

2025年5月7日

# 银行业点评

优于大市

## 复盘和展望：贸易战如何影响银行股？

### ◆ 行业研究·行业快评

证券分析师：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn
证券分析师：	陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn

### ◆ 银行

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：	BPC378
执证编码：	BPB885

## 核心观点：

伴随关税冲击逐步显现，我们判断资本市场交易也将回归基本面。本报告复盘 2018–2019 年贸易冲突之下银行业基本面和资本市场表现，但两轮贸易冲突对银行业的影响虽有相似性，却不具备完全可比性，因此主要选取 2018–2019 年可借鉴的线索来探讨此轮贸易战对我国银行业的影响。

2018–2019 年的贸易冲突复盘：此轮贸易冲突在“加税–反制–谈判缓解–再升级”循环中反复博弈，并且蔓延到金融领域和科技领域。最终通过“暂停关税升级+扩大采购”的短期妥协表面上暂时缓和了贸易战，但未改变深层矛盾。2019 年我国对美出口金额同比下降 12.5%，为应对出口下滑、市场信心波动等压力，我国实施“组合拳”逆周期调节政策，兼顾短期纾困与长期转型。2019 年我国实际 GDP 增长 6.1%，处在年初确定的 6.0%~6.5% 的目标区间，经济整体呈现企稳弱复苏的态势，四季度多项经济指标同步改善。2019 年银行指数有绝对收益但没有超额收益，除了年初的估值修复行情之外，估值提升行情主要在四季度，也反映了宏观经济是银行股投资的核心逻辑。2019 年个股分化较大，由于经济并没有出现明显的复苏态势，大行表现一般，但以平安银行、宁波银行、招商银行和常熟银行为代表的高成长银行涨幅喜人，并且在 6 月就启动了上涨行情，与创业板启动时间大致相同。

新一轮贸易战如何影响银行基本面？此轮关税博弈明显更加剧烈，会谈难以一蹴而就解决问题，类似于 2018–2019 年，后面关税战还有可能蔓延到金融战和进一步的科技战。但多年来的我国经济结构转型升级以及应对措施的不断深化，当前应对中美冲突的能力大幅增强。贸易冲突不可避免的会对我国经济带来冲击，由于 2025 年逆周期政策力度本来就比较大，当前仍以已有政策提前发力为主。当前政策空间充足，若关税冲击下经济进一步承压，逆周期政策将进一步加码。同时，我国过去几年持续的去杠杆和化风险也给经济增长打下了坚实的基础，因此我们判断在逆周期政策加码保驾护航的背景下，2025 年我国经济能够实现 5% 左右增长的目标，不改“此轮银行业绩下行周期进入尾声”的判断。

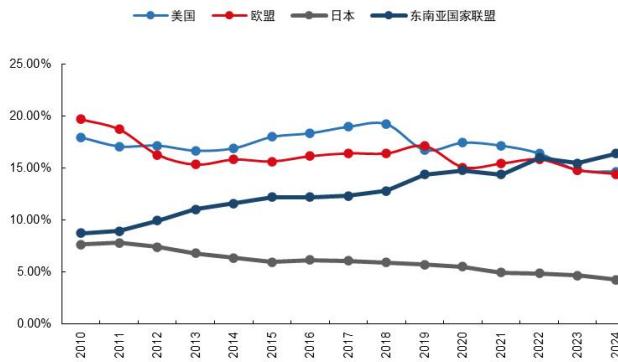
新一轮贸易战下银行股如何投资？我们认为当前市场与 2019 年 4 月之后的行情更相似，需要静待逆周期政策进一步加码。从 2019 年表现来看，银行板块或难跑出超额收益，但看好其绝对收益。个股层面，下半年维度更看好以常熟银行、招商银行、宁波银行为代表的高成长性银行；但在宏观经济出现积极变化之前，低利率环境下“业绩稳定+股息率高”的银行依然具备不错的配置价值，推荐江苏银行、招商银行等。

## 前言：伴随关税冲击逐步显现，交易将回归基本面

特朗普新一轮关税策略将中国置于核心打击位置，中国迅速采取同等反制措施，并且冲突不断升级。本轮贸易战改变了以往“边谈边加”策略，而是采取了“先加再谈”的极限施压策略，因此清明假期后 A 股最初出现了大幅回落。但上层不断释放维稳的信号提振市场等因素，A 股快速修复。不过伴随关税冲击的逐步显现，我们判断资本市场交易也将回归基本面。因此，报告复盘了 2018–2019 年贸易冲突之下银行业基本面和资本市场表现。

