商银行、兴业银行、民生银行、浦发银行、中信银行、平安银行、光大银行、华夏银行、南京银行、宁波银行、上海银行、杭州银行、常熟银行。

- 条件假设：

- 1) 假设 2021 年 LPR 不再继续下行。

- 2) 假设 2021 年住房按揭贷款占比不变，选取各银行 1H2020 的占比。

- 3) 2021 年贷款平均余额=2019 年贷款余额*(1+2020 年预测贷款平均余额增速)*(1+2021 年预测贷款平均余额增速)。其中 2020 年预测贷款平均余额增速=(2019 年贷款平均余额+(2020Q3 贷款平均余额-2019 年贷款平均余额)/3*4)/2019 年贷款平均余额-1。2021 年预测贷款平均余额增速采取前三年贷款平均余额的复合增速。

- 4) 2021 年生息资产平均余额=2020 年生息资产平均余额*(1+2021 年预测生息资产平均余额增速)。其中 2021 年预测生息资产平均余额增速=(2020 年生息资产预测增速*1.2+2019 年生息资产增速+2018 年生息资产增速*0.8)/3。此处考虑到 2018 年去杠杆的影响，仅给予 0.8 的权重。

- 5) 全年同业负债付息率的降低幅度，假设约为 LPR 调整幅度的 1/3。理由如下：同业负债付息率的降低与公开市场操作利率下降和投放量增加有关。公开市场操作利率、资金投放量预计会参考 LPR 调降幅度，但其和银行同业负债付息率之间的传导关系复杂，在资金投放量并不显著增加的情况下，同业负债付息率降幅有限。总体考虑，给予全年平均同业负债付息率降低程度可能约为 LPR 降幅的 1/3 的假设。平均同业负债余额参考贷款平均余额的计算方法。

- 6) 税率按照 25%统一估算。

- 7) 暂不考虑房地产贷款新规的影响。

- 计算方法：

2020 年 LPR 下降对 2021 年各银行净息差的影响 (bps) = 2021 年贷款平均余额 * 按揭贷款占比 * (-2020 年 LPR 下降点数) * (1-25%) / 2021 年生息资产平均余额

表 6：预测得到 2021 年的贷款平均余额和生息资产平均余额

	2020 年贷款平均余额 (亿元)	2021 年贷款平均余额增速	2021 年贷款平均余额 (亿元)	2020 年生息资产平均余额 (亿元)	2021 年生息资产平均余额增速	2021 年生息资产平均余额 (亿元)
工商银行	185023	9.89%	203326	251013	3.59%	260031
建设银行	169169	10.36%	186700	216953	4.45%	226614
农业银行	150142	12.76%	169299	192043	2.44%	196726
中国银行	144901	10.70%	160412	189921	4.82%	199073
交通银行	58805	10.18%	64794	75541	-1.54%	74376
招商银行	50345	12.42%	56599	65946	7.12%	70644
兴业银行	39072	19.01%	46500	74332	22.57%	91111
民生银行	39395	13.06%	44540	50987	6.46%	54283
浦发银行	43147	12.11%	48372	73820	16.78%	86208
中信银行	43652	12.07%	48920	71541	16.42%	83291
平安银行	26327	17.49%	30932	42238	20.66%	50966
光大银行	30293	15.31%	34929	39054	7.66%	42047
华夏银行	21052	16.60%	24547	32736	15.26%	37732
南京银行	6884	22.83%	8455	14935	21.04%	18077
宁波银行	6677	26.52%	8447	15157	24.13%	18814
上海银行	10605	19.53%	12676	23689	14.45%	27111
杭州银行	4724	19.75%	5657	10868	17.05%	12721
常熟银行	1320	21.71%	1607	2026	18.26%	2396

数据来源：wind，东方证券研究所

表 7：预测 2020 年 LPR 下降对 2021 年各银行净息差的影响

	3Q2020 净息差	对 2021 净息差影响 (bps)	2021 年净息差
工商银行	2.10%	-2.68	2.07%
建设银行	2.13%	-3.18	2.10%
农业银行	2.83%	-2.95	2.80%
中国银行	1.81%	-2.74	1.78%
交通银行	1.56%	-2.05	1.54%
招商银行	2.51%	-2.23	2.49%
兴业银行	1.62%	-1.48	1.61%
民生银行	2.40%	-1.15	2.39%
浦发银行	1.74%	-1.22	1.73%
中信银行	2.00%	-1.31	1.99%
平安银行	2.56%	-0.60	2.55%
光大银行	3.11%	-1.41	3.10%
华夏银行	2.33%	-0.88	2.32%
南京银行	1.83%	-0.56	1.82%
宁波银行	1.86%	-0.05	1.86%

