



## 中国 银行：资本为王：银行放贷规模是否足以抵消整顿影子银行所带来的影响？

虽然近期央行下调了存准率而且流动性基本保持稳定，但投资者围绕信贷收紧的担忧始终挥之不去。我们也认为货币/流动性放松未必能像过去那样立竿见影地提振信贷，因为监管收紧使得资本金状况对于推动银行贷款增长至关重要（现在每单位信贷供应会消耗更多的资本金）。此外，整顿影子信贷以及不良贷款谨慎确认原则将进一步占用银行资本金并影响风险加权资产增长。不过，就全系统而言，我们仍然认为：1) 净资产回报率和内部资本生成能力稳健，以及2) 超额资本高企为风险加权资产增长创造了充裕空间。就个股而言，我们看好经非标调整后资本金实力稳健的银行，并重申我们对以下股票的买入评级：建设银行（经非标调整一级资本充足率为12.5%，建行-H位于强力买入名单）；工商银行（经非标调整一级资本充足率为12.8%）。招商银行的非标/资本调整规模最大（下降了2.1个百分点），因为相对其规模该行的理财余额偏高，但是招行的经非标调整一级资本充足率为10.3%，在我们覆盖银行股位居前五，明显高于其他股份制商业银行。具体而言，我们的估算如下：

加上：基于2017年12.6%行业净资产回报率和25%派息率计算的2018年风险加权资产理论增量11.6万亿元；

减去：表外理财（主要为非标和私募股权）入表导致的风险加权资产降低1.7万亿元；这包括：1) 因表外入表而计提资本金1.3万亿元；2) 拨备上升/净利润走低带来的3,800亿元额外冲击，假设银行需要三年时间来充分进行调整；

减去：以更及时的方式确认不良贷款造成的9,300亿元风险加权资产冲击，我们假设银行需要用三年时间来确认所有逾期90天以上贷款，同时根据七号文的规定将不良贷款拨备覆盖率下调至120%；

综上，我们预计银行2018年风险加权资产仍将增长9.0万亿元（2016/17年增幅分别为14万亿/12万亿元）。

此外，我们认为如果银行充分利用超额资本则将拥有更大风险加权资产增长空间。基于我们研究范围内银行9.87%的核心一级资本充足率、假设综合最低核心一级资本充足率要求为8.0%（其中对系统重要性银行和非系统重要性银行的要求分别为8.5%和7.5%），我们可以计算出截至2017年底中国银行系统的超额核心一级资本为2.3万亿元。如果银行业能够充分利用这些超额核心一级资本，则有助于推动系统风险加权资产上升28.7万亿元。

杨硕, Ph.D (分析师)

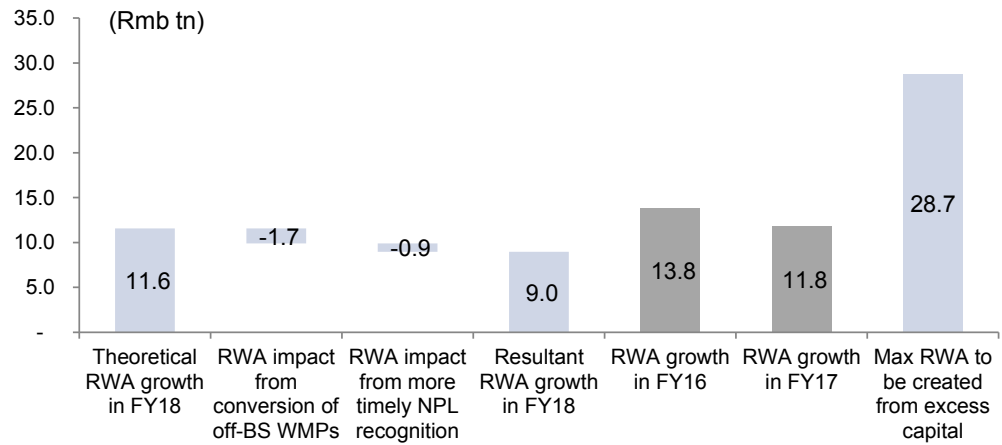
执业证书编号:S1420518050001  
+86(10)6627-3463 | shuo.yang@ghsl.cn  
北京高华证券有限责任公司

唐伟城, CFA (分析师)

执业证书编号:S1420517010001  
+86(10)6627-3487 |  
weicheng.tang@ghsl.cn  
北京高华证券有限责任公司

图表 1: 我们估算, 即便考虑到表外理财入表以及不良贷款确认加快的因素后, 2018年风险加权资产仍能增长9.0万亿元

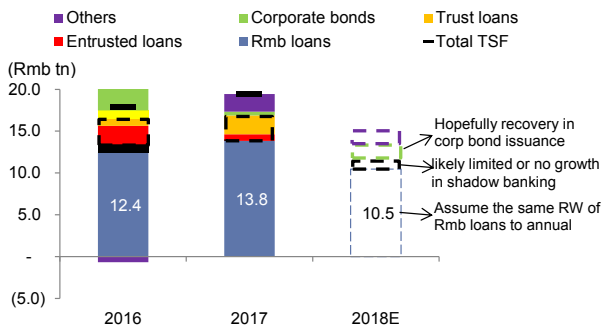
Rmb tn



资料来源: 银监会、高盛全球投资研究

图表 2: 由于影子银行缩减, 2018年社会融资规模可能降低, 尽管人民币贷款增速依然强劲且企业债发行回升

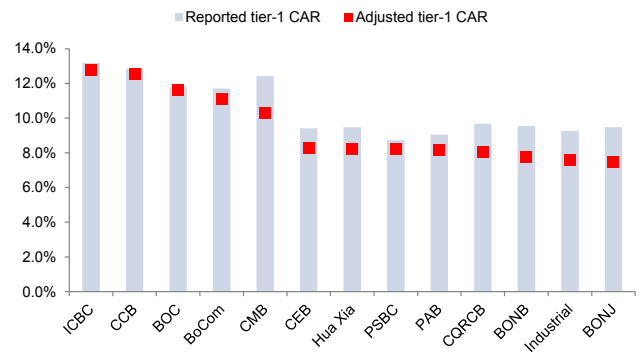
2016/17年社会融资规模细分



其他包括银行承兑汇票、非金融机构证券和外币贷款

资料来源: 央行、高盛全球投资研究

图表 3: 我们估算, 在影子信贷转标期间, 我们研究范围内大型银行/所有银行的一级资本充足率将降低 0.4个/1.1个百分点



资料来源: 公司数据、高盛全球投资研究、假设银行需要三年时间来进行调整

图表 4: 我们估算将表外理财入表将令风险加权资产下降1.7万亿元  
截至2017年底, 单位为人民币万亿元, 除非另有说明

In Rmb tn	Balance	Previous RW	Bring back to B/S	Base case		Bear case	
				Adjusted RW	RWA adjustment	Adjusted RW	RWA adjustment
<b>Off B/S WMP</b>							
NSCA	3.6	0%	Yes	100%	3.6	100%	3.6
Private equity (implied buyback)	0.4	0%	Yes	100%	0.4	100%	0.4
Public equity & others	7.8	0%	No				
Corporate bond	7.6	0%	No				
Gov'n't bond	1.8	0%	No				
MMF, cash and deposit	3.1	0%	No				
<b>On B/S</b>							
On B/S WMP NSCA	1.2	50%	Yes	50%	0.0	100%	0.6
Other on B/S NSCA	6.9	50%	Yes	50%	0.0	100%	3.4
<b>Other adjustment</b>							
% of total WMP							
Interbank WMP adjustment	3.3	25%	11%		-0.1		-0.1
<b>Total RWA adjustment</b>					<b>3.9</b>		<b>7.9</b>
<b>RWA impact (assume 3 years to materialize)</b>					<b>-1.3</b>		<b>-2.6</b>
In Rmb tn	Balance	Previous provision	Bring back to B/S	Adjusted provision ratio	RWA adjustment	Adjusted provision ratio	RWA adjustment
<b>Off B/S WMP</b>							
NSCA	3.6	0%	Yes	2.5%	0.1	2.5%	0.1
Private equity (implied buyback)	0.4	0%	Yes	2.5%	0.0	2.5%	0.0
Public equity & others	7.8	0%	No				
Corporate bond	7.6	0%	No				
Gov'n't bond	1.8	0%	No				
MMF, cash and deposit	3.1	0%	No				
<b>On B/S</b>							
(Assumption: = industry NPL)							
On B/S WMP NSCA	1.2	1.7%	Yes	2.5%	0.0	2.5%	0.0
Other on B/S NSCA	6.9	1.7%	Yes	2.5%	0.1	2.5%	0.1
<b>Total provision adjustment</b>					<b>0.16</b>		<b>0.16</b>
<b>Annual provision impact (assume 3 years to materialize)</b>					<b>0.05</b>		<b>0.05</b>
<b>NPAT impact</b>					<b>-0.04</b>		<b>-0.04</b>
<b>Capital impact</b>					<b>-0.03</b>		<b>-0.03</b>
<b>RWA Impact</b>					<b>-0.38</b>		<b>-0.38</b>

假设银行需用三年时间实现调整

资料来源: 中国理财网、公司数据、高盛全球投资研究

图表 5: 我们估算, 以更及时的方式确认不良贷款造成的9,300亿元风险加权资产冲击

FY17 Rmb tn unless stated	Current	Recognize >90D overdue as NPL	
		Base case	Bear case
LLR	3.09	3.62	5.47
NPL	1.71	3.01	3.01
>90D overdue	1.31	0.00	0.00
LLR/NPL (%)	181%	120%	181%
LLR shortfall		0.52	2.37
Additional provision (3 year to digest)		0.17	0.79
Impact on NPAT		-0.13	-0.59
Impact on CT1		-0.09	-0.42
<b>RWA impact</b>		<b>-0.93</b>	<b>-4.21</b>

我们假设银行需要用三年时间来确认所有逾期90天以上贷款, 同时根据七号文的规定将不良贷款拨备覆盖率下调至120%; 逾期90天以上贷款的总规模估算基于我们的研究样本

资料来源: 银监会、公司数据、高盛全球投资研究

图表 6: 如果银行充分利用超额核心一级资本, 则有助于推动风险加权资产增加29万亿元

RWA at YE17 (Rmb tn)	122.7	
Industry ROE in 2017	12.6%	
Dividend payout ratio	25%	
RWA growth in FY18	9.4%	
RWA at YE18 (Rmb tn, GSe)	134.3	
	Case 1	Case 2
Average CT1 %	9.87%	10.75%
Excess CT1 %	1.87%	2.75%
Excess CT1	2.3	3.4
Able to boost RWA by	28.7	42.2

情景1 = 基于我们研究范围内银行估算; 情景2 = 基于银行系统数据估算

资料来源: 银监会、公司数据、高盛全球投资研究

图表 7: 我们认为, 根据宏观审慎评估体系, 我们研究范围内多数银行的评级都将达到A级  
截至2017年

Banks	4Q16 broad credit (Rmb bn)	4Q17 broad credit (Rmb bn)	Broad credit growth rate	Minimum CAR	SIFis CAR	Reserve CAR	Countercycle CAR	Macro prudential CAR	4Q17 Reported CAR (A Rating CAR)	B Rating CAR	MPA Macro CAR Test
ICBC	21,888	23,812	8.8%	8.0%	1.0%	2.5%	0.3%	11.8%	15.1%	19.1%	A
CCB	18,960	19,865	4.8%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	15.5%	19.5%	A
BOC	15,898	17,187	8.1%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	14.2%	18.2%	A
PSBC	7,475	8,109	8.5%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	12.5%	16.5%	A
BoCom	7,830	8,446	7.9%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	14.0%	18.0%	A
CMB	7,230	7,343	1.6%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	15.5%	19.5%	A
Huaxia	2,713	2,840	4.7%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	12.4%	16.4%	A
PAB	3,108	3,148	1.3%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	11.2%	15.2%	B
Industrial	6,310	6,652	5.4%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	12.2%	16.2%	A
CQRCB	803	888	10.7%	8.0%	1.0%	2.5%	2.2%	13.7%	13.0%	17.0%	B
BONB	926	920	-0.7%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	13.6%	17.6%	A
BONJ	1,205	1,245	3.3%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	12.9%	16.9%	A
CEB	4,382	4,183	-4.5%	8.0%	1.0%	2.5%	0.0%	11.5%	13.5%	17.5%	A

资料来源: 央行、银监会、公司数据、高盛全球投资研究

图表 8: 12个月目标价格和风险概览  
截至7月9日

Ticker	Bank	PCY	Close Price	TP	Rating	Methodology	Risk
<b>H-share banks</b>							
1398.HK	ICBC (H)	HK\$	5.61	8.5	Buy	19E P/PPOP	Failure of Fintech transformation and therefore surpassed by other banks or Fintech companies; worse-than-expected NPLs; slower-than-expected NIM expansion resulting in a drag in bottom line
3988.HK	BOC (H)	HK\$	3.69	4.7	Neutral	19E P/PPOP	Upside: operation cost reduction and efficiency improvement. Downside: worse-than-expected NPLs, significant downturn in the overseas market
0939.HK	CCB (H)	HK\$	6.94	10.8	Buy*	19E P/PPOP	1) Policy tightening and economic slowdown, 2) weaker-than-expected asset quality and thus higher-than-expected credit costs.
3328.HK	BoCom (H)	HK\$	5.55	6.3	Sell	19E P/PPOP	Lower-than-expected funding cost; better-than-expected asset quality; higher operating efficiency with lower CIR
3968.HK	CMB (H)	HK\$	28.00	42.2	Buy	19E P/PPOP	1) With one of the highest off-B/S WMP as a percentage of deposits in our China Banks coverage, CMB could be susceptible to over tightening on any WMP issuance. 2) Weaker-than-expected asset quality and thus higher-than-expected credit costs.
6818.HK	CEB (H)	HK\$	3.32	4.0	Neutral	19E P/PPOP	Upside: better-than expected net interest margin and faster deposit growth; stronger capital position. Downside: worse-than-expected asset quality and slower fee income growth
1658.HK	PSBC	HK\$	4.94	6.4	Neutral	19E P/PPOP	Faster-/slower-than-expected A share listing; tighter-/looser-than-expected interbank liquidity; more/less product-side innovation for revenue diversification.
3618.HK	CQRCB	HK\$	4.44	6.8	Neutral	19E P/PPOP	Upside: better-than expected net interest margin and asset quality. Downside: worse-than-expected NPLs; surprise slowdown of Chongqing economy
<b>A-share banks</b>							
601398.SS	ICBC (A)	Rmb	5.53	7.7	Buy	19E P/PPOP	Failure of Fintech transformation and therefore surpassed by other banks or Fintech companies; worse-than-expected NPLs; slower-than-expected NIM expansion resulting in a drag in bottom line
601988.SS	BOC (A)	Rmb	3.75	4.4	Neutral	19E P/PPOP	Upside: operation cost reduction and efficiency improvement. Downside: worse-than-expected NPLs, significant downturn in the overseas market
601939.SS	CCB (A)	Rmb	6.81	9.9	Buy	19E P/PPOP	1) Policy tightening and economic slowdown, 2) weaker-than-expected asset quality and thus higher-than-expected credit costs.
601328.SS	BoCom (A)	Rmb	5.95	6.0	Sell	19E P/PPOP	Lower-than-expected funding cost; better-than-expected asset quality; higher operating efficiency with lower CIR
600036.SS	CMB (A)	Rmb	26.95	38.2	Buy	19E P/PPOP	1) With one of the highest off-B/S WMP as a percentage of deposits in our China Banks coverage, CMB could be susceptible to over tightening on any WMP issuance. 2) Weaker-than-expected asset quality and thus higher-than-expected credit costs.
601818.SS	CEB (A)	Rmb	3.68	3.9	Sell	19E P/PPOP	Upside: better-than expected net interest margin and faster deposit growth; stronger capital position.
601166.SS	Industrial	Rmb	14.46	20.5	Buy	19E P/PPOP	China macro hard landing; accelerated deposit rate deregulation; further tightening on interbank business; higher than expected interbank rates; slower than expected asset growth; worse than expected NPL.
000001.SZ	PAB	Rmb	9.03	17.5	Buy*	19E P/PPOP	Slower-than-expected loan growth, worse-than-expected asset quality, funding cost hike on higher deposit rates
600015.SS	Hua Xia	Rmb	7.39	9.4	Neutral	19E P/PPOP	Upside: Better-than-expected asset growth, asset quality and franchise improvement Downside: Macro slowdown, further deterioration in asset quality.
002142.SZ	BONB	Rmb	16.96	22.3	Neutral	19E P/PPOP	Upside: Capital replenishment; Downside: macro slowdown in Ningbo area, worse-than-expected asset quality.
601009.SS	BONJ	Rmb	7.71	9.3	Neutral	19E P/PPOP	Upside: Capital replenishment, faster-than-expected NIM expansion; Downside: macro slowdown in Nanjing area, worse-than-expected asset quality.

资料来源: Datastream、高盛全球投资研究

高华证券感谢高盛分析师陆天, CFA、李雯和赵成希在本报告中的贡献。

## 信息披露附录

### 申明

本人，杨硕，Ph.D，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

### 并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

### Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

### GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在三方面表现的综合量化分析筛选而出。

### 相关的股票研究范围

杨硕，Ph.D：中国金融。唐伟城，CFA：A股券商、中国券商。

A股券商：China Galaxy Securities Co. (A)、China Merchants Securities Co. (A)、CITIC Securities Co.(A)、Everbright Securities Co. (A)、GF Securities Co. (A)、Guotai Junan Securities Co. (A)、Haitong Securities Co. (A)、Huatai Securities Co. (A)、Orient Securities Co. (A)。

中国券商：China Galaxy Securities Co. (H)、China International Capital Corp.、China Merchants Securities Co. (H)、CITIC Securities Co. (H)、CSC Financial Co.、Everbright Securities Co. (H)、GF Securities Co.(H)、Guotai Junan Securities Co. (H)、Haitong Securities Co. (H)、Huatai Securities Co. (H)、Orient Securities Co. (H)。

中国金融：Agricultural Bank of China (A)、Agricultural Bank of China (H)、Bank of China (A)、Bank of China (H)、Bank of Communications (A)、Bank of Communications (H)、Bank of Nanjing、Bank of Ningbo、China CITIC Bank (A)、China CITIC Bank (H)、China Construction Bank (A)、China Construction Bank (H)、China Everbright Bank (A)、China Everbright Bank (H)、China Merchants Bank (A)、China Merchants Bank (H)、Chongqing Rural Commercial Bank、Hua Xia Bank、ICBC (A)、ICBC (H)、Industrial Bank、LexinFintech Holdings、Ping An Bank Co.、Postal Savings Bank of China Co.、Shanghai Pudong Development Bank。

### 信息披露

#### 与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：China Construction Bank (A) (Rmb6.77)、China Construction Bank (H) (HK\$6.99)、ICBC (A) (Rmb5.52)、ICBC (H) (HK\$5.65)

### 公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名潜在以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投资前景的看法。具吸引力(A)：未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。中性(N)：未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。谨慎(C)：未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

## 一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。