

2024年08月28日
宁波银行(002142.SZ)

SDIC

公司动态分析

证券研究报告

城商行

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

26元

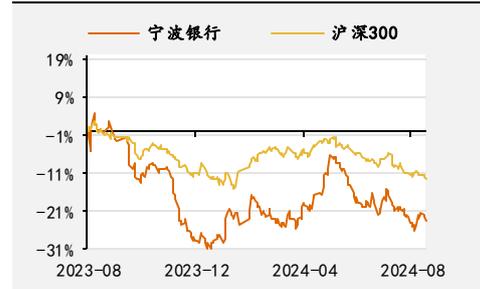
股价(2024-08-28)

20.50元

交易数据

总市值(百万元)	135,373.61
流通市值(百万元)	133,763.02
总股本(百万股)	6,603.59
流通股本(百万股)	6,525.03
12个月价格区间	19.03/28.91元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.3	-9.1	-13.2
绝对收益	-3.3	-18.0	-25.7

李双

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520070001

lishuang1@essence.com.cn

王子硕

联系人

SAC 执业证书编号: S1450123070020

wangzs2@essence.com.cn

相关报告

业绩实现稳健增长——宁波	2024-04-30
银行 2024 年一季报点评	
知难而进——宁波银行 2023	2024-04-10
年报点评	
基本符合预期——宁波银行	2024-02-07
2023 年业绩快报点评	
迎难而上——宁波银行 2023	2023-10-30
年三季报点评	

逆风前行——宁波银行 2024 年中报点评

■ **事件:** 宁波银行披露 2024 年中期报告, 今年上半年营收增速为 7.13% (一季度为 5.78%), 拨备前利润增速为 10.12% (一季度为 8.80%), 归母净利润增速为 5.42% (一季度为 6.29%), 业绩表现稳健, 符合预期, 我们点评如下:

■ **今年二季度, 宁波银行单季归母净利润增速为 4.52%, 其业绩增长主要驱动因素为规模扩张、成本收入比同比下降; 而非息收入增长放缓、税收增加则是业绩主要拖累项。**

■ **规模维持较快扩张。**今年二季度, 宁波银行单季生息资产(日均余额口径)同比增长 18.43%, 较 Q1 增速微升 0.35pct, 规模增长的优势在银行业处于领先地位, 从结构来看, 金融投资、同业资产同比增速均小幅提升, 贷款增速略有放缓。

今年二季度, 宁波银行新增总资产 1455 亿元, 同比大增 711 亿元, 在整个银行业放弃规模情结、放缓资产投放的环境下, 宁波银行依然在加速扩张, 主要是因为宁波银行进一步加大对金融投资、同业资产的配置力度。其中, 金融投资板块交易性金融资产、债权投资配置规模变化不大, 而其他债权投资(OCI 账户)环比增长 778 亿元, 这部分资产在利率下行阶段, 为未来投资收益增长提供支撑。同业资产领域主要是加大拆出资金力度。

信贷方面,今年二季度宁波银行新增贷款 466 亿元, 同比少增 235 亿元, 但今年上半年新增贷款同比多增 364 亿元, 年初至今信贷投放力度并不弱。今年二季度一般对公信贷投放加快, 而票据贴现、零售信贷同比少增, 预计受零售信贷风险上升的影响, 公司阶段性主动放慢消费信贷投放节奏。

增加主动负债规模, 扩表意愿较强。今年二季度宁波银行资产端加速扩张, 体现了其主动扩表的初衷, 其 Q2 新增负债结构, 一方面存款增长势头不错, 新增企业存款好于季节性; 另一方面, 在二季度市场利率快速下行时期, 宁波银行加大同业存单等主动负债工具发行力度, 上述因素驱动其二季度新增负债 1369 亿元, 同比多增 708 亿元, 其中新增负债部分大多数是市场化的主动负债品种。

■ **净息差环比、同比微降。**今年二季度, 宁波银行单季净息差为 1.85%, 同比仅下降 1bps, 好于其他同业; 环比下降 5bps, 具体来看:

① **资产端收益率环比下降 11bps。**宁波银行 Q2 单季生息资产收益率为 3.99%, 环比下降 11bps, 预计受 LPR 下行、有效信贷需求不足的影响, 贷款收益率维持下行趋势, 其中零售信贷收益率预计下行幅度更大。

②**负债成本环比下降 3bps**。宁波银行 Q2 单季计息负债成本率为 2.10%，环比改善 3bps，连续两个季度下行，预计主要受益于规范手工补息，对公存款成本率明显改善，并且对公定期存款占比也呈现下降趋势；而零售存款成本依然维持高位，也在延续定期化趋势。

③**展望未来**，宁波银行资产端利率仍有下行压力，信贷结构调整预计能对冲一部分；负债端存款重定价预计在今年逐步兑现，净息差表现可能好于同业。

■**非息收入表现一般**。今年二季度，宁波银行非息收入同比下降 6.9%，降幅较 Q1 进一步扩大，其中手续费及佣金净收入同比下降 27.1%，主要受银保代理费率下调、基金降费及主动型权益基金保有量下滑的拖累，财富管理相关收入承压。

此外，其他非息净收入同比增长 2%，这在二季度债券利率大幅下行的环境下表现一般，但考虑到宁波银行未来将重分类进损益的其他综合收益二季度新增 19.54 亿元，与去年同期（19.47 亿元）大致相当，未来其仍可择机变现部分债券实现浮盈兑现，进而支撑营收增长。

■**继续管控费用，成本收入比同比微降**。今年二季度，宁波银行成本收入比为 34.1%，同比下降 1.9 个百分点，连续 2 个季度同比改善，主要得益于公司全面推进精细化管理，精简行政支出，合理规划网点布局，有效管控费用增长幅度。

■**不良生成仍在高位，零售风险值得关注**。今年一季度末，宁波银行不良率为 0.76%，环比持平，但结构分化较大，对公信贷不良率较年初下降 3bps 至 0.22%，零售信贷不良率较年初提升 17bps 至 1.67%。关注率环比 Q1 上升 28bps 至 1.02%，逾期率较年初微降 1bps 至 0.92%。总体来看，对公信用风险压力尚可，但零售信贷风险温和暴露。

从结构来看，子公司信用风险压力较母行更大。2017 年以来，宁波银行母行口径的逾期贷款率维持窄幅波动状态，并且今年二季度数据较年初微降 4bps 至 0.9%，信用风险可控；而子公司逾期贷款率近年来持续提升，特别是合并宁银消金后，子公司逾期贷款率上升速度加快，今年二季度末子公司逾期率较年初提升 19bps 至 1.05%。

今年上半年宁波银行不良生成率（年化）为 1.2%，同比上升 38bps，不良生成速度仍维持高位。其拨备计提力度并未随贷款投放加快，二季度末拨贷比为 3.19%，环比下降 8bps，其中母行、子公司拨贷比均有所下降，拨备覆盖率环比下降 11pct 至 420.55%。

■**因贷款核销处置加快，所得税费用增加，拖累利润增速**。今年二季度，宁波银行所得税费用同比增长 80.2%，较 Q1 增速进一步提升 10.7 个百分点，主要是因为宁波银行以前预提了信用减值损失的这部分贷款，现在实质性变成坏账了（体现为今年以来贷款核销大幅增加），导致递延所得税资产大幅减少，进而导致递延所得税费用从去年中报的 -4.77 亿元变成今年中报的 4.03 亿元，进而增加了所得税费用，对利润形成拖累。

新生成不良速度明显放缓— 2023-08-25
宁波银行 2023 年中报点评

■ **投资建议：**今年中报，宁波银行的亮点在于净息差同比仅微降、规模维持高增长、营收有一定韧性，此外，未来将重分类进损益的其他综合收益大幅增加也为未来营收进一步提供支撑；但财富管理业务收入增长乏力、不良生成速度明显加快是拖累项，特别是资产质量未来仍值得重点关注。

考虑到前几年银行板块估值的大幅下行，宁波银行估值也触及历史新低，对银行板块以及宁波银行而言，我们认为不应再悲观。预计 2024 年宁波银行营收增速为 6.49%，归母净利润增速为 4.77%，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 26 元，相当于 2024 年 0.85X PB。

