

## 重庆银行(601963)

## 乘成渝双城建设东风，负债成本和不良望改善

## ——重庆银行首次覆盖报告

	张宇(分析师)	蒋中煜(分析师)
	021-38038184	021-38032030
	zhangyu023800@gtjas.com	jiangzhongyu@gtjas.com
证书编号	S0880520120007	S0880520120010

## 本报告导读:

重庆银行预计将更受益于成渝双城经济圈建设机遇，负债成本和资产质量望逐步改善，首次覆盖给予重庆银行 2021 年 1.1 倍 PB，目标价 13.53 元。

## 投资要点:

● **投资建议：** 预计重庆银行 2021-2023 年净利润增速为 19.69%/13.60%/13.07%，对应 EPS 1.52/1.73/1.96 元，BVPS 12.30/13.57/15.01 元，现价对应 2021-2023 年 7.36/6.48/5.73 倍 PE，0.91/0.83/0.75 倍 PB。综合绝对估值法和相对估值法，首次覆盖给予重庆银行 2021 年 1.1 倍 PB，目标价 13.53 元，增持评级。

● **经营亮点：** 乘“成渝双城”建设东风，负债成本和不良望改善。

1、**成渝双城经济圈带来发展机遇。** 重庆市 GDP 增速、人均 GDP 和居民消费水平在西部地区领先，经济增长潜力大、金融需求较旺。重庆银行与地方政府合作紧密，将更受益于成渝双城经济圈建设带来的发展机遇。

2、**净息差有望企稳。** 重庆银行贷款利率和金融投资收益率均高于其他西部地区上市银行，但较高的存款成本仍是制约净息差改善的主要障碍。重庆银行为此将对公端加强结算性存款、交易银行和供应链金融建设，在零售端发展财富管理，逐步优化存款结构。

3、**资产质量望迎改善。** 虽然重庆银行不良率并未出现明显改善且处于可比银行中等水平，但关注率、逾期率和逾期 90 天以上/不良贷款等前瞻性指标已率先出现了明显下降，预示着潜在风险已得到有效消化，后续资产质量望迎改善。

**风险提示：** 疫情防控不及预期拖累区域经济，地方城投大面积违约。

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,948	13,048	14,261	15,447	16,870
(+/-)%	10.22%	9.21%	9.29%	8.31%	9.21%
拨备前利润	9,186	10,170	11,211	12,125	13,236
(+/-)%	10.95%	10.71%	10.24%	8.15%	9.16%
净利润(归母)	4,207	4,424	5,295	6,015	6,801
(+/-)%	11.61%	5.14%	19.69%	13.60%	13.07%
每股净收益(元)	1.35	1.41	1.52	1.73	1.96
每股净资产(元)	10.25	11.28	12.30	13.57	15.01
利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净资产收益率(%)	12.02%	11.47%	12.06%	12.07%	12.46%
总资产收益率(%)	0.88%	0.83%	0.91%	0.96%	1.00%
风险加权资产收益率	1.10%	1.03%	1.21%	1.29%	1.34%
市盈率	8.13	7.73	7.18	6.32	5.59
市净率	1.07	0.97	0.89	0.81	0.73
股息率(%)	2.16%	3.41%	4.18%	4.75%	5.37%

每股净收益 = (归母净利润 - 优先股股息) / 普通股股本

## 首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 13.53

当前价格: 10.94

2021.06.14

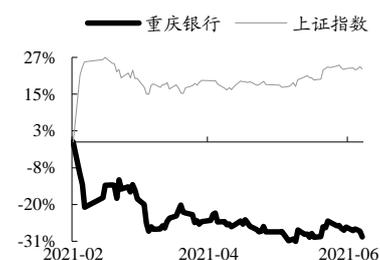
## 交易数据

52 周内股价区间(元)	10.73-15.60
总市值(百万元)	38,011
总股本/流通 A 股(百万股)	3,475/1,964
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	57%
日均成交量(百万股)	30.31
日均成交值(百万元)	352.24

资产负债表摘要	2020A
贷款总额(百万元)	281,220
存款余额(百万元)	314,500
股东权益(百万元)	41,994
贷存比(%)	0.90

EPS(元)	2020A	2021E
Q1	0.44	0.41
Q2	0.37	0.28
Q3	0.43	0.31
Q4	0.17	0.52
全年	1.41	1.52

## 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	-4%	
相对指数	-3%	-9%	-23%

模型更新时间: 2021.06.14

股票研究

金融  
商业银行

重庆银行 (601963)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 13.53

当前价格: 10.94

2021.06.14

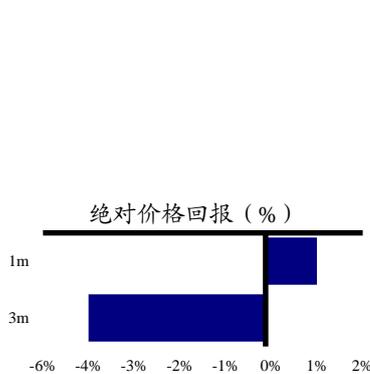
公司网址

www.cqcbank.com

公司简介

本行是长江上游和西南地区最早的地方性股份制商业银行,是第一家在香港联交所上市的城商行,并在2015年首批入选中国银保监会城商行“领头羊”计划。其经营范围包括各类存贷款业务、结算业务、担保业务、代理业务、资产业务和财务顾问业务等。

绝对价格回报 (%)

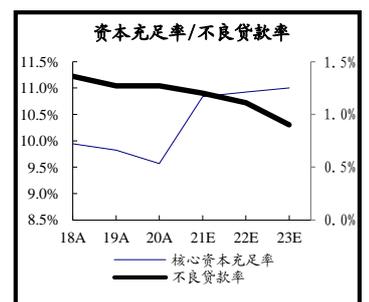
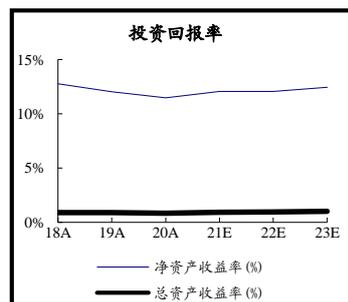
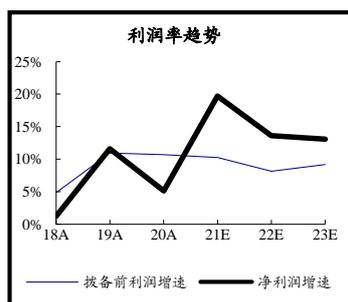
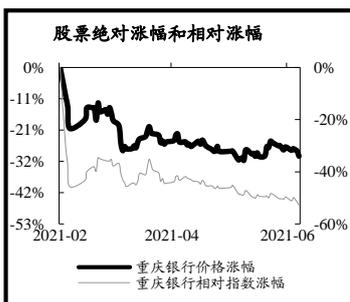


52周内价格范围 10.73-15.60

市值 (百万) 38,011

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>利润表</b>						
净利息收入	6,876	9,148	11,061	11,910	12,921	14,143
净手续费收入	1,342	949	1,037	1,141	1,255	1,380
其他非息收入	2,622	1,851	951	1,210	1,271	1,347
<b>营业收入</b>	<b>10,840</b>	<b>11,948</b>	<b>13,048</b>	<b>14,261</b>	<b>15,447</b>	<b>16,870</b>
税金及附加	(134)	(142)	(156)	(174)	(199)	(226)
业务及管理费	(2,408)	(2,590)	(2,694)	(2,852)	(3,089)	(3,374)
营业外净收入	(18)	(28)	(17)	(9)	(18)	(18)
<b>拨备前利润</b>	<b>8,279</b>	<b>9,186</b>	<b>10,170</b>	<b>11,211</b>	<b>12,125</b>	<b>13,236</b>
资产减值损失	(3,437)	(3,614)	(4,436)	(4,346)	(4,326)	(4,417)
<b>税前利润</b>	<b>4,843</b>	<b>5,572</b>	<b>5,734</b>	<b>6,865</b>	<b>7,799</b>	<b>8,818</b>
所得税	(1,021)	(1,251)	(1,168)	(1,407)	(1,599)	(1,808)
<b>税后利润</b>	<b>3,822</b>	<b>4,321</b>	<b>4,566</b>	<b>5,458</b>	<b>6,200</b>	<b>7,011</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,770</b>	<b>4,207</b>	<b>4,424</b>	<b>5,295</b>	<b>6,015</b>	<b>6,801</b>
<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	<b>3,770</b>	<b>4,207</b>	<b>4,424</b>	<b>5,295</b>	<b>6,015</b>	<b>6,801</b>
<b>资产负债表</b>						
存放央行	33,217	32,033	35,305	34,752	38,575	42,818
同业资产	57,915	61,277	52,659	67,330	74,063	81,470
贷款总额	211,209	245,832	281,220	323,403	368,680	416,608
贷款减值准备	0	(8,722)	(10,967)	(11,949)	(12,693)	(12,967)
贷款净额	205,923	238,627	272,259	311,454	355,987	403,641
证券投资	144,632	159,478	190,785	173,173	168,946	167,377
其他资产	8,682	9,817	10,632	11,141	12,107	13,204
<b>资产合计</b>	<b>450,369</b>	<b>501,232</b>	<b>561,641</b>	<b>597,850</b>	<b>649,679</b>	<b>708,510</b>
同业负债	57,090	70,149	97,412	82,333	79,585	77,844
存款余额	256,394	281,049	314,500	347,523	385,750	428,183
应付债券	96,983	105,386	101,040	111,144	122,259	134,485
其他负债	5,291	6,034	6,695	7,227	7,850	8,556
<b>负债合计</b>	<b>415,757</b>	<b>462,618</b>	<b>519,647</b>	<b>548,227</b>	<b>595,443</b>	<b>649,068</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>34,612</b>	<b>38,614</b>	<b>41,994</b>	<b>49,623</b>	<b>54,235</b>	<b>59,441</b>
<b>业绩增长</b>						
净利息收入增速	(15.27%)	33.05%	20.91%	7.68%	8.49%	9.45%
净手续费增速	(20.13%)	(29.32%)	9.33%	10.00%	10.00%	10.00%
净非息收入增速	95.28%	(29.37%)	(29.01%)	18.27%	7.43%	7.99%
拨备前利润增速	4.88%	10.95%	10.71%	10.24%	8.15%	9.16%
归属母公司净利润增速	1.18%	11.61%	5.14%	19.69%	13.60%	13.07%
<b>盈利能力</b>						
ROAE	12.77%	12.02%	11.47%	12.06%	12.07%	12.46%
ROAA	0.88%	0.88%	0.83%	0.91%	0.96%	1.00%
RORWA	1.12%	1.10%	1.03%	1.21%	1.29%	1.34%
生息率	5.03%	4.80%	4.77%	4.75%	4.77%	4.79%
付息率	3.25%	3.08%	2.92%	2.97%	2.99%	3.00%
净利差	1.78%	1.72%	1.85%	1.79%	1.78%	1.79%
净息差	1.79%	1.93%	2.09%	2.06%	2.07%	2.08%
成本收入比	22.22%	21.68%	20.64%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>资本状况</b>						
资本充足率	13.21%	13.00%	12.54%	14.67%	14.37%	14.10%
核心资本充足率	9.94%	9.82%	9.57%	10.84%	10.92%	11.00%
风险加权系数	74.89%	76.24%	76.20%	75.00%	75.00%	75.00%
股息支付率	12.77%	17.54%	29.30%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>资产质量</b>						
不良贷款余额	2,881	3,131	3,564	3,881	4,075	3,764
不良贷款净生成率	-	0.71%	1.05%	1.00%	0.90%	0.80%
不良贷款率	1.36%	1.27%	1.27%	1.20%	1.11%	0.90%
拨备覆盖率	-	279%	308%	308%	311%	344%
拨贷比	-	3.55%	3.90%	3.69%	3.44%	3.11%
<b>流动性</b>						
贷存比	82.38%	87.47%	89.42%	93.06%	95.57%	97.30%
贷款/总资产	46.90%	49.05%	50.07%	54.09%	56.75%	58.80%
平均生息资产/平均总资产	98.99%	99.37%	99.60%	99.93%	100.11%	100.03%
<b>每股指标</b>						
EPS	1.21	1.35	1.41	1.52	1.73	1.96
BVPS	9.00	10.25	11.28	12.30	13.57	15.01
每股股利	0.15	0.24	0.37	0.46	0.52	0.59
<b>估值指标</b>						
P/E	9.07	8.13	7.73	7.18	6.32	5.59
P/B	1.22	1.07	0.97	0.89	0.81	0.73
P/PPOP	4.13	3.72	3.36	3.39	17.90	16.81
股息收益率	1.41%	2.16%	3.41%	4.18%	4.75%	5.37%



## 目 录

1. 立足重庆辐射西部，把握成渝双城建设机遇.....	4
1.1. 立足重庆辐射西部，股东多元高管互补.....	4
1.2. 重庆人均收入和消费水平高，双城建设带来机遇.....	6
2. 资产收益率和经营效率占优，负债成本望迎改善.....	8
2.1. 利息收入和经营效率相对占优.....	8
2.2. 资产收益率高于同业，存款成本望迎改善.....	10
2.3. 理财业务渐露头角，债券交易能力相对突出.....	14
3. 关注率和逾期率已率先改善，不良率望下行.....	14
4. 可转债发行将有助于缓解资本紧张压力.....	16
5. 重庆银行估值分析.....	17
5.1. 关键假设.....	17
5.2. 绝对估值法：股利贴现模型.....	17
5.3. 相对估值法：PB.....	18
5.4. 合理估值.....	18
6. 风险提示.....	20

## 1. 立足重庆辐射西部，把握成渝双城建设机遇

### 1.1. 立足重庆辐射西部，股东多元高管互补

重庆银行于 1996 年开业，是西部首家“A+H”城商行。1995 年 9 月 19 日，央行同意成立重庆市城市合作商业银行筹备工作领导小组，将重庆市原有的 37 家城市信用社和 1 家市联社纳入组建范围，组建重庆城市合作银行。重庆银行于 1996 年 9 月正式开业，是长江上游和西南地区最早的地方性股份制商业银行。2007 年 8 月 1 日，经银监会批准，名称变更为重庆银行股份有限公司。2013 年 11 月 6 日，重庆银行在 H 股上市，是第一家在港交所上市的城商行；2021 年 2 月 5 日，重庆银行在 A 股上市，募集资金总额 37.63 亿元，成为西部地区首家“A+H”城商行。

以重庆为核心，辐射西部地区。截止 2020 年末，重庆银行有 1 家控股子公司（鈇渝金租）、3 家主要参股子公司（兴义万丰村镇银行、马上消费金融和重庆三峡银行）。此外，重庆银行有 145 个分支机构，其中重庆地区 118 个，资产总额占比达到 37.6%；成都、西安和贵阳等三家异地分行资产占比合计达到 10.5%。

表 1: 2020 年末重庆银行在重庆地区的分支行资产总额占比达到 37.6%

	分行数量 (个)	员工数 (人)	资产总额 (亿元)	资产占比
总行	-	978	2,911	51.8%
两江分行	8	217	230	4.1%
重庆地区	110	2,228	1,884	33.5%
其他分支机构				
成都分行	12	393	185	3.3%
西安分行	9	283	210	3.7%
贵阳分行	6	302	197	3.5%
合计	145	4,401	5,616	100.0%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

股权结构较为分散且多元。截止 2021 年一季度末，重庆银行大股东是渝富资本（持股 13.3%），其母公司重庆渝富控股是经重庆市政府批准设立的全国首家地方国有独资综合性资产经营管理公司；第二大股东大新银行（持股 13.2%）是香港金融服务集团大新金融的子公司之一，集团业务涵盖于中国香港、中国澳门及中国内地经营的银行、保险及其他金融相关服务；第三大股东是民营的力帆科技（集团），持股比例达 6.9%。

高管团队形成有效互补。重庆银行董事长林军女士曾在工商银行和金融监管部门任职且长期在重庆地区工作，行长冉海军先生及副行长刘建华先生均在重庆银行长期任职并熟悉重庆银行各项业务，黄华盛先生和黄汉兴先生均来自香港大新银行且有丰富的风险管理经历。几位高管团队分别带来了监管从业经验、内部从业经验和境外从业经验，形成了有效互补。

表 2: 重庆银行股东结构 (2021Q1 末)

排名	股东名称	占总股本比例(%)	股东性质
1	香港中央结算(代理人)有限公司	32.2	境外法人
2	重庆渝富资本运营集团有限公司	13.3	国有法人
3	大新银行有限公司	13.2	境外法人
4	力帆科技(集团)股份有限公司	8.49	民营法人
5	上海汽车集团股份有限公司	6.92	国有法人
6	富德生命人寿保险股份有限公司	6.26	民营法人
7	重庆路桥股份有限公司	4.93	民营法人
8	重庆市地产集团有限公司	4.02	国有法人
9	重庆市水利投资(集团)有限公司	4.02	国有法人
10	北大方正集团有限公司	2.72	国有法人
	<b>合 计</b>	<b>96.06</b>	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究;

注: 上述股东之间不存在关联关系。

表 3: 重庆银行高管任职情况 (2021Q1 末)

姓名	职务	性别	年龄	重要岗位任期起始日期	2020 年末持股数 (股)
林军	党委书记、董事长、执行董事	女	58	董事长: 2018 年 3 月至今	-
冉海陵	党委副书记、执行董事、行长	男	58	行长: 2013 年 4 月至今	45,374
刘建华	党委委员、执行董事、副行长	男	56	副行长: 2014 年 10 月至今	167,975
黄华盛	执行董事、首席风险官、首席反洗钱官	男	61	首席风险官: 2016 年 9 月至今	
黄汉兴	副董事长、非执行董事	男	69	副董事长: 2007 年 7 月至今	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

重庆银行目标形成“1-3-3”的战略发展新格局。重庆银行以打造“坚守本源, 特色鲜明, 安全稳健, 价值卓越”的全国一流上市商业银行为战略愿景, 推进“服务提升、数字转型、特色发展”三大任务, 建设“科技赋能、人才赋能、管理赋能”三大体系。

图 1: 重庆银行“1-3-3”战略一览

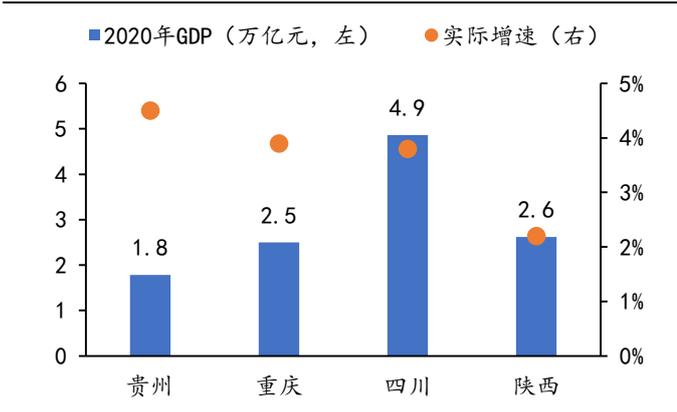


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 1.2. 重庆人均收入和消费水平高，双城建设带来机遇

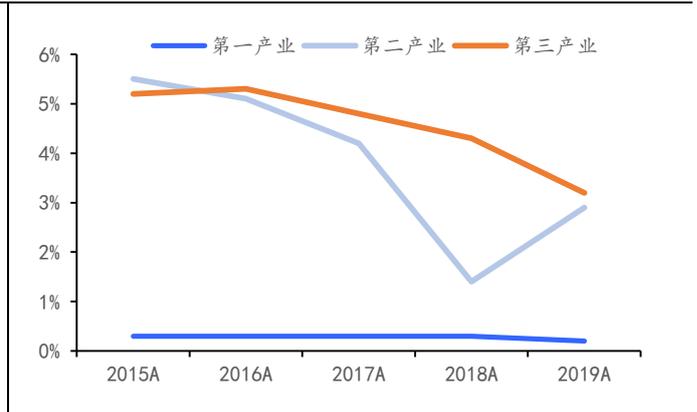
重庆市经济增长潜力大，区域工业和基建有发展空间。2020 年全年全市实现地区生产总值达到 2.5 万亿元，比上年增长 3.9%，在西部地区中具有较大的经济增长潜力。其中，2020 年重庆第二产业 GDP 达到 9992 亿元，增长 4.9%；第三产业实现 13207 亿元，增长 2.9%。近年来随着重庆工业和基础设施建设加速，第二产业对 GDP 的拉动作用明显提升。

