

## 行稳致远

## ——2024 年中期银行行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2024 年 06 月 20 日

## 投资要点:

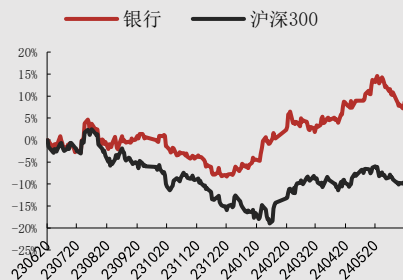
**行业经营继续承压:** 2024. 1Q, 42 家上市银行归母净利润增速转负, 除了收入端营收增速降幅扩大以外, 成本端拨备计提降幅收窄是主要影响因素, 所得税率环比有所抬升, 不过仍低于 2023 年同期。

**需求端尚未明显回升, 汇率约束仍存:** 综合考虑当前的国内外宏观经济环境、汇率因素、存款增长情况以及新增政府债等因素, 我们预计从银行本身的角度看, 新增准备金的要求或低于此前的预期。而利率方面, 根据《国家发展改革委办公厅等关于做好2024年降成本重点工作的通知》表述, 推动贷款利率稳中有降, 持续发挥贷款市场报价利率(LPR)改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用, 在保持商业银行净息差基本稳定的基础上, 促进社会综合融资成本稳中有降。基于此, 我们预计如果要促进融资利率的进一步下行, 存款利率会同步调降。

**资产质量的变动趋势影响利润增长的韧性:** 2024. 1Q, 42家上市银行整体的信用成本率均值为0.86%, 较2023年信用成本率均值0.79%, 环比回升7BP。同期, 拨备覆盖率均值为306.33%, 环比下降3.1个百分点。不良率为1.23%, 较2023年末下降3BP。上市银行资产质量总体保持稳健态势。前瞻指标, 结合社融数据贷款核销分项, 2024. 1Q核销规模合计2549亿元, 单季同比增加635亿元, 测算的单季不良新生成率为0.78%, 单季同比回升0.07%。如果仅从整体拨备覆盖率的角度看, 2024年全年利润增速放缓的可能性并不大。后续仍需观察资产质量的变动情况。如果银行的资产质量出现边际走弱, 或影响信用成本率的下降幅度, 使得利润增速相应放缓。

**投资策略:** 2023年末以来, 宏观环境以及企业盈利预测持续调整的过程中, 高股息策略受到了市场的持续关注, 其中长端利率的下行是推动高股息资产价格表现的重要因素。银行股较高的股息率以及极低的估值成为资金的优选, 叠加市场防御需求上升, 助推了整个银行板块的市场表现。往后看, 高股息策略中, 分母端的支持因素或已较多反应, 而分子端的稳定性成为高股息选股的重点逻辑。长周期角度看, 银行业整体的利润增长或已经进入底部区间, 盈利的稳定性将逐步体现。另外, 从分红的角度看, 分红率的提升, 有利于银行股估值的提升。不过, 由于银行本身商业模式的限制, 净利润除了分红外, 留存收益部分作为重要的资本内源补充, 满足监管对资本充足的要求, 推动未来业务和规模的扩张。综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平。我们认为短期板块防御属性仍然较为明显。后续经济逐步回暖以及信用风险的改善, 或带来新一轮的行情催化。

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

财政发力 存款增速环比回升 0.1%

关注后续财政发力

高分红加持 关注未来需求回升

分析师: 郭懿

执业证书编号: S0270518040001

电话: 01056508506

邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

**风险因素：**宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响等。

## 正文目录

<b>1 2024 年一季度业绩回顾</b>	<b>5</b>
1.1 2024 年一季度营收增速进一步放缓，归母净利润增速转负	5
1.2 较高的规模扩张仍是收入端主要的贡献因素	5
1.3 2024.1Q 拨备反哺利润力度降低，拉低净利润增速	7
<b>2 国内利率下行空间有限</b>	<b>7</b>
2.1 广谱利率持续走低，需求仍未明显回升	7
2.2 汇率约束仍存	9
2.3 货币政策展望	10
<b>3 2024 年全年业绩展望</b>	<b>10</b>
3.1 2024 年规模增速或有放缓	10
3.2 2024 年净息差仍有下行压力	11
3.3 2024 年手续费净收入或继续承压	12
3.4 2024 年资产质量走势决定拨备计提力度	13
3.5 2024 年关注对公房地产及零售资产风险	14
<b>4 投资策略</b>	<b>15</b>
4.1 低估值高股息个股表现较好	15
4.2 短期板块防御属性仍然较为明显	15
<b>5 风险提示</b>	<b>16</b>
图表 1: 营收增速和归母净利润增速 (单位: %)	5
图表 2: 生息资产增速 (单位: %)	5
图表 3: 贷款总额增速 (单位: %)	5
图表 4: 国有大行新增贷款和存款贡献度 (单位: %)	6
图表 5: 净息差变动趋势 (单位: %)	6
图表 6: 手续费净收入增速 (单位: %)	6
图表 7: 资产减值损失下降 (单位: %)	7
图表 8: 所得税率的下行 (单位: %)	7
图表 9: 广谱利率下行幅度 (单位: %)	7
图表 10: 新增人民币贷款规模及存量增速 (单位: 亿元, %)	8
图表 11: M1 和 M2 同比增速 (单位: %)	8
图表 12: 社融单月新增规模和存量增速 (单位: 亿元, %)	9
图表 13: 中美 10 年期国债利差 (单位: %)	10
图表 14: 中美实际利率对比 (单位: %)	10
图表 15: 新增对公贷款占新增贷款的比例 (单位: %)	10
图表 16: LPR 报价利率 (单位: %)	11
图表 17: 新发放贷款利率 (单位: %)	11
图表 18: 定期存款占比 (单位: %)	12
图表 19: A 银行手续费收入结构 (单位: %)	13
图表 20: 各项手续费收入增速变动 (单位: %)	13
图表 21: 信用成本率 (单位: %)	13
图表 22: 拨备覆盖率 (单位: %)	13
图表 23: 不良率 (单位: %)	14
图表 24: 关注类贷款占比 (单位: %)	14

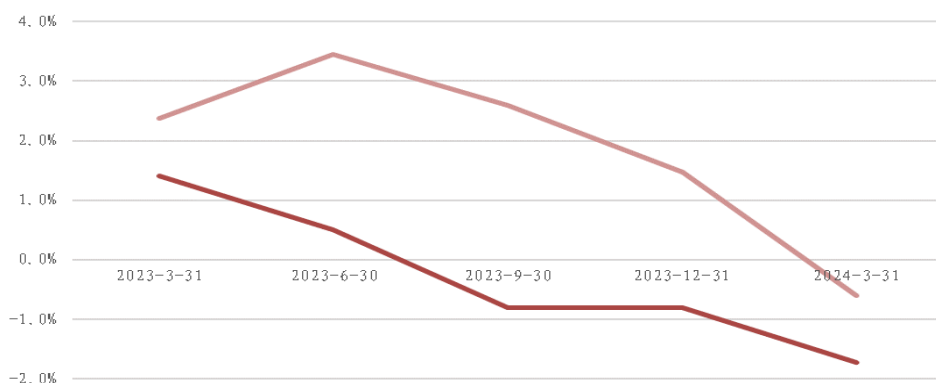
图表 25: 逾期率 (单位: %)	14
图表 26: 板块 PB 估值 (单位: 倍)	15
图表 27: 涨幅超过 20% 的个股 (单位: %)	15
图表 28: 股息率 (单位: %)	16

## 1 2024 年一季度业绩回顾

### 1.1 2024 年一季度营收增速进一步放缓，归母净利润增速转负

2023年全年和2024年一季度42家上市银行营业收入同比增速分别为-0.8%和-1.7%，归母净利润增速分别为1.5%和-0.6%。同期，国家金融监管总局发布的主要监管数据显示，商业银行整体净利润同比增速分别为3.2%和0.7%。

图表1: 营收增速和归母净利润增速 (单位: %)



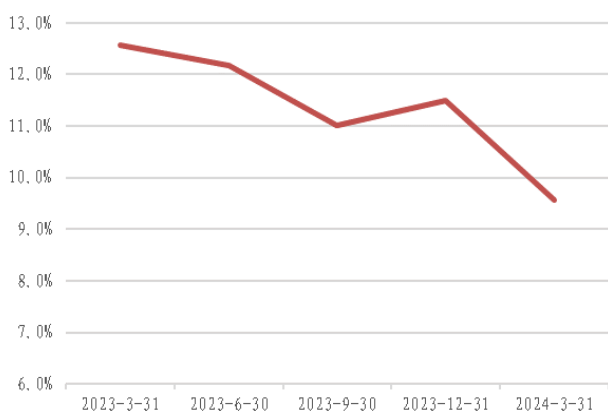
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

### 1.2 较高的规模扩张仍是收入端主要的贡献因素

2024.1Q, 较高的规模扩张和利率下行带来的投资收益的同比增长仍是上市银行收入端的主要正向贡献因素。

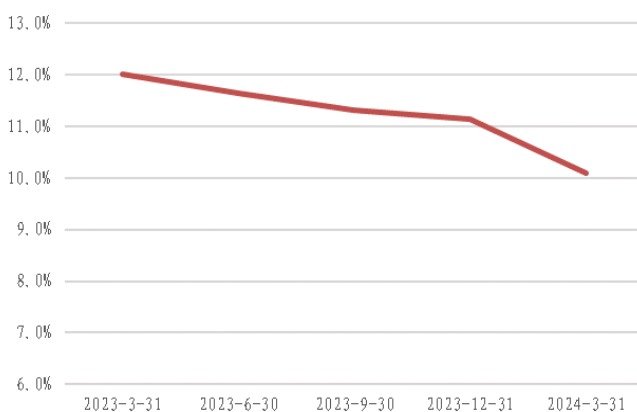
2024.1Q, 42家上市银行的生息资产增速为9.6%, 较2023年11.5%的增速下降1.9个百分点。贷款总额增速为10.1%, 环比下降1个百分点, 贷款总额占生息资产的比重为58.2%, 环比上升0.4个百分点。同期, 银行业金融机构本外币资产总额429.6万亿元, 同比增长8.1%; 金融机构各项贷款余额达到247.05万亿元, 同比增速9.6%。

图表2: 生息资产增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

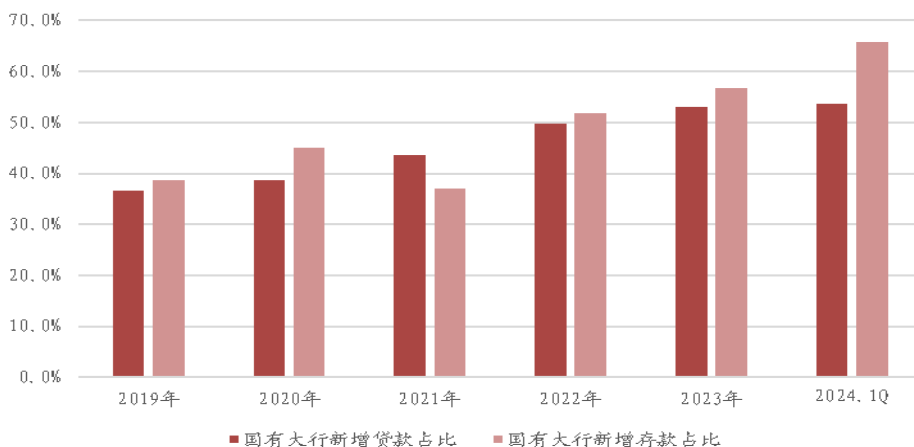
图表3: 贷款总额增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

规模增长的另一个特点是，无论是贷款还是存款，国有大行的贡献持续提升，截至2024.1Q，国有大行的新增贷款贡献度和新增存款贡献度分别为53.7%和65.7%，分别较2019年提升了17.1和27.1个百分点。

图表4: 国有大行新增贷款和存款贡献度 (单位: %)

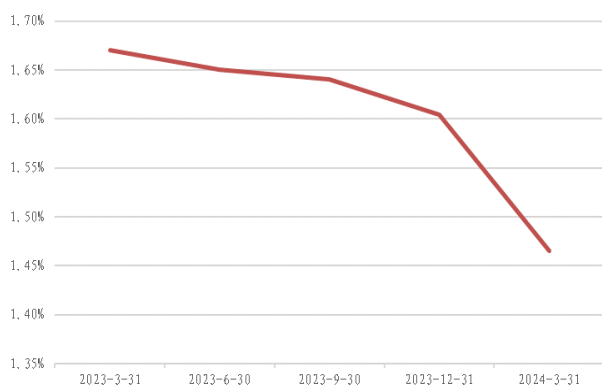


资料来源: 央行, 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2024.1Q净息差和中收仍在走弱。2024.1Q, 42家上市银行平均净息差降至1.47%, 环比下降0.14个百分点。同期, 国家金融监管总局发布的数据显示商业银行净息差降至1.54%, 环比下降0.15个百分点。

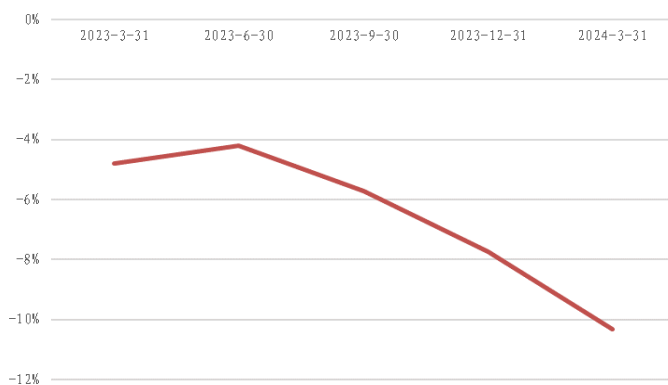
2024.1Q, 42家上市银行中间业务收入增速降至-10.3%, 环比下降2.6个百分点, 较2023.4Q单季15.8%的降幅有所收窄。

图表5: 净息差变动趋势 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表6: 手续费净收入增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

各子板块之间略有差异, 2024.1Q国有大行、股份行、城商行和农商行的营收同比增速分别为-2.2%、-3.24%、5.61%和4.73%, 环比分别变动-2.2%、0.44%、3.07%和3.46%。

### 1.3 2024.1Q 拨备反哺利润力度降低，拉低净利润增速

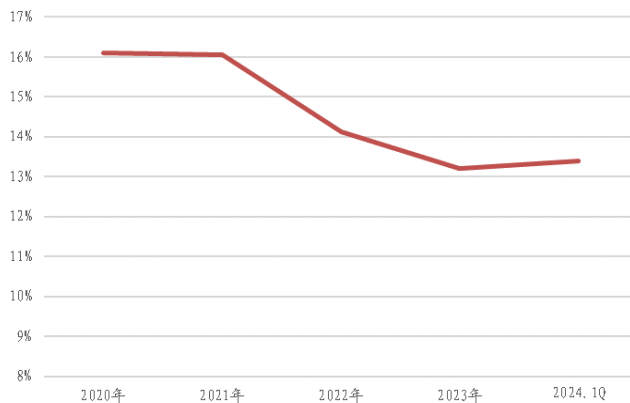
42家上市银行，2024.1Q归母净利润增速转负，除了收入端营收增速降幅扩大以外，拨备计提略降幅收窄是主要影响因素。所得税率环比有所抬升，不过仍低于2023年同期。

图表7: 资产减值损失下降 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表8: 所得税率的下行 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

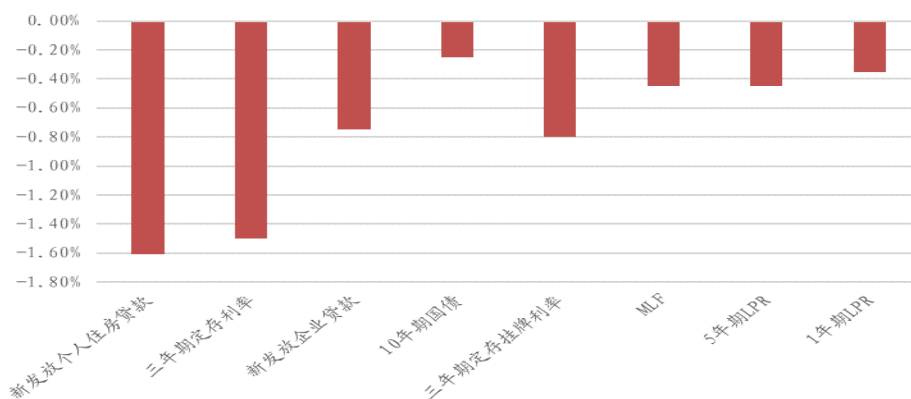
各子板块之间略有差异，2024.1Q国有大行、股份行、城商行和农商行的归母净利润同比增速分别为-2%、0%、7%和1.2%，环比分别变动-4.1%、3%、-0.5%和-8.8%。

## 2 国内利率下行空间有限

### 2.1 广谱利率持续走低，需求仍未明显回升

2022年初以来，国内广谱利率普遍下行。主要体现为，长端利率下行幅度大于短端，市场利率下行幅度高于政策利率。

图表9: 广谱利率下行幅度 (单位: %)

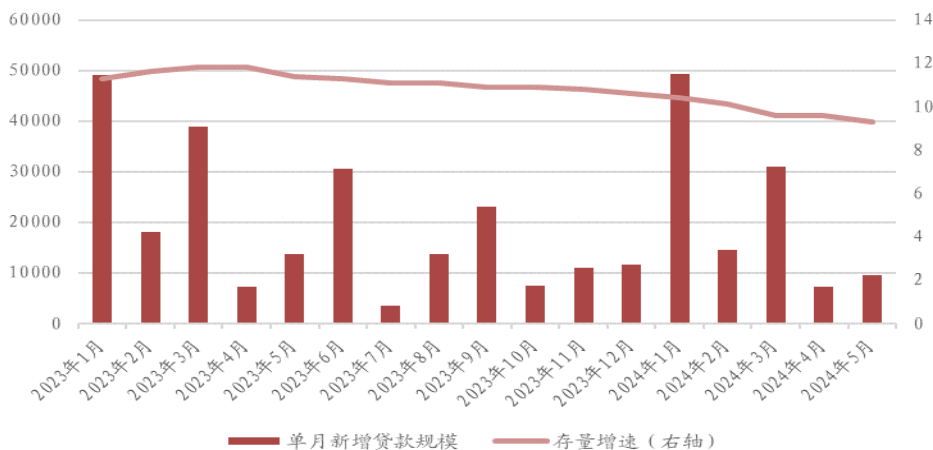


资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

注: 时间周期为2022年-2023年末; 3年期定存利率下行幅度按照是行业整体预估

5月，新增人民币贷款9500亿元，同比少增4100亿元。金融机构人民币贷款余额248.73万亿元，同比增长9.3%，增速环比回落0.3%。信贷投放节奏与2023年末以来盘活存量和均衡投放的政策基调保持一致。

图表10: 新增人民币贷款规模及存量增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

居民端, 5月增加757亿元, 其中, 短期贷款增加243亿元; 中长期贷款增加514亿元。企业端, 5月新增7400亿元, 其中, 短期贷款减少1200亿元; 中长期贷款增加5000亿元; 票据融资增加3572亿元。票据冲量以及中长期贷款的支撑, 使得企业端贷款增长仍保持相对韧性。整体看, 市场需求仍偏弱。

5月份, 人民币存款增加1.68万亿元, 同比多增2200亿元。结构上, 住户存款增加4200亿元, 非金融企业存款减少8000亿元, 财政性存款增加7633亿元, 非银行业金融机构存款增加1.16万亿元。5月末人民币存款余额293.26万亿元, 同比增长6.7%, 增速环比回升0.1%。5月, M2同比增长7.0%, 增速环比下行0.2%; M1同比增长-4.2%, 增速环比下降2.8%。

5月政府债发行提速, 净融资额达到1.23万亿元, 同比多增了6695亿元。同期, 人民币存款同比增速略有回升, M2增速略有下滑。如果剔除财政存款的影响, M2增速或与4月基本持平。我们预计未来随着财政投放加速, M2增速或逐步企稳。存款增速方面, 仍需关注6月末数据的变化。另外, 5月数据显示, 存款定期化趋势仍未改善, 企业存款增长仍然偏弱。

图表11: M1 和 M2 同比增速 (单位: %)





资料来源：央行，万得资讯，万联证券研究所

5月，社融新增2.07万亿元，同比多增。其中企业债融资和政府债融资是主要拉动项。存量规模391.9万亿元，同比增速8.4%，增速环比回升0.1%，符合市场预期，政府债发行提速，支撑社融增速小幅回升。未来仍需重点关注稳增长政策的落地情况，短期看社会融资需求或难以明显回暖，实体融资利率仍保持下行趋势。

图表12: 社融单月新增规模和存量增速 (单位: 亿元, %)



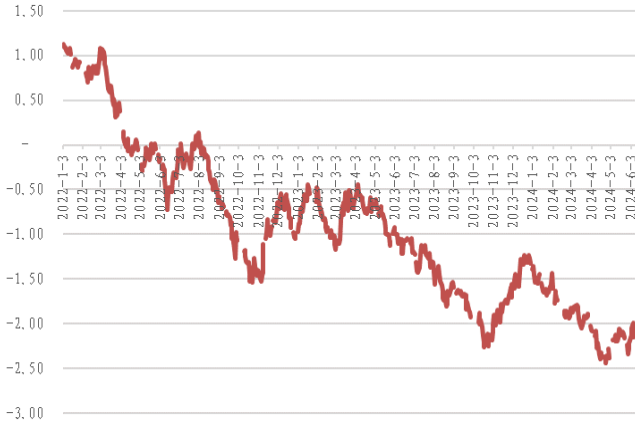
资料来源：央行，万得资讯，万联证券研究所

## 2.2 汇率约束仍存

2024年1-3月，美国经济数据持续超预期，通胀虽有下行，部分数据出现短期波动，通胀也有所回落。整体市场预期持续处于波动状态。我们预计美国需求端的韧性仍在，仍然不具备降息的充分条件。往后看，短端利率持续高位，或对企业融资产生一定的影响，从而带来经济数据的边际走软可能，或引发降息可能。

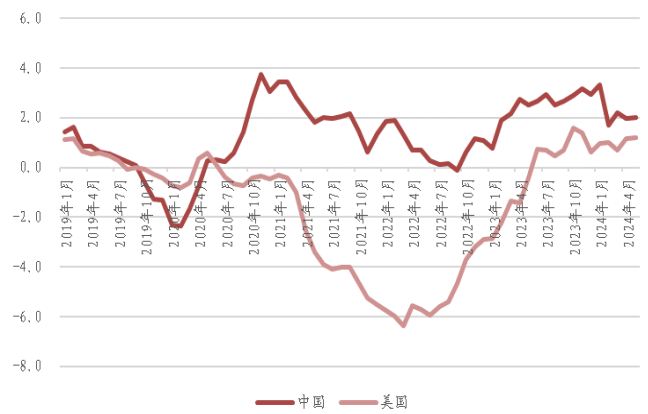
当前美国联邦基金利率目标区间为5.25%-5.5%，我们预计美联储政策走向的变化，更多受宏观经济增长以及潜在金融风险影响，对通胀的容忍度或将有所抬升。未来在美国经济不明显走弱的情况下，长端利率进一步下行的空间较为有限。从这一环节看，未来国内政策利率调整的空间或较为有限。

图表13: 中美10年期国债利差 (单位: %)



资料来源: 中债估值中心, 美国财政部, 万得资讯, 万联证券研究所

图表14: 中美实际利率对比 (单位: %)



资料来源: 中债估值中心, 美国财政部, 万得资讯, 万联证券研究所

综合来看, 受内外利率价差对汇率的影响, 国内政策利率可操作的空间也相对较低, 我们预计这种约束或要到美联储明确实施降息之后才会逐步解除。

### 2.3 货币政策展望

综合考虑当前的国内外宏观经济环境、汇率因素、存款增长情况以及新增政府债等因素, 我们预计从银行本身的角度看, 新增准备金的要求或低于此前的预期。

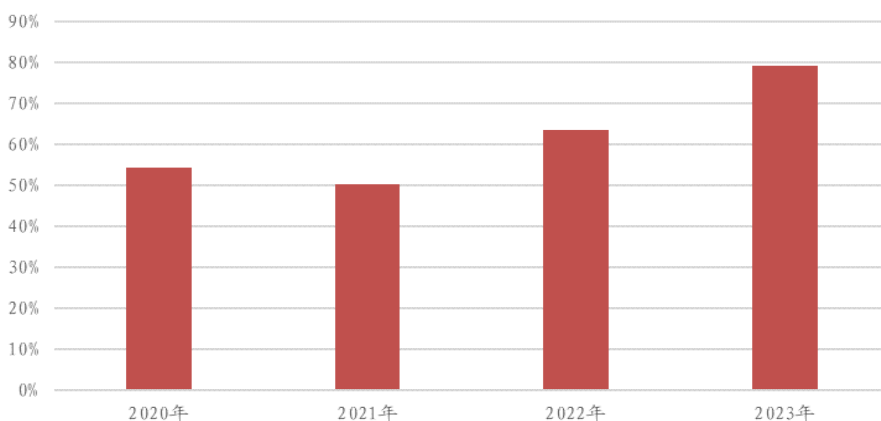
而利率方面, 根据《国家发展改革委办公厅等关于做好2024年降成本重点工作的通知》表述, 推动贷款利率稳中有降, 持续发挥贷款市场报价利率(LPR)改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用, 在保持商业银行净息差基本稳定的基础上, 促进社会综合融资成本稳中有降。基于此, 我们预计如果要促进融资利率的进一步下行, 存款利率可能会同步调降。

## 3 2024年全年业绩展望

### 3.1 2024年规模增速或有放缓

2023年银行业贷款规模扩张方面, 对公贷款提供了主要增量。其中, 对公贷款新增量占总贷款新增的比重达到了79%。结构上看, 制造业贷款、基建类贷款以及租赁和商务服务业贷款是主要增量方向。零售贷款方面, 主要是房地产需求疲软以及按揭提前还款等因素的影响, 按揭贷款负增长, 而普惠金融领域的消费贷和经营贷是零售新增信贷的主要增量。从市场供需的变动幅度我们预计2024.1Q新增信贷的增长结构仍延续上述趋势。

图表15: 新增对公贷款占新增贷款的比例 (单位: %)



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

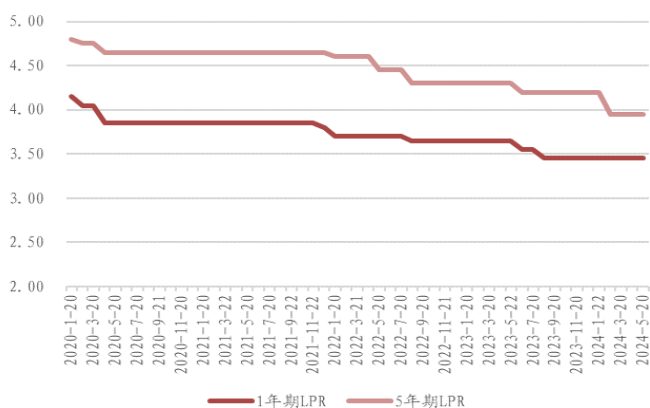
展望2024年,对公新增信贷受城投信贷需求的影响,增速或将有所放缓。零售端,仍要观察宏观经济总需求企稳以及房地产市场的回暖,发力重点或仍是在普惠金融领域。

另外,根据央行《2024年第一季度中国货币政策执行报告》专栏内容的表述,信贷增长与经济的关系趋于弱化,中长期贷款占比超过三分之二,基建、房地产、制造业等重资产行业约占全部贷款的五成。实体端需求仍有待提振。我们预计2024年在降低资金空转和套利的大环境下,银行资产端的扩表更多的集中在政府债投资以及对公领域的贷款。

### 3.2 2024 年净息差仍有下行压力

净息差方面,由于2023年和2024.1Q,净息差下行的主要驱动因素是资产端收益率的下行。资产端下行的主要拖累因素包括,第一是LPR报价利率下调后带来的贷款重定价,第二是市场有效需求不足推动了新发贷款利率的持续下调,第三是存量按揭贷款利率的下行。

图表16: LPR 报价利率 (单位: %)



资料来源：央行，万得资讯，万联证券研究所

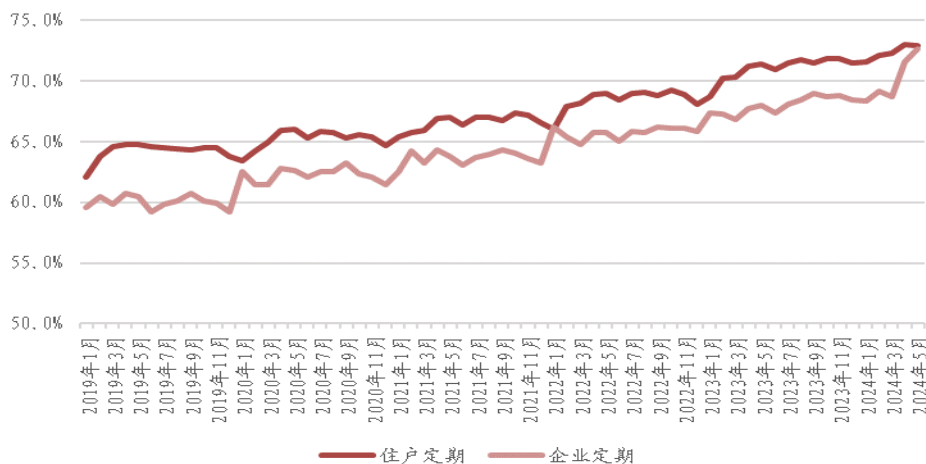
图表17: 新发放贷款利率 (单位: %)



资料来源：央行，万得资讯，万联证券研究所

负债端的表现略有分化，国有大行的付息负债成本是同比上升的，其他板块是走平或者同比下降，特别是农商行板块付息负债成本下降的幅度要明显大于其他板块。短期看，存款定期化趋势仍未明显逆转，截至2024年5月末，住户和企业定期存款占比分别为72.9%和72.6%。5月末人民币存款余额293.26万亿元，同比增长6.7%，增速环比回升0.1%。

图表18: 定期存款占比 (单位: %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

2023年三次下调存款挂牌利率, 以及各家银行调整存款结构, 对负债端成本的控制还有偏向正面的。本轮存款利率调降实际是起始于2022年9月, 截至目前调整了4次。当前1年期和3年期定存挂牌利率分别为1.45%和1.95%, 分别较本轮降息周期前下降了30BP和80BP。

另外, 4月以来, 对市场自律机制对手工补息等问题的规范, 以及存款利率的下行, 共同推动了理财规模的阶段性快速回升, 这将在一定程度上促使银行负债结构的改变。从成本的角度看, 非存款类融资成本或高于存款, 对部分银行的净息差产生一定的负面影响。

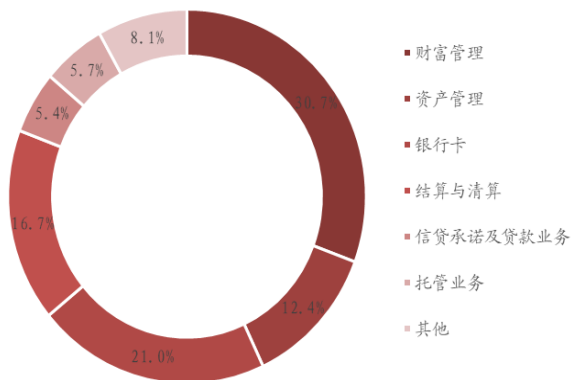
从2024.1Q数据显示, 净息差降幅同比收窄。从上市银行的数据看, 国有大行的净息差降幅有所收窄, 收窄幅度在5BP, 其他子板块均持平。展望2024年, 全年净息差仍有下行压力, 不过同比降幅或呈现逐季收窄的趋势。资产端, 两个重要的影响因素: 第一是2023年LPR的下调带来的重定价影响, 会在2024年一季度集中体现; 而2024年2月5年期LPR下调了25BP, 虽然重定价会在2025年体现, 但是会影响2024年新发放贷款的定价利率。第二是地方政府的化债问题在持续推进, 定价的下调也会负面的影响。后续贷款定价是否企稳需跟踪需求端的回升情况。

### 3.3 2024 年手续费收入继续承压

2024.1Q, 42家上市银行中间业务收入增速降至-10.3%, 环比下降2.6个百分点, 较2023.4Q单季15.8%的降幅有所收窄。2023年手续费收入负增长的主要因素包括: 第

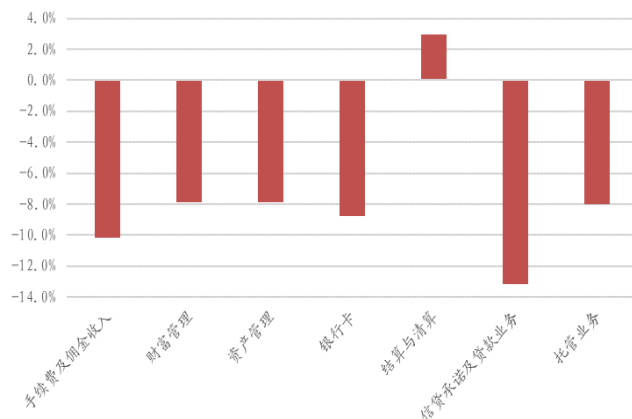
一，受到了资本市场走软，风险偏好下行带来的财富管理和资产管理相关业务手续费负增长；第二，银保渠道降费带来的保险代销收入增速下滑；第三，减费让利影响下，银行卡手续费收入的增长放缓。展望2024年，上述三个因素的影响仍在，预计手续费净收入增长仍然承压。另外，存款利率的潜在下行预期，或有助于理财市场规模的进一步修复。

图表19: A 银行手续费收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表20: 各项手续费收入增速变动 (单位: %)

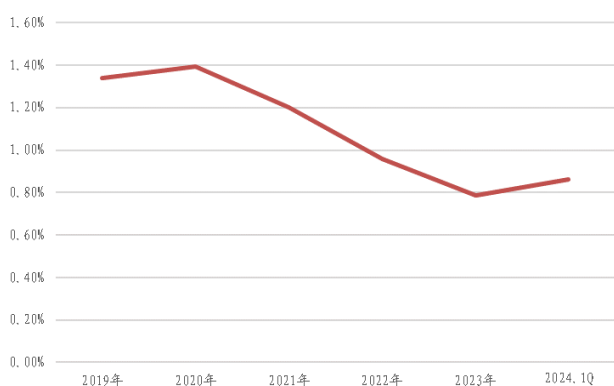


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

### 3.4 2024 年资产质量走势决定拨备计提力度

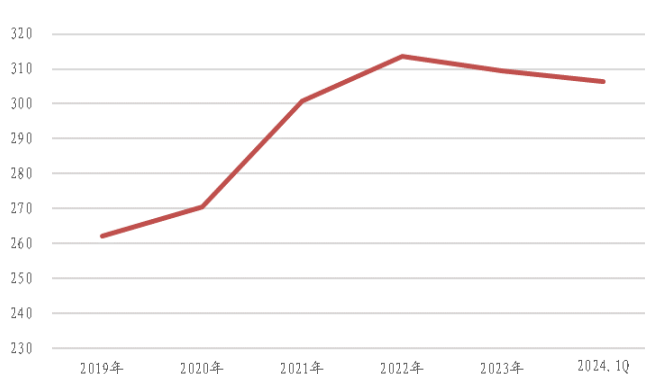
2024.1Q, 42家上市银行整体的信用成本率均值为0.86%, 较2023年信用成本率均值0.79%, 环比回升7BP。同期, 拨备覆盖率均值为306.33%, 环比下降3.1个百分点。

图表21: 信用成本率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表22: 拨备覆盖率 (单位: %)

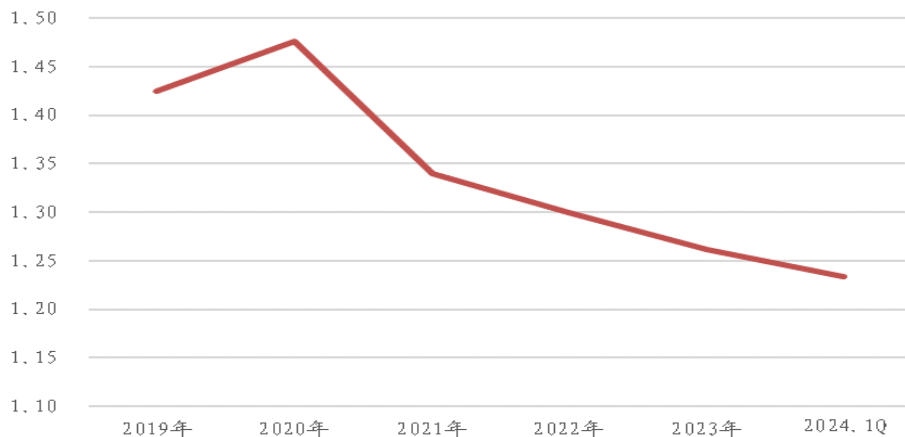


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

2024.1Q, 42家银行的不良率为1.23%, 较2023年末下降3BP。总体保持稳健态势。从不良新生成的角度看, 结合社融数据贷款核销分项看, 2024.1Q核销规模合计2549亿元, 单季同比增加635亿元, 单季不良生成率为0.78%, 单季同比回升0.07%。不过, 从关注类贷款占比数据看, 2023年末关注率均值为1.73%, 较2023年中期上升6BP, 较2022年末下降1BP; 逾期贷款的占比1.29%, 较2023年中期上升3BP, 与2022年末下降

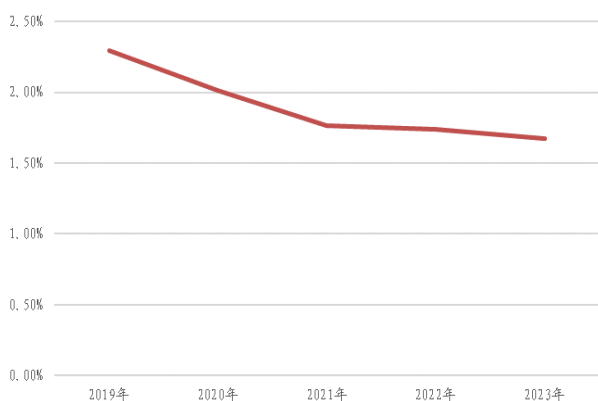
2BP。

图表23: 不良率 (单位: %)



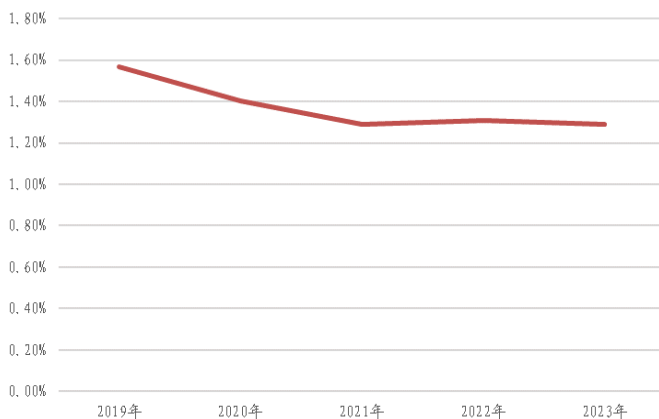
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表24: 关注类贷款占比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表25: 逾期率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

如果仅从整体拨备覆盖率的角度看, 2024年全年利润增速放缓的可能性并不大。后续仍需观察资产质量的变动情况。如果银行的资产质量出现边际走弱, 或影响信用成本率的下降幅度, 使得利润增速相应放缓。

### 3.5 2024 年关注对公房地产及零售资产风险

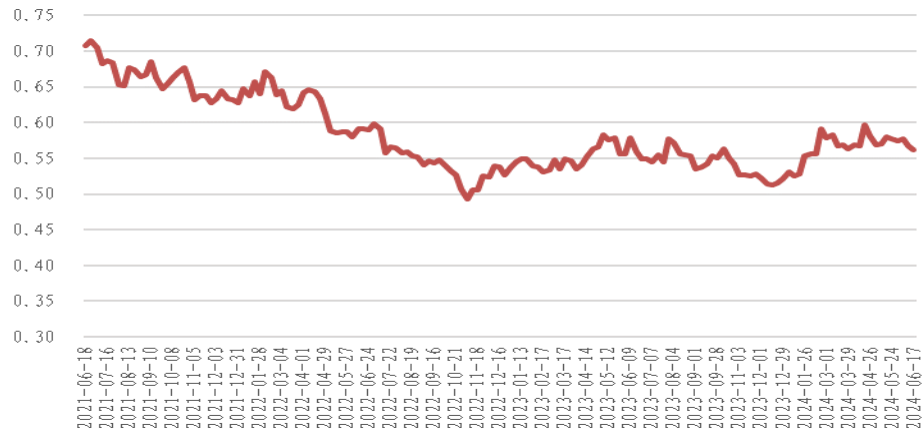
从对公和零售贷款的不良率数据看, 对公贷款的不良率环比下降的, 其中房地产相关贷款的不良率仍在上升, 而零售贷款的不良率是上升的, 主要是信用卡, 经营贷和消费贷。展望2024年, 房地产、经营贷、信用卡等相关资产的风险仍需重点关注。

## 4 投资策略

### 4.1 低估值高股息个股表现较好

2024年1月2日-2024年6月17日，银行指数（中信）整体上涨15.4%，跑赢沪深300指数12.3个百分点。当前银行指数对应的PB为0.59倍，处于历史低位。

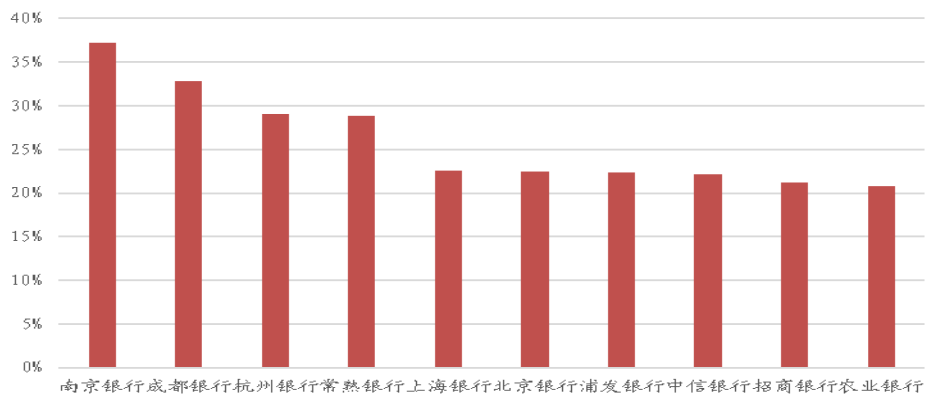
图表26: 板块 PB 估值（单位：倍）



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

个股方面，2024年1月2日-2024年6月17日，有38只个股实现正收益，有19只个股跑赢银行指数；有10只个股涨幅超过20%，分别为南京银行、成都银行、杭州银行、常熟银行、上海银行、北京银行、浦发银行、中信银行、招商银行、农业银行。

图表27: 涨幅超过 20% 的个股（单位：%）



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

### 4.2 短期板块防御属性仍然较为明显

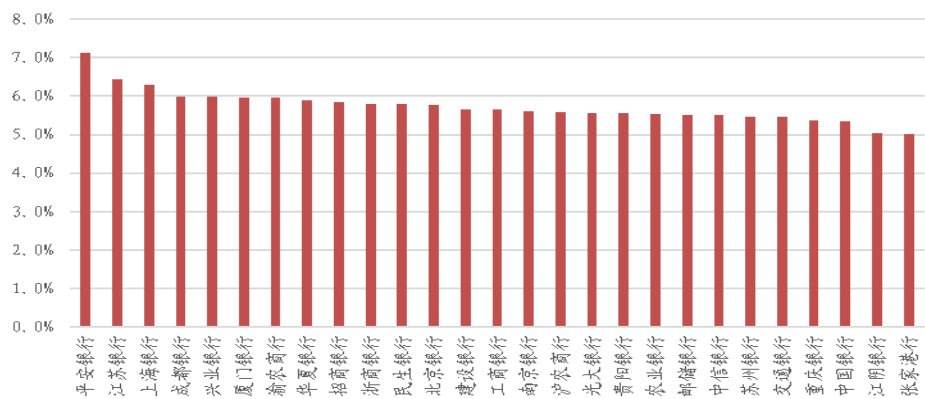
2023年末以来，宏观环境以及企业盈利预测持续调整的过程中，高股息策略受到了市场的持续关注，其中长端利率的下行是推动高股息资产价格表现的重要因素。银行股较高的股息率以及极低的估值成为资金的优选，叠加市场防御需求上升，助推了整个银行板块的市场表现。

往后看，高股息策略中，分母端的支持因素或已较多反应，而分子端的稳定性成为高股息选股的重点逻辑。关于盈利的稳定性问题，短期看当前银行利润增速或受资产质量的边际走弱的影响有所下行，短期的波动可能仍然存在。但是长周期角度看，银行业整体的利润增长或已经进入底部区间，盈利的稳定性将逐步体现。

另外，从分红的角度看，分红率的提升，有利于银行股估值的提升。不过，由于银行本身商业模式的限制，净利润除了分红外，留存收益部分作为重要的资本内源补充，满足监管对资本充足的要求，推动未来业务和规模的扩张。

综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平。我们认为短期板块防御属性仍然较为明显。后续经济逐步回暖以及信用风险的改善，或带来新一轮的行情催化。

图表28: 股息率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

## 5 风险提示

宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响等。



## 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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

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