

2024年5月2日

银行业 2023 年报&2024 年一季报综述

超配

行业业绩有望筑底

核心观点

总体回顾：营收与净利润增速持续回落。（1）2023 年 42 家上市银行合计营业收入同比下降 0.8%，2024 年一季度同比下降 1.7%；（2）2023 年上市银行合计归母净利润同比增长 1.4%，2024 年一季度归母净利润同比下降 0.6%。

驱动因素详解：净息差拖累营收增长，拨备反哺利润力度减弱。对净利润增长关键驱动因素分析总结如下：（1）净息差持续拖累净利润增长。受 LPR 下行与贷款竞争、存量按揭利率调整、存款成本刚性等因素影响，银行净息差持续回落，拖累营收及净利润增速。（2）资产减值损失对净利润增长仍产生正贡献，但贡献趋向于零。上市银行整体资产减值损失同比下降，但降幅逐渐收窄，对净利润增长的贡献减弱，部分银行可能面临可供反哺利润的拨备“余粮”逐步消耗的现状。（3）生息资产规模的贡献有所回落。2023 年银行生息资产增速较快，但今年以来在高基数及资产均衡投放的情况下增速有所回落。

行业整体展望：全年表现或与一季报接近，行业业绩筑底。我们认为当前银行基本面仍然承压，边际变化不大，全年来看表现或与一季报接近。就关键驱动因素来看：（1）受 2 月份 LPR 下降影响，银行净息差仍有下行压力，但随着基数降低，若后续 LPR 不再大幅下降，则全年净息差对收入和净利润增长的不利影响或减弱，银行业绩有望筑底。（2）随着宏观经济走向复苏，预计全年不良生成率将保持稳定。银行当前拨备覆盖率、拨贷比处于较高水平，依然有能力通过拨备反哺利润，预计净利润增速将保持稳定。（3）随着基数降低和政策取向微调，资产增速或将保持较为稳定的水平。

行业细分表现：（1）分类型银行来看，各类型银行关键驱动因素表现大同小异，其中股份行、农商行拨备计提少于不良生成，未来拨备计提压力相对较大；（2）从单家银行来看，资产质量和拨备计提仍是不同银行归母净利润增速差异的首要原因，其次为资产扩张速度。

投资建议：行业方面，当前银行板块估值处于低位，经历过房地产风险暴露、存量房贷利率调整后，板块潜在利空明显减少，意味着估值下行风险很小。若后续 LPR 不再大幅下降，则对于大部分上市银行来说，2024 年一季度的业绩可能是近几年的底部区域。后续随着宏观经济恢复向好，有望推动银行板块的估值修复，因此我们维持行业“超配”评级。个股方面，一是建议在估值底部布局基本面长期前景优秀的标的，推荐招商银行、宁波银行；二是随着实体经济复苏，建议关注以中小微客群为主的小型农商行，如常熟银行；三是对于追求低波动、绝对收益的资金，建议关注股息率较高且分红记录稳定的银行。

风险提示：若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业。

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价(元) | 总市值(亿元) | EPS | | PE | |
|-----------|------|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 002142.SZ | 宁波银行 | 买入 | 22.93 | 1,514 | 4.03 | 4.35 | 5.7 | 5.3 |
| 600036.SH | 招商银行 | 买入 | 34.31 | 8,653 | 6.13 | 6.65 | 5.6 | 5.2 |
| 601128.SH | 常熟银行 | 买入 | 7.95 | 218 | 1.42 | 1.67 | 5.6 | 4.7 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

银行

超配·维持评级

证券分析师：陈俊良
021-60933163

证券分析师：王剑
021-60875165

chenjunliang@guosen.com.cn wangjian@guosen.com.cn

证监会中央编号：BPB885 证监会中央编号：BPC378

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《银行业点评-存款利率下行如何影响债市》——2024-04-15

《银行理财 2024 年 4 月月报-理财如何增量又增收》——2024-04-10

《2024 年二季度银行股投资策略-高股息稳健，高成长跑出超额收益》——2024-04-04

《银行业点评-从 M2 派生原理来理解存款的少增和分化》——2024-03-27

《海外银行镜鉴系列-泡沫破灭后，日本银行如何生存？》——2024-03-12

内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 总体回顾：营收与净利润增速持续回落 | 4 |
| 驱动因素详解：息差拖累业绩，拨备反哺利润 | 5 |
| 净息差：净息差持续下降，后续压力有望减轻..... | 5 |
| 资产质量：整体保持稳定，拨备仍然反哺利润但力度减弱..... | 7 |
| 资产规模：增速有所回落..... | 11 |
| 手续费净收入：持续减少..... | 12 |
| 小结：全年表现或与一季报接近..... | 12 |
| 分类型银行：表现大同小异 | 13 |
| 单家银行：资产质量和拨备计提影响较大 | 16 |
| 投资建议 | 17 |
| 风险提示 | 18 |

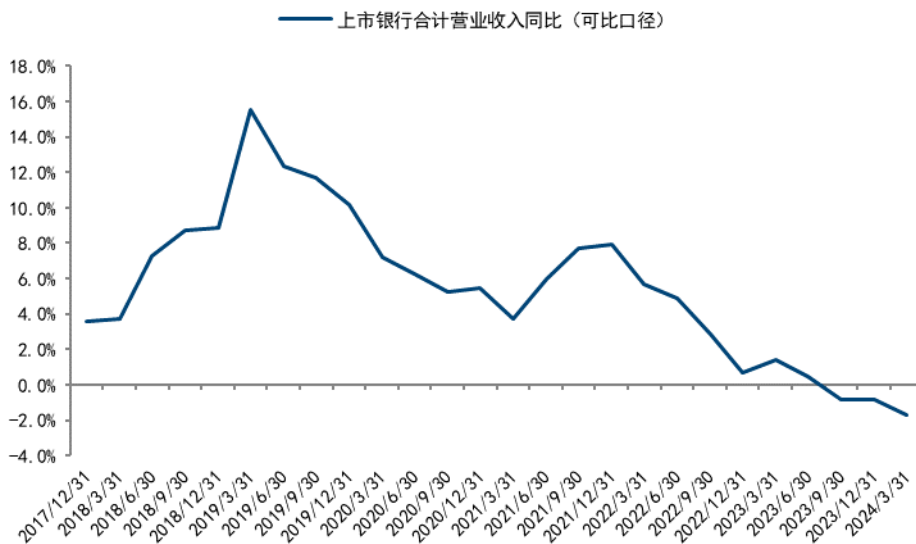
图表目录

| | |
|----------------------------------------|----|
| 图 1：上市银行整体营业收入增速（可比口径） | 4 |
| 图 2：上市银行整体归母净利润增速（可比口径） | 4 |
| 图 3：上市银行整体净利润增速归因 | 5 |
| 图 4：上市银行整体净息差表现（单季度） | 6 |
| 图 5：上市银行整体净息差表现（当年逐季累计） | 6 |
| 图 6：上市银行平均存款成本刚性，但贷款收益率持续下行 | 7 |
| 图 7：上市银行不良贷款率降到较低水平 | 8 |
| 图 8：上市银行关注贷款率保持稳定 | 8 |
| 图 9：上市银行逾期率保持稳定 | 9 |
| 图 10：样本银行分行业不良贷款率数据 | 9 |
| 图 11：上市银行不良生成率保持稳定 | 10 |
| 图 12：上市银行资产减值损失同比下降，但今年一季度降幅收窄 | 10 |
| 图 13：上市银行拨贷比回落 | 11 |
| 图 14：上市银行拨备覆盖率稳定 | 11 |
| 图 15：上市银行总资产增速 | 12 |
| 图 16：上市银行手续费净收入增速持续回落 | 12 |
| 图 17：分类型银行单季度净息差走势接近 | 13 |
| 图 18：分类型银行累计净息差走势接近 | 14 |
| 图 19：分类型银行存贷款利差走势接近 | 14 |
| 图 20：分类型银行资产增速情况 | 15 |
| 图 21：分类型银行不良生成率情况 | 15 |
| 图 22：分类型银行“贷款减值损失/不良生成”情况 | 16 |
| 表 1：上市银行分组数据对比 | 16 |
| 表 2：上市银行主要经营数据对比（按 2024 年一季度归母净利润增速排序） | 17 |

总体回顾：营收和净利润增速持续回落

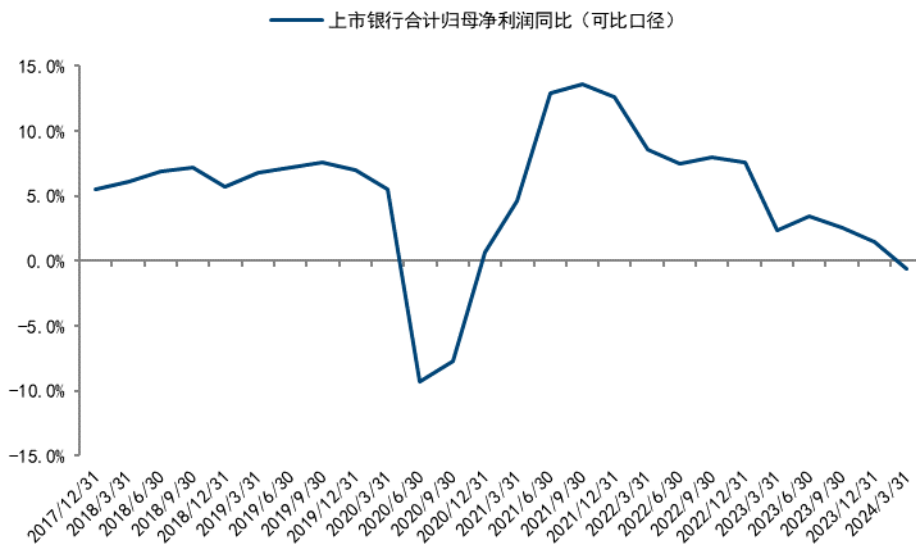
42家A股上市银行的2023年年报与2024年一季报已披露完毕。数据显示，全行业的营业收入与净利润增速持续回落。（1）2023年上市银行合计营业收入同比下降0.8%，2024年一季度同比下降1.7%；（2）2023年上市银行合计归母净利润同比增长1.4%，2024年一季度归母净利润同比下降0.6%。

图1：上市银行整体营业收入增速（可比口径）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：上市银行整体归母净利润增速（可比口径）

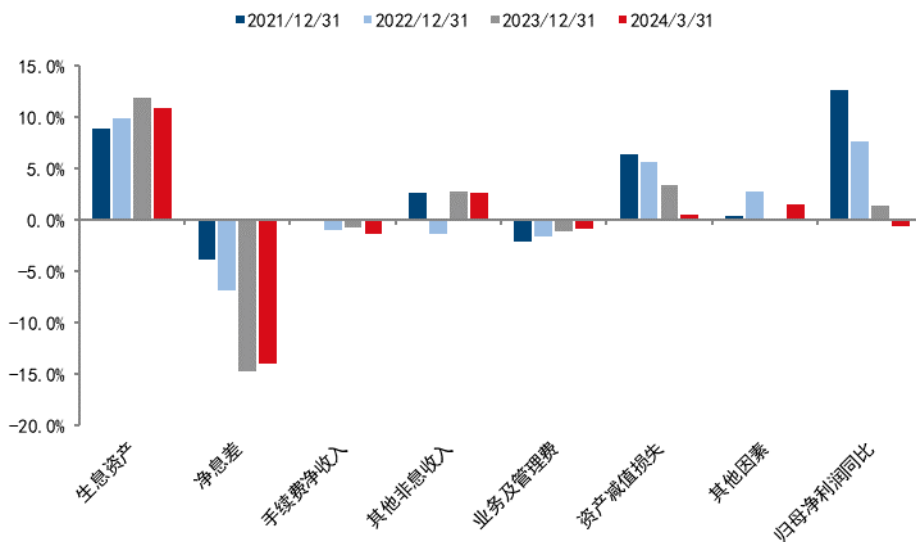


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们对净利润增长进行归因分析，观察净息差、资产减值损失等主要指标的边际变化对净利润增速的贡献。具体来看：

- (1) 净息差持续拖累净利润增长。受 LPR 下行与贷款竞争、存量按揭利率调整、存款成本刚性等因素影响，银行净息差持续回落，拖累营收及净利润增速。
- (2) 资产减值损失对净利润增长仍产生正贡献，但贡献趋向于零。上市银行整体资产减值损失同比下降，但降幅逐渐收窄，对净利润增长的贡献减弱，部分银行可能面临可供反哺利润的拨备“余粮”逐步消耗的现状。
- (3) 生息资产规模的贡献有所回落。2023 年银行生息资产增速较快，但今年以来在高基数及资产均衡投放的情况下增速有所回落。
- (4) 手续费净收入对净利润增长产生小幅不利影响。其他因素的波动性则较大，不再赘述。

图3：上市银行整体净利润增速归因



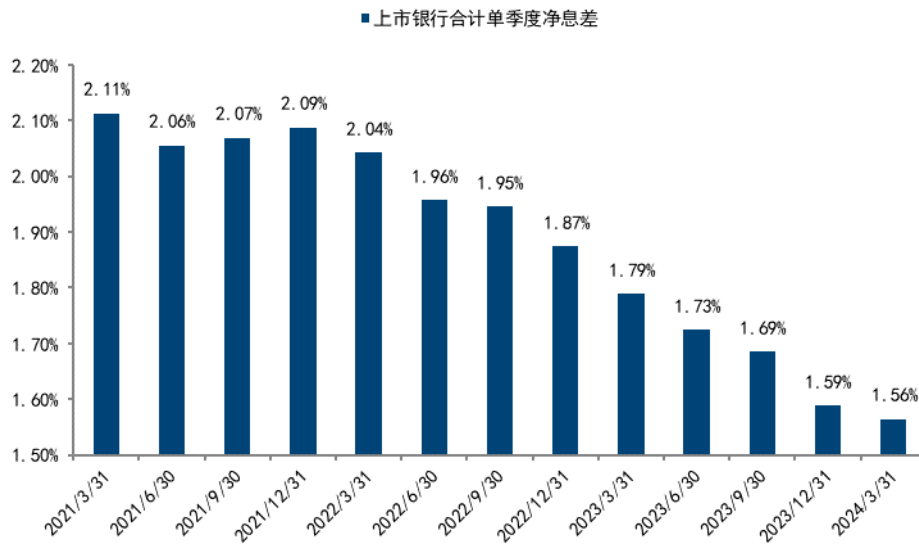
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

驱动因素详解：息差拖累业绩，拨备反哺利润

净息差：净息差持续下降，后续压力有望减轻

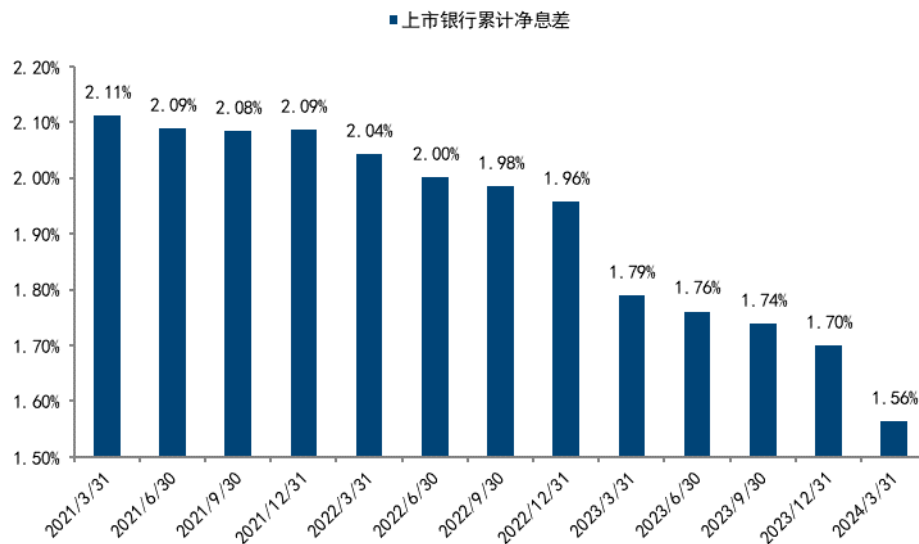
受 LPR 下降与贷款竞争、存量按揭利率调整以及存款定期化等影响，银行贷款收益率明显下降，而存款成本刚性，存贷款利差收窄，净息差自 2022 年以来持续下降。展望全年，我们认为受 2 月份 LPR 下调影响，银行净息差后续仍将走低，但随着同比基数降低，净息差对营收增长的不利影响或减轻。但因不同银行贷款期限不同，受 2 月 5 年期 LPR 下降影响不一，其净息差表现将出现较大分化。

图4：上市银行整体净息差表现（单季度）



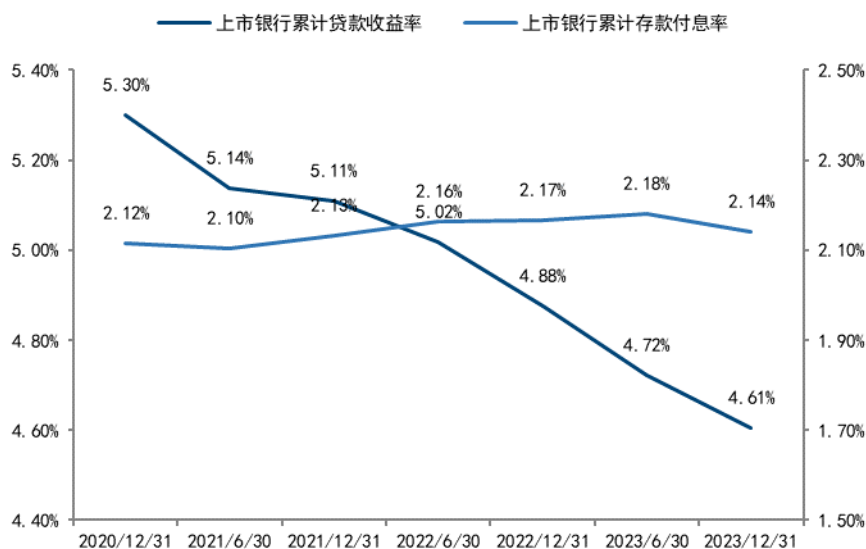
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：上市银行整体净息差表现（当年逐季累计）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 上市银行平均存款成本刚性, 但贷款收益率持续下行



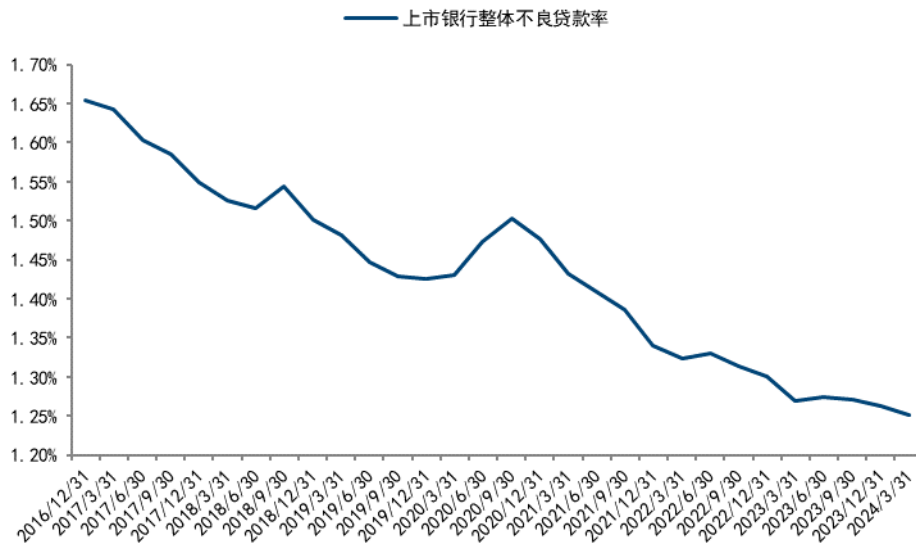
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 此处数据采用上市银行算术平均值计算。

资产质量: 整体保持稳定, 拨备仍然反哺利润但力度减弱

上市银行存量不良持续出清, 不良生成率变化不大, 资产质量整体较为稳定。这似乎与近几年宏观经济承压的环境不符, 但事实上, 前几年供给侧结构性改革降低了很多传统产业的负债水平、以及近几年银行业加大存量不良的处置核销, 使得银行业的大部分借款人杠杆水平降低 (但仍有部分类型借款人负债过高, 目前陆续暴露风险, 比如房地产或普惠小微等, 但整体占比不高), 银行的信贷投放风险偏好也下降, 从而使资产质量整体保持稳定。拨备计提力度 (以“新提贷款损失准备/不良生成”来衡量) 则继续降低, 反哺利润增长, 不过反哺力度减弱。具体来看:

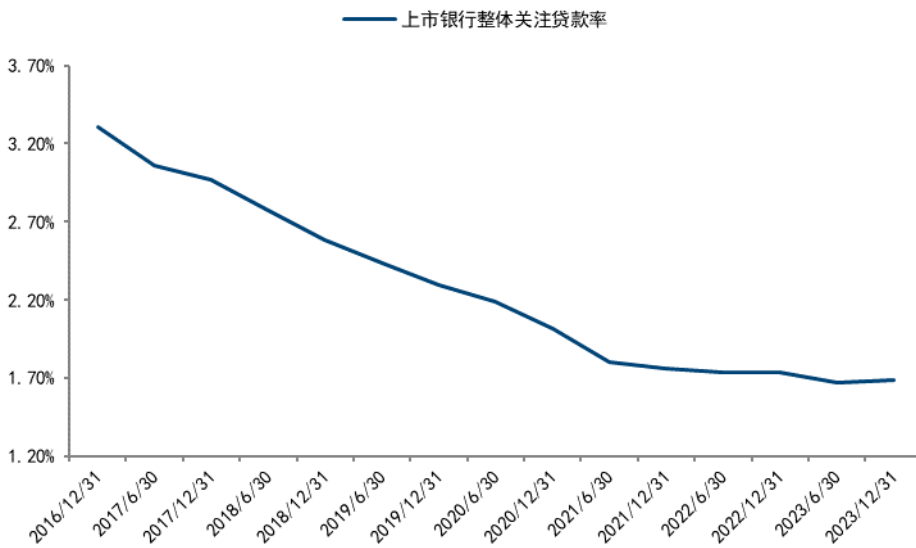
- 不良贷款相关的余额类指标稳中向好。(1) 随着不良资产处置力度加大, 上市银行不良贷款率持续降低到较低水平, 2024 年一季末上市银行合计不良贷款率约 1.25%; (2) 关注类贷款率保持稳定, 近几年保持在 1.7%上下; (3) 逾期率也比较稳定。

图7：上市银行不良贷款率降到较低水平



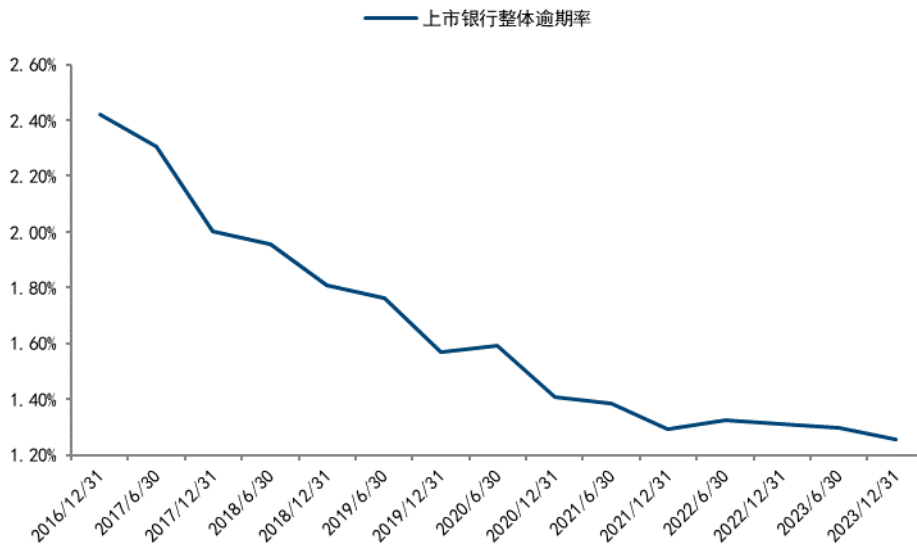
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：上市银行关注贷款率保持稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

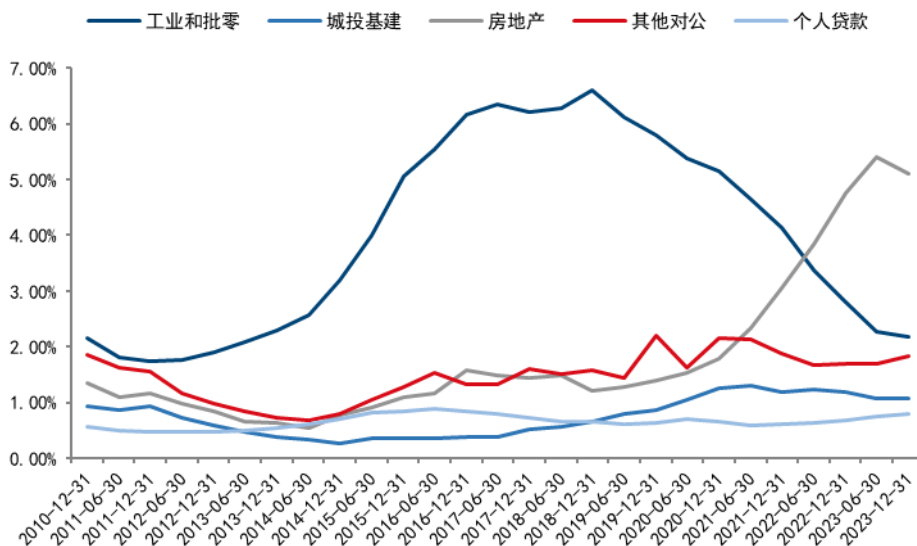
图9：上市银行逾期率保持稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

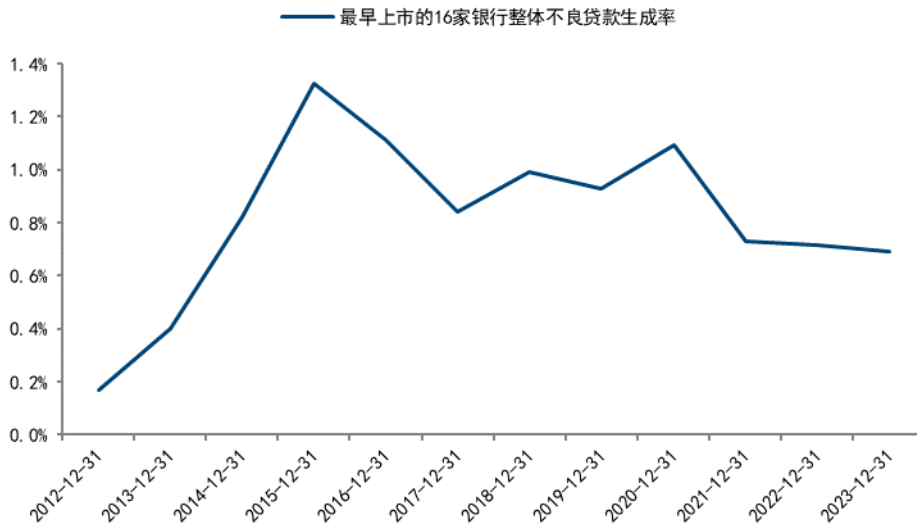
- 不良生成率保持稳定。从样本银行跟踪数据来看，房地产开发贷的不良率有所回落，上市银行不良生成率总体而言保持稳定。

图10：样本银行分行业不良贷款率数据



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：样本银行包括工商银行、农业银行、招商银行、中信银行及浦发银行等。

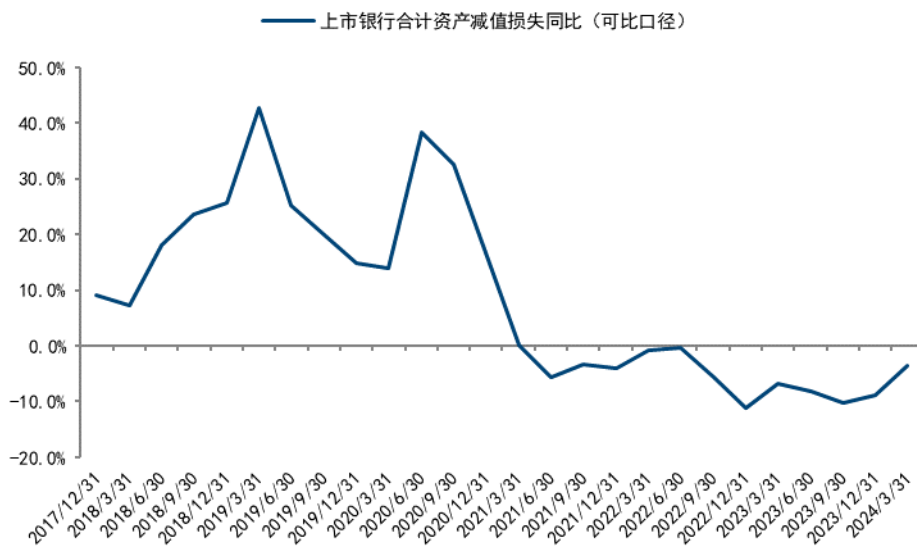
图11: 上市银行不良生成率保持稳定



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

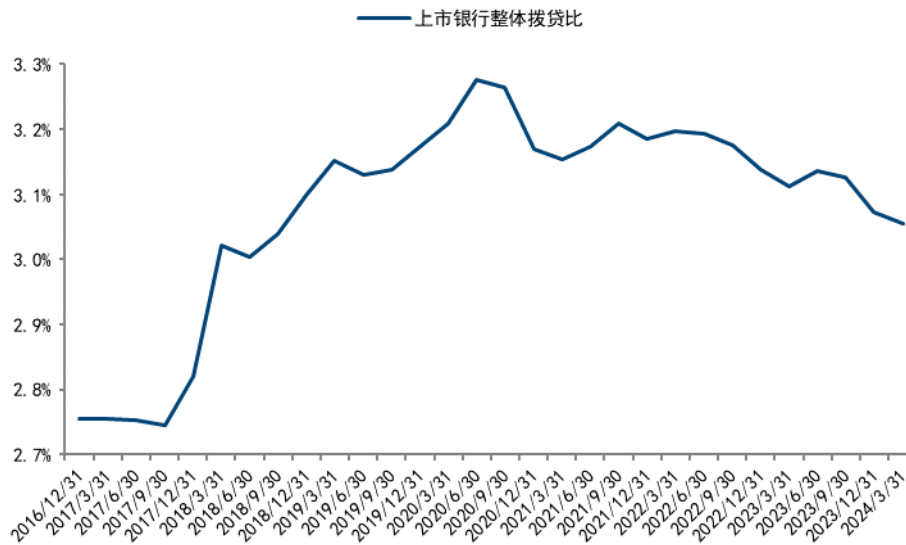
- 拨备仍然反哺利润增长但力度减弱。近几年银行资产减值损失同比持续下降，反哺利润增长，这导致上市银行整体拨贷比持续降低。但今年一季度上市银行资产减值损失同比降幅收窄，因而我们观察到资产减值损失对净利润增长的贡献减弱。而受不良处置影响，拨备覆盖率维持稳定。

图12: 上市银行资产减值损失同比下降，但今年一季度降幅收窄



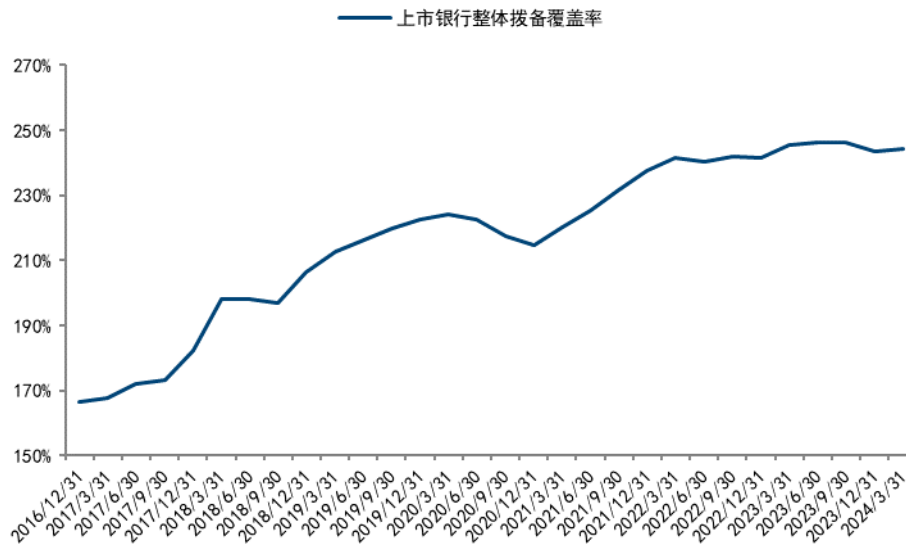
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 上市银行拨贷比回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 上市银行拨备覆盖率稳定

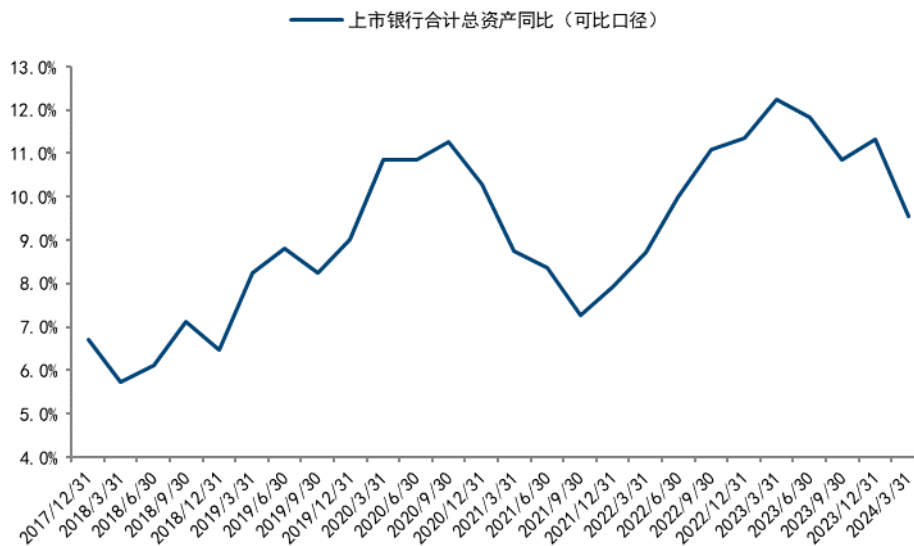


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产规模: 增速有所回落

随着基数增大, 同时受政策当局要求资产均衡投放的影响, 今年上市银行资产增速回落明显。2022-2023 年为支持经济复苏, 政策当局推动银行业加大资产投放, 目前随着经济温和复苏, 政策取向也会微调, 预计投放力度将回归正常水平。

图15: 上市银行总资产增速

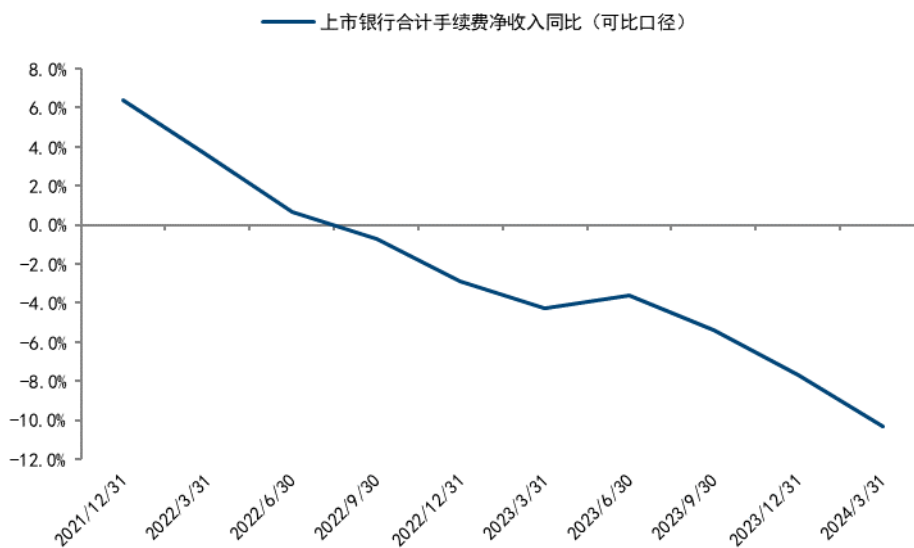


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

手续费净收入：持续减少

手续费净收入对银行净利润增长的影响并不大。2022 年以来资本市场波动、政策因素等影响理财和代销业务收入，上市银行手续费净收入持续减少。

图16: 上市银行手续费净收入增速持续回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

小结：全年表现或与一季报接近

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

基于前述分析，我们认为当前银行基本面仍然承压，边际变化不大，全年来看表现或与一季报接近。就关键驱动因素来看：

(1) 受 2 月份 LPR 下降影响，银行净息差仍有下行压力，但随着基数降低，若后续 LPR 不再大幅下降，则全年净息差对收入和净利润增长的不利影响或减弱，银行业绩有望筑底。

(2) 随着宏观经济走向复苏，预计全年不良生成率将保持稳定。银行当前拨备覆盖率、拨贷比处于较高水平，依然有能力通过拨备反哺利润，预计净利润增速将保持稳定。

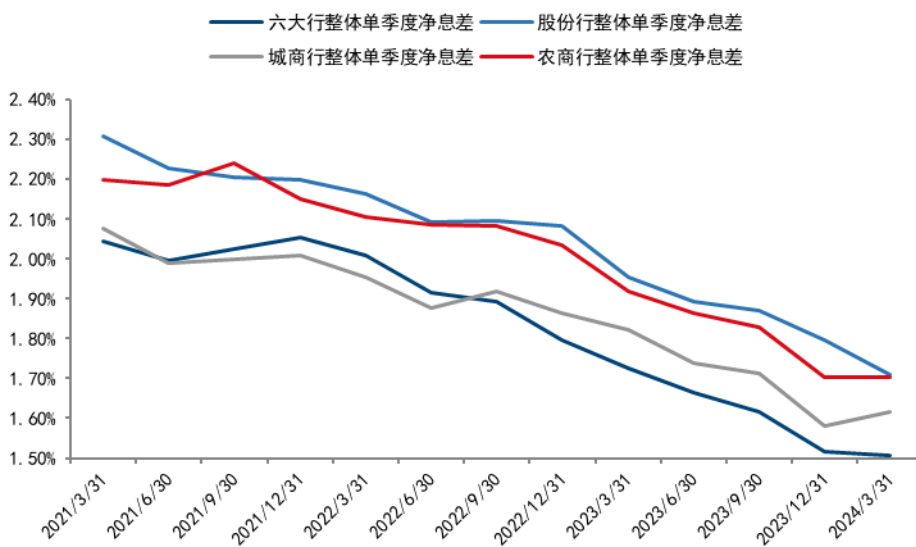
(3) 随着基数降低和政策取向微调，资产增速或将保持较为稳定的水平。

分类型银行：表现大同小异

分类型银行来看，各类型银行关键驱动因素表现大同小异，其中股份行、农商行拨备计提少于不良生成，未来拨备计提压力相对较大，需要持续关注。

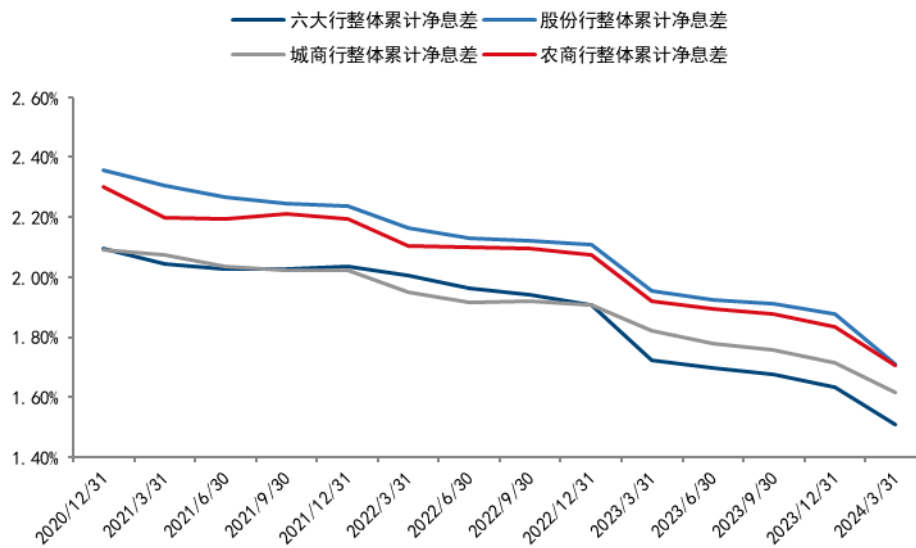
一是净息差方面，从测算的单季度净息差、累计净息差以及银行披露的存贷款利差走势来看，各类型银行趋势基本接近。

图17：分类型银行单季度净息差走势接近



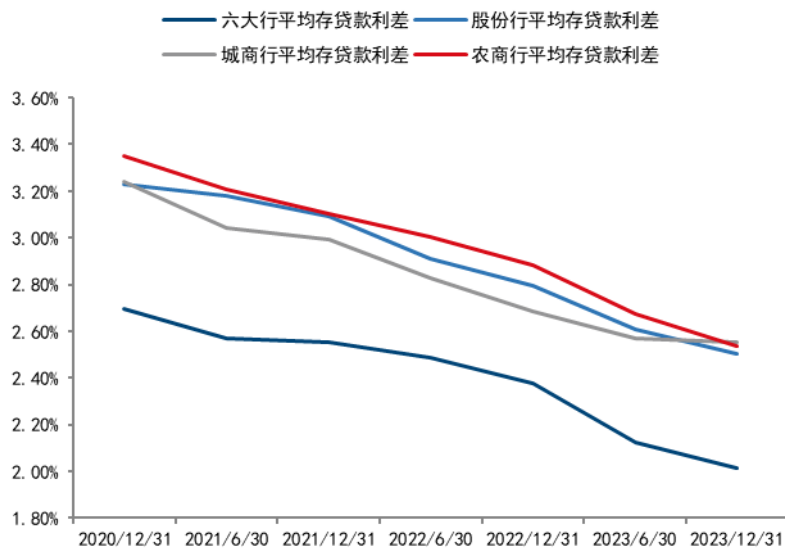
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18: 分类型银行累计净息差走势接近



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

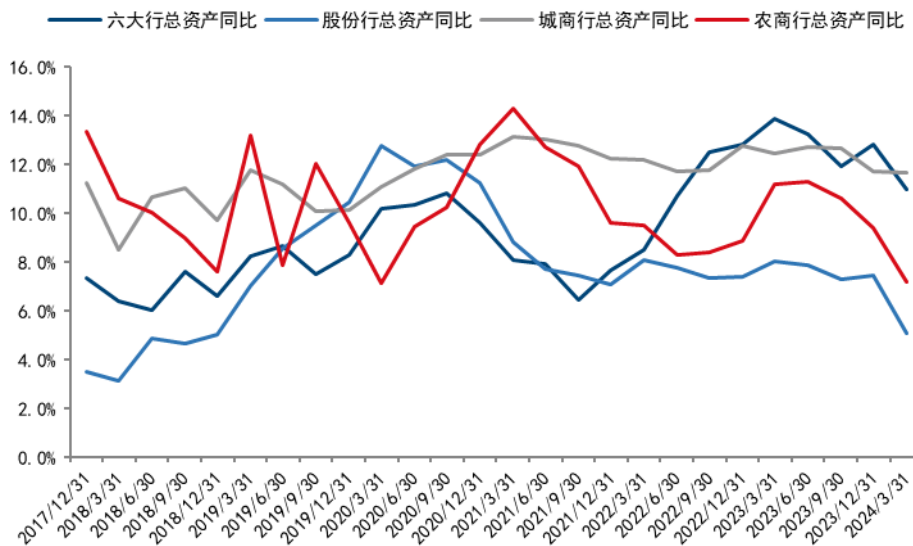
图19: 分类型银行存贷款利差走势接近



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二是资产增速方面, 除城商行资产增速较为稳定外, 其他类型银行资产增速均回落, 这自然也是基数较高、政策微调的正常结果。

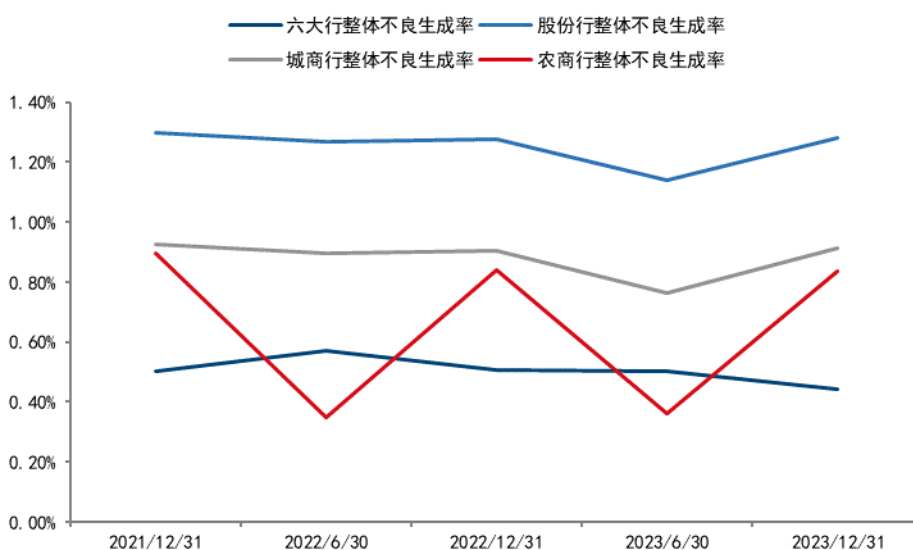
图20: 分类型银行资产增速情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

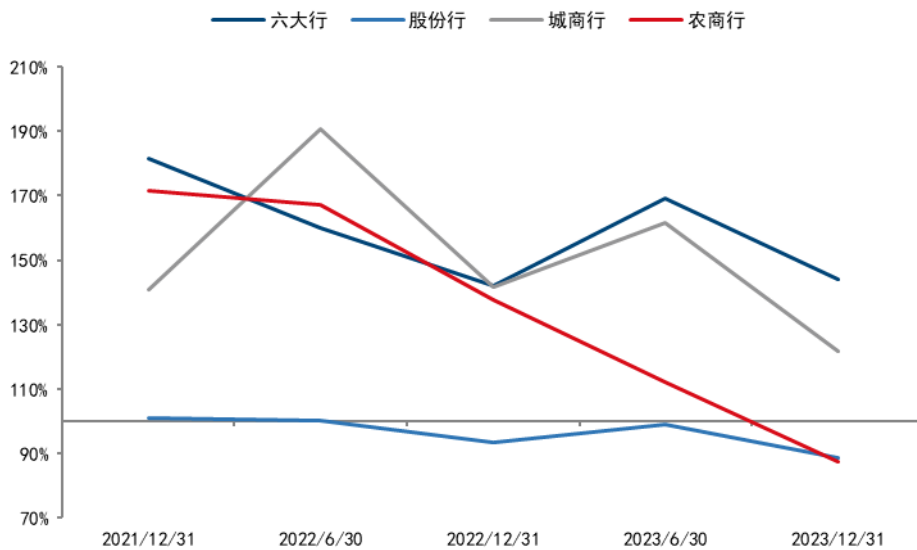
三是资产质量方面, 各类型银行的不良生成率同比均保持稳定。从拨备计提力度来看, 各类型银行均在下降, 其中股份行、农商行拨备计提冗余不足、贷款减值损失少于不良生成额, 未来拨备计提压力相对较大。

图21: 分类型银行不良生成率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 分类型银行“贷款减值损失/不良生成”情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

单家银行：资产质量和拨备计提影响较大

从单家银行来看，银行内部分化仍大。在净息差、手续费收入等指标趋同的情况下，资产质量和拨备计提仍是不同银行归母净利润增速差异的首要原因，其次为资产扩张速度。因此，资产质量仍是银行的生命线，后续需重点关注不同银行的资产质量表现。

表1: 上市银行分组数据对比

| | 2023 年 | | | 2024 年一季度 | | |
|------------------|--------|--------|---------|-----------|--------|---------|
| | 资产增速 | 营业收入增速 | 归母净利润增速 | 资产增速 | 营业收入增速 | 归母净利润增速 |
| 归母净利润增速>10%的银行平均 | 14.9% | 5.3% | 15.1% | 12.1% | 8.0% | 14.5% |
| 其他银行平均 | 8.9% | -1.3% | 0.1% | 8.0% | 1.2% | 0.5% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2：上市银行主要经营数据对比（按 2024 年一季度归母净利润增速排序）

| | 2023 年末总资产 同比 | 2024 年一季度总资产 同比 | 2023 年营业收入 同比 | 2024 年一季度营 业收入同比 | 2023 年归母净利润同 比 | 2024 年一季度归母净 利润同比 | 2023 年 ROE |
|------|------------------|--------------------|------------------|---------------------|-------------------|----------------------|------------|
| 杭州银行 | 13.9% | 13.0% | 6.3% | 3.5% | 23.2% | 21.1% | 15.6% |
| 常熟银行 | 16.2% | 15.1% | 12.1% | 12.0% | 19.6% | 19.8% | 13.7% |
| 青岛银行 | 14.8% | 12.8% | 7.1% | 19.3% | 15.1% | 18.7% | 10.7% |
| 齐鲁银行 | 19.5% | 18.1% | 8.0% | 5.5% | 18.0% | 16.0% | 12.9% |
| 苏农银行 | 12.4% | 11.2% | 0.2% | 10.6% | 16.0% | 15.8% | 11.7% |
| 瑞丰银行 | 23.3% | 13.8% | 7.9% | 15.3% | 13.0% | 14.7% | 11.0% |
| 成都银行 | 18.9% | 19.6% | 7.2% | 6.3% | 16.2% | 12.8% | 18.8% |
| 江阴银行 | 10.2% | 5.7% | 2.3% | 2.6% | 16.8% | 12.7% | 12.6% |
| 苏州银行 | 14.7% | 16.8% | 0.9% | 2.1% | 17.4% | 12.3% | 12.0% |
| 青农商行 | 7.6% | 2.3% | 3.8% | 13.3% | 10.8% | 10.1% | 7.3% |
| 浦发银行 | 3.5% | 2.2% | -8.1% | -5.7% | -28.3% | 10.0% | 5.2% |
| 江苏银行 | 14.2% | 15.1% | 5.3% | 11.7% | 13.3% | 10.0% | 14.5% |
| 无锡银行 | 11.0% | 8.3% | 1.3% | 5.0% | 10.0% | 9.4% | 11.5% |
| 张家港行 | 10.4% | 11.6% | -5.9% | 7.6% | 6.2% | 7.1% | 11.7% |
| 宁波银行 | 14.6% | 14.3% | 6.4% | 5.8% | 10.7% | 6.3% | 15.1% |
| 长沙银行 | 12.7% | 11.2% | 8.5% | 7.9% | 9.6% | 5.8% | 12.5% |
| 紫金银行 | 10.2% | 2.5% | -1.9% | 9.8% | 1.2% | 5.4% | 9.1% |
| 南京银行 | 11.1% | 11.5% | 1.2% | 2.8% | 0.5% | 5.1% | 13.1% |
| 浙商银行 | 19.9% | 15.1% | 4.3% | 16.6% | 10.5% | 5.1% | 9.5% |
| 北京银行 | 10.6% | 11.2% | 0.7% | 7.8% | 3.5% | 5.0% | 9.3% |
| 厦门银行 | 5.2% | 7.6% | -5.0% | 3.7% | 6.3% | 4.4% | 11.2% |
| 重庆银行 | 11.0% | 10.1% | -1.9% | 5.2% | 1.3% | 4.0% | 10.1% |
| 西安银行 | 6.5% | 6.0% | 9.7% | 4.4% | 1.6% | 3.8% | 8.2% |
| 平安银行 | 5.0% | 5.0% | -8.4% | -14.0% | 2.1% | 2.3% | 11.4% |
| 上海银行 | 7.2% | 6.2% | -4.8% | -0.9% | 1.2% | 1.8% | 10.4% |
| 沪农商行 | 8.6% | 9.1% | 3.1% | 3.7% | 10.6% | 1.5% | 11.3% |
| 交通银行 | 8.2% | 4.3% | 0.3% | 0.0% | 0.7% | 1.4% | 9.7% |
| 兰州银行 | 4.0% | 0.1% | 7.6% | -1.3% | 7.6% | 0.9% | 6.0% |
| 华夏银行 | 9.1% | 8.7% | -0.6% | -4.3% | 5.3% | 0.6% | 8.7% |
| 光大银行 | 7.5% | 3.0% | -3.9% | -9.6% | -9.0% | 0.4% | 8.4% |
| 中信银行 | 5.9% | 3.2% | -2.6% | 4.7% | 7.9% | 0.2% | 10.8% |
| 邮储银行 | 11.8% | 11.1% | 2.3% | 1.4% | 1.2% | -1.3% | 10.9% |
| 农业银行 | 17.5% | 14.5% | 0.0% | -1.8% | 3.9% | -1.6% | 10.9% |
| 招商银行 | 8.8% | 9.6% | -1.6% | -4.7% | 6.2% | -2.0% | 16.2% |
| 工商银行 | 12.8% | 13.2% | -3.7% | -3.4% | 0.8% | -2.8% | 10.7% |
| 中国银行 | 12.2% | 10.8% | 6.4% | -3.0% | 2.4% | -2.9% | 10.1% |
| 兴业银行 | 9.6% | 4.4% | -5.2% | 4.2% | -15.6% | -3.1% | 10.6% |
| 贵阳银行 | 6.5% | 9.0% | -3.5% | -2.5% | -8.9% | -3.6% | 9.8% |
| 民生银行 | 5.8% | 1.6% | -1.2% | -6.8% | 1.6% | -5.6% | 6.1% |
| 渝农商行 | 6.6% | 4.1% | -3.6% | -2.9% | 6.1% | -10.8% | 9.6% |
| 郑州银行 | 6.6% | 4.4% | -9.5% | 2.5% | -23.6% | -18.6% | 3.3% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

行业方面，当前银行板块估值处于低位，经历过房地产风险暴露、存量房贷利率调整后，板块潜在利空明显减少，意味着估值下行风险很小。若后续 LPR 不再大幅下降，则对于大部分上市银行来说，2024 年一季度的业绩可能是近几年的底部区域。后续随着宏观经济恢复向好，有望推动银行板块的估值修复，因此我们维持行业“超配”评级。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

个股方面，一是建议在估值底部布局基本面长期前景优秀的标的，推荐招商银行、宁波银行；二是随着实体经济复苏，建议关注以中小微客群为主的小型农商行，如常熟银行；三是对于追求低波动、绝对收益的资金，建议关注股息率较高且分红记录稳定的银行。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响、宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

| | |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Buy | Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable. |
| Accumulate | Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable. |
| Neutral | Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral. |
| Reduce | Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable. |
| Sell | Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable. |

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

| | |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| Outperform | Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable. |
| Neutral | Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral. |
| Underperform | Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable. |

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

| | |
|----|--------------------------------|
| 买入 | 相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。 |
| 增持 | 相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。 |
| 中性 | 相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。 |
| 减持 | 相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。 |
| 卖出 | 相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。 |

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

| | |
|------|---------------------------|
| 跑赢大市 | 相对表现超过 5%，或行业基本面良好。 |
| 中性 | 相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。 |
| 跑输大市 | 相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。 |

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理