

# 浦发银行（600000.SH）2024年一季报点评

## 关注后续资产质量变化

中性

### 核心观点

**浦发银行2021-2023年归母净利润增速与行业分化，其中最大的压力来自不良暴露。**不良暴露一方面直接增加拨备计提压力，另一方面也影响资产扩张速度，包括放缓资产增速以将更多精力放在风险控制上，以及拨备计提增加影响盈利能力导致资本内生能力下降。2021-2023年浦发银行归母净利润持续减少，其归母净利润增速也低于上市银行整体水平。我们通过归因分析将浦发银行与上市银行整体归母净利润增速的差距进行了拆解，可以发现其业绩增速持续低于行业整体水平的主要原因就是两点：一是资产减值损失计提压力大，二是生息资产平均余额的增长较慢，其他因素对其净利润增长的影响则与行业整体情况差别不大。

**浦发银行不良生成率已经回落至股份行整体水平附近，后续资产质量走势需待观察。**浦发银行未来业绩能否持续改善，主要取决于其资产质量的变化。浦发银行不良生成率近几年持续回落，2022-2023年不良生成率虽然仍高于上市银行整体水平，但已经回落至股份行整体水平附近。对于公司后续不良生成率的走势，我们将继续跟踪观察。

**2024年一季度浦发银行归母净利润增速回正。**2024年一季度浦发银行实现营业收入453亿元，同比下降5.7%；实现归母净利润174亿元，同比增长10.0%，净利润增速回正主要得益于资产减值损失减少，2024年一季度资产减值损失同比减少20.1%。从主要指标来看，浦发银行资产增速保持低位，净息差降幅收窄，资产质量指标变化不大。

**投资建议：**我们预计公司2024-2026年归母净利润404/425/455亿元，同比增速10.1%/5.1%/7.0%；摊薄EPS为1.19/1.26/1.37元；当前股价对应PE为7.1/6.7/6.2x，PB为0.39/0.37/0.36x。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司2024年合理股价在7.8-9.4元，对应的2024年动态PB为0.36-0.43x，当前估值较为合理，首次覆盖给予“中性”评级。

**风险提示：**估值的风险、盈利预测的风险、政策风险、财务风险、市场风险等。

### 公司研究·财报点评

#### 银行·股份制银行 II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

联系人：刘睿玲

021-60375484

liuruilin@guosen.com.cn

S0980520030002

#### 基础数据

投资评级	中性(首次评级)
合理估值	
收盘价	8.49元
总市值/流通市值	249200/249200百万元
52周最高价/最低价	8.64/6.36元
近3个月日均成交额	299.42百万元

#### 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

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	188,622	173,434	163,866	162,738	166,113
(+/-%)	-1.2%	-8.1%	-5.5%	-0.7%	2.1%
归母净利润(百万元)	51,171	36,702	40,403	42,478	45,452
(+/-%)	-3.5%	-28.3%	10.1%	5.1%	7.0%
摊薄每股收益(元)	1.56	1.07	1.19	1.26	1.37
总资产收益率	0.62%	0.42%	0.45%	0.47%	0.49%
净资产收益率	9.0%	6.2%	6.5%	6.6%	6.8%
市盈率(PE)	5.4	7.9	7.1	6.7	6.2
股息率	3.8%	3.8%	4.2%	4.4%	4.7%
市净率(PB)	0.43	0.41	0.39	0.37	0.36

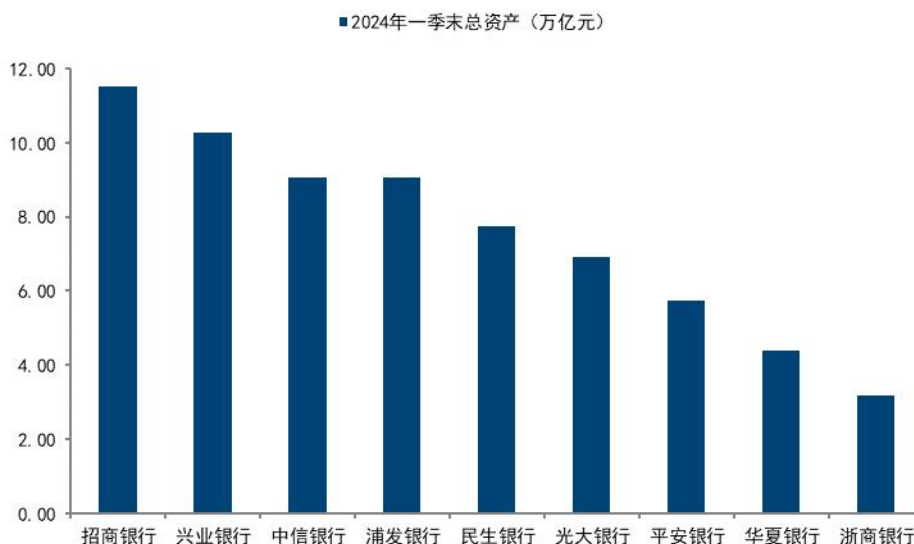
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司概况：规模较大的股份行

