

银行行业

核心银行配置的高光时间

核心观点:

- **银行股配置价值的内涵:** 10月13日我们发布报告《银行行业:绝对空间有限,配置价值仍存》,内涵实际是对四季度政策和流动性环境的担忧,而经过一个半月的调整之后,我们认为银行板块年底之前获得相对收益的概率在大幅提升。目前这个位置到年底我们不敢期待较大的绝对收益空间,但我们认为下行空间非常狭窄,且看一年大概率能赚到ROE的收益,因此当前配置价值较十月中大幅上行。
- **从流动性节奏的角度来看,**我们认为明年春季躁动大概率会延后至春节后,原因在于四点:1)春节前大概率会有较多专项债集中发行;2)节前缴税和实体节前现金需求叠加,导致存款波动和头寸波动加大;3)春节错位导致信贷投放速度同比放缓,且负债成本和波动制约信贷投放意愿;4)CPI节前上涨压力较大。因此现在至明年春节前,我们并不期待板块有较高的绝对收益空间,而春节后大概率会有绝对收益。
- **从基本面的角度看,**负债成本的上行以及通胀带来的名义GDP走稳可能使得贷款端的价格下行受到阻碍,息差可能缓慢下行,明年一季度中小银行的营收中枢预计将下滑,其同业成本下行的滞后影响将完全消退,同时考虑到同比规模的较高基数,营收中枢预计将从20%以上下滑至10%左右,因此在2月份往后看虽然可能有绝对收益,但考虑到年报一季报的趋势横向比较,可能之后板块难有相对收益。**从结构上来看,明年负债和资产质量将重新成为核心矛盾。**
- **信贷“量、价、结构的不可能三角”,**由于实体需求本身是内生的并不由央行控制,因此监管不可能在要求1)总量上升的过程中,还保证2)价格下降,同时3)结构优化(中长期占比上升)。前两者1)2)同时发生通常是在需求疲软的环境下,总量扩张但其中存在大量的短期投放,因此结构必然变差。1)3)两者同时发生的前提通常是投资需求大幅上升拉动结构和总量的改善,但中长期占比上升必然不能降低价格,除非大幅降息,但大幅降息又不符合前提。2)3)在短期内本身就难以同步发生。因此在这三个因素之间,我们很难做到既要又要还要,只能取其二,大概率到年底是结构改善量缩价升。
- **关于资产质量,**今年以来资产质量的表现好于我们的预期,原因在于年初一波较大幅度的信用、财政的再扩张,但我们认为这是经济增速下行过程中的托底政策,类似于2012年宽松政策后的2013,经济逐渐走平且不良生成率开始震荡,但随后2014~2015年又重新回到经济下行和不良上行的组合。区别在于,不良生成在当前高位再上行的斜率可能较弱,且由于2009年4万亿(企业政府)和2015~2017年加杠杆的部门(居民政府)不同,因此之后债务暴露的特征也有所区别,这一轮以居民和政府平台为主的暴露特征,可能相对前一轮要略缓和。
- **投资建议:**年底前,流动性环境波动较大,继续看好银行板块相对收益。板块内,短期推荐稳健经营和低估值大行、部分股份行。长期推荐具有持续高质量盈利的龙头银行。
- **风险提示:**1.货币政策调整超预期;2.LPR改革推进不及预期;3.经济增速下行超预期,导致银行资产质量大幅恶化。

行业评级

买入

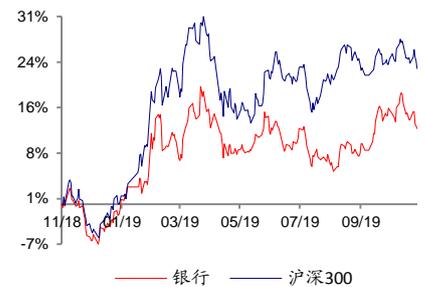
前次评级

买入

报告日期

2019-11-24

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

请注意,倪军,万思华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:2020年流动性展望 2019-11-23
与我们的方法论
- 银行行业:稳量降价调结构— 2019-11-20
评央行货币信贷形势座谈会
- 银行行业:行业利润增速回落, 2019-11-17
中小银行承压明显

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(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
工商银行	601398.SH	CNY	5.71	2019/10/26	买入	6.58	0.86	0.90	6.64	6.34	0.83	0.75	13.08	12.46
建设银行	601939.SH	CNY	7.14	2019/10/31	增持	8.19	1.05	1.11	6.80	6.43	0.86	0.78	13.23	12.64
农业银行	601288.SH	CNY	3.60	2019/10/27	买入	4.24	0.60	0.62	6.00	5.81	0.72	0.66	12.49	11.97
中国银行	601988.SH	CNY	3.61	2019/10/31	买入	4.50	0.62	0.64	5.82	5.64	0.64	0.59	11.43	11.61
招商银行	600036.SH	CNY	36.23	2019/10/31	买入	36.45	3.60	4.06	10.06	8.92	1.59	1.40	16.83	16.73
中信银行	601998.SH	CNY	6.01	2019/10/18	买入	7.17	0.95	1.01	6.33	5.95	0.67	0.62	11.05	10.80
浦发银行	600000.SH	CNY	11.99	2019/10/30	买入	13.46	2.06	2.25	5.82	5.33	0.71	0.64	12.93	12.67
兴业银行	601166.SH	CNY	19.07	2019/10/30	买入	23.74	3.11	3.36	6.13	5.68	0.80	0.72	13.87	13.38
光大银行	601818.SH	CNY	4.18	2019/10/31	买入	5.41	0.70	0.78	5.97	5.36	0.70	0.63	12.16	12.30
平安银行	000001.SZ	CNY	15.59	2019/10/22	买入	17.21	1.61	1.84	9.68	8.47	1.09	0.97	11.89	12.10
北京银行	601169.SH	CNY	5.55	2019/10/30	买入	7.04	0.99	1.07	5.61	5.19	0.62	0.57	11.47	11.36
上海银行	601229.SH	CNY	9.24	2019/10/28	买入	10.27	1.38	1.58	6.70	5.85	0.84	0.75	13.16	13.54
宁波银行	002142.SZ	CNY	27.60	2019/10/31	买入	28.22	2.49	2.95	11.08	9.36	1.74	1.50	17.89	17.24
南京银行	601009.SH	CNY	8.36	2019/10/31	买入	10.08	1.51	1.66	5.54	5.04	0.91	0.80	17.53	17.02
杭州银行	600926.SH	CNY	8.72	2019/10/25	买入	9.21	1.16	1.39	7.52	6.27	0.85	0.76	11.94	12.85
常熟银行	601128.SH	CNY	8.22	2019/10/27	买入	9.54	0.80	0.95	10.28	8.65	1.15	1.04	12.69	12.65
工商银行	01398.HK	HKD	5.66	2019/10/26	买入	6.11	0.86	0.90	5.92	5.66	0.74	0.67	13.08	12.46
建设银行	00939.HK	HKD	6.33	2019/10/31	买入	6.97	1.05	1.11	5.42	5.13	0.68	0.62	13.23	12.64
农业银行	01288.HK	HKD	3.21	2019/10/27	买入	3.74	0.60	0.62	4.81	4.66	0.58	0.53	12.49	11.97
中国银行	03988.HK	HKD	3.20	2019/10/31	买入	3.93	0.62	0.64	4.64	4.50	0.51	0.47	11.43	11.61
招商银行	03968.HK	HKD	38.15	2019/10/31	持有	35.42	3.60	4.06	9.53	8.45	1.51	1.33	16.83	16.73
中信银行	00998.HK	HKD	4.43	2019/10/18	买入	5.95	0.95	1.01	4.19	3.94	0.44	0.41	11.05	10.80
中国光大银行	06818.HK	HKD	3.52	2019/10/31	买入	4.35	0.70	0.78	4.52	4.06	0.53	0.48	12.16	12.30
邮储银行	01658.HK	HKD	4.67	2019/11/7	买入	5.39	0.69	0.77	6.76	6.06	0.81	0.74	12.56	12.61
重庆农村商业 银行	03618.HK	HKD	3.53	2019/9/17	买入	4.78	1.07	1.24	3.30	2.85	0.44	0.39	14.21	14.59

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。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、市场表现	5
二、行业动态	6
1. 央行召集 6 家银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会强调，要继续强化逆周期调节，增强信贷对实体经济的支持力度	6
2. LPR 迎来第四次报价，1 年期 LPR 为 4.15%，5 年期以上 LPR 为 4.80%，两者均较前期下调 5 个基点	6
3. 11 月 18 日，央行逆回购操作中中标利率较前次下调 5 个基点至 2.50%	6
4. 北京银保监局发文进一步规范银行业金融机构同业业务	6
四、公司动态	7
1. 杭州银行：166,992,000 股限售股将于 2019 年 11 月 27 日上市流通	7
2. 青岛银行：获准发行不超过 80 亿元人民币金融债券	7
3. 贵阳银行：稳定股价措施实施完成，贵阳市国资、贵州乌江能源、遵义市国资分别增持股份 5,062,600 股、2,174,101 股、1,450,059 股	7
4. 浦发银行：第一大股东国际集团及其一致行动人合计减持可转债 50,000,000 张，占发行总量的 10%	8
5. 邮储银行：发布首次公开发行股票投资风险特别公告（第三次），确定的发行价格为 5.50 元/股，对应的 2018 年摊薄后市盈率为 9.58 倍	8
五、利率与流动性	9
1. 公开市场操作	9
2. 市场利率	9
六、银行板块估值	11
七、风险提示	11

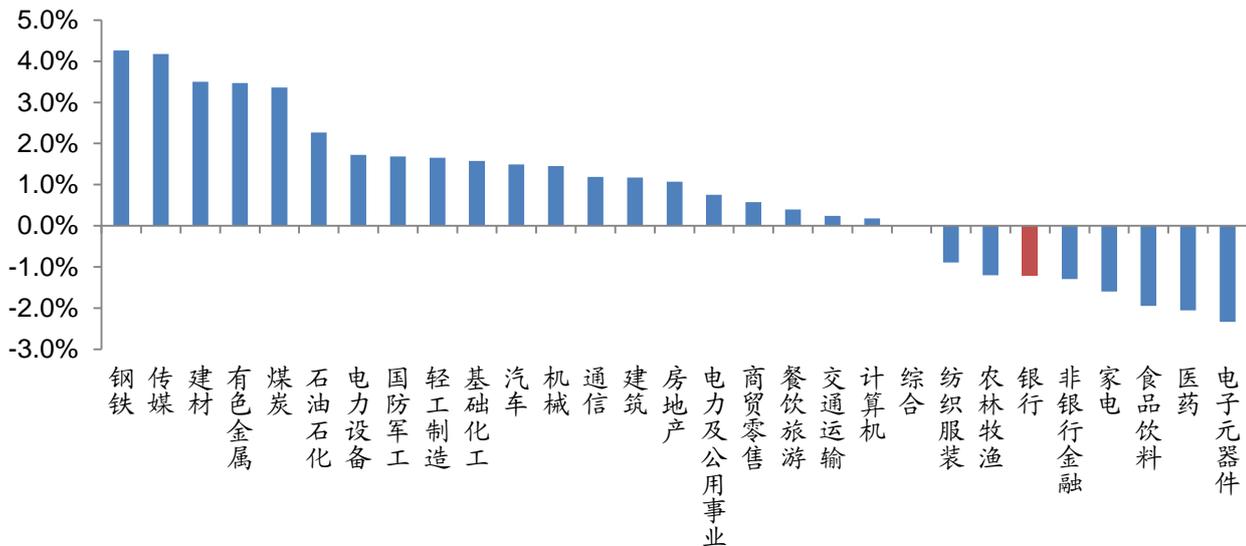
图表索引

图 1: 近 5 个交易日银行板块下跌 1.21%，板块落后大盘 0.51 个百分点，在 29 个一级行业中居第 24 位	5
图 2: 最近 5 个交易日银行股中上海银行、农业银行和中国银行表现居前	5
图 3: 11 月 18 日-11 月 24 日合计净投放 3500 亿元（含国库现金）	9
图 4: Shibor	10
图 5: 存款类机构质押式回购加权利率	10
图 6: 同业存单加权平均发行利率	10
图 7: 国有大行同业存单发行利率	10
图 8: 股份行同业存单发行利率	10
图 9: 城商行同业存单发行利率	10
图 10: 理财产品预期年收益率	11
图 11: 国债到期收益率	11
图 12: 银行板块与沪深 300 非银行板块 PB(整体法, 最新) (单位: 倍)	11
图 13: 银行板块与沪深 300 非银行板块 PE(历史 TTM_整体法) (单位: 倍)	11
表 1: 2019 年 11 月 18 日-2019 年 11 月 22 日国内银行业重要动态	6
表 2: 2019 年 11 月 18 日-2019 年 11 月 22 日上市银行重要动态	7

