

# 信用风险预期改善，净利润释放加速

——银行 1H2021 报告综述

## 核心观点

- **资产负债表整体向好，资产端回暖趋势明显，信用风险持续优化。**1) 负债扩张方面，2021 年上半年银行计息负债扩张增速有所放缓，上市银行录得 8.3% 的同比增速，城商行和农商行贡献主要增幅，但占主要比重的国有行和股份行负债扩张有所放缓。2) 资产扩张速度上，去年三季度至今，生息资产扩张速度趋缓，主要受债券投资增速下降影响，但目前放缓趋势已经企稳，信用投放绝对规模仍处于历史高位。3) 上半年上市银行总体不良率连续向好，主要原因是信贷结构的优化，包括零售贷款占比的升高以及对公中不良率较高的贷款减少。各类银行不良率均有所优化，其中农商行优化最为明显，总体不良率半年优化了 10%，国有行和城商行分别优化了 7%。同时上市银行拨备明显增厚，抵御风险能力较强，主因上半年业绩显著提升。
- **资本金仍为上市银行下一阶段净利润增长的必要驱动。**上市银行各类资本充足率均出现下降，其中核心一级资本充足率跌至 10% 以下。相比于 2021 上半年较好的业绩，上市银行资本金并未持续向好，上市银行因为持续让利、计提拨备以及外源性补充困难，导致各类资本金均出现了下降情况，有望进一步释放拨备以补充各类资本金。
- **拨备释放，非息由负转正，息差整体趋稳。**2021 年上半年上市银行加总归母净利润同比增速为 12.97%，为近年来最高水平，主要原因在于去年同期受疫情和让利影响造成的较低基数以及近年上半年银行业绩稳定且资产质量向好。上半年拨备前利润同比较一季度有所上升，较去年底有所下降，总体保持稳健。

## 投资建议与投资标的

- 本期可能是近年来业绩最优的半年报，一方面是因为去年疫情和让利造成的基数效应，但主要是由于上市银行自身业绩的走强，相较而言，一季度整体好于二季度，但二季度业绩依然不差。从资产扩张来看，上半年前高后低，但目前已经企稳，预计下半年将维持稳定扩张增速。从价格来看，上半年依然前高后低，下半年依然有下行压力，但空间有限。资产质量全面向好，拨备持续增厚。
- 延续我们近期多篇相关报告的观点，银行通过释放拨备进行内生性融资以补充核心一级资本的预期再一次确认，将会是下半年的关注重点。
- 当前板块估值处于非常低的历史水平，在 2015 年以来 3% 分位之内，预期业绩也显稳定，行业板块估值有充分的修复空间，我们仍维持行业“看好”评级。个股方面，建议关注兴业银行(601166，未评级)、杭州银行(600926，增持)、邮储银行(601658，未评级)。

## 风险提示

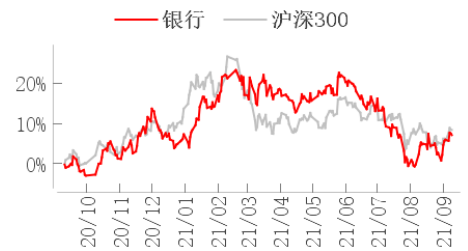
- 全球疫情影响尚不明确，经济外部风险仍较大，银行未来资产收益率和资产质量风险或将增加。
- 外资银行、互联网金融加剧行业竞争。



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 09 月 10 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

## 相关报告

核心一级资本压力加大，净利润释放预期强化： 2021-08-11  
化：  
净利润改善预期的不断验证与强化：——从 2021-05-21  
资本金压力出发的行业方向观察  
利率市场化背景下，净息差压力可控 2021-01-27

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

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

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

## 目 录

1. 资产负债：资产好于负债，质量优良，关注资本金 .....	4
1.1. 负债端：负债压力显，发力零售端，中小行较好 .....	4
1.2. 资产端：生息资产稳，支撑因贷款，贷款结构优 .....	6
1.3. 资产质量：不良显著降低，拨备持续增厚 .....	10
1.4. 风险分析：核心一级资本充足率下降，释放拨备进行内生补充的预期显现 .....	13
2. 利润：拨备释放，非息由负转正，息差整体趋稳 .....	15
2.1. 利润分析：拨备影响关键，净利润因其释放而大增 .....	15
2.2. 归因分析：规模扩张仍为主动动力，息差趋稳 .....	16
2.3. 净息差：下行企稳，但仍有压力 .....	17
2.4. 非利息收入：中收受累于银行卡，其他非息增速转正 .....	18
2.5. 杜邦分析：盈利能力小幅下降 .....	20
3. 投资建议：关注价格稳定、资本充足、资管理财业务强劲的银行 .....	22
4. 风险提示 .....	23

## 图表目录

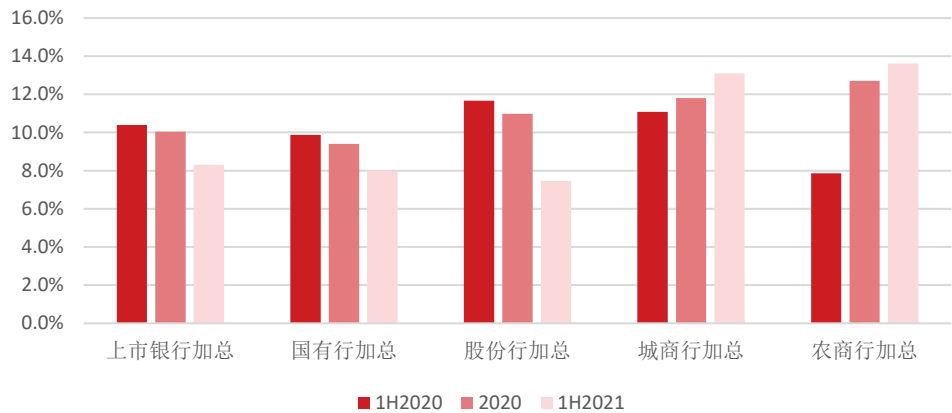
图 1：各类银行计息负债同比增速 .....	4
图 2：生息资产及其分项同比增速 .....	6
图 3：银行间市场利率中枢 2020 年 11 月开始下降（%） .....	7
图 4：上市银行个人贷款占比变动 .....	9
图 5：上市银行对公贷款行业分布 .....	10
图 6：上市银行手续费及佣金净收入细分项目同比 .....	20
图 7：上市银行加总杜邦分析 .....	22
表 1：上市银行负债端各项增速同比 .....	4
表 2：银行存款结构变动 .....	5
表 3：上市银行生息资产结构变动 .....	7
表 4：上市银行个人贷款中各分项占比 .....	9
表 5：上市银行不良率及拨备变化 .....	10
表 6：上市银行资产质量主要指标变化 .....	12
表 7：上市银行各类资本充足率 .....	13
表 8：上市银行归母净利及 PPOP 情况 .....	15
表 9：上市银行净利润驱动因素分解 .....	16
表 10：上市银行净息差变动情况 .....	17
表 11：上市银行非利息收入 .....	19
表 12：上市银行 ROE、ROA（均年化） .....	20

# 1. 资产负债：资产好于负债，质量优良，关注资本金

## 1.1. 负债端：负债压力显，发力零售端，中小行较好

负债扩张方面，2021年上半年银行计息负债扩张增速有所放缓，上市银行录得8.3%的同比增速，城商行和农商行贡献主要增幅，但占主要比重的国有行和股份行负债扩张有所放缓。从负债结构来看，占比较高的客户存款在各类银行间均下滑明显，揽存压力逐渐显现，主要原因有：1) 疫后复苏结束，经济下行叠加PPI上行导致企业资金压力明显；2) 一般性理财及各类广义基金规模增加明显，对于存款吸纳构成较强竞争；3) 利率水平下行而负债端利率存在刚性，银行自身揽储动机减弱。与此相对应，大行间同业负债增速的下降及应付债券增速的上升均表明了负债端的压力，小行因网点下沉可更多吸纳零售存款而压力稍小，其应付债券的猛增主要是因为基数效应。跟中央银行借款则体现出了疫后复苏到结束的过程中，流动性需求增加再放缓的趋势。

图 1：各类银行计息负债同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：上市银行负债端各项增速同比

	跟中央银行借款			同业负债			客户存款			应付债券		
	1H2020	2020	1H2021	1H2020	2020	1H2021	1H2020	2020	1H2021	1H2020	2020	1H2021
上市银行加总	6.3%	24.8%	20.4%	9.8%	7.2%	7.5%	10.8%	10.3%	7.2%	8.6%	6.7%	17.8%
国有行加总	14.6%	20.1%	10.3%	9.1%	4.3%	7.6%	9.5%	9.7%	7.7%	18.8%	8.5%	14.2%
股份行加总	-11.6%	18.6%	26.4%	11.8%	9.4%	4.5%	14.1%	11.4%	4.9%	5.8%	8.9%	21.7%
城商行加总	28.0%	55.9%	43.5%	5.0%	12.9%	19.9%	14.1%	12.0%	9.5%	0.3%	-1.7%	13.9%
农商行加总	49.0%	110.7%	65.7%	11.8%	27.4%	16.4%	11.1%	11.2%	8.8%	-14.8%	-0.6%	31.0%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

从存款结构来看，上市银行对公及零售存款占比整体下降，保证金其他存款占比上升，进一步验证了揽储压力。上半年各类银行对公存款占比均有所下降，零售存款不同程度上升，其中中小银行幅度大于大行，表明在揽储压力下银行进一步发力零售。各类型银行上半年活期存款占比下降，定期存款占比提升。这主要与净值化转型下，原部分理财产品用结构性存款、大额存单承接所致。

