

周观点：重视零售银行的配置价值

—银行业周报 20191202

银行业周报

2019年12月02日

报告摘要：

● 板块进入低估阶段

近期银行指数已经进入明显的超跌状态。截至11月29日，银行（中信）指数的PB只有0.82，处于近五年来的估值底部。展望未来银行股估值上升的催化剂充足。货币和财政的逆周期调控将从量价两方面给银行股带来利好。在量的方面，地方债和资本金政策双拳出击，银行资产增速有望保持较快增长。在价的方面，LPR的低频小幅调整对银行股的贷款定价影响缓慢。基本面价稳量升，银行股的估值修复会有足够的支撑点。前三季度上市银行（老16家）归母净利润同比增速达到6.79%，处于近四年来的高位。国内银行在监管层要求下已经提前将隐性不良贷款包袱出清化解。只要未来经济在逆周期调控下平稳调整，信用风险的暴露就在银行的可掌控范围之内。

● 把握零售银行投资机会

零售银行的投资逻辑和银行板块不完全相同。对公业务受益于稳定的宏观经济打造了基本盘，主要盈利增长点零售条线的消费金融、财富管理。两项业务在国内都处于初期阶段，有更广阔的发展空间。而且零售业务定价市场化，信用风险低，是经济下行期的优质资产。把握零售银行和零售业务，就是解决了经济下行期的资产荒困局。短期内板块的回调为零售银行又创造了较好的买入机会。结合当前估值和长期逻辑，建议关注即将上市的**邮储银行、招商银行、平安银行、兴业银行、宁波银行、浦发银行**。

● 板块行情：

本周银行指数（申万）下跌0.35%，同期沪深300指数下跌0.55%，上证综指下跌0.46%，银行板块跌幅相对较小，跑赢沪深300指数20bp，跑赢上证综指11bp。除新股外，本周银行板块中，涨幅排名前五的是贵阳银行（2.56%）、民生银行（1.48%）、工商银行（1.40%）、成都银行（1.30%）和张家港行（0.91%）。

● 本周大事

11月26日，央行、银保监会公开发布《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》，我们对此发表两篇点评，判断文件对上市银行的基本面影响较小。

11月27日，财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%，控制在依法授权范围内。

11月28日，国务院金融稳定发展委员会召开第十次会议，研究防范化解重大金融风险攻坚战进展和下一步思路举措等问题，部署近期金融改革开放重点工作。光大银行董事会同意聘任刘金先生为本行行长。

11月29日，银保监会发布银行保险机构公司治理监管评估办法（试行）通知，印发《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》。浦发银行董事会同意选举潘卫东先生为公司副董事长、聘任潘卫东先生为公司行长、聘任王新浩先生兼任公司财务总监。

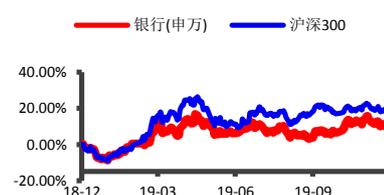
● 风险提示

关注信用风险的变化、息差下行压力。

推荐

维持评级

银行业与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号：S0100519090001

电话：0755-22662075

邮箱：guoqiwei@mszq.com

相关研究

1. 点评11月LPR调整：LPR如期下调，不改银行盈利稳定性
2. 点评10月金融和社融数据：社融低于预期，看好未来改善空间

一、周观点：板块进入低估阶段，把握零售银行投资机会

近期银行指数已经进入明显的超跌状态。截至11月29日，银行（中信）指数的PB只有0.82，处于近五年来的估值底部。最近一次达到这个估值水平是在2018年12月。当时市场因为对经济的担忧，抱团行情瓦解，导致负面情绪集中爆发。现在回头看，2018年12月是宝贵的投资机会。其后银行股一路上涨，在2019年4月16日达到阶段性高点，涨幅约26%。现在银行指数的估值从10月的高点回落后，又来到历史底部，具备充裕的估值上升空间。

图1：银行（中信）指数PB



资料来源：Wind，民生证券研究院

银行股估值上升的催化剂充足。货币和财政的逆周期调控将从量价两方面给银行股带来利好。在量的方面，地方债和资本金政策双拳出击，银行资产增速有望保持较快增长。近期财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%。另外国务院日前印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，部分基础设施项目的最低资本金比例下调，有利于撬动更多的信贷需求。在价的方面，LPR的低频小幅调整对银行股的贷款定价影响缓慢。如在LPR改革以后，在9月份更能反映贷款供需情况的一般性贷款新发放利率较6月仍然逆市上升2bp到5.96%。明年Q1又是贷款集中投放期，贷款定价预计能保持刚性。负债端的同业负债利率在结构性通胀和稳经济需求之下预计会保持平稳。基本面价稳量升，银行股的估值修复会有足够的支撑点。

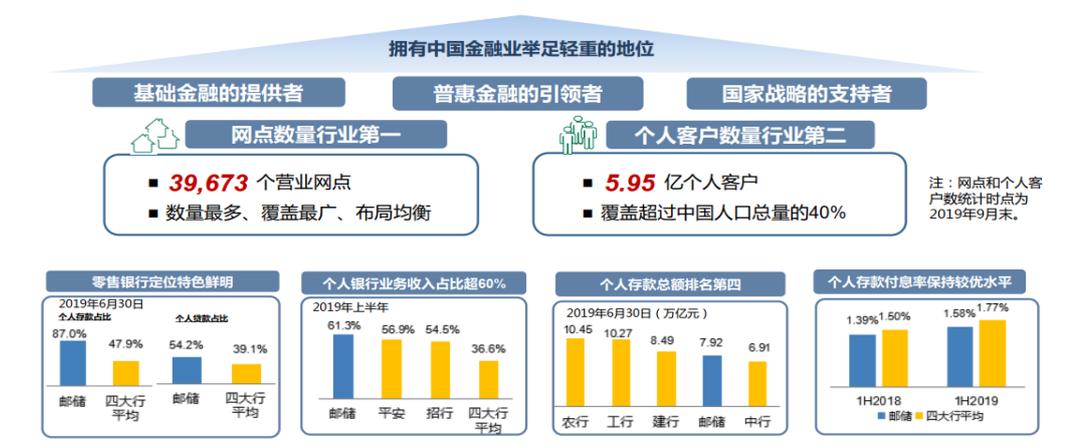
银行股的基本面处于改善通道。前三季度上市银行（老16家）归母净利润同比增速达到6.79%，处于近四年来的高位。在上市银行不良率下降的情况下，观察拨备前利润增速更能反映真实盈利能力，前三季度拨备前利润同比增速达到11.06%，已经回到双位数水平。通常理解经济下行会对银行资产负债表产生负面影响。但是国内银行在监管层要求下已经提前将隐性不良贷款包袱出清化解，去年将逾期90天以上贷款纳入到不良贷款，今年将逾期60天以上贷款也纳入不良类口径。只要未来经济在逆周期调控下平稳调整，信用风险的暴露就在银行的可掌控范围之内。

对零售银行可以更加有信心。零售银行的投资逻辑和银行板块不完全相同。对公业务受

益于稳定的宏观经济打造了基本盘，主要盈利增长点是零售条线的消费金融、财富管理。两项业务在国内都处于初期阶段，有更广阔的发展空间。而且零售业务定价市场化，信用风险低，是经济下行期的优质资产。把握零售银行和零售业务，就是解决了经济下行期的资产荒困局。今年以来零售银行股价表现最为显著。宁波银行、平安银行、招商银行、常熟银行四家零售小微逻辑的银行涨幅排在 A 股上市银行的前四名，其中宁波银行和平安银行的涨幅超过 60%。四家银行归母净利润增速都在双位数水平，ROA 都率先实现同比回升。短期内板块的回调为零售银行又创造了较好的买入机会。结合当前估值和长期逻辑，建议关注即将上市的邮储银行、招商银行、平安银行、兴业银行、宁波银行、浦发银行。

即将上市的邮储银行有望成为 A 股新的零售龙头标的。邮储银行具备国有行的行业地位，却拥有比肩股份行的业绩成长性。前三季度归母净利润同比增长 16.22%。高达 15.69% 的 ROE 水平，排在六大国有行首位。公司以零售业务为主要发展方向。通过近 4 万个网点，坐拥 5.89 亿户个人客户。公司过去以住房贷款为主要投放方向，未来将采取消费金融和资产管理联动的模式发展，充分挖掘零售业务的潜力。A 股 5.50 元/股的发行价，只是对应 2019 年中报的 1.0 倍 PB，还未充分反映公司的零售成长性。我们看好公司上市后的估值提升空间，建议重点关注。