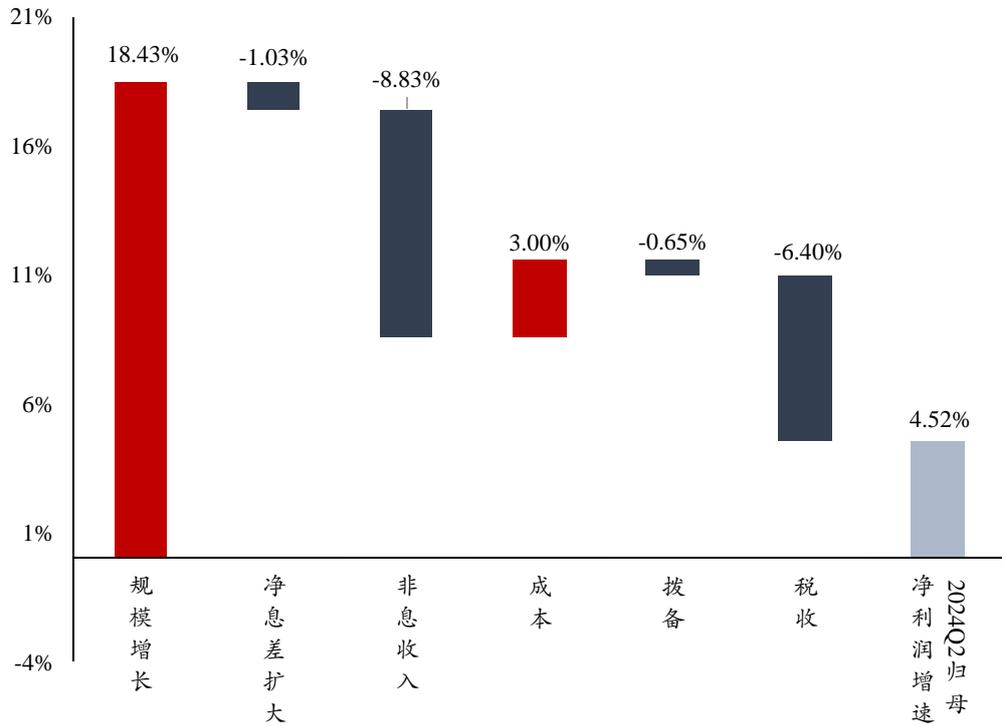
■ **风险提示：**零售信贷风险显著暴露

财务摘要 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	57,879	61,585	65,579	69,269	74,864
营收增速	9.67%	6.40%	6.49%	5.63%	8.08%
拨备前利润	35,711	36,838	39,221	41,707	45,013
拨备前利润增速	8.80%	3.16%	6.47%	6.34%	7.93%
归母净利润	23,075	25,535	26,753	28,159	30,640
归母净利润增速	18.05%	10.66%	4.77%	5.26%	8.81%
每股净收益 (元)	3.49	3.87	4.05	4.26	4.64
每股净资产 (元)	23.28	26.86	30.30	33.91	37.84

利润率和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净资产收益率	14.49%	13.78%	12.53%	11.89%	11.71%
总资产收益率	1.05%	1.01%	0.92%	0.83%	0.76%
市盈率	5.87	5.30	5.06	4.81	4.42
市净率	0.88	0.76	0.68	0.60	0.54
股息率	2.44%	2.93%	3.07%	3.23%	3.51%

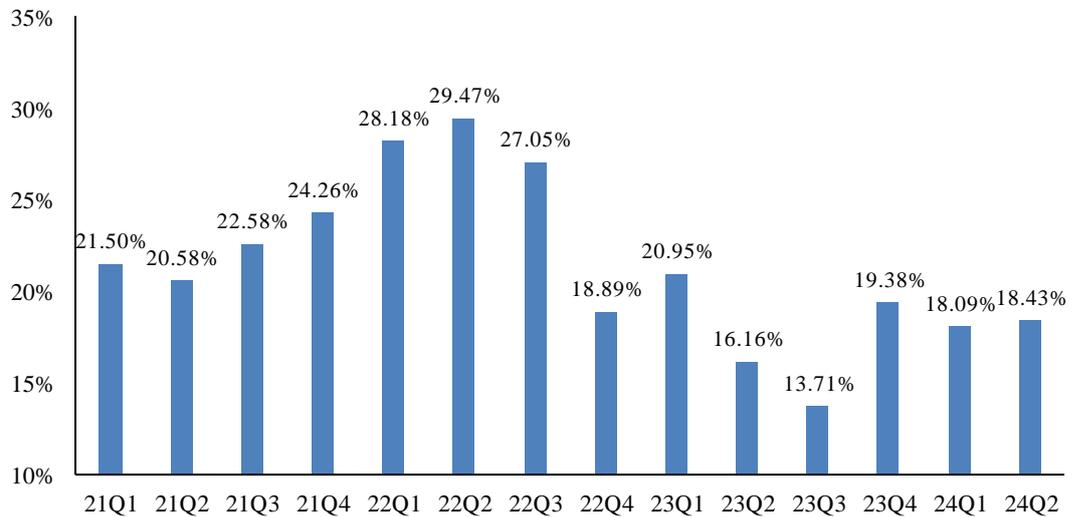
数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

图1. 宁波银行 2024 年二季度单季业绩拆分



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图2. 宁波银行单季生息资产（日均余额口径）同比增速



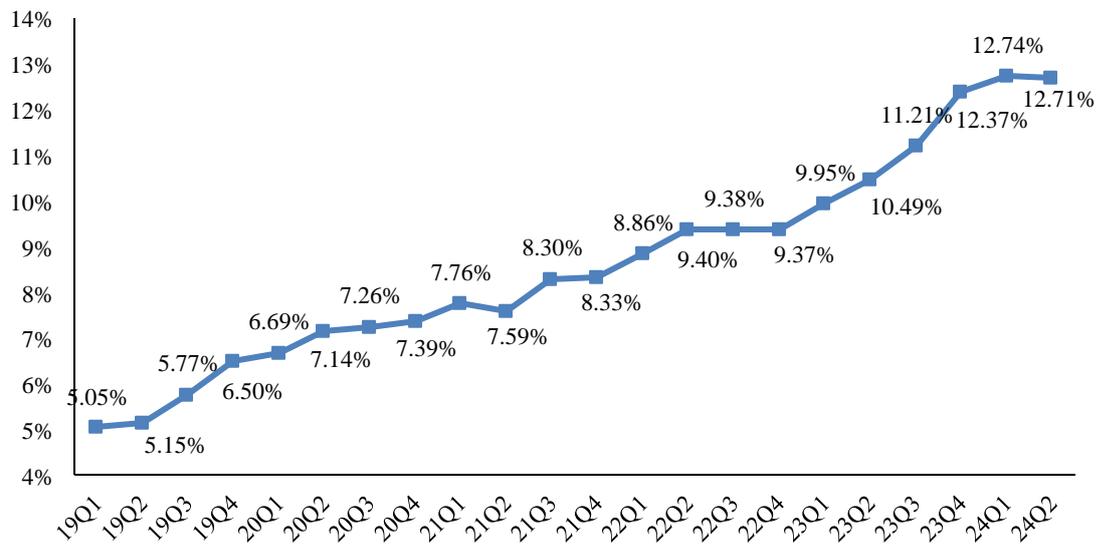
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图3. 宁波银行单季度新增资产规模、结构 (单位: 亿元)

单季度新增资产占比	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
贷款	94.1%	67.4%	88.6%	61.7%	32.0%
一般对公贷款	19.9%	30.1%	61.1%	78.8%	61.8%
票据贴现	35.9%	1.4%	-53.6%	8.6%	33.5%
零售贷款	44.3%	68.5%	92.6%	12.6%	4.7%
投资类资产	6.3%	46.8%	-7.9%	20.1%	39.8%
同业资产	-29.1%	8.7%	20.9%	5.8%	15.5%
单季度新增资产	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
总资产	745	700	414	1,765	1,455
贷款	701	472	367	1,089	466
一般对公贷款	143	145	219	862	292
票据贴现	257	7	-193	94	158
零售贷款	318	330	333	137	22
投资类资产	47	328	-33	355	580
同业资产	-217	61	87	102	226

资料来源: 国投证券研究中心

图4. 宁波银行子公司贷款占全行贷款的比例



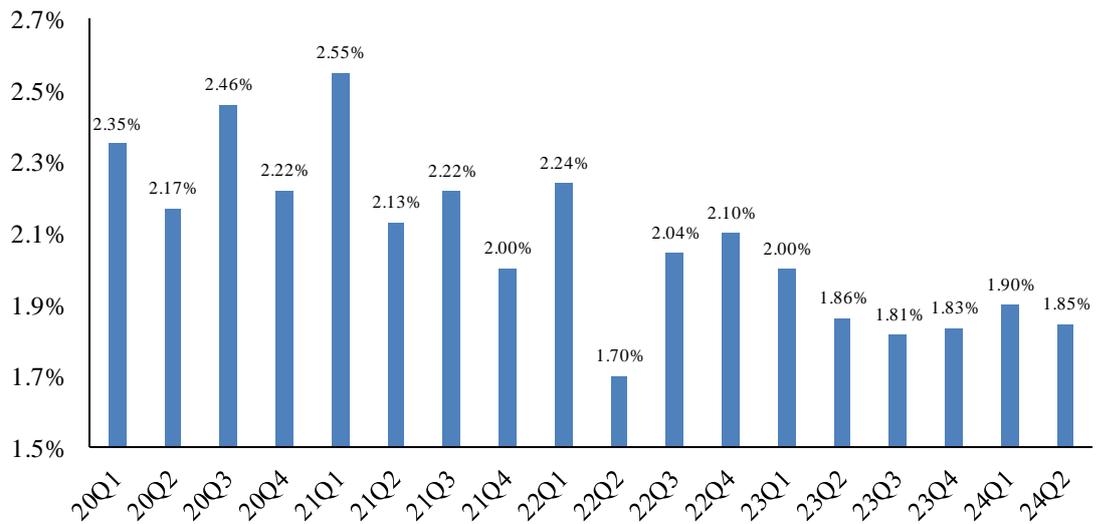
资料来源: 公司公告、国投证券研究中心

图5. 宁波银行单季度新增负债规模、结构（单位：亿元）

单季度新增负债占比	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
存款	-51.3%	58.3%	-53.4%	151.4%	16.4%
企业存款	165.7%	-6.2%	131.9%	76.4%	62.2%
个人存款	-65.7%	106.2%	-31.9%	23.6%	37.8%
同业负债	83.6%	112.6%	51.6%	-36.1%	37.2%
应付债券	34.7%	-46.5%	39.6%	-16.6%	40.4%
单季度新增负债规模	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
总负债	662	573	355	1,675	1,369
存款	-339	334	-190	2,537	224
企业存款	-562	-21	-250	1,938	139
个人存款	223	354	60	599	85
同业负债	553	645	183	-605	509
应付债券	229	-267	141	-278	554

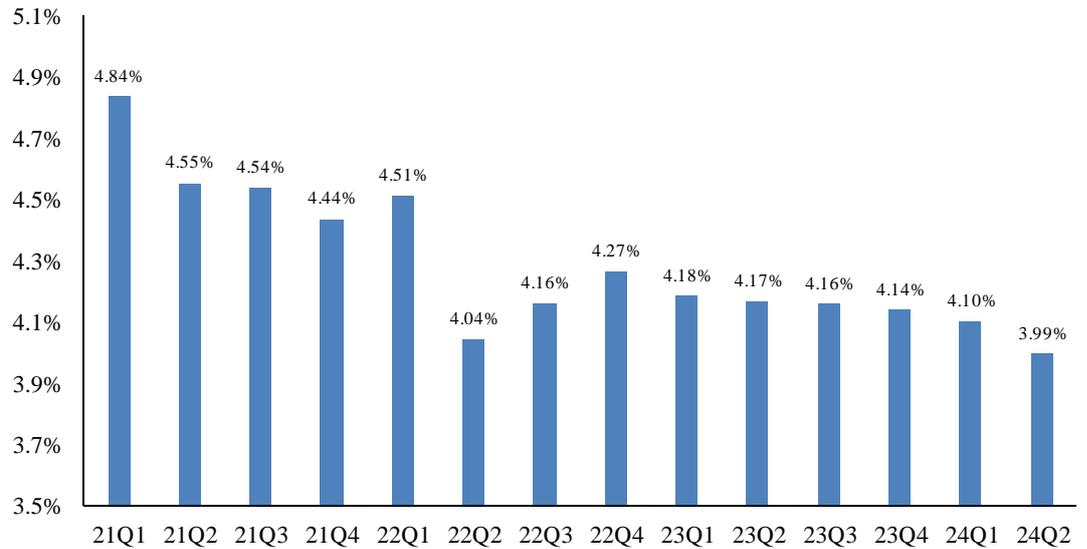
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图6. 宁波银行单季净息差



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图7. 宁波银行单季生息资产收益率



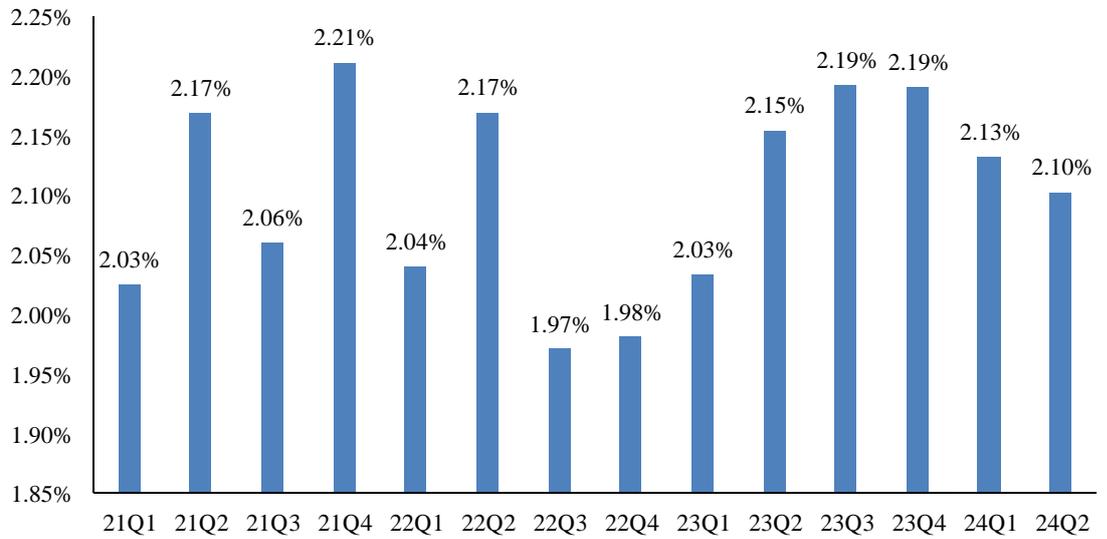
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图8. 宁波银行各财报期资产端收益率

	对公贷款利率	零售贷款利率	贷款利率	生息资产收益率
20H1	5.25%	7.99%	6.13%	4.72%
21A	5.09%	7.79%	6.00%	4.68%
21H1	4.93%	7.32%	5.86%	4.69%
21A	4.84%	7.21%	5.75%	4.59%
22H1	4.45%	6.97%	5.38%	4.26%
22A	4.44%	6.92%	5.34%	4.25%
23H1	4.39%	6.53%	5.18%	4.17%
23A	4.39%	6.34%	5.13%	4.16%
24H1	4.30%	5.93%	4.92%	4.05%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图9. 宁波银行单季计息负债成本率



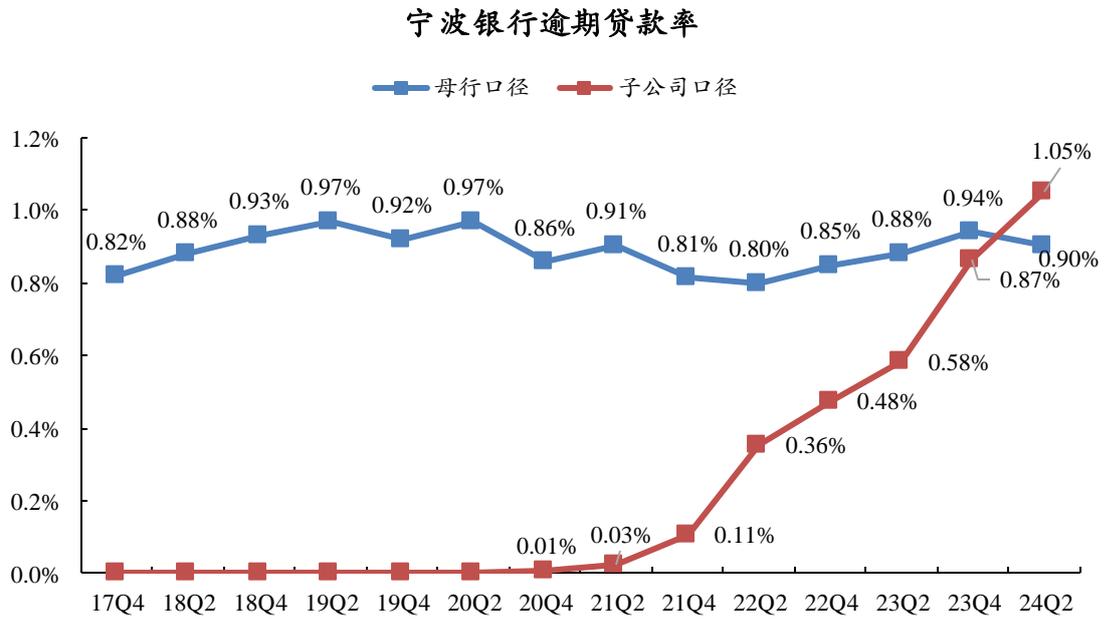
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图10. 宁波银行各项负债成本

	22H1	22A	23H1	23A	24H1
存款	1.80%	1.77%	1.94%	2.01%	1.96%
—公司存款	1.60%	1.66%	1.85%	1.92%	1.84%
—个人存款	2.63%	2.22%	2.24%	2.30%	2.31%
同业及其他金融机构存拆放款项	2.15%	2.05%	2.07%	2.14%	2.20%
应付债券	2.85%	2.76%	2.56%	2.60%	2.66%
向中央银行借款	2.76%	2.79%	2.66%	2.65%	2.48%
总付息负债	2.10%	2.05%	2.09%	2.15%	2.12%

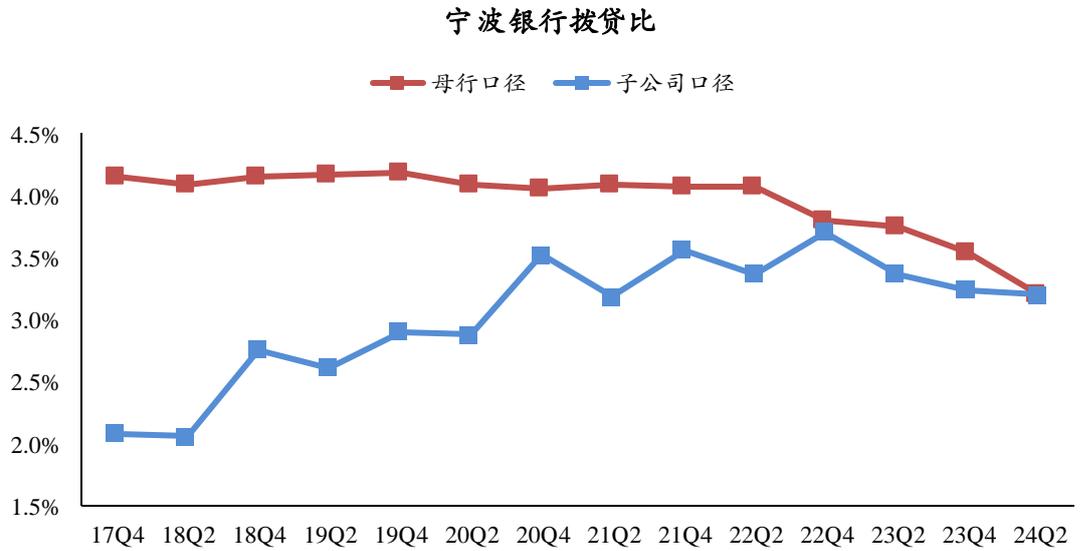
资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图11. 宁波银行母行、子公司逾期贷款率



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图12. 宁波银行母行、子公司拨贷比



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图13. 宁波银行业绩指标

【国投证券银行研究】宁波银行2024年中报业绩边际变化简表					
业绩累计同比增速	2023上半年	2023前三季度	2023A	2024一季度	2024上半年
营业收入	9.29%	5.45%	6.40%	5.78%	7.13%
净利息收入	16.62%	10.89%	9.02%	12.18%	14.75%
生息资产平均余额	18.56%	16.75%	17.65%	18.09%	18.03%
净息差	1.93%	1.89%	1.88%	1.90%	1.87%
手续费及佣金净收入	1.30%	3.50%	-22.76%	-22.84%	-24.90%
其他非息净收入	-2.21%	-5.71%	15.66%	2.97%	2.52%
成本收入比	34.83%	37.23%	38.99%	31.53%	32.77%
拨备前利润	7.69%	1.23%	3.16%	8.80%	10.12%
信用减值损失	-4.33%	-18.19%	-14.29%	5.54%	8.86%
归母净利润	14.90%	12.55%	10.66%	6.29%	5.42%
资产质量	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
不良率	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
对公贷款不良率	0.32%		0.25%		0.22%
零售贷款不良率	1.48%		1.50%		1.67%
关注率	0.55%	0.54%	0.65%	0.74%	1.02%
不良核销及转出(累计,百万元)	3,554	5,521	8,340	3,181	6,810
不良生成率(累计,年化)	0.82%	0.82%	0.87%	1.23%	1.20%
逾期率	0.85%		0.93%		0.92%
逾期90天以内率	0.27%		0.37%		0.34%
逾期90天以上率	0.58%		0.56%		0.58%
逾期90天以上/不良	76.32%		73.68%		76.71%
拨贷比	3.71%	3.66%	3.50%	3.27%	3.19%
拨备覆盖率	488.96%	480.57%	461.04%	431.63%	420.55%
资产负债结构	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
信贷	43.5%	44.1%	44.8%	45.8%	45.1%
一般对公贷款	53.5%	52.5%	52.8%	54.9%	55.1%
票据贴现	8.8%	8.5%	6.7%	6.9%	7.8%
零售贷款	37.7%	38.9%	40.5%	38.2%	37.1%
个人住房贷款	6.9%		7.0%		6.5%
个人消费贷款	22.9%		25.6%		23.5%
个体经营贷款	7.8%		7.9%		7.0%
金融投资	46.4%	46.4%	45.5%	44.0%	43.8%
传统同业	2.4%	2.5%	2.8%	3.0%	3.6%
存款	64.9%	64.9%	63.3%	68.9%	66.4%
对公存款	76.0%	74.3%	73.6%	74.0%	73.8%
零售存款	24.0%	25.7%	26.4%	26.0%	26.2%
活期存款	36.3%		33.0%		31.2%
定期存款	63.7%		67.0%		68.8%
同业负债(含同业存单)	23.3%		25.2%		22.5%
发行债券	5.2%		5.1%		5.1%
其他	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
非保本理财余额(亿元)	3,460		4,021		4,049
核心一级资本充足率	9.76%	9.72%	9.64%	9.26%	9.61%
分红率			15.99%		

数据来源:公司公告、国投证券研究中心

欢迎交流! 李双 18916014309 / 王子硕 15271886801

备注: 分红率为现金分红(含税)占合并报表中归属于母公司普通股股东的净利润的比例。

资料来源:公司公告、国投证券研究中心

财务报表数据及估值汇总

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表						业绩增长					
净利息收入	37,521	40,907	43,555	49,167	56,316	净利息收入增速	14.75%	9.02%	6.47%	12.89%	14.54%
净手续费收入	7,466	5,767	4,614	3,691	3,137	净手续费增速	-9.63%	-22.76%	-20.00%	-20.00%	-15.00%
其他非息收入	12,892	14,911	17,411	16,411	15,411	净非息收入增速	1.40%	1.57%	6.51%	-8.73%	-7.73%
营业收入	57,879	61,585	65,579	69,269	74,864	拨备前利润增速	8.80%	3.16%	6.47%	6.34%	7.93%
税金及附加	467	592	614	682	786	归属母公司净利润增速	18.05%	10.66%	4.77%	5.26%	8.81%
业务及管理费	21,582	24,012	25,576	26,669	28,823	盈利能力					
其他业务成本	7	13	10	11	13	ROAE	14.49%	13.78%	12.53%	11.89%	11.71%
营业外净收入	-112	-130	-158	-200	-229	ROAA	1.05%	1.01%	0.92%	0.83%	0.76%
拨备前利润	35,711	36,838	39,221	41,707	45,013	RORWA	1.61%	1.52%	1.39%	1.26%	1.15%
资产减值损失	10,431	8,940	10,393	11,051	11,731	生息率	3.60%	3.57%	3.45%	3.38%	3.31%
税前利润	25,280	27,898	28,828	30,656	33,282	付息率	2.11%	2.18%	2.17%	2.15%	2.10%
所得税	2,148	2,289	1,998	2,415	2,553	净利差	1.49%	1.39%	1.28%	1.23%	1.21%
税后利润	23,132	25,609	26,831	28,241	30,729	净息差	1.71%	1.61%	1.50%	1.45%	1.40%
归属母公司净利润	23,075	25,535	26,753	28,159	30,640	成本收入比	37.29%	38.99%	39.00%	38.50%	38.50%
资产负债表						资本状况					
存放央行	117,044	129,131	149,792	176,755	210,338	资本充足率	15.18%	15.01%	14.36%	13.07%	11.86%
同业资产	63,563	76,082	83,690	100,428	117,064	核心资本充足率	10.71%	11.01%	10.83%	10.10%	9.37%
贷款总额	1,046,002	1,252,718	1,465,680	1,700,189	1,955,217	风险加权系数	65.56%	66.79%	65.93%	66.09%	66.27%
贷款减值准备	39,456	43,797	42,216	38,002	34,149	股利支付率	14.31%	15.52%	15.52%	15.52%	15.52%
贷款净额	1,010,817	1,213,753	1,423,464	1,662,187	1,921,068	资产质量					
证券投资	1,145,485	1,255,083	1,401,292	1,692,191	2,065,661	不良贷款余额	7,846	9,499	11,142	12,879	14,892
其他资产	29,188	37,613	52,767	53,019	66,026	不良贷款净生成率	0.91%	0.87%	1.00%	1.00%	0.90%
资产合计	2,366,097	2,711,662	3,111,006	3,684,580	4,380,157	不良贷款率	0.75%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
央行借款	65,435	109,189	96,086	144,129	201,781	拨备覆盖率	502.88%	461.07%	378.88%	295.06%	229.31%
同业负债	305,451	387,877	415,028	518,785	664,045	拨贷比	3.77%	3.50%	2.88%	2.24%	1.75%
存款余额	1,310,305	1,588,536	1,842,702	2,174,388	2,587,522	流动性					
应付债券	436,845	371,083	411,083	461,083	511,083	贷存比	79.83%	78.86%	79.54%	78.19%	75.56%
其他负债	79,535	52,767	121,217	137,433	140,990	贷款/总资产	44.21%	46.20%	47.11%	46.14%	44.64%
负债合计	2,197,571	2,509,452	2,886,116	3,435,819	4,105,422	生息资产/总资产	99.69%	100.14%	99.84%	99.62%	99.42%
股东权益合计	168,526	202,210	224,889	248,761	274,736	估值指标					
每股指标						P/E	5.87	5.30	5.06	4.81	4.42
EPS	3.49	3.87	4.05	4.26	4.64	P/B	0.88	0.76	0.68	0.60	0.54
BVPS	23.28	26.86	30.30	33.91	37.84	P/PPOP	3.79	3.68	3.45	3.25	3.01
每股股利	0.50	0.60	0.63	0.66	0.72	股息收益率	2.44%	2.93%	3.07%	3.23%	3.51%

资料来源: Wind、国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034