

资本金驱动下的净利润释放之年

——2022 年银行业策略

核心观点

- 今年以来，银行业指数持续 2020 年以来的压制局面，整体估值表现持续低迷，当前 0.63 的行业估值已经确定性迎来历史低值。市场一方面担忧未来新增信贷投放规模的不确定性，另一方面担忧地产相关的信用风险暴露。我们认为以上估值压制要素均将迎来反转。
- 总体判断利率与信用在 2022 年均出现趋势扭转，呈稳中向好态势。1) 资金收益率：随着 LPR 对信贷资产收益率诸多方面的影响逐步落地，预计信贷资产收益率将退出市场的核心关注。同时预判随着企业负债融资渠道的持续收窄，将推动银行表内信贷需求的持续上升，并对资金利率形成利好。2) 负债成本：我们预判 2022 年信贷规模增速仍将维持较高水平，信贷投放带来相应的揽储压力也将持续存在，但总体仍以趋稳为主。由此，资产与负债两端资金利率均有稳中上行趋势，预计对净息差影响温和。3) 信用成本：2021 年下半年，地产相关风险逐步上升，但随着“政策底”初现，为行业提供了积极信号，将深刻影响短期生息资产结构与中长期不良预期。
- 信贷投放方面，预计 2022 年信贷增速前低后高，融资需求将逐渐景气，政策监管将逐渐放松，而国有行和股份行是主要增长对象，城商行和农商行也将持续保持高增。同时在行业投向方面，总体判断当前政策稳信贷、稳地产的导向明确，应注意结构性发力。
- 预计 22 年底层资产质量有望持续向好，下一阶段的核心关注点就是资本不足与拨备高企驱动业绩释放。近期数据观察，各项资产质量指标向好趋势明显，而通过今年对公行业投向的重新选择，潜在不良进一步降低。此外，不良率较高的制造业投放在今年相对压降，如果地产相关紧缩政策在今年见底，明年资产质量大概率会明显向好。银行将有更大空间释放拨备补充利润，业务端仍将不良控制与 PPOP 作为行业趋稳的底层逻辑。
- 未来在银行资本金缺乏的框架演绎下，银行主要通过对内和对外两种方式补充资本。对内来看，将加剧净利润留存以增厚净资产，则应关注 PPOP 增速高，拨备充足的银行；对外来看，银行将从转债到二级资本债进行加速融资，进一步影响到市场流动性，应关注银行在 2022 年融资的衍生影响。

投资建议与投资标的

- 当前银行板块估值处于非常低的历史水平，且业绩已然筑底，存在较强的价值配置优势，我们仍维持行业“看好”评级。个股方面，建议关注资本较为充足的银行，且部分农商行业绩优异，建议关注招商银行(600036, 未评级)、苏农银行(603323, 未评级)、无锡银行(600908, 未评级)、杭州银行(600926, 未评级)、农业银行(601288, 未评级)。

风险提示

- 疫情在国内形成新的传播链，有加大防控力度的可能性，对于经济的影响尚不明确。
- 美国国债触顶，逐渐确认 Taper，对我国经济及货币政策有全方位影响。
- 国内降息预期加剧，降息时点、方式和力度尚不明确。

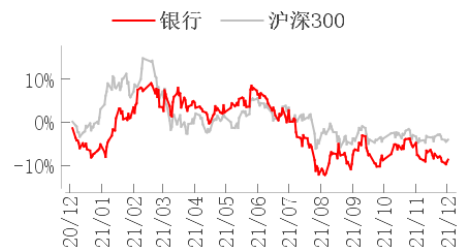


东方证券
ORIENT SECURITIES

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 12 月 06 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

目 录

1. 2021 年估值压制要素：趋势扭转，稳中向好.....	4
1.1. 将 2021 全年估值压制要素定位为利率压力与信用隐患	4
1.2. 净息差：预期 22 年以平稳为主.....	5
1.2.1. 资产端：整体呈利好态势	5
1.2.2. 负债端：伴随信贷高增的揽储压力略有上行	6
1.3. 信用端：地产风险在年底出现趋缓信号	7
2. 信贷投放：持续高增趋势有望延续.....	8
2.1. 总量角度：高基数致使增速放缓，但绝对规模仍在高位	8
2.2. 行业结构：零售占比上升，对公关注结构.....	9
3. 资本金不足与拨备高企驱动业绩释放：下一阶段的核心关注点	11
3.1. 业务端仍将不良控制与 PPOP 作为行业趋稳的底层逻辑	11
3.2. 资本金问题作为业绩进一步上行的刺激要素	13
4. 资本金框架下的选股逻辑与衍生影响	17
4.1. 结合系统重要性银行新规关注 PPOP 增速高，拨备充足的上市银行.....	18
4.2. 密切关注下一阶段的银行融资行为.....	19
5. 投资建议	20
6. 风险提示	21

图表目录

图 1: 2021 年银行业 PB 估值继续下探 (截至 2021/12/02)	4
图 2: 从 10 年行业 PB 分位观察, 行业处于历史绝对低位 (截至 2021/12/02)	4
图 3: 上市银行生息资产收益率和 1 年期 LPR 呈平稳态势	5
图 4: 社融存量及其主要分项增速 (%)	6
图 5: 上市银行主要负债项目付息率及客户存款增速在 21 年形成交叉	7
图 6: 各类上市银行贷款同比增速	9
图 7: 各类上市银行资产同比增速	9
图 8: 人行公布各项对公信贷投向同比增速 (%)	10
图 9: 上市银行各项贷款占比情况	10
图 10: 各类上市银行零售贷款占比	11
图 11: 人行公布主要零售信贷投向同比增速 (%)	11
图 12: (关注+不良)/贷款总额	13
图 13: 不良贷款/逾期 90 天以上贷款	13
图 14: 未来资本金框架下的逻辑推演	17
图 15: 银行全行业近年外源融资规模 (亿元)	19
图 16: 上市银行与银行业外源融资对比 (亿元)	20
表 1: 近期房地产政策信号	8
表 2: 上市银行不良贷款率、拨备覆盖率及 PPOP 情况	12
表 3: 上市银行各类资本充足率与新规监管红线的差距	14
表 4: 无净利润补充下支撑 3 年各级资本需补充规模 (亿元)	16
表 5: 资本金角度出发的上市银行筛选	18

1. 2021 年估值压制要素：趋势扭转，稳中向好

1.1. 将 2021 全年估值压制要素定位为利率压力与信用隐患

今年以来，银行业指数持续 2020 年以来的压制局面，整体估值表现呈持续低迷，年初以来的 0.7 左右的估值本来已经位于历史低位，但历经震荡下行后，当前 0.63 的行业估值已经确定性迎来历史新低。从 2016 年同期至今分析，银行指数当前估值处于五年以来的 1.22% 分位，但就压制要素展开来分析，我们会发现估值压制要素出现部分变化：

2020 年行业估值压制要素主要体现为疫情背景下，市场对民营中小微企业，尤其是小型制造业与商贸零售企业资产质量存在持续隐忧，同时持续的银行让利政策也导致银行拨备后净利润的表现低迷。进入 2021 年以来，年初市场对银行资金收益率仍非常关注，主要原因在于对年初按揭利率重定价的量化影响存在不确定性，但进入下半年以来，针对房地产市场的调控出现强化，房企企业违约隐患上行，而房地产本身即为银行传统的重点信贷投放板块。

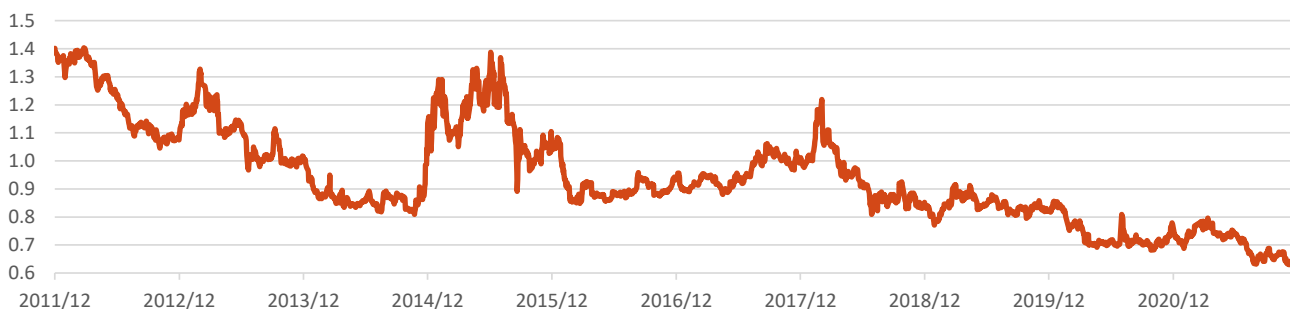
由此市场一方面担忧银行未来新增信贷投放规模的不确定性，另一方面担忧地产相关的信用风险可能会加速新一轮的不良暴露，对银行业整体信用成本形成较大冲击。

