

# 韬光养晦，以退为进

## ——银行业2020年中期投资策略

行业评级：中性

2020年7月22日

姓名 邱冠华 (分析师)  
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn  
电话 021-80105900  
证书编号 S1230520010003

姓名 梁凤洁  
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn  
电话 021-80108037  
证书编号 S1230120020022

### 1、基本面怎么看？——实际改善

- **账面利润和实际景气：**账面利润增速滞后于实际景气情况。因顺周期性质，观察银行实际景气度，更需关心经济指标。
- **银行实际景气度改善：**（1）风险：经济温和复苏下，银行实际经营风险回落。（2）收入：规模扩张和中收修复下，收入增速不悲观。维持20H1/20E上市银行营收增速预测为7.6%/6.8%的预测。①规模：宽松货币政策加码，规模加速增长支撑营收。②息差：有下行压力，但预计降幅边际减缓。主要考虑资产端零售占比提升和利率下降趋缓，叠加负债端主动负债成本率下降。③中收：预计增速先走高后趋稳。④其他非息：债市回调，预计小幅拖累营收。
- **账面利润预计负增长：**监管引导做实不良和拨备，预计上市银行将提前释放风险，压低利润增速，下调20H1/20E/21E上市银行利润增速预测至-4.9%/-10.4%/-7.3%。

### 2、利润若负增长？——韬光养晦

- **挤干银行账面指标水分：**①银行业预计将弥补拨备缺口。此举会拖累利润增速，测算补足拨备缺口将拖累银行业净利润增速11%；②上市行预计将继续做实不良、加大计提。上市银行是银行业中最优秀的一批银行，拨备覆盖率都达标，预计将通过做实不良分类、加大拨备计提、加大核销力度、做实非贷款减值损失四大手段进一步做实账面。
- **分红率存在下降可能性：**银行盈利能力若显著下降，为保证支持实体经济和风险抵御能力，分红率可能下降。

### 3、投资策略如何？——以退为进

- **投资策略：**以退为进。（1）退：账面指标出清的力度和节奏存在不确定性，中报落地前市场预期模糊，在这种环境下，银行股行情的基础和持续性也会受到挑战。（2）进：关注做实的节奏和进度，一旦账面指标做实之后，投资者对银行利润增长的真实性和信心，银行股给点阳光就能灿烂。多个因素共振，有望带来银行股投资机会。①实际景气复苏；②风险指标做实；③估值历史低位；④季末基金换仓（如在季报前消化）。
- **个股推荐：**银行业大浪淘沙，优选禀赋优良、战略得当、战术得法的优质银行。重点推荐：①优秀组合：平安、兴业、招行、宁波；②进步组合：光大、长沙、邮储、南京。

# 目录

CONTENTS

01 基本面怎么看？——实际改善

02 利润若负增长？——韬光养晦

03 投资策略如何？——以退为进

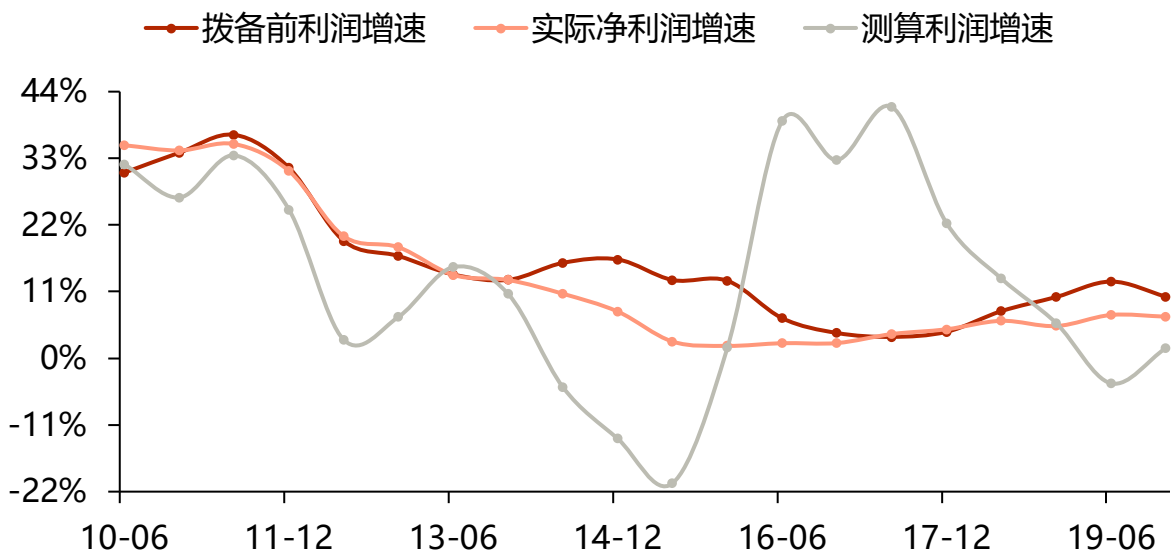
04 风险提示

# 01

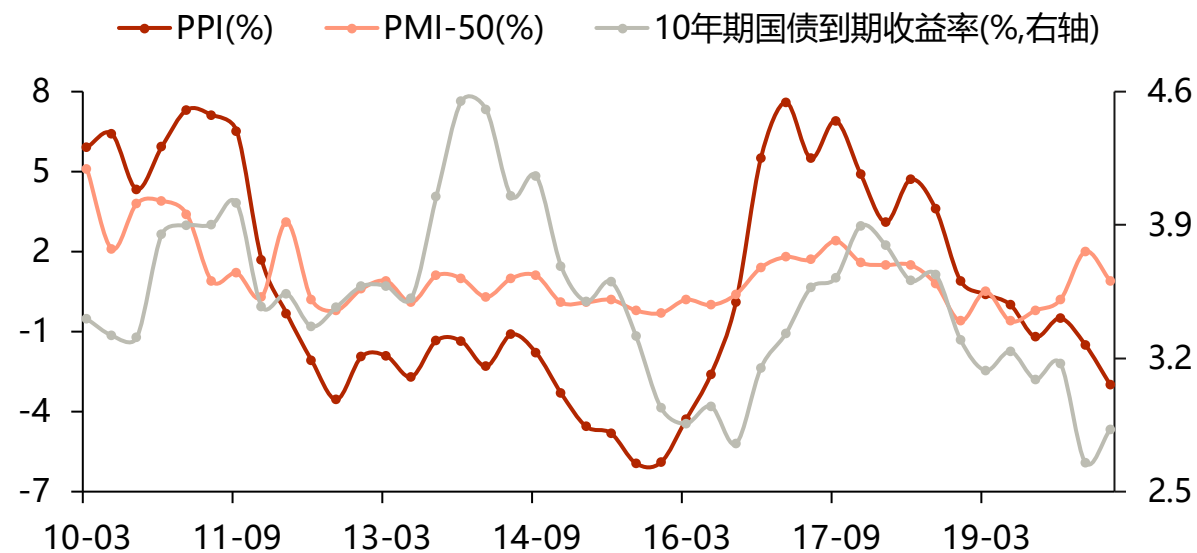
基本面怎么看？  
实际改善

**银行账面利润增速滞后于实际景气情况。**①商业模式的角度：银行业是收入当期确认、风险后置的行业，前期投放资产的风险往往延后暴露。②财务管理的角度：“正常→逾期→不良”的逐步演变，以及不良认定标准的放松可进一步拉长时滞和熨平利润波动。**观察银行实际景气度，不仅要关注账面指标，更要关心经济指标。**以逾期贷款衡量风险，并且标准化处理拨备（假设不良=逾期×100%，拨备覆盖率均为100%），以衡量银行真实的景气度。可以发现测算的净利润增速与PPI呈现高度的相关性，归根结底是银行资产质量（逾期是先行指标）的顺周期属性。

2010-2019年老16家上市银行利润增速



PMI、PPI与10年期国债到期收益率



资料来源：wind，浙商证券研究所。注：因中行未披露半年度逾期余额，未统计中行数据。PMI、PPI和10年国债到期收益率截至20年6月末。

尽管实际景气度边际改善，但账面利润增速预计将继续走低，预计主要是通过加大不良认定和拨备计提。

- **实际景气：**①规模高增和中收修复下营收增速不悲观，维持20H1/20E上市银行营收增速预测为7.6%、6.8%；②经济修复下资产质量实质改善。根据银行家问卷调查报告，20Q2银行业景气指数较20Q1提升5.6pc至64%，银行盈利指数提高11.6pc至62%。
- **账面利润：**监管引导银行加大不良认定和拨备计提力度，下调20H1/20E/21E上市银行利润增速预测至-4.9%、-10.4%、-7.3%。

简化利润表	核心因素	18A	19A	20Q1	20H1	20E	21E	预测思路
利息净收入	规模增速	6.4%	9.0%	10.9%	12.3%	12.3%	10.4%	逆周期政策下，Q2资产增速继续走高，随后维持平稳
	净息差	1.96%	1.97%	1.92%	1.91%	1.89%	1.88%	资产收益率下行快于负债端成本率，息差下行幅度较Q1收窄。
+ 非息收入	中收增速	2.3%	6.4%	4.4%	7.3%	9.7%	10.0%	疫情对卡业务和支付结算的负面冲击边际消退 财富业务预计继续较快增长，但随着低基数效应消退，增速预计回落
	其他非息增速	29.0%	32.2%	4.5%	3.8%	6.1%	6.2%	债券市场回调，预计小幅拖累营收增速 非银行业务改善，预计形成边际支撑
营业收入	营收增速	8.7%	10.1%	7.0%	7.6%	6.8%	7.8%	
- 管理费用	成本收入比	33.7%	33.7%	29.8%	30.6%	33.6%	33.5%	
- 拨备计提	信用成本	1.28%	1.32%	1.48%	1.51%	1.57%	1.72%	实际风险：随着经济企稳，资产质量实际好转； 账面指标：预计加大不良认定和拨备计提力度。
- 所得税	实际税率	17.9%	18.5%	18.6%	18.1%	18.2%	18.3%	
≈ 净利润	归母净利润增速	5.8%	6.8%	5.6%	-4.9%	-10.4%	-7.3%	

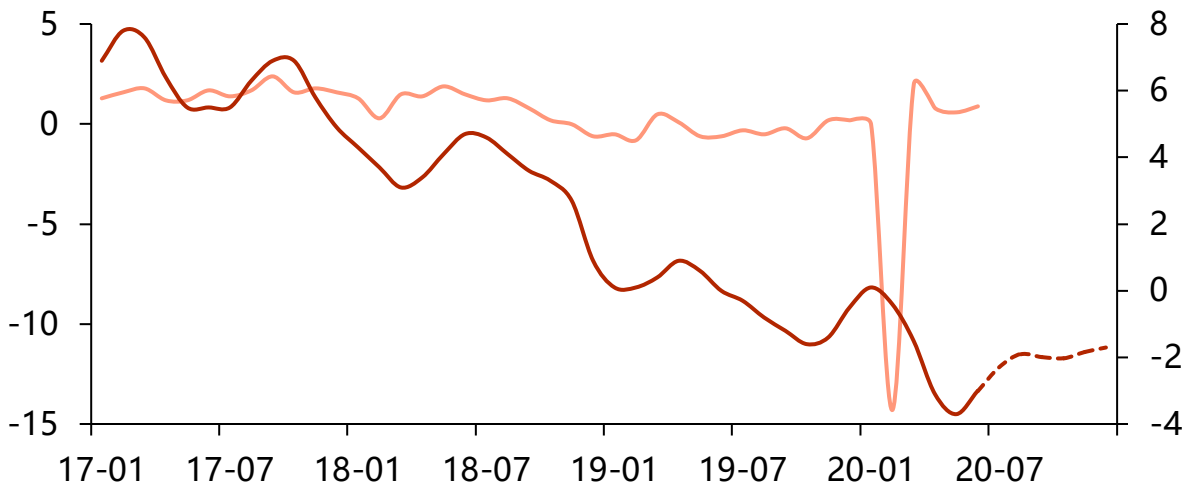
资料来源：wind，浙商证券研究。注：中信银行和光大银行信用卡分期手续费收入调整对汇总指标形成一定扰动。

银行业实际景气度边际改善，压力最大的时点已经过去。从核心指标来看，质>量>价，即风险改善和规模扩张对景气的贡献，强于息差收窄的拖累。

**(1) 风险的角度：经济温和复苏，银行经营风险回落。**回顾2020年上半年，疫情对全球经济都形成冲击，威胁到银行贷款的安全。随着国内疫情得到控制和复工复产有序推进，GDP增速从20Q1的-6.8%恢复至20Q2的3.2%。根据浙商证券宏观研究团队的观点，下半年GDP增速将回归正常区间，Q3/Q4增速预测值为6.1%/6.4%。经济复苏背景下，银行资产端风险本质上改善。

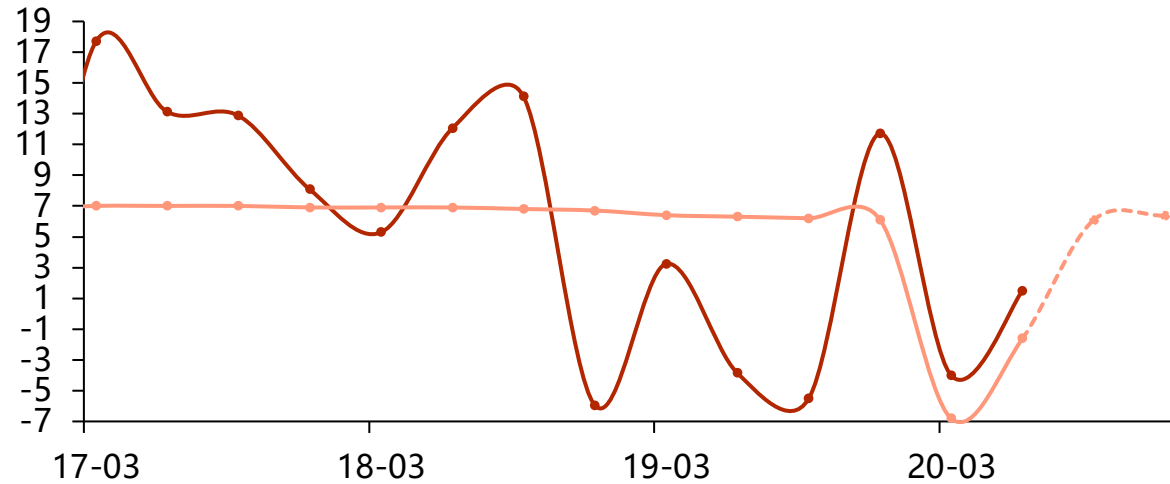
PMI连续4个月高于枯荣线，PPI环比转正

— PMI-50(%) — PPI(%)



进出口增速和实际GDP增速均回升

— 进出口增速(%) — 实际GDP增速(%)

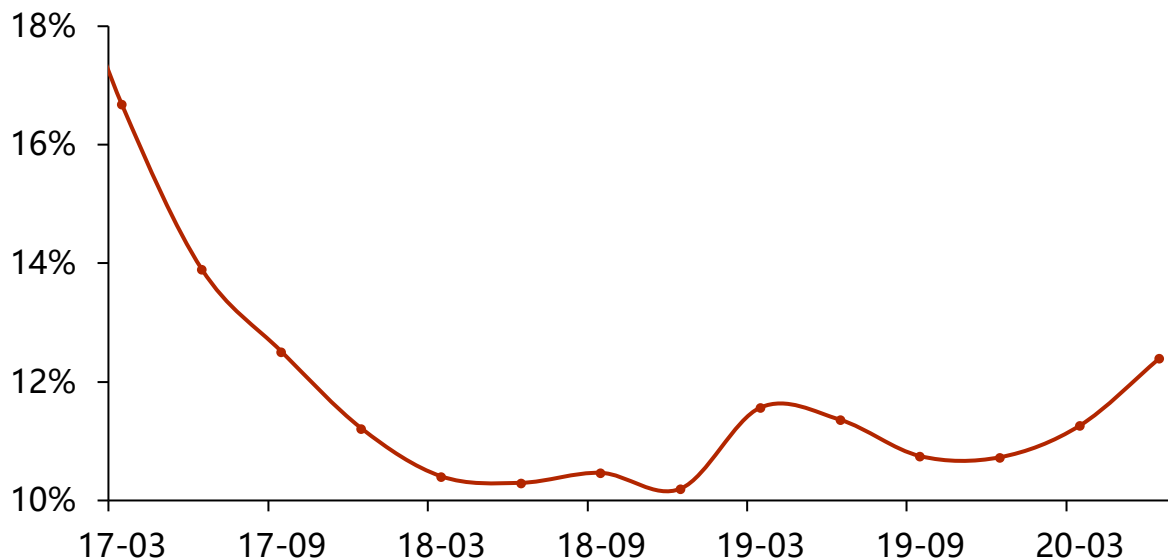


资料来源：wind，浙商证券研究所。注：虚线为浙商宏观团队预测值。进出口增速和实际GDP增速截至20Q2。

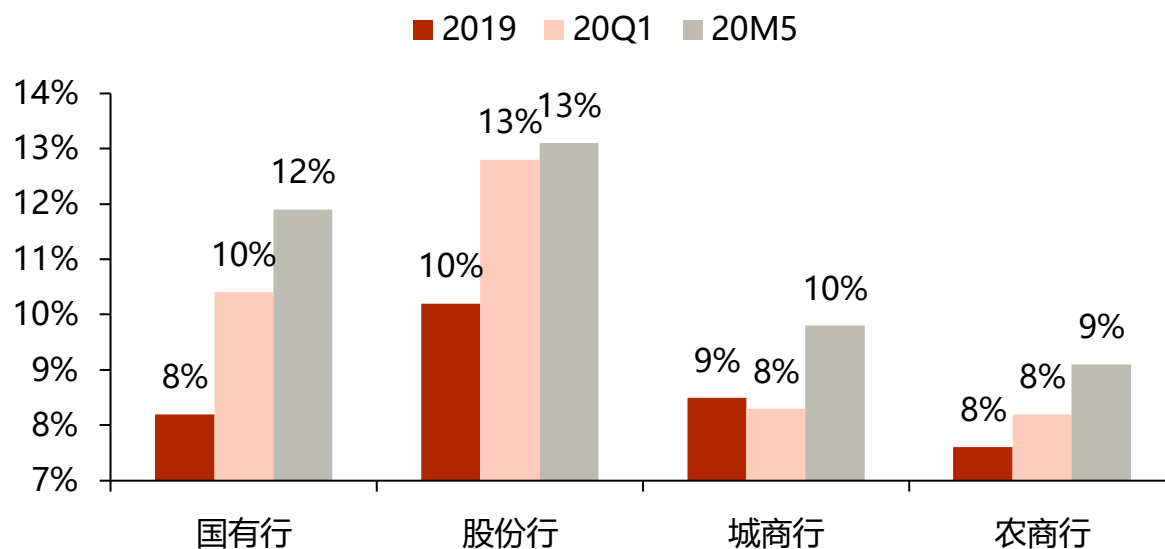
## (2) 收入的角度：规模加速扩张，营收增速不悲观。

- 量的维度：规模加速增长，支撑营收增速。** ①从全行业来看，2020年宽松货币政策继续加码，银行规模增长提速。今年上半年银行总资产同比增速持续加快，截至20Q2末，银行总资产同比增速达12%，分别较20Q1末和19Q4末提升1pc、2pc。②从子行业来看，截至5月末，各子行业增速变化趋势与行业保持一致。其中，股份行资产同比增速最快，国有行和城商行Q2资产增速较Q1提升幅度较大。截至20年5月末，国有行、股份行、城商行、农商行资产增速分别为12%、13%、10%、9%，增速较20Q1末分别提升2pc、0.3pc、2pc、1pc。

### 银行总资产同比增速



### 银行各子行业资产规模增速



资料来源：wind，银保监会，中国人民银行，浙商证券研究所。注：行业资产增速截至20年6月末，数据源自金融机构信贷收支表。

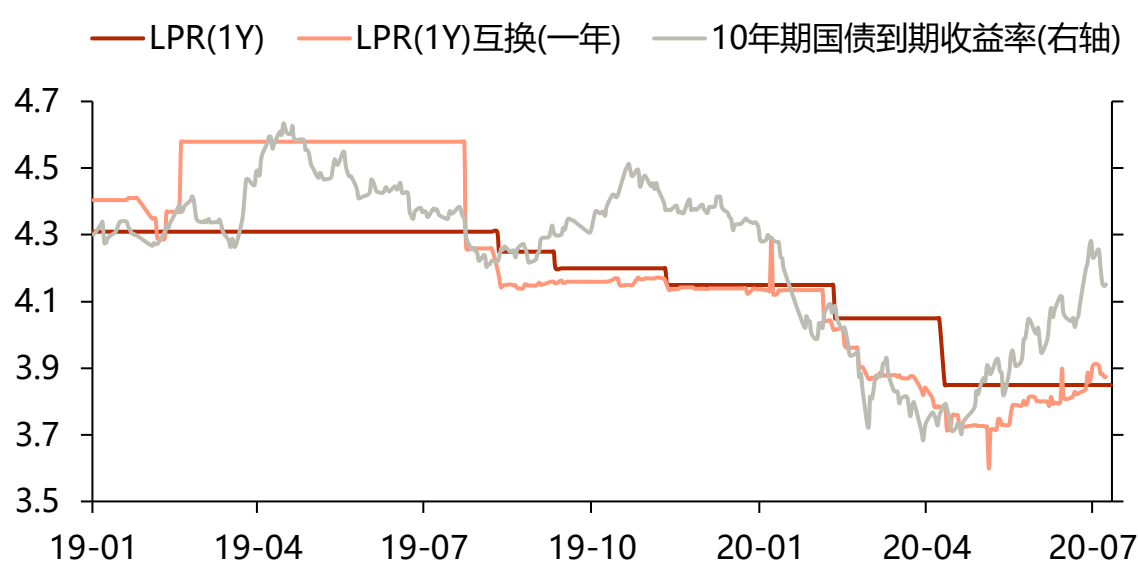


(2) 收入的角度：规模加速扩张，营收增速不悲观。

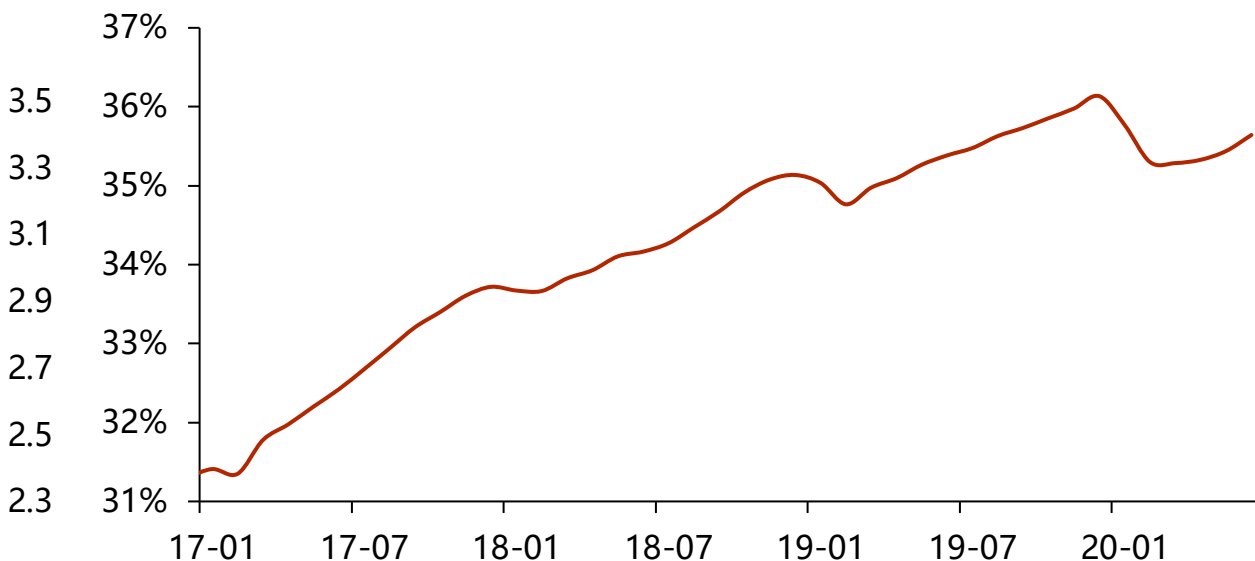
• 价的维度：息差有继续下行的压力，但降幅预计边际减缓。

**资产端收益率下行趋缓：**①价格方面，资产利率下降趋缓。贷款LPR报价继续下行，但5月以来报价未曾变动，且LPR互换隐含的利率预期也趋于稳定甚至温和上行；债券市场回调，带来债券投资到期收益率的回升。②结构方面，Q1受疫情影响零售贷款投放困难，Q2零售贷款恢复增长，零售贷款占比提升有助于抵御资产收益率下行压力。

LPR、利率互换及10年国债到期收益率



金融机构零售贷款占比



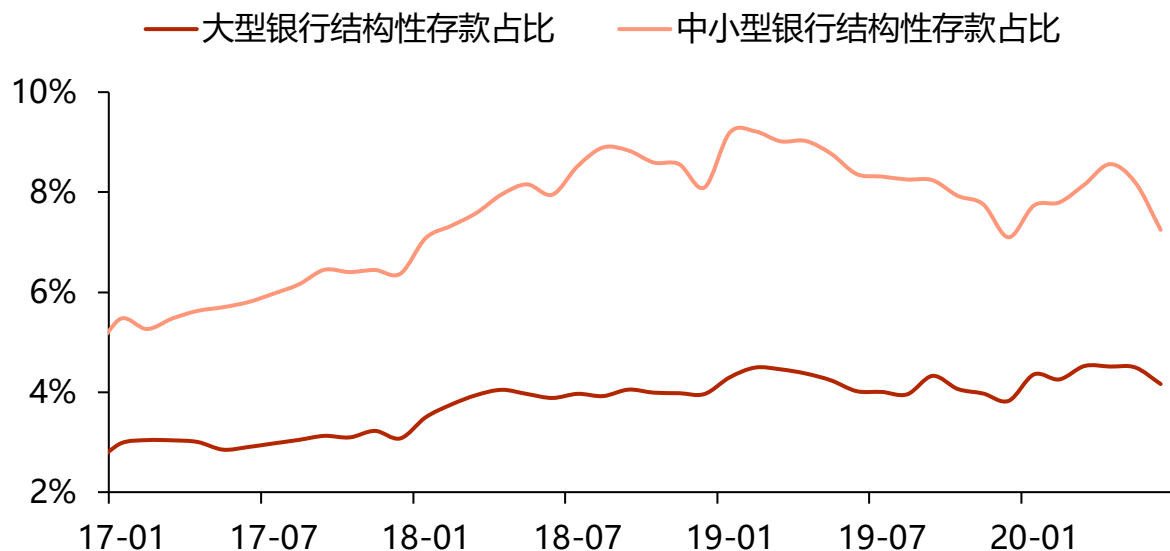
资料来源：wind，中国人民银行，浙商证券研究所。注：LPR数据截至2020年7月20日，利率互换及10年期国债到期收益率截至2020年7月17日。零售贷款占比截至20年6月末。

(2) 收入的角度：规模加速扩张，营收增速不悲观。

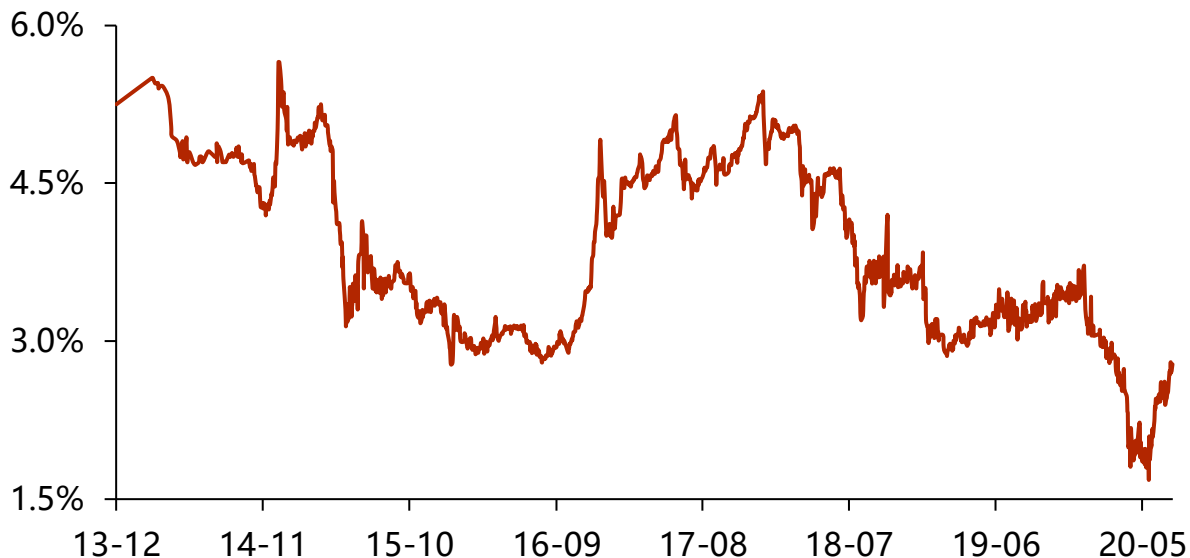
• 价的维度：息差有继续下行的压力，但降幅预计边际减缓。

**负债端成本率有望下降：**①价格方面，主动负债的续定价能够继续支撑股份行和城商行息差。主动负债利率中枢较2019年仍有明显下降，由19年末的3.7%大幅下降至20年5月份的低点1.7%，之后利率虽边际上行至7月份2.8%，但仍显著低于19年末水平。②结构方面，高息负债的监管和压降有利于整体负债成本率的下行，2020年4月以来，高成本的结构性存款占比显著下降，大行和中小行结构性存款占比分别由4月末的4.5%、8.6%下降至6月末的4.2%、7.3%，降幅明显。

结构性存款占比



同业存单发行利率(6M)



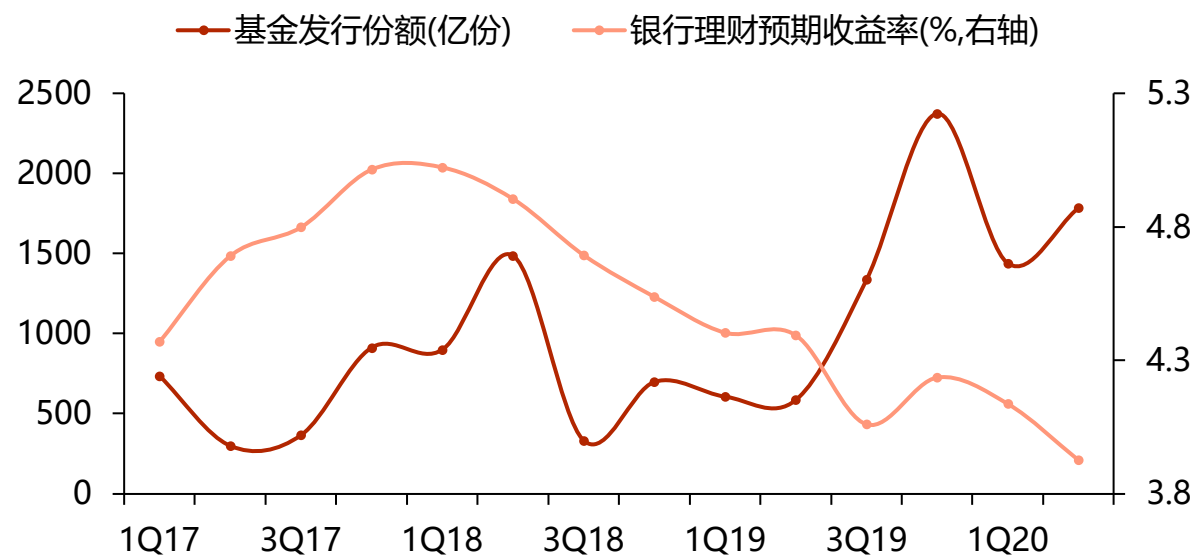
资料来源：wind，浙商证券研究所。结构性存款数据截至2020年6月末。同业存单利率截至2020年7月17日。

银行业实际景气度边际改善，压力最大的时点已经过去。

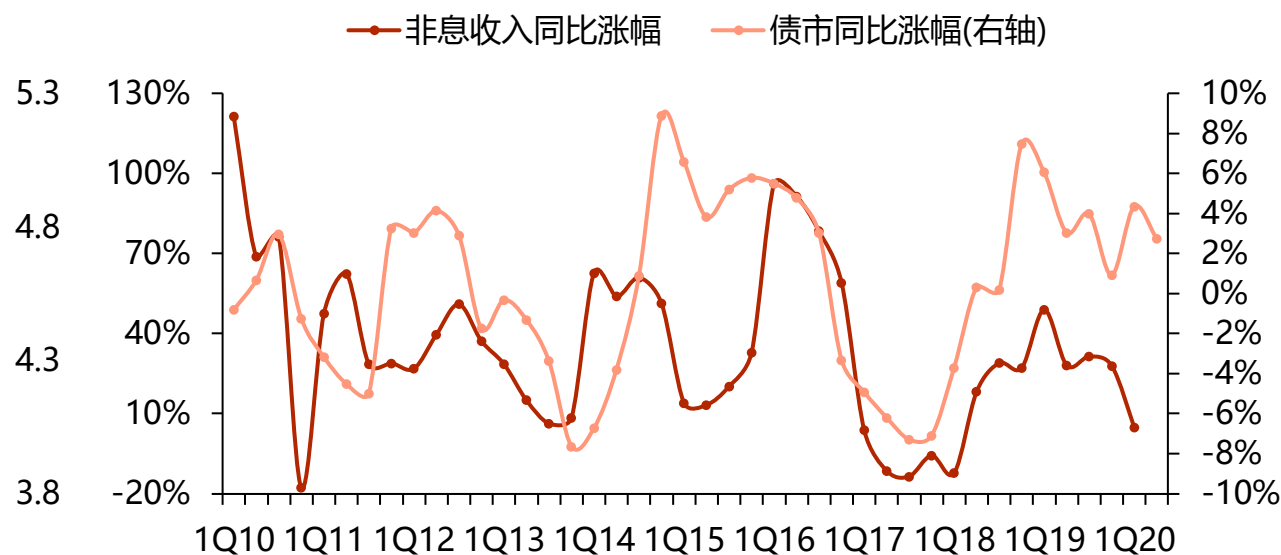
(2) 收入的角度：规模加速扩张，营收增速不悲观。

- **中收维度：预计增速先走高、后趋稳。** 主要考虑：①卡业务和交易结算Q1受疫情负面影响较多，经济复苏下预计这部分中收增速逐季改善；②财富管理业务继续较快增长，Q2预计继续快增，Q3-Q4由于高基数效应增速或有所回落。
- **其他非息：预计将继续小幅拖累营收。** 20Q1其他非息增速主要受到投资收益高基数效应和非银行业务影响。展望未来：①投资收益预计继续对营收起到小幅拖累作用，主要是随着经济复苏，20Q2债券市场出现较大回调；②非银行业务预计边际回暖，对冲部分影响。

基金发行规模和银行理财收益率



债市行情和非息收入



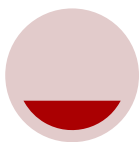
资料来源：wind，浙商证券研究所。债市同比涨幅、基金发行规模和银行理财收益率数据截至20Q2。非息收入同比涨幅数据来自20Q1财报。

# 02

利润若负增长？

韬光养晦

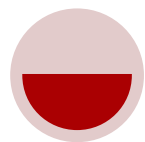
监管引导做实不良和拨备，预计银行将提前释放风险，压低利润增速，不排除利润负增长的可能性。



1月26日 最早让利口风

银保监会：《关于加强银行业保险业金融服务 配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作通知》

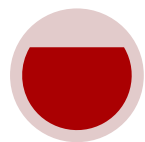
“对于受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业，以及有发展前景但暂时受困的企业，不得盲目抽贷、断贷、压贷。鼓励通过适当下调贷款利率、完善续贷政策安排、增加信用贷款和中长期贷款等方式，支持相关企业战胜疫情灾害影响。”



6月17日 明确让利目标1.5万亿

国务院常务会议

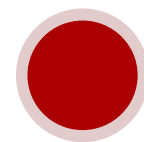
“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元。”



7月10日 让利1.5万亿拆分

人民银行新闻发布会

- (1) 通过利率下行实现金融市场或者金融体系对实体经济的让利，让利规模约9300亿元。
- (2) 直达货币政策工具推动让利，让利规模约为2300亿元。
- (3) 通过银行减少收费，让利规模约为3200亿元。



7月11日 做实资产质量、利润增速或为负、减少分红

中国银保监会新闻发言人答记者问

“必须做好不良贷款可能大幅反弹的应对准备。一要进一步做实资产分类。二要继续加大处置力度。三要拓宽不良资产处置渠道。综合使用核销、清收、批量转让、债转股等手段，做到应核尽核，应处尽处。”

“即便按照现阶段拨备覆盖率最低标准100%测算，银行机构仍有缺口合计超过3500亿元。若均摊到全年补足拨备缺口，这些机构利润增速将大幅降低，有的甚至为负。”

“切实补充资本。适当降低分红，不增加奖金，把有限的利润更多用于资本补充，提高风险抵御能力。”

资料来源：浙商证券研究所。

监管引导做实不良和拨备，预计银行将提前释放风险，压低利润增速，不排除利润负增长的可能性。

- **银行业：弥补拨备缺口将拖累利润增速。**根据银保监会，即便按照现阶段拨备覆盖率最低标准100%测算，银行机构仍有缺口合计超过3500亿元，测算补足拨备缺口将拖累银行业净利润增速11%。
- **上市行：预计将继续做实不良、加大计提。**上市银行是银行业中最优秀的一批银行，拨备覆盖率都达标，预计将通过四大手段进一步做实账面：①做实不良分类，将存量风险（非疫情因素导致）加速暴露；②加大拨备计提，做厚拨备覆盖率以提升风险抵御能力；③加大核销力度，消化存量不良；④做实非贷款减值损失，除了贷款以外的资产减值损失力度加大。

**举例：**以招行20Q1披露情况来看，逾期率较年初上升20bp，而不良率较年初下降5bp。假设这其中的剪刀差（25bp）在Q2一次性抹平，那么意味着不良生成率额外上升25bp。若假设20年上市银行不良生成率同比上升25bp，其他核心假设与19年保持不变，则20年净利润将同比减少21%。

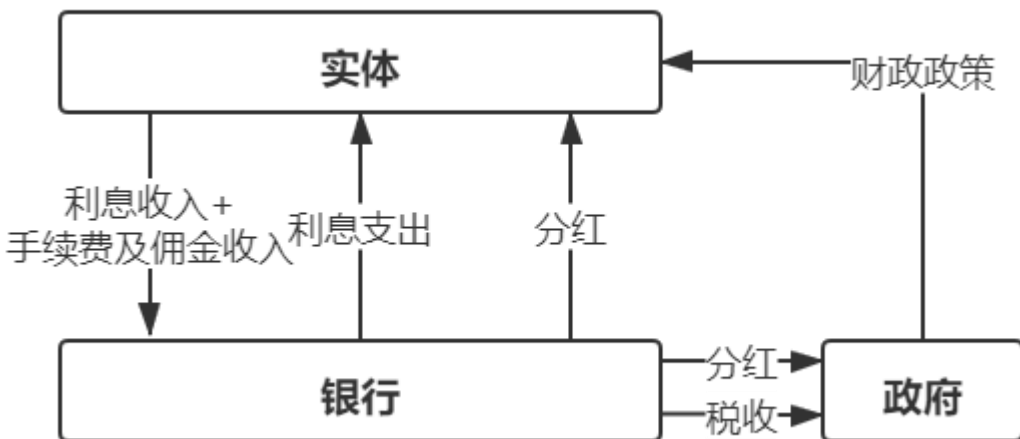
表：上市银行不同假设下利润增速变化（2020E）

基准情形假设	不良生成率	利润增速	拨备覆盖率	利润增速	贷款减值损失占比	利润增速	核销转出	利润增速	
贷款增速	13%	0.95%	6%	200%	23%	95%	8%	50%	0%
不良生成率	0.95%	1.00%	1%	210%	16%	90%	5%	52%	2%
核销转出率	57%	1.05%	-5%	220%	8%	85%	2%	54%	4%
拨备覆盖率	222%	1.10%	-10%	230%	0%	80%	-2%	56%	5%
贷款减值损失占比	92%	1.15%	-16%	240%	-8%	75%	-6%	58%	7%
		1.20%	-21%	250%	-16%	70%	-11%	60%	9%
		1.25%	-27%	260%	-24%	65%	-17%	62%	11%
		1.30%	-33%	270%	-31%	60%	-23%	64%	12%

资料来源：wind，浙商证券研究所。注：基准情形下，假设其他条件不变，利润增速对于变动指标的敏感性测试。商业银行2019年净利润约2万亿，总资产占银行业金融机构约83%，假设商业银行和非商业银行的银行业金融机构ROA相等，则银行业2019年净利润为2.4万亿。

银行盈利能力若显著下降，为保证支持实体经济和风险抵御能力，分红率可能下降。

- **从银行利润来源来看：**主要来自于实体的财务费用，即对应银行的利息收入和手续费及佣金收入。
- **从银行利润去向来看：**部分通过分红的形式反哺实体，部分留存为资本金，以继续支持实体经济。自上市以来，A股上市银行归母净利润29%用于分红，71%用于补充核心一级资本，通过资本的杠杆作用为实体经济提供信贷和债券支持。
- **需要加大利润留存率：**测算2020年利润增速每下降10pc，则银行内生资本可支撑的RWA增速下降0.8-1.2pc。因此，若利润增速下降，则降低分红率是保证银行信贷投放能力和风险抵御能力的大概率选择。



表：上市银行不同利润增速和分红率能够支撑的RWA增速（2020E）

假设 利润增速	ROE	分红率					
		0%	10%	15%	20%	25%	30%
10%	11.7%	13.8%	12.4%	11.7%	11.0%	10.3%	9.6%
0%	10.7%	12.5%	11.3%	10.6%	10.0%	9.4%	8.8%
-10%	9.7%	11.3%	10.1%	9.6%	9.0%	8.4%	7.9%
-20%	8.7%	10.0%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%	7.0%
-30%	7.6%	8.8%	7.9%	7.4%	7.0%	6.6%	6.1%
-40%	6.6%	7.5%	6.8%	6.4%	6.0%	5.6%	5.3%

资料来源：wind，浙商证券研究所。注：样本包括28家上市银行，下同。

# 03

**投资策略如何？  
以退为进**



## 一、行业观点：以退为进，怎么理解？

- **账面指标出清力度+节奏存在不确定性** → “退”。金融让利实体背景下，监管引导银行利润增速下降，账面指标出清的力度和节奏存在不确定性。①力度，银行利润增速下降的幅度；②节奏，指标出清的快慢，银行选择在中报即体现，还是全年逐季出清，以及对2021年的预期。中报落地前市场预期模糊，在这种环境下，银行股行情的基础和持续性也会受到挑战。
- **实际景气度的复苏+账面指标彻底做实** → “进”。关注做实的节奏和进度，一旦确定账面指标彻底做实之后，投资者对银行利润增长的真实性和信心更有信心，银行股给点阳光就能灿烂。多个因素共振，有望为银行股投资带来机会。①实际景气复苏；②风险指标做实；③估值历史低位；④季末基金换仓（如在季报前消化）。

## 二、个股推荐：大浪淘沙

银行业大浪淘沙，未来预计将显著分化，重点推荐禀赋优良、战略得当、战术得法的银行，首选平安、兴业、光大、长沙。

- 优秀组合：平安银行、兴业银行、招商银行、宁波银行。
- 进步组合：光大银行、长沙银行、邮储银行、南京银行。

## 核心逻辑：新零售科技银行

**零售转型如同挖掘金矿：**背靠平安集团，平安银行发展零售业务就如同挖金矿，拥有丰富的客户资源（矿山）、廉价的销售队伍（矿工）、强大的平安科技（矿机）和优秀的管理层（领队）四大独有优势。

**对公业务提升空间广阔：**信用成本改善和综合金融服务有望提升对公业务盈利能力，并大幅提振平安银行整体ROA。经测算，如对公业务税前ROA由19年的0.29%回升至同业平均的1.1%，则整体ROA可上升25bp至1.02%，改善空间可观。

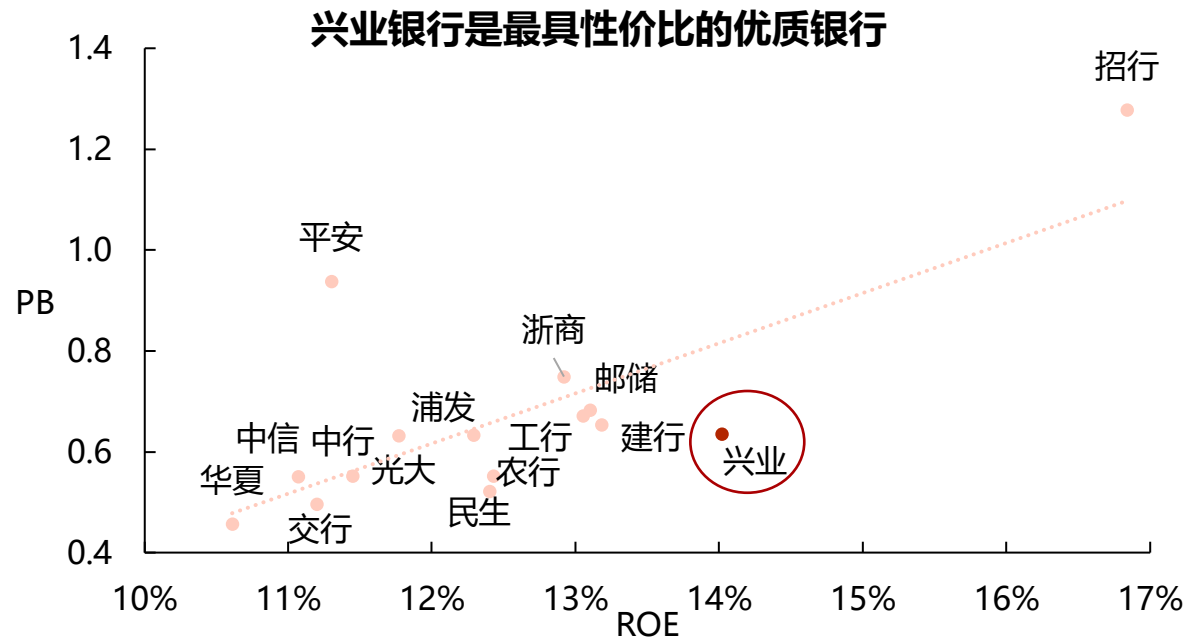
**最新估值：**截至2020年7月20日收盘，平安银行A股股价14.73元，对应PB(lf) 1.03倍。

## 核心逻辑：不确定性下降

**市场担忧兴业的 管理层存不确定性：**我们认为兴业银行管理层将会保持稳定，兴业银行整体战略方向和执行有保障。

**市场担忧兴业银行未来怎么走出来：**我们认为兴业银行“做精表内、做强表外”战略是行之有效且大有可为的方向。经测算，存款成本改善和做强做大中收，中长期分别可贡献ROA提升空间7bp和18bp。

**兴业是市场上最具性价比优质银行：**纵向比较，截至2020年7月20日，兴业银行PB(lf)0.70，处于近4年来8%的低分位数。横向比较，19年末兴业的ROE排名全国性银行前列，但估值明显低于ROE对应的PB均值回归水平，是最具性价比的优质银行。



资料来源：wind，浙商证券研究所。注：PB口径为加回超额拨备后的PB，股价数据截至2020年7月20日。ROE为2019年数据。

## 核心逻辑：基本面改善的高股息标的

**基本面改善明显：**光大银行近年来基本面发生实质性改善。时间维度来看，光大银行ROA从17年低点0.78%提升至19年0.82%，ROE在19年同比提升至11.8%，是少数ROE逆势上升的银行。横向对比来看，ROA和ROE与同业差距由18年上半年的2.1pc、9bp，改善至19年的0.8pc、6bp。未来有望受益于财富管理业务发力和光大集团赋能。①财富管理：致力于打造一流财富管理银行，财富管理业务有望成为业绩增长新的支撑点。②集团赋能：汇金公司转让股权拉直股权关系，巩固集团赋能优势。

**高股息高性价比。**截至2020年7月20日收盘，光大银行A股股价4.04元，PB(lf) 0.67倍。低估值对应高股息率，投资性价比凸显。光大银行A股股息率5.3%，H股股息率7.4%，A股股息率水平较上市股份行平均高1.1pc，较10年期国债到期收益率2.9%高2.4pc。

**可转债有望转股：**光大银行2017年发行A股可转债300亿有待转股，经测算，若能转股，可提升核心一级资本充足率0.8pc。

### 核心逻辑：零售县域特色的精品城商行

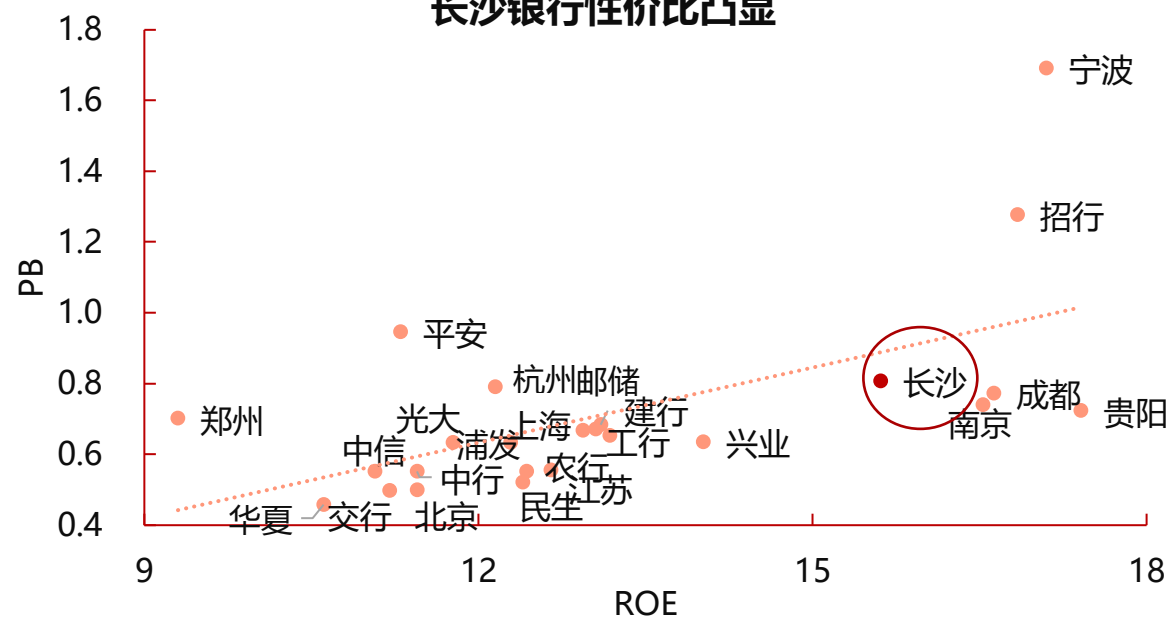
**基本面优秀的精品城商行：**长沙银行是一家规模中等、基本面优秀的精品城商行。20Q1末资产规模位于上市城商行中位，19年ROE、ROA分别较上市城商行平均高3pc和4bp，19年末不良率和逾期率分别较上市城商行平均优16bp、36bp。

**零售县域战略提振基本面：**零售转型和县域金融战略将提振整体ROA。①零售业务ROA高于对公，零售转型有望支撑长沙银行整体ROA逆势企稳。②县域金融战略开拓蓝海市场，带来低成本存款，降低整体负债成本。

**定增计划打开资本的约束：**长沙银行计划通过定增募集60亿元，经测算可提升核心一级资本充足率1.5pc至10.8%。

**最新估值：**截至20年7月20日，长沙银行股价9.54，PB(lf) 0.93倍，估值低于上市银行ROE对应的PB均值回归水平。

### 长沙银行性价比凸显



资料来源：wind，浙商证券研究所。注：PB口径为加回超额拨备后的PB，股价数据截至2020年7月20日。ROE为2019年数据。

04

风险提示

**风险提示：如发生以下事件，报告中的观点可能被推翻。**

### 1、中美之间贸易战和金融战风险

中美摩擦加剧，若贸易战重启和金融战爆发，将冲击银行业基本面。

①贸易战重启可能通过影响宏观经济，特别是进出口相关产业链对银行基本面造成负面影响。

②7月14日特朗普签署《香港自治法》，美国或将对香港国安法相关的个人、实体以及与此类个人或实体有重大交易的金融机构进行制裁，最大的威胁在于切断美元交易结算通道。如果此类风险发生，将是系统性金融风险。

### 2、疫情冲击反复、宏观经济失速

全球疫情前景尚不明朗，若疫情超预期反复或海外疫情冲击导致宏观经济增长失速，不良可能大幅暴露。

### 3、利润负增长幅度和跨度超预期

利润降幅和负增长的时间跨度大幅超出市场预期，对股价形成冲击。同时，关注银行利润大幅下降，是否有可能引起局部存款挤兑、资金成本抬升和银行流动性风险。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论



## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>