

## 民生银行（600016）

证券研究报告  
2024年09月14日

## 利润拐点初显，息差有望企稳

## 事件：

民生银行发布24年中财报。企业上半年实现营收671亿元，YoY-6.17%，归母净利润225亿元，YoY-5.48%；不良率1.47%，不良拨备覆盖率149.3%。

## 点评摘要：

营收降幅边际改善，净息差止跌企稳。企业24H1营收671亿元，YOY-6.17%，降幅较24Q1(-6.8%)小幅改善。其中，24H1利息净收入486亿元，同比-5.36%；非息净收入185亿元，同比下降8.22%，降幅较24Q1(-12.22%)改善4pct。

**资产收益端：**2024上半年，或受LPR下调政策影响，企业贷款平均收益率下滑至4.07%，贷款日均余额占生息资产总额62.4%，较23年末增长1.03pct。**计息负债端：成本控制有效释放息差空间。**民生银行24上半年存款日均余额占计息负债62.34%，平均成本率2.24%。计息负债成本率总计2.38%，较23年中、24年初分别释放约6bp、5bp空间。其中24H1存款、债券成本率压降至2.24%、2.59%。**息差企稳：**24H1净息差1.38%，与24Q1持平，有望逐步企稳。

**投资净收益同比上升。**24H1民生银行中收净收入96亿元，YoY-10.99%，较一季度负增13.58%基础上回升2.59pct，占营收比重下滑至14.37%。另一方面，其它非息净收入同比下滑5.01%

**资产端：资产结构调整，信贷资源倾向实体经济。**生息资产总计74,527亿元，较今年一季度下降1.3%。信贷情况：24Q2对公贷款环比减少10.9%，主要受采矿业、房地产、租赁和商务服务业（较年初：-4.2%、-1.7%、-0.9%）影响，但建筑业、制造业、批发零售业（较年初：+9.5%、+8.7%、+5.6%）等实体领域贷款投放增长。**负债端：进行成本管理，结构稳定。**计息负债余额67,600亿元，较年初-2.5%。存款情况方面，24Q2末存款较23年末减少5.1%，零售存款与债券发行表现亮眼。零售存款余额（12,862亿元）较23年末提升6.6%，债券发行余额（8,557亿元）较23年末上升26.6%。另外细项中，24H1零售活期增长强劲，较年初+35.9%。

**资产质量企稳，风险抵补能力向好。**24Q2末不良贷款率1.47%，贷款拨备率较24Q1上调0.03个百分点至2.19%，维持安全边际。

**前十大股东变动：**企业第一大股东香港中央结算有限公司增持0.01pct至18.93%。

## 盈利预测与估值：

我们预测企业2024-2026年归母净利润同比增长率为-1.11%、1.19%、3.14%，对应现价BPS：13.22、14.36、15.59元。使用股息贴现模型测算目标价为4.11元，对应24年0.31xPB，现价空间23%，调高至“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/股份制银行 II
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	3.32元
目标价格	4.11元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	35,462.12
流通A股股本(百万股)	35,462.12
A股总市值(百万元)	117,734.25
流通A股市值(百万元)	117,734.25
每股净资产(元)	12.36
资产负债率(%)	91.93
一年内最高/最低(元)	4.18/3.25

## 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

- 《民生银行-年报点评报告:业绩增速回暖，资产质量向好》2023-03-28
- 《民生银行-年报点评报告:业绩增长边际好转，资产质量继续夯实》2022-03-30
- 《民生银行-季报点评:业绩继续下滑，资产质量压力较大》2020-11-11

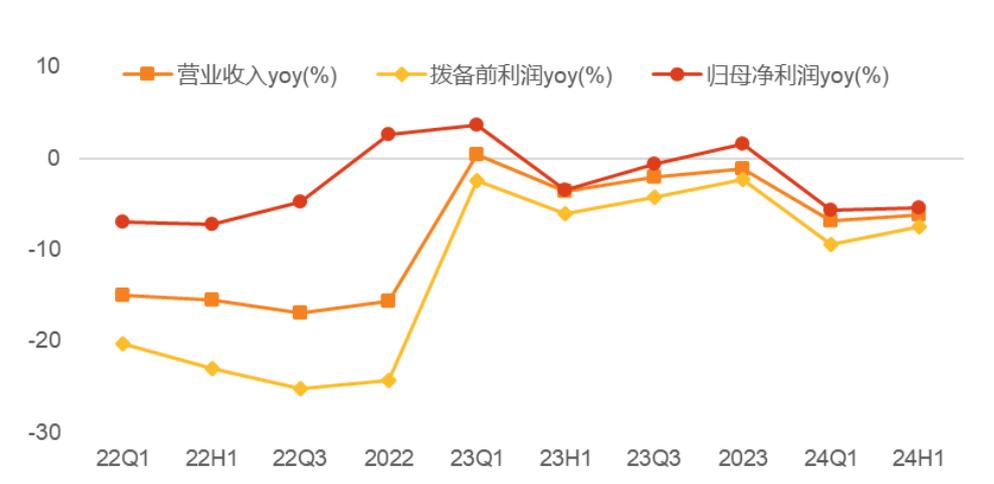
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	1,425	1,408	1,433	1,487	1,557
增长率(%)	-15.60	-1.16	1.77	3.75	4.75
归属母公司股东净利润(亿元)	395	407	403	407	420
增长率(%)	1.29	4.05	-1.11	1.19	3.14
每股收益(元)	0.89	0.93	0.92	0.93	0.96
市盈率(P/E)	3.75	3.61	3.65	3.60	3.49
市净率(P/B)	0.24	0.28	0.25	0.23	0.21

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 营收、净利润降幅边际改善，净息差止跌企稳

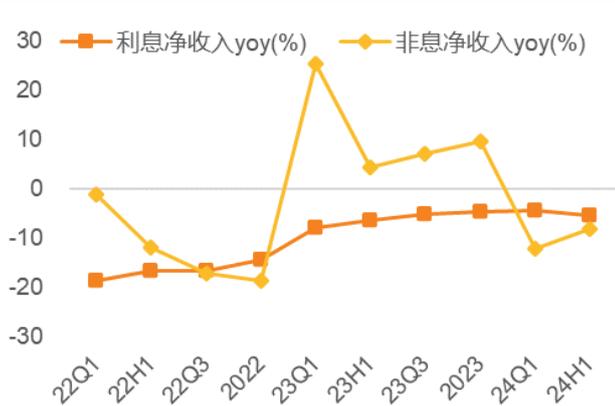
盈利表现出现改善信号。企业 24H1 营收 671 亿元，YOY-6.17%，降幅较 24Q1（-6.8%）小幅改善。其中，24H1 利息净收入 486 亿元，同比-5.36%；非息净收入 185 亿元，同比下降 8.22%，降幅较 24Q1（-12.22%）改善 4pct。从结构上看，利息净收入占比营收 72.4%，环比+0.02pct；净非息收入自 22 年末占总营收 24.6% 抬升至 24 年中的 27.6%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，PPOP2023、24Q1、24H1 增速为-2.35%、-9.38%、-7.45%。企业归母净利润增速出现微幅改善，2023、24Q1、24H1 同比增速为+1.57%、-5.63%、-5.48%。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速（22Q1-24H1）



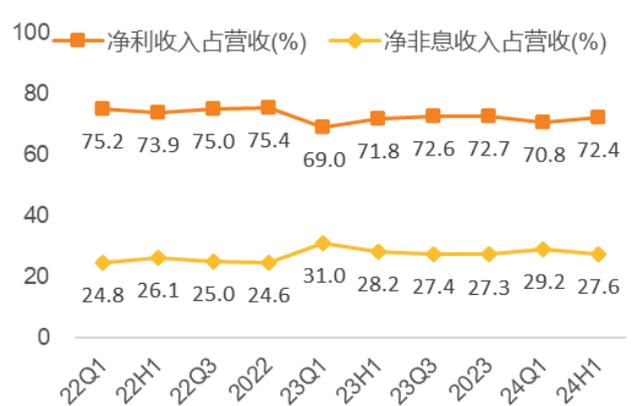
资料来源：公司财报，天风证券研究所

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）



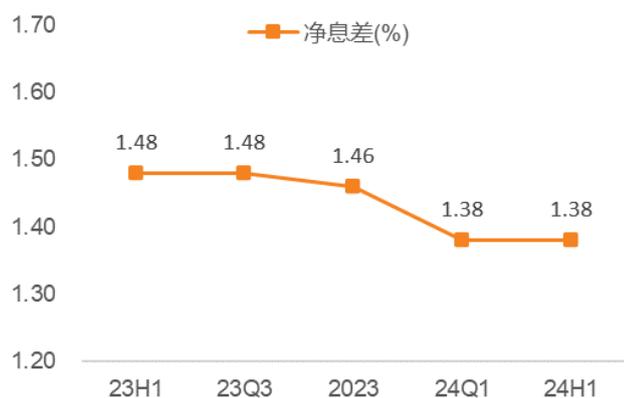
资料来源：公司财报，天风证券研究所

**资产收益端：**2024 上半年，民生银行贷款日均余额占生息资产总额 62.4%，较 23 年末增长 1.03pct。另外，或受 LPR 下调政策影响，企业贷款平均收益率下滑至 4.07%，2023 年中、2023 年末为 4.41%、4.32%。金融投资在 24 上半年日均生息资产规模占比 27.2%，收益率较年初下探 13bp，至 2.98%。整体来看，自 2023 年同期以来，民生银行的生息资产平均收益率持续下降，23 年中、24 年末、24 年中分别为 3.85%、3.80%、3.64%。

**计息负债端：成本控制有效释放息差空间。**民生银行 24 上半年存款日均余额占计息负债 62.34%，平均成本率 2.24%。计息负债成本率总计 2.38%，较 23 年中、24 年初分别释放约 6bp、5bp 空间。其中 24H1 存款、债券成本率压降至 2.24%、2.59%。

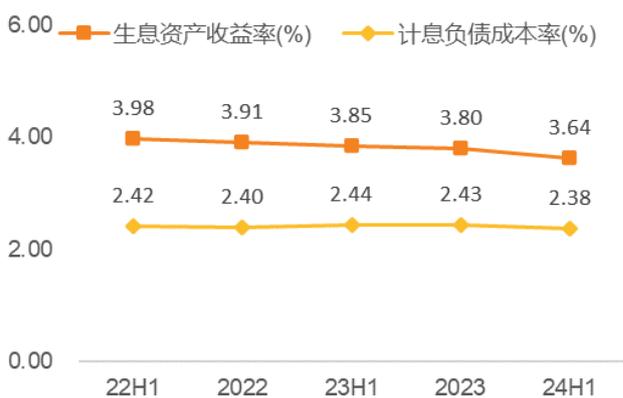
**息差企稳：24H1 企业净息差 1.38%，与 24Q1 持平，结束下滑趋势，有望逐步企稳。**

图 4：净息差走势（23H1-24H1）



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 (%)
<b>资产</b>									
发放贷款和垫款	62.4	69.8	4.07	61.4	69.8	4.32	60.6	69.4	4.41
金融投资	27.2	22.2	2.98	27.1	22.1	3.11	27.3	22.4	3.15
存放央行	4.1	1.7	1.54	4.6	1.8	1.52	4.7	1.8	1.50
存放同业及其它	6.3	6.3	3.61	6.9	6.2	3.38	7.4	6.4	3.32
生息资产总计	100	100	3.64	100	100	3.80	100	100	3.85
<b>负债</b>									
向央行借款	6.57	6.57	2.98	5	4.7	3.18	4	4.1	3.33
吸收存款	62.34	62.34	2.24	63	62.9	2.31	62	61.7	2.33
已发行债券	10.85	10.85	2.59	9	9.0	2.75	9	9.0	2.76
同业业务	20.24	20.24	2.53	23	23.5	2.49	25	25.1	2.45
计息负债总计	100.00	100.00	2.38	100	100	2.43	100	100	2.44

资料来源：公司财报，天风证券研究所

24H1 民生银行中收净收入 96 亿元，YoY-10.99%，较一季度负增 13.58%基础上上探 2.59pct，占营收比重下滑至 14.37%。另一方面，其它非息净收入同比下滑 5.01%，主要是由于 22Q1 以来至 2023H1 投资净收益受债券市场整体向好的环境影响已连续上升 5 个季度，从高位水平开始回调，2023、24Q1、24H1 同比增长为 8.22%、44.79%、15.96%。预计下半年由于债券市场震荡运行投资收益或受部分影响。

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)	55	99	144	203	59	108	149	192	51	96
其它非息净收入(亿元)	36	95	128	147	55	94	142	192	49	89
其中：投资净收益(亿元)	32	63	100	149	41	90	115	161	59	104
手续费及佣金净收入yoy(%)	-21.21	-22.22	-22.43	-26.45	8.86	9.84	3.92	-5.12	-13.58	-10.99
其它非息净收入yoy(%)	60.63	1.85	-10.45	-4.68	50.45	-1.49	10.49	29.93	-10.73	-5.01
其中：投资净收益yoy(%)	156.33	30.70	24.42	30.01	28.42	43.62	15.07	8.22	44.79	15.96
手续费及佣金净收入占比营收(%)	14.88	13.30	13.23	14.23	16.14	15.15	14.05	13.66	14.97	14.37
其它非息净收入占比营收(%)	9.92	12.81	11.81	10.34	14.87	13.09	13.32	13.60	14.24	13.26
其中：投资净收益占比营收(%)	8.73	8.42	9.21	10.46	11.17	12.55	10.83	11.46	17.35	15.51

资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2. 生息资产小幅承压，存款结构改善效果显著

### 资产端：资产结构调整，信贷资源倾向实体经济

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 58.6%、30.5%、7.0%和 3.9%，环比变动-1.7、+0.5、-4.4、-3.3pct。生息资产总计 74,527 亿元，较今年一季度下降 1.3%。

信贷情况：24Q2 对公贷款环比减少 10.9%，主要受采矿业、房地产、租赁和商务服务业（较年初：-4.2%、-1.7%、-0.9%）影响，但建筑业、制造业、批发零售业（较年初：+9.5%、+8.7%、+5.6%）等实体领域贷款投放增长。

### 负债端：缩减负债进行成本管理，结构稳定。

负债结构：存款、已有债券和同业负债占比息负债比重分别为 60.0%、12.7%和 27.3%，较年初变动-1.6pct、+2.9pct 和-1.3pct。计息负债余额 67,600 亿元，较今年年初下降 2.5%。

存款情况：24Q2 末存款较 23 年末减少 5.1%，变动情况边际恶化，主要是由于对公存款余额（27,728 亿元）较去年末变动扭正为负至-9.6%，24H1 占比息负债 41.0%。此外，零售存款与债券发行表现亮眼，零售存款余额（12,862 亿元）较 23 年末提升 6.6%，债券发行余额（8,557 亿元）较 23 年末上升 26.6%。另外细项中，24H1 零售活期增长强劲，较年初+35.9%。

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								
农、林、牧、渔业	-5.2	0.7	4.0	2.9	0.5	0.5	0.5	0.5
采矿业	-8.9	-0.2	-4.9	-4.2	1.8	1.7	1.6	1.5
制造业	-6.2	15.3	1.8	8.7	9.6	10.4	10.6	11.4
房地产业	1.1	5.1	-9.3	-1.7	8.8	8.7	7.9	7.7
建筑业	-10.9	5.0	3.8	9.5	2.6	2.6	2.7	3.0
批发和零售业	-4.2	9.7	-1.1	5.6	6.4	6.6	6.5	6.8
基建类	-1.4	9.0	-0.8	0.5	22.9	23.5	23.4	23.3
对公总计	-1.4	9.1	-0.4	4.0	52.0	53.5	53.4	55.0

零售贷款分行业	较上期变动 (%)				占比贷款 (%)			
	2022	23H1	2023	24H1	2022	23H1	2023	24H1
零售								
个人住房贷款	-3.5	-2.2	-2.6	-1.1	13.8	12.8	12.5	12.2
个人消费贷款 (含汽车)								
个人经营性贷款								
信用卡应收账款	-0.6	-2.1	7.7	-2.7	11.2	10.3	11.1	10.7
其他个人贷款								
零售总计	-0.7	0.8	0.7	-1.0	42.1	40.0	40.3	39.6

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	-0.1	0.1	2.7	-1.7	58.5	57.5	58.8	58.6
其中：对公	11.2	-10.4	16.6	-10.9	35.4	31.1	36.1	32.6
零售	1.0	-0.3	0.2	-1.2	24.0	23.5	23.4	23.5
票据						3.7		3.2
金融投资	-3.1	2.3	-0.4	0.5	30.1	30.2	30.0	30.5
同业及拆放	-14.8	6.1	3.6	-4.4	6.8	7.0	7.3	7.0
存放央行	-2.5	12.9	-23.4	-3.3	4.7	5.2	4.0	3.9
生息资产合计	-2.3	1.8	0.5	-1.3	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	0.4	5.0	4.9	-5.9	67.3	66.6	69.1	68.5
对公定期	-2.2	-0.1	4.8	-7.2	49.0	46.1	47.8	46.7
零售定期	7.9	18.6	5.1	-2.9	18.3	20.5	21.3	21.8
活期	-8.9	8.5	-6.6	-3.1	32.7	33.4	30.9	31.5
对公活期	-12.3	7.6	-6.1	-14.4	25.4	25.8	24.0	21.6
零售活期	5.4	11.4	-8.3	35.9	7.3	7.6	6.9	9.9
总计	-2.9	6.1	1.0	-5.1	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	-2.9	6.1	1.0	-5.1	65.9	64.2	61.6	60.0
对公	-5.9	2.6	0.9	-9.6	49.0	46.2	44.2	41.0
零售	7.2	16.6	1.4	6.6	16.9	18.1	17.4	19.0
发行债券	-15.0	-3.1	7.6	26.6	10.7	9.5	9.7	12.7
同业及拆入	-10.8	22.3	14.8	-7.0	23.4	26.2	28.6	27.3
计息负债总计	-6.2	8.9	5.3	-2.5	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3. 资产质量企稳，风险抵补能力向好

**不良贷款方面：不良净生成率较年初改善。**2024年上半年，民生银行不良余额649亿元，占比1.47%，环比增长3bp。不良贷款净生成率分别为2.03%（单季年化）和2.02%（累计年化），相比2023年的2.17%、2.12%均有所下降。不良核销转出率69.0%，较2023年-2.8pct，但仍维持在较高水平。关注+不良贷款率为4.25%，较一季度上涨0.18pct。

**逾期贷款方面：**2024年上半年，逾期率为2.18%，较2023年末上涨18bp，其中三个月内逾期率、三个月至一年逾期率分别为0.63%、0.78%。另外经测算，不良偏离度为105.3%，较23年末上涨13.1pct。

**拨备方面：贷款拨备率较24Q1上调0.03个百分点至2.19%，维持安全边际。**2024年上半年贷款拨备率为2.19%，较24Q1分别上升0.03个百分点，不良拨备覆盖率较年初小幅下降0.1个百分点至149.3%。

表 5：资产质量分析

	23Q1	23H1	23Q3	2023	24Q1	24H1	较上季	较去年同期
<b>贷款分级</b>								
正常贷款率 (%)	95.64	95.75	95.78	95.82	95.93	95.75	-0.18	0.00
关注贷款率 (%)	2.76	2.68	2.67	2.70	2.63	2.78	0.15	0.10
不良贷款率 (%)	1.60	1.57	1.55	1.48	1.44	1.47	0.03	-0.10
关注+不良率 (%)	4.36	4.25	4.22	4.18	4.07	4.25	0.18	0.00
不良净生成率(单季年化) (%)	-	1.87	-	2.17	-	2.03	-	0.16
不良净生成率(累计年化) (%)	-	1.85	-	2.12	-	2.02	-	0.16
不良核销转出率 (%)	-	58.2	-	71.8	-	69.0	-	10.84
<b>逾期率 (%)</b>								
3个月以内		0.51		0.64		0.63		0.12
3个月至1年		0.80		0.74		0.78		-0.02
1年以上3年以内		0.60		0.51		0.63		0.03
3年以上		0.09		0.12		0.13		0.04
不良偏离度 (%)		94.8		92.2		105.3		11
<b>拨备情况</b>								
贷款拨备率 (%)	2.30	2.31	2.32	2.22	2.16	2.19	0.03	-0.12
不良拨备率 (%)	144.1	146.9	149.2	149.7	149.4	149.3	-0.1	2.4

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：**企业第一大股东香港中央结算有限公司增持0.01pct至18.93%。

## 财务预测摘要

人民币亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	1,075	1,024	1,059	1,112	1,172	净利润增速	1.29%	4.05%	-1.11%	1.19%	3.14%
手续费及佣金	203	192	173	164	164	拨备前利润增速	-23.59%	-2.07%	1.94%	3.74%	4.72%
其他收入	147	192	201	211	222	税前利润增速	2.97%	2.97%	-1.10%	1.19%	3.17%
营业收入	1,425	1,408	1,433	1,487	1,557	营业收入增速	-15.60%	-1.16%	1.77%	3.75%	4.75%
营业税及附加	-19	-20	-20	-21	-22	净利息收入增速	-14.56%	-4.68%	3.34%	5.01%	5.43%
业务管理费	-507	-508	-516	-535	-561	手续费及佣金增速	-26.45%	-5.12%	-9.87%	-5.35%	-0.22%
拨备前利润	899	880	897	931	975	营业费用增速	2.78%	0.39%	1.47%	3.78%	4.79%
计提拨备	-488	-457	-481	-510	-540	<b>规模增长</b>					
税前利润	409	421	416	421	434	生息资产增速	4.24%	5.82%	5.91%	5.92%	5.97%
所得税	-14	-14	-14	-14	-14	贷款增速	2.36%	5.89%	5.90%	5.95%	6.00%
净利润	395	407	403	407	420	同业资产增速	8.50%	23.37%	12.00%	12.50%	13.50%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	9.41%	2.08%	5.00%	4.98%	4.96%
贷款总额	41,411	43,849	46,436	49,199	52,151	其他资产增速	3.90%	3.86%	3.86%	3.85%	3.84%
同业资产	2,741	3,382	3,788	4,262	4,837	计息负债增速	4.56%	5.62%	5.74%	5.78%	5.83%
证券投资	22,259	22,721	23,857	25,046	26,288	存款增速	5.90%	7.45%	7.45%	7.43%	7.42%
生息资产	69,727	73,786	78,145	82,773	87,713	同业负债增速	7.29%	1.83%	2.00%	2.00%	2.00%
非生息资产	2,829	2,964	3,139	3,314	3,503	股东权益增速	4.48%	4.11%	7.72%	7.27%	7.32%
总资产	72,557	76,750	81,284	86,087	91,216	<b>存款结构</b>					
客户存款	40,516	43,533	46,776	50,251	53,980	活期	32.2%	30.3%	40.0%	39.5%	39.0%
其他计息负债	23,761	24,355	25,011	25,688	26,386	定期	66.2%	67.9%	60.0%	60.5%	61.0%
非计息负债	2,152	2,484	2,627	2,779	2,941	其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
总负债	66,429	70,372	74,414	78,718	83,307	<b>贷款结构</b>					
股东权益	6,128	6,378	6,870	7,370	7,909	企业贷款(不含贴现)	52.0%	53.4%	54.0%	54.0%	54.0%
<b>每股指标</b>						个人贷款	42.1%	40.3%	39.7%	39.7%	39.7%
每股净利润(元)	0.89	0.93	0.92	0.93	0.96	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	2.05	2.01	2.05	2.13	2.23	不良贷款率	1.68%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%
每股净资产(元)	13.70	12.10	13.22	14.36	15.59	正常	95.43%	95.81%	96.00%	96.00%	96.00%
每股总资产(元)	165.72	175.30	185.66	196.63	208.34	关注	2.89%	2.70%	2.52%	2.52%	2.52%
P/E	3.75	3.61	3.65	3.60	3.49	次级	0.67%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%
P/PPOP	1.63	1.66	1.63	1.57	1.50	可疑	0.56%	0.41%	0.40%	0.40%	0.40%
P/B	0.24	0.28	0.25	0.23	0.21	损失	0.45%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
P/A	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02	拨备覆盖率	142.5%	149.7%	159.2%	168.8%	178.8%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	1.57%	1.43%	1.39%	1.38%	1.37%	资本充足率	13.14%	13.14%	#REF!	#REF!	#REF!
净利差(Spread)	1.38%	1.23%	1.21%	1.20%	1.19%	核心资本充足率					
贷款利率	4.55%	4.38%	4.36%	4.33%	4.29%	资产负债率					
存款利率	2.37%	2.34%	2.28%	2.26%	2.23%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.85%	3.72%	3.49%	3.46%	3.41%	总股本(亿)	438	438	438	438	438
计息负债成本率	2.47%	2.49%	2.28%	2.26%	2.22%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.55%	0.54%	0.51%	0.48%	0.47%						
ROAE	6.50%	6.48%	6.05%	5.70%	5.48%						
拨备前利润率	1.27%	1.18%	1.14%	1.11%	1.10%						

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