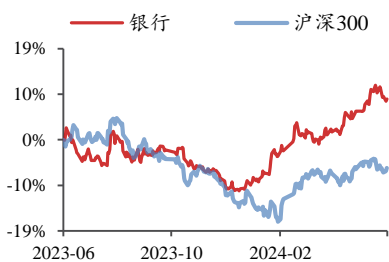


银行

2024年06月05日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《理财分级监管渐近，行业走向新格局——简评理财公司监管评级》-2024.5.27
- 《取消“手工补息”对流动性指标的影响测算——存款监管跟踪点评》-2024.5.24
- 《注重存贷增长质效，严防资金空转——2024Q1 货币政策执行报告点评》-2024.5.13

银行合并重组的源起、进程和影响

——银行业态变迁系列（一）

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（联系人）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790123060009

● **银行的合并重组浪潮掀起，不仅源于自身经营原因，也源于区域化险要求**。中小银行面临盈利不足、资产质量弱、资本补充受限等困境，监管对其合并重组持鼓励态度。此外，即使银行自身经营问题不大，中小银行也可能出于区域金融改革、形成金融合力的要求被合并。

经营层面的重组：常以地方政府为主导，股权结构和人事任命方式均产生变化：

(1) 股权：问题民营股东退场、地方国资进场；(2) 人事任命：或新增具有监管背景的管理层。(3) 网点：网点和总资产规模迅速扩大。

财务层面的重组：合并重组后，合并方和被合并方需并表：(1) 合并当年，合并银行或因转让资产收到较多现金，LCR、NSFR 短期明显提高，但资本充足水平或下降；(2) 合并后协同效果不及预期，增加成本收入比，从而拖累净利润。

● **若解决“化不良”和“补资本”难题，合并重组有助于上市和上调债项评级**。经济欠发达地区的政府资源薄弱，合并重组实质是引入强资质银行进行帮扶。但“帮扶”过程中需要预先化解存量不良，才可轻装上阵。不良化解的参与方主要有股东、政府、AMC、市场等：(1) 股东注资：一般需要新老股东合力；(2) 政府牵头：若银行不良资产规模较大，当地政府可出面以优质资产进行置换；(3) AMC 参与：针对一些特殊案例，银行可将不良资产折价出售给 AMC；(4) 市场主体参与：不良资产证券化&收益权转让均为可选项。

合并重组可能会拉低合并方资本水平。如何进行外源性的资本补充？(1) 增资扩股：比如国投公司入股中小银行，使得国资比例显著提升。2021 年底南粤银行引入粤财控股作为控股股东完成战略重组，实现向“国有控股银行”的华丽转身。(2) 发行专项债：入股或转股协议存款，后者为主导，近年出现混合模式。**影响：**合并重组有助于扩大银行的融资渠道。合并方和被合并方的债券评级均可能上调、二永债的二级收益率下行，主要源于市场对其偿债能力的担忧减轻；此外，合并银行的上市几率明显增加，比如中原银行和江西银行。

● **各类型银行合并方式差异较大，取决于当地监管松紧度、银行实力强弱等**
城商行：省级城商行担纲地方金融资源的整合。多数采用“非省会银行抱团”，其余还有省会城商行升级、直辖市城信社升级模式。

农商行：主要取决于省联社的转型路径，反映当地监管度松紧。(1) 统一法人——省级农商行：适用于金融薄弱省份+直辖市；(2) 两级法人——金融控股公司：仅宁夏和陕西；(3) 两级法人——农商联合银行：适用于农商行数量较多的省份；(4) 多级法人——金融服务模式：仅广东。

村镇银行：主要取决于发起行的类型和资本实力。村镇银行在弥补地区金融空白的同时，也容易反过来被地区“反噬”，其合并重组方式与发起行的管理模式、发起行的资本实力高度相关。发起行的管理模式有：总行单线管理（城农商行为主）、总分行联合管理（股份行为主）、投管行管理（常熟银行、中国银行）。

● 投资建议：

中小银行面临盈利能力差、资本不足等多重困境，监管近年对其合并重组持鼓励态度。更加看好：(1) 资本较为充足、参控股村镇银行较多的银行，受益标的有农业银行、渝农商行、沪农商行等；(2) 具有投管行牌照、村镇银行管理模式领先的银行，受益标的有常熟银行、中国银行。

● **风险提示：**宏观经济增速下行，银行监管趋严，政策落地效果不及预期等。

目 录

1、 银行的合并重组源起：出于自身原因或区域改革要求.....	5
1.1、 银行自身经营：面临盈利弱、风险大、资本少的多重困境.....	5
1.2、 区域金融改革：作为区域化险版图的一部分.....	7
2、 经营层面的重组：国资比例提高、网点范围扩大.....	7
2.1、 以政府为主导，涵盖入股和人事任命.....	7
2.2、 规模迅速扩大，但费用或有拖累.....	8
3、 财务层面的重组：迅速扩表的同时，资本和利润承压.....	10
3.1、 不并表计入 FVOCI/长股投，并表则合并资产负债表.....	10
3.2、 并表：合并资产负债表科目，直接影响利润表.....	10
3.2.1、 资产负债表：加速扩表、流动性指标短期提升，但资本或有拖累.....	10
3.2.2、 利润表：前期对利润或有拖累.....	12
4、 核心难题：不良化解与资本补充.....	14
4.1、 不良化解：方式较为差异化.....	14
4.1.1、 股东注资：清旧引新，股东形成合力.....	14
4.1.2、 政府牵头：直接出资或资产置换.....	15
4.1.3、 AMC 参与：直接收购+战略入股.....	16
4.1.4、 市场主体参与：不良资产证券化&收益权转让.....	17
4.2、 资本补充：渠道逐渐多样化.....	18
4.2.1、 增资扩股：国资比例有所提升.....	19
4.2.2、 专项债：入股 or 转股协议存款.....	19
4.3、 影响：合并重组有助于扩大银行的融资渠道.....	20
4.3.1、 有助于上调债项评级（合并方和被合并方）.....	20
4.3.2、 有助于增加上市概率（合并方）.....	22
5、 合并方式一览：城商行、农商行、村镇银行.....	23
5.1、 城商行：省级城商行担纲地方金融资源的整合.....	23
5.2、 农商行：主要取决于省联社的转型路径.....	24
5.2.1、 统一法人——省级农商行：金融薄弱省份+直辖市.....	25
5.2.2、 两级法人——金融控股公司：仅宁夏和陕西.....	26
5.2.3、 两级法人——农商联合银行：农商行数量较多的省份.....	26
5.2.4、 多级法人——金融服务模式：仅广东.....	27
5.3、 村镇银行：主要取决于发起行的类型和实力.....	28
5.3.1、 总行单线管理：城农商行为主.....	30
5.3.2、 总分行联合管理：股份行为主.....	30
5.3.3、 投管行管理：常熟银行、中国银行.....	31
5.3.4、 直接解散：目前仅一家.....	32
6、 运用打分模型，评估银行的信用风险.....	32
6.1、 模型构建：11 个维度、39 个银行指标.....	32
6.2、 样本选择：市场上曾发行二永债的银行.....	33
6.3、 打分规则：按排名线性打分+区间赋分.....	33
6.4、 可找出被市场低估的银行二永债.....	34
7、 投资建议.....	34
8、 风险提示.....	35
附表：各银行得分一览.....	35

图表目录

图 1: 央行金融风险监测评估的参评银行数量来看, 农信社和农合行数量减少 (家)	5
图 2: 2023 年的高风险银行家数较 2019 年明显减少 (家)	6
图 3: 各省份的省级城商行中, 除直辖市城商行外, 江苏银行、徽商银行和中原银行总资产规模居前	7
图 4: 2022 年吸收合并三家银行后, 中原银行成本收入比显著上升	9
图 5: 中原银行 2022 年合并三家银行后, LCR 和 NSFR 明显上升	11
图 6: 四川银行主要通过新老股东注资+当地产业资金化解不良	15
图 7: 四川银行 2020 年获批后总资产高增 (亿元)	15
图 8: 中原银行合并重组过程中, 中原资产 AMC 和河南资产 AMC 均参与了不良资产处置	17
图 9: 不良资产收益权转让后, 银行仍为债权人, 这是和资产证券化的本质区别	18
图 10: 2023 年中小银行专项债发行提速 (亿元)	19
图 11: 中小银行专项债分为两种资本补充方式: 间接入股注资&可转债协议存款	20
图 12: 银行被合并重组后, 其二永债的二级收益率通常会下行 (采用的指标为中债估价收益率)	22
图 13: 除了福建、广东、浙江和山东 4 省外, 我国内地 21 个省份 (直辖市) 均拥有省级城商行	24
图 14: 陕西秦农银行全资控股 3 家农商行 (截至 2023 年末)	26
图 15: 已有多个省份成立了农商联合银行 (截至 2024-05-31)	27
图 16: 广东省联社目前为金融服务模式	28
图 17: 预警银行中占比最大的为村镇银行	28
图 18: 沪农商行在总行设立了“村镇银行管理部”专门负责管理村镇银行 (截至 2023 年末)	30
图 19: 常熟银行的投管行模式可收购异地村镇银行	31
图 20: 澳新银行发起设立的重庆梁平澳新村镇银行已解散	32
图 21: 从信用得分与估价收益率的散点图, 可以找到被市场低估的二永债 (纵轴收益率统计日为 2024-06-03)	34
表 1: 高风险银行主要出现在城商行、农商行、农合行、农信社和村镇银行	6
表 2: 银行合并重组通常伴随着股东的更替	8
表 3: 湖南银行现任行长具监管背景	8
表 4: 中原银行 2022 年合并三家城商行后, 省内多地的网点得以快速扩张	8
表 5: 中原银行 2022 年吸收合并三家银行后, 营业费用同比高增 44% (亿元)	9
表 6: 银行发生合并重组时, 需合并资产负债表科目, 从而直接影响净利润	10
表 7: 中原银行 2022 年合并三家银行后, 总资产和总负债同比高增 70% 以上 (人民币亿元)	10
表 8: 非全资子公司的核心一级资本有部分无法并表, 故合并重组或拖累资本水平	12
表 9: 2022 年中原银行合并三家银行后, 各项资本充足率均有下降 (亿元)	12
表 10: 辽沈银行合并重组后, 业绩并未明显改善 (亿元)	13
表 11: 中原银行 2022 合并重组使得费用和拨备高增, 拖累了利润增速 (亿元)	13
表 12: 政府直接参与银行重组过程中的不良资产置换	16
表 13: 截至 2023 年末, 山东金资 AMC 已成为恒丰银行第二大股东	17
表 14: 不良资产证券化的步骤有打包→尽调→信托→优化→催收→发行→管理	18
表 15: 三类资本适用于不同的资本补充工具	19
表 16: 多家银行在合并重组过程中曾发行专项债补充资本, 单家银行金额较大	19
表 17: 银行合并重组后, 合并方、被合并方的二永债评级或有上调 (截至 2024-05-29)	21
表 18: 政策已弱化对农村金融机构“数量稳定”的要求, 鼓励推动村镇银行结构性重组	25
表 19: 辽宁、海南省级农商行分别于 2023 年、2024 年成立	25
表 20: 4 个直辖市均拥有省级农商行	26

表 21: 2006~2017 年监管对于村镇银行发展持鼓励态度, 2018 年起开始收紧	29
表 22: 首例“村改支”、“村改分”分别于 2023 年 11 月、2024 年 3 月出现 (截至 2024-05-30)	31
表 23: 根据各指标的重要程度, 我们将各指标赋予不同的权重 (满分为 100 分)	32
表 24: 受益标的盈利预测	34
附表: 各银行得分一览 (根据打分模型得出)	35

1、银行的合并重组源起：出于自身原因或区域改革要求

监管对中小银行的合并重组持鼓励态度。近年监管不断强调深化金融供给侧结构性改革，鼓励优质银行、保险公司和其他适格机构参与并购重组农村中小银行。这主要出于防风险的目的，因为银行倒闭会产生较大的连锁反应，形成系统性金融风险，所以鼓励银行合并重组可降低风险暴露带来的负面影响。合并重组的形式主要有吸收合并、新设合并两种：

(1) 吸收合并：通过资质较优的银行参股并购其他银行，吸收合并是“大吃小”，一家银行吸收其他银行以合并形式存续，被吸收公司的法人地位不再存在，典型的案例包括中原银行吸收合并洛阳银行、平顶山银行及焦作中旅银行，以及地方城农商行吸收村镇银行；

(2) 新设合并：新设合并是新设立一家银行吸收原各家银行的债权、债务，合并各方均丧失独立法人资格，典型的案例包括山西银行、四川银行、辽宁农商行，省内多家银行机构合而为一，形成更大的区域性银行，多家银行开启“抱团取暖”之路。

图1：央行金融风险监测评估的参评银行数量来看，农信社和农合行数量减少（家）

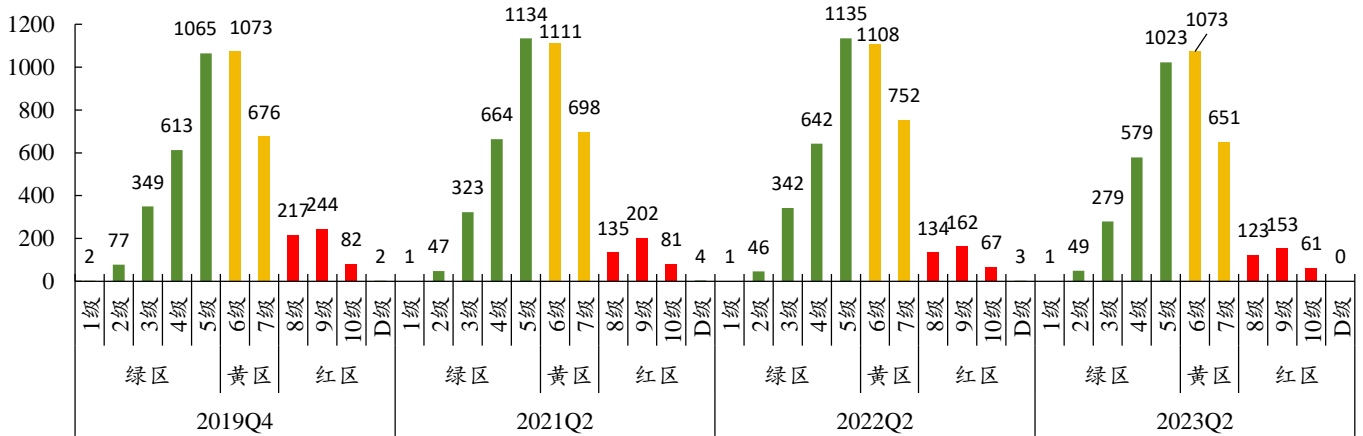


数据来源：Wind、开源证券研究所

银行合并重组的原因，可分为银行自身经营（内部原因）和区域金融改革（外部原因）两重原因：

1.1、银行自身经营：面临盈利弱、风险大、资本少的多重困境

我国已有 300 余家银行处于“高风险”状态。2020 年末以来，央行建立了银行风险监测预警指标体系，按季对央行金融机构评级（简称央行评级）结果为安全边界内的 1-7 级银行开展预警工作。根据《中国金融稳定报告（2022）》，我国 366 家金融机构处于“高风险状态”，占比 8.3%，资产规模达 5.61 万亿元，占银行业资产比重 1.55%，其中农村金融机构数量占比 92%，东北和中西部省份可能是风险高发地区。

图2：2023 年的高风险银行家数较 2019 年明显减少（家）


数据来源：央行历年《中国金融稳定报告》、开源证券研究所（注：评级结果按风险由低到高划分为 11 级，分别为 1-10 级和 D 级，D 级表示机构已倒闭、被接管或撤销。其中，评级结果 1-5 级为“绿区”、6-7 级为“黄区”，“绿区”和“黄区”机构可视为在安全边界内；评级结果 8-D 级为“红区”，表示机构处于高风险状态。）

表1：高风险银行主要出现在城商行、农商行、农合行、农信社和村镇银行

机构类型	2019Q4	2021Q2	2022Q2	2023Q2
开发性和政策性银行				
国有商业银行	1-7 级	1-7 级	1-7 级	1-7 级
股份制商业银行				
城市商业银行	2-D 级	2-10 级	2-10 级	2-10 级
农村商业银行	2-10 级	2-10 级	2-10 级	2-10 级
农村合作银行	6-10 级	5-10 级	5-10 级	5-9 级
农村信用社	2-10 级	2-10 级	2-10 级	2-10 级
村镇银行	2-10 级	2-10 级	3-10 级	3-10 级
民营银行及其他	2-7 级	3-7 级	3-7 级	2-7 级
外资法人银行	2-7 级	3-7 级	2-6 级	2-6 级

