

证券研究报告 | 行业投资策略

银行

行业评级 强于大市 (维持评级)

2024年12月5日



# 银行业2025年度策略

## 关注股份行子板块的投资机会

**证券分析师:**

张宇 执业证书编号: S0210524050005

郭其伟 执业证书编号: S0210523080001

付思雨 执业证书编号: S0210524080005

**联系人:**

谢洁仪 S0210123090012

请务必阅读报告末页的重要声明

- **预计2025年银行板块仍然攻守兼备，但是相对收益难比今年。**在经济从衰退周期转向复苏周期的阶段，银行板块往往有较为不错的表现，进攻和防守属性同时具备。但从行业比较层面，银行板块的相对收益可能不会像今年这般突出。
- **预计2025年股份行及城商行子板块会有更好的表现。**股份行的估值、仓位、业绩都处于底部阶段，利空因素消化较为彻底，且展望明年预计拥有较多的正向期权，包括经济、地产、消费等的潜在企稳复苏。城商行受益于区域经济发展，预计仍有结构性机会。综合来看，我们对子板块的排序是股份行>城商行>国有行>农商行。
- **预计2025年银行板块业绩表现较2024年稳中略降。**预计上市银行2024年营收增速为-1.0%、归母净利润增速为1.5%。2025年板块业绩表现稍微弱于今年，预计营收增速为-1.5%，归母净利润增速为1%。
- **投资标的方面，最看好股份行板块，**建议关注低估值低仓位、期权价值高的平安银行，有望带领板块突破估值瓶颈的行业龙头招商银行，以及浦发银行、光大银行。**其次看好城商行板块，**继续推荐重庆银行，建议关注区域经济动能强劲、业绩高位稳健、性价比高的江苏银行，以及把握顺周期能力最强的宁波银行。
- **风险提示：**化债对银行财务带来较大负面影响；经济恢复不达预期；资产质量加速恶化。

# 目 录

- 行情回顾
- 投资主线展望
- 行业基本面展望
- 行业观点和投资建议
- 风险提示

- 自2021年以来，银行板块已连续4年跑赢沪深300指数。展望明年，行业比较层面，银行板块的相对收益可能不会像今年这般突出：若明年经济实现企稳复苏，银行股的弹性可能不及其他行业；若经济走势未达预期，那么银行仍具备红利、避险逻辑，但预计空间难比今年。

表：2015-2024银行板块年度表现（2024年截至12月4日收盘）

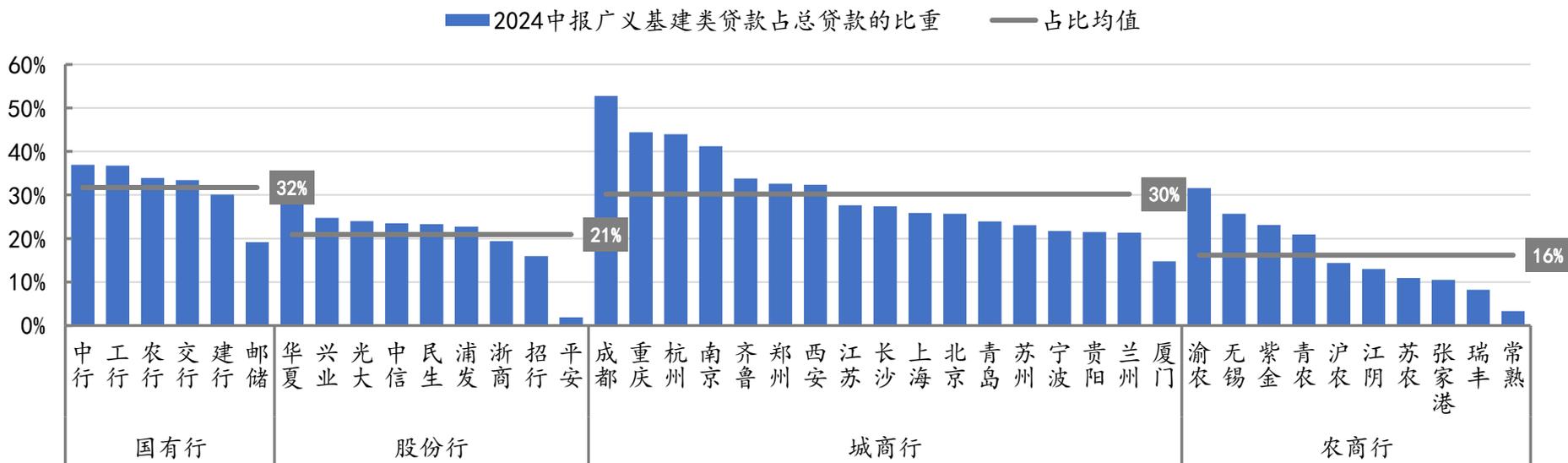
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
银行板块涨跌幅	4%	1%	17%	-11%	27%	0%	0%	-5%	-1%	36%
是否跑赢沪深300	否	是	否	是	否	否	是	是	是	是
在所有行业中的排名	25	3	6	2	12	23	22	4	13	2
其中：国有行	-5%	-3%	29%	-5%	9%	-11%	2%	5%	25%	37%
股份行	5%	1%	17%	-14%	38%	5%	-2%	-13%	-10%	33%
城商行	41%	13%	-6%	-12%	25%	1%	3%	1%	-12%	39%
农商行	0%	0%	-11%	-31%	19%	-11%	-9%	-2%	1%	37%

# 目 录

- 行情回顾
- **投资主线展望**
- 行业基本面展望
- 行业观点和投资建议
- 风险提示

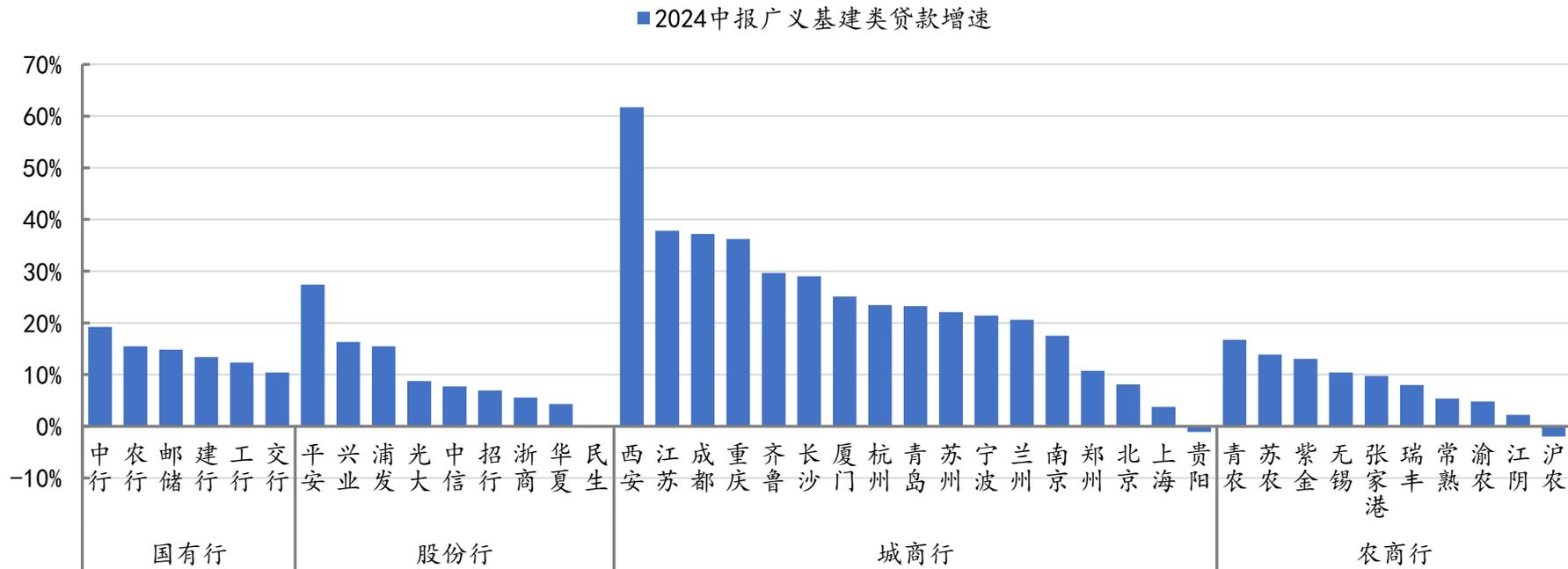
- 市场此前交易的逻辑是化债消除了银行部分政务资产风险，且增强了区域经济发展动能。后续需关注化债落地对上市银行的实际财务影响。城商行广义基建类贷款的占比与增速都相对较高，是受化债影响最大的子板块。

