

## 建设银行（601939）

证券研究报告  
2024年09月14日

## 净利润边际改善，息差企稳，质量稳健

## 事件：

建设银行发布24年中财报。企业上半年实现营收3859.65亿元，YoY-3.57%，归母净利润1643.26亿元，YoY-1.8%；不良率1.35%，不良拨备覆盖率238.8%。

## 点评摘要：

2024上半年企业归母净利润较一季度边际改善。24H1公司营收3859.65亿元，YoY-3.57%。归母净利润1643.26亿元，YoY-1.8%，同比降幅较24Q1（-2.17%）小量改善。其中，24H1利息净收入2961亿元，同比-5.17%；非息收入899亿元，同比上升2.08%。

**资产收益端：**2024上半年，受宏观环境和政策影响，企业生息资产日平均收益率下滑至3.27%。贷款利息收入YOY-5.17%，较24年初多占总利息收入2.2pct。**负债成本端：成本控制初见成效，计息负债成本率较去年末小幅下调3bp至1.92%。**建设银行24上半年存款日均余额占计息负债80.9%；存款平均成本率1.72%，比年初下行5bp。计息负债成本率1.92%，较23年末下降3bp。**净息差有望逐步企稳。**24H1企业净息差受压至1.54%，向下趋势比24Q1有所放缓。

**非息净收入同比上升。**其它非息净收入（272亿元），同比高增55.76%；主要增量来自公允价值变动净损益（48.9亿元）与兑汇净损益（27.2亿元）。

**资产端：对公贷款增长稳定。**24H1企业生息资产总计394,658亿元，较年初上升5%。信贷情况：24H1对公贷款较去年末增长10.6%，主要受益于建筑业与其他对公行业等实体领域贷款投放增长。24H1零售贷款较上期增长1.0%，占总贷款34.9%。贷款整体结构较为平稳，对公端呈现向上势头。**负债端：定期拉动储蓄，对公增速逆转为正。**24Q2计息负债余额355,405亿元，较去年末+5.4%。存款情况：24H1存款较年初+3.9%，吸储情况得到边际改善主要得益于零售存款增长（较2023年末增长6.9%）。

**资产质量平稳向好，拨备优厚。**24H1不良贷款率1.35%，较2023年末降低2bp，不良拨备覆盖率238.8%。

## 盈利预测与估值：

建设银行24H1负债成本得到改善，息差有企稳趋势，高拨备为企业未来护航。我们预测企业2024-2026年归母净利润同比增长为0.63%、2.65%、4.54%，对应现价BPS：13.49、15.24、17.16元。使用股息贴现模型测算目标价为9.28元，对应24年0.69x PB，现价空间31%，调高至“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济震荡，不良资产大幅暴露，息差压力大。

## 投资评级

行业	银行/国有大型银行 II
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	7.12元
目标价格	9.28元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	9,593.66
流通A股股本(百万股)	9,593.66
A股总市值(百万元)	68,306.84
流通A股市值(百万元)	68,306.84
每股净资产(元)	12.14
资产负债率(%)	91.92
一年内最高/最低(元)	8.41/6.07

## 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

- 《建设银行-年报点评报告:业绩增速向上，规模稳步扩张》2023-03-31
- 《建设银行-半年报点评:规模持续扩张，业绩稳健增长》2022-09-05
- 《建设银行-半年报点评:净息差企稳，对公信贷结构持续优化》2021-09-07

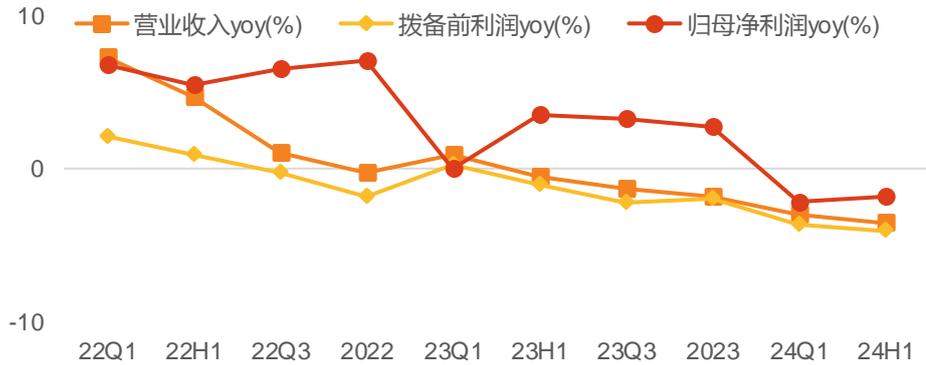
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	8,225	7,697	8,134	8,706	9,519
增长率(%)	-0.22	-6.41	5.67	7.04	9.33
归属母公司股东净利润(亿元)	3,232	3,325	3,345	3,434	3,590
增长率(%)	7.06	2.71	0.63	2.65	4.54
每股收益(元)	1.30	1.33	1.34	1.37	1.44
市盈率(P/E)	5.50	5.35	5.32	5.18	4.96
市净率(P/B)	0.62	0.60	0.53	0.47	0.41

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 净利润降幅同比增速边际改善

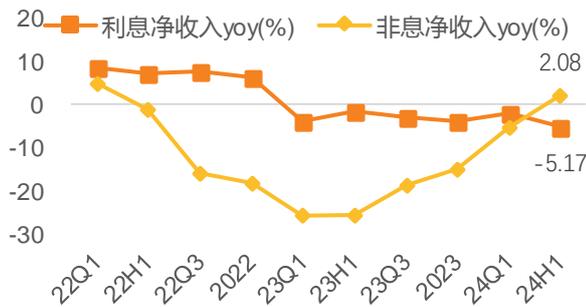
2024 上半年企业归母净利润较一季度边际改善。24H1 建设银行营业收入约 3859.65 亿元，YoY-3.57%，较 24Q1 (-2.97%) 下滑 0.6pct。其中，24H1 利息净收入 2960.59 亿元，同比-5.17%；非息收入 899.06 亿元，同比+2.08%。从结构上看，利息净收入自 24Q1 占总营收 74.5% 上升至 76.7%；非息收入自 24Q1 占总营收 25.5% 下滑至 24 年中的 23.3%。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，PPOP2023、24Q1、24H1 增速为-1.94%、-3.7%、-4.09%。24H1 企业较去年同期下调贷款减值准备约 77 亿元，支撑归母净利润增速于二季度出现向上拐点，2023、24Q1、24H1 同比增速为 2.71%、-2.17%、-1.8%。

图 1：营收、拨备前利润、归母净利润增速（22Q1-24H1）



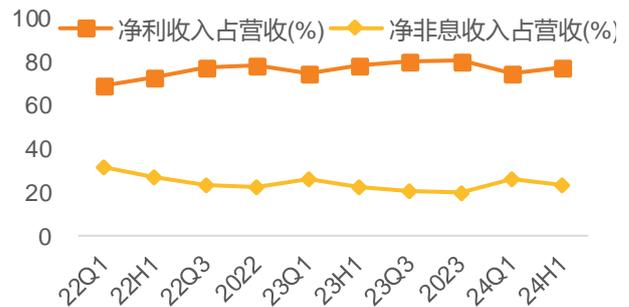
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：利息净收入、非息收入增速（22Q1-24H1）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：利息净收入、非息收入占比营收（22Q1-24H1）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

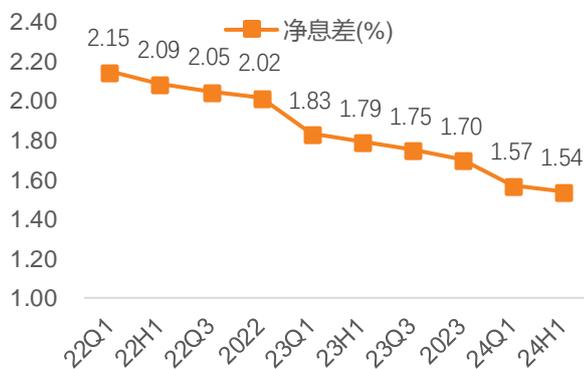
**资产收益端：**2024 上半年，受宏观环境和政策影响，建设银行生息资产日平均收益率下滑至 3.27%，23 年中、2023 年末为 3.53%、3.45%。其中，24H1 贷款平均收益率下滑至 3.6%，23 年中、2023 年末为 3.9%、3.8%。在低利率背景下，企业贷款利息收入较 24 年初少占总利息收入 1.3pct，至 69.9%。金融投资 24 上半年日均生息资产规模占比 23.8%，较年初结构占比小幅上升 0.1pct，收益率 3.1%，占总利息收入较 24 年初上升 0.6pct，至 22.9%。另外，同业资产收益率 3.1%，比 2023 年末正增 10bp。

**负债成本端：**成本控制初见成效，计息负债成本率较去年末下调 3bp 至 1.92%。建设银

行 24 上半年存款日均余额占计息负债 80.9%；存款平均成本率 1.72%，比年初下行 5bp。计息负债成本率 1.92%，较 2023 年末下降 3bp。

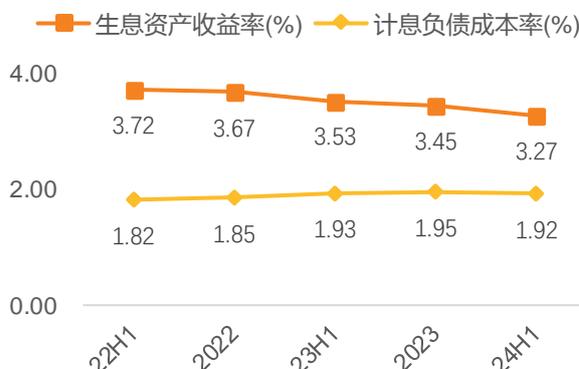
净息差有望逐步企稳。24H1 企业净息差受压至 1.54%，向下趋势比 24Q1 有所放缓。

图 4：净息差走势（22Q1-24H1）



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（22Q1-24H1）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 1：24H1、2023、23H1 各项利息收入/支出情况

	24H1			2023			23H1		
	计息日均资产/负债余额占比 (%)	利息收入/支出占比 (%)	平均收益率/成本率 (%)	计息日均资产/负债余额占比 (%)	利息收入/支出占比 (%)	平均收益率/成本率 (%)	计息日均资产/负债余额占比 (%)	利息收入/支出占比 (%)	平均收益率/成本率 (%)
<b>资产</b>									
发放贷款和垫款	64.4	69.9	3.6	63.5	71.2	3.8	63.5	70.6	3.9
金融投资	23.8	22.9	3.1	23.7	22.3	3.3	23.2	22.0	3.3
存放央行	7.1	3.6	1.7	7.6	3.7	1.7	7.8	3.7	1.7
存放同业及其它	2.3	2.2	3.1	2.4	2.1	3.0	2.4	2.0	3.0
买入反售金融资产	2.4	1.4	1.9	2.8	1.6	1.9	3.1	1.7	1.9
生息资产总计	100.0	100.0	3.3	100.0	100.0	3.5	100.0	100.0	3.5
<b>负债</b>									
吸收存款	80.9	80.9	1.72	81.7	81.7	1.77	81.8	81.8	1.77
已发行债券	5.2	5.2	3.32	5.3	5.3	3.16	5.3	5.3	3.13
同业业务及其它	10.5	10.5	2.56	10.0	10.0	2.50	10.1	10.1	2.36
向中央银行借款	3	3	2.58	3	3	2.68	3	3	2.72
买入回购金融资产款	0.2	0.2	3.39	0.3	0.3	3.36	0.3	0.3	3.06
计息负债总计	100	100	1.92	100	100	1.95	100	100	1.93

资料来源：公司财报，天风证券研究所

非息净收入同比由负转正同比，其中其他非息净收入成主要动能。24H1 建设银行手续费及佣金净收入 627 亿元，YoY-11.2%，进入自 2022 一季度以来增速最低谷，占营收降至 16.24%。另一方面，其它非息净收入（272 亿元），同比高增 55.76%；增量主要来自公允价值变动净损益与兑汇净损益。24H1 企业公允价值变动净损益与兑汇净损益分别为约 48.9 亿与 27.2 亿元，较 23 年末分别上升约 57.3 亿与 32.1 亿元。

表 2：非息收入拆分（22Q1-24H1）

	22Q1	22H1	22Q3	2022	23Q1	23H1	23Q3	2023	24Q1	24H1
手续费及佣金净收入(亿元)	411	688	949	1,161	430	706	949	1,157	393	627
其它非息净收入(亿元)	317	498	530	633	110	175	251	368	119	272
其中：投资净收益(亿元)	18	76	133	154	24	91	146	169	17	88
手续费及佣金净收入yoy(%)	-0.01	-0.89	-1.80	-4.45	4.73	2.58	0.03	-0.29	-8.69	-11.20
其它非息净收入yoy(%)	11.91	-1.97	-33.51	-34.94	-65.34	-64.93	-52.59	-41.95	8.58	55.76
其中：投资净收益yoy(%)	-67.32	-35.18	-28.62	-35.82	31.89	20.54	9.06	10.00	-28.69	-3.66
手续费及佣金净收入占比营收(%)	17.69	15.79	15.05	14.11	20.77	17.64	16.13	15.04	19.55	16.24
其它非息净收入占比营收(%)	13.63	11.42	8.40	7.70	5.30	4.36	4.27	4.77	5.93	7.05
其中：投资净收益(%)	0.80	1.74	2.12	1.87	1.18	2.28	2.47	2.19	0.86	2.28

资料来源：公司财报，天风证券研究所

## 2. 资产负债结构优化，对公业务稳健增长

### 资产端：对公贷款增长稳定。

资产结构：2024 上半年建设银行贷款、金融投资、同业及拆放占生息资产比重分别为 62.4%、25.1%、4.4%，较 23 年末变动+1、-0.5、-0.4pct。24H1 生息资产总计 394,658 亿元，较年初上升 5.0%。

信贷情况：24H1 对公贷款较去年末增长 10.6%，主要受益于建筑业与其他对公等实体领域贷款投放增长（较 2023+15.6%、+26.2%）。24H1 零售贷款较上期增长 1.0%，占总贷款 34.9%。贷款整体结构较为平稳，对公端呈现向上势头。

### 负债端：定期拉动储蓄，对公增速逆转为正。

负债结构：2024 上半年存款、已有债券和同业负债占计息负债比重分别为 79.6%、6.2% 和 14.2%，较年初变动-1.2、+0.6 和 0.6pct。24H1 计息负债余额 355,405 亿元，比 2023 年末上升 5.4%。

存款情况：24H1 存款较年初+3.9%，吸储情况得到边际改善主要得益于零售存款的增加，较年初增长 6.9%，较 23 年末增速上升了 4.6pct。同时，对公存款流入比年初提振至 0.1%，逆转年初负增势头。细项中，零售定期存款增长势头强劲，较 24 年初增长 8.1%，高于 23 年末增速 4.4pct。

表 3：资产分析

对公贷款分行业	较上期变动 (%)				占比贷款 (%)			
	2022	23H1	2023	24H1	2022	23H1	2023	24H1
对公								
基建类	3.9	13.2	4.3	8.7	28.1	29.2	29.5	30.1
采矿业	1.7	27.5	-1.9	9.2	1.3	1.5	1.5	1.5
制造业	0.2	26.7	-4.3	9.9	8.4	9.8	9.1	9.4
房地产业	0.5	7.9	1.3	5.8	4.2	4.2	4.1	4.0
建筑业	-1.8	22.5	-3.1	15.6	2.5	2.8	2.7	2.9
批发和零售业	2.8	21.6	1.4	8.7	5.4	6.0	5.9	6.0
其它对公	6.9	19.5	-3.2	26.2	5.2	5.7	5.3	6.3
对公总计	2.9	17.0	1.2	10.6	55.7	59.7	58.5	60.7
零售贷款分行业								
零售								
个人住房贷款	0.0	-1.1	-0.4	-1.2	31.0	28.1	27.1	25.1
个人消费贷款 (含汽车)	14.9	24.3	15.2	13.8	1.4	1.6	1.8	1.9
个人经营性贷款	35.2	46.6	27.7	13.9	2.0	2.6	3.3	3.5
信用卡应收账款	1.6	1.6	6.1	0.3	4.4	4.1	4.2	4.0
其他个人贷款	-8.0	-10.5	-13.5	-7.4	0.6	0.5	0.4	0.4
零售总计	1.9	2.3	2.9	1.0	39.4	36.9	36.8	34.9
资产分结构								
贷款	4.1	9.1	3.2	6.7	60.5	59.9	61.4	62.4
其中：对公	2.9	17.0	1.2	10.6	34.8	36.9	37.1	39.1
零售	1.9	2.3	2.9	1.0	24.6	22.8	23.3	22.4
票据	45.0	-26.0	42.4	1.6	3.1	2.1	2.9	2.8
金融投资	1.4	8.4	4.1	3.0	25.2	24.8	25.6	25.1
同业及拆放	-7.4	39.1	-21.7	-4.7	4.9	6.2	4.8	4.4
存放央行	11.5	8.6	-10.7	4.2	9.3	9.2	8.2	8.1
生息资产合计	3.4	10.3	0.6	5.0	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 4：负债分析

存款分行业	较上期变动 (%)				占比存款 (%)			
	2022	23H1	2023	24H1	2022	23H1	2023	24H1
定期	6.2	17.4	3.3	5.9	50.5	53.6	55.4	56.5
对公定期	6.5	17.4	2.7	2.2	18.9	20.0	20.6	20.2
零售定期	6.1	17.4	3.7	8.1	31.6	33.6	34.8	36.2
活期	0.5	3.7	-3.9	1.4	49.5	46.4	44.6	43.5
对公活期	-2.9	4.9	-7.0	-1.6	27.3	25.9	24.1	22.8
零售活期	5.2	2.2	0.1	4.9	22.2	20.5	20.5	20.7
总计	3.3	10.6	0.0	3.9	100	100	100	100
负债分结构								
吸收存款	3.3	10.6	0.0	3.9	81.5	80.5	80.8	79.6
对公	0.7	10.0	-2.8	0.1	37.6	37.0	36.1	34.3
零售	5.7	11.1	2.3	6.9	43.8	43.5	44.7	45.3
发行债券	-2.5	9.2	5.4	16.4	5.4	5.3	5.6	6.2
同业及拆入	-1.3	21.2	-4.2	10.2	13.1	14.2	13.6	14.2
计息负债总计	2.4	11.9	-0.3	5.4	100	100	100	100

资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3. 资产质量平稳向好，拨备情况优厚

**不良贷款方面：**资产质量稳中向好，不良贷款率下降 2bp。2024 年上半年，建设银行不良余额 3429 亿元，占比 1.35%，比年初-2bp。不良贷款净生成率分别为 0.74%（跨季年化）和 0.76%（累计年化），相比 23 年末的 0.87%、0.59%分别下降了 0.13 和上升了 0.17pct。不良核销转出率 45.2%，较 23H1、2023 分别+3.12pct、2.15pct。关注+不良贷款率 3.42%，较 2023 年下降 0.39pct。

**逾期贷款方面：**2024 年上半年，逾期率为 1.28%，较 2023 年末上涨 0.16pct，其中三个月内逾期率、三个月至一年逾期率分别为 0.38%、0.48%。另外经测算，不良偏离度为 66.2%，较 23 年末上涨 10.17pct。

**拨备方面：**2024 年上半年贷款拨备率和不良拨备覆盖率分别为 3.22%和 238.8%。

表 5：资产质量分析

	2022	22H1	2022	23H1	2023	24H1	较上期	较去年同期
<b>贷款分级</b>								
正常贷款率 (%)	95.89	95.97	96.10	96.13	96.19	96.58	0.39	0.45
关注贷款率 (%)	2.69	2.63	2.52	2.50	2.44	2.07	-0.37	-0.43
不良贷款率 (%)	1.42	1.40	1.38	1.37	1.37	1.35	-0.02	-0.02
关注+不良率 (%)	4.11	4.03	3.90	3.87	3.81	3.42	-0.39	-0.45
不良净生成率(半年年化) (%)	1.67	0.98	0.96	0.77	0.87	0.74	-0.13	-0.03
不良净生成率(累计年化) (%)	0.84	0.98	0.72	0.79	0.59	0.76	0.16	-0.04
不良核销转出率 (%)	61.54	57.5	51.3	42.1	43.1	45.2	2.15	3.12
<b>逾期贷款</b>								
逾期率 (%)	0.94	0.97	1.03	1.13	1.12	1.28	0.16	0.14
3个月以内	0.26	0.34	0.42	0.44	0.35	0.38	0.03	-0.06
3个月至1年	0.29	0.27	0.31	0.37	0.40	0.48	0.08	0.11
1年以上3年以内	0.31	0.27	0.26	0.25	0.31	0.33	0.03	0.08
3年以上	0.08	0.09	0.05	0.07	0.06	0.08	0.02	0.02
不良偏离度 (%)	47.96	44.89	44.67	50.53	56.03	66.20	10.17	16
<b>拨备情况</b>								
贷款拨备率 (%)	3.40	3.43	3.34	3.35	3.28	3.22	-0.06	-0.13
不良拨备率 (%)	240.0	244.1	241.5	244.5	239.9	238.8	-1.1	-5.7

资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 4. 其它

**前十大股东变动：**香港中央结算（代理人）有限公司减持 0.01pct 至 37.52%；香港中央结算有限公司增持 0.01pct 至 0.3%；新华人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-018L-CT001 沪成为新进十大股东，持股占比 0.06%。

## 财务预测摘要

人民币亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	6,431	6,172	6,443	6,929	7,609	净利润增速	7.06%	2.71%	0.63%	2.65%	4.54%
手续费及佣金	1,161	1,157	1,140	1,144	1,181	拨备前利润增速	-0.91%	-8.31%	5.02%	5.05%	6.98%
其他收入	633	368	551	634	729	税前利润增速	0.95%	1.93%	1.08%	2.65%	4.54%
营业收入	8,225	7,697	8,134	8,706	9,519	营业收入增速	-0.22%	-6.41%	5.67%	7.04%	9.33%
营业税及附加	-82	-85	-93	-101	-110	净利息收入增速	6.22%	-4.02%	4.38%	7.54%	9.81%
业务管理费	-2,132	-2,101	-2,253	-2,525	-2,903	手续费及佣金增速	-4.45%	-0.29%	-1.49%	0.31%	3.26%
拨备前利润	6,011	5,512	5,788	6,081	6,505	营业费用增速	1.71%	-1.27%	7.33%	11.92%	14.77%
计提拨备	-2,192	-1,619	-1,854	-2,042	-2,283	<b>规模增长</b>					
税前利润	3,820	3,894	3,936	4,040	4,223	生息资产增速	14.78%	11.05%	11.60%	11.58%	11.59%
所得税	-589	-569	-590	-606	-634	贷款增速	12.72%	12.58%	12.30%	12.20%	12.15%
净利润	3,232	3,325	3,345	3,434	3,590	同业资产增速	85.57%	8.88%	8.80%	8.70%	8.65%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	11.75%	12.86%	12.80%	12.80%	12.80%
贷款总额	211,502	238,110	267,397	300,020	336,472	其他资产增速	2.27%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
同业资产	16,559	18,030	19,616	21,323	23,168	计息负债增速	14.89%	11.49%	11.49%	11.53%	11.57%
证券投资	85,401	96,383	108,720	122,636	138,333	存款增速	11.81%	10.52%	10.50%	10.50%	10.50%
生息资产	345,055	383,183	427,621	477,141	532,462	同业负债增速	33.96%	16.10%	16.00%	16.00%	16.00%
非生息资产	7,858	7,669	8,557	9,548	10,655	股东权益增速	10.12%	10.27%	13.33%	12.16%	11.90%
总资产	346,019	383,248	427,859	477,407	532,759	<b>存款结构</b>					
客户存款	250,208	276,540	305,577	337,662	373,117	活期	48.7%	43.9%	40.0%	40.0%	40.0%
其他计息负债	56,003	64,857	75,045	86,834	100,477	定期	49.7%	54.5%	60.0%	60.0%	60.0%
非计息负债	11,020	10,130	11,287	12,588	14,044	其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
总负债	317,232	351,528	391,909	437,085	487,638	<b>贷款结构</b>					
股东权益	28,788	31,721	35,950	40,322	45,121	企业贷款(不含贴现)	55.7%	58.5%	58.0%	58.0%	58.0%
<b>每股指标</b>						个人贷款	39.4%	36.8%	37.4%	37.4%	37.4%
每股净利润(元)	1.30	1.33	1.34	1.37	1.44	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	2.40	2.20	2.32	2.43	2.60	不良贷款率	1.38%	1.37%	1.36%	1.31%	1.31%
每股净资产(元)	11.43	11.80	13.49	15.24	17.16	正常	96.10%	96.19%	96.60%	96.70%	96.80%
每股总资产(元)	138.40	153.29	171.14	190.95	213.09	关注	2.52%	2.44%	2.04%	1.99%	1.89%
P/E	5.50	5.35	5.32	5.18	4.96	次级	0.74%	0.53%	0.54%	0.54%	0.54%
P/PPOP	2.96	3.23	3.08	2.93	2.74	可疑	0.43%	0.42%	0.40%	0.40%	0.40%
P/B	0.62	0.60	0.53	0.47	0.41	损失	0.22%	0.42%	0.42%	0.37%	0.37%
P/A	0.05	0.05	0.02	0.02	0.03	拨备覆盖率	240.4%	239.3%	235.5%	239.8%	235.9%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	1.99%	1.70%	1.59%	1.53%	1.51%	资本充足率	18.42%	17.95%	18.45%	17.90%	17.32%
净利差(Spread)	1.78%	1.48%	1.37%	1.32%	1.30%	核心资本充足率	14.40%	13.86%	13.39%	13.82%	14.04%
贷款利率	4.24%	3.91%	3.79%	3.68%	3.62%	资产负债率	91.68%	91.72%	91.60%	91.55%	91.53%
存款利率	1.70%	1.78%	1.76%	1.74%	1.69%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.62%	3.43%	3.33%	3.26%	3.20%	总股本(亿)	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
计息负债成本率	1.84%	1.95%	1.96%	1.94%	1.90%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	1.00%	0.91%	0.83%	0.76%	0.71%						
ROAE	11.79%	11.00%	9.89%	9.01%	8.41%						
拨备前利润率	1.85%	1.51%	1.43%	1.34%	1.29%						

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