

平安银行(000001)

报告日期: 2023年04月25日

## 风雨后见彩虹

### ——平安银行 2023 年一季报点评

#### 投资要点

- **平安银行财富管理新动能逐渐释放, Q2 起零售风险改善驱动盈利能力回升, Q3 起零售需求有望好转, 智能银行 3.0 效果有望逐步显现。近期市场大幅调整, 平安银行 23 年 PB 仅 0.58x, 超高性价比, 重点推荐。**
- **业绩略超预期, 全年有望回升**  
 23Q1 平安银行归母净利润同比+13.6%, 略超市场预期, 增速有望居全国性银行前列。23Q1 营收同比-2.4%, 符合我们前期预测, 主要归因其他非息拖累。23Q1 平安银行核心营收(利息净收入+中收)同比微增 0.4%; 23Q1 其他非息同比-24%, 拖累盈利。展望未来: 受益于零售需求边际修复, 叠加基数效应改善, **平安银行全年营收增速有望回正、利润增速进一步提升。**
- **息差韧性凸显, 拖累逐步缓解**  
 23Q1 息差(日均)环比 22Q4 下降 5bp 至 2.63%, **韧性超市场预期。**下行压力来自于海外加息导致的外币息差下降, 以及零售资产结构调整。**1) 资产端:** 23Q1 资产收益率环比+3bp 至 4.81%, 归因市场利率回升, 带动金融投资、同业资产利率上行, 以及外币加息带动对公贷款利率回升。零售贷款收益率环比-5bp, 主要归因 Q1 主动调整结构, 零售基石类资产占比提升。23Q1 末, 平安银行按揭及持证抵押环比+4.4%, 增速较零售贷款快 3.9pc。**2) 负债端:** 23Q1 负债成本率环比+5bp 至 2.24%, 主要归因海外加息导致外币存款成本上行。对比来看, 23Q1 存款成本率同比+15bp, 但人民币存款成本率同比-14bp。**同时, 23Q1 平安银行零售存款量价双优。**23Q1 零售日均存款环比高增 12%, 成本率环比下降 4bp。展望未来: 息差对营收拖累有望改善。随着境内零售业务修复、海外加息节奏放缓, **平安银行息差降幅有望收窄, 叠加基数压力改善, 息差对营收的拖累有望缓解。**
- **财富动能回升, 银保效果显现**  
 随着新入职人员产能提升, 平安银行财富新动能开始起效。23Q1 平安银行 AUM 新增约 1900 亿, 同比多增 91 亿。财富收入同比+4.8%, 其中代理保险收入同比+84%, 较 2022 年显著提速。展望未来: **平安银行财富收入动能增强。**23Q1 末财富新队伍人员 1700 人, 全年预计达 4000 人, 人员扩充支撑财富产能持续释放。
- **资产质量曙光, Q2 将迎改善**  
 平安银行资产质量领先指标已好转。23Q1 末平安银行不良率环比持平于 1.05%, 逾期率、关注率环比-4bp、-7bp 至 1.53%、1.75%。23Q1, 平安银行真实不良 TTM 生成率环比微降 2bp 至 2.78%, 仍处于高位, 归因零售风险尾部暴露。23Q1 末新一贷、汽融、信用卡不良率环比上升 32bp、27bp、13bp。展望未来: 随着疫情扰动消退、居民收入恢复, **预计 23Q2 起, 零售风险趋势性改善, 带动不良生成压力向好, 零售盈利能力修复。**
- **盈利预测与估值**  
 Q1 确认全年业绩锚, 盈利增长动能有望逐季修复。预计 2023-2025 年归母净利润同比增长 15.13%/15.41%/15.47%, 对应 BPS 21.04/23.68/26.76 元。现价对应 PB 0.58/0.51/0.45 倍。目标价 21.11 元/股, 对应 2023 年 PB 1.00 倍, 现价空间 74%。
- **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

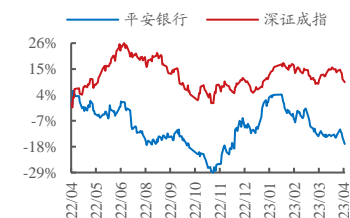
分析师: 邱冠华  
 执业证书号: S1230520010003  
 02180105900  
 qiuguanhua@stocke.com.cn

分析师: 陈建宇  
 执业证书号: S1230522080005  
 15014264583  
 chenjianyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 12.10
总市值(百万元)	234,811.61
总股本(百万股)	19,405.92

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《最具成长性的零售银行》  
2023.03.10
- 2 《冬去待春来》 2023.03.09
- 3 《2022 年最靓, 2023 年更靓——平安银行 2022 年业绩快报点评》 2023.01.16

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	179,895	187,489	210,362	238,613
(+/-) (%)	6.21%	4.22%	12.20%	13.43%
归母净利润	45,516	52,403	60,481	69,835
(+/-) (%)	25.26%	15.13%	15.41%	15.47%
每股净资产(元)	18.80	21.04	23.68	26.76
P/B	0.64	0.58	0.51	0.45

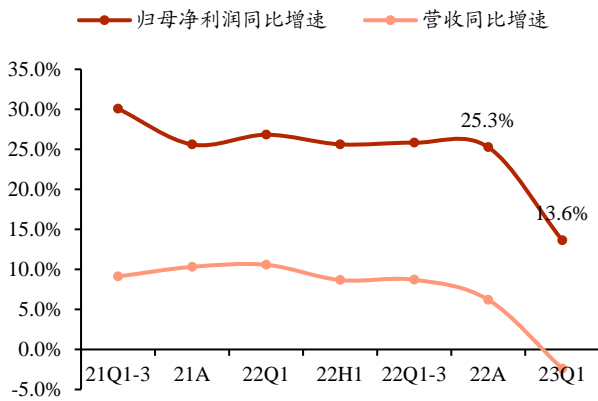
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

表 1: 平安银行 2023 年一季报业绩概览

维度	单位: 百万元	22Q1	22A	23Q1	环比变化	同比变化	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	QoQ
<b>利润指标</b>												
ROE (年化)		14.1%	12.4%	14.4%	2.0pc	0.3pc	12.8%	7.0%	15.9%	5.6%	13.3%	7.7pc
ROA (年化)		1.02%	0.89%	1.08%	19bp	6bp	1.02%	0.72%	1.13%	0.67%	1.08%	41bp
拨备前利润		33,507	128,559	32,831		-2.0%	33,507	33,121	33,644	28,287	32,831	16.1%
同比增长		13.3%	7.4%	-2.0%	-9.4pc	-15.3pc	13.3%	6.7%	12.4%	-3.0%	-2.0%	0.9pc
归母净利润		12,850	45,516	14,602		13.6%	12,850	9,238	14,571	8,857	14,602	64.9%
同比增长		26.8%	25.3%	13.6%	-11.6pc	-13.2pc	26.8%	24.0%	26.1%	23.0%	13.6%	-9.4pc
EPS (未年化)		0.56	2.20	0.65		16.2%	0.66	0.48	0.75	0.46	0.75	64.9%
BVPS (未年化)		17.33	18.80	19.42	3.3%	12.1%	17.33	17.63	18.32	18.80	19.42	3.3%
<b>营业收入</b>		46,207	179,895	45,098		-2.4%	46,207	45,815	46,243	41,630	45,098	8.3%
同比增长		10.6%	6.2%	-2.4%	-8.6pc	-13.0pc	10.6%	6.8%	8.8%	-1.3%	-2.4%	-1.1pc
<b>利息净收入</b>		31,942	130,130	32,115		0.5%	31,942	32,117	33,290	32,781	32,115	-2.0%
<b>生息资产 (期初期末平均, 注1)</b>		4,545,527	4,661,612	4,888,015	4.9%	7.5%	4,545,527	4,655,248	4,689,956	4,755,719	4,888,015	2.8%
净息差 (日均余额口径)		2.80%	2.75%	2.63%		-17bp	2.80%	2.72%	2.78%	2.68%	2.63%	-5bp
净息差 (期初期末口径)		2.81%	2.79%	2.63%		-18bp	2.81%	2.76%	2.84%	2.76%	2.63%	-13bp
生息资产收益率 (期初期末口径)		4.96%	4.91%	4.80%		-15bp	4.96%	4.85%	4.92%	4.91%	4.80%	-11bp
付息负债成本率 (期初期末口径)		2.20%	2.20%	2.25%	5bp	5bp	2.20%	2.17%	2.18%	2.23%	2.25%	1bp
<b>非利息净收入</b>		14,265	49,765	12,983		-9.0%	14,265	13,698	12,953	8,849	12,983	46.7%
手续费净收入		8,887	30,208	8,878		-0.1%	8,887	7,175	6,334	7,812	8,878	13.6%
其他非息收入		5,378	19,557	4,105		-23.7%	5,378	6,523	6,619	1,037	4,105	295.9%
<b>业务及管理费</b>		12,106	49,387	11,807		-2.5%	12,106	12,243	12,170	12,868	11,807	-8.2%
成本收入比		26.20%	27.45%	26.18%	-1.3pc	0.0pc	26.20%	26.72%	26.32%	30.91%	26.18%	-4.7pc
<b>资产减值损失</b>		17,323	71,306	14,464		-16.5%	17,323	21,522	15,315	17,146	14,464	-15.6%
贷款减值损失		12,763	64,168	13,074		2.4%	12,763	17,068	14,179	20,158	13,074	-35.1%
信用成本		1.64%	2.01%	1.55%	-46bp	-10bp	1.64%	2.14%	1.74%	2.43%	1.55%	-89bp
<b>所得税费用</b>		3,334	11,737	3,765		12.9%	3,334	2,361	3,758	2,284	3,765	64.8%
有效税率		20.60%	20.50%	20.50%	0.0pc	-0.1pc	20.60%	20.36%	20.50%	20.50%	20.50%	0.0pc
<b>规模增长</b>												
<b>总资产</b>		5,117,949	5,321,514	5,455,897	2.5%	6.6%	5,117,949	5,108,776	5,195,133	5,321,514	5,455,897	2.5%
<b>生息资产余额</b>		4,643,310	4,798,712	4,977,318	3.7%	7.2%	4,643,310	4,667,186	4,712,725	4,798,712	4,977,318	3.7%
贷款总额		3,154,495	3,329,161	3,439,484	3.3%	9.0%	3,154,495	3,225,095	3,301,343	3,329,161	3,439,484	3.3%
对公贷款		1,241,024	1,281,771	1,381,379	7.8%	11.3%	1,241,024	1,289,673	1,297,461	1,281,771	1,381,379	7.8%
个人贷款		1,913,471	2,047,390	2,058,105	0.5%	7.6%	1,913,471	1,935,422	2,003,882	2,047,390	2,058,105	0.5%
同业资产		230,490	273,811	304,110	11.1%	31.9%	230,490	207,843	197,020	273,811	304,110	11.1%
金融投资		1,303,029	1,356,596	1,330,607	-1.9%	2.1%	1,303,029	1,284,180	1,293,486	1,356,596	1,330,607	-1.9%
存放央行		354,541	285,277	317,642	11.3%	-10.4%	354,541	313,690	308,211	285,277	317,642	11.3%
<b>总负债</b>		4,711,774	4,886,834	5,009,152	2.5%	6.3%	4,711,774	4,696,678	4,769,749	4,886,834	5,009,152	2.5%
<b>付息负债余额</b>		4,506,904	4,670,538	4,783,818	2.4%	6.1%	4,506,904	4,472,114	4,497,687	4,670,538	4,783,818	2.4%
吸收存款		3,147,618	3,312,684	3,469,238	4.7%	10.2%	3,147,618	3,243,241	3,246,173	3,312,684	3,469,238	4.7%
同业负债		381,176	473,863	534,390	12.8%	40.2%	381,176	419,412	385,856	473,863	534,390	12.8%
发行债券		770,219	692,075	650,724	-6.0%	-15.5%	770,219	677,361	702,138	692,075	650,724	-6.0%
向央行借款		207,891	191,916	129,466	-32.5%	-37.7%	207,891	132,100	163,520	191,916	129,466	-32.5%
<b>所有者权益</b>		406,175	434,680	446,745	2.8%	10.0%	406,175	412,098	425,384	434,680	446,745	2.8%
<b>总股本</b>		19,406	19,406	19,406	0.0%	0.0%	19,406	19,406	19,406	19,406	19,406	0.0%
<b>资产质量</b>												
<b>不良贷款</b>		32,060	34,861	36,069	3.5%	12.5%	32,060	32,759	34,035	34,861	36,069	3.5%
不良率		1.02%	1.05%	1.05%	0bp	3bp	1.02%	1.02%	1.03%	1.05%	1.05%	0bp
<b>关注贷款</b>		44,409	60,592	60,272	-0.5%	35.7%	44,409	42,656	49,315	60,592	60,272	-0.5%
关注率		1.41%	1.82%	1.75%	-7bp	34bp	1.41%	1.32%	1.49%	1.82%	1.75%	-7bp
<b>逾期贷款</b>		51,014	52,042	52,505	0.9%	2.9%	51,014	47,240	49,665	52,042	52,505	0.9%
逾期率		1.62%	1.56%	1.53%	-4bp	-9bp	1.62%	1.46%	1.50%	1.56%	1.53%	-4bp
<b>不良生成额</b>		13,818	68,722	16,990	-75.3%	23.0%	13,818	20,501	9,176	25,227	16,990	-32.7%
不良生成率		1.80%	2.24%	2.04%	-20bp	24bp	1.80%	2.60%	1.14%	3.06%	2.04%	-102bp
<b>核销转出额</b>		13,033	65,136	15,782	-75.8%	21.1%	13,033	19,802	7,900	24,401	15,782	-35.3%
核销转出率		166.69%	208.27%	181.08%	-27.2pc	14.4pc	166.69%	247.06%	96.46%	286.78%	181.08%	-105.7pc
<b>逾期90+偏离度</b>		76.5%	69.2%	70.6%	1.3pc	-5.9pc	76.5%	73.7%	76.4%	69.2%	70.6%	1.3pc
<b>拨备覆盖率</b>		289.1%	290%	290%	0.1pc	1.3pc	289.1%	290.1%	290.3%	290.3%	290.4%	0.1pc
<b>拨贷比</b>		2.94%	3.04%	3.05%	1bp	11bp	2.94%	2.95%	2.99%	3.04%	3.05%	1bp
<b>资本情况</b>												
<b>核心一级资本充足率</b>		8.64%	8.64%	8.91%	27bp	27bp	8.64%	8.53%	8.81%	8.64%	8.91%	27bp
<b>一级资本充足率</b>		10.54%	10.40%	10.66%	26bp	12bp	10.54%	10.39%	10.65%	10.40%	10.66%	26bp
<b>资本充足率</b>		13.28%	13.01%	13.26%	25bp	-2bp	13.28%	13.09%	13.33%	13.01%	13.26%	25bp

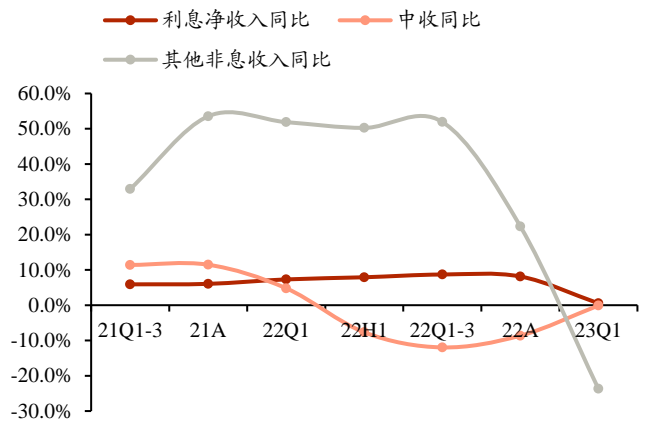
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 22A 举例, 22Q4 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 22A 生息资产平均余额为 22Q1、22Q2、22Q3、22Q4 平均余额的平均值。右侧 QoQ 指 22Q4 环比 22Q3 指标变化情况。

图1: 23Q1 利润增速同比快增 13.6%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图2: 23Q1 其他非息收入同比大幅负增



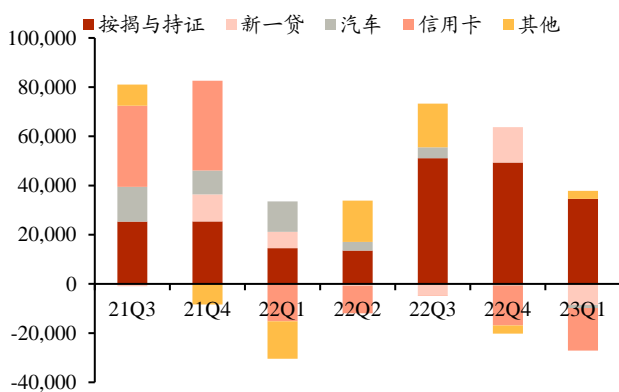
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表1: 平安银行 23Q1 单季生息资产、付息负债的日均余额和成本率变动情况

生息资产			付息负债		
	Δ收益率	日均余额环比变化		Δ成本率	日均余额环比变化
生息资产	+3bp	2.0%	付息负债	+5bp	3.5%
贷款	+0bp	1.8%	存款	+5bp	2.8%
对公一般贷款	+12bp	2.7%	企业活期	+9bp	0.0%
零售贷款	-5bp	1.2%	个人活期	+0bp	9.2%
投资	+5bp	1.5%	企业定期	+8bp	-1.4%
同业	+28bp	6.3%	个人定期	-7bp	12.5%
准备金	+1bp	-0.4%	债券	-1bp	-6.0%
			同业	+20bp	18.1%

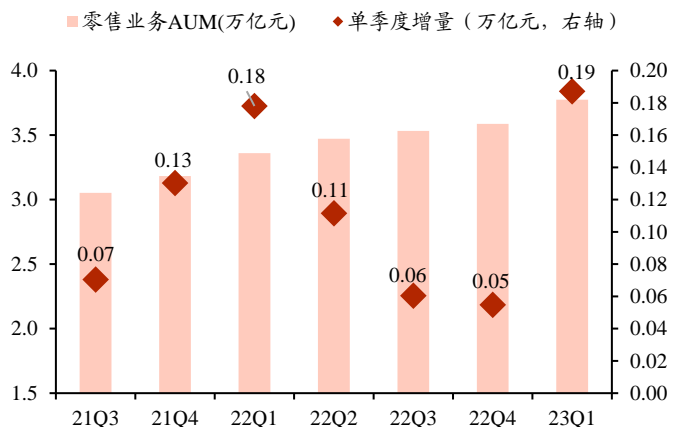
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图3: 23Q1 新增零售贷款以持证抵押与按揭为主



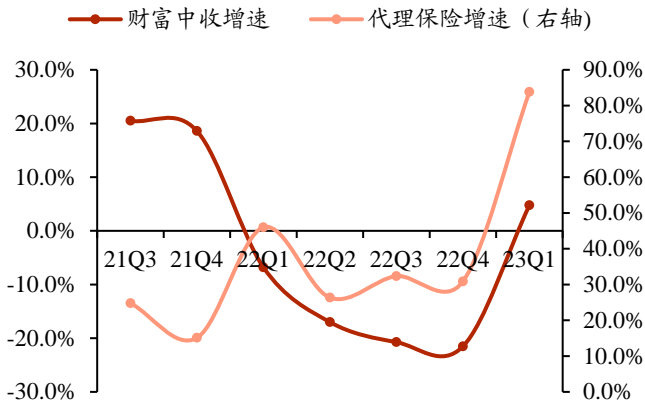
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。单位: 百万元。

图4: 23Q1 末零售 AUM 实现同比多增



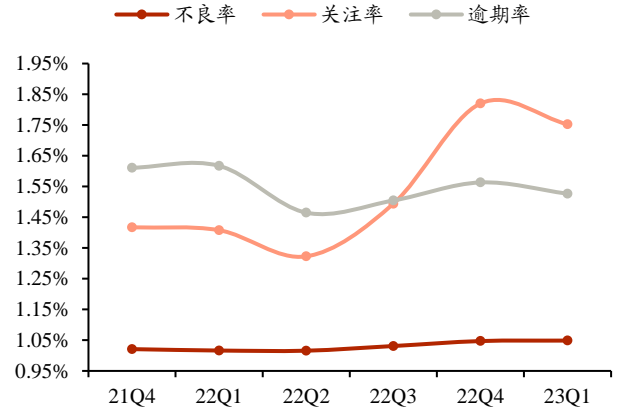
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图5: 23Q1 银保中收增长显著提速



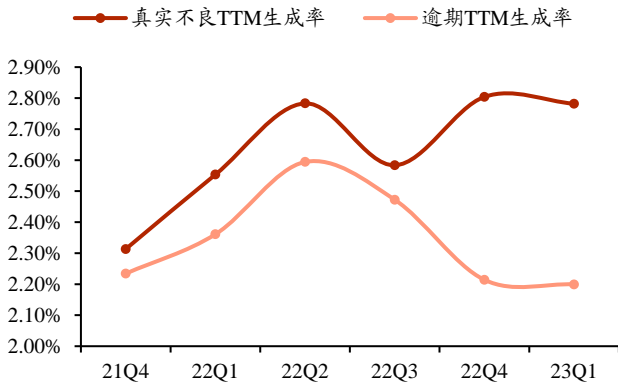
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图6: 23Q1 资产质量领先指标好转



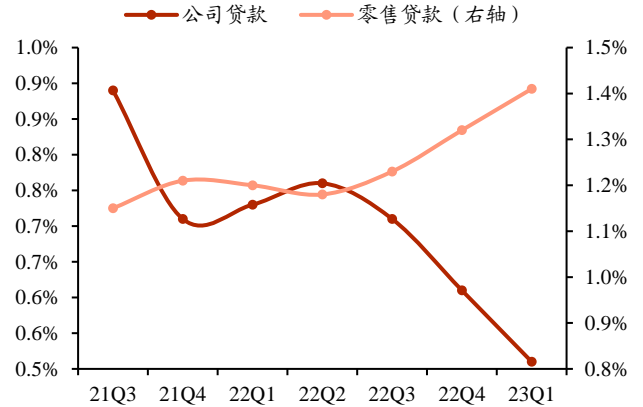
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图7: 23Q1 真实不良生成率 TTM 维持高位



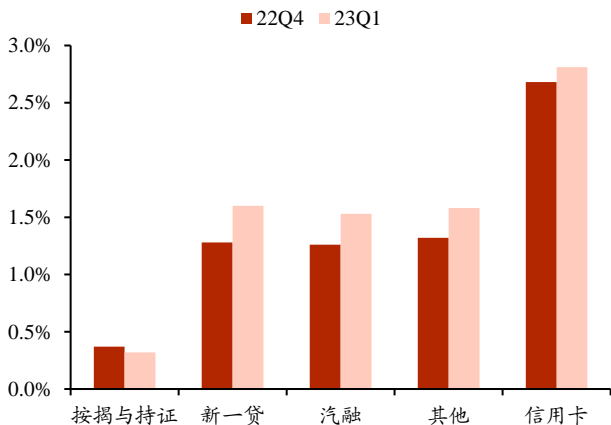
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图8: 23Q1 零售不良波动, 对公不良向好



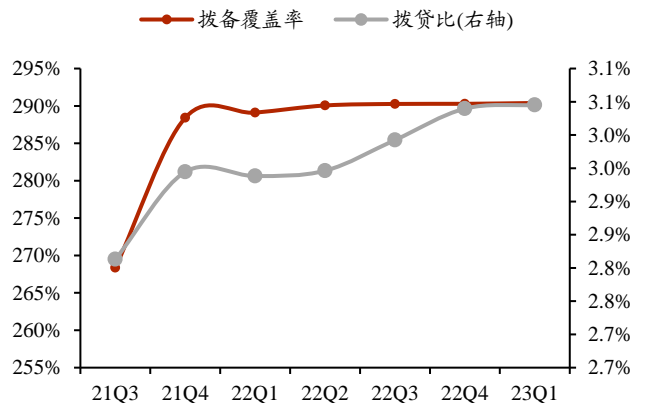
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图9: 23Q1, 新一贷、信用卡、汽融等不良波动



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图10: 23Q1 拨备水平保持平稳



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表2: 23Q1末平安银行表内外对公房地产敞口情况

单位: 亿元/%	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	环比
<b>承担信用风险的敞口</b>	3,414	3,353	3,236	3,221	-0.5%
<b>占总资产</b>	6.7%	6.5%	6.1%	5.9%	-0.2pc
<b>房地产贷款</b>	2,980	2,940	2,835	2,853	0.6%
<b>占总贷款</b>	9.2%	8.9%	8.5%	8.3%	-0.2pc
<b>不良率</b>	0.77%	0.72%	1.43%	1.22%	-21bp
<b>开发贷</b>	1,058	1,008	927	946	2.0%
<b>占总贷款</b>	3.3%	3.1%	2.8%	2.7%	0.0pc
<b>不承担信用风险的敞口</b>	1,092	1,054	896	848	-5.3%
<b>占 AUM</b>	3.1%	3.0%	2.5%	2.2%	-0.2pc
<b>代销信托及基金</b>	526	452	428	404	-5.7%
<b>占 AUM</b>	1.5%	1.3%	1.2%	1.1%	-0.1pc

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
存放央行	285,277	369,985	414,384	464,110
同业资产	273,811	292,978	322,276	354,503
贷款总额	3,329,161	3,728,660	4,176,100	4,677,232
贷款减值准备	(97,919)	(113,069)	(125,740)	(139,601)
贷款净额	3,242,258	3,615,592	4,050,359	4,537,631
证券投资	1,356,596	1,265,024	1,386,466	1,521,925
其他资产	163,572	224,240	249,719	278,224
<b>资产合计</b>	<b>5,321,514</b>	<b>5,767,818</b>	<b>6,423,204</b>	<b>7,156,393</b>
同业负债	665,779	725,699	798,269	878,096
存款余额	3,312,684	3,643,952	4,081,227	4,570,974
应付债券	692,075	761,283	837,411	921,152
其他负债	216,296	158,689	176,812	197,017
<b>负债合计</b>	<b>4,886,834</b>	<b>5,289,623</b>	<b>5,893,718</b>	<b>6,567,239</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>434,680</b>	<b>478,195</b>	<b>529,486</b>	<b>589,154</b>

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	130,130	131,771	145,086	162,106
净手续费收入	30,208	31,718	36,476	41,948
其他非息收入	19,557	24,000	28,800	34,560
<b>营业收入</b>	<b>179,895</b>	<b>187,489</b>	<b>210,362</b>	<b>238,613</b>
税金及附加	(1,727)	(1,826)	(2,039)	(2,292)
业务及管理费	(49,387)	(51,472)	(57,751)	(65,507)
营业外净收入	(222)	0	0	0
<b>拨备前利润</b>	<b>128,559</b>	<b>134,192</b>	<b>150,572</b>	<b>170,814</b>
资产减值损失	(71,306)	(68,275)	(74,495)	(82,971)
<b>税前利润</b>	<b>57,253</b>	<b>65,916</b>	<b>76,076</b>	<b>87,843</b>
所得税	(11,737)	(13,513)	(15,596)	(18,008)
<b>税后利润</b>	<b>45,516</b>	<b>52,403</b>	<b>60,481</b>	<b>69,835</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>45,516</b>	<b>52,403</b>	<b>60,481</b>	<b>69,835</b>
<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	<b>42,667</b>	<b>49,554</b>	<b>57,632</b>	<b>66,986</b>

### 主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>业绩增长</b>				
利息净收入增速	8.14%	1.26%	10.10%	11.73%
手续费净增速	-8.63%	5.00%	15.00%	15.00%
非息净收入增速	1.46%	11.96%	17.15%	17.21%
拨备前利润增速	7.40%	4.38%	12.21%	13.44%
归属母公司净利润增速	25.26%	15.13%	15.41%	15.47%
<b>盈利能力</b>				
ROAE	12.36%	12.82%	13.28%	13.69%
ROAA	0.89%	0.95%	0.99%	1.03%
RORWA	1.21%	1.28%	1.35%	1.40%
生息率	4.96%	4.90%	4.91%	4.81%
付息率	2.20%	2.27%	2.26%	2.26%
净利差	2.76%	2.72%	2.73%	2.55%
净息差	2.81%	2.78%	2.80%	2.62%
成本收入比	27.45%	27.45%	27.45%	27.45%
<b>资本状况</b>				
资本充足率	13.01%	13.36%	13.21%	13.12%
核心资本充足率	10.40%	10.83%	10.81%	10.84%
风险加权系数	74.70%	73.32%	73.32%	73.32%
股息支付率	12.15%	12.10%	12.10%	12.10%

### 主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>资产质量</b>				
不良贷款余额	34,861	38,468	43,011	48,210
不良贷款净生成率	2.24%	1.70%	1.69%	1.69%
不良贷款率	1.05%	1.03%	1.03%	1.03%
拨备覆盖率	290%	294%	292%	290%
拨贷比	3.04%	3.03%	3.01%	2.98%
<b>流动性</b>				
贷存比	100.50%	102.32%	102.32%	102.32%
贷款/总资产	62.56%	64.65%	65.02%	65.36%
平均生息资产/平均总资产	91.17%	91.31%	90.61%	91.14%
<b>每股指标(元)</b>				
EPS	2.20	2.55	2.97	3.45
BVPS	18.80	21.04	23.68	26.76
每股股利	0.29	0.33	0.38	0.44
<b>估值指标</b>				
P/E	5.50	4.74	4.07	3.51
P/B	0.64	0.58	0.51	0.45
P/PPOP	1.83	1.75	1.56	1.37
股息收益率	0.02	0.03	0.03	0.04

数据来源：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>