资料来源：央行历年《中国金融稳定报告》、开源证券研究所

中小银行为何盈利弱、风险大？主要由自身禀赋和政策影响：

(1) 盈利能力弱：中小银行受属地经营限制和地区经济影响，盈利能力转弱。中小银行的营收主要以净利息收入为主，受净息差下行影响较大。由于受属地经营限制，其盈利能力与当地经济高度挂钩，部分经济落后省份的中小银行盈利情况尤为不佳。于是中小银行开始以同业业务和金融投资为抓手，弥补贷款不足的问题，但由于监管严打资金空转，这种模式经历了 5 年左右的野蛮生长被及时叫停，中小银行的创收能力再次遭到重创。对于存款较为充足的银行，创收主要依靠信贷投放和标准化债券投资；对于存款薄弱的银行，通过高息揽储去匹配贷款和投资，会使得净息差较快下降，盈利能力明显转弱。

(2) 资产质量差：中小银行政策资源、抵御风险能力差，消化不良的难度较大。由于中小银行的拨备体量小、盈利能力差，对于增量风险的抵御能力较差，当地个别企业的风险暴露，就可能大幅抬高某中小行的不良生成率、不良率。再考虑到部分中小行五级分类不准确，存量的真实不良贷款或许更多，故存量风险需要及时处置。而处置的方式较为有限，中小银行主要依靠自我消化与地方政府协助，考虑到各地政府重视程度各异与政策的不同步性，各地中小银行不良资产处置步伐不一。

(3) 资本补充难：盈利弱+外部融资渠道有限。内源式资本补充上，息差被压缩、净利润大幅缩水，盈利能力下降难以满足自我补给；外源式资本补充上，很多

中小银行受限于未上市，或对外融资、发债难，或股东追加投资意愿不足、引进战略投资难，资本状况处于监管红线边缘的中小银行增加。

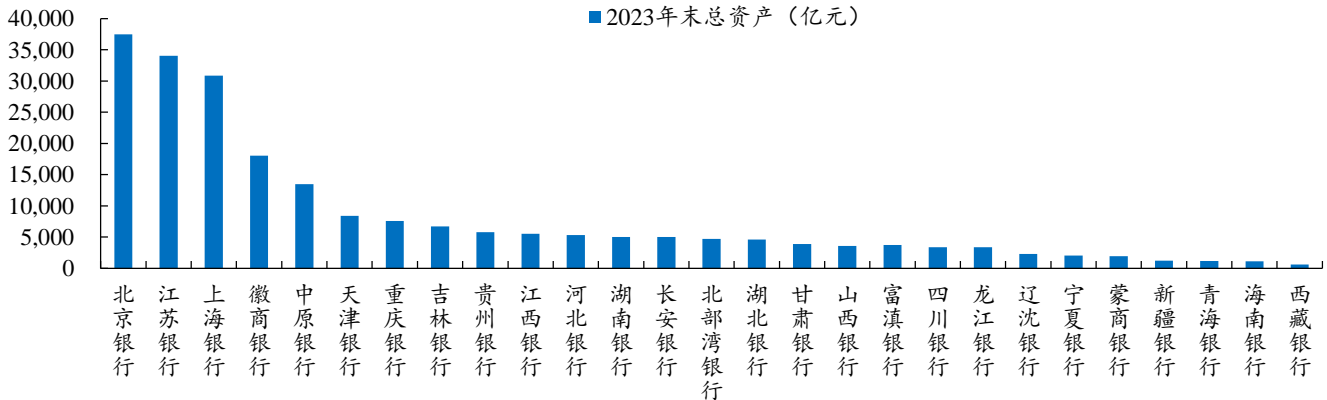
1.2、区域金融改革：作为区域化险版图的一部分

有时出于非自身原因的区域化险需要，当地中小银行也会被合并。有时中小银行的合并重组并非是由于自身原因，而是地区政府出于形成金融合力、更好服务实体经济的考虑。这种合并通常仅限于省内城商行之间的合并，不会突破区域经营的限制，几无国有行、股份行或省外银行参与。因此与当地政府的财政实力关系较为密切，个别财政薄弱省份帮助中小银行合并的空间有限。中西部省份近年加速区域化险进程，省级城商行的成立也随之加快：

(1) 省级城商行首次成立：江苏银行、四川银行、中原银行等。

(2) 省级城商行二次合并：比如河南永煤事件加速了中原银行收购另外三家省内城商行。2020年，永煤集团作为高信用等级主体和区域内主要国企，其突发性违约事件加速打破了市场的刚性兑付预期。永煤违约后，河南省以严禁“逃废债”为重点，河南省调动国企资源，成立省企信保基金，用于债券兑付。而当地国企需要当地银行的资金支持，也就是形成银行→国企→信保基金→困难企业的链条。因此当地政府具有较强的意愿去合并银行，以便形成金融合力，帮助企业纾困，避免该类信用崩塌的事件再次发生。受该事件催化，中原银行于2022年5月完成了对洛阳银行、焦作中旅银行、平顶山银行共3家城商行的吸收合并。

图3：各省份的省级城商行中，除直辖市城商行外，江苏银行、徽商银行和中原银行总资产规模居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、经营层面的重组：国资比例提高、网点范围扩大

2.1、以政府为主导，涵盖入股和人事任命

银行合并重组常以地方政府为主导，股权结构和人事任命方式均会变化。由于治理体系中最重要的是股权结构和人事任命方式，不同的股权结构和人事任命方式会导致银行的路线不同，这最终会影响到新银行的治理效果。地方政府通常会在合并重组中提供增信，引入的战略投资者仍以国资为主，最后形成以地方政府为主导的股权结构。这对中小银行进行不良资产剥离、优化治理结构、发行专项债券都能起到较为积极的作用。

股权：问题民营股东退场、地方国资进场。合并重组是对股权结构的重新安排，主要目的是清理问题民营股东、引入地方国资股东。在合并前，部分银行出现经营风险的股东管理存在一定潜在问题，一些经营实力较弱的民营企业法人股东对外出质股份比例较高，存在交叉持股、股权管理混乱等潜在风险，存在违规向股东输送利益的隐患。在合并重组的过程中，大多由地方政府直接牵头，通过直接或间接注资或认购转股协议存款的形式充实资本，合并重组后国资股东占比显著提升，同时会将不符合资质的问题股东进行清退，进一步减轻城商行的历史包袱。比如在四川银行、山西银行、辽沈银行的合并重组过程中都出现了股东的更替。

表2：银行合并重组通常伴随着股东的更替

时间	银行	清理问题股东
2020-09	四川银行	四川银行组建过程中，依法清理了原两家银行的 258 户问题股东，引入了以地方国有企业为主的 28 家新股东
2021-03	山西银行	山西银行引入新股东山西融金兴晋私募投资基金合伙企业（有限合伙），持股 63.76% 成为第一大股东，最终实控人为山西省财政厅
2021-09	辽沈银行	辽沈银行的 8 家发起股东“清一色”为国资股东，发起股东实控人主要为辽宁省、市、区各级财政局和国资委，持股比例占绝大多数。而辽沈银行合并的 2 家城商行——辽阳银行和营口沿海银行原民营股东已全部清退

资料来源：华夏时报、央视网、澎湃新闻、开源证券研究所

人事任命：或新增具有政府背景、监管背景的管理层。由于银行合并重组后主要服务于地区经济，因此大部分管理层由政府任命。例如中国华融退出湖南银行后，其新行长由政府任命，具备湖南省金融监管的背景。

表3：湖南银行现任行长具监管背景

职务	姓名	任期	工作经历
原行长	蒋俊文	2016-03-01 至 2022-11-12	曾任中国建设银行株洲分行清算中心主任、信息中心主任、营业部主任和办公室主任，株洲市石峰区政府副区长，株洲市商业银行党委副书记、行长，华融湘江银行株洲分行党委书记、行长。2011 年 9 月至 2016 年 3 月，蒋俊文历任华融湘江银行党委委员，党委委员、副行长，党委委员、常务副行长，党委副书记、常务副行长（主持经营层工作）。从 2016 年 3 月开始，担任华融湘江银行党委副书记、行长。
现行长	周晖	2022-12-29 至今	从 2004 年起，担任第一创业证券总裁助理、副总裁。随后担任财富证券副总裁、总裁、法人代表，并先后兼任财富证券董事、德盛期货董事、财富里昂证券董事长。2013 年 7 月至 2018 年 11 月任湖南省金融工作办公室党组成员、副主任。 2018 年 11 月起，任湖南省地方金融监督管理局副局长。 2022 年 12 月起，任湖南银行行长。

资料来源：澎湃新闻、开源证券研究所

2.2、规模迅速扩大，但费用或有拖累

银行合并重组往往伴随网点扩张，可扩大省内的展业范围。随着市场竞争的加剧，各银行在各地网点的重复建设，造成一定的资源浪费，降低了运营效率。而银行合并重组能够有效缓解网点重复建设的问题，降低服务网点的运营成本，提高经营效益。如 2022 年中原银行吸收合并三家城商行后，2022 年末较 2021 年末共增加 236 个支行，其中郑州、洛阳、平顶山和焦作等地的支行数量增加最多。

表4：中原银行 2022 年合并三家城商行后，省内多地的网点得以快速扩张

序号	区域	机构名称	2021（合并重组前）	2022（合并重组后）	新增支行数量（家）
1	河南郑州	总行	2 家直属支行	3 家直属支行	1
2	河南郑州	郑州分行	1 家营业部，37 家支行	1 家营业部，60 家支行	23
3	河南洛阳	洛阳分行	1 家营业部，8 家支行	1 家营业部，89 家支行	81
4	河南开封	开封分行	1 家营业部，30 家支行	1 家营业部，30 家支行	0
5	河南信阳	信阳分行	1 家营业部，31 家支行	1 家营业部，37 家支行	6
6	河南安阳	安阳分行	1 家营业部，25 家支行	1 家营业部，28 家支行	3
7	河南鹤壁	鹤壁分行	1 家营业部，14 家支行	1 家营业部，15 家支行	1

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

8	河南漯河	漯河分行	1家营业部, 17家支行	1家营业部, 17家支行	0
9	河南南阳	南阳分行	1家营业部, 44家支行	1家营业部, 50家支行	6
10	河南平顶山	平顶山分行	1家营业部, 13家支行	1家营业部, 66家支行	53
11	河南濮阳	濮阳分行	1家营业部, 23家支行	1家营业部, 23家支行	0
12	河南三门峡	三门峡分行	1家营业部, 29家支行	1家营业部, 39家支行	10
13	河南商丘	商丘分行	1家营业部, 46家支行	1家营业部, 49家支行	3
14	河南新乡	新乡分行	1家营业部, 31家支行	1家营业部, 34家支行	3
15	河南许昌	许昌分行	1家营业部, 28家支行	1家营业部, 32家支行	4
16	河南周口	周口分行	1家营业部, 29家支行	1家营业部, 29家支行	0
17	河南驻马店	驻马店分行	1家营业部, 36家支行	1家营业部, 39家支行	3
18	河南焦作	焦作分行	1家营业部, 10家支行	1家营业部, 49家支行	39
19	河南济源	济源分行	1家营业部, 3家支行	1家营业部, 3家支行	0
合计					236

资料来源：中原银行财报、开源证券研究所

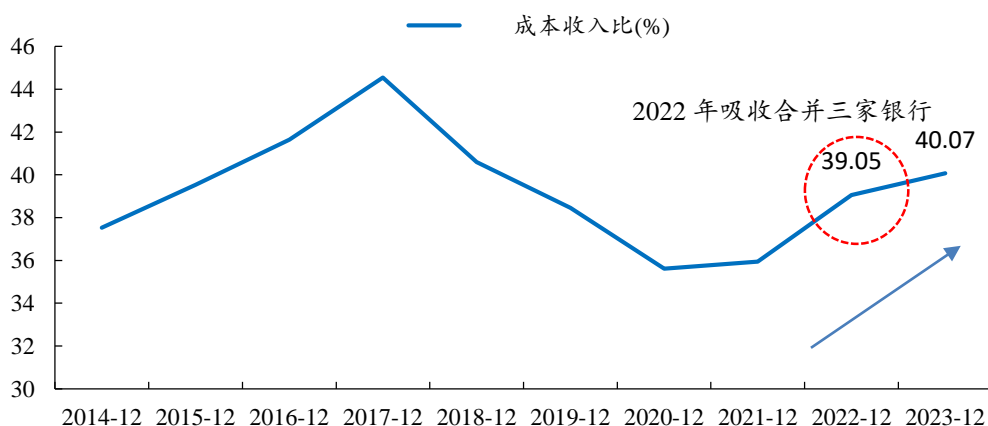
但吸收网点或大幅增加业务及管理费，可能会拖累合并后的利润。2022年中原银行营业费用合计为103亿元，同比增加44%，主要由于吸收合并后承接三家银行全部资产、业务、网点等，员工费用、折旧与摊销同比分别增加47%和46%所致，从而对当年的利润有较大拖累。

表5：中原银行2022年吸收合并三家银行后，营业费用同比高增44%（亿元）

中原银行营业费用明细		2021年	2022年	yoy
员工费用	工资、奖金及津贴	28.50	44.40	56%
	员工福利	2.76	4.08	48%
	社会保险及年金	5.63	8.51	51%
	住房公积金	2.41	3.40	41%
	雇员教育开支及工会开支	1.00	1.54	55%
	其他（派遣员工费用为主）	2.29	0.74	-68%
员工费用小计		42.58	62.68	47%
税金及附加		2.11	2.78	32%
折旧与摊销		9.80	14.28	46%
其他一般及行政费用		16.95	23.04	36%
合计		71.44	102.78	44%

数据来源：中原银行财报、开源证券研究所

图4：2022年吸收合并三家银行后，中原银行成本收入比显著上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、财务层面的重组：迅速扩表的同时，资本和利润承压

3.1、不并表计入 FVOCI/长股投，并表则合并资产负债表

合并重组如何影响报表？须先判断并表 or 不并表。银行并购的会计处理一般分为两大类：不并表和并表。不并表时，按照合并银行对被合并银行的控制权大小，计入金融投资的 FVOCI、其他权益工具投资或长期股权投资科目下。银行合并重组时，被合并银行的法人资格通常会被注销，故需与合并方进行并表，并表科目涉及资产负债表所有科目，从而能够影响利润表科目的表现。

表6：银行发生合并重组时，需合并资产负债表科目，从而直接影响净利润

合并银行的几种情形	持股比例	是否并表	细分情形	计入资产负债表科目	影响利润表科目
1 无控制、无重大影响、无共同控制	通常持股≤20%	不并表	——	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益 (FVOCI)；其他权益工具投资	影响其他综合收益，但不影响净利润
2 有重大影响或共同控制（包括合营、联营）	通常 20% < 持股 ≤ 50%	不并表	对被投资单位 实施控制（附属公司） 的长期股权投资→采用 成本法 核算	长期股权投资	仅在分红时影响投资收益，从而影响净利润
			对 联营企业和合营企业 的长期股权投资→采用 权益法 核算	长期股权投资	影响投资收益，从而影响净利润
3 有控制权（子公司）	通常持股 > 50%	并表	——	合并资产负债表的所有科目（除内部抵消项）	直接影响净利润
4 企业合并	注销被合并方法人资格	并表	——	合并资产负债表的所有科目（除内部抵消项）	直接影响净利润

资料来源：财政部、中汇、开源证券研究所

3.2、并表：合并资产负债表科目，直接影响利润表

3.2.1、资产负债表：加速扩表、流动性指标短期提升，但资本或有拖累

合并重组带来资产规模的跃升，银行开展业务的话语权提升。合并银行由于吸收了被合并银行的资产、负债、所有者权益，因此可通过合并重组实现快速扩表，比如中原银行 2022 年吸收合并洛阳银行、平顶山银行、焦作中旅银行，其总资产从 7682 亿元跃升至 1.33 万亿元，同比增长 73%，跻身至“万亿城商行俱乐部”，步入万亿大行阵营，成为全省最大法人金融机构，位列全国城商行第八位；同时，总负债、总权益同比分别增长 75%、50%。规模的增加可提升银行各项业务的话语权，比如在监管面前可争取到更多的资源。

表7：中原银行 2022 年合并三家银行后，总资产和总负债同比高增 70% 以上（人民币亿元）

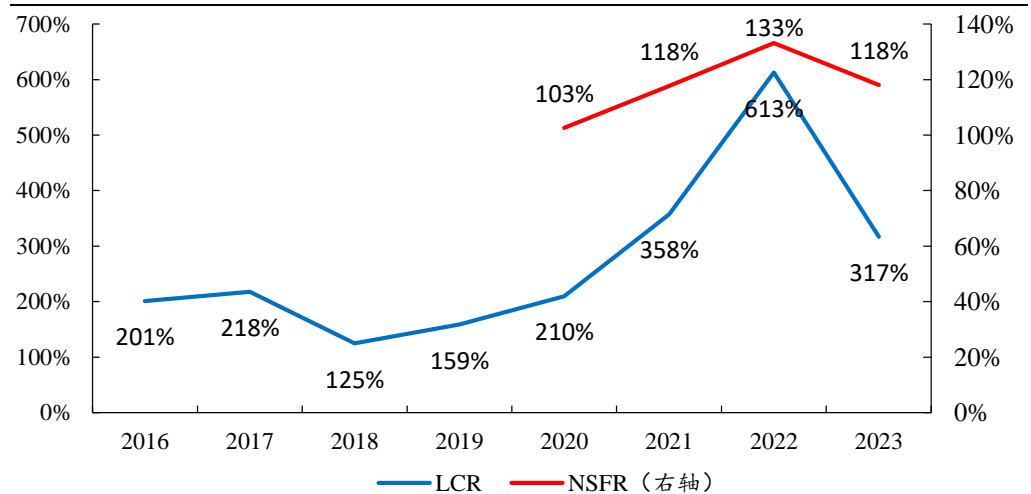
合并财务状况表		2021 年	2022 年	yoy
资产	现金及存放中央银行款项	636	776	22%
	存放同业及其他金融机构款项	107	212	98%
	拆出资金	344	308	-10%
	衍生金融资产	0	1	196%
	买入返售金融资产	118	652	453%
	发放贷款及垫款	3,781	6,669	76%
	投资性金融资产	2,151	3,734	74%
	以公允价值计量且其变动计入当期损益	220	358	62%

	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益	561	944	68%
	以摊余成本计量	1,370	2,433	78%
	应收租赁款	339	603	78%
	对合营企业投资	12	13	14%
	物业及设备	42	82	94%
	递延所得税资产	58	102	77%
	商誉	10	20	104%
	其他资产	85	95	12%
总资产		7,682	13,267	73%
负债	向中央银行借款	477	427	-10%
	同业及其他金融机构存放款项	274	301	10%
	拆入资金	332	518	56%
	衍生金融负债	0	6	1716%
	卖出回购金融资产	340	1,017	199%
	吸收存款	4,557	8,453	85%
	应交所得税	9	1	-91%
	已发行债券	968	1,452	50%
	其他负债	101	158	56%
总负债		7,059	12,331	75%
权益	股本	201	365	82%
	其他权益工具	96	136	42%
	储备	268	360	34%
	未分配利润	47	31	-35%
归属于本行股东权益合计		612	892	46%
非控制性权益		12	44	277%
总权益		624	936	50%
总负债及权益		7,682	13,267	73%

数据来源：中原银行财报、开源证券研究所

合并重组完成当年，合并银行的 LCR、NSFR 或大幅提升。中原银行 2022 年合并三家城商行后，其 2022 年报披露的因 LCR 为 613%，远高于 2021 年的 358%，NSFR 也较 2021 年有明显增加，主要由于合并重组时向第三方（AMC 等）出售不良资产时，第三方以现金支付，使得现金增加较快。而到了 2023 年末，这两个指标重新回落至往年正常水平，合并重组对于流动性指标的改善只是短期影响。

图5：中原银行 2022 年合并三家银行后，LCR 和 NSFR 明显上升



数据来源：Wind、中原银行财报、开源证券研究所

但合并重组可能降低合并银行的资本充足水平。主要有两大情形：

(1) 若合并为非全资子公司：按照《商业银行资本管理办法》的要求，商业银行附属公司适用于资本充足率监管的，附属公司直接发行且由第三方持有的少数股东资本中，用于满足核心一级资本最低要求和储备资本要求的部分，可计入并表核心一级资本。合并未全资控股银行的情况下，因为非全资子公司的核心一级资本有一部分无法计入并表核心一级资本，所以合并后的核心一级资本充足率下降。

表8：非全资子公司的核心一级资本有部分无法并表，故合并重组或拖累资本水平

情形	持股比例	资本计算
未并表金融机构的 小额 少数资本投资	一般为持股 0%-10%	合计超出本银行 核心一级资本净额 10% 的部分，应从 各级监管资本 中对应扣除；
未并表金融机构的 大额 少数资本投资	一般为持股 10%以上	核心一级资本投资合计超出本行 核心一级资本净额 10% 的部分应从本银行核心一级资本中扣除；其它一级资本投资和二级资本投资应从相应层级资本中 全额扣除 。

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

(2) 若注销被合并方法人资格，进行吸收合并：由于银行合并重组通常是“大吃小”，而小银行由于盈利能力较弱、资本补充渠道较少，资本充足水平通常都较低，所以合并银行的资本充足水平大多会受到一定拖累。比如中原银行 2022 年合并三家银行后，尽管核心一级资本净额、一级资本净额和总资本净额均同比增长 40% 以上，但增速仍不及风险加权资产的增速(62%)，故三级资本充足率均有一定下降。

表9：2022 年中原银行合并三家银行后，各项资本充足率均有下降（亿元）

类别	2021 年	2022 年	yoy
股本	201	365	82%
资本公积可计入部分	142	193	36%
盈余公积	24	28	16%
一般风险准备	97	138	42%
未分配利润	47	31	-35%
少数股东资本可计入部分	6	20	215%
核心一级资本总额	517	775	50%
核心一级资本扣除项目	-16	-32	95%
核心一级资本净额	501	743	48%
其他一级资本	97	139	43%
一级资本净额	598	882	47%
二级资本净额	168	219	31%
总资本净额	766	1,101	44%
风险加权资产总额	5,756	9,309	62%
核心一级资本充足率	8.70%	7.98%	-0.72%
一级资本充足率	10.39%	9.47%	-0.91%
资本充足率	13.30%	11.83%	-1.47%

数据来源：中原银行财报、开源证券研究所

3.2.2、利润表：前期对利润或有拖累

降息环境下，合并重组或加剧银行的息差下滑压力。同时，银行合并通常是“大吃小”，而大银行和小银行的营收结构差异仍然较大（比如小银行业务结构单一，利息收入占比远大于大银行），因此在大银行合并小银行后，其利息收入的占比大概率会有提升，而非息收入的减少，看似“轻型化转型的倒退”。在利率下行、息差缩窄的经济环境下，息差和营收的压力或有增加。

合并重组后盈利何时迎来拐点？需要一定的“磨合”时间。以辽沈银行为例，2021 年合并重组了两家高风险银行（辽阳银行和营口沿海银行）后，营收和净利润连续 3 年仍双双为负，业绩并未有明显改善，合并重组后的“磨合”仍需一定时间。

表10: 辽沈银行合并重组后, 业绩并未明显改善 (亿元)

(单位: 人民币亿元)	辽阳银行	营口沿海银行	辽沈银行		
	2019	2019	2021	2022	2023
利息收入	53.86	57.66	6.79	54.45	58.88
减: 利息支出	34.71	37.55	20.85	76.41	67.57
利息净收入	19.15	20.12	-14.06	-21.96	-8.69
手续费及佣金收入	0.73	1.29	0.05	0.07	0.16
减: 手续费及佣金支出	0.06	0.54	0.16	1.03	0.50
手续费及佣金净收入	0.68	0.75	-0.11	-0.97	-0.34
投资净收益	17.25	2.35	2.20	5.74	1.92
公允价值变动净收益	-0.08	-	7.13	-0.34	0.98
汇兑净收益	0.01	0.02	0.00	0.11	0.01
营业收入	37.10	23.98	-4.74	-17.31	-6.09
税金及附加	0.41	0.21	0.17	0.60	0.55
管理费用	6.87	4.40	3.99	13.63	13.79
资产减值损失	17.21	8.63	-	0.25	0.04
其他资产减值损失	-	-	0.77	-	-
信用减值损失	-	-	2.30	-2.30	-14.04
营业利润	12.53	10.75	-11.96	-29.49	-6.44
加: 营业外收入	0.03	0.03	0.02	0.09	6.52
减: 营业外支出	0.05	0.03	0.01	0.02	0.26
税前利润	12.52	10.74	-11.95	-29.42	-0.17
减: 所得税	1.44	2.73	-	-0.10	-0.04
净利润	11.07	8.01	-11.95	-29.32	-0.13
减: 少数股东损益	-0.41	-	-0.05	-0.28	-0.08
归母净利润	11.48	8.01	-11.90	-29.04	-0.04
加: 其他综合收益	0.20	-0.00	0.08	-1.34	1.47
综合收益总额	11.27	8.01	-11.86	-30.66	1.34
减: 归属于少数股东的	-0.41	-	-0.05	-	-0.08
归母综合收益总额	11.68	8.01	-11.81	-30.66	1.43

数据来源: Wind、开源证券研究所

哪些因素需要磨合? 并购过程带来的最直接影响是资产负债合并, 以及管理费用的增加, 但是由于合并方和被合并方的运营理念、企业文化等存在一定差异, 合并后易产生摩擦, 使得费用增加的同时效率未见明显增加, 从而导致 $1+1 < 2$ 。主要原因是银行的合并重组并非完全的市场化行为, 多少都有政府的干预, 因此可能存在股东利益难以协调、市场化机制难以疏通、效率较为低下等问题。

表11: 中原银行 2022 合并重组使得费用和拨备高增, 拖累了利润增速 (亿元)

中原银行利润表	金额 (亿元)			变动率		变动金额 (亿元)	
	2020	2021	2022	2021	2022	2021	2022
利息收入	309.46	318.68	436.14	3%	37%	9.22	117.46
利息支出	-143.81	-151.75	-223.38	6%	47%	-7.94	-71.62
利息净收入	165.65	166.93	212.76	1%	27%	1.28	45.83
手续费及佣金收入	22.47	24.78	27.79	10%	12%	2.31	3.01
手续费及佣金支出	-4.61	-5.46	-9.96	18%	83%	-0.85	-4.51
手续费及佣金净收入	17.86	19.33	17.83	8%	-8%	1.46	-1.49
交易净收益	-1.85	1.32	9.58	-172%	625%	3.17	8.26
投资证券所得收益净额	11.35	4.68	14.49	-59%	210%	-6.67	9.81
其他营业收入	1.26	0.57	1.45	-54%	153%	-0.69	0.88
营业收入	194.28	192.83	256.11	-1%	33%	-1.45	63.28
营业费用	-71.19	-71.44	-102.78	0%	44%	-0.25	-31.35
资产减值损失	-78.49	-76.40	-111.90	-3%	46%	2.08	-35.49
应占合营企业收益	-0.12	0.99	1.64	-956%	65%	1.11	0.65
营业利润	44.49	45.98	43.08	3%	-6%	1.49	-2.91
税前利润	44.49	45.98	43.08	3%	-6%	1.49	-2.91
所得税	-10.94	-9.65	-4.83	-12%	-50%	1.29	4.83
净利润	33.55	36.33	38.25	8%	5%	2.79	1.92
归属于本行股东净利润	33.01	35.65	36.50	8%	2%	2.64	0.85
少数股东损益	0.54	0.68	1.75	27%	156%	0.14	1.07

数据来源: 中原银行财报、开源证券研究所

4、核心难题：不良化解与资本补充

中小银行能够利用内外部资源对不良资产进行处置，有效提升银行风险化解能力；合并重组能够扩大银行规模，提高地方银行的市占率和盈利能力，通过外部资金的注入实现资本的有效扩充。

4.1、不良化解：方式较为差异化

经济欠发达地区的政府资源薄弱，合并重组的本质是引入强资质银行进行帮扶。中小银行的资产质量一般和当地经济的质地紧密挂钩，由于内部财务资源不足，对损失承担能力有限等局限，不良资产的释放和处置存在制约。而地方政府作为中小银行的最大股东，经济欠发达地区，当地政府处置资源也较为稀缺。合并重组实质是通过市场主体“帮扶”的方式，弥补当地政府较为薄弱的干预能力。

但“帮扶”过程中需要预先化解存量不良，才可轻装上阵。一般情况下，被收购行有着不良率高、拨备低、资本金不足等特点，合并银行需承担被合并银行的所有资产，包括不良资产及潜在的问题资产，因此合并银行的资产质量会面临较大压力。在合并重组完成之前，预先化解不良是通常的做法。而化解手段较为差异化，主要有股东、政府、AMC、市场等各方的参与。

4.1.1、股东注资：清旧引新，股东形成合力

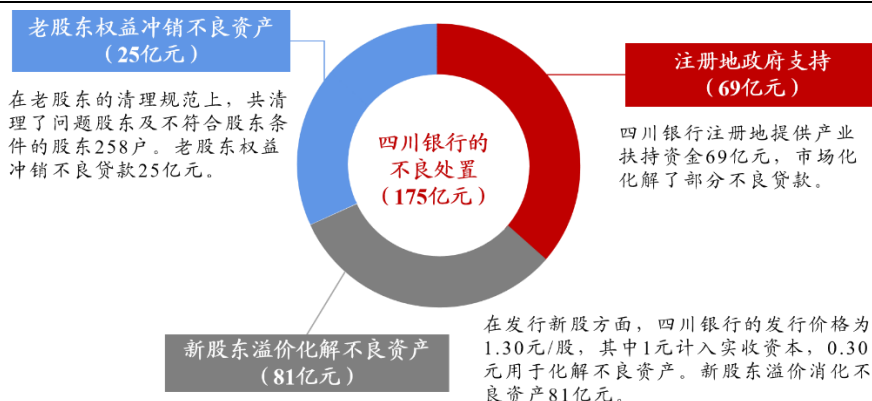
股东注资是最高效的化解不良方式，一般需要新老股东合力。在重组过程中，一方面通过对老股东的规范清理，确保存续股东质量，另一方面引入新的股东。最为典型的就四川银行——2017年末，攀枝花市商业银行和原凉山州商业银行的不良率分别高企，为及时稳妥处置两家城商行的风险，2018年年末，四川省委金融专题会议决定以四川金控为主导、引进战略投资者，以新设合并方式组建四川银行。采取老股东权益冲销、新股东溢价消化以及注册地承接的三种方法，合计有效处置了175亿元不良资产：

(1) 老股东权益冲销不良资产：在老股东的清理规范上，共清理了问题股东及不符合股东条件的股东258户。老股东权益冲销不良贷款25亿元；

(2) 新股东溢价化解不良资产：在发行新股方面，四川银行的发行价格为1.30元/股，其中1元计入实收资本，0.30元用于化解不良资产。新股东溢价消化不良资产81亿元；

(3) 注册地政府支持：四川银行注册地提供产业扶持资金69亿元，市场化化解了部分不良贷款。

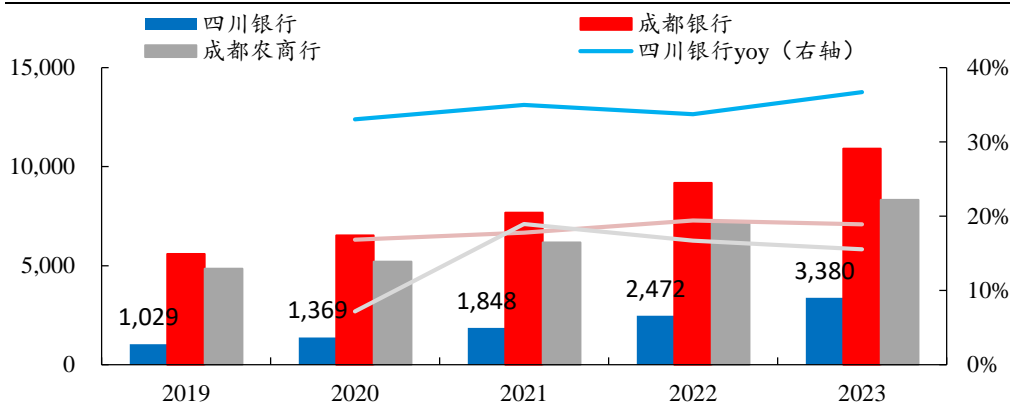
图6：四川银行主要通过新老股东注资+当地产业资金化解不良



资料来源：中国金融新闻网、不良资产头条公众号、开源证券研究所

四川银行化解不良效果显著。 2020年11月7日，四川银行获批成立，作为四川省首家省级法人城商行，2020年末国有股比例95.23%，资产规模从2020年末的1369亿元增长至2023年末的3380亿元，不良率从2020年末的2.14%降至2023年末的1.46%。

图7：四川银行2020年获批后总资产高增（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、政府牵头：直接出资或资产置换

若银行不良资产规模较大，当地政府可出面以优质资产进行置换。该模式一般在东北的银行较为常见，如锦州银行、盛京银行等。其中地方政府土地置换是普遍方式，包括：（1）**直接的土地置换**：即政府将优质土地资产直接与银行不良资产相置换，并通过逐年摊销等形式将不良资产化解；（2）**间接的土地置换**：引入第三方机构，如地方AMC或地方金控等，由政府将优质资产先转移给第三方机构进行剥离，再由第三方机构与中小银行进行资产置换，通过摊销、专项债回购、营收税收抵扣等形式化解银行不良资产。典型的如沪农商行、锦州银行、长沙银行和郑州银行均通过资产置换，顺利解决了合并重组前遗留的不良问题，资产质量得到显著改善。

