

超配（维持）

从四要素透视银行股的高股息底色

银行业 2024 年下半年投资策略

2024 年 6 月 14 日

分析师：卢立亭

SAC 执业证书编号：

S0340518040001

电话：0769-22177163

邮箱：

luliting@dgzq.com.cn

研究助理：吴晓彤

SAC 执业证书编号：

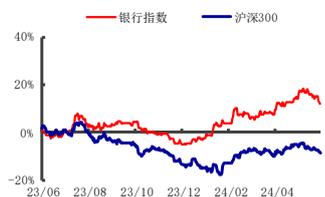
S0340122060058

电话：0769-22119430

邮箱：

wuxiaotong@dgzq.com.cn

银行（中信）指数走势



资料来源：IFinD，东莞证券研究所

投资要点：

- 行情复盘：高股息优势驱动银行股“大象”起舞。**今年年初至 5 月 28 日，申万银行业上涨 21.15%，跑赢沪深 300 指数 15.96 个百分点，在申万 31 个行业中排名第 1。在今年上半年资本市场剧烈震荡与低利率环境下，基本面较为稳健、高股息、估值低的银行板块防御属性凸显，成为资金的避风港的优选。
- 高股息行情要素一：低利率环境。**一方面，银行存款、国债、银行理财等传统的固定收益类资产收益率下降；另一方面，长期政策导向“房住不炒”的实施，加之房企风险尚未完全出清、人口结构和城镇化水平等因素，传统资产配置的吸引力相对减弱。与此同时，在地缘政治紧张，地产周期下行，经济增速放缓，资本市场震荡加剧、轮动加速的大背景下，资金避险情绪不减，特别是被视为市场的主要增量资金险资，面对存量产品的预定利率的硬性要求，高股息资产的配置需求将继续保持较高水平。
- 高股息行情要素二：安全估值。**尽管银行板块年初至今涨幅第一，但估值仍在申万 31 个行业排名最后，仅为 0.57。我们认为当下估值已充分包含资产质量承压与让利实体经济的两大因素，所以银行估值进一步下行空间有限。若要维持有吸引力的股息率水平，对于目前板块 0.57 的估值，银行估值仍有超 40% 的上行空间。
- 高股息行情要素三：稳健基本面。**综合来看，今年一季度银行业在多重制掣下，业绩仍彰显一定韧性，后续或仍有积极变化的发生。一方面是考虑到今年银行存款利率存在进一步下调的空间、以及监管对高息产品、手工补息的限制，银行负债端后续表现或更为乐观。另一方面，中央层面的房地产优化政策进一步落地，并且力度极大，为提振市场信心，降低购房者的经济负担，刺激房地产销售带来正面影响，银行按揭贷款规模与资产质量有望受益。
- 高股息行情要素四：可持续分红。**银行的分红确实具备长期可持续性，从整个银行体系来说，银行作为金融体系的核心，受到国家监管机构的严格监管，严密的风险管理和内部控制机制是确保其稳健经营和可持续发展的重要基石。盈利能力方面，银行在宏观环境复苏缓慢、按揭贷款下调、多次调降 LPR、“资产荒”、房地产压制等多重困境下，庞大的规模和广泛的业务网络仍给银行业带来了稳定的营收与净利润，整体经营业绩彰显韧性。后续随着宏观经济的边际走强，银行利润有望筑底回升，为长期的分红政策提供支撑。分红政策方面，新“国九条”推动一年多次分红、预分红、春节前分红，市场对上市公司分红的期待不断增强，预计将会有更多的上市银行加入积极分红、中期分红的队伍。资本充足率方面，资本新规实施后，大

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

部分上市银行拥有相对宽松的资本用以抵御风险、并支持长期的分红计划，整个银行板块的分红比例有望高位再提升。

- **维持对行业的“超配”评级。**建议关注高股息国有行农业银行（601288）、中国银行（601988）和工商银行（601398）；业绩亮眼、具备区域优势兼顾高股息的成都银行（601838）、杭州银行（600926）、江苏银行（600919）；综合经营能力强、受益于房地产风险缓释、宏观经济修复下零售业务与财富管理业务优势凸显、兼备高股息属性的招商银行（600036）。
- **风险提示：**经济波动导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险。

目 录

1. 复盘：高股息优势驱动银行股“大象”起舞	4
2. 高股息行情要素一：低利率环境	5
3. 高股息行情要素二：安全估值	8
4. 高股息行情要素三：稳健基本面	10
4.1 多重因素压制下业绩仍显韧性	10
4.2 净息差负债端或将边际好转	12
4.3 信贷投放与资产质量有望受益于近期房地产政策	15
4.3.1 贷款规模层面：按揭贷款有望企稳复苏	16
4.3.2 资产质量层面：房地产风险有望逐步缓释	18
5. 高股息行情要素四：可持续分红	19
4. 投资建议	23
5. 风险提示	24

插图目录

图 1：2024 年年初至今申万一级行业涨幅（%，截至 2024/5/28）	4
图 2：今年银行业细分板块涨跌幅（截至 2024/5/28，%）	4
图 3：今年银行业涨幅前十个股（截至 2024/5/28，%）	4
图 4：2024 年至今银行板块复盘（%，截至 2024/5/28）	5
图 5：全国首套和二套平均房贷利率（%）	17
图 6：RMBS 条件早偿率指数（%）	17
图 7：上市银行现金分红总额（亿元）	20
图 8：上市银行现金分红总额结构（亿元）	20
图 9：上市银行资本充足率（%）	22
图 10：上市银行核心一级资本充足率（%）	22

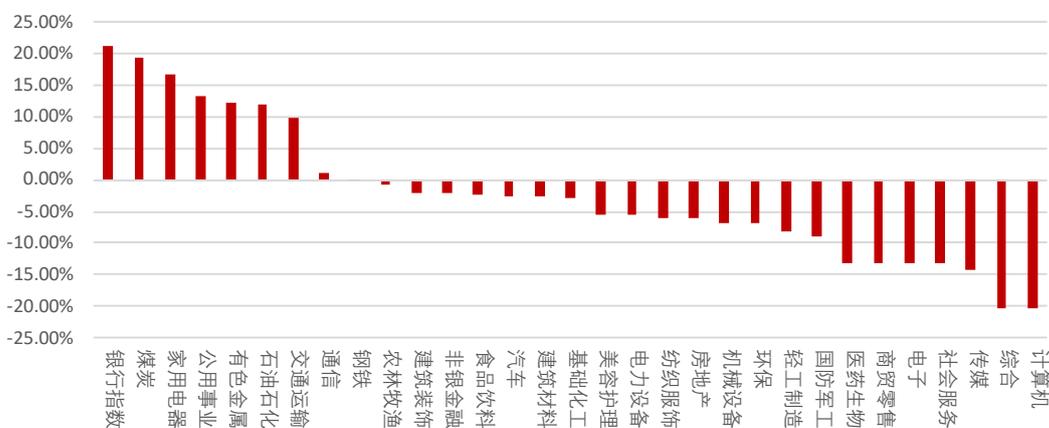
表格目录

表 1：盈利要素同比增长情况（单位：%）	10
表 2：上市银行 2023 净息差（单位：%）	12
表 3：5 月 17 日重磅房地产政策梳理汇总	16
表 4：一线城市房地产新政梳理	17
表 5：2023 年上市银行房地产贷款资产质量情况（%）	18
表 6：资本充足率监管要求（%）	21
表 7：系统重要性银行资本充足率（%）	22
表 8：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024/6/13）	24

1. 行情复盘：高股息优势驱动银行股“大象”起舞

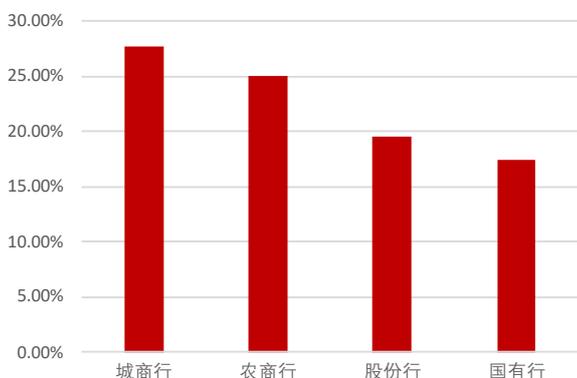
高股息继续成为 2024 年上半年银行股上涨的主要动力。今年年初至 5 月 28 日，申万银行业上涨 21.15%，跑赢沪深 300 指数 15.96 个百分点，在申万 31 个行业中排名第 1。在今年上半年资本市场剧烈震荡与低利率环境下，基本面较为稳健、高股息、估值低的银行板块防御属性凸显，成为资金的避风港的优选。各子板实现全面普涨，城商行（27.70%）>农商行（24.92%）>股份行（19.57%）>国有行（17.48%）。从去年 4 月“中特估”概念开始发酵，到 10 月中央汇金增持四大行，高股息行情尚未落幕。从个股来看，沪农商行、成都银行和南京银行涨幅超 40%，常熟银行和杭州银行涨幅超 39%，除了高股息驱动，业绩数据表现亮眼也是这些银行涨幅领先重要因素之一。

图 1：2024 年年初至今申万一级行业涨幅（%，截至 2024/5/28）



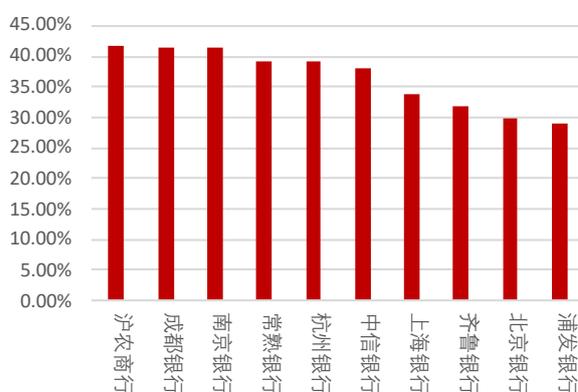
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 2：今年银行业细分板块涨跌幅（截至 2024/5/28，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

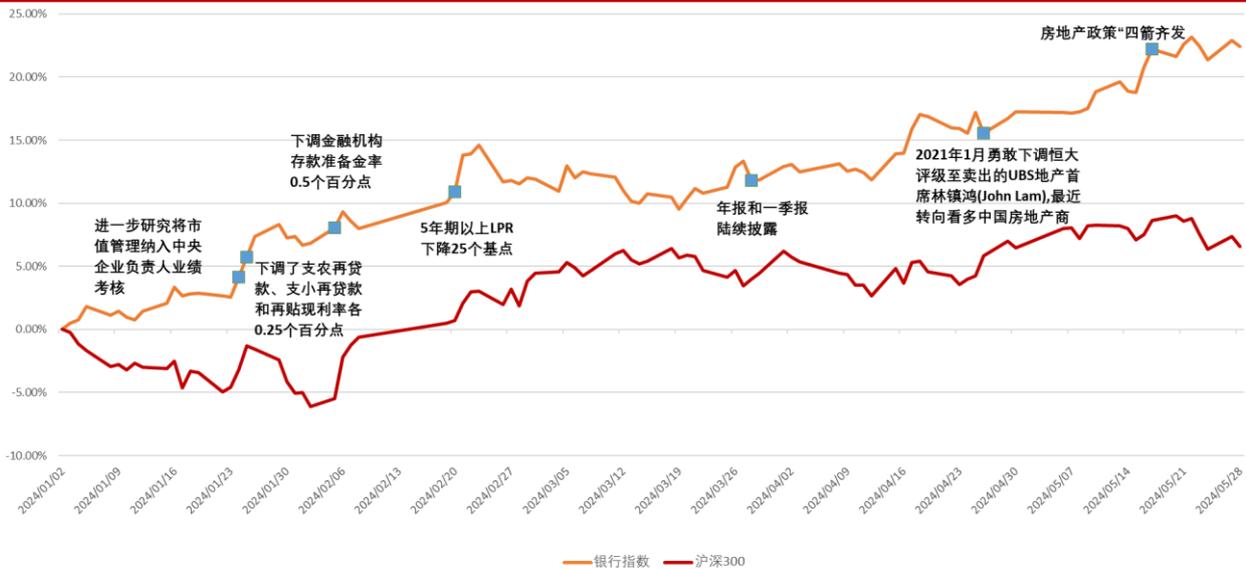
图 3：今年银行业涨幅前十个股（截至 2024/5/28，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

复盘银行板块年初至今的行情走势，整体以震荡上行为主，红利逻辑贯穿始终，具体可分为三个阶段。阶段一为年初至3月末，以逆周期调节政策驱动为主，运用降准、降再贴现利率、降息等政策端持续发力，提振投资者情绪。阶段二为3月末至5月初，以业绩驱动为主，业绩优异的城农商行涨幅领先，如杭州银行、常熟银行区间涨跌幅超13%。阶段三为5月初至今，主要以地产利好驱动为主，重磅政策“四箭齐发”，房地产贷款资产质量改善预期提升，提振银行板块估值，5月22日申万银行指数盘中触及最高点3569.85点，创年内新高。

图 4：2024 年至今银行板块复盘（%，截至 2024/5/28）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

展望下半年，预计高股息行情尚未落幕。高股息行情的核心要素为低利率环境、安全估值、稳健基本面与可持续分红，接下来本文将从这四个核心要素讨论高股息策略的可持续性。

2. 高股息行情要素一：低利率环境

当下，我国正处于低利率环境。低利率水平主要受到国内经济增长放缓、宏观经济政策调整的影响。近年来我国经济增长放缓，为进行逆周期调节，央行采取降息等宽松的货币政策引导市场利率下行，降低企业与个人的融资成本，鼓励投资与消费，以达到推动经济回升的目的。具体到今年上半年，1月25日，央行下调了支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点；2月5日，降准0.5个百分点；2月20日，超预期非对称降息5年期LPR，释放流动性，带动市场利率下行。截止5月29日，我国10年国债到期收益为2.28%，降至历史低位，与年初相比下降了28个基点。

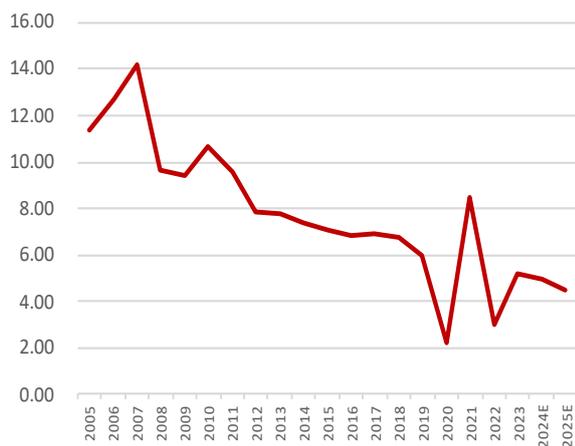
图 1 10 年期国债到期收益率 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

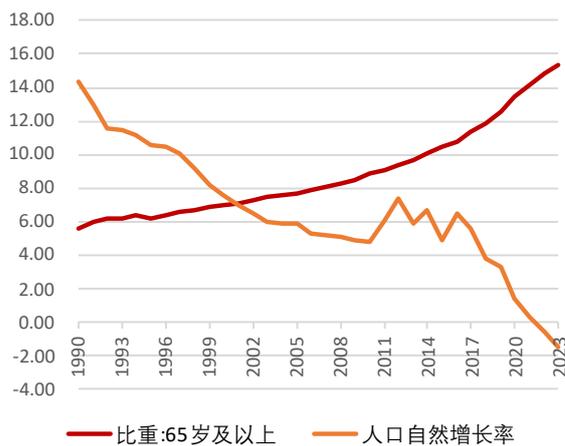
从长期来看，我国利率中枢或保持在低位。从经济增速来看，根据国际货币基金组织（IMF）的最新预测，2024 年我国经济增速预计为 5%，2025 年增速为 4.5%，整体仍处于中速增长区间。随着我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济增速放缓可能导致投资回报率下调，进而推动利率中枢下行。从人口结构来看，目前我国人口老龄化程度加深，劳动力减少，抑制全要素生产率的增长，总体消费和投资需求减少，储蓄行为增加，人口红利消失也会对利率产生下行压力。

图 2 我国 GDP 增速 (%)



资料来源：iFinD，联合国新闻，东莞证券研究所

图 3 我国老龄化比重与人口自然增长率 (%)

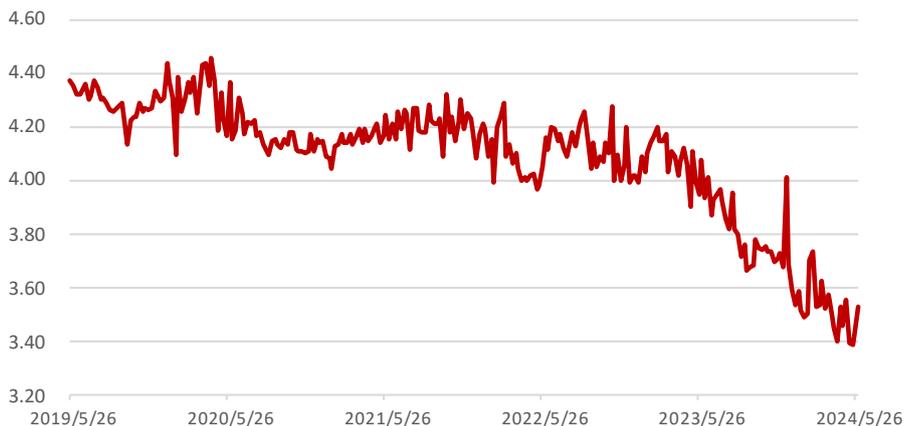


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

在低利率环境下，高股息资产的配置需求将继续保持较高水平。一方面，银行存款、国债、银行理财等传统的固定收益类资产收益率下降，五年期整存整取仅为 2%，10 年期国债到期收益率下破 2.3%，银行理财预期年收益率降至 3.5% 以下；另一方面，

长期政策导向“房住不炒”的实施，加之房企风险尚未完全出清、人口结构和城镇化水平等因素，当下投资房地产市场或已无法追赶十年前的高回报率，传统资产配置的吸引力相对减弱。与此同时，在地缘政治紧张，地产周期下行，经济增速放缓，资本市场震荡加剧、轮动加速的大背景下，资金避险情绪不减，特别是被视为市场的主要增量资金险资，面对存量产品的预定利率的硬性要求，高股息资产的配置需求将继续保持较高水平。

图 4 全市场银行理财产品预期年收益率:1 年 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 5 中国银行存款利率表

项目	年利率 (%)
一、城乡居民及单位存款	
(一) 活期存款	0.20
(二) 定期存款	
1. 整存整取	
三个月	1.15
六个月	1.35
一年	1.45
二年	1.65
三年	1.95
五年	2.00
2. 零存整取、整存零取、存本取息	
一年	1.15
三年	1.35
五年	1.35
3. 定活两便	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折
二、协定存款	0.70
三、通知存款	
一天	0.25
七天	0.80

数据来源：中国银行官网，东莞证券研究所

3. 高股息行情要素二：安全估值

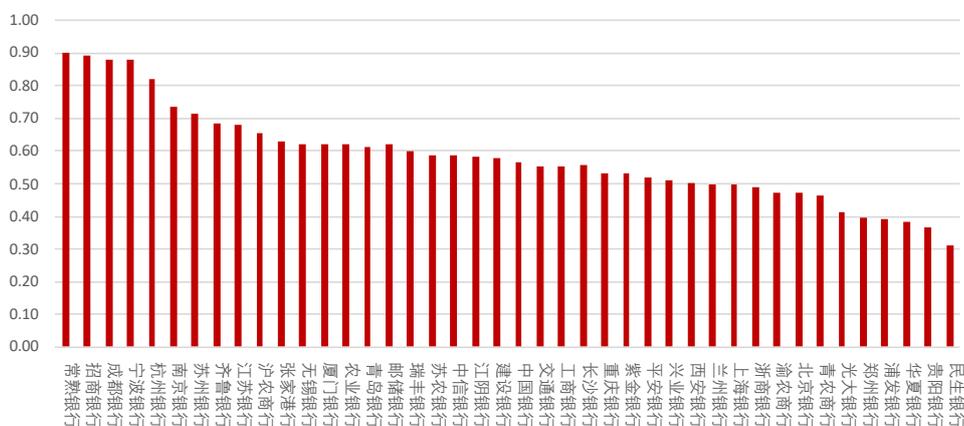
目前银行估值仍处于低位，下行空间十分有限。尽管银行板块年初至今涨幅第一，但估值仍在申万 31 个行业排名最后。截至 5 月 30 日，银行整体估值仅为 0.57，处于近 5 年 33.11% 的分位点，其中城商行 (0.630) > 农商行 (0.583) > 国有行 (0.578) > 股份行 (0.542)。具体到个股，42 家银行全面破净，估值最高为常熟银行 0.90，其次是招商银行、成都银行和宁波银行，分别为 0.89、0.88 和 0.88，六成上市银行 PB 低于 0.6。当下压制银行估值的核心逻辑为宏观经济复苏缓慢，由此导致不良资产生成与净息差收窄的压力加剧，但考虑到银行 PB 仍处于历史低位，且我们认为当下估值已充分包含资产质量承压与让利实体经济的两大因素，所以银行估值进一步下行空间有限。

图 6 银行板块 PB (截止 2024/5/30)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

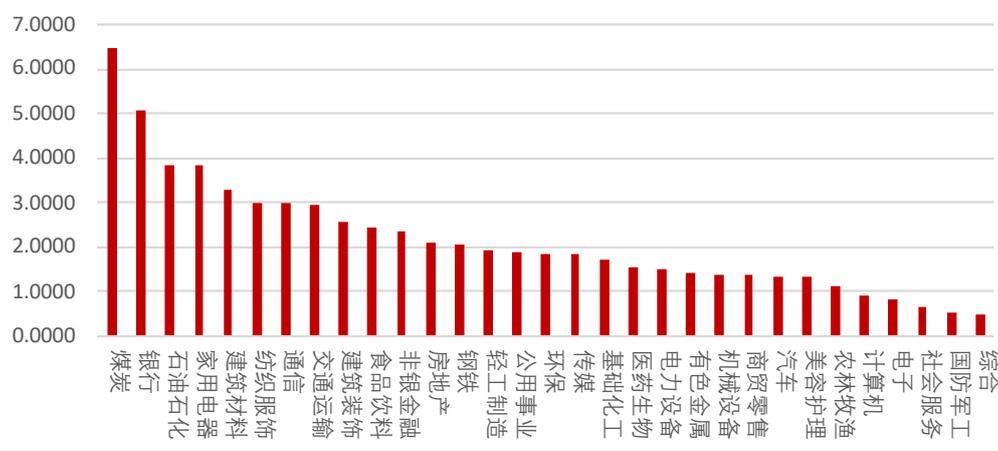
图 7 银行 PB 排名 (截止 2024/5/30)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

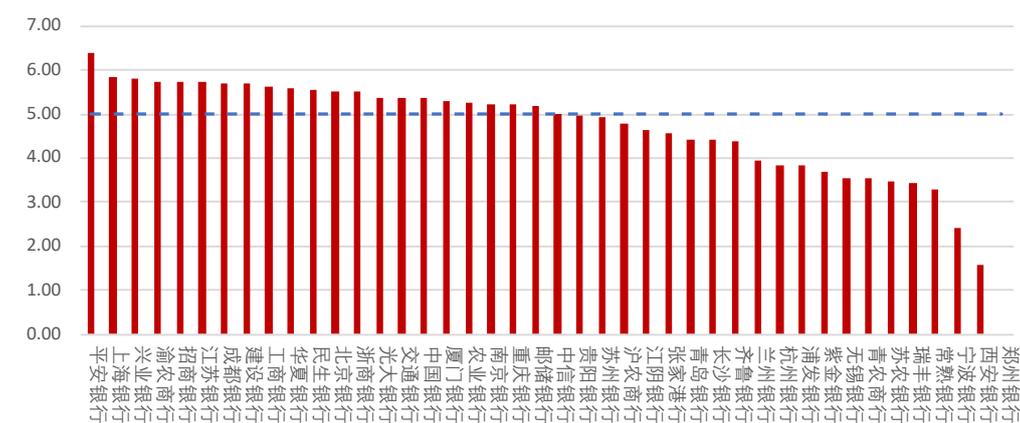
若要维持有吸引力的股息率水平，银行估值仍有超 40% 的上行空间。截止 5 月 29 日，银行板块股息率为 5.07%，仅次于煤炭行业，高于 10 年期到期国债收益率 2.80 个百分点，其中国有行（5.32%）> 股份行（4.76%）> 农商行（4.44%）> 城商行（4.21%），个股中仍有 50% 的银行股息率超 5%。简化计算下，股息率=ROE*分红率/PB，目前银行 2023 年年化 ROE 为 10.92%，在保持 30% 分红率不变的情况下，5% 股息率对应的 PB 为 0.655 倍，4% 股息率对应的 PB 为 0.819。由此可见，若要维持有吸引力的股息率水平，对于目前板块 0.57 的估值，银行估值仍有超 40% 的上行空间。

图 8 申万 31 各行业股息率比较 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 9 银行股息率 (%)，截止 2024/5/29

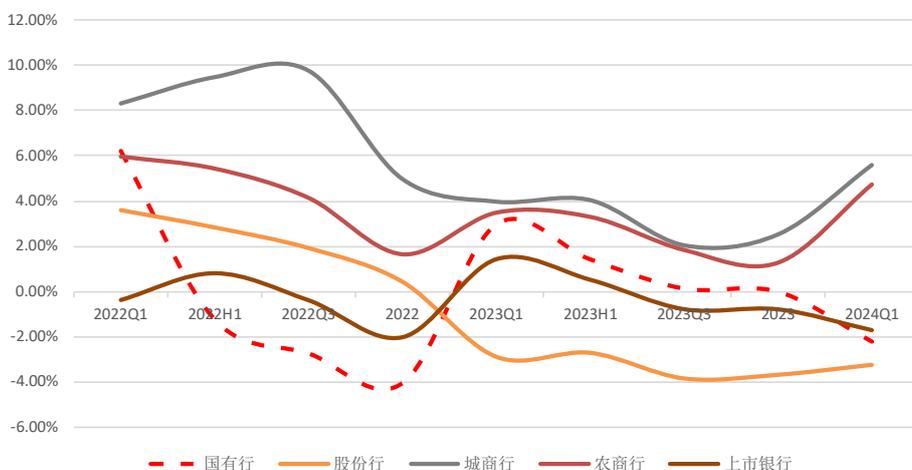


4. 高股息行情要素三：稳健基本面

4.1 多重因素压制下业绩仍显韧性

2024Q1 营收小幅下降，城商行保持韧性。2023 年，42 家上市银行实现营业收入 5.65 万亿元，同比-0.81%，城商行板块增速领跑同业。2024Q1 上市银行营收同比-1.73%，降幅较 2023Q4 扩大 0.90pct，主要原因为净利息收入与中间业务未见好转，降幅走阔。具体到子板块，国有行/股份行/城商行/农商行营收 2024Q1 同比增速分别为-2.22%/-3.24%/+5.61%/+4.73%，国有行除邮储银行外增速全面转负，股份行营收受到房地产调整与中收业务下滑等影响营收显著承压。

图 10 上市银行营收同比增速（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2024Q1 其他非息收入是支撑营收增长。具体到营收结构，**净利息收入**：由于贷款利率重定价压力集中在一季度，24Q1 净利息收入降幅继续走阔至-3.30%。**手续费及佣金净收入**：2023 年和 2024Q1 中间业务收入分别同比-7.72%和-10.32%，原因一是资本市场波动加剧，客户风险偏好较低，投资意愿偏弱导致财富管理业务承压，原因二是受“报行合一”的影响，银行代理保险费率下调，代理保险收入出现较大的下滑，如招商银行 2024 年一季度代理保险收入“腰斩”。**其他非息收入**：2024Q1 低利率环境下债市表现较好，投资收益与公允价值变动收益推动其他非息收入实现 19.41%增速，是支撑营收的唯一正增长项。

表 1：盈利要素同比增长情况（单位：%）

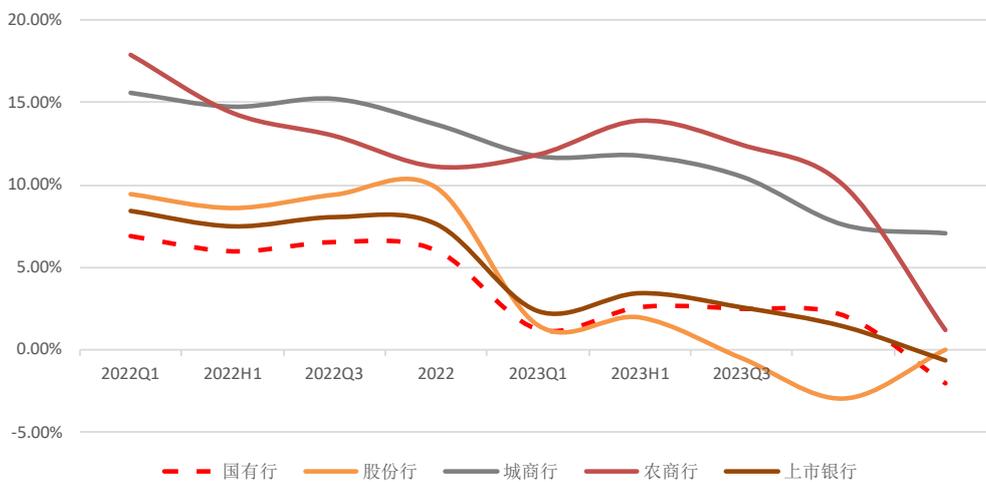
	2023Q1	2023H1	2023Q3	2023	2024Q1
利息净收入	-1.85%	-1.41%	-2.05%	-2.89%	-3.03%
手续费及佣金净收入	-4.24%	-3.61%	-5.41%	-7.72%	-10.32%
其他非息收入	44.77%	21.84%	16.23%	28.93%	19.41%
营业收入	1.41%	0.50%	-0.81%	-0.81%	-1.73%
业务及管理费	4.56%	4.50%	3.52%	1.62%	0.74%
减值损失	-6.00%	-8.10%	-9.45%	-7.39%	-3.01%
所得税费用	-3.71%	-5.19%	-9.55%	-6.11%	-12.06%

归母净利润	2.37%	3.45%	2.59%	1.44%	-0.61%
-------	-------	-------	-------	-------	--------

数据来源：iFind，东莞证券研究所

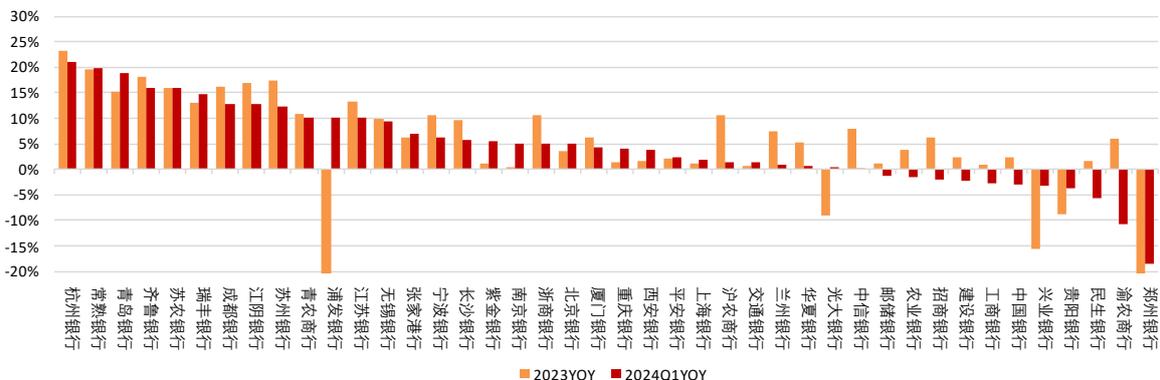
2024Q1 归母净利润增速微降。2023 年，42 家上市银行实现归母净利润 2.09 万亿元，同比增速为+1.44%。2024Q1，在贷款重定价压力下，上市银行归母净利润增速下滑 2.05pcts 至-0.61%，是 2020 年以来首次转负。国有行/股份行/城商行/农商行归母净利润 2024Q1 同比增速分别为-2.03%/0.00%/+7.05%/+1.18%。拨备继续反哺净利润，但贡献逐渐减弱。从个股看，常熟、青岛、齐鲁和苏农银行，增速均超 15%，经济强韧的区位优势、贷款需求高景气、资产质量优异、信用成本低均是净利润增长的重要动力。

图 11 上市银行归母净利润同比增速（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 12 上市银行归母净利润同比增速排名（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

综合来看，今年一季度银行业绩有所承压，掣掣银行业绩的核心要素是宏观经济复苏缓慢，“资产荒”、降息、降费、房地产压制等导致全行业营收与净利润微降，仍彰显一定韧性，其中优质区域中小城农商行表现较为亮眼。考虑到一季度是

贷款重定价的主要时间节点以及去年的低基数效应，伴随着后续负债端成本改善、房地产政策持续加码，一季度有望成为全年中的业绩相对低点，下半年增速有望边际好转。

4.2 净息差负债端或将边际好转

净息差收窄拖累净利息收入增长。2023 年，上市银行净息差 1.69%，较 2023 年上半年下降 0.08pct，生息资产收益率和计息负债成本率分别为 3.65% 和 2.09%，分别较 2023 年上半年-0.06pct 和+0.01pct。2024Q1 受贷款利率重定价的影响，上市银行净息差继续下滑至 1.55%，40 家上市银行净息差较 2023 年收窄，在生息资产同比增长 5.29% 的情况下，上市银行净利息收入同比下滑 3.03%。从个股上看，常熟银行净息差 2.83% 维持高位，领跑行业，超过第二名的招商银行 0.81 个百分点。

表 2：上市银行 2023 净息差（单位：%）

	生息资产收益率		计息负债成本率		净息差	
	2023	较 2023H1 变动	2023	较 2023H1 变动	2023	较 2023H1 变动
农业银行	3.41%	-0.02%	1.96%	0.02%	1.60%	-0.06%
交通银行	3.59%	-0.05%	2.45%	0.00%	1.28%	-0.03%
工商银行	3.45%	-0.11%	2.04%	0.00%	1.61%	-0.11%
邮储银行	3.56%	-0.07%	1.57%	0.00%	2.01%	-0.07%
建设银行	3.45%	-0.08%	1.95%	0.02%	1.70%	-0.09%
中国银行	3.58%	-0.03%	2.18%	0.05%	1.59%	-0.08%
国有行	3.48%	-0.06%	2.02%	0.02%	1.63%	-0.08%
平安银行	4.58%	-0.16%	2.27%	0.02%	2.38%	-0.17%
浦发银行	3.82%	-0.06%	2.33%	-0.02%	1.52%	-0.04%
华夏银行	4.02%	-0.13%	2.25%	0.00%	1.82%	-0.05%
民生银行	3.80%	-0.05%	2.43%	-0.01%	1.46%	-0.02%
招商银行	3.76%	-0.07%	1.73%	0.02%	2.15%	-0.08%
兴业银行	4.00%	-0.05%	2.34%	-0.01%	1.93%	-0.02%
光大银行	4.07%	-0.08%	2.39%	-0.01%	1.74%	-0.08%
浙商银行	4.16%	-0.14%	2.35%	0.00%	2.01%	-0.13%
中信银行	3.95%	-0.07%	2.20%	-0.01%	1.78%	-0.07%
股份行	3.97%	-0.08%	2.22%	0.00%	1.85%	-0.06%
兰州银行	4.30%	-0.06%	2.81%	0.00%	1.46%	-0.05%
宁波银行	4.16%	-0.01%	2.15%	0.06%	1.88%	-0.05%
郑州银行	4.38%	-0.08%	2.38%	-0.02%	2.08%	-0.05%
青岛银行	4.17%	-0.03%	2.32%	-0.01%	1.83%	-0.02%
苏州银行	4.01%	-0.06%	2.28%	0.03%	1.68%	-0.06%
江苏银行	4.35%	-0.10%	2.40%	0.04%	1.98%	-0.30%
杭州银行	3.87%	-0.06%	2.28%	-0.03%	1.50%	-0.06%
西安银行	3.96%	0.00%	2.65%	0.06%	1.37%	-0.06%
南京银行	4.22%	-0.13%	2.49%	0.03%	2.04%	-0.15%
北京银行	3.68%	0.01%	2.15%	0.02%	1.54%	0.00%
厦门银行	3.70%	-0.04%	2.50%	0.05%	1.28%	-0.06%
上海银行	3.62%	-0.04%	2.21%	-0.01%	1.34%	-0.06%

长沙银行	4.63%	-0.03%	2.20%	0.01%	2.31%	-0.03%
齐鲁银行	3.84%	-0.14%	2.18%	-0.02%	1.74%	-0.12%
成都银行	4.02%	-0.10%	2.29%	0.01%	1.81%	-0.11%
重庆银行	4.13%	-0.13%	2.74%	-0.01%	1.52%	-0.11%
贵阳银行	4.54%	-0.04%	2.57%	0.04%	2.11%	-0.07%
城商行	4.04%	-0.05%	2.31%	0.02%	1.74%	-0.09%
江阴银行	3.92%	-0.14%	2.07%	-0.01%	2.06%	-0.14%
张家港行	4.19%	-0.05%	2.45%	0.01%	1.99%	-0.06%
青农商行	3.94%	-0.11%	2.17%	-0.02%	1.76%	-0.10%
无锡银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.64%	-0.02%
渝农商行	3.67%	-0.08%	2.03%	-0.02%	1.73%	-0.06%
常熟银行	5.00%	-0.18%	2.30%	-0.02%	2.86%	-0.14%
瑞丰银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.73%	-0.13%
沪农商行	3.66%	-0.08%	2.05%	-0.02%	1.67%	-0.05%
紫金银行	3.68%	3.68%	2.27%	2.27%	1.59%	0.00%
苏农银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.74%	0.01%
农商行	4.09%	0.16%	2.24%	0.12%	1.80%	-0.06%
上市银行	3.65%	-0.06%	2.09%	0.01%	1.69%	-0.08%

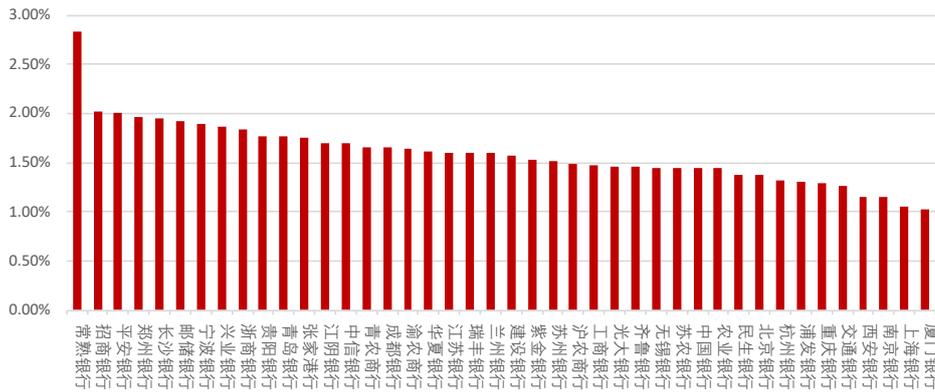
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 13 上市银行生息资产与净利息收入增速对比（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

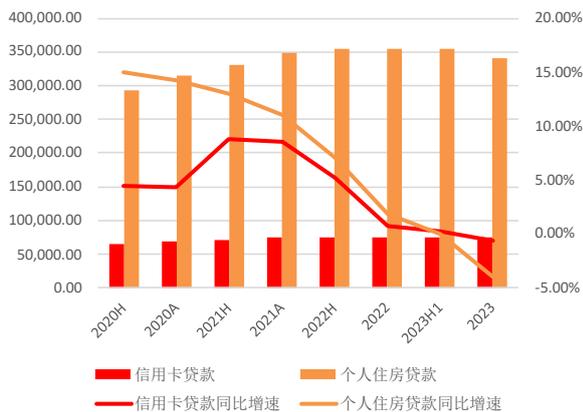
图 14 2024Q1 上市银行净息差排名（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

资产端继续承压，部分银行负债端出现积极信号。资产端，定价方面，一是融资需求不足、LPR 多次下调、个人住房贷款利率大幅下滑等因素导致各类新发放人民币贷款定价均有所下降，二是市场利率在较长时间内低位运行，投资收益率有所下降；结构方面，受居民消费意愿疲弱影响，收益率相对较高的信用卡贷款和个人住房贷款增长放缓。**负债端**，企业资金活化不足、企业结算等对公活期存款增长受限、存款延续定期化等因素推高计息负债成本率，但也注意到，得益于 2023 年多次下调存款利率与各银行优化负债结构，2023 年 16 家银行负债端成本较 2023H1 改善，一定程度对冲资产端的压力。

图 15 上市银行个人住房、消费贷款同比增速（单位：亿元，%）



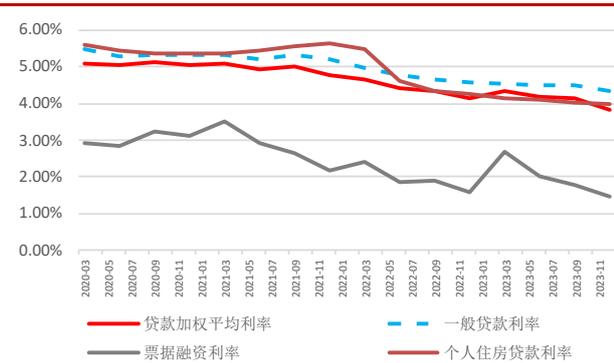
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 16 LPR 走势（单位：%）



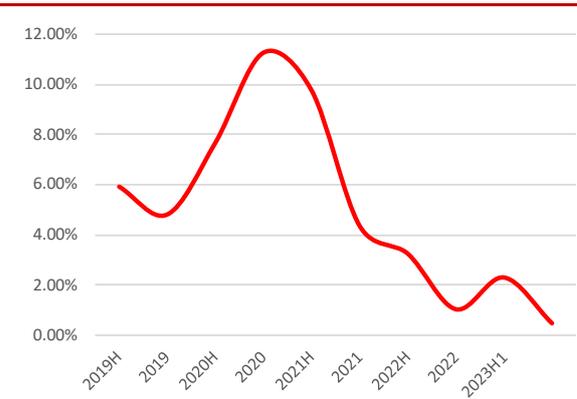
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 17 贷款利率变化（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 18 对公活期存款同比增长率（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

银行负债端后续表现或更为积极。第一，今年银行存款利率存在进一步下调的空间。当前政策的主要目标是“营造良好的货币金融环境”，其中重点是“保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。为了实现这一目标，央行可能会继续通过调整利率等货币政策工具来引导市场利率下行，进而降低实体经济的融资成本。而从商业银行的净息差表现来看，近年来随着贷款利率的持续下行以及存款成本的相对刚性，商业银行的净息差普遍面临较大压力，银行在利率市场化的背景下亟需主动调整存款利率以适应市场环境的变化，维持合理的净息差水平。**第二，银行高息揽储行为正在被逐步限制。**原本作为业务勘误机制的手工补息，近年来被滥用为突破存款利率上限、承诺高息的违规手段，严重扰乱了市场竞争秩序。为此，市场利率定价自律机制发布了倡议，明确禁止通过手工补息高息揽储，并要求银行遵守存款利率授权上限。除手工补息外，通知存款和长期大额存单也成为银行高息揽储的常用工具。通知存款作为一种介于活期和定期之间的存款方式，其高息特性使其成为银行揽储的利器。然而，随着监管的加强，多家银行已正式下线智能通知存款产品。同时，长期大额存单也被部分银行停售或缩减额度，以减轻负债成本压力。这些高息产品的限制，是银行在负债成本压力下的政策调整，旨在规范市场秩序，降低银行负债成本，进而减轻净息差的下行压力。此举有助于推动银行业的健康发展，维护金融市场稳定。预计未来，负债端的表现将在调降存款利率和压降高息揽储行为下更为积极，为银行业的可持续发展奠定坚实基础。

4.3 信贷投放与资产质量有望受益于近期房地产政策

今年以来，房地产政策主要围绕信贷政策优化、限购政策调整、城市房地产融资协调机制等方面展开。5月17日，为促进房地产市场的平稳健康发展，央行联合金融监督管理总局出台了房地产重磅政策“四箭齐发”，包含设立3000亿元保障性住房再贷款、降低个人住房贷款首付比例、取消个人住房贷款利率政策下限和下调

住房公积金贷款利率四方面举措。首套房及二套房首付比例下限进一步下调，达到中国购房史以来最低水平，同时全国层面上取消首套及二套房商业贷款利率下限，也为历史以来罕见。中央层面的房地产优化政策进一步落地，并且力度极大，对提振市场信心，降低购房者的经济负担，刺激房地产销售将带来正面影响，银行房地产贷款和资产质量有望受益。

表 3：5 月 17 日重磅房地产政策梳理汇总

部门	具体表态
央行	设立 3000 亿元保障性住房再贷款。 鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。
	降低全国层面个人住房贷款最低首付比例 ，将首套房最低首付比例从不低于 20% 调整为不低于 15%，二套房最低首付比例从不低于 30% 调整为不低于 25%。
	取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。 首套房和二套房贷利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。上述首付比例、房贷利率政策调整后，各地可因城施策，自主决定辖区内首套房和二套房最低首付比例和房贷利率下限，也可不再设置利率下限。
	下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。 调整后，五年以上首套房个人住房公积金贷款利率为 2.85%，可更好满足住房公积金缴存人住房需求。
	由人民银行提供低成本再贷款资金，激励 21 家全国性银行机构按照市场化原则，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款， 支持以合理价格收购已建成未出售的商品房 ，用作保障性住房。
自然资源部	自然资源部准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施， 支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地 ，帮助企业解困。同时，促进土地节约集约利用，防范化解风险，助力房地产高质量发展。主要是两条线：一条线是严格依法处置闲置土地，另一条线是加大对存量土地盘活利用的支持力度。
国家金融监督管理总局	一视同仁满足不同所有制房地产企业和房地产项目的合理融资需求 ，对不同所有制房企和房地产项目一视同仁，按照市场化、法治化原则，合理评估，积极予以支持。建立绿色通道，做到应贷尽贷，对“白名单”项目单独建账核算，封闭运作管理，项目间资金不混同，项目资金严禁挪作他用，确保资金用于保交付。

资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

4.3.1 贷款规模层面：按揭贷款有望企稳复苏

银行业住房贷款规模层面有望在以下两个方面受益于上述房地产政策：**第一，提前还贷现象有望减少。**按揭贷款对于银行业来说是相对优质的资产，其贷款利率不受市场波动的影响，可为银行带来稳定的利息收入。今年以来，在央行的货币政策调控下，房贷利率整体呈现下行趋势，首套房贷利率进入“3 时代”，存量与新发放贷款利差不断走扩，催生了居民提前还贷行为，银行面临按揭贷款“缩水”的压力。央行降首付比、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率“三管齐下”，将切实减轻居民负

担，有望减少提前还贷现象和违规转贷行为，维稳银行按揭贷款规模，同时还可压缩违规使用经营贷、消费贷置换存量住房贷款的空间，减少风险隐患。我们预计此项措施的效应将持续发挥，并逐渐惠及整个经济运行。

图 5：全国首套和二套平均房贷利率（%）



图 6：RMBS 条件早偿率指数（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

第二，按揭贷款有望企稳复苏。取消房贷利率下限、优化限购等政策为银行按揭贷款需求的复苏提供了积极的政策环境，具体来看，2024 年 3 月末，个人住房贷款加权平均利率创历史新低 3.69%，首套平均房贷利率降至 3.57%，购房成本显著降低。目前已有超 200 个城市跟进下调首套和二套房贷最低首付比例，一线城市购房政策持续优化，不仅逐步放宽限购措施，也在积极响应落实降首付降利率的调控导向。其中上海发布楼市新政“沪九条”放宽楼市限购；深圳首套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的 30%调整为 20%，首套住房商业性个人住房贷款利率下限由原来的 LPR-10BP 调整为 LPR-45BP；而广州在三大一线城市中政策优化调整的力度最大，首套住房、二套住房首付比例不低于 15%、25%，均降至最低水平。根据同花顺新闻，5 月 27 日-6 月 2 日 30 大中城市商品房成交套数周涨跌幅为 94.68%，成交面积为 127.11%，预计随着房地产优化政策持续叠加及发酵，居民购房信心将逐步恢复，并进一步助力合理住房消费需求的释放，提振新增住房按揭贷款需求。

表 4：一线城市房地产新政梳理

城市	时间	房地产新政
上海	5 月 27 日	非沪籍居民购房所需缴纳社保或个税年限从连续 5 年降至 3 年；非沪籍单身人士可购买外环内二手住房；二孩及以上家庭可增购 1 套住房等；下调商贷首付比例，首套从 30%降为 20%，二套由 50%降为 35%；商贷利率首套由 4.1%降为 3.5%，二套从 4.5%降为 3.9%。
深圳	5 月 28 日	首套住房个人商业性住房贷款最低首付款比例由原来的 30%调整为 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例由原来的 40%调整为 30%。

广州	5 月 28 日	首套住房、二套住房首付比例不低于 15%、25%，均降至最低水平；并大幅优化外地户籍在限购区的社保及个税缴纳年限，由原来 2 年下调至 6 个月。
----	----------	---

资料来源：中国政府网，东莞证券研究所

4.3.2 资产质量层面：房地产风险有望逐步缓释

全国切实做好保交房工作视频会上，国务院副总理表示：相关地方政府应从实际出发酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。要继续做好房地产企业债务风险防范处置，扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。我们预计未来进一步放开限购、放宽落户、优化“以旧换新”、“消化存量房产”、“优化增量住房”将是政策的主要方向。特别是更多地方政府将收储存量房以用作保障性住房预期提升。这对于楼市去库存，推行“保障房+商品房”双轨制的房地产新发展模式，修复房地产市场及房企基本面将带来较直接及迅速的效果。

随着央行政策组合拳的推出，房地产市场的供需两端有望得到有效调整。在需求端，通过降低首付比例和放松房贷利率下限，刺激购房需求，推动房地产销售回暖，从而帮助房企改善现金流，降低违约风险，并间接减少了银行的不良贷款。在供给端，设立保障性住房再贷款等措施加速房企消化库存，加快资金周转，降低财务风险，提升房企的偿债能力，进一步降低银行贷款的违约风险。这些措施共同作用，不仅帮助房企重构财务结构，恢复其可持续发展的能力，银行的不良贷款率和不良生成也将受益逐步回落，前期压制银行板块的因素有望逐步缓释。后续仍需继续关注楼市销售的改善情况与房企化债的进程，以及其对银行贷款的传导效果。

表 5：2023 年上市银行房地产贷款资产质量情况（%）

	房地产贷款占比	房地产不良率	按揭贷款占比	不良按揭贷款率
农业银行	4.07%	5.07%	22.92%	0.55%
交通银行	6.15%	4.99%	18.38%	0.37%
工商银行	3.89%	4.04%	24.11%	0.44%
邮储银行	3.11%	2.45%	28.69%	0.55%
建设银行	4.08%	4.96%	27.10%	0.42%
中国银行	7.38%	3.28%	24.04%	0.48%
国有行	4.71%	4.19%	24.43%	0.47%
平安银行	7.49%	0.86%	8.91%	0.30%
浦发银行	6.89%	4.11%	16.70%	0.62%
华夏银行	4.19%	4.21%	13.71%	-
民生银行	7.90%	4.92%	12.46%	0.67%
招商银行	5.02%	5.26%	21.29%	0.37%
兴业银行	8.01%	0.84%	19.70%	0.56%

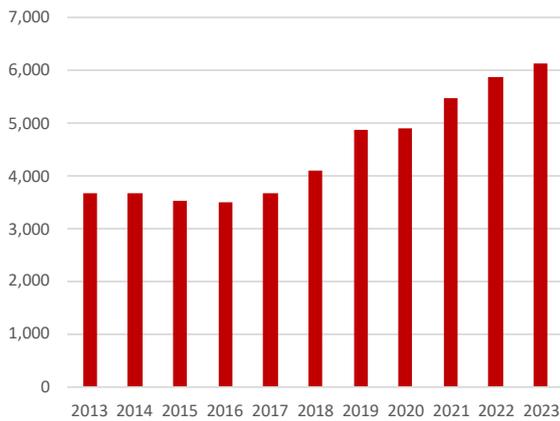
光大银行	4.38%	5.33%	15.42%	-
浙商银行	10.40%	2.48%	8.07%	-
中信银行	4.72%	2.59%	18.25%	-
股份行	6.33%	3.25%	16.26%	-
兰州银行	8.95%	4.30%	13.57%	1.09%
宁波银行	9.22%	0.10%	6.97%	-
郑州银行	8.09%	6.48%	9.31%	1.17%
青岛银行	7.55%	2.30%	15.64%	-
苏州银行	5.74%	2.60%	11.82%	0.17%
江苏银行	4.56%	2.54%	13.58%	-
杭州银行	4.56%	6.36%	11.67%	0.13%
西安银行	5.03%	-	12.81%	-
南京银行	3.41%	-	6.83%	-
北京银行	5.93%	-	16.17%	-
厦门银行	3.98%	4.70%	10.82%	-
上海银行	8.94%	2.11%	11.66%	0.26%
长沙银行	2.94%	0.00%	14.05%	-
齐鲁银行	1.48%	1.37%	17.88%	-
成都银行	6.17%	3.04%	14.65%	0.45%
重庆银行	2.45%	6.48%	10.33%	0.77%
贵阳银行	11.45%	2.21%	6.35%	-
城商行	6.02%	-	12.07%	-
江阴银行	1.03%	-	7.42%	-
张家港行	1.22%	-	8.34%	-
青农商行	8.34%	1.36%	11.58%	1.15%
无锡银行	0.88%	-	9.26%	-
渝农商行	0.51%	9.27%	13.52%	1.11%
常熟银行	0.82%	-	5.87%	-
瑞丰银行	1.73%	-	10.29%	-
沪农商行	14.71%	2.18%	14.98%	-
紫金银行	4.29%	-	9.51%	-
苏农银行	6.53%	-		2.24%
农商行	5.54%	-	11.62%	

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

5. 高股息行情要素四：可持续分红

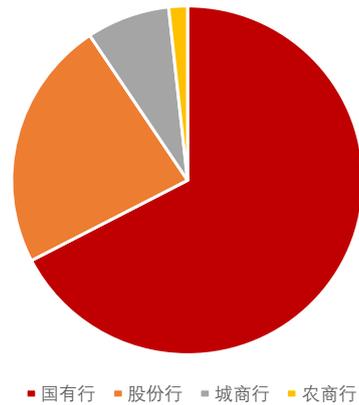
上市银行分红总额持续攀升。从规模上来看，上市银行的总体分红金额在过去几年呈现出稳步增长的态势，2013-2023 年这十年间，上市银行合计分红总额达 4.94 万亿元，其中仅 2023 年一年，分红总额超 6100 万亿元，较上一年增长 14.18%，工商银行现金分红总额排在首位，达到 1092.02 亿元。在结构上，过去十年分红总额中，国有行占据主导地位，累计分红总额 3.60 万亿元，占比为 73%；其次是股份行，累计分红总额占 21%；城商行和农商行占比相对较小，分别占 5.45%和 0.91%。

图 7：上市银行现金分红总额（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

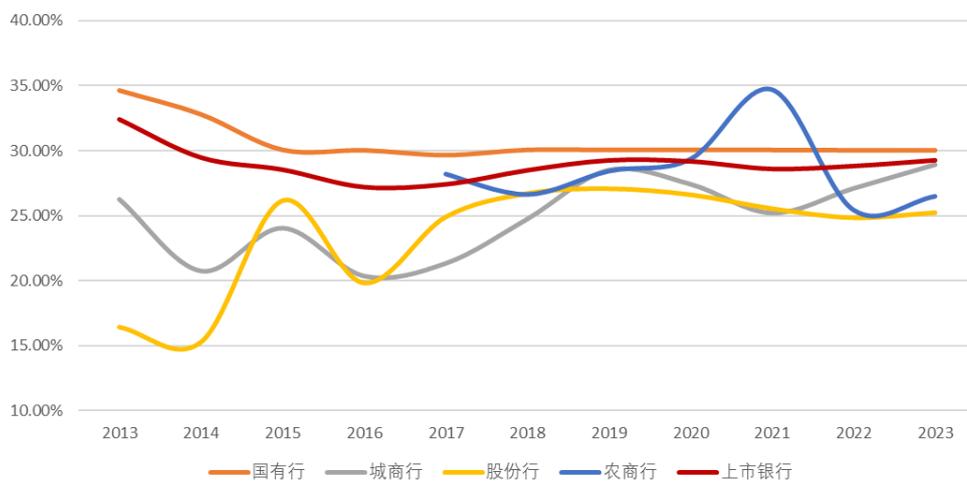
图 8：上市银行现金分红总额结构（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

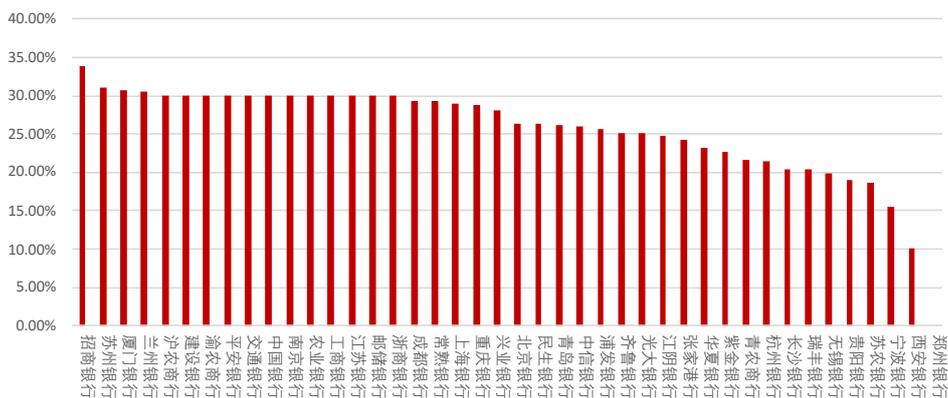
分红比例维持高位，2023 年部分银行高位再提升。近十年整个上市银行板块的平均分红比例为 28.98%，其中国有行、股份行、城商行和农商行的分红比例分别为 30.66%、25%、23.52%和 28.46%。2023 年以来，监管部门对上市公司的现金分红政策给予了更多关注，如 2023 年 12 月，证监会发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》，明确规范了上市公司现金分红的行为，增强现金分红透明度，并维护投资者合法权益；2024 年 4 月，新“国九条”发布，强调了强化上市公司现金分红监管，推动上市公司制定积极、稳定的现金分红政策等。各上市银行积极响应分红政策，2023 年，上市银行板块分红比例高位再提升，较 2022 年提升 0.45 个百分点至 29.28%，其中 15/42 家银行分红比例超过 30%，招商银行达 33.92%居上市银行首位，平安银行分红比例由 12.15%跃升至 30%，提升幅度非常亮眼。

图 19 上市银行分红比例（%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 20 上市银行 2023 年分红比例 (%)



数据来源：iFind，东莞证券研究所

整体资本较为充足，为稳定的分红政策提供保障。资本充足率是衡量银行风险抵御能力的重要指标，对于银行能否持续分红具有决定性的影响。根据 2024 年一季报的最新数据，上市银行平均资本充足率为 15.12%，超出最低资本要求（10.5%）4.62 个百分点，较 2023 年提升 0.30 个百分点，整体资本较为充足。核心一级资本充足率方面，资本新规实行后，对中小企业、按揭贷款、一般债券等资产的风险权重进行下调，银行所需资本要求降低，资本充足率稳中有升。2024 年一季度上市银行核心一级资本充足率为 11.07%，较 2023 年提升 0.24 个百分点，超出最低资本要求（7.5%）3.57 个百分点，其中国有行、股份行、城商行和农商行分别为 11.86%、9.83%、9.46% 和 11.71%，较 2023 年末均有所提升。国有行的按揭贷款占比相对较高，实行资本新规充足率更加受益，维持 30%的分红水平压力不大。股份行和城商行距离监管要求空间相对较小，股份行由于受到了零售与房地产业务的影响，利润转增核心一级资本有所压制，其中招商银行得益于较低的资本消耗与相对稳健的盈利能力，其资本充足率在股份行中最为充裕；而城商行由于地域优势，资产扩表速度保持高位，资本消耗较快，杭州银行和成都银行的核心一级资本充足率分别为 8.46%和 8.45%，资本补充压力相对较大。不过，杭州银行和成都银行分别在 2021 年 2022 年发行可转债，若可转债成功实现强赎，促使投资者实现转股，其核心一级资本将更加宽裕。

表 6：资本充足率监管要求 (%)

	最低资本要求	储蓄资本要求	逆周期资本要求	系统重要性银行计提附加资本
核心一级资本充足率	5%	2.5%	0-2.5%	1%
一级资本充足率	6%			
资本充足率	8%			

资料来源：中国政府网《商业银行资本管理办法（试行）》，东莞证券研究所

图 9：上市银行资本充足率 (%)

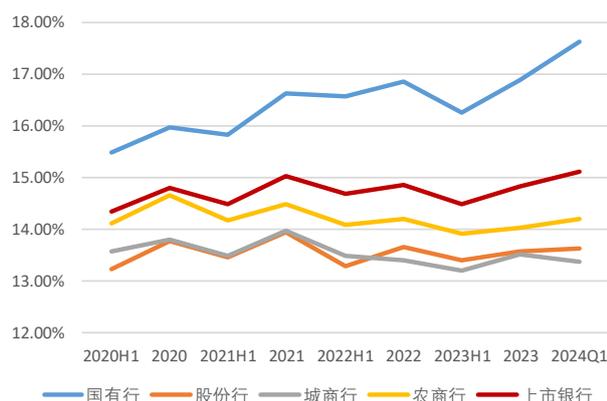
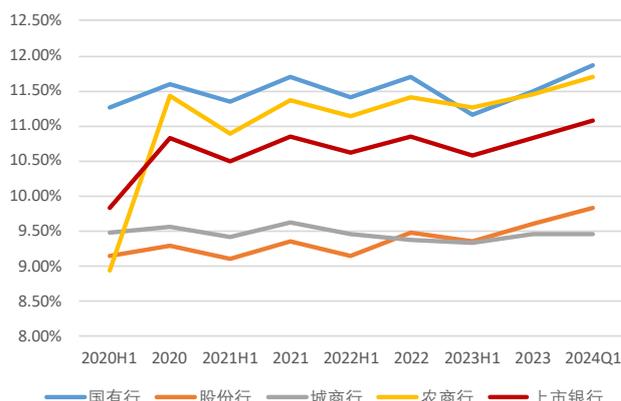


图 10：上市银行核心一级资本充足率 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

表 7：系统重要性银行资本充足率 (%)

分组	银行名称	附加资本要求	资本充足率	资本充足率要求	资本充足率差距	核心一级资本充足率	核心一级资本充足率要求	核心一级资本充足率差距
第一组	平安银行		13.79%		3.04%	9.59%		1.84%
	光大银行		13.70%		2.95%	9.38%		1.63%
	华夏银行		12.55%		1.80%	9.44%		1.69%
	广发银行	0.25%	-	10.75%	-	-	7.75%	-
	宁波银行		14.26%		3.51%	9.26%		1.51%
	上海银行		13.22%		2.47%	9.48%		1.73%
	江苏银行		12.82%		2.07%	9.18%		1.43%
	北京银行		13.12%		2.37%	9.11%		1.36%
第二组	浦发银行		12.35%		1.35%	8.83%		0.83%
	中信银行	0.50%	13.61%	11%	2.61%	9.69%	8%	1.69%
	民生银行		12.38%		1.38%	9.35%		1.35%
	邮储银行		14.33%		3.33%	9.41%		1.41%
第三组	交通银行		16.09%		4.84%	10.44%		2.19%
	招商银行	0.75%	18.20%	11.25%	6.95%	14.07%	8.25%	5.82%
	兴业银行		13.70%		2.45%	9.52%		1.27%
第四组	工商银行		19.21%		7.71%	13.78%		5.28%
	中国银行	1%	18.52%	11.50%	7.02%	12.02%	8.50%	3.52%
	建设银行		19.34%		7.84%	14.11%		5.61%
	农业银行		18.40%		6.90%	11.37%		2.87%
未入围	其他银行	-	-	10.50%	-	-	7.50%	-

资料来源：央行，东莞证券研究所

通过复盘银行板块的分红历史，分红总额持续提高，分红比例不断攀升。展望未来，银行分红仍具备长期可持续性的分红。从整个银行体系来说，银行作为金融体系的核心，受到国家监管机构的严格监管，严密的风险管理和内部控制机制是确保其稳

健经营和可持续发展的重要基石。**盈利能力方面**，银行在宏观环境复苏缓慢、按揭贷款下调、多次调降 LPR、“资产荒”、房地产压制等多重困境下，庞大的规模和广泛的业务网络仍给银行业带来了稳定的营收与净利润，整体经营业绩彰显韧性。后续随着宏观经济的边际走强，银行利润有望筑底回升，为长期的分红政策提供支撑。**分红政策方面**，新“国九条”推动一年多次分红、预分红、春节前分红，市场对上市公司分红的期待不断增强，除了六大行，上海银行、兰州银行、南京银行、齐鲁银行、江苏银行、紫金银行、苏州银行、齐鲁银行、沪农商行等中小银行也发布了中期分红计划，中期分红下银行的高股息价值更加凸显，有望吸引更多的长线资本进入银行股板块，预计未来将会有更多的上市银行加入积极分红、中期分红的队伍。**资本充足率方面**，资本新规实施后，大部分上市银行拥有相对宽松的资本用以抵御风险、并支持长期的分红计划，整个银行板块的分红比例有望高位再提升。

4. 投资建议

在今年上半年资本市场剧烈震荡与低利率环境下，基本面较为稳健、高股息、估值低的银行板块防御属性凸显，成为资金的避风港的优选。展望下半年，预计高股息行情尚未落幕。

从低利率环境方面看：在低利率环境下，高股息资产的配置需求将继续保持较高水平。一方面，银行存款、国债、银行理财等传统的固定收益类资产收益率下降；另一方面，长期政策导向“房住不炒”的实施，加之房企风险尚未完全出清、人口结构和城镇化水平等因素，当下投资房地产市场或已无法追赶十年前的高回报率，传统资产配置的吸引力相对减弱。与此同时，在地缘政治紧张，地产周期下行，经济增速放缓，资本市场震荡加剧、轮动加速的大背景下，资金避险情绪不减，特别是被视为市场的主要增量资金险资，面对存量产品的预定利率的硬性要求，高股息资产的配置需求将继续保持较高水平。

从安全估值方面看：尽管银行板块年初至今涨幅第一，但估值仍在申万 31 个行业排名最后，仅为 0.57。我们认为当下估值已充分包含资产质量承压与让利实体经济的两大因素，所以银行估值进一步下行空间有限。若要维持有吸引力的股息率水平，对于目前板块 0.57 的估值，银行估值仍有超 40% 的上行空间。

从稳健基本面来看：综合来看，今年一季度银行业在多重制掣下，业绩仍彰显一定韧性，后续或仍有积极变化的发生。一方面是考虑到今年银行存款利率存在进一步下调的空间、以及监管对高息产品、手工补息的限制，银行负债端后续表现或更为乐观。另一方面，中央层面的房地产优化政策进一步落地，并且力度极大，为提振市场信心，降低购房者的经济负担，刺激房地产销售带来正面影响，银行按揭贷款规模与资产质量有望受益。

从可持续分红方面来看：银行的分红确实具备长期可持续性。从整个银行体系来说，银行作为金融体系的核心，受到国家监管机构的严格监管，严密的风险管理和内

部控制机制是确保其稳健经营和可持续发展的重要基石。盈利能力方面，银行在宏观环境复苏缓慢、按揭贷款下调、多次调降 LPR、“资产荒”、房地产压制等多重困境下，庞大的规模和广泛的业务网络仍给银行业带来了稳定的营收与净利润，整体经营业绩彰显韧性。后续随着宏观经济的边际走强，银行利润有望筑底回升，为长期的分红政策提供支撑。分红政策方面，新“国九条”推动一年多次分红、预分红、春节前分红，市场对上市公司分红的期待不断增强，预计将会有更多的上市银行加入积极分红、中期分红的队伍。资本充足率方面，资本新规实施后，大部分上市银行拥有相对宽松的资本用以抵御风险、并支持长期的分红计划，整个银行板块的分红比例有望高位再提升。

建议关注高股息国有行农业银行（601288）、中国银行（601988）和工商银行（601398）；业绩亮眼、具备区域优势兼顾高股息的成都银行（601838）、杭州银行（600926）、江苏银行（600919）；综合经营能力强、受益于房地产风险缓释、宏观经济修复下零售业务与财富管理业务优势凸显、兼备高股息属性的招商银行（600036）。

表 8：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024/6/13）

股票代码	简称	股价	BVPS（元）			PB（X）			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
601288	农业银行	4.22	6.88	7.43	8.01	0.61	0.57	0.53	买入	维持
601988	中国银行	4.45	7.58	8.21	8.84	0.59	0.54	0.50	买入	维持
601398	工商银行	5.43	9.55	10.26	10.98	0.57	0.53	0.49	买入	维持
601838	成都银行	15.02	17.10	19.62	22.51	0.88	0.77	0.67	买入	维持
600926	杭州银行	13.00	15.90	18.05	20.75	0.82	0.72	0.63	买入	维持
600919	江苏银行	7.58	11.47	12.82	14.20	0.66	0.59	0.53	买入	维持
600036	招商银行	32.82	36.71	40.94	45.43	0.89	0.80	0.72	买入	维持

数据来源：iFinD，东莞证券研究所。

5. 风险提示

- （1）经济波动导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；
- （2）房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；
- （3）市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn