

平安银行(000001)

盈利新起点

——平安银行 2020 年报点评

✎ 分析师: 梁凤洁 S1230520100001
✎ 分析师: 邱冠华 S1230520010003
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

提前回表, 超额拨备。蹲得越深, 跳得越高。

投资要点

□ 业绩概览

平安银行 2020A 归母净利润累计同比+2.6%, 对应 20Q4 单季同比+42.8%, 单季增速环比+37pc; 营收累计同比+11.3%, 对应 20Q4 单季同比+5.7%。20Q4 单季净息差(日均) 2.44%, 环比-4bp。20Q4 末不良双降, 不良余额环比-7.8%, 不良率 1.18%, 环比-14bp; 拨备覆盖率 201%, 环比-17pc。

□ 业绩点评

1、提前出清回表压力。市场比较关注拨备覆盖率环比下降的问题, 投资者需穿透表象看本质。2020 年平安银行为 2021 年理财回表预先计提大量减值, 金额高达 273 亿元, 占税前利润 74%。非贷款减值的大幅计提分流了一部分贷款拨备计提, 导致拨备覆盖率环比-17pc 至 201%。实际上, 提早计提这部分的减值, 并且进行核销, 使平安银行在 2021 年能够轻装上阵, 为利润增长做好储备。

2、资产质量大超预期。不良、关注、逾期均环比大幅双降, 不良率、关注率、逾期率分别创近 5 年、7 年、8 年最优水平。得益于: ①经济好转, 零售风险基本回到疫情前水平; ②加大核销, 20Q4 单季度核销金额推测接近 190 亿。展望 2021 年不良生成压力有望大幅下降。归因于: ①前瞻性动态风险指标已经大幅改善, “不良+关注”的滚动生成率下降至历史低位, 经济修复下趋势有望得以延续; ②认定严格程度前所未有, 逾期 90+、逾期偏离度均已经下降至 2012 年以来最低水平, 分别为 75%和 121%。

3、零售业务全面开花。①零售客户基础扎实。零售客户数维持 10%的较快增长, 口袋银行 APP 月活突破 4000 万, 同比增速高达 16%。②零售信贷全线恢复。20Q4 增量仍然以抵押持证类和汽车贷款为主, 同时此前受疫情影响较大的新一贷和信用卡都迎来了修复, 新一贷新发放规模进一步回升, 信用卡卡均交易活跃度继续改善。③财富管理高速发展。2020 年零售 AUM 维持 30%+的高增速; 全年代销非货币公募 1500 亿, 同比增长 156%。④代发业务成效显著。代发和批量业务促进 AUM 和存款分别增长 44%、22%。展望未来, 平安银行零售业务多点开花, 全面看好平安银行零售业务发展。

4、盈利增速弹性可观。展望 2021 年, 平安银行主要的盈利驱动点来自于: (1) 中收继续高速增长。随着疫情修复, 信用卡业务及相关收入自 20H2 以来呈现明显的改善态势; 私行财富继续加码, 财富管理及理财业务预计成为主要增长点。(2) 减值压力大幅下降。①非贷款减值方面, 理财回表压力已经提前消化, 预计 2021 年非信贷减值压力大幅改善。②贷款减值方面, 预计 2021 年压力也将继续改善, 得益于不良生成压力的减轻。

□ 盈利预测及估值

零售业务全面向好, 减值压力彻底释放, 盈利空间已经打开。上调 2021-2023 年归母净利润增速预测至 12.04%/14.05%/15.20%。智能零售银行正在路上, 给予平安银行金融科技和财富管理的双重溢价。上调目标价至 33.21 元, 对应 2021 年 2.0 倍 PB。现价对应 21 年 PB 1.48 倍, 现价空间 35%, 买入评级。

□ 风险提示: 宏观经济失速, 疫情二次反复, 美国制裁风险。

评级

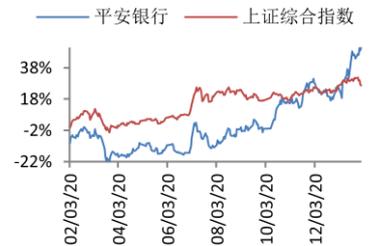
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 23.09

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.45
2Q/2020	0.26
1Q/2020	0.44
4Q/2019	0.24



公司简介

相关报告

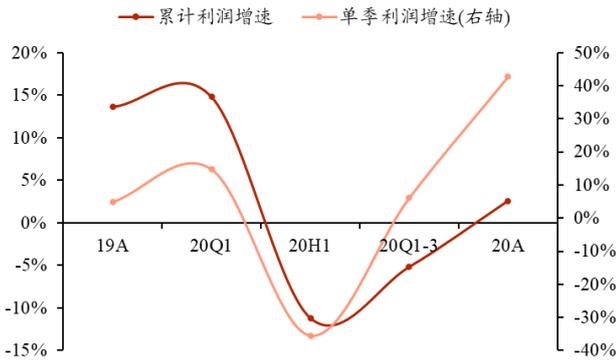
- 1《盈利新起点——平安银行 2020 年三季度报点评》2020.10.22
- 2《平安银行 20H1: 长肌肉, 藏肌肉——再次印证我们的判断》2020.08.28
- 3《疫情难阻业绩超预期——平安银行 2020 年一季报点评》2020.04.21
- 4《揭开口罩看年报——平安银行深度报告》2020.02.22
- 5《对公刚刚发力, 不良彻底做实——平安银行年报点评》2020.02.14

