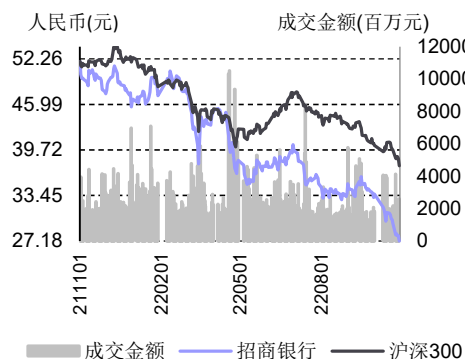


市场价格(人民币): 27.18元

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)	6,854.75
年内股价最高最低(元)	51.86/27.18
沪深300指数	3541
上证指数	2916



相关报告

- 《大财富管理征程依旧-《2022-08-30公司深度研究》》，2022.8.31

戚星

联系人
qixing@gjzq.com.cn

赵伟

分析师 SAC 执业编号: S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

对公贷款增速提高, 涉房风险整体可控

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

业绩摘要

报告期内, 招商银行营收和归母净利润分别为 2648.33 亿元和 1069.22 亿元, 同比分别增长 5.34% 和 14.21%。年化 ROE 18.22%, 同比提升 0.11 个百分点。

经营分析

住房贷款和小微贷款拖累信贷增速。贷款总额/公司贷款/个人贷款分别为 59943.74 亿/22854.54 亿/31636.69 亿, 较上年末增长 7.62%/6.25%/5.89%。对公方面, 加强对实体支持力度, 零售方面受按揭贷款和小微贷款需求减少影响。定期存款增速高于活期。报告期末, 存款总额/对公存款/零售存款达 70900.67 亿/43881.94 亿/27018.73 亿, 较上年末分别增长 11.71%/8.11%/18.08%。净息差 2.3%, 同比下降 0.09%, LPR 引导贷款收益率下行且债券收益率回落。

财富管理手续费 255.90 亿元, 同比-13.10%。其中保险/理财/基金/信托分别录得代理收入 107.84 亿/53.23 亿/52.91 亿/32.12 亿, 同比+47.81%/+15.94%/-46.89%/-47.88%。报告期末, 零售 AUM 119595.83 亿, 较上年末增长 11.16%。私人银行客户和金葵花客户资产规模分别为 37409.85 亿/97603.88 亿, 较上年末分别增长 10.23% 和 10.46%。

资产质量优异。前三季度公司共处置不良贷款 420.26 亿元, 其中, 常规核销 174.12 亿元, 清收 95.38 亿元, 不良资产证券化 104.23 亿元, 通过抵债、转让、重组上迁、减免等其他方式处置 46.53 亿元。报告期末不良率 0.95%, 较上年末上升 0.04 个百分点, 环比下降 0.02 个百分点。拨备覆盖率 455.67%, 较上年末下降 28.20 个百分点。资本充足。报告期末, 资本充足率/一级资本充足率/核心一级资本充足率分别为 17.17%/14.85%/12.85%, 较去年末 -0.24%/-0.08%/+0.13%, 整体保持较高水平。

房地产风险可控。第一, 报告期末承担信用风险的非标投资 4737.27 亿, 较上年末-7.38%, 理财类等不承担信用风险的余额 3141.03 亿, 较上年末-23.78%。第二, 开发项目 85% 在一二线城市, 开发贷占比下降。房地产对公不良率边际上升至 3.32%, 但风险整体可控。

投资建议

预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1370.37/1595.28/1825.83 亿元, 同比 14.3%/16.4%/14.5%, 对应 EPS 分别为 5.29/6.18/7.1 元。维持“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。

图表 1: 前三季度归母净利润增速 14.2%

百万/%	2022Q3	2022H1	2021	2020	2019	2018	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入	264,833	179,091	331,253	290,482	269,703	248,555	85,742	87,101	91,990
YoY (%)	5.3	6.1	14.0	7.7	8.5	12.5	3.7	3.7	8.5
——利息净收入	162,130	107,692	203,919	185,031	173,090	160,384	54,438	53,228	54,464
YoY (%)	7.6	8.4	10.2	6.9	7.9	10.7	6.1	6.8	10.0
营收占比 (%)	61.2	60.1	61.6	63.7	64.2	64.5	63.5	61.1	59.2
——手续费及佣金净收入	75,752	53,405	94,447	79,486	71,493	66,480	22,347	24,710	28,695
YoY (%)	0.0	2.2	18.8	11.2	7.5	3.8	(4.8)	(1.4)	5.5
营收占比 (%)	28.6	29.8	28.5	27.4	26.5	26.7	26.1	28.4	31.2
——投资收益	15,892	12,458	21,852	19,162	15,771	12,636	3,434	4,665	7,793
YoY (%)	(1.2)	12.2	14.0	21.5	24.8	103.6	(31.0)	(19.4)	46.5
营收占比 (%)	6.0	7.0	6.6	6.6	5.8	5.1	4.0	5.4	8.5
——其他收益	11,059	5,536	11,035	6,803	9,349	9,055	5,523	5,448	2,767
YoY (%)	23.5	(8.5)	62.2	(27.2)	3.2	55.5	46.0	31.0	(15.7)
营收占比 (%)	4.2	3.1	3.3	2.3	3.5	3.6	6.4	6.3	3.0
营业支出	135,458	95,453	183,234	167,839	152,656	141,947	40,005	47,821	47,632
YoY (%)	0.5	3.2	9.2	9.9	7.5	8.9	(5.5)	0.1	6.4
——税金及附加	2,298	1,569	2,772	2,478	2,348	2,132	729	735	834
YoY (%)	10.4	10.0	11.9	5.5	10.1	(0.9)	11.1	6.1	13.8
营收占比 (%)	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9
——业务及管理费	78,289	49,710	109,727	96,745	86,541	77,112	28,579	25,697	24,013
YoY (%)	6.8	5.4	13.4	11.8	12.2	15.5	9.4	4.1	6.8
营收占比 (%)	29.6	27.8	33.1	33.3	32.1	31.0	33.3	29.5	26.1
——信用减值损失	50,167	41,477	65,962	64,871	61,066	60,829	8,690	19,954	21,523
YoY (%)	(10.9)	(1.0)	1.7	6.2	0.4	1.5	(39.6)	(6.5)	4.8
营收占比 (%)	18.9	23.2	19.9	22.3	22.6	24.5	10.1	22.9	23.4
——其他业务成本	4,704	2,697	4,380	3,591	2,608	1,866	2,007	1,435	1,262
YoY (%)	47.7	32.7	22.0	37.7	39.8	23.8	74.4	36.1	28.9
营收占比 (%)	1.8	1.5	1.3	1.2	1.0	0.8	2.3	1.6	1.4
营业利润	129,375	83,638	148,019	122,643	117,047	106,608	45,737	39,280	44,358
YoY (%)	11.0	9.7	20.7	4.8	9.8	17.7	13.4	8.4	10.9
营收占比 (%)	48.9	46.7	44.7	42.2	43.4	42.9	53.3	45.1	48.2
利润总额	129,384	83,624	148,173	122,440	117,132	106,497	45,760	39,257	44,367
YoY (%)	10.9	9.6	21.0	4.5	10.0	17.4	13.5	8.4	10.7
营收占比 (%)	48.9	46.7	44.7	42.2	43.4	42.8	53.4	45.1	48.2
所得税费用	21,405	13,622	27,339	24,481	23,709	25,678	7,783	5,564	8,058
YoY (%)	(4.0)	(7.2)	11.7	3.3	(7.7)	28.1	2.1	(18.5)	2.7
营收占比 (%)	8.1	7.6	8.3	8.4	8.8	10.3	9.1	6.4	8.8
净利润	107,979	70,002	120,834	97,959	93,423	80,819	37,977	33,693	36,309
YoY (%)	14.4	13.6	23.4	4.9	15.6	14.4	16.1	14.6	12.6
营收占比 (%)	40.8	39.1	36.5	33.7	34.6	32.5	44.3	38.7	39.5
归母净利润	106,922	69,420	119,922	97,342	92,867	80,560	37,502	33,398	36,022
YoY (%)	14.2	13.5	23.2	4.8	15.3	14.8	15.5	14.6	12.5
营收占比 (%)	40.4	38.8	36.2	33.5	34.4	32.4	43.7	38.3	39.2

来源: wind, 国金证券研究所

图表 2: 报告期内, 对公贷款增速边际提升

百万/%	2022Q3	2022H	2021	2021H	2020	2020H	2019	2019H	2018
贷款总额	5,994,374	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 (%)	9.0%	6.5%	10.8%	11.0%	12.0%	12.2%	14.2%	11.5%	10.3%
公司贷款	2,285,454	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 (%)	9.2%	7.0%	6.6%	1.0%	6.1%	12.9%	7.2%	2.9%	6.6%
%贷款总额	38.1%	38.8%	38.6%	38.9%	40.1%	42.7%	42.4%	42.4%	45.1%
票据贴现	545,251	540,351	431,305	426,076	330,736	296,585	226,040	250,589	149,766
YoY (%)	18.7%	25.3%	30.4%	43.7%	46.3%	18.4%	50.9%	11.2%	29.2%
%贷款总额	9.1%	9.1%	7.7%	7.9%	6.6%	6.1%	5.0%	5.8%	3.8%
零售贷款	3,163,669	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 (%)	7.3%	3.4%	11.4%	15.3%	13.5%	10.9%	17.6%	19.7%	12.5%
%贷款总额	52.8%	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 (%)		8.5%	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 (%)		1.0%	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 (%)		1.7%	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 (%)		12.7%	-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%

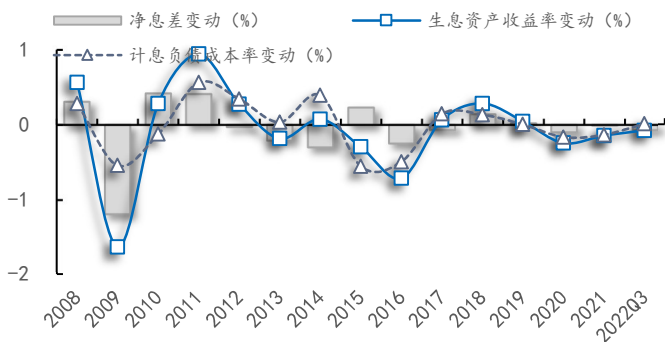
来源: wind, 国金证券研究所

图表 3: 零售存款增速高于对公存款

	2022/9/30	2022/6/30	2021/12/31	2021/6/30	2020/12/31	2020/6/30	2019/12/31
百万/%	2022Q3	2022H	2021	2021H	2020	2020H	2019
公司存款余额	4,388,194	4,303,974	3,882,442	3,808,350	3,461,281	3,365,045	2,971,818
增速 (%)	1.96	10.86	1.95	10.03	2.86	13.23	3.45
%存款余额	61.89	64.04	64.99	64.90	64.38	64.14	64.09
——活期存款余额	2,620,874	2,599,448	2,396,802	2,360,015	1,964,687	1,834,517	1,607,847
增速 (%)	0.82	8.45	1.56	20.12	7.10	14.10	1.88
%存款余额	36.97	38.68	40.12	40.22	36.54	34.97	34.67
——定期存款余额	1,667,907	1,704,526	1,485,640	1,448,335	1,496,594	1,530,528	1,363,971
增速 (%)	-2.15	14.73	2.58	-3.22	-2.22	12.21	5.38
%存款余额	23.52	25.36	24.87	24.68	27.84	29.17	29.42
零售存款余额	2,701,873	2,416,335	2,091,031	2,059,834	1,915,301	1,881,092	1,665,149
增速 (%)	11.82	15.56	1.51	7.55	1.82	12.97	2.54
%存款余额	38.11	35.96	35.01	35.10	35.62	35.86	35.91
——活期存款余额	1,711,866	1,583,185	1,453,378	1,438,987	1,261,244	1,201,383	1,081,045
增速 (%)	8.13	8.93	1.00	14.09	4.98	11.13	0.95
%存款余额	24.14	23.56	24.33	24.52	23.46	22.90	23.31
——定期存款余额	1,089,420	833,150	637,653	620,847	654,057	679,709	584,104
增速 (%)	30.76	30.66	2.71	-5.08	-3.77	16.37	5.62
%存款余额	15.37	12.40	10.67	10.58	12.16	12.96	12.60
客户存款总额	7,090,067	6,720,309	5,973,473	5,868,184	5,376,582	5,246,137	4,636,967
增速 (%)	5.50	12.50	1.79	9.14	2.49	13.14	3.12

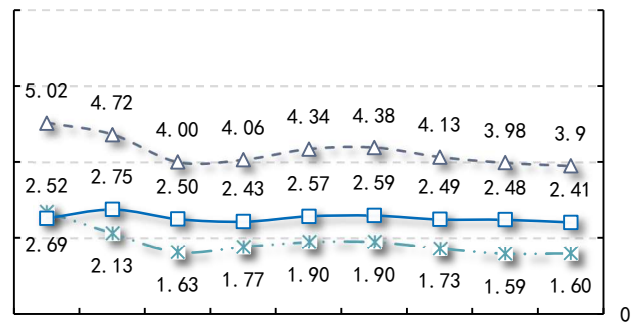
来源: wind; 国金证券研究所

图表 4: 收益率下降, 负债率上升



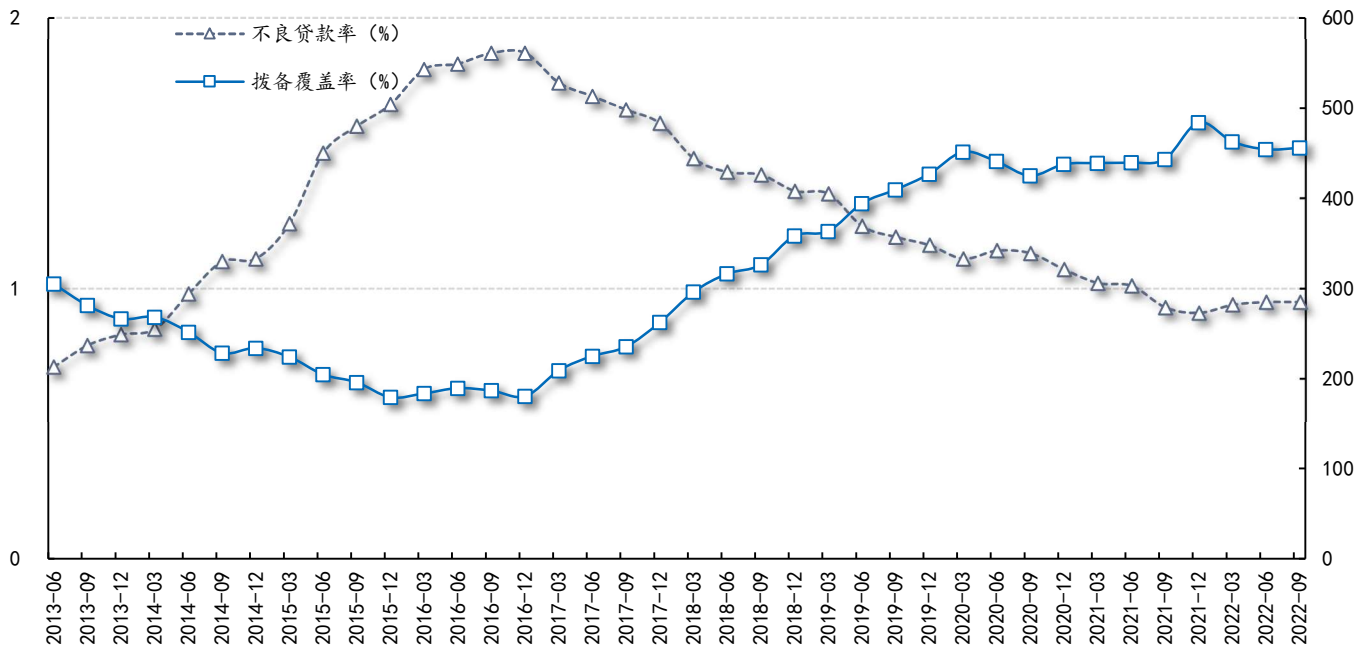
来源: 国金证券研究所

图表 5: 净息差边际下行



来源: 国金证券研究所

图表 6: 不良率环比持平, 较上年末下降 0.04 个百分点



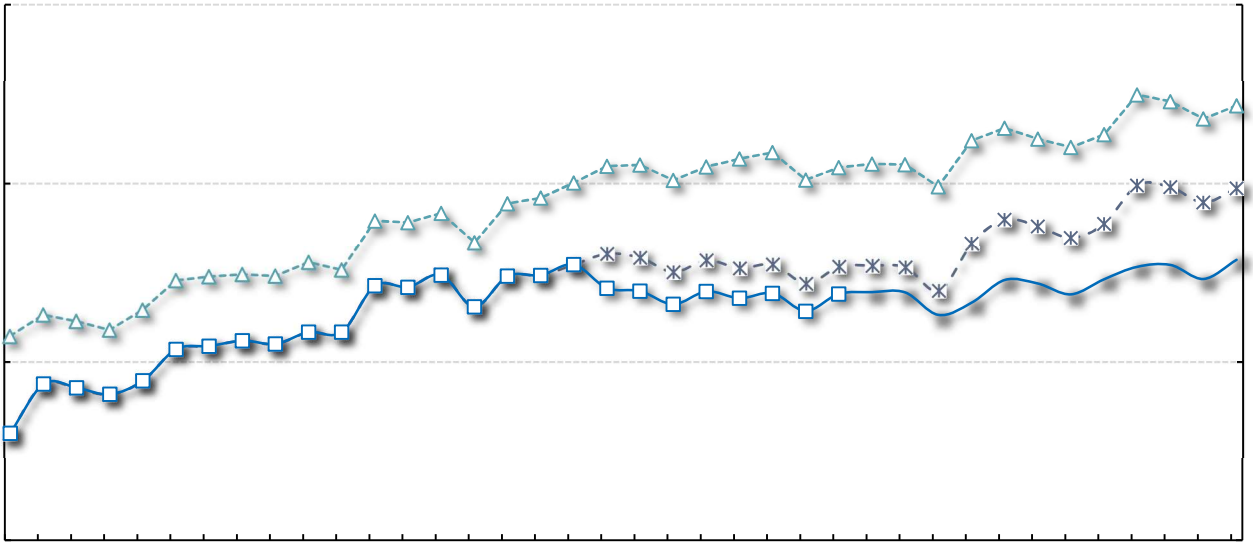
来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 对公贷款不良率上升

%	2022/9/30	2022/6/30	2022/3/31	2021/12/31	2021/9/30	2021/6/30	2021/3/31
公司贷款	1.38	1.35	1.33	1.31	1.47	1.57	1.64
零售贷款	0.83	0.82	0.82	0.82	0.78	0.76	0.76
小微贷款	0.60	0.63	0.57	0.62	0.59	0.51	0.54
个人住房贷款	0.29	0.27	0.27	0.28	0.24	0.25	0.26
信用卡贷款	1.67	1.67	1.72	1.65	1.54	1.58	1.62
消费贷款	0.95	1.05	1.03	1.02	1.19	1.16	1.42
其它	8.42	8.08	7.67	6.85	6.11	4.76	2.36
贷款和垫款之和	0.94	0.94	0.93	0.93	0.95	1.01	1.04

来源: wind, 国金证券研究所

图表 8: 资本充足率边际提升



来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 财富管理收入受到冲击

来源: 国金证券研究所

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，尤其是对零售转型中的银行。
- **贷款质量超预期恶化**：如果外生冲击导致资产质量严重恶化，公司需要提高拨备，净利润将受到严重侵蚀。

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	6,555,374	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