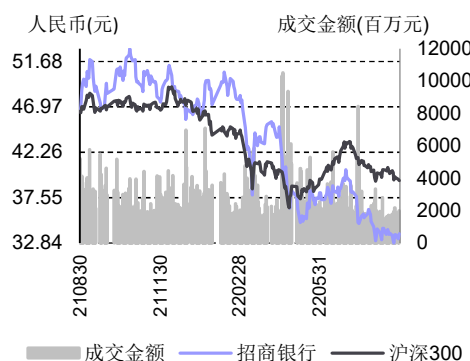


市场价格 (人民币): 33.79 元

目标价格 (人民币): 48.40 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	252.20
已上市流通 A 股(亿股)	206.29
流通港股(亿股)	45.91
总市值(亿元)	8,521.79
年内股价最高最低(元)	52.99/32.84
沪深 300 指数	4076
上证指数	3227



大财富管理征程依旧

公司基本情况(人民币)

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	290,482	331,253	366,137	412,252	463,040
营业收入增长率 (%)	7.7	14.0	10.5	12.6	12.3
归母净利润(百万元)	97,342	119,922	137,037	159,528	182,583
归母净利润增长率	33.5	23.2	14.3	16.4	14.5
ROA (%)	1.24	1.37	1.42	1.51	1.59
ROE (%)	15.73	18.01	17.74	18.63	19.14
每股收益 (元)	3.79	4.61	5.29	6.18	7.10
P/B	1.79	1.13	1.02	0.92	0.74

来源: 公司年报, 国金证券研究所

投资逻辑

- 大财富管理模式以“大客群”、“大平台”和“大生态”为抓手,旨在打通“财富管理-资产管理-投资银行”的价值链条。该模式有三个支撑:第一,以 MAU 为指引的持续不断线上引流;第二,以客户分层为基础的高净值客户的积累;第三,高净值客户不仅有个人需求、家庭需求,其背后也有企业需求,且注重隐私、偏向线上化。
- 对公业务条线的存贷比逐年高于零售业务条线,零售贷款占比稳定。截至 1H22,公司贷款占比 38.8%,零售贷款占比 52.1%。1H22,公司加大了对共企业纾困力度,企业贷款/票据/零售贷款/住房贷款/小微贷款/信用卡贷款同比分别增长 7.0%/25.3%/3.4%/1%/8.5%/1.7%。受疫情冲击,1H22 零售贷款投放不及预期,战略上零售贷款仍然是投放重点。
- 财富管理收入为中收主导。1H22 手续费及佣金收入达 576.14 亿元,同比增长 2.87%。其中,财富管理手续费收入 188.73 亿元,同比减少 8.13%,主要是因为客户避险需求上升,权益类资产配置降低,且公司主动压缩了代理信托业务量。资管手续费收入 63.39 亿元,同比增长 32.8%,主要是子公司资产管理规模增长驱动。
- 不良率边际上行,但涉房类资产承担信用风险减少。截至 1H22,招行不良率为 0.95%,较去年末上升 0.04 个百分点,环比上升 0.01 个百分点。拨备覆盖率 454.06%,较去年末下降 29.81 个百分点。承担信用风险的表外涉房业务余额为 4937.12 亿元,较去年末减少 3.48%。房地产对公贷款余额 3552.06 亿元,较去年末减少 0.22%。房地产信用风险敞口可控。

投资建议

- 招行继续注重零售信贷的同时,打造大财富管理模式,未来仍占据财富管理赛道的最前方。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1370.37/1595.28/1825.83 亿元,同比增长 14.3%/16.4%/14.5%,对应 EPS 分别为 5.29/6.18/7.10 元。采用股利折现模型、剩余收益模型和相对估值法预测合理股价为 48.40 元,首次覆盖,予以“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济超预期收缩,国内疫情反复,贷款质量超预期恶化。

戚星

联系人
qixing@gjzq.com.cn

赵伟

分析师 SAC 执业编号: S1130521120002

内容目录

1 从零售转型到大财富管理	4
1.1 零售加冕之路	4
1.2 零售转型的一般理论	7
1.3 大财富管理模式：大客群+大平台+大生态	8
2 大财富管理基石之一：以 MAU 为指导的引流体系	10
3 大财富管理基石之二：与高净值客户同行	11
4 大财富管理基石之三：高净值客户的特征及诉求	13
5 经营结果：从资产运用到内生增长	14
5.1 资产运用：零售底色	14
5.2 中间收入：代销能力出类拔萃，费率稳定	17
5.3 内生增长：资本内生能力强劲	19
6 不良率边际上行，涉房信用风险可控	21
7 盈利预测与投资建议	23
7.1 盈利预测假设	23
7.2 估值及投资建议	23
8 风险提示	25

图表目录

图表 1：招商银行的变革之路，历次变革支撑其较高的 ROE	5
图表 2：资产规模稳健增长	6
图表 3：个人活期存款在零售存款中占比较高	6
图表 4：不良率一路下行，1H22 小幅反弹	6
图表 5：净利差波动收窄	6
图表 6：零售业务占比持续增长	6
图表 7：零售转型的一般路径	7
图表 8：大财富管理模式：大客群+大平台+大生态	9
图表 9：两大 APP 的引流与变现	10
图表 10：招商银行 APP 用户数稳健增长	11
图表 11：掌上生活 APP 用户数稳健增长	11
图表 12：客户结构明显优化	12
图表 13：私人银行 AUM 和户均资产业内第一	12
图表 14：高净值客户的个人、家庭和企业的的需求调查	13
图表 15：高净值客户对财富管理服务的体验要求	13
图表 16：对公业务条线存贷比逐年高于零售业务条线	14
图表 17：贷款结构保持稳定	15
图表 18：存款结构保持稳定	16
图表 19：净息差边际收窄	16

图表 20: 净息差波动分解	16
图表 21: 贷款平均收益率下行, 存款平均成本率有所上升	17
图表 22: 财富管理收入为中收主导	18
图表 23: 混合型公募基金代销规模位居榜首, 货币基金代销规模仅次于蚂蚁金服	18
图表 24: 理财产品余额高速增长	19
图表 25: 代销费率保持稳定	19
图表 26: 财富管理手续费结构	19
图表 27: 资本内生能力逐年提升	20
图表 28: 核心一级资本净额中, 盈余公积+未分配利润之和占比为上市银行最高, 表明其强大的资本内生能力	20
图表 29: 资本充足率有所下降	20
图表 30: RAROC 上行	20
图表 31: 资本充足率位于上市银行前列	21
图表 32: 负债端成本在上市银行中有优势	21
图表 33: 不良率与拨备覆盖率	22
图表 34: 信用成本自 2015 年以来呈下行趋势	22
图表 35: 各条线贷款质量保持稳定	22
图表 36: 逾期贷款结构	22
图表 37: 不良生成率自 2015 年以来呈下行趋势	22
图表 38: 涉房贷款风险	23
图表 39: 估值目标价格 40.16-53.37 元/股	24

1 从零售转型到大财富管理

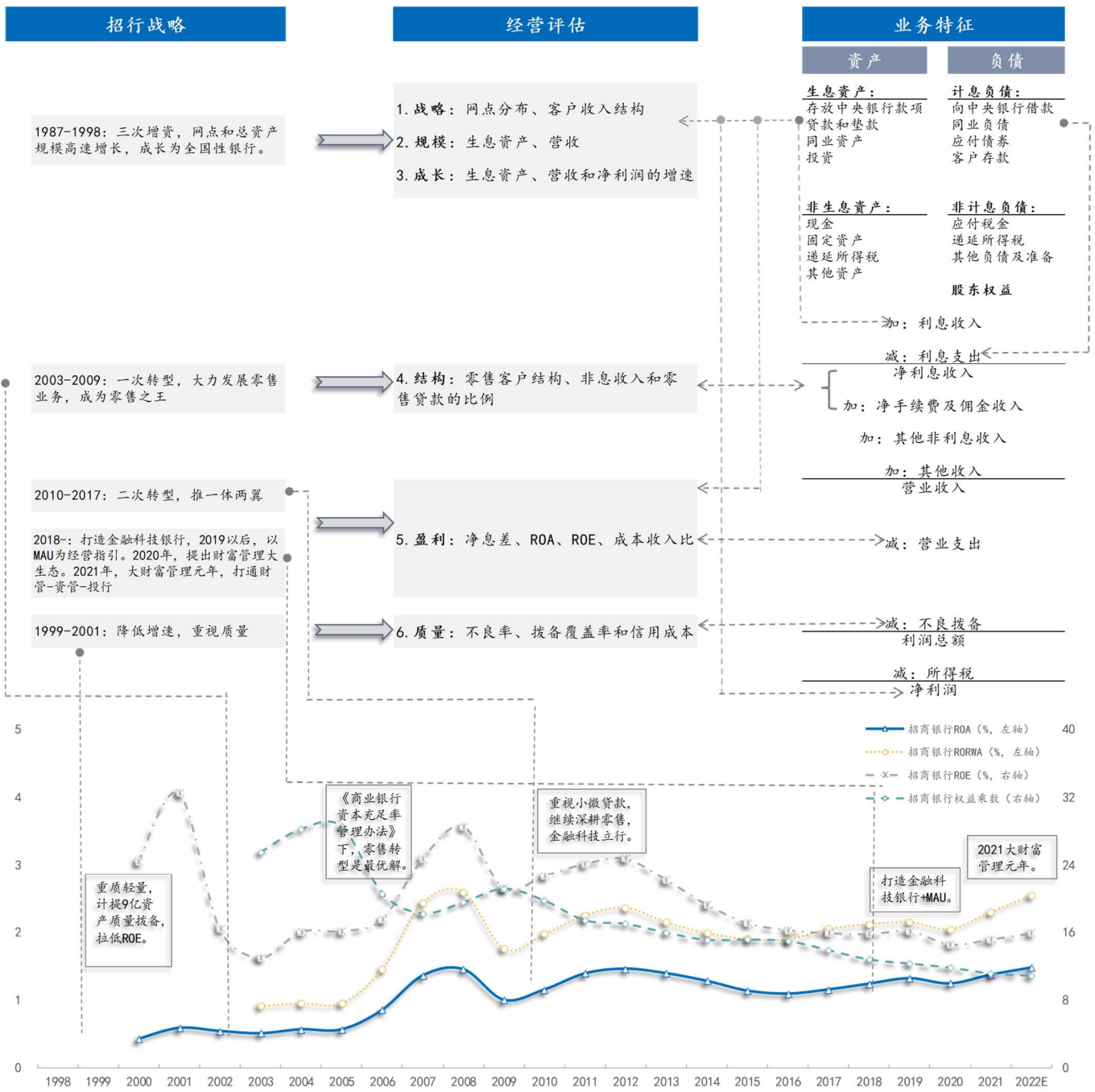
零售转型是变革起点，但大财富管理一定不是终点。推出一网通突破地理界限、主动降速提质、零售转型、二次转型、打造金融科技银行、将 MAU 定为经营的北极星，提出财富管理大生态，招行不断突破自我，保持财务回报率优异的同时，也提供了零售转型的范本。

1.1 零售加冕之路

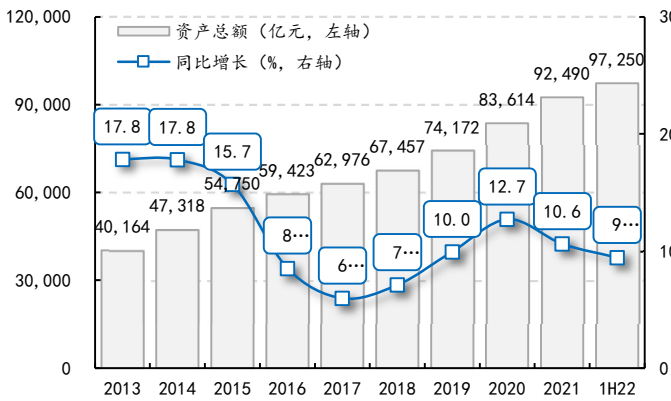
银行经营若想突破资本充足率的限制，相对实现内生增长，大力发展零售业务是首选，在拉升息差的同时，也可以有效派生中间业务，提高 RORWA。招行零售转型及后续战略调整是对经营环境变化的适应性反应，从不同维度上改善了经营状况（战略调整过程详见图表 1）：

- 1998 年以前，亟待扩大规模，快速成长为全国性银行。在“一网通”的助力下，突破了地理限制，在全国范围内吸收客户。
- 2000 年，国内银行业在经历了快速扩张之后，不良贷款开始暴露，招行管理层开始注重质量，压降不良贷款，为保证质量宁可舍弃增速。
- 2003 年，《商业银行资本充足率》出台，银行业寻求集约式发展，招行零售转型上升至战略目标，发力信用卡和小微贷款，资产端结构优化。进一步地，在贷款派生存款的机制下，零售存款占总资产比例和零售活期存款占比持续上升，负债端成本控制在较低水平。
- 2009 年，央行降息，招商银行净息差回落拉低 ROA 和 ROE，二次转型应运而生，重视小微贷款和节约资本。
- 2015-2017 年，提出打造“轻型银行”，本质上仍是向节约资本努力，提升治理水平，更加重视金融科技。
- 2018 年至今，明确提出“打造金融银行”，大幅提高金融科技投入；将 MAU 作为经营的“北极星”指标，坚持“移动优先”，建立开放的生态体系。2020 年，明确提出“大财富管理”——成为打通供需两端、服务实体经济、助力人民实现美好生活的主要“连接器”。
- 2021 年为大财富管理元年，“朝朝宝”打通支付主账户和财富主账户，降低财富管理门槛，打造“财富管理-资产管理-投资银行”高价值链条循环，主张大客群、大平台和大生态。

图表 1：招商银行的变革之路，历次变革支撑其较高的 ROE

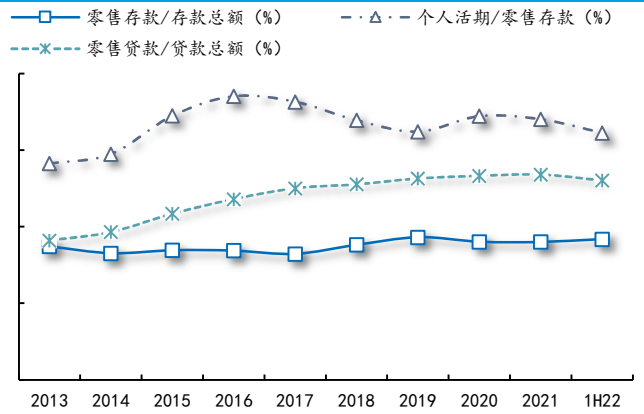


图表 2：资产规模稳健增长



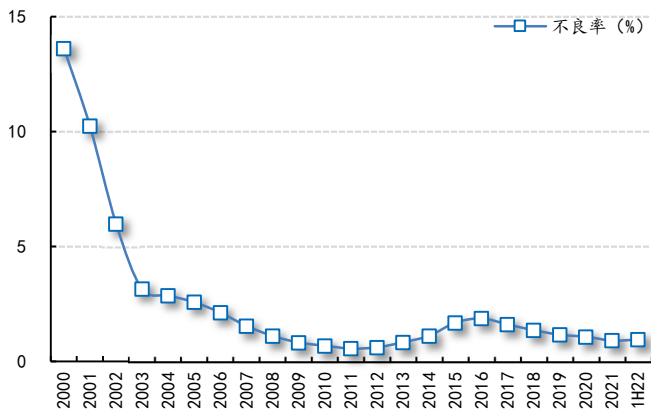
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：个人活期存款在零售存款中占比较高



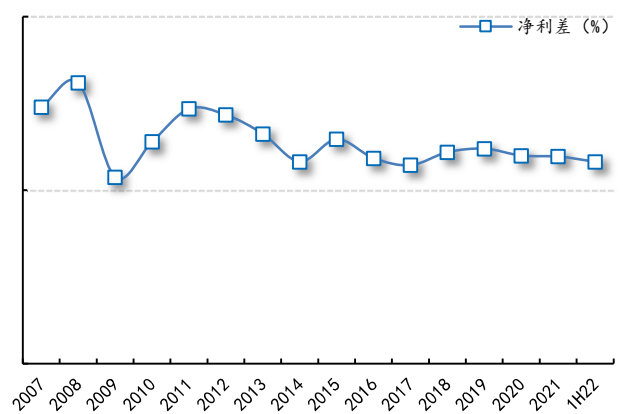
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：不良率一路下行，1H22 小幅反弹



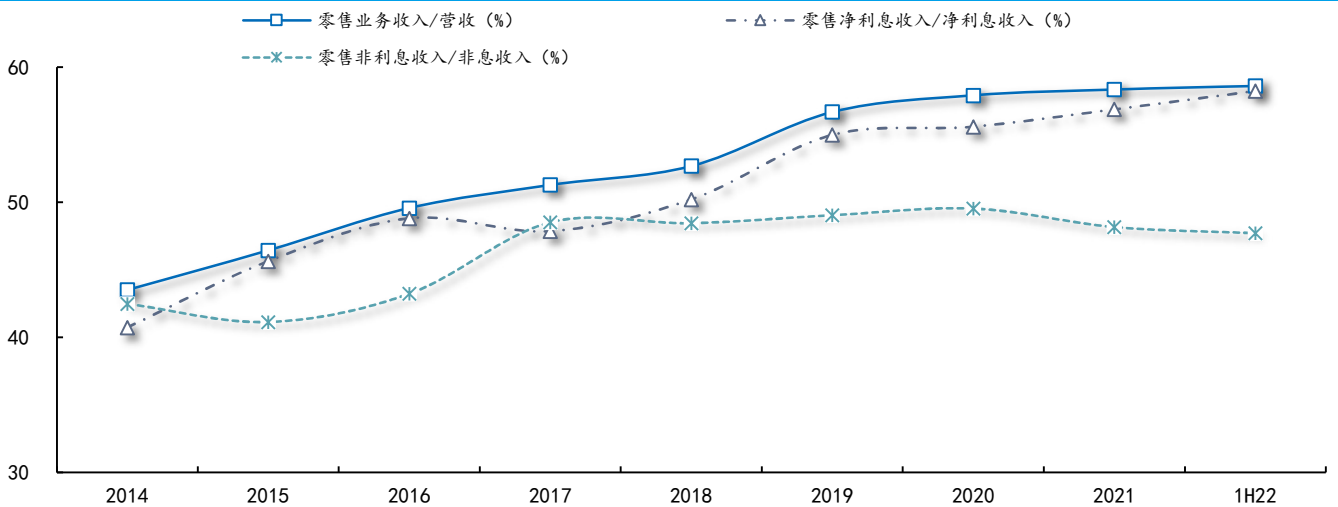
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：净利差波动收窄



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：零售业务占比持续增长



来源：公司年报，国金证券研究所

1.2 零售转型的一般理论

总结招行的发展历程，可以发现零售转型的一般化规律，由四步组成：

第一步：资产端的零售化。招行率先压缩对公贷款，最先压缩高不良率行业的贷款，同时发力信用卡、消费贷等零售贷款。随着零售贷款占比提高，整体收益率上升，不良率降低。这一步难度相对较小，而且拥有明确的衡量指标（零售贷款占比、收益率、不良率），效果容易观察。

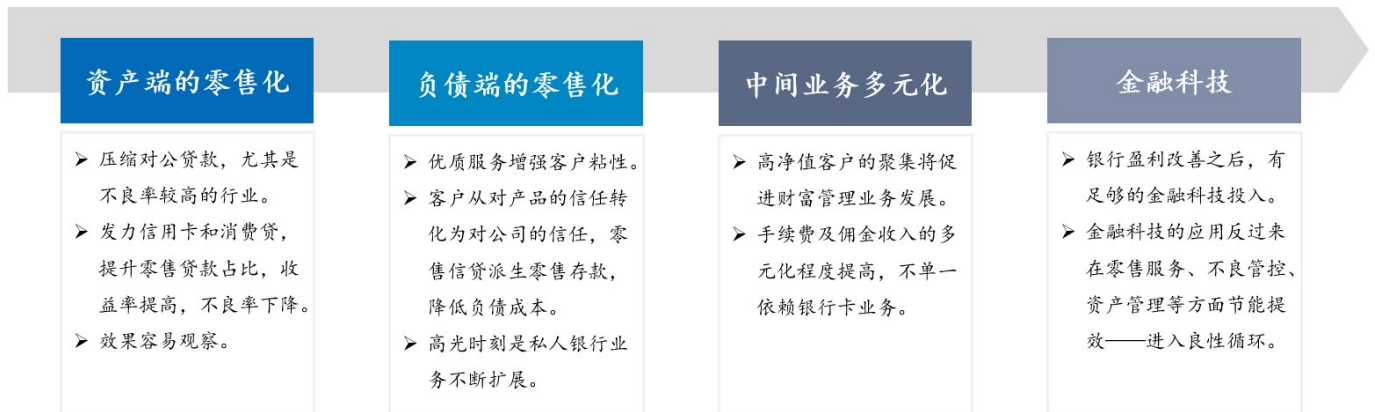
第二步：负债端的零售化。随着零售贷款业务发展，零售客户规模增长，粘性日益变强，就会引致零售存款，个人存款、尤其是个人活期存款在负债组合中的占比提高，存款成本率一般低于其他类型的负债，银行的综合负债成本率就会下降。但增强客户粘性的过程，要求银行提高客户管理能力和服务意识。例如，借鉴富国银行，招商银行区分私人银行客户（1000万）、金葵花客户（50万）、金卡客户（5万）、普通客户，洞察需求，提供针对性服务。除此之外，掌上生活每天的优惠活动信息铺天盖地。花旗则针对教师、消防员等不同职业，提供迎合职业特征的产品和服务。

这一步的高光时刻是私人银行的壮大，象征着招行在零售转型中血战敌手而杀出重围。客户资产符合二八定律，私人银行是富人的聚集地，会立竿见影地扩大财富管理规模、提升存款派生能力。

第三步：中间业务多元化。如果银行可以连续提供优质产品和服务，客户对产品的信任会转化成对公司的信任，银行的经营就变成了管理客户关系，而不是单纯推销产品。对于招行而言，财富管理业务则是其中支柱之一，中间收入也就摆脱了严重依赖银行卡业务收入的局面。

第四步：发力金融科技。上述三步之后，招行盈利能力改善，有足够的资源发展金融科技，在零售服务、不良管控、资产管理等方面节能提效，提高客户体验，进入良性循环。

图表 7：零售转型的一般路径



来源：国金证券研究所

总结：深耕零售的重心是两种服务模式的切换

零售业务精耕要实现从产品模式向客户关系管理模式的转化。第一，产品模式是向客户销售产品获取收入，强调产品本身，需要应对快速变化的市场。第二，客户关系管理模式是向客户提供定制化和平台化产品和服务收取咨询费和管理费。这种模式要求为客户提供中立的建议，让客户对品牌产生信任，重点是维护良好的客户关系。零售转型的银行需要用产品来吸引客户，建立客户和产品之间的联系，之后逐步转为对客户对客户经理的信任，最后发展成客户对银行品牌力的信任。达成这些成就之后，招行更进一步，借助开放融合的组织文化，构建大财富管理模式，试图打通“财富管理-资产管理-投资银行”的价值链条。

1.3 大财富管理模式：大客群+大平台+大生态

从 2021 年起，招行致力于打造大财富管理模式，主要抓手有三个：大客群、大平台和大生态。

“大客群”就是优化客户获取和经营变现模式。在零售业务层面，就是从银行视角转向客户服务视角，或者说将客户对单个产品的信任，转化为对银行品牌的信任。截至 1H22，零售客户达 1.78 亿户，其中财富产品持仓客户达 4074.86 万，较上年末增长 7.84%，金葵花以上客户 402.36 万人，较上年末增长 9.58%。批发金融层面，围绕核心企业内环、中环、外环及其产业链、投资链客户打造获客和经营能力。截至 1H22，公司客户达 241.01 万户，日均存款过 50 万的公司客户达 24.28 万户，较上年末增长 5.66%。

“大平台”在零售业务的体现就是推出“招商银行 TREE 资产配置体系”，提供活钱管理、保障管理、稳健投资和进取投资四类方案，该体系下配置客户已达 796.8 万户。家族办公室和家族信托管理规模均破千亿。引入 9 家友行理财产品、126 家资管机构进入体系，构建一站式理财代销开放平台。批发金融方面，“招赢通”平台链接基金、券商、保险等资管机构，为客户提供 87 家资管机构的 6658 只产品，完成交易额 3951.23 亿元，同比增长 32.86%。

“大生态”主要促进业务条线之间的飞轮效应，零售一体方面推进借记卡和信用卡的融合获客、融合，“双卡”信用卡客户占比 63.25%，较上年末提升 0.64 个百分点。“一体两翼”推广公私融合私人银行模式，为私人银行客户提供“个人+企业”一体化服务，重点企业私行客户覆盖率达 30.57%。

从客群，到平台，再到生态，是从传统引流到涌现的递进关系，范围涵盖了“财富管理-资产管理-投资银行”链条。达成这一转变，招行有三个基石：第一，以两个 APP 为主导的线上引流体系；第二，客户分层背景下的高净值客户积累；第三，高净值客户既有个人需求、家庭需求，又有企业需求，这一特征为公私联动提供了基础。

图表 8：大财富管理模式：大客群+大平台+大生态

大财富管理业务模式及成果

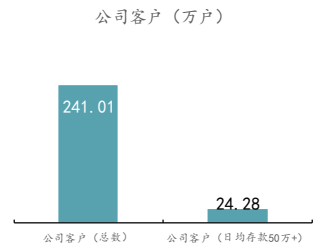
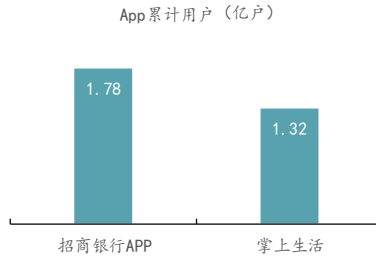
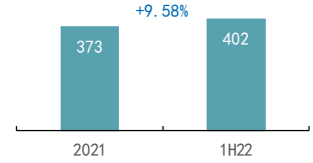
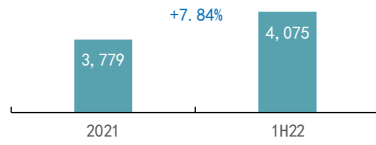
财富产品持仓客户（万户）

金葵花及以上客户数（万户）

大客群

从银行视角转向服务客户视角。

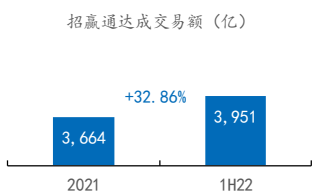
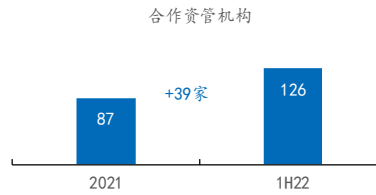
持续迭代优化分层服务，围绕内环、中环、外环及产业链、投资客户链条打造生态化获客。



大平台

(1) 开放产品平台和营运平台，推出“招商银行TREE资产配置体系”，活钱管理、保障管理、稳健投资和进取投资。(2) 超过796.8万户。(3) 引入友行进入零售产品体系。

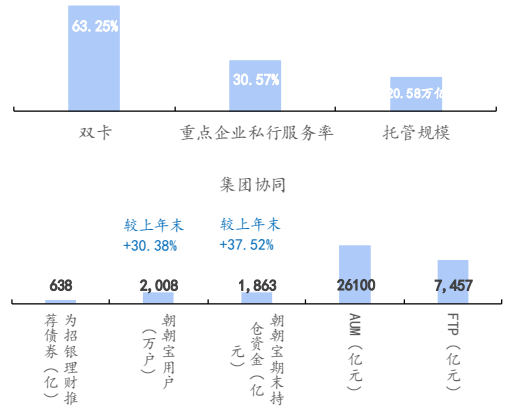
(1) 高质量代发、IPO募集账户营销、优质资产引流。(2) 招赢通链接基金、券商和保险机构。



大生态

零售一体化“飞轮”
一体两翼“飞轮”
集团“飞轮”

借记卡和信用卡融合。
全面推广公司融合私人银行模式，为私人客户及企业提供“个人+企业”的一体化服务模式。
招银理财的发力。



加快打造3.0模式，努力提升财富管理、风险管理、金融科技三大能力，整合商行、私行、科技、研究等专业优势，打造一体化服务。

来源：公司年报，国金证券研究所



2 大财富管理基石之一：以 MAU 为指导的引流体系

招商银行把 MAU 当成经营的“北极星”。招商银行 APP 和掌上生活 APP 分别通过客户对银行的刚性需求和高频生活场景引流，然后用产品和服务变现，各有侧重，但目的相同。

招商银行 APP 连接人与银行，包含了营业网点的大部分功能：第一，涵盖了交易、查询、理财等基本功能；第二，搭载了融资（信用卡和贷款）和理财两大产品矩阵。基础功能满足客户的刚性需求，融资和理财提供了增值服务，带来利息收入和理财手续费。掌上生活 APP 则连接人和生活场景。其中，生活场景涉及日常缴费、娱乐、数码、汽车、美食等方面，相关优惠活动铺天盖地，无孔不入渗透到衣食住行。此外，不少商品均内嵌了分期付款和消费贷等，客户形成依赖之后，粘性增加，购买频次的提升会带动零售贷款的增长。

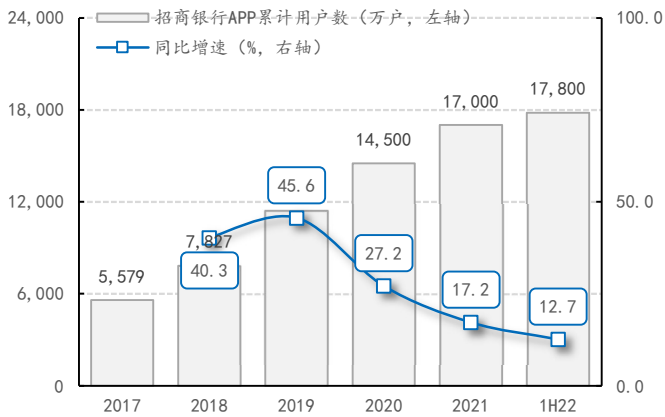
两大 APP 引流强劲。截至 1H22，招商银行 APP 累计用户达 1.78 亿人，同比增长 12.7%，增速低于 2020 年和 2021 年的 27.2% 和 17.2%。掌上生活 APP 累计用户高达 1.32 亿人，同比增长 12.8%，该增速也低于 2020 年和 2021 年的 15.5% 和 12.8%。疫情对获客的冲击是明显的，但二者均维持了 10% 以上的增速。

图表 9：两大 APP 的引流与变现

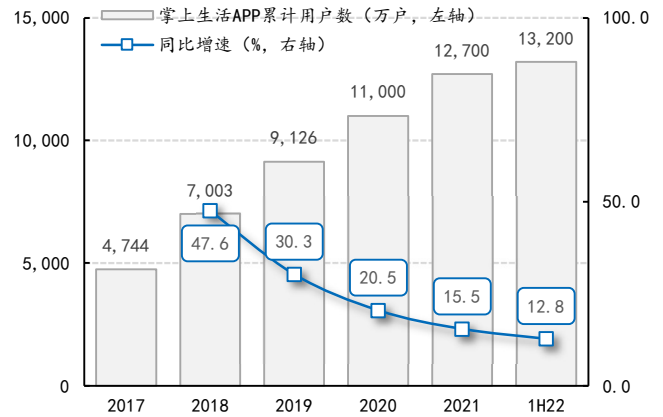
	查询	理财	转账	生活	信用卡和贷款	跨境	高端服务	助手
 招商银行 APP 手机银行连接人与银行：涵盖银行的核心功能，去网点化。	账户总览	朝朝盈	转账	热门活动	客户管理	购汇	私人银行	我的推荐人
	收支明细	朝朝宝	他行卡转入	话费流量	账户管理	结汇	全球连线	理财计算器
	交易查询	摩羯智投	他行卡查询	生活缴费	卡片管理	境外汇款	高端权益	电子一卡通
	年度账本	理财产品	资金归集	优惠	额度管理	外汇买卖	金葵权益	薪福通
	网点预约	基金	零花钱大作战	饭票	还款管理	国际 IC		商家服务
	附近 ATM	存款	面对面红包	掌上商城	分期理财	代理签证		企业年金
		保险		招行公益	现金贷	国际汇入申报		电子回单
		黄金		付款码	积分			办卡进度
	私募		收款码	e 招贷			居民税收信息	
	国债		推荐有礼	招联金融				
	银证期转账		交通出行					
	财富体验		快递					
							
 掌上生活 APP 信用卡 APP 链接人与生活：多场景引流，包含大量优惠活动，增加客户粘性。	金融	生活	信用卡	今日发现	商城	汽车生活	储蓄卡	联合会员
	借钱	签到	卡片管家	美食	手机数码	看车团	精品理财	星巴克
	消费分期	电子社保卡	查账还款	科技	家电	限时分期优惠	电子账户	优衣库
	分期还款	饭票	额度管理	汽车	家具箱包	新能源汽车	储蓄卡申请	
	手机支付	影票	积分管理	居家	食品酒水	天天抽奖	朝朝盈	
	卡片申请	商城	活动奖励	时尚	美妆	拼购团车		
	卡片管家	积分	资料管理	电影	腕表珠宝	汽车门店推荐排行		
	推荐有礼	机酒火车	我的客服	运动健康	百万补贴	小招实拍体验		
	进度查询	境外旅游	安全	眼界	运动	人气车排行榜		
	储蓄卡	交通罚款	进度查询	宅文化	人气排行			
		生活缴费	卡片精彩	卡攻略	种草必看			
		充值缴费	推荐有礼		领券中心			
	领券中心	刷卡有礼						
							

来源：招商银行各大 APP，国金证券研究所

图表 10：招商银行APP 用户数稳健增长



图表 11：掌上生活APP 用户数稳健增长



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

3 大财富管理基石之二：与高净值客户同行

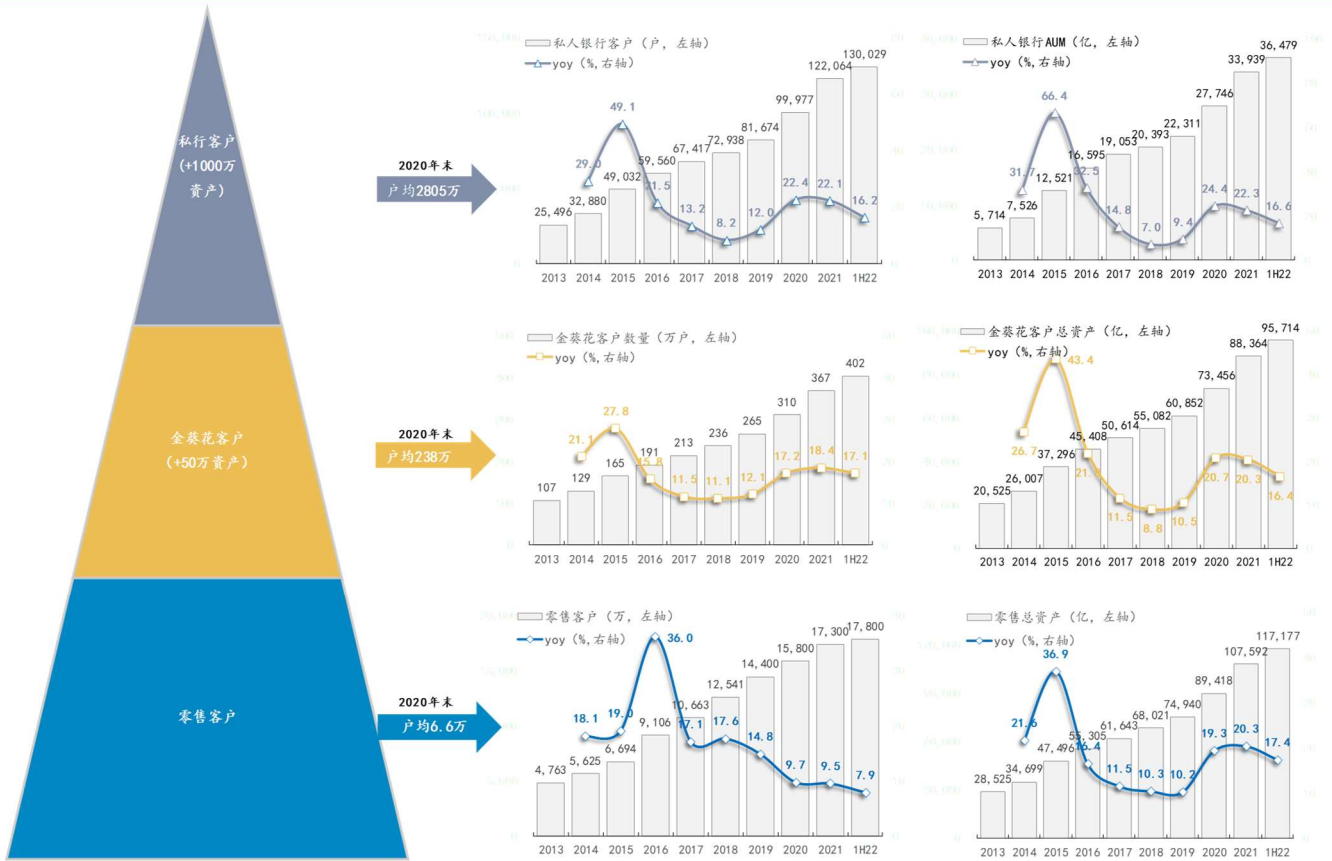
客户分层管理，高净值客户持续增长。作为最早引入客户分层理念的银行，招行将客户分为三类，零售客户、金葵花客户（日均资产 50 万+）、私人银行客户（日均资产 1000 万+），并提供针对性服务。例如，金葵花理财客户，享有单独的客户经理服务，和在全球机场使用贵宾室的权利；私人银行客户，不仅享受专属高级理财师和团队服务，还享有个性化医疗服务等全方位高端服务。

从客户数量看，私人银行和金葵花客户数量增速从 2018 年反弹，但零售客户总量的增速保持低迷。1H22 私人银行客户、金葵花客户、一般零售客户的人数分别达 13 万、402 万、17800 万，同比分别增长 16.2%、17.1%、7.9%，客户结构明显优化。

从资产规模看，1H22 私人银行客户、金葵花客户、一般零售客户对应 AUM 规模分别是 36497 亿、95714 亿、117177 亿，同比分别增长 16.6%、16.4%、17.4%。从户均资产规模看，私人银行客户、金葵花客户、一般零售客户分别为 2805 万、238 万、6.6 万。

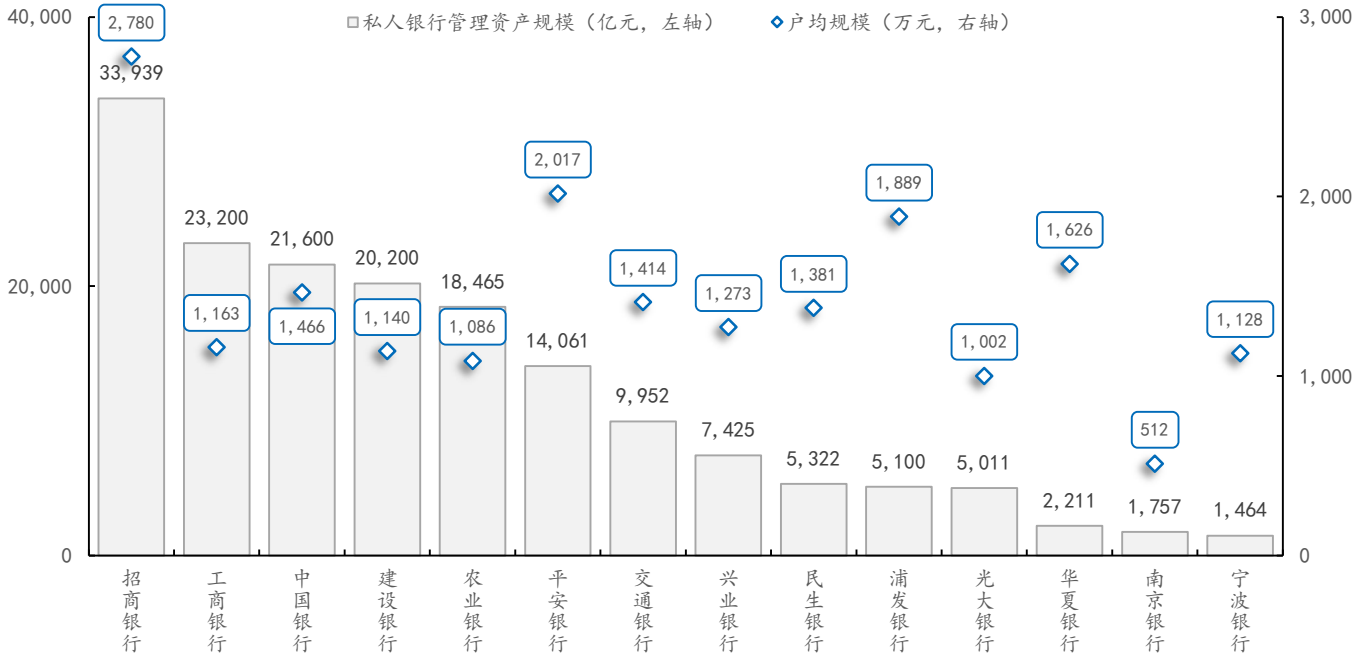
横向对比，2021 年末招行私人银行 AUM 和户均资产均远高于其他银行。此外，招行和建行的私人银行客户门槛为日均资产 1000 万，属于业内最高。

图表 12: 客户结构明显优化



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 13: 私人银行 AUM 和户均资产业内第一



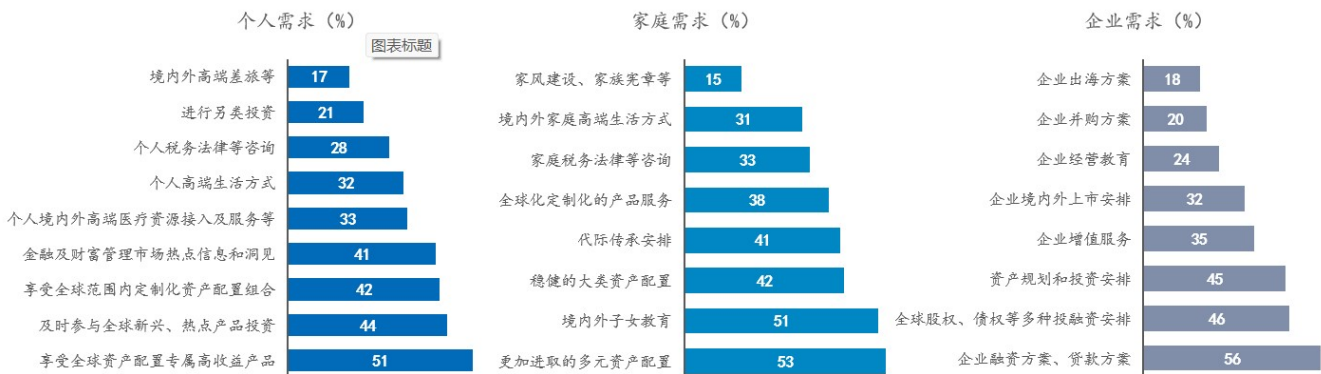
注: 以日均资产余额为单位, 招行、建行私人银行门槛为 1000 万; 中行、工行、浦发、民生为 800 万; 农行、交行、兴业、光大、华夏、宁波、南京为 600 万。来源: 公司年报, 国金证券研究所

4 大财富管理基石之三：高净值客户的特征及诉求

一站式和智能化是高净值客户的期待。高净值客户的主要构成是创富一代、创富二代、公司董监高以及全职太太，前三类人群都和企业经营密切相关，他们的需求既包含了个人层面，也包含了家庭和企业层面。个人需求注重全球资产配置和定制化的配置方案，家庭需求注重多元化配置和子女教育，企业需求上注重企业融资方案、各类资产投融资安排。此外，调查显示高净值客户的服务诉求倾向于一站式、智能化、便捷化。从服务方来看，高净值客户身上有很多价值创造空间，打通“财富管理-资产管理-投资银行”的链条可以为高净值客户提供一体化服务。

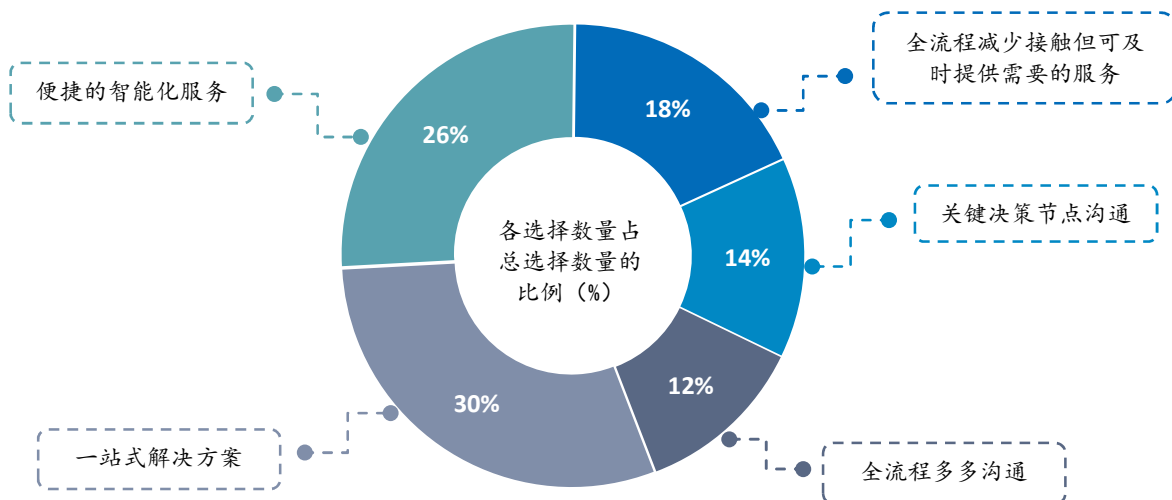
从财富管理到资产管理和投行业务的过渡，还需要整合对公客户资源。招行一直致力于建设“投行一体化”的资产销售平台。通过招银理财和招商证券拓展与各类型资金方、管理人，如信托公司、公募基金、券商、保险公司等的合作关系，向客户提供债券销售、企业财富管理等服务。和零售业务相似，这种整合会使对公客户对单一产品的信任转换成对公司品牌的信任，粘性就此产生。

图表 14：高净值客户的个人、家庭和企业的需求调查



来源：《2021 中国私人财富报告》，国金证券研究所

图表 15：高净值客户对财富管理服务的体验要求



来源：《2021 中国私人财富报告》，国金证券研究所

5 经营结果：从资产运用到内生增长

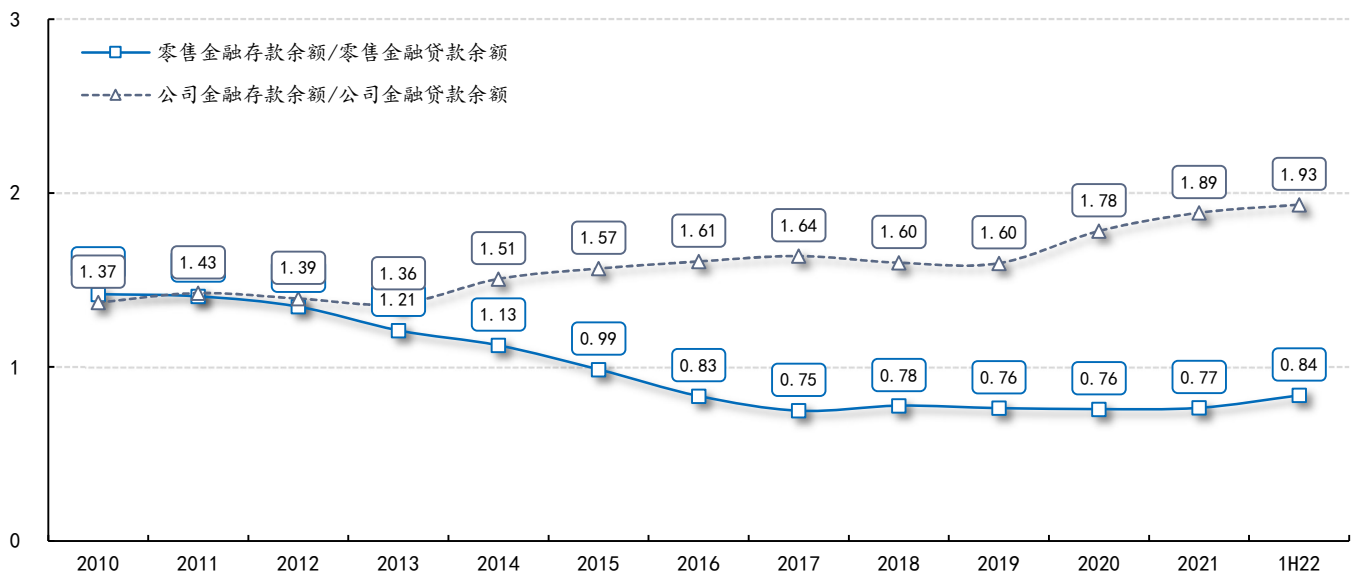
5.1 资产运用：零售底色

对公业务条线的存贷比在 2013 年招行开始战略性零售转型之后，逐年高于零售业务条线，表明虽然公司业务贡献了更多的存款，但零售贷款逐步成为导向。截至 1H22，公司贷款占比 38.8%，零售贷款占比 52.1%，结构上保持稳定。增速上，上半年只有小微贷款增速略高，其余零售贷款增速较低。一般企业贷款同比增长 7.0%，票据同比增长 25.3%。

存款端结构保持稳定，1H22 公司存款和个人存款占比为 63.2%和 36.8%，存款的同比增速明显抬高，这和宏观上广义货币增速抬高相对应，背后是企业经营的避险行为和居民理财在资本市场动荡下的防守。

净息差明显回落，主要是因为资产收益率小幅回落。政策指引下，贷款收益率下降，但是同业竞争加剧，存款成本率小幅上升。

图表 16：对公业务条线存贷比逐年高于零售业务条线



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 17：贷款结构保持稳定

百万/%	1H22	2021	1H21	2020	1H20	2019	1H19	2018
贷款总额	5,931,807	5,570,034	5,382,998	5,029,128	4,851,715	4,490,650	4,323,530	3,933,034
YoY (%)	10.2%	10.8%	11.0%	12.0%	12.2%	14.2%	11.5%	10.3%
%贷款总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
公司贷款	2,301,082	2,150,938	2,091,932	2,017,232	2,070,978	1,901,994	1,833,884	1,773,929
YoY (%)	10.0%	6.6%	1.0%	6.1%	12.9%	7.2%	2.9%	6.6%
%贷款总额	38.8%	38.6%	38.9%	40.1%	42.7%	42.4%	42.4%	45.1%
票据贴现	540,351	431,305	426,076	330,736	296,585	226,040	250,589	149,766
YoY (%)	26.8%	30.4%	43.7%	46.3%	18.4%	50.9%	11.2%	29.2%
%贷款总额	9.1%	7.7%	7.9%	6.6%	6.1%	5.0%	5.8%	3.8%
零售贷款	3,090,374	2,987,791	2,864,990	2,681,160	2,484,152	2,362,616	2,239,057	2,009,339
YoY (%)	7.9%	11.4%	15.3%	13.5%	10.9%	17.6%	19.7%	12.5%
%贷款总额	52.1%	53.6%	53.2%	53.3%	51.2%	52.6%	51.8%	51.1%
——小微贷款	609,812	561,871	541,023	475,728	446,505	405,780	383,357	350,534
YoY (%)	12.7%	18.1%	21.2%	17.2%	16.5%	15.8%	14.5%	12.1%
%贷款总额	10.3%	10.1%	10.1%	9.5%	9.2%	9.0%	8.9%	8.9%
——个人住房贷款	1,387,977	1,374,406	1,330,036	1,274,815	1,200,374	1,108,148	1,035,609	928,760
YoY (%)	4.4%	7.8%	10.8%	15.0%	15.9%	19.3%	18.6%	11.4%
%贷款总额	23.4%	24.7%	24.7%	25.3%	24.7%	24.7%	24.0%	23.6%
——信用卡贷款	854,562	840,371	796,985	746,687	652,343	671,099	652,635	575,490
YoY (%)	7.2%	12.5%	22.2%	11.3%	0.0%	16.6%	27.4%	17.1%
%贷款总额	14.4%	15.1%	14.8%	14.8%	13.4%	14.9%	15.1%	14.6%
——其他贷款	238,023	211,143	737,969	659,658	631,435	583,369	550,813	505,089
YoY (%)	-67.7%	-68.0%	16.9%	13.1%	14.6%	15.5%	13.5%	9.7%
%贷款总额	4.0%	3.8%	13.7%	13.1%	13.0%	13.0%	12.7%	12.8%

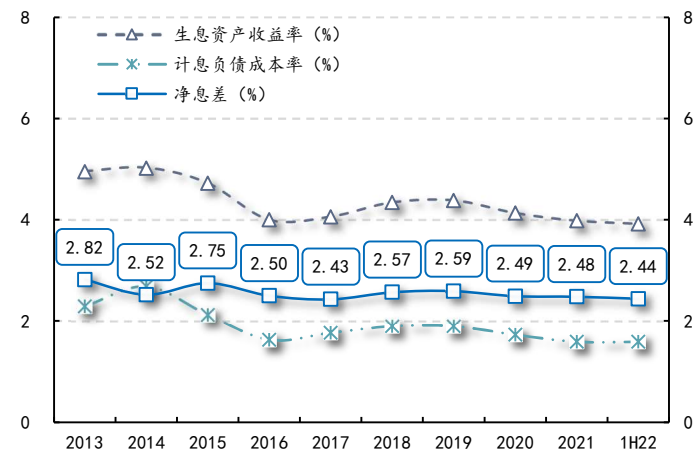
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 18: 存款结构保持稳定

百万/%	1H22	2021	1H21	2020	1H20	2019	1H19	2018
存款总额	7,037,185	6,347,078	5,980,165	5,628,336	5,474,392	4,844,422	4,727,134	4,427,566
YoY (%)	17.7%	12.8%	9.2%	16.2%	15.8%	9.4%	11.0%	8.9%
%存款总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
公司存款	4,448,985	4,058,924	3,835,573	3,595,690	3,461,553	3,038,101	3,028,581	2,837,721
YoY (%)	16.0%	12.9%	10.8%	18.4%	14.3%	7.1%	8.9%	4.1%
%存款总额	63.2%	63.9%	64.1%	63.9%	63.2%	62.7%	64.1%	64.1%
——定期存款	1,644,872	1,406,107	1,382,437	1,289,556	1,408,019	1,346,033	1,333,140	1,022,294
YoY (%)	19.0%	9.0%	-1.8%	-4.2%	5.6%	31.7%	12.0%	-10.6%
%存款总额	23.4%	22.2%	23.1%	22.9%	25.7%	27.8%	28.2%	23.1%
——活期存款	2,804,113	2,652,817	2,453,136	2,306,134	2,053,534	1,692,068	1,695,441	1,815,427
YoY (%)	14.3%	15.0%	19.5%	36.3%	21.1%	-6.8%	6.5%	14.8%
%存款总额	39.8%	41.8%	41.0%	41.0%	37.5%	34.9%	35.9%	41.0%
个人存款	2,588,200	2,288,154	2,144,592	2,032,646	1,978,497	1,806,321	1,671,157	1,562,953
YoY (%)	20.7%	12.6%	8.4%	12.5%	18.4%	15.6%	13.3%	16.8%
%存款总额	36.8%	36.1%	35.9%	36.1%	36.1%	37.3%	35.4%	35.3%
——定期存款	918,189	730,293	626,864	632,126	661,724	635,100	592,262	503,030
YoY (%)	46.5%	15.5%	-5.3%	-0.5%	11.7%	26.3%	31.5%	37.4%
%存款总额	13.0%	11.5%	10.5%	11.2%	12.1%	13.1%	12.5%	11.4%
——活期存款	1,670,011	1,557,861	1,517,728	1,400,520	1,316,773	1,171,221	1,078,895	1,059,923
YoY (%)	10.0%	11.2%	15.3%	19.6%	22.0%	10.5%	5.2%	9.0%
%存款总额	23.7%	24.5%	25.4%	24.9%	24.1%	24.2%	22.8%	23.9%

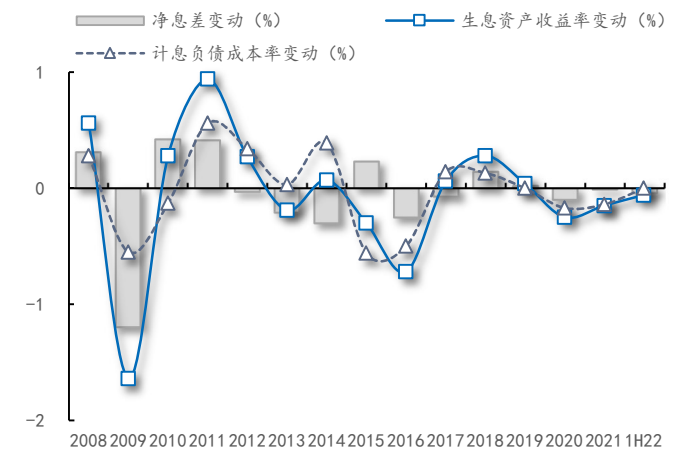
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 19: 净息差边际收窄



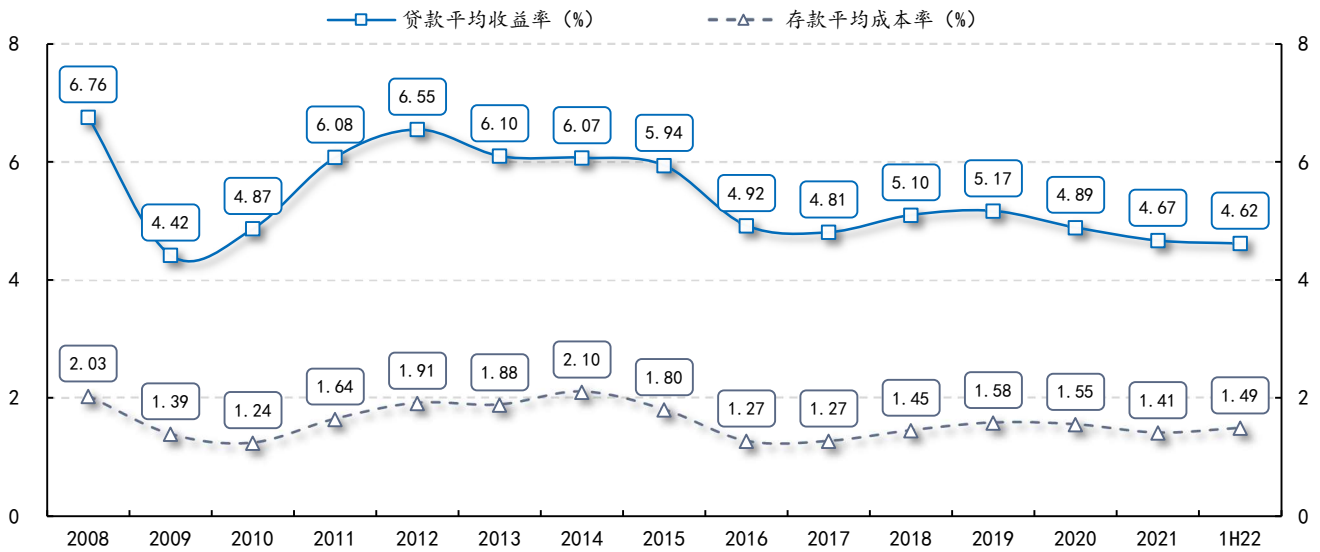
来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 净息差波动分解



来源: wind, 国金证券研究所

图表 21：贷款平均收益率下行，存款平均成本率有所上升



来源：wind，国金证券研究所

5.2 中间收入：代销能力出类拔萃，费率稳定

财富管理收入为中收主导。1H22 手续费及佣金收入达 576.14 亿元，同比增长 2.87%。其中，财富管理手续费收入 188.73 亿元，同比减少 8.13%，主要是因为客户避险需求上升，权益类资产配置降低，且公司主动压缩了代理信托业务量。但财富管理手续费收入占比仍达 32.8%，是中收的中坚驱动。资管手续费收入 63.39 亿元，同比增长 32.8%，主要是子公司资产管理规模增长驱动。

财富管理代销规模彰显强大渠道力。根据中国基金业协会公布的 2022 年二季度代销公募基金保有量的机构排名，招行以 7095 亿的股票以及混合型公募基金位居榜首，以 8597 亿的货币基金规模仅次于蚂蚁金服。

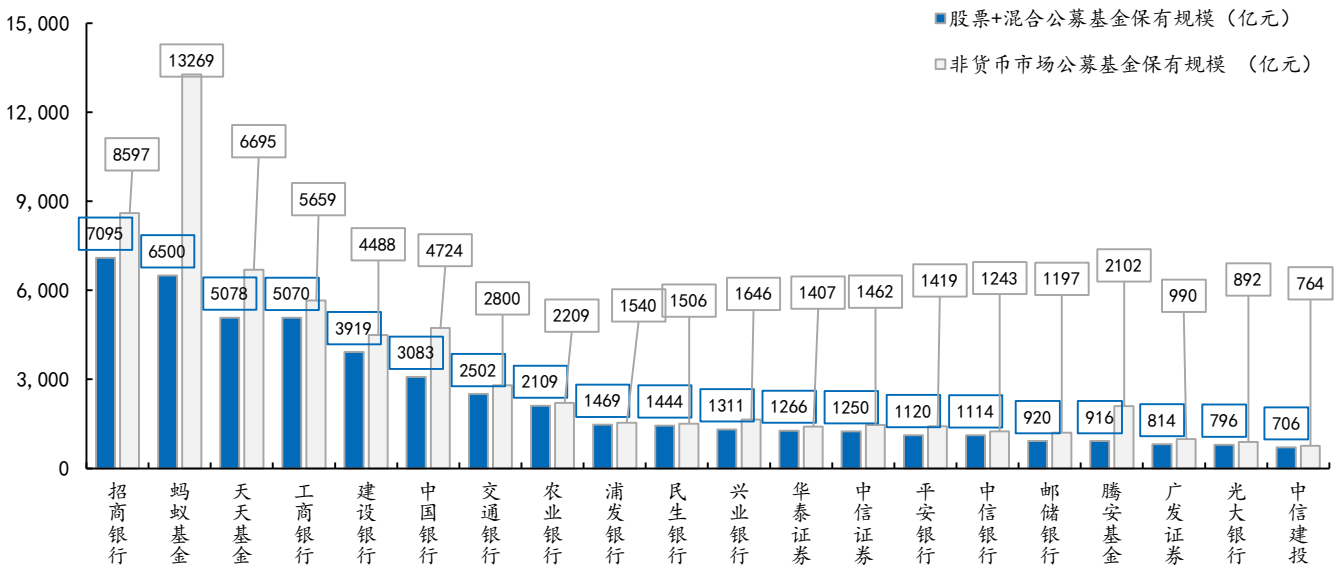
1H22 零售理财产品余额达 33529 亿，同比增长 29.7%。零售 AUM 规模达 11.7 万亿，对应财富管理年化手续费率 0.3221%，自 2020 年以来保持稳定。资产托管规模达 20.58 万亿，对应托管年化手续费率为 0.0296%，自 2020 年以来小幅上升。

图表 22：财富管理收入为中收主导

百万/%	2022-06-30	2022-03-31	2021-12-31	2021-09-30	2021-06-30	2021-03-31	2020-12-31
手续费及佣金收入合计	57,614	28,695	102,318	81,512	56,005	27,202	86,684
YoY	2.9%	5.5%	18.0%	19.0%			
财富管理手续费及佣金	18,873	10,429	35,841	29,674	20,544	11,732	27,783
YoY (%)	-8.1%	-11.1%	29.0%	25.8%			
%合计	32.8%	36.3%	35.0%	36.4%		43.1%	32.1%
资产管理手续费及佣金	6,339	3,249	10,856	7,853	4,772	2,202	6,892
YoY	32.8%	47.6%	57.5%	45.3%			
%合计	11.0%	11.3%	10.6%	9.6%		8.1%	8.0%
银行卡手续费	10,706	5,593	19,377	14,946	9,396		19,551
YoY	13.9%		-0.9%	5.7%			
%合计	18.6%	19.5%	18.9%	18.3%			22.6%
结算与清算手续费	7,819	4,463	13,902	10,563	7,277		12,651
YoY	7.4%		9.9%	9.9%			
%合计	13.6%	15.6%	13.6%	13.0%			14.6%
托管业务佣金	3,045	1,633	5,433	4,159	2,857	1,467	4,253
YoY	6.6%	11.3%	27.7%	28.8%			
%合计	5.3%	5.7%	5.3%	5.1%		5.4%	4.9%
信贷承诺及贷款业务佣金	3,515		6,321		7,277		6,191
YoY	-51.7%		2.1%				
%合计	6.1%		6.2%				7.1%
其他	7,317		10,588		7,307		9,363
YoY	0.1%		13.1%				
%合计	12.7%		10.3%				10.8%

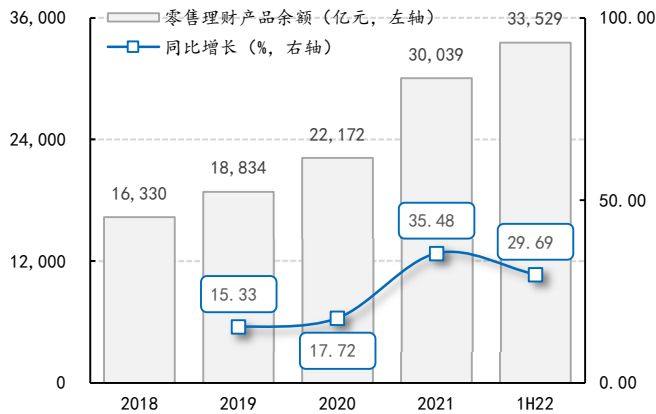
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 23：混合型公募基金代销规模位居榜首，货币基金代销规模仅次于蚂蚁金服



来源：中国证券投资基金业协会，国金证券研究所

图表 24：理财产品余额高速增长



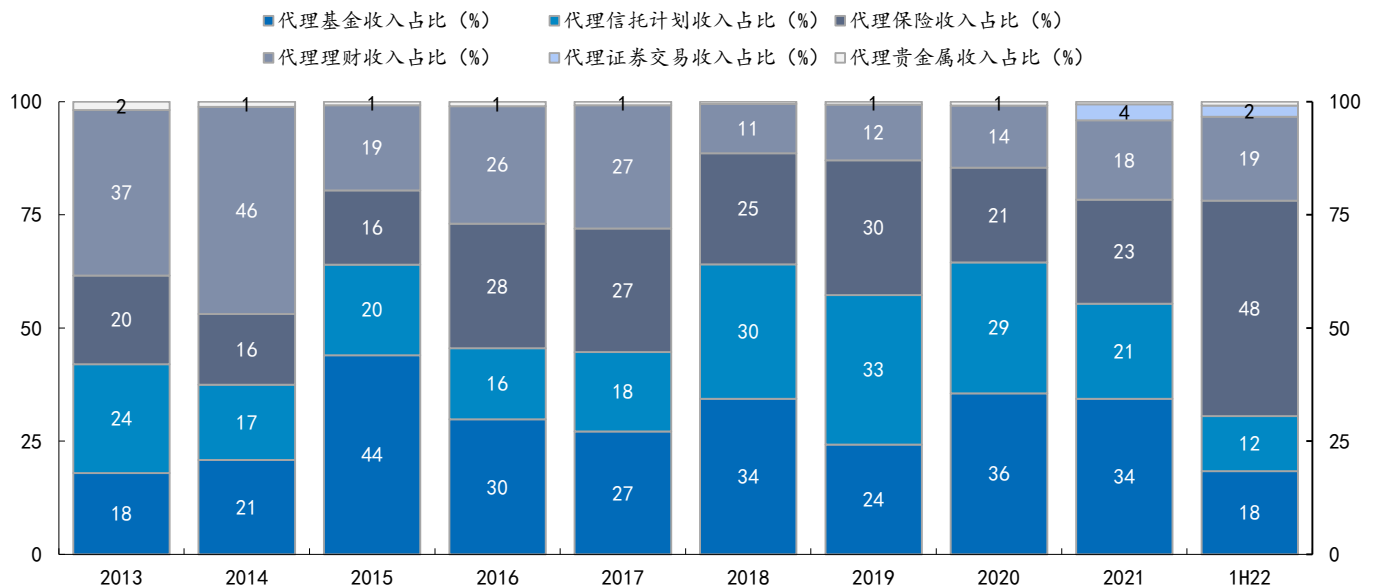
图表 25：代销费率保持稳定

	2020	2021	2022H	环比 (%)
财富管理佣金 (亿元)	278	358	189	
托管业务佣金 (亿元)	43	54	30	
零售AUM (亿元)	89,418	107,592	117,177	8.9
资产托管规模 (亿元)	160,500	194,600	205,800	5.8
财富管理费率 (%)	0.3107	0.3331	0.3221	
托管费率 (%)	0.0265	0.0279	0.0296	

来源：公司年报，国金证券研究所

注：1H22 费率为年化数据。来源：公司年报，国金证券研究所

图表 26：财富管理手续费结构

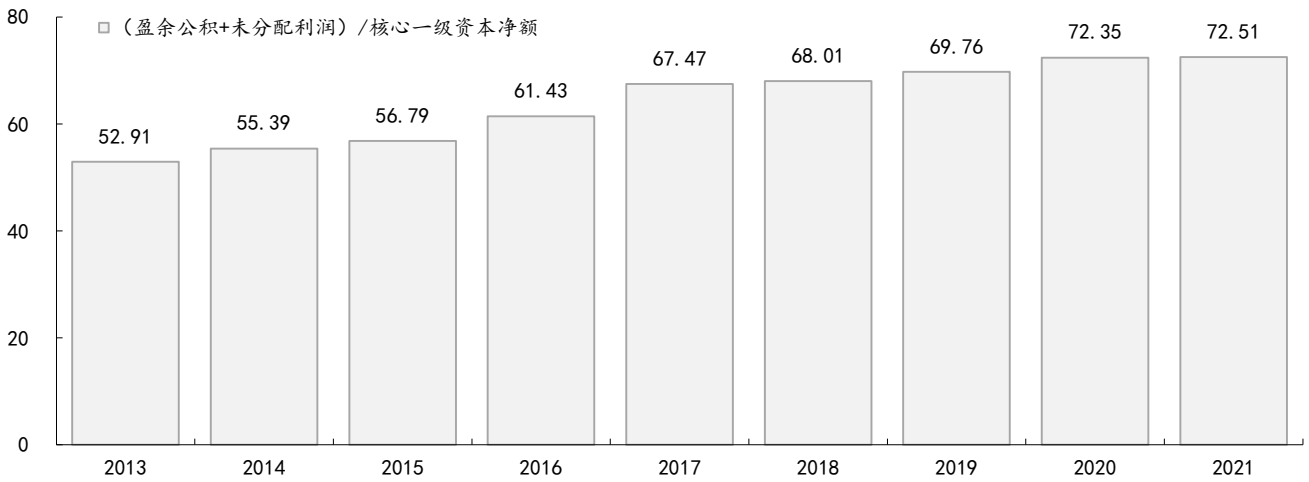


来源：公司年报，国金证券研究所

5.3 内生增长：资本内生能力强劲

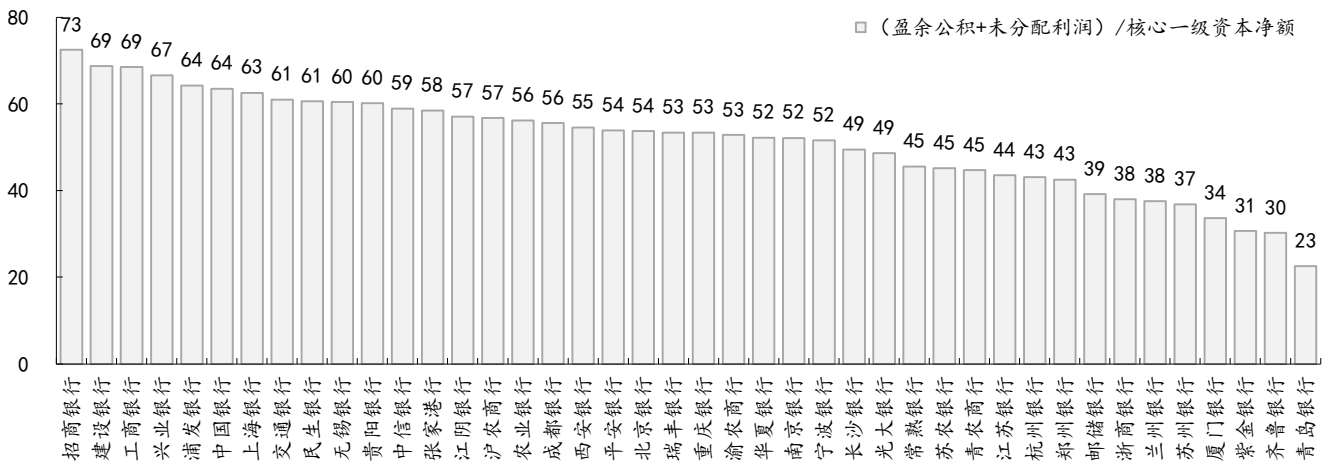
零售转型的核心目的之一是减轻资本约束，即在给定期初资本约束的情况下，实现盈利增长——零售规模、净息差、中间收入、和优异的资产质量，然后满足资本充足率的要求。由于资本构成结构复杂，我们选取核心一级资本作为观察对象。因为补充核心一级资本的路径主要是股东注资（外生）和内生盈利（内生），所以将（盈余公积+未分配利润）/核心一级资本净额的占比作为资本内生盈利的衡量指标。2013 年以来，招行该项占比不断提高，2021 年末也位列行业之首，显示其良好的资本内生能力。

图表 27：资本内生能力逐年提升



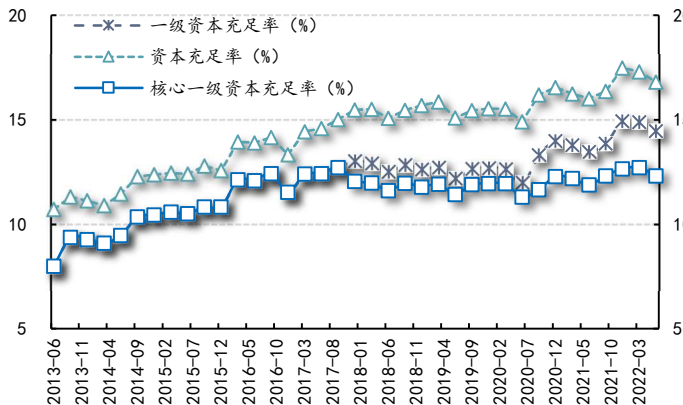
来源：wind，国金证券研究所

图表 28：核心一级资本净额中，盈余公积+未分配利润之和占比为上市银行最高，表明其强大的资本内生能力



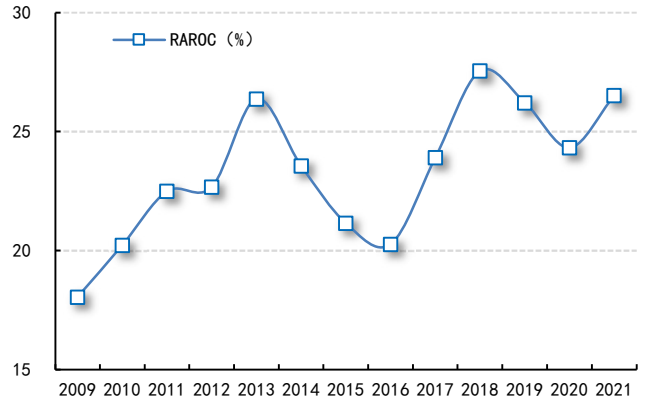
来源：wind，国金证券研究所

图表 29：资本充足率有所下降



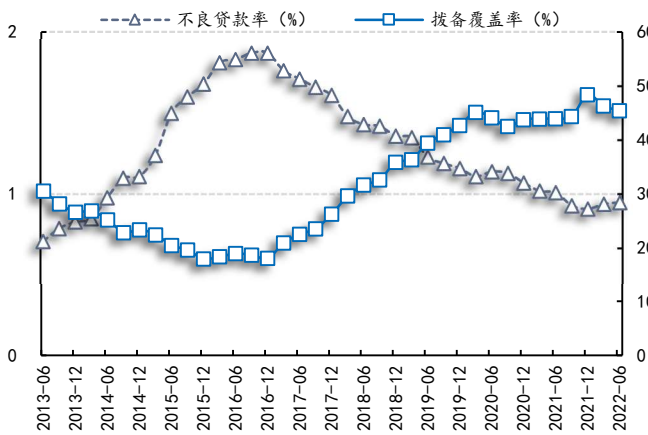
来源：wind，国金证券研究所

图表 30：RAROC 上行



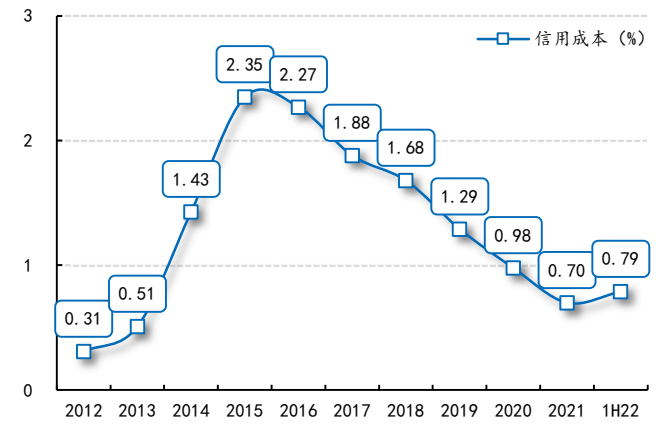
来源：wind，国金证券研究所

图表 33：不良率与拨备覆盖率



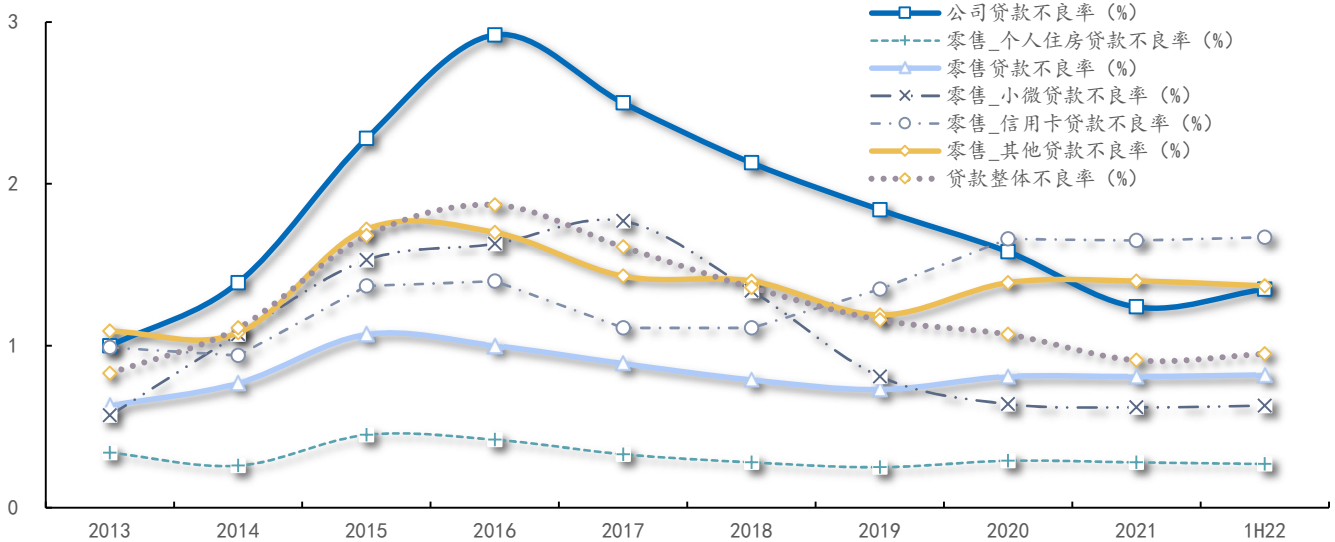
来源：wind，国金证券研究所

图表 34：信用成本自 2015 年以来呈下行趋势



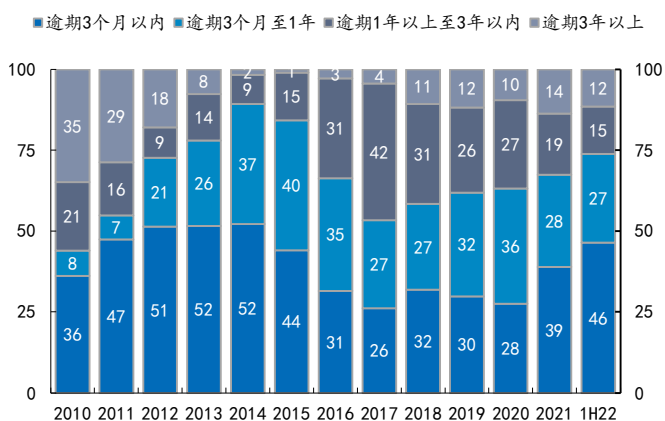
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 35：各条线贷款质量保持稳定



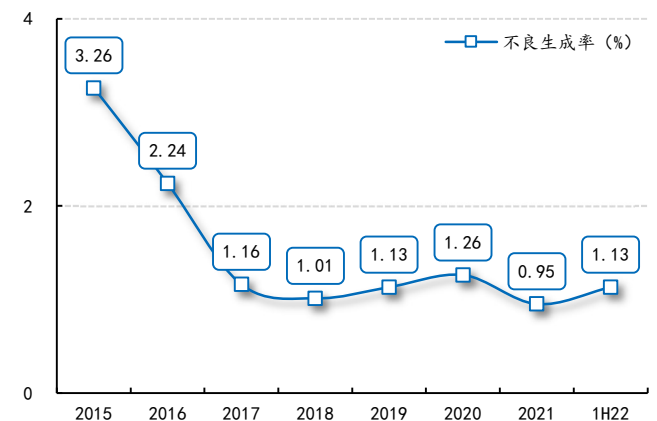
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 36：逾期贷款结构



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 37：不良生成率自 2015 年以来呈下行趋势



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 38：涉房贷款风险

	2020/6/30	2021/12/31	2022/6/30	较去年末	较去年同期
承担信用风险的表外涉房业务余额（亿）	3,114	5,115	4,937	-3.48%	58.53%
房地产行业对公贷款（亿）	3,323	3,560	3,552	-0.22%	6.88%
个人住房贷款（亿）	13,300	13,744	13,880	0.99%	4.36%
不承担信用风险的表外涉房业务（亿，理财，委托贷款，代销信托等）		4,121	3,164	-23.22%	
房地产行业对公贷款不良率（%）	1.15%	1.39%	2.25%	上升0.86个百分点	上升1.1个百分点

来源：公司年报，国金证券研究所

7 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测假设

我们预测 2022 年招商银行营收和归母净利润分别为 3661.37 亿元和 1370.37 亿元，同比分别增长 10.5%和 14.3%。主要假设如下：

贷款增速：招行企业贷款增速平缓，预计未来三年增速仍在 6%-7%；住房贷款增速下调（预计未来三年年化复合增长 8%），信用卡增速保持稳定（预计同比增长 12%），小微贷款预计同比增长 15%。贷款合计增速 10.2%（2019-2021 同比分别为 14.2%/12%/10.8%）。

净息差：招行负债端成本保持稳定，但在零售贷款增速稍微放缓的背景下，贷款收益率小幅回落，预计净息差未来三年维持在 2.47%左右（2019-2021 分别为 2.59%/2.49%/2.48%）。

非利息收入：财富管理方面，避险情绪升温，权益资产配置热度下滑，预计全年收入 0 增长，但未来两年实现 25%和 20%的增速；资产管理收入未来三年复合增长 30%。中间收入合计同比为 10.3%（2019-2021 分别为 7.5%/11.2%/18.8%）。

管理费用：大力发展金融科技背景下，招行业务及管理费用占比在 2021 年以前逐步回落，但 2021 年小幅回升，我们预计未来三年稳定在 13.5%左右（2019-2021 分别为 12.2%/11.8%/13.4%）。

信用成本：预计小微企业贷款资产质量仍会面临压力，信用成本保持在 0.9%左右（2019-2021 分别为 1.29%/0.98%/0.70%）。

7.2 估值及投资建议

对于银行业而言，相对估值中包含了资产质量预期，采用近期参照时，无法摆脱当下市场悲观或者乐观的预期，而采用远期参照时又无法对均值复归的时间给出指引，导致结果具有随意性。因此，本报告采用修正的**剩余收益模型（RI）**和**股利折现模型（DDM）**两种绝对估值法。

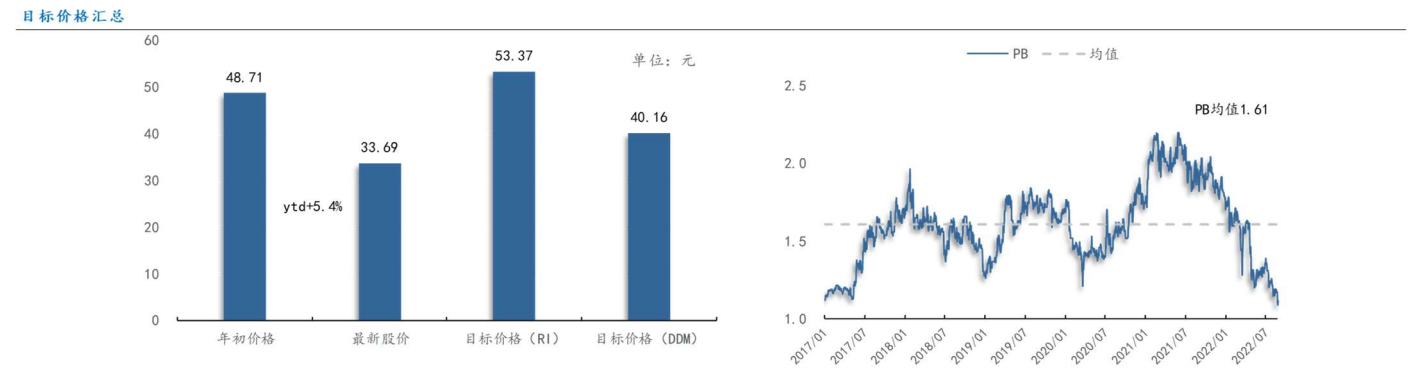
两种模型均假设投资要求回报率为 12%，永续增长率 3%。剩余收益模型假定在未来 15 年内，投资招行的剩余收益逐步收敛于零。DDM 假设二阶段复合增长率为 10%。需要特别指出的是，初始版本剩余收益模型属于账面价值定价：**公司价值 = 调整后的净资产 + 剩余收益折现**。相对于其他银行而言，招商银行的 pb 估值大部分时候都是大于 1，因此不再对净资产的公允价值打折。

采用 DDM 估值，合理股价为 40.16 元/股；采用修正后的 RI 模型，合理股价为 53.37 元/股；采用相对估值法，预测 2022 年 BPS 是 32.1 元，五年 pb 均值 1.61，合理股价为 51.68。三者均值为 48.40 元/股，首次覆盖予以“买入”评级。

图表 39：估值目标价格 40.16-53.37 元/股

	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/12/31
基本面输出及假设										
要求回报	12.0%									
二阶段增长	10.0%									
持续增长率	3.0%									
EPS	2.78	3.13	3.62	3.79	4.61	5.29	6.18	7.10	8.17	9.44
DPS	0.84	0.94	1.20	1.25	1.52	1.74	2.02	2.32	2.66	3.07
BPS	17.69	20.07	22.89	25.36	29.01	32.10	35.65	39.81	44.59	50.10
ROCE	15.72%	16.58%	16.86%	15.71%	16.96%	17.31%	18.25%	18.81%	19.36%	19.93%
剩余收益模型										
RE		1.01	1.21	1.04	1.57	1.81	2.33	2.82	3.39	4.09
贴现率	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
贴现因子						1.12	1.25	1.40	1.57	1.76
RE贴现值						1.62	1.86	2.01	2.16	2.32
2022-2026的贴现总和						18.37				
VGO						15.83				8.32
PVGO						2.89				
历史BPS折价率						1.00				
确定价值占比						60.2%				
5年折现价值占比						34.4%				
永续增长价值占比						5.4%				
每股价值						53.37				
股利折现模型										
DDM贴现值						1.55	1.61	1.65	1.69	1.74
阶段一：2022-2026的贴现总和						8.25				
阶段二：2026-2036的贴现总和						15.78				
阶段三：永续价值贴现						16.14				
阶段一价值占比						20.5%				
阶段二价值占比						39.3%				
永续价值占比						40.2%				
每股价值						40.16				
模拟运算										

	剩余收益模型						股利折现模型				
	53.37	要求回报率					要求回报率				
		11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
2.0%	57.44	55.17	53.08	51.14	49.32	51.55	44.26	38.55	33.98	30.25	
2.5%	57.65	55.35	53.22	51.24	49.41	53.13	45.34	39.31	34.53	30.65	
3.0%	57.89	55.54	53.37	51.37	49.51	54.95	46.57	40.16	35.13	31.09	
3.5%	58.17	55.75	53.54	51.50	49.61	57.04	47.95	41.11	35.80	31.58	
4.0%	58.48	56.00	53.73	51.65	49.73	59.48	49.53	42.18	36.55	32.11	



来源：国金证券研究所

8 风险提示

- **宏观经济超预期收缩**：宏观经济超预期收缩不仅对信贷增速和资产质量形成压制，且会引致市场对银行股的悲观预期陷入负向循环。
- **国内疫情反复**：疫情反复将限制居民流动和消费，拖累零售贷款的增速。
- **贷款质量超预期恶化**：逾期 3 个月以内的贷款占比连续走高，如果贷款增速无法回升，不良暴露可能会升级。2011-2014 年以及 2018 年出现过相似情形。

附录：盈利预测与主要指标

利润表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	269,703	290,482	331,253	366,137	412,252	463,040	生息资产	6,758,558	7,519,207	8,517,535	9,424,318	10,168,170	11,063,320
增长率	8.5%	7.7%	14.0%	10.5%	12.6%	12.3%	—贷款及垫款 (净额)	4,277,300	4,804,361	5,335,391	5,905,951	6,565,374	7,296,458
— 净利润收入	173,090	185,031	203,919	228,396	247,892	268,294	— 同业资产	522,507	616,516	799,372	839,341	881,308	951,812
增长率	7.9%	6.9%	10.2%	12.0%	8.5%	8.2%	— 存放中央银行款项	552,590	525,358	553,898	596,097	643,188	701,325
— 手续费及佣金净收入	71,493	79,486	94,447	104,198	124,841	148,128	— 债券投资	1,406,161	1,572,972	1,828,874	2,082,930	2,088,301	2,113,725
增长率	7.5%	11.2%	18.8%	10.3%	19.8%	18.7%	非生息资产	658,682	842,241	731,486	809,361	873,243	950,118
— 投资净收益	15,771	19,162	21,852	26,222	31,467	37,760	资产合计	7,417,240	8,361,448	9,249,021	10,233,678	11,041,412	12,013,438
增长率	24.8%	21.5%	30.0%	20.0%	20.0%	20.0%	计息负债	6,611,461	7,365,986	8,086,926	8,961,599	9,654,368	10,490,867
— 其他收入	6,741	3,212	6,655	7,321	8,053	8,858	— 客户存款	4,874,981	5,664,135	6,385,154	6,871,612	7,414,457	8,084,641
增长率	-6.2%	-52.4%	107.2%	10.0%	10.0%	10.0%	非计息负债	188,072	265,108	296,414	328,474	353,866	384,527
税金及附加	-2,348	-2,478	-2,772	-3,049	-3,354	-3,690	负债合计	6,799,533	7,631,094	8,383,340	9,290,073	10,008,235	10,875,394
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
业务及管理费	-86,541	-96,745	-109,727	-124,451	-141,151	-160,092	资本公积	67,523	67,523	67,523	67,523	67,523	67,523
% 营业收入	32.1%	33.3%	33.1%	34.0%	34.2%	34.6%	留存收益及其他	474,052	539,505	626,017	703,941	793,514	898,380
拨备前利润	178,206	187,668	214,374	238,637	267,747	299,258	少数股东权益	6,406	6,604	6,936	6,936	6,936	6,936
% 营业收入	66.1%	64.6%	64.7%	65.2%	64.9%	64.6%	所有者权益合计	617,707	730,354	865,681	943,605	1,033,178	1,138,044
减值损失	-61,159	-65,025	-66,355	-66,355	-67,350	-70,044	负债及股东权益总计	7,417,240	8,361,448	9,249,021	10,233,678	11,041,412	12,013,438
% 营业收入	22.7%	22.4%	20.0%	18.1%	16.3%	15.1%	成长指标 (%)						
利润总额	117,132	122,440	148,173	172,436	200,550	229,368	总资产	9.95	12.73	10.62	10.65	7.89	8.80
% 营业收入	43.4%	42.2%	44.7%	47.1%	48.6%	49.5%	贷款及垫款总额	14.06	12.32	11.05	10.69	11.00	11.30
所得税	-23,709	-24,481	-27,339	-34,487	-40,110	-45,874	存款总额	10.11	16.19	12.73	7.62	7.90	9.04
% 营业收入	8.8%	8.4%	8.3%	9.4%	9.7%	9.9%	拨备前利润	6.43	5.31	14.23	11.32	12.20	11.77
净利润	93,423	97,959	120,834	137,949	160,440	183,495	减值损失	-0.53	-6.32	-2.05	0.00	-1.50	-4.00
% 营业收入	34.6%	33.7%	36.5%	37.7%	38.9%	39.6%	归母净利润	0.15	0.05	0.23	0.14	0.16	0.14
少数股东损益	-556	-617	-912	-912	-912	-912	质量指标 (%)						
归母净利润	92,867	97,342	119,922	137,037	159,528	182,583	不良率	1.16	1.07	0.91	0.91	0.91	0.90
% 营业收入	34.4%	33.5%	36.2%	37.4%	38.7%	39.4%	拨备覆盖率	426.78	437.68	483.87	425.00	425.00	425.00
结构指标 (%)							拨贷比	4.97	4.67	4.42	3.88	3.86	3.84
手续费及佣金净收入/营收	26.51	27.36	28.51	28.46	30.28	31.99	监管指标 (%)						
个人贷款/贷款总额	0.53	0.53	0.54	0.54	0.54	0.53	核心一级资本充足率	11.95	12.29	12.66	12.83	13.37	13.88
个人存款/存款总额	0.36	0.36	0.35	0.35	0.35	0.35	一级资本充足率	12.69	13.98	14.94	14.89	15.28	15.63
盈利能力指标 (%)							资本充足率	15.54	16.54	17.48	15.31	15.67	15.99
净息差	2.59	2.49	2.48	2.48	2.47	2.47	回报率指标 (%)						
净利差	2.48	2.40	2.39	2.33	2.32	2.33	ROA	1.32	1.24	1.37	1.42	1.51	1.59
存贷差	3.59	3.35	3.26	3.22	3.21	3.17	ROE	17.09	15.73	18.01	17.74	18.63	19.14
成本收入比	32.40	33.72	33.57	33.56	33.38	33.30	RORWA	2.15	2.05	2.30	2.35	2.51	2.65
每股指标 (元)													
EPS	3.68	3.79	4.61	5.29	6.18	7.10							
DPS	1.20	1.25	1.52	1.74	2.02	2.32							
BPS	22.89	25.36	29.10	32.10	35.65	39.81							

注：图示部分数据为重构报表之后的结果。利润表中，其他收入中已经包含其他业务收入。来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402