

银行业 2026 年经营展望：择股篇

政策底迈向业绩底，绩优股领衔价值重估

核心观点

两轮典型银行行情核心驱动因素和主要增量资金：2016-2017 年，基本面拐点向上驱动的戴维斯双击行情，定价权由 2016 年的万能险过渡到 2017 年的公募/外资；2023-2025 年，银行业基本面持续下行，但化债大背景下，政策守住了系统性风险，对公资产质量悲观预期修复，国有大行演变为确定性的高股息“类债”资产，吸引了保险长线资金配置。同时，中央汇金大规模增持沪深 300ETF 和上证 50ETF 等，释放了强烈的背书信号，为银行股提供了极具韧性的估值底，与保险资金共振。

两轮险资主导行情表现差异很大，主要是险资属性以及会计准则的差异。

2016 年是股权分散、更具高 ROE 潜力的中小银行表现更好，2023-2025 年是稳健大行领涨。因为 2016 年以激进万能险为主导，在旧会计准则（IAS 39）下更在意席位溢价和高 ROE 潜力，偏好当时股权分散且成长性更好的中小银行。2023-2025 年险资以长线资金为主导，2023 年初开始实行新会计准则（IFRS 9），OCI 账户险资更在意的是股息率，偏好化债背景下 ROE 底部明确且分红稳定的国有大行和部分区域城商行。

基本面展望：2026 年更似 2016 年下半年，基本面筑底确定性强，但仍没有看到明确的向上动能。参考 PPI 和民间固定资产投资同比增速等指标，我们判断 2026 年的经济环境与银行业基本面与 2016 年下半年具备高度相似性，均呈现宏观经济数据边际改善但内生动能不足，市场对复苏的持续性 with 幅度存在分歧，因而银行基本面筑底预期很强但没有明确的向上拐点预期。

资金展望：2026 年是银行股定价权逐步从“险资/中央汇金”转向“公募/外资”的过渡阶段。参考 2016-2017 年资金轮动特点，预计 2026 年保险资金依然是银行板块最稳定、最具持续性的核心配置盘，但增量边际放缓，实际上关注中小保险新会计准则下的 OCI 账户配置需求；中央汇金则从大量增配宽基 ETF 托底转向中性策略；公募作为典型趋势跟随型资金，在基本面向上拐点未明确前，难以形成全面加仓共识，结构性加仓绩优股。一旦银行盈利向上拐点明确，公募将复刻 2017 年路径，重新掌握银行板块定价权。

投资建议：精选复苏 Alpha。在银行基本面向上拐点预期没有明确前，个股分化是主旋律，择股核心策略是精选复苏 Alpha，但可保留一定的高股息稳健个股仓位。重点推荐招商银行、宁波银行、长沙银行和渝农商行等，稳健底仓建议关注江苏银行、成都银行、兴业银行等，更符合中小保险 OCI 账户择股标准。若后续基本面向上拐点预期一旦明确，则需要果断全仓位切换到复苏品种，尤其是估值受到极大压制的零售行。

风险提示：经济复苏不及预期，监管政策变动短期冲击银行基本面等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600036.SH	招商银行	优于大市	39.20	9,886	5.76	6.05	6.8	6.5
002142.SZ	宁波银行	优于大市	31.70	2,093	4.27	4.64	7.4	6.8
601577.SH	长沙银行	优于大市	9.57	385	2.01	2.12	4.8	4.5
601077.SH	渝农商行	优于大市	6.66	756	1.06	1.13	6.3	5.9
600919.SH	江苏银行	优于大市	10.55	1,936	1.93	2.19	5.5	4.8
601838.SH	成都银行	中性	16.94	718	3.29	3.54	5.2	4.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

银行

优于大市 · 维持

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：王剑

021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：张绪政

021-60875166

zhangxuzheng@guosen.com.cn

S0980525040003

证券分析师：刘睿玲

021-60375484

liuruilin@guosen.com.cn

S0980525040002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《美国 2025 年四季度家庭债务报告点评-局部压力凸显，整体稳健》——2026-02-27

《银行理财 2026 年 2 月月报-从财报看理财子如何布局多资产》——2026-02-08

《美国四大行 2025 年业绩快报点评-信贷扩张与息差韧性难掩资产质量隐忧》——2026-01-28

《规模高增，收益中枢下降，公募合作增加——2025 年银行理财财年报点评》——2026-01-24

《银行业点评-存差困境破局：大小行中间业务差异化路径》——2026-01-20

内容目录

前沿：两轮典型银行行情核心驱动因素	5
2016-2017 年：价值重估，从险资到公募	5
基本面：不良拐点，净息差筑底回升	6
资金：2016 年万能险主导，2017 年公募/外资接棒	7
领涨个股：从“野蛮增长”到“核心资产”	10
2023-2025 年：防御主线，保险和 ETF 主导	11
基本面：净息差持续下行，政策底确立	12
资金：中央汇金增持 ETF 托底，险资定价	12
两轮险资择股逻辑核心差异	16
2026 年：政策底转向业绩底，精选复苏 Alpha	17
基本面：筑底企稳，预计全年业绩增长 3.0%	17
资金面：险资边际放缓，公募结构性增配	18
结论：更似 2016 年下半年，静待复苏明确	19
投资建议	20
风险提示	20

图表目录

图 1: 申万银行指数收盘价	5
图 2: 上市银行营收和净利润同比增速	5
图 3: 2016-2017 宏观经济复苏	6
图 4: PPI 自 2016 年开始持续改善	6
图 5: 上市银行净息差水平	6
图 6: 上市银行不良生成率	6
图 7: 保险资金运用余额及增速	8
图 8: 保险资金运用余额配置股票和基金的规模和比例	8
图 9: 保险重仓流通股中银行市值和比重	8
图 10: 保险重仓的银行流通股占银行板块总市值比重	8
图 11: 偏股主动性公募基金重仓股中银行股比例	9
图 12: 偏股主动性公募基金全部持仓中银行股比例	9
图 13: 陆股通持有银行股票市值	9
图 14: 陆股通持有银行股比重	9
图 15: 北向资金持有银行股市值	10
图 16: 2022 年以来上市银行累计净息差持续下行	12
图 17: 上市银行不良生成率	12
图 18: 股票型 ETF 规模快速增长	13
图 19: 规模排名前 30 的市场份额	13
图 20: 保险运用资金余额同比增速	15
图 21: 保险资金运用余额投向股票和基金的比例	15
图 22: 上市险资权益配置中 OCI 账户比例持续提升	15
图 23: 2025 年 6 月末上市险资权益资产中 OCI 账户占比	15
图 24: 偏股基金持有股票中银行配置比例	16
图 25: 北向资金持有银行占总市值比	16
图 26: 2023-2025 年上市银行股价累计涨跌幅	17
图 27: 上市银行 2025 年业绩对应的股息率	19
图 28: PPI 当月同比降幅持续收窄	20
图 29: 民间固定资产投资累计同比增速	20

表 1: 2016-2017 年不同阶段银行个股涨幅	11
表 2: 主动偏股型资金持股占流通股比 (%)	11
表 3: 2025 年末规模超 100 亿 ETF 中的银行权重	13
表 4: 中央汇金持有的主要宽基 ETF 规模比例	14
表 5: 中央汇金持有的沪深 300ETF 和上证 50ETF 份额变化	14
表 6: 两轮险资资产配置核心差异	16
表 7: 上市银行业绩预测	18

前沿：两轮典型银行行情核心驱动因素

过去十年，A股银行板块整体呈现震荡分化态势，但期间涌现出两轮持续时间超2年、涨幅显著的大级别行情，二者驱动逻辑截然不同。

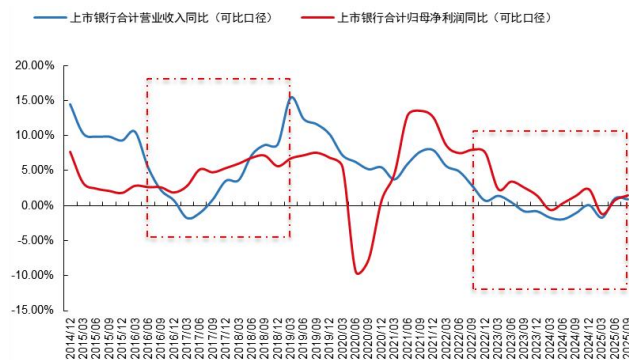
- **2016-2018年初：基本面拐点向上带来的戴维斯双击行情。**此轮行情启动于2016年3月，持续至2018年1月底，历时近2年，期间申万银行指数累计涨幅达45%左右，核心驱动力是银行业基本面的持续改善，背后依托于供给侧结构性改革与棚改政策下的经济复苏宏观背景。2012-2015年前期信贷扩张积累的风险逐步暴露，银行经历了一轮不良资产暴露处置周期。伴随存量包袱的大幅出清，以及一系列政策推动经济企稳复苏，2016年以来上市银行不良生成率持续回落，资产质量压力缓解。同时，净息差企稳提升，银行业盈利能力大幅改善，基本面的扎实修复推动板块估值向上，迎来戴维斯双击行情。
- **2023-2025年：保险资金/中央汇金主导的红利beta行情。**此轮行情则始于2022年11月，已持续三年，申万银行指数累计涨幅高达约70%，但同期银行业绩正处于下行周期，行情的核心推力来自长线配置资金的持续流入。伴随化债政策的持续推进，银行板块成为典型的价值洼地，其配置价值被保险这类长线资金认可。叠加中央汇金等大幅增持宽基ETF，大量被动资金流入银行板块，长线资金集中进场推动板块估值得到修复，形成了业绩下行但估值修复的特殊行情。

图1：申万银行指数收盘价



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：上市银行营收和净利润同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2016-2017年：价值重估，从险资到公募

2016-2017年上市银行基本面迎来了确定性向上拐点，不良生成率从2015年1.25%的阶段高点回落至2017年的0.79%，资产质量压力持续缓解；同时净息差下行幅度逐步收窄，并于2017年开启企稳回升周期，银行盈利能力大幅提升。这一扎实的基本面底部，不仅奠定了银行蓝筹的核心配置价值，也为政策引导下险资增配提供了底层支撑，2016年末险资重仓银行股市值较年初大幅提升，成为板块估值托底的核心力量。不过2016年主要是激进万能险主导，股权分散、高ROE潜力更大的中小银行更受青睐，年底监管整治后则从短期炒作转向长期持有，仍为板块提供估值稳定支撑。同时，2016年四季度开始经济复苏信号更加明确，公募和

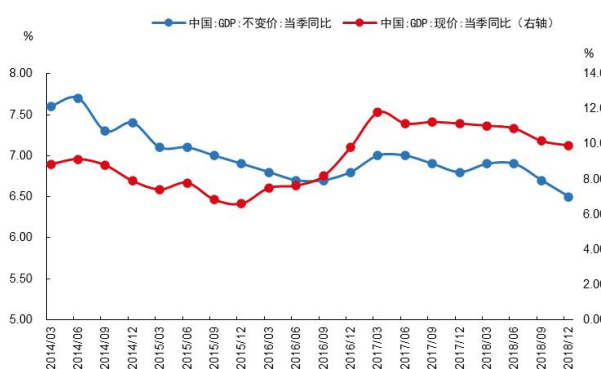
外资接棒保险推动绩优股价值重估，迎来戴维斯双击行情。

基本面：不良拐点，净息差筑底回升

2015年启动的供给侧结构性改革与棚户区改造货币化安置（棚改）政策，共同带动2016-2017年经济与企业盈利复苏，为银行资产质量与盈利修复提供了坚实的宏观环境。

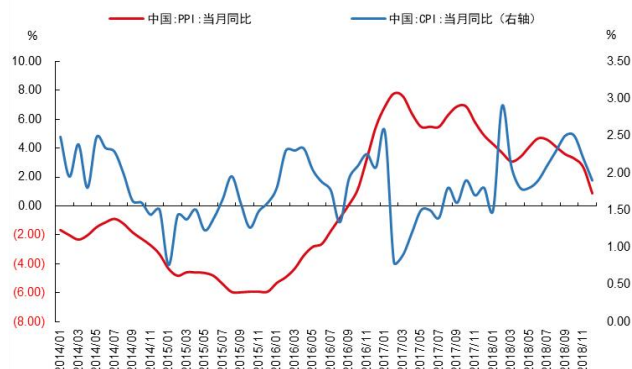
- 2016年不良生成率持续回落，不良向下拐点确立。2012-2015年银行经历了一轮不良资产暴露处置周期，上市银行不良生成率于2015年升至1.25%的阶段高点。受益于存量包袱大幅出清，以及2016年宏观经济出现企稳复苏迹象，上市银行不良生成率快速回落，2016年上市银行不良生成率回落至1.05%，2017年进一步回落至0.79%，资产质量压力大幅缓解。
- 2017年净息差企稳回升，盈利能力增强。2014年底我国启动新一轮降息，银行净息差持续下行。2016年宏观经济复苏叠加重定价周期尾声，上市银行净息差于2017年企稳回升，上半年净息差均值1.92%，全年升至1.94%，2018年进一步升至2.02%，息差改善成为业绩修复的重要支撑。

图3：2016-2017 宏观经济复苏



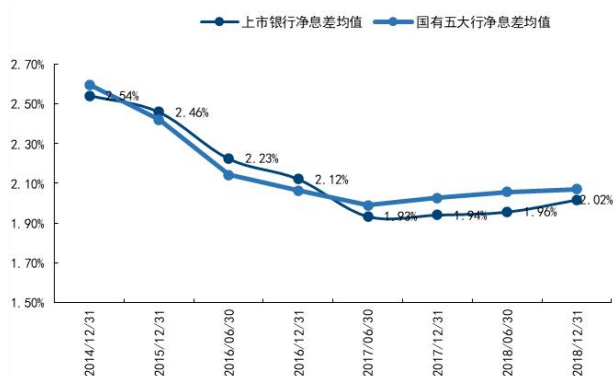
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：PPI 自 2016 年开始持续改善



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：上市银行净息差水平



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：上市银行不良生成率



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

资金：2016 年万能险主导，2017 年公募/外资接棒

2016-2017 年银行板块的资金定价权切换，与宏观经济复苏节奏高度共振。2016 年前三季度 PPI 同比降幅收窄当仍陷通缩，宏观经济企稳复苏存分歧，银行业尚处不良生成率回落的修复初期，基本面筑底但向上拐点也不明确。保险资金成为板块行情绝对主导，依托万能险资金增配银行股，完成板块估值底仓构建。而 2016 年四季度 PPI 累计同比增速转正并开启持续向上趋势，企业盈利修复，银行资产质量与净息差的改善拐点明确，基本面复苏共识形成。在此背景下，公募基金对银行板块配置比例从 2016 年 6 月末 2.44% 的低点持续抬升至 2017 年末的 5.48%。北向资金也借沪深港通落地加速布局，二者接棒险资成为主导资金，推动银行板块从险资主导的防御修复转向公募/外资定价的基本面价值重估行情。

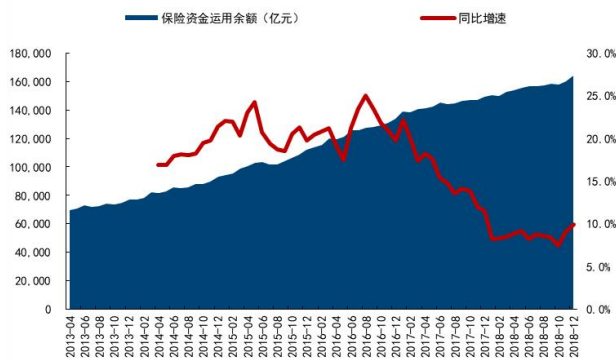
■ 保险资金：激进万能险主导 2016 年行情，监管纠偏后回归价值

2015 年下半年至 2017 年，针对保险资产配置的监管政策经历了一个“放松-纠偏-定型”的完整周期，核心主线是引导保险资金回归长期资本属性、聚焦蓝筹股配置。而保险资金也是 2016-2017 年银行板块行情的核心“发令枪”，其中 2016 年行情由激进万能险资金主导，监管整治后则从短期炒作转向长期持有，仍为板块提供估值稳定支撑。

- ▶ 万能险爆发式增长后频繁举牌，成为驱动银行行情的重要增量资金。为了稳定市场，2015 年 7 月原保监会发布《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》，“将投资单一蓝筹股票的比例上限由从 5% 提高至 10%；并对符合条件的保险公司，投资权益类资产比例达到 30% 后，可进一步增持蓝筹股，增持后权益类资产余额上限放宽至 40%”。这为爆发式增长的万能险积极配置低估值蓝筹股提供了制度空间，使其成为影响市场风格的重要力量。2016 年 11 月末，保险资金运用余额 13.12 亿元，同比增长 20.9%，其中配置股票和基金的规模为 1.89 万亿元，较年初增长了 1881 亿元。
- ▶ 2016 年底，监管层对万能险及其背后野蛮人举牌现象发起了重拳整治，银行板块定价权从保险逐步转向外资和公募，但保险资金依然发挥了稳定器作用。2017 末，保险资金运用余额增长至 14.92 万亿元，但配置权益和基金的比例从 2016 年 11 月末的 14.2% 降到了 2017 年 12 月末的 12.3%。对应的期末配置股票和基金的规模为 1.83 万亿元，较 2016 年 11 月末的 1.89 万亿元有所下降。我们判断主要是监管层对以万能险为主的险资举牌现象进行强力整治，引导资金投向业绩稳定、分红良好的大盘蓝筹。

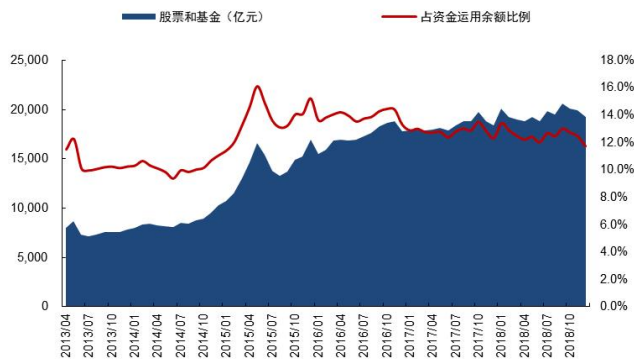
具体而言，2015 年的宽松政策，在初期激发了险资对蓝筹股的配置热情，但也伴生了短期激进投资行为。因此，自 2016 年开始，监管层连续发文，对万能险的规模、经营管理等进行了限制和规范，年底更是对万能险及其背后的野蛮人举牌现象发起了重拳整治。12 月 3 日，时任证监会主席刘士余在公开演说中痛批“野蛮人”；12 月 5 日，保监会重罚前海人寿，责令其停止开展万能险新业务，并禁止其申报新产品；12 月 9 日，保监会暂停恒大人寿委托股票投资业务；12 月 13 日，时任保监会主席项俊波定调“保险姓保”。2017 年，监管政策密集落地，年初发布的《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》明确“财务投资为主”原则，将单一股票（含蓝筹）持股比例上限从 10% 回调至 5%，权益类资产总比例上限也恢复至 30%。随后，“1+4”系列文件继续强化“保险姓保、监管姓监”的顶层设计，要求保险资金运用服务主业，追求长期稳健回报。

图7: 保险资金运用余额及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

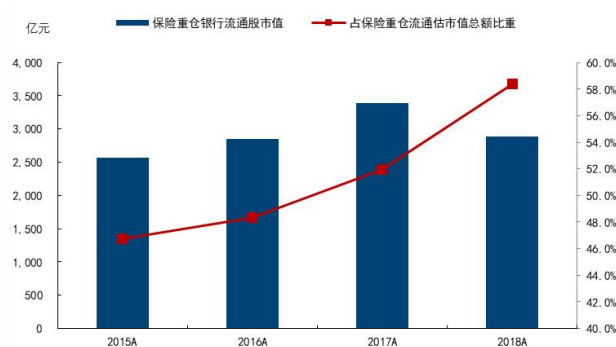
图8: 保险资金运用余额配置股票和基金的规模和比例



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

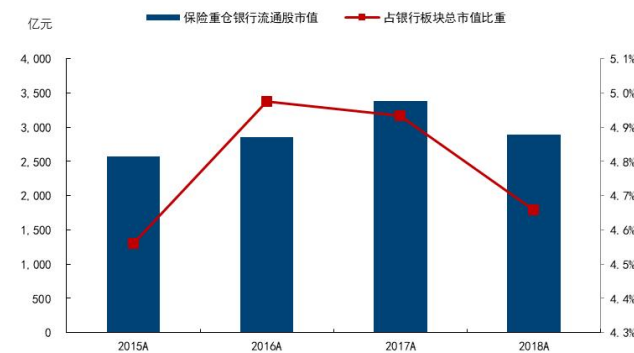
2016 年险资整体以增配为主, 成为驱动当年银行股行情的重要力量; 伴随 2016 年底监管持续加码, 资金流向趋于平衡, 险资对银行股的影响也从主要驱动因素转变为相对平稳的力量。根据上市银行披露的前十大流通股数据, 2016 年末保险重仓银行股 (流通股, 下同) 体量 2852 亿元, 占保险重仓流通股市值的 48.3%, 占银行板块市值总额的 5.0%, 较年初分别提升了 1.6 个和 0.4 个百分点。2017 年末保险重仓银行股体量 3385 亿元, 占保险重仓股市值的 52.0%, 占银行板块总市值的 4.9%, 较年初分别提升了 3.64 个和下降了 0.04 个百分点。从保险重仓银行股角度而言, 2016 年保险以增配为主, 2017 年重仓股占银行板块市值略降, 主要是年底万能险严监管后的结果。由于万能险监管严格收紧, 安邦系、华夏人寿等万能险占比高、偏交易型的险企在 2016 年底至 2017 年集中减持了部分银行, 批量退出前十大股东。

图9: 保险重仓流通股中银行市值和比重



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 保险重仓股剔除了平安保险集团和平安人寿持有的中国平安和平安银行, 以及国寿保险集团持有的中国人寿, 下同。

图10: 保险重仓的银行流通股占银行板块总市值比重



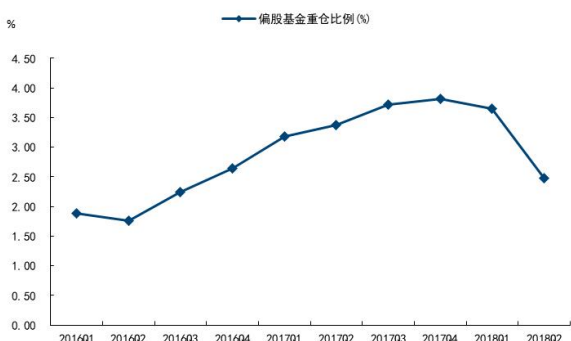
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

■ 主动偏股型基金: 2017 年优质个股价值重估的核心推动力

2016 年 6 月末, 主动偏股型基金全部持仓中银行股比例为 2.44%, 重仓股中银行股比例为 1.76%, 均处在低位。随着银行股估值修复趋势明确, 公募自 2016 年三季度开始持续增持银行股, 2017 年末主动偏股型基金全部持仓中银行股比例为 5.48%, 重仓股中银行股比例为 3.82%, 较 2016 年 6 月末分别提升了 3.04 个和 2.06

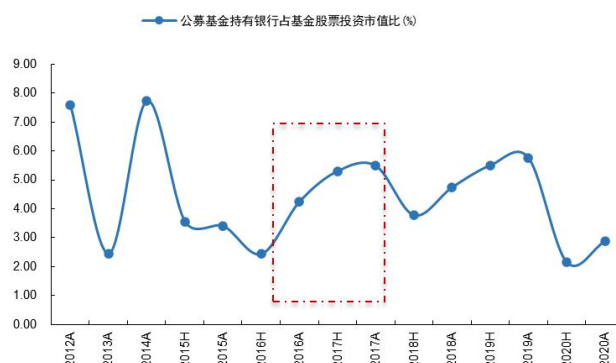
个百分点，配置比例提升幅度均超过一倍。

图11: 偏股主动性公募基金重仓股中银行股比例



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图12: 偏股主动性公募基金全部持仓中银行股比例



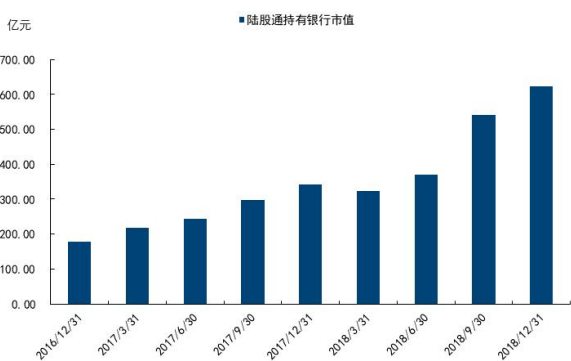
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

■ 北向资金: 确立优质蓝筹的审美, 行情加速器

2014年11月17日沪港通正式开通, 北向交易起步, 初期沪股通每日额度130亿元, 标的以上证成分股及A+H股为主; 2016年8月取消总额度限制, 仅保留每日额度; 同年12月深港通落地, 额度与沪股通一致, 覆盖深市多板块, 为2016-2017年银行股增配奠定基础。后续其额度与标的持续优化, 比如, 2018年5月沪深股通每日额度扩容至520亿元, 2021年科创板纳入标的, 2022年ETF通启动, 2023年标的双向大扩容, 2026年ETF通扩容至364只, 逐步适配外资长期配置需求。

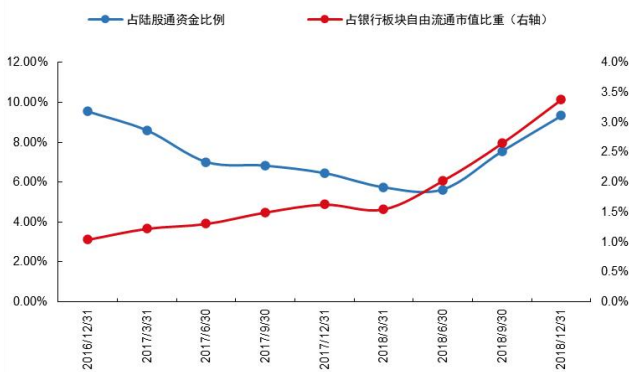
2016-2017年末, 北向资金合计持有银行股市值分别为356亿元和848亿元, 其中陆股通持有的银行股市值分别是177亿元和342亿元, 占银行板块自由流通市值的1.0%和1.6%; 虽然从资金规模而言, 陆股通由于处在试点阶段, 额度受到比较严格管控, 因此资金体量不是很大, 但是为内资投资优质蓝筹股起到了很好的示范效应, 提供增量流动性和信心锚, 成为优质银行股价值重估的关键“导火索”和“加速器”。

图13: 陆股通持有银行股票市值



资料来源: WIND, iFinD, 国信证券经济研究所整理

图14: 陆股通持有银行股比重



资料来源: WIND, iFinD, 国信证券经济研究所整理

图15: 北向资金持有银行股市值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 北向资金包括陆股通、QFII/RQFII 以及外资私募。

领涨个股: 从“野蛮增长”到“核心资产”

我们以 2016 年 12 月 3 号, 时任证监会主席刘士余在公开演说中痛批“野蛮人”为分界点, 可将 2016-2017 年行情划分为万能险主导以及公募/外资主导的两个阶段。在 2016 年万能险主导阶段, 城商行和股份行弹性整体上要高于国有大行; 在 2017 年公募和外资主导的阶段, 国有大行表现普遍较好, 股份行和城商行中仅招商银行、平安银行和宁波银行表现较好, 其他行表现一般。不同阶段领涨个股与资金风格和银行个股基本面特点相吻合。

(1) 2016 年险资增量资金主要来自万能险, 万能险资金具有成本高且期限短的特点。当时保险采用的会计准则为 IAS 39, 股票投资多数计入 FVTPL, 股价波动会直接进利润表, 因而当时万能险非常看重席位溢价、ROE 水平以及股价短期弹性。相比于市值庞大、股权稳固的国有大行, 股权分散、市值适中且具备高 ROE 潜力的中小银行更易成为举牌目标, 通过进入董事会实现权益法核算, 从而平滑险资利润表并获取金融协同资源。基本面视角, 该阶段我国经济数据向好但内生动能不足, 市场对于经济复苏持续性和幅度仍有分歧, 银行业基本面筑底但向上拐点不明确。中小银行则通过“同业负债+非标投资”模式实现了规模的快速扩张, 因此高增长的城商行和股份行成为了万能险资金首选。

(2) 以 2016 年底监管层痛批“野蛮人”为转折点, 叠加我国经济复苏更加明确, 外资和公募大幅增持蓝筹股, 2017 年市场进入“漂亮 50”行情, 优质个股迎来戴维斯双击。资金视角, 2016 年底随着激进险资退潮, 具备中长期配置属性的公募基金与北向资金接过定价权。此类资金更加注重现金流折现与分红稳定性, 审美偏好由小票弹性转向大票确定性。国有大行凭借极高的分红透明度与流动性, 成为机构抱团核心资产的首选, 契合了当时的蓝筹风格。基本面视角, 伴随 2017 年金融去杠杆政策持续加码, 同业占比高、风控偏弱的中小行面临严重的缩表与成本激增压力, 因此该阶段负债的稳定性成为银行股基本面核心驱动因素, 大行与招商银行凭借深厚的零售存款护城河, 在利率上行周期中展现了极强的负债成本优势, 净息差持续走阔。另外, 平安银行(零售转型溢价)与宁波银行(极致

风控与高成长) 因其独特的内生增长动力, 与国有大行和招商银行共同构成了当年的领涨阵营。

表1: 2016-2017 年不同阶段银行个股涨幅

		2016. 2. 26-2016. 12. 2	2016. 12. 3-2018. 2. 1	累计涨幅
601939. SH	建设银行	30. 7%	78. 2%	132. 8%
601988. SH	中国银行	18. 5%	38. 1%	63. 6%
601328. SH	交通银行	20. 5%	23. 2%	48. 4%
600036. SH	招商银行	35. 0%	92. 7%	160. 1%
600000. SH	浦发银行	4. 9%	2. 4%	7. 5%
601166. SH	兴业银行	24. 3%	16. 2%	44. 5%
601998. SH	中信银行	24. 3%	13. 2%	40. 7%
600016. SH	民生银行	19. 3%	1. 2%	20. 8%
601818. SH	光大银行	26. 9%	18. 9%	50. 9%
000001. SZ	平安银行	20. 3%	49. 1%	79. 4%
600015. SH	华夏银行	30. 5%	5. 1%	37. 2%
601169. SH	北京银行	37. 8%	-9. 5%	24. 7%
002142. SZ	宁波银行	50. 1%	51. 3%	127. 2%
601009. SH	南京银行	48. 1%	22. 9%	82. 0%
801780. SI	银行 (申万)	18. 5%	23. 4%	46. 1%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 以 2016 年 12 月 3 号时任证监会主席刘士余在公开演说中痛批“野蛮人”为分界点。

表2: 主动偏股型资金持股占流通股比 (%)

		2012A	2013A	2014A	2015A	2016H	2016A	2017H	2017A	2018H	2018A
601939. SH	建设银行	1. 94	0. 85	3. 84	2. 39	3. 30	3. 86	6. 02	7. 20	5. 69	5. 02
601328. SH	交通银行	1. 60	0. 85	2. 01	0. 85	0. 99	1. 86	1. 42	0. 61	0. 35	0. 53
601988. SH	中国银行	0. 04	0. 12	0. 73	0. 16	0. 10	0. 24	0. 27	0. 26	0. 13	0. 13
600036. SH	招商银行	4. 80	2. 03	2. 43	1. 14	0. 85	1. 11	2. 65	2. 79	2. 47	2. 20
601166. SH	兴业银行	10. 40	3. 68	5. 41	3. 49	1. 30	1. 74	1. 98	1. 58	0. 61	1. 30
600000. SH	浦发银行	7. 44	2. 64	5. 33	1. 08	0. 78	0. 87	0. 91	0. 64	0. 16	0. 06
601998. SH	中信银行	0. 63	0. 17	0. 60	0. 46	0. 39	0. 59	0. 55	0. 36	0. 27	0. 16
600016. SH	民生银行	7. 55	1. 65	3. 71	1. 72	0. 57	0. 94	1. 08	0. 93	0. 53	0. 27
000001. SZ	平安银行	6. 18	5. 63	4. 17	2. 31	1. 76	1. 75	2. 15	3. 54	0. 58	1. 58
601818. SH	光大银行	1. 13	0. 01	1. 78	0. 74	0. 56	1. 51	1. 55	1. 07	0. 51	0. 94
600015. SH	华夏银行	5. 43	0. 43	3. 90	1. 28	0. 49	2. 24	2. 04	0. 78	0. 28	0. 29
002142. SZ	宁波银行	4. 95	0. 16	1. 41	1. 75	2. 03	5. 10	6. 59	6. 29	3. 76	5. 75
601009. SH	南京银行	4. 23	0. 47	2. 64	3. 51	2. 33	4. 86	2. 99	2. 19	3. 30	1. 26
601169. SH	北京银行	6. 69	1. 62	1. 42	2. 84	0. 73	1. 07	1. 59	0. 63	0. 21	0. 28

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2023-2025 年: 防御主线, 保险和 ETF 主导

2023-2025 年银行业净息差经历了最大幅度的压降, 零售不良也加速暴露, 业绩增速持续回落。但在化债大背景下, 对公资产质量悲观预期持续修复, 政策底守住了系统性风险, 国有大行和部分区域行 ROE 底部更加明确, 这是吸引保险资金配置的核心支撑。同时, 中央汇金大量增持沪深 300ETF 和上证 50ETF 等释放了强烈的背书信号, 为银行股提供了极具韧性的估值底。

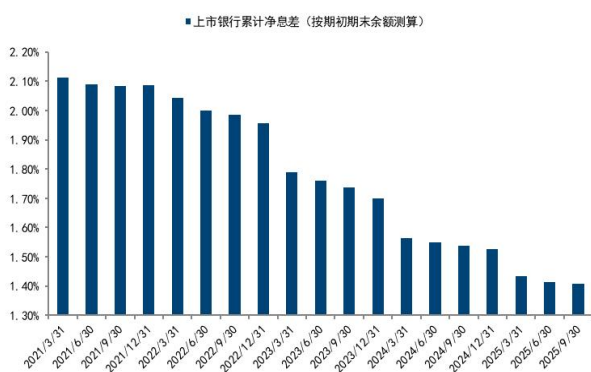
整体而言, 此轮行情是由险资和中央汇金 (发挥了类平准基金功能) 主导的红利 Beta 行情, 核心驱动力来自低利率环境下高息资产稀缺、政策托底带来风险收敛、

以及新会计准则下险资“类债”资产配置需求增加等因素。

基本面：净息差持续下行，政策底确立

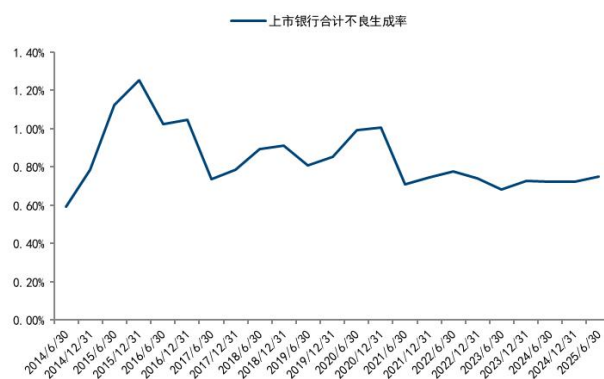
化债等政策守住了系统性风险，才能吸引保险等长线资金增配。上市银行净息差自 2022 年以来经历了史上最剧烈的收缩，从 2022 年初的约 2.09%（按期初期末平均余额测算的净息差）一路下滑至 2025 年前三季度的 1.41%，营收增速大幅下行。资产质量方面，虽然经济下行周期中零售不良逐步暴露，但受益于大规模化债等政策，银行资产负债表的底层安全性显著增强。过去市场对银行股最大的担忧是城投和地产的系统性违约，2023 年开启的万亿级地方债置换，以及 2024 年末出台的超过 10 万亿化债方案，使得银行虽然损失了一些高息资产收益，但换回了极高的资产质量确定性，市场不再担心大型银行破产，这也是吸引保险等长线资金的核心因素。

图16: 2022 年以来上市银行累计净息差持续下行



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图17: 上市银行不良生成率



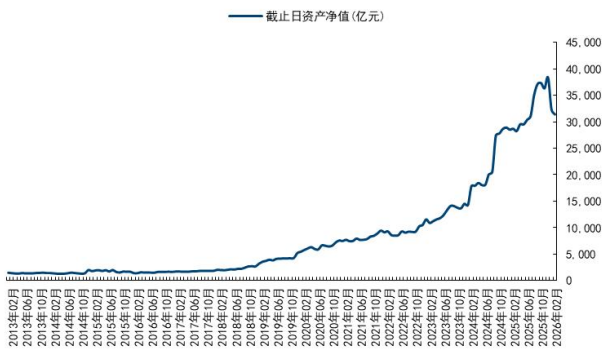
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

资金：中央汇金增持 ETF 托底，险资定价

■ 中央汇金：发挥了类平准基金功能

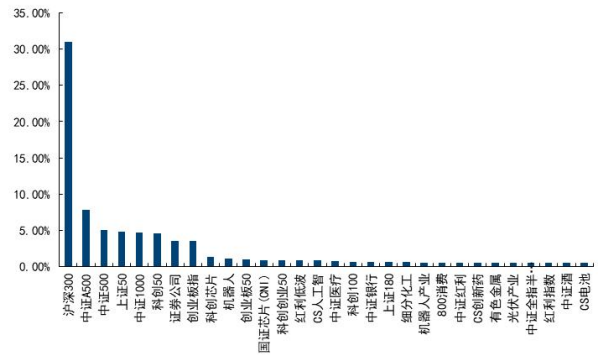
2023 年以来我国股票型 ETF 规模呈现指数级别增长，2022-2025 年规模分别为 1.05/1.45/2.89/3.83 万亿元。根据 2025 年末百亿规模 ETF 中银行权重（表 5）测算的 EF 基金持有银行市值为 2662 亿元，占 ETF 总额的 6.95%，占银行板块总市值的 2.36%，流通市值的 3.80%，是此轮银行行情的重要托底资金。

图18: 股票型 ETF 规模快速增长



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截至 2026 年 2 月 13 日。

图19: 规模排名前 30 的市场份额



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截至 2025 年 12 月 31 日。

表3: 2025 年末规模超 100 亿 ETF 中的银行权重

指数代码	指数简称	挂钩 ETF 规模(亿元)	申万银行权重
000300.SH	沪深 300	11,856	12.03%
000510.SH	中证 A500	3,010	6.86%
000905.SH	中证 500	1,934	1.49%
000016.SH	上证 50	1,840	18.12%
000852.SH	中证 1000	1,808	1.31%
h30269.CSI	红利低波	336	50.95%
399986.SZ	中证银行	246	100.00%
000010.SH	上证 180	243	11.16%
000922.CSI	中证红利	223	23.10%
000015.SH	红利指数	193	30.99%
930050.CSI	中证 A50	181	5.13%
SPCLHCP.SPI	标普中国 A 股大盘红利低波 50	150	29.11%
000860.CSI	结构调整	148	4.78%
930955.CSI	红利低波 100	137	20.07%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截至 2025 年 12 月 31 日。

其中, 中央汇金是此轮宽基 ETF 的主要增持者, 以规模大且银行权重高的沪深 300ETF 和上证 50ETF 为例, 2025 年 6 月末中央汇金持有比例分别达到了 78.9%和 79.0%。中央汇金大规模增持释放了强烈的背书信号, 为银行股提供了极具韧性的估值底, 这与资产荒背景下保险资金寻求高股息“类债”资产形成了共振。在中央汇金和保险资金保驾护航之下, 资金搭便车行为形成, 2025 年以来公募基金也开始有资金涌入银行板块, 板块行情爆发。

不过 2026 年初以来, 中央汇金已大幅减持沪深 300ETF 和上证 50ETF 的约 50%~60%。简单假设年初以来减少份额中 90%是由中央汇金减持, 那么按照 2025 年 6 月末中央汇金持有份额计算, 4 只沪深 300ETF 以及华夏上证 50ETF 普遍减持了约 50%~60%。

表4: 中央汇金持有的主要宽基 ETF 规模比例

	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
000300.SH 沪深 300	14.9%	16.9%	20.1%	20.8%	17.5%	18.7%	12.3%	12.6%	19.3%	62.8%	70.1%	78.9%
000016.SH 上证 50	38.3%	48.6%	42.9%	42.7%	30.7%	37.3%	29.2%	28.2%	33.1%	59.5%	69.8%	79.0%
000688.SH 科创 50			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	10.3%	13.4%
399006.SZ 创业板指	3.0%	4.6%	5.1%	5.8%	6.2%	4.4%	3.6%	2.1%	1.9%	27.8%	26.2%	32.6%
000852.SH 中证 1000	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	65.1%	76.8%	87.2%
000905.SH 中证 500	15.4%	20.4%	22.1%	24.5%	21.4%	21.8%	14.8%	18.5%	16.7%	47.8%	54.0%	65.7%
000010.SH 上证 180	93.0%	93.8%	93.6%	94.6%	94.5%	94.2%	93.3%	92.7%	88.3%	90.0%	88.5%	85.6%
000018.SH 180 金融	60.4%	54.5%	60.4%	62.9%	65.9%	69.3%	69.6%	67.2%	74.5%	78.8%	71.5%	71.5%
399330.SZ 深证 100	32.9%	34.5%	44.4%	40.4%	38.6%	40.1%	37.5%	35.6%	32.1%	33.1%	34.1%	34.9%
000906.SH 中证 800	24.4%	44.0%	62.3%	69.9%	70.2%	67.9%	69.8%	66.9%	15.5%	17.0%	19.9%	26.2%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表5: 中央汇金持有的沪深 300ETF 和上证 50ETF 份额变化

	2025/6/30		2025/12/31	2026/2/13
	期末份额	其中: 中央汇金持有	期末份额	期末份额
华泰柏瑞沪深 300ETF	940	735	888	461
易方达沪深 300ETF	683	561	659	322
华夏沪深 300ETF	480	420	474	193
嘉实沪深 300ETF	412	355	408	202
华夏上证 50ETF	590	488	567	239
易方达上证 50ETF	16	1	16	12

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。(单位: 亿份)

■ 险资: 最持久的增量资金

险资大量增配高股息“类债”资产，是负债端资金涌入、低利率下资产荒加剧以及会计准则变革多重因素共同推动。2023-2025 年保险资金运用余额持续增长，2025 年末保险资金运用余额达 37.1 万亿元，过去三年年均复合增速为 14.8%。主要是存款挂牌利率经历多轮下调，相比之下，保险产品的预定利率下调后仍具备极强的吸引力，居民避险情绪浓厚下大量资金涌入保险产品。但资产端，长债利率大幅下行难以覆盖负债成本，非标资产萎缩且存量大规模到期，因此保险公司不得不寻找新的资产，新会计准则（IFRS 9）实施正好驱动保险公司大量增配高股息“类债”资产。

根据财政部相关规定，境内外同时上市的保险公司，以及在境外上市并采用国际财务报告准则的保险公司，应自 2023 年 1 月 1 日起同步实施 IFRS 9 与 IFRS 17 两项新会计准则（中国平安已于 2018 年提前执行 IFRS 9）。其他保险公司（非上市、仅 A 股上市）原则上自 2026 年 1 月 1 日起执行，确有实施困难的，可申请暂缓执行，但须在 2025 年 6 月 30 日前向财政部会计司、金融监管总局机构监管司局提交书面说明，并在暂缓执行期间于财务报表附注中予以披露。在新会计准则下，若将股票划分为 FVOCI，股价的波动将不再反映在利润表中，只有分红进入利润。因此，银行股等高股息低波动的品种，完美契合了 FVOCI 的分类诉求。

2025 年 6 月末，上市险资（不包括阳光保险）整体权益配置中 OCI 账户比例达到了 32.6%，提升明显。其中，中国平安、中国人保、中国太保、中国人寿和新华保险权益配置中 OCI 账户比例分别为 65.3%、46.4%、33.8%、22.6%和 19.8%。

图20: 保险运用资金余额同比增速



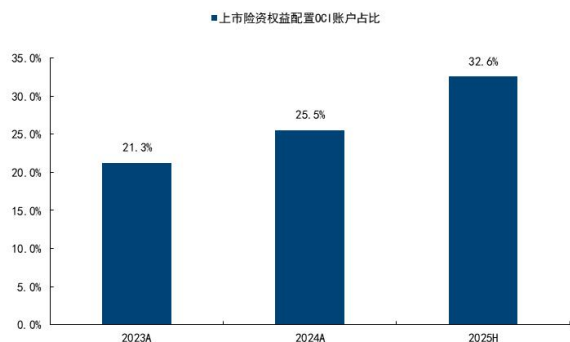
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图21: 保险资金运用余额投向股票和基金的比例



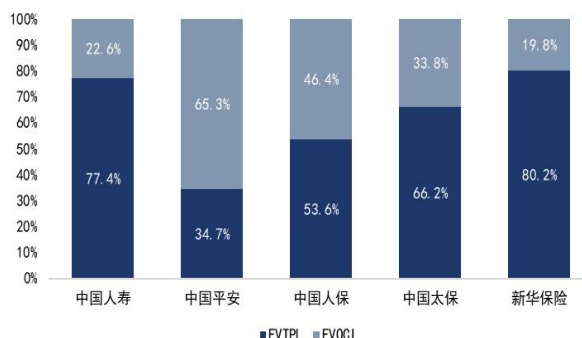
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图22: 上市险资权益配置中 OCI 账户比例持续提升



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 2025年6月末上市险资权益资产中 OCI 账户占比



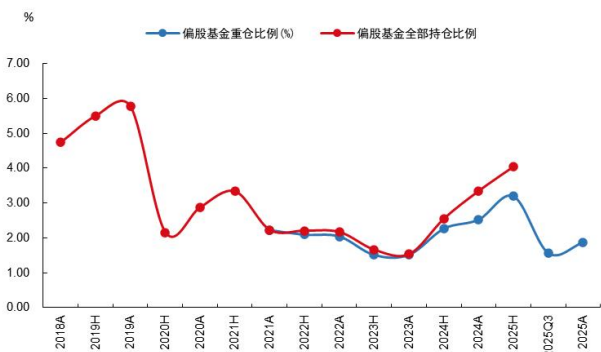
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 公募跟随者，外资流出

2023-2025 年，公募基金呈现跟随式布局特征。2023 年公募基金银行股持仓比例处于低配状态，并未提前布局，年末偏股型主动基金全部持仓中银行比例为 1.52%，重仓股中银行比例为 1.54%，较年初分别下降 0.52 个和 0.63 个百分点。直到险资持续增配带动银行板块估值修复趋势明确，公募基金才逐步跟进增持，2025 年 6 月末偏股型公募基金全部持仓和重仓中银行比例分别为 4.05% 和 3.19%。但 2025 年三季度随市场风格切换到科技成长，公募基金又大幅减仓银行股，重仓比例从 6 月末的 3.19% 骤降至 9 月末的 1.57%，四季度由于中期分红抢筹行情等因素，年末重仓比例又小幅提升至 1.87%，不过处在 2024 年以来的低位，进一步印证其跟随属性而非主导属性。

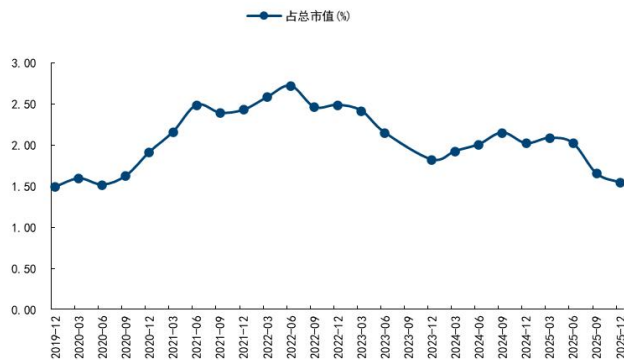
外资方面，2023-2025 年外资受全球资本市场表现、人民币汇率、对中国房地产市场预期等多因素影响，整体呈现净流出态势且对银行股的影响减弱，并非此轮行情的核心影响因素。

图24: 偏股基金持有股票中银行配置比例



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图25: 北向资金持有银行占总市值比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

两轮险资择股逻辑核心差异

2016 年和 2023-2025 年两轮银行行情中险资都是最主要的增量资金，但两轮行情差异非常大。2016 年是股权分散且更具高成长潜力的中小银行表现更好，2023-2025 年是稳健大行领涨。

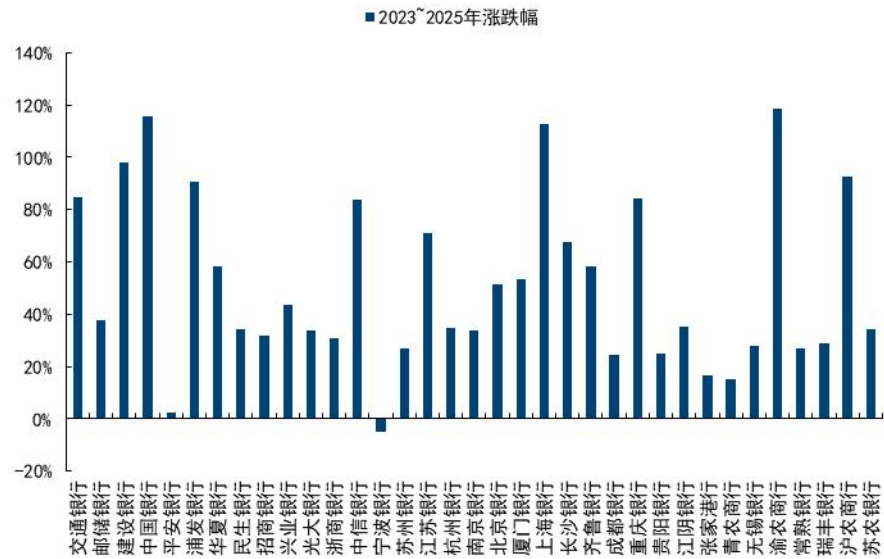
两轮险资资金属性和会计准则是导致板块行情差异较大的核心因素。2016 年是激进万能险主导，在旧会计准则（IAS 39）下险资更在意席位溢价和 ROE 增长强力，因此偏好当时成长性更好的中小银行。2023-2025 年则长线资金主导，新会计准则（IFRS 9）下险资更在意股息率以应对低利率环境下的资产荒压力，因此偏好政策底明确且分红稳定的国有大行。

表6: 两轮险资资产配置核心差异

	2016 年: 进攻	2023-2025 年: 防御
险资属性	激进型（万能险为主）：负债成本高且期限短，倒逼追求资本利得与控制权。因此青睐成长性高的股份行和城商行。	稳健型（长钱资金）：传统债券资产无法匹配负债成本，叠加非标存量大规模到期，将银行股视为“类债”资产。因此青睐政策底明确且分红稳定的国有大行
会计准则	旧准则（IAS 39）：股价波动计入利润表，险资更在意短期股价弹性和席位溢价。	新准则（IFRS 9）：大量配置划入 FVOCI，股价波动不进损益，分红稳定性和股息率水平成为核心考量指标。
主导变量	监管博弈：2016 年 12 月刘士余主席痛批“野蛮人”成为定价权从险资向公募/外资移交的转折点。	政策引导：每年新增保费 30% 入市的政策导向，形成长期买盘，预计短期难以扭转。

资料来源: 原银保监会, 国信证券经济研究所整理

图26: 2023-2025 年上市银行股价累计涨跌幅



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2026 年：政策底转向业绩底，精选复苏 Alpha

我们判断 2026 年银行股定价权是逐步从“险资/中央汇金”转向“公募/外资”的过渡阶段，意味着行情进入从红利避险向复苏估值切换的初期，精选复苏 Alpha 是全年核心主线。与 2016-2017 年相比较，我们判断 2026 年更似 2016 年下半年，经济持续复苏但内生增长动能不强，因此市场对复苏的持续性及反弹力度存在分歧。2026 年 PPI 降幅收窄但仍通缩，民间固定资产投资累计同比增速也处在下行趋势中，这与 2016 年经济弱复苏较为相似，静待经济复苏信号的进一步明确。

结合上一轮资金轮动以及银行基本面变化等因素而言，2026 年银行股定价权是逐步从“险资/中央汇金”转向“公募/外资”的过渡阶段。我们判断保险增量资金虽边际放缓，不过仍提供极高的安全边际；中央汇金从大量增配宽基 ETF 托底转向中性策略；公募作为典型趋势跟随型资金，在基本面向上拐点未明确前，难以形成全面加仓的共识，结构性加仓绩优股。一旦经济复苏与银行盈利向上拐点明确，公募将复刻 2017 年路径，重新掌握银行板块定价权。

总而言之，在银行基本面向上拐点预期没有明确前，银行择股核心策略是精选复苏 Alpha，但可保留一定的高股息稳健个股仓位作为底仓。若后续经济复苏迹象进一步明确，则需要果断全仓位切换到复苏品种，尤其是估值受到极大压制的零售行。

基本面：筑底企稳，预计全年业绩增长 3.0%

在《银行业 2026 年经营展望：价格篇-货币政策相机抉择，净息差下降尾声》(2025 年 12 月 5 日)以及《银行业 2026 年经营展望：资产负债篇-到期存款流向是资资格局的关键》(2026 年 1 月 7 日)报告中对 2026 年银行业经营环境、上市银行资产负债摆布、净息差等核心指标做了展望。因此，本文不再详细展开，根据上述报告展望测算，2026 年上市银行营收和净利润同比增速分别为 2.7%和 3.0%。

表7: 上市银行业绩预测

	2023A	2024A	2025E	2026E
关键假设:				
贷款增速	7.9%	7.7%	7.5%	7.0%
总资产增速	11.3%	7.5%	8.6%	7.9%
生息资产/总资产	89.3%	90.2%	90.2%	90.2%
净息差	1.69%	1.53%	1.40%	1.34%
手续费及佣金收入同比增速	-7.7%	-9.4%	5.0%	8.0%
其他非息收入同比增速	-2.5%	25.8%	5.0%	-5.0%
成本收入比	31.9%	32.3%	32.0%	32.0%
不良生成率	0.73%	0.72%	0.73%	0.72%
不良率	1.26%	1.24%	1.23%	1.20%
贷款损失计提/不良生成	108.2%	93.9%	90.00%	87.00%
拨备覆盖率	243%	240%	234%	230%
所得税率	13.2%	12.8%	12.6%	12.6%
业绩输出:				
净利息收入	4,249,427	4,160,180	4,142,033	4,278,600
同比增速	-2.9%	-2.1%	-0.4%	3.3%
手续费及佣金收入	757,690	686,623	720,955	778,631
同比增速	-7.7%	-9.4%	5.0%	8.0%
其他非息收入	639,605	804,395	844,615	802,384
同比增速	-2.5%	25.8%	5.0%	-5.0%
营业收入	5,646,722	5,651,198	5,707,603	5,859,615
同比增速	-3.5%	0.1%	1.0%	2.7%
业务管理费	1,801,658	1,822,691	1,826,433	1,875,077
资产减值损失	1,197,632	1,125,154	1,159,021	1,187,144
信贷减值损失	1,143,899	1,094,040	1,144,021	1,172,144
信用成本	0.79%	0.68%	0.66%	0.63%
其他支出	205,269	214,781	200,000	200,000
利润总额	2,442,162	2,488,572	2,522,149	2,597,394
所得税	321,798	318,029	317,791	327,272
所得税率	13.2%	12.8%	12.6%	12.6%
净利润	2,120,365	2,170,543	2,204,358	2,270,122
同比增速	1.79%	2.4%	1.6%	3.0%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

资金面: 险资边际放缓, 公募结构性增配

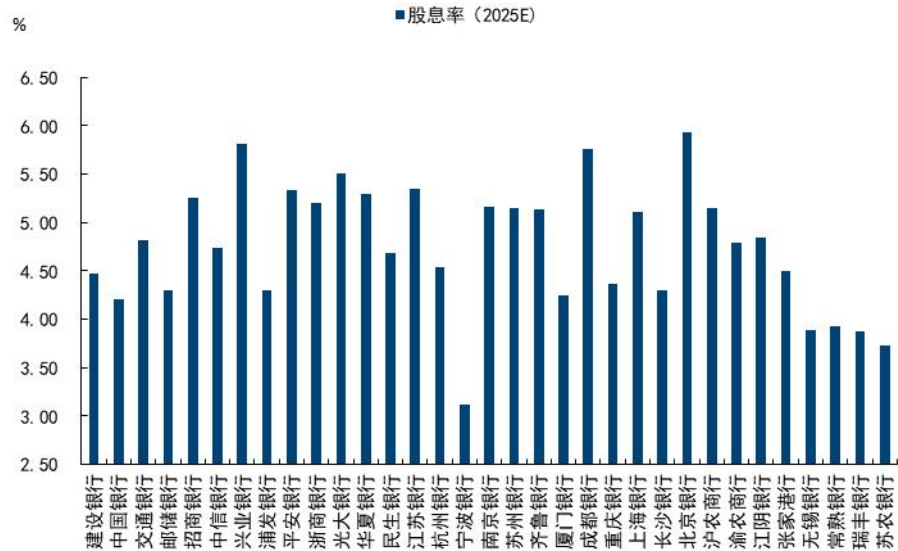
保险: 仍是核心配置盘, 但增量资金边际放缓

大型上市险企流入银行板块的增量资金大概率边际放缓, 边际上关注中小行 OCI 账户配置需求。按照监管要求, 大型上市险企 2023 年初已完成新会计准则 (IFRS 9) 切换, 经过 2023-2025 年的集中调仓, 权益账户以及其中 OCI 账户配置比例都不算低 (2025 年 6 月末上市险资权益配置中 OCI 账户比例 32.6%), 在权益市场表现较好的环境下, 预计流向高股息“类债”资产的增量资金已经进入衰退期。不过考虑到大型上市险企保险负债端增长较好, 低利率环境下高股息“类债”资产配置需求仍存在, 只是边际效应没有 2023-2025 年强。

其他保险公司 (非上市、仅 A 股上市) 原则上 2026 年 1 月 1 日施行, 但部分险资已提前执行, 并且确有困难的政策允许提前申请后可暂缓, 因此我们判断中小银行增加 OCI 权益配置需求现实存在, 但资金量或许有限, 尤其是高股息行情极致演绎了三年后, 股息的吸引力已经明显弱化。同时, 中小保险负债端成本普遍高于大型寿险, 因而对投资收益率要求也会比较高, 股息率高位的优质股份行和区域经济发达的城商行或得到青睐, 后续关注中小保险的配置情况。

整体而言，只要低利率环境不改变，险资增量流入资金虽然边际放缓，但依然是重要增量资金。并且存量 OCI 账户权益资产预计在资产荒大背景下，险资锁仓的意愿和比例会非常大，与增量资金共同构筑银行股的估值底。

图27：上市银行 2025 年业绩对应的股息率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：2025 年业绩预期采用 wind 一致预测，假设分红率和股本保持 2024 年水平不变。

公募基金：基本面向上拐点明确前，结构性布局复苏 Alpha

公募基金是银行板块典型的趋势跟随型资金，其定价主导权的切换高度依赖增量资金环境与基本面信号的共振。当前阶段，保险资金仍是板块核心配置盘，但增量边际趋缓，银行板块将从险资定价的配置阶段，转向等待基本面向上拐点确认、公募重归主导的交易阶段。上文我们判断 2026 年银行业基本面确定性筑底，但趋势性向上拐点仍需等待经济复苏明确信号验证；在信号明确前，公募将以结构性进攻绩优银行为主，而不是全面性进攻。一旦经济复苏与盈利向上拐点明确，公募将复刻 2017 年路径，重新掌握银行板块定价权，驱动戴维斯双击行情。

结论：更似 2016 年下半年，静待复苏明确

我们判断 2026 年的经济环境与银行业基本面，与 2016 年下半年具备高度相似性，均呈现宏观经济数据边际改善但内生动能不足，市场对复苏的持续性与幅度存在分歧，因而银行基本面预期筑底但没有明确的向上拐点预期。2026 年宏观经济数据延续修复趋势，但核心支撑仍偏温和，PPI 同比增速虽降幅持续收窄，但仍处于负增长区间，尚未形成向上突破的明确趋势；民间投资受主体盈利修复滞后、市场预期偏弱等因素影响，未迎来实质性改善，经济复苏仍依赖财政发力托底，经济内生动能不足，这也导致市场对复苏的力度和持续性难以形成一致预期。这和 2016 年比较类似，2016 年年初开始 PPI 同比降幅持续收敛，一直到 9 月份才转为同比增长 0.1%，此后延续向上趋势；民间固定资产投资累计同比增速也是在 2016 年 7-8 月份筑底，9 月开启反弹提升态势。

从银行业基本面来看，2026 年行业净息差仍处于筑底阶段，下行幅度虽显著收窄，却受制于信贷需求弱复苏下的资产端定价压力，尚未出现趋势性回升的明确拐点这与 2016 年下半年净息差降幅收敛、为后续企稳蓄力的状态高度契合。整体而言，

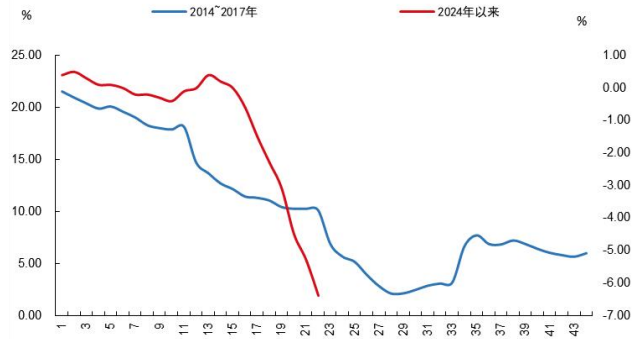
2026 年银行板块与 2016 年下半年类似，均处于基本面筑底，静待向上拐点明确的过渡阶段，公募基金呈现结构性增配绩优股的特征，而不是全面加仓银行股。

图28: PPI 当月同比降幅持续收窄



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图29: 民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：起始点分别是 2014 年 1 月和 2024 年 1 月。

投资建议

2023-2025 年的银行行情是由险资和中央汇金主导的红利 Beta 行情，核心驱动来自低利率环境下高股息资产稀缺、政策托底带来的风险收敛、以及险资长期配置需求提升等。展望 2026 年，银行业基本面确定性筑底，但趋势性向上拐点仍需等待经济复苏明确信号验证，板块定价权进入从“险资/中央汇金”向“公募/外资”切换的过渡阶段。其中，保险资金依然是银行板块最稳定、最具持续性的核心配置盘，但增量边际放缓，边际上关注中小保险新会计准则下的 OCI 账户配置需求；公募基金作为典型趋势跟随型资金，在基本面拐点未明确前，难以形成全面加仓的共识，其行为将体现为结构性聚焦而非板块性进攻，更偏好资产质量领先、息差率先企稳、成长行更强更明确的优质标的。

因此，在银行基本面向上拐点预期没有明确前，个股分化是主旋律，择股核心策略是精选复苏 Alpha，但可保留一定的高股息稳健个股仓位。重点推荐招商银行、宁波银行、长沙银行和渝农商行等，稳健底仓建议关注江苏银行、成都银行、兴业银行等，更符合中小保险 OCI 账户配置需求。若后续基本面拐点预期一旦明确，则需要果断全仓位切换到复苏品种，尤其是估值受到极大压制的零售行。

风险提示

稳增长不及预期，银行资产质量下行压力增大。银行是强监管行业，若后续发布的政策不利于短期银行基本面，则会对银行短期估值带来冲击。国际政治动荡，海外不确定加大，需要警惕海外局势变化对风险偏好的影响。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032