

银行

证券研究报告

2019年04月04日

为何我们此时旗帜鲜明看多银行股？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090002

linjinlu@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《银行-行业研究简报:3月社融会有多高?》2019-04-03
- 《银行-行业点评:评社保减持交行公告:无需过度担忧》2019-04-03
- 《银行-行业专题研究:年报综述:基本面平稳, 银行股或将有相对收益》2019-04-02

19Q1 银行板块涨幅垫底, 反映了什么?

19Q1 银行股上涨 16.4%, 涨幅垫底, 明显跑输市场。我们认为主要源于:

1) 银行业绩预期较充分。对于市场利率下行带动负债成本的改善以及 19 年资产端利率进入下行通道, 市场均有较充分预期;

2) 1-2 月社融数据存在季节因素干扰, 市场尚不能明确实体经济融资是否持续修复, 仍持偏悲观经济预期;

3) 在政策层面, 商业银行面临较多不确定性, 例如, 利率市场化、小微企业贷款的量价引导政策推进或对商业银行定价能力及资产质量构成压力。

低估值与经济企稳共振, 强烈看多银行股

当前时点, 我们强烈看多银行板块。主要逻辑在于: (1) 当前板块仅 0.9 倍 18PB (lf), 低估值构筑安全边际。横向来看, 银行板块无论是 PE 还是 PB 估值都是 A 股所有行业最低, 有安全边际。(2) 随着 18 年下半年以来的宽信用政策逐步发挥效果, 我们认为经济或已进入衰退后期, 后续经济企稳有望支撑银行股估值修复。

参考 2012 年银行股行情 (在经济预期修复下, 短短 2 个月内银行股整体涨超 50%), 我们认为当前或正处于融资数据持续印证下的经济预期修复阶段, 银行股估值向上空间或已打开, 后续甚至有一定相对收益。

此外, (3) 18Q4 机构持仓处于历史中位, 且较前期高点有一定距离, 提升空间较大。(4) 中长期资金利好亦明显。一方面, 海外被动指数纳入 A 股程度逐步提升, 外资流入或较多, 低估值高股息率的银行板块有望大幅受益; 另一方面, 银行板块或受益于“鼓励保险公司使用长久期账户资金增持优质上市公司股票和债券”政策。

投资建议: 旗帜鲜明看多银行股

经济企稳支撑估值上行。3 月 PMI 明显回升, 预计 3 月社融数据明显走高, 我们认为经济或已进入衰退后期, 二季度经济有望企稳。后续经济企稳有望支撑银行股估值修复。

一般而言, PB 估值与 ROE 水平正相关。当前, A 股银行板块 ROE 达 14%, 估值却仅有 0.9 倍 PB (lf), 而美国银行板块 ROE 不到 10%, 估值却达 1.3 倍 PB (lf)。站在当前时点, 我们看板块估值回升至 1 倍 19PB。

个股我们短期主推低估值较高 ROE 的拐点标的-兴业、南京、贵阳, 受益于低市场利率以及地方债务风险缓解, 看好低估值且基本面稳健的江苏银行。中长期主推零售银行龙头-平安、招行, 零售银行为大逻辑, 长逻辑。

风险提示: 经济超预期下行导致资产质量大幅恶化; 政策调整影响市场情绪。

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-04-03	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601166.SH	兴业银行	18.98	买入	2.75	2.92	3.17	3.50	6.90	6.50	5.99	5.42
000001.SZ	平安银行	13.44	买入	1.45	1.61	1.95	2.37	9.27	8.35	6.89	5.67
601009.SH	南京银行	8.39	增持	1.14	1.26	1.51	1.75	7.36	6.66	5.56	4.79
601997.SH	贵阳银行	13.41	增持	1.97	2.31	2.58	2.93	6.81	5.81	5.20	4.58

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS



内容目录

1. 银行一季度涨幅垫底，反映了什么？	4
2. 低估值与经济企稳共振，强烈看多银行股	5
2.1. 低估值构筑安全边际	5
2.2. 社融增速回升，经济或将企稳	6
2.3. 12 年经济预期复苏，银行股涨超 50%	6
2.4. 机构持仓处历史中位，中长期资金利好明显	7
3. 基本面平稳，部分中小行 19 年业绩弹性较大	8
3.1. 18 年下半年拨备前利润增速高位平稳	8
3.2. 1H19 负债成本仍有下行空间，净息差或稳中略降	10
3.3. 经济企稳叠加信贷结构调整优化，资产质量压力或不大	11
3.4. 预计 19 年业绩平稳	13
4. 投资建议：旗帜鲜明看多银行股	14
5. 风险提示	15

图表目录

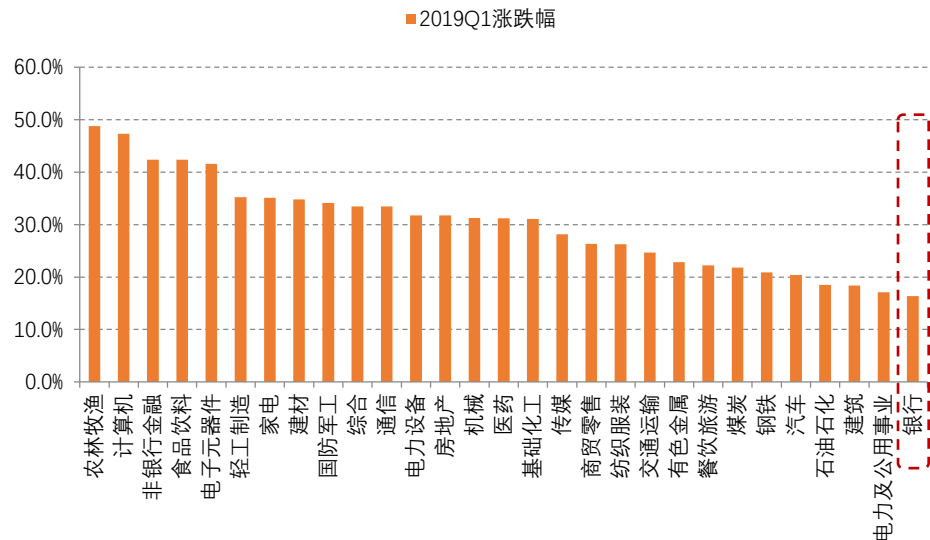
图 1： 2019Q1 银行指数（中信）上涨 16.4%，涨幅在各板块中垫底	4
图 2： 3 月初以来，银行板块显著跑输市场	4
图 8： 银行板块 PE 估值与 PB 估值均显著低于其他板块（倍，截至 19 年 4 月 3 日）	5
图 7： 从 ROE vs PB 角度来看，A 股银行板块估值显著偏低（截至 19 年 4 月 3 日）	6
图 3： 3 月 PMI 向好，回到荣枯线上	6
图 4： 社融增速领先名义 GDP 增速 1-2 个季度，经济或将企稳	6
图 5： 12 年底至 13 年初，银行指数涨超 50%	7
图 6： 12 年 3 季度起 GDP 增速不再继续下行，PMI 企稳	7
图 9： 除 15 年牛市中后期外，13 年以来多数时期银行业指数走势与机构持仓比例呈现出较强正相关性	8
图 10： 经济企稳之下，上市银行利润增速有望维持平稳	8
图 11： 上市行 18 年净利润同比增速较前三季度下行	9
图 12： 多数行拨备覆盖率同比提升，招商提升较快	9
图 13： 多数行拨备计提力度加大，拨贷比提升	9
图 14： 上市行拨备前利润同比增速维持高位平稳	9
图 15： 4Q18 商业银行净息差为 2.18%，环比上行 3BP	10
图 16： 4 季度中小行净息差环比改善较大（%）	10
图 17： 多数行计息负债成本率环比下行	10
图 18： 交行、浦发、民生等计息负债成本率下降较快	10
图 19： 2018 年末各行同业负债占比	11
图 20： 2018 年末浦发、中信、民生银行贷存比偏高	11
图 21： 贷款利率处于下行通道（%）	11
图 22： 18 年末商业银行不良+关注贷款占比 4.96%，环比下行	12

