

行业定期策略

银行

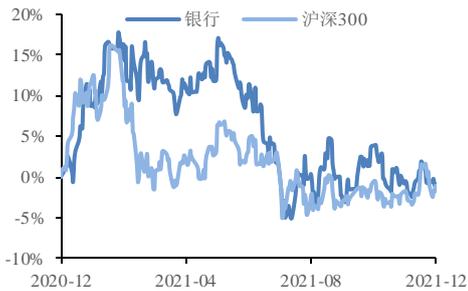
稳增长不动摇，跨周期优质行可期

2021年12月24日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
银行	-0.14	1.34	-0.17
沪深300	0.74	2.63	0.32

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce67@hncasing.com

王琰林

wangyanlin@hncasing.com

分析师

0731-84779582

研究助理

0731-84403358

相关报告

- 《银行：银行业11月金融数据点评：信贷投放平稳，蓄力开门红》 2021-12-13
- 《银行：银行业2021年12月月报：政策边际宽松，估值修复可期》 2021-12-06
- 《银行：银行业10月金融数据点评：贷款增速企稳，估值有望修复》 2021-11-12

重点股票	2020A		2021E		2022E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
招商银行	3.86	13.01	4.64	10.82	5.33	9.42	推荐
宁波银行	2.50	15.30	3.04	12.58	3.44	11.12	推荐
平安银行	1.49	11.62	1.87	9.26	2.23	7.77	推荐
邮储银行	0.74	7.16	0.81	6.54	0.92	5.76	谨慎推荐
南京银行	1.31	6.88	1.56	5.78	1.83	4.92	谨慎推荐
常熟银行	0.66	10.15	0.76	8.82	0.90	7.44	谨慎推荐
江苏银行	1.02	5.71	1.24	4.69	1.60	3.64	谨慎推荐

资料来源: wind, 财信证券

投资要点:

- 经济下行压力加大，稳增长目标明确。2021年下半年以来，内需修复动力不足，地产政策收紧，宏观经济下行压力加大，预期2022年经济仍将承压。预计跨周期和逆周期宏观调控力度加大，银行业在流动性充裕、监管政策温和的环境下可实现量增价稳，资产规模稳步扩张，利率低位平稳，业务覆盖范围进一步拓宽。
- 小微制造业为对公重点，消费需求复苏助零售破局。政策引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持，普惠小微、制造业贷款仍有望保持高速增长。政策端助力居民消费动力恢复，有望带动消费金融高速增长，促进银行加速实现零售转型。近年来，银行发力财富管理业务布局，实现财富管理规模的快速增长，未来仍有巨大发展潜力。
- 信贷规模稳增长，信贷投放结构性调整。银行业景气度回升至疫情前水平，贷款需求有望反弹，信贷总量将保持稳定增长，信贷结构稳步优化。利率下行，息差企稳。全面降准+1年期LPR下调，贷款利率总体趋稳，净息差将延续稳定趋势，或有边际收窄，总体稳定银行盈利预期。资产质量提升，银行分化加剧。银行资产质量较疫情前明显改善，后续经济承压，商业银行经营分化加剧，部分银行将持续强者恒强态势。
- 投资建议：在宽货币宽信用的政策环境下，银行资产规模有望保持2021年增长水平，净息差筑底企稳，利息净收入稳增长确定性高。综合分析，优选基本面好，业务布局契合发展方向，逻辑通顺的优质银行：一是大财富管理，具备零售竞争优势，可实现轻资本弱周期的银行，建议关注：招商银行、平安银行、宁波银行、邮储银行。二是普惠小微+制造业资源充足，信贷规模稳健增长的银行。建议关注：南京银行、江苏银行、常熟银行。
- 风险提示：经济增长不及预期，资产质量下行；政策超预期调整。

内容目录

1 经济下行压力加大，稳增长目标明确	4
1.1 经济承压，政策托底	4
1.2 宽货币宽信用，社融增速平稳	5
2 银行板块回顾	7
2.1 行情回顾	7
2.2 业绩回顾	9
3 业务布局	11
3.1 对公业务	11
3.2 零售业务	13
3.3 财富管理	15
4 经营展望	17
4.1 信贷规模稳增长，信贷投放结构性调整	17
4.2 利率下行，息差企稳	19
4.3 资产质量提升，银行分化加剧	21
5 投资建议	23
6 风险提示	25

图表目录

图 1: GDP 不变价当季同比 (%)	4
图 2: CPI 和 PPI 当月同比 (%)	4
图 3: 存款准备金率 (%)	5
图 4: 货币乘数	5
图 5: 社融存量及同比 (万亿元, %)	6
图 6: 社融增量累计值及当月值 (亿元)	6
图 7: 社融增量分项目累计值 (亿元)	6
图 8: M2 增速、社融增速和 GDP 增速 (%)	6
图 9: GDP 增速、社融存量增速和贷款余额增速 (%)	7
图 10: 银行板块与大盘涨跌幅 (截至 12 月 23 日)	7
图 11: 申万 28 个一级行业涨跌幅 (截至 12 月 23 日)	7
图 12: A 股上市银行年度涨跌幅 (%)	8
图 13: 银行及沪深 300 涨跌幅 (%)	9
图 14: 上市银行营业收入及增速 (亿元, %)	9
图 15: 上市银行归母净利润及增速 (亿元, %)	9
图 16: 2021Q3 上市银行营业收入及同比 (亿元, %)	10
图 17: 2021Q3 上市银行归母净利润及同比 (亿元, %)	10
图 18: 2021Q3 上市银行营业收入同比增速 (%)	10
图 19: 2021Q3 上市银行归母净利润同比增速 (%)	10
图 20: 2021Q3 上市银行贷款增速前十 (%)	11
图 21: 2021Q3 上市银行存款增速前十 (%)	11
图 22: 普惠小微贷款余额及增速 (亿元, %)	12
图 23: 制造业中长期贷款增速 (%)	12

图 24: 上市银行制造业贷款余额同比增速 (%)	13
图 25: 上市银行零售贷款占比 (%)	13
图 26: 上市银行零售贷款规模及增速 (亿元, %)	13
图 27: 2021Q3 上市银行手续费及佣金净收入占营业收入比重 (%)	15
图 28: 股票+混合公募基金保有规模 (亿元, %)	16
图 29: 非货币市场公募基金保有规模 (亿元, %)	16
图 30: 理财产品分类型占比 (%)	17
图 31: 理财产品平均收益率 (%)	17
图 32: 银行家问卷调查数据 (%)	18
图 33: 金融机构贷款余额 (亿元)	19
图 34: 金融机构贷款余额增速 (%)	19
图 35: 贷款市场报价利率 (%)	19
图 36: 贷款加权平均利率 (%)	20
图 37: 贷款加权平均利率 vs. 净息差 (%)	20
图 38: 2020 年上市银行存款平均成本率 (%)	20
图 39: 中资全国性银行结构性存款规模 (亿元)	21
图 40: 商业银行净息差 (%)	21
图 41: 商业银行分机构净息差 (%)	21
图 42: 商业银行不良率及拨备覆盖率 (%)	22
图 43: 商业银行分机构不良贷款率 (%)	22
图 44: 商业银行分机构拨备覆盖率 (%)	22
图 45: 商业银行分机构流动性比例 (%)	22
图 46: 2021Q3 上市银行不良率和拨备覆盖率 (%)	23
表 1: 银行细分板块年度涨跌幅及领涨个股 (截至 12 月 23 日)	8
表 2: 2021H1 上市银行个人贷款构成及增速 (亿元, %)	14

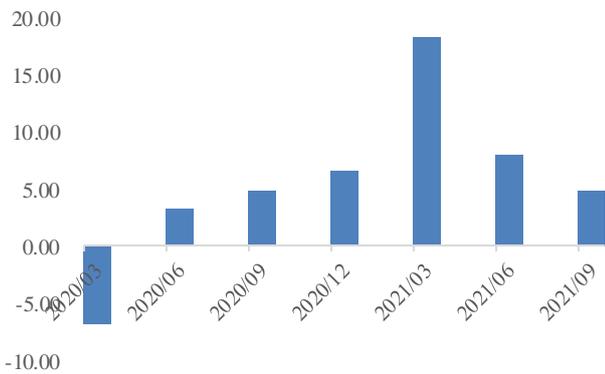
1 经济下行压力加大，稳增长目标明确

2021年下半年以来，内需修复动力不足，地产政策收紧，宏观经济下行压力加大，预期2022年经济仍将承压。政策托底稳增长的目标愈发明确，积极的财政政策和稳健的货币政策持续发力，流动性将保持合理充裕，将更加注重对实体经济的支持，降低企业融资成本。预计跨周期和逆周期宏观调控力度加大，银行业在流动性充裕、监管政策温和的环境下可实现量增价稳，资产规模稳步扩张，利率低位平稳，业务覆盖范围进一步拓宽。

1.1 经济承压，政策托底

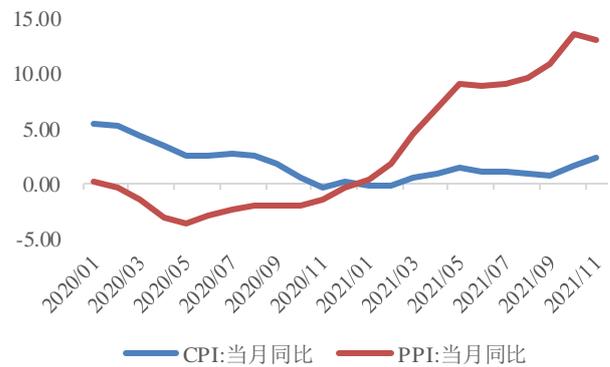
2021年下半年，在低基数效应消退后，经济指标持续走弱，经济面临下行压力。2021年前三季度GDP增速回落至4.9%，社科院经济蓝皮书预测2021年我国GDP实际增速达到8%左右，则四季度GDP增速预计进一步下降，2020-2021两年平均增速约为5.1%。PPI同比增速持续走高，并逐渐向CPI传导，11月PPI增速环比回落，CPI增速抬升，后续二者将逐步收敛。

图 1: GDP 不变价当季同比 (%)



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 2: CPI 和 PPI 当月同比 (%)



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

中央经济工作会议指出，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，但我国经济韧性强，长期向好的基本面不会改变。为迎接党的二十大，实现经济质的稳步提升和量的合理增长，保持经济运行在合理区间，逆周期政策调整力度加码，持续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，注重对小微企业、科技创新和绿色金融等领域的支持力度，适度超前开展基础设施投资。2020年受疫情影响，GDP增速偏低，长期来看我国经济增长保持在5%以上，增长韧性强，未来仍具备充足发展空间，预计2022年GDP增速在5%-6.5%区间。

