

银行

银行资产质量研究手册：以平安银行为例

商业银行资产质量研究框架

决定资产质量的三因素：**长期看历史遗留（过往信贷投放风格）**。不良高发的行业高度重叠，且表现出顺周期性，抓住不良易发生行业就抓住了不良生成；只有投放策略才能改变真实资产质量。**中期看宏观经济**。贷款的质量本质上是客户的到期还本付息的能力和意愿，而导致该能力和意愿下降的主要原因是利润下滑、融资收紧。**短期看策略选择，“三率平衡”约束下，银行以不良认定、拨备计提、不良处置等策略来灵活调整不良额和拨备额。**

不良贷款的研究视角：贷款结构、新增投放、不良生成与处置、拨备策略、宏观经济、非信贷占比。

案例分析：平安银行资产质量分析-同业比较为主，注重相对优势

不良包袱大幅减轻，但后续仍有处置压力。1Q18 逾期 90+比率与不良率的轧差从 185BP 的高点大幅回落至 40BP，不良认定趋严；潜在不良大部分消化，关注率、逾期 90+比率较高点显著下降。**拨备计提、不良处理的力度较大，而 ROE 并未落后太多。**近几年信贷成本率大幅高于同业，同期 ROE 落后同业均值约 2 个百分点，拨备少提的业绩反弹效应强。

新增贷款结构转好，不良生成率中枢下移。压降不良易发行业比例至 2017 年的 40.43%，对公不良易发行业显著负增长，腾出空间转向零售贷款。后续不良生成逻辑更偏零售，整体不良率更加可控、中枢下移。

企业盈利回暖：工业利润及增加值均有所回升。2012-2016 年工业企业利润增速较为低迷，2017 年开始回升；工业增加值增速自 2017 年开始回升。人民币贬值抵减外向型企业关税压力，从 3 月底 6.27 的高点贬值至 8 月 16 日的 6.90，外向型企业受贸易战的负面影响减弱。

社融有望回暖：货币政策宽松，信贷料将放量。预计全年新增贷款 17 万亿，表外融资亦将回暖；资金市场利率大降，存准仍有下行空间，融资成本下行。

投资建议：结构调整降不良生成，拨备少提促业绩反弹

我们认为，平安银行不良虽仍处于出清过程，但过往几年信贷结构逐步转向零售以及压缩不良易发行业贷款规模，未来不良生成有望大幅下降，带来 ROE 的较大反弹。此外，平安银行也将大幅受益于市场利率大降，我们预测其 18/19 年盈利增速 9.5%/21.8%，业绩弹性有望明显提升。

平安银行金融科技实力强大，且依托平安集团流量入口，零售转型前景广阔。我们维持其目标价 16.65 元/股（对应 1.3 倍 18PB），维持买入评级。

风险提示：外部环境不确定性增加；经济超预期下行导致资产质量恶化。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2018-08-17	评级	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601288.SH	农业银行	3.50	买入	0.59	0.60	0.68	0.76	5.93	5.83	5.15	4.61
000001.SZ	平安银行	8.81	买入	1.35	1.48	1.80	2.09	6.53	5.95	4.89	4.22
002142.SZ	宁波银行	15.85	买入	1.84	2.24	2.73	3.34	8.61	7.08	5.81	4.75
601009.SH	南京银行	7.11	增持	1.14	1.36	1.67	2.07	6.24	5.23	4.26	3.43
601166.SH	兴业银行	14.68	增持	2.75	2.94	3.38	4.23	5.34	4.99	4.34	3.47

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2018 年 08 月 19 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090002
linjinlu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:2Q18 监管数据点评:股份行净息差回升显著,静待 3Q 盈利回升》 2018-08-14
- 《银行-行业点评:7 月金融数据点评:信贷与表外融资冰火两重天》 2018-08-14
- 《银行-行业点评:加大信贷投放成监管工作重心》 2018-08-12



内容目录

1. 为什么要研究商业银行资产质量？	4
1.1. 资产质量是银行盈利能力的的关键影响因素	4
1.2. 中国银行业资产质量极简史	5
2. 商业银行资产质量研究框架	6
2.1. 商业银行资产质量研究框架概览	6
2.1.1. 决定资产质量三因素：历史遗留、策略选择、宏观经济	6
2.1.2. 不良贷款相关的指标体系：贷款结构、不良认定、拨备策略	7
2.1.3. 研究方法以同业比较为主，以平安银行为例	8
2.2. 资产质量研究框架之历史遗留（信贷投放风格）	9
2.2.1. 按行业/业务把贷款细分为不良易发生和不易发生两大类	9
2.2.2. 平安银行：贷款投放从对公转向零售，信用卡、消费贷质量渐成关键	9
2.3. 资产质量研究框架之策略选择	10
2.3.1. 银行面临的约束条件：不良三率平衡	10
2.3.2. 不良认定策略：看关注率和逾期贷款比例同业偏离程度	11
2.3.3. 拨备策略：看拨备计提力度和不良处置力度	12
2.3.4. 贷款投放策略：看新增贷款结构	12
2.4. 资产质量研究框架之宏观环境	14
2.4.1. 不良发生的根源在企业盈利下滑和融资收紧	14
2.4.2. 盈利情况：工业企业利润	14
2.4.3. 融资环境：宽货币宽信用政策之下，融资环境有望好转	15
3. 非信贷资产质量怎么看？	17
3.1. 非信贷资产主要是同业往来、债券及同业投资	17
3.2. 各类非信贷资产质量的大致估计方法	18
4. 投资建议：结构调整降不良生成，拨备少提促业绩反弹	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：16、17 年平安银行不良处置的拨备消耗均超过净利润（亿元）	4
图 2：14 年来平安银行大力计提拨备并未使 ROE 落后同业太多	4
图 3：贷款增速与商业银行不良率呈现一定程度的反向关联	5
图 4：17 年以来商业银行不良贷款率上升主因在农商行	6
图 5：银行资产质量研究框架	7
图 6：商业银行不良余额较高行业：制造、批零、农林牧渔（亿元）	9
图 7：商业银行不良率较高的行业：批零、农林牧渔、制造	9
图 8：不良易发行业/业务贷款占比 14 年后显著下降(平安银行)	10
图 9：制造、批零、消费经营贷、信用卡不良占比较高(平安银行)	10
图 10：平安银行三个不良相关比率的平衡	11
图 11：从 14 年开始，平安银行逾期 90+比率向不良率收敛	11

图 12: 平安银行各比率偏离股份行均值的程度: 自 14 年以来隐匿不良逐步消化.....	11
图 13: 13 年以来拨备计提和不良处置力度持续较强: 平安银行	12
图 14: 平安银行大力计提拨备, 但 ROE 仍没有落后同业均值太多	12
图 15: 平安银行近三年持续压缩不良高发行业的新增投放, 未来三年不良压力减轻 (亿元)	13
图 16: 平安银行零售贷款占比逐年提升, 自 17 年底起超过对公	13
图 17: 信用卡占比升高、消费经营贷占比下降: 平安银行	13
图 18: 企业发生不良的原因解析	14
图 19: 12-16 年工业企业利润增速较为低迷, 17 年开始回升 (亿元)	15
图 20: 工业增加值同比增速自 2017 年开始回升	15
图 21: 2006-2018 年 7 月社融增量: 2018 年前 7 个月贷款占 2017 全年 72.63% (万亿元)	15
图 22: 同业存单到期收益率已大幅降至 2H15 水平 (%)	16
图 23: 人民币存贷款基准利率处于历史低位	16
图 24: 金融机构法定准备金率仍处于高位	16
图 25: 2017 年底平安银行债券及同业投资占比 24.84%, 较其余 7 家上市股份行低	18
图 26: 1H18 平安银行各类型负债成本率同比大幅上升	20
表 1: 不良贷款相关指标体系	8
表 2: 据商业银行历史数据判断不良易发行业和不良不易发生行业	9
表 3: 2017 年末, 平安银行资产分布情况 (亿元)	17
表 4: 平安银行资产质量分析框架	19

1. 为什么要研究商业银行资产质量？

1.1. 资产质量是银行盈利能力的的关键影响因素

资产质量是银行业绩关键影响因素

银行的收入来源主要是利息收入和非息收入（即中间业务收入），二者都有相应的量和价，“量”就是银行的资产规模，“价”就是息差和服务费率。除此之外，银行持有各类资产，就必然面临可能发生的损失，资产质量的好坏，决定了该损失侵蚀利润的程度大小。银行的业绩的影响因素可以拆分为**资产规模、息差、非息收入、资产质量（拨备计提）**等四个方面。

资产质量≠贷款质量，不良资产≠不良贷款。从字面上理解，“资产质量”涵盖银行所持有的存在风险敞口的全部资产，除了贷款之外，还包括债券投资、同业投资、同业往来资产以及一些表外风险暴露等。贷款一般来说会占据银行资产端的大部分，贷款的风险发生有着共同的特征，且与其他资产存在较大差异，在此基础上，现行的资产质量指标体系也大多是为不良贷款设计的。因此，本报告中所提到的“资产质量”，如不加特殊说明，一般指的是**贷款的质量**。同理，因涵盖范围不同，“不良资产”也不同于“不良贷款”。

不良贷款对盈利侵蚀体现在拨备计提

拨备计提是对或然损失的提前确认。银行业务的本质是负债和资产的搭配产生利润，而资产存在发生损失的可能性，因此持有资产就要计提资产减值准备，期末确认为资产减值损失，这部分损失是直接从利润里扣的。对那些损失已成定局的资产（即不良资产），需要定期消耗拨备账户里的金额来充抵，资产账户上和拨备账户上同时减少相同的金额，实现不良资产核销出表。投资者关心银行的盈利能力，就不得不关注拨备这一盈利侵蚀点。

资产质量问题反应在业绩上有滞后效应。从资产质量开始出问题到进一步恶化，到不良认定并增提拨备，最终体现在当期利润上，会有一个反应过程，因此银行当前的资产质量问题，可能影响滞后几期的业绩。银行股当前的价格，反映了股票市场对银行未来的盈利能力的预期，未来的盈利能力又受到历史投放质量和当前策略选择的影响。因此，要把握银行股价的变化，就需要把握资产质量的变化趋势，是恶化还是好转，程度如何，最先把握到该变化的投资者能够享受该预期差带来的投资机会。

当期拨备计提=用于不良处置的部分+净计提部分。不良处置是为了消化以往积累的资产质量包袱，除此之外的净计提部分，可近似看作是“储藏”利润。**丰年多储藏、歉收以反哺，指的是在盈利不佳的年份，可以少计提拨备，用往年积累的拨备来保持不良处置功能。**从2013年开始，平安银行拨备计提力度逐年加大。2015-2017这三年间，平安银行每年都要拿出超过一半的税前利润用于拨备计提，其中大部分用于处置不良贷款。留出的净计提部分，目前还只够用来修补低于监管红线以下的拨备覆盖率，还谈不上具备储藏利润的功能。

图 1：16、17 年平安银行不良处置的拨备消耗均超过净利润（亿元）

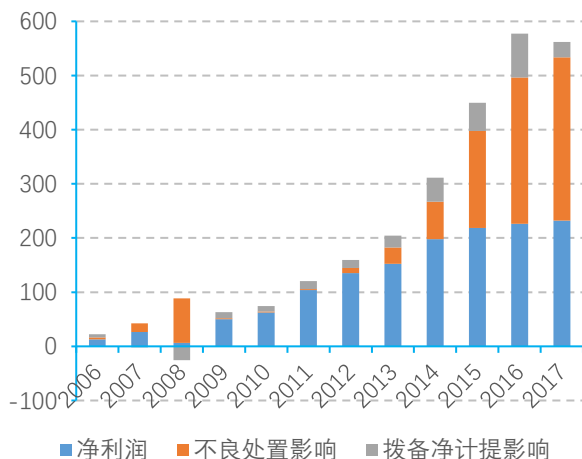
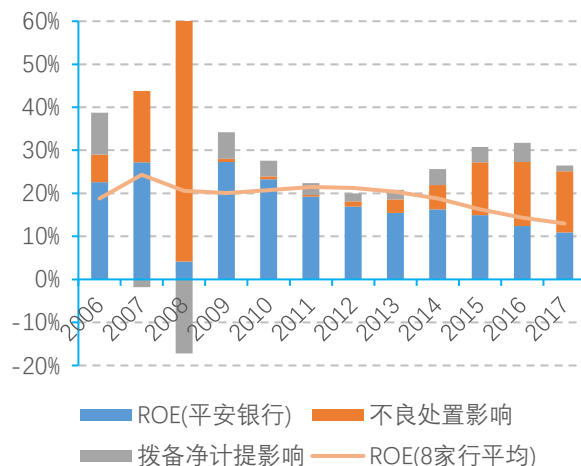


图 2：14 年来平安银行大力计提拨备并未使 ROE 落后同业太多



资料来源：WIND，天风证券研究所

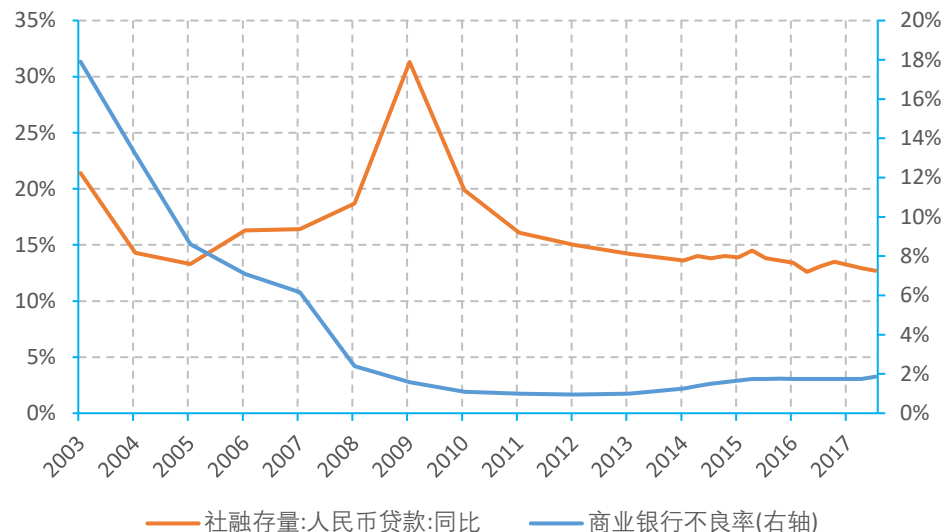
资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 中国银行业资产质量极简史

我们将中国银行业不良贷款历史简单分为几个阶段：**首轮不良爆发潮（20 世纪 80-90 年代）、四大 AMC 政策性接受四大行的不良贷款（1999-2008）、信贷放量促商业银行不良率下降进入合理区间（2008-2011）、“四万亿”的后遗症显现，不良率有所升高（2011-至今）**等四个阶段。

从过往规律来看，商业银行不良贷款率与贷款增速呈现一定的反向关联性。

图 3：贷款增速与商业银行不良率呈现一定程度的反向关联



资料来源：WIND，天风证券研究所

第一阶段：首轮不良爆发潮（20 世纪 80-90 年代）

20 世纪 80 年代初，国家对基本建设投资拨款改为贷款，我国银行业开始有不良贷款的概念。80 年代末 90 年代初，信贷大幅扩张、经济过热，突出表现为海南房地产繁荣。1993 年 5 月央行加息，6 月政策限制银行资金进入房地产行业，资产泡沫就此破裂，大量不良贷款开始积累。90 年代中后期经济增速持续下行，不良风险逐渐暴露，银行不良率一路攀升到 1998 年的约 33%。

第二阶段：四大 AMC 政策性接受四大行的不良贷款（1999-2008）

1999 年，财政部注资、央行再贷款、成立了四大 AMC。到 2000 年 8 月底，四大 AMC 先后完成 1.4 万亿不良贷款的剥离与收购工作，使得四大行不良贷款率下降了超过 10 个百分点。为配合四大行的改制上市，四大 AMC 于 2004-2005 年、以及 2008 年对四大行的不良贷款再次进行大规模剥离。四大行的不良贷款余额从 2003 年的 2.54 万亿下降至 2008 年的 0.56 万亿，不良贷款率从 19.6% 下降到 2.42%，资本充足率从 3% 上升至 11.3%。至此，四大行均成功实行了股份制改造。

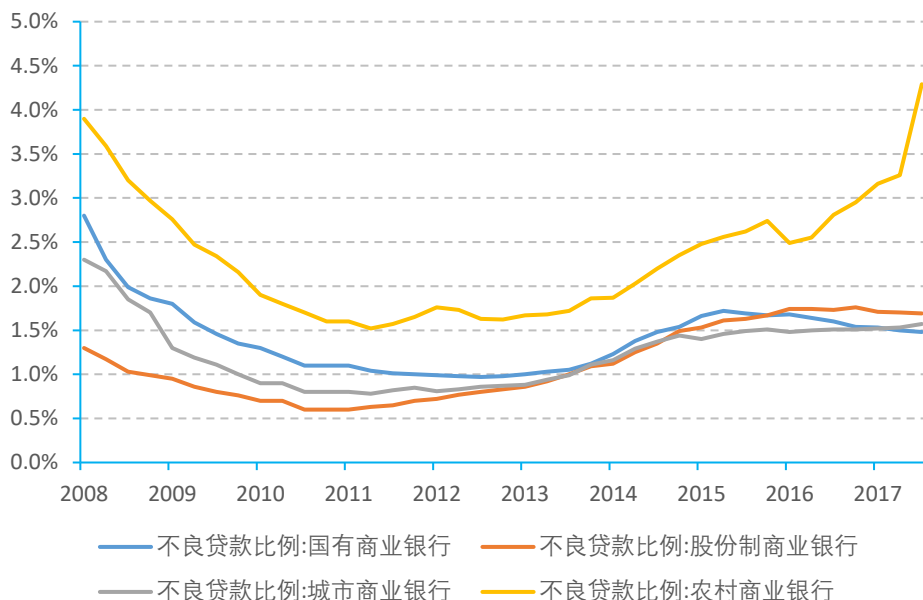
第三阶段：信贷放量促商业银行不良率下降进入合理区间（2008-2011）

2006 年是财政部规定的政策性接收不良的最后期限，此后不良处置转向商业化运作。2008 年底，农行 8000 亿的不良被政策性接收后，商业银行不良率进入合理区间，自 2009 年 6 月之后一直在 2% 以下。“四万亿”经济刺激计划使得人民币贷款在 2008-2010 三年保持较高的增速，叠加宽信用对实体经济还本付息能力的支撑，贷款增速高于不良生成速度，不良率自然下降，到 2009 年三季度低至 0.90%。

第四阶段：“四万亿”的后遗症显现，不良率有所升高（2011-至今）

后“四万亿”时代，贷款增速显著下滑，部分企业面临融资紧张。叠加整体经济“软着陆”，此前短期内通过大量投资扩充的产能，在经济下行期，开始显出过剩迹象，企业盈利增速因此受到一定的削弱，这也波及到了实体企业还本付息的能力。在信贷收紧和盈利增速下滑的双重打击下，不良贷款生成开始加速。这一阶段，不良贷款增速高于贷款增速，商业银行不良贷款率进入上行通道，于 2016 年三季度末达到 1.76% 的高点，此后直到 2017 年底，一直维持在 1.74% 的水平。受去杠杆政策下的严监管和社融缩量的影响，2018 年上半年不良率又有所抬头，一季度上升 1BP，二季度上升 11BP，主要是农商行不良率上升过快。

图 4：17 年以来商业银行不良贷款率上升主因在农商行



资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 商业银行资产质量研究框架

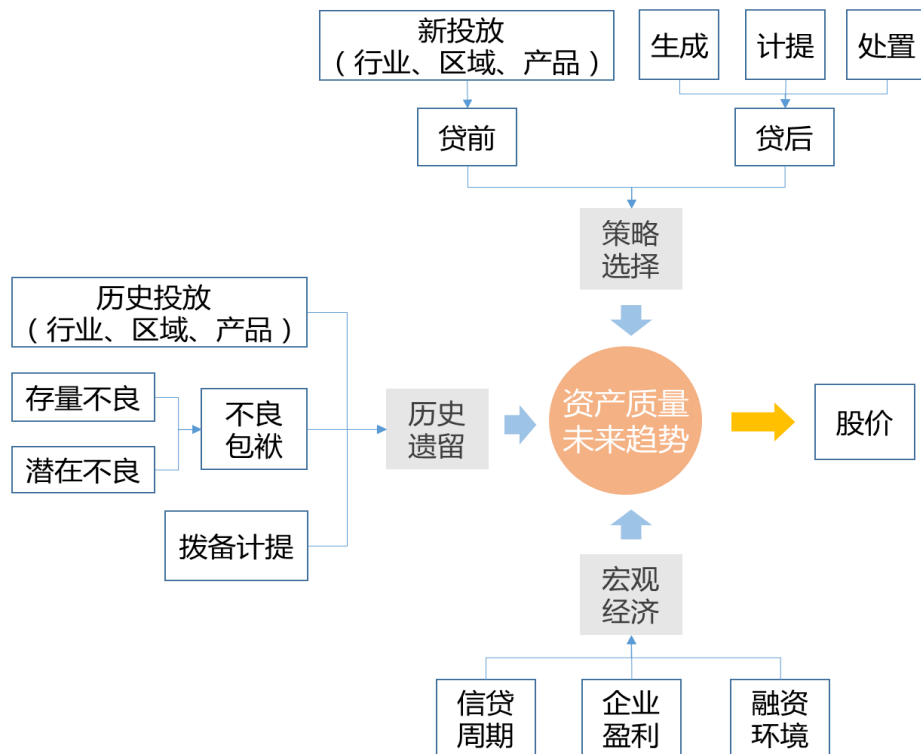
2.1. 商业银行资产质量研究框架概览

2.1.1. 决定资产质量三因素：历史遗留、策略选择、宏观经济

我们认为，资产质量的未来走势是银行股估值的决定因素之一。为了准确把握其边际变化，可以将众多复杂的影响因素归化为三个方面：长期看历史遗留（过往信贷投放风格）、中期看宏观经济、短期看策略选择。

长期来看，一家银行的资产质量取决于其 3-5 年前的那一波贷款投放，行业、区域、产品的选择，投放过程中风险控制标准的把握，决定了当前的真实资产质量水平，同样的，现在的投放特点和质量将影响到未来的真实资产质量水平；**中期**来看，1-2 年内的宏观经济环境的变化，通常伴随着货币、信贷或财政政策的调整，和部分行业周期性的兴衰更替，将在较大范围内波及到实体的融资环境或盈利能力，最终在银行的资产质量上有所体现；**短期**来看，一家银行出于战略安排、业绩管理和监管达标等多重目标的考量，会制定年度、季度乃至月度的经营管理策略，并在 1 年之内可能数次调整，就资产质量管理而言，不良认定严格程度、不良核销处置和拨备计提的力度对不良相关指标的影响是立竿见影的。

图 5：银行资产质量研究框架



资料来源：天风证券研究所

2.1.2. 不良贷款相关的指标体系：贷款结构、不良认定、拨备策略

围绕贷款结构、不良认定、拨备策略等三个方面，结合上市银行年报的数据，我们归纳汇总了与资产质量相关的指标，列在一张表里，主要是**银行经营管理和宏观经济环境**两大类。

贷款风险的监测体系包括逾期欠息天数和五级分类体系。贷款的质量本质上是客户的到期还本付息的能力和意愿，尽调报告、授信审查报告、定期平行作业里的财务数据等经营相关的信息可一定程度上反映该能力，一线客户经理与客户经常的联络中也能部分把握其还款意愿，这些都是贷后管理的内容，但在总量视角下，这些信息难以系统化、标准化以便观测。为便于总行管理和监管监督，银行开发了两套体系用于动态监测贷款质量：一是**逾期欠息天数**，客户不会无缘无故地选择贷款逾期或欠息，因此发生逾期欠息是资产质量出现问题的信号，其天数反映问题的严重性，通常认为逾期欠息达3个月以上应该确认为贷款质量存在实质性问题，有充分理由将其划分为不良贷款。二是**五级分类体系**，按照问题的严重性，将贷款划分为正常、关注、次级、可疑、损失五个类别，后三类属于不良贷款。另外，对于部分出现问题的贷款，银行可以对其进行贷款展期、借新还旧、授信重组、授信变更等操作，使其分类重新回到正常或关注，其逾期欠息的天数也会清零。但因为重组操作可能并未实质改变客户还本付息的能力和意愿，存在再次出现问题的可能性，**重组贷款口径也有一定的观测意义。**

以贷款的行业/业务分布和风险缓释分布来把握风险暴露结构。不同的行业/业务条线的贷款，其风险暴露特征不同，例如传统上批发零售业、制造业、农林牧渔、信用卡是不良的重灾区，而金融业、个人按揭贷款等相对不易发生不良。尽管银行个体在投放上有差异，但特定行业/条线的不良发生还是有较大的行业因素，透过行业/条线的贷款分布，能大致把握不良发生的结构性特征。**风险缓释手段**反映了贷款面临损失时的敞口大小，可用于判断资产质量恶化时损失发生的程度，一般而言，信用类、保证类、抵押类、质押类的风险缓释效果依次增强，如果某家银行的信用类和保证类贷款占比较高，那么其所受到的资产质量恶化对利润的冲击更大。同理，**新增贷款投放**反映了银行贷款结构的边际变化，这将在未来逐渐改变其风险暴露结构，从而改变其受资产质量恶化事件影响的程度。

不良生成取决于投放质量、不良认定标准、重组力度。历史的贷款投放质量决定了问题贷款的自然发生，不良认定标准决定了问题贷款转化为不良贷款的节奏快慢，重组力度一定

程度上反映了银行阻止不良发生的努力，这三个因素共同决定了不良净生成额，体现为正常类和关注类的贷款迁徙率。

拨备策略反映在拨备计提和不良处置力度上，受三率达标平衡的约束。当期计提的拨备会在期末确认为资产减值损失，计提净额的正负决定了当期利润是减少还是增加，因此拨备账户天然具有平滑利润的功效。拨备计提和不良核销处置对拨备余额的影响是相反的，二者相抵之后的净值反映了银行是在增厚拨备还是在反哺利润。**在三率平衡的约束下，银行通过拨备计提来达到处置不良和平滑利润的双重目标。**

表 1：不良贷款相关指标体系

类别	小类	指标名称
贷款结构	五级分类体系	正常、关注、不良（次级、可疑、损失）贷款比率
	逾期欠息体系	逾期贷款、逾期 90 天以内、逾期 90 天以上贷款比率
	行业（条线）	对公：贷款、不良贷款行业分布，按行业的不良贷款率
	结构	对私：贷款、不良贷款的条线分布，按条线的不良贷款率
新增投放	风险缓释	信用、保证、抵押、质押贷款占比
	行业（条线）	贷款增速；新增贷款中对公和对私的占比；新增对公贷款中的行业分布；新增对私贷款中的条线分布
	结构	
不良生成	分类准确性	逾期 90 天以上/不良，逾期 90 天以上纳入不良；正常类贷款迁徙率、关注类贷款迁徙率
	还原不良生成	不良净生成率
	贷款重组	重组贷款额，重组贷款比率
不良处置	处置力度	处置比率
	三率平衡	拨备覆盖率、拨贷比、不良贷款率三者之间的平衡
	拨备计提力度	信贷成本率、信贷成本收入比（以及对标该类银行均值的偏离度）
拨备策略	资产分类拨备	发放贷款和垫款减值损失；期末持有到期贷款减值准备、期末应收账款减值准备
	企业盈利	规模以上工业企业利润，工业增加值
	融资环境	社融规模、贷款规模、贷款利率

资料来源：央行《贷款分类指导原则》，天风证券研究所

2.1.3. 研究方法以同业比较为主，以平安银行为例

分类的视角：大行、股份行、城商行、农商行。银行业相对于其他行业，其业务呈现出同质化的特点。A 股 26 家上市银行可分为 5 家国有大行、8 家股份行、8 家城商行、5 家农商行，每个类别之内的银行在规模和定位上较为接近，其业务同质化特征更为显著。同时，在银行的经营管理和战略制定过程中，组内同业对标也通常作为一个重要的视角，会影响到其策略选择。在此基础上，银行股的估值的板块效应比较明显，板块内部也体现出分组分化的特征。相对来看，组间比较更看重绝对优势，组内比较更看重相对优势。

样本区间选择商业银行业态日趋成熟的阶段（2006-2018 年）。从 80 年代到 2006 年的不良贷款发生和处置过程，带有较强的政策指令性的特点，商业化程度不高。到 2007 年，四大行已经基本完成股份制改造并上市（除了农行的 8000 亿的不良直到 2008 年底才被政策性接收，其上市要在 2010 年完成）。至此，我国商业银行业的整个业态开始日趋成熟，此后积累的资产质量数据相对更加可靠，也更有研究价值。因此，本文选择 2006-2018 年的数据作为样本。

本报告选择上市股份行之一的平安银行作为案例。因股份行的上市年份大部分比较早（除光大银行在 2010 年外，其余均在 2007 年及以前上市），年报数据比较全，上市股份行的样本数量也较多，因此本文选取第一家上市的股份行平安银行作为分析对象，在需要同业比对的地方，选取 8 家股份行的均值作为参照标准。

