

银行行业

三季度报前瞻：业绩惯性下行消化悲观预期，景气度边际回升修复估值

核心观点：

- **预计 2020Q3 资产规模扩张速度继续放缓，其中信贷增速季节性下降、投资类资产保持较快增长。** 具体来看：（1）信贷投放节奏逐渐回归常态，年内信贷增量和增速走势将呈现前高后低的季节性特征，预计 Q3 信贷同比增速较 Q2 放缓，信贷结构上，随着零售信贷需求的恢复性增长，预计新增信贷配置上向零售倾斜，对公信贷方面将继续提高中长期贷款占比，优化结构；（2）根据 2020 年政府债券发行额度和发行节奏，预计 Q3 政府债券供给较多，在此背景下，银行表内债券配置力度将依然较大，支撑投资类资产保持较快增长。
- **预计 Q3 息差环比下行，非息收入增速走稳，前三季度上市银行合计营收增速放缓至 4% 左右。** 具体来看：（1）预计 Q3 息差环比继续下行，叠加规模增速放缓的影响，利息净收入增速将继续下降。息差下行的主要原因一是资产端受部分存量贷款重定价的滞后性影响，收益率仍面临下行压力；二是存款分布不均可能导致部分银行加大主动性负债配置，预计行业整体负债端成本率改善幅度不大。（2）非息方面，随着零售业务增长继续修复，手续费及佣金净收入增速预计延续 Q2 的改善态势，市场利率大幅上升阶段已过，其他非息对营收拖累预计减弱。
- **预计 Q3 不良处置和拨备计提仍将保持较大力度，前三季度上市银行合计归母净利润增速或放缓至 -14% 左右。** 虽然延期还本付息政策延后了对公不良暴露，但考虑到部分企业潜在违约风险仍存，预计银行仍会前瞻性加大风险的认定和处置力度，以缓解明年 3 月底政策退出后的一次性风险暴露压力，而零售方面，预计信用卡贷款在 Q3 面临不良暴露再次上升的可能，总的来看，预计行业整体 Q3 不良生成和信用成本保持较高水平，结合对营收增长的判断，我们认为 Q3 上市银行基本面继续下行的趋势较为确定。受客户基础、风控能力以及拨备水平的影响，个股之间业绩继续分化。
- **投资建议：** 从目前板块估值水平来看，今年业绩负增长带来的估值下行风险基本兑现。实体需求继续向好，表内外信用供给收敛，财政扩张继续，真实景气度在边际回升。社融加速冲高趋势中，货币宽松必要性下降，监管出镜频率明显上升，流动性环境进行敏感期，这种经济金融环境，优势区域银行、战略定力股份行、高股息稳健大行可能会形成银行板块接力行情，建议积极关注。
- **风险提示：**（1）疫情持续时间超预期；（2）国际金融风险超预期。

行业评级

买入

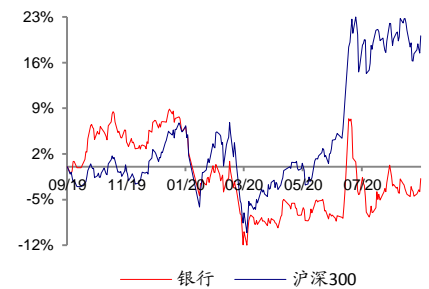
前次评级

买入

报告日期

2020-09-20

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

分析师：

王先爽



SAC 执证号：S0260520040002



021-60750604



wangxianshuang@gf.com.cn

请注意，倪军、万思华、王先爽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：

银行行业:本期存单发行利率 2020-09-20

较上期上涨约 4.8BP —— 银

行融资追踪 第二十二期

银行行业:信贷投放向零售倾 2020-09-14

斜，息差压力逐步放缓

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
工商银行	601398.SH	CNY	4.98	2020/9/1	买入	6.65	0.71	0.75	7.05	6.64	0.67	0.63	9.86	9.79
建设银行	601939.SH	CNY	6.24	2020/9/3	买入	8.06	0.87	0.93	7.17	6.71	0.70	0.65	10.04	10.05
农业银行	601288.SH	CNY	3.20	2020/9/1	买入	3.72	0.50	0.53	6.40	6.04	0.60	0.56	9.61	9.68
中国银行	601988.SH	CNY	3.24	2020/9/1	买入	4.19	0.51	0.53	6.41	6.06	0.54	0.50	8.72	8.63
邮储银行	601658.SH	CNY	4.62	2020/8/31	买入	6.13	0.56	0.63	8.25	7.33	0.75	0.70	9.50	9.85
交通银行	601328.SH	CNY	4.68	2020/8/31	买入	6.89	0.79	0.83	5.92	5.64	0.48	0.45	8.20	8.13
招商银行	600036.SH	CNY	38.99	2020/8/30	买入	40.18	3.36	3.78	11.60	10.31	1.55	1.40	14.00	14.29
中信银行	601998.SH	CNY	5.18	2020/8/28	买入	7.65	0.80	0.85	6.48	6.09	0.54	0.50	8.59	8.60
浦发银行	600000.SH	CNY	9.94	2020/8/30	买入	12.27	1.35	1.65	7.36	6.02	0.57	0.53	7.86	9.09
兴业银行	601166.SH	CNY	16.40	2020/8/30	买入	20.16	2.57	2.77	6.38	5.92	0.65	0.60	10.57	10.51
光大银行	601818.SH	CNY	3.77	2020/8/30	买入	4.77	0.56	0.62	6.73	6.08	0.59	0.55	9.02	9.42
平安银行	000001.SZ	CNY	16.07	2020/8/27	买入	16.55	1.21	1.30	13.28	12.36	1.07	0.99	8.28	8.33
上海银行	601229.SH	CNY	8.45	2020/8/25	买入	10.87	1.40	1.49	6.04	5.67	0.70	0.64	12.07	11.75
宁波银行	002142.SZ	CNY	34.29	2020/8/30	买入	40.34	2.74	3.35	12.51	10.24	1.87	1.62	16.33	16.99
南京银行	601009.SH	CNY	8.66	2020/8/30	买入	10.74	1.26	1.37	6.87	6.32	0.89	0.80	14.48	13.30
杭州银行	600926.SH	CNY	12.93	2020/8/28	买入	12.43	1.41	1.60	9.17	8.08	1.14	1.03	13.04	13.41
常熟银行	601128.SH	CNY	8.70	2020/8/23	买入	8.70	0.67	0.74	12.99	11.76	1.30	1.20	10.42	10.55
工商银行	01398.HK	HKD	4.25	2020/9/1	买入	5.78	0.71	0.75	5.25	4.94	0.50	0.47	9.86	9.79
建设银行	00939.HK	HKD	5.32	2020/9/3	买入	7.03	0.87	0.93	5.33	4.99	0.52	0.48	10.04	10.05
农业银行	01288.HK	HKD	2.55	2020/9/1	买入	3.00	0.50	0.53	4.45	4.20	0.42	0.39	9.61	9.68
中国银行	03988.HK	HKD	2.51	2020/9/1	买入	3.24	0.51	0.53	4.33	4.09	0.37	0.34	8.72	8.63
交通银行	03328.HK	HKD	3.90	2020/8/31	买入	6.04	0.79	0.83	4.31	4.10	0.35	0.32	8.20	8.13
招商银行	03968.HK	HKD	39.45	2020/8/30	买入	39.55	3.36	3.78	10.24	9.10	1.37	1.24	14.00	14.29
中信银行	00998.HK	HKD	3.17	2020/8/28	买入	6.47	0.80	0.85	3.46	3.25	0.29	0.27	8.59	8.60
中国光大银行	06818.HK	HKD	2.64	2020/8/30	买入	3.56	0.56	0.62	4.11	3.71	0.36	0.34	9.02	9.42
邮储银行	01658.HK	HKD	3.38	2020/8/31	买入	5.53	0.56	0.63	5.26	4.68	0.48	0.45	9.50	9.85
重庆农村商业 银行	03618.HK	HKD	3.09	2020/8/27	买入	4.65	0.76	0.79	3.55	3.41	0.32	0.30	9.43	9.20

注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。表中估值指标按照最新收盘价计算。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

目录索引

一、预计 Q3 规模扩张速度继续放缓	5
二、预计 Q3 息差环比下行，非息收入增速走稳，营收增长放缓	7
三、预计 Q3 不良处置和拨备计提仍将保持较大力度	9
四、预计三季报归母净利润增速放缓至-14%左右	9
五、市场表现	10
六、利率与流动性	11
（一）公开市场操作	11
（二）市场利率	11
七、银行板块估值	13
八、风险提示	13

图表索引

图 1: 四家大型银行、中小型银行及合计贷款同比增速 (%)	5
图 2: 四家大型银行、中小型银行及合计贷款增量占比	6
图 3: 上市银行及子板块贷款增量占比	6
图 4: 2019 年以来国债、地方政府债月度净融资额 (亿元)	6
图 5: 国债发行与到期情况 (亿元)	7
图 6: 地方政府债发行与到期情况 (亿元)	7
图 7: 上市银行及子板块营业收入同比增速 (%)	8
图 8: LPR 报价走势 (%)	8
图 9: 10 年期国债到期收益率走势 (%)	8
图 10: 上市银行及子板块归母净利润同比增速 (%)	9
图 11: 本周银行板块 (中信一级) 上涨 2.65%, 领先大盘 0.28 个百分点, 表现在 29 个一级行业中位居第 16 位	10
图 12: 本周银行股中平安银行、成都银行、常熟银行表现居前, 工商银行、民生银行、浦发银行表现居后	10
图 13: 本周 (9 月 14 日-9 月 20 日) 合计净投放 2100 亿元	11
图 14: Shibor 利率	12
图 15: 存款类机构质押式回购加权利率	12
图 16: 同业存单加权平均发行利率	12
图 17: 国有大行同业存单发行利率	12
图 18: 股份行同业存单发行利率	12
图 19: 城商行同业存单发行利率	12
图 20: 理财产品预期年收益率	13
图 21: 国债到期收益率	13
图 22: 银行板块与沪深 300 非银行板块 PB(整体法, 最新)	13
图 23: 银行板块与沪深 300 非银行板块 PE(历史 TTM_整体法)	13

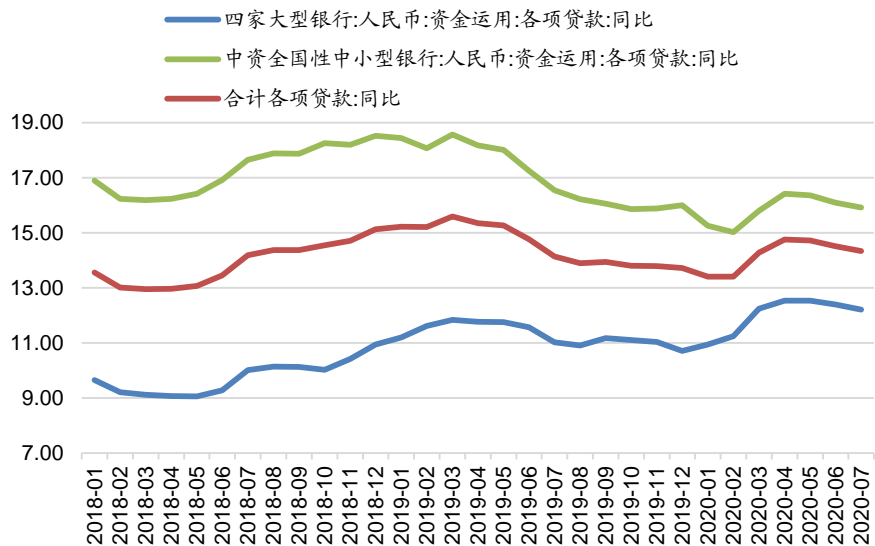
一、预计 Q3 规模扩张速度继续放缓

2020年二季度末，36家A股上市银行合计总资产同比增长10.9%，与2020年一季度末持平，规模扩张速度边际放缓。从主要影响因素来看：（1）在实体信贷需求逐步修复、央行释放货币政策将回归常态化信号的背景下，Q2信贷投放前移的现象缓和，信贷同比增速呈现高位放缓的态势；（2）今年上半年政府债券的净融资额较上年同期增长47.4%，其中Q1、Q2同比分别增长35.3%、57.7%。预计是受政府债券发行节奏影响，Q2上市银行投资类资产增长进一步加快。

预计2020Q3资产规模扩张速度继续放缓，其中信贷增速季节性下降、投资类资产保持较快增长。具体来看：

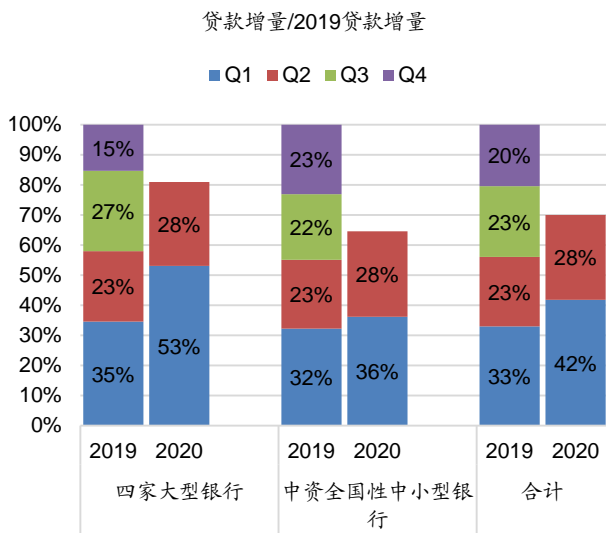
（1）**信贷投放节奏回归常态，预计Q3信贷同比增速较Q2放缓。**从36家A股上市银行数据来看，假设按照2020年全年新增贷款持平于上年来计算，二季度信贷投放基本逐步回归正常节奏，与央行披露的行业数据基本一致。央行信贷收支表数据显示，四家大型银行和中资全国性中小型银行的贷款同比增速在4月份达到阶段性顶点后，5月、6月连续小幅放缓，7月继续下降，与过去几年的走势趋同。近期，我们也与多家上市银行进行了沟通，整体来看，考虑到当前的经济环境和政策导向，预计下半年信贷投放节奏回归正常趋势，即年内信贷增量和增速走势呈现前高后低的季节性特征。信贷结构上，随着零售信贷需求的恢复性增长，预计新增信贷配置上向零售倾斜，对公信贷方面将继续提高中长期贷款占比，优化结构。

图 1：四家大型银行、中小型银行及合计贷款同比增速（%）



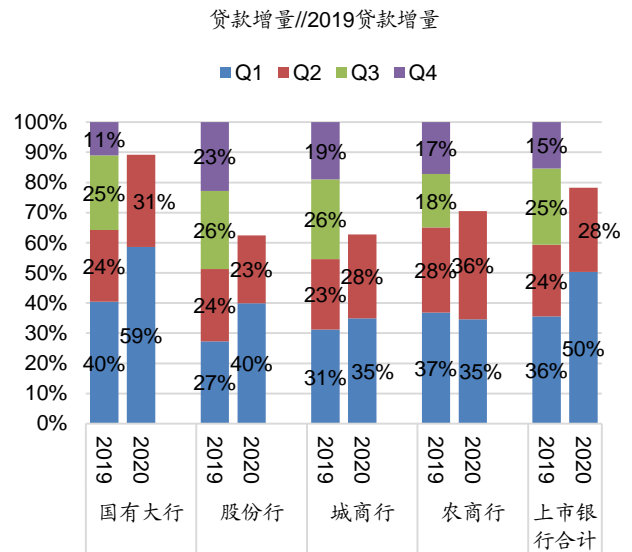
数据来源：Wind，中国人民银行，广发证券发展研究中心

图 2: 四大大型银行、中小型银行及合计贷款增量占比



数据来源: Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

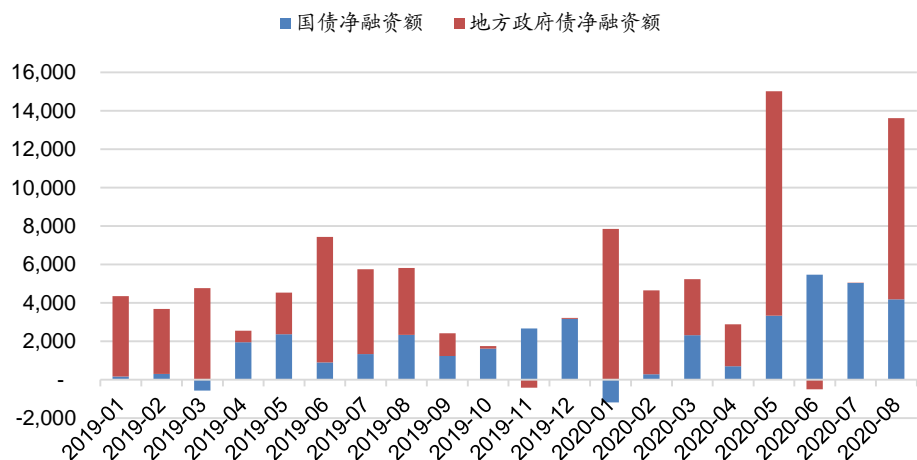
图 3: 上市银行及子板块贷款增量占比



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

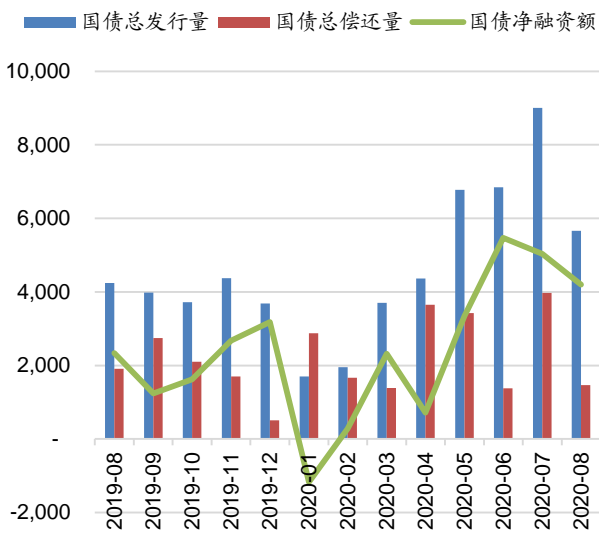
(2) 考虑到政府债券供给因素, 预计Q3投资类资产将继续保持较快增长。根据Wind数据, 今年上半年政府债券的净融资额合计为39473亿元, 同比增加12695亿元, 增幅47.4%, 7月受地方政府债发行规模偏低的影响, 政府债券净融资额环比基本持平, 8月随着地方政府债发行加速, 政府债券净融资额环比明显上升。后续来看, 考虑到, 在地方债下半年的发行节奏上, 财政部7月27日发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》(财预〔2020〕94号), 明确提出“合理把握专项债券发行节奏。对近期下达及后续拟下达的新增专项债券, 与抗疫特别国债、一般债券统筹把握发行节奏, 妥善做好稳投资稳增长和维护债券市场稳定工作, 确保专项债券有序稳妥发行, 力争在10月底前发行完毕。”根据2020年政府债券发行额度, 预计9-10月份政府债券供给依然较多, 在此背景下, 银行表内债券配置力度将依然较大, 支撑投资类资产保持较快增长。

图 4: 2019年以来国债、地方政府债月度净融资额 (亿元)



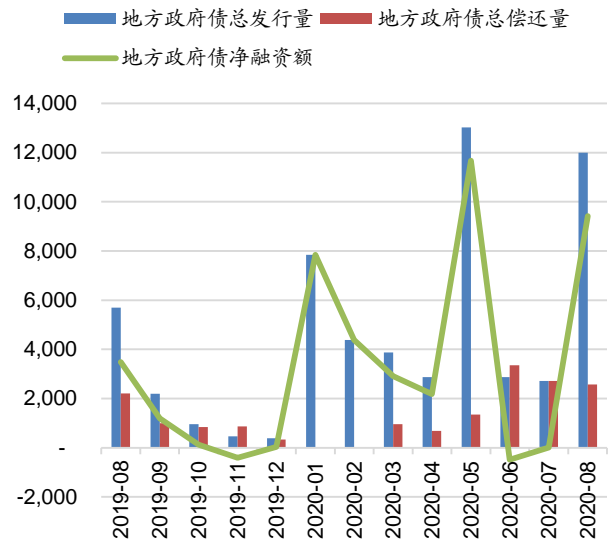
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 国债发行与到期情况 (亿元)



数据来源: Wind, 中国人民银行, 广发证券发展研究中心

图 6: 地方政府债发行与到期情况 (亿元)



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

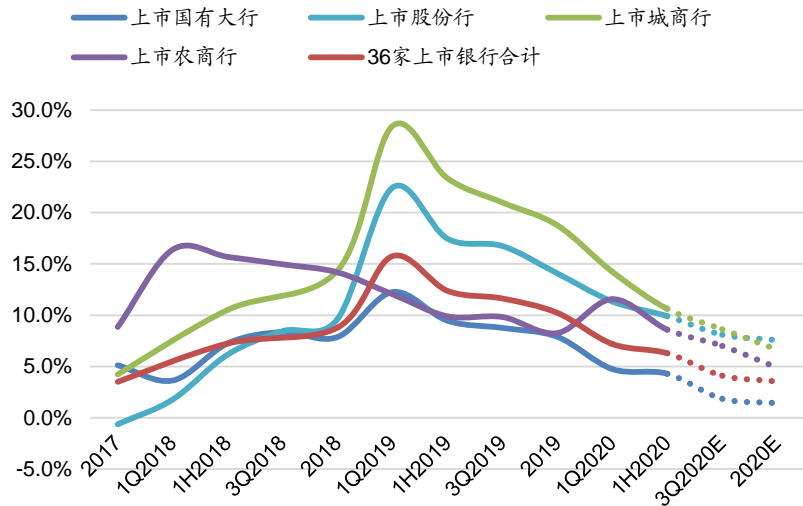
二、预计 Q3 息差环比下行，非息收入增速走稳，营收增长放缓

2020年上半年, 36家A股上市银行合计营收同比增长6.3%, 较2020Q1下降了0.9pct, 营收增长主要贡献来自生息资产规模扩张。分项来看, 净利息收入、手续费及佣金净收入、其他非息收入同比分别增长7.0%、9.9%、-3.1%, 较2020Q1分别-1.2pct、+4.4pct、-8.4pct。Q2净利息收入增速继续下行主因是息差负面贡献进一步扩大, 手续费及佣金净收入增速环比改善预计与理财业务、基金代销业务、托管业务增长较好有关, 不过总体增速仍较低, 预计是受疫情对信用卡业务的冲击缺口较大的影响, 其他非息收入增速下降预计是受二季度债市调整所致。

展望三季度: (1) 虽然自5月份以来LPR报价维持不变, 加上信贷供给趋于收敛而信贷需求仍处于恢复趋势中, 多因素对贷款利率形成正向支撑, 但考虑到部分存量贷款定价基准转换为LPR后重定价的滞后性影响相对较大, 预计贷款收益率面临下行压力, 投资类资产收益率预计已随着金融市场利率的回升有所回升; 负债方面, 监管引导压缩高成本结构性存款, 以及政府债券再投放后新增一般性存款, 均将缓解银行业整体的存款综合成本上行压力, 但是结构上来看, 存款分布不均可能会导致部分银行加大主动性负债(如同业存单)的配置力度, 而这部分负债的成本目前在上升。结合资产负债两端来看, 预计资产端收益率下行, 负债端成本率改善幅度不大, Q3息差环比下行趋势较为确定, 叠加规模增速放缓的影响, 预计净利息收入增速延续下降的态势; (2) 非息收入方面, 随着零售业务尤其是信用卡增长加快,

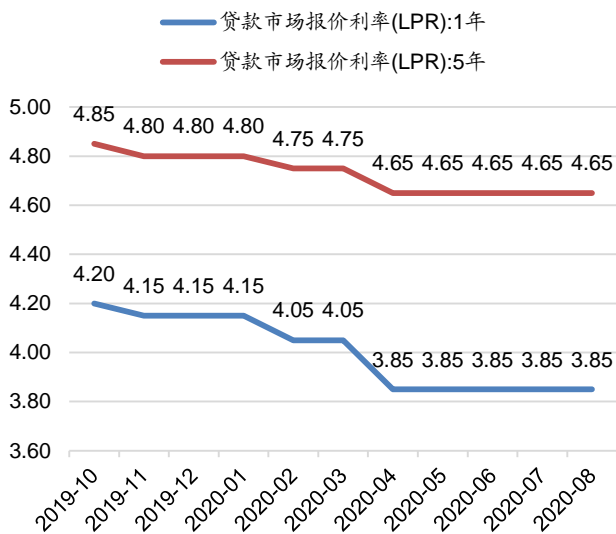
预计手续费及佣金净收入增长能保持改善的态势，不过预计增速整体仍不高；其他非息收入方面，目前金融市场利率已经大幅回升，预计在10月份政府债券高发期过去之前，银行间市场利率易上难下，其他非息收入增速可能低位震荡。综合对净利息收入、手续费及佣金净收入和其他非息收入增速走势的判断，我们预计2020年前三季度36家A股上市银行合计营收同比增速放缓至4%左右，国有大行、股份行、城商行、农商行均将出现不同程度放缓。

图 7：上市银行及子板块营业收入同比增速 (%)



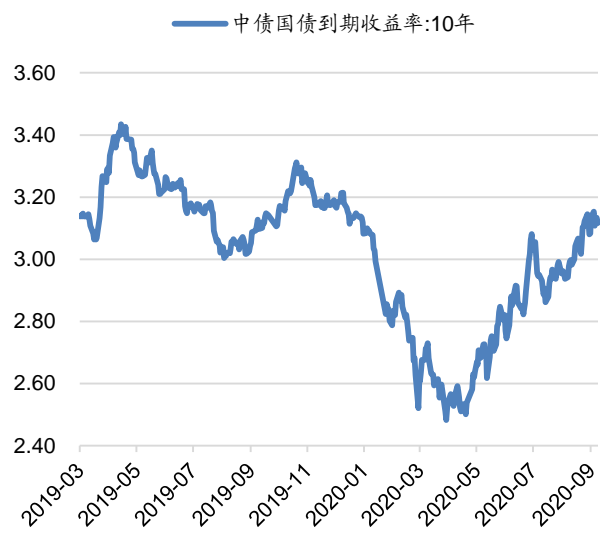
数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：LPR报价走势 (%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：10年期国债到期收益率走势 (%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、预计 Q3 不良处置和拨备计提仍将保持较大力度

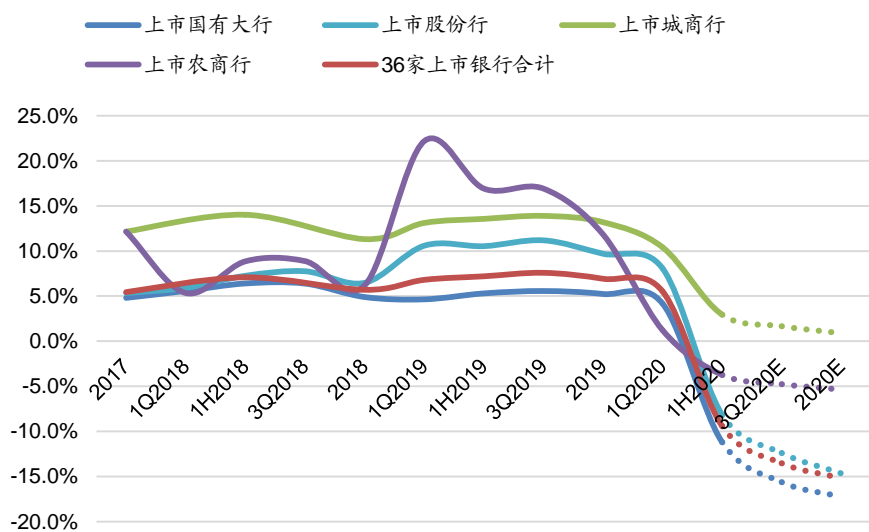
2020年二季度，疫情冲击对上市银行资产质量的影响逐步显现，行业不良认定和处置力度、拨备计提力度均明显加大。结构上来看，对公和零售不良表现继续分化。对公方面，2020年6月1日，央行联合相关部门印发了《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》（银发〔2020〕122号），受益于此，部分企业尤其是中小微企业年内还本付息资金压力缓解，对公不良暴露节奏延后；零售方面，今年一季度逾期贷款下迁压力显现，预计不良生成和处置力度均明显加大。

预计行业整体Q3不良生成和信用成本保持较高水平：（1）对公方面，考虑到部分企业本可能受疫情影响较重，经营压力较大，还款能力下降，政策层面的对冲措施仅推后了还款时间，但经营不善的企业本身存在的问题没有根本解决，潜在违约风险仍存，对于这部分企业贷款，预计银行仍会前瞻性加大风险的认定和处置力度，以缓解政策退出后的一次性风险暴露压力；（2）零售方面，预计信用卡贷款在Q3面临不良暴露再次上升的可能。从个股表现来看，银行之间资产质量可能会因为客户基础以及风控能力不同而表现出差异化。

四、预计三季报归母净利润增速放缓至-14%左右

上市银行基本面继续下行的趋势较为确定，我们预计2020年前三季度36家A股上市银行归母净利润增速将进一步下降至-14%左右。从目前板块估值水平来看，今年业绩负增长带来的估值下行风险基本兑现。实体需求继续向好，表内外信用供给收敛，财政扩张继续，真实景气度在边际回升。社融加速冲高趋势中，货币宽松必要性下降，监管出镜频率明显上升，流动性环境进行敏感期，这种经济金融环境，优势区域银行、战略定力股份行、高股息稳健大行可能会形成银行板块接力行情，建议积极关注。

图 10：上市银行及子板块归母净利润同比增速（%）

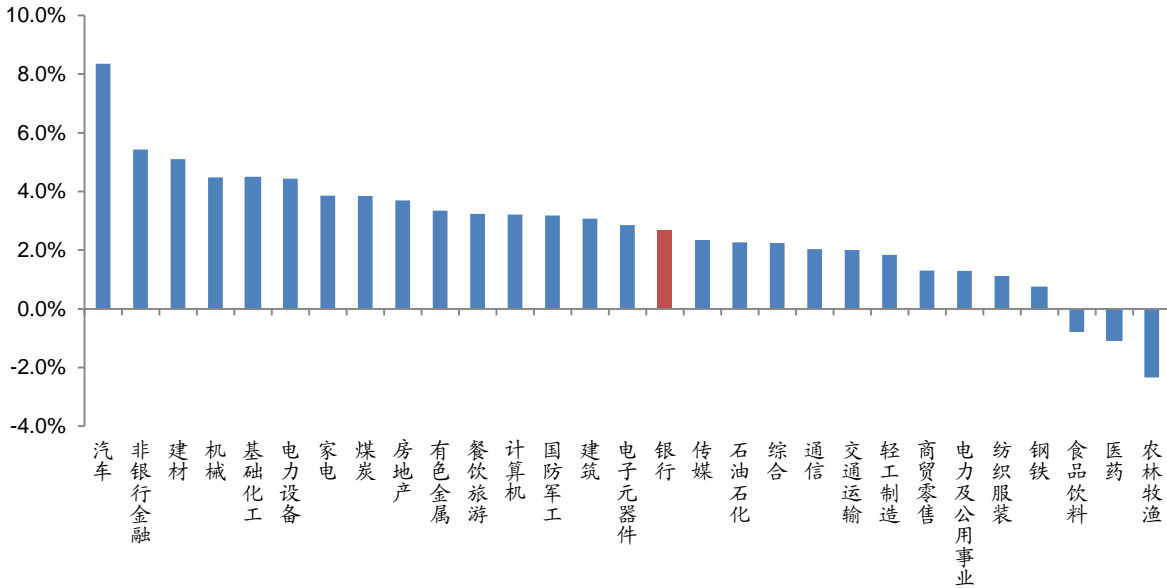


数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

五、市场表现

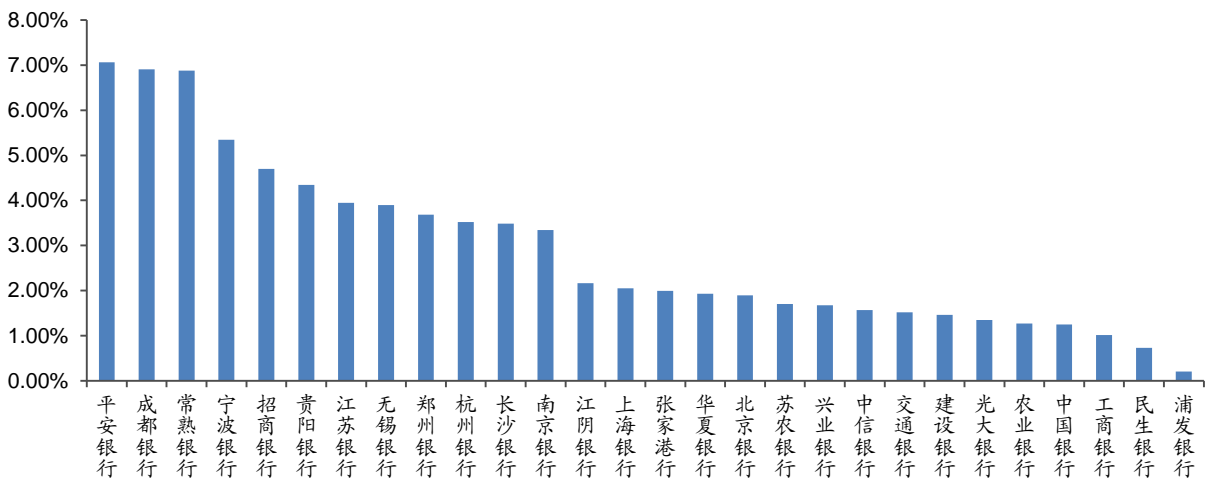
本周沪深300指数(000300.SH)上涨2.37%，银行板块(中信一级行业指数，代码:CI005021.WI)上涨2.65%，板块领先大盘0.28个百分点，在29个一级行业中居第16位。个股方面，平安银行(7.06%)、成都银行(6.91%)、常熟银行(6.88%)表现居前，工商银行(1.01%)、民生银行(0.73%)、浦发银行(0.20%)表现居后。

图 11: 本周银行板块(中信一级)上涨2.65%，领先大盘0.28个百分点，表现在29个一级行业中位居第16位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 本周银行股中平安银行、成都银行、常熟银行表现居前，工商银行、民生银行、浦发银行表现居后



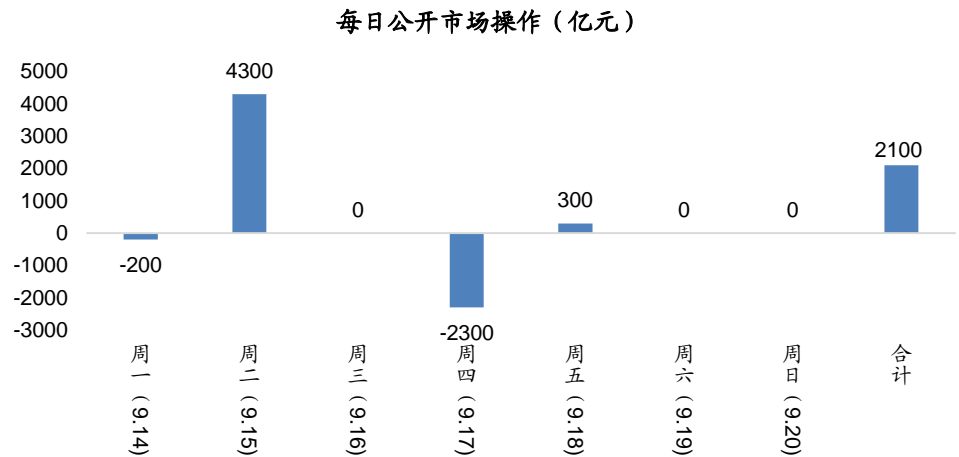
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、利率与流动性

（一）公开市场操作

公开市场方面，本周（9月14日-9月20日）合计净投放2,100亿元（含国库现金）。

图 13: 本周（9月14日-9月20日）合计净投放 2100 亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

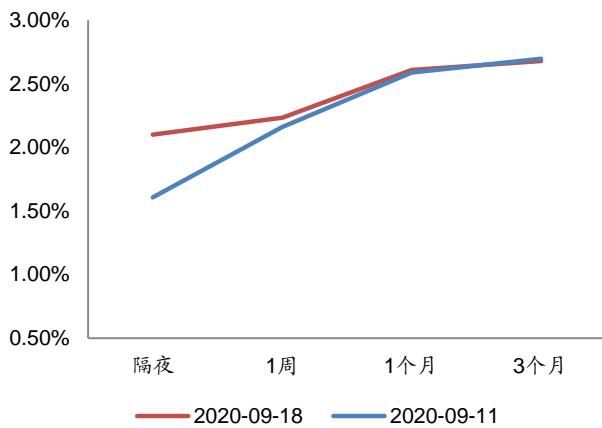
（二）市场利率

本周隔夜、1周、1月和3月Shibor利率分别波动63.7、7.1、4.5和-1.8 bps至2.10%、2.23%、2.61%和2.68%。存款类机构1天、7天、14天和1月质押式回购利率分别波动66.7、18.8、42.4、11.7 bps至2.12%、2.28%、2.55%和2.84%。

本周1月、3月和6月同业存单加权平均发行利率分别波动2.1、-1.5和-1.2 bps至2.78%、2.84%和3.14%。其中：国有大行3月和6月同业存单发行利率分别波动-6.0和-10.5 bps至2.59%和2.89%；股份行1月、3月、6月、9月和1年同业存单发行利率分别波动-5.0、-15.8、-8.6、-7.0和-9.7 bps至2.60%、2.58%、2.92%、2.97%和2.95%；城商行1月、3月、6月、9月和1年同业存单发行利率分别波动1.9、0.6、1.3、4.3和-6.4 bps至2.78%、2.89%、3.22%、3.29%和3.33%。

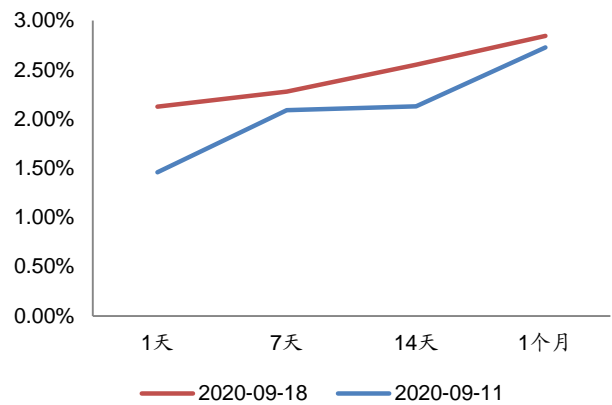
本周1年、5年和10年期中债国债到期收益率分别波动1.2、-6.6和-1.8 bps至2.61%、2.97%和3.12%。

图 14: Shibor利率



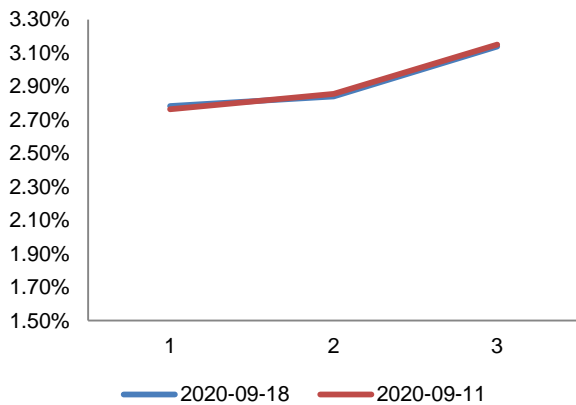
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 存款类机构质押式回购加权利率



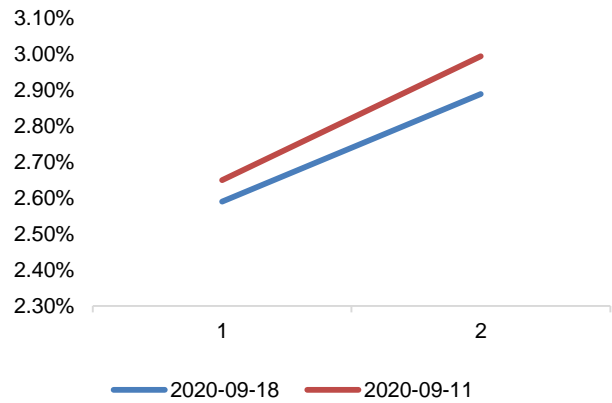
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 同业存单加权平均发行利率



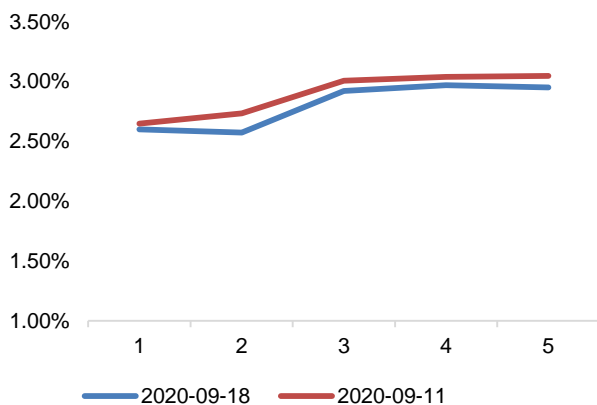
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 国有大行同业存单发行利率



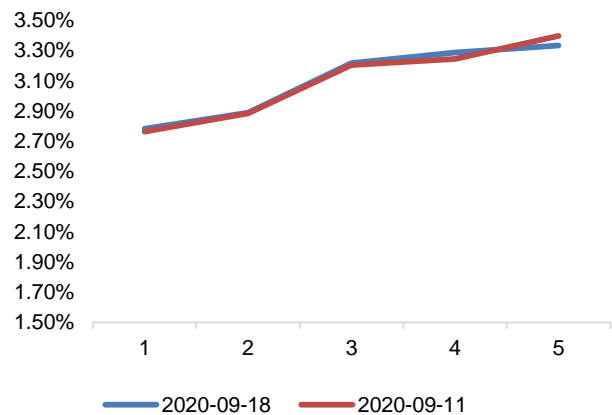
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 股份行同业存单发行利率



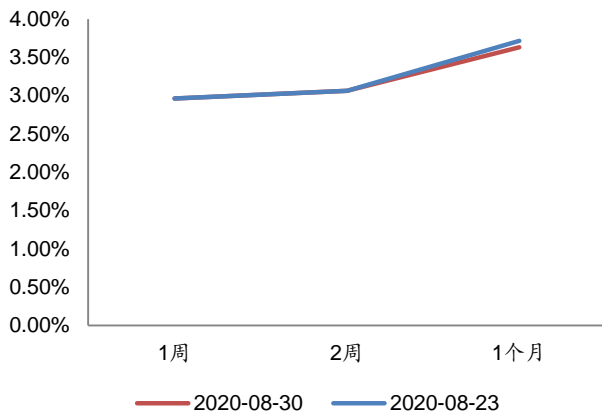
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 城商行同业存单发行利率



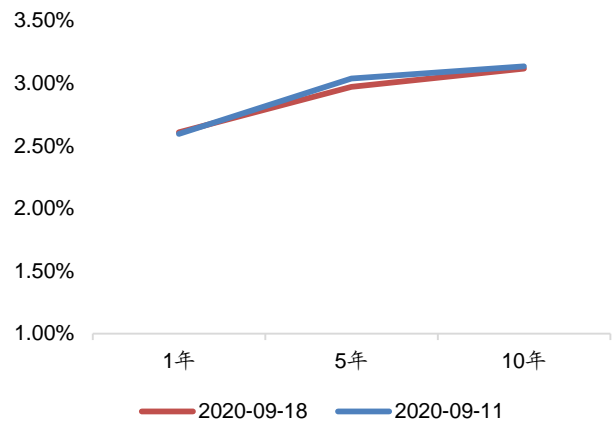
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 理财产品预期年收益率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 国债到期收益率

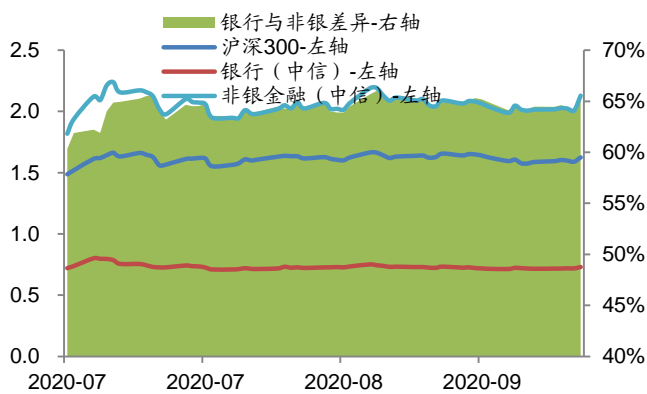


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

七、银行板块估值

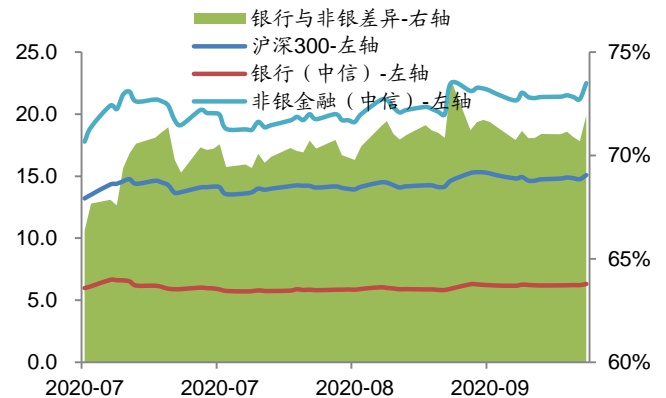
本周沪深300指数(000300.SH)上涨2.37%, 银行板块(中信一级行业指数, 代码: CI005021.WI)上涨2.65%, 领先大盘0.28个百分点。银行板块当前PB(整体法, 最新)为0.73倍, PE(历史TTM_整体法)为6.32倍, 银行板块落后于沪深300及沪深300非银板块的PB估值差异约为55.07%和65.70%, PE估值分别落后约58.14%和71.93%。

图 22: 银行板块与沪深300非银行板块PB(整体法, 最新)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 银行板块与沪深300非银行板块PE(历史TTM_整体法)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

八、风险提示

- (一) 疫情持续时间超预期
- (二) 国际金融风险超预期

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	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37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。