

招商银行(600036)

报告日期: 2022年10月29日

## 息差有韧性, 风险有压力

### ——招商银行 2022 年三季度报点评

#### 投资要点

□ 招商银行 2022Q1-3 息差和营收韧性好于预期, 资产质量需继续观察。

#### □ 数据概览

22Q1-3 归母净利润同比+14.2%, 增速环比 22H1 提升 0.7pc; 营收同比+5.3%, 增速环比-0.8pc; ROE(年化) 18.22%, 同比+11bp; ROA(年化) 1.50%, 同比+6bp; 22Q3 末不良率 0.95%, 环比持平; 拨备覆盖率环比+1.6pc 至 455.7%。

#### □ 主要观点

**1、营收韧性好于预期。**22Q1-3 归母净利润同比+14.2%, 增速环比 22H1 提升 0.7pc; 营收同比+5.3%, 增速环比下降 0.8pc。主要驱动因素为信用成本下降, 拖累因素包括规模、息差及费用因素。非息贡献基本持平。

**具体来看:** ①**信用成本下降。**22Q1-3 信用减值损失同比-11%, 对净利润的正贡献从上半年的 3.7% 提升至 6.8%。信用成本节约主要来自非信贷减值准备的大幅下降, 而贷款减值同比+203%, 需关注后续信用成本走势。②**规模增长放缓。**22Q1-3 生息资产规模+10.7%, 环比 22H1 放缓 0.4pc, 主要受到有效需求不足、贷款投放放缓影响。③**息差韧性较强。**22Q3 单季净息差(日均口径) 环比 Q2 下降 1bp 至 2.36%, 好于预期, 主要是生息资产收益率有所企稳。22Q1-3 累计净息差(日均口径) 环比 22H1 下行 3bp 至 2.41%, 对营收的负贡献从-2.7% 扩大至-3.1%。④**费用支出上升。**22Q1-3 招商银行成本收入比环比 22H1 上升 1.8pc 至 29.6%, 对净利润的负贡献从-0.3% 扩大至-1.2%。

**展望全年, 预计招商银行可保持当前的营收和利润增速。**主要受益于存款挂牌利率调整, 净息差下行幅度有望收敛; 拨备储备充足, 能够支持当前利润增速。

**2、贷款投放动能不足。**表现为: ①**企业贷款负增长。**22Q3 末企业贷款余额环比 22H1 末下降 0.4%, 是自 2020Q4 开始的 8 个季度里, 招商银行首次出现企业贷款负增长。②**按揭需求未恢复。**2022Q1、Q2、Q3 按揭贷款单季度增速分别为 0.7%、0.3%、0.4%, 系有统计数据以来最低水平。资产投放动能不足, 需持续观察新增业务方向, 以及未来如何对价格与投放做适当平衡。

**3、财富管理韧性较强。**22Q3 末 AUM 仍保持同比 15%+ 的高增长, AUM 单季度环比增长 2.1%, 符合市场大势。财富管理收入同比-13.1%, 较 22H1 进一步下行 5pc。背后因素: ①**资本市场继续承压、高风险信托产品持续压降等,**导致非存款 AUM 增速继续放缓, 高费率产品对财富管理收入的贡献度下降。值得关注的是, 招行 Q3 单季度代理基金、理财的收入均已经止跌回升。②**居民风险偏好下降,**存款和理财稳定增长, 对低风险类型产品增长形成支撑作用。

**4、风险指标仍有压力。**22Q3 末不良率环比 22H1 末持平, 关注率、逾期率、拨备覆盖率均不同程度走弱。压力主要来自地产领域。22Q3 末对公房地产贷款不良率环比上升 37bp 至 3.32%; 个人按揭贷款不良+关注率环比上升 11bp 至 1.01%, 均处上升区间。地产风险继续暴露, 资产质量需继续观察。

#### □ 盈利预测与估值

预计招商银行 2022-2024 年归母净利润同比增长 14.57%/14.59%/9.88%, 对应 BPS 32.92/37.32/42.08 元/股。现价对应 PB 估值 0.83/0.73/0.65 倍。目标价 37.32 元/股(分红调整后), 对应 2022 年 PB 1.13 倍, 现价空间 37%。

#### □ 风险提示

宏观经济失速, 不良大幅暴露。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 梁凤洁

执业证书号: S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

分析师: 邱冠华

执业证书号: S1230520010003

02180105900

qiuguanhua@stocke.com.cn

研究助理: 赵洋

zhaoyang03@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥27.18
总市值(百万元)	685,475.40
总股本(百万股)	25,219.85

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《财富管理韧性超预期——招商银行 2022 年中报点评》  
2022.08.21

2 《财富管理韧性凸显——招商银行 2022 年一季报点评》  
2022.04.23

3 《财富管理韧性凸显——招商银行 2022 年一季报点评》  
2022.04.23

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	331,253	349,285	371,654	405,025
(+/-) (%)	14.04%	5.44%	6.40%	8.98%
归母净利润	119,922	137,396	157,443	173,005
(+/-) (%)	23.20%	14.57%	14.59%	9.88%
每股净资产(元)	29.01	32.92	37.32	42.08
P/B	0.94	0.83	0.73	0.65

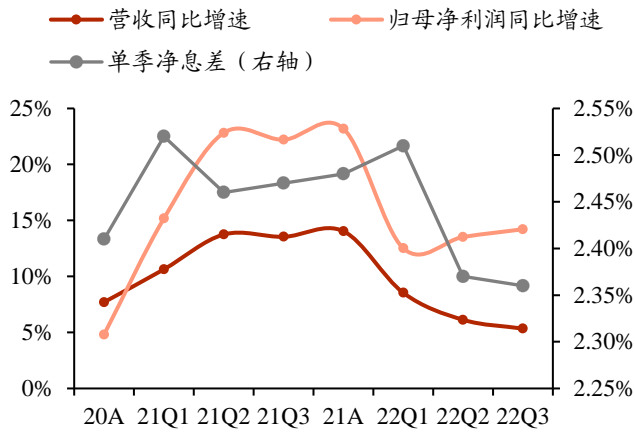
资料来源：浙商证券研究所

图1: 招商银行 2022 年三季度报业绩概览

维度	单位: 百万元	21Q1-3	22H1	22Q1-3	环比变化	同比变化	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	QoQ
利润指标	ROE (年化)	18.1%	18.1%	18.2%	0.2pc	0.1pc	16.7%	12.1%	16.4%	14.1%	16.4%	2.3pc
	ROA (年化)	1.44%	1.46%	1.50%	4bp	6bp	1.46%	1.16%	1.54%	1.40%	1.54%	15bp
	拨备前利润	172,922	125,101	180,073		4.1%	54,719	41,606	65,890	59,211	54,972	-7.2%
	同比增速	15.0%	5.8%	4.1%	-1.7pc	-10.8pc	16.1%	12.3%	8.7%	2.9%	0.5%	-2.4pc
	归母净利润	93,615	69,420	106,922		14.2%	32,465	26,307	36,022	33,398	37,502	12.3%
	同比增速	22.2%	13.5%	14.2%	0.7pc	-8.0pc	21.1%	26.8%	12.5%	14.6%	15.5%	0.9pc
	EPS (未年化)	3.62	2.67	4.15		14.5%	1.29	1.04	1.43	1.32	1.49	12.3%
BVPS (未年化)	27.95	30.17	31.69	5.0%	13.4%	27.95	29.01	30.39	30.17	31.69	5.0%	
收入拆分	营业收入	251,410	179,091	264,833		5.3%	82,661	79,843	91,990	87,101	85,742	-1.6%
	同比增速	13.5%	6.1%	5.3%	-0.8pc	-8.2pc	13.1%	15.6%	8.5%	3.7%	3.7%	0.0pc
	利息净收入	150,638	107,692	162,130		7.6%	51,297	53,281	54,464	53,228	54,438	2.3%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	8,137,573	8,932,738	9,011,985	0.9%	10.7%	8,336,733	8,559,014	8,826,096	9,039,380	9,170,479	1.5%
	净息差 (日均余额口径)	2.48%	2.44%	2.41%	-3bp	-7bp	2.47%	2.48%	2.51%	2.37%	2.36%	-1bp
	净息差 (期初期末口径)	2.47%	2.41%	2.40%	-1bp	-7bp	2.46%	2.49%	2.47%	2.36%	2.37%	2bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.96%	3.87%	3.87%	0bp	-9bp	3.97%	3.98%	3.91%	3.83%	3.88%	5bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.59%	1.59%	1.61%	2bp	1bp	1.61%	1.61%	1.57%	1.61%	1.64%	3bp
	非利息净收入	100,772	71,399	102,703		1.9%	31,364	26,562	37,526	33,873	31,304	-7.6%
	手续费净收入	75,734	53,405	75,752		0.0%	23,480	18,713	28,695	24,710	22,347	-9.6%
	其他非息收入	25,038	17,994	26,951		7.6%	7,884	7,849	8,831	9,163	8,957	-2.2%
	业务及管理费	73,297	49,710	78,289		6.8%	26,129	36,430	24,013	25,697	28,579	11.2%
	成本收入比	29.15%	27.76%	29.56%	1.8pc	0.4pc	31.61%	45.63%	26.10%	29.50%	33.33%	3.8pc
	资产减值损失	56,266	41,477	50,689		-9.9%	14,386	10,089	21,523	19,954	9,212	-53.8%
	贷款减值损失	11,241	22,795	34,044		202.9%	11,241	25,779	11,060	22,795	34,044	49.3%
	信用成本	0.28%	0.79%	0.79%	-1bp	50bp	0.83%	1.86%	0.78%	1.56%	2.28%	72bp
	所得税费用	22,300	13,622	21,405		-4.0%	7,625	5,039	8,058	5,564	7,783	39.9%
有效税率	19.12%	16.29%	16.54%	0.3pc	-2.6pc	18.91%	15.99%	18.16%	14.17%	17.01%	2.8pc	
规模增长	总资产	8,917,440	9,724,996	9,707,111	-0.2%	8.9%	8,917,440	9,249,021	9,415,379	9,724,996	9,707,111	-0.2%
	生息资产余额	8,352,540	9,192,057	9,148,901	-0.5%	9.5%	8,352,540	8,765,488	8,886,703	9,192,057	9,148,901	-0.5%
	贷款总额	5,501,177	5,931,807	5,994,374	1.1%	9.0%	5,501,177	5,570,034	5,758,105	5,931,807	5,994,374	1.1%
	对公贷款	2,553,211	2,841,433	2,830,705	-0.4%	10.9%	2,553,211	2,582,243	2,732,644	2,841,433	2,830,705	-0.4%
	个人贷款	2,947,966	3,090,374	3,163,669	2.4%	7.3%	2,947,966	2,987,791	3,025,461	3,090,374	3,163,669	2.4%
	同业资产	561,522	588,358	472,909	-19.6%	-15.8%	561,522	799,372	586,772	588,358	472,909	-19.6%
	金融投资	2,219,820	2,510,459	2,555,392	1.8%	15.1%	2,219,820	2,176,997	2,369,515	2,510,459	2,555,392	1.8%
	存放央行	553,632	585,102	598,478	2.3%	8.1%	553,632	567,208	615,099	585,102	598,478	2.3%
	总负债	8,121,625	8,829,330	8,779,344	-0.6%	8.1%	8,121,625	8,383,340	8,514,645	8,829,330	8,779,344	-0.6%
	付息负债余额	7,771,020	8,460,005	8,392,504	-0.8%	8.0%	7,771,020	8,035,038	8,154,509	8,460,005	8,392,504	-0.8%
	吸收存款	6,011,965	7,037,185	7,090,067	0.8%	17.9%	6,011,965	6,347,078	6,680,094	7,037,185	7,090,067	0.8%
	企业活期	2,379,267	2,804,113	2,620,874	-6.5%	10.2%	2,379,267	2,652,817	2,661,252	2,804,113	2,620,874	-6.5%
	个人活期	1,488,831	1,670,011	1,711,866	2.5%	15.0%	1,488,831	1,557,861	1,590,628	1,670,011	1,711,866	2.5%
	企业定期	1,481,841	1,644,872	1,767,447	7.5%	19.3%	1,481,841	1,406,107	1,583,924	1,644,872	1,767,447	7.5%
	个人定期	662,026	918,189	989,880	7.8%	49.5%	662,026	730,293	844,290	918,189	989,880	7.8%
	同业负债	1,013,008	941,917	919,029	-2.4%	-9.3%	1,013,008	1,081,328	927,170	941,917	919,029	-2.4%
	发行债券	416,877	338,152	235,789	-30.3%	-43.4%	416,877	446,645	377,879	338,152	235,789	-30.3%
向央行借款	329,170	142,751	147,619	3.4%	-55.2%	329,170	159,987	169,366	142,751	147,619	3.4%	
所有者权益	788,967	888,032	919,582	3.6%	16.6%	788,967	858,745	893,494	888,032	919,582	3.6%	
总股本	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	
资产质量	不良贷款	51,302	56,386	57,088	1.2%	11.3%	51,302	50,862	54,138	56,386	57,088	1.2%
	不良率	0.93%	0.95%	0.95%	0bp	2bp	0.93%	0.91%	0.94%	0.95%	0.95%	0bp
	关注贷款	n.a	59,784	68,315	14.3%	n.a	n.a	46,609	55,165	59,784	68,315	14.3%
	关注率	n.a	1.01%	1.14%	13bp	n.a	n.a	0.84%	0.96%	1.01%	1.14%	13bp
	逾期贷款	n.a	68,811	72,292	5.1%	n.a	n.a	57,426	62,647	68,811	72,292	5.1%
	逾期率	n.a	1.16%	1.21%	5bp	n.a	n.a	1.03%	1.09%	1.16%	1.21%	5bp
	不良生成额	24,292	23,972	34,605	44.4%	42.5%	24,292	8,060	12,336	23,972	34,605	44.4%
	不良生成率	0.64%	0.86%	0.83%	-3bp	18bp	1.81%	0.59%	0.89%	1.67%	2.33%	67bp
	核销转出额	26,605	18,448	28,379	53.8%	6.7%	26,605	8,500	9,060	18,448	28,379	53.8%
	核销转出率	66.16%	72.54%	74.40%	1.9pc	8.2pc	195.12%	66.27%	71.25%	136.30%	201.32%	65.0pc
	逾期90+偏离度	n.a	65.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	69.0%	n.a	65.4%	n.a	n.a
拨备覆盖率	443%	454%	456%	1.6pc	12.5pc	443.1%	483.9%	462.7%	454.1%	455.7%	1.6pc	
拨贷比	4.13%	4.32%	4.34%	2bp	21bp	4.13%	4.42%	4.35%	4.32%	4.34%	2bp	
资本情况	核心一级资本充足率	12.31%	12.32%	12.85%	53bp	54bp	12.31%	12.66%	12.71%	12.32%	12.85%	53bp
	一级资本充足率	13.86%	14.46%	14.85%	39bp	99bp	13.86%	14.94%	14.89%	14.46%	14.85%	39bp
	资本充足率	16.36%	16.80%	17.17%	37bp	81bp	16.36%	17.48%	17.29%	16.80%	17.17%	37bp

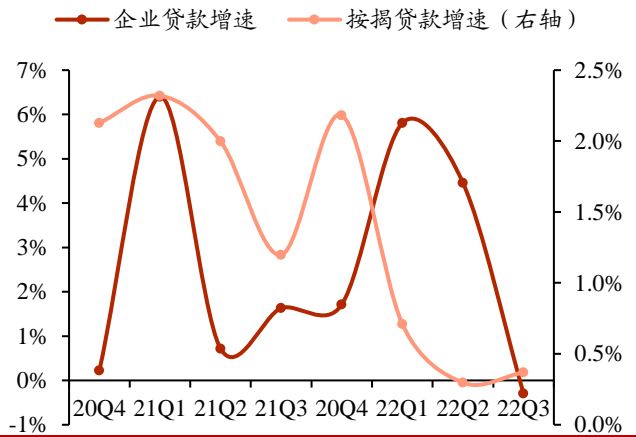
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 22Q1-3 举例, 22Q3 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 22Q1-3 生息资产平均余额为 22Q1、22Q2、22Q3 平均余额的平均值。QoQ 指 22Q1-3 环比 22H1 的指标变化情况, YoY 指 22Q1-3 同比 22Q1-3 的指标变化情况, 右侧 QoQ 指 22Q3 环比 22Q2 指标变化情况。

图2: 招商银行 2022Q1-3 营收和息差韧性好于预期



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图3: 招商银行 2022Q1-3 贷款投放动能不足



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表1: 招商银行 2022Q1-3 财富管理业务及收入情况

单位: 亿元/%	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
<b>AUM</b>	99,850	103,741	107,592	113,393	117,177	119,596
同比增速	20.84%	20.20%	20.33%	18.18%	17.35%	15.28%
环比增速	4.07%	3.90%	3.71%	5.39%	3.34%	2.06%
<b>非存款 AUM</b>	78,404	82,232	84,710	89,043	91,295	92,577
同比增速	24.76%	21.89%	22.61%	18.16%	16.44%	12.58%
环比增速	4.04%	4.88%	3.01%	5.12%	2.53%	1.40%
<b>财富管理手续费累计收入</b>	206.12	296.74	358.41	104.29	188.73	255.9
同比增速	33.60%	25.75%	29.00%	-11.11%	-8.13%	-13.10%
<b>代理理财收入</b>	28.74	45.94	62.92	17.65	34.93	53.23
同比增速	32.56%	42.41%	53.69%	-	22.60%	15.94%
<b>代理基金收入</b>	67.19	103.67	123.15	17.27	34.74	52.91
同比增速	39.75%	24.92%	36.20%	-	-46.95%	-46.89%
<b>代理信托收入</b>	45.28	61.63	75.42	12.82	22.87	32.12
同比增速	23.85%	5.78%	-1.10%	-	-49.49%	-47.88%
<b>代理保险收入</b>	55.59	72.96	82.15	54.71	89.84	107.84
同比增速	32.51%	37.95%	42.80%	-	61.61%	47.81%
<b>财富管理手续费单季收入</b>	-	90.62	63.93	104.29	84.44	67.17
环比增速	-	1.06%	-28.19%	63.12%	-19.03%	-20.45%
<b>代理理财收入</b>	-	17.20	17.01	17.65	17.28	18.30
环比增速	-	-	-0.95%	3.77%	-2.10%	5.90%
<b>代理基金收入</b>	-	36.48	23.53	17.27	17.47	18.17
环比增速	-	-	-27.46%	-26.59%	1.16%	4.01%
<b>代理信托收入</b>	-	16.35	13.79	12.28	10.59	9.25
环比增速	-	-	-15.62%	-10.97%	-13.76%	-12.65%
<b>代理保险收入</b>	-	17.37	9.19	54.71	35.13	18.00
环比增速	-	-	-47.08%	495.23%	-35.79%	-48.76%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表 2: 招商银行表内外对公房地产敞口情况

单位: 亿元/%	2021Q3	2022H1	2022Q3	环比
<b>承担信用风险的敞口</b>	5,115	4,937	4,737	-200
占总资产	5.53%	5.08%	4.88%	-20bp
<b>房地产贷款</b>	3,560	3,552	3,470	-82
占总贷款	6.78%	6.35%	6.13%	-0.22pc
不良率	1.39%	2.95%	3.32%	+37bp
<b>不承担信用风险的敞口</b>	4,121	3,164	3,141	-23
占 AUM	3.83%	2.70%	2.63%	-0.07pc

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
存放央行	567,208	644,355	726,833	819,867
同业资产	799,372	879,309	967,240	1,063,964
贷款总额	5,570,034	6,071,337	6,557,044	6,950,467
贷款减值准备	-245,494	-255,540	-259,723	-262,691
贷款净额	5,335,391	5,815,797	6,297,321	6,687,776
证券投资	2,176,997	2,305,688	2,831,649	3,571,027
其他资产	370,053	369,923	415,099	465,709
<b>资产合计</b>	<b>9,249,021</b>	<b>10,015,072</b>	<b>11,238,142</b>	<b>12,608,344</b>
同业负债	1,241,315	1,328,207	1,452,468	1,588,728
存款余额	6,347,078	7,159,504	8,075,920	9,109,638
应付债券	446,645	242,863	273,344	307,651
其他负债	348,302	326,038	366,040	411,013
<b>负债合计</b>	<b>8,383,340</b>	<b>9,056,612</b>	<b>10,167,773</b>	<b>11,417,031</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>865,681</b>	<b>958,461</b>	<b>1,070,369</b>	<b>1,191,313</b>

### 利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	203,919	215,129	227,729	253,709
净手续费收入	94,447	96,336	103,079	107,203
其他非息收入	32,887	37,820	40,846	44,113
<b>营业收入</b>	<b>331,253</b>	<b>349,285</b>	<b>371,654</b>	<b>405,025</b>
税金及附加	-2,772	-2,944	-3,096	-3,362
业务及管理费	-109,727	-115,700	-123,110	-134,164
营业外净收入	154	-2	-2	-2
<b>拨备前利润</b>	<b>214,528</b>	<b>226,594</b>	<b>241,143</b>	<b>262,806</b>
资产减值损失	-66,355	-54,783	-52,618	-59,283
<b>税前利润</b>	<b>148,173</b>	<b>171,811</b>	<b>188,524</b>	<b>203,523</b>
所得税	-27,339	-33,614	-30,164	-29,511
<b>税后利润</b>	<b>120,834</b>	<b>138,197</b>	<b>158,360</b>	<b>174,012</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>119,922</b>	<b>137,396</b>	<b>157,443</b>	<b>173,005</b>
<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	<b>116,309</b>	<b>135,737</b>	<b>155,784</b>	<b>171,346</b>

### 主要财务比率

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>业绩增长</b>				
利息净收入增速	10.21%	5.50%	5.86%	11.41%
手续费净增速	18.82%	2.00%	7.00%	4.00%
非息净收入增速	20.75%	5.36%	7.28%	5.14%
拨备前利润增速	14.44%	5.62%	6.42%	8.98%
归属母公司净利润增速	23.20%	14.57%	14.59%	9.88%
<b>盈利能力</b>				
ROAE	16.96%	17.38%	17.59%	17.11%
ROAA	1.36%	1.43%	1.48%	1.45%
RORWA	2.57%	2.47%	2.44%	2.39%
生息率	3.97%	3.86%	3.78%	3.76%
付息率	1.60%	1.62%	1.64%	1.61%
净利差	2.37%	2.23%	2.14%	2.15%
净息差	2.47%	2.35%	2.26%	2.26%
成本收入比	33.12%	33.12%	33.12%	33.12%
<b>资本状况</b>				
资本充足率	17.48%	17.48%	17.36%	17.19%
核心资本充足率	14.94%	15.18%	15.16%	15.10%
风险加权系数	54.47%	60.70%	60.70%	60.70%
股息支付率	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%

### 主要财务比率

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>资产质量</b>				
不良贷款余额	50,862	59,964	67,182	72,530
不良贷款净生成率	0.64%	0.83%	0.83%	0.85%
不良贷款率	0.91%	0.99%	1.02%	1.04%
拨备覆盖率	484%	426%	387%	362%
拨贷比	4.42%	4.21%	3.96%	3.78%
<b>流动性</b>				
贷存比	87.76%	84.80%	81.19%	76.30%
贷款/总资产	60.22%	60.62%	58.35%	55.13%
平均生息资产/平均总资产	93.82%	94.98%	94.87%	94.20%
<b>每股指标(元)</b>				
EPS	4.61	5.38	6.18	6.79
BVPS	29.01	32.92	37.32	42.08
每股股利	1.52	1.78	2.04	2.24
<b>估值指标</b>				
P/E	5.89	5.05	4.40	4.00
P/B	0.94	0.83	0.73	0.65
P/PPOP	3.20	3.03	2.84	2.61
股息收益率	5.60%	6.53%	7.50%	8.25%

资料来源：公司公告，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“本公司”）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>