

建设银行（601939）

证券研究报告
2025 年 09 月 02 日

非息表现亮眼，营收增速大幅改善

事件：

建设银行发布 2025 半年度财报。2025 上半年，公司营业收入、归母净利润分别同比+2.15%、-1.37%；不良率、拨备覆盖率分别为 1.33%、239%。

点评摘要：

营收增速大幅改善。2025 上半年，建设银行实现营收约 3942.73 亿元，同比增长 2.15%，环比一季度增速提升 7.55pct。营收结构上，净利息收入 2867.09 亿元（YoY-3.16%），占总营收 72.72%；非息净收入 1075.64 亿元，同比增长 19.64%，结构占比较一季度提升 2pct。拨备前利润 25Q1、25H1 增速分别为 -5.81%、+3.37%，归母净利润同比增速分别为 -3.99%、-1.37%。

2025 上半年，建设银行净息差录得 1.4%，较 25Q1 小幅下行 1bp。生息资产收益率录得 2.82%，较 2024 年末-36bp；计息负债成本率显著改善，较 2024 年末压降 27bp 至 1.58%。

分细项来看，公司 25H1 生息资产端，贷款收益率为 2.96%，较 2024 年末下行 47bp。买入返售、同业资产平均收益率分别为 1.72%、2.10%，分别较 2024 年末下滑 6、75bp。另外，或受今年一季度债市扰动影响，金融投资收益率较 2024 年末下行 20bp 至 2.89%。

计息负债方面，各项利息成本率改善较为显著。25H1 存款、同业负债、金融负债、卖出回购平均成本率分别为 1.40%、2.00%、2.54%、1.81%，分别较 2024 年末改善 25、43、58、44bp。

非息收入方面较为亮眼。2025 上半年公司手续费及佣金净收入 652.18 亿元，YoY+4.02%；投资净收益 279.12 亿元，YoY+217.29%，占总营收 7.08%。

资产端：截止 2025 上半年，建设银行生息资产总计 43.54 万亿元，较 2024 年末增长 9.55%，同比增长 10.33%。其中，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行分别同比+7.90%、+18.60%、+29.08%、-6.79%。从结构细项来看，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 61.04%、27.03%、5.10%、6.84%。**负债端：**截止 2025 上半年，建设银行计息负债余额 39.47 万亿元，同比增长 11.06%，较 2024 年末增长 10.80%。负债结构上，存款、发行债券、同业负债、向央行借款分别同比+6.14%、+31.99%、+35.24%、+8.73%。从结构细项来看，存款、发行债券、同业负债、向央行借款占计息负债比重分别为 76.04%、7.38%、13.55%、3.04%。

资产质量稳步改善。截止 2025 上半年，建设银行不良贷款率为 1.33%，环比持平。逾期率较 2024 年末增长 5bp，录得 1.33%。贷款拨备率 3.18%，环比+4bp；拨备覆盖率为 239.4%，环比+2.59pct。

投资建议：

建设银行 25H1 营收增速大幅改善，规模稳健扩张。我们预测企业 2025-2027 年归母净利润同比增长为 0.53%、2.54%、3.52%，对应现价 BPS：13.01、14.12、15.27 元，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济震荡；不良资产可能暴露；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	增持（维持评级）
当前价格	9.04 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	21,183.06
流通 A 股股本(百万股)	9,593.66
A 股总市值(百万元)	191,494.88
流通 A 股市值(百万元)	86,726.66
每股净资产(元)	12.86
资产负债率(%)	91.93
一年内最高/最低(元)	10.03/6.97

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

- 1 《建设银行-季报点评:资产负债规模积极扩张，质量稳健》 2025-05-01
- 2 《建设银行-季报点评:利润增速回正，拨备充裕。》 2024-11-05
- 3 《建设银行-半年报点评:净利润边际改善，息差企稳，质量稳健》 2024-09-14

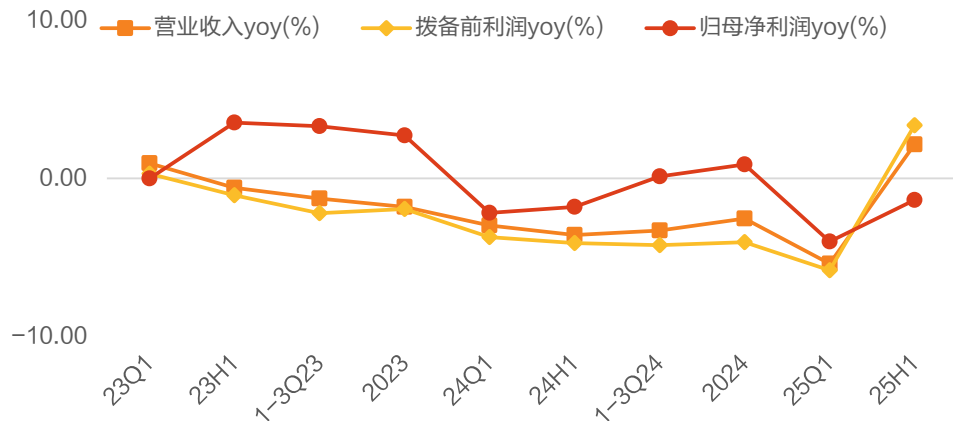
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	7,697	7,502	7,543	7,743	8,081
增长率（%）	-6.41	-2.54	0.56	2.64	4.36
归属母公司股东净利润（亿元）	3,327	3,356	3,373	3,459	3,581
增长率（%）	2.71	0.88	0.53	2.54	3.52
每股收益（元）	1.33	1.34	1.29	1.32	1.37
市盈率(P/E)	6.76	6.71	6.98	6.81	6.58
市净率(P/B)	0.76	0.71	0.69	0.64	0.59

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 非息亮眼，营收增速大幅改善

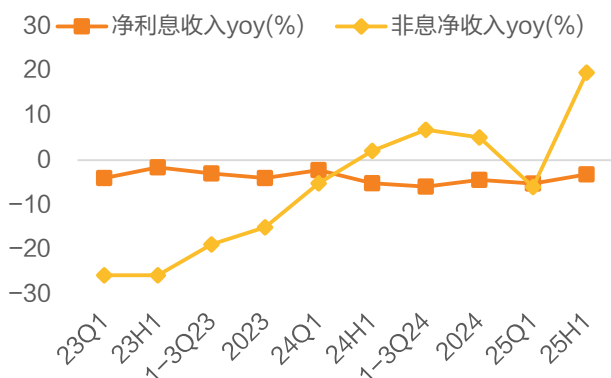
营收增速大幅改善。2025 上半年,建设银行实现营收约 3942.73 亿元,同比增长 2.15%,环比一季度增速提升 7.55pct。营收结构上,净利息收入 2867.09 亿元(YoY-3.16%),占总营收 72.72%;非息净收入 1075.64 亿元,同比增长 19.64%,结构占比较一季度提升 2pct。拨备前利润 25Q1、25H1 增速分别为-5.81%、+3.37%,归母净利润同比增速分别为-3.99%、-1.37%。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速（23Q1-25H1）



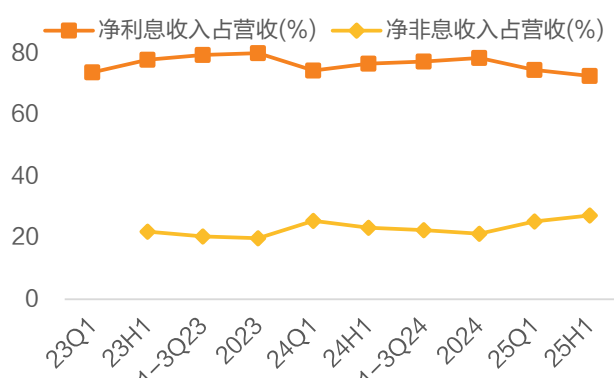
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：利息净收入、非息收入增速（23Q1-25H1）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：净利息收入、非息收入占比营收（23Q1-25H1）



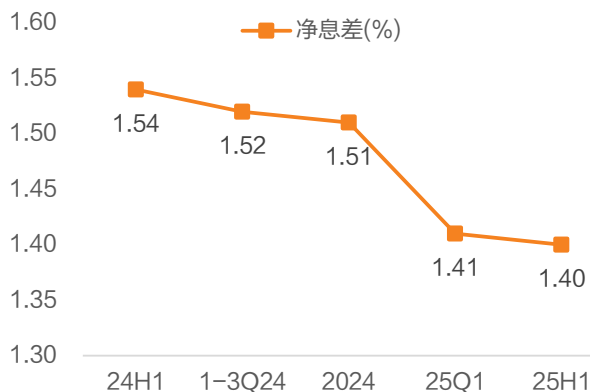
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2025 上半年,建设银行净息差录得 1.4%,较 25Q1 小幅下行 1bp。生息资产收益率录得 2.82%,较 2024 年末-36bp;计息负债成本率显著改善,较 2024 年末压降 27bp 至 1.58%。

分细项来看,公司 25H1 生息资产端,贷款收益率为 2.96%,较 2024 年末下行 47bp。买入返售、同业资产平均收益率分别为 1.72%、2.10%,分别较 2024 年末下滑 6、75bp。另外,或受今年一季度债市扰动影响,金融投资收益率较 2024 年末下行 20bp 至 2.89%。

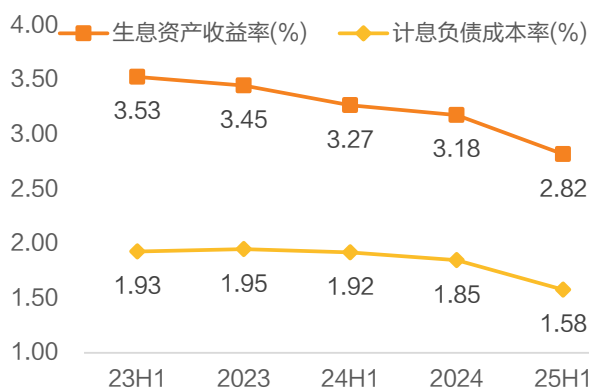
计息负债方面,各项利息成本率改善较为显著。25H1 存款、同业负债、金融负债、卖出回购平均成本率分别为 1.40%、2.00%、2.54%、1.81%,分别较 2024 年末改善 25、43、58、44bp。

图 4：净息差走势（24H1-25H1）



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（23H1-25H1）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 1：各项生息资产收益率/计息负债成本率情况

项目	2025年1-6月		2024年		
资产	利息收入（亿元）	平均收益率（%）	利息收入（亿元）	平均收益率（%）	收益率变化（%）
发放贷款和垫款总额	3,922	2.96	8,649	3.43	-0.47
金融投资	1,501	2.89	2,898	3.09	-0.20
存放中央银行款项	213	1.64	449	1.67	-0.03
存放同业款项及拆出资金	97	2.10	252	2.85	-0.75
买入返售金融资产	60	1.72	168	1.78	-0.06
总生息资产	5,793	2.82	12,416	3.18	-0.36
负债	利息支出（亿元）	平均付息率（%）	利息支出（亿元）	平均付息率（%）	付息率变化（%）
吸收存款	2,011	1.40	4,588	1.65	-0.25
同业及其他金融机构存放款项和拆入资金	381	2.00	977	2.43	-0.43
已发行债务证券	342	2.54	639	3.12	-0.58
向中央银行借款	102	2.20	271	2.53	-0.33
卖出回购金融资产款	90	1.81	41	2.25	-0.44
总计息负债	2,925	1.58	6,517	1.85	-0.27

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 2：各项利息收入/支出情况

	22Q1	23H1	1-3Q23	2023	24Q1	24H1	1-3Q24	2024	25Q1	25H1
手续费及佣金净收入(亿元)	430.17	706.01	949.07	1,157.46	392.78	626.96	851.44	1,049.28	374.60	652.18
其它非息净收入(亿元)	109.77	174.69	251.08	367.57	119.19	272.10	430.61	553.41	106.87	423.46
其中：投资净收益(亿元)	24.36	91.31	145.55	168.87	17.37	87.97	146.72	214.17	42.70	279.12
手续费及佣金净收入yoy(%)	4.73	2.58	0.03	-0.29	-8.69	-11.20	-10.29	-9.35	-4.63	4.02
其它非息净收入yoy(%)	-65.34	-64.93	-52.59	-41.95	8.58	55.76	71.50	50.56	-10.34	55.63
其中：投资净收益yoy(%)	31.89	20.54	9.06	10.00	-28.69	-3.66	0.80	26.83	145.83	217.29
手续费及佣金净收入占比营收(%)	20.77	17.64	16.13	15.04	19.55	16.24	14.96	13.99	19.71	16.54
其它非息净收入占比营收(%)	5.30	4.36	4.27	4.77	5.93	7.05	7.57	7.37	5.62	10.74
其中：投资净收益占比营收(%)	1.18	2.28	2.47	2.19	0.86	2.28	2.58	2.85	2.25	7.08

资料来源：公司财报，天风证券研究所

非息收入方面较为亮眼。2025 上半年公司手续费及佣金净收入 652.18 亿元，YoY+4.02%；投资净收益 279.12 亿元，YoY+217.29%，占总营收 7.08%。

2. 规模扩张提速

资产端：截止 2025 上半年，建设银行生息资产总计 43.54 万亿元，较 2024 年末增长 9.55%，同比增长 10.33%。其中，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行分别同比+7.90%、+18.60%、+29.08%、-6.79%。从结构细分来看，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 61.04%、27.03%、5.10%、6.84%，贷款占比较 2024 年

末减少 1.97pct。

从细分行业看，25H1 建设银行对公贷款同比增长 6.73%，为信贷规模增长的主要贡献来源。其中，基建类、制造业、采矿业贷款分别同比增长 6.3%、6.2%、13.8%。零售贷款同比增长 3.93%，其中个人消费、经营性贷款余额分别同比增长 28.3%、38.9%。

表 3：资产分析

对公贷款分行业	同比 (%)		环比 (%)		贷款结构 (%)			
	2024	25H1	2024	25H1	2023	24H1	2024	25H1
对公								
基建类	8.2	6.3	-0.4	6.8	29.5	30.1	29.5	29.6
制造业	4.5	6.2	-4.9	11.7	9.1	9.4	8.8	9.2
房地产业	4.5	-0.4	-1.2	0.8	4.1	4.0	3.9	3.7
采矿业	7.5	13.8	-1.6	15.7	1.5	1.5	1.4	1.6
对公总计	8.9	6.7	-1.5	8.3	58.5	60.7	58.9	60.1
零售贷款分行业								
零售								
个人住房贷款	-3.1	-2.7	-1.9	-0.7	27.1	25.1	24.2	22.7
个人消费贷款	26.2	28.3	10.9	15.7	1.8	1.9	2.1	2.3
个人经营性贷款	31.4	38.9	15.3	20.4	3.3	3.5	4.0	4.5
零售总计	2.4	3.9	1.4	2.5	36.8	34.9	34.8	33.6
资产分结构								
贷款	8.5	7.9	1.7	6.1	61.4	62.4	63.0	61.0
金融投资	10.8	18.6	7.7	10.2	25.6	25.1	26.9	27.0
同业及拆放	-19.6	29.1	-15.6	53.0	4.8	4.4	3.6	5.1
存放央行	-16.1	-6.8	-19.5	15.8	8.2	8.1	6.5	6.8
生息资产合计	5.7	10.3	0.7	9.5	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

负债端：截止 2025 上半年，建设银行计息负债余额 39.47 万亿元，同比增长 11.06%，较 2024 年末增长 10.80%。负债结构上，存款、发行债券、同业负债、向央行借款分别同比 +6.14%、+31.99%、+35.24%、+8.73%。从结构细分来看，存款、发行债券、同业负债、向央行借款占计息负债比重分别为 76.04%、7.38%、13.55%、3.04%；存款占比较 2024 年末减少 3.23pct。

从存款结构上看，25H1 建设银行活期存款同比增长 4.62%，较 2024 年末增长 4.60%，占总存款余额 42.91%。其中对公活期和零售活期同比分别 +3.04%、+6.37%，较 2024 年末分别 +3.00%、+6.36%。另一方面，定期存款同比增长 7.31%；对公、零售定期存款分别同比 -3.94%、+13.59%，较 2024 年末分别 +3.34%、+9.72%。

表 4：负债分析

存款分行业	同比 (%)		环比 (%)		存款结构 (%)			
	2024	25H1	2024	25H1	2023	24H1	2024	25H1
定期	5.6	7.3	-0.3	7.6	55.4	56.5	56.4	57.1
对公定期	-5.0	-3.9	-7.0	3.3	20.6	20.2	18.8	18.3
零售定期	11.9	13.6	3.5	9.7	34.8	36.2	37.6	38.8
活期	1.4	4.6	0.0	4.6	44.6	43.5	43.6	42.9
对公活期	-1.5	3.0	0.0	3.0	24.1	22.8	22.9	22.2
零售活期	4.9	6.4	0.0	6.4	20.5	20.7	20.7	20.7
总计	3.7	6.1	-0.1	6.3	100	100	100	100
负债分结构								
吸收存款	3.7	6.1	-0.1	6.3	80.8	79.6	79.3	76.0
发行债券	25.9	32.0	8.1	22.1	5.6	6.2	6.7	7.4
同业及拆入	18.1	35.2	2.6	31.8	10.2	11.1	11.4	13.5
向央行借款	-18.4	8.7	-14.5	27.2	3.4	3.1	2.6	3.0
计息负债总计	5.7	11.1	0.2	10.8	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 资产质量整体稳步改善

截止 2025 上半年，建设银行不良贷款率为 1.33%，环比持平。逾期率较 2024 年末增长 5bp，录得 1.33%。贷款拨备率 3.18%，环比+4bp；拨备覆盖率为 239.4%，环比+2.59pct。

25H1，对公贷款整体不良率录得 1.58%，较 2024 年末改善 7bp，其中短期对公贷款不良率压降 23bp 至 1.83%。分对公行业来看，制造业、批发和零售业、采矿业不良情况改善幅度较大，分别较 2024 年末改善 13、20、14bp。

25H1 零售不良率较 2024 年末小幅抬升 12bp 至 1.10%，主要可能来自个人住房和信用卡贷款，两项业务不良率分别较 2024 年末抬升 13、13bp，分别录得 0.76%、2.35%。

表 5：行业不良率

贷款不良率-分对公行业 (%)	25H1	2024	变化
本行境内贷款和垫款	1.31	1.31	0.00
公司类贷款和垫款	1.58	1.65	-0.07
租赁和商务服务业	1.63	1.71	-0.08
交通运输、仓储和邮政业	0.68	0.74	-0.06
制造业	1.59	1.72	-0.13
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.68	0.73	-0.05
批发和零售业	2.29	2.49	-0.20
房地产业	4.74	4.79	-0.05
建筑业	2.85	2.75	0.10
水利、环境和公共设施管理业	0.98	0.92	0.06
金融业	0.03	0.03	0.00
采矿业	1.31	1.45	-0.14
其他	1.64	1.74	-0.10

贷款不良率-分业务类型 (%)	25H1	2024	变化
公司类贷款和垫款	1.58	1.65	-0.07
短期贷款	1.83	2.06	-0.23
中长期贷款	1.48	1.50	-0.02
个人贷款和垫款	1.10	0.98	0.12
个人住房贷款	0.76	0.63	0.13
个人经营贷款	1.51	1.59	-0.08
信用卡贷款	2.35	2.22	0.13
个人消费贷款	1.09	1.09	0.00
其他贷款	4.63	3.94	0.69
票据贴现	-	-	-
境外和子公司	1.94	2.20	-0.26
不含息贷款和垫款总额	1.33	1.34	-0.01

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 6：资产质量分析

	24Q1	24H1	1-3Q24	2024	25Q1	25H1	环比	同比
贷款分级								
正常贷款率 (%)		96.58		96.77		96.86		0.28
关注贷款率 (%)		2.07		1.89		1.81		-0.26
不良贷款率 (%)	1.36	1.35	1.35	1.34	1.33	1.33	0.00	-0.02
关注+不良率 (%)	1.36	3.42	1.35	3.23	1.33	3.14	1.81	-0.28
逾期贷款								
逾期率 (%)		1.28		1.28		1.33		0.05
3个月以内		0.38		0.29		0.37		-0.01
3个月至1年		0.48		0.52		0.39		-0.09
1年以上3年以内		0.33		0.37		0.45		0.12
3年以上		0.08		0.10		0.11		0.03
不良偏离度 (%)		66.20		74.44		72.04		6
拨备情况								
贷款拨备率 (%)	3.24	3.22	3.20	3.12	3.14	3.18	0.04	-0.04
拨备覆盖率 (%)	238.2	238.8	237.0	233.6	236.8	239.4	2.6	0.7

资料来源：公司财报，天风证券研究所

4. 风险提示

宏观经济震荡：当前经济“弱复苏”可能导致公司盈利能力下降和就业市场疲软。

不良资产可能暴露：在市场波动过程中部分行业面临压力较大可能导致银行不良资产的增加风险。

息差压力加大：目前商业银行净息差水平整体压力较大，若超预期降息可能加大息差下行压力。

财务预测摘要

人民币亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表						收入增长					
净利息收入	6,172	5,899	5,826	5,910	6,121	净利润增速	2.88%	1.15%	0.53%	2.54%	3.52%
手续费及佣金	1,157	1,049	1,081	1,113	1,169	拨备前利润增速	-1.94%	-4.03%	0.44%	2.76%	4.58%
其他收入	368	553	636	719	791	税前利润增速	1.92%	-1.32%	-0.36%	1.38%	3.75%
营业收入	7,697	7,502	7,543	7,743	8,081	营业收入增速	-6.41%	-2.54%	0.56%	2.64%	4.36%
营业税及附加	-85	-83	-89	-92	-94	净利息收入增速	-4.02%	-4.43%	-1.23%	1.44%	3.56%
业务管理费	-2,101	-2,143	-2,155	-2,212	-2,309	手续费及佣金增速	-0.29%	-9.35%	3.00%	3.00%	5.00%
拨备前利润	5,266	5,054	5,076	5,216	5,455	营业费用增速	-14.79%	0.66%	0.75%	2.40%	3.93%
计提拨备	-1,368	-1,207	-1,243	-1,330	-1,423	规模增长					
税前利润	3,898	3,847	3,833	3,886	4,031	生息资产增速	11.09%	5.89%	5.12%	4.96%	5.08%
所得税	-569	-481	-452	-420	-443	贷款增速	12.58%	8.33%	5.50%	5.00%	5.00%
净利润	3,325	3,363	3,381	3,466	3,588	同业资产增速	8.88%	-19.58%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
资产负债表						证券投资增速	12.86%	10.85%	7.00%	7.00%	7.00%
贷款总额	230,309	250,404	264,176	277,385	291,254	其他资产增速	2.06%	2.18%	2.18%	2.18%	2.18%
同业资产	18,030	14,500	12,325	10,476	8,905	计息负债增速	11.49%	5.74%	5.02%	4.74%	4.87%
证券投资	96,383	106,840	114,318	122,321	130,883	存款增速	10.52%	3.83%	3.50%	3.00%	3.00%
生息资产	374,925	396,990	417,328	438,016	460,268	同业负债增速	16.10%	8.89%	8.50%	8.50%	8.50%
非生息资产	7,879	8,833	9,286	9,746	10,241	股东权益增速	10.27%	5.46%	6.29%	7.39%	7.37%
总资产	383,248	405,711	426,499	447,642	470,383	存款结构					
客户存款	276,540	287,139	297,189	306,104	315,287	活期	43.9%	42.9%	42.0%	41.0%	40.0%
其他计息负债	64,857	73,849	81,916	90,955	101,095	定期	54.5%	55.5%	56.3%	57.3%	58.3%
非计息负债	10,130	11,284	11,851	12,412	13,016	其他	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
总负债	351,528	372,272	390,955	409,471	429,398	贷款结构					
股东权益	31,721	33,440	35,544	38,171	40,985	企业贷款(不含贴现)	58.5%	58.9%	59.0%	59.5%	60.0%
每股指标						个人贷款	36.8%	34.8%	34.7%	34.2%	33.7%
每股净利润(元)	1.33	1.34	1.29	1.32	1.37	资产质量					
每股拨备前利润(元)	2.11	2.02	1.94	1.99	2.09	不良贷款率	1.37%	1.34%	1.33%	1.32%	1.31%
每股净资产(元)	11.80	12.65	13.01	14.12	15.27	正常	96.19%	96.77%	96.78%	96.78%	96.74%
每股总资产(元)	153.29	162.28	163.03	171.12	179.81	关注	2.44%	1.89%	1.89%	1.90%	1.95%
P/E	6.76	6.71	6.98	6.81	6.58	次级	0.53%	0.38%	0.33%	0.32%	0.32%
P/PPOP	4.27	4.45	4.64	4.51	4.32	可疑	0.42%	0.41%	0.55%	0.58%	0.60%
P/B	0.76	0.71	0.69	0.64	0.59	损失	0.42%	0.55%	0.45%	0.42%	0.39%
P/A	0.06	0.06	0.06	0.05	0.05	拨备覆盖率	239.9%	233.6%	229.2%	235.3%	241.6%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.73%	1.53%	1.43%	1.38%	1.36%	资本充足率	17.95%	19.69%	20.88%	21.13%	21.37%
净利差(Spread)	1.56%	1.36%	1.27%	1.22%	1.21%	核心资本充足率	13.15%	14.48%	14.82%	15.31%	15.77%
贷款利率	4.04%	3.60%	3.36%	3.27%	3.20%	资产负债率	91.72%	91.76%	91.67%	91.47%	91.29%
存款利率	1.78%	1.63%	1.55%	1.49%	1.40%	其他数据					
生息资产收益率	3.50%	3.22%	3.01%	2.92%	2.85%	总股本(亿)	2,500	2,500	2,616	2,616	2,616
计息负债成本率	1.95%	1.86%	1.74%	1.70%	1.64%						
盈利能力											
ROAA	0.91%	0.85%	0.81%	0.79%	0.78%						
ROAE	11.00%	10.30%	9.78%	9.38%	9.05%						
拨备前利润率	1.44%	1.28%	1.22%	1.19%	1.19%						

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