

**分析师：余金鑫**

执业证号：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

**研究助理：于博文**

执业证号：S0100122020008

邮箱：yubowen@mszq.com

**事件：**2023 年 4 月 27 日、28 日，工商银行、农业银行、建设银行、中国银行、邮储银行、交通银行（以下简称“六家银行”）发布 23Q1 财报。

## ► 综述：营收大超预期，非息表现亮眼。

**营收表现超预期，非息收入表现亮眼。**除邮储银行外的五家银行 23Q1 业绩表现呈现一定相似度，均在其他非息收入高增长的支撑下，实现营收增速边际的回暖；邮储银行作为唯一一家零售转型的国有大行，中收增长在大行中表现亮眼，对营收正增长带来主要贡献。

**保险收入确认适用新规，其他业务收入重述变化较大。**另外，除邮储银行外五家银行均对 22Q1 业绩进行重述。主要影响来自“保险业务收入”（体现在营收中其他业务收入科目），除邮储银行外的五家银行旗下均有保险子公司，2023 年起适用《企业会计准则第 25 号——保险合同》，保费收入不再于当期全部确认为“保险业务收入”，而是随着保险服务的提供而确认为“保险服务收入”。

**信贷投放靠前，持续支持实体。资产端，国有大行彰显“头雁”担当，积极服务实体经济，信贷投放节奏整体靠前，基本延续 22 年来的较高增速。结构上来看，23Q1 增量信贷整体以对公为主；票据贴现规模均较 22 年末有所降低。负债端，预计理财资金向存款转化仍在延续，存款均维持较高增速，但结构上，存款定期化趋势有所延续。**

**净息差承压。**六家银行 23Q1 净息差均较 22 年末显著下行，其中，中国银行或受益于海外加息带来的外币资产息差提升，邮储银行一季度零售信贷投放占比相对较高，二者 23Q1 净息差分别较 22 年末-6BP、-11BP，其他四家银行净息差降幅均在 15-20BP 之间。具体来看，**资负两端定价均有拖累**，资产端主要压力一是一季度重定价影响，二是增量信贷结构以对公为主；负债端主要受存款定期化趋势延续影响。但随着重定价影响退去、零售信贷需求进一步提升，净息差收窄压力有望放缓。

**中收逐步回暖，其他非息亮眼。**资本市场波动对客户投资理财风险偏好影响仍在，对资产管理、代销类中收影响较大，但工建农中四家银行 23Q1 中收同比增速与 22 年末相比已有回暖趋势；邮储银行则受益于其零售转型、财富转型战略，中收维持同比+27.5%的高增速。

其他非息方面，23Q1 投资类收益（包含“投资收益+公允价值变动损益+汇兑损益”，下同）同比增速明显回暖，虽有去年同期低基数效应，但与 22Q4 单季环比增速亦表明，投资类业务已较利率大幅波动阶段显著恢复。

**资产质量稳健向好。**与 22 年末相比，23Q1 六家国有大行不良率均持平或下降，其中中国银行不良率改善最为显著，较 22 年末下行 14BP，邮储银行仍在六家银行中处于不良率绝对低位。

**拨备覆盖率均较为稳定，风险抵御能力无虞。**除邮储银行外，其他五家银行 23Q1 拨备覆盖率均有一定程度上行，而邮储银行拨备覆盖率虽较 22 年末下行 4.4pct，但绝对数值上仍维持 381%高位。

## 推荐

## 维持评级

## 相关研究

- 1.3 月经济数据观察：复苏迹象正在增多，银行或迎修复窗口-2023/04/15
- 2.3 月社融数据点评：信贷增量和结构均超预期-2023/04/11
- 3.中特估值体系之三：国企对标一流，哪些银行受益？-2023/03/16
- 4.2 月社融数据点评：信贷延续多增态势，居民杠杆显著恢复-2023/03/11
- 5.城农商行专题：小微复苏+竞争趋缓+补贴到位，关注农商行潜力-2023/03/08

➤ **工商银行：存贷规模高增，精准支持实体。** 23Q1 实现营收 2276.0 亿元，YoY-1.1%，增速较 22 年末+1.5pct；归母净利润 901.6 亿元，YoY+0.0%，增速较 22 年末-3.5pct。

**加力支持实体，信贷投放持续提速。** 23Q1 净利息收入同比-4.8%，主因 23Q1 净息差较 22 年末收窄 15BP 到 1.77%。规模方面，23Q1 贷款总额同比+13.5%，增速较 22 年末+1.2pct，23Q1 工商银行境内人民币贷款增加 1.27 万亿元。且信贷投放精准直达重点领域，23Q1 制造业、战略新兴产业、涉农贷款余额较年初增速均高于全行贷款增速。

**非息收入方面，** 资本市场波动对客户投资理财影响仍在，导致资产管理、代销类中收下降较多，23Q1 中收同比-2.9%；而投资类收益表现的好转，则带动 23Q1 其他非息收入同比+62.0%。

**资产质量保持稳定。** 23Q1 不良率 1.38%，与 22 年末持平；拨备覆盖率 214%，较 22 年末+4.1pct。

➤ **建设银行：深化新金融行动，服务实体经济。** 23Q1 实现营收 2070.8 亿元，YoY+1.0%，增速较 22 年末+1.2pct；归母净利润 887.4 亿元，YoY+0.3%，增速较 22 年末-6.8pct。

**信贷高增，息差承压。** 23Q1 净利息收入同比-4.1%，主因 23Q1 净息差较 22 年末收窄 19BP 到 1.83%。规模方面，23Q1 贷款总额同比+14.1%，增速较 22 年末+1.4pct。纵深推进新金融行动，1) 持续探索房地产租购并举新模式，23Q1 公司类住房租赁贷款余额较 22 年末+19.7%；2) 精准支持重点领域，23Q1 普惠金融、涉农、绿色贷款余额分别较 22 年末+13.7%、+13.9%、+17.4%。

**资产质量保持稳定。** 23Q1 不良率 1.38%，与 22 年末持平；拨备覆盖率 242%，较 22 年末+0.2pct。

➤ **农业银行：县域金融持续发力，存贷开门红。** 23Q1 实现营收 1893.6 亿元，YoY+2.2%，增速较 22 年末+1.5pct；归母净利润 715.5 亿元，YoY+1.8%，增速较 22 年末-5.7pct。

**信贷投放提速，持续服务实体。** 23Q1 净利息收入同比-3.5%，量价拆分来看，净息差承压为主要拖累因素，23Q1 净息差 1.70%，较 22 年末-20BP。但信贷规模仍维持高增，23Q1 贷款总额同比+16.4%，增速较 22 年末+1.3pct。结构上，持续加大对重点领域的信贷支持，23Q1 制造业、绿色信贷、普惠小微贷款余额分别较年初+17%、+22%、+23%。县域金融贡献度持续提升，23Q1 县域贷款、存款余额均较年初+9.8%。

**非息收入回暖。** 23Q1 中收同比+2.8%，增速较 22 年末+1.6pct；去年同期低基数、投资类收益回暖共同影响下，23Q1 其他非息收入同比+316.7%。

**资产质量稳健。** 23Q1 不良率 1.37%、拨备覆盖率 303%，均与 22 年末基本持平。

➤ **中国银行：业绩领航同业，资产质量更优。** 23Q1 实现营收 1658.1 亿元，YoY+11.6%，增速较 22 年末+9.5pct；归母净利润 576.6 亿元，YoY+0.5%，较 22 年末-4.5pct。

**业绩表现靓丽。**中国银行 23Q1 营收增速领跑六家国有大行，具体来看，23Q1 净利息收入同比+7.0%，一方面是信贷投放较优，23Q1 贷款总额同比+12.6%，增速较 22 年末+0.6pct；另一方面则受益于其净息差降幅较小，23Q1 净息差较 22 年末-6BP 至 1.70%。非息收入方面，23Q1 中收虽同比-0.8%，但增速较 22 年末已回升 10.5pct；其他非息收入同比+78.3%，对营收增速领航形成较大贡献。

**资产质量优化，拨备基础进一步夯实。**23Q1 不良率 1.18%，较 22 年末-14BP；拨备覆盖率 203%，较 22 年末+13.8pct。

➤ **邮储银行：财富战略扎实推进，中收表现亮眼。**23Q1 实现营收 881.6 亿元，YoY+3.5%，增速较 22 年末-1.6pct；归母净利润 262.8 亿元，YoY+5.2%，增速较 22 年末-6.7pct。

**净利息收入平稳增长。**23Q1 净利息收入同比+1.0%，增速较 22 年末-0.6pct。量价分解来看：**定价方面**，23Q1 净息差较 22 年末-11BP 至 2.09%，净息差位于六大行中最高水平，且降幅处于国有大行同业中较低水平。资产端或主要受益于零售转型战略下，存款信贷、增量信贷中零售占比均较高；负债端管理有效，23Q1 付息负债成本率较 22 年-6BP。**规模方面**，23Q1 贷款总额同比+12.0%，增速较 22 年末+0.2pct；结构上，个贷增量占比达 40.3%，利好资产端定价优化。

**财富战略持续推进，中收增长靓丽。**23Q1 零售 AUM 近 14.5 万亿元，同时客群基础不断夯实。23Q1 富嘉及以上客户较年初+8.1%。财富转型带动中收实现较好增长，23Q1 中收同比+27.5%。

**资产质量向好，拨备安全垫厚。**23Q1 不良率 0.82%，较 22 年末-2BP；拨备覆盖率 381%，较 22 年末-4.4pct。

➤ **交通银行：资产质量稳健，净利润增速领先。**23Q1 实现营收 670.8 亿元，YoY+5.5%，增速较 22 年末+4.2pct；归母净利润 246.3 亿元，YoY+5.6%，增速较 22 年末+0.4pct。

**其他非息亮眼，归母净利润增速领先。**23Q1 营收增速边际明显改善，主要受到其他非息收入同比+87.8%支撑。23Q1 净利息收入同比-4.4%，主因贷款重定价、存款定期化影响下，23Q1 净息差较 22 年末-15BP 至 1.33%。23Q1 中收同比-7.7%，主要受到代销、理财等业务收入下行影响。不过资产质量好转之下，23Q1 信用减值损失同比-4.3%，反哺利润，拉动公司归母净利润同比增速领先同业。

**资产质量整体稳定。**23Q1 不良率 1.34%、关注率 1.45%，较 22 年末分别-1BP、+1BP。其中，23Q1 对公、零售贷款不良率分别为 1.59%、0.92%，较 22 年末分别-8BP、+7BP，零售端主要是信用卡不良率较 22 年末提升 26BP。23Q1 拨备覆盖率 183%，较 22 年末+2.6pct。

➤ **投资建议：资产质量稳健，积极支持实体**

整体上，国有大行 23Q1 营收呈边际改善趋势，表现超预期，主要动力来自于非息收入的亮眼表现；23Q1 息差略有承压，但随着重定价影响褪去、零售信贷

需求回暖，息差收窄压力有望缓解；同时国有大行“头雁”作用显著，信贷规模延续高增，积极支持实体经济；资产质量整体优异，预计个贷端仍有修复空间。

➤ **风险提示：**经济复苏不及预期；净息差收窄超预期；政策变化超预期。

#### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PB (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601398.SH	工商银行	4.72	1.01	1.03	1.07	0.5	0.5	0.5	推荐
601939.SH	建设银行	6.31	1.30	1.37	1.45	0.6	0.5	0.5	推荐
601288.SH	农业银行	3.42	0.74	0.79	0.85	0.5	0.5	0.5	推荐
601988.SH	中国银行	3.67	0.77	0.81	0.85	0.5	0.5	0.4	推荐
601658.SH	邮储银行	5.51	0.92	0.96	1.07	0.7	0.7	0.7	推荐
601328.SH	交通银行	5.57	1.24	1.31	1.40	0.5	0.5	0.4	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年4月28日收盘价）

**表1：六家国有大行 23Q1 业绩对比**

	23Q1 营收 YoY	增速较 2022 (pct)	23Q1 拨备前利润 YoY	增速较 2022 (pct)	23Q1 归母净利润 YoY	增速较 2022 (pct)
工商银行	-1.1%	1.5	-4.9%	-1.2	0.0%	-3.5
建设银行	1.0%	1.2	0.7%	2.6	0.3%	-6.8
农业银行	2.2%	1.5	1.2%	3.1	1.8%	-5.7
中国银行	11.6%	9.5	8.7%	6.5	0.5%	-4.5
邮储银行	3.5%	-1.6	-5.6%	-4.4	5.2%	-6.7
交通银行	5.5%	4.2	2.9%	4.2	5.6%	0.4

资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院；注：2022 年业绩增速为未重述口径

**表2：六家国有大行 23Q1 营收分项对比**

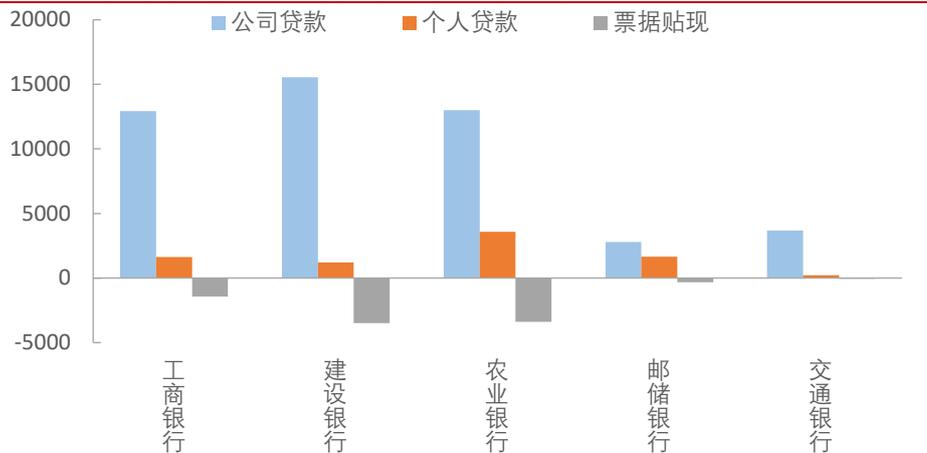
	23Q1 净利息收入 YoY	增速较 2022 (pct)	23Q1 中收 YoY	增速较 2022 (pct)	23Q1 其他非息收入 YoY	增速较 2022 (pct)
工商银行	-4.8%	-5.2	-2.9%	0.0	62.0%	82.2
建设银行	-4.1%	-10.3	2.6%	7.1	209.0%	244.0
农业银行	-3.5%	-5.6	2.8%	1.6	316.7%	329.6
中国银行	7.0%	-1.3	-0.8%	10.5	78.3%	92.3
邮储银行	1.0%	-0.6	27.5%	-1.7	-2.6%	-22.8
交通银行	-4.4%	-9.5	-7.7%	-1.5	87.8%	90.7

资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院；注：2022 年业绩增速为未重述口径

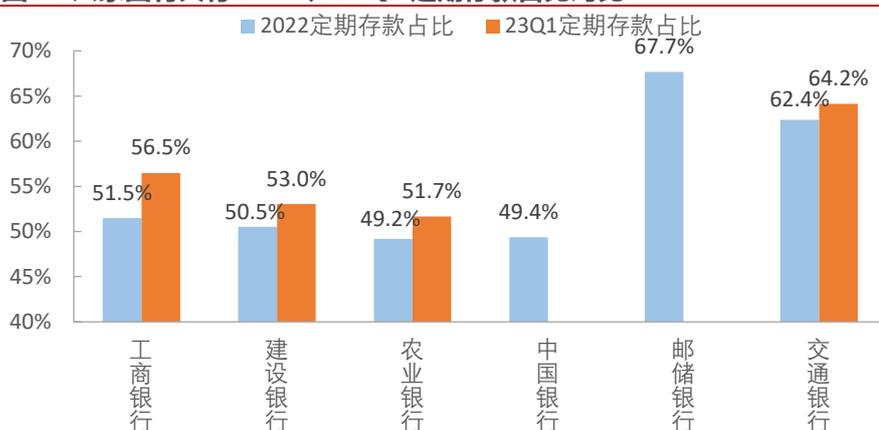
**表3：六家国有大行 23Q1 资产负债规模增速对比**

	23Q1 总资产 YoY	增速较 2022 (pct)	23Q1 贷款总额 YoY	增速较 2022 (pct)	23Q1 总负债 YoY	增速较 2022 (pct)	23Q1 存款总额 YoY	增速较 2022 (pct)
工商银行	12.7%	0.1	13.5%	1.2	13.2%	0.1	14.3%	1.4
建设银行	15.4%	1.0	14.1%	1.4	15.9%	1.1	15.1%	3.3
农业银行	19.2%	2.5	16.4%	1.3	20.2%	2.9	17.7%	3.0
中国银行	10.7%	2.5	12.6%	0.6	14.3%	1.6	10.8%	2.8
邮储银行	10.7%	-1.0	12.0%	0.2	11.1%	-1.2	11.1%	-0.9
交通银行	10.8%	-0.6	10.9%	-0.3	11.2%	-0.7	13.4%	0.4

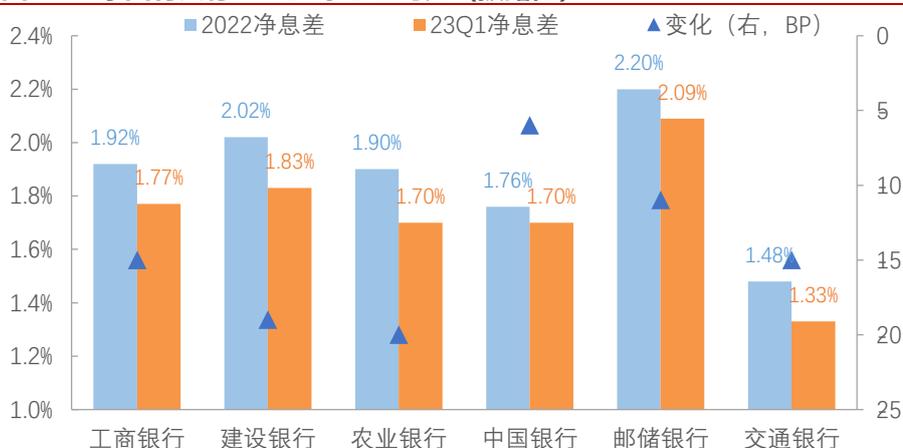
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

**图1：六家国有大行 23Q1 信贷增量结构 (亿元)**


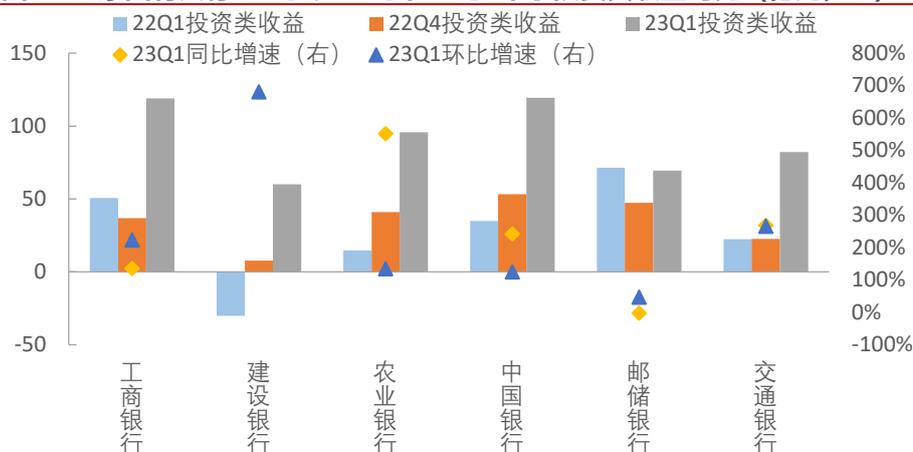
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院；注：中国银行 23Q1 未披露各类贷款规模

**图2：六家国有大行 2022、23Q1 定期存款占比对比**


资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院；注：中国银行、邮储银行 23Q1 未披露此数据

**图3：六家国有大行 23Q1 净息差对比 (披露值)**


资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

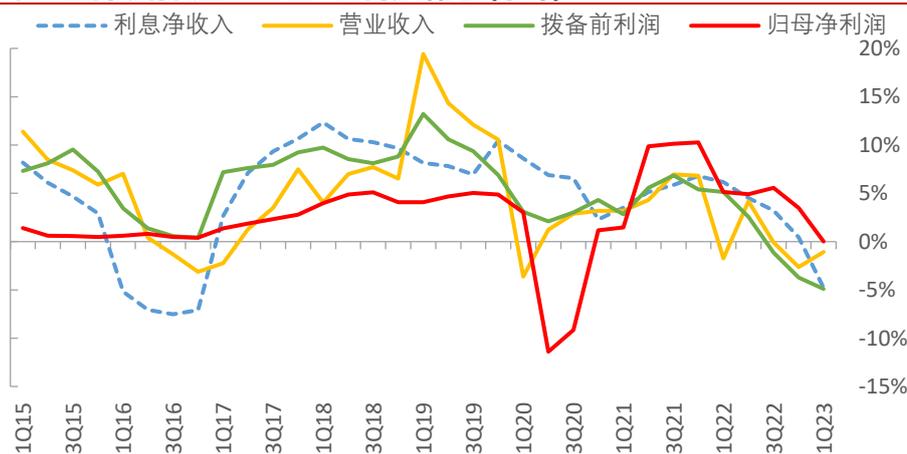
**图4：六家国有大行 22Q1、22Q4/23Q1 单季投资类收益对比（亿元，%）**


资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院；注：投资类收益=投资收益+公允价值变动损益+汇兑损益

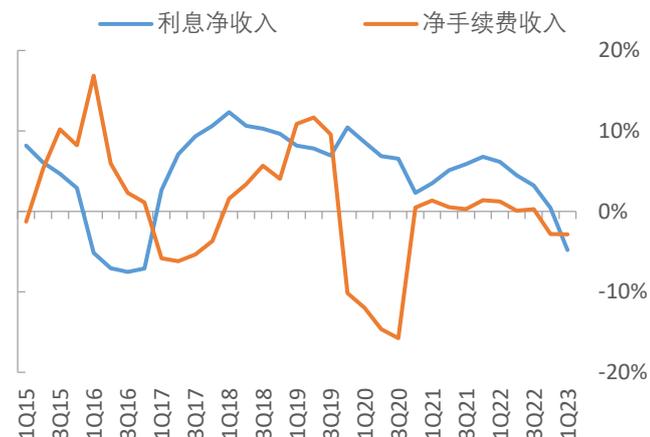
**表4：六家国有大行 23Q1 不良率、拨备覆盖率对比**

	23Q1 不良率	较 2022 (BP)	23Q1 拨备覆盖率	较 2022 (pct)
工商银行	1.38%	0	214%	4.1
建设银行	1.38%	0	242%	0.2
农业银行	1.37%	0	303%	0.0
中国银行	1.18%	-14	203%	13.8
邮储银行	0.82%	-2	381%	-4.4
交通银行	1.34%	-1	183%	2.6

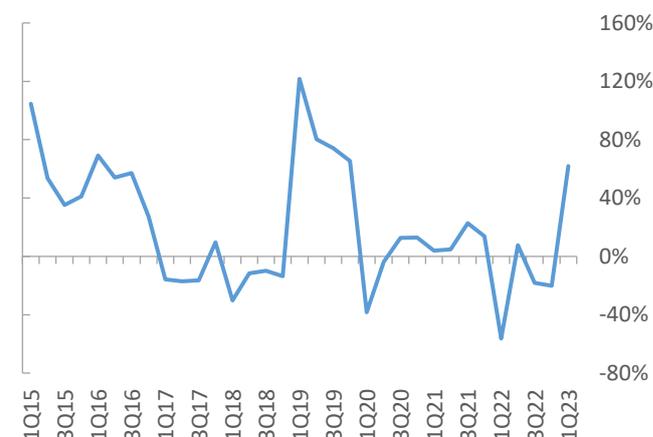
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

**图5：工商银行截至 23Q1 业绩同比增速（累计）**


资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

**图6：工商银行净利息收入、中收同比增速（累计）**


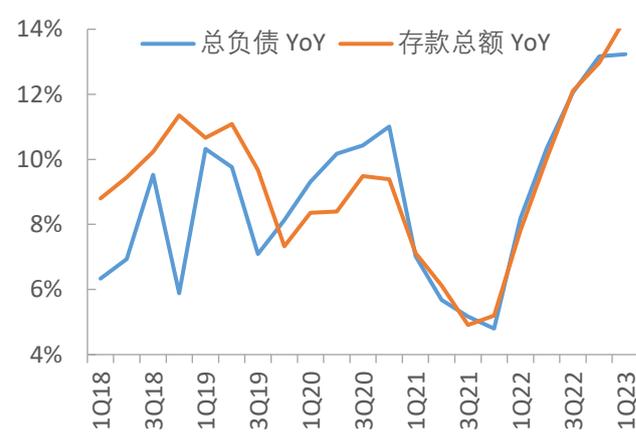
资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

**图7：工商银行其他非息收入同比增速（累计）**


资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

**图8：工商银行截至 23Q1 总资产、贷款总额同比增速**


资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

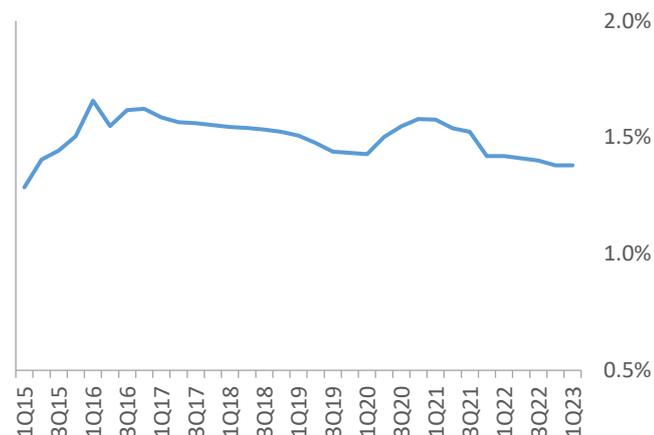
**图9：工商银行截至 23Q1 总负债、存款总额同比增速**


资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

**图10：工商银行截至 23Q1 净息差（披露值）**

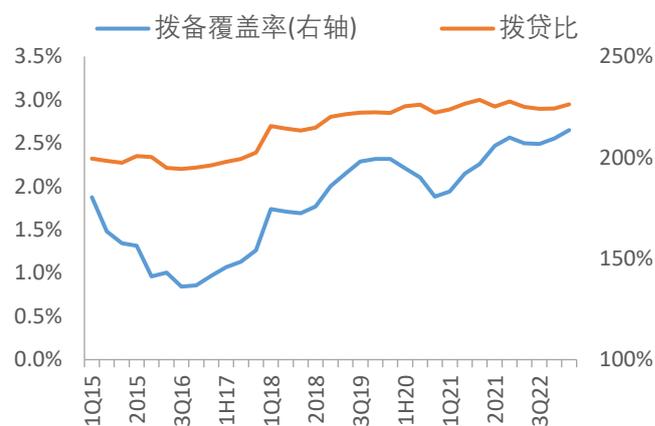

资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图11: 工商银行截至 23Q1 不良率



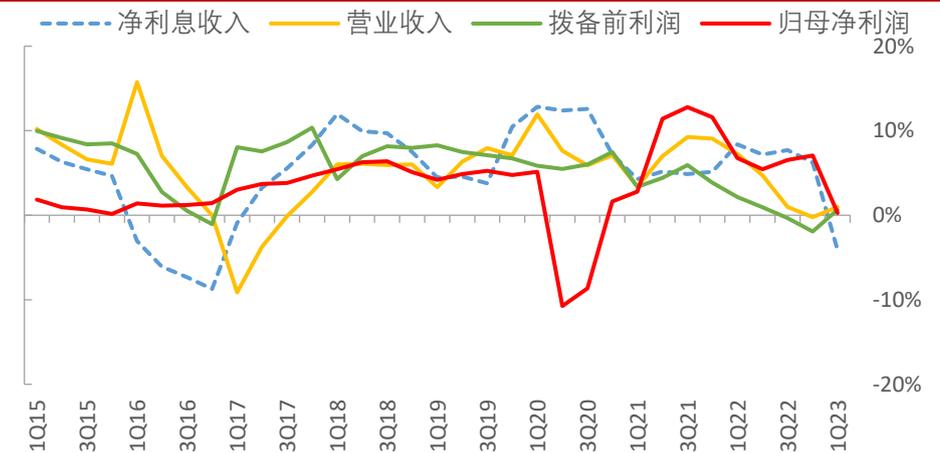
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图12: 工商银行截至 23Q1 拨备情况



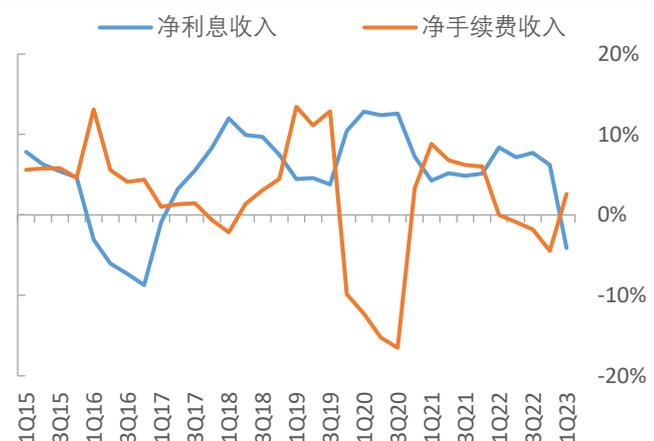
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图13: 建设银行截至 23Q1 业绩同比增速 (累计)



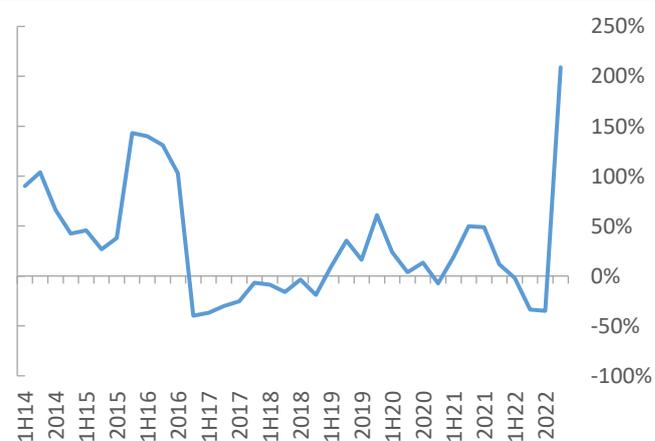
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图14: 建设银行净利息收入、中收同比增速 (累计)



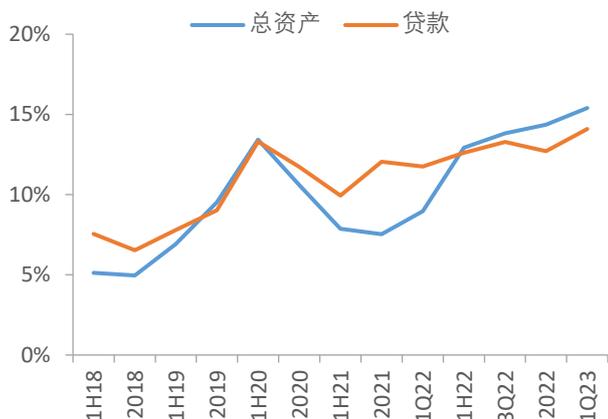
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图15: 建设银行其他非息收入同比增速 (累计)



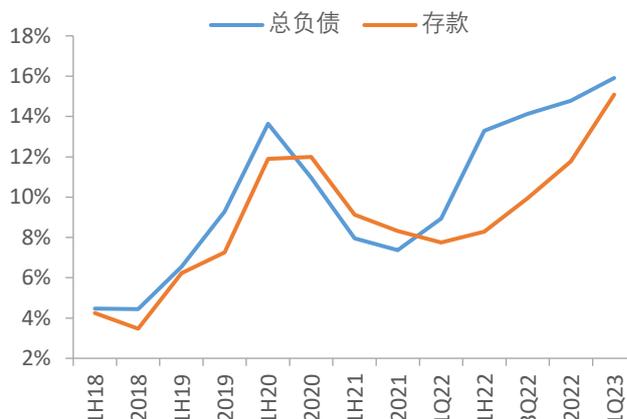
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图16: 建设银行截至 23Q1 总资产、贷款总额同比增速



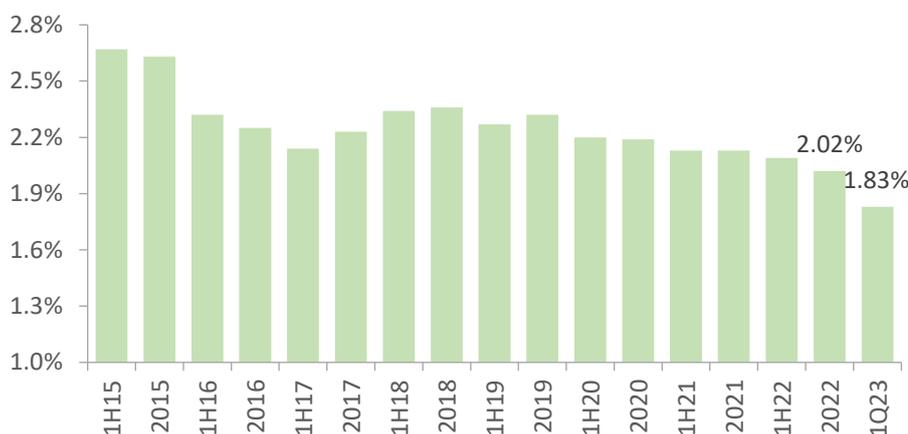
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图17: 建设银行截至 23Q1 总负债、存款总额同比增速



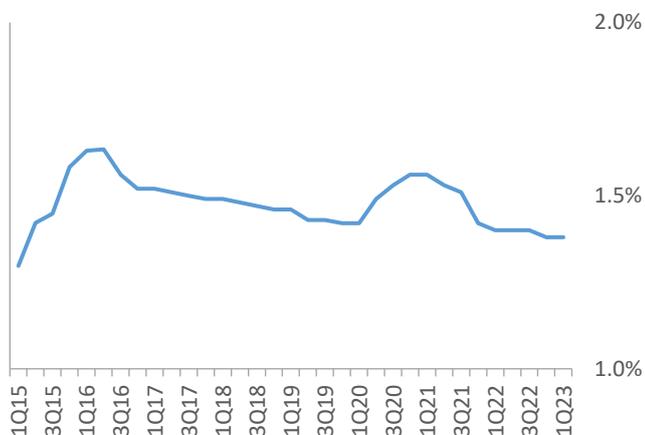
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图18: 建设银行截至 23Q1 净息差 (披露值)



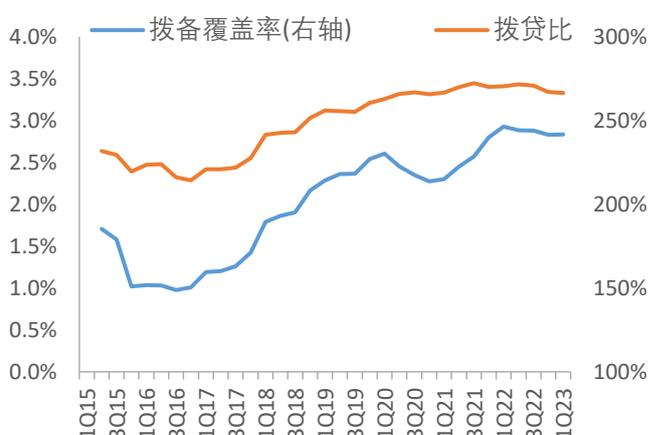
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图19: 建设银行截至 23Q1 不良率



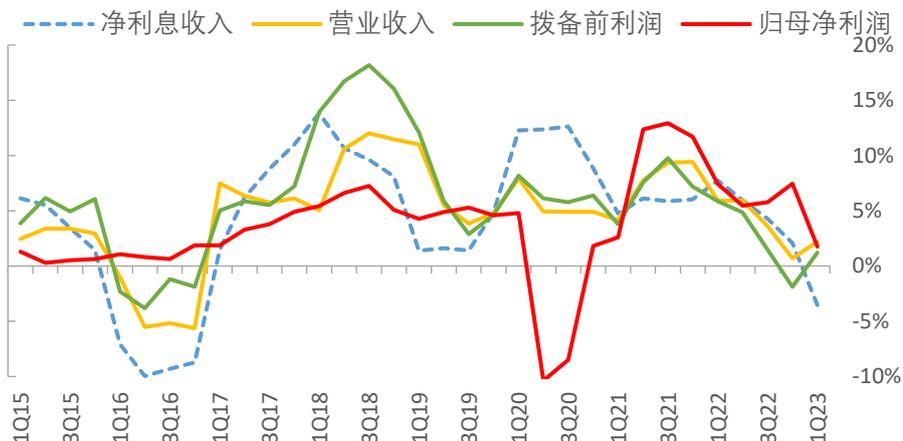
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图20: 建设银行截至 23Q1 拨备情况



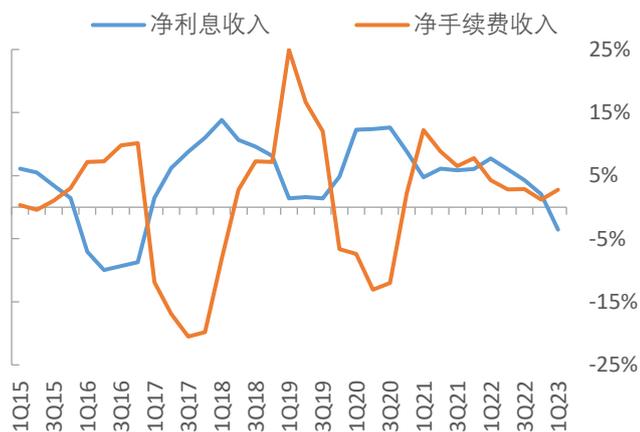
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图21: 农业银行截至 23Q1 业绩同比增速 (累计)



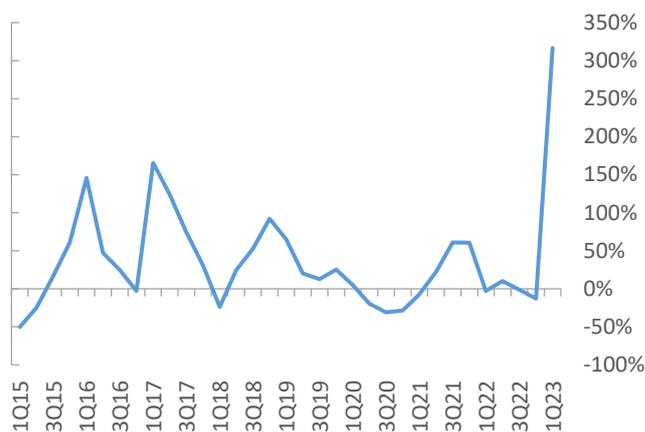
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图22: 农业银行净利息收入、中收同比增速 (累计)



资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图23: 农业银行其他非息收入同比增速 (累计)



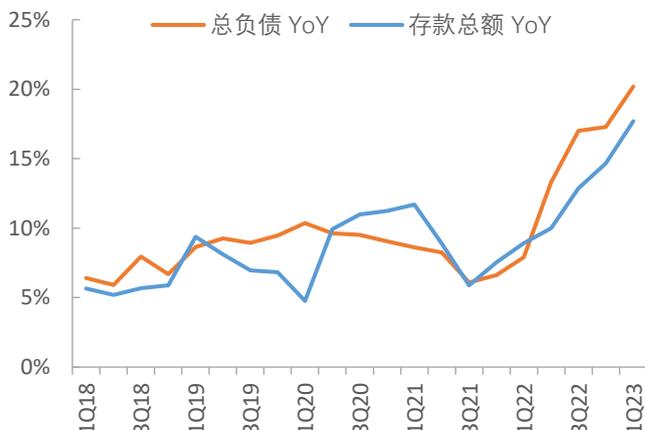
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图24: 农业银行截至 23Q1 总资产、贷款余额同比增速



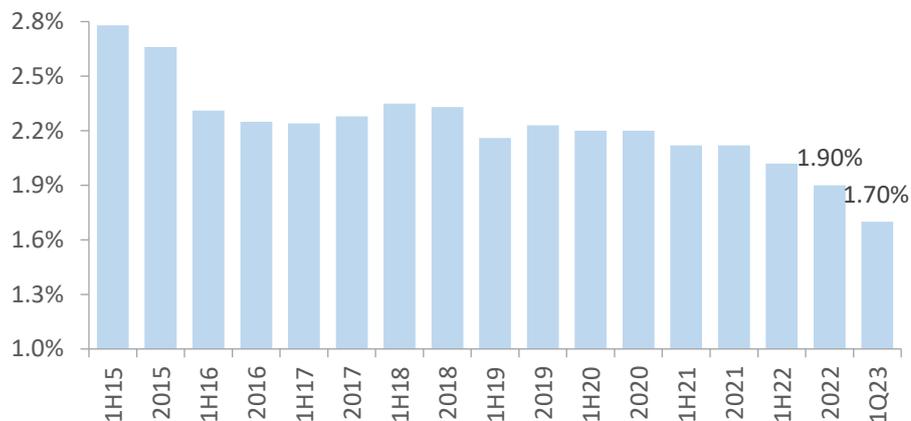
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图25: 农业银行截至 23Q1 总负债、存款总额同比增速



资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图26: 农业银行截至 23Q1 净息差 (披露值)



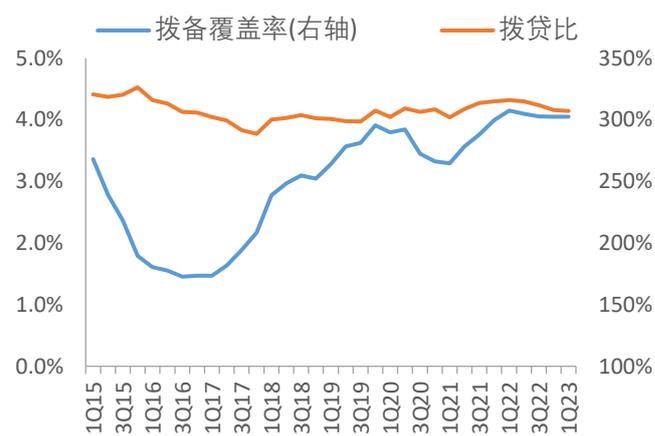
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图27: 农业银行截至 23Q1 不良率



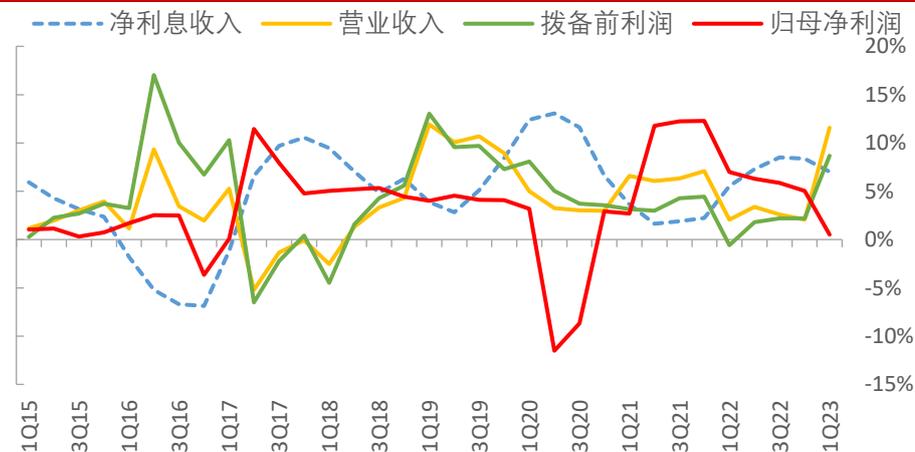
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图28: 农业银行截至 23Q1 拨备情况



资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图29: 中国银行截至 23Q1 业绩同比增速 (累计)



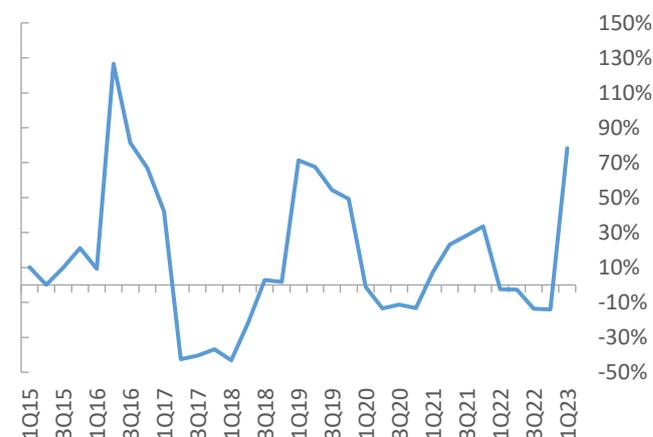
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图30: 中国银行净利息收入、中收同比增速 (累计)



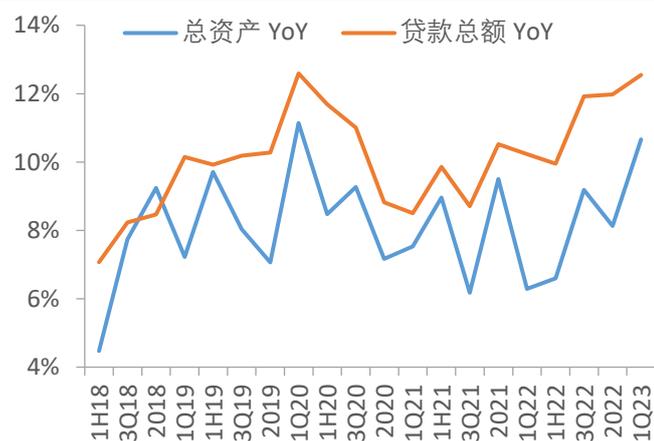
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图31: 中国银行其他非息收入同比增速 (累计)



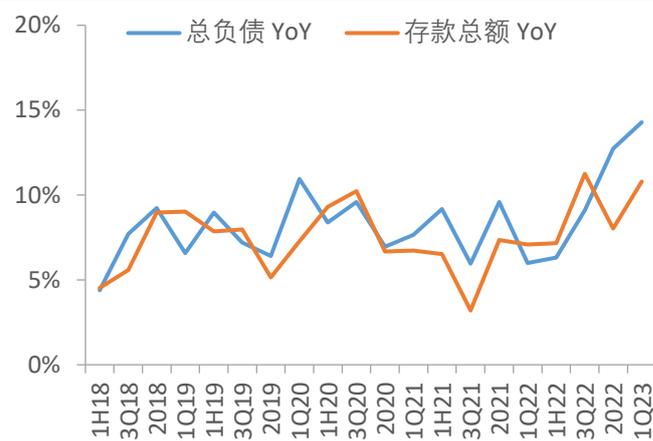
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图32: 中国银行截至 23Q1 总资产、贷款总额同比增速



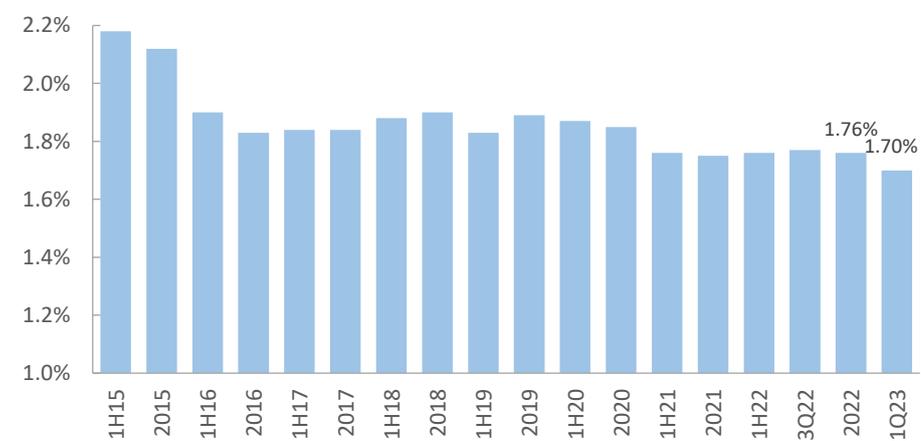
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图33: 中国银行截至 23Q1 总负债、存款总额同比增速



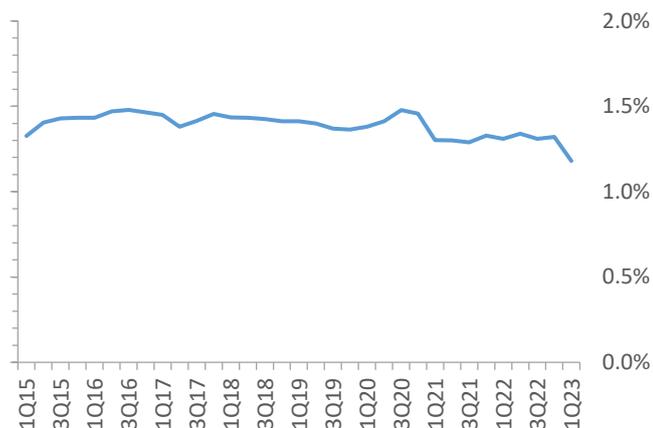
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图34: 中国银行截至 23Q1 净息差 (披露值)



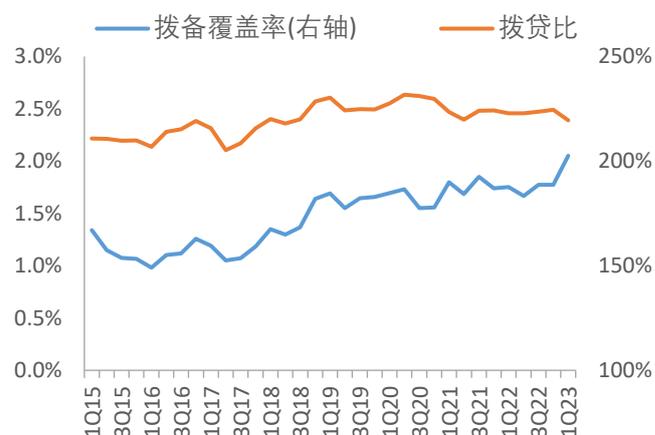
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图35: 中国银行截至 23Q1 不良率



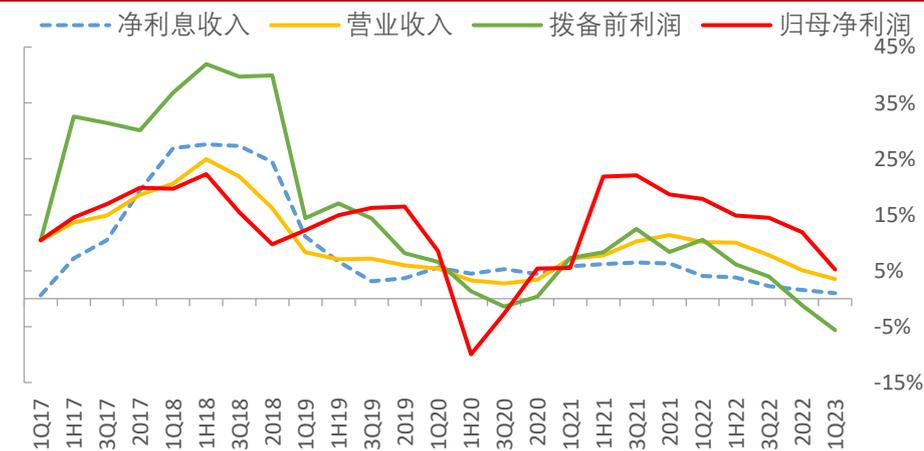
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图36: 中国银行截至 23Q1 拨备情况



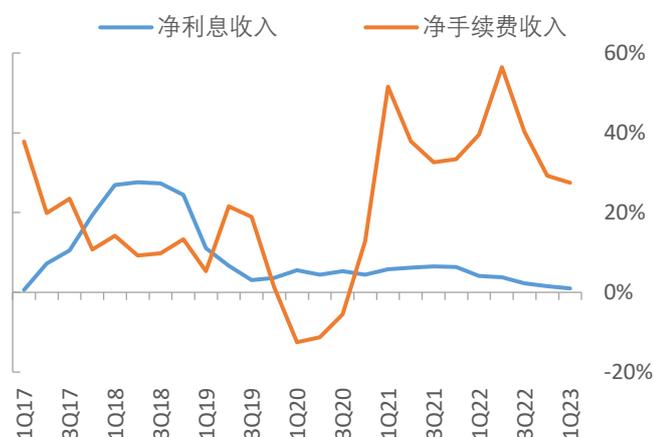
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图37: 邮储银行截至 23Q1 业绩同比增速 (累计)



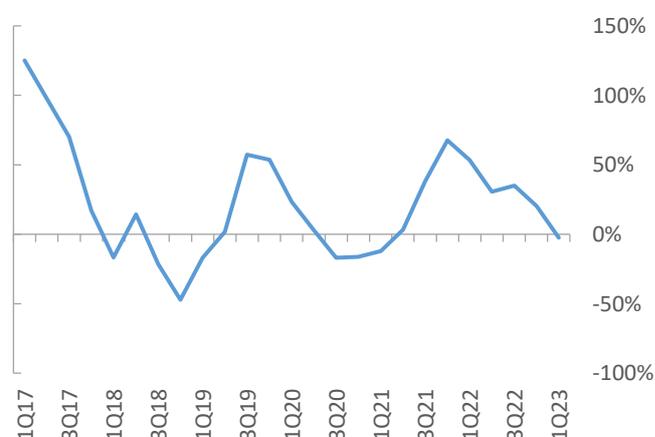
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图38: 邮储银行净利息收入、中收同比增速 (累计)

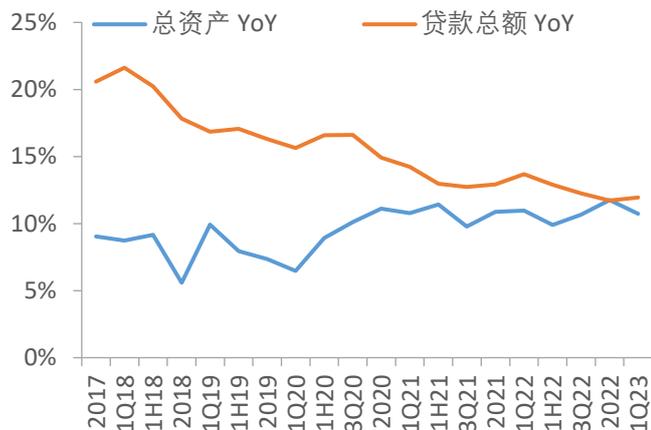


资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

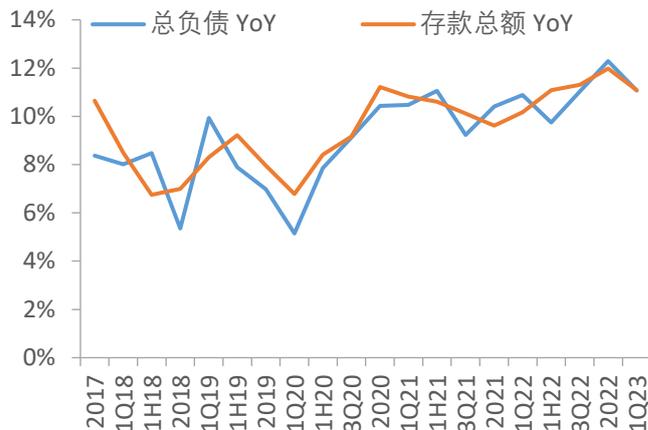
图39: 邮储银行其他非息收入同比增速 (累计)



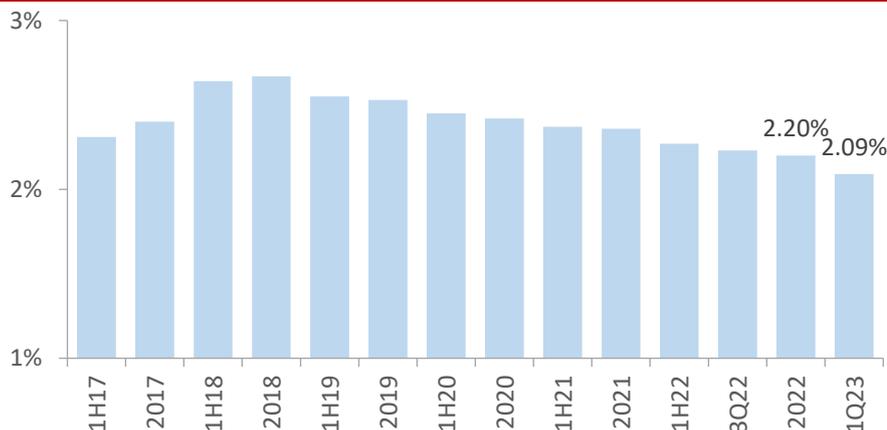
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

**图40: 邮储银行截至 23Q1 总资产、贷款总额同比增速**


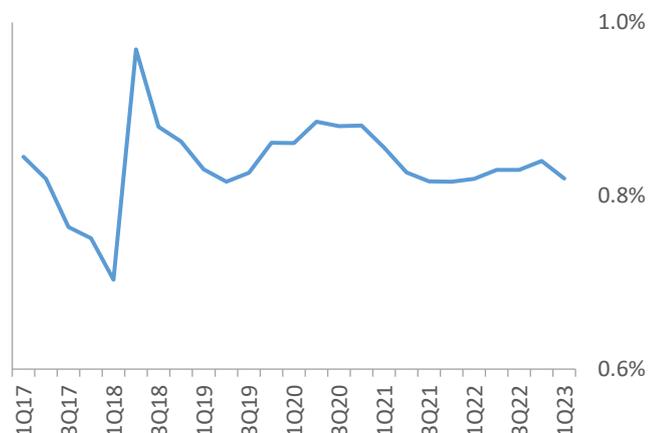
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

**图41: 邮储银行截至 23Q1 总负债、存款总额同比增速**


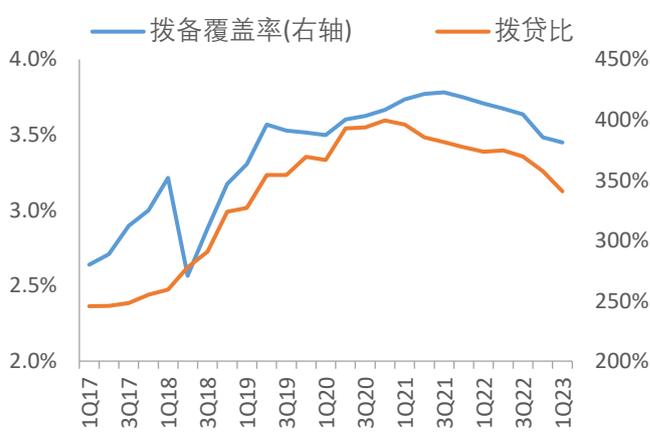
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

**图42: 邮储银行截至 23Q1 净息差 (披露值)**


资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

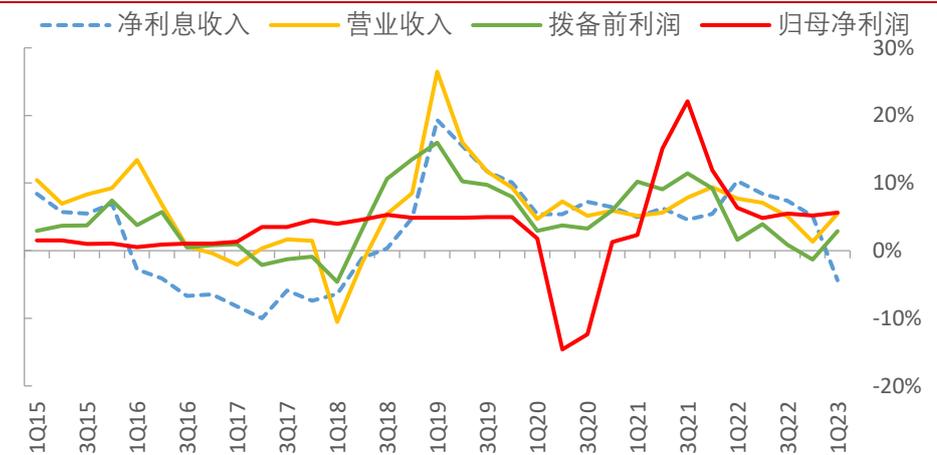
**图43: 邮储银行截至 23Q1 不良率**


资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

**图44: 邮储银行截至 23Q1 拨备情况**


资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图45: 交通银行截至 23Q1 业绩同比增速 (累计)



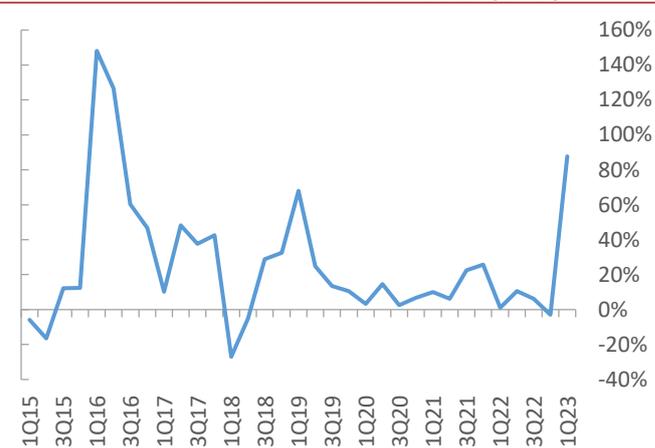
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图46: 交通银行净利息收入、中收同比增速 (累计)



资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图47: 交通银行其他非息收入同比增速 (累计)



资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图48: 交通银行截至 23Q1 总资产、贷款总额同比增速



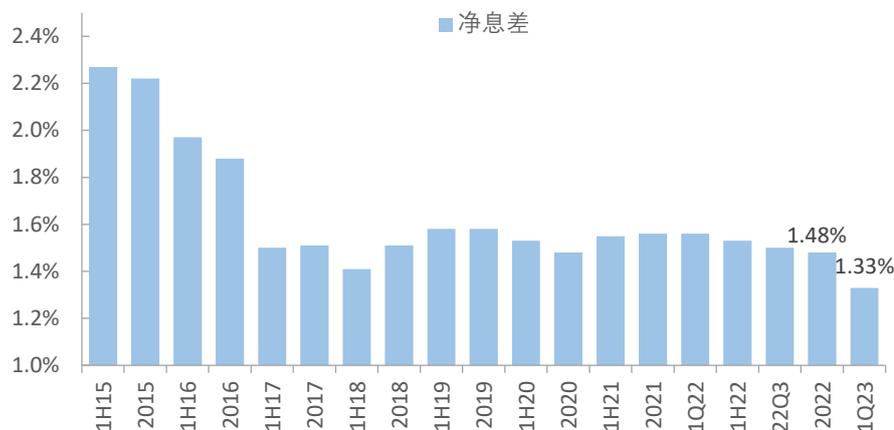
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图49: 交通银行截至 23Q1 总负债、存款总额同比增速



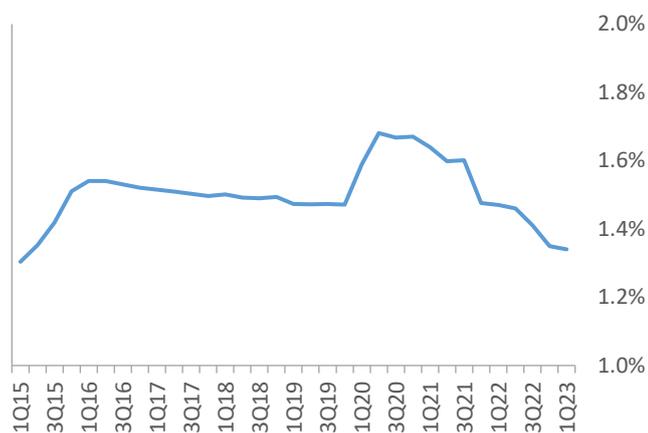
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图50: 交通银行截至 23Q1 净息差 (披露值)



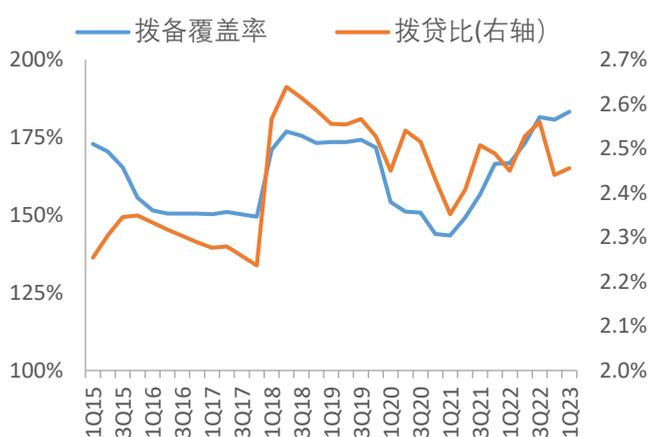
资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图51: 交通银行截至 23Q1 不良率



资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

图52: 交通银行截至 23Q1 拨备情况



资料来源: wind, 公司财报, 民生证券研究院

## 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。本报告清晰准确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。	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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026