

紫金银行 (601860.SH)

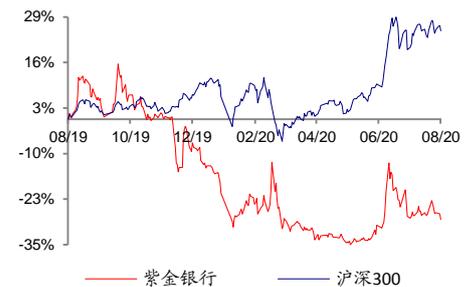
业绩增速下行, 资产质量相对稳定

核心观点:

- **公司披露 2020 年半年, 2020H1 公司营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为增速均有所回落**(详细数据见正文图表), 单季度归母利润增速转负。从 H1 业绩拆分来看, 正贡献因素为规模、其他非息收入、拨备计提, 主要负贡献因素为息差和税率。从 Q2 单季度业绩拆分来看, 息差从负贡献转为正贡献, 显示息差下行压力减弱; 其他收支转为负贡献, 可能主要是债券市场调整导致公允价值收益减少; 拨备仍是正贡献, 税率仍是负贡献。
- **息差下行速度有所放缓, 资产结构进一步向贷款倾斜。**公司披露, 2020H1 净息差为 2.01%, 较 20Q1 进一步下行 5bps。资产端, 我们测算, 2020H1 公司生息资产收益率 3.76%, 较 Q1 下降 10bps; 从公司披露分项数据来看, 贷款、投资类资产、同业资产收益率均较上年有一定下行, 贷款中, 贴票占比明显上升, 导致整体资产端收益率下降较多。负债端, 我们测算, 2020H1 负债成本率为 1.98%, 较 Q1 下降 9bps。披露分项数据来看, 同业和债券类负债较去年明显下行, 主要得益于银行间市场利率下台阶; 存款成本有一定上升, 可能与公司存款中定期占比上升有关。整体来看, 二季度息差下行压力有所收敛, 预计随着经济修复, 公司部分贴票类贷款资产转向一般贷款, 后续息差压力将进一步缓解, 不排除下半年息差企稳略有回升。
- **资产质量相对稳定, 拨备覆盖率上升。**从资产质量指标来看, 公司不良余额环比上升, 不良率持平, 而关注类贷款率和余额双降, 说明不良确认加快。公司拨备计提相对稳定, 得益于过往核销贷款回收, 拨备覆盖率继续提升。整体来看, 公司当前资产质量相对稳定, 但也需要关注今年贷款增速高投放可能带来的后续潜在压力。
- **投资建议: 受疫情冲击, 公司业绩下行, 单季度业绩增速为负, 在市场预期之内。**往后看, 随着经济修复, 前期高增长的贴票资产可能转化为较高利率的一般贷款, 后续息差压力将缓和。公司根植南京本土, 地缘优势和存款优势明显, 看好零售战略转型的愿景。预计公司 2020/21 年归母净利润增速分别为 0.97% 和 5.30%, EPS 分别为 0.39/0.41 元/股, 8 月 26 日收盘价对应 20/21 年 PE 分别为 11.05X/10.50X, PB 分别为 1.09X/1.01X。近两年公司估值 PB 中枢在 1.2X 左右, 我们认为可以给予公司 2020 年 PB 估值 1.2X, 测算出合理价值 4.75 元/股, 维持“增持”评级。
- **风险提示: 1. 经济增长超预期下滑; 2. 资产质量大幅恶化。**

公司评级	增持
当前价格	4.32 元
合理价值	4.75 元
前次评级	增持
报告日期	2020-08-27

相对市场表现



分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-60750604



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:

万思华



SAC 执证号: S0260519080006



021-60750604



wansihua@gf.com.cn

请注意, 倪军, 万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。

相关研究:

紫金银行 (601860.SH): 聚焦零售战略, 静待转型红利 2020-07-20

联系人: 王先爽 021-60750604
wangxianshuang@gf.com.cn

联系人: 李佳鸣 021-60750604
lijiaming@gf.com.cn

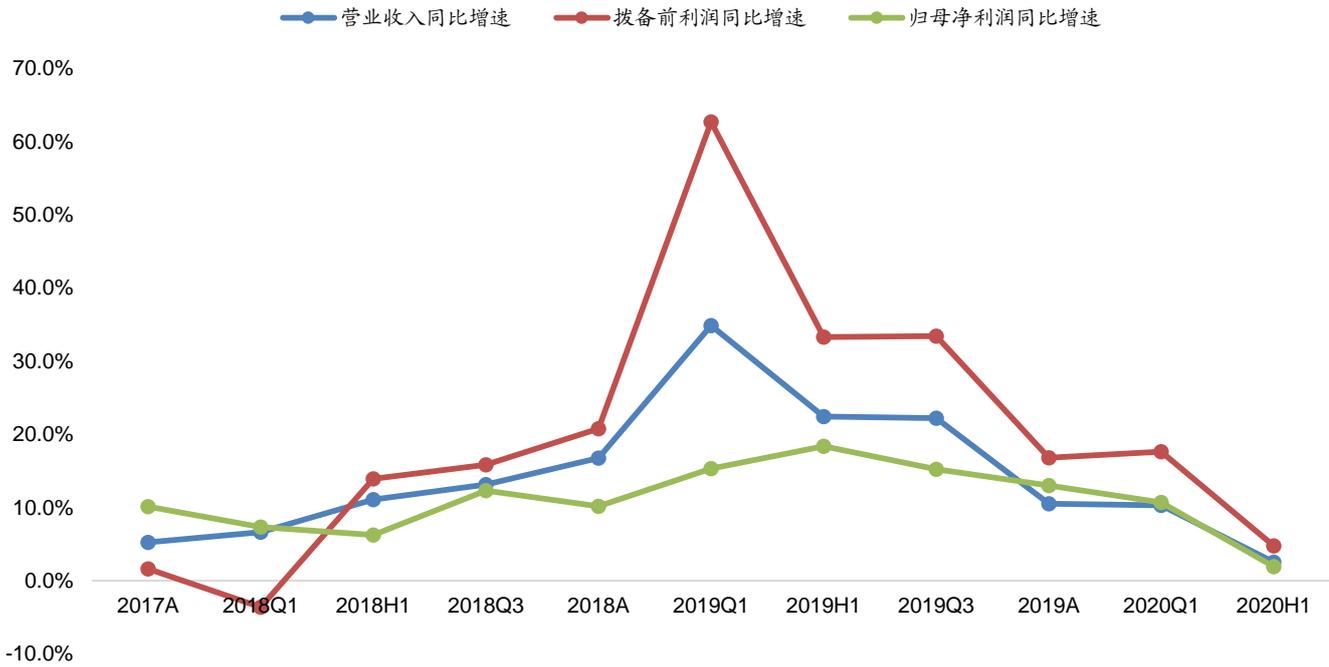
联系人: 伍嘉慧
gzwujiahui@gf.com.cn

表 1: 关键财务指标概览 (单位: 百万元, %)

业绩概览	2017A	2018H1	2018A	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1
营业收入同比增速	5.24%	11.10%	16.77%	34.86%	22.45%	22.22%	10.54%	10.32%	2.53%
拨备前利润同比增速	1.62%	13.93%	20.80%	62.69%	33.32%	33.42%	16.83%	17.64%	4.79%
归母净利润同比增速	10.13%	6.24%	10.20%	15.34%	18.41%	15.22%	13.03%	10.71%	1.95%
ROE (年化)	11.88%	11.84%	11.93%	9.20%	11.12%	11.68%	10.80%	9.24%	10.44%
ROA (年化)	0.75%	0.67%	0.69%	0.58%	0.72%	0.77%	0.72%	0.63%	0.71%
净息差	1.95%	2.04%	2.08%	2.33%	2.18%	2.20%	2.12%	2.06%	2.01%
净利差	2.11%	1.89%	1.90%	2.26%	2.10%	2.10%	2.00%	1.88%	1.86%
成本收入比	35.01%	31.45%	33.42%	26.21%	25.70%	27.53%	29.69%	21.22%	24.53%
生息资产同比增速	29.36%	22.37%	19.49%	76.57%	10.71%	9.18%	8.75%	1.74%	3.90%
贷款同比增速	15.80%	13.05%	19.80%		25.07%	20.56%	17.00%	9.83%	16.21%
存款同比增速	18.10%	11.87%	12.64%	10.89%	12.30%	11.06%	14.36%	8.31%	11.98%
贷款/生息资产	42.87%	42.45%	45.43%	47.14%	48.90%	50.38%	50.65%	52.41%	55.22%
存款/计息负债	64.48%	64.69%	64.60%	66.42%	68.01%	70.24%	71.59%	74.29%	73.94%
不良贷款余额	1,338	1,388	1,474	1,651	1,656	1,664	1,718	1,810	1,945
不良贷款率	1.84%	1.74%	1.69%	1.68%	1.66%	1.65%	1.68%	1.68%	1.68%
拨备覆盖率	245.73%	223.17%	229.58%	223.45%	225.25%	224.74%	236.95%	240.50%	245.05%
逾期 90 天以上/不良	76.12%	59.62%	55.85%		48.39%		69.67%		74.43%
不良新生成率	0.76%	3.08%	0.61%	1.40%	0.71%	1.48%	0.79%	1.73%	0.88%
逾期贷款余额	1,095	878	903		995		1,603		1,799
逾期贷款占比	1.50%	1.10%	1.04%		1.00%		1.57%		1.55%
核心一级资本充足率	9.69%	8.73%	9.70%	9.54%	9.94%	10.69%	11.07%	11.43%	10.81%
资本充足率	13.94%	12.56%	13.35%	13.01%	13.50%	14.37%	14.78%	15.15%	14.49%

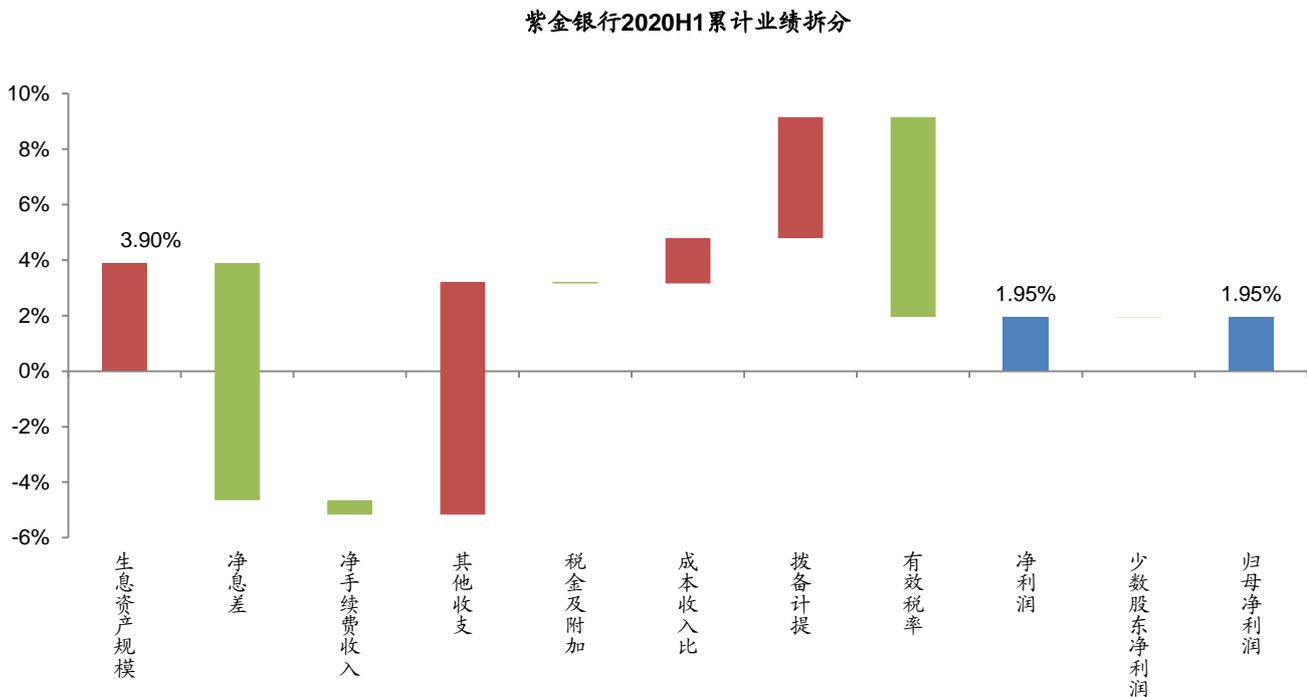
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 1: 营收、PPOP、归母净利润同比增速



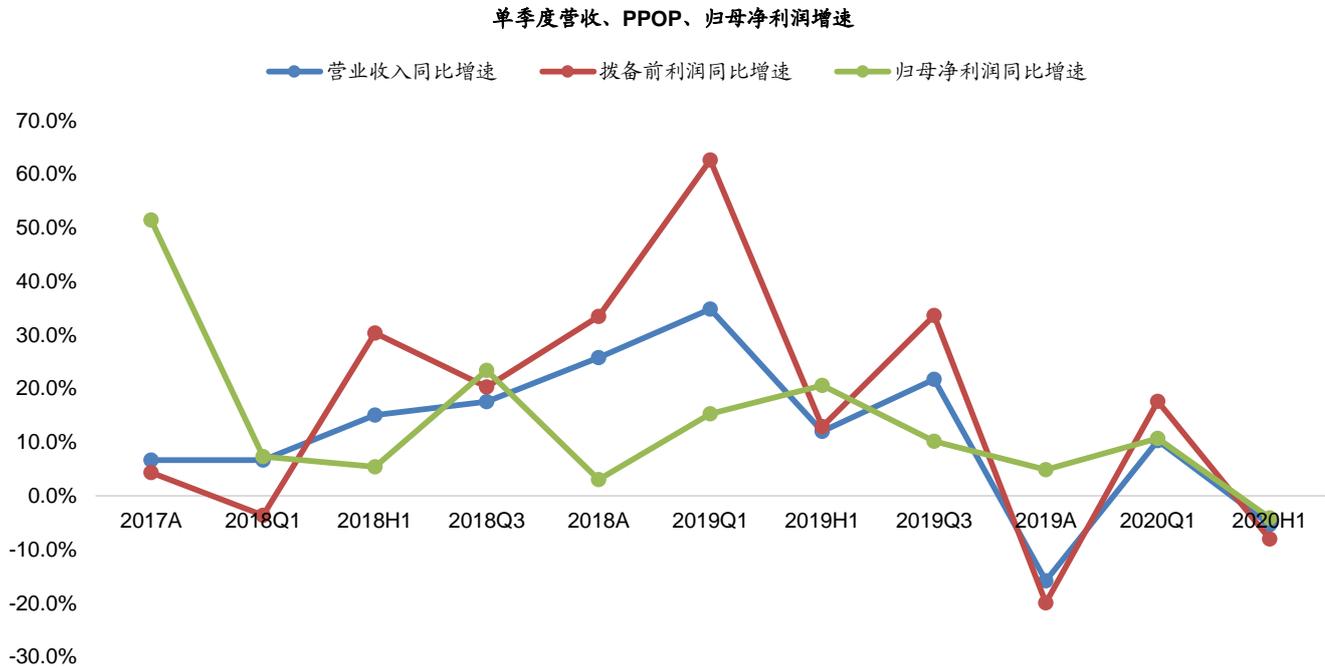
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 累计同比业绩拆分 (2020H1)



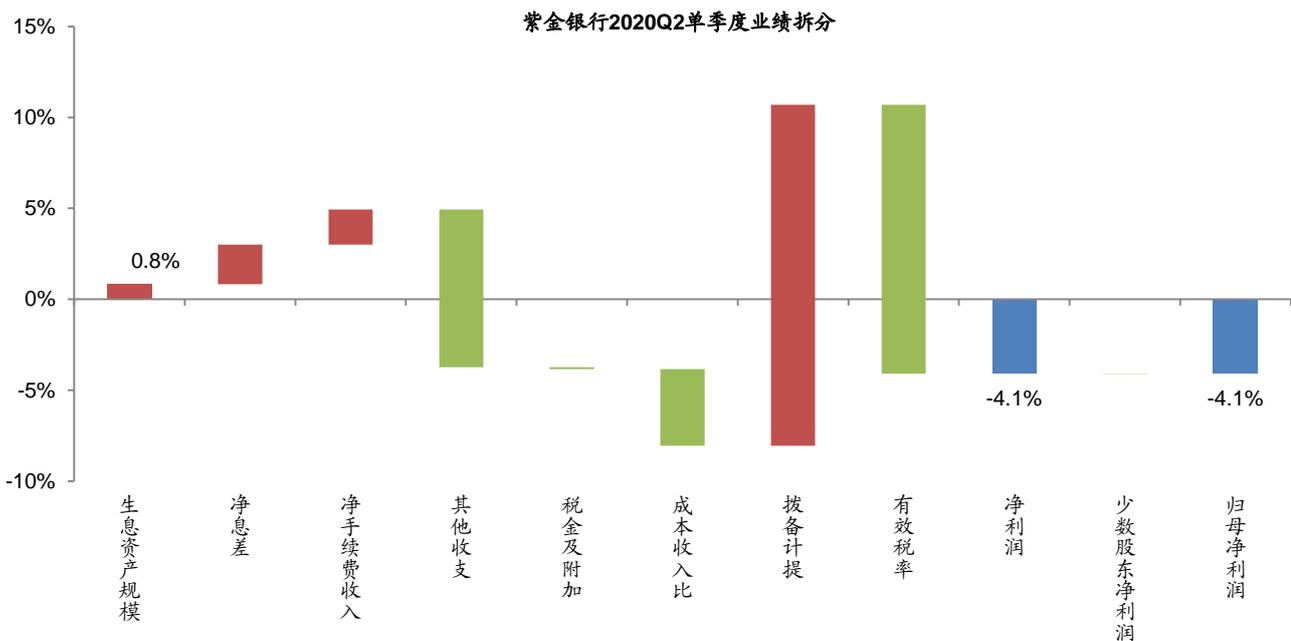
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3：单季度营收、PPOP、归母净利润同比增速



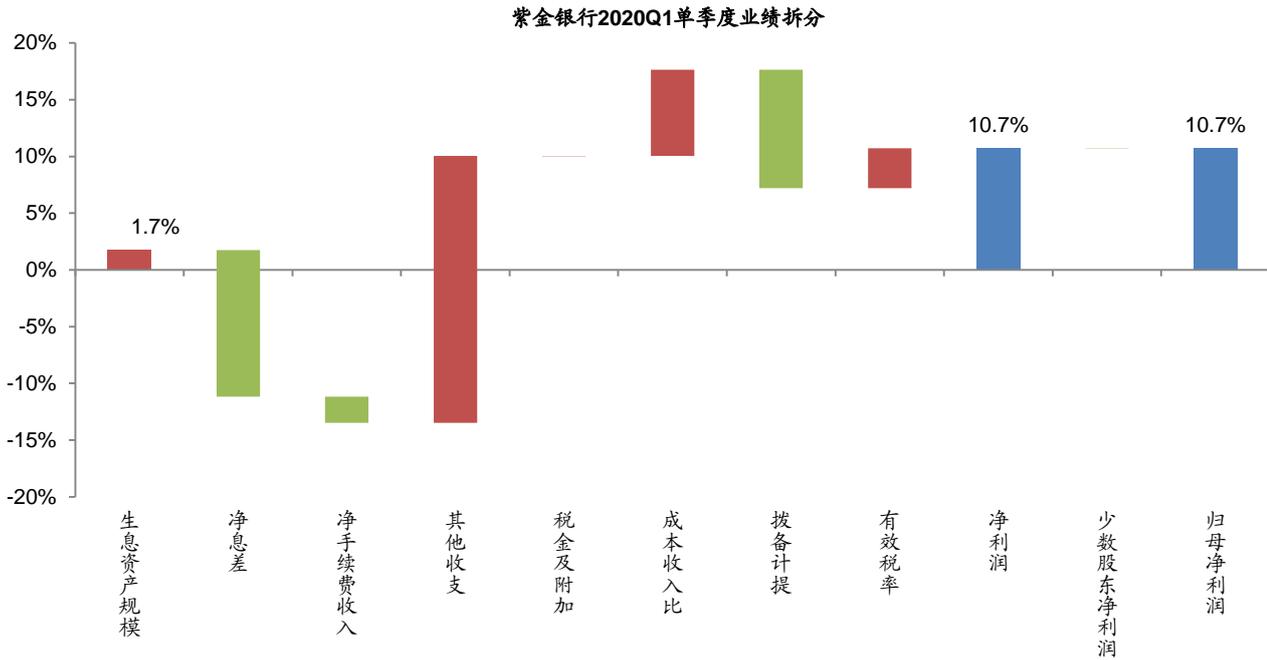
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：单季度同比业绩拆分（2020Q2）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5: 单季度同比业绩拆分 (2020Q1)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 累计业绩绝对额、结构和增速 (单位: 百万元, %)

累计业绩概览	2017A	2018H1	2018A	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	环比变化	同比增速
利息收入	7,043	4,086	8,232	2,169	4,179	6,253	8,182		-7.6%
利息支出	3,705	2,286	4,470	1,055	2,115	3,141	4,189		-10.5%
净利息收入	3,338	1,800	3,763	1,114	2,064	3,111	3,993	5.6%	-4.7%
净手续费收入	177	73	256	78	108	120	264	0.6%	-15.1%
其他非息收入	107	91	211	18	234	352	418	-6.2%	74.1%
非息收入	284	164	467	95	341	472	682	-5.6%	46.0%
营业收入	3,622	1,964	4,230	1,209	2,405	3,583	4,675		2.5%
业务及管理费	1,268	618	1,414	317	618	986	1,388	14.5%	-2.2%
减值损失	904	603	1,285	505	910	1,203	1,592	12.8%	0.7%
营业支出	2,195	1,059	2,224	560	1,246	1,753	2,751		24.9%
拨备前利润	2,262	1,159	2,298	541	1,321	1,913	2,777		33.3%
利润总额	1,250	706	1,395	337	718	1,180	1,491		18.5%
净利润	1,138	604	1,254	292	715	1,138	1,417		2.0%
归母净利润	1,138	604	1,254	292	715	1,138	1,417		2.0%

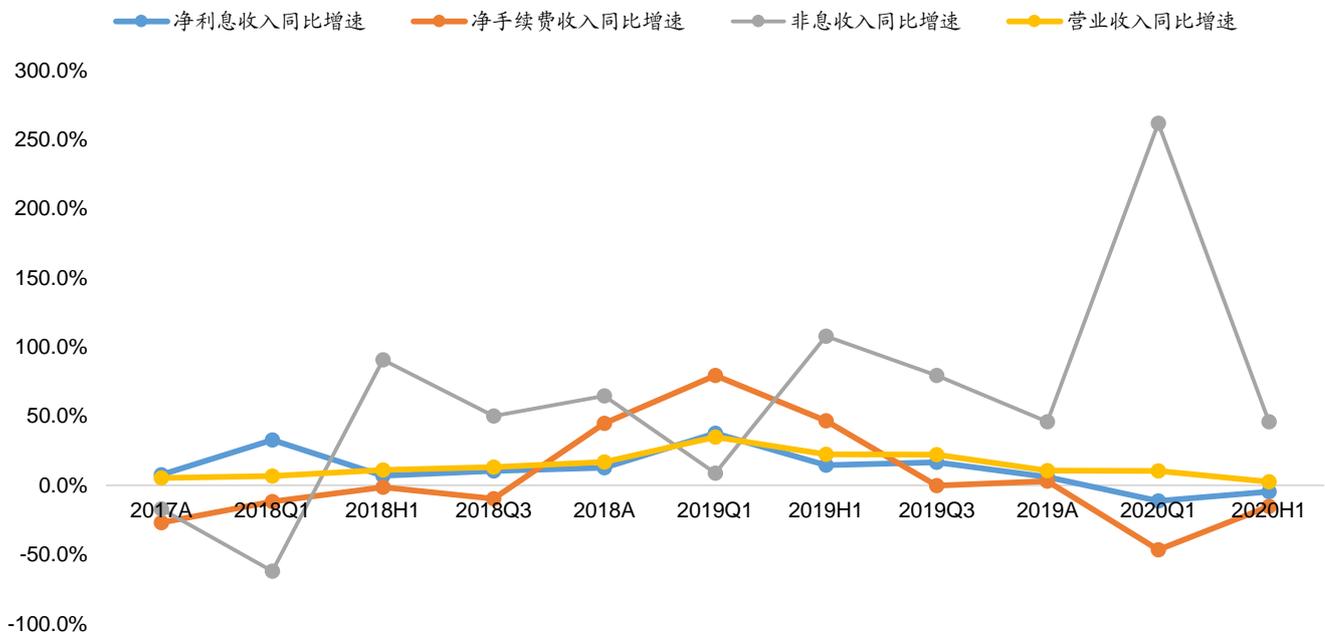
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 单季度业绩绝对额、结构和增速 (单位: 百万元, %)

业绩概览	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	占比	环比变化	同比增速
利息收入	2,169	2,009	2,074	1,930	1,963	1,898			-5.5%
利息支出	1,055	1,060	1,026	1,048	974	920			-13.2%
净利息收入	1,114	950	1,048	882	989	978	86.4%	12.3%	3.0%
净手续费收入	78	30	12	144	41	50	4.4%	1.3%	66.4%
其他非息收入	18	216	118	66	303	104	9.2%	-13.6%	-52.0%
非息收入	95	246	131	210	345	153	13.6%	-12.3%	-37.6%
营业收入	1,209	1,196	1,178	1,092	1,334	1,132	100.0%		-5.3%
业务及管理费	317	301	368	402	283	322	51.9%	21.5%	6.8%
减值损失	505	405	293	389	633	284	45.8%	-22.2%	-30.0%
营业支出	836	720	675	804	932	620	100.0%		-14.0%
拨备前利润	880	881	791	692	1,035	810			-8.0%
利润总额	376	475	498	303	403	526			10.7%
净利润	292	423	423	279	323	406			-4.1%
归母净利润	292	423	423	279	323	406			-4.1%

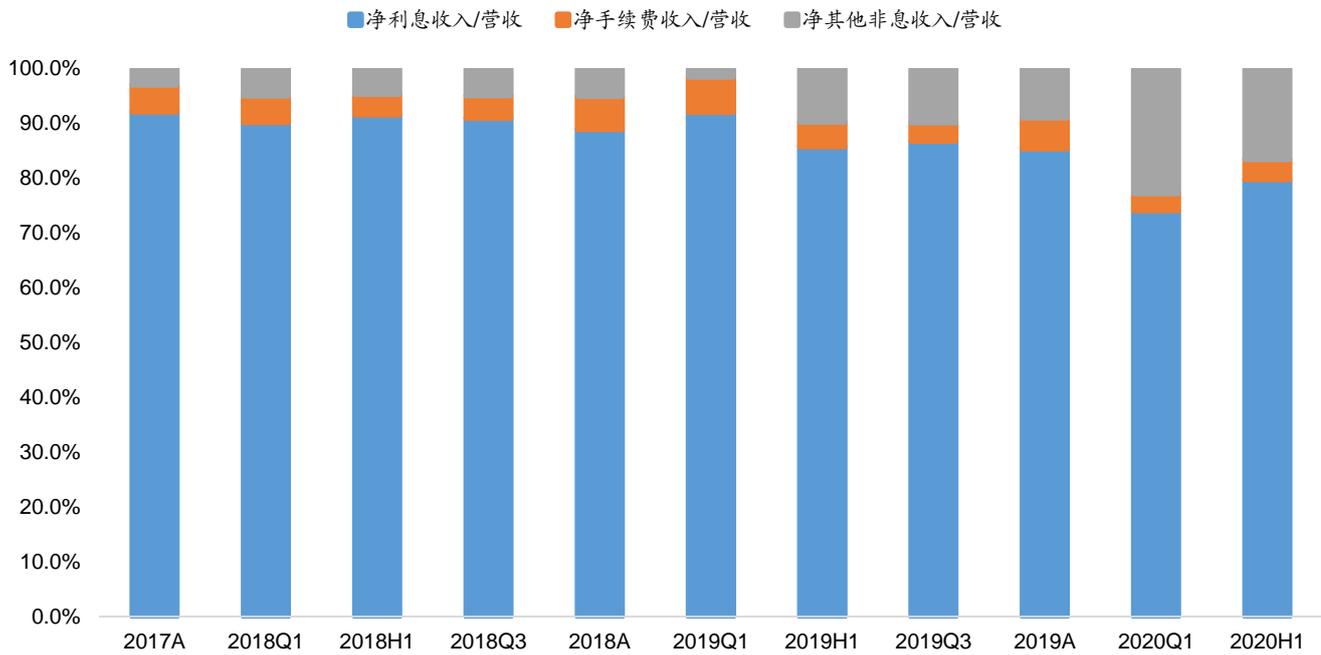
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 营收、利息、手续费、其他非息收入增速



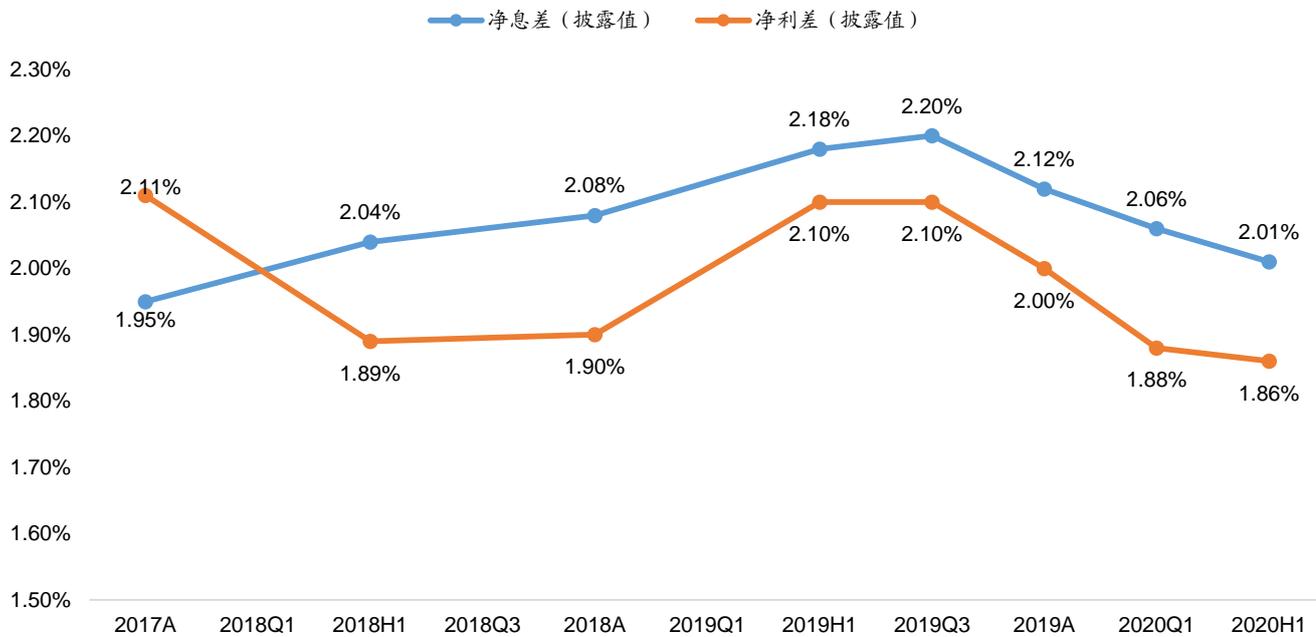
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 利息、手续费、其他非息收入营收占比



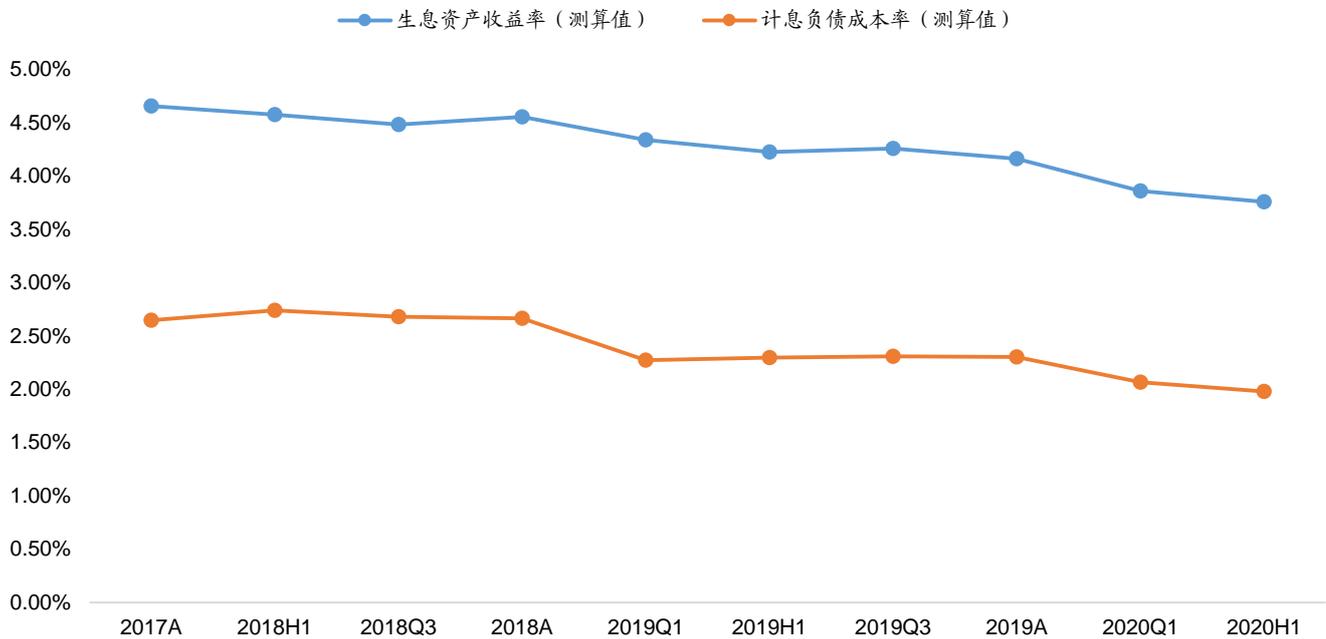
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 净息差和净利差



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9：生息资产收益率和计息负债成本率



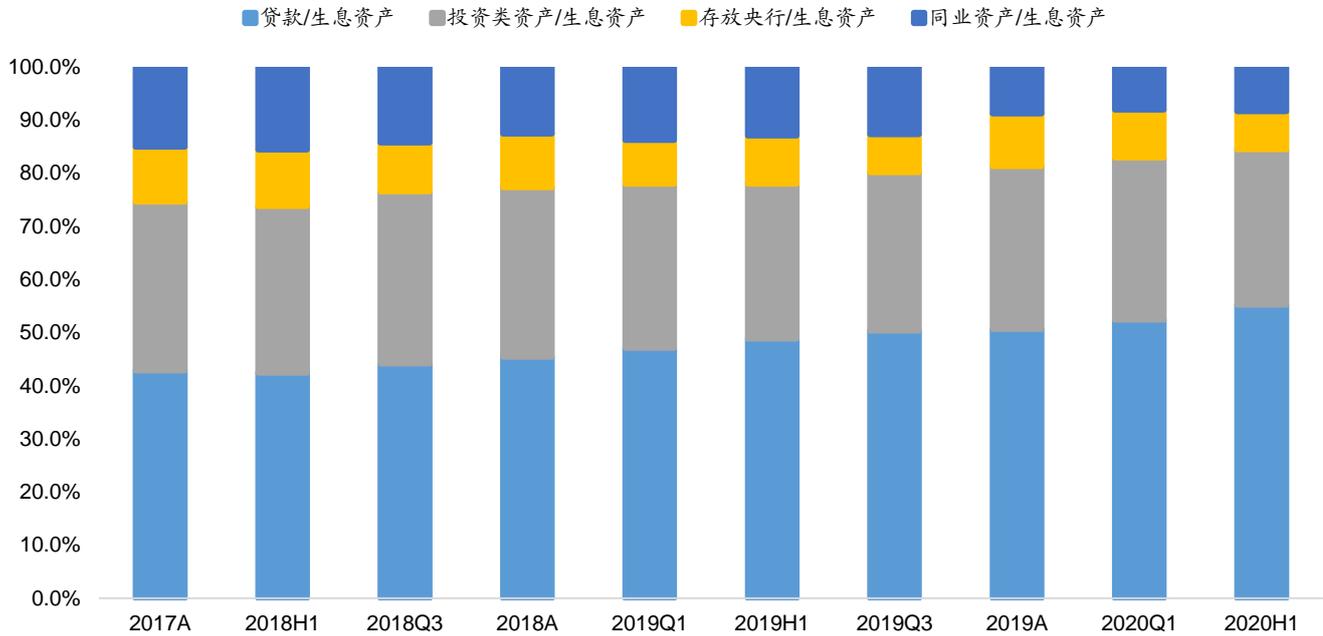
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4：生息资产细项收益率和计息负债细项成本率

生息资产平均收益率	2017A	2018H1	2018A	2019H1	2019A	2020H1
发放贷款	5.20%	5.21%	5.32%	5.51%	5.38%	5.13%
投资类资产	4.44%	4.72%	4.15%	3.89%	3.77%	3.19%
存放央行	1.55%	1.56%	1.57%	1.56%	1.57%	1.56%
同业资产			4.31%	2.52%	2.22%	1.45%
总生息资产	4.46%	4.64%				
计息负债平均付息率	2017A	2018H1	2018A	2019H1	2019A	2020H1
存款	1.65%	1.65%	1.70%	1.74%	1.85%	1.88%
向央行借款	3.37%	3.34%				
同业负债			4.56%	3.31%	3.27%	2.51%
发行债券	4.43%	4.89%	4.68%	3.74%	3.65%	3.08%
总计息负债	2.51%	2.75%	2.95%			

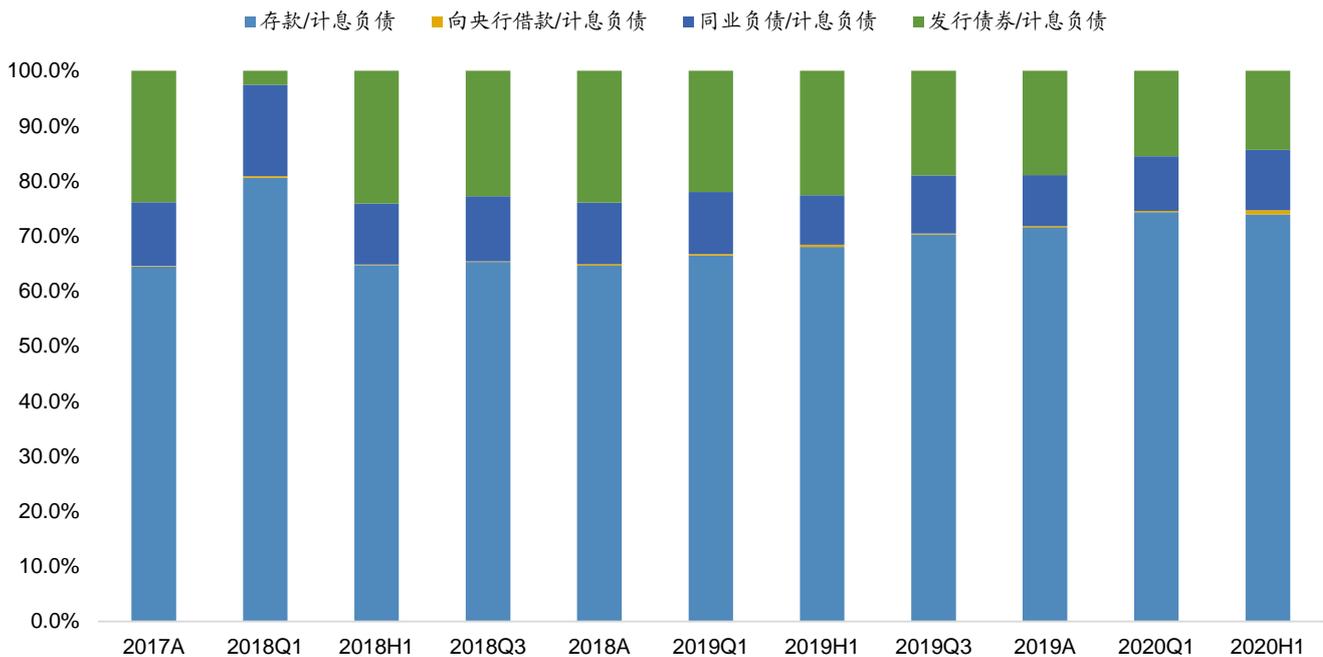
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10: 生息资产结构



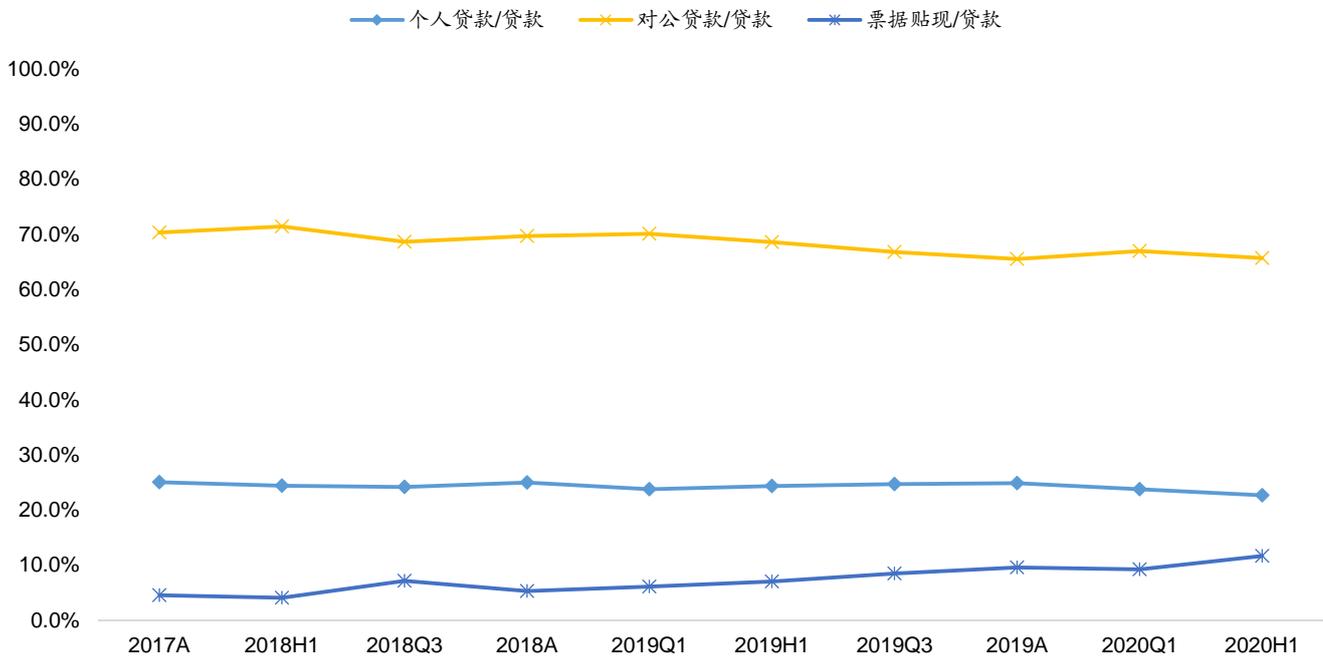
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 计息负债结构



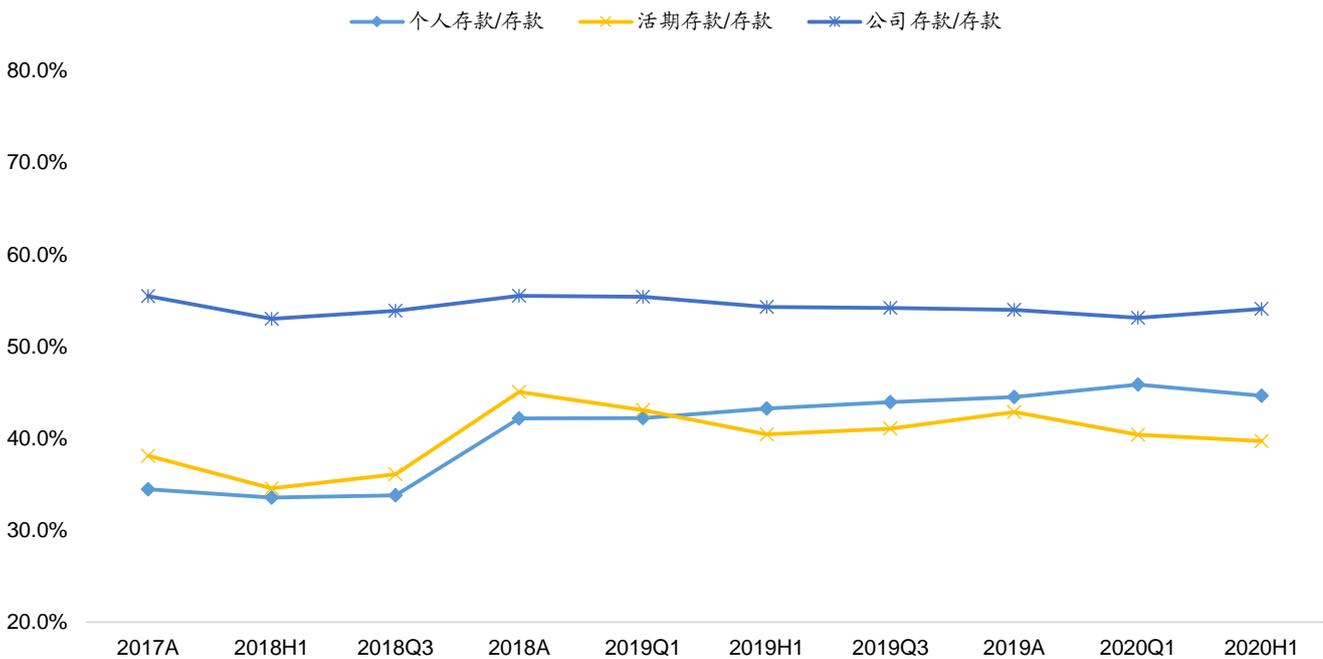
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 对公、零售、票据占比



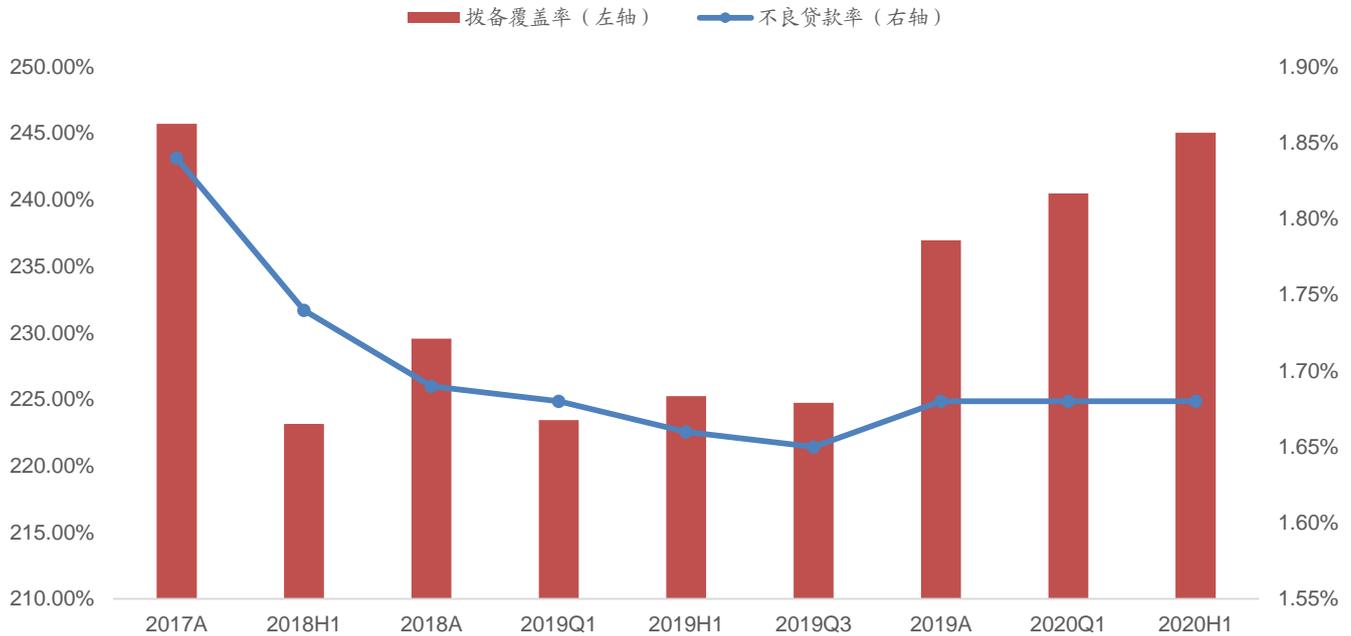
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 对公存款、个人存款、活期存款占比



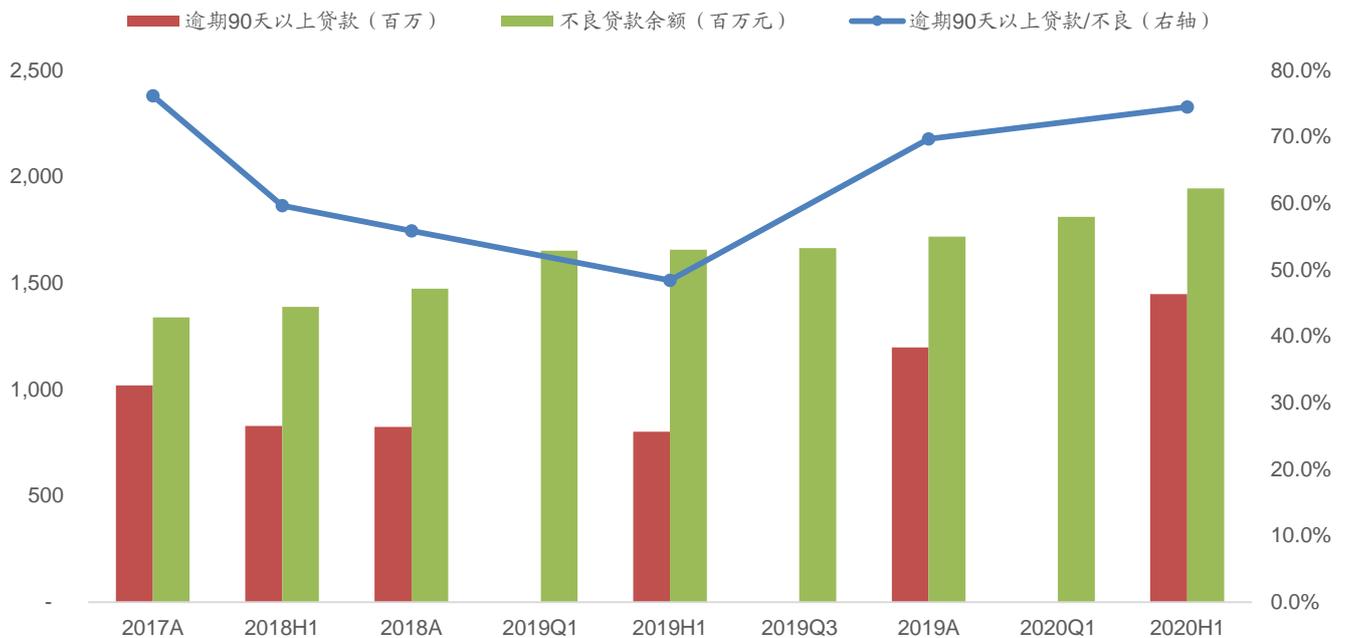
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 不良率和拨备覆盖率



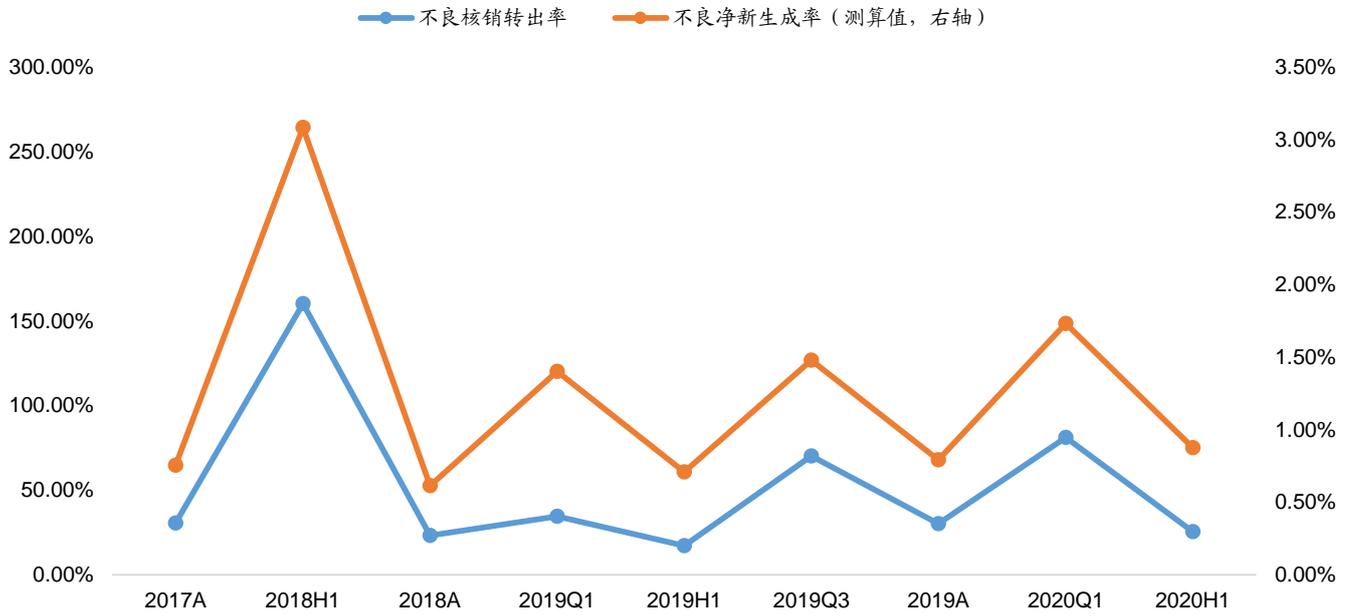
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 逾期90天以上贷款/不良



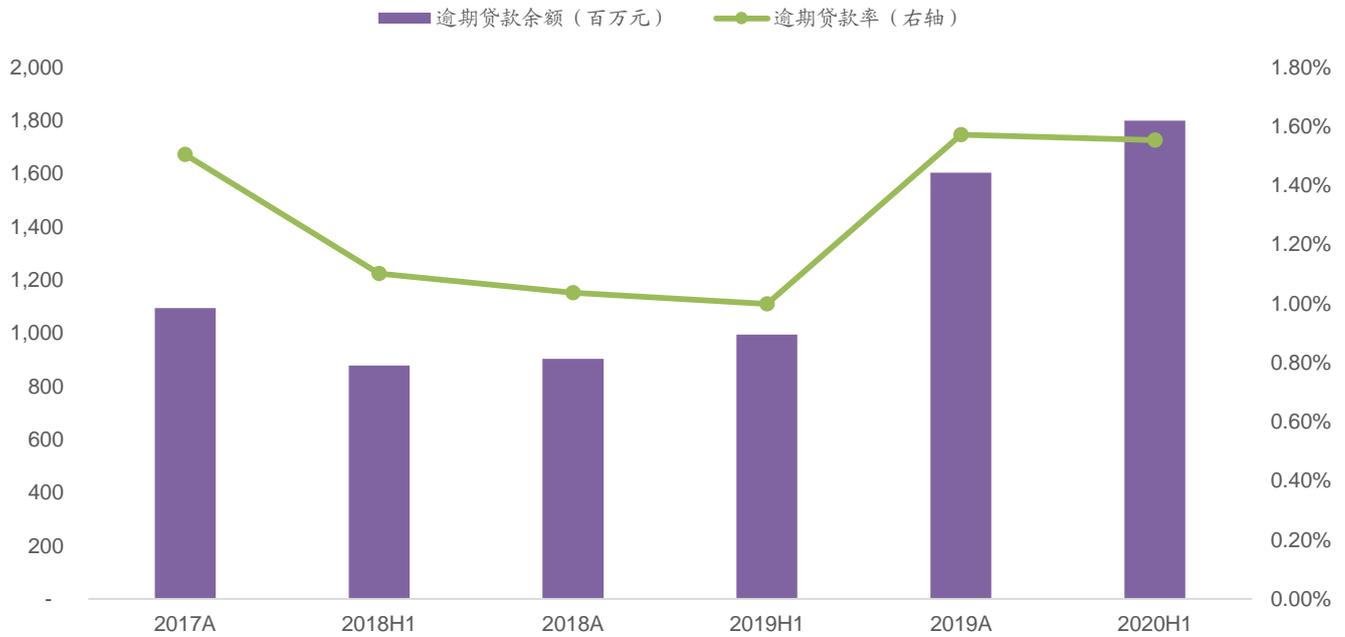
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 不良生成率与核销转出率



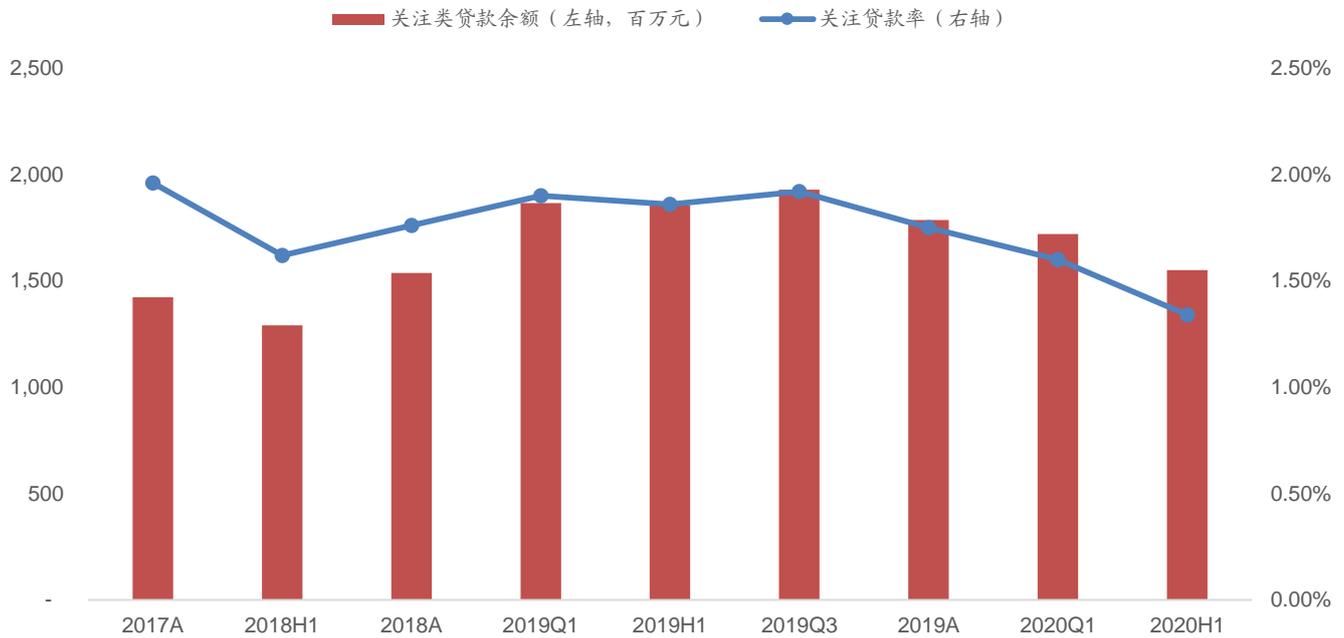
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 逾期贷款余额和比率



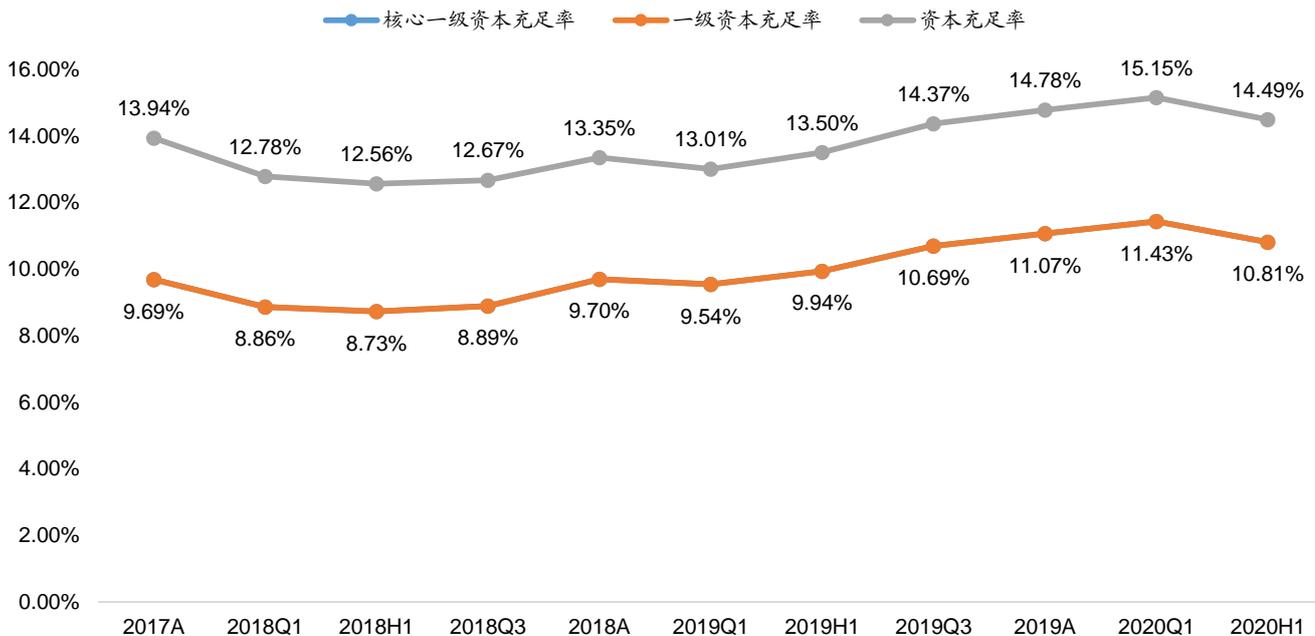
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 关注类贷款余额及占比



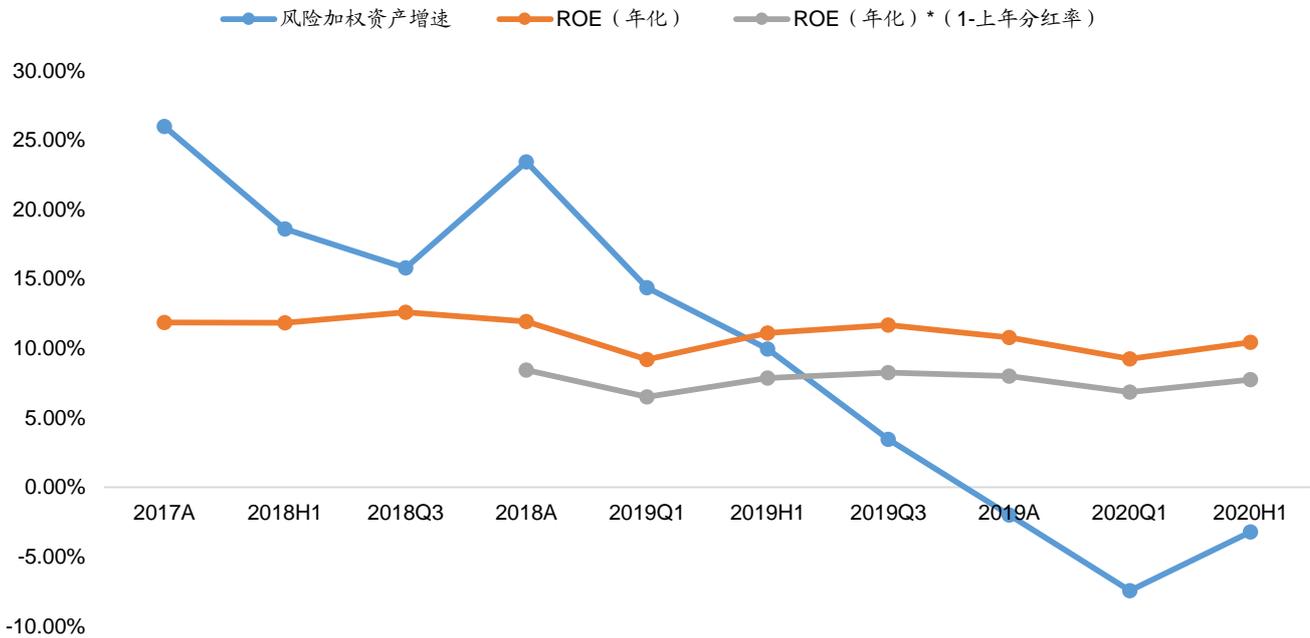
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 资本充足率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 风险加权资产增速与内生资本增长



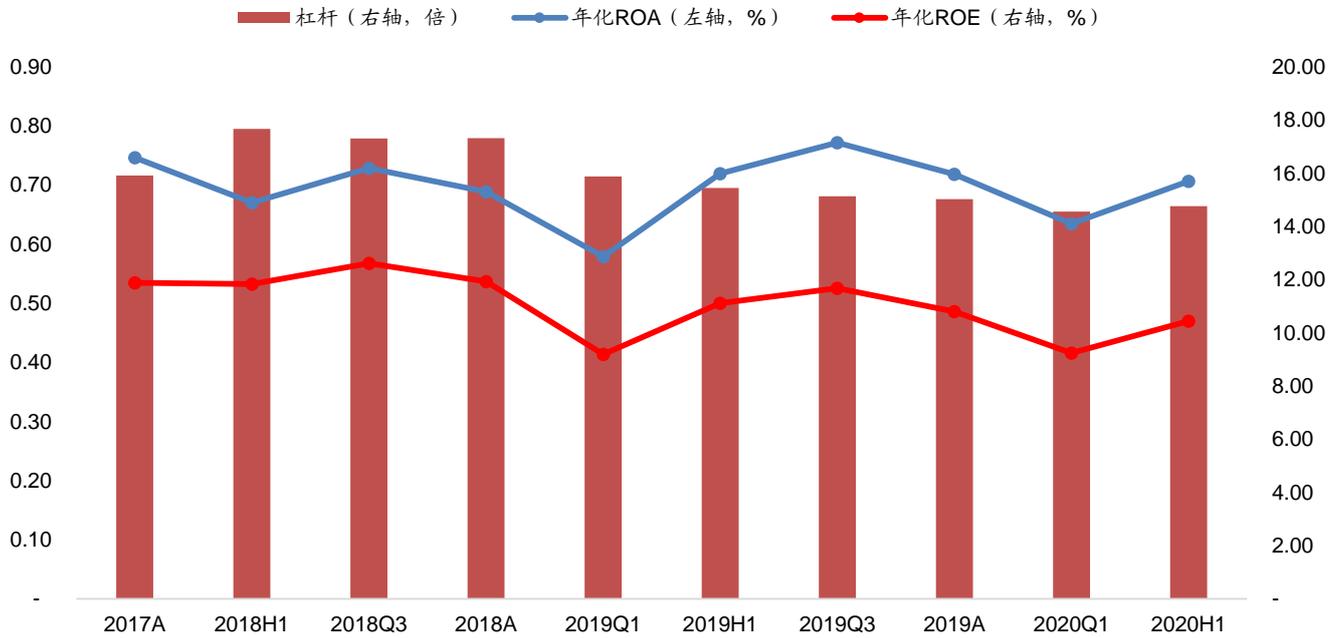
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: ROE和ROA拆解

ROE 拆分	2017A	2018A	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	同比
营业收入	2.38%	2.32%	2.40%	2.42%	2.43%	2.37%	2.62%	2.39%	-0.03pct
净利息收入	2.19%	2.07%	2.21%	2.08%	2.11%	2.02%	1.95%	1.91%	-0.17pct
净手续费收入	0.12%	0.14%	0.15%	0.11%	0.08%	0.13%	0.08%	0.09%	-0.02pct
其他非息收入	0.07%	0.12%	0.04%	0.24%	0.24%	0.21%	0.60%	0.39%	0.16pct
营业支出	-1.46%	-1.51%	-1.66%	-1.57%	-1.51%	-1.54%	-1.83%	-1.50%	0.06pct
税金及附加	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	0.00pct
业务及管理费	-0.83%	-0.78%	-0.63%	-0.62%	-0.67%	-0.70%	-0.56%	-0.59%	0.04pct
减值损失	-0.59%	-0.71%	-1.00%	-0.92%	-0.82%	-0.81%	-1.24%	-0.89%	0.03pct
营业利润	0.92%	0.81%	0.74%	0.85%	0.92%	0.83%	0.79%	0.89%	0.03pct
营业外净收入	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%	0.01pct
利润总额	0.92%	0.82%	0.75%	0.86%	0.92%	0.84%	0.79%	0.90%	0.04pct
所得税	-0.17%	-0.13%	-0.17%	-0.14%	-0.14%	-0.12%	-0.16%	-0.19%	0.12pct
年化 ROA	0.75%	0.69%	0.58%	0.72%	0.77%	0.72%	0.63%	0.71%	-0.01pct
杠杆率	15.91	17.32	15.88	15.45	15.13	15.03	14.56	14.77	-0.68
年化 ROE	11.88%	11.93%	9.20%	11.12%	11.68%	10.80%	9.24%	10.44%	-0.68pct

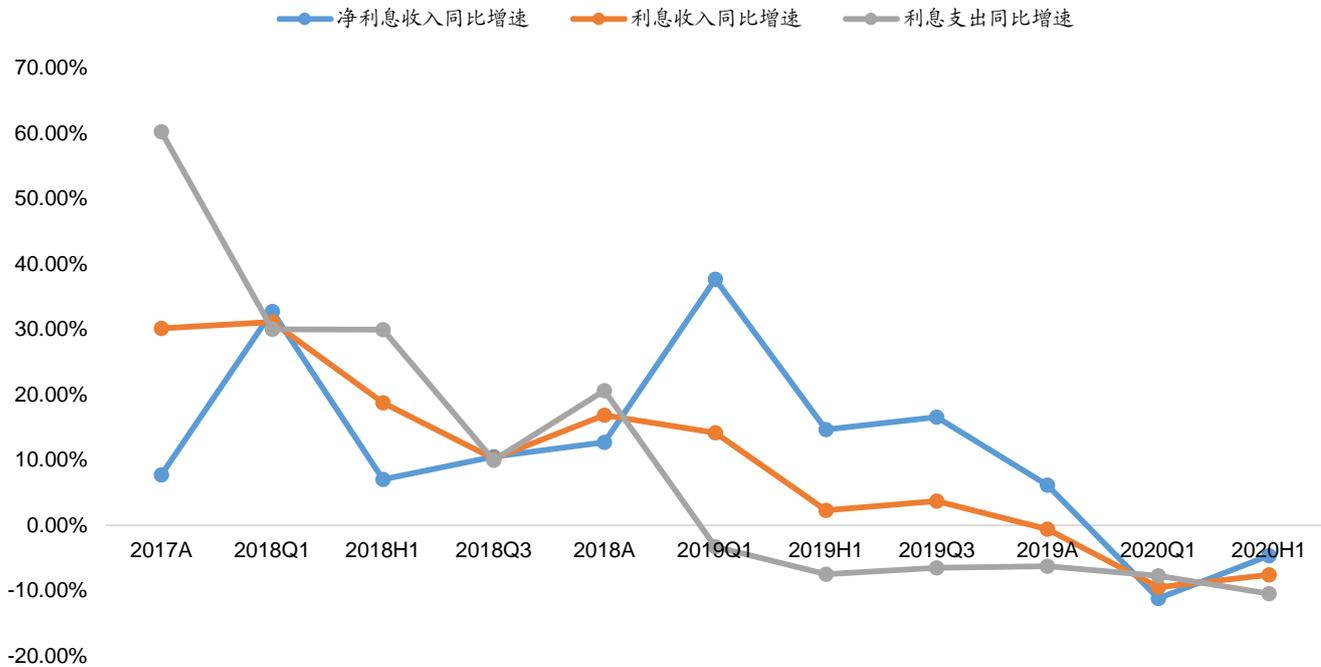
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: ROE、ROA和杠杆率



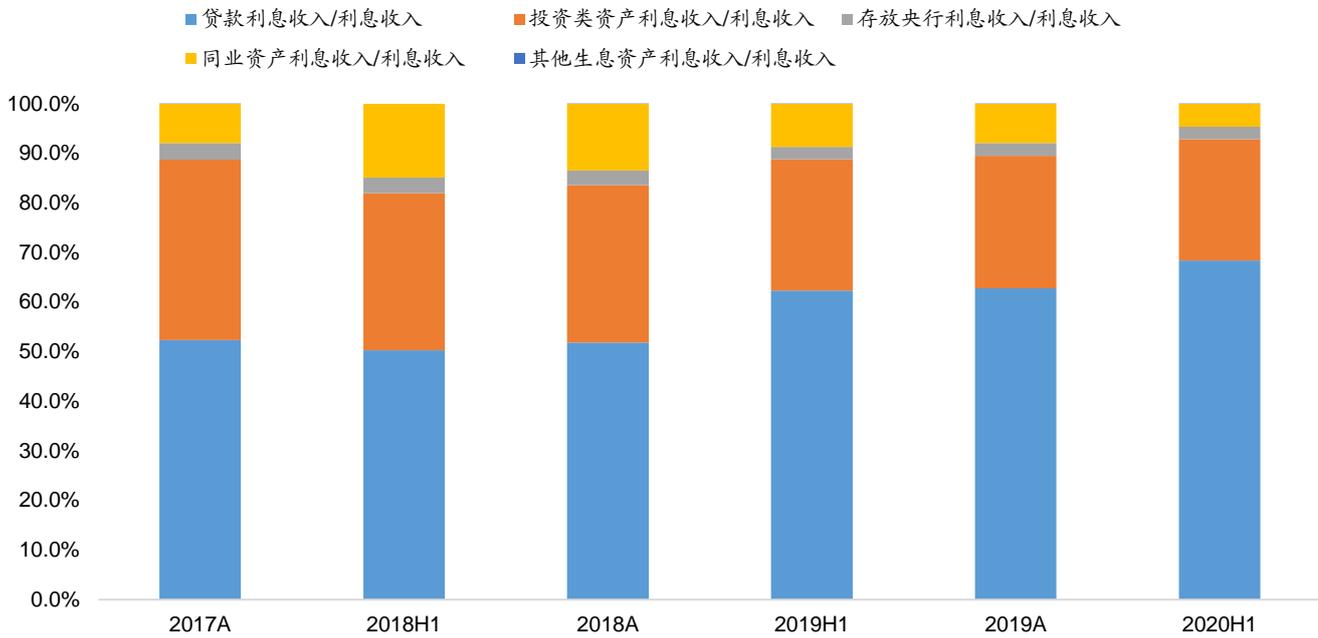
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 利息、手续费、其他非息收入增速



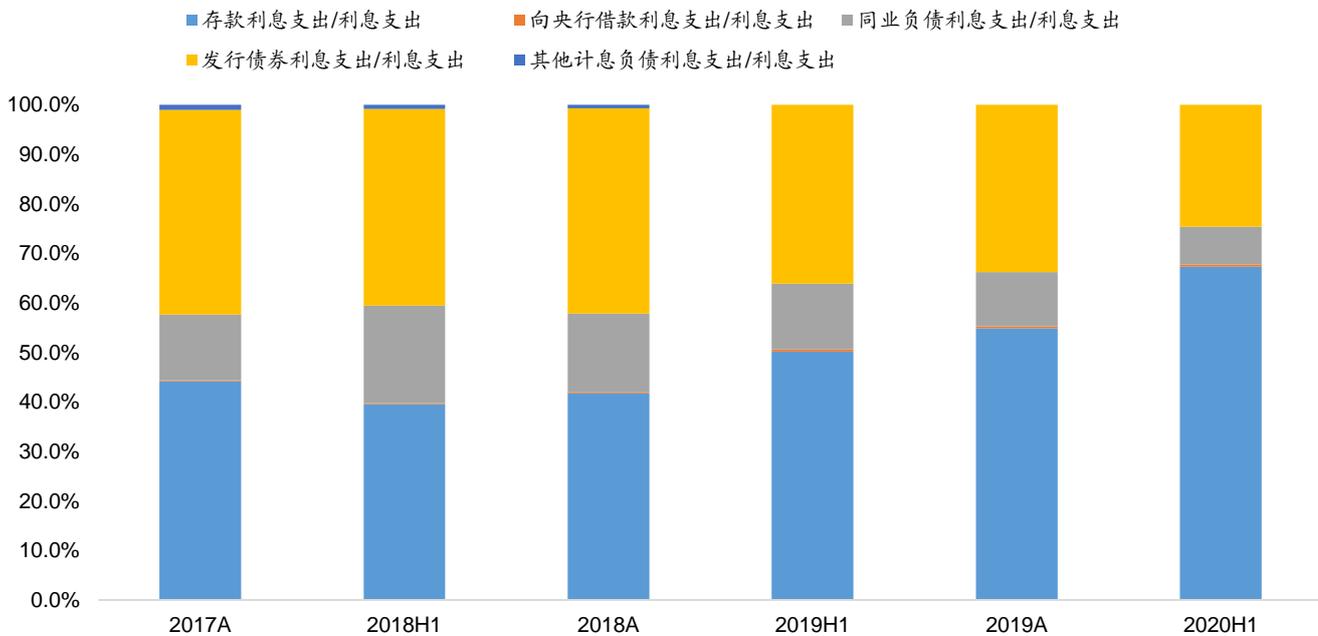
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 利息收入结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 利息支出结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 6: 手续费及佣金收入结构及增速 (单位: 千元, %)

手续费及佣金净收入结构	本期金额	占比	上年同期金额	占比	同比增速
手续费及佣金收入	100,822		134,787		-25.20%
其中: 代理业务手续费收入	28,868	28.63%	80,823	59.96%	-64.28%
结算手续费收入	31,259	31.00%	50,140	37.20%	-37.66%
银行卡手续费收入	40,695	40.36%	3,824	2.84%	964.20%
手续费及佣金支出	9,445		27,148		-65.21%
其中: 代理业务手续费支出	6,535	69.19%	23,134	85.21%	-71.75%
结算手续费支出	1,412	14.95%	2,622	9.66%	-46.15%
银行卡手续费支出	1,498	15.86%	1,392	5.13%	7.61%
手续费及佣金净收入	91,377		107,639		-15.11%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7: 按行业分布划分贷款 (单位: 千元, %)

行业分布	期末余额	占比 (%)	期初余额	占比 (%)	较期初增速
水利、环境和公共设施管理业	15,354,503	13.26%	13,678,068	13.42%	12.26%
批发和零售业	15,599,558	13.48%	12,667,320	12.42%	23.15%
租赁和商务服务业	9,265,584	8.00%	7,982,915	7.83%	16.07%
建筑业	9,108,164	7.87%	7,540,685	7.40%	20.79%
制造业	6,383,197	5.51%	6,092,649	5.98%	4.77%
房地产业	6,314,480	5.45%	6,055,161	5.94%	4.28%
交通运输、仓储和邮政业	2,343,150	2.02%	2,024,676	1.99%	15.73%
信息传输、计算机服务和软件业	1,678,577	1.45%	1,715,186	1.68%	-2.13%
农、林、牧、渔业	1,850,258	1.60%	1,683,343	1.65%	9.92%
教育、文体、卫生及公共管理等	1,899,620	1.64%	1,645,201	1.61%	15.46%
金融业	1,302,100	1.12%	1,157,865	1.14%	12.46%
电力、燃气及水的生产和供应业	1,223,868	1.06%	982,794	0.96%	24.53%
住宿和餐饮业	1,057,575	0.91%	852,764	0.84%	24.02%
科学研究和技术服务业	632,174	0.55%	624,819	0.61%	1.18%
居民服务和其他服务业	93,530	0.08%	173,488	0.17%	-46.09%
贸易融资	1,877,956	1.62%	1,942,093	1.90%	-3.30%
贴现	13,492,889		9,802,374		
垫款	64,725	0.06%			
个人贷款	26,219,839	22.65%	25,334,842	24.85%	3.49%
合计	115,761,747	100.00%	101,956,243	100.00%	13.54%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 8: 按地区分布划分贷款 (单位: 千元, %)

地区分布	期末余额	占比 (%)	期初余额	占比 (%)	较期初增速
南京地区	96,548,841	83.40%	87,916,108	86.23%	9.82%
其他地区	19,212,906	16.60%	14,040,135	13.77%	36.84%
合计	115,761,747	100.00%	101,956,243	100.00%	13.54%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

附表：紫金银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	11.37	11.08	11.05	10.50	9.59	净利息收入	3,763	3,993	3,761	4,125	4,521
P/B	1.29	1.15	1.09	1.01	0.94	利息收入	8,232	8,182	7,593	8,252	9,039
P/PPOP	5.70	4.88	4.75	4.38	4.00	利息支出	4,470	4,189	3,832	4,127	4,519
每股指标						净手续费收入	256	264	237	261	293
EPS	0.34	0.39	0.39	0.41	0.45	净其他非息收入	211	418	752	752	790
BVPS	3.36	3.76	3.96	4.27	4.62	营业收入	4,230	4,675	4,751	5,139	5,603
PPOPPS	0.76	0.89	0.91	0.99	1.08	营业支出	2,751	3,035	3,315	3,578	3,836
DPS	0.10	0.10	0.10	0.11	0.12	税金及附加	53	55	65	73	82
股息支付率	29.20%	25.83%	25.83%	25.83%	25.83%	业务及管理费	1,414	1,388	1,378	1,480	1,597
股息收益率	2.31%	2.31%	2.34%	2.46%	2.69%	营业利润	1,478	1,640	1,437	1,561	1,767
驱动性因素						营业外净收入	13	12	24	25	26
贷款增长	19.80%	17.00%	16.00%	14.00%	12.00%	拨备前利润	2,777	3,244	3,332	3,611	3,951
存款增长	12.64%	16.39%	12.00%	10.00%	9.00%	资产减值损失	1,285	1,592	1,872	2,025	2,158
生息资产增长	13.05%	4.94%	7.25%	8.65%	8.60%	利润总额	1,491	1,652	1,460	1,586	1,793
计息负债增长	12.43%	5.03%	7.57%	8.85%	8.70%	所得税	238	235	29	79	143
平均贷款收益率	5.34%	5.43%	4.70%	4.60%	4.55%	净利润	1,254	1,417	1,431	1,507	1,650
平均生息资产收益率	4.55%	4.16%	3.64%	3.66%	3.69%	归母净利润	1,254	1,417	1,431	1,507	1,650
平均存款付息率	1.72%	1.85%	1.80%	1.78%	1.76%	资产负债表					
平均计息负债付息率	2.66%	2.30%	1.98%	1.97%	1.98%	贷款总额	87,142	101,956	118,269	134,827	151,006
净息差(NIM)-测算值	2.08%	2.03%	1.80%	1.83%	1.85%	贷款减值准备	3,383	4,070	4,653	5,150	5,765
净利差(NIS)-测算值	1.89%	1.86%	1.66%	1.69%	1.71%	贷款净额	83,759	98,161	113,616	129,677	145,241
净手续费收入增速	44.73%	3.10%	-10.00%	10.00%	12.00%	投资类资产	61,304	61,764	60,529	62,344	65,462
净非息收入/营收	11.04%	14.58%	20.83%	19.73%	19.32%	存放央行	19,358	19,929	19,439	19,738	20,618
成本收入比	33.42%	29.69%	29.00%	28.80%	28.50%	同业资产	24,031	17,666	17,666	17,666	17,666
拨备支出/平均贷款	1.61%	1.68%	1.70%	1.60%	1.51%	其他资产	4,714	3,799	5,341	5,810	4,824
实际所得税率	15.93%	14.21%	2.00%	5.00%	8.00%	生息资产	191,835	201,315	215,903	234,576	254,752
业绩年增长率						资产合计	193,165	201,319	218,842	238,061	255,616
净利息收入	12.71%	6.13%	-5.81%	9.67%	9.59%	存款	114,710	133,512	149,534	164,487	179,291
净手续费收入	44.73%	3.10%	-10.00%	10.00%	12.00%	向央行借款	480	474	474	474	474
营业收入	16.77%	10.54%	1.63%	8.16%	9.04%	同业负债	19,865	17,181	22,335	24,569	27,025
营业支出	23.72%	10.31%	9.21%	7.93%	7.23%	发行债券	42,516	35,333	28,266	28,832	30,562
拨备前利润	20.80%	16.83%	2.72%	8.37%	9.43%	计息负债	177,571	186,500	200,609	218,361	237,352
利润总额	6.95%	10.76%	-11.62%	8.63%	13.06%	负债合计	180,872	187,570	204,337	222,419	238,713
净利润	10.20%	13.03%	0.97%	5.30%	9.49%	股东权益合计	12,294	13,749	14,505	15,642	16,902
归母净利润	10.20%	13.03%	0.97%	5.30%	9.49%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	1,474	1,718	1,959	2,205	2,414
ROAA	0.69%	0.72%	0.68%	0.66%	0.67%	不良贷款率	1.69%	1.68%	1.66%	1.64%	1.60%
ROAE	11.93%	10.80%	10.13%	10.00%	10.14%	不良净生成率	0.61%	0.79%	1.50%	1.50%	1.30%
RORWA	1.10%	1.13%	1.13%	1.14%	1.19%	拨备覆盖率	230%	237%	238%	234%	239%
资本状况						拨贷比	3.88%	3.99%	3.93%	3.82%	3.82%
资本充足率	13.35%	14.78%	15.00%	15.10%	15.23%	流动性					
一级资本充足率	9.70%	11.07%	11.47%	11.77%	12.09%	存贷比	75.97%	76.36%	79.09%	81.97%	84.22%
核心一级资本充足率	9.70%	11.07%	11.47%	11.77%	12.09%	贷款/总资产	45.11%	50.64%	54.04%	56.64%	59.08%
加权风险资产	126,267	123,756	128,706	135,141	141,898	投资类资产/总资产	31.74%	30.68%	27.66%	26.19%	25.61%
风险加权系数	65.37%	61.47%	58.81%	56.77%	55.51%	同业资产/总资产	12.44%	8.77%	8.07%	7.42%	6.91%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

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：高级分析师，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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
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。