

农业银行（601288）

证券研究报告
2024年09月13日

稳健经营，量质齐升

事件：

农业银行发布24年中财报。企业上半年实现营收3668亿元，YoY+0.29%，归母净利润1359亿元，YoY+2.0%；不良率1.32%，不良拨备覆盖率303.9%。

点评摘要：

营收增速转正。24上半年实现营收3668亿元，YoY+0.29%，较24Q1（YoY-1.76%）上涨2.05pct。其中，24H1利息净收入2908亿元，同比+0.15%；非息收入760亿元，较去年同期+0.86%。

企业24H1净息差为1.45%。具体表现为：**利息收益端：金融投资收入上升。**24H1生息资产平均收益率为3.22%，其中贷款收益率因LPR连续下调降至3.54%；金融投资在24上半年日均生息资产规模占比28.6%，较年初结构占比上升2.4pct，收益率3.08%。**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1.92%，较去年同期小幅下滑。计息成本中存款成本率1.70%（较2023年末减少8bp），利息支出成本占比较2023年末下降2.4pct。

息差企稳支撑利润回正。24H1农业银行归母净利润同比增速为+2.0%，较24Q1+3.63pct，主要依靠净息差环比上升1bp。

资产端：由对公贷款拉动生息资产扩张。24Q2农业银行生息资产总计410,069亿元，较24Q1上升0.4%。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年末增长9.8%、11.0%、3.6%、27.1%、5.3%，对公贷款整体环比增长3.8%，达147,299亿元。负债端：吸储能力稳健。存款、发行债券和同业负债占计息负债比重分别为80.0%、7.3%和12.7%，较24年初变动-1.4、+0.6和+0.8pcts。计息负债余额353,826亿元，较年初+3.9%。24Q2存款余额283,130亿元，较2023年末增长2.1%；其中定期占比57.9%。

资产质量：资产质量向好，拨备覆盖小幅上涨。24Q2末不良贷款率1.32%，环比持平；不良生成率整体呈现波动向好趋势。不良拨备覆盖率较年初回升0.07pct至303.9%。

前十大股东变动：香港中央结算（代理人）有限公司增持0.01%至8.73%，香港中央结算有限公司减持0.05%至0.88%。

盈利预测与估值：

农业银行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年归母净利润同比增长率为2.56%、3.16%、6.36%，对应现价BPS：7.44、7.99、8.57元。使用股息贴现模型测算目标价为5.51元，对应24年0.74x PB，现价空间22%，维持“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（维持评级）
当前价格	4.48元
目标价格	5.51元

基本数据

A股总股本(百万股)	319,244.21
流通A股股本(百万股)	319,244.21
A股总市值(百万元)	1,430,214.06
流通A股市值(百万元)	1,430,214.06
每股净资产(元)	7.06
资产负债率(%)	92.72
一年内最高/最低(元)	5.01/3.43

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

- 《农业银行-年报点评报告:经营态势稳健，县域业务亮眼》2023-04-03
- 《农业银行-半年报点评:贷款投放放量提质，资产质量稳定》2022-09-02
- 《农业银行-半年报点评:基本面持续向好，集团综合化协同效应逐步显现》2021-09-07

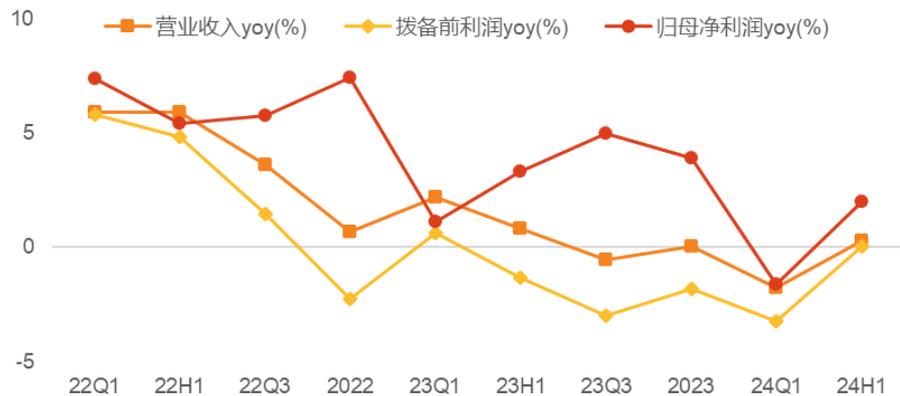
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	6,889	6,873	6,992	7,374	7,939
增长率(%)	0.17	-0.23	1.73	5.47	7.66
归属母公司股东净利润(亿元)	2,587	2,698	2,769	2,856	3,037
增长率(%)	7.45	3.94	2.56	3.16	6.36
每股收益(元)	0.74	0.77	0.79	0.81	0.87
市盈率(P/E)	6.02	5.80	5.65	5.48	5.15
市净率(P/B)	0.58	0.65	0.60	0.56	0.52

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 息差企稳，非息增长提速，营收增速回正

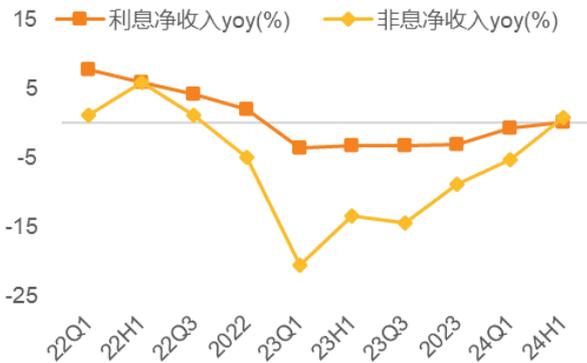
营收盈利增速双双转正。24H1 农业银行营业收入 3668 亿元，YoY+0.29%，较 24Q1 (YoY-1.76%) 提高 2.05pct。其中，24H1 利息净收入 2908 亿元，同比+0.15%；非息收入 760 亿元，较去年同期+0.86%。从结构占比上看，利息净收入占比回升至 79.29%，较 24 第一季度、2023 年末+1.6、-3.0pct；非息收入占比回落至 20.71%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，PPOP2023、24Q1、24H1 增速为-1.81%、-3.22%、+0.06%。企业减值准备较去年同期下调约 13 亿元，归母净利润出现小幅向上拐点，2023、24Q1、24H1 增速为 3.94%、-1.63%、+2.00%。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速 (22Q1-24H1)



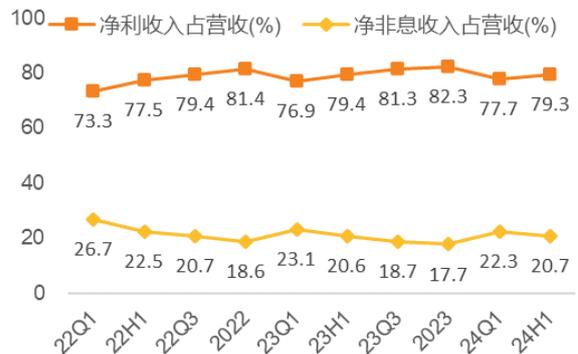
资料来源：公司财报，天风证券研究所

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)

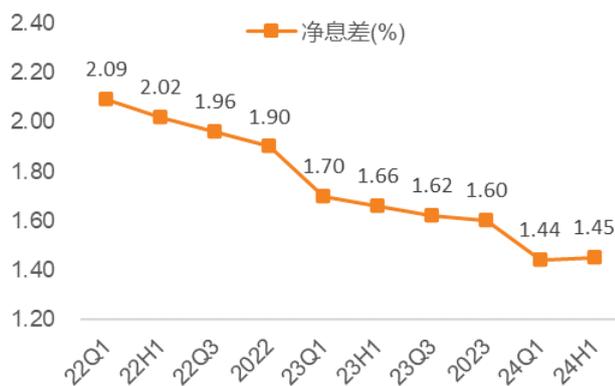


资料来源：公司财报，天风证券研究所

利息收益端：金融投资收入增多。2024 上半年，农业银行贷款占生息资产总额较 24 年初下滑 1.3pct 至 58.3%。另外，受宏观环境和政策影响，24H1 贷款平均收益率下滑至 3.54%，23 年中、2023 年末为 3.87%、3.79%。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 1.9pct，至 64.2%。金融投资在 24 上半年日均生息资产规模占比 28.6%，较年初结构占比上升 2.4pct，收益率 3.08%。另外，同业资产收益率 2.47%，比 2023 年末负增 11bp。整体来看，自 23H1 以来，农业银行的生息资产平均收益率持续下探，2023、24Q1、24H1 分别为 3.43%、3.41%、3.22%。

计息负债端：成本管理见效，存款成本率释放利润空间。农业银行 24 上半年存款成本率 1.70%（较 2023 减少 8bp），利息支出成本占比较 2023 年末下降 2.4pct。24H1 同业利息支出占总利息支出 12.4%，较 23 年末上升 2.0pct；同业业务成本率为 2.64%，较 23 年末上涨 1bp。计息负债成本率 1.92%，较去年同期、24 年初分别下降 2bp、4bp。受益于负债成本明显改善，24H1 企业净息差较 24Q1 上升 1bp 至 1.45%。

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	58.3	64.2	3.54	59.6	66.1	3.79	59.3	66.8	3.87
金融投资	28.6	27.4	3.08	26.2	25.2	3.28	25.6	24.8	3.32
存放央行	6.2	3.1	1.60	6.9	3.2	1.59	7.0	3.2	1.57
存放同业及其它	6.9	5.3	2.47	7.3	5.5	2.58	8.1	5.2	2.22
生息资产总计	100	100	3.22	100	100	3.41	100	100	3.43
负债									
吸收存款	78.13	78.1	1.70	80	80.5	1.78	81	80.8	1.77
同业业务	12.39	12.4	2.64	10	10.4	2.63	10	10.3	2.54
其他息负债	9.48	9.5	2.78	9	9.1	2.83	9	8.9	2.82
计息负债总计	100.00	100.0	1.92	100	100	1.96	100	100	1.94

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 农业银行手续费及佣金净收入 467 亿元，YoY-7.87%，降幅环比收窄 2.92pct，占营收回落至 12.74%。另一方面，其它非息净收入为 293 亿元，同比增长 18.88%；其中投资净收益扭转 24Q1 的短暂负增，增速转正至+26.73%。

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)	317	495	674	813	325	507	668	801	290	467
其它非息净收入(亿元)	233	375	492	536	112	246	330	430	124	293
其中：投资净收益(亿元)	16	80	75	171	46	120	202	277	37	152
手续费及佣金净收入yoy(%)	4.27	2.78	2.87	1.19	2.78	2.51	-0.89	-1.46	-10.79	-7.87
其它非息净收入yoy(%)	-2.74	10.16	-0.98	-12.95	-51.94	-34.36	-33.00	-19.83	11.11	18.88
其中：投资净收益yoy(%)	-78.74	-27.27	-64.08	-36.93	192.69	49.58	168.04	62.68	-20.47	26.73
手续费及佣金净收入占比营收(%)	15.38	12.78	11.93	11.21	17.19	13.87	12.52	11.53	15.61	12.74
其它非息净收入占比营收(%)	11.32	9.68	8.72	7.40	5.92	6.73	6.18	6.18	6.69	7.97
其中：投资净收益占比营收(%)	0.76	2.07	1.33	2.35	2.43	3.27	3.79	3.99	1.97	4.14

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 存贷款规模稳步扩张，结构优化显著

资产端：对公信贷稳步扩张。

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 57.2%、31.3%、4.1%和 7.4%，较 24Q1 余额变动+2.3%、+2.9%、-35.2%、+7.4%。生息资产总计 410,069 亿元，较 24Q1 余额上升 0.4%。

信贷情况：24Q2 对公贷款环比增长 3.8%，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 9.8%、11.0%、3.6%、27.1%、5.3%，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，零售贷款余额总计较 24Q1 提高 0.8pct。个人消费、经营性贷款子类延续高增势头，分别较上期增长 25.4%、28.4%。另外，个人贷款中占比最高的个人住房类（占同期贷款约 20.8%）持续负增，占同期贷款比重较年初收缩 2.1pct。

负债端：零售定期存款表现亮眼。

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 80.0%、7.3%和 12.7%，较 2023 年末余额变动+2.1%、+12.4%和 11.1%。计息负债余额 353,826 亿元，较年初+3.9%。其中，同业负债、金融负债端延续高增趋势，结构占比较 23 年末提升 0.8pct、0.6pct。

存款情况：24Q2 存款余额 283130 亿元，较 2023 年末增长 2.1%。其中定期占比 57.9%，较年初上涨 1.9pct。细项中，零售定期增长强劲，较 23 年末+7.5%，占客户存款比重提升 2.0pct。

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								
采矿业	8.9	19.7	5.8	6.6	1.1	1.2	1.3	1.2
制造业	4.0	22.2	-3.0	11.0	10.7	11.8	11.1	11.4
房地产业	0.2	6.6	-3.3	3.6	4.5	4.4	4.1	3.9
建筑业	-11.2	46.7	-6.4	27.1	1.8	2.4	2.2	2.6
批发和零售业	11.9	16.4	17.4	5.3	4.2	4.4	5.0	4.9
基建类	5.3	15.1	5.1	9.8	31.5	32.9	33.3	33.9
其它对公 (含农、林、牧、渔业)	7.7	4.5	-40.1	89.3	2.7	2.5	1.5	2.6
对公总计	4.6	16.5	1.5	11.8	56.5	59.7	58.4	60.5
零售贷款分行业								
零售								
个人住房贷款	0.0	-0.6	-2.8	-1.9	27.1	24.5	22.9	20.8
个人消费贷款	2.5	31.4	28.5	25.4	1.1	1.3	1.6	1.8
个人经营性贷款	4.8	21.0	6.9	28.4	2.9	3.2	3.3	3.9
信用卡应收账款	-0.6	1.8	6.2	10.5	3.3	3.0	3.1	3.2
其他个人贷款	3.9	33.4	5.8	28.8	4.0	4.8	4.9	5.8
零售总计	0.8	5.7	1.0	7.3	38.4	36.8	35.8	35.6
资产分结构								
		环比变动 (%)				占比计息资产 (%)		
	23Q3	2023	24Q1	24H1	23Q3	2023	24Q1	24H1
贷款	2.5	1.3	5.5	2.3	56.9	56.1	56.1	57.2
其中：对公	-1.1	2.5	7.7	3.8	34.1	34.0	34.8	35.9
零售	1.1	-0.1	6.5	0.8	21.4	20.8	21.1	21.1
票据	22.5	40.8	-54.4	56.5	2.5	3.4	1.5	2.3
金融投资	4.0	7.1	11.4	2.9	27.8	28.9	30.6	31.3
同业及拆放	0.8	-1.2	-9.9	-35.2	7.7	7.4	6.3	4.1
存放央行	-5.0	1.1	-3.2	7.4	7.7	7.5	6.9	7.4
生息资产合计	2.2	2.7	5.4	0.4	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	6.9	20.9	5.5	5.6	50.4	54.1	56.0	57.9
对公定期	10.7	28.4	7.1	1.7	15.3	17.4	18.3	18.2
零售定期	5.3	17.7	4.8	7.5	35.1	36.7	37.7	39.7
活期	1.4	4.0	-2.0	-2.3	49.6	45.9	44.0	42.1
对公活期	-3.4	8.0	-6.2	-4.2	22.7	21.7	20.0	18.7
零售活期	5.8	0.6	1.8	-0.7	27.0	24.1	24.0	23.4
总计	4.1	12.5	2.1	2.1	100	100	100	100
负债分结构								
		较上期变动 (%)				占比计息负债 (%)		
	2022	23H1	2023	24H1	2022	23H1	2023	24H1
吸收存款	4.1	12.5	2.1	2.1	80.8	82.6	81.4	80.0
对公	1.8	16.2	-0.3	-1.4	30.6	32.3	31.1	29.6
零售	5.6	10.3	3.6	4.3	50.2	50.2	50.3	50.5
发行债券	5.3	7.0	14.7	12.4	6.3	6.1	6.7	7.3
同业及拆入	11.5	-3.3	8.1	11.1	12.9	11.4	11.9	12.7
计息负债总计	5.1	10.1	3.5	3.9	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，风险抵补能力稳健

不良贷款方面：不良率维稳，不良生成整体较去年同期整体改善。2024 年上半年，农业银行不良余额 3,204 亿元，不良率 1.32%，环比持平。不良贷款净生成率分别为 2.26%（跨季年化）和 2.51%（累计年化），2023 年中数据为 2.27%、2.59%，整体呈现波动向好趋势。不良核销转出率 90.6%，较 24 年初+11.5pct。关注+不良贷款率 2.74%，比 2023 全年数据下降 1bp。

逾期贷款方面：2024 年上半年，逾期率为 1.07%，较 2023 年末-1bp，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 0.38%、0.41%、0.22%。另外经测算，不良偏离度为 52.3%，自去年中期开始抬高。

拨备方面：拨备覆盖率微升。2024 年上半年贷款拨备率和不良拨备覆盖率分别为 4.00% 和 303.9%，较年初分别变动-0.05pct、+0.07pct。

表 5：资产质量分析

	23Q1	23H1	23Q3	2023	24Q1	24H1	较上季	较去年同期
贷款分级								
正常贷款率 (%)		97.21		97.25		97.26		0.05
关注贷款率 (%)		1.44		1.42		1.42		-0.02
不良贷款率 (%)	1.37	1.35	1.35	1.33	1.32	1.32	0.00	-0.03
关注+不良率 (%)	1.37	2.79	1.35	2.75	1.32	2.74	1.42	-0.05
不良净生成率(单季年化) (%)		2.27		2.16		2.26		-0.01
不良净生成率(累计年化) (%)		2.59		2.21		2.51		-0.08
不良核销转出率 (%)		89.4		79.1		90.6		1.15
逾期率 (%)		0.99		1.08		1.07		0.08
3个月以内		0.40		0.49		0.38		-0.03
3个月至1年		0.33		0.31		0.41		0.08
1年以上3年以内		0.21		0.23		0.22		0.02
3年以上		0.05		0.05		0.05		0.01
不良偏离度 (%)		43.1		44.4		52.3		9
拨备情况								
贷款拨备率 (%)	4.15	4.13	4.11	4.05	4.00	4.00	0.00	-0.13
不良拨备率 (%)	302.6	304.7	304.1	303.9	303.2	303.9	0.7	-0.7

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：香港中央结算（代理人）有限公司增持 0.01%至 8.73%，香港中央结算有限公司减持 0.05%至 0.88%。

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	5,900	5,718	5,787	6,117	6,628	净利润增速	7.45%	3.94%	2.56%	3.16%	6.36%
手续费及佣金	813	801	815	847	881	拨备前利润增速	-2.24%	-1.81%	3.89%	5.38%	7.58%
其他收入	176	354	390	409	430	税前利润增速	3.49%	0.39%	1.19%	3.16%	6.34%
营业收入	6,889	6,873	6,992	7,374	7,939	营业收入增速	0.17%	-0.23%	1.73%	5.47%	7.66%
营业税及附加	-65	-73	-78	-87	-97	净利息收入增速	2.07%	-3.09%	1.22%	5.70%	8.35%
业务管理费	-2,293	-2,353	-2,307	-2,433	-2,620	手续费及佣金增速	1.19%	-1.46%	1.72%	4.01%	3.96%
拨备前利润	4,515	4,434	4,606	4,854	5,222	营业费用增速	4.38%	2.87%	-1.64%	5.64%	7.80%
计提拨备	-1,453	-1,359	-1,495	-1,645	-1,809	规模增长					
税前利润	3,062	3,074	3,111	3,209	3,413	生息资产增速	16.91%	17.62%	13.96%	13.50%	13.40%
所得税	-475	-376	-342	-353	-375	贷款增速	15.10%	14.41%	13.00%	12.50%	12.50%
净利润	2,587	2,698	2,769	2,856	3,037	同业资产增速	53.25%	47.86%	12.00%	11.00%	11.00%
资产负债表						证券投资增速	15.80%	17.67%	17.50%	17.00%	16.50%
贷款总额	197,227	225,643	254,976	286,848	322,704	其他资产增速	1.88%	1.70%	1.60%	1.60%	1.60%
同业资产	23,034	34,058	38,145	42,341	46,999	计息负债增速	17.62%	18.63%	14.48%	14.03%	13.90%
证券投资	95,302	112,137	131,761	154,161	179,597	存款增速	14.55%	14.96%	10.00%	10.00%	9.00%
生息资产	340,382	400,347	456,242	517,846	587,246	同业负债增速	38.61%	40.81%	35.00%	29.00%	30.00%
非生息资产	6,372	6,792	7,265	8,246	9,351	股东权益增速	10.45%	8.28%	6.73%	6.25%	6.11%
总资产	339,275	398,730	454,085	515,397	584,468	存款结构					
客户存款	247,374	284,393	312,832	344,115	375,086	活期	48.4%	42.9%	42.0%	41.5%	41.0%
其他计息负债	56,072	75,593	99,295	125,832	160,164	定期	49.2%	54.6%	55.5%	56.0%	56.5%
非计息负债	5,229	5,184	5,933	6,766	7,706	其他	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
总负债	312,531	369,761	423,243	482,622	549,687	贷款结构					
股东权益	26,745	28,969	30,918	32,851	34,858	企业贷款(不含贴现)	56.5%	58.4%	59.0%	59.5%	60.0%
每股指标						个人贷款	38.4%	35.8%	35.2%	34.7%	34.2%
每股净利润(元)	0.74	0.77	0.79	0.81	0.87	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.29	1.27	1.32	1.39	1.49	不良贷款率	1.37%	1.33%	1.32%	1.32%	1.31%
每股净资产(元)	7.62	6.88	7.44	7.99	8.57	正常	97.17%	97.25%	97.26%	97.26%	97.26%
每股总资产(元)	96.94	113.93	129.74	147.26	167.00	关注	1.46%	1.42%	1.42%	1.42%	1.43%
P/E	6.02	5.80	5.65	5.48	5.15	次级	0.62%	0.62%	0.60%	0.60%	0.60%
P/PPOP	3.46	3.52	3.39	3.22	2.99	可疑	0.66%	0.59%	0.55%	0.55%	0.55%
P/B	0.58	0.65	0.60	0.56	0.52	损失	0.09%	0.13%	0.17%	0.17%	0.16%
P/A	0.05	0.04	0.02	0.02	0.03	拨备覆盖率	288.8%	293.5%	288.5%	282.1%	278.0%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.87%	1.54%	1.35%	1.26%	1.20%	资本充足率	17.20%	17.14%	13.78%	12.17%	10.76%
净利差(Spread)	1.66%	1.34%	1.16%	1.07%	1.02%	核心资本充足率	11.15%	10.72%	11.13%	11.33%	11.50%
贷款利率	4.13%	3.82%	3.55%	3.47%	3.45%	资产负债率	92.12%	92.73%	93.21%	93.64%	94.05%
存款利率	1.68%	1.79%	1.82%	1.82%	1.83%	其他数据					
生息资产收益率	3.51%	3.30%	3.10%	3.03%	3.00%	总股本(亿)	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
计息负债成本率	1.85%	1.97%	1.94%	1.96%	1.98%						
盈利能力											
ROAA	0.82%	0.73%	0.65%	0.59%	0.55%						
ROAE	10.17%	9.67%	9.23%	8.94%	8.95%						
拨备前利润率	1.43%	1.20%	1.08%	1.00%	0.95%						

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