

资产质量稳中向好 关注未来基本面改善

——北京银行 (601169) 深度报告

增持 (维持)

2023 年 09 月 27 日

投资要点:

规模增长提速: 近年来, 北京银行坚持“五大转型”, 实现二次创业征程的良好开局。截至 2023 年中期, 总资产规模达到 3.63 万亿元和贷款规模达到 1.93 万亿元, 位于城商行首位。2023 年上半年总资产和贷款较年初分别增长为 7.22% 和 10.14%, 增速明显加快。

贷款结构优化, 零售信贷占比和收入贡献提升: 北京银行信贷结构不断优化, 截至 2023 年中期, 公司贷款和零售贷款的占比分别为 58.5% 和 33.9%, 零售贷款的占比持续提升, 零售 AUM 不断增长, 公司整体收入结构不断优化。同期, 公司零售业务收入占总营收的比重达到 35.9%, 较 2019 年末提升 14.9 个百分点。

对公贷款行业优化, 零售消费贷占比提升: 在服务实体经济, 转型发展的推动下, 普惠小微、科创金融和文化金融, 这些国家重点支持以及北京银行特色经营领域贷款的投放快速增长, 为后续规模扩张提供了基础和动力。另外, 对公存量贷款中, 相对低风险行业贷款占比提升。零售贷款方面, 截至 2023 年中期, 个人消费贷和经营贷的占比合计达到 48.4%, 其中消费贷占比 24.1% 较 2019 年提升 14.4 个百分点。个人消费贷占比的提升, 对稳定零售信贷综合收益率起到了较强的支撑作用。

历史存量包袱逐步出清, 资产质量持续向好: 从近年来信贷的投放区域结构变化情况看, 新增信贷主要投向了北京市、浙江省、山东省、江苏省和深圳市。经济发达地区, 本身受经济波动的影响相对较低, 不良资产的生成概率也相对较低, 有助于保持资产质量的整体稳定。零售信贷方面, 受个人贷款结构调整因素的影响, 零售贷款的不良率持续上升。不过, 综合考虑业务结构的调整, 不良率仍处于行业合理位置。

盈利预测与投资建议: 北京银行资产规模扩张提速, 新增信贷投放聚焦优质区域, 存量包袱逐步出清, 预计资产质量有望保持持续向好趋势。按照北京银行 A 股 9 月 25 日收盘价 4.66 元, 对应 2023 年 0.39 倍 PB, 综合公司当前较低的估值、较高的股息率以及未来基本面的改善预期, 维持增持评级。

风险因素: 银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大, 经济以及相关政策的变动, 都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	66,276	67,021	70,495	75,973
增长比率(%)	0.00	1.13	5.18	7.77
归母净利润(百万元)	24,760	26,690	28,572	30,775
增长比率(%)	11.40	7.79	7.05	7.71
每股收益(元)	1.02	1.11	1.20	1.30
市盈率(倍)	4.59	4.21	3.90	3.58
市净率(倍)	0.43	0.39	0.36	0.34

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	21,142.98
流通 A 股(百万股)	21,142.98
收盘价(元)	4.66
总市值(亿元)	985.26
流通 A 股市值(亿元)	985.26

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

规模扩张提速 资产质量改善
零售业务加快发展 资产质量明显改善
零售业务加快发展

分析师: 郭懿

执业证书编号: S0270518040001

电话: 01056508506

邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

正文目录

1 北京银行新发展战略.....	3
1.1 发展历程及当前股东结构	3
1.2 经营网络以及特色业务	3
1.3 北京银行新发展战略	4
2 近两年规模增长提速，贷款占比提升.....	5
2.1 规模增长提速，信贷占比提升	5
2.2 贷款结构优化，零售信贷占比和收入贡献提升	5
2.3 对公贷款行业优化，零售消费贷占比提升	6
2.4 零售消费贷占比提升，稳定零售贷款收益率	8
2.5 随着经济的复苏，存款活化提升，有助于存款成本的下行	9
2.6 历史包袱逐步出清，资产质量持续向好	10
2.7 资本仍存在补充压力	12
3 财富管理相关业务快速发展，对手续费收入的贡献提升.....	12
3.1 手续费收入结构转变	12
3.2 财富管理相关业务快速发展	13
4 投资策略.....	14
5 风险提示.....	14

图表 1: 北京银行股东持股结构 (单位: 股, %)	3
图表 2: 北京银行贷款地区分布 (单位: %)	3
图表 3: 北京银行战略发展规划及实施路径	4
图表 4: 总资产和贷款增速 (单位: %)	5
图表 5: 贷款和存款的占比逐步提升 (单位: %)	5
图表 6: 零售贷款占比 (单位: %)	6
图表 7: 各项业务收入占比 (单位: %)	6
图表 8: 对公贷款结构 (单位: %)	7
图表 9: 零售贷款结构 (单位: %)	7
图表 10: 新发放贷款加权平均利率 (单位: %)	8
图表 11: 贷款收益率变动 (单位: %)	8
图表 12: 住户和企业定期存款占比 (单位: %)	9
图表 13: 总活期存款占比 (单位: %)	9
图表 14: 北京银行活期存款占比构成 (单位: %)	10
图表 15: 北京银行活期存款占比与上市银行均值对比 (单位: %)	10
图表 16: 不良率和关注率 (单位: %)	10
图表 17: 新增贷款地区投向 (单位: 百万元)	11
图表 18: 零售贷款不良变动趋势 (单位: %)	11
图表 19: 公司核心一级资本充足率 (单位: %)	12
图表 20: 手续费收入结构变化 (单位: %)	13
图表 21: 零售 AUM 规模变化 (单位: 亿元)	13

1 北京银行新发展战略

1.1 发展历程及当前股东结构

北京银行成立于1996年，是全国19家系统重要性银行之一，国内资产规模最大的城市商业银行。2005年引入荷兰ING集团作为战略投资者，成为一家中外资本融合的商业银行。2007年9月在上海证券交易所主板上市。截至2023年中期，第一大股东荷兰安智银行，持股占比13.03%，第二大股东北京市国有资产经营有限责任公司，持股比例8.63%，第三大股东北京能源集团有限责任公司，持股比例8.59%。

图表1: 北京银行股东持股结构 (单位: 股, %)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	荷兰安智银行股份有限公司	2,755,013,100	13.03
2	北京市国有资产经营有限责任公司	1,825,228,052	8.63
3	北京能源集团有限责任公司	1,815,551,275	8.59
4	香港中央结算有限公司	873,641,716	4.13
5	阳光人寿保险股份有限公司-传统保险产品	532,467,815	2.52
6	新华联控股有限公司	522,875,917	2.47
7	三峡资本控股有限责任公司	452,051,046	2.14
8	信泰人寿保险股份有限公司	424,143,608	2.01
9	中国长江三峡集团有限公司	398,230,088	1.88
10	北京联东投资(集团)有限公司	325,872,780	1.54
	合计	9,925,075,397	46.94

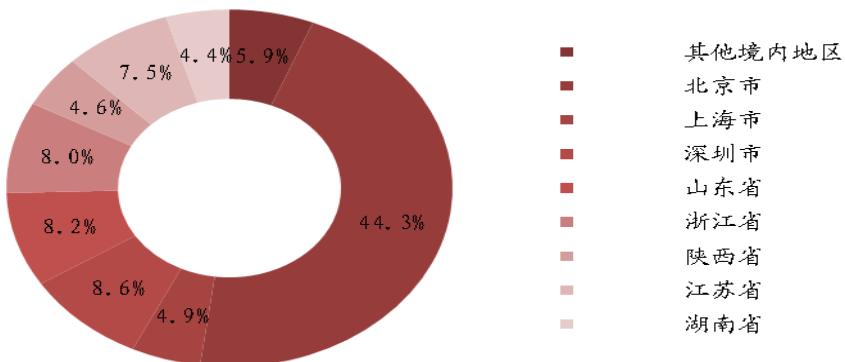
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

1.2 经营网络以及特色业务

北京银行经营网络覆盖北京、天津、石家庄、济南、青岛、上海、南京、苏州、杭州、宁波、深圳、南昌、长沙、西安、乌鲁木齐等全国十余个中心城市，并在香港和荷兰设有代表处。

北京银行坚定“服务地方经济、服务中小企业、服务市民百姓”的发展定位，持续深化金融产品服务创新，在科创金融、文化金融、绿色金融等领域形成了鲜明的服务特色，在儿童金融、数字货币金融、养老金融、新市民金融等“新赛道”积极开展前瞻探索，推出了“短贷宝”“小巨人”“小京卡”“领航e贷”等一系列产品。

图表2: 北京银行贷款地区分布 (单位: %)



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

1.3 北京银行新发展战略

北京银行战略愿景是牢固树立“一个银行，一体数据，一体平台”的理念，积极推动以科技创新为核心的全面创新，践行以数字化转型统领“五大转型”的发展战略，以数据为关键生产要素，以技术为创新驱动源泉，以改革为内生发展动力，以开放为转型文化基因，实现以客户为中心的数字化重构，构建“特色鲜明，结构优质，管理精细，技术领先，风控稳健，持续增长”的发展格局。

图表3：北京银行战略发展规划及实施路径



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

2 近两年规模增长提速，贷款占比提升

2.1 规模增长提速，信贷占比提升

近年来，北京银行坚持以数字化转型统领发展模式、业务结构、客户结构、营运能力、管理方式“五大转型”，实现二次创业征程的良好开局。截至2023年中期，总资产规模达到3.63万亿元和贷款规模达到1.93万亿元，位于城商行首位。2023年上半年总资产和贷款较年初分别增长为7.22%和10.14%，增速明显加快。

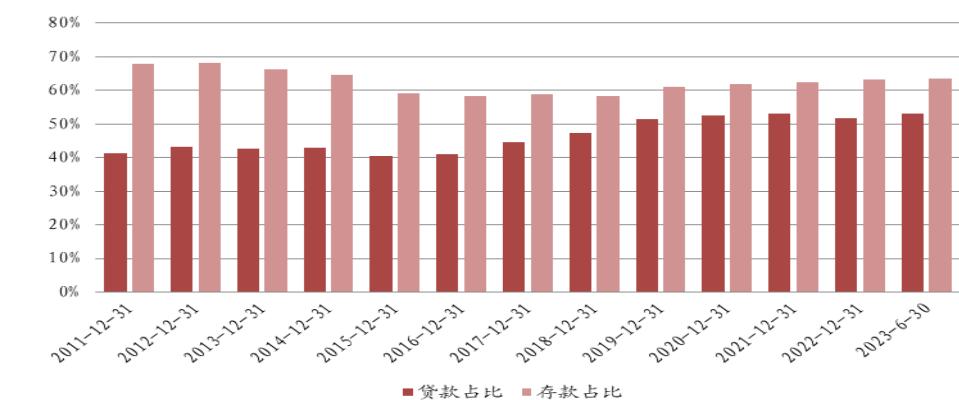
图表4：总资产和贷款增速（单位：%）



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

在服务实体经济、回归主业的政策引导下，公司加大了信贷投放的力度，加快了业务结构调整的节奏，截至2023年中期，贷款占总资产的比重达到53%，重回高位。随着业务结构的调整和优化，负债端存款也实现同步增长，存款占总负债的比重也同步回升，同期，存款占总负债的比重达到63.4%。

图表5：贷款和存款的占比逐步提升（单位：%）



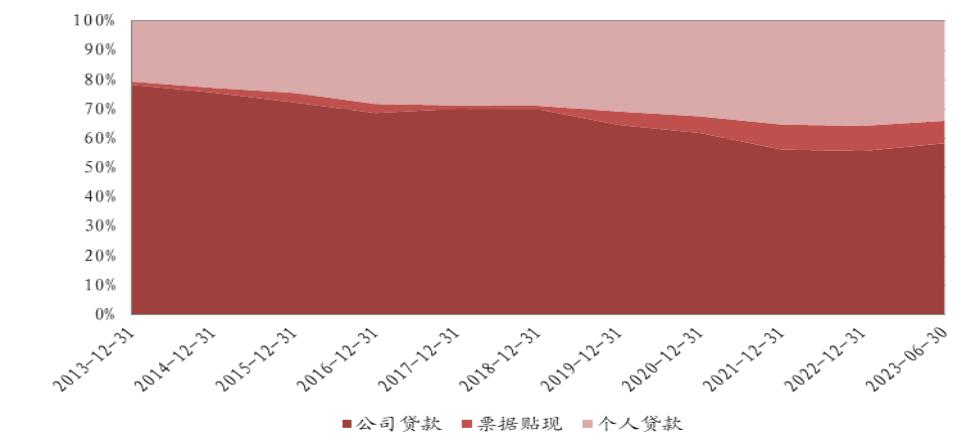
资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

2.2 贷款结构优化，零售信贷占比和收入贡献提升

随着业务转型的不断加快，北京银行信贷结构不断优化，截至2023年中期，公司

贷款和零售贷款的占比分别为58.5%和33.9%，零售贷款的占比持续提升。

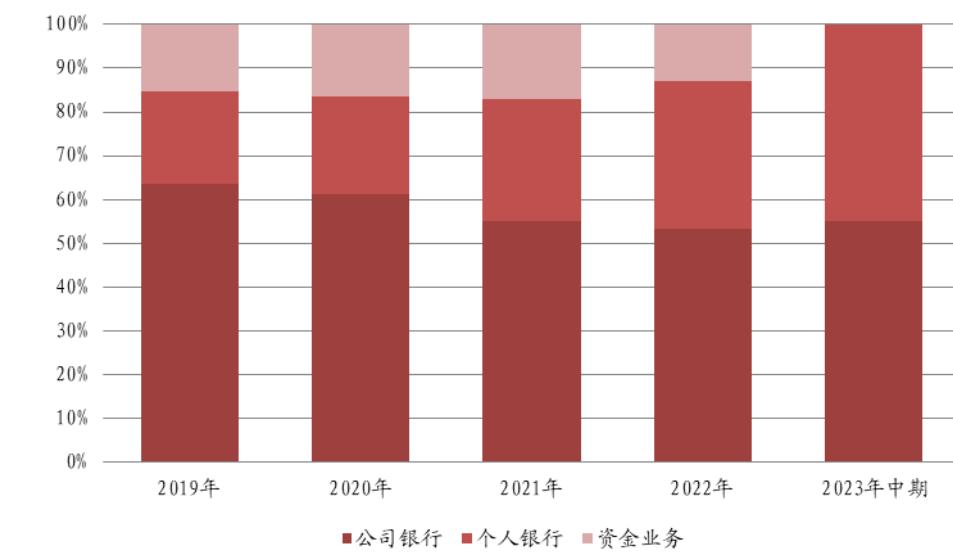
图表6: 零售贷款占比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

随着零售贷款占比的提升,零售AUM不断增长,公司整体收入结构不断优化。截至2023年中期,公司和零售业务收入占总营收的比重分别为44.1%和35.9%,较2019年末分别下降19.5个百分点和提升14.9个百分点。

图表7: 各项业务收入占比 (单位: %)

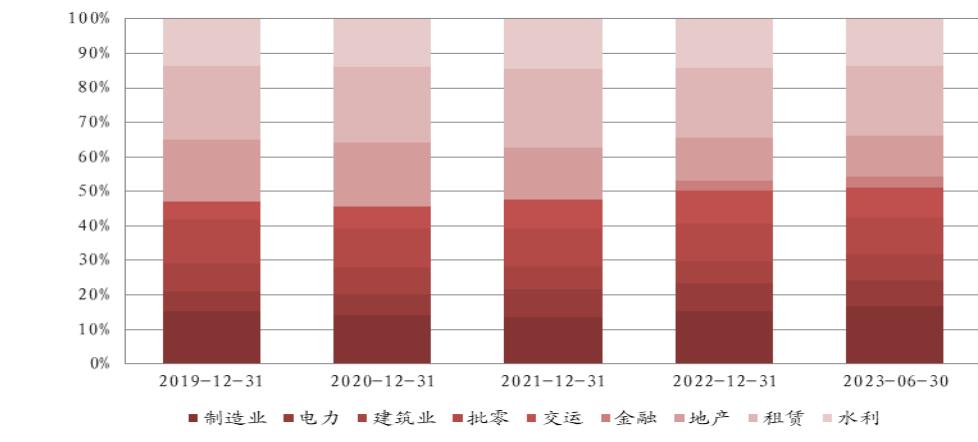


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2.3 对公贷款行业优化, 零售消费贷占比提升

在服务实体经济,转型发展的推动下,北京银行对公贷款的投放结构也做了一定的调整。截至2023年中期,排名前五的行业分别为租赁和商务服务业、制造业、水利、地产和批发零售业,而这前五个行业贷款占对公贷款的比重之和较2019年下降了4.4个百分点,其中主要影响因素是房地产行业贷款,整体规模收缩228亿元。此外,从占比提升幅度的角度看,交通运输、金融业、制造业和电力行业贷占对公贷款的比重提升幅度相对较大,较2019年分别上升3.2、2.8、1.8和1.7个百分点。

图表8: 对公贷款结构 (单位: %)

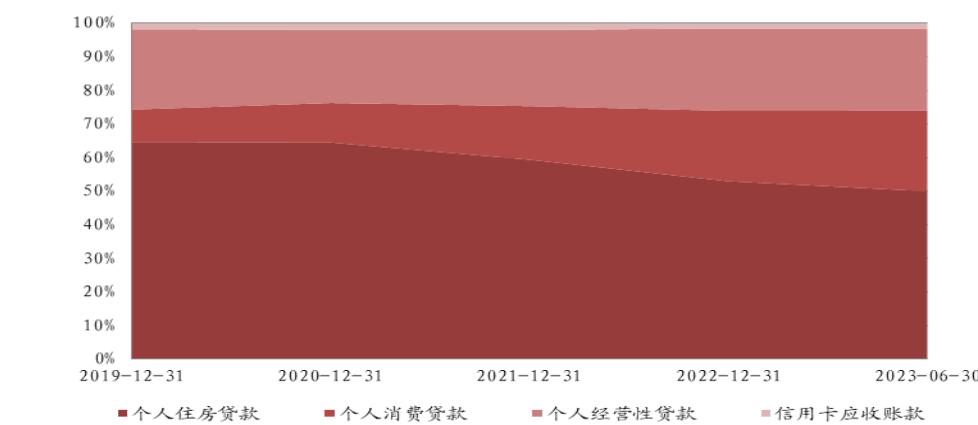


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

对公业务普惠金融和特色金融方面也取得了较大的进步。截至2023年中期, 普惠贷款余额2110.39亿元, 较年初增长22.61%, 普惠小微企业贷款户数32.25万户, 较年初增长7.87%。科创金融余额2482.84亿元, 较年初增长27.48%。文化金融余额858.5亿元, 较年初增长17.89%。绿色贷款余额1413.26亿元, 较年初增长28.38%。这些国家重点支持领域贷款的投放, 为后续信贷投放的增长, 提供了基础和动力。

零售贷款方面, 截至2023年中期, 按揭贷款的占比为50%, 消费贷占比24.1%、经营贷占比24.1%、信用卡贷款占比1.6%。2019年以来, 按揭贷款的占比持续下行, 降幅在14.7个百分点, 个人经营贷和信用卡贷款的占比变化不大, 同期消费贷占比稳步上升, 升幅为14.4个百分点。

图表9: 零售贷款结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

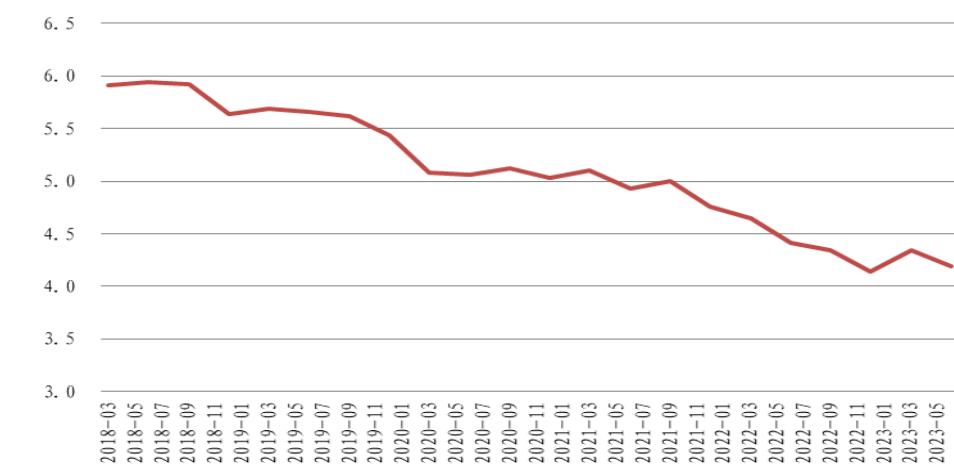
消费贷方面, 公司成立了绿色汽车金融中心, 推出“和贷微车贷”个人汽车贷款产品。业务规模取得突破, 截至2023年中期, 车贷业务规模突破15亿元。此外, 线上京e贷产品包括线上消费京e贷和线上经营京e贷, 截至2023年中期, 规模突

破100亿元，同比增幅达到167%。截至2023年中期，个人消费贷和经营贷的占比合计达到48.4%。

2.4 零售消费贷占比提升，稳定零售贷款收益率

虽然近年来，行业整体落实金融支持实体经济、金融纾困等政策要求叠加贷款报价利率的调整，使得整个贷款端的收益率总体处于下行趋势，从央行货币政策执行报告公布的新发放人民币贷款加权平均利率数据看，2019年末到2023年中期，利率下行达到125BP。

图表10: 新发放贷款加权平均利率 (单位: %)

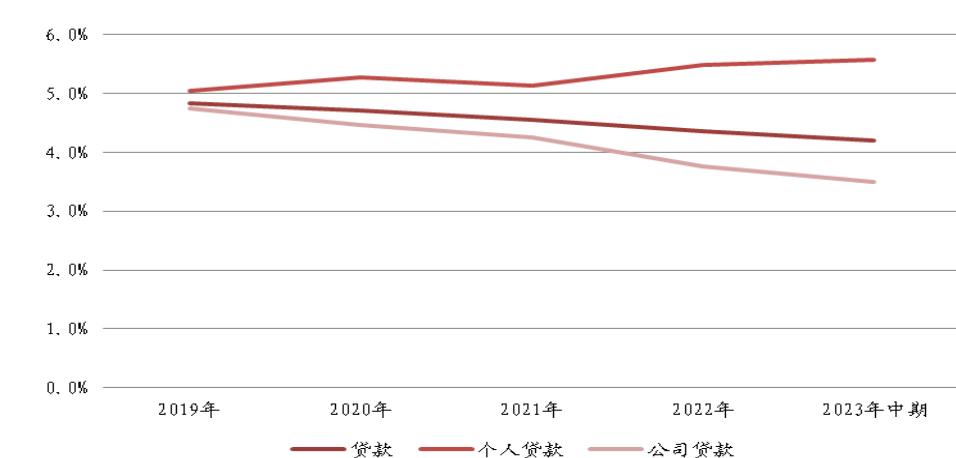


资料来源：央行，万得资讯，万联证券研究所

北京银行近年来的数据看，截至2023年中期年化值计算的贷款端的收益率较2019年下行63BP，同期公司贷款收益率下行125BP，个人贷款收益率则上行了53BP。个人贷款收益率保持稳定并有所上行主要是受到贷款结构调整的推动，个人消费贷占比的提升，对稳定零售信贷综合收益率起到了较强的支撑作用。

另外，从当前贷款端的久期来看，整体保持稳定；而贷款投放结构以及存量按揭重定价的影响因素看，我们预计北京银行贷款收益率的变动幅度或相对较小。

图表11: 贷款收益率变动 (单位: %)



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

2.5 随着经济的复苏，存款活化提升，有助于存款成本的下行

存款方面，行业整体存款的定期化趋势明显，定期存款的占比上升，推升了存款成本，从而抵消了由于宽松环境带来了其他负债成本下行对综合负债成本的正面提振作用。

从央行公布的金融机构各项存款数据看，无论是住户还是企业，定期存款的占比均处于上行态势，截至2023年8月，住户定期存款占住户总存款的比重达到71.6%，而企业定期存款占企业总存款的比重达到67.9%，仍保持稳步上行态势。综合住户端和企业端的数据看，活期存款的占比已经下降到29.8%，较2017年年末的高点40%的占比，已经下降了10个百分点左右。

图表12：住户和企业定期存款占比（单位：%）



资料来源：央行，万得资讯，万联证券研究所

图表13：总活期存款占比（单位：%）



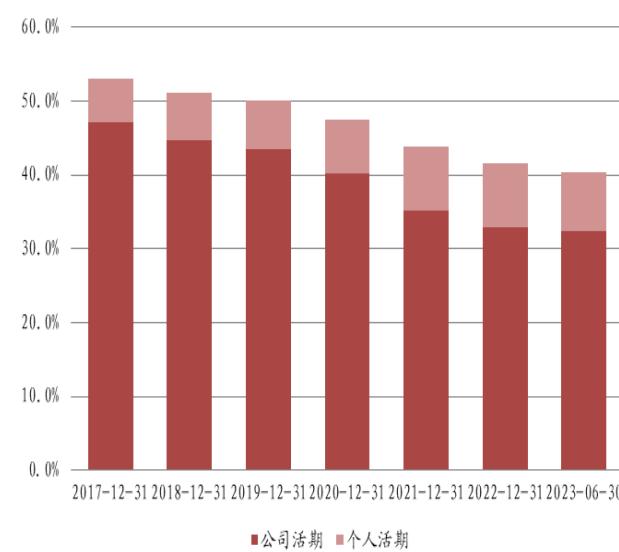
资料来源：央行，万得资讯，万联证券研究所

北京银行2023年中期的数据，活期存款的占比为40.4%，较2017年的最高点53%，也下降了12.6个百分点。从内部结构看，公司活期存款的占比明显下降，降幅在14.8个百分点。个人活期存款的占比略有上升，升幅在2.2个百分点。如果参照行业整体

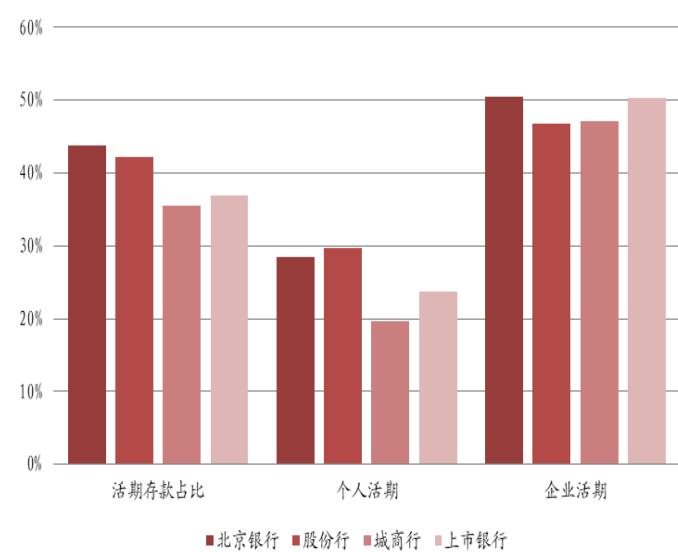
可比口径计算的数据，公司活期存款的占比仍然显著高于行业平均水平，个人活期存款的占比持平于行业均值。

而对比上市银行整体、股份行和城商行均值数据看，北京银行活期存款占比高于上市银行平均水平、也高于股份行和城商行均值。仅个人活期存款占比的数据看，北京银行个人活期存款占比高于上市银行平均水平，介于股份行和城商行均值水平之间偏高位置。企业活期存款占比数据，北京银行企业活期存款占比持平于上市银行平均水平，高于股份行和城商行的平均水平。

图表14: 北京银行活期存款占比构成 (单位: %)



图表15: 北京银行活期存款占比与上市银行均值对比 (单位: %)



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

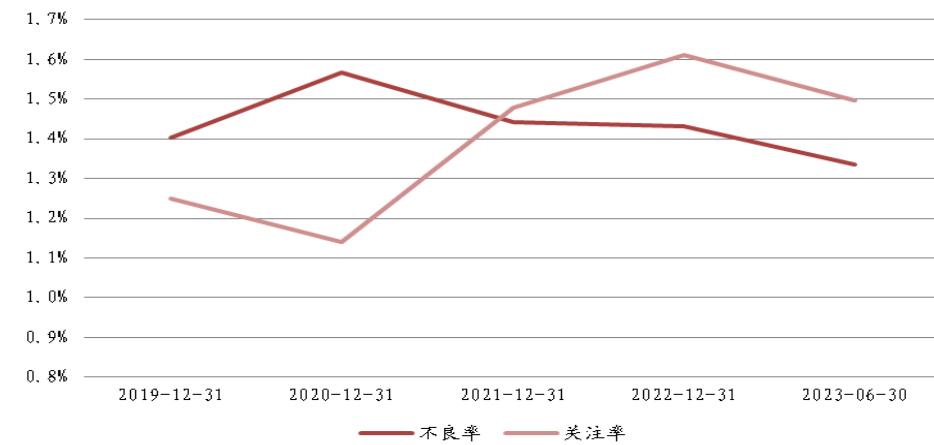
资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

再来看价的因素，从2023年中期的情况看，虽然定期存款的占比持续上升，但是上半年存款成本较年初仍下降6BP，除了受存款利率下调因素影响外，我们预计存款端成本的管控，以及企业端日均存款量的上升也带来了积极影响。未来随着存款利率的下调以及经济逐步复苏后存款活化比例上升，存款综合成本有望保持下行趋势。

2.6 历史包袱逐步出清，资产质量持续向好

过去几年，通过不断的优化信贷业务结构，强化授信审批机制，提升贷后管理质效，加大不良处置力度，深化金融科技赋能等措施，坚持“控大额、控累加、控占比、控限额”的大额授信基本管理原则，严格大额风险暴露准入管理的同时，做好了潜在的风险管控，多措并举推动大额不良资产处置工作，历史存量包袱逐步出清。

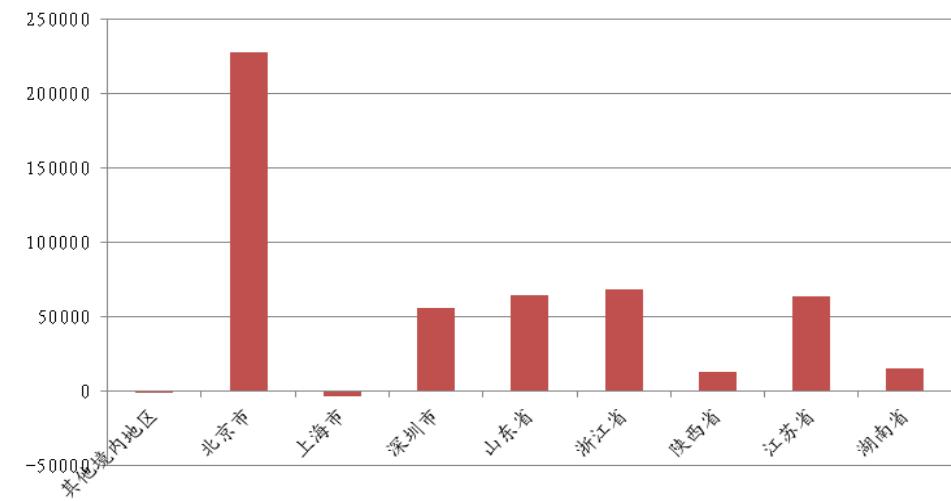
图表16: 不良率和关注率 (单位: %)



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

从近年来信贷的投放区域结构变化情况看，截至2023年中期，新增信贷主要投向了北京市、浙江省、山东省、江苏省和深圳市。另外，除北京外，浙江省、江苏省、山东省和深圳市的存量信贷占比分别较2019年末上升1.8、1.6、1.5和0.7个百分点。经济发达地区，本身受经济波动的影响相对较低，不良资产的生成概率也相对较低，有助于保持资产质量的整体稳定。

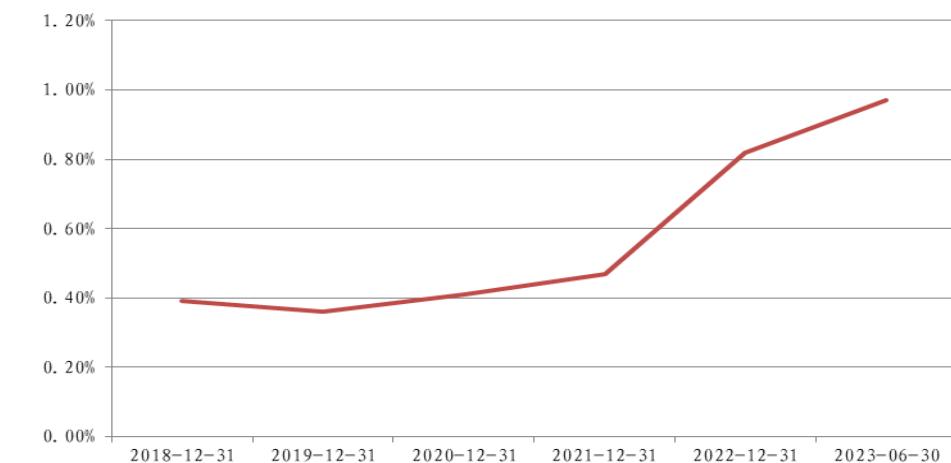
图表17：新增贷款地区投向（单位：百万元）



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

按照过去几年新增贷款的结构看，对公和零售新增分别占比为41.6%和42.2%。其中，对公贷款的新增主要集中在制造业、交通运输及仓储、租赁和商务服务业、金融行业、电力以及水利相关行业，占比分别为9.3%、8.9%、6.8%、6.1%、5.8%和5.6%。零售贷款则集中在个人消费信贷、经营贷以及住房按揭贷款，占比分别为22.3%、10.7%和8.9%。从近几年的数据看，受个人贷款结构调整因素的影响，零售贷款的不良率持续上升。不过，综合考虑业务结构的调整，不良率仍处于行业合理位置。

图表18：零售贷款不良变动趋势（单位：%）



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

2.7 资本仍存在补充压力

近期，由于公司规模扩张提速，信贷较快增长，风险加权资产增加，公司核心一级资本充足率有所下降。截至2023年中期，北京银行的核心一级资本充足率仅为9.19%，较年初下降32BP。如果保持当前的信贷投放结构以及扩张趋势，仍有一定的资本补充压力。

图表19：公司核心一级资本充足率（单位：%）



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

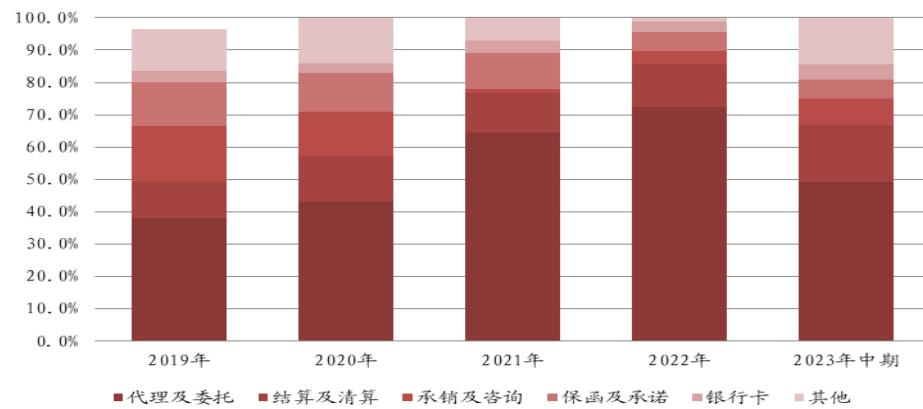
3 财富管理相关业务快速发展，对手续费收入的贡献提升

3.1 手续费收入结构转变

近年来，虽然北京银行手续费净收入占营收的比重整体保持在10%附近，变动不大。不过，随着财富管理相关业务的快速发展，行业整体手续费业务收入来源结构发生了重大变化。在北京银行手续费业务收入构成中，代理及委托业务以及结算和清算业务收入的占比明显上升。截至2023年中期，上述两项业务收入占手续费收入的比重分别为49.1%和17.7%，分别较2019年上升了11.1和6.4个百分点。今年以来由于资本市场的疲弱，代理及委托业务收入有所下滑，如果参考2022年末的数据，整体上升幅

度更大。

图表20: 手续费收入结构变化 (单位: %)



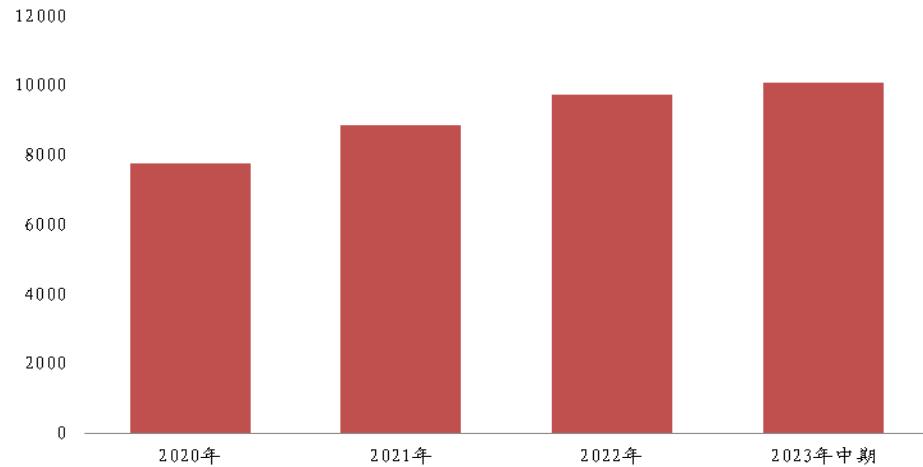
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

3.2 财富管理相关业务快速发展

近年来随着行业整体财富管理业务的快速推动, 北京银行在财富管理领域, 推行“全视角服务, 全时段维护; 全条线引流, 全流程标准化; 全队伍备战, 全产品掌握”的标杆模式。并坚持以数字化转型为统领, 持续夯实以客户体验和价值创造为基础的新零售大财富管理战略体系, 强化财富管理业务发展, 深化客户分层管理体系。

截至2023年中期, 零售客户突破2800万, 较年初增长84.11万户, 贵宾客户数突破90万户, 较年初增长4.23%, 私行客户数达到1.35万户, 较年初增长5.13%, 中高端客户规模再上台阶。信用卡累计客户数535万户, 累计卡量617万张。手机银行用户规模达到1472万户, 同比增长20.7%, MAU达到546万户, 同比增长17.4%。截至2023年6月末, 北京银行零售AUM达到1.01万亿元, 较年初增长3.5%。储蓄存款达到5837亿元, 零售贷款达到6704亿元。此外, 北银理财产品规模2619.38亿元。我们认为随着客户的不断积累, 规模的不断扩大, 将推动零售端大财富管理业务的快速发展。

图表21: 零售 AUM 规模变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

4 投资策略

北京银行在新发展战略的推动下，实现均衡发展，特色业务稳步推进。以数字化转型统领“五大转型”，科技赋能综合金融服务模式，打造科技银行、数字银行、数字货币银行、生态银行、文化银行特色。资产质量方面，随着历史问题的出清，存量资产质量将明显改善，新增贷款主要集中在经济发达地区，整体风险相对较低。

盈利预测假设：

贷款增速保持稳定。我们保守的预估未来三年贷款增速保持在7%左右。如果通过再融资补充资本，有望推动贷款增速的进一步提升。

净息差方面，2023年中期净息差1.54%。虽然当前资产端的定价仍处于下行通道，叠加存量按揭调降的影响，在信贷需求回升前，仍有一定的下行压力。公司通过资产负债结构的调整稳定息差，零售贷款的收益率预计保持稳定，存款成本也得到了有效控制。综合考虑，我们预计未来3年公司整体净息差降幅在5BP左右。

非利息收入方面，手续费收入结构进一步优化，短期受资本市场疲弱等因素的影响，部分业务收入出现明显下滑。不过，从客户总量的增长、中高端客户占比的提升以及零售AUM的增长，未来业务的发展提供了基础。我们预计伴随着市场的回稳，手续费以及其他非息收入等相关业务收入基本已经触底，未来将逐步反弹。

资产质量逐步向好，拨备计提力度下降。随着历史问题逐步出清，资产质量逐步向好，拨备计提力度有所下行。

基于以上假设及预判，我们测算的公司2023年-2025年营收分别为670亿元、705亿元和760亿元，同比增速1.13%/5.18%和7.77%，归母净利润分别为267亿元、286亿元和308亿元，同比增速为7.79%/7.05%和7.71%。综合公司当前较低的估值、较高的股息率以及未来基本面的改善预期，给予公司增持评级。

5 风险提示

银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

公司战略发展推进不及预期；受净资本监管压力影响，规模扩张持续性不及预期；资产端收益率下行超预期以及负债端成本管控不及预期，都会影响净息差变动幅度；资产质量持续改善趋势不及预期等。

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022 年 A	2023 年 B	2024 年 B	2025 年 B
净利息收入	51,458	51,915	54,497	58,695
利息收入	112,449	119,157	126,724	137,128
利息支出	-60,991	-67,242	-72,227	-78,433
非息收入	14,778	15,106	15,998	17,278
营业收入	66,276	67,021	70,495	75,973
业务及管理费	-17,599	-17,797	-18,470	-20,057
拨备前利润	47,929	48,509	51,268	55,106
信用及其他减值损失	-20,910	-18,974	-19,610	-20,997
税前利润	27,019	29,535	31,658	34,109
所得税	-2,089	-2,658	-2,881	-3,087
归母净利润	24,760	26,690	28,572	30,775

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022 年 A	2023 年 B	2024 年 B	2025 年 B
贷款总额	1,797,319	1,923,131	2,038,519	2,160,830
债券投资	1,127,954	1,184,352	1,243,569	1,305,748
同业资产	257,993	283,792	312,172	374,606
资产总额	3,387,952	3,628,066	3,862,513	4,131,745
存款	1,945,020	2,100,622	2,268,671	2,450,165
非存款有息负债	1,071,224	1,131,457	1,172,473	1,232,481
负债总额	3,077,335	3,298,039	3,511,371	3,757,802
所有者权益总额	310,617	330,026	351,142	373,943

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场