

日期: 2011 年 8 月 16 日

行业: 银行业



郭敏, CFA

021-53519888-1920

guomin@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120028

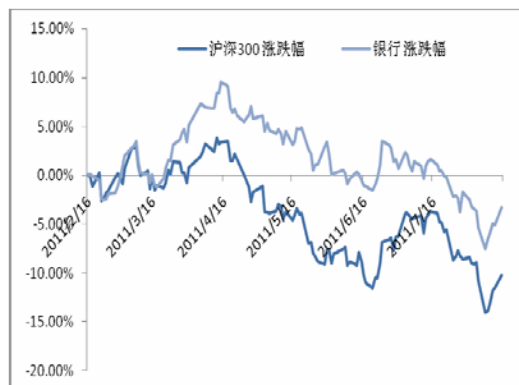
货币供应量(11 年 7 月)

M1 (万亿)	27.06
增长率 (%)	11.60
M2 (万亿)	77.29
增长率 (%)	14.70

行业信贷数据(11 年 7 月)

人民币存款 (万亿)	77.97
增长率 (%)	16.30
人民币贷款 (万亿)	51.90
增长率 (%)	16.60

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: GM11-IT09

相关报告:

关注符合监管导向, 高风险回报的银行

——《商业银行资本管理办法(征求意见稿)》点评

■ 动态事项:

银监会近期发布《商业银行资本管理办法(征求意见稿)》(以下简称办法)。

■ 主要观点:

最新版征求意见稿比原版本宽松

新办法较旧版本在 8 大方面有所改动。其中, 删除了“核心一级资本占总资本充足率的比重不低于 75%”, 仅小幅调整了国内银行债权重至 25%, 而非至 50%, 差异化调整按揭贷款风险权重, 明确下调小微企业风险权重至 75%, 基于评级调整国外资产的风险权重等。

办法中风险权重的调整可提高核心资本充足率 0.18 个百分点

结合对小微企业、同业资产和非按揭零售贷款风险权重的调整, 综合可提高上市银行核心资本充足率 0.18 个百分点, 对兴业银行、民生银行和农业银行的正面影响较大。

超额贷款拨备计入二级资本可鼓励上市银行多计提拨备, 但对拨备覆盖率较低的银行有负面影响

办法允许超额贷款拨备(拨备覆盖率超过 150% 的部分)计入二级资本, 而现行办法中可计入附属资本的一般准备为不超过总贷款的 1%。对部分银行来说, 新办法将平均降低总资本充足率 0.22 个百分点。

上市银行融资需求并不迫切

从综合影响来看, 办法提高了上市银行核心一级资本水平, 使总资本充足率基本保持稳定, 由于实际放宽了达标时间, 未来融资需求并不迫切。预计到 2012 年末, 交行、深发展、民生和光大存在资金缺口 250 亿。

投资建议: 评级未来十二个月内, 银行业: 有吸引力

预计最终版本和征求意见稿差距较小, 市场对银行股再融资担忧将大幅减轻。行业估值水平已经反应了较悲观的估值预期, 维持行业有吸引力评级, 建议关注符合政策走向, 以高收益/资本的小微企业和非按揭零售贷款作为发展方向并能实现快速发展的银行, 如民生银行、招商银行。

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
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
深发展	000001	17.13	1.23	1.73	2.13	2.62	1.28	1.14	9.92	大市同步
浦发银行	600000	9.37	1.03	1.35	1.61	1.42	1.20	1.01	6.96	跑赢大市
民生银行	600016	5.61	0.66	0.84	1.01	1.44	1.25	1.08	6.65	跑赢大市
招商银行	600036	11.99	1.19	1.60	1.90	1.93	1.77	1.45	7.50	跑赢大市
兴业银行	601166	13.32	1.72	2.06	2.41	1.56	1.31	1.10	6.46	大市同步
交通银行	601328	4.75	0.63	0.81	0.95	1.32	1.40	1.17	5.90	大市同步
南京银行	601009	8.48	0.78	1.03	1.31	1.34	1.18	1.03	8.24	跑赢大市
工商银行	601398	4.19	0.47	0.58	0.69	1.78	1.50	1.27	7.18	大市同步
北京银行	601169	9.42	1.09	1.17	1.44	1.38	1.13	0.99	8.07	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2011 年 8 月 15 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、最新版《资本充足率管理办法》征求意见稿比第一版宽松

对比最新版本的《资本充足率管理办法》征求意见稿(下称办法)与5月末的版本在如下地方做了改动(见附表):

1、在计算核心一级资本、一级资本和总资本充足率时,去除原版本中“商业银行的核心一级资本不得少于其总资本的75%”的要求。新版本对储备资本、逆周期资本以及系统重要银行的附加资本要求用核心一级资本来满足,实际上略放松对核心一级资本充足率占总资本充足率的比例。

至此,系统重要银行的核心一级资本、一级资本和总资本充足率分别为8.5%、9.5%和11.5%,非系统重要型银行为7.5%、8.5%和10.5%。

2、仅小幅上调了对国内银行债权的风险权重(从20%上调到25%);而原版本为“期限三个月以内的权重有0%上调至20%。期限在三个月以上的权重由20%上调至50%”。新办法在同业资产上权重调整的影响要大大低于旧征求意见稿。

3、权重法下,超额拨备(拨备超过150%的部分)可记入二级资本,但不得超过对应贷款信用风险加权资产的1.25%;内部评级法下,超额拨备(超过预期损失部分)可计入部分不得超过对应贷款信用风险加权资产的0.6%。

4、明确对于符合条件的小微企业贷款风险权重由100%下调至75%。

5、对住房抵押贷款区分一套房和第二套房给予差别风险权重,一套房抵押贷款风险权重为45%,第二套房抵押贷款风险权重为60%。

6、对国外中央政府和中央银行债务风险权重,以债务人的评级作为基础;调整了不同评级的风险权重,对评级在B-以下的中央政府和中央银行债权以及商业银行债权统一设为150%,对AA-到A-权重降至20%,对A-到BBB-的风险权重降至50%。

7、将评级为B-的一般企业风险权重由150%降为100%,对所有一般企业的风险权重均为100%。

8、资本充足率达标时间的表述修改为:对系统重要性银行**原则上2013年底前达标,经银监会批准,最迟不得晚于2015年底达标**;对非系统重要银行**原则上2016年底前达标,经银监会批准,最迟不得晚于2018年底达标**。对于部分资本充足率较低的银行,适当放宽了达标期限,有助于缓解银行的短期融资压力。

由于办法中对其他商业银行的债权上调比例大大低于原版本，且在小企业、非按揭零售贷款等上风险权重的下降，实际上对风险权重的影响大大低于原版本，**对于大部分上市银行来说，权重法下最终对资本充足率的影响还是正面的。**第二，办法对核心一级资本充足率占总资本充足率的比重做了略微的让步由原来的 75%下降到非系统重要银行为 71.4%，系统重要银行为 73.9%（非系统重要性银行为 7.5%/10.5%，系统重要性银行为 8.5%/11.5%）。第三，适当放宽了达标的期限，系统重要银行和非重要银行可在 2015 年以及 2018 年之前达标。

二、综合考量，兴业、招商等正面影响较大

由于缺乏细项数据支撑，我们这里对影响较大的几个因素做分析。分别为非按揭零售贷款、小微企业贷款以及同业资产风险权重调整后的资本充足率影响做测算。由于对国外政府债权、金融机构债权以及按揭贷款中的风险权重调整有增项有减项，我们大致认为这几类的影响为中性。

表 1 办法对核心资本充足率影响分析

	核心资本 净额	加权风险资 产净额	同业调整 项	同业变动	非按揭零 售调整项	非按揭零 售变动	小企业调 整项	小企业变 动	核心资本充 足率合计
民生银行	103,488	1,280,847	21,988	-0.14%	45,417	0.30%		0.19%	0.35%
招商银行	127,979	1,446,883	21,154	-0.13%	49,248	0.31%	4,631	0.03%	0.21%
南京银行	17,923	130,389	3,658	-0.38%	629	0.07%	4,435	0.48%	0.18%
兴业银行	88,595	991,702	34,798	-0.30%	11,685	0.11%	89,546	0.89%	0.69%
农业银行	525,083	5,383,694	55,888	-0.10%	104,970	0.19%	115,270	0.21%	0.31%
交通银行	227,296	2,416,255	21,038	-0.08%	30,108	0.12%	21,575	0.08%	0.12%
中国银行	626,371	5,887,170	64,050	-0.11%	81,808	0.15%	59,841	0.11%	0.14%
中信银行	116,988	1,385,262	22,258	-0.13%	16,606	0.10%	40,104	0.25%	0.22%
工商银行	709,193	7,112,357	40,886	-0.06%	135,774	0.19%		0.19%	0.33%
光大银行	77,638	932,933	19,772	-0.17%	18,882	0.17%		0.19%	0.19%
建设银行	634,683	6,015,329	25,868	-0.05%	69,424	0.12%		0.19%	0.27%
北京银行	41,664	391,563	10,329	-0.27%	1,731	0.05%		0.19%	-0.04%
深发展 A	32,919	463,691	9,221	-0.14%	13,804	0.22%		0.19%	0.27%
宁波银行	15,565	124,485	7,305	-0.69%	2,252	0.23%		0.19%	-0.27%
浦发银行	119,823	1,278,361	39,420	-0.28%	6,645	0.05%		0.19%	-0.04%
华夏银行	34,480	518,722	22,721	-0.28%	4,683	0.06%		0.19%	-0.03%
平均				-0.21%		0.15%		0.19%	0.18%

资料来源：公司公告，上海证券研究所（对未公布小企业贷款数额的银行用平均值估算）

静态测算，办法对银行核心资本充足率的影响是正面的，结合小微企业和非按揭零售贷款风险权重的下降，平均可提升银行资本充足率水平 0.18 个百分点。综合测算，对兴业银行、农业银行、中信银

行正面影响较大。如未来银行转为内部评级法计量资本充足率还可进一步提升资本充足率水平。

办法规定在权重法下，超额贷款损失（拨备覆盖率大于 150% 的部分）可以计入二级资本，但不得超过对应贷款信用风险加权资产的 1.25%。在现行办法下，贷款损失一般准备计入附属资本不得超过贷款总额的 1%。这使得对于部分贷款损失准备计提较多的银行来说，仍存在一定提升资本充足率的空间，一定程度上也鼓励商业银行计提超额拨备，增厚资本充足率。对拨备覆盖率偏低的银行来说，其可计入二级资本的贷款损失准备明显小于原来可计入附属资本的部分，如农业银行、中国银行、宁波银行和中信银行，将下降资本充足率 0.59、0.56、0.55、0.51 个百分点。但超额拨备导致的二级资本的下降可以通过次级债等其他二级资本工具补充，对银行的实质影响相对小于一级资本。

综合风险资产权重调整，对兴业银行、光大银行、招商银行和民生银行的正面影响较大，对宁波银行、交通银行和华夏银行的负面影响较大。

表 2 对拨备覆盖率低的银行将使二级资本下降

	原一般准备对资本 充足率提升幅度 (按上限 1% 贷款总 额计算)	现超额拨备对资本 充足率的提升幅度 (按 2010 末超额 拨备计算)	资本充足率 变动	结合风险权 重调整后资 本充足率合 计变动
光大银行	0.83%	1.02%	0.18%	0.37%
浦发银行	0.90%	1.06%	0.17%	0.13%
北京银行	0.85%	0.94%	0.08%	0.04%
招商银行	0.99%	1.02%	0.03%	0.24%
南京银行	0.64%	0.52%	-0.12%	0.06%
民生银行	0.83%	0.70%	-0.13%	0.22%
工商银行	0.95%	0.80%	-0.15%	0.18%
建设银行	0.94%	0.77%	-0.18%	0.09%
兴业银行	0.86%	0.64%	-0.22%	0.47%
深发展 A	0.88%	0.62%	-0.26%	0.01%
华夏银行	1.02%	0.72%	-0.30%	-0.33%
中国银行	0.96%	0.50%	-0.46%	-0.32%
中信银行	0.91%	0.40%	-0.51%	-0.29%
宁波银行	0.82%	0.26%	-0.55%	-0.82%
交通银行	0.93%	0.37%	-0.56%	-0.44%
农业银行	0.92%	0.33%	-0.59%	-0.28%
平均			-0.22%	-0.04%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

综合以上分析，在权重法下，办法对核心一级资本充足率有正面作用，平均可提升核心资本充足率 0.2 个百分点，资本充足率略下降

0.04 个百分点。新办法大大降低了上市银行短期在融资预期。未来商业银行改为内部评级法后，仍能进一步提升资本充足率。从效益/资本的关系来看，我们建议关注未来发展方向符合政策倾斜和优惠的风险资产，比如说小微企业贷款和零售贷款。这对于商业银行来说，可节约资本，扩大收益。我们更倾向于小微企业贷款和个人经营性贷款。银行在这些贷款上的议价能力更强，且这两类贷款由于市场广阔，在发展初期风险可控，建议关注这两类贷款占比较高，并可实现快速增长的民生银行和招商银行。

考虑未来三年的融资需求，如银行保持适度稳健，并维持合理的分红率水平，则至 2012 年末银行的资金缺口并不大。2012 年末，交通银行、深发展、民生银行和光大银行的核心资本充足率将落在监管标准之下，则将有股权融资需求。深发展、民生银行和光大银行均有再融资预案。

表 3 2012 年末银行核心资本充足率缺口分析 单位：百万元

	2010 核心 资本净额	2010 加权风 险资产净额	按新办法 调整项	调整后风险 资产净额	风险资产 增长率 E	分红 率 E	2012E 核 心资本充 足率	最低要求 (按一级资 本要求)	缺 口	缺口 资金 规模
中信银行	142,988	1,385,262	34,452	1,350,810	18.80%	30.0%	9.7%	8.5%		
中国银行	626,371	5,887,170	77,600	5,809,570	15.80%	40.0%	10.2%	9.5%		
招商银行	127,979	1,446,883	32,725	1,414,158	19%	20.0%	9.4%	8.5%		
兴业银行	88,595	991,702	66,433	925,269	19.20%	20.0%	9.7%	8.5%		
深发展 A	32,919	463,691	16,669	447,022	19.10%	10.0%	8.0%	8.5%	-0.5%	3,192
浦发银行	119,823	1,278,361	-7,377	1,285,738	19.20%	20.0%	9.0%	8.5%		
农业银行	525,083	5,383,694	164,353	5,219,341	15.50%	40.0%	9.9%	9.5%		
宁波银行	15,565	124,485	-3,190	127,675	24%	30.0%	10.4%	8.5%		
南京银行	17,923	130,389	1,405	128,984	24%	30.0%	11.6%	8.5%		
民生银行	103,488	1,280,847	52,857	1,227,990	20%	20.0%	8.2%	8.5%	-0.3%	5,958
交通银行	227,296	2,416,255	30,644	2,385,611	15.90%	40.0%	9.1%	9.5%	-0.4%	12,068
建设银行	634,683	6,015,329	149,961	5,865,368	15.50%	40.0%	11.0%	9.5%		
华夏银行	54,480	518,722	-3,623	522,345	19.90%	20.0%	9.1%	8.5%		
光大银行	77,638	932,933	19,935	912,998	18.80%	25.0%	8.3%	8.5%	-0.2%	2,228
工商银行	709,193	7,112,357	227,878	6,884,479	15.50%	40.0%	10.6%	9.5%		
北京银行	41,664	391,563	-1,728	393,291	21.80%	30.0%	9.4%	8.5%		

资料来源：公司公告，上海证券研究所

三、投资建议

新办法较 5 月份版本在商业银行同业债权风险权重上有明显的松动。综合测算，可提高上市银行核心一级资本充足率 0.18 个百分点，对资本充足率影响为-0.04 个百分点，已经大大好于之前下降约 1 个百分点的预期。未来两年银行若保持合理的资本扩张速度，按照目

前的分红比例，银行在 2012 年之前的再融资需求不大。估计最终版本和征求意见稿应差距较小，市场对银行股再融资担忧将大幅减轻。维持行业有吸引力评级，建议关注民生银行、招商银行。

表 4 银行股相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	8/15 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	17.13	1.23	1.73	2.13	13.97	9.92	8.04	6.54	13.38	15.08	2.62	1.28	1.14
浦发银行	600000	RMB	9.37	1.03	1.35	1.61	9.11	6.96	5.82	6.59	7.81	9.25	1.42	1.20	1.01
华夏银行	600015	RMB	10.65	0.87	1.10	1.34	12.18	9.68	7.96	5.18	8.77	9.84	2.06	1.21	1.08
民生银行	600016	RMB	5.61	0.66	0.84	1.01	8.52	6.65	5.56	3.90	4.49	5.19	1.44	1.25	1.08
招商银行	600036	RMB	11.99	1.19	1.60	1.90	10.04	7.50	6.31	6.21	6.76	8.28	1.93	1.77	1.45
兴业银行	601166	RMB	13.32	1.72	2.06	2.41	7.76	6.46	5.53	8.53	10.18	12.11	1.56	1.31	1.10
农业银行	601288	RMB	2.64	0.29	0.39	0.46	9.04	6.76	5.71	1.67	1.90	2.18	1.58	1.39	1.21
交通银行	601328	RMB	4.75	0.63	0.81	0.95	7.53	5.90	5.01	3.60	3.39	4.05	1.32	1.40	1.17
工商银行	601398	RMB	4.19	0.47	0.58	0.69	8.85	7.18	6.06	2.35	2.79	3.31	1.78	1.50	1.27
光大银行	601818	RMB	3.17	0.32	0.44	0.54	10.02	7.23	5.87	2.01	2.32	2.70	1.58	1.37	1.17
建设银行	601939	RMB	4.58	0.54	0.70	0.80	8.49	6.53	5.69	2.79	3.28	3.84	1.64	1.40	1.19
中国银行	601988	RMB	3.00	0.37	0.46	0.54	8.02	6.48	5.54	2.31	2.65	3.06	1.30	1.13	0.98
中信银行	601998	RMB	4.54	0.46	0.57	0.69	9.88	7.94	6.59	2.57	3.68	4.23	1.77	1.23	1.07
宁波银行	002142	RMB	10.48	0.81	1.05	1.27	13.02	10.00	8.23	5.51	6.38	7.40	1.90	1.64	1.42
南京银行	601009	RMB	8.48	0.78	1.03	1.31	10.89	8.24	6.47	6.34	7.17	8.22	1.34	1.18	1.03
北京银行	601169	RMB	9.42	1.09	1.17	1.44	8.62	8.07	6.54	6.83	8.37	9.52	1.38	1.13	0.99
大银行平均							8.39	6.57	5.60				1.53	1.36	1.16
中型银行平均							10.18	7.79	6.46				1.80	1.33	1.14
城商行平均							10.84	8.77	7.08				1.54	1.32	1.15
平均							9.75	7.59	6.31				1.66	1.34	1.15

资料来源：公司报告，上海证券研究所 不考虑尚未完成的增发、配股、H 股等影响

附表 1 新、旧征求意见稿与 2007 年管理办法中权重的比较

项目	征求意见 稿新版本	征求意见 稿旧版本	资本充足率 管理办法 2007 版
1.现金类资产			
1.1 现金	0%	0%	0%
1.2 黄金	0%	0%	0%
1.3 存放中国人民银行款项	0%	0%	0%
2.对中央政府和中央银行的债权			
2.1 对我国中央政府的债权	0%	0%	0%
2.2 对中国人民银行的债权	0%	0%	0%
2.3 对评级 AA-以上（含 AA-）的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	0%	0%	0%

2.4 对评级 AA-以下, A- (含 A-) 以上的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	20%	100%	100%
2.5 对评级 A-以下, BBB- (含 BBB-) 以上的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	50%	100%	100%
2.6 对评级 BBB-以下, B- (含 B-) 以上的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	100%	100%	100%
2.7 对评级 B-以下的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	150%	150%	150%
2.8 对未评级的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	100%	-	-
3.对我国金融机构的债权			
3.1 对我国政策性银行的债权	0%	0%	0%
3.2 对我国中央政府投资的金融资产管理公司的债权			
3.2.1 持有我国中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有银行不良贷款而定向发行的债券	0%	0%	0%
3.2.2 对我国中央政府投资的金融资产管理公司的其他债权	100%	100%	100%
3.3 对我国其他商业银行的债权(三个月以内的)	25%	20%	0%
对我国其他商业银行的债权(三个月以上的)	25%	50%	20%
3.4 对我国其他商业银行的次级债权 (未扣除部分)	100%	100%	100%
3.5 对我国其他金融机构的债权	100%	-	-
4.对在其他国家/地区注册金融机构的债权			
4.1 对评级 AA-及以上国家和地区注册的商业银行的债权	25%	50%	20%
4.2 对评级 AA-以下, A- (含 A-) 以上国家和地区注册的商业银行的债权	50%	100%	100%
4.3 对评级 A-以下, B- (含 B-) 以上国家和地区注册的商业银行的债权	100%	100%	100%
4.4 对评级 B-以下国家和地区注册的商业银行的债权	150%	150%	100%
4.5 对未评级的国家和地区注册的商业银行的债权	100%	-	-
4.6 对多边开发银行、国际清算银行及国际货币基金组织的债权	0%	0%	0%
4.7 对其他金融机构的债权	100%	-	-
5.对一般企业的债权 (BBB-以上)	100%	100%	100%
对一般企业的债权 (BBB-以下)	100%	150%	100%
6.对符合标准的微小企业的债权	75%	100%	100%
7.对个人的债权			
8.1 用于购买首套房个人住房抵押贷款	45%	50%	50%
8.2 用于购买第二套房个人住房抵押贷款	60%	50%	50%
8.3 对已抵押房产, 在购房人没有全部归还贷款前, 商业银行以再评估后的净值为抵押追加贷款的, 追加的部分	150%	50%	50%
8.4 对个人其他债权	75%	75%	100%
8.租赁资产余值	100%	100%	100%

9.股权			
10.1 对金融机构股权风险暴露（未扣除部分）	250%	250%	100%
10.2 商业银行被动持有的对工商企业股权投资风险暴露	400%	-	-
10.3 商业银行因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业股权风险暴露	400%	-	-
10.4 商业银行持有的其他对工商企业其他股权风险暴露	1250%	1250%	100%
10.其他			
11.1 联行往来、外汇买卖及同城票据交换等零风险款项	0%	-	-
11.2 非自用不动产	1250%	-	-
11.3 未扣除的净递延税资产	250%	-	-
11.4 其他表内资产	100%	100%	100%

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。