

兴业银行(601166)

# 龙头复兴的起点

——兴业银行 2022 年一季报业绩点评

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

## 报告导读

2022Q1 利润、中收高增，当下就是龙头复兴的起点。

## 投资要点

### 核心观点

2022Q1 利润高增 15.6%，中收高增 18.8%，远超可比同业。商行投行战略孕育新动能，当下就是龙头复兴起点——经营动能复兴，龙头重回兴业。

### 主要点评

1、**资产投放最强，动能大幅改善。**兴业银行 2022Q1 信贷投放总量强、结构优、动能足，显著好于股份行同业。(1) **总量强：**新增信贷同业第一。2022Q1 贷款总额较年初+4.5%，新增 2012 亿元。其中，对公一般性贷款新增 1839 亿元，较年初+8.3%；零售贷款新增 224 亿元，较年初+1.2%；票据逆势负增长。(2) **结构优：**资产转型成效显著。①对公：新动能形成，战略新兴、基建、制造业增量近 1100 亿元，占对公贷款增量近 60%。②零售：按揭行业性少增拖累的情况下，2022Q1 零售贷款投放同业领先。非按揭贷款投放 283 亿元，较 2021Q1 多增 186 亿元，信用卡、经营贷、消费贷等业务动能增强。(3) **动能足：**未来增长引擎强化。随着客户、产品、资产结构转型，兴业银行资产投放能力继续强化。全年计划新增信贷 5600 亿元，对应增速 12.6%，而 2022Q1 同比增速仅为 10.9%，未来资产投放有望加速。

2、**中收增长最强，商行投行印证。**2022Q1 中收同比高增 18.8%，较 2021 年加速 5.6pc，增速预计位居可比同业第一。财富管理、投资银行收入分别同比增长 24%、27%，“商行+投行”战略继续印证。展望未来，兴业银行中收增长动力十足。(1) **财富管理：**①零售组织机制改革，渠道补强力度加大；②私人银行独立持牌，经营效率更高、投行+私行联动效果可期。(2) **投资银行：**①能力行业领先。2022Q1 并购融资、银团融资、资产流转同比分别增长 82%、15%、15%。②兴银国际重启申请，有望催化战略。(3) **资产管理：**①管理能力来看，根据普惠标准，兴业银行综合理财能力连续 17 个季度排名全国性银行首位。②增长动力来看，通过“财富云”平台，兴银理财借力同业渠道优势，增长动能强劲。2022Q1 财富云销售量 3149 亿元，同比高增 55%。

3、**未来趋势向上，龙头复兴起点。**看中短期，2022 年营收利润增速有望逐季抬升；看中长期，资产组织能力、商行投行模式有望独占鳌头。

(1) **中短期来看：兴业银行营收、利润增速有望逐季向上，驱动力将来自于规模增速向上和息差企稳改善。**①**规模增速趋势向上。**22Q1 信贷同比增速 10.9%，全年目标增速 12.6%。②**息差企稳、基数消退。**22Q1 息差较 21H2 环比略降 1bp，其中资产收益率、负债成本率均下降。(避免误读：兴业银行 2021 年下半年由于收入确认口径，Q3/Q4 利息收入不可比) 预计息差同比降幅将呈现收窄态势。主要考虑：随着 22Q2 开始零售贷款投放比重提升，和负债端成本率压降，息差有望企稳甚至回升；而 2021 年兴业银行息差前高后低，高基数效应将逐渐消退。③**中间业务收入高增。**财富管理、资产管理、投资银行持续发力。④**资产质量保持稳定。**22Q1 不良率、关注率分别持平、改善 3bp，拨备水平稳定。

(2) **中长期来看：商行投行战略全面实施，成效有望超预期。**①**资产来看，**把握绿色产业风口，战略新兴、制造业等结构转型效果已现。②**模式来看，**以独特的资产获取能力切入“投行、资管、财富”循环链，财富补短板，模式成效有望超预期。③**效率来看，**大幅进行科技投入，2022Q1 管理费用同比高增 32%，为长远业务动能做铺垫。④**管理来看，**2022Q1 对企金、零售、科技进行组织架构调整，随着主要部门组建完成、人员到位，管理动能将从 2022Q2 开始释放。

4、**重要股东增持，信号意义强烈。**第九大股东福建投资集团于 2022Q1 增持兴业银行股票 1.7 亿股，外资增持 1.5 亿股，显示产业资本和外资对于兴业银行的看好。未来股权结构不排除进一步优化可能性。

### 盈利预测及估值

预计 2022-2024 年归母净利润同比增长 18.06%/15.31%/15.36%，对应 BPS

## 评级

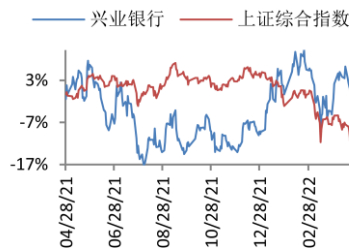
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥21.05

## 单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2021	0.92
3Q/2021	1.16
2Q/2021	0.80
1Q/2021	1.16



## 公司简介

## 相关报告

- 《全面改革元年，风险底牌清晰——兴业银行 2021 年业绩发布会点评》 2022.03.27
- 《地产亮底牌，名片擦得亮——兴业银行 2021 年年报点评》 2022.03.25
- 《集结号，冲锋号——兴业银行员工增持点评报告》 2022.02.21
- 《新龙头，龙抬头——兴业银行 2021 年快报点评》 2022.01.10
- 《新龙头，龙抬头——兴业银行 2021 年快报点评》 2022.01.10

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

联系人：陈建宇

点评报告

行业公司研究——银行业一

证券研究报告

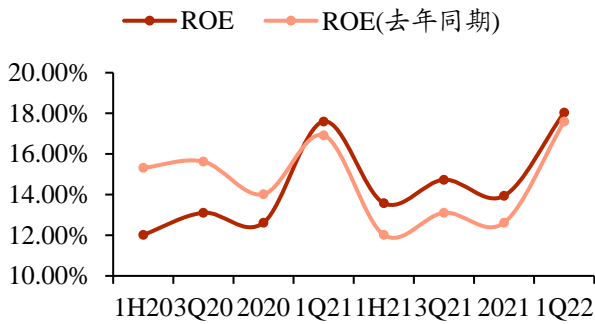
32.22/36.26/40.95 元股。现价对应 PB 估值 0.65/0.58/0.51 倍。维持目标价 33.50 元/股，对应 22 年 PB 1.04x，现价对应 22 年 PB 0.65x，现价空间 59%。

□ **风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发。**

#### 财务摘要

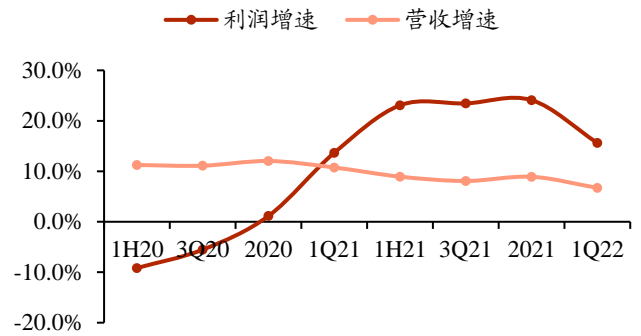
(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	221,236	239,163	264,234	292,014
(+/-)	8.91%	8.10%	10.48%	10.51%
归母净利润	82,680	97,611	112,552	129,837
(+/-)	24.10%	18.06%	15.31%	15.36%
每股净资产(元)	28.80	32.22	36.26	40.95
P/B	0.73	0.65	0.58	0.51

图 1：兴业银行 2022Q1 ROE 同比回升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所。注：ROE 数据已年化。

图 2：兴业银行 2022Q1 净利润保持高增



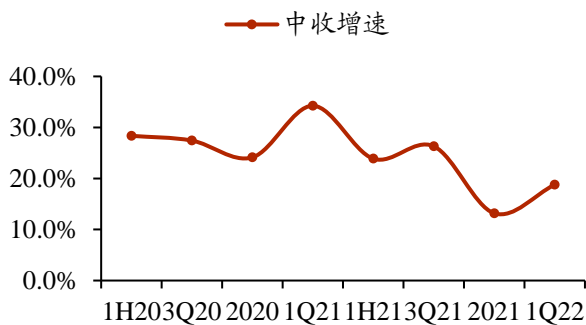
资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

表 1：兴业银行 2022Q1 信贷投放总量强、结构优、动能足，显著好于股份行同业。

单位： 亿元	信贷		整体对公		一般对公		票据		零售	
	增量	增速	增量	增速	增量	增速	增量	增速	增量	增速
兴业	2,012	4.5%	1,788	7.0%	1,839	8.3%	-51	-1.6%	224	1.2%
平安	910	3.0%	879	7.6%	450	4.5%	429	27.8%	32	0.2%
招行	1,881	3.4%	1,504	5.8%	858	4.0%	646	15.0%	377	1.3%
浦发	695	1.5%	747	2.6%	n.a				-52	-0.3%
光大	1,467	4.4%	n.a				n.a			
浙商	800	5.9%	n.a				n.a			

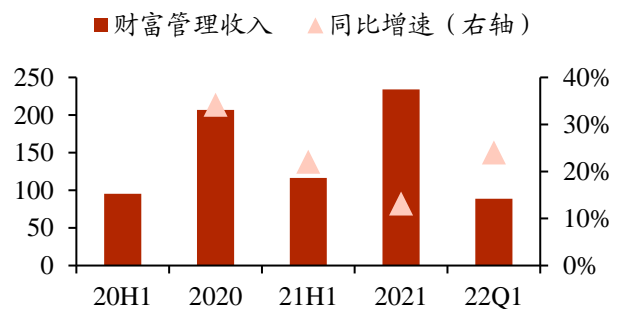
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：增速为较年初增幅。增量为较年初增量，底色越红，表示越优。

图 3：2022Q1 兴业银行中收增速回升

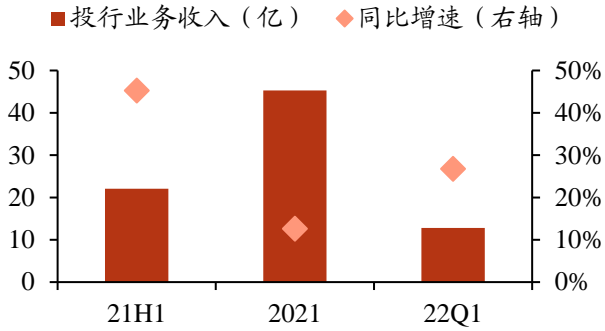


资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

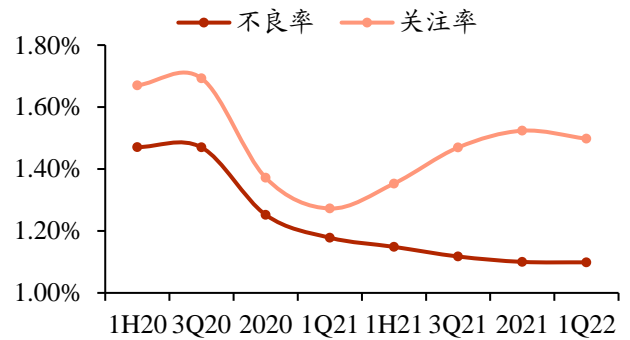
图 4：2022Q1 兴业银行财富管理收入增速提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

**图 5：2022Q1 兴业银行投行收入增速提升**


资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

**图 6：2022Q1 兴业银行资产质量保持稳定**


资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

**表 2：2022Q1 兴业银行股东持股变动情况**

股东名称	持股数量 (亿股)			持股比例 (%)		
	22Q1	21A	Δ	22Q1	21A	Δ
福建省财政厅	39.2	39.2		18.85	18.85	
中国烟草总公司	11.1	11.1		5.34	5.34	
中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	9.5	9.5		4.56	4.56	
香港中央结算有限公司	8.4	6.8	1.5	4.02	3.29	0.73pc
中国人民人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	8.0	8.0		3.86	3.86	
中国证券金融股份有限公司	6.2	6.2		3.00	3.00	
华夏人寿保险股份有限公司	5.7	5.7		2.74	2.74	
中国人民人寿保险股份有限公司-万能-个险万能	4.7	4.7		2.28	2.28	
福建省投资开发集团有限责任公司	4.7	2.9	1.7	2.24	1.42	0.82pc
福建烟草海晟投资管理有限公司	4.4	4.4		2.13	2.13	

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：Δ=22Q1-21A。

**表 3：兴业银行盈利驱动因素分解**

	1H21	3Q21	2021	1Q22
规模增长 (生息资产同增)	8.3%	8.8%	9.3%	9.9%
净息差扩大 (利息净收入同增-生息资产同增)	-1.7%	-8.0%	-7.8%	-7.5%
非息收入 (营业收入同增-利息净收入同增)	2.4%	7.3%	7.4%	4.3%
成本 (拨备前利润同增-营业收入同增)	-0.4%	-0.3%	-2.2%	-6.9%
拨备 (税前利润同增-拨备前利润同增)	18.9%	19.3%	17.6%	16.0%
税收 (税后利润同增-税前利润同增)	-4.2%	-4.0%	-0.5%	-1.0%

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

**表 4：兴业银行 2022 年一季报业绩概览**

维度	单位: 百万元	21Q1	21A	22Q1	环比变化	同比变化	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	QoQ
利润指标	ROE (年化)	17.6%	13.9%	18.0%	4.1pc	0.4pc	15.2%	10.2%	14.7%	11.1%	15.8%	4.8pc
	ROA (年化)	1.21%	1.02%	1.28%	26bp	7bp	1.20%	0.81%	1.15%	0.87%	1.27%	39bp
	拨备前利润	43,923	162,320	43,839		-0.2%	43,923	40,355	41,598	36,444	43,839	20.3%
	同比增速	9.6%	6.7%	-0.2%	-6.9pc	-9.8pc	9.6%	7.4%	6.4%	3.2%	-0.2%	-3.4pc
	归母净利润	23,853	82,680	27,578		15.6%	23,853	16,259	23,926	18,642	27,578	47.9%
	同比增速	13.7%	24.1%	15.6%	-8.5pc	1.9pc	13.7%	40.1%	24.1%	26.4%	15.6%	-10.8pc
	EPS (未年化)	1.15	3.77	1.33		15.6%	1.15	0.78	1.15	0.90	1.33	47.9%
BVPS (未年化)	26.69	28.80	30.09	4.5%	12.7%	26.69	26.58	27.83	28.80	30.09	4.5%	
收入拆分	营业收入	55,663	221,236	59,403		6.7%	55,663	53,292	55,092	57,189	59,403	3.9%
	同比增速	10.8%	8.91%	6.72%	-2.2pc	-4.0pc	10.8%	7.1%	6.4%	11.4%	6.7%	-4.6pc
	利息净收入	36,877	145,679	37,775		2.4%	36,877	35,033	34,843	38,926	37,775	-3.0%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	7,848,715	8,140,150	8,629,218	6.0%	9.9%	7,848,715	7,980,975	8,242,425	8,488,485	8,629,218	1.7%
	净息差 (日均余额口径)	n.a	2.29%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	1.88%	1.79%	1.75%	-4bp	-13bp	1.88%	1.76%	1.69%	1.83%	1.75%	-8bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.97%	3.87%	3.77%	-10bp	-20bp	3.97%	3.83%	3.78%	3.91%	3.77%	-14bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	2.31%	2.31%	2.24%	-7bp	-7bp	2.31%	2.30%	2.31%	2.30%	2.24%	-6bp
	非利息净收入	18,786	75,557	21,628		15.1%	18,786	18,259	20,249	18,263	21,628	n.a
	手续费净收入	11,211	42,680	13,316		18.8%	11,211	10,708	11,927	8,834	13,316	50.7%
	其他非息收入	7,575	32,877	8,312		9.7%	7,575	7,551	8,322	9,429	8,312	-11.8%
	业务及管理费	11,013	55,468	14,899		35.3%	11,013	12,234	12,716	19,505	14,899	-23.6%
	成本收入比	19.79%	25.07%	25.08%	0.0pc	5.30pc	19.79%	22.96%	23.08%	34.11%	25.08%	-9.0pc
	资产减值损失	15,994	67,010	11,502		-28.1%	15,994	21,887	14,243	14,886	11,502	-22.7%
	贷款减值损失	14,395	45,484	10,352		-28.1%	14,395	9,825	9,139	12,125	10,352	-14.6%
	信用成本	1.41%	1.08%	0.91%	-17bp	-50bp	1.41%	0.94%	0.86%	1.11%	0.91%	-20bp
	所得税费用	3,852	11,494	4,705		22.1%	3,852	1,907	3,324	2,411	4,705	95.1%
有效税率	13.79%	12.06%	14.55%	2.5pc	0.8pc	13.79%	10.33%	12.15%	11.18%	14.55%	3.4pc	
规模增长	总资产	7,993,666	8,603,024	8,822,450	2.6%	10.4%	7,993,666	8,109,183	8,497,055	8,603,024	8,822,450	2.6%
	生息资产余额	7,916,683	8,537,386	8,721,049	2.2%	10.2%	7,916,683	8,045,266	8,439,584	8,537,386	8,721,049	2.2%
	贷款总额	4,175,546	4,428,183	4,629,373	4.5%	10.9%	4,175,546	4,206,045	4,313,351	4,428,183	4,629,373	4.5%
	对公贷款	2,430,566	2,548,251	2,727,073	7.0%	12.2%	2,430,566	2,426,748	2,500,960	2,548,251	2,727,073	7.0%
	个人贷款	1,744,980	1,879,932	1,902,300	1.2%	9.0%	1,744,980	1,779,297	1,812,391	1,879,932	1,902,300	1.2%
	同业资产	429,586	559,204	614,365	9.9%	43.0%	429,586	559,484	631,829	559,204	614,365	9.9%
	金融投资	2,775,514	2,998,596	2,974,784	-0.8%	7.2%	2,775,514	2,782,688	3,023,570	2,998,596	2,974,784	-0.8%
	存放央行	437,269	447,446	402,160	-10.1%	-8.0%	437,269	396,206	369,455	447,446	402,160	-10.1%
	总负债	7,343,965	7,908,726	8,101,316	2.4%	10.3%	7,343,965	7,461,653	7,823,522	7,908,726	8,101,316	2.4%
	付息负债余额	7,131,105	7,677,167	7,872,305	2.5%	10.4%	7,131,105	7,264,757	7,620,743	7,677,167	7,872,305	2.5%
	吸收存款	4,074,339	4,311,041	4,409,552	2.3%	8.2%	4,074,339	4,160,820	4,210,974	4,311,041	4,409,552	2.3%
	企业活期	n.a	1,434,288	n.a	n.a	n.a	n.a	1,383,690	n.a	1,434,288	n.a	n.a
	个人活期	n.a	334,958	n.a	n.a	n.a	n.a	344,416	n.a	334,958	n.a	n.a
	企业定期	n.a	1,754,633	n.a	n.a	n.a	n.a	1,687,448	n.a	1,754,633	n.a	n.a
	个人定期	n.a	458,205	n.a	n.a	n.a	n.a	420,428	n.a	458,205	n.a	n.a
	同业负债	1,682,983	2,150,233	2,149,650	0.0%	27.7%	1,682,983	1,832,917	2,099,272	2,150,233	2,149,650	0.0%
	发行债券	1,099,787	1,120,116	1,223,674	9.2%	11.3%	1,099,787	989,995	1,101,391	1,120,116	1,223,674	9.2%
向央行借款	273,996	95,777	89,429	-6.6%	-67.4%	273,996	281,025	209,106	95,777	89,429	-6.6%	
所有者权益	640,257	684,111	710,897	3.9%	11.0%	640,257	637,956	663,849	684,111	710,897	3.9%	
总股本	20,774	20,774	20,774	0.0%	0.0%	20,774	20,774	20,774	20,774	20,774	0.0%	
资产质量	不良贷款	49,193	48,714	50,860	4.4%	3.4%	49,193	48,312	48,199	48,714	50,860	4.4%
	不良率	1.18%	1.10%	1.10%	0bp	-8bp	1.18%	1.15%	1.12%	1.10%	1.10%	0bp
	关注贷款	53,131	67,467	69,333	2.8%	30.5%	53,131	56,903	63,383	67,467	69,333	2.8%
	关注率	1.27%	1.52%	1.50%	-3bp	23bp	1.27%	1.35%	1.47%	1.52%	1.50%	-3bp
	逾期贷款	n.a	64,983	n.a	n.a	n.a	n.a	60,178	n.a	64,983	n.a	n.a
	逾期率	n.a	1.47%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.43%	n.a	1.47%	n.a	n.a
	不良生成额	2,313	31,853	9,040	-71.6%	290.8%	2,313	8,818	8,226	12,496	9,040	-27.7%
	不良生成率	0.23%	0.80%	0.82%	1bp	58bp	0.23%	0.84%	0.78%	1.16%	0.82%	-34bp
	核销转出额	2,776	32,795	6,894	-79.0%	148.3%	2,776	9,699	8,339	11,981	6,894	-42.5%
	核销转出率	22.36%	66.04%	56.60%	-9.4pc	34.2pc	22.36%	78.86%	69.04%	99.43%	56.60%	-42.8pc
逾期90+偏离度	n.a	77.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	77.2%	n.a	77.2%	n.a	n.a	
拨备覆盖率	247.5%	269%	269%	0.2pc	21.4pc	247.5%	256.9%	263.1%	268.7%	268.9%	0.2pc	
拨贷比	2.92%	2.96%	2.95%	0bp	4bp	2.92%	2.95%	2.94%	2.96%	2.95%	0bp	
资本情况	核心一级资本充足率	9.42%	9.81%	9.81%	0bp	39bp	9.42%	9.20%	9.54%	9.81%	9.81%	0bp
	一级资本充足率	10.88%	11.22%	11.16%	-6bp	28bp	10.88%	10.63%	10.96%	11.22%	11.16%	-6bp
	资本充足率	13.42%	14.39%	14.64%	25bp	122bp	13.42%	12.59%	12.92%	14.39%	14.64%	25bp

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

<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	447,446	413,728	441,168	470,429	净利息收入	145,679	154,413	165,886	177,686
同业资产	559,204	587,164	616,522	647,349	净手续费收入	42,680	51,216	61,459	73,751
贷款总额	4,428,183	4,986,134	5,614,387	6,321,800	其他非息收入	32,877	33,535	36,888	40,577
贷款减值准备	-129,877	-155,649	-177,679	-195,703	<b>营业收入</b>	221,236	239,163	264,234	292,014
贷款净额	4,310,306	4,830,485	5,436,708	6,126,097	税金及附加	-2,207	-2,508	-2,816	-3,158
证券投资	2,998,596	2,949,545	2,842,452	2,690,575	业务及管理费	-55,468	-59,963	-66,248	-73,213
其他资产	287,472	351,167	373,343	397,175	营业外净收入	111	0	0	0
<b>资产合计</b>	8,603,024	9,241,244	9,824,806	10,451,967	<b>拨备前利润</b>	162,320	176,121	194,538	214,944
同业负债	2,246,010	2,380,771	2,499,809	2,624,800	资产减值损失	-67,010	-65,377	-66,842	-67,638
存款余额	4,311,041	4,596,973	4,901,870	5,226,989	<b>税前利润</b>	95,310	110,744	127,695	147,306
应付债券	1,120,116	1,268,257	1,330,238	1,395,248	所得税	-11,494	-12,942	-14,923	-17,215
其他负债	231,559	229,697	243,232	257,581	<b>税后利润</b>	83,816	97,802	112,773	130,091
<b>负债合计</b>	7,908,726	8,475,697	8,975,149	9,504,617	<b>归属母公司净利润</b>	82,680	97,611	112,552	129,837
<b>股东权益合计</b>	694,298	765,547	849,657	947,350	<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	78,420	93,351	108,292	125,577
<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	1.51%	6.00%	7.43%	7.11%	不良贷款余额	48,714	54,468	61,216	68,894
手续费净增速	13.18%	20.00%	20.00%	20.00%	不良贷款净生成率	0.80%	0.90%	0.90%	0.90%
非息净收入增速	26.73%	12.17%	16.04%	16.25%	不良贷款率	1.10%	1.09%	1.09%	1.09%
拨备前利润增速	6.74%	8.50%	10.46%	10.49%	拨备覆盖率	269%	286%	290%	284%
归属母公司净利润增速	24.10%	18.06%	15.31%	15.36%	拨贷比	2.96%	3.12%	3.16%	3.10%
<b>盈利能力</b>					<b>流动性</b>				
ROAE	13.94%	14.80%	15.29%	15.72%	贷存比	102.72%	108.47%	114.54%	120.95%
ROAA	1.00%	1.09%	1.18%	1.28%	贷款/总资产	51.47%	53.96%	57.15%	60.48%
RORWA	1.41%	1.53%	1.63%	1.77%	平均生息资产/平均总资产	98.92%	98.54%	97.95%	98.04%
生息率	3.87%	3.86%	3.89%	3.90%	<b>每股指标(元)</b>				
付息率	2.31%	2.32%	2.32%	2.33%	EPS	3.77	4.49	5.21	6.04
净利差	1.57%	1.55%	1.57%	1.56%	BVPS	28.80	32.22	36.26	40.95
净息差	1.79%	1.76%	1.78%	1.79%	每股股利	1.04	1.17	1.35	1.56
成本收入比	25.07%	25.07%	25.07%	25.07%	<b>估值指标</b>				
<b>资本状况</b>					P/E	5.58	4.68	4.04	3.48
资本充足率	14.39%	14.70%	15.08%	15.55%	P/B	0.73	0.65	0.58	0.51
核心资本充足率	11.22%	11.32%	11.83%	12.41%	P/PPOP	2.69	2.48	2.25	2.03
风险加权系数	70.94%	72.29%	72.29%	72.29%	股息收益率	4.92%	5.58%	6.43%	7.42%
股息支付率	26.01%	25.00%	25.00%	25.00%					

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>