

银行的资产质量在变好还是变坏？

银行资产质量正处在一个局部酝酿，但整体平稳甚至向好的过渡阶段。

资产质量恶化是经济下行期的“幽灵”，市场总觉得它存在，但又找不到证据。2018年以来，部分投资者一直在担心银行的资产质量会恶化，但等到某一季的报表出来，资产质量指标表现尚可，遂又觉得下一季可能就会出问题。这种对资产质量的担忧无法证实无法证伪，绵延不绝挥之不去。所以从银行的中报来看，资产质量究竟在变好还是变坏？

1) 不良率

很多投资者认为不良率是调节后的指标，但能够把不良率压下来也是一种能力，还是可以说明一些问题的。从上市银行6月末环比3月末的不良率变化情况来看，绝大多数是下降的，而且降幅还不小，分类别来看，城商行的整体表现不如其他类银行亮眼。

2) 关注率

“不良后备军”——关注类贷款率的变动情况与不良率类似，大面积改善。一季报披露关注率的银行看二季度环比变化，一季报没披露的银行看二季度较年初变化。

3) 真实不良率

把“不良率+关注率”看作真实不良率，其改善幅度更是非常可观。

4) 不良处置核销规模

在形成账面不良率之前，银行核销处置了多少不良？处置力度大的话，不良率自然就被压下去了。从上市银行今年上半年的不良处置规模占去年全年处置规模的比重来看，股份行和城商行仍维持了较大的处置力度，而国有行和农商行的不良处置力度总体是边际趋缓的。说明多数银行，尤其是国有行和农商行，中报不良率的改善并不完全是靠多核销多处置做出来的，是有一定可信度或者说现实意义的。

5) 不良生成率

从上市银行19H1加回核销转出后的年化不良生成率较18H2的变化来看，上升和下降的银行家数差不多一半一半；分类别来看，国有大行的不良生成率总体改善最为明显。这样一个结果至少可以说明，眼下银行的资产质量并没有出现行业性的恶化。

6) 逾期贷款率

是否逾期、逾期多久是衡量贷款资产质量最直观易行的准绳。逾期贷款率可以分为逾期90天以内贷款率和逾期90天以上贷款率。此前

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级
000001 平安银行	17.39	买入-A
601128 常熟银行	8.40	增持-A
601166 兴业银行	22.43	买入-A
002142 宁波银行	28.00	买入-A
601818 光大银行	4.81	增持-A

行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.16	-1.56	-24.75
绝对收益	7.32	0.24	-10.96

张宇

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519030001
zhangyu6@essence.com.cn

李双

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

刘源

报告联系人

liuyuan2@essence.com.cn

相关报告

大行还是优质中小行？

银行业中期投资策略 2019-05-15

总体超出预期，中小行表现更佳

——银行业 2019 年一季报综述

2019-05-10

大象起舞：银行股投资逻辑由防御转向进攻 2019-04-14

当我们谈论银行资本时，我们在谈论些什么 2019-01-24

宽信用浪潮裹挟下的民企与商业银行 2019-01-10

监管要求逾期 90 天以上贷款必须进不良，截至去年底，几乎所有上市银行已经达标，所以逾期 90 天以上贷款率可以看做不良率的主要组成部分（不良贷款除了包括逾期 90 天以上的贷款，也可能包含小部分逾期不足 90 天，甚至尚未逾期的贷款）。也正因为如此，逾期 90 天以上贷款率也会受到不良核销处置的影响。

从上市银行中报逾期 90 天以上贷款率较年初的变化情况来看，和不良率的走势是一致的。

相比之下，逾期 90 天以内贷款率的走势更能说明问题。一来能反映潜在问题资产的边际生成情况，预判未来的不良迁徙压力，所谓“风起于青萍之末”；二来不太容易受银行核销政策的影响，“天然无添加”。

上市银行中报逾期 90 天以内贷款率较年初的变化情况来看，分化较为明显。国有行和农商行整体是下降的，股份行和城商行有所上升。部分中小银行在逾期新生成方面还是有些压力，至于是技术性逾期居多还是不良生成的前兆，需要时间来检验。

