

银行业下半年策略报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

搭载宏观经济良好预期的“幸福列车”

(2009-06-16)

投资要点及行业评级：

◇流动性或趋不足、资产质量承压较小。下半年银行业的流动性压力整体将会较大。这种压力将来自信贷和债券配置两方面的角逐。资产质量可能承压，不过用“恶化”一次来形容可能会有些夸张。

◇下半年“银行热点”或将延续。趋势表明，银行股于2季度开始发力；保险股基本处于稳步上升走势之中；而券商股有望面临一轮补涨机会。从技术从面考虑，银行股近期内或许会面临继续上攻的较大压力。不过，下半年农业银行的上市，或许会使得银行股继续吸引不少眼球。

◇银行经营的实质是经营经济，因此其与宏观经济的紧密联系毋庸置疑。银行不良率尽管总体与宏观经济呈反向变化，但也仅只是国有大行的表现较为显著；银行资产规模方面，虽不像不良率这么明显，但宏观经济对三类银行的影响则按照国有银行、股份制银行、城商行依次有所区别。

◇银行信贷构成中占比较大的行业有好转迹象。社会消费品零售总额反映的情况显示，从2009年2、3月份开始有见底回升迹象。不过同比增速仍处于2008年7、8月份相对高点之下。本年度至今，房地产开发投资完成额与上年度的同期相比，出现明显下滑。同比增速于2009年2月份达到低点，有逐月回升趋势；但增速仍处在较低的个位数。制造业于2008年5月份同比增速达到了近三年的最低，为29.44%。此后至今，有缓慢回升迹象。

◇A/H 股溢价视算法影响结果有所不同。在不考虑市场价格（市盈率）情况下，按照当日汇价计算，银行个股 A 股市场的表现要强于港股市场，即 A 股市场价格表现偏高。如果把市场价格考虑进去，按照当日汇价计算，银行个股 A 股市场的表现要弱于港股市场，即 A 股市场价格表现偏低。

◇估值和聚类分析结果表明，浦发银行、兴业银行和招商银行仍据银行股投资价值前列；深发展 A、北京银行和华夏银行则由于自身特点分别有必要予以积极关注。而国有大行从资本利得和稳健性等角度考虑，可做标配之用。

鉴于上述分析，我们予以银行股**推荐评级**。

行业评级

推荐（调高）

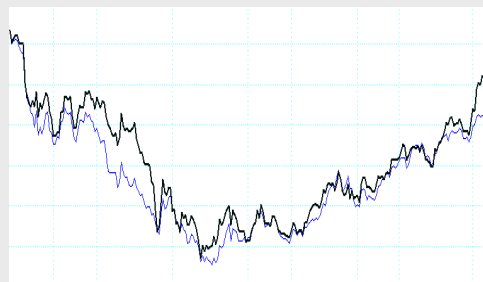
09 年行业每股收益均值（元）：	0.90
09 年行业 PE 均值（倍）：	15.40
09 年行业 PB 均值（倍）：	2.74

关注个股

	EPS	PE（动态）	PB	评价
浦发银行	1.95	14.18	3.71	推荐
兴业银行	2.30	13.64	2.97	推荐
招商银行	1.33	18.61	3.62	推荐

52 周银行走势

— 银行指数 — 沪深 300



资料来源：Wind 资讯

孙亚超

行业研究员

电话

021-32229888*3505

邮箱

sunyachao@ajzq.com

相关报告

银行业 2 季度策略报告

2009-03-30

公司研究：民生银行

2009-05-26

目录

行业篇

银行业的宏观判断	3
基本面分析	3
股价综合表现	4
银行业绩与GDP表现	5
敏感性分析	6
银行业资产质量探讨	7
细分行业状况	7

公司篇

A/H股溢价问题探讨	8
个股分类	9
个股估值	10
下半年投资策略	11

图形

图 1: 产业部分收益类指标表现	4
图 2: 52 周银行走势与沪深 300 指数比较	4
图 3: 行业剔除亏损股市盈率	5
图 4: GDP 季度累计增速与银行不良率	5
图 5: GDP 季度累计增速与银行规模	6
图 6: 社会消费品零售总额变化	7
图7: 房地产开发投资完成额情况	7
图8: 制造业累计产品销售收入同比变化	8

表格

表1: GDP增速引致银行机构不良率变化	6
表2: GDP增速影响银行机构资产规模	6
表 3: 部分证券市场指数价格比较	8
表 4: A/H 银行个股溢价情况（不考虑市场价格）	9
表 5: A/H 银行个股溢价情况（考虑市场价格）	9
表6: 每股指标及估值	10

