

周观点：D-SIBs 将成为个股估值的长期因素

—银行周报 20191209

银行周报

2019年12月09日

报告摘要：
● 本周重点报告《谁可能是国内系统重要性银行？》

根据《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》提出的国内系统重要性银行（D-SIBs）的评估标准。我们率先测算出可能的评估结果。和我们此前预期一致，约13家银行有望入选，包括工农中建交和邮储六大国有行，招行、兴业、民生、浦发、中信五家股份行，以及国开行和农发行。详见我们近期的报告《谁可能是国内系统重要性银行？—深度分析〈系统重要性银行评估办法（征求意见稿）〉》。

● 头部银行护城河优势加强，建议关注零售龙头标的

从长期看入选 D-SIBs 的银行将获得制度层面的护城河。护城河首先来自资本方面。规模较小的银行如果希望在表内外资产规模上反超头部银行，必须要做好入选国内系统重要性银行的准备，不管是在长期资本规划还是在日常内控监管上都需要做出额外的调整。另一方面来自业务创新资质。入选国内系统重要性的银行或会获得额外的监管利好，比如获批资本计量采取高级方法、得到更多创新业务的试点资格。能率先获批资本高级法的银行或能在资产运作上得到额外的空间。我们认为，国内系统重要性银行框架的实施，将成为提升头部银行估值溢价的长期因素。结合长期和短期的逻辑，我们建议重点关注具备估值修复空间的零售型龙头银行，如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）上涨 0.58%，同期沪深 300 指数上涨 1.93%，上证综指上涨 1.39%，银行板块涨幅相对较小。除新股外，本周银行板块中，涨幅排名前五的是宁波银行（2.93%）、江苏银行（2.32%）、江阴银行（2.07%）、平安银行（2.03%）和西安银行（1.79%）。

● 本周大事

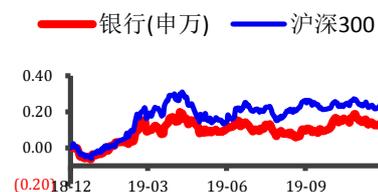
- 1) 财政部积极指导各地加快地方政府债券发行进度。1-11月，地方债券发行 4.32 万亿元，完成全年发行任务的 99%，其中新增债券、再融资债券、置换债券分别发行 3.04 万亿元、1.15 万亿元、0.14 万亿元。
- 2) 央行拟上线“电子信用证信息交换系统”将信用证业务线上化。首期试点功能包括开证、交单及清算等基础功能。
- 3) 11月我国外汇市场供求保持基本平衡，市场预期总体稳定。截至 2019 年 11 月末，我国外汇储备规模为 3.10 万亿美元，较年初上升 229 亿美元，升幅 0.7%。
- 4) 深交所正式发布与股票期权业务相关的《深圳证券交易所股票期权试点交易规则》等 10 项规则和《深圳证券交易所股票期权试点证券公司经纪业务指南》等 4 项指南，即日起实施。

● 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. 行业动态报告：谁可能是国内系统重要性银行？
2. 行业事件点评：理财净资本办法落地，明年 3 月开始施行

一、周观点：国内系统重要性银行将成为个股估值的长期因素

11月26日晚人行、银保监会发布《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》，正式提出国内系统重要性银行（D-SIBs）的评估标准。我们率先测算出可能的评估结果。和我们此前预期一致，约13家银行有望入选，包括工农中建交和邮储六大国有行，招行、兴业、民生、浦发、中信五家股份行，以及国开行和农发行。详见我们近期的报告《谁可能是国内系统重要性银行？—深度分析〈系统重要性银行评估办法（征求意见稿）〉》。

入选国内系统重要性银行一方面在发生风险时能够获得特别救助措施，另一方面也会面临更严格的日常监管要求，最核心的影响是要满足附加资本要求。对比国外经验，入选银行的核心一级资本充足率达标线将比其他银行高1-2pct。因为四大行是全球系统重要性银行（G-SIBs），资本达标线已经提高，所以这次新规的影响主要在股份行范围内。

