

超配（维持）

红利坚守引增量，价值重估开新局

银行业 2025 年上半年投资策略

2024 年 12 月 25 日

分析师：吴晓彤

SAC 执业证书编号：

S0340524070001

电话：0769-22119430

邮箱：

wuxiaotong@dgzq.com.cn

银行指数走势



资料来源：IFinD，东莞证券研究所

投资要点：

- **复盘：拨备反哺利润，红利行情贯穿全年。**2024 年前三季度，42 家上市银行实现归母净利润 1.66 万亿元，同比增速为+1.43%，拨备继续反哺净利润。前三季度，在资本市场剧烈震荡与低利率环境下，基本面较为稳健、高股息、估值低的银行板块防御属性凸显，成为资金的避风港的优选。9 月 24 日，国内政策密集出台，市场风险偏好明显提升，科技成长板块占优，银行板块跑输沪深 300 指数。
- **基本面：全方位扩大国内需求，基本面预期改善。**稳增长、扩内需、化风险政策定调积极，我们预计前期经营压力较大的银行业基本面预期有所改善。一是体现在“全方位扩大国内需求”的政策定调，有望推动信贷投放实现温和修复；二是监管持续引导存款成本改善，预计将带动银行净息差降幅收窄；三是近期化债、稳楼市等政策加速推出，银行相应的信用风险担忧缓解，利好资产质量的改善。
- **资金面：银行板块持续承接增量资金，估值重塑预期转强。**从资金面考虑，长端利率快速下行，高股息资产的配置价值凸显。一是险资增配高股息板块并将其计入FVOCI的趋势或将持续并增强，二是随着市值管理、互换便利、回购增持再贷款等政策的深入推进与落实，我们预计资金还会继续朝着与政策导向相符的破净低估、红利高股息方向聚集流动。三是随着市场环境的变化以及国九条对资本市场审美的重塑，以沪深300ETF为代表的被动权益资金扩容态势或将延续，占比最大的银行将继续承接被动资金的流入，推动银行股实现价值重估。
- **维持对行业的“超配”评级。**虽然目前出台了很多增量政策，但是政策落地“疗效”有待验证，“强预期”与“弱现实”或将持续“拉扯”。中长期而言，明年1月“新国九条”正式实施，在资本市场审美重塑过程中，低利率环境下银行的红利逻辑仍是确定性较强的布局方向。待经济好转获得数据的进一步验证，银行主线或将从“高股息”逻辑切换至“基本面复苏”逻辑。建议关注三条主线：一是关注高股息、低估值、受益于特别国债注资的工商银行（601398）、农业银行（601288）、中国银行（601988）和建设银行（601939）；二是关注具备区域优势、业绩确定性强、地方债风险改善的成都银行（601838）、杭州银行（600926）、江苏银行（600919）；三是关注受益于房地产风险缓释、扩内需下零售端业务修复的招商银行（600036）。
- **风险提示：经济波动导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险。**

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 复盘：拨备反哺利润，红利行情贯穿全年	4
1.1 业绩回顾：非息支撑营收，拨备反哺利润	4
1.2 行情复盘：子板块实现全线上涨，红利行情贯穿全年	6
2. 基本面：全方位扩大国内需求，基本面预期改善	8
2.1 资产扩张：全方位扩大国内需求，信贷投放有望温和修复	8
2.2 净息差：存款成本改善效果加速释放，带动净息差降幅收窄	11
2.3 化风险：地方债房地产信用风险担忧缓解	13
3. 资金面：银行板块持续承接增量资金，估值重塑预期转强	18
3.1 险资增配高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强	19
3.2 互换便利中银行等高股息资产有望获得增配	21
3.3 以沪深 300ETF 为代表的被动权益资金扩容态势或将延续	22
4. 投资建议	23
5. 风险提示	25

插图目录

图 1：2024 年年初至今申万一级行业涨幅（%，截至 2024/11/29）	7
图 2：今年银行业细分板块涨跌幅（%，截至 2024/11/29）	7
图 3：今年银行业涨幅前十个股（%，截至 2024/11/29）	7
图 4：2024 年至今银行板块复盘（%，截至 2024/11/29）	8
图 5：社会融资规模存量及同比（万亿元，%）	9
图 6：社会融资规模增量及同比（亿元，%）	9
图 7 上市银行总资产增长情况（亿元，%）	9
图 8 上市银行贷款总额同比增速（单位：%）	9
图 9 各板块银行贷款总额同比增速（单位：%）	10
图 10 上市银行贷款同比增量分项占比（单位：%）	10
图 11 商业银行净息差（单位：%）	11
图 12 上市银行净息差、资产收益率与负债成本率（%）	11
图 13 LPR 变动情况（单位：%）	12
图 14 个人住房贷款加权平均贷款利率（%）	12
图 15 2024H1 上市银行按揭贷款占总贷款比重（单位：%）	12
图 16 上市银行不良率（单位：%）	14
图 17 2024H1 上市银行地方城投贷款敞口（单位：%）	15
图 18 1 年和 10 年国债到期收益率（%）	18
图 19 申万 31 个行业股息率排名（%）	19
图 20 20240930 险资持仓申万一级行业占比（%）	20
图 21 上市险企配置股票中的 FVOCI 占比（%）	20
图 22：SFISF 操作流程	21
图 23 沪深 300 指数基金规模变化（亿元，%）	22
图 24 指数基金规模分布（%）	22
图 25 沪深 300 指数成分股行业分布（%）	22
图 26 银行板块估值情况（截至 12 月 25 日）	24

图 27 银行个股估值情况（截至 12 月 25 日）	24
-----------------------------------	----

表格目录

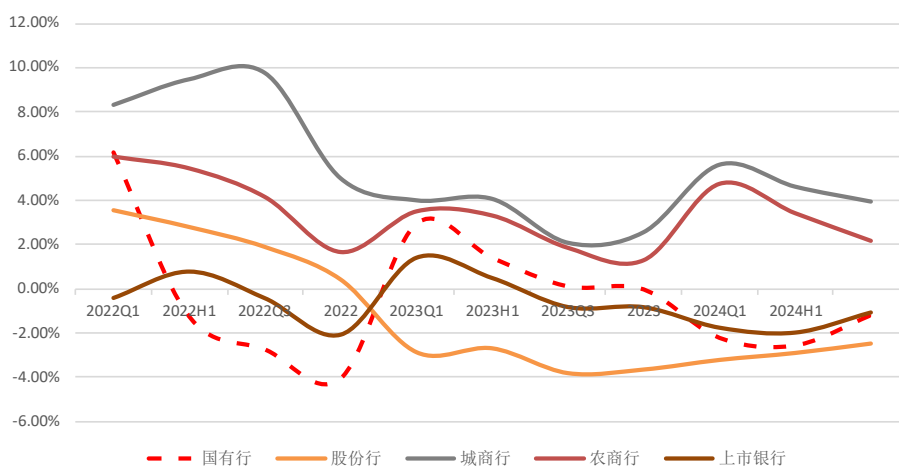
表 1: 盈利要素同比增长情况（单位：%）	5
表 2: 中央经济会议工作要点	10
表 3: 五大行存款利率调整情况（%）	13
表 4: 十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会上地方化债政策“组合拳”要点	14
表 5: 近期房地产政策梳理	16
表 6: 2024 年上半年上市银行房地产贷款资产质量情况（%）	17
表 7: 保险业资金运用情况表（亿元，%）	19
表 8: 2024 年 9 月末保险持仓前 10 个股（%）	21
表 9: 重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024/12/25）	25

1. 复盘：拨备反哺利润，红利行情贯穿全年

1.1 业绩回顾：非息支撑营收，拨备反哺利润

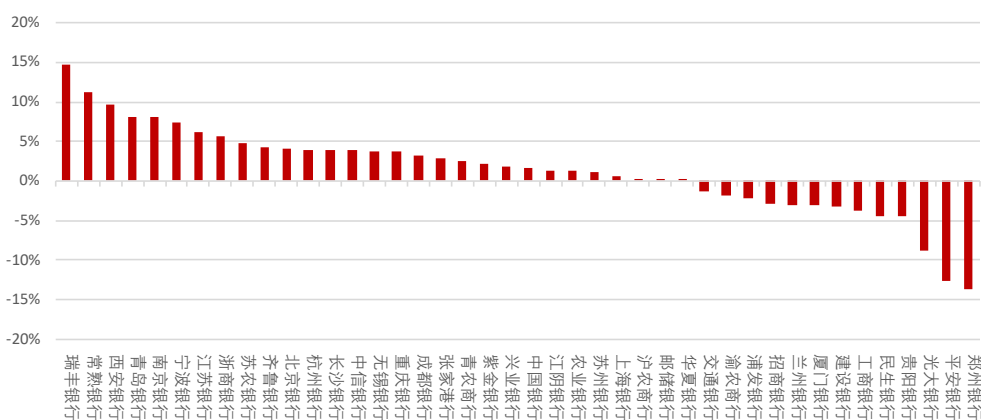
2024Q3 营收增速由负转正。2024 年前三季度，42 家上市银行实现营业收入 4.28 万亿元，同比-1.05%，城商行板块增速领跑同业。就第三季度而言，上市银行营收同比+0.89%，增速由负转正，增速环比扩大 3.07 个百分点，主要原因为债牛驱动非息收入高增长。具体到子板块，2024 年前三季度国有行/股份行/城商行/农商行营收同比增速分别为-1.19%/-2.49%/+3.93%/+2.15%。个股方面，瑞丰银行、常熟银行增速领先，均超 10%。