报告撰写人: 邱冠华/梁凤洁

财务摘要

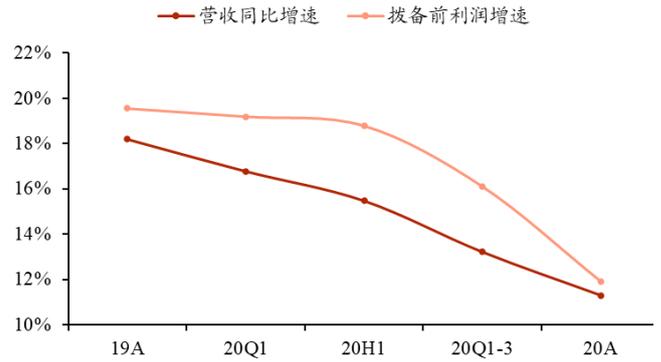
(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	153,542	174,785	200,961	232,603
(+/-)	11.30%	13.84%	14.98%	15.75%
净利润	28,928	32,411	36,965	42,583
(+/-)	2.60%	12.04%	14.05%	15.20%
每股净资产(元)	15.16	16.60	18.26	20.18
P/B	1.62	1.48	1.34	1.22

图 1: 20Q4 单季度利润增速 42.8%，环比回升 37pc



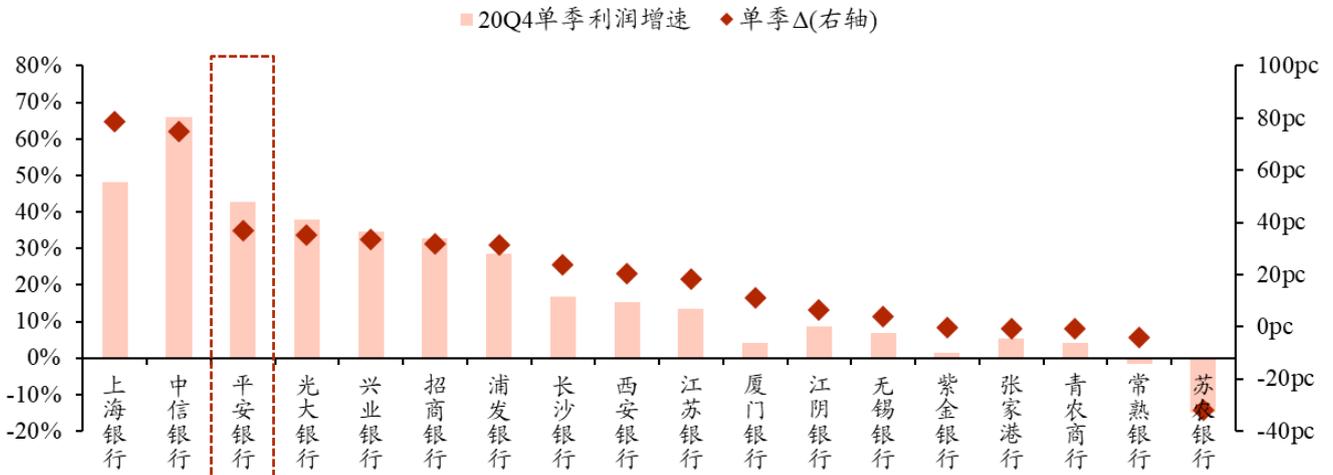
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 2: 累计营收增速和拨备前利润增速环比回落



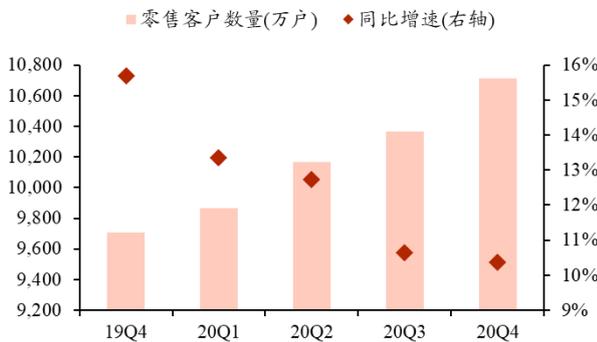
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 3: 上市银行单季度利润同比增速及增速环比变化汇总, 平安银行居前三



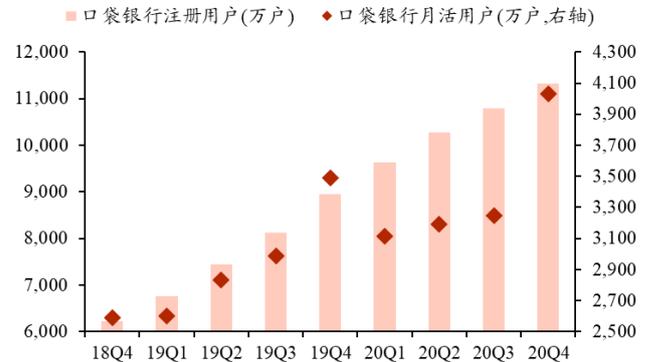
资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注: Δ=Q4 指标-Q3 指标。

图 4: 20A 零售客户数维持双位数较快增长



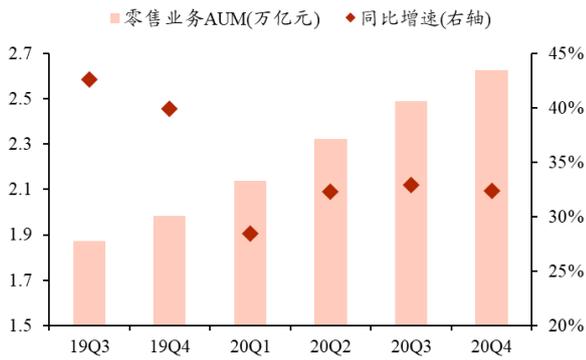
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 5: 口袋银行用户数和 MAU 持续增长



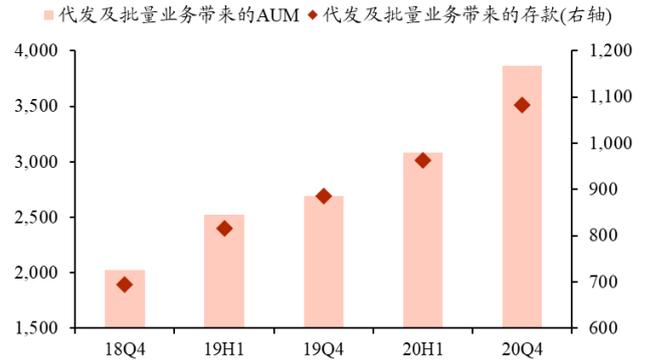
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。20Q4 口径变更, 19Q4 已重述。

图 6：零售 AUM 持续高增



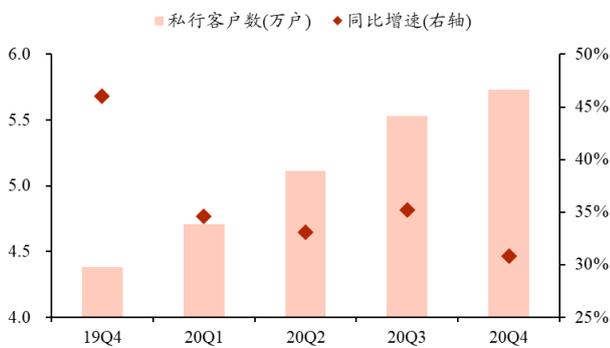
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 7：代发及批量业务带来的 AUM 和存款持续增长



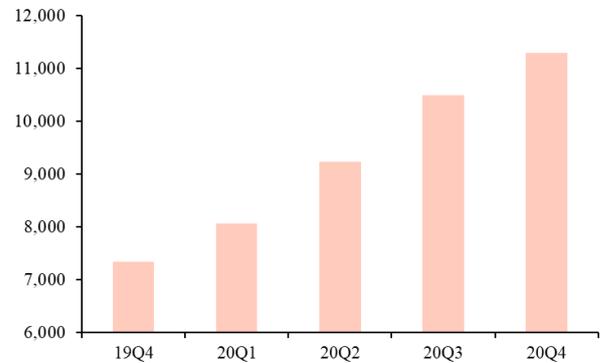
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：单位亿元。

图 8：私行客户数维持 30% 以上的高增长



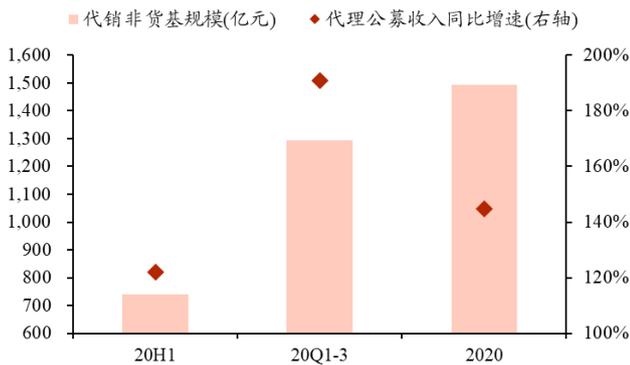
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 9：私行 AUM 2020 年增长近 4000 亿，余额增速超 50%



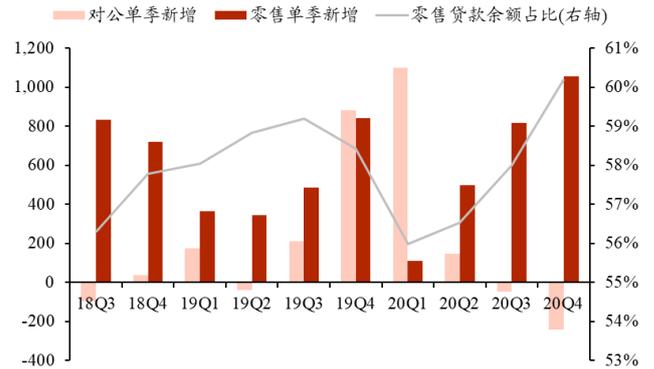
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。单位：亿元。

图 10：代销基金业务发展迅速



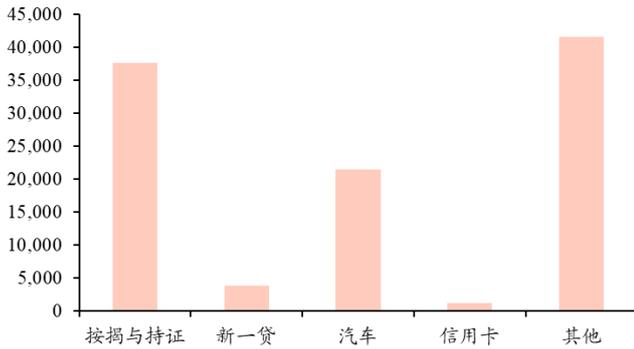
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 11：20Q4 零售贷款投放持续修复



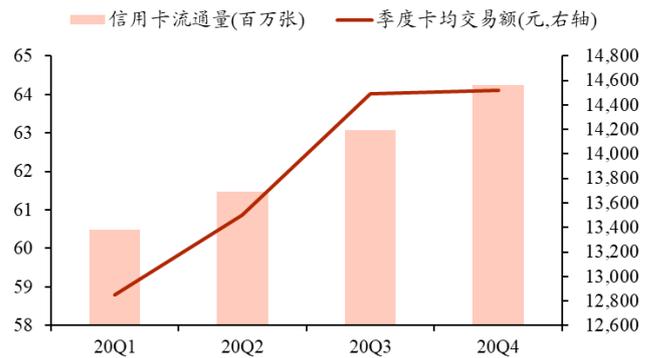
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。单位：亿元。

图 12: 20Q4 新增零售贷款仍以按揭与持证抵押、汽融为主



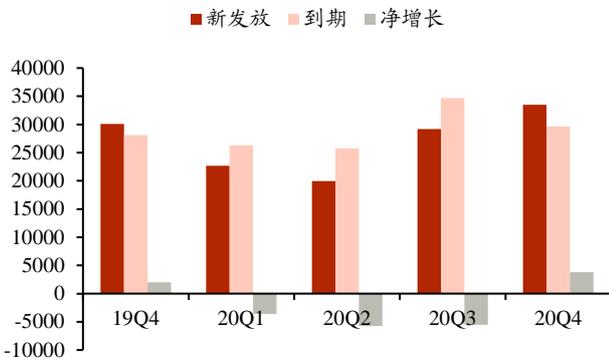
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。单位: 百万元。

图 13: 信用卡业务持续修复



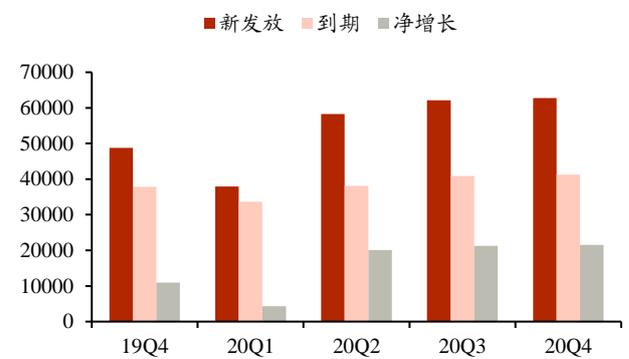
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 14: 新一贷规模 20Q1 以来首次净增长



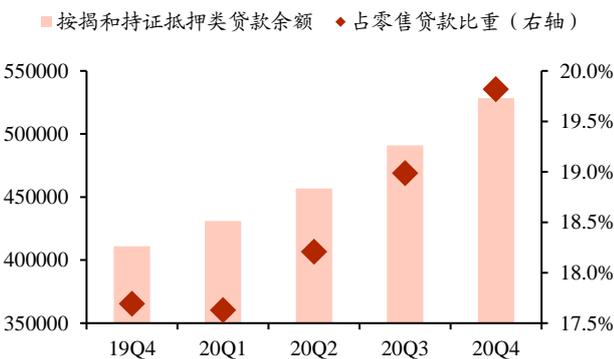
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 口径为单季度, 单位百万元。

图 15: 汽车贷款延续快增态势



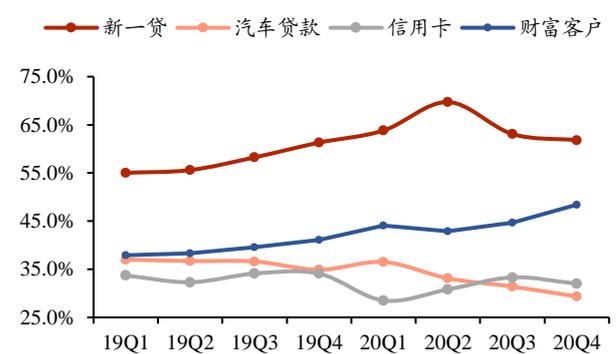
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 口径为单季度, 单位百万元。

图 16: 按揭和抵押持证类贷款占零售贷款比重持续提升



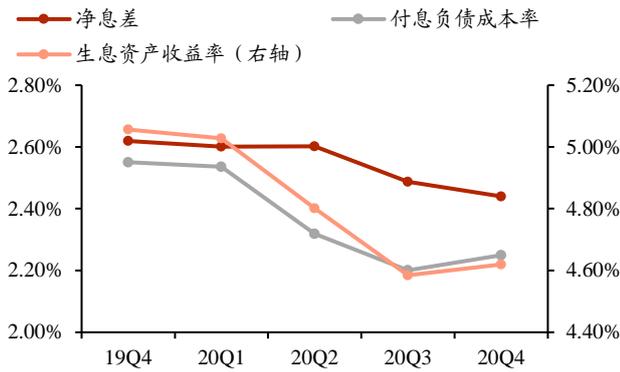
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 口径为单季度, 单位百万元。

图 17: 综合金融引流客户



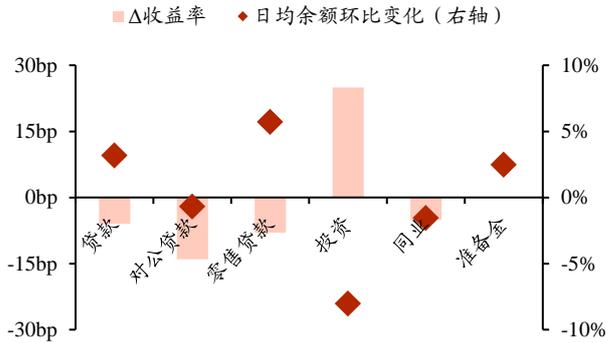
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 前三者为 MGM 引流占新发放贷款比重, 财富客户为 MGM 引流占新增客户比重。

图 18：20Q4 单季日均净息差环比下降



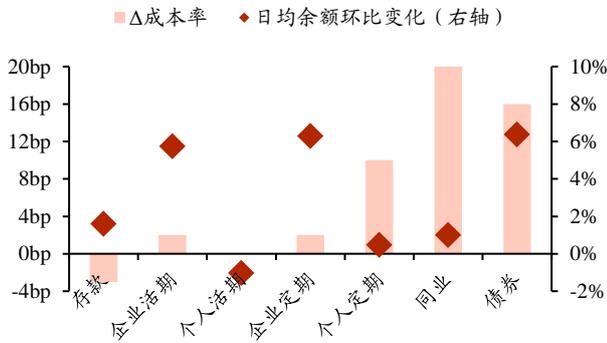
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 19：20Q4 投资收益率带动资产收益率回升



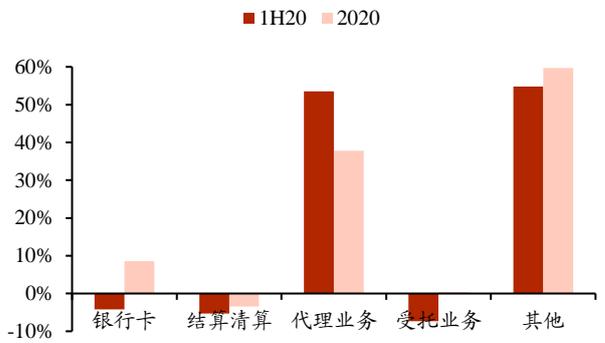
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 20：20Q4 存款成本率环比改善



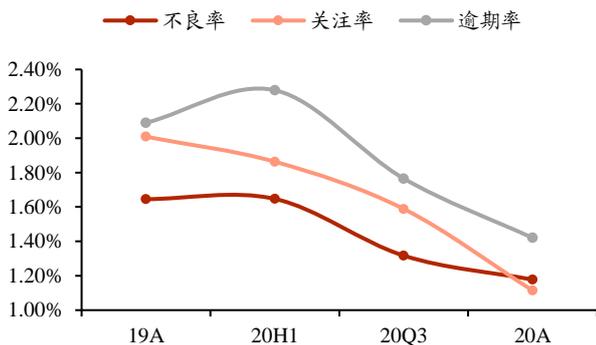
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 21：银行卡中收增速 20H2 明显修复，代理中收高速增长



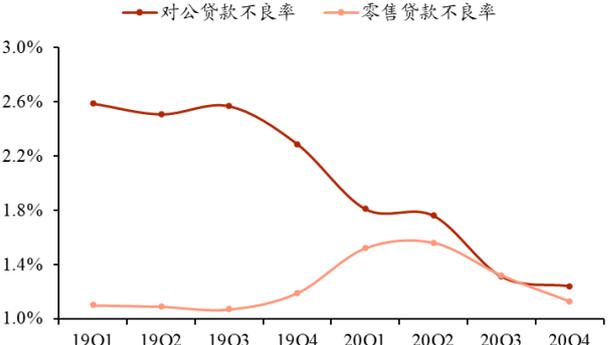
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：为累计同比增速。

图 22：20Q4 资产质量继续大幅改善



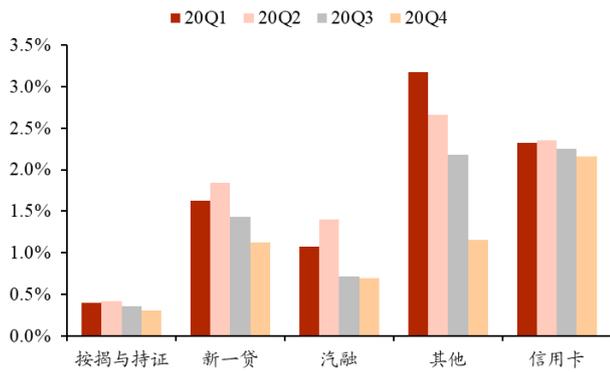
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 23：20Q4 对公和零售贷款不良率均环比改善



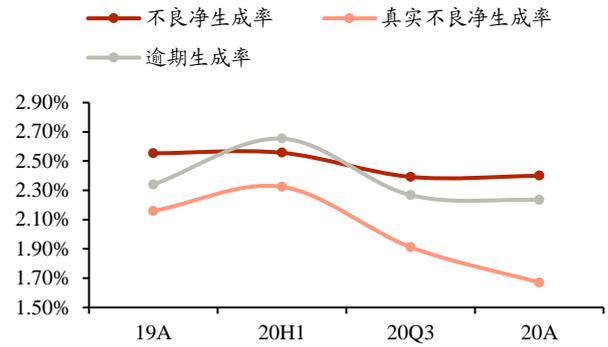
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 24：各项零售贷款不良率均环比改善



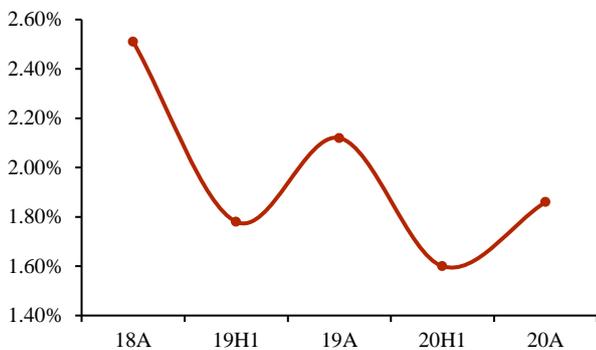
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 25：测算风险生成指标环比持续改善



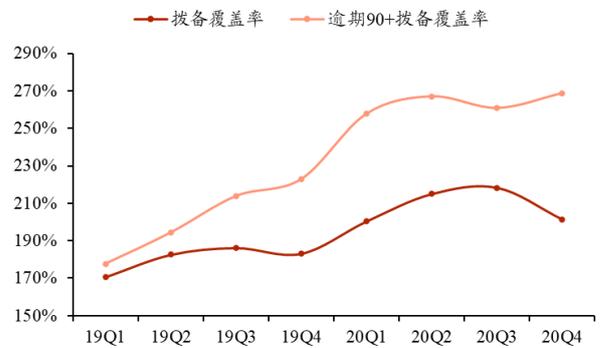
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：口径为 TTM。

图 26：披露不良生成率同比下降



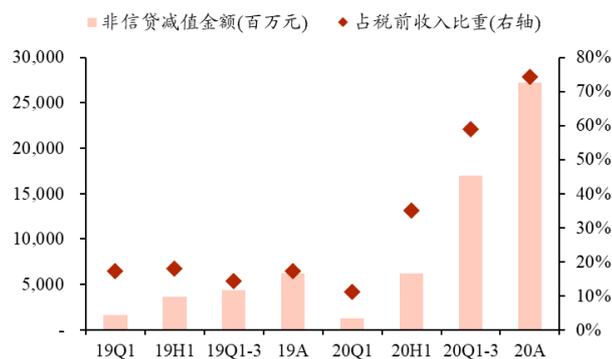
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：为财报披露数据。

图 27：逾期 90+拨备覆盖率环比上行



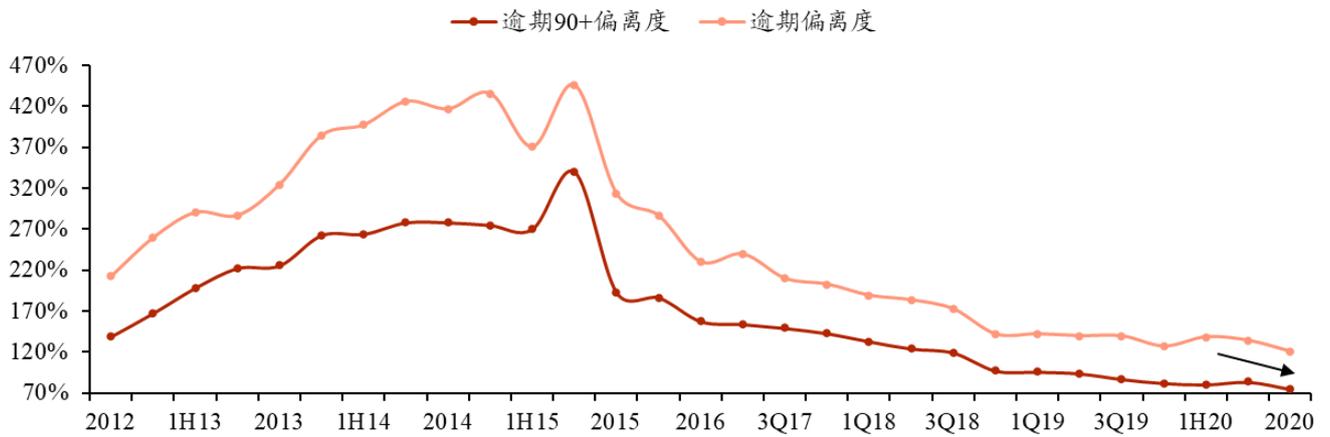
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 28：非信贷减值力度加大



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 29：平安银行逾期 90+、逾期偏离度均已经下降至 2012 年以来最优水平



资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。因数据可及性，16Q1、16Q3、17Q1、20Q1 数据未统计。

表 1：平安银行 2020 年业绩概览

维度	单位: 百万元	19A	20Q1-3	20A	环比变化	同比变化	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	QoQ	
利润指标	ROE (年化)	11.3%	10.2%	9.6%	-0.6pc	-1.7pc	6.1%	10.3%	5.8%	9.8%	7.2%	-2.6pc	
	ROA (年化)	0.77%	0.72%	0.69%	-3bp	-8bp	0.48%	0.85%	0.49%	0.82%	0.59%	-23bp	
	拨备前利润	95,767	83,216	107,172	11.9%	11.9%	24,095	26,886	29,192	27,138	23,956	-11.7%	
	同比增速	19.6%	16.1%	11.9%	-4.2pc	-7.6pc	21.0%	19.2%	18.4%	10.9%	-0.6%	-11.5pc	
	归母净利润	28,195	22,398	28,928	2.6%	2.6%	4,574	8,548	5,130	8,720	6,530	-25.1%	
	同比增速	13.6%	-5.2%	2.6%	7.8pc	-11.0pc	4.9%	14.8%	-35.5%	6.1%	42.8%	36.7pc	
	EPS (未年化)	1.54	1.11	1.40	-8.8%	-8.8%	0.24	0.44	0.26	0.45	0.34	-25.1%	
BVPS (未年化)	14.07	14.88	15.16	1.9%	7.7%	14.07	14.55	14.50	14.88	15.16	1.9%		
收入拆分	营业收入	137,958	116,564	153,542	11.3%	11.3%	35,000	37,926	40,402	38,236	36,978	-3.3%	
	同比增速	18.2%	13.2%	11.3%	-1.9pc	-6.9pc	16.5%	16.8%	14.3%	8.8%	5.7%	-3.2pc	
	利息净收入	89,961	75,154	99,650	10.8%	10.8%	23,692	24,770	25,535	24,849	24,496	-1.4%	
	生息资产(期初期末平均, 注1)	3,525,488	4,059,403	4,122,247	1.5%	16.9%	3,730,862	3,940,387	4,062,863	4,174,960	4,310,779	3.3%	
	净息差(日均余额口径)	2.62%	2.56%	2.53%	-3bp	-9bp	2.62%	2.60%	2.59%	2.48%	2.44%	-4bp	
	净息差(期初期末口径)	2.55%	2.47%	2.42%	-5bp	-13bp	2.54%	2.51%	2.51%	2.38%	2.27%	-11bp	
	生息资产收益率(期初期末口径)	5.04%	4.62%	4.54%	-8bp	-50bp	4.90%	4.86%	4.64%	4.39%	4.31%	-8bp	
	付息负债成本率(期初期末口径)	2.70%	2.41%	2.37%	-4bp	-33bp	2.60%	2.61%	2.39%	2.25%	2.26%	1bp	
	非利息净收入	47,997	41,410	53,892	12.3%	11.3%	11,308	13,156	14,867	13,387	12,482	-6.8%	
	手续费净收入	36,743	32,239	43,481	18.3%	18.3%	8,912	9,688	10,034	12,517	11,242	-10.2%	
	其他非息收入	11,254	9,171	10,411	-7.5%	-7.5%	2,396	3,468	4,833	870	1,240	42.5%	
	业务及管理费	40,852	32,095	44,690	9.4%	9.4%	10,555	10,598	10,782	10,715	12,595	17.5%	
	成本收入比	29.61%	27.53%	29.11%	1.6pc	-0.5pc	30.16%	27.94%	26.69%	28.02%	34.06%	6.0pc	
	资产减值损失	59,527	54,390	70,418	18.3%	18.3%	18,531	15,928	22,563	15,899	16,028	0.8%	
	贷款减值损失	53,288	37,400	43,148	-19.0%	-19.0%	16,711	14,698	17,604	5,098	5,748	12.8%	
	信用成本	2.47%	2.03%	1.73%	-30bp	-74bp	2.99%	2.47%	2.84%	0.80%	0.88%	7bp	
	所得税费用	8,045	6,428	7,826	-2.7%	-2.7%	990	2,410	1,499	2,519	1,398	-44.5%	
	有效税率	22.20%	22.30%	21.29%	-1.0pc	-0.9pc	17.79%	21.99%	22.61%	22.41%	17.63%	-4.8pc	
	规模增长	总资产	3,939,070	4,346,921	4,468,514	2.8%	13.4%	3,939,070	4,132,298	4,178,622	4,346,921	4,468,514	2.8%
		生息资产余额	3,849,784	4,255,184	4,366,374	2.6%	13.4%	3,849,784	4,030,989	4,094,736	4,255,184	4,366,374	2.6%
贷款总额		2,323,205	2,585,004	2,666,297	3.1%	14.8%	2,323,205	2,444,176	2,508,408	2,585,004	2,666,297	3.1%	
对公贷款		965,984	1,085,743	1,061,357	-2.2%	9.9%	965,984	1,075,978	1,090,653	1,085,743	1,061,357	-2.2%	
个人贷款		1,357,221	1,499,261	1,604,940	7.0%	18.3%	1,357,221	1,368,198	1,417,755	1,499,261	1,604,940	7.0%	
同业资产		227,269	247,166	272,484	10.2%	19.9%	227,269	182,476	213,897	247,166	272,484	10.2%	
金融投资		1,047,080	1,124,134	1,143,611	1.7%	9.2%	1,047,080	1,120,631	1,120,005	1,124,134	1,143,611	1.7%	
存放央行		252,230	298,880	283,982	-5.0%	12.6%	252,230	283,706	252,426	298,880	283,982	-5.0%	
总负债		3,626,087	3,988,150	4,104,383	2.9%	13.2%	3,626,087	3,779,943	3,827,225	3,988,150	4,104,383	2.9%	
付息负债余额		3,498,889	3,817,190	3,955,441	3.6%	13.0%	3,498,889	3,587,507	3,636,620	3,817,190	3,955,441	3.6%	
吸收存款		2,436,935	2,549,845	2,673,118	4.8%	9.7%	2,436,935	2,566,857	2,486,121	2,549,845	2,673,118	4.8%	
企业活期		595,317	n.a	694,240	n.a	16.6%	595,317	n.a	581,378	n.a	694,240	n.a	
个人活期		199,949	n.a	242,269	n.a	21.2%	199,949	n.a	226,323	n.a	242,269	n.a	
企业定期		1,032,226	n.a	1,029,074	n.a	-0.3%	1,032,226	n.a	1,043,255	n.a	1,029,074	n.a	
个人定期		362,613	n.a	411,737	n.a	13.5%	362,613	n.a	388,641	n.a	411,737	n.a	
同业负债		434,861	574,068	545,871	-4.9%	25.5%	434,861	426,239	488,438	574,068	545,871	-4.9%	
发行债券		513,762	571,203	611,865	7.1%	19.1%	513,762	471,761	542,209	571,203	611,865	7.1%	
向央行借款	113,331	122,074	124,587	2.1%	9.9%	113,331	122,650	119,852	122,074	124,587	2.1%		
所有者权益	312,983	358,771	364,131	1.5%	16.3%	312,983	352,355	351,397	358,771	364,131	1.5%		
总股本	19,406	19,406	19,406	0.0%	0.0%	19,406	19,406	19,406	19,406	19,406	0.0%		
资产质量	不良贷款	38,233	34,044	31,390	-7.8%	-17.9%	38,233	40,341	41,313	34,044	31,390	-7.8%	
	不良率	1.65%	1.32%	1.18%	-14bp	-47bp	1.65%	1.65%	1.65%	1.32%	1.18%	-14bp	
	关注贷款	46,665	41,061	29,703	-27.7%	-36.3%	46,665	47,167	46,738	41,061	29,703	-27.7%	
	关注率	2.01%	1.59%	1.11%	-47bp	-89bp	2.01%	1.93%	1.86%	1.59%	1.11%	-47bp	
	逾期贷款	48,550	45,628	37,864	-17.0%	-22.0%	48,550	n.a	57,168	45,628	37,864	-17.0%	
	逾期率	2.09%	1.77%	1.42%	-35bp	-67bp	2.09%	n.a	2.28%	1.77%	1.42%	-35bp	
	不良生成额	51,009	36,213	55,755	54.0%	9.3%	15,251	8,551	15,082	12,580	19,542	55.3%	
	不良生成率	2.55%	2.08%	2.40%	32bp	-15bp	2.84%	1.47%	2.47%	2.01%	3.02%	102bp	
	核销转出额	47,681	40,402	62,598	54.9%	31.3%	13,145	6,443	14,110	19,849	22,196	11.8%	
	核销转出率	136.60%	140.90%	163.73%	22.8pc	27.1pc	145.54%	67.41%	139.91%	192.18%	260.79%	68.6pc	
逾期90+偏离度	82.2%	83.7%	74.9%	-8.8pc	-7.2pc	82.2%	77.7%	80.5%	83.7%	74.9%	-8.8pc		
拨备覆盖率	183.1%	218%	201%	-16.9pc	18.3pc	183.1%	200.3%	214.9%	218.3%	201.4%	-16.9pc		
拨贷比	3.01%	2.87%	2.37%	-50bp	-64bp	3.01%	3.31%	3.54%	2.87%	2.37%	-50bp		
资本情况	核心一级资本充足率	9.11%	8.94%	8.69%	-25bp	-42bp	9.11%	9.20%	8.93%	8.94%	8.69%	-25bp	
	一级资本充足率	10.54%	11.29%	10.91%	-38bp	37bp	10.54%	11.65%	11.35%	11.29%	10.91%	-38bp	
	资本充足率	13.22%	13.86%	13.29%	-57bp	7bp	13.22%	14.27%	13.96%	13.86%	13.29%	-57bp	

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 以 20A 举例, 环比变化指 20A 环比 20Q1-3 指标变化, QoQ 指 20Q4 环比 20Q3 指标变化。

表附录：报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
存放央行	283,982	303,982	340,460	381,315	净利息收入	99,650	111,155	125,229	141,722
同业资产	272,484	291,558	311,967	333,805	净手续费收入	43,481	52,177	63,134	77,024
贷款总额	2,666,297	3,012,916	3,404,595	3,847,192	其他非息收入	10,411	11,452	12,597	13,857
贷款减值准备	-62,821	-87,285	-116,769	-150,272	营业收入	153,542	174,785	200,961	232,603
贷款净额	2,610,841	2,925,631	3,287,826	3,696,920	税金及附加	-1,525	-1,649	-1,906	-2,205
证券投资	1,143,611	1,215,429	1,318,675	1,431,041	业务及管理费	-44,690	-50,862	-58,480	-67,688
其他资产	157,596	191,597	212,725	236,354	营业外净收入	-155	0	0	0
资产合计	4,468,514	4,928,197	5,471,653	6,079,435	拨备前利润	107,172	122,274	140,575	162,711
同业负债	670,458	717,390	767,607	821,340	资产减值损失	-70,418	-81,091	-93,606	-108,603
存款余额	2,673,118	2,993,892	3,353,159	3,755,538	税前利润	36,754	41,183	46,969	54,108
应付债券	611,865	688,659	775,092	872,373	所得税	-7,826	-8,772	-10,004	-11,525
其他负债	148,942	136,081	151,418	168,534	税后利润	28,928	32,411	36,965	42,583
负债合计	4,104,383	4,536,022	5,047,277	5,617,785	归属母公司净利润	28,928	32,411	36,965	42,583
股东权益合计	364,131	392,175	424,376	461,650	归属母公司普通股股东净利润	27,234	31,537	36,091	41,709
主要财务比率					主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
业绩增长					资产质量				
利息净收入增速	10.77%	11.55%	12.66%	13.17%	不良贷款余额	31,390	35,643	40,225	45,470
手续费净增速	18.34%	20.00%	21.00%	22.00%	不良贷款净生成率	2.40%	1.69%	1.69%	1.69%
非息净收入增速	12.28%	18.07%	19.02%	20.00%	不良贷款率	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%
拨备前利润增速	11.91%	14.09%	14.97%	15.75%	拨备覆盖率	201%	245%	290%	330%
归属母公司净利润增速	2.60%	12.04%	14.05%	15.20%	拨贷比	2.37%	2.90%	3.43%	3.91%
盈利能力					流动性				
ROAE	9.60%	10.23%	10.67%	11.18%	贷存比	99.74%	100.64%	101.53%	102.44%
ROAA	0.69%	0.69%	0.71%	0.74%	贷款/总资产	59.67%	61.14%	62.22%	63.28%
RORWA	0.97%	0.98%	1.02%	1.05%	平均生息资产/平均总资产	97.72%	97.80%	98.07%	98.42%
生息率	4.54%	4.63%	4.70%	4.73%	每股指标(元)				
付息率	2.37%	2.41%	2.46%	2.45%	EPS	1.40	1.63	1.86	2.15
净利差	2.17%	2.21%	2.24%	2.27%	BVPS	15.16	16.60	18.26	20.18
净息差	2.42%	2.42%	2.46%	2.49%	每股股利	0.18	0.20	0.23	0.26
成本收入比	29.11%	29.10%	29.10%	29.10%	估值指标				
资本状况					P/E	17.49	15.11	13.20	11.42
资本充足率	13.29%	13.28%	12.93%	12.63%	P/B	1.62	1.48	1.34	1.22
核心资本充足率	10.91%	10.78%	10.55%	10.37%	P/POP	4.45	3.90	3.39	2.93
风险加权系数	70.53%	70.00%	70.00%	70.00%	股息收益率	0.73%	0.82%	0.93%	1.07%
股息支付率	12.07%	12.00%	12.00%	12.00%					

资料来源: wind, 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“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>