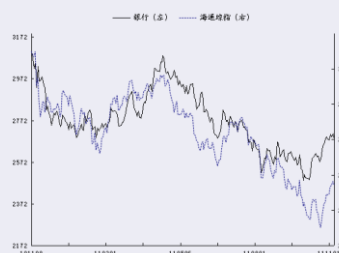


中性 维持

银行业

2011 年 11 月 9 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

2011 年中报总结及四季度投资策略

2011 年 9 月 13 日

2011 年中期策略：长期价值显现，短期
风险犹存

2011 年 6 月 28 日

金融组高级分析师

董乐

SAC 执业证书编号：S0850510120002

电话：021-23219374

Email: dl5573@htsec.com

联系人

刘瑞

电话：021-23219635

Email: lr6185@htsec.com

汤婧

电话：021-23219809

Email: tj6639@htsec.com

2011 年三季报点评及四季度投资策略： 四季度行业难有超额表现

- **前三季度业绩同比增长 31.86%，单季环比有所下滑。**今年前三季度 16 家上市银行净利润同比增长 31.86%。从环比数据来看，三季度净利润环比下降 1.06%：在息差继续扩张的环境下，净利息收入仍保持增长，增幅为 5.06%；但受到强化监管的影响，中间业务收入环比出现明显下滑，同业资产也出现大幅萎缩。此外，三季度上市银行整体存款规模出现负增长，相较二季度末下降幅度为 0.25%，负利率和信贷紧缩考验银行的吸存能力，并对银行负债成本和贷存比情况产生一定影响。
- **资产质量整体稳定，部分银行逾期贷款余额上升较快。**2011 年第三季度上市银行整体不良率为 0.96%，环比二季度下降 3 个 bp，不良贷款规模与二季度基本持平，拨备覆盖率升至 259.3%。16 家上市银行中除了建行、兴业和深发展的不良余额出现小幅上升外，其他 13 家银行不良率和不良余额都为双降。但我们也注意到部分上市银行逾期和关注类贷款出现了明显上升，区域上江浙一带较多，而行业上房地产业和中小企业出现逾期的数量在三季度也出现了较大幅度的增加。我们认为四季度行业不良水平上行是大概率事件，但未来的增幅和增速还有赖于整个宏观经济的运行情况。
- **防御性是行业投资的主基调，四季度行业难有超额收益：**目前 16 家上市银行 2011 年平均动态市盈率约为 7.5 倍，平均动态市净率约为 1.3 倍。我们认为目前行业的估值水平具有一定的安全边际。但由于现阶段宏观经济以及未来盈利情况的不确定性，股价趋势性上涨的时点仍未到来。此外，受到市值大、成长性较差的影响，目前行业的进攻性不足，在四季度流动性有所改善的前提下，银行业难有超额收益。
- **重点关注公司盈利预测及投资评级：**我们认为在四季度在货币政策上将出现微调，流动性有所改善，但由于银行业市值大，成长性较差，且中期宏观经济风险仍未解除，短期的流动性改善对行业估值提升意义不大，四季度行业较难获得超额收益。因此，维持行业“中性”评级。个股上我们推荐估值低，管理能力强且发展战略明确的银行，如招商银行、交通银行和浦发银行。

代码	简称	EPS (元)		BVPS (元)		投资评级	
		2010	2011E	2010	2011E	上期	本期
600036.SH	招商银行	1.19	1.54	6.21	7.77	增持	增持
601328.SH	交通银行	0.69	0.81	3.96	4.66	增持	增持
600000.SH	浦发银行	1.34	1.31	8.57	7.70	增持	增持

- **风险提示：**全球经济不确定性；宏观经济增速放缓；地方债务危机。

目 录

1. 银行业三季度经营情况回顾和展望.....	5
1.1 存款承压，贷款小幅增长.....	5
1.2 同业资产受到压缩，推动息差提升因素减弱.....	6
1.3 受到监管政策影响，中间业务收入环比下滑.....	7
1.4 不良率继续下降，但逾期贷款有所上升.....	8
2. 四季度银行业投资策略.....	10
2.1 早中周期行业业绩增速下滑，货币政策微调.....	10
2.2 防御性是行业投资主基调，四季度难有超额收益.....	11
3. 投资建议.....	12
4. 风险提示.....	12

图目录

图 1	2011 年三季度上市银行贷款环比增速	5
图 2	2011 年三季度上市银行存款环比增速	5
图 3	上市银行贷存比情况.....	5
图 4	上市银行同业负债占比情况.....	5
图 5	同业资产占生息资产比例	6
图 6	中间业务收入占营业收入比例	8
图 7	上市银行贷款不良率情况	8
图 8	上市银行拨备覆盖率情况	8
图 9	主要行业三季度净利润环比情况.....	8
图 10	PMI 指数走势	9
图 11	银行业绩表现具有后周期性	10
图 12	上市银行 2011 年估值情况	11
图 13	我国对外贸易同比增速	11

表目录

表 1 上市银行单季息差情况 6

表 2 上市银行计提资产减值准备情况..... 7

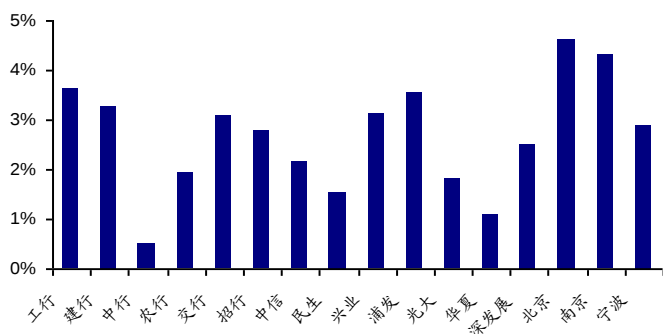
1. 银行业三季报情况回顾和展望

2011 年前三季度上市银行营业收入同比增长 34.29%，归属母公司净利润同比增长 31.86%，净利润增速较上半年有小幅回落。从环比趋势来看，归属母公司净利润环比下滑 1.06%，其中净利息收入仍有增长，上市银行三季度净利息收入环比增长 5.06%，但手续费及佣金收入出现下滑，单季环比降幅 9.29%。

1.1 存款承压，贷款小幅增长

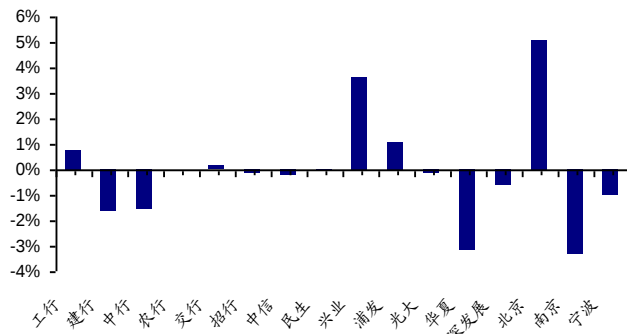
受到信贷紧缩政策的影响，银行业第三季度的资产增速普遍有所下降，尤其是存款方面，16 家上市银行存款总额比二季度下降 0.25%，其中有 10 家银行存款环比负增长。贷款方面要好于存款，整体环比增速为 2.48%，但由于同业资产的压缩，生息资产环比下降 0.72%。

图 1 2011 年三季度上市银行贷款环比增速



资料来源：上市银行 2011 年三季报、海通证券研究所

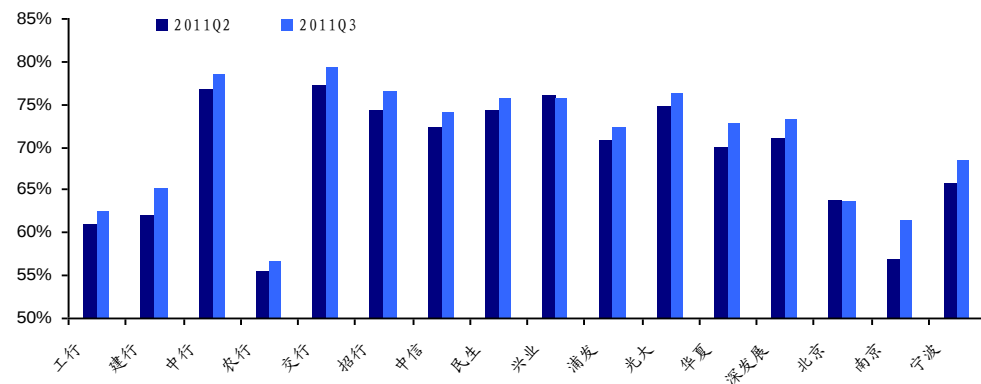
图 2 2011 年三季度上市银行存款环比增速



资料来源：上市银行 2011 年三季报、海通证券研究所

由于存款增速受限，导致部分银行的贷存比也处于上限位置。交通银行、中国银行、光大银行、招商银行、民生银行和兴业银行都已经银监会规定的 75% 的上限，而中信银行、华夏银行、浦发银行和深发展也距离这一标准不远。

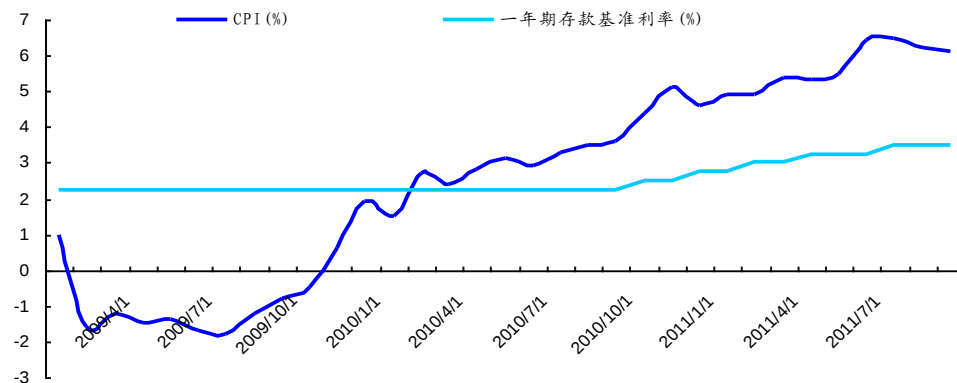
图 3 上市银行贷存比情况



资料来源：上市银行 2011 年三季报、海通证券研究所

造成银行吸存困难的根本问题还是负利率，存款利率与社会融资实际成本的巨大差异造成体系内存款外逃。

图 4 CPI与基准利率情况



资料来源: WIND、海通证券研究所

三季度行业规模增速出现下滑,尤其是负债端存款增长受到了较大的影响。从目前来看,存款分流的情况仍在持续,未来 3-6 个月时间内,银行吸存压力仍然较大。

1.2 同业资产受到压缩,推动息差扩张因素减弱

截止 2011 年三季度,16 家上市银行平均息差 2.68%,同比增长 14 个 Bp。三季度息差延续了今年上半年增长较快的趋势,尤其是宁波、华夏、中信、民生等银行息差上升较快。

表 1 上市银行单季息差情况

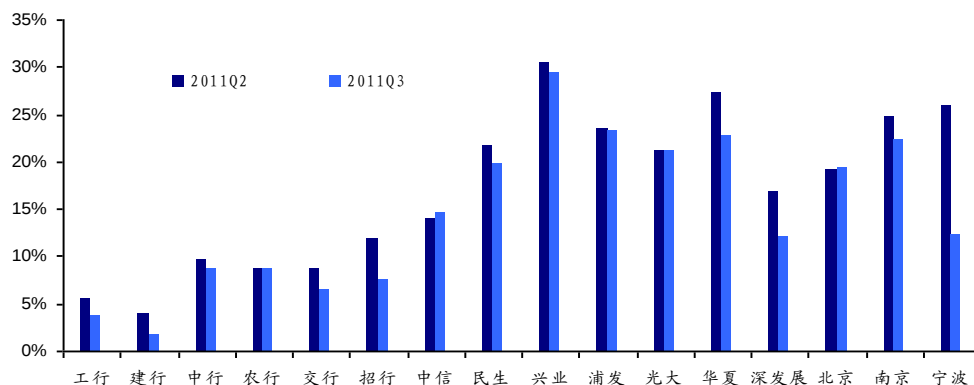
	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
工行	2.38%	2.41%	2.48%	2.48%	2.46%	2.50%
建行	2.40%	2.50%	2.62%	2.61%	2.59%	2.66%
中行	2.02%	2.05%	2.14%	2.04%	2.05%	2.05%
农行	2.46%	2.55%	2.70%	2.68%	2.67%	2.77%
交行	2.34%	2.34%	2.47%	2.39%	2.45%	2.50%
招行	2.50%	2.54%	2.76%	2.82%	2.84%	3.07%
中信	2.55%	2.58%	2.67%	2.73%	2.83%	3.06%
民生	2.92%	2.87%	2.95%	2.87%	3.17%	3.32%
兴业	2.31%	2.26%	2.34%	2.12%	2.52%	2.49%
浦发	2.50%	2.58%	2.48%	2.46%	2.51%	2.54%
光大	--	2.32%	2.37%	2.48%	2.42%	2.58%
华夏	2.42%	2.37%	2.49%	2.46%	2.70%	2.90%
深发展	2.50%	2.55%	2.55%	2.73%	2.64%	2.65%
北京	2.32%	2.22%	2.31%	2.28%	2.34%	2.32%
南京	2.47%	2.45%	2.50%	2.54%	2.59%	2.47%
宁波	2.56%	2.41%	2.35%	2.25%	2.43%	2.98%

资料来源:上市银行 2010 (2011) 年 (中、季) 报、海通证券研究所

信贷紧缩和银行对贷款结构的调整,使得贷款收益率相比上半年有了进一步的提升,但另一方面负利率使得银行吸存成本也有较快上升,从上市银行公布的数据来看,大部

分银行三季度存贷利差相较二季度环比增加在 5bp 以内，部分银行甚至出现了下滑。这说明存贷款收益率的提升并不是导致三季度净息差上行的唯一因素。我们认为，生息资产的压缩，尤其是同业资产的下降对三季度净息差提升作用更大。三季度上市银行生息资产规模较二季度下降 0.72%，而其中同业资产尤其是买入返售项下降更加明显，比二季度平均下滑 25.96%。我们认为整个同业资产的压缩以及贷款占比提升是造成三季度净息差上行的最主要因素。

图 5 同业资产占生息资产比例



资料来源：上市银行 2011 年中（季）报、海通证券研究所

对于四季度行业息差表现，我们维持稳中有降的观点。我们这一判断主要基于：1）、生息资产结构性调整的空间已经不大，结构性因素对于息差的效用已经缩小。2）、四季度信贷紧缩状况有望得到一定程度的缓解，贷款利率上浮的空间有限。3）、目前银行存款实际利率仍未负，吸存压力仍然很大。

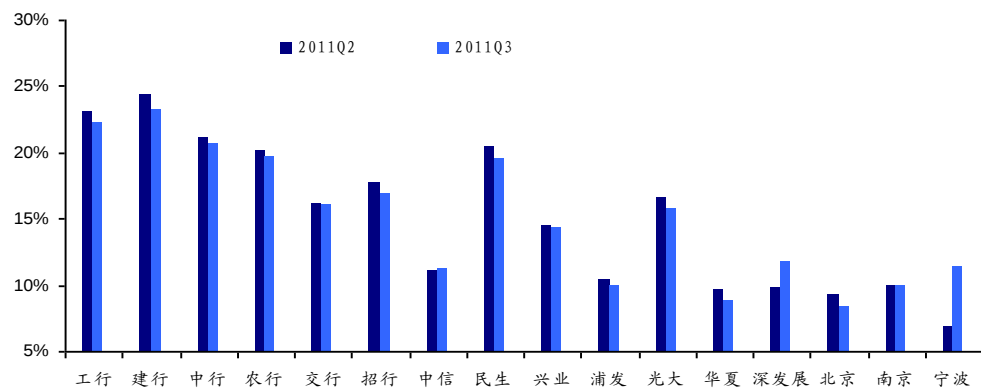
1.3 受到监管政策影响，中间业务环比下滑

2011 年第三季度上市银行手续费及佣金收入环比下滑 9.70%，没能延续上半年高增长的态势。

对于中间业务收入占比的提高，我们认为这是行业发展的一个大趋势，这主要是因为：1）、银行零售客户和中小企业客户占比的提升使得金融服务的需求更加丰富；2）、社会融资方式的多样化使得银行从过去的贷款批发商向企业的全方位财务融资顾问转型；3）、监管政策的调整和再融资成本的提升使得银行发展中间业务的动力大大提升。

但上半年的增速还是有很多短期因素造成的，信贷紧缩是一个大背景，而理财业务的高速增长也给中间业务的快速增长创造了条件。而下半年开始，银监会加强了理财产品的发行和管理，这给银行中间业务收入增速造成了一定影响。我们预计四季度及明年中间业务增速将趋于平缓，但整体仍会高于营业收入增长。

图 6 中间业务收入占营业收入比例

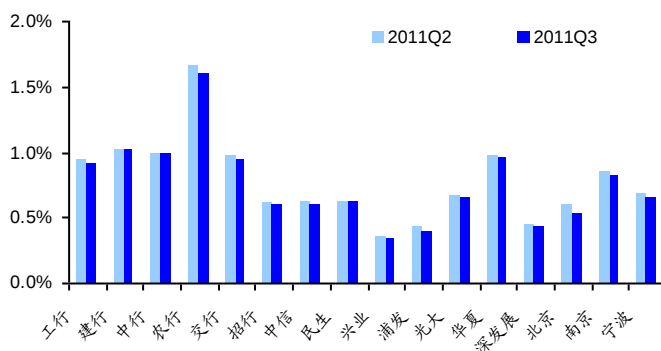


资料来源：上市银行 2011 年中（季）报、海通证券研究所

1.4 不良率继续下降，但逾期贷款有所上升

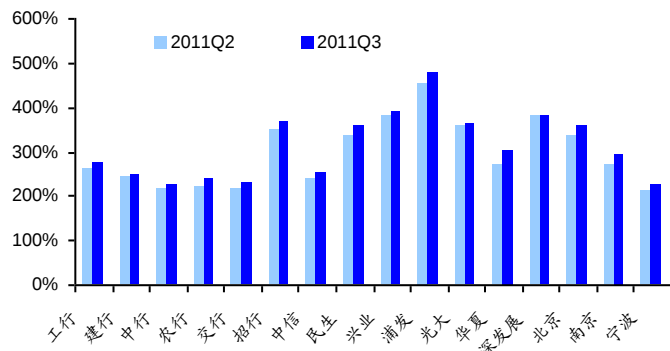
2011 年第三季度上市银行整体不良率为 0.96%，环比二季度下降 3 个 bp，不良贷款规模与二季度基本持平，拨备覆盖率升至 259.3%。

图 7 上市银行贷款不良率情况



资料来源：上市银行 2011 年中（季）报、海通证券研究所

图 8 上市银行拨备覆盖率情况



资料来源：上市银行 2011 年中（季）报、海通证券研究所

三季度上市银行资产质量的表现实际上好于我们的预期，16 家上市银行中除了建行、兴业和深发展的不良余额出现小幅上升外，其他 13 家银行不良率和不良余额都为双降。但我们也注意到部分上市银行逾期和关注类贷款出现了明显上升，区域上江浙一带较多，而行业上房地产业和中小企业出现逾期的数量在三季度也出现了较大幅度的增加。对于资产质量变化的判断，我们很难进行量化测算，但我们对宏观经济的基本判断是劳动力和原材料价格的上涨以及外部经济的动荡一定会对我国外向型的企业造成严重的影响，而房地产的限购措施以及政府投资增速的放缓使得我国未来一段时间的投资增速回落，内需的提振还需一个逐渐的过程。所以，对于国内大部分的企业来讲，都将面临一定的盈利压力，而从三季报的结果来看，早中周期性行业已经出现了明显的业绩下滑。而银行作为后周期行业，其业绩和资产质量的拐点也会在未来 3-6 个月出现，但下滑的速度和幅度要根据我国具体的经济运行状况和政策来决定。

相比二季度，三季度上市银行整体计提减值准备略有减小。环比下降比较快的有光大银行、宁波银行、中国银行和民生银行。按照惯例，四季度银行计提拨备和成本费用会有季节性增加，因此四季度计提减值对利润的影响应该会大于前三季度。

表 2 上市银行计提资产减值准备的情况

单位(亿元)	2010Q1	2010H1	2010Q3	2010	2011Q1	2011H1	2011Q3
工行	39.16	96.93	178.20	279.88	86.54	168.81	243.83
建行	49.68	98.24	126.33	292.92	47.94	139.25	208.30
中行	58.97	99.51	111.62	129.93	46.15	122.87	162.37
农行	85.00	196.23	325.47	434.12	121.48	276.97	414.39
交行	26.05	53.91	100.95	125.33	31.85	59.52	95.62
招行	15.57	23.94	29.79	55.01	20.49	40.64	55.73
中信	11.75	18.24	26.16	52.49	17.19	19.29	37.41
民生	11.65	22.63	42.36	55.04	17.88	43.37	58.17
兴业	6.92	13.42	19.79	23.43	4.33	6.56	11.66
浦发	8.15	15.14	20.75	45.87	8.19	18.29	37.19
光大	3.70	9.77	18.37	34.91	6.85	22.35	22.51
华夏	8.59	18.32	30.48	42.12	14.71	23.21	36.37
深发展	1.19	4.94	8.04	14.88	2.41	7.31	12.40
北京	-1.50	0.12	1.62	11.89	1.91	2.26	4.50
南京	1.20	2.40	3.53	5.18	1.31	2.82	4.71
宁波	0.62	1.30	1.91	3.66	0.79	2.75	3.68

资料来源：上市银行 2010 年（中、季）、2011 中（季）报、海通证券研究所

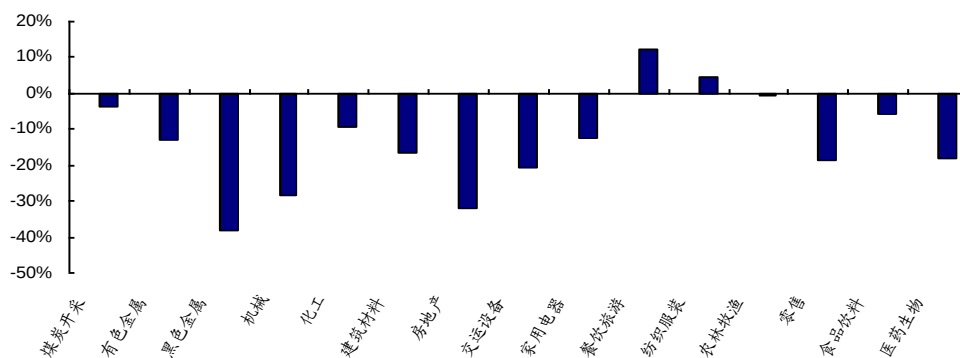
整体而言，截止到今年三季度银行业的经营业绩良好，各项经营指标不断改善。但从趋势上判断，下半年规模增长平稳，息差见顶回落的可能性较大，中间业务收入同比增速下降，资产质量有下行风险，从而导致业绩同比增速将出现一定的下滑。

2. 四季度银行业投资策略

2.1 经济增速放缓趋势明显，货币政策微调

从整体来看，经济增速的放缓的迹象已经十分明显。从三季报来看早、中周期的行业的净利润环比增速出现了明显的下滑，而后周期行业和消费类表现较为平稳。

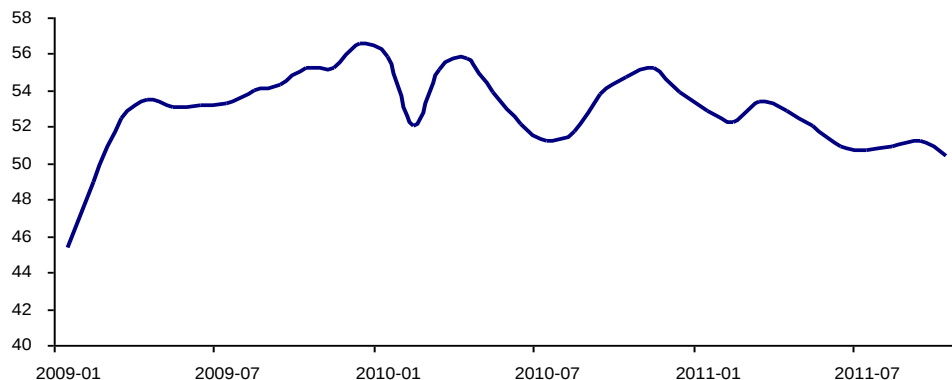
图 9 主要行业三季度净利润环比情况



资料来源：WIND、海通证券研究所

另一方面 PMI 指数也显示出宏观经济下行的趋势较为明显。

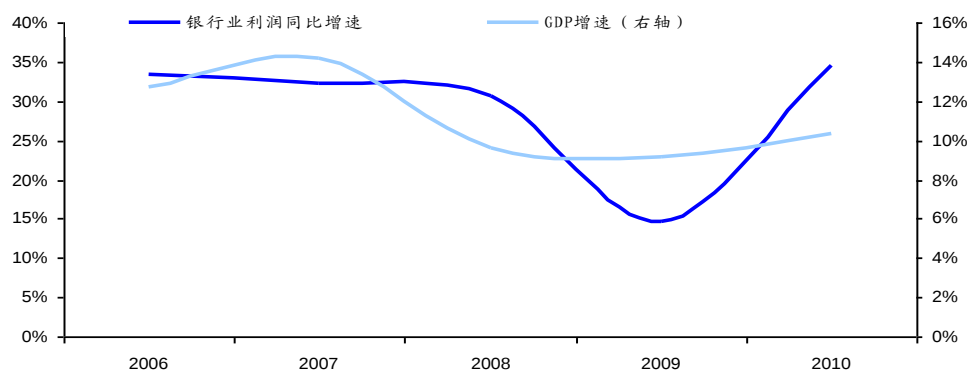
图 10 PMI 指数走势



资料来源：国家统计局网站、海通证券研究所

银行作为后周期行业，业绩一般晚于宏观经济下滑 6-12 个月左右。所以我们判断银行业绩的拐点应该在未来 3-6 个月内出现。

图 11 银行业绩表现具有后周期性



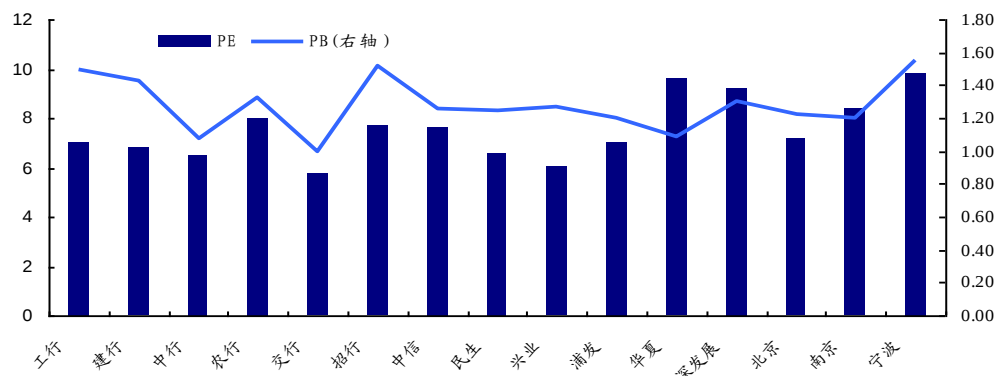
资料来源：WIND、海通证券研究所

今年的货币政策一直以紧缩为基调，前三季度信贷投放 5.7 万亿，同比减少 6000 亿。尤其是第三季度，新增信贷仅 1.5 万亿，M1 和 M2 增速分别降为 8.9% 和 13%。按照历史经验，我国 M2 增速一般比名义 GDP 增速高 4-5 个百分点，而今年前 9 个月 M2 增速低于名义 GDP 增速，持续的信贷紧缩有可能会对经济平稳运行有一定冲击。尤其是三季度，监管部门对理财及同业的监管使得银行额度外的流动性供给大幅减少，实体经济普遍感到融资困难，经济下滑的风险也有所累积。由于目前 CPI 已经出现拐点，我们预计四季度货币政策将有所放松，信贷投放的规模较三季度可能有明显的上升。

2.2 防御性是行业投资的主基调，四季度难有超额收益

目前 16 家上市银行 2011 年平均动态市盈率约为 7.5 倍，平均动态市净率约为 1.3 倍，估值水平低于 2008 年最低点。

图 12 上市银行 2011 年估值情况（单位：倍）

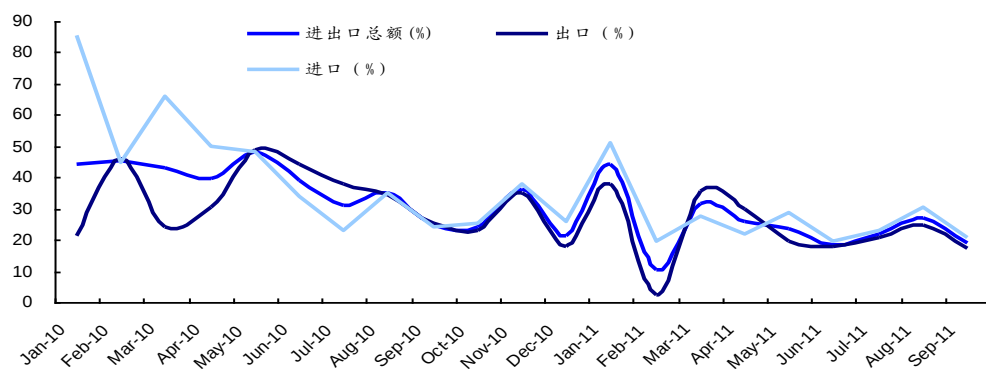


资料来源：WIND、海通证券研究所

我们认为，银行业的投资逻辑是：1）、银行是宏观经济的放大器，因此投资银行最基本的逻辑是投资宏观经济。2）、宏观经济的周期性使得银行的估值和业绩也有周期性的变化。3）、银行业的业绩具有后周期性，而银行的估值却反映宏观经济的预期，这使得银行业的估值和业绩在一定的阶段表现出反向变动的特征。

因此，估值的提升关键是宏观经济预期的明朗，但从现在情况来看这一结果仍为时过早，外部经济疲弱以及原材料和劳动力成本的上升正给出口导向企业巨大的生存压力；而另一方面，房地产限购等措施也将影响我国整体的投资增速。拉动经济的三驾马车中有两架显现疲态，此时我们对中期宏观经济的走向难有乐观的判断。因此，尽管目前行业估值处于底部，但估值大幅提升的条件仍不具备。

图 13 我国对外贸易同比增速



资料来源：WIND、海通证券研究所

上市公司的股价表现中长期应遵从基本面的变化，而短期则对供需更为敏感。因此，流动性的改善无疑将对上市公司股价有积极意义。而四季度的信贷放松会不会给行业带来一拨较大的投资机会？我们认为这种可能性不大。

首先，我们对四季度货币政策的判断仍属微调，而非转向。毕竟我国目前通胀水平仍维持高位运行，重返过度宽松将再次推高通胀且对于国内经济转型不利。

其次，目前 A 股上市银行总市值达到 6 万亿，而流通市值达到 3 万亿。而目前市场

所预期的流动性改善也只是货币政策的微调，不足以推动银行业股价的大幅上涨，而对于中小市值企业来讲这样级别的流动性改善更有意义。

最后，从行业比较来看三季度上证指数下跌 12.67%，而银行业指数同期下跌仅为 6.54%。这主要由于早中周期行业在此期间面临业绩地雷，而银行业业绩较为平稳且估值安全。而四季度上市公司没有业绩冲击的危险，流动性的改善使得投资者更偏好市值小，成长性好的公司。在这样的背景下，我们认为四季度行业难有超额收益。

3. 投资建议

按照我们的盈利预测，2011 年 16 家上市银行平均利润增速约为 27%，平均动态市盈率为 7.5 倍，平均动态市净率为 1.3，目前估值处于历史底部。我们认为在四季度在货币政策上将出现微调，流动性有所改善，但由于银行业市值大，成长性较差，且中期宏观经济风险仍未解除，短期的流动性改善对行业估值提升意义不大，四季度行业较难获得超额收益。因此，维持行业“中性”评级。

个股上我们推荐估值低，管理能力强且发展战略明确的银行，如招商银行、交通银行和浦发银行。

4. 风险提示

全球经济不确定性；宏观经济增速放缓；地方债务危机。

附表

股票简称	评级	9月9日收盘价	流动 A 股股本	每股收益 EPS (元)			每股净资产 BVPS (元)		
			(百万)	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
工商银行	增持	4.18	262225	0.48	0.59	0.71	2.35	2.78	3.37
建设银行	增持	4.57	9594	0.54	0.67	0.81	2.79	3.18	3.86
中国银行	中性	2.95	195525	0.37	0.45	0.53	2.31	2.74	3.17
农业银行	中性	2.58	20456	0.29	0.37	0.43	1.67	1.98	2.34
交通银行	增持	4.67	32709	0.69	0.81	0.91	3.96	4.66	5.40
招商银行	增持	11.81	17666	1.19	1.54	1.75	6.21	7.77	9.22
兴业银行	中性	13.22	10786	3.09	2.18	2.39	15.35	10.36	12.32
浦发银行	增持	9.30	14923	1.34	1.31	1.40	8.57	7.70	8.84
深发展 A	——	16.48	3105	1.80	1.83	2.20	9.62	11.66	14.04
华夏银行	中性	10.53	4200	1.20	1.11	1.28	7.11	9.78	10.83
民生银行	——	5.87	22588	0.66	0.90	1.09	3.90	4.74	5.74
中信银行	中性	4.60	31691	0.55	0.60	0.88	3.08	3.73	4.64
北京银行	中性	9.79	6228	1.09	1.16	1.36	6.83	8.33	9.50
宁波银行	中性	9.80	2479	0.81	1.00	1.26	5.51	6.35	7.40
南京银行	中性	8.32	2969	0.78	0.98	1.26	6.34	7.17	8.24
光大银行	中性	3.07	15217	0.36	0.40	0.47	2.01	2.42	2.82

股票简称	ROAE (%)			市盈率 PE (倍)			市净率 PB (倍)		
	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
工商银行	22.10	23.11	23.01	8.71	7.08	5.89	1.78	1.50	1.24
建设银行	21.54	20.91	20.89	8.46	6.82	5.64	1.64	1.44	1.18
中国银行	18.02	18.02	17.82	7.97	6.56	5.57	1.28	1.08	0.93
农业银行	21.44	20.15	19.91	8.90	6.97	6.00	1.54	1.30	1.10
交通银行	20.20	18.84	18.11	6.77	5.77	5.13	1.18	1.00	0.86
招商银行	22.73	21.98	20.64	9.92	7.67	6.75	1.90	1.52	1.28
兴业银行	24.43	23.05	21.07	4.28	6.06	5.53	0.86	1.28	1.07
浦发银行	20.09	18.37	16.97	6.94	7.10	6.64	1.08	1.21	1.05
深发展 A	23.28	22.63	22.22	9.16	9.10	7.50	1.71	1.41	1.17
华夏银行	18.22	14.21	12.40	8.77	9.49	8.23	1.48	1.08	0.97
民生银行	18.30	20.92	20.88	8.89	6.52	5.39	1.51	1.24	1.02
中信银行	19.29	21.02	25.23	8.36	7.67	5.23	1.49	1.23	0.99
北京银行	16.99	16.43	15.21	8.98	8.44	7.20	1.43	1.18	1.03
宁波银行	18.13	16.92	18.27	12.10	9.80	7.78	1.78	1.54	1.32
南京银行	14.97	14.53	16.37	10.67	8.49	6.60	1.31	1.16	1.01
光大银行	19.76	18.23	15.30	8.53	7.68	6.53	1.53	1.27	1.09

资料来源: WIND, 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

董乐：金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、兴业银行、民生银行、深发展 A、北京银行、南京银行、宁波银行

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。