

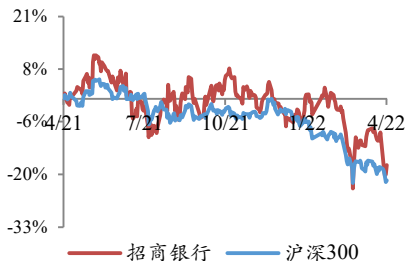
高净值客户持续增长，净息差环比改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-23

收盘价（元）	42.50
近12个月最高/最低（元）	57.05/39.45
总股本（百万股）	25,220
流通股本（百万股）	20,629
流通股比例（%）	81.80
总市值（亿元）	10,718
流通市值（亿元）	8,767

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：戚星

执业证书号：S0010121030010

电话：18616375520

邮箱：qixing@hazq.com

主要观点：

● 整体：报告期内归母净利润同比增长 12.52%

2022Q1，招行实现营收/归母净利润分别为 919.90 亿/360.22 亿，同比分别增长 8.54%/12.52%。营收中，净利息收入/非利息收入分别为 544.64 亿/375.26 亿，同比分别增长 9.97%/6.53%。年化 ROA 和 ROE 为 1.54% 和 19.24%，同比增加 0.04 和减少 0.30 个百分点。

● 营运：高净值客户增速高于整体零售客户

报告期末，招行零售客户数/金葵花及以上/私行客户，分别达 1.76 亿户/389.45 万户/12.5 万户，较上年末分别增长 1.73%/6.06%/2.56%；对应资产 113393 亿/92563 亿/35008 亿，较上年末分别增长 5.39%/4.75%/3.15%。其中，私行户均资产 2796.57 万元，较上年末增加 16.14 万。

招银理财、招商基金、招银国际和招商信诺资管余额 4.41 万亿，较上年末增长 2.32%。

● 资产负债：净息差环比改善

2022Q1，净利差和净息差分别为 2.39% (yoy-5bps, qoq+2bps) 和 2.51% (yoy-1bp, qoq+3bps)，一方面是因为贷款收益率和投资收益率下行，另一方面是存款成本率上升。

公司/票据/零售贷款余额分别为 19583.15 亿/4872.15 亿/29770.07 亿，较上年末分别增长 4.05%/13.54%/1.22%。其中，小微贷款/房贷/信用卡/消费贷余额分别为 5907.21 亿/13742.05 亿/8237.68 亿/1710.4 亿，较上年末分别增长 5.38%/0.71%/-1.96%/9.65%。

● 中间收入：财富管理收入同比下降，资产管理收入保持高增速

报告期内，手续费及佣金净收入 286.95 亿元，同比增长 5.49%，其中财富管理手续费/资管手续费/托管收入手续费分别为 104.29 亿元/32.49 亿元/16.33 亿元，同比增速分别为-11.11%/47.55%/11.32%。银行卡/结算手续费收入分别为 55.93 亿元/44.63 亿元。

财富管理手续费中，代理基金/保险/信托/理财分别为 17.27 亿元/54.71 亿元/12.28 亿元/17.65 亿元，同比增速分别为

-58.5%/61.6%/-48.5%/29.7%。

● 资产质量：整体不良率有所上升

报告期末，整体不良率 0.94%，环比上升 0.03 个百分点。其中，公司贷款和零售贷款不良率分别为 1.33%和 0.82%，环比分别上升 0.02 个百分点和持平。公司不良生成率 1.16%，环比上升 0.21 个百分点。拨备覆盖率 462.68%，环比下降 21.19 个百分点。

对公房地产不良率 2.57%，较上年末上升 1.18 个百分点，房地产贷款余额占比 6.74%，较上年末下降 0.04 个百分点。

● 投资建议

招商银行高净值客户高速增长，净息差环比改善，资产质量优异。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1381.35/1604.43/1862.10 亿元，同比增长 15.19%/16.15%/16.06%，对应 EPS 分别为 5.41/6.30/7.32 元。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济超预期收缩。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	331253	369501	415416	467942
收入同比 (%)	14.04	11.55	12.43	12.64
归母净利润	119922	138135	160443	186210
归母净利润同比 (%)	23.20	15.19	16.15	16.06
ROA (%)	1.37	1.42	1.51	1.64
ROE (%)	16.94	17.65	18.05	18.38
每股收益 (元)	4.61	5.41	6.30	7.32
P/B	1.46	1.29	1.13	0.99