图：国有行、城商行广义基建类贷款占比较高



数据来源：ifind，华福证券研究所。注：广义类基建贷款包括的行业贷款有：电力、热力、燃气及水生产和供应业；交通运输、仓储和邮政业；租赁和商务服务业；水利、环境和公共设施管理业

图：城商行广义基建类贷款增速较快



数据来源：ifind，华福证券研究所。注：广义类基建贷款包括的行业贷款有：电力、热力、燃气及水生产和供应业；交通运输、仓储和邮政业；租赁和商务服务业；水利、环境和公共设施管理业

- 关注对公房地产不良贡献度比较高的标的。这些标的一是对公房地产不良暴露比较充分，二是如果后续地产政策见效，边际改善空间较大。

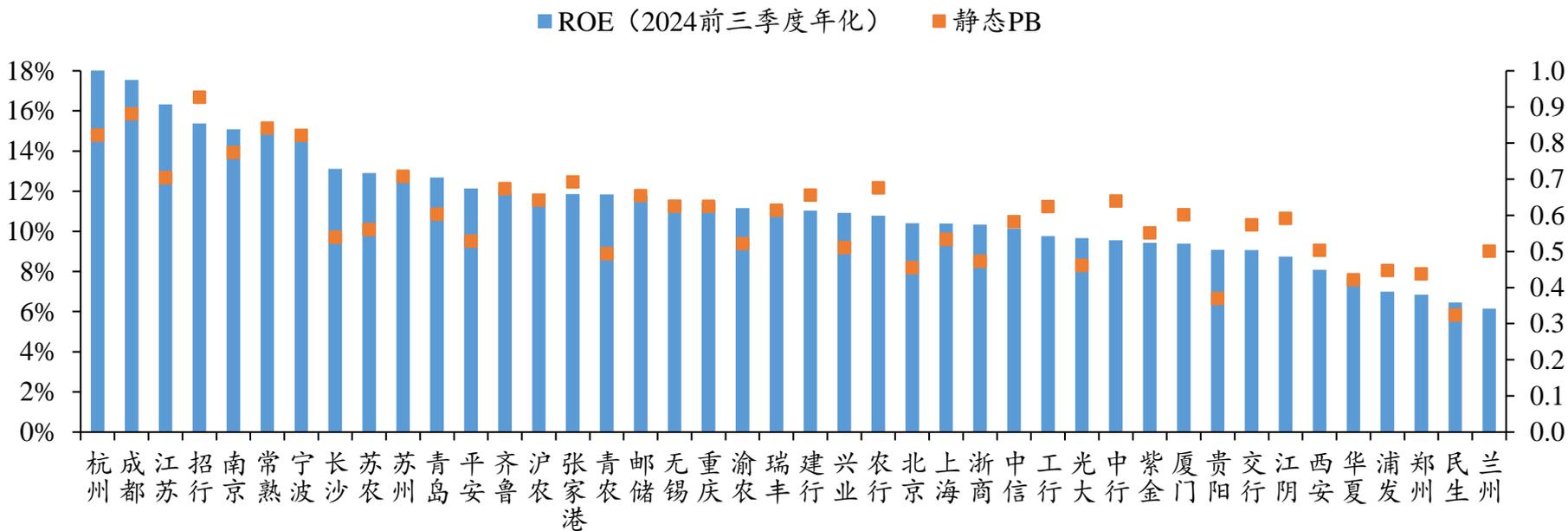
表：上市银行2024中报对公房地产贷款占比、不良率及不良贡献度

上市银行	2024中报对公房地产贷款		
	占总贷款的比重	不良率	不良贡献度
中行	7.4%	4.9%	0.36%
交行	6.4%	5.0%	0.32%
农行	3.9%	5.4%	0.21%
工行	4.0%	5.4%	0.21%
建行	4.0%	5.2%	0.21%
邮储	3.3%	2.3%	0.07%
民生	7.7%	5.3%	0.41%
招行	5.0%	5.1%	0.26%
浦发	7.2%	2.7%	0.20%
光大	4.3%	4.5%	0.19%
浙商	10.4%	1.3%	0.13%
中信	5.0%	2.3%	0.11%
华夏	4.3%	2.6%	0.11%
平安	7.6%	1.3%	0.10%
兴业	8.4%	1.1%	0.09%

上市银行	2024中报对公房地产贷款		
	占总贷款的比重	不良率	不良贡献度
郑州	7.8%	6.9%	0.53%
杭州	4.1%	7.1%	0.29%
兰州	8.7%	2.0%	0.18%
青岛	7.0%	2.2%	0.15%
重庆	2.3%	5.8%	0.14%
苏州	8.2%	1.6%	0.13%
上海	8.4%	1.4%	0.12%
江苏	4.0%	2.8%	0.11%
成都	5.2%	1.8%	0.10%
贵阳	12.3%	0.5%	0.06%
齐鲁	1.3%	1.4%	0.02%
宁波	9.7%	0.1%	0.01%
青农	5.6%	4.8%	0.27%
沪农	14.8%	1.7%	0.26%
渝农	0.7%	6.9%	0.05%

➤ 如果宏观经济修复超预期，高ROE银行具备更强的把握顺周期的能力。尤其需要重视其中偏低估的标的。

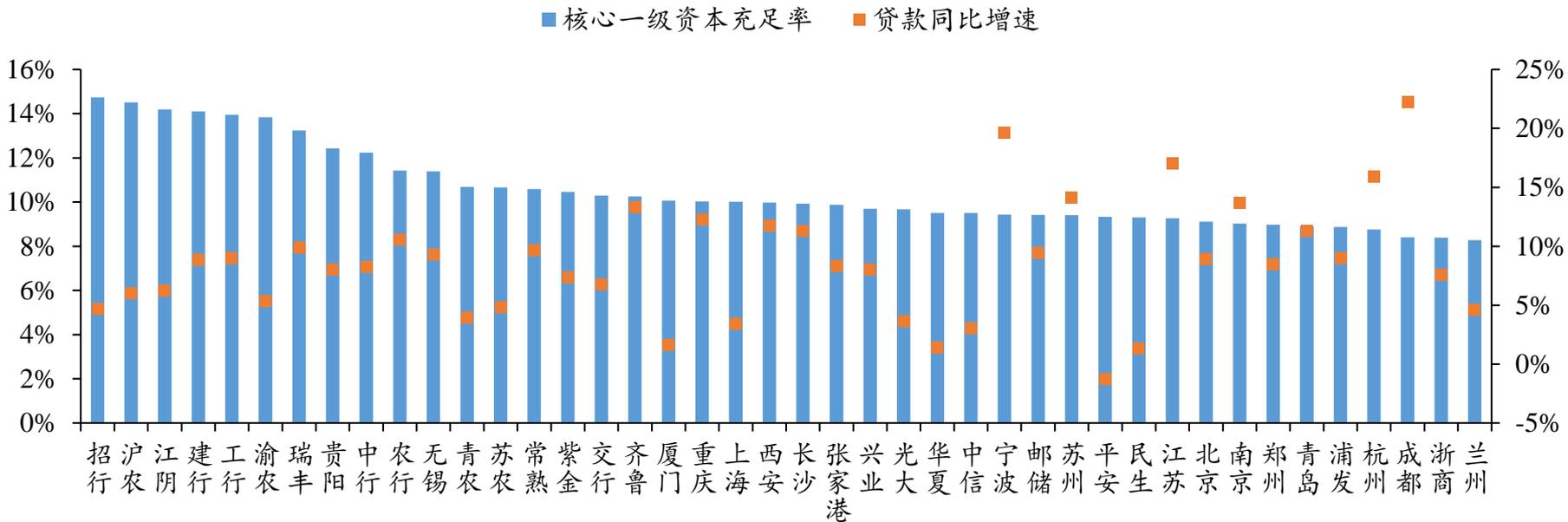
图：上市银行ROE与静态PB表现（截至2024年12月4日收盘）



数据来源：ifind，华福证券研究所。注：静态PB=最新股价/2024Q3末银行每股净资产

- 银行加杠杆的能力也是把握顺周期的重要禀赋。重点关注贷款增速较快，且核心一级资本不过度紧缺的标的。

图：上市银行2024年三季度末核心一级资本充足率与贷款同比增速



- 关注零售贷款不良贡献度较高的标的。这些银行零售风险暴露较为充分，如果后续居民预期改善、消费环境修复，边际改善空间较大。

表：股份行的零售贷款不良贡献度较高

2024中报零售贷款			
上市银行	占总贷款的比重	不良率	不良贡献度
邮储	54%	1.1%	0.62%
交行	31%	1.0%	0.30%
建行	35%	0.8%	0.29%
工行	32%	0.9%	0.29%
中行	32%	0.9%	0.28%
农行	36%	0.8%	0.28%
平安	53%	1.4%	0.76%
民生	40%	1.7%	0.67%
华夏	30%	2.2%	0.66%
光大	38%	1.5%	0.56%
中信	42%	1.3%	0.54%
浦发	35%	1.5%	0.53%
浙商	28%	1.9%	0.51%
兴业	34%	1.4%	0.49%
招行	52%	0.9%	0.47%

