

平安银行(000001)

转型以来最优答卷

——平安银行 2021 年一季报点评

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

报告导读

21Q1 利润同比+18.5%，业绩大超预期，交出转型以来最优答卷。

投资要点

□ 经营质效大超预期，转型以来最优答卷

转型以来最优答卷。21Q1 归母净利润同比+18.5%，利润增长创出 2015 年以来最优成绩单；2020 年盈利能力回升被疫情打断，2021 年开局重回上升通道，21Q1 ROE（年化）同比回升 78bp 至 12.28%。盈利能力回升有望促发价值重估。

□ 财富私行继续快增，零售银行火力全开

零售 AUM 维持高增。（1）客户数来看，21Q1 零售客户同比增长 12%至 1.1 亿户，口袋银行 APP 月活客户同比增长 22%至 3796 万户，私行客户、财富客户分别同比增长 33%、21%，均较 2020 年末进一步提速。（2）AUM 来看，零售 AUM、私行 AUM 分别继续保持 31%、53% 的高速增长。除此以外，银保业务的突破有望成为新的增长点，21Q1 代理保险收入同比增长 64%。

消费金融继续修复。（1）投放的角度，新一贷、车贷的新发放均相较 20Q4 有进一步回升，显示需求好转；信用卡由于季节性因素，余额有所下降。（2）质量的角度，新一贷、信用卡不良率较年初分别继续-5bp、-7bp；汽车贷款不良率较年初上升，主要是发力二手车、车主贷，综合收益可观。整体来看，2021 年经济恢复和风险改善，为平安银行消费金融贷款恢复性增长提供了很好的环境。

□ 重塑资产负债结构，负债成本显著优化

负债成本继续优化。“新三年”战略举措卓有成效。21Q1 存款成本率较年初继续下降 4bp，支撑息差表现。其中：①结构上，公司和个人日均活期存款分别较年初+10%、5%；②价格上，高息存款清退效果明显，更加考量量价平衡，个人定期存款成本率较年初下降 19bp，企业定期存款成本率基本稳定。

□ 资产质量大幅改善，且安全垫显著增厚

不良优异驱动利润。21Q1 利润增速的显著回升，核心驱动力来自于拨备拖累改善，而这种改善的本质不是“拨备反哺利润”，而是资产质量改善驱动的真实盈利增长。21Q1 是不良降+拨备升的组合。①不良降：21Q1 不良率较年初-8bp 至 1.10%、关注率-5bp 至 1.06%，不良生成、“不良+关注”生成率继续全面改善。②拨备升：拨备覆盖率较年初+44pc 至 245%。**预计此种趋势可延续。**①经济恢复下，新发放贷款逾期率和不良率均已改善恢复至疫情前水平；②认定方面，逾期 60+偏离度 88%，较年初继续-4pc，逾期 90+偏离度 78%，资产质量扎实。

□ 盈利预测及估值：2.0 倍目标 PB 估值

受益科技和集团双赋能，平安银行有望成为全球最佳智能零售银行。预计 2021-2023 年平安银行归母净利润同比增长 19.41%/15.11%/15.37%，对应 BPS 16.69/18.39/20.36 元/股。现价对应 PB 估值 1.30/1.18/1.07 倍。给予 2.0 倍 PB 目标估值，目标价 33.21 元/股，现价对应 21 年 PB 1.3x，现价空间 53%。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 21.69

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2020	0.34
3Q/2020	0.45
2Q/2020	0.26
1Q/2020	0.44



公司简介

相关报告

- 1《盈利新起点——平安银行 2020 年年报点评》2021.02.02
- 2《盈利新起点——平安银行 2020 年三季报点评》2020.10.22
- 3《平安银行 20H1：长肌肉，藏肌肉——再次印证我们的判断》2020.08.28
- 4《疫情难阻业绩超预期——平安银行 2020 年一季报点评》2020.04.21
- 5《揭开口罩看年报——平安银行深度报告》2020.02.22

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

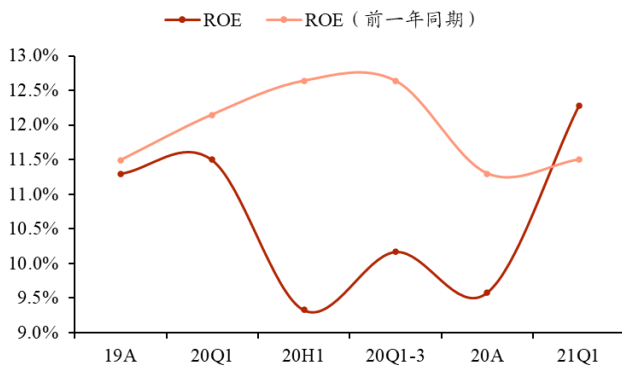
财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	153,542	167,299	191,781	220,587
(+/-)	11.30%	8.96%	14.63%	15.02%
净利润	28,928	34,542	39,762	45,872
(+/-)	2.60%	19.41%	15.11%	15.37%
每股净资产(元)	15.16	16.69	18.39	20.36
P/B	1.43	1.30	1.18	1.07

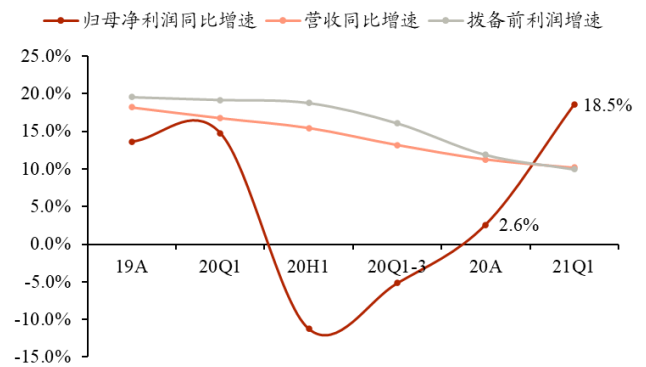
表 1：平安银行目标估值水平测算

轻资产业务		重资产业务		2021 年估值	
中收 (2021E)	374	真实不良 (2021E)	649	测算目标市值	6,558
成本收入比	40%	拨备水平 (2021E)	810	测算目标估值 PE	19.96
税率	25%	税率	25%	测算目标估值 PB	2.02
中间业务净利润	168	风险调整后的净资产	3,360	当前估值 PB	1.30
估值 (19x PE)	3,197	估值 (1x PB)	3,360		

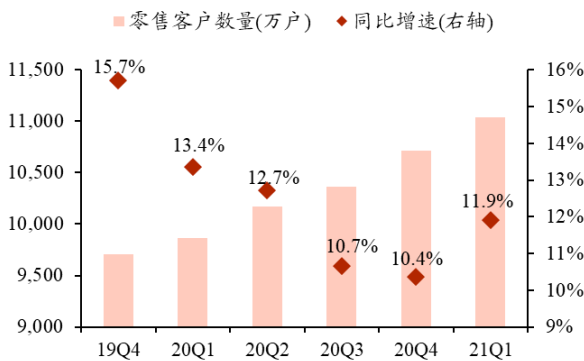
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。单位：亿元。估值方法：分部估值法。①轻资产业务对应 3197 亿市值。从商业模式来看，资管新规破刚兑后，中间业务（除去信用卡分期）主要基于服务，不承担信用风险，可以使用 PE 估值。参考海外资管公司，给予 19x PE (2021E) 估值。为消除季节性扰动，使用平安银行 2021 年预测中收进行估值。假定平安银行 2020 年洁净中收（除去信用卡分期手续费）占营收约 20%（与 21Q1 水平相同），且 2021 年中收保持 20% 高增，对应 2021 年中收 374 亿。假设 25% 税率和 40% 的成本收入比（无具体数据，假设比整体成本收入比略高），平安银行 2021 年中间业务贡献利润约 168 亿，对应估值 3197 亿；②传统业务对应 3360 亿市值。传统业务商业模式依赖资本金，且盈利具有周期性，采用 PB 估值。为消除银行间不同拨备计提政策带来的扰动，使用风险调整后的净资产（归母普通股股东净资产+拨备余额*75%-不良和关注余额*75%）。假定 2021 年平安银行不良率、关注率、拨备覆盖率保持平稳，2021 年末，风险调整后的净资产为 3360 亿，1x PB 估值下，传统业务对应 3360 亿市值。新估值体系下，给予平安银行 6558 亿目标市值，对应 2021 年末 2.02x PB。此前目标价 33.21 元，对应估值 2.0x PB，较为接近。因此维持目标价，现价空间 53%。

图 1：21Q1 盈利能力同比提升


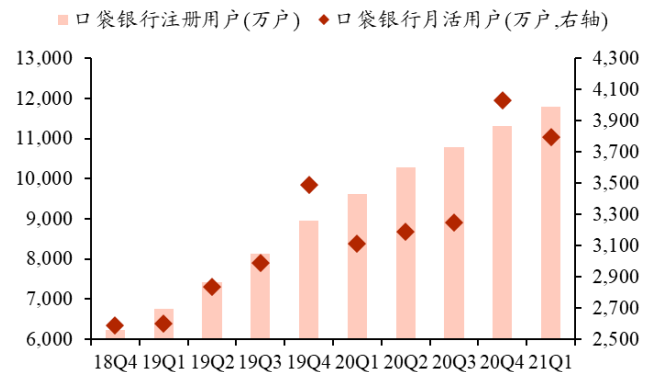
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 2：21Q1 利润同比高增 18.5%，较 20A 回升 15.9pc


资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

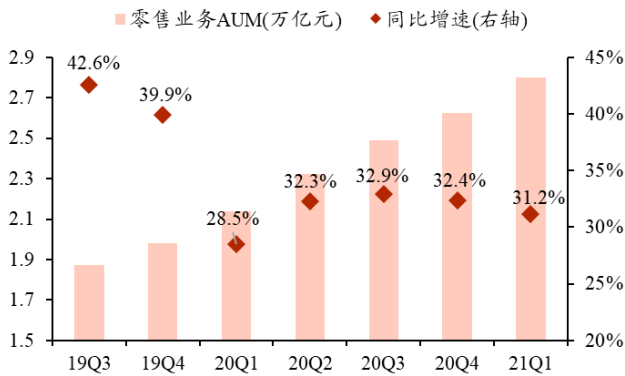
图 3：21Q1 零售客户增长提速


资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 4：口袋银行用户数保持增长


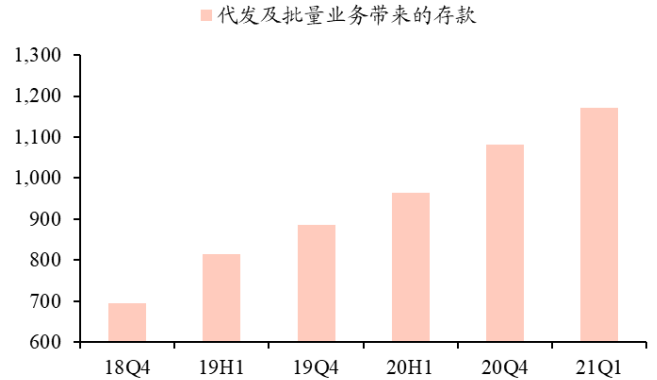
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 5：零售 AUM 继续高增



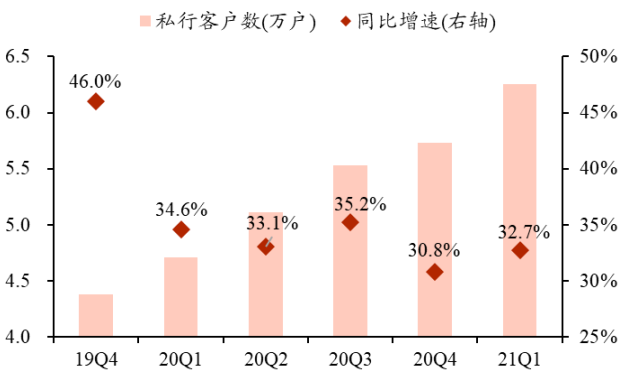
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 6：代发及批量业务带来的存款继续增长



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：单位亿元。

图 7：私行客户数增速较 20A 提升



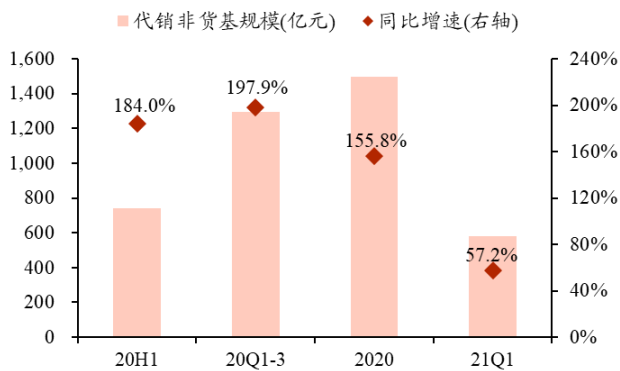
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 8：私行 AUM 21Q1 余额维持超 50% 的同比增速



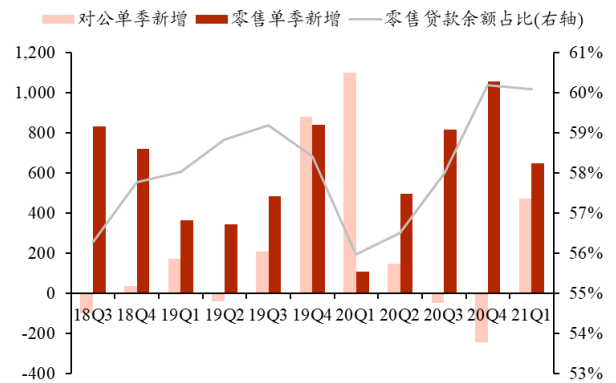
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。单位：亿元。

图 9：代销非货币公募规模实现 57% 的高增



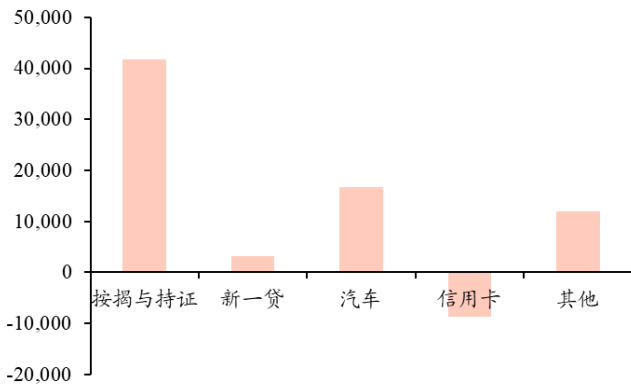
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 10：21Q1 贷款投放以零售为主



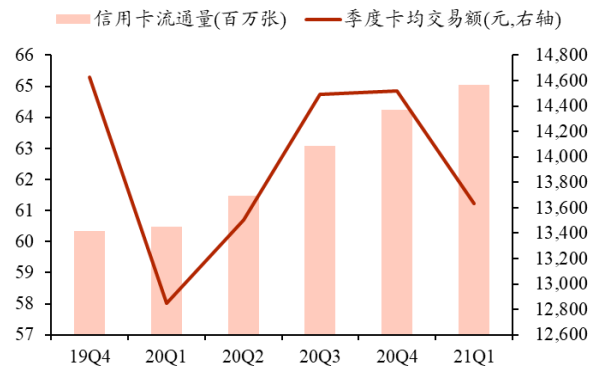
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。单位：亿元。

图 11: 21Q1 新增零售贷款仍以按揭与持证抵押、汽融为主



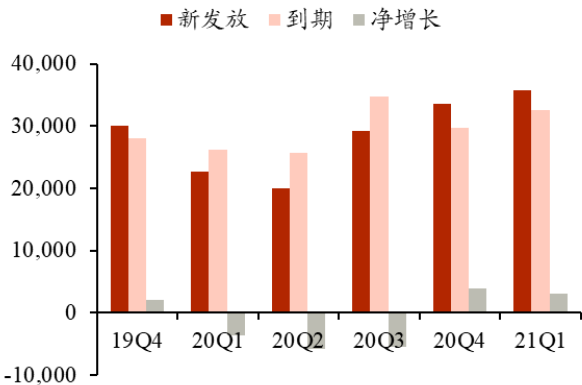
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。单位: 百万元。

图 12: 信用卡流量继续增长



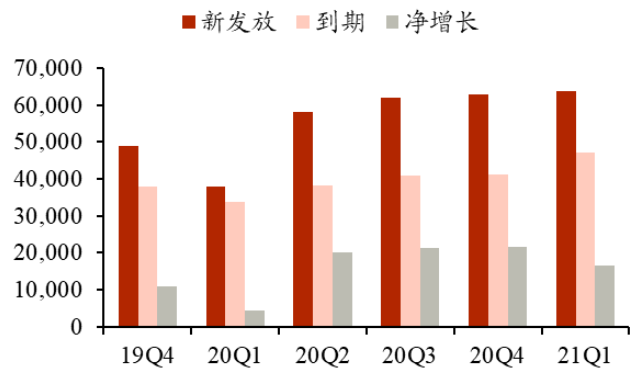
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 13: 新一贷业务 21Q1 继续增长



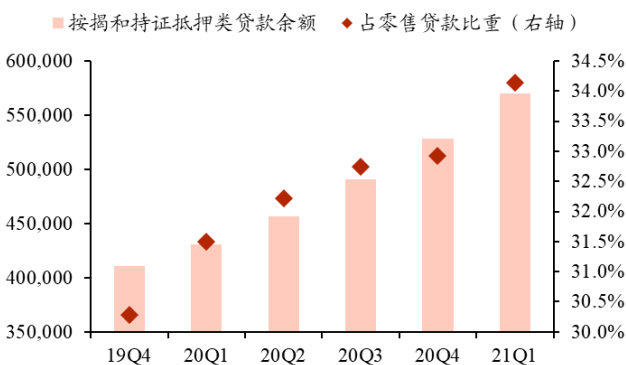
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 口径为单季度, 单位百万元。

图 14: 汽车贷款新发放金额稳中有升



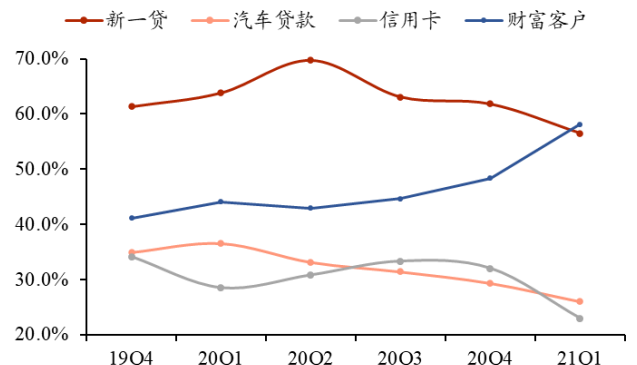
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 口径为单季度, 单位百万元。

图 15: 按揭和抵押持证类贷款占零售贷款比重持续提升



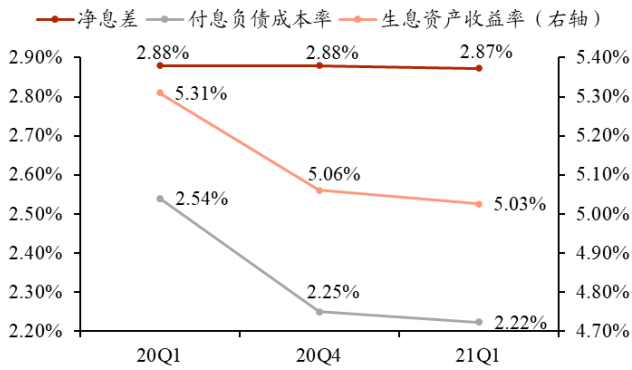
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 口径为单季度, 单位百万元。

图 16: 综合金融赋能财富管理的效果显著



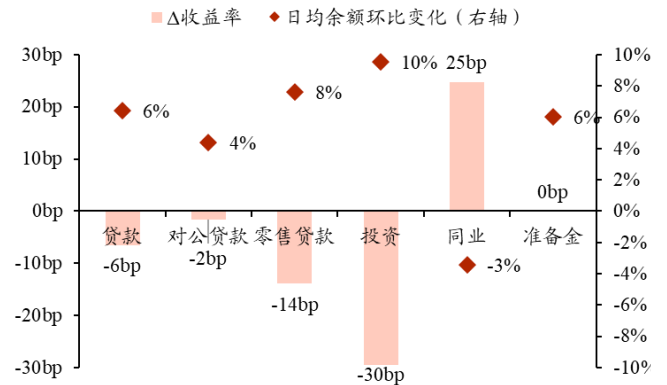
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 前三者为 MGM 引流占新发放贷款比重, 财富客户为 MGM 引流占新增客户比重。

图 17: 21Q1 净息差环比基本稳定



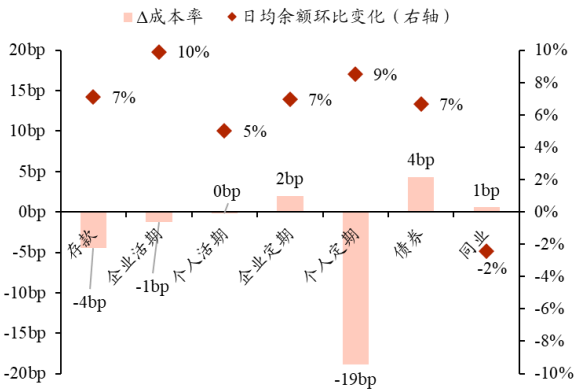
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。信用卡手续费调整, 数据已经重述, 下同。

图 18: 21Q1 贷款和金融投资利率较 20Q4 微降



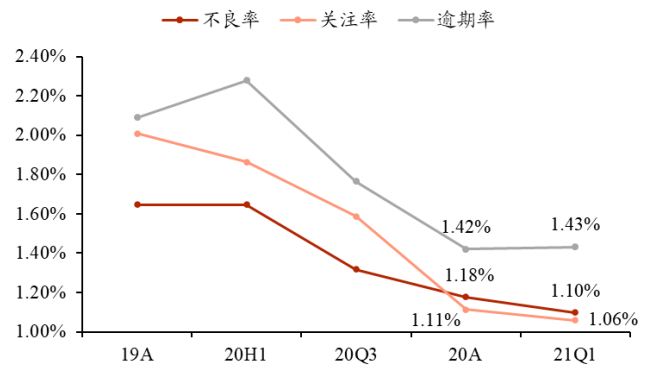
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 19: 21Q1 存款成本率较 20Q4 继续改善



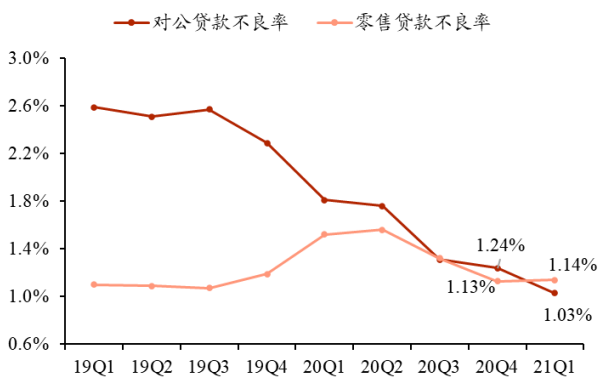
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 20: 21Q1 资产质量继续改善



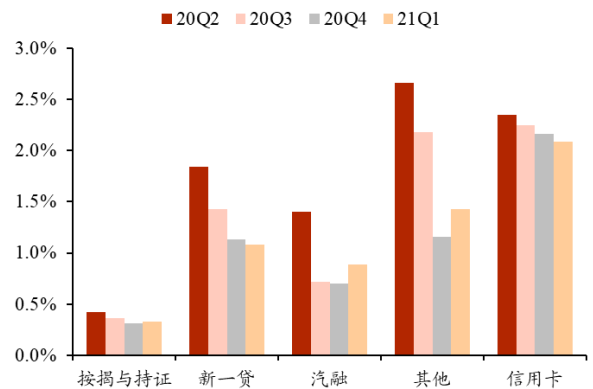
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 21: 21Q1 对公贷款不良率较年初改善



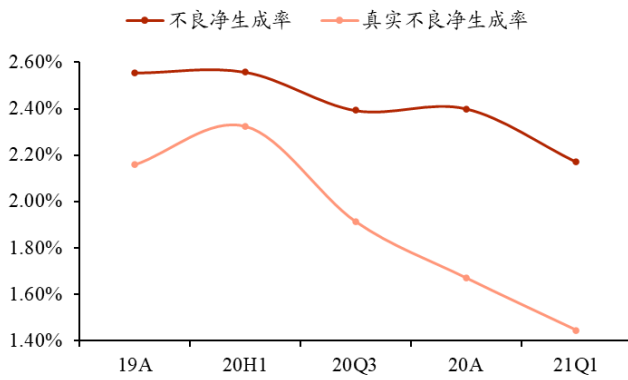
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 22: 新一贷、信用卡不良率较年初改善



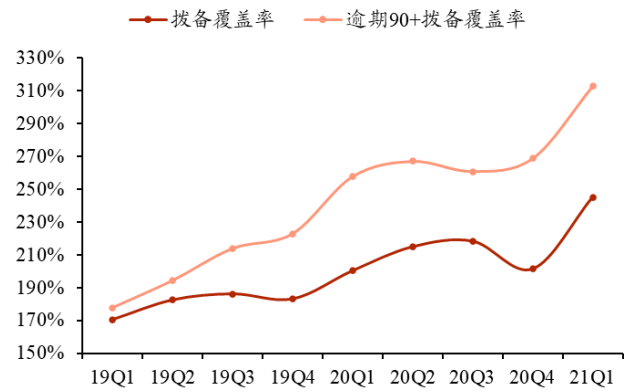
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 23：测算风险生成指标持续改善



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：口径为 TTM。

图 24：拨备覆盖率较年初大幅上行



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

表 2：平安银行 2021 年一季度业绩概览

维度	单位：百万元	20Q1	20A	21Q1	环比变化	同比变化	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	QoQ	
利润指标	ROE (年化)	11.5%	9.6%	12.3%	2.7pc	0.8pc	10.3%	4.8%	10.8%	5.4%	11.0%	5.7pc	
	ROA (年化)	0.85%	0.69%	0.90%	21bp	5bp	0.85%	0.49%	0.82%	0.59%	0.90%	30bp	
	拨备前利润	26,886	107,172	29,571		10.0%	26,886	29,192	27,138	23,956	29,571	23.4%	
	同比增速	19.2%	11.9%	10.0%	-1.9pc		19.2%	18.4%	10.9%	-0.6%	10.0%	10.6pc	
	归母净利润	8,548	28,928	10,132		18.5%	8,548	5,130	8,720	6,530	10,132	55.2%	
	同比增速	14.8%	2.6%	18.5%	15.9pc	3.7pc	14.8%	-35.5%	6.1%	42.8%	18.5%	-24.2pc	
	EPS (未年化)	0.40	1.40	0.42		5.6%	0.44	0.26	0.45	0.34	0.52	55.2%	
	BVPS (未年化)	14.55	15.16	15.60	2.9%	7.2%	14.55	14.50	14.88	15.16	15.60	2.9%	
收入拆分	营业收入	37,926	153,542	41,788		10.2%	37,926	40,402	38,236	36,978	41,788	13.0%	
	同比增速	16.8%	11.3%	10.2%	-1.1pc	-6.6pc	16.8%	14.3%	8.8%	5.7%	10.2%	4.5pc	
	利息净收入	27,431	99,650	29,766		8.5%	27,431	22,874	24,849	24,496	29,766	21.5%	
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	3,940,387	4,122,247	4,424,125	7.3%	12.3%	3,940,387	4,062,863	4,174,960	4,310,779	4,424,125	2.6%	
	净息差 (日均余额口径)	2.88%	2.53%	2.87%	-1bp		2.88%	2.59%	2.48%	2.88%	2.87%	-1bp	
	净息差 (期初期末口径)	2.78%	2.42%	2.69%	-9bp		2.78%	2.25%	2.48%	2.27%	2.69%	n.a	
	生息资产收益率 (期初期末口径)	5.13%	4.54%	4.71%	-42bp		5.13%	4.38%	4.39%	4.31%	4.71%	n.a	
	付息负债成本率 (期初期末口径)	2.61%	2.37%	2.23%	-14bp	-37bp	2.61%	2.39%	2.25%	2.26%	2.23%	-2bp	
	非利息净收入	10,495	53,892	12,022		14.5%	10,495	17,528	13,387	12,482	12,022	n.a	
	手续费净收入	7,027	43,481	8,481		20.7%	7,027	12,695	12,517	11,242	8,481	n.a	
	其他非息收入	3,468	10,411	3,541		2.1%	3,468	4,833	870	1,240	3,541	185.6%	
	业务及管理费	10,598	44,690	11,750		10.5%	10,598	10,782	10,715	12,595	11,750	-6.7%	
	成本收入比	27.94%	29.11%	28.12%	-1.0pc	0.2pc	27.94%	26.69%	28.02%	34.06%	28.12%	-5.9pc	
	资产减值损失	15,928	70,418	16,697		4.8%	15,928	22,563	15,899	16,028	16,697	4.2%	
	贷款减值损失	14,698	43,148	12,805		12.9%	14,698	17,604	5,098	5,748	12,805	122.8%	
	信用成本	2.47%	1.73%	1.88%	15bp	-59bp	2.47%	2.84%	0.80%	0.88%	1.88%	101bp	
	所得税费用	2,410	7,826	2,742		13.8%	2,410	1,499	2,519	1,398	2,742	96.1%	
	有效税率	21.99%	21.29%	21.30%	0.0pc	-0.7pc	21.99%	22.61%	22.41%	17.63%	21.30%	3.7pc	
	规模增长	总资产	4,132,298	4,468,514	4,572,974	2.3%	10.7%	4,132,298	4,178,622	4,346,921	4,468,514	4,572,974	2.3%
		生息资产余额	4,030,989	4,366,374	4,481,876	2.6%	11.2%	4,030,989	4,094,736	4,255,184	4,366,374	4,481,876	2.6%
贷款总额		2,444,176	2,666,297	2,778,510	4.2%	13.7%	2,444,176	2,508,408	2,585,004	2,666,297	2,778,510	4.2%	
对公贷款		1,075,978	1,061,357	1,108,599	4.5%	3.0%	1,075,978	1,090,653	1,085,743	1,061,357	1,108,599	4.5%	
个人贷款		1,368,198	1,604,940	1,669,911	4.0%	22.1%	1,368,198	1,417,755	1,499,261	1,604,940	1,669,911	4.0%	
同业资产		182,476	272,484	252,212	-7.4%	38.2%	182,476	213,897	247,166	272,484	252,212	-7.4%	
金融投资		1,120,631	1,143,611	1,138,251	-0.5%	1.6%	1,120,631	1,120,005	1,124,134	1,143,611	1,138,251	-0.5%	
存放央行		283,706	283,982	312,903	10.2%	10.3%	283,706	252,426	298,880	283,982	312,903	10.2%	
总负债		3,779,943	4,104,383	4,200,357	2.3%	11.1%	3,779,943	3,827,225	3,988,150	4,104,383	4,200,357	2.3%	
付息负债余额		3,587,507	3,955,441	4,033,161	2.0%	12.4%	3,587,507	3,636,620	3,817,190	3,955,441	4,033,161	2.0%	
吸收存款		2,566,857	2,673,118	2,739,988	2.5%	6.7%	2,566,857	2,486,121	2,549,845	2,673,118	2,739,988	2.5%	
同业负债		426,239	545,871	520,190	-4.7%	22.0%	426,239	488,438	574,068	545,871	520,190	-4.7%	
发行债券		471,761	611,865	648,738	6.0%	37.5%	471,761	542,209	571,203	611,865	648,738	6.0%	
向央行借款		122,650	124,587	124,245	-0.3%	1.3%	122,650	119,852	122,074	124,587	124,245	-0.3%	
所有者权益		352,355	364,131	372,617	2.3%	5.8%	352,355	351,397	358,771	364,131	372,617	2.3%	
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	40,341	31,390	30,522	-2.8%	-24.3%	40,341	41,313	34,044	31,390	30,522	-2.8%	
	不良率	1.65%	1.18%	1.10%	-8bp	-55bp	1.65%	1.65%	1.32%	1.18%	1.10%	-8bp	
	关注贷款	47,167	29,703	29,388	-1.1%	-37.7%	47,167	46,738	41,061	29,703	29,388	-1.1%	
	关注率	1.93%	1.11%	1.06%	-6bp	-87bp	1.93%	1.86%	1.59%	1.11%	1.06%	-6bp	
	逾期贷款	n.a	37,864	39,804	5.1%	n.a	n.a	57,168	45,628	37,864	39,804	5.1%	
	逾期率	n.a	1.42%	1.43%	1bp	n.a	n.a	2.28%	1.77%	1.42%	1.43%	1bp	
	不良生成额	8,551	55,755	5,858	-89.5%	-31.5%	8,551	15,082	12,580	19,542	5,858	-70.0%	
	不良生成率	1.47%	2.40%	0.88%	-152bp	-59bp	1.47%	2.47%	2.01%	3.02%	0.88%	-215bp	
	核销转出额	6,443	62,598	6,726	-89.3%	4.4%	6,443	14,110	19,849	22,196	6,726	-69.7%	
	核销转出率	67.41%	163.73%	85.71%	-78.0pc	18.3pc	67.41%	139.91%	192.18%	260.79%	85.71%	-175.1pc	
	逾期90+偏离度	77.7%	74.9%	78.4%	3.4pc	0.7pc	77.7%	80.5%	83.7%	74.9%	78.4%	3.4pc	
	拨备覆盖率	200.3%	201%	245%	43.8pc	44.8pc	200.3%	214.9%	218.3%	201.4%	245.2%	43.8pc	
拨贷比	3.31%	2.37%	2.69%	32bp	-61bp	3.31%	3.54%	2.87%	2.37%	2.69%	32bp		
资本情况	核心一级资本充足率	9.20%	8.69%	8.67%	-2bp	-53bp	9.20%	8.93%	8.94%	8.69%	8.67%	-2bp	
	一级资本充足率	11.65%	10.91%	10.81%	-10bp	-84bp	11.65%	11.35%	11.29%	10.91%	10.81%	-10bp	
	资本充足率	14.27%	13.29%	13.20%	-9bp	-107bp	14.27%	13.96%	13.86%	13.29%	13.20%	-9bp	

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。因 21Q1 口径变换，息差、生息资产收益率、中收不可比。

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	103,878	117,025	132,337
同业资产	272,484	291,558	311,967	333,805	净手续费收入	43,481	52,177	62,613	75,135
贷款总额	2,666,297	3,009,389	3,370,516	3,774,978	其他非息收入	10,411	11,244	12,143	13,115
贷款减值准备	-62,821	-84,772	-111,097	-140,541	营业收入	153,542	167,299	191,781	220,587
贷款净额	2,610,841	2,924,617	3,259,419	3,634,437	税金及附加	-1,525	-1,701	-1,948	-2,237
证券投资	1,143,611	1,238,120	1,371,934	1,522,111	业务及管理费	-44,690	-48,694	-55,820	-64,204
其他资产	157,596	192,474	213,731	237,511	营业外净收入	-155	0	0	0
资产合计	4,468,514	4,950,751	5,497,511	6,109,179	拨备前利润	107,172	116,903	134,013	154,146
同业负债	670,458	717,390	767,607	821,340	资产减值损失	-70,418	-73,012	-83,490	-95,860
存款余额	2,673,118	2,993,892	3,353,159	3,755,538	税前利润	36,754	43,891	50,523	58,287
应付债券	611,865	708,894	797,866	898,005	所得税	-7,826	-9,349	-10,761	-12,415
其他负债	148,942	136,706	152,123	169,326	税后利润	28,928	34,542	39,762	45,872
负债合计	4,104,383	4,556,882	5,070,755	5,644,210	归属母公司净利润	28,928	34,542	39,762	45,872
股东权益合计	364,131	393,869	426,756	464,969	归属母公司普通股股东净利润	27,234	32,848	38,068	44,178
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%	4.24%	12.66%	13.08%	不良贷款余额	31,390	33,041	37,181	41,599
手续费净增速	18.34%	20.00%	20.00%	20.00%	不良贷款净生成率	2.40%	1.51%	1.51%	1.51%
非息净收入增速	12.28%	17.68%	17.87%	18.05%	不良贷款率	1.18%	1.10%	1.10%	1.10%
拨备前利润增速	11.91%	9.08%	14.64%	15.02%	拨备覆盖率	201%	257%	299%	338%
归属母公司净利润增速	2.60%	19.41%	15.11%	15.37%	拨贷比	2.37%	2.82%	3.30%	3.72%
盈利能力					流动性				
ROAE	9.60%	10.63%	11.18%	11.75%	贷存比	99.74%	100.52%	100.52%	100.52%
ROAA	0.69%	0.73%	0.76%	0.79%	贷款/总资产	59.67%	60.79%	61.31%	61.79%
RORWA	0.97%	1.04%	1.09%	1.13%	平均生息资产/平均总资产	97.72%	97.77%	97.99%	98.28%
生息率	4.54%	4.39%	4.42%	4.45%	每股指标(元)				
付息率	2.37%	2.34%	2.34%	2.34%	EPS	1.40	1.69	1.96	2.28
净利差	2.17%	2.04%	2.08%	2.11%	BVPS	15.16	16.69	18.39	20.36
净息差	2.42%	2.26%	2.29%	2.32%	每股股利	0.18	0.27	0.31	0.35
成本收入比	29.11%	29.11%	29.11%	29.11%	估值指标				
资本状况					P/E	15.46	12.81	11.06	9.53
资本充足率	13.29%	13.12%	12.79%	12.53%	P/B	1.43	1.30	1.18	1.07
核心资本充足率	10.91%	10.80%	10.58%	10.41%	P/PPOP	3.93	3.60	3.14	2.73
风险加权系数	70.53%	70.00%	70.00%	70.00%	股息收益率	0.83%	1.23%	1.42%	1.63%
股息支付率	12.07%	15.00%	15.00%	15.00%					

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>