图 1：2021 年银行业 PB 估值继续下探（截至 2021/12/02）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 2：从 10 年行业 PB 分位观察，行业处于历史绝对低位（截至 2021/12/02）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

但我们下文将对此两方面展开分析，一方面我们认为净息差在 2022 年将维持稳定，另一方面地产相关的政策风险也面临见底，从而不足以对 2022 年的市场形成较大冲击。

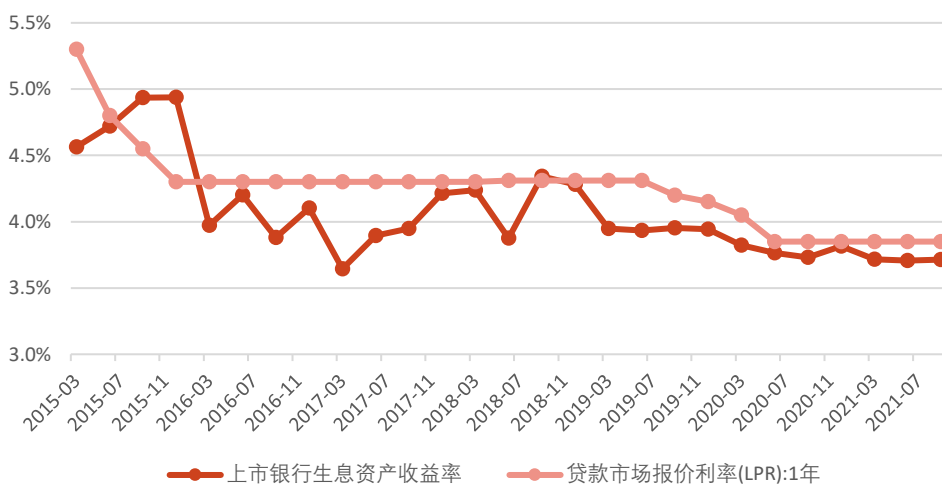
1.2. 净息差：预期 22 年以平稳为主

1.2.1. 资产端：整体呈利好态势

在资产端，2020 年以来，随着 LPR 系列改革，净息差成为市场对银行的核心关注点。但随着 LPR 对银行信贷资产收益率诸多方面的影响逐步落地，我们预计银行信贷资产收益率将退出市场的核心关注。2019 年 8 月，中央银行发布公告，决定改革和完善 LPR 形成机制。这项改革和创新使中期贷款工具利率形成了 LPR，这不仅提高了市场化程度，而且对中期政策利率起着决定性作用。2020 全年，央行持续推进改革，同时按揭贷款重定价也于 2021 年初全部结束。随着存量贷款定价基准的转换完成，LPR 的变化会影响大多数贷款，隐含的贷款利率下限被完全打破，货币政策的传导效率进一步提高，LPR 改革基本完成。

LPR 改革的完成，推进了利率市场化，打破了贷款利率的隐含下限，实现了贷款利率“两轨合一轨”，从而出清了市场利率和政策利率之间的差距。以上市银行生息资产收益率所代表的市场利率来看，在 LPR 改革完成后，波动率明显降低，市场对其偏离 LPR 或持续走低的预期降低，从而受利率影响的净息差渐渐退出了市场的核心关注。2021 年贷款重定价的压力已经逐渐消化，且 LPR 自年初筑底以来持续稳定，预计 2022 年生息资产收益率保持平稳。

图 3：上市银行生息资产收益率和 1 年期 LPR 呈平稳态势

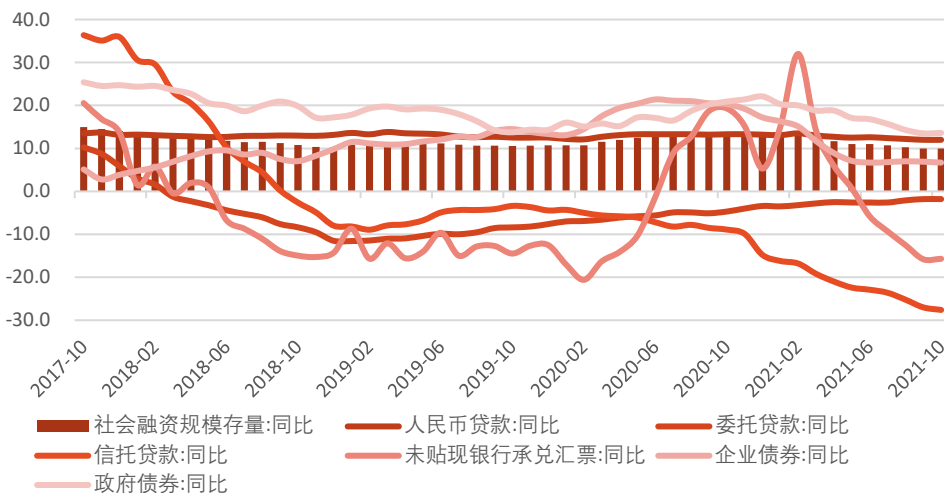


数据来源：同花顺，东方证券研究所

同时，我们预判随着企业负债融资渠道的持续收窄（委托贷款，信托贷款，债券融资），会推动银行表内信贷需求的持续上升，并对资金利率形成利好。今年 7 月到 10 月社会融资规模存量同比增速分别为 10.7%、10.3%、10.0%和 10.0%，已呈现增速筑底态势，但这种态势主要因为表

内项目及债券融资增速出现筑底，表外信托贷款和未贴现银行承兑票据均出现明显的增速下降，委托贷款尽管增速回升，却依然负增长。由此我们判断表外收缩、债券平缓的融资环境将推升表内信贷需求，且整个社会融资环境出现筑底态势，未来利好资金利率。

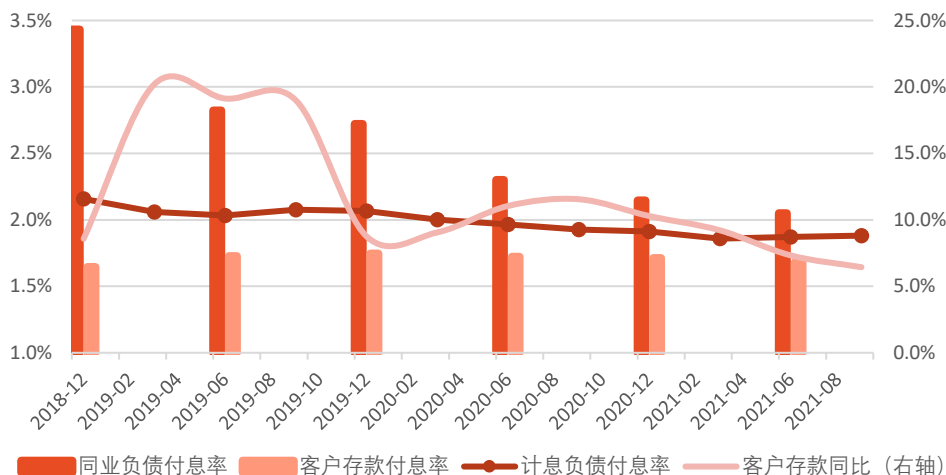
图 4：社融存量及其主要分项增速（%）



数据来源：同花顺，人行，东方证券研究所

1.2.2. 负债端：伴随信贷高增的揽储压力略有上行

在负债端，20年下半年由于互联网揽储渠道的收紧，银行负债压力有所缓和，但进入21年以来，由于信贷投放压力带动的揽储压力加大，负债成本有所回升，预计22年将维持当前态势。2019年下半年，监管部门颁布结构性存款整改新规，2020年下半年，监管部门颁布互联网存款新规，两大新规压降了结构性存款，限制了互联网揽储渠道，使得上市银行负债成本从2019年末以来持续下降。但今年以来，客户存款增速持续下滑，信贷投放压力愈加明显，负债成本有所回升，前三季度较第一季度回升了2个bp，总和计息负债付息率达到了1.88%，持续观察有所温和上行。

