

**杭州银行 2018 年暨 2019 一季报解读：
业绩保持高增、低估值高安全边际**
评级：增持(维持)

市场价格：

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

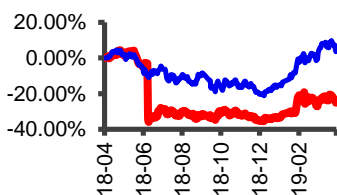
电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn
研究助理：邓美君

电话：

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn
研究助理：贾靖
Email: jjajing@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	5,130
流通股本(百万股)	2,082
市价(元)	8.54
市值(百万元)	43,812
流通市值(百万元)	17,778

股价与行业-市场走势对比


— 杭州银行 — 沪深300

相关报告

- 1 杭州银行 2018 业绩快报：个贷高增，资产质量大幅改善
- 2 杭州银行 18 年 3 季报解读：息差走阔，业绩持续高增

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13704	14118	17050	19706	21185
增长率 yoy%	10.58	3.02	20.77	15.58	7.51
净利润	4021	4550	5412	6482	7514
增长率 yoy%	8.56	13.16	18.95	19.78	15.92
每股收益(元)	1.54	1.24	1.05	1.06	1.26
净资产收益率	11.32	10.07	9.93	10.07	10.05
P/E	5.56	6.88	8.10	8.05	6.77
PEG					
P/B	0.58	0.75	0.93	0.85	0.76

备注：

投资要点

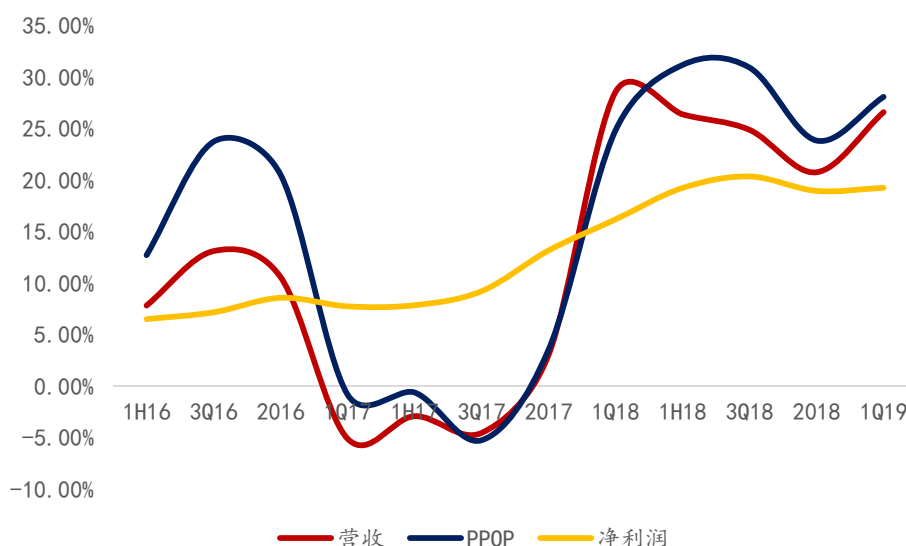
- **年报&季报亮点：1、1 季度业绩继续向上、营收和 PPOP 同比增长超 25%、净利润增速近 20%。2、1 季度息差环比回升，主要收益于负债端存款占比提升带来的付息率下行。3、净手续费收入 1 季度有所回暖，实现同比正增。年报&季报不足：1、核心一级资本充足率连续两季度下降，后续资本有待补充以支撑风险加权资产增长。2、1 季度不良净生成同比、环比有提升。**
- **杭州银行去年 4 季度营收和 PPOP 增速延续去年 2 季度以来的放宽趋势，1Q19 营收和 PPOP 增速继续向上，实现 25%以上的超高增速。净利润增速维持高位稳定，1 季度在去年较高基数下进一步增长 19%。1Q18-1Q19 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 28.6%/26.4%/24.9%/20.8%/26.6%、24.8%/31.2%/30.9%/23.8%/28.1%、16.2%/19.2%/20.4%/19%/19.3%。**
- **1Q19 业绩同比增长拆分：正向贡献业绩因子为规模、非息、成本。负向贡献因子为息差、拨备、税收。细看各因子贡献变化情况，1Q19 边际对业绩贡献改善的是：1、非息收入正向贡献显著增长。边际贡献减弱的是：1、规模 1 季度增速较 4 季度有效放缓。2、息差去年 4 季度正向贡献减弱，1 季度转为负向贡献(主要是受新准则影响)。3、成本正向贡献力度减弱，4、税收转为负向贡献。5、去年 4 季度拨备计提力度边际减小，1 季度稍有加大，对业绩的负向贡献先减小后增大。**
- **投资建议：公司 18E 19E PB 0.93X/0.85X；PE 8.1X/8.05X（城商行 PB 1.15X/1.09X；PE 9.77X/9.35X），公司业绩在高基数基础上仍同比高增，科创金融特色鲜明，现有估值较低，建议积极关注。**
- **风险提示：经济下滑超预期、公司经营不及预期。**

- **年报&季报亮点：**1、1 季度业绩继续向上、营收和 PPOP 同比增长超 25%、净利润增速近 20%。2、1 季度息差环比回升，主要收益于负债端存款占比提升带来的付息率下行。3、净手续费收入 1 季度有所回暖，实现同比正增。**年报&季报不足：**1、核心一级资本充足率连续两季度下降，后续资本有待补充以支撑风险加权资产增长。2、1 季度不良净生成同比、环比有提升。

4 季度营收和净利润增速稍有放缓，1 季度业绩继续向上

- 杭州银行去年 4 季度营收和 PPOP 增速延续去年 2 季度以来的放宽趋势，1Q19 营收和 PPOP 增速继续向上，实现 25% 以上的超高增速。净利润增速维持高位稳定，1 季度在去年较高基数下进一步增长 19%。1Q18-1Q19 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 28.6%/26.4%/24.9%/20.8%/26.6%、24.8%/31.2%/30.9%/23.8%/28.1%、16.2%/19.2%/20.4%/19%/19.3%。

图表：杭州银行业绩同比增速



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **1Q19 业绩同比增长拆分：**正向贡献业绩因子为规模、非息、成本。负向贡献因子为息差、拨备、税收。细看各因子贡献变化情况，1Q19 边际对业绩贡献改善的是：1、非息收入正向贡献显著增长。边际贡献减弱的是：1、规模 1 季度增速较 4 季度有放缓。2、息差去年 4 季度正向贡献减弱，1 季度转为负向贡献（主要是受新准则影响）。3、成本正向贡献力度减弱，4、税收转为负向贡献。5、去年 4 季度拨备计提力度边际减小，1 季度稍有加大，对业绩的负向贡献先减小后增大。

图表：杭州银行业绩增长拆分（累积同比）

	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19
规模增长	14.3%	14.1%	11.6%	12.8%	11.2%
净息差扩大	7.5%	3.2%	4.3%	1.3%	-5.7%
非息收入	6.7%	9.1%	8.9%	6.7%	21.0%
成本	-3.7%	4.8%	6.1%	3.1%	1.5%
拨备	-14.0%	-19.1%	-19.2%	-8.1%	-8.3%
税收	5.4%	7.3%	8.6%	3.2%	-0.8%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：杭州银行业绩增长拆分（单季环比）

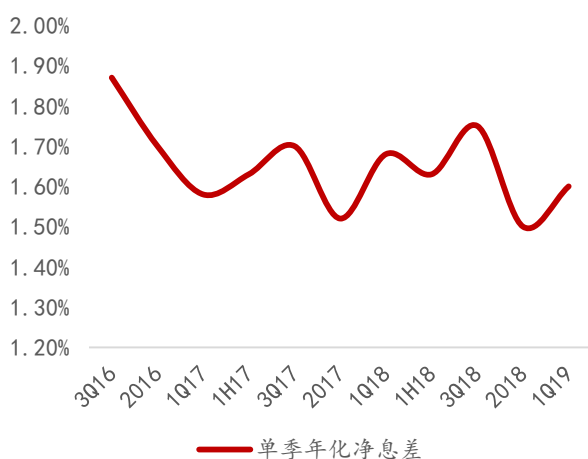
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
规模增长	2.5%	1.1%	1.4%	4.0%	4.3%
净息差扩大	11.3%	-3.3%	7.3%	-14.5%	6.6%
非息收入	-6.9%	1.2%	-1.7%	7.7%	12.1%
成本	11.9%	-7.6%	3.2%	-9.4%	21.9%
拨备	102.2%	2.4%	-20.8%	-13.4%	47.0%
税收	-48.6%	4.3%	3.7%	-2.6%	-10.5%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

净利息收入：4 季度息差拖累环比负增，1 季度规模和息差共同驱动

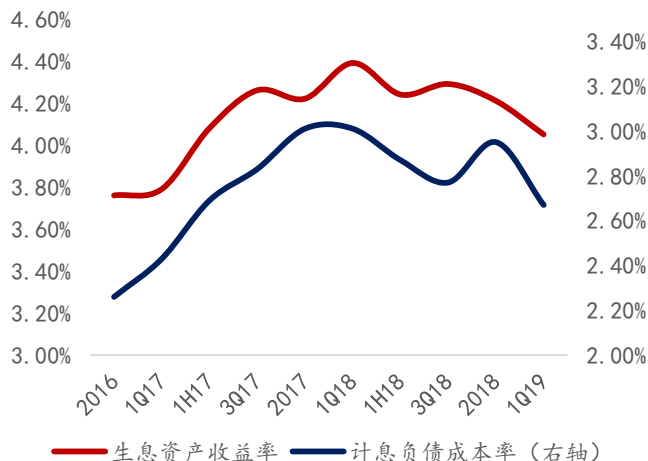
- 单季年化息差去年 4 季度环比下降 25bp 至 1.5%，带动净利息收入环比 -10.5%。1 季度息差回暖，环比上行 10bp 至 1.6%，和规模共同带动净利息收入环比增长 10.9%。其中生息资产分别环比 6.6%、2.2%。4 季度息差下行主要源于资产端收益率下行和负债端成本攀升，1 季度息差回暖则主要受益于负债成本的下降。从收益成本拆分看，1、生息资产收益率 4 季度环比下行 8bp、1 季度继续环比下行 16bp。4 季度资产收益率下行预计主要结构因素，贷款占比有下降；1 季度下行预计更为价格因素，银行让利实体经济导致的收益率不断下行。2、计息负债付息率 4 季度环比上行 18bp，1 季度则环比下降 28bp。预计 1 季度为价格因素影响，4 季度负债结构相对稳定，预计是负债付息率成本上行带来的总付息率上行，1 季度下行则是存款占比提升带来的。

图表：杭州银行单季年化净息差



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：杭州银行收益付息率（单季年化）



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

资产负债增速及结构：存款增速高位放缓，贷款保持高增

- 资产端：生息资产规模增速两季走阔，4 季度由同业资产支撑、1 季度由贷款和债券投资拉动。1、贷款：增速 4 季度高位稍有放缓，1 季度增

速继续反弹向上保持高增长，分别同比 23.5%、27.1%，占比生息资产比例提高至 40.4%。从贷款细分项看，企业贷款增速是持续走阔的，个贷增长 1 季度则稍有放缓，仍保持超高增速。票据规模持续压降。**2、债券投资：**3 季度债券投资规模有一定压降，1 季度重回正增长。其中 4 季度主要是可供出售类金融资产规模压降较多。**3、同业资产：**存放央行资产和同业资产 4 季度实现较高增速，分别同比+13.7%、70.2%，带动生息资产规模同比增速走阔。1 季度则有一定压降。

- **负债端：主动负债带动计息负债同比增速保持增长，4 季度/1 季度同比增长 13.3%/ 13.7%。**1、存款增速是持续放缓的，但是占比计息负债比例 1 季度提升至 64.4%。2018、1Q19 分别同比增长 18.8%、16.4%。**2、主动负债：**4 季度流动性宽松背景下，公司加大主动负债力度，其中 4 季度主要是同业负债支撑，1 季度主要是发债规模支撑。4 季度同业负债同比+14.9%，1 季度发债规模+24.3%。

图表：杭州银行资产负债增速和结构占比

	同比增速				占比			
	1H18	3Q18	4Q18	1Q19	1H18	3Q18	4Q18	1Q19
资产								
贷款	14.62%	24.10%	23.48%	27.10%	36.93%	40.39%	38.24%	40.40%
--企业贷款	10.89%	19.67%	21.73%	26.47%	22.49%	24.69%	23.21%	24.80%
--个人贷款	34.95%	35.81%	36.35%	35.64%	12.81%	13.83%	13.94%	14.22%
--票据	-33.42%	8.03%	-34.92%	-18.31%	1.63%	1.87%	1.09%	1.39%
债券投资	15.12%	1.45%	-4.79%	10.92%	45.81%	43.60%	44.59%	46.56%
存放央行	12.23%	7.31%	13.65%	-1.65%	8.12%	8.21%	9.05%	6.78%
同业资产	-4.03%	-16.42%	70.16%	-27.39%	9.14%	7.80%	8.12%	6.26%
生息资产合计	12.65%	8.10%	10.45%	12.01%				
负债								
	1H18	3Q18	4Q18	1Q19	1H18	3Q18	4Q18	1Q19
存款	29.54%	19.98%	18.76%	16.42%	63.70%	63.36%	63.31%	64.36%
发债	-7.19%	0.18%	-3.29%	24.29%	18.34%	18.70%	18.48%	20.48%
同业负债	-8.00%	-7.07%	14.89%	-6.26%	17.96%	17.94%	18.21%	15.15%
计息负债合计	13.05%	10.16%	13.29%	13.73%				

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

存贷细拆：对公贷款调结构，存款结构相对稳定

- **信贷投向分析：**下半年贷款投向占比和上半年保持一致，总体看仍以零售贷款投放为主。1、下半年零售贷款投放占比新增 51%，仍以消费经营贷和按揭为主，分别占比新增 28.9%、22.2%。**2、对公贷款调结构，投向低不良行业。**下半年公司对公贷款主要投向租赁商贸、水利公共设施行业，对制造业、批零业、住宿餐饮行业贷款投放有小幅压降，对金融业贷款则持续保持较高的压降力度。

图表：杭州银行比年初新增贷款占比

	2017	1H18	2018
制造业	10.9%	7.0%	-0.9%
建筑业	-5.2%	0.0%	2.5%
房地产业	-0.7%	-0.9%	6.5%
交通运输、仓储和邮政业	3.0%	2.0%	1.1%
金融业	-25.4%	-13.0%	-10.1%
批发和零售业	-8.1%	4.7%	-0.8%
租赁和商务服务业	41.8%	25.7%	19.1%
旅游服务业 (eg: 住宿餐饮等)	4.0%	0.3%	-0.8%
信息传输、计算机服务和软件	15.8%	4.0%	1.0%
水利、环境和公共设施管理业	37.2%	22.3%	30.6%
卫生、社会保障和社会服务业	-6.0%	-1.9%	-0.8%
其它	-12.4%	-1.2%	1.5%
对公贷款	55.0%	48.9%	48.9%
个人按揭贷款	15.7%	22.4%	22.2%
消费及经营性贷款	29.3%	28.7%	28.9%
个人贷款	45.0%	51.1%	51.1%

资料来源：公司报告，中泰证券研究所

- 存款情况分析: 活期化存款占比下降 0.4 个百分点, 储蓄存款增速良好。**
 - 从期限维度上看**, 活期存款同比增速放缓至 1.7%、定期存款规模增速保持高位, 同比增 49.7%。活期存款占比总存款比例较半年度略下降 0.4 个百分点至 50.6%。杭州银行活期存款占比在城商行中是出于相对高位的。
 - 从客户维度上看**, 和已披露业绩的银行保持一致, 储蓄存款呈现较为良好增长, 同比增长 34%, 占比总存款提升至 18.6%。

图表：杭州银行存款结构

	同比			占比		
	2017	1H18	2018	2017	1H18	4Q18
活期存款	27.8%	16.9%	1.7%	59.2%	51.0%	50.6%
定期存款	14.5%	54.0%	49.7%	35.9%	43.8%	45.2%
居民存款	2.8%	34.6%	34.0%	16.4%	18.0%	18.6%
企业存款	27.5%	30.8%	16.8%	78.6%	76.8%	77.3%
保证金及其他	11.0%	2.0%	-1.5%	5.0%	5.3%	4.1%
总存款	21.8%	29.5%	18.8%			

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

净非息收入：净手续费和净其他非息共同带动增速走阔

- 净非息收入 2018、1Q19 分别同比 65.2%、135.3%**, 4 季度主要是净其他非息收入带动, 1 季度则是由净手续费和净其他非息收入的共同带动。
 - 净手续费收入: 去年 4 季度负增速走阔, 1 季度则实现正增。**2018、1Q19 分别同比-22.6%、+7.4%, 其中 2018 年手续费收入主要是顾问咨询费、投资银行、托管业务及银行卡手续费拖累, 分别同比-20.6%、-13.7%、-50.9%、-6.7%。汇款计算、代理服务和信贷承诺业务则实现

较为良好增长。**2、净其他非息收入**分别同比增长**692.4%、228.3%**。去年四季度同比正增是投资收益带动（基金分红收入增加）、一季度则是受到新会计准则影响。

图表：杭州银行净手续费收入同比增速与结构

	同比增速			结构		
	2017	1H18	2018	2017	1H18	2018
净手续费收入	-21.7%	-25.1%	-26.8%			
手续费及佣金收入	-23.3%	-17.8%	-22.6%			
汇款及结算	-60.0%	-5.6%	24.1%	3.3%	5.2%	5.3%
代理服务(基金与资产管理代销)	-10.9%	21.9%	23.2%	4.7%	5.9%	7.4%
信贷承诺及贷款业务佣金	32.9%	39.7%	37.6%	5.7%	12.3%	10.2%
银行卡手续费	-17.0%	-10.1%	-6.7%	15.3%	19.0%	18.4%
顾问和咨询费	-48.6%	0.0%	-20.6%	4.1%	4.7%	4.3%
投资银行	-28.1%	-30.4%	-13.7%	21.5%	20.5%	24.0%
托管及其他受托业务佣金	-28.1%	-36.8%	-50.9%	40.3%	26.9%	25.6%
其他	2900.0%	15.6%	-26.7%	5.1%	5.6%	4.8%
手续费及佣金支出	-37.6%	70.5%	23.3%			

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

资产质量平稳

- 多维度看：1、不良维度——不良率继续环比下降，2018年不良净生成下降、19年一季度有上升。**公司4季度、1季度不良率分别为1.45%、1.40%，分别环比下降7bp、5bp。公司去年4季度单季年化不良净生成环比下降0.85个百分点至0.65%，1季度加大了不良核销转出力度，单季年化不良净生成率1季度环比有小幅上升至1.33%。公司关注类贷款占比持续下降，分别环比下降18bp、19bp至1.26%、1.07%，未来不良压力是持续下降的。
 2、逾期维度——逾期率、逾期90天以上年化净生成2018年改善较多，逾期率较半年度大幅下降0.72个百分点至1.19%，单季年化逾期90天以上净生成率下降0.62个百分点至0.11%，处于较低水平。
3、拨备维度——风险抵补能力持续提升。4季度、1季度拨备覆盖率分别为256%、264%，分别环比上升27%、8%；拨贷比分别为3.71%、3.70%，环比提升23、-1bp。

图表：杭州银行资产质量指标（未还原新准则影响）

	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	2018 环比变动	2019 环比变动
不良维度							
不良率	1.57%	1.56%	1.52%	1.45%	1.40%	-0.07%	-0.05%
不良净生成率（单季年化）	0.78%	1.08%	1.50%	0.65%	1.33%	-0.85%	0.68%
不良净生成率（累计年化）	0.78%	1.10%	1.29%	1.21%	1.33%	-0.08%	0.12%
不良核销转出率	35.23%	53.02%	58.51%	63.18%	74.73%	4.67%	11.55%
关注类占比	2.31%	2.08%	1.44%	1.26%	1.07%	-0.18%	-0.19%
(关注+不良)/贷款总额	3.88%	3.64%	2.97%	2.71%	2.47%	-0.26%	-0.24%
逾期维度							
逾期率	N.A.	1.91%	N.A.	1.19%	N.A.	-0.72%	
逾期 90 天以上净生成率(单季年化)		0.74%		0.11%		-0.62%	
逾期 90 天以上净生成率(累积年化)		0.74%		0.43%		-0.31%	
逾期净生成率（单季年化）		0.61%		-0.10%		-0.71%	
逾期净生成率（累积年化）		0.61%		0.25%		-0.36%	
逾期/不良	N.A.	122.36%	N.A.	82.06%	N.A.	-40.30%	
逾期 90 天以上/贷款总额	N.A.	1.68%	N.A.	1.07%	N.A.	-0.61%	
逾期 90 天以上/不良贷款余额	N.A.	107.30%	N.A.	74.08%	N.A.	-33.22%	
拨备维度							
信用成本（累积）	N.A.	1.72%	N.A.	1.80%	N.A.	0.08%	
拨备覆盖率	225.56%	228.81%	229.10%	256.01%	264.12%	26.91%	8.11%
拨备/贷款总额	3.54%	3.57%	3.48%	3.71%	3.70%	0.23%	-0.01%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

其他

- 成本收入比去年四季度小幅上升、一季度则同比下降。**2018、1Q19 单季年化成本收入比分别为 34.9%、24.2%、同比+2.21、-0.92 个百分点。其中业务及管理费分别同比+13.5%、+22%。1 季度成本收入比下降主要是业绩高增所致。
- 核心一级资本充足率连续两季度环比下降。**2018 年资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 8.17%、9.91%、13.15%，环比提升-4、-10、-17bp。1Q19 资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 8.05%、9.67%、12.78%，环比提升-12、-24、-37bp。核心一级资本充足率下降主要是公司风险加权资产增长较快，2018、1Q19 风险加权资产分别同比增长 19.8%。

- **前十大股东变动:** 第二、三大股东杭州财政局、杭州财开集团有限公司连续两季度增持, 2018 分别增持 0.2%、0.02%至 11.08%、7.76%; 1Q19 分别增持 0.36%、0.2%至 11.44%、7.96%。
- **投资建议:** 公司 18E 19E PB 0.93X/0.85X; PE 8.1X/8.05X (城商行 PB 1.15X/1.09X; PE 9.77X/9.35X), 公司业绩在高基数基础上仍同比高增, 科创金融特色鲜明, 现有估值较低, 建议积极关注。
- **风险提示:** 经济下滑超预期、公司业务推进不及预期。

图表：杭州银行盈利预测表

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
PE	6.88	8.10	8.05	6.77	净利息收入	12,267	13,992	16,154	17,166
PB	0.75	0.93	0.85	0.76	手续费净收入	1,617	1,183	1,301	1,431
EPS	1.24	1.05	1.06	1.26	营业收入	14,118	17,050	19,706	21,185
BVPS	11.42	9.20	10.05	11.30	业务及管理费	(4,482)	(5,101)	(5,912)	(6,355)
每股股利	0.30	0.25	0.25	0.29	拨备前利润	9,530	11,802	13,614	14,629
盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	拨备	(4,526)	(6,010)	(6,644)	(6,549)
净息差	2.30%	1.85%	1.58%	1.60%	税前利润	5,004	5,792	6,970	8,080
贷款收益率	6.51%	5.09%	4.87%	5.17%	税后利润	4,550	5,412	6,482	7,514
生息资产收益率	5.26%	3.91%	4.05%	4.19%	归属母公司净利润	4,550	5,412	6,482	7,514
存款付息率	2.44%	1.75%	1.83%	2.13%	资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
计息负债成本率	3.30%	2.28%	2.72%	2.93%	贷款总额	283,835	350,478	396,040	443,565
ROAA	0.59%	0.62%	0.67%	0.69%	债券投资	429,189	408,635	449,499	494,448
ROAE	10.07%	9.93%	10.07%	10.05%	同业资产	43,713	74,380	70,661	67,128
成本收入比	31.56%	30.29%	31.75%	29.92%	生息资产	829,736	916,454	1,014,232	1,115,918
业绩与规模增长	2017A	2018A	2019E	2020E	资产总额	833,339	921,056	1,028,015	1,149,434
净利息收入	4.87%	14.06%	15.45%	6.26%	存款	448,627	532,784	612,702	692,353
营业收入	3.02%	20.77%	15.58%	7.51%	同业负债	133,408	106,424	117,066	128,773
拨备前利润	3.53%	23.84%	15.36%	7.45%	发行债券	160,815	155,529	178,858	196,744
归属母公司净利润	13.16%	18.95%	19.78%	15.92%	计息负债	742,850	794,737	908,626	1,017,870
净手续费收入	-21.62%	-26.84%	10.00%	10.00%	负债总额	781,508	863,892	956,449	1,071,442
贷款余额	9.46%	14.56%	15.10%	23.48%	股本	3,664	5,130	5,130	5,130
生息资产	30.47%	32.13%	15.52%	10.45%	归属母公司股东权益	51,831	57,165	71,566	77,992
存款余额	11.57%	18.03%	21.81%	18.76%	所有者权益总额	51,831	57,165	71,566	77,992
计息负债	28.68%	35.11%	13.37%	6.98%	资本状况	2017A	2018A	2019E	2020E
资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	资本充足率	14.30%	13.15%	13.04%	11.64%
不良率	1.59%	1.45%	1.45%	1.46%	核心资本充足率	8.69%	8.17%	7.44%	6.98%
拨备覆盖率	211.52%	255.53%	280.70%	287.84%	杠杆率	16.08	16.11	14.36	14.74
拨贷比	3.36%	3.71%	4.06%	4.20%	RORWA	1.05%	1.02%	1.02%	0.99%
不良净生成率	1.31%	1.21%	1.20%	1.20%	风险加权系数	57.66%	62.50%	67.20%	72.12%

资料来源：公司财报，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。