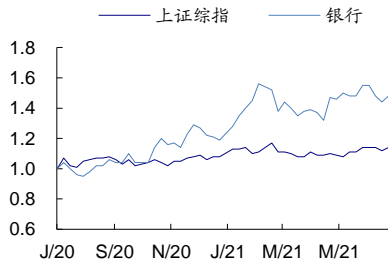


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《银行流动性月报: 预计 6 月社融小幅回落, 资金边际收紧》——2021-06-21
 《行业快评: 银行间资金面宽松缘由的几个猜想》——2021-06-18
 《2021 年 6 月银行业投资策略: 不良生成有望边际改善》——2021-06-02
 《海外银行镜鉴系列: 详解海外银行手续费收入来源》——2021-05-22
 《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

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: 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: 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

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

行业专题

景气度全面回升

● 年内行情回顾: 跑赢大盘, 估值仍低

银行板块今年表现较好, 但估值仍不高。年初以来(截止 6 月 25 日, 下同)中信银行指数上涨 10.3%, 在 30 个中信行业一级指数中排名第 11 位, 同期沪深 300 指数仅上涨 0.6%, 今年银行板块明显跑赢大盘。从估值来看, 银行板块 PE 目前是 7x 左右, 处于历史上较高水平, 但 PB 仍处于历史较低水平。而相对非金融板块而言, 银行板块的 PE 仍较低。

● 资产质量持续改善将是板块上涨的首要推动因素

复盘 2016~2018 年的行情, 可以看出资产质量是影响银行板块行情的核心变量。我们认为 2021 年银行资产质量有望持续改善, 推动银行净利润增速回升, 成为板块上涨的首要推动因素。

资产质量改善源自三方面利好因素: 一是上市银行表内外存量不良出清, 潜在风险减少; 二是工业企业偿债能力今年大幅提升, 上市银行增量不良有望减少; 三是近年来贷款损失准备保持充足计提, 资产质量改善的情况下, 有望实现拨备反哺利润。

● 净息差企稳, 收入增速有望回升

随着一季度贷款重定价完成, 前期 LPR 下降的影响已经释放, 后续净息差有望企稳, 对净利润增长的不利影响减弱。资产增速与净息差变动此消彼长, 但净息差对收入增速的影响高于资产增速, 因此虽然行业资产增速回落, 但收入增速反而有望回升。

此外, 财富管理业务快速发展推动银行手续费净收入增速回升, 一定程度上有利于收入增速回升

● 投资建议

目前银行板块的估值, 不管是跟自身历史估值纵比, 还是跟非金融板块横比, 都处于比较低的水平, 因此在行业景气度回升的情况下, 我们看好板块的后续表现, 维持行业“超配”评级。

个股方面, 我们继续从两方面选择标的。一是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, 二是基于板块景气反转的逻辑推荐低估值的工商银行、建设银行、苏农银行。

● 风险提示

宏观经济超预期下行可能会带来不利影响。

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	39.85	239	2.74	3.29	14.6	12.1
600036.SH	招商银行	增持	56.00	1408	4.40	5.05	12.7	11.1
601838.SH	成都银行	买入	12.77	46	1.99	2.39	6.4	5.3
601128.SH	常熟银行	增持	6.55	18	0.78	0.96	8.4	6.8
601398.SH	工商银行	买入	5.26	1747	0.91	1.01	5.8	5.2
601939.SH	建设银行	买入	6.75	1287	1.13	1.24	6.0	5.4
603323.SH	苏农银行	增持	4.43	8	0.57	0.63	7.7	7.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

年内行情回顾：跑赢大盘，估值仍低.....	4
资产质量持续改善将是板块上涨的首要推动因素.....	6
资产质量是影响银行板块行情的核心变量.....	6
资产质量有望持续改善，推动银行净利润增速回升.....	8
净息差企稳，收入增速有望回升.....	12
净息差企稳有望推动收入增速回升.....	12
资产增速或继续回落，但不改收入增速回升的趋势.....	15
财富管理业务发展推动手续费收入增速回升.....	15
投资建议：景气度回升但估值仍低，看好后续行情.....	16
风险提示.....	17
国信证券投资评级.....	19
分析师承诺.....	19
风险提示.....	19
证券投资咨询业务的说明.....	19

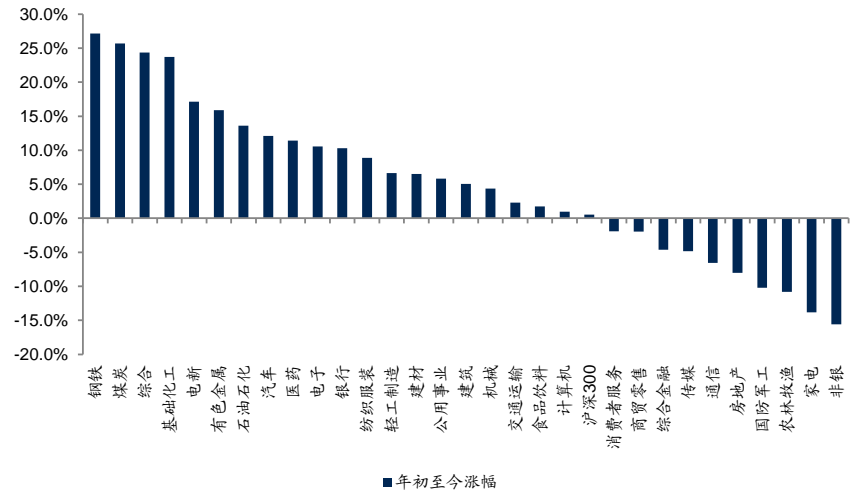
图表目录

图 1: 银行涨幅在 30 个行业中排名第 11 位, 跑赢大盘	4
图 2: 跟历史相比, 银行板块平均 PE 较高, 但 PB 很低	4
图 3: 跟非金融板块相比, 银行板块相对 PE 仍较低	5
图 4: 银行板块内部分化很大	5
图 5: 上市银行整体业绩增速回升	6
图 6: 上市银行业绩增速归因: 资产减值损失指标改善推动净利润增速回升	6
图 7: 上一轮银行估值相对提升的主要区间	7
图 8: 上市银行总体净利润增长归因分析	7
图 9: 上市银行资产质量在 2016~2017 年持续改善, 2018 年再度恶化	8
图 10: 上市银行不良/逾期 90 天以上贷款、不良/逾期贷款持续上升	8
图 11: 上市银行不良贷款率重回下行通道	9
图 12: 上市银行关注贷款率持续下降, 目前只有 2% 左右	9
图 13: 近几年上市银行持续压降高风险制造业、批发零售业和采矿业贷款占比	10
图 14: 上市银行不良生成率在去年有所上升, 但没有超过 2015 年	10
图 15: 去年上市银行计提的非信贷减值损失大幅增加	11
图 16: 工业企业利息保障倍数在历史上的拐点与银行不良生成率拐点基本一致	11
图 17: 今年工业企业利息保障倍数大幅回升	12
图 18: 上市银行拨备计提充分	12
图 19: 净息差变动幅度决定了收入增速是回升还是下降	13
图 20: 上市银行整体净息差在 2020 年和 2021 年一季度同比下降	13
图 21: 受 LPR 下降影响, 上市银行贷款收益率普遍下降, 是净息差下降的主因	14
图 22: LPR 已经很久没有调整过	14
图 23: 新发放贷款利率早已企稳	15
图 24: 今年以来商业银行总资产增速回落	15
图 25: 上市银行手续费净收入增速逐步回暖	16
图 26: 近两年理财和财富管理相关业务快速发展	16
表 1: 主要公司估值表	18

年内行情回顾：跑赢大盘，估值仍低

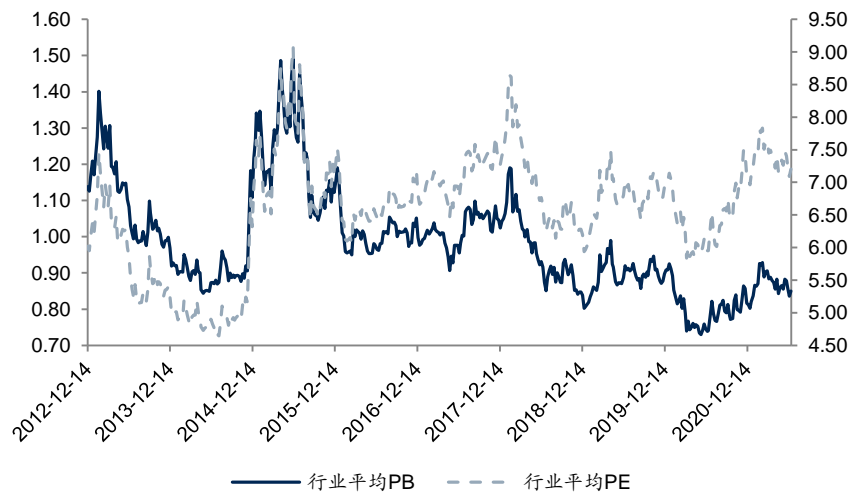
银行板块今年表现较好，但估值仍不高。年初以来（截止6月25日，下同）中信银行指数上涨10.3%，在30个中信行业一级指数中排名第11位，同期沪深300指数仅上涨0.6%，今年银行板块明显跑赢大盘。从估值来看，银行板块PE目前是7x左右，处于历史上较高水平，但PB仍处于历史较低水平。而相对非金融板块而言，银行板块的PE仍较低。

图1：银行涨幅在30个行业中排名第11位，跑赢大盘



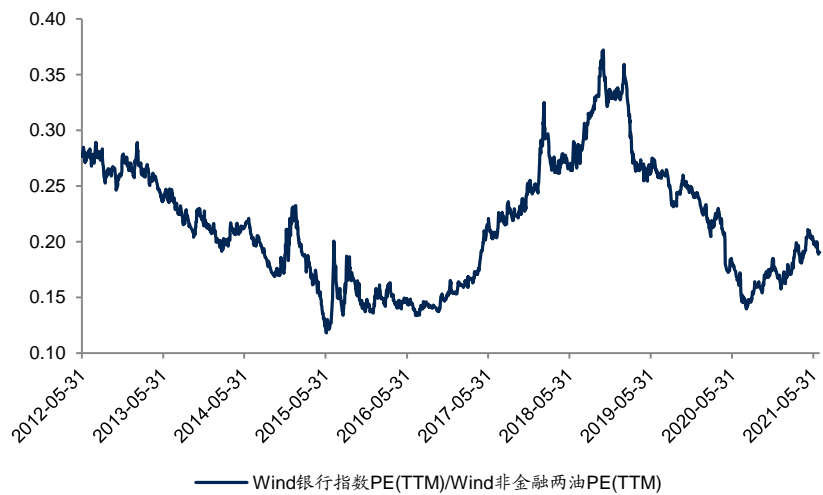
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：跟历史相比，银行板块平均PE较高，但PB很低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：行业平均值指的是16家老上市银行算术平均值。

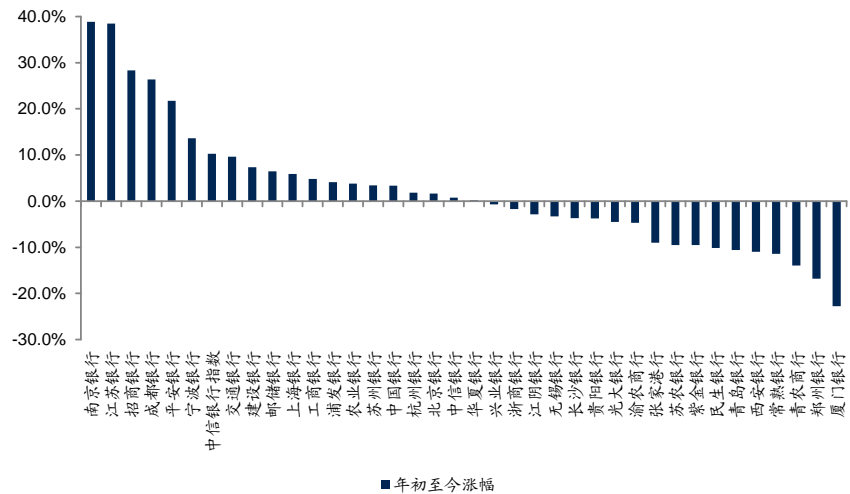
图 3: 跟非金融板块相比, 银行板块相对 PE 仍较低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

银行个股之间分化严重。截止去年底 A 股共有 37 家上市银行, 这些上市银行年初以来仅 6 家跑赢了银行指数, 其中排名靠前的南京银行、江苏银行、招商银行、成都银行、平安银行和宁波银行年初以来分别上涨了 38.8%、38.4%、28.3%、26.3%、21.7%和 13.6%。另外还有 18 家银行录得负收益, 板块内部个股间的表现分化严重。

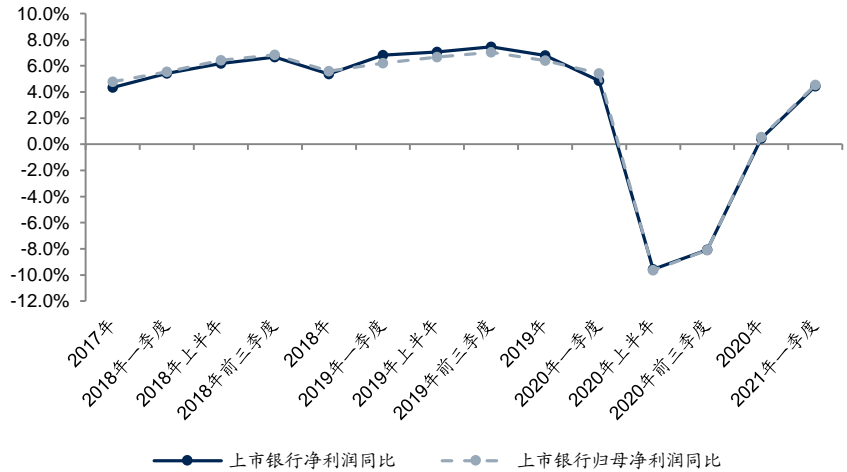
图 4: 银行板块内部分化很大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

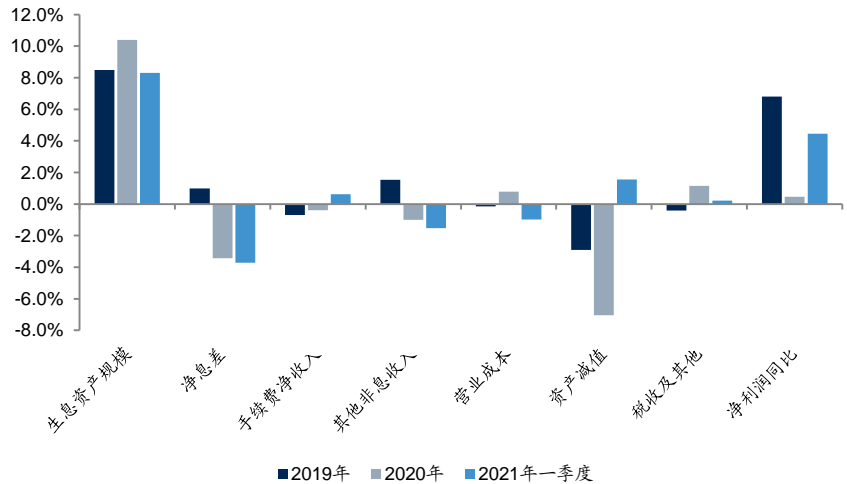
此外, 从基本面来看, 今年以来银行板块景气度回升显著。上市银行整体 (此处指十六家老上市银行及上海银行、江苏银行、杭州银行、贵阳银行共 20 家银行的合计值) 2021 年一季度净利润同比增长 4.4%, 归母净利润同比增长 4.5%, 增速较去年年报均回升 3.9 个百分点。其中资产减值损失今年一季度改善明显, 对净利润增速回升功不可没, 是行业净利润增速回升的核心推动因素, 背后反映的是银行资产质量边际改善, 拨备计提压力减轻。

图 5：上市银行整体业绩增速回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：上市银行业绩增速归因：资产减值损失指标改善推动净利润增速回升



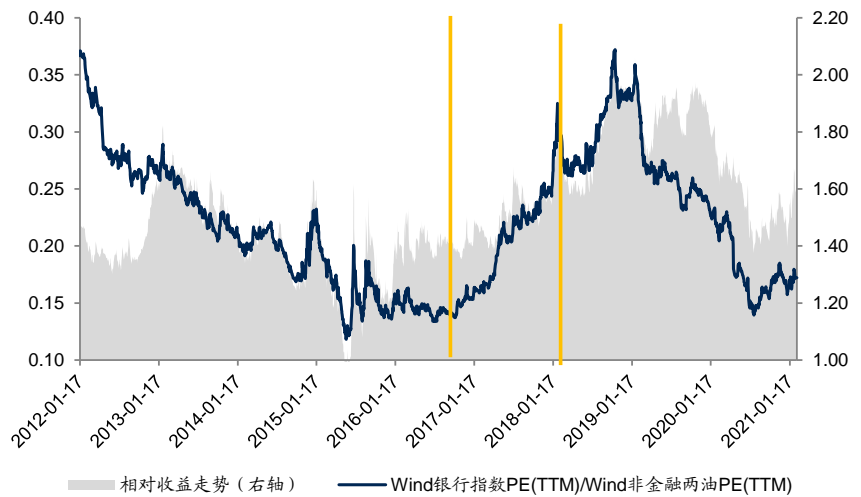
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产质量持续改善将是板块上涨的首要推动因素

资产质量是影响银行板块行情的核心变量

剔除整个市场的β影响，从银行板块的相对估值走势来看，银行板块上一轮估值提升的主要区间大约是2016年10月~2018年1月。由于估值具有前瞻性，因此这一区间对应的是2016年报、2017年报和2018年报这三个会计年度。需要指出的是，2018年下半年到2019年初的板块相对估值提升是大盘大跌情况下银行板块防御属性的体现，跟银行基本面相关性不大。

图 7: 上一轮银行估值相对提升的主要区间



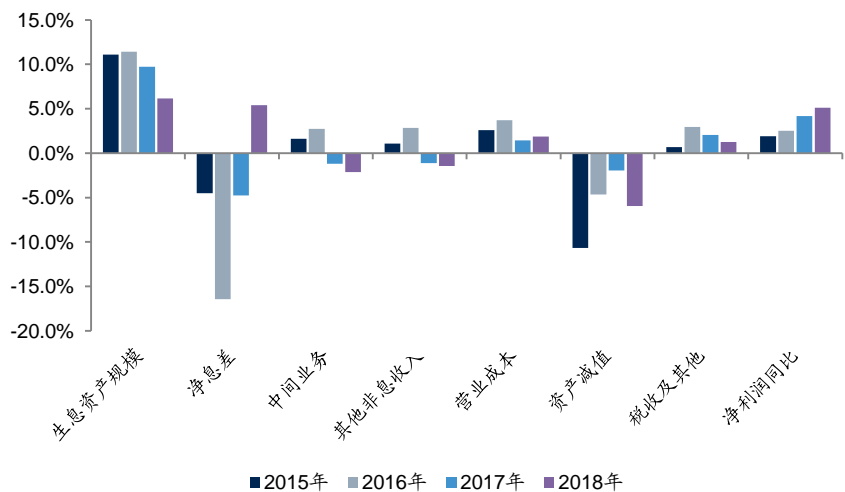
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从银行净利润增长归因分析来看, 资产质量变化是这一轮估值相对提升背后的主要推动因素, 原因在于:

(1) 2016 年开始银行资产质量持续改善, 资产减值损失对净利润增长的不利影响持续减弱, 估值相对提升行情从 2016 年启动; 2018 年受贸易战等因素影响, 宏观经济走弱, 银行资产质量再度恶化, 资产减值损失对净利润增长的不利影响增强, 估值相对提升行情结束。资产质量变化基本对应了银行板块的行情走势;

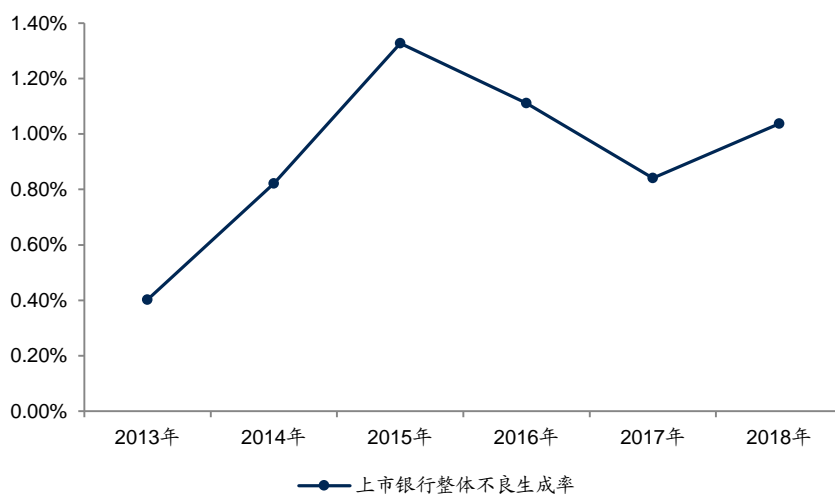
(2) 净息差虽然也会对净利润增长产生很大影响, 但其影响居于次要位置。2017 年净息差对净利润增长的不利影响大幅减弱, 看起来也是推动板块估值相对提升的因素, 不过 2018 年净息差对净利润增长的影响同样是正向的、有利的, 但并未阻止银行板块估值相对提升行情的结束。而对比 2017 年和 2018 年, 在净息差同样对净利润增长产生有利影响的情况下, 唯一改变的是资产质量, 因此资产质量是银行板块估值能否提升的核心变量。当然, 净息差的重要性也很高, 但应当居于资产质量之后的次要位置。

图 8: 上市银行总体净利润增长归因分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 上市银行资产质量在 2016~2017 年持续改善, 2018 年再度恶化



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

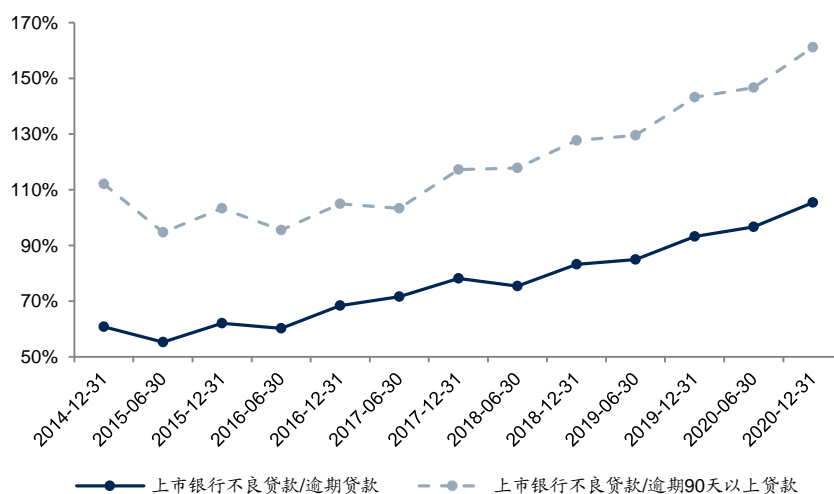
资产质量有望持续改善, 推动银行净利润增速回升

从行业基本面角度而言, 我们认为 2021 年银行资产质量有望持续改善, 推动银行净利润增速回升。我们做出这一判断基于如下三个理由:

(1) 上市银行表内外存量不良出清, 潜在风险减少。近几年上市银行表内外存量不良加速出清, 潜在不良大幅减少, 而且上市银行的不良确认更加严格, 报表的真实性更高。具体来看:

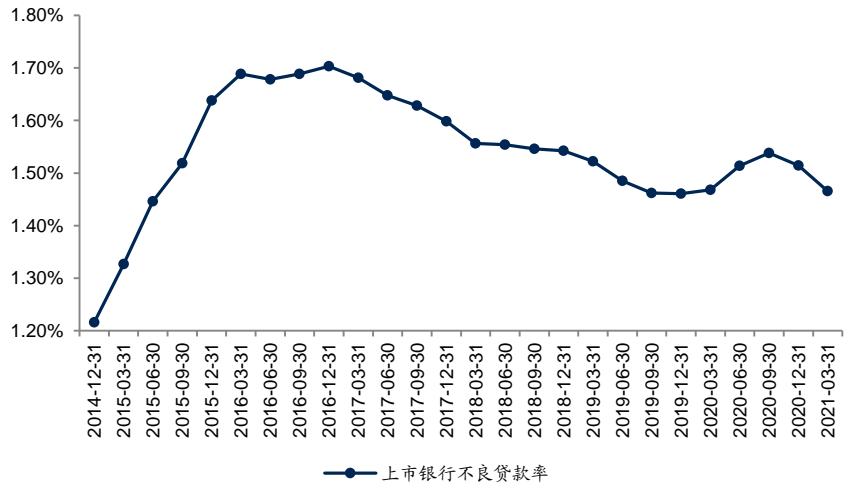
- ✓ 经过多年不良出清, 银行不良确认更加严格, 潜在不良减少。(1) 上市银行“不良/逾期 90 天以上贷款”、“不良/逾期贷款”等比率持续上升, 不良认定日益严格, 资产质量的真实性越来越高。(2) 受疫情影响, 去年二、三季度上市银行不良贷款率暂时性上升, 但去年四季度和今年一季度重回下降通道;(3) 上市银行关注贷款率已经持续下降, 目前降低至 2% 左右, 行业潜在不良也大幅减少。

图 10: 上市银行不良/逾期 90 天以上贷款、不良/逾期贷款持续上升



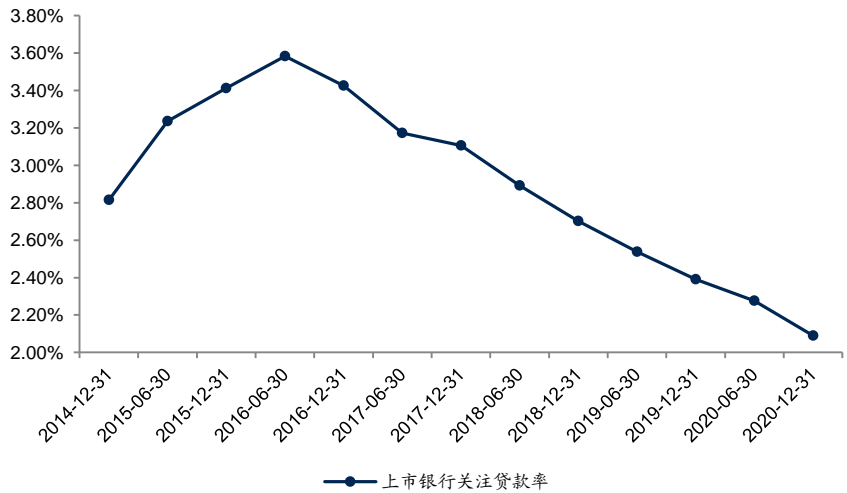
资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 11: 上市银行不良贷款率重回下行通道



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

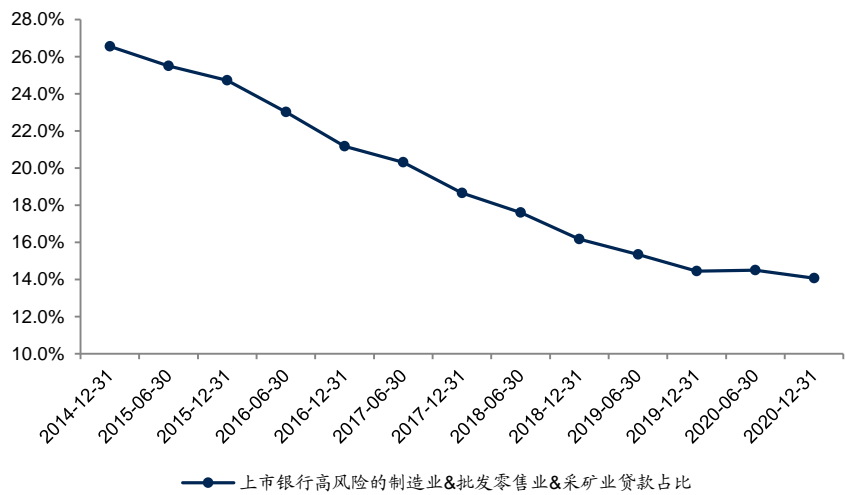
图 12: 上市银行关注贷款率持续下降, 目前只有 2%左右



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

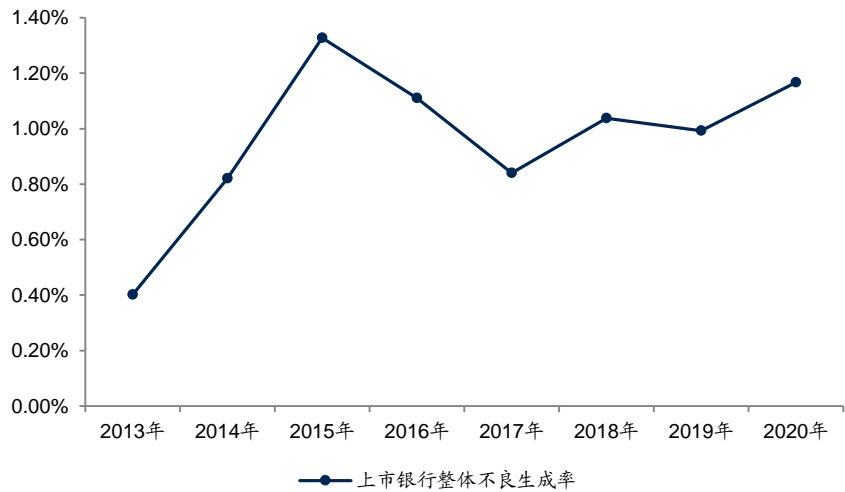
- ✓ 近几年银行大幅调整信贷结构, 持续压降高风险行业贷款比重。信贷结构调整的效果已经显现, 比如去年虽然有疫情这一重大不利因素, 但银行的不良生成率也没有超过 2015 年, 银行潜在风险较前几年少了很多。

图 13: 近几年上市银行持续压降高风险制造业、批发零售业和采矿业贷款占比



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

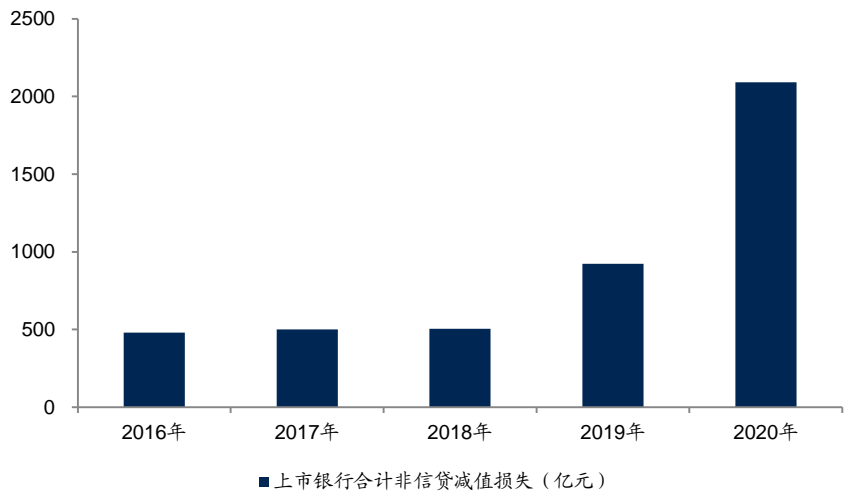
图 14: 上市银行不良生成率在 2020 年有所上升, 但没有超过 2015 年



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

- ✓ 随着“资管新规”过渡期结束, 不少银行趁着去年疫情的时机大幅计提了表外理财中的不良损失, 实现表外不良出清。

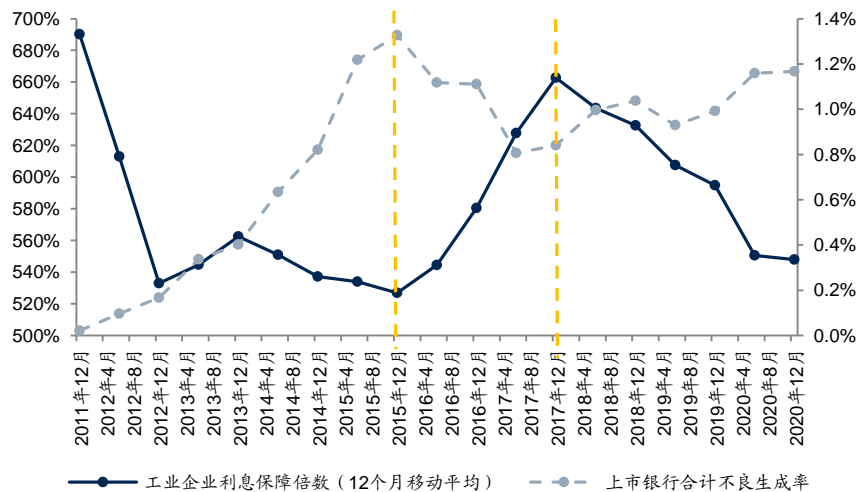
图 15: 去年上市银行计提的非信贷减值损失大幅增加



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

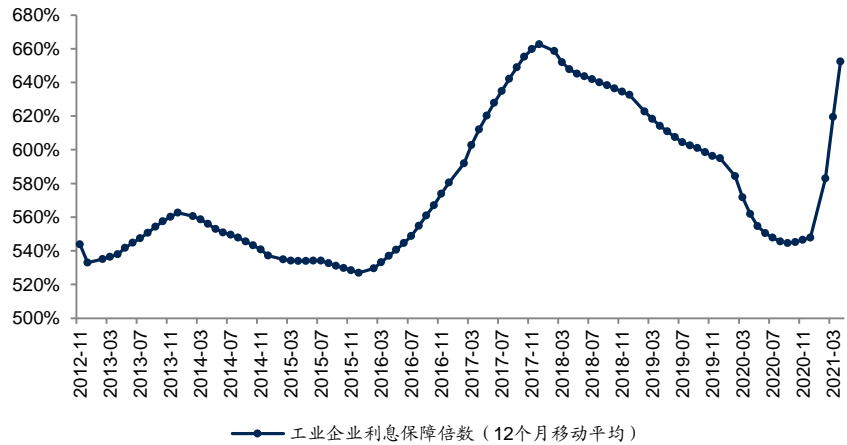
(2) 上市银行增量不良有望减少。我们持续跟踪的工业企业利息保障倍数在历史上的拐点与银行不良生成率拐点一致, 而该指标在去年底出现 2018 年以来的首次回升, 今年以来回升更加显著。我们认为随着工业企业偿债能力提升, 银行不良生成率有望下降, 使得增量不良减少。当然, 由于银行在传统行业的贷款占比下降, 改善的幅度可能达不到 2016~2017 年的水平, 但趋势是向好的。

图 16: 工业企业利息保障倍数在历史上的拐点与银行不良生成率拐点基本一致



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

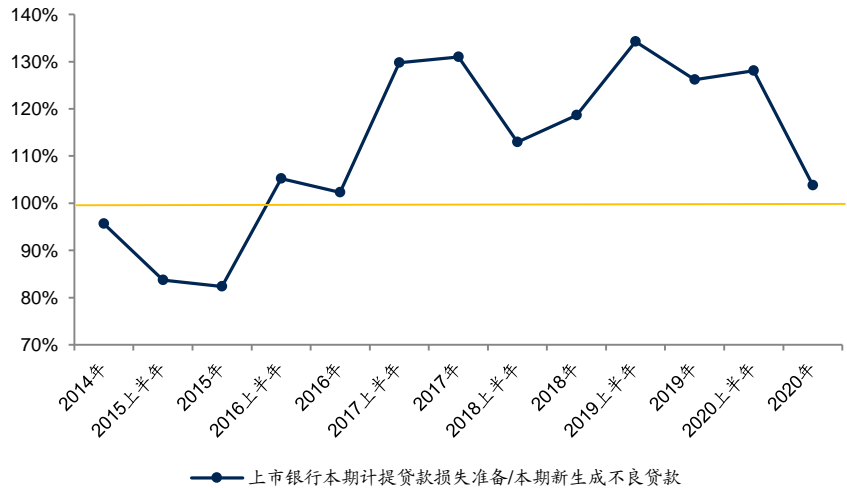
图 17: 今年工业企业利息保障倍数大幅回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(3) 近年来贷款损失准备保持充足计提, 资产质量改善的情况下, 拨备有望反哺利润。上市银行的“本期计提贷款损失准备/本期新增不良贷款”能够保持在100%以上, 意味着贷款损失准备的计提是充分的。该指标在过去几年持续超过100%, 即便去年受疫情期间从严确认不良的影响, 上市银行该指标大幅降低, 但仍然保持在100%以上, 拨备计提充分。我们认为, 后续在资产质量改善的情况下, 银行有充足的利润释放空间, 有望实现拨备反哺利润。

图 18: 上市银行拨备计提充分



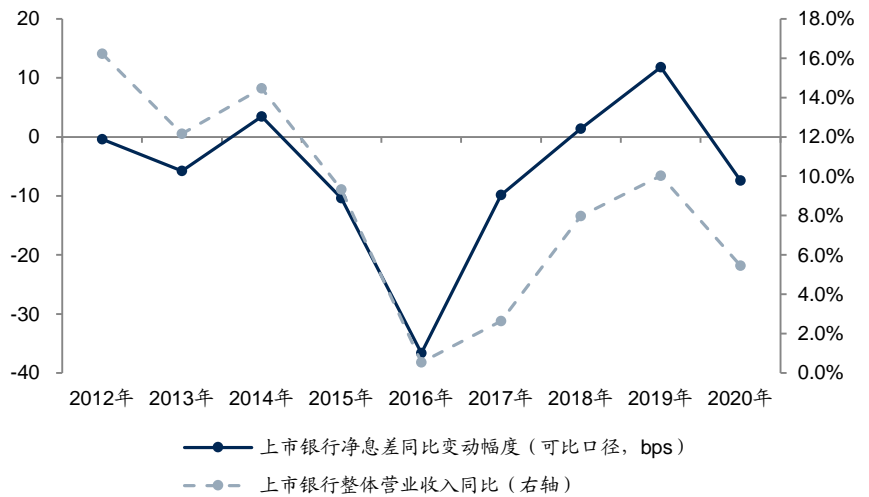
资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

净息差企稳, 收入增速有望回升

净息差企稳有望推动收入增速回升

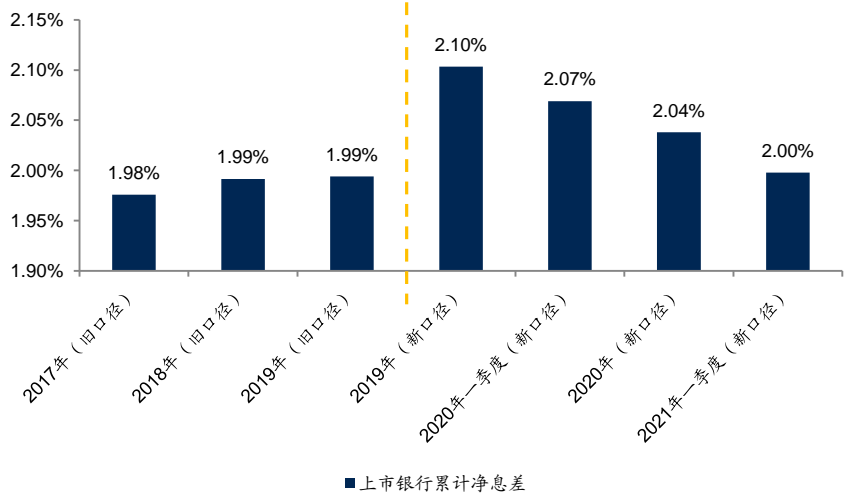
净息差也是影响银行行情的重要因素, 这主要是因为净息差的变化是决定银行收入增速变化的主要因素。2020年和2021年一季度受贷款基准利率切换为LPR以及LPR下调影响, 银行贷款收益率显著降低, 拉低了银行的净息差, 导致可比口径下上市银行净息差在2020年和2021年一季度同比降低, 对收入和净利润增长产生不利影响。

图 19: 净息差变动幅度决定了收入增速是回升还是下降



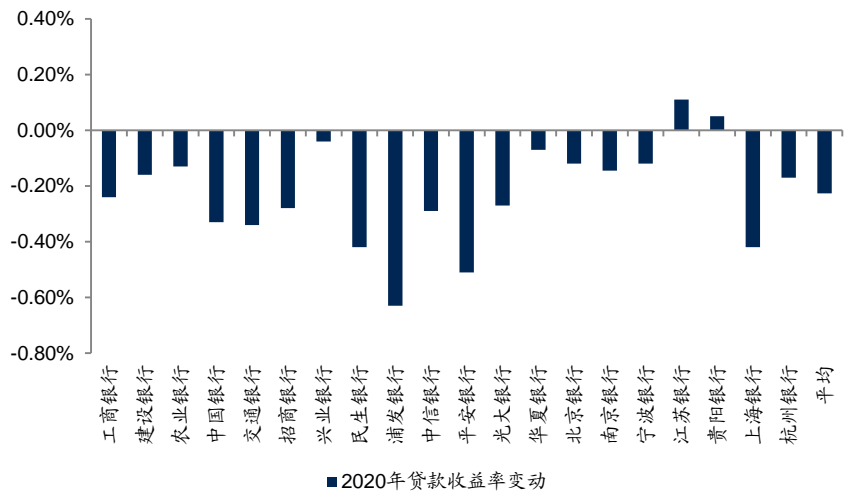
资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理。注: 净息差变动幅度=本年净息差-去年净息差。

图 20: 上市银行整体净息差在 2020 年和 2021 年一季度同比下降



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 21: 受 LPR 下降影响, 上市银行贷款收益率普遍下降, 是净息差下降的主因



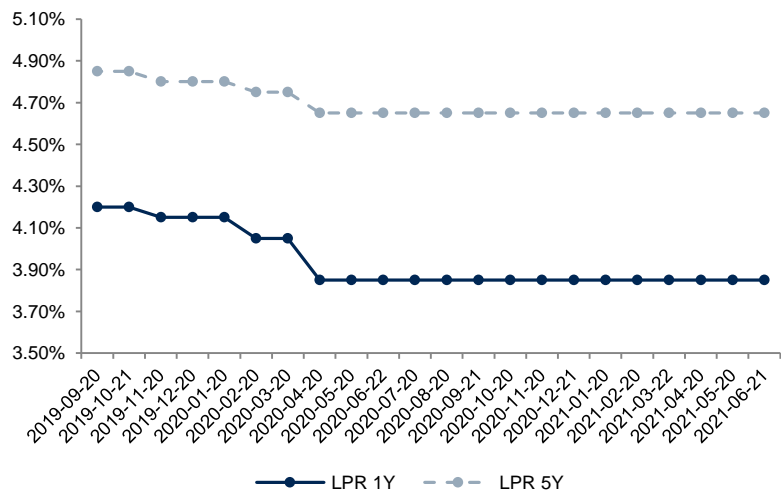
资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

不过往后看, 我们预计银行净息差有望企稳, 这意味着净息差今年的降幅会收窄, 对银行净利润增长的不利影响有望减弱、推动行业收入增速回升。净息差企稳的原因有二:

(1) 随着按揭贷款在今年一季度重定价, 贷款重定价已经基本完成, 2019年下半年~2020年上半年LPR下降的影响已经释放, 由于2020年4月份之后LPR再也没有调整过, 因此后续整体贷款收益率有望保持稳定;

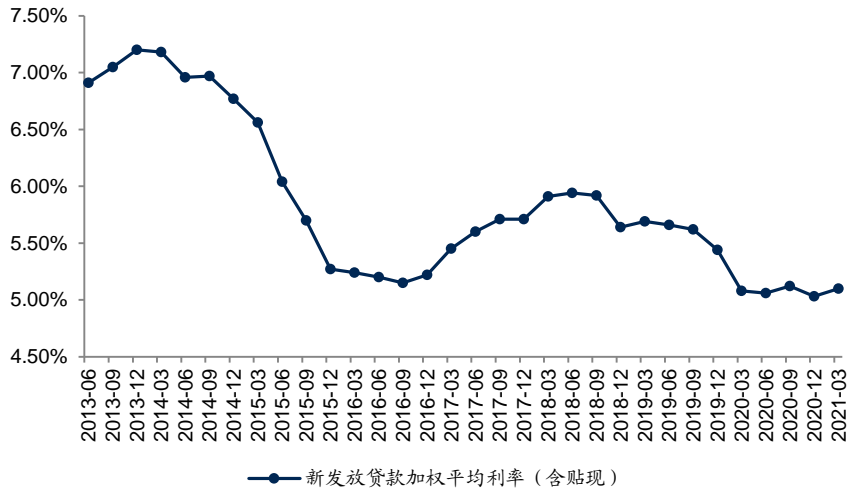
(2) 近期随着存款利率自律上限的确定方式改革, 银行存款成本也有望小幅降低。我们认为, 其对银行业绩的直接影响可能并不是非常显著, 但从侧面说明监管部门已经开始关注银行的负债成本压力, 对银行而言意味着净息差的底部更加明确。

图 22: LPR 已经很久没有调整过



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 新发放贷款利率早已企稳

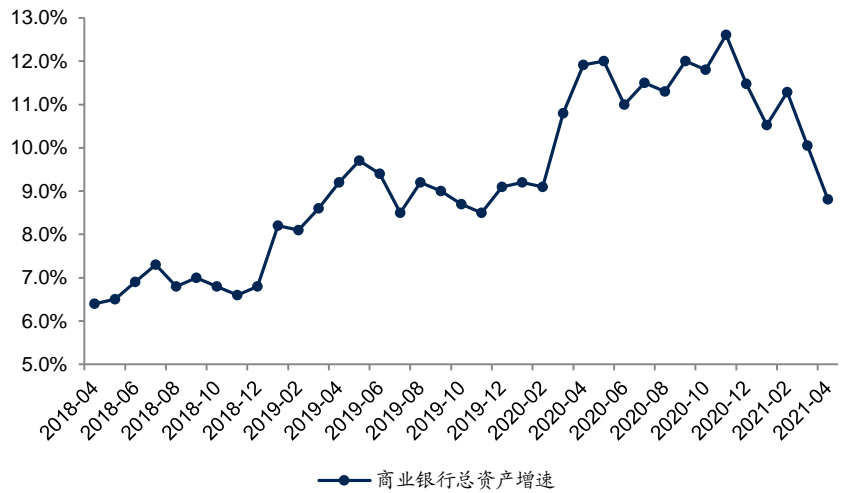


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产增速或继续回落, 但不改收入增速回升的趋势

就短期边际变化而言, 资产增速和净息差两个变量有“跷跷板”效应, 其中资产增速对收入增长的边际影响不大, 净息差变动更加重要。随着去年疫情期间宽松政策的退出, 预计后续银行资产增速也会继续回落, 但在净息差企稳的情况下, 资产增速回落不会改善银行收入增速回升的趋势。

图 24: 今年以来商业银行总资产增速回落

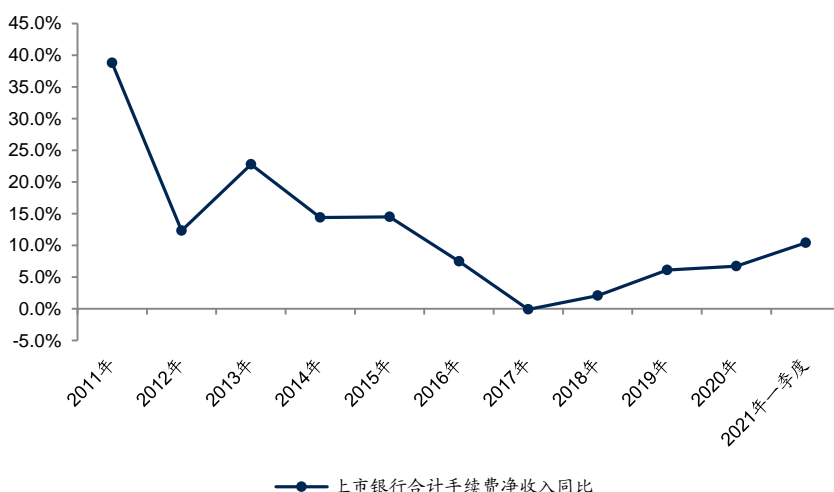


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财富管理业务发展推动手续费收入增速回升

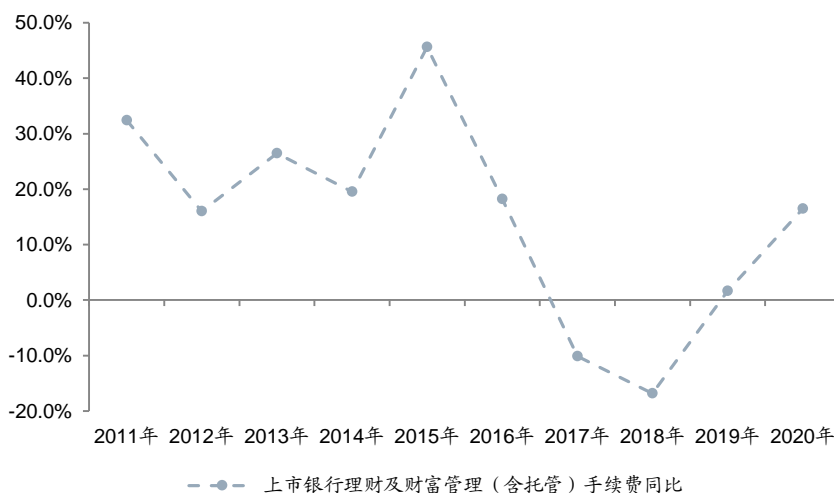
最后, 近年来随着财富管理业务的快速发展, 银行的手续费净收入增速也在回升。虽然目前财富管理业务收入在银行总收入中的占比还很低, 短期内对银行收入增长的影响并不大, 但对银行而言也算是一种额外的增量收入。

图 25: 上市银行手续费净收入增速逐步回暖



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 26: 近两年理财和财富管理相关业务快速发展



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 景气度回升但估值仍低, 看好后续行情

综合来看, 我们认为行业景气度在今年有望持续上行:

(1) 资产质量改善是行业景气度上升的主要推动力。上市银行存量表内外不良出清, 边际新生成减少, 资产质量改善。过去几年银行拨备超额计提, 在资产质量改善的情况下有望实现拨备反哺利润, 推动利润增速上行;

(2) 净息差企稳, 收入增速有望回升。随着一季度贷款重定价完成, 前期 LPR 下降的影响已经释放, 后续净息差有望企稳, 对净利润增长的不利影响减弱。资产增速与净息差变动此消彼长, 但净息差对收入增速的影响高于资产增速, 因此虽然行业资产增速回落, 但收入增速反而有望回升。此外, 财富管理业务快速发展推动银行手续费净收入增速回升, 虽然短期来看对收入增长的影响不大, 但也是一个加成。

我们在前文中已经分析过，目前银行板块的估值，不管是跟自身历史估值纵比，还是跟非金融板块横比，都处于比较低的水平，因此在行业景气度回升的情况下，我们看好板块的后续表现，维持行业“超配”评级。

个股方面，我们继续从两方面选择标的。一是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，二是基于板块景气反转的逻辑推荐低估值的工商银行、建设银行、苏农银行。

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宽松对净息差可能产生负面影响、宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

表 1: 主要公司估值表

收盘日:		收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2021/7/1	2020A		2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
601398.SH	工商银行	5.26	11.8%	11.7%	11.8%	1.2%	7.2%	10.3%	0.70	0.65	0.59	6.2	5.8	5.2
601939.SH	建设银行	6.75	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.75	0.68	0.63	6.4	6.0	5.4
601288.SH	农业银行	3.04	11.3%	12.4%	12.5%	1.8%	17.6%	9.8%	0.56	0.52	0.47	5.2	4.4	3.9
601988.SH	中国银行	3.08	10.5%	10.9%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.51	0.48	0.44	5.0	4.5	4.1
601328.SH	交通银行	4.90	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	5.04	11.8%	11.8%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.86	0.75	0.68	7.6	6.8	5.9
600036.SH	招商银行	56.00	15.7%	16.3%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	2.21	1.96	1.74	14.8	12.7	11.1
601166.SH	兴业银行	21.31	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.84	0.76	0.69	6.9	6.3	5.7
600000.SH	浦发银行	10.03	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.56	0.51	0.47	5.3	5.0	4.6
601998.SH	中信银行	5.15	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.54	0.50	0.46	5.5	5.2	4.7
000001.SZ	平安银行	23.20	9.6%	10.3%	10.9%	2.6%	14.6%	16.3%	1.53	1.40	1.27	16.5	14.3	12.2
601818.SH	光大银行	3.78	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.59	0.54	0.50	5.7	5.2	4.7
600015.SH	华夏银行	6.19	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.43	0.39	0.35	3.5	3.3	3.0
601169.SH	北京银行	4.89	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	10.97	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	1.13	1.02	0.93	8.7	7.7	7.0
002142.SZ	宁波银行	39.85	14.6%	15.0%	15.8%	9.7%	15.6%	19.0%	2.31	2.04	1.79	17.0	14.6	12.1
600919.SH	江苏银行	7.28	13.1%	13.3%	14.3%	3.1%	22.1%	20.2%	0.79	0.72	0.65	6.9	5.7	4.8
600926.SH	杭州银行	14.61	11.2%	12.0%	13.2%	8.1%	19.6%	19.4%	1.36	1.24	1.13	13.1	10.8	9.0
601838.SH	成都银行	12.77	15.5%	16.9%	17.7%	8.5%	19.5%	20.1%	1.15	1.01	0.88	7.7	6.4	5.3
603323.SH	苏农银行	4.43	8.1%	8.4%	8.7%	4.2%	8.5%	10.7%	0.67	0.63	0.59	8.4	7.7	7.0
002839.SZ	张家港行	5.45	8.5%	9.3%	10.1%	4.9%	14.1%	14.6%	0.92	0.86	0.79	10.8	9.4	8.1
601128.SH	常熟银行	6.55	10.5%	11.5%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	1.00	0.92	0.83	10.0	8.4	6.8

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