2021 上半年上市银行活期存款占比较年初下降 0.9%，定期存款占比提升 0.2%，农商行二者增幅达到了-2.9%和 3.0%，变化显著，可能会推高负债成本。

**表 2：银行存款结构变动**

	存款结构 1H2021				存款结构 1H2020 较 2020 变动			
	对公存款	个人存款	活期存款	定期存款	对公存款	个人存款	活期存款	定期存款
工商银行	50.8%	46.9%	49.8%	47.9%	-0.7%	0.5%	-0.5%	0.4%
建设银行	47.7%	50.9%	52.4%	46.2%	0.6%	1.5%	-0.7%	2.8%
农业银行	37.7%	58.6%	52.5%	43.9%	-0.2%	0.1%	-2.1%	2.0%
中国银行	51.9%	42.1%	49.4%	44.6%	-0.5%	-2.9%	0.1%	-3.4%
交通银行	64.9%	34.0%	41.5%	57.3%	-0.8%	0.8%	-1.1%	1.1%
邮储银行	11.5%	78.8%	32.0%	58.4%	-0.6%	-9.0%	-4.4%	-5.2%
招商银行	63.7%	35.6%	66.0%	33.4%	0.2%	-0.3%	0.5%	-0.5%
兴业银行	73.0%	18.2%	41.1%	50.1%	-0.5%	0.4%	1.6%	-1.6%
民生银行	77.6%	21.3%	39.4%	59.4%	-1.0%	1.1%	-1.2%	1.3%
浦发银行	75.2%	23.5%	46.2%	52.5%	-0.4%	0.2%	-0.1%	0.0%
中信银行	78.5%	20.6%	48.0%	51.0%	0.1%	0.0%	-0.8%	1.0%
平安银行	64.4%	24.1%	34.2%	54.3%	0.5%	-0.1%	-0.6%	0.9%
光大银行	75.9%	22.8%	32.5%	66.2%	0.4%	-0.4%	0.1%	-0.1%
华夏银行	67.9%	19.7%	41.7%	45.9%	-1.8%	0.6%	-3.1%	1.9%
浙商银行	79.5%	19.0%	37.6%	60.9%	-0.2%	15.6%	3.0%	12.4%
北京银行	68.8%	24.4%	44.7%	48.5%	-0.5%	0.7%	-2.2%	2.5%
南京银行	73.1%	21.8%	30.2%	64.7%	-0.1%	0.3%	0.9%	-0.7%
宁波银行	73.9%	21.3%	45.7%	49.5%	0.5%	-0.2%	1.3%	-1.0%
江苏银行	63.4%	28.1%	33.5%	58.0%	-1.6%	1.1%	-0.2%	-0.4%
贵阳银行	57.2%	38.1%	36.7%	58.6%	-4.5%	4.6%	-5.9%	5.9%
上海银行	74.0%	24.7%	40.0%	58.6%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.3%
杭州银行	77.9%	17.7%	53.9%	41.7%	-1.4%	0.7%	-1.8%	1.1%
江阴银行	39.4%	50.4%	32.4%	57.4%	0.0%	1.6%	0.2%	1.4%
苏农银行	49.0%	42.8%	42.5%	49.2%	-2.7%	3.3%	-4.5%	5.1%
无锡银行	50.3%	43.5%	29.0%	64.8%	-0.2%	2.0%	-0.4%	2.3%
张家港行	38.8%	50.7%	29.9%	59.5%	-1.9%	1.5%	-3.3%	2.9%
常熟银行	30.4%	61.1%	35.0%	56.5%	-5.3%	4.4%	3.2%	-4.1%
成都银行	61.2%	35.9%	46.8%	50.3%	1.7%	-1.3%	-0.4%	0.7%
郑州银行	54.4%	34.5%	30.6%	58.3%	-1.1%	0.5%	-2.3%	1.7%
长沙银行	55.7%	40.3%	47.9%	48.0%	-3.2%	2.9%	-2.1%	1.8%
紫金银行	48.0%	48.8%	35.5%	61.3%	-4.1%	3.6%	-7.2%	6.7%
青岛银行	65.1%	33.6%	46.7%	52.0%	-1.4%	1.6%	-2.1%	2.2%
西安银行	47.4%	48.3%	33.1%	62.6%	-3.0%	3.1%	-4.9%	4.9%
苏州银行	52.2%	41.0%	39.0%	54.2%	-0.9%	1.2%	0.8%	-0.5%
青农商行	39.5%	58.8%	37.5%	60.8%	-1.8%	1.8%	-2.6%	2.6%

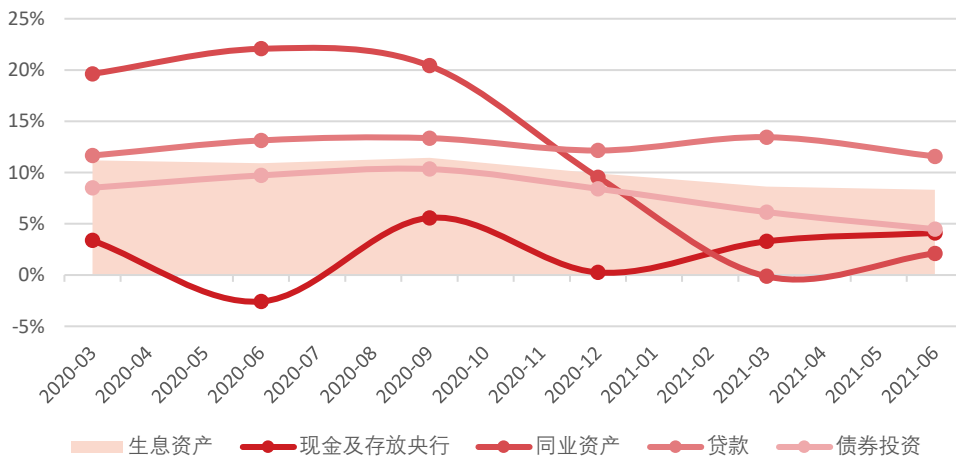
渝农商行	20.6%	78.6%	30.5%	68.7%	-1.0%	1.1%	-4.2%	4.3%
瑞丰银行	33.6%	63.4%	36.8%	60.2%	-	-	-	-
厦门银行	61.3%	22.6%	36.6%	47.3%	0.9%	0.0%	-5.5%	6.4%
齐鲁银行	56.5%	41.8%	38.3%	60.0%	8.2%	0.1%	-2.6%	10.9%
重庆银行	54.9%	39.5%	28.4%	66.0%	-1.9%	0.8%	-0.3%	-0.8%
上市银行加总	52.0%	44.2%	47.1%	49.1%	-0.4%	-0.3%	-0.9%	0.2%
国有行加总	43.4%	43.7%	45.2%	41.9%	-0.2%	0.1%	-0.7%	0.6%
股份行加总	72.5%	23.9%	45.4%	51.0%	-0.2%	0.9%	0.0%	0.7%
城商行加总	67.5%	27.3%	40.8%	54.0%	-0.8%	0.7%	-1.0%	1.0%
农商行加总	33.2%	62.8%	33.0%	62.9%	-1.7%	1.8%	-2.9%	3.0%

数据来源：同花顺，东方证券研究所

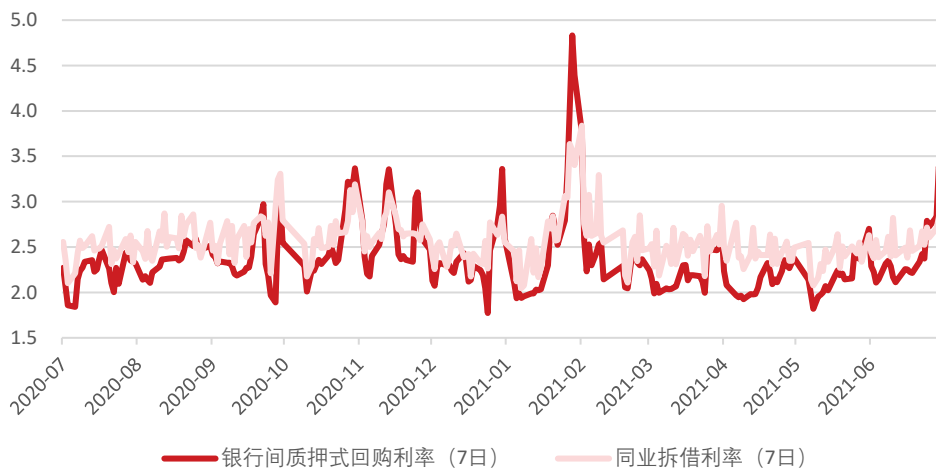
## 1.2. 资产端：生息资产稳，支撑因贷款，贷款结构优

资产扩张速度上，去年三季度至今，生息资产扩张速度趋缓，主要受债券投资增速下降影响，但目前放缓趋势已经企稳，信用投放绝对规模仍处于历史高位。2021 上半年，上市银行生息资产同比增速为 8.3%，较去年末 9.9%的同比增速下降 1.6%，较一季度的 8.6%略有下降，已有企稳态势。尽管一季度信贷因为去年较低的基数出现了小幅上行，但从今年年初开始，现金及存放央行款项增速开始转向，表明全社会信用需求开始转向，超储上升而货币乘数下降，但信用投放绝对规模仍处于历史高位。相较于信用及广义流动性的收缩，同业资产的反应更加领先，因为其配置与狭义流动性直接相关，去年四季度银行间利率中枢开始下降，同业资产随机减少了配置，增速开始下降。贷款是最主要的生息资产，尽管上半年较为景气，但相较于其他分项较为稳定，边际变动贡献较小，目前社融存量增速已经触底，贷款增速不太可能进一步下降，将对生息资产的平稳扩张起到支撑性的作用。

图 2：生息资产及其分项同比增速



数据来源：同花顺，东方证券研究所

**图 3：银行间市场利率中枢 2020 年 11 月开始下降（%）**


数据来源：同花顺，东方证券研究所

**资产结构上，上半年贷款和同业资产占比较年初提升，债券投资占比下降。**由于社融存量增速自 2021 年一季度开始明显降低，且今年上半年同业资产增速处于低位，现金及存放央行款项增速在提升，但占比在下降，均说明占比变化是债券投资减少所致。债券投资占比减少的原因包括：1）在资管新规下，一般性理财构成的交易性金融资产有出表趋势，理财子公司的相继成立将这一部分资产从银行表内剥离出去；2）长期监管政策要求非标资产的压降，使得计入持有至到期的债券投资处于较低增速；3）债券投资中的主要部分是可供出售的金融资产，主要是一般债券的投资，上半年债券收益率持续下行，债券投资减仓大于建仓，导致这一部分资产同比增速下滑。

**表 3：上市银行生息资产结构变动**

	生息资产结构 1H2021				生息资产结构 1H2021 较 2020 变动				生息资产结构 1H2021 较 1Q2021 变动			
	现金及存放中央银行款项	同业资产	贷款	债券投资	现金及存放中央银行款项	同业资产	贷款	债券投资	现金及存放中央银行款项	同业资产	贷款	债券投资
工商银行	10.7%	6.0%	57.2%	26.0%	-0.3%	0.3%	0.7%	-0.7%	-0.1%	0.2%	0.2%	-0.2%
建设银行	9.6%	5.2%	60.3%	24.9%	-0.7%	0.0%	1.1%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	0.5%	0.2%
农业银行	8.5%	6.2%	56.8%	28.5%	-0.7%	-0.5%	2.1%	-0.9%	-0.4%	-1.4%	1.4%	0.4%
中国银行	9.2%	8.1%	59.7%	23.1%	-0.1%	0.9%	0.1%	-1.0%	0.0%	-0.5%	0.6%	-0.2%
交通银行	7.3%	6.4%	56.0%	30.2%	-0.6%	0.9%	0.7%	-1.0%	0.2%	-0.5%	0.3%	0.0%
邮储银行	10.4%	6.1%	49.6%	33.9%	-0.5%	1.2%	0.4%	-1.1%	-0.3%	1.0%	0.6%	-1.3%
招商银行	6.7%	8.3%	60.2%	24.9%	-0.1%	0.6%	0.3%	-0.9%	-0.2%	1.5%	-0.7%	-0.6%
兴业银行	5.1%	7.1%	52.3%	35.5%	-0.4%	1.7%	1.3%	-2.6%	-0.6%	1.6%	-0.5%	-0.5%
民生银行	6.2%	4.9%	58.8%	30.2%	0.1%	0.4%	1.5%	-2.0%	0.9%	0.5%	0.1%	-1.5%
浦发银行	5.3%	6.5%	59.3%	28.9%	-1.1%	1.0%	1.3%	-1.2%	-0.4%	1.6%	-0.1%	-1.0%

中信银行	5.8%	4.4%	60.4%	29.4%	-0.2%	-1.3%	0.7%	0.7%	0.2%	-0.3%	0.6%	-0.5%
平安银行	7.2%	5.7%	61.5%	25.6%	0.6%	-0.7%	0.9%	-0.9%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.1%
光大银行	6.8%	3.6%	57.4%	32.2%	-0.2%	0.6%	0.0%	-0.4%	0.0%	1.3%	-0.5%	-0.8%
华夏银行	5.6%	2.8%	61.1%	30.5%	-0.5%	0.4%	-0.4%	0.5%	0.1%	0.4%	-0.6%	0.1%
浙商银行	6.5%	5.4%	60.1%	28.0%	-0.6%	0.1%	-0.2%	0.6%	-0.1%	1.1%	-1.7%	0.7%
北京银行	6.5%	6.1%	53.9%	33.5%	0.5%	0.4%	0.3%	-1.2%	0.4%	0.1%	0.3%	-0.7%
南京银行	6.3%	3.1%	45.7%	45.0%	-0.4%	-1.5%	1.5%	0.3%	-0.4%	-0.5%	0.1%	0.8%
宁波银行	5.7%	1.6%	43.7%	49.0%	-0.6%	0.1%	2.9%	-2.4%	-0.3%	0.4%	0.4%	-0.5%
江苏银行	6.4%	4.3%	52.5%	36.8%	-0.1%	0.0%	0.8%	-0.7%	0.1%	-1.1%	1.5%	-0.5%
贵阳银行	7.5%	2.8%	42.5%	47.1%	-0.1%	-0.2%	2.5%	-2.1%	0.9%	-1.6%	1.5%	-0.8%
上海银行	6.6%	8.4%	44.8%	40.2%	0.4%	-0.1%	0.3%	-0.6%	0.0%	-0.6%	0.1%	0.5%
杭州银行	6.5%	6.0%	40.7%	46.7%	-1.6%	0.1%	0.5%	1.0%	-0.7%	-0.2%	-0.3%	1.2%
江阴银行	7.2%	1.3%	61.2%	30.3%	0.1%	0.2%	5.8%	-6.2%	0.8%	0.2%	3.6%	-4.6%
苏农银行	7.3%	5.9%	57.2%	29.6%	-0.4%	-0.4%	0.9%	-0.1%	-0.4%	1.4%	0.8%	-1.8%
无锡银行	6.6%	2.1%	56.3%	35.0%	-0.7%	0.0%	1.8%	-1.1%	0.3%	0.1%	0.6%	-1.0%
张家港行	6.5%	0.6%	59.3%	33.6%	-0.8%	-2.0%	0.8%	2.0%	-0.9%	-0.3%	0.6%	0.6%
常熟银行	6.7%	2.2%	64.5%	26.6%	-1.3%	1.1%	2.6%	-2.4%	-0.4%	-0.2%	4.6%	-4.0%
成都银行	8.0%	7.0%	45.6%	39.5%	-1.7%	0.2%	3.3%	-1.7%	-0.4%	-2.9%	2.6%	0.7%
郑州银行	5.7%	2.3%	49.0%	43.0%	-1.4%	-0.4%	4.1%	-2.2%	0.5%	0.4%	1.3%	-2.2%
长沙银行	6.3%	2.6%	44.7%	46.5%	-1.6%	0.9%	1.0%	-0.3%	-0.4%	0.5%	0.4%	-0.5%
紫金银行	5.5%	9.9%	58.2%	26.4%	-0.4%	0.7%	3.6%	-4.0%	-0.3%	-0.2%	3.3%	-2.8%
青岛银行	9.7%	2.8%	47.6%	39.9%	-1.0%	0.0%	1.6%	-0.6%	1.6%	-0.2%	-1.4%	0.0%
西安银行	10.8%	4.0%	78.8%	6.5%	-0.8%	-1.2%	0.3%	1.8%	-0.3%	-0.1%	0.2%	0.3%
苏州银行	5.6%	5.3%	48.0%	41.2%	-0.4%	0.9%	-2.1%	1.5%	-0.6%	-0.9%	0.9%	0.5%
青农商行	5.9%	5.7%	53.1%	35.3%	-0.2%	-1.2%	0.7%	0.8%	0.0%	0.5%	-0.7%	0.2%
渝农商行	5.4%	10.8%	44.7%	39.2%	-0.4%	-1.6%	1.2%	0.8%	-0.4%	-1.0%	0.6%	0.8%
瑞丰银行	6.4%	6.6%	60.1%	26.9%	-4.3%	1.3%	1.7%	1.3%	-2.5%	2.8%	0.5%	-0.8%
厦门银行	10.8%	6.6%	52.1%	30.5%	0.7%	-0.8%	3.1%	-3.1%	2.0%	-0.6%	0.3%	-1.6%
齐鲁银行	8.1%	1.1%	50.1%	40.7%	-1.7%	-0.6%	2.8%	-0.5%	-0.3%	-0.7%	1.4%	-0.3%
重庆银行	5.8%	10.9%	50.4%	33.0%	-0.6%	1.3%	1.0%	-1.7%	0.0%	0.7%	0.4%	-1.1%
上市银行加总	8.3%	6.1%	57.0%	28.7%	-0.4%	0.3%	0.9%	-0.8%	-0.1%	0.0%	0.4%	-0.2%
国有行加总	9.5%	6.3%	57.5%	26.8%	-0.5%	0.3%	1.0%	-0.8%	-0.2%	-0.4%	0.6%	-0.1%
股份行加总	6.0%	5.7%	58.6%	29.6%	-0.2%	0.4%	0.8%	-0.9%	0.0%	0.9%	-0.2%	-0.6%
城商行加总	6.6%	4.9%	48.0%	40.5%	-0.3%	0.0%	1.1%	-0.7%	0.0%	-0.5%	0.5%	0.0%
农商行加总	5.9%	7.3%	51.9%	34.9%	-0.5%	-0.9%	1.7%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	1.1%	-0.5%

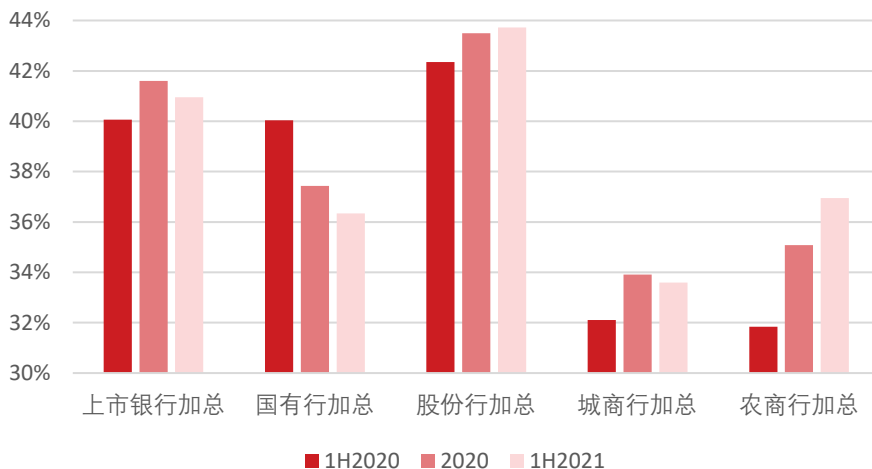
数据来源：公司公告，东方证券研究所

从贷款结构来看，2021 上半年部分银行将票据贴现与对公贷款合并披露，所以我们考察个人贷款占比变动情况，去年年中到现在，零售占比先升后降，不同银行分化明显。国有行零售占比持续下降，主要助力疫后经济复苏，支持企业贷款；股份行和农商行零售占比不断提升，股份行有意



