

平安银行 (000001)

证券研究报告
2020年02月14日

2019年业绩怎么看？

事件：2月13日晚间，平安银行披露2019年度业绩：营业收入1379.58亿元，YoY +18.2%；实现归属于股东净利润281.95亿，YoY +13.6%；加权平均ROE为11.30%。19年12月末，资产规模3.94万亿元，不良贷款率1.65%。

营收较快增长，盈利增速放缓系加大拨备计提

营收较快增长，盈利增速放缓。营收增速自17年以来持续上升，19年营收增速18.2%，保持较高水平。19年盈利增速较3Q19的15.5%放缓至13.6%，但PPOP增速较3Q19微升至19.5%。盈利增速放缓系加大拨备计提力度，19Q4单季度计提减值损失185.3亿元，同比多42.8亿元。

ROE处于上升通道。19年的ROE为11.30%，同比下降0.19个百分点，系19年转债转股的一次性影响。倘若剔除转债转股影响，我们测算19年加权平均ROE为12.0%，ROE仍处于上升通道。

存款成本率下降，息差保持较高

亮点在于存款成本率开始下降。19Q4单季度存款成本率2.40%，环比19Q3下降8BP，下行明显。我们预计存款成本率下降与结构性存款利率下降及压降高成本存款占比有关。19Q4单季度计息负债成本率2.55%，较18Q3下降显著。此前的下降很得益于市场利率大降，未来则将主要取决于存款。

净息差保持较高。19年净息差2.62%，与3Q19持平，同比提升27BP。净息差同比改善源于：1) 市场利率大降带来负债成本下降；2) 贷款收益率支撑资产收益率同比略微上升。

资产质量明显夯实，未来压力减轻

资产质量明显夯实。16年底以来，逾期贷款率由16年末的4.11%降至19年末的2.01%，关注贷款率由4.11%降至2.09%。19年末不良贷款率1.65%，较19Q3下降3BP，逾期90天以上贷款占比较19Q3下降11BP。不良认定标准大幅趋严，**资产质量显著夯实，未来不良压力减轻。**

经过几年处置消化，对公贷款结构大幅优化，对公不良基本出清。但零售不良有所抬头，针对零售业务的减值损失计提快速增长，19年主要类型零售贷款不良率有所上升。19年末，拨贷比3.01%，拨备覆盖率183.1%。

投资建议：零售转型持续推进，智能化零售银行标杆

平安银行转债转股后明显缓解核心一级资本压力，对公与个贷开始协同发力。零售转型持续推进，尽管19年高收益消费贷增长放缓，但信用卡业务发展较好，私行业务有了质的飞跃。依托集团及金融科技，平安银行正逐步成为智能化零售银行标杆。

作为零售银行新标杆，我们持续将平安银行作为中长期主推标的。维持其1.3倍20年PB目标估值，对应20.17元/股。维持增持评级。

风险提示：零售贷款资产质量显著恶化，零售转型低于预期等。

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	14.65元
目标价格	20.17元

基本数据

A股总股本(百万股)	19,405.92
流通A股股本(百万股)	19,405.75
A股总市值(百万元)	284,296.70
流通A股市值(百万元)	284,294.28
每股净资产(元)	14.07
资产负债率(%)	92.05
一年内最高/最低(元)	17.60/10.90

作者

廖志明 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《平安银行-公司点评:资产质量加快夯实，未来轻松上阵》 2020-01-14
- 2 《平安银行-季报点评:零售转型平稳推进，业绩保持较快增长》 2019-10-22
- 3 《平安银行-半年报点评:1H19业绩：业绩靓丽，零售标杆》 2019-08-08

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1167	1380	1558	1691	1857
增长率(%)	10.3	18.2	13.0	8.5	9.9
归属母公司股东净利润(亿元)	248	282	328	390	443
增长率(%)	7.0	13.6	16.3	18.9	13.7
每股收益(元)	1.45	1.45	1.69	2.01	2.28
市盈率(P/E)	10.14	10.08	8.67	7.29	6.41
市净率(P/B)	1.14	1.04	0.94	0.85	0.76

资料来源：wind，天风证券研究所

事件：

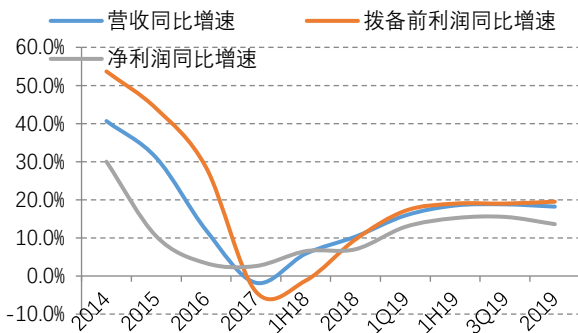
2月13日晚间，平安银行披露2019年度业绩：实现营业收入1379.58亿元，YoY+18.2%；实现归属于股东净利润281.95亿，YoY+13.6%。19年12月末，资产规模3.94万亿元，不良贷款率1.65%，加权平均ROE为11.3%。

点评：

营收与盈利较快增长，ROE处于上升通道

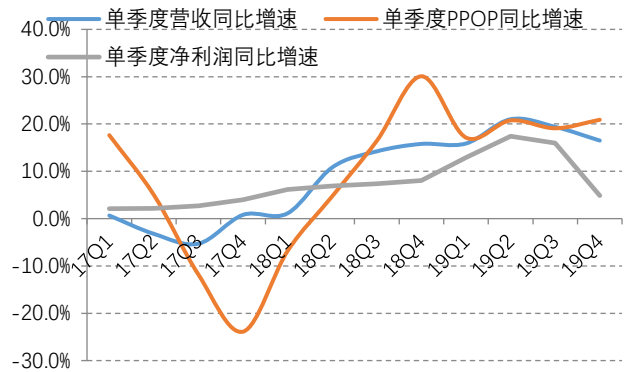
业绩保持较快增长。营收增速自17年以来持续上升，19年营收增速18.2%，与3Q19接近，保持较高水平。19年净利润增速较3Q19的15.5%放缓至13.6%，主要系加大拨备计提，夯实资产质量，未来好轻松上阵。19Q4单季度计提减值损失185.3亿元，同比多42.8亿元，对盈利增速影响较大。更反映经营实质的PPOP增速19年为19.5%，反而较3Q19略微上升。

图1：平安银行盈利增速自2017年以来持续上行



资料来源：定期报告，天风证券研究所

图2：平安银行19Q4单季度PPOP增速环比上升

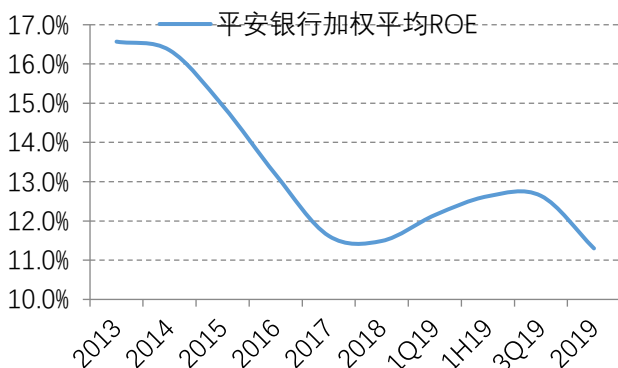


资料来源：定期报告，天风证券研究所

业绩逐步兑现，ROE处于上升通道。16年底新任管理层到位以来，依托集团资源及FinTech，以强大的执行力推动智能化零售银行转型。时至今日，零售转型已达三年，对公不良基本出清，零售对业绩的贡献逐步显现，步入业绩兑现期。19年的加权平均ROE为11.30%，同比下降0.19个百分点，系19年转债转股的一次性影响。倘若剔除转债转股影响，我们测算19年加权平均ROE为12.0%，**ROE仍处于上升通道。**

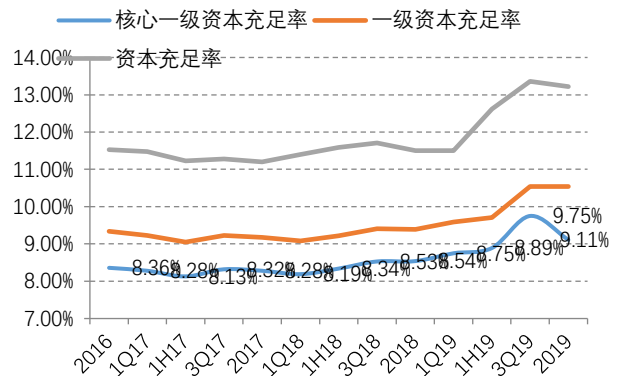
资本充足率提升。19年1月，平安银行发行260亿元可转债，19年9月“平银转债”完成转股，有效补充了核心一级资本。此外，19年4月发行400亿二级资本债。19Q4资本充足率/一级资本充足率/核心一级资本充足率达13.22%/10.54%/9.11%，均明显高于监管要求，有利支撑未来业务发展。

图3：平安银行ROE处于上升通道



资料来源：定期报告，天风证券研究所

图4：平安银行2019年资本充足率上升



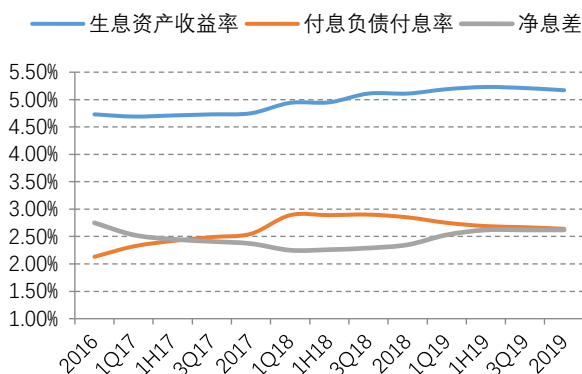
资料来源：定期报告，天风证券研究所

存款成本率开始下降，息差保持较高

息差保持较高，源于资产与负债两端发力。19年净息差2.62%，与1H19及3Q19持平，同比提升27BP。19年负债成本率2.64%，较3Q19下降3BP，同比下降21BP，主要是市场利率同比下降使得同业负债成本率下降明显；生息资产收益率5.17%，较1H19下降6BP，同比上升6BP，主要是贷款收益率同比上升13BP。19年对公贷款收益率4.79%，同比上升6BP；个贷收益率7.74%，同比下降12BP，对公贷款收益率同比上升及信贷结构优化支撑贷款收益率上升至6.58%。

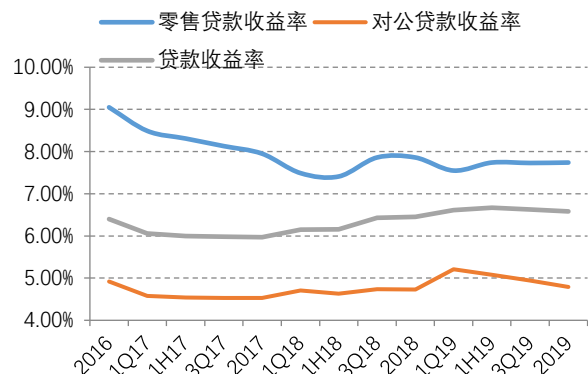
不过，19Q4对公贷款单季度年化收益率仅4.35%，环比下行明显，显著低于19年4.79%的平均收益率，对公贷款收益率下降较快，未来贷款收益率下行压力较大。个贷收益率保持平稳，19Q4单季度个贷收益率7.74%，环比基本持平。考虑到，高收益的新一贷及汽车贷款增长乏力，企业贷款收益率处于下行通道，未来一年净息差或小幅下行。

图5：平安银行净息差自1H18以来持续上升，但或已见顶



资料来源：定期报告，天风证券研究所

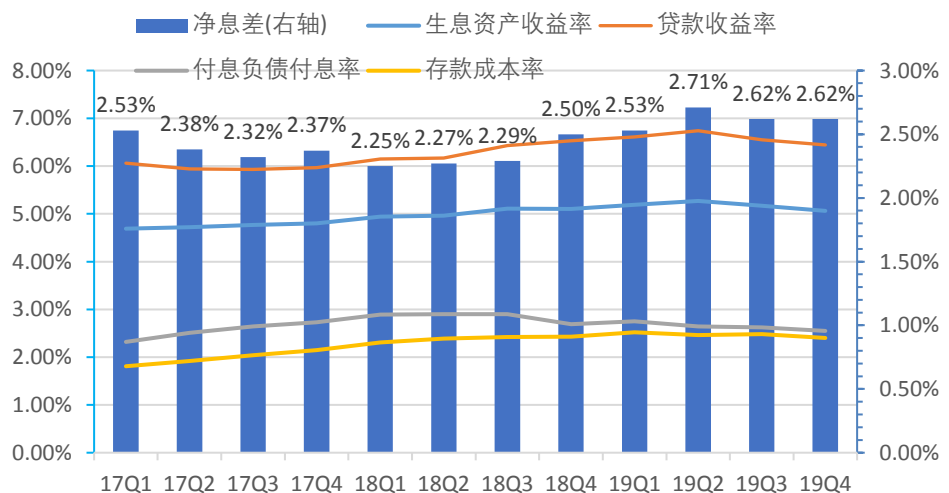
图6：平安银行零售贷款收益率上升支撑贷款收益率走高



资料来源：定期报告，天风证券研究所

亮点在于存款成本率开始下降。19Q4单季度存款成本率2.40%，环比19Q3下降8BP，下行明显。我们预计存款成本率下降与结构性存款利率下降及压降高成本存款占比有关。19Q4结构性存款规模5077.11亿元，较19Q3微降。19Q4单季度付息负债成本率2.55%，较18Q3的2.90%下降显著。此前的下降很大部分得益于市场利率大降带来的同业成本下降，未来负债成本率下降则将主要取决于存款成本率走势。欣喜的是，我们看到平安银行存款成本率开始下降。