图 5：上市银行主要负债项目付息率及客户存款增速在 21 年形成交叉


数据来源：同花顺，上市银行公告，东方证券研究所

由于我们预判 2022 年信贷规模增速仍将维持较高水平，信贷投放带来相应的揽储压力也将持续存在，银行负债端压力将相对对冲资产端收益率上行的影响，但总体仍以趋稳为主。

综合来看 2022 年，资产与负债两端资金利率均有稳中上行趋势，预计对净息差影响温和。

1) 资产端价格存在内生推升因素，总体稳中向好。利率中枢已于年中探底，年中至今小幅回升，随着全球供应链通胀周期逐渐走出，经济基本面酝酿复苏的内生动力。11 月央行续做 1 万亿 MLF，创历史单次最高，旨在提供充裕的银行间流动性。2) 负债端，总体判断各项政策影响逐渐出清，一般来说，年初是揽储高峰，年底揽储略高属正常周期现象，明年全年以稳为主。3) 综合判断净息差进入稳定区间，从边际变动的可能性来看，利好多于利空，由此预计净息差不再是 22 年银行业观察的最核心要素。

1.3. 信用端：地产风险在年底出现趋缓信号

2021 年下半年，地产相关的风险逐步上升，成为下半年以来市场对银行信用风险的最大担忧。开发贷作为银行对公信贷的核心之一，由此引发的潜在信用风险为市场所深切关注，并由此引发银行业估值的持续不振。自三季度恒大相关的风险事件逐步暴露，地产全行业相关的风险为市场所强烈关注，流动性危机显现，民营企业相对来说更为严重。大部分房企，尤其是民企存在流动性紧张，违约倾向比较明显，下半年以来，已有多家房企出现了美元债违约，企业信用评级也普遍遭到下滑。基本面较差体现为销售大幅下滑，土地拍卖冷淡，以及融资的大幅下滑。

然而，以上局面已经在年底开始出现变化，“政策底”初现，为行业提供了积极信号，相关地产政策将深刻影响银行短期生息资产结构与中长期不良预期。9 月以来，央行半个月多次表示“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”；10 月，全国多地银行房贷利率出现下调，放款速度提升；10 月底，国务院副总理和央行行长相继发声，强度应满足房地产合理资

金需求，并避免风险传导。以上及近期一系列政策信号均表明地产风险已经出现了趋缓信号，地产领域压制信用的因素正逐渐消解，明年有望进一步消解。

表 1：近期房地产政策信号

时间	渠道	要点
9月24日	货币政策委员会例会	维护房地产市场健康发展，维护住房消费者合法权益，谨防局部冲击引发系统性问题
9月29日	房地产金融工作座谈会	维护房地产市场健康发展，维护住房消费者合法权益，谨防局部冲击引发系统性问题
10月15日	第三季度金融统计数据新闻发布会	针对房企风险暴露，部分金融机构对试点房企“三线四档”融资管理规则存在误解等问题已采取指导措施
10月20日	2021金融街论坛年会	在金融管理部门预期引导下，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩行为逐步矫正，融资正逐步恢复正常
11月9日	中国银行间市场交易商协会座谈会	部分房企有计划近期在银行间市场注册发行债券融资工具，境内发债政策有望松动
11月12日	银保监会党委（扩大）会议	稳地价，稳房价，遏制房地产金融化泡沫化倾向，健全房地产调控长效机制，促进房地产稳定健康发展

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

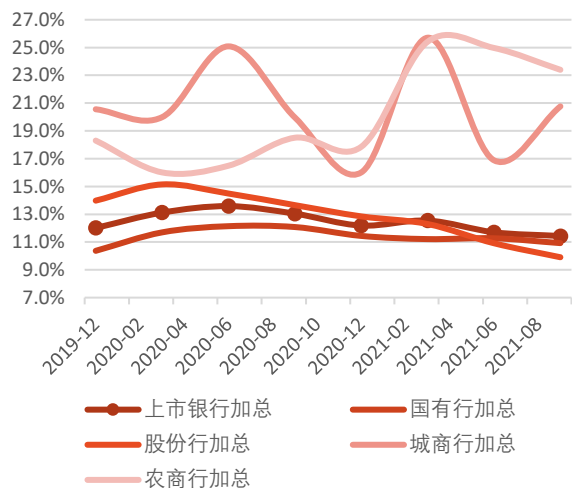
2. 信贷投放：持续高增趋势有望延续

2.1. 总量角度：高基数致使增速放缓，但绝对规模仍在高位

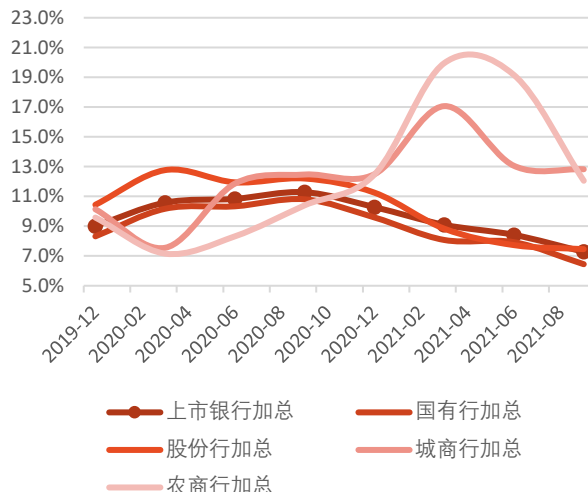
总体预计明年的信贷与社融增速仍将维持在较高位置，同时委托贷款、信托贷款等部分占比仍将下行，由此我们预计从总量角度观察信贷增速较 2021 年将有所下降，但仍位于历史高位。

2021 年以来，信贷规模增速出现放缓，其主要原因是 2020 年下半年疫情恢复期间的高增速导致的高基数效应。而进入 2021 年下半年以来，企业内生信贷需求放缓，但即使不考虑高基数效应，整体实际新增信贷投放规模也处于历史较高位置。

信贷趋缓的原因还包括货币政策回归常态化，2020 年下半年至今还未有较大幅度的宽松，同时地产相关信贷投放受限。今年以来地产问题引发地方政府隐性债务凸显，房地产违约风险加大，监管政策以稳为主，商业银行整体对地产类信贷投放仍遵从严格的监管限制，信贷供给意愿较弱。分银行类型来看，国有行和股份行等全国性银行涉及政策及房地产贷款占比相对较高，该板块显著的下行成为上市银行信贷下行的主要原因，而城商行和农商行等区域性银行主要服务当地中小企业，在国家支持以专精特新“小巨人”为代表的中小企业的政策背景下，我们预计银行在对应领域的贷款投放和资产配置增速相对较高。同时从部分农商行观察，开发贷实际投放存量规模非常低，无论政策风险还是信用风险，均可忽略不计。

图 6：各类上市银行贷款同比增速


数据来源：同花顺，上市银行公告，东方证券研究所

图 7：各类上市银行资产同比增速


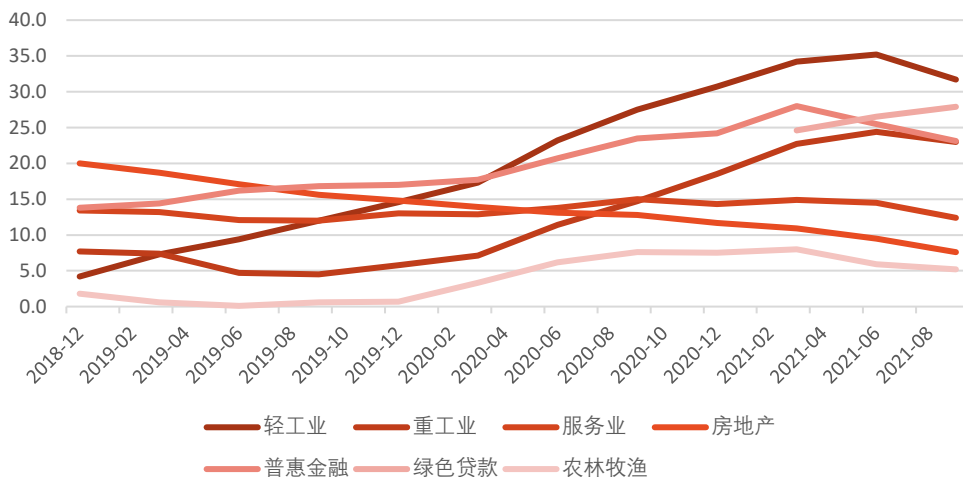
数据来源：同花顺，上市银行公告，东方证券研究所

展望 2022 年，结合上文分析，以地产企业违约风险为代表的影影响银行业信贷增长的压制因素逐渐消解，此外，社融和 M2 增速均已筑底，宏观因素表明信贷增长空间明显大于收缩空间。预计 2022 年信贷增速前低后高，融资需求将逐渐景气，政策监管将逐渐放松，而国有行和股份行是主要增长对象，城商行和农商行也将持续保持高增。

