

定向降准货币宽松，收益难以再现疯狂

基本结论

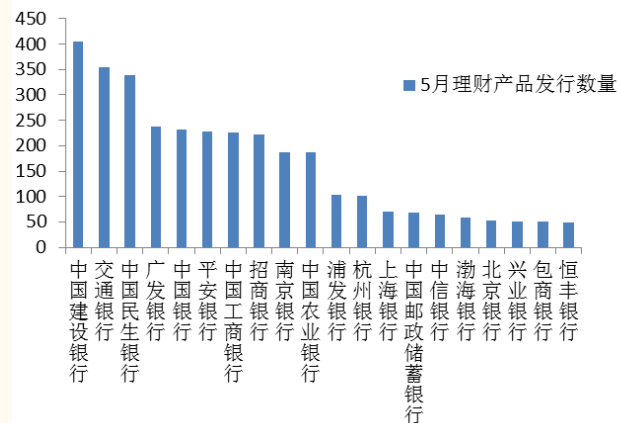
- 今年春节过后 2 月份以来，银行间资金面持续宽松，银行理财产品收益水平持续下落；4 月-5 月期间，央行两次定向降准，使得市场流动性更加得以释放。所以就今年年中而言，市场整体宽松“不差钱”，收益再难出现去年的疯狂，不过考虑到往年 6 月底银行理财产品的收益情况，以及年中银行对于存款量的要求，预计收益水平仍会出现短期小幅反弹。
- 据 wind 不完全统计，5 月份 148 家银行共计发售理财产品 4936 只，较 4 月基本没有变化。从银行理财产品预期收益率上来看，整体依旧持续较低收益区间数量增加，较高收益区间产品数量减少的发展趋势；对不同的投资期限而言，除 1 年以上的长期产品收益略升以外，其余各期限产品均收益下降；就不同性质的银行而言，各类型银行收益水平延续了前两个月下滑的趋势。
 - 5 月发行量排名前十位的银行分别是建设银行、交通银行、民生银行、广发银行、中国银行、平安银行、工商银行、招商银行、南京银行、农业银行。前十名中各银行发行量增减不一，建设银行、广发银行、平安银行、南京银行、农业银行 5 月份发行量下降，交通银行、民生银行、中国银行、工商银行、招商银行当月发行量有所上升。
 - 从币种分布上来看，5 月份人民币理财产品发行量较上月略降，而外币品种整体发行量则有所上升。从投资期限上来看，5 月份投资期限较短的产品发行数量有所下降，收益水平普遍较高的中长期产品数量上升。
- 5 月份 A 股市场持续小幅震荡，沪深 300 指数略降 0.10%，中证 500 指数则上涨 1.67%。政策虽有微调支撑，但难以形成有利刺激，今年以来市场整体波动幅度较小，我们认为政策稳增长的意愿较市场预期来得更强，下半年股市向上波动的概率更大。
 - 在此背景下，投资涉及权益类产品的银行理财产品净值在 5 月表现较市场更为优异。具体来看，FOF 型产品 5 月份表现较好，净值平均上涨 2.62%；而股票基金混合型产品当月净值上涨 0.81%；另外以新股申购为主的其他类产品收益亦上升 0.59%。就中长期来看这部分银行理财产品的总体收益表现也要优于同期市场，同时风险控制效果依旧较好，各类型产品近一年、近两年、近三年的业绩波动和下行风险都明显低于同期市场。具体来看，14 只 FOF 型产品 13 涨 1 跌，13 只股票基金混合型理财产品 11 涨 2 跌。

张宇

第一部分：银行理财产品行业 5 月概况

- 今年春节过后 2 月份以来，银行间资金面持续宽松，银行理财产品收益水平持续下落；4 月-5 月期间，央行两次定向降准，使得市场流动性更加得以释放。所以就今年年中而言，市场整体宽松“不差钱”，收益再难出现去年的疯狂，不过考虑到往年 6 月底银行理财产品的收益情况，以及年中银行对于存款量的要求，预计收益水平仍会出现短期小幅反弹。
- 据 wind 不完全统计，5 月份 148 家银行共计发售理财产品 4936 只，较 4 月基本没有变化。从银行理财产品预期收益率上来看，整体依旧持续较低收益区间数量增加，较高收益区间产品数量减少的发展趋势；对不同的投资期限而言，除 1 年以上的长期产品收益略升以外，其余各期限产品均收益下降；就不同性质的银行而言，各类型银行收益水平延续了前两个月下滑的趋势。
- 5 月发行量排名前十位的银行分别是建设银行、交通银行、民生银行、广发银行、中国银行、平安银行、工商银行、招商银行、南京银行、农业银行。前十名中各银行发行量增减不一，建设银行、广发银行、平安银行、南京银行、农业银行 5 月份发行量下降，交通银行、民生银行、中国银行、工商银行、招商银行当月发行量有所上升。具体来看，持续排名第一的建设银行 5 月份共计发售 405 只理财产品，较上月减少 50 只；排名第二的交通银行，共计发行产品 354 只，较上月增加 21 只；民生银行排名第三，共发售银行理财 338 只，较上月增加 41 只。

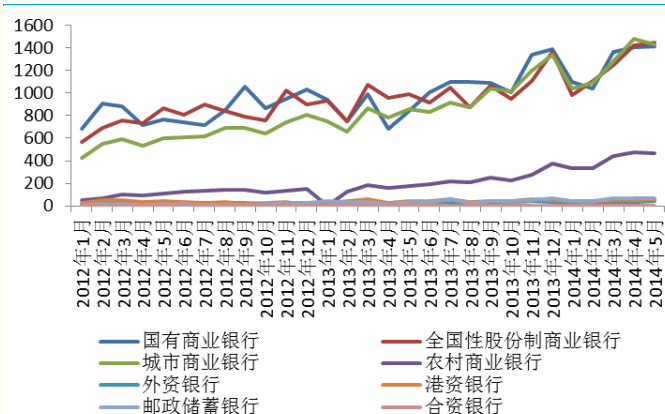
图表1：排名前 20 家银行 5 月理财产品发行数量



来源：wind，国金证券研究所

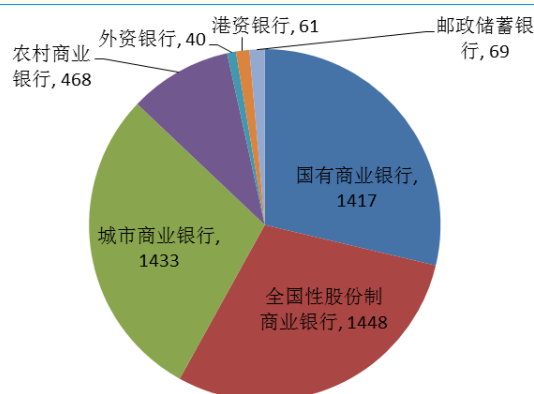
- 从银行性质来看，国有银行、股份制商业银行和城市商业银行仍占发行主流，同时由于整体发行量变化不大，各类型银行数量变化亦较小。分类型来看，5 月份城市商业银行、农村商业银行发行数量均小幅下降，其他各类型银行则发行略升。其中国有银行 5 月份共计发行理财产品 1417 只，较上月环比上升 0.85%；股份制商业银行共计发行理财产品 1448 只，环比上升 1.47%；城市商业银行共计发行理财产品 1433 只，环比下降 3.24%；农村商业银行共计发行理财产品 468 只，环比下降 1.27%。

图表2：各类银行发行数量变化情况



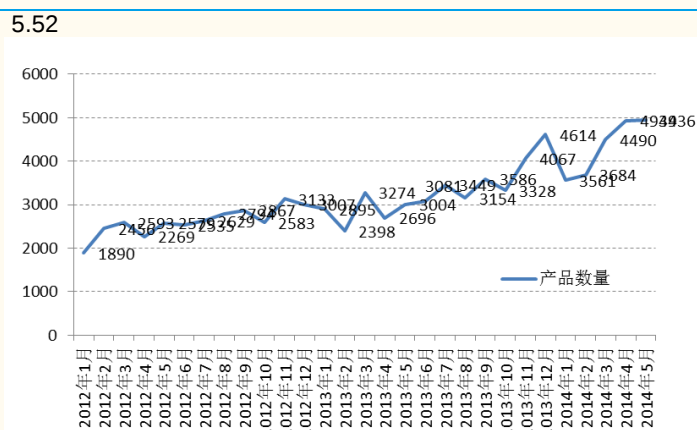
来源：国金证券研究所

图表3：不同性质银行5月理财产品发行数量



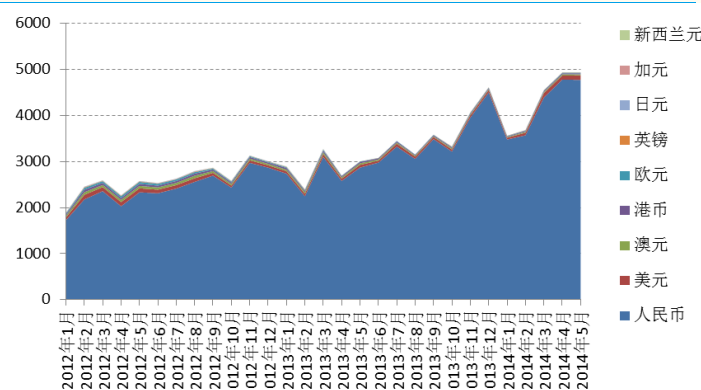
- 从币种分布上来看，5 月份人民币理财产品发行量较上月略降，而外币币种整体发行量则有所上升。5 月人民币理财产品共计发行 4775 只，相比上月减少 5 只，环比下降 0.10%；外币理财产品（包含美元、澳元、港币、欧元、英镑、日元、加元、新西兰元等）共计 161 只，较上月增加 7 只，环比上升 4.55%。其中美元产品 97 只、澳元产品 23 只、港币产品 23 只、欧元产品 14 只、英镑 4 只。

图表4：银行理财产品各月发行数量



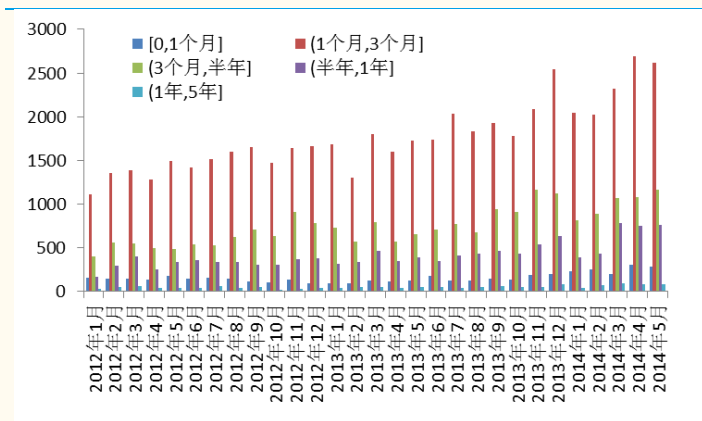
来源：wind，国金证券研究所

图表5：银行理财产品各币种发行数量



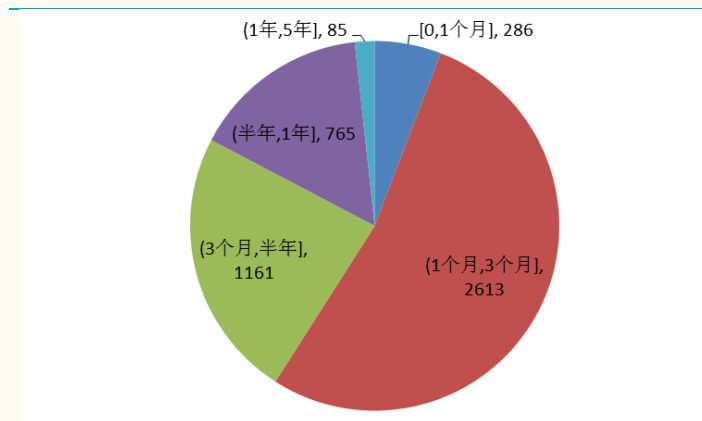
- 从投资期限上来看，5 月份投资期限较短的产品发行数量有所下降，中长期产品数量上升。具体来看，投资期限小于 1 个月的产品共发行 286 只，占比 5.82%，环比下降 6.23%；期限在 1-3 个月的产品共发行 2613 只，占比 53.22%，环比减少 2.75%；期限在 3-6 个月的产品共发行 1161 只，占比 23.65%，环比上升 7.60%；投资期限为半年到 1 年的产品共发行 765 只，占比 15.58%，环比增加 1.73%；投资期限大于 1 年的长期产品共发行 85 只，占比 1.73%，环比上升 7.59%。

图表6：银行理财产品各期限发行数量



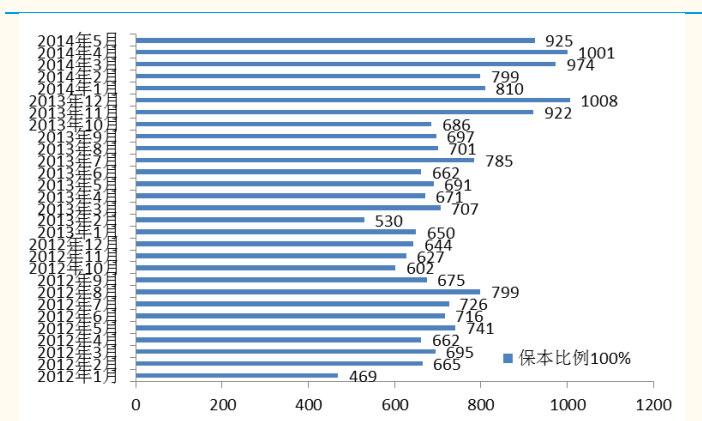
来源：wind，国金证券研究所

图表7：5 月份发行产品投资期限分布



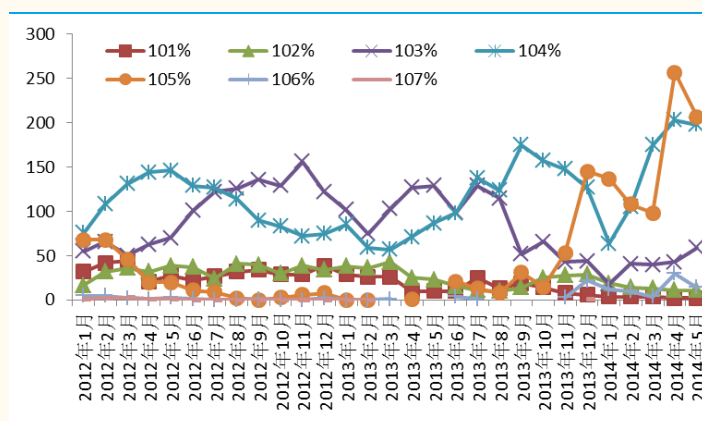
- 5 月份发行量较 4 月变化不大，但不同保本保收益产品数量变化有所不同。具体来看，保本比例 100%的产品共计发行 925 只，较上月下降 7.59%；除保本水平为 3%的产品数量上升 37.21%，保本水平为 1%、2%数量与上月持平以外以外，其他各保本水平的产品发行数量均下降，保本水平为 4%、5%、6%的产品发行数量分别环比下降 2.46%、19.46%、53.33%。

图表8：保本比例 100%的产品发行数量



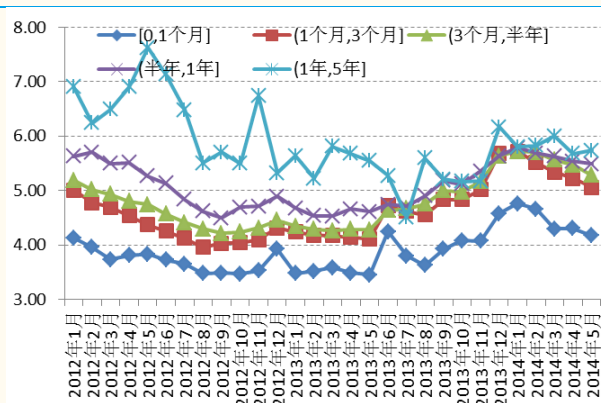
来源：wind，国金证券研究所

图表9：保本保收益（保本比例 101%-107%）产品发行数量



- 从银行理财产品预期收益率上来看，整体依旧持续较低收益区间数量增加，较高收益区间产品数量减少的发展趋势；对不同的投资期限而言，除 1 年以上的长期产品收益略升以外，其余各期限产品均收益下降；就不同性质的银行而言，各类型银行收益水平延续了前两个月下滑的趋势。
- 从投资期限上来看，除 1 年以上的长期产品收益水平略升以外，其他各期限产品 5 月份收益均持续下跌。具体来看，投资期限小于 1 个月的理财产品平均收益率上限为 4.17%，较上月下跌 13 个基点；投资期限在 1-3 个月之间的产品平均收益率上限为 5.05%，较上月下跌 17 个基点；3-6 个月的产品当月平均收益上限为 5.28%，较上月下跌 19 个基点；半年到一年的产品平均收益率上限为 5.48%，较上月小幅下跌 6 个基点；而期限较长的 1 年以上的产品 5 月份平均收益率上限为 5.74%，较 4 月份小幅上升 6 个基点。

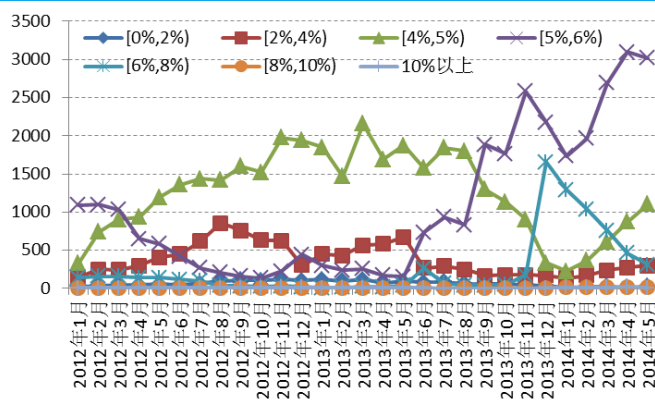
图表10：各期限产品平均预期收益上限走势



来源：国金证券研究所

- 从收益区间分布来看，整体来看依旧持续较低收益区间数量增加，较高收益区间产品数量减少的发展趋势，预期收益上限在 5%到 6%的产品仍旧占据占市场 60%以上的份额。具体来看，预期收益分布在 0%-2%、2%-4%、4%-5%的产品数量较上月分别增加 41.18%、8.76%、26.35%；5%-6%、6%-8%、10%以上的产品较上月分别环比下降 2.52%、32.39%、52.63%；而 8%-10%的产品较上月则有所上升，环比增加 64.29%。

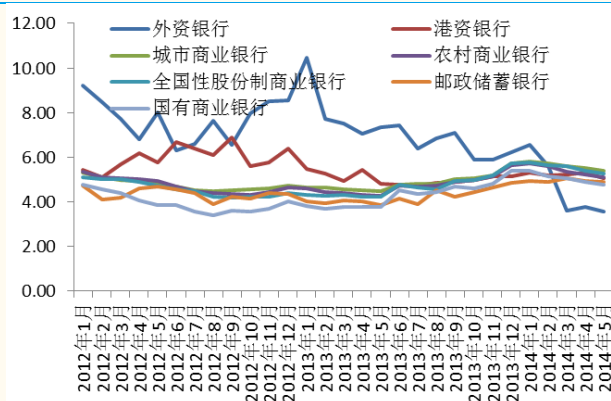
图表11：产品预期收益上限分布



来源：国金证券研究所

- 按照银行性质来看，各类型银行持续了上个月的下降趋势。具体来看，具体来看，外资银行预期收益水平 3.58%，较上月下降 20 个基点；港资银行预期收益水平 5.04%，较上月下降 26 个基点；城市商业银行预期收益水平 5.41%，较上月下降 13 个基点；农村商业银行预期收益水平 5.12%，较上月下降 11 个基点；股份制商业银行预期收益水平 5.25%，较上月下降 14 个基点；国有商业银行预期收益水平 4.75%，较上月下降 15 个基点。

图表12：不同性质银行各月理财产品平均预期收益上限走势



来源：国金证券研究所

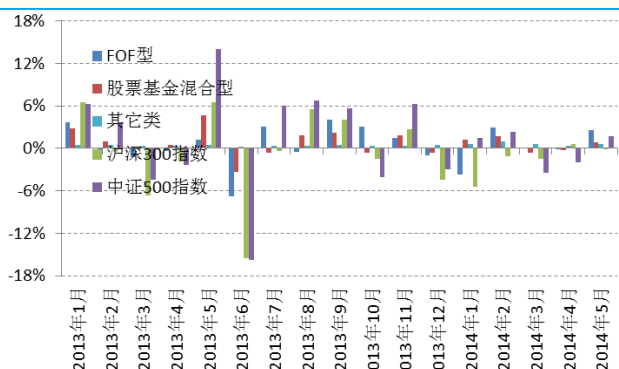
第二部分 权益类银行理财产品 5 月风险收益跟踪

- 此部分重点对以股票和股票型、混合型基金等权益类资产为主要投资对象的银行理财产品进行研究。
- 截止 2014 年 5 月，在我们覆盖范围内仍在运作、并可收集到产品净值数据的证券投资类银行理财产品共有 28 只，分布在 6 家银行。在这 28 只产品中，FOF 型证券投资类银行理财产品 14 只，股票基金混合型银行理财产品 13 只，另有新股申购型产品 1 只，由于新股申购型产品并没有直接参与二级市场投资，因此本文将它们归为其它类（各类别产品具体介绍详见附录）。

政策虽有支撑，市场难脱小幅震荡，

- 4 月份沪深 300 指数小幅回调 0.58%，中证 500 指数则下跌 1.94%，A 股市场尚未形成具有逻辑支撑的趋势，股票市场情绪低落，短期阶段行情难以持续。在此背景下，投资涉及权益类资产的银行理财产品整体未能实现收益上涨。FOF 型产品 4 月份净值平均下跌 0.17%；而股票基金混合型当月净值平均下跌 0.30%；另外以新股申购为主的其他类产品收益小幅上升 0.39%。就中长期来看这部分银行理财产品的总体收益表现也要优于同期市场，同时风险控制效果依旧较好，各类型产品最近一年、最近两年、最近三年的业绩波动和下行风险都明显低于同期市场。
- 5 月份 A 股市场持续小幅震荡，沪深 300 指数略降 0.10%，中证 500 指数则上涨 1.67%。政策虽有微调支撑，但难以形成有利刺激，今年以来市场整体波动幅度较小，我们认为政策稳增长的意愿较市场预期来得更强，下半年股市向上波动的概率更大。
- 在此背景下，投资涉及权益类产品的银行理财产品净值在 5 月表现较市场更为优异。具体来看，FOF 型产品 5 月份表现较好，净值平均上涨 2.62%；而股票基金混合型产品当月净值上涨 0.81%；另外以新股申购为主的其他类产品收益亦上升 0.59%。就中长期来看这部分银行理财产品的总体收益表现也要优于同期市场，同时风险控制效果依旧较好，各类型产品近一年、近两年、近三年的业绩波动和下行风险都明显低于同期市场。

图表13：银行理财产品各月份收益比较



来源：国金证券研究所收集整理

图表14：银行理财产品阶段收益

	5 月	近一年	近两年	近三年
FOF 型	2.62%	3.99%	17.72%	-3.92%
股票基金混合型	0.81%	4.12%	11.38%	9.16%
其它类	0.59%	6.37%	11.76%	20.80%
沪深 300 指数	-0.10%	-17.26%	-18.07%	-28.15%
中证 500 指数	1.67%	-0.31%	2.01%	-13.84%

注：以上收益均为简单平均结果，数据截止 2014 年 5 月

图表15：银行理财产品风险收益指标

	最近一年					最近两年			最近三年		
	风险调整后收益	标准差	下行风险	与沪深 300 相关系数	与中证 500 相关系数	风险调整后收益	标准差	下行风险	风险调整后收益	标准差	下行风险
FOF 型	11.84%	4.06%	17.62%	59.85%	53.05%	72.03%	3.56%	25.62%	-32.13%	5.10%	68.94%
股票基金混合型	14.14%	2.11%	7.30%	58.71%	64.94%	32.67%	2.35%	15.03%	1.15%	2.58%	29.21%
其它类	488.56%	0.19%	0.00%	12.35%	30.46%	695.08%	0.15%	0.00%	367.11%	0.43%	0.46%
沪深 300 指数	-105.80%	5.47%	29.99%	100.00%	-	-67.63%	6.40%	63.04%	-97.15%	6.15%	99.17%
中证 500 指数	-4.14%	6.42%	28.18%	-	100.00%	6.26%	7.39%	64.16%	-32.09%	7.49%	107.91%

注：以上指标均为简单平均结果，风险调整后收益为夏普比率，数据截止 2014 年 5 月。

来源：国金证券研究所收集整理

整体超越市场，FOF 表现突出

- 5 月份 FOF 型产品整体获益，表现较好，5 月份收益平均上涨 2.62%，14 只银行理财产品 13 涨 1 跌。表现突出的产品所属银行分布较为分散。
- 5 月份收益表现最好的是农业银行旗下的“境外宝” - “金砖四国”股票基金，5 月份净值上涨 5.31%；排在第二位的是建设银行旗下的摩根富林明亚洲创富精选(美元)，当月净值上涨 4.84%；招商银行旗下的 QDII 系列之“摩根斯坦利亚洲股票基金”链接理财计划(人民币)位列第三，5 月份净值上涨 3.48%；工商银行旗下的东方之珠三期、招商银行旗下的招商银行“金葵花”基金优选系列之“中投策略”理财计划位列第四、第五位，当月净值分别上涨 3.33%、3.30%。
- 就长期投资而言，近三年表现最好的招商银行旗下的招商银行“金葵花”基金优选系列之“中投策略”理财计划，三年期净值上涨 11.75%；而招商银行旗下的 QDII 系列之“德盛总回报亚洲股票基金”链接理财计划(人民币)不论是近一年、近两年还是近三年均表现突出，排名靠前，其近两年净值上涨 34.92%；另外中信银行旗下的代客境外理财 3 号(展期)中长期表现亦较好。就风险控制而言，光大银行旗下的“同赢五号”产品三表现最为稳健，风控效果突出。

图表16：FOF 型产品风险收益指标

名称	发行机构	截止日期	阶段收益				风险指标（最近三年）			
			5 月	最近一年	最近两年	最近三年	标准差	下行风险	与沪深 300 相关系数	与中证 500 相关系数
“境外宝”——“金砖四国”股票基金	农业银行	2014/5/30	5.31%	2.66%	7.99%	-22.98%	6.95%	104.12%	45.02%	30.33%
摩根富林明亚洲创富精选(美元)	建设银行	2014/6/3	4.84%	2.90%	20.21%	-3.54%	4.90%	67.65%	51.57%	45.33%
QDII 系列之“摩根斯坦利亚洲股票基金”链接理财计划（人民币）	招商银行	2014/5/30	3.48%	1.62%	22.64%	-2.23%	5.31%	66.93%	46.53%	39.58%
东方之珠三期	工商银行	2014/6/3	3.33%	-0.07%	13.34%	-3.83%	4.32%	59.66%	53.39%	42.93%
招商银行“金葵花”基金优选系列之“中投策略”理财计划	招商银行	2014/5/28	3.30%	3.42%	19.31%	11.75%	5.48%	61.45%	75.01%	81.05%
代客境外理财 4 号（展期）	中信银行	2014/5/30	3.29%	0.34%	8.41%	-19.82%	6.11%	93.62%	68.17%	56.95%
代客境外理财 2 号（展期）	中信银行	2014/5/30	3.28%	0.37%	8.43%	-19.74%	6.10%	93.49%	68.15%	56.94%
QDII 系列之招银资产管理全球核心+卫星双引擎增长组合理财计划（人民币）	招商银行	2014/5/30	3.21%	7.75%	27.52%	4.19%	4.69%	57.87%	49.39%	39.39%
QDII 系列之“德盛总回报亚洲股票基金”链接理财计划（人民币）	招商银行	2014/5/30	2.46%	17.54%	34.92%	9.88%	5.42%	66.16%	48.19%	38.43%
代客境外理财 5 号（展期）	中信银行	2014/5/30	2.38%	-1.85%	16.23%	-7.85%	5.74%	75.82%	54.45%	42.50%
代客境外理财 3 号（展期）	中信银行	2014/5/30	2.25%	5.49%	28.39%	8.38%	4.99%	62.45%	61.78%	52.28%
QDII 系列之“邓普顿亚洲增长基金”链接理财计划（人民币）	招商银行	2014/5/30	1.06%	10.51%	26.71%	4.81%	5.53%	70.70%	49.69%	40.02%
“同赢五号”产品三	光大银行	2014/5/30	0.40%	2.82%	9.40%	2.49%	1.39%	15.98%	72.45%	72.85%
海外寻宝系列之招银商品指数投资组合理财计划(美元)	招商银行	2014/5/30	-1.84%	2.40%	4.58%	-16.45%	4.47%	69.32%	26.21%	21.38%
沪深 300		2014/4/30	0.58%	-11.79%	-17.80%	-32.39%	6.21%	106.01%	100.00%	88.93%
中证 500		2014/4/30	-1.94%	11.83%	2.77%	-22.14%	7.60%	119.30%	88.93%	100.00%

注：各项风险指标采用月度收益率数据计算。

来源：国金证券研究所收集整理

- 13 只股票基金混合型理财产品 11 涨 2 跌，整体收益为正当表现不及 FOF 型产品，净值平均上涨 0.81%，排名靠前的产品主要集中在工商银行和光大银行。
- 工商银行旗下的东方之珠代客理财位列首位，5 月份净值上涨 2.89%；光大银行旗下的资产配置激进、资产配置进取、资产配置平衡分别位列第二、第三、第四位，当月净值分别上涨 2.12%、1.83%、1.40%；另外排在第五位的是工商银行旗下的中国工商银行基金股票双重精选人民币理财产品—2007 年第 1 期，5 月净值上涨 1.25%。
- 从两年期和三年期的角度来看，光大银行旗下产品均列前位，其中“同赢八号”瑞丰精选、“同赢五号”产品二持续表现突出，排在前两位，并且大幅领先于其后的产品，显示了中长期持续的获益能力。就风险控制而言，光大银行具有普遍优势，旗下多数产品净值波动幅度较小，除此之外，中信银行旗下的蓝筹计划 3 号也始终收益稳健风

控效果也相对良好，另外工商银行旗下的中国工商银行基金股票双重精选人民币理财产品—2008 年第 3 期近三年风控效果也较好。

图表17：股票基金混合型产品风险收益指标

名称	发行机构	截止日期	阶段收益				风险指标（最近三年）			
			5 月	最近一年	最近两年	最近三年	标准差	下行风险	与沪深 300 相关系数	与中证 500 相关系数
东方之珠代客理财	工商银行	2014/6/3	2.89%	3.09%	11.36%	-2.87%	3.78%	50.39%	58.68%	50.03%
资产配置激进	光大银行	2014/5/30	2.12%	5.34%	13.70%	12.04%	2.96%	32.65%	69.28%	83.44%
资产配置进取	光大银行	2014/5/30	1.83%	4.95%	12.98%	13.32%	2.33%	24.48%	70.11%	83.76%
资产配置平衡	光大银行	2014/5/30	1.40%	4.40%	11.95%	15.18%	1.47%	12.79%	71.87%	83.95%
中国工商银行基金股票双重精选人民币理财产品—2007 年第 1 期	工商银行	2014/5/29	1.25%	9.89%	4.77%	-3.38%	3.41%	40.33%	52.27%	67.91%
资产配置增利	光大银行	2014/5/30	0.99%	3.89%	11.00%	17.00%	0.74%	4.30%	70.30%	76.68%
资产配置稳健	光大银行	2014/5/30	0.73%	3.55%	0.60%	7.70%	1.57%	10.14%	26.42%	24.92%
中信银行“蓝筹计划 3 号”人民币	中信银行	2014/5/30	0.59%	-1.64%	-6.44%	-1.89%	1.70%	22.09%	56.41%	70.20%
“同赢五号”产品二	光大银行	2014/5/30	0.54%	11.63%	41.61%	38.82%	3.74%	33.61%	54.18%	71.79%
“同赢八号”瑞丰精选	光大银行	2014/5/30	0.25%	11.18%	36.41%	41.56%	3.21%	25.29%	50.65%	64.62%
中国工商银行基金股票双重精选人民币理财产品—2008 年第 3 期	工商银行	2014/5/29	0.20%	-2.90%	-0.71%	-1.01%	1.56%	22.49%	63.03%	67.80%
同享二号—光银中华精选	光大银行	2014/5/30	-0.21%	-0.58%	5.48%	-18.19%	3.51%	54.24%	68.58%	62.26%
中国工商银行基金股票双重精选人民币理财产品—2007 年第 2 期	工商银行	2014/5/29	-2.09%	0.83%	5.29%	0.80%	3.55%	46.99%	60.53%	78.89%
沪深 300		2014/4/30	-0.10%	-17.26%	-18.07%	-28.15%	6.15%	99.17%	100.00%	88.69%
中证 500		2014/4/30	1.67%	-0.31%	2.01%	-13.84%	7.49%	107.91%	88.69%	100.00%

注：各项风险指标采用月度收益率数据计算。

来源：国金证券研究所收集整理

- 需要注意的是，由于不同产品公布净值的具体日期有所不同，造成统计区间会有所差异，因此前文所涉及的期间收益率及排名仅作为参考。

附录：银行理财产品及分类介绍

- 银行理财产品是商业银行针对特定目标客户群开发设计并销售的资金投资和管理计划。银行被授权管理资金，投资收益与风险由客户与银行按照约定方式承担。银行理财产品种类繁多，按关联的基础资产可以分为股票、信用、利率、汇率、商品等几大类。凭借天然的渠道优势、丰富的产品类别、理财投资门槛低和产品灵活度高，银行理财逐渐成为继基金、投连险之后理财市场不可或缺的一部分。
- 目前我们的研究仅限于投资标的以股票和股票型、混合型基金为主，少量资产投资于债券、货币市场工具、债券基金、货币基金及新股申购的银行理财产品（如无特别说明，本报告内的“证券投资类银行理财产品”投资范围均如前所述）。目前这类理财产品主要采用银信合作的模式，即由银行负责产品发售、登记、信息披露和资产的保管等，投资顾问作出投资决策建议，信托公司作为受托人监督并执行投资决策。

- 由于银行理财产品在信息披露上的限制，本文所涉及的产品为不完全统计，而且在产品分类上仅简单根据投资对象范围的不同进行区分，并未进一步细致考察资产配置等差异，另各产品披露的净值在是否已扣除业绩报酬方面并不统一，本文暂时按照披露的净值直接计算收益率。
- 本文按照投资对象范围的不同将银行理财产品分为四类：FOF 型银行理财产品、股票基金混合型银行理财产品、股票型银行理财产品、其它类银行理财产品。分类标准具体如下：
 - (1) FOF 型银行理财产品主要投资于偏股型基金组合，可有少量资产进行新股申购、债券和其他货币市场工具。
 - (2) 股票基金混合型理财产品主要投资于股票和偏股型基金，可有少量资产进行新股申购、债券和其他货币市场工具。
 - (3) 股票型银行理财产品主要投资于股票，可有少量资产进行新股申购、债券和其他货币市场工具。
 - (4) 其它类银行理财产品目前包括新股申购型和基金挂钩型产品。其中新股申购型银行理财产品以一级市场新股申购为主，基金挂钩型银行理财产品投资标的为票据，而票据收益与某类基金业绩相关联。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 6793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD