

## 银行

## 银监会 19 年 1 季度数据点评： 规模驱动业绩增速走高，息差与资产质量平稳

**评级：增持（维持）**

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

研究助理：邓美君

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

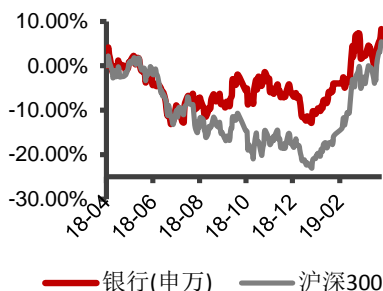
研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	9,583,566
行业流通市值(百万元)	6,419,519

### 行业-市场走势对比



### 相关报告

&lt;&lt;银行角度看 4 月社融数：高波动的原因，未来社融会平稳&gt;&gt;2019.05.09

&lt;&lt;贵阳银行 1 季报解读：营收增速回升，资产结构持续优化&gt;&gt;2019.05.08

&lt;&lt;深度！银行一季报的高速增长源于哪里？——环比因素与基数因素&gt;&gt;2019.05.05

### 重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
工商银行	5.61	0.79	0.82	0.86	0.90	7.10	6.82	6.53	6.22		增持
建设银行	7.00	0.96	1.01	1.05	1.10	7.26	6.90	6.66	6.35		增持
农业银行	3.65	0.58	0.57	0.59	0.63	6.29	6.45	6.15	5.80		增持
中国银行	3.75	0.56	0.59	0.62	0.65	6.67	6.37	6.08	5.79		增持
招商银行	33.6	2.78	3.19	3.54	3.97	12.0	10.52	9.50	8.46		增持

备注：

### 投资要点

- **1 季度行业资产质量整体平稳，板块间继续呈现分化：大行资产质量实际向好、股份行保持平稳、城商行和农商行的不良则有一定幅度抬升。**多维度看：**1、行业不良率总体保持平稳**，1 季度商业银行不良率为 1.80%，同口径下环比 4 季度持平。分版块看，6 家国有行资产质量 1 季度均是环比改善或持平的，不良率绝对值在行业中仍处于较低水平。股份行仍维持平稳，环比 4 季度持平为 1.71%。城商行、农商行 1 季度不良则均环比提升 9bp。**2、行业安全边际提升，拨备覆盖率与拨贷比均环比增加。****3、未来有可能向下迁移为不良的关注类贷款占比环比继续下行**，1 季度为 3.0%，整体趋势自 3Q16 来是持续下降的。
- **让利实体经济下，行业息差有一定下行。1 季度行业整体净息差水平为 2.17%。**其中从绝对值水平看，仍是存款优势决定，息差为农商行>国有行>股份行>城商行，其中股份行和城商行的息差环比有提升。预计股份行和城商行息差环比提升主要源于负债端在流动性宽松环境下付息率有环比下行，而国有行和农商行则预计是让利实体经济、资产端贷款定价有一定下行的影响。
- **1 季度行业总资产与信贷增速均有走阔，主要是秉承“早投放、早受益”的原则，商业银行 1 季度加快信贷投放，支撑资产增速有走阔，信贷占比因而提升。**股份行、城商行、农商行贷款增速则同比增 14.1%、24.3%、19.8%。信贷占比方面，股份行、城商行、农商行提升 1、1.55、0.6 个百分点至 56%、45%、45%；另外从国有行的数据看，工行、建行和邮储银行 1 季度信贷占比是环比下降的，农行、中行、交行的信贷占比则环比 4 季度有提升。
- **商业银行 1 季度净利润同比增长 6.1%，**预计板块增速走阔主要是生息资产规模带动，中小行则是受到息差和规模的共同带动。分版块增速看，股份行净利润同比增 11%、城商行同比增 8.7%，均超过行业平均增速水平，为息差和规模的共同带动。
- **投资建议：大型银行具有防御性。**在市场不确定性增加背景下，我们看好大型银行的防御性，大行中最看好的是工行、建行；其次是农行和中行。
- **风险提示事件：经济下滑超预期。金融监管超预期。**

- 银保监会 5 月 10 日公布 2019 年一季度银行业主要监管指标数据，其中口径进行调整：自 2019 年起，邮储银行纳入“商业银行”、“大型商业银行”汇总口径。

## 一、行业整体资产质量平稳，中小行不良有一定抬升

- 1 季度行业资产质量整体平稳，板块间继续呈现分化：大行资产质量边际向好、股份行保持平稳、城商行和农商行的不良则有一定幅度抬升。多维度看：
  - 1、行业不良率总体保持平稳，1 季度商业银行不良率为 1.80%，同口径下环比 4 季度持平。分板块看，6 家国有行资产质量 1 季度均是环比改善或持平的，不良率绝对值在行业中仍处于较低水平。股份行仍维持平稳，环比 4 季度持平为 1.71%。城商行、农商行 1 季度不良则均环比提升 9bp，其中城商行不良率自 2017 年 3 月来持续攀升至 1.88%，农商行则是在 4 季度不良大幅下降基础上环比提升至 4.05%，预计是部分城商行和农商行受区域风险集中暴露的影响。

图表：板块间资产质量分化（不良率，%）

	不良率					环比变动				
	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行
2017-03	1.74	1.64	1.74	1.50	2.55					
2017-06	1.74	1.60	1.73	1.51	2.81	0.00	-0.04	-0.01	0.01	0.26
2017-09	1.74	1.54	1.76	1.51	2.95	0.00	-0.06	0.03	0.00	0.14
2017-12	1.74	1.53	1.71	1.52	3.16	0.00	-0.01	-0.05	0.01	0.21
2018-03	1.75	1.50	1.70	1.53	3.26	0.01	-0.03	-0.01	0.01	0.10
2018-06	1.86	1.48	1.69	1.57	4.29	0.11	-0.02	-0.01	0.04	1.03
2018-09	1.87	1.47	1.70	1.67	4.23	0.01	-0.01	0.01	0.10	-0.06
2018-12	1.83	1.41	1.71	1.79	3.96	-0.04	-0.06	0.01	0.12	-0.27
2019-03	1.80	1.32	1.71	1.88	4.05	-	-	0.00	0.09	0.09

注：2019 年邮政银行纳入商业银行和大型商业银行口径，表格 2018 年前历史数据为调整口径前数据。

资料来源：银保监会，中泰证券研究所

- 2、行业安全边际提升，拨备覆盖率与拨贷比均环比增加。行业 1 季度拨备覆盖率 192.17%，同口径下较上年末上升 3.13 个百分点；拨贷比为 3.45%，较上年末上升 0.05 个百分点。其中国有行拨覆率继续维持行业最高水平，股份行拨覆率环比提升 4.8 个百分点至 192%，而城商行和农商行的拨覆率则均环比下降 7.9、4 个百分点至 179%、129%。

图表：板块间资产质量分化（拨备覆盖率，%）

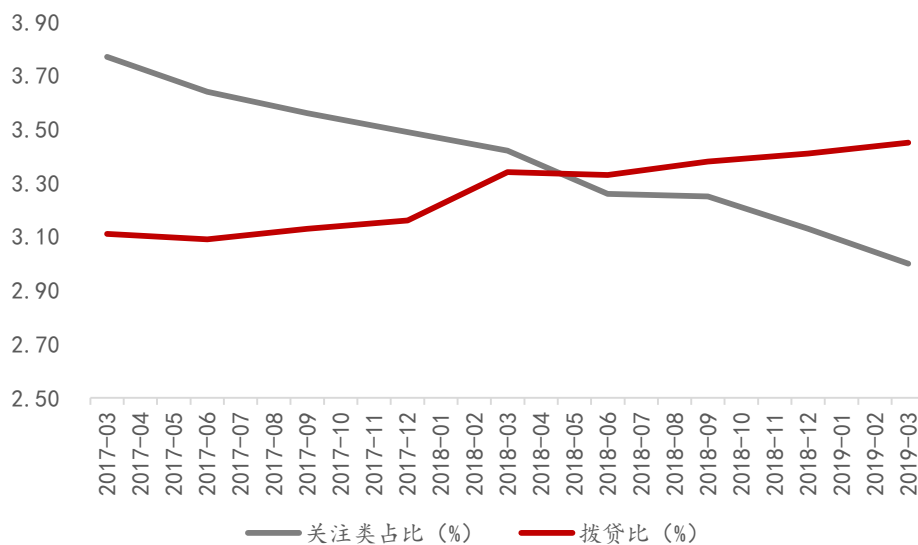
	拨备覆盖率					环比变动				
	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行
2017-03	178.76	166.36	175.22	216.01	194.60					
2017-06	177.18	168.02	175.52	211.81	179.91	-1.58	1.66	0.30	-4.20	-14.69
2017-09	180.39	175.22	173.43	216.20	177.57	3.21	7.20	-2.09	4.39	-2.34
2017-12	181.42	180.45	179.98	214.48	164.31	1.03	5.23	6.55	-1.72	-13.26
2018-03	191.28	198.96	193.11	213.54	158.94	9.86	18.51	13.13	-0.94	-5.37
2018-06	178.70	202.20	188.07	207.89	122.25	-12.58	3.24	-5.04	-5.65	-36.69
2018-09	180.73	205.94	190.47	198.85	125.60	2.03	3.74	2.40	-9.04	3.35
2018-12	186.31	220.08	187.41	187.16	132.54	5.58	14.14	-3.06	-11.69	6.94
2019-03	192.17	240.44	192.18	179.26	128.50	-	-	4.77	-7.90	-4.04

注：2019年邮政银行纳入商业银行和大型商业银行口径，表格2018年前历史数据为调整口径前数据。

资料来源：银保监会，中泰证券研究所

- 3、未来有可能向下迁移为不良的关注类贷款占比环比继续下行，1季度为3.0%，4季度未纳入邮储银行的商业银行关注类贷款占比为3.13%，整体趋势自3Q16来是持续下降的。**

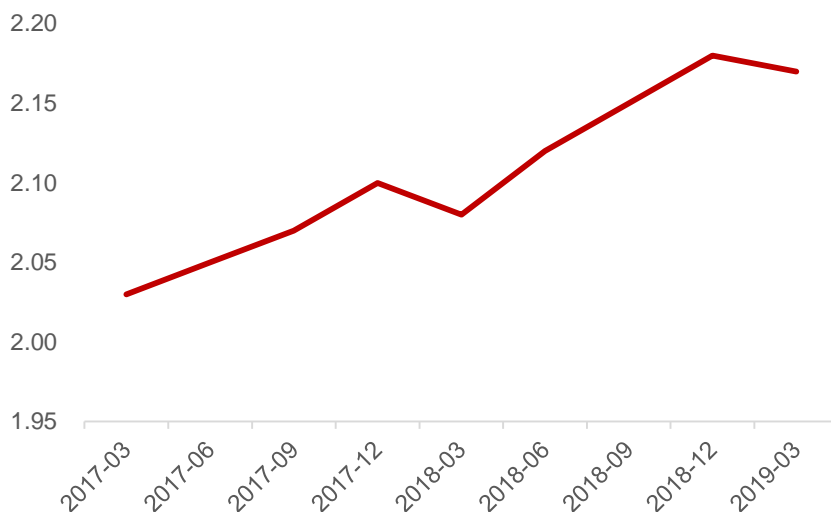
图表：行业整体资产质量稳定（%，未考虑口径调整）



来源：银保监会，中泰证券研究所

## 二、让利实体经济下，行业息差有一定下行

- 1 季度行业整体净息差水平为2.17%。**其中从绝对值水平看，仍是存款优势决定，息差为农商行>国有行>股份行>城商行，分别为2.70%、2.12%、2.08%、2.07%，其中股份行和城商行的息差环比有提升，分别提升16、6bp，农商行息差则环比下降32bp。预计股份行和城商行息差环比提升主要源于负债端在流动性宽松环境下付息率有环比下行，而国有行和农商行则预计是让利实体经济、资产端贷款定价有一定下行的影响。

**图表：商业银行整体净息差（%，未考虑口径调整）**


来源：银保监会，中泰证券研究所

**图表：股份行和城商行息差环比提升（%）**

	净息差				环比变动			
	国有行	股份行	城商行	农商行	国有行	股份行	城商行	农商行
2017-03	1.99	1.85	1.97	2.68				
2017-06	2.02	1.83	1.95	2.77	0.03	-0.02	-0.02	0.09
2017-09	2.05	1.84	1.94	2.83	0.03	0.01	-0.01	0.06
2017-12	2.07	1.83	1.95	2.95	0.02	-0.01	0.01	0.12
2018-03	2.10	1.76	1.90	2.85	0.03	-0.07	-0.05	-0.10
2018-06	2.11	1.81	1.94	2.90	0.01	0.05	0.04	0.05
2018-09	2.12	1.89	1.97	2.95	0.01	0.08	0.03	0.05
2018-12	2.14	1.92	2.01	3.02	0.02	0.03	0.04	0.07
2019-03	2.12	2.08	2.07	2.70	-	0.16	0.06	-0.32

来源：银保监会，中泰证券研究所

### 三、1 季度资产和信贷增速良好，带动信贷占比提升

- 1 季度行业总资产与信贷增速均有走阔，主要是秉承“早投放、早受益”的原则，商业银行 1 季度加快信贷投放，支撑资产增速有走阔，信贷占比因而提升。其中，考虑到口径调整，国有行和商业银行总体的贷款增速不可比。股份行、城商行、农商行贷款增速则同比增 14.1%、24.3%、19.8%。信贷占比方面，股份行、城商行、农商行提升 1、1.55、0.6 个百分点至 56%、45%、45%；另外从国有行的数据看，工行、建行和邮储银行 1 季度信贷占比是环比下降的，农行、中行、交行的信贷占比则环比 4 季度有提升（信贷增速与央行金融数据有误差，一个是本文信贷数据由不良余额和不良率测算，另一方面是央行口径为金融机构，本文为商业银行）。

**图表：1 季度资产和贷款增速均有提升**

	总资产同比增速					贷款同比增速				
	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行
2017-03	15.68	11.28	13.81	22.85	28.93	14.11%	9.80%	17.68%	16.71%	26.17%
2017-06	12.14	9.18	8.86	17.99	23.41	14.46%	9.48%	17.85%	18.20%	24.04%
2017-09	11.20	9.16	6.96	16.22	21.02	13.10%	9.23%	16.35%	18.62%	22.06%
2017-12	8.31	7.18	3.42	12.34	16.71	12.80%	9.29%	15.02%	18.49%	19.62%
2018-03	6.63	6.18	2.98	7.94	13.15	11.68%	8.25%	13.38%	18.46%	17.98%
2018-06	6.76	5.77	4.47	8.74	11.96	11.92%	8.29%	14.01%	18.12%	18.41%
2018-09	6.95	6.92	3.95	8.35	10.41	13.20%	8.89%	14.32%	21.41%	19.19%
2018-12	6.70	5.97	4.58	8.27	10.85	12.90%	8.78%	13.94%	23.90%	19.81%
2019-03	<b>8.69</b>	<b>7.76</b>	<b>6.38</b>	<b>11.53</b>	<b>12.70</b>	-	-	<b>14.13%</b>	<b>24.32%</b>	<b>19.78%</b>

注：贷款数据由不良率与不良贷款余额测算

来源：银保监会，中泰证券研究所

**图表：信贷占比提升**

	贷款占比总资产					环比变动				
	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行
2017-03	48.40%	53.75%	47.05%	36.64%	40.89%					
2017-06	49.43%	54.04%	48.67%	37.89%	41.58%	1.03%	0.28%	1.62%	1.25%	0.69%
2017-09	49.71%	54.40%	50.09%	38.27%	41.55%	0.28%	0.37%	1.42%	0.38%	-0.03%
2017-12	49.82%	54.40%	50.09%	37.81%	41.36%	0.11%	-0.01%	0.00%	-0.46%	-0.19%
2018-03	50.69%	54.80%	51.80%	40.21%	42.64%	0.87%	0.40%	1.71%	2.40%	1.28%
2018-06	51.82%	55.32%	53.11%	41.16%	43.98%	1.13%	0.52%	1.31%	0.95%	1.35%
2018-09	52.62%	55.41%	55.08%	42.89%	44.86%	0.80%	0.08%	1.97%	1.73%	0.87%
2018-12	52.71%	55.84%	54.57%	43.27%	44.70%	0.10%	0.44%	-0.51%	0.38%	-0.15%
2019-03	<b>52.56%</b>	<b>54.54%</b>	<b>55.57%</b>	<b>44.82%</b>	<b>45.31%</b>	-	-	<b>1.00%</b>	<b>1.55%</b>	<b>0.61%</b>

来源：银保监会，中泰证券研究所

#### 四、行业净利润增速走阔

- 商业银行 1 季度净利润同比增长 6.1%，预计板块增速走阔主要是生息资产规模带动，中小行则是受到息差和规模的共同带动。分板块增速看，股份行净利润同比增 11%、城商行同比增 8.7%，均超过行业平均增速水平，为息差和规模的共同带动。

**图表：行业净利润增速放缓**

	1Q17	1H17	3Q17	2017	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19
商业银行	4.42%	6.69%	5.46%	3.00%	5.45%	5.67%	4.76%	4.50%	-
国有行	-1.01%	5.62%	4.50%	3.10%	4.82%	5.05%	4.45%	4.36%	-
股份行	4.82%	2.55%	0.19%	-0.83%	2.14%	4.83%	6.50%	5.52%	10.97%
城商行	7.63%	9.52%	5.14%	7.72%	5.41%	4.77%	3.61%	-3.43%	8.68%

来源：银保监会，中泰证券研究所

## 五、其他

- 2019 年一季度末，银行业金融机构用于小微企业的贷款（包括小微企业企业贷款、个体工商户贷款和小微企业主贷款）余额 34.8 万亿元，占比贷款总额的其中单户授信总额 1000 万元及以下的普惠型小微企业贷款余额 9.97 万亿元，同比增长 24.7%。保障性安居工程贷款同比增长为 24.6%，比各项贷款平均增速高出 11.9 个百分点。

## 六、投资建议

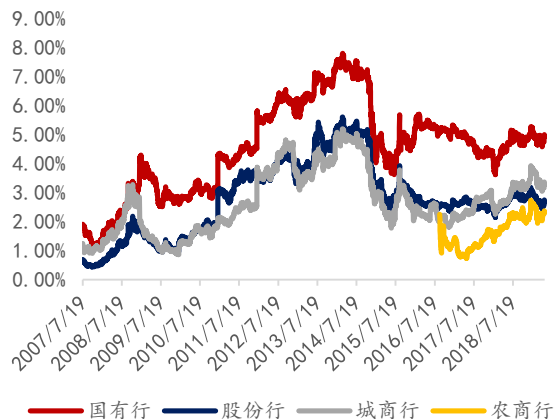
- **大型银行估值低，股息率高。**国有行当前估值 0.81X，接近历史最低值 0.79X，远低于板块中位数 1X、平均值 1.1X；也远低于股份行、城农商行板块当前 0.89X、1X 的估值。板块股息率自年初再度走高，当前股价对应算术平均股息率 4.93%，较股份行、城商行、农商行以及 1Y 国债收益率分别高出 2.2、1.6、2.6、2.2 个百分点。

图表：大型银行估值处于低位



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：大型银行股息率走高

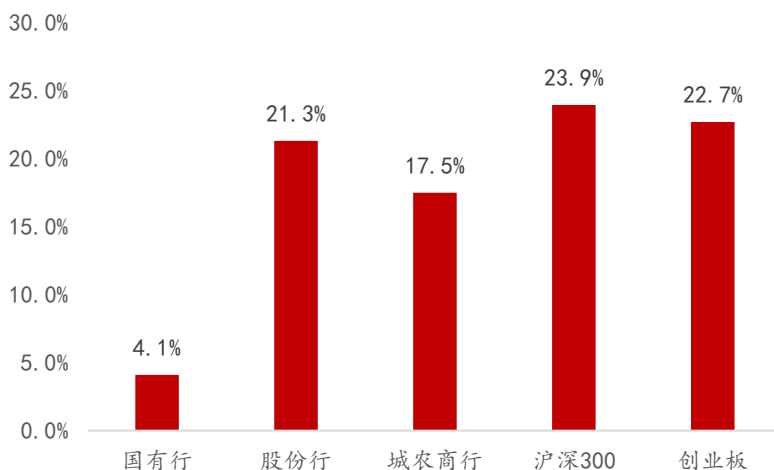


注：算术平均股息率统计时间自 2007.7.19 至 2019.5.10

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **大型银行今年以来涨幅少。**年初至今大行仅涨了 4 个点，对比股份行、城农商行、沪深 300 大盘以及创业板，年初至今累计涨幅分别有 21、18、24、23 个点，涨幅相对较少的大行防御性能进一步增强。



**图表：年初以来大行涨幅仅 4 个点**


资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 大型银行基本面稳健。1、资产质量平稳。**存量包袱逐步出清，新增风险较低，客群以大客户为主，且近年新增信贷以按揭、基建类为主，从 2018 年至今资产质量数据交叉验证来看，板块不良净生成持续保持在较低位、在 0.7-0.8% 之间；而板块拨备对不良的覆盖能力则持续提升，从 190% 上升近 20 个百分点到 208%，板块安全边际较高。**2、净息差平稳。**息差变动好于预期，资产端在大力支持小微背景下，1 季度板块仅环比下降 2bp；负债端在 1 季度开门红争夺存款压力下也仅小幅上升 5bp，板块整体负债端有较强的稳定性。**3、全年收入和利润增速预测。**下半年低基数扰动会逐渐消除，我们假设下半年保持环比持平，测算得国有大行半年报收入同比 10%，全年 8.5%。而拨备多提背景下，有较大的利润调节空间，预计全年的利润增速能够与 1 季报持平、在 5% 左右。

**图表：资产质量平稳**

单季年化不良净生成								
	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	4Q18 环比	1Q19 环比	同比变动
不受 I9 影响								
国有行	0.80%	0.68%	0.81%	0.92%	0.67%	0.12%	-0.25%	-0.13%
股份行	1.10%	1.97%	1.28%	2.07%	1.60%	0.79%	-0.48%	0.50%
农商行	0.88%	1.08%	0.41%	2.16%	0.74%	1.75%	-1.42%	-0.15%
未剔除 I9 影响								
股份行	0.86%	1.29%	1.36%	2.49%	1.89%	1.13%	-0.60%	1.03%
城商行	1.05%	0.75%	0.73%	1.73%	1.98%	1.01%	0.25%	0.93%
农商行	0.65%	1.10%	1.10%	1.02%	1.07%	-0.08%	0.05%	0.43%
拨备覆盖率								
	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	4Q18 环比	1Q19 环比	同比变动
不受 I9 影响								
国有行	190.39%	192.82%	195.01%	201.08%	208.14%	6.07%	7.06%	17.75%
股份行	191.58%	184.89%	188.70%	186.72%	193.55%	-1.98%	6.83%	1.97%
农商行	194.57%	206.74%	229.05%	231.22%	253.61%	2.17%	22.38%	59.04%
未剔除 I9 影响								
股份行	209.07%	209.55%	206.27%	207.28%	204.78%	1.00%	-2.50%	-4.29%
城商行	274.80%	279.48%	287.07%	280.74%	273.59%	-6.33%	-7.16%	-1.22%
农商行	286.32%	310.55%	309.74%	354.13%	369.25%	44.39%	15.13%	82.93%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表：上市银行净息差环比变动拆解**

	生息资产收益率						计息负债付息率					
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	环比变动	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	环比变动
国有行	3.54%	3.57%	3.63%	3.63%	3.61%	-0.02%	1.68%	1.70%	1.75%	1.77%	1.82%	0.05%
股份行	4.27%	4.33%	4.39%	4.39%	4.35%	-0.04%	2.60%	2.64%	2.60%	2.49%	2.49%	0.00%
城商行	4.28%	4.27%	4.37%	4.39%			2.84%	2.82%	2.84%	2.77%	2.69%	-0.09%
农商行	4.59%	4.61%	4.72%	4.66%			2.39%	2.31%	2.27%	2.25%	2.27%	0.02%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表：上市银行低基数对营收同比增速贡献测算**

	1Q19	1H19	3Q19	2019
上市银行	13.8%	13.5%	11.7%	10.3%
国有行	10.9%	10.7%	9.5%	8.8%
股份行	18.6%	18.2%	15.4%	12.7%
城商行	22.2%	20.7%	18.0%	15.2%
农商行	23.5%	21.2%	17.8%	15.9%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **投资建议：大型银行具有防御性。**在市场不确定性增加背景下，我们看



好大型银行的防御性，大行中最看好的是工行、建行；其次是农行和中行。

- **风险提示：**经济下滑超预期。金融监管超预期。

**图表：银行估值表**

银行估值表（交易价格：2019-05-10）

	P/B		ROE		股息率
	2018A	2019E	2018A	2019E	2018A
工商银行	0.89	0.81	13.3%	12.7%	4.47%
建设银行	0.92	0.85	13.5%	12.9%	4.37%
农业银行	0.80	0.74	13.1%	12.2%	4.76%
中国银行	0.73	0.67	11.7%	11.1%	4.91%
交通银行	0.70	0.63	10.7%	10.5%	0.00%
招商银行	1.68	1.50	15.7%	15.9%	2.80%
中信银行	0.73	0.68	10.5%	10.4%	3.86%
浦发银行	0.75	0.68	12.4%	11.7%	3.09%
民生银行	0.66	0.61	12.3%	11.5%	5.65%
兴业银行	0.87	0.78	13.7%	13.2%	3.73%
光大银行	0.73	0.67	10.7%	10.8%	4.57%
华夏银行	0.59	0.54	10.8%	9.6%	2.29%
平安银行	0.99	0.89	10.7%	10.8%	1.07%
北京银行	0.74	0.69	10.9%	10.9%	4.67%
南京银行	1.05	0.92	15.2%	15.3%	4.63%
宁波银行	1.73	1.48	16.2%	15.5%	1.83%
江苏银行	0.83	0.76	11.2%	11.6%	4.58%
贵阳银行	1.06	1.28	17.0%	16.6%	2.92%
杭州银行	0.93	0.85	9.9%	10.1%	2.94%
上海银行	0.91	1.05	11.7%	12.1%	3.82%
成都银行	1.03	0.91	16.5%	16.5%	3.95%
江阴银行	0.85	0.98	7.8%	7.5%	0.98%
无锡银行	1.12	1.03	10.6%	10.7%	2.91%
常熟银行	1.35	1.23	12.9%	13.4%	2.35%
吴江银行	1.09	1.02	9.0%	9.2%	1.46%
张家港银行	1.24	1.17	8.9%	9.2%	2.31%
<b>上市银行平均</b>	<b>0.96</b>	<b>0.90</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.0%</b>	<b>3.17%</b>
<b>国有银行</b>	<b>0.84</b>	<b>0.74</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.9%</b>	<b>3.70%</b>
<b>股份银行</b>	<b>0.87</b>	<b>0.79</b>	<b>12.1%</b>	<b>11.7%</b>	<b>3.38%</b>
<b>城商行</b>	<b>1.03</b>	<b>0.99</b>	<b>13.6%</b>	<b>13.6%</b>	<b>3.67%</b>
<b>农商行</b>	<b>1.13</b>	<b>1.09</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.0%</b>	<b>2.00%</b>

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。