

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

季报如期改善, 资产质量略有分化

——银行行业月报

证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

发布日期: 2018年11月07日

银行

公司简称	17BVPS	18BVPS	18PB	评级
农业银行	4.15	4.42	0.86	买入
平安银行	11.77	12.67	0.86	买入
招商银行	17.69	19.44	1.54	增持
工商银行	5.97	6.56	0.84	增持
建设银行	6.52	7.34	0.95	增持
兴业银行	18.82	20.26	0.79	增持
光大银行	5.24	5.41	0.73	增持

银行相对沪深 300 指数表现

相关报告

- 《银行行业月报: 政策与资金面较为宽松, 板块攻守兼备》 2018-10-17
- 《银行行业点评报告: 流动性保持合理充裕, 银行负债压力进一步减轻》 2018-10-08
- 《银行行业点评报告: 理财与非银资管产品的监管隔阂进一步消除》 2018-10-08

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **季报如期改善, 银行指数小幅跑赢沪深 300 指数。** 10 月下旬以来, 银行三季度报告陆续披露, 上市银行收入端与资产质量继续保持稳中向好的态势, 再次验证了 7 月以来银行估值修复的基本面逻辑。10 月 15 日至 11 月 6 日, 银行指数上涨 6%, 领先沪深 300 指数 2 个百分点。29 个中信一级行业中, 银行区间涨幅位列第 10 位。25 家上市银行全部上涨。其中, 次新银行迎来久违的较大力度反弹, 领涨银行板块。
- **营业收入与利润增速继续稳步改善。** 18Q1-3, 上市银行营业收入与净利润增速延续了 17 年以来持续改善的态势, 但改善幅度均较 18H1 趋缓。值得注意的是, 上市银行前三季度营业收入实现了略高于净利润的增速, 扭转了近两年来营业收入持续低于净利润增速的局面。营业收入增速高于净利润增速局面的重新出现意味着银行业绩阶段性压力已明显减轻, 认为银行后续业绩平稳增长的确定性较高。
- **整体不良率继续稳步改善。** 18 年 Q1-3, 尽管宏观经济面临较大的下行压力, 但上市银行不良率整体仍延续 17 年以来稳中有降的良好态势。18Q3 末, 上市银行不良贷款率为 1.54%, 较 H1 末微降 0.01 个百分点。宏观经济增速稳中略降的走势与银行不良率稳中略降的走势有所背离。造成该现象的主要原因有两个: 一是目前宏观经济下行幅度可控, 经济下行压力带来的新增不良资产有限; 二是银行业对存量不良资产保持较大的核销力度。现阶段, 银行业整体拨备覆盖率明显高于行业监管标准, 因此, 银行现阶段对不良贷款的较大核销力度具有可持续性。
- **投资建议。** 银行三季报业绩整体延续了稳中向好的态势, 营业收入与净利润增速稳步改善, 资产质量稳定, 银行基本面向好的逻辑被持续验证。预计 18 年银行盈利仍将保持稳中向好的态势, 资产质量仍能保持稳定。截至 18 年 11 月 5 日, 银行板块与沪深 300 指数 PB (LF) 分别为 0.87 与 1.32 倍, 银行板块估值相对沪深 300 合理偏低, 维持行业“同步大市”投资评级。建议除重点关注稳健的大行外, 还关注收入端与资产质量改善预期较大的股份行, 重点关注平安银行、兴业银行与光大银行。
- **风险提示:** 经济表现不及预期, 市场利率大幅上行, 系统性风险。

内容目录

1. 行情跟踪：银行指数跑赢沪深 300 指数.....	3
2. 上市银行三季报综述.....	4
2.1. 营业收入与利润增速继续稳步改善.....	4
2.2. 净息差如期改善，股份行改善更明显.....	5
2.3. 市场利率下行，股份行与城商行净息差明显改善.....	6
2.4. 手续费及佣金净收入增长乏力，内部表现分化.....	7
2.5. 整体不良率继续稳步改善，个股之间略有分化.....	8
2.6. 隐匿不良资产出清仍在持续，对资产质量稳定性保持乐观.....	10
2.6.1. 不良认定趋严，不良偏离度下降.....	10
2.6.2. 关注类贷款占比持续下降.....	10
2.6.3. 逾期贷款占比上升或为短期现象.....	11
3. 投资建议.....	12
4. 风险提示.....	13

图表目录

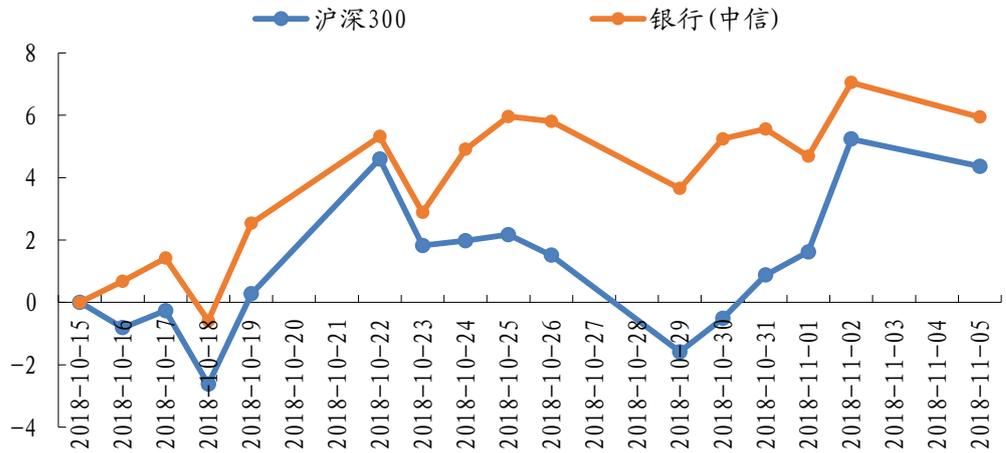
图 1: 18 年 10 月 15 日-11 月 5 日银行指数与沪深 300 指数区间涨跌幅 (%) 走势图.....	3
图 2: 各行业指数 (中信) 10 月 15 日-11 月 6 日区间涨跌幅 (%).....	3
图 3: 各上市银行 10 月 15 日-11 月 5 日区间涨跌幅 (%).....	4
图 4: 2012-18 年上市银行营业收入增速.....	5
图 5: 2012-18 年上市银行净利润增速.....	5
图 6: 2012-18 年上市银行利息净收入同比增速.....	5
图 7: 2012-18 年上市银行净息差 (%).....	6
图 8: 2012-18 年上市银行净息差同比增长率.....	6
图 9: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%).....	7
图 10: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%).....	7
图 11: 2017-18 年同业存单发行利率 (%).....	7
图 12: 2017-18 年质押式回购利率 (%).....	7
图 13: 2012-18 年上市银行手续费及佣金净收入增速.....	8
图 14: 2012-18 年上市银行不良率 (%).....	9
图 15: 2012-18 年上市银行逾期贷款占比 (%).....	9
图 16: 2012-18 年上市银行 90 天以上逾期贷款/不良贷款.....	10
图 17: 2012-18 年上市银行关注类贷款占比.....	11
图 18: 2013-18 年上市银行 90 天内逾期贷款占比.....	11
图 19: 2017-18 年上市银行 90 天以上逾期贷款占比.....	11
图 20: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM).....	12
图 21: 银行与沪深 300 指数 PB(LF).....	12
表 1: 重点公司估值表.....	12

1. 行情跟踪：银行指数跑赢沪深 300 指数

10 月下旬以来，银行三季度报告陆续披露，上市银行收入端与资产质量继续保持稳中向好的态势，再次验证了 7 月以来银行估值修复的基本面逻辑。10 月下半旬以来，政策底特征明显，市场经历了 10 上半旬的下跌之后有所回暖。纵观 10 月表现，银行指数在沪深 300 指数明显下跌阶段均表现出较强的防御性。10 月 15 日至 11 月 6 日，银行指数上涨 6%，领先沪深 300 指数 2 个百分点。

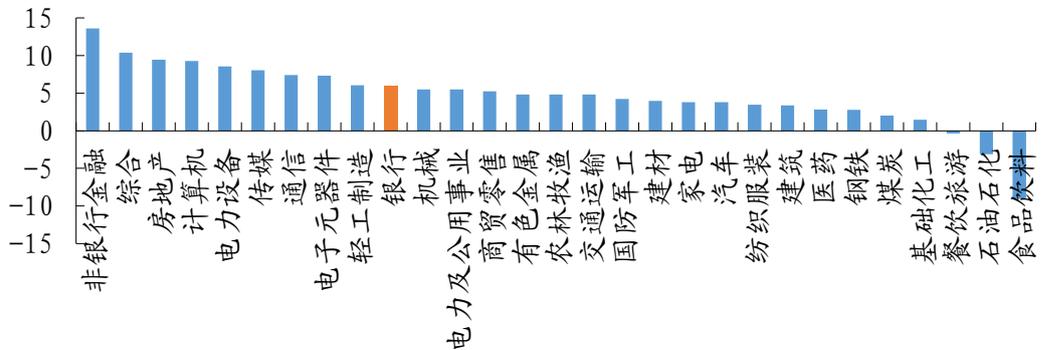
分阶段看，10 月 15 日-10 月 23 日与 11 月 3 日-11 月 5 日期间，银行指数与沪深 300 指数表现较为同步；10 月 24-10 月 29 日，银行指数较为稳定，而沪深 300 指数明显回调，银行指数一度领先沪深 300 指数 5 个百分点；10 月 30 日-11 月 2 日，沪深 300 指数明显反弹，表现好于银行指数。29 个中信一级行业中，银行业 10 月 15 日-11 月 5 日区间涨幅位居第 10 位。

图 1：18 年 10 月 15 日-11 月 5 日银行指数与沪深 300 指数区间涨跌幅（%）走势图



资料来源：Wind, 中原证券

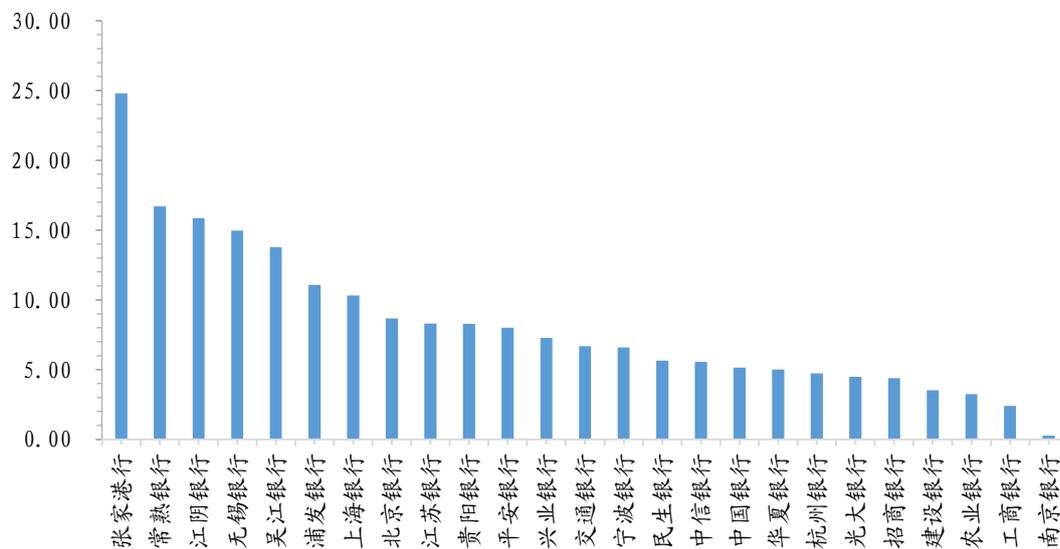
图 2：各行业指数（中信）10 月 15 日-11 月 6 日区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 中原证券

25 家上市银行全部上涨。其中，次新银行迎来久违的较大力度反弹，5 家农商行涨幅均超 10%，上海银行、江苏银行及贵阳银行等 3 家次新城商行表现也较为突出，涨幅均超 8%。股份行中，基本面预期改善幅度较大的浦发银行、平安银行与兴业银行表现靠前。国有行、绩优中小行及部分股价 7 月以来修复力度较大的股份行表现靠后。

图 3: 各上市银行 10 月 15 日-11 月 5 日区间涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

2. 上市银行三季报综述

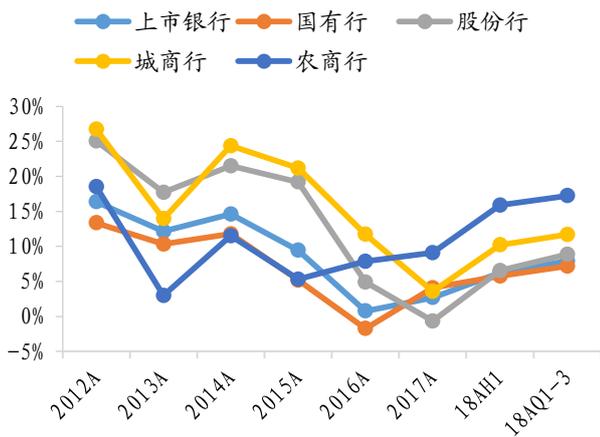
2.1. 营业收入与利润增速继续稳步改善

18Q1-3, 上市银行营业收入与净利润增速延续了 17 年以来持续改善的态势, 但改善幅度均较 18H1 趋缓。值得注意的是, 上市银行前三季度营业收入实现了略高于净利润的增速, 扭转了近两年来营业收入持续低于净利润增速的局面。营业收入增速高于净利润增速局面的重新出现意味着银行业绩阶段性压力已明显减轻, 认为银行后续业绩平稳增长的确定性较高。

18Q1-3, 上市银行营业收入同比增长 7.92%, 较 18H1 提升 1.69 个百分点。从增速来看, 农商行 (+17.24%) > 城商行 (+11.69%) > 股份行 (+8.87%) > 国有行 (+7.18%)。值得注意的是, 在 2017Q1-2018Q1 期间, 股份行营业收入连续低于国有行, 18H1 股份行收入增速已重新超越国有行, 18Q1-3 股份行营业收入继续保持了高于国有行的增速。从营业收入增速改善幅度看, 各类型银行收入增速均较 18H1 有所提升, 股份行 (+2.34 百分点) > 城商行 (+1.48 百分点) > 国有行 (+1.42 百分点) > 农商行 (1.34 百分点)。

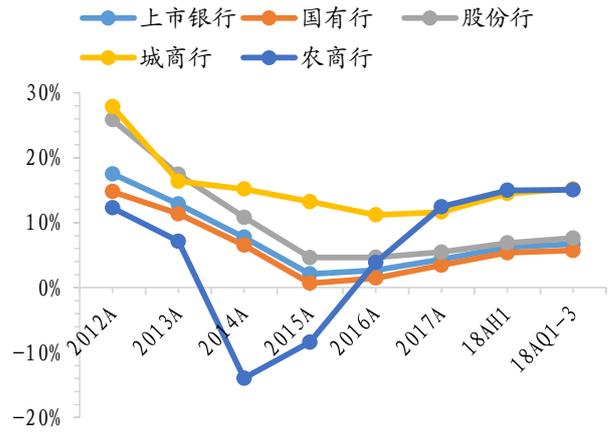
18Q1-3, 上市银行净利润同比增长 6.70%, 较 18H1 提升 0.76 百分点, 各类型银行净利润增速均较 18H1 有所提升。从增速看, 城商行 (+15.20%) > 农商行 (+15.05%) > 股份行 (+7.64%) > 国有行 (+5.71%)。从净利润增速改善幅度来看, 股份行 (+0.78 百分点) > 城商行 (+0.71 百分点) > 国有行 (+0.35 百分点) > 农商行 (+0.08 百分点)。

图 4: 2012-18 年上市银行营业收入增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2012-18 年上市银行净利润增速



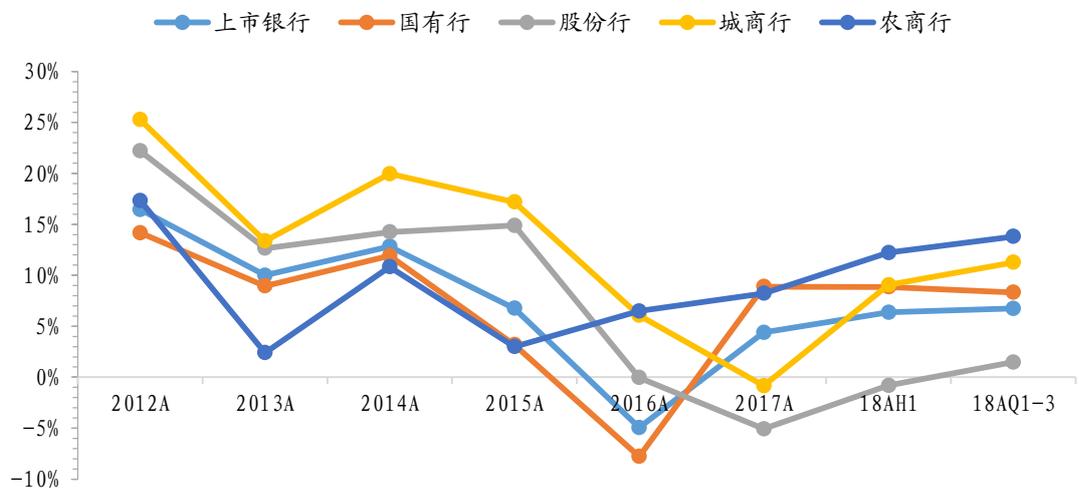
资料来源: Wind, 中原证券

2.2. 净息差如期改善, 股份行改善更明显

18Q1-3, 上市银行利息净收入实现较快增长, 同比增长 6.73%, 增速较 18H1 提升 0.37 个百分点。除国有行利息净收入增速较 18H1 略有回落外, 其他类型银行利息净收入增速均较 H1 改善。

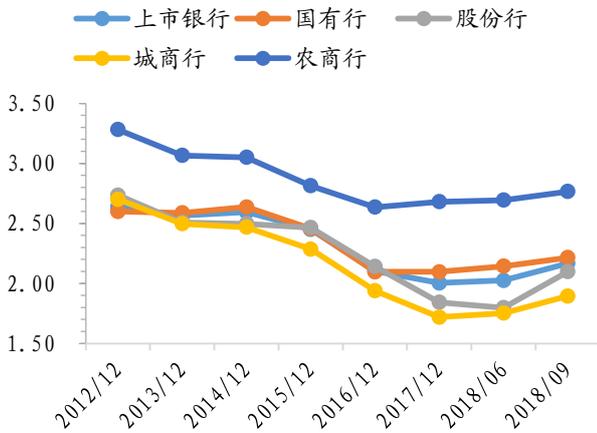
18Q1-3, 国有行利息净收入同比增长 8.32%, 较 H1 下降 0.54 个百分点。然而, 股份行、城商行、农商行同比增速均较 18H1 改善。利息净收入同比增速而言, 农商行 (+13.80%) > 城商行 (+11.27%) > 股份行 (1.48%)。利息净收入增速改善幅度而言, 股份行 (+2.28 百分点) > 城商行 (+2.21 百分点) > 农商行 (+1.58 百分点)。利息净收入增速的改善主要来自于净息差同比增速的改善。18Q1-3, 各类型银行净息差同比增速改善幅度如下: 股份行 (+1.34 百分点) > 城商行 (-0.25 百分点) > 农商行 (-1.35 百分点)。

图 6: 2012-18 年上市银行利息净收入同比增速



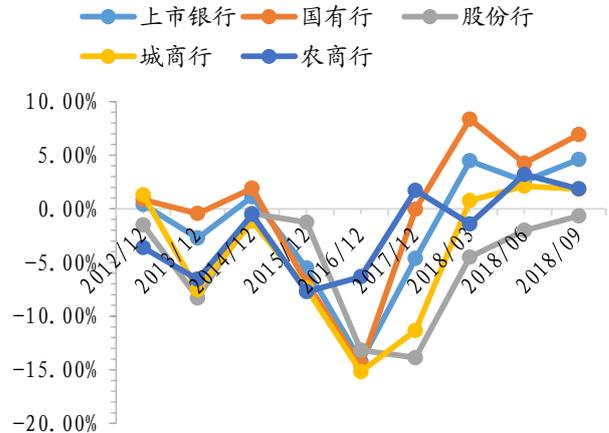
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 2012-18 年上市银行净息差 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 2012-18 年上市银行净息差同比增长率



资料来源: Wind, 中原证券

值得注意的是, 大部分股份行与全部国有行已于 18 年初采用了新会计准则。在新会计准则下, 货币基金取得的收益全部计入投资收入, 而此前大部分计入利息收入。股份行配置的货币基金占生息资产的比重相对国有行较大, 货币基金收益计入方式对利息收入的影响相对较大。如将该部分收益还原至可比口径, 股份行利息净收入应已于 18H1 实现同比增长, 18Q1-3 净利息收入实际增速也应高于季报公布的数据。

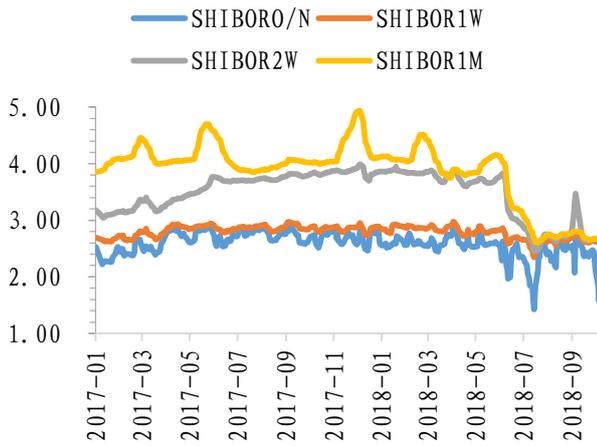
2.3. 市场利率下行, 股份行与城商行净息差明显改善

市场利率于 18Q1 冲高后持续回调, 3 月末-4 月末, 受普惠金融定向降准新政和财政存款下放因素影响, 银行流动性较为充裕, 1M/3M/6M/1Y 期限市场利率明显回落。5 月以来, 市场利率较为稳定。7 月以来, 债转股与小微企业融资定向降准落地, 央行加大 MLF 投放力度, 银行间流动性充裕, 市场利率明显下降。10 月 15 日, 年内第四次降准落地, 银行体系流动性保持充裕稳定的局面。现阶段, 1M-1Y 期限的市场利率已低于 17 年中枢 1 个百分点, 市场利率下行对净息差的提振效果将逐步释放。

市场利率下行对不同类别银行净息差的影响有差异。在市场利率上行过程中, 股份行与城商行净息差相对国有行和农商行受到的负面影响更大, 这是造成 17 年国有行与农商行净息率先企稳回升而股份行净息差继续收窄的主要原因。同理, 市场利率下行过程中, 股份行与城商行净息差相对国有行与农商行受到的正面影响更大, 这在 18H1 与 118Q1-3 上市银行净息差上已有体现。

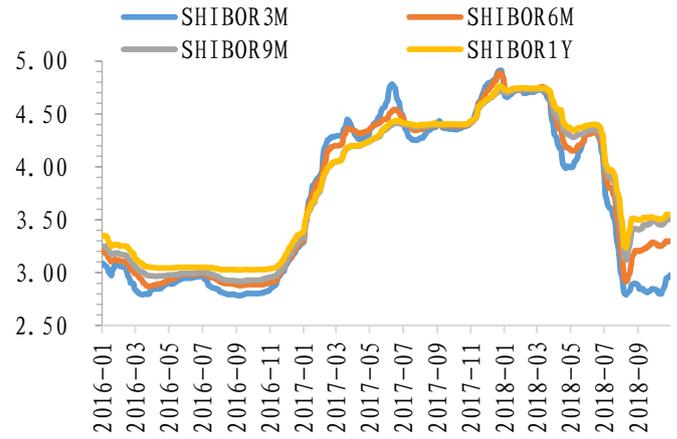
预计年内银行流动性仍将保持合理充裕的局面。在这种局面下, 银行同业负债成本率下降, 同时, 市场利率的下降也会传导到资产端的定价, 下半年银行资产端收益率或进入平台期。对于股份行和城商行, 因同业负债占总负债的比重较高, 且同业负债成本下降先于资产端收益率下降, 净息差存在继续改善窗口。对于国有行和农商行, 因同业负债成本对负债端成本率的影响不大, 且资产端收益率预计将进入平台期, 净息差改善空间将受到限制。

图 9: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%)



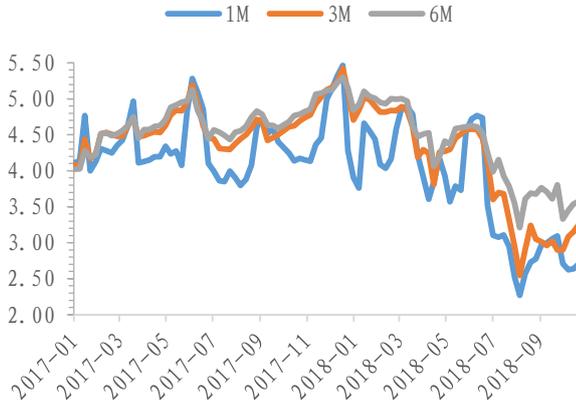
资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%)



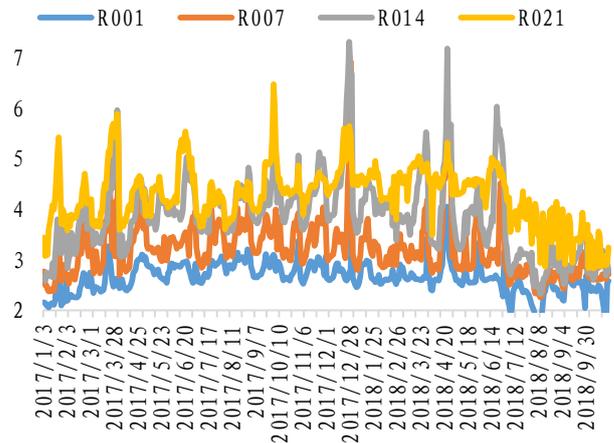
资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 2017-18 年同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 2017-18 年质押式回购利率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

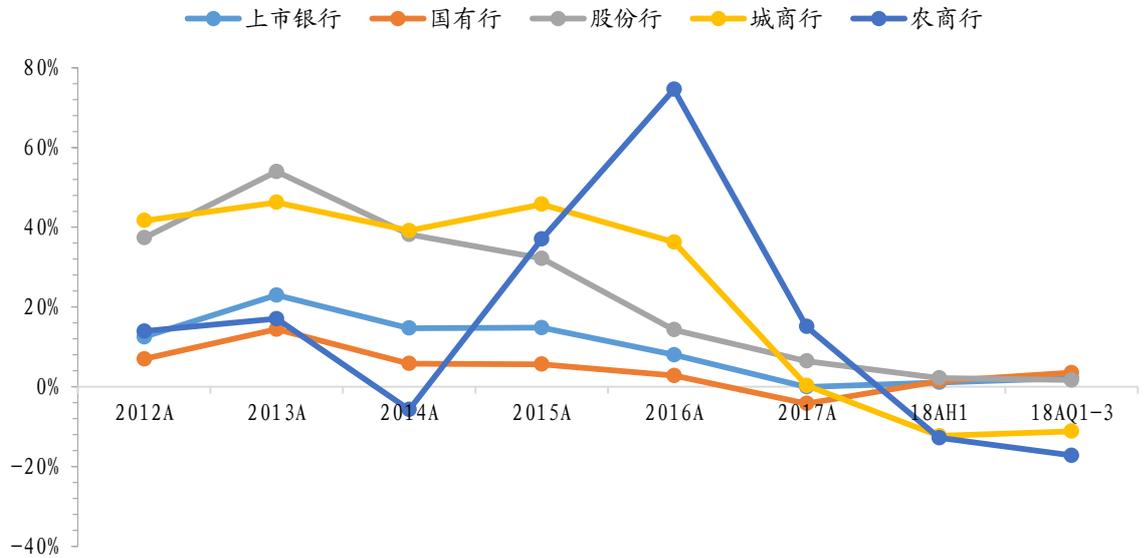
2.4. 手续费及佣金净收入增长乏力, 内部表现分化

18Q1-3, 上市银行整体手续费及佣金净收入仍较为增长乏力, 但较 18H1 边际改善。18Q1-3, 上市银行手续费及佣金净收入同比增长 2.13%, 较 H1 提升 0.98 个百分点。从增速看, 国有行 (+3.50%) > 股份行 (+1.68%) > 城商行 (-11.20%) > 农商行 (-17.22%)。从增速改善情况来看, 国有行增速环比提升幅度较大, 城商行降幅收窄, 股份行增速环比略有微降, 农商行同比降幅进一步扩大。

虽然上市银行手续费及佣金净收入整体增长乏力, 但内部却分化明显。具体有两方面的表现: 分化一, 不同业务手续费及佣金收入表现较为分化。其中, 银行卡手续费增速仍维持在高位, 理财业务与代销业务手续费继续负增长。分化二, 不同类型银行手续费及佣金收入表现分化。其中, 股份行与国有行手续费及佣金收入实现增长, 而城商行与农商行手续费及佣金收入则同比较大下降, 此外, 国有行手续费及佣金净收入增速趋势与农商行甚至有所背离。不同类型银行手续费及佣金净收入表现分化的主要原因在于: 金融监管及资管新规对中小行负面

冲击大于大型银行。

图 13: 2012-18 年上市银行手续费及佣金净收入增速



资料来源: Wind, 中原证券

预计手续费及佣金净收入仍会面临增长乏力的局面, 这种局面或将贯穿整个理财新规过渡期。17 年以来银行卡手续费持续高增长, 较大幅度缓冲了监管对理财业务、代理业务等收费费的负面影响, 未来银行卡手续费增速下行可能性很大。

至于理财业务手续费, 资管新规过渡期内银行老理财产品规模压缩幅度大于新产品的推出力度, 预计理财产品规模逐年压缩, 理财业务手续费随规模下降而下降。目前银行理财产品仍以预期收益率型为主, 净值化产品占比低。大部分预期收益率型理财产品不满足资管新规的要求, 这部分理财规模会在过渡期有序压缩。与预期收益率型产品相比, 净值化产品收益波动性较大, 这与银行理财客户的风险偏好匹配性较弱。虽然早在资管新规征求意见稿出台以来, 各银行都在加大对净值类产品的宣传力度和对理财客户的教育力度, 但这些措施产生效果需要长时间的积累。

