

- **2021 年银行年报反映了哪些信息？**
- **资产规模扩张放缓，贷款投放加大，同业投资压缩**

2021 年下半年资产规模同比继续扩张，但增速有所放缓，贷款投放加大，证券投资亦为支撑，同业投资压缩：(1) 从贷款投向来看，企业贷占比回落，票据贴现、个贷占比提升；(2) 证券投资方面，标准化债券及资管产品占比有所回升，细分来看，2021 年商业银行整体增持政府债券，主要与去年下半年政府债券放量发行有关；资管、信托产品整体下降，主要与资管新规实施后银行通道类业务压降有关。

- **存款占比下降叠加监管考核，负债压力较大**

无论是从总量还是结构，均显示银行负债压力都是比较大的，更何况还有监管考核压力的存在。2021 年存款占比同比和环比均下降，主要原因在于 2021 年末 M2 增速下滑、财政发力节奏后置、经济下行压力增加、融资需求较弱、存款派生相应减少；在这一背景下，银行发行同业存单的动力增强，带动应付债券（含同业存单）占比同比和环比均有所回升。此外，如果将同业存单纳入同业负债，那么 55 家银行样本中将有 11 家银行同业负债占比接近或超过 1/3。

- **银行非保本理财规模继续增长**

2021 年上市商业银行非保本理财规模同比和环比均有所提升，非保本理财产品净值化转型也基本完成，但结构分化明显：国有行和股份行净值化转型程度较低，而城商行和农商行的净值化转型程度较高，主因前两者理财产品发行量大，类型多样，净值化转型的难度较高。

- **净息差略有收窄，主因生息资产收益率下降**

2021 年上市银行整体净息差环比小幅降低，主因在于生息资产收益率总体略有下降，而计息负债成本率总体有所抬升，带动净息差略有收窄。分资产类别来看，贷款和证券投资收益率均有所回落，而同业投资收益率上升，存放央行收益率基本持平。

- **资本充足率整体改善，流动性压力呈现分化**

2021 年下半年商业银行资本充足率指标较上半年均有显著改善，整体来看，商业银行的资本充足率、LCR 指标均有提升，但银行间有所分化，部分农商行的资本补充压力仍未得到缓解。

- **从银行年报看债市风云变化**

从 2021 年年报来看，银行面临的情境是：贷款利率在政策持续引导下不断下降，带动生息资产收益率下降，而负债方面无论是从总量、结构还是从监管考核来看，银行所承受的压力都是比较大的。因而银行净息差在收窄。在此背景下，我们从 2021 年银行资产配置也看到，银行证券投资规模有所增加，多采取高仓位长久期策略，与此同时提升组合交易行为。

当下而言，稳增长、宽信用诉求下，实体融资降成本、贷款利率走低，虽有降准、深化存款利率市场化以引导银行负债端成本下降，但预计银行负债压力仍不小，证券投资占比或将继续提升。

- **风险提示：**政策不确定性；基本面超预期；海外地缘政治冲突。



**分析师：谭逸鸣**

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

### 相关研究

1. 金融数据点评 20220611：逆周期下的社融信贷三板斧
2. 经济金融数据预测专题：经济弱复苏，5 月经济金融数据怎么看？
3. 资金面专题：技术性因素消退叠加政策发力，资金面怎么看？
4. 流动性专题 20220524：如何高频跟踪超储率？

# 目 录

<b>1 资产规模同比继续扩张，但增速有所放缓</b> .....	<b>3</b>
<b>2 贷款投放加大，同业投资压缩</b> .....	<b>5</b>
2.1 贷款投向：企业贷占比回落，票据贴现、个贷占比提升 .....	6
2.2 证券投资：标准化债券和资管产品投资占比均提升 .....	8
<b>3 存款占比下降，负债压力较大</b> .....	<b>10</b>
<b>4 银行非保本理财规模持续增长</b> .....	<b>13</b>
<b>5 净息差略有收窄，主因生息资产收益率下降</b> .....	<b>15</b>
<b>6 资本充足率整体改善，流动性压力呈现分化</b> .....	<b>17</b>
<b>7 2021 年银行年报反映了什么？</b> .....	<b>21</b>
<b>8 风险提示</b> .....	<b>23</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>24</b>

2021 年上市银行年报已经披露完毕，本文根据上市银行年报对商业银行资产配置、负债成本、监管指标等方面进行简要分析。需要注意的是，**如无特殊说明，本文所提到的规模、增速、占比等指标变化均为环比（与 2021 年中报对比）。**

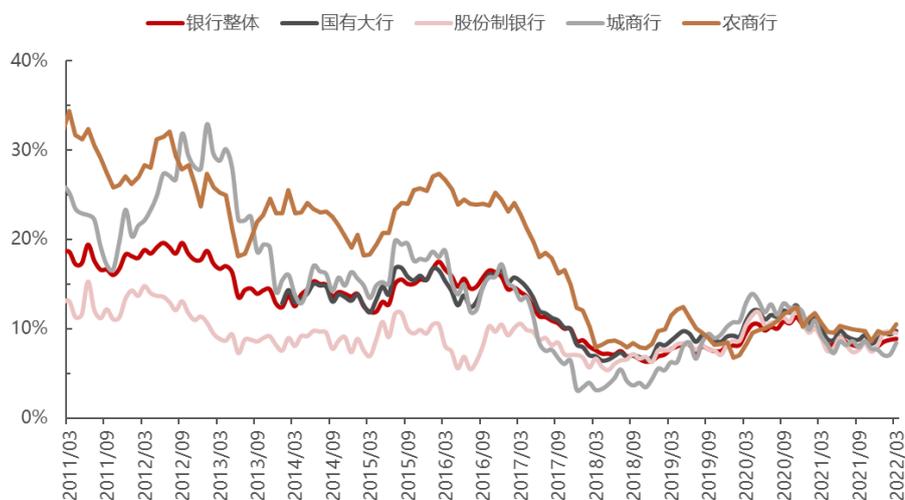
## 1 资产规模同比继续扩张，但增速有所放缓

**银行资产规模同比增速缓慢下行。**2021 年末，银行资产规模同比下行至 8.8%，较 2020 年末（11.5%）及 2021 年 6 月（9.8%）均有所下降。**分银行类型来看，各类主体规模同比增速均放缓，农商行资产规模同比增速相对较高。**

在我们统计的 55 家上市银行样本中，扣除数据缺失样本（威海银行）外，其余各类银行 2021 年资产规模同比增速主要集中在 [5%，20%] 的区间，具体而言：

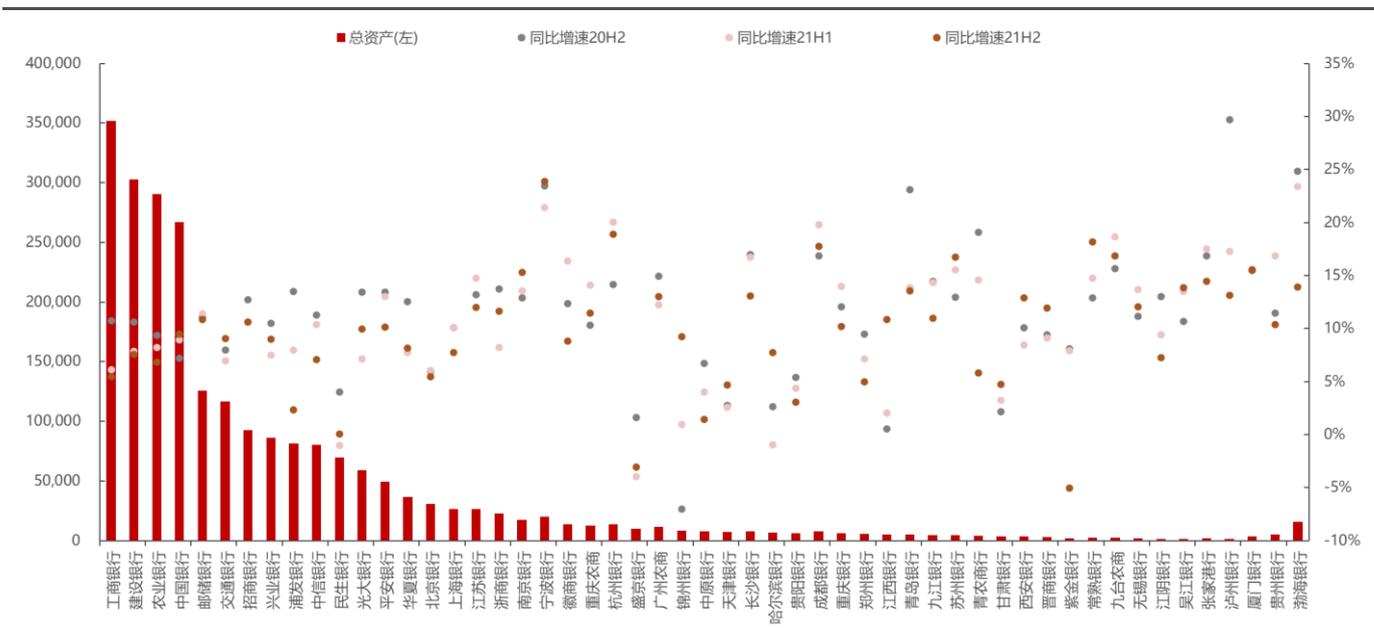
盛京银行、紫金银行的资产规模同比出现负增长；有 9 家银行（浦发银行、民生银行、盛京银行、中原银行、天津银行、贵阳银行、郑州银行、甘肃银行、紫金银行）资产规模增速低于 5%；仅宁波银行资产规模增速超过 20%。

图 1：银行资产规模同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院。

图 2：上市银行资产规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院。

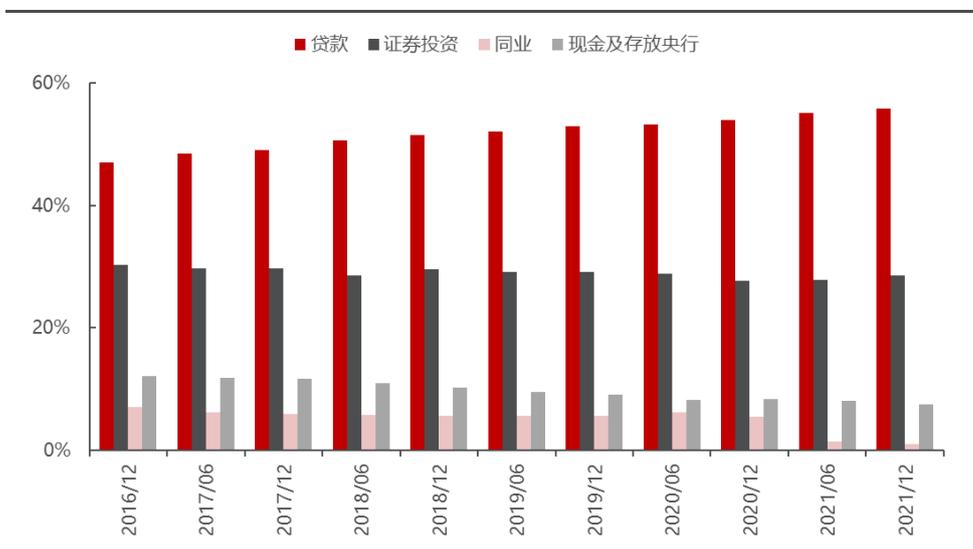
## 2 贷款投放加大，同业投资压缩

在政策端的持续引导下，2021 年上市银行贷款投放力度进一步加大，贷款占比环比上行 0.8pct 至 55.9%。

其余类型资产来看，在资管新规实施和银行压降同业业务的背景下，商业银行为顺应资管新规过渡，银行同业投资占比明显下降，同业投资占比均维持在 1%左右，较 2021 年上半年下行 0.4pct，较 2020 年下行 4.4pct。

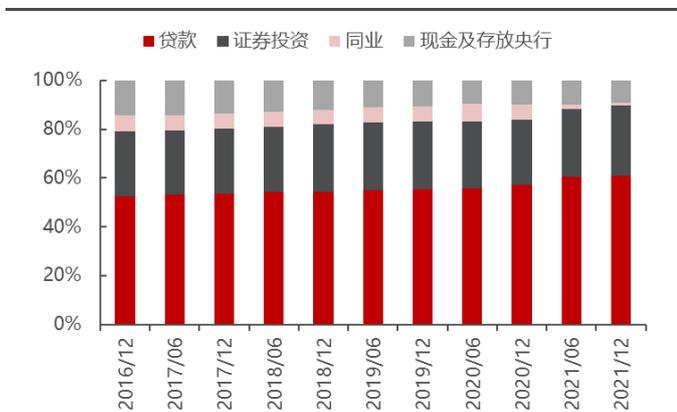
在此背景下，为追求更高的收益率，证券投资占比较 2021 年中报上升 0.8pct 至 28.6%。

图 3：上市银行整体资产配置变化（%）



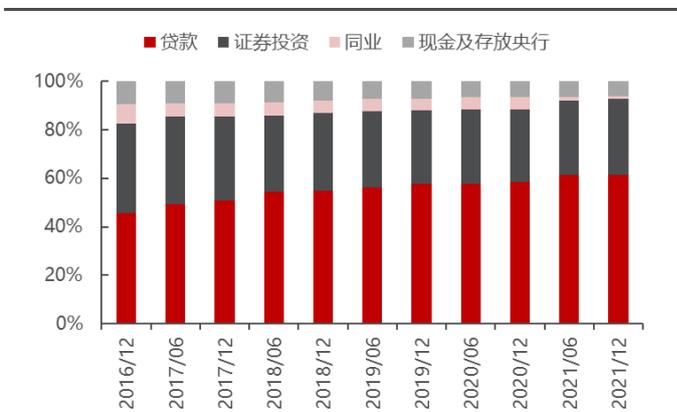
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 4：国有行资产配置变化（%）



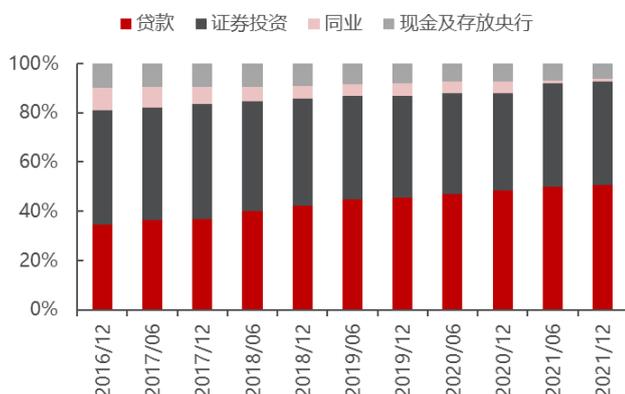
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：股份行资产配置变化（%）



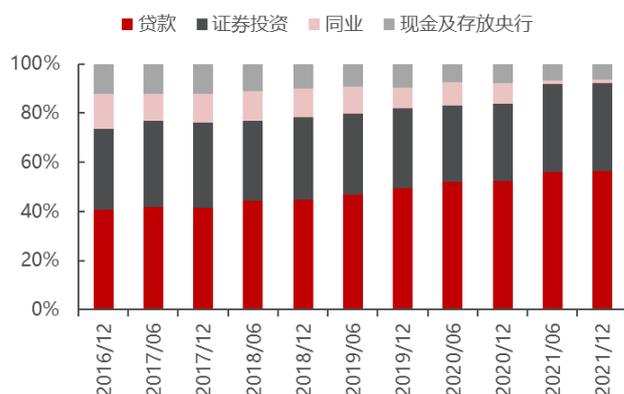
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：城商行资产配置变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：农商行资产配置变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

从各类银行资产配置来看，同样均以贷款和证券投资为主，故下面我们围绕这两个主要科目，对银行资产配置展开进一步分析。

## 2.1 贷款投向：企业贷占比回落，票据贴现、个贷占比提升

从贷款类型来看，票据贴现及个人贷款占比均有上升：

**（1）票据贴现：**占比有所上升，这一方面反映银行风险偏好较低、冲票行为延续，另一方面或也与监管指导银行助力企业缓解现金流有关；

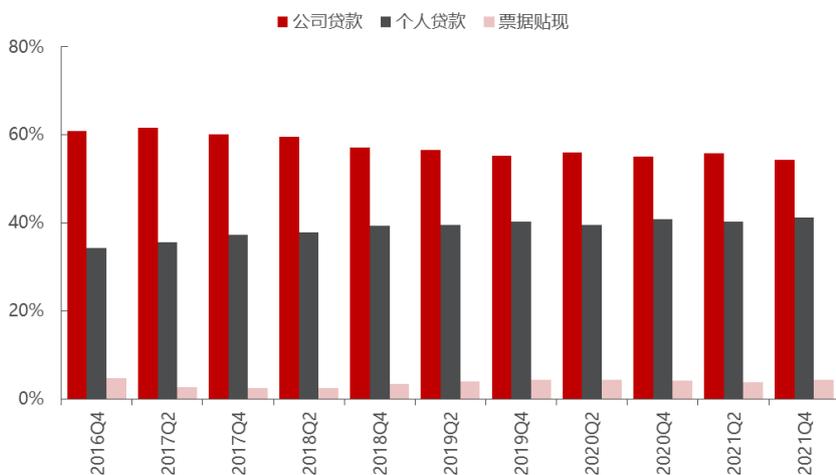
**（2）企业贷款：**2021 年公司贷款有所下降，其中各类商业银行企业贷款占比均回落，反映实体融资需求偏弱。

与 2021 年上半年相比，下半年新增贷款主要流向了制造业、交通运输/仓储和邮政业，电热燃水生产和供应、信息传输、软件和信息技术服务、农林牧渔业等。其中，交通运输仓储和邮政业贷款占比上升最大，而房地产业、建筑业规模环比有所下降。

**（3）个人贷款：**占比有所上升，其中各类商业银行的个人住房贷款涨幅明显，这其中虽有政策引导的影响，2021 年 9 月央行首提房地产“两个维护”，释放出积极信号，但在“房住不炒”基调下，下半年个贷占比上升主要还是季节性因素，通常而言下半年住房市场交易较上半年一般更为火热。

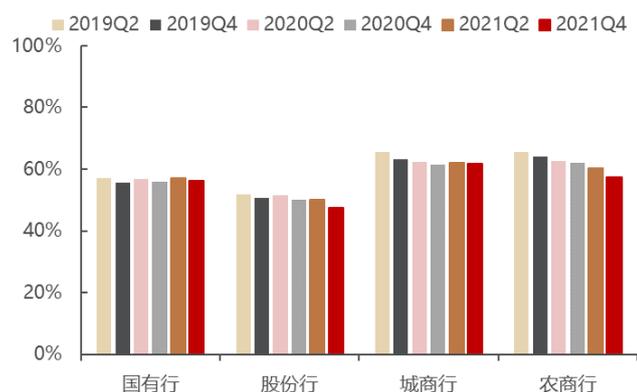
而个人经营贷及其他存在明显下跌，同时信用卡透支虽较上半年小幅上升，但 2021 年整体来看相比 2020 年仍有所减弱，主因在于经济下行压力较大，居民消费意愿降低，决策也更加保守。

图 8：各类贷款占比（%）



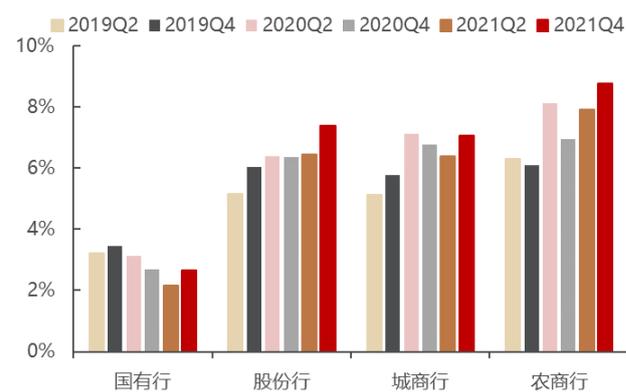
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 9：企业贷款占比下降（%）



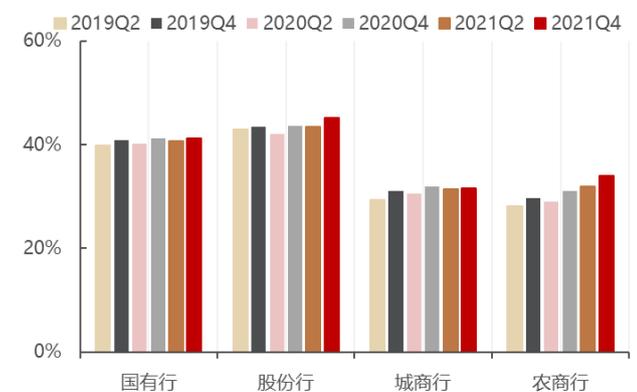
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：票据贴现占比上升（%）



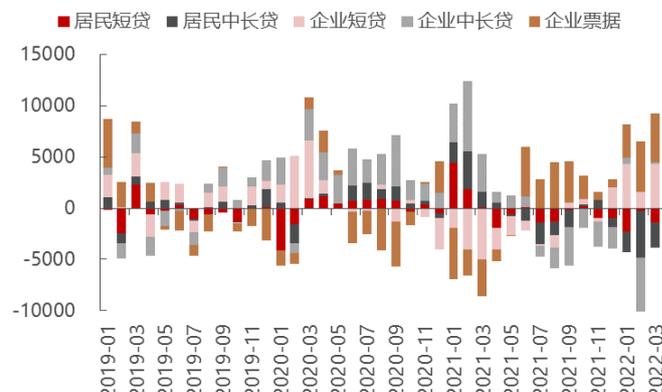
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：个人贷款占比上升（%）



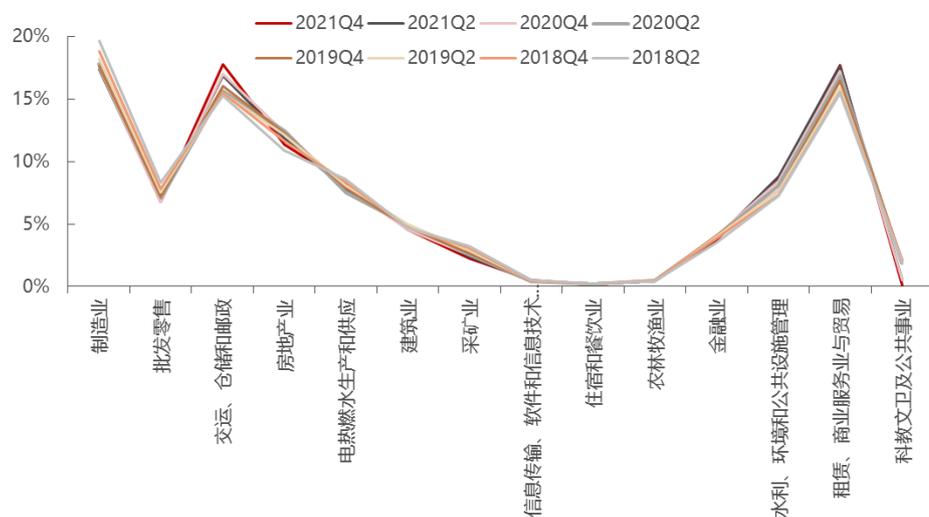
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年新增贷款同比变化（亿元）



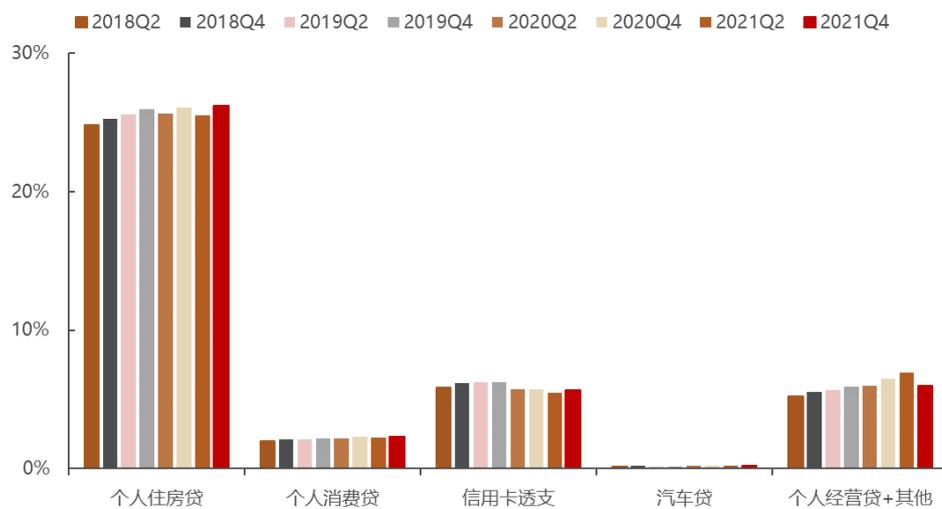
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：对公贷款行业分布（%）



资料来源：wind，民生证券研究院。

图 14：个人贷款结构（%）



资料来源：wind，民生证券研究院。

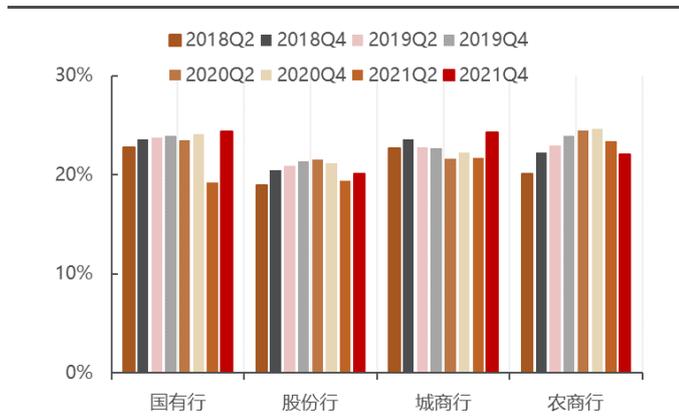
## 2.2 证券投资：标准化债券和资管产品投资占比均提升

整体来看，商业银行资产端中的标准化债券及资管产品占比均有提升，细分来看：

标准化债券配置方面，商业银行整体增持政府债券，这主要与去年下半年政府债券放量发行有关，同时金融债券（含同业存单）和企业债券配置规模有所减少。

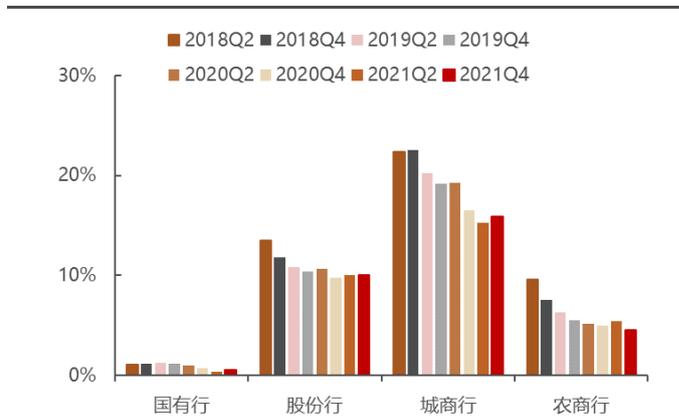
资管产品投资方面，资管、信托产品整体下降，这主要与资管新规实施后，银行压缩通道类业务，以寻求转型有关。公募基金环比上升，这是由于公募基金能够再加一层嵌套，并且具有节税优势，因而受到商业银行的追捧。

图 15：不同类型商业银行债券投资占比（%）



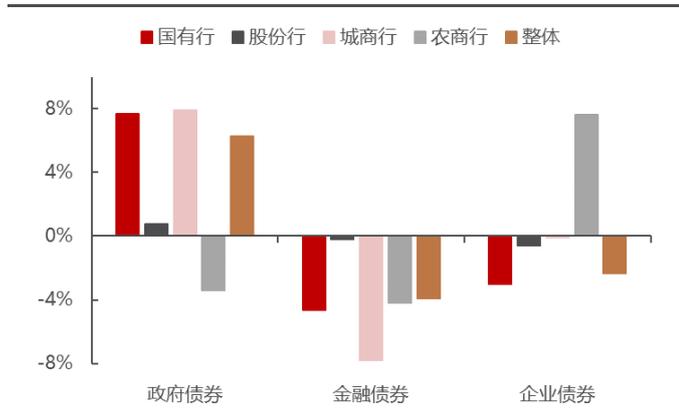
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：国有行资管产品投资同比上升（%）



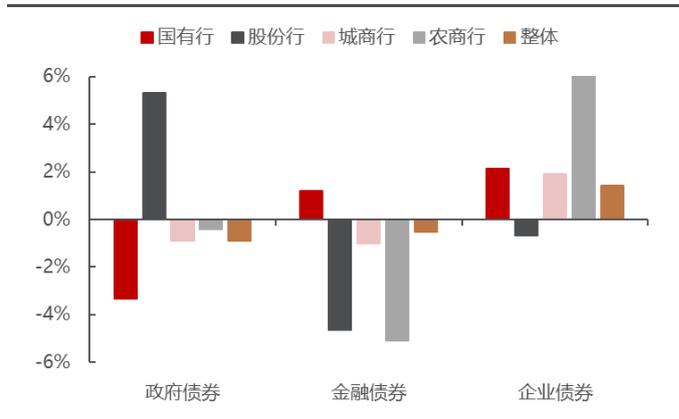
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：上市银行债券结构环比变动（%）



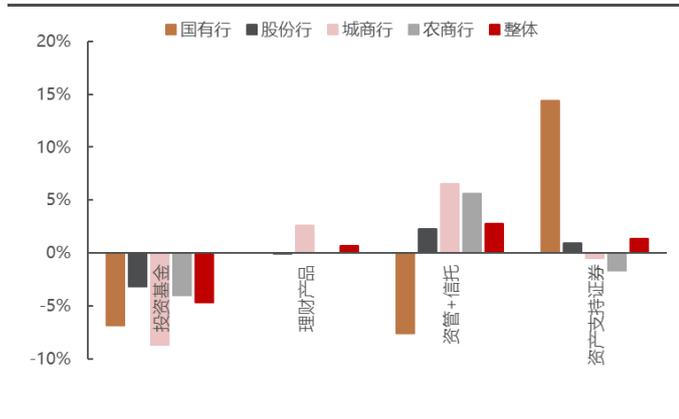
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：上市银行债券结构同比变动（%）



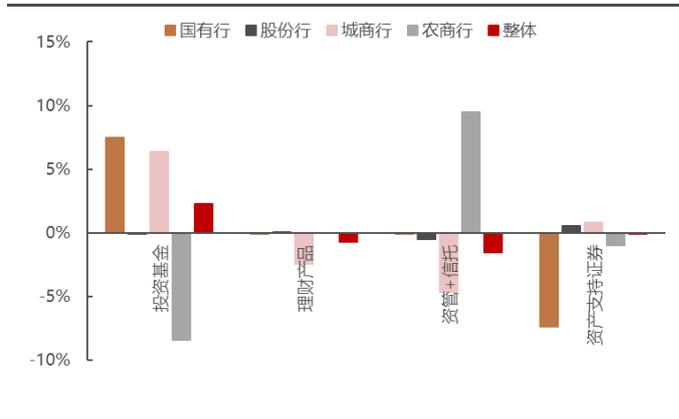
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：上市银行资管产品投资结构环比变动（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：上市银行资管产品投资结构同比变动（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 存款占比下降，负债压力较大

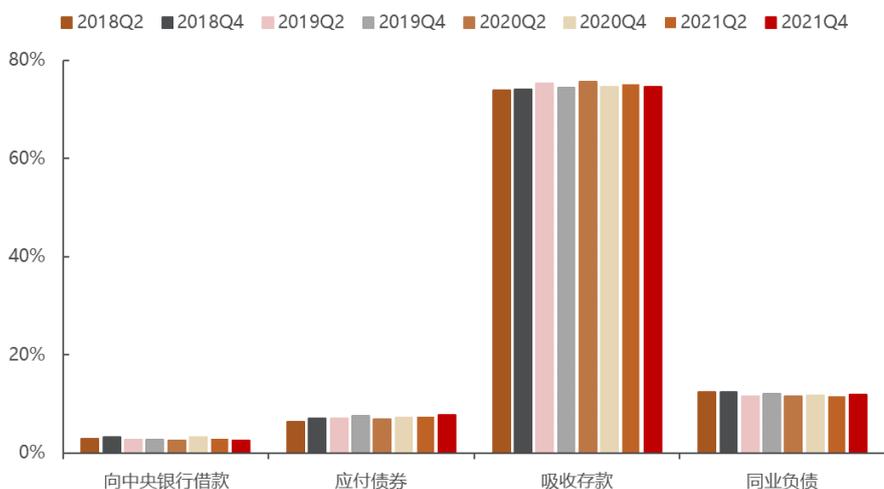
负债端来看，无论是从总量还是结构，均显示银行负债压力较大，更何况还有监管考核压力的存在，具体而言：

2021 年上市商业银行计息负债中，存款占比同比和环比均下降，主要原因在于：(1) 2021 年末 M2 增速为 9.0%，较 2020 年底下行 1.1pct，这也与 2021 年财政发力节奏后置有关；(2) 经济下行压力增加，融资需求较弱，存款派生相应减少。

在这一背景下，银行发行同业存单的动力增强，带动应付债券（含同业存单）占比同比和环比均有所回升。

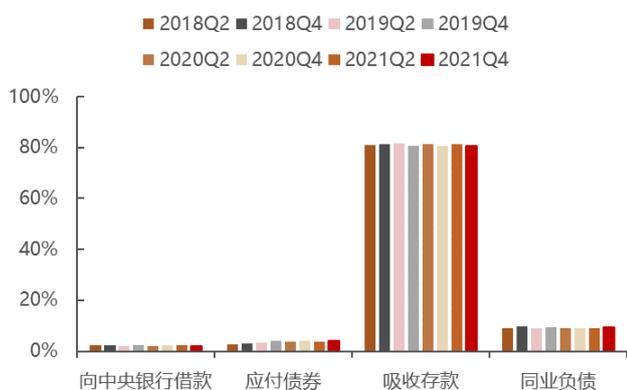
另一方面，同业负债（不含同业存单）占比同比有所降低，环比变动小幅上升。而如果将同业存单纳入同业负债，环比来看，统计的 55 家商业银行当中，有 32 家同业负债占比提升，23 家下降。其中，11 家银行同业负债占比接近或超过 1/3，包括浦发银行、民生银行、华夏银行、兴业银行、北京银行、徽商银行、锦州银行、郑州银行、天津银行、上海银行、渤海银行等。

图 21：商业银行总体计息负债结构（%）



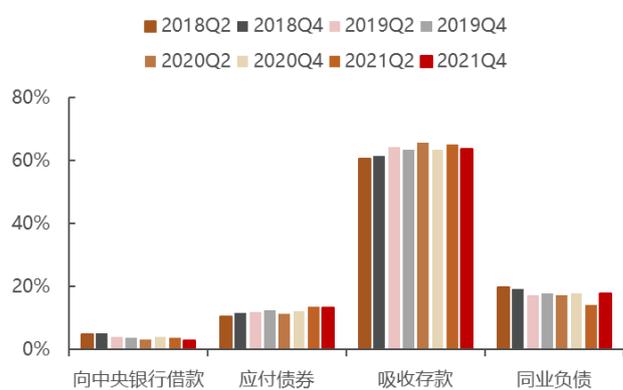
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 22：国有行计息负债结构变化（%）



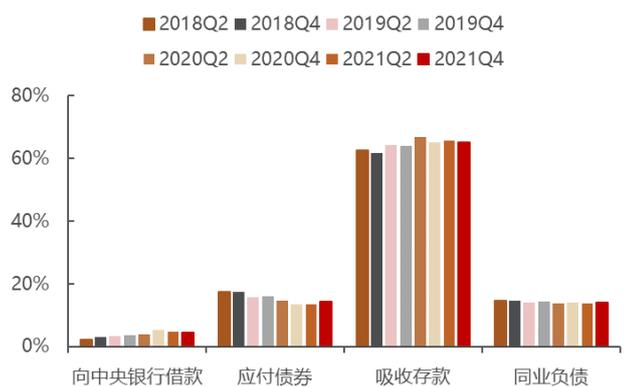
资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：股份行计息负债结构变化（%）



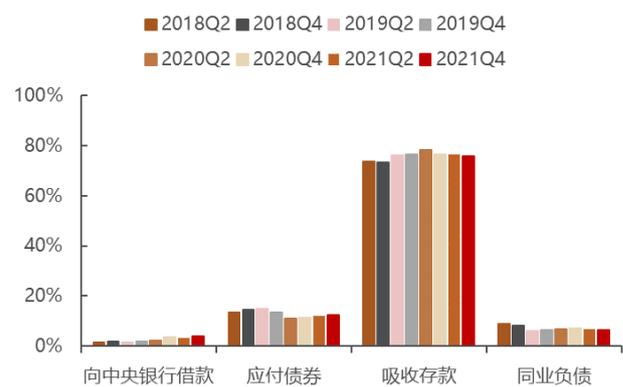
资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：城商行计息负债结构变化（%）



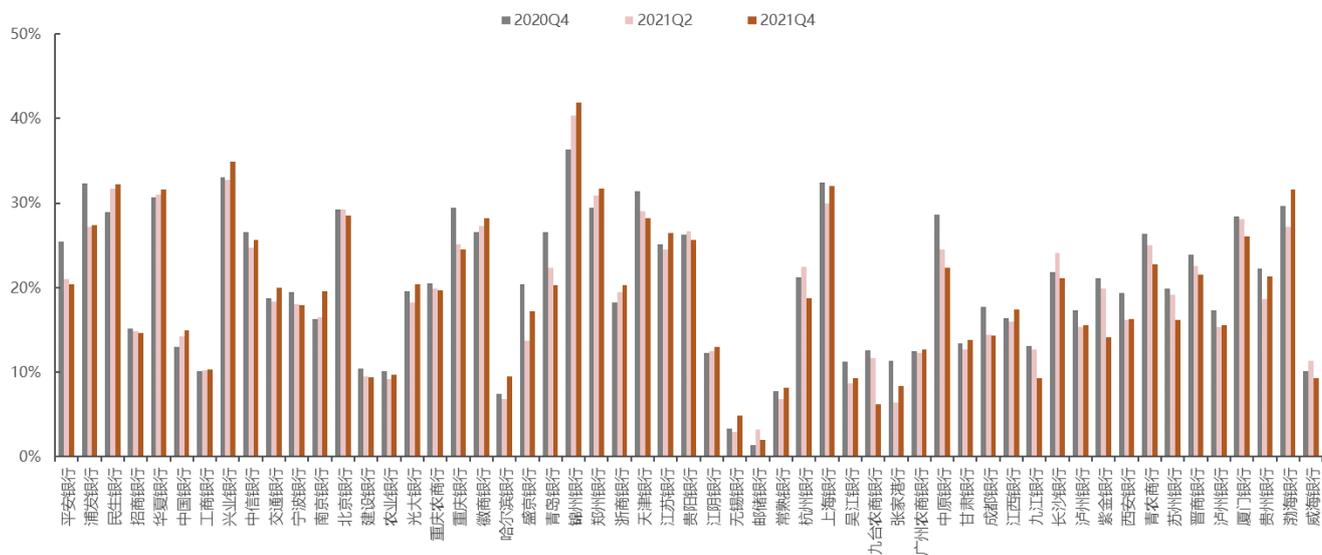
资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：农商行计息负债结构变化（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：上市银行同业负债（含同业存单）占比（%）



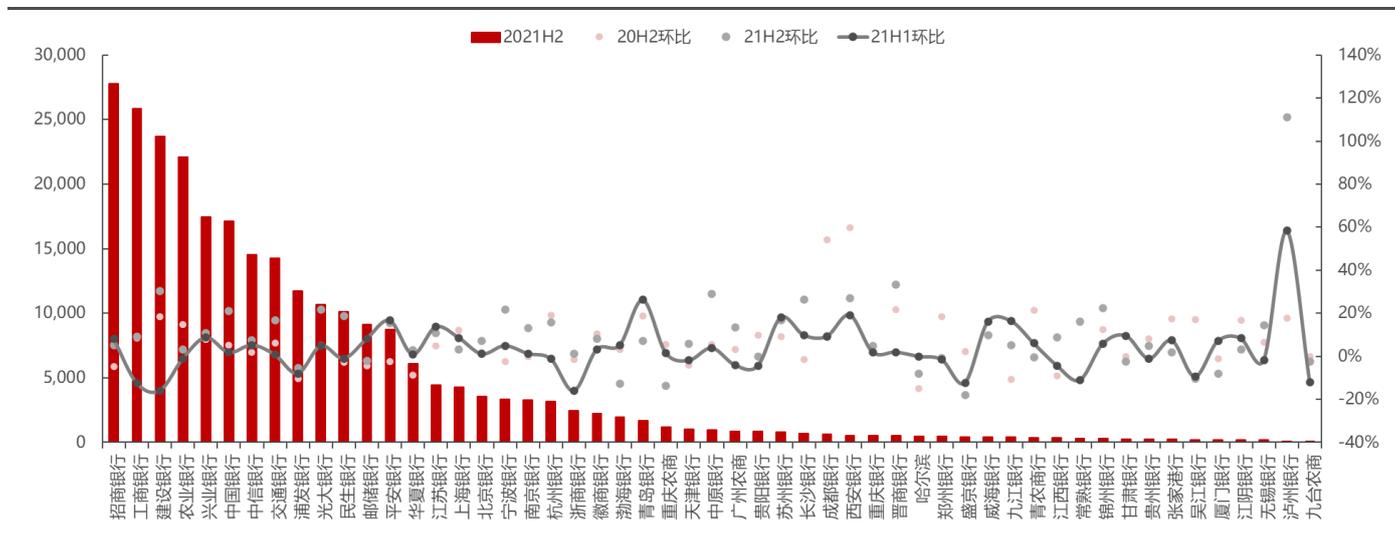
资料来源：wind，民生证券研究院。

## 4 银行非保本理财规模继续增长

2021 年上市商业银行非保本理财规模同比和环比均有所提升，随着资管新规过渡期结束，2021 年各家上市商业银行非保本理财产品净值化转型也基本完成。根据已公布的数据，有 52.38% 的商业银行已经完成转型，其余的理财产品净值化率基本维持在 90% 左右。

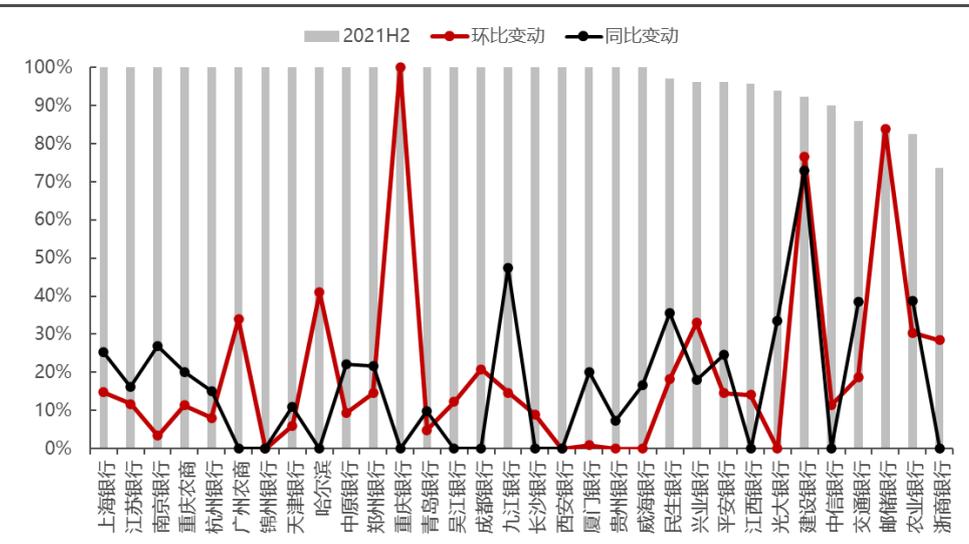
但结构分化较为明显。国有行和股份行净值化转型程度较低，而城商行和农商行的净值化转型程度较高，主因前两者理财产品发行量大，类型多样，净值化转型的难度较高。

图 27：上市银行非保本理财规模变化（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院。

图 28：上市银行净值型理财占比（%）



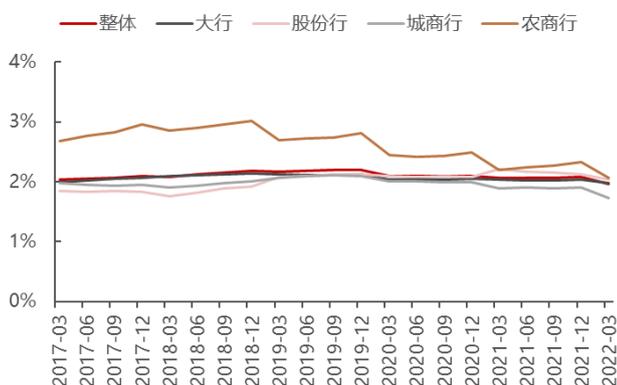
资料来源：wind，民生证券研究院。

## 5 净息差略有收窄，主因生息资产收益率下降

2021 年上市银行整体净息差环比小幅降低。伴随着经济基本面逐步弱化，市场利率回落，2021 年商业银行净息差较上半年小幅降低至 2.08%，主因在于生息资产收益率总体略有下降，而计息负债成本率总体有所抬升，带动净息差略有收窄。

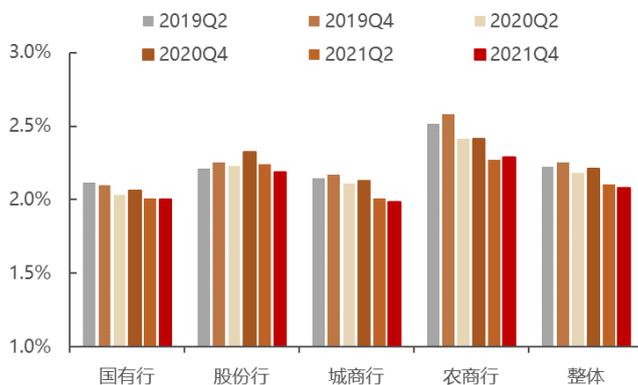
分主体来看，国有行、农商行的生息资产收益率上行，城商行和农商行则有所下行。而各类商业银行计息负债成本率则均有所上升。

图 29：商业银行净息差（银保监会口径，%）



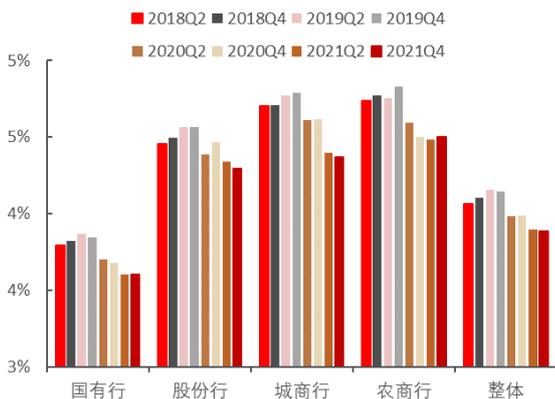
资料来源：wind，民生证券研究院

图 30：上市银行净息差（%）



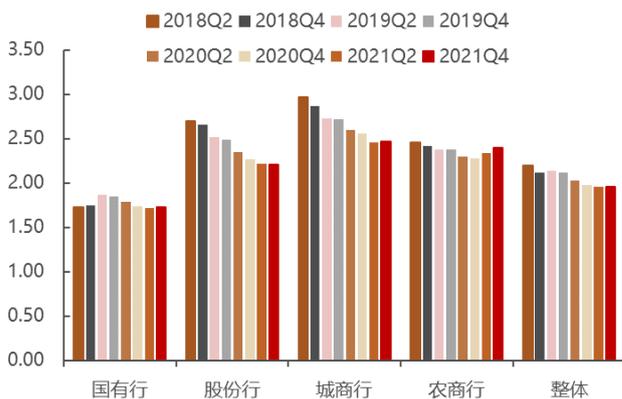
资料来源：wind，民生证券研究院

图 31：上市银行生息资产收益率变化（分主体，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 32：上市银行计息负债成本率变化（分主体，%）



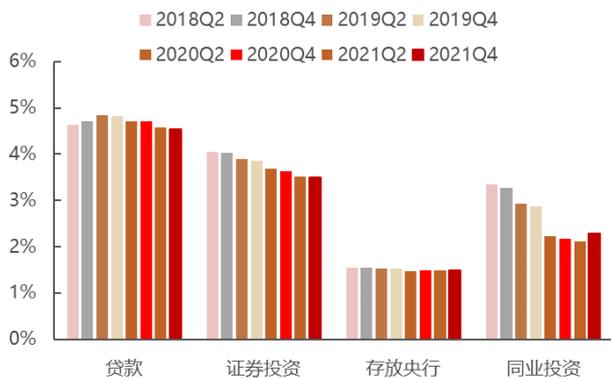
资料来源：wind，民生证券研究院

分资产类别来看，贷款和证券投资收益率均有所回落，而同业投资收益率上升，存放央行收益率基本持平。

贷款收益率下降主因政策持续积极引导实体融资降成本，针对 2021 年而言，下半年两次降准有助于降低实体经济融资成本、推动贷款利率下行。而同业投资收益率虽上行，但毕竟同业投资占比较小，难以缓解银行息差收窄的态势。

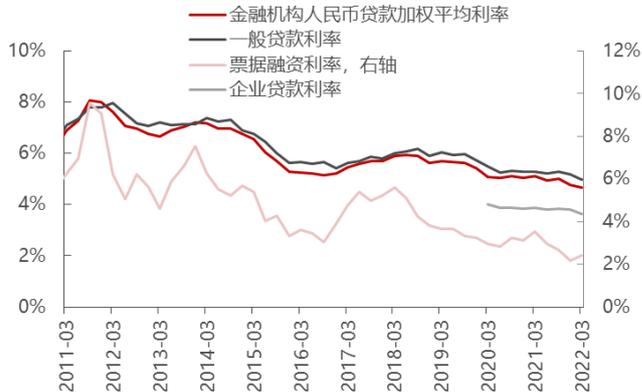
分负债类别来看,除债券外,计息负债各分项成本率均有所上升。债券成本率有所降低之外,其余类型负债成本均有上行,其中同业负债的成本率上升幅度最大,存款和向央行借款亦有小幅上升。

图 33 :上市银行生息资产收益率变化(分资产类别,%)



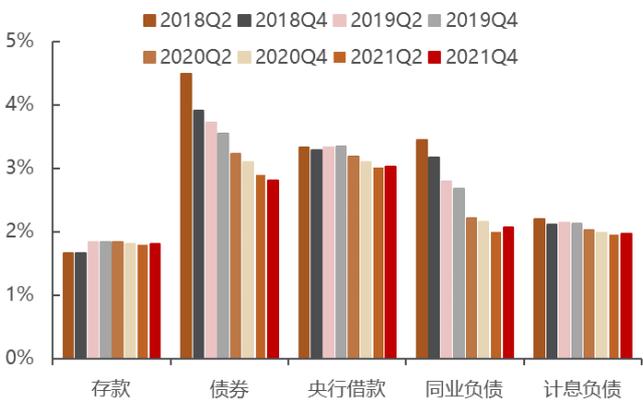
资料来源:wind,民生证券研究院

图 34 :贷款利率(央行口径,%)



资料来源:wind,民生证券研究院

图 35 :上市银行计息负债成本率变化(分负债类别,%)



资料来源:wind,民生证券研究院

图 36 :结构性存款规模变化(亿元)



资料来源:wind,民生证券研究院

## 6 资本充足率整体改善，流动性压力呈现分化

2021 年下半年商业银行资本充足率指标较上半年均有显著改善，一级资本和核心一级资本充足率均有明显提升，核心一级资本充足率基本回到 2020 年疫情前的水平。

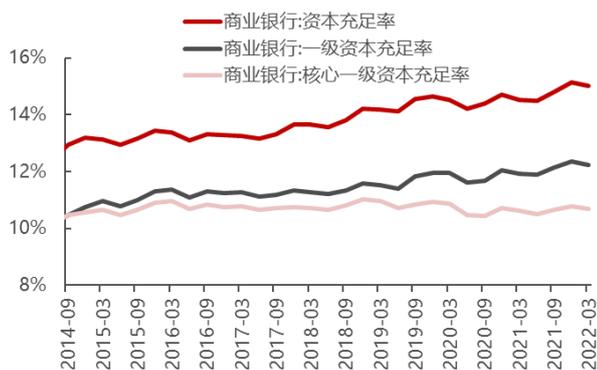
原因在于，一方面是 2021 年下半年商业银行利润增长，可以从内源补充资本；另一方面是通过商业银行通过永续债、优先股、二级资本债等工具，从外源补充资本。

具体到上市银行而言，可以发现不同商业银行资本充足率指标有所分化，表现较好的主要是国有行、股份行和城商行，而部分农商行资本充足率则仍有待改善，由此可见部分银行的资本补充压力仍未得到缓解。

流动性监管指标方面，从 LCR 指标（监管要求为 100%）来看，整体有所提升，但银行间分化较为明显。城商行的流动性较为充裕，而农商行整体的流动性不足。

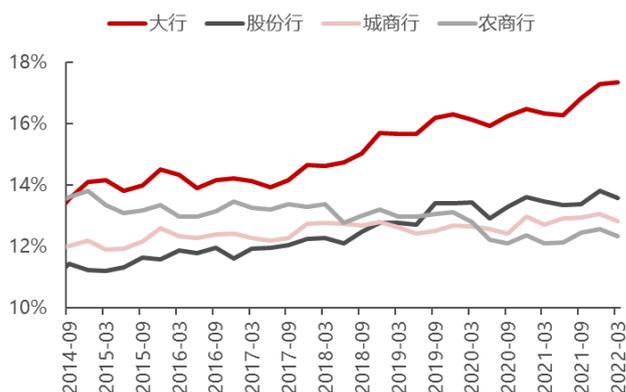
从流动性比例来看，《商业银行流动性风险管理办法》规定流动性比例不低于 25%，目前各类型银行流动性比例指标均符合监管要求，但不同类型银行仍出现分化，城商行和农商行流动性比例整体显著上升，国有行上升趋势较缓，股份行则有所下降。

图 37：商业银行资本充足率变化（银保监会口径，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 38：各类银行资本充足率变化（银保监会口径，%）



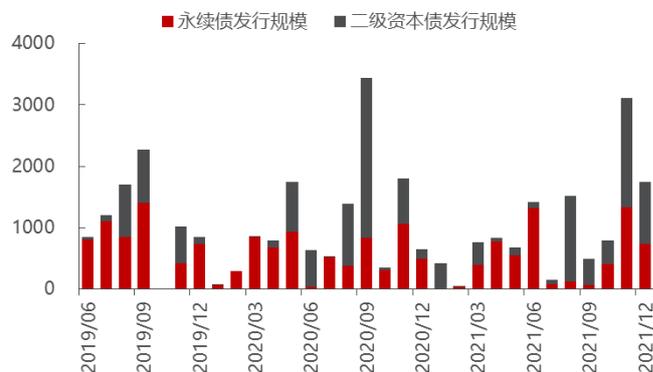
资料来源：wind，民生证券研究院

图 39：商业银行净利润同比（%）



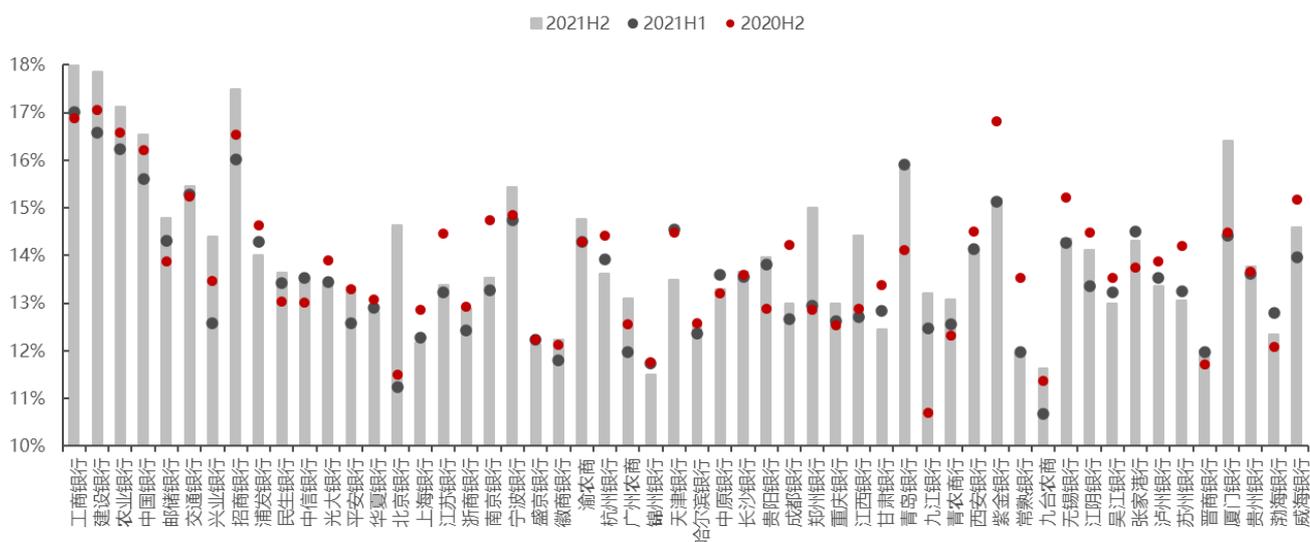
资料来源：wind，民生证券研究院

图 40：永续债和二级资本债发行规模（亿元）



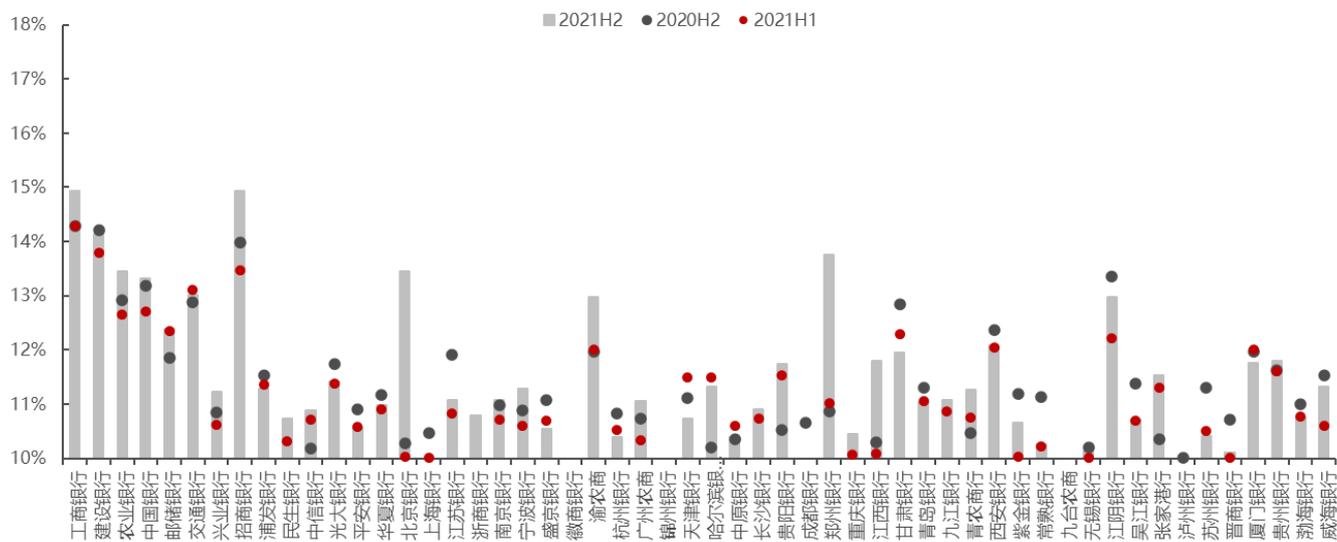
资料来源：wind，民生证券研究院

图 41：上市银行资本充足率（%）



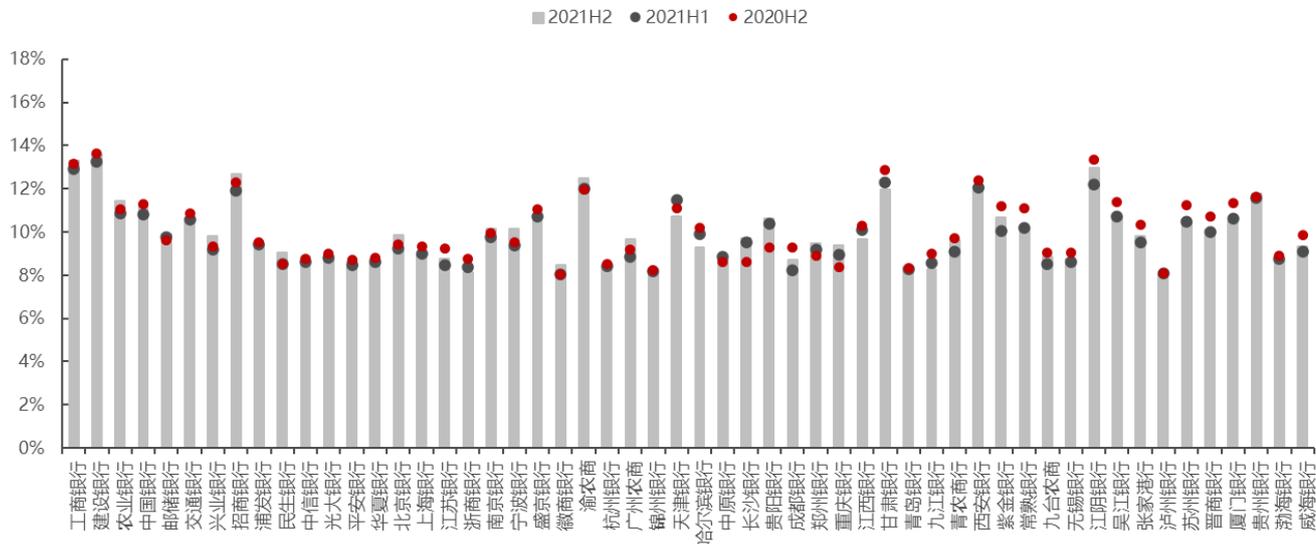
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 42：上市银行一级资本充足率（%）



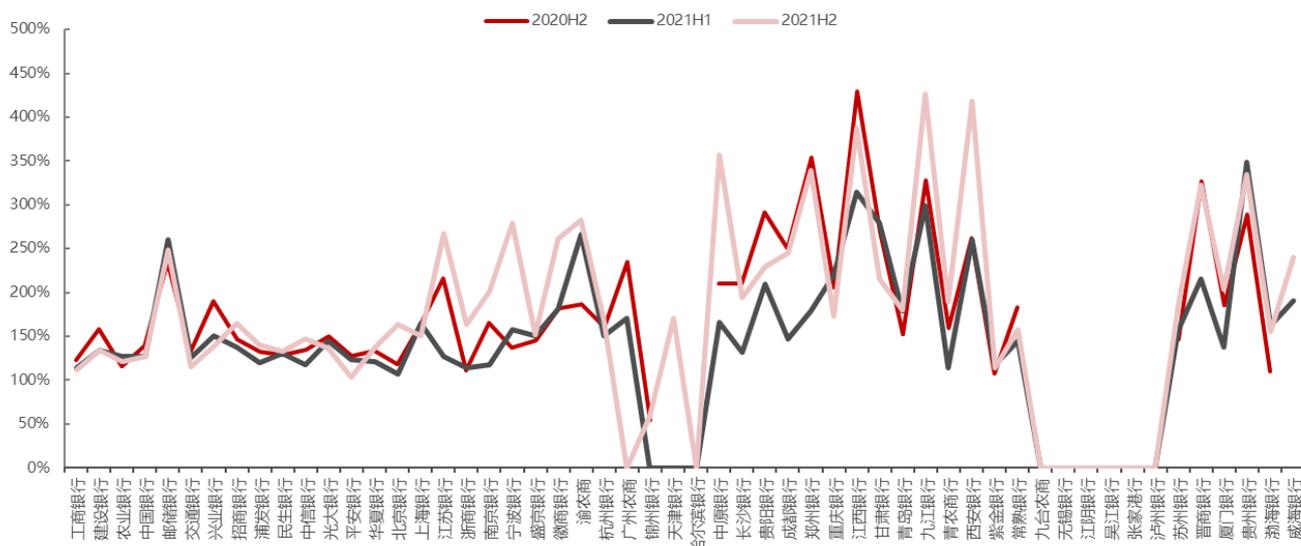
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 43：上市银行核心一级资本充足率（%）



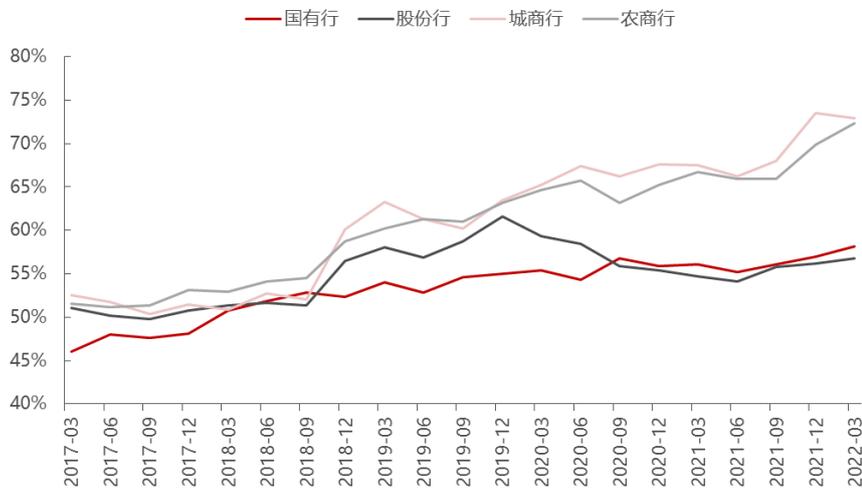
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 44：上市银行流动性覆盖率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院。

图 45：上市银行流动性比例（%）



资料来源：wind，民生证券研究院。

## 7 2021 年银行年报反映了什么？

### 2021 年银行年报反映了哪些信息？

资产端来看，2021 年下半年资产规模同比继续扩张，但增速有所放缓，贷款投放加大，证券投资亦为支撑，同业投资压缩：(1) 从贷款投向来看，企业贷占比回落，票据贴现、个贷占比提升；(2) 证券投资方面，标准化债券及资管产品占比有所回升，细分来看，2021 年商业银行整体增持政府债券，主要与去年下半年政府债券放量发行有关；资管、信托产品整体下降，主要与资管新规实施后银行通道类业务压降有关。

负债端来看，无论是从总量还是结构，均显示银行负债压力都是比较大的，更何况还有监管考核压力的存在：2021 年存款占比同比和环比均下降，主要原因在于 2021 年末 M2 增速下滑、财政发力节奏后置、经济下行压力增加、融资需求较弱、存款派生相应减少；在这一背景下，银行发行同业存单的动力增强，带动应付债券（含同业存单）占比同比和环比均有所回升。此外，如果将同业存单纳入同业负债，那么 55 家银行样本中将有 11 家银行同业负债占比接近或超过 1/3。

表外方面，2021 年上市商业银行非保本理财规模同比和环比均有所提升，非保本理财产品净值化转型也基本完成，但结构分化明显。国有行和股份行净值化转型程度较低，而城商行和农商行的净值化转型程度较高，主因前两者理财产品发行量大，类型多样，净值化转型的难度较高。

从净息差来看，2021 年上市银行整体净息差环比小幅降低，主因在于生息资产收益率总体略有下降，而计息负债成本率总体有所抬升，带动净息差略有收窄。分资产类别来看，贷款和证券投资收益率均有所回落，而同业投资收益率上升，存放央行收益率基本持平。

从监管指标看，2021 年下半年商业银行资本充足率指标较上半年均有显著改善，整体来看，商业银行的资本充足率、LCR 指标均有提升，但银行间有所分化，部分农商行的资本补充压力仍未得到缓解。

从 2021 年年报来看，银行面临的情境是：贷款利率在政策持续引导下不断下降，带动生息资产收益率下降，而负债方面无论是从总量、结构还是从监管考核来看，银行所承受的压力都是比较大的。因而银行净息差在收窄。在此背景下，我们从 2021 年银行资产配置也看到，银行证券投资规模有所增加，多采取高仓位长久期策略，与此同时提升组合交易行为。

当下而言，稳增长、宽信用诉求下，实体融资降成本、贷款利率走低，虽有降准、深化存款利率市场化以引导银行负债端成本下降，但预计银行负债压力仍不小，证券投资占比或将继续提升。

图 46：上市银行贷款债券比价（扣除资本占用和税收后收益率，%）



资料来源：wind，民生证券研究院。

## 8 风险提示

- 1、**政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2、**基本面超预期**：疫情发展、经济基本面超预期变化；
- 3、**海外地缘政治冲突**：海外地缘政治冲突发展态势存在不确定性，或将加剧金融市场动荡。

## 插图目录

图 1：银行资产规模同比增速（%） .....	3
图 2：上市银行资产规模及同比增速（亿元，%） .....	4
图 3：上市银行整体资产配置变化（%） .....	5
图 4：国有行资产配置变化（%） .....	5
图 5：股份行资产配置变化（%） .....	5
图 6：城商行资产配置变化（%） .....	6
图 7：农商行资产配置变化（%） .....	6
图 8：各类贷款占比（%） .....	7
图 9：企业贷款占比下降（%） .....	7
图 10：票据贴现占比上升（%） .....	7
图 11：个人贷款占比上升（%） .....	7
图 12：2021 年新增贷款同比变化（亿元） .....	7
图 13：对公贷款行业分布（%） .....	8
图 14：个人贷款结构（%） .....	8
图 15：不同类型商业银行债券投资占比（%） .....	9
图 16：国有行资管产品投资同比上升（%） .....	9
图 17：上市银行债券结构环比变动（%） .....	9
图 18：上市银行债券结构同比变动（%） .....	9
图 19：上市银行资管产品投资结构环比变动（%） .....	9
图 20：上市银行资管产品投资结构同比变动（%） .....	9
图 21：商业银行总体计息负债结构（%） .....	10
图 22：国有行计息负债结构变化（%） .....	11
图 23：股份行计息负债结构变化（%） .....	11
图 24：城商行计息负债结构变化（%） .....	11
图 25：农商行计息负债结构变化（%） .....	11
图 26：上市银行同业负债（含同业存单）占比（%） .....	12
图 27：上市银行非保本理财规模变化（亿元，%） .....	13
图 28：上市银行净值型理财占比（%） .....	14
图 29：商业银行净息差（银保监会口径，%） .....	15
图 30：上市银行净息差（%） .....	15
图 31：上市银行生息资产收益率变化（分主体，%） .....	15
图 32：上市银行计息负债成本率变化（分主体，%） .....	15
图 33：上市银行生息资产收益率变化（分资产类别，%） .....	16
图 34：贷款利率（央行口径，%） .....	16
图 35：上市银行计息负债成本率变化（分负债类别，%） .....	16
图 36：结构性存款规模变化（亿元） .....	16
图 37：商业银行资本充足率变化（银保监会口径，%） .....	17
图 38：各类银行资本充足率变化（银保监会口径，%） .....	17
图 39：商业银行净利润同比（%） .....	18
图 40：永续债和二级资本债发行规模（亿元） .....	18

图 41：上市银行资本充足率（%） .....	18
图 42：上市银行一级资本充足率（%） .....	19
图 43：上市银行核心一级资本充足率（%） .....	19
图 44：上市银行流动性覆盖率（%） .....	20
图 45：上市银行流动性比例（%） .....	20
图 46：上市银行贷款债券比价（扣除资本占用和税收后收益率，%） .....	22

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避 相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001