

上海银行 (601229)

公司研究/动态报告

PPOP 增速改善，不良率稳定

—上海银行 2020 年半年报详细解读

动态研究报告/银行

2020 年 08 月 24 日

报告摘要:

● 事件概述

公司发布 2020 年中报：上半年归母净利润同比增长 3.90% (Q1 同比增长 4.34%)；PPOP 同比增长 2.25% (Q1 同比增长-0.02%)；营收同比增长 1.04% (Q1 同比增长 0.54%)；累计年化加权 ROE 13.70% (Q1 年化加权 ROE 13.13%)，同比下降 92bp。

● PPOP 增速改善，净息差持续走阔

上半年营收和 PPOP 同比增速分别较 Q1 提升 50bp 和 2.27pct，正向贡献主要源于投资净收益同比降幅收窄和费用开支进度减慢。由于净息差增速和税收降幅收窄、资产减值损失增速提升，归母净利润增速较 Q1 下降 44bp，但仍然远高于-2.59%的城商行整体增速水平。上半年净息差 1.77%，较 2019 年提升 6bp，达到近三年最高水平。其中，贷款和同业资产收益率下行带动生息资产收益率下降 20bp。成本率较高的主动负债占比下降叠加同业市场利率下行影响，计息负债成本率下降 19bp。因公司主动负债占比处于上市银行前列，未来负债端成本压力仍有望更大幅度地受益于同业市场利率下行而有所减轻。

● 不良率基本持稳，各级资本较为充裕

上半年公司优化贷款投向，适当压缩高风险行业贷款占比。受疫情影响，Q2 年化不良生成率较 Q1 提升 2.10pct。公司逐步确认不良，逾期贷款占比提升至 98.36%。但由于不良贷款率和关注率环比仅提升 1bp/8bp 至 1.19%/1.95%，拨备覆盖率环比下降 6.23pct 至 330.61%，均处于上市城商行较优水平，同时贷款抵质押率为较上年末提升 2.01pct，风险弥补措施有所加强。此外，Q2 末公司 97%以上贷款分布在经济发达的长三角、珠三角、环渤海地区，约 69%不良贷款集中在上海本地，当地活跃的经济和优秀的资产质量为公司稳健发展提供了肥沃的土壤和坚实的基础。因此，我们可以对公司的资产质量保持信心。Q2 末公司各级资本充足率均高于监管底线 2-3pct，处于较为充裕的水平。目前可转债项目正处于回复证监会反馈意见阶段，未来核心一级资本有望得到补充。

● 投资建议

公司业绩表现优于城商行整体水平，资产质量各项指标均处于合理区间，风险可控。未来随着可转债发行后逐步转股，资本补足将进一步打开规模增长空间。我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 4.78%、8.27%和 10.49%，对应 2020 年末 BVPS 为 12.13 元，静态 PB 为 0.69 倍，低于上市城商行平均估值水平。维持“推荐”评级。

● 风险提示：

资产质量波动，利率中枢下降，经济复苏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	49,800	54,929	59,633	64,730
增长率 (%)	13.47%	10.30%	8.56%	8.55%
归属母公司股东净利润 (百万元)	20,298	21,268	23,027	25,442
增长率 (%)	12.55%	4.78%	8.27%	10.49%
每股收益 (元)	1.43	1.50	1.62	1.79
PE (现价)	5.87	5.60	5.18	4.68
PB	0.76	0.69	0.63	0.57

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

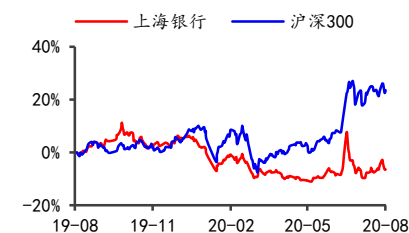
当前价格： 8.39 元

交易数据

2020-8-21

近 12 个月最高/最低 (元)	9.98/7.98
总股本 (百万股)	14,207
流通股本 (百万股)	13,596
流通股比例 (%)	95.70
总市值 (亿元)	1,192
流通市值 (亿元)	1,141

该股与沪深 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

研究助理：廖紫苑

执业证号： S0100119120002

电话： 0755-22662081

邮箱： liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1. 上海银行 (601229)：利润较快增长，存量风险加速出清

目录

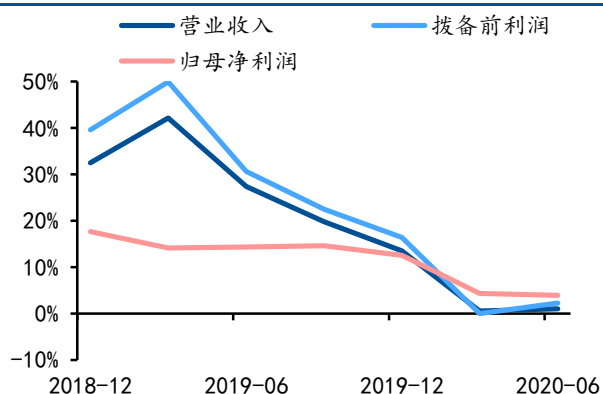
一、PPOP 增速改善，不良率稳定	3
1、PPOP 增速改善，业绩表现优于同业	3
2、主动负债占比较高，净息差持续走阔	4
3、优化贷款投向，增加低风险行业贷款占比	5
4、不良率基本持平，各级资本较为充裕	6
二、投资建议	8
三、风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

一、PPOP 增速改善，不良率稳定

1、PPOP 增速改善，业绩表现优于同业

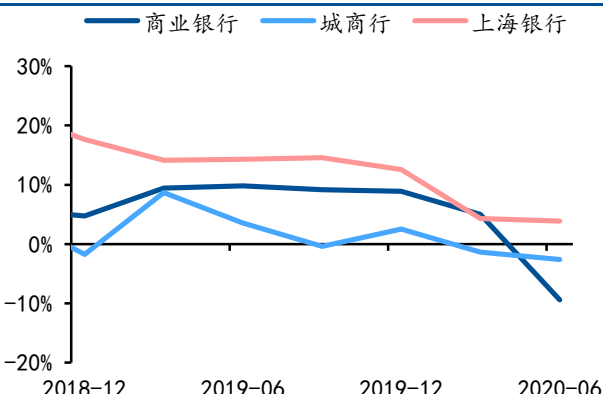
营收和 PPOP 增速环比改善，业绩表现优于行业整体。纵向比较，上半年公司营业收入同比增长 1.04%，增速较 Q1 提升 0.5pct；PPOP 同比增长 2.25%，增速较一季度提升 2.27pct；归母净利润同比增长 3.90%，增速较一季度小幅下降 0.44pct。由于在疫情影响下，公司跟随行业整体主动加大了拨备计提力度，所以营业收入和 PPOP 的增速能够更加真实地反映公司的经营情况。公司经营表现较一季度有所改善。横向对比，根据银保监会披露数据，上半年商业银行和城商行的净利润同比增速分别较一季度下降 14.41pct 和 1.24pct 至 -9.41% 和 -2.59%。相较之下，公司业绩增速水平更高、降幅更小，表现大幅优于行业整体水平。

图 1：上海银行营收、PPOP 及业绩同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：上海银行业绩累计同比增速高于行业整体水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

归母净利润同比增速归因分析：从边际变化来看，上半年公司归母净利润同比增速较一季度小幅回落 44bp。主要的正面贡献来自于非息收入负面影响边际减弱和成本费用同比增速由正转负。其中，前者主要是由于交易性金融资产等项目的投资净收益同比降幅收窄，而后者主要是由于受疫情影响，费用开支进度有所放缓。主要的负面影响来自于净息差增速环比小幅放缓、资产减值损失同比增速由负转正和税收降幅收窄。