浦发银行是 1992 年 8 月 28 日经中国人民银行批准筹建、1993 年 1 月 9 日开业、1999 年在上海证券交易所挂牌上市的全国性股份制商业银行，总行设在上海。2024 年 3 月末浦发银行总资产达 9.05 万亿元，是一家规模较大的股份行。

图1：浦发银行规模居股份行前列



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股权结构上，浦发银行股权结构以国有资本为主导。2024 年 3 月末，前十大股东中国有法人持股比例达 53.06%。据年报信息，2023 年末上海国际集团合并持有公司 29.67% 的股份，富德生命人寿合计持有公司 20.66% 的股份，中国移动持有公司 18.18% 的股份，其余股东持股比例均低于 5%。

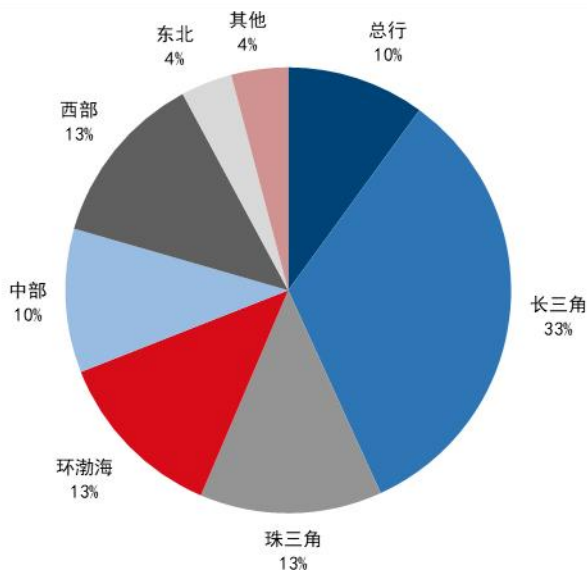
表1：2024 年 3 月末浦发银行十大股东

股东名称	占总股本比例 (%)	股东性质
上海国际集团有限公司	21.57	国有法人
中国移动通信集团广东有限公司	18.18	国有法人
富德生命人寿保险股份有限公司-传统	9.47	境内非国有法人
富德生命人寿保险股份有限公司	6.01	境内非国有法人
上海上国投资资产管理有限公司	4.75	国有法人
富德生命人寿保险股份有限公司-万能 H	4.33	境内国有法人
中国证券金融股份有限公司	4.02	国有法人
上海国鑫投资发展有限公司	3.22	国有法人
香港中央结算有限公司	2.39	境外法人
中央汇金资产管理有限责任公司	1.32	国有法人

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营区域上，全国展业，偏重长三角。从贷款投向来看，浦发银行作为全国性股份行，在各个地区均有贷款投放，但长三角占比相对较高。

图2：2023 年末浦发银行贷款余额区域结构

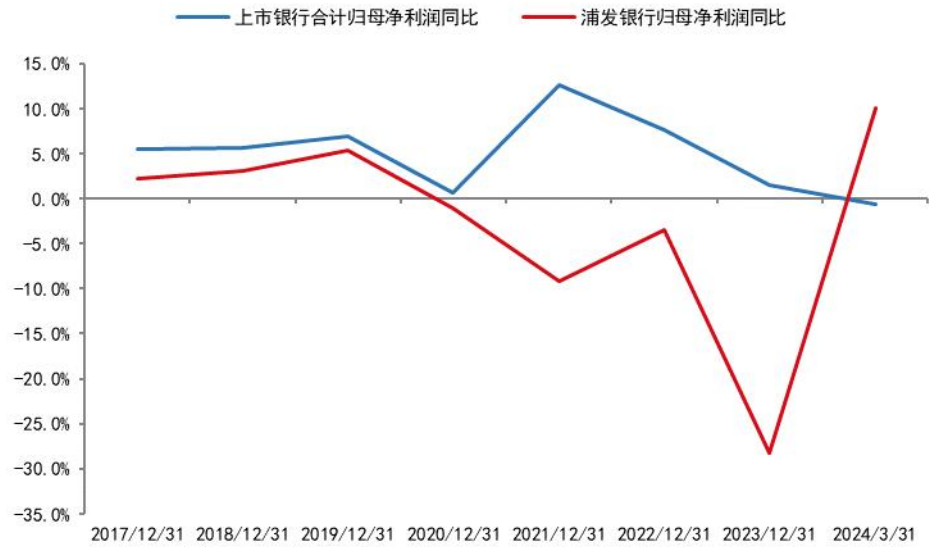


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 历史回顾：不良暴露是主要压力来源

浦发银行归母净利润增速的走势原本与行业整体水平接近，但 2021-2023 年浦发银行的归母净利润增速与行业分化，其中最大的压力来自不良暴露。不良暴露一方面直接增加拨备计提压力，另一方面也影响资产扩张速度，包括放缓资产增速以将更多精力放在风险防控上，以及拨备计提增加影响盈利能力导致资本内生能力下降。2021-2023 年浦发银行归母净利润持续减少，其归母净利润增速也低于上市银行整体水平。我们通过归因分析将浦发银行与上市银行整体归母净利润增速的差距进行了拆解，可以发现其业绩增速持续低于行业整体水平的主要原因就是两点：一是资产减值损失计提压力大，二是生息资产平均余额的增长较慢，其他因素对其净利润增长的影响则与行业整体情况差别不大。

图3：浦发银行 2021-2023 年净利润增速与上市银行整体水平分化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

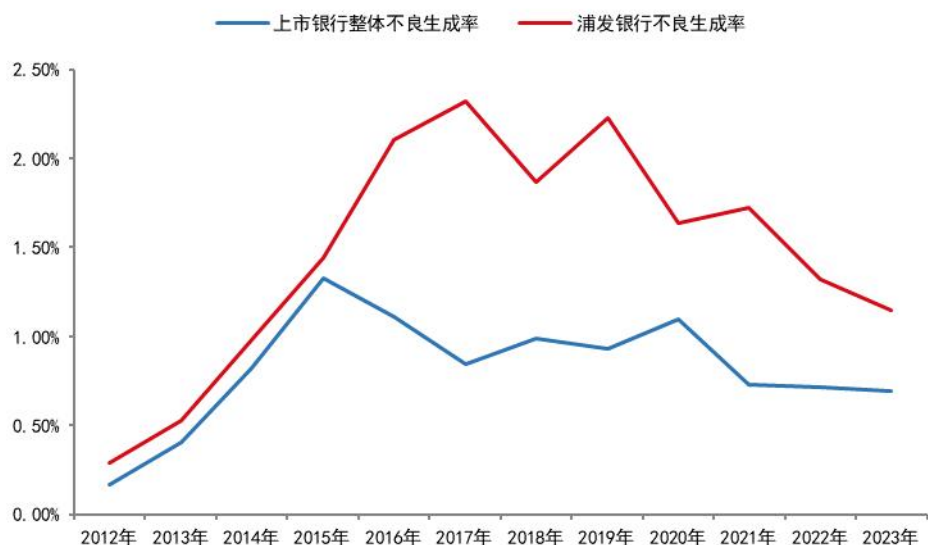
表2：浦发银行较上市银行合计归母净利润增速差异的归因分析

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年一季度
<b>生息资产：浦发银行-上市银行合计</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-5.2%</b>	<b>-6.9%</b>	<b>-8.4%</b>
净息差：浦发银行-上市银行合计	-6.5%	0.5%	-1.6%	5.1%
手续费净收入：浦发银行-上市银行合计	-2.6%	1.0%	0.2%	0.5%
其他非息收入：浦发银行-上市银行合计	-1.1%	1.7%	1.1%	-1.2%
业务及管理费：浦发银行-上市银行合计	-0.9%	-0.7%	-1.1%	0.1%
<b>资产减值损失：浦发银行-上市银行合计</b>	<b>-11.3%</b>	<b>-6.3%</b>	<b>-17.8%</b>	<b>10.1%</b>
其他因素：浦发银行-上市银行合计	1.1%	-2.1%	-3.5%	4.4%
<b>归母净利润同比：浦发银行-上市银行合计</b>	<b>-21.8%</b>	<b>-11.1%</b>	<b>-29.7%</b>	<b>10.6%</b>

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

浦发银行不良生成率高于行业整体水平。（1）从不良生成率趋势来看，上市银行整体不良生成率自 2013 年开始上升，2015 年达到峰值，之后有所下降，浦发银行早期的不良暴露节奏与行业整体情况一致，但其不良暴露持续的时间更长，不良生成率在 2017 年才达到峰值。（2）从不良生成率的绝对值来看，2016 年以来浦发银行的不良生成率明显高于上市银行整体不良生成率。

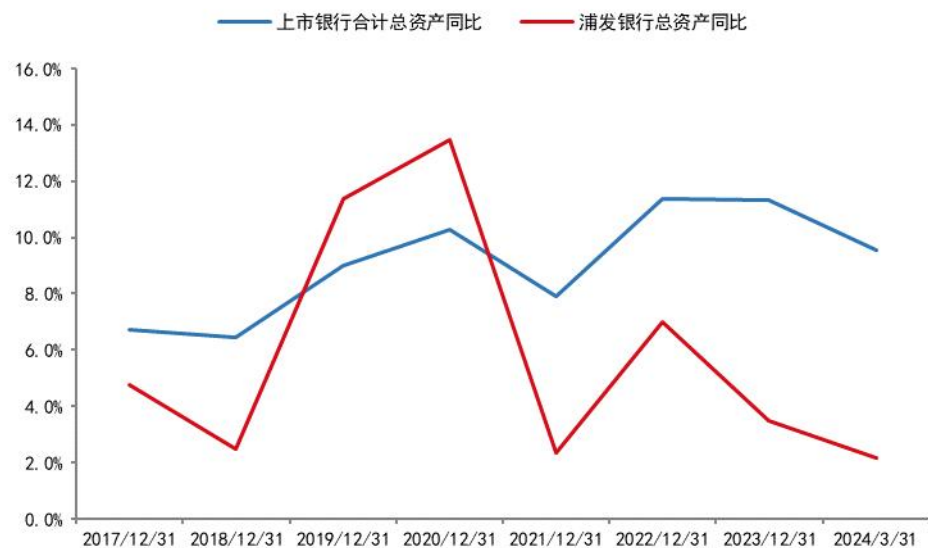
图4: 浦发银行不良生成率在 2016 年之后明显高于上市银行整体水平



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

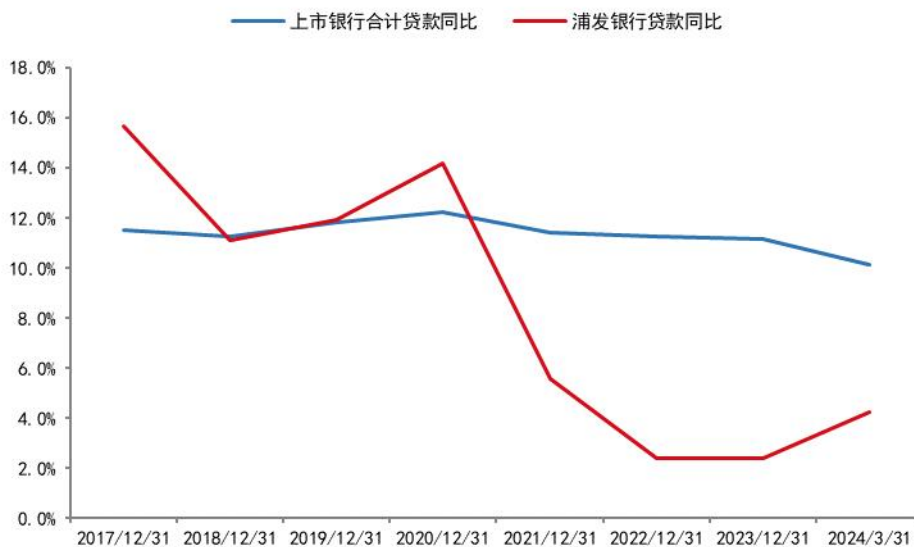
从资产增速来看, 浦发银行 2021 年以来放缓了资产扩张的速度, 资产增速降低至行业整体水平以下, 其信贷增速也降低。

图5: 浦发银行 2021 年以来资产增速降至行业整体水平以下



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

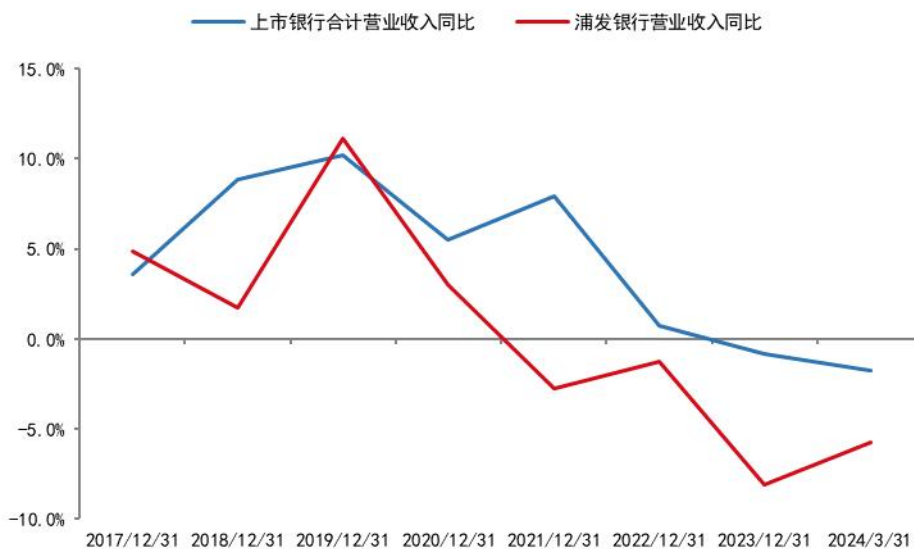
图6: 浦发银行 2021 年以来贷款增速降至行业整体水平以下



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

由于资产增速较低, 叠加近几年净息差收窄等影响, 浦发银行的营收增长承压, 其营业收入增速持续回落, 且低于上市银行整体水平。

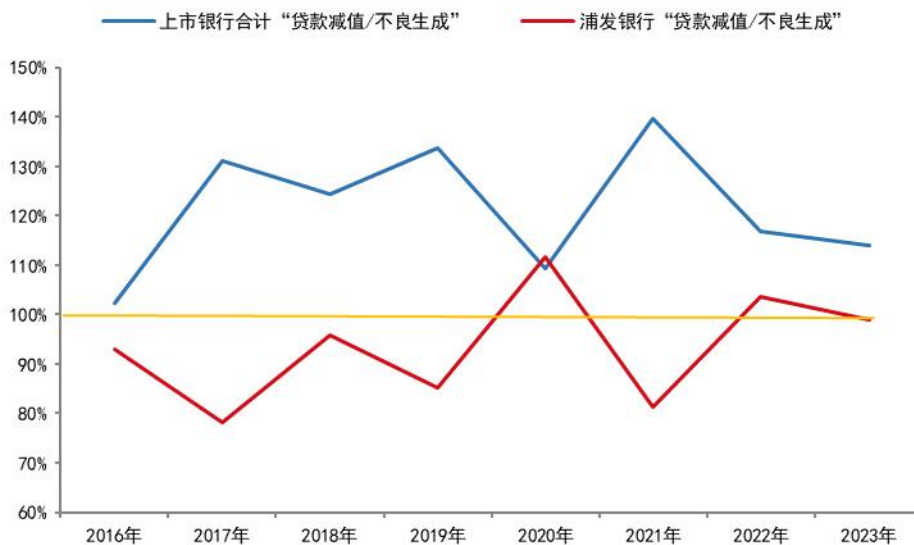
图7: 浦发银行 2021 年以来收入规模持续减少



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产减值方面, 由于浦发银行近几年“贷款减值/不良生成”大致在 100%附近, 其通过拨备来反哺利润的空间有限, 因此在收入下降的情况下, 随着贷款规模增加, 资产减值损失会明显拖累净利润增长。往未来看, 浦发银行的净利润增长将仍然主要取决于不良生成率的改善情况。

图8：浦发银行 2021 年以来资产增速明显回落

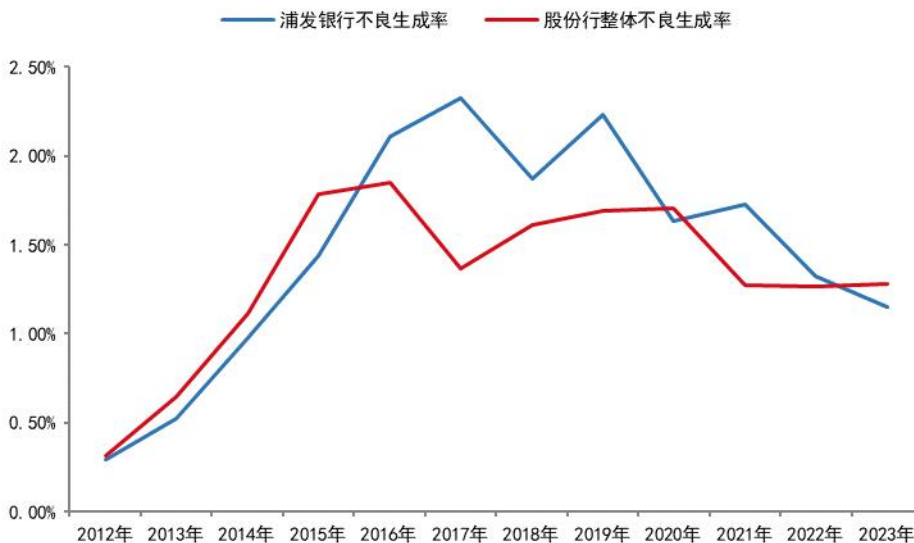


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 亮点：不良生成率回落

从前述分析来看，浦发银行未来业绩能否持续改善，主要取决于其资产质量的变化。浦发银行不良生成率近几年持续回落，2022-2023 年不良生成率虽然仍高于上市银行整体水平，但已经回落至股份行整体水平附近。对于公司后续不良生成率的走势，我们将继续跟踪观察。

图9：浦发银行 2022-2023 年不良生成率回落至股份行整体水平附近



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2024 年一季报：净利润增速回正

从 2024 年一季度的最新业绩来看，浦发银行归母净利润增速回正。2024 年一季度浦发银行实现营业收入 453 亿元，同比下降 5.7%；其中利息净收入 284 亿元，同比下降 6.4%。一季度实现归母净利润 174 亿元，同比增长 10.0%，较 2023 年全年-28.3%的净利润增速明显改善。从归因分析来看，一季度净利润增速回正主要得益于资产减值损失减少，2024 年一季度资产减值损失同比减少 20.1%。

资产增速保持低位。公司 2024 年一季末总资产同比增长 2.2%至 9.05 万亿元，增速继续保持低位。其中存款同比增长 0.8%至 5.00 万亿元，贷款总额同比增长 4.2%至 5.19 万亿元。一季度末核心一级资本充足率 8.83%。

净息差降幅收窄。我们使用期初期末平均值计算的公司 2024 年一季度净息差 1.31，同比降低 12bps，降幅较 2023 年的 26bps 收窄，因此我们看到一季度利息净收入增速较 2023 年改善了 5.0 个百分点。

手续费净收入同比下降。2024 年一季度手续费净收入同比下降 10.9%至 66 亿元，与行业趋势一致。

资产质量指标变化不大。公司 2024 年一季末不良贷款率 1.45%，比上年末降低 0.03 个百分点；关注类贷款占比 2.35%，较上年末上升 0.02 个百分点。一季度末拨备覆盖率 173%，较上年末下降 1 个百分点。整体来看，公司资产质量边际稳定，变化不大，后续走势仍待观察。

## 盈利预测

### 假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下：

(1) 总资产增长率：考虑到公司当前不良生成率仍然较高，且 ROE 水平较低，因此未来资产增长仍将保持低位，假设公司 2024-2026 年资产总额同比分别增长 2%/2%/2%。

(2) 净息差：2023 年一年期 LPR 两次合计下行 20bps，五年期 LPR 下行 10bps，2024 年 2 月五年期 LPR 再次下行 25bps。当前经济复苏缓慢，信贷需求偏弱，预计银行业贷款收益率仍将面临较大下行压力。但目前政策通过调降存款挂牌利率等方式持续引导降低银行业负债端成本，将部分对冲资产端收益率下行压力。因此我们预计银行业净息差仍将持续下行，但下行幅度会逐步收窄，浦发银行一季报已经展现出这一趋势。我们假设其 2024-2026 年净息差（按期初期末平均余额测算）分别为 1.25%/1.20%/1.20%。

(3) 资产质量：公司不良生成率回落至股份行整体水平附近，未来能否继续回落存在不确定性。保守起见，我们假设其未来不良率稳定，信用成本率保持在不低于 2023 年不良生成率的水平。假设其 2024-2026 年不良率稳定在 1.45%，信用成本为 1.35%/1.25%/1.20%。

(4) 其他：假设未来分红率维持不变；不考虑可能存在的外源融资因素。

### 未来三年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年归母净利润分别为 404/425/455 亿



元, 对应同比增速分别为 10.1%/5.1%/7.0%, 对应每股收益分别为 1.19/1.26/1.37 元。

表3: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	173434	163866	162738	166113
其中: 利息净收入	118435	110090	107800	109956
手续费净收入	24453	23230	24392	25611
其他非息收入	30546	30546	30546	30546
营业支出	132698	119071	115642	115720
其中: 资产减值损失	76754	66213	63148	62138
利润总额	40692	44795	47096	50393
归属于母公司净利润	36702	40403	42478	45452
EPS (元)	1.07	1.19	1.26	1.37

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁, 因此净息差 (按期初期末平均余额测算) 对预测影响不确定性很大, 我们进行如下敏感性分析:

表4: 净利润增长的净息差的敏感性分析 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>悲观情形: 经济复苏低于预期, LPR 持续下行, 净息差降幅更大</b>				
净息差假设	1.38%	1.20%	1.10%	1.05%
归母净利润	36,702	37,712	36,989	37,054
归母净利润增速	-28.3%	2.8%	-1.9%	0.2%
EPS (元)	1.07	1.10	1.08	1.08
<b>基准情形</b>				
净息差假设	1.38%	1.25%	1.20%	1.20%
归母净利润	36,702	40,403	42,478	45,452
归母净利润增速	-28.3%	10.1%	5.1%	7.0%
EPS (元)	1.07	1.19	1.26	1.37
<b>乐观情形: 信贷需求持续好转, 净息差企稳</b>				
净息差假设	1.38%	1.30%	1.30%	1.35%
归母净利润	36,702	43,093	47,967	53,850
归母净利润增速	-28.3%	17.4%	11.3%	12.3%
EPS (元)	1.07	1.29	1.45	1.65

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值, 相关假设如下:

表5：一、二阶段假设（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
净资产	732884	759312	786906	817001	852148	880314	909325	939206	969984	1001685	1034337	1067969	1102610	1138290
摊薄 ROE	5.0%	5.3%	5.4%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
归母净利润	36702	40403	42478	45452	46815	48220	49666	51156	52691	54272	55900	57577	59304	61083
同比	-28.3%	10.1%	5.1%	7.0%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
分红率	26%	26%	26%	26%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
股利	9422	10372	10905	11668	20054	20655	21275	21913	22571	23248	23945	24664	25403	26166

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表6：折现率假设

无风险收益率	2.5%	第二阶段增长率	3%
风险溢价率	10.0%	第二阶段分红率	43%
$\beta$	0.7	永续增长率	2%
COE	10%	永续分红率	60%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件，采用三阶段 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 7.8-9.4 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

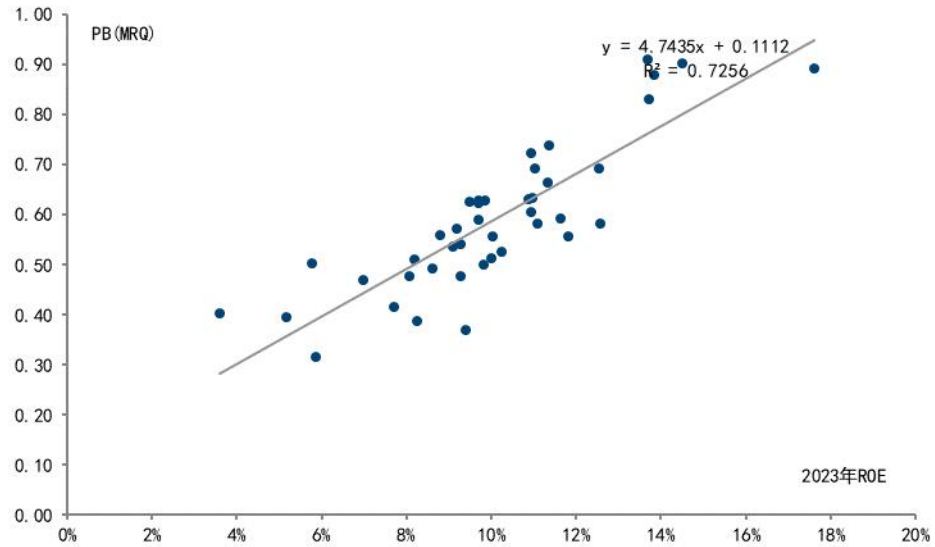
		折现率				
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
永续增长率	1.0%	9.2	8.6	8.1	7.6	7.2
	1.5%	9.5	8.8	8.3	7.8	7.4
	2.0%	9.8	9.1	8.5	8.0	7.5
	2.5%	10.2	9.4	8.8	8.2	7.7
	3.0%	10.6	9.8	9.1	8.5	7.9

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值

我们将全部上市银行放在一起进行横向比较，按照 PB（MRQ）以及 2023 年 ROE 计算的对应公司 PB（MRQ）为 0.36x。考虑到公司未来几年的盈利能力向正常情况回归，我们给予公司略高一点的溢价，按 0.36-0.40xPB 进行估值，据此计算公司合理价值为 7.8-8.6 元。

图10: 上市银行估值情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 按 2024 年 5 月 29 日收盘价计算。

## 投资建议

综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司 2024 年合理股价在 7.8-9.4 元, 对应的 2024 年动态 PB 为 0.36-0.43x, 当前股价 (按 2024 年 5 月 29 日收盘价 8.49 元计) 估值较为合理, 首次覆盖给予“中性”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值相结合的方法计算得出公司的合理估值, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定, 及其和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多主观判断:

(1) 市场上投资者众多, 不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致, 因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值, 这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析, 但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值;

(2) 我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析, 但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外;

(3) 相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险, 即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值较低, 因此相对估值法还存在行业整体被低估, 从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

### 盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分: 一是由于市场利率变动频

繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

### 政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

### 财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

### 市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

## 财务预测与估值

每股指标 (元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (十亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.56	1.07	1.19	1.26	1.37	营业收入	189	173	164	163	166
BVPS	19.94	20.95	21.82	22.73	23.73	其中: 利息净收入	134	118	110	108	110
DPS	0.32	0.32	0.35	0.37	0.40	手续费净收入	29	24	23	24	26
						其他非息收入	26	31	31	31	31
						营业支出	132	133	119	116	116
<b>资产负债表 (十亿元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	其中: 业务及管理费	53	51	49	48	49
总资产	8,705	9,007	9,187	9,371	9,559	资产减值损失	76	77	66	63	62
其中: 贷款	4,798	4,905	5,052	5,178	5,282	其他支出	4	5	4	4	4
非信贷资产	3,906	4,103	4,136	4,193	4,277	营业利润	56	41	45	47	50
总负债	7,998	8,274	8,428	8,584	8,742	其中: 拨备前利润	132	117	111	110	113
其中: 存款	4,894	5,060	5,162	5,265	5,370	营业外净收入	(0)	(0)	0	0	0
非存款负债	3,104	3,214	3,267	3,319	3,371	利润总额	56	41	45	47	50
所有者权益	707	733	759	787	817	减: 所得税	4	3	4	4	4
其中: 总股本	29	29	29	29	29	净利润	52	37	41	43	46
普通股净资产	585	615	640	667	696	归母净利润	51	37	40	42	45
						其中: 普通股净利润	46	31	35	37	40
总资产同比	7.0%	3.5%	2.0%	2.0%	2.0%	分红总额	9	9	10	11	12
贷款同比	2.3%	2.2%	3.0%	2.5%	2.0%						
存款同比	9.6%	3.4%	2.0%	2.0%	2.0%	营业收入同比	-1.2%	-8.1%	-5.5%	-0.7%	2.1%
贷存比	98%	97%	98%	98%	98%	其中: 利息净收入同比	-1.7%	-11.4%	-7.0%	-2.1%	2.0%
非存款负债/负债	39%	39%	39%	39%	39%	手续费净收入同比	-1.5%	-14.8%	-5.0%	5.0%	5.0%
权益乘数	12.3	12.3	12.1	11.9	11.7	归母净利润同比	-3.5%	-28.3%	10.1%	5.1%	7.0%
<b>资产质量指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>业绩增长归因</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
不良贷款率	1.52%	1.48%	1.45%	1.45%	1.45%	生息资产规模	4.7%	4.9%	2.6%	2.6%	2.0%
信用成本率	1.62%	1.60%	1.35%	1.25%	1.20%	净息差	-6.4%	-16.3%	-9.6%	-4.7%	0.0%
拨备覆盖率	155%	174%	177%	173%	170%	手续费净收入	0.0%	-0.6%	0.4%	1.2%	0.6%
						其他非息收入	0.4%	3.9%	1.2%	0.2%	-0.5%
<b>资本与盈利指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	业务及管理费	-2.3%	-2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ROA	0.62%	0.42%	0.45%	0.47%	0.49%	资产减值损失	-0.6%	-14.4%	13.9%	5.3%	4.5%
ROE	9.0%	6.2%	6.5%	6.6%	6.8%	其他因素	0.7%	-3.6%	1.7%	0.5%	0.4%
核心一级资本充足率	9.19%	8.97%	9.16%	9.36%	9.57%	归母净利润同比	-3.5%	-28.3%	10.1%	5.1%	7.0%
一级资本充足率	10.98%	10.63%	10.82%	11.02%	11.23%						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032