

招商银行 (600036)

证券研究报告
2024年09月06日

营收边际改善，息差企稳，质量稳健

事件：

招商银行发布24年中财报。企业上半年实现营收1729亿元，YoY-3.09%，归母净利润747亿元，YoY-1.33%；不良率0.94%，不良拨备覆盖率434.4%。

点评摘要：

2024上半年企业利息净收入较一季度边际改善。24H1公司营收1,729亿元，YoY-3.09%，同比降幅较24Q1(-4.65%)小量改善。其中，24H1利息净收入1044亿元，同比-4.17%；非息收入685亿元，同比下降1.39%。

资产收益端：2024上半年，受LPR下调政策影响，企业生息资产日平均收益率下滑至3.60%。24H1，在贷款投放规模（日均余额口径）同比+6.38%的基数增长下，贷款利息收入YOY-1.77%，较24年初少占总利息收入1.1pct。**负债成本端：成本控制初见成效，计息负债成本率较去年末小幅下调1bp至1.72%。**招商银行24上半年存款日均余额占计息负债85%；存款平均成本率1.60%，比年初下行2bp。计息负债成本率1.72%，较23年末下降1bp。**净息差有望逐步企稳。**24H1企业净息差受压至2.00%，向下趋势比24Q1有所放缓。

在非息净收入各细项中，投资净收益成为企业营收新增长点。其它非息净收入（302亿元），同比高增34.84%；主要贡献来自投资净收益（195亿元），该项净收益2023、24Q1、24H1同比增长分别为7.98%、44.62%、57.21%。

利润负增势头微弱缓解。24H1招商银行归母净利润同比下降1.33%，降幅较24Q1改善0.63pct。

资产端：对公贷款增长稳定。24H1企业生息资产总计116,597亿元，较年初上升4.9%。信贷情况：24H1对公贷款较去年末增长6.6%，主要受益于基建类、制造业、建筑业等实体领域贷款投放增长。24H1零售贷款较上期增长3.0%，占总贷款52.5%。贷款整体结构较为平稳，对公端呈现向上势头。**负债端：定期拉动储蓄，对公增速逆转为正。**24Q2计息负债余额99,985亿元，较去年末+5.5%。存款情况：24H1存款较年初+6.2%，吸储情况得到边际改善主要得益于对公存款及定期存款增长（较2023增长4.2%、13.0%）。

资产质量平稳向好，拨备优厚。24H1不良贷款率0.94%，较2023降低1bp，不良拨备覆盖率434.4%。

盈利预测与估值：

招商银行24H1营收状况得到改善，息差有企稳趋势，高拨备为企业未来护航。我们预测企业2024-2026年归母净利润同比增长为2.25%、3.79%、3.19%，对应现价BPS：41.38、45.21、49.64元。使用股息贴现模型测算目标价为39.76元，对应24年0.96x PB，现价空间27%，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济震荡，不良资产大幅暴露，息差压力大。

投资评级

行业	银行/股份制银行 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	31.2元
目标价格	39.76元

基本数据

A股总股本(百万股)	20,628.94
流通A股股本(百万股)	20,628.94
A股总市值(百万元)	643,623.07
流通A股市值(百万元)	643,623.07
每股净资产(元)	38.06
资产负债率(%)	90.35
一年内最高/最低(元)	37.00/26.90

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

- 《招商银行-季报点评:ROE保持高水平，资产质量指标或现拐点》
2023-04-27
- 《招商银行-年报点评报告:经历内外大考，零售“尖子生”韧性依旧》
2023-03-27
- 《招商银行-公司点评:业绩韧性十足，“零售之王”alpha属性有望增强》
2023-01-15

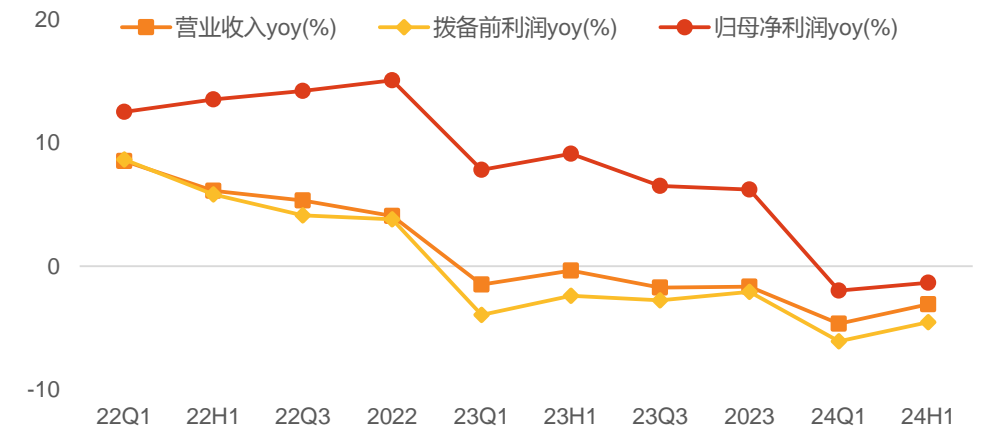
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	3,448	3,391	3,371	3,465	3,602
增长率(%)	4.08	-1.64	-0.58	2.77	3.95
归属母公司股东净利润(亿元)	1,380	1,466	1,499	1,556	1,606
增长率(%)	15.08	6.22	2.25	3.79	3.19
每股收益(元)	5.47	5.81	5.94	6.17	6.37
市盈率(P/E)	5.73	5.39	5.28	5.08	4.93
市净率(P/B)	0.84	0.85	0.76	0.69	0.63

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 营收、净利润降幅边际改善，投资收益收入延续高增

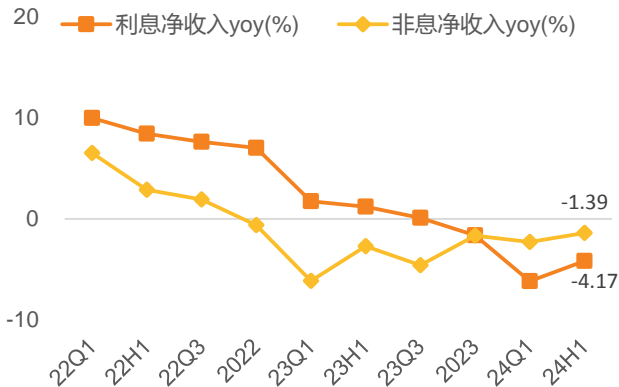
2024上半年企业利息净收入较一季度边际改善。24H1 招商银行营业收入约 1,729 亿元，YoY-3.09%，同比降幅较 24Q1 (-4.65%) 小量改善。其中，24H1 利息净收入 1044 亿元，同比-4.17%；非息收入 685 亿元，同比下降 1.39%。从结构上看，利息净收入占比营收 60.4%，环比 0.2pct；非息收入自 23 年末占总营收 36.7% 抬升至 24 年中的 39.6%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，PPOP2023、24Q1、24H1 增速为-2.06%、-6.08%、-4.52%。企业归母净利润增速于二季度因营收小幅改善出现向上拐点，2023、24Q1、24H1 同比增速为 6.22%、-1.96%、-1.33%。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速（22Q1-24H1）



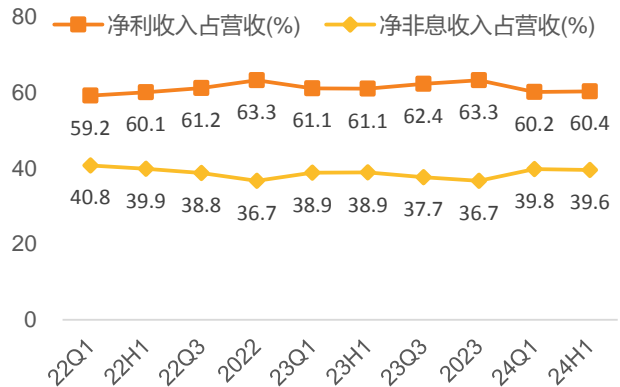
资料来源：公司财报，天风证券研究所

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）



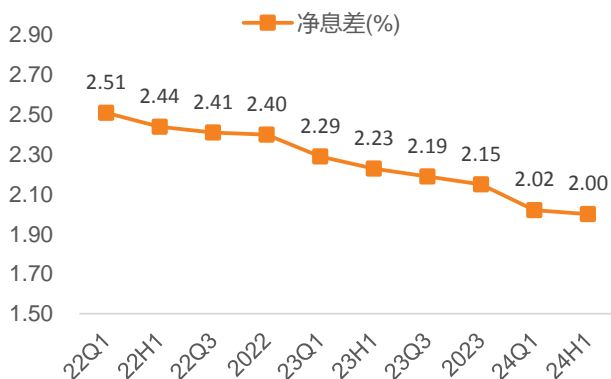
资料来源：公司财报，天风证券研究所

资产收益端：2024 上半年，受 LPR 下调政策影响，企业生息资产日平均收益率下滑至 3.60%，23 年中、2023 年末为 3.83%、3.76%。24H1，在贷款投放规模（日均余额口径）同比+6.38%的基数增长下，企业贷款利息收入 YOY-1.77%，较 24 年初少占总利息收入 1.1pct。金融投资在 24 上半年日均生息资产规模占比 25.4%，收益率较年初下探 8bp，至 3.14%。整体来看，自 2023 年同期以来，招商银行的生息资产平均收益率持续下降，目前低息环境对企业营收端依旧存在部分压力。

负债成本端：成本控制初见成效，计息负债成本率较去年末小幅下调 1bp 至 1.72%。招商银行 24 上半年存款日均余额占计息负债 85%；存款平均成本率 1.60%，比年初下行 2bp。计息负债成本率 1.72%，较 2023 年末下降 1bp。

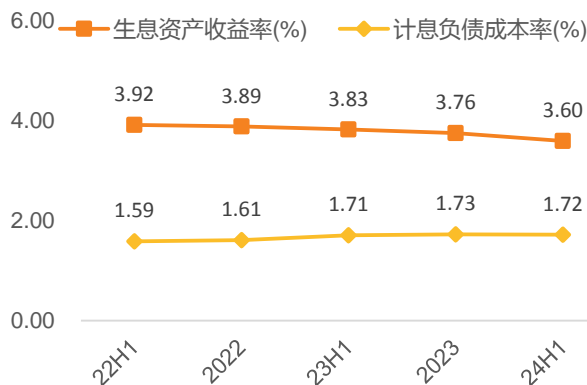
净息差有望逐步企稳。24H1 企业净息差受压至 2.00%，向下趋势比 24Q1 有所放缓。

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（22H1-24H1）



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	63.1	70.3	4.02	63.1	71.4	4.26	63.1	71.8	4.36
金融投资	25.4	22.1	3.14	25.1	21.5	3.22	24.7	20.9	3.25
存放央行	5.6	2.6	1.68	5.9	2.7	1.70	5.9	2.5	1.66
存放同业及其它	5.9	4.9	2.99	5.9	4.4	2.80	6.4	4.7	2.80
生息资产总计	100	100	3.60	100	100	3.76	100	100	3.83
负债									
向央行借款	2	2.4	2.18	2	2.0	2.15	2	1.8	2.15
吸收存款	85	85.2	1.60	85	85.1	1.62	85	84.8	1.61
已发行债券	3	2.6	3.02	3	2.6	3.24	3	2.7	3.09
同业业务	10	9.7	2.21	10	10.2	2.09	11	10.5	2.07
租赁负债	0	0	3.76	0	0	3.77	0	0	3.90
计息负债总计	100	100	1.72	100	100	1.73	100	100	1.71

资料来源：公司财报，天风证券研究所

在非息净收入各细项中，**投资净收益成为企业营收新增长点。**24H1 招商银行手续费及佣金净收入 383 亿元，YoY-18.61%，增速环比收窄 0.83pct，占营收降至 22.16%。另一方面，其它非息净收入（302 亿元），同比高增 34.84%；主要贡献来自投资净收益（195 亿元），该项净收益 2023、24Q1、24H1 同比增长分别为 7.98%、44.62%、57.21%。但是目前债券市场震荡运行，预计下半年企业资本利得将相应波动。

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)	287	534	758	943	251	471	670	841	202	383
其它非息净收入(亿元)	88	180	270	323	101	224	310	403	142	302
其中：投资净收益(亿元)	78	125	159	205	66	124	174	222	95	195
手续费及佣金净收入yoy(%)	5.49	2.20	0.02	-0.18	-12.60	-11.82	-11.52	-10.78	-19.44	-18.61
其它非息净收入yoy(%)	10.04	4.90	7.64	-1.87	14.91	24.34	14.90	25.01	40.06	34.84
其中：投资净收益yoy(%)	46.46	12.16	-1.19	-6.01	-15.68	-0.44	9.55	7.98	44.62	57.21
手续费及佣金净收入占比营收(%)	31.19	29.82	28.60	27.34	27.67	26.39	25.75	24.80	23.38	22.16
其它非息净收入占比营收(%)	9.60	10.05	10.18	9.36	11.20	12.53	11.90	11.90	16.45	17.45
其中：投资净收益占比营收(%)	8.47	6.96	6.00	5.96	7.25	6.95	6.69	6.54	11.00	11.27

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 资产负债结构优化，对公业务稳健增长

资产端：对公贷款增长稳定。

资产结构：2024 上半年贷款、金融投资、同业及拆放占生息资产比重分别为 55.6%、28.6%、10.7%，较 23 年末变动 0.6、-0.2、1.8pct。24H1 生息资产总计 116,597 亿元，较年初上升 4.9%。

信贷情况：24H1 对公贷款较去年末增长 6.6%，主要受益于基建类、制造业、建筑业等实体领域贷款投放增长（较 2023+5.5%、5.7%、21.1%，合计占 24H1 贷款余额 27%）。24H1 零售贷款较上期增长 3.0%，占总贷款 52.5%。贷款整体结构较为平稳，对公端呈现向上势头。

负债端：定期拉动储蓄，对公增速逆转为正。

负债结构：2024 上半年存款、已有债券和同业负债占计息负债比重分别为 86.6%、2.8%和 10.6%，较年初变动+0.6、+0.9 和-1.5pct。24H1 计息负债余额 99,985 亿元，比 2023 年末上升 5.5%。

存款情况：24H1 存款较年初+6.2%，吸储情况得到边际改善主要得益于对公存款流入比年初提振至 4.2%，逆转年初负增势头。另外定期存款端较去年末正增 13.0%，占总存款 48.0%。细项中，24H1 对公定期和零售定期增长强劲，较 23 年末分别+7.9%、+19.2%，占客户存款比重较 2023 年末分别提升 0.4pct、2.5pct 至 25.1%、22.9%。

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	1.8	8.1	1.4	5.5	15.4	15.9	15.7	16.0
采矿业	12.5	11.9	4.3	6.7	0.7	0.7	0.7	0.7
制造业	21.8	18.1	4.9	5.7	7.7	8.7	8.9	9.0
房地产业	-5.4	-5.4	-8.2	4.1	6.2	5.6	5.0	5.0
建筑业	-16.4	11.4	-5.6	21.1	1.7	1.9	1.7	2.0
批发和零售业	8.2	2.4	6.8	5.6	3.0	2.9	3.0	3.1
交通运输、仓储和邮政业	4.1	4.4	-0.2	2.8	8.1	8.1	7.9	7.8
其它对公	-0.6	14.7	0.9	10.2	4.5	5.0	4.9	5.2
对公总计	3.2	8.5	0.9	6.6	39.3	40.5	39.9	41.1
零售贷款分行业								
零售								
个人住房贷款	0.1	-0.8	0.5	-0.7	23.0	21.7	21.3	20.4
个人消费贷款 (含汽车)				25.3			4.6	5.6
个人经营性贷款								
信用卡应收账款	3.5	2.4	3.3	-1.8	14.6	14.3	14.4	13.6
其他个人贷款	4.7	17.7	-22.0	6.6	14.7	16.4	12.5	12.9
零售总计	2.3	5.3	3.3	3.0	52.2	52.4	52.8	52.5
资产分结构								
贷款	2.1	5.0	2.6	3.7	57.2	56.6	56.3	55.6
其中：对公	3.2	8.5	0.9	6.6	23.4	23.9	23.4	23.8
零售	2.3	5.3	3.3	3.0	31.2	30.9	30.9	30.4
票据	-4.9	-12.6	4.9	-7.7	5.1	4.2	4.2	3.7
金融投资	10.4	8.1	6.6	4.3	27.3	27.8	28.7	28.6
同业及拆放	5.8	12.2	-8.8	26.2	9.5	10.0	8.9	10.7
存放央行	3.1	-2.0	15.6	-12.2	5.9	5.5	6.1	5.1
生息资产合计	4.7	6.1	3.3	4.9	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	8.8	19.4	10.6	13.0	37.0	41.5	45.1	48.0
对公定期	1.5	14.9	5.1	7.9	22.1	23.9	24.7	25.1
零售定期	22.1	25.9	18.0	19.2	14.9	17.6	20.4	22.9
活期	6.1	-1.0	-4.8	0.6	63.0	58.5	54.9	52.0
对公活期	-1.5	1.3	-5.5	1.4	36.7	34.8	32.4	31.0
零售活期	18.8	-4.1	-3.8	-0.6	26.3	23.7	22.4	21.0
总计	7.1	6.6	1.6	6.2	100	100	100	100
负债分结构								
吸收存款	7.1	6.6	1.6	6.2	85.4	85.7	86.1	86.6
对公	-0.4	6.4	-1.2	4.2	50.2	50.3	49.2	48.6
零售	19.9	6.8	5.4	8.9	35.2	35.4	36.9	38.1
发行债券	-33.8	18.8	-33.6	56.5	2.5	2.8	1.9	2.8
同业及拆入	-1.7	0.8	6.1	-7.2	12.1	11.5	12.0	10.6
计息负债总计	4.3	6.2	1.1	5.5	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 资产质量平稳向好，拨备情况优厚

不良贷款方面：资产质量稳中向好，不良贷款率稳降 1bp。2024 年上半年，招商银行不良余额 634 亿元，占比 0.94%，比年初-1bp。不良贷款净生成率分别为 0.80%（跨季年化）和 0.81%（累计年化），相比去年同期的 0.81%、0.82%略有下降。不良核销转出率 79.8%，较 23H1、2023 分别+2.61pct、-2.81pct。关注+不良贷款率 2.18%，较 2023 年上涨 0.13pct。

逾期贷款方面：2024 年上半年，逾期率为 1.42%，较 2023 年末上涨 0.16pct，其中三个月内逾期率、三个月至一年逾期率分别为 0.68%、0.40%。另外经测算，不良偏离度为 78.43%，较 23 年末上涨 4.02pct。

拨备方面：延续高拨备安全边际。2024 年上半年贷款拨备率和不良拨备覆盖率分别为 4.08% 和 434.4%。

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 (%)	98.25	98.04	97.83	98.03	97.95	97.82	-0.13	-0.21
关注贷款率 (%)	0.84	1.01	1.21	1.02	1.10	1.24	0.14	0.22
不良贷款率 (%)	0.91	0.95	0.96	0.95	0.95	0.94	-0.01	-0.01
关注+不良率 (%)	1.75	1.96	2.17	1.97	2.05	2.18	0.13	0.21
不良净生成率(半年年化) (%)	1.18	0.83	0.57	0.81	0.76	0.80	0.04	-0.01
不良净生成率(累计年化) (%)	0.59	0.83	0.70	0.82	0.77	0.81	0.03	-0.01
不良核销转出率 (%)	65.48	72.5	76.8	77.2	82.6	79.8	-2.81	2.61
逾期贷款								
逾期率 (%)	1.03	1.16	1.29	1.25	1.26	1.42	0.16	0.16
3个月以内	0.40	0.54	0.61	0.51	0.56	0.68	0.12	0.16
3个月至1年	0.29	0.32	0.44	0.44	0.35	0.40	0.05	-0.04
1年以上3年以内	0.19	0.17	0.16	0.22	0.27	0.23	-0.05	0.01
3年以上	0.14	0.13	0.08	0.08	0.08	0.11	0.03	0.03
不良偏离度 (%)	69.01	65.40	70.82	77.56	74.41	78.43	4.02	1
拨备情况								
贷款拨备率 (%)	4.42	4.32	4.32	4.27	4.14	4.08	-0.06	-0.19
不良拨备率 (%)	483.9	454.1	450.8	447.6	437.7	434.4	-3.3	-13.2

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：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%；中国证券金融股份有限公司成为新进第十大股东，持股比例 2.08%。

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	2,182	2,147	2,154	2,264	2,385	净利润增速	15.08%	6.22%	2.25%	3.79%	3.19%
手续费及佣金	943	841	742	701	691	拨备前利润增速	3.80%	-2.06%	2.28%	2.74%	3.94%
其他收入	323	403	476	500	525	税前利润增速	11.43%	6.97%	3.50%	3.79%	3.19%
营业收入	3,448	3,391	3,371	3,465	3,602	营业收入增速	4.08%	-1.64%	-0.58%	2.77%	3.95%
营业税及附加	-30	-30	-30	-31	-33	净利息收入增速	7.02%	-1.63%	0.32%	5.12%	5.36%
业务管理费	-1,134	-1,118	-1,111	-1,142	-1,187	手续费及佣金增速	-0.18%	-10.78%	-11.80%	-5.50%	-1.36%
拨备前利润	2,227	2,181	2,231	2,292	2,382	营业费用增速	3.45%	-1.40%	-0.58%	2.82%	3.98%
计提拨备	-576	-415	-403	-394	-424	规模增长					
税前利润	1,651	1,766	1,828	1,897	1,958	生息资产增速	10.37%	8.84%	9.28%	8.70%	8.01%
所得税	-258	-286	-329	-342	-352	贷款增速	8.64%	7.56%	8.50%	8.00%	7.50%
净利润	1,380	1,466	1,499	1,556	1,606	同业资产增速	-20.99%	-11.22%	10.00%	10.00%	8.00%
资产负债表						证券投资增速	27.36%	15.19%	11.00%	10.00%	9.00%
贷款总额	60,515	65,089	70,621	76,271	81,991	其他资产增速	3.59%	3.44%	3.50%	3.50%	3.50%
同业资产	6,316	5,607	6,168	6,785	7,327	计息负债增速	10.12%	8.96%	9.47%	8.76%	7.94%
证券投资	27,727	31,939	35,453	38,998	42,508	存款增速	18.88%	8.56%	9.50%	9.00%	8.50%
生息资产	100,436	109,314	119,455	129,843	140,239	同业负债增速	-13.37%	18.04%	10.00%	8.00%	5.00%
非生息资产	3,635	3,798	4,224	4,592	4,959	股东权益增速	10.23%	13.84%	10.85%	8.02%	8.59%
总资产	101,389	110,285	120,693	131,190	141,694	存款结构					
客户存款	75,906	82,405	90,233	98,354	106,715	活期	62.5%	54.3%	61.0%	61.0%	61.0%
其他计息负债	12,992	14,460	15,800	16,972	17,764	定期	36.8%	44.7%	34.0%	34.0%	34.0%
非计息负债	2,949	2,563	2,719	2,957	3,192	其他	4.6%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
总负债	91,847	99,428	108,752	118,283	127,670	贷款结构					
股东权益	9,542	10,857	11,941	12,907	14,024	企业贷款(不含贴现)	39.3%	39.9%	40.0%	40.0%	40.0%
每股指标						个人贷款	52.2%	52.8%	52.8%	52.8%	52.8%
每股净利润(元)	5.47	5.81	5.94	6.17	6.37	资产质量					
每股拨备前利润(元)	8.83	8.65	8.84	9.09	9.44	不良贷款率	0.96%	0.95%	0.95%	0.94%	0.94%
每股净资产(元)	37.49	36.71	41.38	45.21	49.64	正常	97.83%	97.96%	97.83%	97.85%	97.85%
每股总资产(元)	402.02	437.29	478.56	520.18	561.83	关注	1.21%	1.10%	1.24%	1.24%	1.24%
P/E	5.73	5.39	5.28	5.08	4.93	次级	0.38%	0.25%	0.23%	0.22%	0.22%
P/PPOP	3.55	3.63	3.55	3.45	3.32	可疑	0.39%	0.33%	0.36%	0.35%	0.35%
P/B	0.84	0.85	0.76	0.69	0.63	损失	0.19%	0.36%	0.35%	0.34%	0.34%
P/A	0.08	0.07	0.04	0.03	0.06	拨备覆盖率	450.8%	437.7%	414.1%	400.3%	384.7%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.28%	2.05%	1.88%	1.82%	1.77%	资本充足率	17.77%	17.88%	17.65%	17.63%	17.46%
净利差(Spread)	2.10%	1.85%	1.70%	1.64%	1.59%	核心资本充足率					
贷款利率	4.57%	4.27%	4.18%	4.10%	4.03%	资产负债率					
存款利率	1.51%	1.63%	1.52%	1.52%	1.50%	其他数据					
生息资产收益率	3.69%	3.58%	3.29%	3.23%	3.16%	总股本(亿)	252	252	252	252	252
计息负债成本率	1.59%	1.73%	1.59%	1.59%	1.57%						
盈利能力											
ROAA	1.42%	1.39%	1.30%	1.24%	1.18%						
ROAE	15.17%	14.37%	13.10%	12.43%	11.84%						
拨备前利润率	2.30%	2.06%	1.93%	1.82%	1.75%						

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