

## 证券研究报告—深度报告

### 银行

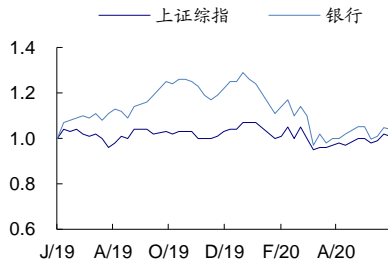
### 银行卡产业及卡组织专题

超配

(维持评级)

2020年06月14日

#### 一年该行业与上证综指走势比较



#### 相关研究报告:

《银行业 2020 年下半年投资策略: 从成本角度看银行让利空间》——2020-06-12  
《行业点评: 央行创设新的货币政策工具支持小微企业信贷投放》——2020-06-02  
《2020 年 6 月银行业投资策略: 测算显示降息对净息差影响有限》——2020-06-01  
《行业快评: 如何看待今年银行股的“负相对收益”》——2020-05-29  
《行业专题: 疫情之下, 美国四大行业业绩惨淡》——2020-05-18

#### 证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165  
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

#### 证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163  
E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

#### 证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161  
E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030002

#### 行业专题

## 方寸之间

### ● 银行卡产业概况

银行卡产业以现代信息技术为基础, 由发卡机构、收单机构、卡组织等企业或机构群体一起, 向持卡人和商户提供电子支付和消费信贷等产品。

我们将银行卡产业划分为发卡市场、收单市场和清算市场三个市场。发卡市场的参与人是发卡机构和持卡人, 收单市场的参与人是收单机构和特约商户, 清算市场的参与人是卡组织。此外, 政府相关部门在定价等方面会进行指导, 也扮演着重要角色。

### ● 银行卡产业历史回顾

我们回顾了美国和中国银行卡发展史。美国信用卡发展非常早, 但借记卡出现较晚, 这与我国不同, 我国的借记卡和信用卡几乎是同步发展的。政府相关部门对银行卡产业定价进行指导, 我国银行卡刷卡手续费经历了六次大的调整, 最近一次发生在 2016 年。目前我国收单服务费已完全实现市场化, 而发卡服务费、卡组织网络服务费费率则仍然规定了上限。

### ● 解构我国银行卡产业格局

发卡市场方面, 我国借记卡市场已经成熟, 信用卡市场也趋于成熟; 收单市场方面, 目前也已经成熟;

清算市场方面, 中国银联是我国唯一运营中的银行卡清算机构, 外资则通过合资方式进入国内市场, 目前运通已获得业务许可, 万事达已获准筹备合资清算机构。此外, 随着网络支付兴起, 其他清算平台也对银行卡清算市场产生影响, 如网联清算有限公司。

### ● 美国四家卡组织

全球重要的卡组织有六家: 美国的 Visa、Mastercard、美国运通、Discover, 日本的 JCB 以及中国银联。我们以美国卡组织为例, 观察了卡组织的经营情况和盈利能力, 数据显示这是一门不错的生意。

### ● 投资建议

合资卡组织即将进入我国市场, 我们提请投资者密切关注市场格局变化。银行方面我们继续维持行业“超配”评级。个股继续推荐工商银行、农业银行、邮储银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃组合”。

### ● 风险提示

若宏观经济大幅下行, 可能从多方面影响银行业。

#### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

#### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (十亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	买入	5.22	1814	0.90	0.94	5.8	5.6
601288.SH	农业银行	买入	3.38	1166	0.72	0.75	4.7	4.5
601658.SH	邮储银行	买入	4.70	365	0.72	0.81	6.5	5.8
002142.SZ	宁波银行	买入	26.29	158	2.66	3.11	9.9	8.4
601128.SH	常熟银行	增持	7.32	20	0.74	0.85	9.9	8.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

银行卡产业概况 .....	4
产业格局：三个市场，五个参与方 .....	4
政府的角色 .....	4
各参与方的职能与收入 .....	5
银行卡产业历史回顾 .....	6
美国银行卡产业历史回顾 .....	6
我国银行卡产业历史回顾 .....	7
我国银行卡定价政策变动历史 .....	8
解构我国银行卡产业格局 .....	10
发卡市场 .....	10
收单市场 .....	14
清算市场 .....	16
美国四家卡组织 .....	17
Visa .....	18
Mastercard .....	18
美国运通 .....	18
Discover .....	19
投资建议 .....	19
风险提示 .....	19
国信证券投资评级 .....	21
分析师承诺 .....	21
风险提示 .....	21
证券投资咨询业务的说明 .....	21

## 图表目录

图 1: 银行卡产业三个市场、五个参与方, 以及政府的角色 .....	5
图 2: 以一次跨行刷卡消费为例展示的银行卡交易流程 .....	5
图 3: 银行卡产业各参与方收入来源 .....	6
图 4: 借记卡发卡量情况 .....	10
图 5: 信用卡发卡量情况 .....	11
图 6: 信用卡贷款余额情况 .....	11
图 7: 信用卡卡均透支情况 .....	12
图 8: 银行卡渗透率情况 .....	12
图 9: 2018 年末借记卡累计发卡量 .....	13
图 10: 2018 年末信用卡累计发卡量 .....	13
图 11: 2018 年末信用卡贷款余额 .....	14
图 12: 全国银行卡跨行支付系统联网商户数和 POS 机数量情况 .....	14
图 13: 全国每万人对应 POS 数量情况 .....	15
图 14: 银联的手续费率非常低 .....	16
图 15: 断直连逐步完成之后, 网联平台交易额迅速增长 .....	17
图 16: 各公司资产负债科目占总资产比例: Discover 更多是一家银行 .....	19
表 1: 2013 年起执行的银行卡刷卡手续费标准 .....	9
表 2: 2016 年起执行的银行卡刷卡手续费标准 .....	10
表 3: 全球主要卡组织 2018 年数据对比 .....	17
表 4: 美国四家卡组织情况对比 .....	18
表 5: Visa 主要财务数据 .....	18
表 6: Mastercard 主要财务数据 .....	18
表 7: 美国运通主要财务数据 .....	18
表 8: Discover 主要财务数据 .....	19
表 9: 重点个股估值表 .....	20

## 银行卡产业概况

银行卡产业包含发卡、清算、收单、其他周边服务（如制卡、IT 服务等）等多个子行业，集消费、结算、信贷等多种业务于一体。正是由于银行卡产业的这种复杂性，业内习惯使用“产业”而非“行业”一词来统称银行卡产业。银行卡产业以现代信息技术为基础，由发卡机构、收单机构、卡组织等企业或机构群体一起，向持卡人和商户提供电子支付和消费信贷等产品。

现代银行卡产业是一个典型的多边市场，至少包括了卡组织、发卡行、收单行、持卡人和特约商户五方参与者，产业结构复杂。为了更清晰地描述银行卡产业，我们将其划分为三个市场，先介绍三个市场的参与者及其盈利模式，再以一次刷卡消费为例描述银行卡业务的运作过程。

### 产业格局：三个市场，五个参与方

我们将银行卡产业划分为发卡市场、收单市场和清算市场三个市场进行分析，以下是三个市场及其中各方参与者的基本情况：

#### ■ 发卡市场：发卡机构、持卡人

发卡市场包括发卡机构和持卡人两个参与方。发卡机构向持卡人发行银行卡，主要包括借记卡（不具备透支功能）和信用卡（具备透支功能）两类，此外还有银行发行预付费卡等一些小众类别，但发行量很少。

在我国，只有银行能够担任发卡机构，其他国家发卡机构更为多样。

#### ■ 收单市场：收单机构、特约商户

收单市场包括收单机构和特约商户两个参与方。收单是指收单机构向特约商户提供交易资金结算服务。主流收单方式包括线下收单和线上收单两类。

在我国，收单机构主要包括两大类：银行和第三方支付机构。第三方支付机构又分为线下支付机构（获得银行卡收单业务许可、为实体特约商户提供银行卡受理并完成资金结算服务的支付机构）、线上支付机构（获得网络支付业务许可、为网络特约商户提供银行卡受理并完成资金结算服务的支付机构）。

