

日期: 2011 年 5 月 31 日

行业: 银行业



郭敏, CFA

021-53519888-1920

guomin@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120028

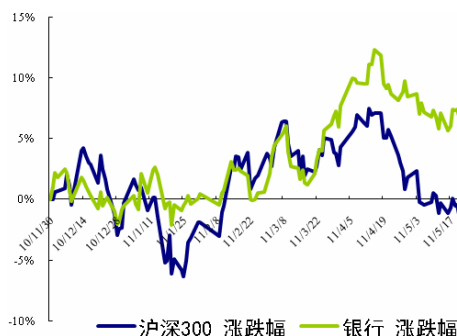
货币供应量(11 年 4 月)

M1 (万亿)	26.76
增长率 (%)	12.90
M2 (万亿)	75.73
增长率 (%)	15.30

行业信贷数据(11 年 4 月)

存款 (万亿)	75.62
增长率 (%)	17.30
贷款 (万亿)	50.21
增长率 (%)	17.50

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: GM11-MIT06

相关报告:

防御特征显现, 相对收益仍可期

——2011 年 6 月银行业投资策略

■ 主要观点:

紧缩政策或将延续, 银行间市场利率保持高位。

偏紧货币政策初见成效, M1、M2 增速持续回落, 单月信贷增长符合预期。新增中长期贷款占比有下降的趋势。未来 CPI 仍将维持在高位, 紧缩货币政策将延续。较高的存款准备金率、储蓄分流等因素使未来货币市场利率维持在高位运行。

负利率催生储蓄分流, 理财业务火爆

存款增长与实际利率水平显著相关, 短期内负利率状况无法消失, 使得存款分流明显。一方面, 虽然储蓄分流增加银行的资金成本, 但另一方面, 理财业务火热, 目前共有 614 只理财产品在售, 19 日至 25 日单周发行 308 只理财产品。今年的非息业务收入有望保持 30% 左右的增长。

贷款议价对息差的边际效应降低

6 月份甚至 3 季度在偏紧的货币政策下, 银行的议价能力仍较强, 但边际效应将有所降低。伴随着经济的下滑, 企业的贷款需求下降而风险程度却有所上升, 使得银行的可上浮幅度降低, 对息差的边际效应降低。

国际板出台有助于抬升银行的估值水平

目前全球银行股的 11 年的市净率和市盈率估值分别为 13.45 倍和 1.30 倍。国际对比来看, 国内银行股估值偏低。未来国际板出台后, 有助抬升国内银行股估值水平。

投资建议:

评级未来十二个月内, 银行业: 有吸引力

目前行业的平均估值分别对应 11 年 1.50 倍市净率、8.0 倍市盈率水平。我们认为目前中国经济硬着陆概率较低, 目前的估值反映了较悲观的预期, 在银行股良好业绩驱动下, 估值有进一步修复的要求。6 月建议关注招商银行、民生银行、浦发银行。

数据预测与估值:

银行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	代码	股价	EPS			PBR			PER	投资评级
			08A	10E	11E	08A	10E	11E		
深发展	000001	17.66	1.80	2.54	3.13	1.84	1.45	1.20	6.95	大市同步
浦发银行	600000	13.86	1.34	1.75	2.09	1.62	1.37	1.15	7.92	跑赢大市
民生银行	600016	6.06	0.66	0.84	1.01	1.56	1.31	1.11	7.18	跑赢大市
招商银行	600036	13.91	1.19	1.60	1.90	2.24	2.06	1.68	8.71	跑赢大市
兴业银行	601166	14.19	1.72	2.06	2.41	1.66	1.39	1.17	6.89	大市同步
交通银行	601328	5.76	0.69	0.89	1.04	1.45	1.26	1.08	6.50	大市同步
南京银行	601009	9.63	0.78	1.03	1.31	1.52	1.34	1.17	9.36	跑赢大市
工商银行	601398	4.56	0.47	0.58	0.69	1.94	1.64	1.38	7.82	大市同步
北京银行	601169	11.03	1.09	1.30	1.57	1.61	1.61	1.36	8.48	大市同步

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2011 年 5 月 31 日收盘价

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、5 月份行业市场动态概述

1、货币紧缩初现成效

货币增速回落，已进入历史平均增速区。4 月末，广义货币(M2)余额 75.73 万亿元,同比增长 15.3%，比上年末和上年同期分别低 3.62 和 6.18 个百分点;狭义货币(M1)余额 26.67 万亿元,同比增长 12.90%，比上年末和上年同期分别低 8.29 和 18.35 个百分点;流通中货币(M0)余额 4.55 万亿元,同比增长 14.70%。从 M2 的增速来看，已经回落到历史的中值（17%）附近，符合监管层年初对货币增速的监管要求。

新增中长期贷款占比下降。4 月末，人民币贷款余额 50.21 万亿元，同比增长 17.5%，比上年末和上年同期分别低 2.40 和 4.46 个百分点。当月人民币贷款增加 7396 亿元，同比少增 208 亿元。住户贷款增加 2470 亿元，其中，短期贷款增加 1049 亿元，中长期贷款增加 1421 亿元；非金融企业及其他部门贷款增加 4929 亿元，其中，短期贷款增加 2034 亿元，中长期贷款增加 2341 亿元，票据融资增加 395 亿元。新增中长期贷款占全部新增贷款的 50.86%，新增中长期贷款占比较 10 年有所下降，未来预计趋势仍将持续。

图 1 货币供应量增速回落

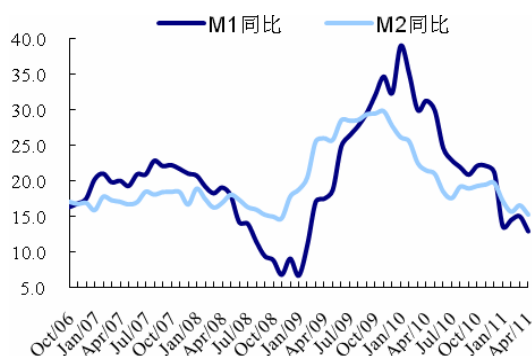
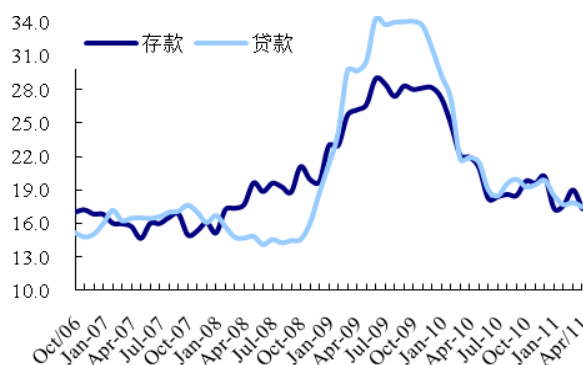


图 2 信贷回落至平均区间



数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

居民户存款分流明显，银行吸储压力加大。4 月末，人民币存款余额 75.62 万亿元，同比增长 17.3%，比上月末和上年同期分别低 1.7 和 4.7 个百分点。当月人民币存款增加 3377 亿元，同比少增 8325 亿元。其中，住户存款净减少 4678 亿元，非金融企业存款增加 3519 亿元，财政性存款增加 4101 亿元。

住户存款减少明显，反映了在通胀形势下，明显的负利率水平催生居民存款搬家。一方面，银行的吸储压力增大，对于存款增长较慢

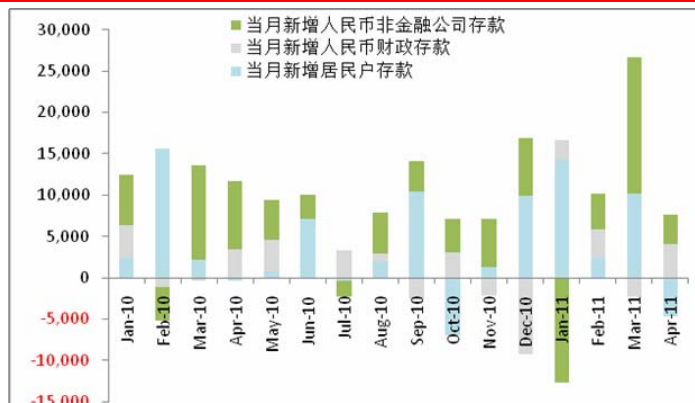
的银行来说，贷款增速将进一步受限；另一方面，存款大规模分流至理财产品后将有助于拉动了银行中间业务收入的增长。但总体来说，对于存款基础较弱的部分股份制银行来说，吸储压力加大将增加银行的资金成本并限制贷款规模。

图 3 新增中长期贷款占比回落



数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

图 4 当月新增居民户存款减少

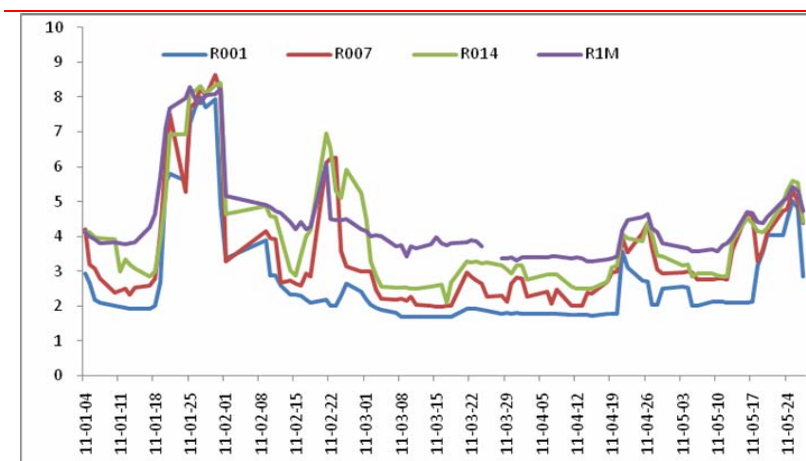


数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

2、多重因素造成金融市场利率趋紧

5 月央行再次上调存款准备金率，银行间货币市场利率在 5 月 25 日出现全线上涨，所有期限质押式回购利率突破 5%。利率飙升的原因包括准备金缴款，大银行的缴税分红以及财政存款因素都是利率飙升的原因。随后央行在公开市场上维持净投放，使短期利率全线回调。预计未来在偏紧的货币政策下，货币市场利率仍将在高位运行。

图 5 行间质押式回购利率月末略有回落



数据来源：Wind，上海证券研究所

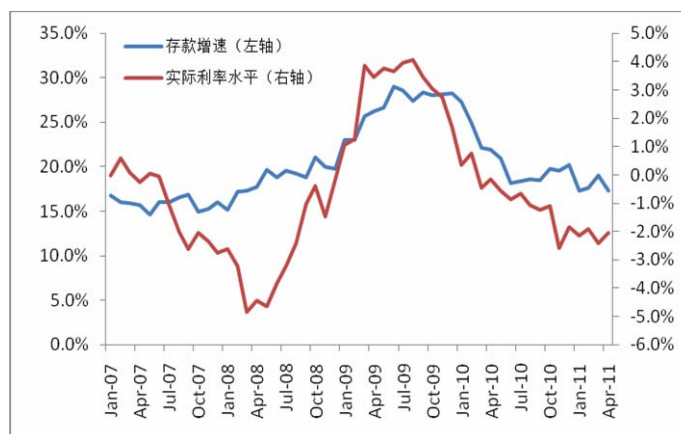
3、负利率致理财产品发行井喷

对照历史数据，我们可以看出，实际利率水平与存款增速有着较

强的正相关关系。实际负利率状况下，银行的存款增速明显放缓。我们认为原因分宏观和微观两个方面。宏观来看，在负利率状态下，通胀高企，央行将大多采用紧缩的货币政策，使得总的货币增速放缓，这也将影响到存款的增速。另一方面，微观来看，负利率导致居民的储蓄意愿降低，将资产转移至股市、银行理财产品、基金等其他类高收益资产，在银行资产负债表中，转移至了金融机构同业存款或表外资产，造成存款增速的下降。

预计中短期内，实际负利率状况将持续。虽然目前的负利率情况实际明显好于 08 年初 -3%，-4% 的实际利率，但实际负利率水平已经达到 -2%，居民存款意愿不足，希望以高收益资产作为替代，预计理财产品、艺术品等将持续热销。

图 5 实际负利率水平和存款增速正相关



数据来源: Wind, 上海证券研究所

近期，银行理财产品发行井喷。据统计，5月19日至25日的一周内，共有308只银行理财产品发行，较前一周增长32.2%，在这308只银行理财产品中，1个月以下理财产品有88只，占总发行量的28.57%；1-3个月理财产品有114只，占比37.01%；3-6个月理财产品占比为19.81%。6个月以内理财产品占比达到85%。而6-12个月、12-24个月、24个月以上理财产品占比分别为9.42%、4.55%和0.32%。对于这些理财产品来说，表现较好的产品年期望收益可达4%，高于一年期定期存款利率。

上市银行中，招商银行、建设银行、工商银行、光大银行、交通银行目前在售理财产品的数量较多。北京银行在城商行群体中，发行的理财产品数量较多，股份制银行中，浦发银行、深发展、兴业银行在售产品相对较少。从产品结构来看，混合型产品较多，混合产品中以债券、利率、信贷资产产品为主。股票产品相对数量较小。同时，外汇产品在招商、交行、中行、北京银行中发行数量较多，其他银行产品较少。

表 1 上市银行在售理财产品数量

在售理财产品	外币	股票	混合	债券	信贷资产	其他	总计
招商银行	46	2	82	13		1	144
建设银行			71			8	79
工商银行			66				66
光大银行		1	50	1	8		60
交通银行	30		21	8			59
北京银行	10		29			1	40
中国银行	16		18			4	38
中信银行	5		10			5	20
华夏银行			15	1		1	17
农业银行			14				14
兴业银行						14	14
深发展				1		13	14
民生银行	1		12				13
南京银行			11	2			13
宁波银行			8			5	13
浦发银行			1	5		4	10
总计	108	3	408	31	8	56	614

数据来源: Wind, 上海证券研究所

4、国际板出台有利于银行股估值提升

证监会相关官员表示,国际板有望先行出台。国际板出台后将引入国外公司,并可能采用人民币发行。从目前银行板块的估值来看,国际板的股票发行有助于提升银行股的估值水平。

从银行股国际估值比较来看,除去香港银行股外,全部银行股的平均 11 年、12 年预测市盈率为 13.45 倍和 11.70 倍,11 年预测市净率为 1.30 倍,5 年平均的市净率为 1.22 倍,与国内银行相比较,市盈率估值明显高于国内银行股,但市净率偏低。考虑到国外银行净资产包含商誉、以及交叉持股增厚的因素,国内的银行净资产是相对充实的。我们总体上认为,国内银行目前 24% 的年化 ROE 以及 1.4% 的年化 ROA 水平所对应的估值偏低。国际板的发行虽扩大了银行股的供给,但仍有助于提升银行整体的估值水平。

表 2 银行国际估值比较

名称	货币	最新价	PE			PB		
			10A	11E	12E	10A	11E	5 年平均
CREDICORP LTD	US Dollar	104.46	13.34	12.45	10.56	2.92	2.79	3.17
CITY HOLDING CO	US Dollar	31.98	11.76	12.88	12.05	1.57	1.55	1.63
PACWEST BANCORP	US Dollar	20.83	231.44	17.37	14.65	1.59	1.54	1.58
BRYN MAWR BANK CORP	US Dollar	20.68	15.67	13.19	11.23	1.52	1.52	1.40
HOME BANCSHARES INC	US Dollar	23.70	263.33	14.51	13.51	1.54	1.51	1.46