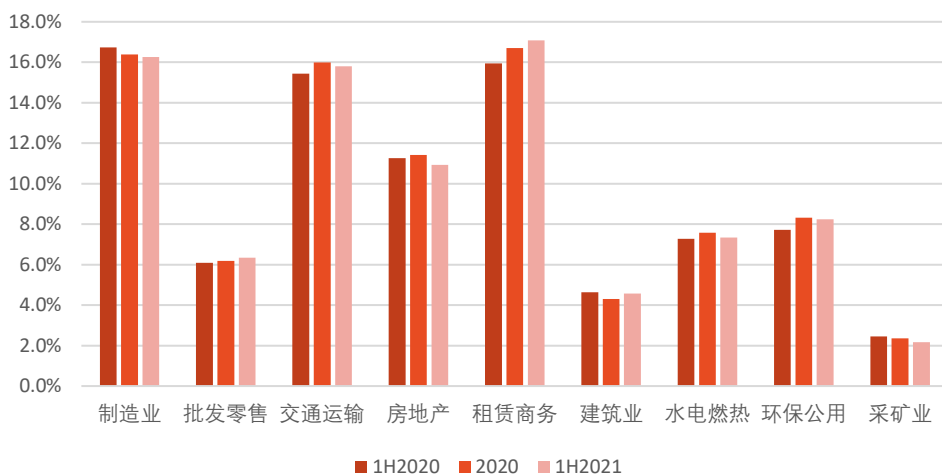
2.2. 行业结构：零售占比上升，对公关注结构

在我们的长期分析框架中，我们将银行信贷理解为资金市场的核心流动性来源，银行在信贷行业投向的调整一方面反映了实体经济发展的内生需求，另一方面也反应了行业景气度区分带来的合意资产分布情况。预计在信贷行业结构方面的不断边际调整，将为未来的资产质量趋稳打下坚实的基础。

结合中国人民银行公布各类信贷投向及其增速以及上市银行定期报告进行分析，我们预计银行对公信贷的行业选择仍比较平稳，2022 年各项信贷增速预计将呈现前高后低的态势，新兴制造业投向增速稳定，驱动占比上升，绿色贷款在“碳中和”战略目标的指引下将呈现长期增长。2021 年上半年数据显示，上市银行实际投放结构中批发零售和租赁商务的投向占比持续上升，制造业和采矿业的投向占比持续下降，主要原因是制造与能源相关行业受通胀影响较大，整体景气度下降，一方面信用扩张需求减弱，另一方面银行信贷投放意愿降低。此外，房地产信贷占比呈现先升后降的格局，这与房地产企业年中风险逐渐暴露，房地产信贷政策逐渐收紧直接相关。

图 8：人行公布各项对公信贷投向同比增速（%）


数据来源：中国人民银行，东方证券研究所，注：绿色贷款缺乏 2021 年之前的数据

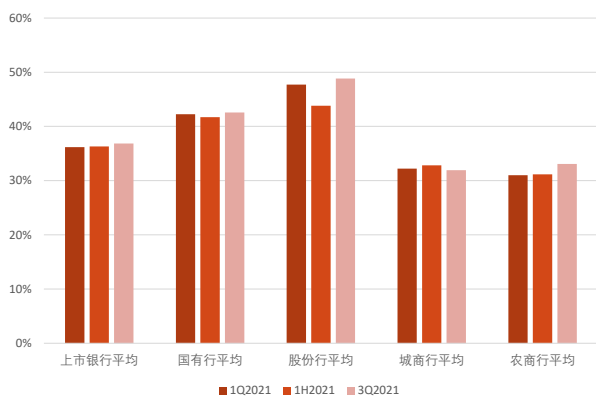
图 9：上市银行各项贷款占比情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

零售方面，2021 年上市银行加大零售贷款投放力度，从人行信贷投向报告披露的部分零售信贷投向数据观察，涉农贷款，经营性贷款与个人购房贷款增速与整体人民币贷款同比增速大致相等，但个人购房贷款增速出现了比较明显的持续下降，表明整体政策取向对房地产销售的较严监管。未来随着房地产销售政策逐渐放松，个人购房贷款投放进程有望恢复正常，并拉动零售贷款的增加。

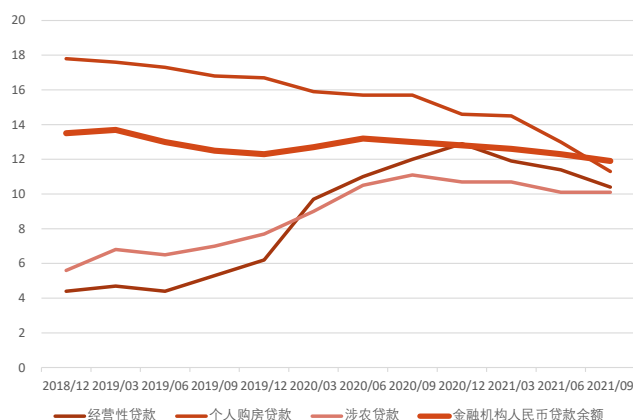
展望 2022 年，当前政策稳信贷、稳地产的导向明确，应注意结构性发力。对公整体预估上半年略弱，下半年好于零售，主要注重先进制造业和新能源等相关中上游行业信贷投放的反转，注重小微、三农、绿色等国家重点发展领域，并且持续关注跟踪房地产政策，而房地产相关贷款或为明年信贷投向方面最大的边际波动来源。

图 10：各类上市银行零售贷款占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：人行公布主要零售信贷投向同比增速（%）



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

3. 资本金不足与拨备高企驱动业绩释放：下一阶段的核心关注点

3.1. 业务端仍将不良控制与 PPOP 作为行业趋稳的底层逻辑

上市银行总体不良率连续向好，主要原因是伴随着规模增速的放缓，上市银行主动和被动调整了信贷结构，一是主动地将重点转为结构而非增量，二是被动地接受不良率较高行业信贷需求的下降。2021 年各类银行不良率均有所优化，其中股份行优化最为明显，与去年同期相比，2021 年 Q3 股份行总体不良率降低了 0.23%。

上市银行拨备增速边际放缓，一方面是因为拨备前净利润增速整体平缓，另一方面也因为部分银行拨备覆盖率存量水平已远高于合理水平，没有计提必要。国有行和农商行拨备覆盖率分别提升到 223% 和 328%，拨备不断增厚，处于历史高位。股份行和城商行拨备覆盖率为 208% 和 297%，已经边际放缓，但仍处于较高区域，上市银行总体资产质量良好，且保障充足。

上市银行前三季度拨备前利润同比增长 6.8%，边际改善，但远低于归母净利润增速，与我们今年多篇报告的研究观点一致，各银行均不同程度上释放了拨备，同时我们预计该情况仍将继续。国有行、股份行、城商行和农商行归母净利润增速分别为 13.2%、13.5%、17.0% 和 13.6%，拨备前利润增速分别为 7.4%、4.1%、12.4% 和 9.4%，其中股份行为满足资本充足新规，释放拨备较强，其他类型银行也有不同程度释放。