图 1 上市银行营收同比增速（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 2 2024 年前三季度上市银行营收同比增速排名（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2024 年前三季度其他非息收入是支撑营收唯一正增长项。具体到营收结构，**净利息收入**：受到存量房贷利率下调、LPR 下降和有效信贷需求不足影响，2024 年前三季度净利息收入同比-3.19%，但受益于存款利率下调以及监管对高息揽储行为的管控，负债成本有所减轻，第三季度净利息收入降幅有所收窄。**手续费及佣金净收入**：中间业务收入前三季度同比-10.75%，降幅环比有所收窄，主要原因为 9 月份一揽子新政后，资本市场活跃度显著好转，投资者风险偏好的修复带动银行财富管理业务边际回暖。**其他非息收入**：今年以来长端利率持续下行，债市表现较好，前三季度投资收益与公允价值变动收益推动其他非息收入实现 25.61%增速，是支撑营收的唯一正增长项。

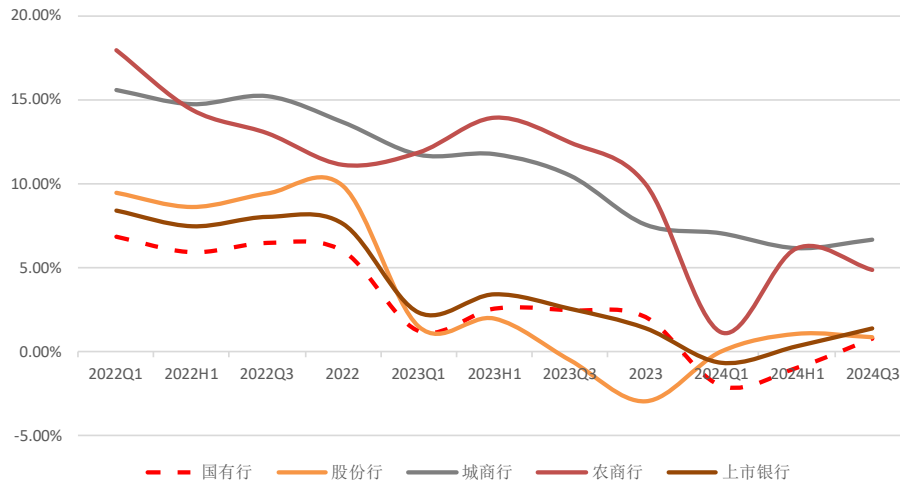
表 1：盈利要素同比增长情况（单位：%）

	2023	2024Q1	2024H1	2024Q3
利息净收入	-2.89%	-3.03%	-3.43%	-3.19%
手续费及佣金净收入	-7.72%	-10.32%	-12.03%	-10.75%
其他非息收入	+28.93%	+19.41%	+20.31%	+25.61%
营业收入	-0.81%	-1.73%	-1.95%	-1.05%
业务及管理费	+1.62%	+0.74%	+0.09%	+0.03%
减值损失	-7.39%	-3.01%	-7.97%	-7.11%
所得税费用	-6.11%	-12.06%	-5.18%	-5.59%
归母净利润	+1.44%	-0.61%	+0.37%	+1.43%

数据来源：iFind，东莞证券研究所

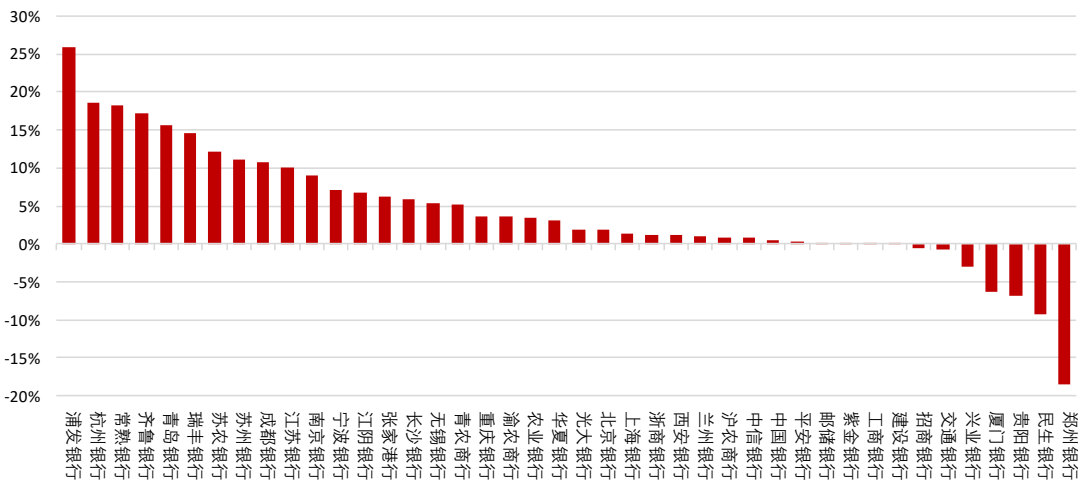
2024Q3 归母净利润增速环比提升。2024 年前三季度，42 家上市银行实现归母净利润 1.66 万亿元，同比增速为+1.43%，国有行/股份行/城商行/农商行归母净利润分别同比+0.79%/+0.85%/+6.67%/+4.88%。2024Q3 上市银行归母净利润增速为+3.53%，增速环比提升 2.07 个百分点，拨备继续反哺净利润。从个股来看，35 家银行实现归母净利润正增长，7 家银行负增长，个股进一步分化，其中浦发银行实现 25.86%的高增长，领跑行业。其次是杭州和常熟银行，增速均超 18%，经济强韧的区位优势、贷款需求高景气、资产质量优异、信用成本低均是净利润增长的重要动力。

图 3 上市银行归母净利润同比增速（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 4 2024 年前三季度上市银行归母净利润同比增速排名（单位：%）

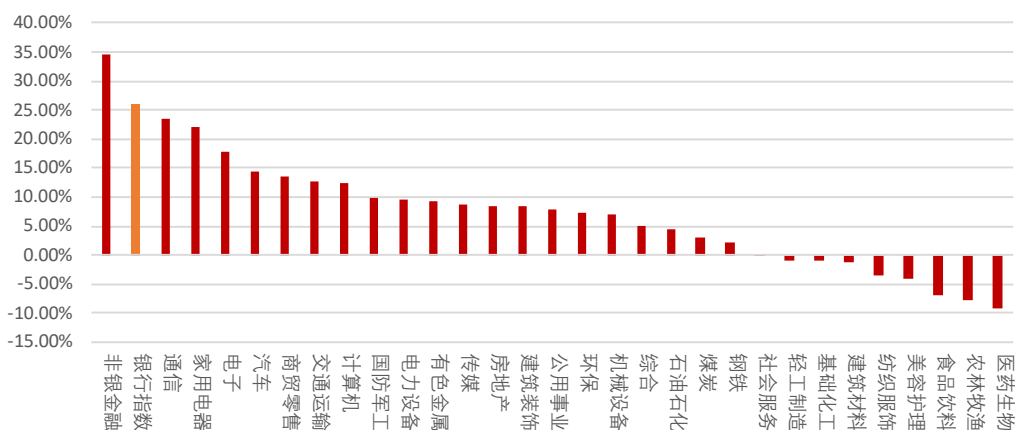


数据来源：iFind，东莞证券研究所

1.2 行情复盘：子板块实现全线上涨，红利行情贯穿全年

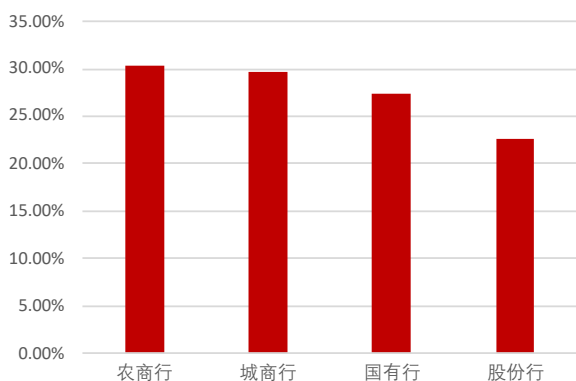
年初至今申万银行板块涨幅排名第二。今年年初至 11 月 29 日，申万银行业上涨 25.97%，跑赢沪深 300 指数 14.85 个百分点，在申万 31 个行业中排名第 2。各子板块实现全面普涨，农商行（+30.35%）>城商行（+29.61%）>国有行（+27.45%）>股份行（+22.62%）。从个股来看，除兰州银行以外，银行个股实现全线上涨，其中沪农商行、南京银行、浦发银行、成都银行和杭州银行涨幅超 40%。前三季度，在资本市场剧烈震荡与低利率环境下，基本面较为稳健、高股息、估值低的银行板块防御属性凸显，成为资金的避风港的优选。9 月 24 日，国内政策密集出台，市场风险偏好明显提升，科技成长板块占优，银行板块跑输沪深 300 指数。