#### ■ 清算市场：卡组织

当持卡人刷卡交易时，当发卡机构与收单机构不是同一家时，即发生跨行交易，此时资金从发卡机构流向收单机构，中间需要完成一系列复杂的资金清算过程，这一清算过程由卡组织（银行卡清算机构）负责（本行交易则不需要卡组织）。因此清算市场有三个参与方：发卡机构、卡组织、收单机构。

卡组织如何连接发卡机构和收单机构呢？最初卡组织的做法是同时担任发卡机构和收单机构，自己既发卡又收单，这种封闭运作的组织，称为“封闭式卡组织”，此时不涉及清算。随着银行卡产业的发展，开始“联网通用”，出现了“开放式卡组织”。开放式卡组织不直接提供发卡和收单业务，而是与发卡机构和收单机构合作，所有合作机构通过卡组织共享持卡人和特约商户资源，这样甲发卡行的持卡人就可以在乙收单机构的签约商户处刷卡消费，反之亦然。此外，很多封闭式卡组织也逐渐提供清算服务，从而变成了半开放式卡组织。我们会在后文详述这一发展历程。

此外，卡组织还会提供银行卡行业规划、品牌运营、业务创新等周边服务，是银行卡产业的绝对核心。本报告对银行卡产业的分析重点也将落在卡组织身上。

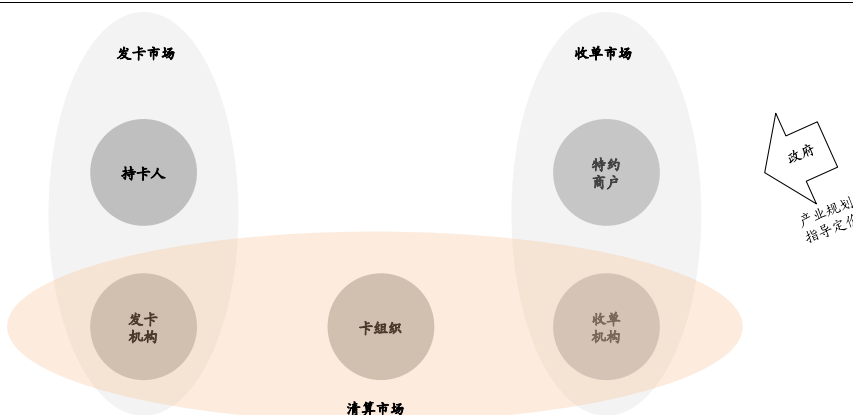
### 政府的角色

银行卡产业是一个复杂的多边市场，与西方经济学理论中的完全竞争市场差距

较大，通过自由竞争实现市场均衡的难度很大、耗时很长，各参与方很难自行形成有效定价。因此在银行卡市场发展初期，我国为了快速培育市场，首先按西方成熟模式，直接人为完成产业格局设计，然后对前文提及的各类手续费的费率进行了政策指导，可见政府在银行卡市场也扮演了一个很重要的角色。随着银行卡产业逐渐发展成熟，目前政府正逐渐将定价权返还给市场。

我们将在后文“我国银行卡定价政策变动历史”部分介绍我国银行卡手续费定价的发展历程。

图 1：银行卡产业三个市场、五个参与方，以及政府的角色

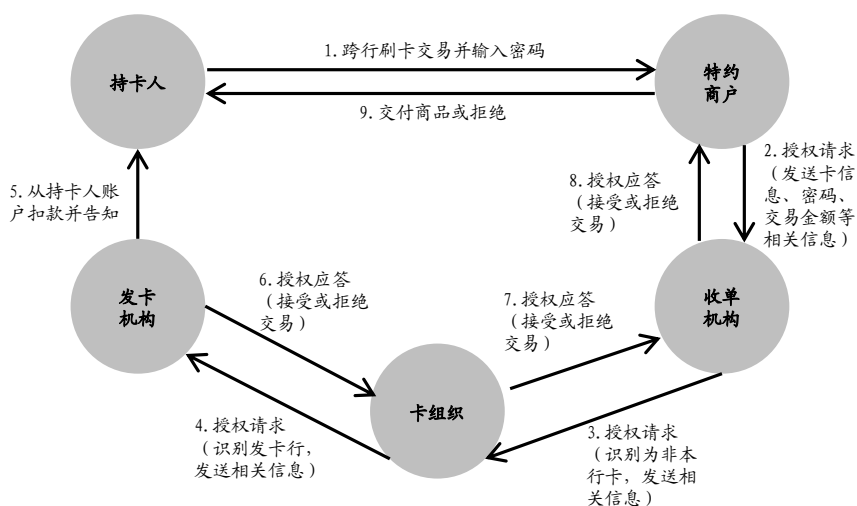


资料来源：国信证券经济研究所整理

## 各参与方的职能与收入

我们接下来以一次跨行刷卡消费的全过程（在 ATM 上进行跨行取款转账等业务也需要卡组织提供清算服务，原理相近），来观察前述五个参与方的运作过程。其通常的流程含两大步骤，第一个步骤是交易流程，如下图所示（我们按照业务流程标注了序号）：

图 2：以一次跨行刷卡消费为例展示的银行卡交易流程



资料来源：国信证券经济研究所整理

持卡人在特约商户购物，并通过刷卡支付，特约商户的收单机构向卡组织提交相关信息（包括卡信息、密码、交易金额等），卡组织向发卡机构发送相关信息，发卡机构减扣持卡人的资金余额（或信用额度）。然后，发卡机构反馈信息给卡组织（如遇余额不足也反馈），卡组织再通知收单机构，收单机构再通知特约商

户。特约商户在 POS 机上看到扣款成功的提示后，将商品交付给持卡人。

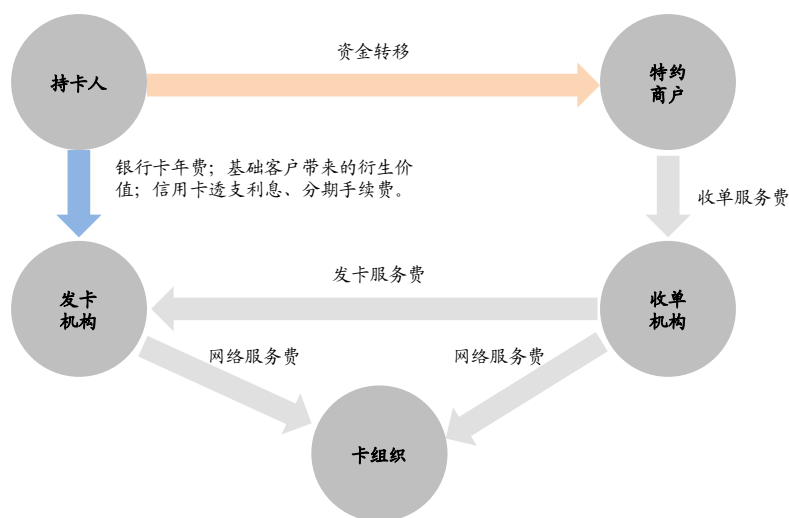
第二个步骤是清算流程：一般在每日终了，卡组织扣减发卡机构存在央行的备付金（金额为交易额减发卡机构服务费），同时增加收单机构的备付金（金额为交易额减发卡机构服务费再减卡组织的网络服务费。若收单机构不是银行，则是它的开户行的备付金，同时开户行增加收单机构在本行的存款），从而实现两个机构之间资金的划转。一般是次日，收单机构再把收到的金额减去收单服务费，记入特约商户的账户中，即为最终商户收到的扣减各项服务费后的净额。当然，现实中并不是两家机构之间清算，而是全部会员机构之间轧差清算。

在整个过程中，卡组织还要承担差错处理、争议仲裁等其他职能。

完成交易后，前述五个参与方各自获得的收入如下：

- ✓ 持卡人与特约商户实现了资金转移的目的；
- ✓ 收单机构获得收单服务费。对部分第三方支付机构而言，扣除支付给发卡机构、清算机构相关费用后的收单服务费净收入（下文称之为“收单手续费”）构成其主要收入来源。但是对其他综合性第三方支付机构或对收单银行来讲，这部分收入对其总收入的贡献比重不大；
- ✓ 卡组织获得网络服务费，这构成了卡组织的主要收入来源；
- ✓ 发卡机构获得发卡服务费。但对发卡机构来讲，这部分服务费收入占总收入的比重并不高，发卡机构还可以通过发卡获得其他收入，如银行卡年费、销售理财产品等衍生收入；而信用卡则主要是为了获得透支和分期业务利息收入（分期手续费也视为利息收入）。