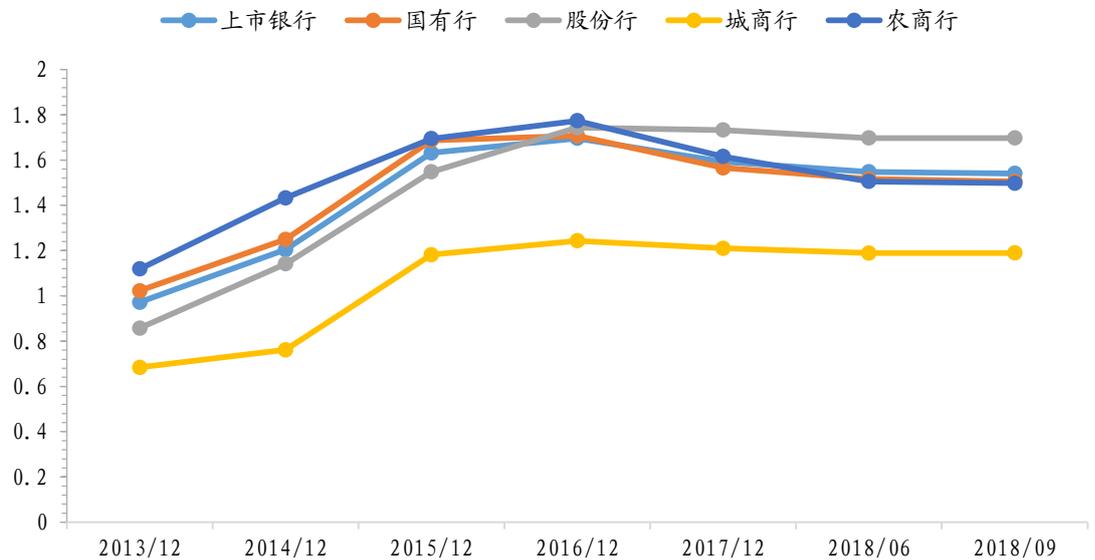
2.5. 整体不良率继续稳步改善, 个股之间略有分化

18 年前三季度, 尽管宏观经济面临较大的下行压力, 但上市银行不良率整体仍延续 17 年以来稳中有降的良好态势。18Q3 末, 上市银行不良贷款率为 1.54%, 较 H1 末微降 0.01 个百分点。

宏观经济增速稳中略降的走势与银行不良率稳中略降的走势有所背离。造成该现象的主要原因有两个: 一是目前宏观经济下行幅度可控, 经济下行压力带来的新增不良资产有限; 二是银行业对存量不良资产保持较大的核销力度, 根据人民银行公布的近两年核销贷款数据, 银行业 1-9 月核销贷款规模同比增长 35%, 其中, 第三季度同比增长 25%。现阶段, 银行业整体拨备覆盖率明显高于行业监管标准, 因此, 银行现阶段对不良贷款的较大核销力度具有持续性。

也正是基于上述两个原因，认为，现阶段银行资产质量不具备大幅大面积恶化的条件，银行资产质量能够保持稳定。

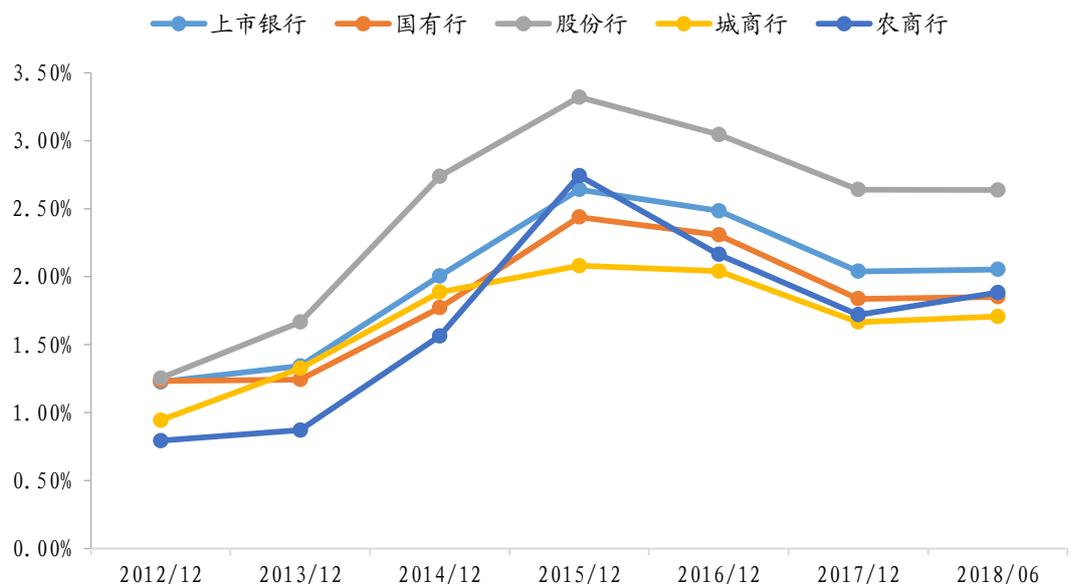
图 14: 2012-18 年上市银行不良率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

此前，考虑到上半年银行业逾期贷款占比（尤其是 90 天以内逾期贷款占比）较 17 年末上升，我们预计银行业下半年资产质量改善幅度或收窄，三季报的数据印证了这一观点。18Q3 末，上市银行整体不良率为 1.54%，较 H1 末微降 0.01 百分点，降幅较此前收窄。

图 15: 2012-18 年上市银行逾期贷款占比 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

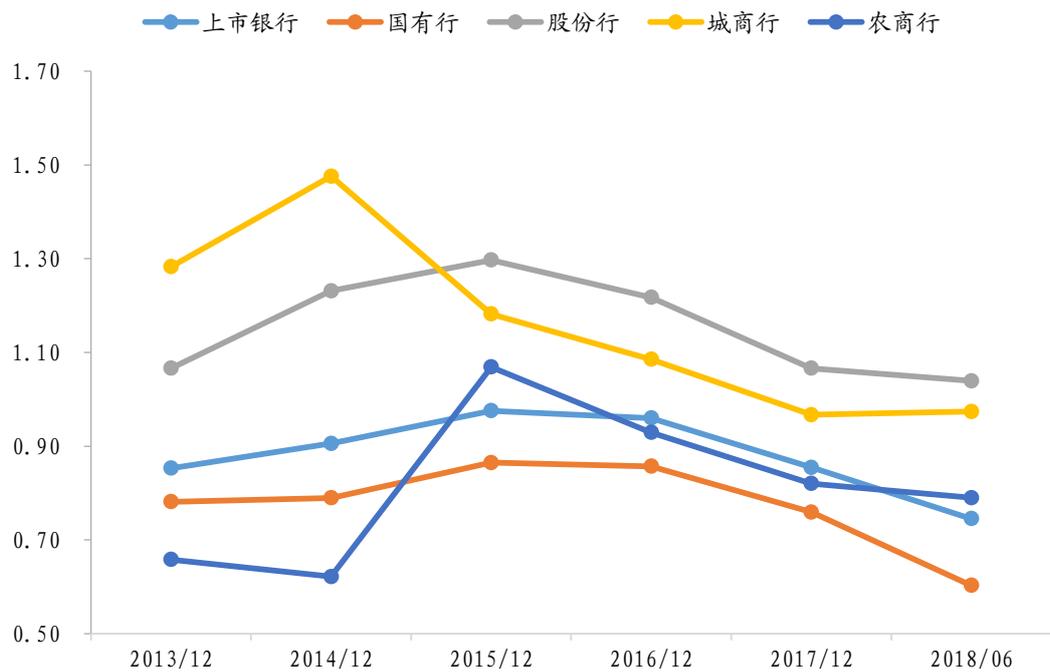
个股之间不良率略有分化。从不良率水平看，国有行（1.51%）与农商行（1.50%）不良率接近行业整体水平，股份行（1.70%）不良率高于上市银行整体水平 0.16 个百分点，城商行（1.19%）低于上市银行整体水平 0.35 个百分点。从改善幅度看，国有行（改善 0.01 百分点）与农商行（改善 0.01 百分点）改善幅度接近上市银行整体改善幅度，股份行和城商行不良率与 H1 末持平。

2.6. 隐匿不良资产出清仍在持续，对资产质量稳定性保持乐观

2.6.1. 不良认定趋严，不良偏离度下降

18H1，上市银行不良资产的认定进一步趋严。18H1 末，上市银行 90 天以上逾期贷款余额与不良贷款余额之比（以下简称不良偏离度）由 0.85 进一步下降至 0.75。除城商行外，各类型银行不良偏离度均较 17 年末下降。具体而言，国有行不良偏离度为 0.6，较 17 年末下降 0.16，不良偏离度绝对值水平与改善幅度均领为各类型上市银行最好水平；股份行不良偏离度较 17 年末下降 0.03 至 1.04，不良偏离度高于其他类型银行；城商行不良偏离度为 0.97，与 17 年末持平，好于股份行整体水平，但弱于上市银行整体水平。

图 16: 2012-18 年上市银行 90 天以上逾期贷款/不良贷款

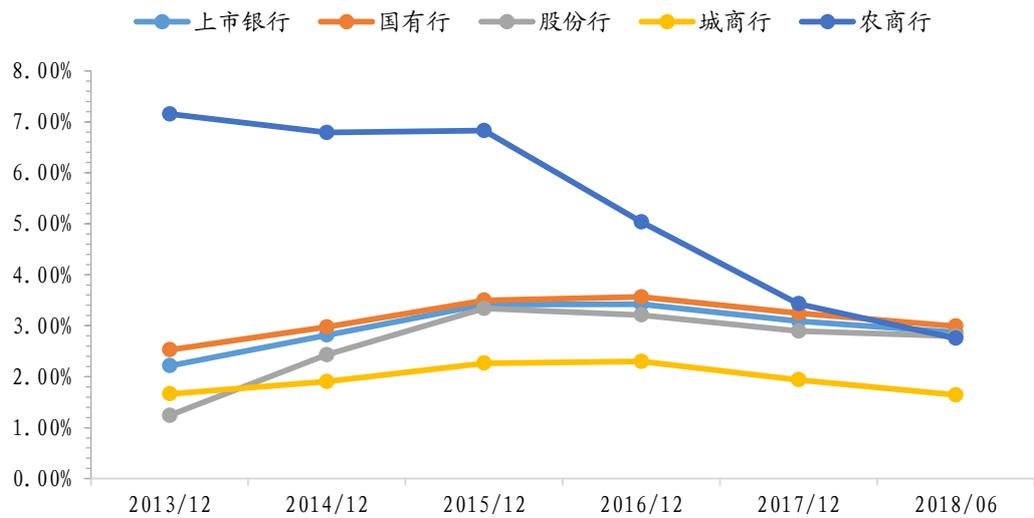


资料来源: Wind, 中原证券

2.6.2. 关注类贷款占比持续下降

18H1 末，上市银行关注类贷款占比关注类贷款占比继续稳中有降，上市银行关注类贷款较 17 年末改善 0.22 个百分点至 2.87%，其中，农商行（-0.68 百分点）改善幅度最大，城商行（-0.3 百分点）与国有行（-0.25 百分点）改善幅度居中，股份行（-0.09 百分点）改善幅度最小。

图 17: 2012-18 年上市银行关注类贷款占比

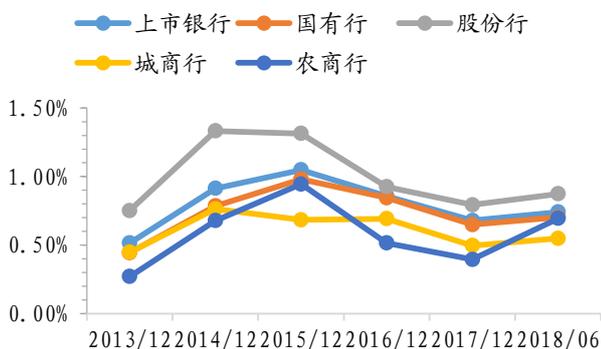


资料来源: Wind, 中原证券

2.6.3. 逾期贷款占比上升或为短期现象

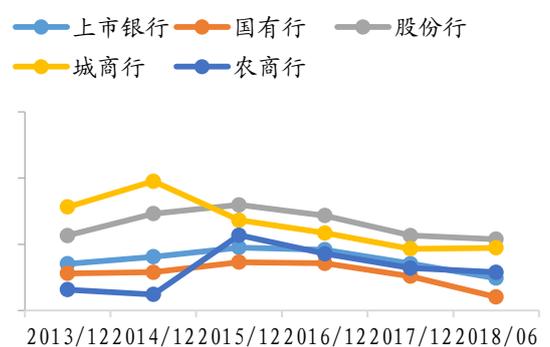
18H1 末, 上市银行逾期贷款类占比则有所反弹。逾期贷款中, 90 天以内的逾期贷款占比由下降转为上升, 90 天以上逾期贷款占比仍保持稳中有降的态势。截至 18H1 末, 上市银行逾期贷款占比较 17 年末微升 0.01 百分点至 2.05%。其中, 90 天内逾期贷款占比较 17 年末上升 0.06 百分点至 0.74%, 90 天以上逾期贷款占比较 17 年末下降 0.21 百分点至 1.15%。各类型银行 90 天以上逾期贷款占比改善幅度如下: 国有行 (-0.28 百分点) > 农商行 (-0.13 百分点) > 股份行 (-0.09 百分点) > 城商行 (-0.01 百分点)。各类型银行 90 天以内逾期贷款占比上升幅度如下: 农商行 (+0.29 百分点) > 股份行 (+0.08 百分点) > 城商行 (+0.05 百分点) = 国有行 (+0.05 百分点)。

图 18: 2013-18 年上市银行 90 天内逾期贷款占比



资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 2017-18 年上市银行 90 天以上逾期贷款占比



资料来源: Wind, 中原证券

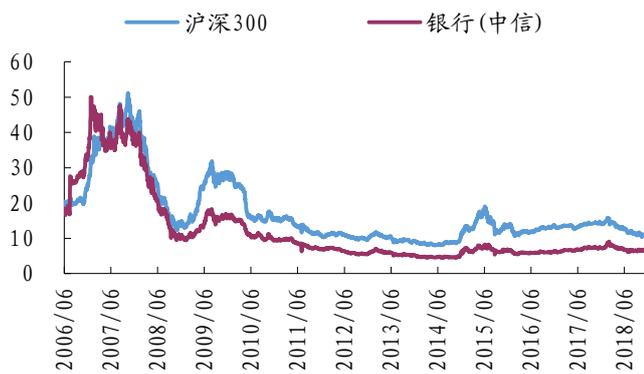
逾期贷款占比反弹或有两方面的原因: 一是经济增速较 17 年有所下行, 部分企业盈利恶化, 还款能力受到负面影响; 二是受资管新规及委托贷款新规影响, 5-6 月表外融资规模超预期

期下降,造成部分企业现金流紧张,进而短期内还款能力受到负面影响。由于逾期贷款占比上升主要是 90 天内逾期贷款占比上升,时间上与 5-6 月份表外融资超预期下降吻合,因此认为,二季度社融规模超预期下降在逾期贷款占比上升过程中起主导作用,宏观经济对资产质量的威胁不大。

3. 投资建议

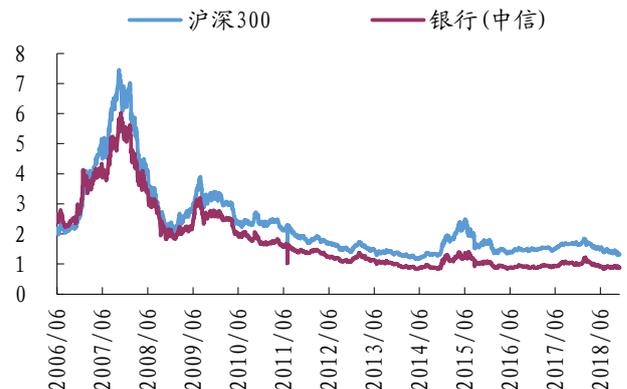
银行三季报业绩整体延续了稳中向好的态势,营业收入与净利润增速稳步改善,资产质量稳定,银行基本面向好的逻辑被持续验证。预计 18 年银行盈利仍将保持稳中向好的态势,资产质量仍能保持稳定。截至 18 年 11 月 5 日,银行板块与沪深 300 指数 PB(LF) 分别为 0.87 与 1.32 倍,银行板块估值相对沪深 300 合理偏低,维持行业“同步大市”投资评级。建议除重点关注稳健的大行外,还关注收入端与资产质量改善预期较大的股份行,重点关注平安银行、兴业银行与光大银行。

图 20: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM)



资料来源: Wind,中原证券

图 21: 银行与沪深 300 指数 PB(LF)



资料来源: Wind,中原证券

表 1: 重点公司估值表

银行简称	收盘价 (元)	EPS(元)			PE(倍)			BVPS(元)			PB(倍)		
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
农业银行	3.79	0.59	0.6	0.65	6.42	6.32	5.83	4.15	4.42	4.85	0.91	0.86	0.78
平安银行	10.84	1.35	1.45	1.55	8.03	7.48	6.99	11.77	12.67	13.94	0.92	0.86	0.78
招商银行	29.87	2.78	3.23	3.69	10.74	9.25	8.09	17.69	19.44	21.84	1.69	1.54	1.37
工商银行	5.53	0.8	0.84	0.9	6.91	6.58	6.14	5.97	6.56	7.18	0.93	0.84	0.77
建设银行	7	0.97	1.03	1.12	7.22	6.80	6.25	6.52	7.34	8.08	1.07	0.95	0.87
兴业银行	16.06	2.75	2.97	3.26	5.84	5.41	4.93	18.82	20.26	22.55	0.85	0.79	0.71
光大银行	3.96	0.6	0.65	0.71	6.60	6.09	5.58	5.24	5.41	5.86	0.76	0.73	0.68

资料来源: Wind, 中原证券。注: 收盘价为 2018 年 11 月 6 日收盘价。

4. 风险提示

- 1) 经济表现不及预期;
- 2) 市场利率大幅上行;
- 3) 系统性风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。

