

# 银行行业 2021 年中期策略

## 攻守兼备，亦有弹性

### 核心观点：

- **经济：实际韧性与名义惯性。** Q1 实际 GDP 增速趋缓，主要源自财政退坡和消费恢复偏慢。往后看，实际经济韧性依旧，财政空间、消费修复、欧美复苏形成有力支撑；名义价格关注惯性，不确定性主要源自海外经济体需求和大宗商品价格趋势，预计后续 PPI 可能会高位徘徊。
- **政策环境：信用收敛与财政后置。** 货币：央行短期更关注价格趋势，长期关注债务风险，因此阶段性趋势会是中性偏收敛；**财政：**经济修复较好，显性政府债务增量会相对后置，隐性债务增速回落至名义 GDP 下方；**信用：**预计 2021 年末社融存量回落至 10.3%（见前期点评）；**利率：**海外宽松退出+央行关注价格和债务，货币政策易紧难松，无风险利率仍有上行空间；终端需求强劲，价格仍或将继续上行至疫前水平。
- **银行业基本面：景气度仍处于改善趋势中。** 规模：逆周期政策回归中性，贷款增量持平，增速趋势下行；**息差：**终端贷款利率走高，息差企稳回升十分确定，资产端的预期差主要来自新增贷款收益率何时能超越存量贷款；**负债端：**同业负债付息率上升侵蚀利差的逻辑正在兑现，大行和中小行间的分化仍将持续。**中收：**基数效应还未完全退潮，产品净值化最后一年推动 AUM 高速扩张，中收持续向好。**其他非息：**基数效应或帮助其他非息收入企稳。**资产质量：**不良生成缓和，**信用成本下行：**对公企业偿债压力缓解，且去年确认力度较大；居民就业、收入逐步恢复，还款能力回升，零售风险缓释。
- **业绩展望：盈利增速回升，个股分化加剧。** 低基数效应下，2021 年全年 36 家 A 股上市银行合计归母净利润增速将达到 9% 左右的新高。个股之间的分化预计加剧，息差有望率先改善、资产质量和拨备水平较优的银行业绩确定性强且弹性更大。
- **投资建议：攻守兼备，挖掘弹性。** 往下半年看，银行业景气度仍在回升，考虑到社融增速仍在下行通道，广义流动性环境感知易紧难松，**我们继续看好银行板块超额收益，同时板块估值历史低位，银行攻守兼备。** 分类型上，利率上行期大行和负债有优势的银行基本面趋势更占优，一方面，资产端受益于利率上行，关注新发贷款利率何时超过存量利率；另一方面，负债优势显著，利率上行期存款活化降低成本，而且在同业成本滞后上行的背景下相对优势更加显著。我们看好攻守兼备，并且弹性较好的银行：**南京银行**，基本面与估值修复共振；**常熟银行**，小微标杆，看好息差环比见底驱动业绩向上；**招行银行**，看好“一体两翼”飞轮加速，价值成长凸显。
- **风险提示：**（1）疫情持续时间超预期，宏观经济下行，导致融资需求大幅下滑、息差快速收窄、资产质量压力显著上升；（2）政策调控力度超预期，利率大幅波动，导致流动性风险超预期上升。

识别风险，发现价值

### 行业评级

买入

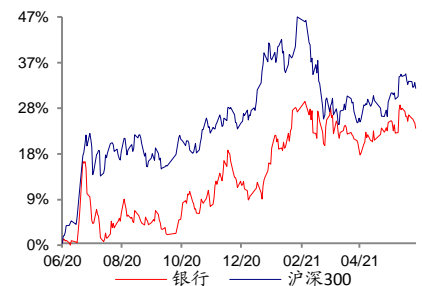
前次评级

买入

报告日期

2021-06-15

### 相对市场表现



### 分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



020-38003646



nijun@gf.com.cn

### 分析师：

屈俊



SAC 执证号：S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

### 分析师：

王先爽



SAC 执证号：S0260520040002



SFC CE No. BQV910



021-38003646



wangxianshuang@gf.com.cn

### 分析师：

王思华



SAC 执证号：S0260519080006



021-38003644



wansihua@gf.com.cn

请注意，倪军、王思华并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 联系人：

李佳鸣 021-60750604

lijiaming@gf.com.cn

### 联系人：

伍嘉慧 010-59136613

gzwujiahui@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

### 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
工商银行	601398.SH	CNY	4.99	2021/5/2	买入	6.56	0.96	1.07	5.20	4.66	0.61	0.56	12.21	12.41
建设银行	601939.SH	CNY	6.28	2021/4/29	买入	8.92	1.15	1.28	5.46	4.91	0.63	0.58	12.14	12.35
农业银行	601288.SH	CNY	3.14	2021/4/30	买入	4.10	0.65	0.71	4.83	4.42	0.54	0.49	11.59	11.67
中国银行	601988.SH	CNY	3.18	2021/4/30	买入	4.56	0.66	0.73	4.82	4.36	0.49	0.45	10.64	10.74
邮储银行	601658.SH	CNY	4.78	2021/4/30	买入	7.15	0.80	0.94	5.98	5.09	0.67	0.61	11.97	12.47
交通银行	601328.SH	CNY	4.48	2021/4/30	买入	5.87	1.05	1.13	4.27	3.96	0.42	0.39	10.25	10.21
招商银行	600036.SH	CNY	43.95	2021/4/23	买入	57.17	4.41	5.18	9.97	8.48	1.54	1.36	16.35	17.00
中信银行	601998.SH	CNY	5.11	2021/5/2	买入	6.21	1.02	1.14	5.01	4.48	0.49	0.45	10.29	10.52
浦发银行	600000.SH	CNY	9.68	2021/4/30	买入	12.72	2.05	2.28	4.72	4.25	0.49	0.45	10.92	11.12
兴业银行	601166.SH	CNY	20.87	2021/4/30	买入	31.32	3.58	4.19	5.83	4.98	0.73	0.65	13.26	13.88
光大银行	601818.SH	CNY	3.99	2021/4/29	买入	5.55	0.74	0.84	5.39	4.75	0.58	0.53	11.14	11.57
平安银行	000001.SZ	CNY	19.34	2021/4/20	买入	30.22	1.71	2.03	11.31	9.53	1.15	1.04	10.73	11.47
宁波银行	002142.SZ	CNY	35.34	2021/4/23	买入	43.67	2.97	3.67	11.90	9.63	1.78	1.53	16.00	17.12
南京银行	601009.SH	CNY	8.08	2021/4/30	买入	10.80	1.49	1.71	5.42	4.73	0.75	0.67	14.50	14.95
杭州银行	600926.SH	CNY	14.92	2021/4/29	买入	17.82	1.38	1.71	10.81	8.73	1.26	1.13	12.18	13.63
常熟银行	601128.SH	CNY	7.38	2021/4/30	买入	10.04	0.78	0.94	9.46	7.85	1.03	0.93	11.37	12.48
工商银行	01398.HK	HKD	5.03	2021/5/2	买入	6.60	0.96	1.07	4.42	3.96	0.52	0.47	12.21	12.41
建设银行	00939.HK	HKD	5.89	2021/4/29	买入	8.29	1.15	1.28	4.32	3.88	0.50	0.46	12.14	12.35
农业银行	01288.HK	HKD	2.84	2021/4/30	买入	3.77	0.65	0.71	3.68	3.37	0.41	0.38	11.59	11.67
中国银行	03988.HK	HKD	2.65	2021/4/30	买入	4.38	0.66	0.73	3.38	3.06	0.34	0.32	10.64	10.74
交通银行	03328.HK	HKD	4.10	2021/4/30	买入	6.09	1.05	1.13	3.29	3.06	0.32	0.30	10.25	10.21
招商银行	03968.HK	HKD	49.00	2021/4/23	买入	63.35	4.41	5.18	9.37	7.97	1.45	1.28	16.35	17.00
中信银行	00998.HK	HKD	3.29	2021/5/2	买入	4.88	1.02	1.14	2.72	2.43	0.27	0.25	10.29	10.52
中国光大银行	06818.HK	HKD	2.95	2021/4/29	买入	4.76	0.74	0.84	3.36	2.96	0.36	0.33	11.14	11.57
邮储银行	01658.HK	HKD	4.38	2021/4/30	买入	6.92	0.80	0.94	4.62	3.93	0.52	0.47	11.97	12.47

注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。表中估值指标按照最新收盘价计算

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、核心要素回顾与展望.....	6
二、经济：实际韧性与名义惯性.....	6
（一）实际经济：韧性依旧.....	7
（二）名义价格：关注惯性.....	9
三、政策环境：信用收敛与财政后置.....	10
（一）货币：中性维稳到关注价格.....	10
（二）财政：显性财政后置与隐性财政降杠杆.....	12
（三）信用：预计 2021 年末社融存量回落至 10.3%.....	13
（四）利率：无风险利率和终端利率仍有上行空间.....	16
四、银行业基本面：景气度仍处于改善趋势中.....	17
（一）规模：增速趋势下行.....	17
（二）息差：企稳回升.....	19
（三）中收：持续向好.....	22
（四）其他非息：基数效应或帮助其他非息收入企稳.....	23
（五）资产质量：不良生成缓和，信用成本下行.....	24
五、业绩展望：盈利增速回升，个股分化加剧.....	26
六、投资建议：攻守兼备，挖掘弹性.....	26
（一）当前估值分位仍在最低区间，相对价值显著.....	26
（二）机构配置情况：仓位仍处于底部区间.....	27
（三）板块攻守兼备.....	28
（四）个股亦有弹性.....	29
七、风险提示.....	40

## 图表索引

图 1: 实际和名义 GDP 增速.....	6
图 2: 2021Q1 广义财政支出增速明显回落 .....	7
图 3: 疫情反复导致消费增速仍未恢复到疫情前 .....	8
图 4: 欧美经济仍在复苏趋势中, 这将形成出口支撑的韧性 (%) .....	8
图 5: 地产投资恢复较快对前期经济修复形成支撑.....	8
图 6: GDP 平减指数与 CPI 和 PPI (%) .....	9
图 7: PPI 与 CPI 当月同比情况 (%) .....	9
图 8: CPI 受猪周期牵引较大 (%) .....	10
图 9: 大宗商品价格、美国 CPI 与中国 PPI (%) .....	10
图 10: 十年国债与 SHIBOR3 个月利率 (单位: %) .....	11
图 11: 5 月份开始, 超储率可能开始明显低于历史同期值 (2021 年 5 月后为预测值) .....	11
图 12: 显性财政: 预计今年政府债融资月度分布更加后置 (亿元) .....	12
图 13: 隐性财政: 预计今年隐性债务增速会回落到名义 GDP 增速之下 (万亿元) .....	13
图 14: 当前财政扩张水平处于高位, 后续将继续拉动经济上行 (单位: %) ....	13
图 15: 社融增速预估 (2021 年 6 月份后预估值) .....	14
图 16: 城投债余额及增量占比 (万亿元) .....	15
图 17: 结构性存款压降趋势 (亿元) .....	15
图 18: 经营性贷款趋势 (亿元) .....	16
图 19: 无风险利率与终端贷款利率趋势 (%) .....	17
图 20: 实体供需与终端贷款利率趋势 .....	17
图 21: 上市银行合计及子板块总贷款同比增速 .....	18
图 22: 上市银行合计及子板块生息资产同比增速 .....	18
图 23: 上市银行合计及子板块手续费及佣金净收入同比增速 .....	23
图 24: 上市银行合计其他非利息收入与 10Y 国债收益率变化 .....	24
图 25: 上市银行合计及子板块其他非息收入同比增速 .....	24
图 26: A 股非金融上市公司 ROIC 大幅高于一般贷款加权平均利率, 上市银行不良生成率同步下行 .....	25
图 27: 上市银行合计及子板块不良生成率 (测算值) .....	25
图 28: 上市银行合计及子板块信用成本 (测算值) .....	25
图 29: 上市银行合计及子板块归母净利润同比增速 .....	26
图 30: 当前银行板块处于 5 年最便宜的 15% 分位左右 .....	27
图 31: 板块相对估值仍处于低位 .....	27
图 32: 21Q1 末, 公募基金持仓申万银行板块比例为 5.39%, 环比上升 2.23PCT, 板块 PB 估值(整体法, 最新)为 0.76 倍 (单位: 倍) .....	28
图 33: 利率上行期大行对股份行、城商行和农商行有相对收益 .....	28
图 34: 终端利率上行期港股银行表现好于 A 股 .....	29
图 35: 港股大行表现优于港股银行总体 .....	29

图 36: 2017 年以来, 南京银行与宁波银行估值走势分化 .....	30
图 37: 南京银行非标资产占比居中等水平 (2020A) .....	30
图 38: 南京银行不良+关注率持续下降 .....	30
图 39: 南京银行净息差水平并不占优 .....	31
图 40: 南京银行净息差变动拆分 .....	31
图 41: 南京银行代理类、债券承销业务贡献超 80% 中收 .....	32
图 42: 南京银行不良率低、拨备厚实 .....	32
图 43: 南京市在长三角区域中 GDP 增长领先 .....	32
图 44: 南京银行零售业务客户数、AUM 持续提升 .....	32
图 45: 常熟银行所在苏州市经营贷余额仅次于南京市 .....	34
图 46: 常熟以外地区贡献度较大 .....	34
图 47: 常熟银行存款占比约 88% (2021Q1) .....	34
图 48: 常熟银行资产质量优质 (2020A) .....	34
图 49: 常熟银行呈现出高息差+低不良的理想组合 (2020A) .....	34
图 50: 常熟银行重定价久期 1 年左右居多 .....	35
图 51: 常熟银行资产端收益率依然具有优势 .....	35
图 52: 常熟银行专注于 100 万元(含)以下的“小小微” .....	35
图 53: 常熟银行做小做散的同时保持较低不良率 .....	35
图 54: 常熟银行将持续加大个人经营性贷款投放 .....	36
图 55: 常熟银行将继续提高信保类贷款占比 .....	36
图 58: 招行零售客户领先同业 .....	37
图 59: 招行 AUM 领先同业 .....	37
图 60: 招商银行拥有与同行媲美的存款量价结构 .....	38
图 61: 低负债成本有助于平衡好风险收益的关系 .....	38
图 62: 招商银行活期占比高, 不良率低 .....	38
图 63: 招商银行做大 AUM 增加中收, 实现轻资本运营 .....	38
图 64: 招商银行两次转型, 业绩穿越周期 .....	39
表 1: 核心要素打分表 (打分范围为-2 至 2, 单位: 分) .....	6
表 2: 2020 年 12 月末, 上市银行贷款到期日期限结构 .....	19
表 3: 2020 年 12 月末, 上市银行资产重定价期限结构 .....	20
表 4: A 股上市银行同业存单价格变化对同期息差变化的影响幅度测算 (单位: BP) .....	21
表 5: 银行零售 AUM 增速 .....	23
表 6: 可比银行杜邦分析 .....	31
表 7: 静态测算可转债转股可提升核心一级资本充足率 191bp .....	33



## 一、核心要素回顾与展望

表 1：核心要素打分表（打分范围为-2至2，单位：分）

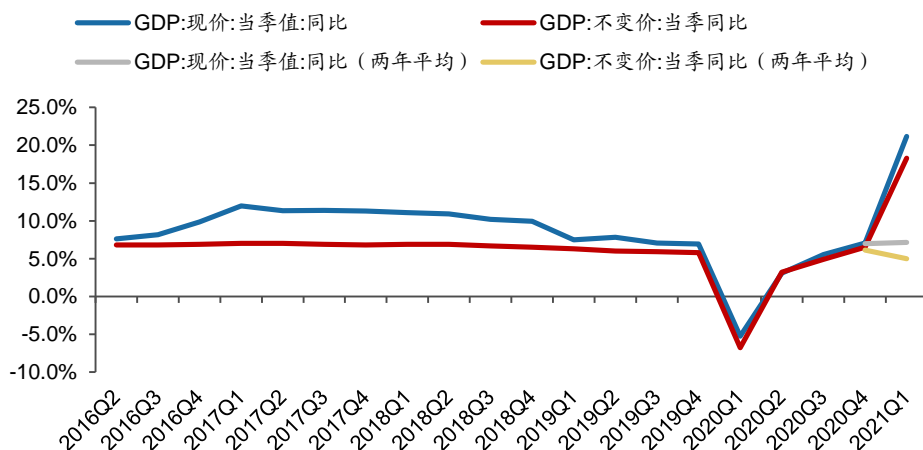
维度频率	因素	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2E	21Q3E	21Q4E	核心矛盾
高维低频 (5年以上)	杠杆率	0	2	2	2	-1	-2	-1	-1	0	稳中有降
	实体回报	-2	-2	-2	-1	0	2	1	1	1	经济修复
中维中频 (1到3年)	财政	1	0	1	2	2	0	-1	0	0	财政后置
	货币	2	2	-1	0	0	-2	0	-1	0	中性收敛
	信用	0	2	2	1	-1	-2	-2	-1	0	收敛
低维高频 (1年内)	股市流动性	1	2	2	2	2	-2	0	-1	0	收敛
	行业比较	-1	2	-2	-2	-1	-2	1	1	1	后周期
	市场预期	-1	-2	-2	0	1	1	0	-	-	逐渐向好
银行基本面	行业景气度	-1	-2	0	-1	0	-1	1	1	1	向好
	规模增长	1	2	1	2	-1	-2	-2	-1	0	趋缓
	息差	1	-1	-2	-2	-1	-1	0	1	1	回升
	资产质量	1	-2	2	1	2	2	2	1	1	夯实
银行股行情	绝对收益	1	-2	0	1	2	2	0	1	1	有绝对
	相对收益	0	-2	-2	-1	0	2	-1	2	1	也有相对

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 二、经济：实际韧性与名义惯性

经济增长是银行信贷需求量价的最终支撑。2020Q2以来经济持续修复，2020年全年实现正增长。2021Q1单季度GDP实现了18.3%实际增长和21.2%的名义增长。如果剔除2020Q1疫情冲击下的低基数影响，2021Q1实际及名义GDP较2019Q1两年平均增长率分别为5.0%和7.1%，实际GDP经济增速似乎较2020Q4增速（6.5%）有所回落，名义GDP经济较2020Q4增速（7.0%）略有提升。

图 1：实际和名义GDP增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （一）实际经济：韧性依旧

我们认为，Q1实际GDP增速（两年平均）趋缓，主要源自财政退坡和消费恢复偏慢两个方面原因。

（1）广义财政支出增速明显回落。2021Q1广义财政支出（公共财政和政府基金支出）同比增速为1.3%，较2020Q4单季度增速回落22.3个百分点。

（2）开年来部分地区疫情零星暴露，导致消费恢复不及预期。2021年4月，社会消费品零售总额同比增速29.6%，以2019年同期为基数计算的两年平均增速为4.2%，仍低于疫情前8%的增速水平。

往后看，我们认为实际经济韧性依旧。

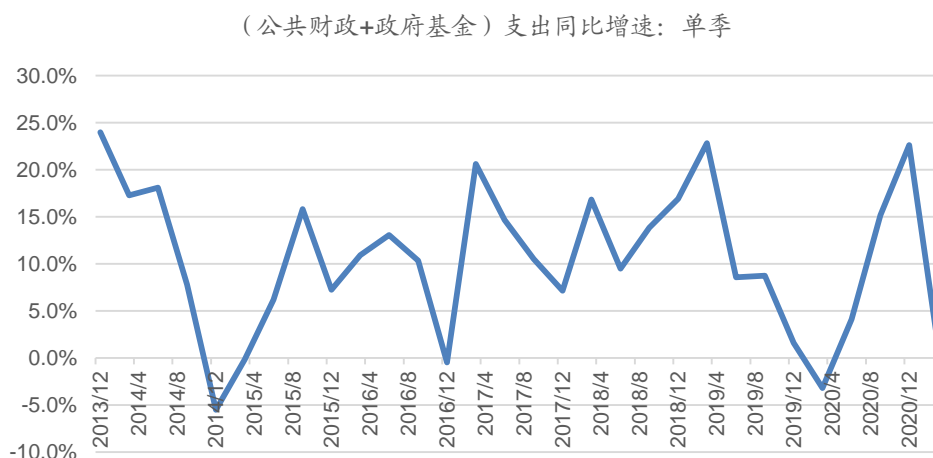
首先，财政退坡是跨周期调控的主动考虑，当前的财政支出回落将为后续维稳经济保留空间。

其次，疫情终将过去，消费终将恢复，当前疫情反复导致的消费恢复偏慢一定程度上回延长消费恢复时间，这也为实际经济增长提供韧性支持。

此外，去年下半年以来，欧美经济尚在复苏过程中，并存在走向过热的可能，这也将对我国出口形成较好支撑。

所以，虽然地产投资有可能随着房地产领域热度消退有所下降，但后续潜在的财政发力空间、消费恢复空间和出口惯性将对实际经济韧性形成较好支撑。

图 2：2021Q1广义财政支出增速明显回落



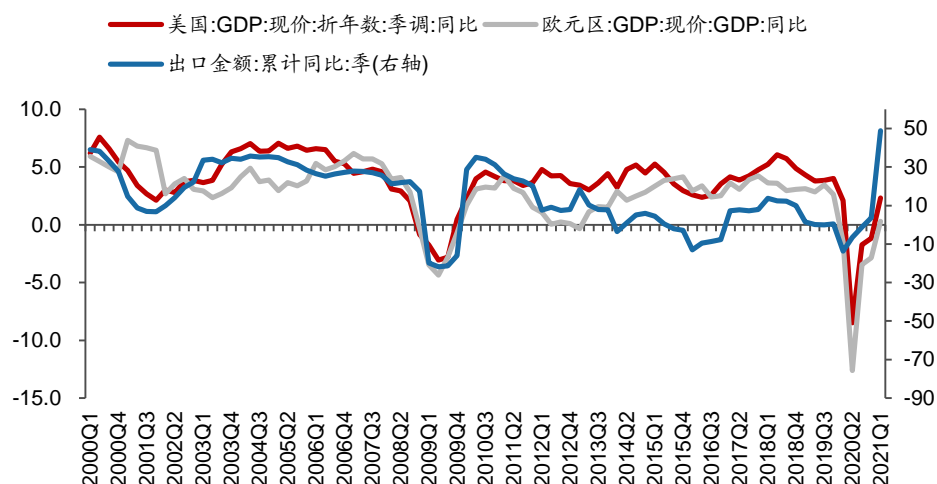
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：疫情反复导致消费增速仍未恢复到疫情前



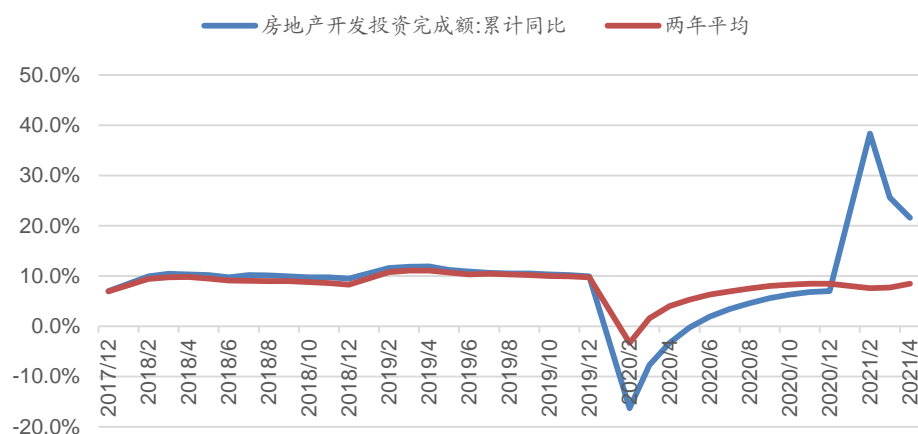
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：欧美经济仍在复苏趋势中，这将形成出口支撑的韧性（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：地产投资恢复较快对前期经济修复形成支撑



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

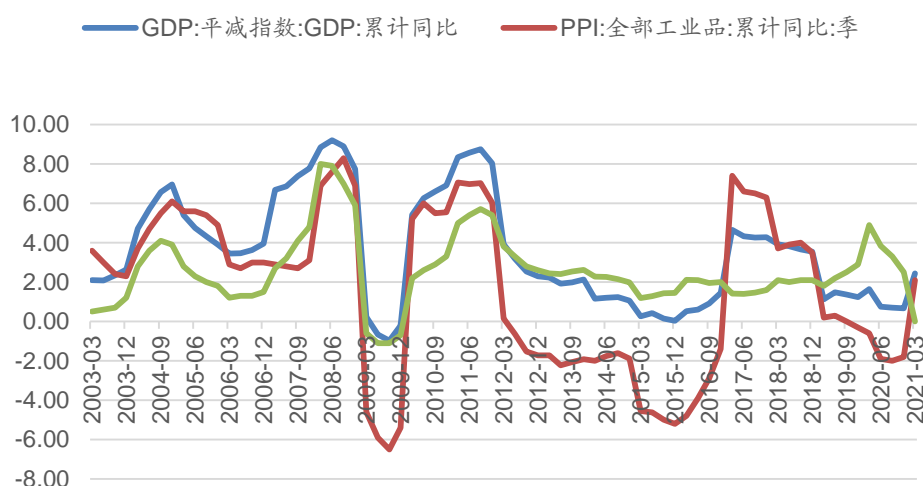


## （二）名义价格：关注惯性

价格方面，2021Q1 GDP平减指数为2.4%，PPI累计同比2.1%，CPI累计同比0%。从Q1数据来看，GDP平减指数方向上选择跟随PPI趋势，这似乎也符合2016年以来的价格趋势。CPI中食品价格权重较高，受猪周期影响较大，主要表征居民基础消费领域的价格感知。与之相比，PPI能覆盖的价格产业链更加全面，更能表征的经济整体的价格趋势和名义动能。

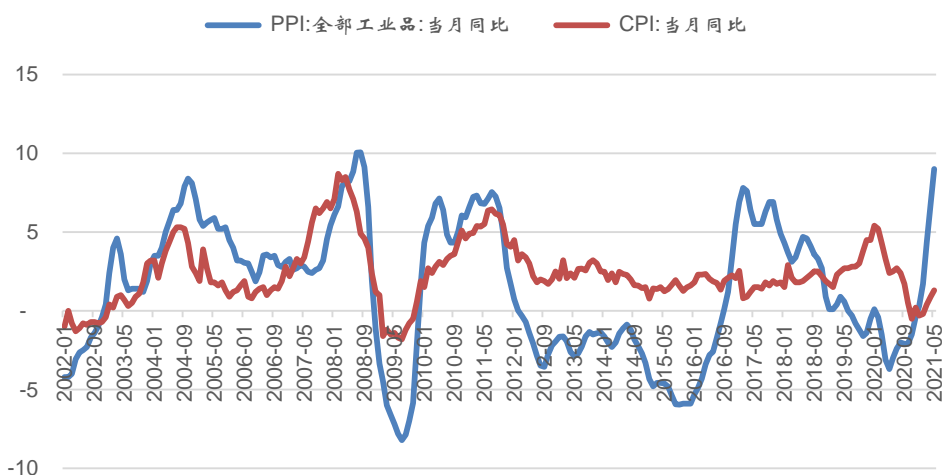
从最新5月数据来看，CPI当月同比1.3%，PPI当月同比9.0%。往后看，受猪周期对冲，预计CPI上行速度不高。而PPI趋势需要继续关注，不确定性主要源自海外经济体需求和大宗商品价格趋势，预计后续PPI可能会高位徘徊一段时间。整体而言，名义价格会有一定的惯性。

图 6：GDP平减指数与CPI和PPI（%）



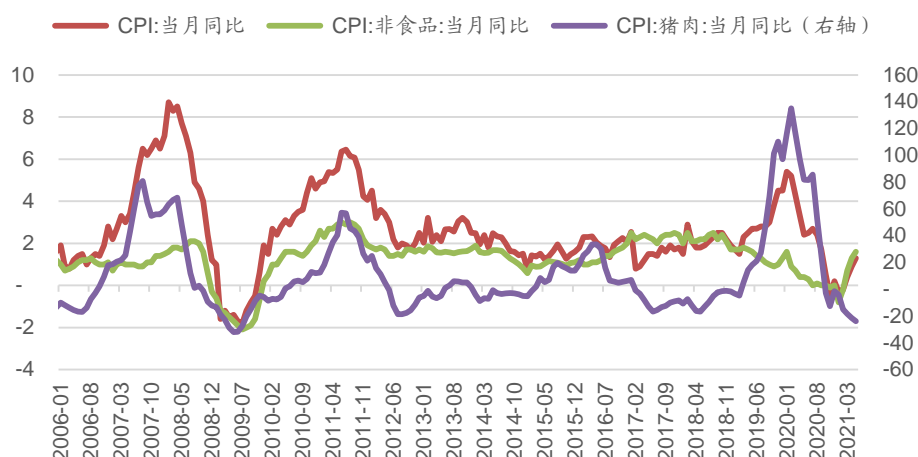
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：PPI与CPI当月同比情况（%）



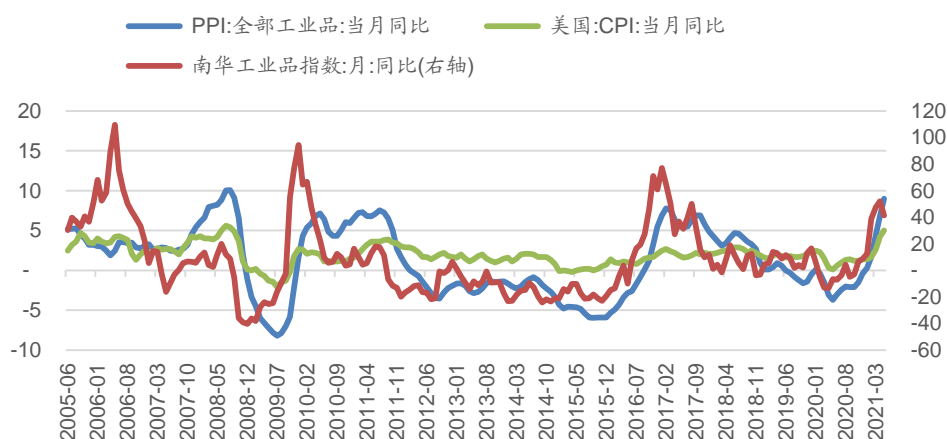
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8: CPI受猪周期牵引较大 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 大宗商品价格、美国CPI与中国PPI (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、政策环境：信用收敛与财政后置

#### (一) 货币：中性维稳到关注价格

本轮货币政策宽松的高点在2020年4、5月份，之后随着信用扩张加速和经济逐渐恢复，货币宽松力度逐步放缓。2020年11月份，为应对永煤事件冲击，货币政策阶段性维稳，银行间流动性充裕程度阶段性回升。

2021年1月下旬，由于财政存款扰动及央行防止银行间市场过度加杠杆，资金面收紧，银行间流动性波动加大直到3月下旬。之后，随着财政存款投放，银行间充裕水平回升，虽然央行未额外投放，但由于前期超储留存较多、政府债发行后置、信用扩张快速回落、存款迁徙货基和类货基等多因素综合作用，银行间流动性维持较舒适状态至今。

整体而言，3月下旬以来无风险利率下行，更多是其他银行间流动性因素供需作用的结果，央行公开市场操作维持等额续作，不收不投，央行无意通过显性操作进行对冲或放大，显示货币政策仍维持的是中性维稳态度。

往后看，实际经济韧性，名义价格惯性，海外货币也在考虑退出路径，年内央行通过降准补充基础货币的概率较低。但是随着货币自然增长，超储逐渐消耗，如果央行公开市场操作继续维持等额续作，后续银行间流动性将趋紧。

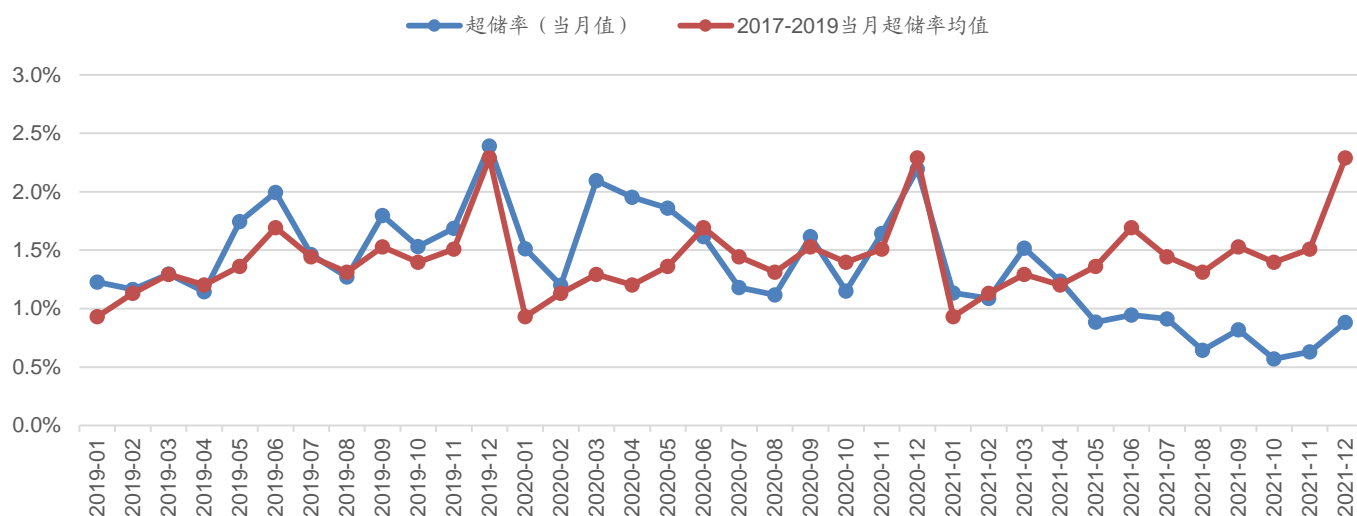
我们预计，随着经济修复到潜在经济增速，后续央行短期将更加关注价格趋势，长期关注宏观债务风险，这意味着货币政策阶段性趋势会是中性偏收敛。

图 10：十年国债与SHIBOR3个月利率（单位：%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：5月份开始，超储率可能开始明显低于历史同期值（2021年5月后为预测值）



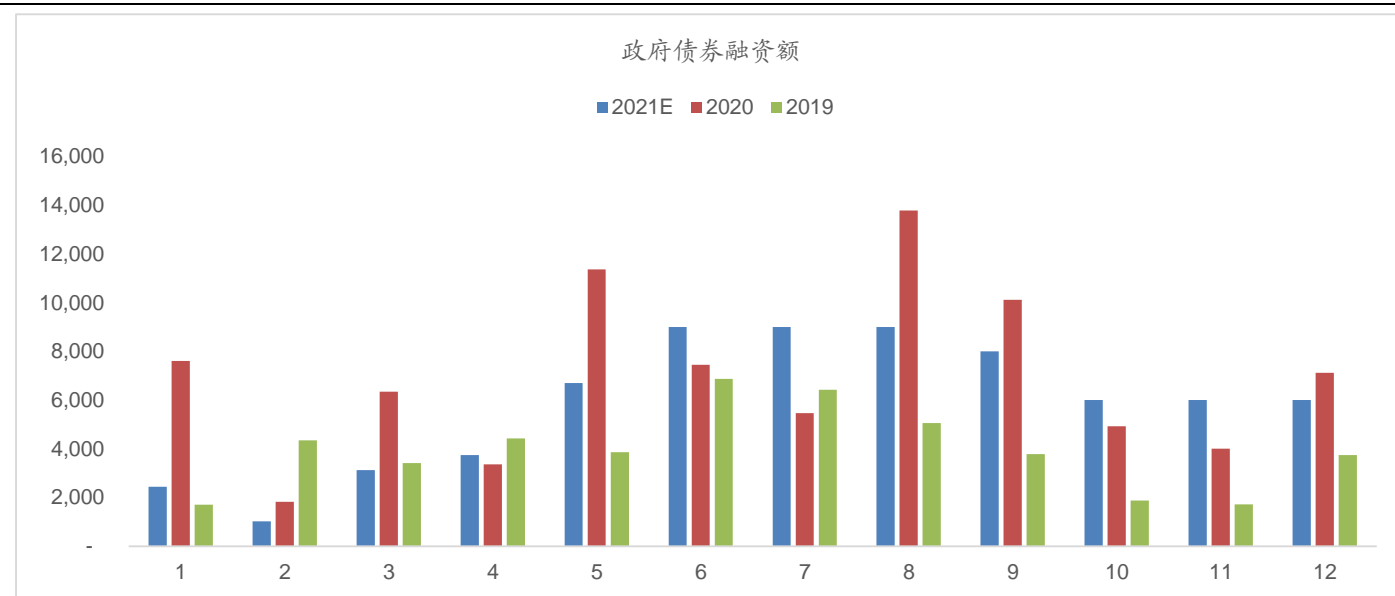
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）财政：显性财政后置与隐性财政降杠杆

按照今年财政预算，名义广义赤字限额为7.22万亿元（狭义赤字额3.57万亿元+专项债3.65万亿元）。每年真实赤字使用额（用政府债务增量）存在一定调整空间，经济好的年份可能会低于名义赤字额。2021年3月15日，国务院召开国务院常务会议，提及“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，考虑到开正门，堵偏门的财政基调，我们预计今年显性广义赤字额大概使用到7万元，政府降杠杆主要通过限制隐性债务增长。

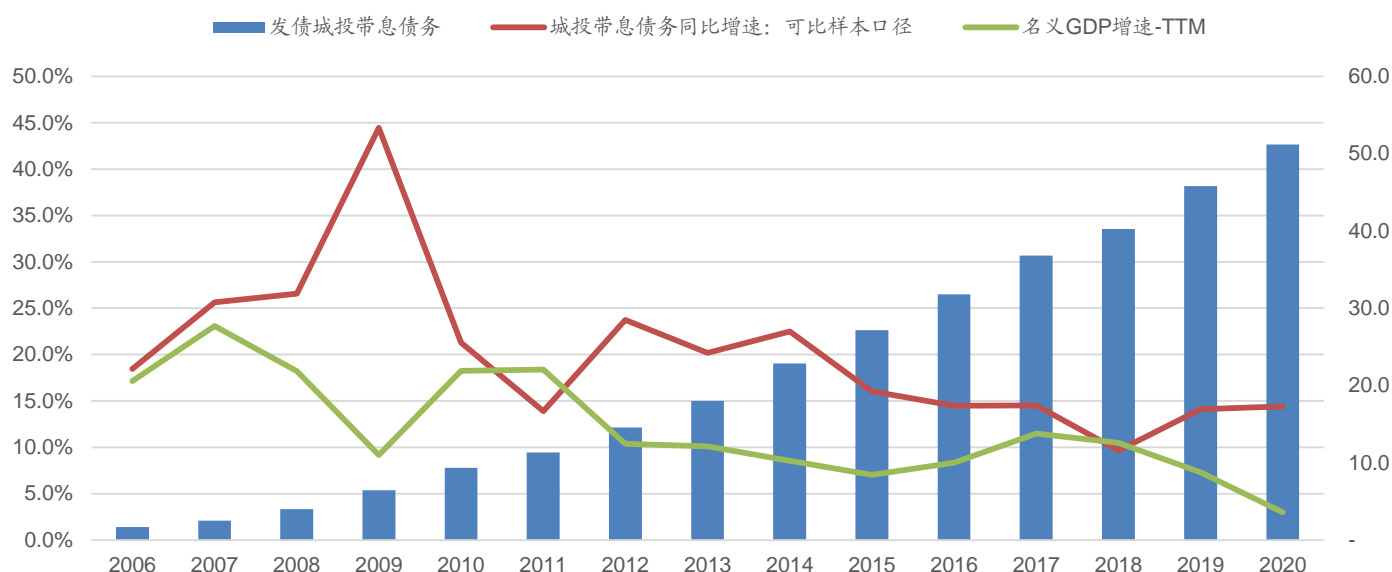
我们预计今年显性政府债务增量会相对后置，隐形债务增速会持续回落至名义GDP之下。从广义财政支出（公共财政+政府基金+PSL）和收入（供给财政+政府基金）增速差来看，2021Q1广义财政力度明显下降，预计后续延续中性偏紧区间。

图 12：显性财政：预计今年政府债融资月度分布更加后置（亿元）



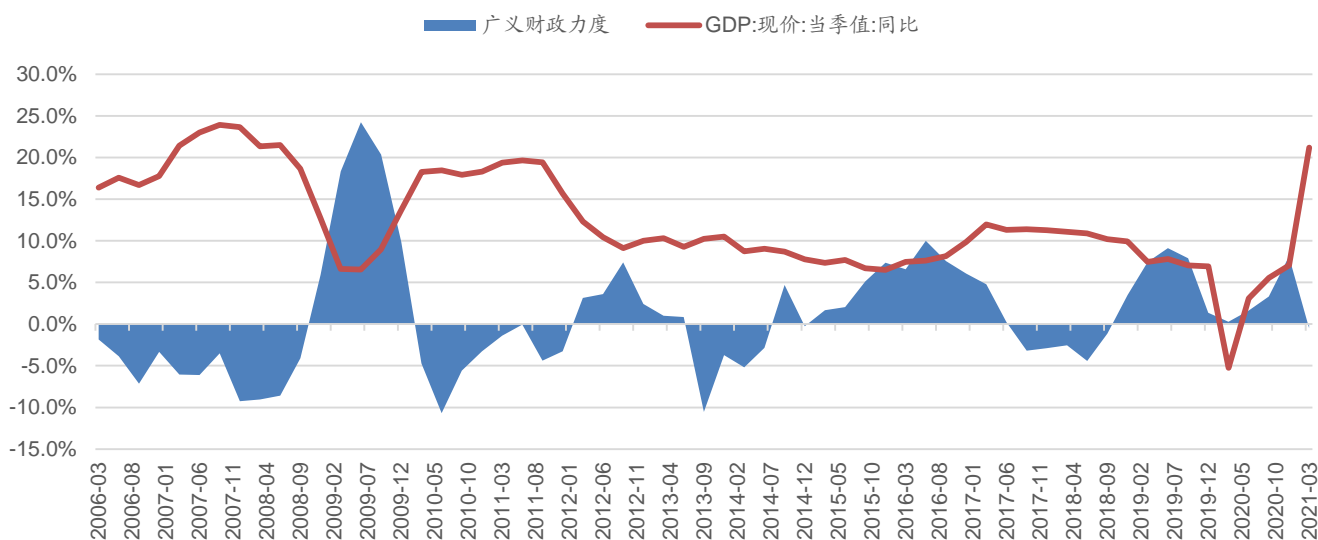
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：2021年6-12月为预测值，其他值为实际值。

图 13: 隐性财政: 预计今年隐形债务增速会回落到名义 GDP 增速之下 (万亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 2021-06-12 日更新

图 14: 当前财政扩张水平处于高位, 后续将继续拉动经济上行 (单位: %)



注: 广义财政力度=广义财政支出增速-广义财政收入增速, 广义财政包含公共财政、政府基金和 PSL

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

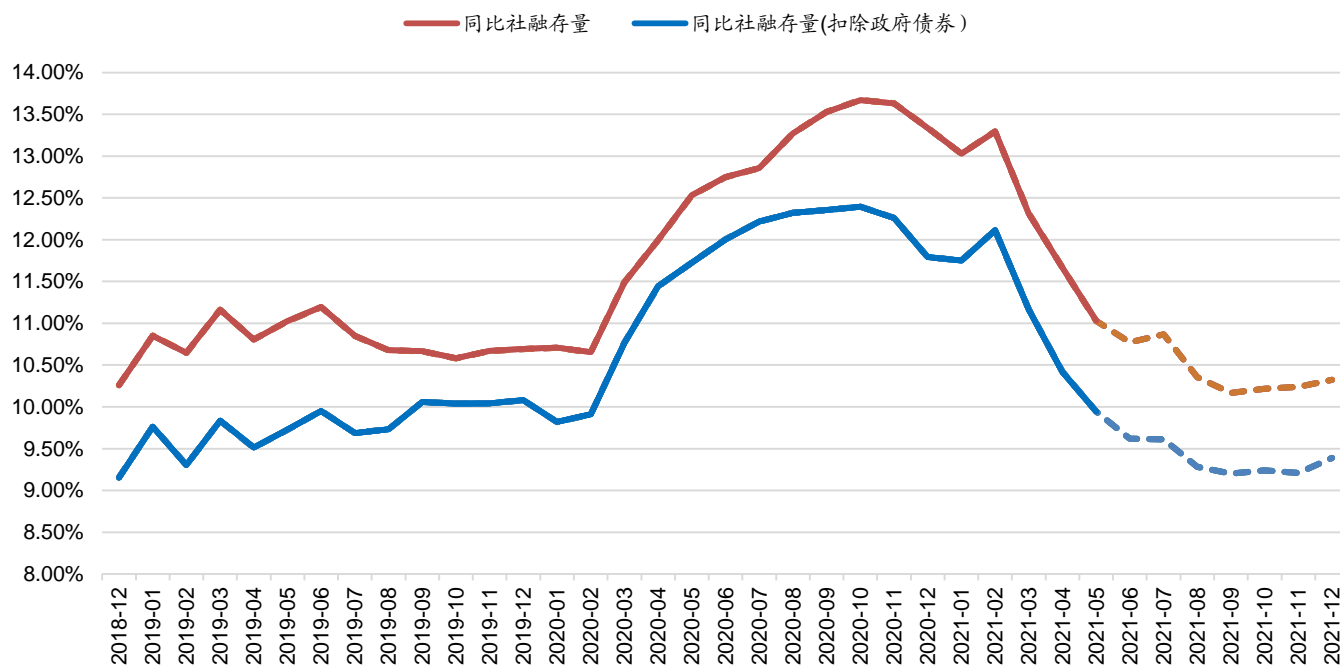
### (三) 信用: 预计 2021 年末社融存量回落至 10.3%

2021 年 1 月 22 日, 我们发布报告《下调全年社融增速预期》, 截至 5 月末, 社融存量增速为 11.0%, 较 2021 年底下降约 2.3 个百分点。我们预计, 随着隐性财政去杠杆、居民部门降杠杆, 叠加去年基数节奏, 预计后续社融增速仍会继续下行, 预计年内社融增速底部在三季度末, 到年底社融增速预计在 10.3% 左右。

从主要分项来看:

1. 实体融资内生需求抬升，信贷将是2021年社融增长的主要支撑因素，预计全年新增信贷19.7万亿元；
2. 政府债券是支撑2020年社融增速高增长的主要因素之一，随着2021年财政退潮，政府债券对社融的拉动作用减弱，预计全年政府债融资规模在7万亿；
3. 非标方面，2020年5月份以来，随着影子银行监管治理重启，影子银行规模下降，2021年是资管新规过渡期延期后的最后一年，老产品整改将加速，影子银行预计会继续收缩。
4. 企业债方面，由于地方政府隐性债务控制，预计城投后续净融资规模会下降。利率回升叠加结构性存款治理，预计套利类的债券发行规模也将下降。预计今年信用债融资增量较去年同期会下降。

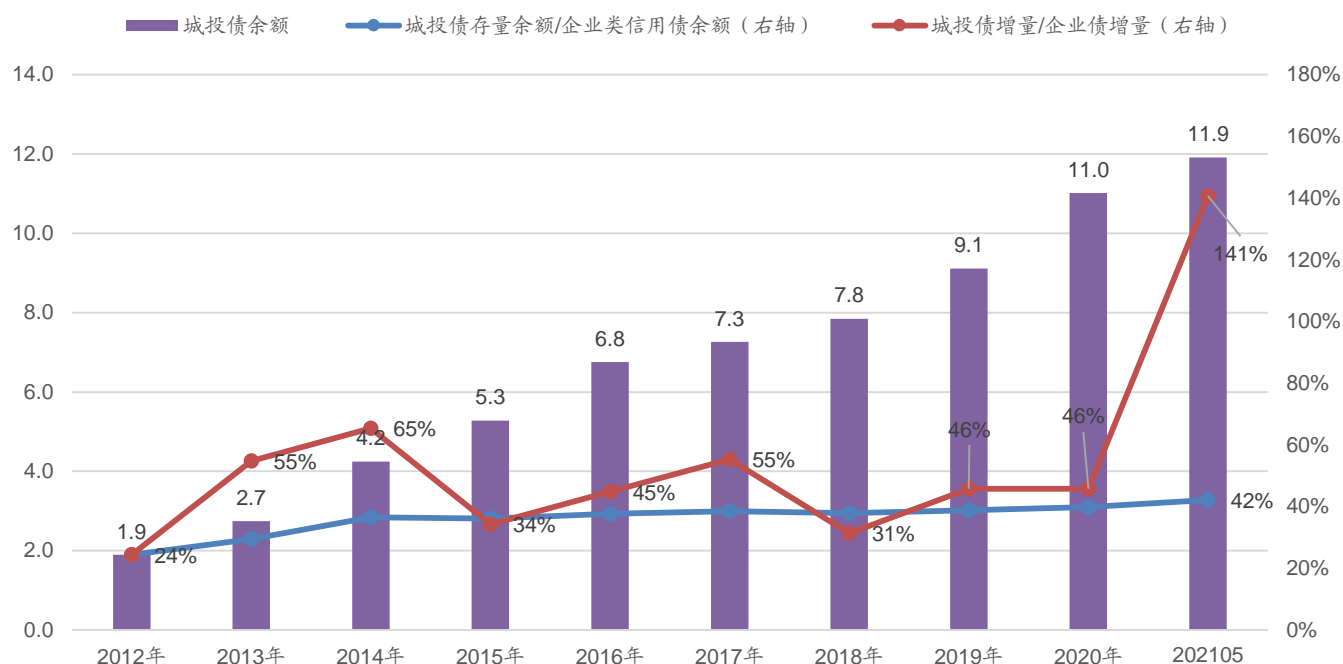
图 15：社融增速预估（2021年6月份后预估值）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

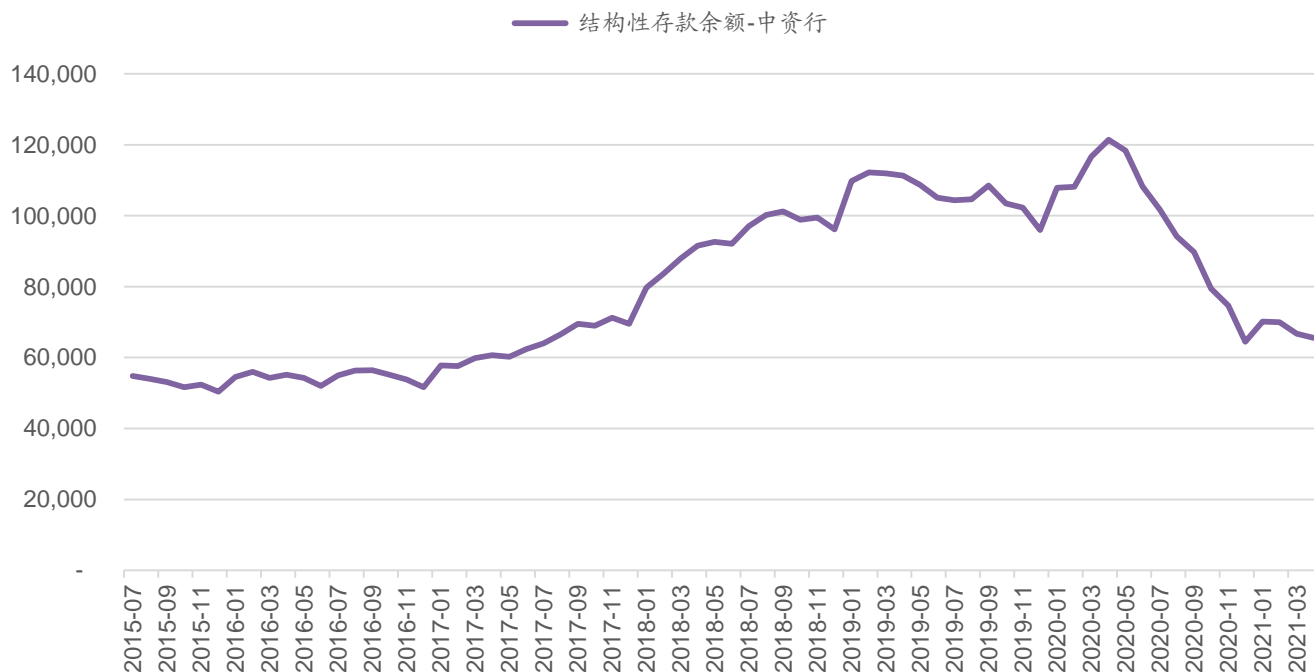


图 16: 城投债余额及增量占比 (万亿元)



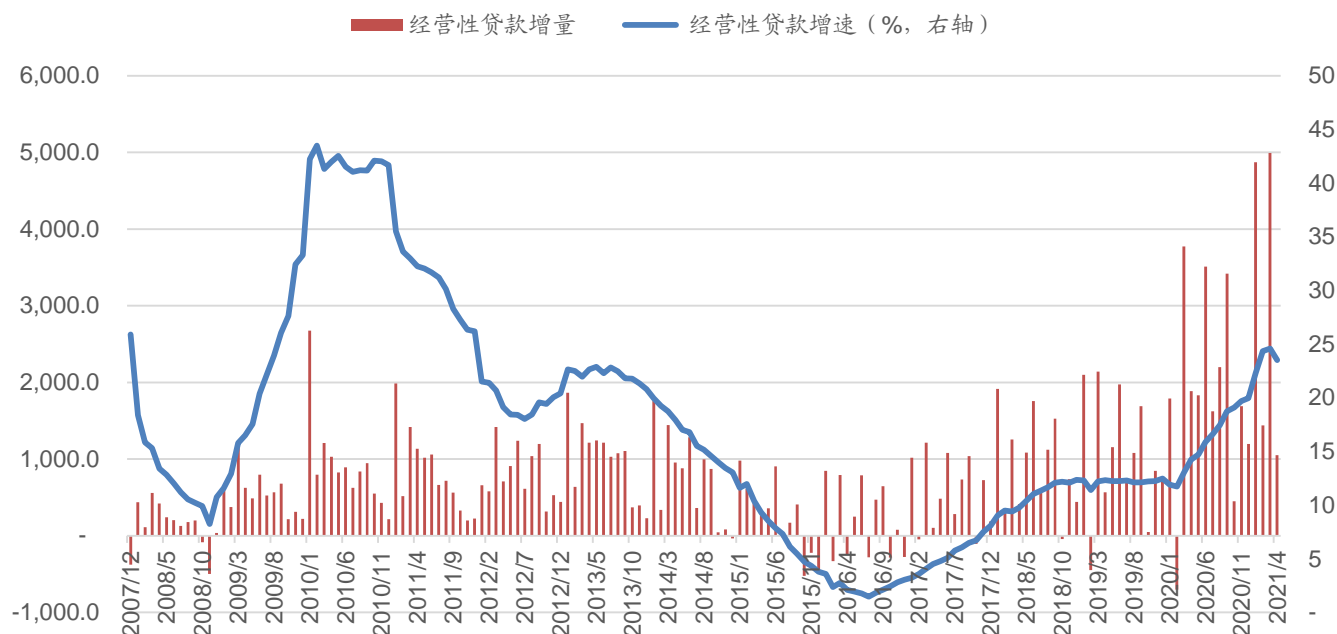
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 202105 增量为 2021 年前 5 个月增量。

图 17: 结构性存款压降趋势 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 经营性贷款趋势 (亿元)



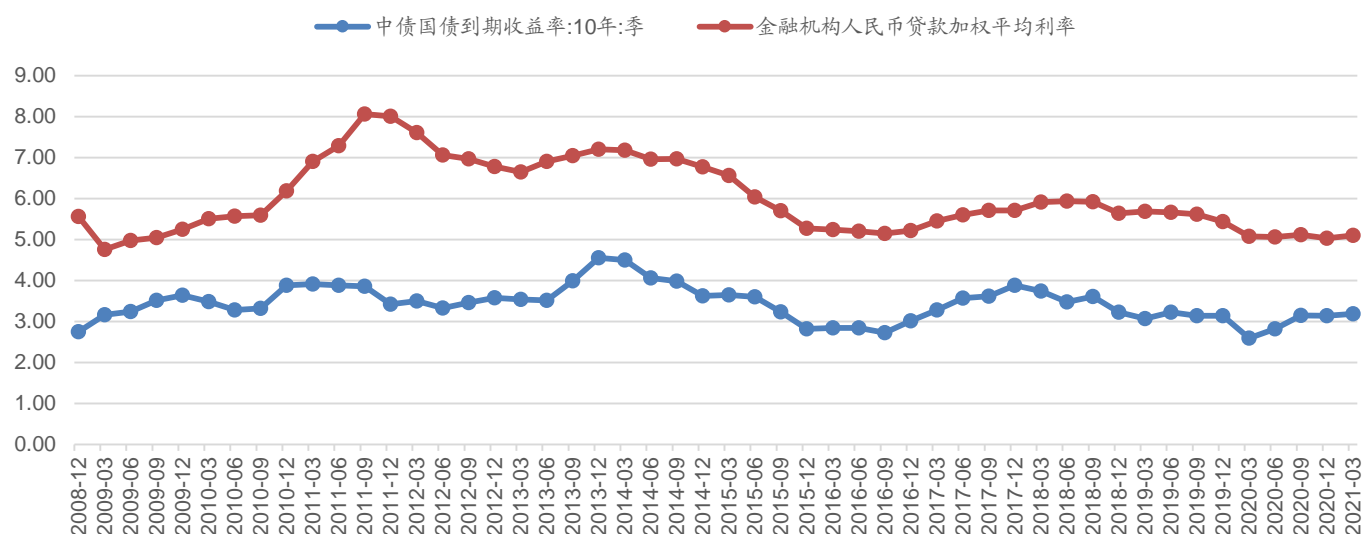
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### (四) 利率: 无风险利率和终端利率仍有上行空间

就无风险利率而言, 如前文论述过, 3月中下旬以来, 多方面因素综合作用下, 十年期国债收益率有一定回调。往后看, 预计前期主导力量回调的因素逐渐消退, 海外部分新兴经济体已经进入加息周期, 海外发达经济体也在考虑宽松政策退出节奏, 预计我国央行政策趋势将逐渐从中性维稳到关注价格趋势和长期风险, 货币政策易紧难松, 预计后续无风险利率仍有上行空间。

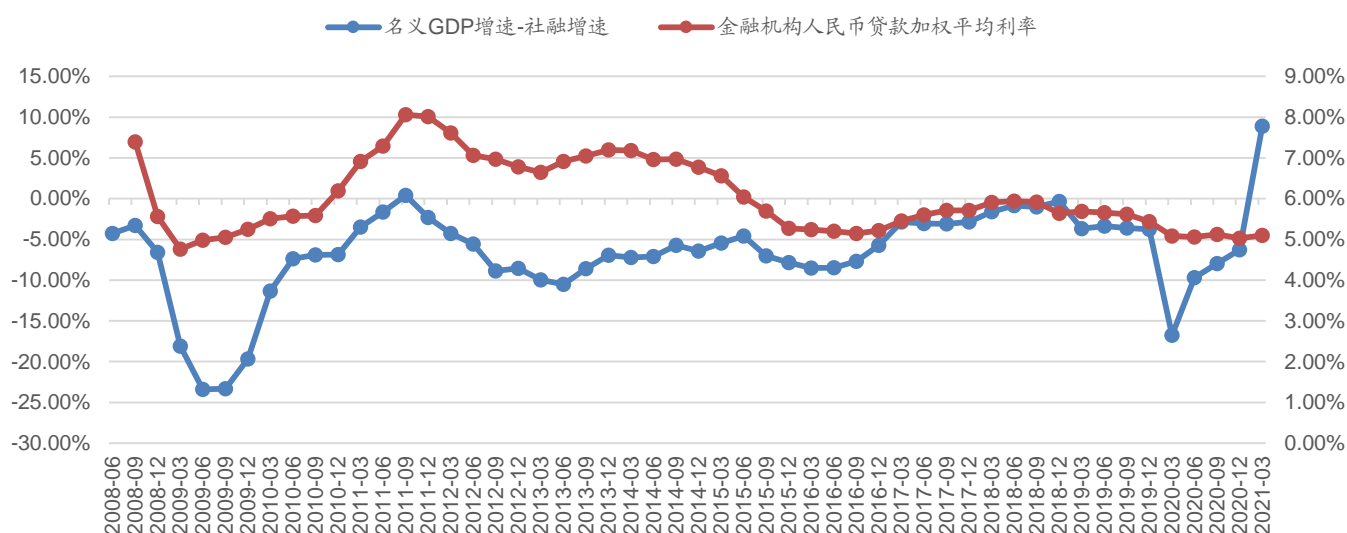
就终端贷款利率而言, 目前实体融资需求仍在, 货币和信用政策还在渐退过程中, 长端国债收益率已经回到了疫情前水平, 而终端贷款利率离疫情前水平尚有距离, 我们预计后续终端贷款利率将会继续回升。

图 19: 无风险利率与终端贷款利率趋势 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 实体供需与终端贷款利率趋势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、银行业基本面：景气度仍处于改善趋势中

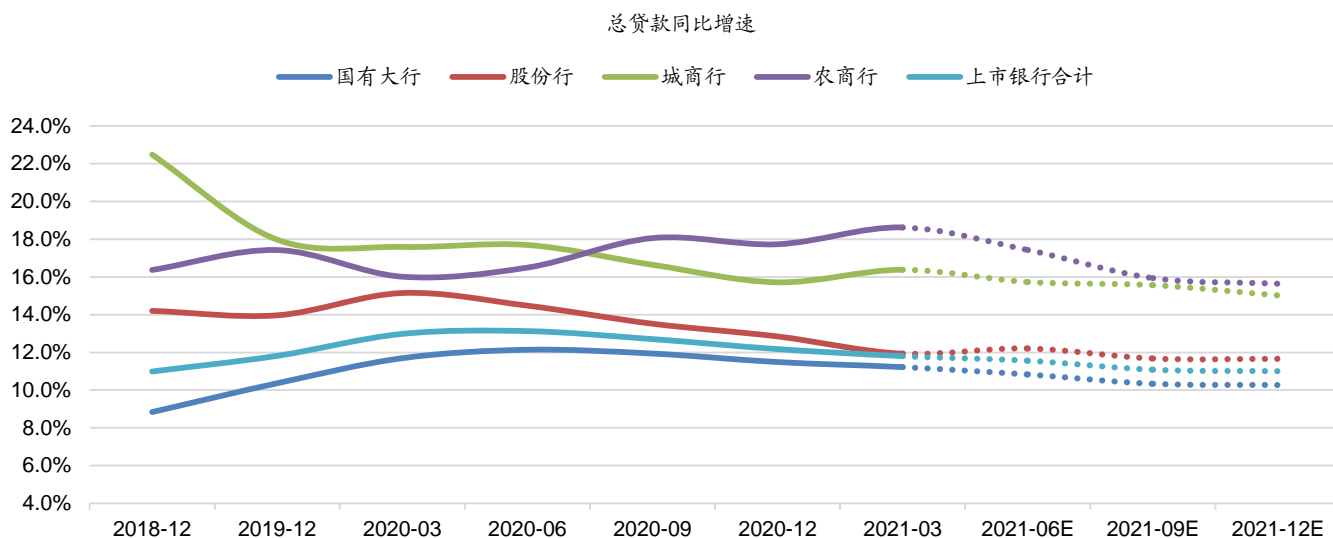
### (一) 规模：增速趋势下行

2021Q1，逆周期政策退出，叠加高基数影响，上市银行合计生息资产扩张延续了 2020Q4 的回落态势。具体来看：2021 年一季度，经济复苏实体融资需求回升，逆周期政策回归中性，在流动性环境边际收敛的背景下，贷款增量同比基本持平，增速略有放缓，但总体仍维持了较快的增长，是支撑规模扩张的最重要因素；金融投资增长放缓，同业资产增速下行明显。2021Q1 末，36 家 A 股上市银行合计生息资产同比增速为 8.7%，较 2020 年末下降 1.3PCT。

2021年年内来看，生息资产增速将继续缓慢下行，受基数影响，预计可能在2021Q3末达到阶段性低点。从生息资产主要细项来看：信贷供给方面，预计2021年信贷增量与上年相比持平或者略多，增速放缓，信贷投放节奏回归常态化，即上半年尤其是Q1信贷投放相对较多，下半年投放会逐渐减少；债券投资增长情况预计与信贷相似，总量增速放缓。板块内部，预计四个子板块规模增速均趋势下行，城农商行规模扩张快于国股行。

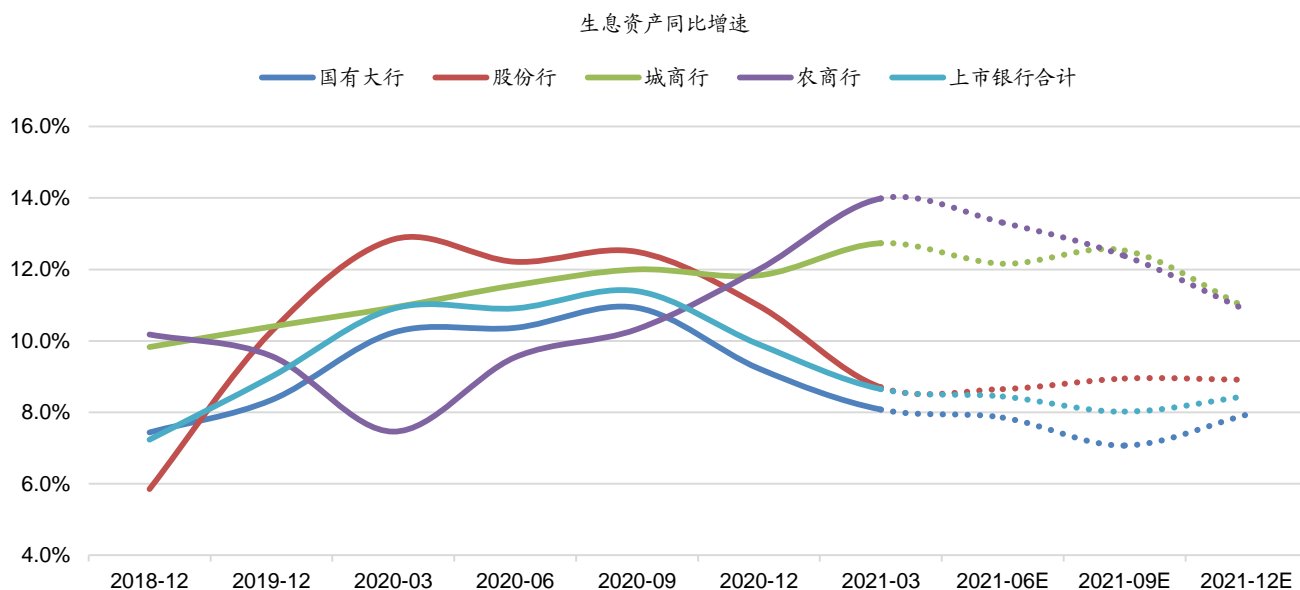
（注：除特别说明外，报告中统计口径为36家A股上市银行，包括6家国有大行、9家股份行、13家城商行和8家农商行。）

图 21：上市银行合计及子板块总贷款同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 22：上市银行合计及子板块生息资产同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）息差：企稳回升

终端贷款利率持续走高的背景下，息差企稳回升十分确定，资产端的预期差主要来自新增贷款收益率何时能超越存量贷款；负债端同业负债付息率上升侵蚀利差的逻辑正在兑现，大行和中小行间的分化仍将持续。

**资产端：**核心因素是新发贷款利率上行幅度，Q1以后重定价因素影响不在显著。前期，投资者主要担心息差受按揭贷款LPR转换一次性影响走弱，我们在前期报告（《资产收益率有望回升，哪些银行更受益？》，3月10日）已经强调，从2020年6月的视角看，非房贷款LPR调降影响在2020全部体现，房贷重定价集中在1月1日，近期我们和银行的沟通也充分证实了这一点，后续重定价影响将弱化。

LPR不变但加权贷款利率持续上行（新发贷款）背景下，期限较短的贷款能充分受益于利率上行，存量贷款到期越快，则更早享受利率收益。而且从产品看，个人和小微产品提价更容易，而长周期的基建、项目等对公贷款受制于领导层支持实体经济政策主基调，短期内仍受较大压制。

上市银行2020年6月末的贷款到期期限结构来看，1季度到期的贷款占比12%，2021年年内到期的贷款占比34%（含1季度到期），主要是大行贷款期限较长。考虑到今年到期的贷款结构，以及贷款的溢价能力，我们认为今年宁波银行、常熟银行和南京银行资产端收益率有望更快改善；招商银行1季度到期贷款较多，邮储银行1季度和全年到期贷款占比分别为14%和43%，在大行中位列第一，受益于个人贷款价格上行，今年资产端表或有较好表现。

表 2：2020年12月末，上市银行贷款到期日期限结构

银行简称	3个月以内	3个月至1年	1年至5年	5年以上	其他	合计
工商银行	9%	14%	17%	59%	1%	100%
建设银行	8%	19%	25%	43%	6%	100%
中国银行	12%	20%	27%	39%	2%	100%
农业银行	9%	21%	20%	50%	0%	100%
交通银行	11%	18%	21%	51%	1%	100%
邮储银行	14%	29%	20%	37%	0%	100%
招商银行	17%	25%	27%	31%	1%	100%
中信银行	18%	26%	23%	31%	2%	100%
民生银行	16%	30%	29%	24%	1%	100%
兴业银行	16%	20%	23%	40%	1%	100%
浦发银行	20%	29%	24%	25%	1%	100%
华夏银行	19%	28%	34%	19%	1%	100%
平安银行	24%	25%	28%	23%	0%	100%
光大银行	11%	23%	25%	25%	16%	100%
浙商银行	17%	45%	24%	13%	1%	100%
北京银行	14%	27%	27%	31%	1%	100%
上海银行	17%	29%	33%	21%	0%	100%
江苏银行	26%	38%	18%	18%	1%	100%
南京银行	15%	38%	30%	16%	0%	100%

宁波银行	14%	44%	27%	15%	1%	100%
杭州银行	8%	29%	37%	25%	1%	100%
贵阳银行	8%	19%	36%	34%	3%	100%
成都银行	7%	18%	44%	30%	1%	100%
郑州银行	11%	29%	35%	22%	3%	100%
长沙银行	16%	29%	30%	25%	1%	100%
常熟银行	17%	41%	20%	22%	0%	100%
无锡银行	12%	35%	35%	17%	1%	100%
江阴银行	18%	47%	21%	12%	2%	100%
张家港行	15%	46%	22%	17%	1%	100%
苏农银行	16%	49%	16%	19%	0%	100%
紫金银行	18%	43%	15%	24%	0%	100%
青岛银行	11%	25%	35%	29%	1%	100%
西安银行	9%	36%	52%	2%	1%	100%
青农商行	10%	33%	35%	22%	1%	100%
苏州银行	15%	42%	23%	20%	1%	100%
渝农商行	9%	29%	28%	33%	0%	100%
上市银行合计	12%	22%	23%	40%	2%	100%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：其他包含“不计息”、“已逾期”和“即期偿还”

表 3：2020年12月末，上市银行资产重定价期限结构

银行简称	3 个月以内	3 个月至 1 年	1 年至 5 年	5 年以上	其他	合计
工商银行	37%	35%	11%	10%	6%	100%
建设银行	48%	27%	11%	11%	4%	100%
中国银行	41%	32%	11%	8%	9%	100%
农业银行	38%	32%	15%	12%	3%	100%
交通银行	37%	28%	15%	11%	10%	100%
邮储银行	51%	24%	13%	8%	4%	100%
招商银行	39%	35%	14%	7%	5%	100%
中信银行	49%	23%	15%	5%	7%	100%
民生银行	32%	30%	24%	9%	5%	100%
兴业银行	48%	18%	16%	8%	9%	100%
浦发银行	34%	22%	26%	9%	9%	100%
华夏银行	41%	26%	25%	6%	2%	100%
平安银行	38%	29%	20%	6%	7%	100%
光大银行	58%	16%	14%	8%	5%	100%
浙商银行	23%	32%	28%	10%	6%	100%
北京银行	41%	23%	20%	10%	6%	100%
上海银行	31%	28%	22%	7%	11%	100%
江苏银行	37%	24%	21%	10%	9%	100%
南京银行	30%	27%	25%	11%	7%	100%



宁波银行	18%	30%	22%	11%	19%	100%
杭州银行	30%	24%	26%	13%	7%	100%
贵阳银行	32%	14%	33%	26%	4%	100%
成都银行	39%	30%	18%	7%	7%	100%
郑州银行	28%	28%	31%	10%	3%	100%
长沙银行	33%	23%	30%	6%	9%	100%
常熟银行	26%	35%	23%	7%	9%	100%
无锡银行	35%	27%	30%	5%	3%	100%
江阴银行	15%	40%	23%	15%	6%	100%
张家港行	26%	32%	30%	9%	2%	100%
苏农银行	26%	45%	18%	6%	6%	100%
紫金银行	33%	52%	11%	1%	3%	100%
青岛银行	30%	33%	20%	14%	3%	100%
西安银行	37%	30%	22%	9%	1%	100%
青农商行	34%	37%	19%	8%	2%	100%
苏州银行	22%	29%	30%	17%	1%	100%
渝农商行	26%	27%	23%	15%	9%	100%
上市银行合计	40%	29%	15%	10%	6%	100%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：其他包含“不计息”、“已逾期”和“非生息”

**负债端：**同业负债成本上行拖累息差的逻辑正在兑现，大行和中小行间分化仍将持续。从1季度来看，同业存单价格变化对同期息差变化的影响基本为正，同业成本没有成为息差分化的主要因素，主要是由于：1.贷款季节性多投，存款增长较好，叠加去年以来的结构性存款压降，存款驱动负债成本下行；2.负债来源充沛，银行发行长长期限存单补负债缺口动力不足。

但往后看，存款充沛的季节性因素将逐渐消退，在没有央行持续指导压降主动存款的背景下，存款竞争将逐渐回归，全年存款成本保持1季度水平已然不易。根据我们测算（测算逻辑见表注释）2季度开始，存单价格变化将逐渐对息差形成拖累，并在3季度和4季度继续加深，全年来看，大行和存款基础较好的银行与中小行间仍将出现较大分化。

表 4：A股上市银行同业存单价格变化对同期息差变化的影响幅度测算（单位：BP）

公司名称	17-12	18-12	19-12	20-03	20-06	20-09	20-12	21-03	21-06E	21-09E	21-12E
工商银行											
建设银行	5	-0	3	0	0	-0	-1	1	0	-0	-0
农业银行	0	-0	2	1	-1	0	-1	1	1	-1	-1
中国银行	-0	1	-2	-0	0	-1	-0	2	0	-1	-0
交通银行	-2	-1	6	1	4	6	4	4	1	-2	-0
邮储银行					-1	-0	-0	0	0	-0	0
招商银行	-3	1	0	-0	0	2	0	2	1	1	1
兴业银行	-1	-4	8	-1	7	7	5	6	-1	-3	-3
中信银行	-2	-1	8	3	3	6	2	3	1	-2	-2

浦发银行	-1	-2	7	8	5	5	4	1	-2	-2	-5
光大银行	-11	5	1	4	5	5	5	-0	-4	-3	-4
平安银行	-8	1	15	7	12	12	3	5	-4	-5	-6
民生银行	-7	1	8	5	3	6	5	5	-0	-6	-8
华夏银行	-13	3	4	6	5	8	9	2	-1	-6	-6
浙商银行	-11	-4	10	0	5	8	11	6	-1	-2	-6
江苏银行	-27	8	20	9	5	8	11	5	2	-4	-8
北京银行	-15	-9	14	8	7	5	8	4	1	-1	-5
宁波银行	-13	7	17	9	8	11	4	4	-0	-3	-3
南京银行	-18	-1	15	10	8	8	7	2	-0	-4	-4
杭州银行	-20	-4	1	11	11	11	14	-3	-3	-5	-6
上海银行	-5	0	10	2	2	2	2	-3	-5	-8	-7
成都银行	-16	-9	12	4	10	10	9	3	-3	-5	-7
长沙银行	4	-8	19	7	8	9	16	4	3	-3	-8
贵阳银行	-23	-13	29	13	17	11	7	1	-3	-3	-3
郑州银行	-15	8	14	10	9	12	11	5	-2	-5	-7
苏州银行	-20	-3	12	15	10	5	4	-0	-3	-2	-1
青岛银行	-9	1	-3	3	3	4	6	4	1	-2	-4
西安银行	-5	-40	30	32	32	9	8	4	0	-1	-4
常熟银行	-21	13	9	6	1	2	2	1	2	1	0
无锡银行	-3	-2	-4	5	2	2	2	-2	-1	-3	-3
渝农商行	-18	15	6	2	4	6	14	7	-1	-5	-9
紫金银行	-53	11	19	9	12	17	12	3	-3	-6	-7
青农商行	-8	-16	15	14	16	11	13	7	-1	-3	-7
江阴银行	-5	-5	-10	3	4	4	4	-4	-2	-1	-2
张家港行	3	-5	-1	1	-1	5	3	1	1	0	0
苏农银行		-29	8	5	5	3	9	-3	-2	-2	-4

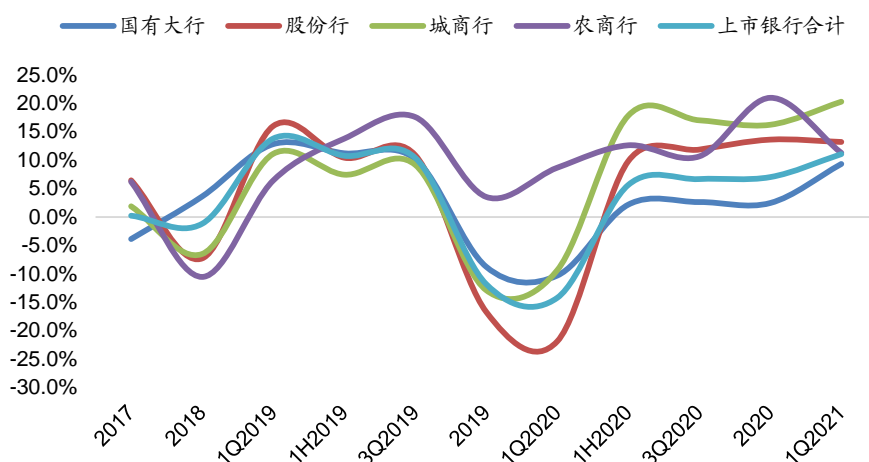
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

注：以上数据截至6月14日，假设以“（期初同业存单平均付息率-期末同业存单平均付息率）\*期末同业存单平均余额/期末计息负债平均余额”来衡量同业存单价格变化对同期息差变化的影响幅度

### （三）中收：持续向好

下半年来看，中收持续向好主要由两方面驱动：1.去年低基数导致1季度手续费收入高增，这里需要注意的是，去年下半年全国仍有零星疫情爆发，监管层面持续要求银行减费让利，低基数效应在预计下半年仍有延续。2.今年是资管新规最后一年，去年在新规转型压力下各家银行零售AUM都有显著增长，当前理财净值化水平大约在70%-80%，最后一年增长空间仍然较大。1季度基金市场火爆也推动银行代理业务、结算清算业务、托管业务收入快速增长，年后虽然市场有所波动，但目前看部分基金已回到前期高点；基金相对散户有净值低波动优势，下半年代销或较前期回落，但预计整体影响不大。

图 23: 上市银行合计及子板块手续费及佣金净收入同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 银行零售AUM增速

银行简称	2017A	2018H1	2018A	2019H1	2019A	2020H1	2020A
工商银行	8.3%	5.8%	3.9%	4.5%	8.1%	10.7%	9.6%
交通银行	-	-	6.1%	-	12.7%	13.7%	13.0%
邮储银行	-	-	-	-	-	-	12.5%
招商银行	11.5%	12.5%	10.3%	9.4%	10.2%	13.8%	19.3%
中信银行	18.4%	-100.0%	15.3%	-	17.9%	14.3%	6.5%
民生银行	13.8%	15.3%	14.9%	-100.0%	11.3%	-	4.0%
兴业银行	14.2%	9.0%	18.2%	20.4%	17.6%	18.7%	25.3%
浦发银行	-	-	14.5%	-	12.6%	13.0%	54.2%
华夏银行	-	-	-	-	22.9%	-	10.5%
平安银行	36.2%	28.0%	30.4%	44.2%	39.9%	32.3%	32.4%
光大银行	-	-	-	-	15.0%	-	12.4%
浙商银行	-	-	-	-	18.5%	17.3%	13.3%
上海银行	8.3%	16.0%	20.9%	20.7%	22.4%	20.4%	17.8%
南京银行	-	-	20.6%	-	15.0%	15.0%	12.6%
宁波银行	-	-	16.5%	-	23.7%	-	22.0%
长沙银行	-	-	-	-	-	-	21.7%
青岛银行	-	-	-	-	23.6%	-	24.9%

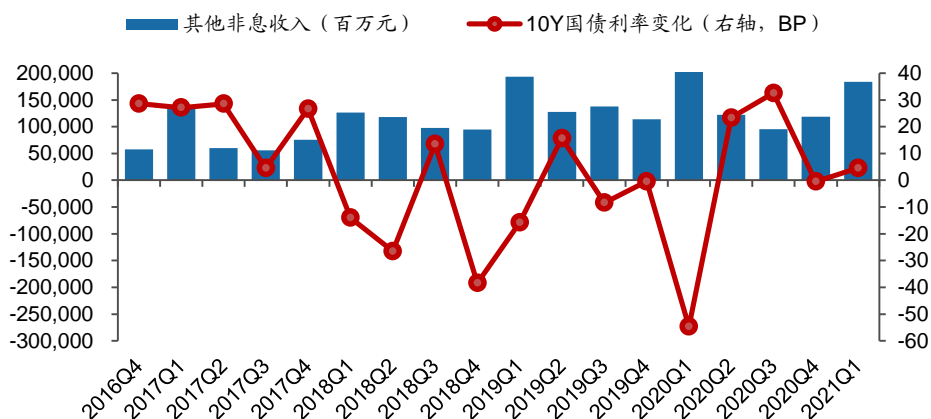
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### (四) 其他非息: 基数效应或帮助其他非息收入企稳

其他非息收入主要反映利率变化对银行公允价值计量金融资产的估值变动, 历史上来看有明显季节性, 与10Y国债收益率相关性较大。1季度其他非息收入同比大幅下滑主要是受去年同比高基数的影响(2020年1季度10年期国债收益率环比下降55BP), 部分银行生息资产置换公允价值投资也有较大影响。往后看, 2020年4月

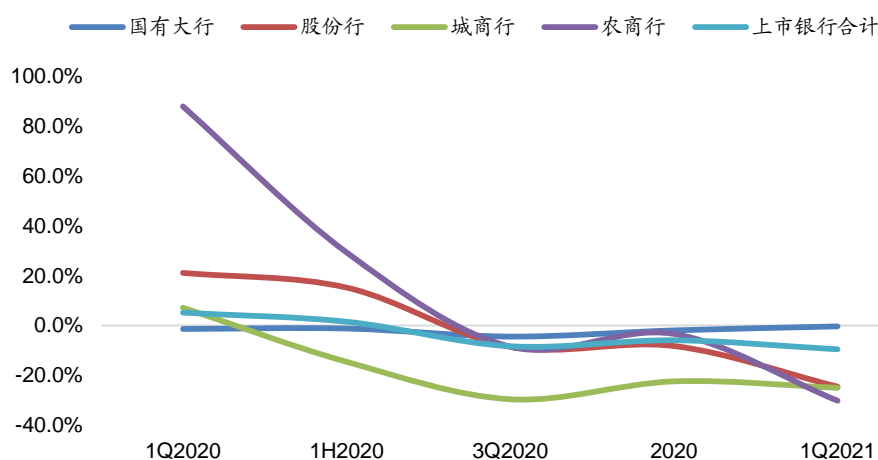
开始10年期国债收益率大幅上行，4季度才有所回落，如果当前无风险利率保持在区间震荡，则利率环境对其他非息收入整体呈正贡献，但考虑到部分银行规模有所缩减，全年来看增速大概率企稳。

图 24：上市银行合计其他非利息收入与10Y国债收益率变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 25：上市银行合计及子板块其他非息收入同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （五）资产质量：不良生成缓和，信用成本下行

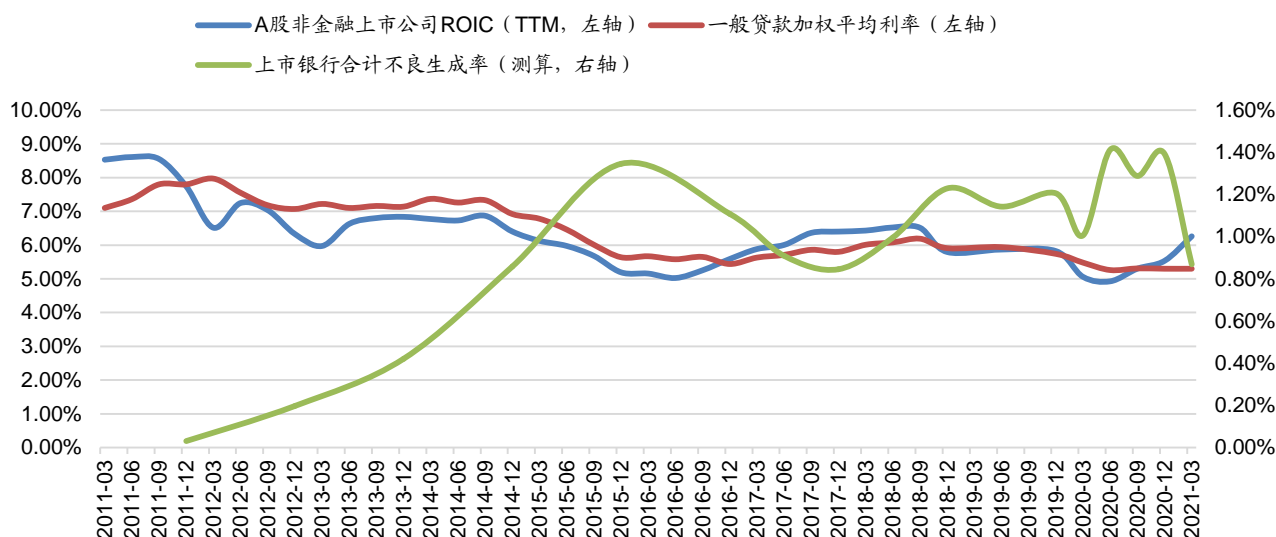
2021年一季度末，上市银行整体以及各子板块不良贷款率环比均下行，其中股份行、城商行下行相对较多。在不良认定更趋严格的背景下，关注类贷款占比、不良生成率等前瞻性指标总体向好。信用成本延续了2020年下半以来的下行态势。

随着名义GDP增速回升，我们预计银行业资产质量将继续向好，2021年不良生成率同比有望下行。具体来看：1.对公方面，国内经济逐渐向正常水平回归，企业盈利能力边际改善，2021年一季度A股非金融上市公司ROIC环比提高73BP至6.26%，大幅

高于同期一般贷款加权平均利率，偿债压力有所缓解；同时考虑到，2020年银行总体上前瞻性加大了风险的认定和处置力度，预计后续对公整体不良生成压力下降。2. 零售方面，由于政策对冲的力度相对较弱，相较对公而言，疫情对零售信贷的冲击在2020年暴露和处置均较为充分，在2020年二季度和三季度经过两轮不良爆发高峰期之后，随着居民就业、收入逐步恢复，还款能力回升，2020年四季度以来零售信贷资产质量整体压力趋于缓和。

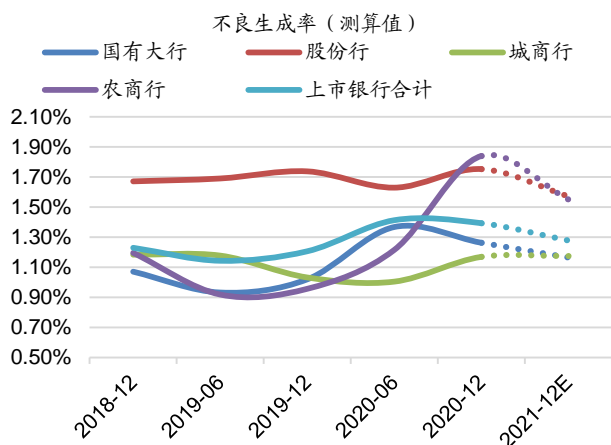
总体来看，考虑到2020年不良的认定和处置力度较大、存量风险消化较为充分，随着经济继续修复，预计2021年银行业整体资产质量将转好。随着不良生成压力下降，2021年拨备计提力度和信用成本预计不会高于2020年，这对后续银行业绩向好趋势形成支撑。

图 26：A股非金融上市公司ROIC大幅高于一般贷款加权平均利率，上市银行不良生成率同步下行



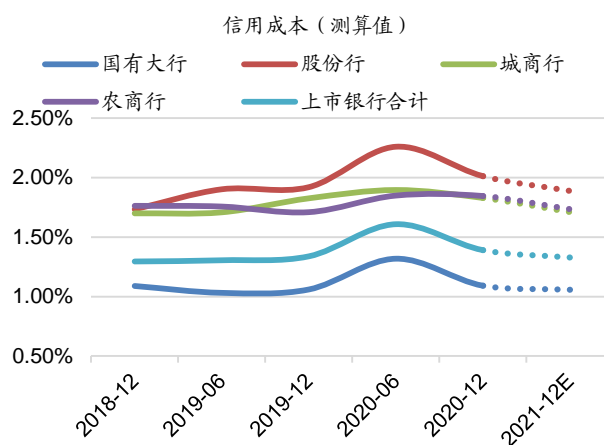
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 27：上市银行合计及子板块不良生成率（测算值）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 28：上市银行合计及子板块信用成本（测算值）



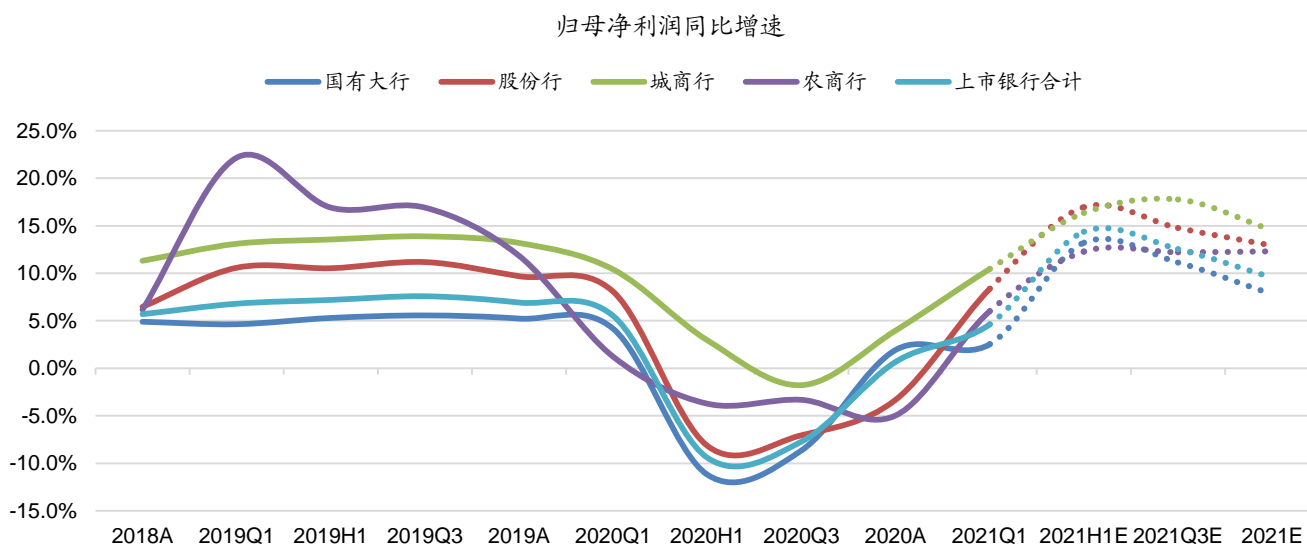
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 五、业绩展望：盈利增速回升，个股分化加剧

2021年一季度，36家A股上市银行整体营收和PPOP增长较2020年放缓，主要是息差环比收窄和成本收入比贡献由正转负所致，前者是主因；受益于不良生成放缓，信用成本下行，一季度盈利增长边际加快，归母净利润同比增长4.6%。子板块业绩变化趋势与行业一致，分化更为明显。

展望2021年全年，经济复苏、政策回归常态，年内生息资产规模增长可能会延续放缓态势，终端利率上行将驱动息差企稳回升，资产质量转好叠加前期风险准备金计提较为充分将会带来信用成本的节约。我们预计，低基数效应下，2021年全年36家A股上市银行合计归母净利润增速将达到9%左右的新高。个股之间的分化预计加剧，息差有望率先改善、资产质量和拨备水平较优的银行业绩确定性强且弹性更大。

图 29：上市银行合计及子板块归母净利润同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 六、投资建议：攻守兼备，挖掘弹性

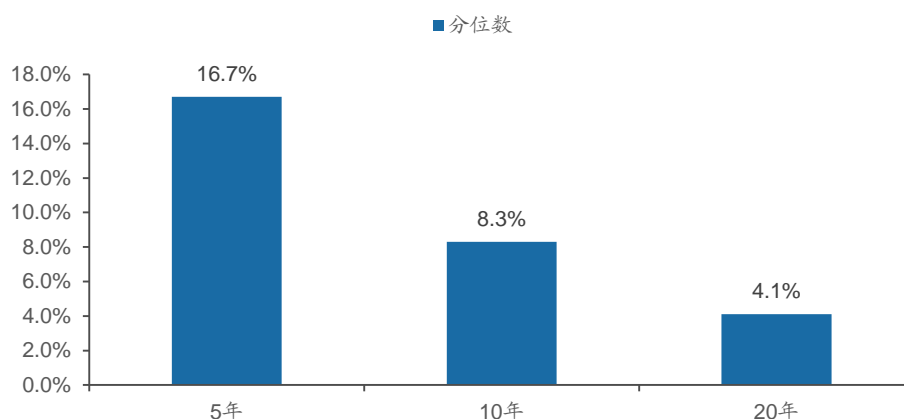
### （一）当前估值分位仍在最低区间，相对价值显著

年初以来，板块有所反弹，相对收益显著，但板块历史估值处于低分位上，从5年、10年和20年期间上来看，板块（申万银行）PB估值位于最低的16.7%，8.3%和4.1%分位上，估值没有显著提升，主要是每年约10%的ROE对估值消化较大。

相对估值来看，去年8月至今年3月末，板块相对估值企稳并逐渐回升，但回升幅度较小，3月以来银行板块相对估值略有回落。

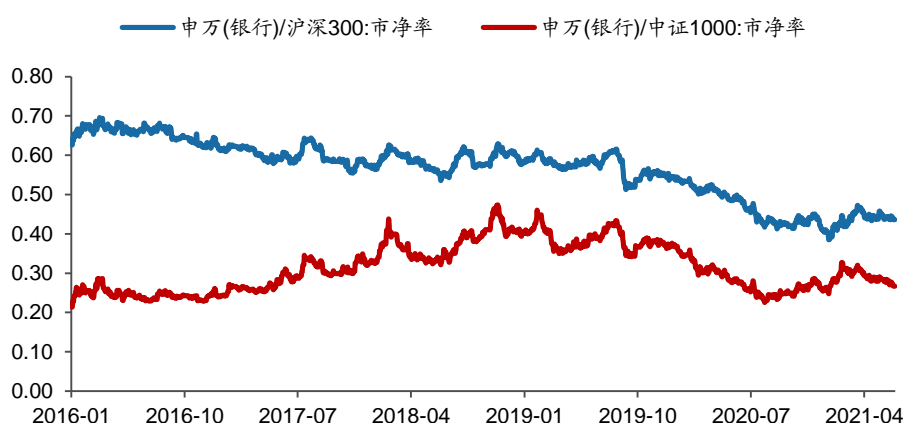


图 30: 当前银行板块处于5年最便宜的15%分位左右



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 板块相对估值仍处于低位



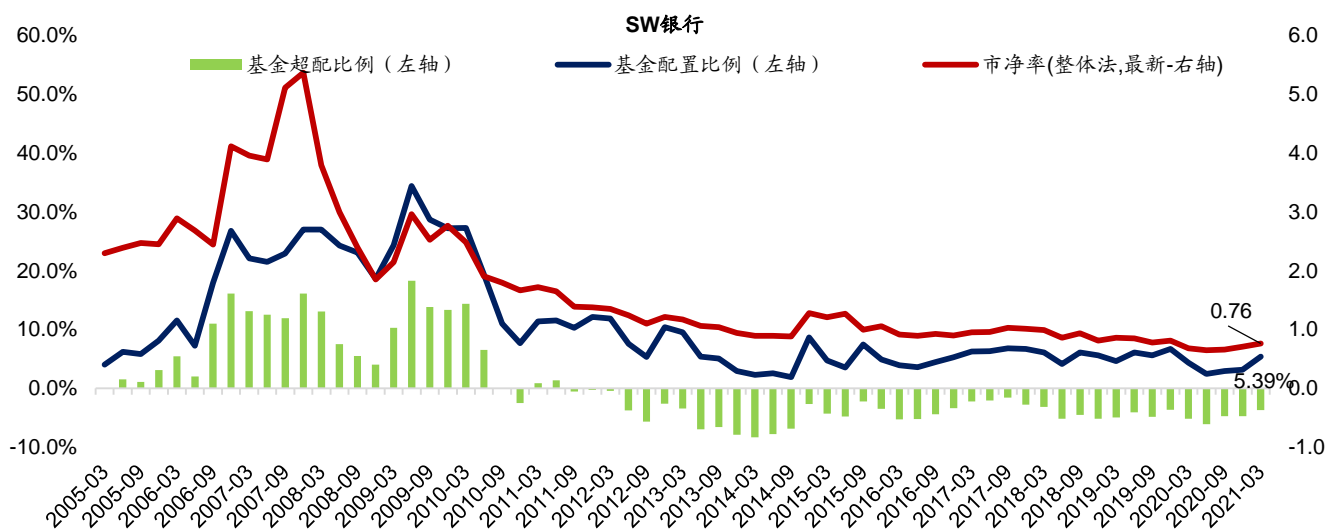
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (二) 机构配置情况: 仓位仍处于底部区间

2021Q1末, 银行板块公募基金配置比例为5.39%, 环比上升2.23PCT, 实现连续三个季度回升, 整体仍处于较低区间; 与A股上市银行自由流通市值占比相比, 低配比例为3.70PCT, 低配比例处于2011年以来从低到高的58%分位。配置比例环比明显回升, 预计主因是: 1. 宽松流动性环境退出压制股市估值, 经济复苏背景下, 叠加对后续流动性边际收紧的预期, 使得市场风格偏好转向盈利驱动; 2. 2021Q1银行年报陆续披露, 20Q4盈利显著改善, 加上估值水平和仓位均具备相对优势, 板块迎来配置期。

2021Q2在流动性环境阶段性回升的背景下, 预计公募基金银行配置比例有所降低。目前来看, 信用需求向上, 信用供给收敛, 考虑到银行业景气度仍处于回升通道, 银行板块配置价值上升。

图 32: 21Q1末, 公募基金持仓申万银行板块比例为5.39%, 环比上升2.23PCT, 板块PB估值(整体法, 最新)为0.76倍(单位: 倍)



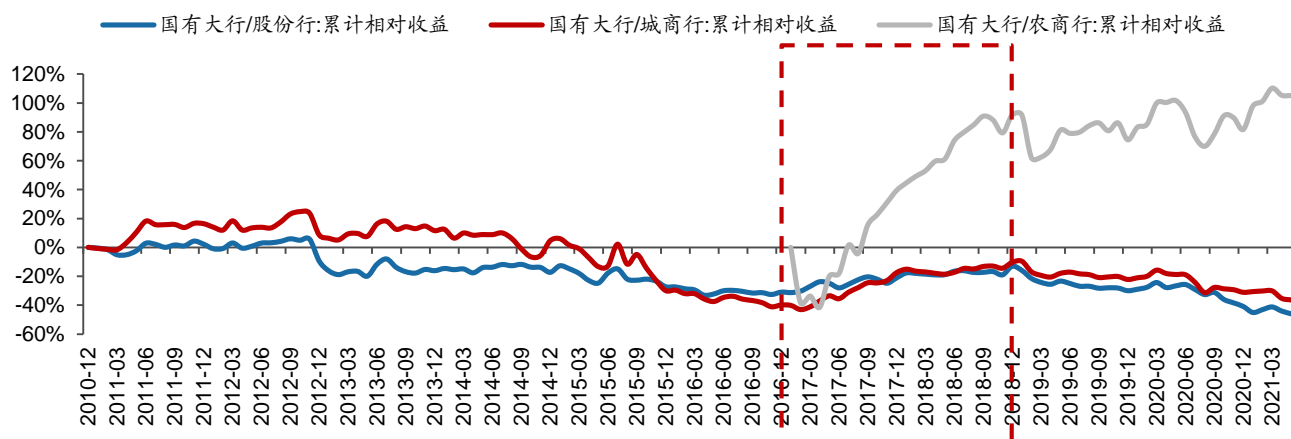
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### （三）板块攻守兼备

往下半年看, 银行业景气度仍在回升, 考虑到社融增速仍在下行通道, 广义流动性环境感知易紧难松, 我们继续看好银行板块超额收益, 同时板块估值历史低位, 银行攻守兼备。

分类型上, 利率上行期大行和负债有优势的银行基本面趋势更占优, 一方面, 资产端受益于利率上行, 关注新发贷款利率何时超过存量利率; 另一方面, 负债优势显著, 利率上行期存款活化降低成本, 而且在同业成本滞后上行的背景下相对优势更加显著。

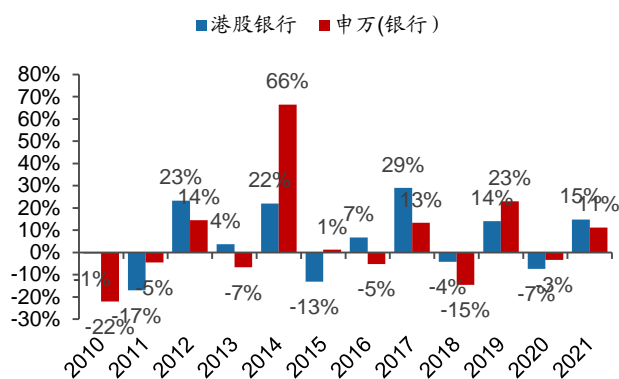
图 33: 利率上行期大行对股份行、城商行和农商行有相对收益



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

利率上行期港股表现优于A股，就上一轮终端利率上行周期（2016-2018）来看，港股银行较A股有优势，本轮（2021年初至今）港股银行上涨15%，优于A股银行（申万）指数的11%。港股表现较好的原因主要是港股银行主要为国有大行，反映海外投资者看好大行顺周期表现。

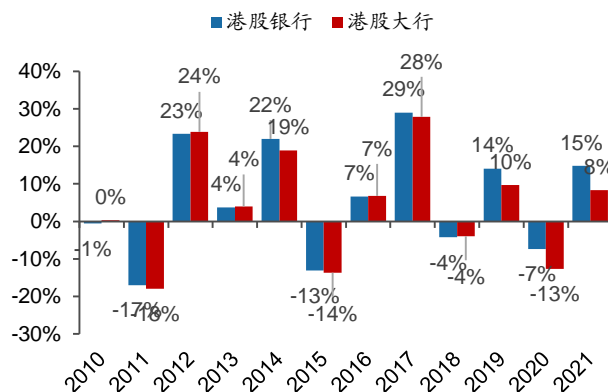
图 34：终端利率上行期港股银行表现好于A股



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：港股银行为香港上市内地银行股，涨跌幅为流通市值加权

图 35：港股大行表现优于港股银行总体



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：港股大行为六大行 H 股，涨跌幅为流通市值加权

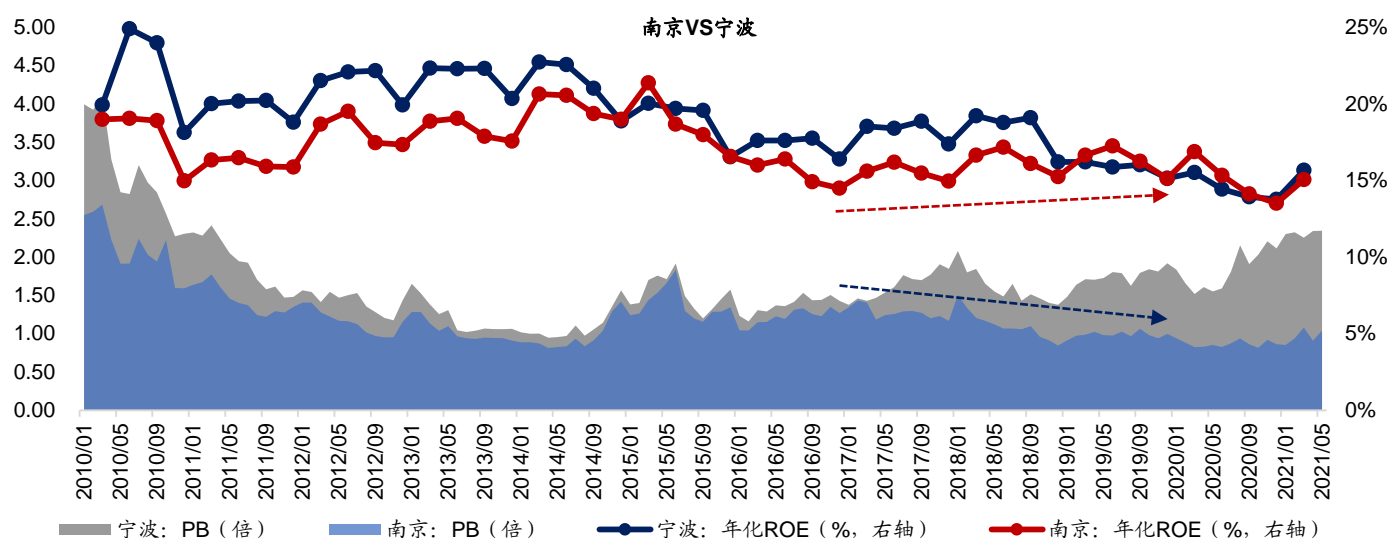
## （四）个股亦有弹性

### 1. 南京银行：基本面与估值修复共振，攻守兼备

#### （1）前期估值约束因素消散

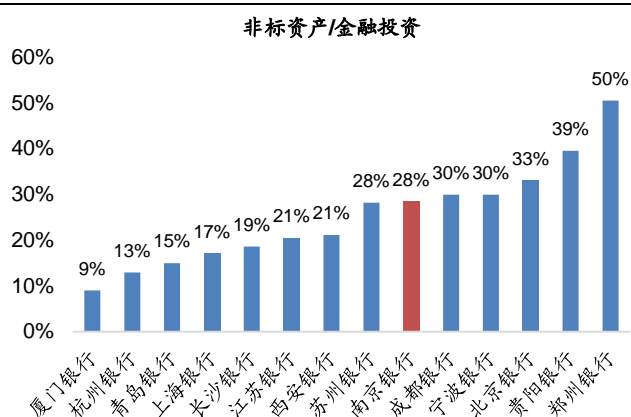
2017年以来，南京银行ROE呈现逐年修复态势，但估值走势与基本面背离，主要约束因素来自定增被否、管理层变动、非标规模压降以及对公大户风险暴露。随着2019年定增落地、新行长到任并增持、非标投资调整到位、存量大户风险基本化解，南京银行立足新五年，大零售+交易银行战略带动ROE进一步提升，基本面+估值修复共振，行情值得期待。

图 36：2017年以来，南京银行与宁波银行估值走势分化



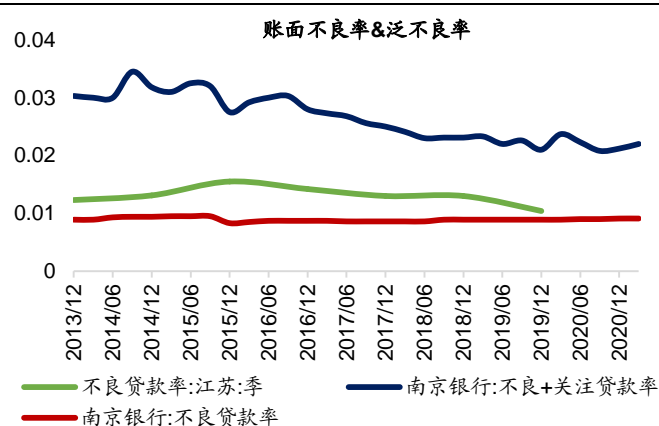
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 37：南京银行非标资产占比居中等水平（2020A）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 38：南京银行不良+关注率持续下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （2）当前基本面优秀

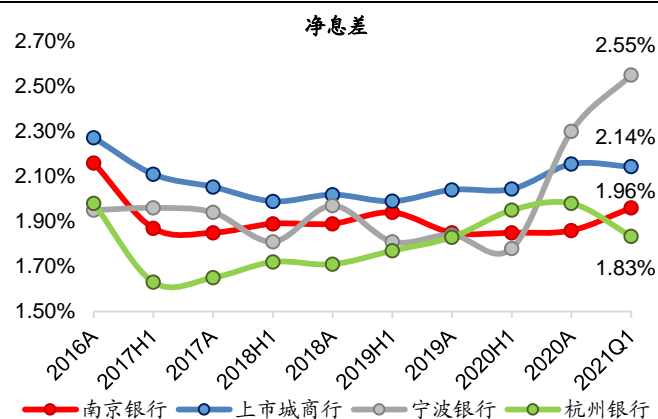
南京银行的高ROE水平，主要得益于轻资产战略带来的低信用成本和高杠杆，中收增长强劲。①南京银行属于资产端和负债端收益率双高的银行，息差并不占优。近年来，零售转型叠加金融市场特色，资产端优势延续，负债端通过调存款结构改善成本，驱动息差回升。②2017年受资管新规影响，中收阶段性走弱，但近来随着传统强项债券承销以及理财业务的发展，中收高速增长正向贡献业绩，代理类和债券承销业务贡献了超80%的中收，未来新增长极主要来自交易银行+大零售。③南京银行始终坚持稳健、审慎的风险偏好，较大比重配置资金业务节约风险成本，摊薄了整体信贷成本，资产质量保持同业领先。

表 6: 可比银行杜邦分析

杜邦分析-纵向对比	南京	城商行	宁波	杭州	南京	城商行	宁波	杭州	南京	城商行	宁波	杭州
	2021Q1				2020A				2019A			
营业收入	2.60%	2.49%	3.16%	2.53%	2.41%	2.42%	2.79%	2.26%	2.51%	2.48%	2.88%	2.20%
利息净收入	1.78%	1.80%	2.01%	1.80%	1.66%	1.83%	1.89%	1.76%	1.65%	1.69%	1.61%	1.61%
利息收入	4.03%	3.95%	3.82%	3.91%	4.09%	4.06%	3.86%	3.89%	4.27%	4.10%	3.71%	3.99%
利息支出	2.26%	2.15%	1.80%	2.12%	2.43%	2.24%	1.97%	2.14%	2.62%	2.41%	2.10%	2.38%
非利息收入	0.83%	0.69%	1.15%	0.73%	0.75%	0.59%	0.90%	0.50%	0.86%	0.79%	1.27%	0.60%
手续费及佣金净收入	0.46%	0.31%	0.43%	0.41%	0.35%	0.26%	0.43%	0.27%	0.31%	0.30%	0.64%	0.17%
净其他非息收入	0.37%	0.38%	0.72%	0.32%	0.41%	0.34%	0.47%	0.23%	0.54%	0.48%	0.64%	0.42%
营业支出	0.68%	0.60%	1.10%	0.55%	0.71%	0.64%	1.08%	0.62%	0.71%	0.67%	1.01%	0.65%
税金及附加	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
PPOP	1.91%	1.89%	2.06%	1.98%	1.68%	1.77%	1.71%	1.64%	1.78%	1.80%	1.86%	1.55%
信用减值损失	0.64%	0.66%	0.83%	0.95%	0.59%	0.84%	0.59%	0.91%	0.63%	0.80%	0.61%	0.80%
利润总额	1.27%	1.09%	1.23%	1.02%	1.08%	0.93%	1.12%	0.73%	1.15%	1.00%	1.25%	0.75%
所得税	0.22%	0.15%	0.09%	0.18%	0.16%	0.10%	0.09%	0.08%	0.18%	0.12%	0.12%	0.07%
年化 ROAA	1.05%	0.94%	1.13%	0.84%	0.92%	0.83%	1.03%	0.65%	0.97%	0.88%	1.13%	0.68%
年化 ROAE	15.17%	12.81%	15.68%	12.30%	13.64%	11.37%	13.84%	9.95%	15.26%	12.39%	15.22%	11.03%
权益乘数(倍)	14.41	13.64	13.86	14.63	14.76	13.74	13.46	15.29	15.71	14.04	13.43	16.25

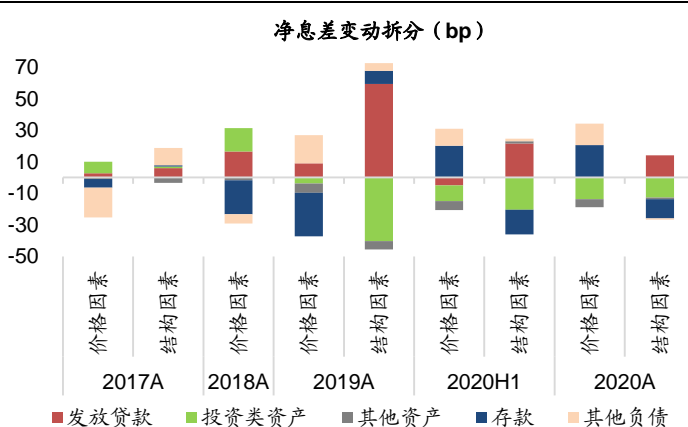
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 39: 南京银行净息差水平并不占优



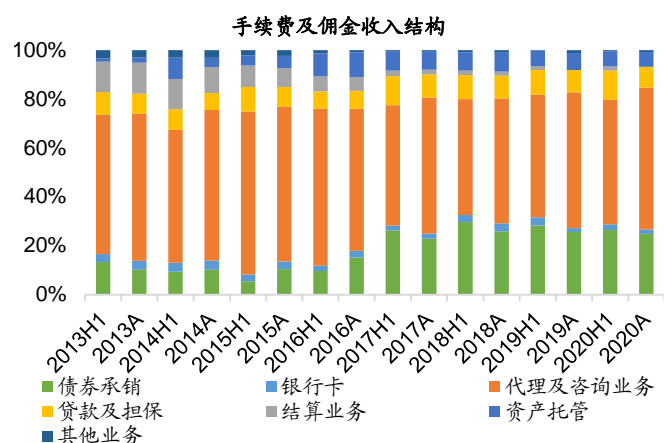
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 南京银行净息差变动拆分



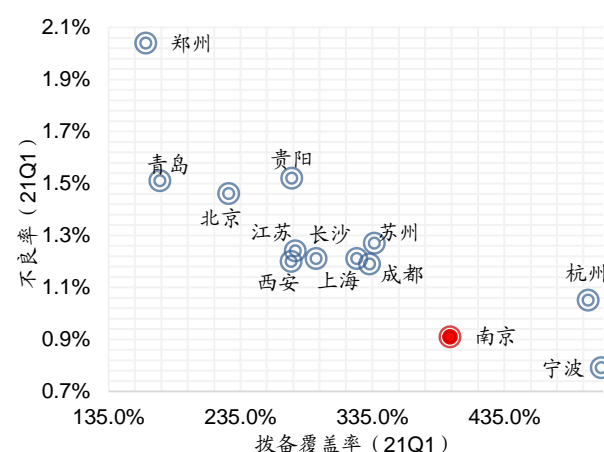
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 南京银行代理类、债券承销业务贡献超80%中收



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 42: 南京银行不良率低、拨备厚实



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (3) 未来发展可期

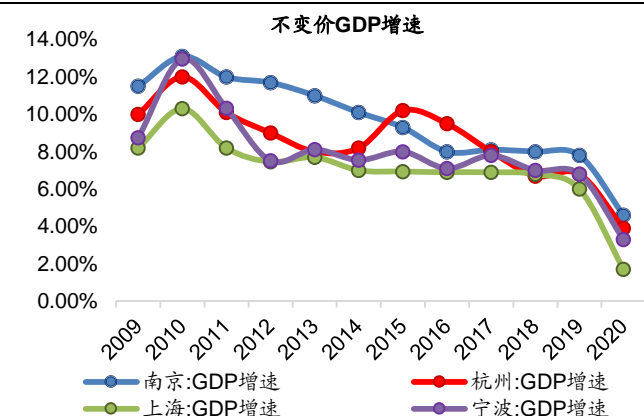
**外部环境优越:** 南京银行所处的南京市具有经济发达的区位优势。长江三角洲区域内, 与其他两座副省级市宁波和杭州相比, 南京市经济增长更快、人均GDP更高。

**内部治理增效:** 优化经营团队的考核、聘任和管理机制, 运营团队竞争力进一步提升。2020年, 7名职业经理人副行长充实到总行经营层领导班子中, 制订《南京银行职业经理人管理暂行办法》, 顺利推动职业经理人改革落地, 体制活力不断增强。

**重点战略清晰:** ①大零售战略2.0, 消费金融业务和数字信用卡为重点发展方向。2021年3月推出数字信用卡N Card, 聚焦年轻客群, 通过信用支付切入活跃基础客户, 夯实零售业务发展的基础; 消费金融业务资本占用低, ROA水平高, 有助于整体ROA、ROE水平的提升。②交易银行是对公禀赋、金融市场业务优势的延续, 具有高频、分散、低风险、低资本占用的特点, 有助于提升客户黏性和价值挖掘, 见效相对较快, 具有规模效应。重点围绕现金管理、供应链金融、贸易融资及跨境金融四大业务方向, 通过“交易银行+”提升与公司金融板块的协同作用。

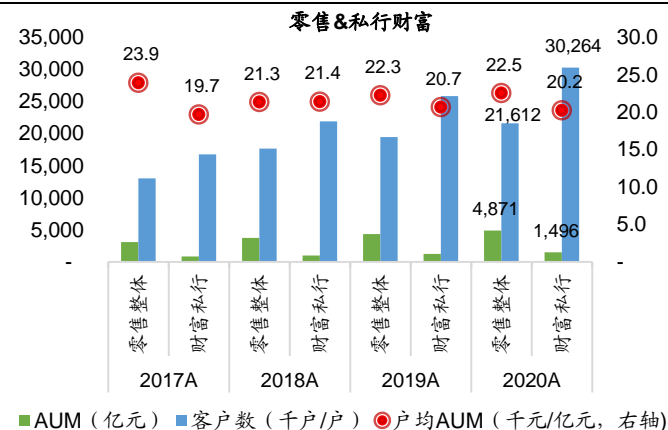
**资本补充顺畅:** 2021年6月11日发行200亿元“南银转债”, 静态测算转股后可提升核心一级资本充足率191bp至11.58%, 增强抗风险与内生发展能力。

图43: 南京市在长三角区域中GDP增长领先



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 44: 南京银行零售业务客户数、AUM 持续提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



表 7：静态测算可转债转股可提升核心一级资本充足率 191bp

资本情况 (亿元)	2020A	2021Q1	200 亿可转债全部转股后	可转债转股前后变动
核心一级资本净额	969.25	1,009.68	1,209.68	200.00
一级资本净额	1,068.25	1,108.70	1,308.70	200.00
资本净额	1,433.49	1,378.33	1,578.33	200.00
加权风险资产	9,719.67	10,444.05	10,444.05	-
核心一级资本充足率	9.97%	9.67%	11.58%	191 bp
一级资本充足率	10.99%	10.62%	12.53%	191 bp
资本充足率	14.75%	13.20%	15.11%	191 bp

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**前期估值约束因素消散，当前基本面稳健且盈利能力强，基本面与估值存在预期差。**往后看，南京银行经营区域经济发达，内部公司治理增效，坚定推进大零售+交易银行战略转型，且近期转债发行有助于夯实资本，未来持续稳健发展可期。

**净息差：**随着南京银行全面推进大零售战略2.0改革转型，重点发力消费贷款与数字信用卡，有序投放住房贷款，将助推资产端量价齐升，而负债端持续通过调结构降低成本，两端发力支撑净息差表现向好。

**非息收入：**理财业务与债券承销业务是中收两大主要板块，增长较快的第三板块主要来自交易银行业务和大零售下的财富私行业务。中收业务多点开花，未来在营收中占比、对营收贡献将持续提升。而随着利率波动趋于平稳，南京银行主动调整金融市场投资策略，投资收益与公允价值损益对总体营收影响也将逐渐减弱并逐渐产生正贡献。

**信用成本：**随着前期风险化解逐步推进，潜在风险相对可控，后续信用成本和拨备计提上压力减缓。

#### （4）风险提示

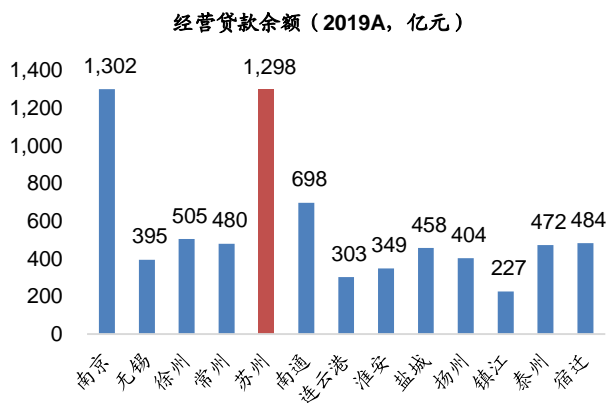
宏观经济下行，对公大户风险暴露超预期，资产质量大幅恶化。债市利率波动超预期，投资收益与公允价值损益拖累营收。区域存款竞争加剧，存款成本压降不及预期。可转债发行及后续转股不及预期。

## 2. 常熟银行：微贷标杆，业绩向上

### （1）微贷“护城河”高筑

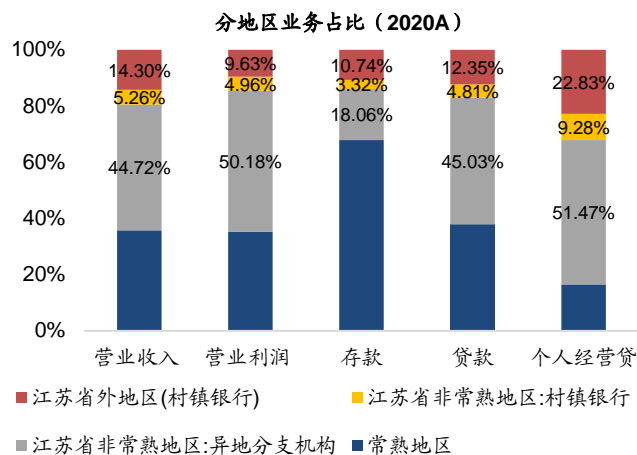
常熟银行是我国市场化经营小微标杆银行之一，其微贷业务的成功离不开长期战略定力。①优质区域土壤赋予常熟银行微贷业务得天独厚的优势。江苏省GDP总量大，经济增长逐步从“投资驱动型”转变为“消费驱动型”，近年来个人经营性贷款处于快速发展阶段。②微贷业务异地可复制性极强，村镇银行通过促进业务下沉带动资产负债两端增量。贷款端，21Q1兴福村镇银行个贷贡献度达28.0%，个人经营贷贡献度32.8%。存款端，揽储能力强于同业，近两年存款在计息负债中占比始终在80%以上，有利于减轻负债成本、支撑息差。③成熟的微贷风控技术帮助常熟银行达到“高息差+低不良”的理想组合。2020年疫情环境可视为对风控技术的一次压力测试，疫情冲击下资产质量经受住考验，有望继续保持优异。

图 45: 常熟银行所在苏州市经营贷余额仅次于南京市



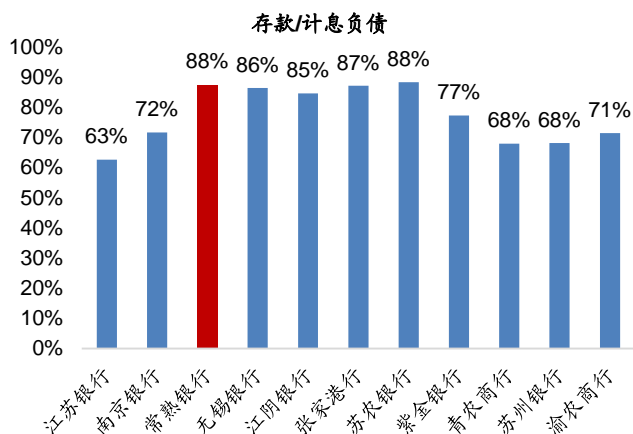
数据来源: 江苏省统计局, 广发证券发展研究中心

图 46: 常熟以外地区贡献度较大



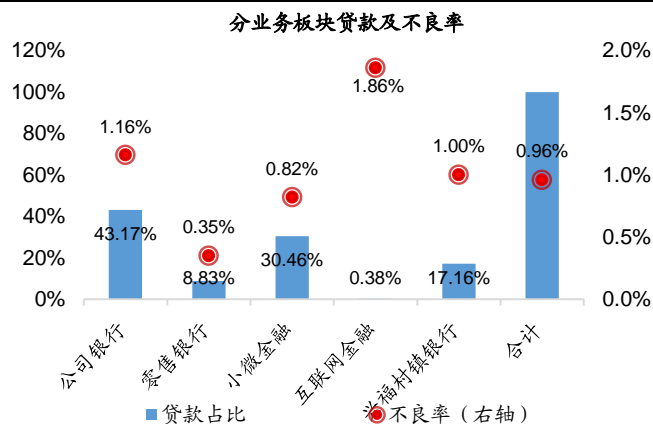
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 47: 常熟银行存款占比约88% (2021Q1)



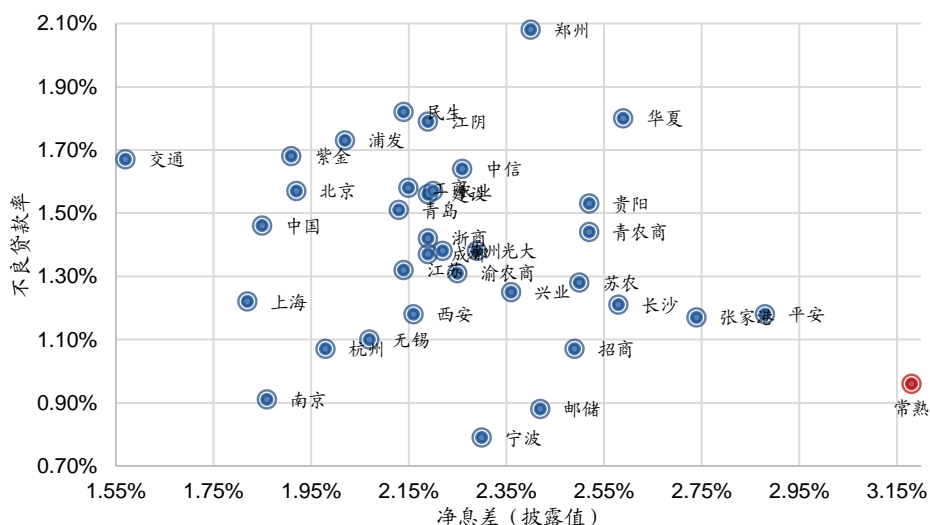
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 48: 常熟银行资产质量优质 (2020A)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 49: 常熟银行呈现出高息差+低不良的理想组合 (2020A)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## (2) 微贷优势回归与升级

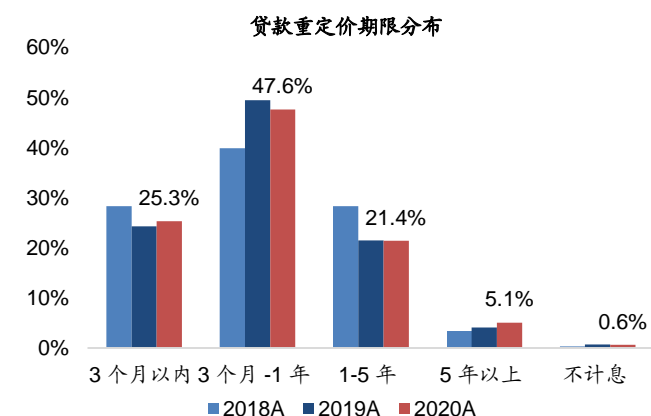
大环境上，扶贫式小微政策退潮，回归市场化经营。同时监管严查低利率经营性贷款违规流入房地产市场现象，预计后续普惠小微贷款定价层面会更加市场化，意味着常熟银行的微贷业务优势再归来。

常熟银行贷款重定价久期多在1年左右，21Q1贷款重定价基本结束，考虑到新发贷款定价率先企稳，同时使用行政手段提高资产价格，存款端优先价格以压降成本，息差环比见底的信号已经比较明确。

老将新任，平稳换届。2021年初已完成换届工作，新任董事长、行长曾长期分别担任常熟银行行长与副行长的职务，见证了常熟银行微贷“从无到有”的过程，深谙常熟银行的发展战略与市场定位。

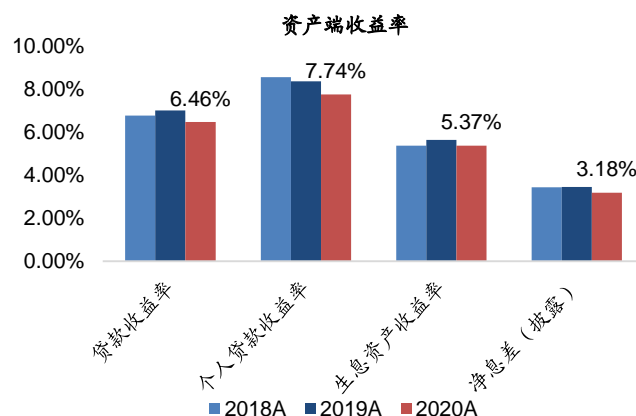
微贷战略再升级。新三年规划以进一步做小做散、提升人员效率、挖掘客户综合价值、做强村镇银行为主要发力点，通过“做下沉、做信用、做线上、做综合”实现错位竞争。

图 50：常熟银行重定价久期1年左右居多



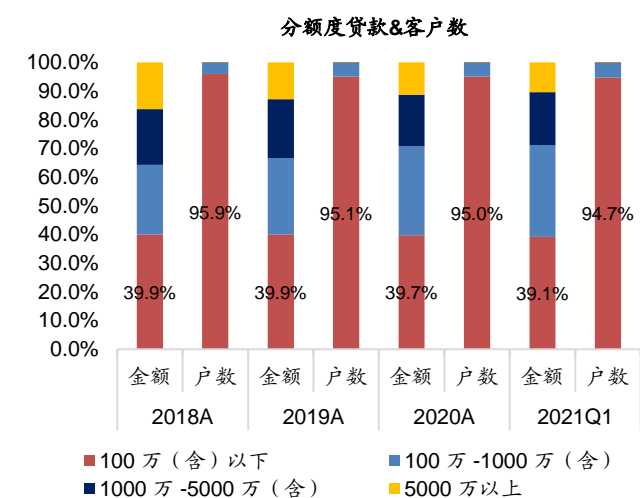
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 51：常熟银行资产端收益率依然具有优势



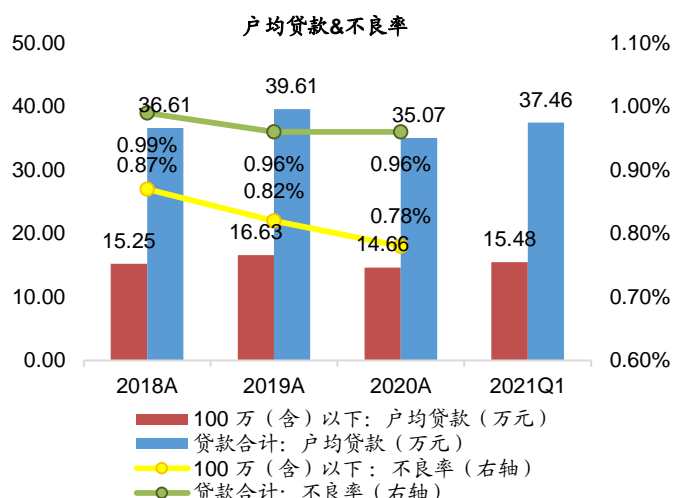
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 52：常熟银行专注于100万元(含)以下的“小小微”



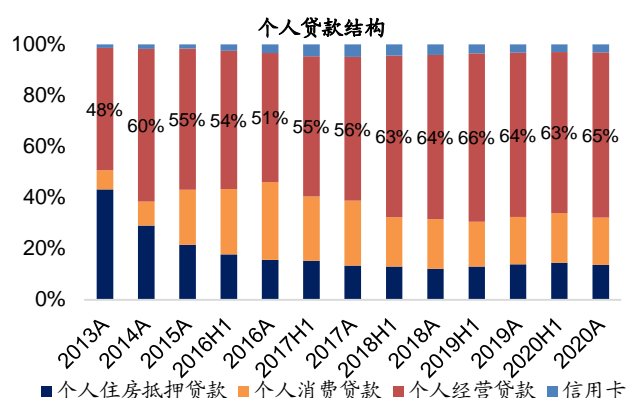
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 53：常熟银行做小做散的同时保持较低不良率



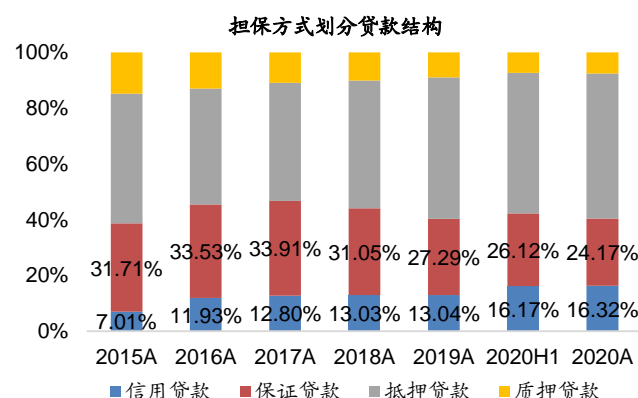
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 54：常熟银行将持续加大个人经营性贷款投放



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 55：常熟银行将继续提高信保类贷款占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

长期以来，常熟银行坚守服务“三农两小”市场定位，稳步推进特色化、差异化的“微贷”战略，微贷业务成为高收益、低不良的优质资产。随着疫情影响逐步消退，常熟银行市场化小微定价优势恢复，资产质量经历疫情压力测试后继续保持优异，业绩弹性空间较大。未来，常熟银行依托其成熟的业务体系与异地扩张模式，有望逐步发展成为区域“微贷”业务龙头。

**净息差：**随着21Q1重定价周期影响逐渐消退，且小微投放主要集中在21Q2，预计贷款收益率确定性上升驱动息差环比见底。往后看，常熟银行微贷战略升级，个贷占比、个人经营性贷款占总贷款比重稳步提高将持续抬升资产端收益率，而对于依靠异地扩张下沉网点、真正经营客户的常熟银行，存款依旧具有较好的增长条件，高存款占比的负债结构与高收益资产相匹配，息差优势有望延续。

**非息收入：**目前，商户版移动支付产品“飞燕码上付”推广阶段的补贴政策正在逐步退出，线上获客、沉淀存款、开展理财等综合效益开始显现，后续净手续费及佣金收入有望开启增长通道，对营收增长形成较为显著的正贡献。

**信用成本：**常熟银行经营所在地区经济活跃，信贷需求旺盛，改良的微贷技术风控模式已历经时间检验，预计未来资产质量依然保持优秀。2020年末近485%的拨备覆盖率为未来利润增长提供了充足的安全垫，且近年来常熟银行主动压缩拨备消耗较多的对公信贷资源，未来信用成本将有较大的下降空间。

### （3）风险提示

贷款定价上行速度缓慢，上行空间有限，息差回升不及预期。部分异地分支机构和村镇银行经营情况恶化，资产质量承压。综合化业务转型带来的经营风险。

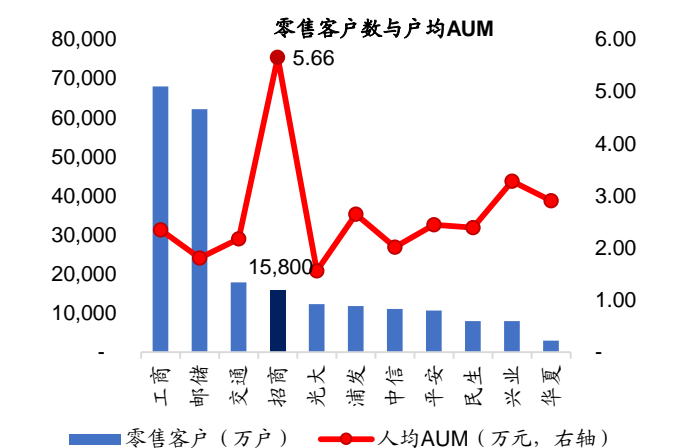
## 3. 招商银行：飞轮效应，价值成长

### （1）招行为什么优秀？

三十余年，两次转型，招行零售制胜之道，既离不开难以被复制的软实力——掌舵者的眼界格局、管理层的执行定力和企业文化中的创新基因，也有“客户+科技”的硬实力。“客户才是一切商业逻辑的起点”。由于较早布局零售，从渠道、产品、客

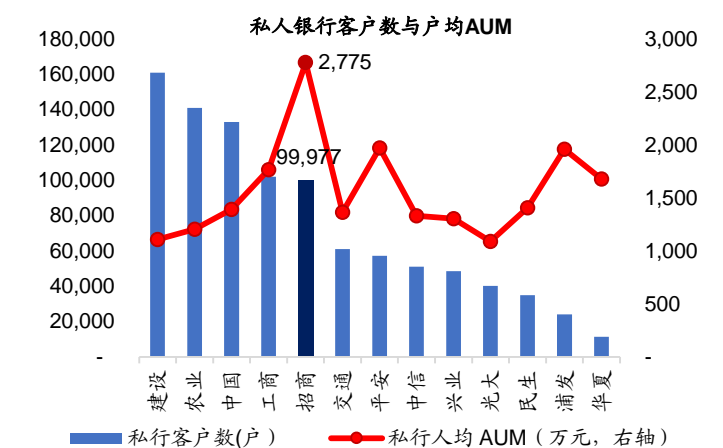
户到品牌、服务、队伍，招行形成了比较完整的体系化领先优势。“唯一可能从根本上改变和颠覆银行商业模式的是科技”。未来零售护城河的巩固离不开科技，招行在金融科技领域的前瞻性布局再次体现了战略格局和魄力。

图 56：招行零售客户领先同业



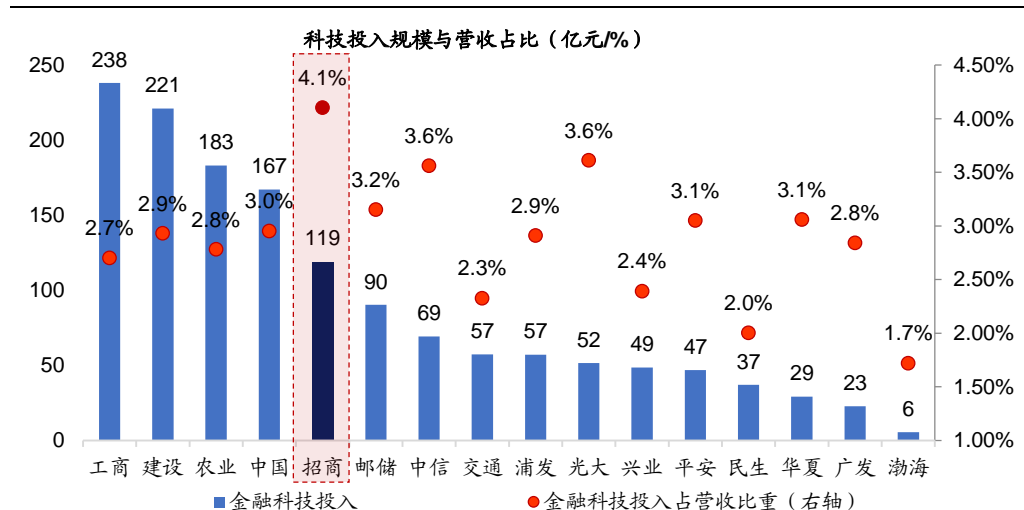
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 57：招行AUM领先同业



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 1：主要上市银行科技投入规模与占营收比重（2020A）

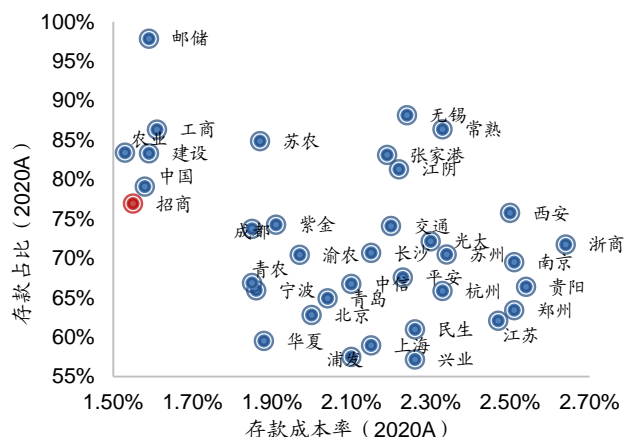


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

优秀的战略和护城河赋予了招行长期领先的盈利能力，持续强化穿越周期的属性。招行ROE自2016年开始领先同业且领先优势不断扩大，财务上体现为高息差、高中收、高质量，核心在于：1.高存款占比、高活期存款占比的负债结构给招行带来低成本负债优势，可以在维持低风险偏好的同时获得较高的净息差，最终实现“高息差+低不良”的良性循环；2.依托强大的零售客户群体和成熟的综合化产品体系，一体两翼、轻型银行战略下，财富管理相关手续费收入为代表的中收不断提升。

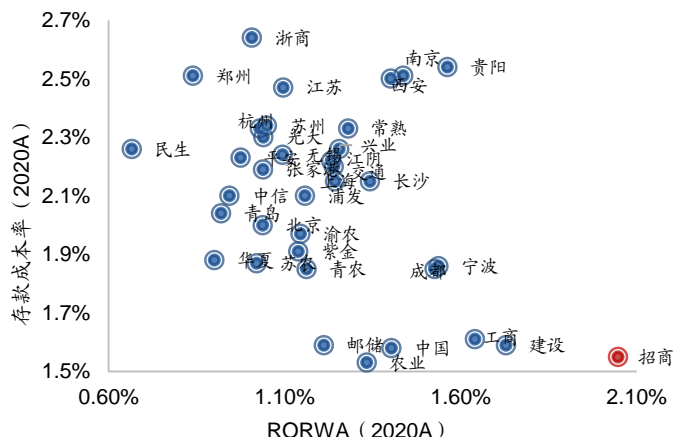


图 58: 招商银行拥有与同行媲美的存款量价结构



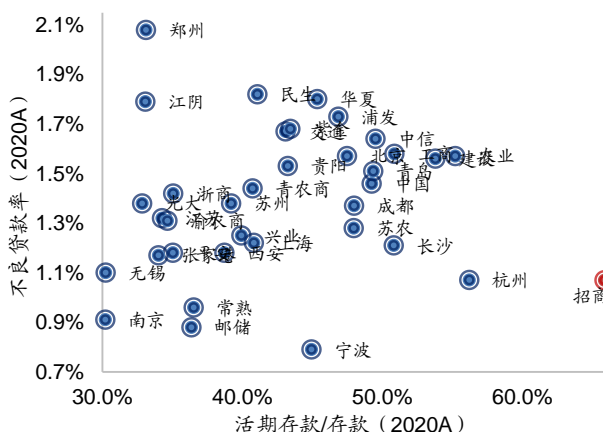
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 59: 低负债成本有助于平衡好风险收益的关系



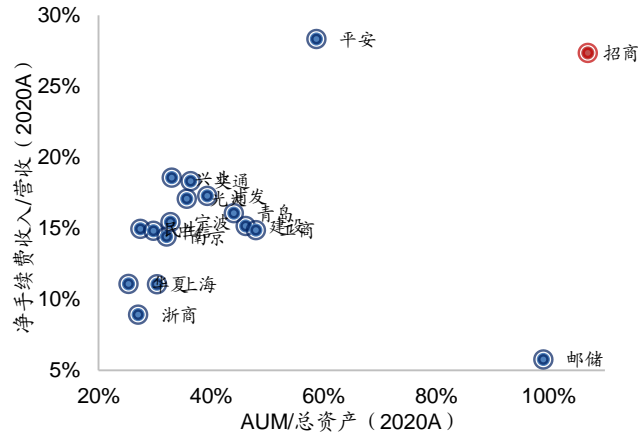
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 60: 招商银行活期占比高, 不良率低



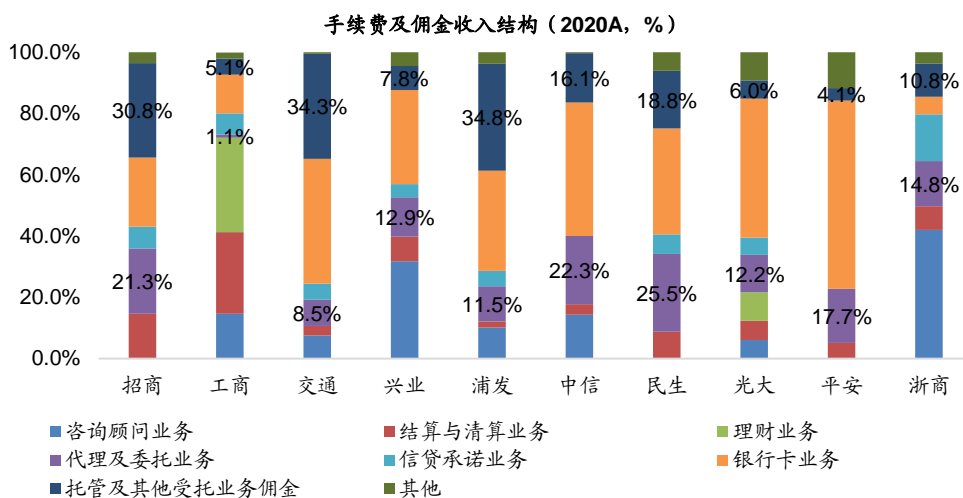
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 61: 招商银行做大AUM增加中收, 实现轻资本运营



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: 招商银行代理类、托管类业务手续费收入占比超50%, 可比同业中最高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

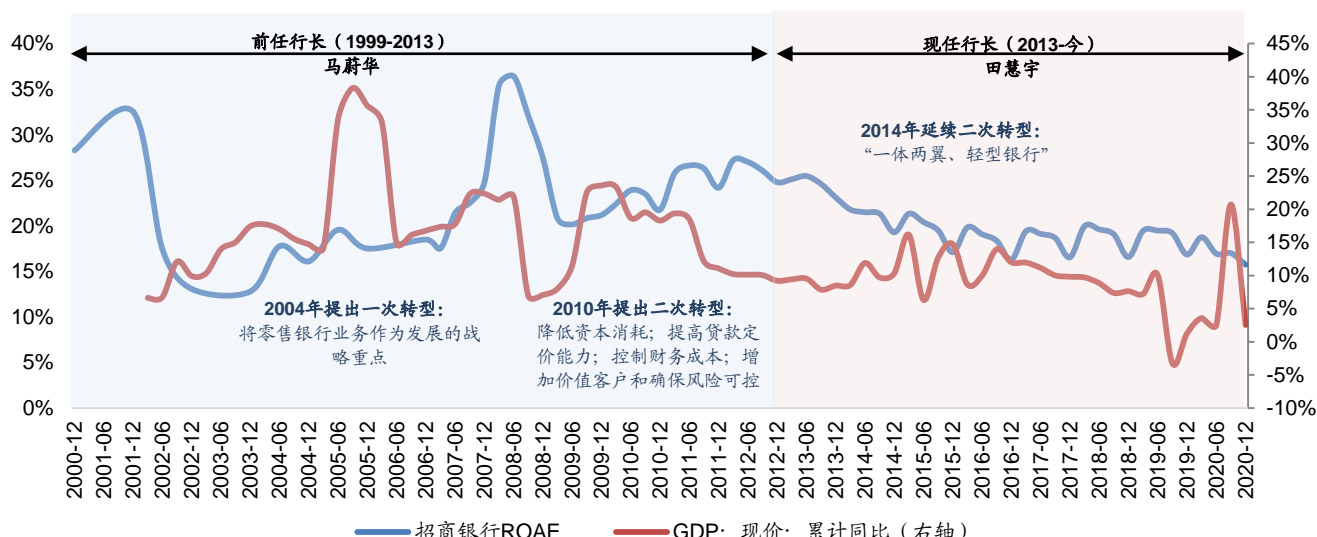
## （2）招行经营的“飞轮效应”正在显现和加速

新局势下，诸多同业纷纷向零售转型，互联网生态的跨界竞争也愈加激烈，招行业绩依然表现出极强的韧性和穿越周期的属性，背后是经营模式“飞轮效应”的显现和加速。多年零售沉淀，零售“飞轮”愈转愈快。2017年9月，招行零售客户实现破亿。2020年年报，招行零售客户突破1.58万亿。从0到1亿，招行整整用了30年，而从1亿到1.58亿，招行仅用了不到3年。

零售为一体，公司和同业为两翼，两翼支撑一体，一体反哺两翼，三者形成的相互作用力也是“飞轮效应”。招行3.0时代开启，轻型银行的高级形态在于连接社会融资与居民财富的大财富管理，形成结构更安全、抗周期性更强的业务布局。具体来看，零售业务的强客户能够带来强资金，并且转化为强渠道，以财富管理为发动机，带动资管、托管、投行、同业等业务加速融合、相互促进，形成“财富管理—资产管理—投资银行”循环价值链。这正是对招行“一体两翼”体系化优势的高度概括。

“大财富管理价值循环链”推动招行进一步向轻资本和弱周期的属性靠近，随着招行的零售业务从优秀走向卓越，对公、同业业务发展亦充满想象，资金端与资产端优势突出，穿越周期指日可待。

图 62：招商银行两次转型，业绩穿越周期



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们在2020年12月18日首篇银行投思录《我们为何看好银行》提及，长期来看，随着经济进入稳定态，优质银行中收占比会进一步提升，有望经历从PB到PE的价值重估，招商银行便是最优异的银行之一。随着公司循环价值链的逐步打通，一体反哺两翼，前期科技投入开始产生效益，飞轮效应加速，负债和资产质量会继续保持优异，中收占比进一步提升，ROE会保持稳定并质量提升。

**净息差：**逆周期政策回归中性，实体融资需求回升的背景下，信贷增速、资产增速将趋于平稳，与社融、M2增速相匹配。随着“开放与融合”理念推进，平台生态逐步完善，“App经营”以及获批筹建的直销银行会成为招行线上化获客的重要抓手，在存款竞争激烈的背景下整体存款增速有望保持稳定。总体而言，招行负债结构优秀，存款成本稳固，在利率环境上行区间相对受益。考虑到2021年初存量房贷重定价的



一次性负面影响，21Q1净息差可能是阶段性低点，随后平稳抬升。

**非息收入：**招行作为零售和财富管理引领者，业务优势稳固，金融科技有望驱动获客和盈利能力持续提升，相关手续费及佣金收入对营收贡献持续强劲，从而带动整体非息收入较快增长。

**信用成本：**2020年零售客户风险暴露高点已过，但对公客户风险以时间换空间，延期还本付息、普惠信用贷等让利政策使得资产质量风险在报表上反映滞后，部分大户风险暴露也需要持续关注，因而总体信用成本保持稳定。

### （3）风险提示

宏观经济下行导致部分行业不良高发，资产质量大幅恶化。按照房地产贷款集中管理要求压降按揭类贷款，资产结构调整影响业绩表现。直销银行筹建进度不及预期。

## 七、风险提示

疫情持续时间超预期，宏观经济下行，导致融资需求大幅下滑、息差快速收窄、资产质量压力显著上升。

政策调控力度超预期，利率大幅波动，导致流动性风险超预期上升。

## 广发银行业研究小组

倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012 年开始从事银行业研究，2015 年进入广发证券发展研究中心。

王 先 爽：资深分析师，复旦大学金融学硕士，2016 年进入银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

李 佳 鸣：研究助理，南加州大学金融工程硕士，2019 年进入广发证券发展研究中心。

伍 嘉 慧：研究助理，上海交通大学金融硕士，2020 年 7 月加入广发证券。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。