表 2：上市银行不良贷款率、拨备覆盖率及 PPOP 情况

	不良贷款率			拨备覆盖率			利润增速同比		
	3Q2021	1H2021	3Q2020	3Q2021	1H2021	3Q2020	PPOP 3Q2021	PPOP 1H2021 两年复合	归母净利 润 3Q2021
工商银行	152%	154%	155%	197%	192%	190%	6.9%	3.8%	10.1%
建设银行	1.51%	1.53%	1.53%	229%	222%	218%	5.9%	4.9%	12.8%
农业银行	1.48%	1.50%	1.52%	288%	275%	272%	9.8%	6.8%	12.9%
中国银行	1.29%	1.30%	1.48%	192%	184%	177%	4.3%	4.0%	12.2%
交通银行	1.60%	1.60%	1.67%	157%	149%	151%	11.4%	6.4%	22.1%
邮储银行	0.82%	0.83%	0.88%	391%	421%	391%	12.5%	5.2%	22.1%
招商银行	0.93%	1.01%	1.13%	443%	439%	425%	14.8%	9.8%	22.2%
兴业银行	1.12%	1.15%	1.47%	263%	257%	212%	7.8%	10.5%	23.4%
民生银行	1.79%	1.80%	1.83%	146%	143%	146%	-10.7%	-1.3%	-4.9%
浦发银行	1.62%	1.64%	1.85%	149%	151%	149%	-6.0%	-1.8%	-7.2%
中信银行	1.48%	1.64%	1.54%	185%	189%	170%	2.5%	8.2%	13.1%
平安银行	1.05%	1.08%	1.32%	268%	260%	218%	8.7%	13.4%	30.1%
光大银行	1.34%	1.36%	1.53%	186%	184%	182%	9.4%	8.1%	18.5%
华夏银行	1.78%	1.78%	1.88%	153%	157%	158%	-1.0%	9.8%	14.7%
浙商银行	1.52%	1.50%	1.44%	185%	180%	196%	17.5%	7.2%	4.3%
北京银行	1.44%	1.45%	1.52%	225%	228%	224%	-1.0%	-0.4%	9.7%
南京银行	0.91%	0.91%	0.90%	396%	395%	380%	22.2%	9.9%	22.4%
宁波银行	0.78%	0.79%	0.79%	515%	510%	516%	28.4%	23.6%	26.9%
江苏银行	1.12%	1.16%	1.33%	296%	282%	250%	28.4%	21.4%	30.5%
贵阳银行	1.48%	1.51%	1.58%	276%	283%	300%	-10.8%	4.7%	2.0%
上海银行	1.19%	1.19%	1.22%	332%	324%	328%	8.6%	4.7%	10.6%
杭州银行	0.90%	0.98%	1.09%	559%	530%	453%	19.8%	20.3%	26.2%
江阴银行	1.47%	1.48%	1.80%	312%	284%	231%	-8.2%	-3.3%	15.5%
苏农银行	1.06%	1.14%	1.22%	370%	360%	276%	1.4%	9.0%	17.5%
无锡银行	0.93%	0.93%	1.17%	459%	438%	307%	11.6%	18.8%	19.3%
张家港行	0.94%	0.98%	1.16%	452%	417%	312%	10.6%	12.3%	27.0%
常熟银行	0.81%	0.90%	0.95%	521%	522%	490%	12.4%	6.7%	19.0%
成都银行	1.06%	1.10%	1.38%	387%	371%	299%	27.8%	20.3%	22.2%
郑州银行	1.95%	1.97%	2.10%	157%	158%	155%	-6.0%	10.8%	1.2%
长沙银行	1.20%	1.20%	1.23%	298%	297%	285%	21.7%	16.2%	18.6%
紫金银行	1.35%	1.67%	1.68%	242%	218%	242%	-14.3%	-11.4%	2.6%
青岛银行	1.47%	1.49%	1.62%	181%	175%	165%	-8.7%	7.7%	20.5%
西安银行	1.34%	1.34%	1.18%	224%	263%	271%	2.5%	2.7%	2.0%
苏州银行	1.17%	1.22%	1.46%	410%	369%	277%	-1.2%	6.4%	17.1%
青农商行	1.59%	1.62%	1.49%	267%	272%	298%	24.1%	15.2%	10.5%
渝农商行	1.27%	1.28%	1.29%	312%	313%	359%	10.5%	3.3%	12.6%

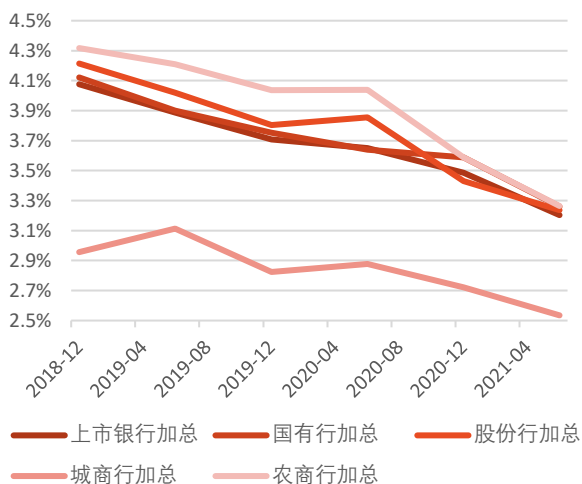
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

瑞丰银行	1.26%	1.29%	-	252%	248%	-	8.8%	-	13.2%
厦门银行	0.92%	0.92%	-	370%	365%	-	-3.9%	5.6%	20.6%
齐鲁银行	1.32%	1.39%	-	249%	220%	-	23.5%	18.3%	14.0%
重庆银行	1.33%	1.35%	-	272%	248%	-	10.9%	-	4.5%
上市银行加总	1.39%	1.41%	1.50%	227%	226%	213%	6.8%	6.1%	13.5%
国有行加总	1.42%	1.44%	1.48%	223%	206%	214%	7.4%	5.0%	13.2%
股份行加总	1.38%	1.40%	1.61%	208%	213%	198%	4.1%	6.8%	13.5%
城商行加总	1.19%	1.20%	1.31%	297%	303%	261%	12.4%	12.9%	17.0%
农商行加总	1.21%	1.29%	1.33%	328%	314%	316%	9.4%	8.0%	13.6%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

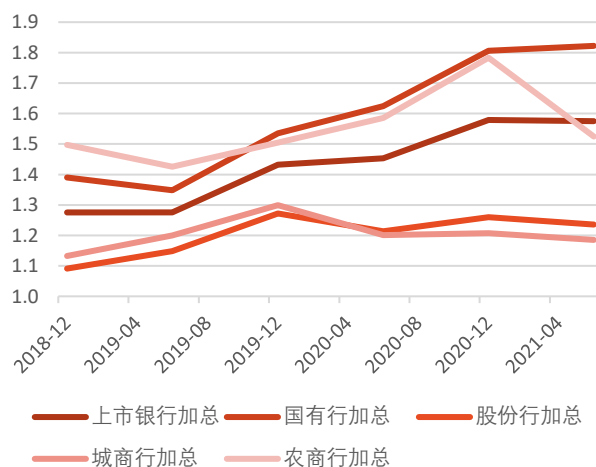
展望 2022 年，各项指标均表明底层资产质量有望持续向好。近期数据观察，各类银行（关注贷款+不良贷款）占比已经多期持续下降，而逾期 90 天以上贷款的生成也在减缓。此外，不良率较高的制造业投放在今年相对压降，如果地产相关紧缩政策在今年年底见底，明年资产质量大概率会明显向好。银行将有更大空间释放拨备补充利润，业务端仍将不良控制与 PPOP 作为行业趋稳的底层逻辑，在这一逻辑下，明年底层资产质量和归母利润表现都会大概率向好。

图 12: (关注+不良)/贷款总额



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 13: 不良贷款/逾期 90 天以上贷款



数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2. 资本金问题作为业绩进一步上行的刺激要素

根据 2021 年 9 月 30 日央行发布，并于 12 月 1 日起施行的《系统重要性银行附加监管规定（试行）》，其中最重要的规定就是关于系统重要性银行上浮资本充足率的规定，共有 18 家上市银行进入名单（19 家银行名单中，广发银行 A 股未上市），分为四组，核心一级资本充足率分别上浮 0.25%、0.5%、0.75%和 1%。其中根据《系统重要性银行评估办法》，基于 2020 年数据，

评估认定了 19 家国内系统重要性银行，包括 6 家国有商业银行、9 家股份制商业银行和 4 家城市商业银行。按系统重要性得分从低到高分分为五组：第一组 8 家，包括平安银行、中国光大银行、华夏银行、广发银行、宁波银行、上海银行、江苏银行、北京银行；第二组 4 家，包括浦发银行、中信银行、中国民生银行、中国邮政储蓄银行；第三组 3 家，包括交通银行、招商银行、兴业银行；第四组 4 家，包括中国工商银行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行；第五组暂无银行进入。

通过计算上市银行各类资本充足率与新规监管红线的差距，我们发现 2021 年三季度以来，各类银行均补充了自有资本，尤其是通过加大净利润留存，持续充实了核心一级资本。股份行和城商行距离资本充足率距离监管红线较近，这也是其拨备充足率增加放缓的原因，相比于国有行和农商行，其释放净利润补充核心一级资本的动机更强。在上市银行中，中信银行、平安银行、华夏银行、浙商银行、无锡银行、成都银行和青岛银行核心一级资本较为短缺，尤其是前三者作为系统重要性银行，急需在新规施行前补充核心资本。总体而言，延续我们去年以来对于上市银行释放净利润补充核心一级资本的观点，未来各类银行资本充足率有望进一步维持和上升，由此对银行业投资乃至资本市场流动性产生较大影响。

表 3：上市银行各类资本充足率与新规监管红线的差距

	核心一级资本充足率			一级资本充足率			资本充足率		
	3Q2021	1H2021	3Q2020	3Q2021	1H2021	3Q2020	3Q2021	1H2021	3Q2020
工商银行	4.64%	4.40%	4.34%	5.18%	4.78%	4.44%	5.95%	5.51%	4.97%
建设银行	4.90%	4.73%	4.65%	4.46%	4.30%	4.36%	5.75%	5.08%	5.38%
农业银行	2.68%	2.35%	2.35%	3.48%	3.15%	3.26%	5.20%	4.73%	5.04%
中国银行	2.62%	2.30%	2.37%	3.53%	3.22%	3.14%	4.50%	4.11%	4.19%
交通银行	2.43%	2.34%	2.16%	3.89%	3.86%	2.88%	4.50%	4.04%	3.22%
邮储银行	2.00%	1.74%	1.51%	3.55%	3.35%	2.81%	4.48%	3.32%	2.86%
招商银行	4.06%	3.64%	3.40%	4.61%	4.22%	4.06%	5.11%	4.76%	4.94%
兴业银行	1.29%	0.95%	0.75%	1.71%	1.38%	0.74%	1.67%	1.34%	1.37%
民生银行	0.83%	0.52%	0.57%	1.65%	1.31%	0.86%	2.45%	2.43%	2.11%
浦发银行	1.35%	1.42%	1.45%	2.25%	2.37%	1.58%	3.05%	3.28%	2.75%
中信银行	0.80%	0.63%	0.63%	1.89%	1.71%	1.09%	2.63%	2.53%	2.10%
平安银行	0.81%	0.74%	1.19%	1.83%	1.83%	2.54%	1.80%	1.83%	3.11%
光大银行	1.24%	1.04%	1.05%	2.81%	2.64%	2.83%	2.87%	2.70%	3.08%
华夏银行	0.95%	0.87%	0.97%	2.20%	2.16%	2.41%	2.11%	2.16%	2.56%
浙商银行	0.95%	0.87%	1.23%	1.01%	0.96%	1.39%	1.23%	1.92%	2.47%
北京银行	1.78%	1.48%	1.45%	1.59%	1.29%	1.30%	0.78%	0.48%	0.58%
南京银行	2.59%	2.28%	2.36%	2.52%	2.22%	2.40%	3.07%	2.78%	4.21%
宁波银行	1.64%	1.63%	1.62%	1.83%	1.85%	2.00%	4.17%	3.99%	4.01%
江苏银行	1.00%	0.73%	0.70%	2.33%	2.08%	2.46%	2.67%	2.48%	3.12%
贵阳银行	3.12%	2.87%	1.86%	3.28%	3.04%	2.16%	3.53%	3.32%	2.82%
上海银行	1.33%	1.23%	1.78%	1.37%	1.26%	1.96%	1.62%	1.52%	2.42%
杭州银行	1.01%	0.93%	0.98%	2.06%	2.03%	2.30%	3.37%	3.41%	3.91%

江阴银行	5.18%	4.70%	5.34%	4.19%	3.71%	4.35%	3.32%	2.85%	3.48%
苏农银行	3.22%	3.20%	3.97%	2.22%	2.20%	2.98%	2.46%	2.72%	3.13%
无锡银行	0.91%	1.12%	1.37%	1.28%	1.52%	0.37%	3.44%	3.76%	3.44%
张家港行	2.09%	2.03%	2.96%	2.83%	2.81%	1.96%	4.02%	4.00%	3.86%
常熟银行	2.62%	2.67%	3.88%	1.67%	1.72%	2.94%	1.38%	1.48%	3.38%
成都银行	0.84%	0.73%	1.92%	1.00%	0.92%	0.93%	2.19%	2.17%	2.68%
郑州银行	2.12%	1.67%	0.49%	3.01%	2.52%	1.41%	3.06%	2.45%	1.34%
长沙银行	2.32%	2.00%	1.15%	2.56%	2.24%	1.54%	3.37%	3.05%	1.87%
紫金银行	2.26%	2.53%	3.64%	1.26%	1.53%	2.64%	4.04%	4.64%	7.41%
青岛银行	0.85%	0.79%	0.85%	2.57%	2.55%	2.82%	5.45%	5.40%	3.67%
西安银行	4.42%	4.54%	4.60%	3.42%	3.54%	3.61%	3.46%	3.63%	3.75%
苏州银行	2.92%	2.97%	3.78%	1.96%	2.01%	2.82%	2.64%	2.74%	3.77%
青农商行	2.02%	1.60%	2.32%	2.67%	2.25%	1.33%	2.47%	2.05%	1.23%
渝农商行	4.76%	4.49%	4.74%	4.27%	3.50%	3.76%	4.54%	3.79%	4.11%
瑞丰银行	7.95%	7.14%	-	6.97%	6.15%	-	8.47%	7.58%	-
厦门银行	3.06%	3.11%	2.85%	3.41%	3.51%	1.85%	3.78%	3.91%	3.60%
齐鲁银行	1.94%	2.26%	2.00%	2.95%	4.06%	3.26%	4.69%	4.36%	4.69%
重庆银行	1.75%	1.47%	1.15%	1.84%	1.57%	1.36%	2.38%	2.12%	2.40%
上市银行平均	2.38%	2.22%	2.21%	2.73%	2.58%	2.38%	3.44%	3.26%	3.31%
国有行平均	3.21%	2.98%	2.90%	4.02%	3.78%	3.48%	5.06%	4.47%	4.28%
股份行平均	1.36%	1.19%	1.25%	2.22%	2.06%	1.94%	2.55%	2.55%	2.72%
城商行平均	2.04%	1.92%	1.85%	2.36%	2.29%	2.14%	3.14%	2.99%	3.05%
农商行平均	3.45%	3.28%	3.53%	3.04%	2.82%	2.54%	3.79%	3.65%	3.76%

数据来源：公司公告，东方证券研究所，注：按照颜色由浅到深分别标注第一至第四组系统重要性银行

沿用我们 2021 年 8 月 10 日报告《核心一级资本压力加大，净利润释放预期强化》中的核心假设和测算方法，在新的系统重要性银行补充框架内，测算 2021 年及未来年内上市银行三级资本各自需要补充的规模。即如果要求银行按照目前信贷增速进行信贷投放 3 年时间，各家银行的核心一级资本，一级资本和二级资本各自存在多大缺口，并以此形成相应的资本补充预期。回顾我们的核心假设：

1) 资本金无任何补充来源，包括内生性融资和外源性融资。此阶段仅考虑资产负债表扩张对资本金的消耗效应。

2) 2021 年及以后的贷款总额增速假设：由于各家银行当前贷款增速差异较大，当前测算暂时假设 2020 年及以后贷款增速按照以下数值估计。假设 2021 年及以后贷款总额增速=近 3 年各家银行贷款总额的年均复合增速。

3) 不同银行资本结构不同，核心一级资本、一级资本和资本对银行造成的约束不同，我们同时考虑三类资本中最紧缺的一类资本所形成的约束，计算三类资本各自补充的规模。

4) 资本金释放为风险加权资产， $\text{风险加权资产} = \sum \text{总资产} \times \text{某项资产占比} \times \text{该项资产在《商业银行资本管理办法（试行）》中的风险权重}$ ，估算得到信贷类资产的风险权重约为 60%。我们将这

60%称为信贷风险乘数，并假设年全行业信贷风险乘数为 60%。因此，可释放的信贷规模=增量风险加权资产/信贷风险乘数。

表 4：无净利润补充下支撑 3 年各级资本需补充规模（亿元）

	系统重要性银行新规后			系统重要性银行新规前		
	需补充核心一级资本	补充核心一级资本后，仍需补充一级资本	补充一级资本后，仍需补充资本	需补充核心一级资本	补充核心一级资本后，仍需补充一级资本	补充一级资本后，仍需补充资本
常熟银行	0.00	3.38	4.50	0.00	3.38	4.50
无锡银行	0.00	4.08	0.00	0.00	4.08	0.00
紫金银行	0.00	5.82	0.00	0.00	5.82	0.00
南京银行	0.00	10.58	0.00	0.00	10.58	0.00
张家港行	0.00	12.66	0.00	0.00	12.66	0.00
北京银行	0.00	53.30	251.62	0.00	0.00	241.6
齐鲁银行	8.34	0.00	0.00	8.34	0.00	0.00
贵阳银行	12.25	2.14	8.96	12.25	2.14	8.96
厦门银行	21.08	17.20	13.94	21.08	17.20	13.94
青农商行	29.86	19.80	28.38	29.86	19.80	28.38
郑州银行	32.99	0.00	0.00	32.99	0.00	0.00
重庆银行	36.22	2.38	0.00	36.22	2.38	0.00
成都银行	38.37	0.00	0.00	38.37	0.00	0.00
上海银行	50.53	21.43	16.06	0.00	16.68	16.06
杭州银行	76.91	0.00	0.00	76.91	0.00	0.00
青岛银行	80.22	0.00	0.00	80.22	0.00	0.00
浦发银行	86.57	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长沙银行	97.54	3.57	0.00	97.54	3.57	0.00
江苏银行	112.28	0.00	0.00	63.48	0.00	0.00
宁波银行	123.60	1.09	0.00	86.30	1.09	0.00
光大银行	186.95	0.00	0.00	69.30	0.00	0.00
华夏银行	240.69	0.00	0.00	161.24	0.00	0.00
浙商银行	250.39	37.31	0.00	250.39	37.31	0.00
平安银行	404.61	0.00	0.00	303.24	0.00	0.00
民生银行	413.87	0.00	0.00	99.30	0.00	0.00
中信银行	459.40	0.00	0.00	136.15	0.00	0.00
兴业银行	627.71	0.00	0.00	90.24	0.00	0.00
邮储银行	674.46	0.00	0.00	293.34	0.00	0.00

数据来源：上市公司公告，东方证券研究所，注：未列入表中的上市银行无需补充资本，按照颜色由浅到深分别标注第一至第三组系统重要性银行

经测算，系统重要性银行新规对部分系统重要性银行的资本金缺口影响明显。观察最为重要的核心一级资本，系统重要性银行新规使得上海银行和浦发银行从无需补充核心一级资本转为需要补充核心一级资本。在其他第一组系统重要性银行中，光大银行核心一级资本需补充金额翻至原先的两倍以上，其他银行均有所增加。新规主要对第二组和第三组银行影响显著，民生银行、中信银行、邮储银行和兴业银行需要补充的核心一级资本大幅增加，最少需要补充原先金额的两倍以上，其中兴业银行需补充金额接近原来的 7 倍。

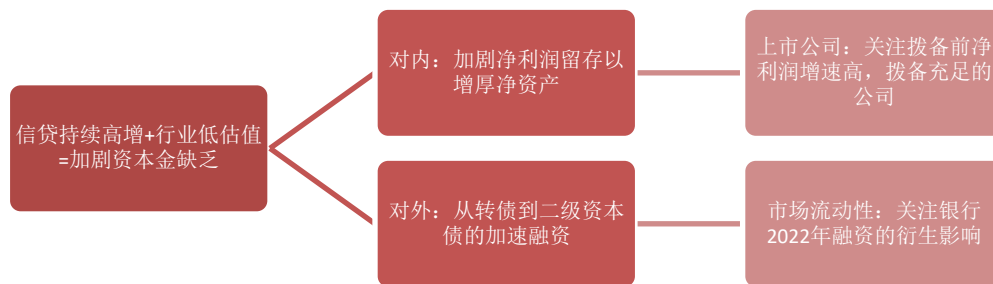
展望 2022 年，资本金问题将作为业绩进一步上行的核心刺激要素，这一问题上不同银行分化明显，尤其是新列入系统重要性银行的且在第二组和第三组的部分银行受新规影响显著，拨备大概率释放。综上所述，下一阶段的核心关注点就是资本不足与拨备高企驱动业绩释放。

4. 资本金框架下的选股逻辑与衍生影响

银行核心一级资本包括实收资本或普通股、资本公积、盈余公积、一般风险准备、未分配利润和少数股东资本可计入部分，有两种补充方式——内生性补充和外源性补充。上市银行内生性补充的来源是利润留存，与企业盈利和留存情况相关；外源性补充的方式包括配股、增发（定向增发和公开增发）和可转债（需转股后），均与投资者相关，即与银行股估值相关。

在估值承压，即 PB 小于 1 时，外源性融资非常困难，例如银行定增普遍要求不低于 1 倍 PB，可转债转股价要求不低于最近一期每股净资产。一般而言，上市银行加总股本同比增速一定程度上可以反映核心一级资本外源性资本补充的快慢，2019 年末进入低估值区间以来，总股本增速长期处于低位，表明核心一级资本外源性融资疲软。所以，在目前的估值环境下，银行很难通过外源性融资补充核心一级资本，加剧了资本金的缺乏。

图 14：未来资本金框架下的逻辑推演



数据来源：东方证券研究所

综上所述,未来在银行资本金缺乏的框架演绎下,银行主要通过对内和对外两种方式补充资本。对内来看,将加剧净利润留存以增厚净资产,则应关注 PPOP 增速高,拨备充足的银行;对外来看,银行将从转债到二级资本债进行加速融资,进一步影响到市场流动性,应关注银行在 2022 年融资的衍生影响。

4.1. 结合系统重要性银行新规关注 PPOP 增速高, 拨备充足的上市银行

结合系统重要性银行新规,选取 PPOP 增速高且拨备充足的银行。具体筛选标准为:1)2021 年第三季度和 2021 年上半年拨备覆盖率均高于同类银行总和水平;2)2021 年前三季度 PPOP 增速及 2021 年上半年 PPOP 两年复合增速均高于同类银行总和水平;3)系统重要性银行新规颁布后,支撑信贷扩张三年需要补充的核心一级资本不变或变化规模在原来需补充资本金的一倍以内。

筛选结果如下图所示,国有行中关注农业银行;股份行中为招商银行和平安银行,同时招行在零售业务,资产质量,拨备水平等指标上均领先行业;城商行中选出南京银行、宁波银行、杭州银行和成都银行,仅有南京银行无需补充资本;农商行中选出无锡银行、张家港行、苏农银行和青农商行,前三家银行均无需补充资本,无锡银行和张家港行拨备更足,而苏农银行当季 PPOP 最高,且相较于前期复合增速增长迅猛。

表 5: 资本金角度出发的上市银行筛选

	预计三年需补充核心一级资本(亿)		拨备覆盖率		利润增速同比	
	系统重要 性新规前	系统重要性 新规后	3Q2021	1H2021	PPOP 3Q2021	PPOP1H 2021 两年 复合
	农业银行	0.00	0.00	288%	275%	9.8%
招商银行	0.00	0.00	443%	439%	14.8%	9.8%
平安银行	303.24	404.61	268%	260%	8.7%	13.4%
南京银行	0.00	0.00	396%	395%	22.2%	9.9%
宁波银行	86.30	123.60	515%	510%	28.4%	23.6%
杭州银行	76.91	76.91	559%	530%	19.8%	20.3%
成都银行	38.37	38.37	387%	371%	27.8%	20.3%
无锡银行	0.00	0.00	459%	438%	11.6%	18.8%
张家港行	0.00	0.00	452%	417%	10.6%	12.3%
苏农银行	0.00	0.00	370%	360%	17.5%	9.5%
青农商行	29.86	29.86	267%	272%	24.1%	15.2%

数据来源:公司公告,东方证券研究所,颜色由深到浅分别为国有行、股份行、城商行和农商行

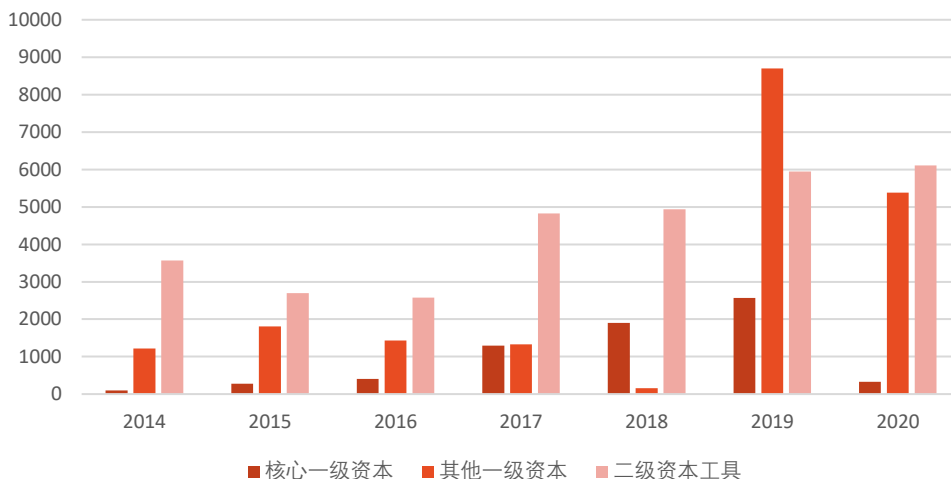
4.2. 密切关注下一阶段的银行融资行为

统计近年来上市银行外源融资的情况，总体呈逐年升高的态势，一般情况下，二级资本工具融资多于其他一级资本融资，并多于核心一级资本融资。也有部分年份不满足上述规律，如 2018 年上市银行的其他一级资本融资规模较小，而 2019 年则进行了大规模的其他一级资本融资。以上各级融资工具，核心一级资本工具包括配股+定增+公开增发+可转债；其他一级资本融资工具包括优先股+永续债；二级资本融资工具包括二级资本工具及其溢价和超额贷款损失准备，而其中绝大多数都是商业银行以债券形式发行的二级资本工具。

2019 年至 2020 年，上市银行经历了新一轮资本金稀缺的过程，目前来看，该轮资本金相对稀缺的周期已经延续至 2021 年及其之后的 1 到 2 年。本轮资本金相对稀缺的原因有：1) 过去持续表内信贷扩张的商业模式带来的较多的资本消耗；2) 资管新规整改日到期，表外非标资产回表，资本金不变的情况下资本充足率下降；3) 新会计准则对拨备计提增加对净资产造成一次性压力，不同类型银行实施节点为 2018 至 2020 年，与资管新规相叠加；4) 资本监管标准的提高对资本的消耗，其中最重要的就是“1201”系统重要性银行新规，将主要上市银行的资本充足率红线进行提升，对银行资本金提出了更高的要求。

从全行业外源性融资的结构观察，最显著的特征即为 2020 年以来，行业的核心一级资本补充下降严重。具体原因主要来自于，核心一级资本的补充与市场估值直接相关，除去 IPO 工具，再融资以及转债转股均受制于 2020 年以来过于低迷的银行股估值。

图 15： 银行全行业近年外源融资规模（亿元）



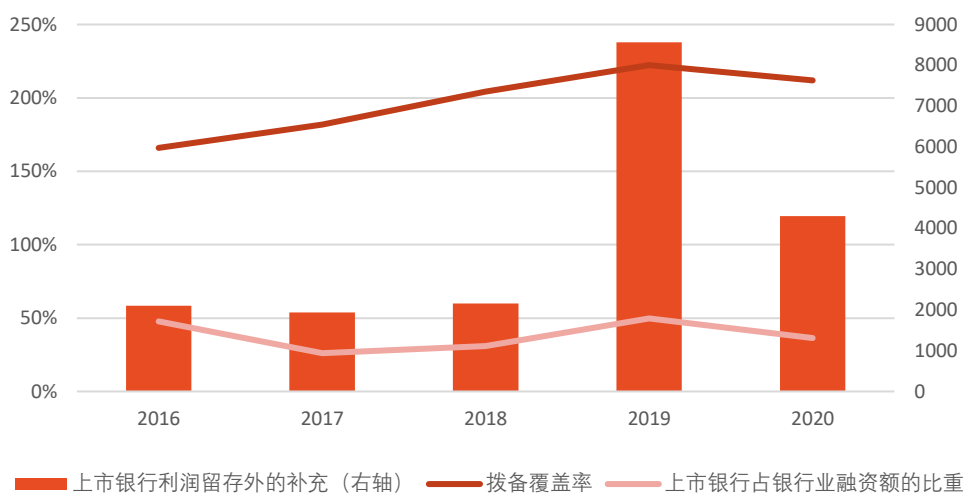
数据来源：同花顺，东方证券研究所

测算上市银行外源融资与整个银行业外源融资的比，近些年来保持在 30%至 50%之间，且与上市银行拨备覆盖率有一定的正相关。可以通过上市银行每年净资本增量和归母净利润大致测算外源融资规模，A 股上市银行近三年数据显示，商业银行利润约 17%用于缴纳所得税，23%用于普通股股利分配，剩余的 60%全部用于补充核心一级资本，由于净利润是税后利润，净利润分红

率=23%/(1-17%)≈28%，我们由此假定净利润分红率为 28%，由此估测净资产增量-归母净利润*（1-28%）约为外源融资规模。用上市银行外源融资规模与银行业比较，历年大多数集中在 30%-50%之间，与拨备覆盖率有一定的正相关，因为拨备越厚，上市银行因增厚了拨备而进行的内源融资少，外源融资则更多。

延续我们今年多篇报告的观点，上市银行将持续释放拨备补充净资本，且该观点已经在第三季度的银行报告中得以体现，所以我们预测今年年底及 2022 至 2023 年，拨备覆盖率将有所下行，降至 200%左右。由于上市银行外源补充占银行业的 30%-50%，同时与拨备覆盖率正相关，考虑到我们预计上市银行需要通过释放拨备来补充净利润，由此预计后续上市银行外源性融资占银行业的比重大约在 40%左右。通过我们之前对上市银行资本金需要补充规模的测算，假定上市银行整体资本金安全边际是支持三年信贷扩张，则加总得到上市银行 2021 年共需要补充核心一级资本规模将超过 2019 年的近年高峰，其中除去行业净利润留存，剩下部分需要通过外源性融资补充。

图 16：上市银行与银行业外源融资对比（亿元）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

5. 投资建议

我们总体判断 2022 年行业净息差整体趋稳，利率要素不再作为行业观察的核心要素，行业整体 PPOP 预计维持高位。同时在信贷高增的背景下，行业净资本压力面临上行，将进一步驱动行业通过拨备工具反哺净利润。

当前银行板块估值处于非常低的历史水平，且业绩已然筑底，存在较强的价值配置优势，我们仍维持行业“看好”评级。个股方面，建议关注资本较为充足的银行，且部分农商行业绩优异，建议关注招商银行(600036, 未评级)、苏农银行(603323, 未评级)、无锡银行(600908, 未评级)、杭州银行(600926, 未评级)、农业银行(601288, 未评级)。

6. 风险提示

疫情在国内形成新的传播链，有加大防控力度的可能性，对于经济的影响尚不明确。若疫情持续大规模暴露，将对以制造业和商贸零售行业的中小微企业偿债能力形成负面影响。

美国国债触顶，逐渐确认 Taper，对我国经济及货币政策有全方位影响。

国内降息预期加剧，降息时点、方式和力度尚不明确。若预期持续落空，则对后续净息差及信贷业务运营形成压力。

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