

招商银行(600036)

大财富战略，估值新起点

——招商银行 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

龙头银行战略升级，明确大财富管理方向。资产质量和负债结构优异，保障利润增长可持续性。目标价 62.5 元，目标 PB 估值 2.2x，买入评级。

投资要点

□ 重点关注

招行 2020 年财报，除了财务指标一如既往优秀以外，更加值得注意的是其重大战略升级。①**重大战略升级**：未来将聚焦财富管理、金融科技、风险管理三大核心能力。三者分别决定银行经营能走“多高”、“多快”、“多远”。招商银行的战略思维和策略，印证其洞察力、决断力。②**估值体系重构**：招行中收对营收的贡献约 27%，对“营收-减值损失”贡献度约 35%。随着轻型业务（含大财富管理业务）增长和中长期占比提升，未来招行此部分业务有望以 PE 体系估值。

□ 经营亮点

1、**重大战略升级，财富管理银行**。招商银行财富管理业务战略重视程度上升，收入和经营指标快速增长。未来财富管理业务将成为招商银行估值的重要锚点。

(1) **战略高度上**：招商银行 3.0 经营模式逐渐清晰化，财富管理首次作为董事长和行长致辞的重点出现，大财富管理的战略地位前所未有的高。

(2) **战术配合上**：招商银行拟引入摩根资产管理作为招银理财的战略投资者，引入后招行和摩根对招银理财的持股比例分别为 90%：10%。且据前期 21 世纪经济报道，招商银行将原一级部门零售金融总部的大部分团队、原财富管理部分合并组建财富平台部。未来大财富管理业务的发展值得期待。

(3) **经营成效上**：①**收入来看**，2020 年招行实现财富管理收入 320 亿（加回理财子管理费收入 35 亿），同比高增 33%，成为中收主要增长点。②**客户来看**，20A 末招行金葵花及以上客户数同比增长 17%，增速创 16 年以来新高；对应的中高端客群 AUM 同比高增 21%，增速创 17 年以来新高。

2、**资产质量优异，超出市场预期。2021 年减值压力有望进一步改善，核心得益于贷款质量继续向好和彻底做实。**(1) **存量风险指标来看**：集团口径，20Q4 不良双降，不良率 1.07%，环比-6bp，不良余额环比-5%。银行口径，不良、关注、逾期贷款均实现环比双降，各类贷款资产质量基本呈现全面向好趋势。(2) **动态风险指标来看**：对公不良大幅改善，20Q4 单季对公不良生成环比减少 30 亿；零售不良基本平稳，20Q4 单季零售不良生成仅环比微增 2 亿。考虑零售贷款风险回落、对公贷款风险稳定，逾期偏离度 106%（历史最低），2021 年不良生成压力有望进一步减轻。(3) **贷款以外减值方面**：2020 年择机消化理财回表本金 126 亿元，计提减值 121 亿元。展望未来，预计不会形成进一步压力。主要考虑：2020 年底老产品余额约 7800 多亿元，即使假设 35% 的非标投资比例和 5% 的损失率，潜在减值压力仅为 137 亿元。

3、**负债优势凸显，存款结构改善。**(1) **负债端优势继续显现**。①**存款结构大幅改善**，银行母公司口径，20Q4 定期存款环比减少 11%，活期存款环比增长 11%，活期占比 66.6%，占比环比提升 5.3pc。②**存款成本保持稳定**，存款结构改善支撑下，20Q4 招行存款成本率 1.49%，环比 Q3 持平。(2) **2021 年净息差有优势**。20Q4 净息差环比-12bp，主要由于资产端收益率下降，归因 20Q4 进行 ABS 和优化信用卡资产结构（类似情况 19Q4 也发生过）。展望 2021 年，考虑新发放贷款利率回升，负债结构优势强，招行息差相较同业预计将表现更优。

4、**科技保驾护航，投入再次升级**。2020 年招行科技投入 119 亿元，同比增长 27%；18/19/20 年科技投入占营收比例逐年上升，分别为 2.8%/3.7%/4.5%。两大 APP 月活用户达 1.07 亿户，较 20H1 回升 8%。科技投入保障下，招商银行客户服务和经营效率有望保持同业领先。

