

严格的风控保证安全边际

中性维持

目标价格：4.50元

投资要点：

- 📖 名单制管理保证客户质量，保障性住房项目贷款继续跟进
- 📖 非息收入强劲增长
- 📖 中性评级

报告摘要：

- **名单制管理保证房地产客户质量。**全国房地产开发企业大约5-6万家，能够进入工行名单的企业4000家，可以成为工行客户的企业3000家。工行开发贷一季度不良率0.72%，个人按揭贷款不良率0.48%。
- **保障性住房项目贷款继续跟进。**随着政策转向，工行及时调整战略，目前已计划开展保障性住房等项目贷款，保障性住房等项目的启动将部分提振贷款需求。
- **多年的经验积累保证融资平台贷款高质量。**凭借多年的经验，工行在2009年新一轮地方融资平台贷款中无打包贷款，贷款都是逐笔逐项审查；对地区也是严格选择，融资平台贷款分布在全国155个城区，其中85%是省会城市和地级市，15%是全国百强县。
- **非息收入强劲增长，有规律可循。**今年前5个月，工行手续费净收入增长36%左右，其中，对公理财增速迅猛，约120%，银行卡增速46%，结算等业务增速40%，投行增速25%，资产托管增速45%，个人理财和私人银行增速30%。统计一下工行手续费环比增长的历史，一季度增速最快，二、三季度增速回落，四季度回暖。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计工行10年归属于母公司股东的净利润增速17.8%，达到1515亿元，每股收益0.45元，2011年归属于母公司股东的净利润增速20.5%，达到1826.7亿元，每股收益0.55元。中性评级。

(百万元,元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入元	180705	254157	309758	309454	359151
净利润	49436	81990	111151	129350	152422
摊薄 EPS(元)	0.15	0.24	0.33	0.39	0.45
BVPS(元)	1.40	1.61	1.81	2.02	2.31
PE(X)	28.60	17.18	12.60	10.86	9.21
PB(X)	2.99	2.59	2.31	2.07	1.81
P/PPOP(X)	13.54	9.27	7.01	7.38	6.17
市值/总资产	18.59%	16.08%	14.31%	11.85%	10.30%

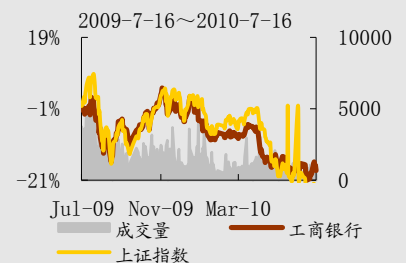
分析师

张继袖

电话：010-88085976

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100331	236388	
20091231	258777	
20090930	50758	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通A股比		
持股家数及进出情况		

数据来源：港澳资讯

相关研究

目录

一、保障性住房弥补房地产调控的影响.....	4
(一) 名单制管理, 严格筛选房地产客户	4
(二) 房地产贷款风险不大	4
(三) 保障性住房项目贷款会大幅跟进	5
二、多年的经验积累保证融资平台贷款高质量.....	5
三、非息收入增长强劲	6
四、净息差走势平稳	7
五、发展重点区域, 走进西部	8
六、盈利预测和估值	8
(一) 盈利预测	8
(二) 估值	9
七、投资建议和风险提示	10

插图

图 1: 工行手续费明细项增速.....	6
图 2: 工行手续费净收入单季度环比增速.....	7
图 3: 工行 NIM 走势及预测.....	7

表格

表 1: 上市银行按揭贷款汇总.....	4
表 2: 上市银行房地产贷款汇总.....	5
表 3: 融资平台贷款重新分类对上市银行信贷成本的影响.....	6
表 4: 工行地区分部收入占比和增速.....	8
表 5: 工行盈利预测.....	8
表 6: 上市银行盈利预测.....	9
表 7: 上市银行估值.....	10

一、保障性住房弥补房地产调控的影响

(一) 名单制管理，严格筛选房地产客户

工行对房地产客户有着严格的筛查机制。全国房地产开发企业大约 5-6 万家，能够进入工行名单的企业也就 4000 家，可以成为工行客户的企业大约 3000 家。对房地产项目的封闭式管理保证了还款及时性，比如商品房项目贷款，完成销售的 80% 之后需要向工行还款，商业用房贷款，完成销售的 70% 后向工行还款。这样严格的管理保证了工行开发贷一季度不良率 0.72%，个人按揭贷款不良率 0.48%。

在房地产贷款需求方面，目前的房地产贷款申请额度已超过工行全年的计划额度，需求依然旺盛，有利于银行提高议价能力。项目贷款一季度增长很快，都是在 4 万亿投资计划内的中长期贷款，今年主要是满足在建和续建项目需求，总体上严格执行监管部门季度贷款 3:3:2:2 的投放要求。

(二) 房地产贷款风险不大

工行对房地产压力测试的结果与其他银行差异不大，即使房价下跌 30%，主要还是由于工行对房地产贷款严格的管控。工行发放的个人贷款的 94% 都是一套房贷款，二套及以上房贷款只占 6%，2009 年底时工行按揭贷款占比 15.79%，在 14 家银行中处在第 6 位；开发贷占比 10.7%，处于第 3 位。

工行认为，由于受到很多因素的干扰，房地产压力测试的结果并不是很好的衡量地产的风险的指标，所以工行采用剩余成数观察地产风险。剩余成数也就是贷款/房地产成本价，目前工行这个数据是 52%，相当于首付五成。如果考虑到房价已经上涨的幅度，贷款占比房价市值的比例也就在 20% 左右。

表 1: 上市银行按揭贷款汇总

按揭贷款	金额,亿元					占比,%				
	2009	2009H	2008	2007	2006	2009	2009H	2008	2007	2006
中信	1141.56	757.43	781.17	608.33	364.70	10.71	7.66	10.70	10.58	7.87
中行	9079.12	7392.85	6350.00	5776.55	4569.30	18.49	20.68	23.86	20.26	18.79
南京	54.08	38.79	31.20	34.83	24.93	8.07	6.46	7.76	11.37	9.78
建行	8690.75	7281.31	6154.29	5425.62	4412.72	18.03	16.09	16.22	14.30	11.63
工行	8742.44	7104.97	5977.90	5475.78	4218.74	15.79	13.07	13.51	13.44	11.62
兴业	1490.91	1133.86	1121.58	na	na	21.25	17.69	22.46	na	na
招行	2736.59	2042.08	1585.12	1311.38	813.83	23.08	17.72	18.13	19.48	14.39
浦发	1389.80	1135.78	949.09	818.16	569.01	14.96	12.10	13.61	14.85	12.35
宁波	139.89	50.39	94.82	104.24	69.65	17.09	7.84	19.29	28.56	24.75
深发展	858.01	742.26	658.62	592.97	358.21	23.87	21.68	23.21	20.90	12.62
民生	996.19	929.40	874.01	895.89	653.34	11.28	10.28	13.28	16.14	13.84
交行	2249.75	1737.54	1519.89	1393.57	1050.44	12.23	10.05	11.44	12.62	11.36
华夏	277.88	221.46	239.96	258.17	198.91	6.46	5.20	6.75	8.43	7.66
北京	259.63	200.09	175.25	147.99	116.78	9.49	8.01	9.08	9.41	9.01
合计	38106.59	30768.21	26512.90	22843.48	17420.56	16.51	14.63	15.98	14.84	12.63

资料来源：宏源证券

表 2: 上市银行房地产贷款汇总

百万,%	2009		2009H		2008	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中行	366,630	7.47	339,255	7.87	271,484	8.24
北京	37,205	13.61	30,965	12.4	22,328	11.56
浦发	80,904	8.71	76,613	8.16	63,953	9.17
中信	46,312	5.63	41,316	4.2	50,923	8.72
招行	90,527	8	74,571	6	64,227	7
兴业	65,867	9.39	66,523	10.38	58,970	11.81
深发展	23,255	6.47	17,160	5.01	15,878	5.60
宁波	7,317	8.94	4,373.00	8.89	2,825	7.82
南京	6,394	9.54	4,552	7.6	3,402	8.47
民生	103,713	11.75	95,247	11	90,158	13.69
交行	129,325	7.03	117,917	6.82	88,568	6.67
工行	421,804	10.70	454,643	8.36	343,895	10.60
华夏	33,545	7.80	29,186	6.85	23,124	6.50
建行	358,651	7.68	355,738	8.08	329,381	8.96
合计	1,771,449	8.77	1708059	7.97	1,429,116	8.92

资料来源: 宏源证券

(三) 保障性住房项目贷款会大幅跟进

国家的地产新政和宏观调控紧缩严格影响了银行的贷款投放。4月17日,国务院办公厅发布《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》。《通知》提出调整住房供应结构,加强了保障性住房、经济适用房和廉租房建设,房价过高、上涨过快的地区,要大幅度增加公共租赁住房、经济适用房和限价商品住房供应。政府已经把保障性住房和廉租房的建设纳入了国家的规划,确保完成2010年建设保障性住房300万套、各类棚户区改造住房280万套的工作任务,住房城乡建设部会同有关部门抓紧制定2010-2012年保障性住房建设规划(包括各类棚户区建设、政策性住房建设),并在2010年7月底前向全社会公布。

随着政策的转向,工行及时调整战略,目前已计划开展保障性住房等项目贷款,所以我们坚持的观点是政府抑制的是房价过快上涨,而不是地产投资,保障性住房等项目的启动将部分提振贷款需求。

二、多年的经验积累保证融资平台贷款高质量

工行在1997年就已经开始地方融资平台贷款,直到2004年,这部分贷款占比大约40%,收益率也很好。凭借多年的经验,工行在2009年新一轮地方融资平台贷款中无打包贷款,贷款都是逐笔逐项审查;对地区也是严格选择,融资平台贷款分布在全国155个城区,其中85%是省会城市和地级市,15%是全国百强县。09年底的融资平台贷款7200亿元,不良率0.03%,一季度末融资平台贷款7800亿元,不良率0.02%。工行的地方融资平台贷款占全行贷款比例约为11%,考虑补提的减值损失,全年减值成本大约0.49%,我们并不担心这部分的风险。

表 3: 融资平台贷款重新分类对上市银行信贷成本的影响

亿	平台贷款余额	降入次级	降入关注	次级加计提拨备	关注加计提拨备	共加计提拨备	10 减值损失预测	新减值成本	贷款平均余额	平台贷款占比
北京	844	42.2	84.4	12.66	1.688	14.348	15.31	0.50%	3035	27.81%
工行	7200	360	720	108	14.4	122.4	302.81	0.49%	61746	11.66%
华夏	600	30	60	9	1.2	10.2	42.86	0.91%	4703	12.76%
建行	6460	323	646	96.9	12.92	109.82	345.44	0.66%	52320	12.35%
交行	1390	69.5	139	20.85	2.78	23.63	146.36	0.72%	20398	6.81%
民生	786	39.3	78.6	11.79	1.572	13.362	39.85	0.41%	9787.5	8.03%
南京	151	7.55	15.1	2.265	0.302	2.567	6.37	0.85%	751	20.11%
宁波	56	2.8	5.6	0.84	0.112	0.952	6.84	0.74%	931	6.02%
浦发	666	33.3	66.6	9.99	1.332	11.322	40.05	0.39%	10376	6.42%
深发展	186	9.3	18.6	2.79	0.372	3.162	23.29	0.58%	3982.5	4.67%
兴业	1302	65.1	130.2	19.53	2.604	22.134	28.43	0.37%	7780	16.74%
招行	1020	51	102	15.3	2.04	17.34	35.50	0.27%	13181	7.74%
中信	1245	62.25	124.5	18.675	2.49	21.165	49.29	0.42%	11872	10.49%
中行	5300	265	530	79.5	10.6	90.1	323.51	0.59%	55187	9.60%
平均(合计)	27206	1360.3	2720.6	408.09	54.412	462.502	1405.93	0.55%	256050	10.63%

注: 蓝色背景是合计数。

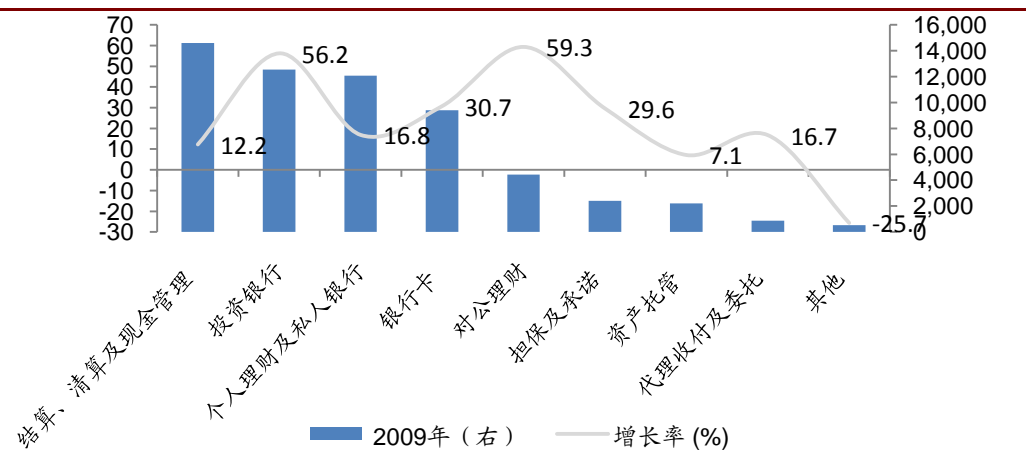
资料来源: 公司财报, 宏源证券

三、非息收入增长强劲

工行作为全国大型银行, 手续费净收入规模大, 2009 年, 银行实现手续费净收入 551.47 亿元, 增长 25.3%。今年前 5 个月, 手续费净收入增长 36% 左右, 其中, 对公理财增速迅猛, 约 120%, 银行卡增速 46%, 结算等业务增速 40%, 投行增速 25%, 资产托管增速 45%, 个人理财和私人银行增速 30%。统计一下工行手续费环比增长的历史, 一季度增速最快, 二、三季度增速回落, 四季度回暖。我们预计, 工行全年手续费净收入增长 30.35%。

关于银信理财产品问题, 工行认为会减少一些中间业务收入, 但这些产品背后隐藏的贷款需求会逐渐转移至表内, 对 NIM 的提升是有利的。

图 1: 工行手续费明细项增速



资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 2: 工行手续费净收入单季度环比增速



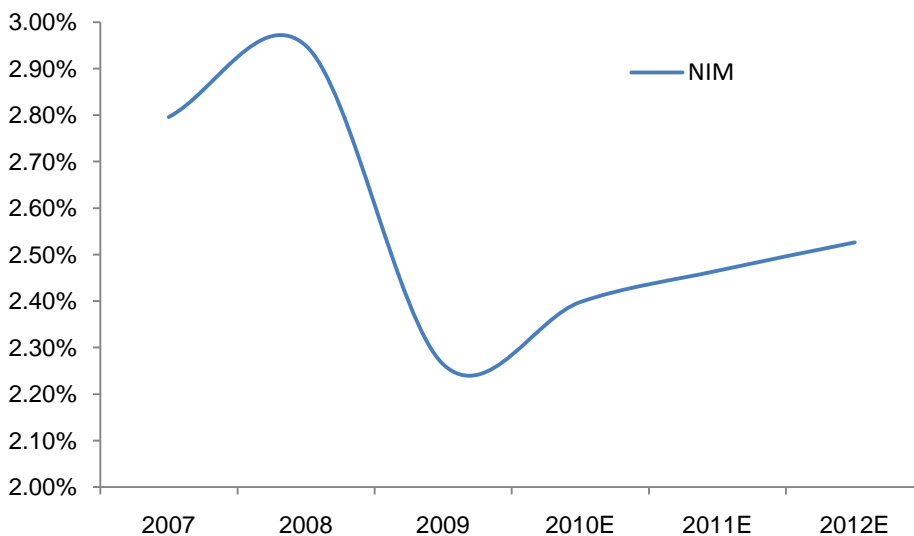
资料来源: 公司数据, 宏源证券

四、净息差走势平稳

工行一季度 NIM 为 2.33%，5 月末依然维持 2.33% 水平，09 年四季度为 2.26%。我们预计工行全年 NIM 为 2.40%，同比上升 13 个 BP。对 NIM 提升的有利因素有：信贷管制使银行议价能力提升、货币市场收益率上升、上次降息前的长期存款到期，重定价即将开始。从货币市场的情况看，央行年内已连续 3 次上调存款准备金率，公开市场操作力度加大，货币市场利率大幅上升。这对于资金相对宽裕的大行来说可以提高资金拆出比例，获取同业利差更有优势。

对于加息问题，主要看经济增长、人民币升值（贸然加息将迫使人民币过快升值）、美国货币政策以及 CPI 情况，加息问题很难判断。我们倾向于全年不加息，NIM 的提升会比较慢。

图 3: 工行 NIM 走势及预测



资料来源: 公司数据, 宏源证券

五、发展重点区域，走进西部

在去年国家确定区域振兴规划后，工行确定了全国 16 个重点发展区域，全行制定了相应的政策，目前 9 个区域发展规划已完成，7 个正在起草。工行区域规划的业务份额占全行业务份额的 75%。从工行营收地区分部看，由于紧跟国家西部政策，西部地区的营收增长 8.52%，占比提高 1.3 个百分点。

工行对西部网点采用“停牌制”管理，对持续亏损的网点甚至分行停止营业，比如西藏分行 2008 年才恢复经营。对西部开发贷款支持问题，工行认为首先应该看政府态度，如果政府资金有投资意向，银行才会有动力信贷投放。

表 4: 工行地区分部收入占比和增速

百万元	2009		2008		增长	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额%	占比上升%
总行	24,749	8	28,512	9.2	-13.20	-1.2
长江三角洲	68,044	22	74,088	23.9	-8.16	-1.9
珠江三角洲	43,341	14	45,729	14.8	-5.22	-0.8
环渤海地区	63,288	20.4	57,350	18.5	10.35	1.9
中部地区	38,687	12.5	37,665	12.2	2.71	0.3
西部地区	47,225	15.3	43,516	14	8.52	1.3
东北地区	13,352	4.3	14,100	4.6	-5.30	-0.3
境外及其他	10,768	3.5	8,798	2.8	22.39	0.7
营业收入合计	309,454	100	309,758	100	-0.10	0

注：西部地区：重庆，四川，贵州，云南，广西，陕西，甘肃，青海，宁夏，新疆，内蒙古，西藏

资料来源：公司数据，宏源证券

六、盈利预测和估值

(一) 盈利预测

我们预计工行 2010 年贷款增速 15.57%，存款增速 13%，NIM 为 2.40%，不良率 1.54%，维持 09 年底水平，信贷成本 0.46%，手续费增速 30.35%，成本收入比 31.18%，比 09 年下降 1.7 个百分点。我们计算的工行 10 年归属于母公司股东的净利润增速 17.8%，达到 1515 亿元，每股收益 0.45 元，2011 年归属于母公司股东的净利润增速 20.5%，达到 1826.7 亿元，每股收益 0.55 元。

表 5: 工行盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	2630.37	2458.21	2851.16	3380.36	3973.08
(YOY)	17.18%	-6.55%	20.44%	22.79%	21.38%
净手续费及佣金收入	440.02	551.47	718.86	1006.03	1058.16
(YOY)	27.97%	25.33%	30.35%	39.95%	5.18%
其他净收入	22.91	81.05	17.07	2.88	-1.24
(YOY)	-137.46%	253.78%	-78.93%	-83.16%	-143.02%
营业收入合计	3097.58	3094.54	3591.51	4394.67	5036.20

(YOY)	21.88%	-0.10%	16.06%	22.36%	14.60%
营业支出	1657.99	1430.79	1633.25	2031.44	2349.94
(YOY)	18.81%	-13.70%	14.15%	24.38%	15.68%
营业利润	1435.31	1659.94	1958.27	2363.23	2686.26
(YOY)	26.81%	15.65%	17.97%	20.68%	13.67%
拨备前利润	1990.59	1892.13	2261.08	2766.72	3170.60
(YOY)	32.19%	-4.95%	19.50%	22.36%	14.60%
营业外收支净额	177000.00	125400.00	125300.00	125200.00	125100.00
(YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	1453.01	1672.48	1970.80	2375.75	2698.77
(YOY)	26.22%	15.10%	17.84%	20.55%	13.60%
所得税费用	341.50	378.98	446.58	538.34	611.54
(YOY)	3.10%	10.98%	17.84%	20.55%	13.60%
净利润	1111.51	1293.50	1524.22	1837.41	2087.24
(YOY)	35.57%	16.37%	17.84%	20.55%	13.60%
归属于母公司股东的净利润	1107.66	1285.99	1515.37	1826.74	2075.12
YOY	36.32%	16.10%	17.84%	20.55%	13.60%

资料来源：公司数据，宏源证券

(二) 估值

我们坚持中期策略观点，行业走出估值底部需要转型，需要承受转型阵痛期。在这个似乎漫长的阵痛期，估值优势很难转换成上涨动力，除非经济基本面出现转好的信号。但是，我们现在也无需过度悲观，各家银行的业绩还是有保证的，中国银行业的风控能力依然好于国外投行，这给我们提供了高安全边际。

根据我们的盈利预测，工行 2010 年 PB 为 1.81X，PE 为 9.21X，2011 年 PB 为 1.59X，PE 为 7.64X。

表 6: 上市银行盈利预测

国内上市 公司	每股收益 (元)				BVPS			PPOP		
	08	09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E
深发展 A	0.18	1.44	1.71	2.13	5.87	9.78	11.39	2.49	2.83	3.48
宁波银行	0.53	0.58	0.69	0.90	3.90	5.44	6.03	0.87	1.06	1.37
浦发银行	1.09	1.15	1.16	1.35	5.92	9.07	10.51	2.31	1.78	2.11
华夏银行	0.62	0.75	0.73	0.87	6.06	8.05	8.78	1.64	1.56	1.89
民生银行	0.30	0.45	0.57	0.68	3.30	3.87	3.91	0.94	0.89	0.89
招商银行	0.98	0.85	1.01	1.29	4.30	6.14	7.15	1.30	1.38	1.80
南京银行	0.61	0.65	0.72	0.87	5.04	6.85	7.62	1.21	1.11	1.38
兴业银行	1.90	2.22	2.66	3.76	9.95	15.51	19.14	3.55	3.84	5.20
北京银行	0.87	0.90	1.14	1.54	6.03	7.01	8.27	6.03	7.01	8.27
交通银行	0.51	0.53	0.63	0.77	2.91	4.19	4.84	1.00	1.05	1.30
工商银行	0.33	0.39	0.45	0.55	2.02	2.31	2.62	0.57	0.68	0.83
建设银行	0.40	0.46	0.53	0.66	2.38	2.75	3.09	0.49	0.53	0.66
中国银行	0.25	0.32	0.37	0.42	2.03	2.38	2.61	0.49	0.64	0.74

中信银行	0.34	0.37	0.46	0.57	2.63	3.01	3.44	0.56	0.74	0.91
农业银行	0.20	0.25	0.27	0.33	1.32	1.62	1.84	0.44	0.46	0.56

资料来源：公司数据，宏源证券

表 7：上市银行估值

	收盘价		市盈率(倍)			市净率(倍)			P/POP		
	2010-7-15	09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E	
深发展 A	17.51	12.13	10.26	8.20	2.98	1.79	1.54	7.03	6.20	5.03	
宁波银行	11.72	20.10	16.89	13.09	3.01	2.16	1.94	13.47	11.01	8.58	
浦发银行	14.10	12.25	12.17	10.43	2.38	1.55	1.34	6.11	7.93	6.68	
华夏银行	11.32	15.02	15.52	12.99	1.87	1.41	1.29	6.90	7.26	5.99	
民生银行	5.28	11.65	9.22	7.74	1.60	1.36	1.35	5.62	5.95	5.93	
招商银行	13.56	16.05	13.45	10.50	3.15	2.21	1.90	10.42	9.83	7.55	
南京银行	10.67	16.50	14.86	12.33	2.12	1.56	1.40	8.79	9.62	7.70	
兴业银行	24.64	11.12	9.25	6.55	2.48	1.59	1.29	6.95	6.42	4.74	
北京银行	13.06	14.44	11.43	8.51	2.17	1.86	1.58	2.17	1.86	1.58	
交通银行	6.09	11.39	9.74	7.88	2.09	1.45	1.26	6.07	5.78	4.69	
工商银行	4.18	10.86	9.21	7.64	2.07	1.81	1.59	7.38	6.17	5.05	
建设银行	4.71	10.31	8.81	7.18	1.98	1.71	1.53	9.58	8.81	7.18	
中国银行	3.45	10.84	9.29	8.12	1.70	1.45	1.32	6.98	5.42	4.64	
中信银行	5.59	15.24	12.18	9.88	2.12	1.86	1.62	10.04	7.55	6.16	
农业银行	2.70	10.80	10.10	8.18	2.05	1.67	1.46	6.16	5.82	4.83	
行业平均		13.25	11.49	9.28	2.25	1.70	1.49	7.58	7.04	5.76	
国有大行平均		10.84	9.43	7.80	1.98	1.62	1.43	7.24	6.40	5.28	
股份制银行平均		13.35	11.72	9.47	2.37	1.68	1.48	7.58	7.31	6.01	
城商行平均		17.01	14.39	11.31	2.43	1.86	1.64	8.14	7.50	5.96	

资料来源：公司数据，宏源证券

七、投资建议和风险提示

工行具有优秀的风控能力，即使经济增速下滑，安全边际也非常高。但是，作为规模庞大的银行，以及和指数的关系，获取超额收益比较困难，中性评级。

风险提示：宏观经济二次探底、行业监管超预期。

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行业研究员, 南开大学会计学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085964 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085984 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。