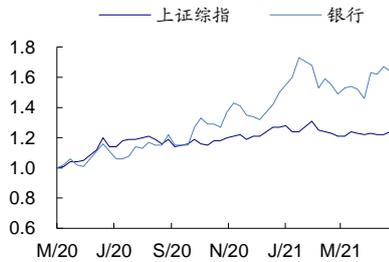


2021年05月22日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《银行流动性月报: 预计5月延续“稳货币+信用边际收紧”态势》——2021-05-17
 《财富管理行业系列专题: 美国大型银行财富管理借鉴》——2021-05-09
 《行业专题: 重视银行ETF投资价值》——2021-05-08
 《2021年5月银行业投资策略: 行业资产质量有望持续改善》——2021-05-05
 《2020年报暨2021一季报综述: 不良出清, 轻装上阵》——2021-05-05

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

行业专题

详解海外银行手续费收入来源

● 我国银行手续费净收入占比不高

银行的收入分为两部分: 一是依赖于表内资产的利息净收入和投资收益等非息收入, 二是不依赖于表内资产的手续费净收入。目前我国银行手续费净收入占比为 16%, 零售业务是手续费净收入的重要来源, 其中财富管理及周边业务(包括理财、代销、托管等)收入占比接近 7%。

● 美国情况: 财富管理是手续费净收入的最大来源

美国银行业手续费净收入占比高达 27%。从样本银行数据来看, 财富管理收入是手续费净收入中的最大来源, 占比约 12%, 投行业务收入占比约 4%, 传统的存款服务费、银行卡净收入占比约 7%。对我国而言, 唯有财富管理业务收入有提升空间。

● 日本情况: 以传统商业银行手续费为主, 大金融集团财富管理收入多

日本银行业手续费净收入占比约 18%。从样本银行来看, 小型商业银行手续费净收入占比很低, 且以传统存贷款手续费为主; 大型金融集团的手续费净收入占比则超过 30%, 财富管理收入、混业收入相对更多, 其中财富管理相关收入占比超过 10%, 但传统存贷汇收入仍是最主要来源。

● 欧洲情况: 不同银行差异很大

从欧洲几家样本银行数据看, 财富管理收入在不同银行之间差异则很大, 但即便混业程度较深, 其以银行为主体的金融集团的手续费收入仍主要来自传统商业银行业务。

● 总结: 关注财富管理手续费, 仍需重视利息净收入

从全球范围看, 财富管理手续费净收入和以存贷汇为主的传统的商业银行手续费净收入仍是主要的手续费净收入来源, 对我国而言, 财富管理手续费收入仍有提升空间。而长期来看, 利息净收入以及依赖于表内资产的投资收益等仍将是商业银行最核心的收入来源。

● 投资建议

我们预计后续随着资产质量改善以及净息差企稳后对净利润增长拖累减弱, 行业景气度有望持续回升, 再加上目前银行板块相对估值仍较低, 维持行业“超配”评级。个股基于成长性逻辑推荐宁波银行、招商银行、成都银行、常熟银行, 基于板块景气反转逻辑推荐工商银行、建设银行。

● 风险提示

宏观经济大幅下行可能从多方面影响银行业, 如净息差、资产质量等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(十亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
002142.SZ	宁波银行	买入	42.9	258	2.74	3.29	15.7	13.0
600036.SH	招商银行	增持	55.47	1399	4.40	5.05	12.6	11.0
601838.SH	成都银行	买入	13.23	48	1.99	2.39	6.6	5.5
601128.SH	常熟银行	增持	7.24	20	0.78	0.96	9.3	7.5
601398.SH	工商银行	买入	5.23	1767	0.91	1.01	5.8	5.2
601939.SH	建设银行	买入	6.94	1296	1.13	1.24	6.1	5.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

我国银行手续费净收入占比不高	4
美国银行业手续费净收入观察.....	6
美国银行业手续费净收入占比远高于我国.....	6
财富管理是手续费净收入的最大来源.....	7
日本银行业手续费净收入观察.....	9
日本银行业手续费净收入占比分化，大型银行较多	9
手续费来源传统银行业务为主，大金融集团财富管理收入多	10
欧洲银行业手续费收入结构观察	12
不同国家差别大	12
手续费大多以传统商业银行业务为主.....	12
总结：关注财富管理手续费，仍需重视利息净收入	15
投资建议	15
风险提示	15
国信证券投资评级.....	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明.....	17

图表目录

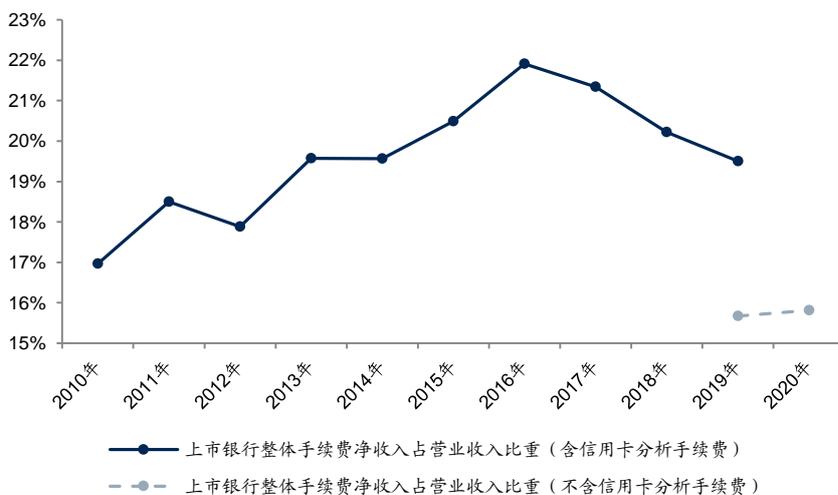
图 1: 上市银行整体手续费净收入占比情况.....	4
图 2: 我国银行的手续费净收入占比的内部结构发生变化	5
图 3: 不同银行手续费净收入占比差别很大	5
图 4: 美国银行业手续费净收入占比.....	6
图 5: 美国银行业手续费净收入占比.....	6
图 6: 美国银行业手续费净收入占比.....	7
图 7: 美国样本银行手续费净收入占比拆解	7
图 8: 美国样本银行财富管理收入占比拆解	8
图 9: 摩根大通的投行业务手续费收入构成.....	8
图 10: 财富管理业务带来的主要是手续费收入	9
图 11: 日本银行业手续费净收入占比一直都不高	9
图 12: 日本银行业手续费净收入占比: 大银行更高	10
图 13: 日本主要银行或金融集团的手续费净收入占营业收入比重.....	10
图 14: 青空银行的手续费收入(未扣除手续费支出)结构	11
图 15: 日本金融集团手续费收入(未扣除手续费支出)占比情况.....	11
图 16: 欧洲样本银行手续费净收入占比	12
图 17: 法国两家银行的手续费净收入占营业收入比重拆解	13
图 18: 荷兰合作银行的手续费净收入占营业收入比重拆解	13
图 19: 西班牙两家银行的手续费净收入占营业收入比重拆解	14
图 20: 意大利联合圣保罗银行的手续费净收入占营业收入比重拆解	14
表 1: 估值表.....	16

我国银行手续费净收入占比不高

手续费净收入是轻资产收入。银行的收入分为两部分：（1）一部分是利息净收入和投资收益等非息收入，这些收入的产生依赖于资产负债表，是重资产业务带来的收入，也是商业银行传统的收入来源；（2）一部分是手续费净收入，是手续费收入与相应支出轧差后的净值，银行的手续费支出主要来自银行卡及结算清算等业务。手续费收入既包括传统的收入，比如银行卡手续费等，也包括一些混业收入，比如财富管理业务手续费、投行业务手续费等。这些收入的特点是不依赖于表内资产，属于轻资产收入。

我国银行手续费净收入占比为 16%。我国银行业的收入结构中，手续费净收入在营业收入中的占比近几年经历了先升后降的阶段。不过需要注意的是，虽然银行手续费净收入占比一度超过 20%，但其中大量手续费收入并非真正的手续费收入，而是银行将部分本质上是利息收入的收入计入了手续费收入中，主要是两部分：一是信用卡分期手续费收入，这部分收入实际上依赖于信用卡透支，本质上是利息收入；二是理财业务收入，由于“资管新规”之前理财产品都是刚性兑付的，与表内存款区别不大，因此这部分收入本质上也是利息净收入。2020 年理财业务净值化转型已经过半，而且最新的会计政策要求银行将信用卡分期手续费计入利息收入中，因此 2020 年的手续费收入比较真实地反映了我国商业银行的手续费收入情况。从新口径数据中可以看到，上市银行的手续费净收入占比总体大约只有 16%。

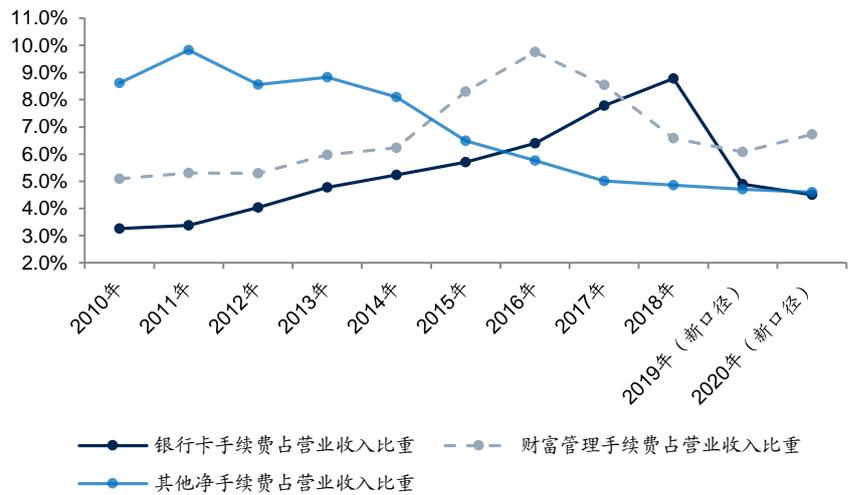
图 1：上市银行整体手续费净收入占比情况



资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

零售业务是手续费净收入的重要来源。虽然 2020 年手续费净收入占比跟 2010 年看起来差别不大，但内部结构有较大变化。近几年来，随着资产管理业务的发展，2020 年银行手续费净收入中的理财和财富管理业务收入占比明显更高；而随着非现金支付的快速发展，银行卡手续费收入占比也有所提升；而由于银行“减费让利”的不断推进，以对公为主的其他手续费净收入占比不断降低。如此一来，零售业务便成了手续费净收入的主要来源。

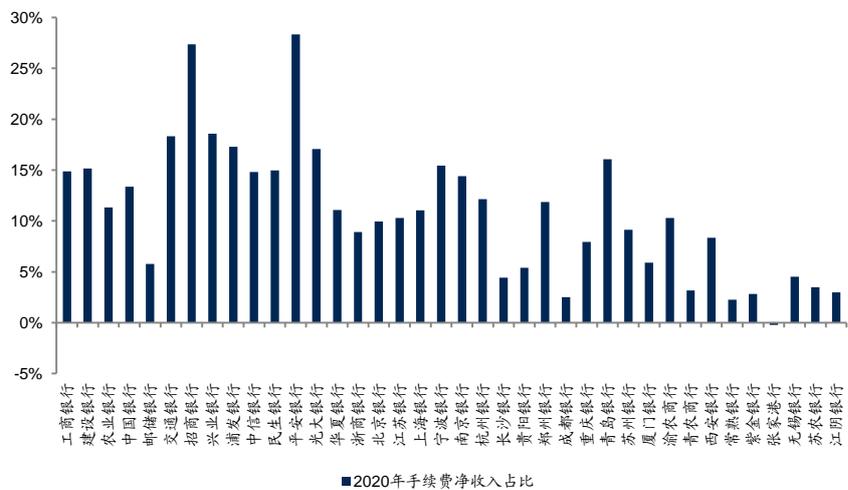
图 2: 我国银行的手续费净收入占比的内部结构发生变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分银行来看, 2020 年不同银行之间手续费净收入占比差异很大。由于银行的手续费净收入主要来自零售业务, 因此以零售业务见长的银行, 如招商银行、平安银行, 手续费净收入占比超过 25%, 而对公业务为主的中小银行, 手续费净收入占比普遍不足 10%。

图 3: 不同银行手续费净收入占比差别很大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

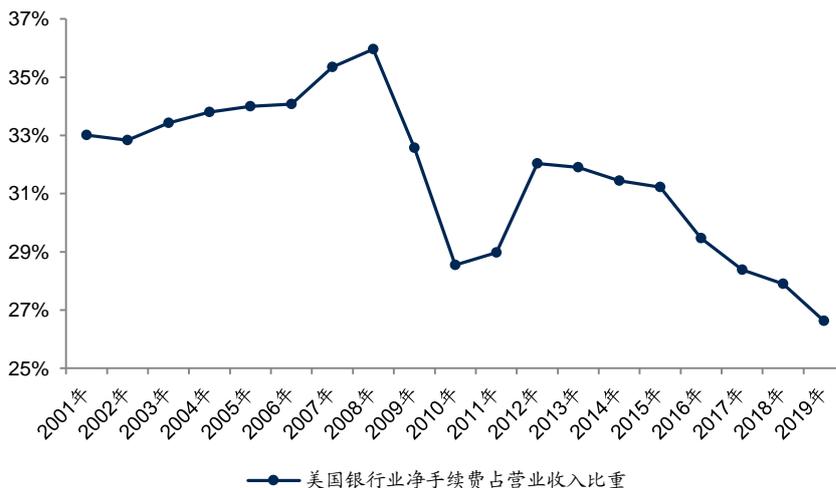
以上是国内情况。我们接下来分析境外成熟银行体系的情况, 探讨一个问题: 境外银行的手续费净收入占比和结构是什么样的, 我国银行业还有哪些方面存在提升空间?

美国银行业手续费净收入观察

美国银行业手续费净收入占比远高于我国

从行业整体数据来看，美国银行业手续费净收入占比近几年虽然持续降低，但仍然有 27%，比我国银行业手续费净收入占比高出 11 个百分点。其中手续费净收入占比的降低，主要是因为次贷危机之后美国银行业的资产证券化业务收入减少，比如 2001 年时资产证券化业务收入占比是 6.2%，2019 年降至 0.5%。

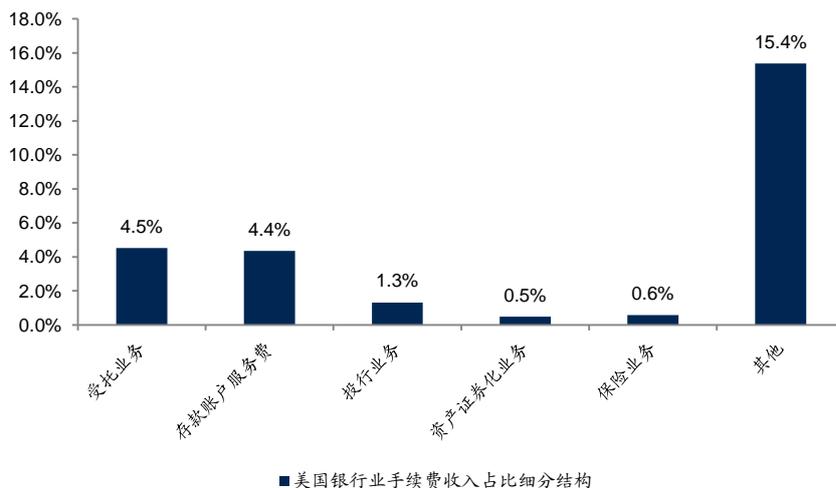
图 4：美国银行业手续费净收入占比



资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

除存款账户服务费和资产证券化业务与商业银行传统表内业务高度关联外，剩余的手续费收入主要来自混业经营，包括受托业务、投行业务、保险业务等。

图 5：美国银行业手续费净收入占比

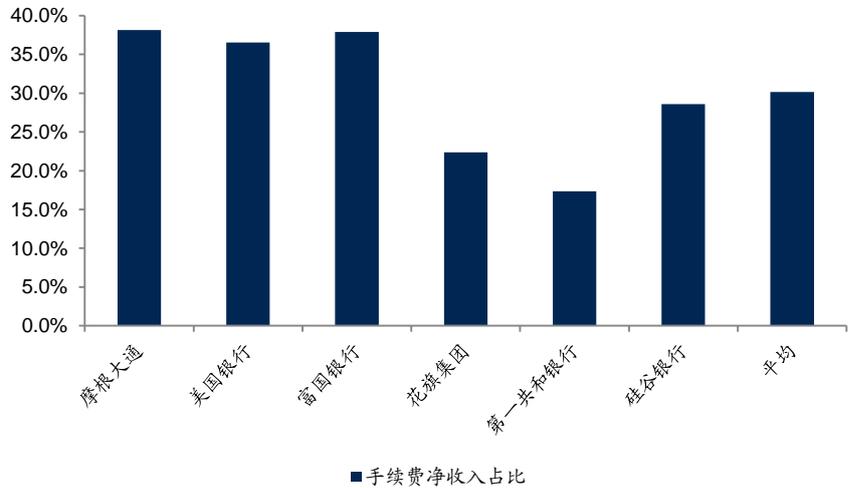


资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

由于行业整体数据披露不够详细，尤其是“其他”占比过高，说明其收入结构划分可能存在一些问题，因此我们通过几家上市银行的详细报表数据，观察美国主要银行的手续费收入结构。由于 2020 年数据受疫情影响不具有代表性，

我们以 2019 年报数据进行分析。从数据来看，几家美国银行的手续费净收入占比有高有低，平均占比达到 30%，跟 FDIC 披露的全行业数据接近，说明样本银行的数据比较有代表性。

图 6: 美国银行业手续费净收入占比

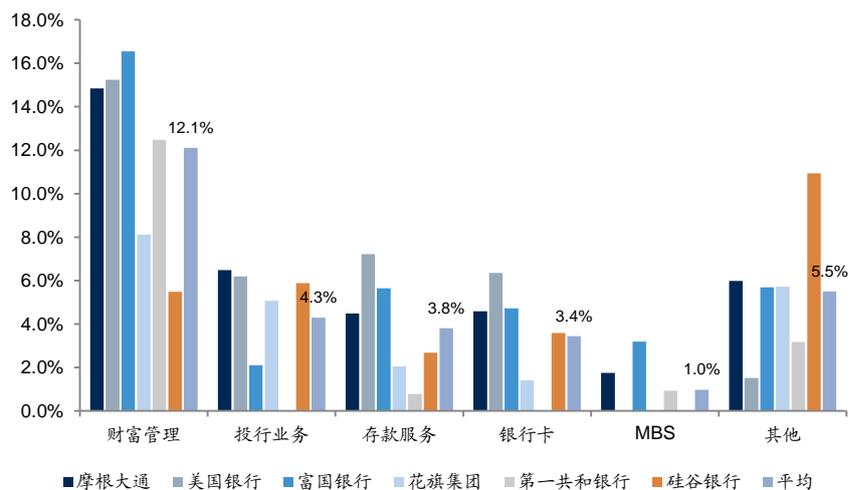


资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理

财富管理是手续费净收入的最大来源

从样本银行的手续费净收入结构来看，最多的依然是财富管理收入（包括投资管理、经纪业务、托管等）。平均来看，财富管理收入占到营业收入的 12%；其次是投行业务收入，占比大约在 4%左右；接下来是传统的存款服务费、银行卡净收入，其他的收入占比则很低。对我国而言，银行卡业务手续费收入占比已经较高，而由于分业经营的限制以及大量服务的免费提供，目前来看只有财富管理业务收入有进一步提升的空间。

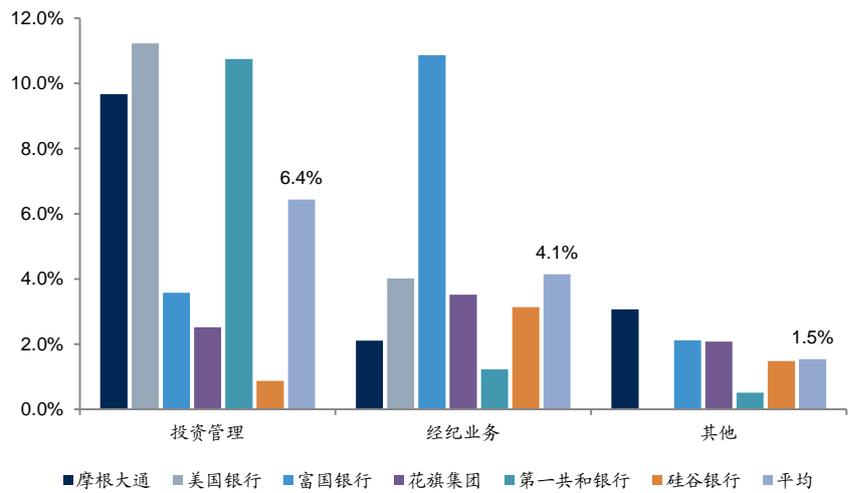
图 7: 美国样本银行手续费净收入占比拆解



资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理

美国几家样本银行的财富管理收入差异非常大，比如摩根大通的收入主要来自投资管理，而以交叉销售出名的富国银行则主要来自经纪业务。

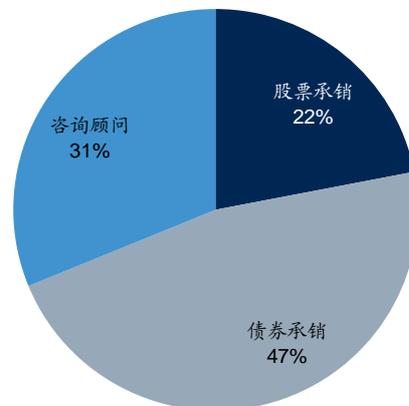
图 8: 美国样本银行财富管理收入占比拆解



资料来源: 各公司年报, 国信证券经济研究所整理

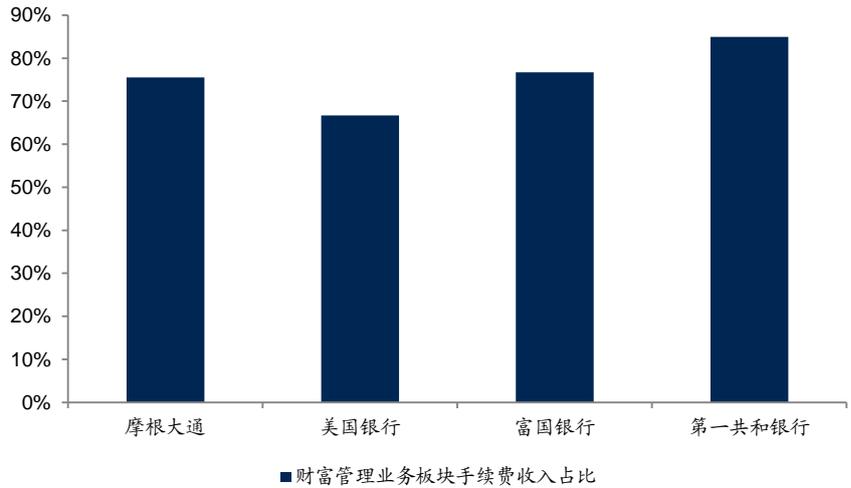
另一方面, 在允许混业经营的情况下, 银行的投行业务手续费收入占比高于我国, 包括股票承销和对公司合并、收购、重组等提供咨询顾问的手续费。当然, 与财富管理业务以手续费收入为主不同, 投行业务还会产生一些依赖于表内资产的收入, 如做市业务等, 但这些业务仍依赖于表内资产, 对提升公司的 ROE 水平帮助不大。

图 9: 摩根大通的投行业务手续费收入构成



资料来源: 各公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 10: 财富管理业务带来的主要是手续费收入



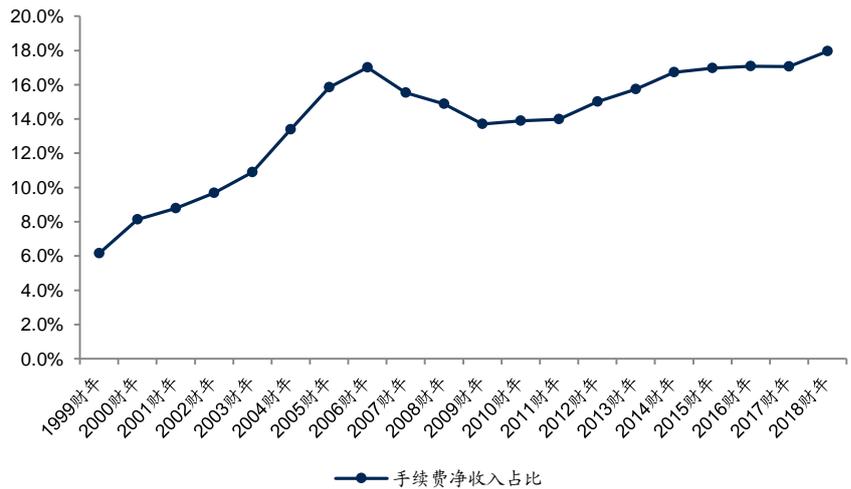
资料来源: 各公司年报, 国信证券经济研究所整理

日本银行业手续费净收入观察

日本银行业手续费净收入占比分化, 大型银行较多

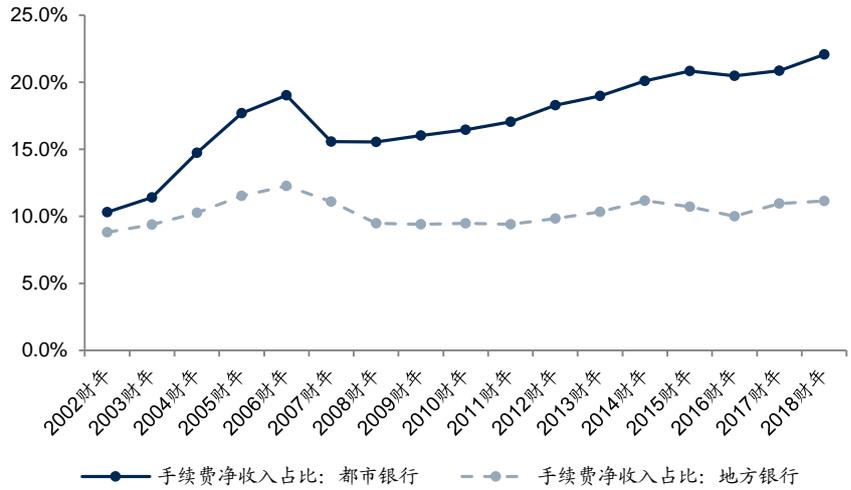
从行业整体数据来看, 日本银行业的手续费净收入占比在 1999 财年(结束于 2000 年一季末, 其他年份类推)~2006 财年持续提升, 之后保持稳定, 但占比不高, 2018 财年手续费净收入占营业收入的比重为 18%, 跟我国接近, 并不高。但日本不同类型银行之间的手续费净收入占比差别较大, 大型金融集团的手续费净收入占比还是很高的, 而中小银行占比则较低。

图 11: 日本银行业手续费净收入占比一直都不高



资料来源: 日本全国银行协会, 国信证券经济研究所整理

图 12: 日本银行业手续费净收入占比: 大银行更高



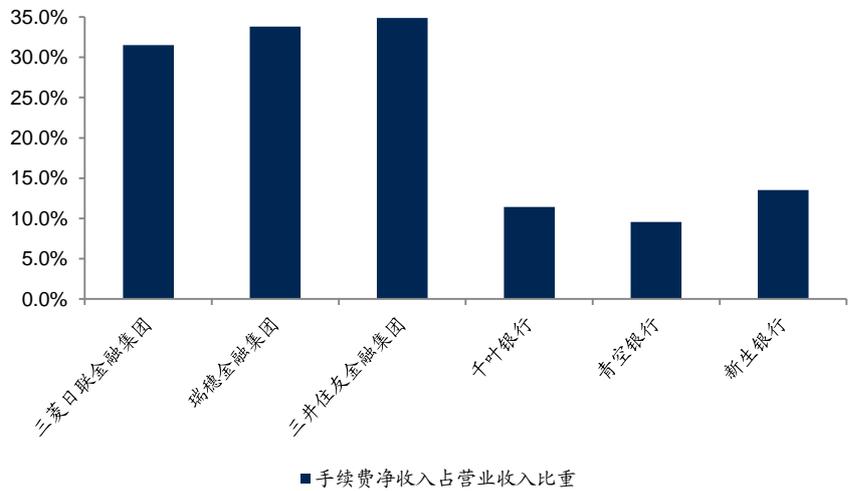
资料来源: 日本全国银行协会, 国信证券经济研究所整理

手续费来源传统银行业务为主, 大金融集团财富管理收入多

日本未披露银行业手续费构成的细节, 因此我们同样通过几家上市银行的详细报表数据, 观察日本主要银行的手续费收入结构。从数据来看:

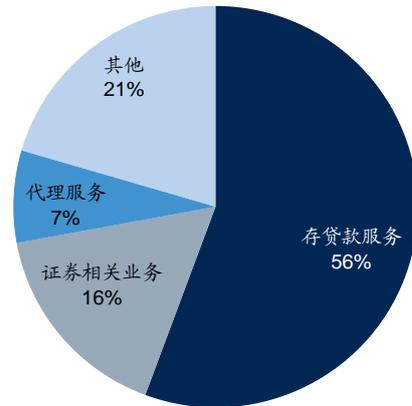
(1) 日本商业银行的手续费净收入占比大致在 12%左右。以青空银行为例, 其主要手续费收入来自传统的银行业务, 跟我国银行差不多。

图 13: 日本主要银行或金融集团的手续费净收入占营业收入比重



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

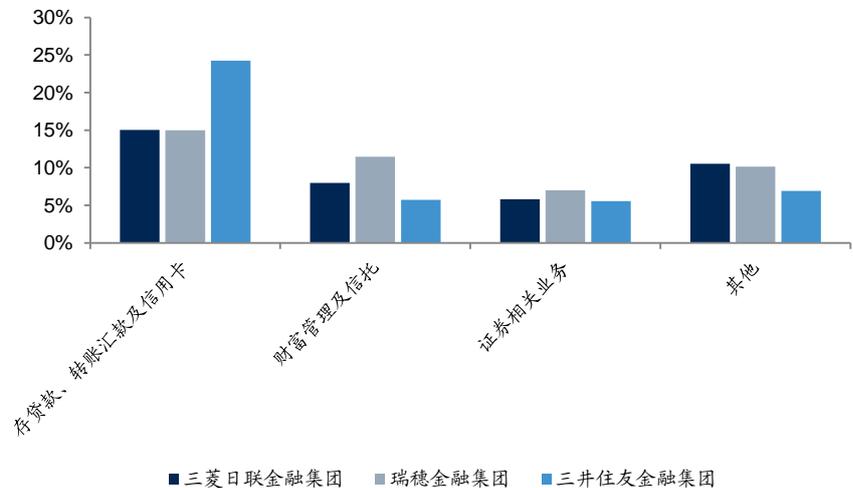
图 14: 青空银行的手续费收入（未扣除手续费支出）结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(2) 日本几家大的金融集团手续费净收入占比高达 33%左右, 但与我们预想差别很大——这些金融集团的手续费收入依然以传统商业银行业务(包括存贷款服务、转账汇款和信用卡等)为主。当然, 这几家银行的财富管理业务手续费收入占比还是明显高于我国平均水平, 尤其是考虑到证券相关业务中有相当一部分是投资信托的销售及托管收入。我们估计其财富管理业务相关的手续费收入占比应该在 10%以上, 跟美国几家银行的平均水平接近。

图 15: 日本金融集团手续费收入（未扣除手续费支出）占比情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 三井住友金融集团的存贷款、转账汇款及信用卡手续费收入占比很高是因为其信用卡业务手续费收入多。

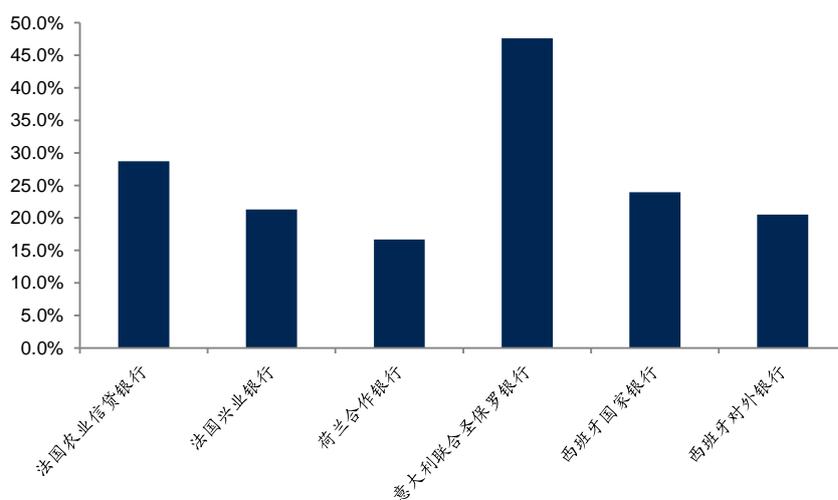
总的来看, 日本的商业银行手续费净收入以传统收入为主, 而金融集团通过混业经营获得了更多的财富管理业务收入以及一些杂项收入, 因此手续费收入占比更高。他们的传统手续费收入占比仍然非常大, 但对我国银行来讲难以复制。

欧洲银行业手续费收入结构观察

不同国家差别大

欧洲没有统一的行业数据，因此我们通过几家大型上市银行的详细报表数据来观察欧洲地区主要银行的手续费收入结构。从几家样本银行 2019 年数据来看，几家欧洲银行的手续费净收入占比有高有低，平均占比达到 29%。其中最低的是荷兰合作银行的 17%，比我国的一些银行还低；最高的意大利联合圣保罗银行手续费净收入占比则达到 48%。

图 16：欧洲样本银行手续费净收入占比



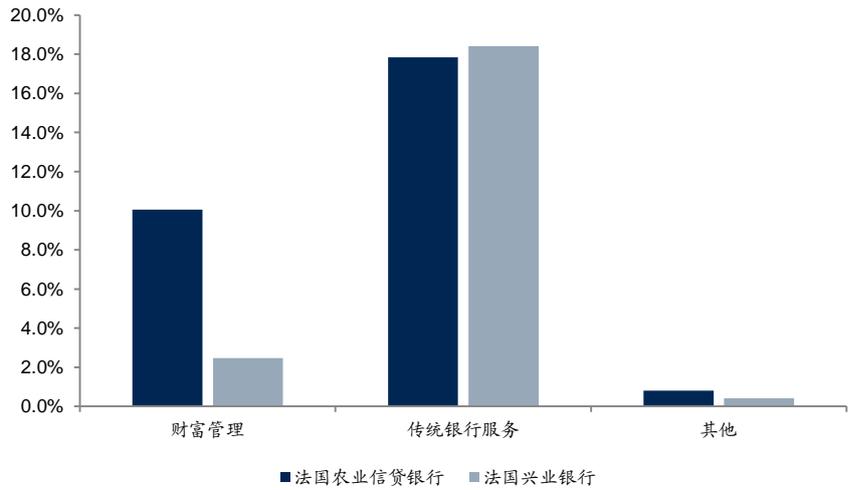
资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理

手续费大多以传统商业银行业务为主

由于不同国家的银行报表披露内容差异很大，我们分国家来观察手续费净收入的结构。需要注意的是，欧洲很多银行都是混业经营，因此虽然名字中有银行字样，但实际上属于金融集团，并不是我们所理解的商业银行。

法国的两家银行手续费净收入占比均超过 20%，但与我们预想的不同，一是他们的手续费收入基本都来自传统银行业务（包括支付、账户服务、信用卡、信贷承诺等），而我国银行在“减费让利”的要求下，这类业务收入占比已经非常低；二是不同银行差别很大，法国农业信贷银行的财富管理业务手续费净收入较多，占比约 10%，但法国兴业银行则很低。

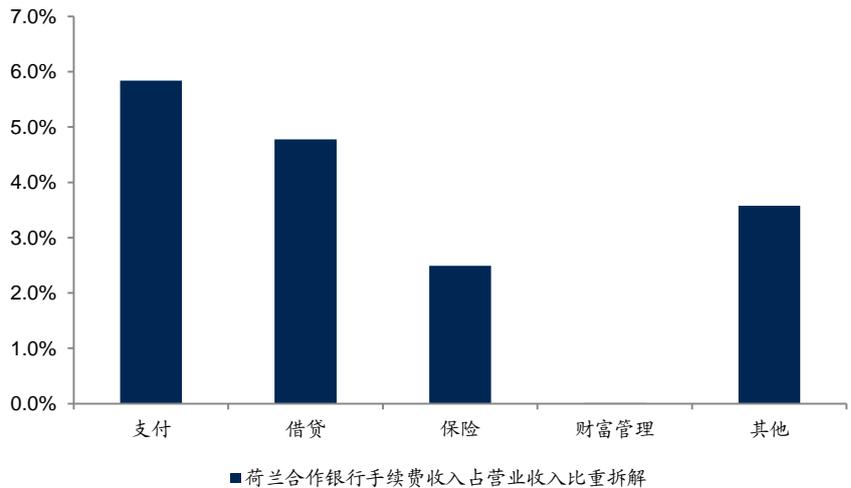
图 17: 法国两家银行的手续费净收入占营业收入比重拆解



资料来源: 各公司年报, 国信证券经济研究所整理

荷兰合作银行的手续费净收入占比很低, 且主要是传统银行业务收入, 几乎没有财富管理业务收入。

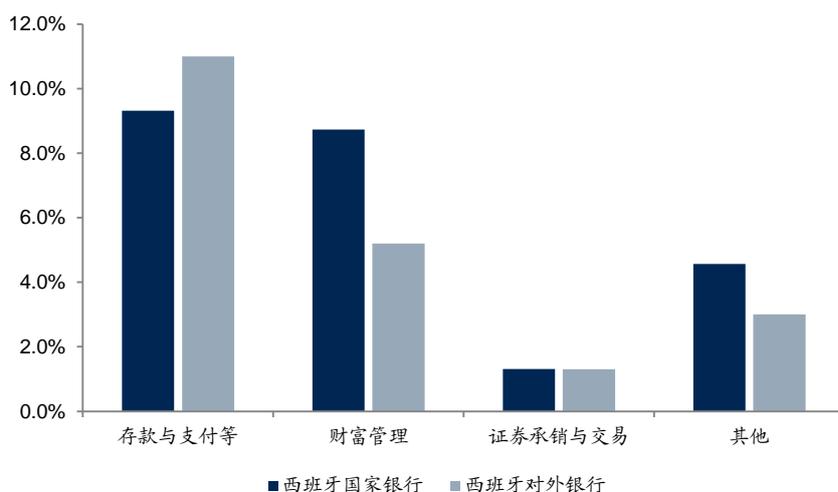
图 18: 荷兰合作银行的手续费净收入占营业收入比重拆解



资料来源: 各公司年报, 国信证券经济研究所整理

西班牙的两家银行的手续费及佣金收入也主要来自传统商业银行业务, 其来自财富管理业务的收入比重不算很高, 而且大部分都是保险销售佣金。

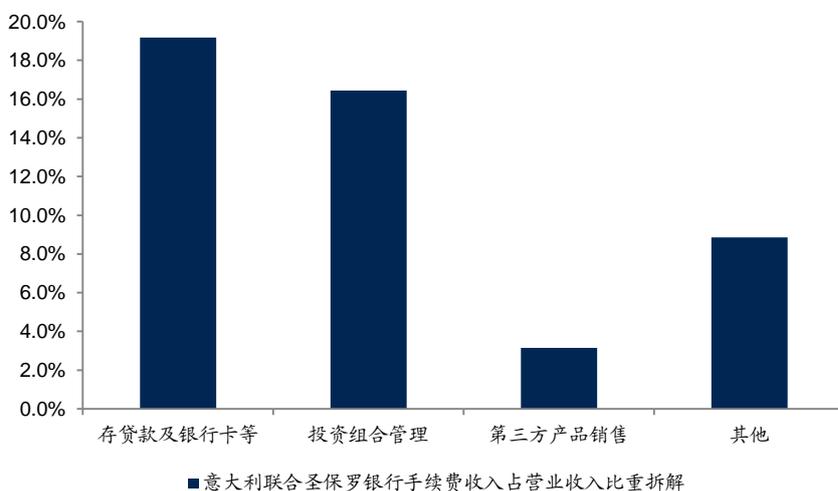
图 19: 西班牙两家银行的手续费净收入占营业收入比重拆解



资料来源: 各公司年报, 国信证券经济研究所整理

在这几家银行中, 财富管理业务手续费收入占比最高的是意大利联合圣保罗银行, 其财富管理业务收入占比与美国几家大银行接近。意大利联合圣保罗银行的手续费及佣金净收入占比高达 48%, 不过其中最多的就两项: 一是传统商业银行相关的存贷款、银行卡等手续费净收入, 另一项则是资产管理业务收入, 主要来自私人银行和资产管理子公司 Eurizon Capital 这两项业务。其中 Eurizon Capital 是联合圣保罗银行旗下的专业资产管理机构, 2019 年末 AUM 达到 2658 亿欧元, 相当于集团总资产的 33%。

图 20: 意大利联合圣保罗银行的手续费净收入占营业收入比重拆解



资料来源: 各公司年报, 国信证券经济研究所整理

总的来看, 欧洲地区的银行手续费净收入占比较高, 但以传统商业银行业务为主, 跟日本比较类似。欧洲地区不同银行在财富管理业务方面的收入占比差异很大, 但即便是混业程度较深, 其诸多以银行为主体的金融集团的手续费收入仍然主要来自传统商业银行业务。

总结：关注财富管理手续费，仍需重视利息净收入

总体来看，我们认为：

(1) 从全球范围来看，手续费净收入主要来自两块：一是财富管理业务。目前海外商业银行的财富管理业务以投资管理为主要收入来源（比如以摩根大通为代表的大部分银行），我国商业银行以简单产品销售为主要收入来源。从海外经验来看，纯产品渠道的业务门槛不高、竞争激烈，相关业务的手续费率非常低，倒逼银行向投资顾问模式转型以为客户提供更多增值服务，同时在需求旺盛的情况下向产业链上游延伸发展资产管理业务，相关分析可以参考我们前期报告《财富管理行业系列专题：美国大型银行财富管理借鉴》。二是传统的商业银行业务，如存款账户、贷款担保及承诺、银行卡、转账汇款等，但受市场竞争及“减费让利”等影响，我国商业银行的此类业务收入占比不算高，未来发展空间预计也不大。

(2) 与市场预期的不同，长期来看，虽然我国商业银行的手续费净收入占比较国外而言仍有一定提升空间，但利息净收入以及依赖于表内资产的投资收益等仍将是商业银行最核心的收入来源。利息净收入的增长长期来看主要靠资产规模扩张，而资产规模的有效扩张受限于两个因素：一是网点扩张空间，二是 ROE 对资本内生增长能力的约束。因此那些仍有网点扩张空间、竞争优势明显从而能够保持高 ROE 水平的中小银行，仍然是最值得关注的投资标的。美国近些年银行业大牛股第一共和银行、硅谷银行也是靠着资产规模的快速扩张实现股价快速增长（详情参考我们前期报告《海外银行业镜鉴系列：寻找 21 世纪美国银行中的明珠》《硅谷银行：高科技企业的专业服务银行》）。

投资建议

我们预计后续随着资产质量改善以及净息差企稳后对净利润增长拖累减弱，行业景气度有望持续回升。再加上目前银行板块相对估值仍处于历史较低水平，因此我们维持行业“超配”评级。

个股方面，我们优先推荐具有长期成长性的宁波银行、招商银行、成都银行、常熟银行，基于板块景气反转的逻辑继续推荐低估值的工商银行、建设银行。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策超预期宽松对净息差的负面影响、经济下行超预期导致不良贷款大幅增加等。

表 1: 估值表

收盘日:	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
601398.SH	工商银行	5.23	11.8%	11.7%	11.8%	1.2%	7.2%	10.3%	0.70	0.64	0.59	6.2	5.8	5.2
601939.SH	建设银行	6.94	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.77	0.70	0.65	6.5	6.1	5.6
601288.SH	农业银行	3.25	11.3%	11.2%	11.4%	1.8%	6.3%	9.7%	0.60	0.56	0.51	5.5	5.2	4.7
601988.SH	中国银行	3.28	10.5%	10.9%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.55	0.51	0.47	5.3	4.8	4.3
601328.SH	交通银行	4.91	10.4%	10.8%	10.9%	1.3%	10.5%	9.3%	0.50	0.46	0.43	4.9	4.4	4.0
601658.SH	邮储银行	5.27	11.8%	11.8%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.90	0.78	0.72	7.9	7.1	6.2
600036.SH	招商银行	55.47	15.7%	16.3%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	2.19	1.95	1.73	14.6	12.6	11.0
601166.SH	兴业银行	21.61	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.85	0.77	0.70	7.0	6.4	5.7
600000.SH	浦发银行	10.16	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.56	0.52	0.48	5.4	5.1	4.7
601998.SH	中信银行	5.26	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.55	0.51	0.47	5.7	5.3	4.9
000001.SZ	平安银行	23.82	9.6%	10.3%	10.9%	2.6%	14.6%	16.3%	1.57	1.43	1.30	17.0	14.7	12.5
601818.SH	光大银行	3.86	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.60	0.55	0.51	5.9	5.4	4.8
600015.SH	华夏银行	6.44	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.45	0.40	0.36	3.7	3.4	3.1
601169.SH	北京银行	4.90	10.4%	10.6%	11.4%	7.2%	0.2%	14.5%	0.55	0.51	0.47	5.4	5.0	4.3
601009.SH	南京银行	10.11	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	1.04	0.94	0.85	8.0	7.1	6.4
002142.SZ	宁波银行	42.90	14.6%	15.0%	15.8%	9.7%	15.6%	19.0%	2.49	2.20	1.93	18.3	15.7	13.0
600919.SH	江苏银行	7.45	13.1%	13.3%	14.3%	3.1%	22.1%	20.2%	0.81	0.74	0.66	7.1	5.8	4.9
600926.SH	杭州银行	17.28	11.2%	12.0%	13.2%	8.1%	19.6%	19.4%	1.60	1.47	1.33	15.5	12.8	10.6
601838.SH	成都银行	13.23	15.5%	16.9%	17.7%	8.5%	19.5%	20.1%	1.19	1.05	0.91	7.9	6.6	5.5
603323.SH	苏农银行	4.52	8.1%	8.4%	8.7%	4.2%	8.5%	10.7%	0.69	0.65	0.60	8.6	7.9	7.1
002839.SZ	张家港行	5.59	8.5%	9.3%	10.1%	4.9%	14.1%	14.6%	0.94	0.88	0.81	11.1	9.6	8.3
601128.SH	常熟银行	7.24	10.5%	11.5%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	1.10	1.01	0.92	11.0	9.3	7.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032