为应对经济承压，政策拐点已现，经济企稳向好趋势不变。自9月份召开房地产金融工作座谈会，房地产政策纠偏调整，带动整体政策态度开始转向，稳增长的政策目标愈发明确。政策端多次强调跨周期调节，增强信贷总量增长的稳定性，维持房地产市场

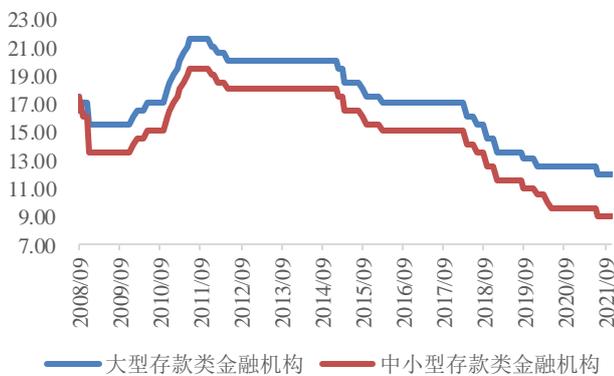
健康发展，多项政策提前布局 2022 年，提高了经济平稳运行的确定性，有效防范化解金融风险，稳定市场情绪，利于银行信贷规模增长和资产质量改善。

1.2 宽货币宽信用，社融增速平稳

12 月初，央行决定于 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.4%，共计释放长期资金约 1.2 万亿元，降低金融机构资金成本每年约 150 亿元。降准落地，央行当日开展 5000 亿元 MLF 操作和 100 亿元逆回购操作，当日 MLF 到期规模 9500 亿元，实际投放中长期资金 7500 亿元。

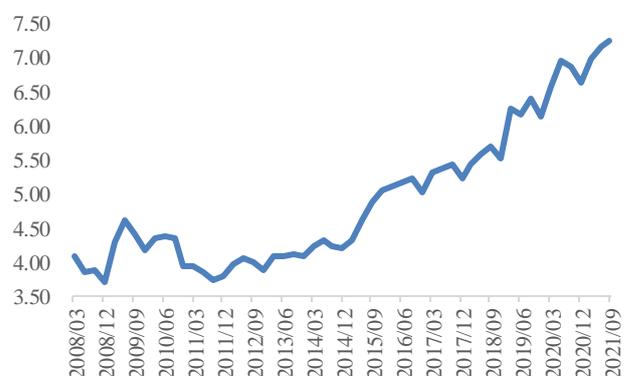
央行临近年末降准，主要是为了跨周期调节，为经济发展提前布局。本次全面降准有别于 7 月中旬降准以弥补流动性缺口的目的，释放的一部分资金用于对冲到期的 MLF，一部分资金用于金融机构补充长期资金，以满足实体融资需求。对于银行而言，受益于降准带来的货币供应稳定，信贷投放宽松，可实现贷款规模稳定增长，资产质量进一步改善。截至 2021 年 9 月，货币乘数达 7.22，呈持续增长态势，M2 规模也将稳定提高。利率方面，由于银行的资金成本下降，通过传导进而降低社会综合融资成本，市场利率将保持低位。

图 3：存款准备金率（%）



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 4：货币乘数



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

社融增速缓降筑底，保持平稳匹配名义经济增速。截至 2021 年 11 月末，社会融资规模存量为 311.9 万亿元，同比增长 10.1%，增速环比上行 0.1pct.，实现筑底回升。11 月社融增量为 2.61 万亿元，同比多增 4786 亿元，全年社融增量为 28.96 万亿元，同比略减 4.18 万亿元，较 2019 年同期多增 5.49 万亿元。高基数影响下，社融增量保持在合理区间，年内贷款增长平稳，企业债券和政府债券净融资同比减少，非标持续收缩，社融存量增速由 13% 下降至 10%，预计全年社融存量增速约在 10.5% 区间。展望 2022 年，财政支出强度和支出进度有所保障，在遏制隐性债务的基础上，财政发力进行跨周期宏观调控，稳健的货币政策保持流动性合理充裕，信用相对宽松，实体融资需求有望提升。

图 5：社融存量及同比（万亿元，%）



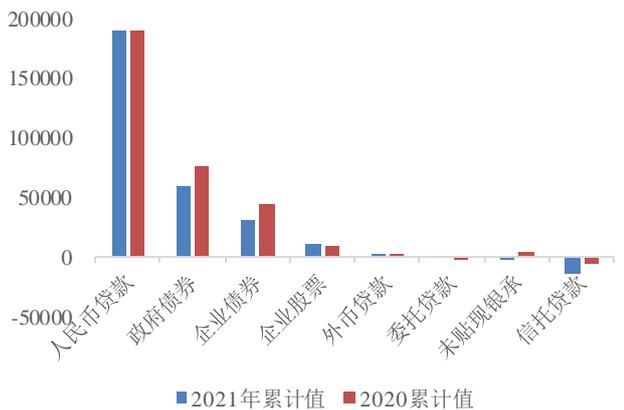
资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 6：社融增量累计值及当月值（亿元）



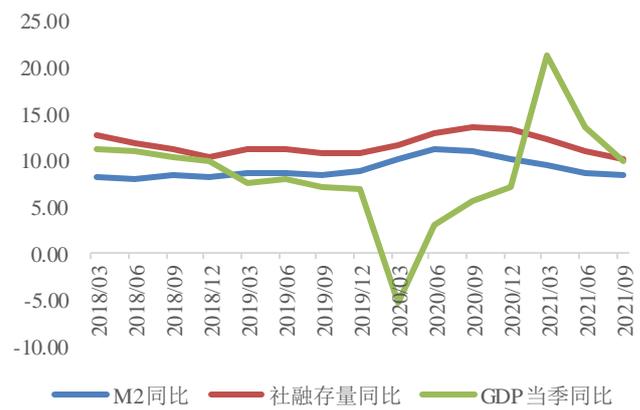
资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 7：社融增量分项目累计值（亿元）



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 8：M2 增速、社融增速和 GDP 增速（%）



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

在经济平稳运行的背景下，基于积极的财政政策和稳健的货币政策的持续实施，为保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，预计 2022 年政府融资规模平稳，新增信贷略有增长，全年社融增量约 32-35 万亿元区间，社融存量增速在 10.5%-11% 区间。

自 2011 年后，贷款增速持续超 GDP 现价累计同比，社融存量增速逐渐与名义经济增速相当。2021 年受低基数的影响，贷款增速低于 GDP 同比。随着经济增速回落，三者差距收敛，社融增速与经济增速保持同步，贷款增速具备抬升空间，银行资产增速有望稳定增长。

图 9：GDP 增速、社融存量增速和贷款余额增速 (%)



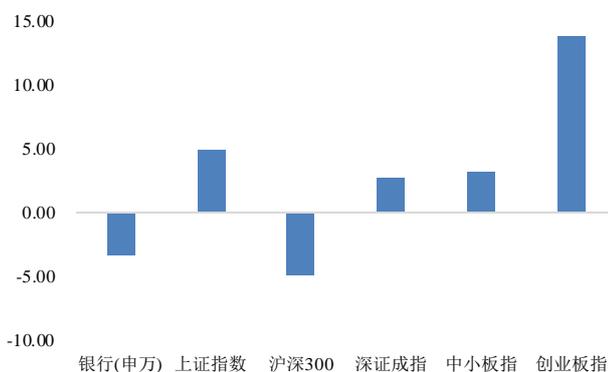
资料来源：同花顺 IFind，财信证券

2 银行板块回顾

2.1 行情回顾

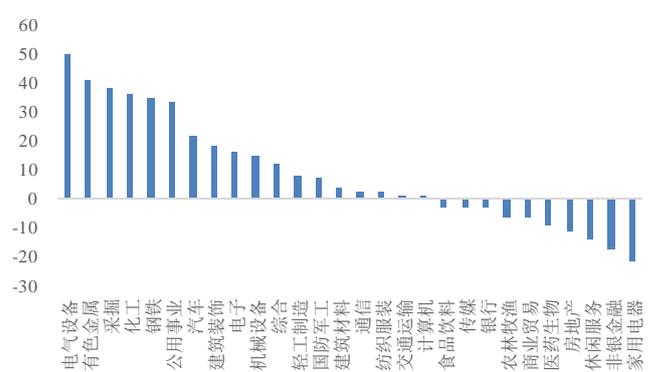
截至 2021 年 12 月 24 日，申万银行年内涨跌幅-3.36%，跑输上证指数-4.69pct.，跑输沪深 300 指数-2.66pct.，申万 28 个一级行业中排名第 21 位。银行作为一个和经济发展息息相关的周期性行业，其发展离不开经济的复苏。年内经济增速持续下行，金融机构让利实体经济的预期，地产暴雷风险传导至银行的担忧等因素压制了上市银行行情。在 2022 年稳增长的强诉求下，多项跨周期和逆周期调控政策出台，经济下行趋势将得以改善，实体融资需求恢复，银行资产规模稳健扩张，资产质量进一步改善，总体收益有望保持平稳增长。

图 10：银行板块与大盘涨跌幅（截至 12 月 23 日）



资料来源：Wind，财信证券

图 11：申万 28 个一级行业涨跌幅（截至 12 月 23 日）



资料来源：Wind，财信证券

A 股年内上市银行共 4 家，分别是重庆银行、齐鲁银行、瑞丰银行、沪农商行，共计上市银行 41 家。截至 2021 年 12 月 24 日，银行细分板块的年度涨跌幅均出现下行，