银行业的宏观判断

我们一直认为，银行乃是宏观经济的最后堡垒。尤其在当前的经济环境下，将银行视作金融行业的热点不算为过。这一点不单单体现在银行所集聚的财富总量上，还体现在其作为商业性经营机构所具有的盈利能力上。08年底数据显示，上交所864家上市公司中，12家上市银行资产总量占比约为76%，净利润贡献将近51%。据统计，12家银行占沪市全部公司总股本的35%、总市值的22%、净资产的35%、营业收入的11%。

不过，我们前期的研究亦表明，银行的业绩表现在一定程度上会滞后于总体经济的表现。故此，我们初步判断：在经由上半年，尤其是3月份以来的热点涨势之后，随着经济业绩的回落之后的缓步回升，银行股即将面临上涨的压力；而这一压力很可能出现在2季度末、3季度初。08年4季度GDP增速为6.8%、09年1季度GDP增速为6.1%，据此，银行股的压力是否能真正出现，从基本面的角度分析来看，09年2季度的GDP增速将是关键。就整个下半年而言，将视经济及非金融行业发展情况，适时跟随宏观经济走势。

◇基本面分析：流动性或趋不足、资产质量承压较小

总体评价

截至到2009年1季度末，国内银行业金融机构的总资产达69.44万亿元、总负债65.50万亿元；流动性比例为41.8%，较08年底的46.2%有明显下降。同期，不良贷款占比为2.04%，拨备率为123.9%；较08年底数据均有一定程度向好趋势。

不过，这种向好趋势的可持续性有待观察。一是流动性比例的下降，表明一季度的信贷已经对银行业的内部盈利结构产生了较大影响。这一影响受制于至少两方面的表现：首先是息差在近期内是否有扩大的可能性，其次是实体产业部门获得的信贷资金究竟是用在了弥补亏损还是用在了产业结构调整等有助于发展的实质性方面，以及宏观经济环境低位徘徊结束的时期等。对于息差方面，我们认为：短期内可能保持一定的稳定性，不过长期来看收窄应该是未来的发展趋势。对于信贷资金方面，我们认为：1季度虽然信贷量的绝对额堪称历年之最，但是剔除票据融资和进入非实体部门的资金，真正实现的信贷量大致在2.30万亿元左右；这样以来，与往年相比偏离程度则相对有限。

与此相对，同期的国债发行量则相对较少，仅有1049亿元。考虑到今年财政收支预算赤字高达9500亿元、全年国债发行总量较大，因此中国银行间市场交易商协会4月30日发布的《一季度债券市场分析报告》预计，二季度国债发行规模将攀升至5000亿~5500亿元。同时，地方债、央票、中期票据和短期融资券的发行量都将扩大。不难理解，下半年银行业的流动性压力整体将会较大。这种压力将来自信贷和债券配置两方面的角逐。

二是资产质量可能承压，不过用“恶化”一次来形容可能会有些夸张。原因在于，占银行业总规模52.58%的国有大行，重返改制前状况的可能性不是很大。股份制商业银行靠自身多年来发展的积淀，良好的经营机制，保证其符合监管层标准的目标应该不成问题。相比之下，城商行尽管就目前来看，情形稍显不足，不过毕竟规模较小，应不至于影响全局。

收益性考察

图1中，我们列明了1季度国内产业的收益情况。

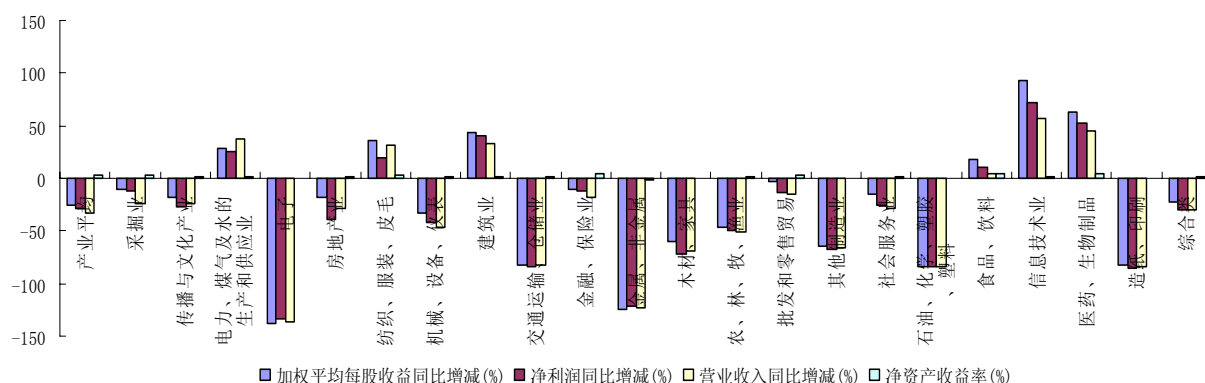
在平均每股收益增减方面，信息技术产业表现最好，同比上涨93.19%；其次是医药、生物制品，上涨63.69%；第三是建筑业，上涨44.16%。金融保险业排名第七，同比下降10.22%。

在净利润增减方面，信息技术产业表现最好，同比上涨72.47%；其次是医药、卫生产业，上涨52.41%；第三是建筑业，上涨40.08%。金融保险业排名第七，同比下降11.50%。

在营业收入增减方面，信息技术产业表现最好，同比上涨57.39%；其次是医药、生物制品，上涨44.41%；第三是电力、煤气及水的生产和供应业，上涨36.82%。金融保险业排名第八，同比下降18.35%。

在净资产收益率增减方面，食品饮料业表现最好，上涨4.80%；其次是金融保险业，上涨4.56%；第三是医药、生物制品，上涨4.02%。

图 1：产业部分收益类指标表现



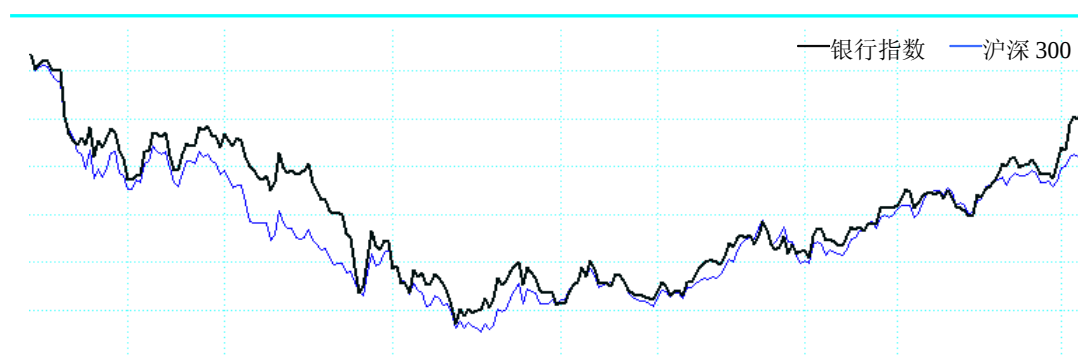
资料来源：证券时报，爱建证券研究发展总部

◇股价综合表现：下半年“银行热点”或将延续

在年初的策略报告中，我们曾提出观点：维稳买保险、热点在银行、投机是券商。回顾2季度至今的板块走势，截止到6月8日收盘，14家银行股涨幅为31.08%、单日最大涨幅为6.98%、单日最大跌幅为4.73%；3家保险股涨幅为13.52%、单日最大涨幅为8.51%、单日最大跌幅为4.40%；9家券商股涨幅为6.65%、单日最大涨幅为4.98%、单日最大跌幅为6.01%。同期，沪深300指数上涨17.57%、上证指数上涨16.65%、深证成指上涨18.15%。

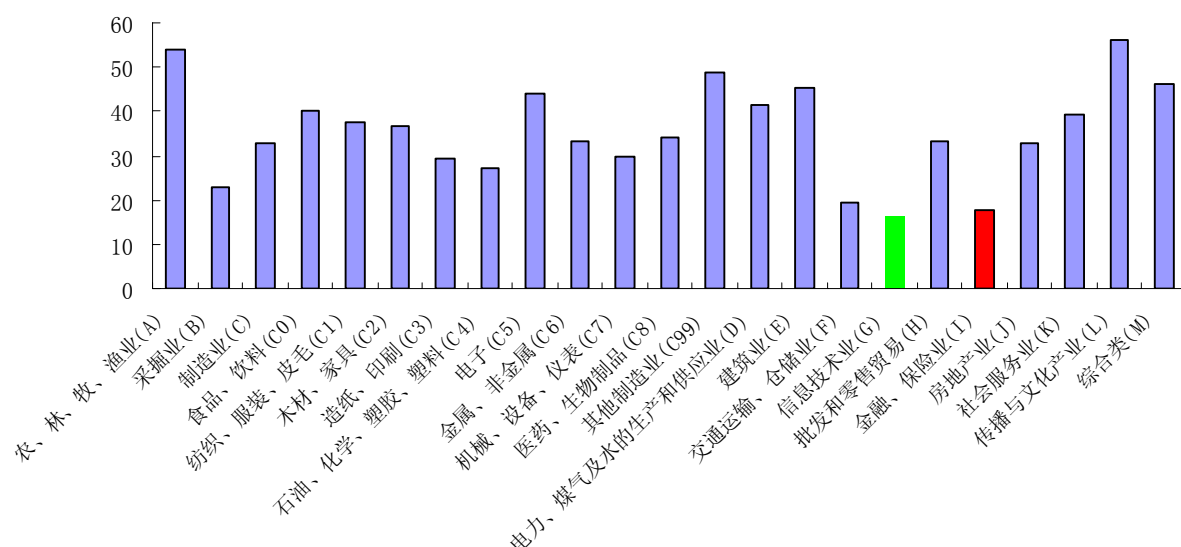
趋势表明，银行股于2季度开始发力；保险股基本处于稳步上升走势之中；而券商股有望面临一轮补涨机会。从技术层面考虑，银行股近期内或许会面临继续上攻的较大压力；消息面上，IPO重启、创业板开闸等股市扩容压力，或许会在一定程度上导致股市重心的整体下移。不过，是大盘走势对银行股掣肘，还是银行股将会压制大盘走势，目前仍有待观察。不过，下半年农业银行的上市，或许会使得银行股继续吸引不少眼球。当然，期间券商股作为直接受益者，亦会有所表现。

图 2：52 周银行走势与沪深 300 指数比较



资料来源：Wind 资讯，爱建证券研究发展总部

图 3：行业剔除亏损股市盈率



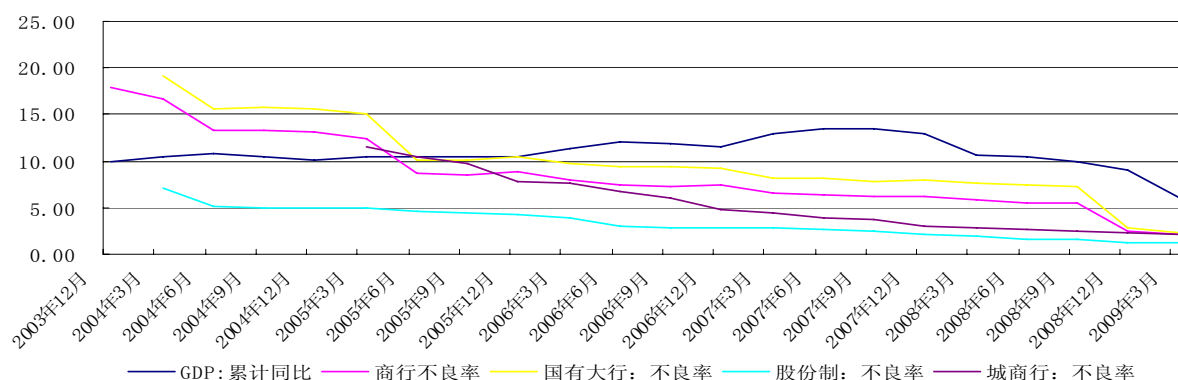
资料来源：启明星，爱建证券研究发展总部

目前，金融类流通市值占上证A股流通市值39%，金融指数目前的市盈率17.66倍，仅比信息技术市盈率略高；同期上证综指市盈率为28.05倍。故此，从这方面考虑，金融股的投资价值的确仍存在被低估现象。而随着其估值逐渐接近预期平均值，金融股或将面临调整；届时，大盘亦会估值见顶。

银行经营与GDP表现

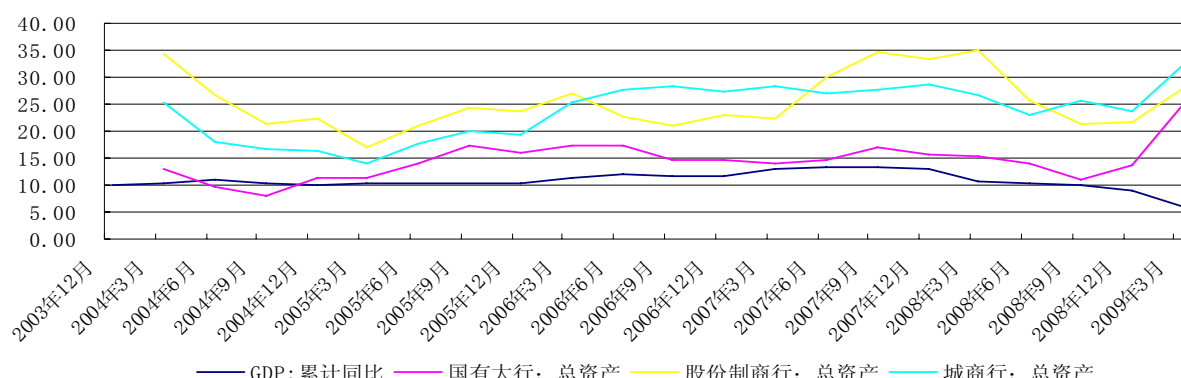
银行经营的实质是经营经济，因此其与宏观经济的紧密联系是毋庸置疑的。该部分分析的结果表明：尽管目前我国商业银行体系形成了国有银行、股份制银行和城商行等多层次、多元化发展模式，然而国有大行的重要地位始终未曾改变。如银行不良率尽管总体与宏观经济呈反向变化，但也仅是国有大行的表现较为显著；银行资产规模方面，虽不像不良率这么明显，但宏观经济对三类银行的影响则按照国有银行、股份制银行、城商行依次有所区别。

图4：GDP季度累计增速与银行不良率



数据来源：Wind资讯，爱建证券研究发展总部

图5: GDP季度累计增速与银行规模



数据来源: Wind资讯, 爱建证券研究发展总部

◇敏感性分析: 宏观经济与国有大行联系紧密

这里我们主要分析两个方面。一是关于GDP季度累计增速与商业银行不良率累计表现, 二是关于GDP季度累计增速与商业银行资产规模变化间的关系。

就第一项而言: 我们发现, GDP季度累计增速与商业银行总体不良率负相关, 即GDP变化一个百分点, 会影响银行不良率反向变化1.26个百分点。分类型来看, 对国有银行的影响较为显著, 而对股份制商业银行和城商行的影响则不明显。据此, 最有可能的原因乃是国内GDP的增速有政策推高特性; 显然, 这将影响分析的可信性。

就第二项而言: 分析表明, GDP季度累计增速与国有大行的资产规模成正向相关, 即GDP变化一个百分点, 会影响银行同向变化0.8个百分点; 然而, GDP季度累计增速与股份制商业银行和城商行的关系则显示为负相关。这就是说, 宏观经济在大发展的时候, 国有大行规模扩张相对较快, 并在一定程度上对股份制银行和城商行等中小银行产生了挤出效应。

表1: GDP增速引致银行机构不良率变化

	百分点	不良率 (季度累计)	百分点	置信概率
GDP同比变化 (季度累计)	1	商业银行同比变化	-1.26	95.35%
		国有大行同比变化	-0.95	89.59%
		股份制商业银行同比变化	Na	
		城商行同比变化	Na	

说明: (1)国内GDP具有政策推高特性, 而银行机构的不良率则有政策推低特性; 二者效应存在抵减性;

(2)GDP季度变化对股份制商业银行和城商行的影响不甚明显。

资料来源: 爱建证券研究发展总部

表2: GDP增速影响银行机构资产规模

	百分点	资产规模 (季度累计)	百分点	置信概率
GDP同比变化 (季度累计)	1	国有大行同比变化	0.80	90.24%
		股份制商业银行同比变化	-0.55	88.69%
		城商行同比变化	-0.84	75.77%

资料来源: 爱建证券研究发展总部

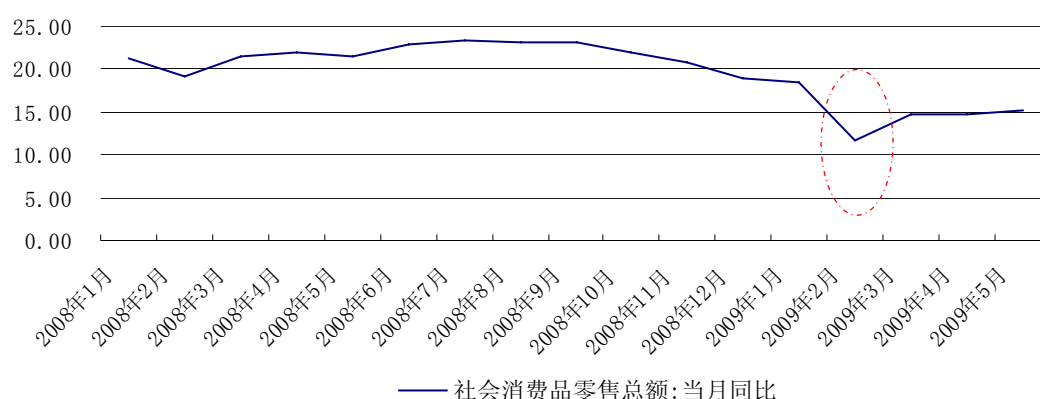
银行业资产质量探讨

从上市银行的财报显示来看，信贷构成中有几块占比较高，如房地产、个人信贷和制造业等。故此，这些行业的运行情况，某种程度上就构成了银行收益的相关影响要素。不过，从部分行业的发展态势来看，存在逐步回升迹象。显然，这对银行而言是好事。

◇细分行业状况

社会消费品零售总额反映的情况显示，从2009年2、3月份开始有见底回升迹象。不过同比增速仍处于2008年7、8月份相对高点之下。

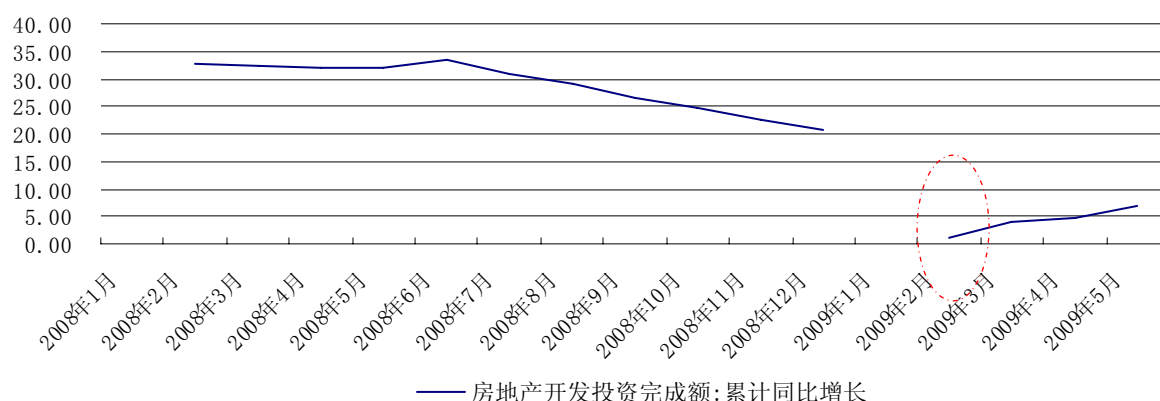
图6：社会消费品零售总额变化



资料来源：Wind资讯，爱建证券研究发展总部

本年度至今，房地产开发投资完成额与上年度的同期相比，出现明显下滑。同比增速于2009年2月份达到低点，有逐月回升趋势；但增速仍处在较低的个位数。

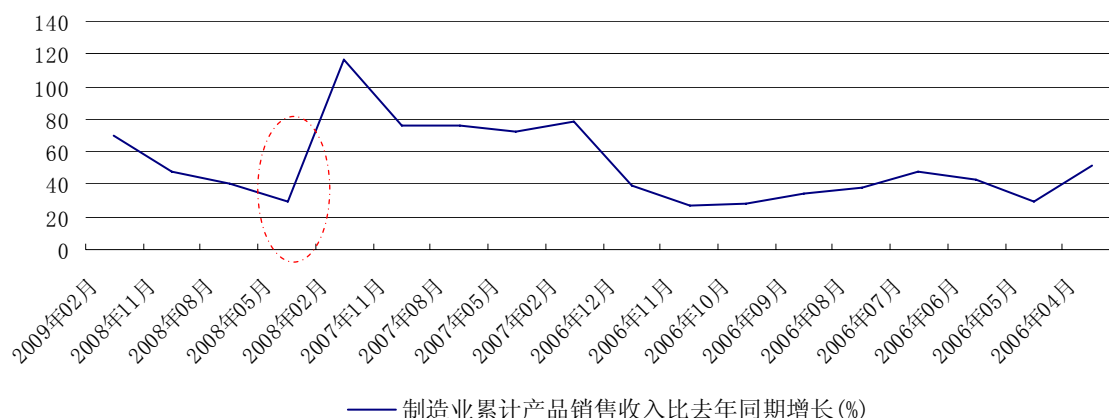
图7：房地产开发投资完成额情况



资料来源：Wind资讯，爱建证券研究发展总部

制造业于2008年5月份同比增速达到了近三年的最低，为29.44%。此后至今，有缓慢回升迹象。

图8：制造业累计产品销售收入同比变化



资料来源：Wind资讯，爱建证券研究发展总部

A/H 股溢价问题探讨

◇部分市场估价比较

在探讨A/H个股溢价之前，有必要先了解不同市场上总体股价的贵贱。据彭博数据显示，目前A股总体市盈率已位居中国（包括香港）、美国、日本三地之首。排名在第一位的指标还有价格/EBITDA；这一指标中的EBITDA真实表征了上市公司的盈利能力。与这类指标相对应的则是A股现金派息率的低下。

需要说明的是，尽管一些指标显示，除了股利收益率之外，上证综指与美国纳斯达克指数有些接近。然而，纳斯达克市场作为创业板市场的典范，历来是处于成长期企业的融资场所，故而市盈率有其较高、股利收益率较低的客观背景。反观上海证券市场，则是主板市场，二者本应有所区别。不过，如果国内经济的确在企稳上升，或者国外经济仍在低位徘徊的话，这一趋势有可能在一段时期内予以保持。

表3：部分证券市场指数价格比较

		市净率 (PB)	市盈率 (PE)	股价/净收入比率	价格/EBITDA	股利 12 个月收益 (毛额)
中国	上证综指	3.03	28.05	1.99	12.36	1.69
	恒生指数	1.86	17.03	2.35	8.93	3.36
美国	道琼斯工业指数	4.01	21.68	0.84	5.90	3.31
	标普 500	2.06	14.85	0.98	5.32	2.93
	纳斯达克指数	3.36	20.41	1.98	10.65	0.66
日本	日经 225	1.38	Na	0.45	7.05	1.90

资料来源：Bloomberg，爱建证券研究发展总部

◇银行个股 A/H 溢价表现

对于 A/H 银行个股溢价表现，我们分不考虑市场价格和考虑市场价格两种情况考察。结果表明：在不考虑市场价格（市盈率）情况下，按照当日汇价计算，银行个股 A 股市场的表现要强于港股市场，即 A 股市场价格表现偏高。如果把市场价格考虑进去，按照当日汇价计算，银行个股 A 股市场的表

现要弱于港股市场，即 A 股市场价格表现偏低。

表 4：A/H 银行个股溢价情况（不考虑市场价格）

	股价（HK）	股价（RMB）	A股溢价率
国有银行			
工行	5.23	4.94	7.16%
建行	5.63	5.61	13.10%
中行	3.69	4.12	26.77%
交行	7.73	8.42	23.46%
股份制商业银行			
招商银行	17.00	21.15	41.09%
中信银行	4.86	5.75	34.03%

资料来源：大智慧 09 年 6 月 15 日收盘价，爱建证券研究发展总部

说明：当日汇价，1HK=0.8818RMB。

表 5：A/H 银行个股溢价情况（考虑市场价格）

	股价（HK）	股价（RMB）	A股溢价率
国有银行			
工行	5.23	4.94	-34.91%
建行	5.63	5.61	-31.33%
中行	3.69	4.12	-22.99%
交行	7.73	8.42	-25.22%
股份制商业银行			
招商银行	17.00	21.15	-14.34%
中信银行	4.86	5.75	-18.67%

资料来源：大智慧 09 年 6 月 15 日收盘价，爱建证券研究发展总部

说明：当日汇价，1HK=0.8818RMB，市场市盈率参考表 3。

个股分类

就08年底和09年一季度公司财报部分数据进行分层聚类分析后，如果采用四分法，我们可以将14家上市银行做如下归类：

第一类：浦发银行、招商银行和兴业银行

第二类：深发展银行、宁波银行、民生银行、南京银行、北京银行、交通银行和工商银行

第三类：华夏银行

第四类：建设银行、中国银行和中信银行

就第一类而言，银行自身业绩和股价的表现基本相符；例外情况，招商银行。该行由于收购永隆事件及全流通因素导致股价二级市场表现相对疲软。但其之所以能与浦发和兴业两家活力性银行归为一类，足见其整体发展前景可期。

就第二类而言，该类中银行数量较多，表现有一定的差异化；不过，未来业绩发展的总体表现具备同一性。其中，深发展由于战略投资者“新桥集团”事件，目前有被过度炒作的嫌疑。工商银行并没有出现人为臆想的尾大不掉情形，显示出了国内银行业领导者的成长性和赢利性。南京银行、北京银行和宁波银行，各具特色；尤其宁波银行，近来支持中小企业发展的动作相对较大，扩张欲望明显。交通银行在国有大行中，表现相对较为稳健，前期股价表现不足的情形，正在被逐步改变。民生银行

一直是被市场上作为二流银行看待的，从大盘六千多点开始至今，其下跌幅度最大；从股市去年下半年低点至今，上涨幅度亦弱于大盘指数。足见其总体表现，不能为市场所接受。不过，就08年底至09年一季度的表现来看，其能与城商行、工行等表现相对不错的银行归为一类，足见其正在谋求积极转变的一面。

第三类：华夏银行，单独被归为一类，足见其特殊性。不过，从其业绩表征来看，我们基本仍保持较为谨慎的态度。较为详细的分析，请继续参见“个股估值”部分。。

第四类：需要说明的是中信银行，其三年净利润的平均增长率表现相对较好，以322.99%位列第四；而回顾其08年和09年一季度的净资产收益率，则显得又有些令人失望。这也许就是其与建设银行和中国银行被归为一类的原因。

个股估值

三类银行中，国有银行显示出了一定的估值优势；典型的如建设银行，这可能与当前经济调控方向向投资倾斜所致。股份制商业银行具有相对估值优势；不过，某些公司每股收益方面的表现十分突出；如兴业银行、浦发银行、招商银行，及近年来发展态势向好的深发展银行。城商行估值相对较高，但这不是说城商行就一定没有投资价值。我们说，估值高低是相对的，不同类型、或处于不同成长阶段的企业，估值也有一定区别。一般认为，城商行目前处于规模成长期的前期阶段，既没有达到股份制商业银行的成长后期，更不可能是国有大行的相对成熟期。故此，我们认为某些个股，如北京银行仍值得予以较大关注。

就每股资本公积金而言，上述所列举的一些公司该指标均较突出。不过需要说明的唯一个股是华夏银行。前期，我们予以其中性评价；主要是考虑到其目前发展中所存在的一些问题，如资产质量、盈利能力，以及所得税较高等方面的因素。不过，该指标于2008年底突然放大，07年底为0.88元，08年底为2.94元；并且，前期这一指标基本保持在0.8元~0.9元之间。故此，我们认为其市场定价在09年应该会出现较大溢价机会。而近期的一次较大比例限售股解禁，也为这一潜在溢价扫清了障碍。所以，我们认为：如果民生银行近来的热点在于其资本的积极扩张，那么华夏银行的未来热点，应该出自其正在被市场认可；至于其能否在基本面上出现真正质的飞跃，抑或能否成为第二个深发展，目前尚难判断。

表6：每股指标及估值

	每股收益 09E (元)	市盈率			市净率	每股资本公 积金 (元)
		TTM	09E	10E		
国有银行			13.8			
工行	0.40	14.2	13.6	12.8	2.51	0.33
建行	0.45	14.3	12.6	11.9	2.51	0.39
中行	0.30	16.8	14.9	13.6	2.09	0.32
交行	0.65	14.2	14.0	12.5	2.65	0.94
股份制商业银行			15.3			
招商银行	1.33	16.2	15.5	14.0	3.62	1.37
华夏银行	0.72	19.1	17.7	15.3	2.01	2.91
浦发银行	1.95	13.2	14.3	12.2	3.71	1.98
民生银行	0.45	17.6	14.6	13.3	2.45	0.98
深发展A	1.41	15.3	15.0	13.1	3.64	2.42
中信银行	0.35	17.7	16.5	14.1	2.23	0.94
兴业银行	2.30	13.7	13.8	12.6	2.97	3.55

城市商业银行			17.9			
北京银行	0.92	16.9	15.8	13.8	2.56	2.72
南京银行	0.85	19.3	18.1	15.5	2.41	3.49
宁波银行	0.55	20.4	19.7	17.4	3.01	1.56
银行均值			15.4			

资料来源：爱建证券研究发展总部

说明：每股资本公积金为 2009 年 1 季度财报数据

下半年投资策略

基于前述分析，我们认为 09 年下半年银行业绩在上半年的基础上会有一定上升，股价总体走势有望略微跑赢大盘；据此，可以对以下银行个股予以一定关注。

	EPS	PE（动态）	PB	每股 资本公积金	评价
浦发银行	1.95	14.18	3.71	1.98	推荐
兴业银行	2.30	13.64	2.97	3.55	推荐
招商银行	1.33	18.61	3.62	1.37	推荐
深发展A	1.41	15.52	3.64	2.42	积极关注
北京银行	0.92	15.56	2.56	2.72	积极关注
华夏银行	0.72	20.51	2.01	2.91	积极关注

浦发银行、兴业银行和招商银行，就无须多讲了。不过，未来需要对浦发银行的中间业务发展予以积极关注；目前，虽然公司成长性良好，但中间业务收益占比相对较低，故此未来有望成为成长的新动力。招商银行，就估值而言有缓慢上升趋势，因此需相对保持谨慎。

深发展A、北京银行和华夏银行，我们予以的评价是积极关注。原因在于：关于平安、新桥、深发展的股权购并事宜，短期内应该很难获得妥善处置。尽管成功解决某些问题的可能性很大，但成功后，平安集团内部的协调问题也有相当难度。故此，我们认为，可能仅存在短线炒作机会。北京银行银行的问题在于，收益依赖净利息的程度过高，中间业务收益占比在14家上市银行中是最低的。故此，对宏观经济情形的依赖相对过大，稳定性有待考虑。华夏银行则主要源自其正在被市场认可；至于其能否在基本面上出现真正质的飞跃，抑或能否成为第二个深发展，目前尚难判断。

至于国有大行，我们一贯的观点是标配之用。一般而言，涨跌幅相对较小。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 15%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 5%~15%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。