图 1：2024 年年初至今申万一级行业涨幅（%，截至 2024/11/29）



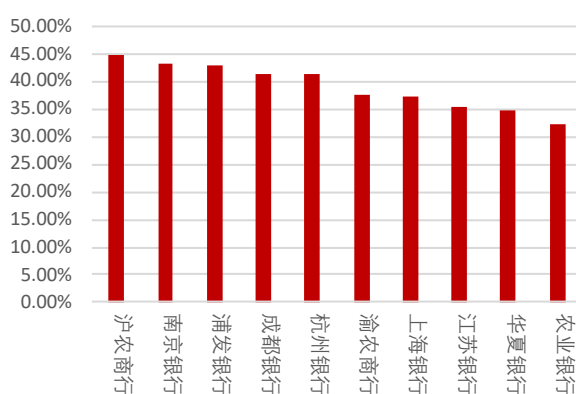
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 2：今年银行业细分板块涨跌幅（%，截至 2024/11/29）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

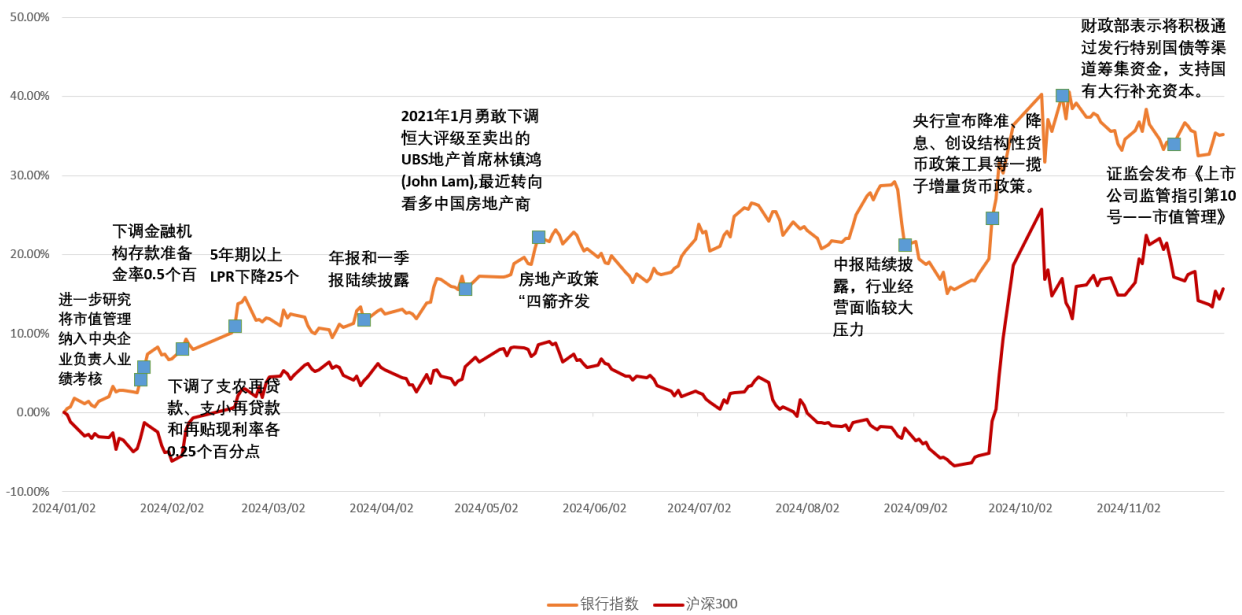
图 3：今年银行业涨幅前十个股（%，截至 2024/11/29）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

复盘银行板块年初至今的行情走势，整体以震荡上行为主，红利逻辑贯穿始终，具体可分为五个阶段。阶段一为年初至 3 月末，以逆周期调节政策驱动为主，运用降准、降再贴现利率、降息等政策端持续发力，提振投资者情绪。阶段二为 3 月末至 5 月初，以业绩驱动为主，业绩优异的城农商行涨幅领先，如杭州银行、常熟银行区间涨跌幅超 13%。阶段三为 5 月初至 5 月 22 日，主要以地产利好驱动为主，重磅政策“四箭齐发”，房地产贷款资产质量改善预期提升，提振银行板块估值。阶段四为 5 月末至 8 月末，银行中报陆续发布，行业仍面临较大的经营压力，期间板块以震荡为主。阶段五为 9 月 24 日至今，9 月 24 日，国内政策密集出台，推出降准、降息、降低存量房贷利率、补充银行资本金等增量政策，市场风险偏好明显提升，科技成长板块占优，银行板块中小银行上涨弹性更大，但银行整体跑输沪深 300 指数。

图 4：2024 年至今银行板块复盘（%，截至 2024/11/29）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

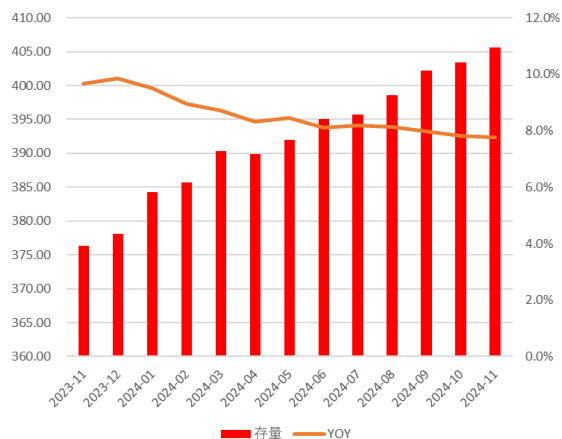
展望 2025 年，经济好转获得验证前，银行板块将继续承接坚守红利的增量资金，估值重塑加速进行中。虽然目前增量政策加速出台，但是政策落地“疗效”有待验证，“强预期”与“弱现实”或将持续“拉扯”。中长期而言，明年 1 月“新国九条”正式实施，在资本市场审美重塑过程中，低利率环境下银行的红利逻辑仍是确定性较强的布局方向，银行板块将继续承接增量资金，估值重塑进程加快。待经济好转获得数据的进一步验证，银行主线或将从“高股息”逻辑切换至“基本面复苏”逻辑。

2. 基本面：全方位扩大国内需求，基本面预期改善

2.1 资产扩张：全方位扩大国内需求，信贷投放有望温和修复

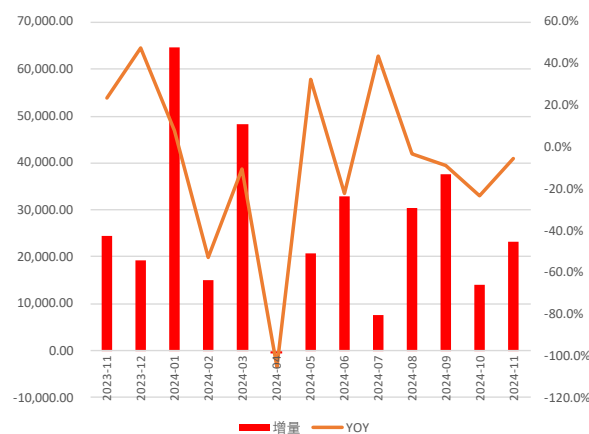
从社融数据来看，偏弱的总量与结构反映了当下内需不足问题仍较为突出。今年前 11 个月社会融资规模增量累计为 29.4 万亿元，比上年同期少 4.24 万亿元。11 月末，社会融资规模存量为 405.60 万亿元，同比增长 7.8%，增速处于历史低位。社融结构中，1-11 月人民币贷款均同比少增，为严重拖累项，社融增量则主要靠政府债券支撑。信贷方面，前 11 个月有 9 个月人民币贷款同比少增，居民端，消费需求仍有待提振，11 月短期贷款偏弱，中长期贷款在降低存量住房贷款利率等房地产刺激政策下于 11 月出现边际修复的迹象；企业端，短期与中长期贷款分别连续 12 个月和 9 个月同比少增。社融数据继续走弱除了金融核算方法优化带来的“挤水分”扰动，需求不足仍是主要矛盾。

图5：社会融资规模存量及同比（万亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

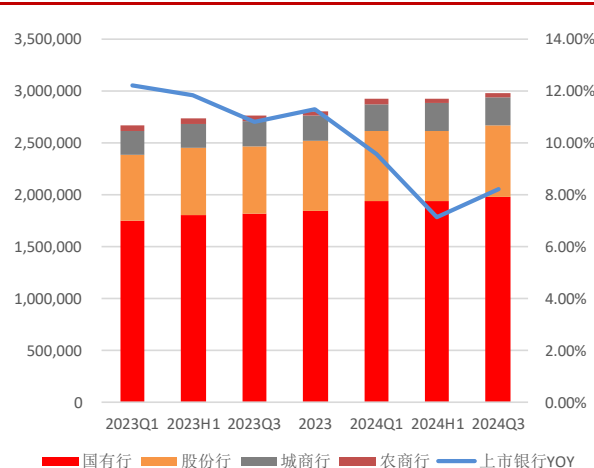
图6：社会融资规模增量及同比（亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