优化资产结构，扩大财富管理规模，以招商银行、平安银行等为代表，大力发展零售业务，农商行则是因为网点下沉、零售基础好，在疫情影响零售业务后，有了进一步恢复；城商行整体保持稳定，不同城商行之间也存在差异，加总后会抵消一部分差异。

图 4：上市银行个人贷款占比变动



数据来源：公司公告，东方证券研究所

个人贷款结构中，住房按揭贷款仍是各大银行的个人贷款的主要投放方向，提供了较大体量的优质资产。上半年住房贷款占比总体趋稳，受疫情反复的影响，银行上半年信用卡、消费贷占比均下降，对于民营企业的贷款支持仍然持续，占比稳步提升。1) 住房按揭贷款：城商行是住房按揭贷款增加的主要银行 2) 信用卡：主因国有行和股份行等大行受疫情影响延缓了信用卡扩张速度 3) 消费贷款：疫情后农村劳动力重新返城复工，农商行消费贷款占比下降最为显著 4) 经营贷款：国有行和股份行持续加大经营贷款投放，用以支持民营企业经营。

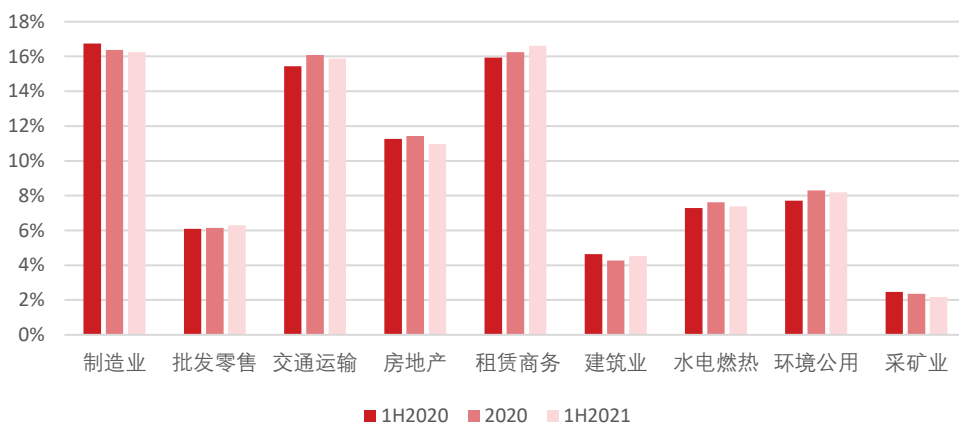
表 4：上市银行个人贷款中各分项占比

	住房贷款			信用卡			消费贷款			经营性贷款		
	1H2020	2020	1H2021	1H2020	2020	1H2021	1H2020	2020	1H2021	1H2020	2020	1H2021
上市银行平均	48.4%	49.1%	49.2%	14.9%	13.5%	12.3%	22.6%	18.8%	19.0%	22.9%	23.9%	24.0%
国有行平均	73.9%	73.3%	72.4%	12.2%	11.5%	10.7%	5.4%	7.1%	6.0%	9.1%	9.3%	10.7%
股份行平均	43.9%	45.3%	44.9%	29.4%	28.5%	26.2%	10.7%	12.4%	9.8%	16.4%	17.5%	18.3%
城商行平均	47.3%	49.5%	49.1%	5.6%	5.3%	5.8%	33.0%	27.2%	31.1%	16.3%	18.0%	16.2%
农商行平均	42.2%	41.5%	42.9%	1.7%	2.1%	2.7%	20.9%	15.4%	12.0%	42.0%	41.7%	42.2%

数据来源：公司公告，东方证券研究所（仅包含披露相关数据的银行，由于各银行口径划分问题，造成各项平均值加总不等于 100%）

对公贷款中，2021 上半年制造业、采矿业、房地产占比继续下行，但批发零售业和租赁商务业贷款占比提升，其他行业基本保持稳定。近年来，由于制造业、批发零售业和采矿业不良率较高，银行对公贷款持续降低制造业和采矿业比重，批发零售同经营贷款一样，因疫后支持有所增加，但整体占比较低且规模稳定。其他行业资产质量较好且占比整体小幅上升，有利于信贷结构的未来预期。

图 5：上市银行对公贷款行业分布



数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 1.3. 资产质量：不良显著降低，拨备持续增厚

2021 上半年上市银行总体不良率连续向好，主要原因是信贷结构的优化，包括零售贷款占比的升高以及对公中不良率较高的贷款减少。各类银行不良率均有所优化，其中农商行优化最为明显，总体不良率半年优化了 10%，国有行和城商行分别优化了 7%。

上市银行拨备明显增厚，抵御风险能力较强，主因上半年业绩显著提升。2021 上半年上市银行平均拨备覆盖率较一季度和年初均有提升，达到 289%。其中，农商行平均拨备覆盖率提升非常显著，上半年共增加 48pct，股份行、城商行和国有行的评级拨备覆盖率也均得到了明显提升。

表 5：上市银行不良率及拨备变化

	不良贷款率			拨备覆盖率		
	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021
工商银行	158%	158%	154%	181%	183%	192%
建设银行	156%	156%	153%	214%	215%	222%
农业银行	157%	153%	150%	261%	265%	275%
中国银行	146%	130%	130%	178%	190%	184%
交通银行	167%	164%	160%	144%	143%	149%
邮储银行	0.88%	0.86%	0.83%	408%	417%	421%
招商银行	1.07%	1.02%	1.01%	438%	439%	439%

兴业银行	1.25%	1.18%	1.15%	219%	248%	257%
民生银行	1.82%	1.80%	1.80%	139%	141%	143%
浦发银行	1.73%	1.66%	1.64%	153%	154%	151%
中信银行	1.50%	1.50%	1.64%	172%	186%	189%
平安银行	1.18%	1.10%	1.08%	201%	245%	260%
光大银行	1.38%	1.37%	1.36%	183%	184%	184%
华夏银行	1.80%	1.79%	1.78%	147%	162%	157%
浙商银行	1.42%	1.53%	1.50%	191%	175%	180%
北京银行	1.57%	1.46%	1.45%	216%	226%	228%
南京银行	0.91%	0.91%	0.91%	392%	394%	395%
宁波银行	0.79%	0.79%	0.79%	506%	509%	510%
江苏银行	1.32%	1.24%	1.16%	256%	277%	282%
贵阳银行	1.53%	1.52%	1.51%	277%	274%	283%
上海银行	1.22%	1.21%	1.19%	321%	323%	324%
杭州银行	1.07%	1.05%	0.98%	470%	499%	530%
江阴银行	1.79%	1.52%	1.48%	224%	274%	284%
苏农银行	1.28%	1.25%	1.14%	305%	319%	360%
无锡银行	1.10%	0.98%	0.93%	356%	404%	438%
张家港行	1.17%	1.12%	0.98%	308%	341%	417%
常熟银行	0.96%	0.95%	0.90%	485%	488%	522%
成都银行	1.37%	1.19%	1.10%	293%	333%	371%
郑州银行	2.08%	2.04%	1.97%	160%	163%	158%
长沙银行	1.21%	1.21%	1.20%	293%	292%	297%
紫金银行	1.68%	1.68%	1.67%	220%	215%	218%
青岛银行	1.51%	1.51%	1.49%	170%	174%	175%
西安银行	1.20%	1.19%	1.19%	269%	273%	263%
苏州银行	1.38%	1.27%	1.22%	292%	337%	369%
青农商行	1.46%	1.44%	1.62%	279%	253%	272%
渝农商行	1.31%	1.29%	1.28%	315%	306%	313%
瑞丰银行	1.32%	-	1.29%	234%	-	248%
厦门银行	0.98%	0.98%	0.92%	368%	350%	365%
齐鲁银行	1.43%	-	1.39%	215%	217%	220%
重庆银行	1.27%	1.27%	1.35%	309%	307%	248%
上市银行平均	1.38%	1.34%	1.32%	266%	278%	289%
国有行平均	1.45%	1.41%	1.38%	231%	236%	241%
股份行平均	1.47%	1.43%	1.43%	206%	220%	223%
城商行平均	1.33%	1.29%	1.26%	287%	296%	300%
农商行平均	1.35%	1.28%	1.25%	311%	328%	359%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

资产质量的边际值、预期值、确认和延后情况均在好转。上市银行上半年总体年化不良贷款生成率明显降低，2020年全年较年中有所增加后，今年上半年得到显著好转，股份行、城商行和农商行的年化不良生成率大幅降低。除农商行外，不良/逾期90天以上贷款比例整体提升，不良确认仍较严格，农商行出现下降且影响上市银行平均水平。上半年上市银行平均关注率也下降明显，资产质量呈现优化预期。除国有行，其他类型银行逾期90天以上贷款生成率较均有下降，资产质量风险不存在延后，国有行逾期90天以上贷款生成率也低于去年同期。

