

工商银行 (601398)

证券研究报告
2024年09月05日

稳健经营，资产质量向优

事件：

工商银行发布 24 年中财报。企业上半年实现营收 4205 亿元，YoY-6%，归母净利润 1705 亿元，YoY-1.9%；不良率 1.35%，不良拨备覆盖率 218%。

点评摘要：

归母净利润增速出现小幅向上趋势。24 上半年实现营收 4205 亿元，YoY-6%，较 24Q1 (-3.41%) 下滑 2.62pct。其中，24H1 利息净收入 3140 亿元，同比 -6.84%；非息收入 1065 亿元，较去年同期-3.58%。

企业 24H1 净息差为 1.43%。具体表现为：**利息收益端：金融资产利息收入上升。**24H1 生息资产平均收益率为 3.28%，其中贷款收益率因 LPR 连续下调降至 3.52%；金融投资在 24 上半年日均生息资产规模占比 24.8%，较年初结构占比小幅上升，收益率 3.20%。**计息负债端：成本管理见效，存款成本率释放利润空间。**24H1 计息负债成本率 2.04%，与去年持平。计息成本中存款成本率 1.84%（较 2023 年末减少 5bp），利息支出成本占比较 2023 年末下降 3.3pct。

拨备支撑利润增速出现向上拐点。24H1 工商银行归母净利润同比增速为-1.9%，较 24Q1+89bp，主要依靠拨备计提释放约 202 亿元利润空间。

资产端：由对公贷款拉动生息资产扩张。24Q2,工商银行生息资产总计 458,662 亿元，较 24 年初上升 5.1%。其中，对公业务表现亮眼：基建类、制造业、房地产、建筑业、批发及零售行业贷款余额较去年末增长 6.5%、9.3%、8.5%、16.8%、11.9%，对公贷款整体较 23 年末增长 8.5%，达 175,157 亿元。**负债端：吸储能力稳健。**计息负债余额 409,691 亿元，较年初+5.7%。24Q2 存款余额 334,009 亿元，较 2023 年末增长 1.9%。其中定期占比 59.7%，较年初小幅上涨 70bp。

资产质量：资产质量向好，拨备覆盖维稳。24Q2 末不良贷款率 1.35%，较年初下行 1bp；不良生成率整体呈现波动向好趋势。不良拨备覆盖率较上季回升 4.5pct 至 218.4%。

前十大股东变动：企业第五大股东，香港中央结算有限公司增持 0.29pct 至占总股本 4.93%。

盈利预测与估值：

工商银行 24H1 利息收入受收益率与负债成本影响同比下滑，但是资产端扩表成绩显著，资产质量有向好趋势，具有未来向上运营基础。我们预测企业 2024-2026 年净利润同比增长率为 0.79%、0.87%、1.89%，对应现价 BPS：10.45、11.45、12.50 元。使用股息贴现模型测算目标价为 7.22 元，对应 24 年 0.69x PB，现价空间 21%，上调为“买入”评级。

风险提示：宏观经济震荡；不良资产可能大幅暴露；生息率或持续下行导致息差压力加大。

投资评级

行业	银行/国有大型银行 II
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	5.71 元
目标价格	7.22 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	269,612.21
流通 A 股股本(百万股)	269,612.21
A 股总市值(百万元)	1,539,485.73
流通 A 股市值(百万元)	1,539,485.73
每股净资产(元)	9.79
资产负债率(%)	91.80
一年内最高/最低(元)	6.57/4.58

作者

刘杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002
liujie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《工商银行-年报点评报告:发挥宽信用头雁效应，支持实体经济》 2023-04-04
- 《工商银行-半年报点评:信贷投放再提速，资产质量更扎实》 2022-08-31
- 《工商银行-半年报点评:不良率喜迎今年首降，业绩增速大幅回升》 2021-09-05

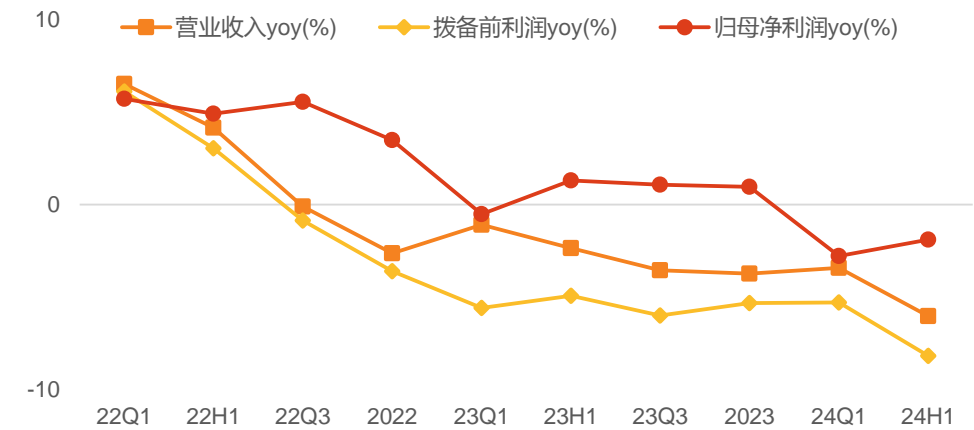
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	9,180	8,431	8,312	8,416	8,683
增长率(%)	-2.63	-8.16	-1.41	1.24	3.18
归属母公司股东净利润(亿元)	3,610	3,651	3,680	3,712	3,782
增长率(%)	3.49	0.97	0.79	0.87	1.89
每股收益(元)	1.01	1.02	1.03	1.04	1.06
市盈率(P/E)	5.87	5.82	5.77	5.72	5.61
市净率(P/B)	0.61	0.62	0.57	0.52	0.48

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 拨备支撑净利润向上拐点

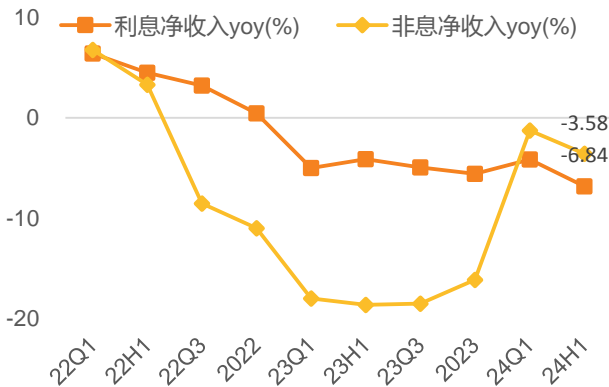
归母净利润增速出现小幅向上趋势。24H1 工商银行营业收入 4205 亿元, YoY-6.03%, 较 24Q1 (-3.41%) 下滑 2.62pct。其中, 24H1 利息净收入 3140 亿元, 同比-6.84%; 非息收入 1065 亿元, 较去年同期-3.58%。从结构占比上看, 利息净收入占比提至 74.7%, 较 24 第一季度、2023 年末+1.2、-3.0pct; 非息收入自 23 年末占总收入 22.3% 连续抬升至 25.3%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势, PPOP2023、24Q1、24H1 增速为-5.32%、-5.29%、-8.18%。企业减值准备较去年同期下调约 202 亿元, 归母净利润增速出现小幅向上拐点, 2023、24Q1、24H1 增速为 0.97%、-2.78%、-1.89%。

图 1: 营收、拨备前利润、归母净利润增速 (22Q1-24H1)



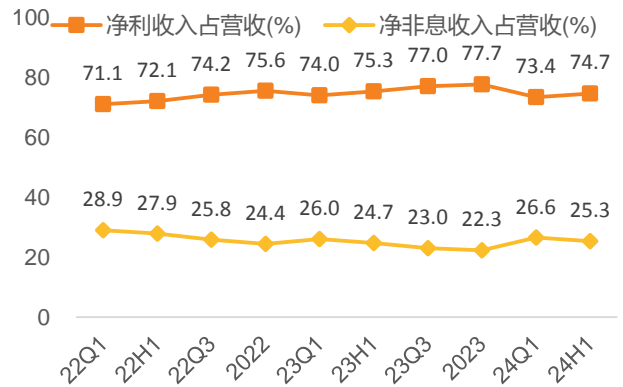
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 2: 利息净收入、非息收入增速 (22Q1-24H1)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 3: 利息净收入、非息收入占比营收 (22Q1-24H1)

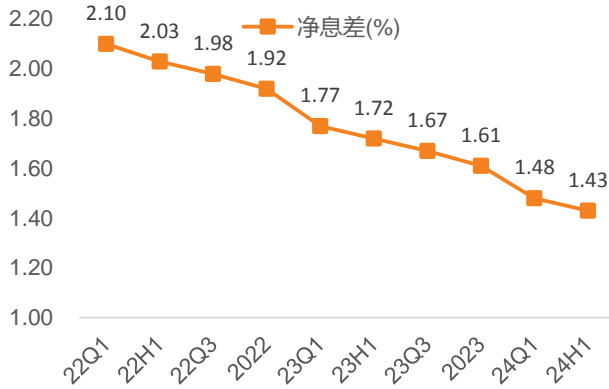


资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

利息收益端: 金融资产利息收入上升。2024 上半年, 工商银行贷款占生息资产总额为 61.5%, 与 23 年末持平。另外, 受宏观环境和政策影响, 贷款平均收益率下滑至 3.52%, 23 年中、2023 年末为 3.95%、3.81%。在低利率背景下, 企业贷款利息收入较 24 年初少占总利息收入 1.7pct, 至 66.0%。金融投资在 24 上半年日均生息资产规模占比 24.8%, 较年初结构占比小幅上升, 收益率 3.20%。另外, 同业资产收益率 3.02%, 比 2023 年末正增 21bp。整体来看, 自 23H1 以来, 工商银行的生息资产平均收益率持续下探, 2023、24Q1、24H1 分别为 3.56%、3.45%、3.28%。

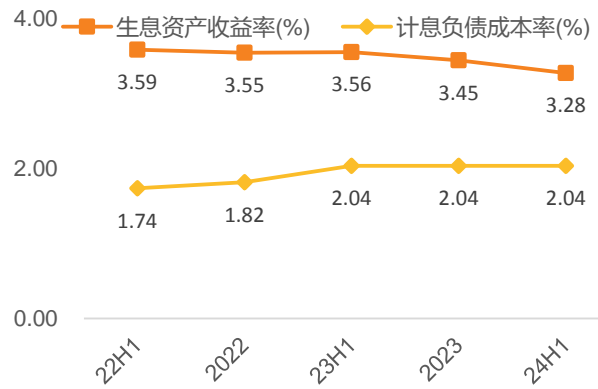
计息负债端：成本管理见效，存款成本率释放利润空间。工商银行 24 上半年存款成本率 1.84%（较 2023 年末减少 5bp），利息支出成本占比较 2023 年末下降 3.3pct。计息负债成本率 2.04%，持平去年同期与年末。另外，息差改善的不利因素之一或为同业负债方面的成本上行：24H1，24H1，同业利息支出占总利息支出 13.7%（计息成本率 2.73%），显著高于去年年末的 11.1%的水平（计息成本率 2.55%）。同时，由于生息资产收益率持续滑降，24H1 企业净息差受压至 1.43%。

图 4：净息差走势（22Q1-24H1）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：生息资产收益率、计息负债成本率走势（22Q1-24H1）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 1：24H1、2023、23H1 各项利息收入/支出情况

	24H1			2023			23H1		
	计息日均资产/负债余额占比 (%)	利息收入/支出占比 (%)	平均收益率/成本率 (%)	计息日均资产/负债余额占比 (%)	利息收入/支出占比 (%)	平均收益率/成本率 (%)	计息日均资产/负债余额占比 (%)	利息收入/支出占比 (%)	平均收益率/成本率 (%)
资产									
发放贷款和垫款	61.5	66.0	3.52	61.5	67.7	3.81	61.9	68.5	3.95
金融投资	25.4	24.8	3.20	25.2	24.1	3.30	25.2	23.8	3.37
存放央行	7.2	3.8	1.70	7.9	3.8	1.67	8.1	3.8	1.66
存放同业及其它	5.9	5.4	3.02	5.3	4.3	2.81	4.8	3.9	2.88
生息资产总计	100	100	3.28	100	100	3.45	100	100	3.56
负债									
吸收存款	82	81.5	1.84	85	84.8	1.89	85	85.0	1.90
已发行债券	5	4.7	3.59	4	4.1	3.77	4	4.0	3.78
同业业务及其它	14	13.7	2.73	11	11.1	2.55	11	11.0	2.48
计息负债总计	100	100	2.04	100	100	2.04	100	100	2.04

资料来源：公司财报，天风证券研究所

其它非息净收益同比上升。24H1 工商银行手续费及佣金净收入 674 亿元，YoY-8.25%，进入自 2022 年一季度以来增速最低谷，在一季度负增 2.83% 基础上再下降 5.42pct，占营收进一步下滑至 16.03%。另一方面，其它非息净收入为 391 亿元，同比增长 5.67%；其中投资净收益由于债券市场震荡同比盈利增速由正转负至-8.35%。

表 2：非息收入拆分（22Q1-24H1）

	22Q1	22H1	22Q3	2022	23Q1	23H1	23Q3	2023	24Q1	24H1
手续费及佣金净收入(亿元)	417	760	1,056	1,293	405	735	992	1,194	393	674
其它非息净收入(亿元)	305	598	782	950	187	370	505	687	191	391
其中：投资净收益(亿元)	90	217	335	402	87	236	376	459	92	216
手续费及佣金净收入yoy(%)	1.22	0.10	0.29	-2.83	-2.84	-3.36	-6.03	-7.66	-2.83	-8.25
其它非息净收入yoy(%)	15.48	7.69	-18.25	-20.18	-38.73	-38.09	-35.41	-27.71	2.15	5.67
其中：投资净收益yoy(%)	19.30	21.08	26.68	18.30	-2.59	8.97	12.38	14.06	5.54	-8.35
手续费及佣金净收入占比营收(%)	16.70	15.60	14.84	14.08	17.79	16.42	15.24	14.16	17.90	16.03
其它非息净收入占比营收(%)	12.24	12.28	11.00	10.35	8.21	8.27	7.75	8.15	8.68	9.31
其中：投资净收益(%)	3.59	4.45	4.70	4.38	3.83	5.28	5.78	5.44	4.19	5.15

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 生息资产加速扩张，对公业务活跃

资产端：由对公贷款拉动生息资产扩表势头增长。

资产结构：贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行占生息资产比重分别为 59.0%、28.3%、4.7%和 7.9%，较 24 年初变动 0.8、1.2、-0.6、-1.4pcts。生息资产总计 458,662 亿元，较 23 年末上升 5.1%，高于 2023 年末的 2.7% 增长率。

信贷情况：24Q2 对公贷款较年初增长 8.5%，主要行业均显示增长信号。其中，基建类、制造业、房地产、建筑业、批发及零售行业贷款余额较去年年末增长 6.5%、9.3%、8.5%、16.8%、11.9%，表明企业整体对公信贷投放进程良好。2Q24 零售方面同为增长态势，零售贷款余额总比较年初+2.1%。个人消费、经营性贷款子类延续高增势头，分别较上期增长 17.4%、16.7%。另外，个人贷款中占比最高的个人住房类（占总 22.1%）增速持续下滑，较年初占比收缩 2.0pct。

负债端：吸储能力稳健。

负债结构：存款、发行债券和同业负债占计息负债比重分别为 81.5%、3.9%和 14.6%，较 24 年初变动-3.0pct、0.3pct 和 2.7pct。计息负债余额 409,691 亿元，较年初+5.7%。其中，同业负债、金融负债端延续高增趋势，较 2023 分别+29.4%、+16.0%，结构占比提升 2.7pct、0.3pct。

存款情况：24Q2 存款余额 334009 亿元，较 2023 年末增长 1.9%。其中定期占比 59.7%，较年初小幅上涨 70bp。细项中，零售定期增长强劲，较 23 年末分别+8.5%，占客户存款比重提升 2.1pct。

表 3：资产分析

对公贷款分行业	较上期变动 (%)				占比贷款 (%)			
	2022	23H1	2023	24H1	2022	23H1	2023	24H1
对公								
基建类	4.4	11.3	5.5	6.5	35.2	36.0	36.8	36.8
采矿业	0.8	26.1	2.5	8.9	1.1	1.3	1.3	1.3
制造业	1.9	21.3	-2.2	9.3	8.9	9.9	9.4	9.6
房地产业	3.7	5.1	-1.1	8.5	4.2	4.1	3.9	4.0
建筑业	-7.7	25.2	-5.8	16.8	1.7	1.9	1.8	1.9
批发和零售业	-5.9	23.5	0.7	11.9	2.6	3.0	2.9	3.0
其它对公	14.3	15.4	-2.4	15.6	5.8	6.1	5.8	6.2
对公总计	3.9	14.0	2.4	8.5	59.6	62.3	61.9	62.9
零售贷款分行业								
零售								
个人住房贷款	-0.3	-0.9	-1.3	-2.0	27.7	25.2	24.1	22.1
个人消费贷款 (含汽车)	11.2	12.0	25.1	17.4	1.0	1.0	1.3	1.4
个人经营性贷款	13.2	27.8	13.3	16.7	4.0	4.7	5.2	5.6
信用卡应收账款	-2.7	1.6	6.1	3.2	2.8	2.6	2.6	2.6
其他个人贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
零售总计	1.2	2.9	2.1	2.1	35.5	33.5	33.2	31.7
资产分结构								
贷款	3.9	8.9	3.2	6.7	58.8	57.9	58.2	59.0
其中：对公	3.9	14.0	2.4	8.5	36.0	37.1	37.0	38.2
零售	1.2	2.9	2.1	2.1	21.4	20.0	19.8	19.3
票据	28.9	-8.1	22.0	15.5	3.0	2.5	3.0	3.2
金融投资	3.5	6.9	5.3	9.6	27.4	26.5	27.2	28.3
同业及拆放	-12.9	53.4	-20.0	-7.3	5.0	6.9	5.4	4.7
存放央行	2.4	7.1	10.1	-10.2	8.9	8.6	9.3	7.9
生息资产合计	2.7	10.4	2.7	5.1	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 4：负债分析

存款分行业	较上期变动 (%)				占比存款 (%)			
	2022	23H1	2023	24H1	2022	23H1	2023	24H1
定期	0.9	23.9	2.9	3.1	51.9	57.5	59.0	59.7
对公定期	-4.5	31.3	2.2	-3.2	22.6	26.5	27.0	25.6
零售定期	5.5	18.3	3.6	8.5	29.3	31.0	32.0	34.0
活期	3.6	-1.3	-3.2	0.2	48.1	42.5	41.0	40.3
对公活期	1.2	-2.3	-6.6	-0.6	27.6	24.1	22.5	21.9
零售活期	7.1	0.2	1.3	1.1	20.5	18.4	18.6	18.4
总计	2.2	11.8	0.3	1.9	100	100	100	100
负债分结构								
吸收存款	2.2	11.8	0.3	1.9	85.9	86.4	84.6	81.5
对公	-1.5	12.8	-2.0	-2.0	43.1	43.8	41.8	38.8
零售	6.2	10.8	2.7	5.8	42.7	42.6	42.7	42.8
发行债券	6.3	29.6	16.6	16.0	2.7	3.1	3.5	3.9
同业及拆入	1.2	1.6	16.4	29.4	11.5	10.5	11.9	14.6
计息负债总计	2.2	11.1	2.5	5.7	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 资产质量向好，拨备覆盖维稳

不良贷款方面：不良率向好，不良生成整体较去年同期整体改善。2024 年上半年，工商银行不良余额 3,754 亿元，不良率 1.35%，较 23 年末-1bp。不良贷款净生成率分别为 0.44%（跨季年化）和 0.45%（累计年化），2023 年中数据为 0.50%、0.51%，整体呈现波动向好趋势。不良核销转出率 21.4%，较 24 年初-1.23pct。关注+不良贷款率 3.27%，比 2023 全年数据上涨 0.06pct。

逾期贷款方面：2024 年上半年，逾期率为 1.34%，较 2023 年末+7bp，其中三个月内逾期率、三个月至一年、一至三年逾期率分别为 0.44%、0.38%、0.39%。另外经测算，不良偏离度为 66.62%，自去年中期开始抬高。

拨备方面：上调拨备比例以维持安全边际。2024 年上半年贷款拨备率和不良拨备覆盖率分别为 2.95%和 218.4%，较年初分别上升 0.05 个百分点和 4.5 个百分点。

表 5：资产质量分析

	2022	22H1	2022	23H1	2023	24H1	较上期	较去年同期
贷款分级								
正常贷款率 (%)	96.59	96.72	96.67	96.85	96.79	96.73	-0.06	-0.12
关注贷款率 (%)	1.99	1.87	1.95	1.79	1.85	1.92	0.07	0.13
不良贷款率 (%)	1.42	1.41	1.38	1.36	1.36	1.35	-0.01	-0.01
关注+不良率 (%)	3.41	3.28	3.33	3.15	3.21	3.27	0.06	0.12
不良净生成率(半年年化) (%)	0.87	0.70	0.27	0.50	0.35	0.44	0.09	-0.06
不良净生成率(累计年化) (%)	0.44	0.70	0.41	0.51	0.33	0.45	0.12	-0.06
不良核销转出率 (%)	34.17	35.9	29.0	23.7	22.6	21.4	-1.23	-2.33
逾期贷款								
逾期率 (%)	1.23	1.20	1.22	1.18	1.27	1.34	0.07	0.16
3个月以内	0.35	0.36	0.40	0.43	0.41	0.44	0.03	0.02
3个月至1年	0.34	0.39	0.34	0.31	0.39	0.38	-0.01	0.07
1年以上3年以内	0.45	0.36	0.39	0.36	0.33	0.39	0.06	0.03
3年以上	0.09	0.10	0.08	0.08	0.13	0.13	-0.01	0.04
不良偏离度 (%)	62.18	59.45	59.23	55.24	63.14	66.62	3.49	11
拨备情况								
贷款拨备率 (%)	2.92	2.93	2.90	2.97	2.90	2.95	0.05	-0.02
不良拨备率 (%)	205.8	207.0	209.5	218.6	214.0	218.4	4.5	-0.2

资料来源：公司财报，天风证券研究所

4. 其它

前十大股东变动：企业第五大股东，香港中央结算有限公司增持 0.29pct 至占总股本 4.93%。

财务预测摘要

人民币亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表						收入增长					
净利息收入	6,937	6,550	6,485	6,612	6,826	净利润增速	3.49%	0.97%	0.79%	0.87%	1.89%
手续费及佣金	1,293	1,194	1,106	1,046	1,062	拨备前利润增速	-4.13%	-10.78%	-0.87%	1.12%	3.08%
其他收入	950	687	721	757	795	税前利润增速	-0.55%	-0.14%	1.41%	0.87%	1.88%
营业收入	9,180	8,431	8,312	8,416	8,683	营业收入增速	-2.63%	-8.16%	-1.41%	1.24%	3.18%
营业税及附加	-101	-107	-110	-119	-130	净利息收入增速	0.44%	-5.58%	-1.00%	1.96%	3.24%
业务管理费	-2,296	-2,273	-2,203	-2,230	-2,301	手续费及佣金增速	-2.83%	-7.66%	-7.33%	-5.40%	1.50%
拨备前利润	6,783	6,051	5,999	6,066	6,253	营业费用增速	1.89%	-0.75%	-2.78%	1.57%	3.45%
计提拨备	-2,579	-1,844	-1,720	-1,750	-1,855	规模增长					
税前利润	4,226	4,220	4,279	4,316	4,397	生息资产增速	13.21%	13.43%	10.89%	10.13%	9.78%
所得税	-615	-569	-599	-604	-616	贷款增速	12.31%	12.39%	11.00%	10.00%	9.50%
净利润	3,610	3,651	3,680	3,712	3,782	同业资产增速	27.90%	22.78%	15.00%	13.00%	13.00%
资产负债表						证券投资增速	13.71%	12.56%	11.50%	11.50%	11.50%
贷款总额	232,104	260,865	289,560	318,516	348,775	其他资产增速	3.25%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
同业资产	19,066	23,410	26,921	30,421	34,376	计息负债增速	13.49%	13.92%	11.19%	10.27%	9.90%
证券投资	105,273	118,497	132,124	147,318	164,260	存款增速	12.97%	12.22%	9.00%	9.00%	9.00%
生息资产	390,721	443,194	491,453	541,246	594,201	同业负债增速	17.42%	18.26%	23.00%	17.00%	15.00%
非生息资产	12,865	12,087	13,410	14,768	16,213	股东权益增速	7.28%	7.49%	8.57%	8.61%	8.42%
总资产	396,097	446,971	495,893	546,135	599,568	存款结构					
客户存款	298,705	335,212	365,381	398,265	434,109	活期	47.1%	40.1%	40.0%	39.5%	39.0%
其他计息负债	48,121	59,891	73,940	86,167	98,305	定期	50.7%	57.7%	59.4%	59.9%	60.4%
非计息负债	10,378	10,250	11,394	12,564	13,809	其他	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
总负债	360,958	409,205	454,890	501,600	551,282	贷款结构					
股东权益	36,560	37,569	40,806	44,337	48,089	企业贷款(不含贴现)	59.6%	61.9%	63.0%	64.0%	64.0%
每股指标						个人贷款	35.5%	33.2%	32.1%	31.1%	31.1%
每股净利润(元)	1.01	1.02	1.03	1.04	1.06	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.90	1.70	1.68	1.70	1.75	不良贷款率	1.38%	1.36%	1.35%	1.34%	1.33%
每股净资产(元)	9.81	9.55	10.45	11.45	12.50	正常	96.68%	96.79%	98.00%	98.00%	98.00%
每股总资产(元)	111.14	125.41	139.14	153.23	168.23	关注	1.95%	1.85%	0.65%	0.66%	0.67%
P/E	5.87	5.82	5.77	5.72	5.61	次级	0.68%	0.38%	1.00%	1.00%	1.00%
P/PPOP	3.12	3.50	3.53	3.49	3.39	可疑	0.51%	0.45%	1.00%	1.00%	1.00%
P/B	0.61	0.62	0.57	0.52	0.48	损失	0.19%	0.53%	-0.65%	-0.66%	-0.67%
P/A	0.05	0.05	0.02	0.02	0.04	拨备覆盖率	209.3%	213.9%	217.2%	223.4%	230.8%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.89%	1.57%	1.39%	1.28%	1.20%	资本充足率	19.26%	19.10%	18.57%	17.97%	17.92%
净利差(Spread)	1.68%	1.35%	1.18%	1.07%	0.98%	核心资本充足率	14.04%	13.72%	14.00%	14.17%	14.31%
贷款利率	4.10%	3.86%	3.50%	3.49%	3.44%	资产负债率	91.13%	91.55%	91.73%	91.85%	91.95%
存款利率	1.71%	1.86%	1.86%	1.94%	2.00%	其他数据					
生息资产收益率	3.48%	3.37%	3.14%	3.10%	3.08%	总股本(亿)	3,564	3,564	3,564	3,564	3,564
计息负债成本率	1.80%	2.02%	1.96%	2.04%	2.10%						
盈利能力											
ROAA	0.96%	0.86%	0.78%	0.71%	0.66%						
ROAE	10.62%	9.99%	9.32%	8.65%	8.12%						
拨备前利润率	1.81%	1.44%	1.27%	1.16%	1.09%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com