图 23: 4Q18 股份行与城商行不良率有所上行	12
图 24: 多数行 90 天以上逾期/不良较年初下行, 平安降幅最大.....	12
图 25: 多数行制造业及批零贷款占比持续下降.....	13
图 26: 上市银行业绩驱动因子主要是规模扩张、息差、拨备及成本控制.....	14
图 27: 预计上市银行 19 年业绩增速稳中微降.....	14
图 28: A 股上市银行 RoE vs 18PB.....	15
表 1: 行业 18 年末关注贷款率、逾期贷款率较 1H18 下降	13

1. 银行一季度涨幅垫底，反映了什么？

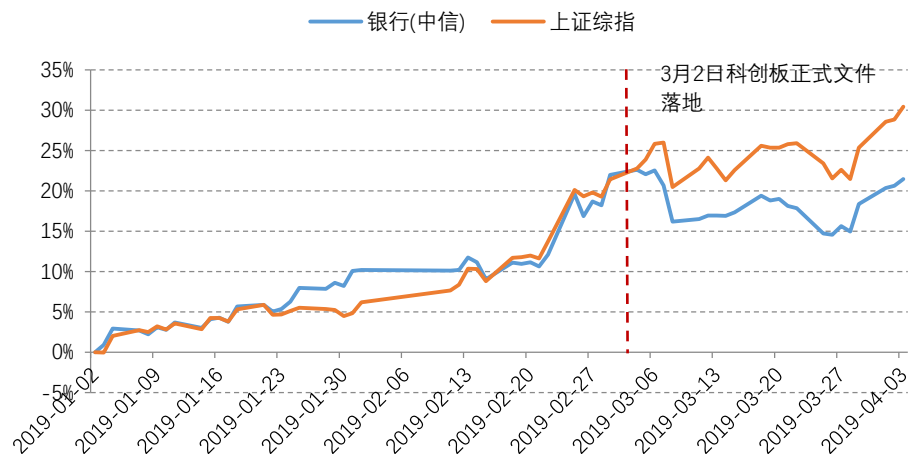
19年1季度银行板块上涨16.4%，涨幅在各板块中垫底。1-2月银行板块还未明显跑输市场，但市场整体表现较为低迷，反映出对经济下行的强烈担忧。3月初以来，科创板政策正式落地，提高直接融资占比等政策明显利好券商板块，亦催化了市场情绪。银行板块由此起持续跑输市场。

图1：2019Q1 银行指数（中信）上涨16.4%，涨幅在各板块中垫底



资料来源：Wind，天风证券研究所

图2：3月初以来，银行板块显著跑输市场



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，一季度银行板块跑输市场，主要是由于，1）银行基本面相对明确且业绩预期较为充分。18年7月以来，市场利率走低，对银行负债成本的改善已有所体现；在市场利率下行向信贷市场传导之下，19年各行资产端利率开始进入下行通道，抑制息差上行。2）1-2月社融表现虽较好，但由于年初银行早投放早收益等季节因素干扰，市场尚不能明确实体经济融资是否持续修复，对经济走势仍持悲观态度；3）在政策层面，商业银行面临较多不确定性。诸如利率市场化进一步推进、小微企业贷款的量价引导政策加重市场对商业银行，尤其是中小银行的资产定价能力、未来资产质量问题的担忧。

2. 低估值与经济企稳共振，强烈看多银行股

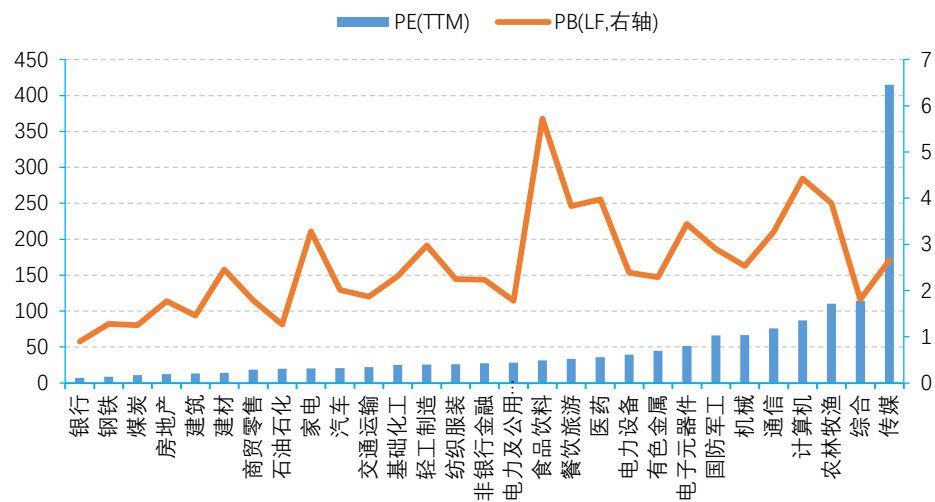
站在 4 月初的当前时点，我们强烈看多银行板块。主要逻辑在于：随着 18 年下半年以来的宽信用政策逐步发挥效果，我们认为经济或已进入衰退后期，后续经济企稳有望支撑银行股估值修复，一般而言，经济衰退后期、复苏中前期银行股表现较好。银行股或将有相对收益。

2.1. 低估值构筑安全边际

银行板块无论是 PE 还是 PB 估值都是 A 股所有行业最低，低估值构筑安全边际。当前，A 股银行板块 PB 与 PE 估值均为 A 股所有行业最低。从主要发达国家来看，银行板块 PE 估值并不会显著低于其他行业。市场对银行股存在很大误解，而预期差的修正将是估值持续修复的动力所在。

横向与 A 股其他板块比较，银行板块估值严重偏低。当前，A 股银行板块 PE 与 PB 估值均为所有板块最低。

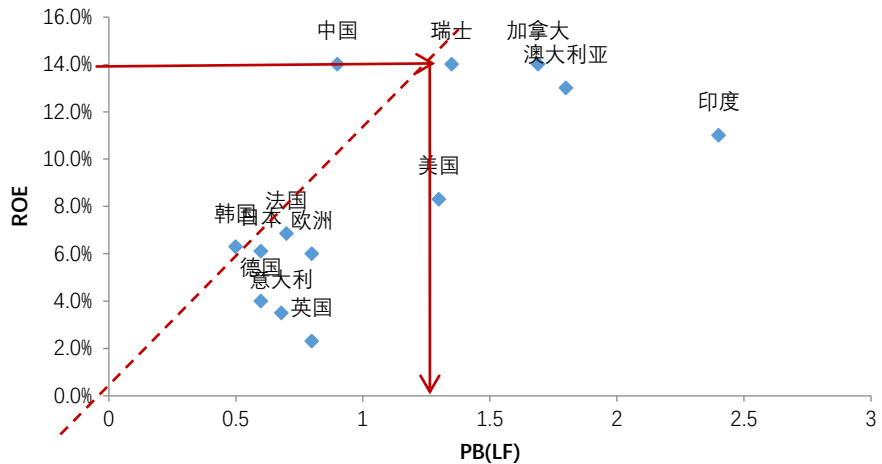
图 3：银行板块 PE 估值与 PB 估值均显著低于其他板块（倍，截至 19 年 4 月 3 日）



资料来源：WIND，天风证券研究所

一般而言，PB 估值与 ROE 水平呈正相关。从主要国家或地区银行板块 ROE 与 PB 估值来看，PB 估值与 ROE 水平呈现明显的正相关关系。当前，A 股银行板块 ROE 达 14%，估值却仅有 0.9 倍 PB (If)，而美国银行板块 ROE 不到 10%，估值却达 1.3 倍 PB (If)。我们认为，A 股银行板块估值有望回升至 1.0 倍 19PB。

图 4：从 ROE vs PB 角度来看，A 股银行板块估值显著偏低（截至 19 年 4 月 3 日）

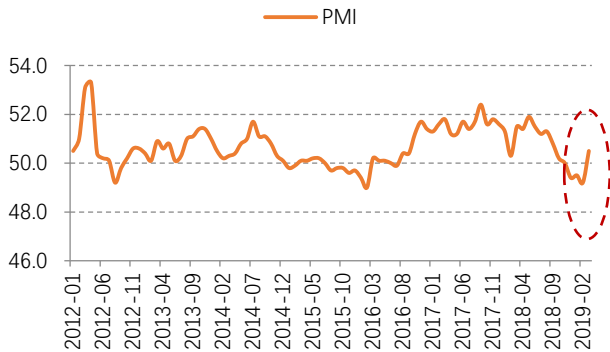


资料来源：BLOOMBERG，WIND，天风证券研究所

2.2. 社融增速回升，经济或将企稳

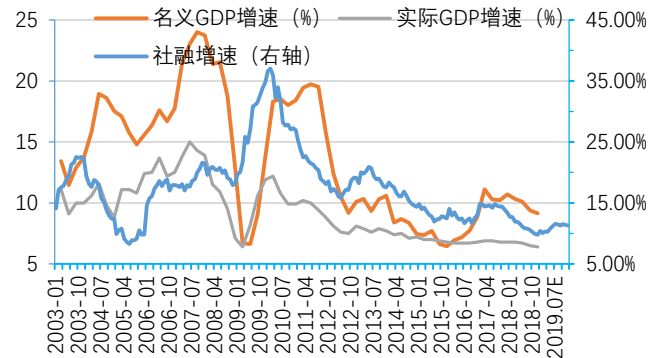
我们判断经济进入到衰退后期。3 月 PMI 明显回升，结束 18 年 5 月以来下行趋势并回到荣枯线上；我们预计，3 月社融数据走高，社融增速上行。一般情况下，社融增速领先名义 GDP 增速 1-2 个季度，社融企稳回升预示着后续经济或将企稳。且当前贸易战明显缓和，缓解经济下行压力，支撑国内经济企稳复苏。

图 5：3 月 PMI 向好，回到荣枯线上



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：社融增速领先名义 GDP 增速 1-2 个季度，经济或将企稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 12 年经济预期复苏，银行股涨超 50%

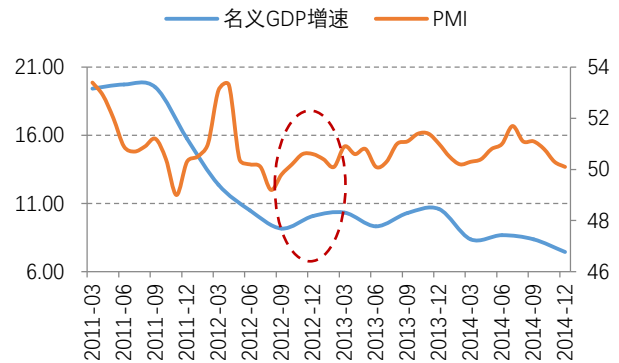
一般而言，经济衰退后期、复苏中前期银行股表现较好。12 年 3 季度起 GDP 增速不再继续下行，PMI 开始企稳，带动经济预期修复，12 年 12 月初至 13 年 2 月初，银行股在短短 2 个月内涨幅超过 50%。参考 2012 年银行股行情，我们认为当前或正处于融资数据持续印证下的经济预期修复阶段，银行股估值向上空间或已打开，后续甚至有一定相对收益。

图 7：12 年底至 13 年初，银行指数涨超 50%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：12 年 3 季度起 GDP 增速不再继续下行，PMI 企稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 机构持仓处历史中位，中长期资金利好明显

中长期资金利好较明显。一方面，海外被动指数纳入 A 股程度逐步提升，外资流入或较多，低估值高股息率的银行板块有望大幅受益；另一方面，银行板块或受益于“鼓励保险公司使用长期账户资金增持优质上市公司股票和债券”政策。

18Q4 机构重仓银行板块占比仅 5.76%，在历史中位水平，且距前期高点仍有较大空间。

I) 2012 年以来，主动权益基金重仓银行板块比例的各个阶段性高位分别在 4Q12 的 10.80%（市场预计经济回暖，上市银行融资压力好于预期）、4Q14 的 8.85%（央行货币政策转向偏宽松，流动性充裕，监管压力不大）、3Q15 的 7.41%（股市大幅震荡后，机构跟随国家队救市步伐）。