表12：政府直接参与银行重组过程中的不良资产置换

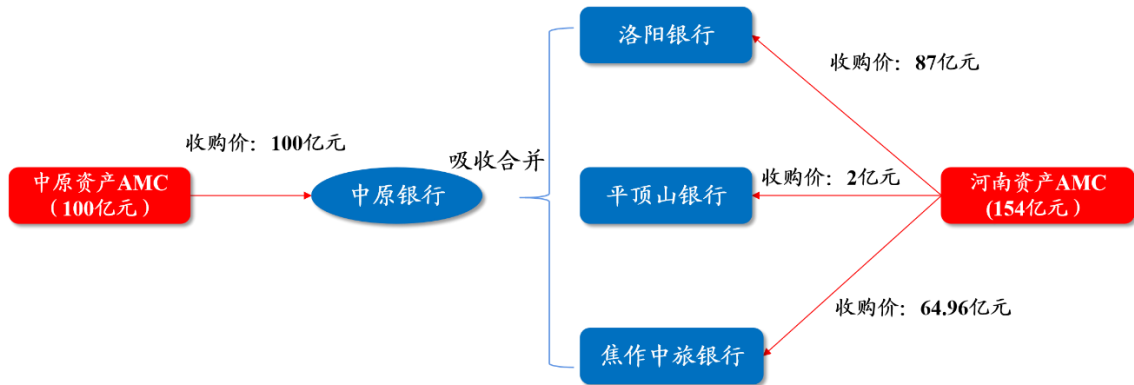
银行名称	日期	背景	不良资产置换过程	不良资产置换形式	置换成效
沪农商行	2005年	成立于2005年8月，在上海市原234家农信社改制基础上，以地方国有企业、外资银行、民营企业、自然人等共同参股组建	(1) 2005年末，央行用于上海农商银行置换不良资产的 专项票据余额 21.22亿元； (2) 2005年，上海市政府为支持上海市农村信用社改革，将原值为45.21亿元的12.43万亩 土地使用权注入上海农商银行 ，用于置换其不良资产，上海农商银行对这部分资产每年摊销0.9亿元； (3) 2010年5月，上海市国资委拨付上海农商银行11.22亿元，同年12月，上海农商银行获批以此金额置换账面净值约为41亿元的土地使用权，其余29.78亿元的差额部分计入当年营业外支出，至此该部分土地使用权问题处置完毕。	央票+政府土地直接置换+政府出资	不良率从2004年的15%以上下降至2005年的4.07%
锦州银行	2007年	成立于1997年1月，由锦州市15家城市信用社和锦州市城市信用合作社联社整体改制而成	(1) 锦州市政府出台了《锦州市政府支持市商业银行化解不良资产方案》，将包括动物园、古塔公园等资产所有权划拨给锦州市万通资产管理公司，资产经营期限暂定为20至30年，摊销完毕之后，锦州银行将无形资产科目中的资产归还政府。 同时万通资产将该等资产与锦州银行进行不良资产置换。 (2) 锦州政府决定由锦州市城投公司出资7.94亿元，购买万通资产持有的上述资产，并由万通公司将上述款项支付给锦州银行。	引入第三方+政府出资	不良率由2005年的8.43%降至2008年的2.97%
长沙银行	2003年、2009年	成立于1997年8月，是在原长沙市14家城市信用社基础上组建成立	(1) 2003年长沙市政府将会展中心、商场、宾馆、地下车库等 物业类资产产权与长沙银行进行资产置换 ，并持续的积极清收、集中打包出售、核销等； (2) 2009年12月，在当地政府的主导下，长沙银行就该置换资产与长沙先导投资控股有限公司签订了《物业转让协议》， 转让价格为8亿元。	政府土地直接置换+引入第三方	2008年不良贷款率降至1.98%
郑州银行	2005年、2008年、2011年	前身为1996年在48家城市信用社基础上组建而成的郑州城市合作银行	(1) 2005年，郑州市政府将郑州国际会展中心、郑州市黄河风景名胜区资产整体划至郑州市商都资产投资管理有限责任公司（商都公司），用于一次性置换郑州银行总额为62.82亿元的不良资产； (2) 2008年， 商都公司以郑州银行对其发放的15亿元专项贷款将部分资产回购 ，并计划将剩余资产在8年内以资产经营性收入、资产清收等收入对专项贷款进行逐年偿还。根据市政府相关决议，这部分资产每年1.2%的收益以营业税、所得税地方留成部分返还的形式顶抵，其所有权归郑州银行，处置权归当地政府； (3) 2011年，郑州银行通过增资扩股募集资金68.22亿元，其中25.08亿用于增加实收资本，其余专项用于处置置换资产的资金转入商都公司，由商都公司和郑州市财政局专项用于回购郑州银行账面的郑州国际会展中心置换资产，从而彻底解决了置换资产问题。	引入第三方+专项贷款回购	不良率从2006年末的3.49%，逐年下降至2011年末的0.44%

资料来源：Wind、沪农商行财报、贸易金融公众号、联合资信公众号、开源证券研究所

4.1.3、AMC参与：直接收购+战略入股

针对一些特殊案例，银行可将不良资产折价出售给AMC。国内最早处置不良资产是针对国有行的不良资产，财政部于1999年先后成立信达AMC、东方AMC、华融AMC和长城AMC，负责收购、管理和处置国有行的不良资产。除了四大AMC外，还有许多地方AMC也参与到其中，其参与的形式也较多元化。典型的有中原银行，中原银行吸收合并三家城商行的过程中（洛阳、平顶山、焦作中旅），由两家地方AMC承接了不良资产254亿元。由于合并前进行了有效的不良处置，合并后使得中原银行的不良率从2021年底的2.18%到2022年6月底的1.82%。

图8：中原银行合并重组过程中，中原资产 AMC 和河南资产 AMC 均参与了不良资产处置



资料来源：澎湃新闻、开源证券研究所

除了收购不良资产外，也有少数地方 AMC 战略入股商业银行。由于不良资产的处置规模通常较大，在这个过程中往往伴随着 AMC 的战略入股。以恒丰银行为例，因高管违法、经营不善等问题，恒丰银行于 2019 年 12 月开始改革重组。在山东省政府的推动下，引入战略投资者——山东金资 AMC，以市场化价格一次性受让恒丰银行的不良资产原值合计 1438.90 亿元，转让对价 799.57 亿元；同时山东金资 AMC 认购了恒丰银行 360 亿股定增（1 元/股），成为恒丰银行第二大股东，同时也成为全国首家总资产超千亿级的地方 AMC。这也是全国少有的地方 AMC 持股商业银行的例子，地方 AMC 的资金实力，是其能否助力银行合并重组时的不良化解的主要因素。

表13：截至 2023 年末，山东金资 AMC 已成为恒丰银行第二大股东

序号	股东名称	股东性质	期末持股数(亿股)	期末持股比例	报告期内增减数量(亿股)
1	中央汇金投资有限责任公司	国家	600.00	53.95%	
2	山东省金融资产管理股份有限公司	国有法人	368.38	33.12%	0.48
3	新加坡大华银行有限公司	境外法人	33.36	3.00%	
4	南山集团有限公司	境内非国有法人	26.16	2.35%	
5	烟台蓝天投资控股有限公司	国有法人	23.08	2.07%	
6	福信集团有限公司	境内非国有法人	9.42	0.85%	
7	上海佐基投资管理有限公司	境内非国有法人	9.22	0.83%	
8	君康人寿保险股份有限公司	境内非国有法人	3.66	0.33%	
9	上海国正投资管理有限公司	境内非国有法人	3.08	0.28%	
10	上海国之杰投资发展有限公司	境内非国有法人	3.02	0.27%	
合计			1079.39	97.06%	

数据来源：恒丰银行财报、开源证券研究所

4.1.4、市场主体参与：不良资产证券化&收益权转让

不良资产证券化的应用日趋广泛。不良资产证券化通过金融市场上各类工具的重组和信用增级，将不良资产原本不稳定的“火山喷发式”的现金流转化为持续稳定的“小河流式”的现金流。从实际操作上看，不良资产证券化的具体操作有七个步骤：打包→尽调→信托→优化→催收→发行→管理。我国商业银行进行首批不良资产证券化的银行是中国建设银行，于 2008 年发行的“建元 2008-1”资产支持证券，2008 年全球金融危机后，资产证券化业务陷入停滞期，到 2016 年我国首轮不良资产证券化试点仅工、农、中、建、交及招商六家大型银行，截至目前，试点机构已扩充至政策行、部分城农商行、外资行等。

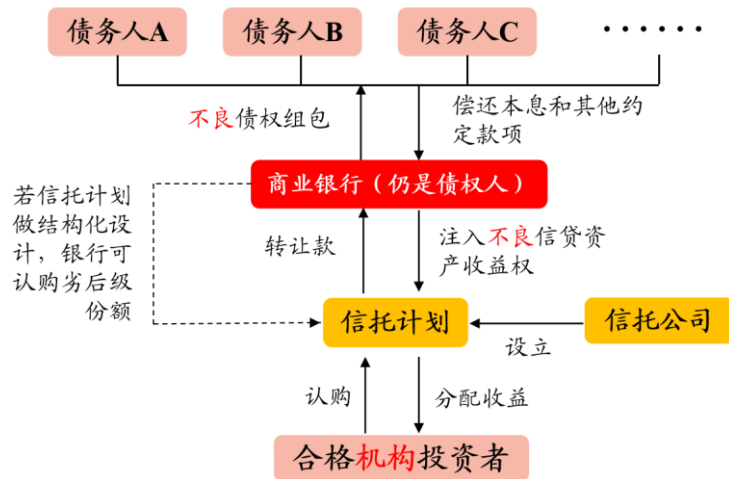
表14: 不良资产证券化的步骤有打包→尽调→信托→优化→催收→发行→管理

序号	资产证券化的步骤
1	一是银行、AMC 等作为原始权益人挑选打包不良资产，组建不良资产池
2	二是原始权益人聘请第三方机构（律师事务所等）进行尽调，预测资产现金流、进行风险评估，作为证券定价基础
3	三是以信托机构为受托人，将已打包的不良资产设立为信托资产，实现风险分离
4	四是受托人（信托公司）继续优化、重组该不良资产，必要时向第三方金融机构请求增信和流动性支持
5	五是聘请资产服务商负责不良资产的催收、诉讼等工作，聘请资金保管机构管理所产生的现金流
6	六是信托公司在银行间债券市场发行不良资产证券，募集的资金支付给原始权益人
7	七是受托人继续管理标的证券的基础不良资产池，可以请求原始权益人替换不符合要求的不良资产，到期或符合特定条件时，对资产进行清算和处置

资料来源：长城烽火台公众号、开源证券研究所

不良资产收益权转让须通过信托计划进行，且银行无法实现“不良出表”。根据《银行业信贷资产登记流转中心信贷资产收益权转让业务规则（施行）》规定，收益权转让目前只能通过信托这一唯一通道进行。不良信贷资产收益权转让后，银行仍为债权人，这和 ABS 有本质区别，也就是银行无法通过该方式实现“不良出表”。相比于 ABS，不良信贷资产收益权转让的试点机构范围更广，对中小银行来说更加友好。我国首例转让不良资产收益权在 2016 年 9 月 6 日由江苏银行发起，受让方为苏誉 2016 年第一期不良资产收益权转让集合信托计划（苏誉一期），由华能贵诚信托公司设立资金信托计划，受让江苏银行不良资产收益权。

图9: 不良资产收益权转让后，银行仍为债权人，这是和资产证券化的本质区别



资料来源：银登网、开源证券研究所

4.2、资本补充：渠道逐渐多样化

合并重组可能会拉低合并方的资本水平。在合并重组初期，由于资产规模的扩大，资本消耗程度可能会加剧，资本充足水平可能因资产增速太快而承压。如：中原银行在合并后核心一级资本、一级资本和资本充足率均有明显下降，需要外源性的资本补充。

合并重组中的资本补充方式，主要为增资扩股+发行专项债。资本金是商业银行经营的生命线。但由于发债资质低、未上市等原因，很多中小银行无法顺利发行优先股、永续债、二级资本债券，定增和转债等资本补充工具也不能使用，中小银行唯一的外源性补充渠道就是增资扩股。直到 2020 年，地方政府专项债的出现使中小银行拥有了新的资本补充工具。其中专项债分为转协议存款、间接持股两种形式。

表15：三类资本适用于不同的资本补充工具

资本类型	内容	资本补充工具	监管要求
核心一级资本	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、少数股东资本可计入部分	IPO、增发、可转债(权益部分)、 专项债——间接入股注资	≥7.5%
其他一级资本	其他一级资本工具及其溢价、少数股东资本可计入部分	优先股、永续债、 专项债——可转股协议存款	≥8.5%
二级资本	二级资本工具及其溢价、超额贷款损失准备	二级资本债	≥10.5%

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所（注：标红的为中小企业专项债的资本补充方式）

4.2.1、增资扩股：国资比例有所提升

国投公司入股中小银行，使得国资比例显著提升。合并重组使得银行资产迅速扩张，因此需要引入新的股权投资者，通过增持被合并行的股份，向被合并方注资，实现对被合并方的债务承接与直接管理。国有金融资本投资运营公司（国投公司）成为一大选择，比如 2021 年底南粤银行引入粤财控股作为控股股东完成战略重组，实现向“国有控股银行”的华丽转身。

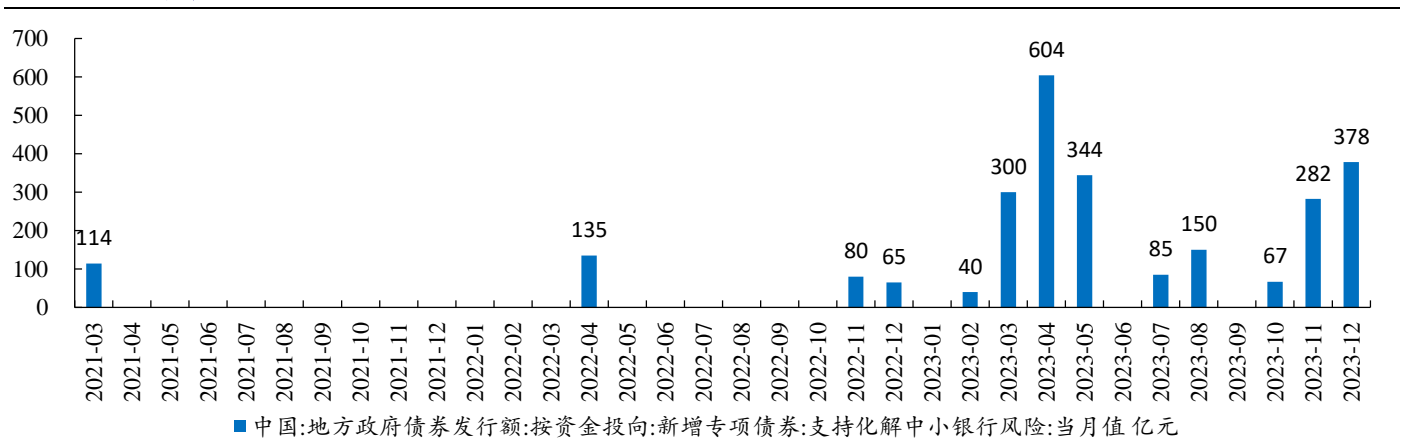
4.2.2、专项债：入股 or 转股协议存款

专项债越来越成为中小银行的资本补充方式。2020 年，国务院常务会议首次提出，着眼增强金融服务中小微企业能力，允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金，开辟了中小银行资本补充的新渠道。比如 2020 年、2021 年，山西、辽宁两省发行的专项债券，分别直接用于山西银行、辽沈银行的重组方案中；2022 年 11 月中原银行吸收合并三家银行后，河南省发行 80 亿元专项债用于补充中原银行的资本。

表16：多家银行在合并重组过程中曾发行专项债补充资本，单家银行金额较大

日期	合并银行	被合并银行	内容
2020-12	山西银行	大同银行、晋城银行等 5 家城商行	2020 年 12 月山西省发行 153 亿元专项债 支持大同银行、晋城银行等 5 家城商行合并后重组新设山西银行
2021-05	辽沈银行	营口沿海银行、辽阳银行	2021 年 5 月辽宁省发行 100 亿元专项债 支持营口沿海银行、辽阳银行合并后重组新设辽沈银行
2022-11	中原银行	洛阳银行等三家银行	2022 年 5 月，中原银行在吸收合并洛阳银行等三家银行后资本充足率明显下降，同年 11 月，河南省便发行 80 亿元专项债 补充中原银行资本

资料来源：澎湃新闻、中国经济网、中国债券信息网、开源证券研究所

图10：2023 年中小银行专项债发行提速（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

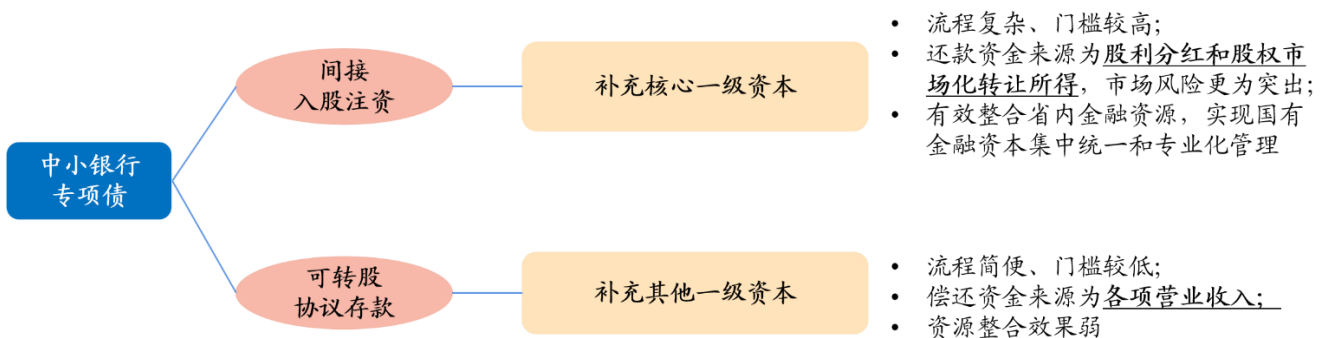
专项债注资模式主要有两种：

①**间接入股注资**：前者由政府委托地方金控以普通股入股特定银行，可直接补充核心一级资本，过程中地方财政部和中小银行无直接资金关系，通过股权转让来偿还专项债；

②**认购转股协议存款**，各市县财政局以专项债发行筹集的资金，与银行开展的协议存款业务。只不过该存款含有可转股条款。**特殊条款**：（1）受偿顺序：转股协议存款受偿顺序排在存款人、一般债权人和次级债券之后、股权资本之前，与其他一级资本工具同顺位受偿；（2）转股条款：转股协议存款设定持续经营触发事件和无法生存触发事件两类转股触发事件。方式②属于银行重组过程中的过渡方案，即“先注资、后引入”，若在后期寻找到合适的战略投资者，以现金分红、股权增值和市场化股权转让的方式逐步退出。

专项债的发行以方式②为主导，近年开始出现①+②混合模式。多数银行在发行中采取方式②为主，但2023年起，辽宁、河北对24家农商行和农村信用社相继开始使用“金控平台间接入股+认购转股协议”的混合模式，充分发挥两种资本补充模式的优势，做到引资兼引治。

图11：中小银行专项债分为两种资本补充方式：间接入股注资&可转股协议存款



资料来源：金融时报、开源证券研究所

4.3、影响：合并重组有助于扩大银行的融资渠道

4.3.1、有助于上调债项评级（合并方和被合并方）

合并重组使得银行偿债能力增强，合并方和被合并方的债券评级均可能上调。2022年，中原银行吸收合并洛阳银行、平顶山银行及焦作银行，使其成为资产规模超过万亿的省属银行，最直接的影响是资产负债规模快速上升，资本实力明显增强，营业网点数量及机构覆盖范围均有所拓宽，地方政府支持意愿相应增强。根据统计，信评机构分别上调了三家被合并银行的二永债评级，同时也上调了中原银行的二永债评级，主要源于市场对其偿债能力的担忧减轻。

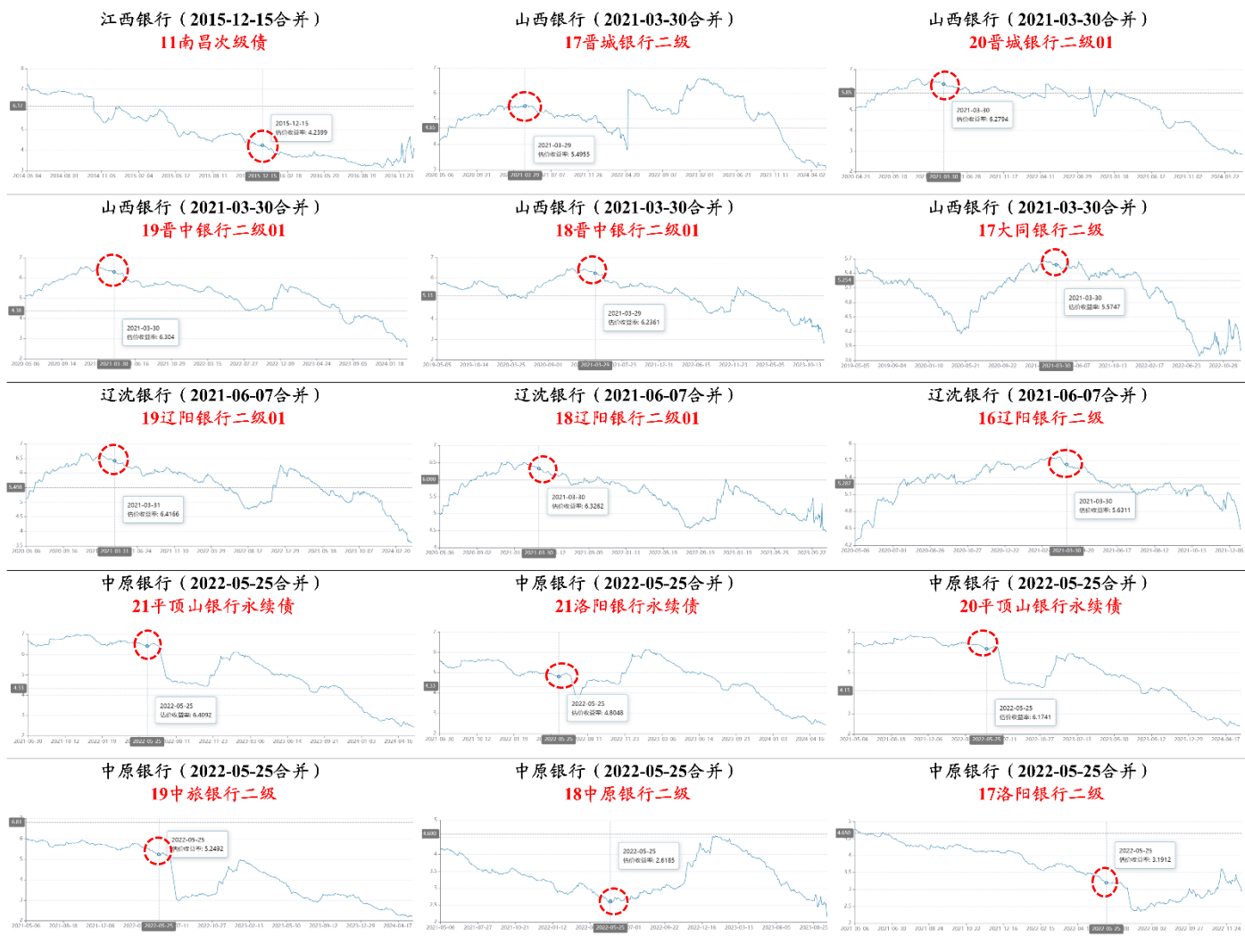
表17: 银行合并重组后, 合并方、被合并方的二永债评级或有上调 (截至 2024-05-29)

名义发行主体	序号	证券简称	发行日期	穿透信用主体(Wind)	历史债项评级
江西银行 (2015-12-15 合并)	1	22 江西银行永续债 02	2022-12-15	江西银行	AA+(联合资信-20221123), AA+(联合资信-20230727)
	2	22 江西银行永续债 01	2022-09-21	江西银行	AA+(联合资信-20220908), AA+(联合资信-20230727)
	3	21 江西银行永续债 01	2021-08-23	江西银行	AA+(联合资信-20210804), AA+(联合资信-20220728), AA+(联合资信-20230727)
	4	17 江西银行二级 02	2017-09-26	江西银行	AA(联合资信-20170808), AA+(联合资信-20171009) , AA+(联合资信-20180725), AA+(联合资信-20190726), AA+(联合资信-20200721), AA+(联合资信-20210729), AA+(联合资信-20220728)
	5	17 江西银行二级 01	2017-06-05	江西银行	AA(联合资信-20170518), AA(联合资信-20170629), AA+(联合资信-20171009) , AA+(联合资信-20180725), AA+(联合资信-20190726), AA+(联合资信-20200721), AA+(联合资信-20210729)
	6	11 南昌次级债	2011-12-30	江西银行	A+(联合资信-20111219), A+(联合资信-20120719), AA(联合资信-20130702) , AA-(联合资信-20140730), AA(联合资信-20150724) , AA(联合资信-20160718)
山西银行 (2021-03-30 合并)	1	17 晋城银行二级	2017-05-12	山西银行,晋城银行	AA-(联合资信-20160728), AA-(联合资信-20170330), AA-(联合资信-20170629), AA-(联合资信-20180719), AA-(联合资信-20190709), AA-(联合资信-20200724), AA+(联合资信-20211230) , AA+(联合资信-20220729), AA+(联合资信-20230725)
	2	20 晋城银行二级 01	2020-04-17	晋城银行,山西银行	AA-(联合资信-20200407), AA-(联合资信-20200724), AA+(联合资信-20211230) , AA+(联合资信-20220729), AA+(联合资信-20230725)
	3	19 晋中银行二级 01	2019-03-25	山西银行,晋中银行	A+(联合资信-20190314), A+(联合资信-20190724), A+(联合资信-20200720), AA+(联合资信-20211230) , AA+(联合资信-20220729), AA+(联合资信-20230725)
	4	18 晋中银行二级 01	2018-12-21	晋中银行,山西银行	A+(联合资信-20181213), A+(联合资信-20190724), A+(联合资信-20200720), AA+(联合资信-20211230) , AA+(联合资信-20220729), AA+(联合资信-20230725)
	5	17 大同银行二级	2017-12-26	大同银行,山西银行	AA-(东方金诚国际-20170607), AA-(东方金诚国际-20180730), AA-(东方金诚国际-20190730), AA-(东方金诚国际-20200728), AA+(东方金诚国际-20220729)
辽沈银行 (2021-06-07 合并)	1	19 辽阳银行二级 01	2019-04-17	辽沈银行,辽阳银行	AA(联合资信-20190326), AA(联合资信-20190718), AA(联合资信-20200703), AA(联合资信-20220729), AA(联合资信-20230728)
	2	18 辽阳银行二级 01	2018-11-15	辽阳银行,辽沈银行	AA(联合资信-20181009), AA(联合资信-20190718), AA(联合资信-20200703), AA(联合资信-20220729), AA(联合资信-20230728)
	3	16 辽阳银行二级	2016-12-23	辽沈银行,辽阳银行	AA-(联合资信-20160617), AA-(联合资信-20170627), AA(联合资信-20170929) , AA(联合资信-20180723), AA(联合资信-20190718), AA(联合资信-20200703)
中原银行 (2022-05-25 合并)	1	23 中原银行永续债 01	2023-08-15	中原银行	AAA(联合资信-20230802)
	2	21 平顶山银行永续债	2021-06-25	平顶山银行,中原银行	A+(东方金诚国际-20210616), AA+(联合资信-20220725) , AAA(联合资信-20220901) , AAA(联合资信-20230727)
	3	21 洛阳银行永续债	2021-06-25	中原银行,洛阳银行	AA(中诚信-20210617), AA+(联合资信-20220725) , AAA(联合资信-20220901) , AAA(联合资信-20230727)
	4	20 平顶山银行永续债	2020-12-02	平顶山银行,中原银行	A+(东方金诚国际-20201119), A+(东方金诚国际-20210719), AA+(联合资信-20220725) , AAA(联合资信-20220901) , AAA(联合资信-20230727)
	5	19 中旅银行二级	2019-08-28	中原银行,焦作中旅银行	AA-(上海新世纪资信-20190322), AA-(上海新世纪资信-20200729), AA-(上海新世纪资信-20210730), AA+(联合资信-20220725) , AAA(联合资信-20220901) , AAA(联合资信-20230727)
	6	18 中原银行二级	2018-09-21	中原银行	AA+(中诚信-20180913), AA+(中诚信-20190731), AA+(中诚信-20200731), AA+(中诚信-20210730), AA+(联合资信-20220725), AAA(联合资信-20220901) , AAA(联合资信-20230727)
	7	17 洛阳银行二级	2017-12-15	洛阳银行,中原银行	AA(中诚信-20171204), AA(中诚信-20180720), AA(中诚信-20190730), AA(中诚信-20200701), AA(中诚信-20210625), AA+(联合资信-20220725) , AAA(联合资信-20220901)

资料来源: Wind、开源证券研究所 (注: 标红的为评级上调)

银行被合并重组后，其二永债的二级收益率通常会下行。根据我们统计的 15 只银行二永债中，共 13 只在债项主体发生合并重组后出现了二级收益率下行的趋势，表明市场对于合并和被合并方偿债能力的担忧减轻。

图12：银行被合并重组后，其二永债的二级收益率通常会下行（采用的指标为中债估价收益率）



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：图中红色虚线框为债项主体发生合并重组的时间点）

4.3.2、有助于增加上市概率（合并方）

合并重组后，银行上市几率大大增加，比如中原银行和江西银行。合并重组后，一方面使得银行的国资比例显著提升，公司治理更加完善，政府支持力度更高；另一方面资产规模迅速扩大，且具备了服务中大型客户的能力（比如单一贷款额度的提升），盈利能力有所增强。这使得银行上市的几率大大增加，部分地区曾通过银行合并重组顺利实现了上市，比如中原银行和江西银行：

(1) 中原银行：2014年12月，13家河南省城商行宣布成立河南省首家省属地方法人银行——中原银行。中原银行在成立当日，资产规模超过2000亿元，成为当时规模最大的城商行合并重组案例。随后在2017年7月用仅仅两年半的时间，刷新国内金融机构从成立到H股上市的速度纪录，成为继郑州银行之后河南省内第2家登陆港股的城商行；

(2) **江西银行**：由南昌银行吸收合并景德镇商业银行组建而成，2015年12月批复南昌银行更名为江西银行。尽管成立省级城商行的构想很早就有，但由于遇到较大的利益博弈、不良处置难题，于是江西银行最后由江西省内规模最大的南昌银行和规模最小的景德镇商业银行合并，江西省委、省政府要求江西银行按照“吸并组建、引进战略、首发上市”的三步战略目标，于2018年6月在港交所上市，为江西省首家上市银行。

5、合并方式一览：城商行、农商行、村镇银行

合并重组中，国有行以海外并购为主，股份行海外并购案例较少，但由于是全国展业，所以可直接进行不保留法人地位的“村改分”“村改支”；城农商行的投资收购区域集中在省市周边，直接将异地村镇银行改为分支行，则突破了本地展业的监管限制，因此难度较大，所以通常是当地城农商行“抱团取暖”为主。

5.1、城商行：省级城商行担纲地方金融资源的整合

省级城商行的定位较高，合并重组的规模较大。2004年原银监会主席首次提出城商行联合重组的构想，同年11月原银监会下发了《城商行监管与发展纲要》，鼓励同一行政区域经济区划内尚不具备跨区域发展条件的城商行在自愿的前提下，收购、兼并周边地区城市信用社。在此政策背景下，2005年12月，安徽省原6家城商行和7家城市信用社合并组建为徽商银行，是我国首家通过合并重组方式成立的省级城商行，并由此开启了城商行的重组之路。从合并重组的方式来看，主要包括三种模式：

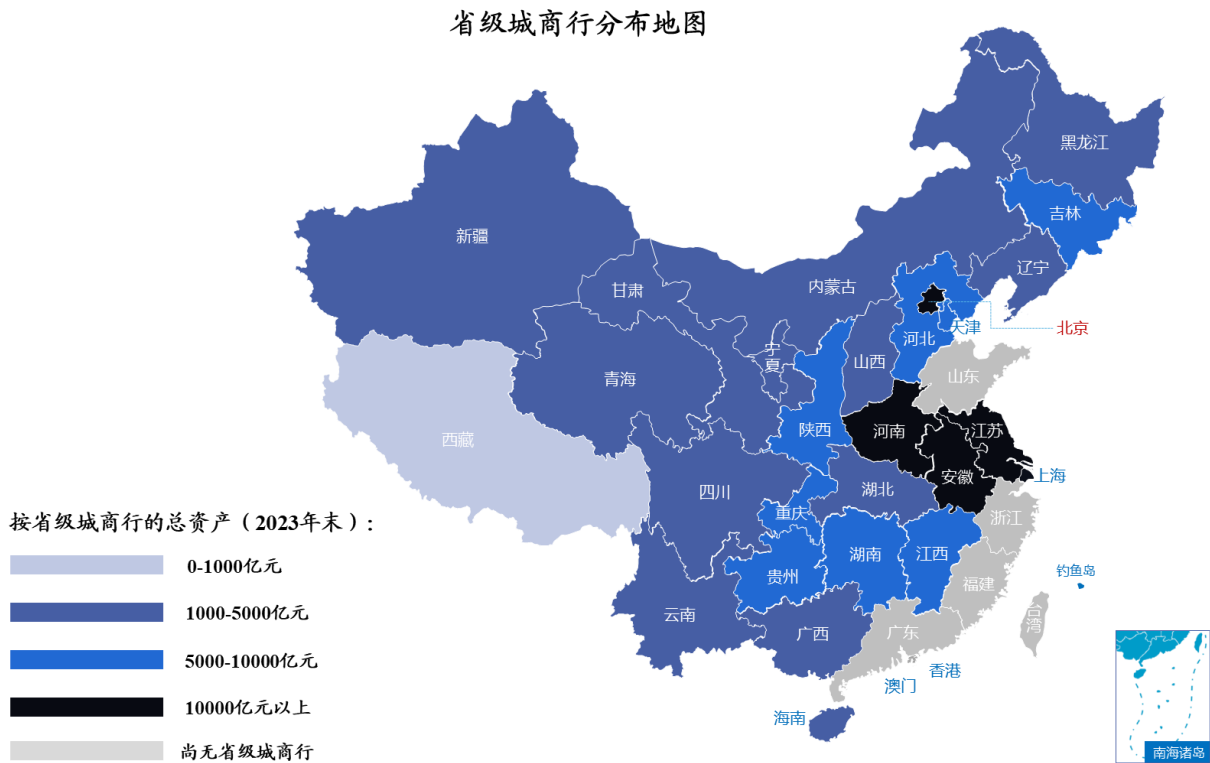
(1) **非省会银行抱团**：最常见的是由省内城商行和城信社合并重组成立，例如徽商银行、江苏银行、龙江银行、四川银行、山西银行、辽沈银行、中原银行；

(2) **省会城商行升级**：由原来的省会城市的城商行升级成立为省级城商行，如江西银行（前身是南昌银行）；

(3) **直辖市城信社升级**：4个直辖市的省级城商行（上海银行、北京银行、天津银行和重庆银行），均直接由城信社合并成立。

部分省份的省级城商行，未来有进一步合并的可能。目前山东、辽宁、四川等省份仍有超过10家城商行，随着区域化险推进，未来进一步合并的可能性较大。

省级股份行一定程度能代替省级城商行的地位。尽管有4个省份（福建省、广东省、浙江省和山东省）尚未成立省级城商行，但由于它们均拥有总部在本省的股份行（兴业银行、广发银行、浙商银行和恒丰银行），金融资源相对充足，一定程度上替代了省级城商行的作用。

图13：除了福建、广东、浙江和山东 4 省外，我国内地 21 个省份（直辖市）均拥有省级城商行


资料来源：Wind、企查查、标准地图服务系统、开源证券研究所

5.2、农商行：主要取决于省联社的转型路径

2000 年左右，农信社开始生存困难，江苏成立“省联社”破解了该难题。从 1978 年到 2002 年，农信社走过了管理体制创新、产权模式探索等多个改革发展时期，逐渐成为农村金融主力军。2000 年前后，部分农信社甚至已经资不抵债，经营遇到较大难题，2001 年 9 月 19 日，经国务院同意，全国农信系统第一家省级联社——江苏省农村信用社联合社正式挂牌成立，省联社模式——以省为单位，“省级联社+县市联社（农商行）”的两级法人管理模式正式形成。县级联社在法律上独立，而省联社不作为经营实体，仅承担管理协调、人事任命和招聘等服务性质的功能。省联社的成立解决了农信社“所有者缺位”的根本问题。

2003-2007 年全国各省陆续成立省联社。2003 年 6 月 27 日，国务院印发了《深化农村信用社改革试点方案》（国发〔2003〕15 号），确定为吉林、浙江、山东、江西、贵州、陕西、重庆、江苏 8 个省（市）为农信社改革试点，江苏的改革模式及经验得到复制和推广。2004 年 8 月 17 日，《关于进一步深化农村信用社改革试点的意见》下发，将试点范围再次扩大至除海南和西藏以外的 21 个省区市，并提出有条件地区的省联社可改制为农商行、农合行或金融控股公司。到 2005 年底，农信社改革试点范围扩大到 29 个省份。直到 2007 年 8 月 10 日，海南省联社举行挂牌仪式，这是全国第 25 家、也是最后一家挂牌开业的省级联社，标志着农村信用社新的管理体制框架全面建立。

省联社陆续成立后，开启了改革之路。截至 2016 年底，江苏、安徽、湖北、山东、江西等省份都已完成农信社股份制改革，即“农信社”已全部改制为“农商行”。但由于基层已无农信社了，“省联社”联合谁、管理谁、服务谁？为探路省联社改

革，中央一号文件连续3年聚焦省联社改革，从2016年的“开展省联社改革试点”，到2017年的“抓紧研究制定省联社改革方案”，再到2018年的“推动农村信用社省联社改革”。根据央行发布的《中国金融稳定报告2019》农村信用合作机构（以下简称“农合机构”，包括农村商业银行+农村合作银行+农村信用社）远离县域市场、公司治理薄弱、未解决沉重历史包袱、面临大中型银行的竞争，所以亟需一个较为强有力的管理部门进行统筹管理。

2021年以来，省联社改革再次被提上议事日程，各地监管松紧度不同。2021年7月14日，在国新办举行的上半年银行业保险业运行发展情况新闻发布会上，监管部门对省联社改革作出安排部署，提出要实事求是、因地制宜探索省联社改革。2022年3月2日，原银保监会主席郭树清在国新办新闻发布会上指出，“一省一策”因地制宜推动深化中小银行和农信社改革。目前形成了三大省联社改革模式——省级农商行、农商联合银行、金融服务模式（协会），也反映了各地监管的松紧度不同。

2022年以来监管开始弱化农信社的数量要求，合并重组正在展开。历年中央一号文件反复提及“保持农村信用社县域法人地位和数量总体稳定”，推动农金机构立足当地、下沉服务，因此2021年以前农商行的兼并重组并未广泛开展。2022年后该政策不再提及数量限制，监管总局也进一步鼓励农村中小银行并购重组，政策放开有望推动农商行合并重组方式更加多元化。原先农村金融机构展业区域小、网点重合度较高，重组后可减少竞争内耗，提升经营效率。

表18：政策已弱化对农村金融机构“数量稳定”的要求，鼓励推动村镇银行结构性重组

时间	部门	文件/会议	相关表述
2018-01-02	国务院	《中共中央 国务院关于实施乡村振兴战略的意见》	推动农村信用社省联社改革， 保持农村信用社县域法人地位和数量总体稳定。
2021-01-04	国务院	《中共中央 国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	保持农村信用合作社等县域农村金融机构法人地位和数量总体稳定 ，做好监督管理、风险化解、深化改革工作。
2022-03-30	中国人民银行	《关于做好2022年金融支持全面推进乡村振兴重点工作的意见》	稳步推进农村信用社深化改革化险工作， 保持商业可持续的县域法人地位长期总体稳定。
2022-05-20	银保监会	银保监会有关部门负责人5月20日在银保监会通气会	鼓励优质银行、保险公司和其他适格机构参与并购重组农村中小银行，会同相关部门 落实鼓励中小银行兼并重组支持政策。
2023-01-02	国务院	《中共中央 国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	加快农村信用社改革化险， 推动村镇银行结构性重组。
2023-04-06	银保监会	《关于银行业保险业做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的通知》	加快农村信用社改革化险， 推动村镇银行结构性重组 ，农村中小银行机构要专注贷款主业、专注服务当地、专注支农支小。

资料来源：新华网、中国政府网、央行、第一财经、开源证券研究所

5.2.1、统一法人——省级农商行：金融薄弱省份+直辖市

金融薄弱省份，倾向于成立一家强势的省级农商行，以便开展吸收合并。金融资源较薄弱的省份，倾向于不保留合并银行的法人地位，而成立省级农商行，以此最大限度地进行资源整合。比如辽宁、海南省级农商行于2023年、2024年相继成立。

直辖市由于区域小+银行规模小，无需成立省联社，可直接成立省级农商行。目前上海、北京和重庆各自拥有一家省级城商行，而天津拥有2家。

表19：辽宁、海南省级农商行分别于2023年、2024年成立

模式	状态	省份	成立/筹建公告时间
省级农商行	已成立	辽宁省	2023-09-19
		海南省	2024-04-28

资料来源：金融界、经济观察报、开源证券研究所

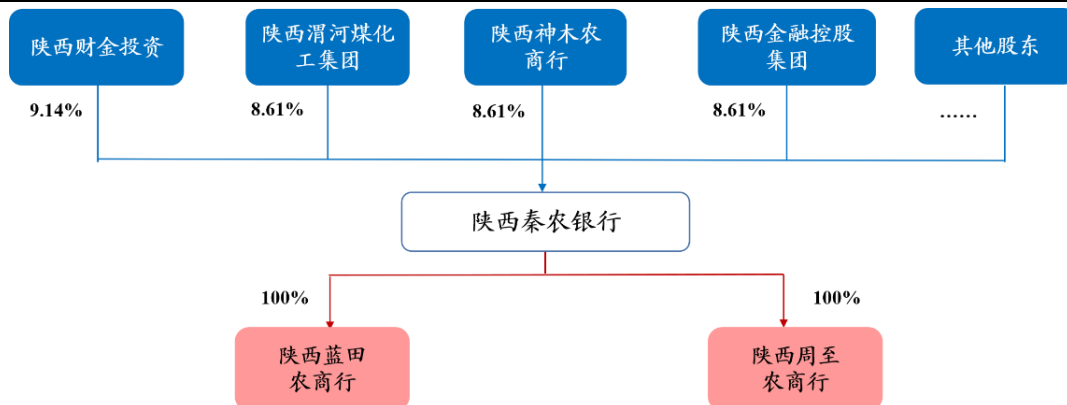
表20：4个直辖市均拥有省级农商行

直辖市	省级农商行数量	银行名称	省级农商行成立过程
上海	1家	沪农商行	上海农商行是在上海农信社的基础上于2005年8月改制而成
北京	1家	北京农商行	北京农商行是由北京市原127家法人农信社以发起设立方式于2005年10月改制组建而成
重庆	1家	渝农商行	重庆农商行是由重庆农信社于2008年6月改制而成
天津	2家	天津农商行	天津农商行是由天津农村合作银行和9家区县行社于2010年6月改制而成
		天津滨海农商行	天津滨海农商行是在天津塘沽农合行、天津大港农合银行和天津市汉沽区农信联社等三家行社改制重组的基础上，由天津农商行与国际金融公司等15家法人股东于2007年12月共同发起设立

资料来源：沪农商行官网、北京农商行官网、企查查、新浪财经、中华合作时报、开源证券研究所

5.2.2、两级法人——金融控股公司：仅宁夏和陕西

两家法人模式下，金融控股公司通过参控股实现“强控制”，比如陕西和宁夏。陕西利用陕西秦农银行去并购规模和经营情况较差的银行，《陕西省“十三五”金融业发展规划的指引》提出“支持秦农银行通过控股、参股，按照母子银行模式整合省内外农村金融资源，打造跨区域、现代化商业银行集团”。宁夏黄河农商银行自2008年12月成立以来，先后向区域内多家农商行和村镇银行投资入股，并成为其第一大股东，并派出管理人员担任这些农商行的理（董）事参与管理，在股东大会上行使所持股份的表决权，形成了“上参下”模式。但这种模式所需的资金较多，不适用于农商行数量较多、规模较大的省份。

图14：陕西秦农银行全资控股3家农商行（截至2023年末）


资料来源：秦农银行财报、开源证券研究所

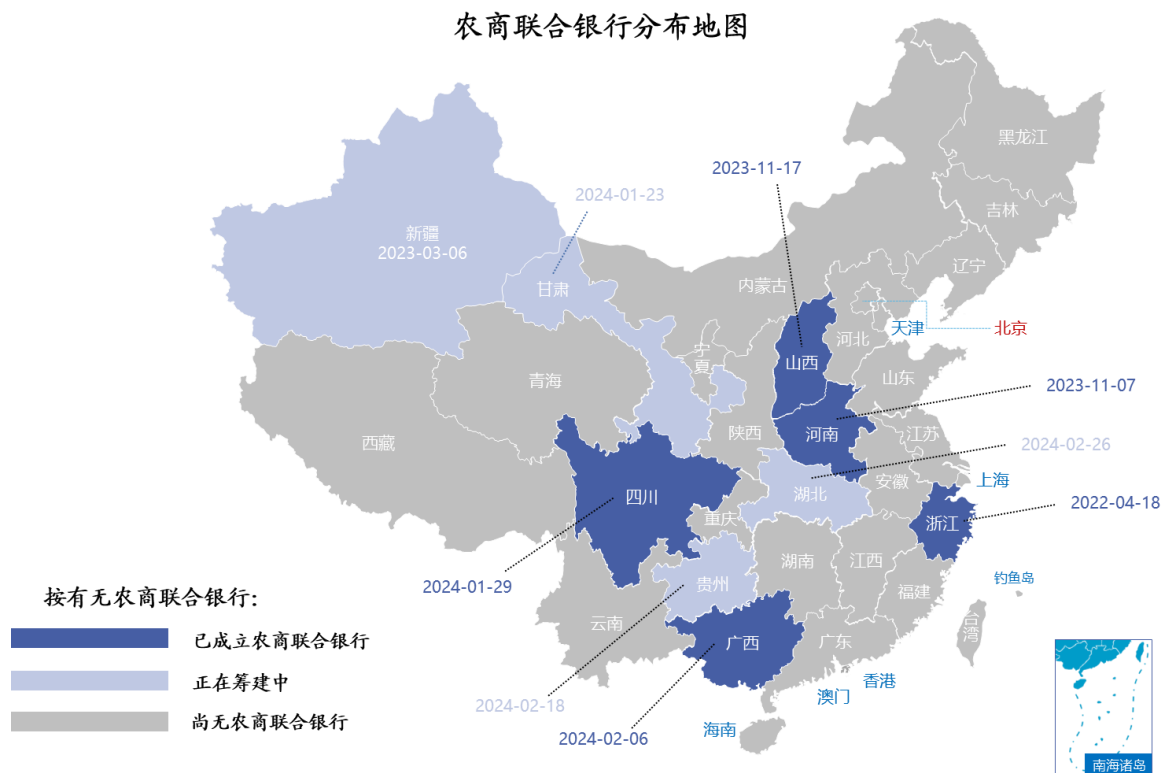
5.2.3、两级法人——农商联合银行：农商行数量较多的省份

农商行“百花齐放”的省份，倾向于新设农商联合银行。东南沿海省份的经济较为发达，非省会地区的农村金融机构规模较大且上市农商行数量较多，若以“金融控股公司”的模式进行管理，对资本金的要求较高。于是这些省份更倾向于“农商行联合银行”模式，也就是由原农信机构共同出资、或由地方国有企业或财政出资设立一家农商联合银行。2022年4月11日，浙江农商联合银行正式开业，成为首家省联社转型而来的农商联合银行。农商行数量较多的省份也倾向于采用这种模式，源于该模式的最大优势——保留原牌照、增加新牌照，目前，新疆、甘肃等多个省份正在筹建农商联合银行：

一方面，农商联合银行与农商行等两级法人同时存在，维持了农村金融法人机构数量的基本稳定；

另一方面，省联社不单单是行政机构，而是具有独立法人地位的金融机构，相当于多了一个金融牌照，可以开展多种业务（虽不能从事存贷或票据业务，但可进行行社间资金调剂、买卖债券、买卖外汇等业务），也可申请理财公司、消费金融公司等非银金融机构牌照，对外统一品牌，改变单家农商行实力不足的窘境。

图15：已有多个省份成立了农商联合银行（截至 2024-05-31）

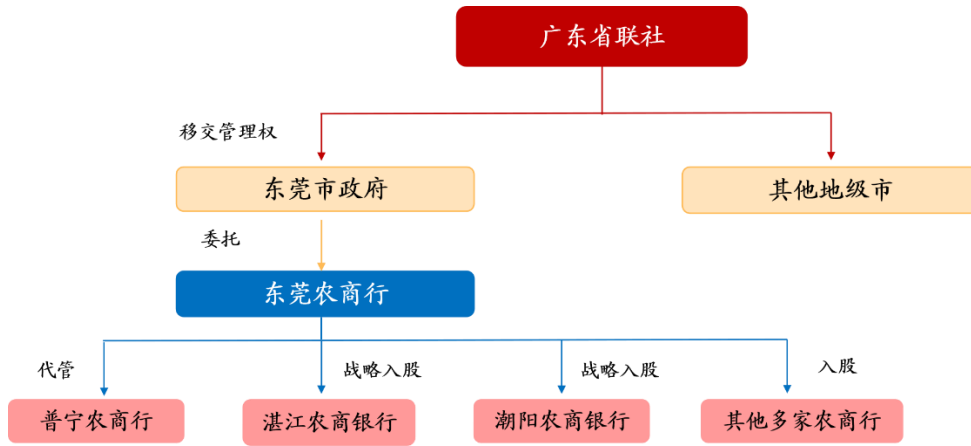


资料来源：浙江农商联合银行官网、河南农商联合银行官网、山西农商联合银行官网、四川省人民政府、广西农商联合银行官网、21世纪经济报道、华夏时报、每日经济新闻、标准地图服务系统、开源证券研究所