2.2. 资产质量研究框架之历史遗留（信贷投放风格）

2.2.1. 按行业/业务把贷款细分为不良易发生和不易发生两大类

不良高发的行业高度重叠，且表现出顺周期性。90年代不良潮中不良高发的行业，在2011年开始的这一波不良爆发期内，再次成为不良的重灾区。其中最为明显的是制造业和批发零售业，几乎呈现一个U型，与信贷和经济周期的相关度很高；其次是农林牧渔业、房地产业、建筑业、采矿业，相对来说其不良体量没那么大，但也呈现出伴随信贷收紧和经济景气下行时不良生成加快的特点；零售业务里的信用卡和消费经营贷的不良发生也与经济周期有一定相关性，这反映的是经济周期对消费领域的波及。

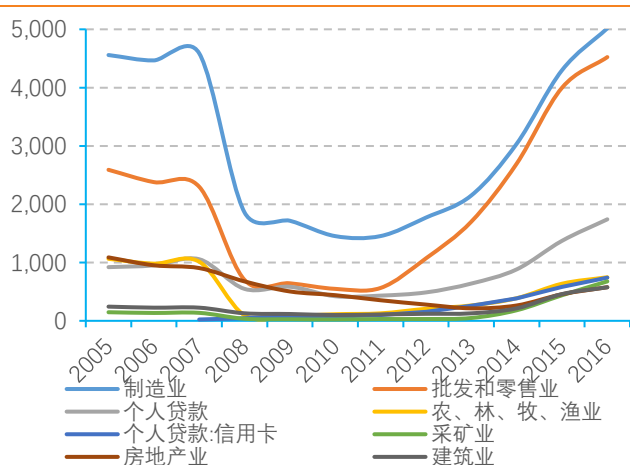
表 2：据商业银行历史数据判断不良易发行业和不良不易发生行业

	程度分级	行业分布
对公	不良易发程度（一级）	制造业；批发零售业；农林牧渔业
	不良易发程度（二级）	采掘业；房地产业；建筑业
	不良易发程度（三级）： 相对不易发生不良，或 行业体量较小	文化、体育和娱乐业；信息传输、计算机服务和软件业；教育；租赁和商务服务业；交通运输、仓储和邮政业；电力、燃气及水的生产和供应业；卫生、社会保障和社会福利业；
	不良易发程度（四级）	公共管理和社会组织；国际组织；水利、环境和公共设施管理业；金融业
	历史不良率较低	
零售	不良易发程度（二级）	信用卡；消费和经营贷款
	不良易发程度（三级）	其他零售贷款
	不良易发程度（四级）	住房按揭贷款

资料来源：WIND，天风证券研究所

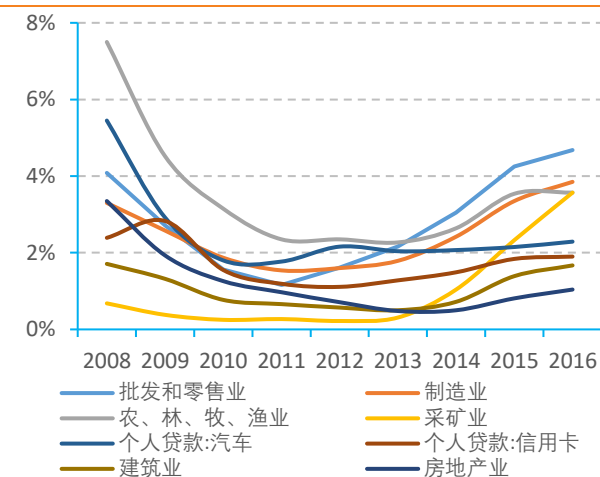
贷款可粗略划分为不良易发生和不易发生两大类。为方便观测，我们可以粗略地把对公行业分为不良易发行业和其他行业两大类，对公不良易发行业包括：制造业、批发零售业、农林牧渔、建筑业、采矿业。除此之外的对公行业整体统一口径为“其他行业”。同理，把零售贷款分为不良（相对）易发业务和其他业务两大类，不良（相对）易发业务包括：信用卡、消费及经营性贷款。之所以说“相对”，是零售贷款里，这两类业务只是相对于其他零售业务更容易发生不良，但其不良率一般会低于上述对公不良易发行业。**可推知，贷款结构从不良易发行业转向不良不易发生行业，或者对公贷款转向零售贷款，都可以在一定程度上优化整体资产质量。**

图 6：商业银行不良余额较高行业：制造、批零、农林牧渔（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：商业银行不良率较高的行业：批零、农林牧渔、制造



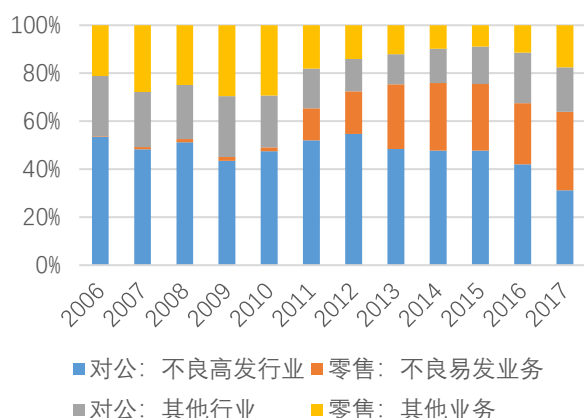
资料来源：WIND，天风证券研究所

2.2.2. 平安银行：贷款投放从对公转向零售，信用卡、消费贷质量渐成关键

贷款投放结构转向不易发生不良的。按照上文的行业分类，对公和零售的不良易发行业合计占比从 2014 年的 75.94% 下降至 2017 年的 63.90%；其中，对公不良易发行业的规模占比从 2012 年的 54.70% 下降至 2017 年的 31.18%。**贷款结构的持续改善，将逐步体现为不良发生压力的减轻。**

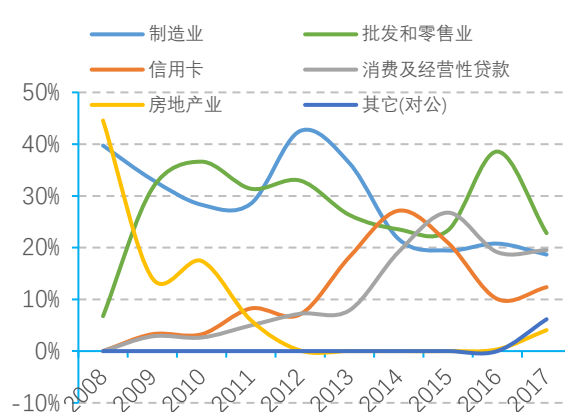
信用卡、消费经营贷质量的重要性在提升。在经过了 2016 年的大力核销处置之后，平安银行不良贷款中信用卡、消费经营贷的占比从 2015 年末的 47.69% 下降到 2016 年末的 29.60%。但伴随着贷款结构偏向零售贷款，该比例在 2017 年又小幅回升至 31.89%。与之相对的制造业和批发零售业不良贷款占比从 2015 年的 75.50% 降到 2017 年的 41.45%。预计伴随着平安银行“零售突破”战略的实施，**料零售贷款的份额将继续提升，未来信用卡、消费经营贷方面的风控会逐渐成为资产质量管理的主要瓶颈。**

图 8：不良易发行业/业务贷款占比 14 年后显著下降(平安银行)



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 9：制造、批零、消费经营贷、信用卡不良占比较高(平安银行)



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

2.3. 资产质量研究框架之策略选择

2.3.1. 银行面临的约束条件：不良三率平衡

“三率平衡”落脚于不良额和拨备额

从银行个体的角度，其整个策略是围绕着**不良率、拨备覆盖率、拨贷比**三个指标的平衡展开的。首先拨备覆盖率和拨贷比有监管硬性要求，拨备新规之前，拨备覆盖率要不低于 150%，拨贷比不低于 2.5%，拨备新规之后，分到不同档的银行面临不同的约束。其次，这三个指标均面临同业对标压力。不良率虽然没有设定监管红线，但市场关注度更大。另外，因这三个指标存在换算关系，不良率的水平将直接决定另外两个指标哪个是瓶颈。例如面对拨备覆盖率 $\geq 150\%$ 、拨贷比 $\geq 2.5\%$ 约束时，如果这二者刚好踩线，此时的不良率是 1.67%。若不良率 $\geq 1.67\%$ ，则瓶颈在拨备覆盖率，此时提高拨备和降低不良都可以；若不良率 $< 1.67\%$ ，则瓶颈在拨贷比，此时只能提高拨备。

$$\text{不良贷款率} \times \text{拨备覆盖率} = \text{拨贷比}$$

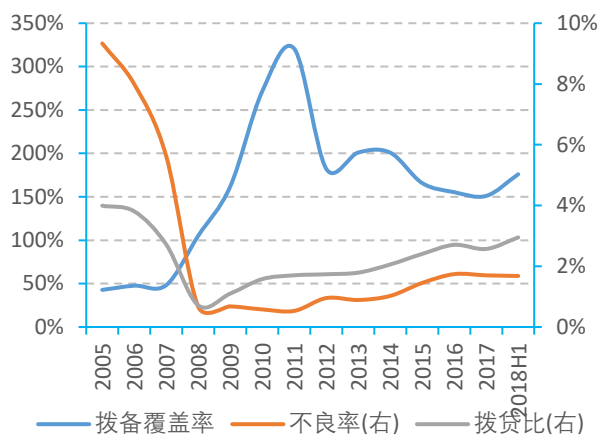
$$\frac{\text{不良额}}{\text{贷款总额}} \times \frac{\text{拨备额}}{\text{不良额}} = \frac{\text{拨备额}}{\text{贷款总额}}$$

三个比率指标的平衡，落脚于不良额、拨备额、贷款总额之上。因贷款总额的变动相对难以灵活控制，调节不良额、拨备额成为银行资产质量管理的常用手段。为使**不良额减少**，银行短期内可采取不良认定标准放松、贷款重组、加大不良处置力度等策略，可迅速见效，长期内，则可以改善贷款投放质量或调整投向、加大拨备计提比例等策略。为使**拨备额增加**，短期内，只能降低不良处置力度以减少拨备消耗，长期内，则可以在放贷和调分类时

提高拨备计提比例，削薄当期利润来补充。

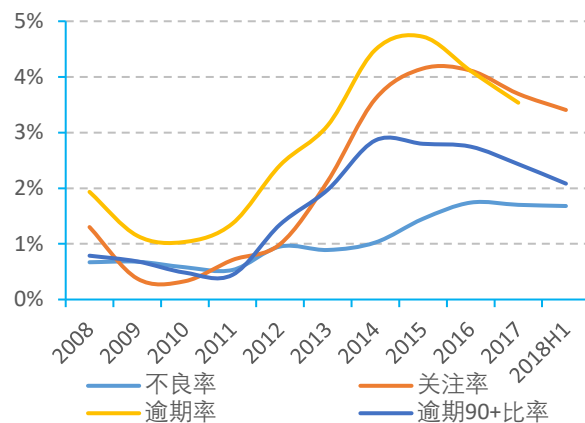
以上措施中，只有改善贷款投放质量或调整投向，是提高真实资产质量水平的；拨备的计提和消耗相对来说是中性的，只能对不良发生节奏和利润起到跨期平滑的作用；而五级分类标准放松、贷款重组则常常有隐匿问题贷款的嫌疑。银行策略选择的取向，对于我们如何看待其目前的资产质量状况以及未来的可能走向来说，是比较重要的。

图 10：平安银行三个不良相关比率的平衡



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 11：从 14 年开始，平安银行逾期 90+ 比率向不良率收敛



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

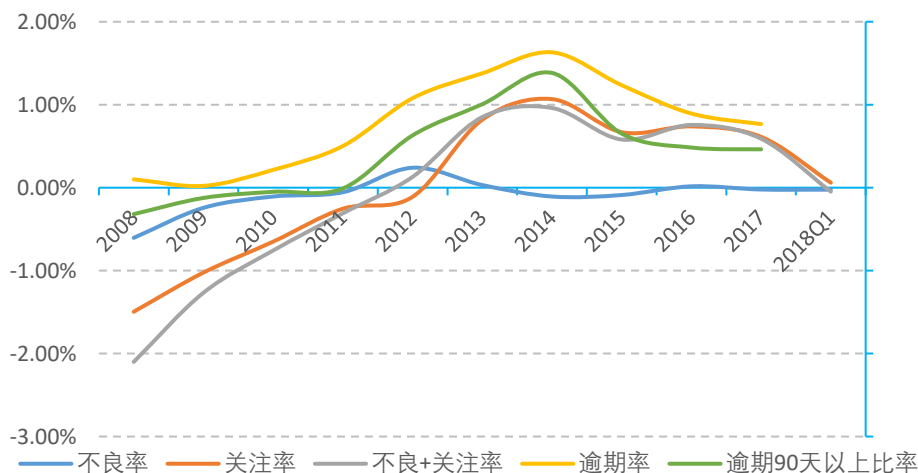
2.3.2. 不良认定策略：看关注率和逾期贷款比例同业偏离程度

平安银行：2014 年来不良处置力度强于同业，隐匿不良逐步消化

比较平安银行不良率、关注率、逾期率、逾期 90 天以上比率相较于 8 家上市股份行的均值偏离程度，发现其从 2008-2014 年经历了真实资产质量相对优势转为相对劣势的过程：自 2009 年开始，其上一阶段贷款投放质量问题逐渐暴露，体现为逾期率一路攀升；为保证不良率相对平稳，放松了不良认定标准，使得关注率和逾期 90 天以上比率与同业均值的偏离从约-1.5 个百分点升至+1.5 个百分点，这说明大量暴露的问题贷款得到暂时隐匿；自 2014 年以来，潜在不良比率向股份行均值回归，说明其不良处置力度强于股份行同业。

注意，2018Q1 的关注率数据，因民生、招商、光大、中信并未在一季报中披露，此比较基准采用的是另外四家行的均值，计算出来的偏离度可能不准确。

图 12：平安银行各比率偏离股份行均值的程度：自 14 年以来隐匿不良逐步消化



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

对贷款重组的依赖也会造成潜在风险。重组贷款指对问题贷款施以贷款展期、借新还旧、授信重组、授信变更后分类回归正常或关注的那部分贷款。一般来说，发生过重组的贷款再次违约的概率较大。重组贷款也处于五级分类体系和逾期天数体系之中，因此其包含的问题在上述分析中也会有一定程度的体现。

2.3.3. 拨备策略：看拨备计提力度和不良处置力度

平安银行：连续四年不良处置和拨备净计提力度大幅高于同业

不良核销处置比率代表当期不良处置力度，**信贷成本率**代表拨备计提力度，二者的轧差即拨备净计提力度，代表银行使拨备覆盖率达或储藏利润的意图。这两个比率的绝对值透露的信息不多，需要结合同组其他银行的水平来相对的判断，因此计算出这两个比率偏离同组的同业均值的程度，就能判断其力度是强是弱了。信贷成本率乘回平均贷款总额、不良核销比率乘以还原期末不良额，也能度量出这种偏离的绝对量。

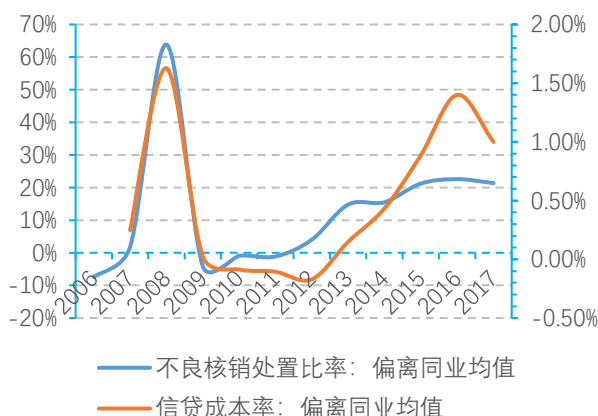
平安银行 2013 年以来拨备计提和不良处置力度持续强于同业。信贷成本率偏离同业均值从 2013 年的 15BP 一直扩大到 2017 年的 100BP，不良核销处置比率近三年都在 20% 以上。换算成金额，2013-2017 这五年里，累计多处置不良 420 亿元，多计提拨备 695 亿元，这正好解释了平安银行近几年来关注率和逾期 90+ 比率的持续下降。

$$\text{不良核销处置比率} = \frac{2 \times \text{当期不良核销处置额}}{(\text{期初不良贷款额} + \text{期末不良贷款额})}$$

$$\text{信贷成本率} = \frac{2 \times \text{当期贷款减值损失}}{(\text{期初贷款总额} + \text{期末贷款总额})}$$

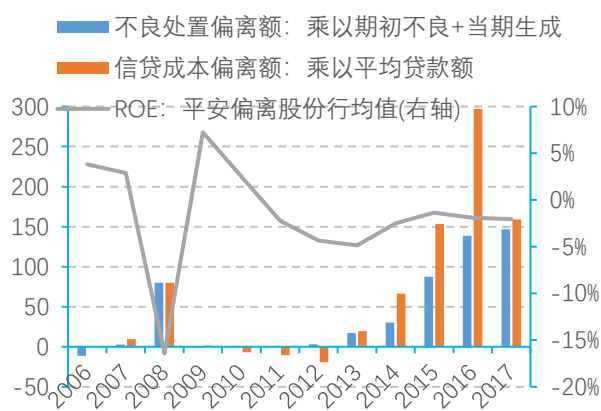
尽管拨备计提力度远超同业，但 ROE 并没有落后太多。我们测算，拨备计提因素对 ROE 的削弱效应连续三年都高达 15 个百分点以上，但是在同业比对之后发现，平安银行在这三年的 ROE 比同业均值仅落后 2 个百分点左右，这背后凸显的是平安银行较强的盈利能力。

图 13：13 年以来拨备计提和不良处置力度持续较强：平安银行



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 14：平安银行大力计提拨备，但 ROE 仍没有落后同业均值太多



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.3.4. 贷款投放策略：看新增贷款结构

新增贷款结构可以较准确预测不良发生

对公和零售的不良发生机理本质上有区别。对公开始暴露，而向零售的粗放式投放，一般在未来 1 年左右就会有所体现，其程度取决于风控的审慎程度，对经济周期的反应较为灵敏。

观察平安银行对公不良易发行业上的新增投放结构，2006 年对公不良易发行业放量投放，

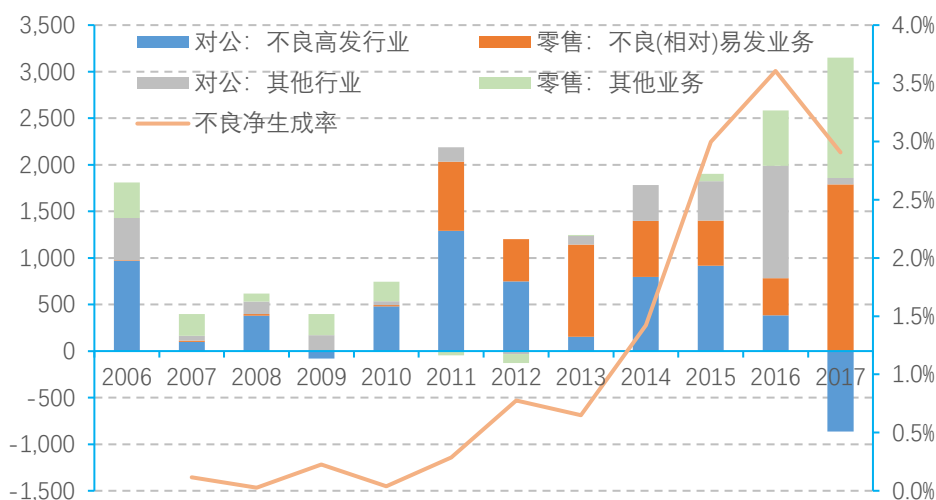
2009 年不良净生成率上行 20BP；2008 年“四万亿”开启，2011、2012 两年不良净生成率分别上行 25BP、49BP；2010-2012 连续三年放量投放到不良易发行业，其他不良相对不易发生的行业的新增投放很少，从 2011 年开始大量做信用卡，第一年的量是当年全部新增贷款的 34.74%，粗放式的发展带来 2014、2015、2016 连续三年的不良净生成率飙升，分别上行 77BP、158BP、61BP。

从零售的角度来看，2011-2012 年零售不良占比的提升，跟这两年信用卡和消费经营贷的粗放式投放相关；2014-2015 年零售不良占比再一次的大幅提升，与 2012-2014 这两年的大额投放也不无关联。对公和零售的因素叠加，使 2012、2014、2015 这三年的不良净生成量陡然攀升。

平安银行：不良易发行业新增投放缩量企稳，未来不良生成压力减轻

对公+零售不良易发行业占比从 2014、2015 年的 78.79%、73.64%下降至 2016、2017 年的 30.32%、40.43%，不良生成的基数增长趋缓。2017 年对公不良易发行业显著压降，腾出空间来做零售贷款，也会使不良生成逻辑从对公向零售转变。因此，预计 2018-2020 这三年，平安银行的资产质量会持续好转，拨备计提力度下降将释放一部分利润，考虑到 15%+ 的释放空间，盈利反弹力度强劲。

图 15：平安银行近三年持续压缩不良高发行业的新增投放，未来三年不良压力减轻（亿元）



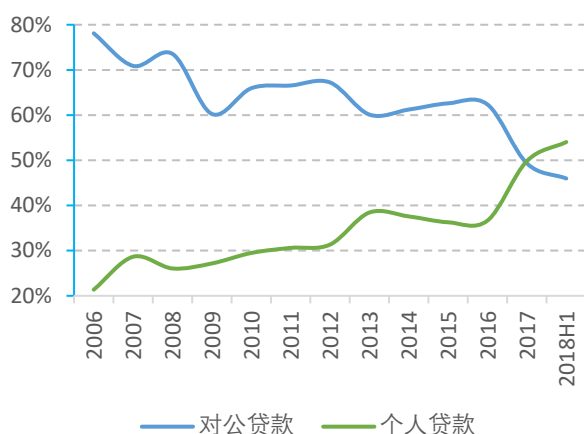
资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

平安银行：“对公做精”持续压缩，未来需更关注零售风险

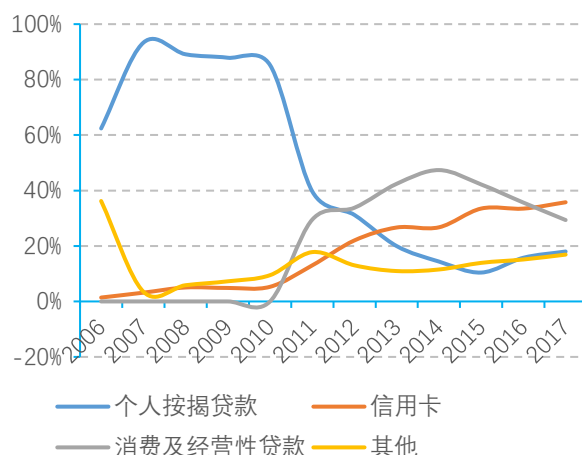
2018 年中报显示，平安银行上半年对公贷款下降 54 亿元，零售贷款增加 1499 亿元。自此，零售贷款占比显著超过对公，为 54.03%。零售贷款中，信用卡占到了四成，消费经营贷约三成。这两类贷款的不良发生逻辑将逐渐成为影响不良贷款率的主因。

图 16：平安银行零售贷款占比逐年提升，自 17 年底起超过对公

图 17：信用卡占比升高、消费经营贷占比下降：平安银行



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

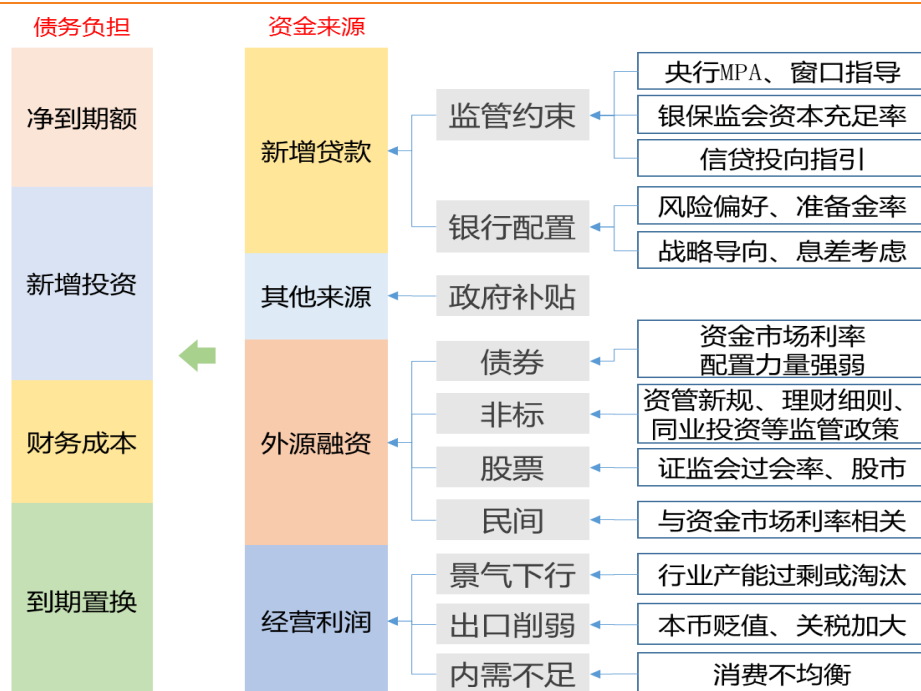
2.4. 资产质量研究框架之宏观环境

2.4.1. 不良发生的根源在企业盈利下滑和融资收紧

资产质量的关键宏观变量：企业盈利、融资环境

贷款的质量本质上是客户的到期还本付息的能力和意愿，而导致该能力和意愿下降的主要原因是利润下滑、融资收紧。企业要能持续运转，需要保持正常的债务循环，其外源融资加上经营利润，要能覆盖当期的债务接续、财务成本和投资资金需求，如果有缺口，就可能出现违约事件，违约行为持续，就会成为银行的不良贷款。要想从宏观经济的角度把握大面积资产质量恶化的迹象，就应该从企业盈利、融资环境的角度观察。

图 18：企业发生不良的原因解析



资料来源：天风证券研究所

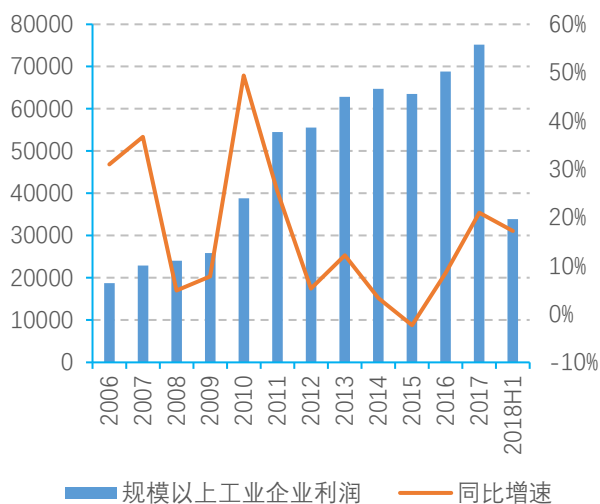
2.4.2. 盈利情况：工业企业利润

统计局数据显示企业盈利有所回暖。一个典型的不良生成过程：在经济繁荣期，信贷大量

投放，类似制造业这种重资产类行业出于对经济前景的良好预期和更多利润的诉求，开始投资扩大产能；而当经济转为景气下行，需求不足使得产能利用率低迷，利润率下滑，投资项目的回报不及预期，导致企业的还本付息能力出现问题。2012-2015 年规模以上工业企业利润增速持续低迷，与这段时间的商业银行不良率上升走势相吻合。值得注意的是，该增速 2016 年有所回升，2017 年之后开始重回 20%+。此外，2018 年 1-7 月累计规模以上工业企业增加值增速也较去年同期有所上行，这些都可以佐证银行资产质量向好。

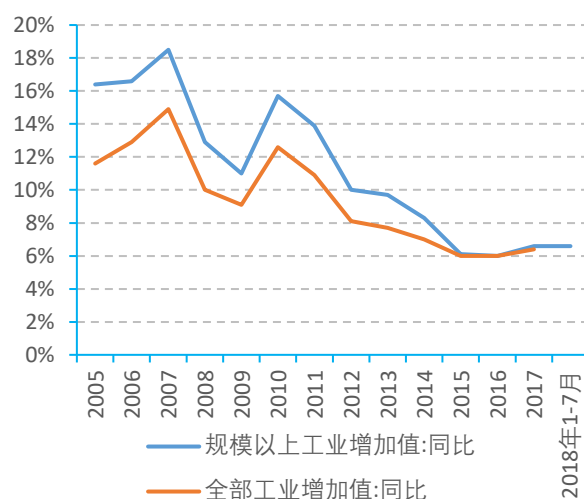
人民币贬值一定程度上抵减了贸易战的关税压力。市场普遍担心，贸易战产生的关税压力层层加码，对国内的外向型经济造成压力，会不会导致这些企业及其上游企业的盈利下滑，进而侵蚀银行资产质量。但与此同时，美元兑人民币汇率从 18 年 3 月 30 日的 6.27 一路贬值至 8 月 16 日的 6.90，这相当于是对外向型经济的补贴，相信会在一定程度上抵消贸易战对外向型相关企业的盈利影响。

