

光大银行(601818)

报告日期: 2023年05月12日

“稳”字当头

——光大银行 2023 年一季报点评

投资要点

□ **光大银行 23Q1 营收利润增速符合预期，资产质量保持稳定。**

□ 数据概览

23Q1 归母净利润同比+5.3%，增速较 22A 扩大 2.1pc；营收同比-1.6%，增速较 22A 下降 0.8pc；年化 ROE 同比-8bp 至 10.45%。23Q1 末不良率环比 22Q4 末持平为 1.25%，拨备覆盖率环比持平为 188%。

□ 核心观点

1. 营收利润符合预期。 23Q1 归母净利润同比+5.3%，增速较 22A 扩大 2.1pc；营收同比-1.6%，增速较 22A 下降 0.8pc。经营整体保持稳定，符合此前预测。

拖累因素来自：①**规模增速放缓**，生息资产规模日均同比-7.2%，增速较 22A 放缓 1.9pc。增速下降主要因主动压降收益较低的同业资产，贷款与债券资产增长均保持稳定。②**净息差环比下行**，测算 23Q1 单季净息差（期初期末口径，下同）环比-13bp 至 1.83%，使得息差对营收的拖累较 22A 加大 1.3pc 至 -9%，主要受 LPR 重定价及新发放贷款定价下行影响。③**手续费收入同比-5%**，主要受结算及承销收入下降影响，与财富管理相关的代理、托管等收入保持稳定。

支撑性因素来自其他非息收入同比+9%，主要受益于岁末年初在市场利率高位主动加大了债券资产配置。费用、拨备等因素对利润的影响幅度保持稳定。

展望未来，受益于居民交易及财富产品需求的逐步修复，Q2 起营收有望环比呈稳中有升态势，考虑到 22 年基数结构，**预计光大银行 23Q2 营收增速与 23Q1 相仿，23Q3 起营收增速将有所提升。**

2. 息差环比显著承压。 测算 23Q1 单季净息差环比-13bp 至 1.83%，其中付息负债成本率环比持平为 2.38%，拖累主要来自生息资产收益率环比-13bp 至 4.15%，归因 LPR 重定价及新发放贷款定价下行。

展望未来，**资产端**，随着零售消费及信贷需求的修复，预计生息资产收益率自 Q2 起有望环比企稳；**负债端**，存款定期化趋势已有所缓解，随着结构的优化，预计负债成本率自 Q2 起有望环比改善。**综合来看**，**净息差自 Q2 起有望环比回升，同比缺口自 Q3 起或明显收窄。**

3. 资产质量保持稳定。 23Q1 末不良率环比 22Q4 末持平为 1.25%，拨备覆盖率环比持平为 188%，TTM 不良净生成率环比-4bp 至 1.50%，不良生成边际改善，资产质量各项指标表现稳定。

展望未来，22H2 受实施新版五级分类管理办法影响，不良生成或有一定波动，**预计将在监管指引下做好相关分类及处置安排，保持资产质量稳定态势。**

4. 新高管层交接平稳。 2022 年王江董事长、王志恒行长先后履新光大，从目前经营情况看，光大银行战略方向、业务策略及风险偏好未发生大幅变动，高管层实现平稳过渡，未来业绩表现稳定性预期有所增强。

□ 盈利预测与估值

预计光大银行 2023、2024、2025 年归母净利润同比增长 6.48%、8.54%、10.29%，对应 BPS7.65、8.25、8.92 元/股。现价对应 2023 年 PB 估值 0.44 倍。目标价 4.21 元/股，对应 2023 年 PB 0.55 倍，现价空间 26%。

□ 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

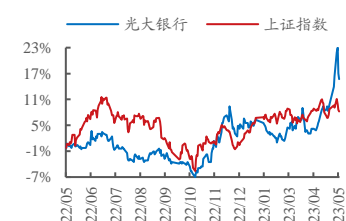
研究助理：赵洋

zhaoyang03@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|------------|
| 收盘价 | ¥ 3.37 |
| 总市值(百万元) | 199,118.31 |
| 总股本(百万股) | 59,085.55 |

股票走势图



相关报告

- 1 《新任高管层蓄势待发》
2023.03.26
- 2 《营收放缓，不良稳定——光大银行 2022 年三季报点评》
2022.11.02
- 3 《战略推进，不良向好——光大银行 2021 年年报点评》
2022.03.27

