

招商银行(600036)

战略蓝图 3.0 升级

——招商银行 2021 年年报点评

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

报告导读

财富旗舰战略蓝图再升级，负债结构改善支撑息差。

投资要点

□ 数据概览

21A 归母净利润同比+23.2%，增速环比+1.0pc；营收同比+14.0%，增速环比+0.5pc；ROE 17.0%，同比+1.2pc；ROA 1.36%，同比+13bp。不良率 0.91%，环比-2bp，拨备覆盖率 484%，环比+41pc。

□ 核心观点

一、战略蓝图升级。3.0 模式方向明确，“大财富管理的业务模式+数字化的运营模式+开放融合的组织模式”，战略蓝图更清晰，推进成效喜人。

(1) 财富战略成效凸显。2021A，招行财富管理全面发力。①规模端，零售 AUM 同比+20.3%，增速高位环比+0.1pc；结构中，公募基金占比提升。21Q4 非货币公募基金保有量环比高增 11%，增速较 AUM 快 8pc；②收入端，财富中收同比+29%，增速环比+3pc；资管中收同比高增 58%，增速环比+12pc。财富收入增长，主要依靠理财、基金和保险支撑，代销理财、基金、保险同比分别+54%、36%、43%，增速环比+11pc、11pc、5pc。

(2) 开放融合修炼内功。未来财富管理将从销售导向转向资产配置导向，本质考验银行综合服务财富管理等“内功”。招行 3.0 模式中，提出打造开放融合的组织模式，有望通过修炼“内功”，站牢财富管理潮头。

二、不良实现双降。招商银行 2021 年减值损失同比+2%，增速环比-5pc，是盈利的最大支撑项。其中：(1) 存量指标，不良双降（余额环比-0.9%，不良率环比-2bp）。逾期 90+偏离度和拨备覆盖率均来到历史最优的 69%、484%。值得注意的是：①信用卡逾期率环比+21bp，推测归因部分信用卡 ABS 出表（Q4 公开发行业近 180 亿，导致逾期贷款率分母下降）、逾期认定标准变更，实际风险可控；②受行业风险上行影响，房地产不良率较 21H1+34bp 至 1.41%。考虑到招行已调整涉房业务规模、地产政策底已现，预计地产影响将逐步消退。21Q4 承担信用风险和不承担信用风险的余额环比-1.7%、-13.9%。(2) 流量指标，2021A 不良生成率 0.95%，同比-31bp。2021Q4 单季不良生成额同比-4.5%。减值计提方面，信贷减值力度大幅提升，推测是为了应对房地产风险的上升。Q4 单季信贷减值计提 258 亿，非信贷减值回拨 161 亿，而前三季度信贷减值仅占信用减值 20%。(3) 展望未来，需密切关注地产相关风险对资产质量的影响。

三、负债结构改善。2021Q4 净息差环比+1bp 至 2.48%，主要归因：①负债结构改善。21Q4 招行存款环比+5.6%，增速较总负债快 2pc，其中活期环比+8.9%，支撑息差。②生息资产增速（环比+3%）快于付息负债（2%），带动息差上行。展望未来，利率下行背景下预计息差边际承压，但负债端优化可形成支撑作用。

□ 盈利预测及估值

预计 2022-2024 年归母净利润同比增长 15.40%/15.52%/15.56%，对应 BPS 32.91/37.40/42.59 元/股。现价对应 PB 估值 1.40/1.23/1.08 倍。维持目标价 62.50 元/股，对应 22 年 PB 1.90x，现价对应 22 年 PB 1.40x，现价空间 35%。

评级

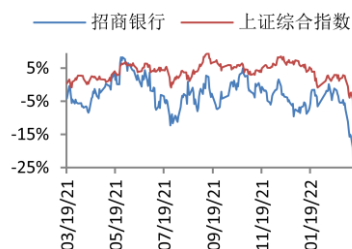
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥46.17

单季度业绩

元/股

4Q/2021	1.05
3Q/2021	1.30
2Q/2021	1.17
1Q/2021	1.28



公司简介

相关报告

- 1《稳稳的幸福——招商银行 2021 年业绩快报点评》2022.01.15
- 2《财富管理龙头，盈利不良优异——招商银行 2021 年三季度报点评》2021.10.24
- 3《龙头地位凸显，财富崭露峥嵘——招商银行 2021 年半年报点评》2021.08.15
- 4《盈利高增，财富标杆——招商银行 2021 年一季报点评》2021.04.25

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

联系人：陈建宇

□ **风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。**

**财务摘要**

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	331,253	377,543	430,261	491,372
(+/-)	14.04%	13.97%	13.96%	14.20%
归母净利润	119,922	138,387	159,866	184,745
(+/-)	23.20%	15.40%	15.52%	15.56%
每股净资产(元)	29.01	32.91	37.40	42.59
P/B	1.59	1.40	1.23	1.08

**表 1：招行 Q4 非货币公募基金环比高增**

单位：亿/%	21Q2	21Q3	21Q4	Q4 环比
<b>零售 AUM</b>	99,850	103,741	107,592	3.71%
<b>招银理财规模</b>	26,400	27,900	27,800	-0.36%
占比	26.4%	26.9%	25.8%	
<b>非货币公募保有量</b>	7,961	7,810	8,701	11.41%
占比	8.0%	7.5%	8.1%	
<b>其他</b>	65,489	68,031	71,091	4.50%
占比	65.6%	65.6%	66.1%	

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

**表 2：招行 21Q4 财富管理中收增速提升**

单位：亿/%	2021H1	2021Q1-3	2021A	Q4 增速环比
<b>资产管理手续费</b>	<b>49</b>	<b>79</b>	<b>109</b>	
占营收比例	2.9%	3.1%	3.3%	
同比增速	37.6%	45.3%	57.5%	12.2pc
<b>财富管理手续费</b>	<b>206</b>	<b>297</b>	<b>358</b>	
占营收比例	12.2%	11.8%	10.8%	
同比增速	33.6%	25.8%	29.0%	3.3pc
基金	39.8%	24.9%	36.2%	11.3pc
保险	32.5%	38.0%	42.8%	4.9pc
理财	32.6%	42.4%	53.7%	11.3pc
信托	23.9%	5.8%	-1.1%	-6.9pc

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

**表 3：招行 21Q4 单季生息资产收益率和付息负债成本率环比持平**

	日均余额环比变化	Δ 收益率		日均余额环比变化	Δ 成本率
生息资产	3.1%	0bp	付息负债	2.0%	0bp
贷款	2.8%	0bp	存款	4.4%	1bp
投资	4.4%	-2bp	同业	-8.7%	-7bp
存放央行	5.1%	-3bp	债券	2.6%	3bp
同业	1.3%	8bp	其他	5.2%	10bp

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

**表 4：招行 21Q4 信用卡逾期率有一定波动**

	不良率	Δ	关注率	Δ	逾期率	Δ
公司贷款	1.31%	-16bp	0.56%	16bp	1.00%	-6bp
票据贴现	0.00%	0bp	0.00%	0bp	0.00%	0bp
零售贷款	0.82%	4bp	1.12%	-9bp	1.25%	3bp
小微贷款	0.62%	3bp	0.32%	-5bp	0.55%	-8bp
个人住房贷款	0.28%	4bp	0.36%	-2bp	0.28%	1bp
信用卡贷款	1.65%	11bp	3.06%	-21bp	3.19%	21bp
消费贷款	1.02%	-17bp	0.32%	1bp	1.11%	-17bp
其他	6.85%	74bp	0.78%	-4bp	6.89%	84bp
母行口径数据	0.93%	-2bp	0.83%	1bp	1.06%	1bp

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

**表 5：招行 21A 不良生成额同比改善**

单位：亿/%	2020A	2021A		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
累计不良生成率	1.26%	0.95%	累计不良生成率	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%
同比	13bp	-31bp	同比	10bp	-34bp	-36bp	-31bp
累计新生成不良	561	473	单季新生成不良	116	117	120	121
同比	119	-88	同比	25	-72	-36	-6
公司贷款	151	110	公司贷款	34	32	30	14
同比	-33	-41	同比	23	-37	-21	-6
信用卡	324	292	信用卡	72	70	72	79
同比	138	-32	同比	5	-23	-10	-5
零售贷款（非信用卡）	86	71	零售贷款（非信用卡）	10	15	18	28
同比	14	-15	同比	-4	-11	-4	5

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

**表 6：招行 21Q4 房地产敞口环比下降**

单位：亿/%	20Q4	21Q3	21Q4	Q4 环比变化
<b>承担信用风险的余额</b>	4943	5204	5115	-1.7%
占总资产	5.9%	5.8%	5.5%	-0.3pc
其中：房地产贷款	3423	3589	3560	-0.8%
占母行贷款总额	7.2%	6.9%	6.8%	-0.2pc
<b>不承担信用风险的余额</b>	5191	4788	4121	-13.9%
占总资产	6.2%	5.4%	4.5%	-0.9pc

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：承担信用风险敞口为房地产相关的实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等承担信用风险的业务余额（并表口径）。不承担信用风险敞口为理财资金出资、委托贷款、合作机构主动管理的代销信托、主承销债务融资工具等不承担信用风险的业务余额（并表口径）。房地产贷款余额为母行口径。

**表 7：招商银行 2021 年年报业绩概览**

维度	单位：百万元	20A	21Q1-3	21A	环比变化	同比变化	21Q2	21Q3	21Q4	QoQ	
利润指标	ROE (年化)	15.7%	18.1%	17.0%	-1.2pc	1.2pc	14.4%	16.7%	15.6%	-1.0pc	
	ROA (年化)	1.23%	1.44%	1.36%	-8bp	13bp	1.33%	1.46%	1.16%	-30bp	
	拨备前利润	187,465	172,922	214,528		14.4%	57,565	54,719	41,606	-24.0%	
	同比增速	5.1%	15.0%	14.4%	-0.5pc	9.3pc	19.9%	16.1%	12.3%	-3.7pc	
	归母净利润	97,342	93,615	119,922		23.2%	29,135	32,465	26,307	-19.0%	
	同比增速	4.8%	22.2%	23.2%	1.0pc	18.4pc	32.5%	21.1%	26.8%	5.8pc	
	EPS (未年化)	3.79	3.62	4.90		29.1%	1.16	1.29	1.04	-19.0%	
BVPS (未年化)	25.36	27.95	29.01	3.8%	14.4%	26.60	27.95	29.01	3.8%		
收入拆分	营业收入	290,482	251,410	331,253		14.0%	83,998	82,661	79,843	-3.4%	
	同比增速	7.7%	13.5%	14.0%	0.5pc	6.3pc	17.1%	13.1%	15.6%	2.5pc	
	利息净收入	185,031	150,638	203,919		10.2%	49,817	51,297	53,281	3.9%	
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	7,903,840	8,640,116	8,723,808	1.0%	10.4%	8,687,941	8,815,926	8,974,881	1.8%	
	净息差 (日均余额口径)	2.49%	2.48%	2.48%	0bp	-1bp	2.46%	2.47%	2.48%	1bp	
	净息差 (期初期末口径)	2.34%	2.32%	2.34%	1bp	0bp	2.29%	2.33%	2.37%	5bp	
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.89%	3.73%	3.75%	2bp	-14bp	3.70%	3.75%	3.80%	4bp	
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.75%	1.59%	1.60%	0bp	-15bp	1.59%	1.61%	1.61%	0bp	
	非利息净收入	105,451	100,772	127,334		20.8%	34,181	31,364	26,562	-15.3%	
	手续费净收入	79,486	75,734	94,447		18.8%	25,052	23,480	18,713	-20.3%	
	其他非息收入	25,965	25,038	32,887		26.7%	9,129	7,884	7,849	-0.4%	
	业务及管理费	96,745	73,297	109,727		13.4%	24,674	26,129	36,430	39.4%	
	成本收入比	33.30%	29.15%	33.12%	4.0pc	-0.2pc	29.37%	31.61%	45.63%	14.0pc	
	资产减值损失	65,025	56,266	66,355		2.0%	21,335	14,386	10,089	-29.9%	
	贷款减值损失	46,882	11,241	37,020		-21.0%	14,457	11,241	25,779	129.3%	
	信用成本	0.98%	0.28%	0.70%	41bp	-29bp	1.08%	0.83%	1.86%	104bp	
	所得税费用	24,481	22,300	27,339		11.7%	6,831	7,625	5,039	-33.9%	
	有效税率	19.99%	19.12%	18.45%	-0.7pc	-1.5pc	18.85%	18.91%	15.99%	-2.9pc	
	规模增长	总资产	8,361,448	8,917,440	9,249,021	3.7%	10.6%	8,885,886	8,917,440	9,249,021	3.7%
		生息资产余额	8,252,785	8,836,151	9,113,611	3.1%	10.4%	8,795,701	8,836,151	9,113,611	3.1%
贷款总额		5,029,128	5,501,177	5,570,034	1.3%	10.8%	5,382,998	5,501,177	5,570,034	1.3%	
对公贷款		2,347,968	2,553,211	2,582,243	1.1%	10.0%	2,518,008	2,553,211	2,582,243	1.1%	
个人贷款		2,681,160	2,947,966	2,987,791	1.4%	11.4%	2,864,990	2,947,966	2,987,791	1.4%	
同业资产		616,516	561,522	799,372	42.4%	29.7%	710,732	561,522	799,372	42.4%	
金融投资		2,068,695	2,219,820	2,176,997	-1.9%	5.2%	2,131,686	2,219,820	2,176,997	-1.9%	
存放央行		538,446	553,632	567,208	2.5%	5.3%	570,285	553,632	567,208	2.5%	
总负债		7,631,094	8,121,625	8,383,340	3.2%	9.9%	8,124,318	8,121,625	8,383,340	3.2%	
付息负债余额		7,315,945	7,771,020	8,035,038	3.4%	9.8%	7,771,258	7,771,020	8,035,038	3.4%	
吸收存款		5,628,336	6,011,965	6,347,078	5.6%	12.8%	5,980,165	6,011,965	6,347,078	5.6%	
企业活期		2,306,134	2,379,267	2,652,817	11.5%	15.0%	2,453,136	2,379,267	2,652,817	11.5%	
个人活期		1,400,520	1,488,831	1,557,861	4.6%	11.2%	1,517,728	1,488,831	1,557,861	4.6%	
企业定期		1,289,556	1,481,841	1,406,107	-5.1%	9.0%	1,382,437	1,481,841	1,406,107	-5.1%	
个人定期		632,126	662,026	730,293	10.3%	15.5%	626,864	662,026	730,293	10.3%	
同业负债		1,009,846	1,013,008	1,081,328	6.7%	7.1%	1,058,259	1,013,008	1,081,328	6.7%	
发行债券		346,141	416,877	446,645	7.1%	29.0%	428,718	416,877	446,645	7.1%	
向央行借款		331,622	329,170	159,987	-51.4%	-51.8%	304,116	329,170	159,987	-51.4%	
所有者权益		723,750	788,967	858,745	8.8%	18.7%	754,975	788,967	858,745	8.8%	
总股本		25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	25,220	0.0%	
资产质量	不良贷款	53,615	51,302	50,862	-0.9%	-5.1%	54,542	51,302	50,862	-0.9%	
	不良率	1.07%	0.93%	0.91%	-2bp	-15bp	1.01%	0.93%	0.91%	-2bp	
	关注贷款	40,716	n.a	46,609	n.a	14.5%	37,655	n.a	46,609	n.a	
	关注率	0.81%	n.a	0.84%	n.a	3bp	0.70%	n.a	0.84%	n.a	
	逾期贷款	56,568	n.a	57,426	n.a	1.5%	54,842	n.a	57,426	n.a	
	逾期率	1.12%	n.a	1.03%	n.a	-9bp	1.02%	n.a	1.03%	n.a	
	不良生成额	45,074	24,292	32,352	33.2%	-28.2%	15,716	24,292	8,060	-66.8%	
	不良生成率	1.00%	0.64%	0.64%	0bp	-36bp	1.18%	1.81%	0.59%	-122bp	
	核销转出额	43,734	26,605	35,105	31.9%	-19.7%	14,789	26,605	8,500	-68.1%	
	核销转出率	83.66%	66.16%	65.48%	-0.7pc	-18.2pc	109.43%	195.12%	66.27%	-128.8pc	
	逾期90+偏离度	76.4%	n.a	69.0%	n.a	-7.4pc	76.0%	n.a	69.0%	n.a	
	拨备覆盖率	438%	443%	484%	40.7pc	46.2pc	439.5%	443.1%	483.9%	40.7pc	
	拨贷比	4.67%	4.13%	4.42%	29bp	-25bp	4.45%	4.13%	4.42%	29bp	
资本情况	核心一级资本充足率	12.29%	12.31%	12.66%	35bp	37bp	11.89%	12.31%	12.66%	35bp	
	一级资本充足率	13.98%	13.86%	14.94%	108bp	96bp	13.47%	13.86%	14.94%	108bp	
	资本充足率	16.54%	16.36%	17.48%	112bp	94bp	16.01%	16.36%	17.48%	112bp	

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

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
存放央行	567,208	644,355	726,833	819,867	净利息收入	203,919	224,497	250,388	279,685
同业资产	799,372	879,309	967,240	1,063,964	净手续费收入	94,447	115,225	138,270	165,924
贷款总额	5,570,034	6,171,598	6,838,130	7,576,648	其他非息收入	32,887	37,820	41,602	45,762
贷款减值准备	-245,494	-281,767	-321,945	-367,026	<b>营业收入</b>	331,253	377,543	430,261	491,372
贷款净额	5,335,391	5,889,830	6,516,185	7,209,622	税金及附加	-2,772	-3,142	-3,567	-4,055
证券投资	2,176,997	2,497,376	2,913,119	3,396,787	业务及管理费	-109,727	-125,060	-142,523	-162,766
其他资产	370,053	380,114	426,617	479,041	营业外净收入	154	-2	-2	-2
<b>资产合计</b>	9,249,021	10,290,985	11,549,995	12,969,282	<b>拨备前利润</b>	214,528	244,966	279,186	318,858
同业负债	1,241,315	1,328,206	1,452,468	1,588,728	资产减值损失	-66,355	-71,917	-79,278	-87,840
存款余额	6,347,078	7,159,504	8,075,920	9,109,638	<b>税前利润</b>	148,173	173,049	199,908	231,018
应付债券	446,645	502,703	565,797	636,809	所得税	-27,339	-33,856	-39,111	-45,198
其他负债	348,302	335,742	376,961	423,305	<b>税后利润</b>	120,834	139,193	160,797	185,821
<b>负债合计</b>	8,383,340	9,326,155	10,471,147	11,758,481	<b>归属母公司净利润</b>	119,922	138,387	159,866	184,745
<b>股东权益合计</b>	865,681	964,830	1,078,848	1,210,801	<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	123,535	136,728	158,207	183,086
<b>主要财务比率</b>					<b>主要财务比率</b>				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>业绩增长</b>					<b>资产质量</b>				
利息净收入增速	10.21%	10.09%	11.53%	11.70%	不良贷款余额	50,862	54,056	58,584	64,165
手续费净增速	18.82%	22.00%	20.00%	20.00%	不良贷款净生成率	0.64%	0.45%	0.45%	0.45%
非息净收入增速	20.75%	20.19%	17.53%	17.69%	不良贷款率	0.91%	0.88%	0.86%	0.85%
拨备前利润增速	14.44%	14.19%	13.97%	14.21%	拨备覆盖率	484%	521%	550%	572%
归属母公司净利润增速	23.20%	15.40%	15.52%	15.56%	拨贷比	4.42%	4.57%	4.71%	4.84%
<b>盈利能力</b>					<b>流动性</b>				
ROAE	18.02%	17.51%	17.84%	18.15%	贷存比	87.76%	86.20%	84.67%	83.17%
ROAA	1.36%	1.42%	1.46%	1.51%	贷款/总资产	60.22%	59.97%	59.20%	58.42%
RORWA	2.57%	2.45%	2.41%	2.48%	平均生息资产/平均总资产	98.61%	98.80%	99.07%	99.12%
生息率	3.75%	3.71%	3.69%	3.68%	<b>每股指标(元)</b>				
付息率	1.60%	1.56%	1.56%	1.56%	EPS	4.90	5.42	6.27	7.26
净利差	2.15%	2.14%	2.13%	2.12%	BVPS	29.01	32.91	37.40	42.59
净息差	2.34%	2.33%	2.31%	2.30%	每股股利	1.52	1.79	2.07	2.40
成本收入比	33.12%	33.12%	33.12%	33.12%	<b>估值指标</b>				
<b>资本状况</b>					P/E	9.43	8.52	7.36	6.36
资本充足率	17.48%	17.40%	17.26%	17.19%	P/B	1.59	1.40	1.23	1.08
核心资本充足率	14.94%	14.90%	14.90%	14.94%	P/PPOP	5.43	4.75	4.17	3.65
风险加权系数	54.47%	60.70%	60.70%	60.70%	股息收益率	3.30%	3.87%	4.48%	5.19%
股息支付率	31.07%	33.00%	33.00%	33.00%					

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>