图 19：12-16 年工业企业利润增速较为低迷，17 年开始回升（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 20：工业增加值同比增速自 2017 年开始回升



资料来源：WIND，天风证券研究所

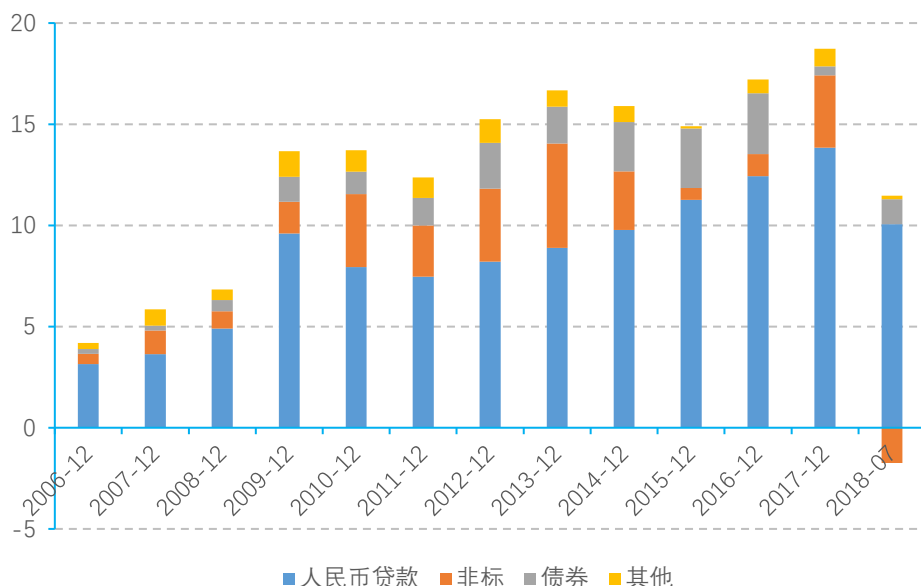
2.4.3. 融资环境：宽货币宽信用政策之下，融资环境有望好转

社融：预计全年新增贷款 17 万亿，表外融资亦将回暖

随着银保监会确认“加大信贷投放”成为接下来监管工作重心，预计下半年信贷持续放量，全年新增贷款有望达 17 万亿元（较 17 年的 13.5 万亿增长约 26%）。1-7 月新增贷款已达 10.5 万亿，已占 2017 年全年的 72.63%，余下 5 个月月均新增贷款或达 1.3 万亿。

理财细则对之前《资管新规》中不甚明确的部分都做出了宽松的解读，非标投资规模比上半年料将显著回升，银行理财规模可能不降反增，承担起支撑社融的功能。随着资金市场利率降至五年的低点，债券发行有望持续放量，1-7 月份共融资 1.24 万亿，全年有望直追 2016 年的 3 万亿的量。

图 21：2006-2018 年 7 月社融增量：2018 年前 7 个月贷款占 2017 全年 72.63%（万亿元）

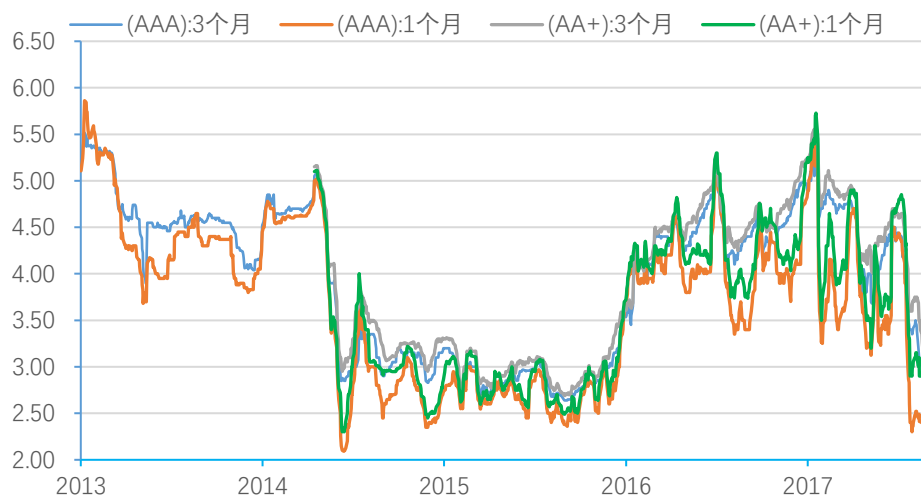


资料来源：WIND，天风证券研究所

货币政策：资金市场利率大降，存准仍有下行空间，存贷款基准利率低位

资金市场利率大降，减轻银行负债端压力、利好债券发行。突出表现为，各期限的同业存单到期收益率均大幅降至 2015 年下半年的水平，银行负债端压力大减，为信贷放量创造有利条件。2015、2016 年资金市场利率较低，债券净融资额达 2.94 万亿、3 万亿，如今市场利率回到当年的水平，债券融资也有望放量。资金市场的低利率会逐步向实体传导，最终体现为企业的整体融资成本下降。

图 22：同业存单到期收益率已大幅降至 2H15 水平（%）

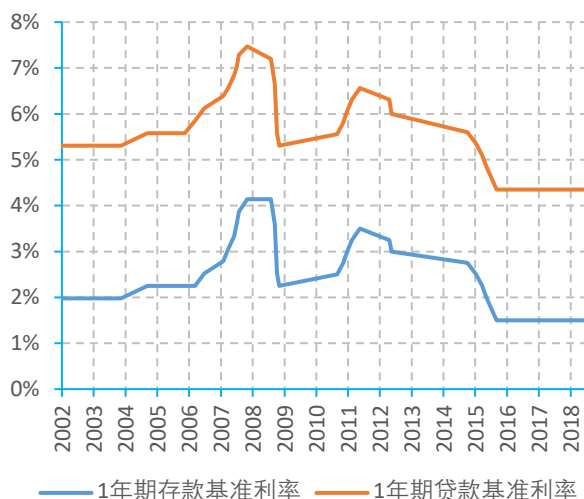


资料来源：WIND，天风证券研究所

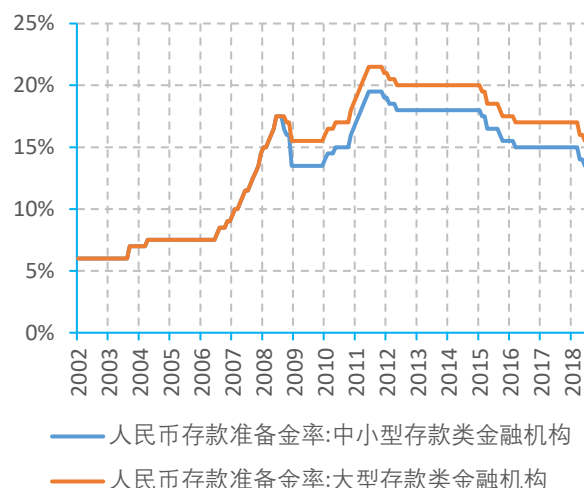
基准利率处于低位，存款准备金率尚有下行空间。自 2015 年降息后，存贷款基准利率一直保持自 2002 年以来低位，2018 年上半年降准 1.5 个百分点之后，仍存在一定的下行空间，不排除下半年仍有降准的可能性。企业财务成本短期无重定价之虞，受市场利率的影响更大。

图 23：人民币存贷款基准利率处于历史低位

图 24：金融机构法定准备金率仍处于高位



资料来源：WIND，天风证券研究所



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 非信贷资产质量怎么看？

3.1. 非信贷资产主要是同业往来、债券及同业投资

银行的资产主要由贷款、债券投资、同业投资、同业往来资产、存放央行和其他资产构成。按持有目的的不同，**债券投资**一般会放进持有至到期金融资产、交易类金融资产和可供出售金融资产这三个账户里，占据了这三个账户里的大部分。同业投资则主要体现在应收款项类投资账户里。**同业投资**指同业金融资产和特定目的载体（包括但不限于商业银行业务理财产品、信托投资计划、证券投资基金、证券公司资产管理计划、基金管理公司及子公司资产管理计划、保险业资产管理机构资产管理产品等）。非标投资大多以 SPV 为载体，为同业投资的一部分。**同业往来资产**包括存放同业款项、拆放资金、应收账款、买入返售金融资产，一般而言信用风险并不大。

表 3：2017 年末，平安银行资产分布情况（亿元）

资产大类	二级分类	金额	占比
贷款总额		17,042	52.46%
	对公贷款	8,404	25.87%
	个人贷款	8,490	26.14%
	贴现票据	148	0.45%
债券及同业投资		8,070	24.84%
	应收款项类投资	3,723	11.46%
	持有到期金融资产	3,584	11.03%
	交易类金融资产	396	1.22%
	可供出售金融资产	367	1.13%
同业往来资产		2,840	8.74%
	存放同业款项	1,302	4.01%
	拆出资金	590	1.82%
	应收账款	529	1.63%
	买入返售金融资产	419	1.29%
存放央行		3,060	9.42%
其他资产		1,910	5.88%

资料来源：WIND，天风证券研究所

传统上对资产质量的研究只是针对贷款而言，其原因在于非信贷资产一般来说占比并不大，

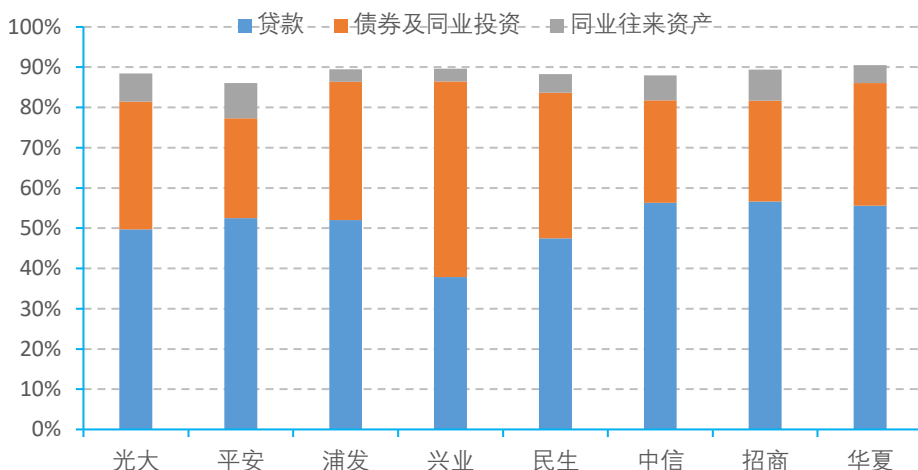
而且也没有充分的结构数据可供分析。但其中的债券和同业投资本质上仍然需要银行承担信用风险，当贷款资产质量恶化时，这一类资产也会出问题。2018 年上半年，在资管新规落地等严监管环境下，非标投资似难以为继，引发市场对非标资产质量恶化侵蚀银行利润之担忧。

3.2. 各类非信贷资产质量的大致估计方法

总原则：从投资体量大致估计影响程度

截至 2017 年末，兴业、民生、浦发的债券及同业投资合计占比较高，达 48.58%、36.19%、34.29%，而平安银行的债券及同业投资占比仅为 24.84%，低于其余 7 家同业。从体量上看，平安银行对债券及同业投资的依赖度并不高，即使非标和债券出问题，其受到的影响也应该较其他 7 家同业要小。相对优势就是优势，仅依据贷款质量对其整体资产质量情况的把握，不会偏离太多。

图 25：2017 年底平安银行债券及同业投资占比 24.84%，较其余 7 家上市股份行低



资料来源：WIND，天风证券研究所

债券投资看实体信用环境和资金市场流动性

债市一看牛熊二看企业融资。牛熊就看利率是走低还是走高，企业融资则完全可以盯住贷款资产质量，这二者的信用风险根源比较接近。2018 年上半年，去杠杆和严监管背景下，社融缩量，实体融资环境趋紧，债券违约使机构投资者纷纷降低风险偏好，触发了更多 AA 级的债券违约，投资者开始担心债券违约扩大是否会波及到银行资产质量，因为银行是债券持仓的主力。但进入下半年，政策转向、融资转好，资金市场利率回到 2015 年低点，收益率下行带债市走出泥潭，迎来上涨空间，企业融资渠道有所恢复，债券发行利率走低也使融资成本下降。预计流动性充裕会贯穿 2018 年下半年，银行持有的债券资产违约问题不大。

非标投资主要看监管取向

理财细则对此前资管新规未明确的部分做了宽松的解读，明确老产品可以续新资产，老资产也可以发新产品对接，以及公募资管产品可以投资非标资产。监管对非标投资开了绿灯，

其体量不至于剧烈收缩而引发较大的资产质量问题。

4. 投资建议：结构调整降不良生成，拨备少提促业绩反弹

我们以决定资产质量的三因素为基本框架研究商业银行银行资产质量：长期看历史遗留。不良高发的行业高度重叠，且表现出顺周期性，抓住不良易发生行业就抓住了不良生成；只有投放策略才能改变真实资产质量。中期看宏观经济。贷款的质量本质上是客户的到期还本付息的能力和意愿，而导致该能力和意愿下降的主要原因是利润下滑、融资收紧。短期看策略选择。“三率平衡”约束下，银行以不良认定、拨备计提、不良处置等策略来灵活调整不良额和拨备额。

通过对平安银行资产质量的分析发现：1. 2013 年以来，平安银行的不良认定标准更严格、拨备计提和不良处置力度相对于同业明显更大，尽管不良发生的大潮已过，但后续仍有一定的处置压力。2. 从新增投放看出，平安银行贷款结构已大幅改善，对公持续压缩，不良易发行业贷款大幅压降，**未来新发生不良料将大幅减轻**；贷款结构更加偏向零售，不良生成逻辑逐步以零售为主，**整体不良率中枢下移**。3. 远高于同业的拨备计提力度下，ROE 并未落后同业均值太多，未来在不良压力减轻下放松拨备计提，将带来显著的盈利反弹，业绩后劲较足。

表 4：平安银行资产质量分析框架

分类	因素细分	金额
历史遗留	不良包袱	逾期 90+与不良率的轧差从最高点 185BP 回落至 40BP；关注率、逾期 90+率居从最高点下降 75BP、78BP，潜在不良大部分消化
	贷款结构	对公易发不良行业有效压降；从对公转向零售，不良易发行业转向不良不易发生行业，信用卡、消费贷的资产质量渐成不良率主因。
银行策略	不良认定	不良认定趋严效果卓著，但后续仍有处置压力：逾期 90+率高于同业均值 46BP，关注率高于同业均值 61BP
	拨备策略	拨备计提力度持续强于同业，但 ROE 并未落后太多：信贷成本率高于同业，17 年达 100BP，近五年累计多处置不良 420 亿元，多计提拨备 695 亿元；但近三年 ROE 落后同业均值仅 2 个百分点。
	新增投向	不良生成的基数增长趋缓，对公+零售不良易生产行业占比大幅下降至 2016-2017 年的 30.32%、40.43%；对公贷款持续压缩，未来需更关注零售风险。
宏观环境	企业盈利	统计局数据显示企业盈利有所回暖：2012-2016 年工业企业利润增速较为低迷，2017 年开始回升；工业增加值自 2017 年开始回升。人民币贬值一定程度上抵减了贸易战对外向型相关企业的关税压力：3 月 30 日的 6.27 一路贬值至 8 月 16 日的 6.90。
	融资环境	社融：预计全年新增贷款 17 万亿，表外融资亦将回暖。货币政策：资金市场利率大降，存准仍有下行空间，基准利率低位。
非信贷	债券投资	债券及同业投资占比仅为 24.84%，低于其余 7 家同业，出现问题受波及程度较小。资金市场利率回到 2015 年低点，收益率下行带动债市走牛；企业融资有所恢复，融资成本下降。
	非标投资	理财细则，监管对非标投资开绿灯，缩量问题暂时不必担心
结论		
1. 不良认定更严格、拨备计提和不良处置力度较大，大潮已过，但后续仍有处置压力。		
2. 贷款结构明显改善，未来新发生不良将大幅减轻；结构偏向零售，不良生成中枢下移。		
3. 不良压力减轻下放松拨备计提，将带来显著的盈利反弹，业绩后劲较足。		

资料来源：WIND，天风证券研究所

息差现拐点，有望显著受益于市场利率大降

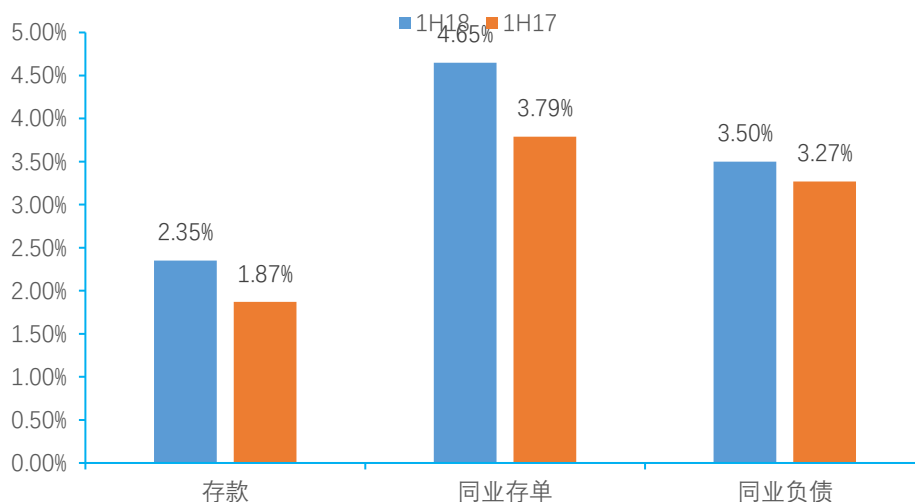
2Q18 净息差 2.27%，环比上升 2BP，息差已企稳回升。1H18 各类负债成本率同比明显提升，由于结构性存款（1H18 为 4037 亿）规模大成本高，1H18 存款成本率达 2.35%（同比升 48BP），付息负债成本率高达 2.89%，显著高于行业平均。1H18 扣除结构性存款的存款占比仅 54.9%，无论是结构性存款还是同业负债亦或是同业存单，其成本均明显与市场利率挂钩。随着宏观政策调整流动性保持充裕，18 年 6 月以来市场利率快速下行，同业存单发行利率回到 16 年低位水平，负债成本率有望下降至 16 年的 2.1% 左右，息差有望显著提升。

智能化零售银行龙头，目标价 16.65 元/股

我们认为，平安银行不良虽然仍处于出清过程，但过往几年信贷结构逐步转向零售以及压缩不良易发行业企业贷款规模，未来不良生成有望大幅下降，带来 ROE 的较大反弹。此外，平安银行也将大幅受益于市场利率大降，我们预测其 18/19 年盈利增速 9.5%/21.8%。

平安银行金融科技实力强大，且依托平安集团流量入口，零售转型前景广阔。我们维持其目标价 16.65 元/股（对应 1.3 倍 18PB），维持买入评级。

图 26：1H18 平安银行各类型负债成本率同比大幅上升



资料来源：WIND，天风证券研究所

5. 风险提示

外部环境不确定性增加；经济超预期下行导致资产质量恶化。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
----	----	----	----

股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com