图7：平安银行19Q4净息差2.62%，环比持平；存款成本率开始下降

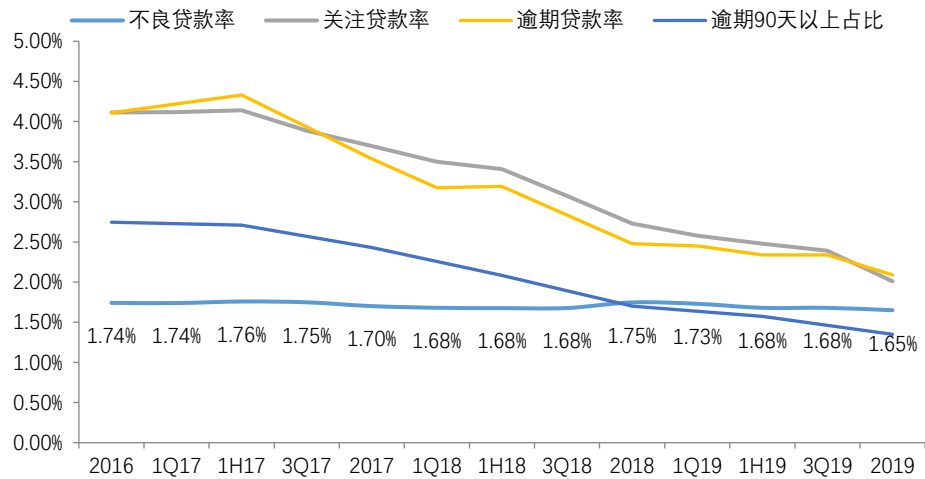


资料来源：定期报告，天风证券研究所

资产质量明显夯实，但零售不良风险有所抬头

资产质量明显夯实。19 年末不良贷款率 1.65%，环比下降 3BP，同比下降 10BP；关注贷款率 2.01%，环比下降 38BP，延续下降趋势；逾期贷款率 2.09%，环比下降 25BP，同比下降 39BP。19 年末关注贷款率及逾期贷款率较 16 年末接近腰斩，资产质量大为改观，不良隐忧明显下降。19 年末，逾期 60 天上以及逾期 90 天以上不良偏离度均低于 1，不良认定标准大幅趋严。

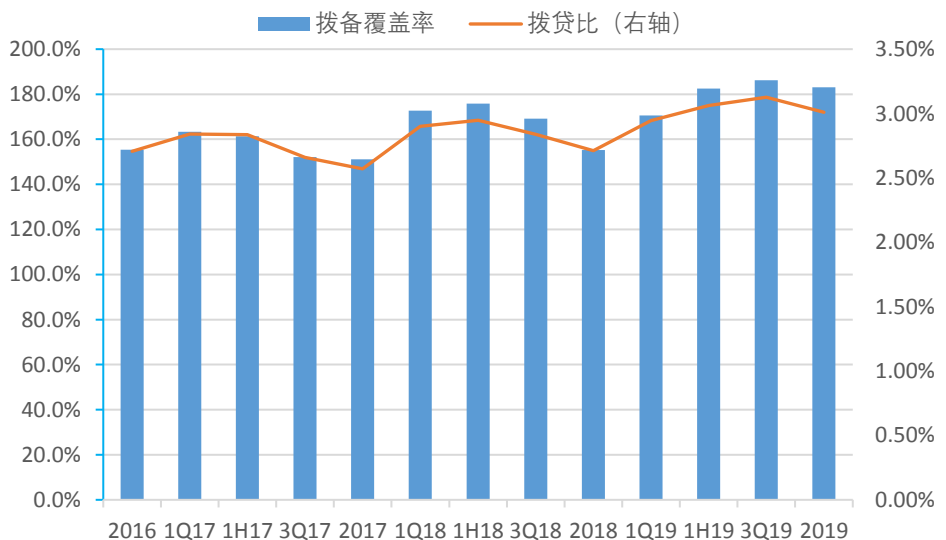
图 8：平安银行资产质量夯实，不良潜在担忧下降



资料来源：定期报告，天风证券研究所

拨备较高。19 年末，拨贷比 3.01%，较 19Q3 有所下降，或是核销力度加大；19 年末拨备覆盖率 183.1%，同比明显提升，拨备水平较高。

图 9：19 年末，平安银行拨贷比 3.01%，拨备水平较高



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

经过数年的处置消化，对公贷款质量已经明显改观，对公信贷结构明显优化，19 年末不良率高的制造业及批发零售业贷款占比较 14 年末大幅下降，对公不良压力已经明显下降。16 年以来，针对对公业务计提的减值损失稳中趋降，19 年对公业务减值损失 330 亿元，较 16 年的 374 亿元有所下降。而与此同时，随着零售业务的发展，零售不良压力有所上升。过往几年，针对零售业务计提的减值损失大幅增长。19 年零售业务减值损失 270 亿元，较 18 年的 166 亿元大幅增长，这背后反映了零售不良压力上升。