评级

买入

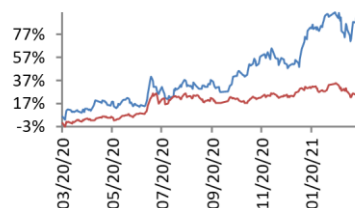
上次评级 买入
当前价格 ¥ 51.76

单季度业绩

元/股

4Q/2020 0.83
3Q/2020 1.07
2Q/2020 0.88
1Q/2020 1.11

—— 招商银行 —— 上证综合指数



公司简介

相关报告

- 1 《标杆银行，王者风范——招商银行 2020 年业绩快报点评》2021.01.14
 - 2 《零售业务加速修复——招商银行 2020 年三季度报点评》2020.11.01
 - 3 《招商银行 20H1：盈利领跑同业，实际风险改善——继续印证我们对中报利润“股份行-10%，招行或是个案”的判断》2020.08.30
 - 4 《东边不亮西边亮，业绩再次超预期——招商银行 2020 年一季报点评》2020.04.30
 - 5 《金融科技再加码，质量和拨备取胜——招商银行年报深度解读》2020.03.22
- 报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

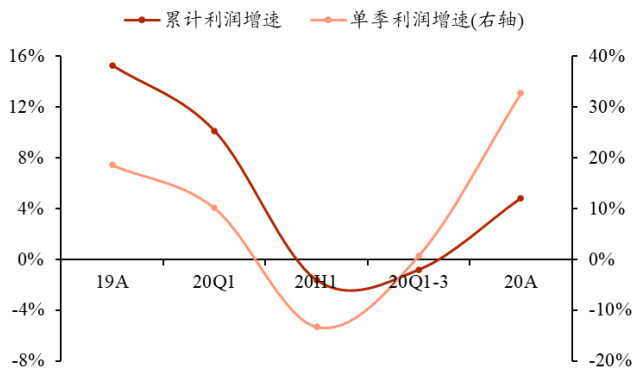
□ 盈利预测及估值

龙头银行战略升级，明确大财富管理方向。资产质量和负债结构优异，保障利润增长可持续性。上调招商银行 2021-2023 年归母净利润增速预测至 14.66%/15.31%/15.44%，对应 BPS 28.47/32.07/36.23 元。目标价 62.50 元，对应 2021 年 2.2 倍 PB。现价对应 2021 年 PB 1.82 倍，现价空间 21%，买入评级。

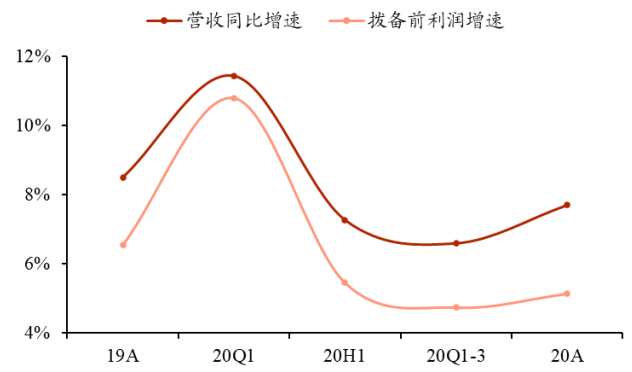
□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	290,482	326,310	370,383	420,822
(+/-)	7.70%	12.33%	13.51%	13.62%
净利润	97,342	111,609	128,698	148,568
(+/-)	4.82%	14.66%	15.31%	15.44%
每股净资产(元)	25.36	28.47	32.07	36.23
P/B	2.04	1.82	1.61	1.43

图 1：20Q4 单季度利润增速 32.7%，环比回升 32pc


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升


资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

表 1：招商银行杜邦分解

	1H18	2018	1H19	2019	1H20	2020
ROE	19.61%	16.57%	19.47%	16.84%	16.94%	15.73%
权益乘数	14.1	13.7	13.4	13.1	13.1	13.0
ROA	1.39%	1.21%	1.45%	1.29%	1.29%	1.21%
营业收入	3.93%	3.81%	3.97%	3.81%	3.84%	3.68%
利息净收入	2.40%	2.46%	2.51%	2.44%	2.35%	2.35%
利息收入	4.09%	4.15%	4.15%	4.14%	3.98%	3.90%
利息支出	1.69%	1.69%	1.64%	1.69%	1.63%	1.55%
净非利息收入	1.53%	1.35%	1.46%	1.36%	1.49%	1.34%
净手续费收入	1.17%	1.02%	1.12%	1.01%	1.09%	1.01%
其他非息收入	0.36%	0.33%	0.34%	0.35%	0.39%	0.33%
营业费用和税费	1.11%	1.24%	1.16%	1.29%	1.16%	1.30%
拨备前利润	2.82%	2.57%	2.81%	2.52%	2.67%	2.38%
资产减值损失	0.98%	0.93%	0.95%	0.86%	1.05%	0.82%
税前利润	1.84%	1.63%	1.86%	1.65%	1.63%	1.55%
所得税	0.44%	0.39%	0.40%	0.33%	0.33%	0.31%
税后利润	1.40%	1.24%	1.46%	1.32%	1.30%	1.24%

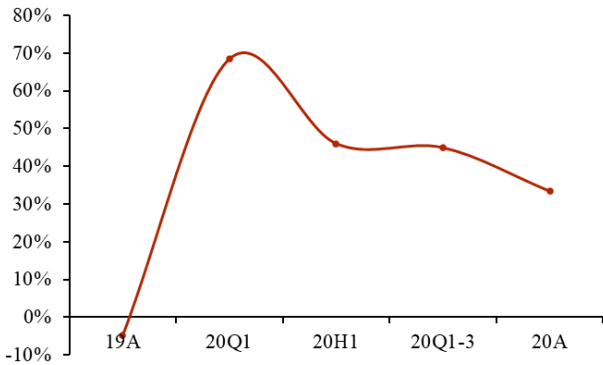
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。累计口径，数据已年化，ROE、ROA 均通过【利润/平均余额】测算。

表 2：招商银行 2020 年盈利驱动因素分解

	1Q20	1H20	3Q20	2020
规模增长 (生息资产同增)	12.3%	12.7%	12.3%	12.2%
净息差扩大 (利息净收入同增-生息资产同增)	-6.8%	-8.7%	-6.8%	-5.3%
非息收入 (营业收入同增-利息净收入同增)	5.9%	3.3%	1.0%	0.8%
成本 (拨备前利润同增-营业收入同增)	-0.7%	-1.8%	-1.8%	-2.6%
拨备 (税前利润同增-拨备前利润同增)	-5.2%	-8.6%	-5.5%	-0.6%
税收 (税后利润同增-税前利润同增)	4.1%	1.6%	-0.1%	0.3%

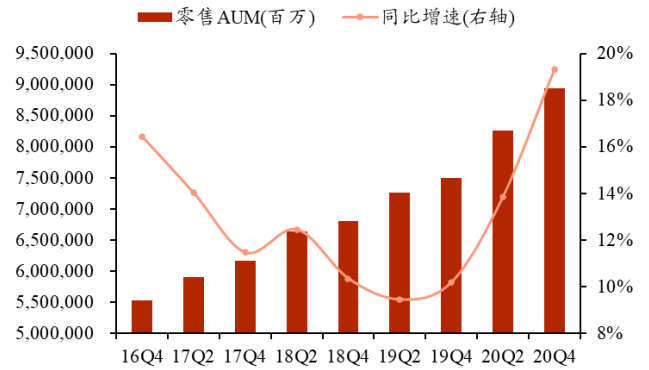
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 3：2020 年财富管理收入维持高增



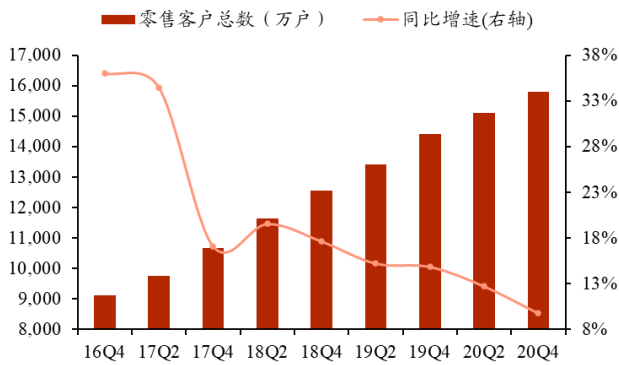
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。20A 数据加回理财子公司受托理财收入 34.64 亿。

图 4：2019 年以来零售 AUM 增速持续提升



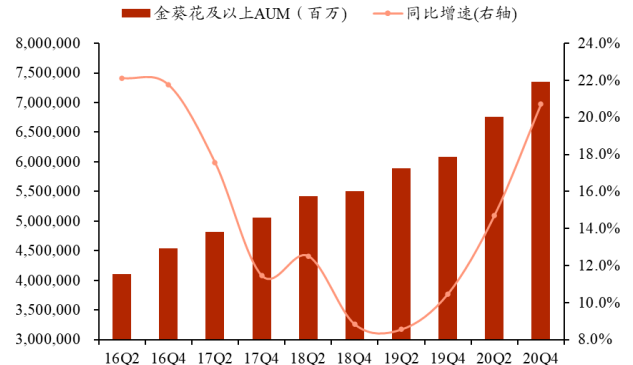
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 5：零售客户数稳步提升



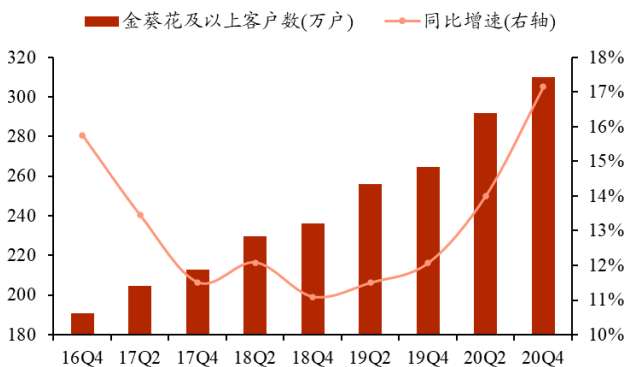
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 6：金葵花及以上客户 AUM 增速创 2017 年以来新高



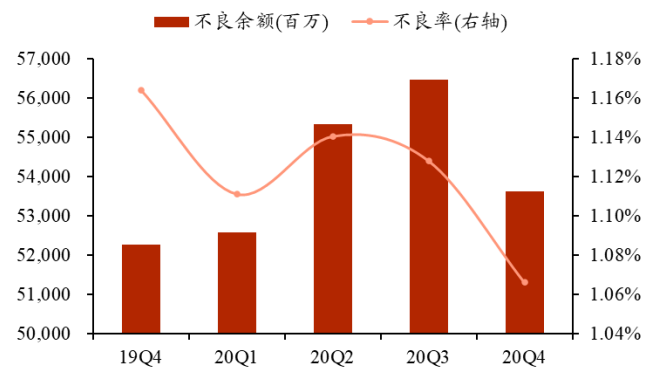
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 7：金葵花及以上客户数增速创 2016 年以来新高



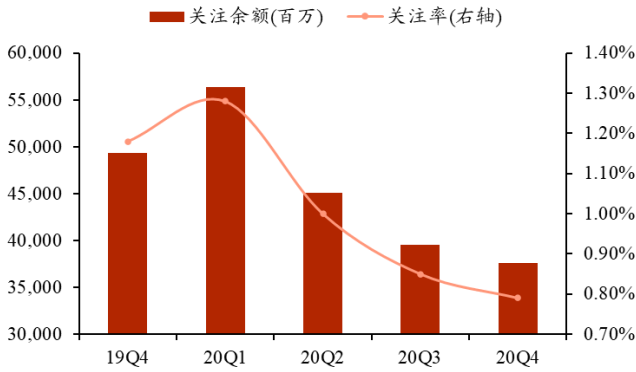
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 8：20Q4 集团口径不良实现双降



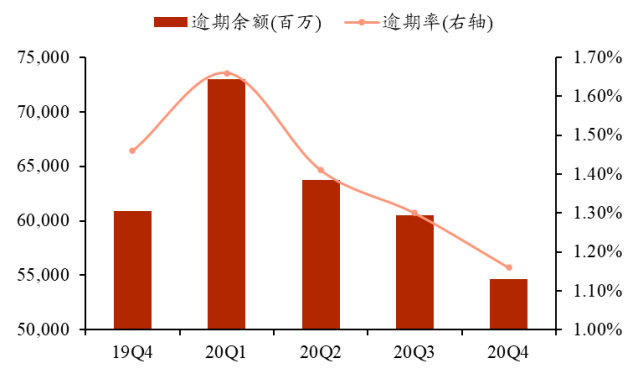
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 9：20Q2 以来，银行口径关注贷款连续双降



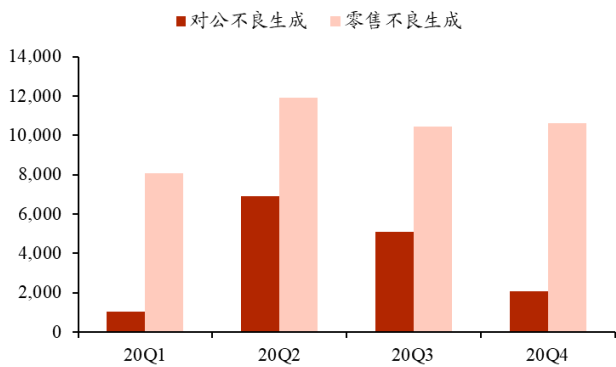
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 10：20Q2 以来，银行口径逾期贷款连续双降



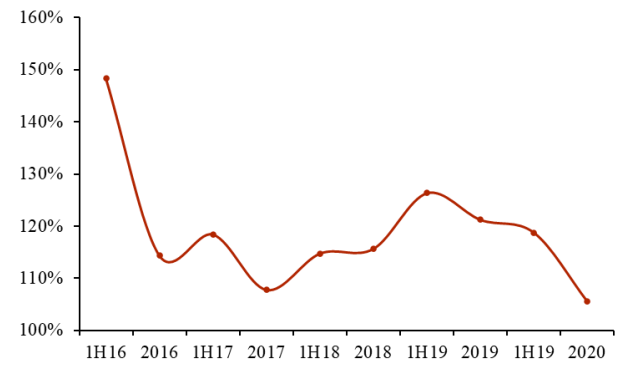
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 11：20Q4 银行口径单季对公不良生成大幅下降



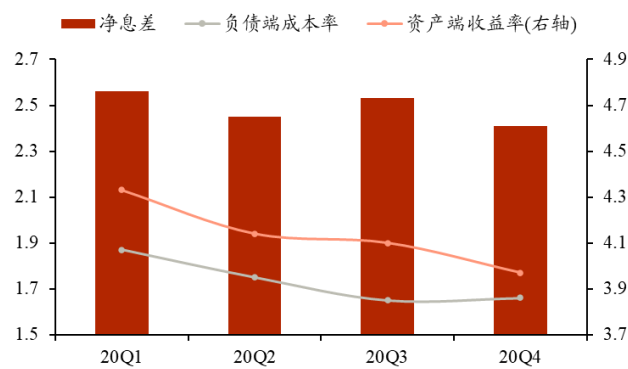
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。单位：百万元。

图 12：20Q4 逾期偏离度回落至历史最低位



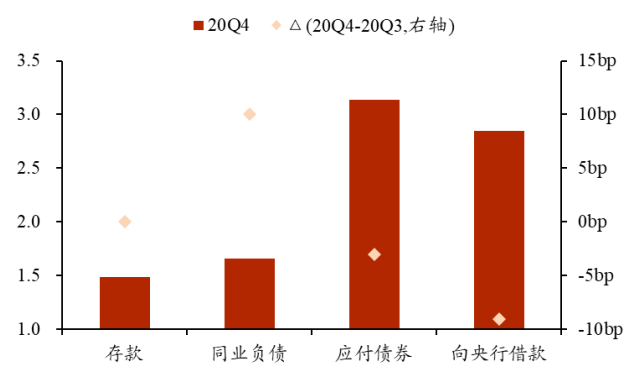
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 13：20Q4 资产端收益率下行幅度较大拖累息差



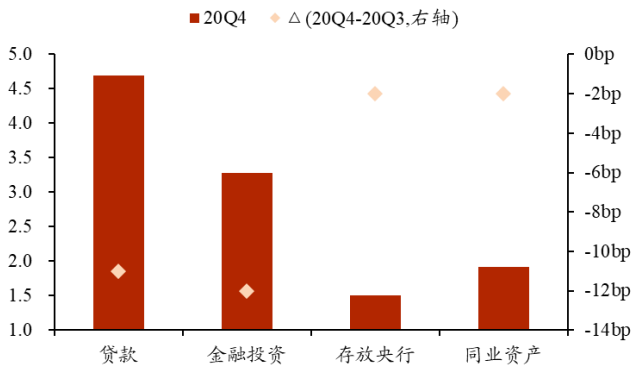
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：口径为单季度，单位：%。

图 14：20Q4 同业负债成本率环比上行



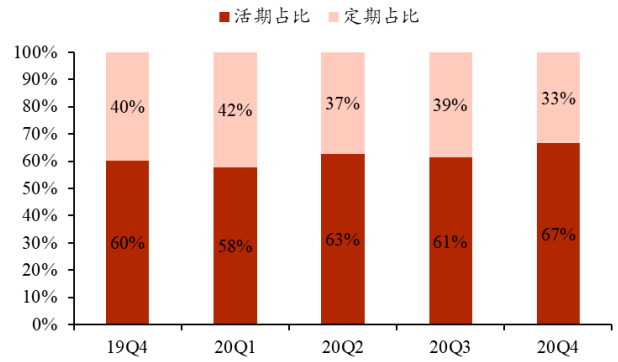
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：口径为单季度，单位：%。

图 15: 20Q4 各项资产收益率均环比下行



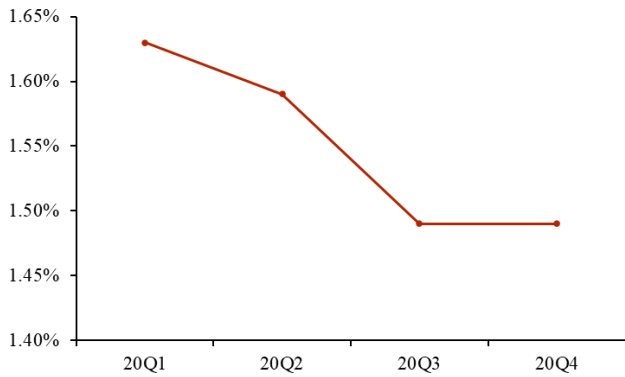
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 口径为单季度, 单位: %。

图 16: 20Q4 银行口径活期存款占比提升



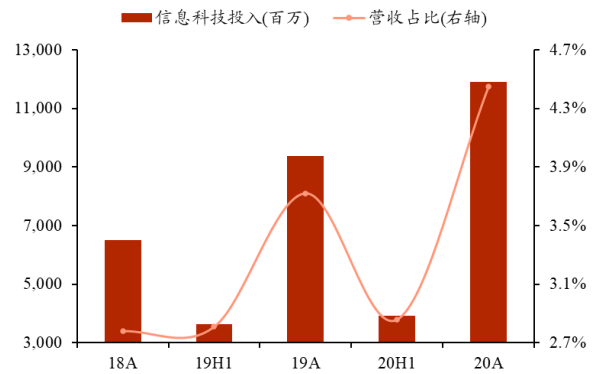
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 17: 20Q4 存款成本率维持平稳



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 口径为单季度。

图 18: 招行科技投入持续加码



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

表 3：招商银行 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)	16.8%	17.0%	15.7%	-1.3pc	-1.1pc	10.4%	17.7%	13.8%	16.1%	11.6%	-4.4pc
	ROA (年化)	1.31%	1.32%	1.23%	-9bp	-8bp	0.85%	1.46%	1.11%	1.33%	1.00%	-32bp
	拨备前利润	178,291	150,426	187,465		5.1%	34,680	55,257	48,024	47,145	37,039	-21.4%
	同比增速	6.5%	4.7%	5.1%	0.4pc	-1.4pc	2.2%	10.8%	-0.1%	3.2%	6.8%	3.6pc
	归母净利润	92,867	76,603	97,342		4.8%	15,628	27,795	21,993	26,815	20,739	-22.7%
	同比增速	15.3%	-0.8%	4.8%	5.6pc	-10.5pc	18.6%	10.1%	-13.3%	0.7%	32.7%	32.0pc
	EPS (未年化)	3.62	3.04	3.79		4.9%	0.62	1.10	0.87	1.06	0.82	-22.7%
BVPS (未年化)	22.89	24.55	25.36	3.3%	10.8%	22.89	24.11	23.73	24.55	25.36	3.3%	
收入拆分	营业收入	269,703	221,430	290,482		7.7%	61,973	76,603	71,750	73,077	69,052	-5.5%
	同比增速	8.5%	6.6%	7.7%	1.1pc	-0.8pc	2.7%	11.4%	3.1%	5.3%	11.4%	6.2pc
	利息净收入	173,090	138,535	185,031		6.9%	41,866	45,756	45,117	47,662	46,496	-2.4%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	7,044,860	7,813,124	7,903,840	1.2%	12.2%	7,314,870	7,556,043	7,848,515	8,034,813	8,175,988	1.8%
	净息差 (日均余额口径)	2.59%	2.51%	2.49%	-2bp	-10bp	2.40%	2.56%	2.45%	2.53%	2.41%	-12bp
	净息差 (期初期末口径)	2.46%	2.36%	2.34%	-2bp	-12bp	2.29%	2.42%	2.30%	2.37%	2.27%	-10bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	4.16%	3.94%	3.89%	-5bp	-27bp	4.02%	4.10%	3.88%	3.84%	3.75%	-9bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.92%	1.77%	1.75%	-3bp	-17bp	1.95%	1.89%	1.78%	1.65%	1.67%	2bp
	非利息净收入	96,613	82,895	105,451		9.1%	20,107	30,847	26,633	25,415	22,556	-11.2%
	手续费净收入	71,493	63,277	79,486		11.2%	14,334	22,061	20,208	21,008	16,209	-22.8%
	其他非息收入	25,120	19,618	25,965		3.4%	5,773	8,786	6,425	4,407	6,347	44.0%
	业务及管理费	86,541	66,312	96,745		11.8%	25,929	19,584	22,276	24,452	30,433	24.5%
	成本收入比	32.09%	29.95%	33.30%	3.4pc	1.2pc	41.84%	25.57%	31.05%	33.46%	44.07%	10.6pc
	资产减值损失	61,159	52,521	65,025		6.3%	16,223	20,354	20,089	12,078	12,504	3.5%
	贷款减值损失	54,214	40,966	46,882		-13.5%	14,105	18,043	18,168	4,755	5,916	24.4%
	信用成本	1.29%	1.15%	0.98%	-17bp	-30bp	1.26%	1.56%	1.52%	0.39%	0.47%	9bp
	所得税费用	23,709	20,835	24,481		3.3%	2,795	6,949	5,811	8,075	3,646	-54.8%
有效税率	20.24%	21.28%	19.99%	-1.3pc	-0.2pc	15.14%	19.91%	20.80%	23.03%	14.86%	-8.2pc	
规模增长	总资产	7,417,240	8,156,700	8,361,448	2.5%	12.7%	7,417,240	7,766,114	8,031,826	8,156,700	8,361,448	2.5%
	生息资产余额	7,385,490	8,099,191	8,252,785	1.9%	11.7%	7,385,490	7,726,595	7,970,435	8,099,191	8,252,785	1.9%
	贷款总额	4,490,650	5,006,202	5,029,128	0.5%	12.0%	4,490,650	4,732,658	4,851,715	5,006,202	5,029,128	0.5%
	对公贷款	2,128,034	2,236,771	2,347,968	5.0%	10.3%	2,128,034	2,213,464	2,367,563	2,236,771	2,347,968	5.0%
	个人贷款	2,362,616	2,769,431	2,681,160	-3.2%	13.5%	2,362,616	2,519,194	2,484,152	2,769,431	2,681,160	-3.2%
	同业资产	522,507	526,356	616,516	17.1%	18.0%	522,507	637,581	578,490	526,356	616,516	17.1%
	金融投资	1,804,437	2,067,208	2,068,695	0.1%	14.6%	1,804,437	1,882,889	2,045,391	2,067,208	2,068,695	0.1%
	存放央行	567,896	499,425	538,446	7.8%	-5.2%	567,896	473,467	494,839	499,425	538,446	7.8%
	总负债	6,799,533	7,446,973	7,631,094	2.5%	12.2%	6,799,533	7,117,641	7,392,805	7,446,973	7,631,094	2.5%
	付息负债余额	6,566,523	7,136,094	7,315,945	2.5%	11.4%	6,566,523	6,859,453	7,109,863	7,136,094	7,315,945	2.5%
	吸收存款	4,844,422	5,495,129	5,628,336	2.4%	16.2%	4,844,422	5,164,118	5,440,050	5,495,129	5,628,336	2.4%
	企业活期	1,692,068	2,095,230	2,306,134	10.1%	36.3%	1,692,068	1,816,303	2,053,534	2,095,230	2,306,134	10.1%
	个人活期	1,171,221	1,274,933	1,400,520	9.9%	19.6%	1,171,221	1,169,073	1,316,773	1,274,933	1,400,520	9.9%
	企业定期	1,346,033	1,515,739	1,289,556	-14.9%	-4.2%	1,346,033	1,521,633	1,408,019	1,515,739	1,289,556	-14.9%
	个人定期	635,100	609,228	632,126	3.8%	-0.5%	635,100	657,108	661,724	609,228	632,126	3.8%
	同业负债	784,735	947,935	1,009,846	6.5%	28.7%	784,735	844,002	951,017	947,935	1,009,846	6.5%
	发行债券	578,191	386,748	346,141	-10.5%	-40.1%	578,191	536,542	412,399	386,748	346,141	-10.5%
向央行借款	359,175	306,282	331,622	8.3%	-7.7%	359,175	314,791	306,397	306,282	331,622	8.3%	
所有者权益	611,301	703,306	723,750	2.9%	18.4%	611,301	642,031	632,530	703,306	723,750	2.9%	
总资本	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	
资产质量	不良贷款	52,275	56,466	53,615	-5.0%	2.6%	52,275	52,582	55,328	56,466	53,615	-5.0%
	不良率	1.16%	1.13%	1.07%	-6bp	-10bp	1.16%	1.11%	1.14%	1.13%	1.07%	-6bp
	关注贷款	52,590	n.a	40,716	n.a	-22.6%	52,590	n.a	48,088	n.a	40,716	n.a
	关注率	1.17%	n.a	0.81%	n.a	-36bp	1.17%	n.a	0.99%	n.a	0.81%	n.a
	逾期贷款	63,363	n.a	56,568	n.a	-10.7%	63,363	n.a	65,693	n.a	56,568	n.a
	逾期率	1.41%	n.a	1.12%	n.a	-29bp	1.41%	n.a	1.12%	n.a	1.12%	n.a
	不良生成额	30,871	36,019	45,074	25.1%	46.0%	10,606	6,431	17,112	12,476	9,055	-27.4%
	不良生成率	0.78%	1.07%	1.00%	-7bp	22bp	0.95%	0.57%	1.45%	1.03%	0.72%	-31bp
	核销转出额	32,201	31,828	43,734	37.4%	35.8%	11,592	6,124	14,366	11,338	11,906	5.0%
	核销转出率	60.07%	81.18%	83.66%	2.5pc	23.6pc	87.06%	46.86%	109.29%	81.97%	84.34%	2.4pc
	逾期90+偏离度	85.1%	n.a	76.4%	n.a	-8.6pc	85.1%	n.a	80.0%	n.a	76.4%	n.a
拨备覆盖率	426.8%	425%	438%	12.9pc	10.9pc	426.8%	451.3%	440.8%	424.8%	437.7%	12.9pc	
拨贷比	4.97%	4.79%	4.67%	-12bp	-30bp	4.97%	5.01%	5.03%	4.79%	4.67%	-12bp	
资本情况	核心一级资本充足率	11.95%	11.65%	12.29%	64bp	34bp	11.95%	11.94%	11.31%	11.65%	12.29%	64bp
	一级资本充足率	12.69%	13.31%	13.98%	67bp	129bp	12.69%	12.64%	11.99%	13.31%	13.98%	67bp
	资本充足率	15.54%	16.19%	16.54%	35bp	100bp	15.54%	15.52%	14.90%	16.19%	16.54%	35bp

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	538,446	577,467	658,313	750,476	净利息收入	185,031	207,929	236,572	268,510
同业资产	616,516	678,168	745,984	820,583	净手续费收入	79,486	89,819	102,394	117,753
贷款总额	5,029,128	5,582,332	6,196,389	6,877,991	其他非息收入	25,965	28,562	31,418	34,559
贷款减值准备	-234,522	-254,519	-285,703	-321,536	营业收入	290,482	326,310	370,383	420,822
贷款净额	4,804,361	5,327,814	5,910,685	6,556,455	税金及附加	-2,478	-2,820	-3,183	-3,602
证券投资	2,068,695	2,406,229	2,783,129	3,227,891	业务及管理费	-96,745	-104,419	-118,523	-134,663
其他资产	333,430	344,783	387,295	435,517	营业外净收入	-203	-2	0	0
资产合计	8,361,448	9,334,461	10,485,407	11,790,922	拨备前利润	187,465	215,289	244,389	277,683
同业负债	1,341,468	1,448,785	1,564,688	1,689,863	资产减值损失	-65,025	-74,966	-82,579	-90,891
存款余额	5,628,336	6,416,303	7,314,585	8,338,627	税前利润	122,440	140,323	161,810	186,792
应付债券	346,141	353,116	360,231	367,490	所得税	-24,481	-28,065	-32,362	-37,358
其他负债	315,149	306,904	345,044	388,232	税后利润	97,959	112,259	129,448	149,433
负债合计	7,631,094	8,525,108	9,584,549	10,784,213	归属母公司净利润	97,342	111,609	128,698	148,568
股东权益合计	730,354	809,353	900,858	1,006,710	归属母公司普通股股东净利润	95,691	109,950	127,039	146,909
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	6.90%	12.38%	13.78%	13.50%	不良贷款余额	53,615	55,985	61,438	68,055
手续费净增速	11.18%	13.00%	14.00%	15.00%	不良贷款净生成率	1.00%	0.90%	0.90%	0.90%
非息净收入增速	9.15%	12.26%	13.03%	13.83%	不良贷款率	1.07%	1.00%	0.99%	0.99%
拨备前利润增速	5.15%	14.84%	13.52%	13.62%	拨备覆盖率	438%	455%	465%	472%
归属母公司净利润增速	4.82%	14.66%	15.31%	15.44%	拨贷比	4.67%	4.56%	4.61%	4.67%
盈利能力					流动性				
ROAE	15.73%	16.20%	16.64%	17.06%	贷存比	89.35%	87.00%	84.71%	82.48%
ROAA	1.23%	1.26%	1.30%	1.33%	贷款/总资产	60.15%	59.80%	59.10%	58.33%
RORWA	2.39%	2.19%	2.06%	2.12%	平均生息资产/平均总资产	99.11%	98.88%	99.03%	99.03%
生息率	3.89%	3.87%	3.90%	3.93%	每股指标(元)				
付息率	1.75%	1.68%	1.68%	1.67%	EPS	3.79	4.36	5.04	5.83
净利差	2.14%	2.19%	2.23%	2.25%	BVPS	25.36	28.47	32.07	36.23
净息差	2.34%	2.38%	2.41%	2.43%	每股股利	1.25	1.44	1.66	1.92
成本收入比	33.30%	32.00%	32.00%	32.00%	估值指标				
资本状况					P/E	13.64	11.87	10.28	8.89
资本充足率	16.54%	15.65%	15.45%	15.30%	P/B	2.04	1.82	1.61	1.43
核心资本充足率	13.98%	13.15%	13.09%	13.07%	P/POP	6.96	6.06	5.34	4.70
风险加权系数	51.41%	63.00%	63.00%	63.00%	股息收益率	2.42%	2.78%	3.21%	3.71%
股息支付率	32.46%	32.51%	32.57%	32.63%					

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>