

国有大行估值提升之路

——银行行业投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2019年07月22日

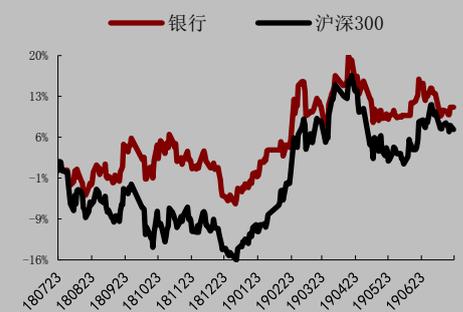
投资要点：

- TLAC 监管有助于降低杠杆，推动估值提升：**从目前被纳入全球系统重要性银行的 4 家银行数据看，无论是负债端存款的占比还是净利息收入的占比均较高。因此，按照 TLAC 的监管规则，4 家银行总资本补充特别是债务资本的补充压力较大。2018 年，我国全球系统重要性银行的应付债券成本在 3.5%，而存款成本在 1.5%，将进一步推升负债端成本的上升，从而拉底当期利润。TLAC 监管将进一步降低总体杠杆率，而国内银行目前较高的 ROE 主要受到高杠杆的支撑。因此，从这一角度看，监管压力的上升，将进一步压低四大行的 ROE。不过从板块估值对比的角度看，杠杆率的下降，有助于板块估值的提升。而且根据永续债的转股条款，有助于降低银行的再融资压力。因为根据永续债的条款看，当核心一级资本充足率降至 5.125%（或以下）就可以触发减记，因此，仅考虑最低资本要求的角度看，这一工具在一定程度上可以迅速实现资本的快速补充。从而在一定程度上解决了银行补充核心一级资本的困难。
- 未来非息收入的占比提升将带动国有大行估值提升：**根据我们此前对整个美国银行业不同时期收入来源的对比，在 60 年代-80 年代中期之前，美国银行业的净利息收入占比一直在 75%-82% 之间波动。从 80 年代后期开始到 90 年代末期，净利息收入占比从 75% 下降到了 60%，同期非利息收入占比快速提升到 40%。这个时期，美国总的贷款年均增速仅有 5%，而非息收入的年均增速达到 11%，非息收入的高速增长带动了占比的提升。虽然非息收入的占比有所提升，但是从一些主营偏传统银行业务的金融公司非息收入的结构数据看，还是与银行卡以及信贷等相关的服务费用占非息收入的比重接近 70%，而这又与中小企业的快速发展以及零售业务的快速扩张有关。一直到 2009 年以后，与财富和资产管理相关的收入实现了快速增长，占比提升到 40%。而伴随着这个过程的是银行业务结构的变化。
- 投资策略：**我们判断银行板块整体中期业绩表现良好。二季度基金持仓比例也出现一定上升。在提高银行不良容忍度的预期下，板块资产质量预期仍偏悲观。考虑到目前拨备仍处于高位，相对不高的估值已经基本隐含了对资产质量的悲观预期。市场整体风险偏好保持低位，银行板块的业绩确定性优势以及部分个股较高的股息率有助于板块估值的稳定，以及保持行业间的相对优势。推荐工商银行、建设银行、农业银行、招商银行和宁波银行。
- 风险因素：**经济下滑超预期引发不良大幅增加

盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	19PB	评级
工商银行	6.30	6.97	0.80	增持
农业银行	4.54	4.98	0.72	增持
建设银行	7.59	8.31	0.86	增持
招商银行	20.07	22.63	1.56	增持
宁波银行	12.41	13.86	1.65	增持

银行行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年07月22日

相关研究

- 万联证券研究所 20190717_行业专题报告_AAA_同业信用风险重定价影响分析
- 万联证券研究所 20190716_银行业周观点_AAA_社融增速好于市场预期
- 万联证券研究所 20190712_银行业月报_AAA_M1 继续回升 关注持续性

分析师：**郭懿**

执业证书编号：S0270518040001

电话：010-66060126

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

目录

1、关于商业银行资本监管的相关规定	3
1.1 TLAC 通过增加资本，解决“大而不能倒”的问题	3
1.2 巴塞尔协议III监管资本规定	4
1.3 我国商业银行资本监管规定	4
1.4 关于资本监管规定的小结	5
2、永续债转股的问题	6
2.1 部分银行较低的资本充足率制约持续扩张	6
2.2 过去一年上市银行通过各种渠道补充资本	6
2.3 我国商业银行落实 TLAC 面临挑战	7
2.4 永续债减记条款	7
2.5 TLAC 规则实施将进一步降低杠杆	8
3、国际银行业的杠杆情况分析	8
3.1 2018 年全球系统重要性银行总资本充足率均值超过 18%	8
3.2 瑞银集团和瑞士信贷不存在资本缺口	9
3.3 负债端存款占比高，利息收入占比高的银行受到的冲击更大	9
4、TLAC 监管将降低杠杆，有助于估值提升	10
5、投资策略	12
5.1 银行板块中期业绩预期	12
5.2 投资策略	13
6、风险提示	14
图表 1: TLAC 资本要求	3
图表 2: 巴塞尔协议III关于资本的要求	4
图表 3: 我国商业银行资本监管要求	5
图表 4: 资本监管总结	5
图表 5: 核心一级资本充足率	6
图表 6: 2019 年 1 季度核心一级资本充足率下降的公司	6
图表 7: 过去一年上市银行公布的发行预案	7
图表 8: 2018 年末资本充足率和杠杆率	7
图表 9: 存款及净利息收入占比	8
图表 10: G-SIBS 一级资本充足率和杠杆率	9
图表 11: 瑞银集团收入来源结构	9
图表 12: 负债端存款占比	10
图表 13: 富国银行净利息收入和手续费净收入占比变动	11
图表 14: 净利息收入及非息收入占比对比	11
图表 15: 存款总额占比对比	12
图表 16: 信用成本率变动趋势	13
图表 17: 银行板块 PB 估值	13
图表 18: 年初以来各行业涨跌幅排序	14

1、关于商业银行资本监管的相关规定

监管资本是监管当局规定的银行必须持有的与其业务总体风险水平相匹配的资本。一般是指商业银行自身拥有的或者长期支配使用的资金，以备非预期损失出现时随时可用，故其强调的是抵御风险、保障银行持续稳健经营的能力。

我国现行银行业资本监管框架是基于巴塞尔委员会于2013年初发布的《巴塞尔协议III》而颁布，并对最低资本要求等方面做了进一步的规定。

1.1 TLAC通过增加资本，解决“大而不能倒”的问题

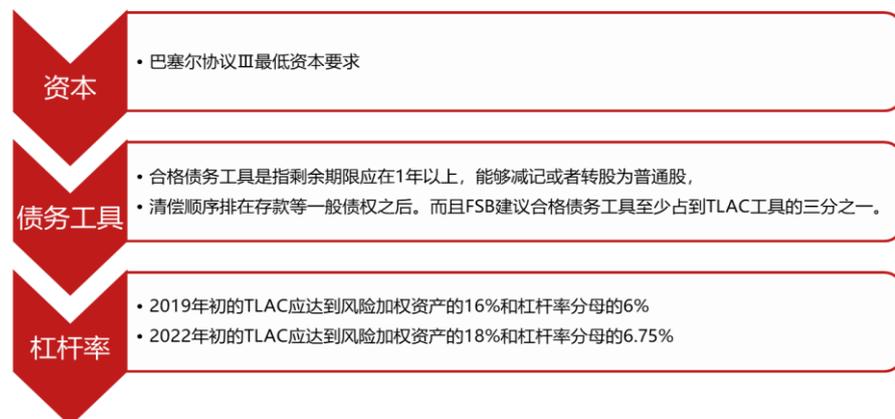
2015年11月，金融稳定理事会（FSB）通过了针对全球系统重要性银行的《总损失吸收能力（TLAC）原则及条款》，即“TLAC规则”。“TLAC规则”的出台主要是为了增强银行风险吸收能力，确保银行进入处置程序之前及处置过程中，有足够的“损失吸收资本”吸收损失，从而避免“大而不能倒”的问题。

TLAC规则即总损失吸收能力（Total Loss-absorbing Capacity），对全球系统重要性银行资本数量提出了更高的要求。TLAC工具包括资本和合格债务工具。合格债务工具剩余期限应在1年以上，能够减记或者转股为普通股，清偿顺序排在存款等一般债权之后。而且FSB建议合格债务工具至少占到TLAC工具的三分之一。

除新兴市场经济体外的全球系统重要性银行，2019年初的TLAC应达到风险加权资产的16%和杠杆率分母的6%，2022年初达到18%和6.75%。由于资本缓冲并不包含在这个TLAC中，如果再加上现行的2.5%储备资本要求和1%-2.5%的系统重要性银行附件资本要求，2019年初的总要求为19.5%-21%，2022年初达到21.5%-23%。

新兴市场经济体的全球系统重要性银行可延后6年执行TLAC要求，但是同时设定了提前达标的触发条件，即一旦新兴市场经济体信用债余额/GDP超过55%，其应在三年内落实TLAC要求。

图表1：TLAC资本要求



资料来源：相关监管文件，万联证券研究所

1.2 巴塞尔协议III监管资本规定

巴塞尔协议III对核心一级资本，其他一级资本和总资本充足率的最低监管要求，分别为4.5%、6%和8%。

巴塞尔协议III提出了储备资本缓冲2.5%、逆周期资本缓冲(0-2.5%)以及附加资本要求(1%-3.5%)

巴塞尔协议III框架下2.5%的储备资本要求是资本缓冲要求，不属于监管最低资本要求。

从损失吸收顺序的角度看，逆周期资本先于储备资本先于核心一级资本先于其他一级资本先于二级资本。

图表2：巴塞尔协议III关于资本的要求

最低资本要求

- 核心一级资本充足率4.5%
- 其他一级资本充足率6%
- 总资本充足率8%

缓冲资本

- 储备资本2.5%
- 逆周期资本缓冲0-2.5%
- 附加资本要求1%-3.5%

资料来源：相关监管文件，万联证券研究所

1.3 我国商业银行资本监管规定

我国商业银行管理办法对最低资本的规定：核心一级资本充足率不得低于5%；一级资本充足率不得低于6%；资本充足率不得低于8%。

应当在最低资本要求的基础上计提储备资本。储备资本要求为风险加权资产的2.5%，由核心一级资本来满足。

特定情况下，商业银行应当在最低资本要求和储备资本要求之上计提逆周期资本。逆周期资本要求为风险加权资产的0-2.5%，由核心一级资本来满足。

系统重要性银行还应当计提附加资本。国内系统重要性银行附加资本要求为风险加权资产的1%，由核心一级资本满足。若国内银行被认定为全球系统重要性银行，所适用的附加资本要求不得低于巴塞尔委员会的统一规定。

图表3: 我国商业银行资本监管要求

最低资本要求

- 核心一级资本充足率5%
- 其他一级资本充足率6%
- 总资本充足率8%

缓冲资本

- 储备资本2.5%
- 系统性重要银行附加资本要求1%

资料来源: 相关监管文件, 万联证券研究所

1.4 关于资本监管规定的小结

根据上述对现行监管体系以及 TLAC 规则的分析, TLAC 规则是针对全球系统性重要银行提出的资本监管要求。

在巴塞尔协议III的资本监管框架下, 资本的损失吸收能力并不强, 主要表现为银行的附属资本对风险的吸收只发生在“事后”处置安排中, 在银行处于正常经营期, 并不具备风险吸收能力。此外, 在损失吸收的同时, 银行往往先使用核心资本, 而核心资本减记将导致附属资本数量的连带下降, 加速银行资本的损失。

TLAC 资本的风险吸收能力主要体现在具有减记或转股条款。这些条款使得银行有权在无需获得债券持有人同意的情况下少偿还或者不偿还债务; 或者将债券转换为普通股。而这些债务资本的偿付顺序较为靠前, 优先于二级资本, 列于一般债券之后。

图表4: 资本监管总结

巴塞尔协议III最低资本要求	TLAC监管要求	我国商业银行资本监管最低要求
<ul style="list-style-type: none"> ■ 核心一级资本4.5% ■ 其他一级资本6% ■ 二级资本8% 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 巴塞尔协议III资本工具 ■ 合格债务工具 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 核心一级资本5% ■ 其他一级资本6% ■ 二级资本8%

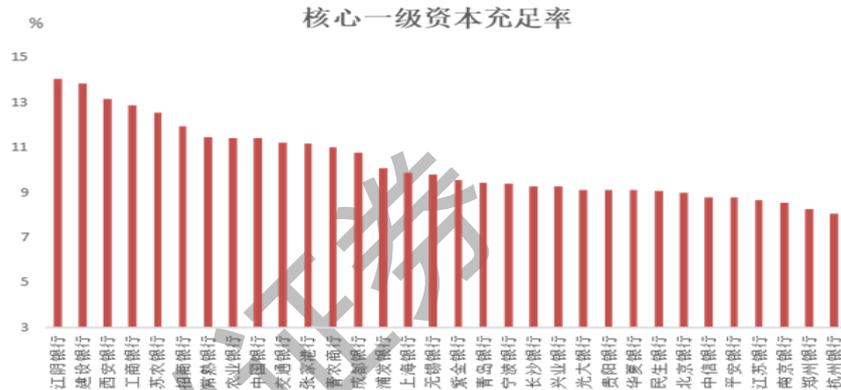
资料来源: 相关监管文件, 万联证券研究所

2、永续债转股的相关问题

2.1 部分银行较低的资本充足率制约持续扩张

当前部分银行的现有资本已经不足以满足未来 1-2 年的规模增长，受限于内部资本补充不足，需要通过外部融资的方式对资本金进行补充。

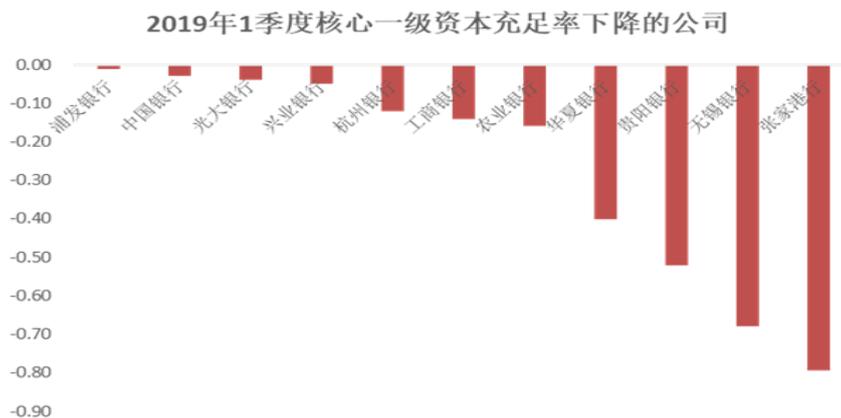
图表 5：核心一级资本充足率



资料来源：上市银行公告，万联证券研究所

从上市公司一季度的数据看，由于部分银行一季度高风险资产或者高风险贷款的快速增长，使得部分银行的核心一级资本充足率出现了较大幅度的下降。虽然大部分银行均努力通过对资产端进行调整，加大零售信贷的投放等措施，实现资本的节约和效用的最大化，但是仍然无法缓解在规模扩张下的资本消耗格局。

图表 6：2019 年 1 季度核心一级资本充足率下降的公司



资料来源：上市银行公告，万联证券研究所

2.2 过去一年上市银行通过各种渠道补充资本

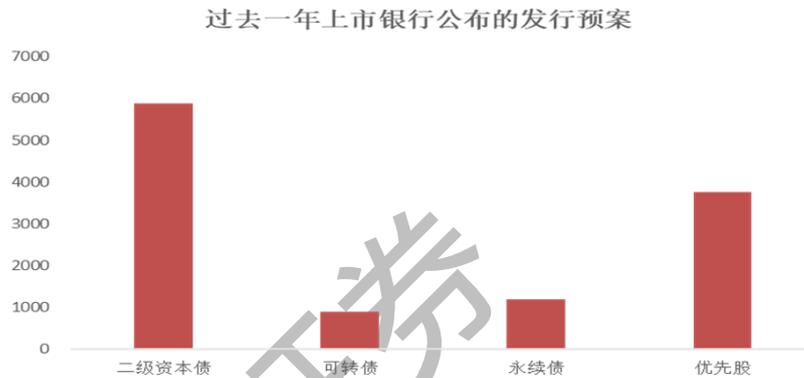
过去一年，上市银行公布的资本补充计划预案中，包括合计 5875 亿的二级资本工具，910 亿的可转债，1200 亿的永续债以及 3760 亿元的优先股。

其中可计入一级资本的债务工具包括优先股和永续债，而可转债转股后可以计

入核心一级资本中。

从目前的监管模式，以及发行的资本补充工具看，还是不能有效迅速的补充核心一级资本

图表7：过去一年上市银行公布的发行预案



资料来源：上市银行公告，万联证券研究所

2.3 我国商业银行落实TLAC面临挑战

虽然我国可延期6年执行TLAC要求，但鉴于近年来我国债券市场不断深化，信用债券规模上涨幅度较快，信用债/GDP比值很可能提前达到55%的触发条件。按照金融稳定理事会统计口径，截至2017年末，我国信用债/GDP比值已逼近50%。而且FSB建议合格债务工具至少占到TLAC工具的三分之一。

图表8：2018年末资本充足率和杠杆率



资料来源：上市银行公告，万联证券研究所

2.4 永续债减记条款

我们对永续债的减记条款进行了整理，主要包括以下两个方面：

当其他一级资本工具触发事件发生时，即发行人核心一级资本充足率降至5.125%（或以下），发行人有权在报银保监会并获同意、但无需获得债券持有人同意的情况下，将届时已发行且存续的本期债券按照票面总金额全部或部分减记，促使发行人

核心一级资本充足率恢复到 5.125%以上。在部分减记情形下，所有届时已发行且存续的本期债券与发行人其他减记型其他一级资本工具按票面金额同比例减记，并且，在本期债券的票面总金额被全额减记前，发行人可以进行一次或者多次部分减记，促使发行人核心一级资本充足率恢复到 5.125%以上。

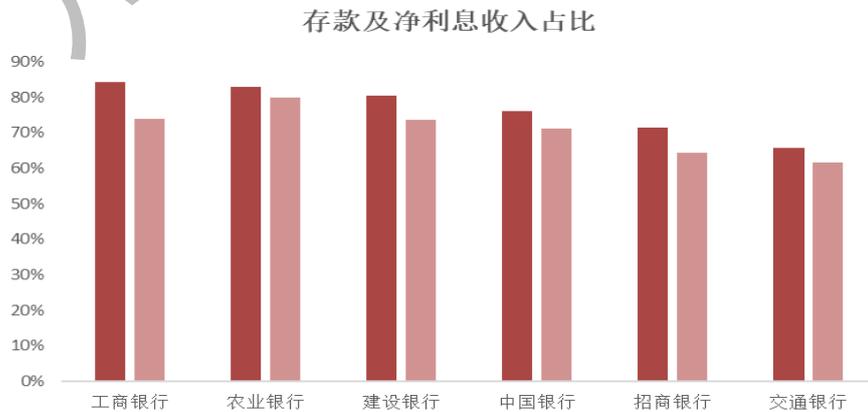
当二级资本工具触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下将届时已发行且存续的本期债券按照票面总金额全部减记。其中，二级资本工具触发事件是指以下两种情形的较早发生者：(1) 银保监会认定若不进行减记，发行人将无法生存；(2) 相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，发行人将无法生存；当债券本金被减记后，债券即将被永久性注销，并在任何条件下不再被恢复。

2.5 TLAC规则实施将进一步降低杠杆

从 TLAC 规则对债务的要求看，本质是希望银行负债端能够持有更多基于金融市场的债券类融资工具，降低杠杆，因此对于以存款为主要资金来源的银行需要补充资本越多。

而对于目前我国被列入全球系统重要性银行负债端的结构看，存款占比的均值在 81%，最高值达到 84%；净利息收入占比均值在 75%，最高值接近 80%。

图表9：存款及净利息收入占比



资料来源：上市银行公告，万联证券研究所

3、国际银行业的杠杆对比

3.1 2018年全球系统重要性银行总资本充足率均值超过18%

对 FSB 发布的全球系统重要性银行 2018 年的各项监管指标进行统计，核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率以及杠杆率的均值分别为 12.8%、15.1%、18.3%和 5.9%。

对比国内目前被列入全球系统性重要银行的同期指标，分别为 12.45%、13.07%、15.67%和 7.37%。除了杠杆率指标外，其他指标均优于国内银行的平均水平。如果单从杠杆率这个指标的角度看，只有 5 家银行高于国内银行，分别为富国银行、高盛集团、美国银行、摩根士丹利和摩根大通银行。这 5 家银行集团的平均杠杆率在 8.6%。

比国内银行高 1.2 个百分点。

图表10: G-SIBs一级资本充足率和杠杆率



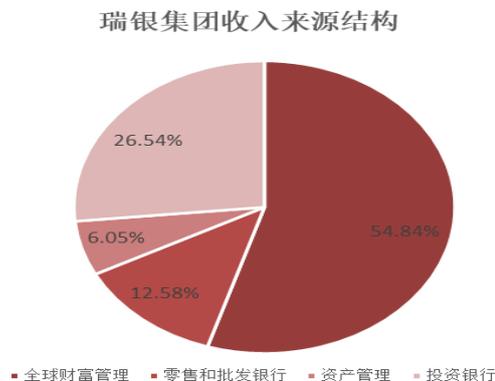
资料来源: 各银行财报, 万联证券研究所

3.2 瑞银集团和瑞士信贷不存在资本缺口

由于 TLAC 监管规则在 2019 年执行, 目前除了瑞士信贷和瑞银集团外, 其他全球系统性重要银行并未完全公布相关指标。根据瑞士信贷和瑞银集团公布的数据看, TLAC 指标分别为 29.8%和 31.7%, 而基于 TLAC 指标的杠杆率为 9.7%和 9.3%。已经满足 TLAC 监管规则的要求。

从瑞士信贷和瑞银集团的业务结构看, 财富管理相关业务贡献了大部分的收入来源。其中, 瑞士信贷 92%的收入均来自财富管理相关业务, 而净利息收入占总收入的比重不到 36%, 存款占负债的比重仅为 50.2%, 瑞银集团 55%的收入来源于全球财富管理业务, 投资银行业务收入占比 26.5%, 零售和公司银行业务贡献 12.6%, 资产管理业务占比 6%, 净利息收入占比仅为 24.7%, 负债端基本没有存款。

图表11: 瑞银集团收入来源结构



资料来源: 瑞银集团财报, 万联证券研究所

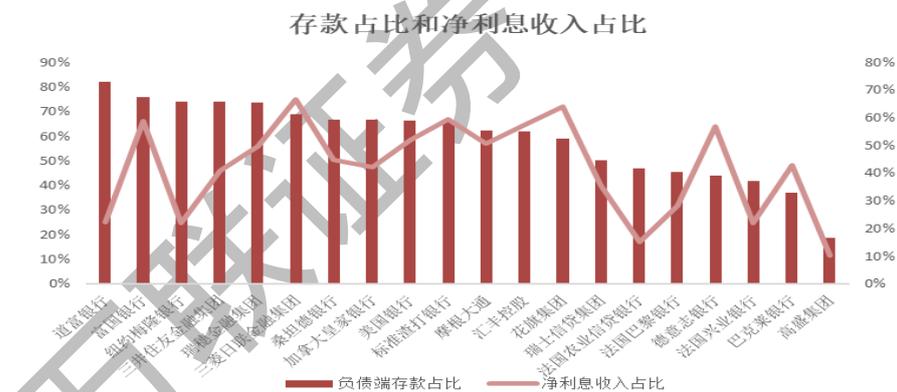
3.3 负债端存款占比高, 利息收入占比高的银行受到的冲击更大

根据我们对瑞士信贷和瑞银集团的负债端结构以及收入结构的分析, 可见, 负

债端融资对金融市场依赖度较高，业务上又以财富管理、投行业务为主的银行，更容易满足资管监管的要求。这也符合 TLAC 监管的本质，即希望银行负债端能够持有更多基于金融市场的债券类融资工具，降低杠杆。

从负债端存款占比的角度看，存款占比超过 60% 的有 12 家银行，而这 12 家银行除了道富银行和纽约梅隆银行外，其他银行的净利息收入占比均超过 40%，其中三菱日联金融集团的净利息收入占比最高达到 66.7%。而存款占比未超过 60% 的部分银行，如花旗集团和德意志银行，存款占比分别为 58.9% 和 44.1%，而净利息收入的占比也较高，分别为 63.9% 和 56.8%。

图表 12：负债端存款占比



资料来源：各银行财报，万联证券研究所

4、TLAC 监管将降低杠杆，有助于估值提升

从目前被纳入全球系统重要性银行的 4 家银行数据看，无论是负债端存款的占比还是净利息收入的占比均较高。因此，按照 TLAC 的监管规则，4 家银行总资本补充特别是债务资本的补充压力较大。2018 年，我国全球系统重要性银行的应付债券成本在 3.5%，而存款成本在 1.5%，将进一步推升负债端成本的上升，从而拉底当期利润。

TLAC 监管将进一步降低总体杠杆率，而国内银行目前较高的 ROE 主要受到高杠杆的支撑。因此，从这一角度说，监管压力的上升，将进一步压低四大行的 ROE。

不过从板块估值对比的角度看，杠杆率的下降，有助于板块估值的提升。而且根据永续债的转股条款，有助于降低银行的再融资压力。因为根据永续债的条款看，当核心一级资本充足率降至 5.125%（或以下）就可以触发减记，因此，仅考虑最低资本要求的角度看，这一工具在一定程度上可以迅速实现资本的快速补充。从而在一定程度上解决了银行补充核心一级资本的困难。

不过，对比国内外银行的业务结构，以富国银行为例，过去 8 年手续费净收入占比均值在 41%，对比国内四大行平均不到 18% 的手续费净收入占比，业绩的抗周期波动的能力更强，市场给予的估值也更高。

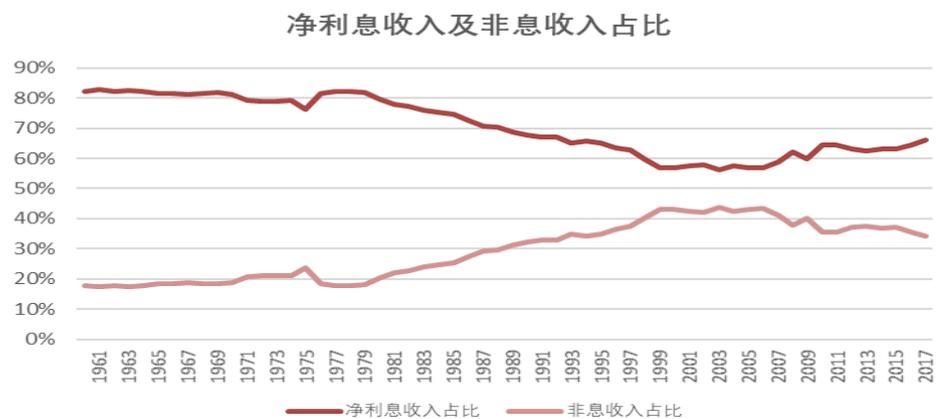
图表13: 富国银行净利息收入和手续费净收入占比变动



资料来源: 富国银行财报, 万联证券研究所

根据我们此前对整个美国银行业不同时期收入来源的对比, 在 60 年代-80 年代中期之前, 美国银行业的净利息收入占比一直在 75%-82%之间波动。从 80 年代后期开始到 90 年代末期, 净利息收入占比从 75%下降到了 60%, 同期非利息收入占比快速提升到 40%。这个时期, 美国总的贷款年均增速仅有 5%, 而非息收入的年均增速达到 11%, 非息收入的高速增长带动了占比的提升。

图表 14: 净利息收入及非息收入占比对比



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

虽然非息收入的占比有所提升, 但是从一些主营偏传统银行业务的金融公司非息收入的结构数据看, 还是与银行卡以及信贷等相关的服务费用占非息收入的比重接近 70%, 而这又与中小企业的快速发展以及零售业务的快速扩张有关。一直到 2009 年以后, 与财富和资产管理相关的收入实现了快速增长, 占比提升到 40%。而伴随着这个过程的是银行业务结构的变化。

未来, 随着金融供给侧结构性改革的推进, 理财子公司业务的快速发展, 以及整个经济增长结构发生相应的变化, 均促使整个银行业务的转型升级。从而推动收

入结构的变化。

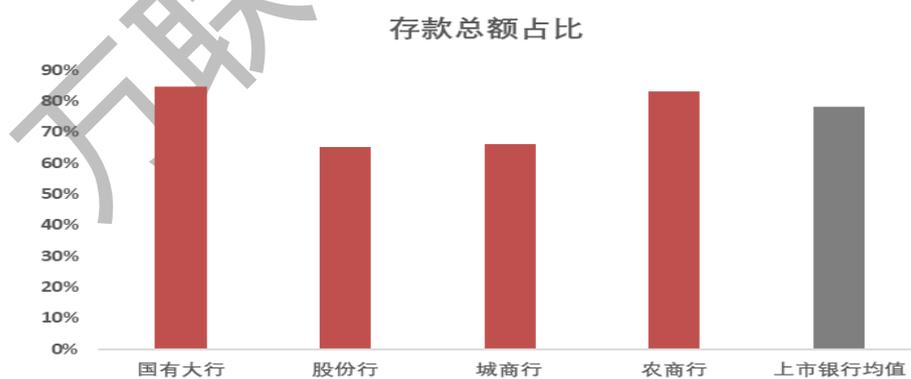
5、投资策略

5.1 银行板块中期业绩预期

此前我们预期，一季度板块配置比例不高，二季度板块业绩的确定性较高，以及不可忽略的中长期资金的持续流入预期下，综合考虑到今年以来银行板块涨幅较少，且估值相对低位，预计二季度板块保持相对优势，将获得一定的增持，特别是部分处于估值低位的国有大行。

预期上市银行板块 2019 年中期业绩仍能保持稳健增长。其中，净息差环比下滑，市场已经有预期，但是负债端压力的变化将逐步显现，成为影响未来净息差走势以及差异的重要因素。由于同业存单的发行受阻，压力将向同业负债传导，而银行间的信用风险差异，又将促使存款的波动，综合来看，部分城商行负债端的压力相对较大。

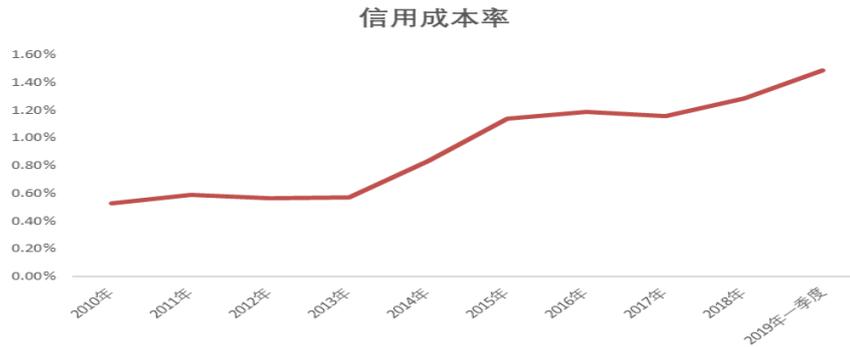
图表 15：存款总额占比对比



资料来源：上市银行公告，万联证券研究所

资产质量方面，根据我们此前多篇报告从多个角度对资产质量的结构、宏观经济走势的关系等问题进行分析。鉴于目前上市银行整体的信贷结构相对稳健，而且新增信贷又集中在与房地产和基建相关的行业。而 2018 年以来，市场的信用风险又集中在处于产业中游的民企，且经济下行缓慢，因此不良出现大规模爆发的概率不大。但是，不排除未来压力向下游企业延伸的可能。拨备方面，一季度数据看，各行拨备仍处于较高的位置，有一定的利润释放空间。

图表 16: 信用成本率变动趋势



资料来源: 上市银行公告, 万联证券研究所

5.2 投资策略

2019 年一季度受流动性预期改善以及风险偏好提升影响, 市场整体迎来了估值修复行情。银行板块整体估值从 2018 年的 PB 0.8 倍修复到 0.94 倍, 但是跑输大盘。4 月后市场持续调整, 而银行板块今年以来涨幅较少, 且估值相对低位, 基金持仓又低, 在市场调整中, 板块保持相对优势。

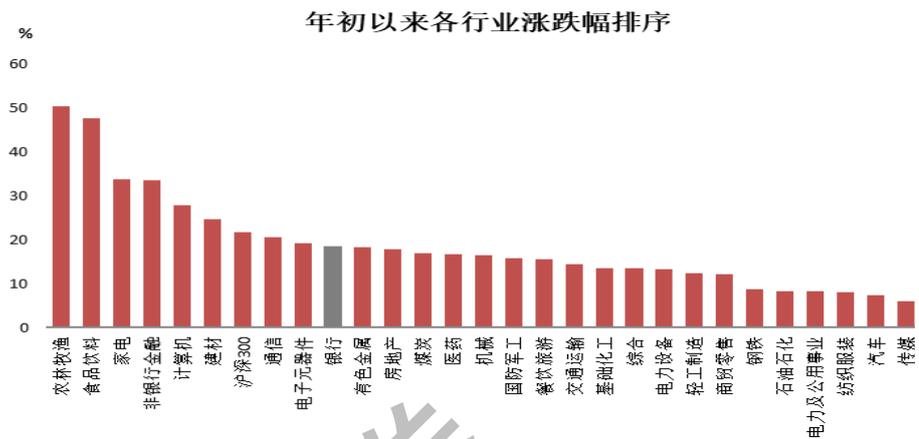
图表 17: 银行板块 PB 估值



资料来源: 上市银行公告, 万联证券研究所

银行板块目前的估值不高, 基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。市场整体风险偏好保持低位, 银行板块的业绩确定性优势以及部分个股较高的股息率有助于板块估值的稳定, 以及保持行业间的相对优势。

图表 18：年初以来各行业涨跌幅排序



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

在金融供给侧结构性改革的大趋势下，银行业将加速分化，头部银行的规模优势，区域银行的市场优势将逐步体现。而各家银行的风险定价能力，将成为核心竞争力。

我们维持板块强于大势的投资评级，推荐工商银行、建设银行、农业银行、招商银行和宁波银行。

6、风险提示

整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业经营明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

行业监管超预期，可能会对板块业务的发展产生影响。

银行业重点上市公司估值情况一览表

(数据截止日期：2019年07月17日)

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		18A	19E	20E		18A	19E	20E	
601398.SH	工商银行	6.30	6.97	7.65	5.56	0.88	0.80	0.73	增持
601288.SH	农业银行	4.54	4.98	5.50	3.57	0.79	0.72	0.65	增持
601939.SH	建设银行	7.59	8.31	9.15	7.13	0.94	0.86	0.78	增持
600036.SH	招商银行	20.07	22.63	25.45	35.21	1.75	1.56	1.38	增持
002142.SZ	宁波银行	12.41	13.86	16.98	22.81	1.84	1.65	1.34	增持

资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

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。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。研究员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口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场