一、市场表现

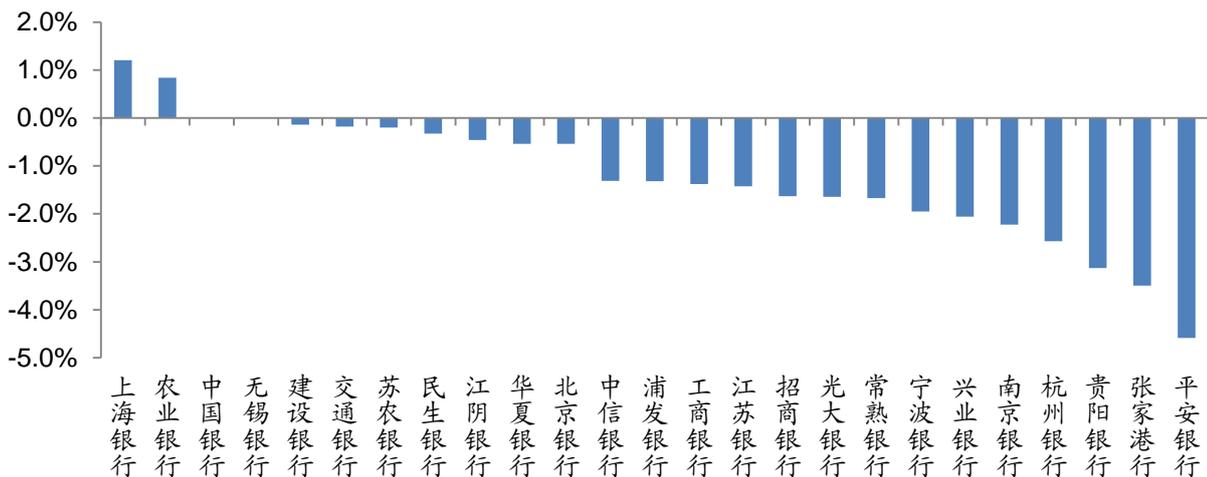
最近5个交易日沪深300指数(000300.SH)下跌0.70%，银行板块(中信一级)下跌1.21%，板块落后大盘0.51个百分点，在29个一级行业中居第24位。个股方面，上海银行(1.20%)、农业银行(0.84%)、中国银行(0.00%)表现居前。

图 1: 近5个交易日银行板块下跌1.21%，板块落后大盘0.51个百分点，在29个一级行业中居第24位



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 最近5个交易日银行股中上海银行、农业银行和中国银行表现居前



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、行业动态

表 1: 2019年11月18日-2019年11月22日国内银行业重要动态

1. 央行召集 6 家银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会强调，要继续强化逆周期调节，增强信贷对实体经济的支持力度

为深入贯彻落实党中央决策部署和国务院工作要求，2019年11月19日，中国人民银行行长、国务院金融稳定发展委员会办公室主任易纲主持召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，研究当前货币信贷形势，部署下一步货币信贷工作。人民银行副行长刘国强出席会议。

会议分析认为，2019年以来金融部门不断加大对实体经济支持力度，稳健货币政策松紧适度，货币政策传导效率提升，M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配并略高一些，体现了强化逆周期调节的要求，为实现“六稳”和经济高质量发展营造了适宜的货币金融环境。贷款平稳增长，支持实体经济力度稳固。信贷结构优化，社会融资成本稳中有降，服务实体经济提质增效。但也要看到，宏观经济金融平稳运行仍面临挑战，经济下行压力持续加大，局部性社会信用收缩压力依然存在。

易纲在总结中强调，要继续强化逆周期调节，增强信贷对实体经济的支持力度，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配，促进经济运行在合理区间。要坚持推进结构调整，立足当前、着眼长远，用改革的办法优化金融资源配置。要发挥好贷款市场报价利率对贷款利率的引导作用，推动金融机构转变贷款定价惯性思维，真正参考贷款市场报价利率定价，促进实际贷款利率下行。要继续推进资本补充工作，提高银行信贷投放能力。

工商银行董事长陈四清、农业银行董事长周慕冰、建设银行董事长田国立、中信银行副行长谢志斌、浦发银行行长潘卫东、兴业银行行长陶以平等 6 家商业银行负责同志，人民银行相关司局负责同志出席了会议。

信息来源：中国人民银行官网，广发证券发展研究中心

2. LPR 迎来第四次报价，1 年期 LPR 为 4.15%，5 年期以上 LPR 为 4.80%，两者均较前期下调 5 个基点

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2019年11月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期 LPR 为 4.15%，5年期以上 LPR 为 4.80%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。

信息来源：中国人民银行官网，广发证券发展研究中心

3. 11 月 18 日，央行逆回购操作中标利率较前次下调 5 个基点至 2.50%

2019年11月18日，人民银行以利率招标方式开展了 1800 亿元逆回购操作，中标利率 2.50%，较前次下调 5 个基点。

信息来源：中国人民银行官网，广发证券发展研究中心

4. 北京银保监局发文进一步规范银行业金融机构同业业务

北京银保监局 21 日印发《北京银保监局关于进一步规范银行业金融机构同业业务的通知》，引导在京银行业金融机构切实防范和控制同业业务风险，继续推进打好防范化解金融风险攻坚战，更好支持实体经济发展。

《通知》主要从四个方面规范同业业务。一是加强同业业务资产负债匹配管理，不得通过对同业业务过度加杠杆方式非理性扩张。二是加强同业业务交易对手管理，不得将从事投资、资产管理等业务的非金融机构列为交易对手，要对资质不同的交易对手设定差异化的授信策略。三是加强同业业务专营部门制管理，专营部门应统一负责审批、会计处理和对外签署合同。四是加强同业非标投资管理。

《通知》重申和进一步明确同业非标投资的总量、范围、操作规范和管理要求。针对监管发现同业非标投资投向偏离宏观调控导向、操作和管理不规范等问题，《通知》提出五个“不得”：新增业务不得违规投向房地产、“两高一剩”、地方政府融资平台等限控领域；不得通过交易结构设计接受或提供显性或隐性担保；不得多层嵌套；不得通过同业非标投资隐匿不良资产；无法穿透的产品或项目到期不得叙做。

信息来源：北京银保监局官网，广发证券发展研究中心

四、公司动态

表 2：2019 年 11 月 18 日-2019 年 11 月 22 日上市银行重要动态

1. 杭州银行：166,992,000 股限售股将于 2019 年 11 月 27 日上市流通

本次上市流通的限售股为中国人寿保险股份有限公司持有的公司首次公开发行的限售股，共计 166,992,000 股，锁定期为其股份在浙江股权托管服务有限公司完成登记之日起 5 年，该部分限售股将锁定期届满并于 2019 年 11 月 27 日上市流通。

资料来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

2. 青岛银行：获准发行不超过 80 亿元人民币金融债券

青岛银行近日相继获得《青岛银保监局关于青岛银行发行 2019 年小型微型企业贷款专项金融债券的批复》（青银保监复〔2019〕453 号）以及《中国人民银行准予行政许可决定书》（银市场许准予字〔2019〕第 220 号），本行获准在全国银行间债券市场发行金额不超过 80 亿元人民币金融债券，募集资金依据适用法律法规和监管部门批复，将全部用于发放小微企业贷款。

资料来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

3. 贵阳银行：稳定股价措施实施完成，贵阳市国资、贵州乌江能源、遵义市国资分别增持股份 5,062,600 股、2,174,101 股、1,450,059 股

2019 年 8 月 2 日，贵阳银行股份有限公司在上海证券交易所网站发布了《贵阳银行关于稳定股价方案的公告》。自 2019 年 8 月 2 日起 6 个月内，公司持股

5%以上股东贵阳市国有资产投资管理公司（以下简称“贵阳市国资”）、贵州乌江能源投资有限公司（以下简称“贵州乌江能源”）、遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司（以下简称“遵义市国资”）以及公司在任且 2018 年度在公司领取薪酬的非独立董事、高级管理人员拟增持公司股份。

本次增持计划实施期间，贵阳市国资以自有资金通过上海证券交易所交易系统以集中竞价的方式累计增持公司股份 5,062,600 股，占公司总股本的 0.16%。贵州乌江能源以自有资金通过上海证券交易所交易系统以集中竞价的方式累计增持公司股份 2,174,101 股，占公司总股本的 0.07%。遵义市国资以自有资金通过上海证券交易所交易系统以集中竞价的方式累计增持公司股份 1,450,059 股，占公司总股本的 0.05%。

资料来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

4. 浦发银行：第一大股东国际集团及其一致行动人合计减持可转债 50,000,000 张，占发行总量的 10%

公司于 2019 年 10 月 28 日公开发行 500 亿元可转债（500,000,000 张），国际集团及其一致行动人合计认购 148,321,020 张，占发行总量的 29.66%。其中，国际集团认购 107,822,430 张，上海上国投资管理有限公司认购 23,766,570 张，上海国鑫投资发展有限公司认购 16,103,040 张，上海国际集团资产管理有限公司认购 628,980 张。

根据国际集团的告知函，自 2019 年 11 月 15 日至 2019 年 11 月 20 日下午上海证券交易所收市，国际集团及其一致行动人合计减持可转债 50,000,000 张，占发行总量的 10%。本次减持完成后，国际集团及其一致行动人仍合计持有公司可转债 98,321,020 张，占发行总量的 19.66%。

资料来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

5. 邮储银行：发布首次公开发行股票投资风险特别公告（第三次），确定的发行价格为 5.50 元/股，对应的 2018 年摊薄后市盈率为 9.58 倍

本次发行的初步询价工作已经完成，确定的发行价格为 5.50 元/股，对应的 2018 年摊薄后市盈率为 9.58 倍（每股收益按照经会计师事务所审计的 2018 年度扣除非经常性损益前后孰低的归属于公司普通股股东的净利润除以假设全额行使超额配售选择权时本次发行后的总股本计算），高于同行业可比上市公司 2018 年平均静态市盈率，也高于中证指数有限公司发布的“货币金融服务（J66）”最近一个月平均静态市盈率 7.10 倍，存在未来发行人估值水平向行业平均市盈率回归给新股投资者带来损失的风险。

根据相关规定，发行人和联席主承销商将在网上申购前三周内在《中国证券报》《上海证券报》《证券时报》和《证券日报》连续发布投资风险特别公告，公告的时间分别为 2019 年 11 月 6 日、2019 年 11 月 13 日和 2019 年 11 月 20 日，后续发行时间安排将会递延。

资料来源：Wind 资讯，广发证券发展研究中心

五、利率与流动性

1. 公开市场操作

公开市场方面，11月18日-11月24日合计净投放3500亿元（含国库现金）。

图 3：11月18日-11月24日合计净投放3500亿元（含国库现金）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

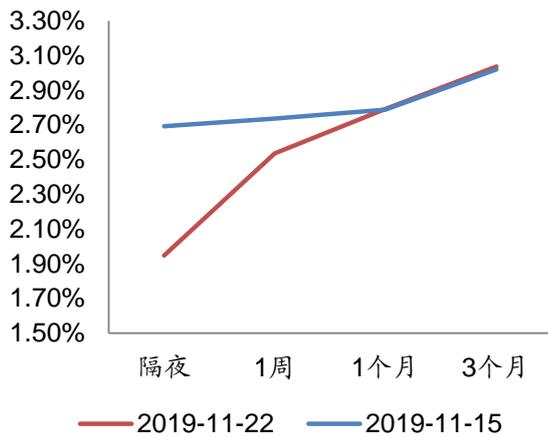
2. 市场利率

11月15日-11月22日，隔夜、1周、1月和3月Shibor利率分别波动-74.5、-20.1、0.5和1.7bps至1.95%、2.54%、2.79%和3.04%。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-76.2、-36.2、-42.0和-24.5bps至1.95%、2.42%、2.41%和2.73%。

11月15日-11月22日，1月、3月和6月同业存单加权平均发行利率分别波动15.6、-6.1、0.1bps至3.02%、3.38%和3.53%。其中：国有大行3月、6月同业存单发行利率分别波动-12.5、-15.0bps至2.98%和3.00%；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-6.0、-13.1、-9.4、-5.0和-7.7bps至2.66%、3.03%、3.10%、3.00%和3.15%；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17.4、-5.8、-10.3、-1.8和3.7bps至3.04%、3.50%、3.61%、3.68%和3.82%。

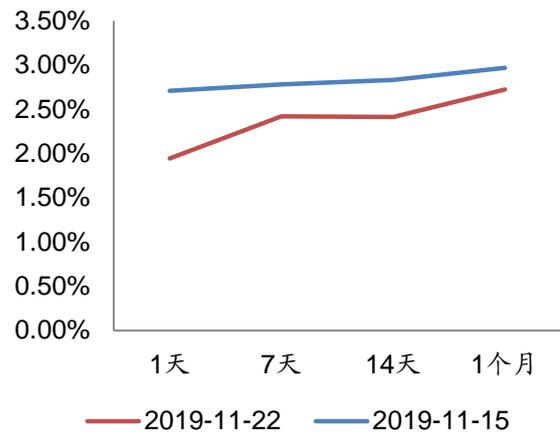
11月15日-11月22日，1年、5年和10年期中债国债到期收益率分别波动-5.0、-8.3和-6.1bps至2.64%、2.97%和3.17%。

图 4: Shibor



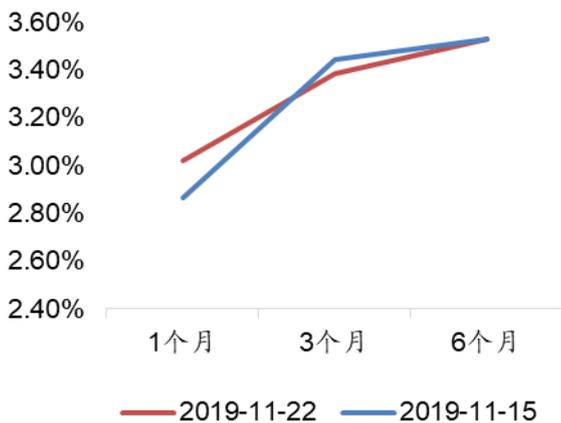
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 存款类机构质押式回购加权利率



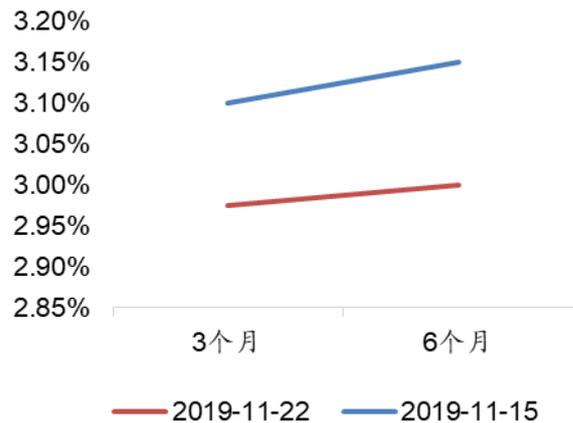
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 同业存单加权平均发行利率



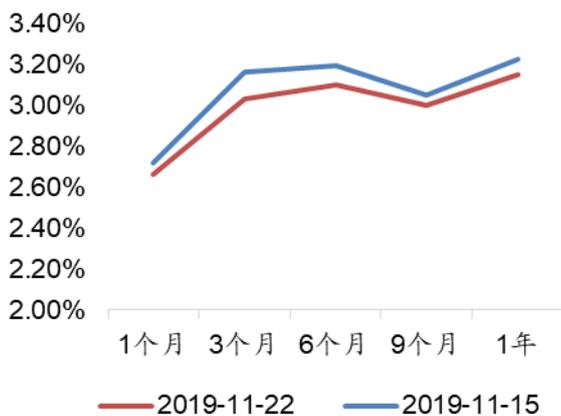
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 国有大行同业存单发行利率



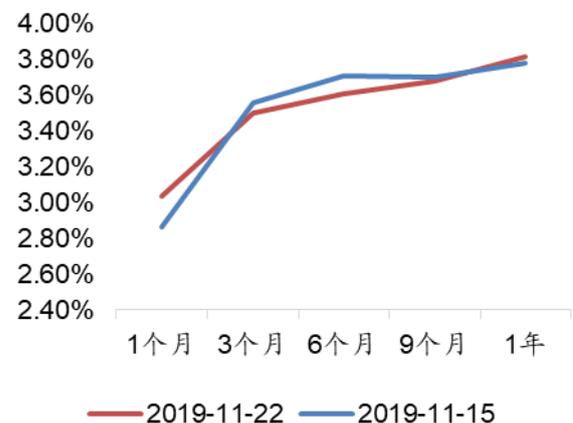
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 股份行同业存单发行利率



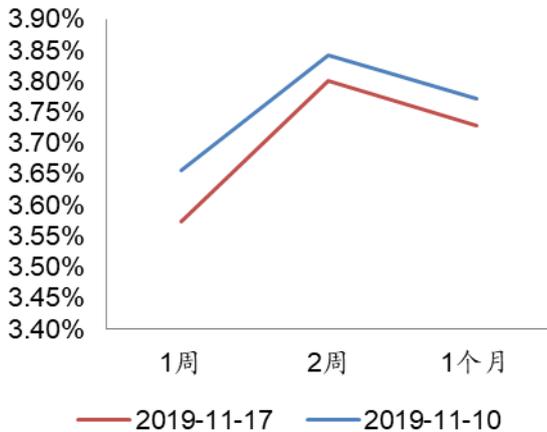
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 城商行同业存单发行利率



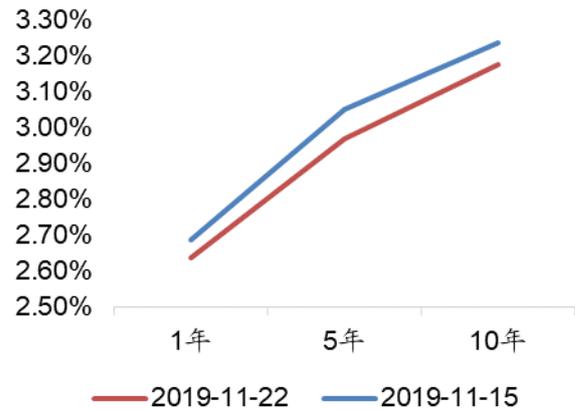
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 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 11: 国债到期收益率

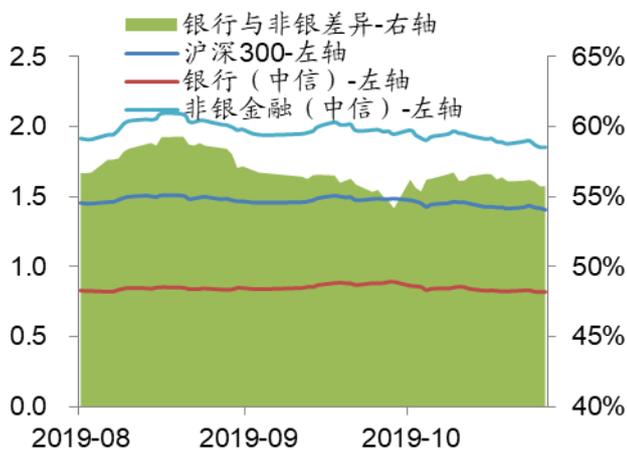


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、银行板块估值

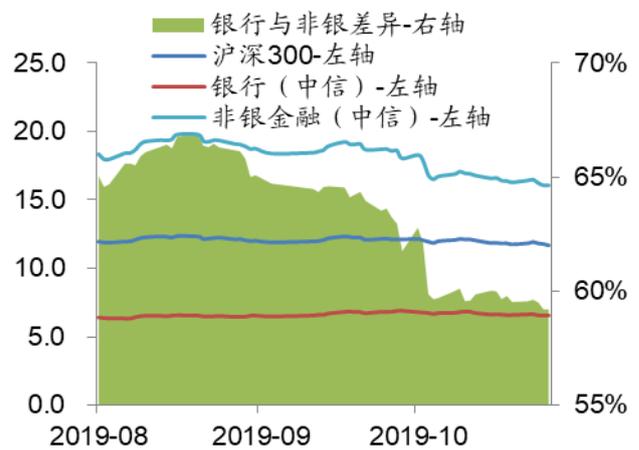
银行板块当前PB(整体法,最新)为0.82倍,PE(历史TTM_整体法)为6.55倍,银行板块落后于沪深300及沪深300非银板块的PB估值差异约为41.71%和55.74%,PE估值分别落后约43.89%和59.20%。

图 12: 银行板块与沪深300非银行板块PB(整体法,最新)(单位:倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 银行板块与沪深300非银行板块PE(历史TTM_整体法)(单位:倍)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

七、风险提示

1.货币政策调整超预期; 2.LPR改革推进不及预期; 3.经济增速下行超预期,导致银行资产质量大幅恶化。

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。
- 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。
- 王先爽：联系人，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。
- 李佳鸣：联系人，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。

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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16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	gfyf@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。

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) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

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。