图 3：银行卡产业各参与方收入来源



资料来源：国信证券经济研究所整理

## 银行卡产业历史回顾

我们接下来介绍美国和我国银行卡产业的发展历史，以帮助我们更好地理解银行卡产业链。

### 美国银行卡产业历史回顾

美国是信用卡的诞生地，其信用卡产业的发展大致可分为三个阶段：起步期（信用卡诞生）、发展期（竞合组织诞生）、成熟期（产业格局基本形成）。



## ■ 起步期：1950-1960s

1950 年，Frank McNamara 创办 Diners Club，发行 Diners Club Card，标志着现代意义的信用卡的诞生。据说他在 1949 年 9 月有一次在一家高级餐厅吃饭忘带钱包，于是产生开办一个会员组织的想法，让餐厅、食客成为其会员，会员食客可以在会员餐厅记账吃饭，按期还款，而会员组织名称也是非常直白的“食客俱乐部”。该会员组织可为餐厅招揽生意，并且其回款速度远高于当时的通行支付手段（餐厅给赊购客户寄账单，客户再寄支票，耗时 3-4 个月，且有印刷、邮费等成本），因此其业务一经推出便广受欢迎。Diners Club 的收费模式为向会员餐厅、会员食客双边收费，而后 1953 年就将业务推广到了加拿大、古巴、墨西哥等国家，1959 年会员人数达到 100 万，并在纽交所上市。

商业银行也很早就进入了信用卡产业。1952 年，富兰克林国民银行（Franklin National Bank）开创了银行发行信用卡的先河。早期的信用卡没有循环信用功能，需要在还款日全额还款。1958 年，美国银行发行了第一张循环信用卡 BankAmericard。

## ■ 发展期：1960-1970s

最初的信用卡发卡商都是“封闭式卡组织”，集发卡机构、收单机构和卡组织的功能于一身，无需跨行清算功能。当时美国实行单一银行制，禁止商业银行跨州经营，因此银行的服务范围受到限制，而 Diners Club 等发卡机构却能够在全国范围内拓展持卡人和特约商户，在这样一个具有网络效应的市场上，银行很难与他们竞争。

我们前文提到，1958 年美国银行发行了 BankAmericard，该卡最初只在加州发行。1966 年，美国银行开始向加州以外的银行授权发行该信用卡以及拓展特约商户，以实现“联网通用”，即不同银行发行的卡可以在对方的特约商户处刷。很快就有 100 多家银行参与其中，银行间的“竞合组织”便诞生了。获得授权的银行之间既要相互竞争来拓展持卡人和签约商户，又需要相互合作实现信用卡通用，这种竞合关系事实上提高了各银行的收益。

但因为管理不善，BankAmericard 业务出了很多问题。为此，在 Dee Hock（VISA 创始人）的倡导下，各授权银行于 1970 年共同成立了 National BankAmericard Inc. (NBI)，美国银行将 BankAmericard 业务移交给 NBI；1976 年，BankAmericard 更名为 Visa，以消除名称所带来的浓重美国色彩，方便在其他国家进行推广。

美国银行推广授权体系时，另外一些银行也联合组建了银行间卡协会（Interbank Card Association），并于 1969 年购买了 Master Charge 的名称和商标，1979 年更名为 Mastercard。

至此，开放式的卡清算组织正式问世。

## ■ 成熟期：1980s 后

20 世纪 80 年代后，美国信用卡产业已日趋成熟，Visa 和 Mastercard 龙地位初步形成。其中 1986 年希尔斯百货正式推出 Discover Card，至此，当前的美国主要卡组织悉数登场。

我们前文讲的都是信用卡而没讲借记卡，这是因为美国借记卡出现地比信用卡晚，最初是作为 ATM 的配套，而将存折改进为借记卡，而后才开始应用于刷卡交易。1975 年 Visa 才推出第一张借记卡，而 Discover 2006 年才推出借记卡。这跟我国情况完全不同，我国的借记卡和信用卡是几乎同时诞生和发展的。

## 我国银行卡产业历史回顾

我国银行卡产业不像美国那样自发形成，而是在借鉴成熟市场经验的基础上，

通过政府推动迅速构建。我国银行卡产业的发展大致可分为三个阶段：起步阶段、金卡工程阶段、银联阶段。

### ■ 起步

1985 年，中国银行珠海分行发行了我国大陆第一张银行卡，它是一张准贷记卡（第一张标准信用卡直到 1995 年才由广发银行推出）。此后，四大行相继发行了自己的银行卡，构成了我国最初的银行卡产业。

我国早期的银行卡产业是典型的封闭式系统，不同银行发行的银行卡无法联网通用，特约商户需要在柜面摆设各家银行的 POS 机，效率低下。

### ■ 金卡工程

1993 年 6 月，国务院启动“金卡工程”，首先在上海等 12 座城市展开试点，实现银行卡同城跨行联网。1998 年，银行卡信息交换总中心投入运行，实现了银行卡异地跨行联网。因此，与美国自发形成不同，我国的卡组织最初是由政府推动建立的。

### ■ 银联

2002 年 3 月，85 家机构共同出资，在原有银行卡信息交换中心的基础上成立了中国银联，卡组织从原先政府主导的“金卡工程”转变为商业机构。

银联成立后，我国银行卡产业快速发展。2003 年 8 月南京市商业银行发行了大陆地区首张银联信用卡，2004 年 5 月招商银行发行了首张银联借记卡。2005 年 1 月，银联卡在新加坡、泰国及韩国的受理业务开通，标志着银联品牌正式走向世界。

Visa 在其 2006 年报中将银联列为竞争对手，Mastercard 在其 2011 年报中将银联列为竞争对手，意味着银联逐渐发展壮大。据中新社报道，截至 2019 年中，已有 54 个境外国家和地区发行银联卡，银联网络已覆盖全球 174 个国家和地区。

## 我国银行卡定价政策变动历史

我们在前文提到，政府在银行卡产业中扮演着重要角色，主要是政府相关部门对银行卡产业的定价进行指导。接下来我们回顾一下我国银行卡刷卡手续费定价的历史演变过程。

首先是在金卡工程试点初期，信用卡刷卡手续费由各试点省市自行定价，因此各地费率相差很大。

1996 年，央行发布《信用卡业务管理办法》，参考试点阶段的经验费率，首次确定了信用卡的刷卡手续费率下限。方法规定，境内人民币信用卡的刷卡手续费率不得低于 2%，境外机构发行、在中国境内使用的信用卡的刷卡手续费率不得低于 4%。与现在相比，当时手续费率明显很高，这是因为在信用卡产业发展初期，国家试图通过高费率激励发卡行积极发行信用卡，快速做大市场。不过这一办法对手续费率只进行了统一的规定，未对不同行业的手续费率作区分，因此对薄利行业的商户来说，这样高的手续费率带来了巨大的成本。这样不区分行业的高手续费率，打击了商户接受信用卡消费的积极性，尤其是部分薄利行业商户不愿与银行签约设立 POS 机。

1999 年，央行实施《银行卡业务管理办法》，分行业规定刷卡手续费率下限，同时还规定了发卡行、收单行、信息交换中心三方的利润分配方式。办法规定，宾馆、餐饮、娱乐、旅游等行业的手续费率不得低于交易金额的 2%，其他行业不得低于 1%。未建信息交换中心的城市，从商户所得结算手续费，按发卡行 90%，收单行 10% 的比例进行分配，商业银行也可以通过协商，实行机具分摊。



相互代理、互不收费的方式进行跨行交易；已建信息交换中心的城市，从商户所得结算手续费，按发卡行 80%，收单行 10%，信息交换中心 10%的比例进行分配。在银行卡产业发展初期，快速提高发卡量，从而形成规模化、可持续盈利的市场是重中之重，因此，央行继续采取激励银行发卡的方针，将手续费收入的大部分都分配至发卡行处。

2001 年，央行发布了《关于调整银行卡跨行交易收费条款及分配办法的通知》，继续对手续费实行下限管理，并对利润分配做出新的规定。新规保留了宾馆、餐饮、娱乐、旅游等行业的商户结算手续费不得低于交易金额的 2%，其他行业的商户结算手续费不得低于交易金额的 1%的规定。对于利润分配比例，通知规定，发卡行收费按固定费率收取，其中宾馆、餐饮、娱乐、旅游等行业收益比例为 1.6%，其他行业为 0.8%。对于交换中心的网络服务费，通知规定宾馆、餐饮、娱乐、旅游等行业网络服务费比例为 0.2%，其他行业为 0.1%。若收单行按 2%、1%的下限收取手续费，则利润分配仍然为发卡行 80%、卡中心和收单行各 10%，不过若收单行能够按高于上限的费率收费，则利润分配比例将向收单行倾斜。之所以会这样做，主要是为了帮助收单机构覆盖 POS 机等成本，吸引更多收单机构加入银行卡市场。但此时商户承担的整体费用仍然偏高，多地发生已装 POS 机的商户“罢刷”事件。

2004 年，央行发布《关于<中国银联入网机构银行卡跨行交易收益分配办法>的批复》，意在降低商户成本、为民生行业让利。一是适当下调了发卡行的服务费率，对宾馆、餐饮、娱乐、珠宝金饰、工艺美术品类的商户，发卡行的固定收益为交易金额的 1.4%，银联网络服务费标准仍为交易金额的 0.2%；对一般类型的商户，发卡行的固定收益为交易金额的 0.7%，银联网络服务费的标准仍为交易金额的 0.1%。二是对三个特殊行业进行了额外规定，比如房地产、汽车销售类商户，由于其交易金额较大，因此对发卡行固定收益和网络服务费设定了上限；对航空售票、加油、超市等类型的商户减半收取；对公立医院和公立学校，发卡行和银联暂不参与收益分配。

2013 年，发改委发布《关于优化和调整银行卡刷卡手续费的通知》，将行业分类调整为四大类，并再次对手续费率进行了调整。总体来看，全行业平均费率水平较之前进一步下降。

**表 1：2013 年起执行的银行卡刷卡手续费标准**

	发卡服务费	网络服务费	收单服务费	合计
餐娱类：餐饮、宾馆、娱乐、珠宝金饰、工艺美术品、房地产及汽车销售	0.90% (其中房地产汽车封顶 60 元)	0.13% (其中房地产汽车封顶 10 元)	0.22% (可上下浮动 10%，其中房地产汽车封顶 10 元)	1.25% (其中房地产汽车封顶 80 元)
一般类：百货、批发、社会培训、中介服务、旅行社及景区门票等	0.55% (其中批发类封顶 20 元)	0.08% (其中批发类封顶 2.5 元)	0.15% (可上下浮动 10%，其中批发类封顶 3.5 元)	0.78% (其中批发类封顶 26 元)
民生类：超市、大型仓储式卖场、水电煤气缴费、加油、交通运输售票	0.26%	0.04%	0.08% (可上下浮动 10%)	0.38%
公益类：公立医院和公立学校	0	0	按服务成本收取	0

资料来源：《关于优化和调整银行卡刷卡手续费的通知》，国信证券经济研究所整理

2016 年，国家发改委、人民银行联合发布《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，取消行业分类，改为上限管理，同时大幅下调刷卡手续费费率。具体内容包括：（1）不再按行业区分商户类型；（2）降低发卡行服务费费率，对借记卡、贷记卡差别计费，费率水平降低为借记卡交易不超过交易金额的 0.35%（封顶下调为 13 元），贷记卡交易不超过 0.45%（不封顶）；（3）银行卡清算机构收取的网络服务费不区分借记卡、贷记卡，费率水平统一降低为不超过交易金额的 0.065%，封顶调整为 6.5 元，由发卡、收单机构各承担 50%；（4）对非营利性的医疗机构、教育机构、社会福利机构、养老机构、慈善机构继续

实施发卡行服务费、网络服务费全额减免；（5）收单环节服务费实行市场调节价。收单机构收取的收单服务费由现行政府指导价改为实行市场调节价，由收单机构与商户协商确定具体费率。

表 2：2016 年起执行的银行卡刷卡手续费标准

	收费方式	费率	特殊情况
发卡服务费	向收单机构收取	自由定价，但借记卡费率 $\leq 0.35\%$ 且单笔 13 元封顶；贷记卡费率 $\leq 0.45\%$	非营利性机构免收
网络服务费	向发卡机构、收单机构双边收取	自由定价，但费率 $\leq 0.065\%$ 且单笔 6.5 元封顶，两边各承担 50%	非营利性机构免收
收单服务费	向商户收取	自由定价	

资料来源：《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，国信证券经济研究所整理

至此，政府已基本完成构建、培育银行卡产业的任务，因此逐步将定价权交还给市场。收单服务费已完全实现市场化，且发卡服务费、卡组织网络服务费费率也较低。由于收单服务同质化较高，已有部分收单机构将费率降至极低甚至 0 的情况，此时收单机构依然要支付发卡服务费、卡组织网络服务费，因此其实际已处于亏损状态。此时，收单机构、发卡机构均很难再将直接收费作为主要收入来源，而是要不断为持卡人、特约商户提供更为丰富的增值服务，以此来拓展收入来源。

## 解构我国银行卡产业格局

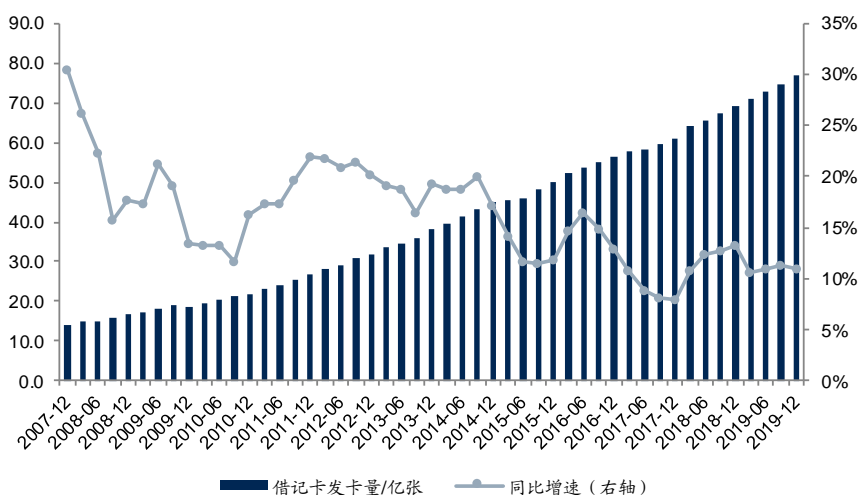
本部分通过数据分析解构我国银行卡产业格局和发展现状，按照发卡市场、收单市场和银行卡组织三部分依次进行。

### 发卡市场

#### ■ 借记卡

借记卡产业走向成熟，发卡量增速放缓。2019 年末，我国借记卡在用发卡量达到 76.7 亿张，同比增长 11%，占银行卡发卡量总数的 91%。2015 年以来我国借记卡发卡量增速不断下降，近几年一直在 10% 左右。借记卡发卡量进入低速增长阶段，标志着借记卡的发卡市场已经成熟。

图 4：借记卡发卡量情况

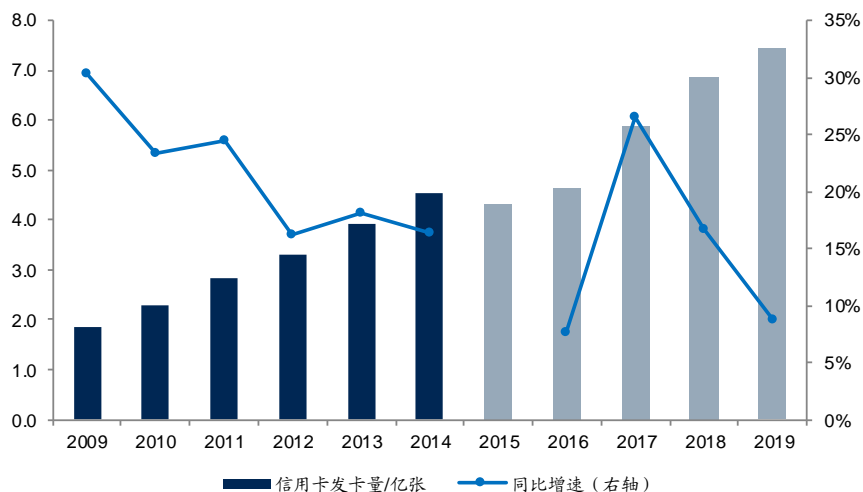


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## ■ 信用卡

信用卡市场也趋于成熟。2019 年末，我国信用卡（含借贷合一卡）在用发卡量达到 7.5 亿张，同比增长 9%，占银行卡发卡量总数的 9%。信用卡发卡量在 2019 年以来增速回归平稳。

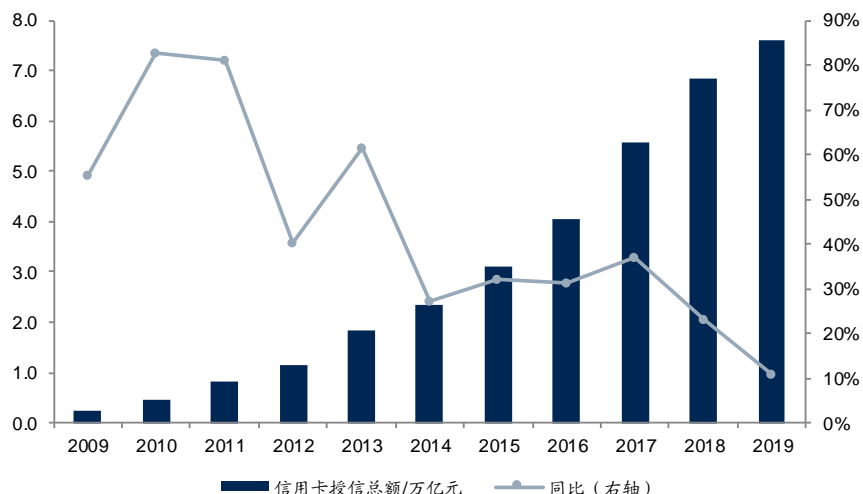
图 5：信用卡发卡量情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：央行于 2015 年对发卡量口径进行了调整，此前为累计发卡量，2015 年起改为在用发卡量。

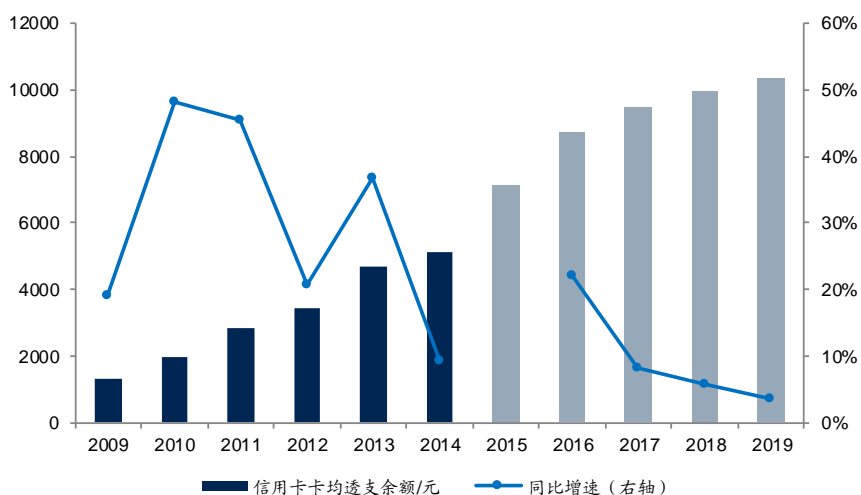
信用卡除了发卡量之外，还有贷款余额值得关注。2019 年末，我国信用卡贷款总额达到 7.6 万亿元，同比增长 11%，相当于卡均透支余额约 1.0 万元。信用卡贷款余额增速在 2018 年之前都快速增长，但 2019 年以来增速也开始回落。此外，随着信用卡市场走向成熟，卡均透支余额也在下降，意味着用户对信用卡透支的需求已步入平稳。

图 6：信用卡贷款余额情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：信用卡卡均透支情况

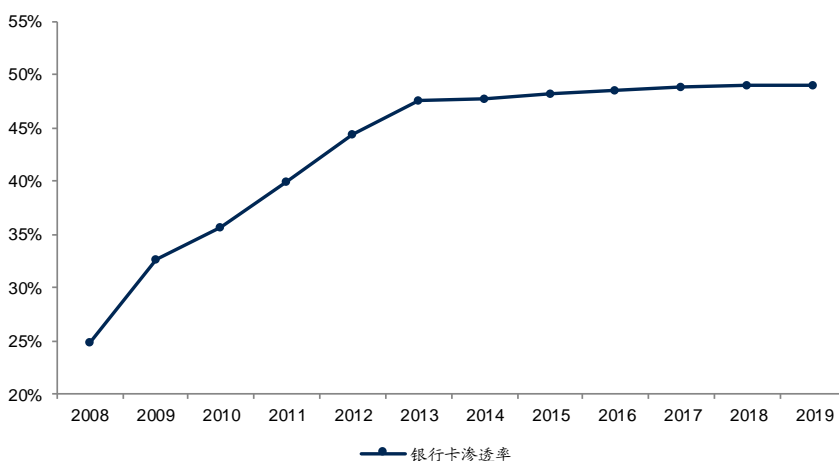


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：央行于 2015 年对发卡量口径进行了调整，此前为累计发卡量，2015 年起改为在用发卡量，我们在计算卡均数据时未进行可比口径调整。

## ■ 银行卡渗透率

银行卡渗透率接近一半，近几年都保持稳定。我国银行卡渗透率（指剔除房地产、大宗批发等交易类型，银行卡消费金额占社会消费品零售总额的比例）在 2008-2013 年快速增长，2013 年渗透率达到 48%，之后银行卡渗透率进入平稳阶段，2019 年末为 49%。从银行卡渗透率的发展趋势来看，我国银行卡刷卡消费额很难再快速增长。

图 8：银行卡渗透率情况

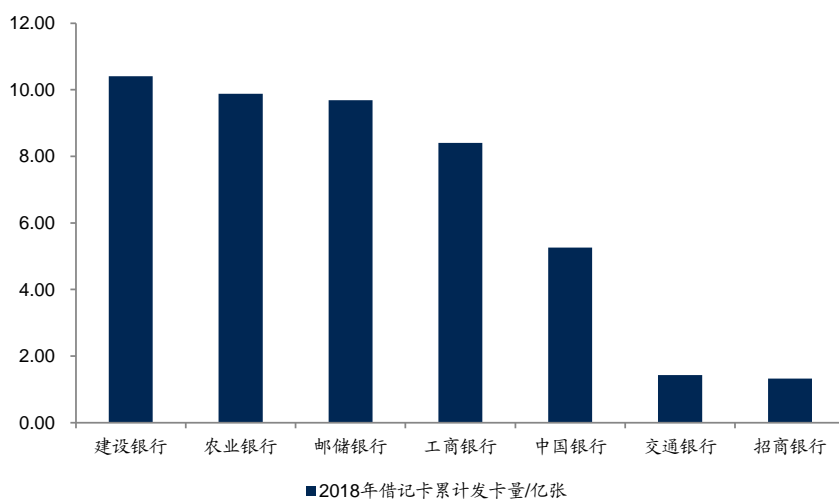


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## ■ 市场格局

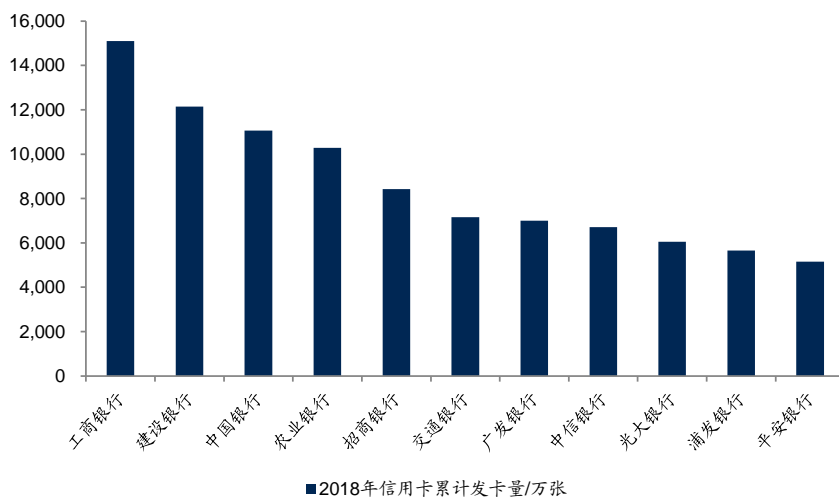
从银行卡发卡业务细分市场格局看，借记卡市场以五大行为主，而信用卡市场中，股份行则相对更加活跃一些。

图 9：2018 年末借记卡累计发卡量



资料来源：各银行 2018 年报，国信证券经济研究所整理

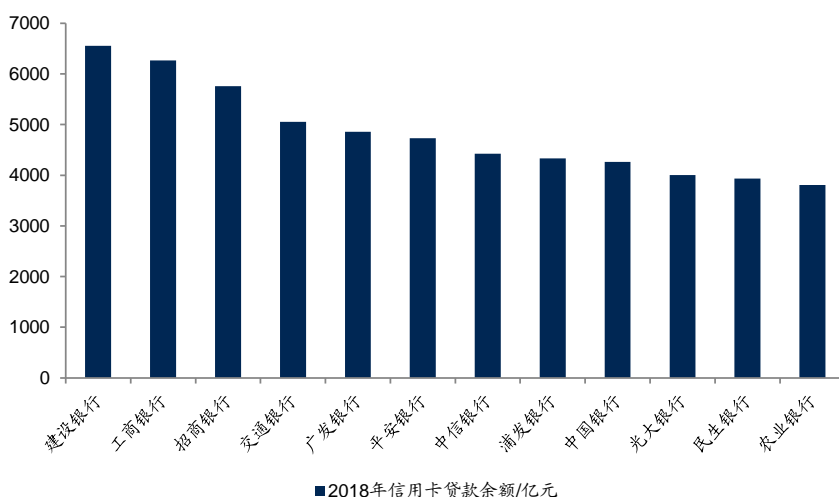
图 10：2018 年末信用卡累计发卡量



资料来源：各银行 2018 年报，国信证券经济研究所整理。注：部分银行披露的是流动卡量，因此数字不完全可比。



图 11: 2018 年末信用卡贷款余额



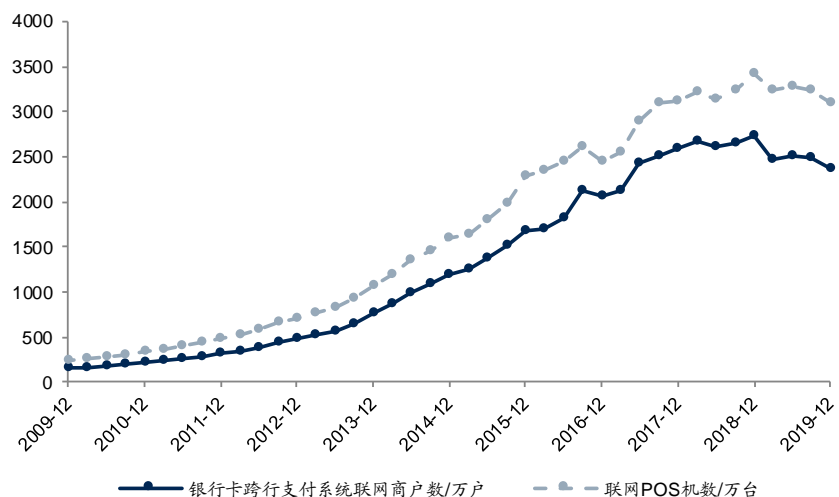
资料来源: 各银行 2018 年报, 国信证券经济研究所整理

## 收单市场

经过前些年的发展, 收单市场目前也已经走向成熟。

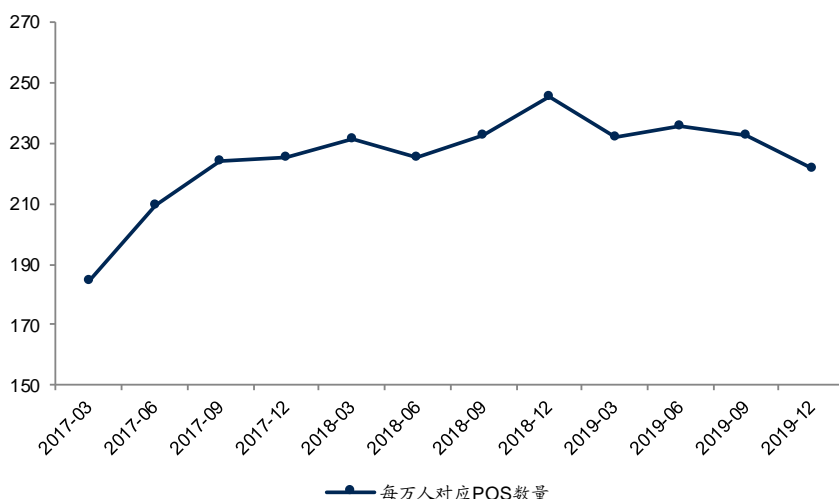
截至 2019 年末, 全国银行卡跨行支付系统联网商户约 2363 万户, 联网 POS 机 3089 万台。但不管是联网商户数还是 POS 机数量, 在 2019 年都是负增长。而每万人对应 POS 数量自 2019 年四季度也开始负增长, 意味着整个银行卡刷卡消费的收单市场已经进入成熟期。

图 12: 全国银行卡跨行支付系统联网商户数和 POS 机数量情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 全国每万人对应 POS 数量情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从市场格局来看, 收单机构主要包括银行和获得银行卡收单牌照的第三方支付机构。我们接下来以银联商务和拉卡拉为例, 观察第三方收单机构的基本情况。

### ■ 银联商务

银联商务是中国银联控股的综合支付与信息服务机构, 成立于 2002 年 12 月。根据其官网披露的信息, 截至 2019 年底, 银联商务已在全国除台湾以外的所有省级行政区设立机构, 对地级以上城市覆盖率达 100%, 服务特约商户 798 万家, 维护 POS 终端 849 万台; 2019 年受理各类交易 127 亿笔、15 万亿元, 是国内规模最大的综合支付服务机构之一。根据其披露的数据可知, 银联商务的 POS 终端占到我国全部 POS 终端的约 1/4。根据 Visa 年报中引述的 The Nilson Report 发布的《2018 年度亚太地区收单机构排名表》和《2018 年度全球收单机构排名表》, 银联商务在亚太地区收单机构中排名第 1, 在全球收单机构中排名第 8。

### ■ 拉卡拉

拉卡拉成立于 2005 年; 2011 年获得央行颁发的《支付业务许可证》, 获得互联网支付、银行卡收单、预付卡受理等全国支付牌照; 2012 年开始进入银行卡收单市场, 定位于小微企业的收单服务; 2015 年实现盈利, 2019 年在 A 股上市。拉卡拉在 2015 年下半年曾开展增值金融服务 (主要是向小微企业及个人用户提供贷款), 但公司在 2016 年四季度将这一业务剥离, 专注从事第三方支付业务。

根据其招股书披露的数据, 2018 年末公司累计签约商户数超过 1900 万户 (含 POS 及扫码受理产品), 收单业务金额 3.65 万亿元; 2018 年末传统 POS 终端 15.7 万台, 智能 POS 终端 69.7 万台。

从 2018 年利润表来看, 拉卡拉的收入主要来自收单手续费, 成本则主要是销售相关成本。公司 2018 年实现营业总收入 56.8 亿元, 其中收单手续费收入 (指收单服务费扣除支付给发卡机构、卡组织等的费用后的净收入) 50.7 亿元, 是主要收入来源; 营业成本 31.3 亿元, 其中服务分润最多, 达到 27.8 亿元, 可以视为一种销售成本; 期间费用合计 17.9 亿元, 其中销售费用最多, 达到 11.6 亿元。公司 2018 年实现净利润 6.1 亿元, 加权 ROE22.9%, ROA13.1%。