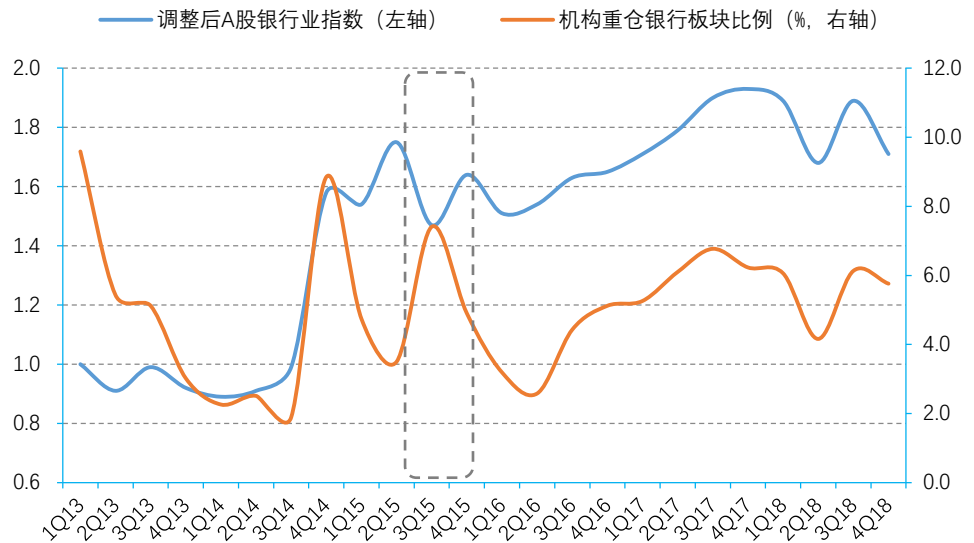
II) 机构重仓银行板块比例自 2Q16 起连续 5 个季度提升，3Q17 达到 6.77%，为 16 年以来的高点，反映出当时市场对上市银行资产质量持续改善、低估值高股息、资本补充及负债成本压力不大的乐观看法。

III) 18 年以来，受中美贸易摩擦升级以及 P2P 爆雷、信用债违约等事件影响，市场表现低迷，在此背景下，主动权益基金重仓银行板块比例在 1Q18、2Q18 连续下降，截至 2Q18 重仓持股比例仅 4.16%。

IV) 18 年下半年市场持续走弱之下，银行板块防御价值突显，3Q18 板块重仓持股比例由 2 季度回升 1.9 个百分点至 6.13%。

V) 18 年下半年社融增速、信贷数据不乐观，反映出企业信贷需求持续较弱，市场对宏观经济走势的担忧进一步加重，且叠加部分监管引导政策或对商业银行盈利产生短期的负面影响，机构对银行板块的配置意愿不足，**板块重仓持有比例小幅下降至 5.76%，环比下降 0.37 个百分点，处于历史中位水平。**

图 9：除 15 年牛市中后期外，13 年以来多数时期银行业指数走势与机构持仓比例呈现出较强正相关性

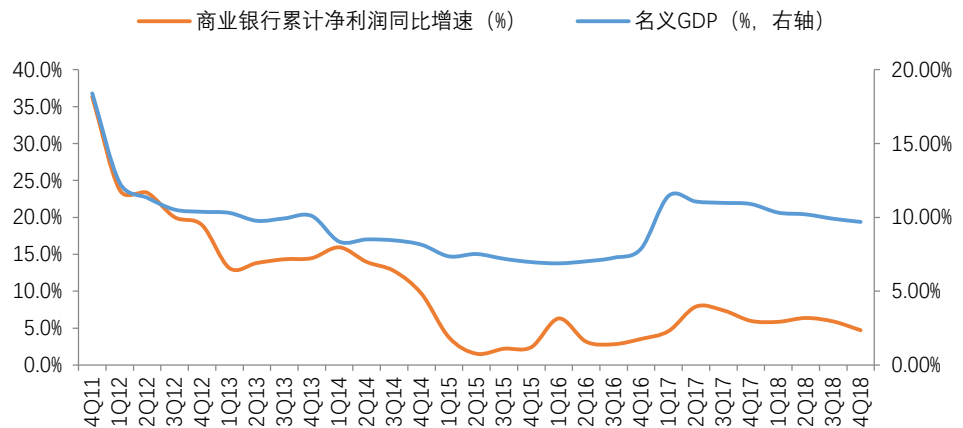


资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 基本面平稳，部分中小行 19 年业绩弹性较大

经济企稳复苏，基本面平稳。2016 年以来，名义 GDP 增速企稳上行，后续基本上维持在 10% 左右。经济缓慢企稳，银行作为强周期与后周期行业受益显著，我们看到商业银行盈利增速由 2Q15 年的 1.5% 的低点回升到 4Q18 的 4.7% 左右。预计 19 年在资产质量和息差维持平稳之下，盈利增速有望保持在 5% 左右。

图 10：经济企稳之下，上市银行利润增速有望维持平稳



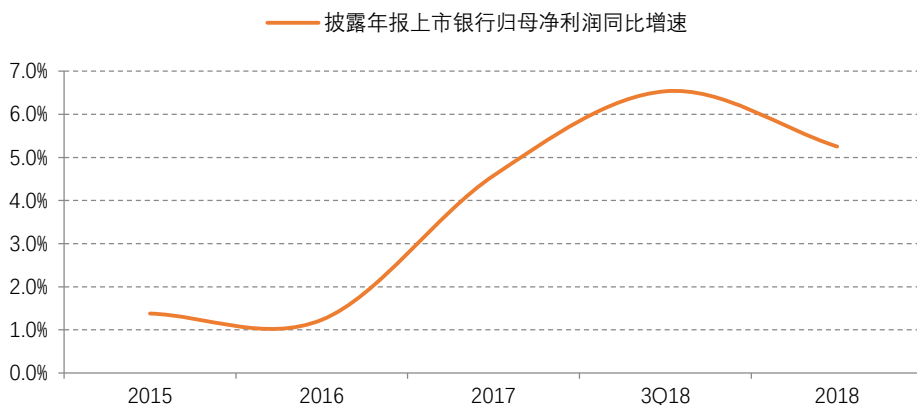
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1. 18 年下半年拨备前利润增速高位平稳

截至 3 月 29 日，30 家 A 股上市银行中已有 17 家公布 18 年年报，分别为 5 家国有大行、6 家股份行，以及 6 家城商行、农商行。

18 年净利润同比增速较前三季度下行。披露年报上市银行 18 年净利润同比 5.3%，较前三季度的 6.5% 下行 1.2 个百分点。净利润增速下行主要原因或是 1) 受监管指导主动压降；2) Q4 一般是各行费用支出、拨备计提力度较高的季度。

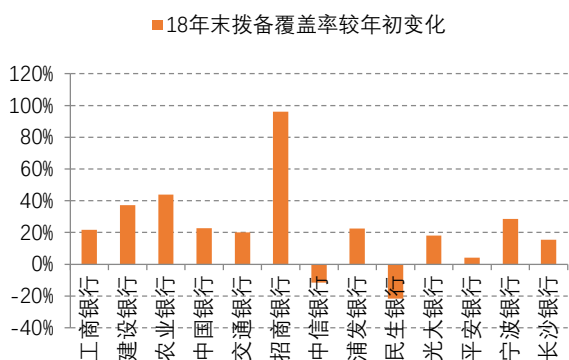
图 11：上市行 18 年净利润同比增速较前三季度下行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

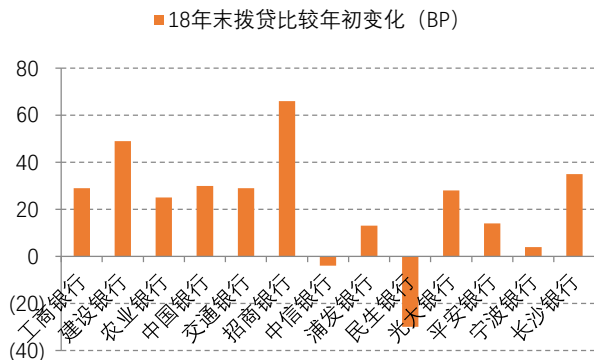
多数行拨备计提力度加大，拨备覆盖率、拨贷比环比提升。披露年报银行中，除中信、民生银行外，各行拨备覆盖率、拨贷比均较年初有较大提升。

图 12：多数行拨备覆盖率同比提升，招商提升较快



资料来源：公司财报，天风证券研究所

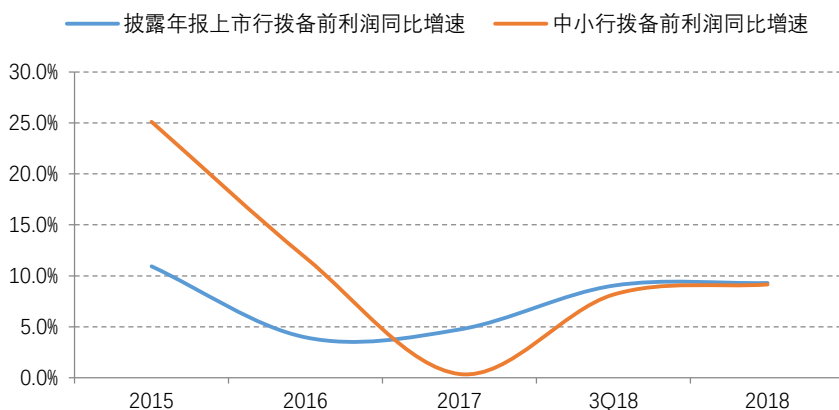
图 13：多数行拨备计提力度加大，拨贷比提升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

更反映收入情况的拨备前利润增速来看，上市行拨备前净利润增速环比 3Q18 高位平稳。其中，中小行受益于负债成本压力缓解，拨备前利润增速平稳上行。

图 14：上市行拨备前利润同比增速维持高位平稳

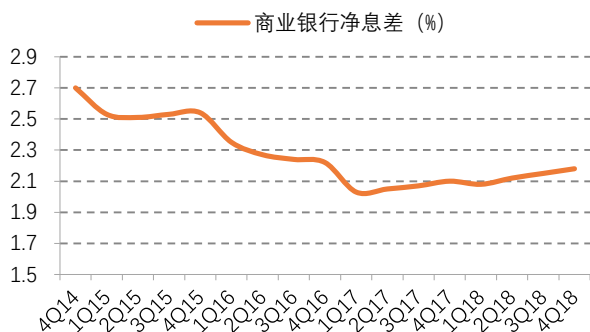


资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.2. 1H19 负债成本仍有下行空间，净息差或稳中略降

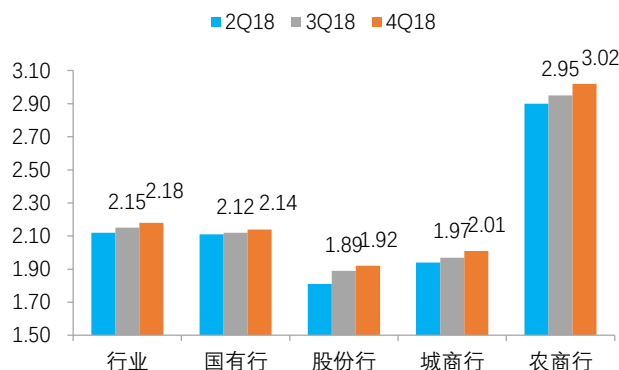
4Q18 行业净息差 2.18%，环比提升 3BP，主要贡献来自市场利率维持低位之下，商业银行负债成本高位下行。各类行来看，4Q18 股份行改善显著，净息差 1.92%，环比上升 3BP。

图 15：4Q18 商业银行净息差为 2.18%，环比上行 3BP



资料来源：银保监会，天风证券研究所

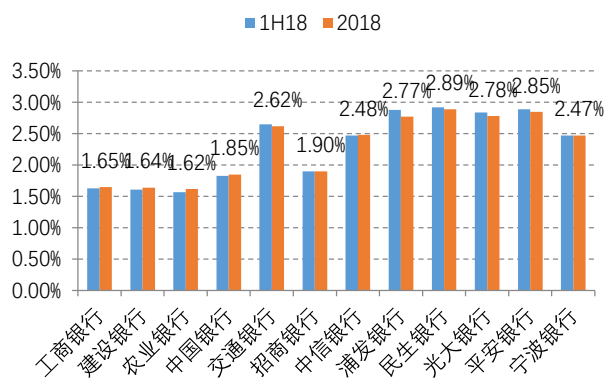
图 16：4 季度中小行净息差环比改善较大 (%)



资料来源：银保监会，天风证券研究所

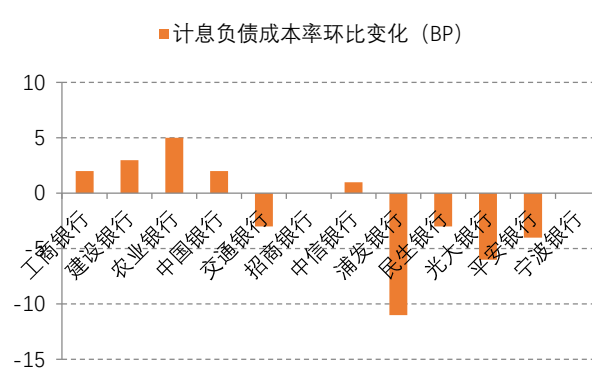
从上市行年报来看，在市场利率低位之下，18 年下半年各行计息负债成本率呈现下行趋势。其中下行幅度较大的为浦发、光大和平安银行。行业存款竞争加剧下，四大行仍保持了强大的客户基础和低成本负债优势。

图 17：多数行计息负债成本率环比下行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

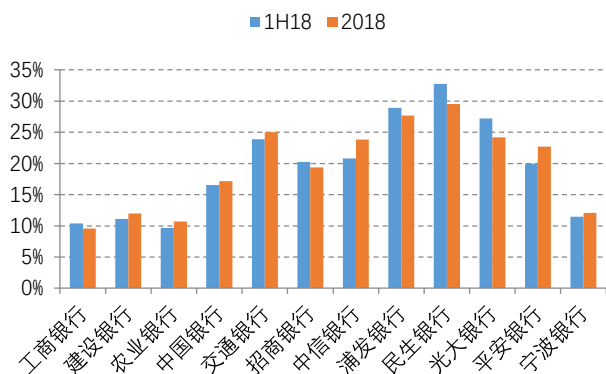
图 18：交行、浦发、民生等计息负债成本率下降较快



资料来源：公司财报，天风证券研究所

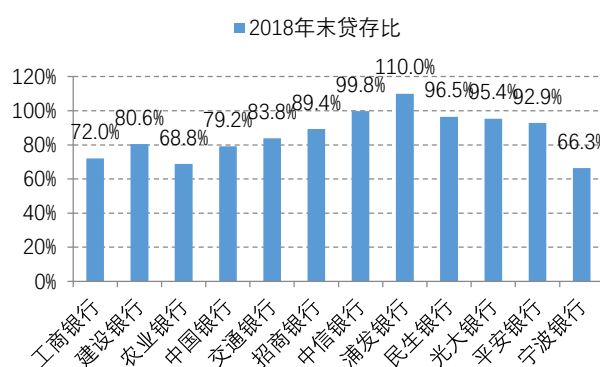
同业负债占比高的中小银行负债端成本下行趋势可维持。中小行高成本同业负债或在 1H19 到期，同业负债成本率仍可进一步下行。此外，股份行中浦发、中信、民生银行 18 年末贷存比分别达到 110%、100%、97%，贷存比偏高，负债结构调整空间仍较大。

图 19：2018 年末各行同业负债占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

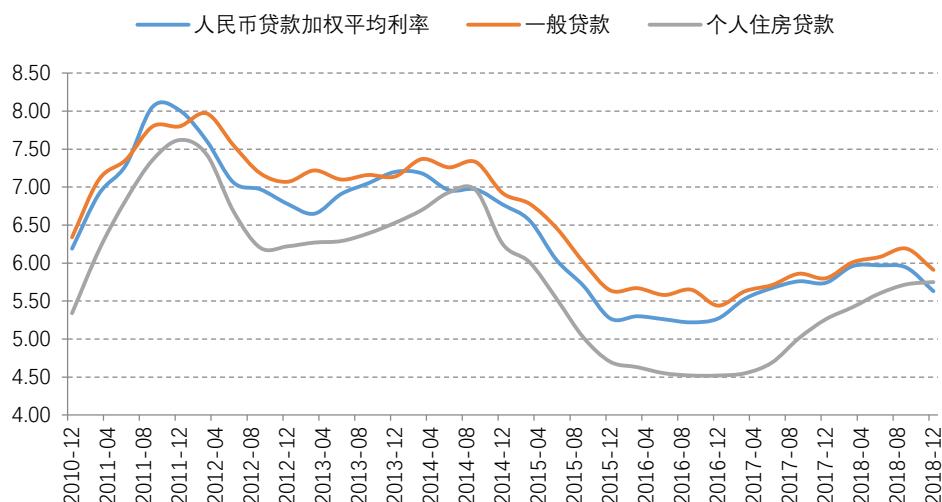
图 20：2018 年末浦发、中信、民生银行贷存比偏高



资料来源：公司财报，天风证券研究所

4 季度商业银行新投放信贷利率已有所下行，预计对资产端收益率的影响将在 19 年逐季体现。根据央行 4 季度货币政策执行报告指出，截至 18 年末企业贷款加权平均利率已连续 4 个月下降，累计下降 25BP。展望 19 年，随着贷款利率进入下行通道，资产收益率或有所下行，由于负债结构之差异，不同银行息差表现或分化，整体同比或微降。

图 21：贷款利率处于下行通道 (%)



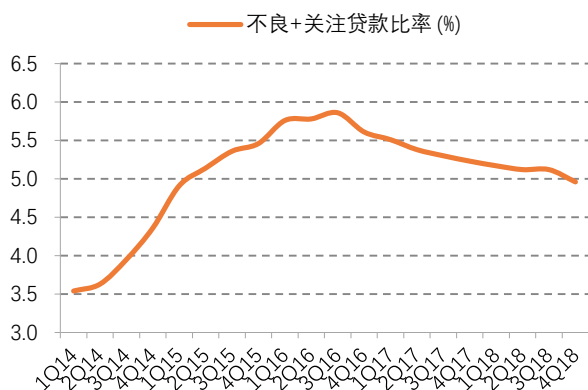
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 经济企稳叠加信贷结构调整优化，资产质量压力或不大

我们认为，经济企稳之下，当期银行业资产质量压力或不大。

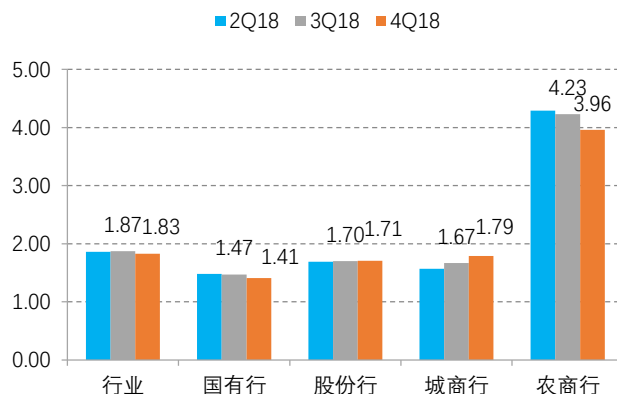
行业情况看，18 年 4 季度末，行业不良贷款、关注类贷款余额及比率双双下降；不良+关注贷款率 4.96%，环比下降 16BP，资产质量持续较好。从各类行来看，国有行、股份行、城商行、农商行不良率分别环比-6BP、+1BP、+12BP、-27BP；股份行与城商行不良率有所上行，主要是加大不良确认力度。

图 22：18 年末商业银行不良+关注贷款占比 4.96%，环比下行



资料来源：银保监会，天风证券研究所

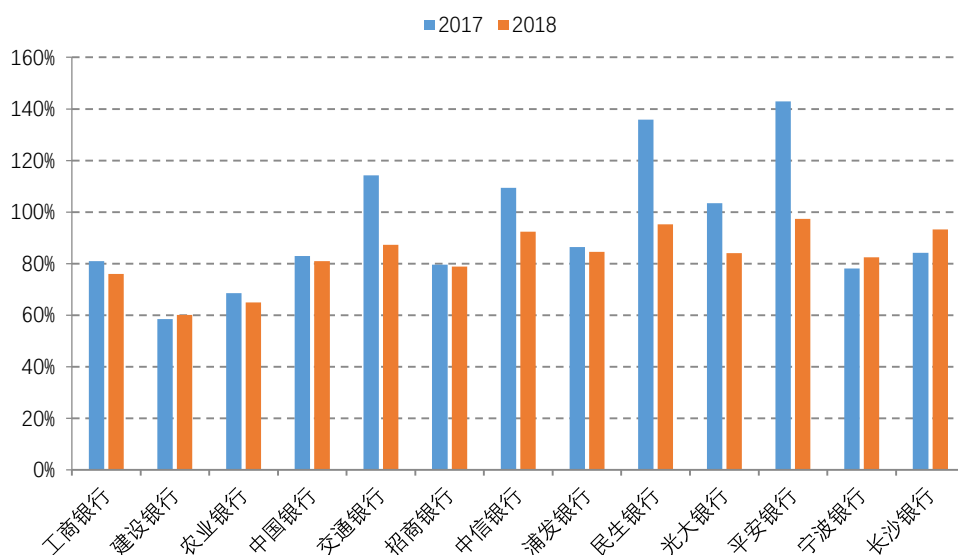
图 23：4Q18 股份行与城商行不良率有所上行



资料来源：银保监会，天风证券研究所

18 年多数行不良认定趋严。披露年报上市银行中，交行、中信、民生、光大、平安不良认定大幅趋严。

图 24：多数行 90 天以上逾期/不良较年初下行，平安降幅最大



资料来源：公司财报，天风证券研究所

多数行资产质量平稳向好，逾期贷款率环比下行。至 2018 年底，五大行逾期贷款率较接近，建行略低；股份行中除招行较低外，其他行逾期贷款率在 2.5%左右；城商行中，宁波银行逾期贷款率处同业较低水平，仅为 0.89%。

从变化看，逾期贷款率环比普遍下降，五大行中的中行，股份行中的浦发、民生、平安环比 1H18 降幅较大，均超过 30BP。

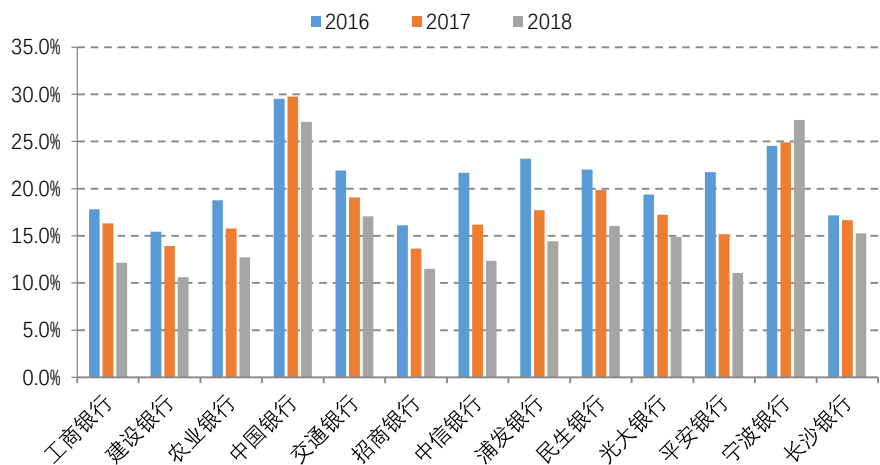
表 1: 行业 18 年末关注贷款率、逾期贷款率较 1H18 下降

	18 年末关注贷款率	环比 1H18	18 年末逾期贷款率	环比 1H18
工商银行	2.92%	-0.31%	1.75%	-0.05%
建设银行	2.81%	-0.01%	1.27%	-0.15%
农业银行	2.73%	-0.37%	1.70%	-0.13%
中国银行	2.90%	-0.03%	1.87%	-0.54%
交通银行	2.45%	-0.15%	1.84%	-0.08%
招商银行	1.51%	0.01%	1.58%	-0.06%
中信银行	2.36%	-0.18%	2.67%	-0.05%
浦发银行	2.95%	-0.26%	2.41%	-0.34%
民生银行	3.38%	-0.34%	2.59%	-0.57%
光大银行	2.41%	0.06%	2.36%	0.08%
平安银行	2.73%	-0.68%	2.60%	-0.59%
宁波银行	0.55%	0.04%	0.89%	0.05%
长沙银行	2.90%	n.a.	1.80%	n.a.

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

结合考虑多数行近三年对不良高发行业贷款持续压降, 信贷结构调整力度较大。未来资产质量压力或不大。

图 25: 多数行制造业及批零贷款占比持续下降



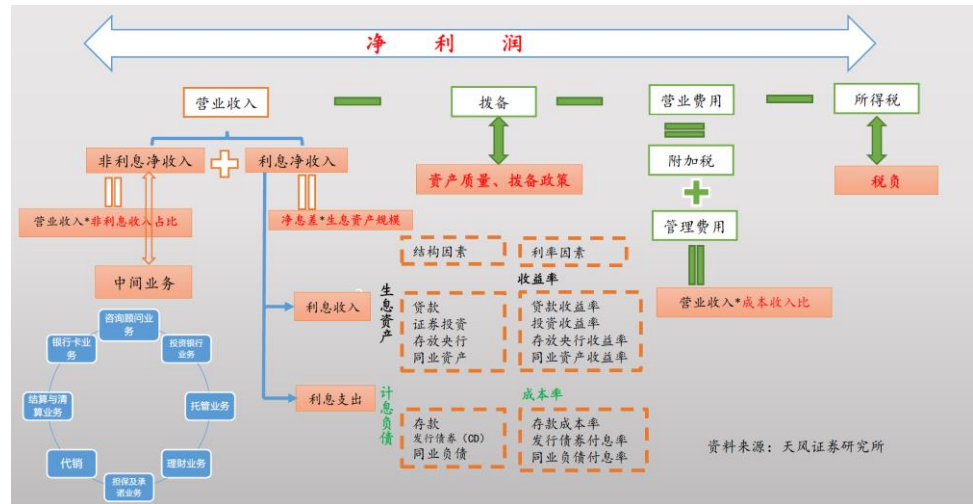
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

3.4. 预计 19 年业绩平稳

一般而言, 上市银行业绩取决于规模增速、净息差、非息收入、拨备、成本控制以及税负等因素。而其中, 净息差与资产质量 (拨备) 最为重要。

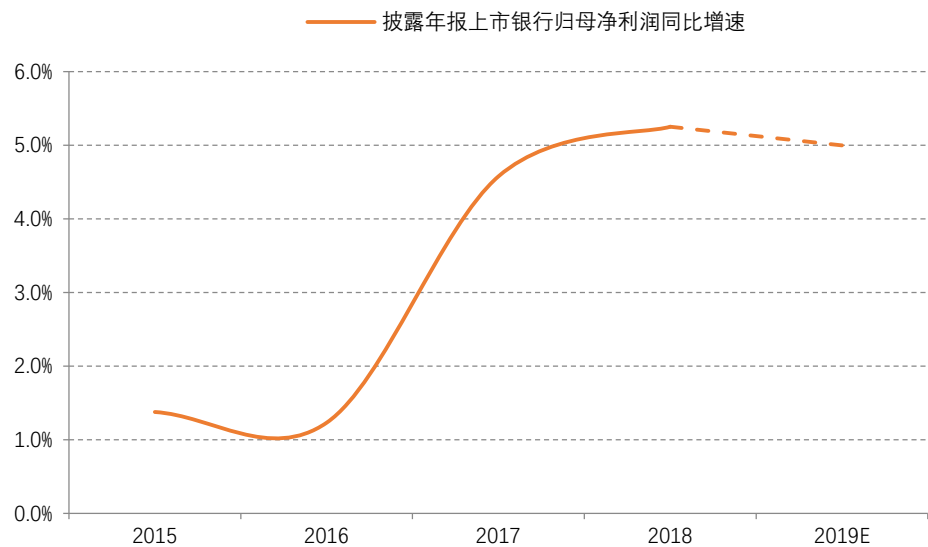
展望 2019 年, 上市银行规模增速或平稳; 净息差稳中略降; 中收方面, 信用卡、结算类业务支持中收平稳增长; 经济企稳叠加前几年信贷结构调整幅度较大, 后续资产质量压力不大; 当前拨备较厚。19 年业绩有望保持平稳。

图 26：上市银行业绩驱动因子主要是规模扩张、息差、拨备及成本控制



资料来源：天风证券研究所

图 27：预计上市银行 19 年业绩增速稳中微降



4. 投资建议：旗帜鲜明看多银行股

低估值与经济企稳共振，旗帜鲜明看多银行股。当前市场对银行股的关注度明显上升，低估值大幅滞涨带来较高安全边际，经济企稳支撑资产质量预期修复，参考 2012 年末银行股行情，银行股性价比凸显，估值向上空间或已打开。

我们短期主推低估值较高 ROE 的拐点标的-兴业、南京、贵阳，受益于低市场利率以及地方债务风险缓解，看好低估值且基本面稳健的江苏银行。中长期主推零售银行龙头-平安、招行，零售银行为大逻辑，长逻辑。

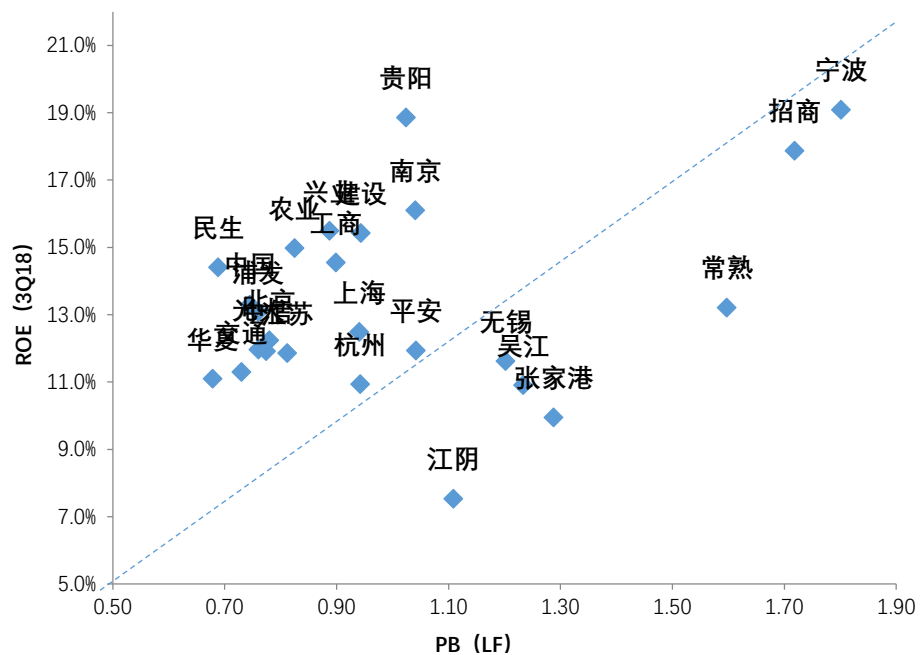
兴业银行：低估值的拐点标的。我们认为，兴业以同业为特色，前几年受强监管高市场利率影响较大，估值受压制明显。随着监管缓和，政策宽松，兴业将大幅受益，估值压制因素缓解。此外，兴业市场化程度高，具备长期竞争力；短期受益于市场利率低位，负债成本率有进一步下行空间；风控历来较严格，资产质量压力或不大。上行空间较大。

南京银行：中短期来看，公司通过内生资本补充，可支持规模平稳增长，推动大零售战略转型和资产结构调整。资产质量问题亦不必过于担忧。长期来看，公司主要面临客户基础偏弱，核心负债压力较大的问题，仍需进一步观察大零售战略转型成果。但当前估值仅 1.04 倍 18 (LF)，19 年股息率达 5.2%，具有较好的配置价值。

贵阳银行：公司受益当地经济增长较快，规模维持在较快增长区间。且低负债成本优势亦可维持，息差处于相对高位，当前地方政府隐性债务整治等政策影响逐步消除，资产质量压力或不大。3Q18 年化 ROE 达 19%。当前估值仅 1.02 倍 PB (LF)，低估值安全边际足。

平安银行：智能化零售转型龙头。中长期来看，零售业务规模与招行仍相聚深远，提升空间巨大。依托平安集团客户及流量入口，充分拥抱 Fintech 的大趋势，有望成长为智能化零售银行龙头。19 年来看，受益于较低的市场利率，缓解负债压力，1H19 净息差有望上行；由于过往数年信贷结构的大幅调整，资产质量有望明显改善，带来较大的业绩弹性。

图 28：A 股上市银行 RoE vs 18PB



资料来源：WIND，天风证券研究所

5. 风险提示

经济下行超预期导致资产质量显著恶化；政策调整影响市场情绪等。

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com