表 1：上海银行归母净利润同比增长的归因分析

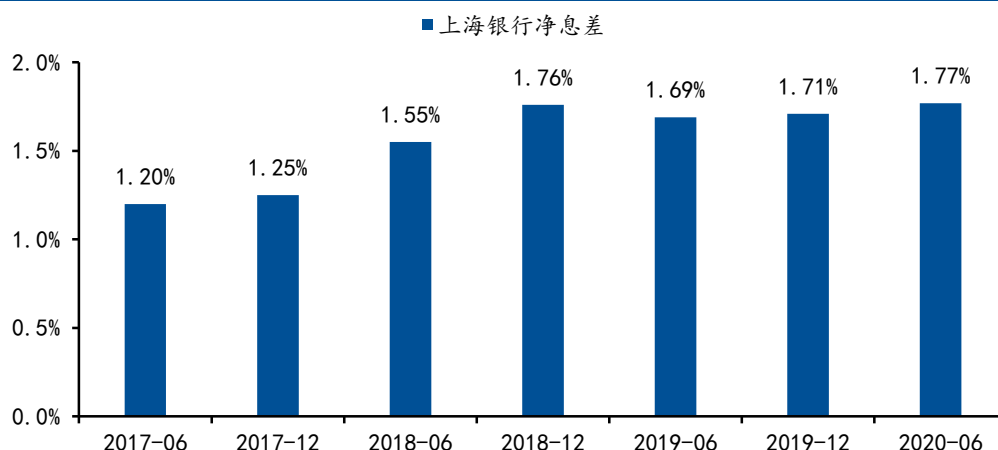
增速归因	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020H1 较 Q1 变化
生息资产规模	12.01%	12.04%	10.79%	9.90%	10.07%	10.17%	0.10%
净息差	2.95%	-0.06%	-4.70%	-8.62%	10.38%	9.09%	-1.29%
非息收入	27.19%	15.37%	13.68%	12.19%	-19.91%	-18.22%	1.69%
成本费用	7.80%	3.28%	2.69%	2.94%	-0.56%	1.21%	1.77%
拨备	-28.13%	-9.73%	-2.46%	0.07%	0.48%	-0.71%	-1.19%
营业外净收入	-0.57%	-0.30%	-0.16%	-0.25%	0.17%	0.01%	-0.17%
税收	-6.99%	-6.21%	-5.24%	-4.77%	3.53%	2.26%	-1.28%
少数股东损益	-0.14%	-0.07%	-0.01%	1.09%	0.17%	0.10%	-0.07%
净利润增长	14.12%	14.32%	14.59%	12.55%	4.34%	3.90%	-0.44%

资料来源：WIND，民生证券研究院

2、主动负债占比较高，净息差持续走阔

净息差持续扩大。上半年公司年化累计净息差 1.77%，同比提升 8bp，较 2019 年提升 6bp，达到近三年以来的最高水平。其中，上半年累计平均生息资产收益率和累计平均计息负债成本率分别较 2019 年下降 20bp 和 19bp，生息资产规模较 2019 年增幅 9.12% 大于计息负债规模较 2019 年增幅 6.84%。具体来看，生息资产收益率下行主要是由于市场利率下行带动贷款和同业资产收益率下降。计息负债成本率下降一方面是由于上半年成本率相对高的主动负债日均余额占计息负债日均余额的比例较 2019 年下降 9bp，结构优化促使计息负债成本率下行。另一方面是由于公司主动负债占比较高，负债端成本率随着同业市场利率下行的幅度较大。截至一季末，公司同业负债（含央行借款）和应付债券占计息负债的比例共计 37.02%，位居上市银行前列。未来公司仍有望继续受益于同业市场利率下行，减轻负债端成本压力。

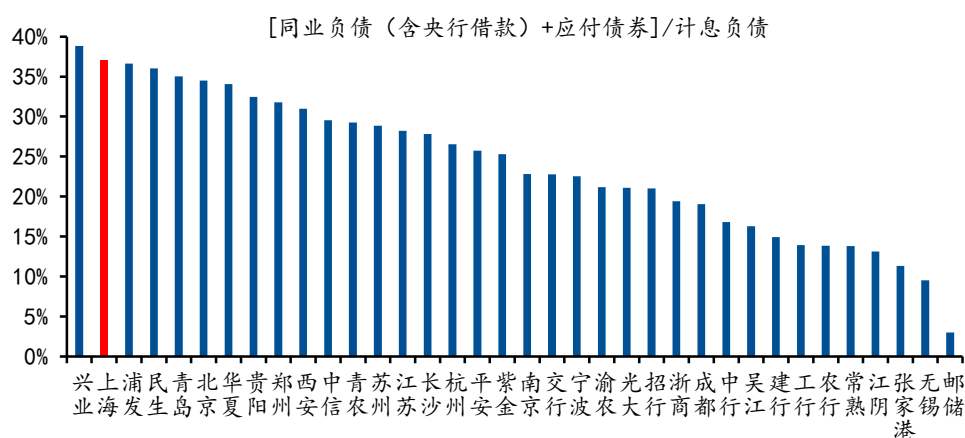
图 3：上海银行净息差处于上升通道



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：公司自 2019 年 1 月 1 日起使用 IFRS9，部分原生息资产重分类为金融资产，其收益体现为投资收益，故净息差下降

图 4：2020Q1 末上市银行[同业负债（含央行借款）+应付债券]/计息负债



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 2: 上海银行生息资产和计息负债平均余额和平均利率变化表

项目	2019A 日均余额 (亿元)	2020H1 日均余额 (亿元)	变动幅度 (亿元)	2019A 累计平均 利率	2020H1 累计平均 利率	变动幅度
发放贷款和垫款	8,927	9,723	796	5.40%	5.13%	-0.27pct
债务工具投资	5,523	6,046	523	3.89%	3.82%	-0.07pct
存放中央银行款项	1,329	1,335	6	1.46%	1.41%	-0.05pct
存放同业款项	1,585	1,896	311	3.71%	3.35%	-0.36pct
买入返售金融资产	333	311	-22	2.81%	1.62%	-1.19pct
总生息资产	17,697	19,312	1,615	4.44%	4.24%	-0.20pct
吸收存款	11,158	11,940	781	2.19%	2.22%	0.03pct
同业存放	4,762	4,949	186	2.85%	2.23%	-0.62pct
已发行债务证券	1,796	1,860	65	3.19%	2.91%	-0.28pct
卖出回购金融资产款	650	893	243	2.49%	1.92%	-0.57pct
向中央银行借款	890	933	43	3.33%	3.27%	-0.06pct
总计息负债	19,256	20,574	1,318	2.51%	2.32%	-0.19pct
净利差				1.93%	1.92%	-0.01pct
净息差				1.71%	1.77%	0.06pct

资料来源: WIND, 民生证券研究院

3、优化贷款投向, 增加低风险行业贷款占比

受疫情影响, 上半年公司适当压缩了高风险行业贷款占比, 并增加了低风险行业贷款投放。在个人贷款投向上, 二季末风险较高的个人消费贷款和信用卡贷款余额分别较 2019 年末环比下降 7.98%和 0.32%, 占总贷款的比例分别下降 2.34pct 和 20bp; 而不良率相对较低的住房按揭贷款和个人经营性贷款分别较 2019 年末环比提升 11.28%和 29.11%, 占总贷款的比例分别上升 51bp 和 42bp。在对公贷款投向上, 信贷资源向不良率较低的租赁和商务服务业倾斜, 占总贷款的比例提升 1.34pct, 而房地产行业贷款占比下降 1.42pct, 同时不良率较高的制造业和批零售业贷款占总贷款的比例共下降 93bp。

表 3: 上海银行不良贷款分布情况

项目 (亿元)	贷款余额占比			不良贷款率		
	2019 年末	2020H1 末	变化 bp	2019 年末	2020H1 末	变化 bp
公司贷款和垫款	60.03%	59.49%	-54	1.44%	1.34%	-10
其中: 租赁和商务服务业	14.34%	15.68%	134	0.26%	0.27%	1
房地产业	15.89%	14.47%	-142	0.10%	0.43%	33
制造业	7.80%	6.94%	-86	1.70%	1.14%	-56
批发和零售业	5.28%	5.21%	-7	10.78%	9.91%	-87
水利、环境和公共设施管理业	4.78%	5.11%	33	0.00%	0.10%	10
建筑业	2.21%	2.47%	26	1.13%	1.52%	39
金融业	2.26%	2.03%	-23	1.27%	0.00%	-127
信息传输、软件和信息技术服务业	1.82%	1.82%	-	0.27%	0.18%	-9
交通运输、仓储和邮政业	1.04%	1.24%	20	0.09%	0.46%	37
文化、体育和娱乐业	1.27%	0.91%	-36	1.65%	2.19%	54
其他	3.35%	3.61%	26	0.91%	0.70%	-21
票据贴现	6.88%	9.04%	216	0.03%	0.02%	-1
个人贷款和垫款	33.09%	31.47%	-162	0.88%	1.23%	35

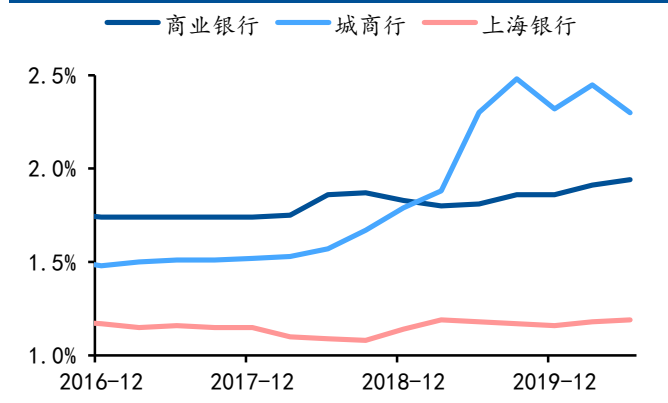
项目 (亿元)	贷款余额占比			不良贷款率		
	2019 年末	2020H1 末	变化 bp	2019 年末	2020H1 末	变化 bp
其中：个人消费贷款	18.00%	15.66%	-234	1.15%	1.89%	74
住房按揭贷款	9.71%	10.22%	51	0.16%	0.15%	-1
个人经营性贷款	1.93%	2.35%	42	0.64%	0.76%	12
信用卡	3.45%	3.25%	-20	1.63%	1.84%	21
客户贷款和垫款总额	100%	100.00%	-	1.16%	1.19%	3

资料来源：WIND，民生证券研究院

4、不良率基本持平，各级资本较为充裕

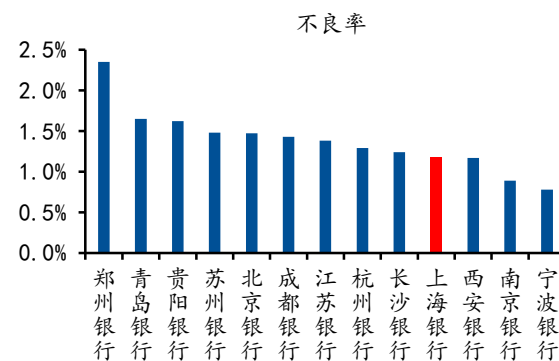
不良率环比微升，风险整体可控。受疫情影响，二季度公司年化不良贷款生成率 2.60%，较一季度提升 2.10pct。公司逐步确认不良，逾期 3 个月以上贷款占不良贷款的比例较 2019 年提升 14.01pct 至 98.36%。但是一方面公司二季末不良贷款率和关注类贷款占总贷款的比例仅仅环比提升 1bp 和 8bp 至 1.19% 和 1.95%，两项关键指标均远优于同期商业银行整体水平（分别为 1.94% 和 2.75%）。与其他上市城商行一季末数据相比，公司二季末的不良率和关注率贷款占比也都处于上市城商行低位，在同业可比公司中具有一定优势。另一方面，虽然二季度公司年化信贷成本较一季度环比下降 79bp 至 1.35%，使得拨备覆盖率环比小幅下降 6.23pct 至二季末的 330.61%，但公司仍然是少数拨备覆盖率超过 300% 的上市银行，同时，二季末公司的贷款抵质押率为 52.50%，较上年末提升 2.01pct，风险抵补能力依旧较强。总体来看，公司资产质量虽然面临一定压力，但主要指标仍处于同业较优水平，风险整体可控。

图 5：上海银行不良贷款率基本持平



资料来源：公司公告，民生证券研究院

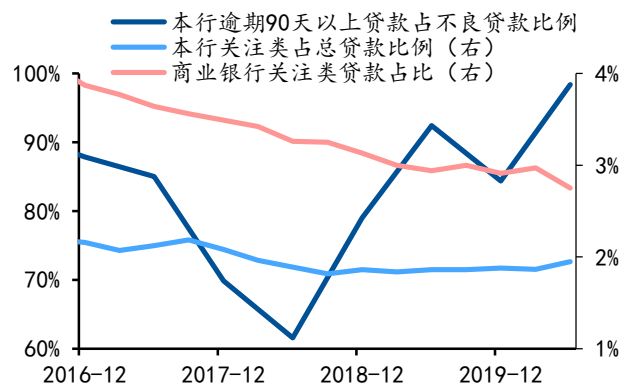
图 6：上海银行不良率处于上市城商行低位



资料来源：公司公告，民生证券研究院

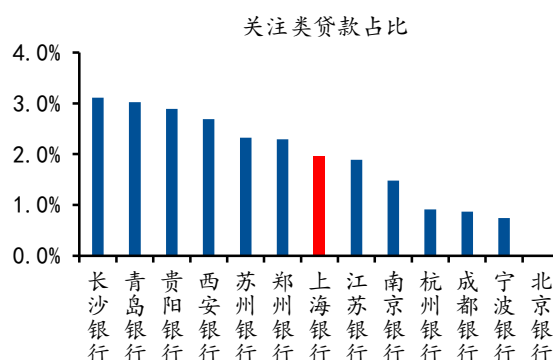
注：上海银行为 Q2 末，其他城商行为 Q1 末

图 7：上海银行关注类贷款占比处于行业低位



资料来源：公司公告，民生证券研究院

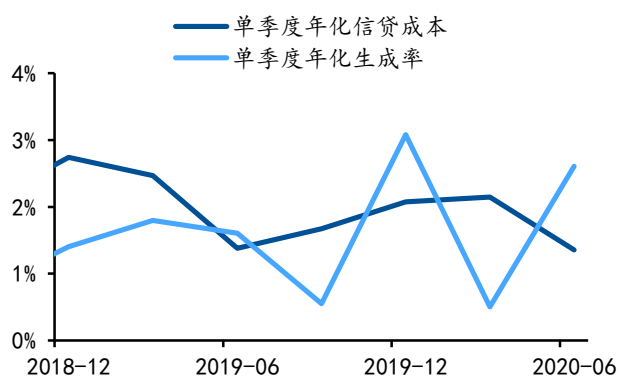
图 8：上海银行关注类贷款占比处于上市城商行低位



资料来源：公司公告，民生证券研究院

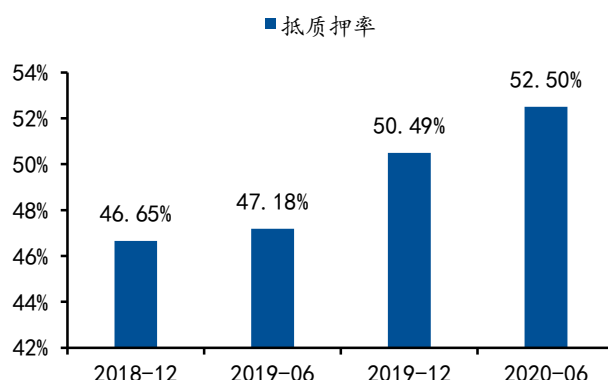
注：上海银行为 Q2 末，其他城商行为 Q1 末

图 9：上海银行年化信贷成本和不良贷款生成率



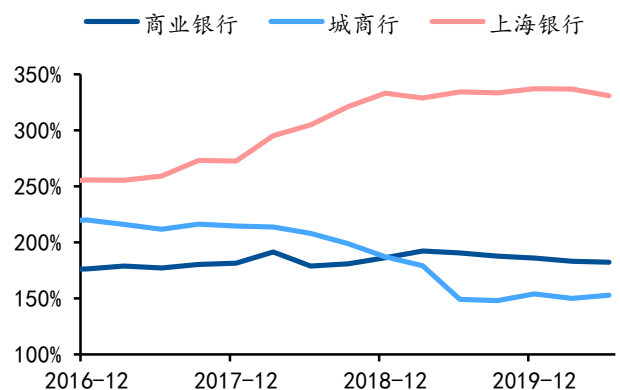
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：上海银行贷款抵质押率



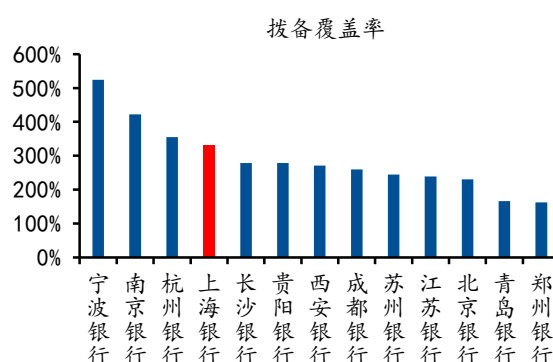
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：上海银行拨备覆盖率高于 300%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 12：上海银行拨备覆盖率处于上市城商行较高水平



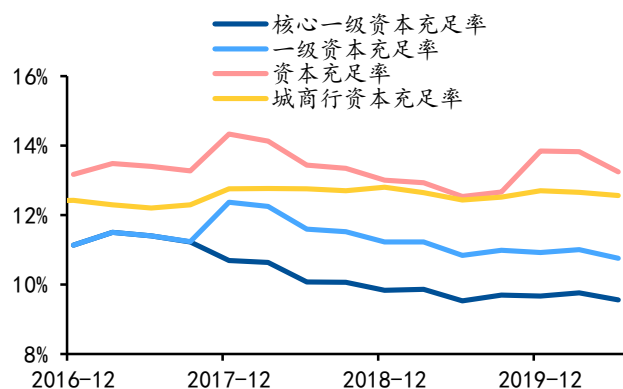
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：上海银行为 Q2 末，其他城商行为 Q1 末

公司各级资本充足率处于合理充裕水平。截至二季末，公司核心一级资本充足率 9.55%、一级资本充足率 10.75%、资本充足率 13.24%，分别较一季末环比下降 21bp、25bp 和 58bp。三项指标分别高出监管底线 2.05pct、2.25pct 和 2.74pct，处于较为充裕的水平。7 月中旬，本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

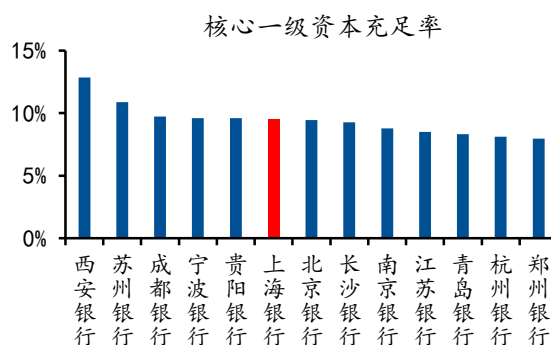
公司获上海银保监局批准公开发行不超过 200 亿元可转债，目前申请工作正在有序推进，处于回复证监会反馈意见阶段。未来随着可转债发行和逐步转股，核心一级资本将会得到进一步补充，为公司规模扩张打下坚实的基础。

图 13：上海银行各级资本充足率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14：上海银行核心一级资本充足率较为充裕



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：上海银行为 Q2 末，其他城商行为 Q1 末

二、投资建议

公司 PPOP 增速环比改善，业绩表现优于行业整体水平。由于当前公司的不良率、关注类和拨备覆盖率等核心指标均优于同业可比公司，在合理区间平稳运行，贷款抵质押率环比提升，风险弥补措施有所加强。同时公司坐拥区位优势。截至二季度末，97%以上贷款分布在经济发达的长三角、珠三角、环渤海地区，不良贷款中约 69%集中在上海本地。根据各地银保监局披露数据，上海地区银行业不良率长期低于 1%。活跃的经济和优秀的资产质量为公司稳健发展提供了肥沃的土壤和坚实的基础。因此公司面临的风险预计可控。未来随着可转债发行后逐步转股，资本补足将进一步为公司打开规模增长空间。我们预测公司 2020-2022 年的归母净利润增速分别为 4.78%、8.27%和 10.49%，对应 2020 年末 BVPS 为 12.13 元，静态 PB 为 0.69 倍，低于 0.85 倍的上市城商行平均估值水平。维持“推荐”评级。

三、风险提示

- 1、资产质量波动
- 2、利率中枢下降
- 3、经济复苏不及预期

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	2,237,082	2,458,234	2,701,284	2,968,399
贷款净额	941,221	1,034,434	1,136,879	1,249,469
债券投资	917,942	1,008,850	1,108,761	1,218,566
总负债	2,059,855	2,265,395	2,491,343	2,739,432
存款余额	1,203,552	1,324,841	1,458,233	1,604,757
同业负债	625,314	688,331	757,635	833,763
股东权益	177,227	192,839	209,941	228,967
盈利能力				
ROAA	0.95%	0.91%	0.89%	0.90%
ROAE	12.01%	11.53%	11.47%	11.62%
生息资产收益率	3.77%	3.70%	3.65%	3.62%
计息负债成本率	2.51%	2.42%	2.40%	2.39%
净息差 (NIM)	1.45%	1.46%	1.43%	1.40%
成本收入比	21%	21%	21%	21%
成长能力				
贷款	15.0%	9.9%	9.9%	9.9%
存款	15.4%	10.1%	10.1%	10.0%
净利息收入	1.3%	10.5%	7.6%	7.6%
中间业务收入	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
营业费用	10.0%	10.3%	8.6%	8.5%
净利润	12.6%	4.8%	8.3%	10.5%
营业收入结构				
利息占比	60.9%	61.0%	60.5%	59.9%
手续费收入占比	13.2%	13.2%	13.3%	13.5%
业务费用占比	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
计提拨备占比	34.4%	36.7%	36.8%	36.0%

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	30,321	33,501	36,062	38,802
手续费净收入	6,567	7,224	7,946	8,741
营业费用	10,421	11,494	12,478	13,545
拨备前利润	39,526	43,589	47,316	51,355
计提减值准备	17,149	20,142	21,930	23,306
所得税	2,044	2,142	2,319	2,562
净利润	20,298	21,268	23,027	25,442
资本管理				
核心资本	153,011	172,337	189,410	208,405
资本净额	219,243	243,130	265,229	289,748
风险加权资产	1,584,414	1,741,045	1,913,184	2,102,369
风险加权资产比重	71%	71%	71%	71%
核心一级资本充足率	9.7%	9.9%	9.9%	9.9%
一级资本充足率	10.9%	11.0%	10.9%	10.9%
资本充足率	13.8%	14.0%	13.9%	13.8%
资产质量				
贷款减值准备	31,284	32,512	34,418	36,493
不良贷款额	10,918	11,999	13,074	14,244
不良贷款率	1.16%	1.16%	1.15%	1.14%
拨备覆盖率	287%	271%	263%	256%
拨贷比	3.32%	3.14%	3.03%	2.92%
信用成本	2.10%	2.14%	2.12%	2.05%
估值分析				
PB	0.76	0.69	0.63	0.57
PE	5.87	5.60	5.18	4.68
EPS	1.43	1.50	1.62	1.79
BVPS	11.03	12.13	13.33	14.67
每股股利	0.40	0.42	0.45	0.50
股息收益率	4.8%	5.0%	5.4%	6.0%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 上海银行营收、PPOP 及业绩同比增速.....	3
图 2: 上海银行业绩累计同比增速高于行业整体水平.....	3
图 3: 上海银行净息差处于上升通道.....	4
图 4: 2020Q1 末上市银行[同业负债(含央行借款)+应付债券]/计息负债.....	4
图 5: 上海银行不良贷款率基本持平.....	6
图 6: 上海银行不良率处于上市城商行低位.....	6
图 7: 上海银行关注类贷款占比处于行业低位.....	7
图 8: 上海银行关注类贷款占比处于上市城商行低位.....	7
图 9: 上海银行年化信贷成本和不良贷款生成率.....	7
图 10: 上海银行贷款抵质押率.....	7
图 11: 上海银行拨备覆盖率高于 300%.....	7
图 12: 上海银行拨备覆盖率处于上市城商行较高水平.....	7
图 13: 上海银行各级资本充足率.....	8
图 14: 上海银行核心一级资本充足率较为充裕.....	8

表格目录

表 1: 上海银行归母净利润同比增长的归因分析.....	3
表 2: 上海银行生息资产和计息负债平均余额和平均利率变化表.....	5
表 3: 上海银行不良贷款分布情况.....	5

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

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。