

行业名称



银行业

2011 年银行业策略

——总有云开日出时

评级 (推荐)

2010 年 12 月 1 日

重点公司

重点公司	2010E	2011E	评级
招商银行	1.28	1.67	强烈推荐
深发展A	1.26	1.67	强烈推荐
浦发银行	1.47	1.94	强烈推荐
光大银行	0.32	0.37	推荐

相关报告

《变化的市场 不变的转型》，
2010 年 6 月 28 日

《姹紫嫣红处 各领风骚时》，
2010 年 8 月 24 日

《小荷才露尖尖角》，
2010 年 9 月 10 日

吴畏 021-38565945
E-mail:wuwei@xyzq.com.
胡远川 021-38565833
S0190210060002
E-mail:huyuc@xyzq.com.
曹晋 021-38565903
E-mail:caojin@xyzq.com.

投资要点

- 本文首先梳理了银行业自 2006 年以来获得市场超额收益的历程，指出了银行股可能获得超额收益的背景和时段并勾勒出了我们的 2011 年银行业投资时钟。通过分析历史数据，我们得出自 2008 年以来银行股的超额收益行情主要集中于每年的 4—7 月，这与银行股上涨所需要的业绩明朗以及流动性支撑密切相关。而基于对 2011 年银行经营宏观背景的判断，我们提出了“先高息差弹性、再低估值安全、最终亲消费属性”的银行业 2011 年投资时钟。
- 随后我们分析了银行股 2010 年估值下滑三大原因：市场风格的迁徙、地产政策和银行监管政策的超预期以及上市银行融资供给空前巨大，并指出 2011 年银行业估值存在明显修复性机会。2010 年随着市场风格的转变银行股机构占比由年初的将近 20%一路下滑到三季度末的 6%左右，而超预期的资本和拨贷比监管要求又使得银行股遭受了二次探底的无奈，最终全年 5000 亿元的银行融资规模成为压倒了银行业估值的最后一根稻草。展望 2011 年，以上三大估值抑制因素都将获得明显的改善，2011 年银行业估值下滑的空间已经基本去除。
- 根据银行业的经营特性和业绩增长方式，我们整理出了银行业的业绩驱动图谱。通过对这一图谱中各因素的分析，我们得出银行业 2011 年业绩依然可以实现超过 20%增长的判断。在逐一分析了规模变量、净息差走势、非利息收入增长、业务及管理费用、资产减值费用、银行税费六大驱动因素后，我们给出了 2011 年银行业全年业绩指标预测。
- 本文的最后一部分，我们讨论了市场关注度较高的利率市场化、政府融资平台贷款风险以及银行股投资时点选择三个问题。对于利率市场化，我们测算出了在目前金融脱媒无法大幅实现以及日趋严格监管政策的双重约束下，大型银行和中小型银行的净息差下限；对于政府融资平台贷款，我们计算了今后 5 年融资平台偿付的压力和银行面临的风险，并指出管理当局并不希望融资平台贷款出现由流动性风险引发信用风险的监管意图；对于银行股右侧投资的疑问，我们更乐于见市场给出最终的答案，让市场来做出最后的判断。
- 按照我们的 2011 年银行股投资时钟，在一季度建议投资者关注高息差弹性的招商银行、浦发银行和深发展；在二、三季度推荐低估值的建设银行、民生银行；并在四季度推荐亲消费属性的深发展和招商银行。

目 录

1、	乘风破浪会有时——银行股何时能够获得超额收益 - 4
-	
1.1	银行何时能够获得超额收益 - 4 -
1.2	何时应该规避银行股投资 - 5 -
1.3	对明年行业配置的判断 - 6 -
2、	独上高楼凋碧树，望尽估值路——估值篇 - 8 -
2.1	2010 年银行股估值抑制的原因 - 8 -
2.2	2011 年银行股估值改善的逻辑 - 9 -
3、	众里寻她千百度，蓦然回首阑珊处——业绩篇 - 11 -
3.1	银行股业绩驱动图谱 - 11 -
3.2	关于生息资产规模的判定 - 12 -
3.3	关于净息差走势的判定 - 12 -
3.3	关于手续费净收入的判定 - 13 -
3.4	关于投资净收益、汇兑净收益以及公允价值变动净收益的判定 - 14 -
3.5	关于营业税及附加的判定 - 15 -
3.5	关于业务及管理费用的判定 - 15 -
3.6	关于资产减值费用的判定 - 16 -
3.7	关于所得税费用的判定 - 17 -
3.8	关于 2011 年银行股业绩的最终判断 - 17 -
4、	关于市场比较关心的几个问题的探讨 - 19 -
4.1	关于利率市场化的思考 - 19 -
4.2	关于政府融资平台贷款的思考 - 21 -
4.3	关于银行是否只适合右侧投资的思考 - 22 -

图 表 目 录

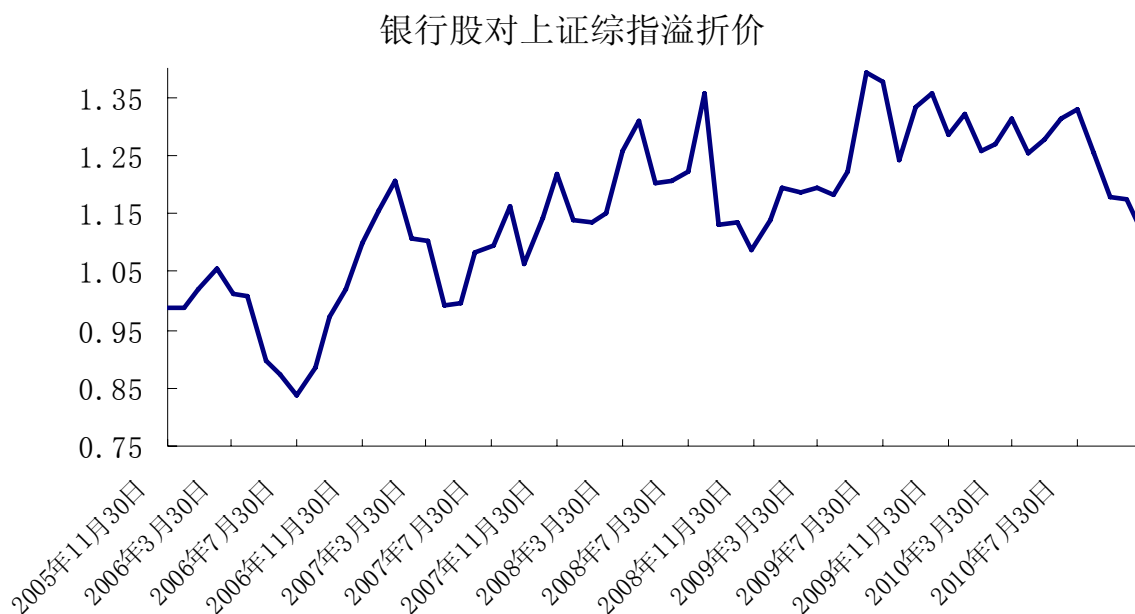
图 1、银行股对上证指数的溢折价情况	- 4 -
图 2、银行股超额收益与信贷投放的关系	- 5 -
图 3、上证综指估值仍在低位徘徊	- 6 -
图 4、中小板综指接近历史高位	- 6 -
图 5、2011 年银行股投资时钟	- 7 -
图 6、银行股市盈率水平持续下滑	- 8 -
图 7、银行股市净率水平同样疲弱	- 8 -
图 8、银行股业绩驱动图谱	- 11 -
图 9、CPI 对净息差具有先导性	- 13 -
图 10、我国 CPI 水平创两年新高	- 13 -
图 11、银行手续费收入与居民用卡密切相关	- 14 -
图 12、承销收入代表手续费收入未来方向	- 14 -
图 13、公允价值与投资存在一定的负向关系	- 15 -
图 14、汇兑损益在汇率大幅变动时产生损失	- 15 -
图 15、资产减值费用波动较大	- 16 -
图 16、企业经营形势良好	- 16 -
 表 1、上市银行 2010 年融资情况	- 9 -
表 2、上市银行 2011 年资产负债情况预测	- 17 -
表 3、上市银行 2011 年利润情况预测	- 17 -
表 4、两市 2010 年股票融资情况	- 19 -
表 5、大型银行规模增长所对应的净息差水平	- 20 -
表 6、中小型银行规模增长所对应的净息差水平	- 20 -
表 7、政府融资平台贷款偿还期估算	- 21 -

1、乘风破浪会有时——银行股何时能够获得超额收益

2010年无疑是银行股最为失意的一年，市场上充斥了对银行股“涨得比谁都慢，下跌也从未躲过”的幽怨。银行股究竟面临了何样的厄困，为何在业绩持续向好，风险基本可控的背景下遭到了市场如此的背弃。

让我们回归市场，看一看银行股近5年来的风风雨雨，让我们重启思考，想一想银行业未来的动向与趋势。

图 1、银行股对上证指数的溢折价情况

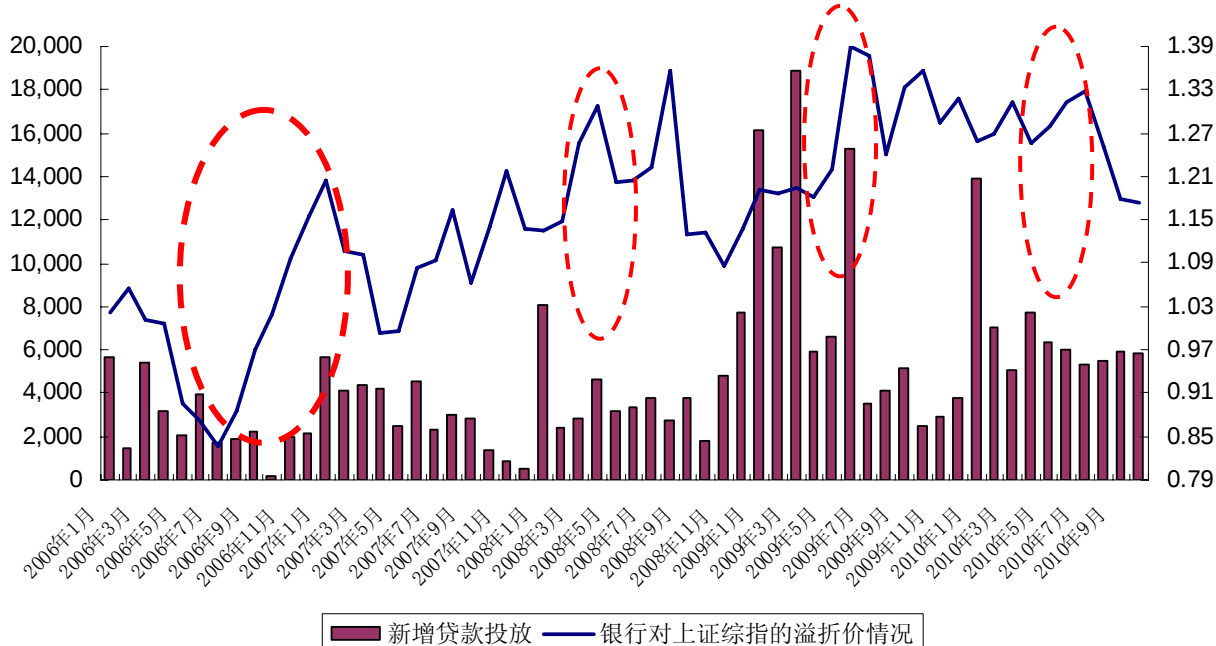


数据来源：wind，兴业证券研发中心

1.1 银行何时能够获得超额收益

从图 1 中我们可以看出银行业获得超额收益的时间段主要是 2006 年 7 月到 2007 年 1 月，2007 年 6 月到 8 月，2007 年 10 月到 11 月，2008 年 3 月到 4 月，**2009 年 4 月到 7 月，2010 年 4 月到 7 月**。我们可以将银行股的超额收益行情以时间为基准分为两类，一类是 2008 年之前，当时可流通股票的股数占比相对处于较低的水平，由于股改制度红利的驱动，银行股在 2006 年和 2007 年都存在分布于全年的行情；而进入 2008 年后，由于可流通股票股数的持续上升，银行股已经很难再一次产生全年分布性的行情了，我们看到无论 2008 年、2009 年抑或是 2010 年，银行股的超额收益行情大多处于二、三季度之间，这背后的原因在于在流动性相对不足的情况下，银行股的行情爆发需要市场对资金的环境有一个充分的认识。一般来说，**通过一季度的信贷投放**，相当一部分的资金会流向与资本市场相关的领域，市场也会在资金支持的背景下演绎出银行股的超额收益行情。

图 2、银行股超额收益与信贷投放的关系



数据来源：wind，兴业证券研发中心

1.2 何时应该规避银行股投资

银行股的规避主要发生于这样两种情况下，一是降息周期过程中，在这种情况下由于“存款有息”的要求，活期存款很难与贷款同比例下降，这就造成了银行存贷息差的负面影响，同时，降息往往由经济下滑引出，经济的下滑又必然对银行信贷资产的质量带来压力，在这双重桎梏下，银行股必然面临跑输大盘的局面。

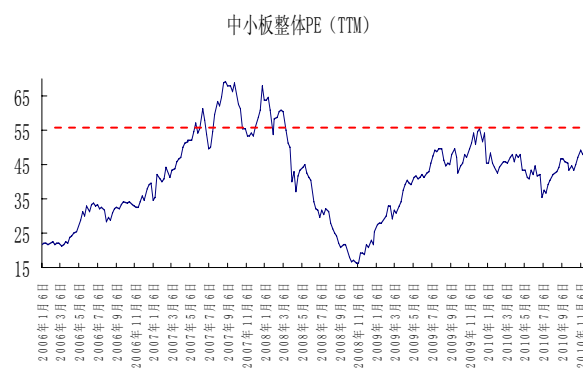
二是小盘股、题材股爆发的阶段，主要时间段为 2007 年 2 月至 5 月，2009 年 8 月到 2010 年 4 月以及 2010 年 7 月至今。对于 2009 年下半年和 2010 年的中小盘股票的疯狂，我们认为核心因素在与整个市场的资金处于名义趋紧，但实际相对缓和的经济背景下。从 2009 年 7 月起，我们国家确定了初步的流动性推出机制，对银行资本充足率的严格监管远比加息对信贷收缩的压力更为巨大，正是这一政策的推出使得 2009 年下半年的月均信贷投放不足 3600 亿元，与上半年月均超过 12000 亿元形成了鲜明的对比。名义资金的趋紧使得在场资金对银行股这样的大市值标的缺乏信心，而实际投资领域追求高周转率的资金又使得“赚快钱”效应蔓延到了这个市场。

图 3、上证综指估值仍在低位徘徊



数据来源：wind，兴业证券研发中心

图 4、中小板综指接近历史高位



数据来源：wind，兴业证券研发中心

从上图中我们可以看出中小板市盈率已经十分逼近历史的高位水平，中小板整体估值再次大幅上涨的空间已经十分有限，而上证综指整体的 PE 由于银行股的低估仍然徘徊在底部运行。在对明年流动性保持中性的判断下，中小盘股票再次走出独立行情的估值基础已经很难实现了。

1.3 对明年行业配置的判断

总体来说，我们预计明年的资金面将会趋紧，6.5 万亿至 7 万亿的信贷投放规模将会是大概率事件。在这样的背景下，银行股的选择更多地反映了我们对经济走势的判断。

首先，我们认为明年一季度由于贷款重定价的开启以及新增贷款定价考核的加紧，银行业整体的净息差水平将有超预期的提升。我们认为上市银行中业绩对息差走势最为敏感的招商银行、华夏银行、浦发银行以及深发展在一季度将有获得板块内超额收益的可能性。

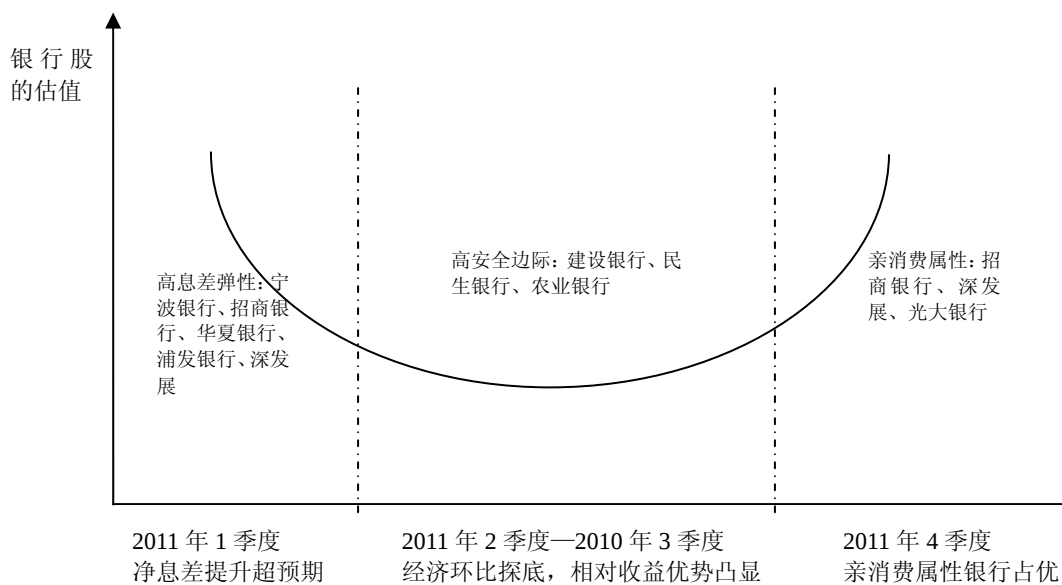
随着信贷额度紧缩效应的逐步显现，银行在贷款投放上的议价能力将得到明显的加强。一方面由于 2010 年四季度末受抑制的投放规模将会在 2011 年一季度放开，另一方面由于企业的贷款习惯，1 季度也是申请放款的密集期，在信贷额度紧缩的年份尤为明显。在这两方面原因作用下，我们估计明年 1 季度的贷款投放将会超过 2.5 万亿元，而且净息差环比仍然会比 2010 年四季度有所提升，估计会达到 5—10 个 bp 左右。

随着一季度投放的超预期完成，二季度也迎来了银行业获得板块性超额收益的机会。当然，我们认为明年二、三季度中国经济也许会出现一定的环比回落，所以银行股的超额收益也许更多地来自于其低估值背景下的安全性。同时，高通胀的经济将使得实际经济所需要的资金在增加，这一影响将会进一步遏制整个市场估值的提升，在银行股一季报行情的推动下，我们预计的银行股业绩驱动行情将在这一阶段展开。由于对经济的判断持谨慎态度，我们在二、三季度建议投资者关注低估值的银行品种，这包括建设银行、民生银行、交通银行。

最终我们预计过高的通胀预期将会在明年四季度得到缓和，亲消费属性的银行将在这一阶段获得板块内的超额收益。由于国民收入增长和居民消费升级已经成为了市场对下一阶段经济发展走势的基本判断，我们认为具有亲消费属性的银行将在未来获得更好地发展。特别对于明年的板块判断，我们认为四季度消费形

势将会继续走高，那么具有良好零售银行潜质的招商银行、深发展、光大银行的表现将值得期待。

图 5、2011 年银行股投资时钟



数据来源：兴业证券研发中心

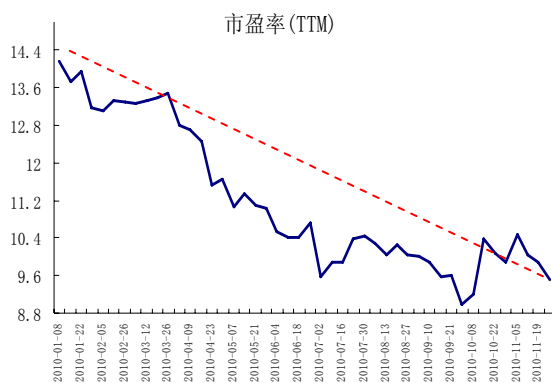
2、 独上高楼凋碧树，望尽估值路——估值篇

2.1 2010 年银行股估值抑制的原因

从年初至 2010 年 11 月 26 日，中信银行业指数在 29 个行业涨幅中排名 28 位，仅高于中信钢铁指数，全年-25.8%的收益率也使得银行股成为了市场背弃的对象。“金融是现代经济的核心”，而银行又是我们金融体系运行的核心，对于这样一个特殊的行业市场给予了如此不对称的视角，也即“风险要用显微镜来判定，业绩要用测谎仪来认定”的分析判断。

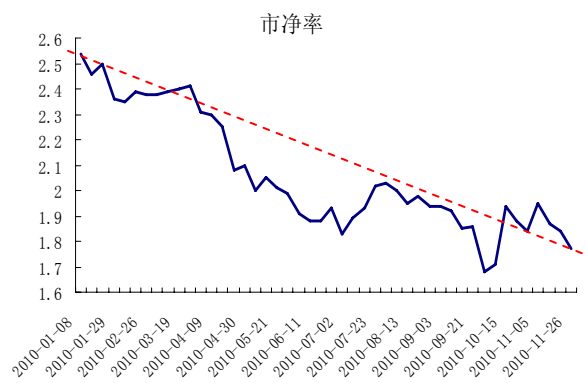
通过分析银行股 2010 年的估值表现，我们可以发现银行股的估值从年初以来一直趋势性下移，从全行业 14.7 倍市盈率（TTM）下降到目前 9.51 倍市盈率（TTM），市净率从 2.54 下降到 1.77 的水平。

图 6、银行股市盈率水平持续下滑



数据来源：wind，兴业证券研发中心

图 7、银行股市净率水平同样疲弱



数据来源：wind，兴业证券研发中心

对于银行股一路下滑的估值状况，我们认为主要有如下三方面的原因：

首先，2010 年市场的投资逻辑即为“由资源类向消费类转移，由周期类向非周期类转移，由大市值向中小市值转移”这三大特征。其中，“由资源类向消费类转移”的投资逻辑基础在于居民收入拐点的到来以及消费升级的来临，这使得食品饮料、旅游餐饮等消费属性板块在今年大放异彩，持续获得了超过市场的收益；而“由周期类向非周期类”的投资逻辑在于国家转型战略的提出，经济增长方式的改变，医药、电力设备、新材料等板块因此收益；而“由大市值向中小市值转移”则催生了 TMT 和中小板的疯狂。

总体来说，这一年机构投资者的配置主线就是不断减持银行股，增加以上三类股票的配置，从而使得电子元器件的市盈率（TTM）达到了 104.93 倍，餐饮旅游达到 62.0 倍，食品饮料达到 48.43 倍，医药达到 49.89 倍，电力设备 46.85 倍。为此，机构的银行仓位也从年初的 15—20%快速下降到近期的 5—10%的水平，持续的配置性减持使得银行股的估值在 2010 年面临了前所未有的考验，部分投资者甚至表现出了“宁在新××中哭泣，也不愿在银行股上欢笑”的冲动。

其次，持续一年多对银行相关经营的政策抑制也给银行股带来了估值的压力。两会以来国家即对房地产行业的严格管理使得市场对银行业资产质量的稳健产生了系统性地担忧，从 4 月开始，在“4.15”新政的加剧下，银行股的估值水平迅

速从接近 14 倍市盈率下滑到了 9.5 倍市盈率左右，市场一片哀鸿。而年末关于银监会四大监管体系实施的讨论又将通过业绩提升实现估值改善的银行重新打回了起点，使得连续二个季度的业绩增长驱动代估值修复中途夭折。可以说，今年的银行股所遭受到的政策压制是前所未有的，在这一系列政策利空下银行股的估值一路下滑，“显微镜效应”处处显现。

最后，由于 2009 年超预期的信贷投放以及监管政策的愈加严格，大多数上市银行都不得不在 2010 年实施了配股增发计划。这一短期市场供给的冲击也同样给银行股的估值提升带来了压力，池子中的水多了，价格又怎能不下降呢。

表 1、上市银行 2010 年融资情况

	融资方式	实施时间	融资金额
工行	次级债	9 月	220
工行	配股	11 月	450
农行	IPO	7 月	1502
中行	可转债	6 月	400
中行	配股	11 月、12 月（H 股）	600
建行	配股	11 月	617
交行	配股	6 月	328
招行	配股	3 月	216
中信	次级债	5 月	165
民生	次级债	6 月	58
兴业	配股	6 月	177
深发展 A	定向增发	6 月	69
浦发	定向增发	10 月	395
光大	IPO	8 月	189
南京	配股	11 月	50
中信	配股	已过会审批，拟实施	260
合计			5696

数据来源：公司定期报告，兴业证券研发中心

2.2 2011 年银行股估值改善的逻辑

在经历了 2010 年“春风不入玉门关”的幽怨后，2011 年的银行股估值期待着“一阳旋复增寿考”的惊喜。我们对于 2011 年银行股乐观的估值判断同样基于对 2010 年三大抑制因素消除的考量。

首先，目前机构投资者对银行股投资的配置占比已经达到了历史的地步，即使考虑机构投资者未来不对银行股进行配置，在目前的仓位比例下继续下降的空间已经十分有限。而由于明年经济可能出现的不确定性，在大盘出现价值回归的背景下，银行股又必然会获得相对收益的溢出效应，使得低估值的板块获得价值修复的机会。

其次，我们认为 2011 年的产业政策以及监管政策都不会出现比 2010 年对银行股更不利的局面。对于 2010 年银行股资产质量的担忧，将会随着时间的推移逐渐缓解，无论是房地产贷款还是政府融资平台贷款，我们相信 2011 年平稳的运行数据将会有效缓解市场的风险忧虑，从而提升市场对银行业绩质量的信心。而在银行监管政策方面，随着换届选举的结束，监管体系的确立将会有有一个初步的框架勾勒。我们认为我国当前的银行监管政策已经处于世界最严格的序列之中，未来进一步从严的可能性不大，反而是低于市场预期严格的监管政策的最终出台会对压抑在银行股估值之上的过度焦虑产生修复性机会。（从次级债占附属资本比例

的最终监管政策中，我们可以判断未来的监管政策出台肯定会优于市场的担忧)

最后，通过表 1 的数据，我们可以看出上市银行通过 2010 年这一轮集体融资潮后的资本充足率水平将足以维持其未来 2—3 年的发展，也就是说大规模的银行融资潮在 2—3 年内都不会成为阻碍市场估值提升的桎梏。而随着各家银行对资本使用效率的愈加重视，以 RORAC 为核心的新型商业银行考核体系将会使得银行业走向更加“资本集约化”的发展道路，基于这一判断，我们更是对银行股中短期的融资压力保持乐观的估计。

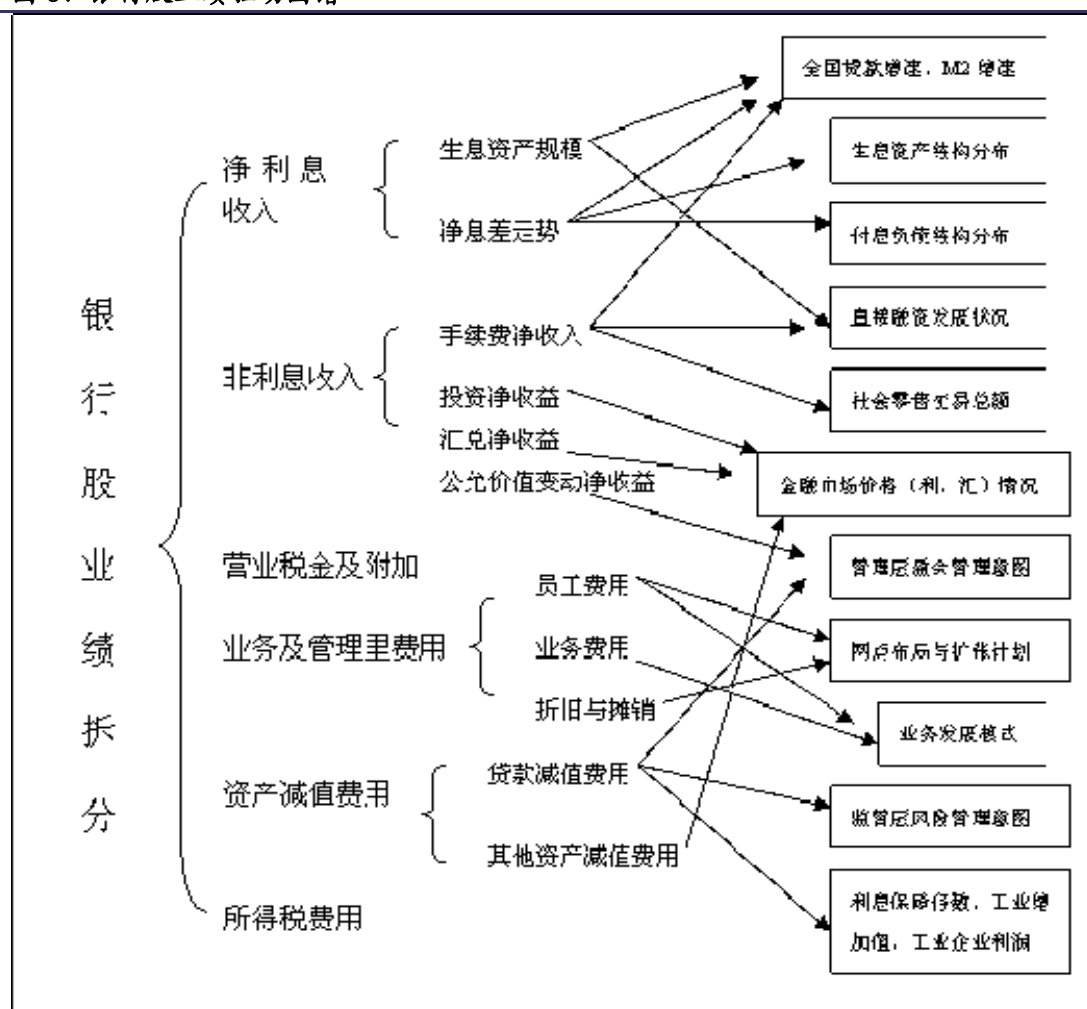
综上所述，我们认为银行股目前 9 倍的 2010 年市盈率（预测）已经成为了银行股未来 2—3 年的估值底线，随着 2011 年银行业业绩的持续提升以及市场所担心的银行股信用风险的逐步释放，银行股整体估值回复到 11—13 倍的合理水平的概率较大。

3、众里寻她千百度，蓦然回首阑珊处——业绩篇

3.1 银行股业绩驱动图谱

银行股的业绩主要由净利息收入、非利息收入、营业税金及附加、业务及管理费、资产减值费用以及所得税六大驱动因素。其中，净利息收入主要取决于生息资产规模和净息差的走势；非利息收入主要分为预测性较强的手续费净收入和更多地依赖银行内部盈余管理以及金融市场交易情景的投资净收益、汇兑净收益和公允价值变动净收益；营业税金及附加主要与营业收入相关，直接基于前两者的准确预测；业务及管理费用则表明了各家银行的发展思路和当前状况，其核心构成为员工费用和业务费用；资产减值费用的可调节性最强，是上市银行实施业绩管理的关键，相对于季度提取的波动性，我们认为作为全年信用成本的载体，其合理中枢将由管理层与监管层共同影响；所得税费用的比例基本稳定，主要取决于公司非应税类固定收益类投资的比例，该比例一般保持相对稳定。

图 8、银行股业绩驱动图谱



数据来源：兴业证券研发中心

3.2 关于生息资产规模的判定

升息资产规模的判定在六大驱动因素中最为基础，同时预测的相对准确性也较高。在货币乘数（从长期看主要与交易习惯有关）保持基本稳定的前提下，国务院与货币当局对每年 M2 指标的判断可以成为重要依据。而在这个指导指标协商一致之前，我们可以用预测的实际 GDP 增长率与预测的 CPI 简单相加，经过一定的修正后获得这一参数。这一修正值主要取决于预测人员对实体经济对信贷货币的依赖而进行判断，如果实体经济对信贷依赖较高则修正值就较高，反之则较低。我们一般掌握的修正值在 2—4 之间。

同时，直接融资的发展也会在很大程度上影响升息资产的规模，但是我们必须指出，直接融资的发展并不一定意味着生息资产规模的下降，甚至在某些情况下，直接融资的发展还会增加生息资产的规模，这主要决定于贷款引致存款的效果。在股权市场融资很难超过今年规模和大中型企业债券融资逐渐接近净资产 40%红线的背景下，我们对明年的间接融资情况保持乐观。

我们认为明年 M2 的增长目标将设定在 13%—15%之间，而最终的增长估计会超过 15%，与之相对应的信贷投放将会在 6.5—7 万亿之间，增长率在 13.6%至 14.8%之间。通过历史比较，我们得出上市银行生息资产同比增长率与 M2 增长率基本保持一致的判断，从而使得我们首先确定了银行业绩实现的基础。

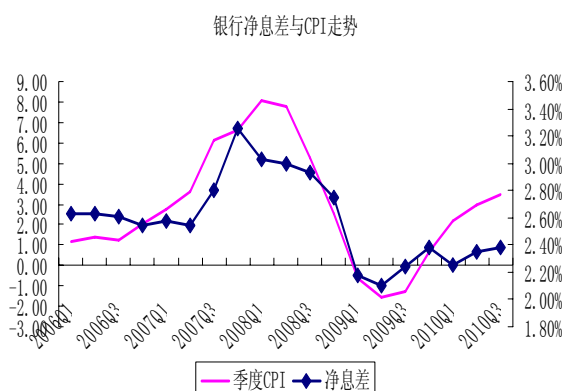
3.3 关于净息差走势的判定

目前市场对银行业明年净息差提升普遍持着偏正面的态度，我们认为随着每一次非对称加息（25 个 bp）的实现，将会提高上市银行净息差 3—4bp 的水平。同时，由于信贷额度的管理预期，商业银行主动的贷款定价能力也将有所提升，仅就按揭贷款利率下浮由 7 折上升为 85 折，就将为商业银行净息差带来 2—3 个 bp 的提升，而对公贷款利率浮动比率的行业性上浮也会为商业银行净息差超预期做出贡献。

综合以上因素，在截至 2011 年上半年前 3 次标准非对称加息的被动性定价能力提升和随着按揭贷款利率下浮折扣数上升以及对公贷款利率浮动比例驱动下的主动定价能力提升的两方面因素作用下，我们预计 2011 年净息差还有 12—18 个 bp 的提升空间，也即净息差增长 6%至 8%。

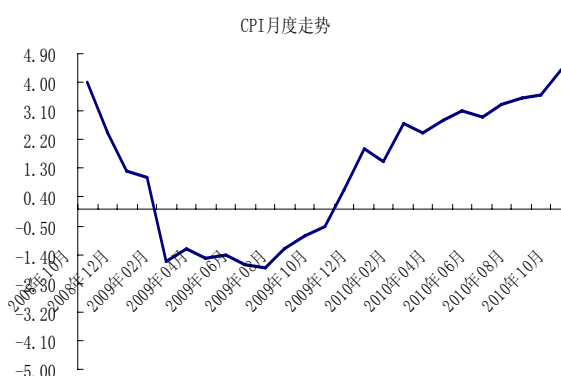
对于大家所关心的利率市场化和金融脱媒的风险，我们将会在后文中详细讨论。有必要提醒大家的是，利率市场化从来都不是为了市场化而市场化的，都是在脱媒现象愈演愈烈的背景下不得已而为之的举措，现在金融脱媒尚在襁褓，大谈利率市场化，多少有些舍本逐末。

图 9、CPI 对净息差具有先导性



数据来源：公司定期报告，兴业证券研发中心

图 10、我国 CPI 水平创两年新高



数据来源：公司定期报告，兴业证券研发中心

3.3 关于手续费净收入的判定

手续费净收入属于非利息收入中发展最为稳定的一部分，主要可以分为与支付结算情况、居民消费状况以及用卡习惯相关的银行卡、支付结算和代理业务类手续费收入；与信贷额度松紧以及创新性间接融资工具相关的咨询与顾问费收入和额度管理费类收入；与直接融资市场发展相关的投行类手续费收入。

关于银行卡、支付结算和代理业务类手续费收入是最为原始的手续费收入构成，这一部分手续费完全不占用银行资本，本质上是银行渠道网点和支付结算系统范围经济效应的体现。这一部分的手续费收入增长与整个社会的交易发展形势密切相关，可以说是银行各项收入中最为贴近消费属性的部分。但是，我们也应看到对于这一部分手续费收入银监会的管理较为严格，主要是考虑到了银行完全垄断了支付结算系统，其议价能力实际无比巨大。综合考虑以上因素，我们判断这一部分手续费收入将会保持 30%—40%的稳定增速，成为银行业分享居民收入增长和消费升级的重要源泉。

而咨询与顾问费收入和额度管理费类收入实际上是一种信贷定价能力的溢出效应表现。一部分银行甚至为了内部考核的需要，将本应在贷款上显现的利率上浮转移到手续费收入的财务顾问费之中，同时信用承诺费这一额度管理费的分项本身也代表了对资本的占用（与票据承兑业务相关）。关于这一部分手续费收入的增长情况由于每年的信贷额度松紧不同，呈现出比较大的波动状态，考虑到明年信贷额度的紧张超过今年，我们判断这一部分的收入增长会有超过 40%的涨幅，但是由于这一部分的可持续性相对较低，对于更远期的预测则要基于对信贷需求和资金供给的判断。

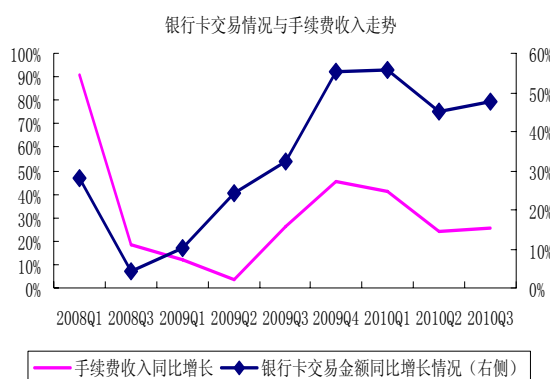
投资银行类手续费收入主要集中于过桥贷款、并购贷款的财务顾问费和短期融资券、中期票据的承销手续费。这一部分手续费收入主要是反映了金融脱媒的方向，实际与净利息收入和咨询与顾问费收入和额度管理费类收入呈现出一定的此消彼长的关系。但是正如我们后文所要分析到的，由于目前企业债券类融资净

资产占比 40% 的红线依然存在，我们认为债券融资市场大规模增长的空间相对有限，我们判断投资银行类手续费收入 2011 年的增长将会保持在 30% 左右。

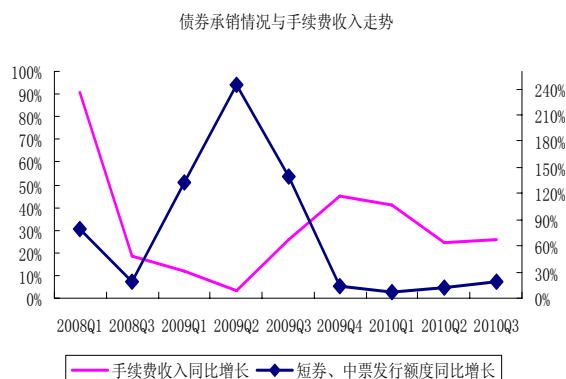
通过上面的分析，我们基本可以得出上市银行手续费净收入 2011 年基本可以保证 30% 以上的增长，如果信贷额度控制程度超过预期或者居民消费增长明显上升，手续费净收入都会存在超预期增长的可能性。

图 11、银行手续费收入与居民用卡密切相关

图 12、承销收入代表手续费收入未来方向



数据来源：公司定期报告，wind



数据来源：公司定期报告，wind

（中期票据从 2008 年 4 季度开始正式批量发行，由此造成了 2009 年 1—3 季度短融、中票发行额度同比增长的超常表现）

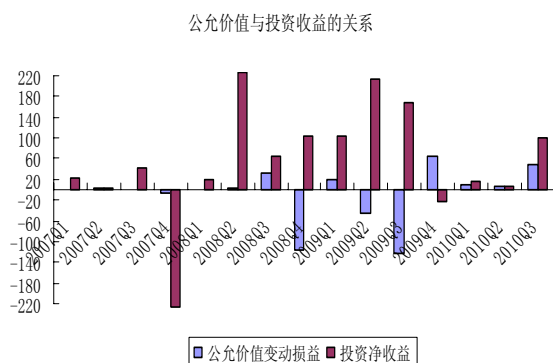
3.4 关于投资净收益、汇兑净收益以及公允价值变动净收益的判定

投资净收益主要取决于商业银行金融市场的交易能力，核心决定因素是可供交易的资金数量、金融市场价格和管理层对投资盈余的分配态度。关于可供交易的资金数量，我们倾向于其与生息资产的规模保持相应的增长，而金融市场价格则需要判断明年的资金紧缺情况，根据我们一贯的判断，我们认为明年资金面偏紧是大概率事件，综合考虑新的债券投资的收益和存量债券公允价值的负向变动，我们认为金融市场价格不会对投资收益净收益和公允价值变动净收益产生明显的影响。

而汇兑净收益则与商业银行资产负债币种构成以及汇率波动幅度有关。汇兑净敞口一般与国际业务发展的状况相关联，而汇率的波动则更多地受到国家外汇政策的影响。我们认为 2011 年商业银行的外汇敞口不会出现明显的变化，而汇率也不存在大幅上升到可能性。根据历史经验，大幅升息显著不利于汇兑收益的实现，而小幅升值则对汇兑净收益具有正面的贡献。

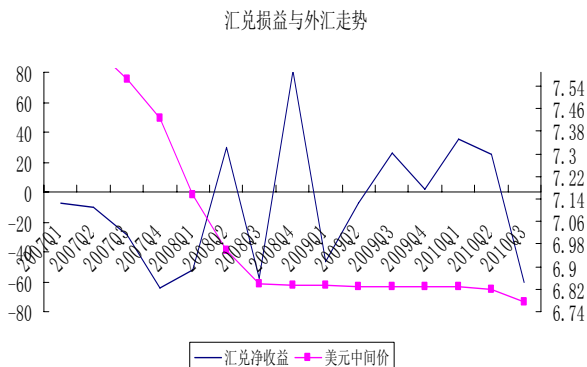
特别需要指出的是，以上三个变量除了受到复杂的宏观经济变量影响外，管理层的盈余管理意图也十分重要，特别是投资净收益和公允价值变动净收益更是体现了管理层明显的政策意图。所幸的是，这一部分的净收益水平占目前商业银行营业收入的 2% 左右，其对盈利影响相对较小，不会对银行业绩产生实质性影响。

图 13、公允价值与投资存在一定的负向关系



数据来源：公司定期报告，兴业证券研发中心

图 14、汇兑损益在汇率大幅变动时产生损失



数据来源：公司定期报告，wind

3.5 关于营业税及附加的判定

营业税及附加相对最为简单，按照各家银行历史的收入比率匡算即可得出。在这里我们要强调的是，关于我国全球最高的商业银行营业税率是否有可能逐步下调的可能性。可以这么说，银行的利润 80% 以上重新分配到了我国的财政体系，而如果出现了系统性的信用风险，银行营业税金的下降将成为管理当局弥补银行可能产生的信用风险损失的“护城河”。在目前银行业业绩一片大好的背景下，我们并不认为管理当局有下调营业税率冲动的冲动，但是如果发生非预期的信贷损失，我们认为由高营业税所形成的利润截留将会疏导回银行体系以应对资产损失，我们估算了 2010 年的上市银行营业税及附加总额将达到将近 900 亿元的规模，也就是说**每一个百分点的营业税金下降**将会为整个上市银行带来 113 亿元的税后利润增后，占我们预测的 2010 年上市银行税后 5500 亿元利润的 2%，可以用于提升信贷资产拨备率 6 个 bp。

3.5 关于业务及管理费用的判定

业务及管理费用分为三大子项，即员工费用、业务费用以及折旧和摊销费用。而这三大费用则主要由公司经营发展战略和目前的网点渠道构成相关。员工费用主要由员工数和职工薪酬综合决定。其中，我们认为大型银行的员工数会在一定的时间内保持稳定，而中小型商业银行的人员增长率也会随着成本管理的日益重要而逐年下降。相对于社会平均工资数倍的银行业薪酬在未来大幅上升到空间也十分有限，我们总体判断 2011 年业务及管理费用的增长将低于营业收入的增长，大约为 15%—20%，这与我们运用总资产费用率代替成本收入比预测成本所得出的判断相吻合。（参见《姹紫嫣红处 各领风骚时》）

关于板块内各家银行的费用特征，我们已将在 2010 年半年报的三篇系列报告中有所论述，在这里特别值得指出的是我们对两类银行业务费用的判断。第一类是准备转型或推进转型的商业银行费用率水平可能会超过我们预期，也即一些确立了新的战略目标的商业银行可能会由于战略导向的变更而产生初始成本，这对于那些缺乏业务特色的商业银行尤为明显；第二类则是对于贷款久期较长的公司，由于可以有效避免每年重复的营销精力，会使得单位资产费用获得边际上的改善。

总体来看，费用因素并不构成对商业银行业绩影响的核心因素，或者可以这么说，反而是一定的经营结果能够从反面改变管理层对费用提取的态度，商业银行的费用是“与考核目标相匹配”的费用，管理层主观能动性相对较大。

3.6 关于资产减值费用的判定

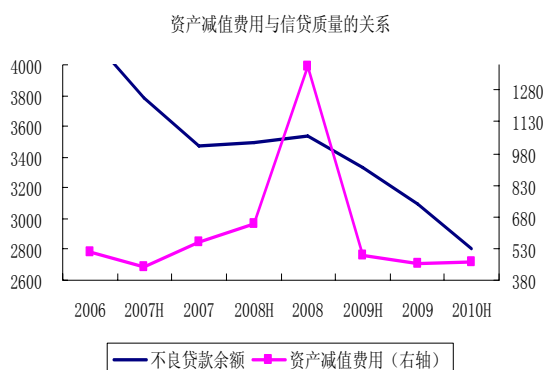
资产减值费用的提取恐怕是全市场对银行股最关心的话题了。其中最重要的部分就是贷款减值准备的计提数额，市场在这个问题上形成了二元悖论，如果计提较少则一致认为其拨备不够谨慎，拨备不足以抵消可能产生的信用风险损失；如果计提过高则更是负面，好像不良的发生就在明天，我们的银行股就只剩下一声叹息了。

客观地说，我国上市银行的信用成本确实较低，我们认为这主要是因为：一是我国银行业贷款质量经过 2008 年金融危机的考验并未出现明显大幅的信用风险向下迁移到现象，从经济理性角度确实没有大幅增加拨备的必要；二是因为我国银行业贷款客户主要是大中型优质企业以及政府相关贷款。

对于前者，可以说是优中选优的企业，这与国外由于金融脱媒化进程使得银行信贷客户主要集中于中小企业和个人消费客户截然不同。对于后者，市场的理解往往过于负面，7.5 万亿的融资平台贷款，有 2.5 万亿是现金流足以覆盖贷款本息的优质贷款，这些贷款主要是铁道部项目和各省高速公路项目，实际是各家商业银行营销的重点，可以说是信贷资产的“富矿”；而剩下的 3 万亿贷款也都落实了担保还款手续，第二还款来源基本可靠，信用风险基本可控，产生系统性风险的可能性几乎为零；最后一部分则是信贷质量最令人担忧的无对应项目、现金流也基本不能覆盖本息的纯粹平台贷款。可以肯定地说，这一部分的平台贷款上市银行涉及极少，而这一部分平台贷款的存在也使得国家在保障银行收益以化解可能的信用风险方面给予更多关注。

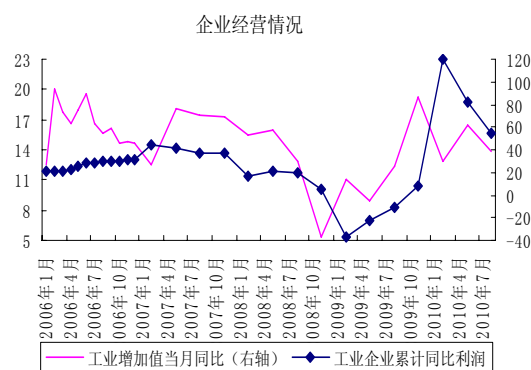
当然，我们也不认为目前 0.3%—0.4% 的信用成本可以长期持续，随着拨贷比 2.5% 的确立，我们认为信用成本将会回升到 0.5%—0.7% 的水平并保持稳定，只要金融脱媒不使得银行的客户结构发生根本性转变，这一信用成本的计提就基本能够覆盖信贷的迁徙风险。

图 15、资产减值费用波动较大



数据来源：公司定期报告，兴业证券研发中心

图 16、企业经营形势良好



数据来源：CEIC，兴业证券研发中心

3.7 关于所得税费用的判定

银行的实际所得税费率主要取决于免税收入在营业收入中的占比，一般商业银行对于非税收入资产的投资占比都会保持相对的稳定，随之实际税率的比例也会长期维持在一定的水平之内。

3.8 关于 2011 年银行股业绩的最终判断

通过以上的分析，我们已经逐一从六大核心驱动因素对银行股 2011 年的业绩实现进行了梳理。在此我们对银行股 2011 年的业绩作出如下预测：

表 2、上市银行 2011 年资产负债情况预测

	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
总资产	62,882,354	65,285,119	67,571,483	70,190,564	72,261,249
生息资产	61,649,367	64,005,018	66,246,552	68,814,278	70,983,545
总生息资产生息率	3.84%	3.92%	3.97%	3.99%	4.01%
贷款	31,779,653	33,527,534	35,036,273	36,087,361	37,169,982
占比	51.55%	52.38%	52.89%	52.44%	52.36%
现金和准备金	9,292,957	9,403,468	9,833,938	10,283,800	10,592,314
占比	15.07%	14.69%	14.84%	14.94%	14.92%
存放同业	6,081,196	6,143,589	5,848,697	6,294,367	6,426,549
占比	9.86%	9.60%	8.83%	9.15%	9.05%
债券投资	14,495,560	14,930,427	15,527,644	16,148,750	16,794,700
占比	23.51%	23.33%	23.44%	23.47%	23.66%
总负债	59,097,108	61,301,748	63,652,474	66,029,946	67,989,782
付息负债	57,938,341	60,158,732	62,465,627	64,862,422	66,787,605
总付息负债付息率	1.47%	1.48%	1.48%	1.49%	1.49%
同业存放	6,702,077	6,903,139	7,110,233	7,323,540	7,543,247
占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存款	50,232,203	52,241,491	54,331,150	56,504,396	58,199,528
占比	86.70%	86.84%	86.98%	87.11%	87.14%
应付债券	1,004,061	1,014,102	1,024,243	1,034,485	1,044,830
占比	1.73%	1.69%	1.64%	1.59%	1.56%
总权益	3,785,242	3,983,285	3,918,887	4,160,020	4,270,941
坏账总额	380,085	375,508	375,238	378,917	379,134
坏账率	1.20%	1.12%	1.07%	1.05%	1.02%
坏账准备	805,779	833,629	878,058	905,612	936,461
拨备覆盖率	212.00%	222.00%	234.00%	239.00%	247.00%
拨贷比	2.47%	2.43%	2.44%	2.45%	2.46%
贷存比	63.27%	64.18%	64.49%	63.87%	63.87%

数据来源：兴业证券研发中心

表 3、上市银行 2011 年利润情况预测

	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
营业总收入	467,786	497,397	527,722	551,948	579,589
净利息收入	375,060	397,056	418,650	437,065	455,731
手续费净收入	77,080	84,995	92,763	99,805	107,635
其他收入	15,646	15,346	16,308	15,078	16,223
营业总支出	234,303	213,885	235,750	231,519	246,873
营业税金	27,599	29,346	31,136	32,565	34,196
业务及管理费	155,800	150,710	157,205	163,420	174,849
资产减值损失	50,903	33,829	47,409	35,534	37,828

营业利润	233,483	283,512	291,972	320,429	332,716
利润总额	233,483	253,901	261,647	296,203	305,076
所得税	53,701	55,858	57,562	65,165	70,167
净利润	179,782	198,043	204,085	231,038	234,908
净利息收入占比	80.18%	79.83%	79.33%	79.19%	78.63%
手续费净收入占比	16.48%	17.09%	17.58%	18.08%	18.57%
其他收入占比	3.34%	3.09%	3.09%	2.73%	2.80%
净利差	2.37%	2.44%	2.48%	2.50%	2.52%
净息差	2.45%	2.53%	2.57%	2.59%	2.61%
中间业务收入/生息资产	0.50%	0.54%	0.57%	0.59%	0.62%
其他收入/生息资产	0.10%	0.10%	0.10%	0.09%	0.09%
营业税金/生息资产	0.18%	0.19%	0.19%	0.19%	0.20%
管理费用/生息资产	1.02%	0.96%	0.97%	0.97%	1.00%
成本收入比	33.31%	30.30%	29.79%	29.61%	30.17%
信用成本	0.64%	0.41%	0.55%	0.40%	0.41%

数据来源：兴业证券研发中心

4、关于市场比较关心的几个问题的探讨

4.1 关于利率市场化的思考

利率市场化一直是中国银行业无法绕过的话题，从上世纪九十年代中期就开始讨论，至今仍然甚嚣尘上。我们在以前的报告中曾经详细地说明了利率市场化的实现逻辑，也就是利率市场化从来都不是一个主动的过程，而是在金融脱媒的外在压力下，不得已而进行的制度改革。那么，我们国内当前的金融脱媒又如何呢？

首先，2010 年股票市场安排融资的能力已经运用到了极致，未来几年形成跨越式增长的空间有限。

表 4、两市 2010 年股票融资情况

	募集资金	首发家数	首发募集资金	增发家数	增发募集资金	配股家数	配股募集资金
Jan-10	684.35	35	424.706	8	259.639	0	0.000
Feb-10	755.61	20	394.790	8	341.181	2	19.640
Mar-10	836.06	36	313.611	13	341.960	2	180.489
Apr-10	445.88	28	349.415	10	96.468	0	0.000
May-10	548.44	36	439.604	14	108.834	0	0.000
Jun-10	795.17	23	210.149	18	235.126	2	349.893
Jul-10	985.99	23	859.615	12	97.444	3	28.931
Aug-10	672.48	32	497.602	7	174.878	0	0.000
Sep-10	542.97	27	359.827	13	166.699	2	16.444
Oct-10	1,115.55	24	290.195	16	819.210	1	6.142
Nov-10	906.205	29	237.841	10	228.122	2	440.242
合计	8,288.70	313	4,377.35	129	2,869.56	14	1,041.78

数据来源：兴业证券研发中心

截至 2010 年 11 月，沪深两市合计 IPO 发行 313 家，大约每周发行 7 家。据投行相关人士介绍，这一发行频率已经达到了目前证监会项目审查员工作能力的极限，而项目审查员的培养又不是短期能够实现的过程。我们判断年均 350 笔的首发家数将是 3—5 年内中国股票市场的发行极限，而今年超过 8000 亿的筹资金额也将成为 3 年内的高点。（正如上文所分析的，上市银行今年通过 IPO 和配股将近融资 4500 亿元）可以这么说，股票市场每年 4000 亿左右的融资额几乎不会对金融体系脱媒产生实质影响。

其次，对于直接融资的另一重要分支——债券融资，其发展的空间也远没有市场所期待的那样巨大。由于我国《证券法》（规范公司债和企业债）、《短期融资券管理办法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（主要针对中期票据），都对债券待偿余额不得超过净资产的 40% 做出了规范性的要求。这就在总额上制约了以短期融资券、中期票据、企业债和公司债为代表的债券型融资工具的发展空间。

一般来说能够发行债务性工具的企业都属于大中型企业范畴，而且盈利情况要求较高，我们根据可以获得的数据找到了央企截至 2009 年底的净资产总额为 83969 亿元，而且净利润为 5968 亿元，与之相对应的全部国有企业的净利润总额

为 15703 亿元。由于没有披露过全部国有企业的净资产总额，我们根据央企的对应关系并考虑了央企相对较好的盈利能力，预测全国国有企业的净资产总额应该在 22 万亿到 25 万亿之间。也就是说如果不考虑规模相对较小的民营企业的发行规模，我国金融市场能够提供给企业的债券型融资空间，大约在 8.8 万亿到 10 万亿之间，而目前的企业性债券融资工具待偿余额已经达到了 3.6 万亿，留下的空间仅为 5—6 万亿之间，假设用 10 年逐步发行，每年的影响金额大约在 5000—6000 亿元之间，同样不足以对银行的间接融资功能产生实质性的影响。

最后，仍然是我们在以前的报告中所指出的，目前银行业的经营环境已经远非美国 70 年代和日本 80 年代的监管环境所能比拟。彼时银行监管之粗陋，衍生产品之方兴未艾都使得银行有能力也有冲动去参与利率市场化，获得更多的发展空间。而今时今地，特别是对于我们国内银行，其监管之严甚至超过了发达国家的水平。银监会对资本充足率的高标准要求、对拨贷比的特别性要求以及对银行业手续费收费的价格管制都使得商业银行没有动力，更没有空间去实施利率市场化的尝试。

归根到底，利率市场化是在金融脱媒背景下（需要有完善和多样化的资本市场作为依托），银行业逐步改变依靠净利息收入而实现自身价值成长的过程。我们的金融体系既没有提供这样一个平台，监管当局又对非利息性的收费项目进行管制，这就使得银行业想依靠非利息收入的增长弥补净息差的下降以应对严格的资本监管要求的愿望完全无法实现，而最新出台的拨贷比要求又使得银行在面对贷款收益不足以支撑资本发展要求的情况下，只能转向债券投资领域，而希望其通过降低净息差来实现增长的现实条件并不具备。下表是我们根据三季报的数据初步测算的上市银行净息差下降的底线，我们根据规模和经营方式主要分为大型银行（5 家）和中小型银行来测算。

表 5、大型银行规模增长所对应的净息差水平

规模增长							
		13.50%	14.00%	14.50%	15.00%	15.50%	16.00%
净息差	1.82%	8.85%	8.80%	8.76%	8.72%	8.68%	8.63%
	1.84%	8.86%	8.82%	8.77%	8.73%	8.69%	8.65%
	1.86%	8.87%	8.83%	8.79%	8.74%	8.70%	8.66%
	1.88%	8.89%	8.84%	8.80%	8.76%	8.71%	8.67%
	1.90%	8.90%	8.85%	8.81%	8.77%	8.73%	8.68%
	1.92%	8.91%	8.87%	8.82%	8.78%	8.74%	8.70%
	1.94%	8.92%	8.88%	8.84%	8.79%	8.75%	8.71%
	1.96%	8.94%	8.89%	8.85%	8.81%	8.76%	8.72%
	1.98%	8.95%	8.90%	8.86%	8.82%	8.78%	8.73%

风险资产比例 55%，净利息收入占比 80%，成本收入比 35%，贷款占总资产 55%，分红比例 40%，核心资本充足率 9%

表 6、中小型银行规模增长所对应的净息差水平

规模增长							
净息差		14.50%	15.00%	15.50%	16.00%	16.50%	17.00%
	2.04%	7.90%	7.86%	7.82%	7.78%	7.74%	7.70%
	2.06%	7.91%	7.87%	7.83%	7.79%	7.75%	7.71%
	2.08%	7.92%	7.88%	7.84%	7.80%	7.76%	7.72%
	2.10%	7.93%	7.89%	7.85%	7.81%	7.77%	7.73%
	2.12%	7.94%	7.90%	7.86%	7.82%	7.78%	7.75%
	2.14%	7.95%	7.91%	7.87%	7.84%	7.80%	7.76%

2.16%	7.97%	7.93%	7.89%	7.85%	7.81%	7.77%
2.18%	7.98%	7.94%	7.90%	7.86%	7.82%	7.78%
2.20%	7.99%	7.95%	7.91%	7.87%	7.83%	7.79%

风险资产比例 60%，净利息收入占比 85%，成本收入比 40%，贷款占总资产 60%，分红比例 30%，核心资本充足率 8%

从以上两个表中，我们可以看出即使考虑了银行业每 3 年进行一次融资提升核心资本充足率 0.5 个百分点的情况下，要维持大行核心资本充足率为 9%，中小银行资本充足率为 8% 的净息差水平分别是 1.9% 和 2.12%。而上市银行三季报披露的数据所计算出的我国大型银行和中小银行的净息差分别为 2.28%（剔除了中国银行海外业务的影响）和 2.26%（没有考虑光大银行）。也就是说，即使实施利率市场化，商业银行发放贷款的底线距目前的净息差水平也仅有 36 个 bp 和 14 个 bp 的下降空间，影响基本可控。同时，实施利率市场化同样需要有一套科学严谨的风险定价体系作为支撑，这需要大量的数据资源作为基础，客观的说我国银行业目前还不具备这样的能力。（要知道国外的银行是可以根据其信息管理系统对同一个人的不同内容的贷款和不同人的同一类贷款实施不同的定价的）

当然，如果国家愿意让利于民，减轻银行的营业税和所得税负担确实也可以为银行继续下降净息差创造空间，但是短期内我们恐怕看不到这类举措实施的诱因。在大家都在高喊银行业攫取了过多其他行业利润的时候，我们仅想提示投资者关注一下银行业大股东的结构，看一看银行的利润都最终流到了谁的手里，而这只手会不会放权让利呢，让我们拭目以待吧。

4.2 关于政府融资平台贷款的思考

关于政府融资平台的风险情况，我们已经进行了深入的论证（参看 2010 年 5 月 18 日发表的《过度估计的地方融资平台风险》）。我们这里仍需要强调的是上市银行所持有的真正蕴含信用风险的将近 2 万亿无现金流对应的政府融资平台项目十分有限，而以目前银行业每年超过 8000 亿元的盈利流量和 4000 亿元的贷款一般准备存量都对这一部分贷款可能形成的损失提供了良好的对冲。

表 7、政府融资平台贷款偿还期估算

年份	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
现金流完全支持项目							
期初余额	1575	2006	3100	3080	2864	2691	2553
当期新增贷款	746	1495	600	400	400	400	400
当期利息	98	125	154	155	146	138	131
当期偿还本金	315	401	620	616	573	538	511
期末余额	2006	3100	3080	2864	2691	2553	2442
有现金流支持项目贷款比例	46%	41%	41%	42%	44%	46%	50%
现金流不完全支持项目							
期初余额	1575	2382	4428	4398	3962	3477	2962
当期新增贷款	1179	2637	0	0	0	0	0
当期利息	111	170	225	219	197	172	145
当期可偿还本金	315	238	443	440	396	348	296
期末余额	2382	4428	4398	3962	3477	2962	2446
土地出让收入可以利用净额		1999	2099	1889	1795	1759	1724
土地出让收入/利息支出		6.77	5.53	5.05	5.23	5.68	6.25
期初地方融资平台余额	3150	4388	7528	7478	6826	6168	5515
期末地方融资平台余额	4388	7528	7478	6826	6168	5515	4888

当期偿还本金	630	639	1063	1056	969	886	807
当期支付利息	209	295	380	374	343	310	276
实际利率	5.55%	4.96%	5.06%	5.23%	5.28%	5.31%	5.30%
当年还本付息支出	839	935	1442	1430	1312	1196	1083

数据来源：兴业证券研发中心

对于政府融资平台贷款，银监会的态度也很明确，即在保证余额逐步消减的前提下，一定保障平台贷款不会因为流动性风险而引发信用风险。其在与商业银行的对账中已经明确了还款来源中的“土地出让金收入”可以包括以实现收入和预计可获得收入，而“还款来源”中的“专项税、费返还”也明确了以整个项目存续期为考量基准，持续考虑整个项目期待税费收入情况，这些积极的举措提升来政府融资平台的信用质量，为平台贷款的良好运行提供了良好的保障，并进一步化解了人们对政府融资平台贷款偿还能力的忧虑。

同时，银监会还在积极开展将符合条件的政府融资平台贷款满足标准后，判定“已整改为公司类贷款”，视为普通商业贷款运营的方案，这些举措都会为政府融资平台贷款最终的安全偿还提供支撑。

4.3 关于银行是否只适合右侧投资的思考

关于银行股 2011 年的业绩和估值，我们已经给出了如上的阐述，见仁见智吧，最终让我们回到投资的层面进行一些探讨。

银行股的净利润自 2007 年以来长期占据全市场利润的将近 50%，而且增长势头在短期内并不会出现明显的下滑。对于这样的一个庞然大物，任何寻求长期超额收益的资金都没有动力参与其中，甚至由于市值占比过大，其出现板块性独立行情的空间也相对有限。可以这么说，银行股的超额配置主要基于对大势极度的乐观抑或是极度的悲观。

从我们目前所能获得的信息中，看大幅上涨的暂无，大幅看空的也是少数。如果市场维持震荡，我们确实也无法说服投资者超配甚至标配银行股。但是，目前整个市场对银行股配置低于 5% 的现象也确实不得不让人回想起 2000 年“网络泡沫”时，市场对蓝筹股的唾弃。右侧投资说起来很容易，但是真正操作其中，资金的重新调配也未必那么顺畅，否则那些在网络股上冲浪的金牌投资人也不会泡沫破灭中如此的萧索。

作为卖方分析师对行业和公司的判断也许更为本源，对于投资时机的把握以及市场情绪的判断，乐见于抛给市场来把握。2010 年对于银行股的投资人来说，无疑是一个寒冷的冬天，我们最后以雪莱的《西风颂》收尾，期望能抚慰一下银行股投资者的心恬——“预言的号角已经吹响！冬天如果来了，春天还会远吗？”

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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