上海银行	1.77%	-0.54	1.76%
杭州银行	1.97%	-0.72	1.96%
常熟银行	3.11%	-0.59	3.11%

数据来源：wind，东方证券研究所

从测算结果看，2020年5年期LPR下降15bps，2021年银行的净息差变动在【-3.18bps，-0.05bps】之间，由于暂时不考虑LPR进一步下行，已经下行的15bp影响在2020年已经反映在存量净息差之内，预判2021年净息差降幅整体可控，按揭贷款占比较高的银行受影响会稍大一些。国有行净息差下降均超过2bps，其中建设银行因按揭贷款占比较高，降幅较大，为3.18bps；股份行中招商银行、兴业银行净息差受影响相对较大，分别下降2.23bps、1.48bps；选取的18家银行中，宁波银行由于按揭贷款占比极少，净息差受LPR下调影响最小，仅下降0.05bps。考虑到2020年初LPR的下行已被市场熟知，测算结果也未超预期，2021年按揭重定价不会带来很大的冲击。

2.2.2 LPR 继续下行对 2021 年银行净息差的影响

进一步测算如果LPR继续下降对2021年银行净息差的影响，沿用之前的样本和假设，考虑到2021年政策宽松的程度不会很大，这里分别假设LPR下降10bps、20bps，以较大降幅假设来做压力测试。

- 计算方法：

1) LPR 下调带来的净息差影响=(预计 2021 年 LPR 自然下调带来的利息损失-同业负债成本下降带来的利息成本节约) / 预测 2021 年生息资产平均余额。

2) LPR 调整后对应的 2021 年净息差=2020Q3 净息差+LPR 调整对净息差的影响值。

我们对选取的 19 家银行，分别按照各家银行的贷款余额增速、生息资产增速以及住房按揭单款的占比，计算 2021 年 LPR 分别调降 10bps、20bps 时，各个银行的净息差情况。

表 8：LPR 继续下行对银行净息差的影响

	LPR 调降 10bps		LPR 调降 20bps	
	对净息差影响值 (bp)	对应的 2021 年净息差	对净息差影响值 (bp)	对应的 2021 年净息差
工商银行	-0.74	2.09%	-1.47	2.09%
建设银行	-0.84	2.12%	-1.68	2.11%
农业银行	-0.94	2.82%	-1.88	2.81%
中国银行	-0.81	1.80%	-1.62	1.79%
交通银行	-0.78	1.55%	-1.57	1.54%
招商银行	-0.76	2.50%	-1.52	2.49%
兴业银行	-0.24	1.62%	-0.48	1.62%
民生银行	-0.51	2.40%	-1.03	2.39%

浦发银行	-0.40	1.73%	-0.80	1.73%
中信银行	-0.43	2.00%	-0.87	1.99%
平安银行	-0.57	2.55%	-1.15	2.55%
光大银行	-0.78	3.11%	-1.56	3.10%
华夏银行	-0.49	2.33%	-0.98	2.32%
北京银行	-0.50	1.84%	-1.00	1.83%
南京银行	-0.53	1.82%	-1.05	1.82%
宁波银行	-0.39	1.86%	-0.78	1.85%
上海银行	-0.07	1.77%	-0.14	1.77%
杭州银行	-0.43	1.97%	-0.87	1.96%
常熟银行	-0.81	3.11%	-1.62	3.10%
全部银行平均	-0.58	2.16%	-1.16	2.15%
国有行平均	-0.82	2.08%	-1.64	2.07%
股份行平均	-0.52	2.28%	-1.05	2.27%
城农商行平均	-0.45	2.06%	-0.91	2.06%

数据来源：wind，东方证券研究所

在不考虑房地产贷款新规的影响时，LPR 下降对银行净息差的影响整体可控，LPR 下降 10bps，银行净息差变动在【-0.94bps，-0.07bps】之间，LPR 下降 20bps，银行净息差变动在【-1.88bps，-0.14bps】之间。LPR 下调对中小银行的影响较小，可能是由于其信贷规模扩张较快，而信贷利率仍高于生息资产平均收益率；国有行受 LPR 下调的影响较大，由于其贷款增速较慢，而同业负债占比较少，LPR 下降带来的贷款利息收入减少相对同业利息支出的减少更为明显。

2.3. 房地产贷款新规市场影响分化，大部分银行影响不大

这里将按揭住房贷款作为一个单独的信贷部门进行分析，考虑房地产贷款新规对按揭贷款部门的影响。同样是选取之前的 18 家银行（剔除北京银行，因其未公布 1H2020 的贷款结构数据），沿用之前的假设，增加如下假设条件：1）2021 年预测贷款平均余额增速暂不考虑房地产贷款新规的影响，大部分银行受新规影响较小，少数超出按揭占比上限的银行根据各自的上限测算按揭贷款增速。2）假设按揭住房贷款的占比保持不变，以 1H2020 各个银行公布的数据为准，即不考虑房贷新规的情况下，按揭住房贷款增速与贷款平均余额的增速保持一致。3）考虑到房地产贷款新规中规定，对超出上限的银行，超出 2 个百分点以内的调整过渡期为 2 年，超出 2 个百分点及以上的过渡期为 4 年，假设超标银行平稳过渡，超出的部分在调整过渡期内平摊。

- 计算方法：

1) 2021 年按揭住房贷款余额（考虑房贷新规）=2020 年贷款平均余额*按揭住房贷款占比*（1+2021 年贷款平均余额增速）。

2) 2021 年按揭住房贷款余额上限=2021 年贷款平均余额*（按揭住房贷款比例上限+超出百分比*（1-1/调整过度年限））

3) 2021 年按揭住房贷款余额 (考虑房贷新规) = min (2021 年按揭住房贷款余额 (不考虑房贷新规), 2021 年按揭住房贷款余额上限)

4) 增速差 = (2021 年按揭住房贷款余额 (考虑房贷新规) - 2021 年按揭住房贷款余额 (不考虑房贷新规)) / 2020 年按揭住房贷款余额 - 1

表 9: 房贷新规下, 大部分银行按揭贷款增长不受影响, 建行、招商、兴业受限较大

	2020 年按揭贷款余额 (亿元)	按揭贷款占比	按揭住房贷款比例上限	2021 年按揭住房贷款增速		2021 年按揭住房贷款余额		房贷新规对 2021 年按揭余额的影响 (亿元)	增速差
				不考虑新规	考虑新规	不考虑新规	考虑新规		
工商银行	56473	30.52%	32.50%	9.89%	9.89%	62059	62059	0	0.00%
建设银行	58123	34.36%	32.50%	10.36%	7.38%	64147	62414	-1735	-2.98%
农业银行	45760	30.48%	32.50%	12.76%	12.76%	51599	51599	0	0.00%
中国银行	43736	30.18%	32.50%	10.70%	10.70%	48418	48418	0	0.00%
交通银行	12284	20.89%	32.50%	10.18%	10.18%	13534	13534	0	0.00%
招商银行	12456	24.74%	20%	12.42%	7.04%	14003	13332	-671	-5.39%
兴业银行	10055	25.73%	20%	19.01%	12.38%	11966	11300	-667	-6.63%
民生银行	4928	12.51%	20%	13.06%	13.06%	5571	5571	0	0.00%
浦发银行	8330	19.31%	20%	12.11%	12.11%	9339	9339	0	0.00%
中信银行	8640	19.79%	20%	12.07%	12.07%	9683	9683	0	0.00%
平安银行	2314	8.79%	20%	17.49%	17.49%	2719	2719	0	0.00%
光大银行	4571	15.09%	20%	15.31%	15.31%	5270	5270	0	0.00%
华夏银行	2536	12.04%	20%	16.60%	16.60%	2957	2957	0	0.00%
上海银行	1083	10.22%	20%	19.53%	19.53%	1295	1295	0	0.00%
南京银行	732	10.64%	17.50%	22.83%	22.83%	899	899	0	0.00%
宁波银行	72	1.08%	17.50%	26.52%	26.52%	91	91	0	0.00%
杭州银行	680	14.39%	17.50%	19.75%	19.75%	814	814	0	0.00%
常熟银行	103	7.81%	12.50%	21.71%	21.71%	125	125	0	0.00%

数据来源: wind, 东方证券研究所

根据测算的结果, 选取的 18 家银行中建设银行、招商银行、兴业银行受到一些影响, 其余银行依然能保持现有的增速和贷款结构。建设银行因超出按揭贷款占比上限 1.53%, 需要在两年过渡期内调整, 2021 年按揭贷款余额少增长 1735 亿元左右; 招商银行、兴业银行作为第二档次的银行, 按揭贷款占比分别超出 4.47%、5.73%, 均超出 2 个百分点, 需在四年过渡期内调整, 因超出比例较多, 二者 2021 年的按揭住房贷款增速下滑明显, 预测增速分别下降 5.39%、6.63%。如果仅从按揭贷款这一业务看, 招商银行、兴业银行 2021 年的增长会受到一定限制, 但考虑到招商银行、兴业银行在其他业务上的优势, 整体信用派生能力较强, 房地产新规对其贷款增速、净利润的影响有限, 从而信贷结构效应对净息差的影响预计也将可控。

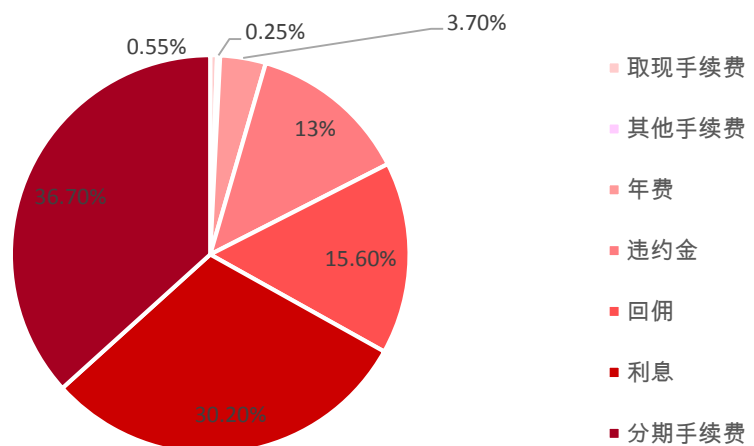
3. 信用卡利率市场化：对透支利率的影响可控

3.1. 新规发布，信用卡透支利率市场化的实现路径

近日中国人民银行发布关于信用卡透支利率市场化改革的通知，自 2021 年 1 月 1 日起，取消信用卡透支利率上限和下限管理（上限为日利率万分之五，下限为日利率万分之五的 0.7 倍），信用卡的透支利率由发卡机构与持卡人自主协商确定。

从信用卡业务的收入结构来看，信用卡盈利主要有两种来源：1) 透支利息。当客户超过免息期（最长 50 天）未偿还透支余额，将以“透支利率”每日计息、按月复利。据 2018 年银联披露的数据，透支利息收入占信用卡业务收入的 30.2%，仅次于分期手续费。2017 年开始，央行取消了以前统一规定的信用卡透支利率标准，实行上下限区间管理。央行规定的“透支利率”区间为日利率 0.035%-0.05%，换算成年化利率为 12.78%-18.25%，当前大部分银行将信用卡透支利率定在年化利率 18% 左右。2) 分期手续费。2017 年央行出台《关于加强信用卡预借现金业务风险管理的通知》，监管机构加强对信用卡资金用途的监管，这之后信用卡利息收入在总收入中占比开始下滑，而分期手续费占比则持续上升。目前，分期手续费已成为信用卡业务收入中重要的一部分，2018 年数据显示分期手续费占信用卡收入比例达到 36.7%。分期手续费实际上也是利息，客户采取等额分期付款时，银行每期收取本金和手续费，根据每期付款额可以计算出 IRR，即分期利率。央行并未针对分期付款设定利率区间，因而分期利率已经实现市场化定价。央行本次进行的信用卡利率市场化改革，取消了信用卡透支利率的限制区间，主要影响透支利息的这一部分收入。

图 7：信用卡业务收入结构（2018 年）



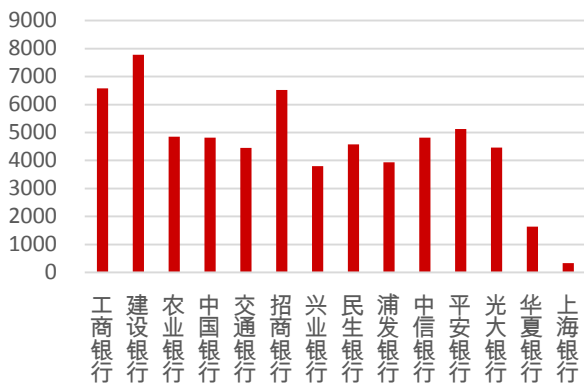
数据来源：银联数据，东方证券研究所

3.2. 国内信用卡市场由国有行和股份行主导

观察国内的信用卡市场，发卡量上五大国有行和招商银行要领先其他银行，其中工商银行累计发卡量为行业最高，2019 年累计发行信用卡 1.59 亿张，国有行在资产规模、营业网点、客户渠道等方面较股份银行更具优势，信用卡业务获客成本更低，发卡量远高于大部分股份行；信用卡贷款

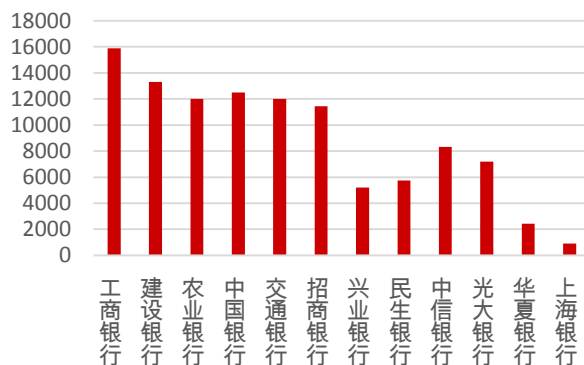
规模上，股份行卡均贷款规模要更高，但总体规模上国有行与部分股份行差距不明显，主流银行基本在 4000 亿以上，其中建设银行、工商银行、招商银行分别达到 7780 亿元、6578 亿元、6523 亿元，远多于其余银行，可以看出招商银行的信用卡业务在股份行中处于优势地位。

图 8：截至 1H2020 主流银行信用卡贷款规模（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：截至 2019 年主流银行信用卡累计发行量（万张）

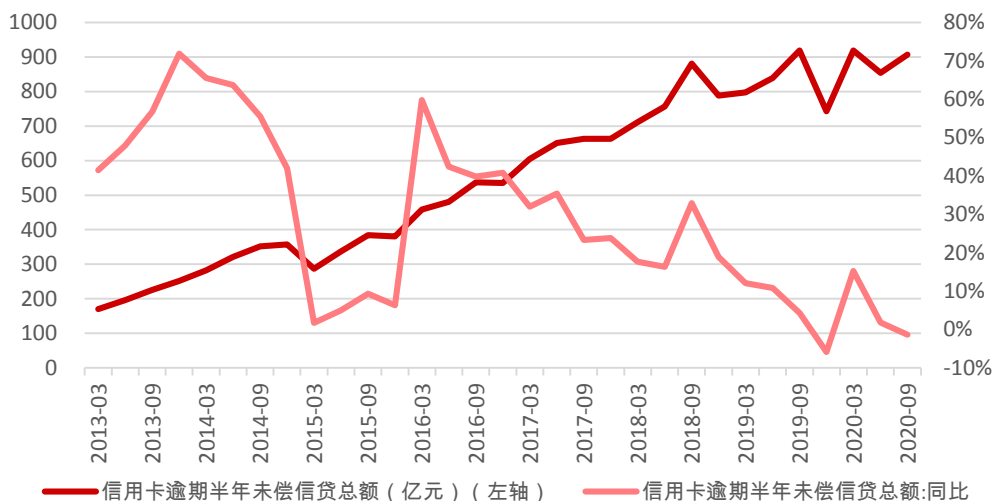


数据来源：wind，东方证券研究所

3.3. 信用卡利率市场化可能带来的影响

央行放开信用卡透支零利率的管制后，短期内透支利率不会发生较大的波动，但长期来看，利率管制放开将使银行间的竞争更加充分，利率中枢下移的同时差异化定价将更加精准。参考国外市场的经验，信用卡市场竞争激烈，银行很难上调信用卡利率，而考虑到银行的资金成本、运营成本、定价能力，过分下调信用卡利率也会恶化业务的盈利能力，短期内信用卡利率不会有剧烈波动。长期来看，在差异化定价上占优的银行将更具竞争力。但当前距离前几年信用卡业务相关信用风险暴露时间并补偿，银行通过信用卡利率下行，以实现下沉客户的概率并不大。

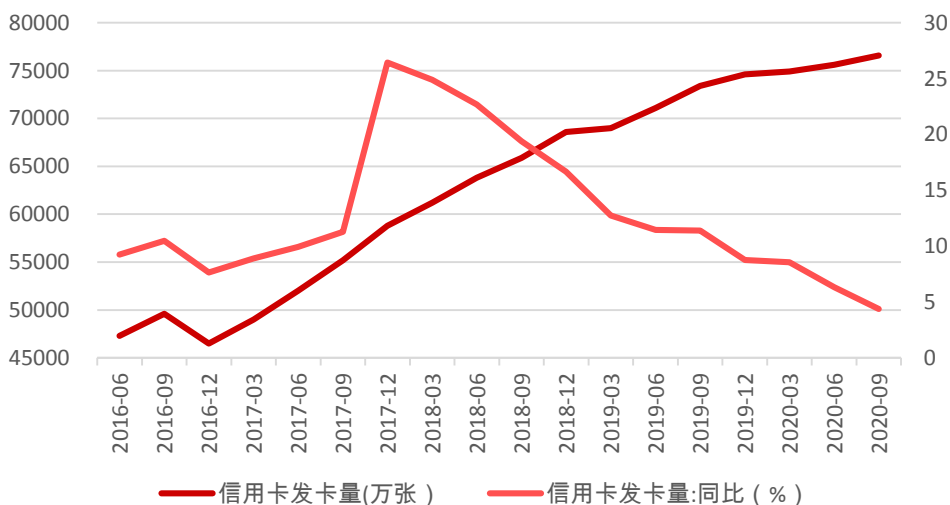
图 10：信用卡逾期半年未偿信贷总额增速放缓



数据来源：wind，东方证券研究所

从信用卡务的量来看，国内信用卡市场经过 2013 年、2016 年、2018 年三次高速增长，发展的黄金期已经过去，2020 年三季度末的信用卡逾期半年未偿信贷总额为 906 亿元，为 2013 年一季度末的 5.33 倍，但受疫情冲击、消费需求下滑的影响，2020 年的逾期半年未偿信贷同比下降 1.87%，增长遇到瓶颈；信用卡人均持卡量约为 0.55 张，为 2013 年一季度的 1.6 倍，而信用卡发卡量增速却持续下滑，三季度未发卡量仅同比增长 4.36%。随着发展黄金期的过去，信用卡业务市场规模趋于稳定，竞争激烈程度将加剧，目前优质的客户资源或许已经充分挖掘，如果通过资质下沉来获取客户，可能会带来不良率上升，由此我们更关注在产品设计和风险控制等能力较强的银行。

图 11：信用卡发卡量增速下滑



数据来源：wind，东方证券研究所

综合量价两个方面因素，我们认为信用卡透支利率管制的放开在短期对银行信用卡业务的影响不大，但长期来看，信用卡业务会出现分化，在个性化服务、差异化性价等方面能力具有优势的银行将更具竞争力。短期内，信用卡市场难有大的足够增量，银行之间竞争激烈进一步压缩了信用卡利率上调的空间，而受限于资金成本、风险成本等因素，下降利率的竞争收益并不明显，故利率市场化之后信用卡透支利率短期内会保持平稳，信用卡业务的收入也不会发生大的变化。长期内，信用卡市场充分竞争，利率中枢下行，客户群体覆盖范围进一步扩张，风险定价能力会是银行的核心竞争力。

4. 投资建议：关注优质零售银行、资产质量佳的银行

我们整体预计 2021 年行业净利及资产质量压力更加明朗，板块不确定性降低，而目前板块处于历史估值低部，或将迎来估值修复窗口。资产负债扩张上，政策对投资、消费的支持力度不断增加，经济逐步修复。新老基建并行，中短期银行资产增速受益于基建、国企项目推进和政策推进信贷投放，仍较有保障，暂不构成板块业绩和估值的核心约束，长期可能会受到有效需求不足的限制，因此需密切关注内需提振政策的力度和走向。息差上，当前货币政策逐步从疫情应激状态下退出，定向和精准性增强，预计下半年整体 LPR 下行压力或较上半年有一定程度缓解，未来持续大幅降准和降息的概率较低。

经济下行期，各银行之间资产质量分化仍可能加剧。当前零售业务息差水平仍较高，资产质量相对较好，在内外部不确定风险增加的情况下，优质零售银行标的仍是稳健收益的好选择。贷款占比提升和流动性负债成本降低将对息差构成支撑，市场化负债占比高、贷款占比提升空间大的银行将有较好的息差韧性。债券投资占比较高的银行，将受益于降息带来的债券重定价，预计投资收益将有较好表现。

当前板块估值处于历史较低水平，我们仍维持行业“看好”评级。个股方面，建议关注兴业银行(601166, 买入)、招商银行(600036, 增持)、邮储银行(601658, 增持)。

5. 风险提示

全球疫情影响尚不明确，经济外部风险仍较大，银行未来资产收益率和资产质量风险或将增加。

外资银行准入逐渐放宽，银行间的竞争将更加激烈。

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn