

信用等级公告

联合〔2020〕2077号

联合资信评估有限公司通过对浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司 2016 年第一期小型微型企业贷款专项金融债券（品种一）（人民币 5 亿元）、2018 年第一期“三农”专项金融债券（人民币 20 亿元）信用等级为 AA⁺，浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司 2017 年第一期二级资本债券（人民币 5 亿元）、第二期二级资本债券（人民币 8 亿元）和第三期二级资本债券（人民币 7 亿元）信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告



浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司

2020年跟踪评级报告

本次跟踪评级结果

主体长期信用等级: AA⁺
金融债券信用等级: AA⁺
二级资本债券信用等级: AA
评级展望: 稳定
评级时间: 2020年7月7日

上次跟踪评级结果

主体长期信用等级: AA⁺
金融债券信用等级: AA⁺
二级资本债券信用等级: AA
评级展望: 稳定
评级时间: 2019年7月26日

主要数据

项目	2017年末	2018年末	2019年末
资产总额(亿元)	1069.15	1049.78	1099.19
股东权益(亿元)	85.52	96.09	104.50
不良贷款率(%)	1.56	1.46	1.35
拨备覆盖率(%)	227.29	228.97	243.84
贷款拨备率(%)	3.54	3.35	3.30
流动性比例(%)	47.95	75.89	71.47
存贷比(%)	58.50	65.16	75.76
股东权益/资产总额(%)	8.00	9.15	9.51
资本充足率(%)	15.35	17.53	18.94
一级资本充足率(%)	11.45	13.51	15.63
核心一级资本充足率(%)	11.44	13.50	15.62
项目	2017年	2018年	2019年
营业收入(亿元)	22.18	26.41	28.60
拨备前利润总额(亿元)	14.04	18.16	19.12
净利润(亿元)	8.15	9.78	10.54
成本收入比(%)	36.14	30.68	32.66
拨备前资产收益率(%)	1.30	1.71	1.78
平均资产收益率(%)	0.75	0.92	0.98
平均净资产收益率(%)	9.89	10.77	10.51

资料来源: 瑞丰银行审计报告、年度报告和监管报表, 联合资信整理

分析师

谢冰妹 陈绪童 张哲铭

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

邮箱: lianhe@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司(以下简称“瑞丰银行”)的评级反映了其公司治理和内部控制水平不断提升、核心负债稳定性较好、信贷资产质量较好及盈利能力较强等方面的优势。同时,联合资信也关注到,瑞丰银行对公存贷款业务规模下滑、业务及管理费上升较快等对其信用水平可能带来的不利影响。

未来,瑞丰银行将依托其在品牌知名度较高、营销网络广泛和客户基础较好等方面的竞争优势,继续深化零售业务转型,零售银行业务有望保持较好的发展态势;随着上市工作的持续推进,上市成功后其资本实力将得到进一步提升。另一方面,在新冠肺炎疫情的影响下,需关注瑞丰银行信贷业务发展情况及信贷资产质量的变化情况。

综上所述,联合资信评估有限公司确定维持浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺,2016年第一期小型微型企业贷款专项金融债券(品种一)(人民币5亿元)、2018年第一期“三农”专项金融债券(人民币20亿元)信用等级为AA⁺,2017年第一期二级资本债券(人民币5亿元)、第二期二级资本债券(人民币8亿元)和第三期二级资本债券(人民币7亿元)信用等级为AA,评级展望为稳定。该评级结论反映了瑞丰银行已发行的金融债券及二级资本债券的违约风险很低。

优势

1. **区域环境较好。**瑞丰银行业务经营区域绍兴市柯桥区地理位置优越,地方经济较为发达,民营经济活跃;2019年以来区

域经济稳步增长，为其业务发展提供了较好的外部环境。

2. **存贷款业务在当地竞争优势明显，盈利能力较强。**瑞丰银行在绍兴市柯桥区拥有较好的品牌知名度、广泛的营销网络和较好的客户基础，存贷款业务在当地金融机构同业中具有较大竞争优势，随着主营业务稳步发展，营业收入和净利润持续增长，整体盈利能力较强。
3. **信贷资产质量较好，贷款拨备充足。**瑞丰银行加大零售信贷业务发展力度，贷款规模实现较快增长，信贷资产质量处于较好水平，贷款拨备充足。
4. **核心负债稳定性好。**瑞丰银行储蓄存款和定期存款占比较高，核心负债稳定性好，为资产业务的持续发展奠定良好基础。
5. **资本保持充足水平。**瑞丰银行资本保持充足水平。目前其首次公开发行 A 股上市计划已经获得中国证监会预披露更新，待成功上市后，其资本实力将得到进一步提升。

关注

1. **对公存贷款业务增长乏力。**在信贷结构调整压力下，瑞丰银行对大额贷款的控制导致其公司贷款业务增长乏力；另一方面，受压降非银同业存款规模的影响，公司存款规模呈下降趋势。
2. **业务及管理费上升对盈利带来负面影响。**瑞丰银行贷款业务规模上升同时带来业务及管理费用增加，对其利润实现产生一定负面影响。
3. **需关注疫情对业务发展和信贷资产质量带来的影响。**2020 年，在新冠肺炎疫情的影响下，需关注当地企业经营状况变化对瑞丰银行信贷业务发展及信贷资产质量带来的影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪信用评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司

2020年跟踪评级报告

一、主体概况

浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司（以下简称“瑞丰银行”）前身为绍兴县信用联社；2005年1月，改制为浙江绍兴县农村合作银行；2011年1月，改制为浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司，初始注册资本6.00亿元。经过多次增资扩股，截至2019年末，瑞丰银行注册资本为13.58亿元，前五大股东及持股比例见表1。

表1 2019年末前五大股东持股比例 单位：%

股东名称	持股比例
绍兴市柯桥区天圣投资管理有限公司	7.47
浙江华天实业有限公司	4.50
浙江勤业建工集团有限公司	4.50
浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司	4.50
绍兴安途汽车转向悬架有限公司	4.50
合计	25.47

资料来源：瑞丰银行年度报告，联合资信整理

截至2019年末，瑞丰银行共设有105家分支机构，其中总行营业部1家、支行34家（其中二级支行9家）、分理处70家；发起设立浙

江嵊州瑞丰村镇银行股份有限公司；员工总数2296人。

截至2019年末，瑞丰银行资产总额1099.19亿元，其中贷款和垫款净额618.72亿元；负债总额994.69亿元，其中吸收存款821.21亿元；股东权益104.50亿元；不良贷款率1.35%，拨备覆盖率243.84%；资本充足率为18.94%，一级资本充足率为15.63%，核心一级资本充足率为15.62%。2019年，瑞丰银行实现营业收入28.60亿元，净利润10.54亿元。

瑞丰银行注册地址：浙江省绍兴市柯桥区笛扬路1363号。

瑞丰银行法定代表人：章伟东。

二、已发行债券概况

截至本报告出具日，瑞丰银行存续期内且经联合资信评级的债券本金45.00亿元，其中金融债券25.00亿元，二级资本债券20.00亿元（见表2）。2019年以来，瑞丰银行根据债券发行条款的规定，在债券付息日之前及时对外发布了债券付息公告，并按时足额支付了债券当期利息。

表2 债券概况

债券简称	规模	利率	期限	到期日
16 瑞丰农商小微 01	5 亿元	3.90%	5 年	2021 年 3 月 15 日
17 瑞丰农商二级 01	5 亿元	4.90%	10 年，在第 5 年末附有条件的发行人赎回权	2027 年 3 月 28 日
17 瑞丰农商二级 02	8 亿元	5.00%	10 年，在第 5 年末附有条件的发行人赎回权	2027 年 8 月 7 日
17 瑞丰农商二级 03	7 亿元	5.00%	10 年，在第 5 年末附有条件的发行人赎回权	2027 年 11 月 20 日
18 瑞丰农商三农债 01	20 亿元	3.98%	3 年	2021 年 12 月 18 日

资料来源：中国货币网，联合资信整理

三、营运环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经

济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见表3），为2008年国际金融危机以来之最低增

速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，

受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	18.4
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	-3.9
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口