图 2: 重庆市具有较强的经济增长潜力



数据来源: 重庆市统计局, 国泰君安证券研究

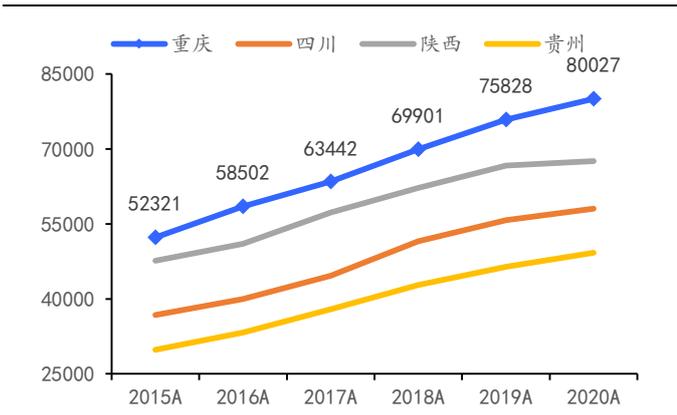
图 3: 重庆市第二产业拉动率提升



数据来源: 重庆市统计局, 国泰君安证券研究

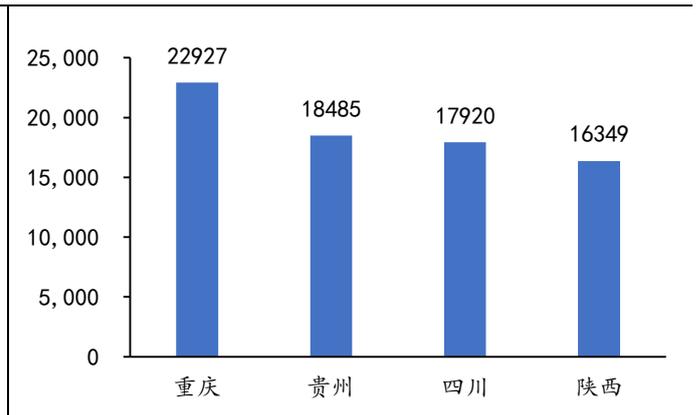
重庆人均 GDP 和居民消费水平更高。与西部三省相比，重庆市人均 GDP 表现遥遥领先且有差距扩大的趋势，居民年消费水平达到 2.3 万元，也高于贵州、四川和陕西。较高的人均 GDP 和居民消费水平，为重庆银行布局零售信贷和财富管理业务奠定良好的基础。

图 4: 重庆市人均 GDP 长期领先 (元)



数据来源: 重庆市统计局, 国泰君安证券研究

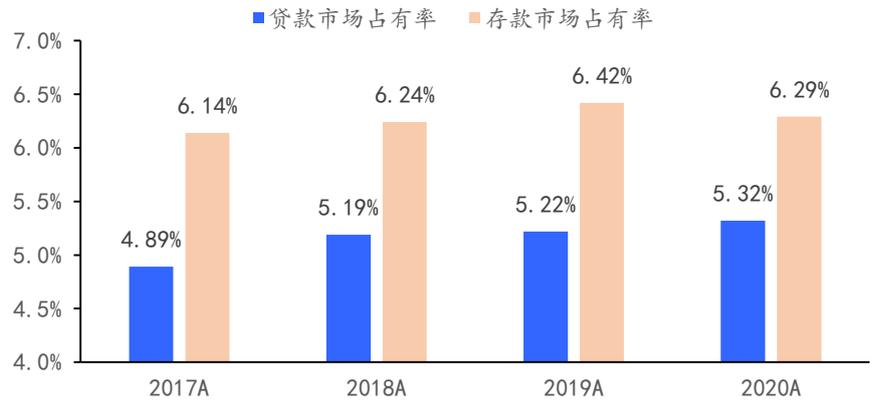
图 5: 重庆市居民消费水平更高 (元)



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

重庆市融资需求旺盛，重庆银行贷款市占率提升。2020 年重庆市信贷融资需求强于全国平均，有力支持了全市经济较快回升和高质量发展——2020 年末，重庆市本外币各项贷款余额 4.2 万亿元，同比增长 13.1%，高于全国水平 0.6 个百分点；本外币各项存款余额 4.3 万亿元，同比增长 8.5%。重庆银行存款市占率维持 6.2% 以上的高水平，贷款市占率呈现逐年上升的趋势。根据招股说明书，截止到 2020 年 6 月，重庆银行贷款及存款市场占有率在重庆市银行业金融机构中均位列第 6。

图 6: 重庆银行在重庆地区的贷款市占率提升



数据来源: 公司公告, 重庆市统计局, 国泰君安证券研究;

注: 2020 年存款份额按 2020H1 比重测算。

**成渝双城经济圈建设将成为新的增长引擎。**近些年, 区域经济协调发展已经成为国家社会经济发展“顶层设计”的重要抓手。成渝地区地理优势优越, 承东启西、联通南北, “一带一路”、“西部大开发”、“长江经济带”等多项国家战略都在此交汇, 这也使成渝地区成为打通西部陆海新通道建设的重要战略支撑点, 政策方面的利好也带来了基础设施业务巨大的发展空间。

表 4: 成渝地区双城经济圈政策梳理

时间	大事记
2011 年 4 月	国务院正式批复《成渝经济区区域规划》。
2015 年 5 月 21 日	重庆和四川签署《关于加强两省市合作共筑成渝城市群工作备忘录》, 决定将推动交通、信息和市场三个“一体化”。
2016 年 5 月 4 日	国家发展改革委、住房和城乡建设部联合印发《成渝城市群发展规划》。
2018 年 6 月 6 日	四川省党政代表团赴重庆市学习考察期间签署《深化川渝合作深入推动长江经济带发展行动计划》和 12 个专项合作协议。
2019 年 7 月 9 日	重庆市党政代表团来川考察, 双方签署《深化川渝合作推进成渝城市群一体化发展重点工作方案》。
2020 年 1 月	中央首次提出“成渝地区双城经济圈”的概念。
2020 年 10 月 16 日	中共中央政治局召开会议, 审议《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》, 明确提出了作为国家战略, 要将成渝地区打造成带动全国高质量发展的重要增长极。
2021 年 2 月 24 日	中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》, 成渝双城经济圈首次与京津冀、长三角、粤港澳大湾区并列, 成为重要“一极”。

数据来源: 重庆市政府官网, 国泰君安证券研究

## 2. 资产收益率和经营效率占优，负债成本望迎改善

### 2.1. 利息收入和经营效率相对占优

考虑到重庆银行在成都、贵阳和西安均设立分行，因此我们选取渝农商行、成都银行、贵阳银行和西安银行等西部地区上市银行作为对标银行。

重庆银行资产端利率和经营效率相对占优。从杜邦分析式来看，重庆银行资产端利率水平相对更高，带动利息收入端表现高于同业。同时，重庆银行经营效率较高，成本收入比低于同业，使得其拨备前利润表现好于其他西部上市银行。但相对来说，重庆银行在负债成本、手续费净收入和信用成本方面并不占优，而 A 股 IPO 也在一定程度上降低了 ROE 表现。

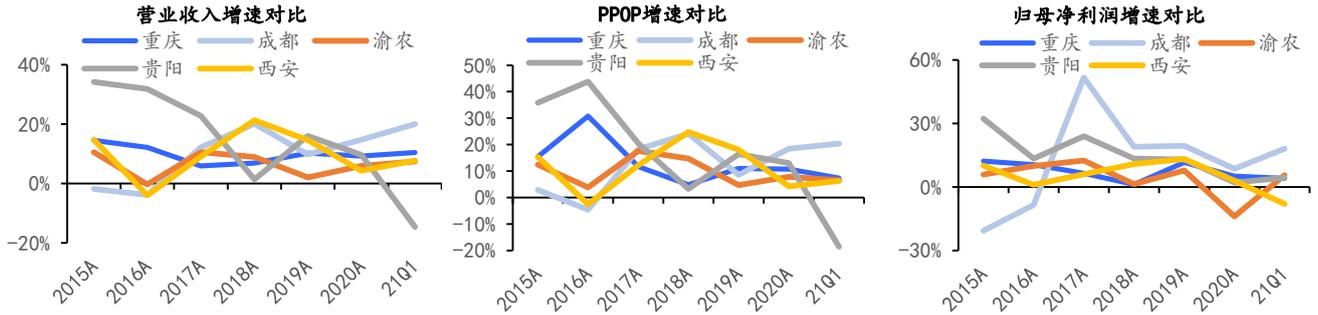
表 5: 重庆银行利息收入和成本控制能力具竞争力

2021Q1 杜邦分析	重庆	成都	渝农	贵阳	西安
利息收入	4.64%	3.86%	4.29%	4.71%	4.40%
利息支出	2.64%	1.97%	2.05%	2.57%	2.37%
净利息收入	<b>2.01%</b>	<b>1.88%</b>	<b>2.24%</b>	<b>2.13%</b>	<b>2.03%</b>
净手续费收入	0.12%	0.09%	0.20%	0.16%	0.18%
净其他非息收入	0.42%	0.44%	0.13%	0.09%	0.24%
净非利息收入	<b>0.54%</b>	<b>0.52%</b>	<b>0.33%</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.42%</b>
营业收入	<b>2.55%</b>	<b>2.41%</b>	<b>2.57%</b>	<b>2.38%</b>	<b>2.46%</b>
税金及附加	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.03%
业务及管理费	0.47%	0.51%	0.67%	0.57%	0.52%
营业成本	<b>1.25%</b>	<b>1.31%</b>	<b>1.18%</b>	<b>1.16%</b>	<b>1.36%</b>
营业外净收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
拨备前利润	<b>2.05%</b>	<b>1.88%</b>	<b>1.88%</b>	<b>1.79%</b>	<b>1.90%</b>
资产减值损失	0.75%	0.78%	0.49%	0.58%	0.81%
税前利润	<b>1.30%</b>	<b>1.10%</b>	<b>1.39%</b>	<b>1.22%</b>	<b>1.09%</b>
所得税	0.27%	0.12%	0.26%	0.12%	0.17%
年化 ROA	<b>1.00%</b>	<b>0.98%</b>	<b>1.12%</b>	<b>1.06%</b>	<b>0.92%</b>
权益乘数	15.43	16.74	12.26	15.36	11.89
年化 ROE	<b>15.42%</b>	<b>16.36%</b>	<b>13.69%</b>	<b>16.24%</b>	<b>10.92%</b>

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究；

收入、PPOP 增速领先，利润增速较为稳定。2015 年以来，重庆银行营业收入和 PPOP 增速相对领先，而利润增速主要受较大的拨备计提力度所制约。拉长周期来看，重庆银行利润增速表现在可比银行中更为稳定。

图 7: 重庆银行营业收入和 PPOP 增速相对领先, 利润增速受拨备计提制约



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

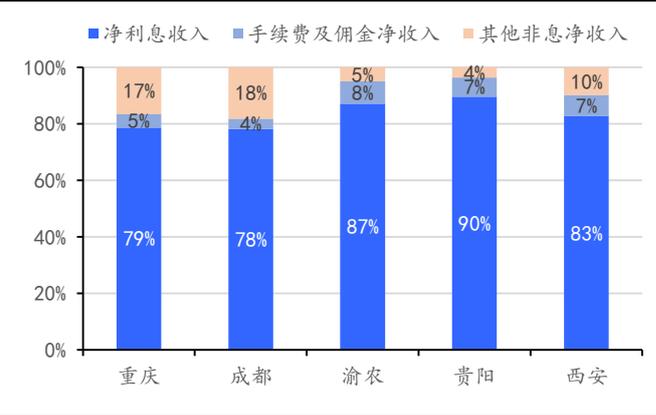
重庆银行非息收入占比相对更大。2018 年以来随着会计政策的调整, 部分原先计入利息净收入的收益被计入投资收益和公允价值变动损益当中, 且债市波动将放大公允价值的变动幅度。横向比较来看, 重庆银行净利息收入占比相对较小, 手续费业务的贡献度还有待提升, 其他非息净收入易受债券市场波动和自身交易策略的影响。

图 8: 2018 年以来重庆银行收入结构波动相对较大



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

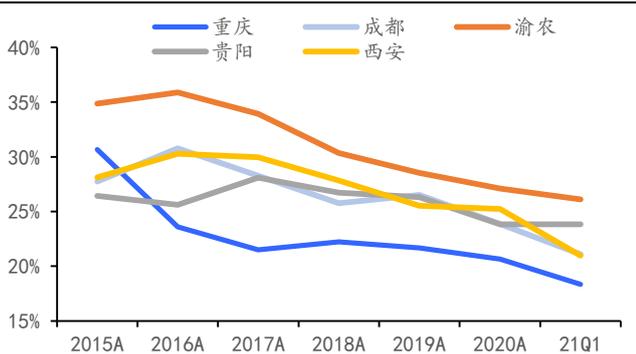
图 9: 重庆银行非息净收入在营业收入中的占比更大 (21Q1)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

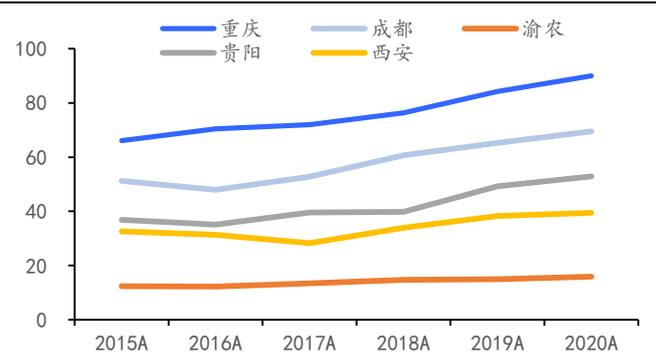
重庆银行经营效率更高。重庆银行成本收入比自 2015 年以来呈现持续大幅下降的趋势, 2021 年一季度成本收入比已降至 18%, 在可比西部城商行中处于最低水平。从网均收入来看, 重庆银行分支机构数量相对较少, 但是网均收入 (2020 年达到近 9000 万元) 逐年上升, 且大幅领先于其他可比城商行。

图 10: 重庆银行的成本收入比明显低于可比银行



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 11: 重庆银行网均收入 (百万元) 领先可比银行且逐年提升

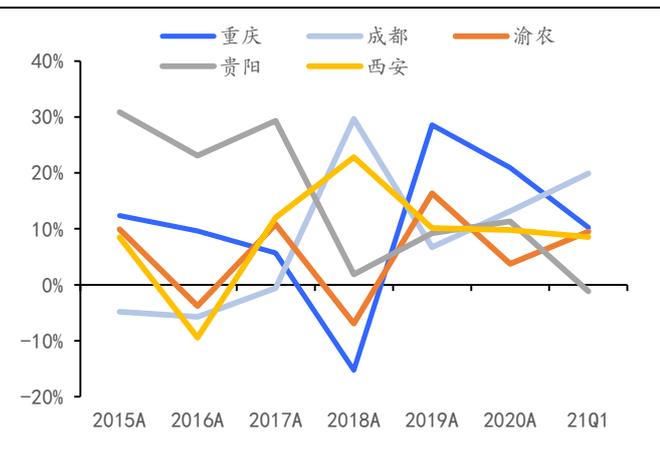


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 2.2. 资产收益率高于同业，存款成本望迎改善

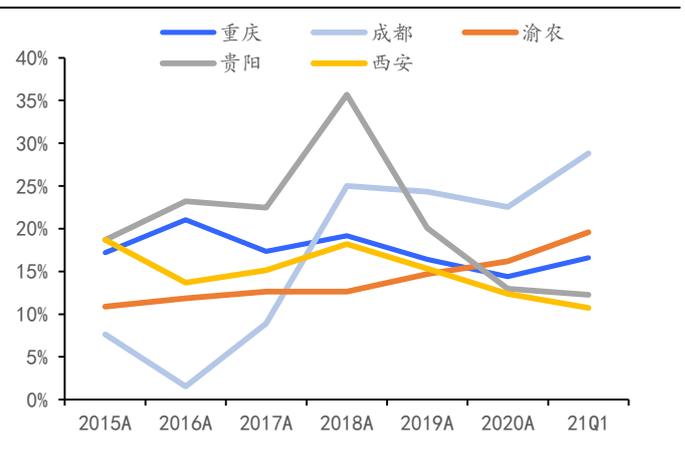
利息净收入增速相对较快。2019年以来重庆银行利息净收入增速相对较快，考虑到近年来重庆银行贷款投放力度比较平稳（贷款增速在15-20%之间波动），带动重庆银行利息净收入高速增长的重要因素之一是净息差出现明显改善。

图 12: 2019 年以来重庆银行利息净收入增速相对较快



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

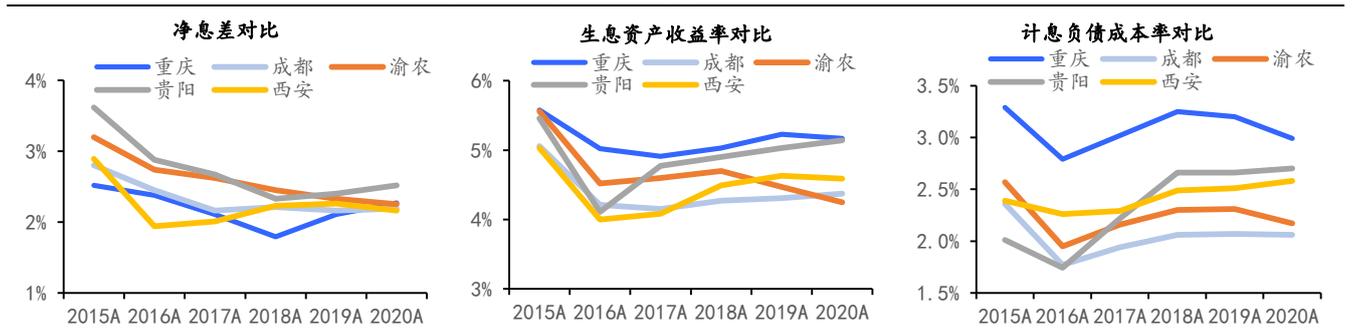
图 13: 近年来重庆银行贷款增速相对平稳



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

净息差上升主要靠负债成本改善驱动。过往重庆银行生息资产收益率高于可比银行，但计息负债成本率相对更高，导致整体净息差低于同业。2018年以来重庆银行净息差触底反弹，除资产端收益率稳中有升的因素外，付息成本大幅下降是更为重要的原因。

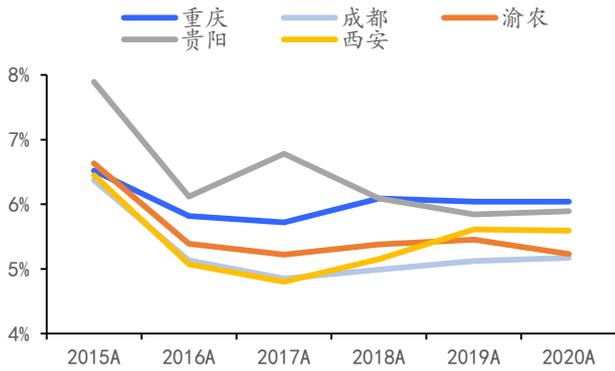
图 14: 重庆银行付息成本趋降带动净息差逐步回升，资产端收益率先



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

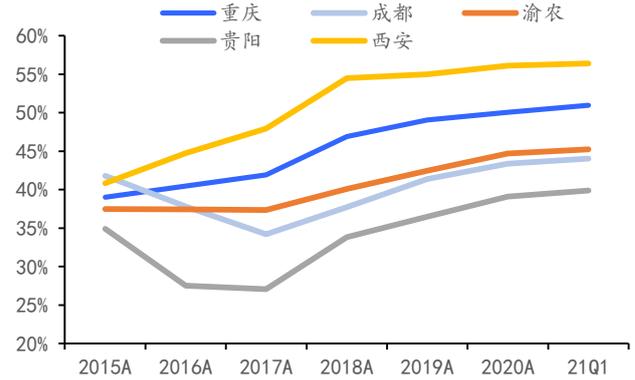
贷款利率相对更高。对比其他西部上市银行，重庆银行贷款占比较大且贷款利率水平最高，因此生息资产收益率受贷款利率影响更大。从2018年以来，重庆银行贷款利率水平稳定保持在6%以上，高于同业水平，至2020年贷款利率达到6.04%，高于成都银行（5.17%）、重庆农商行（5.23%）。同时，重庆银行贷款/资产占比也处于较高水平（2020年，50%），且在稳步上升，带动整体生息资产收益率保持较高水平。

图 15: 重庆银行贷款利率高于可比银行



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

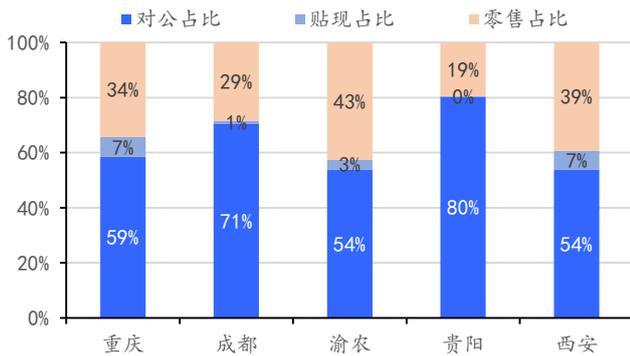
图 16: 重庆银行贷款总额/资产相对较高且在逐年上升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

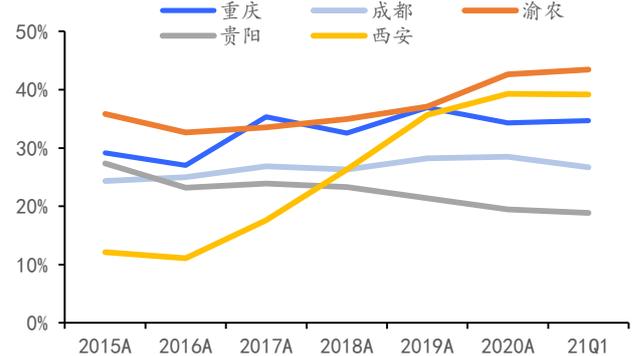
重庆银行当前贷款结构相对均衡。2020 年末对公、贴现和零售占比分别为 59%、7%和 34%，其中零售贷款占比自 2017 年以来基本保持平稳，处在可比银行中等水平。2021 年重庆银行边际压降低息的票据贴现，稳定了贷款端利率。

图 17: 重庆银行贷款结构相对均衡 (2020A)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

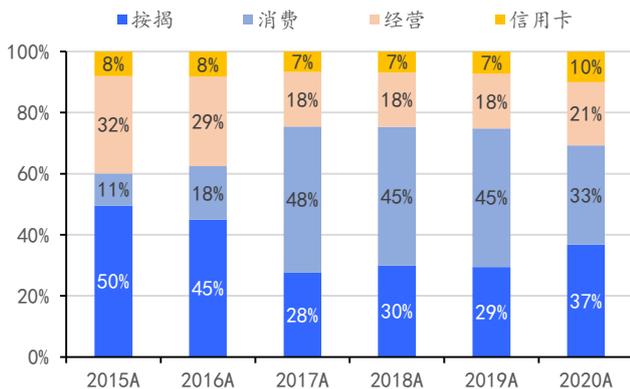
图 18: 零售贷款占比保持平稳且处于可比银行中等水平



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

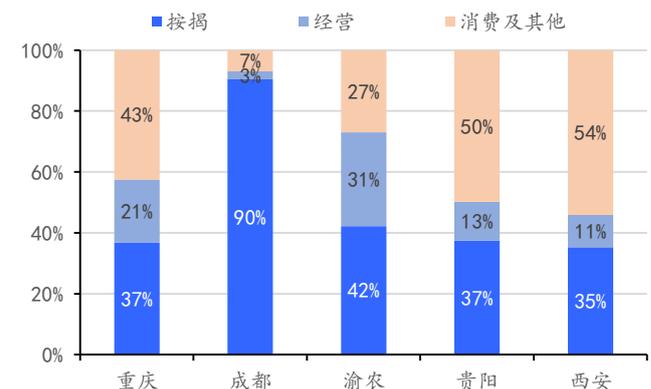
消费贷和经营贷先后扩张，带动贷款利率维持在较高水平。2017-2019 年，重庆银行边际多投消费贷，2020 年因疫情和互联网贷款监管影响，消费贷边际压降而个人经营贷开始轮动接力。由于消费贷和经营贷利率水平相对更高，因此带动整体贷款利率维持在较高的水平

图 19: 重庆银行高费率的消费贷和经营贷轮动接力



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 20: 重庆银行消费和经营贷比重较高 (2020A)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

增量对公贷款投向租赁商服业和制造业。2020年，重庆银行对公贷款内部结构发生了较大调整，年末租赁和商务服务业贷款余额占比较2019年末扩大了6.12pc，成为对公贷款最多投放的产业；制造业占比较2019年末小幅上升了0.15pc。相比之下，水利、环境和公共设施行业贷款余额占比较2019年下降了4.05pc，房地产和建筑业余额占比也有小幅下降。

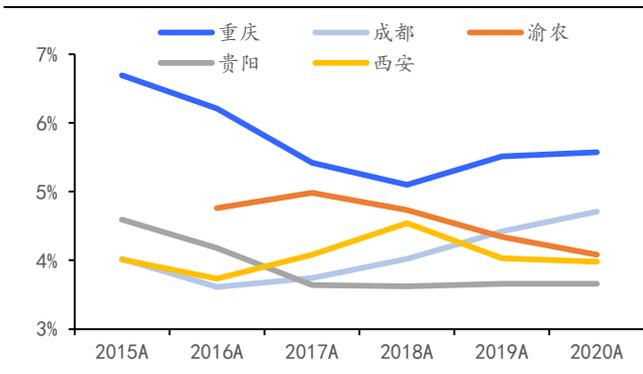
表 6: 重庆银行对公边际增加对租赁商服业和制造业的投放

对公贷款存量 (TOP5)	2020A	2019A	变幅
租赁和商务服务业	21.53%	15.41%	+6.12 pc
水利、环境和公共设施	21.47%	25.52%	-4.05 pc
制造业	14.11%	13.96%	+0.15 pc
房地产业	8.84%	9.74%	-0.90 pc
建筑业	10.74%	11.31%	-0.57 pc

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

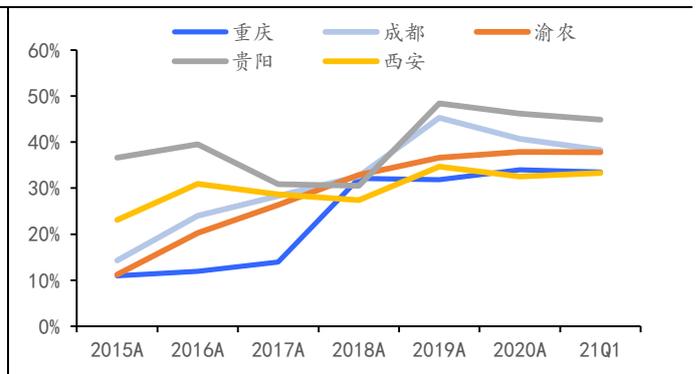
重庆银行债券投资收益率高于可比银行。2018年以来重庆银行债券投资资产占比基本稳定且在可比银行中处于偏低水平，但重庆银行债券投资收益率长期高于可比银行，主要因为重庆银行对于公司债券的投资比例较高（2020年末为48.3%）。

图 21: 债券投资收益率明显高于同业



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 22: 债券投资/资产趋于稳定且相对偏低

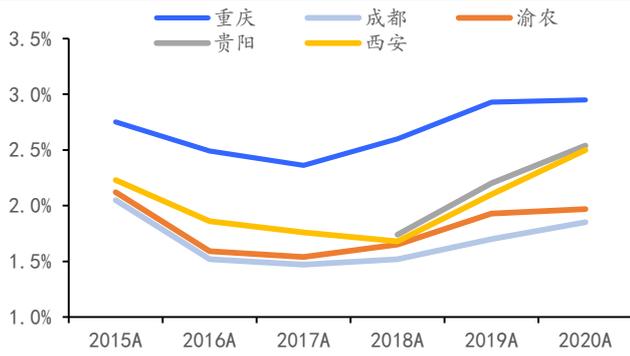


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

负债端，重庆银行负债结构和存款成本有优化空间。

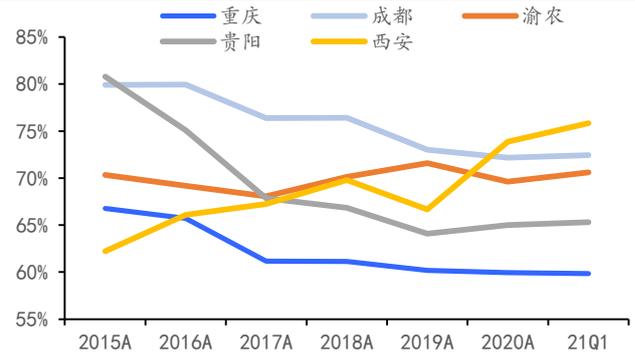
- **首先，负债结构有待优化。**近年来重庆银行存款总额/负债稳定在60%左右，在西部上市银行当中相对偏低；为弥补揽储能力的不足，同时重庆银行相对更多地依靠同业负债和发行债券补充资金。
- **其次，存款成本有下降空间。**对比西部四家上市银行，重庆银行存款利率最高（2020年：2.95%），存款活期化率长期低于可比银行，高付息率的个人定期存款规模占比明显提升。
- **应对：加强结算业务，布局财富管理。**为应对存款成本居高不下的问题，重庆银行提出树立“存款立行”的理念，未来将在对公端加强结算性存款、交易银行和供应链金融建设，在零售端发展财富管理，逐步优化存款结构。

图 23: 重庆银行存款成本在西部上市银行中最高



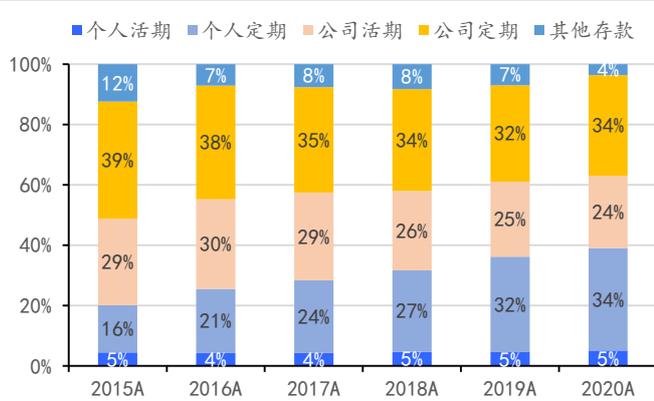
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 24: 重庆银行的存款/负债低于可比银行



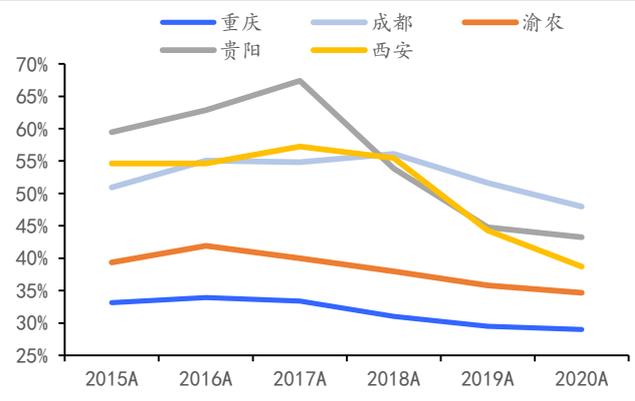
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 25: 重庆银行存款结构变化 (2020A)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

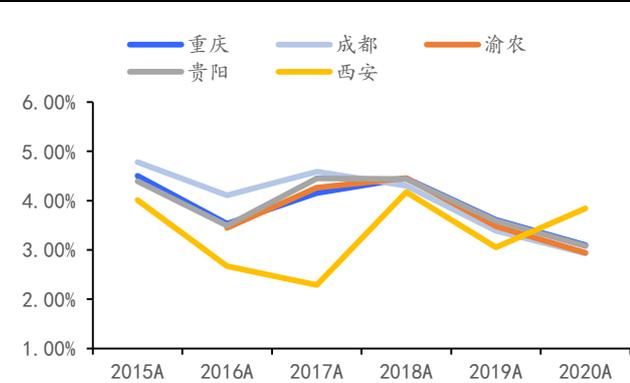
图 26: 重庆银行存款活期化率长期对于可比银行



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

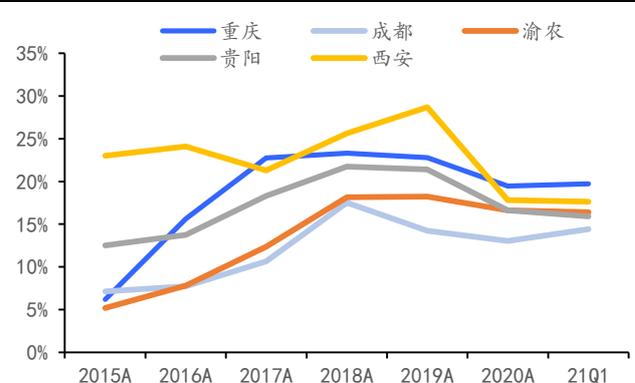
2018 年以来债市利率下行帮助重庆银行降低发债成本, 成为前期净息差走阔的重要原因。重庆银行近年来应付债券成本呈现大幅下降的趋势, 2020 年降至 3.1%, 比 2018 年降了 1.35 个百分点, 叠加应付债券占比相对较高, 因此重庆银行 2018-2020 年净息差走阔明显更受益于债市利率下行。

图 27: 重庆银行应付债券成本率随市走低



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 28: 2017 年以来重庆银行应付债券/负债高于可比银行

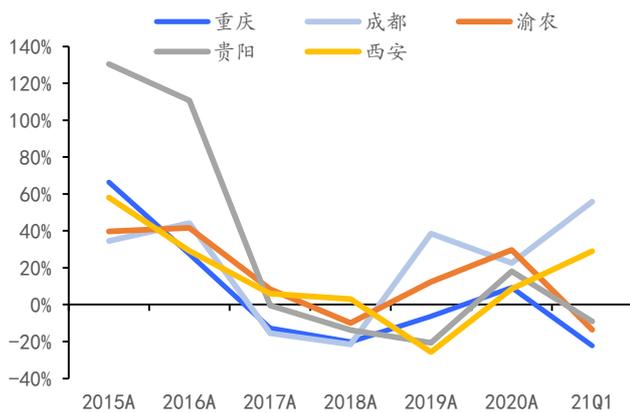


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 2.3. 理财业务渐露头角，债券交易能力相对突出

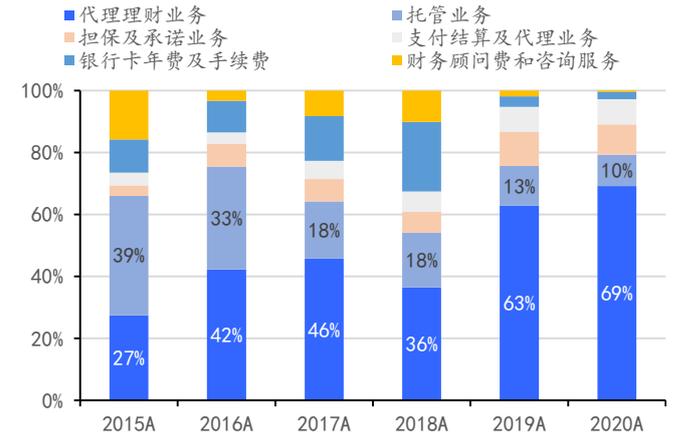
手续费类业务经营能力总体有待提升，理财业务已渐露头角。重庆银行近5年来手续费类业务表现一般，不过代理理财业务渐渐崭露头角。2018年以来代理理财业务收入逐年提升，对手续费收入的贡献加大（部分因素是信用卡分期被纳入利息净收入）。根据公司2020年年报，重庆银行已建成四个类型六个系列的新产品，产品体系基本搭建完成，全新的理财运营管理平台基本搭建完成，年末非保本理财产品余额达到515亿元。

图 29：重庆银行手续费净收入增速相对偏低



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究；按可比口径调整

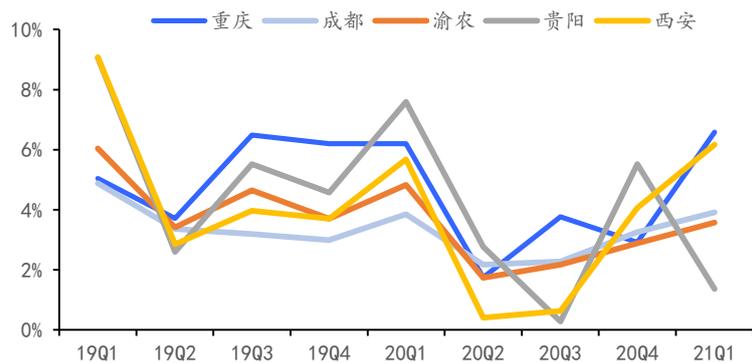
图 30：代理理财手续费收入贡献提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

重庆银行债券交易能力相对突出。我们比较了重庆银行和可比银行2019年以来各单季度交易性金融资产年化投资收益率表现，发现重庆银行债券交易能力相对突出，多个季度的收益率在可比银行中处于领先水平。

图 31：重庆银行单季交易性金融资产年化投资收益率相对更高



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

注：交易性金融资产投资收益率=（剔除联营、合营后）投资收益+公允价值变动损益 / 期初期末平均交易性金融资产余额，这里取单季度年化值。

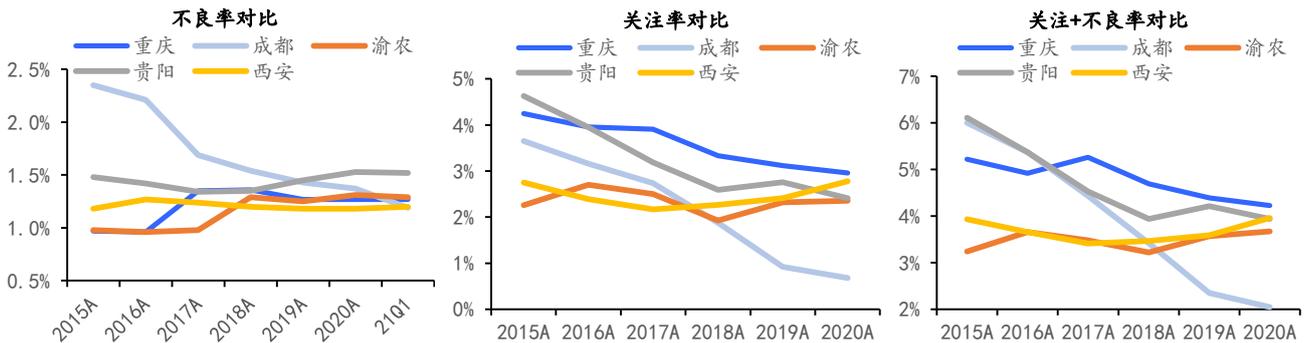
### 3. 关注率和逾期率已率先改善，不良率望下行

近年来不良率维持平稳。截止至21Q1末，重庆银行不良率为1.27%，在西部地区上市银行当中处于中等水平。2015年以来，受成都分行不良

暴露拖累，重庆银行不良率一度上升至 1.41%（19Q1）。但随着贷款规模增长、风控能力提升和有效的不良处置，近年来不良率表现较为平稳。

关注率加速下行预示着潜在风险开始得到有效消化。2015 年末重庆银行关注率为 4.25%，至 2020 年末降至 2.96%，相应关注+不良率降至 4.23%，逐步缩小了和其他西部地区上市银行之间的差距。关注率加速下行预示着重庆银行潜在风险正在加速消化当中，随着关注类贷款的迁徙率下降，后续不良率也有望迎来更明确的改善拐点。

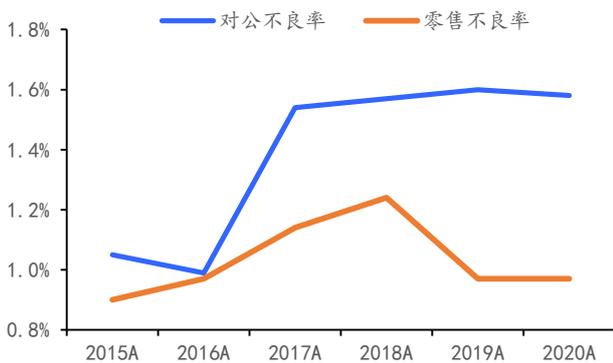
图 32：重庆银行不良率保持稳定，关注率加速下行



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

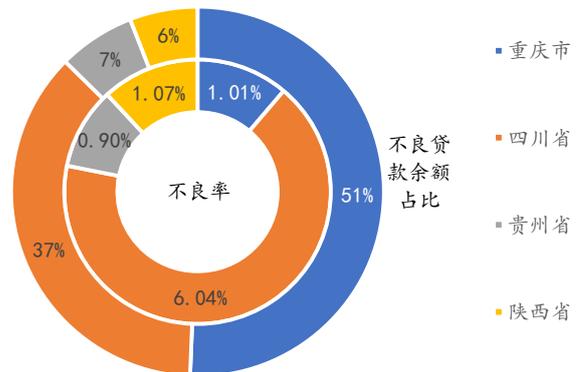
四川地区对公业务不良拖累整体资产质量。重庆银行零售贷款不良率已得到一定控制，但对公贷款不良率尚处在高位。截至 20H1 末，重庆银行在重庆市、陕西省和贵州省的不良率分别为 1.01%、1.07%和 0.9%，资产质量较好；但四川地区因为个别大型企业集团风险暴露、民营担保公司丧失担保能力和民间投资理财风险集中爆发等因素，叠加成都分行系重庆银行首家异地分行，风控能力相对不足，因此四川地区不良包袱相对较大，拖累了整体的不良率水平。

图 33：重庆银行对公不良率尚处在高位



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

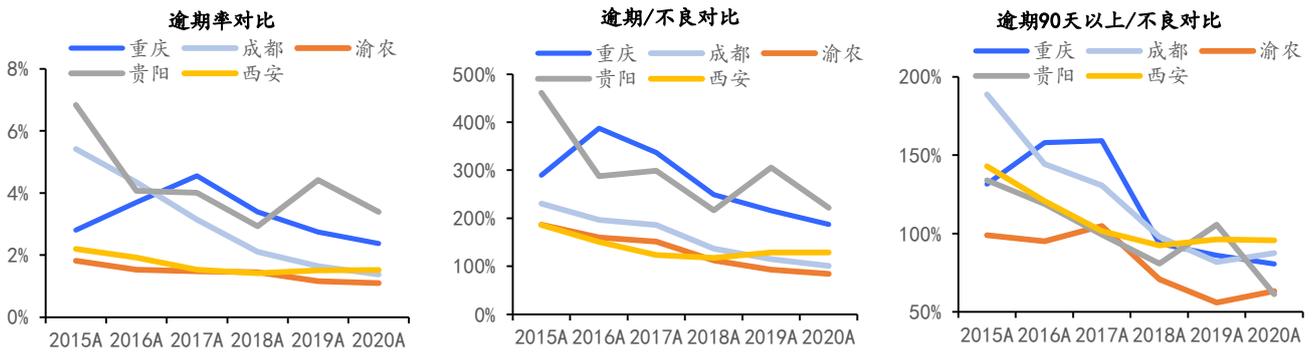
图 34：重庆银行不良率主要受四川地区拖累（20H1）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

重庆银行不良认定标准趋于严格。2017 年以来，重庆银行有序加强不良贷款认定标准，至 2020 年末重庆银行逾期率降至 2.37%、逾期/不良降至 187%、逾期 90 天以上贷款/不良降至 81%，分别较 2017 年末下降 2.19pc、149pc 和 79pc。不良认定趋于严格有助于夯实资产质量基础，为后续不良核销处置工作做好铺垫。

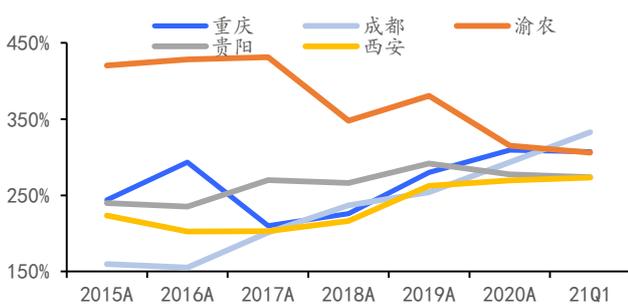
图 35: 重庆银行不良认定严格程度已有明显提升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

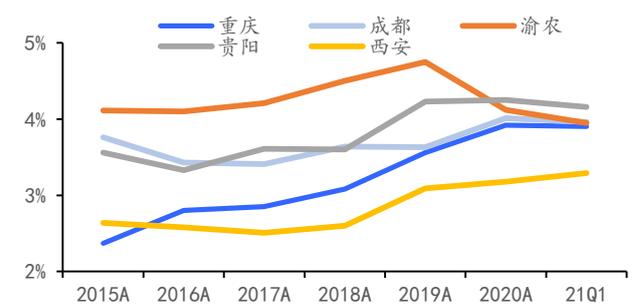
拨备覆盖率和拨贷比明显提升。2017 年以来, 重庆银行拨备覆盖率的基础也在逐步夯实, 至 21Q1 末拨备覆盖率达到 307%, 在西部上市银行当中仅次于成都银行; 拨贷比为 3.9%, 近年来改善幅度明显并缩小了差距。

图 36: 重庆银行拨备覆盖率稳步上升且在可比银行中领先



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 37: 重庆银行拨贷比改善幅度更为明显

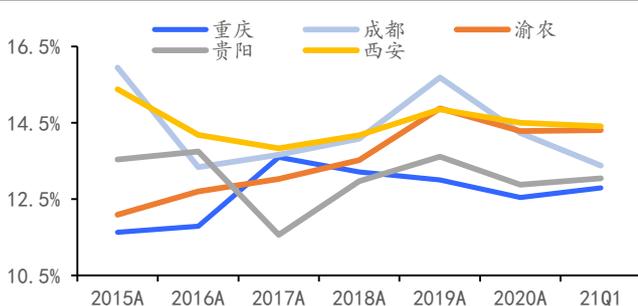


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

#### 4. 可转债发行将有助于缓解资本紧张压力

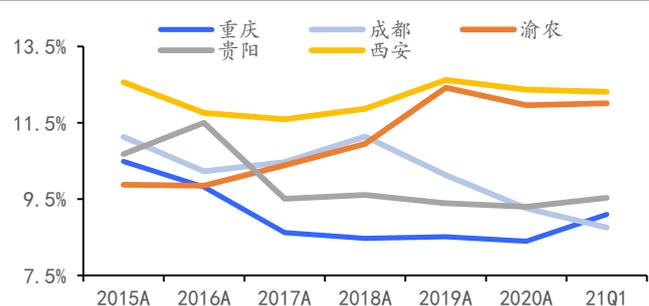
可转债发行将有助于缓解资本紧张压力。相比于其他西部上市银行, 重庆银行资本更为紧张。21Q1 末资本充足率为 12.79%, 在可比银行中最低; 核心一级资本充足率虽因 A 股 IPO 而提升至 9.1%, 但仍显紧张。因此, 2021 年 3 月重庆银行推出了规模达 130 亿元的可转债发行预案, 旨在补充核心一级资本金, 缓解资本紧张压力。

图 38: 重庆银行资本充足率低于其他西部地区银行



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 39: 重庆银行核心一级资本充足率因 IPO 而提升但仍偏紧



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 5. 重庆银行估值分析

### 5.1. 关键假设

考虑到疫情后经济复苏和成渝双城经济圈建设带来的信贷需求较为旺盛，预计重庆银行贷款投放会维持较大力度，假设 2021-2023 年贷款增速为 15%、14%、13%，同时贷款/资产比重逐步上升。

资产端利率受竞争加剧和减费让利影响，预计仍有下行压力，但考虑到重庆银行开始重视优化存款结构，负债成本改善有望。综合来看预计重庆银行净息差将保持平稳，预计 2021-2023 年净息差分别为 2.06%、2.07%、2.08%。重庆银行手续费类业务还有待优化，预计 2021-2023 年净手续费收入增速为 10%、10%、10%。重庆银行成本控制能力较强，预计成本收入比可保持在 20% 左右。

近年来重庆银行关注率、逾期率明显下降，不良认定标准大幅提升，后续重庆银行预计将加大不良核销力度。我们预计账面不良率有望下降，不良生成率和拨备计提力度可能呈现前高后低的趋势，预计 2021-2023 年信用成本分别为 1.15%、1%、0.9%。

### 5.2. 绝对估值法：股利贴现模型

运用股利贴现法对重庆银行进行估值，预测模型中，分为三个预测阶段：详细预测期、过渡增长期和永续增长期。我们假设无风险利率为 10 年期国债收益率 3.1%，市场风险溢价取沪深 300 PE 的倒数（7%），重庆银行 beta 值 0.8，因此权益成本为 8.7%。在这种假设下，重庆银行的合理价值为 13.35 元，对应 2021-2023 年 PB 分别为 1.1、1.0 和 0.9 倍。

表 7: 重庆银行绝对估值法假设条件

	详细预测期	过度增长期	永续增长期
	2021-2023	2024-2033	2032 及以后
<b>净息差</b>	<b>2.07%</b>	<b>1.95%</b>	<b>1.80%</b>
生息资产/总资产	100.16%	99.00%	95.00%
贷款总额/生息资产	56.48%	55.00%	55.00%
净非利息收入/营业收入	16.32%	17.00%	18.00%
成本收入比(含营业税)	21.38%	21.00%	20.50%
PPOP ROAA	1.95%	1.84%	1.66%
<b>信用成本</b>	<b>1.02%</b>	<b>1.10%</b>	<b>1.30%</b>
有效税率	20.50%	20.50%	20.50%
<b>ROAA</b>	<b>1.09%</b>	<b>0.98%</b>	<b>0.78%</b>
权益乘数	11.98	12.00	12.00
<b>ROAE</b>	<b>13.05%</b>	<b>11.82%</b>	<b>9.34%</b>
<b>股利支付率</b>	<b>30.00%</b>	<b>40.00%</b>	<b>70.00%</b>
<b>增长率 g</b>	<b>9.14%</b>	<b>7.09%</b>	<b>2.80%</b>

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

**表 8: 重庆银行绝对估值结果**

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>当前股价</b>	<b>10.94</b>			
PE	7.7x	7.2x	6.3x	5.6x
PB	1.0x	0.9x	0.8x	0.7x
<b>目标价</b>	<b>13.35</b>			
PE	9.4x	8.8x	7.7x	6.8x
PB	1.2x	1.1x	1.0x	0.9x

数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究

### 5.3. 相对估值法: PB

综合考虑重庆银行各项财务指标在西部上市银行当中处于中上水平, 区域经济增长动能较强, 息差和资产质量有潜在改善空间, 我们给予重庆银行 2021 年 1.1xPB 的估值, 合理价格为 13.53 元。

**表 9: 五家银行基本财务指标和估值 PB (LF)**

基本财务指标 及估值	PB (LF)	2021Q1			
	2021.6.11	利润增速	ROE	不良率	拨备覆盖率
重庆银行	0.95	5.12%	3.36%	1.27%	307.38%
成都银行	1.17	18.16%	3.56%	1.19%	332.91%
渝农银行	0.50	4.98%	3.42%	1.29%	303.06%
贵阳银行	0.64	3.97%	3.60%	1.52%	273.83%
西安银行	0.84	-7.94%	2.73%	1.20%	273.45%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

### 5.4. 合理估值

我们综合股利贴现模型和市净率两种估值方式, 给予重庆银行 2021 年 1.1xPB, 目标价 13.53 元, 增持评级。

**表 10: 重庆银行盈利预测**

财务预测(单位: 百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>利润表</b>						
净利息收入	6,876	9,148	11,061	11,910	12,921	14,143
净手续费收入	1,342	949	1,037	1,141	1,255	1,380
其他非息收入	2,622	1,851	951	1,210	1,271	1,347
<b>营业收入</b>	<b>10,840</b>	<b>11,948</b>	<b>13,048</b>	<b>14,261</b>	<b>15,447</b>	<b>16,870</b>
税金及附加	(134)	(142)	(156)	(174)	(199)	(226)
业务及管理费	(2,408)	(2,590)	(2,694)	(2,852)	(3,089)	(3,374)
营业外净收入	(18)	(28)	(17)	(9)	(18)	(18)
<b>拨备前利润</b>	<b>8,279</b>	<b>9,186</b>	<b>10,170</b>	<b>11,211</b>	<b>12,125</b>	<b>13,236</b>
资产减值损失	(3,437)	(3,614)	(4,436)	(4,346)	(4,326)	(4,417)
<b>税前利润</b>	<b>4,843</b>	<b>5,572</b>	<b>5,734</b>	<b>6,865</b>	<b>7,799</b>	<b>8,818</b>
所得税	(1,021)	(1,251)	(1,168)	(1,407)	(1,599)	(1,808)
<b>税后利润</b>	<b>3,822</b>	<b>4,321</b>	<b>4,566</b>	<b>5,458</b>	<b>6,200</b>	<b>7,011</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,770</b>	<b>4,207</b>	<b>4,424</b>	<b>5,295</b>	<b>6,015</b>	<b>6,801</b>
<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	<b>3,770</b>	<b>4,207</b>	<b>4,424</b>	<b>5,295</b>	<b>6,015</b>	<b>6,801</b>
<b>资产负债表</b>						
存放央行	33,217	32,033	35,305	34,752	38,575	42,818
同业资产	57,915	61,277	52,659	67,330	74,063	81,470
贷款总额	211,209	245,832	281,220	323,403	368,680	416,608
贷款减值准备	-	(8,722)	(10,967)	(11,949)	(12,693)	(12,967)
贷款净额	205,923	238,627	272,259	311,454	355,987	403,641
证券投资	144,632	159,478	190,785	173,173	168,946	167,377
其他资产	8,682	9,817	10,632	11,141	12,107	13,204
<b>资产合计</b>	<b>450,369</b>	<b>501,232</b>	<b>561,641</b>	<b>597,850</b>	<b>649,679</b>	<b>708,510</b>
同业负债	57,090	70,149	97,412	82,333	79,585	77,844
存款余额	256,394	281,049	314,500	347,523	385,750	428,183
应付债券	96,983	105,386	101,040	111,144	122,259	134,485
其他负债	5,291	6,034	6,695	7,227	7,850	8,556
<b>负债合计</b>	<b>415,757</b>	<b>462,618</b>	<b>519,647</b>	<b>548,227</b>	<b>595,443</b>	<b>649,068</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>34,612</b>	<b>38,614</b>	<b>41,994</b>	<b>49,623</b>	<b>54,235</b>	<b>59,441</b>
<b>业绩增长</b>						
净利息收入增速	(15.27%)	33.05%	20.91%	7.68%	8.49%	9.45%
净手续费增速	(20.13%)	(29.32%)	9.33%	10.00%	10.00%	10.00%
净非息收入增速	95.28%	(29.37%)	(29.01%)	18.27%	7.43%	7.99%
拨备前利润增速	4.88%	10.95%	10.71%	10.24%	8.15%	9.16%
归属母公司净利润增速	1.18%	11.61%	5.14%	19.69%	13.60%	13.07%
<b>盈利能力</b>						
ROAE	12.77%	12.02%	11.47%	12.06%	12.07%	12.46%
ROAA	0.88%	0.88%	0.83%	0.91%	0.96%	1.00%
RORWA	1.12%	1.10%	1.03%	1.21%	1.29%	1.34%
生息率	5.03%	4.80%	4.77%	4.75%	4.77%	4.79%
付息率	3.25%	3.08%	2.92%	2.97%	2.99%	3.00%
净利差	1.78%	1.72%	1.85%	1.79%	1.78%	1.79%
净息差	1.79%	1.93%	2.09%	2.06%	2.07%	2.08%
成本收入比	22.22%	21.68%	20.64%	20.00%	20.00%	20.00%

资本状况						
资本充足率	13.21%	13.00%	12.54%	14.67%	14.37%	14.10%
核心资本充足率	9.94%	9.82%	9.57%	10.84%	10.92%	11.00%
风险加权系数	74.89%	76.24%	76.20%	75.00%	75.00%	75.00%
股息支付率	12.77%	17.54%	29.30%	30.00%	30.00%	30.00%
资产质量						
不良贷款余额	2,881	3,131	3,564	3,881	4,075	3,764
不良贷款净生成率	-	0.71%	1.05%	1.00%	0.90%	0.80%
不良贷款率	1.36%	1.27%	1.27%	1.20%	1.11%	0.90%
拨备覆盖率	-	279%	308%	308%	311%	344%
拨贷比	-	3.55%	3.90%	3.69%	3.44%	3.11%
流动性						
贷存比	82.38%	87.47%	89.42%	93.06%	95.57%	97.30%
贷款/总资产	46.90%	49.05%	50.07%	54.09%	56.75%	58.80%
平均生息资产/平均总资产	98.99%	99.37%	99.60%	99.93%	100.11%	100.03%
每股指标						
EPS	1.21	1.35	1.41	1.52	1.73	1.96
BVPS	9.00	10.25	11.28	12.30	13.57	15.01
每股股利	0.15	0.24	0.37	0.46	0.52	0.59
估值指标						
P/E	9.07	8.13	7.73	7.18	6.32	5.59
P/B	1.22	1.07	0.97	0.89	0.81	0.73
P/PPOP	4.13	3.72	3.36	3.39	17.90	16.81
股息收益率	1.37%	2.10%	3.32%	4.07%	4.63%	5.23%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 6. 风险提示

**疫情防控不及预期拖累区域经济风险。**目前海外新冠肺炎疫情防控成效仍有不确定性,病毒变异可能影响国内防控效果,假如疫情重新在西部地区蔓延,可能会拖累区域经济表现。

**地方城投出现大面积违约风险。**重庆地区基础设施建设力度较大,但潜在风险也相对较大,各区域城投平台差异较大,若区域经济发展和财政收入增长失速,可能出现违约风险。

**区域集中度风险。**重庆银行对重庆市经济依赖程度较高,若区域经济出现持续下行,则银行经营业绩和资产质量预计将受负面影响。

**息差企稳不及预期风险。**若市场利率快速回升,可能导致负债端成本快速上升,拖累业绩。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		