

业绩增速如期转正，资产质量跃升上调评级

平安银行(000001)

事件概述

平安银行公布 2020 年年报，全年营业收入 1535.42 亿元 (+11.30%，YoY)，归母净利润 289.28 亿元 (+2.60%，YoY)。

2020 年末总资产 4.47 万亿元 (+13.4%YoY; +2.80%QoQ)，存款 2.67 万亿元 (+9.7%YoY; +4.83%QoQ)，贷款 2.67 万亿元 (+14.8%YoY; +3.14%QoQ);不良贷款率 1.18%(-14BP, QoQ)，拨备覆盖率 201.4%(-16.89pct, QoQ)，拨贷比 2.37%(-0.50pct, QoQ);资本充足率 13.29%(-0.57pct, QoQ);年化 ROE9.58%(-1.72pct, YoY)。拟每 10 股派息 1.8 元。

分析判断:

▶ 全年营收双位数增幅，Q4 计提放缓贡献单季利润增速达 43%，全年业绩增速如期转正

全年营收和 PPOP 分别同比增 11.3%、12%，环比前三季度的 13.2%和 16.2%略有放缓，但仍延续双位数增速，手续费净收入同比增幅达 18.3%，其中委托代理业务贡献 37.8%的高增速，主要得益于私行业务发展下的代理基金及信托计划手续费收入增加。2020 年信用+其他资产减值损失同比增提 18.3%，但 Q4 单季计提同比缩量 13.5%致归母净利润增速回升至+2.6%，较前三季度的-5.2%如期转正。

▶ 负债成本管控成效显著，息差降幅边际趋缓

2020 年净息差同比下降 9BP 至 2.53%，其中 Q4 单季净息差 2.44%，同环比分别降低 18BP 和 4BP。一方面四季度资产收益率拐点向上，主要来自债券投资收益率环比上行 25BP 至 3.18%拉动，以及受资产结构影响，高收益贷款投放占比提升；另一方面对公活存率提升，助力存款成本延续改善。公司新三年战略举措中提出“重塑资产负债结构，将负债成本管控提升至全行战略高度”，未来有望助推息差企稳回升。

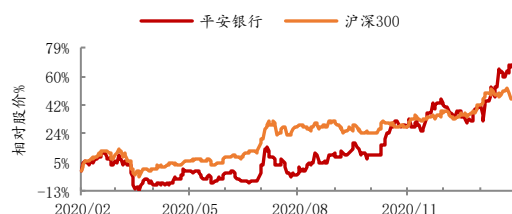
▶ 年末核销力度强劲助力不良双降，资产质量全线向好

2020 年末不良率 1.18%，环比以及较年初分别大幅降低 14BP 和 47BP，创 2015 年以来新低，各类别贷款不良率全线压降。关注类贷款再次双降，Q4 单季规模压降 28%，占比环比大幅下降 48BP 至 1.11%；逾期贷款占比 1.62%，较年初压降 62BP。2020 年逾期 90+/不良的偏离度已降至 75%的绝对低位，逾期 60+偏离度也在 92%。Q4 不良核销规模 190 亿元，同比增幅 49%，带动全年累计核销同比增 24.8%。公司累计计提资产减值损失 704.18 亿元，同比多提 18.3%，但其中贷款拨备计提仅 431.48 亿，同比明显缩减

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 增持
最新收盘价: 24.55

股票代码: 000001
52 周最高价/最低价: 24.99/11.91
总市值(亿): 4,764.15
自由流通市值(亿): 4,764.11
自由流通股数(百万): 19,405.75



分析师: 刘志平
邮箱: liuzp1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520020001

分析师: 李晴阳
邮箱: liqy2@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520070001

相关研究

- 【华西银行】平安银行(000001)2020 三季度报点评: 三季度利润增速转正, 基本面企稳逻辑验证
2020.10.22
- 【华西银行】平安银行(000001)2020 年中报点评: 营收保持两位数增长, 加大核销和计提致业绩负增
2020.08.28
- 平安银行 2019 年报点评: 风险释放夯实业绩基础, 对公发力提振息差
2020.02.16

(-19%YoY)，主要加大了非信贷资产的减值损失计提力度。

► **零售突破进阶，科技赋能、综合金融贡献突出**

2020 年是平安银行零售转型的第四年，经过业务的深度调整，包括客户数、AUM 等各项指标再上台阶，正向贡献业务增量，另一方面，结构上，来自金融科技、综合金融等方面的贡献也更加突出。2020 年平安银行零售客户数破亿（达到 1.07 亿户），贡献 AUM 增速 32.4%；私行业务表现突出，贡献 AUM 提升，私行达标客户数 5.73 万户，同比增长 30.8%，AUM 增速更是高达 53.8%，占整体零售 AUM 的比例为 43%，同比提升 6pct；口袋银行 APP 月活达 4000 万，数字口袋 APP 累计注册企业客户突破百万户（达 104.02 万户），同比增长 189.1%。

投资建议

作为首家披露年报的上市银行，平安银行交出了一份优秀答卷。一方面，核心盈利稳健，资产质量跃升下减值计提的边际放缓加速利润释放，实现全年业绩增速转正；另一方面资产负债结构的调整，助力息差降幅收敛；此外，资产质量在加大核销下显著改善，不良压力明显出清，不良双降、不良率创近六年新低。同时平安银行的优异的基本面表现也验证了我们对于行业的判断，即盈利有望逐渐回归常态，同时资产质量拐点显现，均将带动市场对于银行板块预期的修复，板块估值将有明显回升。

我们上调公司盈利预测，预计 2021、2022、2023 年公司营业收入分别同比增长 12.2%、12.4%、12.6%（原假设 2021、2022 年营收增速分别为 9.1%、12.4%）；归母净利润分别同比增长 13.8%、13.4%、13.8%（原假设 2021、2022 年归母净利润增速分别为 8.8%、13.1%）；对应 PB 分别为 1.45 倍、1.32 倍、1.20 倍。公司目前静态 PB 在可比股份行中居前，考虑到公司零售转型深化和金融科技赋能，资产质量夯实后，整体盈利能力还有较大提升空间，我们将公司评级由“增持”上调至“买入”。

风险提示

- 1) 经济未来恢复不及预期，信用成本继续大幅提升的风险；
- 2) 公司经营层面的重大风险等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 137,958 | 153,542 | 172,233 | 193,634 | 218,029 |
| YoY (%) | 18.2 | 11.3 | 12.2 | 12.4 | 12.6 |
| 归母净利润(百万元) | 28,195 | 28,928 | 32,911 | 37,308 | 42,443 |
| YoY (%) | 13.6 | 2.6 | 13.8 | 13.4 | 13.8 |
| 每股收益 (元) | 1.41 | 1.45 | 1.65 | 1.88 | 2.14 |
| 每股净资产 (元) | 14.07 | 15.16 | 16.91 | 18.58 | 20.49 |
| ROE(%) | 10.20 | 8.54 | 8.64 | 9.01 | 9.45 |
| 市净率 | 1.74 | 1.62 | 1.45 | 1.32 | 1.20 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

事件：

平安银行公布 2020 年年报，全年营业收入 1535.42 亿元(+11.30%，YoY)，归母净利润 289.28 亿元(+2.60%，YoY)。2020 年末总资产 4.47 万亿元(+13.4%YoY；+2.80%QoQ)，存款 2.67 万亿元(+9.7%YoY；+4.83%QoQ)，贷款 2.67 万亿元(+14.8%YoY；+3.14%QoQ)；不良贷款率 1.18%(-14BP，QoQ)，拨备覆盖率 201.4%(-16.89pct，QoQ)，拨贷比 2.37%(-0.50pct，QoQ)；资本充足率 13.29%(-0.57pct，QoQ)；年化 ROE9.58%(-1.72pct，YoY)，拟每 10 股派息 1.8 元。

1. 全年营收实现双位数增幅，Q4 计提放缓贡献单季利润增速达 43%，全年业绩增速如期转正

平安银行 2020 年业绩靓丽，结构基本符合预期。全年营收和 PPOP 分别同比增 11.3%、12%，环比前三季度的 13.2%和 16.2%略有放缓，但仍延续双位数增速，彰显核心盈利的稳健。结构上：1) 利息净收入同比增速 10.8%，息差整体下行背景下，主要是 2020 年生息资产扩增 14.9%实现以量补价，减缓利息净收入增速下行斜率。2) 全年手续费净收入同比增幅达 18.3%，较 2019 年再提升 1 个百分点，其中，银行卡手续费收入仍是主要来源，贡献度达 61%，持续受益于公司零售客群的拓展；同时委托代理业务贡献了 37.8%的高增速，主要得益于私行业务发展下的代理基金及信托计划手续费收入增加，公司全年代理非货基销售额近 1500 亿元，同比增幅高达 155.8%。

公司 2020 年信用+其他资产减值损失同比增提 18.3%，但 Q4 单季计提同比缩量 13.5% (20Q1-Q3 分别同比多计提 23.6%、59.4%、15.3%) 致归母净利润增速回升至 +2.6%，较前三季度的-5.2%如期转正。

Q4 单季来看，利息净收入增速 3.4%，在息差同比下降 18BP 下整体增速明显放缓，手续费净收入同比增 26.1%，拉动营收增速达 5.7%，2020 年以来逐季下行。受年末费用影响，Q4 拨备前利润增速-0.4%，近三年首次转负，但减值计提缩量下 Q4 单季利润增速高达 42.8%。

2. 负债成本管控成效显著，息差降幅边际趋缓

平安银行 2020 年净息差同比下降 9BP 至 2.53%，其中 Q4 单季净息差 2.44%，环比分别降低 18BP 和 4BP。边际趋势来看：

1) **四季度资产收益率拐点向上。**公司 Q4 单季生息资产收益率 4.62%，环比提升 5BP，一方面来自债券投资收益率环比上行 25BP 至 3.18%拉动，另一方面主要受资产摆布结构影响，贷款收益率虽然环比下行 6BP 至 5.79%，但日均余额占比环比提升 1.8 个百分点至 61.7%。同时，个贷收益率降幅收敛，Q4 收益率 6.83%，环比降低 8BP，相较 Q2、Q3 环比 36BP 和 55BP 的降幅整体有所收窄，或源于市场利率企稳以及年末消费修复下高收益信贷资产的投放。2020Q4 单季净增的 813 亿元贷款中，个贷增量 1056.8 亿元弥补票据缩量。其中，包括个人经营性贷、小额消费贷的“其他”科目净增 415.7 亿元，环比增幅高达 36.8%，与按揭（环比增 7.7%）、车贷（环比增 9.6%）共同拉动零售贷款 Q4 环比实现 7%的增幅，年末贷款中零售贷款占比首次达到 60.2%的水平。

2) **对公活存率提升，助力存款成本延续改善。**平安银行全年负债成本率 2.32%，同比下降 32BP，其中 Q4 单季环比提升 6BP，主要是同业资金成本走高影响，但同时

Q4 存款成本率在 Q3 环比大幅降低 15BP 的基础上再降 3BP 至 2.10% 形成对冲，全年存款成本累计下行 23BP。存款成本率的下行主要受结构调整影响：一方面，受益于集团联动的对公业务模式，公司活期存款留存度提升，综合业务带来的存款日均余额较 2019 年增长 141.7%，其中活期存款日均余额占比 50.9%；另一方面长期深耕零售客群带动结算性存款增长，个人活期存款余额和个人活期存款日均余额全年分别同比增长 21.2%、22.4%。

此外，平安银行在 2020 年推出的新三年战略举措中，提出“重塑资产负债结构，将负债成本管控提升至全行战略高度”，未来随着流动性的回笼，资产端定价企稳、叠加负债端结构优势有望助推公司息差企稳回升。

3. 年末核销力度强劲助力不良双降，资产质量全线向好

平安银行资产质量表现超预期，主要亮点在几个方面：

1) **不良双降不良率创近六年新低，细分领域不良率全线下行。**平安银行 2020 年末不良率 1.18%，环比以及较年初分别大幅降低 14BP 和 47BP，创 2015 年以来新低。结构上，各类别贷款不良率全线压降，一般公司贷款不良率环比 20Q3 下降 12BP 至 1.39%，较 2019 年末 2.54% 的不良率水平有显著且持续的改善；个贷不良率环比降 19BP 至 1.13%，经历 2020 年上半年的小幅提升后已经回落到 2019 年的水平，其中按揭（不良率 0.31%）、车贷（0.7%）、信用卡（2.16%）和新一贷（1.13%）分别环比降低 5BP、2BP、9BP、30BP。从不良生成角度来看，Q4 不良生成小幅提升（加回核销的不良生成率 2.56%，环比 Q3 提升 0.34pct），但全年不良生成率 2.45%，低于 2019 年 2.65% 的水平。同时年末核销处置力度不减，Q4 单季不良核销规模 190 亿元，同比增幅达 49%，带动全年累计核销同比增长 24.8%，从而贡献不良双降。公司年末拨备覆盖率环比降低 13.5 个百分点至 201.4%，也主要源于四季度的大力核销。

2) **先行指标大幅向好，不良认定进一步趋严。**先行指标上，关注类贷款再次双降，Q4 单季规模压降 28%，占比环比大幅下降 48BP 至 1.11%，从关注类+不良率整体水平来看，平安银行存量资产质量已步入可比同业前列；逾期贷款占比 1.62%，较年初压降 62BP。从认定层面来看，2020 年末公司逾期 90+/不良的偏离度已降至 75% 的绝对低位，逾期 60+偏离度也在 92%，整体不良认定非常审慎。

3) **大幅增加非信贷资产减值计提，问题非标资产基本处置完成。**2020 年，本行持续调整优化业务结构，进一步加大信用及其他资产减值损失计提和不良资产核销处置力度，特别是针对理财回表等非信贷不良资产，资产质量指标持续改善。2020 年，公司累计计提信用及其他资产减值损失 704.18 亿元，同比多提 18.3%，但其中贷款拨备计提仅 431.48 亿，在资产质量持续改善下同比明显缩减（-19%YoY），主要加大了非信贷资产的减值损失计提力度，全年非信贷资产减值损失 272.7 亿元，同比增加 210.31 亿元，核心主体是资管计划及收益权、信托计划及收益权等非标资产。

整体而言，2020 年公司在做实一般贷款资产质量的基础上，借助加大对问题非标资产的处置力度，将一部分减值计提空间让渡给非标，从而借助疫情和让利的窗口，实现不良包袱的出清。在不良生成好于预期的情况下，预计公司不良高点已过，未来轻车简从利润有望加速释放。

4. 零售突破进阶，科技赋能、综合金融贡献突出

2020 年是平安银行零售转型的第四年，经过业务的深度调整，包括客户数、AUM 等各项指标再上台阶，正向贡献业务增量，另一方面，结构上，来自金融科技、综合金融等方面的贡献也更加突出。主要体现在以下几个方面：

1) 客群基础夯实、客户贡献度提升。2020 年平安银行零售客户数破亿 (达到 1.07 亿户), 贡献 AUM 增速 32.4%;

2) 私行业务表现突出, 贡献 AUM 提升, 私行达标客户数 5.73 万户, 同比增长 30.8%, AUM 增速更是高达 53.8%, 占整体零售 AUM 的比例为 43%, 同比提升 6pct;

3) 平台层面, 口袋银行 APP 月活达 4000 万, 数字口袋 APP 累计注册企业客户突破百万户 (达 104.02 万户), 同比增长 189.1%。

4) 基础客群的拓展撬动业务放量, 包括传统存贷款和创新业务在内的多项业务规模实现快增。2020 年债券承销和并购业务规模增速分别达 67.2%、218.2%;

5) 借助综拓渠道融入集团生态圈。一方面通过输出产品、渠道、账户等能力, 形成集团个人业务发展与自身业务增长的良好互动, 从而提升客户的银行端资产和粘性, 公司保险金信托业务 2020 年新增规模超 150 亿元, 为 2019 年的 6.7 倍, 规模和增速均列市场第一。另一方面借助客户介绍客户的 MGM 模式, 获客量占零售整体净增客户的 38.7%, 较 2019 年提升 10.9 个百分点。此外, MGM 模式获得客群的不良率低于公司整体。

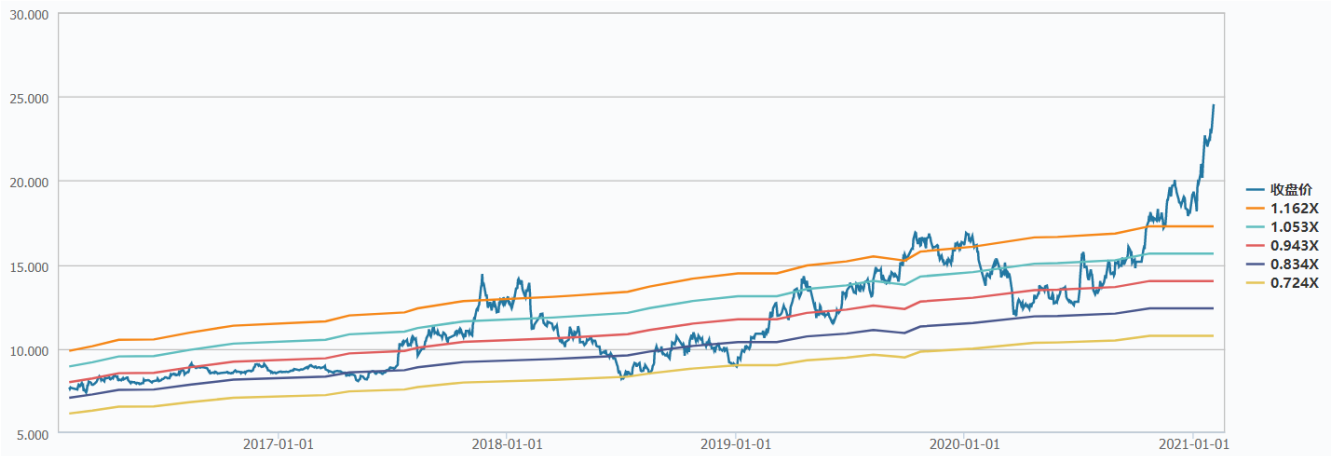
5. 投资建议

作为首家披露年报的上市银行, 平安银行交出了一份优秀答卷。一方面, 核心盈利稳健, 资产质量跃升下减值计提的边际放缓加速利润释放, 实现全年业绩增速转正; 另一方面资产负债结构的调整, 助力息差降幅收敛; 此外, 资产质量在加大核销下显著改善, 不良压力明显出清, 不良双降、不良率创近六年新低。同时平安银行的优异的基本面表现也验证了我们对于行业的判断, 即盈利有望逐渐回归常态, 同时资产质量拐点显现, 均将带动市场对于银行板块预期的修复, 板块估值将有明显回升。

2021-2023 年, 我们主要假设: 1) **息差**: 2021 年货币政策回归常态, 流动性边际收紧下, 市场利率中枢上行, 有望拉动银行资产端定价企稳回升, 同时对于负债结构的管理正贡献息差, 2021 年息差预计企稳, 2022-2023 年整体息差进一步回升; 2) **生息资产规模**: 资产规模稳中有升, 2021-2023 年预计保持 10%左右的相对稳健增速; 3) **信用成本**: 2020 年加大计提夯实质量导向下信用成本提升, 存量风险出清后, 2021-2023 年伴随资产质量改善信用成本整体下行。

基于上述假设, 我们上调公司盈利预测, 预计 2021、2022、2023 年公司营业收入分别为 1722.33 亿元、1936.34 亿元、2180.29 亿元, 分别同比增长 12.2%、12.4%、12.6% (原假设 2021、2022 年营收增速分别为 9.1%、12.4%); 归母净利润分别为 329.11 亿元、373.08 亿元、424.43 亿元, 分别同比增长 13.8%、13.4%、13.8% (原假设 2021、2022 年归母净利润增速分别为 8.8%、13.1%); 对应 PB 分别为 1.45 倍、1.32 倍、1.20 倍。公司目前静态 PB 在可比股份行中居前, 考虑到公司零售转型深化和金融科技赋能, 资产质量夯实后, 整体盈利能力还有较大提升空间, 我们将公司评级由“增持”上调至“买入”。

图 1 平安银行 PB-Band



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 2 平安银行静态 PB 在可比股份行中居前

| 证券代码 | 证券简称 | 市净率PB(LF) |
|----------------|------|-------------|
| 600036.SH | 招商银行 | 2.07 |
| 000001.SZ | 平安银行 | 1.65 |
| 601166.SH | 兴业银行 | 1.06 |
| 601916.SH | 浙商银行 | 0.75 |
| 601818.SH | 光大银行 | 0.66 |
| 600000.SH | 浦发银行 | 0.60 |
| 601998.SH | 中信银行 | 0.57 |
| 600016.SH | 民生银行 | 0.49 |
| 600015.SH | 华夏银行 | 0.46 |
| 股份行PB均值 | | 0.92 |

资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：对应 2 月 1 日收盘价

6. 风险提示

- 1) 经济未来修复不及预期，信用成本继续大幅提升的风险；
- 2) 公司经营层面的重大风险。

财务报表和主要财务比率

| 利润表数据 (百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 每股指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 生息资产 | 3600551 | 4130583 | 4649794 | 5173479 | 5744989 | ROAA (%) | 0.77 | 0.69 | 0.70 | 0.71 | 0.74 |
| 净息差 (%) | 2.62 | 2.53 | 2.49 | 2.51 | 2.55 | ROAE (%) | 10.20 | 8.54 | 8.64 | 9.01 | 9.45 |
| 利息收入 | 177549 | 187187 | 218120 | 249133 | 285806 | | | | | | |
| 利息费用 | 87588 | 87537 | 107605 | 125427 | 146631 | 每股净资产 | 14.07 | 15.16 | 16.91 | 18.58 | 20.49 |
| 净利息收入 | 89961 | 99650 | 110515 | 123706 | 139174 | EPS | 1.41 | 1.45 | 1.65 | 1.88 | 2.14 |
| 非利息收入 | | | | | | 股利 | 4231 | 3493 | 3949 | 4477 | 5093 |
| 佣金手续费净收入 | 36743 | 43481 | 51308 | 59517 | 68444 | DPS | 0.22 | 0.18 | 0.20 | 0.23 | 0.26 |
| 交易性收入 | 9759 | 9307 | 9307 | 9307 | 9307 | 股利分配率 (%) | 15.5 | 12.5 | 12.0 | 12.0 | 12.0 |
| 其他收入 | 1495 | 1104 | 1104 | 1104 | 1104 | 股本 | 19406 | 19406 | 19406 | 19406 | 19406 |
| 非利息收入合计 | 47997 | 53892 | 61719 | 69928 | 78855 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩指标 | | | | | |
| 非利息费用 | | | | | | 增长率 (%) | | | | | |
| 业务管理费 | 40852 | 44690 | 51095 | 57093 | 64533 | 净利息收入 | 20.4 | 10.8 | 10.9 | 11.9 | 12.5 |
| 营业税金及附加 | 1290 | 1525 | 1784 | 2071 | 2410 | 非利息收入 | 14.4 | 12.3 | 14.5 | 13.3 | 12.8 |
| 非利息费用合计 | 42142 | 46215 | 52879 | 59163 | 66943 | 非利息费用 | 15.3 | 9.7 | 14.4 | 11.9 | 13.1 |
| | | | | | | 净利润 | 13.6 | 2.6 | 13.8 | 13.4 | 13.8 |
| 税前利润 | 36240 | 36754 | 42943 | 48740 | 55786 | 生息资产 | 12.5 | 14.7 | 12.6 | 11.3 | 11.0 |
| 所得税 | 8045 | 7826 | 10032 | 11431 | 13343 | 总付息负债 | 13.4 | 13.0 | 11.3 | 11.0 | 10.8 |
| 净利润 | 28195 | 28928 | 32911 | 37308 | 42443 | 风险加权资产 | 19.0 | 13.2 | 19.8 | 13.1 | 17.8 |
| | | | | | | | | | | | |
| 资产负债表数据 | | | | | | 收入分解 | | | | | |
| 总资产 | 3939070 | 4468514 | 4957019 | 5482768 | 6059662 | 净利息收入/营业收入 | 65.2 | 64.9 | 64.2 | 63.9 | 63.8 |
| 客户贷款 | 2323205 | 2666297 | 3083933 | 3536060 | 4042116 | 手续费净收入/营业收入 | 26.6 | 28.3 | 29.8 | 30.7 | 31.4 |
| 客户存款 | 2459768 | 2695935 | 2965529 | 3276909 | 3620984 | | | | | | |
| 其他付息负债 | 1061954 | 1282323 | 1461046 | 1636308 | 1825082 | 效率 (%) | | | | | |
| 股东权益 | 312983 | 364131 | 398014 | 430498 | 467590 | 成本收入比 | 29.6 | 29.1 | 29.7 | 29.5 | 29.6 |
| 客户贷款平均 | 2104553 | 2435095 | 2810844 | 3226640 | 3682598 | | | | | | |
| 资产质量 | | | | | | 流动性 (%) | | | | | |
| 不良贷款 | 38233 | 31390 | 35756 | 40723 | 46079 | 客户贷款/生息资产 | 64.5 | 64.6 | 66.3 | 68.3 | 70.4 |
| 不良贷款率 | 1.65 | 1.18 | 1.16 | 1.15 | 1.14 | 贷存比 | 91.3 | 94.5 | 99.3 | 103.4 | 106.8 |
| 贷款拨备覆盖 | 69560 | 62821 | 80451 | 100992 | 126717 | | | | | | |
| 拨备覆盖率 | 182 | 200 | 225 | 248 | 275 | 资本信息 (%) | | | | | |
| | | | | | | 核心一级资本充足率 | 9.1 | 8.7 | 8.3 | 8.1 | 7.6 |
| 信贷成本 | 53288 | 43148 | 54256 | 64076 | 74146 | 一级资本充足率 | 10.5 | 10.0 | 9.4 | 9.1 | 8.4 |
| 信贷成本 (%) | 2.5 | 1.7 | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 资本充足率 | 13.2 | 12.6 | 11.9 | 11.7 | 11.1 |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。