

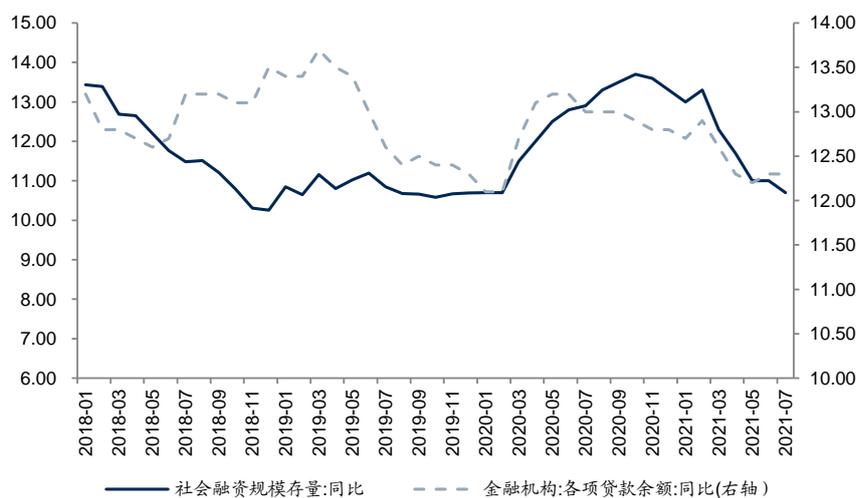
银行视角看宽信用的难点，关注中小行

证券分析师： 王剑 证券分析师： 田维韦 证券分析师： 陈俊良	021-60875165 021-60875161 021-60933163	wangjian@guosen.com.cn tianweiwei@guosen.com.cn chenjunliang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030002 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010001
--	--	--	---

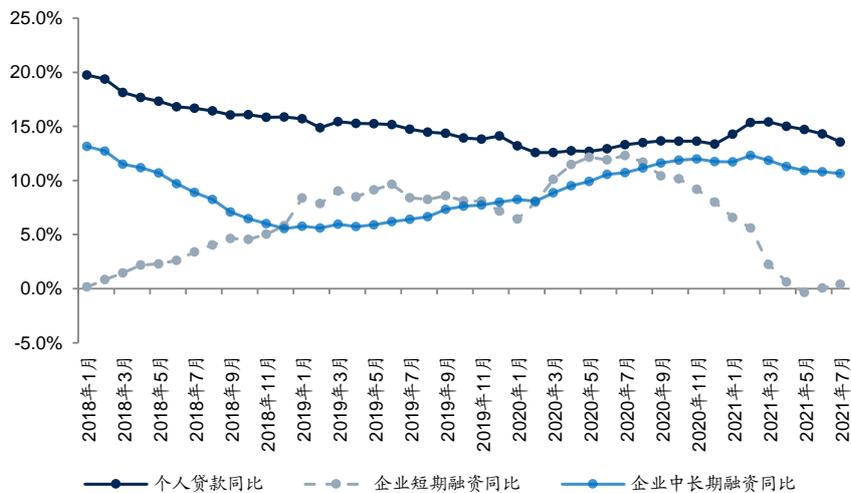
信用收缩传导至经济，宽信用预期加强

在2021年6月《行业快评：银行间资金面宽松缘由的几个猜想》报告中，对于3月到6月为什么市场呈现“货币偏松+信用偏紧”的格局我们提出了五个猜想，并通过数据分析对五个猜想是否成立进行逐一验证。7月以来该格局得以延续，2021年7月末的社融增速已回落到10.7%，其中企业中长期融资增速回落到10.6%，较2月阶段性高点回落了1.7个百分点。我们认为该格局形成的核心因素一方面是监管严控地产和城投融资，另一方面央行货币政策并没有相应收紧，流动性维持合理充裕。后疫情时代我国经济面临的外部环境仍存在较大的不确定性，央行政策还没有到转向的时候，因此央行实施了稳健偏宽松的货币政策。但为了推进经济的高质量发展，房地产和城投融资被严格管控，这也是央行能够实施稳健货币政策的前提条件。但由于房地产和城投融资被严格管控，因此实体融资并没有出现明显提升，使得资金淤积在银行间市场，最终呈现出“货币偏松+信用偏紧”的格局。

图1：7月社融增速回落至10.7%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：企业中长期融资增速持续回落


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

社融增速的持续回落已逐步传导至经济，引发市场对宽信用充满预期。2021年上半年实际 GDP 同比增长 12.7%，两年平均增长 5.3%，低于市场预期，7 月份经济数据也基本全面回落，因此市场对经济的担忧持续加剧。央行二季度货币政策执行报告、7 月 30 日的政治局会议等都强调搞好跨周期政策设计，8 月 23 日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，易纲在总结中强调，要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。基于这些信息，市场对宽信用的预期持续强化。

从供需角度看宽信用实现的几个条件

我国间接融资为主，宽信用的主体是银行，既包括表内信贷投放，也包括表外投资。但 2017 年实施严监管以来，表外融资持续压缩。2021 年作为资管新规过渡期最后一年，预计今年表外融资很难有起色，整体仍将呈现压缩态势，所以今年接下来四个月信用扩张主要看银行表内信贷投放。此外，信用环境还与股票融资和企业债券发行等直接融资相关，但由于直接融资贡献较小，因此我们将视角主要放在银行的信贷投放上。

我们从传统的供需角度出发分析影响银行信贷投放的核心因素，

- ✓ 供给角度来看，我国银行信贷供给一方面取决于监管政策，如央行投放的基础货币、政策利率、合意的信贷额度、MPA 监管等，另一方面则取决于银行信贷投放的主动行为，这与银行的资金成本、风险管控能力、经营效率等经营情况相关。我们在 2020 年 6 月的《银行业 2020 年下半年投资策略：从成本角度看银行让利空间》报告中提出，银行贷款定价除了要考虑资金成本之外，还需要考虑风险成本、经营成本、机会成本（无风险利率）、银行目标收益率等多因素，即“ $\text{贷款利率} = \text{资金成本} + \text{风险成本} + \text{经营成本} + \text{机会成本} + \text{银行目标收益率}$ ”。若银行贷款利率不能覆盖资金成本、风险成本和经营成本，银行发放信贷就要承担损失，信贷投放越多，损失越大，这种情况下，银行是不愿意投放信贷的。一言以蔽之，就是银行信贷投放的价格必须有效覆盖其综合成本，银行才愿意投放信贷。
- ✓ 需求角度来看，取决于居民、企业和政府有效融资需求。这里我们强调“有效融资需求”，即符合银行信用风险偏好的融资需求。根据供需模型，如果价格足够低，那么信贷需求就是无限的，但银行也不会因此投放信贷，即无效的融资需求。居民、企业和政府几大主体融资需求指的是以一定的价格获得贷款后能带来收益，可以是经济收益也可以是其他收益。

综上分析，我们认为银行信贷投放提速需要具备的条件包括，（1）政策的宽松，给银行宽信用提供基础条件。这里我们主要指货币政策的配合，宽货币往往是宽信用的必要条件；（2）符合银行风险偏好的融资需求的增加，能给银行和融资主体都带来收益。当前的货币政策已经给宽信用提供了较好的基础条件，宽信用主要取决于符合银行风险

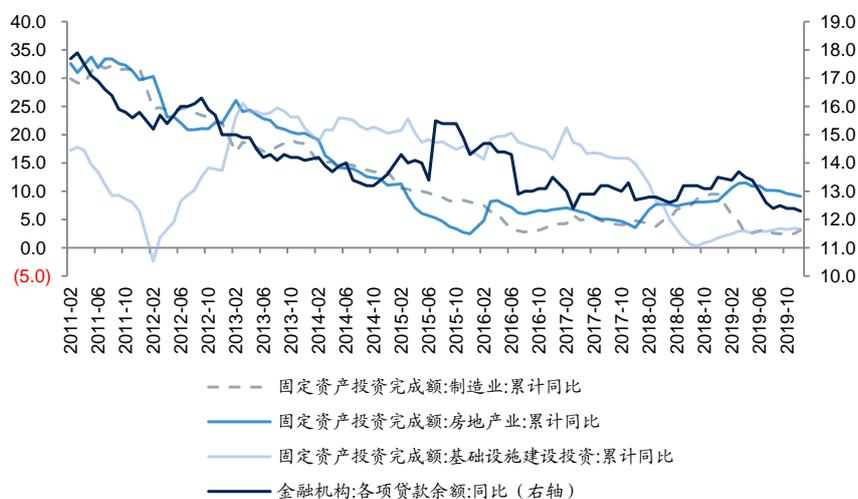
偏好的融资需求能否增加，则也是我们分析的重点。

信贷供给和需求的结构性问题

我国信用扩张与地产和基建高度相关

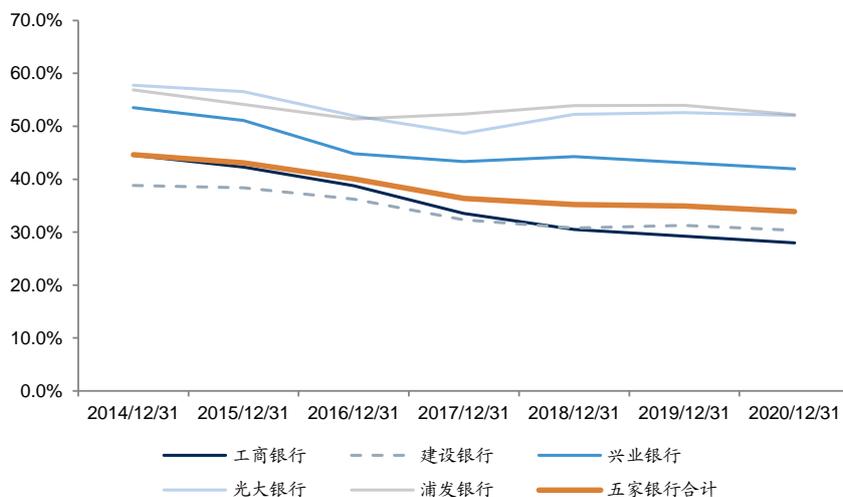
我国长期发展形成的经济和社会形态使得我国信用扩张与基建和地产景气度高度相关，一般情况下，房地产和基建景气度高的时候，宽信用效果比较明显。我们统计了工商银行、建设银行、兴业银行、光大银行和浦发银行五家银行（下同）的信贷投向，剔除与房地产和基建相关紧密行业后的信贷配置比例持续下降，2020年末该比例仅33.9%，较2014年末下降了10.8个百分点。考虑到制造业、批发零售业等也受到地产和基建景气度的影响，因此，地产和基建的景气度是影响我国信用扩张至关重要的因素。

图 3：我国信用扩张与房地产和基建景气度高度相关



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：剔除房地产和基建相关行业贷款后信贷投向比例

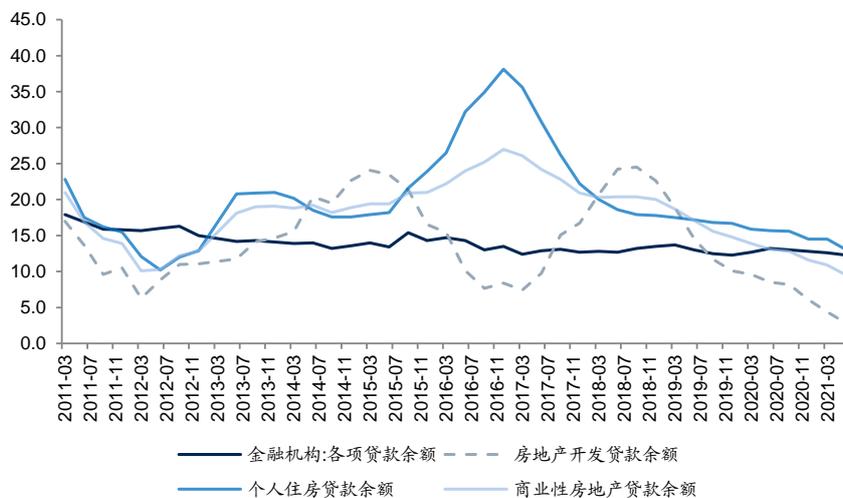


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理。注明：按照信贷投向分布，统计的基建相关贷款包括交通运输业，电力热力燃气及水生产和供应业、水利环境和公共设施管理业、租赁和商务服务以及建筑业，下同。

房地产和城投融资持续下降，预计后续难以大幅放松

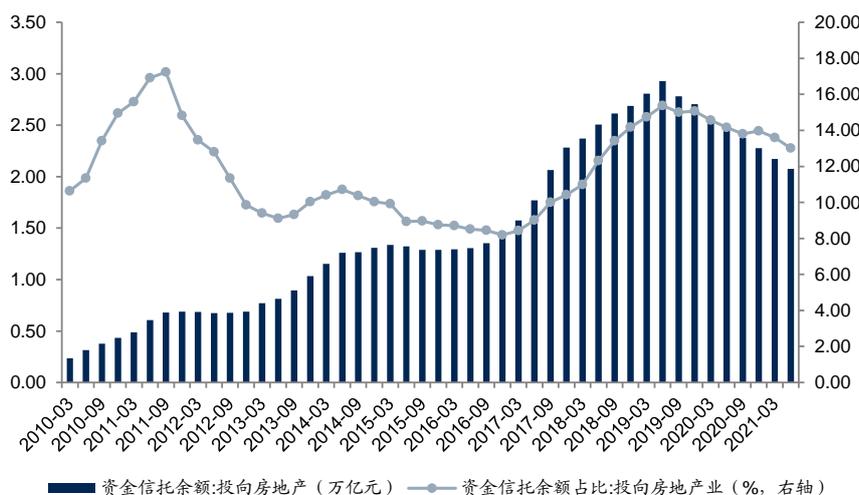
严监管下，房地产和城投表内外融资均大幅回落。房地产领域，近年来我国坚持房住不炒的定位，且监管力度不断加码，三道红线、房地产贷款集中度管理制度、重点城市供地两集中等政策严格约束了房地产融资，房地产表内外融资均大幅回落。2021年7月末房地产贷款同比增长9.5%，创了2005年统计数据以来新低，低于金融机构贷款增速2.8个百分点。2021年7月末信托资金投向房地产的金额为2.08万亿元，较年初压缩0.2万亿元，信托资金投向房地产的比例下降至13.01%。城投领域，2017年以来我国开始进入新一轮的去杠杆（稳杠杆）周期，缓解和防范地方政府债务风险成为工作重点之一，财政部23号文等政策频发。进入2021年，3月国常会提及政府杠杆率要有所降低、4月国务院发布5号文中、6月监管进一步要求严控新增地方政府隐性债务，城投平台融资监管持续强化。2021年7月末信托资金投向基建领域的金额为2.14万亿元，较年初压缩0.32万亿元，信托资金投向房地产的比例下降至13.4%。

图 5：房地产贷款增速持续下降创新低



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 6：信托资金投向房地产的金额和比例持续下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

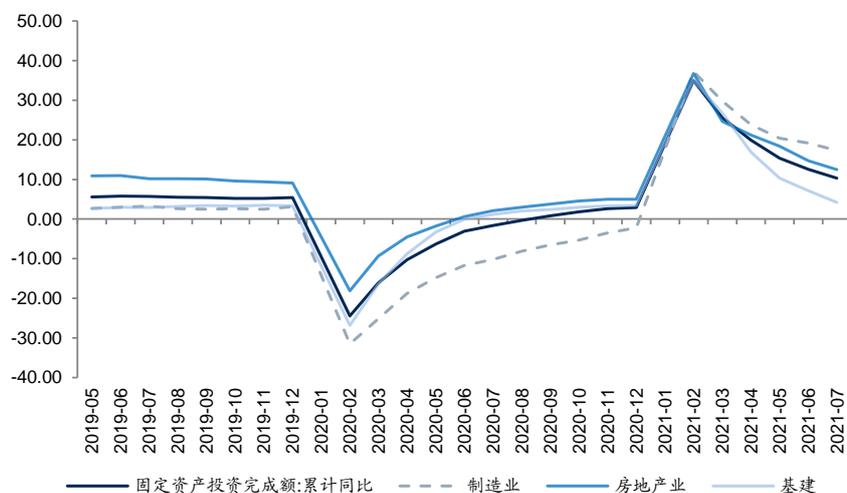
图 7：信托资金投向基建的金额和比例持续下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

严监管下房地产和基建投融资受到明显抑制，房地产和基建投资增速大幅回落，7月末固定资产投资增速回落至10.3%，其中房地产投资增速回落至12.5%，基建投资增速回落至4.2%。针对房地产和城投的监管政策自2017年以来不断趋严，我们认为在追求经济高质量发展转型以及推动共同富裕进程中，房地产和城投监管难以出现实质上的放松，因此后续该领域融资也将难以出现大幅回升。

图 8：基建和房地产投资增速大幅回落



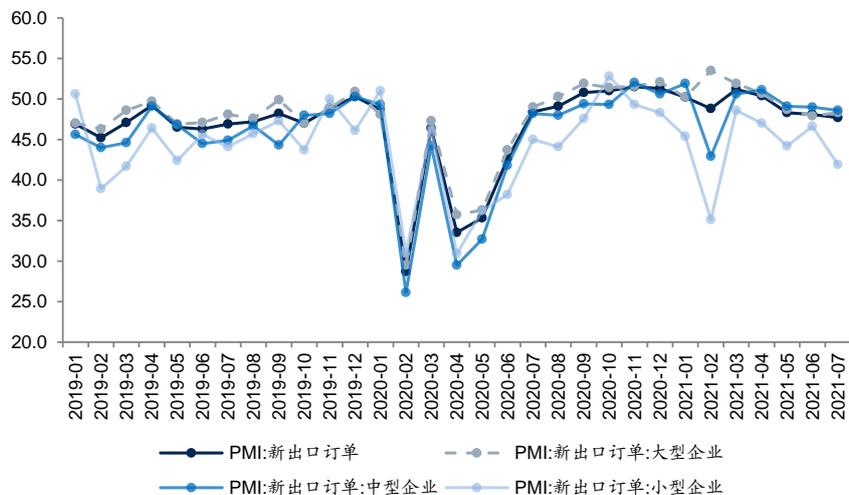
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

实体融资受供需两端抑制，宽信用仍有难度

需求端：居民（不含按揭）和制造业融资需求不强

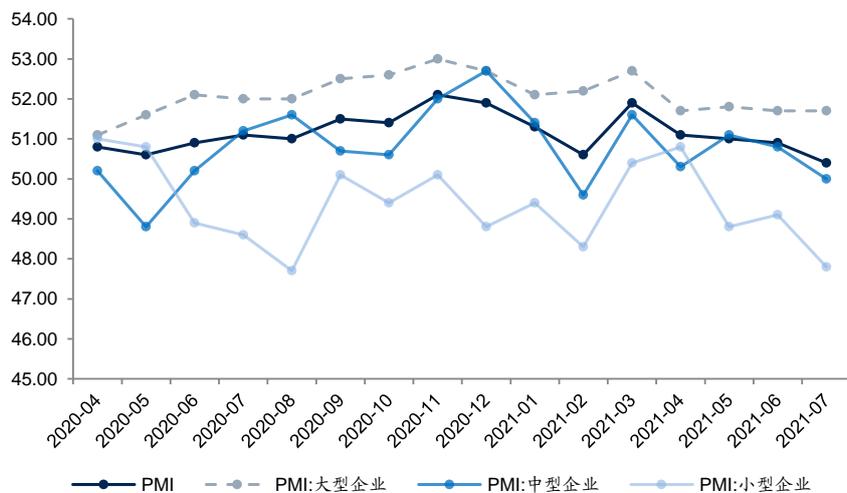
制造业经营未来仍面临较大压力，信贷需求难以大幅提升。第一，出口增速回落将给制造业带来冲击。2020年下半年以来我国制造业企业经营恢复较好很重要的一个原因就是出口高增，但随着海外疫情的逐步消退和宽松政策的减弱，未来我国出口难以保持高增，新订单出口PMI指数已经连续3个月在荣枯线之下。第二，原材料的大幅上涨给制造业带来较大压力，尤其是中小微企业。第三，制造业企业结构性问题突出，中小微企业融资需求不强。虽然制造业整体PMI指数连续在荣枯线以上，但小型企业PMI连续在荣枯线以下，中小微企业经营仍面较大压力。

图 9：新出口订单 PMI 指数连续三个月在荣枯线一下



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

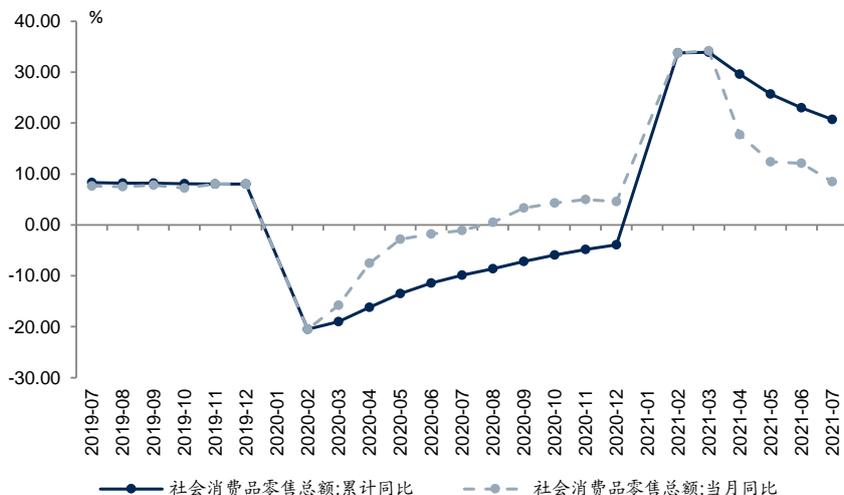
图 10：小企业 PMI 在荣枯线之下



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

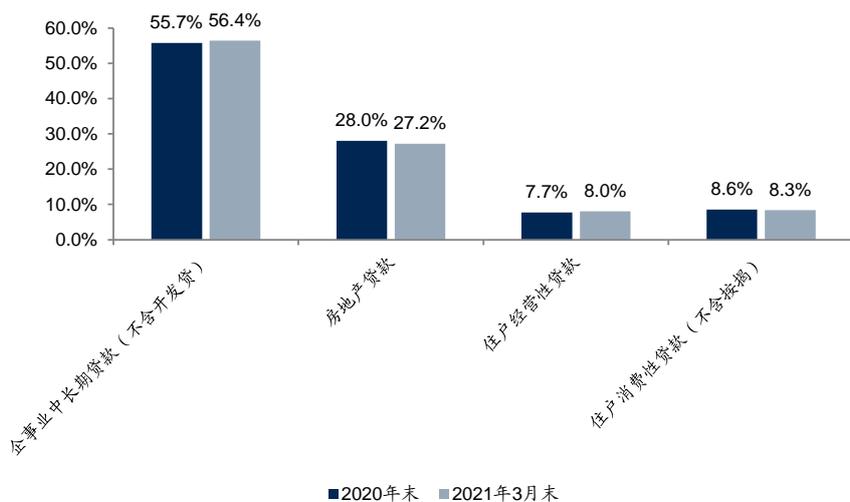
消费贷恢复偏弱，经营贷在政策支持下实现高增，但对信用扩张贡献较小。根据金融机构信贷投向来看，2021年3月末投向居民消费贷款（不含按揭）的比例为8.3%，较年初下降了0.2个百分点，这与消费需求恢复偏弱以及严查消费信贷资金用途有关。期末投向居民经营贷款的比例为8.0%，较年初提升了0.3个百分点，主要受益于政策大力度支持，预计未来政策仍将延续，但居民经营贷比例较小，对宽信用作用微乎其微。

图 11: 居民消费恢复不及预期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

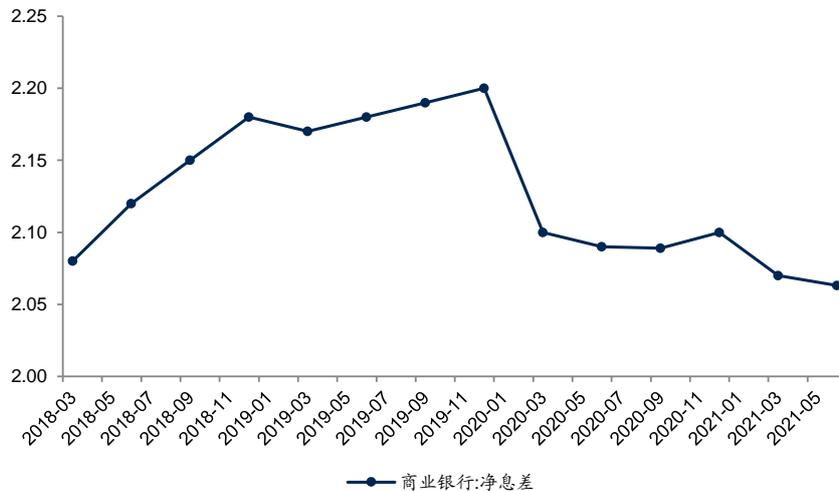
图 12: 居民消费信贷 (不含按揭) 需求偏弱



资料来源: 央行, 国信证券经济研究所整理

■ 供给端: 受制于资金成本和风险管控能力, 信贷有效供给难放量

根据上文的贷款定价模型, 银行信贷投放价格需要综合考虑资金成本、经营成本和信用风险成本等, 不同类型银行面临不同的成本约束, 尤其是信用风险成本, 既取决于宏观经济等大环境, 还取决于银行自身的风险管控能力。根据我们整理的工商银行、建设银行、兴业银行和浦发银行不同行业信贷不良率来看, 制造业和批发零售业信贷不良率明显高于与房地产和基建相关贷款的不良率, 这对从事相关领域信贷投放的银行提出了更高的风险定价能力和风险管控能力要求, 因此对于该能力相对欠缺的银行来说, 在相关领域的信贷投放就会变得更加谨慎。上文分析中我们指出制造业仍面临一定的压力, 不排除未来制造业领域信用风险成本将有所上行, 加上疫情以来银行贷款利率持续下行带来商业银行上半年净息差收窄至 2.06%, 再综合考虑经营成本和信用风险成本, 部分能力欠缺的银行在制造业等领域的信贷投放相对会更加谨慎。年初以来监管加大整治结构性存款和互联网存款的力度、调整存款利率自律上限等都是为了降低银行负债端成本, 促进银行加大对实体经济的支持。

图 13: 2021 年上半年商业银行净息差降到 2.06%


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 不同行业贷款不良率情况

不良率(%)	工商银行	建设银行	兴业银行	浦发银行
制造业	4.08	5.11	2.58	4.01
批发零售	10.42	2.28	3.43	4.90
房地产	4.29	1.56	0.66	3.03
交通运输	0.82	1.76	1.39	0.66
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.49	1.47	0.71	0.87
水利、环境和公共设施管理业	0.57	1.17	0.33	0.15
租赁和商业服务	2.34	2.25	0.32	0.74
建筑业	2.38	1.71	1.04	1.5
对公贷款	2.46	2.49	1.38	2.24

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注明: 工商银行为境内分行对公贷款不良率。

关注后续政府债券发行和局部领域的信用增长

综合分析, 我们判断房地产和城投仍将维持严监管态势, 因此信贷投放也难以大幅提升, 但信用扩张边际上或有所改善。一是之后政府债券大规模发行将对宽信用带来一定支撑。我们判断政府债券限额年内将发行完毕。二是政策鼓励银行加大信贷投放支持经济高质量发展, 随着经济结构转型中银行风险定价和管控能力的逐步增强, 预计高端制造业、新基建、个人经营贷等政策支持的领域信贷投放将有所加速。我们预测 2021 年社融项下全年信贷投放与去年基本持平, 即约 20 万亿元, 年末社融增速约为 10.5%。(预测方法参见报告 2021 年 8 月的《银行流动性月报: 社融增速将企稳, 但宽信用仍有难度》)。

表 2: 2021 年社融增速预测

单位: 亿元	全年新增社融	人民币贷款 (加回核销 和 ABS)	委托贷款+信 托贷款	未贴现银行 承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券	其他(包括 外币贷款)
2019 年	255,752	183,420	-12,862	-4,757	33,384	3,479	47,204	5,886
2020 年	347,918	214,641	-14,973	1,747	43,749	8,924	83,217	10,613
2021E	299,846	209,321	-16,800	-3,600	28,000	9,000	65,676	8,249

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

关注聚焦实体的中小行

在房地产、城投仍受监管限制导致有效信贷需求不足的背景下, 经济发达地区部分聚焦实体产业的中小行却呈现出较好

的发展态势。除市场公认的优质银行宁波银行和招商银行外，建议四季度关注涉及房地产和城投业务较少的银行，尤其是经济发达地区深耕中小微企业的农商行，重点关注苏农银行、常熟银行和张家港行。

苏农银行、常熟银行和张家港行信贷投向房地产和基建类贷款的比例较低，2021年6月末剔除房地产和基建类贷款贷款比例分别为73.43%、81.55%和72.49%。其中，常熟银行和张家港行深耕本地小微企业，6月末个人经营性贷款比例分别为36.30%和26.03%，由上文分析，经营性贷款在政策大力支持下持续高增，江苏区域经济优势明显，预计两家银行未来将充分受益。苏农银行则深耕苏州地区中小企业，根据其招股说明书披露，公司贷款规模主要分布在500万元至1亿元之间，2016年6月末合计比重达到31.84%。

表 3: 三家农商行信贷投向

	苏农银行信贷结构 (%)		常熟银行信贷结构 (%)		张家港行信贷结构 (%)	
	2020A	2021H	2020A	2021H	2020A	2021H
制造业	33.84	33.65	20.83	20.90	18.95	19.03
批发零售	7.57	8.37	3.13	3.33	8.97	9.25
房地产	2.39	1.86	0.98	0.75	0.96	0.88
交通运输、仓储和邮政业	0.86	0.76	NA	NA	1.06	1.11
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.86	0.76	0.58	0.60	1.20	1.04
水利、环境和公共设施管理业	0.44	0.42	3.42	3.64	2.84	2.86
租赁和商业服务	6.66	7.10	4.39	5.05	7.80	7.94
建筑业	6.38	6.05			3.49	3.63
其他行业	5.10	4.21	3.42	3.03	3.92	3.81
票据贴现	11.20	12.97	6.24	5.42	10.02	7.27
对公贷款	75.30	76.15	42.99	42.72	59.21	56.82
个人贷款	24.70	23.85	57.01	57.28	40.79	43.18
其中，按揭贷款	9.46	9.62	7.74	8.41	9.94	10.05
个人经营性贷款	8.40	9.68	36.90	36.30	23.94	26.03
剔除房地产和基建类贷款比例	72.95	73.43	82.89	81.55	72.71	72.49

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从披露的半年报来看，二季度三家农商行业绩均大幅提升，上半年苏农银行、常熟银行和张家港行归母净利润同比分别增长17.2%、15.5%和20.9%，较一季度分别提升12.4个、10.7个和6.7个百分点，一方面受益于资产质量大幅改善后拨备计提压力下降，另一方面受益于净息差环比走阔或收窄幅度放缓。其中，常熟银行上半年净息差为3.02%，较一季度提升5bps，张家港行和苏农银行上半年净息差分别为2.41%和2.35%，收窄幅度放缓。

表 4: 三家农商行核心财务指标

	苏农银行			常熟银行			张家港行		
	2020/12/31	2021/3/31	2020/12/31	2020/12/31	2021/3/31	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	
营收增速	6.59%	-0.82%	1.84%	2.13%	5.03%	7.71%	8.87%	6.73%	4.93%
归母净利润增速	4.19%	4.78%	17.19%	1.01%	4.84%	15.52%	4.87%	14.20%	20.90%
净息差	2.61%	NA	2.35%	3.18%	2.97%	3.02%	2.74%	NA	2.41%
不良率	1.28%	1.25%	1.14%	0.96%	0.95%	0.90%	1.17%	1.12%	0.98%
拨备覆盖率	305.3%	319.4%	360.0%	485.3%	487.7%	521.7%	307.8%	341.0%	417.0%

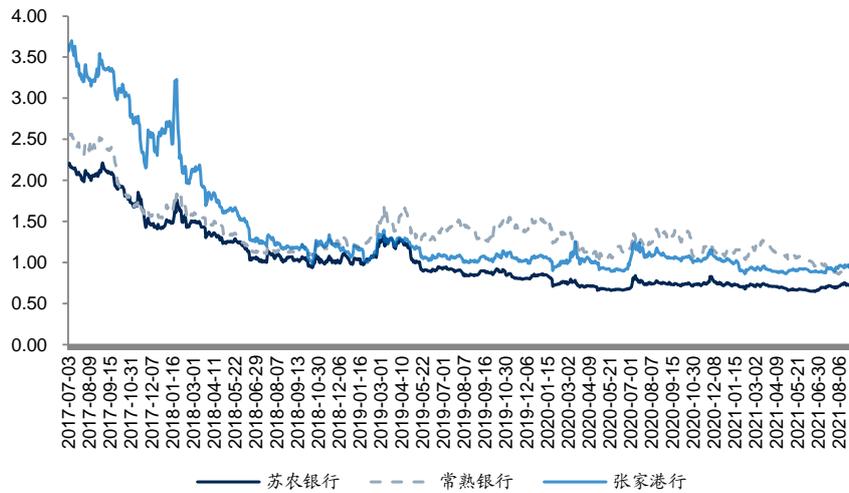
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

社融增速的持续回落已逐步传导至经济，政策不断强调搞好跨周期政策设计，宽信用预期持续强化。但我们认为房地产和城投融资监管难以出现实质性的放松，而居民消费恢复较弱且制造业仍面临一定压力，因此我们判断四季度宽信用仍较难，但局部领域信用仍有望实现快速增长。

银行板块我们建议从两个角度精选个股，一是中长期角度推荐优质的宁波银行和招商银行，二是深耕中小微企业的农商行，建议重点关注常熟银行、苏农银行和张家港行。三家行区域经济发达，加上三家行自身经营能力较强，未来规模扩张和业绩增长具有较强的可持续性。截止2021年8月27日，苏农银行、常熟银行和张家港行静态PB值分别为0.71x、0.93x和0.93x，对应2021年动态PB值分别为0.65x、0.79x和0.84x，估值处于低位，建议重点关注。

图 14: 三家农商行 PB 估值



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理。注明: 数据截止 2021 年 8 月 27 日。

风险提示

央行货币政策大幅收紧影响宏观经济复苏, 若宏观经济复苏不及预期, 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的负面影响、企业偿债能力超预期下降对银行资产质量的影响等。

表 5: 重点个股估值表

收盘日: 2021/8/29	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601398.SH	工商银行	4.64	11.8%	12.0%	11.6%	1.2%	10.0%	5.0%	0.62	0.57	0.52	5.5	5.0	4.7
601939.SH	建设银行	5.85	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.65	0.59	0.54	5.5	5.2	4.7
601288.SH	农业银行	2.93	11.3%	11.2%	11.4%	1.8%	6.3%	9.7%	0.54	0.50	0.46	5.0	4.7	4.2
601988.SH	中国银行	3.02	10.5%	10.9%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.50	0.47	0.43	4.9	4.4	4.0
601328.SH	交通银行	4.36	10.4%	10.8%	10.9%	1.3%	10.5%	9.3%	0.44	0.41	0.38	4.4	3.9	3.6
601658.SH	邮储银行	5.00	11.8%	11.7%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.85	0.74	0.68	7.5	6.7	5.9
600036.SH	招商银行	50.35	15.7%	16.4%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	1.99	1.77	1.57	13.3	11.4	10.0
601166.SH	兴业银行	18.01	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.71	0.64	0.58	5.8	5.4	4.8
600000.SH	浦发银行	9.17	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.51	0.47	0.43	4.9	4.6	4.2
601998.SH	中信银行	4.58	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.48	0.44	0.41	4.9	4.6	4.2
000001.SZ	平安银行	18.39	9.6%	11.0%	11.6%	2.6%	22.2%	16.6%	1.21	1.10	0.99	13.1	10.6	9.0
601818.SH	光大银行	3.31	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.51	0.48	0.44	5.0	4.6	4.1
600015.SH	华夏银行	5.52	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.38	0.35	0.31	3.1	2.9	2.7
601009.SH	南京银行	9.18	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	0.95	0.86	0.77	7.2	6.5	5.8
002142.SZ	宁波银行	32.80	14.6%	15.6%	16.4%	9.7%	21.1%	19.3%	1.90	1.67	1.46	14.0	11.4	9.5
600926.SH	杭州银行	12.86	11.2%	12.0%	13.2%	8.1%	19.6%	19.4%	1.19	1.09	0.99	11.5	9.5	7.9
601838.SH	成都银行	12.00	15.5%	16.9%	17.7%	8.5%	19.5%	20.1%	1.08	0.95	0.83	7.2	6.0	5.0
603323.SH	苏农银行	4.86	8.1%	8.4%	8.7%	4.2%	8.5%	10.7%	0.74	0.69	0.65	9.2	8.5	7.7
002839.SZ	张家港行	5.76	8.5%	9.3%	10.1%	4.9%	14.1%	14.6%	0.97	0.90	0.84	11.4	9.9	8.5
601128.SH	常熟银行	6.24	10.5%	11.5%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	0.95	0.87	0.79	9.5	8.0	6.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《银行流动性月报：社融增速将企稳，但宽信用仍有难度》 ——2021-08-26
- 《2021 年二季度监管数据快评：行业净利润同比增 11%，关注银行中报行情》 ——2021-08-11
- 《2021 年 8 月银行业投资策略：关注中报行情》 ——2021-08-02
- 《美国四大行二季报点评：减拨备增业绩，净息差趋稳》 ——2021-07-19
- 《银行流动性月报：货币政策取向未改，预计 M2 与社融增速平稳》 ——2021-07-18

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。

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

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