2021 年银行业展望：不觉春风换柳条

■ **两大政策环境：结构性去杠杆、融资结构调整。**2021 年，在总体“稳杠杆”的基调下，一些风险领域依然有降杠杆任务，特别是房地产和地方隐性债务两大领域。监管层要逐步拆解金融和房地产高度捆绑的关系，2021 年可能是金融与房地产解绑的元年。融资结构调整主要体现为提高直接融资比例，资本市场发展加速。

■ **银行业共同趋势：四大核心驱动力此消彼长。**一是资产增速放缓，贷款结构进一步优化。在货币政策正常化的大背景下，银行业的资产增速将相应放缓至 10%左右。与此同时，经营性的中长期贷款将保持较快的增长以及占比的提升。二是资产端收益率有上行空间，净息差有望企稳。资产端，在 LPR 水平保持不变的情况下，银行由于结构性因素以及低基数效应依然可以获得更高的收益率；但是在政策约束下，上行幅度大概率小于 2017 年。负债端，负债成本可能保持上行，但是社融-M2 增速剪刀差有望转向收敛，将边际缓解负债成本压力。三是非利息收入将恢复增长。随着经济活动的复苏以及资本市场活跃，银行的非息收入将回归正常增长态势。四是信用成本会出现技术性改善，但是资产质量面临新的压力。其中，房地产受政策影响较大，其中大型房企可能会出现个别风险事件，而中小型房企可能整体受压；边缘城投及高负债国企面临的违约风险也值得高度关注。

■ **银行业结构性趋势：出现四大分化。**一是营业收入和净利润增速的分化。银行营业收入增速在行业性反弹的趋势下将出现分化，其中股份行、城商行的表现将继续好于行业平均水平。净利润从行政性压降走向报复性反弹，相应也会产生更大的分化，其中股份行、城商行、农商行回升较为明显，而国有大行相对滞后。二是业务结构分化。在融资性脱媒、技术性脱媒的双重压力下，部分银行率先探索业务转型，推动银行收入结构和资产结构的分化。三是业务结构的分化反映到上市银行的股价上，体现为估值的进一步分化。四是中小银行面临资产负债表的分化，部分高风险的地方性中小银行会面临资产负债表收缩压力。

李关政
战略规划团队
☎：0755-83078085
✉：lgzh8202@cmbchina.com

邵彩虹
战略规划团队
☎：0755-22699009
✉：rainbowshao@cmbchina.com

王子奇
战略规划团队
☎：0755-83162524
✉：ziqi_wang@cmbchina.com

目录

1．两大政策环境：结构性去杠杆、融资结构调整 1
1.1 总体“稳杠杆”基调下更加关注结构性去杠杆领域 1
房地产——拆解房地产金融风险 1
地方政府——防控庞大隐性债务风险 2
1.2 提高直接融资比例，资本市场发展加速 2
2．银行业共同趋势：四大核心驱动力此消彼长 3
2.1 资产增速放缓，贷款结构进一步优化 3
2.2 资产端收益率有上行空间，净息差有望企稳 4
2.3 非利息收入持续改善，增速将恢复增长态势 5
2.4 信用成本有技术性改善，但资产质量面临新的压力 6
3．银行业结构性趋势：出现四大分化 8
3.1 营业收入及净利润增速分化 8
3.2 业务结构分化 9
3.3 上市银行估值分化 10
3.4 中小银行资产负债表分化 12

图目录

图 1：全国平均房价并没有出现过快上涨 2
图 2：IPO 融资规模大幅增长 3
图 3：2020 年银行业资产及增速上升 4
图 4：经营性中长期贷款及占比上升 4
图 5：贷款平均利率有望进入上升周期 5
图 6：社融和 M2 剪刀差将转向收敛 5
图 7：银行净息差在下半年开始企稳 5
图 8：银行非息收入增速将触底回升 6
图 9：银行理财规模企稳 6
图 10：商业银行不良贷款率持续上升 7
图 11：城投信用利差出现分化 7
图 12：A 股上市银行营业收入增速变化情况 8
图 13：A 股上市银行净利润增速变化情况 9
图 14：各家银行零售 AUM/总资产对比 10
图 15：A 股上市银行最大估值倍数变化情况 11
图 16：样本银行过去 1 年 PB 均值 11

展望 2021 年，银行业在“去杠杆、调结构”两大政策环境下，业绩的四大核心驱动力将呈现出此消彼长的特征，同时又呈现出五大分化趋势。

1．两大政策环境：结构性去杠杆、融资结构调整

“金融结构性去杠杆”以及“金融供给侧改革”是金融业的长期改革任务，只是阶段性受外部冲击和经济周期的影响而有所调整。在 2021 年，结构性去杠杆以及融资结构调整将被提升到更加重要的位置。

1.1 总体“稳杠杆”基调下更加关注结构性去杠杆领域

在 2021 年经济增速会出现季度同步高增、但是环比逐季回落的情况下，货币政策的基调是“不急转弯”，宏观杠杆率在 2021 年的阶段性任务是趋稳，也就是说货币政策在 2021 年总体是回归常态化，对宏观杠杆率要做点刹，扭转上升的惯性，这本身就是边际收紧。同时在一些风险领域依然是要降杠杆的，比如房地产、地方平台债务、影子银行、互联网金融等等。其中，尤为值得关注的是针对房地产和地方政府的结构性去杠杆政策。

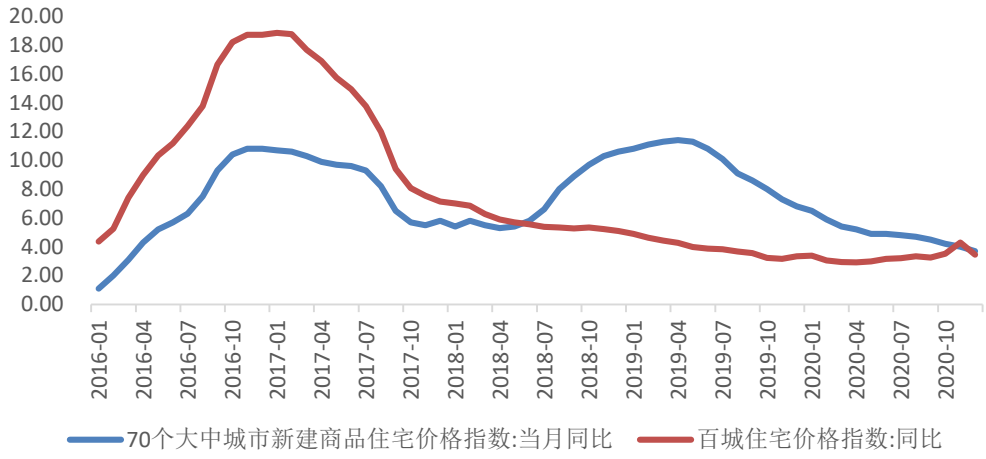
房地产——拆解房地产金融风险

郭树清主席在 2020 年曾两次提到“房地产是现阶段我国金融风险方面最大的灰犀牛”。第一次是在 8 月份，随后监管部门就出台了房企融资“三条红线”；第二次是在 12 月，近期监管又出台了房地产贷款集中度管理的政策。虽然这两项房地产金融新政都是在“房住不炒”框架下提出的，但是政策目标不只是调控房价。因为从全国范围来看，房价并没有出现普遍的、大幅的上涨，或者说并不足以触发中央政府出台如此严厉的调控政策。

所以，中央部委出台这两项房地产金融新政，其目的并不只是抑制房价，更重要的是化解房地产金融自身的风险。截至 2020 年 3 季度末，房地产贷款余额为 48.8 万亿元，其中个人住房贷款余额为 33.6 万亿元，分别占银行整体贷款余额约 28.8%、19.9%。如果把涉及房地产的非标、债券以及其他表外融资也加在一起，规模可能超过 60 万亿元，行业集中度较高，郭主席称之为“最大灰犀牛”是很贴切的。

这两项新政传递了一个清晰的政策信号：金融房地产政策的重要目标是要逐步拆解金融和房地产高度捆绑的关系，降低房地产因素在金融系统性风险当中的比重。这意味着过去二十多年形成的房地产金融时代走到了一个转折点。2021 年，可能就是金融与房地产解绑的元年。

图 1：全国平均房价并没有出现过快上涨



资料来源：Wind、招商银行研究院

地方政府——防控庞大隐性债务风险

如果说房地产的融资政策收紧是“近忧”的话，那么地方政府的隐性债务整顿就是“远虑”。2020 年 12 月召开的中央经济工作会议特别提到，要抓实化解地方政府隐性债务风险工作。

地方政府所积累下来的庞大隐性债务是不可持续的，但是中央目前仍然未能找到有效的解决办法。从 2015 年的地方政府债务置换，到 PPP，再到专项债，上述举措虽然可以局部、阶段性地化解了一些矛盾，但是都没有从根源上解决问题。问题无法根治的原因，在于中央政府一直要依赖地方政府主导的基建投资来为经济托底。

但是现在出现了一些新的情况。一是基建对经济的支撑作用在逐步减弱，解决地方债务问题的宏观条件在逐渐成熟。二是 2021 年的经济增长会比较趋好，对基建托底的依赖减弱，为解决问题创造了时间窗口。中国财政学会的学者表示，预计在 2021 年会适时启动地方政府隐性债务的化解工作。

总的来看，地方政府化解隐性债务的方向是确定的，这既符合市场经济的规律，也和中央政府多年的努力相一致。

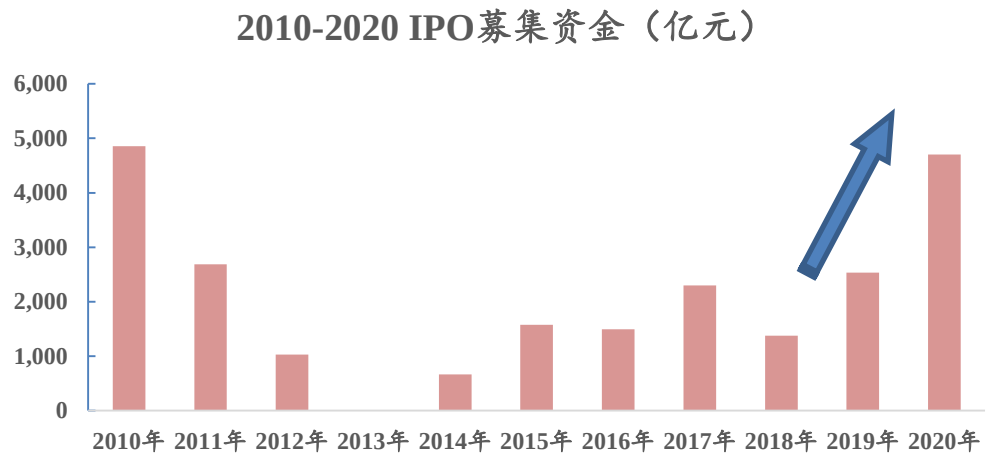
1.2 提高直接融资比例，资本市场发展加速

调结构，在宏观层面体现为经济结构的调整，包括产业结构升级、培育新动能，和以国内大循环为主的双循环新格局；在金融层面的体现主要就是调整融资结构，这也是“金融供给侧改革”的重点任务。

国家决策层在 2019 年 2 月提出了“金融供给侧结构性改革”的顶层设计思想，其重点目标就是调整优化金融体系结构和融资结构，最直接的体现就是

提高直接融资比重。为此，过去两年的资本市场陆续推出了一系列的重大改革，包括科创板、注册制、新三板转板制度、修改退市制度、QFII 取消限额等等，资本市场的制度短板正逐渐补足。随着这些政策和制度的落地实施，资本市场也将进入起步加速阶段。

图 2：IPO 融资规模大幅增长



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 银行业共同趋势：四大核心驱动力此消彼长

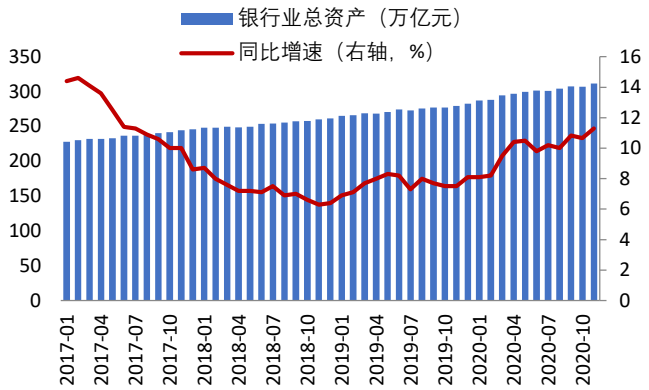
2021 年，受低基数以及宏观复苏的影响，银行业预计会取得较好经营成果；但是业绩驱动因素和 2020 年相比会有较大不同。

银行的净利润有一个简化的计算公式，即资产规模*利差+非息收入-成本。其中成本最核心的是信用成本，主要是受资产质量的影响。所以银行业绩的四大核心驱动力就是资产增速、利差、非息以及资产质量。在“结构性去杠杆、融资结构调整”的大环境下，银行业绩的四大核心驱动力将呈现出此消彼长的特征。

2.1 资产增速放缓，贷款结构进一步优化

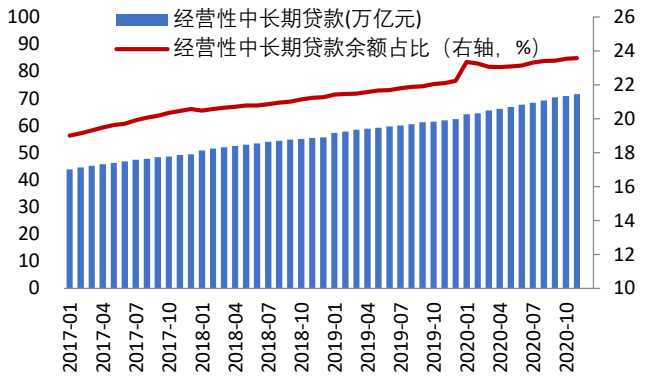
2020 年银行业的经营可以说是典型的“以量补价”，而在 2021 年将会出现反转。随着货币政策回归常态化，社融增速将会下降，银行业的资产增速也将相应放缓至 10%左右。

图 3：2020 年银行业资产及增速上升



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：经营性中长期贷款及占比上升



资料来源：Wind、招商银行研究院

与此同时，贷款结构将进一步优化。将非金融企业及机关团体的中长期贷款和住户部门的中长期经营贷款加总，可以发现经营性的中长期贷款一直保持较快增长，对贷款总量占比也是稳步提升。这说明银行业对企业资本性开支的信贷支持力度是在持续加强。在《房地产贷款集中度管理制度》出台后，市场可能会顾虑中长期贷款规模缩减问题。但即便按揭贷款的占比保持不变，依靠经营性的中长期贷款依然可以维持规模与占比的双增。

2.2 资产端收益率有上行空间，净息差有望企稳

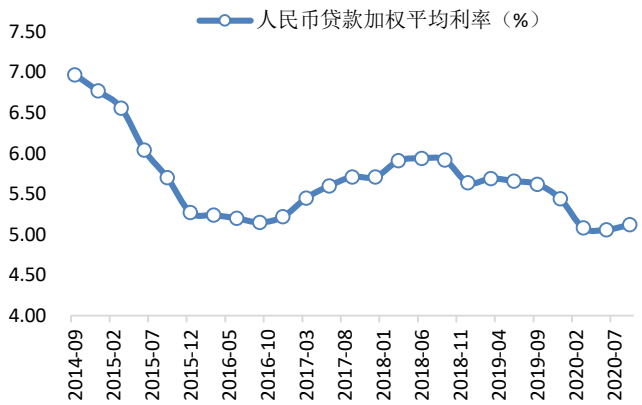
从资产端来看，2021 年的利率环境可能和 2017 年较为相似。回顾历史，我们在新冠疫情之前经历的上一轮降息周期是在 2015 年，贷款加权平均利率经过一波下行之后，在 2016 年 4 季度开始企稳回升。2017 年处于降息周期的影响消化完毕、经济出现阶段性复苏的阶段，所以贷款加权平均利率一路上行，并持续到 2018 年上半年，回升幅度达到 79BPs。

2021 年正好也处于经济复苏继续演化、货币政策转向正常化的阶段，在 LPR 水平保持不变的情况下，以下几个方面的因素依然可以驱动银行在资产端可以获得更高的收益率。一是银行的中长期贷款占比提升，获得更高的利率水平；二是银行在经济复苏环境下风险偏好有所修复，客户下沉可以获得更高的信用利差；三是去年银行因为金融支持抗疫而有很多免息减息政策，拉低了基数，今年定价则回归常态；四是在社融增速下行的情况下，定价较高的信贷资产增长由于需求旺盛可以保持相对刚性，使得资产收益率可以有所上行。当然，银行在 2021 年依然要承担降低实体经济融资成本的责任，加权平均利率的上行幅度可能小于 2017 年。