COMMUNITY TRUST BANCORP INC	US Dollar	27.02	11.65	11.65	11.23	1.21	1.47	1.24
CENTER BANCORP INC	US Dollar	10.07	15.26	14.08	12.43	1.43	1.40	1.21
DIME COMMUNITY BANCSHARES	US Dollar	13.83	10.40	10.24	9.79	1.42	1.39	1.46
EAST WEST BANCORP INC	US Dollar	19.80	15.97	12.98	11.13	1.42	1.38	1.34
NATIONAL BANKSHARES INC/VA	US Dollar	25.07	10.95	10.65	10.45	1.30	1.29	1.47
COMMUNITY BANK SYSTEM INC	US Dollar	24.65	12.51	12.44	11.75	1.32	1.27	1.32
NEW YORK COMMUNITY BANCORP	US Dollar	16.15	12.62	13.80	12.14	1.27	1.27	1.34
IBERIABANK CORP	US Dollar	57.98	28.56	23.26	16.60	1.19	1.17	1.16
S & T BANCORP INC	US Dollar	18.56	16.14	16.48	11.05	1.10	1.09	1.22
NORTHRIM BANCORP INC	US Dollar	19.67	13.38	14.31	12.61	1.07	1.05	0.97
BAR HARBOR BANKSHARES	US Dollar	28.98	9.86	9.82	9.35	1.06	1.04	1.05
TERRITORIAL BANCORP INC	US Dollar	19.79	17.83	17.72	16.77	1.05	1.04	1.03
PACIFIC PREMIER BANCORP INC	US Dollar	6.80	10.63	7.37	8.16	0.86	0.84	0.70
BERKSHIRE HILLS BANCORP INC	US Dollar	22.04	20.41	14.69	11.55	0.80	0.84	0.73
EAGLE BANCORP MONTANA INC	US Dollar	10.90	17.30	17.87	15.57	0.84	0.84	0.94
FIRST INTERSTATE BANCSYS/MT	US Dollar	13.49	17.99	15.93	11.91	0.10	0.83	0.28
CENTRAL VALLEY COMM BANCORP	US Dollar	6.45	16.54	13.58	11.42	0.64	0.65	0.60
L N B BANCORP INC	US Dollar	6.00	18.75	15.00	10.91	0.56	0.54	0.45
TMB BANK PCL	Thai Baht	2.12	23.69	21.63	16.96	1.85	1.77	1.93
BANCOLOMBIA SA	Colombian Peso	29300.00	15.97	14.58	11.67	2.99	2.79	2.84
FIRST NATIONAL FINANCIAL COR	Canadian Dollar	18.22	11.91	8.48	9.90	2.22	3.97	2.24
LAURENTIAN BANK OF CANADA	Canadian Dollar	52.01	11.07	10.36	9.60	1.20	1.12	1.07
GRUPO FINANCIERO INBURSA-O	Mexican Peso	60.00	24.95	25.86	22.77	2.85	2.64	2.45
美洲平均			32.14	14.40	12.42	1.39	1.45	1.37
KRUNG THAI BANK PUB CO LTD	Thai Baht	19.00	12.32	11.07	9.50	1.74	1.71	1.43
BANGKOK BANK PUBLIC CO LTD	Thai Baht	161.50	12.35	11.12	9.89	1.31	1.31	1.25
HUA NAN FINANCIAL HOLDINGS C	Taiwan Dollar	22.55	24.13	17.01	13.32	1.46	1.41	1.43
SINOPAC FINANCIAL HOLDINGS	Taiwan Dollar	13.35	18.08	13.95	12.32	1.07	1.04	1.04
UNITED BANK LTD	Pakistani Rupee	64.60	6.82	5.92	4.99	1.11	1.31	1.07
FUKUOKA FINANCIAL GROUP INC	Japanese Yen	321.00	10.53	10.11	10.79	0.48	0.47	0.55
SHINSEI BANK LTD	Japanese Yen	84.00	3.90	4.21	17.41	0.40	0.35	0.40
YES BANK LTD	Indian Rupee	297.00	14.24	11.68	9.28	2.73	2.69	3.08
STATE BANK OF INDIA	Indian Rupee	2258.60	13.30	8.99	7.18	1.70	2.20	1.50
亚洲平均			12.85	10.45	10.52	1.33	1.39	1.31
UNICREDIT SPA	Euro (ITL)	1.54	24.02	9.61	6.89	0.46	0.46	0.52
ALPHA BANK A.E.	Euro (GRD)	2.91	14.47	35.06	7.82	0.27	0.32	0.46
BANCO DE SABADELL SA	Euro (ESP)	2.94	10.06	15.15	10.39	0.68	0.68	0.79
DANSKE BANK A/S	Danish Krone	109.30	14.77	11.56	7.65	0.72	0.82	0.86
VESTJYSK BANK A/S	Danish Krone	47.50		4.52	2.81	0.27	0.26	0.41
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	British Pence	42.24		16.25	8.99	0.62	0.68	0.46
SWEDBANK AB - A SHARES	Swedish Krona	113.70	12.24	10.05	9.69	1.13	1.36	1.37

DNB NOR ASA	Norwegian							
	Krone	80.50	4.56	9.42	8.36	1.15	1.15	1.15
SPAREBANKEN PLUSS	Norwegian							
	Krone	153.00	10.27	9.84	8.96	0.08	1.01	0.09
欧洲平均			12.91	13.50	7.95	0.60	0.75	0.68
合计			25.13	13.45	11.17	1.22	1.30	1.22

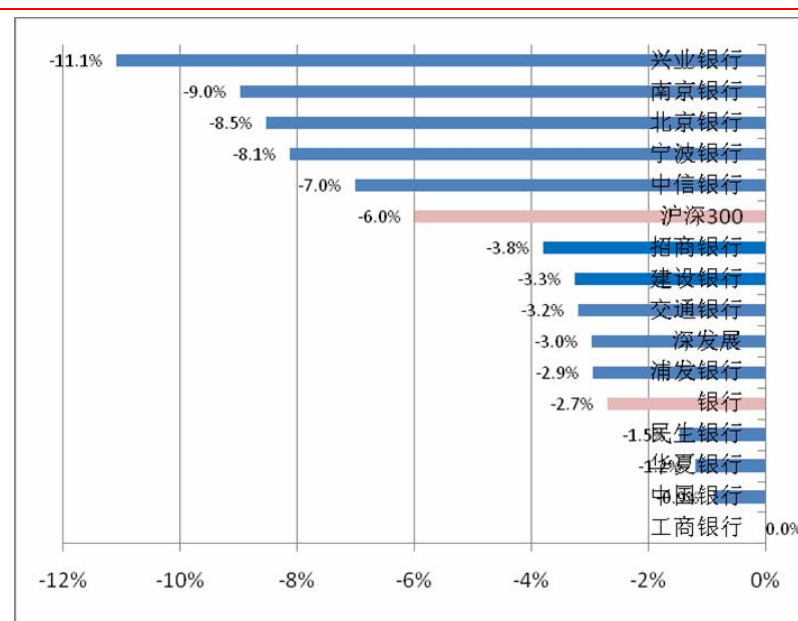
数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

二、5月银行业股票的市场走势

截至5月31日, 银行股表现稍强于沪深300, 板块指数小幅下跌为2.71%, 同期沪深300指数跌幅为5.99%。大型银行表现相对较强, 其中工商银行、中国银行、华夏银行表现较好, 同期涨幅分别为0%、-0.89%和-1.20%, 而城商行表现欠佳, 兴业银行、南京银行和宁波银行分别下跌为11.09%、8.98%和8.54%。

城商行表现整体较弱, 与近期城商行跨区域经营风险有关, 随着6月份监管的评估政策初步确定后, 城商行板块的利空因素将消除。城商行板块估值已经于平均估值相近, 具备一定的投资价值。

图6 上市银行股5月份市场表现



数据来源: 上海证券研究所

三、行业中期趋势的展望

1、紧缩政策持续，银行仍将保持较高议价能力

预计在干旱的影响下，短期 CPI 不排除继续走高，6 月份甚至 3 季度可能不会看到货币政策的明显放松。这种情况下，银行仍能保持较强的议价能力，这对息差仍将是较强的正面因素。

另一方面，偏紧货币政策包括后续的上调准备金率将使银行市场的资金面趋紧，进一步抬高中小银行的资金成本。此外，负利率状况下的存款增速放缓，存款成本加大，对中小银行的成本压力不减。总体来看，各个银行的息差可能出现分化，利率敏感型、议价能力较强的银行息差反弹力度较大，而资金来源不稳定的银行的息差将走平。但我们认为随着下半年经济的回落，银行贷款利率上浮对息差的影响将减弱，除非出现完全对称加息的情况，否则息差提升空间非常有限。

2、6 月份非对称加息对银行中性偏好的概率加大

6 月份在较高的 CPI 带动下，加息概率加大。我们倾向于认为加息将采取非对称加息为主。首先，央行将考虑到将进一步降低加息对经济的影响，另一方面，银行的盈利较好，有非对称加息的容忍空间。故我们认为最后加息的结果倾向于对银行的息差影响为中性的方式。利率总体水平处在一个历史平均水平，未来资产质量风险仍在可控范围内。

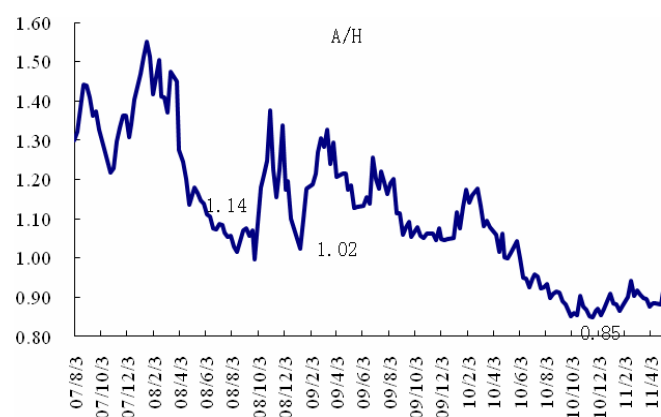
四、6 月行业评级、策略及重点股票

截至 5 月 31 日，A/H 溢价指数为 0.94，A 股银行较 H 股折价 6%，折让幅度有所回升，银行股 PB/全部 A 股 PB 为 0.67，银行股 PE/全部 A 股 PE 为 0.55，估值较上月有所修复，但仍处在历史较低水平，估值修复将有望延续。

图 6 银行 A/H 溢价指数有所回升

图 7 估值修复但仍偏低（银行股 PB/全部 A 股 PB 折价率）

图 7 新增中长期贷款占比回落



数据来源：上海证券研究所

图 8 当月新增居民户存款减少



数据来源：Wind, 上海证券研究所

■ 相对收益可期

目前行业的平均估值分别对应 11 年 1.50 倍市净率、8 倍市盈率水平，估值仍较吸引力。我们认为中国经济出现硬着陆的概率较低，银行的资产质量并不会出现大规模恶化，目前的估值水平已经过度反应经济预期。虽然通胀仍将处在高位，紧缩货币政策对银行股整体估值提升仍有压制，但银行股仍有实现相对收益将是大概率事件。未来板块的向上的催化剂因素为货币政策的放松以及对对称性的加息，向下的不确定因素为经济向下的超调。

■ 重点关注公司

6 月份，建议重点关注息差反弹幅度较大的招商银行（600036.SS），估值水平偏低的民生银行（600016.SZ）以及浦发银行（600000.SS）。

表 3 银行股相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	5/31 股价	每股收益(元)			市盈率			每股净资产(元)			市净率		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
深发展 A	000001	RMB	17.66	1.80	2.54	3.13	9.79	6.95	5.64	9.62	12.16	14.66	1.84	1.45	1.20
浦发银行	600000	RMB	13.86	1.34	1.75	2.09	10.37	7.92	6.62	8.57	10.15	12.03	1.62	1.37	1.15
华夏银行	600015	RMB	12.37	0.87	1.50	1.84	14.15	8.22	6.74	5.18	8.32	9.79	2.39	1.49	1.26
民生银行	600016	RMB	6.06	0.66	0.84	1.01	9.21	7.18	6.01	3.90	4.61	5.47	1.56	1.31	1.11
招商银行	600036	RMB	13.91	1.19	1.60	1.90	11.65	8.71	7.32	6.21	6.76	8.28	2.24	2.06	1.68
兴业银行	601166	RMB	14.19	1.72	2.06	2.41	8.26	6.89	5.89	8.53	10.18	12.11	1.66	1.39	1.17
农业银行	601288	RMB	2.84	0.29	0.39	0.46	9.72	7.27	6.14	1.67	1.90	2.18	1.70	1.49	1.30
交通银行	601328	RMB	5.76	0.69	0.89	1.04	8.30	6.50	5.53	3.96	4.58	5.31	1.45	1.26	1.08
工商银行	601398	RMB	4.56	0.47	0.58	0.69	9.64	7.82	6.60	2.35	2.79	3.31	1.94	1.64	1.38
光大银行	601818	RMB	3.54	0.32	0.44	0.54	11.19	8.08	6.56	2.01	2.32	2.70	1.76	1.52	1.31
建设银行	601939	RMB	5.04	0.54	0.70	0.82	9.34	7.21	6.12	2.79	3.28	3.85	1.81	1.54	1.31
中国银行	601988	RMB	3.34	0.37	0.46	0.54	8.93	7.21	6.17	2.31	2.65	3.06	1.45	1.26	1.09
中信银行	601998	RMB	5.17	0.55	0.69	0.83	9.38	7.54	6.26	3.08	3.74	4.40	1.68	1.38	1.17

2011 年 5 月 31 日

宁波银行	002142	RMB	11.87	0.81	0.94	1.15	14.74	12.66	10.33	5.51	6.26	7.18	2.16	1.90	1.65
南京银行	601009	RMB	9.63	0.78	1.03	1.31	12.37	9.36	7.35	6.34	7.17	8.22	1.52	1.34	1.17
北京银行	601169	RMB	11.03	1.09	1.30	1.57	10.10	8.48	7.01	6.83	6.86	8.12	1.61	1.61	1.36
大银行平均							9.19	7.20	6.11				1.67	1.44	1.23
中型银行平均							10.50	7.69	6.38				1.84	1.50	1.26
城商行平均							12.40	10.17	8.23				1.76	1.62	1.40
平均							10.45	8.00	6.64				1.77	1.50	1.28

资料来源：公司报告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。