

银行 2019 及 1Q2020 报告综述：稳健不改，以量补价仍将持续



核心观点

- **负债：同业负债增速提升，存款扩张略有放缓，下半年活期存款占比小幅提升。**2019 年下半年，存款增速放缓影响负债扩张。1Q2020 负债扩张显著回升，同业负债贡献较大，降息环境促进同业负债占比回升，且监管压力逐步出清。从存款结构来看，2019 年各类型银行活期存款占比较 1H2019 小幅提升，主要得益于下半年高息定期产品集中压降已现成效。国有行活期存款占比提升明显，低负债成本优势仍将保持；股份行定期存款占比仍有提升，付息率上升仍有压力。总体而言，2019 年末活期存款占比仍低于年初，定期存款占比提升大方向未改。
- **资产：贷款扩张加速，资产质量尚稳，信用卡、消费贷占比略有下行。**2019 年银行生息资产增速较三季度略有放缓，主要受债券投资放缓影响；1Q2020 贷款拉动生息资产扩张显著回升。疫情期间，再贷款、再贴现及定向降准持续发力，支撑信贷扩张，1Q2020 贷款同比增速达到 13.2%，显著高于近两年同期水平。对公贷款中，2019 年高不良率的制造业、批发零售业贷款占比持续下降，房地产相关贷款投放占比较 1H2019 有所下降，资产质量较好的交运贷款较 1H2019 显著上升。个人贷款中，按揭贷款仍是资产质量压舱石。疫情风险叠加经济下行压力，2019 年银行信用卡贷款、消费贷占比有所下行，但不良率未见明显上升，拨备仍较厚，各项生成率仅小幅上升，资产质量将在二、三季度进入验证期。股份行信用卡业务可能是其零售端主要风险来源，城商行、农商行在经营贷款、消费贷款上的风控压力可能增加。
- **利润：增速稳健，以量补价。**受资产扩张放缓影响，2019 年上市银行归母净利及 PPOP 增速较 2018 年有所回落。因贷款投放加速，降息影响尚不明显，1Q2020 银行归母净利及 PPOP 虽有下降，但略超预期，整体受疫情影响可控。息差表现稳健，较前期变化不大。由于存量贷款挂钩 LPR 一季度尚未实施，且一季度贷款增速较高，拉高了平均生息资产收益率，对息差形成支撑，但预计全年仍有下行压力。中收方面，2019 年同比基数较高，2020 年随着监管出清压力接近尾声，手续费及佣金净收入同比预计也将维持正常水平，一季度在疫情影响下录得 4.8% 的增速，我们认为中收韧性仍然较强。

投资建议与投资标的

- 复工复产有序推进，政策对投资、消费的支持力度不断增加。投资上，新老基建并行，中短期银行资产增速受益于基建、国企项目推进和政策推进信贷投放，仍较有保障，暂不构成板块业绩和估值的核心约束，长期可能会受到有效需求不足的限制，因此需密切关注内需提振政策的力度和走向。消费上，稳就业有利于稳定银行个人端信贷资产的质量。流动性宽松的环境将使行业负债成本进一步下行，将可在一定程度上缓解息差下行压力，在保持银行系统稳定和信贷供给能力前提下，预计息差下行空间可能有限。当前零售业务息差水平仍较高，资产质量相对较好，在内外不确定风险增加的情况下，优质零售银行标的仍是稳健收益的好选择。贷款占比提升和流动性负债成本降低将对息差构成支撑，市场化负债占比高、贷款占比提升空间大的银行将有较好的息差韧性。我们维持行业“看好”评级。个股建议关注兴业银行(601166, 买入)、招商银行(600036, 增持)、邮储银行(601658, 增持)、平安银行(000001, 买入)。

风险提示

- 经济外部风险仍较大；降息导致净息差承压；外资银行进入带来行业竞争加剧。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

银行业

报告发布日期

2020 年 05 月 07 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

联系人

张静娴

021-63325888-4311

zhangjingxian@orientsec.com.cn

相关报告

银行 2020 年度策略：稳健先行，估值修复：	2019-11-22
银行 3Q2019 报告综述：质、速均佳，息差反弹：	2019-11-06
银行 1H2019 报告综述：盈利稳健增长，不良整体改善：	2019-09-16
银行 2018 及 1Q2019 报告综述：贷款加速投放，不良率仍在改善：	2019-05-14

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 资产负债：存款扩张略缓，贷款扩张加速，资产质量尚稳	4
1.1. 负债端：同业增速提升，存款扩张略有放缓，下半年活期存款占比小幅提升	4
1.2. 资产端：贷款扩张仍较快，信用卡、消费贷占比略有下行	7
1.3. 资产质量：不良较稳，拨备较厚	11
2. 利润：增速稳健，以量补价	13
2.1. 利润分析：2019 年增速平稳，一季度受疫情影响可控	13
2.2. 归因分析：规模扩张仍为主动力，非息韧性仍佳	15
2.2.1. 生息资产规模：资产增速稳健，一季度贷款扩张较快	15
2.2.2. 净息差：表现稳健，尚未明显受降息影响	15
2.2.3. 手续费及佣金净收入：韧性仍较强	17
2.3. 杜邦分析：盈利能力稳健，与资产扩张速度高度相关	19
3. 投资建议：关注优质零售银行、资产质量佳的银行	21
4. 风险提示	21

图表目录

图 1：OMO 利率近期逐渐下降（金额单位：亿元；利率单位：% ，右轴）	6
图 2：银行间市场利率近期逐渐下降（%）	6
图 3：上市银行加总贷款结构变动	9
图 4：上市银行 2019 对公贷款行业分布	10
图 5：上市银行手续费及佣金净收入细分项目同比	18
表 1：上市银行计息负债结构变动	4
表 2：银行存款结构变动	6
表 3：上市银行生息资产结构变动	8
表 4：上市银行个人贷款结构	10
表 5：上市银行不良率及拨备变化	11
表 6：上市银行资产质量主要指标变化	12
表 7：上市银行归母净利及 PPOP 情况	14
表 8：上市银行生息资产及细分项目同比	15
表 9：上市银行净息差变动情况	16
表 10：上市银行手续费及佣金净收入同比	17
表 11：上市银行 ROE、ROA	19
表 12：上市银行加总杜邦分析	20

1. 资产负债：存款扩张略缓，贷款扩张加速，资产质量尚稳

1.1. 负债端：同业增速提升，存款扩张略有放缓，下半年活期存款占比小幅提升

负债扩张方面，2019年四季度银行负债扩张放缓，主要因前三季度存款扩张较快，四季度存款扩张放缓所致。2020年一季度负债扩张显著回升，主要因同业负债压降接近尾声，增速较去年显著提升，且存款增速单季小幅反弹所致。2019年上市银行计息负债同比增速较前三季度回落，全年上市银行加总计息负债增速为8.5%，较第三季度的9.5%下降1个百分点。2020年一季度上市银行加总计息负债同比增速达到10.2%，较上年同期的9.6%有所提升，为近三年单季负债增速较高值。2019年末，上市银行客户存款同比增速由第三季度的10.5%下降至8.7%，2020年一季度存款同比增速小幅回升至9.0%。总体而言，2019年四季度由于前期存款扩张较快，四季度呈现放缓态势，2020年一季度虽小幅反弹，但低于2019年一季度增速。

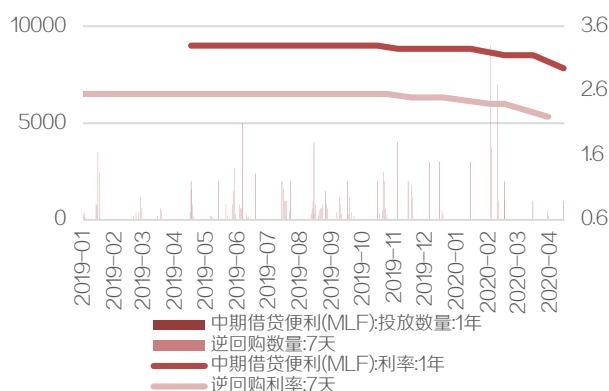
从负债结构变动分析，存款扩张略有放缓，或受高息产品受限影响；降息环境促进同业负债占比回升，监管压力逐步出清，支撑了一季度负债扩张。2019年上市银行计息负债中，存款占比较三季度下降，录得全年最低值，同业负债占比较三季度显著提升。一季度存款占比小幅提升，同业负债占比基本未见继续提升，但高于去年同期水平。2019年四季度末，存款占比虽较2018年末有小幅提升，但较三季度有所下滑，是全年中的最低占比。2020年一季度，存款占比小幅反弹，但仍低于2019年前三季度占比。这或与结构化存款、大额存单等高息揽储产品被监管限制，增加了揽储难度有关，存款扩张速度受到一定影响。随着市场降息预期增强，MLF等公开市场操作利率不断降低，同业负债成本有所下行；且监管原因导致银行同业业务压降的过程逐渐步入尾声，不合规同业业务基本出清，当前同业负债扩张有所提升。

表 1：上市银行计息负债结构变动

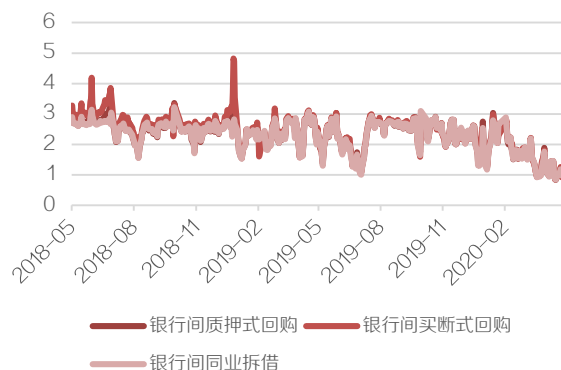
	计息负债结构 1Q2020				计息负债结构 1Q2020 较 2019 变动				计息负债结构 2019 较 2018 变动			
	向央行借款	同业负债	存款	应付债券	向央行借款	同业负债	存款	应付债券	向央行借款	同业负债	存款	应付债券
工商银行	0.1%	11.2%	85.6%	2.6%	0.0%	1.6%	-1.5%	-0.2%	0.0%	0.1%	-0.4%	0.3%
建设银行	2.6%	10.4%	81.6%	3.9%	0.2%	0.2%	0.3%	-0.8%	-0.2%	1.2%	-1.1%	1.0%
农业银行	3.0%	8.4%	82.4%	4.8%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.6%	-1.8%	1.1%
中国银行	4.6%	11.3%	79.3%	4.7%	0.4%	-0.2%	0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.9%	0.1%	1.3%
交通银行	6.5%	16.4%	72.0%	4.8%	1.0%	-0.7%	-0.2%	0.0%	-0.8%	-2.7%	2.4%	1.0%
邮储银行	0.0%	2.0%	97.0%	1.0%	0.0%	0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%	-1.0%	0.9%	0.2%
招商银行	4.5%	12.2%	74.9%	7.7%	-0.9%	0.4%	1.5%	-1.0%	-1.3%	-0.6%	0.3%	1.7%
兴业银行	2.6%	25.4%	59.6%	12.4%	0.0%	0.4%	1.0%	-1.5%	-1.8%	-4.5%	4.3%	2.1%
民生银行	4.1%	22.5%	61.3%	12.1%	0.7%	1.1%	-0.1%	-1.7%	-2.3%	-0.7%	1.8%	1.2%
浦发银行	4.2%	18.9%	59.9%	15.7%	0.5%	-3.1%	1.9%	-0.2%	-0.2%	-1.5%	0.8%	1.1%
中信银行	3.8%	17.3%	67.8%	11.1%	-0.1%	-1.6%	1.2%	0.5%	-1.3%	0.4%	0.3%	0.6%
平安银行	3.3%	11.6%	70.4%	12.8%	0.1%	-0.7%	1.1%	-1.6%	-1.6%	-1.4%	0.3%	2.2%
光大银行	5.1%	12.1%	74.9%	7.9%	-0.2%	-2.9%	3.9%	-0.8%	-1.5%	-2.3%	6.1%	-2.4%

华夏银行	5.3%	17.0%	62.4%	15.2%	0.0%	-1.4%	1.0%	0.4%	-1.8%	2.4%	-0.5%	-0.1%
浙商银行	6.1%	7.7%	75.2%	10.4%	6.1%	-8.6%	5.1%	-2.3%	0.0%	-2.2%	5.7%	-3.6%
北京银行	4.2%	15.5%	62.8%	17.5%	0.5%	-1.9%	0.1%	1.3%	0.9%	-2.1%	2.6%	-1.4%
南京银行	8.3%	4.0%	70.4%	16.8%	0.8%	-1.4%	0.1%	0.2%	2.1%	-1.9%	1.9%	-2.1%
宁波银行	3.2%	8.2%	73.9%	13.4%	0.6%	-3.3%	7.2%	-4.9%	1.0%	1.1%	1.0%	-2.9%
江苏银行	6.8%	8.1%	66.9%	18.2%	0.3%	-3.3%	3.7%	-0.7%	0.2%	-1.2%	1.0%	-0.1%
贵阳银行	3.6%	9.4%	65.1%	21.9%	0.7%	-0.3%	-0.6%	0.2%	2.3%	0.3%	-2.2%	-0.4%
上海银行	4.7%	26.3%	60.0%	9.0%	0.1%	0.0%	0.4%	-0.5%	-1.0%	-0.8%	2.7%	-0.9%
杭州银行	7.3%	10.1%	68.1%	14.4%	-0.4%	-2.9%	2.7%	0.6%	2.1%	0.4%	2.1%	-4.6%
江阴银行	2.6%	5.1%	84.7%	7.6%	0.0%	-3.7%	0.6%	3.1%	1.3%	5.7%	0.3%	-7.3%
苏农银行	1.8%	9.5%	81.1%	6.3%	0.3%	3.0%	-3.8%	-0.9%	0.0%	-1.2%	6.1%	-4.9%
无锡银行	1.9%	1.4%	88.8%	7.9%	-0.1%	-0.8%	0.9%	0.0%	0.9%	-0.9%	4.0%	-4.0%
张家港行	2.4%	6.6%	86.3%	4.5%	-0.1%	-1.9%	2.9%	-1.2%	0.2%	-5.4%	4.3%	1.0%
常熟银行	1.4%	6.5%	85.0%	7.1%	0.0%	-1.5%	1.3%	0.2%	-0.3%	2.0%	7.6%	-9.3%
成都银行	6.0%	4.7%	76.1%	13.2%	0.2%	-0.6%	1.5%	-1.1%	5.7%	0.9%	-3.1%	-3.5%
郑州银行	3.2%	11.8%	66.0%	19.0%	1.0%	1.0%	2.0%	-4.1%	1.2%	-3.3%	1.0%	1.0%
长沙银行	1.1%	5.2%	71.3%	22.2%	0.8%	-1.4%	0.7%	-0.2%	-1.8%	0.2%	0.3%	1.4%
紫金银行	0.3%	9.9%	74.5%	15.3%	0.0%	0.7%	2.9%	-3.6%	0.0%	-2.0%	7.0%	-5.0%
青岛银行	1.8%	11.0%	63.8%	23.3%	0.1%	-1.4%	0.5%	0.8%	-2.2%	0.8%	1.5%	-0.1%
西安银行	0.2%	3.6%	68.9%	27.3%	0.0%	1.2%	0.4%	-1.6%	-0.9%	0.7%	-2.6%	2.8%
苏州银行	1.3%	12.8%	70.2%	15.7%	0.5%	-2.9%	-1.3%	3.7%	-0.3%	-0.1%	2.2%	-1.8%
青农商行	0.7%	7.9%	70.2%	21.1%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.4%	1.0%	-2.3%	1.6%
渝农商行	4.2%	4.8%	75.5%	15.5%	0.9%	-0.7%	2.8%	-3.0%	-0.2%	-1.3%	1.4%	0.0%
上市银行加总	3.1%	12.0%	77.4%	6.8%	0.2%	-0.2%	0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.5%	0.3%	0.7%
国有行加总	2.5%	10.1%	82.9%	3.7%	0.2%	0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	0.8%
股份行加总	4.1%	17.3%	66.5%	11.6%	0.2%	-1.2%	1.6%	-0.9%	-1.4%	-1.3%	1.9%	0.8%
城商行加总	4.9%	12.1%	66.7%	16.2%	0.4%	-1.8%	1.7%	-0.4%	0.7%	-0.9%	1.5%	-1.3%
农商行加总	2.6%	6.0%	77.8%	13.5%	0.4%	-0.6%	1.8%	-1.6%	0.0%	-0.5%	2.4%	-1.8%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 1：OMO 利率近期逐渐下降（金额单位：亿元；利率单位：% ，右轴）


数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：银行间市场利率近期逐渐下降（%）


数据来源：wind，东方证券研究所

存款结构方面，上市银行整体对公存款占比较年初下降，零售存款占比提升。城商行对公存款占比降幅最大，较年初下降 2.89%，股份行降幅最小，较年初下降 0.62%。股份行个人存款占比提升最为明显，较年初提升 2.17%，农商行升幅最小。

各类型银行活期存款占比较 2019 上半年小幅提升，但仍低于年初水平，活期存款占比下降大方向未改。下半年活期存款占比暂时提升，主要得益于高息定期产品集中压降。2019 年末上市银行活期存款占比 47.6%，较上半年的 47.3%小幅提升，但上市银行活期存款占比仍较年初降幅明显。其整体较年初下降 0.95%，城商行降幅最大，较年初下降 2.77%；定期存款占比中，股份行提升最明显，较年初占比增加 4.65%，城商行升幅次之，为到 2.04%。从存款结构上来看，定期存款占比增加将拉高负债成本，股份行未来负债成本提升将高于其他银行，国有行低负债成本优势仍将保持。

表 2：银行存款结构变动

	存款结构 2019				存款结构 2019 较 2018 变动			
	对公存款	个人存款	活期存款	定期存款	对公存款	个人存款	活期存款	定期存款
工商银行	52.35%	45.60%	48.14%	49.81%	-1.28%	1.52%	-0.14%	0.39%
建设银行	48.69%	47.40%	54.60%	41.49%	-3.68%	0.81%	0.61%	-3.49%
农业银行	37.56%	57.27%	56.96%	37.87%	-0.60%	0.79%	-0.67%	0.85%
中国银行	50.92%	41.50%	47.93%	44.48%	-0.73%	0.63%	0.13%	-0.23%
交通银行	66.39%	32.44%	42.79%	56.04%	-1.69%	1.77%	0.73%	-0.65%
邮储银行	12.12%	87.85%	37.28%	62.69%	-1.30%	1.29%	-1.97%	1.96%
招商银行	62.32%	37.05%	58.73%	40.64%	-1.77%	1.75%	-6.21%	6.19%
兴业银行	73.94%	17.44%	38.58%	52.80%	-3.05%	1.53%	0.59%	-2.11%
民生银行	79.16%	19.75%	38.99%	59.92%	-1.57%	1.74%	-1.79%	1.97%
浦发银行	76.18%	22.83%	42.37%	56.64%	-2.98%	2.91%	-2.64%	2.57%
中信银行	77.44%	21.56%	47.73%	51.27%	-2.00%	2.04%	-1.04%	1.08%
平安银行	66.17%	22.87%	32.33%	56.71%	-0.70%	2.56%	-0.56%	2.42%

光大银行	67.81%	22.67%	33.19%	57.29%	-7.62%	266%	-285%	-2.11%
华夏银行	65.51%	15.60%	44.81%	36.30%	-3.11%	0.80%	-3.53%	1.22%
浙商银行	84.78%	13.96%	32.94%	65.79%	-3.88%	3.94%	-2.83%	2.89%
北京银行	70.76%	22.93%	49.62%	44.07%	-2.64%	2.00%	-1.55%	0.91%
南京银行	75.06%	18.95%	29.43%	64.57%	-6.52%	0.59%	-2.17%	-3.75%
宁波银行	74.17%	20.42%	43.38%	51.21%	-2.03%	1.42%	-2.60%	1.99%
江苏银行	64.71%	24.35%	32.65%	56.41%	-1.15%	4.60%	-3.73%	7.17%
贵阳银行	65.17%	28.89%	44.22%	49.85%	-8.14%	5.03%	-11.70%	8.59%
上海银行	67.03%	24.24%	36.57%	54.69%	-2.99%	2.15%	-1.81%	0.97%
杭州银行	78.11%	17.13%	49.88%	45.36%	0.78%	-1.42%	-0.76%	0.12%
江阴银行	43.70%	45.08%	36.68%	52.10%	-2.79%	-0.38%	-2.09%	-1.07%
苏农银行	52.93%	38.25%	45.61%	45.57%	-0.95%	-0.85%	-4.11%	2.31%
无锡银行	51.50%	39.44%	29.75%	61.19%	-4.97%	0.33%	-1.05%	-3.58%
张家港行	41.06%	46.14%	34.15%	53.05%	1.02%	2.32%	0.05%	3.30%
常熟银行	36.69%	54.85%	33.88%	57.66%	-2.49%	-0.15%	-5.60%	2.96%
成都银行	62.10%	35.17%	50.98%	46.30%	-3.35%	2.28%	-5.14%	4.08%
郑州银行	56.98%	32.72%	35.13%	54.57%	-5.05%	2.95%	-3.03%	0.93%
长沙银行	62.74%	34.45%	52.81%	44.38%	-5.29%	4.30%	-1.51%	0.53%
紫金银行	53.02%	43.72%	42.11%	54.63%	-2.49%	1.54%	-2.94%	1.99%
青岛银行	68.65%	30.08%	52.55%	46.17%	1.96%	-1.90%	1.31%	-1.26%
西安银行	53.03%	42.55%	43.47%	52.11%	-2.44%	5.78%	-12.00%	15.35%
苏州银行	53.82%	39.14%	38.26%	54.70%	-3.90%	1.49%	-0.94%	-1.47%
青农商行	43.29%	55.25%	42.51%	56.02%	-0.94%	-0.49%	-2.50%	1.07%
渝农商行	23.17%	75.97%	35.81%	63.32%	-1.81%	2.18%	-2.14%	2.50%
上市银行加总	52.42%	43.40%	47.57%	48.24%	-1.19%	1.21%	-0.95%	0.97%
国有行加总	45.17%	51.07%	49.73%	46.51%	-1.61%	1.13%	-0.17%	-0.31%
股份行加总	72.01%	23.18%	42.93%	52.27%	-0.62%	2.71%	-2.55%	4.65%
城商行加总	68.27%	24.99%	41.66%	51.59%	-2.89%	2.17%	-2.77%	2.04%
农商行加总	36.12%	59.58%	37.15%	58.54%	-1.63%	0.72%	-2.41%	1.50%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2. 资产端：贷款扩张仍较快，信用卡、消费贷占比略有下行

资产扩张速度上，2019年四季度，银行生息资产增速较三季度略有放缓，主要受债券投资同比放缓影响；2020年一季度生息资产扩张明显回升，主要受贷款增速提升拉动。2019年，上市银行生息资产同比增速为8.9%，较三季度9.2%的同比增速略有下降，债券投资同比由三季度的18.4%下降至四季度末的15.9%。2020年一季度生息资产增速提升至11.1%，贷款拉动作用明显。一季度贷款总额同比达到13.2%，高于2018年和2019年同期增速。主要原因在于，疫情期间政策加强对企业的纾困工作，再贷款、再贴现及定向降准持续发力，信贷仍是支撑社融的重要力量，一季度贷款同比增速达到13.2%，显著高于近两年同期水平。

资产结构上，同业资产占比提升，贷款占比提升趋势未改。2019 年同业资产占比整体稳定；2020 年一季度，同业资产占比有明显提升，国有行同业资产占比提升最显著，城商行、农商行同业资产占比仍有小幅下降。2019 年贷款占比仍较 2018 年显著提升，且 2020 年一季度未有下降，贷款占比提升趋势未改。

表 3：上市银行生息资产结构变动

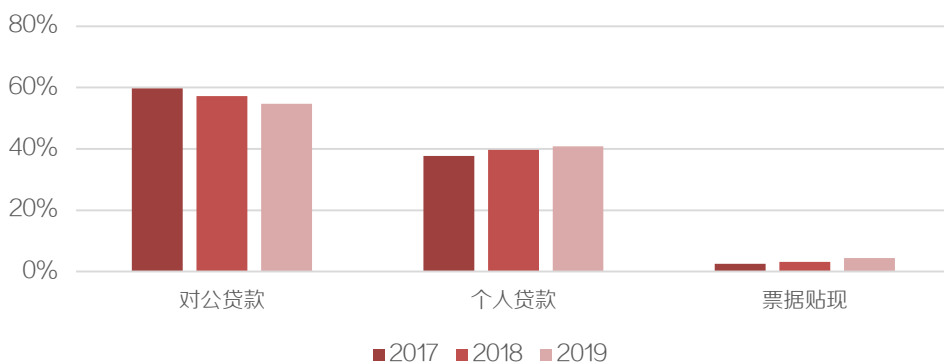
	生息资产结构 1Q2020				生息资产结构 1Q2020 较 2019 变动				生息资产结构 2019 较 2018 变动			
	现金及存 放中央银 行款项	同业资 产	贷款	债券投资	现金及存 放中央银 行款项	同业资 产	贷款	债券投 资	现金及存 放中央银 行款项	同业资 产	贷款	债券投 资
工商银行	12.8%	6.0%	54.9%	26.2%	1.4%	-0.4%	-1.0%	0.0%	-1.2%	0.2%	0.0%	1.1%
建设银行	9.9%	7.6%	58.4%	24.0%	-0.6%	1.6%	0.0%	-0.9%	-1.0%	1.5%	-0.3%	-0.1%
农业银行	9.9%	7.4%	53.1%	29.6%	-1.1%	1.4%	0.6%	-0.8%	-1.6%	1.4%	0.9%	-0.6%
中国银行	8.5%	9.1%	58.5%	23.8%	-1.3%	2.7%	0.1%	-1.5%	-2.0%	-0.5%	2.0%	0.5%
交通银行	7.5%	6.8%	53.8%	31.9%	-0.5%	0.0%	-0.2%	0.6%	-1.2%	-2.4%	2.8%	0.8%
邮储银行	10.8%	5.4%	47.5%	36.4%	-0.7%	0.9%	-0.2%	-0.1%	-1.3%	-2.7%	3.6%	0.4%
招商银行	6.4%	8.6%	60.5%	24.5%	-1.6%	1.3%	0.9%	-0.6%	0.4%	-2.1%	2.2%	-0.4%
兴业银行	4.9%	7.9%	49.4%	37.8%	-2.2%	2.7%	0.8%	-1.4%	-0.3%	1.7%	4.4%	15.8%
民生银行	4.8%	5.6%	54.8%	34.8%	-1.0%	-0.2%	0.8%	0.4%	-1.0%	-0.1%	1.3%	-0.1%
浦发银行	5.6%	4.8%	57.2%	32.5%	-1.6%	0.6%	-0.6%	1.5%	-0.2%	0.1%	0.8%	-0.7%
中信银行	6.3%	5.6%	59.2%	29.0%	-0.8%	0.5%	-0.1%	0.4%	-2.0%	0.3%	0.1%	1.6%
平安银行	7.2%	4.6%	59.9%	28.3%	0.5%	-1.4%	0.2%	0.7%	-1.8%	0.0%	0.1%	1.7%
光大银行	7.8%	4.2%	56.4%	31.6%	-0.2%	2.0%	-1.8%	0.1%	-0.7%	-2.0%	2.1%	0.6%
华夏银行	5.8%	1.4%	62.1%	30.7%	-0.6%	-0.7%	0.8%	0.6%	-1.5%	-0.3%	1.7%	9.1%
浙商银行	7.0%	2.7%	60.3%	30.0%	-0.7%	-0.6%	1.6%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	5.8%	-5.3%
北京银行	5.9%	4.5%	52.6%	37.0%	-0.5%	-0.4%	0.2%	0.7%	-2.2%	-1.2%	3.9%	16.0%
南京银行	10.5%	3.3%	40.9%	45.3%	3.3%	-0.6%	-0.9%	-1.7%	-0.6%	-0.7%	3.6%	17.8%
宁波银行	8.0%	2.8%	41.1%	48.1%	0.7%	-0.1%	0.9%	-1.5%	-1.0%	1.4%	1.4%	9.4%
江苏银行	6.8%	3.3%	50.1%	39.8%	0.2%	-0.3%	-0.5%	0.6%	-1.1%	0.7%	4.1%	8.8%
贵阳银行	6.7%	3.2%	38.3%	51.7%	-1.9%	0.3%	1.2%	0.4%	-0.6%	1.1%	2.5%	19.0%
上海银行	6.5%	8.2%	43.2%	42.0%	0.1%	-0.3%	0.2%	0.0%	-0.9%	0.2%	1.9%	5.3%
杭州银行	7.6%	6.6%	40.6%	45.2%	-0.8%	-3.3%	1.3%	2.8%	-0.8%	1.6%	2.0%	9.4%
江阴银行	7.2%	1.0%	54.5%	37.3%	-1.6%	0.2%	0.1%	1.3%	-1.6%	-0.4%	0.7%	1.3%
苏农银行	9.3%	6.6%	53.3%	30.7%	-0.4%	-2.0%	-0.9%	3.3%	-1.5%	-1.7%	3.3%	1.1%
无锡银行	7.7%	3.4%	52.7%	36.2%	-0.5%	1.0%	1.1%	-1.5%	-1.6%	-5.9%	3.2%	6.9%
张家港行	8.4%	1.1%	57.5%	33.0%	-1.1%	-0.1%	-0.1%	1.4%	-0.6%	0.2%	4.7%	1.7%
常熟银行	7.8%	1.9%	59.7%	30.6%	-1.9%	-0.2%	1.7%	0.4%	-0.7%	0.7%	3.3%	3.9%
成都银行	8.4%	3.9%	41.6%	46.1%	-1.4%	-0.1%	1.1%	0.3%	-3.9%	-0.3%	3.5%	12.7%
郑州银行	6.4%	4.1%	39.5%	50.0%	-1.6%	2.5%	0.0%	-0.9%	-2.3%	-0.5%	4.9%	-2.1%
长沙银行	6.7%	2.4%	43.7%	47.2%	-1.2%	0.0%	1.4%	-0.3%	-0.5%	-0.2%	4.2%	18.3%
紫金银行	9.2%	8.3%	51.9%	30.6%	-0.9%	-0.6%	2.2%	-0.7%	-0.2%	-3.8%	5.3%	4.9%

