

农业银行 (601288. SH)

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价 (元): **3.39-3.59**

分析师

程矫翼

S0740210080001

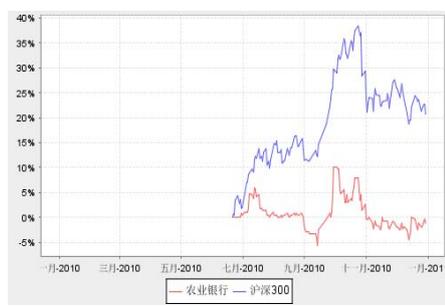
021-20315179

chengjy@qlzq.com.cn

2011年1月18日

增长的确切性不因紧缩环境而改变
基本状况

总股本(百万股)	324794.12
流通股本(百万股)	15342.35
市价(元)	2.65
市值(百万元)	860704.41
流通市值(百万元)	40657.24

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	211,189	222,274	284,232	347,630	412,858
营业收入增速	17.83%	5.25%	27.87%	22.31%	18.76%
净利润增长率	17.56%	26.26%	34.80%	30.64%	24.82%
摊薄每股收益 (元)	0.20	0.25	0.27	0.35	0.44
前次预测每股收益 (元)	0.20	0.25	0.27	0.34	0.41
市场预测每股收益 (元)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
偏差率 (本次-市场/市场)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率 (倍)	13.39	10.60	9.82	7.52	6.03
PEG	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
每股净资产 (元)	1.12	1.32	1.65	2.01	2.45
每股现金流量	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净资产收益率	-23.55%	20.53%	19.91%	19.25%	19.76%
市净率	2.37	2.01	1.60	1.32	1.08
总股本 (百万股)	260,000	260,000	324,794	324,794	324,794

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 农行是我们在 2011 年重点推荐的品种之一, 我们看好农行的两大理由为: 差异化战略+高增长潜力。我们本篇报告的目的在于阐述在 2011 年监管趋严和流动性趋紧的背景下, 农业银行业绩的快速增长潜力没有发生改变。而我们已经《农业银行: 尽享县域金融的天时、地利与人和》(20100715) 及《农业银行: 战略是金, 业绩是石》(20101118) 两篇报告中对农业银行的差异化战略即县域业务的发展潜力及对盈利能力的提升做了详细的分析和探讨, 请参阅相关报告。**
- 首先, 农行可能是少数几个贷款投放不受准备金继续上调影响的银行之一。农业银行的央行存放款项占到存款余额的比例高达 21%, 这意味着即使存款准备金率提升至 21%, 农业银行的资产配置结构都不会受到影响。但实际上我们根据当前农行的资产负债结构模拟后发现, 即使存款准备金率调整到 23% 甚至更高, 农行当前仅 55%-56% 的贷存比使得其完全可以通过压缩同业和债券资产来满足准备金要求, 其贷款的投放不会受到影响。**
- 其次, 即使假设央行实施“差异准备金动态调整方案”(执行与否目前无定论), 农行完全可以通过保证贷款投放的同时上缴差异准备金, 实现以规模增长换取利润增长。一家银行能够做到以规模增长换取利润增长的前提条件是: 该行的资产负债结构能够完全应对法定存款准备金率和差额准备金对流动性和贷款投放的影响, 即存款来源稳定并充裕, 并有着较低的贷存比, 而农行恰好同时具备这两项重要条件。**
- 我们维持“农行息差改善潜力为四大行最大”的判断不变, 同时认为其不良贷款率在当前基础上出现上升的概率较小, 且信贷成本高于我们预期的概率较小。截至 2010Q3 末, 农业银行的不良贷款率为 2.08%, 同期其他三大行的不良率均在 1.1%-1.2% 之间, 我们认为商业银行之间的风险控制差异并不能造成如此大的差异, 农行股改时间最晚是最主要的原因。我们预计农行存量不良贷款中升级、回收等的**

比例预计仍较大。据了解农行平台贷款的抵押品价值是平台贷款余额的 2.66 倍，抵质押价值比较充足。故我们预计农行平台贷款中现金流+担保品价值能够覆盖本息 120% 的占比较高。即使我们悲观的假设平台贷款中有 5% 的贷款须按照银监会的分类新规而划入不良，则全部贷款的不良率将因平台贷款分类政策而上升 65 个基点，但是需要看到的，目前农行的全部存量的不良率和其他三大行差异在 80 个基点以上，所以我们认为存量不良贷款的下降能够抵消平台贷款不良的上升。当前我们对农行未来的信贷成本均做了较为谨慎的假设，故高于我们预期值的概率较小，业绩增长的确定性较强。

- **维持农行的“买入”评级。**我们在农业银行的财务模型中考虑了 500 亿的次级债发行，并考虑 12 月 25 日的加息后，预计对农业银行 2010-2012 年净利润分别达 876/1145/1429 亿元，营业净收入增长 28%/22%/19%，净利润增长 35%/31%/25%。对应的 2010-2012 年 EPS 分别为 0.27/0.35/0.44 元，BVPS 分别为 1.65/2.01/2.45 元。以 2011 年 1 月 14 日收盘价计算，农行当前交易于 9.8/7.5X2010/2011PE 以及 1.6/1.3X2010/2011PB。

内容目录

准备金政策不会对农行的信贷投放产生影响.....	- 3 -
法定准备金的调整不会减少农行的信贷投放.....	- 3 -
差异准备金动态调整方案：选择放贷并交金是农行的最佳选择.....	- 4 -
预计息差改善潜力为四大行最大.....	- 6 -
信贷成本高于我们预期的概率较小.....	- 7 -
维持农行“买入”评级.....	- 8 -
风险提示.....	- 8 -

图表目录

图表 1：即使存款准备金率上调至 25%，农行的贷款投放都不会受到影响.....	- 3 -
图表 2：农行生息资产结构.....	- 4 -
图表 3：农行付息负债结构.....	- 4 -
图表 4：当前资本可支持的农行信贷增速（假设不交差额准备金）.....	- 5 -
图表 5：农行 2011 年信贷增速若维持 17%，需要上缴的差额准备金率.....	- 5 -
图表 6：选择放贷款将增加农业银行当年的净利润及 ROE.....	- 5 -
图表 7：农行全行和县域的贷款利率情况.....	- 6 -
图表 8：农行全行和县域的存款利率情况.....	- 6 -
图表 9：农行息差改善潜力为四大行最大.....	- 7 -
图表 10：农行的不良额>逾期额.....	- 8 -
图表 11：农行信贷成本下降的趋势较为确定.....	- 8 -

准备金政策不会对农行的信贷投放产生影响

法定准备金的调整不会减少农行的信贷投放

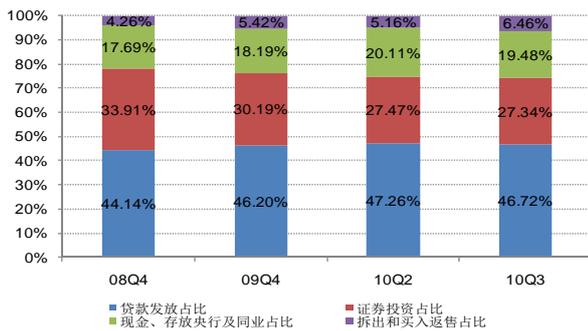
- 央行持续上调存款准备金率，目前大型商业银行目前执行 19.5%（含差异）的存款准备金率。若未来继续上调，可能对多数商业银行的贷款投放逐步产生影响，但农行可能是少数几个贷款投放不受准备金继续上调影响的银行之一。
- 截至 2010 年三季度末，农业银行的央行存放款项占到存款余额的比例高达 21%，这意味着即使存款准备金率提升至 21%，农业银行的资产配置结构都不会受到影响。
- 但实际上我们根据当前农行的资产负债结构模拟后发现，即使存款准备金率调整到 23% 甚至更高，农行当前仅 55%-56% 的贷存比使得其完全可以通过压缩同业和债券资产来满足准备金要求，其贷款的投放不会受到影响。
- 截至 2010 年三季度末，农行前三季度新增贷款 6400 亿，我们根据全行业第四季度的信贷投放情况，我们预计 2010 年全年农行的信贷增量在 7800-8000 之间，较年初增长 19% 左右。我们假设 2011 年农行的信贷增量也大致维持在 2010 年水平，则对应的信贷增长在 16%-17% 左右。
- 我们仍然需要强调的是银监会对农行县域贷款有两项指标约束，一是新增的贷存比不能低于 50%，二是存量的贷存比在 5 年内要提高至 50% 以上，这两个指标是我们推断农行未来 2-3 年的信贷规模增速将高于其他三大行，市场份额将有上升的重要原因。

图表 1: 即使存款准备金率上调至 25%，农行的贷款投放都不会受到影响

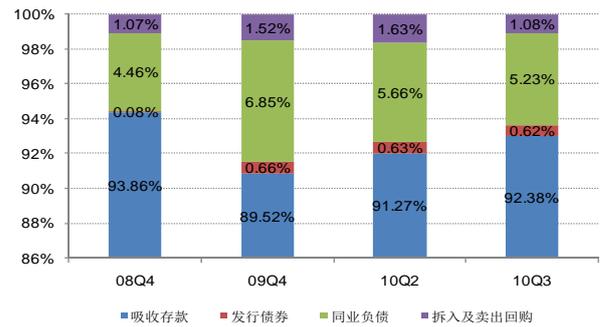
资产	100.0%						
存款占资产比重	85.9%						
法定 RRR	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%
贷存比	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%
央行资产占比	16.32%	17.18%	18.04%	18.90%	19.76%	20.62%	21.48%
贷款占比	48.11%	48.11%	48.11%	48.11%	48.11%	48.11%	48.11%
同业及债券占比	35.57%	34.71%	33.85%	32.99%	32.13%	31.27%	30.41%

备注：只要同业及债券投资占比维持在 30% 以上，我们就认为贷款投放不会受到影响

来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 农行生息资产结构


来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 农行付息负债结构


来源：齐鲁证券研究所

差异准备金动态调整方案：选择放贷并交金是农行的最佳选择

- 近期有媒体报道央行拟实施“差异准备金动态调整方案”，即某一银行需要缴纳的差别准备金率（ R_i ）按照该公式计算得出： $R_i = \alpha_i(C_i^* - C_i)$ 。其中， α_i 为该行的稳健性调整参数； C_i^* （见附注 1）为按照宏观稳健审慎要求测算的资本充足率； C_i 为该行实际的资本充足率。
- 首先需要说明的是，该政策方案的执行与否还没有定论，我们在这里仅是对万一该方案得到执行时，农行的最优选择给出我们的分析。决定每家银行的 R_i 的最主要变量是 α 和 β 值，由于 α 和 β 均由央行执行时确定（暂且未知），所以我们在以下分析中的 α 和 β 值均是我们的假设值。
- 我们假设农行的 500 亿次级债发行计划能够在 2011 年完成，则我们预计农业银行 2011 年底的 CCAR 和 CAR 为 9.76% 和 12.41%。如果农行的 β 系数在 0.8-1 之间，则不交差额准备金条件下当前资本可支持农行 2011 年的信贷增速为 14%-15% 之间。
- 如果农行维持 17% 的信贷增长不变，则当前资本需要上缴的差异准备金率在 1.8-3 个百分点之间（假设 α 系数在 0.9-1 之间， β 系数在 0.8-1 之间）。
- 那么下面我们就将通过模拟测算来解答对于农行来说最优选择是交金还是放贷呢？
 - 我们按照当前农业银行的资产负债结构，假设农业银行贷款增速保持我们预计的 17% 不变，因此将多上缴近 3 个百分点的差额准备金（以 α 和 β 系数均为 1）。但多投放的贷款将增加 2011 年的净利润约 51 亿（相比选择交金而不多投放贷款）。虽然多投放贷款将多消耗资本金约 167 亿，但考虑摊薄后的 ROE 仍较原先的 18% 提升至 18.37%（详见图表 6）。
 - 但是一家银行能够做到以规模增长换取利润增长的前提条件是：该

¹ $C_i^* = \text{最低资产充足率}(8\%) + \text{系统重要性附加资本} + \text{逆周期资本缓冲}$ ； $\text{逆周期资本缓冲} = \beta_i [\text{银行 } i \text{ 的贷款增速} - (\text{GDP 目标增速} + \text{CPI 目标增速})]$

行的资产负债结构能够完全应对法定存款准备金率和差额准备金对流动性和贷款投放的影响，即存款来源稳定并充裕，并有着较低的贷存比，而农行恰好同时具备这两项重要条件。截至 2010 年三季度末，农业银行的贷存比只有 55.2%，为上市银行最低。

- 所以我们推测，即使“差异准备金动态调整”政策得到执行，农行理论和实践上的最优选择是维持原定贷款投放速度不变。
- 但是需要提示的是，如果监管层对 2011 年的信贷增量采取严格的行政控制手段，对包括农行在内的各家银行实行信贷总量指导，在这种情况下不排除农行 2011 年贷款增长低于预期，但我们目前判断该可能性较小。

图表 4: 当前资本可支持的农行信贷增速 (假设不交差额准备金)

最低资产充足率	8%				
GDP%+CPI%	12%				
系统重要性附加资本	2.40%				
Ci=CAR_2011E	12.41%				
α_i	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
β_i	1.00	0.95	0.90	0.85	0.80
Ri=0 可支持的信贷增长	14.01%	14.12%	14.23%	14.36%	14.51%

来源：齐鲁证券研究所

图表 5: 农行 2011 年信贷增速若维持 17%，需要上缴的差额准备金率

最低资产充足率	8%									
GDP%+CPI%	12%									
系统重要性附加资本	2.40%									
Ci=CAR_2011E	12.41%									
α_i	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.90	0.90	0.90	0.90	.90
β_i	1.00	0.95	0.90	0.85	0.80	1.00	0.95	0.90	0.85	0.80
信贷增速=17%下的 Ci*	15.40%	15.15%	14.90%	14.65%	14.40%	15.40%	15.15%	14.90%	14.65%	14.40%
信贷增速=17%的 Ri	2.99%	2.74%	2.49%	2.24%	1.99%	2.69%	2.47%	2.24%	2.02%	1.79%

来源：齐鲁证券研究所

图表 6: 选择放贷款将增加农业银行当年的净利润及 ROE

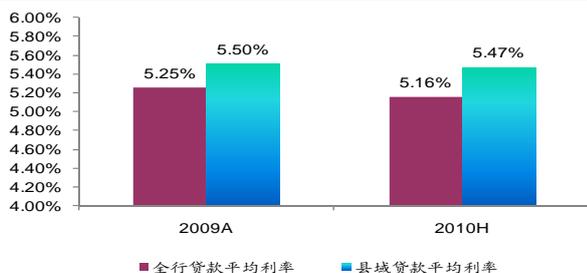
单位: 亿元	农业银行选择放贷款多缴准备金	
存款 (2010Q3 末数据)	86,643.48	
贷存比%	56.00%	
贷款/总资产%	48.00%	
2011E 贷款增长	17.00%	
原 CAR 最低标准%	11.50%	
ROA%	1.00%	
A/E	18.00	
	乐观假设	悲观假设
阿尔法值 (假设值)	1.00	0.90

贝塔值（假设值）	1.00	0.80
贷款收益率（假设值）	6.00%	5.81%
超额准备金利率（假设值）	0.72%	1.62%
贷款增速超过不交差异准备金下的可增长值的幅度	2.99%	2.49%
选择放贷将消耗资本金	166.84	148.71
应多缴的准备金	2.99%	1.79%
选择放贷对当年净利润的贡献度	51.29	37.50
原 ROE	18.00%	18.00%
融资摊薄 ROE（假设多消耗的资本金未来均需融资满足）	18.37%	18.17%

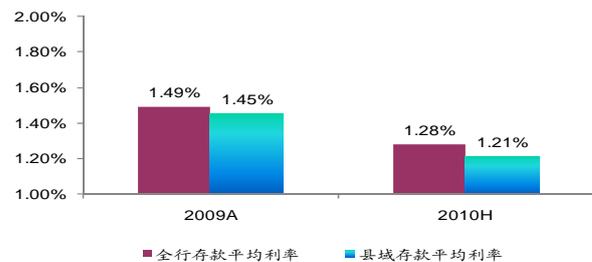
来源：齐鲁证券研究所

预计息差改善潜力为四大行最大

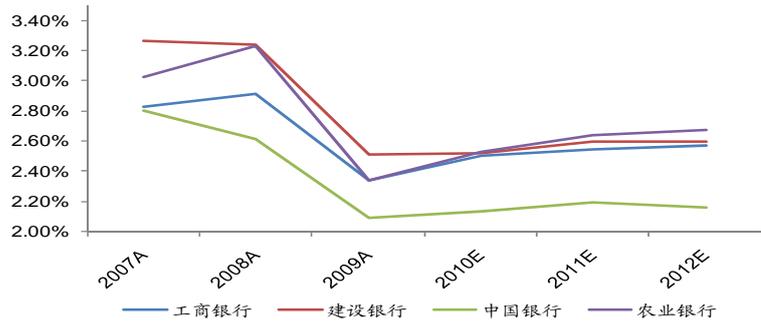
- 首先，在当前紧缩环境下农行的最大优势在于存款来源较为稳定和充裕，在加息环境中其成本上升压力普遍较小，当然这也是大行普遍的优势所在。但是考虑到农行县域业务尤其是县域贷款占比的持续提升，县域业务的存贷利差明显高于城市，所以在四大行中存贷利差改善预计将更优一些。
 - 2010 年上半年，农行县域贷款的平均利率为 5.47%，高于全行水平约 31BP，县域存款的平均付息率为 1.21%，低于全行水平约 7BP。
 - 至 2015 年，农行县域地区的贷款占比从目前的 30%提高至近 40%，将累计提高农行的息差约 20 个 BP。
- 其次，在紧缩的环境中，资金市场利率和债券市场利率均呈现快速上升态势，而农行生息资产中债券投资和同业拆借及买入返售占比分别为约 27%和 6%，这两类资产占比高达 33%（见图表 2），一方面保证了在准备金率的持续调整中农行的贷款投放不受影响，另一方面也最大程度的享受了市场利率的提升。
- 从过往十年的经验来看，长期以来农行的活期存款占比都在 55%-57%左右，活期占比比较高使得农行在升息通道中息差反弹在大行中更为明显。我们预计第四季度农行的存款活期化比较明显，目前活期存款占比可能已经接近历史最高的 57%水平。我们预计 2010 年农行的息差提升至少在 10 个 BP 以上（暂不考虑未来的加息）。

图表 7：农行全行和县域的贷款利率情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：农行全行和县域的存款利率情况


来源：齐鲁证券研究所

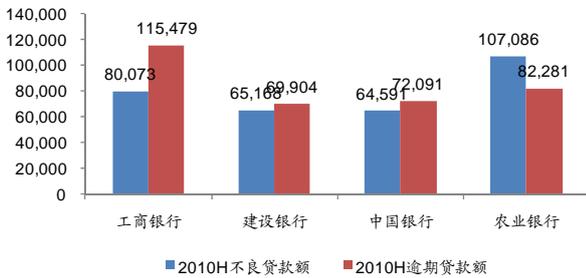
图表 9: 农行息差改善潜力为四大行最大


来源: 齐鲁证券研究所

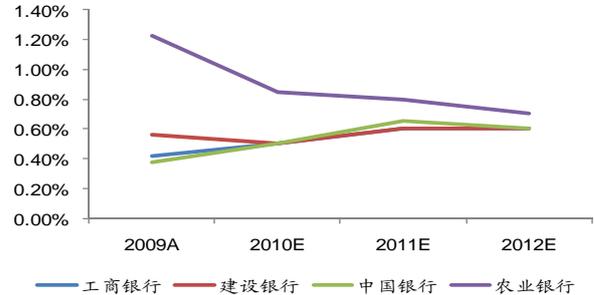
信贷成本高于我们预期的概率较小

- 虽然我们对整个银行业不良贷款的反弹还没有形成一致性预期,但我们认为即使全行业的不良贷款出现“双升”态势,农业银行因“股改红利”的释放效应,其不良贷款率在当前基础上出现上升的概率较小。
 - 截至 2010Q3 末,农业银行的不良贷款额为 994 亿,不良贷款率为 2.08%,同期其他三大行的不良率均在 1.1%-1.2%之间。我们认为商业银行之间的风险控制差异并不能造成如此大的不良率差异,农行股改时间最晚是最主要的原因。我们预计 2011 年和 2012 年农行存量不良贷款中升级、回收等的比例预计仍较大。
 - 未来全行业资产质量方面最大的风险和不确定性在于政府融资平台贷款。截至 2010Q3 末,农行的平台贷款总额在 6000 亿左右,占全部贷款的比重为 13%,该比例在上市银行中处于居中水平。按现金流覆盖程度看,全覆盖贷款占比为 60%,基本覆盖占比为 17%,部分覆盖和无覆盖占比分别为 10%和 13%;按地域分布看,长三角、珠三角和环渤海地区贷款占到 60%以上;按行政级次看,地级以上占到 80%以上。
 - 据了解农行平台贷款的抵押品价值是平台贷款余额的 2.66 倍,抵押品价值比较充足。故我们预计农行平台贷款中现金流+担保品价值能够覆盖本息 120%的占比较高。
 - 即使我们悲观的假设平台贷款中有 5%的贷款须按照银监会的分类新规而划入不良,则全部贷款的不良率将因平台贷款分类政策而上升 65 个基点,但是需要看到的,目前农行的全部存量的不良率和其他三大行差异在 80 个基点以上,所以我们认为存量不良贷款的下降能够抵消平台贷款不良的上升。
 - 当前农行是四大行中唯一一家不良贷款额大于逾期贷款额的银行,显示农行在上市前的五级分类是较为谨慎的。
- 不良贷款的变化和拨备政策的变化对银行业绩的影响直接体现在信贷成本上。我们认为当前我们对农行未来的信贷成本均做了较为谨慎的假设,故高于我们预期值的概率较小,业绩增长的确定性较强。
 - 首先根据我们前面对农业银行不良贷款率出现上升概率较小的判断,故农行未来的信贷成本随资产质量变化而下降的概率也较大。

- 而即使考虑到未来银监会可能会出台的“拨贷比达 2.5%为拨备计提标准之一”政策，农行当前的拨贷比高达 3.3%，不受该政策影响。

图表 10: 农行的不良额>逾期额


来源：齐鲁证券研究所

图表 11: 农行信贷成本下降的趋势较为确定


来源：齐鲁证券研究所

维持农行“买入”评级

- 我们在农业银行的财务模型中考虑了 500 亿的次级债发行，并考虑 12 月 25 日的加息后，预计对农业银行 2010-2012 年净利润分别达 876/1145/1429 亿元，营业净收入增长 28%/22%/19%，净利润增长 35%/31%/25%。对应的 2010-2012 年 EPS 分别为 0.27/0.35/0.44 元，BVPS 分别为 1.65/2.01/2.45 元。
- 以 2011 年 1 月 14 日收盘价计算，农行当前交易于 9.8/7.5X2010/2011PE 以及 1.6/1.3X2010/2011PB。
- 我们维持对农行“买入”评级。

风险提示

- 若央行对 2011 年的信贷增量采取严格的行政控制手段，不排除农行 2011 年贷款增长低于预期。
- 由于县域资产质量对经济增速的敏感性高于城市地区，若县域经济增长速度放缓，则会导致县域地区业务的风险增加。
- 若国内外的经济形势低于预期将对整个银行业经营环境造成冲击，进而可能导致农业银行的净利润低于预期，并对其估值有负面影响。

附录：财务预测简表

每股盈利及估值	2009A	2010E	2011E	2012E	盈利驱动因素	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益 (EPS)	0.25	0.27	0.35	0.44	生息资产规模增长	27.12%	15.93%	16.59%	15.73%
每股拨备前收益	0.44	0.47	0.58	0.71	生息资产平均收益率	3.77%	3.88%	4.13%	4.13%
每股净资产 (BVPS)	1.32	1.65	2.01	2.45	计息负债平均付息率	1.54%	1.48%	1.67%	1.67%
P/E	10.60	9.82	7.52	6.03	净利差 (SPREAD)	2.23%	2.40%	2.46%	2.45%
P/PPOP	6.04	5.66	4.54	3.75	净息差 (NIM)	2.34%	2.53%	2.64%	2.67%
P/B	2.01	1.60	1.32	1.08	业务支出/营业净收入	43.11%	41.02%	39.50%	38.60%
ROAE	20.53%	19.91%	19.25%	19.76%	有效税率	12.07%	20.00%	20.00%	22.00%
ROAA	0.82%	0.91%	1.03%	1.11%	权益倍数 (A/E)	25.91	19.15	18.38	17.43
资产负债表摘要	2009A	2010E	2011E	2012E	规模增长	2009A	2010E	2011E	2012E
总资产	8,882,588	10,285,861	11,977,877	13,848,490	总资产	26.63%	15.80%	16.45%	15.62%
贷款总额	4,138,187	4,932,719	5,746,618	6,608,610	贷款净额	33.05%	18.93%	16.24%	14.84%
证券投资	2,621,148	2,883,263	3,315,752	3,813,115	证券投资	13.17%	10.00%	15.00%	15.00%
央行及同业资产	2,050,027	2,411,830	2,874,485	3,400,485	央行及同业资产	36.72%	17.65%	19.18%	18.30%
总负债	8,539,663	9,748,545	11,326,231	13,053,991	总负债	27.01%	14.16%	16.18%	15.25%
存款总额	7,497,618	8,772,213	10,088,045	11,500,371	存款总额	22.96%	17.00%	15.00%	14.00%
其它计息负债	877,899	713,355	763,355	763,355	其它计息负债	120.21%	-18.74%	7.01%	0.00%
股东权益	342,819	537,196	651,646	794,499	股东权益	18.03%	56.70%	21.31%	21.92%
损益表摘要	2009A	2010E	2011E	2012E	收入增长	2009A	2010E	2011E	2012E
净利息收入	181,639	236,751	287,554	337,971	净利息收入	-6.30%	30.34%	21.46%	17.53%
非利息收入	40,635	47,481	60,077	74,887	非利息收入	134.29%	16.85%	26.53%	24.65%
营业净收入	222,274	284,232	347,630	412,858	营业净收入	5.25%	27.87%	22.31%	18.76%
营业支出	-108,390	-132,756	-157,850	-183,470	营业支出	0.70%	22.48%	18.90%	16.23%
营业利润	113,884	151,476	189,781	229,388	营业利润	9.98%	33.01%	25.29%	20.87%
计提准备金前利润	114,070	152,164	189,781	229,388	计提准备金前利润	9.87%	33.40%	24.72%	20.87%
当期计提准备金	-40,142	-42,651	-46,717	-46,243	当期计提准备金	-22.02%	6.25%	9.53%	-1.01%
税前利润	73,928	109,513	143,063	183,144	税前利润	41.22%	48.13%	30.64%	28.02%
净利润	64,992	87,610	114,451	142,853	净利润	26.26%	34.80%	30.64%	24.82%
资产负债结构	2009A	2010E	2011E	2012E	资产质量指标	2009A	2010E	2011E	2012E
央行及同业/总资产	23.08%	23.45%	24.00%	24.55%	不良贷款率	2.91%	2.00%	2.00%	1.90%
证券投资/总资产	29.51%	28.03%	27.68%	27.53%	信贷成本	1.22%	0.85%	0.80%	0.70%
贷款净额/总资产	44.85%	46.38%	46.30%	45.99%	拨备覆盖率	105.37%	164.07%	174.78%	190.99%
存款/总负债	87.80%	89.98%	89.07%	88.10%	拨备/贷款余额	3.06%	3.28%	3.50%	3.63%
贷款结构	2009A	2010E	2011E	2012E	其它数据	2009A	2010E	2011E	2012E
企业贷款	71.74%				分支机构数量	23,624			
票据贴现	8.51%				员工数量	441,144			
个人贷款	19.07%				总股本数量 (百万股)	260,000	324,794	324,794	324,794

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308