图 2：邮储银行零售业务竞争优势突出，潜力巨大



资料来源：wind，民生证券研究院

二、行业热点

1、【点评《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》】

11月26日晚人行、银保监会就《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》公开征求意见，该办法将是我国系统重要性银行认定的重要依据。我们判断文件对上市银行的基本面影响较小。

延续去年《指导意见》精神，完善监管细则

回顾2018年11月，当时人行发布了《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，正式提出完善系统重要性金融机构监管的目标，加强防范金融风险。这次的《办法》就是针对银行业的实施细则之一。如果一家银行成为系统重要性银行，那么监管措施会从两方面进行完善。一是在日常通过执行特别监管要求，以增强其持续经营能力。二是在发生重大风险时，监管层会通过预设的特别处置机制，保障其关键业务和服务不中断，同时防范“大而不能倒”风险。

评选过程重点考察银行各项业务的市场占有率

确定系统重要性银行的过程主要包括三个环节：确定参评范围、初选和终选。调整后表内外资产余额在所有银行中排名前30的银行纳入参评范围，包括商业银行、开发性银行和政策性银行。然后计算各参评银行的系统重要性得分。评分总体思路是考察银行在细分领域中的市场占有率，包括表内外资产余额、金融机构间资产负债、发行证券和其他融资工具等等。市占率越高，得分就越高。不同的占有率通过加权计算出总得分。参评银行根据得分从低到高分为一二三四共四个组别。第一组入围门槛是300分，相当于各项指标平均达到市占率3%。第四组的入围门槛是1400分，相当于各项指标平均达到市占率14%（只是简单估算，实际情况要具体分析）。得到四个组别的初始名单后，监管会再经过调整确定最终名单。我们估计会分组实施不同的监管要求，组别序号越高，监管越严格。

最终名单可能包括多数大中型银行，对行业基本面较小

我们估计最终入选的银行数量可能在十几家左右。工农中建四大行已经是全球系统重要性银行，所以被列入国内系统重要性银行名单悬念不大。考虑到国内银行分为全国性和区域性两个层级，所以为防范跨区域风险，国有行、股份行、国开行和政策性银行纳入的概率也会比较大。最终名单可能会向下覆盖少数较大型的城商行。因为入选的银行较多，在实践中监管已经针对大中型银行实施了差异化监管，所以我们认为名单出台后，只是把已有的监管理念和措施明确化，对银行基本面的影响很小，不足以影响行业的投资逻辑。

2、【再点评《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》】

11月26日晚人民银行、银保监会就《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》公开征求意见，将为我国系统重要性银行（D-SIB）的认定提供重要依据。同时，人民银行拟牵头从实施附加资本要求、落实资本内在约束机制入手，强化D-SIB流动性、大额风险暴露等方面的监管要求。目前相关的监管细则尚未出台，通过对标香港监管要求，我们判断当前上市银行

资本较为充足，入选 D-SIB 对上市银行影响处于可控范围。

监管部门拟以附加资本为切入点强化特别监管要求

监管部门拟从实施附加资本要求、落实资本内在约束机制入手强化监管要求。根据《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》和《商业银行资本管理办法（试行）》推测，D-SIB 的核心一级资本充足率底线应该为最低要求 5%+储备资本 2.5%+逆周期资本 0%+D-SIB 附加资本 1%=8.5%。此外，被认定为全球系统重要性银行（G-ISB）的中农工建四大行适用的附加资本要求应不低于当前巴塞尔委员会的统一规定，即中行和工行 1.5%，农行和建行 1%。

香港按每年25%逐步推进系统重要性银行监管要求至全面达标

香港参照巴塞尔银行监督委员会发布的 D-SIB 框架制定了 D-SIB 监管制度，要求被指定为 D-SIB 的银行必须在 12 个月内满足附加资本要求。按得分情况将 D-SIB 分入组别 1 至 5，附加资本要求分别为 1.0%、1.5%、2.0%、2.5%和 3.5%。为防止 D-SIB 的系统重要性进一步提高，初期只使用前 4 个组别。此外，金管局设置了政策缓冲期，2016 年至 2019 年按每年 25% 的进度逐年推进至全面实施状态。

对标香港监管要求，我国系统重要性银行名单公布对行业基本面影响较小

我们估计最终入选的银行数量可能为十几家左右。考虑到规模、跨区域风险以及多元化，国有行、股份行、国开行、政策性银行以及少数较大型的城商行可能被纳入 D-SIB 范围。对标香港监管要求，当前绝大多数 A 股上市银行已达到政策发布第一年所面临的最严格核心一级资本充足率要求 8.125%。工建农中交招浦 7 家银行甚至已经达到监管要求全面实施状态下的最严格要求 10%。《指导意见》规定附加资本采用连续法计算，按系统重要性得分与组内最高得分的比值确定附加资本，有助于差异化管理，减轻系统重要性较低银行的资本压力。未来，部分银行可能获批实施资本计量高级法，进一步提升核心一级资本充足率。此外，因为在实践中监管已经针对大中型银行实施了差异化监管，所以我们认为名单的出台，只是把已有的监管理念和措施明确化，对银行基本面的影响很小，不足以影响行业的投资逻辑。

三、行业动态

【财政部】

- 1、财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。
- 2、财政部发布《关于中华人民共和国增值税法（征求意见稿）》向社会公开征求意见的通知。
- 3、财政部数据显示，10 月份，全国发行地方政府债券 964.6 亿元；累计发行 42787 亿元。截至 2019 年 10 月末，全国地方政府债务余额 213800 亿元。

【央行】

- 1、央行将开展第六期操作量 60 亿元，期限 3 个月的央行票据互换（CBS）操作。中国银行研究院发布的《2020 年度经济金融展望报告》指出，区块链技术为金融行业构筑全新的信用机制带来了可能，银行应采取相应发展策略，拓展区块链技术应用场景。
- 2、央行副行长范一飞指出：进一步促进国内标准与国际接轨，继续提高金融标准国际化水平；为规范引导新技术应用，人工智能、区块链、大数据、云计算等 17 项金融行业标准已经立项，正在加紧研制；重点开展区块链技术在金融领域应用的相关标准研制。
- 3、央行行长易纲在《求是》发文指出：不能让老百姓手中的票子变“毛”了不值钱了；不将汇率工具化 绝不搞“以邻为壑”的竞争性贬值；综合运用多种工具对房地产融资进行逆周期调节；要继续合理运用好结构性货币政策工具；正在强化对系统重要性金融机构和金融控股集团的宏观审慎管理；不搞竞争性的零利率或量化宽松政策。
- 4、央行等监管部门再次扩大了不良资产证券化的试点范围，新增入围机构包括四大资产管理公司、邮储银行和进出口银行、渣打银行（中国），以及贵阳银行、青岛银行、广州农商银行、重庆农商银行等 10 余家城商行和农商银行。

【证监会】

- 1、证监会主席易会满在《旗帜》杂志发表《满足人民群众财富管理需求，是新时代资本市场发展重要使命》署名文章。
- 2、证监会就修改《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则公开征求意见。
- 3、证监会答复《关于充分发挥资本市场的作用，支持环保产业规范良性发展的提案》：已基本实现所有在审企业的“即报即审、审过即发”；证监会答复《关于改善民营企业融资难让民营企业蓬勃发展的提案》：将继续支持各类符合条件的民营企业发行上市融资和再融资。证监会答复《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》：积极推动打造航母级头部证券公司 推动证券行业做大做强。

【国务院】

- 1、中共中央、国务院发布《关于推进贸易高质量发展的指导意见》：积极扩大进口，扩大

先进技术、设备和零部件进口；推动互联网、物联网、大数据、人工智能、区块链与贸易有机融合；推进跨境电子商务综合试验区建设；推动与世界重要经济体商建自由贸易区进程；继续敦促相关国家放宽对华出口管制。

2、国务院金融委召开第十次会议，强调加大周期调节力度，进一步深化市场和中小银行改革。中共中央国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，以上海青浦、江苏吴江、浙江嘉善为长三角生态绿色一体化发展示范区（面积约 2300 平方公里），示范引领长三角地区更高质量一体化发展。

3、中国银保监会印发《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》；银保监会完善商业银行资本工具发行的工作机制。

4、上交所发布《上海证券交易所科创板上市公司重大资产重组审核规则》。

四、公司公告

表 1：一周公司公告

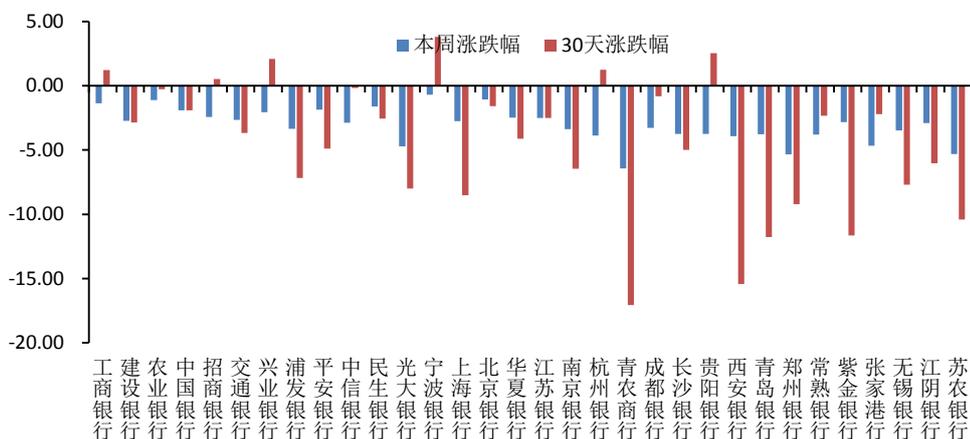
公司代码	公司名称	公告时间	公告内容
601658.SH	邮储银行	2019/12/01	公司公布首次发行股票网下初步配售以及网上中签结果，最终战略配售数量为 20.69 亿股，约占绿鞋行使前本次发行总量的 40.00%，约占绿鞋全额行使后本次发行总量的 34.78%。网下有效申购数量为 270.88 亿股。
601838.SH	成都银行	2019/12/01	公司股东成都启润投资所持有的 2700 万股限售股股份，占公司总股本的 0.75%，将于 12 月 5 日上市流通。
600000.SH	浦发银行	2019/11/29	公司董事会通过了选举潘卫东先生为副董事长以及浦发银行行长，聘请王新浩先生为财务总监的议案。
601818.SH	光大银行	2019/11/29	公司董事会通过了聘请刘金先生为光大银行行长以及董事候选人的议案。
601988.SH	中国银行	2019/11/29	证监会通过公司控股公司中银国际证券首次公开发行 A 股股票申请。
601997.SH	贵阳银行	2019/11/28	本次权益变动之前贵阳产控集团未持有贵阳银行股份，贵阳政府将贵阳投资控股集团、贵阳工投集团等企业股权整体划转到贵阳产控集团，贵阳产控集团通过贵阳投资控股集团、贵阳市国资、贵阳工投集团间接持有贵阳银行 6.28 亿股股份，合计占比 19.50%
601658.SH	邮储银行	2019/11/28	公司首日网上发行有效申购户数 888.2 万户，有效申购股数为 2053.83 亿股，网上发行初步中签率为 0.83%，回拨后网上发行中签率为 1.26%。
601998.SH	中信银行	2019/11/26	公司发行不超过 400 亿元人民币的无固定期限资本债券获得证监会批准。
601658.SH	邮储银行	2019/11/26	公司首次公开发行 A 股股票，发行价格为 5.50 元/股，于 2019 年 11 月 28 日进行网上和网下申购。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、上周市场回顾

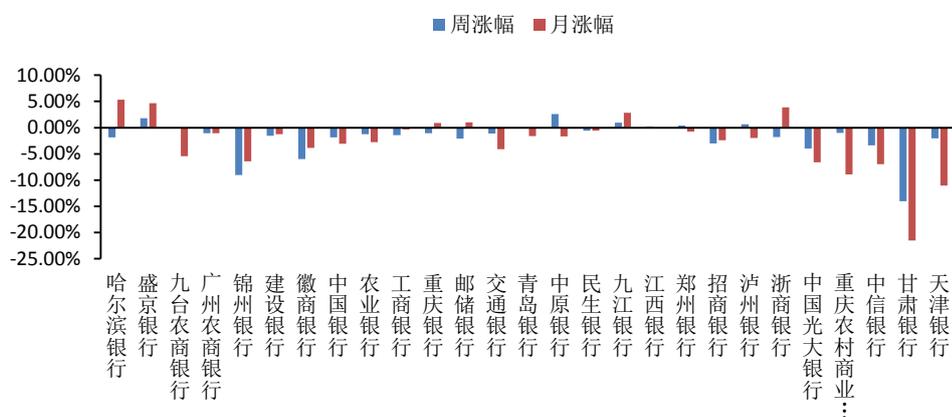
(一) 银行业上市公司

图 3：上周 A 股银行涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：上周 H 股银行涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 2: 上市公司涨幅表

公司代码	公司名称	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)	PB 估值	PB 占过去 5 年分位数 (%)	交易额 (亿元)	本周资金净流入量 (亿元)
601398.SH	工商银行	1.40	-2.03	12.78	0.85	5.40	35.63	0.55
601939.SH	建设银行	-0.56	-2.74	10.77	0.86	8.70	17.94	-0.48
601288.SH	农业银行	0.56	0.28	5.24	0.74	2.00	33.27	3.70
601988.SH	中国银行	0.55	-1.63	5.45	0.66	0.40	15.18	0.83
600036.SH	招商银行	-0.55	-0.33	30.74	1.62	78.00	58.54	-1.34
601328.SH	交通银行	0.18	-2.30	-0.62	0.61	0.30	17.10	-0.21
601166.SH	兴业银行	-0.94	1.18	23.72	0.83	19.30	40.69	0.81
600000.SH	浦发银行	-0.67	-6.73	15.42	0.73	8.20	18.73	-0.57
000001.SZ	平安银行	-1.92	-9.58	46.46	1.11	74.30	48.28	-3.51
601998.SH	中信银行	-0.17	-3.69	9.50	0.68	3.30	5.18	0.19
600016.SH	民生银行	1.48	0.16	6.09	0.61	1.20	18.04	0.72
601818.SH	光大银行	-1.20	-7.40	11.72	0.70	9.30	14.48	-0.12
002142.SZ	宁波银行	-3.70	-2.46	57.70	1.81	86.50	25.67	-3.51
601229.SH	上海银行	-0.54	-1.82	7.71	0.85	1.70	12.19	1.50
601169.SH	北京银行	0.18	0.91	-2.69	0.63	0.40	10.20	-0.47
600015.SH	华夏银行	0.27	-1.98	-3.56	0.57	4.40	6.01	-0.40
600919.SH	江苏银行	-0.43	-2.13	11.58	0.74	7.20	13.47	-1.38
601009.SH	南京银行	-1.08	-5.05	22.26	0.94	5.90	12.38	-0.63
600926.SH	杭州银行	-0.11	-2.79	13.45	0.87	19.40	8.17	0.33
002958.SZ	青农商行	-0.85	-9.86		1.37	0.80	3.92	-0.21
601838.SH	成都银行	1.30	0.83	2.00	0.91	2.00	5.12	-0.13
601577.SH	长沙银行	-0.93	-4.46	-5.95	0.87	0.30	3.11	-0.25
601997.SH	贵阳银行	2.56	1.21	15.00	0.91	10.70	7.15	-0.32
600928.SH	西安银行	-2.19	-7.32		1.29	6.40	3.30	-0.21
002948.SZ	青岛银行	-2.07	-6.90		1.18	0.90	2.16	-0.15
002936.SZ	郑州银行	0.00	-5.70	-16.92	0.84	1.70	1.81	-0.16
601128.SH	常熟银行	-1.70	-7.34	21.91	1.37	33.30	8.53	-0.48
601860.SH	紫金银行	0.32	-3.57		1.70	10.80	2.51	-0.10
002839.SZ	张家港行	0.91	-7.17	-7.66	1.02	4.10	2.73	-0.08
600908.SH	无锡银行	-0.76	-5.08	-6.62	0.90	0.50	1.70	-0.30
002807.SZ	江阴银行	0.00	-3.13	-6.12	0.86	0.30	1.17	-0.02
603323.SH	苏农银行	-0.40	-7.62	-15.72	0.80	0.20	2.08	-0.21

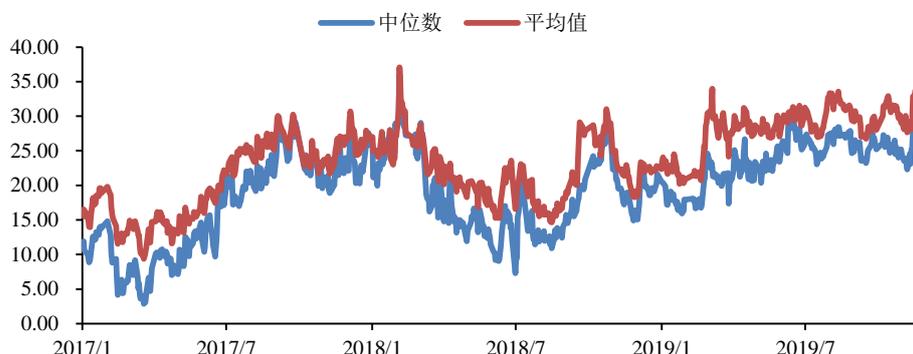
资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 3: AH 股溢价率前五

代码	公司名称	上周 AH 溢价率	本周 AH 股溢价率
601998.SH	中信银行	51.0%	56.1%
601818.SH	光大银行	32.1%	36.1%
601988.SH	中国银行	25.5%	28.7%
601288.SH	农业银行	24.8%	27.2%
601939.SH	建设银行	25.5%	26.9%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5：银行个股 A/H 股溢价率 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 利率市场

图 6：Shibor 利率 (%)



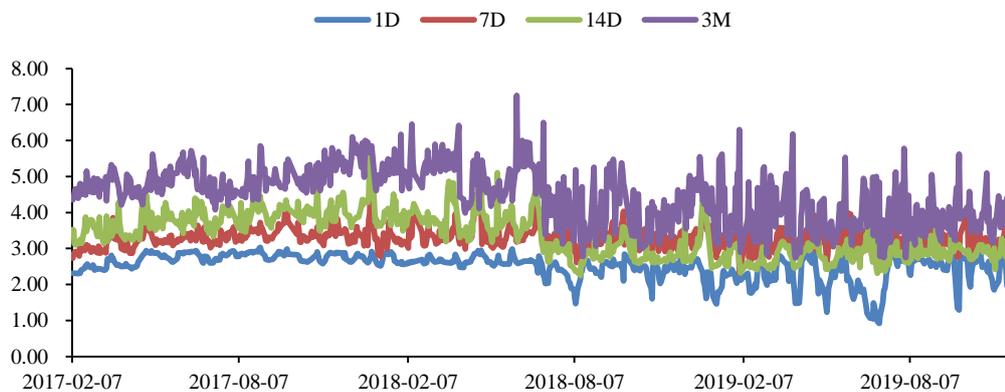
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：国债到期利率 (%)



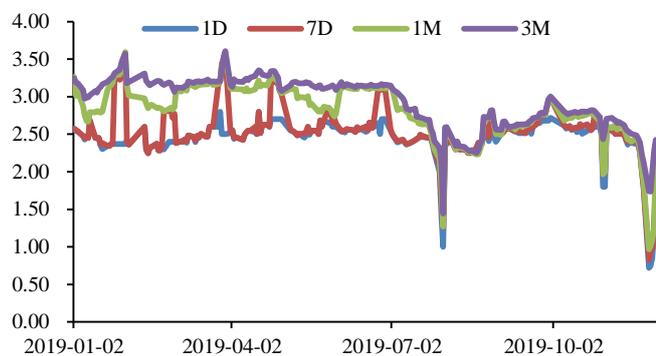
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：银行间同业拆借利率 (%)



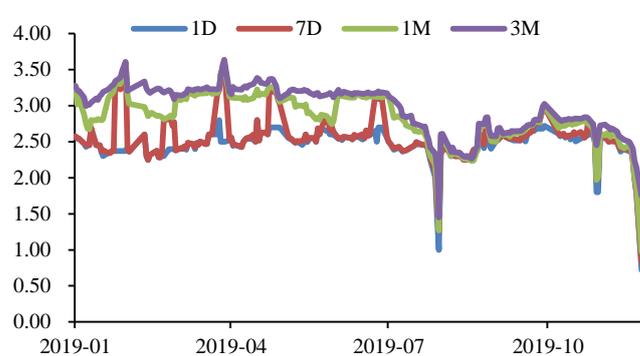
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：国股银票转贴现利率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：国股银票转贴现收益率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师简介

郭其伟，民生证券首席金融行业分析师。中山大学硕士，曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券，负责银行、非银行业方向的研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。