青岛银行	9.4%	1.6%	49.4%	39.6%	-1.7%	-0.3%	2.2%	-0.2%	1.4%	0.0%	6.7%	-8.0%
西安银行	8.1%	1.5%	55.3%	35.1%	-0.9%	-0.4%	1.2%	0.1%	-1.8%	0.3%	0.2%	7.3%
苏州银行	8.9%	8.4%	60.9%	21.9%	-0.5%	-2.0%	-3.6%	6.1%	-4.3%	-0.4%	3.4%	13.9%
青农商行	6.5%	3.7%	54.1%	35.6%	-1.3%	-0.9%	3.1%	-1.0%	-1.6%	-1.3%	5.4%	6.2%
渝农商行	11.1%	21.2%	63.5%	4.2%	-0.6%	-0.8%	0.8%	0.6%	-1.7%	-5.5%	6.0%	1.2%
上市银行加总	8.9%	6.6%	55.0%	29.4%	-0.5%	0.9%	0.0%	-0.4%	-1.2%	0.0%	1.4%	1.8%
国有行加总	10.2%	7.2%	55.2%	27.3%	-0.3%	1.1%	-0.1%	-0.6%	-1.4%	0.1%	1.0%	0.3%
股份行加总	6.0%	5.7%	57.1%	31.2%	-1.1%	0.7%	0.2%	0.1%	-0.8%	-0.3%	1.9%	3.0%
城商行加总	7.3%	4.5%	45.8%	42.3%	0.0%	-0.5%	0.2%	0.2%	-1.3%	0.0%	3.1%	11.0%
农商行加总	9.0%	9.9%	57.7%	23.4%	-1.0%	-0.6%	1.2%	0.4%	-1.4%	-3.5%	4.6%	3.7%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

信贷投放零售端占比仍在提升。贷款结构中，2019 年对公贷款占比仍小幅下降，个人贷款占比相应上升，延续 2018 年趋势。结合负债端的表现，银行业务仍适当向个人金融业务倾斜。

图 3：上市银行加总贷款结构变动



数据来源：公司公告，东方证券研究所

个人贷款结构中，住房按揭贷款仍是各大银行的个人贷款的主要投放方向，提供了较大体量的优质资产。由于经济内外部压力较大，为控制资产质量风险，银行信用卡贷款、消费贷占比有所下行。2019 年下半年城商行、农商行在消费贷和经营贷上扩张仍较快，但国有行、股份行的消费贷和经营贷占比出现回落。1) 住房按揭贷款：个人贷款结构中，国有行、股份行住房按揭贷款占比比较高，且比例不断提升。国有行、股份行住房按揭贷款占比较上半年均有提升，分别提升 0.1% 和 0.4%。2) 信用卡：股份行信用卡贷款业务占比在各类型银行中最高，2019 年信用卡贷款占比有所下降，或因信用卡资产质量风险增加所致。国有行信用卡贷款占比较上半年保持不变，其余类型银行信用卡贷款占比均有所下降。由于国有行风控较为严格，信用卡额度控制较好，客户还款能力较强，信用卡风险不大，但中小银行信用卡风险随着经济下行而逐渐增加，银行或出于此方面考虑，适当放缓了信用卡的扩张速度。3) 消费贷款：城商行发力消费贷款，2019 年下半年消费贷占比进一步提升，国有行、股份行消费贷款占比有所下降。4) 经营贷款：农商行经营性贷款占比较高，随

着普惠金融力度增加，2019 下半年经营贷款占比显著提升，其余类型银行经营性贷款占比均有所下降。

从结构上分析，股份行信用卡业务可能是其零售端主要的风险来源，但由于住房按揭贷款可提供优质信贷资源，国有行、股份行整体资产质量仍将较为稳健。城商行、农商行在经营贷款、消费贷款上的风控压力有可能会增加。

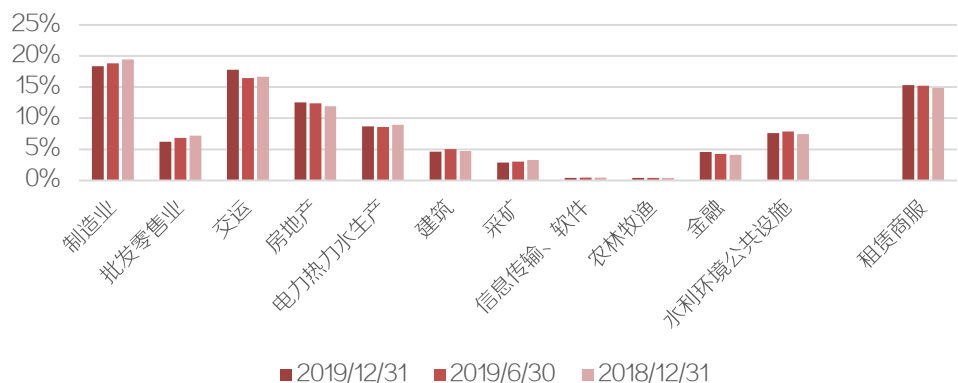
表 4：上市银行个人贷款结构

	住房贷款			信用卡			消费贷款			经营性贷款		
	2018	1H2019	2019	2018	1H2019	2019	2018	1H2019	2019	2018	1H2019	2019
上市银行平均	47.3%	46.5%	47.0%	15.6%	15.7%	15.2%	22.0%	24.3%	23.4%	24.4%	23.2%	23.4%
国有行平均	73.8%	74.2%	74.3%	13.4%	12.5%	12.5%	5.6%	5.6%	5.2%	8.0%	9.7%	7.9%
股份行平均	39.2%	39.7%	42.1%	32.5%	32.4%	31.3%	18.0%	16.6%	16.3%	18.9%	16.6%	16.4%
城商行平均	49.3%	46.2%	45.9%	5.8%	6.4%	6.2%	29.3%	33.3%	35.0%	15.4%	14.2%	13.1%
农商行平均	43.6%	42.2%	41.1%	3.2%	2.7%	2.1%	17.5%	17.5%	19.5%	48.9%	41.5%	44.6%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

对公贷款中，2019 年制造业、批发零售业贷款占比持续下降，房地产及建筑业贷款投放占比较 2019 上半年有所下降，交运贷款较上半年显著上升。近年来，由于制造业、批发零售业不良率较高，银行不断减少这两个行业的贷款占比，对公贷款行业结构持续优化。2019 全年地产调控力度较大，坚持“房住不炒”，上半年房地产行业贷款投放上升，或因存量房地产项目尚未完成有关，且银行短期缺乏收益率较高、资产质量较好的贷款标的；步入下半年后，存量地产项目逐渐完成，新增需求较少，其他类型贷款项目逐渐展开，地产及建筑相关贷款占比呈现小幅回落。2019 下半年，交运相关行业贷款占比显著提升，或得益于基建相关政策持续积极，且交运行业不良率相对较低，银行配置意愿也较强。

图 4：上市银行 2019 对公贷款行业分布



数据来源：wind，东方证券研究所

1.3. 资产质量：不良较稳，拨备较厚

2019 年上市银行不良率仍呈现改善趋势，整体资产质量基础仍较好，2020 年一季度不良率略有上行。2019 年末，上市银行平均不良贷款比例较上半年下降 0.02%，国有行平均不良率较上半年下降 0.01%，股份行不良率较上半年下降 0.02%，城商行不良贷款率较上半年下降 0.02%，农商行不良率较上半年上升 0.01%。2020 年一季度，上市银行平均不良率较 2019 年末提升 0.01%，其中国有行提升 0.02%，股份行不变，城商行提升 0.01%，农商行下降 0.02%。整体而言，银行一季度资产质量并未显著受到疫情影响，资产质量仍较稳健。

上市银行拨备仍较厚，抵御风险能力仍较强。2019 年上市银行平均拨备覆盖率较上半年继续提升，达到 261.54%，2020 年一季度上市银行平均拨备覆盖率进一步上升至 267.44%。2019 年，各类型银行拨备覆盖率均较上半年有所提升，但 2020 年一季度，部分银行拨备覆盖率有所下降。整体而言，拨备覆盖率仍处于较高水平。

表 5：上市银行不良率及拨备变化

	不良贷款率			拨备覆盖率		
	2020/3/31	2019/12/31	2019/6/30	2020/3/31	2019/12/31	2019/6/30
工商银行	1.43%	1.43%	1.48%	199.37%	199.32%	192.02%
建设银行	1.42%	1.42%	1.43%	230.27%	227.69%	218.03%
农业银行	1.40%	1.40%	1.43%	289.91%	288.75%	278.38%
中国银行	1.39%	1.37%	1.40%	184.72%	182.86%	177.52%
交通银行	1.59%	1.47%	1.47%	154.19%	171.77%	173.53%
邮储银行	0.86%	0.86%	0.82%	387.30%	389.45%	396.11%
招商银行	1.11%	1.16%	1.23%	451.27%	426.78%	394.12%
兴业银行	1.52%	1.54%	1.56%	198.96%	199.13%	193.52%
民生银行	1.55%	1.56%	1.75%	155.89%	155.50%	142.27%
浦发银行	1.99%	2.05%	1.83%	146.51%	133.73%	156.51%
中信银行	1.80%	1.65%	1.72%	177.37%	175.25%	165.17%
平安银行	1.65%	1.65%	1.68%	200.35%	183.12%	182.53%
光大银行	1.55%	1.56%	1.57%	182.22%	181.62%	178.04%
华夏银行	1.82%	1.83%	1.84%	155.87%	141.92%	144.83%
浙商银行	1.42%	1.37%	1.37%	214.74%	220.80%	239.92%
北京银行	1.47%	1.40%	1.45%	230.56%	224.69%	212.53%
南京银行	0.89%	0.89%	0.89%	422.62%	417.73%	415.50%
宁波银行	0.78%	0.78%	0.78%	524.07%	524.08%	522.45%
江苏银行	1.38%	1.38%	1.39%	238.77%	232.79%	217.57%
贵阳银行	1.62%	1.45%	1.50%	278.52%	291.86%	261.04%
上海银行	1.18%	1.16%	1.18%	336.84%	337.15%	334.14%
杭州银行	1.29%	1.34%	1.38%	354.73%	316.71%	281.56%
江阴银行	1.83%	1.83%	1.91%	258.33%	259.13%	264.93%
苏农银行	1.29%	1.33%	1.26%	273.73%	249.32%	267.02%
无锡银行	1.11%	1.21%	1.11%	322.90%	288.18%	286.11%

张家港行	1.36%	1.38%	1.43%	267.22%	252.14%	232.62%
常熟银行	0.98%	0.96%	0.96%	462.83%	481.28%	453.53%
成都银行	1.43%	1.43%	1.46%	259.93%	253.88%	237.96%
郑州银行	2.35%	2.37%	2.39%	162.04%	159.85%	158.44%
长沙银行	1.24%	1.22%	1.29%	278.58%	279.98%	285.64%
紫金银行	1.68%	1.68%	1.66%	240.50%	236.95%	225.25%
青岛银行	1.65%	1.65%	1.68%	165.54%	155.09%	150.42%
西安银行	1.17%	1.18%	1.19%	271.36%	262.41%	248.66%
苏州银行	1.48%	1.53%	1.55%	244.50%	224.07%	204.61%
青农商行	1.43%	1.46%	1.46%	322.93%	310.23%	308.36%
渝农商行	1.27%	1.25%	1.25%	382.41%	380.31%	368.76%
上市银行平均	1.43%	1.42%	1.44%	267.44%	261.54%	254.71%
国有行平均	1.35%	1.33%	1.34%	240.96%	243.31%	239.27%
股份行平均	1.60%	1.60%	1.62%	209.24%	201.98%	199.66%
城商行平均	1.38%	1.37%	1.39%	289.85%	283.10%	271.58%
农商行平均	1.37%	1.39%	1.38%	316.36%	307.19%	300.82%

数据来源：wind，东方证券研究所

资产质量的边际变化方面，不良贷款生成率较上半年提升，但仍低于去年同期，逾期 90 天以上贷款生成率较上半年下降，关注率持续下降。2019 年末上市银行平均不良贷款生成率较 2019 上半年上升 0.12%，主要源于城商行及农商行不良生成率显著提升，农商行不良生成率提升幅度最大，国有行及股份行不良生成率仍较 2019 上半年下降，国有行降幅较大，较上半年降低 0.08%。上市银行平均逾期 90 天以上贷款生成率较上半年降低 0.07%，农商行逾期 90 天以上贷款生成率较上半年有所提升，其余类型银行逾期 90 天以上贷款生成率均较上半年下降。关注类贷款占比下降趋势明显，上市银行总体较上半年下降 0.14%，同比下降 0.34%。2019 年不良/逾期 90 天以上贷款占比整体上升，不良确认严格。

表 6：上市银行资产质量主要指标变化

	年化实际不良贷款生成率			不良/逾期 90 天以上贷款			关注类贷款占比			逾期 90 天以上贷款生成率		
	2018	1H2019	2019	2018	1H2019	2019	2018	1H2019	2019	2018	1H2019	2019
工商银行	0.85%	0.63%	0.65%	131.49%	130.31%	129.74%	2.92%	2.71%	2.71%	0.75%	0.64%	0.66%
建设银行	1.25%	1.42%	0.43%	166.46%	148.85%	170.91%	2.82%	2.80%	2.93%	1.25%	1.59%	0.38%
农业银行	1.36%	1.28%	1.36%	153.88%	137.30%	167.34%	2.74%	2.43%	2.24%	1.31%	1.55%	1.28%
中国银行	0.90%	0.66%	0.79%	123.48%	135.87%	178.61%	2.90%	2.73%	2.22%	0.86%	0.41%	0.41%
交通银行	1.24%	0.86%	0.98%	114.51%	115.69%	126.70%	2.45%	2.32%	2.16%	0.84%	0.81%	0.84%
邮储银行	0.95%	0.84%	0.99%	132.73%	123.60%	147.55%	0.63%	0.67%	0.66%	0.83%	0.92%	0.88%
招商银行	1.01%	0.80%	1.13%	126.81%	124.42%	120.09%	1.51%	1.30%	1.17%	0.63%	0.85%	0.82%
兴业银行	1.32%	1.05%	1.34%	126.77%	121.08%	127.15%	2.05%	1.88%	1.78%	1.53%	2.23%	1.34%
民生银行	2.22%	1.62%	1.62%	103.47%	104.73%	113.63%	3.38%	3.34%	2.96%	1.56%	1.57%	1.47%
浦发银行	1.87%	2.02%	2.23%	118.18%	124.36%	156.26%	2.95%	2.91%	2.53%	1.83%	1.86%	1.71%
中信银行	1.74%	1.64%	1.69%	108.21%	112.65%	131.86%	2.36%	2.32%	2.22%	1.44%	1.50%	1.39%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

平安银行	2.91%	2.15%	2.12%	102.75%	106.55%	121.80%	2.73%	2.48%	2.01%	2.16%	2.03%	2.18%
光大银行	1.49%	2.31%	1.76%	118.96%	112.75%	124.49%	2.41%	2.30%	2.21%	1.15%	2.43%	1.67%
华夏银行	1.10%	3.11%	2.39%	67.97%	104.64%	115.86%	4.44%	3.80%	3.56%	0.53%	1.24%	1.30%
浙商银行	0.70%	0.88%	0.93%	125.24%	130.13%	121.12%	1.63%	1.98%	2.34%	0.65%	0.68%	0.89%
北京银行	1.20%	1.34%	1.11%	92.04%	126.85%	166.62%	0.88%	1.01%	1.25%	1.26%	0.48%	0.39%
南京银行	0.95%	1.18%	1.16%	106.41%	104.51%	116.32%	1.42%	1.31%	1.21%	0.79%	1.21%	1.07%
宁波银行	0.45%	0.48%	0.59%	121.32%	103.68%	108.49%	0.55%	0.63%	0.74%	0.46%	0.69%	0.65%
江苏银行	0.73%	0.48%	0.64%	115.59%	110.15%	113.44%	2.25%	2.34%	1.94%	0.57%	0.70%	0.64%
贵阳银行	1.97%	1.53%	1.04%	123.57%	140.01%	94.72%	2.59%	3.08%	2.76%	1.66%	1.09%	1.37%
上海银行	1.07%	0.63%	1.15%	126.53%	108.19%	118.56%	1.86%	1.86%	1.88%	1.11%	1.06%	1.18%
杭州银行	1.11%	0.85%	0.90%	135.01%	133.93%	116.09%	1.26%	1.11%	0.94%	0.40%	0.83%	1.05%
江阴银行	1.70%	0.77%	1.74%	113.60%	111.14%	137.59%	1.67%	1.26%	2.23%	1.61%	0.76%	1.44%
苏农银行	1.52%	1.36%	1.85%	143.18%	155.12%	174.74%	4.67%	4.41%	4.16%	1.38%	1.20%	1.60%
无锡银行	0.58%	0.07%	0.32%	121.24%	133.21%	151.17%	0.68%	0.52%	0.37%	0.38%	-0.09%	0.08%
张家港行	1.01%	1.75%	2.11%	229.15%	370.51%	166.71%	5.24%	3.79%	2.57%	0.69%	1.13%	2.27%
常熟银行	0.68%	0.99%	0.82%	149.75%	170.97%	162.05%	2.08%	1.72%	1.55%	0.60%	0.89%	0.72%
成都银行	1.22%	0.90%	0.75%	102.04%	133.78%	118.16%	1.88%	1.41%	0.92%	0.69%	0.14%	0.53%
郑州银行	2.75%	0.71%	2.21%	104.87%	119.51%	112.79%	2.95%	2.40%	2.08%	1.62%	4.67%	2.01%
长沙银行	0.86%	1.00%	1.50%	107.18%	106.32%	159.12%	2.90%	2.99%	3.44%	0.93%	1.00%	1.06%
紫金银行	0.58%	0.68%	0.73%	179.06%	206.66%	143.53%	1.76%	1.86%	1.75%	0.15%	0.23%	0.87%
青岛银行	2.03%	2.31%	1.93%	101.69%	127.25%	159.81%	5.63%	4.54%	3.49%	1.72%	1.60%	1.24%
西安银行	0.87%	0.31%	0.39%	108.22%	101.68%	103.76%	2.27%	2.45%	2.41%	0.67%	0.45%	0.43%
苏州银行	1.56%	-0.14%	1.33%	140.61%	105.92%	131.02%	2.34%	2.71%	2.52%	1.26%	0.76%	0.73%
青农商行	1.16%	0.80%	0.89%	129.50%	129.04%	135.23%	7.15%	5.63%	6.03%	0.89%	0.72%	0.76%
渝农商行	3.00%	0.13%	1.59%	141.06%	126.87%	134.02%	1.93%	2.41%	2.32%	2.42%	0.31%	1.61%
上市银行平均	1.28%	1.12%	1.24%	124.90%	132.33%	135.52%	2.57%	2.37%	2.23%	1.03%	1.14%	1.07%
国有行平均	1.09%	0.95%	0.87%	137.09%	131.94%	153.47%	2.41%	2.28%	2.15%	0.97%	0.99%	0.74%
股份行平均	1.71%	1.84%	1.78%	109.14%	113.90%	126.39%	2.73%	2.54%	2.31%	1.36%	1.71%	1.49%
城商行平均	1.29%	1.03%	1.21%	105.47%	115.45%	130.63%	2.31%	2.09%	1.94%	1.02%	1.28%	0.92%
农商行平均	1.03%	0.92%	1.21%	152.21%	182.38%	153.00%	3.32%	2.74%	2.67%	0.81%	0.69%	1.11%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2. 利润：增速稳健，以量补价

2.1. 利润分析：2019 年增速平稳，一季度受疫情影响可控

2019 年上市银行加总归母净利润增速较 2018 年有所回落，2020 一季度受疫情影响可控，业绩略超预期。2019 年上市银行加总归母净利润同比增长 6.9%，利润增速较上半年的 7.2% 小幅回落，2020 一季度归母净利润增速 5.5%，疫情对银行整体业绩的影响可控，其中农商行业绩受影响较大，一季度归母净利润增速下降至 1.2%，但除少数银行业绩受影响较大外，其余农商行归母净利润仍较为稳健。

2019 年拨备前利润同比较上半年有所回落，2020 年一季度拨备前利润增速小幅下行，但整体仍表现稳健。2019 年上市银行拨备前利润同比增速 10.3%，其中城商行增速最高，同比达到 21.1%。2020 年一季度，上市银行拨备前净利润增速受疫情影响下滑至 8.8%，下滑幅度较小，疫情对一季度业绩影响可控。总体而言，城商行和农商行受疫情影响较大，拨备前净利润增速下滑幅度相对较大，国有行和股份行抗风险能力较强。

表 7：上市银行归母净利及 PPOP 情况

	归母净利润规模（百万元）			归母净利润同比			拨备前利润同比		
	2019/6/30	2019/12/31	2020/3/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/3/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/3/31
工商银行	167931	312224	84494	4.7%	4.9%	3.0%	10.6%	6.9%	3.1%
建设银行	154190	266733	80855	4.9%	4.7%	5.1%	7.5%	6.7%	5.8%
农业银行	121445	212098	64187	4.9%	4.6%	4.8%	5.9%	4.6%	8.2%
中国银行	114048	187405	52583	4.5%	4.1%	3.2%	9.5%	7.3%	8.1%
交通银行	42749	77281	21451	4.9%	5.0%	1.8%	10.3%	8.0%	2.9%
邮储银行	37381	60933	20094	14.9%	16.5%	8.5%	17.9%	5.6%	6.6%
招商银行	50612	92867	27795	13.1%	15.3%	10.1%	8.3%	6.4%	11.3%
兴业银行	35879	65868	20985	6.6%	8.7%	6.8%	25.3%	15.8%	5.4%
民生银行	31623	53819	16650	6.8%	6.9%	5.4%	22.0%	21.1%	15.8%
浦发银行	32106	58911	17361	12.4%	5.4%	5.5%	23.1%	15.0%	18.3%
中信银行	28307	48015	14453	10.1%	7.9%	9.4%	17.2%	18.6%	13.2%
平安银行	15403	28195	8548	15.2%	13.6%	14.8%	19.0%	19.5%	19.4%
光大银行	20444	37354	10831	13.1%	11.0%	11.3%	32.1%	23.2%	11.8%
华夏银行	10543	21905	4840	5.1%	5.0%	5.1%	35.8%	21.1%	18.8%
浙商银行	7528	12925	4528	16.1%	12.5%	2.1%	26.7%	24.7%	19.3%
北京银行	12869	21441	6667	8.6%	7.2%	5.3%	25.2%	16.9%	10.1%
南京银行	6879	12453	3751	15.1%	12.5%	13.0%	27.0%	20.2%	17.2%
宁波银行	6843	13714	4002	20.0%	22.6%	18.1%	20.9%	21.3%	32.8%
江苏银行	7871	14619	4256	14.9%	11.9%	12.8%	29.4%	33.3%	19.6%
贵阳银行	2653	5800	1506	16.4%	12.9%	15.5%	11.0%	16.6%	24.2%
上海银行	10714	20298	5237	14.3%	12.6%	4.3%	30.6%	14.4%	0.0%
杭州银行	3629	6602	2165	20.2%	22.0%	19.3%	30.6%	27.5%	28.1%
江阴银行	402	1013	210	9.3%	18.1%	8.4%	24.4%	7.4%	-4.6%
苏农银行	580	913	243	14.8%	13.8%	11.0%	8.7%	11.2%	10.9%
无锡银行	644	1250	342	11.3%	14.1%	12.8%	2.7%	10.2%	36.0%
张家港行	474	954	292	15.1%	14.3%	12.5%	38.0%	37.0%	27.2%
常熟银行	854	1785	510	20.2%	20.1%	14.1%	11.6%	7.7%	7.6%
成都银行	2505	5551	1414	18.0%	19.4%	11.6%	12.8%	8.5%	16.5%
郑州银行	2469	3285	1095	4.3%	7.4%	4.6%	21.7%	23.4%	53.3%
长沙银行	2672	5080	1533	12.0%	13.4%	12.0%	29.2%	28.8%	19.1%
紫金银行	715	1417	323	18.4%	13.0%	10.7%	33.2%	17.0%	17.9%
青岛银行	1438	2285	555	8.9%	12.9%	9.4%	50.8%	32.6%	44.6%

西安银行	1333	2675	770	11.0%	13.3%	10.1%	31.0%	18.1%	7.2%
苏州银行	1430	2473	775	10.4%	10.3%	10.1%	40.6%	34.1%	9.3%
青农商行	1416	2825	854	12.9%	16.8%	12.2%	36.7%	20.5%	41.4%
渝农商行	5751	9760	3080	18.9%	7.7%	-6.9%	9.1%	4.7%	-6.6%
上市银行加总	944329	1672726	489232	7.2%	6.9%	5.5%	13.4%	10.3%	8.8%
国有行加总	637744	1116674	323664	5.3%	5.2%	4.2%	9.1%	6.5%	5.8%
股份行加总	232445	419859	125991	10.5%	9.7%	8.1%	20.4%	16.5%	13.7%
城商行加总	63304	116277	33725	13.6%	13.2%	10.4%	26.7%	21.1%	16.7%
农商行加总	10836	19917	5853	16.9%	11.8%	1.2%	16.1%	10.4%	8.0%

数据来源：wind，东方证券研究所

2.2. 归因分析：规模扩张仍为主动力，非息韧性仍佳

2.2.1. 生息资产规模：资产增速稳健，一季度贷款扩张较快

上市银行资产增速整体稳健，一季度贷款扩张较快。2019 年上市银行生息资产规模同比增速与上半年变化不大，但国有行及农商行生息资产增速小幅下行，农商行同业资产及贷款总额双向下行，国有行主要是同业资产配置同比下行所致。股份行及城商行增速提升，城商行同业资产配置增加，股份行贷款投放加快。一季度在疫情影响下，贷款扩张仍较快，拉动生息资产同比增速回升。

表 8：上市银行生息资产及细分项目同比

	生息资产同比			同业资产同比			贷款总额同比		
	1H2019	2019	1Q2020	1H2019	2019	1Q2020	1H2019	2019	1Q2020
上市银行平均	10.8%	10.3%	11.9%	4.9%	10.5%	2.8%	17.8%	16.8%	16.7%
国有行平均	8.8%	7.6%	9.5%	5.1%	6.9%	10.6%	10.6%	11.0%	11.9%
股份行平均	9.8%	10.8%	13.2%	17.0%	6.6%	28.3%	13.3%	14.1%	14.2%
城商行平均	12.7%	13.1%	13.2%	-12.5%	20.1%	1.0%	24.9%	22.9%	23.4%
农商行平均	14.9%	9.6%	7.6%	8.6%	-6.6%	-26.2%	18.9%	17.7%	16.9%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2.2. 净息差：表现稳健，尚未明显受降息影响

息差表现稳健，降息影响尚未体现。2019 年上市银行平均净息差小幅下降。2019 年上市银行平均净息差较三季度下降 0.01 个百分点，其中国有行下降 0.12%，股份行上升 0.05%，城商行下降 0.02%，农商行上升 0.03%。2020 年一季度，上市银行平均净息差上升 0.01%。国有行、城商行息差显著回升，股份行保持平稳，农商行小幅下降。由于存量贷款挂钩 LPR 一季度尚未实施，银行息差受影响不大，且因一季度贷款增速较高，贷款占比提升拉高了平均生息资产收益率，银行息差仍表现稳健。

表 9：上市银行净息差变动情况

	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31
工商银行	2.29%	2.26%	2.24%	2.20%
建设银行	2.27%	2.27%	2.26%	2.19%
农业银行	2.16%	2.87%	2.17%	2.84%
中国银行	1.83%	1.84%	1.84%	1.80%
交通银行	1.58%	1.57%	1.58%	1.55%
邮储银行	2.55%	2.52%	2.50%	2.46%
招商银行	2.70%	2.65%	2.59%	2.56%
兴业银行	2.00%	1.73%	1.94%	1.53%
民生银行	2.00%	2.26%	2.11%	2.24%
浦发银行	2.12%	2.08%	2.08%	1.88%
中信银行	1.96%	1.90%	2.12%	1.91%
平安银行	2.62%	2.62%	2.62%	2.60%
光大银行	2.28%	2.29%	2.31%	3.10%
华夏银行	2.09%	2.31%	2.24%	2.37%
浙商银行	2.34%	2.04%	2.34%	2.13%
北京银行	2.04%	2.07%	2.07%	1.89%
南京银行	1.94%	1.90%	1.85%	1.93%
宁波银行	1.81%	1.82%	1.84%	1.74%
江苏银行	1.83%	1.32%	1.94%	1.51%
贵阳银行	2.27%	2.38%	2.40%	2.39%
上海银行	1.69%	1.47%	1.71%	1.49%
杭州银行	1.77%	1.71%	1.83%	1.80%
江阴银行	2.36%	2.48%	2.46%	2.46%
苏农银行	2.52%	2.46%	2.71%	2.41%
无锡银行	2.01%	1.88%	2.02%	1.94%
张家港行	2.85%	2.83%	2.74%	2.90%
常熟银行	3.36%	3.41%	3.44%	3.18%
成都银行	2.15%	2.07%	2.16%	1.90%
郑州银行	1.86%	3.05%	2.16%	3.47%
长沙银行	2.38%	2.41%	2.42%	2.14%
紫金银行	2.18%	2.20%	2.12%	2.06%
青岛银行	2.03%	2.08%	2.13%	2.22%
西安银行	2.30%	2.70%	2.26%	2.96%
苏州银行	2.21%	2.19%	2.09%	2.20%
青农商行	2.59%	2.57%	2.61%	2.50%
渝农商行	2.35%	2.36%	2.33%	2.32%
上市银行平均	2.20%	2.24%	2.23%	2.24%
国有行平均	2.11%	2.22%	2.10%	2.17%
股份行平均	2.23%	2.21%	2.26%	2.26%

城商行平均	2.02%	2.09%	2.07%	2.13%
农商行平均	2.53%	2.52%	2.55%	2.47%

数据来源：wind，东方证券研究所

2.2.3. 手续费及佣金净收入：韧性仍较强

由于2019年中收增速基数较高，一季度中收虽下滑，但仍体现出较强韧性。2019年及2020年一季度手续费及佣金净收入同比增速有所下滑。2019年上市银行手续费及佣金净收入同比增长6.4%，较上半年的9.8%有所下滑，各类型银行手续费及佣金净收入均出现下滑。一季度，受疫情影响，上市银行手续费及佣金净收入同比增速进一步下滑至4.8%。此外，由于2018年理财业务受监管限制，导致手续费下滑较多，以致2019年理财产品逐步转型后手续费收入同比增速较高。考虑这一因素，2019年的手续费及佣金净收入同比数值较高，2020年随着监管出清压力接近尾声，手续费及佣金净收入同比预计也将维持正常水平，一季度在疫情影响下录得4.8%的增速，我们认为中收韧性仍然较强。

表 10：上市银行手续费及佣金净收入同比

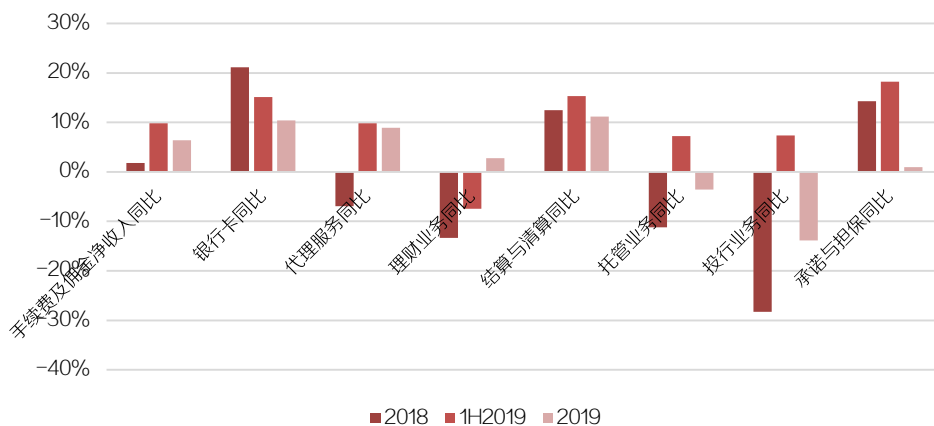
	1H2019	2019	1Q2020
工商银行	11.7%	7.1%	2.5%
建设银行	11.1%	11.6%	5.5%
农业银行	16.6%	11.2%	6.6%
中国银行	4.9%	2.8%	2.1%
交通银行	9.2%	5.8%	4.5%
邮储银行	21.6%	18.4%	1.5%
招商银行	4.0%	7.5%	15.2%
兴业银行	17.0%	15.6%	27.8%
民生银行	12.1%	8.7%	4.1%
浦发银行	14.2%	3.7%	17.3%
中信银行	29.4%	2.7%	-19.1%
平安银行	2.5%	17.4%	1.3%
光大银行	-30.6%	-37.2%	5.5%
华夏银行	14.7%	1.5%	-32.7%
浙商银行	9.8%	7.7%	111.5%
北京银行	-5.5%	-16.8%	-17.0%
南京银行	14.5%	12.7%	9.2%
宁波银行	24.2%	34.3%	47.9%
江苏银行	1.4%	15.3%	3.1%
贵阳银行	-13.3%	-20.6%	57.6%
上海银行	9.1%	9.8%	6.0%
杭州银行	45.4%	40.8%	63.0%
江阴银行	13.6%	52.7%	32.4%
苏农银行	44.0%	77.6%	139.2%

无锡银行	13.0%	30.8%	46.1%
张家港行	-90.6%	-77.9%	72.5%
常熟银行	-17.5%	-11.8%	-38.4%
成都银行	54.0%	38.5%	41.2%
郑州银行	-19.1%	-14.1%	16.8%
长沙银行	24.2%	12.2%	-0.6%
紫金银行	46.5%	3.1%	-46.6%
青岛银行	69.6%	40.6%	34.7%
西安银行	-22.3%	-25.7%	-27.9%
苏州银行	35.1%	17.3%	10.7%
青农商行	47.1%	33.4%	35.8%
渝农商行	19.1%	12.4%	22.6%
上市银行加总	9.8%	6.4%	4.8%
国有行加总	11.2%	8.3%	4.1%
股份行加总	7.9%	3.3%	5.3%
城商行加总	7.5%	7.7%	9.1%
农商行加总	13.8%	11.7%	15.0%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

经济下行压力较大以致银行卡手续费增长放缓，投行业务手续费下滑拖累中收。从手续费及佣金净收入同比的细分项目来看，2019 年手续费及佣金净收入下滑受多方面影响，银行卡业务手续费及佣金净收入同比放缓，经济下行压力较大的情况下，结算清算、投行、托管业务、承诺与担保业务均受到一定影响。此外，理财业务持续回暖，给中收带来积极影响。

图 5：上市银行手续费及佣金净收入细分项目同比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.3. 杜邦分析：盈利能力稳健，与资产扩张速度高度相关

资产扩张较快支撑盈利表现，ROE 整体表现仍好，盈利能力仍稳健。2019 年上市银行 ROE 较上半年有所下降，其中农商行下行幅度最小。2019 年上市银行 ROE 较上半年下滑 1.74%，各类型银行均有不同程度下滑。其中国有行、城商行下滑较为明显，均超过 2%，农商行下滑幅度较小，不超过 1%。一季度各类型银行 ROE 均呈现不同程度回升，国有行、城商行回升幅度最大。总体而言，一季度银行 ROE 仍低于 2019 上半年水平，但基本相差不足 1%，盈利能力虽有小幅度下滑，但仍表现稳健。

ROA 走势与 ROE 相似，2019 年下半年也出现下滑，但 2020 年一季度又有回升。2020 年一季度上市银行 ROA 与 2019 年上半年有小幅下滑，但相差不足 0.05%，也表现较为稳健。

一季度各项盈利指标均表现较好，略超预期。结合资产负债表分析，银行 2019 年及 2020 年一季度盈利能力表现与扩张速度正向关联度较高，以量补价逻辑仍在持续。2019 年下半年因经济下行压力较大，有效需求相对不足，且银行上半年扩张较快，下半年在降息环境下银行扩张略有放缓，造成盈利能力小幅下行。但 2020 年一季度，随着各项宽松政策出台，银行贷款仍是支持各类企业渡过疫情难关的主力，信贷扩张仍是支撑银行业绩的重要方式。

表 11：上市银行 ROE、ROA

	ROE			ROA		
	2019/6/30	2019/12/31	2020/3/31	2019/6/30	2019/12/31	2020/3/31
工商银行	14.41%	13.05%	13.44%	1.17%	1.08%	1.09%
建设银行	15.62%	13.18%	15.09%	1.31%	1.11%	1.23%
农业银行	14.57%	12.43%	14.25%	1.05%	0.90%	1.01%
中国银行	14.56%	11.45%	12.11%	1.12%	0.92%	0.96%
交通银行	12.57%	11.20%	11.84%	0.89%	0.80%	0.85%
邮储银行	15.82%	13.10%	15.77%	0.76%	0.62%	0.77%
招商银行	19.47%	16.84%	18.76%	1.46%	1.32%	1.47%
兴业银行	15.32%	14.02%	16.92%	1.05%	0.96%	1.16%
民生银行	14.86%	12.40%	14.53%	1.04%	0.87%	0.99%
浦发银行	13.78%	12.29%	13.12%	1.00%	0.90%	0.98%
中信银行	13.73%	11.07%	12.86%	0.93%	0.76%	0.85%
平安银行	12.64%	11.30%	11.08%	0.88%	0.77%	0.85%
光大银行	12.90%	11.77%	12.33%	0.91%	0.82%	0.87%
华夏银行	9.98%	10.61%	7.60%	0.75%	0.78%	0.64%
浙商银行	14.90%	12.92%	15.14%	0.90%	0.76%	1.02%
北京银行	13.82%	11.45%	13.80%	0.99%	0.81%	0.97%
南京银行	19.22%	16.53%	19.00%	1.07%	0.97%	1.07%
宁波银行	19.35%	17.10%	18.12%	1.19%	1.13%	1.17%
江苏银行	14.96%	12.65%	14.75%	0.81%	0.75%	0.82%
贵阳银行	17.32%	17.41%	17.28%	1.04%	1.13%	1.11%
上海银行	14.62%	12.94%	13.13%	1.02%	0.95%	0.93%
杭州银行	14.76%	12.15%	16.04%	0.78%	0.68%	0.84%

江阴银行	7.44%	9.10%	7.08%	0.65%	0.84%	0.65%
苏农银行	11.12%	8.44%	8.32%	0.98%	0.75%	0.76%
无锡银行	11.78%	11.22%	11.52%	0.82%	0.79%	0.83%
张家港行	9.38%	9.22%	10.76%	0.82%	0.79%	0.94%
常熟银行	12.06%	11.52%	11.80%	1.07%	1.08%	1.17%
成都银行	15.44%	16.63%	15.56%	0.98%	1.06%	1.00%
郑州银行	16.50%	9.30%	13.94%	1.06%	0.70%	0.87%
长沙银行	16.86%	15.61%	17.32%	0.98%	0.93%	1.02%
紫金银行	11.12%	10.80%	9.24%	0.72%	0.72%	0.63%
青岛银行	13.49%	8.27%	9.86%	0.88%	0.68%	0.60%
西安银行	12.24%	11.94%	12.84%	1.06%	1.03%	1.10%
苏州银行	12.12%	9.85%	11.00%	0.93%	0.80%	0.91%
青农商行	12.92%	12.38%	13.71%	0.93%	0.90%	0.99%
渝农商行	15.80%	12.82%	13.77%	1.19%	1.01%	1.21%
上市银行平均	14.10%	12.36%	13.44%	0.98%	0.88%	0.95%
国有行平均	14.59%	12.40%	13.75%	1.05%	0.90%	0.98%
股份行平均	14.18%	12.58%	13.59%	0.99%	0.88%	0.98%
城商行平均	15.44%	13.22%	14.82%	0.98%	0.89%	0.96%
农商行平均	11.45%	10.69%	10.78%	0.90%	0.86%	0.90%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2019 年非息收入、业务及管理费拖累 ROA，利息净收入贡献小幅上升。从 ROA 贡献因子分析，相比于 2019 上半年，2019 年利息净收入小幅上升 0.01%，手续费及佣金净收入下降 0.06%，其他非息净收入贡献减少 0.05 个百分点，业务及管理费和资产减值损失负贡献分别增加 0.09% 和 0.02%，营业外净收支及所得税负贡献减少 0.03%。因大中型银行配置地方政府债券等税收优惠资产增加，部分银行所得税支出有所减少。

2020 年一季度，利息净收入仍是 ROA 主要贡献方，非息贡献较 2019 年末增加。因经济下行压力较大，银行出于审慎经营考虑，拨备计提仍较多，资产减值损失负贡献有所增加。疫情期间，更偏重数字金融创收，业务及管理费负贡献减少。本期非息收入贡献增加，业务及管理费或因疫情期间线上办公节省了成本，一季度负贡献较 2019 年末减少 0.13%。资产减值损失负贡献进一步增加，显示银行处于审慎经营考虑，仍计提了较多拨备，资产质量风险未来仍有增加预期，资产减值负贡献自 2019 上半年以来持续增加。

表 12：上市银行加总杜邦分析

	1H2019	2019	1Q2020
利息净收入/A	1.95%	1.96%	1.92%
手续费及佣金净收入/A	0.57%	0.51%	0.59%
其他非息净收入/A	0.36%	0.31%	0.45%
营业税费及其他成本/A	-0.16%	-0.14%	-0.20%
业务及管理费/A	-0.71%	-0.80%	-0.67%

资产减值损失/A	-0.70%	-0.72%	-0.82%
营业外净收入及所得税/A	-0.22%	-0.19%	-0.22%
ROA	1.08%	0.94%	1.03%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3. 投资建议：关注优质零售银行、资产质量佳的银行

银行业绩仍较为稳健，一季度受到疫情影响有限。后续随着复工复产有序推进，政策对投资、消费的支持力度不断增加，经济有望逐渐步入恢复期。国常会对稳就业，稳投资、促消费支持力度增加。投资上，新老基建并行，中短期银行资产增速受益于基建、国企项目推进和政策推进信贷投放，仍较有保障，暂不构成板块业绩和估值的核心约束，长期可能会受到有效需求不足的限制，因此需密切关注内需提振政策的力度和走向。消费上，稳就业有利于稳定银行个人端信贷资产的质量。

流动性宽松的环境将使行业市场化负债成本进一步下行，将可在一定程度上缓解息差下行压力，在保持银行系统稳定和信贷供给能力前提下，预计息差下行空间可能有限。时下，银行让利担忧情绪仍较浓，各银行之间资产质量分化可能加剧。当前零售业务息差水平仍较高，资产质量相对较好，在内外不确定风险增加的情况下，优质零售银行标的仍是稳健收益的好选择。贷款占比提升和流动性负债成本降低将对息差构成支撑，市场化负债占比高、贷款占比提升空间大的银行将有较好的息差韧性。债券投资占比较高的银行，将受益于降息带来的债券重定价，预计投资收益将有较好表现。

当前板块估值处于历史较低水平，我们仍维持行业“看好”评级。个股方面，建议关注兴业银行(601166，买入)、招商银行(600036，增持)、邮储银行(601658，增持)、平安银行(000001，买入)。

4. 风险提示

全球疫情影响尚不明确，经济外部风险仍较大，银行未来资产收益率和资产质量风险或将增加。

2020年再次降息的可能性较大，银行业息差压力加剧。

外资银行准入逐渐放宽，银行间的竞争将更加激烈。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