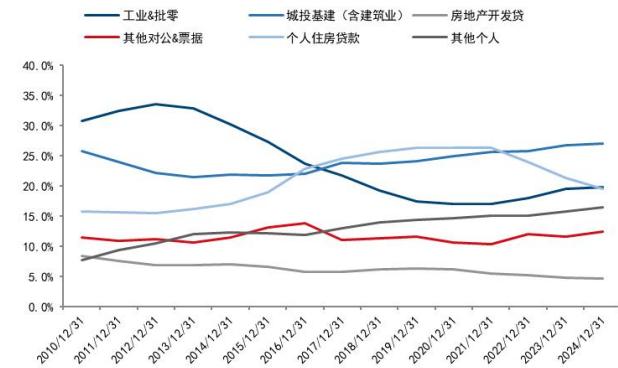
对比 2018–2019 年贸易摩擦，当前关税博弈明显更加剧烈。但是，相较于上一轮贸易摩擦，我国对美出口依赖度大幅下降，并且我国产业结构升级转型成效明显，我国应对中美贸易冲突的能力大幅提升。银行角度来看，过去几年我国经历了一轮房地产和城投债务去杠杆，银行业信贷投放结构发生了非常大的变化，并且房地产和城投领域风险敞口也经历了一轮出清，不良压力明显减轻。因此，两轮贸易冲突对银行业的影响虽具备相似性，但不具备完全可比性。我们复盘 2018–2019 年银行股表现供投资者参考，同时选取 2018–2019 年可借鉴的线索来探讨此轮贸易战对我国银行业的影响。

图1：中国对美出口占比大幅下降



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：银行业信贷投放结构



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 上一轮贸易战对银行基本面和资本市场定价的影响复盘

### ◆ 2018 年贸易冲突复盘：“加税-反制-谈判缓解-再升级”循环中反复博弈

2018–2019 年的贸易冲突是中美战略竞争的开端，双方反复博弈，大致分为四个阶段：美国挑起贸易争端，中国反制，且冲突升级阶段（2018 年 3 月–10 月）；两国谈判，贸易摩擦缓和阶段（2018 年 11 月–2019 年 4 月）；谈判破裂再次升级阶段（2019 年 5 月–6 月）；逐步达成共识阶段到签订协议阶段（2019 年 6 月至 12 月）。此轮贸易摩擦最终通过“暂停关税升级+扩大采购”的短期妥协表面上暂时缓和了贸易战，但未改变深层矛盾，技术脱钩和供应链“去中国化”成为长期趋势，因此，今年贸易冲突全面升级。

表1：2018–2019 年中美贸易冲突重要事项梳理

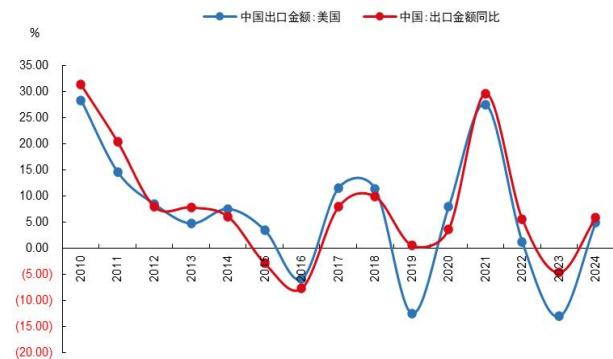
第一回合：美国挑起贸易争端	2018 年 3 月 22 日：特朗普签署备忘录，基于“301 调查”指控中国强制技术转让，宣布拟对 500 亿美元中国商品加征 25% 关税。 2018 年 4 月 4 日：美国公布首批 500 亿美元征税清单（涵盖航空航天、信息技术等）。中国迅速反击，同日，宣布对 106 项美国商品（如大豆、汽车、飞机）加征 25% 关税。
第二回合：短暂停火与谈判破裂	2018 年 5 月 19 日：中美达成临时停战协议（《中美联合声明》），中国承诺扩大进口，但美国随后反悔。
第三回合：第一轮关税正式实施	2018 年 7 月 6 日：美国正式对 340 亿美元中国商品加征 25% 关税（首轮生效），中国同步反击。
第四回合：贸易战升级	2018 年 8 月 23 日：美国对另外 160 亿美元的中国商品征收 25% 的关税，中国对等报复。 2018 年 9 月 24 日：美国对 2000 亿美元中国商品加征 10% 关税（后于 2019 年 5 月提高至 25%），中国反击 600 亿美元美国商品（税率 5%-10%）。
第五回合：G20 峰会达成缓和共识	2018 年 12 月 1 日：G20 阿根廷峰会期间，中美达成“90 天休战协议”，暂缓新关税。 2019 年 5 月 5 日：特朗普突然指责中国“背弃承诺”，宣布对 2000 亿美元中国商品关税从 10% 升至 25%。
第六回合：谈判破裂再次升级	2019 年 5 月 10 日：美国正式上调关税，中国宣布从 6 月 1 起对价值 600 亿美元的美国商品加征关税。 2019 年 5 月 15 日：美国商务部宣布将华为技术有限公司列入“实体名单”。 2019 年 5 月 31 日：中国宣布计划建立“不可靠实体清单”。
第七回合：再次达成休战协议	2019 年 6 月 29 日：G20 大阪峰会，中美同意重启谈判，美国暂缓新关税。 2019 年 10 月 11 日：特朗普称达成“实质性阶段性协议”美国暂停原定 10 月 15 日对 2500 亿美元商品关税上调。
第八回合：第一阶段协议签署	2019 年 12 月 13 日：双方宣布达成第一阶段协议，内容包括：中国承诺两年内增购 2000 亿美元美国商品；美国取消部分关税（如 12 月 15 日计划对 1600 亿美元商品的加税），但维持大部分既有关税。 2020 年 1 月 15 日：中国和美国签署第一阶段贸易协议。

资料来源：中国政府网、商务部网站、新华社、国信证券经济研究所整理

## ◆ 贸易冲突下国内逆周期政策加码，2019年经济企稳弱复苏

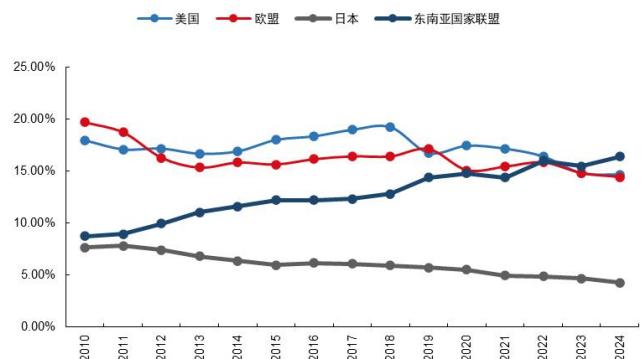
2018-2019年中美贸易冲突升级对我国经济造成显著冲击，2019年我国对美出口金额同比下降12.5%，带来我国出口总额同比仅增长0.5%，2019年我国出口到美国的比重降至16.8%。

图3：我国2019年出口增速降至0.5%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：中国对美出口占比大幅下降

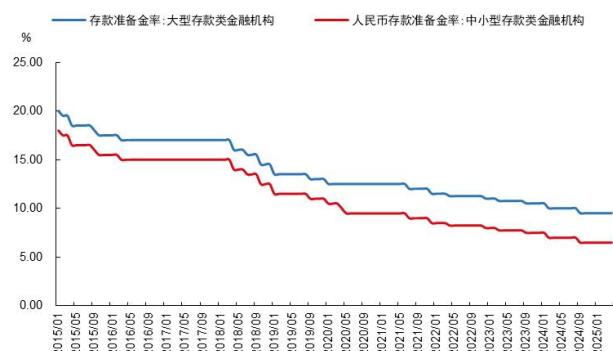


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

为应对出口下滑、市场信心波动等压力，我国实施“组合拳”逆周期调节政策，涵盖货币政策、财政政策、产业政策及结构性改革等多方面，兼顾短期纾困与长期转型。

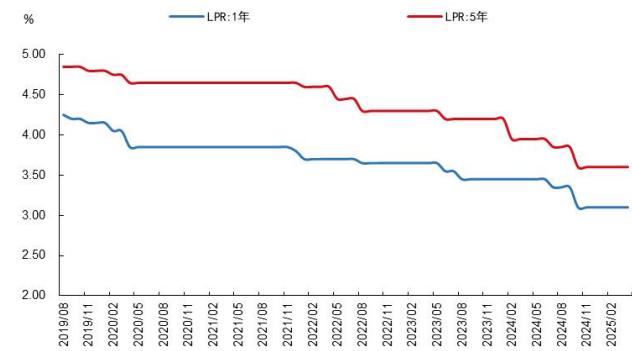
- ✓ **货币政策：**结构性宽松与助力传导机制疏通。（1）2018-2019年五次下调存款准备金率，合计下调4.0个百分点。（2）2019年8月实施LPR改革，1年期LPR和5年期LPR在2019年10月和11月均下降了10bps。（3）普惠金融政策加码，推出民企纾困专项工具。比如，2018年12月19日，人行创设TMLF，利率3.15%，比MLF低15BP，定向支持小微、民企贷款，2019年三次合计操作规模达8226亿元。同时，人行牵头设立“民营企业债券融资支持工具”（CRMW），通过信用风险缓释凭证为优质民企增信，2018年12月14日，上交所市场首单民营企业债券融资支持工具正式落地。另外，银保监会要求商业银行制定民企贷款“一二五”目标（新增公司贷款中大型银行对民企贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，三年后民企贷款占比不低于50%）。
- ✓ **财政政策：**大规模减税，专项债扩容且资本金制度松绑。（1）2019年出台了一系列减税降费政策，根据中国税务学会联合中国社会科学院财经战略研究院发布的《2019年减税降费政策效应评估报告》显示，2019年实施的更大规模减税降费政策取得成效，全年累计减税降费2.36万亿元，占GDP的比重为2.39%。（2）2019年新增政府债券整体规模并未扩大，但地方政府专项债额度从2018年的1.35万亿元增至2.15万亿元，并且允许专项债作为符合条件的重大项目资本金（如铁路、公路、供电供水），杠杆效应撬动社会投资。

图5: 2018–2019年合计五次下调存款准备金利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

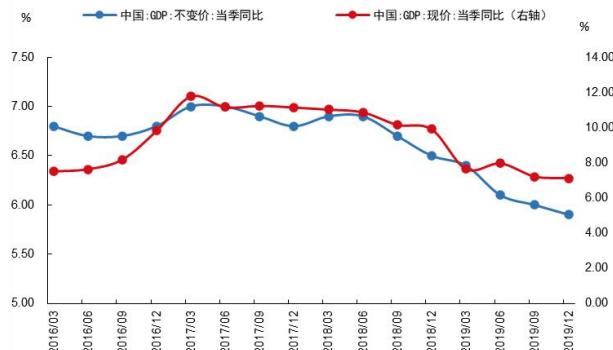
图6: 1年期 LPR 和 5 年期 LPR 水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

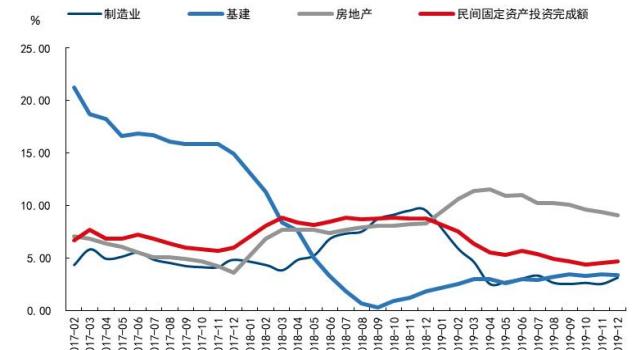
贸易摩擦虽然对中国经济造成了冲击，但由于我国实施了一系列逆周期调节政策，2019年我国实际GDP增长6.1%，增速虽回落了0.5个百分点，但处在年初确定的6.0%~6.5%的目标区间。并且，四季度多项反映经济内生增长能力的中微观指标同步呈现提升态势，比如，民间固定资产投资增速和制造业投资增速有所反弹，PMI指标反弹至荣枯线之上，消费者信心指数和社零增速也都有所修复。

图7: 2018–2019年 GDP 增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 2019年四季度民间投资和制造业投资增速反弹



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图9: 制造业 PMI 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图10: 2019年消费者信心指数在逐步修复

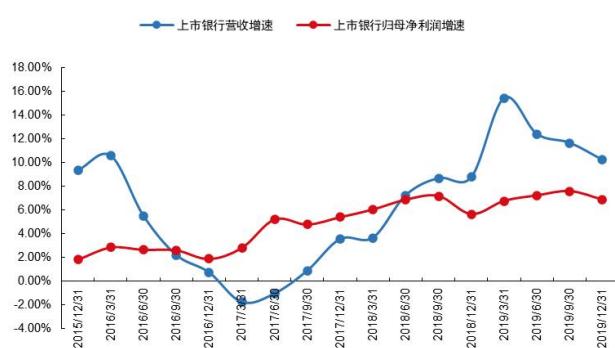


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## ◆ 贸易冲突下银行业基本面和资本市场表现

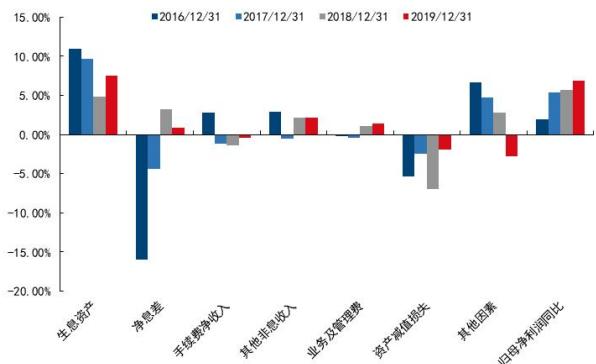
2017-2019年上市银行归母净利润增速分别是5.4%、5.7%和6.9%，2018年业绩提升核心是净息差对业绩的贡献由负转正，2019年业绩进一步提升来自于规模扩张提速以及资产减值损失拖累下降，这与2019年我国经济企稳复苏相吻合。2018-2019年净息差提升主要受益于低利率环境下同业负债成本下降以及存款到期重定价后利率下降；但受金融去杠杆以及贸易摩擦冲击，2018年银行业资产扩张明显放缓，且不良资产暴露后资产减值损失对业绩拖累扩大，因此整体而言，贸易冲突对2018年银行业绩形成了一定冲击（但贸易冲突并非唯一原因，2018年适逢2017年出台的各项金融严监管逐步落地，是资产增速回落、不良暴露的另一原因）。伴随2019年逆周期政策进一步加码，以及贸易冲突逐步缓和达成共识，宏观经济呈现企稳复苏态势，银行资产扩张提速，资产质量压力下降，银行业绩提升。

图11：上市银行营收和归母净利润增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图12：业绩增速归因分析



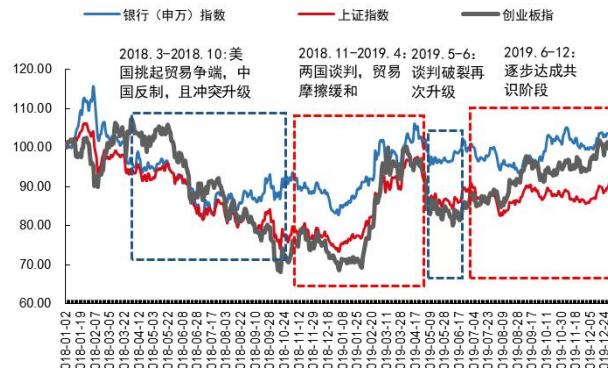
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2018年美国挑起贸易争端后，A股大幅回落，银行仅有超额收益。2018年3月到10月申万银行指数、上证指数和创业板指数股价分别下降了10.4%、20.5%和28.7%。一直到2018年11月中美贸易摩擦有所缓和，A股才有所企稳。

2019年银行个股资本市场表现差异较大，大零售属性更强的高成长银行超额收益明显。2019年全年来看，银行指数有绝对收益但没有超额收益，2019年银行板块上涨行情主要集中在两个时间段，一是2019年初至4月中旬；二是2019年月至年底。2019年初至4月中旬，市场普涨，主要是当时市场处在低位，中美高级别磋商达成缓和共识以及逆周期政策发力等有效提振了市场信心，不过市场快速上涨之后有所回调，然后陷入宽幅震荡。直到2019年6月中美谈判取得更加积极的进展，创业板指数和上证指数再次开启上涨行情，但申万银行指数一直到9月才迎来新一轮上涨，与上文分析指出的四季度经济开始呈现弱复苏迹象相吻合，这也验证了宏观经济是银行股投资的核心逻辑。

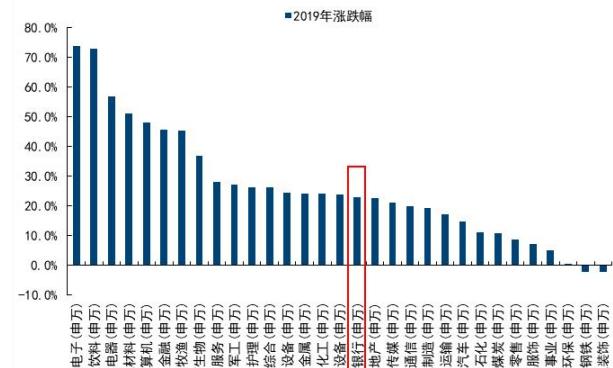
个股角度，2019年个股分化较大，因为全年经济并没有出现明显的复苏态势，大行整体表现一般。但以平安银行、宁波银行、招商银行和常熟银行为代表的高成长银行涨幅喜人，并且在6月就启动了上涨行情，与创业板启动时间大致相同。

图 13: 2019 年申万银行指数明显跑输创业板指



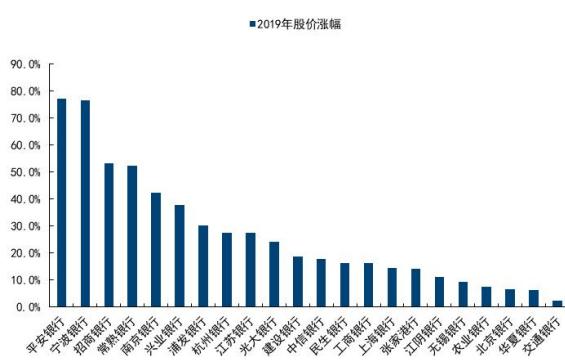
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2019 年银行指数涨幅排名中等



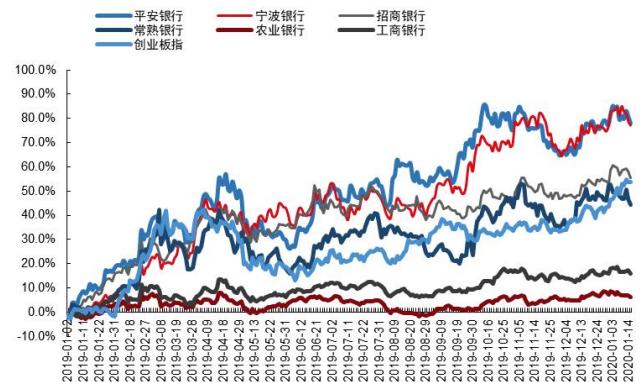
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2019 年银行个股股价涨幅



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 16: 五家个股 2019 年股价累计涨幅



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 此轮贸易战下银行股如何投资?

### ◆ 逆周期政策为经济企稳保驾护航，不改此轮银行业绩下行周期进入尾声的判断

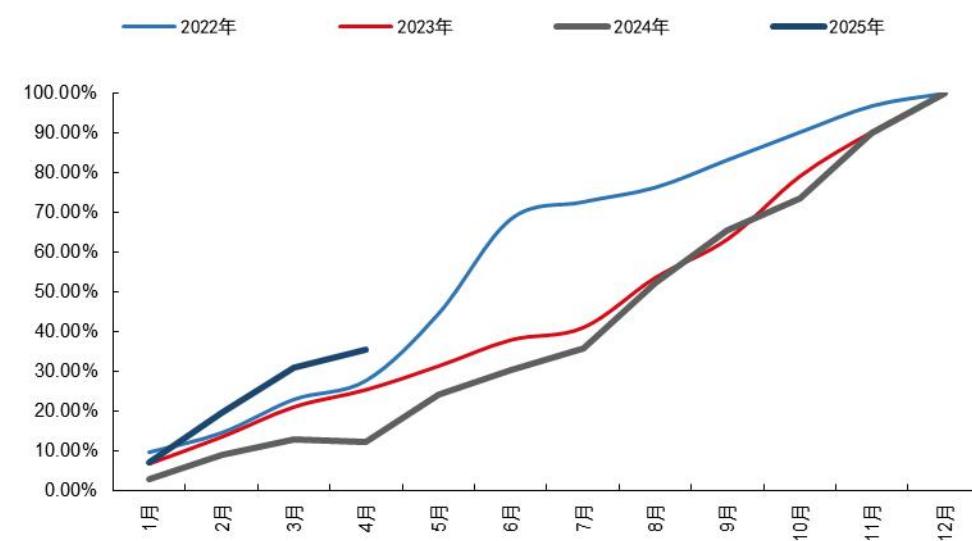
我们判断此轮贸易战不改我国经济稳步复苏态势，逆周期政策将进一步加码。回顾 2018-2019 年贸易冲突，我国实施了涵盖货币、财政、产业的一系列逆周期调节政策。新一轮关税博弈更加剧烈，虽然我国应对中美冲突的能力大幅增强，但贸易冲突依然不可避免的会对我国经济带来冲击。由于 2025 年逆周期政策力度本来就比较大，因此当前仍以已有政策提前发力为主，包括 5 月 7 日国新办举行的新闻发布会宣告的降准降息、以及各项再贷款工具的落地等都是为了落实两会和政治局会议的部署。我国当前政策空间充足，若关税冲击下经济进一步承压，逆周期政策将进一步加码。同时，我国过去几年持续的去杠杆和化风险也给经济增长打下了坚实的基础，因此我们判断在逆周期政策加码保驾护航的背景下，2025 年我国经济能够实现 5% 左右增长的目标。

对银行业基本面影响：短期对规模增长和资产质量带来冲击，但整体上对上市银行业绩拖累有限。当前上市银行拨备覆盖率整体仍处在较高水平，我们维持 2025 年净利润增长 1% 的预测。具体来看，

出口型企业资产质量压力增大，但风险可控。对美国依赖度较高的出口型中小企业受贸易战冲击较大，

- 资产负债表直接恶化，银行风险敞口不良暴露。但近年来外部冲突加剧，出口型企业自身对投资扩张本来就很谨慎，并且持续多年的贸易冲突之下，生存下来的企业自身经营能力也得到了极大的提升。同时，银行过去几年大规模投放个人经营贷款，以及由此引发的部分银行在风险筛查和贷后管理方面存在不足，由此带来了不良的大幅暴露。2024年以来银行也在不断加强客户筛选以及风险管控，客群资质明显提升，因此只要经济不进一步失速，新增信贷不良整体可控，存量不良已在持续出清进程中。
- 维持2025年净利息收入降幅收窄至零附近的判断。（1）短期不可避免的冲击银行资产负债表扩张，但伴随逆周期政策发力，银行信贷扩张将有所提升。如果政策力度足够强，对于城投敞口较大的城商行、基建敞口更大的国有大行将会形成利好。（2）对银行业净息差影响偏中性，维持2025年上市银行净息差收窄约12bps的判断。贸易冲突升级后，我国降息空间预期进一步打开，但当前稳定净息差对防范金融风险也至关重要，因此我们判断基本上是对称降息，对2025年银行业净息差偏中性。

图17：政府债券发行节奏



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注明：未统计专门用于补充国有大行资本金的特别国债。

#### ◆ 银行股：从估值修复行情转向宏观经济复苏下的估值提升行情

2023年以来政策维稳驱动的银行信用风险悲观预期修复行情或告一段落。在《2024年或是此轮业绩下行周期尾声》（20240629）、《如何看待当前银行股行情？》（20240825）等多篇报告中我们指出，2023年以来的银行板块行情主要是房地产去杠杆后维稳政策发力以及地方政府化债有序推进下，银行城投和地产风险敞口资产质量担忧改善驱动的估值修复行情。同时，由于该阶段资本市场增量资金主要来自于保险资金和宽基ETF，进一步强化了以大行为代表的高股息个股行情。不过我们在《银行择股主线和逻辑：复盘和展望》（20250115）中指出，在房地产不良大幅出清，以及新一轮大力度化债方案实施之后，如果经济没有明显复苏迹象，大行信用成本预期难以进一步改善，相对应的未来很长一段时间大行ROE预计将维持在7%-8%左右，政策维稳驱动的银行信用风险悲观预期修复行情或已经结束。

表2：大行ROE 简化测算

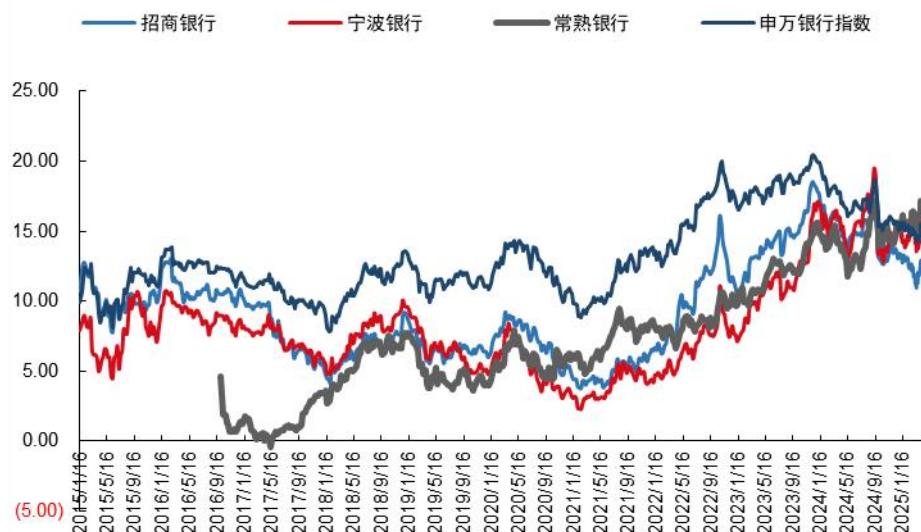
净息差	1. 30%	1. 30%
非息收入占比	22%	22%
成本收入比	30%	30%
信用资产减值计提成本	0. 50%	0. 60%
<b>ROA</b>	<b>0. 67%</b>	<b>0. 57%</b>
杠杆率	12. 00	12. 00
<b>ROE</b>	<b>8. 0%</b>	<b>6. 8%</b>

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

宏观经济是银行股投资的核心逻辑，静待逆周期政策的进一步加码。2018-2019年银行股资本市场表现回顾指出，2018年A股避险情绪为主，银行股跑出超额收益。此轮贸易冲突虽更加激烈，5月7日早上，外交部发布消息，何立峰副总理将于5月9日-12日访问瑞士，期间与美方举行会谈，会谈事件符合市场预期，但时点略超预期。但是参考2018-2019年贸易冲突过程，预计此次谈判难以一蹴而就解决问题，此轮贸易冲突很长时间可能都难以得到实质好转，毕竟此轮利益平衡博弈更加激烈，关税仅是手段武器，技术脱钩和供应链“去中国化”是长期趋势，因此类似于2018-2019年，后面关税战还有可能蔓延到金融战和进一步的科技战。但中美冲突已持续多年，近年来我国经济结构转型升级成效明显，且对美出口依赖度大幅下降，因此应对中美冲突的能力大幅增强。同时，上层应对冲突的措施更加及时有效，贸易冲突爆发后，上层积极持续释放维稳信号，有效增强了市场信心。

因此，我们判断当前市场大概率与2019年4月之后的行情更相似，静待逆周期政策进一步加码。从2019年银行表现来看，我们判断银行板块或难跑出超额收益，但看好其绝对收益。个股层面，下半年维度更看好以常熟银行、招商银行、宁波银行和苏州银行为代表的高成长性银行；但逆周期政策加码明确前或者宏观经济出现积极变化之前，低利率环境下“业绩稳定+股息率高”的银行依然具备不错的配置价值，推荐江苏银行、招商银行等。

图18：风险溢价水平处在高位



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：风险溢价=1/PE (TTM) -十年期国债收益率。

## 投资建议

行业方面，新一轮关税博弈明显更加剧烈，但多年来的经济结构转型升级以及应对措施的不断深化，我国应对中美冲突的能力大幅增强。但贸易冲突不可避免的会对我国经济带来冲击，因此我们判断逆周期政策大概率进一步加码。同时，我国过去几年持续的去杠杆和化风险也给经济增长打下了坚实的基础，因此我们判断在逆周期政策加码保驾护航的背景下，2025年我国经济能够实现5%左右增长的目标，不改此轮业绩下行周期进入尾声的判断不变。

我们判断当前市场大概率与 2019 年 4 月之后的行情更相似，静待逆周期政策进一步加码。从 2019 年银行表现来看，我们判断银行板块或难跑出超额收益，但看好其绝对收益。个股层面，下半年维度更看好以常熟银行、招商银行、宁波银行和苏州银行为代表的高成长性银行；但逆周期政策加码明确前，低利率环境下“业绩稳定+股息率高”的银行依然具备不错的配置价值，推荐江苏银行、招商银行等。

## 风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响，宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

### 相关研究报告：

- 《银行理财 2025 年 5 月月报-负债增长与产品配置的背离》 ——2025-05-07
- 《银行理财 2025 年 4 月月报-避险情绪下的银行理财应对》 ——2025-04-06
- 《银行业 2024 年年报综述-零售贷款不良生成拐点何时出现？》 ——2025-04-03
- 《从近期政策导向和机构生态看财富代销-产品代销迈向新格局》 ——2025-03-26
- 《银行业点评-大行负债缺口何时扭转？——银行资产负债视角》 ——2025-03-21

# Information Disclosures

## Stock ratings, sector ratings and related definitions

### Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

<b>Buy</b>	Relative Performance >20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
<b>Accumulate</b>	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
<b>Neutral</b>	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
<b>Reduce</b>	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
<b>Sell</b>	Relative Performance <-20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

### Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

<b>Outperform</b>	Relative Performance >5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
<b>Neutral</b>	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
<b>Underperform</b>	Relative Performance <-5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

## Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

## Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## 信息披露

### 公司评级、行业评级及相关定义

#### 公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6至12个月

买入	相对表现超过20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于5%至20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

#### 行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6至12个月

跑赢大市	相对表现超过5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

## 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去12个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

## 免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和/或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和/或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本公司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。