**表 6：上市银行资产质量主要指标变化**

	年化实际不良贷款生成率			不良/逾期 90 天以上贷款			关注类贷款占比			逾期 90 天以上贷款生成率		
	1H2020	2020	1H2021	1H2020	2020	1H2021	1H2020	2020	1H2021	1H2020	2020	1H2021
工商银行	1.13%	1.00%	0.62%	162%	174%	152%	2.41%	2.21%	1.93%	0.56%	0.60%	0.83%
建设银行	1.86%	0.67%	1.63%	191%	204%	201%	2.99%	2.95%	2.80%	1.48%	0.39%	1.56%
农业银行	1.97%	1.36%	1.79%	172%	202%	226%	2.09%	2.01%	1.57%	1.80%	1.04%	1.56%
中国银行	0.62%	0.69%	0.63%	152%	166%	201%	1.94%	1.87%	1.53%	0.78%	0.66%	0.38%
交通银行	1.57%	1.34%	0.92%	125%	151%	148%	1.78%	1.41%	1.38%	1.47%	1.04%	0.91%
邮储银行	0.47%	0.39%	0.22%	148%	158%	155%	0.53%	0.53%	0.48%	0.39%	0.30%	0.23%
招商银行	1.29%	1.26%	0.95%	125%	131%	132%	0.99%	0.81%	0.70%	0.91%	0.88%	0.61%
兴业银行	0.68%	1.51%	0.29%	117%	119%	130%	1.67%	1.37%	1.35%	1.59%	1.43%	0.40%
民生银行	1.96%	2.26%	1.28%	125%	135%	125%	3.13%	2.98%	2.86%	1.61%	1.93%	1.47%
浦发银行	1.69%	1.63%	1.59%	115%	119%	116%	2.80%	2.58%	2.26%	2.63%	2.04%	1.66%
中信银行	1.73%	1.86%	1.20%	115%	151%	126%	2.55%	2.01%	2.16%	2.04%	1.64%	1.64%
平安银行	1.60%	1.86%	0.96%	124%	100%	137%	1.86%	1.11%	0.96%	1.81%	2.57%	0.52%
光大银行	1.84%	1.97%	1.76%	127%	125%	117%	2.19%	2.15%	1.90%	1.75%	1.97%	1.90%
华夏银行	2.10%	1.75%	1.41%	135%	122%	117%	3.50%	3.43%	3.27%	1.53%	1.63%	1.54%
浙商银行	1.09%	1.11%	1.28%	125%	113%	113%	2.15%	1.74%	1.64%	0.95%	1.15%	1.25%
北京银行	0.93%	1.12%	0.67%	117%	106%	121%	1.27%	1.14%	0.96%	1.59%	1.58%	0.32%
南京银行	0.95%	1.07%	0.80%	124%	131%	107%	1.33%	1.21%	1.11%	0.80%	0.95%	1.09%
宁波银行	0.68%	0.70%	0.48%	117%	121%	114%	0.59%	0.50%	0.39%	0.55%	0.60%	0.53%
江苏银行	0.35%	0.93%	0.33%	120%	147%	147%	1.83%	1.36%	1.25%	0.38%	0.63%	0.15%
贵阳银行	1.11%	2.09%	0.82%	105%	163%	91%	2.74%	2.41%	2.87%	0.79%	1.35%	2.33%
上海银行	0.74%	1.47%	0.07%	102%	94%	91%	1.95%	1.91%	1.86%	0.84%	1.72%	0.32%
杭州银行	0.15%	0.57%	0.18%	112%	169%	145%	0.99%	0.58%	0.49%	0.22%	-0.15%	0.39%
江阴银行	2.72%	2.62%	0.22%	130%	165%	115%	1.94%	1.02%	0.96%	2.15%	2.32%	0.67%
苏农银行	1.12%	1.18%	0.37%	214%	319%	362%	3.94%	3.26%	2.87%	0.84%	0.75%	0.31%
无锡银行	0.99%	0.55%	-0.07%	256%	147%	113%	0.32%	0.40%	0.39%	0.28%	0.55%	0.38%
张家港行	2.03%	1.73%	0.53%	227%	301%	159%	2.18%	1.70%	1.62%	1.54%	1.43%	1.13%
常熟银行	0.70%	0.73%	0.31%	124%	148%	140%	1.34%	1.17%	0.96%	1.13%	0.73%	0.16%
成都银行	0.49%	0.48%	-0.01%	116%	114%	113%	0.80%	0.68%	0.64%	0.50%	0.49%	0.02%
郑州银行	2.21%	2.68%	1.34%	82%	104%	108%	2.14%	2.03%	2.18%	4.30%	2.84%	0.43%
长沙银行	1.08%	1.33%	1.34%	142%	141%	129%	3.08%	2.71%	2.56%	1.17%	1.35%	1.46%

紫金银行	0.86%	1.14%	0.44%	134%	225%	148%	1.34%	1.11%	1.14%	0.90%	0.58%	1.09%
青岛银行	1.63%	1.24%	1.08%	145%	161%	167%	2.15%	1.47%	1.08%	1.67%	1.18%	0.87%
西安银行	0.56%	0.76%	0.84%	103%	104%	121%	2.63%	2.78%	3.37%	0.58%	0.75%	0.52%
苏州银行	0.45%	1.35%	0.00%	142%	136%	128%	2.04%	1.37%	1.11%	0.20%	1.22%	0.14%
青农商行	1.12%	1.70%	1.17%	122%	178%	131%	5.62%	4.83%	3.65%	1.26%	1.34%	1.61%
渝农商行	2.19%	1.53%	2.76%	187%	158%	173%	2.41%	2.36%	2.27%	1.52%	1.30%	2.54%
瑞丰银行	-8.38%	0.54%	0.90%	-	227%	177%	-	0.00%	0.00%	-	1.63%	2.31%
厦门银行	2.49%	1.40%	0.32%	-	126%	137%	0.00%	0.00%	0.00%	-	1.16%	0.17%
齐鲁银行	-2.85%	0.24%	0.65%	-	186%	178%	-	0.01%	0.01%	-	0.86%	1.97%
重庆银行	3.98%	2.79%	2.45%	-	124%	115%	0.12%	0.11%	0.10%	-	2.46%	2.57%
上市银行平均	1.21%	1.32%	0.78%	137%	153%	141%	2.08%	1.79%	1.66%	1.23%	1.18%	0.87%
国有行平均	1.27%	0.91%	0.97%	158%	176%	181%	1.96%	1.83%	1.62%	1.08%	0.67%	0.91%
股份行平均	1.61%	1.76%	1.18%	123%	125%	125%	2.34%	2.06%	1.93%	1.73%	1.76%	1.22%
城商行平均	1.07%	1.17%	0.82%	118%	123%	122%	1.75%	1.57%	1.54%	1.39%	1.22%	0.66%
农商行平均	1.36%	1.38%	0.42%	173%	212%	167%	2.38%	1.93%	1.66%	1.16%	1.10%	0.76%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

#### 1.4. 风险分析：核心一级资本充足率下降，释放拨备进行内生补充的预期显现

上市银行各类资本充足率均出现下降，其中核心一级资本充足率跌至 10% 以下，值得警惕。相比于 2021 上半年较好的业绩，上市银行资本金并未持续向好，如我们近期报告《核心一级资本压力加大，净利润释放预期强化》中所述，上市银行因为持续让利、计提拨备以及外源性补充困难，导致各类资本金均出现了下降情况，有望进一步释放拨备以补充各类资本金。分结构来看，股份行和城商行核心一级资本充足率处于低位，部分银行接近红线，值得注意，相较于其他资本，核心一级资本补充困难，目前适合通过净利润进行内生性补充。

表 7：上市银行各类资本充足率

	核心一级资本充足率			一级资本充足率			资本充足率		
	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021
工商银行	13.2%	13.3%	12.9%	14.3%	14.4%	14.3%	16.9%	17.0%	17.0%
建设银行	13.6%	13.4%	13.2%	14.2%	14.0%	13.8%	17.1%	16.7%	16.6%
农业银行	11.0%	11.0%	10.9%	12.9%	12.8%	12.7%	16.6%	16.4%	16.2%
中国银行	11.3%	11.1%	10.8%	13.2%	12.8%	12.7%	16.2%	15.7%	15.6%
交通银行	10.9%	10.9%	10.6%	12.9%	12.8%	13.1%	15.3%	15.0%	15.3%
邮储银行	9.6%	9.9%	9.7%	11.9%	12.6%	12.4%	13.9%	14.5%	14.3%
招商银行	12.3%	12.2%	11.9%	14.0%	13.8%	13.5%	16.5%	16.2%	16.0%
兴业银行	9.3%	9.4%	9.2%	10.9%	10.9%	10.6%	13.5%	13.4%	12.6%
民生银行	8.5%	8.6%	8.5%	9.8%	9.9%	10.3%	13.0%	13.0%	13.4%

浦发银行	9.5%	9.5%	9.4%	11.5%	11.5%	11.4%	14.6%	14.4%	14.3%
中信银行	8.7%	8.6%	8.6%	10.2%	10.0%	10.7%	13.0%	12.7%	13.5%
平安银行	8.7%	8.7%	8.5%	10.9%	10.8%	10.6%	13.3%	13.2%	12.6%
光大银行	9.0%	9.0%	8.8%	11.8%	11.7%	11.4%	13.9%	13.7%	13.5%
华夏银行	8.8%	8.7%	8.6%	11.2%	11.0%	10.9%	13.1%	13.0%	12.9%
浙商银行	8.8%	8.8%	8.4%	9.9%	9.9%	9.5%	12.9%	12.9%	12.4%
北京银行	9.4%	9.4%	9.2%	10.3%	10.2%	10.0%	11.5%	11.4%	11.2%
南京银行	10.0%	9.7%	9.8%	11.0%	10.6%	10.7%	14.8%	13.2%	13.3%
宁波银行	9.5%	9.4%	9.4%	10.9%	10.7%	10.6%	14.8%	14.5%	14.7%
江苏银行	9.3%	8.8%	8.5%	11.9%	11.2%	10.8%	14.5%	13.7%	13.2%
贵阳银行	9.3%	9.5%	10.4%	10.5%	10.7%	11.5%	12.9%	13.0%	13.8%
上海银行	9.3%	9.1%	9.0%	10.5%	10.2%	10.0%	12.9%	12.5%	12.3%
杭州银行	8.5%	8.4%	8.4%	10.8%	10.5%	10.5%	14.4%	14.0%	13.9%
江阴银行	13.3%	12.9%	12.2%	13.4%	12.9%	12.2%	14.5%	14.0%	13.4%
苏农银行	11.4%	10.7%	10.7%	11.4%	10.7%	10.7%	13.5%	12.7%	13.2%
无锡银行	9.0%	8.8%	8.6%	10.2%	9.9%	10.0%	15.2%	14.2%	14.3%
张家港行	10.4%	9.9%	9.5%	10.4%	9.9%	11.3%	13.8%	13.2%	14.5%
常熟银行	11.1%	10.7%	10.2%	11.1%	10.7%	10.2%	13.5%	12.5%	12.0%
成都银行	9.3%	8.8%	8.2%	10.7%	10.0%	9.4%	14.2%	13.4%	12.7%
郑州银行	8.9%	9.1%	9.2%	10.9%	11.0%	11.0%	12.9%	13.3%	13.0%
长沙银行	8.6%	9.7%	9.5%	10.0%	10.9%	10.7%	13.6%	14.4%	13.6%
紫金银行	11.2%	10.2%	10.0%	11.2%	10.2%	10.0%	16.8%	15.3%	15.1%
青岛银行	8.4%	8.4%	8.3%	11.3%	11.3%	11.1%	14.1%	15.6%	15.9%
西安银行	12.4%	12.3%	12.0%	12.4%	12.3%	12.0%	14.5%	14.4%	14.1%
苏州银行	11.3%	10.6%	10.5%	11.3%	10.7%	10.5%	14.2%	13.4%	13.2%
青农商行	9.7%	9.5%	9.1%	10.5%	10.8%	10.8%	12.3%	12.6%	12.6%
渝农商行	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	14.3%	14.3%	14.3%
瑞丰银行	14.7%	-	14.6%	14.7%	-	14.7%	18.3%	-	18.1%
厦门银行	11.3%	10.9%	10.6%	12.0%	12.4%	12.0%	14.5%	14.8%	14.4%
齐鲁银行	9.5%	9.1%	9.8%	11.6%	12.0%	12.6%	15.0%	15.2%	14.9%
重庆银行	8.4%	9.1%	9.0%	9.6%	10.2%	10.1%	12.5%	12.8%	12.6%
上市银行平均	10.1%	10.0%	9.8%	11.4%	11.3%	11.2%	14.2%	14.0%	13.9%
国有行平均	11.6%	11.6%	11.4%	13.2%	13.2%	13.2%	16.0%	15.9%	15.8%
股份行平均	9.4%	9.3%	9.2%	11.3%	11.2%	11.2%	13.9%	13.7%	13.6%
城商行平均	9.6%	9.6%	9.5%	10.9%	10.9%	10.7%	13.8%	13.8%	13.6%
农商行平均	10.9%	10.4%	10.1%	11.2%	10.7%	10.7%	14.2%	13.5%	13.6%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2. 利润：拨备释放，非息由负转正，息差整体趋稳

### 2.1. 利润分析：拨备影响关键，净利润因其释放而大增

2021年上半年上市银行加总归母净利润同比增速为12.97%，为近年来最高水平，主要原因在于去年同期受疫情和让利影响造成的较低基数以及近年上半年银行业绩稳定且资产质量向好。2021年上半年上市银行加总归母净利润同比增速较一季度上升了8.35%，较去年底上升了12.30%。各类银行中，股份行和农商行增速提升明显，由去年底的负增长转正。

2021年上半年拨备前利润同比较一季度有所上升，较去年底有所下降，总体保持稳健。对比归母净利润增速和PPOP增速发现，利润增长主要来源于拨备的累计和释放，去年受疫情和让利的影 响，累计了较厚拨备，如我们近期报告所述，今年各银行有进一步释放拨备补充核心净资本的内生性需求。分类型看，国有行和城商行PPOP较为稳定，股份行和农商行主要受信贷扩张放缓影响，一季度增速略低，二季度恢复稳定。

表 8：上市银行归母净利及 PPOP 情况

	归母净利润规模（百万元）			归母净利润同比			拨备前利润同比		
	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021
工商银行	315906	85730	163473	1.18%	1.46%	9.87%	4.31%	2.84%	5.57%
建设银行	271050	83115	153300	1.62%	2.80%	11.39%	7.48%	3.37%	4.42%
农业银行	215925	65861	122278	1.80%	2.61%	12.35%	6.38%	3.79%	7.55%
中国银行	192870	53989	112813	2.92%	2.67%	11.79%	3.54%	3.16%	2.98%
交通银行	78274	21946	42019	1.28%	2.31%	15.10%	5.97%	10.20%	9.08%
邮储银行	64199	21201	41010	5.36%	5.51%	21.84%	0.33%	7.27%	8.28%
招商银行	97342	32015	61150	4.82%	15.18%	22.82%	5.31%	9.11%	14.16%
兴业银行	66626	23853	40112	1.15%	13.67%	23.08%	14.82%	9.47%	8.46%
民生银行	34309	14747	26556	-36.25%	-11.43%	-6.67%	3.04%	-16.05%	-13.15%
浦发银行	58325	18697	29838	-0.99%	7.70%	3.05%	1.19%	-15.00%	-7.39%
中信银行	48980	15641	29031	2.01%	8.22%	13.66%	5.26%	-1.32%	2.29%
平安银行	28928	10132	17583	2.60%	18.53%	28.55%	12.01%	10.03%	8.10%
光大银行	37824	11515	22436	1.26%	6.32%	22.18%	8.42%	3.00%	5.92%
华夏银行	21275	5355	10980	-2.88%	10.64%	17.60%	16.72%	-2.02%	-1.68%
浙商银行	12309	4576	6851	-4.76%	1.07%	1.12%	3.23%	-2.61%	0.06%
北京银行	21484	6898	12583	0.20%	3.46%	9.28%	3.15%	-6.85%	-4.16%
南京银行	13101	4099	8454	5.20%	9.30%	17.07%	4.44%	-2.61%	13.32%
宁波银行	15050	4735	9519	9.74%	18.32%	21.38%	10.62%	21.02%	24.44%
江苏银行	15066	5225	10199	3.06%	22.79%	25.20%	19.03%	21.45%	26.46%
贵阳银行	5922	1572	2922	2.10%	4.39%	3.23%	13.38%	-18.83%	-12.75%
上海银行	20885	5554	12278	2.89%	6.04%	10.30%	3.09%	3.96%	7.23%
杭州银行	7136	2518	5007	8.09%	16.33%	23.07%	19.58%	16.21%	15.52%
江阴银行	1057	228	471	4.36%	8.61%	15.40%	-1.33%	-9.38%	-7.04%

苏农银行	951	254	695	4.19%	4.78%	17.19%	9.72%	-4.38%	2.25%
无锡银行	1312	363	783	4.96%	5.96%	15.81%	14.00%	4.66%	11.85%
张家港行	1001	334	596	4.87%	14.20%	20.90%	8.71%	5.05%	2.02%
常熟银行	1803	534	1001	1.01%	4.84%	15.52%	-5.41%	4.86%	7.95%
成都银行	6025	1669	3389	8.53%	18.10%	23.11%	18.79%	20.11%	27.94%
郑州银行	3168	1125	2454	-3.58%	2.76%	1.49%	14.28%	-17.08%	-11.43%
长沙银行	5338	1611	3481	5.08%	5.07%	21.18%	7.31%	-2.06%	19.70%
紫金银行	1441	330	749	1.72%	2.18%	2.72%	-5.31%	-32.89%	-24.64%
青岛银行	2394	645	1798	4.78%	16.34%	17.45%	6.44%	-5.38%	-18.09%
西安银行	2756	708	1418	3.05%	-8.04%	5.21%	4.56%	5.53%	5.59%
苏州银行	2572	890	1740	4.00%	14.74%	16.14%	13.52%	4.58%	-2.18%
青农商行	2960	913	1664	4.77%	6.96%	12.14%	11.98%	-9.56%	9.91%
渝农商行	8401	3248	5733	-13.92%	5.48%	10.62%	7.89%	6.14%	8.42%
瑞丰银行	1105	251	519	6.40%	7.19%	12.75%	4.87%	-4.37%	1.44%
厦门银行	1823	538	1071	6.53%	7.39%	12.61%	23.63%	-25.12%	-18.75%
齐鲁银行	2519	753	1472	7.74%	8.21%	11.93%	8.89%	14.17%	18.13%
重庆银行	4424	1434	2659	5.14%	4.11%	4.47%	10.56%	6.96%	8.21%
上市银行加总	1683966	511827	966362	0.67%	4.62%	12.97%	6.11%	2.51%	4.90%
国有行加总	1138224	331842	634893	1.93%	2.53%	12.11%	5.22%	3.90%	5.64%
股份行加总	405918	136531	244537	-3.32%	8.37%	14.55%	7.20%	-0.54%	2.48%
城商行加总	120897	37250	75240	3.97%	10.45%	15.45%	9.28%	4.08%	8.86%
农商行加总	18926	6204	11692	-4.97%	6.01%	12.08%	6.20%	-1.66%	4.70%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2.2. 归因分析：规模扩张仍为主动力，息差趋稳

对利润表各主要成分贡献度进行拆解，使得总和增速等于净利润增速，可以发现生息资产、净息差、资产减值和非息收入贡献较大。利润增长的主要来源是生息资产的扩张，从2021年一季度到二季度，生息资产的扩张速度逐渐放缓，主因国有行和股份行生息资产扩张增速下滑显著。净息差整体贡献度并不高，国有行净利润受净息差影响微弱，股份行和城商行因净息差增加而利好，农商行则相反。资产减值恰好体现了2020年疫情加让利，2021年资产质量向好推升利润的特征。非息收入贡献度整体呈下滑状态，股份行和城商行受其影响较为明显。

表 9：上市银行净利润驱动因素分解

	生息资产			净息差			资产减值		
	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021
上市银行加总	10.91%	9.26%	8.94%	1.38%	1.46%	1.73%	-6.58%	1.84%	8.76%
国有行加总	9.80%	8.55%	8.34%	-0.18%	-0.30%	0.59%	-4.51%	-1.89%	7.36%
股份行加总	12.56%	10.01%	9.28%	5.02%	5.40%	4.67%	-11.39%	8.82%	12.05%

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。



	15.37%	12.26%	12.34%	4.81%	5.46%	3.48%	-6.17%	9.26%	8.40%
城商行加总									
农商行加总	11.43%	13.11%	13.23%	-5.65%	-6.84%	-6.75%	-15.43%	4.88%	6.12%
	非息收入			营业成本			税收和营业外收支		
	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021
上市银行加总	-6.81%	-6.98%	-4.77%	0.64%	-1.23%	-1.00%	1.05%	0.19%	-0.92%
国有行加总	-5.07%	-3.81%	-2.67%	0.66%	-0.54%	-0.62%	1.07%	0.46%	-1.25%
股份行加总	-10.70%	-13.74%	-9.93%	0.32%	-2.21%	-1.55%	0.84%	-0.03%	0.05%
城商行加总	-11.65%	-11.69%	-5.30%	0.75%	-1.95%	-1.66%	1.14%	-2.90%	-1.88%
农商行加总	-0.50%	-5.09%	-0.49%	0.91%	-2.84%	-1.29%	4.28%	2.75%	1.68%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 2.3. 净息差：下行企稳，但仍有压力

净息差 2020 年年末小幅上行后，今年持续下行，农商行持续下行，下行幅度较大。2021 年上半年上市银行平均净息差较一季度下降 0.02%。其中国有行平均净息差下降 0.01%，股份行下降 0.04%，城商行下降 0.03%，农商行下降 0.01%，降幅整体企稳。受疫后恢复进入尾声且信用需求降低，流动性自 2021 年初开始收缩，年中政策性降准，目前净息差有所企稳。

表 10：上市银行净息差变动情况

	3Q2020	2020	1Q2021	1H2021
工商银行	2.10%	2.15%	2.14%	2.12%
建设银行	2.13%	2.19%	2.13%	2.13%
农业银行	2.83%	2.20%	2.81%	2.12%
中国银行	1.81%	1.85%	1.78%	1.76%
交通银行	1.56%	1.57%	1.54%	1.55%
邮储银行	2.40%	2.42%	2.40%	2.37%
招商银行	2.51%	2.49%	2.52%	2.49%
兴业银行	1.62%	2.36%	1.93%	2.32%
民生银行	2.40%	2.14%	2.10%	2.02%
浦发银行	1.74%	2.02%	1.75%	1.84%
中信银行	2.00%	2.26%	2.01%	2.09%
平安银行	2.56%	2.53%	2.87%	2.83%
光大银行	3.11%	2.29%	2.90%	2.20%
华夏银行	2.33%	2.59%	2.45%	2.41%
浙商银行	1.97%	2.19%	2.07%	2.27%
北京银行	1.84%	1.92%	1.77%	1.84%
南京银行	1.83%	1.86%	1.96%	1.91%
宁波银行	1.86%	2.30%	2.55%	2.33%
江苏银行	1.61%	2.14%	1.87%	2.29%

贵阳银行	2.50%	2.52%	2.23%	2.26%
上海银行	1.77%	1.82%	1.73%	1.73%
杭州银行	1.97%	1.98%	1.83%	1.93%
江阴银行	2.14%	2.19%	1.85%	2.18%
苏农银行	2.41%	2.50%	2.27%	2.20%
无锡银行	1.93%	2.07%	1.84%	1.96%
张家港行	2.81%	2.74%	2.46%	2.41%
常熟银行	3.11%	3.18%	2.80%	3.02%
成都银行	1.90%	2.19%	1.91%	2.11%
郑州银行	3.68%	2.40%	3.34%	2.24%
长沙银行	2.39%	2.58%	2.15%	2.41%
紫金银行	1.96%	1.91%	1.87%	1.81%
青岛银行	2.12%	2.13%	2.02%	1.90%
西安银行	2.98%	2.16%	2.92%	2.00%
苏州银行	2.17%	2.22%	2.08%	2.00%
青农商行	2.50%	2.52%	2.20%	2.24%
渝农商行	2.29%	2.25%	2.26%	2.23%
瑞丰银行	-	2.51%	2.28%	2.28%
厦门银行	1.52%	1.65%	1.45%	1.63%
齐鲁银行	1.92%	2.15%	1.87%	2.00%
重庆银行	2.06%	2.27%	2.04%	2.06%
上市银行加总	1.96%	2.06%	2.01%	1.99%
国有行加总	1.95%	2.03%	1.98%	1.97%
股份行加总	2.01%	2.18%	2.13%	2.09%
城商行加总	1.80%	1.87%	1.87%	1.84%
农商行加总	2.30%	2.28%	2.19%	2.18%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2.4. 非利息收入：中收受累于银行卡，其他非息增速转正

手续费及佣金收入连续负增长，主要是因为中收中占比较高的银行卡收入持续下降，其他非息收入上半年以及转降为增，主要因其他业务收入增加所致。具体来看，中收中占比最高的是银行卡业务和代理服务业务，银行卡业务收入连续下降，主要原因有：1) 疫情加速了营业网点的收缩，隔离政策影响银行卡业务；2) 互联网金融加速冲击，各种消费信贷竞争加剧；3) 银行让利推出减税降幅，进一步降低银行卡收入；4) 部分银行将中收重新分类，银行卡业务缩减。分类型来看，中收方面农商行逆势上升，股份行由于信用卡和银行卡业务规模较大，下降明显；其他非息收入方面，各类银行增速均已由负转正，国有行子公司众多，其他非息收入增速最高。

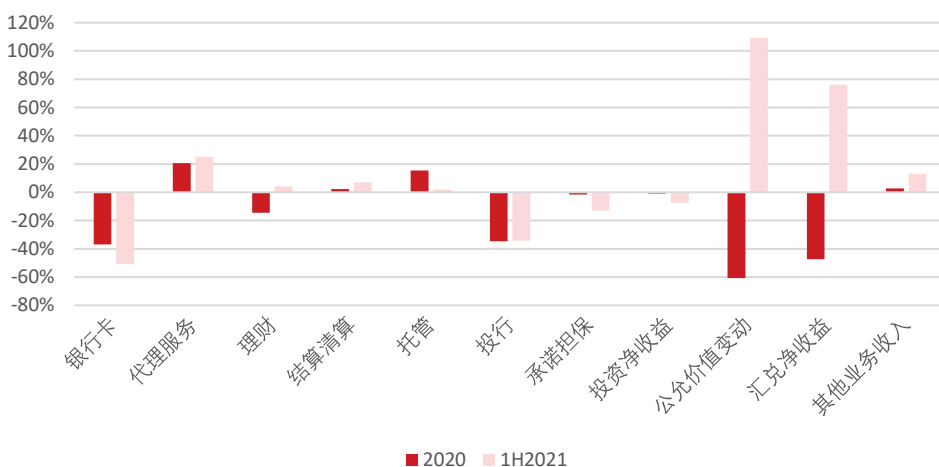
**表 11：上市银行非利息收入**

	手续费及佣金收入			其他非息收入		
	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021
工商银行	-15.7%	-12.9%	-14.6%	13.0%	4.0%	4.8%
建设银行	-16.5%	-9.5%	-13.2%	13.4%	-7.3%	19.3%
农业银行	-14.2%	-2.5%	-8.0%	-28.3%	-7.4%	21.9%
中国银行	-15.7%	-0.2%	-7.0%	-13.2%	7.5%	23.2%
交通银行	3.3%	-0.5%	2.8%	-1.0%	26.7%	9.4%
邮储银行	-3.5%	30.6%	17.5%	-17.3%	-13.3%	2.9%
招商银行	11.2%	23.3%	23.6%	3.4%	-8.7%	12.8%
兴业银行	-24.1%	-22.4%	-27.5%	-24.2%	-16.0%	2.2%
民生银行	-47.1%	-52.1%	-55.4%	-27.6%	-71.9%	-35.5%
浦发银行	-16.1%	-42.2%	-39.4%	19.1%	-16.6%	0.9%
中信银行	-37.8%	-25.8%	-23.7%	9.2%	-26.7%	3.5%
平安银行	18.3%	-12.5%	-11.8%	-8.0%	2.1%	-4.5%
光大银行	5.0%	6.7%	6.2%	-4.0%	4.8%	85.9%
华夏银行	-41.4%	-43.5%	-48.5%	30.4%	-49.0%	54.6%
浙商银行	-7.2%	-28.7%	-32.6%	-18.1%	-32.1%	-16.6%
北京银行	-13.5%	-18.7%	-28.2%	2.3%	-7.3%	47.3%
南京银行	22.8%	54.1%	28.5%	-18.2%	-53.5%	-9.5%
宁波银行	-18.5%	-31.8%	-35.1%	-12.6%	8.2%	61.5%
江苏银行	-11.1%	12.1%	-3.3%	-30.4%	-34.3%	-12.6%
贵阳银行	-10.2%	-25.5%	-32.7%	-8.7%	-81.1%	-46.5%
上海银行	-14.6%	1.2%	16.3%	-32.6%	-15.7%	-8.3%
杭州银行	81.0%	147.2%	15.2%	-39.7%	-37.7%	22.1%
江阴银行	1.2%	48.4%	63.4%	-20.6%	-27.3%	-35.8%
苏农银行	1.6%	1.4%	90.2%	32.4%	-22.9%	-28.3%
无锡银行	56.9%	102.8%	93.2%	-9.2%	-29.4%	1.6%
张家港行	-234.2%	143.3%	135.1%	-5.6%	94.7%	22.3%
常熟银行	-54.4%	50.4%	8.5%	1.8%	19.7%	41.2%
成都银行	-14.3%	18.3%	10.8%	21.4%	15.1%	47.7%
郑州银行	7.5%	-19.2%	-31.6%	-44.4%	-85.5%	-65.0%
长沙银行	-55.0%	-48.8%	-36.9%	-24.3%	-29.0%	3.4%
紫金银行	-52.4%	-45.7%	-57.7%	26.2%	-101.9%	-80.9%
青岛银行	39.0%	-0.7%	-31.1%	-55.6%	-24.9%	-38.6%
西安银行	2.4%	18.1%	-0.1%	-49.8%	-10.1%	-4.9%
苏州银行	-12.0%	23.3%	1.5%	-19.0%	-17.9%	-18.7%
青农商行	52.0%	92.7%	77.7%	-20.7%	-48.2%	8.4%
渝农商行	25.0%	-17.3%	-12.6%	-3.4%	10.5%	71.0%
瑞丰银行	33.3%	20.6%	11.1%	-40.0%	-36.5%	8.2%
厦门银行	-0.1%	22.5%	19.2%	-30.8%	-91.1%	-87.0%

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申明。

齐鲁银行	415%	57.5%	23.9%	-6.0%	-12.6%	8.5%
重庆银行	-17.5%	-22.2%	-37.4%	-52.5%	15.8%	76.2%
上市银行加总	-13.9%	-9.7%	-12.9%	-6.6%	-9.8%	9.4%
国有行加总	-13.7%	-5.8%	-9.4%	-3.0%	0.0%	14.4%
股份行加总	-15.3%	-17.7%	-18.7%	-7.7%	-24.5%	0.5%
城商行加总	-6.0%	-0.1%	-10.6%	-23.5%	-26.3%	4.3%
农商行加总	12.2%	5.2%	6.0%	-5.8%	-31.3%	1.2%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 6：上市银行手续费及佣金净收入细分项目同比**


数据来源：公司公告，东方证券研究所（投行包括投资银行、顾问咨询以及债券承销）

## 2.5. 杜邦分析：盈利能力小幅下降

一季度年化 ROE 和 ROA 显著提升，二季度略有回落，但整体远好于去年同期。2021 年上半年上市银行平均 ROE 较一季度下降 0.37%，ROA 较一季度下降 0.09%，但各类银行均较去年同期有不同程度的提升。其中，股份行和城商行较去年同期提升明显，ROE 提升 0.97%、1.03%，ROA 提升 0.09%、0.10%。一季度相对来说量价齐高，推升 ROE 和 ROA 上行，二季度缩量降价，但利率价格明显好于去年同期疫情期间，今年上半年月均社融增速和去年同期接近，但去年上半年是社融上升期，而今年则是下降期，目前社融已经筑底企稳，预计未来主要受价格影响。

**表 12：上市银行 ROE、ROA（均年化）**

	ROE			ROA		
	2020	1Q2021	1H2021	2020	1Q2021	1H2021
工商银行	11.39%	11.69%	11.03%	0.98%	1.02%	0.96%
建设银行	11.79%	13.67%	12.63%	1.00%	1.15%	1.06%

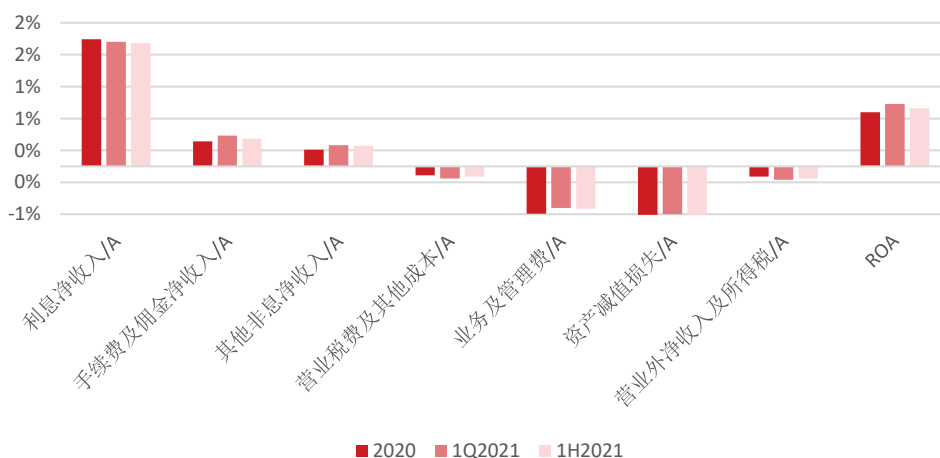
农业银行	10.34%	11.82%	10.93%	0.82%	0.95%	0.87%
中国银行	9.87%	10.54%	10.81%	0.85%	0.91%	0.93%
交通银行	9.58%	10.02%	9.47%	0.76%	0.82%	0.77%
邮储银行	10.15%	11.98%	11.38%	0.59%	0.73%	0.70%
招商银行	14.64%	17.29%	16.41%	1.23%	1.52%	1.43%
兴业银行	11.73%	15.11%	12.69%	0.90%	1.21%	1.02%
民生银行	6.49%	10.65%	9.52%	0.51%	0.83%	0.76%
浦发银行	10.03%	11.52%	9.20%	0.79%	0.94%	0.75%
中信银行	9.04%	11.15%	10.09%	0.69%	0.83%	0.77%
平安银行	8.31%	11.00%	9.47%	0.69%	0.90%	0.77%
光大银行	9.15%	10.06%	9.76%	0.73%	0.84%	0.81%
华夏银行	7.85%	7.65%	7.84%	0.67%	0.63%	0.65%
浙商银行	19.24%	13.86%	10.38%	1.29%	0.91%	0.67%
北京银行	10.06%	12.34%	11.25%	0.76%	0.94%	0.85%
南京银行	13.33%	15.01%	15.26%	0.90%	1.05%	1.06%
宁波银行	13.53%	15.62%	15.41%	1.02%	1.13%	1.11%
江苏银行	9.93%	11.69%	11.31%	0.70%	0.89%	0.85%
贵阳银行	14.51%	14.42%	12.78%	1.07%	1.10%	1.01%
上海银行	11.35%	11.52%	12.65%	0.88%	0.89%	0.97%
杭州银行	9.54%	12.30%	12.06%	0.66%	0.84%	0.82%
江阴银行	8.94%	7.22%	7.65%	0.80%	0.62%	0.65%
苏农银行	8.04%	8.32%	11.22%	0.72%	0.73%	0.96%
无锡银行	10.64%	10.29%	10.98%	0.77%	0.79%	0.85%
张家港行	9.02%	11.91%	9.98%	0.75%	0.94%	0.82%
常熟银行	10.34%	11.69%	11.22%	0.98%	1.07%	1.00%
成都银行	15.53%	14.23%	14.36%	0.99%	0.98%	0.97%
郑州银行	7.87%	10.01%	10.73%	0.63%	0.85%	0.91%
长沙银行	12.66%	13.30%	14.09%	0.85%	0.91%	0.98%
紫金银行	10.13%	8.79%	9.91%	0.68%	0.59%	0.67%
青岛银行	7.96%	8.45%	11.58%	0.58%	0.57%	0.77%
西安银行	11.25%	10.90%	10.90%	0.94%	0.92%	0.91%
苏州银行	9.07%	12.02%	11.49%	0.72%	0.93%	0.88%
青农商行	11.09%	11.81%	10.50%	0.80%	0.89%	0.80%
渝农商行	9.25%	13.71%	12.01%	0.79%	1.14%	0.98%
瑞丰银行	-	8.94%	8.85%	-	0.78%	0.79%
厦门银行	11.05%	10.46%	10.27%	0.70%	0.76%	0.74%
齐鲁银行	10.33%	10.48%	9.75%	0.77%	0.82%	0.78%
重庆银行	14.02%	13.30%	12.16%	1.07%	1.03%	0.94%
上市银行平均	10.70%	11.71%	11.34%	0.82%	0.91%	0.88%
国有行平均	10.52%	11.62%	11.04%	0.83%	0.93%	0.88%
股份行平均	9.65%	11.80%	10.62%	0.78%	0.96%	0.87%

城商行平均	11.52%	12.48%	12.95%	0.84%	0.92%	0.94%
农商行平均	9.74%	10.01%	10.21%	0.79%	0.80%	0.82%

数据来源：同花顺，东方证券研究所

对 2021 年上半年上市银行财务数据进行杜邦分解，2021 年一季度及上半年 ROE 及 ROA 好转的主要贡献因素是业务及管理费用的降低。去年因为疫情及银行让利的的影响，成本费用升高，中收和其他非息收入降低。今年上半年全面好转，ROE 和 ROA 得益于中间收入和其他非息收入的回升，而非利息净收入。资产减值损失去年至今保持稳定，而营业外净收入及所得税负向影响加大，主要与本期上市银行税收减免的政府债券配置减少导致综合税率上升所致。下半年 ROE 和 ROA 预期在上半年的基础上保持稳定。

图 7：上市银行加总杜邦分析



数据来源：公司公告，东方证券研究所（投行包括投资银行、顾问咨询以及债券承销）

### 3. 投资建议：关注价格稳定、资本充足、资管理财业务强劲的银行

本期可能是近年来业绩最优的半年报，一方面是因为去年疫情和让利造成的基数效应，但主要是由于上市银行自身业绩的走强，相较而言，一季度整体好于二季度，但二季度业绩依然不差。从资产扩张来看，上半年前高后低，但目前已经企稳，预计下半年将维持稳定扩张增速。从价格来看，上半年依然前高后低，下半年依然有下行压力，但空间有限。资产质量全面向好，拨备持续增厚，非息收入增速由负转正，各项成本及税费稳中向好，均使得在量价同时下降的下半年，依然保持较高利润增速。尽管下半年未见全面复苏的基本面，但基数效应将保证增速保持在稳定和较高的水平

延续我们近期多篇相关报告的观点，银行通过释放拨备进行内生性融资以补充核心一级资本的预期再一次确认，可以稳定全行业风险水平，将会是下半年的关注重点。各类银行均关注零售贷款，将进一步提升全行业资产质量。目前广义基金加速发展，资管新时代已经来临，银行作为中流

砥柱，有充足的机会。此外，资管新规到期、理财子公司各项监管规定相继出台，有望推升非息收入，或者造成各类银行的分化。

当前板块估值处于非常低的历史水平，在 2015 年以来 3%分位数之内，上半年银行交出优良业绩，预期业绩也显稳定，行业板块估值有充分的修复空间，我们仍维持行业“看好”评级。个股方面，建议关注兴业银行(601166，未评级)、杭州银行(600926，增持)、邮储银行(601658，未评级)。

## 4. 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。由于我们仍将银行估值的核心定位为信用风险的相关预期，经济外部风险对出口导向型行业的资产质量预期可能会产生不确定性。

外资银行、互联网金融加剧行业竞争。银行行业格局多年来总体保持稳固，但随着金融市场的双向开放，以及新技术的运营，可能会对行业竞争产生新的影响。

## 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](http://www.dfzq.com.cn)