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 151,632 | 155,479 | 164,354 | 175,784 |
| (+/-) (%) | -0.73% | 2.54% | 5.71% | 6.95% |
| 归母净利润 | 44,807 | 47,709 | 51,783 | 57,112 |
| (+/-) (%) | 3.23% | 6.48% | 8.54% | 10.29% |
| 每股净资产(元) | 7.38 | 7.65 | 8.25 | 8.92 |
| P/B | 0.46 | 0.44 | 0.41 | 0.38 |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图1: 光大银行 2023 年一季度业绩概览

| 维度 | 单位: 百万元 | 22Q1 | 22A | 23Q1 | 环比变化 | 同比变化 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | QoQ |
|-------------------|------------|-----------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 利润指标 | ROE (年化) | 10.53% | 10.27% | 10.45% | 0.2pc | -8bp | 2.9% | 9.7% | 7.3% | 12.8% | 2.7% | 9.5% | 679bp |
| | ROA (年化) | 0.78% | 0.74% | 0.77% | 3bp | -1bp | 0.57% | 0.77% | 0.74% | 0.85% | 0.52% | 0.76% | 24bp |
| | 拨备前利润 | 28,473 | 106,575 | 28,178 | | | 21,493 | 28,473 | 29,769 | 28,493 | 19,840 | 28,178 | 42.0% |
| | 同比增速 | -0.1% | -1.1% | -1.0% | 0.0pc | -0.9pc | -9.7% | -0.1% | 8.6% | -6.0% | -7.7% | -1.0% | 6.7pc |
| | 归母净利润 | 11,750 | 44,807 | 12,378 | | | 8,322 | 11,750 | 11,549 | 13,292 | 8,216 | 12,378 | 50.7% |
| | 同比增速 | 2.0% | 3.2% | 5.3% | 2.1pc | 3.4pc | 1.2% | 2.0% | 5.7% | 5.2% | -1.3% | 5.3% | 6.6pc |
| | EPS (未年化) | 0.19 | 0.74 | 0.19 | | | 0.15 | 0.22 | 0.21 | 0.25 | 0.15 | 0.21 | 37.8% |
| | BVPS (未年化) | 7.13 | 7.38 | 7.30 | -1.1% | 2.3% | 6.99 | 7.13 | 7.06 | 7.27 | 7.38 | 7.30 | -1.1% |
| | 营业收入 | 38,769 | 151,632 | 38,158 | | | 35,973 | 38,769 | 39,685 | 38,824 | 34,354 | 38,158 | 11.1% |
| | 同比增速 | 0.1% | -0.7% | -1.6% | -0.8pc | -1.7pc | 0.8% | 0.1% | 3.4% | -2.2% | -4.5% | -1.6% | 2.9pc |
| 利息净收入 | 27,913 | 113,655 | 27,403 | | | 28,161 | 27,913 | 28,762 | 28,543 | 28,437 | 27,403 | -3.6% | |
| 生息资产 (期初期末平均, 注1) | 5,590,966 | 5,723,666 | 5,991,241 | 4.7% | 7.2% | 5,365,829 | 5,590,966 | 5,743,234 | 5,762,836 | 5,797,627 | 5,991,241 | 3.3% | |
| 净息差 (日均余额口径) | n.a | 2.01% | n.a | 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) | 2.00% | 1.99% | 1.83% | -16bp | -17bp | 2.10% | 2.00% | 2.00% | 1.98% | 1.96% | 1.83% | -13bp | |
| 生息资产收益率 (期初期末口径) | 4.20% | 4.22% | 4.15% | -6bp | -5bp | 4.35% | 4.20% | 4.16% | 4.23% | 4.28% | 4.15% | -13bp | |
| 付息负债成本率 (期初期末口径) | 2.25% | 2.28% | 2.38% | 10bp | 13bp | 2.32% | 2.25% | 2.20% | 2.30% | 2.38% | 2.38% | 0bp | |
| 非利息净收入 | 10,856 | 37,977 | 10,755 | | | 7,812 | 10,856 | 10,923 | 10,281 | 5,917 | 10,755 | 81.8% | |
| 手续费净收入 | 7,695 | 26,744 | 7,311 | | | 5,588 | 7,695 | 7,140 | 6,719 | 5,190 | 7,311 | 40.9% | |
| 其他非息收入 | 3,161 | 11,233 | 3,444 | | | 2,224 | 3,161 | 3,783 | 3,562 | 727 | 3,444 | 373.7% | |
| 业务及管理费 | 9,632 | 42,279 | 9,289 | | | 13,946 | 9,632 | 9,156 | 9,656 | 13,835 | 9,289 | -32.9% | |
| 成本收入比 | 24.84% | 27.88% | 24.34% | -3.5pc | -0.5pc | 38.77% | 24.84% | 23.07% | 24.87% | 40.27% | 24.34% | -15.9pc | |
| 资产减值损失 | 13,974 | 50,609 | 12,802 | | | 11,367 | 13,974 | 15,051 | 11,704 | 9,880 | 12,802 | 29.6% | |
| 贷款减值损失 | 12,916 | 47,668 | 12,058 | | | 10,040 | 12,916 | 12,181 | 10,120 | 12,451 | 12,058 | -3.2% | |
| 信用成本 | 1.53% | 1.39% | 1.32% | -6bp | -20bp | 1.22% | 1.53% | 1.40% | 1.14% | 1.40% | 1.32% | -7bp | |
| 所得税费用 | 2,664 | 10,926 | 2,922 | | | 1,734 | 2,664 | 3,107 | 3,472 | 1,683 | 2,922 | 73.6% | |
| 有效税率 | 18.37% | 19.52% | 19.00% | -0.5pc | 0.6pc | 17.12% | 18.37% | 21.11% | 20.68% | 16.90% | 19.00% | 2.1pc | |
| 规模增长 | 总资产 | 6,247,231 | 6,300,510 | 6,694,710 | 6.3% | 7.2% | 5,902,069 | 6,247,231 | 6,257,247 | 6,264,636 | 6,300,510 | 6,694,710 | 6.3% |
| | 生息资产余额 | 5,714,260 | 5,841,789 | 6,140,693 | 5.1% | 7.5% | 5,467,672 | 5,714,260 | 5,772,207 | 5,753,465 | 5,841,789 | 6,140,693 | 5.1% |
| | 贷款总额 | 3,453,957 | 3,572,276 | 3,713,733 | 4.0% | 7.5% | 3,307,304 | 3,453,957 | 3,512,531 | 3,564,634 | 3,572,276 | 3,713,733 | 4.0% |
| | 对公贷款 | n.a | 2,053,157 | n.a | n.a | n.a | 1,876,554 | - | 2,032,617 | 2,047,631 | 2,053,157 | - | -100.0% |
| | 个人贷款 | n.a | 1,519,119 | n.a | n.a | n.a | 1,430,750 | - | 1,479,914 | 1,517,003 | 1,519,119 | - | -100.0% |
| | 同业资产 | 351,319 | 162,080 | 293,036 | 80.8% | -16.6% | 220,702 | 351,319 | 265,626 | 145,871 | 162,080 | 293,036 | 80.8% |
| | 金融投资 | 1,922,234 | 2,046,612 | 2,139,313 | 4.5% | 11.3% | 1,836,016 | 1,922,234 | 1,944,980 | 2,005,417 | 2,046,612 | 2,139,313 | 4.5% |
| | 存放央行 | 339,732 | 356,426 | 340,965 | -4.3% | 0.4% | 378,263 | 339,732 | 333,500 | 342,865 | 356,426 | 340,965 | -4.3% |
| | 总负债 | 5,754,956 | 5,790,497 | 6,156,341 | 6.3% | 7.0% | 5,417,703 | 5,754,956 | 5,764,712 | 5,760,672 | 5,790,497 | 6,156,341 | 6.3% |
| | 付息负债余额 | 5,662,010 | 5,609,500 | 6,058,547 | 8.0% | 7.0% | 5,271,518 | 5,662,010 | 5,609,826 | 5,652,848 | 5,609,500 | 6,058,547 | 8.0% |
| | 吸收存款 | 3,843,925 | 3,847,894 | 4,123,082 | 7.2% | 7.3% | 3,620,321 | 3,843,925 | 3,885,522 | 3,979,517 | 3,847,894 | 4,123,082 | 7.2% |
| | 同业负债 | 794,766 | 822,249 | 915,793 | 11.4% | 15.2% | 786,485 | 794,766 | 736,998 | 737,782 | 822,249 | 915,793 | 11.4% |
| | 发行债券 | 929,175 | 875,971 | 920,854 | 5.1% | -0.9% | 763,532 | 929,175 | 911,033 | 883,802 | 875,971 | 920,854 | 5.1% |
| | 向央行借款 | 94,144 | 63,386 | 98,818 | 55.9% | 5.0% | 101,180 | 94,144 | 76,273 | 51,747 | 63,386 | 98,818 | 55.9% |
| | 所有者权益 | 490,333 | 507,883 | 536,164 | 5.6% | 9.3% | 482,489 | 490,333 | 490,530 | 501,932 | 507,883 | 536,164 | 5.6% |
| 总股本 | 54,032 | 54,032 | 59,086 | 9.4% | 9.4% | 54,032 | 54,032 | 54,032 | 54,032 | 54,032 | 59,086 | 9.4% | |
| 资产质量 | 不良贷款 | 42,986 | 44,674 | 46,423 | 3.9% | 8.0% | 41,366 | 42,986 | 43,643 | 44,188 | 44,674 | 46,423 | 3.9% |
| | 不良率 | 1.24% | 1.25% | 1.25% | 0bp | 1bp | 1.25% | 1.24% | 1.24% | 1.24% | 1.25% | 1.25% | 0bp |
| | 关注贷款 | n.a | 65,888 | n.a | n.a | n.a | 61,469 | n.a | 64,656 | n.a | 65,888 | n.a | n.a |
| | 关注率 | n.a | 1.84% | n.a | n.a | n.a | 1.86% | n.a | 1.84% | n.a | 1.84% | n.a | n.a |
| | 逾期贷款 | n.a | 69,903 | n.a | n.a | n.a | 65,704 | n.a | 68,850 | n.a | 69,903 | n.a | n.a |
| | 逾期率 | n.a | 1.96% | n.a | n.a | n.a | 1.99% | n.a | 1.96% | n.a | 1.96% | n.a | n.a |
| | 不良生成额 | 11,292 | 51,136 | 12,102 | -76.3% | 7.2% | 11,709 | 11,292 | 14,847 | 11,311 | 13,686 | 12,102 | -11.6% |
| | 不良生成率 | 1.37% | 1.55% | 1.36% | -19bp | -1bp | 1.42% | 1.37% | 1.72% | 1.29% | 1.54% | 1.36% | -18bp |
| | 核销转出额 | 9,672 | 47,828 | 10,353 | -78.4% | 7.0% | 14,268 | 9,672 | 14,190 | 10,766 | 13,200 | 10,353 | -21.6% |
| | 核销转出率 | 93.52% | 115.62% | 92.70% | -22.9pc | -0.8pc | n.a | 93.52% | 132.05% | 98.67% | 119.49% | 92.70% | -26.8pc |
| | 逾期90+偏离度 | n.a | 84.4% | n.a | n.a | n.a | 86.7% | n.a | 85.1% | n.a | 84.4% | n.a | n.a |
| | 拨备覆盖率 | 187.5% | 188% | 188% | 0.2pc | 0.6pc | 187.0% | 187.5% | 188.3% | 188.6% | 187.9% | 188.2% | 0.2pc |
| 拨贷比 | 2.33% | 2.35% | 2.35% | 0bp | 2bp | 2.34% | 2.33% | 2.34% | 2.34% | 2.35% | 2.35% | 0bp | |
| 资本情况 | 核心一级资本充足率 | 8.77% | 8.72% | 9.09% | 37bp | 32bp | 8.91% | 8.77% | 8.59% | 8.69% | 8.72% | 9.09% | 37bp |
| | 一级资本充足率 | 11.17% | 11.01% | 11.32% | 31bp | 15bp | 11.41% | 11.17% | 10.95% | 11.01% | 11.01% | 11.32% | 31bp |
| | 资本充足率 | 12.40% | 12.95% | 13.24% | 29bp | 84bp | 13.37% | 12.40% | 12.18% | 12.97% | 12.95% | 13.24% | 29bp |

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。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 存放央行 | 356,426 | 436,164 | 475,419 | 518,206 | 利息净收入 | 113,655 | 114,146 | 119,465 | 127,030 |
| 同业资产 | 162,080 | 178,288 | 196,117 | 215,728 | 净手续费收入 | 26,744 | 28,884 | 31,194 | 33,690 |
| 贷款总额 | 3,572,276 | 3,893,781 | 4,244,221 | 4,626,201 | 其他非息收入 | 11,233 | 12,450 | 13,695 | 15,065 |
| 贷款减值准备 | -83,180 | -81,092 | -82,170 | -75,635 | 营业收入 | 151,632 | 155,479 | 164,354 | 175,784 |
| 贷款净额 | 3,499,351 | 3,812,689 | 4,162,051 | 4,550,566 | 税金及附加 | -1,766 | -8,394 | -9,161 | -9,950 |
| 证券投资 | 2,046,612 | 2,060,684 | 2,300,933 | 2,582,181 | 业务及管理费 | -42,279 | -43,223 | -45,526 | -48,341 |
| 其他资产 | 236,041 | 296,401 | 325,947 | 359,381 | 营业外净收入 | -20 | 0 | 0 | 0 |
| 资产合计 | 6,300,510 | 6,903,038 | 7,591,161 | 8,369,826 | 拨备前利润 | 106,575 | 102,929 | 108,681 | 116,439 |
| 同业负债 | 885,635 | 912,204 | 939,570 | 967,757 | 资产减值损失 | -50,609 | -44,389 | -46,657 | -48,030 |
| 存款余额 | 3,847,894 | 4,174,965 | 4,550,712 | 4,960,276 | 税前利润 | 55,966 | 58,539 | 62,024 | 68,408 |
| 应付债券 | 875,971 | 1,066,004 | 1,295,734 | 1,574,973 | 所得税 | -10,926 | -10,537 | -9,924 | -10,945 |
| 其他负债 | 180,997 | 190,304 | 209,877 | 232,052 | 税后利润 | 45,040 | 48,002 | 52,101 | 57,463 |
| 负债合计 | 5,790,497 | 6,343,477 | 6,995,893 | 7,735,058 | 归属母公司净利润 | 44,807 | 47,709 | 51,783 | 57,112 |
| 股东权益合计 | 510,013 | 559,561 | 595,268 | 634,768 | 归属母公司普通股股东净利润 | 39,996 | 42,898 | 46,972 | 52,301 |

主要财务比率

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 业绩增长 | | | | | 资产质量 | | | | |
| 利息净收入增速 | 1.34% | 0.43% | 4.66% | 6.33% | 不良贷款余额 | 44,674 | 42,867 | 44,778 | 43,936 |
| 手续费净增速 | -2.09% | 8.00% | 8.00% | 8.00% | 不良贷款净生成率 | 1.55% | 1.20% | 1.15% | 1.20% |
| 非息净收入增速 | -6.45% | 8.84% | 8.60% | 8.61% | 不良贷款率 | 1.25% | 1.10% | 1.06% | 0.95% |
| 拨备前利润增速 | -1.08% | -3.42% | 5.59% | 7.14% | 拨备覆盖率 | 188% | 189% | 184% | 172% |
| 归属母公司净利润增速 | 3.23% | 6.48% | 8.54% | 10.29% | 拨贷比 | 2.35% | 2.08% | 1.94% | 1.63% |
| 盈利能力 | | | | | 流动性 | | | | |
| ROAE | 10.36% | 10.08% | 10.00% | 10.31% | 贷存比 | 92.84% | 93.26% | 93.26% | 93.26% |
| ROAA | 0.73% | 0.72% | 0.71% | 0.72% | 贷款/总资产 | 56.70% | 56.41% | 55.91% | 55.27% |
| RORWA | 1.02% | 1.00% | 1.00% | 1.00% | 平均生息资产/平均总资产 | 91.96% | 92.36% | 92.19% | 91.43% |
| 生息率 | 4.20% | 4.18% | 4.19% | 3.07% | 每股指标 (元) | | | | |
| 付息率 | 2.28% | 2.25% | 2.32% | 2.33% | EPS | 0.74 | 0.73 | 0.79 | 0.89 |
| 净利差 | 1.95% | 1.95% | 1.95% | 1.26% | BVPS | 7.38 | 7.65 | 8.25 | 8.92 |
| 净息差 | 2.00% | 2.00% | 1.99% | 1.32% | 每股股利 | 0.19 | 0.20 | 0.22 | 0.25 |
| 成本收入比 | 27.88% | 27.80% | 27.70% | 27.50% | 估值指标 | | | | |
| 资本状况 | | | | | P/E | 4.55 | 4.59 | 4.24 | 3.81 |
| 资本充足率 | 12.95% | 13.00% | 12.46% | 11.87% | P/B | 0.46 | 0.44 | 0.41 | 0.38 |
| 核心资本充足率 | 11.01% | 11.22% | 10.86% | 10.51% | P/PPOP | 1.71 | 1.93 | 1.83 | 1.71 |
| 风险加权系数 | 72.69% | 71.50% | 71.50% | 71.50% | 股息收益率 | 5.64% | 5.82% | 6.61% | 7.35% |
| 股息支付率 | 25.05% | 24.28% | 25.40% | 25.64% | | | | | |

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>