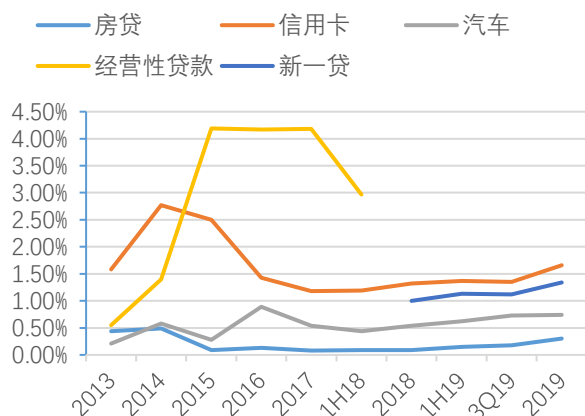
表 1: 平安银行贷款结构有较大的改善

	2014	2015	2016	2017	2018	1H19	2019
农、林、牧、渔业	0.51%	1.17%	1.09%	0.55%	0.30%	0.22%	0.20%
制造业	13.94%	13.24%	11.67%	8.33%	6.15%	5.36%	5.08%
建筑业	4.25%	4.15%	4.02%	2.82%	2.33%	2.15%	1.77%
采掘业	4.03%	5.39%	4.76%	3.41%	2.11%	1.64%	1.41%
房地产业	9.65%	10.91%	9.94%	8.97%	9.03%	9.86%	10.12%
交通运输、仓储和邮政业	2.49%	2.39%	3.52%	2.80%	2.01%	1.72%	1.94%
电力、燃气及水的生产和供应企业	0.87%	1.35%	2.48%	1.48%	1.12%	0.86%	0.86%
批发和零售业	14.79%	12.41%	10.07%	6.83%	5.19%	4.71%	4.18%
卫生、社会保障和社会服务业	6.33%	7.11%	10.37%	7.88%	7.40%	7.10%	7.03%
其它	4.36%	4.48%	4.42%	6.24%	5.51%	5.62%	5.96%
对公贷款	61.22%	62.60%	62.34%	49.31%	40.14%	38.17%	37.49%
个人按揭贷款	5.40%	3.78%	5.78%	8.97%	9.13%	9.03%	8.82%
信用卡	10.04%	12.15%	12.27%	17.82%	23.69%	24.54%	23.92%
消费及经营性贷款	17.80%	15.30%	13.06%	14.62%	16.31%	15.76%	14.90%
其他	4.33%	5.05%	5.54%	8.41%	8.64%	9.93%	12.43%
个人贷款	37.57%	36.27%	36.65%	49.82%	57.77%	58.84%	60.07%
贴现票据	1.21%	1.12%	1.01%	0.87%	2.09%	2.99%	4.20%

资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

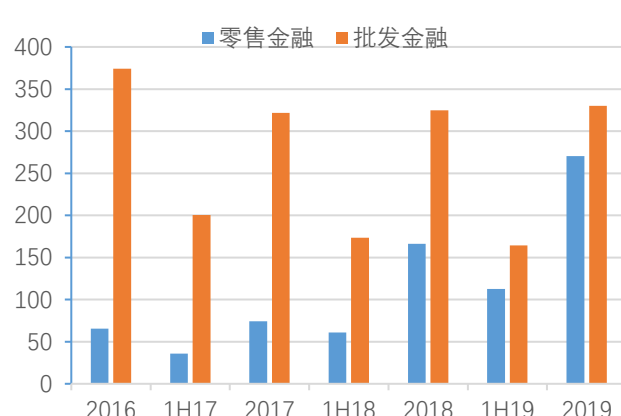
零售贷款不良风险抬头。受信用卡贷款风险暴露等影响，19 年末个贷不良率 1.19%，较年初上升 12BP，零售主要类型贷款不良率有所上升。考虑到零售贷款投放更加审慎，较高风险的新一贷等增长放缓，不良担忧有望减轻，资产质量有望保持平稳。

图 10: 平安银行 19 年各类型个贷不良率略升



资料来源：定期报告，天风证券研究所

图 11: 平安银行 1H19 零售金融业务减值损失增长明显 (亿元)

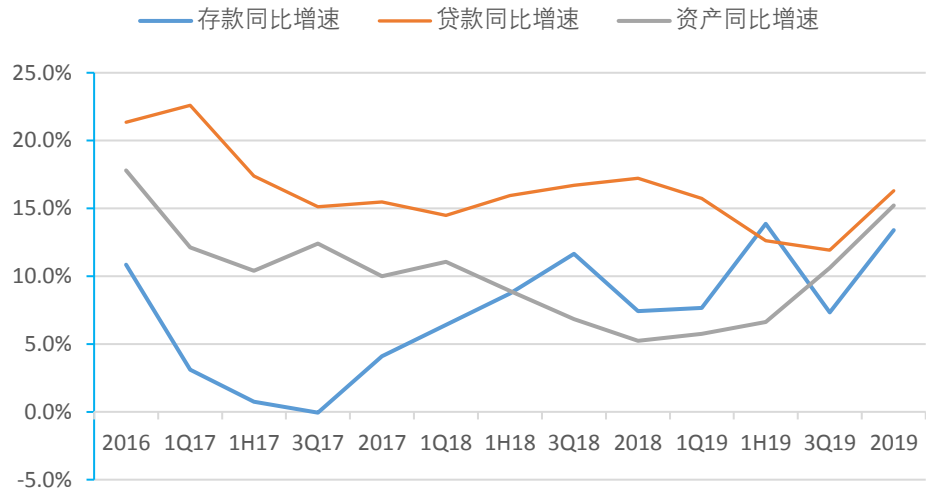


资料来源：定期报告，天风证券研究所

资产扩张提速，对公贷款重新增长

资产规模扩张提速。由于 19Q3 转债完成转股，资本得到补充，资本压力有所下降。19Q4 资产规模增速提升，19 年末贷款增速 16.3%，资产规模增速达 15.2%，资产规模增速为 17 年以来最高。

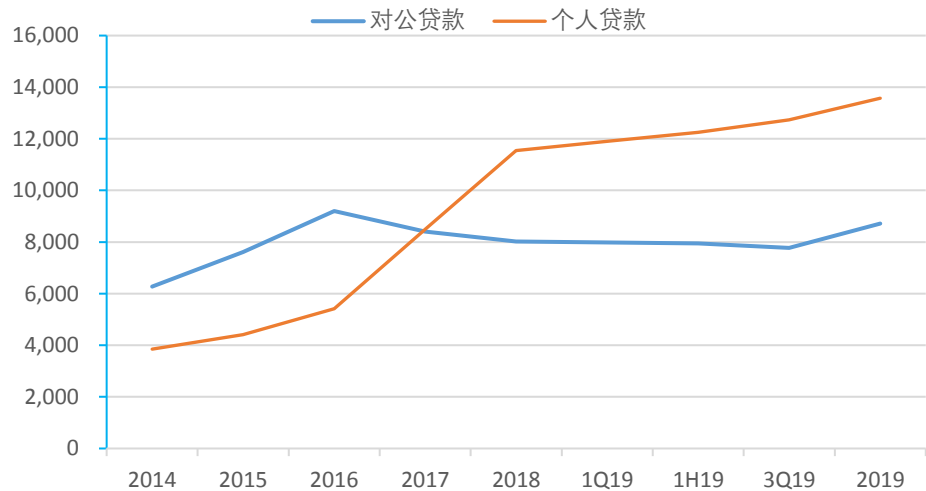
图 12: 平安银行 19Q4 资产规模增速上升明显



资料来源: 定期报告, 天风证券研究所

对公贷款重新增长。自 16 年底以来, 平安银行发力零售转型, 受制于资本制约, 资本资源向零售贷款大幅倾斜, 对公贷款增长停滞。时至今日, 平安银行零售贷款占比接近 60%, 已经较高。在转债完成转股后, 资本压力下降, 对公贷款 19Q4 重回增长通道, 进入对公与零售协同发力的新阶段。

图 13: 平安银行 19Q4 对公贷款增长明显 (亿元)



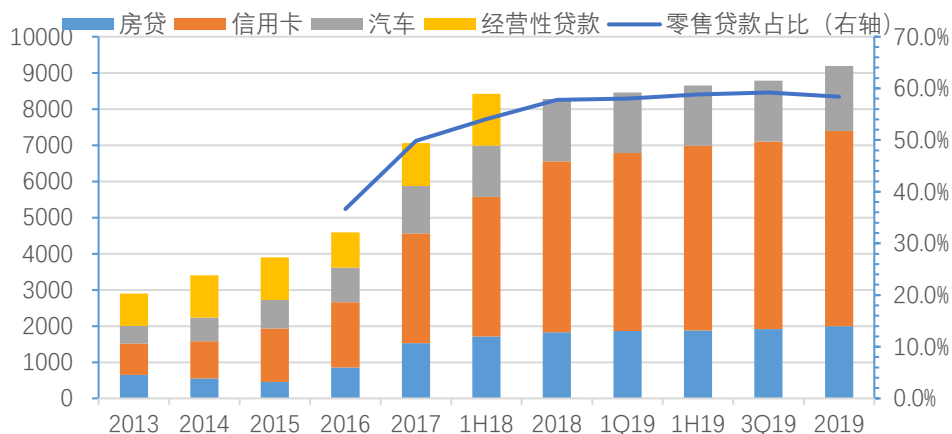
资料来源: 定期报告, 天风证券研究所

零售转型持续推进, 消费贷款增长放缓, 但私行业务亮眼

零售转型持续推进。截至 19 年末, 零售 AUM 达 1.98 万亿元, 同比增长 39.9%, 零售 AUM 增量亮眼; 个人存款余额 5837 亿元, 同比增长 26.4%; 零售客户数 9708 万户, 同比增长 15.7%。

消费贷款增长有所放缓。19 年末零售贷款 1.36 万亿, 同比增长 17.6%; 零售贷款占比较 19Q3 微降至 58.4%。自 18Q1 以来, 零售贷款增速持续下行, 19 年末零售贷款增速已降至 17.6%。平安银行零售贷款主要有信用卡贷款、房贷、汽车贷款、新一贷及个人经营性贷款。不过, 19 年初以来, 房贷、信用卡贷款、新一贷及汽车贷款增长均有所放缓。其中, 新一贷作为高利率消费贷产品, 19 年末贷款余额 1574 亿元, 较年初仅增加 37 亿元, 增长放缓明显; 19 年末汽车贷款余额 1792 亿元, 较年初微增。新一贷及汽车贷款作为平安银行主力高收益个贷产品, 增长乏力, 或影响未来个贷收益率。

图 14：平安银行 19 年零售贷款增长有所放缓（亿元）



资料来源：定期报告，天风证券研究所

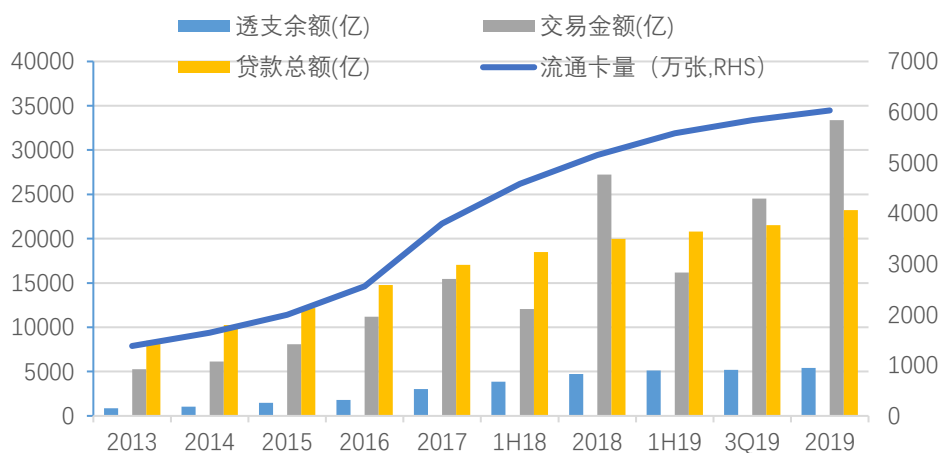
表 2：平安银行各类型个贷情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	1H18	2018	1Q19	1H19	3Q19	2019
房贷	650	554	460	852	1529	1717	1824	1861	1880	1912	1993.71
信用卡	868	1029	1477	1811	3036	3857	4733	4923	5110	5190	5404.34
汽车	487	655	786	953	1305	1414	1720	1669	1658	1683	1792.24
新一贷					1298		1537	1552	1534	1554	1573.64
经营贷款	894	1169	1174	975	1186	1431					
零售贷款占比(右轴)				37%	50%	54%	58%	58%	58.80%	59.20%	58.40%

资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

信用卡业务延续较快增长。19 年 12 月末，信用卡流通卡量 6033 万张，同比增长 17.1%，增长虽有所放缓，但保持较高增速；信用卡贷款余额 5404 亿元，同比增长 14.2%。19 年信用卡总交易金额 3.34 万亿元，同比增长 22.5%。

图 15：平安银行信用卡业务保持较快增长



资料来源：定期报告，天风证券研究所

私行业务增长较快。受益于 18 年底平安信托财富团队并入，平安银行私行产品有了根本性改变，体系全面重构，私行业务迎来飞跃式发展。19 年末，私行达标客户达 4.38 万户，较年初大增 46%；私行 AUM 达 7339 亿元，较年初大增 60.3%。随着私行的快速发展，中收有望迎来较好增长。

表 3：平安银行零售板块主要情况

	2015	2016	2017	2018	1H19	3Q19	2019
零售客户数（万户）		4047	6991	8390	9019	9366	9708
零售 AUM（亿元）	6600	7976	10867	14168	17550	18722	19827
零售私行客户数	1.45	1.69	2.35	3.00	3.84	4.09	4.38
私行 AUM（亿元）			3412	4578	6122	6694	7339.41
零售贷款（亿元）	4298	5409	8490	11540	12249	12733	13572
同比增速		25.9%	57.0%	35.9%	22.6%	17.7%	17.6%
信用卡（亿元）	1365	1811	3036	4733	5110	5190	5404
同比增速		33%	68%	56%	32%	21%	14.20%
零售存款（亿元）	2803	2690	3410	4616	5408	5596	5837
同比增速		-4%	27%	35%	43%		26.40%
零售营收（亿元）			467	619	386		800
零售营收占比			44%	53%	57%		58.00%
零售净利润（亿元）			157	171	108		195
零售净利润占比			68%	69%	70%		69.10%

资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

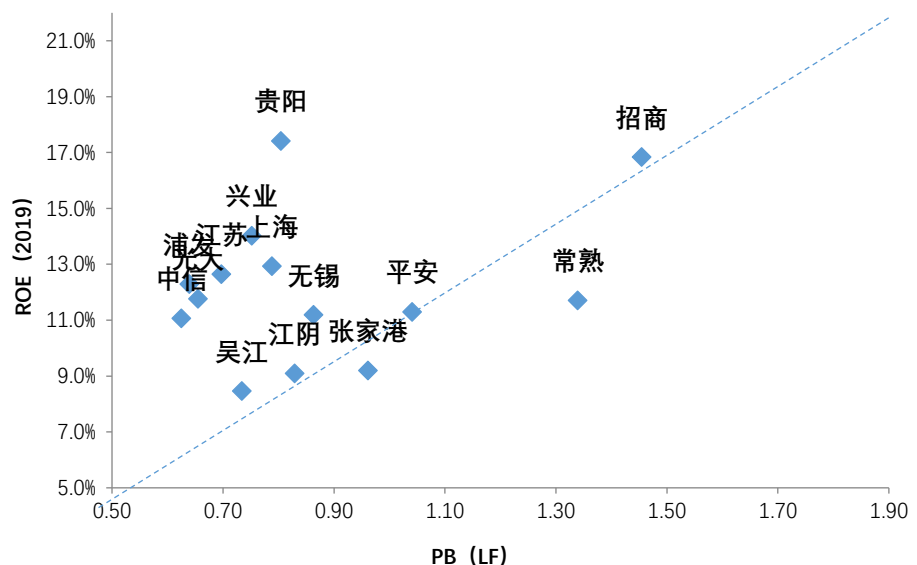
投资建议：零售银行新标杆，金融科技成核心竞争力

平安银行依托集团与金融科技，正成为智能化零售银行龙头。零售转型已达三年，成效显著，步入业绩兑现期，零售对业绩的贡献持续上升，ROE 处于上行通道，可谓是零售银行新标杆。

总体而言，虽然 19 年净利润增速较 3Q19 有所放缓，但年报情况仍然较好。资产质量明显夯实，不良认定标准大幅严格，逾期贷款率及关注贷款较 16 年末下降近半，不良潜在担忧明显好转。19 年末零售客户数 9708 万户，零售转型持续推进。囿于不良上升等因素，高收益的新一贷及汽车贷款增长明显放缓。但得益于平安信托财富管理团队并入，私行业务飞跃式发展，未来中收或明显发力。

作为零售银行新标杆，我们对平安银行零售转型保持较高信心，持续将平安银行作为我们中长期主推标的。我们维持其 1.3 倍 20 年 PB 目标估值，对应 20.17 元/股。维持增持评级。

图 16：A 股上市银行 PB (1f) vsROE (19 年) 情况（截至 20 年 2 月 13 日）



资料来源：WIND，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表						收入增长					
净利息收入	747	900	1030	1120	1242	净利润增速	7.0%	13.6%	16.3%	18.9%	13.7%
手续费及佣金	313	367	397	429	463	拨备前利润增速	9.6%	19.5%	13.9%	7.9%	9.8%
其他收入	107	113	131	142	153	税前利润增速	6.9%	12.4%	17.5%	14.4%	13.7%
营业收入	1167	1380	1558	1691	1857	营业收入增速	10.3%	18.2%	13.0%	8.5%	9.9%
营业税及附加	(11)	(13)	(9)	(10)	(11)	净利息收入增速	1.0%	20.4%	14.5%	8.7%	10.8%
业务管理费	(354)	(409)	(458)	(503)	(554)	手续费及佣金增速	2.0%	17.4%	8.0%	8.0%	8.0%
拨备前利润	802	958	1091	1177	1293	营业费用增速	11.9%	15.4%	12.0%	10.0%	10.0%
计提拨备	(479)	(595)	(665)	(689)	(738)	规模增长					
税前利润	322	362	426	487	554	生息资产增速	6.9%	15.9%	11.0%	10.0%	8.2%
所得税	(74)	(80)	(98)	(97)	(111)	贷款增速	17.2%	16.3%	15.0%	13.0%	10.0%
净利润	248	282	328	390	443	同业资产增速	-31.3%	16.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	5.4%	23.1%	6.0%	6.0%	6.0%
贷款总额	19975	23232	26717	30190	33209	其他资产增速	-18.1%	5.3%	-12.6%	-4.4%	35.5%
同业资产	1950	2273	2273	2273	2273	计息负债增速	5.7%	13.4%	9.7%	9.1%	8.4%
证券投资	8503	10471	11099	11765	12471	存款增速	7.4%	14.5%	10.0%	9.0%	8.0%
生息资产	33164	38444	42680	46948	50810	同业负债增速	-8.6%	2.2%	5.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	1564	1647	1439	1376	1864	股东权益增速	8.1%	30.4%	8.9%	9.8%	10.1%
总资产	34186	39391	43297	47381	51606	存款结构					
客户存款	21491	24598	27057	29493	31852	活期	100.0%	33.0%	100.0%	32.9%	31.2%
其他计息负债	9570	10620	11577	12643	13831	定期	0.0%	52.8%	0.0%	54.3%	58.8%
非计息负债	724	1044	1252	1503	1803	其他	0.0%	14.2%	0.0%	12.8%	9.9%
总负债	31786	36261	39887	43638	47486	贷款结构					
股东权益	2400	3130	3410	3742	4120	企业贷款(不含贴现)	41.1%	41.12%	41.12%	41.12%	41.12%
每股指标						个人贷款	59.2%	59.19%	59.19%	59.19%	59.19%
每股净利润(元)	1.45	1.45	1.69	2.01	2.28	资产质量					
每股拨备前利润(元)	4.67	4.94	5.62	6.07	6.66	不良贷款率	1.75%	1.65%	1.56%	1.49%	1.36%
每股净资产(元)	12.82	14.07	15.51	17.23	19.17	正常	95.52%	97.32%	97.37%	97.42%	97.47%
每股总资产(元)	199.10	202.98	223.11	244.15	265.93	关注	2.73%	2.68%	2.63%	2.58%	2.53%
P/E	10.14	10.08	8.67	7.29	6.41	次级	0.90%				
P/PPOP	3.14	2.97	2.61	2.42	2.20	可疑	0.23%				
P/B	1.14	1.04	0.94	0.85	0.76	损失	0.62%				
P/A	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	拨备覆盖率	155.24%	183.12%	197.73%	209.04%	235.55%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.35%	2.62%	2.54%	2.50%	2.54%	资本充足率	11.50%	13.22%	13.29%	13.21%	13.19%
净利差(Spread)	2.26%	2.53%	2.45%	2.41%	2.45%	核心资本充足率	8.54%	9.11%	9.45%	9.69%	9.95%
贷款利率	6.45%	6.58%	6.58%	6.58%	6.58%	资产负债率	92.98%	92.05%	92.12%	92.10%	92.02%
存款利率	2.42%	2.46%	2.44%	2.42%	2.40%	其他数据					
生息资产收益率	5.11%	5.17%	5.18%	5.19%	5.20%	总股本(亿)	171.70	194.06	194.06	194.06	194.06
计息负债成本率	2.85%	2.64%	2.61%	2.58%	2.55%						
盈利能力											
ROAA	0.74%	0.77%	0.79%	0.86%	0.90%						
ROAE	11.76%	11.44%	11.43%	12.28%	12.55%						
拨备前利润率	2.41%	2.60%	2.64%	2.60%	2.61%						

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	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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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