

资本充足 资产质量稳健

——沪农商行(601825)首次覆盖

增持(首次)

2023年12月28日

投资要点:

充足的资本为规模扩张提供支撑: 沪农商行资本充足率相关指标高于上市农商行的平均水平。充裕的资本,为公司未来规模的扩张提供支持。
随着战略规划的推进,贷款结构逐步优化: 过去三年,贷款总额占生息资产的比重有所上升。受零售贷款中经营贷的快速增长推动,同期零售贷款占比略有提升。对公贷款端,公司持续优化信贷结构,压降房地产相关贷款,同期,信息技术以及制造业的贷款占比明显提升。零售贷款方面,按揭贷款的占比下降,但仍高于农商行平均水平;个人经营贷和消费贷占比分别较2019年末提升了23.5和5.4个百分点。

净息差受重定价因素影响持续收窄: 近年来,随着公司零售转型以及普惠金融等战略的逐步推进,信贷结构逐步优化,体现为零售贷款占比的上升,以及企业端贷款行业分布更加均衡,使得贷款端的整体收益率下行幅度明显低于行业均值。负债端,存款占比息负债的比重、活期存款占比以及企业存款占比均高于上市农商行的平均水平,使得沪农商行综合存款成本持续低于上市农商行均值。未来受行业趋势性因素的影响,潜在的重定价等因素对资产端收益率形成负面拖累,但是从需求的角度看,上海市作为经济发达地区,融资需求相对较为旺盛,新发放贷款的收益率或好于同业。而负债端,由于企业存款占比高,预计随着宏观经济的回暖,存款活化率有望快速提升。

区域优势决定资产质量大方向: 由于沪农商行主要业务集中于上海地区。其中,90%以上的贷款集中在上海地区。资产质量整体相对较好,不良率和关注率均较低。信用成本率均值仅为0.85%,不良生成率均值仅为0.34%。我们估计未来拨备计提力度下行空间有限,对当期利润释放的支撑作用或下行。

盈利预测与投资建议: 我们测算的公司2023年-2025年营收同比增速6.2%/6.58%/9.48%,归母净利润同比增速为9.35%/9.08%/11.23%。当前公司股价对应的静态PB估值在0.5倍,低于上市农商行平均估值水平。按照2022年末分红和当前股价计算的股息率在5.9%。考虑到公司稳健的资产质量,充足的资本,首次覆盖,给予公司增持评级。

风险因素: 净息差收窄超预期;资产质量波动超预期等。

基础数据

总股本(百万股)	9,644.44
流通A股(百万股)	4,621.76
收盘价(元)	5.75
总市值(亿元)	554.56
流通A股市值(亿元)	265.75

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

分析师: 郭懿

执业证书编号: S0270518040001

电话: 01056508506

邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,627	27,216	29,008	31,757
增长比率(%)	6.05	6.20	6.58	9.48
归母净利润(百万元)	10,974	12,000	13,089	14,559
增长比率(%)	13.16	9.35	9.08	11.23
每股收益(元)	1.14	1.24	1.36	1.51
市盈率(倍)	4.99	4.57	4.19	3.76
市净率(倍)	0.54	0.50	0.46	0.42

数据来源: 携宁科技云估值,万联证券研究所

正文目录

1 沪农商行的发展历程及未来三年发展战略.....	3
1.1 公司发展历程及当前股东结构	3
1.2 公司经营网络以及特色业务	3
1.3 沪农商行新发展战略	4
2 充足的资本为未来的规模扩张提供支撑.....	4
2.1 充足的资本为未来的规模扩张提供支撑	4
2.2 随着战略规划的推进，贷款结构逐步优化	5
3 净息差受重定价因素影响持续收窄	7
4 零售业务收入贡献度提升.....	9
4.1 零售业务收入贡献度提升	9
4.2 手续费业务收入结构优化	10
5 区域优势决定资产质量大方向.....	11
6 盈利预测及投资策略.....	13
7 风险提示.....	14

图表 1: 沪农商行股东持股结构 (单位: 股, %)	3
图表 2: 网点数量对比 (单位: 家)	4
图表 3: 贷款投向分布占比 (单位: %)	4
图表 4: 核心一级资本充足率 (单位: %)	5
图表 5: 规模同比增速 (单位: %)	5
图表 6: 贷款占生息资产的比重 (单位: %)	6
图表 7: 截至 2023 年末贷款结构 (单位: %)	6
图表 8: 企业贷款行业分布图 (单位: %)	7
图表 9: 零售贷款结构 (单位: %)	7
图表 10: 贷款收益率 (单位: %)	8
图表 11: 新发放贷款利率 (单位: %)	8
图表 12: 个人客户数和管理个人客户金融资产规模 (单位: 万户, 亿元)	10
图表 13: 手续费收入结构 (单位: %)	11
图表 14: 不良率 (单位: %)	11
图表 15: 个人贷款不良率 (单位: %)	12
图表 16: 信用成本率 (单位: %)	12
图表 17: 不良生成率 (单位: %)	12
图表 18: 拨备覆盖率 (单位: %)	13

1 沪农商行的发展历程及未来三年发展战略

1.1 公司发展历程及当前股东结构

沪农商行成立于2005年8月，由原上海市农村信用合作社联合，14家区县联社，219家基层信用社共234家上海农村信用合作社法人机构改制而成。2007年9月，公司通过定增引入海外战略投资者澳新银行。2010-2018年，公司通过多次增资扩股进一步扩充注册资本至上市前的86.8亿元。2021年8月，公司在A股上市。截至2023年6月末，第一大股东上海国有资产经营有限公司，持股占比9.29%，中国远洋海运集团有限公司和宝山钢铁股份有限公司并列第二，持股比例均为8.29%。

图表1:沪农商行股东持股结构(单位:股, %)

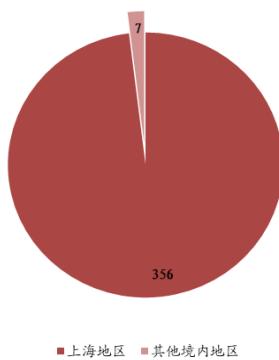
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	上海国有资产经营有限公司	895,796,176	9.29
2	中国远洋海运集团有限公司	800,000,000	8.29
2	宝山钢铁股份有限公司	800,000,000	8.29
3	上海久事(集团)有限公司	744,766,946	7.72
4	中国太平洋人寿保险股份有限公司	560,000,000	5.81
5	上海国盛集团资产有限公司	476,001,214	4.94
6	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	474,048,921	4.92
7	太平人寿保险有限公司	414,904,000	4.30
8	上海申迪(集团)有限公司	357,700,000	3.71
9	览海控股(集团)有限公司	336,000,000	3.48
	合 计	5,859,217,257	60.75

资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

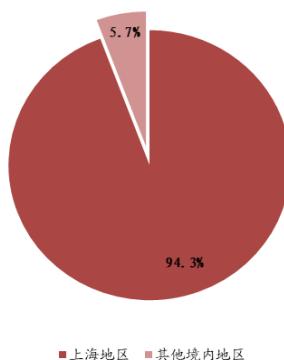
1.2 公司经营网络以及特色业务

截至2023年6月末，沪农商行共有363家分支机构，其中：上海地区分支机构356家，其中，上海郊区网点占比超过75%；上海以外地区分支机构7家。其中，这7家分布于浙江省嘉善县2家，湖南省湘潭县3家，江苏省昆山市2家。从实际贷款的投放地区分布看，截至2023年中期，上海地区投放占比达到94.3%。

图表2:网点数量对比 (单位: 家)



图表3:贷款投向分布占比 (单位: %)



资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

沪农商行作为一家扎根上海地区，立足本地的法人银行，坚持以“服务三农、服务小微、服务科创”作为立行之本，积极开展普惠金融服务活动。

科创金融作为公司的特色业务，近年来实现了快速发展。目前总行层面成立沪上首个总行级的科技金融事业部，与张江科技支行现有业务和模式有机融合，形成合力，逐步打造成为科技金融产品创新与机制优化的研发中心和科技专营团队孵化器。截至2023年6月末，科技型企业贷款余额832.5亿元，较上年末增长120.38亿元，增幅16.9%，贷款余额占比达到19.03%，较上年末上升1.46个百分点。科技型企业贷款客户数3074户，这些企业集中于制造业、信息传输、软件和信息技术服务业、科学研究和基数服务业等行业，户数占比分别为55.89%、16.66%和8.95%。科技型中小企业贷款余额及贷款户数占比分别为79.79%、97.17%；科技型企业无抵押类贷款余额占比61.11%；科技型企业中长期贷款余额占比40.62%。另外，科技型企业贷款户均余额进一步降低，其中单户余额1000万元及以下的企业户数占比74.11%，较上年末提升1.67个百分点。

1.3 沪农商行新发展战略

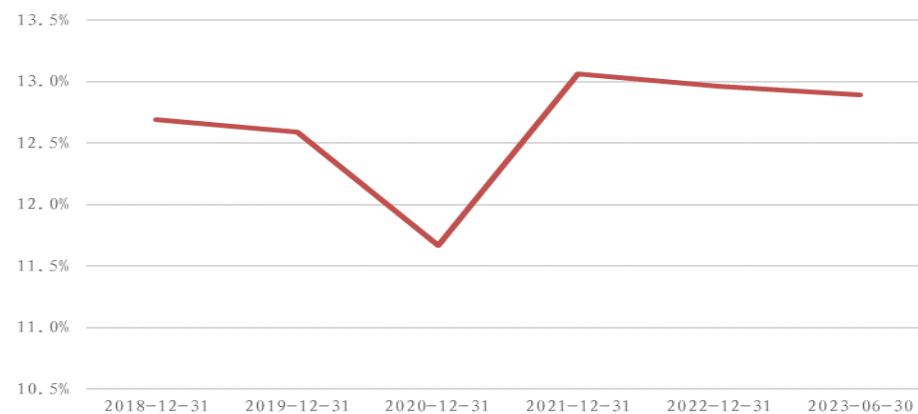
2023年是沪农商行新一轮三年发展战略的开启之年，持续推进“坚持客户中心、坚守普惠金融和坚定数字转型”三大核心战略，打造以财富管理为引擎的零售金融服务体系、以交易银行为引擎的综合金融服务体系、以三农金融为本色的普惠金融服务体系、以科创金融为特色的科技金融服务体系、以绿色金融为底色的可持续发展金融服务体系五大金融服务体系。

2 充足的资本为未来的规模扩张提供支撑

2.1 充足的资本为未来的规模扩张提供支撑

截至2023年6月末，沪农商行核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为12.9%、12.92%和15.33%，高于上市农商行的平均水平，也高于A股上市银行整体平均水平。

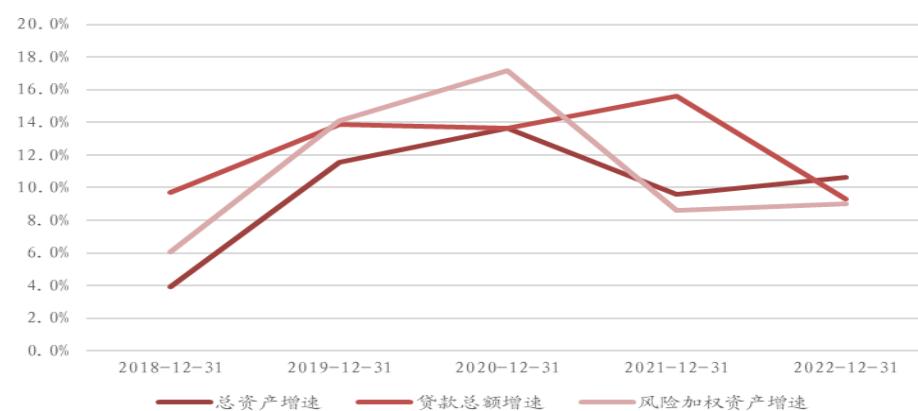
图表4:核心一级资本充足率 (单位: %)



资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

当前较高的资本，为公司未来业务的发展提供了有力的支持。过去三年（2020年-2022年），沪农商行的总资产复合增速为11.3%，贷款总额的复合增速为12.8%，同期风险加权资产的复合增速为11.5%。

图表5:规模同比增速 (单位: %)

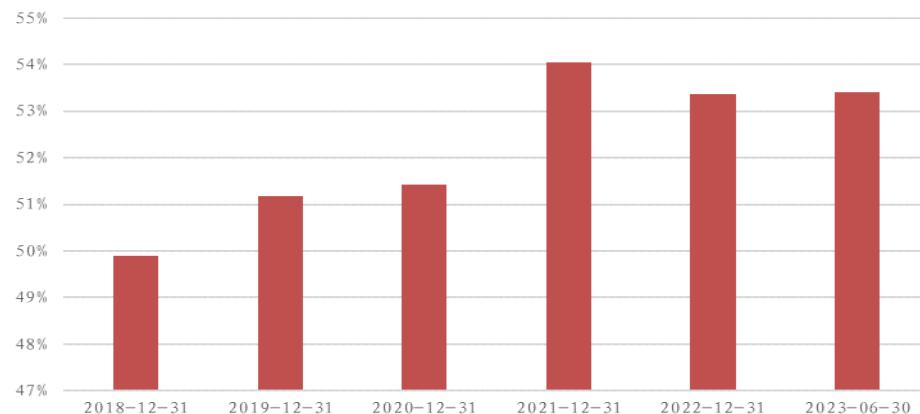


资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

2.2 随着战略规划的推进，贷款结构逐步优化

随着贷款增速的提升，贷款总额占生息资产的比重有所上升。截至2023年6月末，贷款占生息资产的比重为52%，较农商行平均54%的占比略低。而金融投资的占比35%，持平于农商行均值。

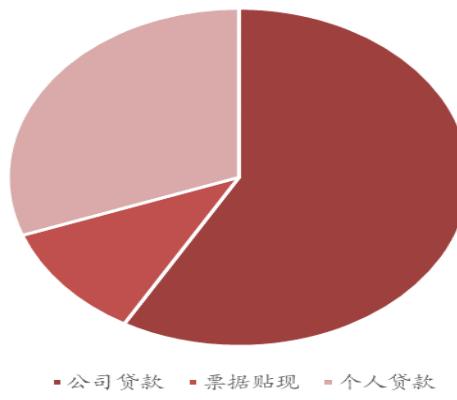
图表6:贷款占生息资产的比重 (单位:%)



资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

从贷款的内部结构看，截至2023年6月末，企业贷款占贷款总额的比重为58%，零售贷款的占比为30.6%。过去三年，2020年和2021年由于受零售贷款中经营贷的快速增长推动，同期零售贷款占比提升，进入2022年受行业整体零售信贷增速放缓因素的影响，零售贷款的增速回落，与此同时零售贷款的占比也略有下行。

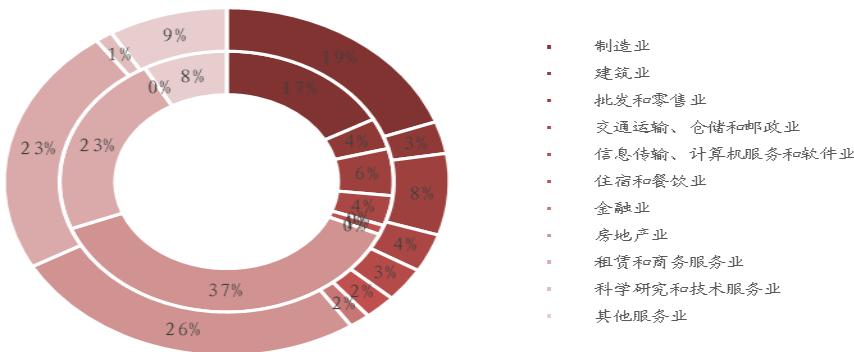
图表7:截至 2023 年末贷款结构 (单位: %)



资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

此前，沪农商行企业贷款以大中型企业贷款为主，按照2019年的企业贷款行业分布数据看，主要集中在房地产业、租赁和商务服务业，上述两个行业的信贷占比达到59.3%。近三年来，公司持续优化信贷结构，压降房地产相关贷款。截至2022年末，房地产业和租赁商务服务业贷款的占比之和已经下降至49.5%，降幅9.8个百分点。相应，信息技术以及制造业的贷款占比明显提升。

图表8:企业贷款行业分布图 (单位: %)



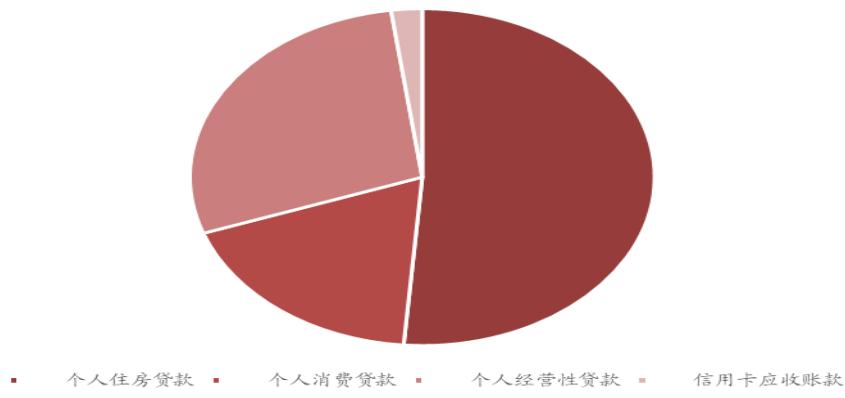
资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

注：内环为2019年数据，外环为2022年数据

从公司科创金融业务推动的情况看，沪农商行通过“创投型”金融思维，为生物医药，人工智能等具有核心技术的早中期科技型企业提供融资支持，助力战略性新兴产业发展。科技型企业贷款客户中近80%为高新技术、专精特新、科技型中小企业等委办认证名单企业。

零售贷款方面，近年来按揭贷款的占比持续下行，截至2023年中期，占比为51%，仍高于农商行35%的平均水平。另外，近年来，个人经营贷增长明显提速，截至2023年中期，个人经营贷余额达到602亿元，在零售贷款余额中的占比上升至28.3%，占比较2019年末提升了23.5个百分点。消费贷余额390亿元，占比18.3%，占比较2019年末上升5.4个百分点。信用卡贷款占比2.2%，较2019年末下降5个百分点。

图表9:零售贷款结构 (单位: %)

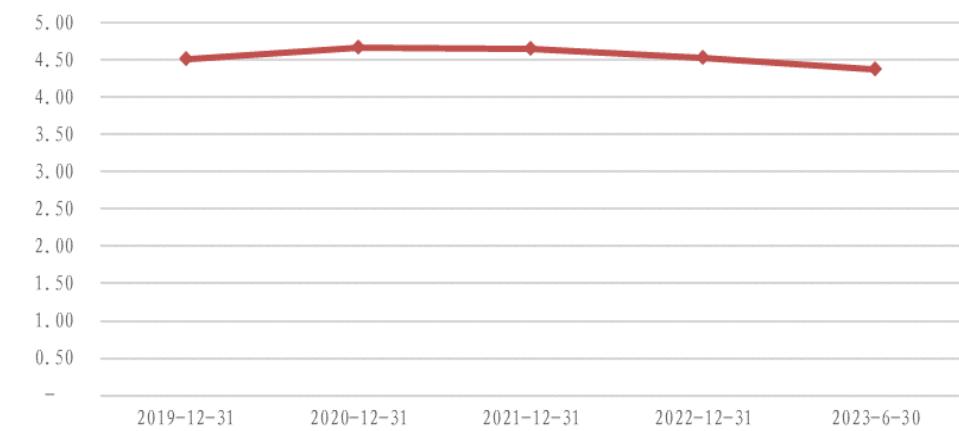


资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

3 净息差受重定价因素影响持续收窄

从历史数据看，由于企业贷款占比相对较高，且以大中型企业为主，使得沪农商行的综合贷款收益率更接近国有大行的水平。近年来，随着公司零售转型以及普惠金融等战略的逐步推进，信贷结构逐步优化，体现为零售贷款占比的上升，以及企业端贷款行业分布更加均衡，使得贷款端的整体收益率在利率下行周期，利率下行幅度明显低于行业均值。截至2023年6月末，年化值计算的贷款端的收益率较2019年下行14BP，同期公司贷款收益率下行54BP，个人贷款收益率则上行了63BP。

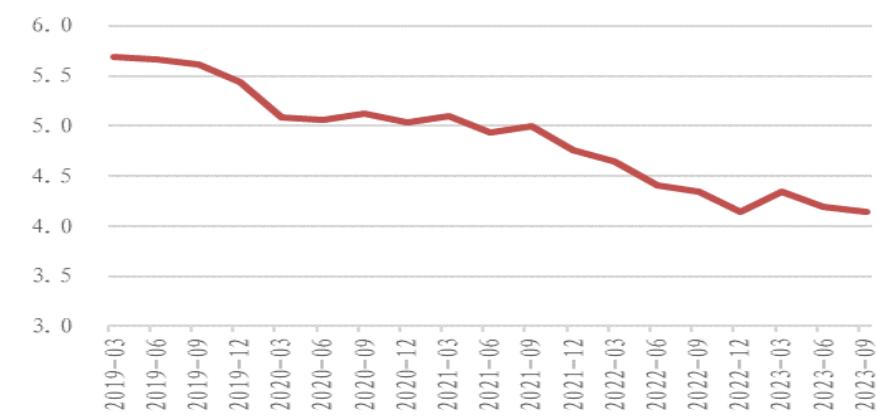
图表10:贷款收益率 (单位: %)



资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

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年三季度末，利率下行达到130BP。展望2024年，我们预计随着存量贷款的重定价，整个贷款的收益率仍将进一步下行。而新发放贷款的收益率则受宏观经济需求回暖节奏影响，有所波动。从结构上看，我们预计在财政持续发力的背景下，配套融资需求的占比仍较高，企业贷款仍保持较高增长。沪农商行贷款端整体收益率仍将下行。

图表11:新发放贷款利率 (单位: %)



资料来源：央行，万得资讯，万联证券研究所

负债端，存款占计息负债的比重在80%左右，略高于上市农商行的平均水平。从活期存款的占比情况看，截至2023年6月末，沪农商行存款的活期率为33.5%，高于上市农商行平均水平3.2个百分点。另外，企业存款占总存款的比重为42%，较上市农商行的平均水平高出11个百分点。

公司纵向数据比较，沪农商行2023年6月末，活期存款的占比为33.5%，较2017年的最高点43.7%，也下降了10.2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10.1个百分点，同期个人定期存款的占比明显上升，升幅在9.2个百分点。由于活期存款和企业存款的占比均相对较高，因此，沪农商行的存款成本率低于上市农商行的整体水平。

存款定价方面，截至2023年6月末，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4BP，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。

综合来看，相对较高的活期率以及较高的企业存款占比，使得沪农商行综合存款成本持续低于上市农商行的平均水平。

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。结合当前行业整体情况，存量角度数据显示，截至2023年10月末，住户定期存款占比达到71.9%，企业定期存款占比达到68.8%。存款定期化趋势仍未逆转。存款定期化趋势与资本市场低迷，叠加风险偏好较低，包括11月前后债券市场的波动带来的净值影响等因素有关。

央行多次表示，要发挥存款利率市场化调整机制作用，引导主要银行下调长端存款利率，缓解存款定期化、长期化倾向。近期各家国有大行主动调降了存款利率。这是2023年内第三次下调存款利率。对比前两次的下调情况，本次下调力度和广度还是相对较大的。另外，本轮存款降息实际是起始于2022年9月，目前为止调整了4次。展望2024年，预计仍会有存款调降的政策出台，此外，随着债务问题的缓解，宏观经济回升以及资本市场的好转，企业和居民投资消费动力也将相应增强，存款定期化趋势将得以逆转。

截至2023年中期，沪农商行的净息差为1.72%，处于行业相对较低位置。未来受行业趋势性因素的影响，净息差仍有下行的空间，整体下行幅度或基本与行业保持一致。

4 零售业务收入贡献度

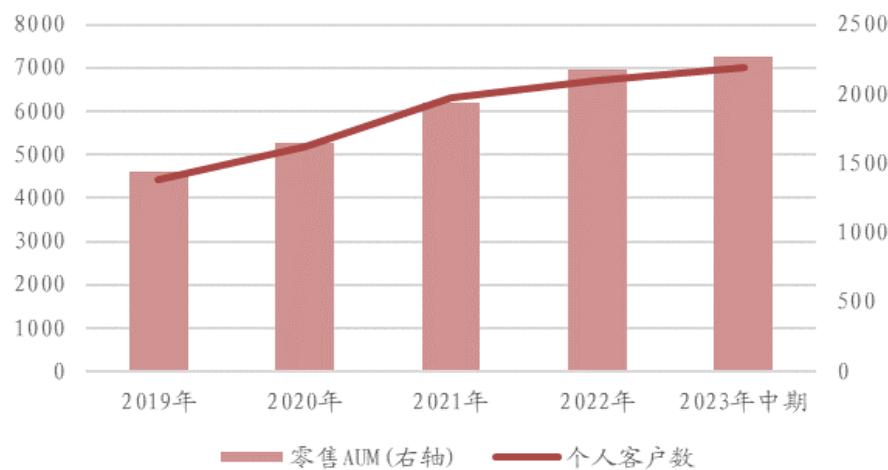
4.1 零售业务收入贡献度提升

随着零售贷款结构的优化、内部转移定价的支持，以及手续费收入的快速增长，

共同推动了零售业务收入的高增，对营业收入贡献度相应提升。截至2022年末，零售业务的收入贡献度达到35%，较2019年提升9个百分点。

零售业务方面，除了信贷结构的优化，个人经营贷实现较快增长外，个人客户数以及管理个人客户金融资产规模也实现了较快增长。过去三年，个人客户数从2019年末的1384万户上升到2022年末的2094万户，同期管理个人客户金融资产的AUM从2019年末的4593亿元上升至2022年末的6967亿元。

图表12:个人客户数和管理个人客户金融资产规模(单位:万户,亿元)

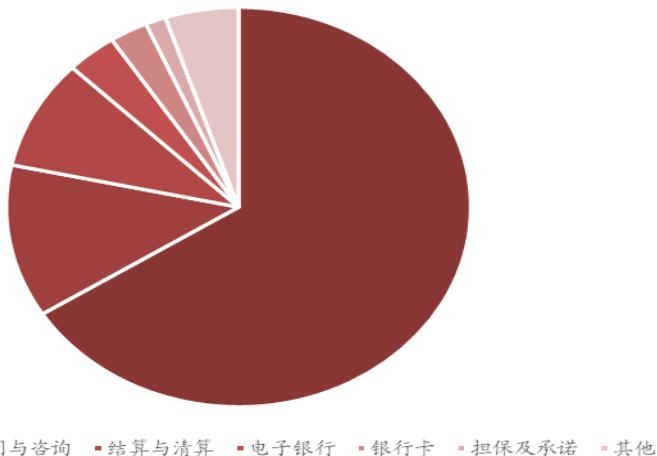


资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

4.2 手续费业务收入结构优化

受减费让利、净值化转型以及资本市场波动等因素的影响，过去三年，沪农商行的手续费收入并没有实现明显增长。不过，从内部结构看，代理业务收入占比明显提升，从2019年末的56%提升到2022年末的66%。其中，主要是沪农商行积极推进零售转型战略，加大财富类代销产品的销售规模，代销手续费收入增长明显。

图表13:手续费收入结构 (单位: %)



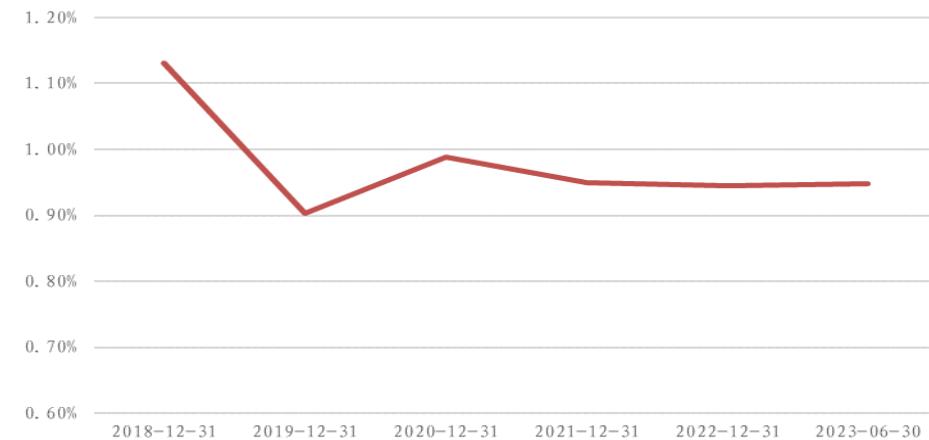
资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

5 区域优势决定资产质量大方向

由于沪农商行主要业务集中于上海地区。其中，90%以上的贷款集中在上海地区。因此，沪农商行的资产质量与上海地区整体经济环境密切相关。而上海市本身经济发达，上海市商业银行的不良率本身远低于全国的平均水平。另外，从沪农商行的历史数据看，其分布于上海地区的贷款不良率与上海市商业银行的整体不良率基本持平。

截至2023年中期，沪农商行不良率为0.95%，关注率0.8%，均低于农商行的平均水平，也低于上市商业银行的平均水平。同期，逾期率1.36%，略高于农商行的平均水平，但是低于上市商业银行的平均水平。

图表14:不良率 (单位: %)

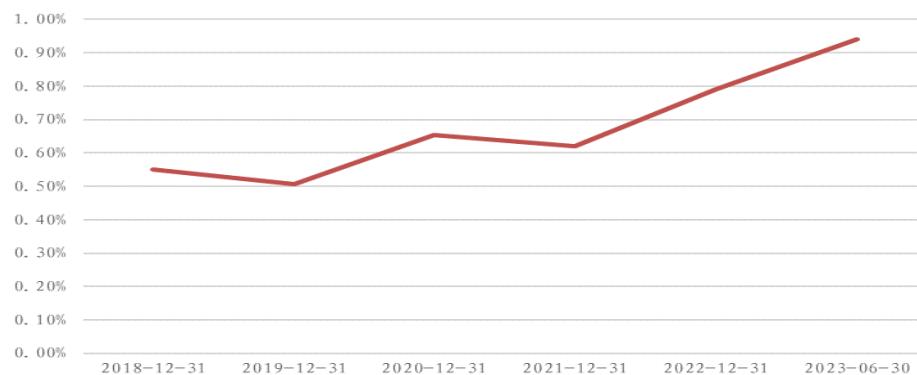


资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

按照过去三年新增贷款的结构看，对公和零售新增分别占比为58.3%和40.6%。其

中，对公贷款的新增主要集中在制造业、租赁和商务服务业、批发零售业以及信息传输、计算机服务和软件业相关行业，占比分别为14.7%、14.5%、6.8%和5.9%。零售贷款则集中在个人经营贷、消费贷以及住房按揭贷款，占比分别为23.6%、11.3%和7.3%。从近几年的数据看，对公贷款的不良率处于稳步下行趋势；零售贷款方面，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。

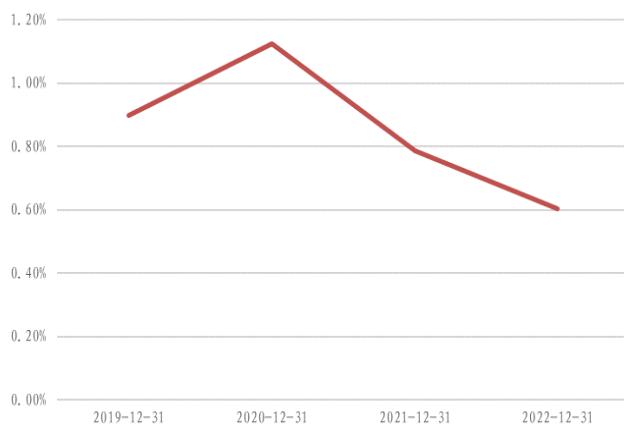
图表15:个人贷款不良率（单位：%）



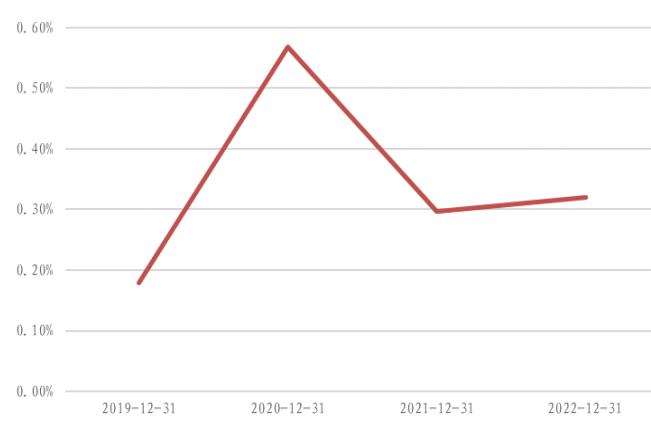
资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

由于公司整体不良率+关注率较低，每年形成的信用成本也较低。2019-2022年，平均的信用成本率仅为0.85%。另外，从前瞻指标看，近年来，不良生成率也处于较低位置，2019-2022年的不良生成率均值仅为0.34%。

图表16:信用成本率（单位：%）



图表17:不良生成率（单位：%）

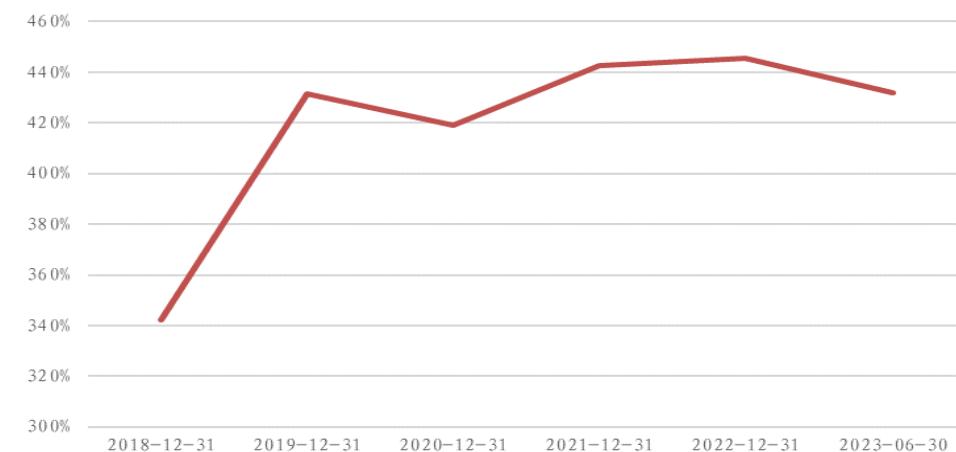


资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

截至2023年中期，沪农商行的拨备覆盖率达到432%，较上市农商行平均水平略高，远高于上市商业银行的平均水平。由于沪农商行存量包袱较小，较高的拨备，为未来业绩的释放提供了一定的动能。

图表18:拨备覆盖率 (单位: %)



资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

6 盈利预测及投资策略

沪农商行ROE持续高于上市农商行以及上市银行的平均水平，且近三年来保持较强的稳定性，2019年-2022年ROE整体保持在11%以上。相对较高的ROE主要来自于稳健的营收以及稳定的资产质量带来的较低的信用成本。未来，我们预计公司会通过资产负债结构的调整稳定营收增长，而信用成本已经处于较低的位置，未来对业绩的贡献或将有所下降。

盈利预测假设：

由于公司当前资本相对充足，可以支撑未来规模的稳定扩张。假设贷款增速保持稳定。我们预估未来三年贷款增速保持在8-9%，对应的生息资产增速也在8-9%之间。

净息差方面，2023年6月末净息差1.72%，处于较低水平，但是过去几年总体降幅相对较小。潜在的重定价以及存量按揭调降的影响对资产端收益率形成负面拖累，但是从需求的角度看，上海市作为经济发达地区，融资需求仍会好于其他地区，新发放贷款的收益率或好于同业。而负债端，由于企业存款占比相对较高，随着宏观经济的回暖，存款活化率有望快速提升。综合考虑，我们预计未来3年公司整体净息差降幅在6-10BP。

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的增长角度看，为未来业务的发展提供了基础。我们预计伴随着资本市场的回稳，手续费以及其他非息收入等有望逐步回升。

由于公司资产质量相对较好，整体拨备计提力度相对较低。从前瞻指标不良生成的角度看，也处于较低位置。我们保守的估计拨备计提力度下行空间有限，对当期利润释放的支撑作用或下行。

基于以上假设及预判，我们测算的公司2025年营收分别为272亿元、290亿元和318亿元，同比增速6.2%/6.58%/9.48%，归母净利润分别为120亿元、131亿元和146亿元，同比增速为9.35%/9.08%/11.23%。

当前公司股价对应的静态PB估值在0.5倍，低于上市农商行平均估值水平。按照2022年末分红和当前股价计算的股息率在5.9%。考虑到公司稳健的资产质量，充足的资本，首次覆盖，给予公司增持评级。

7 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	20,754	22,176	23,728	26,098
利息收入	43,453	47,081	50,964	55,886
利息支出	-22,699	-24,905	-27,236	-29,788
净手续费收入	2,156	2,091	2,154	2,283
净其他非息收入	2,681	2,949	3,126	3,376
营业收入	25,627	27,216	29,008	31,757
业务及管理费	-7,799	-8,165	-8,615	-9,368
拨备前利润	17,518	18,768	20,101	22,067
资产减值损失	-3,869	-3,845	-3,798	-3,963
税前利润	13,649	14,923	16,302	18,103
所得税	-2,276	-2,462	-2,706	-2,987
归母净利润	10,974	12,000	13,089	14,559

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	670,623	727,626	791,657	859,740
债券投资	404,834	485,800	548,954	581,892
存放央行	65,429	64,027	70,622	77,755
同业资产	112,134	117,740	123,627	129,809
资产总额	1,281,399	1,413,268	1,554,505	1,710,398
存款	961,370	1,067,120	1,177,034	1,295,914
其他计息负债	194,399	215,583	234,784	258,262
负债总额	1,175,683	1,299,598	1,430,413	1,574,646
所有者权益总额	105,716	113,669	124,093	135,752

资料来源：公司公告，万得资讯，万联证券研究所

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