## 清算市场

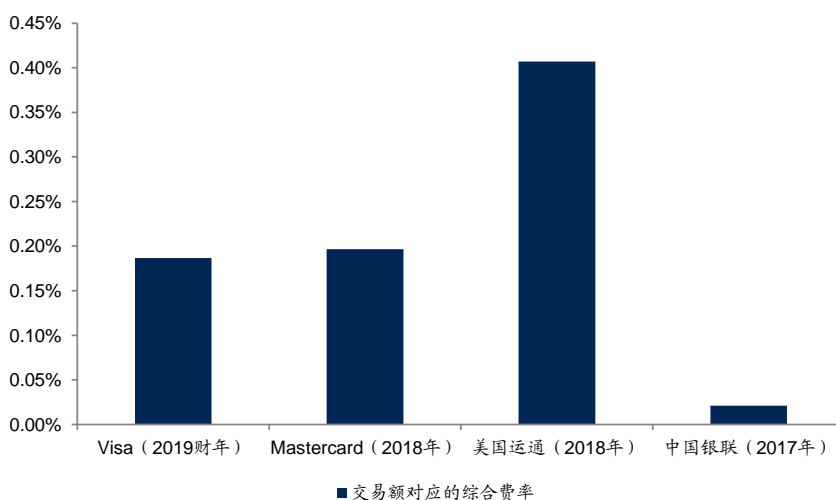
长期以来，成立于 2002 年的中国银联是我国唯一一家银行卡清算机构，市场上一度对此存在垄断的质疑。2016 年 6 月，人行与原银监会颁布了《银行卡清算机构管理办法》，并开始接受新的卡组织牌照申请。目前，美国运通与国内连连科技合资成立的“连通（杭州）技术服务有限公司”已获得央行核准的银行卡清算业务许可证，另有万事网联信息技术（北京）有限公司正在获准筹备中。

### ■ 中国银联

截止目前中国银联没有披露过定期报告，我们只能通过媒体报道获得其部分历史数据。据《经济观察网》报道，2018 年 5 月 4 日举行的中国银联股东大会披露了其 2017 年度业绩情况：银联 2017 年末总资产 1564 亿元，同比增长 66%；2017 年实现营业收入 227 亿元，同比增长 38%，实现净利润 101 亿元，同比增长 75%。又据该报道，中国银联 2017 年收入来源主要是五项，这五项业务及相应收入占比情况分别为：POS 转接（77%）、ATM 转接（8%）、创新业务（10%）、国际许可和服务费（1%）、其他。可见，银行卡转接清算仍然是其主要业务。

我们一般用“平均网络服务费率”来衡量卡组织的业务创收能力，即网络服务费与处理的清算金额之比。根据央行数据，2017 年银行卡跨行支付系统共处理业务金额 94 万亿元，按 193 亿元转接费收入计算，银联整体收取的网络服务费率为 0.021%，这一数字远远低于国外卡组织，可见中国银联整体收费水平较海外更为低廉。

图 14：银联的手续费率非常低



资料来源：各公司定期报告，经济观察网，国信证券经济研究所整理。注：图中费率均为估算值，可能与实际值有出入。

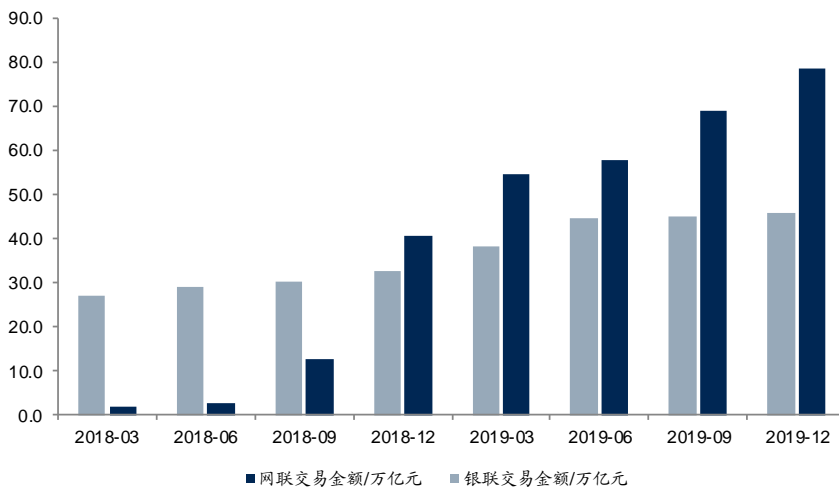
### ■ 市场竞争

截止目前，我国仅有银联一家运营中的银行卡清算机构，但银联的竞争者也在出现，包括已经获得银行卡清算业务许可证的连通（杭州）技术服务有限公司和正在筹备中的万事网联信息技术（北京）有限公司。

此外，随着第三方支付的兴起，支付公司通过在多家银行开立账户，曾经一度实现了类似跨行清算的功能，市场上曾质疑其无证经营清算业务。为杜绝这一风险，人行于 2017 年 1 月发布了《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》，逐步切断了支付公司与银行的“直连”，并成立了网联清算有限公司完成互联网支付中涉及的跨行清算。目前网联也从事类似的清算业务，

且交易金额较大。

图 15: 断直连逐步完成之后, 网联平台交易额迅速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着未来新的银行卡清算业务许可证发放, 以及网联和互联网支付普及, 银联确实面临较大的竞争。但是, 鉴于卡组织业务的网络效应, 至少在线下刷卡交易这部分, 银联依然占据绝对优势份额。

目前, 银行卡产业面临一些新的变革, 但主要还是技术层面的革新, 比如嵌入在手机 APP 中的虚拟银行卡替代了塑料制作的实物银行卡, 并以 NFC、扫码、生物特征识别等交互方式替代了原有的磁条、芯片接触的交互方式, 但这些只是为前端支付交易带来便利, 并不改变银行卡运作原理, 背后依然是同一个银行卡账户, 和一整套收单、清算体系。因此, 我们预计在未来一段时期内, 银行卡产业整体格局不会出现巨大变化。

## 美国四家卡组织

我们最后观察卡组织最终的经营情况和盈利能力。根据 Visa 统计的数据, 目前全球重要的卡组织一共有六家: 美国的 Visa、Mastercard、美国运通、Discover, 以及日本的 JCB 和中国银联。

表 3: 全球主要卡组织 2018 年数据对比

	Visa	Mastercard	美国运通	Discover	JCB	中国银联
支付交易额 (万亿美元)	8.4	4.3	1.2	-	0.2	-
总交易额 (万亿美元)	11.4	5.9	1.2	0.4	0.3	17.2
银行卡数 (亿张)	33.6	20.2	1.1	-	1.3	约 77.3

资料来源: Visa 及 Discover 2019 年报, 央行, 银联官网, 国信证券经济研究所整理。注: 银联交易总额为 119 万亿元人民币, 按 1: 6.9 换算为 17.2 万亿美元; 注 2: 银行卡张数根据银联官网披露的“境外累计发行银联卡超过 1.3 亿张”以及国内 2018 年末银行卡发卡量测算而来, 为估计值。

JCB、中国银联均未披露过年报, 因此我们接下来通过美国这四家公司来进一步观察卡组织的经营情况。从所披露的数据来看, 各家卡组织盈利能力都非常强, ROE 很高, 其股票也交易在一个相对较高的估值水平, 足可见这是一门非常不错的生意。

**表 4: 美国四家卡组织情况对比**

	2020.6.12 市值 (亿美元)	PE(TTM)	PB(LF)
Visa	3737	30	12.8
Mastercard	2989	38	55.4
American Express	818	15	3.9
Discover	162	8	1.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## Visa

Visa 目前服务于全球 200 多个国家和地区, 2019 财年 (Visa 的财年结束于每年三季末) 实现营业收入 230 亿美元, 其中 127 亿美元来自美国境外。Visa 的营业收入基本都来自银行卡相关的服务手续费。

**表 5: Visa 主要财务数据**

	2019 财年	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年
收入	22977	20609	18358	15082	13880
净利润	12080	10301	6699	5991	6328
总资产	72574	69225	67977	64035	39367
净资产	34684	34006	32760	32912	29842
ROA	17.0%	15.0%	10.1%	11.6%	16.1%
ROE	35.2%	30.9%	20.4%	19.1%	22.1%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理。单位: 百万美元。

## Mastercard

Mastercard 同样提供全球支付网络服务, 其于 2019 年实现营业收入 169 亿美元, 其中 111 亿美元来自非北美市场。其收入也基本都来自银行卡相关手续费。

**表 6: Mastercard 主要财务数据**

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
收入	16883	14950	12497	10776	9667
净利润	8118	5859	3915	4059	3808
总资产	29236	24860	21329	18675	16250
净资产	5917	5418	5497	5684	6062
ROA	30.0%	25.4%	19.6%	23.2%	24.1%
ROE	143.2%	107.4%	70.0%	69.1%	59.1%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理。单位: 百万美元。注: Mastercard 进行了大量股票回购导致 ROE 非常高。

## 美国运通

美国运通可以视为一家封闭式卡组织, 因为虽然它也允许第三方发卡机构发行其品牌的银行卡, 但使用并不活跃。其所发行银行卡中, 约 40% 由第三方发卡机构发行, 但这些银行卡的交易量仅占全部交易量的 15%。

由于自发银行卡, 因此美国运通的利息净收入占比相对更高。美国运通于 2019 年实现营业收入 436 亿美元, 其中利息净收入占比 20%; 2019 年末信用卡贷款余额约 870 亿美元, 占总资产的 44%。

**表 7: 美国运通主要财务数据**

	2019 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
收入	43556	36878	35438	32818	34188
净利润	6759	2748	5375	5163	5885
总资产	198321	181196	158917	161184	159103
净资产	23071	18261	20523	20673	20673
ROA	3.5%	1.6%	3.4%	3.2%	3.8%
ROE	29.8%	14.2%	26.1%	25.0%	29.3%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理。单位: 百万美元。



## Discover

Discover 虽然也从事卡组织相关业务，但本质上是一家银行，卡组织相关业务收入可以忽略不计。Discover 既发行自己的银行卡，也为第三方发卡机构提供清算服务，其将后者的相关业务划分为 Payment Services，2019 年该板块为公司带来 3.5 亿美元收入，仅占全部收入的 3%。

Discover 于 2019 年实现营业收入 115 亿美元，其中利息净收入 95 亿美元，占比 82%；2019 年末贷款余额约 959 亿美元，其中信用卡贷款余额 772 亿美元。

表 8: Discover 主要财务数据

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
收入	11459	10709	9897	9099	8739	8477
净利润	2957	2742	2099	2393	2297	2323
总资产	113996	109553	100087	92308	86799	82998
净资产	11859	11130	10892	11323	11275	11134
ROA	2.6%	2.6%	2.2%	2.7%	2.7%	2.9%
ROE	25.7%	24.9%	18.9%	21.2%	20.5%	21.2%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理。单位：百万美元。

图 16: 各公司资产负债科目占总资产比例: Discover 更多是一家银行

	Visa	Mastercard	美国运通	Discover	富国银行
现金及金融资产	20%	34%	17%	29%	39%
贷款	0%	0%	44%	60%	50%
其他资产	80%	66%	39%	12%	11%
无息存款	0%	0%	0%	0%	18%
有息存款	0%	0%	37%	71%	49%
长期债务	23%	47%	31%	4%	12%
其他负债	29%	31%	20%	9%	10%
净资产	48%	22%	12%	15%	10%

资料来源：各公司定期报告，国信证券经济研究所整理。注 Visa 为 2019 年报，其余银行为 2018 年报。

## 投资建议

目前，新的合资卡组织即将进入我国银行卡清算市场，在市场已被中国银联绝对占据的情况下，我们预计新进入者会推出差异化的银行卡服务，以抢占市场份额。而国内银行也乐意跟进，发行新的银行卡，尝试推出新的服务，以便在激烈的银行卡市场竞争中谋求更高份额。甚至万一出现一款全新的“拳头产品”，不排除会大幅改变现有发卡行市场格局。我们提请投资者密切关注新卡组织的动态。

银行方面，目前银行板块估值处于历史低位，我们维持行业“超配”评级不变，并重点推荐估值极低、盈利稳定的大型国有行，包括工商银行、农业银行、邮储银行等，和基本面优异的中小银行，包括宁波银行、常熟银行等。

## 风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响、宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

**表 9：重点个股估值表**

收盘日：	港元汇率	收盘价	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2020/6/12	0.9143	(元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	5.22	13.0%	12.5%	11.9%	4.9%	4.4%	4.1%	0.75	0.69	0.63	6.0	5.8	5.6
601939.SH	建设银行	6.38	14.6%	13.9%	13.3%	4.7%	5.9%	6.6%	0.76	0.69	0.62	5.5	5.2	4.9
601288.SH	农业银行	3.38	14.6%	13.8%	12.9%	4.6%	4.5%	4.4%	0.68	0.61	0.55	4.8	4.7	4.5
601988.SH	中国银行	3.48	13.9%	13.1%	12.2%	4.1%	3.9%	2.8%	0.62	0.56	0.51	4.6	4.5	4.4
601328.SH	交通银行	5.10	11.2%	10.8%	10.4%	5.0%	4.1%	3.7%	0.55	0.51	0.47	5.1	4.9	4.7
601658.SH	邮储银行	4.70	12.0%	12.0%	12.4%	16.5%	12.7%	11.3%	0.82	0.76	0.69	7.5	6.5	5.8
600036.SH	招商银行	34.50	16.7%	16.8%	16.8%	15.3%	13.1%	12.4%	1.51	1.34	1.19	9.5	8.4	7.5
601166.SH	兴业银行	15.97	12.7%	12.1%	12.0%	8.7%	4.3%	7.5%	0.68	0.62	0.57	5.6	5.4	5.0
600016.SH	民生银行	5.68	14.9%	14.1%	13.2%	6.9%	4.8%	5.2%	0.55	0.50	0.45	3.8	3.7	3.5
600000.SH	浦发银行	10.55	15.4%	14.2%	13.1%	5.4%	3.0%	2.7%	0.63	0.56	0.51	4.3	4.2	4.1
601998.SH	中信银行	5.04	13.3%	12.8%	12.0%	7.9%	5.8%	4.5%	0.56	0.50	0.46	4.3	4.1	4.0
000001.SZ	平安银行	12.99	11.2%	10.9%	11.3%	13.6%	13.9%	13.8%	0.92	0.84	0.76	9.2	8.1	7.1
601818.SH	光大银行	3.75	15.1%	14.6%	14.2%	11.0%	9.5%	9.9%	0.61	0.55	0.49	4.3	4.0	3.7
600015.SH	华夏银行	6.29	10.6%	10.1%	9.4%	5.0%	2.7%	2.0%	0.47	0.43	0.40	4.6	4.5	4.4
601169.SH	北京银行	4.91	10.4%	10.3%	10.2%	7.2%	6.0%	5.1%	0.55	0.51	0.48	5.5	5.1	4.8
002142.SZ	宁波银行	26.29	17.8%	17.4%	17.5%	22.6%	18.0%	16.9%	1.85	1.60	1.38	11.7	9.9	8.4
600919.SH	江苏银行	5.94	9.7%	10.0%	10.4%	11.9%	8.8%	8.7%	0.62	0.58	0.54	6.7	6.0	5.3
601077.SH	渝农商行	4.91	13.5%	12.8%	11.5%	1.4%	7.7%	7.4%	0.79	0.64	0.58	6.1	5.7	5.3
002839.SZ	张家港行	5.30	8.7%	9.3%	9.9%	14.3%	14.6%	13.9%	0.94	0.87	0.80	10.9	9.4	8.2
601128.SH	常熟银行	7.32	13.2%	11.5%	12.1%	20.1%	13.4%	15.5%	1.19	1.09	1.00	10.1	9.9	8.6
<b>平均</b>			<b>13.1%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.4%</b>	<b>9.8%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.1%</b>	<b>0.81</b>	<b>0.72</b>	<b>0.66</b>	<b>6.5</b>	<b>6.0</b>	<b>5.5</b>

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032