

中国银行业

招商银行与宁波银行——相比头部区域性银行，更看好领先的全国性银行

招商银行和宁波银行均被视为优质银行，目前估值都明显高于同业（图 1）。宁波银行在客户细分方面更有针对性，在收入增长和信用风险管理方面比招商银行更有优势。不过，相比宁波银行而言我们更看好招商银行。首先，招商银行在数字银行和理财/私人银行业务方面领先，带来稳健的存款业务和手续费业务。其净息差和手续费增长前景好于宁波银行。其次，招商银行采用轻资本模式，资本效率更高，资本回报率也不错；而宁波银行的收入增长则由积极的资产扩张所推动，需要补充核心资本，进而稀释 ROE。第三，从 P/B-ROE 角度来看，招商银行的估值比宁波银行更具吸引力。

相比宁波银行，我们更看好招商银行

- 招商银行的净息差比宁波银行更具韧性。值得注意的是，招商银行在存款业务方面领先，因此存款和负债成本低于宁波银行，而宁波银行由于风险偏好更高，因此资产收益率较高。我们预计中国的资产收益率将呈结构性下滑趋势，因此宁波银行的净息差下行空间可能大于招商银行。
- 招商银行采用轻资本业务模式，手续费收入占总收入的 28%（宁波银行为 15%），因此其资产增速较宁波银行更温和，具有更高的资本效率。值得注意的是，招商银行内部资本的生成足以支撑其增长，而宁波银行则需要每隔几年进行一次股权融资，从而稀释 ROE（参见我们 2021 年 1 月发布的有关宁波银行融资计划[报告](#)）。
- 招商银行在理财和数字银行业务方面领先，支持其存款业务和手续费业务。
- 招商银行的估值相比宁波银行更具吸引力（图 1）。基于摩根大通的估算，宁波银行目前股价对应 2.0x 2021E P/B 和 13.4% ROE，而招商银行股价对应 2.0x 2021E P/B 和 15.2% ROE。

图 1: A 股上市银行 P/B-ROE

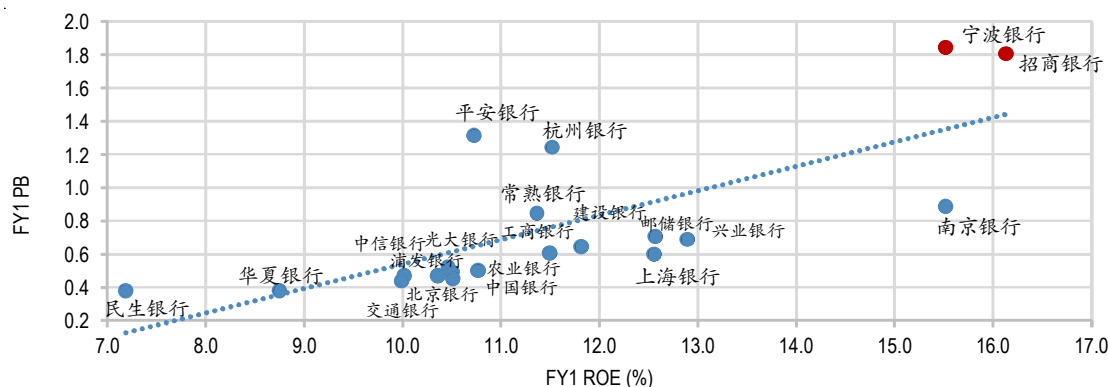


表 1: 对招商银行与宁波银行的杜邦分析法

杜邦分析法	招商银行				宁波银行			
	2018	2019	2020	2018-20 平均	2018	2019	2020	2018-20 平均
净息收入	2.46%	2.44%	2.35%	2.42%	1.78%	1.83%	1.89%	1.83%
非净息收入	1.33%	1.34%	1.30%	1.32%	0.91%	1.06%	0.90%	0.96%
净手续费	1.02%	1.01%	1.01%	1.01%	0.54%	0.42%	0.43%	0.46%
其他收入	0.31%	0.33%	0.29%	0.31%	0.37%	0.64%	0.47%	0.49%
营业收入	3.79%	3.79%	3.64%	3.74%	2.69%	2.88%	2.79%	2.79%
营业费用	-1.24%	-1.29%	-1.30%	-1.28%	-0.95%	-1.01%	-1.08%	-1.01%
员工成本	-0.71%	-0.73%	-0.72%	-0.72%	-0.60%	-0.64%	-0.69%	-0.64%
其他运营开支	-0.53%	-0.56%	-0.58%	-0.56%	-0.35%	-0.37%	1.78%	-0.56%
拨备前利润	2.55%	2.49%	2.34%	2.46%	1.75%	1.87%	1.71%	1.77%
拨备费用	-0.93%	-0.86%	-0.82%	-0.87%	-0.67%	-0.61%	-0.59%	-0.62%
贷款损失准备	-0.91%	-0.77%	-0.59%	-0.76%	-0.37%	-0.54%	-0.52%	-0.47%
其他拨备费用	-0.02%	-0.10%	-0.23%	-0.12%	-0.30%	-0.08%	-0.07%	-0.15%
营业外收入	0.02%	0.02%	0.04%	0.03%	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%
税前利润	1.63%	1.65%	1.55%	1.61%	1.07%	1.25%	1.12%	1.15%
税项	-0.39%	-0.33%	-0.31%	-0.35%	-0.03%	-0.12%	-0.09%	-0.08%
税率	24.1%	20.2%	20.0%	21.4%	2.4%	9.4%	8.0%	6.6%
净利润	1.24%	1.32%	1.24%	1.27%	1.04%	1.13%	1.03%	1.07%
少数股东损益	0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
可分配利润(ROAA)	1.24%	1.31%	1.23%	1.26%	1.04%	1.13%	1.02%	1.06%
平均杠杆(资产/权益)	12.8 x	12.3 x	11.8 x	12.3 x	15.6 x	13.4 x	13.5 x	14.1 x
ROAE	15.79%	16.13%	14.58%	15.50%	16.22%	15.14%	13.76%	15.04%
核心一级资本充足率	11.78%	11.95%	12.29%	12.01%	9.16%	9.62%	9.52%	9.43%
内部资本生成率	11.14%	10.87%	9.85%	10.62%	13.09%	11.82%	11.01%	11.97%

资料来源：公司数据

表 2: 2016-2020 年资产、贷款、存款及风险加权资产年复合增长速度 - 宁波银行的增长速度快于其内部资本生成能力

2016-20 CAGR	招商银行	宁波银行
资产增速	9%	16%
贷款增速	11%	23%
存款增速	10%	16%
风险加权资产增速	10%	20%

资料来源：公司数据

经营格局及增长

- **调查招商银行与宁波银行的运营情况：**招商银行是一家全国性银行，在国内主要城市设有 1,877 家网点。招商银行打造了一流的数字银行和理财业务，为 1.61 亿零售客户提供服务。相比之下，宁波银行是位于浙江省宁波市的城市商业银行，约 46% 的贷款来自其宁波分支机构。通过为当地尤其长三角（浙江和江苏）的中小微企业客户提供服务，该行取得了成功。除宁波外，宁波银行也在经济发达地区运营，如浙江省的其他城市（占贷款总额的 21%）、上海（21%）、江苏省（6%）、深圳（4%）和北京（3%）。监管机构禁止区域性银行（如宁波银行）在其所在地区之外揽贷揽存。因此，该行的经营区域仅限于上述地区（浙江省、上海、江苏省、深圳和北京）。在这方面，宁波银行的潜在市场规模小于招商银行等全国性银行，表明宁波银行市值天花板应低于招商银行。不过，在某些情况下，当区域经济增长跑赢全国经济增长时，宁波银行有潜力借助区域经济增长实现高于同业的增长（带来更高的股价回报）。
- **调查宁波银行的增长潜力：**宁波是浙江省第二大城市。2010-2020 年，宁波的人口增长率为 2.1%，高于全国水平 0.5%。宁波-舟山港连续 12 年成为全球货物吞吐量最高的港口。宁波银行专注于为中小微企业客户和企业家提供服务。值得注意的是，中小微企业主要集中在两个行业，即制造业和批发与零

售业。2010-2019年，宁波批发与零售业销售额年复合增长率为17%，高于全国水平12%。2011-2020年，宁波市工业利润年复合增长率为9.1%，高于全国水平2.0%。此外，宁波银行在宁波的贷款市场份额已从2011年的5.6%升至2020年的12.5%。这表明宁波中小微企业充满活力的增长及其所有者的财富创造能够支撑宁波银行的两位数的收入增长（2011-2020年收入年复合增长率为18%）。

表 3: 招商银行与宁波银行的主要经营数据

截至 21 年 1 季度	网点数量	零售客户 (百万户)	贷款余额 (10 亿元)	存款余额 (10 亿元)
招商银行	截至 2020 年为 1,877 个	161	5,312	5,865
宁波银行	截至 2020 年为 422 个	12	736	1,044

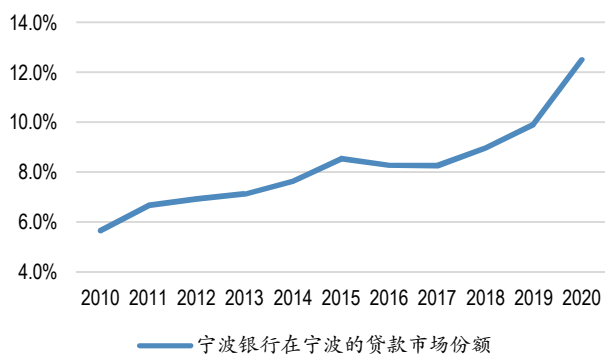
资料来源：公司数据。注：21 年 1 季度，招商银行零售客户为 1.61 亿户，对于宁波银行采用的是 2020 年数据（1,200 万户）。

表 4: 招商银行与宁波银行的增长速度对比（2016-19 年 CAGR，2020 年同比增速）

	招商银行 16-19 年 CAGR	招商银行 2020 年同比	宁波银行 16-19 年 CAGR	宁波银行 2020 年同比
贷款	11%	12%	20%	30%
资产	8%	13%	14%	23%
存款	9%	16%	15%	20%
收入	8%	7%	14%	17%
净利润	14%	5%	21%	10%

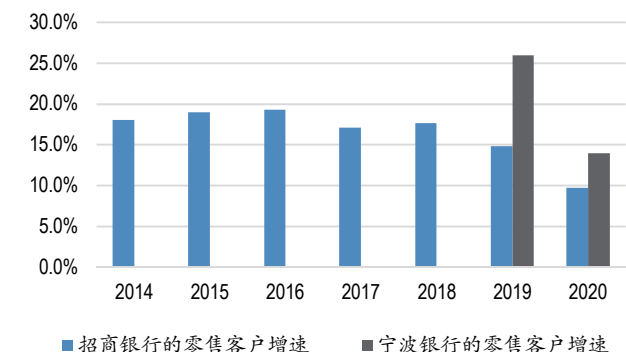
资料来源：公司数据

图 2: 宁波银行在宁波的贷款市场份额由 2010 年的 5.6% 提高到 2020 年的 12.5%



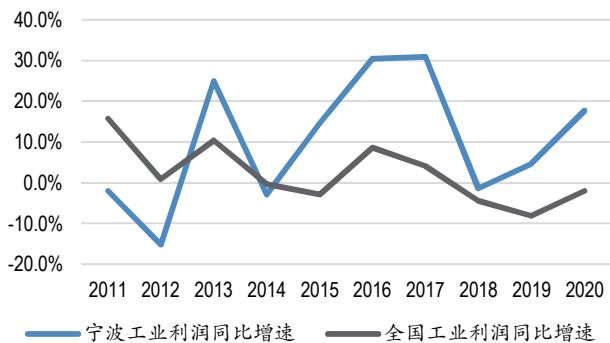
资料来源：公司数据，宁波市统计局

图 3: 2019 年和 2020 年宁波银行的零售客户增速高于招商银行



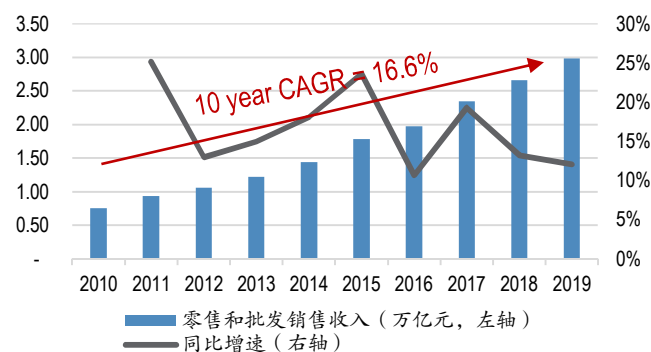
资料来源：公司数据。注：宁波银行仅披露了 2019 年和 2020 年的相关数据

图 4: 2015 年以来宁波的工业利润增速高于全国平均水平



资料来源：宁波市统计局，国家统计局

图 5: 2010-19 年宁波的零售和批发销售收入 CAGR 达到 16.6%



资料来源：宁波市统计局。注：2020 年无披露信息

招商银行在存款业务方面领先，而宁波银行则在资产定价上具有竞争力

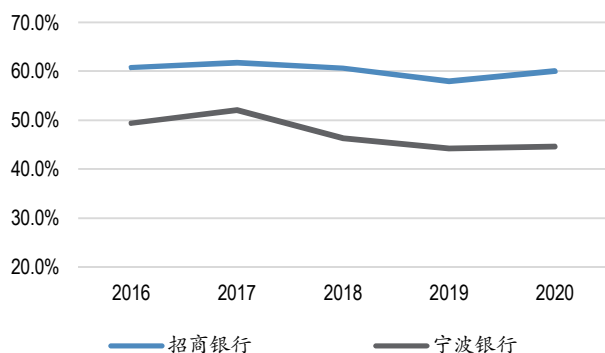
- **招商银行的净息差高于宁波银行，主要是因为存款成本较低：**2020 年数据显示，招商银行的净息差较宁波银行高出 19 个基点，主要是因为招商银行的负债成本较低。招商银行的存款成本比宁波银行低 29 个基点，日均存款占到招商银行负债的 76%，而宁波银行为 70%。招商银行是一家知名零售银行。过去 4 年，招商银行在私人银行在管资产方面排名第一，在理财领域排名第二，且是最佳手机银行应用。这有利于招商银行的净息差，因其零售存款成本是国有银行和股份制银行当中最低的。鉴于规模有限以及在理财和数字银行业务方面的相对不足，宁波银行不太可能在存款业务上赶超招商银行。
- **由于定价差异化和风险偏好更高，宁波银行的资产收益率高于招商银行：**贷款业务方面，宁波银行的贷款利率比招商银行高 66 个基点；这在一定程度上是因为宁波银行风险偏好提高以及更多差异化的定价。投资收益方面，宁波银行比招商银行高出 61 个基点，因为宁波银行对非标资产的敞口占其资产的 15%，而招商银行为 4%。由于对客户进行细分，宁波银行的竞争优势在贷款业务上很成功。宁波银行旨在为宁波及其周边的浙江和上海地区的中小微企业、企业家和白领提供服务。其主要竞争优势是对当地的了解、缩短的决策时间以及针对小众市场的差异化产品。我们认为，作为一家全国性银行，招商银行不太可能在贷款业务中复制宁波银行的策略。
- **低利率环境对宁波银行的净息差构成更大压力。**我们认为中国的利率将在中长期内趋于下行，这将对银行的资产收益率构成压力。因此，银行有必要对其负债成本进行管理，以稳定净息差。所以，我们认为宁波银行的净息差下行空间可能大于招商银行。

表 5: 招商银行与宁波银行的资产收益率和资金成本

	招商银行		宁波银行	
	2019	2020	2019	2020
贷款总额	5.17%	4.89%	5.59%	5.55%
投资	3.66%	3.42%	4.44%	4.03%
存放央行款项	1.57%	1.53%	1.43%	1.42%
其他同业银行资产	2.51%	1.95%	2.72%	1.56%
生息资产平均收益率	4.38%	4.13%	4.66%	4.50%
存款	1.58%	1.55%	1.88%	1.86%
银行同业存款	2.49%	1.98%	2.81%	2.26%
债务和证券	3.50%	3.23%	3.40%	3.18%
平均资金成本	1.90%	1.73%	2.31%	2.14%
净息差	2.59%	2.49%	2.27%	2.30%
活期存款占比 %	58%	60%	44%	45%

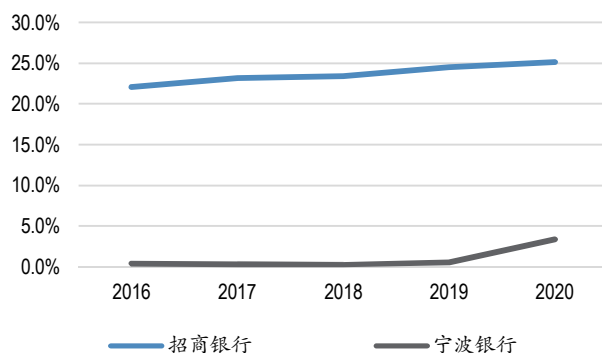
资料来源：公司数据。注：活期存款占比以“日均活期存款/日均存款余额”来测算。

图 6: 招商银行的活期存款占比更高（日均水平），表明存款业务更为强劲



资料来源：公司数据。注：日均活期存款/日均存款余额。

图 7: 宁波银行的抵押贷款占其贷款总额较小部分（2020 年为 3.4%），而招商银行为 25.1%



资料来源：公司数据

表 6: 招商银行与宁波银行的资产和负债结构

	2018	2019	2020	1Q21
招商银行				
贷款占资产%	60%	72%	72%	73%
金融投资占总资产%	25%	24%	25%	
存款占负债%	73%	73%	76%	76%
信贷成本	1.58%	1.29%	0.98%	
成本收入比%	31%	32%	33%	
非标资产占投资%	6%	5%	4%	
零售业务占税前利润%	55%	57%	52%	
宁波银行				
贷款占资产%	46%	42%	44%	45%
金融投资占总资产%	38%	48%	47%	
存款占负债%	66%	66%	65%	68%
信贷成本	1.02%	1.36%	1.26%	
成本收入比%	34%	34%	38%	
非标资产占投资%	18%	16%	15%	
零售业务占税前利润%	35%	37%	35%	

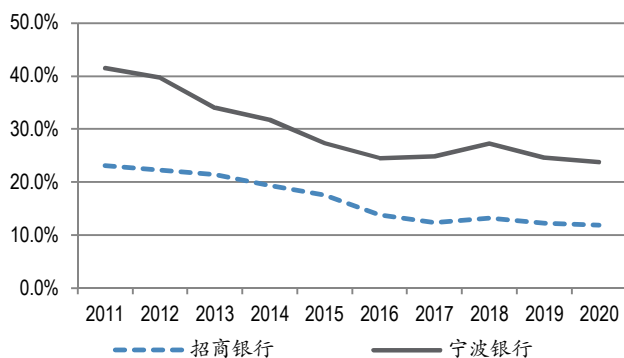
资料来源：公司数据

宁波银行的信用风险管理能力较招商银行更为稳健

- 宁波银行的高风险偏好并未转化为低资产质量：**整体而言，宁波银行的风险偏好高于招商银行。宁波银行对周期性行业（制造业、零售和批发业）的贷款占比达 24%，高于招商银行的 12%（图 8）。不良率较低的抵押贷款仅占宁波银行 2020 年贷款总额的 3.4%，招商银行为 25.1%。风险偏好差异的部分原因是宁波银行存款业务低迷。不过，更高的风险偏好并未转化成宁波银行的低资产质量，因为宁波银行通过加深对客户的了解实现了更好的风险管理。“小而美”的策略带来回报。值得注意的是，21 年 1 季度，宁波银行的不良贷款和关注类贷款比率仅为 1.15%，而招商银行为 1.75%（图 10）。2020 年，宁波银行的不良贷款下滑率（净新增不良贷款占期初正常和关注类贷款的百分比）为 79 个基点，而招商银行为 102 个基点（图 11）。
- 两家银行的拨备水平可能维持在当前水平：**宁波银行的资产质量指标已处于低位（比如 1Q21 不良率为 0.79%，关注类贷款比率为 0.36%），因此几乎没有进一步改善的空间。截至 1Q21，招商银行和宁波银行的拨备覆盖率均高于同业（招商银行为 439%，宁波银行为 509%）。两家银行的管理层都表示，他们对目前的拨备覆盖水平较为满意，这意味着他们无意通过降低拨备覆盖率来释放更多利润。

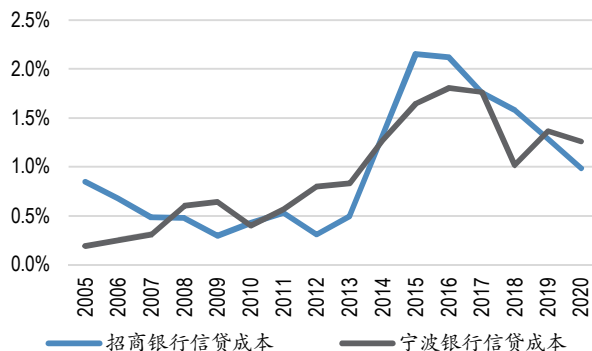
- 对两家银行而言，信贷成本正常化或成为估值上调的潜在推动力。从 2005 年到 2014 年（中国供应链改革前的十年），招商银行和宁波银行的平均信贷成本约为 0.6%，而到 2020 年，招商银行和宁波银行的平均信贷成本则分别为 0.98% 和 1.26%。两家银行都有信贷成本正常化的空间，这可能会导致评级进一步上调。

图 8: 宁波银行对制造业、零售和批发行业的贷款占比高于招商银行



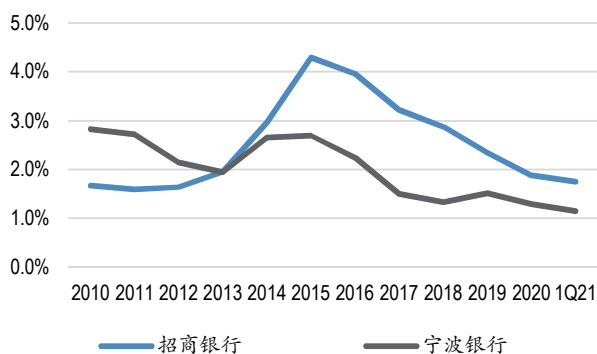
资料来源：公司数据

图 9: 两家银行当前仍有信贷成本正常化的空间



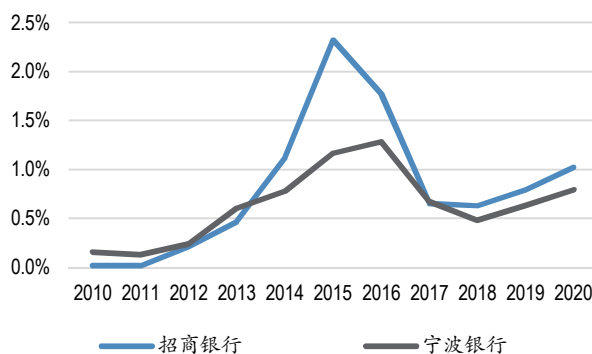
资料来源：公司数据

图 10: 2014 年以来宁波银行的不良贷款+关注类贷款的比率一直低于招商银行



资料来源：公司数据

图 11: 2014 年以来招商银行的下滑率高于宁波银行



资料来源：公司数据。注：下滑率以净新增不良贷款占期初正常和关注类贷款的比率来测算。

表 7: 招商银行与宁波银行的主要资产质量数据

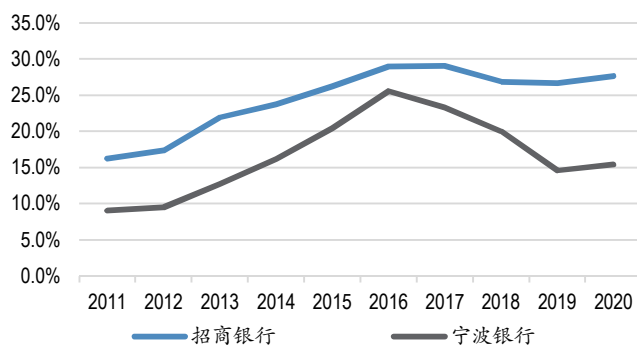
主要资产质量指标 (%)	2018	2019	2020	1Q21
招商银行				
不良贷款率	1.36%	1.16%	1.07%	1.02%
关注类贷款比率	1.51%	1.17%	0.81%	0.73%
逾期贷款/贷款总额	1.58%	1.41%	1.12%	NA
逾期 90 天以上贷款/贷款总额	1.07%	0.99%	0.81%	NA
不良贷款/逾期 90 天贷款	127%	117%	131%	NA
宁波银行				
不良贷款率	0.78%	0.78%	0.79%	0.79%
关注类贷款比率	0.55%	0.74%	0.50%	0.36%
逾期贷款/贷款总额	0.89%	0.86%	0.80%	NA
逾期 90 天以上贷款/贷款总额	0.64%	0.72%	0.66%	NA
不良贷款/逾期 90 天贷款	121%	108%	120%	NA

资料来源：公司数据

招商银行的收入增长具有更高的能见度，部分得力于交易银行及理财/私人银行业务的支持

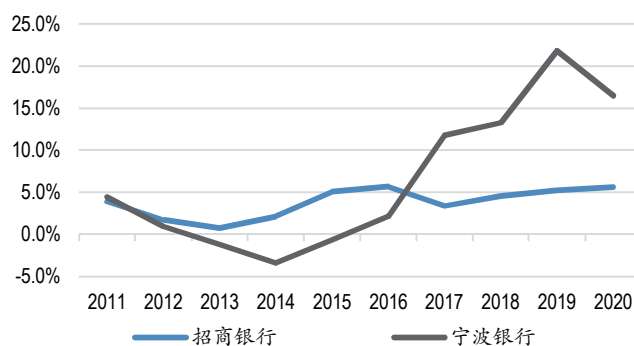
- **由于交易收入占比较高，宁波银行的非净息收入比招商银行更具波动性：**手续费收入占宁波银行2020年收入的15%，远低于招商银行的28%（图12）。宁波银行大部分非净息收入来自交易业务（占宁波银行2020年总收入的16.5%，招商银行为5.7%）。交易类别中金融资产占宁波银行资产的19%，招商银行为6%。值得注意的是，交易收入比手续费收入波动性更大（图13）；我们认为这是影响营业收入的不确定因素。因此，简言之，招商银行的非净息收入增长前景比宁波银行更为稳定。
- **招商银行的理财业务强调为客户创造价值：**通过过去几年的强劲增长，招商银行目前在私人银行在管资产方面排名第一，在理财在管资产方面排名第二。招商银行现已逐渐过渡到理财业务发展的下一阶段：从在管资产增长（纯粹的产品分销）到为客户创造价值。客户投资组合的业绩也是客户经理绩效考核的一部分，确保客户和客户经理之间利益一致。招商银行客户持有共同基金产品的平均时间为1.5年，相比于平安银行的6个月以及通过互联网平台所发行基金的2个月持有期。
- **宁波银行仍处于理财业务发展的早期阶段：**近年来，宁波银行开始推动其理财业务的增长。该行管理层称2021年为该行理财业务发展的元年，并指出其理财业务具有巨大的增长潜力。21年1季度，宁波银行的私人银行客户环比增长约40%至1万户左右。
- **我们注意到，有两个积极因素推动宁波银行理财业务的发展：**1) 宁波处于中国最富裕地区之一，宁波银行服务的部分本地中小微企业主也是宁波银行理财和私人银行业务的潜在客户；2) 与该行的中小微企业战略类似，宁波银行采取了“小而美”的差异化策略：宁波银行的目标不是将外部资产管理公司的所有产品引入其平台，而是通过更严格的尽职调查流程引入严选产品。通过这种方式，宁波银行非常了解其理财业务平台上的产品，确保最适合的产品进入其平台，使宁波银行能够为其客户提供差异化服务。

图 12: 招商银行的手续费收入占总收入的比率远高于宁波银行



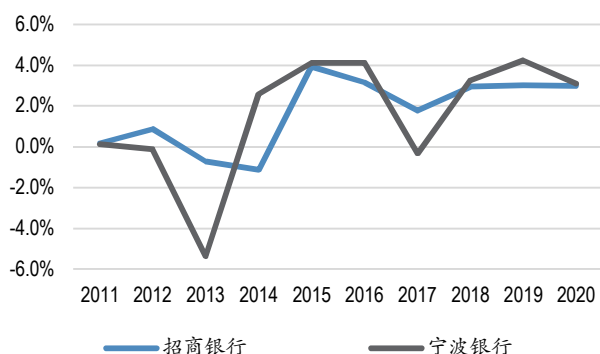
资料来源：公司数据

图 13: 宁波银行的交易收入占总收入的比例及波动性均高于招商银行



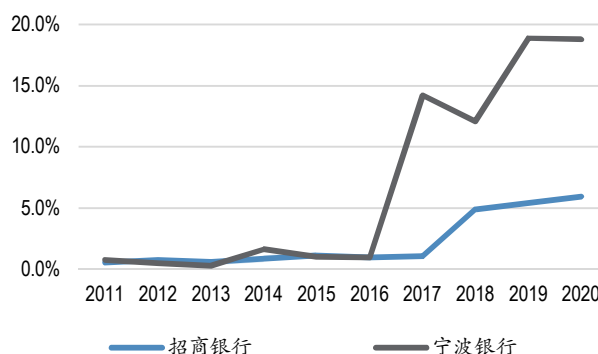
资料来源：公司数据

图 14: 宁波银行交易收入收益率具有更高的波动性



资料来源：公司数据。注：交易收入收益率以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产（FVTPL）中金融工具产生的投资收入除以 FVTPL 金融资产均值来测算。

图 15: 宁波银行交易金融资产占总资产的比例高于招商银行



资料来源：公司数据。注：交易金融资产=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

技术策略 – 招商银行引领竞争

- 招商银行进入了 IT 投资的大周期，且硕果累累：**招商银行在 IT 方面的投资最为慷慨。该行承诺将不少于 3.5% 的总收入投入到技术上来，并已于 2020 年将总收入的 4.14% 配置在技术上，为中资银行最高水平。这一举措正在产生回报，招商银行的手机银行应用程序连续四年在新浪用户调查中排名第一。推进数字化增强了招商银行在零售和存款业务方面的领先地位（降低存款成本），强化了招商银行金融产品的分销渠道（增加手续费收入）。
- 宁波银行的战略性 IT 支出：**在分析师简报会上，宁波银行管理层透露，该行 70% 的 IT 支出用于一线员工，这与大多数同行的 IT 投资策略不同。我们认为这对宁波银行等区域性银行而言是明智之举，因为一线员工 IT 投资的边际效益远高于中后台的 IT 投资。中后台的 IT 投资通常需要时间和持续的努力才能见到效果，而且在这方面竞争中，宁波银行击败其他全国性银行的可能性较小（因为全国性银行的 IT 预算一般都比宁波银行高）。相比之下，对一线员工的投资可以即时产生效果。不过，我们认为宁波银行仍有必要改善其 IT 系统（可以通过与金融科技合作来实现），以免落后于其他银行。

特此鸣谢香港摩根大通证券（亚太）有限公司/J.P.Morgan Broking (Hong Kong) Limited 的李丽丽、焦大齐和张易对本报告的编制提供帮助。

银行及金融服务

证券分析师: 严哲铭 ^{AC}

(86-21) 6106 6350

zheming.e.yan@jpmchase.com

彭博 JPMA ZYAN <GO>

登记编号: S1730520090002

摩根大通证券（中国）有限公司

jpmc.portal.jpmorgan.com

本报告中讨论的公司（本报告中的所有价格均为截至 2021 年 06 月 25 日的收盘价）

宁波银行-A(002142.SZ/40.15 元/增持), 招商银行-A(600036.SS/56.40 元/增持), 招商银行-H(3968.HK/69.40 港元/增持)

分析师声明（简称“AC”）：本报告首页所示姓名右上角带有“AC”标识的证券分析师声明（或者，若多名证券分析师共同对本报告负责，则在首页或文本中出现的带有“AC”标识的分析师各自就本报告中该分析师所覆盖的每支证券或发行人而言，声明）：（1）本报告中表达的所有观点均准确反映了分析师个人对所提及证券或发行人的看法；且（2）任何证券分析师的全部薪酬，无论在过去、现在还是将来均与证券分析师在本报告中所表达的具体建议或观点无直接或间接关系。对于首页所列的所有常驻韩国的证券分析师，如适用，他们还根据韩国金融投资协会（Korea Financial Investment Association，简称“KOFIA”）的要求，确认他们的分析是基于真诚之原则，反映了他们个人的观点，没有受到不当的影响或干预。

除非另有说明，本报告的全体署名作者均为证券分析师。就欧洲而言，行业专家（销售和交易人员）在本报告中也可能被列为联系人，但其并不是本报告的作者或研究部成员。

摩根大通与其研究报告所覆盖的公司开展业务，或寻求与这些公司开展业务。因此，投资者应意识到其中可能存在利益冲突，进而可能会影响本报告的客观性。投资者在做投资决策时，本报告之观点应仅作为投资者的考虑因素之一。

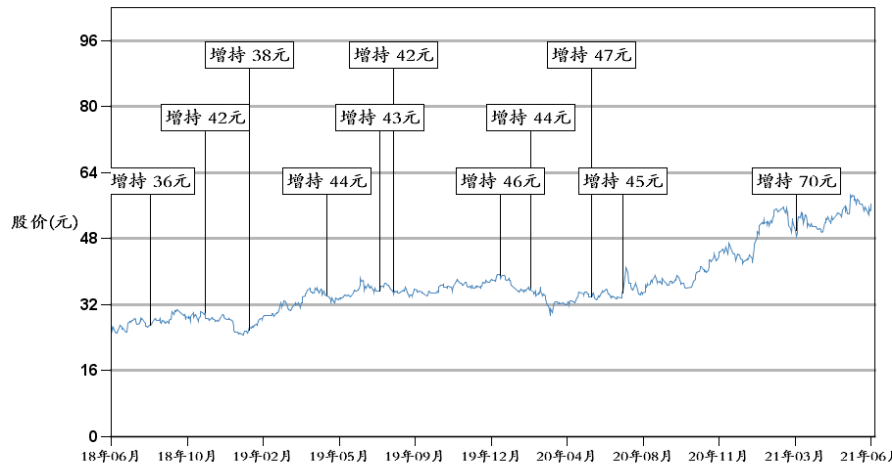
重要披露

- **做市商/流动性提供方：**摩根大通是招商银行-A, 宁波银行-A, 招商银行-H 的金融工具或与招商银行-A, 宁波银行-A, 招商银行-H 相关的金融工具的做市商和/或流动性提供方。
- **做市商/流动性提供方（香港）：**摩根大通证券(亚太)有限公司和/或 J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 及/或附属公司是招商银行-A, 招商银行-H 证券及/或以该等证券为标的资产的权证或期权的做市商及/或流动性提供方，这些证券在香港联合交易所上市或交易。
- **经办行或联席经办行：**摩根大通在过去的 12 个月内曾为招商银行-A, 招商银行-H 公开发行的证券或金融工具（定义请参见欧盟法律指令 Directive 2014/65/EU）担任经办行或联席经办行。
- **客户：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户：招商银行-A, 宁波银行-A, 招商银行-H。
- **客户/投资银行：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通投资银行业务的客户：招商银行-A, 招商银行-H。
- **客户/非投资银行、证券相关：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户，享受摩根大通提供的非投资银行、证券相关服务：招商银行-A, 宁波银行-A, 招商银行-H。
- **客户/非证券相关：**下列实体目前是，或在过去 12 个月内曾是摩根大通的客户，享受摩根大通提供的非证券相关服务：招商银行-A, 宁波银行-A, 招商银行-H。
- **投资银行（过去 12 个月）：**摩根大通在过去 12 个月内曾为招商银行-A, 招商银行-H 提供投资银行服务，并获得相应报酬。
- **投资银行（未来 3 个月）：**摩根大通预计在未来三个月内将会就所提供的投资银行服务获得或寻求获得招商银行-A, 招商银行-H 支付的报酬。
- **非投资银行报酬：**摩根大通在过去 12 个月内曾为招商银行-A, 宁波银行-A, 招商银行-H 提供除投资银行服务之外的产品或服务，并获得相应报酬。
- **债务头寸：**摩根大通可能持有招商银行-A, 宁波银行-A, 招商银行-H 所发行债务证券的头寸。

公司特定披露：重要披露，包括价格图表和过去的信用观点表格，可参见概要性报告，关于摩根大通研究覆盖的所有公司，可访问 <https://jpmc.portal.jpmorgan.com/research/disclosures>，或致电 1-800-477-0406，或发邮件至

research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 查询。摩根大通的战略、技术以及量化研究团队可能会筛选摩根大通未覆盖的公司。对于这些公司的重要披露，请致电 1-800-477-0406 或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com。

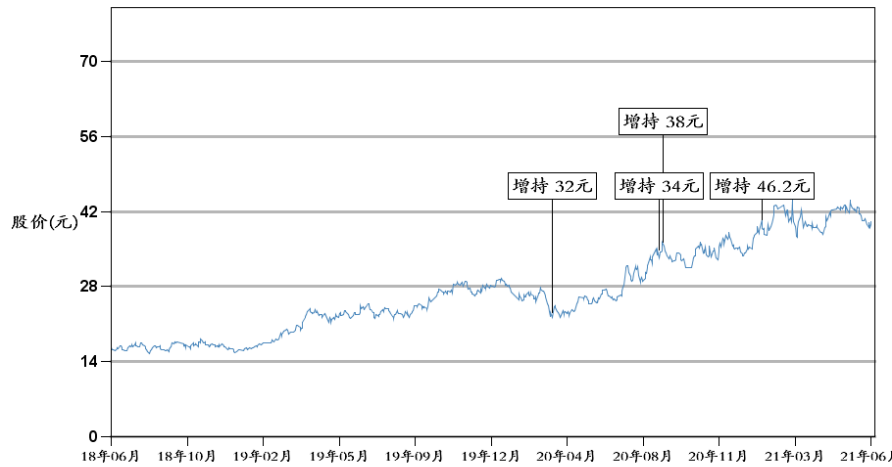
招商银行-A (600036.SS, 600036 CH) 股价图



资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2004年08月04日。所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价(元)	目标价(元)
2018-08-22	增持	27.10	36
2018-11-09	增持	30.01	42
2019-01-11	增持	25.85	38
2019-05-03	增持	34.45	44
2019-07-18	增持	35.21	43
2019-08-06	增持	35.21	42
2020-01-08	增持	39.15	46
2020-02-21	增持	35.98	44
2020-05-18	增持	33.85	47
2020-07-02	增持	34.79	45
2021-03-09	增持	49.93	70

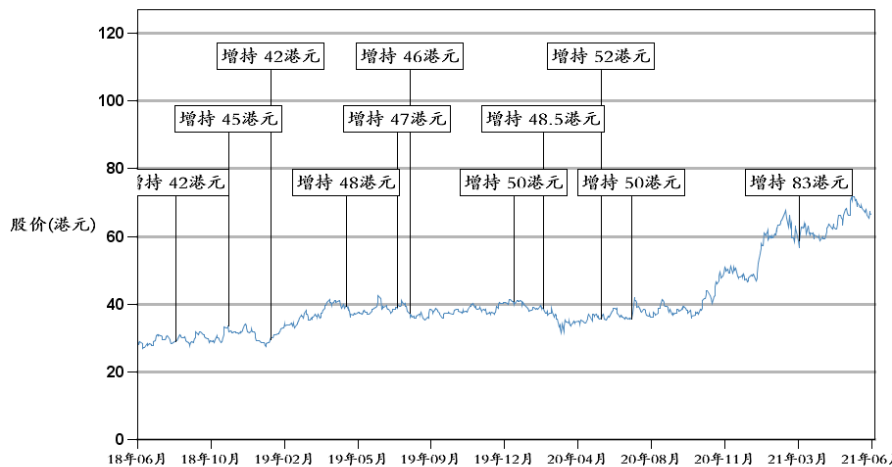
宁波银行 - A (002142.SZ, 002142 CH) 股价图



资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2020年03月23日。所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价(元)	目标价(元)
2020-03-23	增持	23.07	32
2020-08-24	增持	34.89	34
2020-08-29	增持	36.33	38
2021-01-19	增持	40.50	46.2

招商银行-H (3968.HK, 3968 HK) 股价图



资料来源: Bloomberg Finance L.P.及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。
首次覆盖 2007年04月13日。所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价(港元)	目标价(港元)
2018-08-22	增持	29.00	42
2018-11-09	增持	33.60	45
2019-01-11	增持	29.55	42
2019-05-03	增持	39.30	48
2019-07-18	增持	39.05	47
2019-08-06	增持	37.20	46
2020-01-08	增持	40.85	50
2020-02-21	增持	38.75	48.5
2020-05-18	增持	35.65	52
2020-07-02	增持	35.65	50
2021-03-09	增持	58.70	83

图表显示了摩根大通对这些股票的持续研究覆盖；目前的分析师可能负责了整个研究覆盖期，也可能没有负责整个覆盖期。

摩根大通评级与评级符号：OW = 增持，N = 中性，UW = 减持，NR = 无评级

股票研究评级和符号之阐释及分析师研究覆盖范围：

摩根大通使用以下评级体系：增持 [在未来 6 至 12 个月，我们预计这只股票的表现将超过分析师（或分析师团队）研究覆盖

范围内股票的平均总回报率]。中性 [在未来 6 至 12 个月，我们预计这只股票的表现将与分析师（或分析师团队）研究覆盖范围内股票的平均总回报率相一致。] 减持 [在未来 6 至 12 个月，我们预计这只股票的表现将不及分析师（或分析师团队）研究覆盖范围内股票的平均总回报率。] 无评级（NR）：由于缺乏足够的基本面数据，或基于法律、监管或政策原因，摩根大通已不再对该股票给予评级和目标价格（如适用）。投资者不应再依赖先前的评级和目标价格（如适用）。“无评级”（NR）符号非推荐或评级。就亚洲（不含澳大利亚和印度）和英国的小盘股和中盘股的研究而言，每只股票的预期总回报是与基准国家市场指数的预期总回报进行比较，而不是与相应分析师研究覆盖范围内股票的回报作比较。如果相关分析师的研究覆盖范围未出现在本报告的“重要披露”部分，可访问摩根大通研究部网站 jpmc.portal.jpmorgan.com 查询。

研究覆盖范围：严哲铭：北京银行-A (601169.SS), 杭州银行-A (600926.SS), 南京银行-A (601009.SS), 宁波银行-A (002142.SZ), 上海银行-A (601229.SS), 常熟银行-A (601128.SS), 渝农商行-A (601077.SS)

摩根大通股票研究之评级分布, 截至 2021 年 04 月 03 日

	增持 (买入)	中性 (持有)	减持 (卖出)
摩根大通全球股票研究范围*	49%	38%	12%
投资银行客户**	54%	48%	38%
摩根大通证券有限责任公司(JPMS)股票研究范围*	46%	39%	14%
投资银行客户**	78%	70%	55%

*请注意，由于四舍五入的原因，各百分比相加不一定等于 100%。

**“买入”、“持有”、“卖出”各级别内曾在过去 12 个月接受过摩根大通提供的投资银行服务的“主题”公司的占比。

我们的“增持”评级相当于美国金融业监管局（FINRA）评级分布相关条例中所述的“买入”评级，“中性”评级相当于“持有”评级，“减持”评级相当于“卖出”评级。标注“无评级”的股票不包含在上述表格的统计。信息截至最近的自然季度末。

股票估值和风险：与被研究公司或其目标价格相关的估值方法和风险，请访问 <https://jpmc.portal.jpmorgan.com>，参阅最新的对该公司的研究报告，联系报告的主笔分析师或您的摩根大通客服代表，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 垂询。有关所使用的自有模型的重要信息，请参阅公司研究报告中的财务摘要和公司数据集（Company Tearsheets），可从我们客户网站的公司页面下载 <https://jpmc.portal.jpmorgan.com>。本报告还列出了所使用的重要基本假设。

您可在 <https://jpmc.portal.jpmorgan.com> 网站查看过去 12 个月发布的摩根大通投资建议，您也可以在该网站中按分析师姓名、行业或金融工具进行搜索。

分析师薪酬：负责编写本报告的证券分析师其获得的薪酬基于各种因素，包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争因素和公司整体收入。

非美国分析师注册：除非另有说明，本报告首页列出的非美国分析师是摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan Securities LLC）的非美国附属公司的雇员，可能没有根据美国金融业监管局（FINRA）的规定注册为证券分析师，可能不是摩根大通证券有限责任公司的关联人，还可能不受美国金融业监管局第 2241 条或第 2242 条规定的限制，即关于分析师与被研究公司的通讯、公开露面以及证券分析师帐户持有的交易类证券的相关限制。

其他披露

摩根大通集团及其在全球各地的子公司和附属公司的投资银行业务以“摩根大通”品牌在市场开展业务。

除非相关法律明确允许，所有提供给客户的研究材料都可以在我们的客户网站 J.P.Morgan Markets 上同时获得。并不是所有的研究内容都会被重新分发、通过电子邮件发送或提供给第三方内容聚合商。有关某一特定股票的所有研究材料，请与您的销售代表联系。

本材料文中所称中国、香港、台湾、澳门，分别指代中国内地、香港特别行政区（中国）、台湾地区（中国）、澳门特别行政区（中国）。

期权和期货相关研究：如果本文所包含的信息涉及期权或期货相关研究，则此类信息仅供已收到适当的期权或期货风险披露文件的人使用。请联系您的摩根大通客服代表或访问 <https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf>，获取期权清算公司的特征和标准化期权的风险之副本，或访问 http://www.finra.org/sites/default/files/Security_Futures_Risk_Disclosure_Statement_2018.pdf 获取证券期货风险披露声明之副本。

银行间同业拆借利率(IBOR)和其他基准利率的变化：某些利率基准现在或将来可能会受到正在进行的国际性的、国家层面的和其他的监管政策、改革或改革建议的影响。欲了解更多信息，请查询：https://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_offered_rates

对证券研究材料制作和分发负责的法律实体：本材料署名证券分析师姓名下方所示法律实体对本研究材料负责。若本材料有多位署名证券分析师，则这些分析师姓名下方的法律实体共同对本研究材料负责。来自不同摩根大通子公司的证券分析师可能为制作此材料做出了贡献，但可能未获得在您的司法管辖范围内进行受监管活动的许可（并且不认为自己能够这样做）。除非下文另有说明，否则本材料由负责制作的法律实体分发。如有任何疑问，请联系您所在司法管辖区的相关证券分析师或您所在辖区内分发本研究材料的法律实体。

私人银行客户：当您作为摩根大通集团及其子公司私人银行业务（简称“摩根大通私人银行”）的客户接收到研究报告时，这些研究报告是由摩根大通私人银行提供给您的，而不是由摩根大通的任何其他部门（包括但不限于摩根大通企业与投资银行部及其研究部门）提供给您的。

法律实体披露及国家/地区特定披露：

阿根廷：JPMorgan Chase Bank N.A Sucursal Buenos Aires 受阿根廷中央银行(Banco Central de la República Argentina 即 Central Bank of Argentina, 简称 BCRA)和阿根廷国家证券委员会(Comisión Nacional de Valores 即 Argentinian Securities Commission, 简称 CNV, 经纪交易商牌照 ALYC y AN Integral N°51)监管。**澳大利亚：**J.P. Morgan Securities Australia Limited (简称 JPMSAL) (澳大利亚公司编号: ABN 61 003 245 234 / 澳大利亚金融服务牌照编号(Australian Financial Services License: 238066))受澳大利亚证券和投资委员会(Australian Securities and Investments Commission)监管, 是澳大利亚证券交易所股份有限公司(Australian Securities Exchange, 简称 ASX Limited)和 CHI-X 证券交易所的市场、清算及结算参与者。此材料由 JPMSAL 在澳大利亚仅发行及分发给“批发客户 (wholesale clients)” (定义见澳大利亚《2001 年公司法》(Corporations Act 2001) 第 761G 章节之界定)。关于研究覆盖的所有金融产品之清单, 请访问 <https://www.jpmm.com/research/disclosures> 摩根大通寻求覆盖所有全球行业分类 (GIC) 项下的所有行业以及一系列市值规模不等的与国内和国际投资者群体息息相关的公司。如适用, 在对目标公司进行公开尽职调查过程中, 分析师团队有时可能会与公司接洽 (例如实地考察, 与公司代表进行讨论, 管理层演示等) 开展尽职调查。JPMSAL 发布的研究报告遵照摩根大通澳大利亚的“研究部独立性”政策制作, 关于该政策, 可访问: [J.P. Morgan Australia - Research Independence Policy](#)。**巴西：**Banco J.P. Morgan S.A. 受巴西证券交易委员会 (Comissao de Valores Mobiliarios, 简称 CVM) 和巴西央行(Central Bank of Brazil)的监管。摩根大通监察专员: 0800-7700847 / ouvidoria.jp.morgan@jpmorgan.com。**加拿大：**J.P. Morgan Securities Canada Inc. 是注册的投资交易商, 受加拿大投资行业监管组织 (the Investment Industry Regulatory Organization of Canada) 和安大略省证券委员会 (the Ontario Securities Commission) 监管, 是加拿大交易所的参与成员。本材料由 J.P. Morgan Securities Canada Inc. 或其代表在加拿大分发。**智利：**Inversiones J.P. Morgan Limitada 是一家在智利注册的不受监管的实体。**中国：**摩根大通证券 (中国) 有限公司具有经中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格。**迪拜：**美国摩根大通银行迪拜分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch) 受迪拜金融服务管理局 (Dubai Financial Services Authority, 简称 DFSA) 的监管, 其注册地址是 Dubai International Financial Centre - The Gate, West Wing, Level 3 and 9 PO Box 506551, Dubai, UAE。本材料已发布给 DFSA 监管条例所定义的专业客户 (professional clients) 或市场对手方 (market counterparties)。**欧洲经济区 (EEA)：**除非另有说明, 本研究材料由 J.P. Morgan AG (简称 JPM AG) 在欧洲经济区分发。JPM AG 是法兰克福证券交易所 (Frankfurt Stock Exchange) 成员, 获欧洲中央银行 (简称 ECB) 授权, 受德国联邦金融监管局 (the Federal Financial Supervisory Authority, 简称 BaFin) 的监管。JPM AG 是一家在德意志联邦共和国注册的公司, 注册地址为 Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main, the Federal Republic of Germany。这些材料已在欧洲经济区分发给被视为专业投资者 (或相当于专业投资者) 的人士 (合称“欧洲经济区专业投资者”), 依据的是 MiFID II 第 4 条第 1 段第 10 款和附件 II 及其在该等人士所属本国司法管辖区的实施情况。非欧洲经济区专业投资者不得依据本材料采取行动, 也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向欧洲经济区相关人士, 并且只能是欧洲经济区相关人士进行该等活动。**香港：**摩根大通证券 (亚太) 有限公司 (J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited) (公司实体编号 AAJ321) 受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管, J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 公司 (公司实体编号 AAB027) 受香港证券及期货事务监察委员会监管。美国摩根大通银行香港分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Hong Kong) (公司实体编号 AAL996) 受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管, 是依美国法律成立的有限责任公司。**印度：**J.P. Morgan India Private Limited (公司识别码-U67120MH1992FTC068724), 注册地址为 J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai, 邮编 400098, 公司在印度证券交易委员会 (Securities and Exchange Board of India, 简称 SEBI) 注册为“证券分析师 (Research Analyst)”, 注册编号 INH000001873。J.P. Morgan India Private Limited 同时在 SEBI 注册为印度国家证券交易所有限公司 (National Stock Exchange of India Limited) 和孟买证券交易所有限公司 (Bombay Stock Exchange Limited) (SEBI 注册号: IN2000239730) 的成员, 以及证券业务参与行 (“Merchant Banker”) (SEBI 注册号-MB/INM000002970)。电话: 91-22-6157 3000, 传真: 91-22-6157 3990, 网址: www.jpmpi.com。美国摩根大通银行孟买分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch) 获印度储备银行 (the Reserve Bank of India, 简称 RBI) 颁发牌照 (牌照编号 53/牌照编号 BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL: IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239), 该分行作为印度一家商业银行, 该等牌照是其主牌照, 使得其能在印度开展银行业务和一家银行分行在印度能获准从事的其他活动。对于非本地研究材料, 此材料不是由 J.P. Morgan India Private Limited 在印度分发。**印度尼西亚：**PT J.P. Morgan Sekuritas Indonesia 是印度尼西亚证券交易所 (Indonesia Stock Exchange) 的成员, 受 OJK (又称 BAPEPAM LK) 监管。**韩国：**摩根大通证券 (远东) 有限公司首尔分公司 (J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch) 是韩国交易所 (Korea Exchange, 简称 KRX) 的成员。美国摩根大通银行首尔分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul Branch) 在韩国注册类别为外国银行分支机构。这两家实体受韩国金融服务委员会 (Financial Services Commission, 简称 FSC) 和韩国金融监管局 (Financial Supervisory Service, 简称 FSS) 的监管。非宏观研究材料仅由/通过摩根大通证券 (远东) 有限公司首尔分公司在韩国分发。**日本：**JPMorgan Securities Japan Co., Ltd. 和美国摩根大通银行东京分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Tokyo Branch) 受日本金融厅 (Financial Services Agency) 的监管。**马来西亚：**本材料由 JPMorgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X) 在马来西亚发行和分发, 该公司是马来西亚股票交易所 (Bursa Malaysia Berhad) 的参与组织, 持有马来西亚证券委员会 (Securities Commission) 颁发的资本市场服务许可证 (Capital Markets Services License)。**墨西哥：**J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V. 和 J.P. Morgan Grupo Financiero 是墨西哥证券交易所 (Mexican Stock Exchange) 的成员, 并获墨西哥国家银行和证券交易委员会 (National Banking and Securities Exchange Commission) 授权, 可担任经纪交易商。**新西兰：**本材料由 JPMSAL 在新西兰发行和分发, 仅分发给“批发客户 (wholesale clients)” (定义见《2008 年财务顾问法》(Financial Advisers Act 2008) 之界定)。JPMSAL 依据新西兰的“2008 金融服务提供商注册与争端解决法案” (Financial Service providers (Registration and Dispute Resolution) Act of 2008) 注册为“金融服务提供商” (Financial Service Provider)。**巴基斯坦：**J. P. Morgan Pakistan Broking (Pvt.) Ltd 是卡拉奇证券交易所 (Karachi Stock Exchange) 的成员, 受巴基斯坦证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission of Pakistan) 的监管。**菲律宾：**J.P. Morgan Securities Philippines Inc 是菲律宾证券交易所 (Philippine Stock Exchange) 的交易参与者, 也是菲律宾证券清算公司 (Securities Clearing Corporation of the Philippines) 和证券投资者保护基金 (Securities Investor Protection Fund) 的成员。它受菲律宾证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission) 的监管。**俄罗斯：**CB J.P. Morgan Bank International LLC 受俄罗斯中央银行 (Central Bank of Russia) 监管。**新加坡：**本材料由 J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (简称 JPMSS) [MCI (P) 018/04/2020, 公司注册编号: 199405335R] 和/或美国摩根大通银行新加坡分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore Branch, 简称 JPMCB Singapore) [MCI (P) 052/09/2020] 在新加坡发行和分发, 亦或是经由这两家实体在新加坡发行和分发。JPMSS 是新加坡证券交易所有限公司 (Singapore Exchange Securities Trading Limited) 的成员, JPMSS 和 JPMCB Singapore 均受新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore) 监管。本材料仅在新加坡发行和分发给合格投资者 (accredited investors)、专业投资者 (expert investors) 和机构投资者 (institutional investors), 这些投资者的定义依据新加坡《证券和期货法》(Securities and Futures Act, 简称 SFA) 第 289 章第 4A 部分所界定。本材料无意发行或分发给任何不属于 SFA 第 289 章第 4A 部分所定义的合格投资者、专业投资者和机构投资者类别的散户投资者或任何其他投资者。在新加坡, 本材料的收件人须就该材料所引起或与该材料有关的任何事宜联系 JPMSS 或 JPMCB Singapore。截至本材料发表之日, JPMSS 是新加坡交易所 (Singapore Exchange) 上市的某些结构性权证的指定做市商, 该等权证的标的证券可能是本材料中讨论的证券。鉴于 JPMSS 作为该等结构性权证的指定做市商的角色, JPMSS 可就标的证券进行对冲活动, 并持有或拥有相应标的的证券之权益。JPMSS 作为指定做市商的结构性权证最新列表可在新加坡交易所有限公司的网站找到: <http://www.sgx.com>。**南非：**J.P.

Morgan Equities South Africa Proprietary Limited 以及美国摩根大通银行约翰内斯堡分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Johannesburg Branch) 是约翰内斯堡证券交易所(Johannesburg Securities Exchange)的成员, 受南非金融服务委员会 (Financial Services Board) 的监管。**台湾:** 摩根大通证券股份有限公司(J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited) 是台湾证券交易所(公司类)的参与者, 受台湾金融监督管理委员会证券期货局监管。与股本证券有关的研究材料由摩根大通证券股份有限公司在台湾发行和分发, 并受许可证范围和在台湾适用的法律法规的限制。请注意, 根据《证券商推介客户买卖有价证券管理办法》(修订或补充版)第 7-1 条第 2 款和/或其他适用法律法规, 除非“重要披露”部分另有披露, 本材料的接收方不得从事与本材料相关的可能引起利益冲突的任何活动。**泰国:** 本材料由 JPMorgan Securities (Thailand) Ltd 在泰国发行和分发, 该公司是泰国证券交易所(Stock Exchange of Thailand)的成员, 受泰国财政部(Ministry of Finance)和泰国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission) 的监管, 其注册地址为 3rd Floor, 20 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok, 邮编 10500。**英国:** 除非另有说明, 本研究材料由摩根大通证券有限责任公司(J.P. Morgan Securities plc, 简称 JPMS plc)在英国分发。摩根大通证券有限责任公司是伦敦证券交易所 (London Stock Exchange)的成员, 获英国审慎监管局(Prudential Regulation Authority)授权, 受金融行为监管局 (Financial Conduct Authority) 和审慎监管局监管。摩根大通证券有限责任公司在英格兰及威尔士注册, 编号 2711006。注册办事处为 25 Bank Street, London, E14 5JP。本材料在英国仅发予: (a)“2000 年金融服务及市场法 2005 年 (金融推广) 法令 (Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, 简称 FPO)”第 19(5)条所述的拥有与投资相关事项专业经验的人士; (b) FPO 第 49 条所述的人士(高净值公司、未注册的协会或合伙企业、高价值信托的受托人等); 或(c)以其他方式可合法接收本通讯的任何人; 所有此三类人士均称为“英国相关人士”。非英国相关人士不得依据本材料采取行动, 也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向英国相关人士, 并且只能是英国相关人士进行该等活动。JPMS plc 发布的研究材料是根据 JPMS plc 关于预防和避免与研究制作相关的利益冲突之政策编写, 这些政策的内容可点击下方链接获取: [J.P. Morgan EMEA - Research Independence Policy](#)。**美国:** 摩根大通证券有限责任公司 (J.P. Morgan Securities LLC, 简称 JPMS) 是纽约证券交易所 (NYSE)、美国金融业监管局 (FINRA)、美国证券投资者保护公司(SIPC)以及美国全国期货协会 (NFA) 的成员。美国摩根大通银行 (JPMorgan Chase Bank, N.A.) 是美国联邦存款保险公司 (FDIC) 的成员。非摩根大通美国附属机构发布的材料由 JPMS 在美国分发, JPMS 对报告内容负责。

一般披露: 可应要求提供更多信息。本材料信息来源据信可靠。虽然已采取一切合理的谨慎措施确保本材料中陈述的事实是准确的以及本材料中包含的预测、观点和预期是公平合理的, 但摩根大通或其附属公司和/或子公司(统称“摩根大通”)对所提供材料的完整性或准确性不作任何陈述或担保, 除非涉及与摩根大通有关的任何披露以及证券分析师与本材料涉及的发行人关联关系的任何披露。因此, 不应依赖本材料所含信息的准确性、公正性或完整性。此材料中的任何数据差异都可能是不同计算和/或调整的结果。对于因使用本材料或其内容而造成的任何损失, 摩根大通不承担任何责任, 摩根大通及其任何董事、高级管理人员或员工均不以任何方式对本材料的内容负责, 但相关司法管辖区的相关监管机构或根据相关司法管辖区的监管制度可能对其施加的义务和责任除外。本材料中包含的观点、推测或预测仅代表摩根大通截至材料发布日期时的意见或判断, 可予更改, 而无须另行通知。摩根大通可能会根据有关公司特定的发展或公告、市场状况或任何其他公开信息, 定期提供该公司/行业的最新信息。不能保证未来的结果或事件将与任何这样的观点、推测或预测一致, 因为这些观点、推测或预测只代表一种可能的结果。此外, 这些观点、推测或预测会受到某些风险、不确定因素和假设的影响, 这些风险、不确定因素和假设尚未得到证实, 未来的实际结果或事件可能会大不相同。本材料中提及的任何投资的价值或收入可能会波动和/或受到汇率变化的影响。除非另有说明, 否则所有定价均为所讨论证券的收盘时的示意性定价。过去的业绩并不能作为未来表现的指标。因此, 投资者收回的资金可能比最初投资的少。本材料无意作为购买或销售任何金融工具的要约或邀请。本材料中的观点和建议不考虑个别客户的情况、目标或需求, 也不是针对特定客户的特定证券、金融工具或策略的建议。本材料的接受者必须就本材料提及的任何证券或金融工具作出自己的独立决定, 并应征求他们认为必要的独立金融、法律、税务或其他顾问的意见。摩根大通可能以分析师的观点和研究为基础进行自营交易, 也可能以与本材料所述观点不一致的方式为自己的账户或客户的账户进行交易, 摩根大通没有义务确保此类沟通引起本材料的任何接收者的注意。摩根大通内部的其他人, 包括策略师、销售人员和其他分析师, 可能会采取与本材料中的观点不一致的观点。未参与本材料制作的摩根大通员工可能对本材料中提及的证券(或此类证券的衍生品)进行投资, 并可能以与本材料中讨论的观点不一致的方式进行交易。本材料不是任何司法管辖区内任何发行人、其产品或服务或其证券的广告或营销。

“其他披露”部分于 2021 年 06 月 05 日进行了最新修订。

2021 版权所有, 摩根大通证券 (中国) 有限公司及摩根大通集团保留所有权利。未经摩根大通书面同意, 本材料或本材料的任何部分不得转载、出售或重新分发。