2024中报零售贷款			
上市银行	占总贷款的比重	不良率	不良贡献度
宁波	37%	1.7%	0.62%
重庆	23%	2.4%	0.56%
贵阳	14%	3.5%	0.50%
青岛	24%	2.0%	0.47%
苏州	29%	1.3%	0.39%
郑州	23%	1.6%	0.38%
齐鲁	27%	1.3%	0.35%
兰州	22%	1.5%	0.34%
上海	29%	1.1%	0.32%
江苏	31%	1.0%	0.30%
杭州	33%	0.8%	0.25%
成都	18%	0.7%	0.12%
瑞丰	43%	1.8%	0.77%
渝农	41%	1.6%	0.65%
常熟	57%	0.9%	0.52%
青农	30%	1.7%	0.50%
沪农	28%	1.3%	0.37%

➤ 部分银行2023年提高了分红比例，且2024年实施了中期分红，体现了对市值管理较为重视。

表：上市银行2023年度分红比例变化及2024中期分红统计

上市银行	2023年分红比例 较2022年的变化(pct)	2023年分红比例	2024中期分红
青农商行	23.9	24%	
平安银行	19.0	32%	√
浦发银行	9.6	30%	
瑞丰银行	5.6	20%	
上海银行	3.3	30%	√
招商银行	2.0	35%	
贵阳银行	1.2	20%	
宁波银行	1.2	16%	
南京银行	1.2	32%	√
齐鲁银行	1.2	27%	
兴业银行	1.0	28%	
苏州银行	1.0	32%	√
杭州银行	0.7	23%	√
江阴银行	0.6	25%	
光大银行	0.3	28%	√
厦门银行	0.1	32%	√
中国银行	0.1	32%	√
建设银行	0.1	31%	√
渝农商行	0.1	30%	√
沪农商行	0.0	30%	√
成都银行	0.0	30%	

上市银行	2023年分红比例 较2022年的变化(pct)	2023年分红比例	2024中期分红
江苏银行	0.0	30%	√
工商银行	0.0	31%	√
郑州银行	0.0	0%	
重庆银行	0.0	30%	√
民生银行	-0.1	30%	√
交通银行	-0.1	33%	√
中信银行	-0.1	28%	√
农业银行	-0.2	32%	√
北京银行	-0.2	30%	√
紫金银行	-0.3	23%	
长沙银行	-0.3	21%	
邮储银行	-0.6	32%	√
无锡银行	-0.6	21%	
张家港行	-1.5	24%	
苏农银行	-1.8	19%	
华夏银行	-2.5	25%	√
常熟银行	-4.1	21%	
浙商银行	-5.8	32%	
青岛银行	-8.1	28%	
兰州银行	-8.9	31%	
西安银行	-20.1	10%	

# 目 录

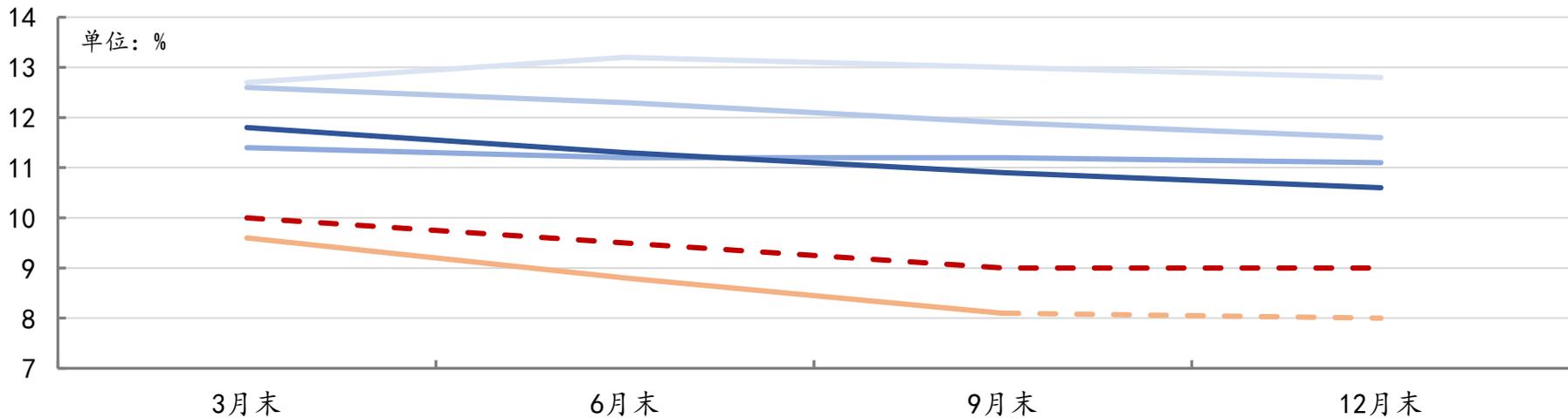
- 行情回顾
- 投资主线展望
- 行业基本面展望
- 行业观点和投资建议
- 风险提示

➤ 预计在财政发力、大行注资以及低基数等的作用下，2025年贷款增速略快于今年。

图：预计2025年贷款增速略快于2024年

金融机构人民币贷款增速走势

— 2020 — 2021 — 2022 — 2023 — 2024 - - 2025



数据来源：ifind，华福证券研究所。虚线表示为预测部分

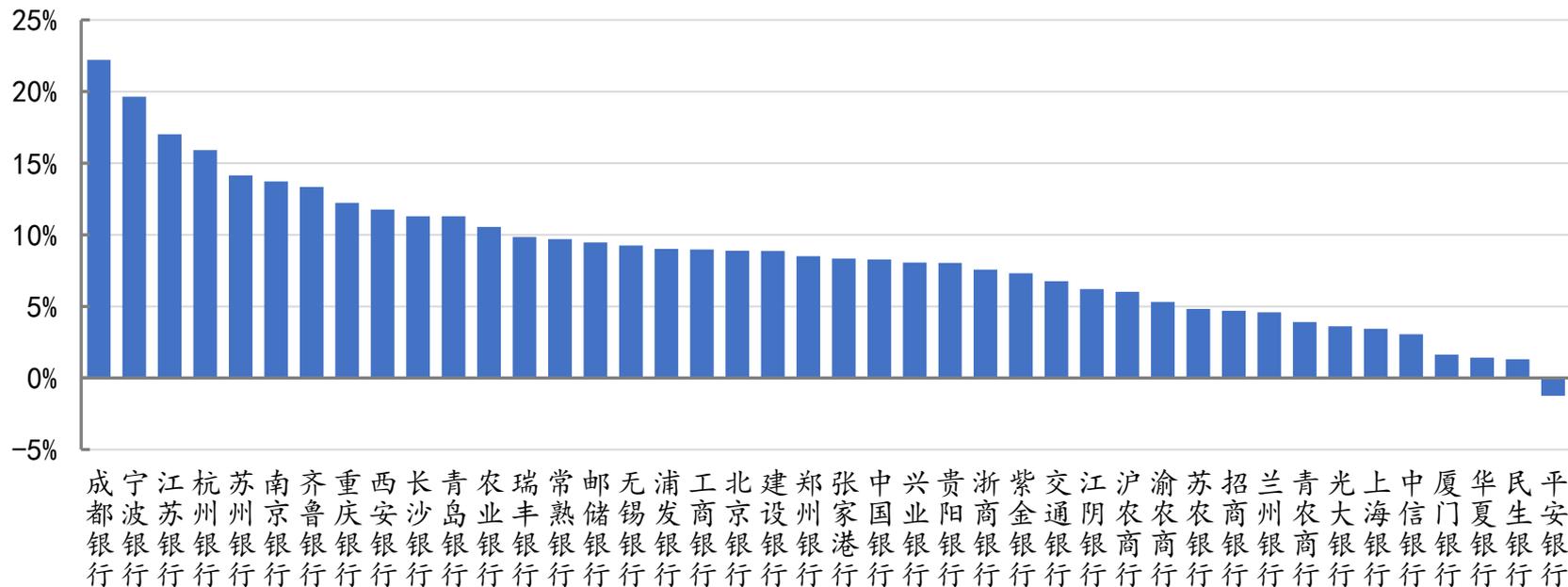
➤ 四川、江苏、浙江等区域的贷款增速较快，区域经济动能强劲。

表：重点地区贷款增速走势及对比

重点地区	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09
四川	14.1%	13.8%	13.0%	12.7%	12.2%	11.8%	11.7%	11.5%	11.2%
江苏	13.2%	13.0%	12.5%	12.3%	12.2%	11.7%	11.6%	11.5%	11.0%
浙江	14.3%	13.7%	13.0%	12.8%	12.3%	10.9%	10.8%	10.4%	9.9%
上海	7.2%	7.0%	7.8%	8.2%	8.2%	8.6%	9.0%	9.3%	9.2%
山东	11.1%	10.7%	10.2%	10.0%	9.7%	9.5%	9.5%	9.4%	未披露
贵州	11.1%	10.5%	9.9%	9.7%	9.9%	9.3%	9.1%	9.0%	8.7%
湖南	10.6%	10.2%	9.7%	9.6%	9.2%	8.7%	8.7%	8.6%	8.4%
陕西	9.9%	10.1%	9.1%	8.6%	8.5%	8.4%	8.5%	8.5%	8.2%
河南	9.3%	8.5%	8.1%	7.9%	8.4%	7.8%	7.0%	6.7%	6.9%
福建	7.5%	7.9%	6.1%	6.7%	6.9%	5.4%	6.4%	6.8%	6.4%
重庆	9.4%	8.2%	7.4%	7.3%	6.8%	6.3%	6.6%	6.3%	6.4%
广东	9.7%	8.7%	8.2%	7.8%	7.4%	6.3%	6.3%	5.9%	5.2%
北京	13.4%	13.5%	12.1%	11.5%	9.5%	7.4%	8.6%	7.1%	5.0%

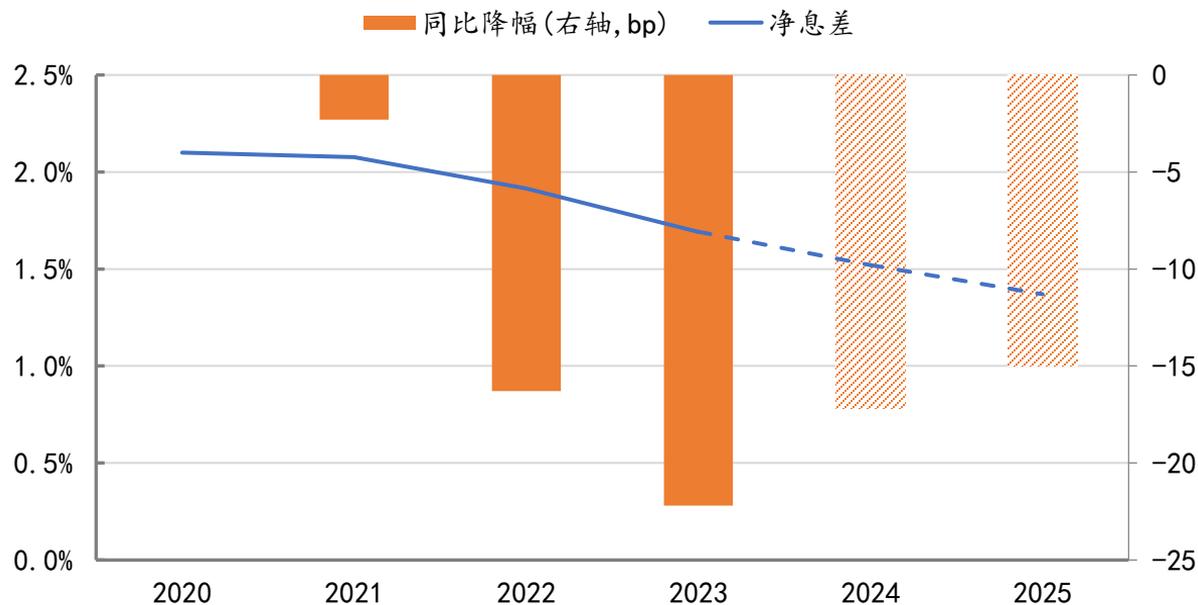
- 今年前三季度，川渝、江浙、山东等区域的城商行信贷投放动能较强，明年有望延续此态势；股份行贷款投放明显承压，明年可能会有正向预期差。

图：2024年三季度末上市银行贷款同比增速排序



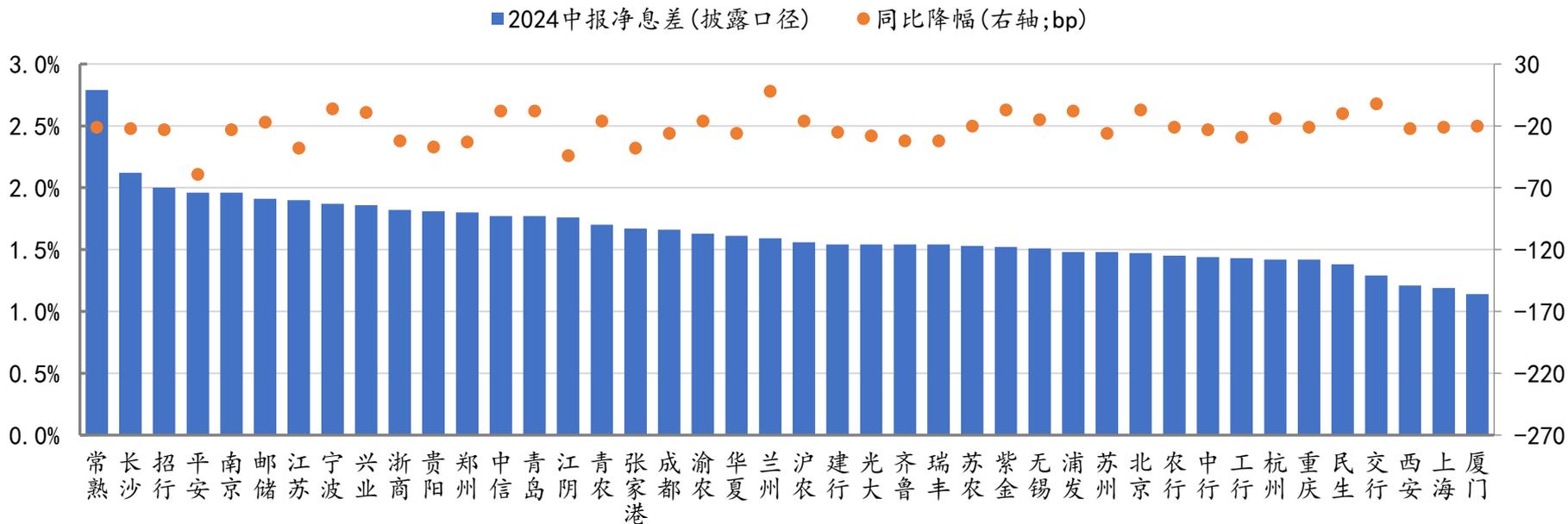
- 预计2025年行业净息差仍有较大下行压力，全年降幅预计为15bp。但降幅较今年有所收窄，且预计明年息差降完后将非常接近底部。

图：2020-2025年行业净息差走势



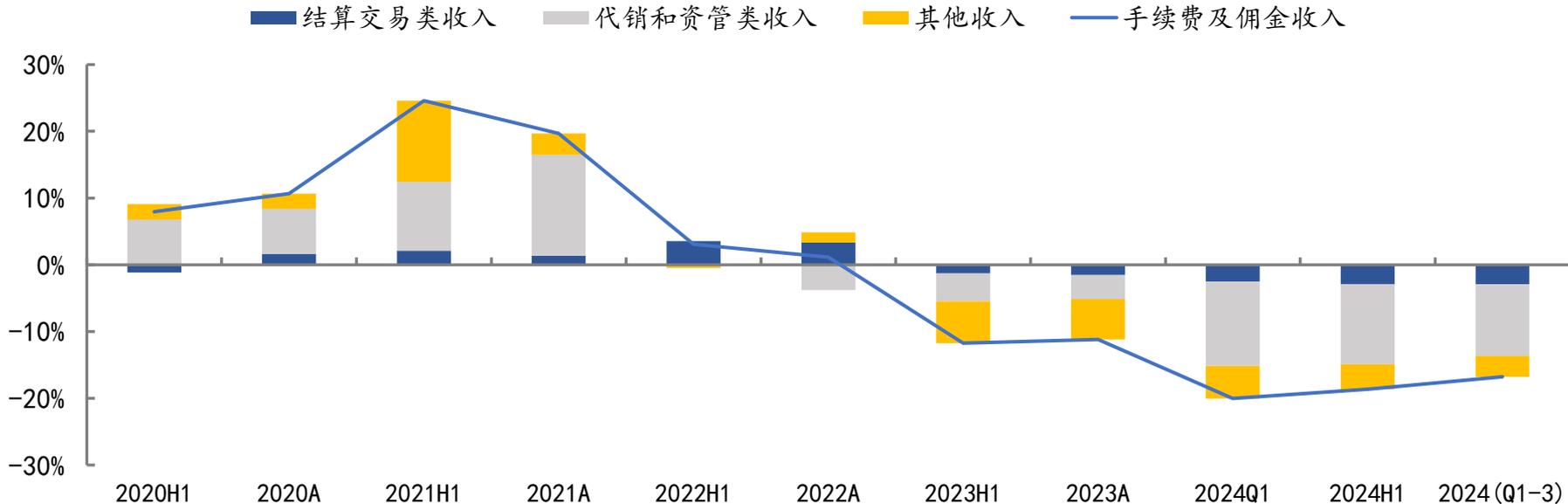
- 今年净息差同比降幅较大的银行，预计明年息差走势对业绩的拖累将有所减轻；净息差绝对水平较低的银行，预计未来息差降幅将好于行业。

图：2024上半年银行净息差排序与同比降幅



- 以招行推演行业走势，预计2024年手续费收入进一步走弱，在同比增速层面已经消化了降费、资本市场波动等利空的影响，预计2024Q4-2025年手续费增速将明显改善。

图：招商银行手续费收入累计增速走势及各项的同比拉动



- 2024年尤其是上半年，银行依托金融市场债券投资实现其他非息收入高增，贡献了部分营收。
- 预计2025年其他非息收入增速会明显回落，甚至大幅负增长。

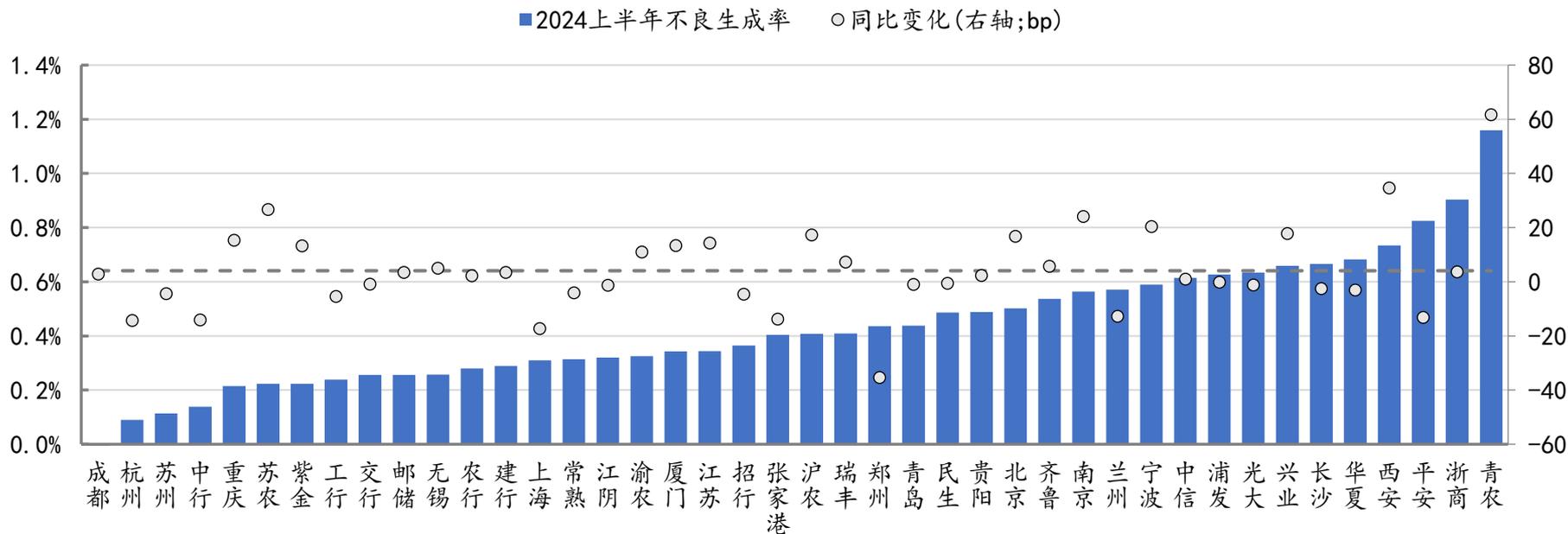
表：今年以来上市银行其他非息收入高增

上市银行	其他非息增速		其他非息在营收中的占比	
	2024Q1	2024H1	2024Q1	2024H1
交通银行	-1%	-10%	20%	20%
中国银行	4%	22%	14%	15%
邮储银行	17%	2%	9%	11%
工商银行	2%	6%	9%	9%
农业银行	11%	19%	7%	8%
建设银行	9%	56%	6%	7%
华夏银行	33%	39%	21%	28%
浙商银行	105%	40%	28%	25%
兴业银行	16%	9%	25%	22%
浦发银行	0%	6%	23%	20%
平安银行	57%	57%	17%	20%
中信银行	69%	44%	19%	18%
招商银行	40%	35%	16%	17%
光大银行	39%	34%	14%	16%
民生银行	-11%	-5%	14%	13%

上市银行	其他非息增速		其他非息在营收中的占比	
	2024Q1	2024H1	2024Q1	2024H1
南京银行	15%	29%	39%	41%
上海银行	58%	47%	30%	30%
西安银行	60%	88%	30%	27%
杭州银行	36%	28%	26%	27%
江苏银行	75%	22%	29%	26%
宁波银行	3%	3%	26%	25%
厦门银行	84%	36%	28%	25%
苏州银行	57%	36%	22%	24%
北京银行	51%	25%	21%	22%
齐鲁银行	42%	38%	15%	20%
青岛银行	88%	55%	21%	20%
重庆银行	18%	2%	21%	20%
贵阳银行	268%	123%	17%	19%
长沙银行	60%	42%	17%	19%
成都银行	-4%	11%	15%	18%
兰州银行	-46%	-43%	11%	13%
郑州银行	105%	24%	13%	13%
苏农银行	152%	63%	33%	36%
江阴银行	49%	46%	30%	31%
张家港行	135%	113%	28%	31%
青农商行	79%	23%	32%	30%
无锡银行	15%	36%	30%	30%
瑞丰银行	47%	91%	28%	30%
渝农商行	47%	47%	15%	18%
沪农商行	66%	29%	20%	18%
常熟银行	67%	53%	14%	16%
紫金银行	240%	97%	15%	14%

- 零售不良暴露是行业共性问题，但对公不良有不同程度的改善出清，所以整体来看，2024年银行不良生成率总体稳定，同比涨跌互现，没有出现系统性的恶化。

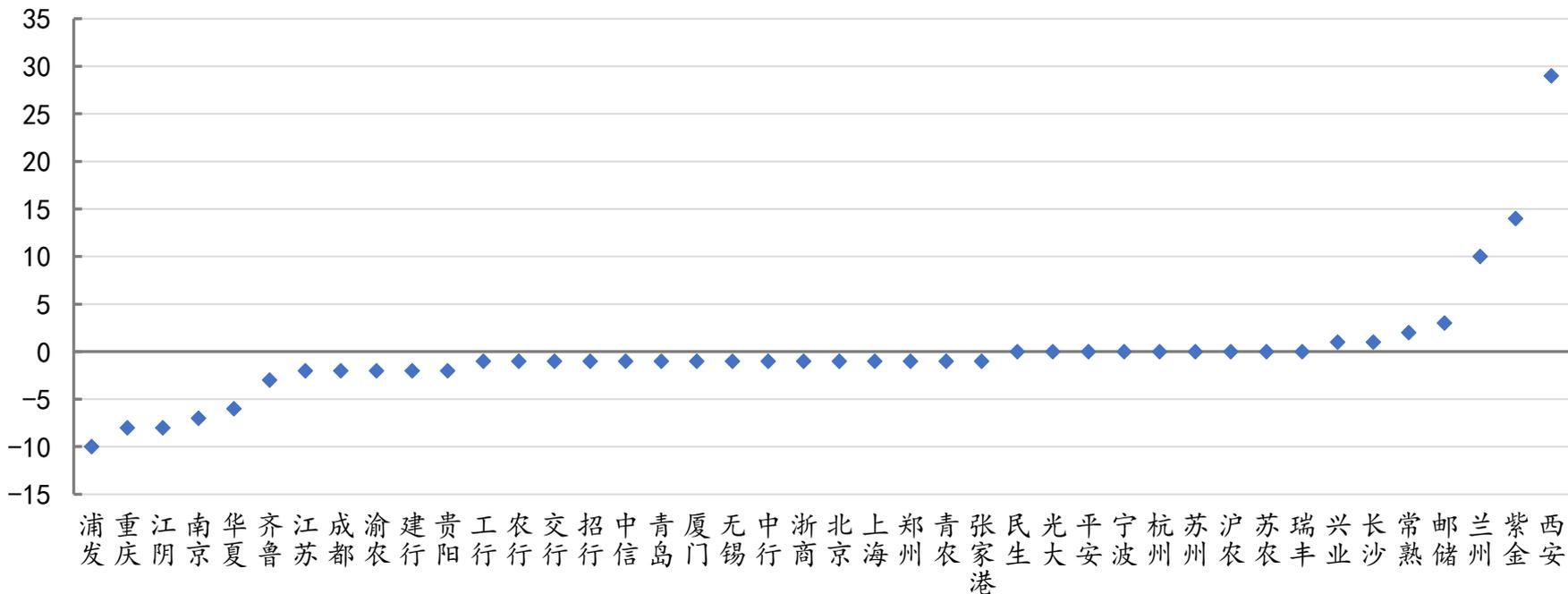
图：上市银行2024年上半年不良生成率排序及同比变化



数据来源：ifind，华福证券研究所。注：图中虚线辅助线为不良生成率同比变化的均值。

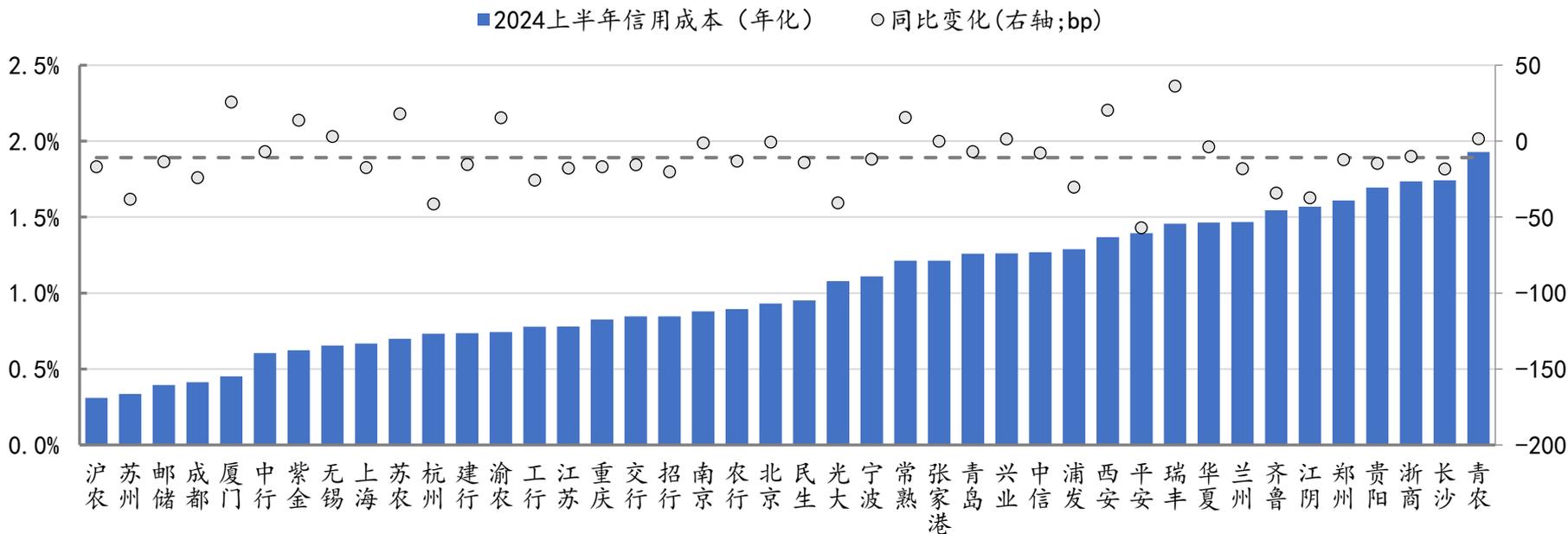
➤ 2024年上市银行不良率走势总体保持平稳。

图：上市银行2024三季度末不良率较年初变化 (bp)

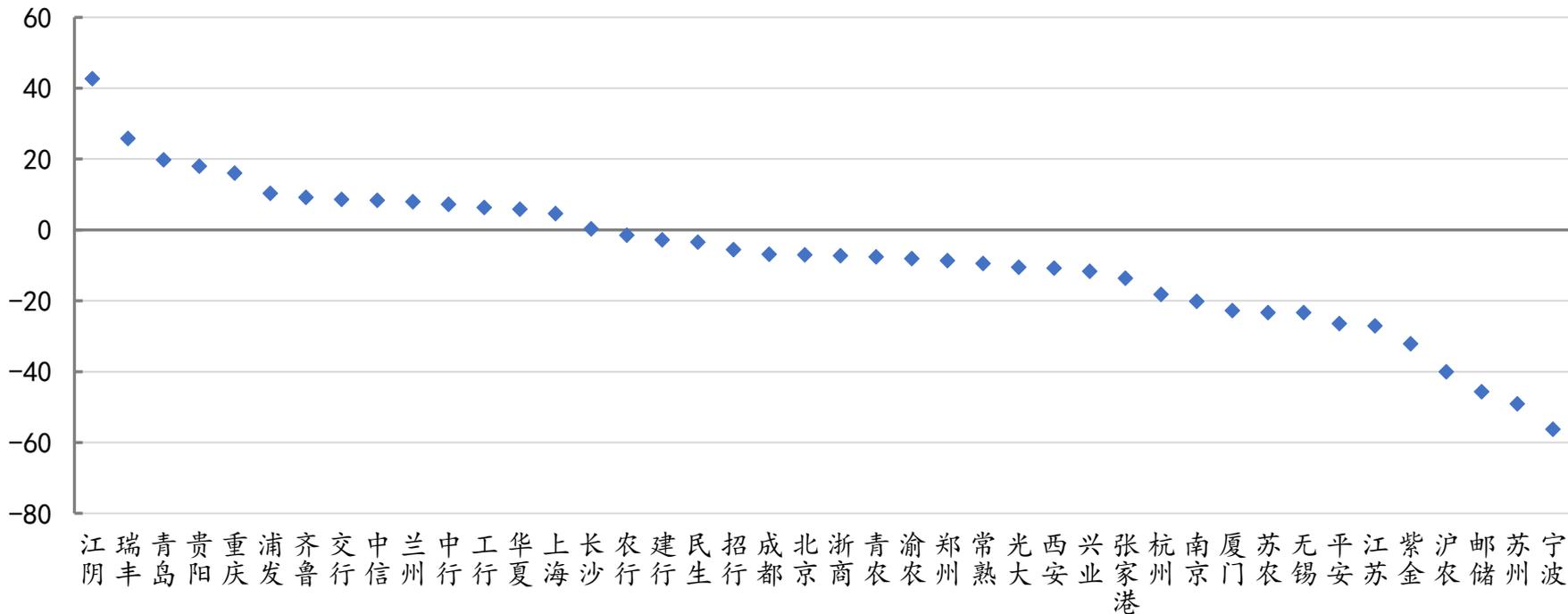


- 今年营收承压，银行以少提拨备的方式释放利润，叠加不良生成稳定，信用成本整体略有下降，预计2025年将延续此态势。

图：上市银行2024上半年信用成本同比略有下降

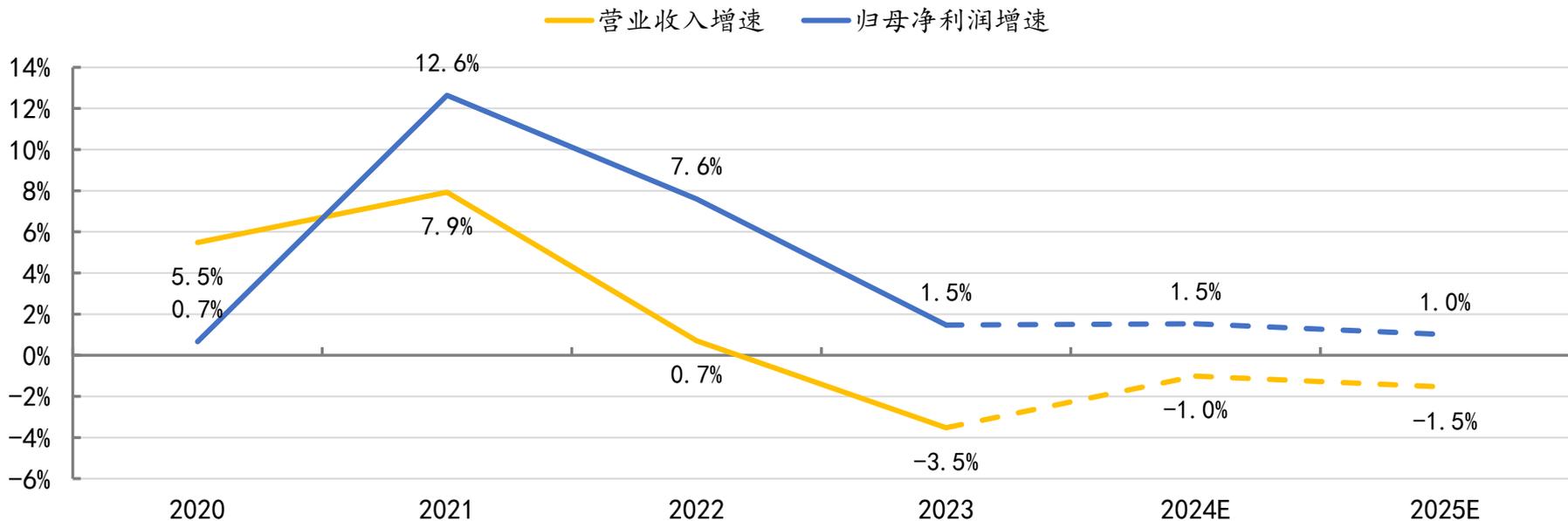


图：上市银行2024三季度末拨备覆盖率较年初变化（pc）



- 预计上市银行2024年全年营收增速为-1.0%，归母净利润增速为1.5%，2025年业绩表现较2024年稳中略有降，营收增速为-1.5%，归母净利润增速为1%，其中一季度业绩下滑压力最大，随后企稳。

图：2020-2025年行业营收增速、利润增速走势



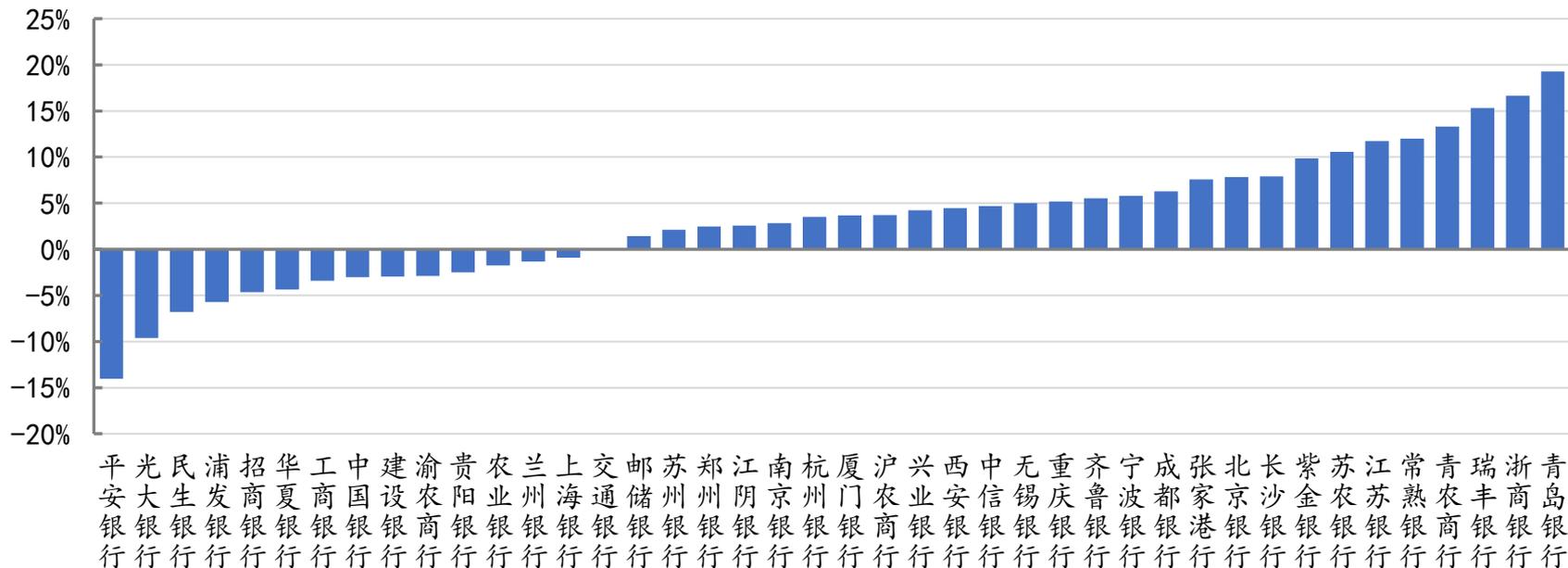
# 目 录

- 行情回顾
- 投资主线展望
- 行业基本面展望
- 行业观点和投资建议
- 风险提示

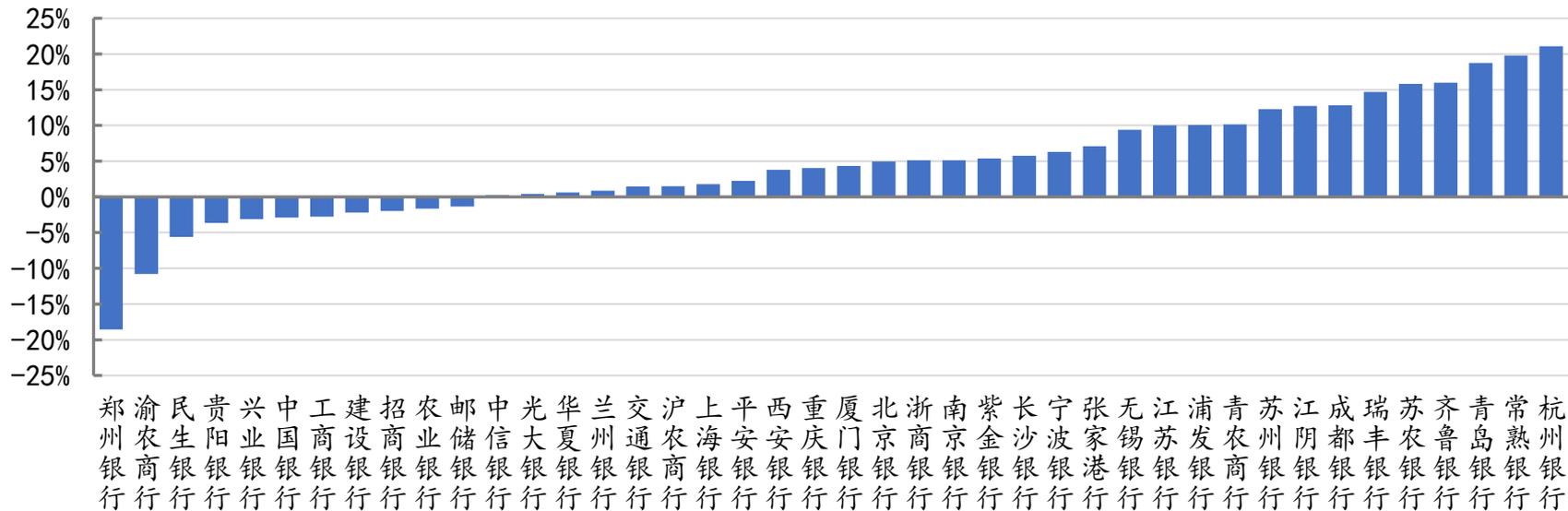
- **预计2025年银行板块仍然攻守兼备，但相对收益难比今年。**在经济从衰退周期转向复苏周期的阶段，银行板块往往有较为不错的表现，进攻和防守属性同时具备。进攻性来自经济向好的期权，防御性来自利空出尽以及红利优势。但从行业比较层面来看，银行板块明年的相对收益可能不会像今年这般突出：若明年经济实现企稳复苏，银行股的弹性可能不及其他行业；若经济走势未达预期，那么银行仍具备红利、避险属性，但预计空间难比今年。
- **预计2025年股份行及城商行子板块会有更好的表现。**股份行的估值、仓位、业绩都处于底部阶段，利空因素消化较为彻底，且展望明年拥有较多的正向期权，包括经济、地产、消费等的潜在企稳复苏。城商行受益于区域经济，仍有结构性机会。综合来看，我们对子板块的总体排序是股份行>城商行>国有行>农商行。

- **预计2025年板块业绩表现较2024年稳中略降。**量方面，在财政发力、大行注资以及低基数等的作用下，2025年贷款增速可能略高于今年；价方面，预计2025年行业净息差仍有较大下行压力，全年降幅预计为15bp，但降幅较今年有所收窄，且降完后非常接近底部；中收方面，2024年手续费收入增速已经消化了降费、资本市场波动等利空的影响，预计2024Q4-2025年手续费增速将明显改善；其他非息方面，高基数影响下增速可能会明显回落，甚至大幅负增长。综合来看，预计上市银行2024年全年营收增速为-1.0%、归母净利润增速为1.5%，2025年业绩表现较2024年稳中略有降，营收增速为-1.5%，归母净利润增速为1%。
- **投资标的方面，最看好股份行板块，**建议关注低估值低仓位、期权价值高的平安银行，有望带领板块突破估值瓶颈的行业龙头招商银行，以及浦发银行、光大银行。**其次看好城商行板块，**继续推荐重庆银行，建议关注区域经济动能强劲、业绩高位稳健、性价比高的江苏银行，以及把握顺周期能力最强的宁波银行。

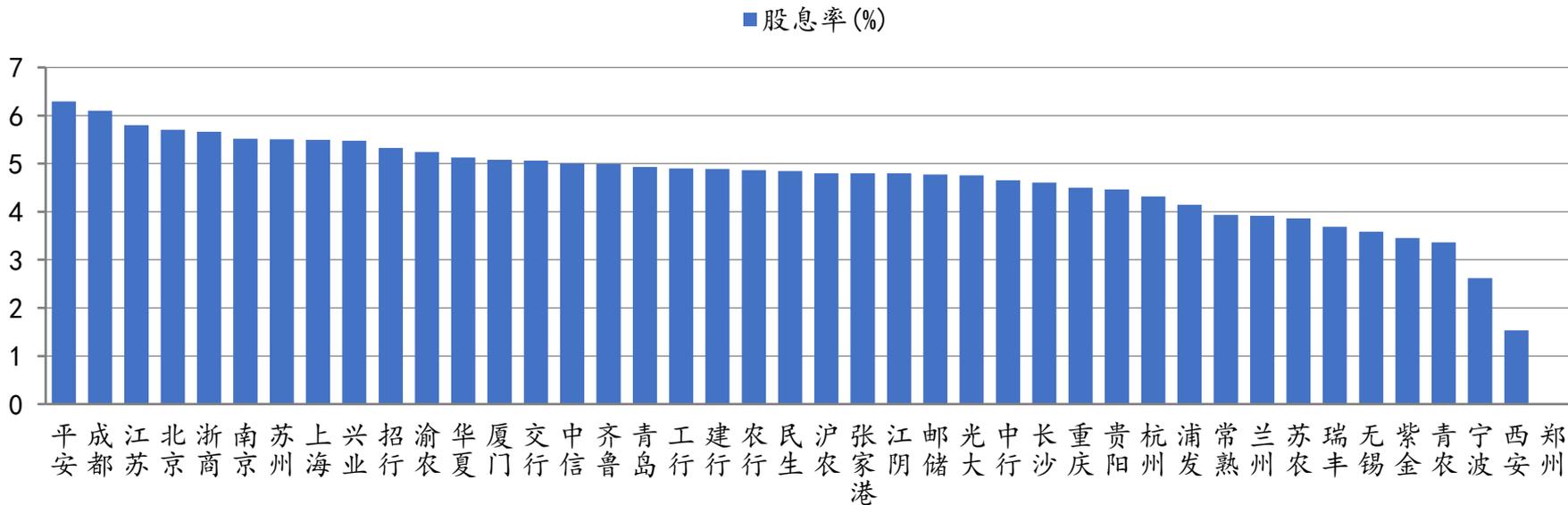
图：2024Q1上市银行营收增速由低到高排序



图：2024Q1上市银行归母净利润增速由低到高排序



图：上市银行股息率从高到低排序（截至2024年12月4日收盘）



数据来源：ifind，华福证券研究所。（注：股息率计算口径为2024年预期每股股利/当前股价，其中2024年预期每股股利的测算中假设 1) 各上市银行2024年全年归母净利润增速与该公司最新一期定期报告或业绩快报披露的归母净利润增速一致；2) 各上市银行2024年现金分红率与2023年一致）

表：银行转债正股距离强制转股价的空间测算（截至2024年12月4日收盘）

上市银行	转债名称	剩余期限（年）	未转股比例	正股收盘价	对应静态PB	强制转股价	对应静态PB	距离强制转股价空间
成都银行*	成银转债	3.24	45.08%	16.29	0.88	15.90	0.86	-2.4%
南京银行*	南银转债	2.53	56.48%	10.61	0.77	10.69	0.78	0.7%
苏州银行	苏行转债	2.35	87.45%	7.87	0.71	8.05	0.72	2.2%
杭州银行	杭银转债	2.32	94.61%	14.28	0.82	14.76	0.85	3.3%
中信银行	中信转债	0.25	21.76%	7.16	0.58	7.50	0.61	4.8%
常熟银行	常银转债	3.78	99.99%	7.51	0.84	8.96	1.00	19.3%
齐鲁银行	齐鲁转债	3.99	82.56%	5.16	0.67	6.85	0.89	32.8%
上海银行	上银转债	2.14	99.99%	8.49	0.53	11.82	0.74	39.2%
重庆银行	重银转债	3.30	99.99%	9.41	0.62	13.12	0.87	39.4%
兴业银行	兴业转债	3.06	99.99%	18.42	0.51	28.93	0.80	57.0%
紫金银行	紫银转债	1.63	99.99%	2.90	0.55	4.88	0.93	68.1%
青农商行	青农转债	1.72	99.99%	3.13	0.45	5.36	0.84	71.1%
浦发银行	浦发转债	0.90	100.00%	9.75	0.45	16.80	0.77	72.3%

数据来源：ifind、华福证券研究所。\*表示近15个交易日内，收盘价曾超过强制转股价

表：2024Q3主动型偏股型基金银行股重仓情况及环比变化

重仓排名	银行	占基金重仓股市值的比重↓	仓位环比Q2末变化 (bp)
1	招商银行	0.56%	2.5
2	宁波银行	0.27%	4.3
3	成都银行	0.25%	-3.8
4	工商银行	0.25%	-0.1
5	农业银行	0.20%	-4.1
6	江苏银行	0.19%	6.5
7	建设银行	0.14%	-0.5
8	杭州银行	0.12%	-4.7
9	中国银行	0.09%	4.9
10	常熟银行	0.08%	-1.3
11	交通银行	0.05%	0.6
12	渝农商行	0.04%	-0.1
13	长沙银行	0.04%	0.0
14	兴业银行	0.04%	1.0
15	邮储银行	0.03%	-3.1
16	沪农商行	0.03%	0.0
17	上海银行	0.02%	2.0
18	浦发银行	0.01%	0.9
19	齐鲁银行	0.01%	0.1
20	苏州银行	0.01%	-2.3
21	南京银行	0.01%	-1.1

重仓排名	银行	占基金重仓股市值的比重↓	仓位环比Q2末变化 (bp)
22	北京银行	0.01%	-0.3
23	平安银行	0.00%	-0.1
24	苏农银行	0.00%	-0.2
25	光大银行	0.00%	-0.2
26	重庆银行	0.00%	0.0
27	中信银行	0.00%	-0.2
28	华夏银行	0.00%	0.0
29	青岛银行	0.00%	0.0
30	民生银行	0.00%	0.0
31	张家港行	0.00%	0.0
32	浙商银行	0.00%	-0.5
33	江阴银行	0.00%	0.0
34	贵阳银行	0.00%	0.0
无重仓	郑州银行	0.00%	0.0
无重仓	兰州银行	0.00%	0.0
无重仓	西安银行	0.00%	0.0
无重仓	厦门银行	0.00%	0.0
无重仓	青农商行	0.00%	0.0
无重仓	紫金银行	0.00%	0.0
无重仓	无锡银行	0.00%	0.0
无重仓	瑞丰银行	0.00%	0.0
银行行业合计		2.45%	0.2
其中：国有行		0.75%	-2.3
股份行		0.62%	3.5
城商行		0.93%	0.5
农商行		0.15%	-1.6

# 目 录

- 行情回顾
- 投资主线展望
- 行业基本面展望
- 行业观点和投资建议
- 风险提示

## 1、化债对银行财务带来较大负面影响

- 引发资产价格超预期下滑，以及信贷缩表。

## 2、经济恢复不达预期

- 政策力度及效果低于预期，有效需求不足，经济持续弱势。

## 3、资产质量加速恶化

- 零售不良加速生成、对公房地产风险预期外暴露。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

**在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。**

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