虽然短期内入选银行需要额外补充核心一级资本，存在阶段性的资本压力，但是从长期看入选银行将获得制度层面的护城河。护城河首先来自资本方面。规模较小的银行如果希望在表内外资产规模上反超头部银行，必须要做好入选国内系统重要性银行的准备，不管是在长期资本规划还是在日常内控监管上都需要做出额外的调整。历史上已经有类似的例子。2016-2017年宏观审慎框架MPA实施，银行的资本充足率和表内外的广义信贷增速挂钩，资本紧缺的银行不得不同时放慢表内外的资产扩张速度。原来寄希望于通过非标资产做大规模的银行只能采取调结构控规模的精细化策略。MPA降低了银行的资产增速，现在实施的国内系统重要性银行框架制约了银行的静态资本水平。这对于已经入选的头部银行，竞争压力有了一定的缓解。

护城河的另一面来自业务创新资质。因为日常监管要求被提高，入选国内系统重要性的银行或会获得额外的监管利好，比如获批资本计量采取高级方法、得到更多创新业务的试点资格。资本计量高级法会是最重要的潜在利好。获批高级法的银行能够根据自身模型调整风险加权资产的风险权重系数，可以使用更低水平的系数。那么投资同样的资产，实施高级法的银行比实施权重法的银行消耗的资本更少。以招行为例，2019年中报显示高级法下的集团口径核心一级资本充足率为11.42%，较权重法下的10.17%提升125bp。银行的非标转标工作在今明两年还在推进。率先获批高级法的银行能在资产运作上得到额外的空间。

综上所述，严监管利好业务规范的头部银行，加强了其商业护城河，所以国内系统重要性银行框架的实施，将成为提升头部银行估值溢价的长期因素。但是在中短期内，银行股的估值分化主要体现在商业模式的差异上。在经济下行期零售业务因为信贷成本低，获得额外的估值溢价。近期银行板块估值已经回到历史底部，板块指数开始小幅回升。逆周期经济政策调控落地，将成为板块新的催化剂。结合长期和短期的逻辑，我们建议重点关注具备估值修复空间的零售型龙头银行，如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。

二、行业热点

1、【深度分析《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》】

约13家银行有望入选国内系统重要性银行

11月26日晚人行、银保监会发布《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》，正式提出国内系统重要性银行（D-SIBs）的评估标准。我们率先测算出可能的评估结果。和我们此前预期一致，约13家银行有望入选，包括工农中建交和邮储六大国有行，招行、兴业、民生、浦发、中信五家股份行，以及国开行和农发行。资产偏小的股份行以及大型城商行可能较难满足入选门槛。根据测算结果，或许没有银行能够入选要求最严格的国内系统重要性银行第4组，这降低了头部银行的资本达标压力。

入选银行能满足相关的附加资本要求

入选国内系统重要性银行一方面在发生风险时能够获得特别救助措施，另一方面也会面临更严格的日常监管要求。最核心的影响是附加资本要求。参考巴塞尔银行监督委员会 D-SIBs 框架和香港对 D-SIBs 监管要求，我们估计未来4个组别 D-SIBs 可能面临的附加资本要求从低到高分别是 1.0%、1.5%、2.0%、2.5%。根据测算结果，若被纳入对应组别，入选银行的核心一级资本充足率都已经达标。六家国有行和招行的资本盈余较多，少数股份行考虑到未来的资本扩张将可能需要加快资本补充。

可能实施四类缓冲措施帮助银行达标

一、附加资本将使用连续法计算，对每家银行都实行差异化管理。同样组别内评估得分较低的银行，其适用的附加资本要求和监管指标更宽松，将更容易达标。二、或有更多银行能够使用高级法计量资本，资本消耗更少。获批高级法的银行能够根据自身模型调整风险加权资产的风险权重系数，可以使用更低水平的系数。三、附加资本要求或分阶段实施。参考香港经验，香港金管局于2016年1月起分阶段实施附加资本要求，按照每年25%的进度逐年推进。四、可能加快银行再融资节奏。目前多数银行的再融资已经在紧锣密鼓地推进之中。

重视银行股配置机会，把握低估值零售标的

因为在实践中监管层已经针对大中型银行实施了差异化监管，入选国内系统重要性银行相当于把差异化监管指标化、具体化。国内系统重要性银行制度是将宏观审慎监管和行为监管体系进行协调，共同对金融风险进行防范，改变以往“多头治水”的格局，为头部金融机构的精细化监管打好制度基础。严监管实质增强了头部银行的制度护城河。目前银行股已经进入超跌状态，PB估值回到历史低位。逆周期经济政策落地将成为银行股的催化剂，带动基本面进一步改善。建议重点关注低估值零售标的，如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。

2、【点评《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》】

12月2日银保监会发布实施《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》。正式稿较9月20日发布的征求意见稿改动不大，符合预期。

正式稿仅有微调，施行时间是从明年3月1日起

正式稿和征求意见稿基本一致。细节改动主要是参考证监会净资本监管制度，明确了以长期信用评级为基准的信用债券，其短期信用评级的调整方式。以及非标准化债权类资产的融资方同时具有两家以上境内评级机构评级的，以较低的评级为准。另外还确定了正式稿的施行时间是从 2020 年 3 月 1 日开始。距离现在大约三个月时间，净资本不达标的银行或需要尽快对理财子公司注册资本进行调整。

引入净资本监管框架，利好资管业务占优的银行

办法的出台主要是为理财子公司引入净资本的监管框架，规范行业发展。新增加两个监管指标：1. 净资本不得低于 5 亿元人民币或等值自由兑换货币，且不得低于净资产的 40%。2. 净资本不得低于风险资本的 100%。净资本为净资产经调整后计算得出。风险资本主要由理财子公司的自有资金和理财资金投资各类资产余额，乘以对应的风险系数后计算得出。预计第一项标准达标较为容易，第二项标准尤其是理财资金对应的风险资本要求，将是约束理财子公司规模扩张的主要限制。如果银行要实现理财规模较快扩张，将需要具备足够的资本进行支撑，资管存量规模较大的银行，其市场地位将进一步巩固。

风险系数设计用心良苦，引导非标转标

理财资金对应的风险资本的风险系数分为 0%、1%、1.5%、2%、3% 五档，系数越大，需要的净资本越多。标准化资产的系数都是 0%，非标资产的系数统一从 1.5% 起步，鼓励银行非标转标的监管方向非常明确。在目前拥有设立理财子公司资格的 27 家银行中，工农中建交 5 家银行的子公司已经开业，包含招行在内的多家银行的子公司获批筹建，其他银行多已经提交申请。我们根据 2019 年上半年理财市场报告披露的理财产品投向估算理财子公司的资本缺口（具体见后文），绝大多数银行理财子公司规划的注册资本都能达标。只有少数银行有一定资本缺口，但规模较小，即便增资也不致于影响资本充足率水平。总体上新规符合一贯的监管思路，降低银行压力，稳步推进资管转型。

三、行业动态

【财政部】

- 1、财政部积极指导各地加快地方政府债券发行进度。1-11月，地方债券发行4.32万亿元，完成全年发行任务的99%，其中新增债券、再融资债券、置换债券分别发行3.04万亿元、1.15万亿元、0.14万亿元。
- 2、财政部发布《关于切实加强地方预算执行和财政资金安全管理有关事宜的通知》要求，继续强化地方国库现金管理风险防范。
- 3、财政部发布通知，对内地个人投资者通过沪港通、深港通投资香港联交所上市股票取得的转让差价所得和通过基金互认买卖香港基金份额取得的转让差价所得，自2019年12月5日起至2022年12月31日止，继续暂免征收个人所得税。

【央行】

- 1、央行与澳门金融管理局签署了双边本币互换协议。协议规模为300亿人民币/350亿澳门元，协议有效期三年，经双方同意可以展期。
- 2、央行支持在北京市率先开展金融科技创新监管试点，运用现代信息技术赋能金融提质增效，营造守正、安全、普惠、开放的金融科技创新发展环境。
- 3、央行拟上线“电子信用证信息交换系统”将信用证业务线上化。首期试点功能包括开证、交单及清算等基础功能。

【证监会】

- 1、证监会网站发布《对十三届全国人大二次会议第2720号建议的答复》。《答复》称，针对因身份信息泄露而造成金融纠纷的事件，一方面将积极探索金融交易风险分级，另一方面将利用大数据打击非法互联网金融活动。
- 2、证监会发布《证券期货经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（试行）》：明确了MOM产品的定义和运作模式；界定了参与主体的职责；对管理人和投资顾问要具备相应能力；对产品投资运作提出了规范性要求；加强利益冲突的防范和风险的管控，强化关联交易、非公开信息的管控。

【其他要闻】

- 1、中共中央政治局分析2020年经济工作会议称：明年全面做好“六稳”工作，保持经济运行在合理区间；我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变；加快现代化经济体系建设，建设更高水平开放型经济新体制。
- 2、中国外汇交易中心发布新版《银行间人民币外汇市场交易规则》。
- 3、11月我国外汇市场供求保持基本平衡，市场预期总体稳定。截至2019年11月末，我国外汇储备规模为3.10万亿美元，较年初上升229亿美元，升幅0.7%。
- 4、近期，金融委会议多次“喊话”释放强烈信号，对中小银行发展的支持政策将全面升级。
- 5、Wind数据统计显示，11月银行二级资本债发行升温。9家银行于今年11月份发行二级资

本债，包括一家国有大行、一家外资行和 7 家中小银行，合计发行规模达 611 亿元。

6、港交所回应拟缩短招股时间，表示该项研究目前尚处于初期阶段，待有具体方案时会适时披露。

7、深交所正式发布与股票期权业务相关的《深圳证券交易所股票期权试点交易规则》等 10 项规则和《深圳证券交易所股票期权试点证券公司经纪业务指南》等 4 项指南，即日起实施。

四、公司公告

表 1：一周公司公告

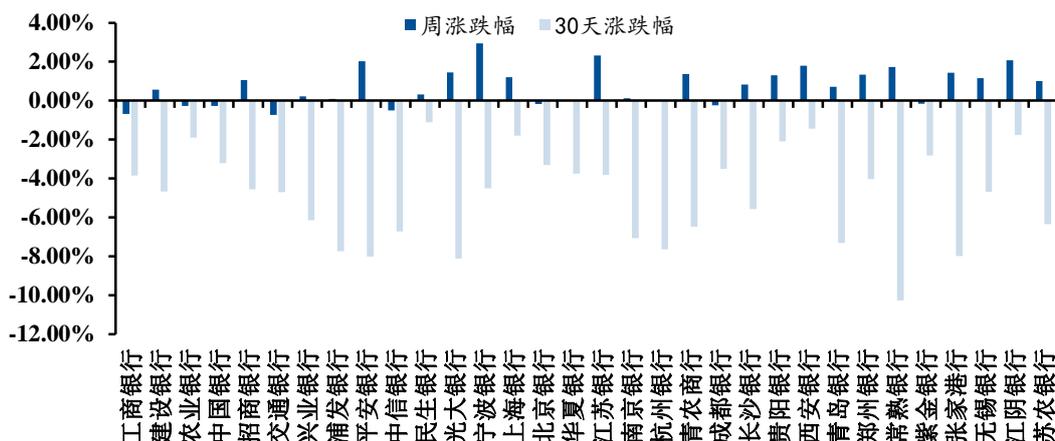
公司代码	公司名称	公告时间	公告内容
601658.SH	邮储银行	2019/12/08	1) 公司将于 2019 年 12 月 10 日在上海证券交易所上市，股票发行价格为 5.50 元/股，本次 A 股发行的超额配售选择权行使前，本次发行的发行规模为 51.72 亿股，占本次发行完成后总股数的 6%；若本次 A 股发行的超额配售选择权全额行使，则本次发行的发行规模为 59.48 亿股，占本次发行完成后总股数的 6.84%； 2) 公司股东邮政集团计划自 12 月 10 日起 12 个月内择机增持邮储银行股份，增持金额不少于 25 亿。截至 12 月 9 日，邮政集团持有公司股份 558.48 亿股，占公司已发行普通股的 64.79%。
600926.SH	杭州银行	2019/12/06	1) 公司上海分行因与上海璟合公司共计 11.86 亿元的金融借款合同纠纷于 12 月 3 日向上海金融法院递交起诉状，并于近日收到上海金融法院的《受理通知书》。 2) 公司优先股杭银优 1 将于 12 月 16 日派发现金股息，每股发放现金股息 5.20 元(含税)，合计发放现金股息 5.20 亿元(含税)。
601998.SH	中信银行	2019/12/05	银保监会批准出资不超过人民币 50 亿元筹建信银理财公司。
601288.SH	农业银行	2019/12/05	公司聘任张旭光先生为副行长。
600908.SH	无锡银行	2019/12/04	公司完成稳定股价措施，增持股份合计占本行总股本比例为 0.04%，增持金额合计 384.88 万元。
601658.SH	邮储银行	2019/12/04	公司 A 股 IPO 结果公布，网上投资者缴款认购的股份数量为 24.74 亿股，金额 136.08 亿元。网下投资者缴款认购的股份数量 12.86 亿股，金额 70.74 亿元。
601169.SH	北京银行	2019/12/03	公司将于 12 月 11 日派发优先股股息共 2.205 亿元，每股现金股利 4.5 元(含税)。
600000.SH	浦发银行	2019/12/03	公司调整优先股一期票面股息率，调整后浦发优 1 的票面股息率为 5.58%，起息日为 2019 年 12 月 3 日，股息每年支付一次。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、上周市场回顾

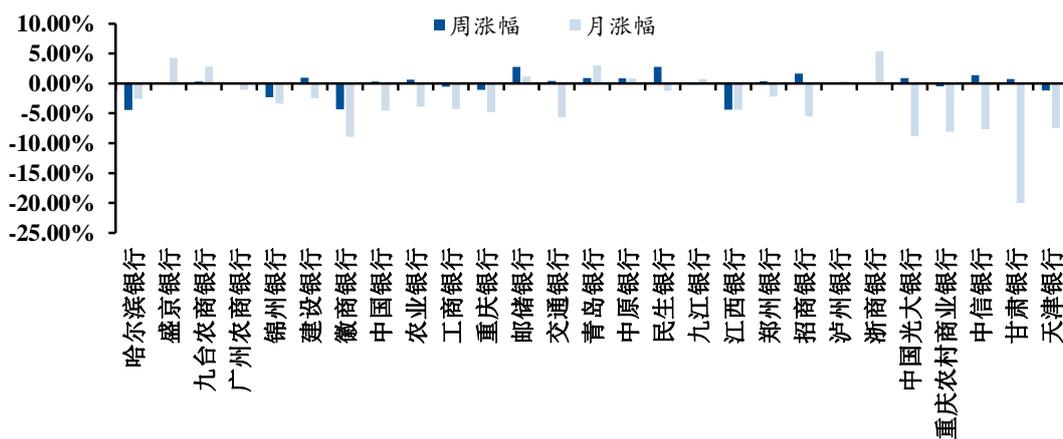
(一) 银行业上市公司

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	-0.69	-3.85	7.48	0.85	2.70	25.48	1.01

601939.SH	建设银行	0.56	-4.67	7.53	0.87	10.20	14.55	-2.72
601288.SH	农业银行	-0.28	-1.90	1.12	0.74	1.40	21.72	3.08
601988.SH	中国银行	-0.28	-3.21	0.28	0.66	0.40	10.49	-0.19
600036.SH	招商银行	1.05	-4.56	25.99	1.63	81.50	44.46	-0.04
601328.SH	交通银行	-0.73	-4.70	-6.17	0.60	0.10	16.41	-2.18
601166.SH	兴业银行	0.21	-6.15	18.09	0.83	20.20	33.51	0.27
600000.SH	浦发银行	0.08	-7.74	9.36	0.73	8.60	13.27	-0.43
000001.SZ	平安银行	2.03	-8.02	52.20	1.13	76.50	43.19	-1.70
601998.SH	中信银行	-0.50	-6.72	6.23	0.68	2.40	3.75	-0.14
600016.SH	民生银行	0.32	-1.12	1.98	0.61	2.00	11.13	-0.41
601818.SH	光大银行	1.45	-8.11	8.27	0.71	12.80	13.39	0.25
002142.SZ	宁波银行	2.93	-4.50	63.25	1.87	92.10	17.30	1.29
601229.SH	上海银行	1.20	-1.80	-19.27	0.86	5.20	6.65	-0.27
601169.SH	北京银行	-0.18	-3.31	-7.65	0.63	0.50	7.32	-1.27
600015.SH	华夏银行	0.00	-3.76	-3.63	0.57	4.50	3.89	-0.67
600919.SH	江苏银行	2.32	-3.81	12.06	0.75	13.80	9.26	-1.52
601009.SH	南京银行	0.12	-7.07	19.14	0.94	6.20	11.40	-0.77
600926.SH	杭州银行	0.00	-7.64	12.97	0.87	19.50	5.38	-0.42
002958.SZ	青农商行	1.37	-6.47		1.38	7.40	3.35	0.03
601838.SH	成都银行	-0.23	-3.51	0.83	0.91	1.50	4.05	-0.23
601577.SH	长沙银行	0.82	-5.58	-2.49	0.88	2.00	2.63	-0.64
601997.SH	贵阳银行	1.30	-2.10	-15.95	0.92	14.70	4.82	-0.71
600928.SH	西安银行	1.79	-1.44		1.31	14.10	2.70	-0.02
002948.SZ	青岛银行	0.71	-7.31		1.18	2.70	1.37	-0.09
002936.SZ	郑州银行	1.34	-4.03	-13.88	0.85	6.10	1.80	-0.20
601128.SH	常熟银行	1.73	-10.26	22.14	1.39	35.00	8.92	-0.55
601860.SH	紫金银行	-0.16	-2.82		1.70	11.00	2.16	-0.01
002839.SZ	张家港行	1.44	-7.98	-3.09	1.03	7.40	1.94	0.01
600908.SH	无锡银行	1.15	-4.68	-5.87	0.91	1.70	1.47	-0.20
002807.SZ	江阴银行	2.07	-1.77	-16.26	0.88	2.80	1.40	-0.23
603323.SH	苏农银行	1.01	-6.34	-20.57	0.81	1.40	1.69	-0.01

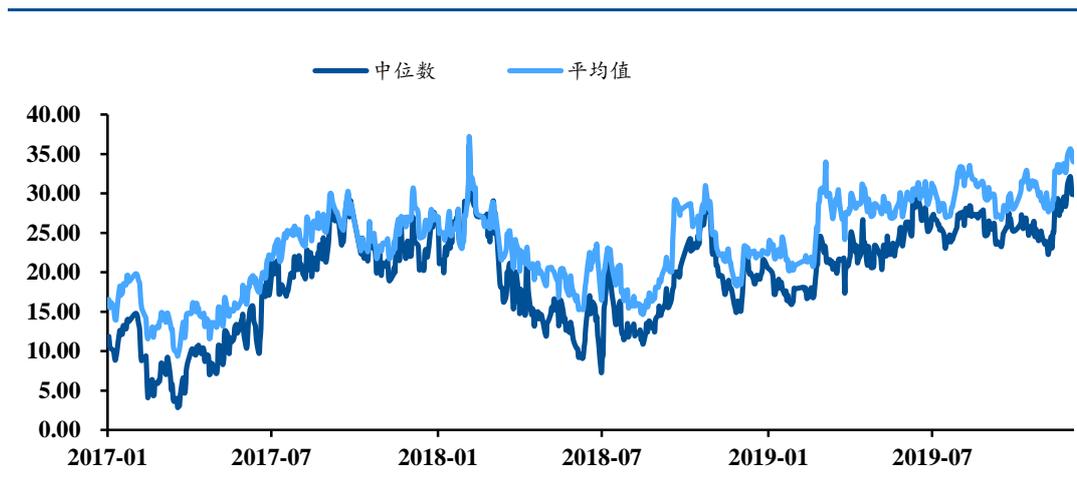
资料来源: Wind, 民生证券研究院

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	56.1%	53.0%
601818.SH	光大银行	36.1%	36.7%
601988.SH	中国银行	28.7%	27.8%
601939.SH	建设银行	26.9%	26.3%
601288.SH	农业银行	27.2%	25.9%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

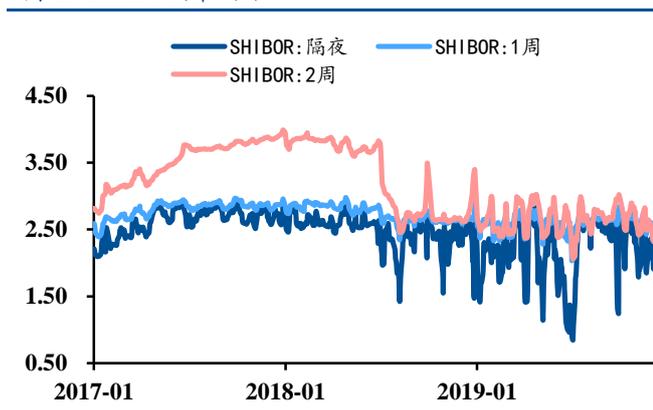
图 5: 银行个股 A/H 股溢价率 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

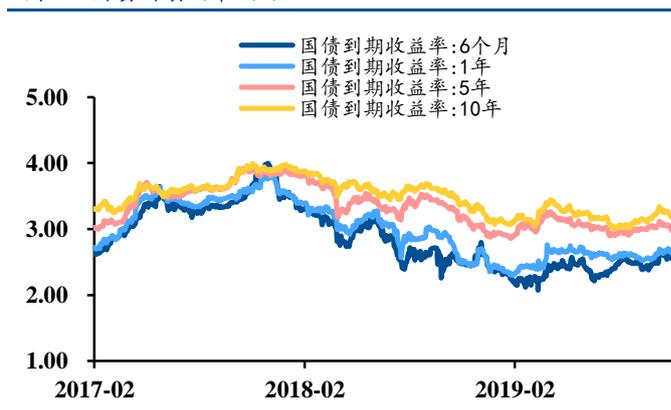
(二) 利率市场

图 6: Shibor 利率 (%)



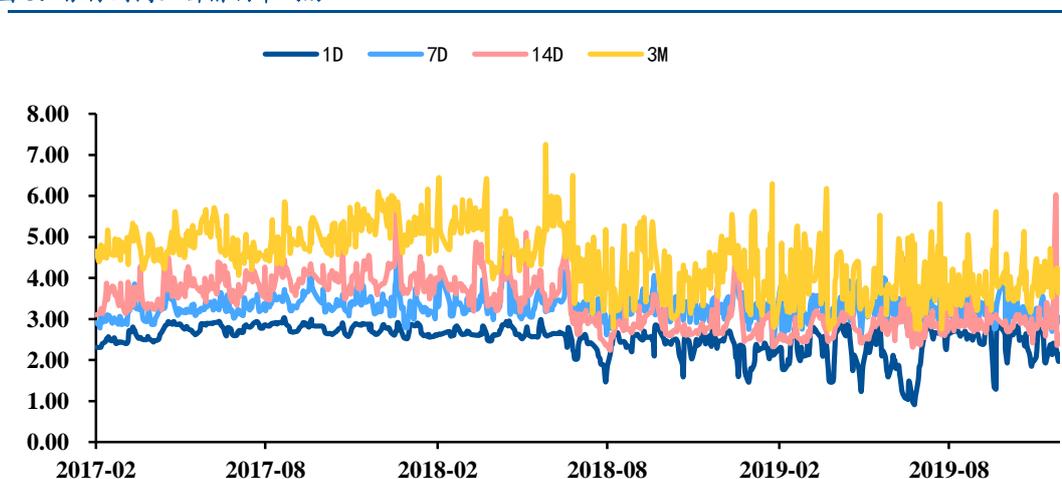
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 7: 国债到期利率 (%)



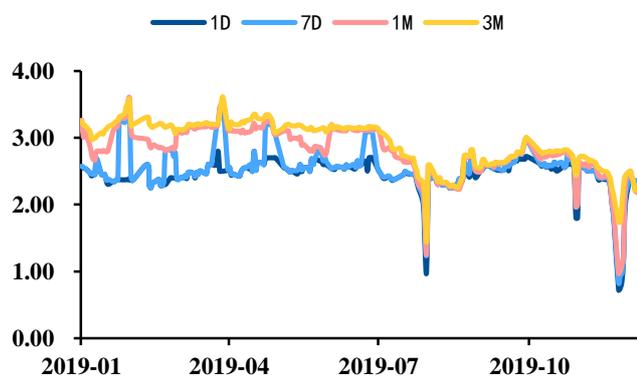
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 8: 银行间同业拆借利率 (%)



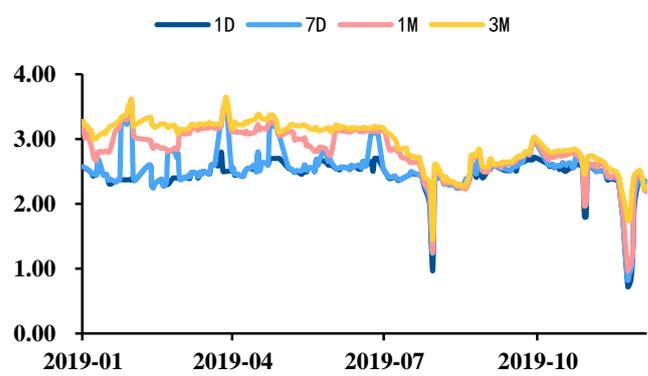
资料来源: Wind, 民生证券研究院

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。