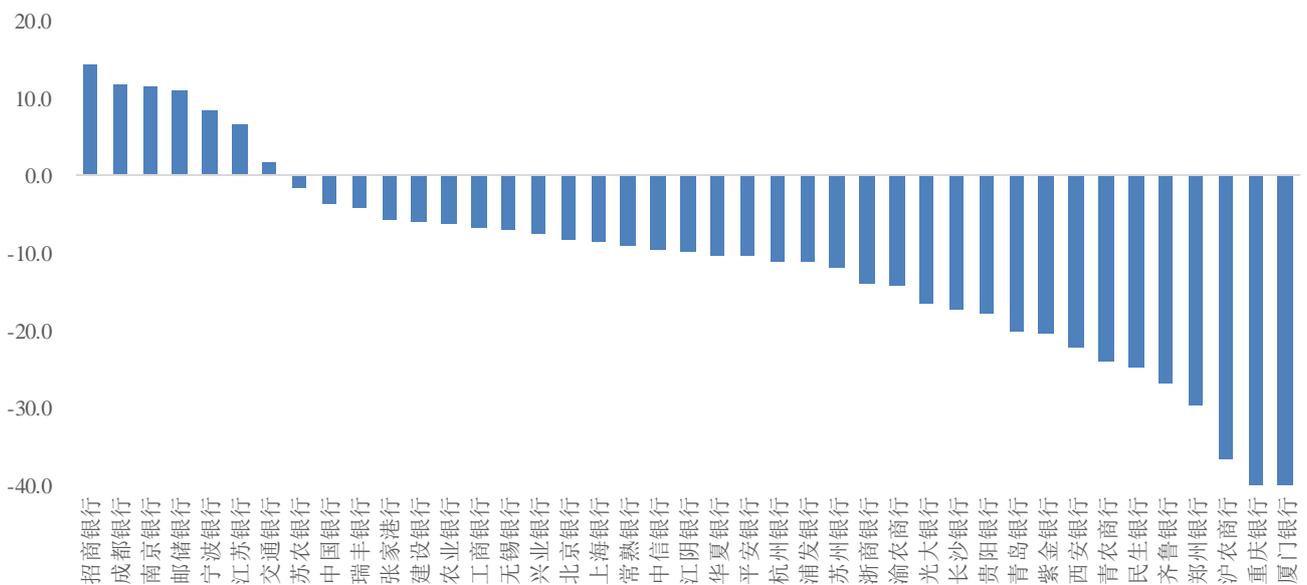
其中国有大行下行幅度最小。国有大行的年涨跌幅-1.79%，其中邮储银行（10.88%）涨幅第 1 位。股份行跌幅居次位，年度跌幅-10.06%，其中招商银行（14.27%）涨幅居前。农商行年度平均跌幅-10.79%，其中苏农银行（-1.81%）跌幅较小。城商行年度平均跌幅略落后，平均跌幅-14.23%，其中 成都银行（11.62%）涨幅居前。

表 1：银行细分板块年度涨跌幅及领涨个股（截至 12 月 23 日）

	年平均涨跌幅	领涨股票	个股涨幅（%）
国有大行	-1.79	邮储银行	10.88
股份行	-10.06	招商银行	14.27
农商行	-10.79	成都银行	11.62
城商行	-14.23	苏农银行	-1.81

资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 12：A 股上市银行年度涨跌幅（%）



资料来源：Wind，财信证券

回顾银行板块年内行情，年初经济基本面向好，信贷放量增长，银行板块延续 2020 年末的估值修复行情，获得超额收益；进入二季度，信贷供需走弱，贷款投放放缓，经济增长承压，板块横盘震荡；随着恒大等房地产企业暴雷，地方融资平台 15 号文发布等事件影响，市场预期银行业风险增加，板块持续回调下行；9 月房地产金融工作座谈会的召开，提出维护房地产市场的平稳健康发展，后续政策态度开始转向，稳定经济增长目标逐渐清晰，银行业风险出清，低位调整到位，后续有望跑出超额收益。

图 13：银行及沪深 300 涨跌幅（%）



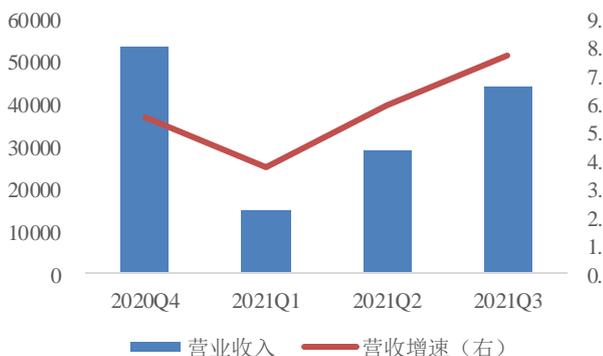
资料来源：同花顺 IFind，财信证券

2.2 业绩回顾

上市银行营收增速稳步提升，归母净利润增速在三季度放缓。2021 年前三季度，上市银行合计实现营业收入 4.37 万亿元，同比增长 7.71%，增速较 2020 年提高 2.23pct.；合计实现归母净利润 1.47 万亿元，同比增长 13.58%，保持了两位数高增长，增速较 2020 年提高 8.96pct.。营收增速稳步提升，主因非息收入高增，银行加快财富管理业务布局，提高自身投研能力，挖掘新的业绩增长点。

分银行类型看，城商行营收增速和归母净利润增速都较高，前三季度实现营业收入 3235.76 亿元，同比增长 13.79%，实现归母净利润 1165.70 亿元，同比增长 17.02%；农商行次之，前三季度实现营业收入 730.10 亿元，同比增长 9.35%，实现归母净利润 268.46 亿元，同比增长 15.80%。

图 14：上市银行营业收入及增速（亿元，%）



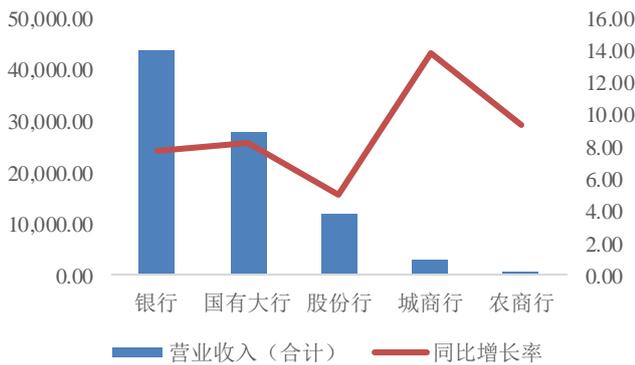
资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 15：上市银行归母净利润及增速（亿元，%）



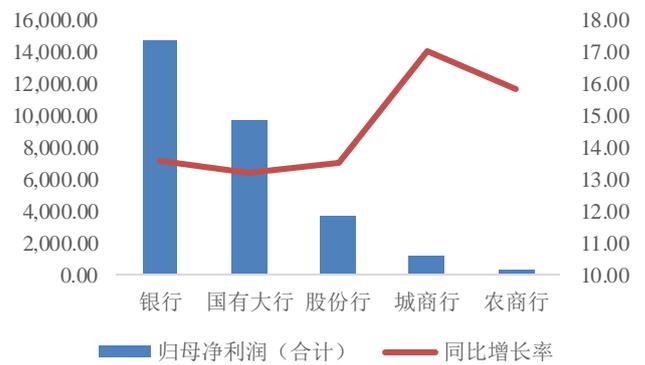
资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 16: 2021Q3 上市银行营业收入及同比 (亿元, %)



资料来源: 同花顺 IFind, 财信证券

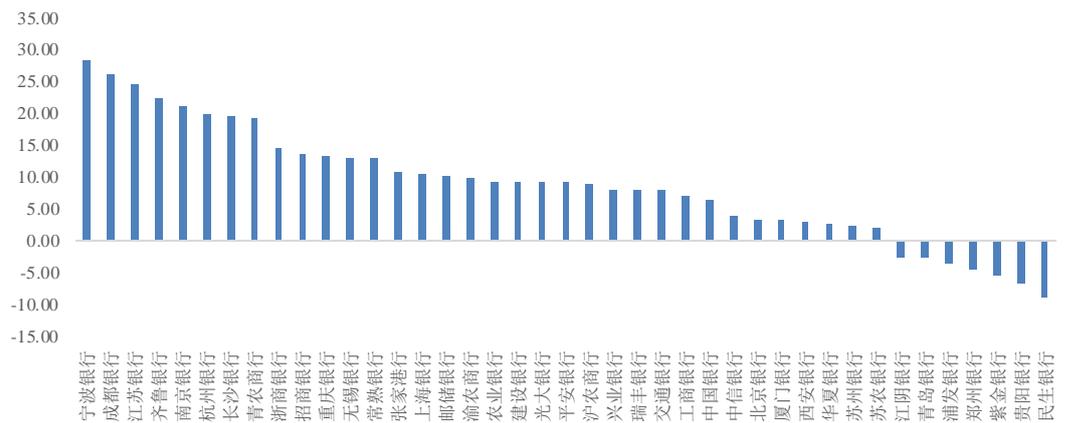
图 17: 2021Q3 上市银行归母净利润及同比 (亿元, %)



资料来源: 同花顺 IFind, 财信证券

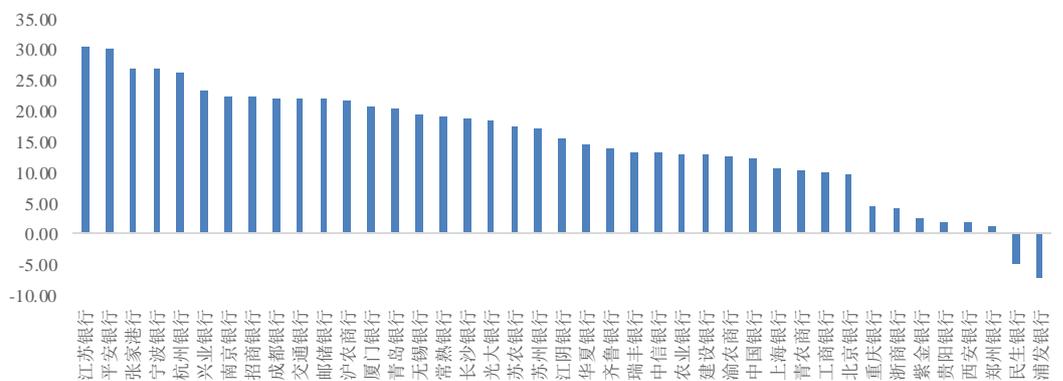
具体看上市银行情况, 业绩分化明显。前三季度, 共有 5 家上市银行的营收增速超 20%, 分别是宁波银行、成都银行、江苏银行、齐鲁银行、南京银行, 另有 7 家营收增速为负; 共有 5 家归母净利润增速超 25%, 分别是江苏银行、平安银行、张家港行、宁波银行、杭州银行, 其中前 2 名银行归母净利润增速超 30%, 另有 2 家净利润负增长。

图 18: 2021Q3 上市银行营业收入同比增速 (%)



资料来源: 同花顺 IFind, 财信证券

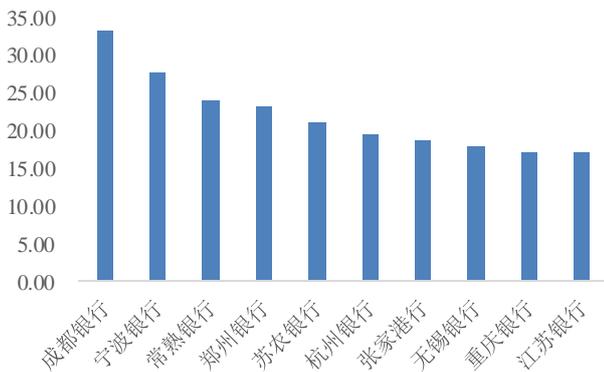
图 19: 2021Q3 上市银行归母净利润同比增速 (%)



资料来源: 同花顺 IFind, 财信证券

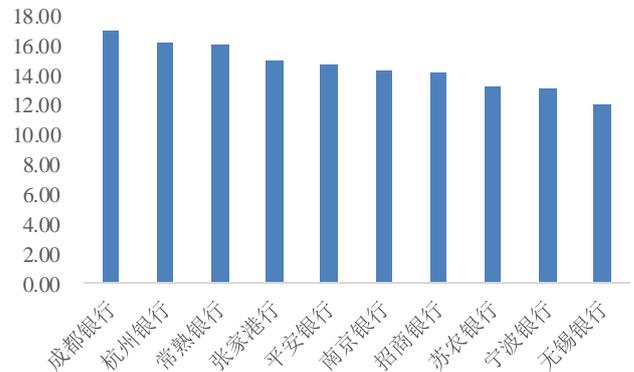
存贷款业务稳健，助推资产规模扩张，不同银行差异加大。截至 2021 年前三季度，上市银行贷款总额同比均实现正增长，22 家上市银行贷款增速超人民币贷款增速，其中成都银行贷款总额同比增长 33.10%，排名第 1 位，带动公司营收高增长。存款端，多数银行存款余额同比增长，仅 1 家银行存款同比负增长，其中成都银行存款增速排名第 1 位，同比增长 17.04%。

图 20：2021Q3 上市银行贷款增速前十（%）



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 21：2021Q3 上市银行存款增速前十（%）



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

3 业务布局

3.1 对公业务

我国经济正逐步从地产基建拉动转向普惠小微、制造业等实体经济驱动，银行业顺应时势，由传统的房地产贷款业务转投向更为复杂多元的普惠小微、制造业等实体企业。小微、制造业贷款增速维持高位，对公信贷结构持续调整优化。截至 2021 年三季度末，普惠小微贷款余额达 18.59 万亿元，同比增长 27.4%，制造业中长期贷款余额同比增速达到 37.8%，分别超同期的人民币贷款增速 15.5pct、25.9pct。自 2019 年提出金融供给侧结构性改革以来，普惠小微贷款增速保持在 20% 以上，制造业中长期贷款增速持续提升，其中高技术制造业中长期贷款高速增长。

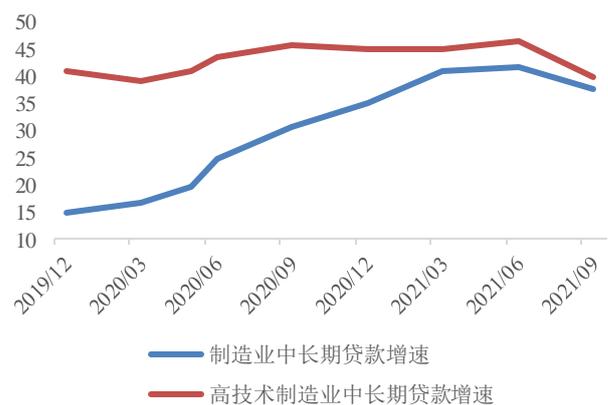
中央经济工作会议再次提出，引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。实体企业主体丰富，产业链长，融资需求多元化，对银行的经营能力提出更高的挑战，要求银行对公业务转型升级，由点及面扩大金融服务范围，搭建完善供应链金融体系。对公业务未来发展重点在于这几个领域，各家银行也已根据自身特点，开发相关业务领域，逐渐走出差异化道路，其中制造业、小微业务、绿色发展领先的优质银行值得关注。

图 22：普惠小微贷款余额及增速（亿元，%）



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 23：制造业中长期贷款增速（%）



资料来源：中央人民银行，财信证券

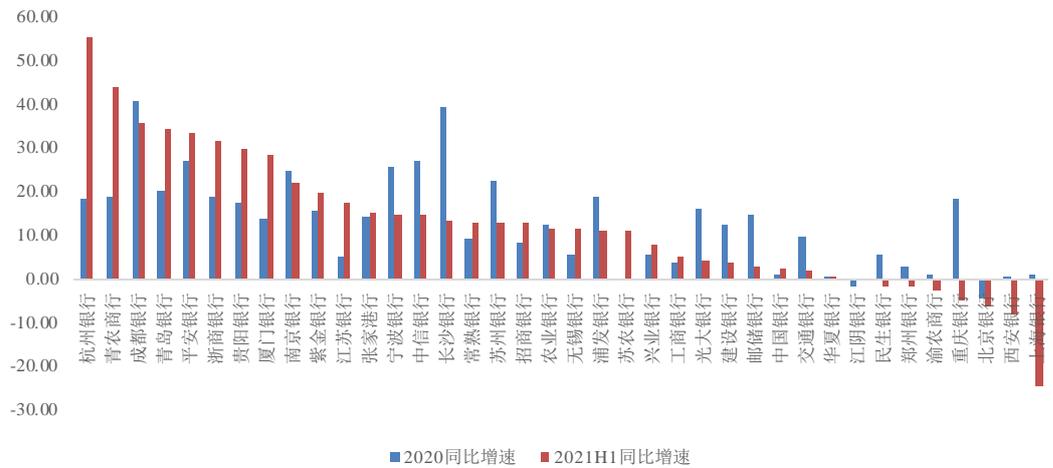
中国经济模式用“五六七八九”来概括，中小企业贡献了 50% 以上的税收，60% 以上的 GDP，70% 以上的技术创新成果，80% 以上的城镇劳动就业，90% 以上的企业数量。因此，中央高度重视普惠小微的发展，引导金融资源支持中小企业，陆续出台定向降准、延期还本付息、小微信用贷款支持工具等政策。当前，商业银行的普惠小微业务渗透程度仍有提高空间，支持小微企业的政策方向不变，普惠小微贷款未来可保持高速增长。

部分银行基于自身特点，创新走出了普惠小微的差异化道路。常熟银行深耕普惠金融领域，通过科技赋能，打造了“小微金融信贷工厂”，创新小微信贷管理模式，开发多种小微信贷产品，强化小微业务全流程风险防控。2020 年末，常熟银行小微金融贷款余额 401.28 亿元，占贷款总额 30.46%，同比增长 24.68%，规模占比均位于同业前列，不良率 0.82%，与 2019 年持平，展现了公司对小微贷款的高效风控能力。

全国性银行凭借展业范围广和综合业务经营，与制造业上下游分布广，融资需求多元相适应，在为制造业提供金融服务的过程中占据优势。地方性银行虽然业务发展较晚，但善于因地制宜，深耕本土，公司决策链短，高度适应性和差异化服务使其竞争力提升，增强与本土客户的黏性，业务实现高速发展。综合比较上市银行 2020 年和 2021 上半年制造业贷款余额增速，连续保持在前 5 名的银行有成都银行、平安银行。

平安银行在零售转型成功后重启对公业务，着重搭建供应链金融体系，通过“四位一体”深度聚焦行业生态，以投行模式用较少的资本占用提供最大化的客户服务能力，并以点及面广泛复制迅速打开业务规模。2021 年前三季度，平安银行供应链金融融资发生额 6566 亿元，同比增长 34.5%。

图 24：上市银行制造业贷款余额同比增速（%）



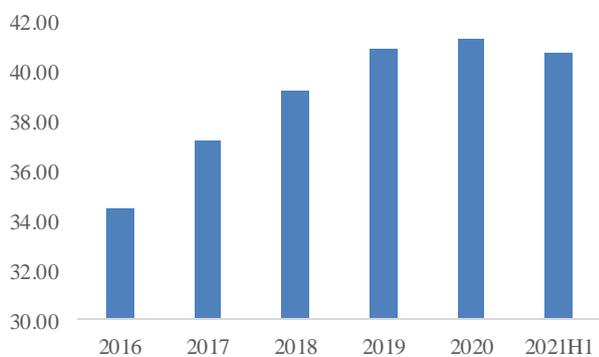
资料来源：同花顺 IFind，财信证券

3.2 零售业务

深化供给侧结构性改革，重在畅通国内大循环，重在突破供给约束堵点，重在打通生产、分配、流通、消费各环节。政策端推进，居民消费动力恢复，有望带动消费金融高速增长。银行把握消费修复阶段，加速实现零售转型，一方面下潜扩大客群基础，另一方面加快建设支付生态场景，与居民生活深度嵌合，提升客户黏性，总体以零售业务作为发力点，有望实现新增长。

居民生活涉及面广，需求丰富且具备长期性，零售市场仍有挖掘空间。近年来，银行零售业务持续发力，零售贷款高速增长，虽然增速下滑，但上市银行零售贷款占比持续走高，零售业务重要性愈发凸显。2021 年上半年受经济增速下滑的影响，银行扩大企业贷款规模以支持实体经济，零售贷款占比较 2020 年末略降 57BP。

图 25：上市银行零售贷款占比（%）



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 26：上市银行零售贷款规模及增速（亿元，%）



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

表 2：2021H1 上市银行个人贷款构成及增速（亿元，%）

证券名称	个贷余额	个贷占比	个贷增速	住房贷款占比	消费贷占比	经营贷占比	信用卡占比
平安银行	17,560.32	61.08	23.86	34.40	--	--	--
瑞丰银行	491.03	59.22	--	36.10	15.32	39.41	9.17
邮储银行	35,579.46	57.46	17.10	57.36	--	--	4.37
常熟银行	867.11	57.28	27.88	14.69	18.61	63.37	3.34
招商银行	28,649.90	53.22	15.33	46.42	--	--	27.82
渝农商行	2,547.99	45.35	43.69	38.94	--	31.26	--
张家港行	403.92	43.18	35.96	23.28	11.63	60.28	4.80
兴业银行	17,792.97	42.30	14.81	61.33	--	8.95	23.51
建设银行	76,124.28	42.14	9.62	81.01	3.11	2.54	11.06
光大银行	13,628.88	42.08	14.51	39.36	14.62	13.57	32.45
民生银行	16,927.47	41.98	11.83	32.75	--	--	27.01
中信银行	19,741.06	41.93	12.67	48.31	11.37	14.57	25.75
农业银行	67,518.81	40.92	15.81	73.05	2.52	6.68	9.13
长沙银行	1,410.71	40.68	23.22	40.85	16.38	17.16	14.56
西安银行	695.34	39.19	14.92	36.14	52.78	9.74	1.35
宁波银行	3,091.56	38.85	56.74	10.99	64.18	24.82	--
江苏银行	5,159.36	38.73	24.23	45.94	42.09	6.91	5.06
浦发银行	18,326.93	38.63	6.48	48.91	--	19.87	20.05
中国银行	59,185.49	38.48	10.74	77.82	--	--	8.49
工商银行	75,758.03	37.89	11.90	79.64	2.40	8.68	9.28
杭州银行	2,004.50	37.12	21.41	38.57	--	39.81	--
厦门银行	591.86	36.67	32.03	50.95	8.82	40.23	--
苏州银行	723.41	35.10	14.75	42.56	18.19	39.25	--
重庆银行	1,061.68	34.46	15.04	40.30	26.57	21.43	11.70
交通银行	21,169.57	33.36	15.72	65.53	--	--	21.89
北京银行	5,460.56	33.01	16.86	62.69	12.61	22.59	2.11
上海银行	3,656.17	30.85	12.91	39.44	40.99	9.84	9.73
南京银行	2,283.96	29.73	25.88	35.29	47.90	13.73	3.08
华夏银行	6,353.19	29.32	17.11	47.55	--	--	26.60
齐鲁银行	596.96	29.31	30.34	64.02	--	--	--
浙商银行	3,658.61	28.76	27.10	24.38	--	44.15	--
青岛银行	674.34	28.71	9.73	65.16	18.47	--	--
郑州银行	733.64	27.36	9.49	53.42	3.85	38.60	4.13
紫金银行	360.83	26.82	37.62	--	--	--	--
青农商行	623.66	26.61	22.14	51.52	3.97	44.46	--
成都银行	860.49	25.04	20.77	88.64	1.74	2.74	6.89
苏农银行	214.47	24.70	41.98	38.95	20.58	39.20	1.26
江阴银行	185.40	20.43	50.40	--	6.36	33.56	--
无锡银行	216.06	19.08	42.52	75.08	10.90	12.43	1.60
贵阳银行	454.05	18.41	-0.61	37.48	--	44.97	12.73

资料来源：同花顺 IFind，财信证券

多家银行持续推进零售战略转型，创新多种零售业务模式，扩大客群规模和零售业务覆盖面，并逐渐走出差异化竞争格局。招商银行、平安银行、邮储银行凭借多年深耕零售领域，个贷占比高，并保持稳定增长，相关业务发展成熟，持续兑现利润。

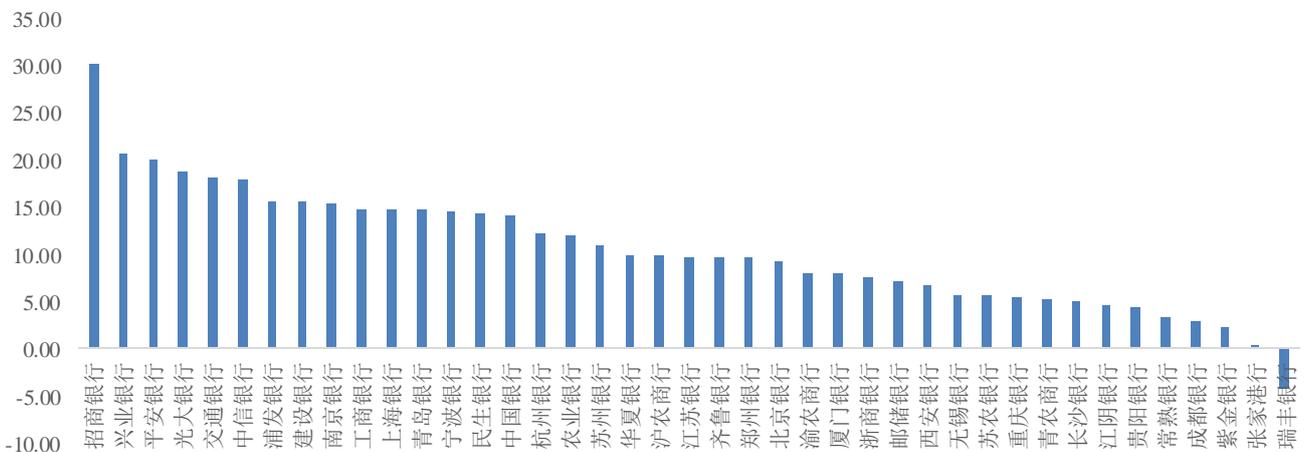
招商银行的零售业务重心在住房贷款和信用卡业务，提供稳定现金流的低风险按揭贷款和高收益的信用卡业务平衡发展，公司盈利能力稳健，2021年上半年ROE为8.27%，排名上市银行第1位。招行零售业务的发展，主要依托于线下推广和线上App搭建完善的消费场景，招商银行和掌上生活两大App涵盖吃喝玩乐多种消费场景，多类型活动持续刺激吸引新老客户进行消费，截至2021年上半年末，招商银行App累计用户数1.58亿户，掌上生活App累计用户数1.17亿户，掌上生活App月活跃用户数4,347.41万户，用户活跃度持续领跑同业信用卡类App。

3.3 财富管理

民众可支配财富持续增长，投资理财意愿增强，财富管理发展潜力巨大。根据《中国私人财富报告(2021)》，中国2020年个人可投资资产总规模达241万亿元，2018-2020年年均复合增长率为13%。以全年8%的经济增速估算，2021年居民可投资资产总规模可达到260万亿元。居民收入增长，可支配财富随之增加，同时居民的投资理财意识也在逐步增强，从单一的银行存款向多元化资产配置转变，未来财富管理业务发展潜力大。

财富管理作为轻资产业务，有助于减轻银行的资本消耗压力，提高资本内生能力，并能弱化银行周期性，改善收入结构。近年来，银行开展大零售战略转型，大部分重心都放在发展财富管理业务上，各家银行凭借自身禀赋，在大财富管理生态中发挥所长，实现财富管理规模的快速增长，中间业务收入占比也明显提升。2021年前三季度，上市银行手续费及佣金净收入占营业收入比重15.07%，其中招商、兴业、平安占比最高，分别达到30.12%、20.63%、20.00%。

图 27：2021Q3 上市银行手续费及佣金净收入占营业收入比重（%）

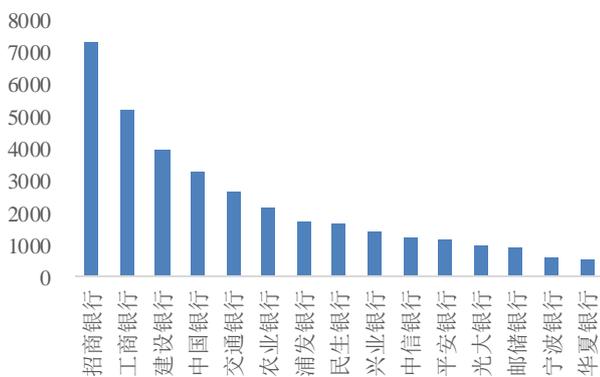


资料来源：同花顺IFind，财信证券

细分财富管理业务，代理服务是银行机构主要竞争领域，银行的代销基金规模居前，增长势头强劲。根据中基协披露的 2021 年前三季度的基金销售机构公募基金销售保有规模数据，前 10 位股票+混合公募基金保有量合计占比 64.21%，非货币市场公募基金保有量合计占比 63.80%，总体集中度高，基金代销看重的是机构渠道的销售能力。分析商业银行的代销数据，股票+混合公募基金保有量排名前 10 的商业银行合计占前 100 机构比重的 49.54%，非货币市场公募基金保有量排名前 10 的商业银行合计占前 100 机构比重的 44.50%，其中，招商银行在股票+混合公募基金保有规模中排名第 1 位。

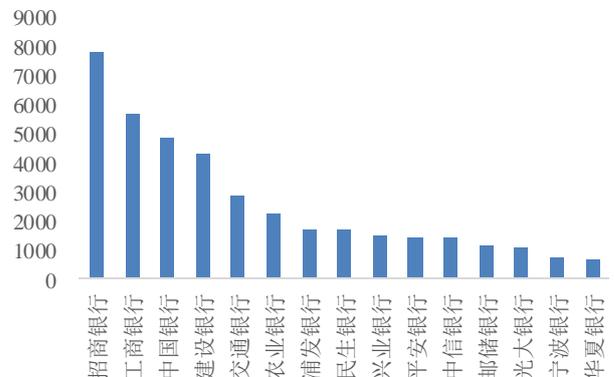
银行保持公募基金代销渠道的主体地位，源自其广泛的客群基础和充足的管理资产，可以实现高效推广。居民理财意识逐渐觉醒，对基金投资的需求提高，部分地区的中小型银行把握机会，充分挖潜本区域的客户需求，实现公募基金保有量的快速增长，其中杭州银行 2021 年前三季度股票+混合公募基金保有量季度环比增速高达 95%。伴随代销基金业务的发展，销售机构之间竞争加大，年内部分银行下调或取消基金申购费以吸引客户，提高客群黏性，做大代销规模，进而促进银行的 AUM 迅速增长，提高财富管理业务相关手续费收入。

图 28：股票+混合公募基金保有规模（亿元，%）



资料来源：基金业协会，财信证券

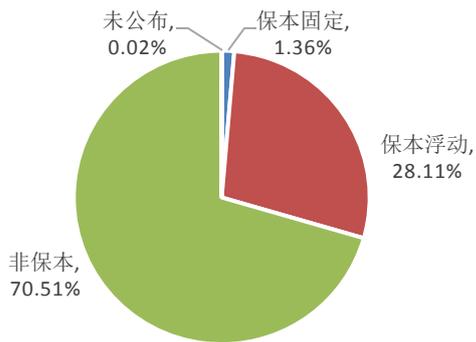
图 29：非货币市场公募基金保有规模（亿元，%）



资料来源：基金业协会，财信证券

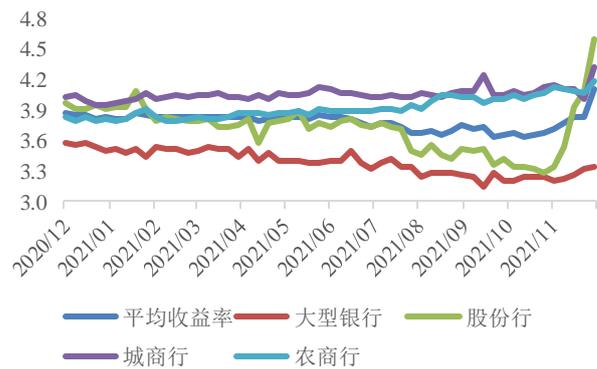
资管新规过渡期即将结束，理财产品市场格局和观念氛围已经改变，净值型理财产品占比持续提高，表外风险基本整改完成，多家银行理财子公司投入正常运营，业绩兑现可期。截至 12 月 21 日，年内发行的非保本型理财产品占比 70.51%，保本浮动型占比 28.11%。年内理财产品收益率稳中略降，12 月流动性宽松，收益率回升，其中股份行理财产品平均收益率涨幅最大。

图 30：理财产品分类型占比 (%)



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 31：理财产品平均收益率 (%)



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

从前期银保监会摸底的情况看，预计 2021 年底前，绝大部分银行机构可以如期完成整改任务，对于个别银行剩余的少量难处置资产，按照相关规定纳入个案专项处置，直至全部清零。部分尚未整改的存量处置资产主要投向了非标准化债权、资本补充工具和未上市企业股权，普遍呈现出期限长、流动性较差、估值难度较大等特征。同时，部分银行提前对表外风险充分计提拨备，有效化解风险，巩固资产质量，预计后续理财业务发展模式多样，品类体系更趋完善，发展空间充足。

大财富管理是银行未来很长一段时间的发展重心，各家银行均发力财富管理业务布局，创新升级了多种业务模式，差异化经营逐渐形成。展望未来，财富管理的发展空间广阔，可成为银行新的增长引擎，推动银行轻资本弱周期转型，实现利润持续稳健增长。银行作为持牌机构，在客群资源、资本实力、销售渠道、风控体系等方面具备优势，有效利用资源，客群精准营销，投研能力突出的优秀银行更能提升市场竞争力，实现理财业务对经营收益的有效支撑。

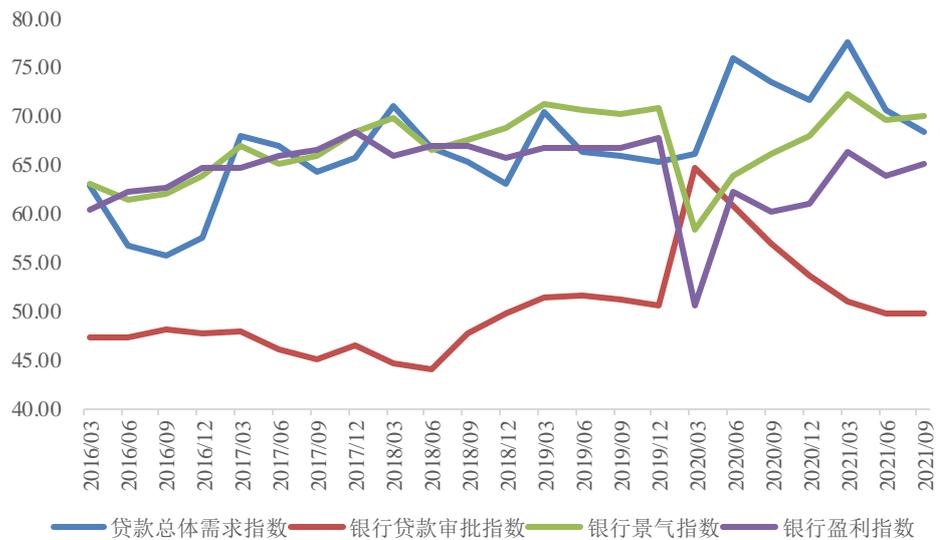
4 经营展望

4.1 信贷规模稳增长，信贷投放结构性调整

银行业景气度回升至疫情前水平，贷款需求有望反弹。截至 2021 年三季度，银行景气指数和盈利指数分别环比回升至 70% 和 65.1%。银行家对未来经济发展预期向好，带动银行业景气度提升，未来盈利能力同步提高，总体经营预期好转。

贷款总体需求指数和贷款审批指数为 68.3% 和 49.7%，分别环比下降 2.2pct、0.1pct，贷款总体需求周期性下降，贷款审批指数下行，已低于疫情前水平。当前贷款需求超 2019 年同期 2.4pct，处于常规增长区间，市场信贷需求恢复常态，同时银行贷款审批回归正常水平。展望 2022 年，经济稳增长预期明确，贷款需求将有阶段性抬升，带动银行加大贷款投放力度，信贷规模增速有保障。

图 32：银行家问卷调查数据 (%)



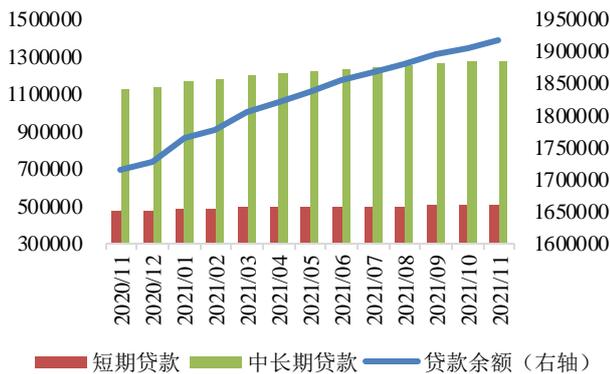
资料来源：同花顺IFind，财信证券

信贷规模稳增长，信贷投放结构性调整。央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，会议提出我国经济发展虽然面临短期下行压力，但经济韧性强、长期向好的基本面不会改变，有信心有能力继续保持货币信贷合理增长。在实施稳健的货币政策，加大跨周期调节力度的政策方向下，信贷总量有望稳定增长，信贷结构稳步优化。

2021 全年信贷增速缓降，预计全年累计新增贷款总量 20 万亿元，贷款增速 11.6%。截至 2021 年 11 月末，我国人民币贷款余额达到 191.56 万亿元，同比增长 11.7%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2pct.和 1.1pct.，增速持续下行。其中，短期贷款余额 50.31 万亿元，增速环比下降 31BP 至 5.54%，较上年同期增速低 70BP；中长期贷款余额 127.68 万亿元，增速环比下降 29BP 至 13.97%，较上年同期增速低 3.30pct.。年初至今，人民币贷款累计增加 18.82 万亿元，同比多增 4380 亿元，累计增幅达 2.38%。

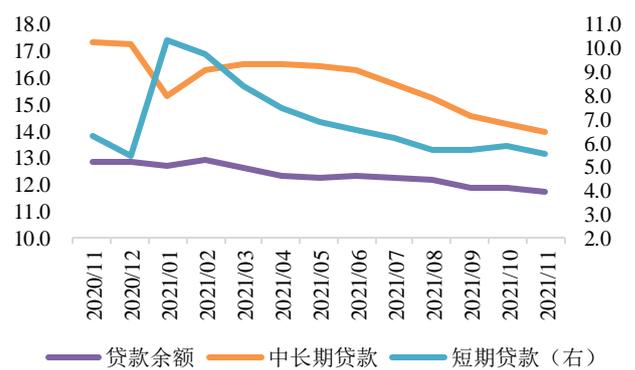
基于货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，信贷增速有望稳中有升。展望 2022 年，在宽货币宽信用的宏观环境下，信用扩张可持续，实体信贷需求逐步复苏，信贷规模增长确定性高，部分经济发展较快的地区可带动优质区域性银行更高的成长性，预计总体信贷增速稳中略升，维持在 11.5%-12.5% 区间，全年新增贷款规模 22-25 万亿元。根据中央经济工作会议安排，来年金融资源继续支持实体经济发展，特别是加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持力度，维持房地产业平稳健康发展，年内出台的多项货币政策工具有望陆续发挥政策效果。

图 33: 金融机构贷款余额 (亿元)



资料来源: 同花顺 IFind, 财信证券

图 34: 金融机构贷款余额增速 (%)

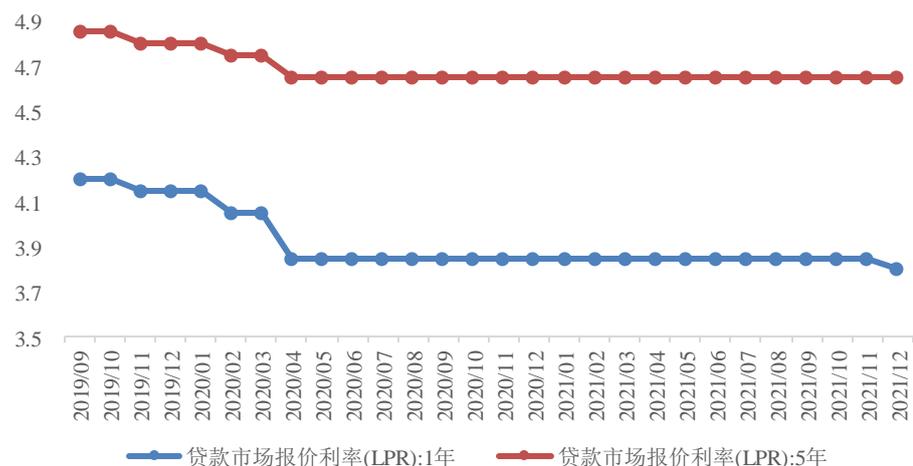


资料来源: 同花顺 IFind, 财信证券

4.2 利率下行，息差企稳

全面降准+1年期 LPR 下调，贷款利率总体趋稳。央行 12 月 15 日正式下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 1.2 万亿元，其中部分资金用于金融机构补充长期资金。12 月 20 日，央行公布最新 LPR，1 年期 LPR 为 3.8%，5 年期以上 LPR 为 4.65%。1 年期 LPR 时隔 20 个月，再次下调了 5 个基点，5 年期 LPR 维持不变。本次下调 1 年期 LPR，主因降准正式执行后，货币流动性充裕，为利率下行打开空间。宏观环境转向宽货币、宽信用阶段，政策效果逐渐显现，信用扩张由前期的政策边际放松开始兑现。5 年期以上 LPR 维持不变，银行长期贷款利率定价保持稳定，中短期贷款利率或有下降，但随着财政政策和货币政策的传导，实体信贷需求将逐步恢复，银行贷款议价能力或将提升，进而稳定总体贷款利率。

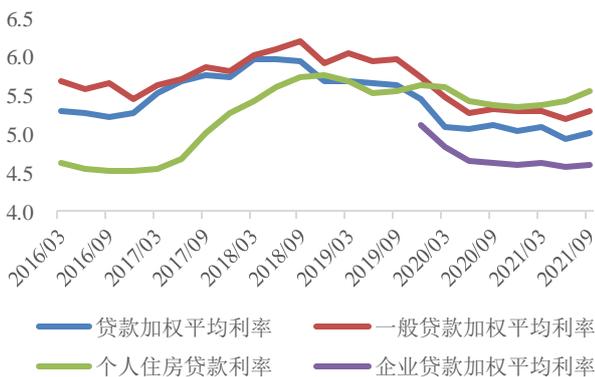
图 35: 贷款市场报价利率 (%)



资料来源: 同花顺 IFind, 财信证券

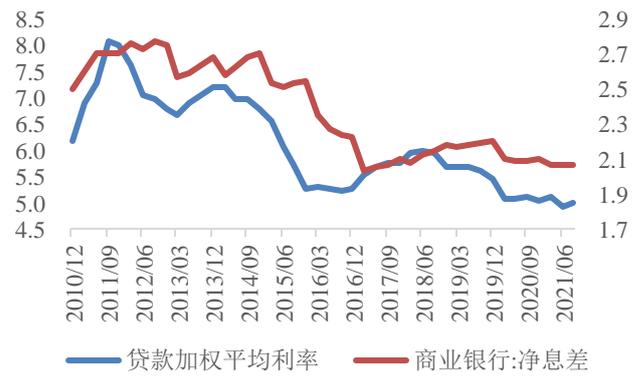
净息差变动滞后于贷款利率，总体保持稳定趋势。2021年前三季度，贷款加权平均利率5.0%，环比上升7BP，其中一般贷款加权平均利率53%，环比上升10BP；个人住房贷款利率5.54%，环比上升12BP；企业贷款加权平均利率4.59%，环比上升1BP。因银行压降房贷规模，个人住房贷款额度受限，按揭贷款利率年内持续上升。企业贷款需求暂未恢复，中长期贷款增速下滑，企业贷款利率下行。综合年内信贷供需，贷款加权平均利率维持平稳。结合贷款利率和净息差走势，净息差变化显著滞后于贷款利率约1年时间，因此2022年净息差总体大概率保持当前贷款利率的稳定趋势。

图 36：贷款加权平均利率（%）



资料来源：同花顺IFind，财信证券

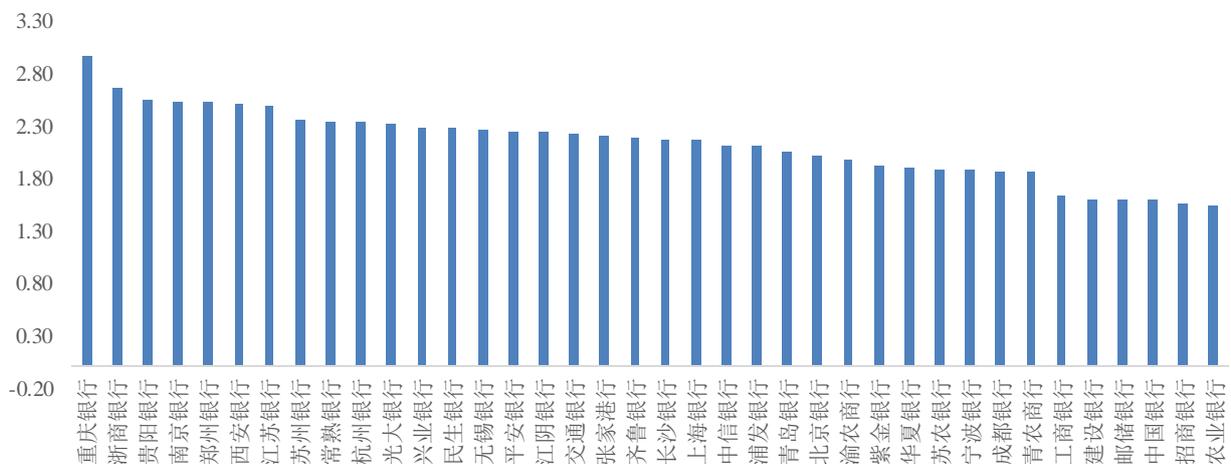
图 37：贷款加权平均利率 vs.净息差（%）



资料来源：同花顺IFind，财信证券

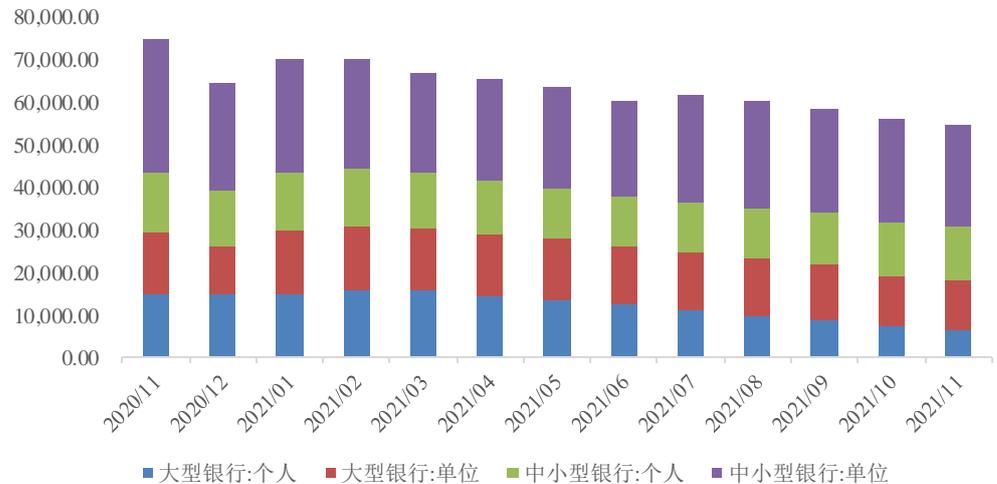
存款结构调整，负债端成本压力缓解。市场利率定价自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式，将原来“基准利率*倍数”确定的存款利率自律上限改为“基准利率+基点”的方式，同时对不同类型的商业银行设置不同的最高加点上限。本次存款利率自律上限确定方式调整，有利于中长期存款利率中枢下移，符合存款利率下行的监管导向，遏制部分银行“高息揽储”现象，减轻商业银行负债端成本压力，为金融机构服务实体经济释放空间。同时，结构性存款持续压降，为银行负债成本管控奠定良好基础。截至2021年11月，中资全国性银行结构性存款规模合计压降至5.46万亿元，同比下降了26.8%。

图 38：2020 年上市银行存款平均成本率（%）



资料来源：Wind，财信证券

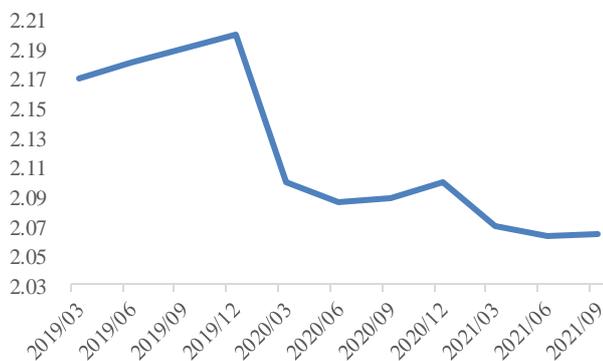
图 39：中资全国性银行结构性存款规模（亿元）



资料来源：同花顺IFind，财信证券

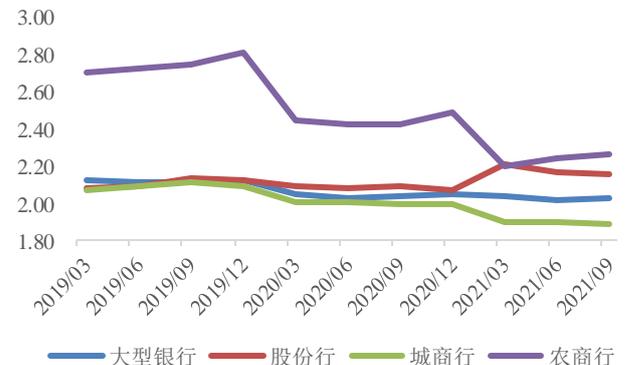
净息差筑底企稳，稳定银行盈利预期。2021年前三季度，商业银行净息差 2.07%，环比上升 1BP，同比降低 2BP，其中大型银行净息差 2.03%，股份行净息差 2.15%，城商行净息差 1.89%，农商行净息差 2.26%。上半年受贷款重定价和利率下行的影响，净息差降低，随着时间推移，影响逐渐消散，息差下降压力缓解。总体看，息差筑底企稳，贷款规模稳定增长，银行利息净收入可保持稳增长，进而有利于稳定银行盈利预期。

图 40：商业银行净息差（%）



资料来源：同花顺IFind，财信证券

图 41：商业银行分机构净息差（%）



资料来源：同花顺IFind，财信证券

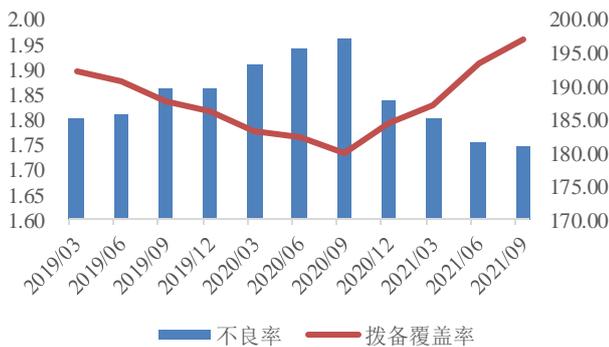
4.3 资产质量提升，银行分化加剧

疫情发生后，监管部门引导商业银行加强风险防控，严格不良贷款认定，加大拨备计提力度，以提升风险抵御能力。经历疫情和经济受损下滑后，商业银行资产质量实现了明显修复，并较前期有所改善。截至 2021 年三季度末，商业银行不良率 1.75%，同比

下降 21BP，较 2020 年初下降 11BP，拨备覆盖率达 196.99%，同比上升 17.1pct.，较 2020 年初上升 10.9pct.。

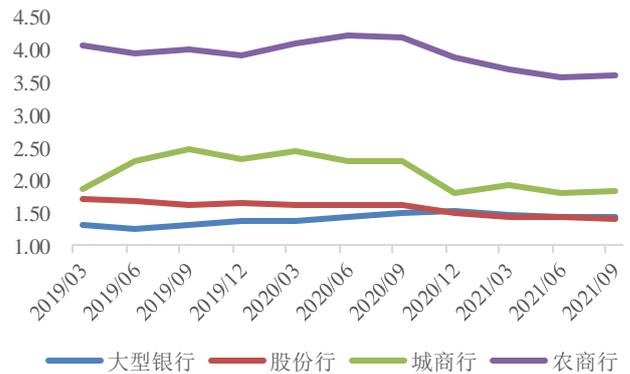
分机构类型看，截至 2021 年三季度末，农商行在年内不良率下降幅度最大，不良率 3.59%，较 2020 年末下降 58BP；大型银行年内的拨备覆盖率涨幅最大，拨备覆盖率达 232.57%，较 2020 年末上升 17.54pct.。

图 42：商业银行不良率及拨备覆盖率 (%)



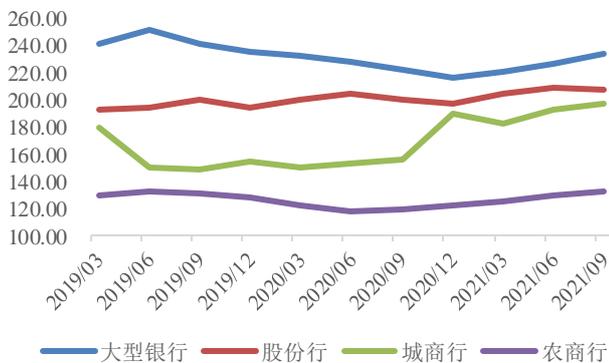
资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 43：商业银行分机构不良贷款率 (%)



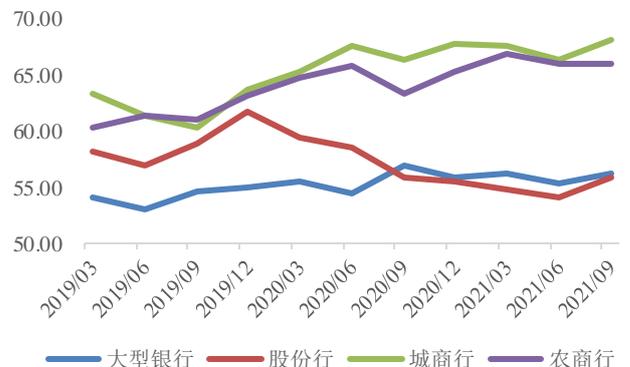
资料来源：同花顺 IFind，财信证券

图 44：商业银行分机构拨备覆盖率 (%)



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

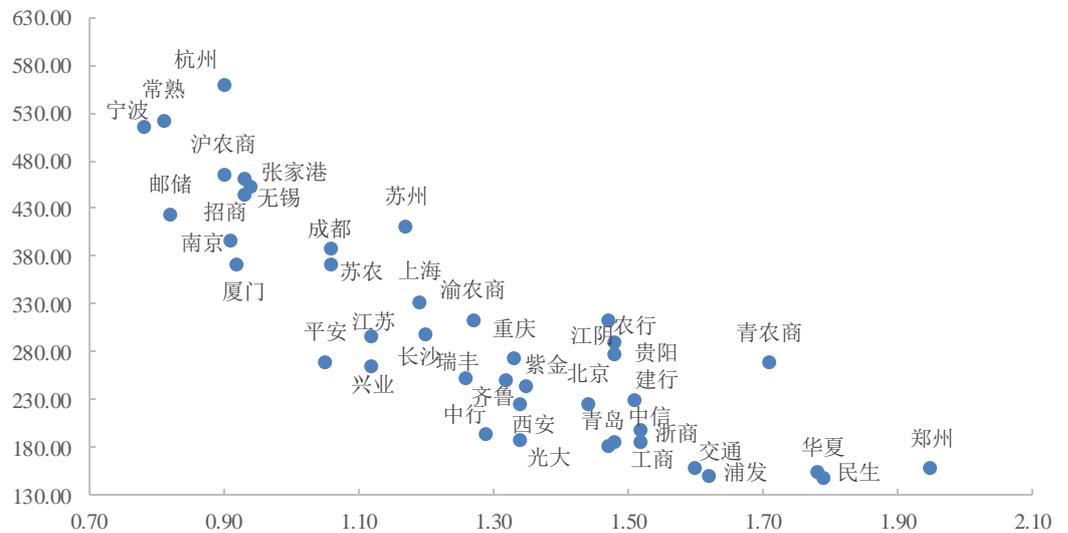
图 45：商业银行分机构流动性比例 (%)



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

2021 年，商业银行资产质量均有明显提升，大部分上市银行实现不良率下降，拨备覆盖率提高。综合来看，全国性银行中邮储银行、招商银行资产质量较优，风控能力更强，均保持了低不良高拨备；区域性银行中，宁波银行、常熟银行、杭州银行资产质量更好，其中宁波银行不良率为上市银行最低水平，杭州银行拨备覆盖处于上市银行最高水平。但仍有部分银行风险释放，较 2020 年末不良率抬升、拨备覆盖率下降的银行有：西安、重庆、浙商、青农商。

图 46：2021Q3 上市银行不良率和拨备覆盖率（%）



资料来源：同花顺IFind，财信证券

展望 2022 年，经济仍面临下行压力，房地产存量风险需时间化解，个别性风险或逐渐释放，但商业银行经营实力和风控能力有所增强，监管政策把控严格，银行业总体风险可控。面对下阶段可能的风险暴露问题，商业银行经营分化加剧，部分银行将持续强者恒强态势。2021 年三季度，部分银行降低拨备计提力度以支撑利润高增长，长期看仅资产质量更优拨备计提厚实的银行可持续更长时间，同时该部分公司的资产运用效率更高，内生增长能力更为突出，可支撑业绩持续释放。

5 投资建议

随着经济复苏，银行业在经历疫情后实现了常态化发展，各项指标均有所改善，资产规模稳步增长，资产质量更上一层楼。展望 2022 年，经济稳增长目标明确，信贷总量增长的稳定性增强，银行整体可实现稳健发展。在宽货币宽信用的政策环境下，银行业资产规模有望保持 2021 年的增长水平，净息差筑底企稳，利息净收入稳增长确定性高，部分优质银行对负债管控能力强，更能实现加速增长。财富管理方面，各家银行均积极布局财富管理业务，随着金融科技投入加大，业务日趋完善，业绩兑现可预见性增强，未来有望成为银行新的增长点。资产质量方面，拨备反哺利润的持续性不强，在缓释风险的过程中，资产质量优异、风险管控到位的银行更能超越同业，呈现强者恒强态势。维持银行业“同步大市”的评级。

综合分析，优选基本面好，业务布局契合发展方向，逻辑通顺的优质银行：

一是大财富管理，具备零售竞争优势，可实现轻资本弱周期的银行。财富管理作为银行未来发展的角力场，各家银行均在积极布局，其中拥有更充足的零售客户资源，开

发更丰富的理财产品，搭建更全面的支付生态场景的银行才能在竞争中脱颖而出。财富管理业务发展处于同业前列，零售业务发达的银行有望转型实现轻资本、弱周期。建议关注招商银行、平安银行、宁波银行、邮储银行。

二是普惠小微+制造业资源充足，信贷规模稳健增长的银行。长三角地区制造业发达，其中江苏、浙江近年来推动新基建发展，持续加大制造业投入力度，可以为地方银行提供更多的制造业信贷融资需求。江浙地区经济发达，可带动地方优质银行实现稳健高速发展。同时地方中小企业数量大，为小微业务发展提供充足的资源，江浙地区的银行也已探索出一套适合本土的小微业务发展模式，能在未来对公业务发展过程中发挥有效支撑力。建议关注南京银行、江苏银行、常熟银行。

招商银行：招行作为“零售之王”，践行大财富管理价值循环链，业务规模保持快速增长，同时客户拓展、客户经营的深化和大财富管理协同效应增强，公司轻资本弱周期带来的稳健盈利能力愈发凸显。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 4.64/5.33/6.34 元/股，现价对应 10.83/9.42/7.93 倍 PE，1.76/ 1.56/1.38 倍 PB，综合考虑招行大财富管理业务和行业龙头地位，给予公司 2022 年 2.0-2.2 倍 PB，维持“推荐”评级。

平安银行：平安银行打造“五位一体”新模式，利用科技赋能，叠加综合金融实力，加大对公业务投入，不断提升核心竞争力。公司资产质量不断优化，风险陆续出清，内生增长能力进一步提高。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.87/2.23/2.57 元/股，现价对应 9.26/7.78/6.73 倍 PE，1.03/0.92/0.82 倍 PB，考虑公司零售业务增长，同步发力对公业务，持续保持同业竞争优势，给予公司 2022 年 1.3-1.5 倍 PB 估值，维持“推荐”评级。

宁波银行：宁波银行坚持稳健经营策略，持续推进转型升级，具备一套兼顾银行业务经营和全面风险防范的长效机制，推动公司可持续发展。基本面持续向好，稳健经营能力不断提升，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.04/3.44/4.05 元/股，现价对应 12.58/11.13/9.44 倍 PE，1.89/1.62/1.38 倍 PB。考虑公司资产质量保持行业领先，未来业绩增长确定性强，参考公司历史估值水平，综合考虑宁波银行的市场认可度，给予公司 2022 年 2.1-2.3 倍 PB，维持“推荐”评级。

邮储银行：邮储银行发展重点围绕调结构、控成本，坚守零售银行战略布局，全力发展中间业务。受益于经济稳增长，资产结构优化，公司后续仍有较大的成长空间。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.81/0.92/1.03 元/股，现价对应 6.55/5.75/5.14 倍 PE，0.79/0.72/0.65 倍 PB，参考同业估值水平，综合考虑邮储银行资产负债结构和业务分布，给予公司 2022 年 0.8-1.0 倍 PB，维持“谨慎推荐”评级。

南京银行：南京银行强化战略执行，落实新五年规划，制造业贷款和绿色金融贷款较快增长；大零售战略 2.0 改革启动实施，为零售业务发展注入了新活力。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.56/1.83/2.18 元/股，现价对应 5.78/4.92/4.13 倍 PE，0.80/0.72/0.61 倍 PB，考虑公司地理位置优越，基本面优秀，给予 2022 年 0.8-1.0 倍 PB，维持“谨慎推荐”评级。

江苏银行：江苏银行区域优势显著，与区域经济同频共振。公司立足江苏制造业资源禀赋，加大高端制造集群服务力度，制造业贷款中高端制造占比高。受益于区域经济增长，对公零售同步发力，公司增长空间广。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.24/1.60/1.83 元/股，现价对应 4.70/3.64/3.18 倍 PE，0.58/0.53/0.48 倍 PB，考虑公司区域优势优越，业务布局弹性足，给予 2022 年 0.6-0.7 倍 PB，维持“谨慎推荐”评级。

常熟银行：常熟银行坚守服务“三农两小”市场定位，坚持走特色化、差异化的发展道路，服务下沉推进普惠小微业务发展，各项业务提质增效，村镇银行固本强基。公司地理优势显著，信贷投放供需两旺，资产质量持续表现优异，未来具备充足发展空间。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.76/0.90/1.07 元/股，现价对应 8.81/7.42/6.28 倍 PE，0.94/0.87/0.81 倍 PB，考虑公司深耕本土，发展村镇银行业务，给予 2022 年 1.0-1.1 倍 PB，维持“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

经济增长不及预期，资产质量下行；政策超预期调整。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438