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 1 利润表拆分

百万/%	2021	2020	2019	2018	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入	331,253	290,482	269,703	248,555	91,990	79,843	82,661	83,998	84,751
YoY (%)	14.0	7.7	8.5	12.5	8.5	15.6	13.1	17.1	10.6
——利息净收入	203,919	185,031	173,090	160,384	54,464	53,281	51,297	49,817	49,524
YoY (%)	10.2	6.9	7.9	10.7	10.0	14.6	7.6	10.4	8.2
营收占比 (%)	61.6	63.7	64.2	64.5	59.2	66.7	62.1	59.3	58.4
——手续费及佣金净收入	94,447	79,486	71,493	66,480	28,695	18,713	23,480	25,052	27,202
YoY (%)	18.8	11.2	7.5	3.8	5.5	15.4	11.8	24.0	23.3
营收占比 (%)	28.5	27.4	26.5	26.7	31.2	23.4	28.4	29.8	32.1
——投资收益	21,852	19,162	15,771	12,636	7,793	5,768	4,977	5,786	5,321
YoY (%)	14.0	21.5	24.8	103.6	46.5	63.7	21.2	7.4	(13.4)
营收占比 (%)	6.6	6.6	5.8	5.1	8.5	7.2	6.0	6.9	6.3
——其他收益	11,035	6,803	9,349	9,055	2,767	3,025	3,782	4,158	3,282
YoY (%)	62.2	(27.2)	3.2	55.5	(15.7)	(14.5)	315.6	128.8	2.4
营收占比 (%)	3.3	2.3	3.5	3.6	3.0	3.8	4.6	5.0	3.9
营业支出	183,234	167,839	152,656	141,947	47,632	48,405	42,322	47,756	44,751
YoY (%)	9.2	9.9	7.5	8.9	6.4	8.9	11.2	8.9	7.9
——税金及附加	2,772	2,478	2,348	2,132	834	690	656	693	733
YoY (%)	11.9	5.5	10.1	(0.9)	13.8	21.5	8.3	15.7	4.0
营收占比 (%)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9
——业务及管理费	109,727	96,745	86,541	77,112	24,013	36,430	26,129	24,674	22,494
YoY (%)	13.4	11.8	12.2	15.5	6.8	19.7	6.9	10.8	14.9
营收占比 (%)	33.1	33.3	32.1	31.0	26.1	45.6	31.6	29.4	26.5
——信用减值损失	65,962	64,871	61,066	60,829	21,523	9,688	14,379	21,350	20,545
YoY (%)	1.7	6.2	0.4	1.5	4.8	(21.7)	19.3	6.3	0.9
营收占比 (%)	19.9	22.3	22.6	24.5	23.4	12.1	17.4	25.4	24.2
——其他业务成本	4,380	3,591	2,608	1,866	1,262	1,196	1,151	1,054	979
YoY (%)	22.0	37.7	39.8	23.8	28.9	25.8	24.8	18.2	18.5
营收占比 (%)	1.3	1.2	1.0	0.8	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
营业利润	148,019	122,643	117,047	106,608	44,358	31,438	40,339	36,242	40,000
YoY (%)	20.7	4.8	9.8	17.7	10.9	27.8	15.2	29.9	13.8
营收占比 (%)	44.7	42.2	43.4	42.9	48.2	39.4	48.8	43.1	47.2
利润总额	148,173	122,440	117,132	106,497	44,367	31,517	40,333	36,230	40,093
YoY (%)	21.0	4.5	10.0	17.4	10.7	28.5	15.0	29.7	14.9
营收占比 (%)	44.7	42.2	43.4	42.8	48.2	39.5	48.8	43.1	47.3
所得税费用	27,339	24,481	23,709	25,678	8,058	5,039	7,625	6,831	7,844
YoY (%)	11.7	3.3	(7.7)	28.1	2.7	38.2	(5.6)	17.6	12.9
营收占比 (%)	8.3	8.4	8.8	10.3	8.8	6.3	9.2	8.1	9.3
净利润	120,834	97,959	93,423	80,819	36,309	26,478	32,708	29,399	32,249
YoY (%)	23.4	4.9	15.6	14.4	12.6	26.8	21.2	32.9	15.4
营收占比 (%)	36.5	33.7	34.6	32.5	39.5	33.2	39.6	35.0	38.1
归母净利润	119,922	97,342	92,867	80,560	36,022	26,307	32,465	29,135	32,015
YoY (%)	23.2	4.8	15.3	14.8	12.5	26.8	21.1	32.5	15.2
营收占比 (%)	36.2	33.5	34.4	32.4	39.2	32.9	39.3	34.7	37.8

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 高净值客户和对应 AUM 高速增长

日期	零售整体				金葵花				私人银行						
	客户 (万)	QoQ (%)	资产规模 (亿)	QoQ (%)	户均资产 (万)	客户 (万)	QoQ (%)	资产规模 (亿)	QoQ (%)	户均资产 (万)	客户 (户)	QoQ (%)	资产规模 (亿)	QoQ (%)	户均资产 (万)
2019Q4	14,400		74,940		5.20	265		60,852		230	81,674		22,311		2,732
2020Q1	14,600	1.39	78,842	5.21	5.40	279	5.37	64,065	5.28	230	86,188	5.53	23,440	5.06	2,720
2020Q2	15,100	3.42	82,632	4.81	5.47	292	4.58	67,550	5.44	232	91,034	5.62	24,974	6.54	2,743
2020Q3	15,500	2.65	86,307	4.45	5.57	301	3.16	70,380	4.19	234	95,943	5.39	26,584	6.45	2,771
2020Q4	15,800	1.94	89,418	3.60	5.66	310	3.05	73,456	4.37	237	99,977	4.20	27,746	4.37	2,775
2021Q1	16,100	1.90	95,946	7.30	5.96	331	6.71	78,802	7.28	238	106,887	6.91	29,840	7.55	2,792
2021Q2	16,500	2.48	99,850	4.07	6.05	344	3.82	82,207	4.32	239	111,947	4.73	31,292	4.87	2,795
2021Q3	16,900	2.42	103,741	3.90	6.14	355	3.24	85,289	3.75	240	117,109	4.61	32,655	4.36	2,788
2021Q4	17,300	2.37	107,592	3.71	6.22	367	3.50	88,364	3.61	241	122,064	4.23	33,939	3.93	2,780
2022Q1	17,600	1.73	113,393	5.39	6.44	389	6.06	92,563	4.75	238	125,183	2.56	35,008	3.15	2,797

资料来源：公司报告，华安证券研究所

图表 3 净息差环比改善

百万/%	2022/3/31			2021/12/31			2021/9/30			2021/6/30			2021/3/31			2021	2020	2019
	平均余额	平均余额结构	平均利率	平均余额	平均余额结构	平均利率	平均余额	平均余额结构	平均利率	平均余额	平均余额结构	平均利率	平均余额	平均余额结构	平均利率	平均利率	平均利率	
生息资产																		
贷款和垫款	5,682,612	64.54%	4.68	5,549,219	65.19%	4.64	5,400,330	65.43%	4.64	5,289,582	65.09%	4.68	5,213,564	65.33%	4.73	4.67	4.89	5.17
投资	1,872,118	21.26%	3.28	1,777,841	20.89%	3.33	1,702,824	20.63%	3.35	1,615,199	19.88%	3.35	1,592,140	19.95%	3.39	3.36	3.42	3.66
存放中央银行款项	566,812	6.44%	1.41	545,610	6.41%	1.44	518,982	6.29%	1.47	533,765	6.57%	1.47	537,166	6.73%	1.47	1.46	1.53	1.57
存放同业和其他金融机构款项	683,256	7.76%	2.11	639,506	7.51%	2.08	631,111	7.65%	2.00	688,090	8.47%	1.82	637,653	7.99%	1.83	1.93	1.95	2.51
合计	8,804,798	100.00%	3.97	8,512,176	100.00%	3.97	8,253,247	100.00%	3.97	8,126,636	100.00%	3.96	7,980,523	100.00%	4.01	3.98	4.13	4.38
计息负债																		
客户存款	6,595,673	80.79%	1.46	6,209,004	78.37%	1.44	5,945,087	76.53%	1.43	5,874,312	76.20%	1.39	5,861,988	77.10%	1.39	1.41	1.55	1.58
同业和其他金融机构存放款项	1,000,005	12.25%	1.65	1,044,468	13.18%	1.67	1,101,292	14.18%	1.69	1,089,310	14.13%	1.68	1,071,427	14.09%	1.68	1.68	1.64	2.26
应付债券	422,407	5.17%	2.91	437,500	5.52%	2.99	426,539	5.49%	2.96	431,561	5.60%	3.12	346,065	4.55%	3.15	3.06	3.23	3.50
向中央银行借款	131,855	1.62%	2.36	217,919	2.75%	2.68	282,004	3.63%	2.78	299,922	3.89%	2.77	308,182	4.05%	2.79	2.76	2.97	3.06
租赁负债	14,075	0.17%	4.03	13,932	0.18%	3.90	13,849	0.18%	3.64	13,769	0.18%	4.22	14,978	0.20%	3.95	3.93	4.09	
合计	8,164,015	100.00%	1.58	7,922,823	100.00%	1.60	7,768,771	100.00%	1.60	7,708,874	100.00%	1.58	7,602,640	100.00%	1.57	1.59	1.73	1.90
净利息收入																		
		53,281			53,281			51,297			49,817			49,524				
净利息		2.39			2.37			2.37			2.38			2.44		2.39	2.40	2.48
净利息收益率		2.51			2.48			2.47			2.46			2.52		2.48	2.49	2.59

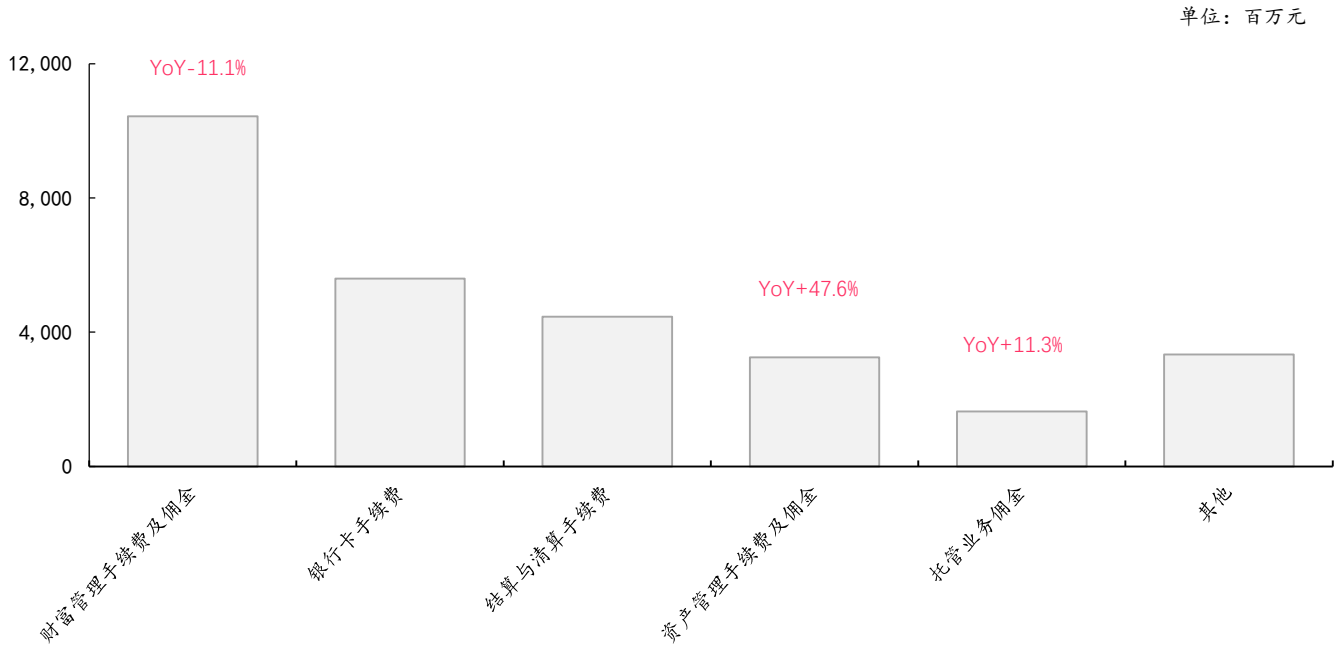
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 贷款结构及增速

百万%	2022/3/31	2021/12/31	2021/9/30	2021/6/30	2021/3/31	2020/12/31	2020/9/30	2020/6/30	2020/3/31
公司贷款余额	1,958,315	1,882,161	1,815,842	1,816,111	1,888,973	1,758,951	1,790,647	1,781,343	1,771,393
YoY (%)	3.67	7.00	1.41	1.95	6.64	8.29			
QoQ (%)	4.05	3.65	(0.01)	(3.86)	7.39	(1.77)	0.52	0.56	9.05
%贷款余额	36.11	35.84	35.07	35.90	37.98	37.18	38.43	39.53	40.33
票据贴现余额	487,215	429,105	456,534	419,797	330,988	327,479	291,143	280,704	282,631
YoY (%)	47.20	31.03	56.81	49.55	17.11	45.62			
QoQ (%)	13.54	(6.01)	8.75	26.83	1.07	12.48	3.72	(0.68)	25.68
%贷款余额	8.99	8.17	8.82	8.30	6.65	6.92	6.25	6.23	6.44
零售贷款余额	2,977,007	2,941,020	2,905,655	2,822,525	2,754,063	2,543,953	2,577,274	2,444,715	2,337,849
YoY (%)	8.10	15.61	12.74	15.45	17.80	9.28			
QoQ (%)	1.22	1.22	2.95	2.49	8.26	(1.29)	5.42	4.57	0.43
%贷款余额	54.90	56.00	56.12	55.80	55.37	53.78	55.32	54.25	53.23
——小微贷款余额	590,721	560,565	555,898	539,420	535,097	474,528	475,717	445,109	422,773
YoY (%)	10.40	18.13	16.85	21.19	26.57	17.12			
QoQ (%)	5.38	0.84	3.05	0.81	12.76	(0.25)	6.88	5.28	4.35
%贷款余额	10.89	10.67	10.74	10.66	10.76	10.03	10.21	9.88	9.63
——个人住房贷款余额	1,374,205	1,364,518	1,335,382	1,319,570	1,293,720	1,264,388	1,238,043	1,189,699	1,129,922
YoY (%)	6.22	7.92	7.86	10.92	14.50	15.10			
QoQ (%)	0.71	2.18	1.20	2.00	2.32	2.13	4.06	5.29	2.86
%贷款余额	25.34	25.98	25.79	26.09	26.01	26.73	26.57	26.40	25.73
——信用卡贷款余额	823,768	840,253	839,489	796,870	753,500	764,559	701,546	652,179	625,538
YoY (%)	9.33	9.90	19.66	22.19	20.46	13.96			
QoQ (%)	(1.96)	0.09	5.35	5.76	(1.45)	8.98	7.57	4.26	(6.76)
%贷款余额	15.19	16.00	16.21	15.75	15.15	16.16	15.06	14.47	14.24
——消费贷款余额	171,040	155,984	151,979	139,169	150,628	135,606	137,488	131,005	131,332
YoY (%)	13.55	15.03	10.54	6.23	14.69	9.63			
QoQ (%)	9.65	2.64	9.20	(7.61)	11.08	(1.37)	4.95	(0.25)	6.18
%贷款余额	3.15	2.97	2.94	2.75	3.03	2.87	2.95	2.91	2.99
——其它贷款余额	17,273	19,700	22,907	27,496	21,118	22,872	24,480	26,705	28,284
YoY (%)	(18.21)	(13.87)	(6.43)	2.96	(25.34)	(22.85)			
QoQ (%)	(12.32)	(14.00)	(16.69)	30.20	(7.67)	(6.57)	(8.33)	(5.58)	(4.60)
%贷款余额	0.32	0.38	0.44	0.54	0.42	0.48	0.53	0.59	0.64
贷款余额	5,422,537	5,252,286	5,178,031	5,058,433	4,974,024	4,730,383	4,659,064	4,506,802	4,391,837
YoY (%)	9.02	11.03	11.14	12.24	13.26	13.24			
QoQ (%)	3.24	1.43	2.36	1.70	5.15	1.53	3.38	2.62	5.14

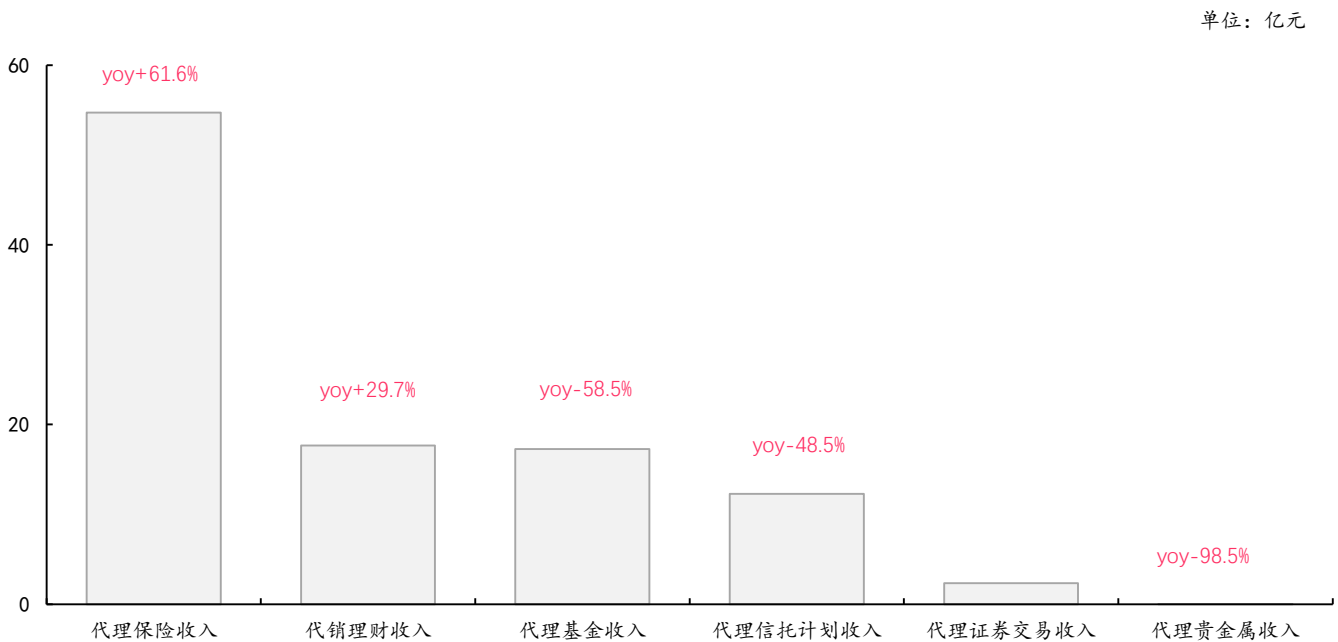
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 手续费及佣金分项收入



资料来源：公司报告，华安证券研究所

图表 6 财富管理分项收入



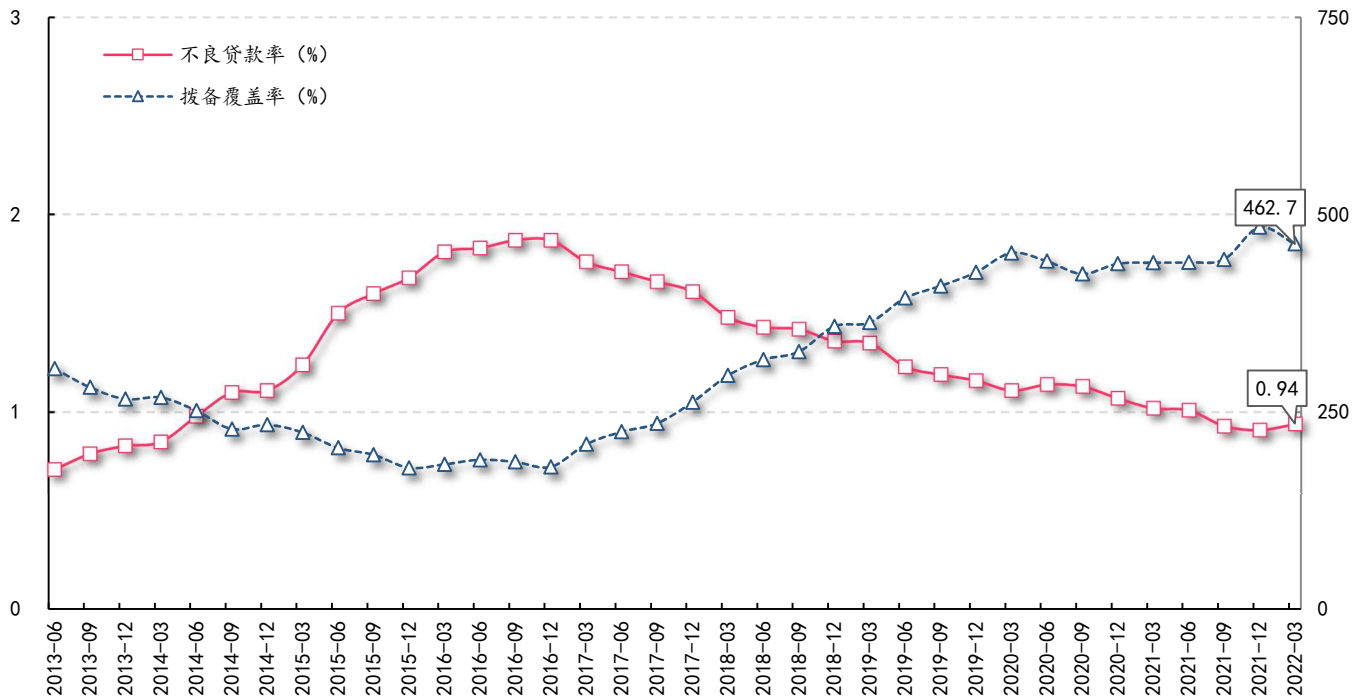
资料来源：公司报告，华安证券研究所

图表 7 分类贷款不良率

	2022/3/31	2021/12/31	2021/9/30	2021/6/30	2021/3/31	2020/12/31
公司贷款	1.33	1.31	1.47	1.57	1.64	1.69
零售贷款	0.82	0.82	0.78	0.76	0.76	0.82
小微贷款	0.57	0.62	0.59	0.51	0.54	0.63
个人住房贷款	0.27	0.28	0.24	0.25	0.26	0.30
信用卡贷款	1.72	1.65	1.54	1.58	1.62	1.66
消费贷款	1.03	1.02	1.19	1.16	1.42	1.47
其它	7.67	6.85	6.11	4.76	2.36	2.28
贷款和垫款之和	0.93	0.93	0.95	1.01	1.04	1.09

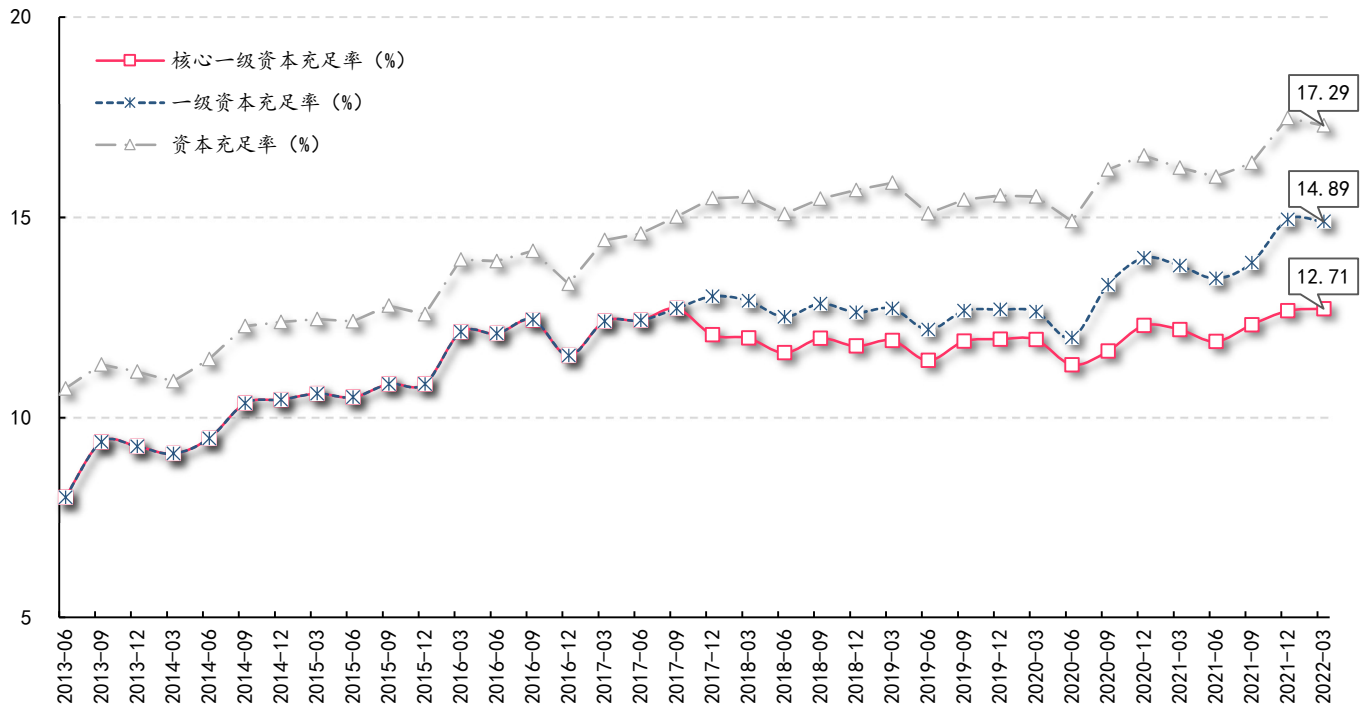
资料来源：公司报告，华安证券研究所

图表 8 整体不良率略有上升，拨备覆盖率下降



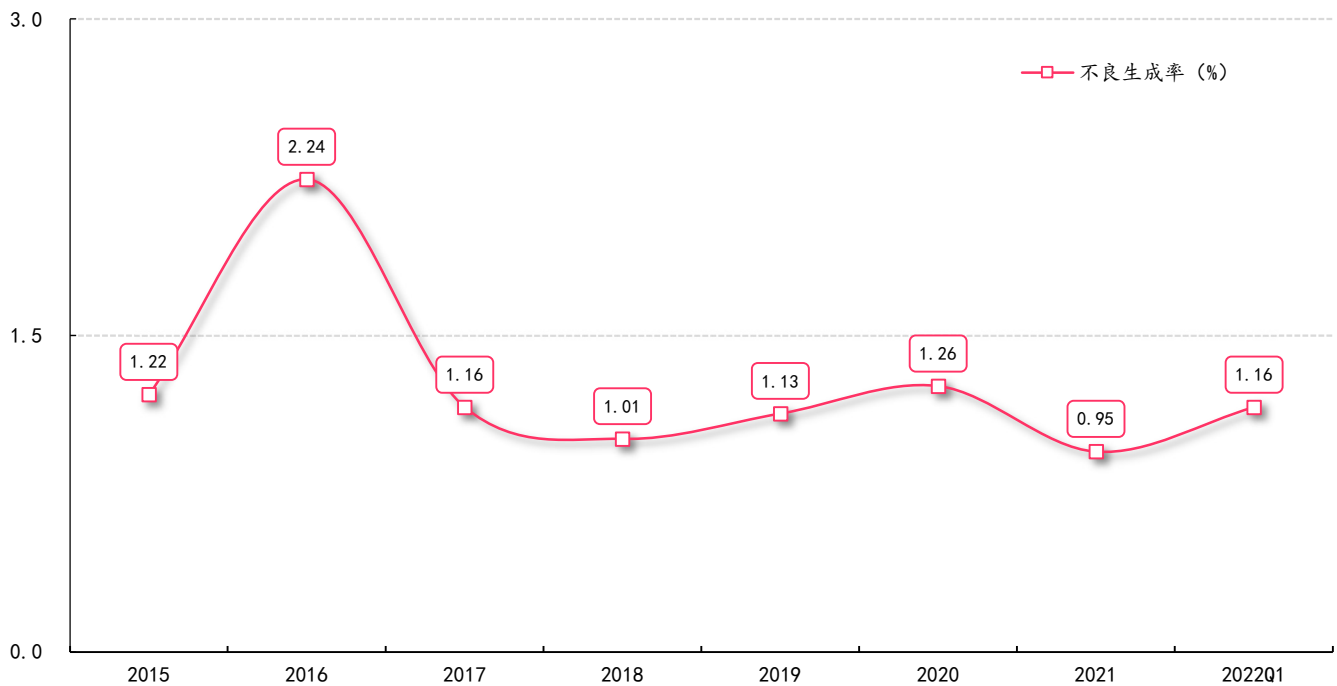
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 核心一级资本充足率上升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 不良贷款生成率有所上行



资料来源: 公司报告, 华安证券研究所

风险提示:

宏观经济超预期收缩。

财务报表与盈利预测

财务报表 (重构, 百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	重要指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表						成长指标 (YoY, %)					
净利息收入	185,031	203,919	227,318	246,781	267,581	贷款总额 (含贴现)	11.99	10.76	11.70	12.65	13.03
利息收入	307,425	327,056	358,785	389,819	419,485	存款总额	16.19	12.73	8.81	6.04	6.07
利息支出	(122,394)	(123,137)	(131,467)	(143,039)	(151,904)	营业收入	7.70	14.04	11.55	12.43	12.64
手续费及佣金净收入	79,486	94,447	109,733	131,683	158,269	净利息收入	6.90	10.21	11.47	8.56	8.43
其他收入	22,374	28,507	32,450	36,952	42,092	手续费及佣金净收入	11.18	18.82	16.18	20.00	20.19
营业收入	290,482	331,253	369,501	415,416	467,942	拨备前利润	5.31	14.23	12.89	11.95	12.27
税金及附加	(2,478)	(2,772)	(3,049)	(3,354)	(3,690)	归母净利润	4.82	23.20	15.19	16.15	16.06
管理费用	(96,745)	(109,727)	(124,451)	(141,151)	(160,092)	结构指标 (%)					
拨备前利润	187,668	214,374	242,000	270,911	304,160	手续费及佣金净收入/营业收入	27.36	28.51	29.70	31.70	33.82
资产质量拨备	(65,025)	(66,355)	(68,346)	(69,371)	(70,411)	个人贷款/贷款总额	53.31	53.64	54.17	54.30	54.31
利润总额	122,440	148,173	173,809	201,694	233,903	个人存款/存款总额	35.62	35.01	34.70	34.17	33.64
所得税	(24,481)	(27,339)	(34,762)	(40,339)	(46,781)	质量指标 (%)					
净利润	97,959	120,834	139,047	161,355	187,122	不良率	1.07	1.09	0.90	0.89	0.88
少数股东损益	(617)	(912)	(912)	(912)	(912)	拨备覆盖率	437.68	441.34	480.00	500.00	500.00
归母净利润	97,342	119,922	138,135	160,443	186,210	拨贷比	4.67	4.03	4.32	4.44	4.41
资产负债表						盈利能力指标 (%)					
生息资产	7,519,207	8,517,535	9,295,201	9,923,825	10,605,867	净息差	2.49	2.48	2.49	2.50	2.55
贷款及垫款 (净额)	4,804,361	5,335,391	5,980,356	6,764,869	7,675,821	净利差	2.40	2.39	2.36	2.38	2.41
同业资产	616,516	799,372	895,297	1,002,732	1,123,060	存贷差	3.35	3.26	3.25	3.27	3.24
存放中央银行款项	525,358	553,898	602,706	639,091	677,856	ROA	1.24	1.37	1.42	1.51	1.64
债券投资	1,572,972	1,828,874	1,816,842	1,517,132	1,129,131	ROE	15.73	16.94	17.65	18.05	18.38
非生息资产	842,241	731,486	1,041,174	1,111,587	1,187,984	成本收入比	33.72	33.57	33.25	33.13	32.95
资产合计	8,361,448	9,249,021	10,336,375	11,035,411	11,793,851	监管指标 (%)					
计息负债	7,365,986	8,086,926	9,041,212	9,605,014	10,208,147	核心一级资本充足率	12.29	11.95	12.29	12.70	12.89
客户存款	5,664,135	6,385,154	6,947,796	7,367,227	7,814,096	一级资本充足率	13.98	12.69	13.98	14.23	14.26
非计息负债	265,108	296,414	331,392	352,057	374,164	资本充足率	16.54	15.54	16.63	16.63	16.40
负债合计	7,631,094	8,383,340	9,372,604	9,957,071	10,582,311	每股指标 (元)					
股东权益合计	723,750	858,745	956,835	1,071,405	1,204,603	EPS	3.79	4.61	5.41	6.30	7.32
负债及股东权益合计	8,361,448	9,249,021	10,336,375	11,035,411	11,793,851	DPS	1.25	1.52	1.75	2.04	2.36
						BPS	25.36	29.10	32.90	37.44	42.73

注释: 报表为重构之后的结果, 省去了不重要的项目。

资料来源: 华安证券研究所预测

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。