7) 不良偏离度

不良偏离度是逾期 90 天以上贷款/不良，根据前面提到的“逾期 90 天就进不良”的监管要求，这个指标肯定是要低于 100% 的。在此前提下，一家银行的不不良偏离度越低，往往被认为它对不良的认定越严格审慎，因为除了逾期 90 天以上的贷款，把很多非逾期 90 天以上的贷款也确认为不良。

从上市银行 6 月末不良偏离度较年初的变化情况来看，不良认定总体还是进一步趋严的，尤其是农商行板块，本来就很低，中报加权平均不良偏离度又进一步降至 65%；大行微升了一点，但因为绝对值很低，几乎可以忽略；股份行和城商行整体是下降的，但内部分化比较大，有升有降。

所以要怎么理解部分银行不良偏离度回升？一种理解是不良认定边际放松，具体来说是针对非逾期 90 天以上贷款的不良认定放松，这样可以控制整体的不良率，但不良贷款里逾期 90 天以上贷款的占比会提升；另一种理解是跟核销对象有关，如果某段时期主要核销的是非逾期 90 天以上的不良，那么也会导致不良余额中的逾期 90 天以上贷款占比上升。如何判断是哪一种情况呢？如果一边不良偏离度回升，一边逾期 90 天以内贷款率、关注类贷款率等“不良后备”指标恶化，那么我们就有理由认为，这家银行边际上可能的确放松了不良认定。

即便部分银行存在放松不良认定的现象，但考虑到不良偏离度仍都控制在 100% 以内，可视为在不良认定愈加严格的大趋势下，所做的短期调节。这种现象不可持续，也不会造成明显的不良隐患。

至此基本可以得出，上市银行资产质量的确是在改善的。边际上的不确定性当然存在，譬如逾期 90 天以内贷款率的波动、不良偏离度的波动，但都是局部的，尚未演化成行业现象，并且对产生负向变动的个股来说，也还远不足以颠覆不良率的向好趋势。

那么如何理解经济下行，但银行的资产质量还在继续改善？回答这个问题之前，先分别看下上市银行公司贷款和零售贷款的不良率变化情况。

A) 上市银行 6 月末的公司贷款不良率较年初全面改善。

B) 尽管市场直观感受零售贷款的资产质量在不断恶化，但从披露相关数据的银行来看，只有半数 6 月末较年初的零售贷款不良率有所上行，且几乎全部是此前大力推进零售转型的银行。

所以从表面上看，对公不良大幅改善，零售不良风险可控，综合使得上市银行整体的不良率稳中向好。深入一点来看，当前银行的资产质量处在一个过渡阶段。对公方面，存量不良不断暴露不断处置，消化了很久，基本已经出清得七七八八，而新增投放一方面很少，近年来银行的信贷资源都在向零售倾斜，一方面投出去的也非常审慎。经济形势边际下行尚不足以拖累新投放的对公贷款大面积生成不良；零售方面，虽然信用卡、消费贷的不良逐渐抬头，但体量和早年的对公大额不良不是一个量级，对银行整体的资产质量不会形成颠覆性的扰动。所以才说，银行的资产质量正处在一个局部酝酿，但整体平稳甚至向好的过渡阶段。

紧接着更为关键的问题就是，过渡阶段会持续多久？过渡结束后会往哪个方向走？当前还无法准确预判，因为这要看后面宏观经济的表现。但有一点是明确的，那就是稳增长的政策在加码。虽然短期要求银行让利实体，但经济如果稳住了，银行的资产质量就能稳住，银行股估值最大的压制因素才能真正得到缓解。银行现在的“舍”，是为了将来的“得”，至于能否顺利实现，尚需持续跟踪政策效果。

■风险提示：稳增长政策收效甚微；银行资产质量逐渐恶化

表 1：上市银行 6 月末环比 3 月末的不良率变化情况

不良率	19Q1	19Q2	D	不良率	19Q1	19Q2	D
农行	1.53%	1.43%	-10 bp	招行	1.35%	1.23%	-12 bp
工行	1.51%	1.48%	-3 bp	平安	1.73%	1.68%	-5 bp
建行	1.46%	1.43%	-3 bp	浦发	1.88%	1.83%	-5 bp
中行	1.42%	1.40%	-2 bp	光大	1.59%	1.57%	-2 bp
交行	1.47%	1.47%	0 bp	华夏	1.85%	1.84%	-1 bp
国有行	1.48%	1.44%	-4 bp	兴业	1.57%	1.56%	-1 bp
郑州	2.46%	2.39%	-7 bp	民生	1.75%	1.75%	0 bp
成都	1.51%	1.46%	-5 bp	中信	1.72%	1.72%	0 bp
西安	1.23%	1.19%	-4 bp	股份行	1.66%	1.62%	-4 bp
苏州	1.58%	1.55%	-3 bp	江阴	2.08%	1.91%	-17 bp
杭州	1.40%	1.38%	-2 bp	港行	1.53%	1.43%	-10 bp
上海	1.19%	1.18%	-1 bp	无锡	1.21%	1.11%	-10 bp
宁波	0.78%	0.78%	0 bp	紫金	1.68%	1.66%	-2 bp
南京	0.89%	0.89%	0 bp	常熟	0.96%	0.96%	0 bp
江苏	1.39%	1.39%	0 bp	青农	1.46%	1.46%	0 bp
长沙	1.29%	1.29%	0 bp	吴江	1.25%	1.26%	1 bp
青岛	1.68%	1.68%	0 bp	农商行	1.44%	1.39%	-5 bp
贵阳	1.46%	1.50%	4 bp				
北京	1.40%	1.45%	5 bp				
城商行	1.30%	1.31%	0 bp				

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 2：上市银行 6 月末环比 3 月末/较年初的关注类贷款率变化情况

关注率	19Q2	较年初	较一季度末	关注率	19Q2	较年初	较一季度末
农行	2.43%	-31 bp		华夏	3.80%	-64 bp	-11 bp
工行	2.71%	-21 bp		平安	2.48%	-25 bp	-10 bp
中行	2.73%	-17 bp		招行	1.30%	-21 bp	
交行	2.32%	-13 bp		兴业	1.88%	-17 bp	-24 bp
建行	2.80%	-1 bp		光大	2.30%	-11 bp	
国有行	2.64%	-17 bp		浦发	2.90%	-5 bp	-7 bp
青岛	4.54%	-109 bp	-50 bp	中信	2.32%	-4 bp	
郑州	2.40%	-55 bp	0 bp	民生	3.34%	-4 bp	
成都	1.41%	-47 bp	-13 bp	股份行	2.42%	-16 bp	-38 bp
杭州	1.11%	-15 bp	4 bp	青农	5.63%	-152 bp	-72 bp
南京	1.31%	-11 bp	-13 bp	港行	3.79%	-145 bp	-49 bp
上海	1.86%	0 bp	2 bp	常熟	1.72%	-35 bp	-23 bp
宁波	0.63%	8 bp	-1 bp	吴江	4.41%	-26 bp	0 bp
江苏	2.34%	9 bp	8 bp	无锡	0.52%	-16 bp	1 bp
长沙	2.99%	9 bp	3 bp	江阴	1.26%	0 bp	-33 bp
北京	1.01%	13 bp		紫金	1.86%	10 bp	-4 bp
苏州	2.72%	14 bp		农商行	3.02%	-54 bp	-28 bp
西安	2.46%	19 bp	-19 bp				
贵阳	3.08%	49 bp	40 bp				
城商行	1.73%	1 bp	-19 bp				

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 3：上市银行 6 月末环比 3 月末/较年初的真实不良率变化情况

真实不良率	19Q2	较年初	较一季度末	真实不良率	19Q2	较年初	较一季度末
农行	3.86%	-47 bp		华夏	5.64%	-65 bp	-12 bp
工行	4.19%	-25 bp		招行	2.53%	-34 bp	
中行	4.13%	-19 bp		平安	4.16%	-32 bp	-15 bp
交行	3.79%	-15 bp		兴业	3.44%	-18 bp	-25 bp
建行	4.23%	-4 bp		浦发	4.73%	-14 bp	-12 bp
国有行	4.08%	-23 bp		光大	3.87%	-13 bp	
青岛	6.22%	-109 bp	-50 bp	中信	4.04%	-9 bp	
郑州	4.79%	-63 bp	-7 bp	民生	5.09%	-5 bp	
成都	2.87%	-55 bp	-18 bp	股份行	4.04%	-22 bp	-42 bp
杭州	2.49%	-22 bp	2 bp	青农	7.09%	-163 bp	-72 bp
南京	2.20%	-11 bp	-13 bp	港行	5.22%	-149 bp	-59 bp
苏州	4.27%	1 bp		常熟	2.68%	-38 bp	-23 bp
上海	3.04%	4 bp	1 bp	吴江	5.67%	-31 bp	1 bp
宁波	1.41%	8 bp	-1 bp	无锡	1.63%	-29 bp	-9 bp
江苏	3.73%	9 bp	8 bp	江阴	3.17%	-24 bp	-50 bp
长沙	4.28%	9 bp	3 bp	紫金	3.52%	7 bp	-6 bp
北京	2.46%	12 bp		农商行	4.41%	-63 bp	-32 bp
西安	3.65%	18 bp	-23 bp				
贵阳	4.58%	64 bp	44 bp				
城商行	3.04%	0 bp	-19 bp				

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 4：上市银行 2019 年上半年核销处置不良规模及占 2018 年全年处置规模的比重

不良核转	19H1/18A	不良核转	19H1/18A
中行	33.1%	民生	39.6%
交行	34.2%	平安	46.7%
工行	40.5%	浦发	58.6%
农行	47.4%	中信	58.9%
建行	61.6%	招行	61.6%
国有行	42.6%	兴业	67.9%
郑州	15.4%	光大	71.9%
西安	23.3%	华夏	207.5%
苏州	28.0%	股份行	60.9%
贵阳	35.2%	无锡	13.5%
成都	37.0%	青农	19.9%
北京	40.6%	紫金	40.8%
杭州	44.2%	吴江	48.0%
江苏	48.5%	江阴	64.1%
宁波	61.2%	常熟	71.9%
青岛	70.9%	港行	91.7%
南京	85.3%	农商行	46.9%
长沙	88.3%		
上海	99.3%		
城商行	53.5%		

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 5：上市银行 2018H1、2018H2、2019H1 年化不良生成率及边际变化

不良生成率	18H1	18H2	19H1	较年初
农行	0.59%	1.03%	0.68%	-36 bp
中行	0.94%	0.86%	0.66%	-20 bp
工行	0.86%	0.83%	0.64%	-19 bp
交行	1.46%	0.97%	0.83%	-14 bp
建行	0.48%	0.51%	0.61%	10 bp
平安	2.65%	3.15%	2.14%	-101 bp
民生	1.75%	2.62%	1.63%	-99 bp
兴业	1.06%	1.70%	1.61%	-9 bp
招行	0.48%	0.72%	0.80%	8 bp
光大	1.61%	1.43%	1.75%	32 bp
浦发	2.09%	1.65%	2.01%	36 bp
中信	2.37%	1.15%	1.65%	50 bp
华夏	0.82%	1.37%	3.19%	183 bp
成都	0.75%	1.69%	0.93%	-75 bp
北京	0.85%	1.79%	1.04%	-75 bp
杭州	1.10%	1.18%	0.87%	-31 bp
宁波	0.29%	0.61%	0.48%	-13 bp
江苏	0.87%	0.50%	0.62%	12 bp
上海	0.58%	1.12%	1.27%	15 bp
南京	0.87%	1.04%	1.22%	18 bp
贵阳	2.84%	1.40%	1.59%	19 bp
吴江	1.21%	1.87%	-1.27%	-314 bp
无锡	0.98%	0.21%	0.07%	-14 bp
江阴	1.51%	1.81%	1.72%	-9 bp
常熟	0.77%	0.59%	0.99%	40 bp
港行	1.03%	1.03%	1.78%	74 bp

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 6：上市银行 6 月末逾期 90 天以上贷款率及较年初变化

上市银行	19H	较年初	上市银行	19H	较年初
中行	1.03%	-11 bp	华夏	1.76%	-96 bp
农行	0.94%	-9 bp	浦发	1.47%	-16 bp
交行	1.27%	-3 bp	平安	1.57%	-13 bp
工行	1.13%	-3 bp	中信	1.53%	-10 bp
建行	0.96%	9 bp	招行	0.99%	-9 bp
国有行	1.04%	-3 bp	民生	1.67%	-2 bp
成都	1.09%	-41 bp	兴业	1.29%	5 bp
郑州	2.00%	-35 bp	光大	1.39%	6 bp
青岛	1.32%	-32 bp	股份行	1.42%	-13 bp
北京	1.14%	-20 bp	港行	0.39%	-26 bp
杭州	1.03%	-4 bp	无锡	0.83%	-19 bp
贵阳	1.07%	-2 bp	江阴	1.72%	-17 bp
南京	0.82%	-2 bp	紫金	0.80%	-14 bp

长沙	1.22%	1 bp	吴江	0.81%	-11 bp
江苏	1.26%	6 bp	常熟	0.56%	-10 bp
西安	1.17%	6 bp	青农	1.13%	-8 bp
苏州	1.44%	8 bp	农商行	0.91%	-13 bp
宁波	0.76%	11 bp			
上海	1.09%	19 bp			
城商行	1.12%	-3 bp			

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 7：上市银行 6 月末逾期 90 天以内贷款率及较年初变化

上市银行	19H	较年初	上市银行	19H	较年初
中行	0.39%	-33 bp	民生	0.70%	-18 bp
农行	0.56%	-11 bp	兴业	0.72%	-6 bp
工行	0.55%	-4 bp	平安	0.93%	3 bp
交行	0.55%	2 bp	招行	0.57%	6 bp
建行	0.47%	7 bp	中信	1.10%	7 bp
国有行	0.50%	-8 bp	华夏	0.76%	7 bp
青岛	1.05%	-74 bp	浦发	0.96%	17 bp
郑州	1.63%	-44 bp	光大	1.21%	19 bp
上海	0.52%	-26 bp	股份行	0.86%	4 bp
宁波	0.17%	-8 bp	青农	0.85%	-47 bp
江苏	0.43%	5 bp	港行	0.28%	-23 bp
杭州	0.17%	5 bp	常熟	0.31%	-23 bp
苏州	0.46%	8 bp	无锡	0.25%	-6 bp
南京	0.59%	10 bp	江阴	0.55%	9 bp
成都	0.73%	13 bp	紫金	0.20%	10 bp
长沙	0.80%	21 bp	吴江	1.24%	58 bp
北京	0.87%	25 bp	农商行	0.54%	-9 bp
西安	0.65%	35 bp			
贵阳	3.42%	158 bp			
城商行	0.70%	8 bp			

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 8：上市银行 6 月末不良偏离度及较年初变化

不良偏离度	19H	较年初	不良偏离度	19H	较年初
中行	73.60%	-7.4 pc	华夏	95.57%	-51.6 pc
交行	86.44%	-0.9 pc	浦发	80.41%	-4.2 pc
工行	76.74%	0.7 pc	中信	88.77%	-3.6 pc
农行	65.69%	0.7 pc	平安	93.86%	-3.5 pc
建行	67.18%	7.1 pc	民生	95.48%	-1.2 pc
国有行	72.38%	0.6 pc	招行	80.37%	1.5 pc
成都	74.75%	-23.2 pc	兴业	82.59%	3.7 pc
青岛	78.59%	-19.8 pc	光大	88.69%	4.6 pc
北京	78.75%	-13.5 pc	股份行	87.38%	-4.6 pc
郑州	83.67%	-11.7 pc	港行	26.99%	-16.6 pc
贵阳	71.42%	-9.5 pc	常熟	58.49%	-8.3 pc
杭州	74.67%	0.6 pc	紫金	48.39%	-7.5 pc

长沙	94.06%	0.8 pc	无锡	75.07%	-7.4 pc
南京	95.59%	1.6 pc	吴江	64.47%	-5.4 pc
江苏	90.79%	4.3 pc	青农	77.49%	0.3 pc
西安	98.34%	5.9 pc	江阴	89.98%	2.0 pc
苏州	93.18%	12.5 pc	农商行	65.19%	-5.3 pc
上海	92.43%	13.4 pc			
宁波	96.45%	14.0 pc			
城商行	84.47%	-6.2 pc			

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 9：不良偏离度较年初回升银行不良先行指标的变化情况

上市银行	不良偏离度		逾期 90 天以内贷款		关注率	
	19H	较年初	19H	较年初	19H	较年初
青农	77.49%	0.3 pc	0.85%	-47 bp	5.63%	-152 bp
杭州	74.67%	0.6 pc	0.17%	5 bp	1.11%	-15 bp
工行	76.74%	0.7 pc	0.55%	-4 bp	2.71%	-21 bp
农行	65.69%	0.7 pc	0.56%	-11 bp	2.43%	-31 bp
长沙	94.06%	0.8 pc	0.80%	21 bp	2.99%	9 bp
招行	80.37%	1.5 pc	0.57%	6 bp	1.30%	-21 bp
南京	95.59%	1.6 pc	0.59%	10 bp	1.31%	-11 bp
江阴	89.98%	2.0 pc	0.55%	9 bp	1.26%	0 bp
兴业	82.59%	3.7 pc	0.72%	-6 bp	1.88%	-17 bp
江苏	90.79%	4.3 pc	0.43%	5 bp	2.34%	9 bp
光大	88.69%	4.6 pc	1.21%	19 bp	2.30%	-11 bp
西安	98.34%	5.9 pc	0.65%	35 bp	2.46%	19 bp
建行	67.18%	7.1 pc	0.47%	7 bp	2.80%	-1 bp
苏州	93.18%	12.5 pc	0.46%	8 bp	2.72%	14 bp
上海	92.43%	13.4 pc	0.52%	-26 bp	1.86%	0 bp
宁波	96.45%	14.0 pc	0.17%	-8 bp	0.63%	8 bp

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 20：上市银行 6 月末公司贷款不良率较年初的变化情况

对公不良率	19H	较年初	对公不良率	19H	较年初
浦发	2.42%	-29 bp	青岛	2.07%	-5 bp
农行	2.13%	-24 bp	杭州	1.80%	-4 bp
宁波	0.84%	-17 bp	光大	1.93%	-3 bp
交行	1.63%	-15 bp	中行	2.52%	-2 bp
招行	2.00%	-13 bp	上海	1.48%	-2 bp
平安	2.71%	-11 bp	兴业	2.39%	-2 bp
建行	2.50%	-10 bp	民生	1.54%	0 bp
成都	1.70%	-10 bp	中信	2.64%	3 bp
工行	2.00%	-7 bp	青农	1.43%	3 bp
郑州	2.87%	-7 bp			

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 11：上市银行 6 月末零售贷款不良率较年初的变化情况

零售不良率	19H	较年初	零售不良率	19H	较年初
-------	-----	-----	-------	-----	-----

青农	1.80%	-42 bp	南京	0.72%	2 bp
杭州	0.62%	-15 bp	平安	1.09%	2 bp
成都	0.89%	-13 bp	光大	1.20%	3 bp
中信	0.90%	-10 bp	青岛	0.79%	3 bp
农行	0.58%	-7 bp	建行	0.46%	5 bp
中行	0.65%	-5 bp	浦发	1.41%	13 bp
招行	0.74%	-5 bp	郑州	1.89%	15 bp
民生	2.04%	-5 bp	交行	1.13%	19 bp
北京	0.36%	-3 bp	上海	0.82%	21 bp
工行	0.69%	-2 bp	宁波	1.02%	39 bp
兴业	0.66%	2 bp			

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

说明：南京银行数据为本行口径

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张宇声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034