

2024年03月14日
 平安银行(000001.SZ)

SDIC

公司动态分析

证券研究报告

全国性股份制银行III

投资评级

买入-A
维持评级

 6个月目标价 **13.48元**
 股价(2024-03-14) **10.23元**

交易数据

总市值(百万元)	198,522.54
流通市值(百万元)	198,518.75
总股本(百万股)	19,405.92
流通股本(百万股)	19,405.55
12个月价格区间	9.03/13.32元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.1	5.5	-9.9
绝对收益	5.8	11.8	-20.5

李双 分析师

SAC 执业证书编号: S1450520070001

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

净息差收窄带动业绩增长放缓—平安银行 2023 年三季报点评	2023-10-25
净息差承压, 中收是亮点—平安银行 2023 年中报点评	2023-08-24
基本符合预期, 静待复苏—平安银行 2023 年一季报点评	2023-04-24
业绩实现平稳增长—平安银行 2022 年报点评	2023-03-09
利润释放驱动 ROE 明显回升—平安银行 2022 业绩快报	2023-01-16

基本面寻底—平安银行 2023 年报点评

事件: 平安银行公布 2023 年年报, 全年营收增速为-8.45%(2023 年前三季度为-7.69%), 拨备前利润增速为-9.14%(2023 年前三季度为-7.84%), 归母净利润增速为 2.06%(2023 年前三季度为 8.12%), 基本面仍在寻底过程中, 全年分红率达到 30%则明显超出预期。

平安银行 2023Q4 单季归母净利润增速为-23%, 主要受净息差同比明显下行、拨备计提力度略有加大的拖累; 而非息收入增速改善、规模扩张则对业绩增长形成正贡献。

2023Q4 规模扩张速度进一步放缓。 2023 年四季度, 平安银行单季生息资产(日均余额口径)同比增速为 3.2%, 较 2023Q3 增速下降 1.2 个百分点, 自 2022Q3 开始连续 6 个季度生息资产增速放缓, 一方面实体经济融资需求偏弱, 优质资产难寻; 另一方面, 也是更为关键的因素, 平安银行主动进行资产结构的调整, 压降高风险资产, 做大中低风险客群, 并优化信用类产品结构, 在这个过程中必然会导致规模扩张承压。

分细项具体来看: ①去年四季度贷款(日均余额口径, 不含贴现)增速略有改善, 主要是一般对公贷款投放明显加快, 而零售信贷投放偏弱; ②对公信贷投放方向主要是制造业、专精特新、民营企业等领域, 未来也仍是围绕“对公做精”的思路继续经营; ③去年四季度新增零售信贷-705 亿元, 连续 2 个季度减少, 其中新增按揭贷款规模逐季回升, 低风险业务占比上行, 而信用卡贷款余额继续压降, 连续 8 个季度处于净减少状态, 其他消费性贷款、经营性贷款余额同样也处于下行趋势中。

平安银行零售业务此前强调的是“零售突破”, 今年年报提到的战略是“零售做强”, 经营思路略有变化: ①不再单纯依靠零售资产端进行突围、扩规模, 而重点对资产结构、客群结构进行优化, 降低整体风险水平; ②负债端放在了更加靠前的位置, 重点做大零售存款规模、降低负债成本。③私行财富继续深耕银保、客户经营继续做深做透。

分红率大幅提升。 过去十多年, 平安银行分红率在 10%-15%之间波动, 主要是此前规模扩张诉求强, 需要利润留存补充资本, 而当前在公司主动放缓规模增速的背景下, 提升分红率至 30%回馈投资者, 确实是不错的选择。

23Q4 净息差继续明显下行。 去年四季度平安银行单季度净息差为 2.11%, 环比下降 19bps, 同比下降 57bps, 降幅进一步扩大, 对营收形成拖累。

①23Q4 资产端收益率环比下降 19bps, 是息差下行的主要影响因素。 其中贷款(不含贴现)收益率环比下降 26bps, 零售信贷的结构调整

对贷款收益率的拖累较大，23Q4 零售贷款利率环比下降 29bps，而对公信贷利率相对有韧性，环比仅下降 14bps，预计在加大优质对公客户资产投放的同时，也在适当对客户让利。

②23Q4 负债成本率环比持平。其中存款成本环比小幅下降 1bps，主要受益于定期存款成本小幅改善。同业负债以及发行债券成本窄幅波动。

③展望未来，LPR 以及新发放贷款利率仍处于下行通道，叠加平安银行资产结构的优化可能还要持续一段时间，预计未来其资产端收益率仍将承压。与此同时，平安银行若希望在扩大存款规模的同时改善存款成本，在客户经营与公私联动方面还得进一步突破，短期之内负债成本大幅下行的空间比较有限，预计其净息差仍将继续回落，这也与银行业的趋势一致。

■非息收入增速略有改善。去年四季度平安银行非息收入同比增长 17.9%，较 23Q3 增速提升 38.3 个百分点，对营收形成明显支撑，主要受益于去年 11 月中下旬后债券利率下行，债券交易相关的其他非息净收入同比增长 280.8%，驱动整体非息收入回暖。

而手续费收入则明显承压，去年四季度，平安银行手续费及佣金净收入增速为-17.05%，预计主要受以下因素影响：①去年四季度财富管理收入增速-29.4%，其中代理保险业务收入增速下滑较为明显，主要是去年四季度开始实行“报行合一”，代销保险费率大幅下调，这在 2024 年也将持续影响代理保险中收；此外理财业务增速也有所回落，预计是理财费率下行以及理财产品结构往低风险产品倾斜所致。②受信用卡交易金额同比下降，预计信用卡相关交易收入增速也有所放缓。

■资产质量总体保持稳定。去年四季度末，平安银行不良率为 1.06%，环比提升 2bps，其中一般对公贷款与零售信贷不良率分别小幅上行 2bps、4bps。①受宏观经济逐步复苏中产生的行业不平衡及个别对公客户新增不良影响，建筑业、批发和零售业、社会服务、科技、文化、卫生业及其他贷款不良率较上年末有所上升。

②此外，受零售贷款余额下降的影响，零售贷款不良率略有上升，但如果观察零售的不良贷款规模，环比三季度下降 1.47 亿元。并且信用卡的不良贷款余额也连续两个季度处于下行阶段，整体零售信用风险实际上在改善。

③去年四季度末，平安银行关注率环比下降 2bps、逾期率环比下降 1bps，略有改善，预计主要受益于压降高风险资产的举措，以及加大核销处置力度。

④去年全年不良贷款净生成率为 2.07%，较去年前三季度提升 28bps，较 2022 年提升 9bps，主要是 2023 年国内经济整体回稳，但呈现结构性差异，部分个人客户的还款能力仍处在恢复过程中，部分对公客户风险有所暴露，这也是当前整个银行业共同面临的问题。

在不良生成率略有上行的背景下，平安银行加大拨备计提力度抵御风险，去年四季度单季广义口径下信用成本（期初期末计提信用减值损失/期初期末总资产平均值）为 1.13%，同比下降 17bps（23Q3 同比下降 39bps），最终在营收增速承压、信用成本降幅环比回升的影响，去年四季度净利润增速为-23%，下行幅度略偏大。

■ **零售业务稳健发展。**去年四季度末，平安银行零售客户数增速低位企稳，但受去年四季度资本市场波动加大的影响，财富客户、私行客户数以及各类型 AUM 增速均小幅下行，总体来看，零售业务以及细分的财富管理整体仍处于逆风发展阶段。

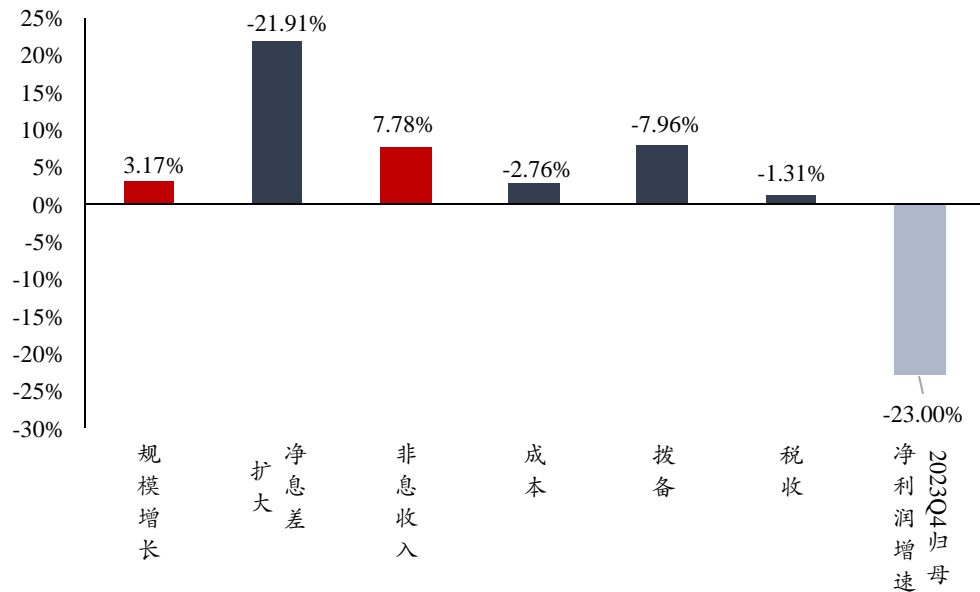
■ **投资建议：**考虑到当前经济复苏的内生动能不足，银行业资产端收益率承压，净息差可能仍将下行，我们预计公司 2024 年营收增速为-8.82%，利润增速为 0.24%。由于公司目前估值隐含了较为悲观的预期，分红率显著提升至 30%，增强了公司高股息率的优势，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 13.48 元，相当于 2023 年 0.65X PB。

■ **风险提示：**国内经济超预期下行、房地产违约再次大规模蔓延、海外需求下行超预期。

财务摘要 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	179,895	164,699	150,180	143,332	144,275
营收增速	6.21%	-8.45%	-8.82%	-4.56%	0.66%
拨备前利润	128,559	116,812	106,557	101,866	102,371
拨备前利润增速	7.40%	-9.14%	-8.78%	-4.40%	0.50%
归母净利润	45,516	46,455	46,565	46,944	47,781
归母净利润增速	25.26%	2.06%	0.24%	0.81%	1.78%
每股净收益 (元)	2.35	2.39	2.40	2.42	2.46
每股净资产 (元)	18.80	20.74	22.40	24.08	25.78

利润率和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净资产收益率	10.97%	10.24%	10.05%	9.97%	9.49%
总资产收益率	0.89%	0.85%	0.82%	0.80%	0.79%
市盈率	4.36	4.27	4.26	4.23	4.15
市净率	0.54	0.49	0.46	0.42	0.40
股息率	2.79%	7.03%	7.19%	7.25%	7.38%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

图1. 平安银行 2023Q4 单季业绩增长拆分


资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图2. 平安银行单季度生息资产增速、占比

单季度生息资产平均余额同比增速					
	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
贷款（不含贴现）	8.0%	7.6%	8.5%	6.4%	8.5%
企业贷款（不含贴现）	8.1%	9.3%	10.3%	8.7%	10.8%
个人贷款（含信用卡）	7.9%	6.7%	7.5%	5.1%	-0.3%
债券投资	15.7%	9.7%	0.5%	-2.2%	-
存放央行	6.6%	4.4%	0.2%	1.0%	-4.4%
票据贴现及同业业务	5.5%	1.3%	-4.4%	5.2%	-
生息资产	8.9%	6.9%	4.9%	4.4%	3.2%
单季度生息资产平均余额占比					
	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
贷款（不含贴现）	63.7%	63.5%	64.4%	64.8%	67.0%
企业贷款（不含贴现）	22.3%	22.5%	23.3%	23.4%	24.0%
个人贷款（含信用卡）	41.4%	41.0%	41.1%	41.3%	40.0%
债券投资	18.2%	18.1%	17.5%	17.4%	20.3%
存放央行	5.3%	5.2%	5.0%	5.1%	4.9%
票据贴现及同业业务	12.8%	13.3%	13.0%	12.7%	10.8%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

备注：债券投资、票据及同业业务在 2023Q4 发生口径的变化

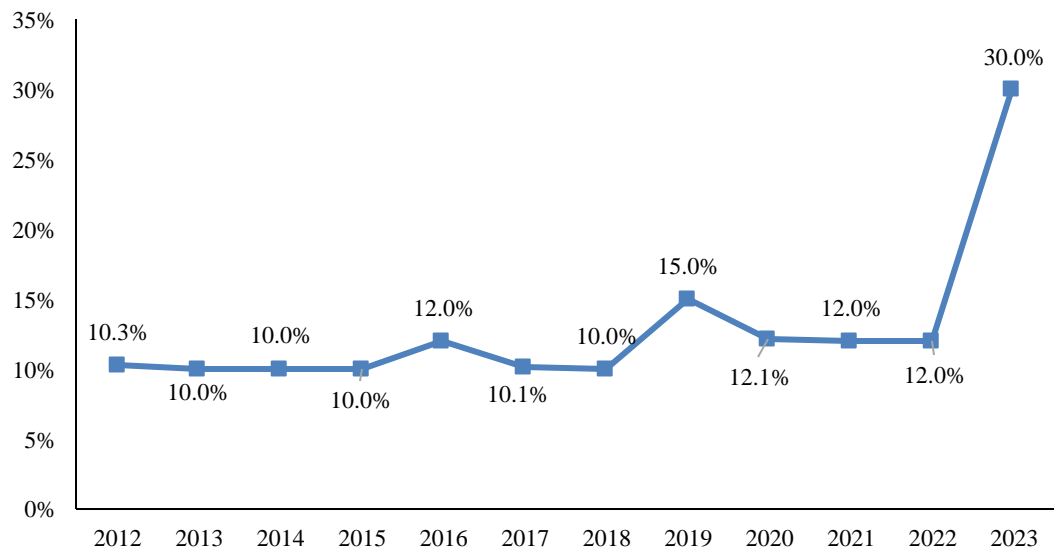


图3. 平安银行单季度新增信贷结构 (亿元)

	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
贷款总额	278	1,103	-4	-130	-186
一般对公贷款	-37	800	13	87	407
票据贴现	-120	196	-94	-42	113
零售贷款	435	107	78	-176	-705
—住房按揭贷款	5	7	47	56	81
—信用卡贷款	-163	-173	-77	-120	-276

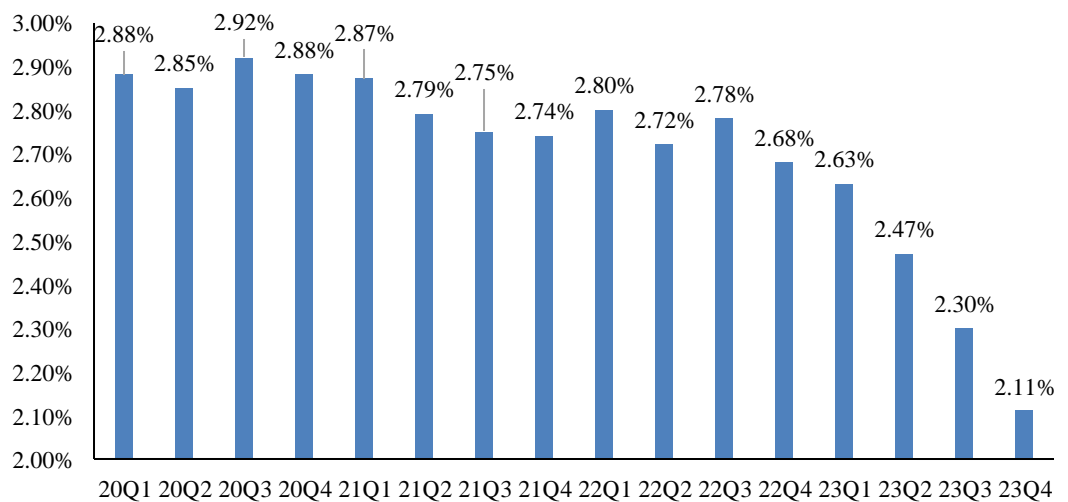
资料来源:公司公告、国投证券研究中心

图4. 平安银行历年分红率



资料来源:公司公告、国投证券研究中心

图5. 平安银行单季度净息差



资料来源:公司公告、国投证券研究中心



图6. 平安银行单季度生息资产收益率

	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
贷款（不含贴现）	6.08%	5.94%	5.74%	5.58%	5.32%
企业贷款（不含贴现）	4.01%	4.13%	3.98%	4.03%	3.89%
个人贷款（含信用卡）	7.12%	7.07%	6.76%	6.39%	6.10%
债券投资	2.90%	2.95%	3.01%	2.98%	-
存放央行	1.51%	1.52%	1.54%	1.54%	1.54%
票据贴现及同业业务	2.61%	2.79%	2.73%	2.72%	-
生息资产总计	4.78%	4.81%	4.67%	4.53%	4.34%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图7. 平安银行单季度计息负债成本率

	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
吸收存款	2.15%	2.20%	2.19%	2.20%	2.19%
发行债务凭证	2.53%	2.52%	2.56%	2.57%	2.64%
其中：同业存单	2.34%	-	-	-	-
同业业务及其他	1.98%	2.19%	2.30%	2.38%	2.36%
计息负债总计	2.19%	2.24%	2.26%	2.28%	2.28%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图8. 平安银行单季度存款成本率

	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
企业存款	2.09%	2.16%	2.12%	2.13%	2.12%
活期	1.10%	1.19%	1.11%	1.11%	1.12%
定期	2.71%	2.78%	2.83%	2.85%	2.81%
其中：国库及协议存款	3.16%	3.08%	2.98%	2.94%	2.94%
个人存款	2.32%	2.28%	2.33%	2.36%	2.34%
活期	0.25%	0.25%	0.19%	0.20%	0.20%
定期	3.03%	2.96%	2.95%	2.94%	2.89%
吸收存款	2.15%	2.20%	2.19%	2.20%	2.19%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心



图9. 平安银行单季度手续费、财富管理收入增速

	手续费及佣金收入	财富管理收入	代理基金	代理保险	代理理财
2021Q1			289.7%	63.7%	78.8%
2021Q2			108.1%	23.8%	2.7%
2021Q3			7.6%	-14.8%	198.3%
2021Q4	4.0%	12.2%	48.1%	-3.9%	38.9%
2022Q1	0.0%	-6.8%	-10.1%	46.0%	23.2%
2022Q2	-10.9%	-29.1%	-49.0%	-1.1%	36.4%
2022Q3	-16.3%	-29.0%	-23.9%	53.1%	-48.4%
2022Q4	3.2%	-24.4%	-58.1%	27.1%	-5.1%
2023Q1	-3.4%	4.8%	-26.3%	83.8%	-8.3%
2023Q2	0.6%	26.2%	18.3%	155.5%	27.2%
2023Q3	-6.9%	3.2%	-11.7%	72.8%	-1.2%
2023Q4	-18.6%	-29.4%	68.2%	-75.4%	-27.1%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图10. 平安银行单季财富管理收入占手续费及佣金收入的比例

	财富管理收入	代理基金	代理保险	代理理财
2020Q1		3.5%	3.4%	1.1%
2020Q2		5.5%	2.8%	1.4%
2020Q3		7.0%	2.5%	1.4%
2020Q4	17.5%	6.0%	4.9%	2.9%
2021Q1	22.4%	11.3%	4.6%	1.6%
2021Q2	20.5%	11.8%	3.5%	1.5%
2021Q3	19.8%	8.5%	2.4%	4.6%
2021Q4	18.9%	8.5%	4.6%	3.8%
2022Q1	20.9%	10.1%	6.7%	2.0%
2022Q2	16.3%	6.7%	3.9%	2.3%
2022Q3	16.8%	7.7%	4.4%	2.8%
2022Q4	13.8%	3.5%	5.6%	3.5%
2023Q1	22.7%	7.7%	12.7%	1.9%
2023Q2	20.5%	7.9%	10.0%	2.9%
2023Q3	18.6%	7.3%	8.2%	3.0%
2023Q4	12.0%	7.2%	1.7%	3.2%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

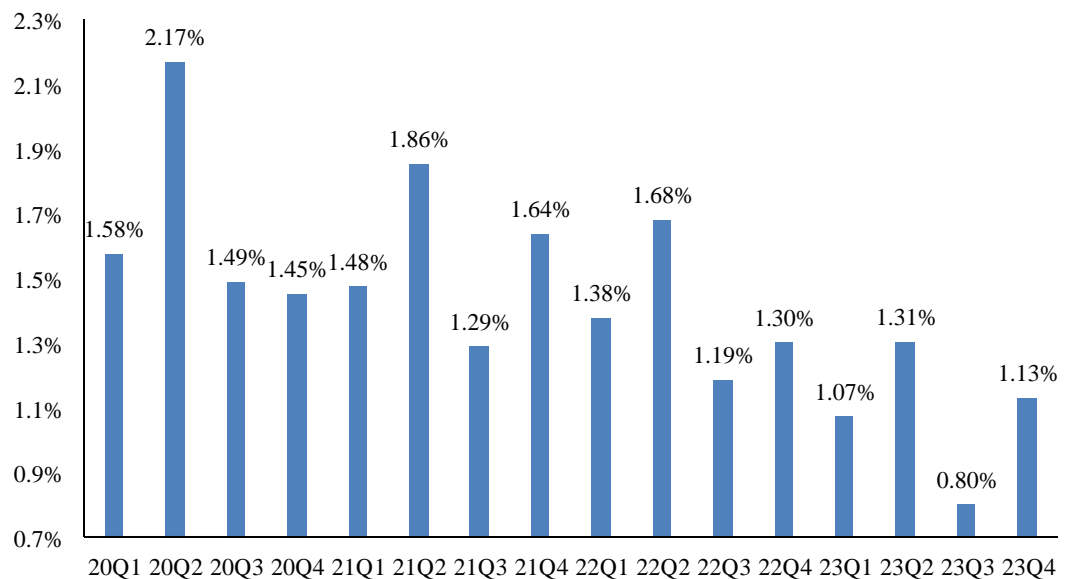


图11. 平安银行资产质量指标

资产质量	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
不良率	1.05%	1.05%	1.03%	1.04%	1.06%
一般对公贷款不良率	0.72%	0.60%	0.64%	0.72%	0.74%
零售贷款不良率	1.32%	1.32%	1.35%	1.33%	1.37%
住房按揭贷款	0.28%	0.28%	0.26%	0.30%	0.30%
信用卡应收账款	2.68%	2.68%	2.88%	2.64%	2.77%
消费性贷款	1.08%				1.23%
经营性贷款	0.74%				0.83%
关注率	1.82%	1.75%	1.74%	1.77%	1.75%
不良核销及转出 (百万元)	59,802	15,782	32,490	44,633	68,585
不良生成率 (累计, 年化)	1.98%	2.01%	1.95%	1.79%	2.07%
逾期率	1.56%	1.53%	1.40%	1.43%	1.42%
逾期60天以内贷款占比	0.69%	0.65%	0.55%	0.60%	0.64%
逾期60天以上贷款占比	0.87%	0.88%	0.85%	0.83%	0.78%
逾期90天以内贷款占比	0.83%	0.79%	0.71%	0.74%	0.80%
逾期90天以上贷款占比	0.73%	0.74%	0.69%	0.69%	0.62%
逾期90天以上/不良	69%	71%	67%	66%	59%
逾期60天以上/不良	83%	84%	83%	80%	74%
拨贷比	3.04%	3.05%	3.00%	2.94%	2.94%
拨备覆盖率	290.28%	290.40%	291.51%	282.62%	277.63%

资料来源: 公司公告、国投证券研究中心

图12. 平安银行广义口径的信用成本 (信用减值损失/期初期末平均总资产)



资料来源: 公司公告、国投证券研究中心

图13. 平安银行各项零售业务指标

	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12
零售客户数 (亿户)	1.23	1.25	1.26	1.25	1.25
——同比增速	4.12%	3.89%	3.46%	0.49%	1.91%
零售 AUM (万亿元)	3.59	3.77	3.86	4.00	4.03
——同比增速	12.72%	12.31%	11.29%	13.20%	12.37%
零售人均 AUM (万元)	2.91	3.03	3.06	3.20	3.21
财富客户数 (万户)	126.52	130.41	133.52	136.93	137.75
——同比增速	15.04%	11.80%	10.93%	10.96%	8.88%
私行客户数 (万户)	8.05	8.39	8.65	8.93	9.02
——同比增速	15.49%	14.62%	15.49%	14.34%	12.05%
私行 AUM (万亿元)	1.62	1.78	1.89	1.90	1.92
——同比增速	15.27%	19.58%	21.30%	20.60%	18.18%
私行人均 AUM (万元)	2,013	2,124	2,179	2,128	2,124

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

财务报表数据及估值汇总

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表						业绩增长					
净利息收入	130,130	117,991	100,826	91,625	87,725	净利息收入增速	8.14%	-9.33%	-14.55%	-9.13%	-4.26%
净手续费收入	30,208	29,430	27,076	28,429	31,272	净手续费增速	-8.63%	-2.58%	-8.00%	5.00%	10.00%
其他非息收入	19,557	17,278	22,278	23,278	25,278	净非息收入增速	1.46%	-6.14%	5.66%	4.77%	9.37%
营业收入	179,895	164,699	150,180	143,332	144,275	拨备前利润增速	7.40%	-9.14%	-8.78%	-4.40%	0.50%
税金及附加	1,727	1,718	1,533	1,485	1,519	归属母公司净利润增速	25.26%	2.06%	0.24%	0.81%	1.78%
业务及管理费	49,387	45,959	41,880	39,772	40,176	盈利能力					
其他业务成本						ROAE	10.97%	10.24%	10.05%	9.97%	9.49%
营业外净收入	-222	-210	-210	-210	-210	ROAA	0.89%	0.85%	0.82%	0.80%	0.79%
拨备前利润	128,559	116,812	106,557	101,866	102,371	RORWA	1.21%	1.14%	1.11%	1.08%	1.06%
资产减值损失	71,341	59,017	48,075	43,039	42,598	生息率	4.51%	4.21%	3.82%	3.59%	3.46%
税前利润	57,253	57,718	58,405	58,749	59,696	付息率	2.17%	2.26%	2.24%	2.22%	2.20%
所得税	11,737	11,263	11,840	11,806	11,915	净利差	2.35%	1.95%	1.58%	1.38%	1.25%
税后利润	45,516	46,455	46,565	46,944	47,781	净息差	2.54%	2.16%	1.78%	1.57%	1.44%
归属母公司净利润	45,516	46,455	46,565	46,944	47,781	成本收入比	27.45%	27.90%	27.89%	27.75%	27.85%
资产负债表						资本状况					
存放央行	285,277	274,663	244,349	250,457	257,721	资本充足率	13.01%	13.43%	13.94%	14.13%	14.28%
同业资产	273,811	425,134	529,841	764,378	1,080,729	核心资本充足率	10.40%	10.90%	11.45%	11.73%	11.98%
贷款总额	3,329,161	3,407,509	3,458,622	3,527,794	3,704,184	风险加权系数	74.70%	74.71%	73.96%	74.46%	74.37%
贷款减值准备	101,196	100,045	76,408	56,623	55,569	股利支付率	15.22%	30.66%	30.66%	30.66%	30.66%
贷款净额	3,242,258	3,320,110	3,382,213	3,471,171	3,648,615	资产质量					
证券投资	1,384,149	1,431,426	1,447,588	1,312,841	1,060,589	不良贷款余额	34,861	36,036	36,955	37,632	36,577
其他资产	136,019	135,783	147,161	149,606	155,156	不良贷款净生成率	1.98%	2.07%	2.10%	1.80%	1.15%
资产合计	5,321,514	5,587,116	5,751,152	5,948,453	6,202,810	不良贷款率	1.05%	1.06%	1.07%	1.07%	0.99%
央行借款	191,916	208,783	225,068	240,823	256,476	拨备覆盖率	290.28%	277.63%	206.76%	150.47%	151.92%
同业负债	473,863	575,002	595,472	667,605	749,981	拨贷比	3.04%	2.94%	2.21%	1.61%	1.50%
存款余额	3,352,266	3,458,287	3,541,286	3,629,818	3,735,083	流动性					
应付债券	692,075	728,328	767,149	748,221	766,936	贷存比	99.31%	98.53%	97.67%	97.19%	99.17%
其他负债	176,714	144,388	167,550	174,806	174,020	贷款/总资产	62.56%	60.99%	60.14%	59.31%	59.72%
负债合计	4,886,834	5,114,788	5,296,524	5,461,272	5,682,496	生息资产/总资产	99.00%	99.11%	98.95%	98.60%	98.42%
股东权益合计	434,680	472,328	454,628	487,181	520,314	估值指标					
每股指标						P/E	4.36	4.27	4.26	4.23	4.15
EPS	2.35	2.39	2.40	2.42	2.46	P/B	0.54	0.49	0.46	0.42	0.40
BVPS	18.80	20.74	22.40	24.08	25.78	P/PPOP	1.54	1.70	1.86	1.95	1.94
每股股利	0.29	0.72	0.74	0.74	0.75	股息收益率	2.79%	7.03%	7.19%	7.25%	7.38%

资料来源: Wind、国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034