




# 银行利润去哪了?

## ——银行业专题报告

 分析师: 邱冠华      S1230520010003  
 联系人: 梁凤洁  
 TEL: 02180108037    liangfengjie@stocke.com.cn

### 行业评级

银行 II

中性

### 报告导读

银行利润发挥了经济减震器和无风险利率信用稳定器的功能,近九成银行净利润通过资本补充和财政分红的方式再次进入了反哺实体经济循环,因此有必要保持银行合理盈利水平,杀鸡取卵并不可取。

### 投资要点

#### □ 如何正确理解银行利润?

①市场误认为银行利润落入银行私人口袋。实际上接近九成银行利润最终反哺了实体经济。②市场误认为银行利润与实体经济利润此消彼长。实际上银行利润起到经济减震器和无风险利率稳定器功能,利润长期负增长有损实体经济。

#### □ 最新银行利润增长如何?

银保监会披露,20H1 商业银行净利润增速-9.4%,增速较 20Q1 下降 14pc,符合我们预期,但低于市场预期。推测上半年银行采取“加大认定+加大核销+加大计提”组合拳来主动挤出账面资产质量水分,造成的减值损失拖累利润增速。

#### □ 银行利润最终去向哪里?

九成利润反哺实体。以 2019 年为例,上市银行共 1.7 万亿元净利润,87% (1.2 万亿补充资本+2809 亿财政分红) 反哺实体。①分红:大头 (2809 亿元) 分给国有股东,去向是财政,最终以财政支出作用于实体经济。小头 (2069 亿元) 分给非国有股东,最终归属居民;②留存资本:通过杠杆再次向实体投放信贷和购买债券,间接支持实体。按照 10.9% 的核心一级资本充足率测算,1.2 万亿资本可支持发放企业贷款 10.9 万亿。反之,如果银行利润负增长,将导致信贷投放难以满足经济发展需要。经测算,假设分红率不变,利润增速每下降 10pc,银行内生资本可支撑的信贷规模 and 经济发展所需之间缺口将扩大大约 1.4 万亿。

#### □ 银行利润起到什么功能?

**实体经济的减震器。**银行在逆周期调节中,通过逆势增大信贷投放支持实体经济。经济下行时,银行需维持合理利润水平来补充资本,保证信贷投放力度及应对风险。而拨备机制帮助银行维持稳定的盈利水平,成为实体经济减震器。因此对于拨备充足、风险较低的银行,可以选择释放“家底”,利润未必需要负增长;对于拨备较低、风险较高的银行,为满足监管要求可能出现利润负增长。**无风险利率稳定器。**银行稳定的盈利能力是储户的信心来源,有利于长期资金成本的稳定。美国储贷危机是一个较典型的案例。危机中,银行盈利能力下滑叠加实体经济受冲击导致大量储贷机构亏损甚至破产。根据美国国会测算,银行盈利能力下滑导致的危机使长期利率向上偏离超 50bp,资金成本显著上升。**应当维持合理盈利。**经测算,为保持对实体经济的支持力度,按中期 (未来 3-5 年) 名义 GDP 8% 和 30% 分红率计算,银行需要保持 **10% 左右 ROE**。

#### □ 投资建议: 韬光养晦, 以退为进

金融让利实体背景下,银行净利润增长不确定性加大,维持“韬光养晦、以退为进”投资策略。但“阳光总在风雨后,请相信有彩虹”,银行估值已进入中长期价值投资区间,做实报表屈于当下利在长远,密切关注未来银行股“否极泰来”的重大投资机会,重点推荐平安/兴业、光大、长沙、招商和南京银行。

#### □ 风险提示: 疫情影响超预期, 不良大幅暴露。

### 相关报告

- 1 《8 月策略: 韬光养晦, 以退为进——银行投资策略月报》2020.08.03
- 2 《利好实体和银行——央行延长资管新规过渡期点评》2020.08.02
- 3 《韬光养晦, 以退为进——银行业 2020 年中期投资策略》2020.07.21
- 4 《社融超预期, 宽信用延续——6 月信贷社融数据点评》2020.07.10

报告撰写人: 邱冠华

数据联系人: 梁凤洁

## 正文目录

1. 如何正确理解银行利润? .....	3
2. 最新银行利润增长如何? .....	3
3. 银行利润最终去向哪里? .....	4
3.1. 利润分配: 通过分红直接反哺实体经济 .....	5
3.2. 利润留存: 作为资本间接支持实体经济 .....	5
4. 银行利润起到什么功能? .....	7
4.1. 实体经济的减震器.....	7
4.2. 无风险利率稳定器.....	8
5. 投资建议与风险提示.....	9

## 图表目录

图 1: 银行利润取之于民用之于民.....	5
图 2: 银行在宏观逆周期调节中扮演重要角色.....	7
图 3: 美国储贷危机时期银行利润增速大幅下滑、利率上升。 .....	8
图 4: 银行利润负增长的可能推演路径 .....	9
表 1: 银保监披露的银行业利润情况和资产质量情况 .....	3
表 2: 商业银行核心指标变化与推测.....	4
表 3: 地方银保监局统计数据 .....	4
表 4: 上市银行利润分配主要流向国有资本 (2019 年, 单位: 亿元) .....	5
表 5: 上市银行不同利润增速和分红率能够支撑的 RWA 增速和股息率 (2020E) .....	6
表 6: 银行不同利润增速和分红率对应的 2021 年信贷投放缺口 (单位: 亿元) .....	6

## 1. 如何正确理解银行利润？

市场误区一：银行利润落入银行自身口袋。实际情况是：接近九成银行利润最终反哺了实体经济。

市场误区二：银行利润与实体经济利润此消彼长。实际情况是：银行利润起到经济减震器和无风险利率稳定器功能，利润长期负增长有损实体经济。

## 2. 最新银行利润增长如何？

2020年7月11日，中国银保监会新闻发言人答记者问，提出以下要点：

- 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。

**上半年商业银行净利润增速如期向下。**根据银保监会披露，20H1 商业银行净利润增速-9.4%，增速较 20Q1 下降 14pc，降幅符合我们预期，但超出市场预期。其中：国有行、股份行、城商行、农商行 20H1 净利润增速分别为-12.0%、-8.5%、-2.1%和-11.4%，城商行利润负增长的幅度和相较一季度下降的幅度均为最优。

**推测是减值损失拖累上半年净利润增速。**20H1 利润增速相较 Q1 下降幅度（-14pc）远高于拨备前利润（推测为-3pc）。考虑 20H1 不良率环比 20Q1 上升幅度较为温和（3bp），拨备覆盖率略降，拨贷比略升，推测银行采取了“加大认定+加大核销+加大计提”的组合拳，不排除部分银行还加大了非贷款减值损失的力度。

**各类型银行的不良率表现显著分化。**城商行和股份行不良率分别环比 20Q1 改善 15bp 和 1bp，而国有行和农商行不良率分别环比上升 6bp 和 12bp，推测国有行主要是不良做实，后续需关注农商行资产质量恶化的情况。观察 20H1 商业银行关注率环比大幅下降 22bp，改善幅度明显大于不良率上升幅度，推测关注率下降部分归因于加大认定力度转为不良，而后加大不良核销；部分归因于经济企稳下的风险边际改善。

**表 1：银保监会披露的银行业利润情况和资产质量情况**

	净利润累计同比			净息差			不良贷款余额			不良率			拨备覆盖率		
	20Q1	20H1	Δ	20Q1	20H1	Δ	20Q1	20H1	Δ	20Q1	20H1	Δ	20Q1	20H1	Δ
商业银行	5.0%	-9.4%	-14pc	2.10%	2.09%	-1bp	26121	27364	5%	1.91%	1.94%	3bp	183%	182%	-1pc
国有行	4.7%	-12.0%	-17pc	2.04%	2.03%	-2bp	9553	10240	7%	1.39%	1.45%	6bp	232%	228%	-4pc
股份行	9.4%	-8.5%	-18pc	2.09%	2.08%	-1bp	5052	5169	2%	1.64%	1.63%	-1bp	200%	204%	4pc
城商行	-1.2%	-2.1%	-1pc	2.00%	2.00%	0bp	4519	4410	-2%	2.45%	2.30%	-15bp	150%	153%	3pc
农商行	2.0%	-11.4%	-13pc	2.44%	2.42%	-2bp	6831	7365	8%	4.09%	4.22%	12bp	122%	118%	-4pc
民营银行	26.4%	15.1%	-11pc	3.88%	3.74%	-13bp	63	77	23%	1.14%	1.31%	17bp	349%	318%	-30pc
外资银行	43.4%	41.1%	-2pc	1.70%	1.67%	-3bp	103	102	-1%	0.71%	0.69%	-2bp	299%	312%	13pc

资料来源：wind，银保监会，浙商证券研究所。

**表 2：商业银行核心指标变化与推测**

	20Q1	20H1	Δ
总资产	2,518,398	2,575,212	2.3%
总资产 YoY	10.7%	10.8%	0pc
净息差	2.10%	2.09%	-1bp
利息净收入 YoY	7.2%	6.3%	-1pc
非利息收入占比	26.6%	23.7%	-3pc
营收 YoY	8.3%	5.8%	-3pc
成本收入比	25.7%	26.9%	1pc
拨备前利润 YoY	9.8%	6.7%	-3pc
净利润	6,001	10,268	
净利润 YoY	5.0%	-9.4%	-14pc
不良率	1.91%	1.94%	3bp
关注率	2.97%	2.75%	-22bp
拨备覆盖率	183%	182%	-1pc
拨贷比	3.50%	3.54%	4bp

资料来源：wind，银保监会，浙商证券研究所。注：灰色底纹数据为推算值。

**表 3：地方银保监局统计数据**

地方银保监局披露的数据									
银保监	2020H1					2020Q1		2019A	
	利润同比	不良率	利润增速较 20Q1	不良率较 20Q1	20H1 累计 GDP	利润同比	不良率	利润同比	不良率
广西省	1%	2.22%	0pc	-18bp	10,206	1%	2.40%	n.a	2.23%
甘肃省	1%	7.71%	-4pc	40bp	4,102	5%	7.31%	n.a	7.86%
云南省	11%	n.a	-5pc	n.a	11,130	16%	n.a	12%	n.a
江苏省	3%	0.93%	-9pc	-5bp	46,723	12%	0.98%	11%	1.04%
辽宁省	-40%	n.a	-15pc	n.a	11,133	-25%	n.a	345%	n.a
河北省	8%	2.04%	-19pc	-20bp	16,387	27%	2.24%	n.a	2.21%
山西省	-8%	2.40%	-19pc	8bp	7,822	11%	2.33%	26%	2.32%
天津市	0%	2.30%	-94pc	4bp	6,309	94%	2.26%	n.a	2.29%

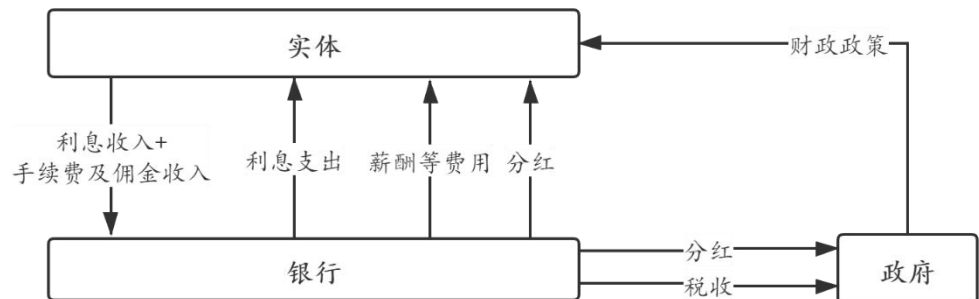
资料来源：wind，浙商证券研究所。注：GDP 单位为亿元。江苏省银保监数据口径为全银行业金融机构口径。

### 3. 银行利润最终去向哪里？

银行的利润本质上取之于民用之于民。①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。②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。

图 1：银行利润取之于民用之于民



资料来源：浙商证券研究所。

### 3.1. 利润分配：通过分红直接反哺实体经济

**银行通过分红直接反哺实体经济。**从上市银行 2019 年数据来看，共 1.7 万亿元净利润，4878 亿元用于分红，本质上都用于反哺实体经济。其中：①大头（2809 亿元）分给国有股东（含财政、社保、国企），主要是国有银行贡献上市银行净利润的 67%，且国有股东持股比例更高。我们可以将此部分视为国有资本收益，去向是财政，而财政收入最终又以财政支出的形式用于实体经济。②小头（2069 亿元）分给非国有股东，包括法人（企业、机构投资者等）和自然人，最终仍然会归属于居民。

表 4：上市银行利润分配主要流向国有资本（2019 年，单位：亿元）

类型	归母净利润	分红总额	分红比例	国有股东持股比例	归属于国有股东的分红
国有行	11,167	3,352	30%	68%	2,273
股份行	4,199	1,160	28%	38%	439
城商行	1,163	309	27%	28%	87
农商行	199	56	28%	18%	10
合计	16,727	4,878	29%	58%	2,809

资料来源：wind，浙商证券研究所。注：国有股东口径包括中央及地方财政、国有法人、社保基金等。国有股东持股比例按照净利润加权平均。

### 3.2. 利润留存：作为资本间接支持实体经济

**银行的未分配利润用于补充资本，间接支持实体经济。**从上市银行 2019 年数据来看，共 1.7 万亿元净利润，约 1.2 万亿（占比 71%）留存在自身以补充内生资本，留存资本通过杠杆再次向实体投放信贷和购买债券，相当于间接支持实体经济。按照商业银行 10.88% 的核心一级资本充足率，测算 1.2 万亿资本可支持发放普通企业贷款 10.9 万亿。

反过来说，银行盈利能力的下降将使其支持实体经济的能力下降。从信贷投放角度测算，若银行利润负增长，则难以满足经济增长所需的信贷投放力度。

- 2021 年测算：据浙商宏观团队预测，2021 年全国 GDP 同比增速约为 8.5%，假设为支持实体，信贷增速需与 GDP 增速一致，为 8.5%（参照往年经验，一般信贷增速显著高于 GDP 增速）。如银行利润负增长，则会影响银行内生资本可支撑的信贷规模，使其难以满足经济发展需要。经测算，假设分红率不变，银行利润增速每下降 10pc，则 2021 年银行内生资本可支撑信贷投放和经济发展所需之间缺口将扩大约 1.4 万亿。
- 若利润负增长，银行为支撑信贷规模增长，可能导致两种结果：降低资本充足率或降低分红率。①降低资本充足率：此举不可持续，监管对银行资本充足率水平有底线要求，若持续降低，终会碰到监管限制的壁垒。其次，资本充足率下降意味着杠杆水平提升，银行体系风险上升，并带动系统性金融风险上升。②降低分红率：将导致上市银行股息率下降。经测算，上市银行分红率每降低 5pc，将带动股息率下降 48-89bp。

**表 5：上市银行不同利润增速和分红率能够支撑的 RWA 增速和股息率（2020E）**

利润增速	分红率											
	0%		10%		15%		20%		25%		30%	
	RWA 增速	股息率	RWA 增速	股息率	RWA 增速	股息率	RWA 增速	股息率	RWA 增速	股息率	RWA 增速	股息率
10%	13.8%	0%	12.4%	1.8%	11.7%	2.7%	11.0%	3.5%	10.3%	4.4%	9.6%	5.3%
0%	12.5%	0%	11.3%	1.6%	10.6%	2.4%	10.0%	3.2%	9.4%	4.0%	8.8%	4.8%
-10%	11.3%	0%	10.1%	1.5%	9.6%	2.2%	9.0%	2.9%	8.4%	3.6%	7.9%	4.4%
-20%	10.0%	0%	9.0%	1.3%	8.5%	1.9%	8.0%	2.6%	7.5%	3.2%	7.0%	3.9%
-30%	8.8%	0%	7.9%	1.1%	7.4%	1.7%	7.0%	2.3%	6.6%	2.8%	6.1%	3.4%
-40%	7.5%	0%	6.8%	1.0%	6.4%	1.5%	6.0%	1.9%	5.6%	2.4%	5.3%	2.9%

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。股息率数据截至 2020 年 8 月 7 日。RWA 增速测算：假设银行保持 19 年末一级资本充足率，RWA 增速=(20 年利润留存/19 年末资本充足率)/19 年末 RWA。2020 年股息率测算：2020 年股息率=2019 年股息率\*(20 年分红比例/19 年分红比例)\*(1+20 年利润增速)。

**表 6：银行不同利润增速和分红率对应的 2021 年信贷投放缺口（单位：亿元）**

利润增速	分红率					
	0%	10%	15%	20%	25%	30%
10%	67,126	47,035	36,803	26,445	15,957	5,338
0%	48,881	30,226	20,740	11,147	1,443	-8,372
-10%	30,226	13,074	4,366	-4,432	-13,322	-22,304
-20%	11,147	-4,432	-12,330	-20,300	-28,345	-36,464
-30%	-8,372	-22,304	-29,355	-36,464	-43,632	-50,858
-40%	-28,345	-40,553	-46,722	-52,934	-59,191	-65,492

资料来源：wind，浙商证券研究所。测算假设：假设上市银行信贷规模占全市场信贷规模比例维持 19 年末水平，21 年银行维持 20 年末资本充足率，同时 RWA 增速与信贷增速一致且 20 年信贷新增 20 万亿（对应增速 13%）。测算推演：银行信贷缺口=上市银行信贷缺口/上市银行市占比。上市银行信贷缺口=(21 年信贷增速-21 年 GDP 增速)\*19 年末信贷余额\*(1+13%)。21 年信贷增速=21 年 RWA 增速=RWA 增量/20 年末 RWA 余额。20 年末 RWA 余额=19 年末 RWA 余额\*(1+13%)。RWA 增量=20 年利润留存/20 年末核心一级资本充足率。20 年末核心一级资本充足率=(19 年末核心一级资本+20 年利润留存)/20 年末 RWA。

## 4. 银行利润起到什么功能？

在我国，银行利润起到经济减震器和无风险利率稳定器的功能，保持银行业合理盈利水平是有必要的。

### 4.1. 实体经济的减震器

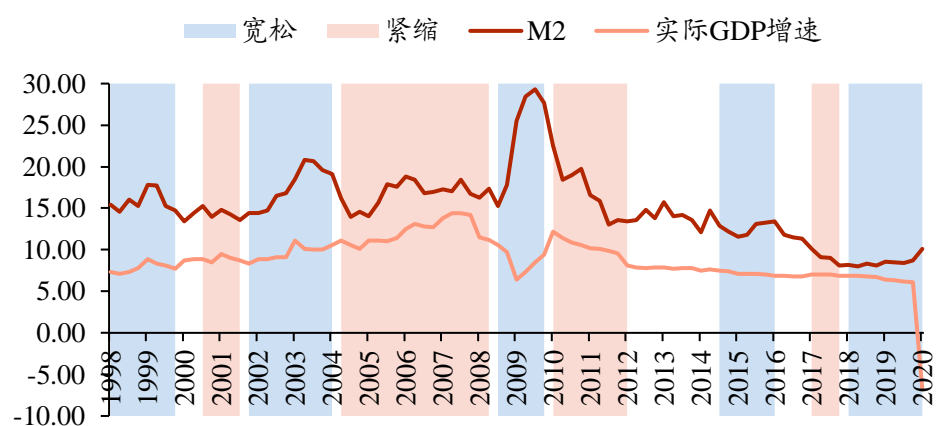
**银行利润在逆周期调节中帮助稳定经济发展。**银行是逆周期货币政策调控中的重要角色。宏观经济承压时，逆周期的调节政策下银行资产增速要逆势提升，为实体经济注入活水。但是这种行为需要消耗资本，同时在经济风险上升时期逆势扩张，透支银行未来风险。因此银行为支撑实体经济，在逆周期调控时需要保持一定的利润水平可以来补充资本保证信贷投放能力，同时维持充足资本水平来抵御风险。

**银行的拨备机制是天然的稳定器。**银行的拨备本身即是一个安全垫，天然地起到逆周期缓冲作用。在经济景气时期，银行实际经营情况好，多提拨备，账面利润增速低于实际情况；在经济承压阶段，银行实际经营情况差，少提拨备，账面利润增速高于实际情况。通过在不同经济周期维持稳定盈利能力，银行保持对实体经济稳定的支持能力，从而在实体经济承压的时期可以成为实体经济的减震器。

**应发挥拨备的逆周期作用。**经济下行和风险上升阶段，银行适度暴露风险是有必要的。①对于拨备覆盖率较高、风险水平较低的银行，可以选择释放经济繁荣期积攒的“家底”，此时不一定需要出现利润的大幅负增长；②对于拨备覆盖率较低、风险水平较高的银行，监管有拨备底线要求，资产风险较高的银行可能出现利润负增长。

**若银行利润增速跟随实体大幅起落，最终可能不利于经济。**可能的路径是“经济承压——银行利润负增长——资本补充不足——信贷投放乏力——经济继续承压”，或者“经济承压——银行利润负增长——信贷高速增长——资本严重不足——银行体系风险上升”。

图 2：银行在宏观逆周期调节中扮演重要角色



资料来源：wind，浙商证券研究所。

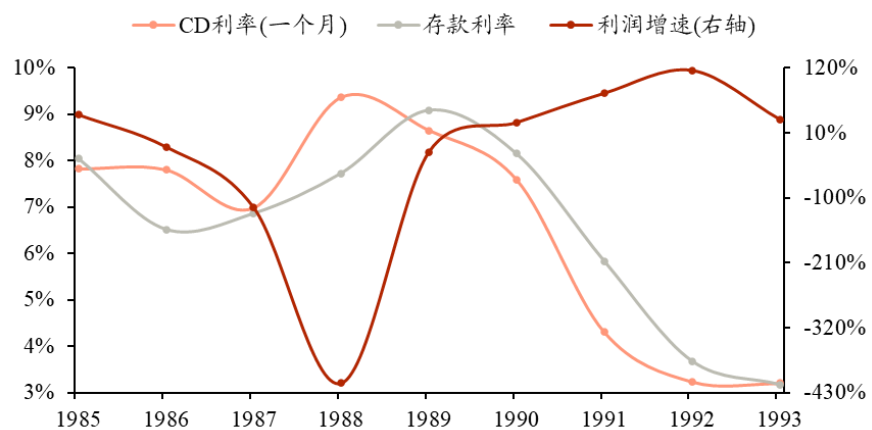
## 4.2. 无风险利率稳定器

银行稳定的盈利能力也是储户信心的来源。若银行利润增速大幅负增长，不排除出现储户信心下降的可能性，尤其小型银行的客户更加敏感，近年来由于谣言等突发事件而发生小范围挤兑。

银行业稳定的盈利能力对长期资金成本起到稳定作用。美国储贷危机是一个较为典型的案例。危机中，银行盈利能力下滑导致美国长期利率向上显著偏离正常水平。

- **事件背景：储贷机构盈利能力持续下滑叠加实体经济受冲击导致储贷危机爆发。**1980年代初期，在高通胀和高利率环境下，美国储贷机构经营困难。1980年中叶，国际油价下跌叠加房地产行业景气度下行导致银行不良贷款大量上升。大量储贷机构亏损，甚至申请破产，储贷危机爆发。根据 FDIC，1987-1989年，美国银行业每年利润同比增速分别为-116%、-414%、-23%，同期银行破产数目分别为217、232、513。
- **事件影响：根据美国国会预算局研究，美国储贷危机导致长期利率升高。**根据美国国会1992年发布的储贷危机经济影响报告中测算，银行盈利能力受冲击导致的储贷危机导致美国长期利率向上显著偏离正常水平。其中1980年-1990年，偏离度由不到10bp快速上升至超过50bp，1990年后随着救助政策出台，偏离幅度下降，但也无法回到储贷危机未发生时的水平。储贷危机导致市场资金成本明显上升。
- **利率表现：市场利率表现也印证了研究观点。**美国存款利率和同业拆借利率分别从1987年的6.5%、7.0%持续上升至1989年的9%、8.7%。

图 3：美国储贷危机时期银行利润增速大幅下滑、利率上升。

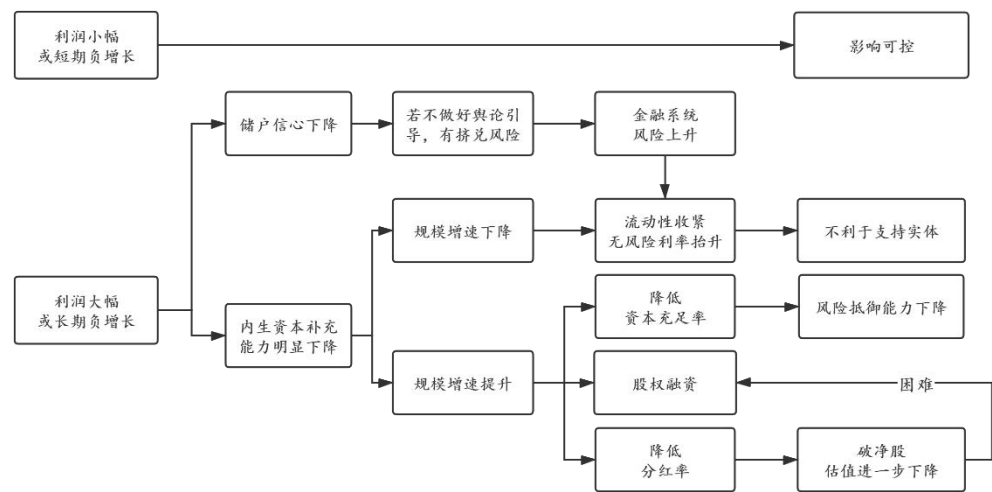


资料来源：FDIC，《The Economic Effects of the Savings & Loan Crisis》，浙商证券研究所。

因此，银行适度让利有必要，但需维持合理盈利水平。①经济困难时期，银行适度的让利是必要的。银行帮扶实体经济，从而改善自身资产质量，实现金融与实体共生；②但也需保持银行合理盈利水平，以保证资本内生，从而保持对实体经济的支持力度和自身的风险抵御能力。按照中期（未来3-5年）名义GDP 8%和银行维持30%分红率计算，银行保持10%左右的ROE是有必要的。



图 4：银行利润负增长的可能推演路径



资料来源：浙商证券研究所。

## 5. 投资建议与风险提示

投资建议：金融让利实体背景下，银行净利润增长不确定性加大，维持“韬光养晦、以退为进”投资策略。但“阳光总在风雨后，请相信有彩虹”，银行估值已进入中长期价值投资区间，做实报表屈于当下利在长远，密切关注未来银行股“否极泰来”的重大投资机会，重点推荐平安/兴业、光大、长沙、招商和南京银行。

风险提示：疫情影响超预期，不良大幅暴露。

## 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 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：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>