

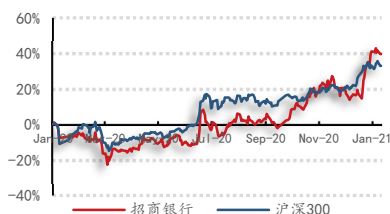
优势巩固，质量向好

投资评级：增持（首次）

报告日期： 2021-01-29

收盘价（元）	51.8
近12个月最高/最低（元）	53.89/28.71
总股本（百万股）	25200
流通股本（百万股）	20600
流通股比例（%）	82
总市值（亿元）	13014
流通市值（亿元）	10686

公司股价与沪深300指数涨幅比较



分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

主要观点：

● 管理：公司不断变革

公司不断自我革新：2004年启动零售转型战略；2010年开启二次转型，提升管理，转向集约，发力小微贷款和同业业务；2015年，明确提出打造金融科技银行；2018年后，重新定位客户和科技两大核心，全面开启数字化转型，打造以MAU为指导的经营体系。上述转型，使公司在低成本负债、资产结构、非息收入和资产质量等方面表现出类拔萃。

● 负债：活期存款充裕，负债端成本稳定

较强的客户粘性，提高个人存款派生效率。存款结构中，活期占比较高，有效压低了负债成本。边际上，公司存款和个人存款中的活期增速均明显高于定期，存款进一步活化。但是，各项存款利率仍承压。

● 资产：零售资产占比过半，在收益和质量之间寻找平衡

贷款结构中，零售贷款占比过半。大力发展信用卡贷款的同时，仍维持较高住房贷款占比。2020年，信用卡贷款业务失速，对公贷款高速增长，起到缓冲作用。2021年，零售贷款增速有望恢复正常。

● 质量：不良率拐点已过

资产质量进一步优化。横向对比，不良率位于最低之列。纵向对比，Q4不良率降至新低，同时拨备覆盖率拐点向上。

● 投资建议

招行的综合经营能力当属行业领先。在市场普遍担忧银行资产质量的时候，招行的不良率和拨备覆盖率已经出现拐点。2021年零售业务有望正常展业。预计2020-2022年归母净利润分别为973.42/1075.76/1216.02亿元，同比增长4.82%/10.5%/13.04%，对应EPS分别为3.79/4.23/4.78元。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

疫情再次严重抑制居民活动；宏观经济增速逊于预期，政策再次引导银行让利实体经济。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	269703	290508	321045	368593
收入同比（%）	8.51	7.7	10.5	14.8
归属母公司净利润	92867	97342	107576	121602
净利润同比（%）	15.28	4.82	10.5	13.04
ROA（%）	1.31	1.23	1.31	1.32
ROE（%）	16.84	15.73	16.5	17
每股收益（元）	3.62	3.79	4.23	4.78
P/B	1.69	1.79	1.8	1.59

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 尘封历史，不断奔跑.....	4
2 赢在起跑线：低负债成本提供安全边际	5
2.1 两大引流方案：左手“招商银行”，右手“掌上生活”.....	5
2.2 赢在起跑线：低负债成本提供安全边际	5
3 零售资产：在收益和质量间寻找安全地带	9
4 手续费及佣金收入：多元支撑	10
5 资产质量持续改善，减少盈利漏损.....	11
风险提示：	12
财务报表与盈利预测	13

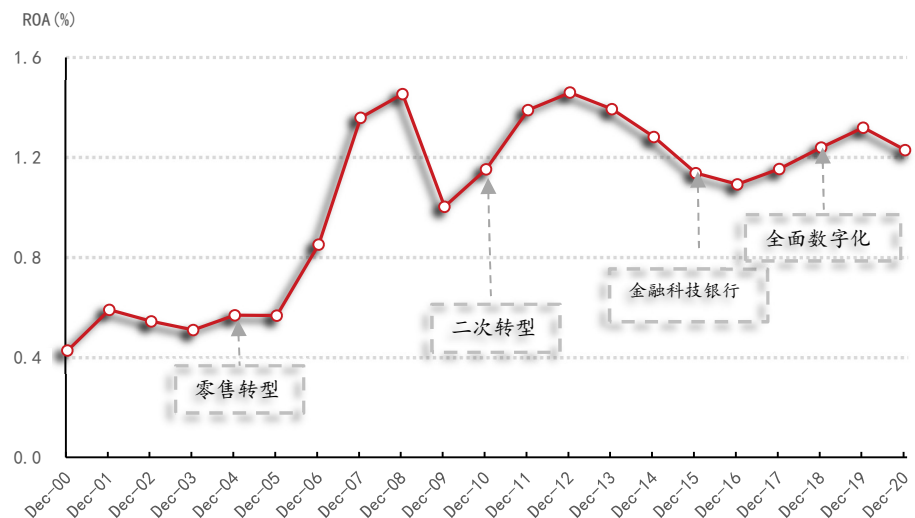
图表目录

图表 1 招行持续进化.....	4
图表 2 以两大 APP 为核心的引流方案.....	5
图表 3 招行存款占比位于股份行最低.....	6
图表 4 个人存款占比优势并不明显, 但成本最低的个人活期存款占比仅次于农行和邮储.....	6
图表 5 私人银行 AUM 规模和户均资产均位于行业第一.....	7
图表 6 低负债成本下, 平衡的资产配置策略同样可以获取较高的净息差.....	7
图表 7 招行存款活化.....	8
图表 8 零售贷款的占比过半, 发展信用卡贷款的同时, 仍保留较高占比的房贷.....	9
图表 9 招行零售贷款占比基本稳定, 上半年信用卡贷款投放较弱, 公司贷款起到了一定的对冲作用.....	10
图表 10 招行非利息收入结构均衡.....	11
图表 11 Q4, 招行不良率下行至五年最低.....	12
图表 12 招行拨备覆盖率 Q4 反弹.....	12
图表 13 招行当期拨备计提占营收比例较低.....	12
图表 14 当期拨备显著制约 ROA, 但招行 (红色) 表现优异.....	12

1 尘封历史，不断奔跑

商业银行的经营包含四个核心因素：规模、成长、结构和质量。一般地，规模和宏观经济以及展业范围高度相关，外生性相对较强。成长、结构和质量三者之间，彼此依存且相互制约，更依赖管理决策，内生性相对较强。其中，优化业务结构是管理层掌舵的落脚点，是公司不断进化的驱动力。回顾历史，2000年以来，招商至少四次在宏观或监管环境不利时自我革新，调整业务结构，提高效率，驱动 ROA 上行。

图表 1 招行持续进化



注释：2020 年的 ROA 数据是根据业绩快报估算而来，可能小幅偏离真实数据。

资料来源：wind，华安证券研究所

- **零售转型**：背景是 2003 年央行放松机构贷款利率浮动区间以及 2004 年《商业银行资本充足率管理办法》出台。2004 年，招行将零售转型上升至战略高度，逐步实现差异化、品牌化和优质服务化。以银行理财为例，彼时，招行倾向于从顾客角度提供一种解决方案，而非单一产品。这次转型推动了理财业务、信用卡和私人银行业务的快速发展。
- **二次转型**：背景是 2009 年央行降息，NIM 跌至低谷。2010 年，招行开启二次转型，提升管理，转向集约经营。重点发力对象是小微贷款、同业业务。
- **金融科技**：背景是宏观经济增速下滑，ROA 连续三年回落（2013-2015）。2015 年，招行提出发展金融科技，打造轻型银行，将科技应用到 ABS 和小微企业贷款业务上。
- **全面数字化**：背景是互联网和金融科技浪潮。2018 年，招行重新定位科技和客户两大核心，全面开启数字化转型，打造以 MAU 为北极星的经营管理。

招行数次尘封历史、不断奔跑的背后是极具危机意识和变革能力的管理层，这是零售之王持续踏浪前行的原始力量。上述变革让招行极具客户粘性，并在负债成本、资产结构、非息收入、资产质量等方面出类拔萃。

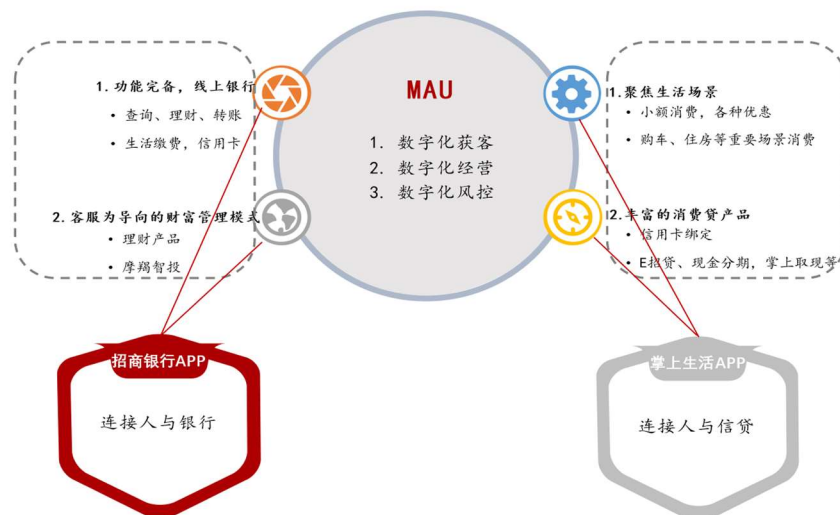
2 赢在起跑线：低负债成本提供安全边际

2.1 两大引流方案：左手“招商银行”，右手“掌上生活”

以 MAU 为“北极星”指标，以两大 APP 为平台的零售系统改造方案。招商银行 APP 提供了银行的一般功能，大幅减小客户去网点的必要性。多年持续改进，用户体验明显改善。客户使用时往往因细微之处的便利内心产生微妙之感，这和互联网产品设计异曲同工。掌上生活 APP 则嵌入大量生活消费场景，辅以高频和大幅度的优惠留住客户。同时，APP 页面上提供了多种信贷组合。“消费场景+融资方案”的方案可以有效将流量转化为零售资产。

截至 2020H，招商银行 APP 累计用户达 1.29 亿，借记卡数字化获客占比达 19.71%。掌上生活 APP 累计用户 9842.37 万，信用卡数字化获客占比达 62.48%。客户粘性的提高将沉淀存款，提升零售贷款转换为个人存款的效率。（存款派生机制的增强是零售转型是否成功的关键，将在专题报告中深入刻画）

图表 2 以两大 APP 为核心的引流方案

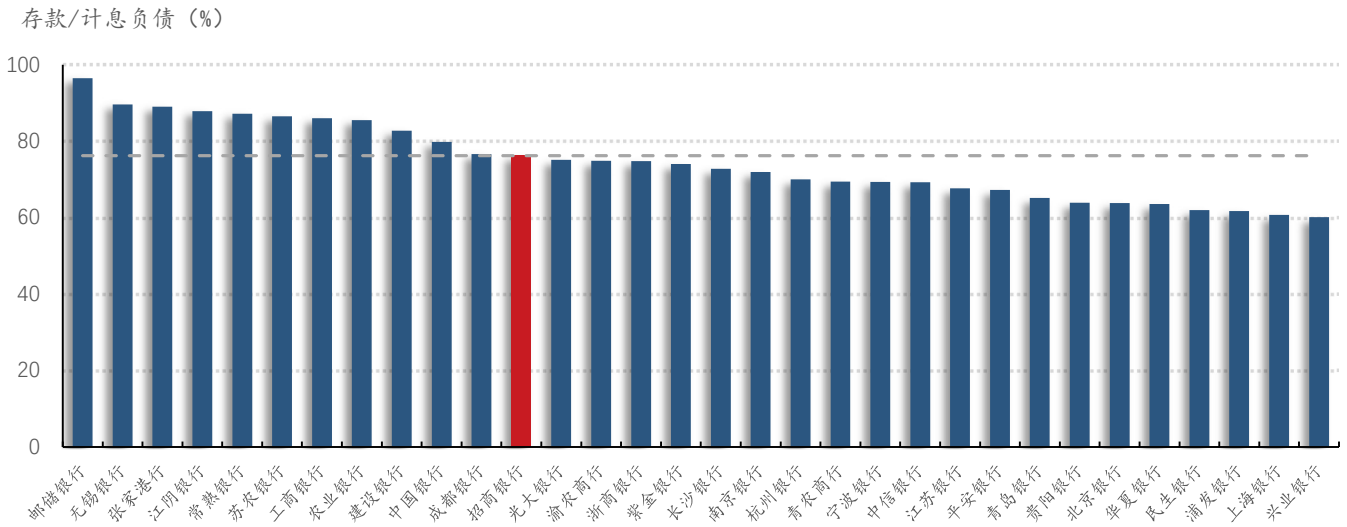


资料来源：华安证券研究所整理

2.2 赢在起跑线：低负债成本提供安全边际

招行负债中存款占比较高。一般而言，计息负债中，付息率自高到低依次是应付债券、向央行借款、同业负债（不含同业存单）、客户存款。2020H，招行的上述各项付息率依次是 3.28%、3.04%、1.68%、1.61%。因此，静态分析下，客户存款余额在计息负债中的占比越高越好。2020H 末，招行计息负债中客户存款占比 76.2%，位于股份行第一。在比例高于招行的样本中，国有行拥有历史优势，城商行则缺乏主动负债能力，因此招行揽储能力已属前列。

图表 3 招行存款占比位于股份行最低

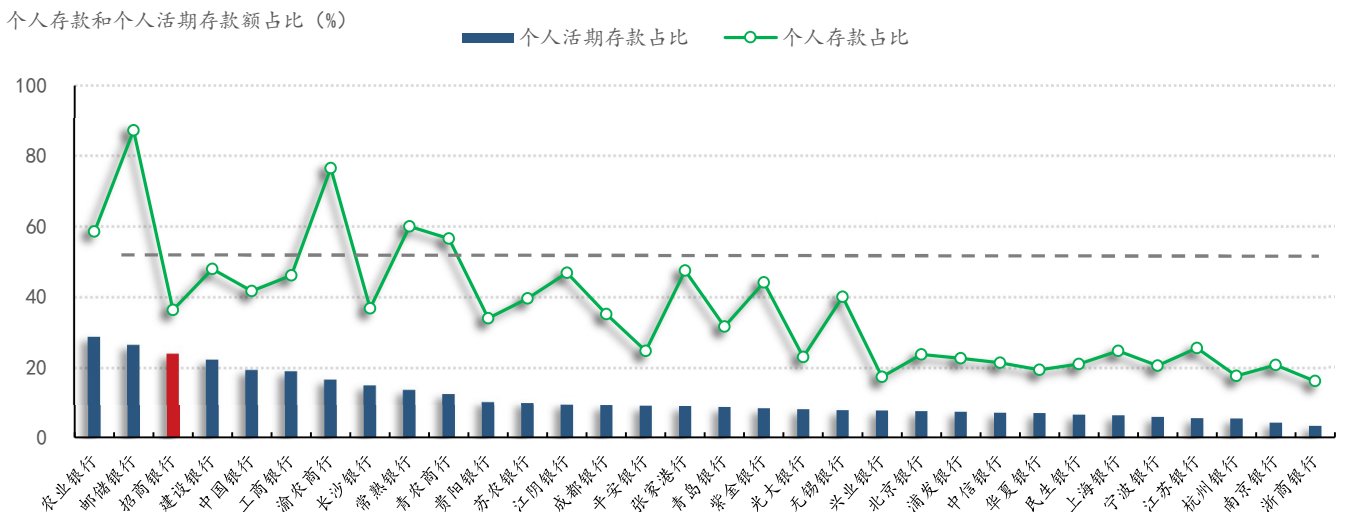


注释：存款和计息负债数据采用 2020 年中报的期末数据，和财报日均余额数据计算结果稍有偏差，但各家银行季度性调整节奏差异不大，因此组内比较结果仍可靠。

资料来源：wind，华安证券研究所

招行的存款类型中个人活期占比较高。存款结构中，定期存款成本明显高于活期存款，公司存款成本明显高于个人存款。2020H 的数据显示，虽然招行存款结构中，个人存款占比不占优势，但成本最低的个人活期存款占比 24.1%，仅次于农业银行（28.8%）和邮储银行（26.6%）。这是招行低负债成本的来源。背后的重要原因之一，是私人银行绑定了大量的高净值客户，在“二八定律”的作用下，揽储效率极高。

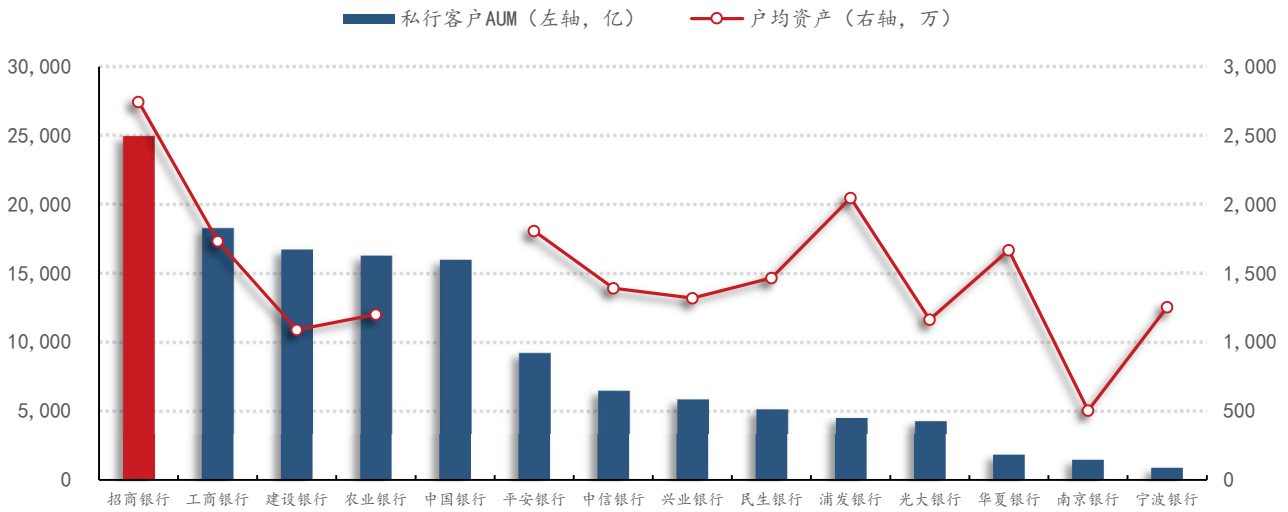
图表 4 个人存款占比优势并不明显，但成本最低的个人活期存款占比仅次于农行和邮储



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 私人银行 AUM 规模和户均资产均位于行业第一

私行达标客户 AUM

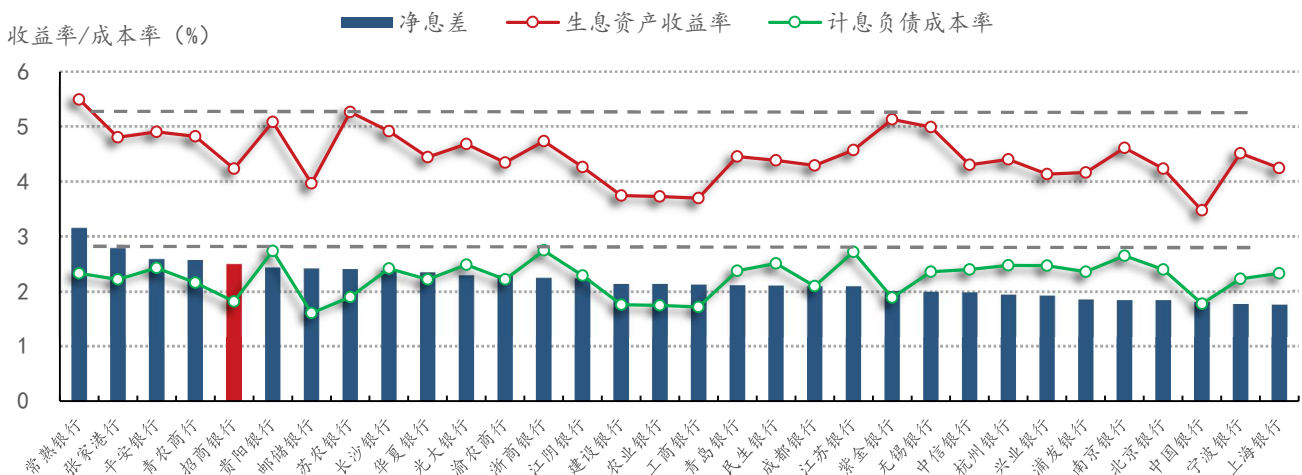


注释：私行 AUM 余额采用 2020H 数据，中国银行 2020H 数据缺失，用 2019 年数据补充。兴业银行不提供期末数据，故而以日均数据替代。

资料来源：各家银行财报，华安证券研究所

低负债成本下的净息差优势。招行的计息负债成本率(1.81%)仅高于建行(1.8%)、农行(1.74%)、工行(1.71%)和邮储(1.6%)，但其净息差(2.5%)仅次于常熟(3.16%)、张家港行(2.79%)、和平安行(2.59%)。负债成本的优势让招行不必激进追求生息资产收益率，从而稳定资产质量，减少利润表中的拨备，增厚了盈利，提高了 ROE。事实上，平安行和招行净息差相近，前者 ROA 明显低于后者的主要原因之一便是资产端的激进提高了拨备，压制了盈利能力。

图表 6 低负债成本下，平衡的资产配置策略同样可以获取较高的净息差



资料来源：wind，华安证券研究所

边际上，存款活期化。2020H，招行存款总额同比增长 15.8%，是 2017 年以来的最高点。横向对比，公司活期存款同比增速 21.1%，高于公司定期存款增速 5.6%；个人活期存款增速 22%，高于个人定期存款增速 11.7%。纵向对比，公司和个人的定期存款增速均低于前值，但活期存款增速均高于前值。上述变化缘于货币政策的宽松，随着货币政策正常化，预计这些特征将于 2021 年消失。

图表 7 招行存款活化

百万人民币	2020-06-30	2019-12-31	2019-06-30	2018-12-31	2018-06-30	2017-12-31
公司定期存款	14,080	13,460	13,331	10,223	11,899	11,440
同比	5.6%	31.7%	12.0%	-10.6%	-2.7%	6.3%
%存款总额	25.9%	27.8%	28.4%	23.2%	27.9%	28.1%
公司活期存款	20,535	16,921	16,954	18,154	15,924	15,818
同比	21.1%	-6.8%	6.5%	14.8%	3.2%	9.8%
%存款总额	37.7%	34.9%	36.1%	41.3%	37.4%	38.9%
公司存款总额	34,616	30,381	30,286	28,377	27,823	27,258
同比	14.3%	7.1%	8.9%	4.1%	0.6%	8.3%
%存款总额	63.6%	62.7%	64.4%	64.5%	65.3%	67.1%
个人定期存款	6,617	6,351	5,923	5,030	4,502	3,662
同比	11.7%	26.3%	31.5%	37.4%	34.7%	10.0%
%存款总额	12.2%	13.1%	12.6%	11.4%	10.6%	9.0%
个人活期存款	13,168	11,712	10,789	10,599	10,253	9,723
同比	22.0%	10.5%	5.2%	9.0%	-1.6%	2.2%
%存款总额	24.2%	24.2%	23.0%	24.1%	24.1%	23.9%
个人存款总额	19,785	18,063	16,712	15,630	14,755	13,385
同比	18.4%	15.6%	13.3%	16.8%	7.2%	4.2%
%存款总额	36.4%	37.3%	35.6%	35.5%	34.7%	32.9%
存款总额	54,401	48,444	46,997	44,007	42,578	40,643
同比	15.8%	10.1%	10.4%	8.3%	2.8%	6.9%
%存款总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

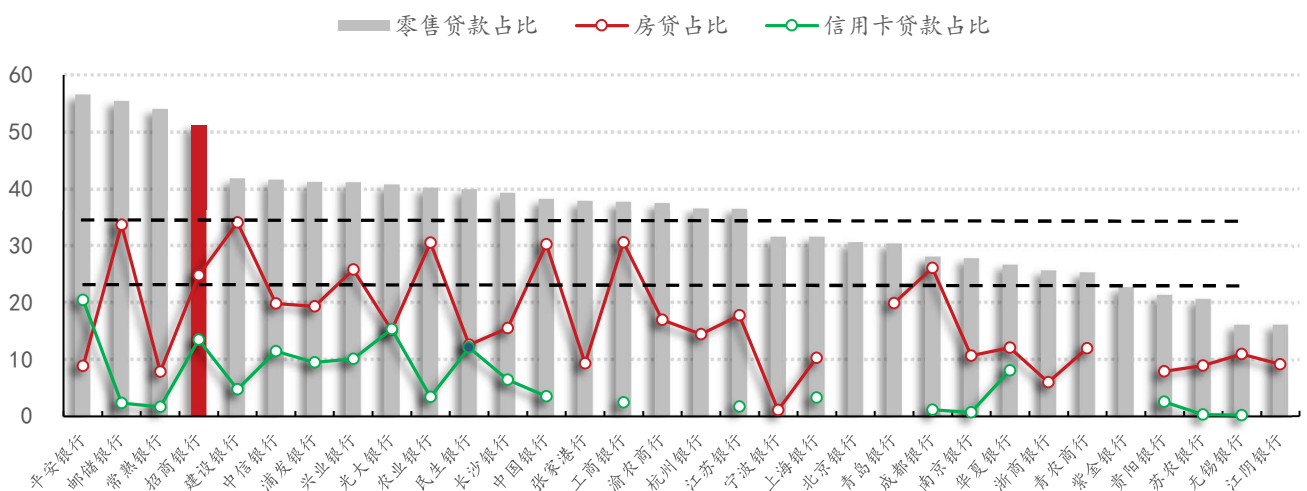
资料来源：wind，华安证券研究所

3 零售资产：在收益和质量间寻找安全地带

零售贷款占比过半，是零售之王的第一基本盘。2020H 数据中，招行零售贷款占比 51.2%，仅次于平安行（56.5%），邮储（55.4%）和常熟行（54%）。其中，信用卡应收账款占比 13.4%，个人住房贷款占比 24.7%，前者占比仅次于平安行（20.4%）和光大行（15.3%）。同时，招行仍拥有 24.7% 的个人住房贷款以平衡风险和收益。

图表 8 零售贷款的占比过半，发展信用卡贷款的同时，仍保留较高占比的房贷

零售贷款/总贷款 (%)



注释：部分银行不公布房贷和信用卡数据，折线不完整。

资料来源：各家银行 2020 年中报，华安证券研究所

疫情之下，公司贷款增速提升，平衡了零售贷款失速。2020H 和 2020 年（业绩预告），贷款总额同比增速分别为 12.0% 和 11.99%，保持平稳。2020H，公司贷款增速明显高于去年同期，零售贷款增速明显低于去年同期，信用卡贷款余额零增长，主要因为疫情限制居民消费，信用卡贷款投放受阻。展望 2021 年，经济活动基本恢复常态，零星疫情也在控制之内，预计信用卡贷款增速将恢复至正常水平。

图表 9 招行零售贷款占比基本稳定，上半年信用卡贷款投放较弱，公司贷款起到了一定的对冲作用

	2020-06-30	2019-12-31	2019-06-30	2018-12-31	2018-06-30	2017-12-31
贷款总额	48,517	44,907	43,328	39,330	38,779	35,650
同比	12.0%	14.2%	11.7%	10.3%	9.5%	9.3%
%贷款总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
公司贷款	20,710	19,020	18,339	17,739	17,817	16,639
同比	12.9%	7.2%	2.9%	6.6%	5.8%	6.2%
%贷款总额	42.7%	42.4%	42.3%	45.1%	45.9%	46.7%
票据贴现	2,966	2,260	2,506	1,498	2,253	1,159
同比	18.4%	50.9%	11.2%	29.2%	46.4%	-25.0%
%贷款总额	6.1%	5.0%	5.8%	3.8%	5.8%	3.3%
零售贷款	24,842	23,626	22,391	20,093	18,708	17,853
同比	10.9%	17.6%	19.7%	12.5%	9.9%	15.9%
%贷款总额	51.2%	52.6%	51.7%	51.1%	48.2%	50.1%
个人住房贷款	12,004	11,081	10,356	9,288	8,733	8,334
同比	15.9%	19.3%	18.6%	11.4%	8.1%	14.4%
%贷款总额	24.7%	24.7%	23.9%	23.6%	22.5%	23.4%
其他个人贷款	6,314	5,834	5,508	5,051	4,853	4,605
同比	14.6%	15.5%	13.5%	9.7%	10.8%	14.2%
%贷款总额	13.0%	13.0%	12.7%	12.8%	12.5%	12.9%
信用卡应收账款	6,523	6,711	6,526	5,755	5,122	4,914
同比	0.0%	16.6%	27.4%	17.1%	12.3%	20.1%
%贷款总额	13.4%	14.9%	15.1%	14.6%	13.2%	13.8%

资料来源：wind，华安证券研究所

4 手续费及佣金收入：多元支撑

2020H，手续费及佣金收入同比 7.3%，其中代理委托（同比 32.3%）和托管业务（同比 10.4%）表现优异。代理委托业务中基金代销、财富管理收入的强劲也是其零售客户粘性的体现。

图表 10 招行非利息收入结构均衡

百万人民币	2020-06-30	2019-12-31	2019-06-30	2018-12-31	2018-06-30	2017-12-31
代理委托业务	10,810	13,681	8,168	12,723	9,197	12,627
YoY	32.3%	7.5%	-11.2%	0.8%	11.1%	-3.8%
%合计	23.7%	17.3%	19.2%	17.4%	22.8%	16.8%
结算业务	6,362	11,492	6,574	10,267	5,788	10,273
YoY	-3.2%	11.9%	13.6%	-0.1%	6.6%	57.4%
%合计	13.9%	14.5%	15.5%	14.1%	14.3%	13.7%
担保承诺业务	3,654	6,310	3,601	6,807	3,333	6,372
YoY	1.5%	-7.3%	8.0%	6.8%	46.8%	57.8%
%合计	8.0%	8.0%	8.5%	9.3%	8.3%	8.5%
银行卡业务	9,418	19,551	9,654	16,727	8,126	14,011
YoY	-2.4%	16.9%	18.8%	19.4%	24.8%	26.4%
%合计	20.6%	24.7%	22.7%	22.9%	20.1%	18.7%
托管及其他受托业务	13,558	23,560	12,278	23,351	11,465	25,245
YoY	10.4%	0.9%	7.1%	-7.5%	-4.0%	8.1%
%合计	29.7%	29.8%	28.9%	32.0%	28.4%	33.6%
手续费及佣金收入:其他	1,809	4,453	2,237	3,171	2,489	6,497
YoY	-19.1%	40.4%	-10.1%	-51.2%	-19.5%	-17.5%
%合计	4.0%	5.6%	5.3%	4.3%	6.2%	8.7%
合计	45,611	79,047	42,512	73,046	40,398	75,025
YoY	7.3%	8.2%	5.2%	-2.6%	7.7%	13.7%

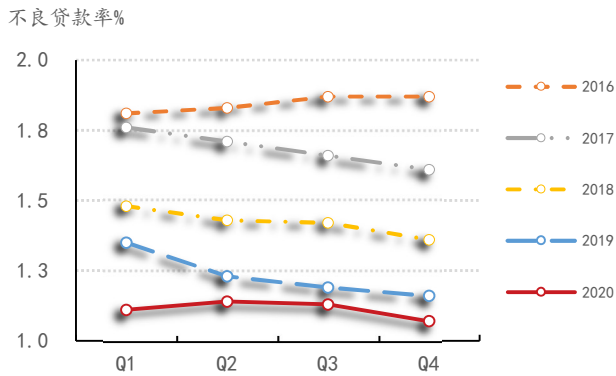
资料来源: wind, 华安证券研究所

5 资产质量持续改善, 减少盈利漏损

资产质量持续改善, 不良率拐点已经显现。疫情冲击下叠加让利实体经济, 银行系统资产质量是潜在威胁。但招行不良率 Q3 开始下行, 根据最新的业绩预告, 2020 年末降至 1.17%, 为最近 5 年低点。拨备覆盖率在 Q4 出现反弹, 仍处于较高位置。

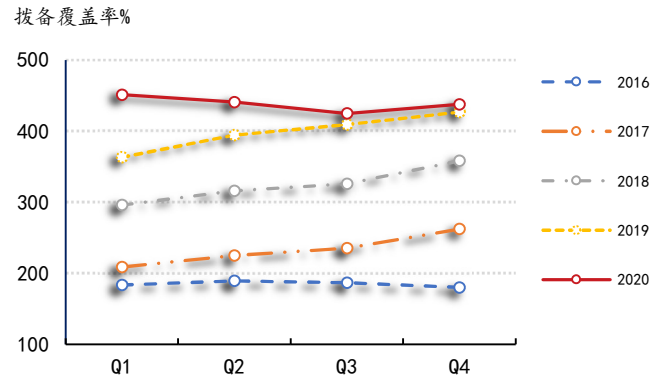
较低的不良率会降低拨备, 从而释放利润。从回归分析看, 当一家银行的利润表当期拨备占比较高时, ROA 将被显著压制。招行拨备营收比位于行业最低之列, 这是其 ROA 行业最高的原因之一。

图表 11 Q4, 招行不良率下行至五年最低



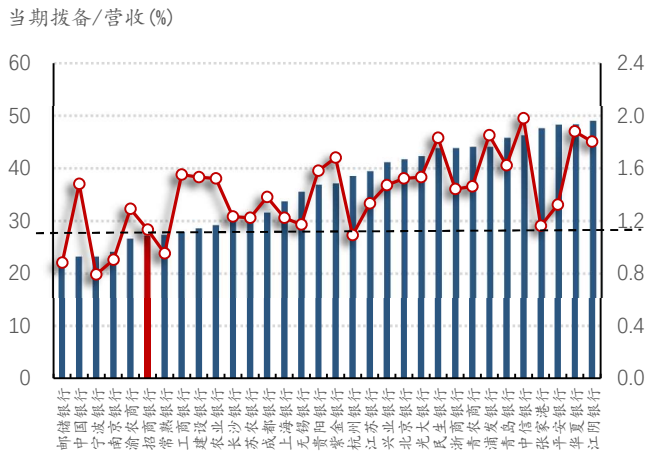
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 招行拨备覆盖率 Q4 反弹



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 招行当期拨备计提占营收比例较低

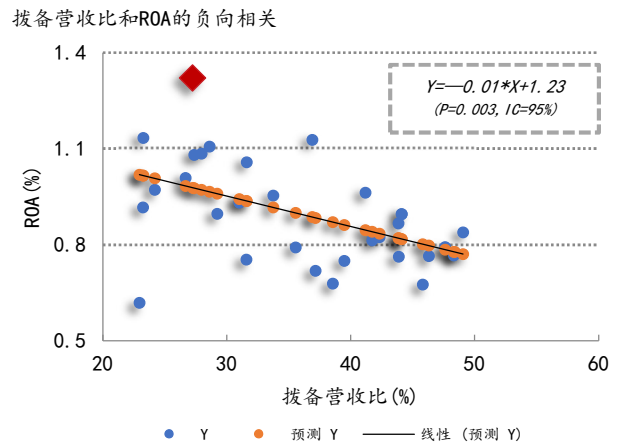


注释 1: 左图采用 2020H 数据。

注释 2: 右图采用 2019 年数据以消除采用 TTM 数据的潜在偏差。结果表明, 在 95% 的置信区间内, 当期拨备占营收比例和 ROA 显著负相关。严密的逻辑关系需要较长的篇幅, 将另辟深度报告论证之。

数据来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 当期拨备显著制约 ROA, 但招行 (红色) 表现优异



风险提示:

- 疫情再次严重抑制居民活动
- 宏观经济增速逊于预期, 政策再次引导银行让利实体经济

财务报表与盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
资产负债表					经营管理 (%)				
存放中央银行款项	567,896	858,624	961,658	1,057,824	贷款增长率 (毛额)	12.15%	12.00%	9.00%	9.00%
同业资产	522,507	532,957	543,616	554,489	生息资产增长率	9.87%	11.16%	8.61%	8.43%
贷款和垫款	4,277,300	4,632,509	5,049,435	5,503,884	总资产增长率	10.08%	13.14%	2.66%	10.48%
投资	1,804,437	1,948,792	2,104,695	2,273,071	存款增长率	10.11%	16.13%	12.00%	10.00%
非生息资产	245,100	252,431	260,166	267,889	付息负债增长率	10.13%	12.76%	1.49%	10.02%
总资产	7,339,626	8,358,749	8,525,433	9,418,813	净利息收入增长率	7.92%	7.54%	8.00%	8.16%
负债表					手续费及佣金净收入增长率	7.54%	9.19%	9.62%	10.02%
拆入资金	1,080,677	1,254,990	634,067	697,474	营业收入增长率	7.81%	7.17%	7.50%	7.40%
客户存款	4,874,981	5,661,315	6,340,673	6,974,741	成本收入比	32.09%	32.00%	32.00%	32.00%
应付债券	578,191	451,072	502,606	554,140	不良率	1.16%	1.07%	1%	1%
非计息负债	188,072	221,021	224,320	246,791	盈利能力 (%)				
总负债	6,721,921	7,588,399	7,701,667	8,473,145	平均贷款收益率	5.17%	5.12%	5.13%	5.20%
权益表					平均生息资产收益率	4.38%	4.67%	4.62%	4.66%
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	平均存款付息率	1.58%	1.74%	1.70%	1.72%
公积及准备	586,081	683,966	791,542	913,144	平均付息负债付息率	1.90%	1.93%	1.96%	1.98%
股东权益	611,301	709,186	816,762	938,364	存贷利差	3.27%	3.19%	3.17%	3.22%
少数股东损益	6,404	6,704	7,004	7,304	净利差	2.48%	2.65%	2.66%	2.68%
负债和权益	7,339,626	8,358,749	8,525,433	9,418,813	净息差	2.59%	3.05%	2.92%	3.04%
	2019	2020E	2021E	2022E	ROA	1.31%	1.23%	1.31%	1.32%
利息收入	292,994	350,291	382,943	418,837	ROE	16.84%	15.73%	16.50%	17.00%
利息支出	(119,904)	(142,124)	(145,594)	(155,380)	流动性 (%)				
利息净收入	173,090	208,167	237,349	263,457	准备金率	15.17%	15.17%	15.17%	15.17%
手续费及佣金收入	79,047	86,790	95,610	105,689	存贷比例 (含贴现)	87.74%	81.83%	79.64%	78.91%
手续费及佣金支出	(7,554)	(8,687)	(9,990)	(11,489)	贷款/总资产	58.28%	55.78%	59.23%	58.44%
手续费及佣金净收入	71,493	78,103	85,620	94,201	债券投资/总资产	24.58%	23.47%	24.69%	24.13%
主营业务收入	244,583	286,270	322,969	357,658					
其它收入	25,120	11,662	11,472	11,567					
营运收入	269,703	290,508	321,045	368,593					
营业支出及手续费	(86,541)	(89,380)	(100,332)	(110,767)					
税收及其他	(2,348)	(17,920)	(19,621)	(21,506)					
营运利润	180,814	190,632	214,488	236,952					
非营运支出	85	1,000	1,000	1,000					
拨备前利润	180,899	191,632	215,488	237,952					
拨备	(61,159)	(65,019)	(76,377)	(80,754)					
利润总额	119,740	126,613	139,110	157,198					
收入所得税	(23,709)	(28,429)	(31,235)	(35,296)					
税后利润	96,031	98,185	107,876	121,902					
少数股东损益	(556)	(843)	(300)	(300)					
归母净利润	92,867	97,342	107,576	121,602					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收受任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。