

农业银行 (601288.SH) 银行业
评级: 增持 维持评级
公司点评
马鲲鹏

 分析师 SAC 执业编号: S1130514080003
(8621)60230253
makunpeng@gjzq.com.cn

详解资本充足率下滑及息差变动因素

事件

农业银行 14 年上半年归属股东净利润 1040 亿元, 同比增长 12.6%, 略高于我们的预期 (1030 亿元, 同比增长 11.6%), 好于预期的成本控制业绩略超预期的主要原因, 中报详细数据请见下页图表。

评论

核心一级资本充足率受内评法并行期规定影响出现较大下滑: 农行已于今年 4 月获批实施高级资本管理办法的内评法, 6 月末, 内评法下核心一级资本充足率和总资本充足率分别为 8.65% (环比一季度下滑 83bps) 和 11.89% (环比一季度微升 2bps), 中报同时披露, 6 月末权重法下核心一级资本充足率和总资本充足率分别为 9.15% 和 11.50%, 两相对比, 高级资本管理办法实施后, 提升总资本充足率 39bps, 但却拉低了核心一级资本充足率 50bps, 这与同样实施了高级资本管理办法的中行的情况大不相同, 中行实施内评法后, 核心一级资本充足率和总资本充足率较权重法分别提升 75bps 和 63bps, 交行中报未披露权重法下资本充足率情况。管理层在业绩发布会上表示, 当前处于高级资本管理办法实施后为期 3 年的高级与初级办法并行披露期内, 根据监管要求, 在并行期内, 计入二级资本的超额贷款拨备 (拨备覆盖率超过 150% 对应的拨备) 需要乘以 9.52 的系数后计入加权风险资产 (即各级资本充足率计算的分母), 农行 6 月末拨备覆盖率为 346%, 计入二级资本的超额拨备较多, 但这就意味着被放大 9.52 倍后计入加权风险资产的超额拨备数量也较大, 由于超额拨备仅计入二级资本, 因此其较高的拨备覆盖率对核心一级资本充足率产生了明显的摊薄作用。我们在详细梳理了银监会相关监管规定后, 对农行、中行和交行进行了对比分析, 我们的测算表明, 超额拨备一项摊薄农行 6 月末内评法下核心一级资本充足率 88bps, 中行和交行由于拨备覆盖率较低, 超额拨备对内评法下核心一级资本充足率没有摊薄。在更多的超额拨备加入到二级资本中之后, 超额拨备对农行 6 月末内评法总资本充足率的摊薄效应降至 19bps, 但另一方面, 由于内评法下可计入二级资本的门槛从权重法下超过拨备覆盖率 100% 提高至了 150%, 因此, 超额拨备一项对 6 月末中行和交行内评法总资本充足率的摊薄效应分别为 46bps 和 47bps。详细分析请见下页。

贷款和同业资产是上半年息差环比回升的重要因素、存款结构走弱: 我们测算, 1H14 息差环比 2H13 扩大 6bps, 2Q14 息差环比 1Q14 下降 5bps。农行整个上半年都在大力扩张除买入返售外的同业资产, 6 月末, 存放同业较年初增长 32%、拆放同业较年初增长 77%, 买入返售较年初增长 2%。同业负债增速亦有大幅提升, 6 月末整体同业负债余额较年初增长 36%。我们对上半年息差环比扩大 6bps 的因素分析显示, 贷款结构改善贡献 5bps、同业资产利率提升贡献 7bps, 成为上半年息差环比扩大的最主要贡献因素。在存款端, 其结构弱化对上半年息差变动的贡献为 -14bps、成本保持相对稳定 (尤其是对公定期存款利率环比达 81bps 的下降) 贡献 10bps, 但存款端对息差变动的总体贡献是 -4bps, 上半年活期存款日均余额占比环比下降达 5 个百分点, 结构走弱是造成存款端对息差的总体贡献为负的主要原因。同业资产方面, 1H14 同业资产利率环比提升 83bps, 表现抢眼。更进一步看, 我们基于期初期末余额的分析显示, 上半年存放同业利率环比提升 83bps、拆放同业利率环比下降 14bps、买入返售利率环比上升 44bps, 上半年增速最快的拆放同业收益表现并不太理想。息差变动因素分析请见下页。

不良生成速度仍在上升、但资产质量压力应当小于同业: 上半年披露的不良率 1.24%, 环比上升 3bps。我们测算加回核销转让之后, 6 月末不良率为 1.36%、二季度不良生成率为 78bps, 较一季度 34bps 的水平有明显提高。横向比较, 我们认为农行面临的资产质量压力应当小于同业, 因为: 1) 6 月末拨备覆盖率达 346%, 不仅远高于中行和交行, 与股份制银行相比也优势显著; 2) 尽管 90 天内逾期贷款增速较快 (较年初增长 43%), 但关注类贷款增速非常低, 较年初仅增长 3%, 且不良/90 天以上逾期以及关注/90 天以内逾期等指标亦还有充分空间。

投资建议

短期内面临优先股发行等催化剂, 但资产质量压力预期仍未好转, 维持“增持”评级。

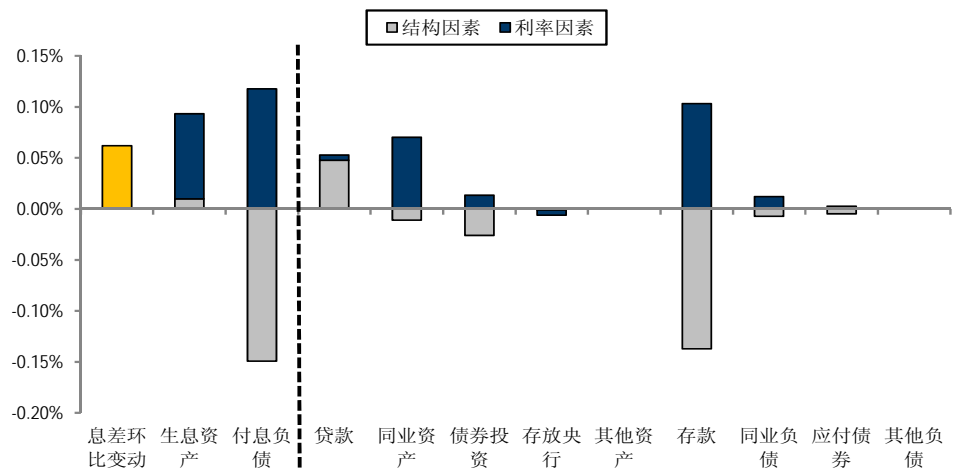
根据银监会相关文件的规定，内评法自批准实施后，并行期为三年。在这三年的并行期内，由于内评法带来的可计入二级资本的超额拨备增加需按以下公式计入加权风险资产： $9.52 * (\text{内评法下可计入二级资本的拨备} - \text{系数} * \text{权重法下可计入二级资本的拨备})$ ，其中第 1-3 年的系数分别为 95%、90%和 80%，若计算结果为负，则取 0。此外，在三年的并行期内，内评法下可计入二级资本的超额拨备为拨备覆盖率超过 150%所对应的拨备。在权重法下，可计入二级资本的超额拨备为拨备覆盖率超过 100%所对应的拨备，但不超过信用风险加权资产的 1.25%。对农行、中行和交行的详细对比分析请见下表。

图表1：内评法并行期内超额拨备因素对资本充足率的影响：农行、中行、交行对比分析

(1H14, 百万元)	农行	中行	交行
内评法（中报披露数据）：			
核心一级资本净额（a）	901,163	953,482	439,595
总资本净额（b）	1,238,975	1,169,956	523,626
加权风险资产（c）	10,422,045	9,427,218	4,106,731
核心一级资本充足率（d）	8.65%	10.11%	10.70%
总资本充足率（e）	11.89%	12.41%	12.75%
权重法（中报披露数据）：			
核心一级资本充足率	9.15%	9.36%	na
总资本充足率	11.50%	11.78%	na
内评法提升：			
核心一级资本充足率	-0.50%	0.75%	na
总资本充足率	0.39%	0.63%	na
超额拨备因素对内评法资本充足率的影响测算：			
1) 内评法并行期和权重法对超额拨备的不同处理			
内评法并行期内可计入二级资本超额拨备（f）	191,444	57,545	20,987
计算公式： $f=(l-150%)*k$			
权重法下可计入二级资本超额拨备（g）	95,483	100,475	40,362
计算公式：下述两项中较小者			
1) 拨备覆盖率超过100%对应的拨备			
计算公式： $(l-100%)*k$	240,180	100,475	40,362
2) 信用风险加权资产余额的1.25%			
计算公式： $1.25%*m$	95,483	107,874	42,885
内评法并行期第一年加权风险资产增加（h）	958,998	0	0
计算公式： $Max(9.52*(f-95%*g), 0)$ **			
** 该公式在并行期第2 和第3 年将分别变为 $9.52*(f-90%*g)$ 和 $9.52*(f-80%*g)$			
2) 剔除超额拨备因素的影响：若回到权重法			
核心一级资本净额（不变，即为等于a）	901,163	953,482	439,595
总资本净额（b-f+g）	1,143,014	1,212,886	543,001
加权风险资产（c-h）	9,463,047	9,427,218	4,106,731
核心一级资本充足率（i）	9.52%	10.11%	10.70%
总资本充足率（j）	12.08%	12.87%	13.22%
3) 内评法并行期内超额拨备因素对资本充足率的影响			
核心一级资本充足率（d-i）	-0.88%	0.00%	0.00%
总资本充足率（e-j）	-0.19%	-0.46%	-0.47%
辅助数据：			
不良贷款余额（k）	97,473	85,860	38,750
拨备覆盖率（l）	346%	217%	204%
总信用风险加权资产（m）	7,638,604	8,629,890	3,430,802

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2: 农业银行净息差环比变动因素分析 (1H14)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 季度业绩 - 农业银行

利润表 (百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	QoQ	YoY	1H13	2H13	1H14	HoH	YoY
净利息收入	89,288	90,714	95,622	100,578	103,142	106,296	3.1%	17.2%	180,002	196,200	209,438	16.4%	16.4%
非利息收入	30,043	24,913	20,761	10,706	32,958	24,239	-26.5%	-2.7%	54,956	31,467	57,197	81.8%	4.1%
净手续费收入	25,991	21,606	19,673	15,901	26,887	20,961	-22.0%	-3.0%	47,597	35,574	47,848	34.5%	0.5%
营业收入	119,331	115,627	116,383	111,284	136,100	130,535	-4.1%	12.9%	234,958	227,667	266,635	17.1%	13.5%
营业支出	(45,999)	(47,148)	(48,556)	(54,920)	(50,290)	(52,813)	5.0%	12.0%	(93,147)	(103,476)	(103,103)	-0.4%	10.7%
营业税金及附加	(7,076)	(6,581)	(6,997)	(6,572)	(7,253)	(7,204)	-0.7%	9.5%	(13,657)	(13,569)	(14,457)	6.5%	5.9%
拨备前营业利润 (PPOP)	73,332	68,479	67,827	56,364	85,810	77,722	-9.4%	13.5%	141,811	124,191	163,532	31.7%	15.3%
资产减值损失	(12,442)	(10,029)	(9,012)	(21,507)	(13,340)	(15,599)	16.9%	55.5%	(22,471)	(30,519)	(28,939)	-5.2%	28.8%
贷款和垫款减值损失	(12,442)	(9,769)	(9,012)	(20,903)	(13,180)	(13,905)	5.5%	42.3%	(22,211)	(29,915)	(27,085)	-9.5%	21.9%
营业利润	60,890	58,450	58,815	34,857	72,470	62,123	-14.3%	6.3%	119,340	93,672	134,593	43.7%	12.8%
营业外收支净额	(166)	328	176	824	(2,159)	3,150	-245.9%	860.4%	162	1,000	991	-0.9%	511.7%
利润总额	60,724	58,778	58,991	35,681	70,311	65,273	-7.2%	11.1%	119,502	94,672	135,584	43.2%	13.5%
所得税费用	(13,673)	(13,445)	(13,338)	(7,507)	(16,789)	(14,728)	-12.3%	9.5%	(27,118)	(20,845)	(31,517)	51.2%	16.2%
净利润	47,051	45,333	45,653	28,174	53,522	50,545	-5.6%	11.5%	92,384	73,827	104,067	41.0%	12.6%
少数股东权益	(40)	8	(17)	153	(92)	57	-162.0%	612.5%	(32)	136	(35)	-125.7%	9.4%
归属母公司股东净利润	47,011	45,341	45,636	28,327	53,430	50,602	-5.3%	11.6%	92,352	73,963	104,032	40.7%	12.6%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	0	na	na
普通股股东净利润	47,011	45,341	45,636	28,327	53,430	50,602	-5.3%	11.6%	92,352	73,963	104,032	40.7%	12.6%

资产负债表 (百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	QoQ	YoY	1H13	2H13	1H14	HoH	YoY
贷款总额	6,769,873	6,946,120	7,107,873	7,224,713	7,552,857	7,840,907	3.8%	12.9%	6,946,120	7,224,713	7,840,907	8.5%	12.9%
存款总额	11,611,336	11,487,183	11,802,544	11,811,411	12,535,428	12,809,504	2.2%	11.5%	11,487,183	11,811,411	12,809,504	8.5%	11.5%
不良贷款余额	85,683	86,697	87,916	87,781	91,991	97,473	6.0%	12.4%	86,697	87,781	97,473	11.0%	12.4%
贷款损失准备	291,793	298,707	305,628	322,191	333,273	337,653	1.3%	13.0%	298,707	322,191	337,653	4.8%	13.0%
资产总额	14,267,738	14,222,601	14,599,419	14,562,102	15,322,116	16,006,612	4.5%	12.5%	14,222,601	14,562,102	16,006,612	9.9%	12.5%
负债总额	13,467,419	13,431,370	13,770,647	13,717,565	14,416,967	15,098,875	4.7%	12.4%	13,431,370	13,717,565	15,098,875	10.1%	12.4%
母公司所有者权益	798,740	789,668	827,175	843,108	903,632	906,216	0.3%	14.8%	789,668	843,108	906,216	7.5%	14.8%
优先股	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	0	na	na
平均生息资产	12,847,194	13,665,808	13,577,762	13,763,996	13,938,108	14,632,540	5.0%	7.1%	13,256,501	13,670,879	14,285,324	4.5%	7.8%

每股数据 (元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	QoQ	YoY	1H13	2H13	1H14	HoH	YoY
普通股股本 (百万股)	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	0.0%	0.0%	324,794	324,794	324,794	0.0%	0.0%
EPS	0.14	0.14	0.14	0.09	0.16	0.16	-5.3%	11.6%	0.28	0.23	0.32	40.7%	12.6%
BVPS	2.46	2.43	2.55	2.60	2.78	2.79	0.3%	14.8%	2.43	2.60	2.79	7.5%	14.8%
DPS	-	-	-	0.18	-	-	na	na	-	0.18	-	na	na
PPOP/sh	0.23	0.21	0.21	0.17	0.26	0.24	-9.4%	13.5%	0.44	0.38	0.50	31.7%	15.3%

主要指标 (%)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	QoQ	YoY	1H13	2H13	1H14	HoH	YoY
ROA	1.37%	1.27%	1.27%	0.77%	1.43%	1.29%	-0.1pct	0.0pct	1.35%	1.03%	1.36%	0.3pct	0.0pct
ROE	24.29%	22.84%	22.58%	13.57%	24.47%	22.37%	-2.1pct	-0.5pct	24.00%	18.12%	23.79%	5.7pct	-0.2pct
净息差	2.78%	2.66%	2.82%	2.92%	2.96%	2.91%	-5bps	25bps	2.74%	2.87%	2.93%	6bps	19bps
成本收入比	32.62%	35.08%	35.71%	43.45%	31.62%	34.94%	3.3pct	-0.1pct	33.83%	39.49%	33.25%	-6.2pct	-0.6pct
有效税率	22.52%	22.87%	22.61%	21.04%	23.88%	22.56%	-1.3pct	-0.3pct	22.69%	22.02%	23.25%	1.2pct	0.6pct
贷存比	58.30%	60.47%	60.22%	61.17%	60.25%	61.21%	1.0pct	0.7pct	60.47%	61.17%	61.21%	0.0pct	0.7pct
不良贷款率	1.27%	1.25%	1.24%	1.22%	1.22%	1.24%	3bps	-1bps	1.25%	1.22%	1.24%	3bps	-1bps
拨备覆盖率	340.55%	344.54%	347.64%	367.04%	362.29%	346.41%	-15.9pct	1.9pct	344.54%	367.04%	346.41%	-20.6pct	1.9pct
拨贷比	4.31%	4.30%	4.30%	4.46%	4.41%	4.31%	-11bps	1bps	4.30%	4.46%	4.31%	-15bps	1bps
信用成本	0.19%	0.14%	0.13%	0.29%	0.18%	0.18%	0bps	4bps	0.33%	0.42%	0.36%	-6bps	3bps
非利息收入/营业收入	25.18%	21.55%	17.84%	9.62%	24.22%	18.57%	-5.6pct	-3.0pct	23.39%	13.82%	21.45%	7.6pct	-1.9pct
净手续费收入/营业收入	21.78%	18.69%	16.90%	14.29%	19.76%	16.06%	-3.7pct	-2.6pct	20.26%	15.63%	17.95%	2.3pct	-2.3pct
核心一级资本充足率	9.27%	9.11%	9.35%	9.25%	9.48%	8.65%	-0.8pct	-0.5pct	9.11%	9.25%	8.65%	-0.6pct	-0.5pct
一级资本充足率	9.27%	9.11%	9.35%	9.25%	9.48%	8.65%	-0.8pct	-0.5pct	9.11%	9.25%	8.65%	-0.6pct	-0.5pct
资本充足率	11.98%	11.81%	12.01%	11.86%	11.87%	11.89%	0.0pct	0.1pct	11.81%	11.86%	11.89%	0.0pct	0.1pct

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4：财务数据及预测—农业银行

利润表 (百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	同比增速 (%)				
							2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利息收入	307,199	341,879	376,202	412,733	445,996	483,875	11.3%	10.0%	9.7%	8.1%	8.5%
非利息收入	70,532	80,085	86,423	96,794	110,345	126,897	13.5%	7.9%	12.0%	14.0%	15.0%
净手续费收入	68,750	74,844	83,171	91,488	102,467	116,812	8.9%	11.1%	10.0%	12.0%	14.0%
营业收入	377,731	421,964	462,625	509,527	556,341	610,772	11.7%	9.6%	10.1%	9.2%	9.8%
营业支出	(156,768)	(180,758)	(196,623)	(214,319)	(232,536)	(252,302)	15.3%	8.8%	9.0%	8.5%	8.5%
营业税	(21,207)	(25,374)	(27,226)	(29,676)	(32,347)	(35,258)	19.6%	7.3%	9.0%	9.0%	9.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	220,963	241,206	266,002	295,208	323,804	358,470	9.2%	10.3%	11.0%	9.7%	10.7%
资产减值损失	(64,225)	(54,235)	(52,990)	(54,431)	(51,916)	(60,033)	-15.6%	-2.3%	2.7%	-4.6%	15.6%
贷款减值损失	(62,100)	(54,628)	(52,126)	(53,481)	(50,871)	(58,883)	-12.0%	-4.6%	2.6%	-4.9%	15.7%
营业利润	156,738	186,971	213,012	240,776	271,888	298,437	19.3%	13.9%	13.0%	12.9%	9.8%
营业外收支净额	1,463	956	1,162	1,278	1,406	1,547	-34.7%	21.5%	10.0%	10.0%	10.0%
利润总额	158,201	187,927	214,174	242,054	273,294	299,984	18.8%	14.0%	13.0%	12.9%	9.8%
所得税	(36,245)	(42,796)	(47,963)	(54,462)	(61,491)	(67,496)	18.1%	12.1%	13.6%	12.9%	9.8%
净利润	121,956	145,131	166,211	187,592	211,803	232,487	19.0%	14.5%	12.9%	12.9%	9.8%
少数股东权益	(29)	(37)	104	114	126	138	27.6%	-381.1%	10.0%	10.0%	10.0%
归属股东净利润	121,927	145,094	166,315	187,707	211,929	232,626	19.0%	14.6%	12.9%	12.9%	9.8%
优先股股息	0	0	0	1,300	5,200	5,200	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	121,927	145,094	166,315	186,407	206,729	227,426	19.0%	14.6%	12.1%	10.9%	10.0%

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
贷款总额	5,639,928	6,433,399	7,224,713	8,055,555	8,901,388	9,791,527	14.1%	12.3%	11.5%	10.5%	10.0%
存款总额	9,622,026	10,862,935	11,811,411	12,992,552	14,226,845	15,507,261	12.9%	8.7%	10.0%	9.5%	9.0%
不良贷款余额	87,358	85,848	87,781	100,769	113,487	118,160	-1.7%	2.3%	14.8%	12.6%	4.1%
贷款损失准备	229,842	279,988	322,191	360,392	394,306	434,495	21.8%	15.1%	11.9%	9.4%	10.2%
资产总额	11,677,577	13,244,342	14,562,102	16,217,167	17,900,897	19,677,776	13.4%	9.9%	11.4%	10.4%	9.9%
负债总额	11,027,789	12,492,988	13,717,565	15,140,723	16,622,618	18,193,041	13.3%	9.8%	10.4%	9.8%	9.4%
母公司所有者权益	649,601	749,815	843,108	1,074,872	1,276,549	1,482,834	15.4%	12.4%	27.5%	18.8%	16.2%
优先股	0	0	0	80,000	80,000	80,000	na	na	na	na	na
平均生息资产	10,773,045	12,147,635	13,463,690	15,040,207	16,492,724	18,162,135	12.8%	10.8%	11.7%	9.7%	10.1%

每股数据 (元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
普通股股本 (百万股)	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	0.38	0.45	0.51	0.57	0.64	0.70	19.0%	14.6%	12.1%	10.9%	10.0%
BVPS	2.00	2.31	2.60	3.06	3.68	4.32	15.4%	12.4%	18.0%	20.3%	17.2%
DPS	0.13	0.16	0.18	0.20	0.23	0.25	19.0%	13.1%	14.3%	12.9%	9.8%
PPOP/sh	0.68	0.74	0.82	0.91	1.00	1.10	9.2%	10.3%	11.0%	9.7%	10.7%

主要指标 (%)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROA	1.11%	1.16%	1.20%	1.22%	1.24%	1.24%	0.06%	0.03%	0.02%	0.02%	0.00%
ROE	20.46%	20.74%	20.88%	21.24%	18.96%	17.57%	0.27%	0.15%	0.36%	-2.28%	-1.39%
净息差	2.85%	2.81%	2.79%	2.74%	2.70%	2.66%	-0.04%	-0.02%	-0.05%	-0.04%	-0.04%
成本收入比	35.89%	36.82%	36.62%	36.24%	35.98%	35.54%	0.94%	-0.21%	-0.38%	-0.25%	-0.45%
有效税率	22.91%	22.77%	22.39%	22.50%	22.50%	22.50%	-0.14%	-0.38%	0.11%	0.00%	0.00%
贷存比	58.61%	59.22%	61.17%	62.00%	62.57%	63.14%	0.61%	1.94%	0.83%	0.57%	0.57%
不良贷款率	1.55%	1.33%	1.22%	1.25%	1.27%	1.21%	-0.21%	-0.12%	0.04%	0.02%	-0.07%
拨备覆盖率	263.10%	326.14%	367.04%	357.64%	347.45%	367.72%	63.04%	40.90%	-9.40%	-10.19%	20.27%
拨贷比	4.08%	4.35%	4.46%	4.47%	4.43%	4.44%	0.28%	0.11%	0.01%	-0.04%	0.01%
信用成本	1.17%	0.90%	0.76%	0.70%	0.60%	0.63%	-0.27%	-0.14%	-0.06%	-0.10%	0.03%
非利息收入/营业收入	18.67%	18.98%	18.68%	19.00%	19.83%	20.78%	0.31%	-0.30%	0.32%	0.84%	0.94%
净手续费收入/营业收入	18.20%	17.74%	17.98%	17.96%	18.42%	19.13%	-0.46%	0.24%	-0.02%	0.46%	0.71%
核心一级资本充足率	na	na	9.25%	9.19%	9.92%	10.45%	0.00%	na	-0.06%	0.73%	0.52%
一级资本充足率	9.50%	9.67%	9.25%	9.99%	10.63%	11.08%	0.17%	-0.42%	0.74%	0.65%	0.45%
资本充足率	11.94%	12.61%	11.86%	12.62%	13.11%	13.42%	0.67%	-0.75%	0.76%	0.49%	0.31%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD