

2024年9月4日

银行业 2024 年中报综述

优于大市

中报边际变化不大，明年或迎业绩拐点

核心观点

总体回顾：营收小幅减少，利润略微增加。2024年上半年上市银行合计营业收入2.89万亿元，同比下降2.0%；合计归母净利润1.09万亿元，同比增长0.4%。整体来看较一季报变化不大，符合我们此前的预期。

驱动因素详解：息差拖累业绩，拨备反哺利润。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、存量按揭利率调整、存款成本相对刚性等因素影响，银行净息差持续回落，拖累营收及净利润增速，是当前银行最大的压力来源。（2）不良生成稳定，资产减值损失对净利润增长仍产生正贡献。但需要注意两点，一是部分银行可能存在拨备“余粮”逐步消耗的情况，二是行业整体逾期率反弹，后续资产质量走势需待观察。（3）生息资产规模的贡献有所回落。今年以来在高基数及政策取向微调的情况下资产增速有所回落。

行业展望：2024全年表现或与中报接近，2025年有望迎业绩拐点。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，2024年全年表现或与中报接近。我们估计2025年行业整体业绩迎来拐点，主要是受益于净息差降幅收窄。我们预计2025年行业营收和净利润都将保持正增长。

单家银行：资产质量和拨备计提是银行业绩分化的首要原因。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。

其他事项：一是新增贷款投向，上半年上市银行新增贷款以对公为主，行业分布上以城投基建、工业和批发零售业为主，房地产开发贷也有一定新增。**二是金融投资的第三方结构化主体和信用债方面，**上半年上市银行进一步压降非标投资规模，公募基金、ABS占比则保持稳定，信用债占比也稳定。**三是分类型银行来看，**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。

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，估值下行风险小。若后续LPR不再大幅下降，则2025年或迎来业绩拐点，从而推动银行板块的估值修复，因此我们维持行业“优于大市”评级。

个股方面推荐两条主线：一是对于追求低波动、绝对收益的资金，建议关注股息率较高且稳定的银行，推荐招商银行、国有大行，二是从成长性方面，建议关注营收利润增长均较快的常熟银行、瑞丰银行。

风险提示：若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，如净息差、资产质量等。

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
600036.SH	招商银行	优于大市	31.62	7,975	5.79	6.03	5.5	5.2
601128.SH	常熟银行	优于大市	6.39	193	1.42	1.67	4.5	3.8
601528.SH	瑞丰银行	优于大市	4.55	89	0.99	1.11	4.6	4.1

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

优于大市·维持

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

证监会中央编号：BPC378

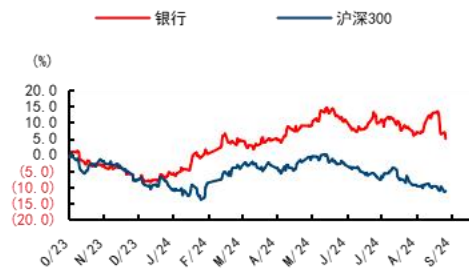
证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

证监会中央编号：BPB885

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-如何看待当前银行股行情?》——2024-08-25

《银行理财2024年8月月报-迈向真净值：阵痛与突破》——2024-08-14

《银行业专题-从货币派生源头构建货币总量(M2+)观测指标》——2024-08-07

《TLAC非资本债发行点评-有助于优化大行资本结构，提升盈利能力》——2024-08-01

《规模站稳30万亿元之后——2024年上半年银行理财半年报点评》——2024-07-31

内容目录

总体回顾：营收小幅减少，利润略微增加	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：不良生成稳定但逾期率上升，拨备反哺利润	7
资产规模：增速回落	12
手续费净收入：持续减少	12
行业展望：2024 全年表现或与中报接近，2025 年有望迎业绩拐点	13
单家银行：资产质量和拨备计提是银行业绩分化的首要原因	13
专栏一：新增贷款主要投向工业批零和城投基建，非标资产持续压降	15
专栏二：不同类型银行表现大同小异	17
投资建议	20
风险提示	20

图表目录

图 1: 上市银行整体营业收入增速	4
图 2: 上市银行整体归母净利润增速	4
图 3: 上市银行整体归母净利润增速归因	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: 上市银行存款利率降幅低于贷款	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: 上市银行逾期率反弹明显	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	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	13
图 17: 2024 上半年上市银行新增贷款结构	15
图 18: 上市银行贷款结构时间序列变化	16
图 19: 上市银行总资产中的第三方结构化主体和信用债占比	16
图 20: 分类型银行单季度净息差走势接近	17
图 21: 分类型银行累计净息差走势接近	18
图 22: 分类型银行存贷款利差走势接近	18
图 23: 分类型银行资产增速情况	18
图 24: 分类型银行不良生成率情况	19
图 25: 分类型银行“贷款减值损失/不良生成”情况	19
表 1: 上市银行分组数据对比	13
表 2: 上市银行主要经营数据对比(按最新归母净利润增速排序)	14

总体回顾：营收小幅减少，利润略微增加

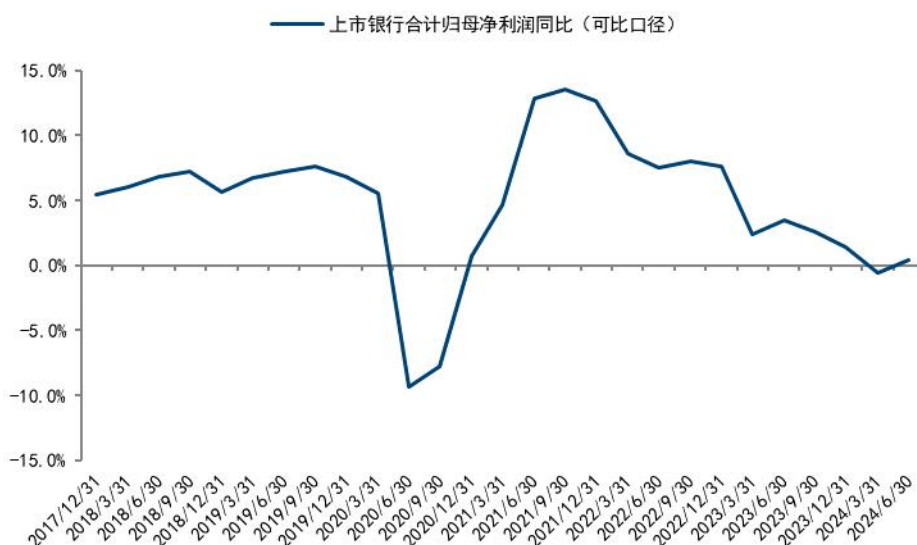
42家A股上市银行的2024年中报已披露完毕。数据显示，全行业的营业收入同比减少，归母净利润同比小幅增加。2024年上半年上市银行合计营业收入2.89万亿元，同比下降2.0%；合计归母净利润1.09万亿元，同比增长0.4%。整体来看，收入与归母净利润增速较一季报变化不大，符合我们此前的预期。

图1：上市银行整体营业收入增速



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



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：

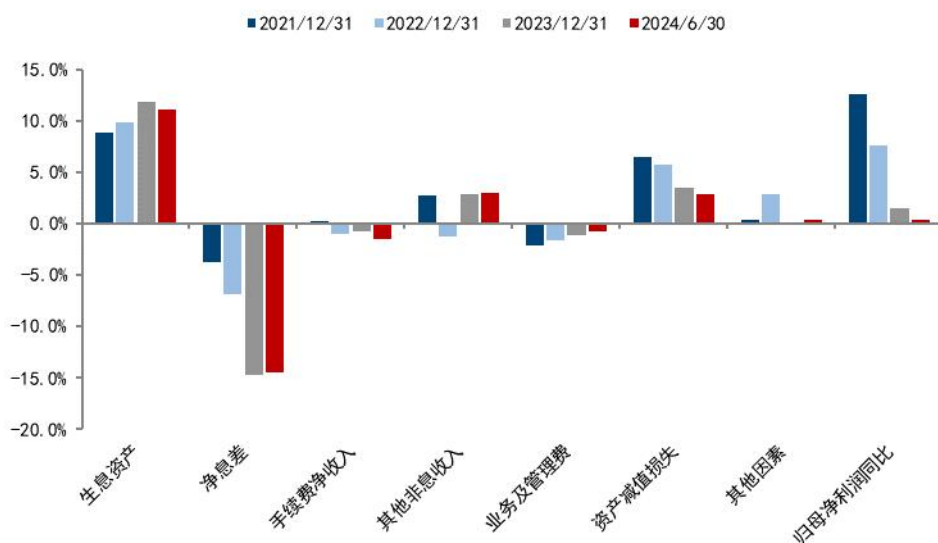
(1) 净息差持续拖累净利润增长。受 LPR 下行、存量按揭利率调整、存款成本相对刚性等因素影响，银行净息差持续回落，拖累营收及净利润增速，是当前银行最大的压力来源。

(2) 资产减值损失对净利润增长仍产生正贡献。上市银行整体资产减值损失同比下降，对净利润增长仍产生正贡献。但需要注意部分银行可能存在拨备“余粮”逐步消耗的情况。

(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政策取向微调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：上市银行整体归母净利润增速归因



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、存量按揭利率调整等影响，银行贷款收益率持续下行，而尽管挂牌利率下调、禁止手工补息等降低了存款成本，但存款利率相对贷款而言降幅要小很多，这导致净息差持续降低。今年上半年上市银行整体净息差同比下降 23bps，降幅与去年的 26bps 接近。展望全年，我们认为受 2 月份、7 月份两次 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。尤其是到 2025 年，净息差同比降幅有望明显收窄，银行收入增速或转为正增长。

图4: 上市银行整体净息差表现(单季度)



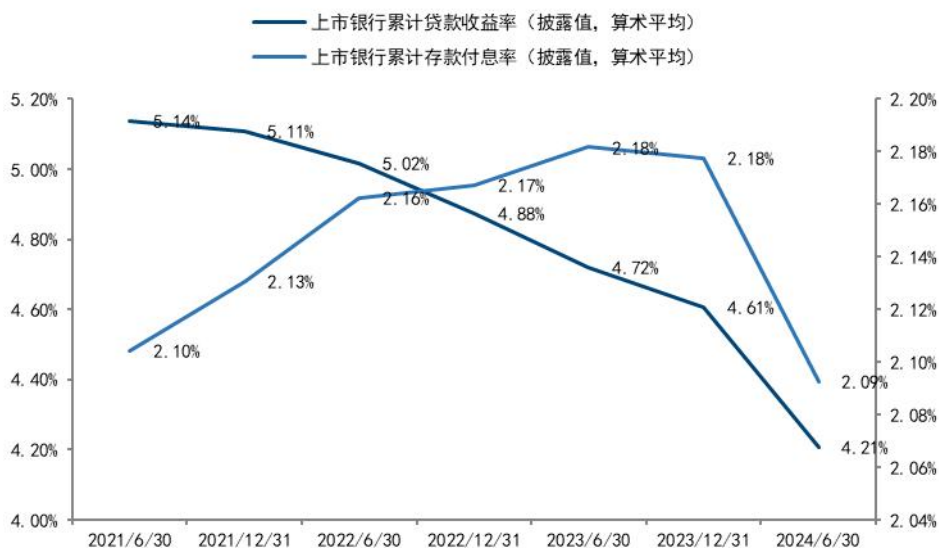
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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: 上市银行存款利率降幅低于贷款



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: 不良生成稳定但逾期率上升, 拨备反哺利润

上市银行不良生成率变化不大, 资产质量整体较为稳定。银行资产质量表现看上去与宏观经济表现不太相符, 主要是因为前几年供给侧结构性改革降低了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, 使得借款人杠杆水平降低, 房地产等部分领域风险暴露但整体占比不高, 再加上银行的信贷投放风险偏好下降, 导致银行资产质量整体保持稳定。

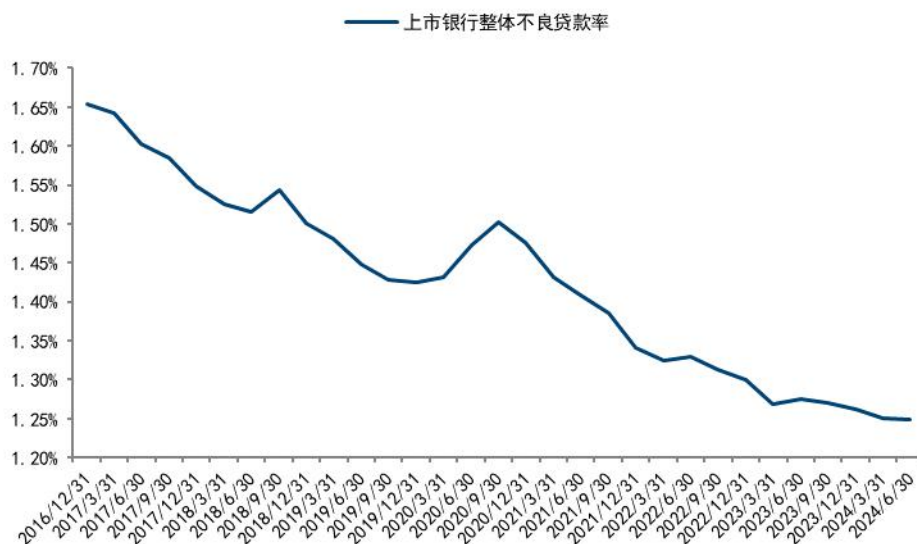
不过我们也需要注意到今年上半年上市银行逾期率反弹较为明显, 不排除下半年不良生成率回升的可能, 因此后续资产质量走势需待观察。

上市银行的拨备计提力度 (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, 因而拨贷比有所下降。

具体来看:

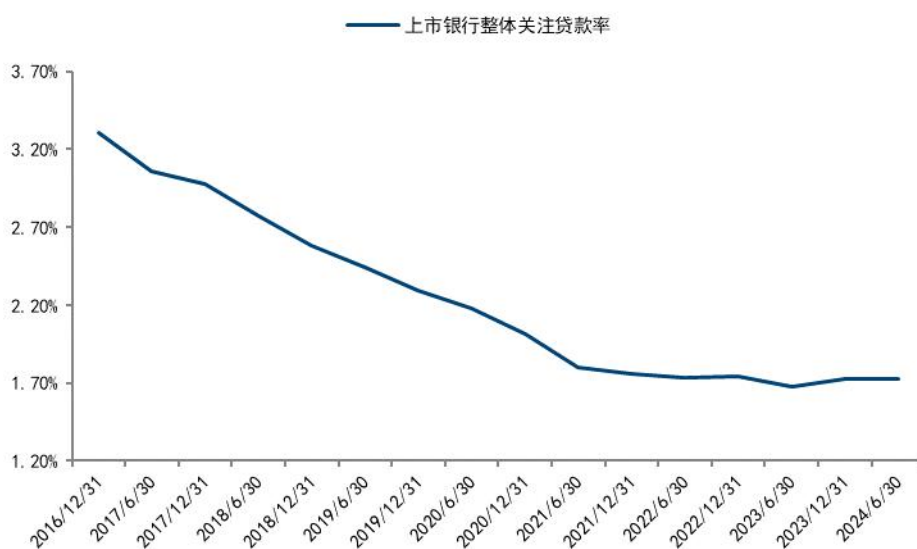
- 不良率、关注率平稳, 逾期率上升。(1) 上市银行不良贷款率持续降低到较低水平, 2024 年二季末上市银行合计不良贷款率约 1.25%; (2) 关注类贷款率保持稳定, 近几年保持在 1.7% 上下; (3) 不过上市银行逾期率上升较多, 后续资产质量走势需待观察。(4) 此外, 我们还通过样本银行数据观察不同领域的贷款不良情况, 其中房地产开发贷的不良率有所回落, 个人按揭贷款不良率自 2022 年下半年以来持续上升但与其他贷款相比仍然很低。

图7：上市银行不良贷款率降到较低水平



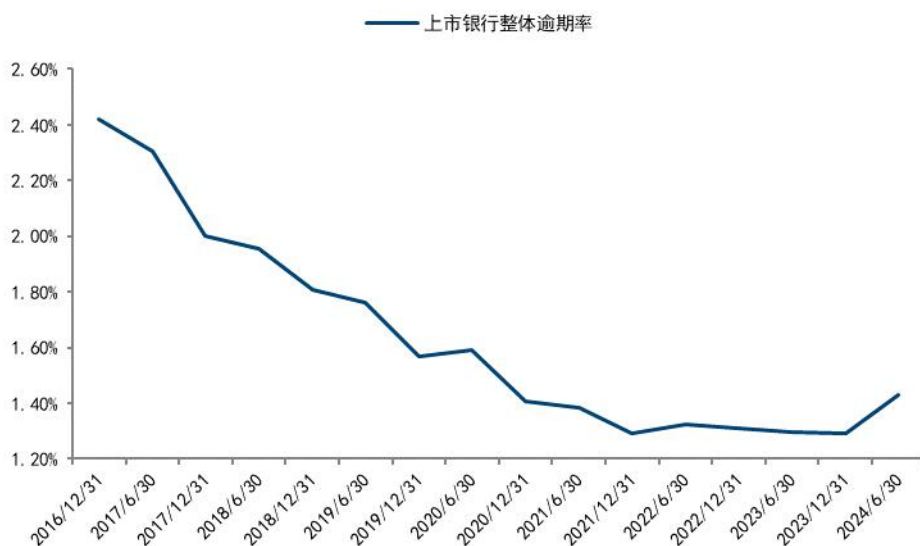
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：上市银行关注贷款率保持稳定



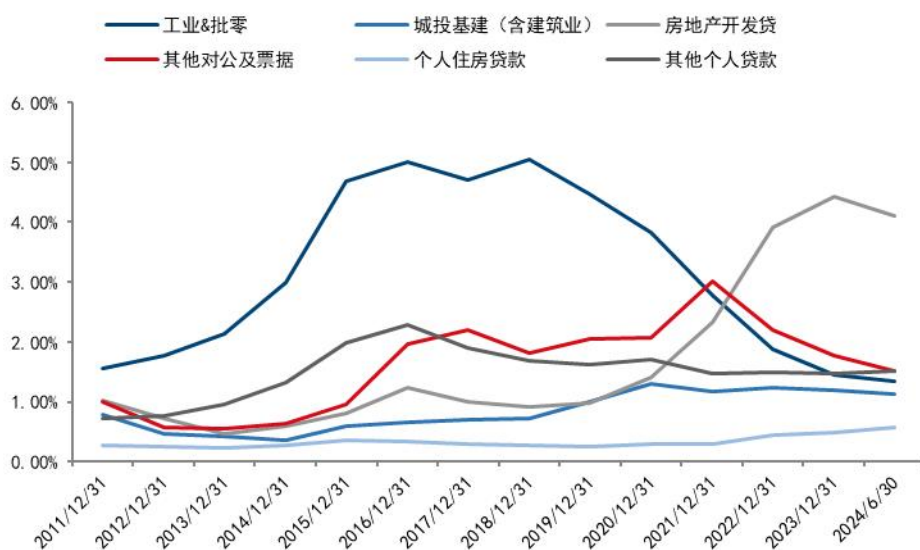
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：上市银行逾期率反弹明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

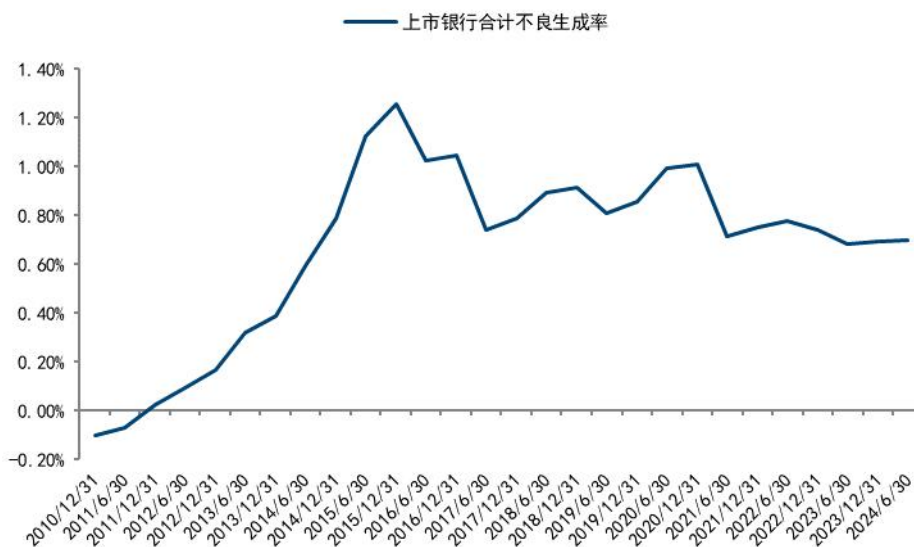
图10：样本银行分行业不良贷款率数据



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：对公贷款不良率基于 11 家银行数据计算，其贷款总额占全部上市银行的 59%；个人贷款不良率基于 8 家样本银行计算，其贷款总额占全部上市银行的 51%。

- 上市银行整体不良生成率保持稳定。

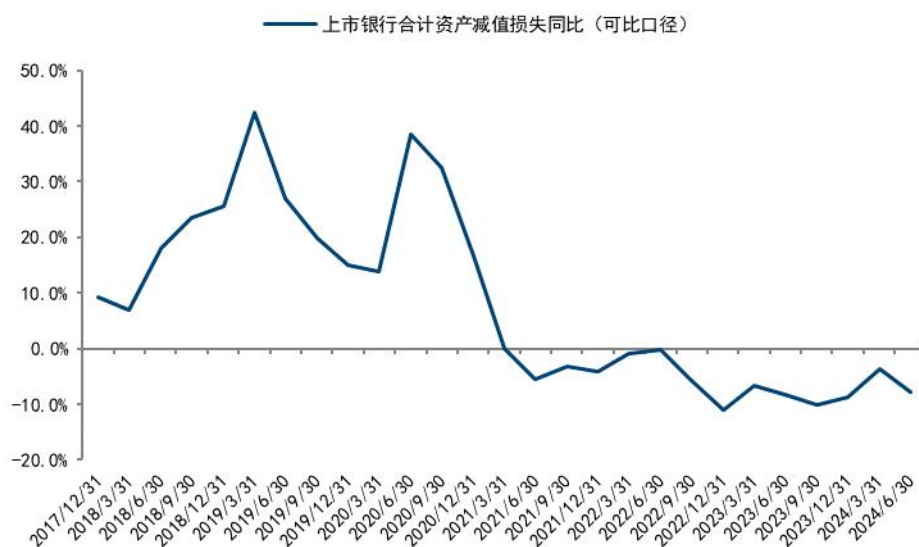
图 11: 上市银行不良生成率保持稳定



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

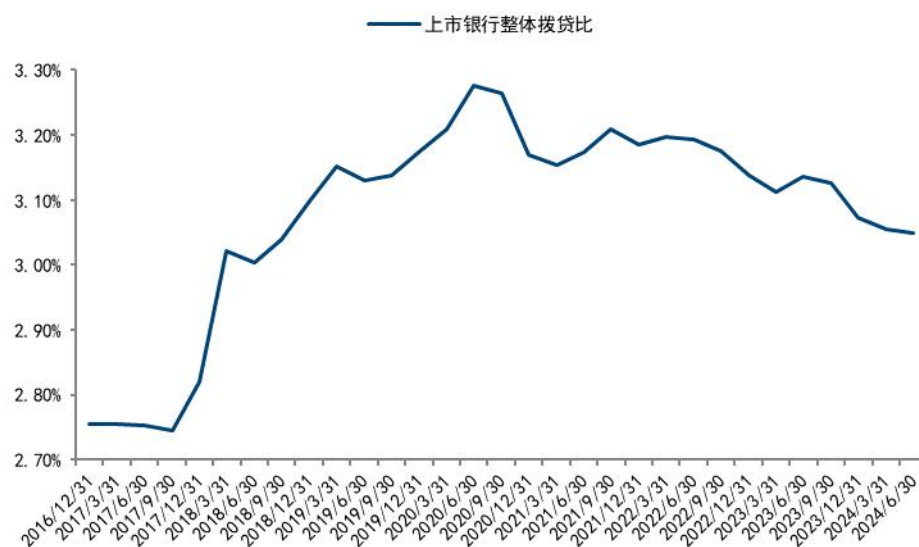
- 拨备反哺利润增长。近几年银行资产减值损失同比持续下降，反哺利润增长，这导致上市银行整体拨贷比持续降低。受不良处置影响，拨备覆盖率则维持稳定。

图 12: 上市银行资产减值损失同比下降



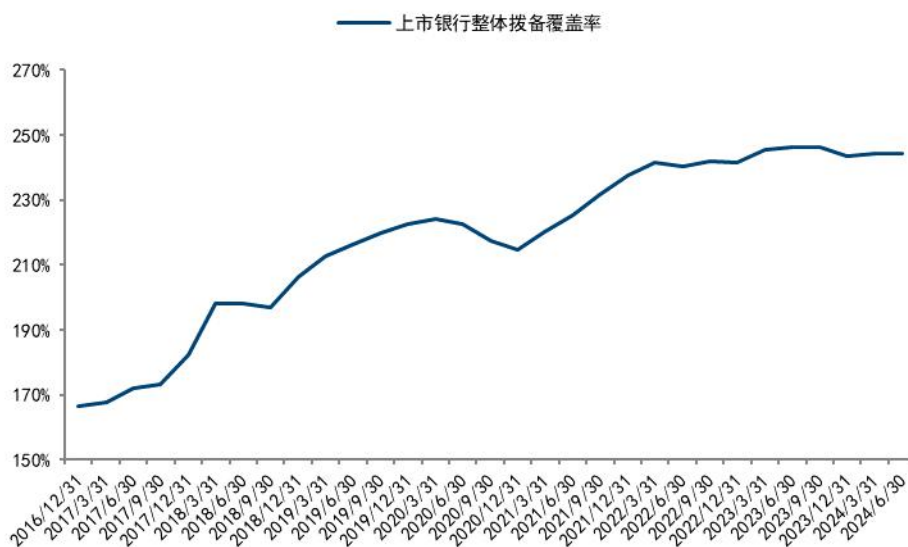
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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：增速回落

2024 年二季度末上市银行合计总资产为 293 万亿元，同比增长 7.2%。2022-2023 年政策当局推动银行业加大资产投放以支持经济复苏，目前随着经济温和复苏，政策取向也微调，同时在高基数影响下，资产增速回归正常水平。

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

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

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。但因为其在总收入中的占比不高，因此对银行净利润增长的影响并不大。

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

行业展望：2024 全年表现或与中报接近，2025 年有望迎业绩拐点

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，2024 年全年来看表现或与中报接近。就关键驱动因素来看：

(1) 受 2 月份和 7 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，尤其是四季度。

(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，估计行业整体在 0% 左右。

(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。

我们估计 2025 年行业整体业绩迎来拐点。受益于净息差降幅收窄，我们预计明年行业营收和净利润都将保持正增长。关于净息差的详细测算请参考我们前期报告《2024 年或是此轮业绩下行周期尾声》相关内容。

单家银行：资产质量和拨备计提是银行业绩分化的首要原因

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。

表 1: 上市银行分组数据对比

	2023 年			2024 年上半年		
	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%	12.4%	6.7%	14.6%

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

其他银行平均	8.9%	-1.3%	0.1%	7.0%	0.3%	0.4%
--------	------	-------	------	------	------	------

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（按最新归母净利润增速排序）

		2023 年末总资产同 比	2024 年二季度末 总资产同比	2023 年营业收入同 比	2024 年上半年营业收 入同比	2023 年归母净利润同 比	2024 年上半年归母 净利润同比
600926.SH	杭州银行	13.9%	13.8%	6.3%	5.4%	23.2%	20.1%
601128.SH	常熟银行	16.2%	15.6%	12.1%	12.0%	19.6%	19.6%
601665.SH	齐鲁银行	19.5%	17.7%	8.0%	5.5%	18.0%	17.0%
600000.SH	浦发银行	3.5%	3.6%	-8.1%	-3.3%	-28.3%	16.6%
603323.SH	苏农银行	12.4%	9.2%	0.2%	8.6%	16.0%	15.6%
601528.SH	瑞丰银行	23.3%	10.8%	7.9%	14.9%	13.0%	15.4%
002948.SZ	青岛银行	14.8%	15.1%	7.1%	12.0%	15.1%	13.1%
002966.SZ	苏州银行	14.7%	13.7%	0.9%	1.9%	17.4%	12.1%
601838.SH	成都银行	18.9%	16.7%	7.2%	4.3%	16.2%	10.6%
002807.SZ	江阴银行	10.2%	6.1%	2.3%	5.5%	16.8%	10.5%
600919.SH	江苏银行	14.2%	14.5%	5.3%	7.2%	13.3%	10.1%
002839.SZ	张家港行	10.4%	8.2%	-5.9%	7.4%	6.2%	9.3%
601009.SH	南京银行	11.1%	11.7%	1.2%	7.9%	0.5%	8.5%
600908.SH	无锡银行	11.0%	10.1%	1.3%	6.5%	10.0%	8.2%
002958.SZ	青农商行	7.6%	2.2%	3.8%	4.8%	10.8%	7.2%
002142.SZ	宁波银行	14.6%	16.7%	6.4%	7.1%	10.7%	5.4%
601077.SH	渝农商行	6.6%	5.0%	-3.6%	-1.3%	6.1%	5.3%
601860.SH	紫金银行	10.2%	8.5%	-1.9%	8.1%	1.2%	4.6%
601963.SH	重庆银行	11.0%	10.9%	-1.9%	2.6%	1.3%	4.1%
601577.SH	长沙银行	12.7%	9.9%	8.5%	3.3%	9.6%	4.0%

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

601916.SH	浙商银行	19.9%	11.5%	4.3%	6.2%	10.5%	3.3%
600015.SH	华夏银行	9.1%	5.6%	-0.6%	1.5%	5.3%	2.9%
601169.SH	北京银行	10.6%	8.6%	0.7%	6.4%	3.5%	2.4%
601288.SH	农业银行	17.5%	10.4%	0.0%	0.3%	3.9%	2.0%
000001.SZ	平安银行	5.0%	4.6%	-8.4%	-13.0%	2.1%	1.9%
601818.SH	光大银行	7.5%	0.6%	-3.9%	-8.8%	-9.0%	1.7%
601229.SH	上海银行	7.2%	6.3%	-4.8%	-0.4%	1.2%	1.0%
601166.SH	兴业银行	9.6%	4.6%	-5.2%	1.8%	-15.6%	0.9%
601825.SH	沪农商行	8.6%	7.0%	3.1%	0.2%	10.6%	0.6%
600928.SH	西安银行	6.5%	5.3%	9.7%	5.8%	1.6%	0.3%
601988.SH	中国银行	12.2%	9.1%	6.4%	-0.7%	2.4%	-1.2%
600036.SH	招商银行	8.8%	7.8%	-1.6%	-3.1%	6.2%	-1.3%
601658.SH	邮储银行	11.8%	8.5%	2.3%	-0.1%	1.2%	-1.5%
001227.SZ	兰州银行	4.0%	2.0%	7.6%	-3.6%	7.6%	-1.5%
601998.SH	中信银行	5.9%	3.1%	-2.6%	2.7%	7.9%	-1.6%
601328.SH	交通银行	8.2%	2.6%	0.3%	-3.5%	0.7%	-1.6%
601939.SH	建设银行	10.8%	5.3%	-1.8%	-3.6%	2.4%	-1.8%
601398.SH	工商银行	12.8%	7.9%	-3.7%	-6.0%	0.8%	-1.9%
600016.SH	民生银行	5.8%	-1.2%	-1.2%	-6.2%	1.6%	-5.5%
601997.SH	贵阳银行	6.5%	6.6%	-3.5%	-4.0%	-8.9%	-7.1%
601187.SH	厦门银行	5.2%	12.9%	-5.0%	-2.2%	6.3%	-15.0%
002936.SZ	郑州银行	6.6%	4.7%	-9.5%	-7.6%	-23.6%	-22.1%

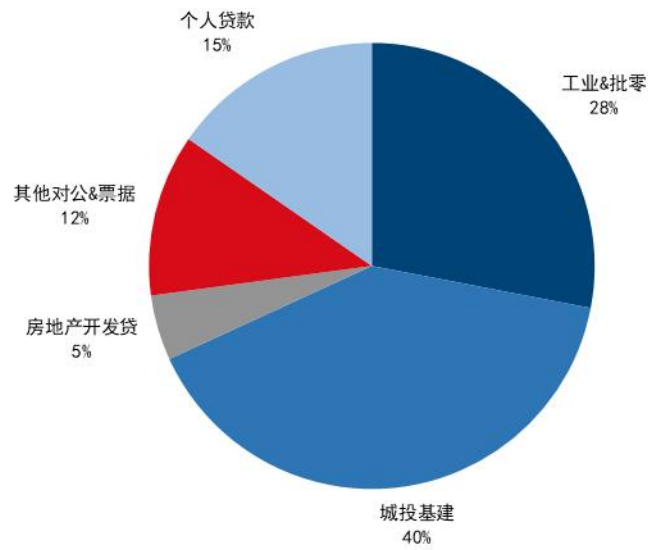
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

专栏一：新增贷款主要投向工业批零和城投基建，非标资产持续压降

我们对上市银行资产结构变化也感兴趣，主要关注两大类资产的结构变化：一是贷款投向，二是金融投资的第三方结构化主体和信用债情况。

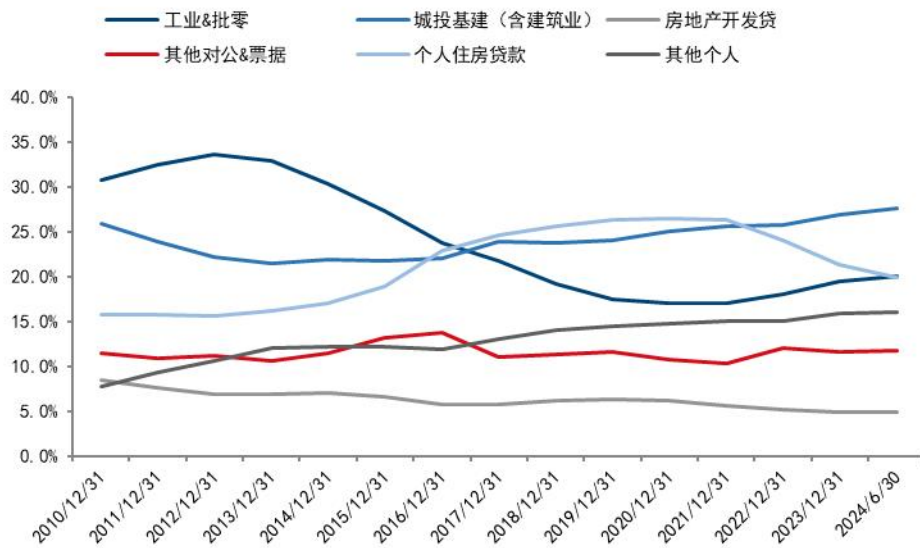
贷款方面，目前零售信贷需求仍然疲弱，2024上半年上市银行新增贷款以对公为主。对公贷款的行业分布上，以城投基建、工业和批发零售业为主，房地产开发贷也有一定新增。从存量结构变化来看，近几年个人住房贷款占比下降，工业批零和城投基建类贷款占比则持续上升。

图17：2024上半年上市银行新增贷款结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

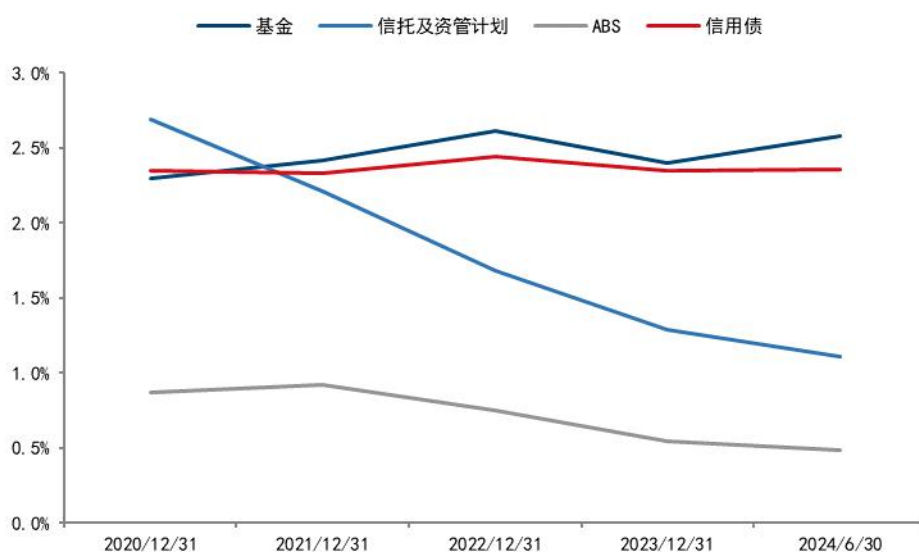
图 18: 上市银行贷款结构时间序列变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

金融投资方面，我们主要关注银行投资的第三方结构化主体和信用债情况。2024 年上半年，上市银行进一步压降非标投资规模，信托及资管计划投资总额减少，占总资产的比重也降低，公募基金、信用债和 ABS 占比则保持稳定。

图 19: 上市银行总资产中的第三方结构化主体和信用债占比



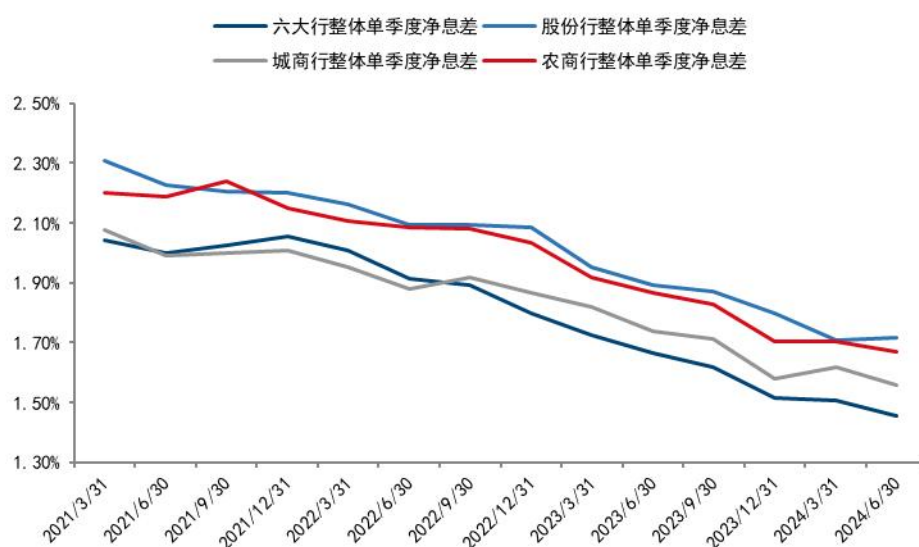
资料来源：Wind，上市公司定期报告，国信证券经济研究所整理

专栏二：不同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。

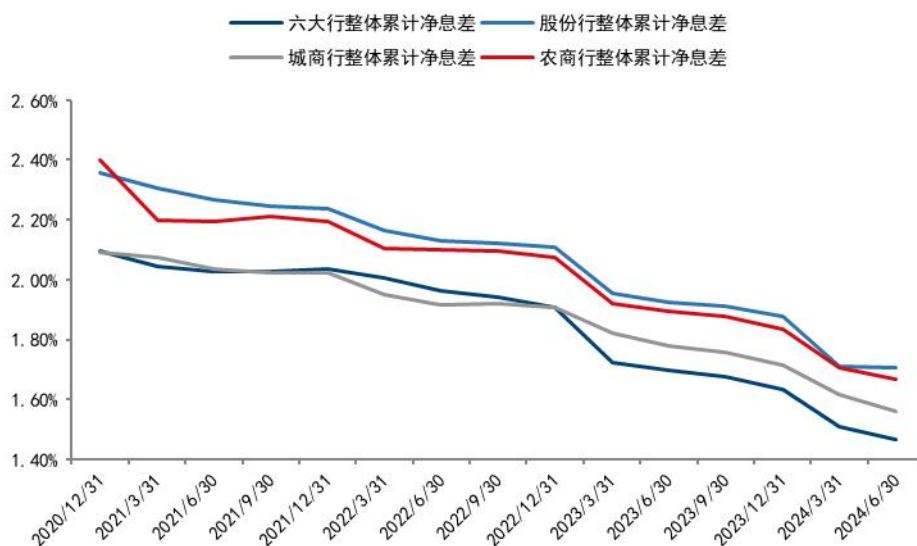
一是净息差方面，从测算的单季度净息差、累计净息差以及银行披露的存贷款利差走势来看，各类型银行短期内净息差走势略有波动，但整体趋势基本接近。

图 20：分类型银行单季度净息差走势接近



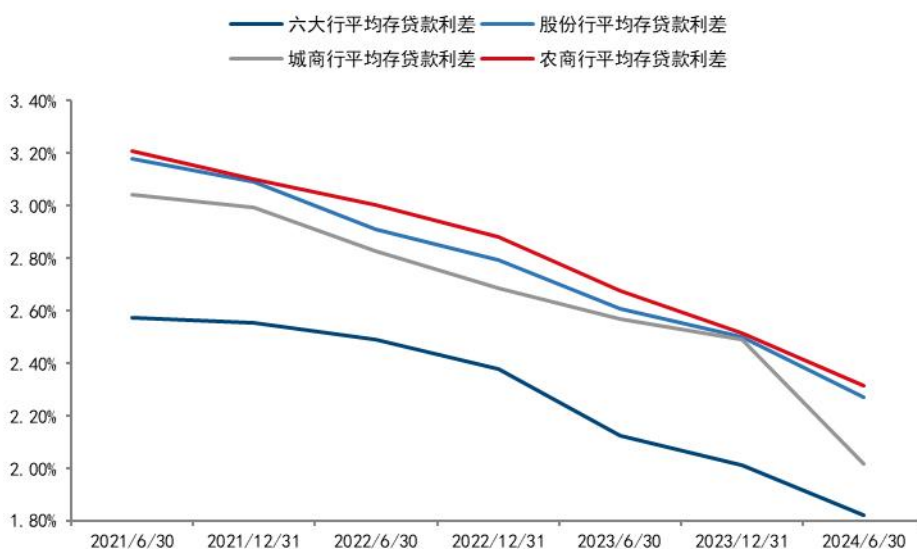
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 21: 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 22: 分类型银行存贷款利差走势接近



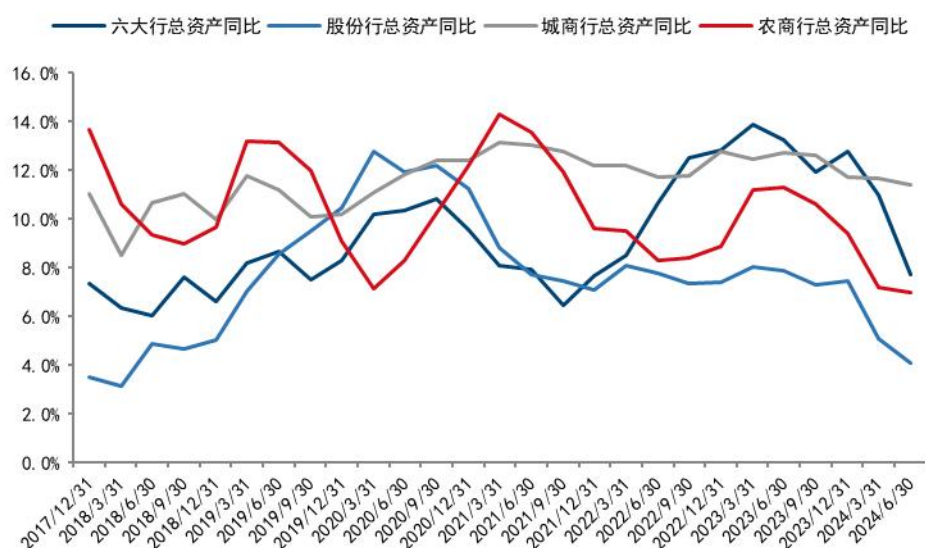
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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 23: 分类型银行资产增速情况

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。

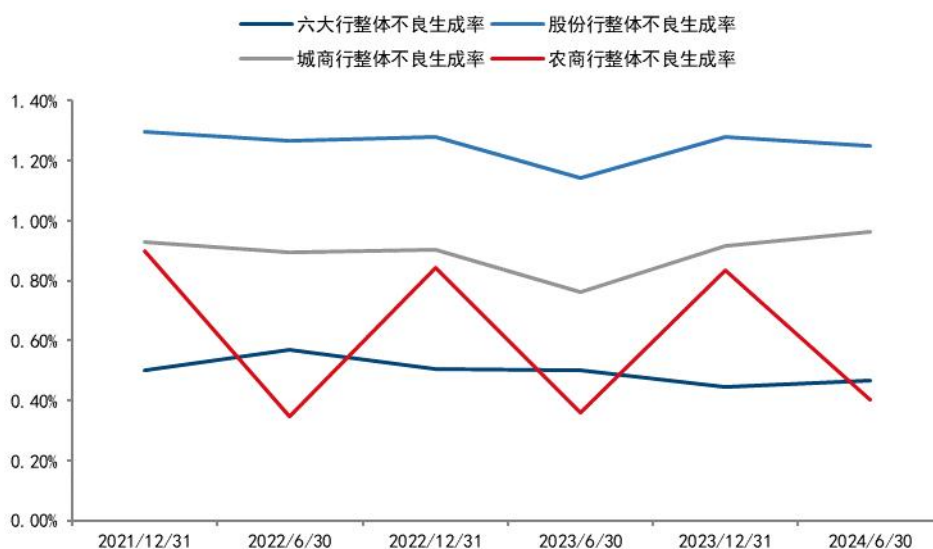
注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券股份有限公司 - 经济研究所 (简称: “国信证券经济研究所”) 整理



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，各类型银行均有所下降，其中股份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24：分类型银行不良生成率情况

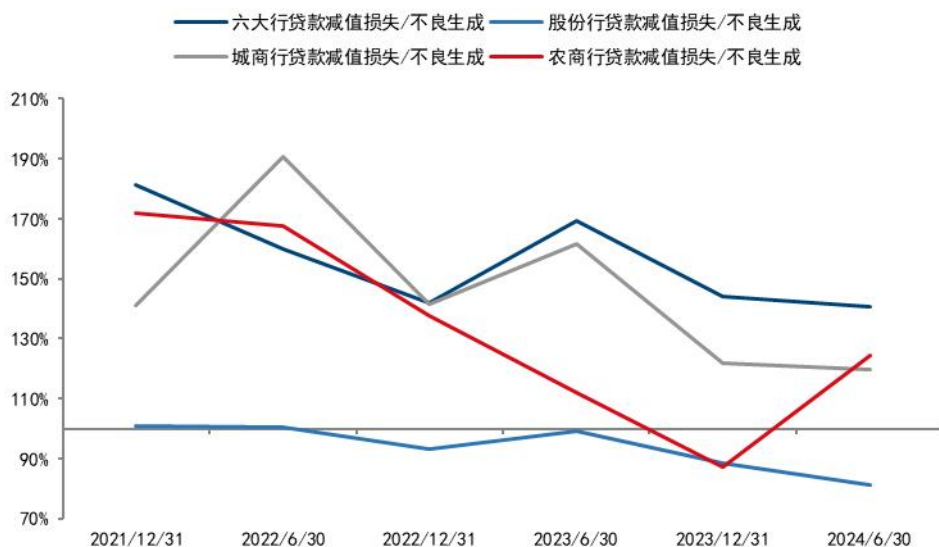


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25：分类型银行“贷款减值损失/不良生成”情况

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



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，估值下行风险小。若后续 LPR 不再大幅下降，则 2025 年或迎来业绩拐点，从而推动银行板块的估值修复，因此我们维持行业“优于大市”评级。

个股方面推荐两条主线：一是对于追求低波动、绝对收益的资金，建议关注股息率较高且稳定的银行，推荐招商银行、国有大行，二是从成长性方面，建议关注营收利润增长均较快的常熟银行、瑞丰银行。

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

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

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.

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