分别增长 8.0%、14.1%、-10.7% 和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1% 和 -6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7% 和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0% 和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8% 和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4% 和

5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重回通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及

监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

（3）宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。

内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

2. 区域经济发展概况

柯桥地区地理位置优越，以纺织业为代表的民营经济较为活跃，近年来地区经济企稳回升，为金融机构业务持续发展奠定良好基础。另一方面，随着外部经营环境下行以及产能过剩等问题，当地纺织业面临较大转型发展压力；2019年江苏响水特大爆炸事故带来原材料成本上升对纺织化工产业带来较大经营压力，当地银行业金融机构业务发展及风险管理情况需持续关注。

瑞丰银行经营区域主要集中在浙江省绍兴市柯桥区。绍兴市柯桥区前身为绍兴市绍兴县，于2013年经国务院批准撤县设区。绍兴市柯桥区地处长江三角洲南翼，东接宁波，西邻杭州，是绍兴市经济最发达地区。纺织业是绍兴市柯桥区的支柱产业，位于柯桥街道的中国轻纺城是亚洲最大的纺织产业集聚地、全球最大的轻纺贸易中心，发达的商贸交易市场为地方金融业提供了有利的发展环境。另一方面，随着劳动力成本上升、新兴发展中国家纺织业的兴起，作为劳动密集型产业和对外依赖度较高产业，纺织业的核心竞争力在逐步削弱，当地纺织业面临产能过剩、结构性矛盾较为突出、外部经营环境严峻等问题。受2019年江苏响水“3.21”化工企业特大爆炸事故影响，上游染料价格大幅上涨，进一步加大纺织化工企业经营压力。

2019年，绍兴市柯桥区经济稳步增长，全年实现地区生产总值1504.27亿元，同比增长7.6%。其中，第一产业增加值37.21亿元，同比增长2.4%；第二产业增加值755.38亿元，同比增长7.9%；第三产业增加值711.67亿元，同比增长7.6%；三次产业结构调整为2.5:50.2:47.3。2019年，绍兴市柯桥区财政总收入197.82亿元，同比下降0.4%；城镇常住居民人均可支配收入6.89万元，同比增长8.1%；农村常住居民人均可支配收入4.07万元，同比增长8.9%。目前，绍兴市柯桥区内有24家银行业金融机构，包括国有银行、股份制商业银行、城商行、农商

行和村镇银行。截至2019年末，绍兴市柯桥区金融机构本外币存款余额2162.56亿元，同比增长11.5%；金融机构本外币贷款余额1868.68亿元，同比增长18.3%；不良贷款率为0.74%。

3. 行业分析

(1) 监管政策

近年来，金融监管部门保持“严监管”模式，接连出台了《商业银行委托贷款管理办法》（以下简称“委托贷款新规”）《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）《商业银行大额风险暴露管理办法》（以下简称“大额风险暴露管理新规”）《商业银行流动性风险管理办法》（以下简称“流动性新规”）等文件，对银行在资金业务、广义同业资金融入等方面进行规范和限制，强调银行回归“存贷款”业务本源；2020年，银保监会允许适当延长资管新规过渡期，一定程度上缓和了部分商业银行资产负债结构和表外业务调整压力。

LPR的持续推进或将加大商业银行利率风险管理难度。2013年下半年，中国人民银行正式开始运行贷款基准利率（LPR）集中报价和发布机制，并于2020年起要求各银行业金融机构不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同。LPR的全面运用将有利于提高银行业金融机构信贷产品定价效率和透明度，减少非理性定价行为。以LPR为基准的贷款定价机制与市场结合更加紧密，商业银行需要根据市场利率独立管理利率风险，利率风险管理难度或将加大。

信贷资产五级分类认定标准日趋严格。信贷资产质量方面，银保监会印发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，指出“根据单家银行逾期90天以上贷款纳入不良贷款的比例，对风险分类结果准确性高的银行，可适度下调贷款损失准备监管要求”。2019年，各地方监管部门就银行业信贷资产质量又进一步提出了更高要求：已有地方银监部门鼓励有条件的银行将逾期60

天以上的贷款纳入不良。整体而言，近年来监管部门有关商业银行资产质量方面的导向非常明确，即在不良贷款认定标准上日趋严格。

监管机构加强商业银行非信贷类资产管理。针对非信贷类资产，2019年4月，银保监会发布《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“金融资产风险分类暂行办法”），要求商业银行对表内承担信用风险的金融资产进行风险分类，包括但不限于贷款、债券和其他投资、同业资产、应收款项等；表外项目中承担信用风险的，应比照表内资产相关要求开展风险分类。金融资产风险分类暂行办法将风险分类对象由贷款扩展至承担信用风险的全部金融资产，对非信贷资产提出以信用减值为核心的分类要求，特别是对资管产品提出穿透分类的要求将有利于商业银行全面掌握各类资产的信用风险，有针对性地加强信用风险防控。

持续引导商业银行加大民营、小微企业的信贷投放力度。此外，2018年下半年以来，监管部门的工作重心转向宽信用，重点疏通信用传导机制。银保监会出台《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》，强调疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求，强化小微企业、“三农”、民营企业等领域金融服务。中国人民银行创设定向中期借贷便利（TMLF）以加大对小微、民企的金融支持力度，支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向人民银行提出申请。2019年以来，人民银行通过多次全面和定向降准补充银行流动性、降低银行资金成本；同时，人民银行针对普惠金融考核达标银行的定向降准将引导商业银行向小微及民营企业等普惠领域增加贷款投放。2020年4月，银保监会发布关于2020年推动小微企业金融服务工作要求，实现2020年银行业小微企业贷款增量、扩面、提质、降本的目标。此外，

银保监会将小微企业贷款认定标准上限由500万元调整至1000万元，以引导商业银行增加投放低资本消耗的小微企业贷款。

商业银行资本补充渠道多样化。2016年以来，在金融监管政策趋严的背景下，商业银行面临非标转标、表外回表的压力，资本金加速消耗，部分中小银行已面临实质资本不足的问题。因此监管机构积极出台多项政策，鼓励加快银行资本补充工具方面的创新，拓宽资本补充的来源，作为疏通信用传导机制的基础。一方面，银保监会发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，要求简化资本工具发行的审批程序，鼓励银行业金融机构发行具有创新损失吸收机制或触发事件的新型资本补充债券。另一方面，为提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本，人民银行创设央行票据互换工具（CBS）；银保监会亦发布政策表示将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券；针对优先股发行人大多为上市银行的现象，银保监会与证监会于2019年下半年发布《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见（修订）》，取消了非上市银行发行优先股需在“新三板”挂牌的前置条件；2019年11月，银保监会发布《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》，推动和规范商业银行资本工具发行，疏通了商业银行一级资本补充渠道。

（2）行业概况

商业银行资产规模增速放缓，贷款投放成为资产规模增长的主要驱动因素。2015—2018年，受“金融去杠杆”政策导向以及MPA考核深入推进等因素影响，我国商业银行资产负债规模扩张速度有所放缓；2019年，在资管新规的影响下表外业务加速回表，同时商业银行作为宽信用政策供给端，持续加大信贷投放力度支持实体经济发展，贷款规模的强劲增长驱动资产总额较快增长。截至2019年末，我国商业银行资产总

额 239.49 万亿元，同比增长 14.06%。其中贷款余额 129.63 万亿元，同比增长 17.32%；负债总额 220.05 万亿元，同比增长 13.73%

（见表 4）。预计 2020 年，商业银行仍将贯彻回归存贷款业务本源的政策，通过信贷投放驱动资产规模增长。

表 4 商业银行主要财务数据

单位：万亿元、%

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额	155.83	181.69	196.78	209.96	239.49
负债总额	144.27	168.59	182.06	193.49	220.05
不良贷款额	1.27	1.51	1.71	2.03	2.41
不良贷款率	1.67	1.74	1.74	1.83	1.86
拨备覆盖率	181.18	176.40	181.42	186.31	186.08
净息差	2.54	2.22	2.10	2.18	2.20
净利润	1.59	1.65	1.75	1.83	1.99
资产利润率	1.10	0.98	0.92	0.90	0.87
资本利润率	14.98	13.38	12.56	11.73	10.96
存贷比	67.24	67.61	70.55	74.34	75.40
流动性比例	48.01	47.55	50.03	55.31	58.46
资本充足率	13.45	13.28	13.65	14.20	14.64
一级资本充足率	11.31	11.25	11.35	11.58	11.95
核心一级资本充足率	10.91	10.75	10.75	11.03	10.92

数据来源：中国银行保险监督管理委员会，联合资信整理

商业银行不良贷款率持续上升，整体信贷资产质量有所下降。受宏观经济增速放缓影响，商业银行外部经营环境面临较大压力。监管部门对于商业银行信贷资产五级分类的管理趋严，要求逾期 90 天以上贷款均纳入不良贷款管理，加之通过外部机构代持隐藏不良信贷资产等不洁净出表的方式被叫停，商业银行不良贷款率持续上升，整体信贷资产质量有所下降。截至 2019 年末，商业银行不良贷款余额为 2.41 万亿元，不良贷款率为 1.86%。预计 2020 年，受新型冠状病毒肺炎疫情对宏观经济拖累、民营和小微企业经营压力较大等因素影响，商业银行不良贷款率仍将保持增长趋势。

商业银行信贷资产拨备覆盖率整体有所上升，但不同类型银行分化明显，城商行和农商行信贷资产拨备计提压力较大。国有大行和股份制银行得益于信贷资产质量优于其他中小银行，加之 2018 年以来在 IFRS9 会计准则下，对信贷资产预期损失整体计提规模的增加，其拨备覆盖率保持充足水平且进一步提升。城商行和农商行受不良贷款规模快速增长影响，拨备

覆盖率显著下降。截至 2019 年末，商业银行整体信贷资产拨备覆盖率为 186.08%。其中国有大行和股份制银行拨备覆盖率分别为 240.44% 和 192.18%，城商行和农商行分别为 179.26% 和 128.50%。预计 2020 年，国有大行和股份制银行拨备覆盖率仍将保持在较高水平，城商行和农商行信贷资产质量仍面临一定下行压力，拨备计提压力较大。

盈利能力持续下降，中小银行盈利能力下行压力犹存。2015—2017 年，商业银行存贷款业务在激烈的市场竞争环境下，净息差水平逐年下降。2018 年下半年以来，得益于资金市场利率下行，缓解了银行融入资金利息支出的负担，一定程度上使银行净息差水平有所回升，但压缩资产收益率相对较高的非标投资资产、信贷资产质量下行等因素都对银行的盈利能力产生了负面影响。近年来商业银行的净利润增速落后于资产规模增速，盈利能力持续下降。2019 年，我国商业银行净息差为 2.20%，同比上升 0.02 个百分点；实现净利润 1.99 万亿元，同比增长 8.91%；资产利润率和资本利润率分

别为 0.87%和 10.96%，同比分别下降 0.03 和 0.77 个百分点。预计 2020 年，商业银行将继续压缩收益较高的非标投资，LPR 机制的持续推进将引导商业银行降低小微和民营资金利率，整体净息差改善空间小；加之部分中小银行在信贷资产下行压力下加大拨备计提力度，盈利能力下降压力犹存。

商业银行各项流动性指标均保持在合理水平，但部分中小银行面临流动性管理压力。央行稳健中性的货币政策保障了银行体系流动性的合理充裕。从一般流动性指标来看，我国商业银行各项流动性指标均保持在合理水平。但另一方面，银保监会出台流动性新规，对流动性匹配率和优质流动性资产充足率做出明确要求，使得对短期同业资金依赖度高的商业银行流动性管理带来较大压力。预计 2020 年，MLF 利率下调、全面降准、定向降准等政策的实施将有效保障商业银行流动性合理充裕；但值得注意的是，2019 年包商银行事件发生后，不同类型银行流动性分层明显，部分对市场融入资金依赖程度较高的中小银行或将面临一定流动性压力。

资本充足率整体保持较充足水平，资本充足率和核心一级资本充足率的差额进一步扩大。近年来我国商业银行通过引进战略投资者、上市，以及发行优先股、可转债、二级资本债券、无固定期限资本债券等多种渠道补充资本，资本充足率整体保持较充足水平。但另一方面，在净利润增速持续低于风险加权资产增速的情形下，商业银行通过留存利润注入核心一级资本的能力有限，资本充足率和核心一级资本充足率的差额进一步扩大。截至 2019 年末，我国商业银行平均资本充足率为 14.64%，平均一级资本充足率为 11.95%，平均核心一级资本充足率为 10.92%。预计 2020 年，商业银行外部资本补充渠道仍将保持畅通，无固定期限资本债券发行范围的扩大将有助于其他一级资本的补充。另一方面，由于商业银行盈利承压，内生资本积累能力欠佳，核心一级资本的补充仍较

大程度依赖于外部增资扩股。

监管机构和不同层级政府对商业银行形成有力的外部支持。系统性重要银行以及规模较大的股份制商业银行对我国经济和金融稳定具有重要意义，因此其在多个方面均能得到中央政府的支持。对于目前暴露出更多资产质量问题、流动性压力较大的中小城商行和农商行，其虽暂不具有系统性重要意义，但其在地方经济和社会稳定方面发挥重要作用，在出现经营困难和流动危机时，获得地方政府支持和监管机构协助的可能性大。结合 2019 年以来包商银行和锦州银行等中小银行风险处置来看，监管机构积极采取行政接管、资产重组、引入战略投资者、股权转让等行政化和市场化相结合的方式对其风险进行有效纾解。因此，联合资信评估有限公司认为，当不同类型商业银行在出现重大风险时，能够获得监管机构和不同层级政府的有力支持，能够明显增强商业银行的信用水平。

（3）农村金融机构

2003 年，为促进农村信用社的稳定健康发展，国务院下发《深化农村信用社改革试点方案》，将农村信用社的管理交由地方政府负责，由省级人民政府履行对农村信用社的管理职能，指导和组织信用社进行产权制度改革，并承担对农村信用社的风险防范和处置责任。同时，成立省级联社，具体承担对辖内信用社的管理、指导、协调和服务职能。根据银保监会披露的银行业金融机构法人名单，截至 2019 年末，全国共有农村商业银行 1478 家，农村合作银行 28 家，农村信用社 722 家。

农村金融机构整体资产质量较差、信贷资产拨备覆盖水平和资本充足率均低于商业银行平均水平。近年来，部分农村金融机构受当地区域经济体量小、自身资本规模小致使无法支持大中型项目资金需求等因素限制，贷款增长乏力，因此联合当地其他金融机构投放异地银（社）团贷款。在目前的监管政策下，农村金

融机构将继续坚守“三农”和小微企业市场定位，原则上“贷款不出县、资金不出省”，业务区域监管强化，农商银行异地贷款业务受到严格限制。此外，随着大型银行、城商行等金融机构业务逐步下沉，农村金融机构面临的同业竞争加剧。在信贷资产质量方面，由于农村金融机构的信用风险管理水平有限，历史上的信贷投放策略一般都较为粗放。在宏观经济下行、实体经济低迷的大背景下，农村金融机构的信贷资产质量面临较大下行压力，尤其是在区域经济结构单一和欠发达省份地区的银行，信用风险有加速爆发的趋势，资产质量的恶化已对核心资本产生侵蚀。为此，农村金融机构普遍采取强化信贷质量考核，加强清收力度以及不良贷款核销等方式压降不良贷款，但由于农村金融机构不良处置方式较为单一，加之宏观经济下行压力仍然存在，其信贷资产质量下行压力仍较大。从银保监会披露的农村商业银行的监管指标来看，截至 2019 年末，农村商业银行不良贷款额 6155 亿元；不良贷款率 3.90%，基本与上年末持平；拨备覆盖率 128.16%，资本充足率 13.13%，2016 年以来均逐年下降，且均低于银行业平均水平。考虑到农村金融机构在支持地方小微企业发展中承担重要角色，2020 年新型冠状病毒肺炎疫情对小微企业的冲击或将对农村金融机构信贷资产质量产生负面影响，加之其盈利能力有限，内生资本能力较弱，且农村金融机构面临较为迫切的资本补充需求。

四、公司治理及内部控制

2019 年，瑞丰银行各治理主体均能够按照公司章程和相关制度要求履行相关职能，公司治理水平逐步提高；关联授信符合监管要求；内部控制体系较为完善，内控管理水平不断提升。

瑞丰银行根据《公司法》《商业银行法》等相关法律法规的规定，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层构成的“三会一层”

公司治理架构，并不断完善公司治理相关制度和各项议事规则。

股东大会是瑞丰银行的最高权力机构；董事会、监事会和高级管理层分别履行决策、监督 and 管理的职能。截至 2019 年末，瑞丰银行董事会由 16 名董事组成，其中独立董事 6 名；监事会由 9 名监事组成，其中职工监事 3 名、股东监事 3 名、外部监事 3 名；高级管理层包括 4 名副行长（其中 1 名副行长主持工作）、1 名董事会秘书和 1 名首席财务官。2019 年，瑞丰银行各治理主体均能够按照公司章程和相关制度要求履行相关职能，公司治理水平逐步提高。

从股权结构来看，截至 2019 年末，瑞丰银行法人股东和自然人股东的持股比例分别为 72.47% 和 27.53%；其中第一大股东为绍兴市柯桥区天圣投资管理有限公司，为国有股东，持股比例为 7.47%。截至 2019 年末，瑞丰银行被质押股份数为 1.61 亿股，占总股份的 11.87%；其中前十大股东中浙江蓝天实业集团有限公司、浙江永利实业集团有限公司和长江精工钢结构（集团）股份有限公司因生产经营需要出质所持股份，目前生产经营正常，其出质股权占总股份的比例分别为 3.29%、4.42%、2.02%；瑞丰银行被司法冻结股份数为 923.72 万股，占总股份的 0.68%。

从关联交易的情况来看，截至 2019 年末，瑞丰银行单一最大关联方授信余额和全部关联方授信余额占资本净额的比例分别为 0.80% 和 8.65%，均符合监管要求。

瑞丰银行实行一级法人下的授权经营体制，总行负责统一的业务管理，实施统一核算、统一资金调度和分级管理的财务制度，组织结构图见附录 1。2019 年，瑞丰银行不断优化内部控制环境，改进内部控制措施，完善信息交流与反馈机制，保障各项业务的稳健运行。瑞丰银行审计部履行内部控制的监督与评价职能，由董事长直接分管，具有较强的独立性。2019 年，瑞丰银行审计部重点关注内控薄弱、风险集中和风险易发等领域，加大对票据业务、金

融市场业务、传统信贷业务、新产品和新业务等领域的监督频率，合理评估制度的落实执行情况以及问题整改情况，并对经营管理和业务运作过程中的主要风险点，提出审计意见和建议，推动内控水平不断提升。

五、主要业务经营分析

瑞丰银行主营业务主要包括公司银行业务、零售银行业务和金融市场业务，经营区域主要集中在浙江省绍兴市柯桥区。得益于在当地较

高的品牌知名度、广泛的营销网络和较好的客户基础，瑞丰银行存贷款业务在当地同业竞争力较强。2019年以来，瑞丰银行进一步推动零售银行业务转型，零售银行业务发展态势较好；公司银行业务在信贷结构转型压力下业务规模有所收缩；金融市场业务根据监管要求稳步开展，投资风险偏好趋稳。截至2019年末，瑞丰银行存贷款业务市场占有率均位居绍兴市柯桥区首位。

表5 存贷款市场份额

单位：%、名

项目	2017年末		2018年末		2019年末	
	占比	排名	占比	排名	占比	排名
存款市场占有率	40.83	1	40.70	1	38.95	1
贷款市场占有率	31.15	1	30.63	1	30.63	1

注：存贷款市场占有率为瑞丰银行在绍兴市柯桥区内同业中的市场份额

资料来源：瑞丰银行提供，联合资信整理

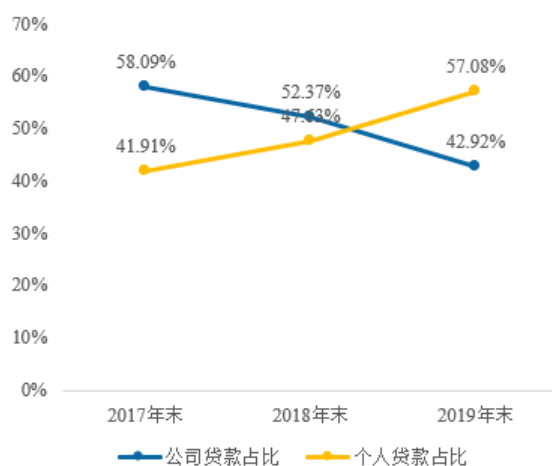
1. 公司银行业务

2019年，瑞丰银行主动调整信贷结构，对大额贷款的控制导致公司贷款业务增长乏力；另一方面，受压降非银同业存款规模的影响，公司存款规模呈下降趋势；但考虑到近年来地区经济企稳回升的态势以及相对活跃的民营经济环境，公司银行业务仍有较好发展空间。

瑞丰银行公司银行业务由产业金融总部负责管理，以当地小微企业和民营企业为主要目标客户群体，着重采取关系营销的方式开拓和积累客户资源，并构建了总行营销维护高端客户、支行营销维护中小企业客户、分理处营销维护农户和小微企业的三级营销网络体系，保障公司银行业务的发展。2019年，瑞丰银行不断推进与小微企业园的合作，形成了“标准+自选”的服务模式，对小微企业园的服务能力和服务成效均有所提升，同时积极推进小微技术操作模式建设，并不断完善小微企业产品体系，推动小微业务持续发展。但另一方面，瑞丰银行主动优化信贷结构，对内部信用评级较

低的企业实施退出机制，同时对大额贷款进行压降，导致公司贷款业务增长乏力。截至2019年末，瑞丰银行公司贷款余额（含贴现，下同）274.04亿元，较上年末略有减少，占贷款总额的42.92%，占比进一步下降（见表6）。

图1 公司贷款和个人贷款占比



资料来源：瑞丰银行年报，联合资信整理

表 6 贷款结构

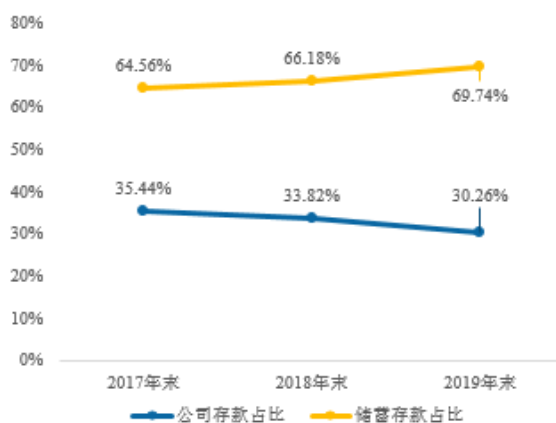
单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
公司贷款和垫款	271.40	58.09	278.33	52.37	274.04	42.92
其中：贴现	46.13	9.87	58.02	10.92	58.04	9.09
个人贷款	195.79	41.91	253.13	47.63	364.42	57.08
合计	467.19	100.00	531.45	100.00	638.46	100.00

资料来源：瑞丰银行年报，联合资信整理

2019 年，瑞丰银行进一步丰富公司存款产品体系，推出活期宝、定存宝、协定存款等存款产品，以满足客户的差异化需求；同时，积极推动公司存款营销，加强对支行营销战略和执行层面的指导工作；此外，通过走访重点存款客户、开展专项竞赛活动等措施推动公司存款业务发展。但受同业依存度指标限制，瑞丰银行对非银同业存款进行了压降，导致公司存款规模有所下滑。截至 2019 年末，瑞丰银行公司存款余额（含其他存款，下同）243.69 亿元，较上年末下降 6.42%，占存款总额的比重进一步下降至 30.26%（见表 7）。

图 2 公司存款和储蓄存款占比



资料来源：瑞丰银行年报，联合资信整理

表 7 存款结构

单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
按客户类型划分						
公司存款	271.99	35.44	260.42	33.82	243.69	30.26
储蓄存款	495.44	64.56	509.58	66.18	561.50	69.74
按存款期限划分						
活期存款	260.19	33.90	262.26	34.06	280.23	34.80
定期存款	507.23	66.10	507.74	65.94	524.97	65.20
合计	767.42	100.00	770.00	100.00	805.20	100.00

注：2019 年末存款总额不含应计利息

资料来源：瑞丰银行年报，联合资信整理

瑞丰银行产业金融总部下设有交易银行部，负责开展外汇结算和贸易融资。2019 年以来，瑞丰银行积极开展国际业务专项营销活动，加强对核心外贸客户群的维护，完善国际业务产品种类，带动国际业务发展。目前，瑞丰银行国际业务在绍兴地区市场占有率已超过中国银行。

2. 零售银行业务

2019 年，瑞丰银行将业务重心进一步向零售银行业务转移，储蓄存款对全行存款的贡献较为突出，存款稳定性良好；个人贷款业务在住房按揭贷款和经营性贷款业务的推动下实现快速发展。

瑞丰银行零售银行业务由零售金融总部负

责，零售金融总部下设普惠金融部和私人银行部，并成立了信用卡中心、运营管理中心、产品管理中心、渠道管理中心和营销策划中心。2019年，瑞丰银行继续推动零售银行业务深化转型，加大零售业务的营销与拓展力度；通过开展社区活动、商户活动和平台活动，以产品为切入点，推动金融服务与城市社区金融需求的有效结合，逐步形成稳健的金融生态圈；通过搭建自助服务区不断提升服务水平和服务效率；持续优化产品结构，丰富产品种类；加大零售业务经营管理人才的引进力度，加强各零售业务队伍建设；提升技术研发能力，推进个人 CRM 系统开发。得益于以上措施，2019年，瑞丰银行储蓄存款规模实现稳步增长。截至 2019 年末，瑞丰银行储蓄存款余额 561.50 亿元，较上年末增长 10.19%，占存款总额的 69.74%。

个人贷款方面，2019年，瑞丰银行根据外部经济环境以及信贷业务发展现状，继续调整全行信贷业务结构，通过加大住房按揭贷款和经营性贷款的投放力度推动个人贷款业务规模实现快速增长。截至 2019 年末，瑞丰银行个人贷款余额 364.42 亿元，较上年末增长 43.97%，占贷款总额的比重大幅上升至 57.08%。其中，个人经营性贷款余额 147.57 亿元，较上年末增长 42.32%；个人住房按揭贷款余额 106.61 亿元，为上年末的 1.05 倍；个人消费类贷款和信用卡余额分别为 57.32 亿元和 52.92 亿元。

财富管理业务方面，2019年，瑞丰银行持续推动财富产品的多元化和丰富化发展，形成了包括基金、理财、保险、贵金属、信托和私募等财富管理产品体系；同时，不断提高服务的专业化和精细化水平，加强中高端客户粘性，财富管理业务发展态势较好。此外，为满足资管新规及理财新规的要求，瑞丰银行进行系统、产品体系及团队搭建，推动理财产品类型向净值型产品逐步转化。截至 2019 年末，瑞丰银行发行的理财产品余额为 66.54 亿元，其中净值型产品占比 15.50%。

3. 金融市场业务

随着监管加大对同业、理财及投资等业务领域的规范及整治力度，瑞丰银行持续调整金融市场业务结构，降低对市场融入资金的依赖度，并持续压缩非标投资，投资风险偏好趋稳，但对利润增长带来一定压力。

瑞丰银行金融市场业务由金融市场事业部负责，并下设金融同业部、固定收益部、资产管理部和风险合规部四个一级部门。瑞丰银行金融市场业务严格遵循安全性、流动性、收益性相统一的原则，主要通过债券买卖、回购和票据转贴现等方式运作资金。2019年，瑞丰银行根据全行的业务发展情况以及流动性状况配置同业资产，并通过发行同业存单提升主动负债能力，但受金融去杠杆监管政策影响，瑞丰银行适度压降资金杠杆，市场融入资金规模有所收缩。2019年，瑞丰银行累计发行同业存单共计 204.40 亿元。截至 2019 年末，瑞丰银行同业资产余额 61.84 亿元，规模和占比较上年末均有所上升，但占资产总额比重仍较低；市场融入资金余额 153.74 亿元，较上年末略有下降，占负债总额的比重降至 15.46%，其中同业存单余额 65.07 亿元。

瑞丰银行在满足信贷业务资金需求的基础上，将资金主要投向债券、信托计划和资产管理计划等资产。2019年以来，瑞丰银行持续调整投资资产结构，加大对标准化债券投资力度，并大幅压降信托计划和资产管理计划等投资，整体投资资产规模进一步下降。截至 2019 年末，瑞丰银行债券投资余额 267.48 亿元，占投资资产总额的 87.88%，占比进一步提升。其中，政府债券、金融债券和企业债券分别占债券投资余额的 71.76%、11.05%、和 12.00%，另有少量的同业存单、资产支持证券和直融工具。瑞丰银行投资的信用债外部评级均在 AA 及以上，并综合考虑发行人股东背景、所在地区信用环境等因素，整体信用风险可控。瑞丰银行持有的基金产品主要为货币基金和债券基金，2019 年末基金投资余额为 11.53 亿元。瑞丰银行持

有的信托计划、资产管理计划以及债权投资计划的基础资产主要为债券、股票质押式回购、信托贷款等。截至 2019 年末，瑞丰银行此类投资余额共计 24.83 亿元，占投资资产总额的 8.16%，余额及占比均较上年末大幅下降。瑞丰银行对以上业务交易对手制定了较为严格的准入标准，并按季度对交易对手的业绩和服务能

力进行跟踪分析，建立退出机制，对评估不合格或发生重大风险事件的交易对手将终止合作关系。2019 年，瑞丰银行实现投资业务收入（包含投资收益和利息收入中的金融投资收入）14.87 亿元，受投资规模压缩影响，投资业务收入较上年有所下降。

表 8 投资资产结构

单位：亿元、%

项 目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余 额	占 比	余 额	占 比	余 额	占 比
标准化债务融资工具	130.36	31.57	234.53	66.19	267.48	87.88
政府债券	64.92	15.72	127.13	35.88	191.94	63.06
金融债券	33.78	8.18	58.64	16.55	29.56	9.71
企业债券	27.69	6.71	25.91	7.31	32.09	10.54
同业存单	3.98	0.96	22.87	6.45	2.32	0.76
直融工具	--	--	--	--	10.20	3.35
资产支持证券	--	--	--	--	1.36	0.45
资产管理计划、债权投资计划和信托计划	186.25	45.10	99.26	28.02	24.83	8.16
理财产品	77.00	18.65	--	--	--	--
基金	18.81	4.56	19.99	5.64	11.53	3.79
其他	0.52	0.12	0.52	0.15	0.52	0.17
投资资产总额	412.95	100.00	354.31	100.00	304.36	100.00
加：应付利息	--	--	--	--	4.44	
减：投资类资产减值准备	0.67	-	1.78	-	2.37	
投资类资产净额	412.28	-	352.53	-	306.42	

注：表中数据经过四舍五入，可能存在一定误差

资料来源：瑞丰银行审计报告，联合资信整理

六、财务分析

瑞丰银行提供了 2019 年合并财务报表，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。以上财务报表合并范围包括瑞丰银行控股的村镇银行以及管理并投资的结构化主体项目，2019 年合并范围内子公司未发生变化。瑞丰银行 2019 年审计报告按照财政部修订并颁布的新金融工具准则进行编制，但未对 2018 年同期比较报表进行追溯调整。

1. 资产质量

2019 年，得益于存款规模的上升，瑞丰银行资产规模恢复增长；资产结构方面，资产配置进一步向信贷资产倾斜，贷款规模实现较快增长，信贷资产质量持续向好，贷款拨备充足。投资资产方面，非标准化产品投资规模持续下降，投资风险偏好趋稳。截至 2019 年末，瑞丰银行资产总额 1099.19 亿元，较上年末增长 4.71%（见表 9）。

表9 资产负债结构

单位：亿元、%

项 目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余 额	占 比	余 额	占 比	余 额	占 比
现金类资产	131.10	12.26	107.11	10.20	91.61	8.33
同业资产	49.59	4.64	43.40	4.13	61.84	5.63
贷款和垫款净额	450.67	42.15	513.63	48.93	618.72	56.29
投资类资产	412.28	38.56	352.53	33.58	306.42	27.88
其他类资产	25.51	2.39	33.10	3.15	20.60	1.87
资产总额	1069.15	100.00	1049.78	100.00	1099.19	100.00
市场融入资金	199.42	20.27	156.23	16.38	153.74	15.46
客户存款	767.42	78.02	770.00	80.74	821.21	82.56
其他类负债	16.78	1.71	27.45	2.88	19.75	1.99
负债总额	983.62	100.00	953.69	100.00	994.69	100.00

资料来源：瑞丰银行审计报告，联合资信整理

(1) 贷款

2019年，瑞丰银行通过加大个人贷款投放力度推动贷款规模较快增长，信贷资产质量处于行业较好水平，贷款拨备充足，且贷款行业集中风险可控；另一方面，需持续关注新冠肺炎疫情对其信贷资产质量带来的影响和逾期贷款统计口径的变化情况。

2019年，瑞丰银行加大信贷结构调整力度，通过加大住房按揭贷款和经营性贷款等零售贷款的投放力度推动贷款规模较快增长。截至2019年末，瑞丰银行贷款和垫款净额618.72亿元，较上年末增长20.46%，占资产总额的56.29%。从贷款行业集中度来看，瑞丰银行贷款主要分布在制造业、批发和零售业，对当地传统支柱纺织产业的贷款投放力度较大。2019年以来，随着劳动力成本上升及国外市场竞争加剧，作为劳动密集型产业的纺织业面临产能过剩、结构性矛盾较为突出等问题，为此，瑞

丰银行持续优化信贷结构、规避行业集中风险，对纺织业进行了分类管理：重点支持生产技术先进、产品附加值高、综合竞争能力强的纺织企业，支持印染行业聚集升级；对生产工艺落后、市场竞争力差的纺织企业，提高信贷准入门槛，对已发放贷款进行择机退出；加快信贷结构战略转型，大力支持新农村建设和新型产业发展，拓展零售类信贷业务。随着上述授信政策的实施，2019年瑞丰银行制造业、批发和零售业贷款占比较上年末进一步下降。截至2019年末，瑞丰银行第一大贷款行业制造业贷款余额占贷款总额的22.16%，前五大贷款行业合计占贷款总额的31.00%（见表10）。瑞丰银行根据监管政策导向，严格控制房地产业的信贷投放，房地产及建筑业贷款占比处于较低水平。截至2019年末，瑞丰银行房地产业贷款占贷款总额的0.45%，建筑业贷款占贷款总额的1.18%，占比不高，整体行业集中风险相对可控。

表10 贷款行业分布情况

单位：%

2017 年末		2018 年末		2019 年末	
行 业	占 比	行 业	占 比	行 业	占 比
制造业	30.17	制造业	27.01	制造业	22.16
批发和零售业	7.21	批发和零售业	6.68	批发和零售业	5.27
建筑业	2.31	建筑业	2.02	租赁和商务服务业	1.74
金融业	1.82	农、林、牧、渔业	1.43	建筑业	1.18
农、林、牧、渔业	1.81	租赁和商业服务业	1.13	水利、环境和公共设施管理业	0.65
合 计	43.32	合 计	38.28	合 计	31.00

资料来源：瑞丰银行审计报告，联合资信整理

2019年以来，瑞丰银行不断强化信用风险预警机制，并加强各类信贷资产的风险排查，持续加大风险贷款的清收处置力度，整体信贷资产质量进一步向好。2019年，瑞丰银行共核销贷款3.47亿元。截至2019年末，瑞丰银行不良贷款余额8.64亿元，不良贷款率1.35%；逾期贷款余额6.44亿元，占贷款总额的1.01%，余额及占比均较上年末有所下降；逾期90天及以上贷款与不良贷款的比例为50.82%，处于较低水平，主要是由于逾期贷款统计口径仅为本

金逾期，而2018年以来其将本息逾期90天以上贷款均纳入不良贷款所致。2019年，瑞丰银行持续加大贷款损失准备计提力度，且得益于不良贷款率控制在行业较好水平，贷款拨备保持充足。截至2019年末，瑞丰银行拨备覆盖率243.84%，贷款拨备率3.30%，贷款拨备充足（见表11）。此外，考虑到新冠肺炎疫情对小微企业生产经营的影响，需持续关注瑞丰银行信贷资产质量的变化情况。

表11 贷款质量

单位：亿元、%

贷款分类	2017年末		2018年末		2019年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
正常	443.77	94.99	514.04	96.72	619.95	97.10
关注	16.14	3.46	9.63	1.81	9.86	1.54
次级	3.94	0.84	4.72	0.89	5.14	0.81
可疑	2.89	0.62	2.83	0.53	3.22	0.50
损失	0.44	0.09	0.24	0.04	0.28	0.04
不良贷款	7.27	1.56	7.78	1.46	8.64	1.35
贷款合计	467.19	100.00	531.45	100.00	638.46	100.00
逾期贷款	7.28	1.56	6.85	1.29	6.44	1.01
逾期90天以上贷款/不良贷款		84.86		51.86		50.82
贷款拨备率		227.29		228.97		243.84
拨备覆盖率		3.54		3.35		3.30

资料来源：瑞丰银行审计报告，联合资信整理

（2）同业及投资类资产

瑞丰银行的同业资产规模在资产总额中的比重处于相对较低水平，同业资产质量较好。瑞丰银行在风险可控的前提下，将资金主要用于发展收益较高的信贷业务和投资业务，同业业务主要根据全行的流动性状况适时开展，同业资产占比较低。截至2019年末，瑞丰银行同业资产余额61.84亿元，占资产总额的5.63%，主要为存放同业款项和买入返售债券，交易对手主要为国内信用等级优良的商业银行，交易对手风险可控。

2019年以来，瑞丰银行根据金融监管政策导向调整投资策略，适度控制资金业务发展，资产配置进一步向标准化债券倾斜，继续对信

托计划和资产管理计划投资规模进行压缩，投资资产规模及占比进一步下降。截至2019年末，瑞丰银行投资类资产净额306.42亿元，较上年末减少13.08%，占资产总额的27.88%。从会计科目来看，瑞丰银行投资资产主要由交易性金融资产、债权投资和其他债权投资构成，2019年末上述三类投资资产的占比分别为9.78%、18.77%和71.45%。其中，交易性金融资产主要为债券和基金；债权投资主要为债券、资产管理计划、信托计划和债权投资计划；其他债权投资全部为债券。截至2019年末，瑞丰银行根据新金融工具准则下的预期损失模型对投资类资产共计提减值准备2.37亿元；其中持有的企业债券逾期金额为1.10亿元，已全额计

提减值准备；持有的非标类资产未产生不良资产。

(3) 表外业务

瑞丰银行的表外业务主要是开出银行承兑汇票，另有少量保函和信用证等业务。截至2019年末，瑞丰银行开出银行承兑汇票余额14.66亿元。瑞丰银行将表外业务纳入全行统一授信管理范围，银行承兑汇票以100%保证金承兑汇票为主，表外业务面临的信用风险整体可控。

2. 负债结构及流动性

2019年，瑞丰银行在强监管环境下继续控制市场融入资金规模，但得益于储蓄存款较好的增长态势，整体负债规模恢复增长；流动性相关指标处于较好水平，流动性风险可控。截至2019年末，瑞丰银行负债总额994.69亿元，较上年末增长4.30%。

2019年，瑞丰银行根据金融去杠杆化监管政策要求，对传统同业负债和发行同业存单规模进行控制，市场融入资金规模及占比继续下降。截至2019年末，瑞丰银行市场融入资金余额153.74亿元，占负债总额的15.46%。其中，卖出回购金融资产款41.26亿元，同业存单余额65.07亿元，金融债券余额24.99亿元，二级资本债券余额19.99亿元，其余主要为同业存放款项和拆入资金。

吸收存款是瑞丰银行最主要的资金来源。2019年，得益于有效的存款营销措施，瑞丰银行储蓄存款规模实现稳步增长，从而带动存款总额的增长。截至2019年末，瑞丰银行吸收存款余额821.21亿元，较上年末增长6.65%，占负债总额的82.56%。其中，储蓄存款占比进一步上升至69.74%；定期存款占比65.20%，存款稳定性较好。

流动性方面，瑞丰银行吸收存款以定期存款为主，存款稳定性较好，且由于其持有较大规模的变现能力较好的债券类资产，瑞丰银行各项流动性指标处于较好水平，流动性管理压力不大。截至2019年末，瑞丰银行流动性比例

为71.47%，优质流动性资产充足率为169.88%，流动性匹配率为152.29%，存贷比为75.76%（见表12）。

表12 流动性指标 单位：%

项目	2017年末	2018年末	2019年末
流动性比例	47.95	75.89	71.47
优质流动性资产充足率	--	--	169.88
流动性匹配率	--	--	152.29
存贷比	58.50	65.16	75.76

注：流动性比例和存贷比为合并口径

资料来源：瑞丰银行审计报告和监管报表，联合资信整理

3. 经营效率及盈利能力

2019年，得益于存贷款业务利息净收入的较快增长，瑞丰银行营业收入持续上升，整体盈利水平保持稳定，处于较好水平；但贷款业务规模上升同时带来费用增加，对利润实现产生一定负面影响。2019年，瑞丰银行实现营业收入28.60亿元，较上年增长8.32%。

瑞丰银行营业收入以利息净收入为主。2019年，受投资资产规模持续收缩影响，加之会计准则变更将交易性金融资产产生的原计入利息收入部分的收入划入投资收益科目下，瑞丰银行投资利息收入有所下降；但得益于零售贷款业务的快速发展，传统存贷款业务利息净收入实现较快增长，加之市场融资规模压缩带来同业业务利息支出有所下降，整体利息净收入稳步增长，带动营业收入的持续上升，净息差水平基本保持稳定。2019年，瑞丰银行实现利息净收入24.22亿元，较上年增长7.53%，增速较上年基本保持稳定，占营业收入的84.68%（见表13）。

瑞丰银行中间业务收入主要来自代理业务和结算业务，收入规模较小，2019年实现手续费及佣金净收入1.24亿元。2019年，瑞丰银行投资收益大幅增加，主要是由于会计准则变更导致交易性金融资产取得的投资收益调整至“投资收益”科目。2019年，瑞丰银行实现投资收益2.50亿元，占营业收入的8.72%。

瑞丰银行营业支出以业务及管理费和信用

减值损失为主。2019年，由于贷款业务的较快发展，瑞丰银行业务及管理费增长较快，带动成本收入比有所上升，2019年成本收入比为32.66%。另一方面，2019年，瑞丰银行在新金融工具准则下基于预期损失模型对贷款和债权投资等金融资产计提减值准备，当年信用减值损失规模为7.54亿元，其中贷款减值损失5.99亿元、债权投资减值损失1.47亿元。

2019年，得益于利息净收入的稳步增长，瑞丰银行净利润水平持续上升，但业务及管理费的较快增长对净利润的增速带来一定影响，盈利指标基本保持稳定。2019年，瑞丰银行实现净利润10.54亿元，较上年增长7.83%；平均资产收益率为0.98%，平均净资产收益率为10.51%。

表13 盈利水平指标 单位:亿元、%

项 目	2017年	2018年	2019年
营业收入	22.18	26.41	28.60
其中：利息净收入	20.71	22.52	24.22
手续费及佣金净收入	1.00	1.25	1.24
投资收益	0.14	1.29	2.50
营业支出	12.03	14.50	17.09
其中：业务及管理费	7.99	8.07	9.29
资产减值损失/信用减值损失	3.84	6.24	7.54
拨备前利润总额	14.04	18.16	19.12
净利润	8.15	9.78	10.54
净息差	2.01	2.37	2.32
成本收入比	36.14	30.68	32.66
拨备前资产收益率	1.30	1.71	1.78
平均资产收益率	0.75	0.92	0.98
平均净资产收益率	9.89	10.77	10.51

资料来源：瑞丰银行审计报告及提供资料，联合资信整理

4. 资本充足性

瑞丰银行较好的盈利水平为其资本内生增长奠定了良好基础，资本保持充足水平，且上市后将有助于其资本补充渠道的进一步拓宽。2019年，得益于净利润持续增长且现金分红比例较低，瑞丰银行利润留存方式对资本补充效果较为明显。截至2019年末，瑞丰银行股东权益104.50亿元。其中，实收资本13.58亿

元，一般风险准备26.72亿元，未分配利润30.29亿元。

2019年，瑞丰银行进一步调整资产结构，发展轻资本消耗业务，压缩财务杠杆水平，风险加权资产规模及风险资产系数均有所下降。截至2019年末，瑞丰银行加权风险资产余额658.31亿元，风险资产系数59.89%；股东权益与资产总额的比例为9.51%；资本充足率为18.94%，一级资本充足率为15.63%，核心一级资本充足率为15.62%，资本保持充足水平（见表14）。

目前，瑞丰银行A股上市计划处于预披露更新阶段，根据首次公开发行股票招股说明书申报稿，瑞丰银行拟发行不低于1.51亿股且不超过4.53亿股人民币普通股，具体发行数量将由董事会按照股东大会授权与主承销商协商并报中国证监会核准确定。待成功上市后，瑞丰银行资本补充渠道将进一步拓宽。

表14 资本充足性指标 单位：亿元、%

项 目	2017年末	2018年末	2019年末
资本净额	112.70	122.31	124.66
其中：一级资本净额	84.07	94.23	102.92
核心一级资本净额	83.99	94.20	108.84
风险加权资产	734.15	697.54	658.31
风险资产系数	68.67	66.45	59.89
股东权益/资产总额	8.00	9.15	9.51
资本充足率	15.35	17.53	18.94
一级资本充足率	11.45	13.51	15.63
核心一级资本充足率	11.44	13.50	15.62

资料来源：瑞丰银行审计报告，联合资信整理

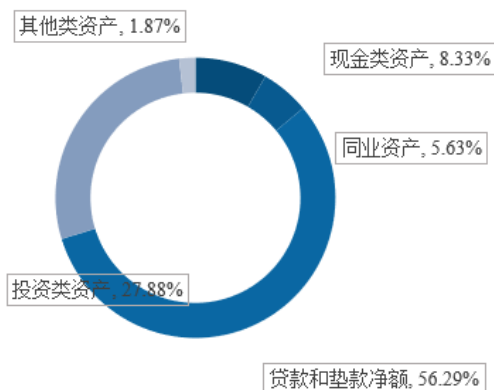
七、债券偿付能力分析

截至本报告出具日，瑞丰银行已发行且尚在存续期内的债券本金合计45亿元，其中二级资本债券本金20.00亿元，金融债券本金25.00亿元。其中，金融债券为商业银行一般负债，偿付顺序在二级资本债券之前。根据《中华人民共和国商业银行法》，商业银行破产清算时，在支付清算费用、所欠职工工资和劳动保险费用后，应当优先支付个人储蓄存款的本金和利息。因此，假若瑞丰银行进行破产清算，存续

金融债券的清偿顺序应劣后于储蓄存款本息，同公司存款等其他一般债务享有相同的情况顺序，优先于二级资本工具、其他一级资本工具、核心一级资本工具。瑞丰银行存续期内的二级资本债券含有减记条款，当触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下自触发事件发生日次日起不可撤销地对本次债券以及已发行的本金减记型其他一级资本工具的本金进行全额减记，任何尚未支付的累积应付利息亦将不再支付。当债券本金被减记后，债券即被永久性注销，并在任何条件下不再被恢复。

从资产端来看，截至 2019 年末，瑞丰银行的资产主要由贷款及垫款和投资资产构成（见图 3），其中贷款和垫款净额占资产总额的 56.29%，不良贷款率为 1.35%；投资资产净额占比 27.88%，其中债券投资占投资资产的 87.88%，逾期投资资产占比较低。整体看，瑞丰银行不良贷款率和逾期投资资产占比均保持在可控水平，资产出现大幅减值的可能性不大；债券投资中政府债券的规模较大，资产端流动性水平较好。

图 3 2019 年末瑞丰银行资产结构

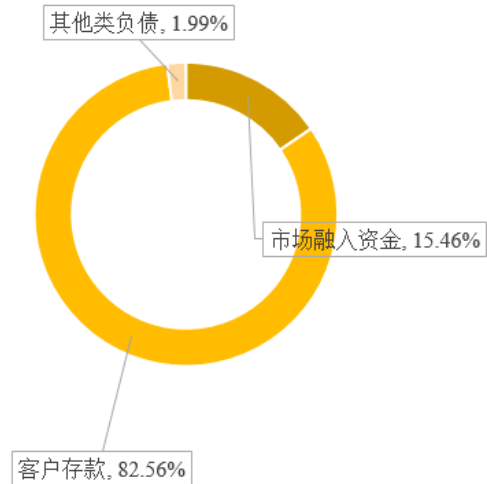


资料来源：瑞丰银行审计报告，联合资信整理

从负债端来看，截至 2019 年末，瑞丰银行负债主要来源于客户存款和市场融入资金，其中客户存款占负债总额的 82.56%，其中个人存款占比客户存款的 69.74%；市场融入资金占比

15.46%，其中同业负债与同业存单余额占负债总额的 10.88%，发行的金融债券和二级资本债分别占负债总额的 2.51%和 2.01%。整体看，瑞丰银行负债结构以客户存款为主，负债稳定性较好。

图 4 2019 年末瑞丰银行负债结构



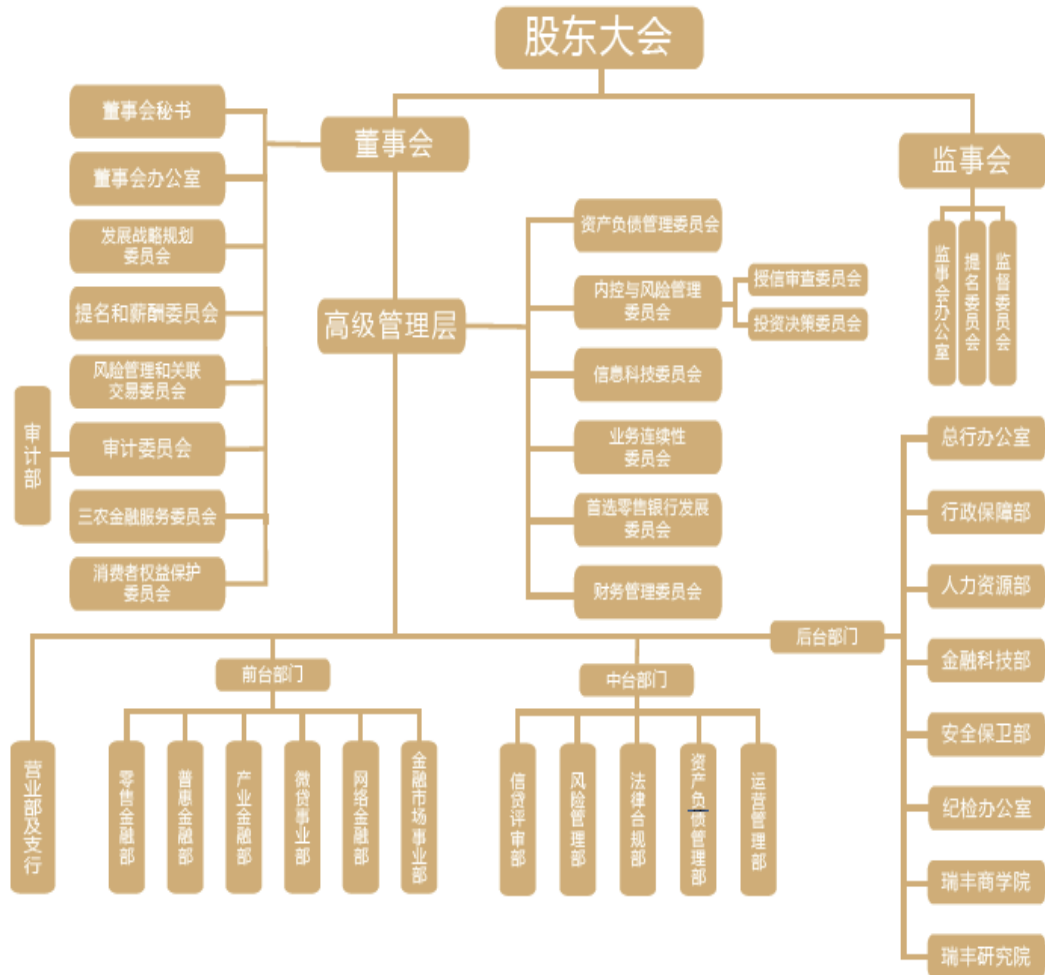
资料来源：瑞丰银行审计报告，联合资信整理

整体看，联合资信认为瑞丰银行未来业务经营能够保持稳定，能够为金融债券及二级资本债券的偿付提供足额本金和利息，债券的偿付能力很强。

八、评级结论

综合上述对瑞丰银行公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时期内瑞丰银行信用水平将保持稳定。

附录 1 2019 年末瑞丰银行组织结构图



附录 2 商业银行主要财务指标计算公式

指标	计算公式
现金类资产	现金+存放中央银行款项
同业资产	存放同业及其他金融机构款项+拆出资金+买入返售金融资产
市场融入资金	同业及其他金融机构存放款项+拆入资金+卖出回购金融资产+同业存单+发行的债券
投资资产	衍生金融资产+交易性金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资+投资性房地产+长期股权投资+其他未按上述科目分类的投资资产
单一最大客户贷款比例	最大单一客户贷款余额/资本净额×100%
最大十家客户贷款比例	最大十家客户贷款余额/资本净额×100%
不良贷款率	不良贷款余额/贷款余额×100%
贷款拨备率	贷款损失准备金余额/贷款余额×100%
拨备覆盖率	贷款损失准备金余额/不良贷款余额×100%
利率敏感度	利率平移一定基点导致净利息收入变动额/全年净利息收入×100%
超额存款准备金率	(库存现金+超额存款准备金)/存款余额×100%
流动性比例	流动性资产/流动性负债×100%
净稳定资金比例	可用的稳定资金/业务所需的稳定资金×100%
流动性覆盖率	(流动性资产/未来30日内资金净流出)×100%
流动性匹配率	加权资金来源/加权资金运用×100%
优质流动性资产充足率	优质流动性资产/短期现金净流出×100%
存贷比	贷款余额/存款余额×100%
风险资产系数	风险加权资产余额/资产总额×100%
资本充足率	资本净额/各项风险加权资产×100%
核心资本充足率	核心资本净额/各项风险加权资产×100%
核心一级资本充足率	核心一级资本净额/各项风险加权资产×100%
一级资本充足率	一级资本净额/各项风险加权资产×100%
杠杆率	(一级资本—一级资本扣减项)/调整后的表内外资产余额×100%
净利差	(利息收入/生息资产-利息支出/付息负债)×100%
净息差	(银行全部利息收入-银行全部利息支出)/全部生息资产
成本收入比	业务及管理费用/营业收入×100%
拨备前资产收益率	拨备前利润总额/[期初资产总额+期末资产总额]/2] ×100%
平均资产收益率	净利润/[期初资产总额+期末资产总额]/2] ×100%
平均净资产收益率	净利润/[期初净资产总额+期末净资产总额]/2] ×100%

附录 3-1 商业银行主体长期信用等级设置及其含义

联合资信商业银行主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附录 3-2 商业银行中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信商业银行中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附录 3-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变