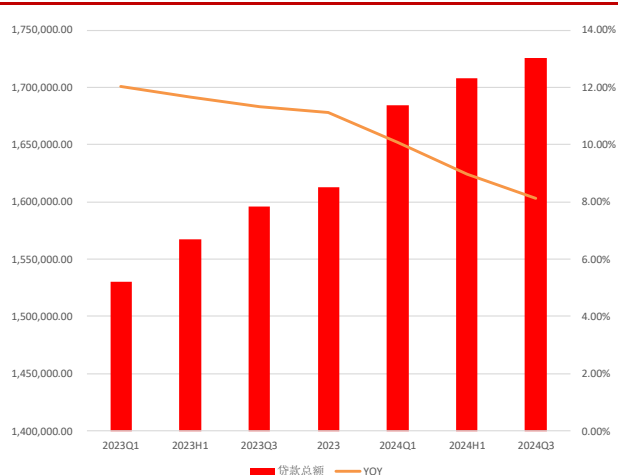
从上市银行的角度来看，**贷款投放增速放缓，对公强，零售弱**。由于高基数效应与有效需求不足，今年以来上市银行总资产规模扩张速度降至10%以下。前三季度贷款增速降至6.43%，信贷节奏继续放缓，除了实体融资需求这个主要影响因素，金融监管机构加强了对资金空转和虚增存贷款的打击力度也是重要原因之一。城商行受益于区域经济优势，贷款增速仍能保持两位数，股份行贷款增长乏力，或与零售端贷款恢复缓慢有关。具体到贷款结构，上半年上市银行同比新增贷款中，公司、个人贷款增量占比分别为76.71%和16.85%，分别较2023年-2.41pcts、-1.06pct，反映当下银行贷款投放对公强，零售弱的特征。

图7 上市银行总资产增长情况（亿元，%）



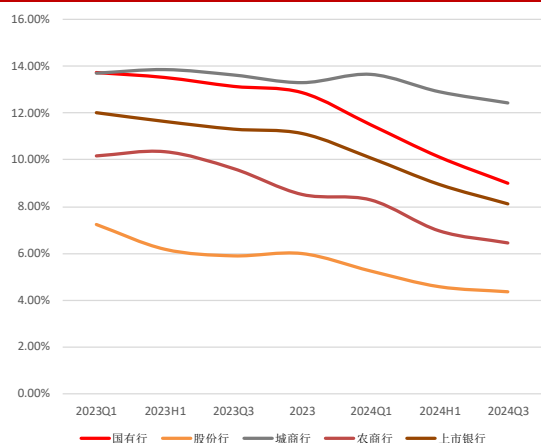
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图8 上市银行贷款总额同比增速（单位：%）



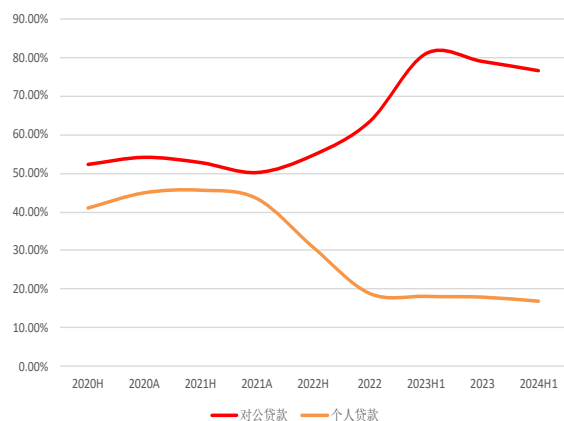
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 9 各板块银行贷款总额同比增速（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 10 上市银行贷款同比增量分项占比（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

宏观调控定调更加积极，信贷投放有望实现温和稳健复苏。中央经济工作会议表示，要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，加大财政支出强度，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构，提高资金使用效益。预计这一系列举措将直接扩大公共投资规模，从而激发基础设施建设、产业升级以及社会民生等领域的资金需求，而地方政府专项债券的发行与使用，则能进一步激活地方政府的投资动力，促进地方经济的蓬勃发展。随着这些投资项目的逐步落地实施，有望有力推动企业端信贷需求的增长，预计明年政府债继续成为社融增量的重要支撑项。其次，会议表示将实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，降准能够释放更多的流动性，增加银行的可贷资金规模，而降息则能够直接降低企业的贷款利息支出，提高其融资意愿。这些政策不仅有利于企业扩大生产和投资，提升信贷需求的可负担性，也促进了居民的消费和购房需求，从而间接推动了信贷投放的复苏。再者，会议将大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求作为 2025 年的重点任务，凸显了消费在经济发展中的重要性不断上升，明年促消费政策的范围和力度有望有所突破，前期受到零售端拖累的股份行或具备更大的修复弹性。

表 2：中央经济工作会议要点

政策要点	详细内容
要实施更加积极的财政政策	提高财政赤字率，加大财政支出强度，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构，提高资金使用效益。
要实施适度宽松的货币政策	适时降准降息，保持流动性充裕，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。
打好政策“组合拳”	完善部门间有效沟通、协商反馈机制，增强政策合力。把经济政策和非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，统筹政策制定和执行全过程，提高政策整体效能。

2025 年重点任务

大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。
发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。
扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。
有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。
统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。
加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。
协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型。
加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。

数据来源：金融监管总局，东莞证券研究所

2.2 净息差：存款成本改善效果加速释放，带动净息差降幅收窄

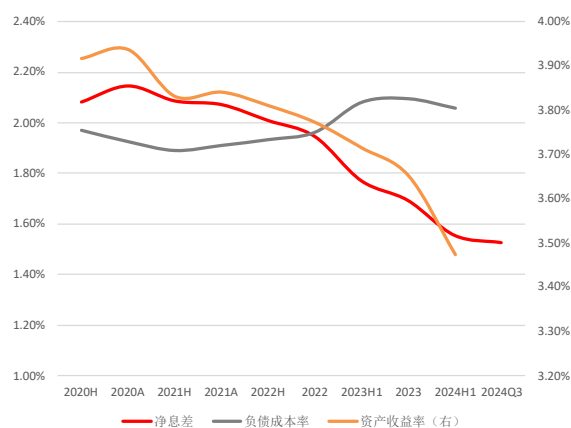
商业银行净息差已低于监管合意水平。新冠疫情开始于 2019 年 12 月初，全球经济受到了巨大的冲击，国内经济增速放缓，投资和消费需求显著减弱，商业银行净息差资产负债两端利率不对称下降，从 2019 年的 2.20% 降至今年三季度末的 1.53%，低于监管合意水平 1.80%。资产端方面，受融资需求收缩、政策利率持续下调等因素影响，贷款加权平均利率从 2019 年末的 5.74% 降至今年 9 月末的 4.15%，降幅达 159bps，这主要是由于 LPR 与存量房贷利率的多次下调。负债端，经济增速放缓也导致了居民储蓄意愿增强，定期化趋势延续，尽管政策利率下调，但银行存款成本仍呈现显著的刚性。具体到上市银行层面，今年三季度，上市银行加权平均净息差降至 1.53%，同比下降 18bps。上半年生息资产收益率和计息负债成本率分别为 3.47% 和 2.06%，负债成本比 2023 年末有所改善。

图 11 商业银行净息差（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 12 上市银行净息差、资产收益率与负债成本率（%）

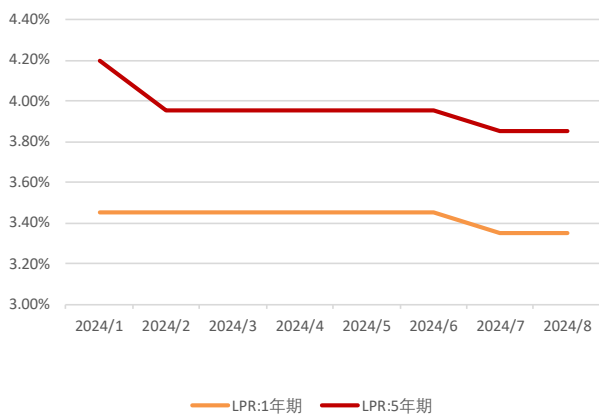


资料来源：iFind，东莞证券研究所

2025 年银行资产端收益率或仍在下滑趋势中。在定价方面，预计 2025 年资产端收益率受制于 LPR 下调、存量按揭贷款调降以及化债政策，将延续下行态势。一是 **LPR 调降**：今年 2 月、7 月和 10 月 LPR 进行 3 次下调，1 年期和 5 年期 LPR 分别调降 30

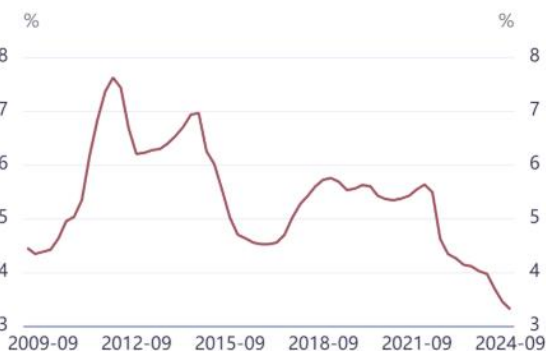
和 65 个基点，贷款重定价将使得资产端价格继续承压。**二是存量按揭贷款利率调整：**今年 10 月末大部分存量房贷将完成批量调整，对于加点幅度高于-30 基点的存量房贷利率，将统一调整到不低于-30 个基点，且不低于所在城市目前执行的新发放房贷加点下限（如有），使得利率水平靠近全国新发放房贷利率附近，预计平均降幅 0.5 个百分点左右。截至今年 9 月末，个人住房贷款利率已降至历史新低 3.31%。预计按揭贷款占比更高的国有行受到影响更大，其次是股份行。**三是置换隐性债务：**11 月 8 日，《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》通过，从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。近三年密集安排 8.4 万亿元，显著降低了近几年地方需消化的隐性债务规模，让地方卸下包袱、轻装上阵。同时，由于法定债务利率大大低于隐性债务利率，置换后将大幅节约地方利息支出，根据估算，五年累计可节约 6000 亿元左右。银行参与化债，利息收入减少，资产端结构上的调整也会影响资产端的收益率。综合中央经济会议表示将实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，2025 年 LPR 等利率政策仍有进一步向下调整的预期，银行的资产端收益率或仍在下滑趋势中。

图 13 LPR 变动情况（单位：%）



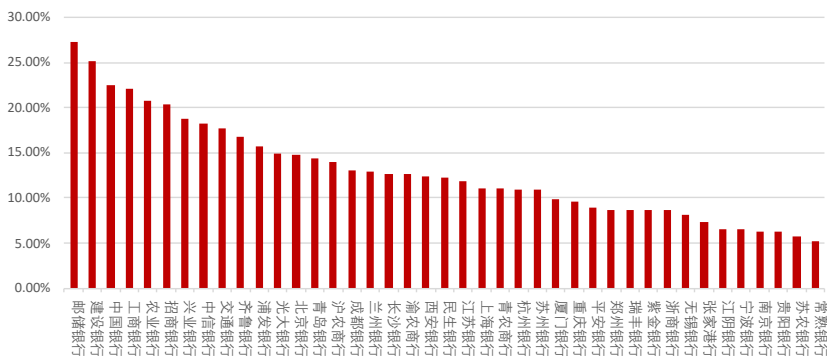
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 14 个人住房贷款加权平均贷款利率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 15 2024H1 上市银行按揭贷款占总贷款比重（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2025 年银行负债端后续表现或更为积极。在存款成本上，自 2022 年 9 月以来，商业银行共历经 6 轮存款利率的调降，上一次调降为今年 10 月。6 轮调降后，活期挂牌利率下降了 20bps，一年期、三年期和五年期整存整取挂牌利率分别下调了 65bps、125bps 和 120bps，长期限挂牌利率下调幅度更大，在最新挂牌利率中，国有行的五年期整存整取已降至 1.55%。中央经济会议提出，“实施更加积极有为的宏观政策”“实施更加积极的财政政策”和“实施适度宽松的货币政策”，表明 2025 年政策层面将加大稳增长力度的明确意图，继续通过调整利率等货币政策工具来引导市场利率下行的预期更加强烈，在此背景下，存款利率或仍有进一步下调的空间。**至于高息揽储方面**，市场利率定价自律机制发布了倡议，明确禁止通过手工补息高息揽储，并要求银行遵守存款利率授权上限。除手工补息外，多家银行已正式下线智能通知存款产品。同时，长期大额存单也被部分银行停售或缩减额度，除金融基础设施机构外的其他非银同业活期存款应参考公开市场 7 天期逆回购操作利率合理确定利率水平，以减轻负债成本压力。根据央行数据，二季度规范手工补息为银行节省利息支出超过 800 亿元。今年上半年，上市银行负债端已出现改善迹象，加权平均负债成本较 2023 年下降 3bp 至 2.06%，36 家上市银行的负债成本较 2023 年改善。预计 2025 年存款成本改善效果将持续释放，一定程度对冲资产端的下行压力，进而带动净息差降幅收窄。

表 3：五大行存款利率调整情况（%）

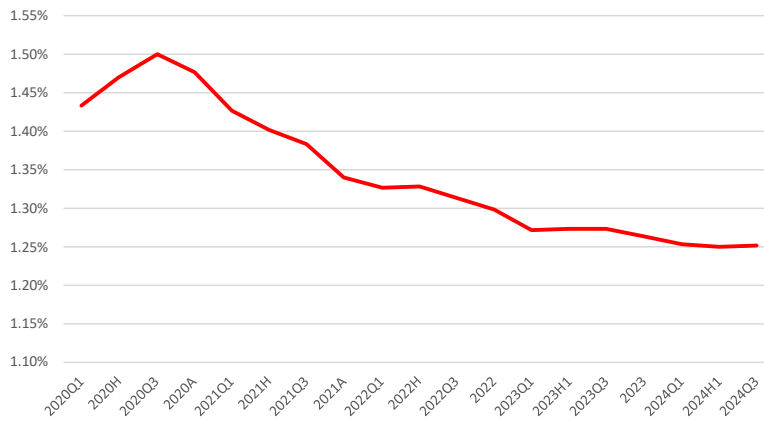
存款类型	期限	2022.9	2023.6	2023.9	2023.12	2024.7	2024.10
活期存款		0.25	0.20	0.20	0.20	0.15	0.10
定期存款 (整存整取)	六个月	1.45	1.45	1.45	1.35	1.25	1.00
	一年	1.65	1.65	1.55	1.45	1.35	1.10
	三年	2.60	2.45	2.20	1.95	1.75	1.50
	五年	2.65	2.50	2.25	2.00	1.80	1.55

资料来源：五大行官网，东莞证券研究所

2.3 化风险：地方债房地产信用风险担忧缓解

2024 年三季度末，上市银行不良贷款率为 1.25%，其中国有行、股份行、城商行和农商行的不良率分别为 1.29%、1.22%、1.06%和 1.09%。从个股上来看，42 家银行中有 26 家银行不良贷款率较 2024 年上半年改善，16 家银行的不不良率控制在 1% 以下。尽管近年来银行整体不良率稳中向好，但在房地产市场较为低迷及地方政府债务负担日益加重的双重压力下，市场对于房地产领域与城投债风险敞口的担忧显著升温，这已成为制约银行板块估值提升的主要因素。

图 16 上市银行不良率（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2.3.1 地方债角度：银行地方债敞口的资产质量有望改善

第四轮化债正在稳步推进中。为应对土地财政走弱、地方债务以及地方财政收支平衡压力加大的形势，2023 年至今，我国正在推动第四轮化债。2023 年 7 月，中共中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。财政部安排了超过 2.2 万亿元地方政府债券额度，支持地方特别是高风险地区化解存量债务风险和清理拖欠企业账款，地方政府债务风险得到了整体缓解。截至 2023 年末，全国纳入政府债务信息平台的隐性债务余额比 2018 年摸底数减少了 50%，债务风险可控。今年 11 月 8 日，全国人大常委会表决通过了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，增加地方政府债务限额 6 万亿元，用于置换存量隐性债务。从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。同时明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。上述三项政策协同发力，此番用于化债的组合拳规模达 12 万亿元。2028 年之前地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元不到原来的六分之一，化债压力大大减轻。这是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，这无疑是一场政策及时雨，将大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心，巩固基层“三保”。

表 4：十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会上地方化债政策“组合拳”要点

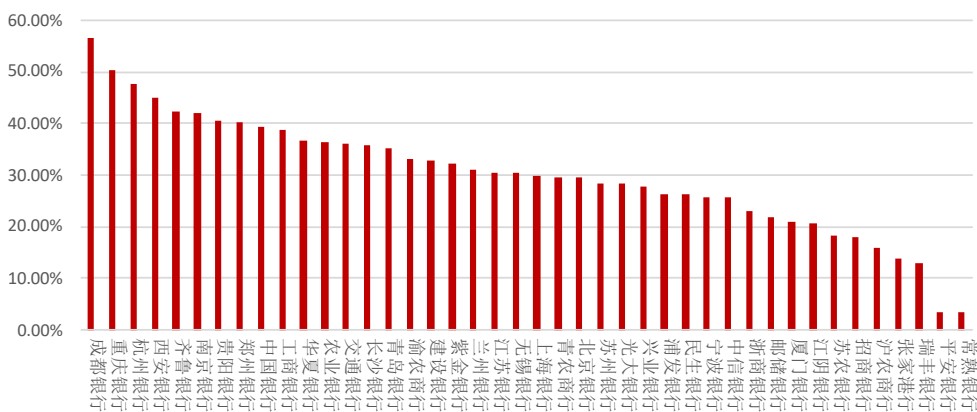
政策要点	详细内容
1	增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，全部安排为专项债务限额，2024 年至 2026 年每年 2 万亿元支持地方用于置换各类隐性债务
2	从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元

2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，
仍按原合同偿还

数据来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

化债的推进有助于改善银行地方债敞口的资产质量，降低信用风险。化债政策的推行，对地方隐性债务进行了有效转化，将其从原本高风险的状态转变为规范且透明的地方政府债券，降低了银行的信用风险敞口，减轻银行的减值损失，释放盈利水平。大部分上市银行的涉政资产并未进入不良，并未进行计提，虽然化债很难直接带来银行不良率等表观指标的改善，但长期来看，随着化债压力的减轻，银行将有更多资源用于支持优质企业的融资需求，进一步降低不良贷款率，实现良性高质量增长。同时，随着地方政府偿债能力的增强，银行在为地方政府提供融资时能够享受更稳定优质的利息收入，保持盈利水平稳健。这有助于改善市场对银行资产质量的悲观预期，从而推动银行估值的修复。若用交运、水利、电力、建筑业、租赁和商务服务业来估算地方城投贷款敞口，则该敞口占比较高的成都银行、重庆银行和杭州银行可能在化债中更加受益。

图 17 2024H1 上市银行地方城投贷款敞口（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2.3.2 房地产角度：房地产贷款不良压力有望加速缓释

房地产政策力度不断加大，房地产市场止跌回稳动能增强。今年 9 月以来，中央及有关部门多次部署促进房地产市场平稳健康发展工作，政策力度持续加大。12 月 12 日，中央经济工作会议表明，牢牢守住不发生系统性风险底线，持续用力推动房地产市场止跌回稳。加力实施城中村和危旧房改造，推动构建房地产发展新模式，稳妥处置地方中小金融机构风险。10 月份以来，房地产市场呈现出积极的变化趋势，进入 11 月，楼市交易更趋活跃，市场预期得以改善，整体正稳步朝向止跌企稳的方向发展。一是市场交易活跃度显著提升，自 10 月份起，房地产市场交易总量呈现回升态势，而 11 月份的新建商品房销售情况实现了进一步的改善，11 月份的单月销售面积与销

售额均实现了正增长。二是房价出现回稳势头，11 月份 70 个大中城市中，新建商品住宅销售价格环比上涨的城市数量较上月+10pcts，二手住宅销售价格环比上涨的城市数量则较上月+2pcts。三是市场预期继续改善，11 月份的房地产业市场预期指数较上月+1.1pct。

表 5：近期房地产政策梳理

日期	会议	详细内容
9.24	国务院新闻 发布会	降低存量房贷利率、降低二套房首付比例、优化保障性住房再贷款政策以及延长两项房地产金融政策文件的期限。
9.26	中央政治局	强调要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
10.12	国新办新闻 发布会	首提专项债用于收购存量商品房，将其用作各地的保障性住房，同时将保障性安居工程补助资金更多用于地方；允许专项债券用于土地储备，支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目；房地产税收政策有望优化。
10.17	国新办新闻 发布会	延续促进房地产市场止跌回稳的政策基调，提出“四个取消、四个降低、两个增加”的地产组合拳。
11.11	自然资源部	公开《运用地方政府专项债券资金收购存量闲置土地的通知》，明确了地方政府专项债券收购闲置土地的操作细则。
11.13	财政部、国 家税务总 局、住房城 乡建设部	发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，明确了多项支持房地产市场平稳健康发展的税收优惠政策。随后北京、上海等地快速跟进。
12.9	中共中央政 治局	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。
12.12	中央经济工 作会议	有效防范化解重点领域风险。牢牢守住不发生系统性风险底线，持续用力推动房地产市场止跌回稳。加力实施城中村和危旧房改造，推动构建房地产发展新模式，稳妥处置地方中小金融机构风险。

数据来源：中央人民政府官网整理，东莞证券研究所

银行对公房地产贷款不良压力有望加速缓释。一揽子促进房地产市场止跌回稳的措施初步显现成效，房地产市场的供需两端有望得到有效调整。在需求端，通过降低存量房贷利率、降低二套房首付比例等刺激购房需求，推动房地产销售回暖，从而帮助房企改善现金流，降低违约风险，并间接减少了银行的不良贷款。在供给端，收储商品房用作保障房以及回收存量闲置土地加速房企消化库存，加快资金周转，降低财务风险，提升房企的偿债能力，进一步降低银行贷款的违约风险。这些措施共同作用，

不仅帮助房企重构财务结构，恢复其可持续发展的能力，银行的不良贷款率和不良生成也将受益逐步回落，前期压制银行板块的因素有望逐步缓释。后续仍需继续关注楼市销售的改善情况与房企化债的进程，以及其对银行贷款的传导效果。对公房地产规模占比更高的银行的股份行后续边际改善的空间更大。

表 6：2024 年上半年上市银行房地产贷款资产质量情况（%）

	房地产贷款占比	房地产不良率	按揭贷款占比	不良按揭贷款率
农业银行	3.91%	5.08%	20.84%	0.58%
交通银行	6.39%	4.97%	17.67%	0.48%
工商银行	3.95%	4.14%	22.15%	0.60%
邮储银行	3.30%	2.25%	27.27%	0.50%
建设银行	4.05%	4.61%	25.11%	0.54%
中国银行	7.37%	3.03%	22.54%	0.48%
国有行	4.71%	4.06%	22.66%	0.54%
平安银行	7.58%	1.26%	8.98%	0.44%
浦发银行	7.18%	2.74%	15.68%	0.75%
华夏银行	4.28%	2.56%	0.00%	-
民生银行	7.70%	5.29%	12.21%	0.83%
招商银行	5.04%	5.12%	20.38%	0.40%
兴业银行	8.42%	1.08%	18.79%	0.65%
光大银行	4.27%	4.51%	14.89%	-
浙商银行	10.38%	1.26%	8.61%	-
中信银行	4.96%	2.30%	18.27%	-
股份行	6.45%	2.89%	14.99%	0.42%
兰州银行	8.72%	2.03%	12.89%	1.25%
宁波银行	9.73%	0.10%	6.55%	-
郑州银行	7.76%	6.86%	8.72%	1.12%
青岛银行	7.00%	2.17%	14.41%	-
苏州银行	8.20%	1.64%	10.89%	0.27%
江苏银行	3.98%	2.83%	11.89%	-
杭州银行	4.11%	7.07%	10.91%	0.16%
西安银行	4.97%	-	12.39%	-
南京银行	3.09%	-	6.33%	-
北京银行	5.62%	-	14.85%	-
厦门银行	3.96%	0.03%	9.80%	-
上海银行	8.42%	1.39%	11.10%	0.35%
长沙银行	3.13%	0.00%	12.71%	-
齐鲁银行	1.34%	1.38%	16.77%	-
成都银行	5.22%	1.82%	13.01%	0.63%
重庆银行	2.34%	5.78%	9.59%	1.08%
贵阳银行	12.29%	0.50%	6.25%	-
城商行	5.79%	1.95%	11.08%	0.22%
江阴银行	0.90%	-	6.60%	-
张家港行	1.05%	-	7.29%	-

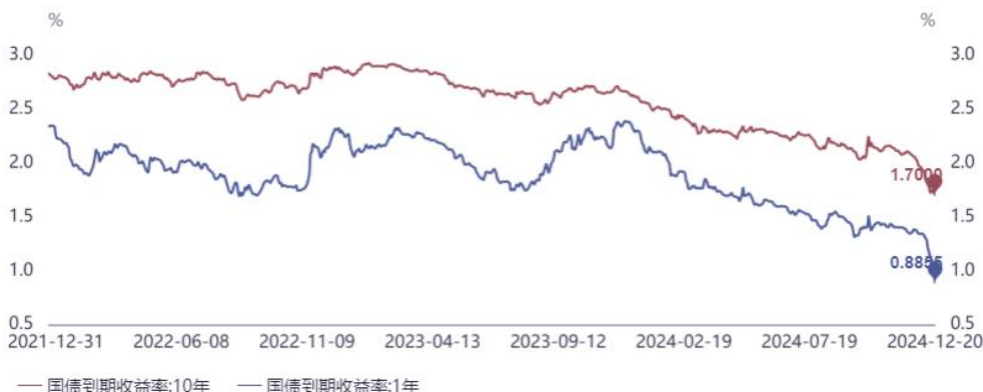
青农商行	5.60%	4.79%	11.01%	1.33%
无锡银行	0.96%	-	8.10%	-
渝农商行	0.66%	6.88%	12.70%	1.05%
常熟银行	0.76%	-	5.24%	-
瑞丰银行	1.90%	-	8.65%	-
沪农商行	14.80%	1.73%	14.04%	-
紫金银行	4.70%	-	8.63%	-
苏农银行	2.09%	-	5.77%	-
农商行	5.29%	2.26%	10.70%	0.44%

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

3. 资金面：银行板块持续承接增量资金，估值重塑预期转强

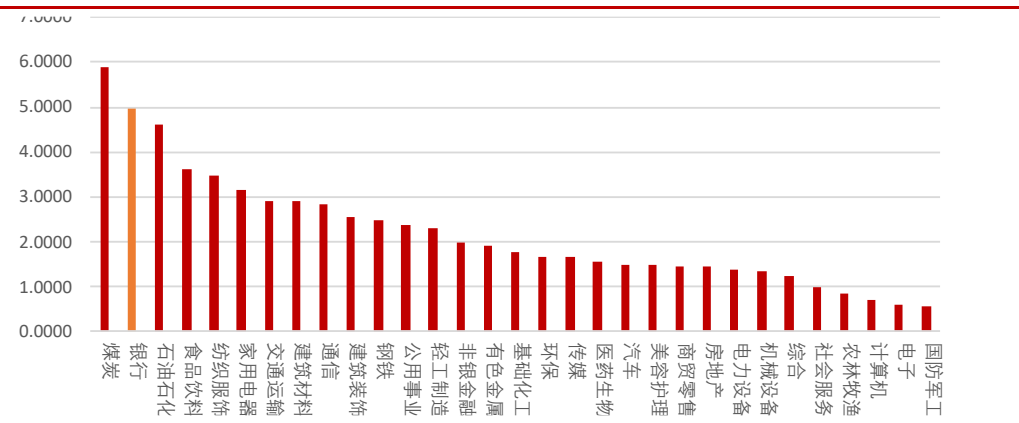
长端利率快速下行，高股息资产的配置价值凸显。作为“十四五”规划的收官之年以及外部冲击不确定性较大的一年，2025 年的经济稳增长诉求更加迫切。中共中央政治局会议首提“超常规逆周期调节”，并时隔 14 年后再提“货币政策适度宽松”，宏观政策将更加“积极有为”，整体表述超出市场预期。财政更加积极与货币适度宽松的组合，为历史首次，再加上超常规逆周期调节，给了经济刺激方案比较大的想象空间，市场降准降息预期更加强化。政治局会议的定调、理财增量资金的涌入叠加银行保险增强了债券的配置力量，长端利率快速下行，截至 12 月 20 日，10 年期国债到期收益率已降至历史新低 1.7%，1 年期国债到期收益率以下破 1% 以下，低至 0.89%，此时银行板块股息率为 4.99%。考虑当下处于长端利率下行趋势难以扭转，以及当下国际形势复杂多变、政策对经济刺激的成效仍需观察的阶段，兼顾“防御性”与“确定性”的高股息资产吸引力不减。

图 18 1 年和 10 年国债到期收益率 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 19 申万 31 个行业股息率排名 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

3.1 险资增配高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强

从险资角度考虑，随着长端利率持续下行，险资资产端的压力进一步增大。在新金融工具准则下，若险企直接投资权益市场，更多权益类资产公允价值变动将直接计入当期损益，利润表对权益市场波动更为敏感。为了避免利润波动过大，保险公司更倾向于配置波动率较小、分红稳定且估值合理的资产，并将其计入 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产）中，分红计入利润表，基于以上考虑，稳定盈利、分红率高的高股息资产持续获得险资的青睐。

截至今年 9 月末，险资的持仓结构中，银行板块占比高达 45.76%，其次是公用事业，占比 9.17%，在持仓最高的前十个股中，剔除中国平安持有的平安银行，有 5 个个股属于银行板块，浦发银行为第一大持仓股，占比为 12.08%。根据今年三季度保险业资金运用情况，人身险公司和财产险公司的股票投资占比分别环比提升 0.56 和 0.54 个百分点至 7.05%和 7.55%。中央政治局会议表示，要大力引导中长期资金入市，打通保险资金入市堵点，努力提振资本市场，近期金融监管总局表示原定 2024 年底结束的保险公司偿付能力监管规则（II）过渡期延长至 2025 年底，是继去年 9 月降低风险因子后再次给险资入市松绑的新举措，险资中长期资金入市步伐有望加速，增配银行等高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强。

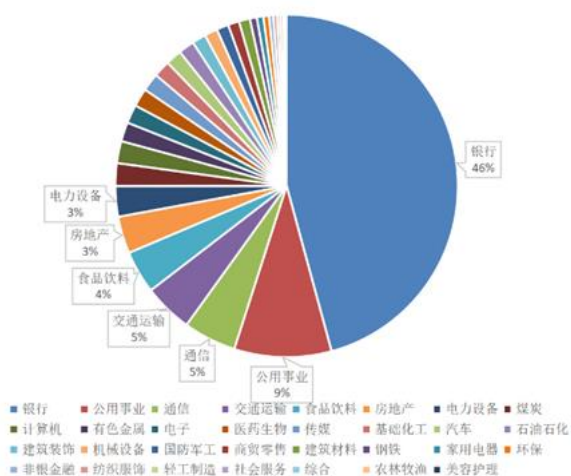
表 7：保险业资金运用情况表（亿元，%）

项目	2024Q3			2024Q2		
	账面余额	规模占比	同比增长	账面余额	占比	同比变化
资金运用余额	321512	100.00%	14.06%	308668	100.00%	10.98%
年化财务收益率	3.12%			2.87%		
年化综合收益率	7.16%			6.91%		

人身险公司						
资金运用余额	21358	100.00%	6.74%	21091	100.00%	5.24%
其中：银行存款	3818	17.88%	2.37%	3977	18.86%	2.80%
债券	7961	37.27%	9.44%	7887	37.40%	10.68%
股票	1506	7.05%	14.89%	1370	6.49%	6.69%
证券投资基金	2118	9.92%	18.11%	1861	8.82%	2.45%
长期股权投资	1365	6.39%	7.26%	1333	6.32%	5.64%
年化财务收益率	3.14%		3.20%			
年化综合收益率	5.47%		5.03%			
财产险公司						
资金运用余额	289405	100.00%	14.93%	277113	100.00%	11.78%
其中：银行存款	24240	8.38%	7.35%	23699	8.55%	-0.04%
债券	142326	49.18%	25.52%	133614	48.22%	23.06%
股票	21838	7.55%	17.24%	19424	7.01%	4.16%
证券投资基金	15686	5.42%	4.32%	15167	5.47%	3.03%
长期股权投资	22925	7.92%	0.42%	23016	8.31%	0.93%
年化财务收益率	3.04%		2.83%			
年化综合收益率	7.30%		7.09%			

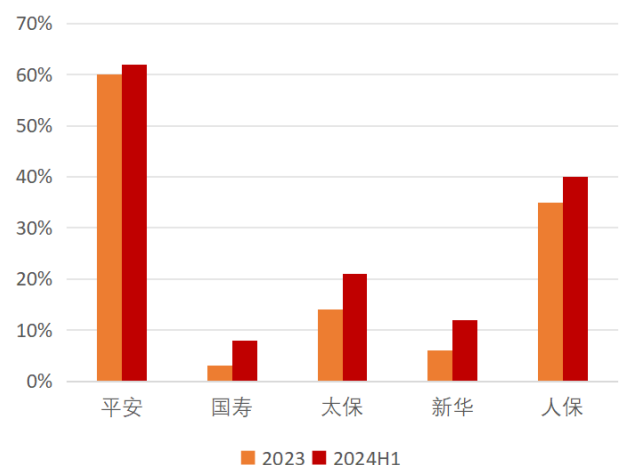
资料来源：金融监管总局，东莞证券研究所

图 20 20240930 险资持仓申万一级行业占比 (%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所（计算占比均剔除中国人寿集团持有的中国人寿和中国平安持有的平安银行）

图 21 上市险企配置股票中的 FVOCI 占比 (%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

表 8：2024 年 9 月末保险持仓前 10 个股（%）

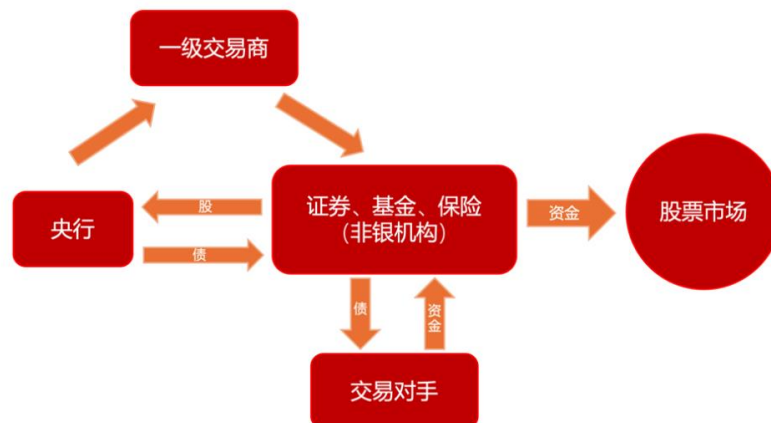
股票简称	所属行业	占保险总持仓	股息率（%）
中国人寿	非银金融	剔除	1.52
平安银行	银行	剔除	8.30
浦发银行	银行	12.08%	3.35
兴业银行	银行	11.04%	5.62
招商银行	银行	8.73%	5.20
长江电力	公用事业	6.09%	2.81
华夏银行	银行	3.91%	4.95
中国联通	通信	3.50%	2.77
民生银行	银行	2.35%	8.59
贵州茅台	食品饮料	1.96%	4.85

资料来源：金融监管总局，东莞证券研究所（计算占比均剔除中国人寿集团持有的中国人寿和中国平安持有的平安银行）

3.2 互换便利中银行等高股息资产有望获得增配

2024 年 9 月 24 日，央行行长在“一行一局一会”发布会上宣布，人民银行第一次创设结构性货币政策工具支持资本市场。其中一项是证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司使用自身拥有的债券、股票 ETF、沪深 300 成分股作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，这项政策将大幅提升相关机构的资金获取和股票增持，机构通过这个工具获取的资金只能用于投资股票市场。此前股市增量资金不足是市场疲乏的重要原因，该新政将大幅提升相关机构的资金获取和股票增持，相当于向市场注入流动性，是活跃资本市场的重要举措。在资产配置方面，机构更倾向于选择能够带来稳定现金流和较高股息回报的股票，以优化其投资组合的风险与收益平衡，银行板块具备股价稳定和股息率较高的特点，它有望成为机构投资的重点方向。如果非银机构拟投资的股票标的分红率够高，那么股票分红率与互换成本的差值就构成了套利空间。这一机制使得高股息股票更具投资价值，也吸引了更多机构投资者的关注。

图 22：SFISF 操作流程



数据来源：东莞证券研究所

3.3 以沪深 300ETF 为代表的被动权益资金扩容态势或将延续

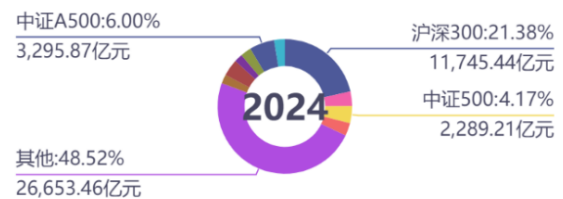
目前沪深 300 指数 ETF 规模突破一万亿，银行占比最高。Wind 数据显示，截至 2024 年三季度末，被动指数型基金（含指数增强型基金）持有 A 股市值达 3.16 万亿元，首次超过同期主动权益类基金 2.89 万亿元的总市值，迎来历史性时刻。今年以来，沪深 300ETF 获得大量资金持续涌入，目前沪深 300 指数 ETF 规模突破一万亿，较 2023 年末增加 7676 亿元，在所有指数基金的占比为 21.38%，较 2023 年末提升 9.21 个百分点。从沪深 300 指数成分股的行业分布来看，占比最高的是银行 12.62%，其次是非银金融 11.72%。

图 23 沪深 300 指数基金规模变化（亿元，%）



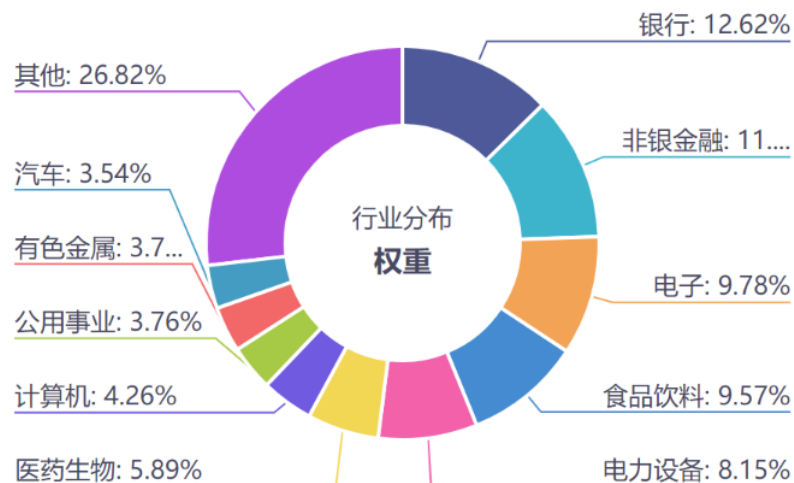
资料来源：iFinD

图 24 指数基金规模分布（%）



资料来源：iFinD

图 25 沪深 300 指数成分股行业分布（%）



数据来源：iFinD

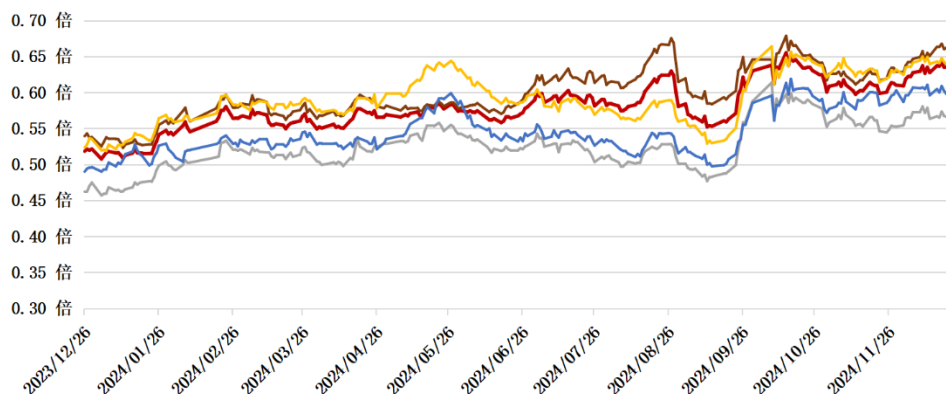
于个人投资者而言，随着市场环境的变化，被动投资理念兴起，2024 年以来被动指数型基金在今年第三季度实现了 5479 亿元的利润，占据所有公募基金利润 49%，进一步验证了被动投资策略的有效性。随着国九条重塑资本市场的审美，沪深 300ETF 作为大盘蓝筹股的代表指数，其成分股具有业绩稳定、市值较大、流动性好等特点，成为投资者配置中的重要选择之一。特别是今年全国实施个人养老金制度后，证监会将首批 85 只权益指数基金纳入个人养老金投资产品目录，以沪深 300ETF 为代表的指数基金有望成为个人养老金的重要投资载体。而对于中长期机构资金而言，被动投资基金具备的低成本、低风险、规模大、分散化投资等优势能够较好地满足耐心资金的投资需求，政策支持险资、社保基金等机构提高权益投资比例，以沪深 300ETF 为代表的被动权益资金扩容态势大概率将延续，而占比最大的银行也将继续承接被动资金的流入，叠加市值管理的深入落实，市场对银行板块估值重塑预期转强。

4. 投资建议

展望 2025 年，稳增长、扩内需、化风险政策定调积极，我们预计前期经营压力较大的银行业基本面预期有所改善。第一方面体现在“全方位扩大国内需求”的政策定调，有望推动信贷投放实现温和修复；第二方面是监管持续引导存款成本改善，预计将带动银行净息差降幅收窄；第三方面是近期化债、稳楼市等政策加速推出，银行相应的信用风险担忧缓解，利好资产质量的改善。而从资金面考虑，长端利率快速下行，高股息资产的配置价值凸显。一是险资增配高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强，二是随着市值管理、互换便利、回购增持再贷款等政策的深入推进与落实，我们预计资金还会继续朝着与政策导向相符的破净低估、红利高股息方向聚集流动。三是随着市场环境的变化以及国九条对资本市场审美的重塑，以沪深 300ETF 为代表的被动权益资金扩容态势或将延续，占比最大的银行将继续承接被动资金的流入，推动银行股实现价值重估。

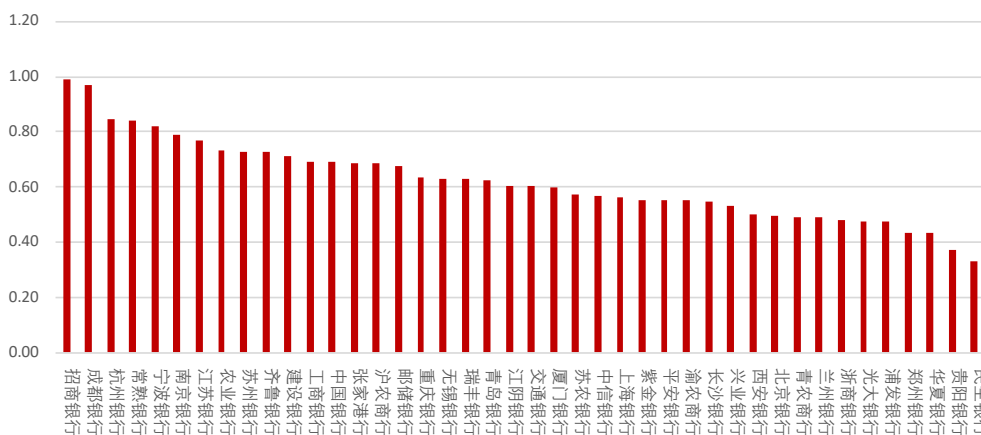
截至 12 月 25 日，银行板块的 PB 为 0.66，处于近 10 年的 33.10% 历史分位点，其中国有行、股份行、城商行和农商行的 PB 为 0.69、0.58、0.65 和 0.61。所有个股均破净，PB 最高为招商银行 0.99。12 月 17 日国务院国资委正式发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，中央企业要从并购重组、市场化改革、信息披露、投资者关系管理、投资者回报、股票回购增持等六方面改进和加强控股上市公司市值管理工作。考核机制渐趋明确，市值管理不再单纯聚焦于市值本身，而是要求上市公司着力改善经营治理水平，提升经营绩效，契合红利投资者的偏好，与市值管理形成正向共振效应，银行板块的整体估值有望进一步实现修复。

图 26 银行板块估值情况（截至 12 月 25 日）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 27 银行个股估值情况（截至 12 月 25 日）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

虽然目前出台了很多增量政策，但是政策落地“疗效”有待验证，“强预期”与“弱现实”或将持续“拉扯”。中长期而言，明年 1 月“新国九条”正式实施，在资本市场审美重塑过程中，低利率环境下银行的红利逻辑仍是确定性较强的布局方向。待经济好转获得数据的进一步验证，银行主线或将从“高股息”逻辑切换至“基本面复苏”逻辑。建议关注三条主线：一是关注高股息、低估值、受益于特别国债注资的工商银行（601398）、农业银行（601288）、中国银行（601988）和建设银行（601939）；二是关注具备区域优势、业绩确定性强、地方债风险改善的成都银行（601838）、杭州银行（600926）、江苏银行（600919）；三是关注受益于房地产风险缓释、扩内需下零售端业务修复的招商银行（600036）。

表 9：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024/12/25）

股票代码	简称	股价	BVPS (元)			PB (X)			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
601398	工商银行	6.94	9.55	10.26	10.99	0.73	0.68	0.63	买入	维持
601288	农业银行	5.31	6.88	7.42	7.98	0.77	0.72	0.67	买入	维持
601988	中国银行	5.51	7.58	8.15	8.78	0.73	0.68	0.63	买入	维持
601939	建设银行	8.88	11.80	12.81	13.83	0.75	0.69	0.64	买入	维持
601838	成都银行	16.97	17.10	19.40	22.03	0.99	0.87	0.77	买入	维持
600926	杭州银行	14.73	15.90	18.28	21.00	0.93	0.81	0.70	买入	维持
600919	江苏银行	9.72	11.47	13.12	14.54	0.85	0.74	0.67	买入	维持
600036	招商银行	39.40	36.71	41.06	45.18	1.07	0.96	0.87	买入	维持

数据来源：iFinD，东莞证券研究所。

5. 风险提示

- (1) 经济波动导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；
- (2) 房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；
- (3) 市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn