

规模持续扩张，驱动中间业务增长

——银行理财业务及其影响分析

推荐 维持评级

核心观点：

- 6月底银行理财资产池规模或达4.2万亿，上半年日均规模在3.7万亿左右；2011H1增加1.3万亿，全年日均在4万亿左右；银行理财余额3.57万亿，个人理财余额2.2万亿，公司理财余额1.4万亿。
- 流动性压力下，维护和留住存贷款客户是银行发展银行理财的主要动因。
- 长期而言，我们相信在金融脱媒的趋势下，银行理财产品的供求仍将保持旺盛；政策风险和管理风险逐渐显现，监管压力可能抑制银行理财短期发展。
- 经营行为及业绩影响：银行理财已成为客户竞争的重要手段，中间业务收入的重要来源，风险也随之增加。在1.4%综合费率，理财资产日均余额4万亿的情景下，理财业务能够贡献399亿元的税后利润；不考虑理财收入，在6%的坏账率，2.4万亿理财信贷资产余额的情景下，理财业务能够影响255亿元的税后利润。
- 银行理财对流动性影响，取决于资金来源和资金使用方向：（1）居民购买理财并将理财资金投向实体经济，不影响货币供应量；（2）金融性公司（保险公司除外）购买理财并将资金投向实体经济，货币供给等量增加；（3）居民购买理财并将资金投向金融性公司，货币供给等量减少；（4）金融性公司购买理财并将资金投向金融性公司，货币供给不变。
- 投资建议：银行理财发展可以同客户优势相互强化，看好具有良好客户基础和产品设计能力的银行。当前银行股估值绝对安全，已充分隐含了未来较悲观的预期，维持行业推荐评级。我们预期上市银行中报平均利润增速保持30%或以上的高位，未来一个月的走势应该可以期待。

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)				PE(X)				10-13EPS CAGR	ROE 2011E	合理价值区间 (元)
		2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E			
民生银行	600016	0.66	0.87	1.04	1.22	9.2	6.9	5.8	4.9	23.01%	20.2%	7.84-8.14
招商银行	600036	1.19	1.56	1.85	2.11	11.2	8.6	7.2	6.3	20.90%	22.9%	16.71-17.38
深发展 A	000001	1.80	2.36	2.77	3.29	9.4	7.1	6.1	5.1	22.58%	22.2%	21.24-22.09
华夏银行	600015	1.20	1.26	1.60	1.99	9.3	8.8	7.0	5.6	31.50%	17.5%	14.52-15.08
农业银行	601288	0.29	0.38	0.47	0.56	9.6	7.3	5.9	5.0	23.89%	19.8%	3.50-3.60

资料来源：中国银河证券研究部

分析师

叶云燕，CFA

电话：(8610) 6656 8028

邮箱：yeyunyan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130207091555

联系人

黄斌辉

电话：(8610) 8357 4031

邮箱：huangbinhui@chinastock.com.cn

相关研究

《中期不确定性掩盖长期价值》	11.06.27
《存款准备金率上调，影响中性》	11.06.15
《准备金率上调加大流动性压力》	11.05.13
《一季度综述及二季度展望》	11.05.06

目 录

一、银行理财业务模式解析.....	1
（一）市场主要关注综合理财产品金额.....	1
（二）银行理财产品分类	1
（三）资产池管理模式.....	2
二、银行理财资产池规模或在 4 万亿左右.....	2
（一）银行理财快速发展	2
（二）银行理财资产池规模或在 4 万亿左右	3
（三）融资类资产占比或达 60%.....	4
三、银行理财发展动因及主要趋势.....	5
（一）银行理财发展动因	5
（二）银行理财发展趋势	6
四、银行理财监管演变.....	7
五、理财业务对银行业绩影响.....	8
（一）理财业务对银行经营的影响	8
（二）理财业务对银行业绩影响测算.....	9
六、银行理财对流动性影响.....	10
（一）理财发行对流动性的影响.....	10
（二）理财资金运用对流动性的影响	11
（三）银行理财产品发行及资金运用对流动性的综合影响	12
（四）理财余额对存款的影响.....	13
（五）银行理财或扩大对银行间市场利率的冲击	14
七、投资建议.....	15
附录 1 商业银行理财业务会计处理.....	16
附录 2 存款准备金缴存范围.....	17
图目录	18
表目录	18

一、银行理财业务模式解析

(一) 市场主要关注综合理财产品金额

根据《商业银行个人理财业务管理办法》，商业银行理财业务按照管理运作方式不同，分为理财顾问服务和综合理财服务。

理财顾问服务，是指商业银行向客户提供的财务分析与规划、投资建议、个人投资产品推介等专业化服务。

综合理财服务，是指商业银行在向客户提供理财顾问服务的基础上，接受客户的委托和授权，按照与客户事先约定的投资计划和方式进行投资和资产管理的业务活动。

市场较为关注的银行理财余额是银行向客户提供综合理财服务所发行的理财产品金额。

(二) 银行理财产品分类

银行个人理财产品可以按照资产投向特征分成债券及货币市场工具类理财产品、信托类理财产品、结构性理财产品、代客境外理财产品、其他理财产品等五大类（见表1）。

表 1：银行个人理财产品分类

1. 债券及货币市场工具类理财产品		3. 结构性理财产品		4. 代客境外理财产品		5. 其他理财产品	
按收益特征划分	1.1 保证收益类	按收益特征划分	3.1 保证收益类	按收益特征划分	4.1 保证收益类	按收益特征划分	5.1 保证收益类
	1.2 保本浮动收益类		3.2 保本浮动收益类		4.2 保本浮动收益类		5.2 保本浮动收益类
	1.3 非保本浮动收益类		3.3 非保本浮动收益类		4.3 非保本浮动收益类		5.3 非保本浮动收益类
2. 信托类理财产品		按挂钩标的划分	3.4 挂钩汇率类	按境外资金运作方式划分	4.4 债券、货币市场工具及货币市场基金		
按收益特征划分	2.1 保证收益类		3.5 挂钩利率类		4.5 股票及股票型基金		
	2.2 保本浮动收益类		3.6 挂钩信用类		4.6 结构性票据		
	2.3 非保本浮动收益类		3.7 挂钩股票类		4.7 其他类		
按信托资金投向划分	2.4 信贷资产类		3.8 挂钩商品类				
	2.5 资本市场类		3.9 挂钩基金类				
	2.6 其他类		3.10 其他类				

资料来源：银监会，中国银河证券研究部

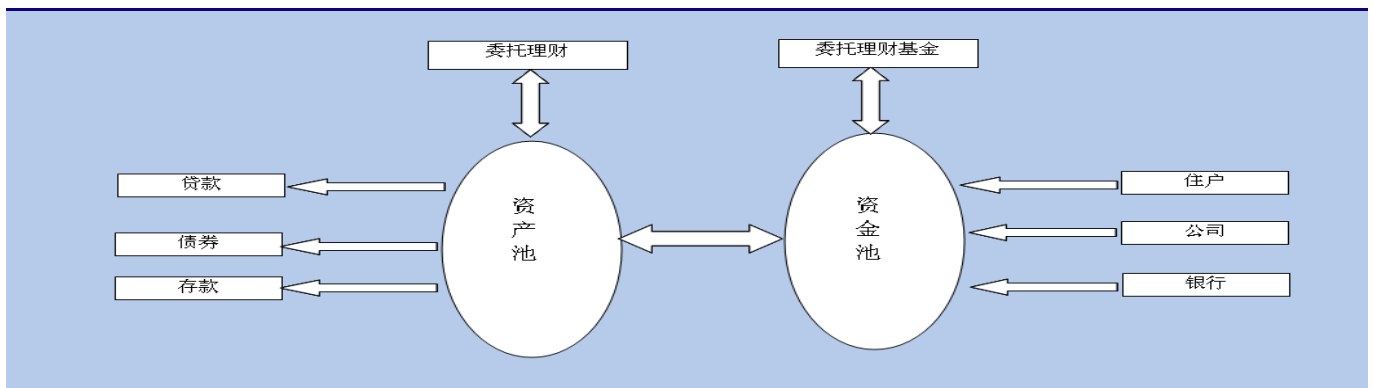
（三）资产池管理模式

银行理财一般采用“资金池-资产池”管理模式（图 1），银行发行理财产品募集资金形成资金池，用该资金池购买银行设计的资产池，形成资产池和资金池的匹配。资金池与资产池的建立先后关系可以颠倒，银行先建立资产池则意味着银行要用自有资金先行垫款；银行先建立资金池，则不需要银行垫款。

整个资产池统一运作，资金池与资产池往往会期限错配。理财资金所购买的资产往往具有固定期限，不能随意撤回，资产池的到期期限与资金池的到期期限不匹配往往较为普遍，比如融资类的资产用短期理财产品匹配的时候，就要在理财产品到期时及时发行新的理财产品进行置换。

银行以自身作为管理人的，要在表外进行理财业务核算，一般使用“委托理财基金”（资金来源方）、“委托理财”（资金运用方）科目。需要说明的是，理财产品的销售、基础资产的买卖一般通过银行结算资金，对应的存款变动是会反映在银行资产负债表的。

图 1：资产池与资金池匹配



资料来源：中国银行证券研究部

二、银行理财资产池规模或在 4 万亿左右

2011H1 银行理财产品余额 3.57 万亿，我们测算，理财资产池余额或达到 4.2 万亿，资产池余额较年初增加 1.3 万亿。

（一）银行理财快速发展

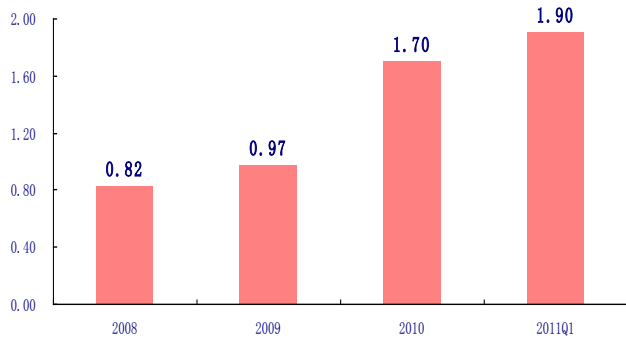
2010 年来，银行理财产品快速发展。根据银监会统计显示，2010 年银行理财余额达到 1.7 万亿元，较 2009 年底增长 74%（图 2）。2011 年半年发行数量基本与去年全年持平（图 3）。

理财发行趋势呈现两个特点：（1）理财产品呈现短期化趋势（图 4、5）；（2）发行规模与理财余额呈现巨大反差，据普益财富统计，上半年理财产品发行超过 8.25 万亿元。

银行理财余额与发行额的反差我们认为：（1）理财余额期末时点效应明显，不能反映理财资产池全貌；（2）银监会的理财统计口径限于个人理财，未涵盖公司理财；（3）部分理财产品发行是置换性质的，理财资金与资产池的期限错配，使得银行需要滚动发行理财以置换到期资

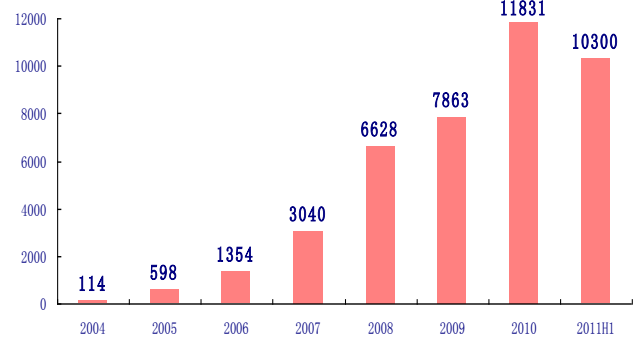
金以匹配存量资产池，从而使得发行规模不断放大。

图 2: 2011Q1 个人理财达到 1.90 万亿



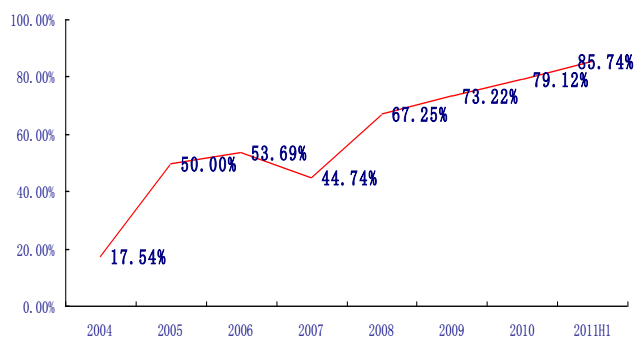
资料来源: 银监会, 中国银行证券研究部

图 3: 2011H1 理财发行量几与 2010 年持平



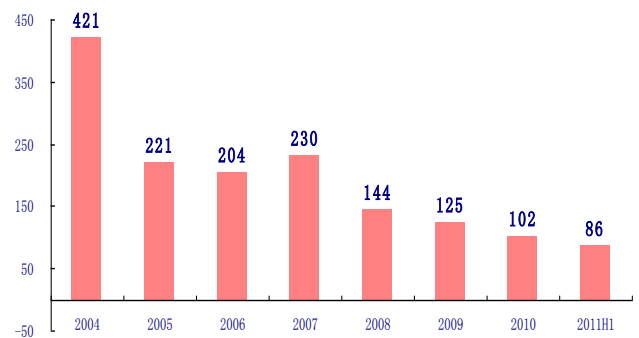
资料来源: Wind, 中国银行证券研究部

图 4: 存续期限 6 个月以内占比不断提升



资料来源: Wind, 中国银行证券研究部

图 5: 理财产品平均存续期限不断下降



资料来源: Wind, 中国银行证券研究部

(二) 银行理财资产池规模或在 4 万亿左右

我们对银监会个人理财余额统计经过调整测算,6 月底银行理财资产池规模或达 4.2 万亿,较年初增加 1.3 万亿,日均规模在 3.7 万亿左右(表 2);考虑到银行理财日益引起监管部门关注下半年发展或放缓,全年日均可能保持在 4 万亿左右。

据新华社报道,人民银行相关负责人接受采访时表示,2011H1 银行理财产品余额 3.57 万亿。我们预计个人理财产品余额 2.2 万亿,公司理财产品余额 1.37 万亿(表 2、图 7)。

我们在银监会个人理财产品余额数据基础上采用以下办法进行调整以测算资产池余额:

(1) 根据 A 银行的理财业务收入 X 及假设费率 r, 推算该行资产池日均余额 Y ($Y=X/r$); 根据 Y 及该行理财规模行业占比推算全行业理财资产日均余额 T1;

(2) 用全行业理财资产日均余额 T 与银监会披露理财时点余额对照, 推算时点理财资产余额 T2;

(3) 按照个人与公司 10: 6 比例, 计算公司投入金额;

(4) 理财资产池合计金额扣除个人、公司投入, 余下部分为银行季末时点为资产池短期融通资金金额。

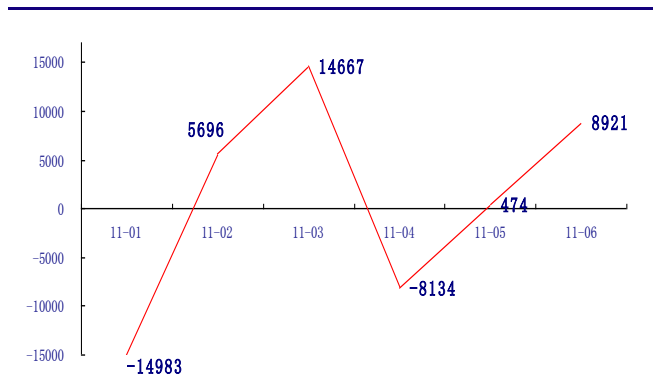
表 2: 银行理财资产池预测 (资金来源)

单位: 万亿	个人	公司	银行	合计	日均规模
2010A	1.7	1.0	0.2	2.9	2.5
2011Q1	1.9	1.1	0.7	3.8	3.5
2011H1	2.2	1.4	0.6	4.2	3.7

资料来源: 银监会, 中国人民银行, 中国银河证券研究部

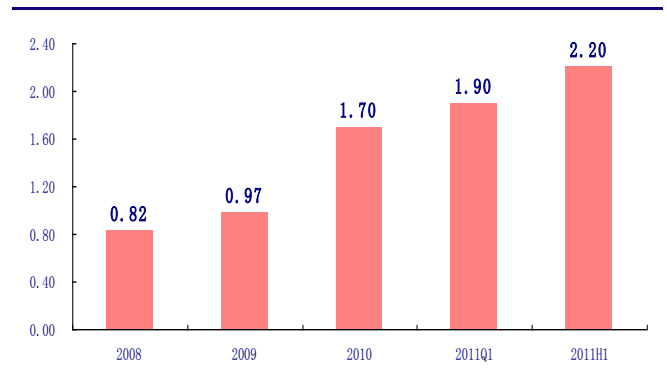
注: 2010A 个人理财余额来自银监会 2010 年年报; 2010Q1 个人理财余额来自银监会相关负责人接受采访披露; 2011H1 理财余额来自人民银行相关负责人接受采访; 其余数据为推算得出。

图 6: 前 6 个月扣除其他因素存款波动



资料来源: 中国人民银行, 中债登, 中国银行证券研究部

图 7: 7 月底个人理财余额或达 2.2 万亿

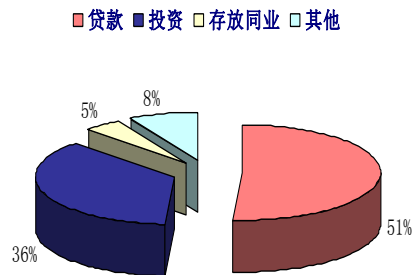


资料来源: 银监会, 中国银行证券研究部

(三) 融资类资产占比或达 60%

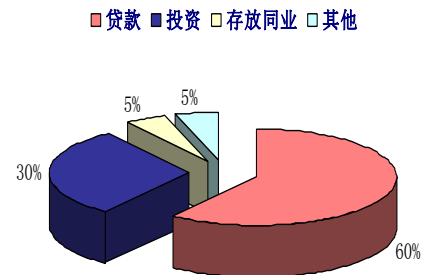
参照信托资产构成 (图 8), 51% 的资产由贷款构成。我们预计银行理财资产池余额中, 信贷类相关资产 (含贷款、票据转贴) 达到 60% 左右, 债券投资占比 30%、存款占 5%, 其他资产占 5% (图 9)。我们判断目前银行理财购买的信贷类资产余额为 3.5 万亿-3.8 万亿左右。我们认为有三个理由支持融资类资产占比上升: (1) 理财规模快速增长, 根据我们测算半年增长 2.4-2.9 万亿; (2) 信贷规模控制下, 新增余额中满足客户融资需求的融资类资产有所增加; (3) 理财预期收益率普遍上升也暗示高收益率资产占比上升。

图 8: 2011Q1 信托资产构成



资料来源：信托业协会，中国银行证券研究部

图 9: 银行理财融资类资产占比或达 60%



资料来源：中国银行证券研究部

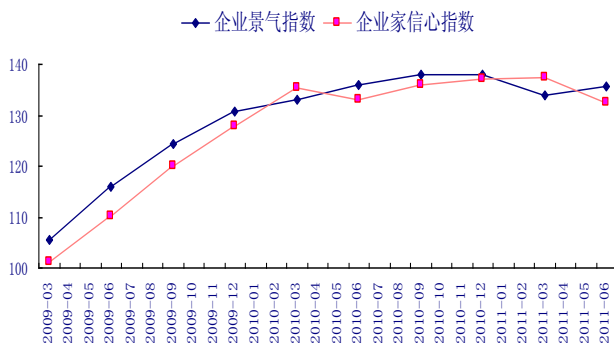
三、银行理财发展动因及主要趋势

（一）银行理财发展动因

1、实体经济融资需求旺盛

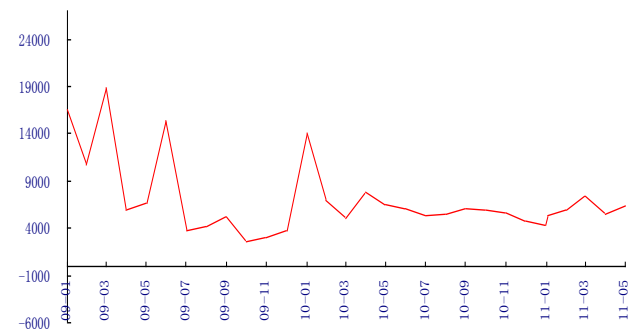
实体经济融资需求旺盛为银行理财资金运用提供广阔空间。企业、企业家信心指数维持高位（图 10），实体经济融资需求旺盛遭遇贷款供给受到严格控制（图 11）。

图 10: 企业景气指数、企业家信心指数维持高位



资料来源：国家统计局，中国银行证券研究部

图 11: 2010 年后每月贷款供给受控

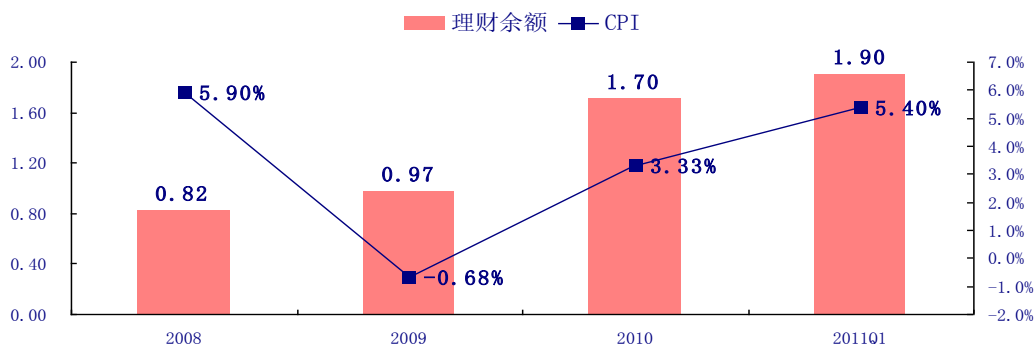


资料来源：中国人民银行，中国银行证券研究部

2、居民理财需求旺盛

2004 年以来的房市、股市资产价格重估，居民理财理念发生巨大改变；通货膨胀压力也使居民寻找较为安全的保值增值渠道（图 12），理财的投资标的多样性和基础资产收益稳定性的特征使其广受欢迎。