5.2.4、多级法人——金融服务模式：仅广东

广东省的省联社职能弱化，管理权限下移给农商行。逐步将部分规模较大、经营较好的农信机构管理权由省联社移交至地市级政府，并引导发展较好的农商行入股并帮扶兄弟行社，扩大部分先进农商行经营自主权的同时，提高其市场化运作效率。最典型的是广东省联社，正逐步弱化为金融服务公司，旗下各农村金融机构的行政管理权（如广州农商行、深圳农商行、东莞农商行等）逐步由省联社移交至当地政府。比如 2022 年 2 月 16 日，东莞农商行发布公告明确，与普宁农商行的管理权从广东省联社整体移交至东莞市政府，同时东莞市政府委托东莞农商行协助管理普宁农商行。总体上，广东的金融监管环境较为宽松，一方面为银行的市场化运行提供了肥沃土壤，另一方面也滋生了较多高息揽储等不规范的现象，严监管导向下预计该模式将有所转型。

图16: 广东省联社目前为金融服务模式

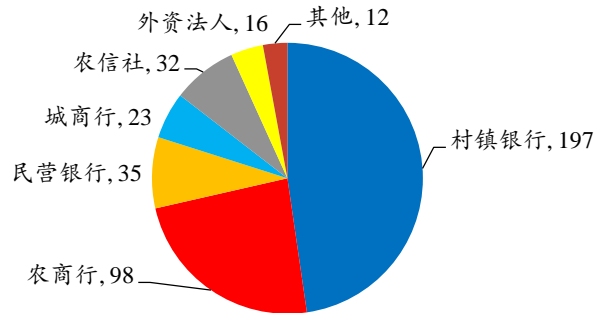


资料来源: 东莞农商行公告、华夏时报、同花顺财经、开源证券研究所

5.3、村镇银行: 主要取决于发起行的类型和实力

村镇银行的诞生本意是弥补地区金融空白, 但反过来易被地区“反噬”。村镇银行设立的目的, 是为了弥补大中型银行金融服务的空白区域, 填补“三农”和小微的“最后一公里”。由于大部分设在中西部地区, 有些设在国家级贫困县, 规模小、抗风险能力弱、公司治理失位等问题突出。根据央行发布的《中国金融稳定报告(2023)》显示, 共 197 家村镇银行被识别为“预警银行”, 数量远高于其他类型银行, 村镇银行的风险处置问题已刻不容缓。

图17: 预警银行中占比最大的为村镇银行



数据来源: 央行《中国金融稳定报告(2023)》、开源证券研究所

2018 年开始, 监管逐渐重视村镇银行的风险处置。自 2018 年监管开始批准“投资管理行”模式以来, 村镇银行的管理和风险处置受到广泛关注。2018 年 12 月村镇银行被禁止进行跨省票据贴现和存放同业业务; 2020 年 12 月底, 原银保监会发布了《关于进一步推动村镇银行化解风险改革重组有关事项的通知》, 就指明允许将部分高风险村镇银行改建为支行, 村镇银行的机构形态发生变化。

表21：2006~2017年监管对于村镇银行发展持鼓励态度，2018年起开始收紧

日期	政策文件名	主要内容
2006-12-20	《关于调整放宽农村地区银行业金融机构准入政策，更好支持社会主义新农村建设的若干意见》	鼓励 各类资本到农村地区新设 主要为当地农户提供金融服务的 村镇银行 。
2007-01-22	《村镇银行管理暂行规定》	村镇银行以安全性、流动性、效益性为经营原则， 自主经营，自担风险，自负盈亏，自我约束 。
2009-06-09	《小额贷款公司改制设立村镇银行暂行规定》	小额贷款公司改制为村镇银行 必须满足村镇银行市场准入的基本条件，包括必须有银行业金融机构作为主发起人。
2011-07-25	《中国银监会关于调整村镇银行组建核准有关事项的通知》	调整组建村镇银行的核准方式。由现行银监会负责指标管理、银监局确定主发起行和地点并具体实施准入的方式， 调整为由银监会确定主发起行及设立数量和地点，由银监局具体实施准入的方式 。 完善村镇银行挂钩政策。在地点上，由全国范围内的点与点挂钩，调整为省份与省份挂钩； 在次序上，按照先西部地区、后东部地区 ，先欠发达县域、后发达县域的原则组建。
2012-05-23	《中国银监会办公厅关于银行业金融机构发起设立村镇银行有关事项的通知》	对尚未完成中西部地区原有挂钩计划的主发起行，属地银监局要督促其按照原有挂钩要求落实。未落实之前，银监会不再核准除补充挂钩地点之外的村镇银行设立计划。 主发起行应按照“ 先西部、后东部，先欠发达县域、后发达县域 ”原则，积极开展已批准地点的村镇银行筹建工作。 在主发起行未完成已批准地点的村镇银行开业前，银监会不再核准其新的村镇银行设立计划 。
2014-12-12	《中国银监会关于进一步促进村镇银行健康发展的指导意见》	鼓励国有商业银行和股份制商业银行主要在中西部地区发起设立村镇银行，支持其在未设立分支机构的县（市、旗）发起设立村镇银行。城市商业银行和农村商业银行原则上在省内发起设立村镇银行，鼓励符合条件且资产规模大、资本实力强、具有并表管理能力的城市商业银行和农村商业银行在西部地区集中发起设立村镇银行，支持对口援建省（市）的城市商业银行和农村商业银行 在新疆、西藏、四川等援建地发起设立村镇银行 。
2018-08-31	《中国银监会关于开展投资管理型村镇银行和“多县一行”制村镇银行试点工作的通知》	鼓励投资设立村镇银行数量较多的主发起人采取投资管理行模式，对所投资的村镇银行实施集约化管理。主发起人也可以在现行政策范围内，选择采取其他可行有效的管理模式。 已投资一定数量村镇银行且所设村镇银行经营管理服务良好的商业银行，可以 新设1家或者选择1家已设立的村镇银行作为村镇银行的投资管理行（简称投资管理型村镇银行） 。
2018-12-04	《中国银保监会农村银行部关于加强村镇银行相关业务监管的通知》	原则上只能在总行层面办理同业及票据业务；原则上村镇银行 不得与省（自治区、直辖市）外银行业金融机构（含分支机构）开展票据转贴现业务和存放同业业务 （结算性用途的存放同业除外）。
2020-12-30	《关于进一步推动村镇银行化解风险改革重组有关事项的通知》	支持主发起行向村镇银行补充资本；适度有序推进村镇银行兼并重组，允许监管评级良好、经营管理能力突出、支农支小特色鲜明的村镇银行吸收合并所在县（区）或省内临近县（区）的高风险村镇银行， 将其改建为支行 。
2023-02-13	《关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	加快农村信用社改革化险，推动 村镇银行结构性重组 。
2023-04-06	《中国银保监会办公厅关于银行业保险业做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的通知》	加快农村信用社改革化险，推动 村镇银行结构性重组 ，农村中小银行机构要专注贷款主业、专注服务当地、专注支农支小。

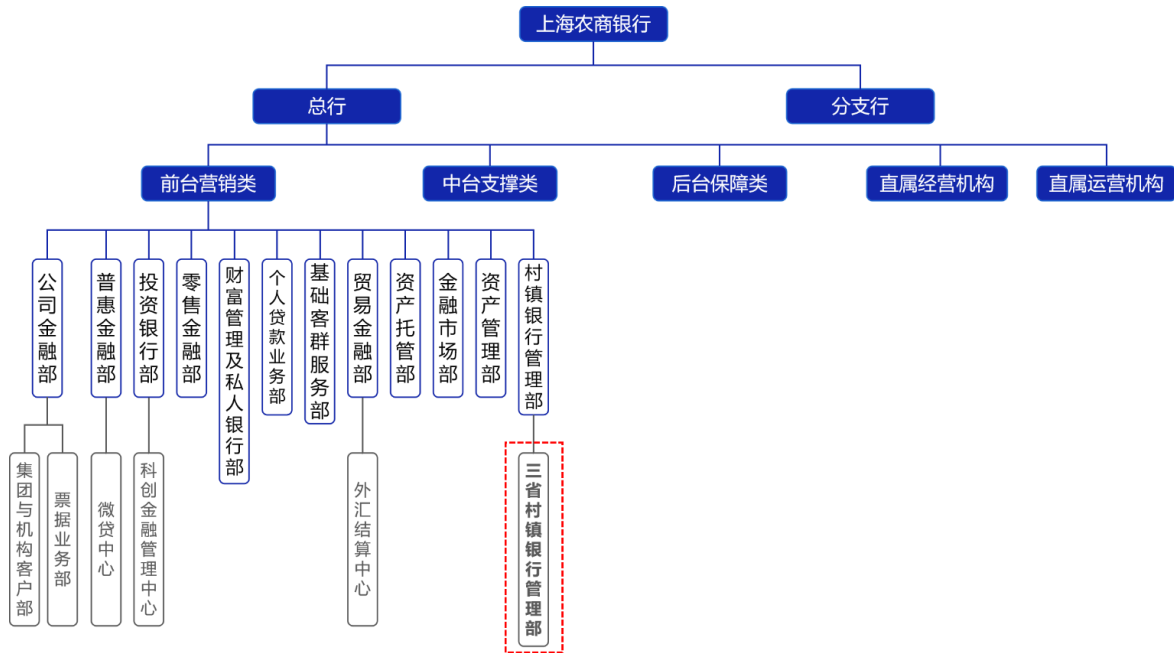
资料来源：国家金融监督管理总局、发改委等、开源证券研究所

2024年1月19日，国家金融监督管理总局农村中小银行监管司在刊发的文章《深入学习贯彻中央金融工作会议精神推动农村中小银行高质量发展》中提到：“加强村镇银行公司治理监管，提升主发起行持股比例，建立**主发起行主导**的公司治理机制。”主发起行对旗下村镇银行的管理模式，目前可大致分为三类：**总行管理、总分行联合管理、投管行管理**：

5.3.1、总行单线管理：城农商行为主

多数城农商行采取总行直接管理的模式。总行管理行是指对村镇银行的管理职责主要由主发起行总行单个部门负责，通常情况下为村镇银行管理部或农村金融部。在该模式下，包括“三会”管理、外派人员管理、业务指导、风险管理、系统支持、日常培训等在内的管理工作均主要由该部门负责。该模式适用于设立村镇银行数量较多、但并未全国展业的主发起行。单条线管理模式的优势在于职责清晰、信息对称、权责对等基础上的高效和专业，但总行需专门为之配备大量人才，增加了总行的管理成本。典型为沪农商行。

图18：沪农商行在总行设立了“村镇银行管理部”专门负责管理村镇银行（截至2023年末）



资料来源：沪农商行财报、开源证券研究所

5.3.2、总分行联合管理：股份行为主

股份行利用其网点广布全国的优势，对村镇银行多采用总分行联合管理。总分行联合管理模式是指主发起行总行负责对村镇银行的管理，同时授权所在地分行对村镇银行开展日常管理，部分村镇银行的董事长通常由所在地分行行领导兼任。该模式的典型代表为浦发银行、华夏银行等股份行，股份行由于全国展业，授权分行进行联合管理，可发挥总行的资源和专业优势。

总行管理、总分行联合管理两种模式，都具有“村改支”、“村改分”基础。2023年11月华夏银行收购北京大兴华夏村镇银行并改制设立支行，为我国首例“村改支”的案例。这种模式适用于在当地设有分支行的主发起行——比如经营区域相对较广的城商行和股份行。2024年3月监管总局批准了我国首例“村改分”申请，意味着村镇银行这种银行形态未来可能发生较大变化。无论是总行管理、总分行联合管理两种模式，都具有“村改支”、“村改分”基础，纳入发起行统一管理，有助于拓宽业务范围、争取更多总行资源。但目前“村改支”“村改分”尚未突破异地经营的限制，若城农商行计划通过这种方式在异地新设分支行，难度仍然较大。

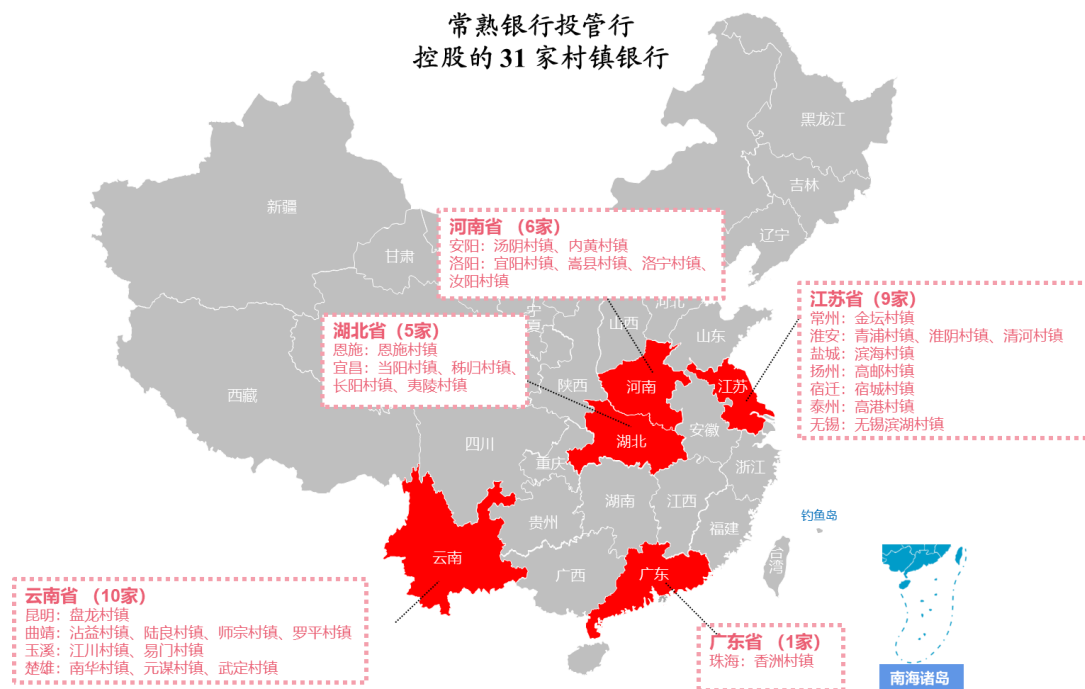
表22：首例“村改支”、“村改分”分别于2023年11月、2024年3月出现（截至2024-05-30）

类型	公告日期	被合并方地区	被合并方	合并方	被合并为
“村改支”	2023-11-08	北京	北京大兴华夏村镇银行	华夏银行	华夏银行北京康庄路支行、华夏银行北京庞各庄支行
	2024-01-19	黑龙江双鸭山、齐齐哈尔	集贤润生村镇银行、克山润生村镇银行	龙江银行	龙江银行双鸭山集贤支行、齐齐哈尔克山支行
	2024-04-09	浙江稠州	浙江舟山普陀稠州村镇银行	浙江稠州商业 银行	浙江稠州商业 银行舟山普陀支行、浙江稠州商业 银行舟山沈家门小微综合支行、浙江稠州商业 银行舟山六横小微综合支行、浙江稠州商业 银行舟山朱家尖小微综合支行
	2024-04-11	重庆	重庆江北恒丰村镇银行	恒丰银行	恒丰银行大石坝支行
“村改分”	2024-03-28	广东中山	中山古镇南粤村镇银行	广东南粤银行	广东南粤银行中山分行
	2024-05-15	四川成都	四川名山锦程村镇银行	成都银行	四川成都雅安分行
未分类	2024-04-11	北京	北京延庆村镇银行	北京银行	（尚未具体披露）
	2024-05-30	广东东莞、惠州	东莞大朗东盈村镇银行、惠州仲恺东盈村镇银行	东莞农商行	（拟收购，尚未具体披露）

资料来源：各银行公告、国家金融监督管理总局、金融时报、开源证券研究所

5.3.3、投管行管理：常熟银行、中国银行

设立投资管理行（独立法人），典型为常熟银行、中国银行。2018年1月银监会发布《关于开展投资管理型村镇银行和“多县一行”制村镇银行试点工作的通知》，鼓励投资设立村镇银行数量较多的主发起行采取投资管理行（投管行）模式以实施集约化管理、降低管理成本。投管行作为独立法人机构，在决策、管理方面更加自主，为未来市场化并购村镇银行提供条件。目前获批投管行牌照的仅有常熟银行和中国银行，投管行分别是兴福村镇银行、中银富登村镇银行。

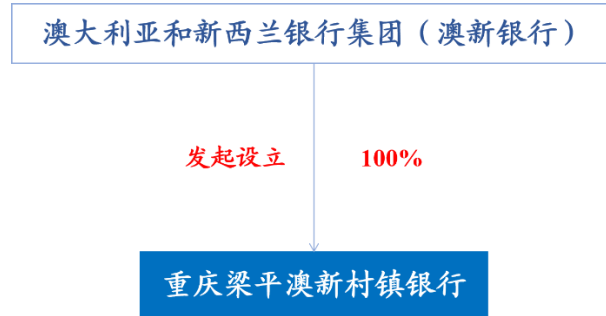
图19：常熟银行的投管行模式可收购异地村镇银行


资料来源：常熟银行财报、标准地图服务系统、开源证券研究所

5.3.4、直接解散：目前仅一家

我国目前仅有一家直接解散的村镇银行，当初为外资银行发起设立。2023年6月27日，重庆梁平澳新银行成为国内首个直接解散的村镇银行，并已将存贷款业务全部清零。该银行由澳大利亚和新西兰银行集团（“澳新银行”）于2009年8月25日全资设立，若村镇银行与主发起行的业务重点及战略方向匹配度较低，且主发起行未对其进行吸收合并，村镇银行不得不以解散方式实现市场化退出，有利于彻底化解村镇银行风险，同时降低主发起行管理成本。

图20：澳新银行发起设立的重庆梁平澳新村镇银行已解散



资料来源：Wind、国家金融监督管理总局、企查查、开源证券研究所

6、运用打分模型，评估银行的信用风险

6.1、模型构建：11个维度、39个银行指标

为了更直观展现银行的信用资质情况，我们建立了一个银行信用评分模型，进行定量分析。本模型包含盈利能力及稳定性、资产端、负债端、资本充足性、流动性、资产质量、银行性质、股东情况、区域因素、处罚情况以及市场行情等11个维度共39个指标，汇总如下：

表23：根据各指标的重要程度，我们将各指标赋予不同的权重（满分为100分）

序号	一级维度	权重	二级维度	方向	打分方式	满分
1	盈利能力与稳定性	12%	ROA	正	按排名线性打分	15
			ROE	正	按排名线性打分	10
			净利差	正	按排名线性打分	5
			净息差	正	按排名线性打分	5
			非利息收入占比	正	按排名线性打分	5
			成本收入比	负	(0,35%)不扣分, [35%, 40%)扣3分, [40%, 45%)扣6分, [45%, 100%)扣8分	15
			近3年营收增速方差	负	按排名线性打分	15
			近3年PPOP增速方差	负	按排名线性打分	15
			近3年利润增速方差	负	按排名线性打分	15
2	资产端	10%	总资产	正	按排名线性打分	50
			生息资产收益率	正	按排名线性打分	10
			贷款占比	正	按排名线性打分	15
			单一客户集中度	负	(0%,7%)不扣分, [7%-8%)扣5分, [8%-10%)扣10分, [10%,100%)扣15分	15
			前十大客户集中度	负	(0%,70%)不扣分, [70%-80%)扣5分, [80%-90%)扣10分, [90%,100%)扣15分	10
3	负债端	6%	计息负债成本率	负	按排名线性打分	40
			同业负债占比	负	按排名线性打分	30
			存款占比	正	按排名线性打分	30

4	资本充足性	12%	核心一级资本充足率安全边际	正	(-10%,0%)扣 10 分, [0%,2%)扣 5 分, [2%, 3%)扣 3 分, (3%,10%)不扣分	25
			一级资本充足率安全边际	正	(-10%,0%)扣 10 分, [0%,2%)扣 5 分, [2%, 3%)扣 3 分, (3%,10%)不扣分	25
			资本充足率安全边际	正	(-10%,0%)扣 10 分, [0%,2%)扣 5 分, [2%, 3%)扣 3 分, (3%,10%)不扣分	25
			杠杆率	正	(0%,4%)扣 10 分, [4%,4.5%)扣 8 分, [4.5%,5%)扣 5 分, [5%,100%)不扣分	25
5	流动性	12%	存贷比	负	按排名线性打分	20
			LCR (流动性覆盖率)	正	(0%,100%)扣 10 分, [100%,+∞)不扣分	40
			NSFR (净稳定资金率)	正	(0%,100%)扣 10 分, [100%,+∞)不扣分	40
6	资产质量	10%	不良贷款率	负	按排名线性打分	25
			关注率	负	按排名线性打分	25
			逾期率	负	按排名线性打分	25
			拨备覆盖率	正	按排名线性打分	25
7	银行性质	10%	企业属性	正	“国有银行”不扣分, “公众银行”扣 5 分, 其余银行扣 10 分	10
			是否为系统重要性银行	正	第四组不扣分, 第三组扣 5 分, 第二组扣 10 分, 第一组扣 15 分; 若不是, 扣 40 分	40
			是否为 A 股上市银行	正	若是, 不扣分, 若不是, 扣 40 分	40
			是否是公开市场业务一级交易商	正	若是, 不扣分; 若不是, 扣 10 分	10
8	股东情况	8%	前五大股东国资持股合计	正	按排名线性打分	100
9	区域因素	8%	所在城市层级	正	一线城市不扣分, 新一线城市扣 10 分, 二线城市扣 20 分, 其他城市扣 30 分	40
			地区经济情况	正	按排名线性打分	30
			监管严格程度	正	按排名线性打分	30
10	处罚情况	6%	2023 年违规处罚次数	负	按排名线性打分	50
			2023 年违规处罚金额	负	按排名线性打分	50
11	市场行情	6%	2023 年债券信用风险事件	负	若发生 1 次债券风险事件扣 10 分, 2 次扣 20 分, 以此类推	100
合计		100%	-	-	-	100

资料来源：开源证券研究所

6.2、样本选择：市场上曾发行二永债的银行

二永债即商业银行二级资本债和永续债的统称。本文主要选取在公开市场发行过二永债的商业银行作为信用打分对象（剔除部分财务数据缺失严重的样本银行）。二永债发债银行样本来源于 Wind。

6.3、打分规则：按排名线性打分+区间赋分

由于量纲不同，样本银行的定量数据之间存在较大差距，因此本模型综合使用两种方法进行打分：

(1) **单项排名**：用 RANK 函数得出在某一指标上，每家银行在所有样本银行中的排名 ($rank_i$)。排名越高（第 1 名为最高），表明该项指标得分越高，即正向指标用降序、负向指标用升序；

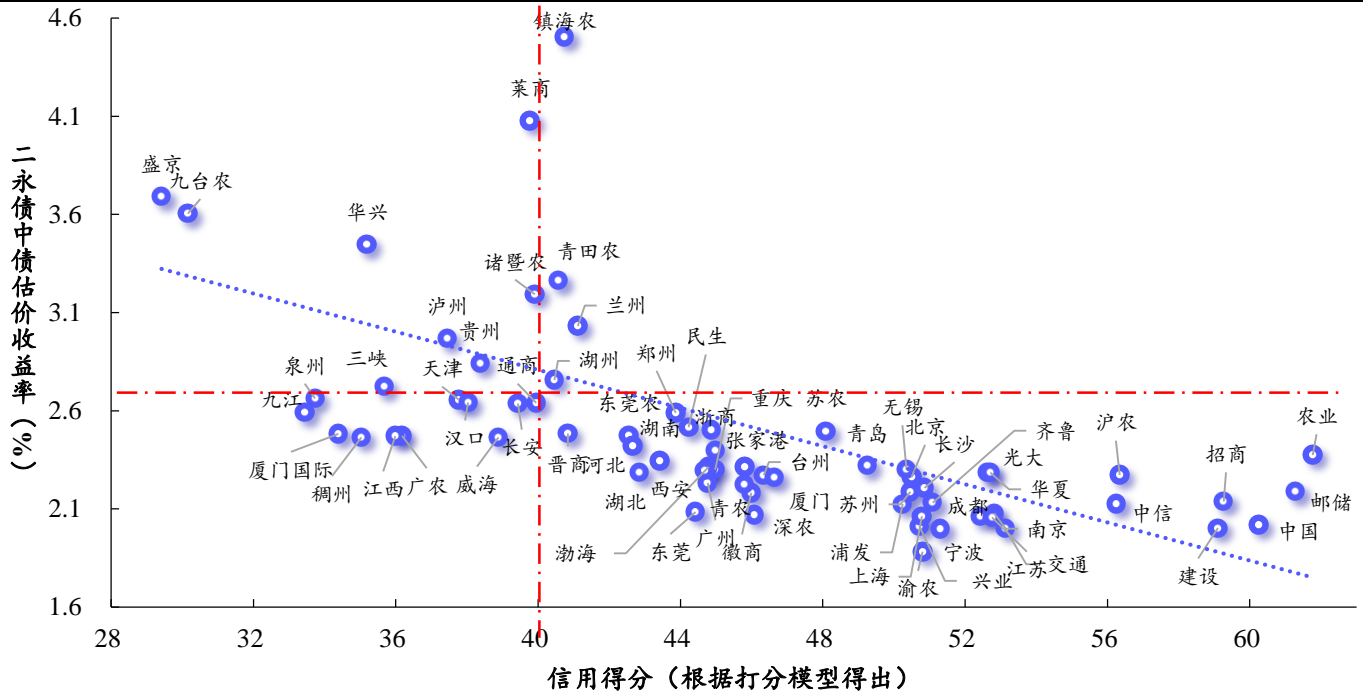
(2) **单项得分**：对于线性打分指标：“最小-最大归一化”方法，提高不同特征之间的可比性，该项指标的得分为 $((\max(\text{rank}) - \text{rank}_i + 1) / \max(\text{rank})) \times$ 该项指标的满分，其中 $\max(\text{rank})$ 指样本银行总数量， $rank_i$ 指某银行在该项指标上的排名；对于区间赋分指标，采取扣分制赋予相应分数；

(3) **总分加权**：将每个一级维度内的二级维度得分相加，再乘每个一级维度的权重，即可得到该银行的最终得分。

6.4、可找出被市场低估的银行二永债

银行得分和二永债二级收益率负相关，说明模型有效。计算得到各银行信用得分后，为验证本模型信用打分的有效性，选取各样本银行二永债（优先选择任一一只发行过的二级资本债，若无，则选择该银行发行过的任一永续债），将其中债估价收益率（日期为 2024-06-03）作为 Y 轴，发债银行信用打分作为 X 轴，绘制散点图。由于 X 与 Y 呈负相关关系，即信用得分越高的银行主体，其二永债的收益率越低，这一结果在一定程度上验证了本信用打分模型的有效性。（*注：打分模型因指标可得性及赋予权重主观性，可能结果与实际情况存在较大差异，仅供方法展示参考。）

图21：从信用得分与估价收益率的散点图，可以找到被市场低估的二永债（纵轴收益率统计日为 2024-06-03）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：信用得分模型具有一定主观判断，可能与实际情况有所差异，仅供参考）

7、投资建议

中小银行面临盈利能力弱等多重困境，监管近年对中小银行合并重组持鼓励态度。合并重组过程中，若顺利解决“化不良”和“补资本”难题，有助于合并方和被合并方上调债项评级、完善公司治理、增强银行竞争力。更加看好：（1）资本较为充足、参控股村镇银行较多的银行，受益标的有农业银行、渝农商行、沪农商行等；（2）具有投管行牌照、村镇银行管理模式领先的银行，受益标的有常熟银行、中国银行。

表24：受益标的盈利预测

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS(摊薄,元)			评级
		2024-06-03	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601288.SH	农业银行	0.6	0.6	10.91	0.03	0.61	3.00	3.91	0.79	2.56	0.77	0.78	0.80	未评级
601988.SH	中国银行	0.6	0.5	10.12	6.41	1.46	3.45	2.38	-0.75	3.03	0.79	0.78	0.80	未评级
601077.SH	渝农商行	0.5	0.5	9.58	-3.57	-2.19	1.92	6.10	3.15	4.96	0.96	0.99	1.04	未评级
601825.SH	沪农商行	0.6	0.6	11.34	3.07	3.04	5.17	10.64	5.25	6.97	1.26	1.33	1.42	未评级
601128.SH	常熟银行	0.9	0.8	13.69	12.05	10.90	11.59	19.60	18.01	17.45	1.20	1.28	1.51	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期；2、上述盈利预测及估值数据的基准日均为 2024-06-03）

8、风险提示

(1) 宏观经济增速下行: 若经济增速不及预期, 中小银行资产质量或趋于恶化, 合并重组过程中需化解的不良资产增多, 合并重组阻力增大;

(2) 银行监管政策趋严: 严监管导向下, 中小银行开展业务较为受限, 经营困境或有所加重, 合并重组压力增大;

(3) 政策落地效果不及预期: 由于地方政府、地方 AMC 资金实力薄弱, 对区域内中小银行难以有效注资, 合并重组或难以展开等。

附表: 各银行得分一览

附表: 各银行得分一览 (根据打分模型得出)

序号	银行名称	得分	序号	银行名称	得分
1	中国工商银行股份有限公司	60.63	44	江西银行股份有限公司	35.99
2	中国农业银行股份有限公司	61.77	45	河北银行股份有限公司	42.67
3	中国建设银行股份有限公司	59.10	46	桂林银行股份有限公司	39.78
4	中国银行股份有限公司	60.25	47	长安银行股份有限公司	39.43
5	中国邮政储蓄银行股份有限公司	61.28	48	湖南银行股份有限公司	43.43
6	交通银行股份有限公司	53.13	49	九江银行股份有限公司	33.44
7	招商银行股份有限公司	59.26	50	青岛农村商业银行股份有限公司	45.79
8	兴业银行股份有限公司	50.71	51	广西北部湾银行股份有限公司	40.68
9	中信银行股份有限公司	56.26	52	兰州银行股份有限公司	41.12
10	上海浦东发展银行股份有限公司	50.24	53	湖北银行股份有限公司	42.85
11	中国民生银行股份有限公司	44.23	54	广东华兴银行股份有限公司	35.19
12	中国光大银行股份有限公司	52.63	55	西安银行股份有限公司	44.69
13	平安银行股份有限公司	49.28	56	台州银行股份有限公司	46.34
14	华夏银行股份有限公司	52.71	57	威海市商业银行股份有限公司	38.88
15	北京银行股份有限公司	50.50	58	厦门银行股份有限公司	46.64
16	江苏银行股份有限公司	52.76	59	晋商银行股份有限公司	40.84
17	上海银行股份有限公司	50.79	60	江苏常熟农村商业银行股份有限公司	49.92
18	浙商银行股份有限公司	44.98	61	重庆三峡银行股份有限公司	35.68
19	宁波银行股份有限公司	51.31	62	吉林九台农村商业银行股份有限公司	30.15
20	南京银行股份有限公司	52.82	63	江苏紫金农村商业银行股份有限公司	50.25
21	杭州银行股份有限公司	51.45	64	无锡农村商业银行股份有限公司	50.35
22	徽商银行股份有限公司	45.99	65	江苏张家港农村商业银行股份有限公司	45.81
23	渤海银行股份有限公司	44.79	66	江苏苏州农村商业银行股份有限公司	48.09
24	重庆农村商业银行股份有限公司	50.81	67	莱商银行股份有限公司	39.77
25	上海农村商业银行股份有限公司	56.35	68	浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司	43.97
26	中原银行股份有限公司	34.63	69	江苏江阴农村商业银行股份有限公司	48.67
27	广州农村商业银行股份有限公司	36.17	70	江苏昆山农村商业银行股份有限公司	44.86
28	厦门国际银行股份有限公司	34.39	71	泉州银行股份有限公司	33.73
29	盛京银行股份有限公司	29.42	72	泸州银行股份有限公司	37.45
30	成都银行股份有限公司	52.42	73	宁波通商银行股份有限公司	39.95
31	长沙银行股份有限公司	50.86	74	湖州银行股份有限公司	40.46
32	天津银行股份有限公司	37.77	75	浙江诸暨农村商业银行股份有限公司	39.91
33	广州银行股份有限公司	44.76	76	宁波镇海农村商业银行股份有限公司	40.75
34	重庆银行股份有限公司	44.97	77	浙江青田农村商业银行股份有限公司	40.57
35	深圳农村商业银行股份有限公司	46.08	78	安徽肥东农村商业银行股份有限公司	39.00
36	东莞农村商业银行股份有限公司	42.55	79	浙江稠州商业银行股份有限公司	35.03
37	贵阳银行股份有限公司	45.51	80	昆仑银行股份有限公司	41.31
38	郑州银行股份有限公司	43.87	81	贵州银行股份有限公司	38.37
39	东莞银行股份有限公司	44.42	82	蒙商银行股份有限公司	30.11
40	苏州银行股份有限公司	50.46	83	甘肃银行股份有限公司	35.68
41	青岛银行股份有限公司	49.25	84	浙江遂昌农村商业银行股份有限公司	38.75
42	齐鲁银行股份有限公司	51.09	85	广东南海农村商业银行股份有限公司	41.06
43	汉口银行股份有限公司	38.03			

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 因财务指标披露不全导致得分无法计算的银行未展示)

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn