

工商银行(601398)

报告日期: 2023年03月31日

信贷增速近年新高

——工商银行 2022 年年报点评

投资要点

□ 工商银行 2022 年信贷新增创 9 年来新高, 资产质量保持稳定。

□ 数据概览

工商银行 22A 归母净利润同比+3.5%, 增速环比 22Q1-3 下降 2.1pc; 营收同比-2.6%, 增速环比-2.5pc。ROE 为 11.43%, 同比-72bp; ROA 为 0.97%, 同比-5bp。22 年末不良率 1.38%, 环比 Q3 末-2bp; 拨备覆盖率 209%, 环比+3pc。

□ 核心观点

1. **盈利增速放缓。**工商银行 22A 归母净利润同比+3.5%, 增速环比 22Q1-3 下降 2.1pc; 营收同比-2.6%, 增速环比-2.5pc。**拖累因素主要为息差持续下行**, 受资产与负债两端同时承压影响, 测算 22Q4 单季净息差(期初期末口径, 下同)环比 22Q3 下行 13bp, 使得净息差对营收的拖累较 22Q1-3 扩大 3.5pc 至-9.8%。**展望 2023 年**, 预计归母净利润增速中枢将较 22 年有所下移。

2. **息差环比下行。**测算工商银行 22Q4 单季净息差环比 22Q3 下行 13bp 至 1.74%, 其中, 生息资产收益率环比-6bp 至 3.45%, 主要受 LPR 下调后新发放贷款定价下行影响; 付息负债成本率环比+9bp 至 1.91%, 主要原因为债市波动后, 居民理财回流至定价较高的定期存款, 推动付息负债成本上行。**展望 2023 年**, 受贷款重定价影响, 息差压力较大, 随着经济动能修复, 预计自 Q2 起有望企稳。

3. **信贷快速增长。**工商银行 22 年末贷款总额较年初+12.3%, **是过去 9 年间贷款投放最高增速**, 其中, 企业贷款较年初+17.7%, **是 2010 年以来单年度最高增速**。符合国民经济转型方向的各领域贷款余额均实现快速增长: 战略性新兴产业贷款增长约 70% 以上, 绿色贷款+60%, 普惠小微贷款+41%, 制造业贷款+18%。信贷投放旺盛主要是因为工行加大了逆周期、跨周期信贷投放力度。**展望 2023 年**, 预计工行将继续保持对实体经济的支持力度, 信贷增速预计与 22 年相仿。

4. **资产质量稳定。**22 年末不良率 1.38%, 环比 Q3 末-2bp, 较年初-4bp; 关注率 1.95%, 较年初-5bp; 逾期率 1.22%, 较年初-1bp; 拨备覆盖率 209%, 环比+3pc, 较年初+4pc。**资产质量各项核心指标均趋于改善, 风险抵补能力稳中有升。**分条线来看, 公司贷款中房地产和建筑业仍处风险暴露周期, 不良率分别+135bp 及+32bp, 其余行业不良率均保持稳定; 个人贷款中按揭和消费贷不良率分别+15bp 及+5bp, 主要受房地产市场调整及疫情影响。**展望 2023 年**, 随着地产市场边际向好, 居民收入修复, 预计资产质量可继续保持稳中向好态势。

□ 盈利预测与估值

预计工商银行 2023、2024、2025 年归母净利润同比增长 1.35%、4.25%、5.05%, 对应 BPS9.49、10.22、11.00 元/股。现价对应 2023 年 PB 估值 0.47 倍。目标价 5.69 元/股, 对应 2023 年 PB 0.60 倍, 现价空间 28%。

□ **风险提示: 宏观经济失速, 不良大幅暴露。**

投资评级: 买入(维持)

分析师: 梁凤洁

执业证书号: S1230520100001
021-80108037
liangfengjie@stocke.com.cn

分析师: 邱冠华

执业证书号: S1230520010003
02180105900
qiuguanhua@stocke.com.cn

研究助理: 赵洋

zhaoyang03@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|--------------|
| 收盘价 | ¥ 4.46 |
| 总市值(百万元) | 1,589,571.91 |
| 总股本(百万股) | 356,406.26 |

股票走势图



相关报告

- 1 《利润增速回升, 资产质量向好——工商银行 2022 年三季度报点评》2022.11.01
- 2 《盈利上行, 息差回升——工商银行 2021 年三季度报点评》2021.11.04
- 3 《盈利修复, 息差微升——工商银行 2020 年三季度报点评》2020.12.30

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 917,989 | 908,300 | 939,771 | 981,337 |
| (+/-) (%) | -2.63% | -1.06% | 3.46% | 4.42% |
| 归母净利润 | 360,483 | 365,336 | 380,851 | 400,092 |
| (+/-) (%) | 3.49% | 1.35% | 4.25% | 5.05% |
| 每股净资产(元) | 8.81 | 9.49 | 10.22 | 11.00 |
| P/B | 0.51 | 0.47 | 0.44 | 0.41 |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图1: 工商银行 2022 年年报业绩概览

| 维度 | 单位: 百万元 | 21A | 22Q1-3 | 22A | 环比变化 | 同比变化 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | QoQ |
|------------|------------------|------------|------------|------------|--------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|--------|
| 利润指标 | ROE (年化) | 12.15% | 11.29% | 11.43% | 14bp | -72bp | 10.9% | 11.0% | 9.3% | 11.6% | 9.3% | -2.4pc |
| | ROA (年化) | 1.02% | 0.95% | 0.97% | 1bp | -5bp | 1.09% | 1.00% | 0.85% | 0.96% | 0.96% | -1bp |
| | 拨备前利润 | 627,522 | 491,555 | 604,984 | | -3.6% | 131,687 | 181,752 | 161,015 | 148,788 | 113,429 | -23.8% |
| | 同比增长 | 5.5% | -0.9% | -3.6% | -2.7pc | -9.1pc | 0.6% | 6.1% | -0.2% | -8.8% | -13.9% | -5.0pc |
| | 归母净利润 | 348,338 | 265,822 | 360,483 | | 3.5% | 96,517 | 90,633 | 80,873 | 94,316 | 94,661 | 0.4% |
| | 同比增长 | 10.3% | 5.6% | 3.5% | -2.1pc | -6.8pc | 10.6% | 5.7% | 4.0% | 6.8% | -1.9% | -8.7% |
| | EPS (未年化) | 0.95 | 0.75 | 0.97 | | 2.0% | 0.27 | 0.25 | 0.23 | 0.26 | 0.27 | 0.4% |
| BVPS (未年化) | 8.15 | 8.57 | 8.81 | | 2.8% | 8.15 | 8.37 | 8.30 | 8.57 | 8.81 | 2.8% | |
| 收入拆分 | 营业收入 | 942,762 | 711,392 | 917,989 | | n.a | 230,669 | 249,467 | 237,803 | 224,122 | 206,597 | -7.8% |
| | 同比增长 | 6.8% | -0.1% | -2.6% | -2.5pc | -9.4pc | 6.3% | 6.5% | 1.8% | -8.3% | -10.4% | -2.2pc |
| | 利息净收入 | 690,680 | 527,598 | 693,687 | | 0.4% | 179,532 | 177,281 | 174,144 | 176,173 | 166,089 | -5.7% |
| | 生息资产(期初期末平均, 注1) | 33,443,149 | 36,392,283 | 36,855,907 | | 1.3% | 34,034,889 | 34,884,413 | 36,582,114 | 37,710,322 | 38,246,782 | 1.4% |
| | 净息差(日均余额口径) | 2.11% | 1.98% | 1.92% | -6bp | -19bp | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a | n.a |
| | 净息差(期初期末口径) | 2.07% | 1.93% | 1.88% | -5bp | -18bp | 2.11% | 2.03% | 1.90% | 1.87% | 1.74% | -13bp |
| | 生息资产收益率(期初期末口径) | 3.48% | 3.48% | 3.47% | -1bp | 0bp | 3.57% | 3.50% | 3.44% | 3.51% | 3.45% | -6bp |
| | 付息负债成本率(期初期末口径) | 1.57% | 1.73% | 1.77% | 5bp | 21bp | 1.63% | 1.64% | 1.71% | 1.82% | 1.91% | 9bp |
| | 非利息净收入 | 252,082 | 183,794 | 224,302 | | -11.0% | 51,137 | 72,186 | 63,659 | 47,949 | 40,508 | -15.5% |
| | 手续费净收入 | 133,024 | 105,594 | 129,265 | | -2.8% | 27,737 | 41,668 | 34,349 | 29,577 | 23,671 | -20.0% |
| | 其他非息收入 | 119,058 | 78,200 | 95,037 | | -20.2% | 23,400 | 30,518 | 29,310 | 18,372 | 16,837 | -8.4% |
| | 业务及管理费 | 225,945 | 154,918 | 229,615 | | 1.6% | 83,088 | 43,374 | 54,712 | 56,832 | 74,697 | 31.4% |
| | 成本收入比 | 23.97% | 21.78% | 25.01% | 3.2pc | 1.0pc | 36.02% | 17.39% | 23.01% | 25.36% | 36.16% | 10.8pc |
| | 资产减值损失 | 202,623 | 169,378 | 182,419 | | -10.0% | 23,305 | 70,662 | 62,960 | 35,756 | 13,041 | -63.5% |
| | 贷款减值损失 | 168,267 | 124,057 | 143,173 | | -14.9% | 21,041 | 58,681 | 39,187 | 26,189 | 19,116 | -27.0% |
| | 信用成本 | 0.86% | 0.76% | 0.65% | -11bp | -20bp | 0.41% | 1.11% | 0.71% | 0.46% | 0.33% | -13bp |
| | 所得税费用 | 74,683 | 55,667 | 61,527 | | -17.6% | 11,496 | 19,961 | 16,614 | 19,092 | 5,860 | -69.3% |
| 有效税率 | 17.58% | 17.28% | 14.56% | -2.7pc | -3.0pc | 10.61% | 17.97% | 16.94% | 16.89% | 5.84% | -11.1pc | |
| 规模增长 | 总资产 | 35,171,383 | 39,550,661 | 39,609,657 | 0.1% | 12.6% | 35,171,383 | 37,296,465 | 38,744,376 | 39,550,661 | 39,609,657 | 0.1% |
| | 生息资产余额 | 33,890,866 | 38,134,375 | 38,359,188 | 0.6% | 13.2% | 33,890,866 | 35,877,959 | 37,286,268 | 38,134,375 | 38,359,188 | 0.6% |
| | 贷款总额 | 20,667,245 | 22,909,750 | 23,212,312 | 1.3% | 12.3% | 20,667,245 | 21,602,921 | 22,341,360 | 22,909,750 | 23,212,312 | 1.3% |
| | 对公贷款 | 12,722,464 | 14,675,098 | 14,975,751 | 2.0% | 17.7% | 12,722,464 | 13,537,366 | 14,201,963 | 14,675,098 | 14,975,751 | 2.0% |
| | 个人贷款 | 7,944,781 | 8,234,652 | 8,236,561 | 0.0% | 3.7% | 7,944,781 | 8,065,555 | 8,139,397 | 8,234,652 | 8,236,561 | 0.0% |
| | 同业资产 | 1,490,646 | 2,359,372 | 1,906,571 | -19.2% | 27.9% | 1,490,646 | 1,967,930 | 2,188,026 | 2,359,372 | 1,906,571 | -19.2% |
| | 金融投资 | 9,257,760 | 10,154,673 | 10,527,292 | 3.7% | 13.7% | 9,257,760 | 9,536,175 | 10,174,195 | 10,154,673 | 10,527,292 | 3.7% |
| | 存放央行 | 3,098,438 | 3,389,666 | 3,427,892 | 1.1% | 10.6% | 3,098,438 | 3,509,818 | 3,348,474 | 3,389,666 | 3,427,892 | 1.1% |
| | 总负债 | 31,896,125 | 36,121,656 | 36,095,831 | -0.1% | 13.2% | 31,896,125 | 33,941,551 | 35,411,070 | 36,121,656 | 36,095,831 | -0.1% |
| | 付息负债余额 | 30,197,850 | 34,272,178 | 34,228,001 | -0.1% | 13.3% | 30,197,850 | 32,233,624 | 33,579,229 | 34,272,178 | 34,228,001 | -0.1% |
| | 吸收存款 | 26,079,780 | 29,668,771 | 29,415,925 | -0.9% | 12.8% | 26,079,780 | 27,594,040 | 28,866,544 | 29,668,771 | 29,415,925 | -0.9% |
| | 企业活期 | 7,533,110 | n.a | 8,076,256 | n.a | 7.2% | 7,533,110 | n.a | 7,981,545 | n.a | 8,076,256 | n.a |
| | 个人活期 | 5,390,582 | n.a | 5,991,387 | n.a | 11.1% | 5,390,582 | n.a | 5,593,705 | n.a | 5,991,387 | n.a |
| | 企业定期 | 5,798,353 | n.a | 6,594,898 | n.a | 13.7% | 5,798,353 | n.a | 6,905,845 | n.a | 6,594,898 | n.a |
| | 个人定期 | 7,107,386 | n.a | 8,553,919 | n.a | 20.4% | 7,107,386 | n.a | 8,107,726 | n.a | 8,553,919 | n.a |
| | 同业负债 | 3,286,972 | 3,613,113 | 3,760,342 | 4.1% | 14.4% | 3,286,972 | 3,770,918 | 3,793,637 | 3,613,113 | 3,760,342 | 4.1% |
| | 发行债券 | 791,375 | 893,485 | 905,953 | 1.4% | 14.5% | 791,375 | 820,747 | 852,124 | 893,485 | 905,953 | 1.4% |
| | 向央行借款 | 39,723 | 96,809 | 145,781 | 50.6% | 267.0% | 39,723 | 47,919 | 66,924 | 96,809 | 145,781 | 50.6% |
| | 所有者权益 | 3,257,755 | 3,409,851 | 3,495,171 | 2.5% | 7.3% | 3,257,755 | 3,336,786 | 3,314,198 | 3,409,851 | 3,495,171 | 2.5% |
| | 总股本 | 356,407 | 356,407 | 356,407 | 0.0% | 0.0% | 356,407 | 356,407 | 356,407 | 356,407 | 356,407 | 0.0% |
| 资产质量 | 不良贷款 | 293,429 | 321,754 | 321,170 | -0.2% | 9.5% | 293,429 | 306,887 | 315,962 | 321,754 | 321,170 | -0.2% |
| | 不良率 | 1.42% | 1.40% | 1.38% | -2bp | -4bp | 1.42% | 1.42% | 1.41% | 1.40% | 1.38% | -2bp |
| | 关注贷款 | 412,038 | n.a | 451,628 | n.a | 9.6% | 412,038 | n.a | 417,238 | n.a | 451,628 | n.a |
| | 关注率 | 1.99% | n.a | 1.95% | n.a | -5bp | 1.99% | n.a | 1.87% | n.a | 1.95% | n.a |
| | 逾期贷款 | 254,901 | n.a | 284,031 | n.a | 11.4% | 254,901 | n.a | 268,663 | n.a | 284,031 | n.a |
| | 逾期率 | 1.23% | n.a | 1.22% | n.a | -1bp | 1.23% | n.a | 1.20% | n.a | 1.22% | n.a |
| | 不良生成额 | 99,898 | 98,410 | 112,898 | 14.7% | 13.0% | 13,195 | 33,186 | 42,029 | 23,195 | 14,488 | -37.5% |
| | 不良生成率 | 0.54% | 0.63% | 0.55% | -9bp | 1bp | 0.26% | 0.64% | 0.78% | 0.42% | 0.25% | -16bp |
| | 核销转出额 | 100,447 | 70,085 | 85,157 | 21.5% | -15.2% | 31,082 | 19,728 | 32,954 | 17,403 | 15,072 | -13.4% |
| | 核销转出率 | 34.17% | 31.85% | 29.02% | -2.8pc | -5.1pc | 39.94% | 26.89% | 42.95% | 22.03% | 18.74% | -3.3pc |
| 逾期90+偏离度 | 62.2% | n.a | 59.2% | n.a | -3.0pc | 62.2% | n.a | 59.5% | n.a | 59.2% | n.a | |
| 拨备覆盖率 | 205.8% | 207% | 209% | 2.7pc | 3.6pc | 205.8% | 209.9% | 207.0% | 206.8% | 209.5% | 2.7pc | |
| 拨贷比 | 2.92% | 2.90% | 2.90% | -1bp | -2bp | 2.92% | 2.98% | 2.93% | 2.90% | 2.90% | -1bp | |
| 资本情况 | 核心一级资本充足率 | 13.31% | 13.68% | 14.04% | 36bp | 73bp | 13.31% | 13.43% | 13.29% | 13.68% | 14.04% | 36bp |
| | 一级资本充足率 | 14.94% | 15.28% | 15.64% | 36bp | 70bp | 14.94% | 15.04% | 14.90% | 15.28% | 15.64% | 36bp |
| | 资本充足率 | 18.02% | 18.86% | 19.26% | 40bp | 124bp | 18.02% | 18.25% | 18.31% | 18.86% | 19.26% | 40bp |

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 22Q1-3 为例, 22Q3 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 22Q1-3 生息资产平均余额为 22Q1、22Q2、22Q3 平均余额的平均值。QoQ 指 22Q1-3 环比 22H1 的指标变化情况, YoY 指 22Q1-3 同比 22Q1-3 的指标变化情况, 右侧 QoQ 指 22Q3 环比 22Q2 指标变化情况。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 存放央行 | 3,427,892 | 2,912,177 | 3,188,833 | 3,475,828 |
| 同业资产 | 1,906,571 | 2,001,900 | 2,101,995 | 2,207,094 |
| 贷款总额 | 23,212,312 | 25,533,543 | 27,959,230 | 30,475,560 |
| 贷款减值准备 | -672,224 | -727,523 | -780,640 | -834,143 |
| 贷款净额 | 22,593,648 | 24,806,020 | 27,178,590 | 29,641,417 |
| 证券投资 | 10,527,292 | 12,003,252 | 13,059,788 | 14,178,606 |
| 其他资产 | 1,154,254 | 1,648,116 | 1,798,451 | 1,955,418 |
| 资产合计 | 39,609,657 | 43,371,463 | 47,327,657 | 51,458,364 |
| 同业负债 | 3,906,123 | 4,257,674 | 4,640,865 | 5,058,543 |
| 存款余额 | 29,415,925 | 32,357,518 | 35,431,482 | 38,620,315 |
| 应付债券 | 905,953 | 950,228 | 996,666 | 1,045,374 |
| 其他负债 | 1,867,830 | 2,049,299 | 2,240,430 | 2,439,832 |
| 负债合计 | 36,095,831 | 39,614,718 | 43,309,442 | 47,164,064 |
| 股东权益合计 | 3,513,826 | 3,756,745 | 4,018,215 | 4,294,300 |

利润表

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 利息净收入 | 693,687 | 687,834 | 714,986 | 757,429 |
| 净手续费收入 | 129,265 | 137,667 | 144,551 | 151,778 |
| 其他非息收入 | 95,037 | 82,798 | 80,235 | 72,130 |
| 营业收入 | 917,989 | 908,300 | 939,771 | 981,337 |
| 税金及附加 | -10,100 | -10,389 | -11,206 | -11,979 |
| 业务及管理费 | -229,615 | -227,075 | -226,485 | -225,708 |
| 营业外净收入 | 2,187 | 0 | 0 | 0 |
| 拨备前利润 | 604,984 | 596,156 | 624,813 | 662,965 |
| 资产减值损失 | -182,419 | -167,902 | -181,281 | -207,615 |
| 税前利润 | 422,565 | 428,253 | 443,532 | 455,350 |
| 所得税 | -61,527 | -62,355 | -62,094 | -54,642 |
| 税后利润 | 361,038 | 365,898 | 381,437 | 400,708 |
| 归属母公司净利润 | 360,483 | 365,336 | 380,851 | 400,092 |
| 归属母公司普通股股东净利润 | 345,673 | 350,526 | 366,041 | 385,282 |

主要财务比率

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| 业绩增长 | | | | |
| 利息净收入增速 | 0.44% | -0.84% | 3.95% | 5.94% |
| 手续费净增速 | -2.83% | 6.50% | 5.00% | 5.00% |
| 非息净收入增速 | -11.02% | -1.71% | 1.96% | -0.39% |
| 拨备前利润增速 | -3.59% | -1.46% | 4.81% | 6.11% |
| 归属母公司净利润增速 | 3.49% | 1.35% | 4.25% | 5.05% |
| 盈利能力 | | | | |
| ROAE | 11.44% | 10.75% | 10.42% | 10.19% |
| ROAA | 0.96% | 0.88% | 0.84% | 0.81% |
| RORWA | 1.64% | 1.57% | 1.50% | 1.44% |
| 生息率 | 3.47% | 3.32% | 3.28% | 3.24% |
| 付息率 | 1.77% | 1.77% | 1.81% | 1.81% |
| 净利差 | 1.70% | 1.55% | 1.47% | 1.43% |
| 净息差 | 1.88% | 1.73% | 1.64% | 1.60% |
| 成本收入比 | 25.01% | 25.00% | 24.10% | 23.00% |
| 资本状况 | | | | |
| 资本充足率 | 19.26% | 18.70% | 18.22% | 17.82% |
| 核心资本充足率 | 15.64% | 15.28% | 14.99% | 14.74% |
| 风险加权系数 | 56.11% | 56.11% | 56.11% | 56.11% |
| 股息支付率 | 31.29% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |

主要财务比率

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 资产质量 | | | | |
| 不良贷款余额 | 321,170 | 345,523 | 386,135 | 428,124 |
| 不良贷款净生成率 | 0.55% | 0.52% | 0.59% | 0.59% |
| 不良贷款率 | 1.38% | 1.35% | 1.38% | 1.40% |
| 拨备覆盖率 | 209% | 211% | 202% | 195% |
| 拨贷比 | 2.90% | 2.85% | 2.79% | 2.74% |
| 流动性 | | | | |
| 贷存比 | 78.91% | 78.91% | 78.91% | 78.91% |
| 贷款/总资产 | 58.60% | 58.87% | 59.08% | 59.22% |
| 平均生息资产/平均总资产 | 96.62% | 96.40% | 95.99% | 95.96% |
| 每股指标(元) | | | | |
| EPS | 0.97 | 0.98 | 1.03 | 1.08 |
| BVPS | 8.81 | 9.49 | 10.22 | 11.00 |
| 每股股利 | 0.30 | 0.30 | 0.31 | 0.32 |
| 估值指标 | | | | |
| P/E | 4.60 | 4.53 | 4.34 | 4.13 |
| P/B | 0.51 | 0.47 | 0.44 | 0.41 |
| P/PPOP | 2.63 | 2.67 | 2.54 | 2.40 |
| 股息收益率 | 6.80% | 6.62% | 6.91% | 7.27% |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>