从负债端来看，负债成本可能保持上行，但是压力将边际缓解。社融-M2 剪刀差衡量了广义流动性的供需缺口，这一缺口走阔时，资金需求的上升快于供给，对名义利率产生向上拉力。因为社融增速通常高于 M2 增速，一般在社融增速下降时，社融-M2 剪刀差就趋向收敛；而在社融增速上升时，剪刀差则

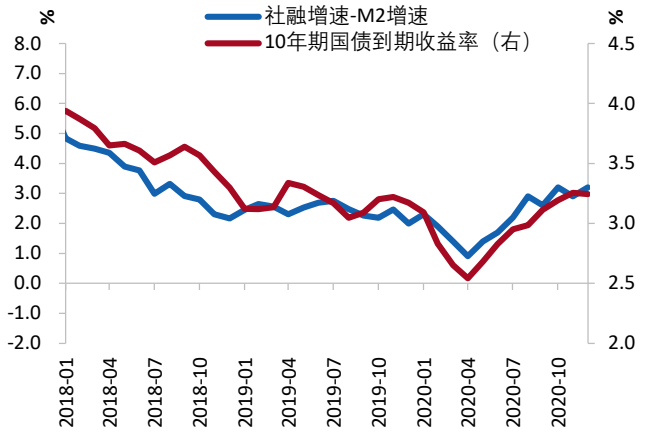
趋向扩大。2021 年，社融增速将有所回落，从而带动剪刀差从扩大转向收敛。所以剪刀差的边际变化指向利率上行空间有限，流动性环境有望稳定，银行负债端压力亦将边际缓解。而且监管机构正在整改靠档计息类的存款产品、互联网存款以及压降结构性存款，也在政策上缓解负债端的成本压力。

图 5：贷款平均利率有望进入上升周期



资料来源：Wind、招商银行研究院

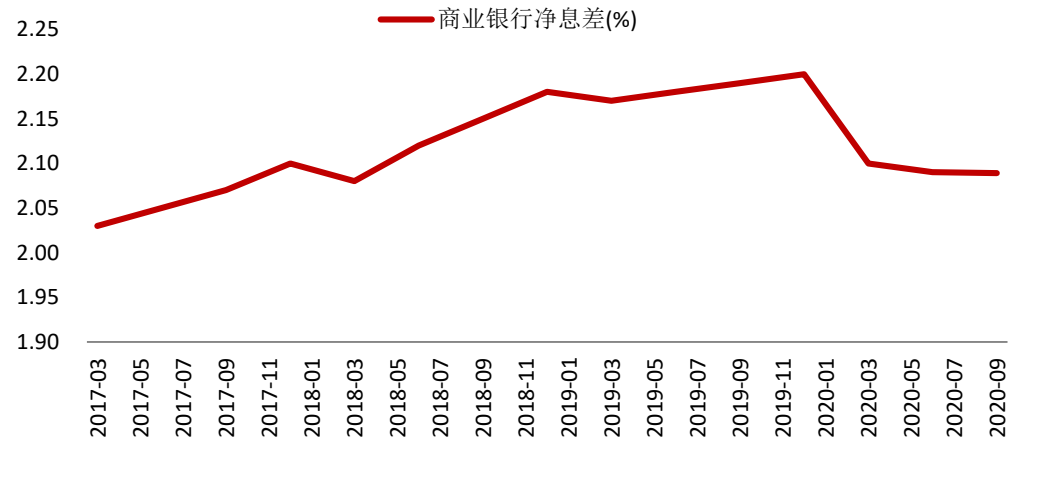
图 6：社融和 M2 剪刀差将转向收敛



资料来源：Wind、招商银行研究院

综合上面资产和负债两端的定价因素，都有利于银行净息差的改善。银行业在 2021 年有望迎来净息差的企稳。

图 7：银行净息差在下半年开始企稳



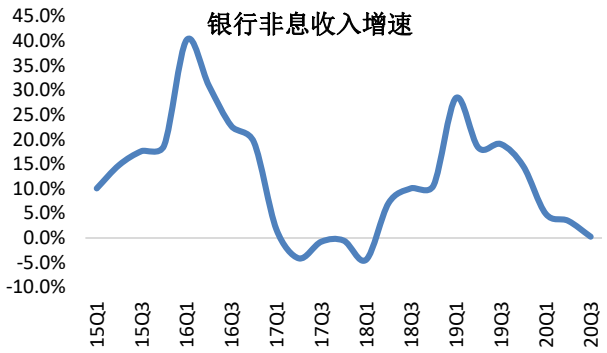
资料来源：Wind、招商银行研究院

2.3 非利息收入持续改善，增速将恢复增长态势

银行的非息收入在 2020 年受疫情的影响较大，上市银行前三季度的非息收入几乎是零增长。而在 2021 年，随着实体经济持续回暖，商业银行非息收入增速将恢复正常增长态势。

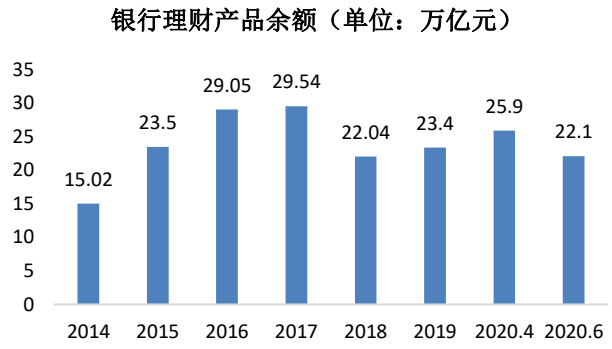
第一，消费、投资活动的持续复苏，将带动银行卡、支付结算业务收入以及消费信贷手续费收入的增长。第二，资管新规对银行理财业务的冲击已经逐渐消化，银行理财规模在经过三年左右的盘整后，开始进入恢复增长的阶段。第三，由于资本市场的活跃以及投资者的机构化趋势正在明显加速，基金代销的业务收入有望继续保持高增长。第四，金融供给侧改革持续推进，资本市场直接融资增加，商业银行对公业务投行化转型加快，与之相关的过桥贷款、并购贷款的财务顾问费、短期融资券、中期票据及资产证券化类产品的承销手续费等非息收入增速将提升。

图 8：银行非息收入增速将触底回升



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 9：银行理财规模企稳



资料来源：Wind、招商银行研究院

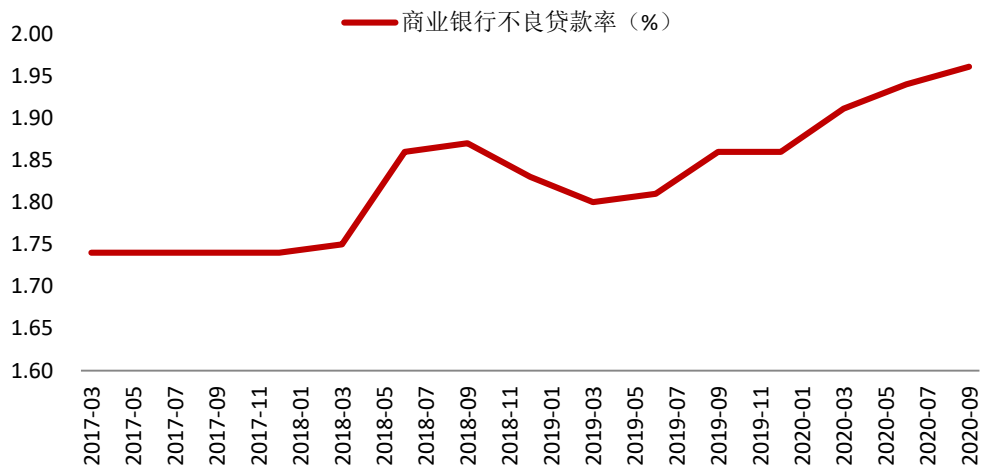
2.4 信用成本有技术性改善，但资产质量面临新的压力

2020 年银行业的信用成本大幅提升，既有新冠疫情和中美贸易战的客观因素，也有监管部门基于宏观审慎导向提出的要求。而这些因素在 2021 年都有很大程度的消除，因此银行不存在继续大幅计提拨备的压力。而且银行业在 2020 年的大幅计提拨备、大幅确认以及核销不良，不但把历史包袱清理得更加干净，也提前预支了 2021 年的信用成本，给予 2021 年信用成本相对较大的改善空间。**但是，信用成本在 2021 年的边际改善只是会计处理上的技术性因素造成的，实际上银行的资产质量依然要面临新的、更大的压力。**

一是房地产风险。如上文所述，房地产金融政策的目标已经不只是为了控房价，还要对金融和房地产进行解绑。这个方向是明确的，但过程必定是缓慢、持续而又有波折的。就 2021 年来看，两项新政将对房地产行业的销售、投资产生一定负面冲击。根据内部测算，整个银行业 2021 年的按揭贷款余额将少增 0.71 万亿；假设房贷杠杆约 1：2 并且剔除二手房的影响，测算出全国商品住宅销售额将减少 0.97 万亿，占商品住宅销售额的比重约为 7%。由于经营销售回款约占房地产开发投资资金的五成，销售端增速的下降将直接影响开发商的资金来源，房地产行业在 2021 年将面临资金收紧、成本抬升的局面。

对于大型房企而言，信用风险具有“点状”特征，即主要体现为部分高杠杆房企可能会出现风险事件；而中小型房企受到的影响更大，信用风险具有“面状”特征，即整体受压。大中型银行要调降的主要是按揭贷款，城商、农商等小型银行主要的调降压力来自房地产开发贷款，而这些小型银行主要是服务区域性的中小房企，中小房企面临开发贷资金来源受限的压力更大。而且大中房企还可通过发行信用债的方式缓解贷款收缩的压力，但是小型房企的替代渠道就很有限。考虑政策的结构性影响，预计会加速行业的洗牌。

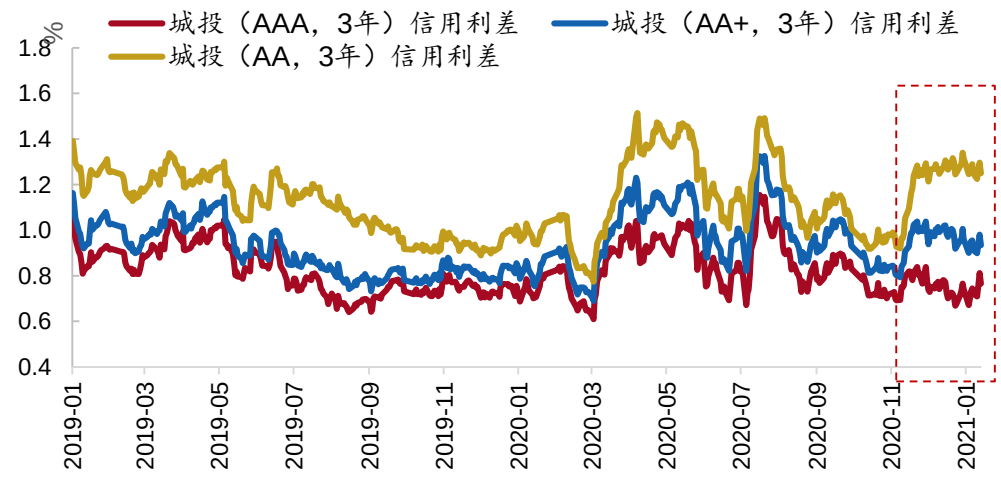
图 10：商业银行不良贷款率持续上升



资料来源：Wind、招商银行研究院

二是边缘城投、高负债国企的违约风险。2020 年 4 季度，部分城投债和国企债爆发出信用事件，信用利差出现明显走阔，不同等级的城投信用利差分层更加明显。2021 年，预计边缘城投、高负债国企会继续面临较大的信用风险压力。

图 11：城投信用利差出现分化



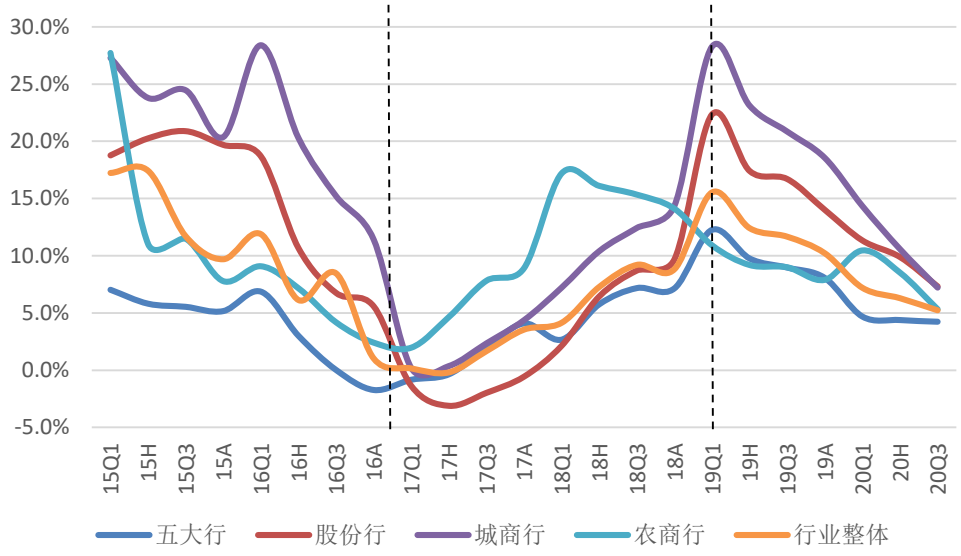
资料来源：Wind、招商银行研究院

3. 银行业结构性趋势：出现四大分化

3.1 营业收入及净利润增速分化

上市银行的营收增速自 2015 年以来经历了从收敛到发散再到收敛的过程。其中 2015 年-2016 年间是伴随经济下行和风险出清，营收增速整体处于下滑区间，不同类型银行的营收增速也趋向收敛。在 2017 年-2019 年 1 季度间，农商行率先回升但是后劲不足，城商行随后跟进并且后来者居上，股份行的营收增速反弹相对滞后但是力度远超五大行，所以分化程度在 2019 年 1 季度时达到了顶点。2019 年二季度至 2020 年，则由于利率市场化改革、新冠疫情以及降息周期的影响，银行业整体的营收增速再次下行，收敛到 4%-7%的区间。展望 2021 年，在经济复苏、降息周期结束的推动下，上市银行营业收入预计将再次反弹并走向分化。其中，股份行、城商行的表现可以继续好于行业平均水平。

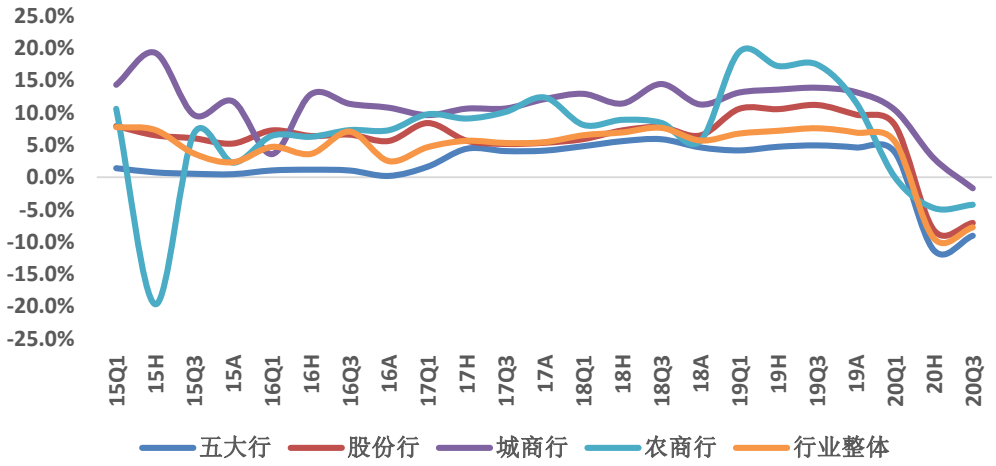
图 12：A 股上市银行营业收入增速变化情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

净利润方面，银行业在整体净利润出现报复性反弹的情况下，各类型银行的净利润增速将出现分化。2020 上半年行业整体净利润受损严重，增速近乎断崖式下滑。但是在行业性负增长的背后，除了疫情的冲击，更主要的是监管部门的窗口指导。比如全国性银行的中报净利润增速大多是在 -10%左右。这一方面是体现了宏观审慎的要求，另一方面也为 2021 年的盈利修复打下了基础。展望 2021 年，银行业在没有窗口指导的情况下，净利润很可能会出现报复性的反弹，相应也会产生更大的分化。其中，股份行、城商行、农商行回升较为明显，而国有大行相对滞后。

图 13：A 股上市银行净利润增速变化情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

3.2 业务结构分化

在金融脱媒的大趋势下，银行业将加速进入业务结构分化期。在过去十多年间，金融脱媒已经悄然给银行的业务结构带来了诸多变化；而近年来由于政策和科技因素的助推，金融脱媒出现了明显加速的势头，也将推动银行的业务结构出现进一步的分化。

一是资本市场在推出了一系列重大改革来补足制度短板后，正处于起步加速的阶段，带来融资性脱媒的进一步深化。二是居民家庭的资产配置结构也面临重大转变，不动产配置需求增速将趋势性放缓，而金融资产的配置需求有望加速。当前，正是处于这么一个资产配置结构变化的起点。三是互联网金融巨头带来的技术性脱媒正在进一步深化。互金平台在过去几年借助网络渠道推广余额理财，大幅降低了理财门槛，实现了对长尾用户的覆盖。而 2020 年蚂蚁集团在自有平台上独家发行战略配售基金，成为一个现象级营销事件，客观上完成了一次全民的理财教育。当前，正处于全民理财从觉醒到迸发的向上拐点。

上面的两点融资性脱媒加上互联网的技术性脱媒，就构成了我国银行业在 2021 年加快业务转型的重要背景。当然，有的银行已经布局多年，业务结构的调整已经在路上；而有的银行则反应迟滞，还是以传统的业务为主，转型尚未起步。这就为 2021 年的业务结构分化埋下了伏笔。

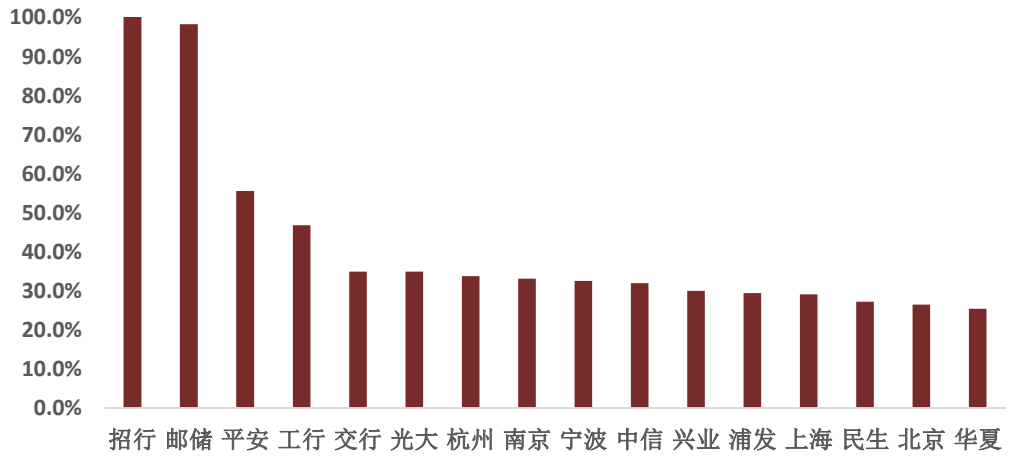
在 2021 年，我们可能在以下两个维度观察到银行业务结构的分化：一是有的银行继续深耕传统信贷业务，而有的银行在投行、权益性投资以及资本市场服务等方面尝试突破。二是有的银行继续聚焦于表内资产和存款拉动，而有的银行转向了 AUM 驱动的新模式。

对于积极探索转型的银行，其业务结构将可能出现以下变化：

1、收入结构：中收的占比可能会上到一个新的台阶，而且中间业务收入的增长点主要来自于财富管理业务、投行业务以及交易银行业务，可以进一步摆脱对利率切点的依赖。中间业务对营收和利润形成稳定的贡献。

2、资产结构：表外资产的占比可能会上到一个新台阶，并且成为贡献存款的稳定来源；而贷款派生对存款的贡献度明显下降。

图 14：各家银行零售 AUM/总资产对比



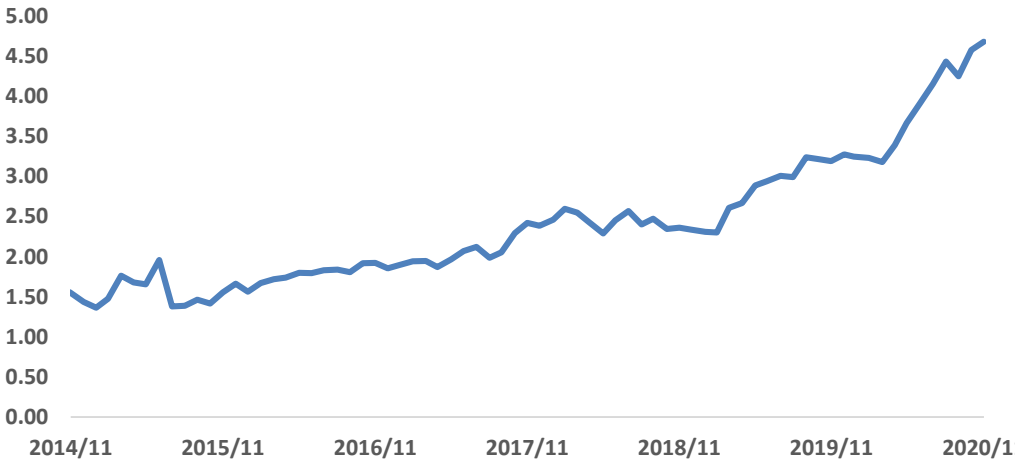
资料来源：Wind、招商银行研究院

3.3 上市银行估值分化

纵观近年来的上市银行估值情况，一个最明显的特征就是银行间的估值分化越来越大。我们以 PB 作为估值指标，取估值最高者和最低者之比，计算它们的最大估值倍数，可以发现银行间的估值差异在近两年明显拉大。2015 年以前，样本银行的最大估值倍数只有 1.5 倍，2016-2017 年间是 2 倍左右，而 2020 年以来最高达到了 4 倍。

银行估值的分化，主要源于银行业正处于从规模取胜的 1.0 阶段走向以结构和质量取胜的 2.0 阶段。在经济高速增长的时期，银行的业务模式是以规模取胜。存款决定资产和规模，规模决定收入和利润，业务模式单一粗放，竞争高度同质化。银行在 1.0 模式下，业绩还体现出了很强的亲周期性，经济下行带来的资产质量压力可以大幅侵蚀银行利润。在中国经济趋势性下行未出现明显扭转的情况下，1.0 模式的银行也相应要承担估值压力。

图 15：A 股上市银行最大估值倍数变化情况



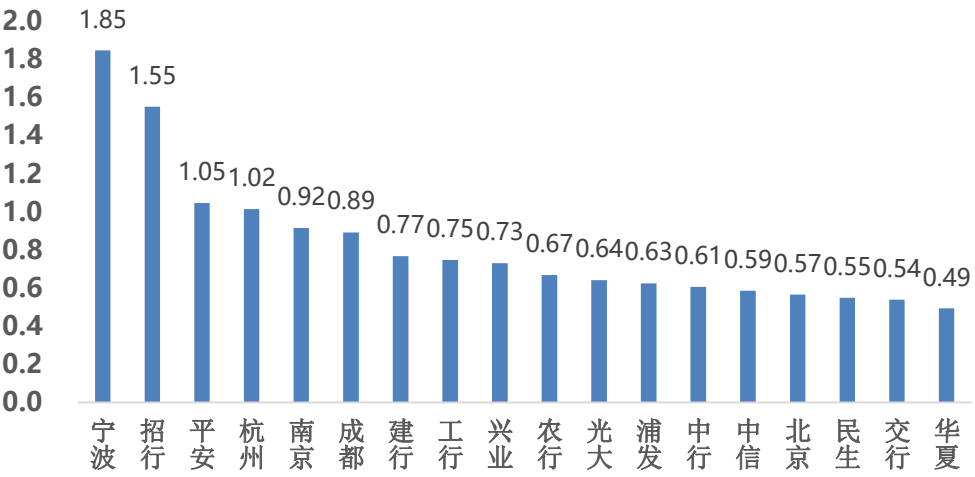
资料来源：Wind、招商银行研究院

数据说明：采用 A 股上市银行的月度 PB 数据，并考虑“次新股”效应，剔除掉截至 2020 年 11 月 31 日上市未满 1 年的银行 3 家，以及在过去 1 年内以及未来有大额限售股解禁的银行 10 家，有效样本为 20 家银行。对于在 2016 年后上市的样本银行，进一步剔除上市 1 年内的估值数据。

在经济步入“新常态”后，各个产业不再齐头并进，而是出现了很大的分化，银行的市场机会也呈现出越来越明显的结构性特征。在这样的背景下，银行的业绩就不再完全取决于资产规模，而收入结构和资产质量则发挥了更重要的作用，差异化竞争开始起步。

所以，上市银行估值的分化，其实就是银行差异化竞争在资本市场的最终体现。2021 年，差异化竞争的结果叠加营收与利润的分化、资产负债表的分化，将推动估值分化进一步加大。

图 16：样本银行过去 1 年 PB 均值



资料来源：Wind、招商银行研究院

指标说明：过去 1 年 PB 均值是指 2019 年 12 月-2020 年 11 月每月最后一个交易日收盘价 PB 值的算术平均。

3.4 中小银行资产负债表分化

2021 年，在银行业整体业绩回升的背景下，仍有部分地方性中小银行（主要指非上市的城商行、农商行）的境况不佳，要以化解风险、解决资本缺口问题作为主要任务。由此中小银行可能会出现资产负债表分化的现象。

在央行 2019 年度金融机构评级中，被划为高风险机构（8-D 级）的共有 545 家中小银行。这些高风险中小银行的历史欠账较多。一是不少中小银行在影子银行大爆发时期，做了大量同业投资、非标、资管业务；近年由于金融防风险，影子银行退潮，这些业务的后遗症显现，形成不少问题资产要处置。二是部分中小银行在过去对不良贷款的认定标准比较宽松，隐匿不良；而银保监会在 2019 年制定了不良贷款的量化认定标准，给中小银行带来了较大压力。三是中小银行大多数没有上市，资本补充渠道严重受限。

怎么解决上面这些问题？填补资本缺口是关键，但是资本补充并非放诸四海而皆准的良方。对于相对优质的中小银行，可以通过引入战投或者上市来解决；但是对于大多数中小银行而言，解决资本充足问题还是要从供给侧结构性改革的角度出发，反其道而行。大多数中小银行的正确方向应该是收缩资产负债表。这样，一方面可以减小对资本金不断增加甚至永无止境的胃口，另一方面可以缓解金融体系的风险不断向银行业集中的趋势。任何银行，如果不能实现资本内生，而要持续依赖外部融资，无论是引入新的股东还是通过资本市场集资，都是不可持续的。

收缩资产负债表，也是国际银行业应对风险压力和经营危机所导致的资本不足的常用手段。例如，欧洲银行业在次贷危机和欧债危机的冲击之下，总资产在 2008-2015 年间连续 8 年负增长。对国际银行而言，因为自身经营不善而要求股东补充资本是极不负责任的做法；只有通过剥离非核心资产，缩减资产负债表，重组架构、改善业务才能获得投资者的认可。从国际惯例上看，面对资本压力，收缩资产负债表是最自然、合理和有效的手段。

所以，地方性中小银行在 2021 年值得关注的一个变化趋势就是资产负债表的分化。可能在大多数银行维持资产扩张的同时，有的中小银行会出现逆势缩表的现象。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