

筑底之年，修复可期

—— 银行业2024年中期投资策略

民生证券银行团队 余金鑫

摘要

- **24年上市行业绩有望筑底企稳，估值仍有修复空间。** 资产端重定价影响或基本在年内消化，负债端成本节约效果将持续显现，年内净息差或继续向下，但后续有望企稳，预计营收增速或将于2024年完成探底。24Q1末上市行拨贷比已降至3.06%，拨备反哺利润的力度或边际减少，利润增速或逐步向营收增速靠近。24年以来银行PB估值虽已逐步修复至0.56x的水平，但仍处于历史较低水平，业绩企稳的预期下，估值仍有修复空间。
- **红利策略仍具性价比。** 退市、现金分红监管趋严背景下，红利投资逻辑进一步强化。长债收益率下行，银行红利属性仍较突出（国有大行平均股息率较10年期国债收益率高323BP，2024年6月14日数据）。后续，银行有望继续保持高分红比例，一是规模扩张放缓，减少了资本耗用，二是资本新规的施行也形成一定资本节约。
- **优质区域行业绩景气有望持续。** 全国贷款增速向下，江苏、浙江、四川等部分优质地区仍保持较高的贷款增速，当地银行有望充分受益，营收相对较有韧性。并且，优质地区客户基础也较优，当地银行资产质量有望延续优异表现，对利润增速形成支撑。
- **地产政策优化，估值修复或提速。** 地产优化政策密集出台，若房企的销售和流动性转好，银行房地产贷款的潜在风险压力或有望减轻，或将支撑板块系统性估值修复。
- **投资建议：** 板块利空因素基本浮出水面，担忧基本已体现在当前的低估值中，推荐主线：**1) 景气：** 优质区域城农商行业绩景气度有望持续，估值修复空间更大，建议关注常熟银行、成都银行、江苏银行、宁波银行、齐鲁银行等。**2) 红利：** 银行股息率相较无风险收益率仍占优，建议关注股息率仍具性价比的国有大行、分红比例长期稳定的高股息中小行（如北京银行、南京银行、渝农商行、沪农商行等）。**3) 顺周期：** 地产政策优化调整或使顺周期预期强化，部分股份行估值或有一定修复空间。
- **风险提示：** 宏观经济波动超预期；行业净息差下行超预期；地产行业改善不及预期。



01

行情复盘 & 业绩展望

02

红利策略仍具性价比

03

优质区域行业绩景气有望持续

04

地产政策优化，估值修复或提速

05

投资建议

06

风险提示

CONTENTS

目录



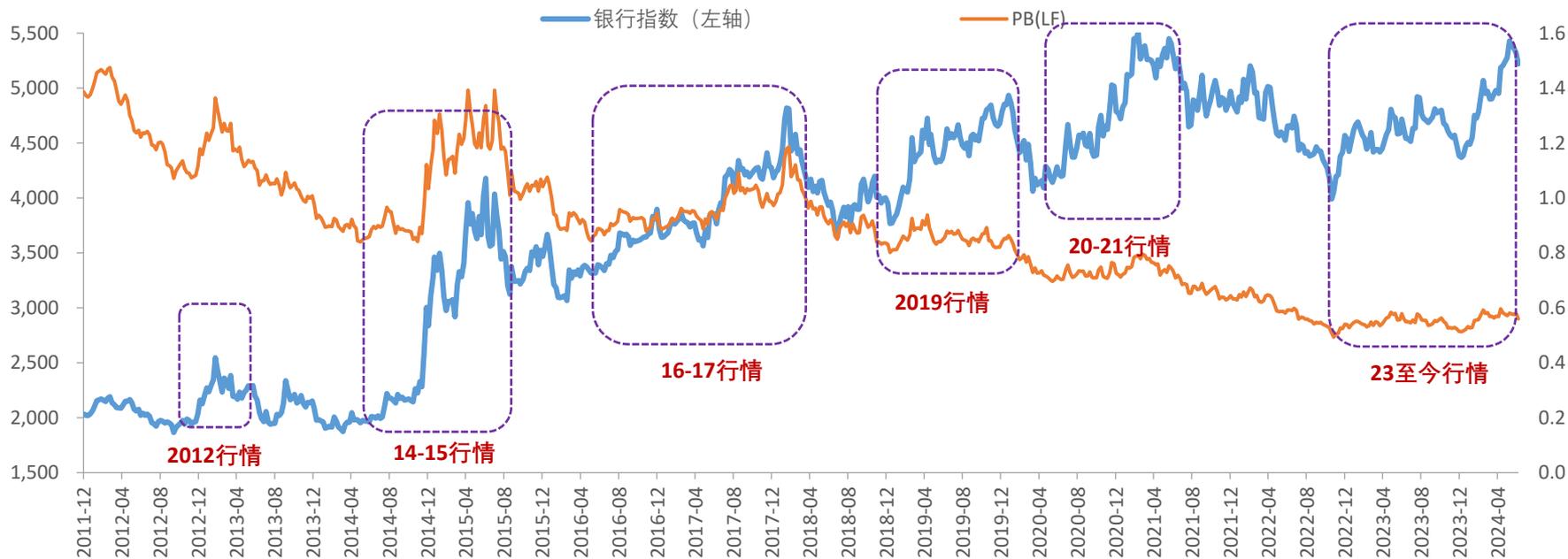


01. 行情复盘 & 业绩展望

1.1 历史行情复盘

- 板块当前PB为0.56x，后续或仍有修复空间。** 24年以来的银行上涨或可从两方面来考虑原因，一是无风险利率下行，红利逻辑持续演绎，二是年度业绩逐步披露，部分银行业绩表现较好或对市场预期有所修复。尽管如此，PB也仅修复到如今0.56x的水平。24Q1行业净息差下探至1.54%，但同比降幅已经收窄，24年或是银行业绩筑底之年，后续若业绩逐步修复，估值也有望随之回升。

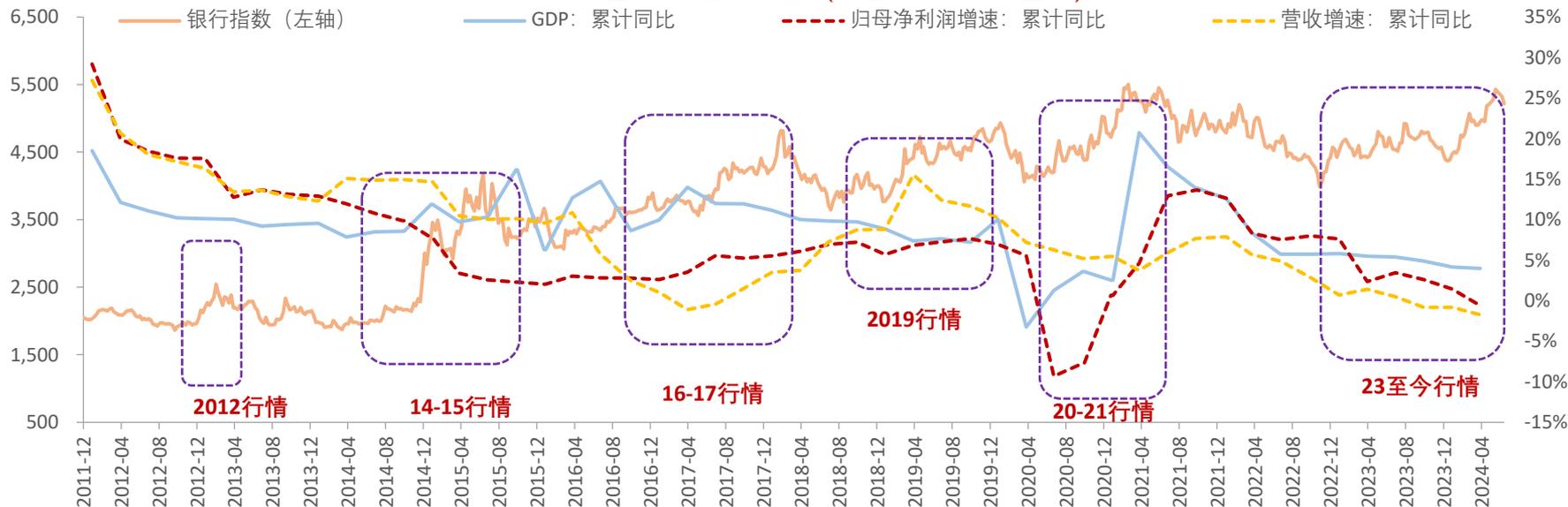
银行历年行情复盘 (截至2024-6-14收盘价)



1.2 银行行情与基本面、经济的关系

- 银行板块历轮行情背后，往往都伴随着名义GDP增速的起伏。若GDP增速预期将企稳，则指数较容易上行，若预期仍将承压，则较难有大幅的指数上行行情。向后看，本轮房地产优化政策或将对经济有一定提振作用。
- 基本上，息差收窄、中收承压是23年银行业绩承压的主要原因，24年重点关注负债成本改善，年内营收可能仍小幅波动，拉长业绩筑底期，但部分优质区域性银行业绩景气度更强。

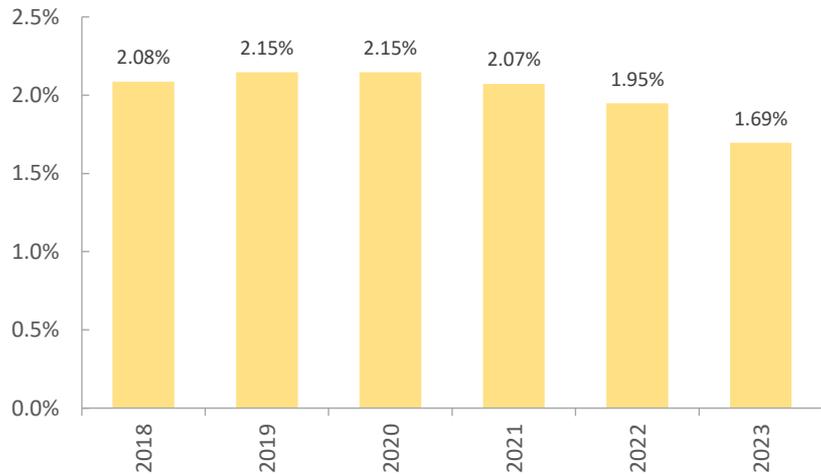
银行行情与基本面、经济的关系（截至2024-6-14收盘价）



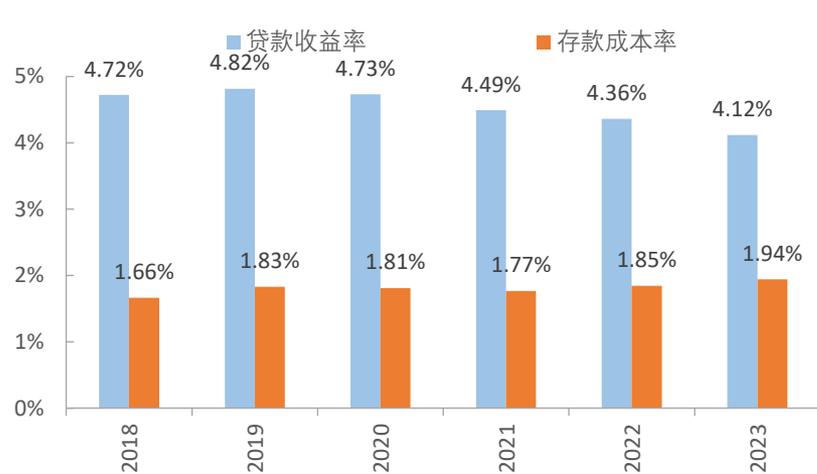
1.3 净息差：持续下行，年内或触底

- **资产端**：LPR下调背景下，资产端定价或仍保持向下趋势，一方面新发贷款定价持续下行，另一方面，存量贷款中部分涉及重定价，但预计影响主要集中在24年前三季度。
- **负债端成本优化成为净息差管控的重要抓手**。监管层面，举措包括22年以来存款挂牌利率已调降4次、24年4月叫停“手工补息”等，银行层面，部分银行已停售长期限大额存单，预计负债端成本节约的效果将逐步显现。

上市行净息差走势



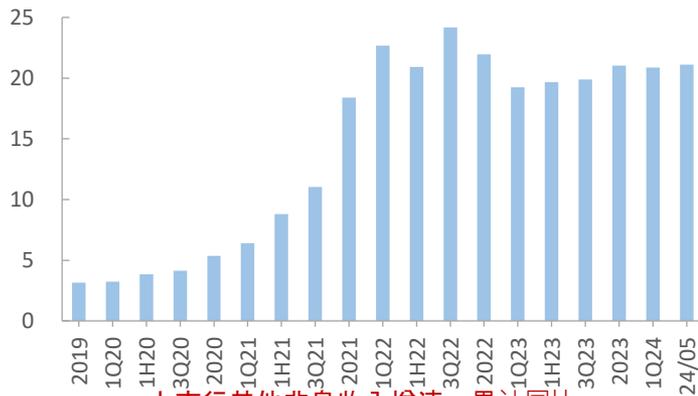
上市行贷款收益率、存款付息率走势



1.4 非息收入：中收延续承压，其他非息增速或波动

- **预计中收增长继续承压。** 叫停“手工补息”、存款利率调降或使理财规模有所回暖，但代销费率预计仍保持向下趋势，一是代销基金和理财费率下降，二是居民偏好的固收类产品费率较低，结构上亦拖累费率表现。
- **其他非息收入对营收的贡献度或将逐季放缓。** 一是债市行情演绎本身具有不确定性，二是部分银行已在Q1处置债券释放了投资浮盈，三是监管引导区域银行回归主业，银行的金融投资力度可能下降。

截至24年5月末银行存续理财产品规模（万亿元）



上市行中间业务收入增速：累计同比



上市行其他非息收入增速：累计同比



1.5 资产质量：个人贷款风险略升

- 零售端不良率有所上行。其中，23年信用卡贷款、个人经营贷款不良率提升明显，但此类资产久期相对短，存量风险暴露和处置节奏都较快。久期长、且有抵押物的住房按揭贷款不良率虽也有所波动，但仍保持在较低水平。

上市行个人贷款不良率



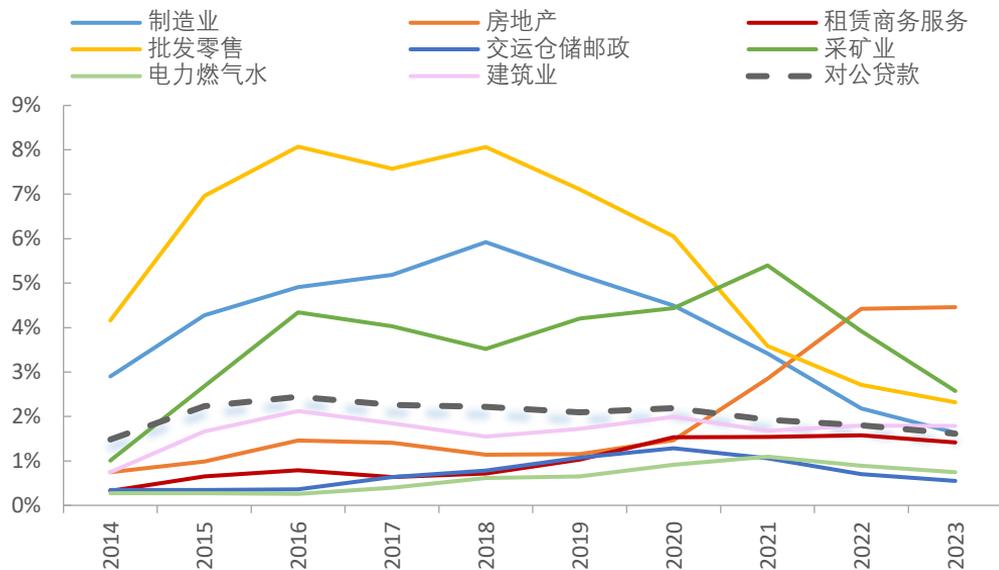
2023年上市行个人贷款分项不良率及变动情况

| 银行 | 个人住房贷 | | 个人经营贷 | | 个人消费贷 | | 信用卡 | |
|------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
| | 2023 不良率 | 较2022 (BP) | 2023 不良率 | 较2022 (BP) | 2023 不良率 | 较2022 (BP) | 2023 不良率 | 较2022 (BP) |
| 工商银行 | 0.44% | 5 | 0.86% | -5 | 1.34% | -36 | 2.45% | 62 |
| 建设银行 | 0.42% | 5 | 0.95% | 30 | 0.86% | -3 | 1.66% | 20 |
| 农业银行 | 0.55% | 4 | 0.76% | 11 | 1.04% | -21 | 1.40% | 17 |
| 中国银行 | 0.48% | 1 | | | | | 1.83% | -19 |
| 交通银行 | 0.37% | -7 | 0.78% | 6 | | | 1.92% | -3 |
| 邮储银行 | 0.55% | -2 | | | 1.81% | -33 | 1.71% | -24 |
| 招商银行 | 0.37% | 2 | | | 1.09% | 1 | 1.75% | -2 |
| 兴业银行 | 0.56% | 0 | 0.79% | 23 | 0.00% | 0 | 3.93% | -8 |
| 浦发银行 | 0.62% | 10 | 1.51% | 0 | 2.78% | -94 | 2.43% | 61 |
| 民生银行 | 0.67% | 17 | | | | | 2.98% | 31 |
| 平安银行 | 0.30% | -7 | 0.83% | 9 | 1.23% | 15 | 2.77% | 9 |
| 上海银行 | 0.26% | 10 | 1.15% | 58 | 1.21% | -49 | 1.76% | -7 |
| 江苏银行 | | | 1.79% | 28 | | | | |
| 杭州银行 | 0.13% | 2 | 0.69% | -7 | 1.10% | 3 | | |
| 成都银行 | 0.45% | 4 | 0.97% | -95 | | | | |
| 重庆银行 | 0.77% | 25 | 4.42% | 196 | 1.31% | -18 | 1.99% | 48 |
| 郑州银行 | 1.17% | -48 | 2.44% | -94 | 1.08% | -180 | 2.11% | 2 |
| 苏州银行 | 0.17% | -7 | 1.51% | 56 | 1.44% | 51 | | |
| 渝农商行 | 1.11% | 34 | 2.05% | 56 | | | | |
| 青农商行 | 1.15% | 40 | 2.04% | 4 | 1.71% | 1 | | |
| 常熟银行 | 0.49% | -1 | 0.78% | -21 | 0.79% | -11 | 1.40% | 78 |

1.5 资产质量：对公贷款不良率持续向下

- 对公贷款不良率持续向下。其中，地产存量风险仍在暴露进程中，但从走势来看，23年对公房地产不良率边际提升已经较为缓慢。另外，各家银行风险暴露和处置的进程不一，部分银行对公房地产不良率已过高点。

上市行对公贷款及主要分项不良率



上市行对公房地产贷款不良率情况

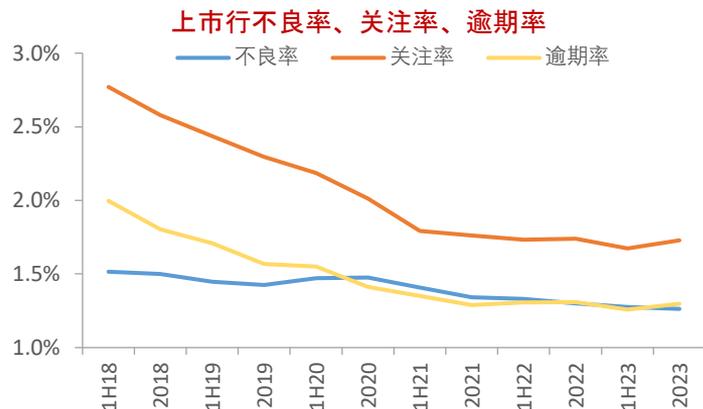
| 银行 | 对公房地产贷款 | | |
|------|---------|------------|------------|
| | 2023不良率 | 较2022 (BP) | 较23H1 (BP) |
| 工商银行 | 5.37% | -77 | -131 |
| 建设银行 | 5.64% | 128 | 88 |
| 农业银行 | 5.42% | -6 | -37 |
| 中国银行 | 5.51% | -172 | 40 |
| 交通银行 | 4.99% | 219 | 160 |
| 邮储银行 | 2.45% | 100 | 144 |
| 招商银行 | 5.26% | 118 | -26 |
| 兴业银行 | 0.84% | -46 | 3 |
| 浦发银行 | 4.11% | 105 | 123 |
| 中信银行 | 2.59% | -49 | -270 |
| 民生银行 | 4.92% | 64 | -21 |
| 光大银行 | 5.33% | 144 | 111 |
| 平安银行 | 0.86% | -57 | -15 |
| 华夏银行 | 4.21% | 139 | 44 |
| 浙商银行 | 2.48% | 82 | 17 |
| 上海银行 | 2.11% | -45 | 5 |
| 江苏银行 | 2.54% | 67 | 46 |
| 宁波银行 | 0.10% | -31 | -18 |
| 杭州银行 | 6.36% | 291 | 251 |
| 贵阳银行 | 2.21% | -34 | 1 |
| 成都银行 | 3.04% | 64 | 87 |
| 重庆银行 | 6.48% | 60 | -66 |
| 郑州银行 | 6.48% | 242 | 229 |
| 青岛银行 | 2.30% | 220 | 206 |
| 苏州银行 | 2.60% | -195 | -60 |
| 齐鲁银行 | 1.37% | -114 | -540 |
| 厦门银行 | 4.70% | -11 | -52 |
| 渝农商行 | 9.27% | 199 | 17 |
| 沪农商行 | 2.18% | 79 | 40 |
| 青农商行 | 1.36% | -474 | -166 |
| 常熟银行 | 0.00% | 0 | 0 |

1.6 拨备反哺力度或边际向下

一方面，拨备反哺已延续较多季度，前瞻性指标波动下，部分银行有提高计提力度的需求。另一方面，也应关注阶段三金融资产拨备覆盖率，部分银行或有补充阶段三金融资产减值准备的需求。

上市行截至23年末阶段三主要金融资产拨备覆盖率

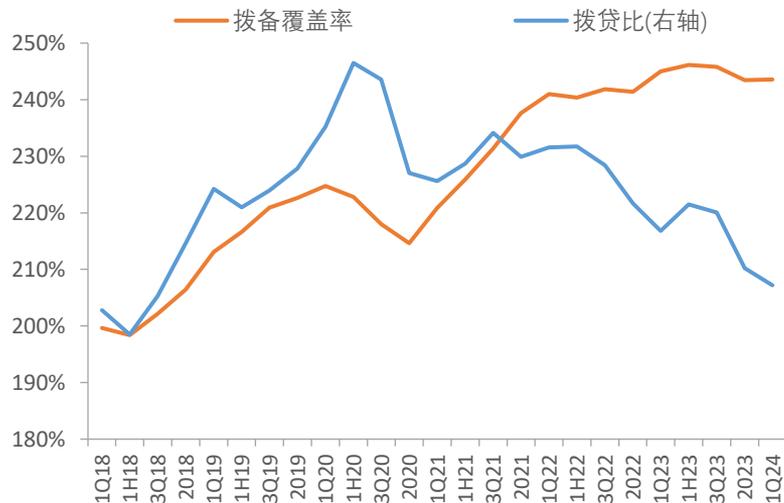
| 银行 | 贷款 | 金融投资 | 银行 | 贷款 | 金融投资 | 银行 | 贷款 | 金融投资 |
|------|-------|--------|------|-------|---------|------|-------|---------|
| 工商银行 | 72.7% | 189.5% | 北京银行 | 64.3% | 65.9% | 渝农商行 | 82.0% | 84.7% |
| 建设银行 | 69.0% | 92.7% | 上海银行 | 70.7% | 87.1% | 沪农商行 | 72.9% | 100.0% |
| 农业银行 | 61.8% | 84.3% | 江苏银行 | 76.2% | 69.6% | 青农商行 | 68.2% | 100.0% |
| 中国银行 | 71.0% | 89.4% | 南京银行 | 85.2% | 131.7% | 紫金银行 | 70.0% | 51.2% |
| 交通银行 | 64.1% | 58.0% | 宁波银行 | 90.1% | 阶段三余额为0 | 常熟银行 | 65.4% | 阶段三余额为0 |
| 邮储银行 | 92.9% | 100.0% | 杭州银行 | 69.9% | 100.0% | 无锡银行 | 65.3% | 阶段三余额为0 |
| 招商银行 | 86.4% | 93.3% | 长沙银行 | 61.4% | 73.5% | 张家港行 | 76.2% | 阶段三余额为0 |
| 兴业银行 | 78.3% | 83.8% | 贵阳银行 | 76.8% | 63.4% | 江阴银行 | 46.0% | 阶段三余额为0 |
| 浦发银行 | 67.2% | 35.1% | 成都银行 | 76.0% | 阶段三余额为0 | 苏农银行 | 76.7% | 阶段三余额为0 |
| 中信银行 | 65.7% | 46.8% | 重庆银行 | 64.7% | 117.2% | 瑞丰银行 | 86.6% | 59.2% |
| 民生银行 | 53.3% | 25.5% | 郑州银行 | 45.2% | 24.7% | | | |
| 光大银行 | 63.1% | 56.8% | 青岛银行 | 70.7% | 98.5% | | | |
| 平安银行 | 60.7% | 71.2% | 苏州银行 | 82.1% | 68.8% | | | |
| 华夏银行 | 67.9% | 46.3% | 兰州银行 | 60.3% | 阶段三余额为0 | | | |
| 浙商银行 | 65.8% | 43.7% | 齐鲁银行 | 73.6% | 50.7% | | | |
| | | | 西安银行 | 58.8% | 57.2% | | | |
| | | | 厦门银行 | 59.7% | 阶段三余额为0 | | | |



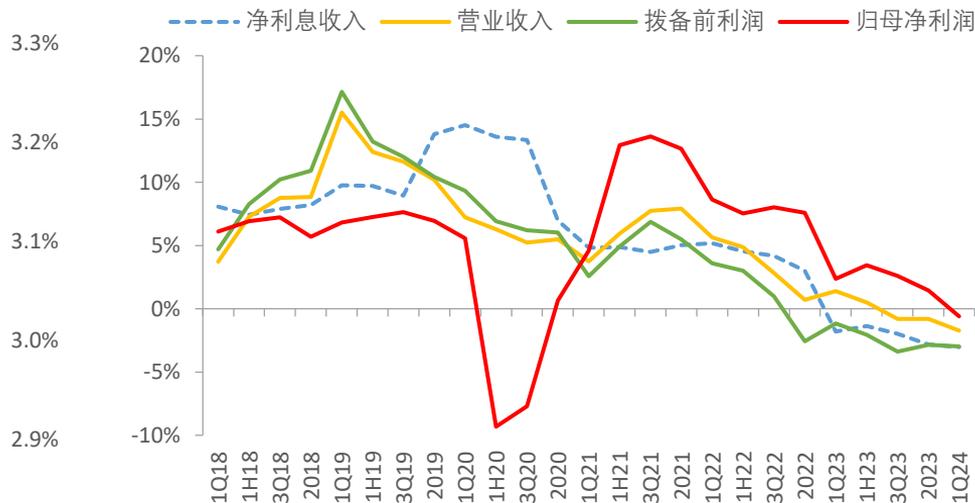
1.7 业绩整体展望

- **24年营收增速有望筑底企稳。**24年规模扩张速度可能放缓，后续或保持相对平稳，年内净息差或仍向下，但随着存款成本的逐步改善，净息差有望企稳，中收预计继续承压，其他非息对营收贡献可能边际放缓。
- **拨备反哺空间或有限，利润增速或逐步向营收增速靠近。**24Q1末上市行拨贷比已降至3.06%，拨备反哺对利润的支撑效果可能降低。24年内上市银行整体业绩可能小幅波动，拉长筑底期，但部分优质区域性银行的业绩表现或仍领先于板块整体水平。

上市行拨备水平指标



上市行主要业绩增速 (累计)



02. 红利策略仍具性价比

2.1 红利资产或仍为主要配置方向

- **稳健高股息或仍是资金主要布局方向。** 1) 社会融资需求不足，长债收益率持续走低，截至2024年6月14日，10年期国债收益率已降至2.5%以下。2) 新“国九条”背景下，退市监管趋严，小盘股波动加剧，新“国九条”也提出要强化上市公司现金分红监管，加大对分红优质公司的激励力度，红利投资策略或进一步强化。

10年期、30年期国债收益率走势 (截至2024-6-14)



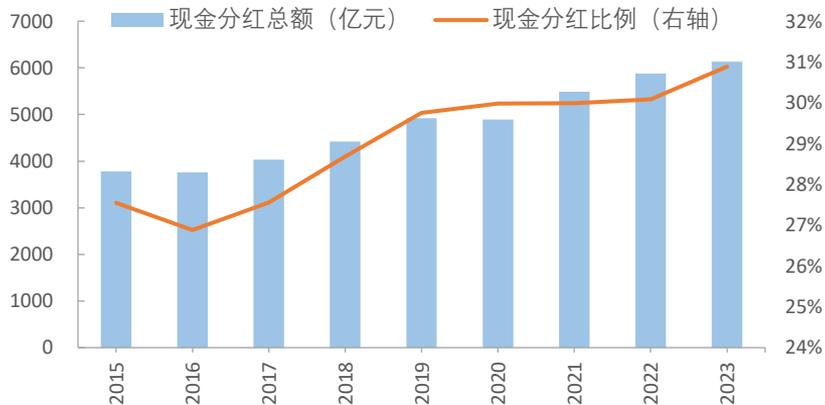
主要指数走势 (截至2024-6-14)



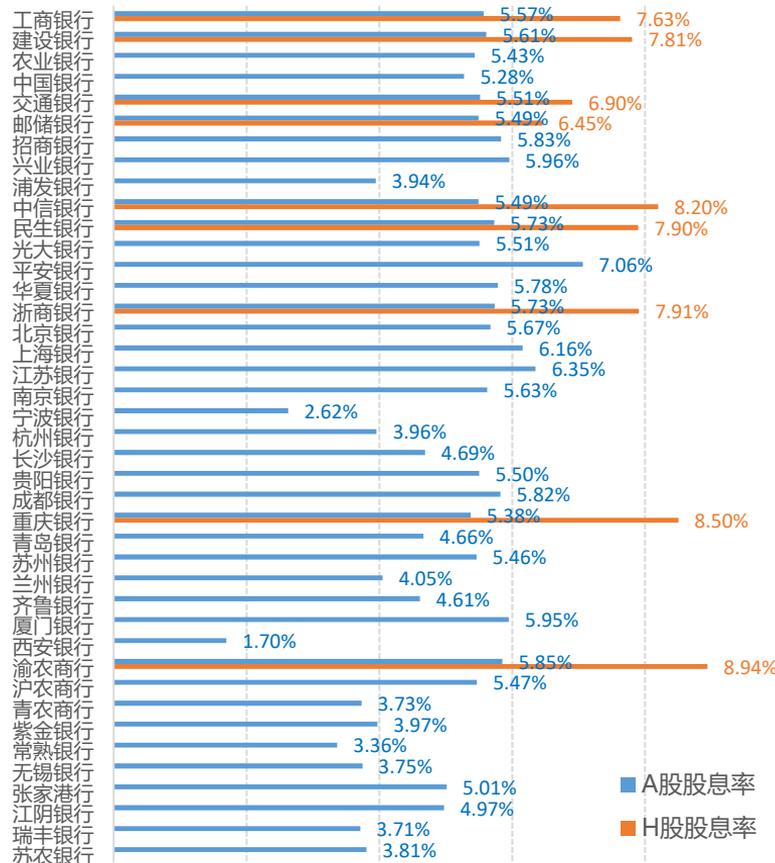
2.2 银行红利属性仍较突出

- 红利范围从国有大行向部分中小行扩大。国有大行现金分红比例稳定，截至2024年6月14日股息率均值5.48%，较10年期国债收益率高323BP，仍具一定性价比。部分中小银行也具备低估值、现金分红比例稳定等特征，且基本面优异或正值改善期，股息率在5%之上(如北京、渝农等)。
- 另外，多家银行宣布中期分红计划，板块红利属性进一步强化。

上市银行分红金额(亿元)、同比增速及分红比例



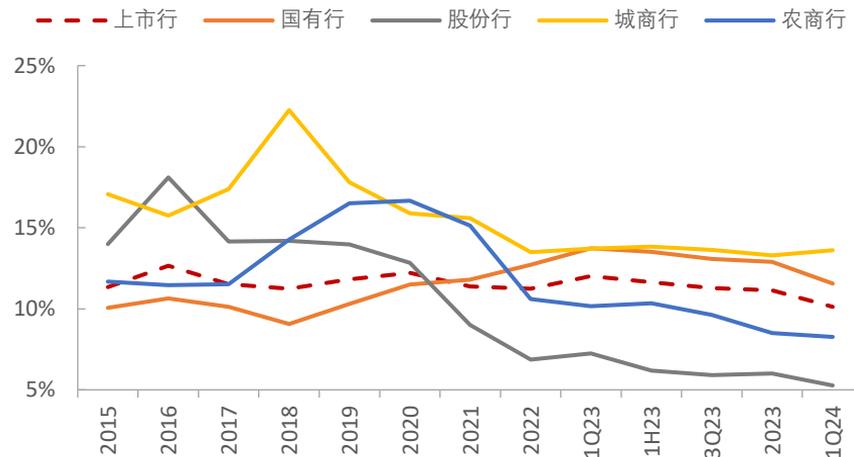
上市行股息率 (对应2024年6月14日收盘价)



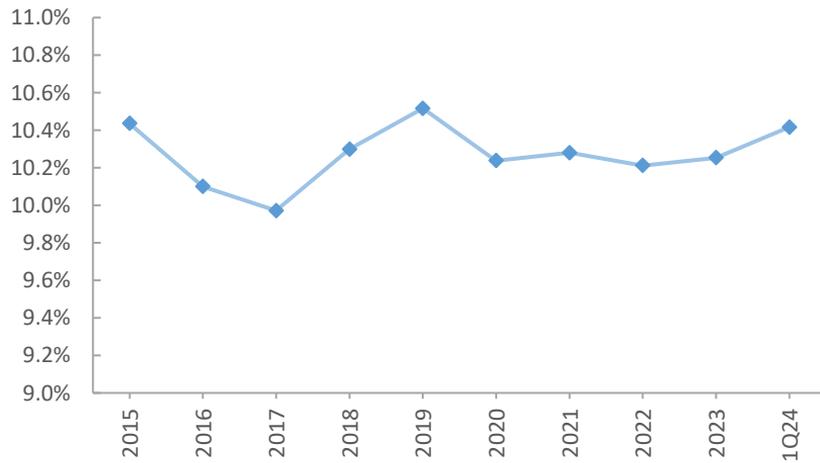
2.3 高分红比例或可持续

- 资本要求约束银行的分红比例，进而影响股息率，我们判断银行或能继续保持高分红比例：
- **一是扩表放缓可以减少资本耗用**，24Q1货币政策执行报告提到“存量货币信贷已经不低，并将持续发挥作用”、“减少资金空转沉淀，大力发展直接融资，这可能会使得信贷总量增速放缓”、金融GDP核算从主要参考存贷款余额调整为参考银行利润指标、叫停“手工补息”，上述因素或均表明银行后续信贷规模增速将放缓。
- **二是资本新规施行或形成一定资本节约**，资本新规自24年初实施，上市银行24Q1末平均核心一级资本充足率较23年末上升16BP。

截至24Q1上市银行贷款同比增速



截至24Q1上市银行核心一级资本充足率均值

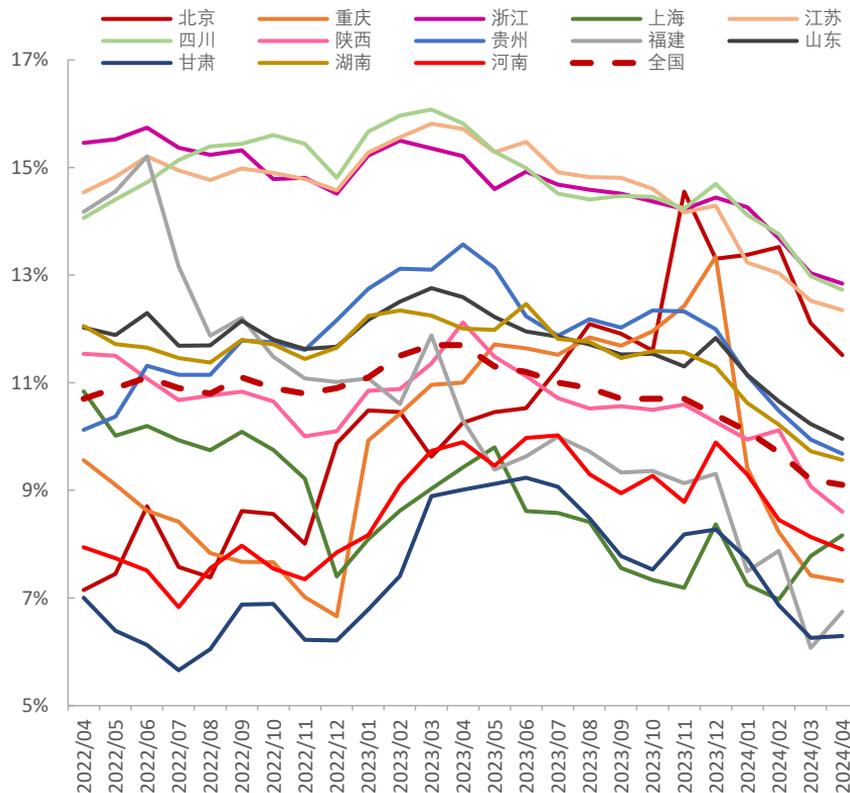


03. 优质区域行业绩景气有望持续

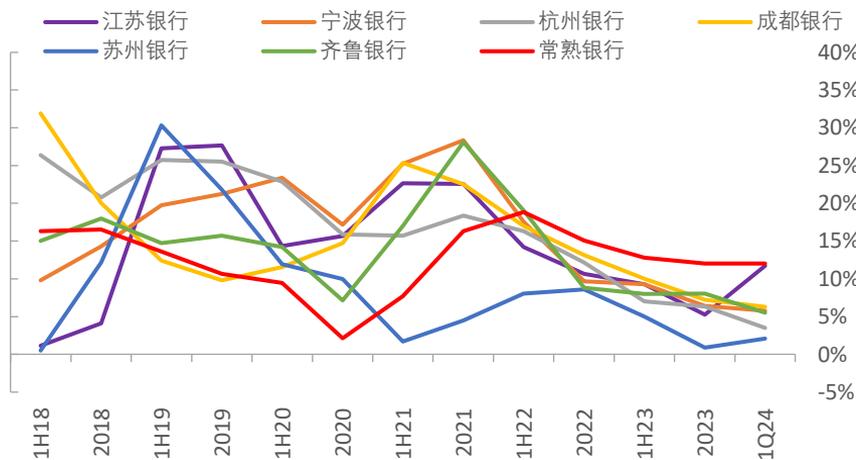
3.1 优质区域的城农商行业绩景气有望持续

- 部分地区信贷规模仍保持较快扩张。全国贷款增速呈向下趋势，但浙江、四川、江苏、北京和山东仍保持相对较高的贷款增速，截至24年4月，前述五地区的贷款均保持双位数增速。
- 部分优质区域城农商行营收增速较具韧性。这些银行或受益于所处区域旺盛的信贷需求，营收增速较为坚挺。

各省贷款余额同比增速：累计同比



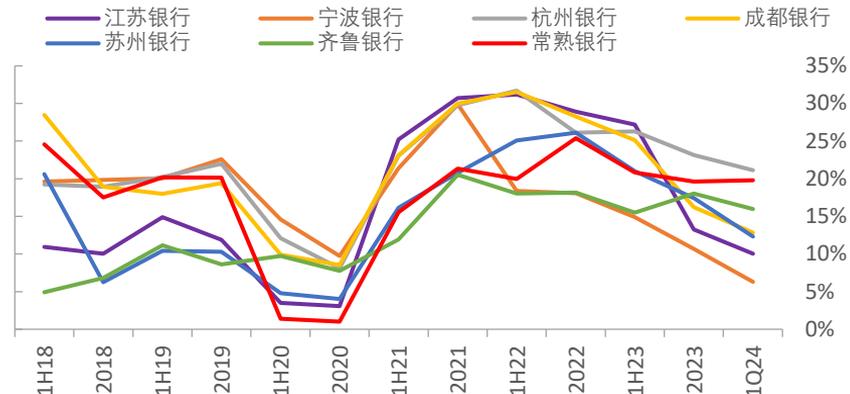
部分优质区域城农商行营收增速：累计同比



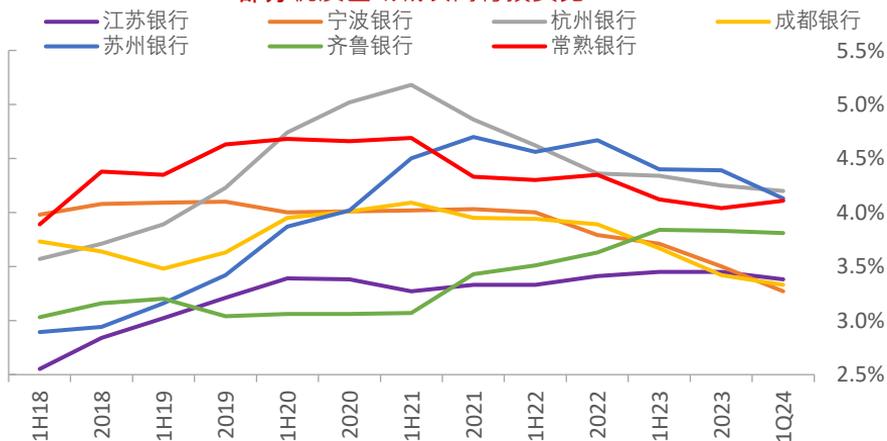
3.1 优质区域的城农商行业绩景气有望持续

- 部分优质区域城农商行资产质量持续较优，且拨备较充裕，或支持其保持较优的利润增速。利润释放的可持续性，与资产质量、拨备水平相关，23年上市银行拨备反哺利润的情况相对较多，这既需要不良率及资产质量前瞻指标保持较优水平，也需要充足拨备支撑。部分城农商行所处区域经济环境较优，客户基础较好，为银行资产质量奠定基础。

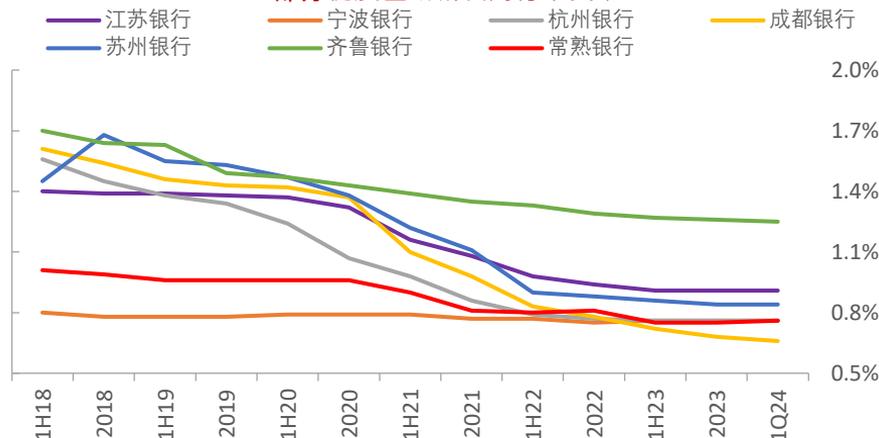
部分优质区域城农商行归母净利润增速：累计同比



部分优质区域城农商行拨贷比



部分优质区域城农商行不良率





04. 地产政策优化，估值修复或提速

4.1 地产政策优化，顺周期预期有望强化

- **地产政策优化，估值修复或提速。**0517地产新政发力需求端刺激房地产销售，大多数地区已跟随全国性政策优化调整房贷政策。现阶段银行房地产存量风险的暴露已相对充分，若房企的销售和流动性转好，银行房地产领域贷款的潜在风险压力有望随之减轻，推动板块估值进一步修复。

2024年5月17日全国地产金融政策

| 地区 | 调整情况 |
|----------|---|
| 全国 | 自2024年5月18日起， 下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点 ，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。 |
| 全国（因城施策） | 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。 在此基础上，中国人民银行各省级分行、国家金融监督管理总局各派出机构根据城市政府调控要求，按照因城施策原则，自主确定辖区各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例下限。 |
| 全国（因城施策） | 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限； 中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平(如有)； 银行业金融机构应根据各省级市场利率定价自律机制确定的利率下限（如有），结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，合理确定每笔贷款的具体利率水平。 |

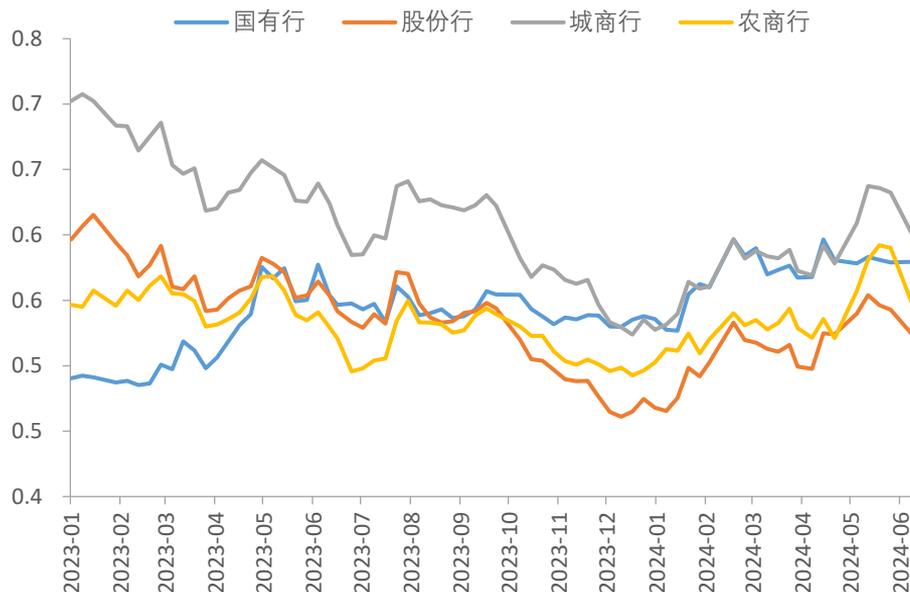
各地区因城施策的地产金融政策

| 地区 | 调整情况 |
|--|---|
| 27个省级行政区：天津、重庆、河北、山西、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、河南、湖北、湖南、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆 | 首套：首付比不低于15%，取消商业房贷利率下限 二套：首付比不低于25%，取消商业房贷利率下限 |
| 广东省（除深圳地区） | 首套：首付比不低于20%，商业房贷利率下限不低于LPR-45BP |
| 上海市 | 二套：首付比不低于35%（特定区域内不低于30%），商业房贷利率下限不低于LPR-5BP（特定区域内不低于LPR-25BP） |
| 深圳市 | 首套：首付比不低于20%，商业房贷利率下限不低于LPR-45BP 二套：首付比不低于30%，商业房贷利率下限不低于LPR-5BP |

4.2 股份行估值有望更受益

- 股份行估值较低。或受房地产领域贷款占比较高影响，截至2024年6月14日，股份行PB估值0.52x，为四类银行最低。新一轮地产政策下，房企债务风险预期有望减轻，对公房地产贷款占比高的股份行估值修复受益或更明显。

四类银行PB (LF) 走势



四类银行对公房地产贷款占比及股份行具体情况

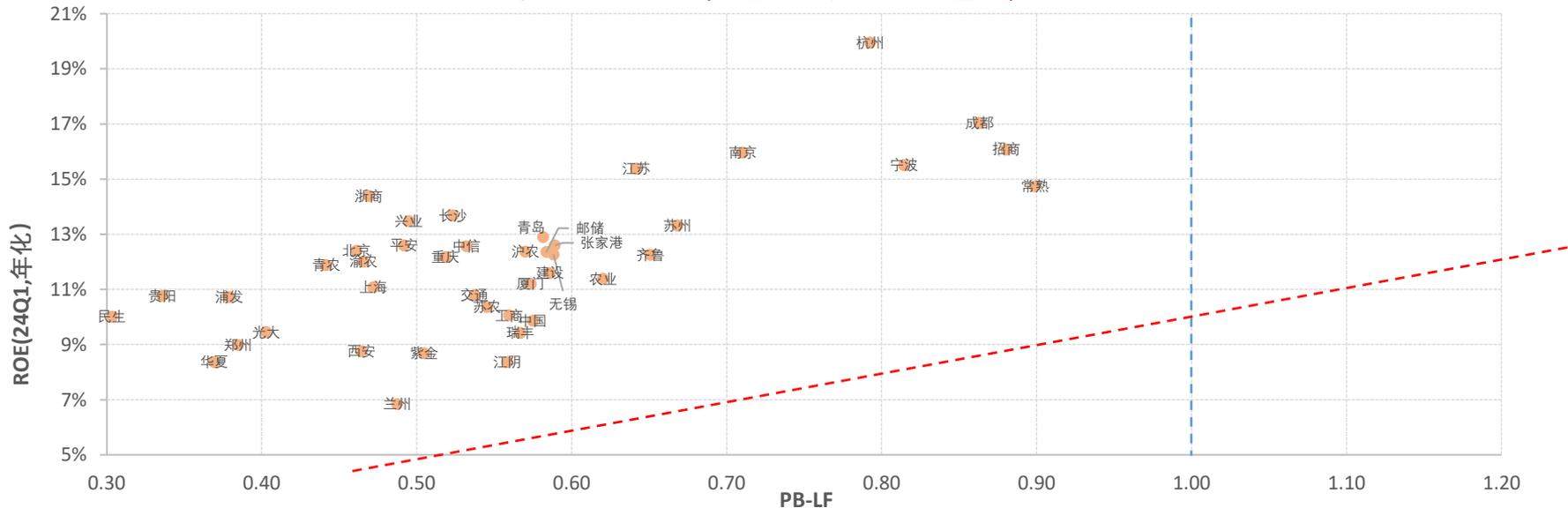
| | 对公房地产贷款占比 | 对公房地产贷款 (亿元) |
|------|-----------|--------------|
| 国有行 | 4.7% | 51143 |
| 股份行 | 6.3% | 24111 |
| 招商银行 | 5.0% | 3267 |
| 兴业银行 | 8.0% | 4375 |
| 浦发银行 | 6.9% | 3457 |
| 中信银行 | 4.7% | 2594 |
| 民生银行 | 7.9% | 3463 |
| 光大银行 | 4.4% | 1657 |
| 平安银行 | 7.5% | 2553 |
| 华夏银行 | 4.2% | 967 |
| 浙商银行 | 10.4% | 1777 |
| 城商行 | 6.0% | 7276 |
| 农商行 | 5.5% | 1476 |

05. 投资建议

板块PB-ROE及投资建议

- 板块利空因素基本浮出水面，担忧基本已体现在当前的低估值中，推荐主线：**1) 景气**：优质区域城农商行业绩景气度有望持续，估值修复空间更大，建议关注常熟银行、成都银行、江苏银行、宁波银行、齐鲁银行等。**2) 红利**：银行股息率相较无风险收益率仍占优，建议关注股息率仍具性价比的国有大行、分红比例长期稳定的高股息中小行（如北京银行、南京银行、渝农商行、沪农商行等）。**3) 顺周期**：地产政策优化调整或使顺周期预期强化，部分股份行估值或有一定修复空间。

上市银行PB-ROE图（对应2024年6月14日收盘价）



06. 风险提示

- **宏观经济波动超预期。**受外部环境及内需影响，经济增速或边际略承压，居民、企业信贷需求走弱，行业扩张放缓。
- **行业净息差下行超预期。**在LPR下降、新发贷款定价下行等多重影响因素之下，银行业净息差面临收窄压力。
- **地产行业改善不及预期。**若行业政策落地等支持因素对房地产行业改善程度不及预期，无论从资产质量还是经济复苏节奏上，都可能对银行经营与估值带来压力。

THANKS 致谢

民生证券·银行研究团队：



首席分析师 余金鑫

执业证号:S0100521120003

邮件: yujinxin@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|------|--------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。 | 公司评级 | 推荐 相对基准指数涨幅15%以上 |
| | | 谨慎推荐 相对基准指数涨幅5%~15%之间 |
| | | 中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | | 回避 相对基准指数跌幅5%以上 |
| | 行业评级 | 推荐 相对基准指数涨幅5%以上 |
| | | 中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | | 回避 相对基准指数跌幅5%以上 |

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 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。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。