图 12: 理财余额随物价上行快速增长

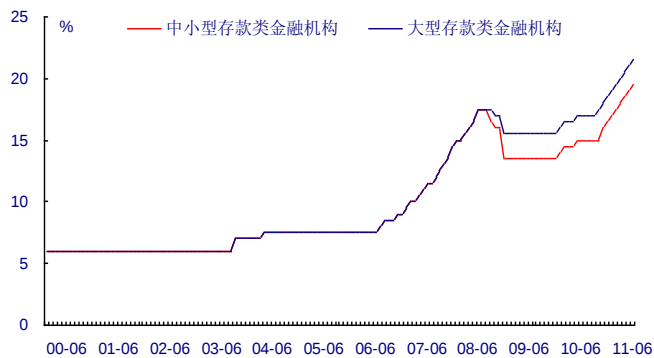


资料来源: 银监会, 国家统计局, 中国银行证券研究部

3、银行流动性管理压力加大

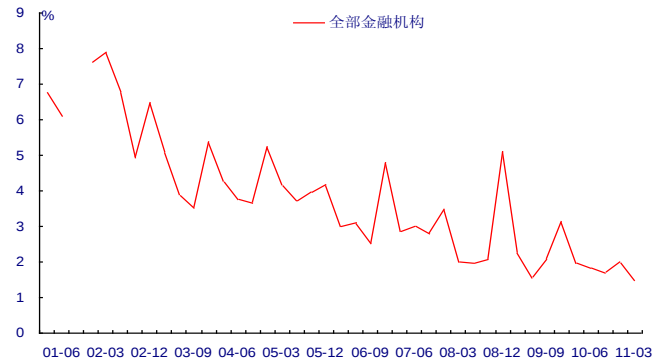
在央行不断上调存款准备金率的背景下(图 13), 银行超储率不断下降流动性压力巨大(图 14), 用理财产品留住或者吸引客户稳定流动性成为银行的必然选择: 一方面, 规模控制放大了客户融资压力, 如果主办银行不能满足其资金需求, 客户可能将会另选银行; 另一方面, 不能给存款客户提供高收益产品, 客户也面临流失。银行设计理财产品实现客户资金供给与资金需求的衔接, 能够最大程度的维护和留住现有公司客户和零售客户。此外, 拓展中间业务收入、加快业务转型也是银行理财发展的重要动力。

图 13: 大型银行存款准备金率达到 21.5%



资料来源: 国家统计局, 中国银行证券研究部

图 14: 一季度末全部金融机构超储率降至 1.5%



资料来源: 中国银行证券研究部

（二）银行理财发展趋势

1、长期来看，供需仍将旺盛

三方面来看，银行理财供需仍将旺盛: (1) 实体经济融资需求旺盛; (2) 居民客户理财观念增强，居民偏好银行理财产品具备的相对收益及稳定性; (3) 银行理财是银行维护公、私客户的重要手段，对于网点没有明显优势的银行，尤其重要。

2、短期看，理财发展或受政策压力

目前理财业务发展政策风险逐渐显现，融资类理财产品可能面临被监管机构叫停的政策风

险。

部分融资性理财产品投向了监管机构不鼓励的行业和领域。银监会在 6 月下旬的理财会议上，批评了银行在发行理财产品方面存在的违规行为，包括将理财产品投向地方融资平台、绕过信托发行信托受益权产品、发行委托贷款理财产品、以及利用票据资产类理财产品逃避贷存比监管等。同时融资类理财产品游离于银行资产负债表外，也对央行社会融资总量调控提出了挑战。

四、银行理财监管演变

银监会已经建立起理财业务统计报告制度，主要包括：（1）理财产品发行报告制度，银行完成理财产品发行后 5 个工作日内要将发行情况报告监管机构；（2）银行总行上报月度个人理财统计报表，包含当期募集量及期末余额；（3）银行总行编写季度及年度个人理财报告。

自 2005 年发布《商业银行个人理财业务管理办法》、《商业银行个人理财业务风险指引》，银监会不断构建、完善理财业务监管制度（表 3）。

表 3：银行理财主要监管制度

时间	制度办法	主要内容
2005.9	《商业银行个人理财业务管理暂行办法》	商业银行开展个人理财业务实行审批制和报告制。个人理财业务季度分析、年度报告报送要求。
2005.9	《商业银行个人理财业务风险管理指引》	保证收益理财计划的起点金额，人民币应在 5 万元以上，外币应在 5 千美元（或等值外币）以上；其他理财计划和投资产品的销售起点金额应不低于保证收益理财计划的起点金额，并依据潜在客户群的风险认识和承受能力确定。
2006.4	《商业银行开办代客境外理财业务管理暂行办法》	规范开展境外理财的准入、外汇额度、资金管理
2006.6	《中国银行业监督管理委员会办公厅关于商业银行开展代客境外理财业务有关问题的通知》	开展境外理财报批要求、投资范围
2007.5	《银监会办公厅关于调整商业银行代客境外理财业务境外投资范围的通知》	调整境外投资范围
2007.7	《关于调整商业银行个人理财业务管理有关规定的通知》	发行保证收益性质的理财产品实行报告制；商业银行应在发售理财产品后 5 日内将相关资料报送中国银监会或其派出机构。
2009.7	《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》	仅适合有投资经验客户的理财产品的起点金额不得低于 10 万元人民币（或等值外币）；理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金。
2010.8	《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》	银信信托产品期限不得低于一年；融资类业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%；产品均不得设计为开放式；商业银行应严格按照要求将表外资产在今、明两年转入表内，并按照 150%的拨备覆盖率要求计提拨备，同时大型银行应按照 11.5%、中小银行按照 10%的资本充足率要求计提资本。
2010.12	《关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》	不得使用理财资金直接购买信贷资产。
2011.1	《进一步规范银信理财合作业务的通知》	在 2011 年底前将银信理财合作业务表外资产转入表内。

2011.6 《商业银行理财产品销售管理办法（征求意见稿）》

商业银行销售理财产品实行报告制，在销售前 10 日报告监管机构。商业银行应对理财产品销售进行月度、季度和年度统计分析，报送中国银监会及其派出机构。

资料来源：银监会，中国银河证券研究部

五、理财业务对银行业绩影响

（一）理财业务对银行经营的影响

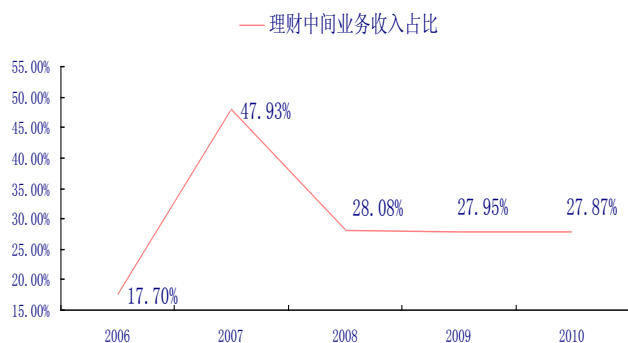
1、理财业务是银行竞争的重要手段

理财产品留住或者吸引客户已成为银行重要竞争手段：一方面，规模控制放大了客户融资压力，如果主办银行不能满足其资金需求，客户可能会另选银行；另一方面，不能给存款客户提供高收益产品，客户也面临流失。银行设计理财产品实现客户资金供给与资金需求的衔接，能够最大程度的维护和留住现有公司客户和零售客户。

2、理财业务已成为中间业务收入的重要来源

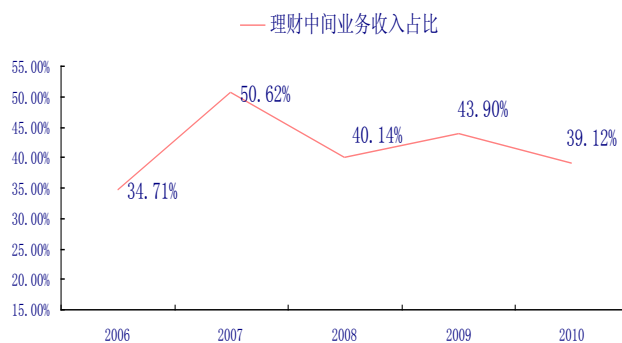
理财业务已成为银行中间业务收入的重要来源，2010 年工行理财业务收入（含个人理财、对公理财收入）占中间业务比例达到 27%（图 15），招行理财业务收入（招行没有直接披露理财业务收入，我们将基金及资产管理代销、信托服务收入计为理财业务收入，考虑到该统计中包含基金代销等其他项目，实际理财业务收入应较显示的低）占中间业务比例达到 39%（图 16）。

图 15：工行理财业务收入占中间业务收入比例超过 27%



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 16：招行理财业务收入占中间业务收入比例超过 39%



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

3、风险因素随之增加

流动性管理风险不容忽视。理财资金池与资产池短融长投，期限不匹配，增加了流动性管理风险。当客户要求提前赎回时，由于理财募集的资金已经投资到相关市场当中，需要发行新的理财产品筹集资金以应对赎回，这就使得理财余额变动不大的情况下发行规模不断放大。如果遭遇意外事件冲击，可能会加大对社会流动性冲击。

信用风险不能忽视。限于理财资产管理部门的人员数量，银行难以全面跟踪所投向企业的经营动态，因银行操作风险而增加的理财资产信用风险也不可忽视。

(二) 理财业务对银行业绩影响测算

1、理财收入贡献测算

银行作为管理人的，银行收益为资金运用收益扣除客户预期收益的部分。银行不作为管理人的，银行收益为提供服务收取的销售费用、托管费等。视银行理财产品构成不同，银行理财综合费率按理财资产池日均余额的 1%-1.8% 比例提取。

我们测算了理财资产池日均余额 3 万亿-5 万亿范围内，理财综合费率在 1.0%-1.8% 范围内，对 2010 年全行业净利润 8991 亿元的影响比例（表 4）。在 1.4% 费率，理财资产日均余额 4 万亿的情景下，理财业务能够贡献 399 亿元的税后利润，占去年全行业税后利润的 4.44%。

表 4：理财资产余额及综合费率对税后利润影响的敏感性测算

单位：万亿元		理财综合费率				
		1.00%	1.20%	1.40%	1.60%	1.80%
理财资产池日均余额	3.0	2.38%	2.85%	3.33%	3.80%	4.28%
	3.5	2.77%	3.33%	3.88%	4.44%	4.99%
	4.0	3.17%	3.80%	4.44%	5.07%	5.71%
	4.5	3.57%	4.28%	4.99%	5.71%	6.42%
	5.0	3.96%	4.75%	5.55%	6.34%	7.13%

资料来源：中国银河证券研究部

2、理财产品信用风险影响测算

银行信贷类理财产品大都以非保本浮动收益的方式销售，尽管银行并不承诺保本，但鉴于银行声誉考虑，理财信贷类资产出现一定损失，银行可能会分担部分损失。银行理财资产综合费率在 1.0%-1.8% 范围内，意味着当年理财收入可以吸收占 60% 的信贷类资产的 1.67%-3% 坏账损失。

我们测算了不考虑理财收入，理财信贷类资产余额在 2-2.8 万亿范围内，坏账率在 4%-8% 范围内，银行承担 50% 损失对 2010 年全行业净利润 8991 亿元的影响比例（表 5）。在 6% 的坏账率，2.4 万亿理财信贷资产余额的情景下，理财业务能够影响 255 亿元的税后利润，占去年全行业税后利润的 2.84%。

表 5：理财余额及费率对税后利润影响的敏感性测算

单位：万亿元		坏账率				
		4%	5%	6%	7%	8%
理财信贷资产余额	2.0	1.67%	2.09%	2.50%	2.92%	3.34%
	2.2	1.78%	2.22%	2.67%	3.11%	3.56%
	2.4	1.89%	2.36%	2.84%	3.31%	3.78%
	2.6	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
	2.8	2.11%	2.64%	3.17%	3.70%	4.23%

资料来源：中国银河证券研究部

六、银行理财对流动性影响

银行理财产品从发行到资金运用，是资金池与资产池建立和对应的过程，无论是发行理财归集资金还是购买资产，资金都在整个银行体系流转（附录 1：银行理财会计处理）；银行理财对流动性的影响视理财购买主体以及资产转让主体的不同而定：

（1）居民购买理财产品并将理财资金投向实体经济，整个银行体系的一般存款数量不会发生变动；

（2）金融性公司（保险公司除外）购买理财产品并将资金投向实体经济，整个银行体系的一般存款将会增加；

（3）居民购买理财产品并将资金投向金融性公司，整个银行体系的一般存款将会减少；

（4）金融性公司（保险公司除外）购买理财产品并将资金投向金融性公司，那么整个银行体系的一般存款不会变动。

下面，我们将考察理财交易与银行存款类负债变动与货币供给的影响。为了简化分析，我们作如下假设（假设改变不会影响结论）：

（1）全社会只有一个银行；

（2）理财销售、理财资产购买、以及理财产品到期的资金结算通过银行账户进行，在同一个自然月内完成结算；

（3）理财募集金额与理财资产购买金额匹配；

（4）理财资金投向居民部门假设统一投向企业；（5）用“+△”、“-△”分别表示等量的存款增加或减少。

（一）理财发行对流动性的影响

银行理财要设立理财资金托管账户，该账户类型都是同业性质的，该账户资金纳入“同业及其他金融机构存放款项”，不纳入 M1、M2 统计（表 6）。特别需要说明的是，保险公司存款为一般存款，纳入 M1、M2 统计，需要缴纳存款准备金（存款准备金缴存范围见附录 2）。

表 6：货币供给与银行存款对应关系

货币供给	银行存款类负债
M0：流通中现金	
M1：M0+单位活期存款	“吸收存款”中“单位活期存款”
M2：M1+单位定期+个人存款+证券公司客户保证金	“吸收存款”、“同业及其他金融机构存放款项”中“证券公司客户保证金”
X 因素	“同业及其他金融机构存放款项”

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

银行理财发行包含两部分，一是向客户出售理财产品归集资金；二是将理财资金划入资金托管账户。理财发行对社会流动性的影响将视购买者是居民还是金融性公司的身份属性而变。

居民购买理财产品将导致 M2 下降，若居民用单位活期存款购买会导致 M1 下降，若居民用储蓄存款购买会导致 M2 下降（表 7、8）。原因是居民购买理财产品，一般存款减少，理财发行资金等额增加，而理财发行资金作为“同业及其他金融机构存放款项”不纳入货币供给统计。

表 7：企业购买理财产品将减少货币供给

银行存款类负债净变动	货币供给净变动
	M0: 0
“吸收存款”中“单位活期存款”:- Δ	M1: - Δ
“吸收存款”:- Δ	M2: - Δ
“同业及其他金融机构存放款项”:+ Δ	

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

表 8：个人购买理财产品将减少货币供给

银行存款类负债净变动	货币供给净变动
	M0: 0
“吸收存款”中“单位活期存款”:0	M1: 0
“吸收存款”中“储蓄存款”:- Δ	M2: - Δ
“同业及其他金融机构存放款项”:+ Δ	

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

金融性公司（保险公司除外，保险公司购买的影响同普通居民）购买理财产品对货币供给无影响（表 9）。原因是金融性公司购买理财产品，表现在银行存款类负债“同业及其他金融机构存放款项”总额不变，对一般存款无影响。

表 9：金融性公司购买理财产品不影响货币供给

银行存款类负债净变动	货币供给净变动
	M0: 0
“吸收存款”中“单位活期存款”:0	M1: 0
“吸收存款”中“储蓄存款”:0	M2: 0
“同业及其他金融机构存放款项”:- Δ + (+ Δ)=0	

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

（二）理财资金运用对流动性的影响

理财资金运用是理财资金流与现金流相匹配的过程，即管理人购买资产，并将资金从资金托管账户划给资产出让方的过程。理财资金运用对流动性的影响同样将视购买者的居民还是金融性公司的身份属性而变。

向居民购买基础资产将导致 M1、M2 增加（表 10）。原因是向居民购买基础资产，理财托管资金支付给居民，“同业及其他金融机构存放款项”减少，一般存款等额增加。

表 10: 理财资金投向实体部门将增加 M1、M2

银行存款类负债净变动	货币供给净变动
	M0: 0
“吸收存款”中“单位活期存款”:+ Δ	M1: + Δ
“吸收存款”中“储蓄存款”:0	M2: + Δ
“同业及其他金融机构存放款项”:- Δ	

资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究部

向金融性公司(保险公司除外)购买基础资产不影响货币供给(表 11), 因金融性公司存款与理财托管资金都属于“同业及其他金融机构存放款项”, 不纳入货币供给统计。

表 11: 向金融性公司购买基础资产不影响货币供给

银行存款类负债净变动	货币供给净变动
	M0: 0
“吸收存款”中“单位活期存款”:0	M1: 0
“吸收存款”中“储蓄存款”:0	M2: 0
“同业及其他金融机构存放款项”:- Δ +(+ Δ)	

资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究部

(三) 银行理财产品发行及资金运用对流动性的综合影响

综合前面的分析, 我们可以得出以下结论:

1、如果是居民购买理财产品并将理财资金投向实体经济, 那么整个银行体系的一般存款不会发生变动(表 12)。

表 12: 居民购买理财产品并投向实体经济不影响货币供给

银行存款类负债净变动		货币供给净变动
理财发行(1)	购买资产(2)	(1)+(2)
		M0: 0
“吸收存款”中“单位活期存款”:- Δ	“吸收存款”中“单位活期存款”:+ Δ	M1: 0
“吸收存款”:- Δ	“吸收存款”:+ Δ	M2: 0
“同业及其他金融机构存放款项”:+ Δ	“同业及其他金融机构存放款项”:- Δ	

资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究部

2、如果是金融性公司(保险公司除外)购买理财产品并将资金投向实体经济, 那么整个银行体系的一般存款将会增加(表 13)。

表 13: 金融性公司购买理财产品并投向实体经济增加 M1、M2

银行存款类负债净变动		货币供给净变动
理财发行 (1)	购买资产 (2)	(1) + (2)
		M0: 0
“吸收存款”中“单位活期存款”: 0	“吸收存款”中“单位活期存款”: +Δ	M1: +Δ
“吸收存款”: 0	“吸收存款”: +Δ	M2: +Δ
“同业及其他金融机构存放款项”: -Δ + (+Δ)	“同业及其他金融机构存放款项”: -Δ	

资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究部

3、如果是居民购买理财产品并将资金投向金融性公司, 那么整个银行体系的一般存款将会减少 (表 14)。

表 14: 居民购买理财产品并投向金融性公司将减少货币供给

银行存款类负债净变动		货币供给净变动
理财发行 (1)	购买资产 (2)	(1) + (2)
		M0: 0
“吸收存款”中“单位活期存款”: -Δ	“吸收存款”中“单位活期存款”: 0	M1: -Δ
“吸收存款”: -Δ	“吸收存款”: 0	M2: -Δ
“同业及其他金融机构存放款项”: +Δ	“同业及其他金融机构存放款项”: -Δ + (+Δ)	

资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究部

4、如果是金融性公司购买理财产品并将资金投向金融性公司, 那么整个银行体系的一般存款不会变动 (表 15)。

表 15: 金融性公司购买理财产品并投向金融性公司不影响货币供给

银行存款类负债净变动		货币供给净变动
理财发行 (1)	购买资产 (2)	(1) + (2)
		M0: 0
“吸收存款”中“单位活期存款”: 0	“吸收存款”中“单位活期存款”: 0	M1: 0
“吸收存款”: 0	“吸收存款”: 0	M2: 0
“同业及其他金融机构存放款项”: -Δ + (+Δ)	“同业及其他金融机构存放款项”: -Δ + (+Δ)	

资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究部

(四) 理财余额对存款的影响

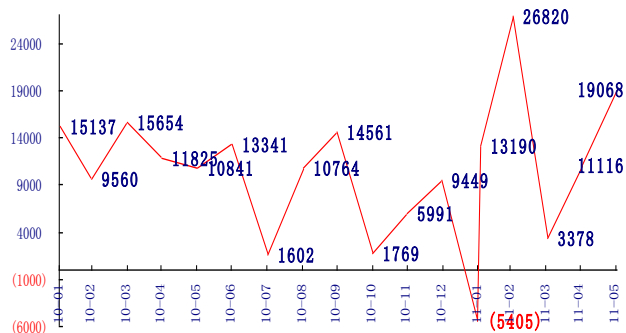
结合以上的分析, 当金融性公司购入理财产品, 相关资金投向实体经济, 将会增加货币供给。金融性公司向理财资金池短期融通资金, 实质上增加了货币供给。

无论是向居民还是金融性公司发售理财并将理财资金投向实体经济，其性质同贷款、委托贷款、信托贷款一样投向了实体经济，事实上扩大了社会融资总量。当然，银行理财、委托贷款、信托贷款会存在交叉统计问题。

在理财业务快速发展同时（图 4），月度存款波动显著加大。自 2010 年来，月度存款波动明显（图 17），2010 年下半年货币政策转向后尤为明显。扣除外汇占款、贷款影响，2010 年 6 月以来季末季初存款反向波动更加突出。2011 年前 6 个月扣除外汇占款、贷款、债券净购买影响，季末季初存款反向波动尤其明显（图 18），即季末存款增加，下月存款大幅减少。

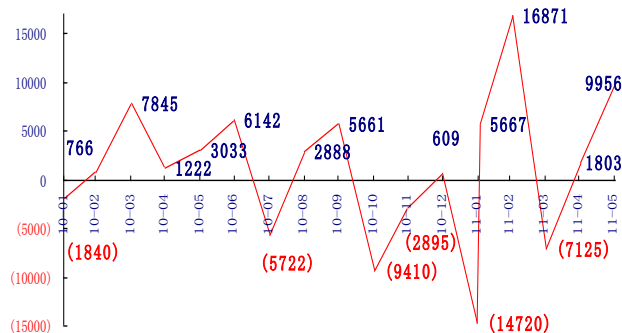
根据我们前面的测算，6 月底银行理财资产池规模或达 4.2 万亿，较年初增加 1.3 万亿；扣除委托贷款、信托存款、银行承兑汇票交叉影响，预计影响社会融资总量 4500 亿。

图 17: 2010 年以来月度存款波动幅度加大



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

图 18: 扣除外汇占款、贷款影响，存款季末季初反向波动明显

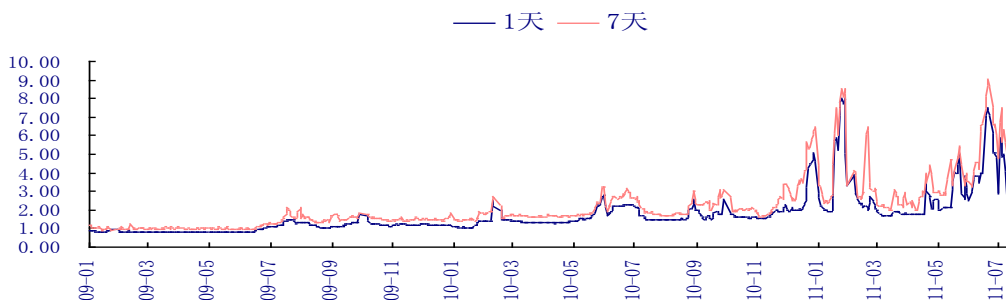


资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

（五）银行理财或扩大对银行间市场利率的冲击

今年银行间市场 1 月、2 月、6 月的 1 天、7 天加权平均利率出现急剧攀升的情况（图 19）。我们认为银行理财业务可能会扩大银行间市场利率冲击：（1）季末理财产品到期释放存款会增加银行缴存准备金的需求；（2）以债券回购、短期票据买卖为标的的短期理财产品其资金运用会干扰银行的流动性安排，当托管银行整体的流动性刚好满足缴存准备金和备用要求时，此时理财资金运用头寸拆出使得托管银行不得不融入资金，会加剧利率上行压力。

图 19: 2011 年银行间市场利率大幅波动



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

七、投资建议

银行理财方面，短期理财业务发展或将承受压力，部分银行客户优势在未来环境中能够进一步显现；从长期来看，银行理财向货币型产品转化，使银行利差收入得到一定分流，银行同时也能够获取中间业务收入。银行受益程度取决于客户基础和理财产品设计能力。

当前银行股的估值绝对安全，平均 PE 仅有 6x-8x，平均 PB 仅有 1.4x-1.6x，已充分隐含了未来较悲观的预期，维持行业推荐评级。临近中报披露的时间窗口，我们预期上市银行中报平均利润增速保持 30%或以上的高位，未来一个月的走势应该可以期待。

表 16: 银行业绩预测及估值比较

股票代码	股票简称	每股收益					每股拨备前利润					每股净资产					净利润增速 %					股价
		09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E	
601398.SH	工商银行	0.39	0.47	0.59	0.69	0.81	0.57	0.69	0.85	0.99	1.16	2.02	2.35	2.75	3.18	3.68	16.1	28.4	23.6	18.1	16.8	4.29
601939.SH	建设银行	0.46	0.54	0.67	0.79	0.93	0.70	0.81	0.99	1.17	1.37	2.38	2.79	3.25	3.77	4.38	15.3	26.3	25.0	17.3	17.7	4.74
601988.SH	中国银行	0.32	0.37	0.44	0.51	0.58	0.49	0.56	0.67	0.77	0.87	2.03	2.31	2.75	3.06	3.41	27.2	29.2	18.7	14.9	13.8	3.05
601288.SH	农业银行	0.25	0.29	0.38	0.47	0.56	0.44	0.50	0.61	0.74	0.86	1.32	1.67	1.90	2.18	2.51	26.3	46.0	30.7	23.2	18.0	2.64
601328.SH	交通银行	0.61	0.69	0.86	1.01	1.14	1.00	1.11	1.37	1.59	1.82	3.34	3.96	4.70	5.45	6.29	5.8	29.8	23.8	17.0	13.4	4.81
600000.SH	浦发银行	1.50	1.34	1.31	1.57	1.78	2.31	2.07	2.05	2.39	2.75	7.70	8.57	7.78	9.08	10.55	5.6	45.1	27.4	19.5	13.7	9.43
600015.SH	华夏银行	0.75	1.20	1.26	1.60	1.99	1.64	2.45	2.31	2.78	3.33	6.06	7.11	9.23	10.60	12.31	22.4	59.3	44.1	26.9	24.7	10.39
600016.SH	民生银行	0.54	0.66	0.87	1.04	1.22	0.94	1.07	1.39	1.66	1.95	3.95	3.90	4.76	5.77	6.96	53.5	45.2	32.9	18.9	17.8	5.45
600036.SH	招商银行	0.95	1.19	1.56	1.85	2.11	1.30	1.78	2.29	2.72	3.12	4.85	6.21	7.36	8.82	10.47	-13.5	41.3	30.2	18.9	14.2	12.33
601998.SH	中信银行	0.37	0.55	0.61	0.71	0.82	0.56	0.85	0.95	1.13	1.31	2.63	3.08	3.72	4.28	4.92	7.5	50.2	26.0	16.3	14.8	4.32
000001.SZ	深发展A	1.62	1.80	2.38	2.80	3.32	2.49	2.68	3.62	4.18	4.90	6.59	9.62	11.82	14.38	17.42	719.3	24.9	32.0	17.6	18.7	16.87
601818.SH	光大银行	0.23	0.32	0.41	0.50	0.59	0.39	0.51	0.65	0.79	0.94	1.44	2.01	2.44	2.87	3.39	4.5	67.3	28.6	22.7	17.8	3.20
601166.SH	兴业银行	2.69	3.09	2.09	2.52	3.12	3.58	4.38	3.16	3.77	4.59	11.92	15.35	10.36	12.57	15.19	17.7	37.9	21.6	20.8	23.8	13.19
601169.SH	北京银行	0.90	1.09	1.20	1.45	1.73	1.26	1.57	1.75	2.13	2.55	6.03	6.83	8.45	9.65	11.09	4.0	20.8	28.7	20.8	19.7	9.51
601009.SH	南京银行	0.84	0.78	1.06	1.30	1.54	1.21	1.13	1.50	1.84	2.19	6.55	6.34	7.21	8.24	9.45	6.0	49.7	36.6	22.1	18.5	8.55
002142.SZ	宁波银行	0.58	0.85	1.07	1.33	1.57	0.87	1.14	1.50	1.90	2.23	3.90	5.51	6.37	7.53	8.93	9.1	69.6	24.7	24.8	18.2	10.32

股票代码	股票简称	PE					PB					P/PPPOP					ROAE %					投资评级
		09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E	09A	10A	11E	12E	13E	
601398.SH	工商银行	11.1	9.1	7.3	6.2	5.3	2.13	1.83	1.56	1.35	1.17	7.57	6.18	5.04	4.33	3.70	20.1	22.1	22.9	23.3	23.5	谨慎推荐
601939.SH	建设银行	10.4	8.8	7.0	6.0	5.1	1.99	1.70	1.46	1.26	1.08	6.79	5.84	4.77	4.07	3.47	20.9	21.5	22.3	22.5	22.8	谨慎推荐
601988.SH	中国银行	9.6	8.2	6.9	6.0	5.3	1.50	1.32	1.11	1.00	0.89	6.17	5.49	4.54	3.97	3.50	16.4	18.0	17.5	17.5	17.9	谨慎推荐
601288.SH	农业银行	10.6	9.0	6.9	5.6	4.8	2.00	1.58	1.39	1.21	1.05	6.03	5.27	4.33	3.59	3.07	20.5	21.4	21.4	23.1	23.7	推荐
601328.SH	交通银行	7.8	6.9	5.6	4.8	4.2	1.44	1.21	1.02	0.88	0.77	4.80	4.35	3.52	3.03	2.64	19.5	20.2	19.8	19.8	19.4	谨慎推荐
600000.SH	浦发银行	6.3	7.1	7.2	6.0	5.3	1.23	1.10	1.21	1.04	0.89	4.09	4.56	4.60	3.95	3.43	24.1	20.1	18.2	18.6	18.1	谨慎推荐
600015.SH	华夏银行	13.8	8.7	8.2	6.5	5.2	1.71	1.46	1.13	0.98	0.84	6.33	4.24	4.51	3.74	3.12	13.0	18.2	17.5	16.1	17.4	推荐
600016.SH	民生银行	10.0	8.3	6.2	5.2	4.4	1.38	1.40	1.15	0.94	0.78	5.80	5.11	3.92	3.28	2.79	17.1	18.3	20.2	19.8	19.2	推荐
600036.SH	招商银行	12.9	10.3	7.9	6.7	5.8	2.54	1.99	1.67	1.40	1.18	9.47	6.92	5.38	4.53	3.95	21.2	22.7	22.9	22.8	21.9	推荐
601998.SH	中信银行	11.8	7.8	7.1	6.1	5.3	1.64	1.40	1.16	1.01	0.88	7.76	5.08	4.53	3.84	3.31	14.5	19.3	19.0	17.8	17.8	谨慎推荐
000001.SZ	深发展A	10.4	9.4	7.1	6.0	5.1	2.56	1.75	1.43	1.17	0.97	6.77	6.30	4.65	4.03	3.44	27.3	23.3	22.2	21.4	20.9	推荐
601818.SH	光大银行	14.0	10.1	7.9	6.4	5.4	2.22	1.59	1.31	1.11	0.94	8.31	6.32	4.95	4.04	3.41	18.8	19.8	18.3	18.8	18.8	谨慎推荐
601166.SH	兴业银行	4.9	4.3	6.3	5.2	4.2	1.11	0.86	1.27	1.05	0.87	3.69	3.01	4.18	3.50	2.87	24.7	24.4	22.1	22.0	22.5	谨慎推荐
601169.SH	北京银行	10.5	8.7	7.9	6.6	5.5	1.58	1.39	1.13	0.99	0.86	7.57	6.04	5.43	4.47	3.72	15.8	17.0	16.8	16.0	16.7	谨慎推荐
601009.SH	南京银行	10.2	11.0	8.0	6.6	6	1.30	1.35	1.19	1.04	0.90	7.04	7.58	5.68	4.65	3.91	13.2	15.0	15.7	16.8	17.4	谨慎推荐
002142.SZ	宁波银行	17.8	12.1	9.7	7.8	6.6	2.65	1.87	1.62	1.37	1.16	11.89	9.04	6.86	5.44	4.63	15.7	19.2	17.9	19.1	19.1	谨慎推荐

资料来源：中国银河证券研究部

附录 1 商业银行理财业务会计处理

目前国内商业银行开展的理财业务，或是向客户提供财务分析与规划、投资建议、投资产品推介等专业化服务，亦或是在此基础上接受客户的委托和授权，按照与客户事先约定的投资计划和方式进行投资和资产管理的业务活动。无论理财计划采用何种方式，均有可能需要对汇集的资金、理财计划各投资工具、理财收益的分配等事项进行确认、计量和列报。

现将银行目前理财产品账务核算的基本流程作简要回顾与梳理（注意，下面的银行存款等科目要视不同主体而确认，不能直接混同在一起）：

1、银行于理财产品发售之前买入事先配置好的投资组合（即标的资产包或资产包组合）（以下简称资产池），以“应收款项类其他投资”归集，会计分录如下：

借：应收款项类其他投资..... XXX
贷：银行存款等..... XXX

可以理解为银行在接受委托后为客户暂时垫付的投资资金。

2、资金募集期间，客户通过在银行开立的账户购买理财产品，会计分录如下：

借：银行存款等..... XXX
贷：客户账户..... XXX

结合 1 处的会计分录可理解为客户归还了银行为其垫付的投资资金。

3、资金募集期结束，通过“可赎回账户”归集客户资金，会计分录如下：

借：客户账户..... XXX
贷：委托理财基金..... XXX

其中：“委托理财基金”为可赎回账户，设立该账户有两个用途：1、理财产品开立时用于归集客户购买该产品的资金（即上述分录）；2、理财产品到期时归还客户本金（作相反分录即可）。

4、与 3 相同时点，将已归集的资产池转入理财资产账户，会计分录如下：

借：委托理财..... XXX
贷：应收款项类其他投资..... XXX

以上便是一个独立的理财产品自确定资产配置方案到资金募集结束时会计处理的基本流程，假设募集的资金全部用于购置资产池，综合上述会计处理可得出以下会计分录（整理分录）：

借：委托理财..... XXX
贷：委托理财基金..... XXX

“委托理财”与“委托理财基金”均为表外的资产负债表科目，从最终形成的会计分录上可以看出与理财业务相关的资产负债对银行的**净资产**并未产生影响，所以将理财业务收入归属于

“中间业务收入”在会计上有了较为合理的解释。

5、在理财产品存续期间取得资产池的收益（含持有期间取得的收益及处置收益）时，假设资产池持有期限与理财产品存续时间一致，设立专门的收益账户归集收益，会计分录如下：

借：银行存款..... YYY
贷：委托理财..... XXX
 其他应付款..... WWW

此时“其他应付款”所归集的理财产品收益包含两部分，1）标的资产持有期间取得的利息收入；2）转让标的资产取得的价差收入

6、理财产品到期时，将本金与收益同时兑付给客户，同时确认银行的收益情况，会计分录如下：

借：其他应付款..... WWW
 委托理财基金..... XXX
贷：客户账户（含本金及收益）..... ZZZ
 资产管理顾问业务收入..... SSS

以上便是一个独立的理财产品账务核算的完整过程。

附录 2 存款准备金缴存范围

人民币一般性存款准备金的缴存范围为：保险公司存款（定期存款、活期存款）；财政存款（活期存款、定期存款、乡镇财政预算外存款、乡镇财政库款）；社保基金存款（活期存款、定期存款），单位存款（活期存款、定期存款、通知存款），个人存款（活期存款、定活两便储蓄存款、整存整取储蓄存款、零存整取储蓄存款、整存零取储蓄存款、存本取息储蓄存款、定额定期储蓄存款、保值储蓄存款、教育储蓄存款、个人通知存款、信用卡存款）；代理承销其他证券款；代理负债业务（减代理业务资产）。缴存范围将根据人民行政策的变动作相应的调整。

图目录

图 1: 资产池与资金池匹配	2
图 2: 2011Q1 个人理财达到 1.90 万亿	3
图 3: 2011H1 理财发行量几与 2010 年持平	3
图 4: 存续期限 6 个月以内占比不断提升	3
图 5: 理财产品平均存续期限不断下降	3
图 6: 前 6 个月扣除其他因素存款波动	4
图 7: 7 月底个人理财余额或达 2.2 万亿	4
图 8: 2011Q1 信托资产构成	5
图 9: 银行理财融资类资产占比或达 60%	5
图 10: 企业景气指数、企业家信心指数维持高位	5
图 11: 2010 年后每月贷款供给受控	5
图 12: 理财余额随物价上行快速增长	6
图 13: 大型银行存款准备金率达到 21.5%	6
图 14: 一季度末全部金融机构超储率降至 1.5%	6
图 15: 工行理财业务收入占中间业务收入比例超过 27%	8
图 16: 招行理财业务收入占中间业务收入比例超过 39%	8
图 17: 2010 年以来月度存款波动幅度加大	14
图 18: 扣除外汇占款、贷款影响, 存款季末季初反向波动明显	14
图 19: 2011 年银行间市场利率大幅波动	14

表目录

表 1: 银行个人理财产品分类	1
表 2: 银行理财资产池预测 (资金来源)	4
表 3: 银行理财主要监管制度	7
表 4: 理财资产余额及综合费率对税后利润影响的敏感性测算	9
表 5: 理财余额及费率对税后利润影响的敏感性测算	9
表 6: 货币供给与银行存款对应关系	10
表 7: 企业购买理财产品将减少货币供给	11
表 8: 个人购买理财产品将减少货币供给	11
表 9: 金融性公司购买理财产品不影响货币供给	11
表 10: 理财资金投向实体部门将增加 M1、M2	12
表 11: 向金融性公司购买基础资产不影响货币供给	12
表 12: 居民购买理财产品并投向实体经济不影响货币供给	12
表 13: 金融性公司购买理财产品并投向实体经济增加 M1、M2	13
表 14: 居民购买理财产品并投向金融性公司将减少货币供给	13
表 15: 金融性公司购买理财产品并投向金融性公司不影响货币供给	13
表 16: 银行业绩预测及估值比较	15

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

叶云燕，银行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908