2021 年 01 月 15 日
行业研究●证券研究报告

银行

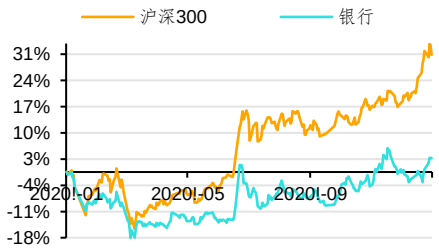
行业专题报告

万物有度，绝对低估值系列——低价银行股

投资评级 领先大市-A 维持

首选股票		评级
03618	重庆农商行	买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.80	-5.01	-27.59
绝对收益	3.82	8.98	3.70

分析师 崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

相关报告

银行：LPR 形成机制改革快评 2019-08-17

银行：定调监管框架，把握确定性 —金融工作会议点评 2017-07-17

银行：M2 增速持续走低，经济脱虚向实显著 2017-07-14

银行：降杠杆拉低 M2 增速，信贷需求良好 2017-06-16

银行：信贷和社融升温，表外大幅缩水 2017-05-15

投资要点

- **本文逻辑：** 2017 年以来龙头溢价现象在金融板块及整个市场越来越明显。我们认同优质公司应享有一定溢价，并相信溢价现象将长期存在。但与此同时，我们也认为万物有度，“树长不到天上，很少有东西会价值归零”的投资思想具有指导意义。因此，本文梳理 AH 银行业个股，在低估值中寻找优质投资标的。

- **选股思路：** 首先，我们选择 1）最近一年持续盈利；2）目前 P/B 处于最近 10 年十分位以下；3）最近一年日均成交额大于等于 6000 万元；4）可预见时间内无大额解禁（A 股公司上市超 4 年，港股上市超 2 年）。共取得 23 只个股，其中 A 股 15 只，港股 8 只。

  然后，我们分析比较初选取得名单，剔除公司本身或大股东面临重大潜在风险者；剔除资产质量不佳且无改善迹象者；剔除 ROE 长期偏低者；剔除重要业务显著恶化者；剔除两地上市中估值较高一方。

  最终，基于绝对低估值和基本面无重大潜在风险两方面，确定 7 只个股。

- **投资建议（建议关注以下标的）：**

  邮储银行（1658.HK）： 资产质量较好且负债端优势明显。虽然 2019 年以来负债端成本有所上升、净利差持续降低，但仍处于可比公司优势地位，2016 年以来 ROA 稳中有升。

  四大行中的**工商银行（1398.HK）、建设银行（0939.HK）、农业银行（1288.HK）：** 负债端优势明显，净利差稳定在 2.00%左右。工行、建行相对优异，农行资产质量持续改善且拨备计提更充分。

  渝农商（3618.HK）： 资产质量好，其他方面处可比公司中档，胜在估值极低。说明：渝农商 H 最近一年日均成交额仅 3,138 万元，或不适合大资金进出。

  南京银行（601009.SH）： 资产质量相对较好，净利差稳中有升。在行业整体盈利能力下滑环境中，ROE、ROA 降幅较小，且 ROE 处对比公司较高位。

  浦发银行（600000.SH）： 资产质量相对不佳，负债端成本也处可比公司较高位。但资产质量持续改善、负债端成本持续降低。

- **风险提示：** 银行业 ROE 降低趋势并未改变，金融系统强监管趋势不改。估值回归过程漫长且面临较大不确定性；上市公司改善力度及持续性或低于预期；市场景气转变，市场整体估值下移。

内容目录

一、低估值类个股初步筛选 3
二、剔除公司本身或大股东存在重大潜在风险者 5
三、去伪存真，寻找优质低估值标的 6
（一）净资产重调整：透视银行资产质量 6
（二）进一步筛选：剔除质地不佳的个股 7
四、最终确定的优质低估银行股 10
风险提示 12

图表目录

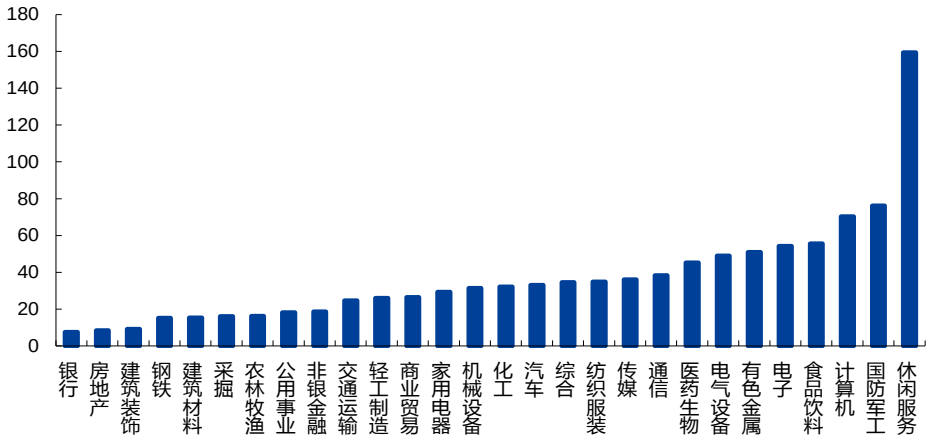
图 1：A 股各行业间 PE TTM 比较 3
图 2：A 股银行股 PB LF 比较 3
图 3：港股银行股 PB MRQ 比较 3
图 4：贵州政府性债务余额/GDP 与其他省份比较 5
图 5：贵州常驻人口数量变化趋势与浙江、云南比较（万人） 5
图 6：低估值类上市银行估算净资产调整幅度（基于 Q320 数据） 6
图 7：拨备覆盖率保持 100%，低估值类上市银行 2020E 净利润调整幅度估算 6
图 8：华夏、中信、浦发、光大、民生、交行披露不良率比较（%） 7
图 9：可选标的调整后 PB 比较 7
图 10：可选标的 2020E ROE 比较 7
图 11：可选标的收入结构比较（2020.1-3Q） 8
图 12：不同类型上市银行利息净收入占比比较 8
图 13：上海银行投资收益收入占比显著高于上市银行平均水平 8
图 14：可选标的资产结构比较（2020.1-3Q 末） 9
图 15：可选标的 ROE 比较（%） 9
图 16：可选标的 ROA 比较（%） 9
图 17：可选标的计息负债成本率比较（%） 10
图 18：可选标的净利差比较（%） 10
图 19：可选标的不良率比较（%） 10
图 20：可选标的（不良+关注）/贷款总额比较（%） 10
图 21：邮储银行 H 历史 PB 估值 11
图 22：工商银行 H 历史 PB 估值 11
图 23：建设银行 H 历史 PB 估值 11
图 24：农业银行 H 历史 PB 估值 11
图 25：重庆农商行 H 历史 PB 估值 12
图 26：南京银行历史 PB 估值 12
图 27：浦发银行历史 PB 估值 12

表 1：银行板块低估值个股初选名单 4
表 2：银行板块绝对低估值建议关注个股名单 11

一、低估值类个股初步筛选

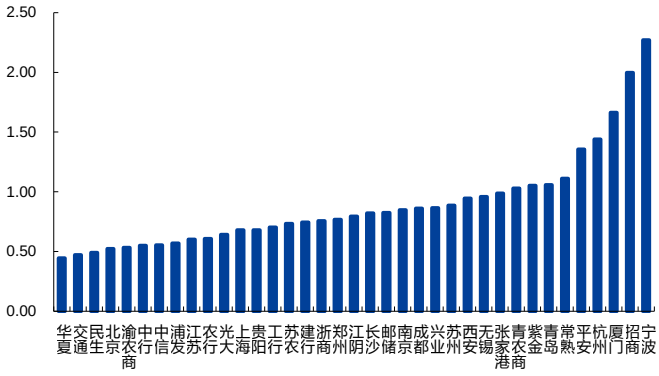
2017 年以来龙头溢价现象在金融板块及整个市场越来越明显。结构性分化进行到现在，A 股与港股之间、各行业之间、行业内各公司之间的估值差异越来越大。我们不禁疑问，这种差异限度的极限在哪里？

图 1：A 股各行业间 PE TTM 比较



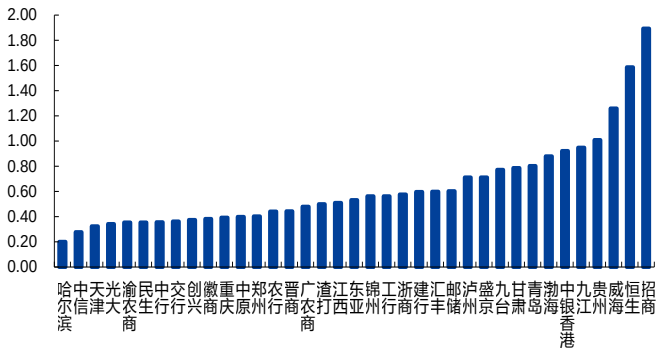
资料来源：WIND，华金证券研究所，注：使用 2021 年 1 月 14 日收盘价

图 2：A 股银行股 PB LF 比较



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：使用 2021 年 1 月 14 日收盘价

图 3：港股银行股 PB MRQ 比较



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：使用 2021 年 1 月 14 日收盘价

我们认同成长性更高的行业、公司应享有一定溢价，并相信溢价现象将长期存在。但与此同时，我们也认为万物有度，“树长不到天上，很少有东西会价值归零”的投资思想具有决定性的指导意义。因此，本文梳理 AH 两地银行业个股，从绝对低估值的角度寻找投资标的。

首先，我们拟将陆港两地全部金融股进行筛选，初步选取名义估值已处于底部且具有交易可行性的个股名单。筛选使用的四个条件分别是：

1）最近一年持续盈利、无亏损；

2）目前 P/B 或 P/EV 小于等于 1.00x，且所处分位低于最近 10 年 10%；

3）最近一年日均成交额大于等于 6000 万元（交易量太小，不具交易可行性）；

4）可预见期间无大额解禁，具体表现为 A 股上市超过 4 年，港股上市超过 2 年。

基于上述四个条件，银行板块我们筛选出 23 只个股[1]，其中 A 股 15 只，港股 8 只。

此外，考虑到港股市场流动性弱于 A 股，交易量普遍较小，我们将最近一年日均成交额放宽至大于等于 3000 万元，重庆农商行（3618.HK）也可进入筛选范围之列。

表 1：银行板块低估值个股初选名单

市场	证券代码	证券简称	上市日期	收盘价 2021/1/14	总市值（亿元 当地货币）	市净率 PB(MRQ)	最近一年日均成交额 万元	市净率分位数 [起始交易日期] 2011-01-01
港股	1398.HK	工商银行	2006-10-27	5.03	17,927	0.56	122,548	4.72
	0939.HK	建设银行	2005-10-27	6.07	15,176	0.59	199,624	3.97
	1288.HK	农业银行	2010-07-16	2.96	10,359	0.44	33,753	3.40
	3988.HK	中国银行	2006-06-01	2.71	7,978	0.35	81,650	2.94
	1658.HK	邮储银行	2016-09-28	4.79	4,166	0.60	18,218	8.13
	3328.HK	交通银行	2005-06-23	4.31	3,201	0.36	12,621	3.14
	1988.HK	民生银行	2009-11-26	4.62	2,023	0.35	15,480	3.08
	0998.HK	中信银行	2007-04-27	3.42	1,674	0.28	14,278	2.29
	3618.HK	重庆农商	2010-12-16	3.28	373	0.35	3,138	3.02
A 股	601398.SH	工商银行	2006-10-27	5.08	18,105	0.70	112,323	2.97
	601939.SH	建设银行	2007-09-25	6.55	16,376	0.74	64,700	5.08
	601288.SH	农业银行	2010-07-15	3.18	11,129	0.61	63,557	0.92
	601988.SH	中国银行	2006-07-05	3.21	9,450	0.55	36,197	1.11
	601328.SH	交通银行	2007-05-15	4.51	3,349	0.47	49,309	0.74
	600000.SH	浦发银行	1999-11-10	9.87	2,897	0.57	47,084	2.38
	601998.SH	中信银行	2007-04-27	5.16	2,525	0.55	13,814	3.98
	600016.SH	民生银行	2000-12-19	5.19	2,272	0.49	53,268	0.94
	601818.SH	光大银行	2010-08-18	3.97	2,145	0.65	58,115	5.25
	601229.SH	上海银行	2016-11-16	8.15	1,158	0.69	21,050	4.29
	601169.SH	北京银行	2007-09-19	4.84	1,023	0.52	29,377	1.70
	600015.SH	华夏银行	2003-09-12	6.17	949	0.44	16,560	1.45
	601009.SH	南京银行	2007-07-19	7.95	796	0.85	36,839	5.86
	601997.SH	贵阳银行	2016-08-16	7.72	248	0.68	21,427	1.63
	002807.SZ	江阴银行	2016-09-02	4.16	90	0.79	8,349	8.34

资料来源：WIND，华金证券研究所，注：总市值、市净率、分位数均使用 2021/1/14 收盘价数据

[1] 由于多家公司 AH 两地上市，23 只个股实际为 17 家上市银行

二、剔除公司本身或大股东存在重大潜在风险者

初步筛选，我们使用的是极易获取的浅层量化指标。基于初选名单，我们进一步剔除公司本身或大股东存在重大潜在风险的标的。我们相信低估值类个股之所以估值低，是因为各自有各自的问题，但问题也应分类，有些不可修复的硬伤或看不到改善的潜在风险是需要规避的。

这一步，我们剔除贵阳银行（601997.SH），尽管公司 PB 很低、ROE 较高。

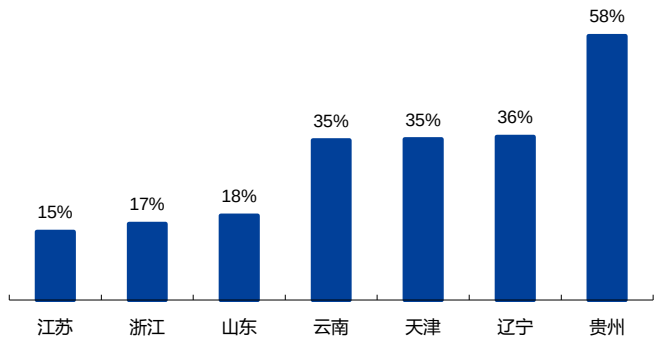
- **贵阳银行（601997.SH）：**是立足贵州的城商行，20 多年扎根本土，主要经营机构均位于贵州省。H120 贵州省贡献营业收入占比 96.34%。**我们剔除贵阳银行的原因是贵州地区负债率较高、政府财力不足且未发现改善迹象，前景堪忧。**

区域性银行各项业务与当地经济息息相关，当地经济又与地方政府财力息息相关。去繁从简，我们重点关注两个指标，1）地方政府预算体系，包括一般公共财政预算、政府性基金和国有资本经营。一般公共财政收入包括税收收入和非税收收入，税收收入占比通常可达 60-80%；一般公共财政支出囊括当地的基建、交运、教育、医疗、社会保障等一系列支出。国有土地使用权出让金是政府性基金的主要来源（占比 70%以上）。2）地方政府负债率。

贵州位于我国西南腹地，下辖 9 个市州，各市州经济财政实力整体较弱，绝对规模低。虽然近年来 GDP 增速较快，但从政府预算体系来看，一般公共财政收支持续为负且逐年缺口扩大，同时政府性基金净收入和国有资产运用收益远不能弥补财政支出缺口，显示贵州财政自给率较低。这一点从负债率也可佐证。2019 年贵州省地方政府性债务余额 9,673 亿元，与 GDP 的比值达到 58%，而这一数值江苏为 15%、浙江为 17%。

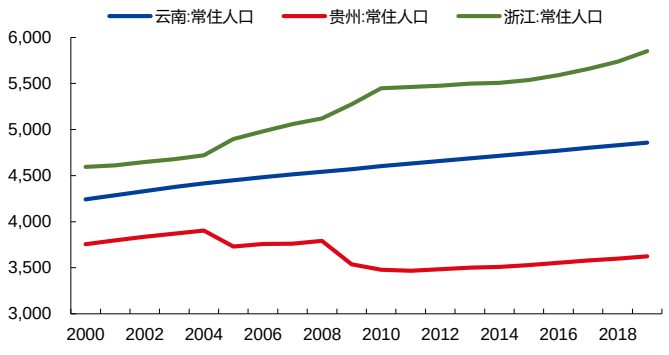
常驻人口我们认为也是一个十分重要的指标。根据 WIND 数据，2004-10 年间贵州常驻人口趋势性减少。2011 年以来，人口净流出现象虽已缓解，但人口增速显著慢于浙江等经济发达省份，也慢于相邻的云南。

图 4：贵州政府性债务余额/GDP 与其他省份比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 5：贵州常驻人口数量变化趋势与浙江、云南比较（万人）



资料来源：WIND，华金证券研究所

三、去伪存真，寻找优质低估值标的

（一）净资产重调整：透视银行资产质量

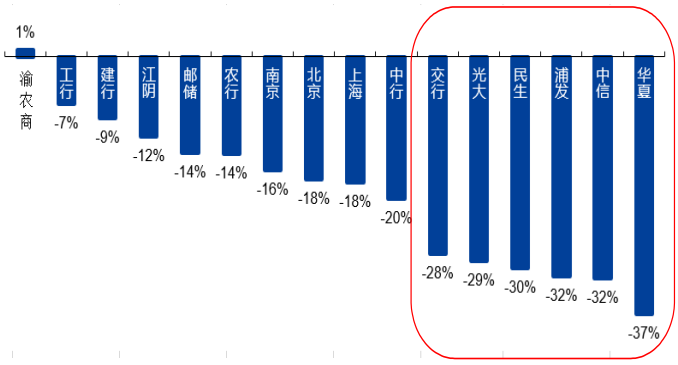
银行资产负债表隐蔽性较强。考虑到银行业务的复杂性和宏观经济的不可预测性，我们首先对相关上市银行的资产负债表进行调整。调整方式为：将银行最新一期资产负债表内的商誉、无形资产、优先股、永续债扣除，将已计提拨备加回，然后将所有潜在坏账扣除，以此还原“真实”净资产。潜在不良的口径是逾期贷款、对公贷款*工商银行[2]对公不良率、关注类贷款*30%、金融投资*1.50%。

需要说明的是，我们的假设相对极端，也没有考虑不同银行间业务能力的差异。但我们认为从绝对低估值的角度进行选股，警惕基本面恶化、防止进入估值陷阱是第一要务，因此采用相对保守的假设是合理的。

然后，基于上市银行拨备余额和潜在不良金额，假设需计提或冲销拨备，使拨备覆盖率保持100%。将应计提或冲销拨备金额与2020E净利润进行比较。我们通过这一指标观测，上市银行资产质量潜在风险对利润的影响幅度。

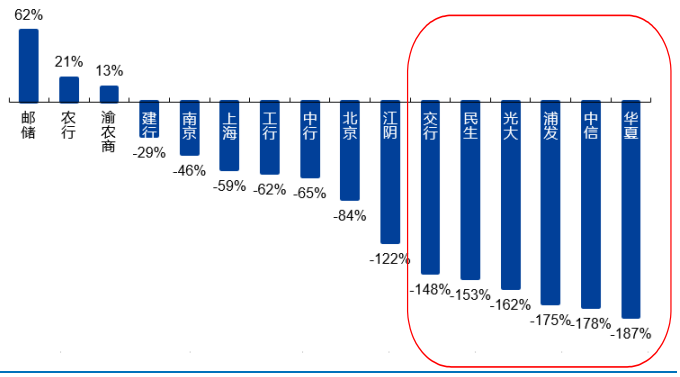
经过上述调整，上市银行间资产质量的差异显现出来，华夏银行归母净资产调降37%，重庆农商行归母净资产则可调升0.88%。若补提拨备，华夏银行需拿出2020年估算净利润的187%，邮储则可释放出62%的净利润。

图6：低估值类上市银行估算净资产调整幅度（基于Q320数据）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图7：拨备覆盖率保持100%，低估值类上市银行2020E净利润调整幅度估算



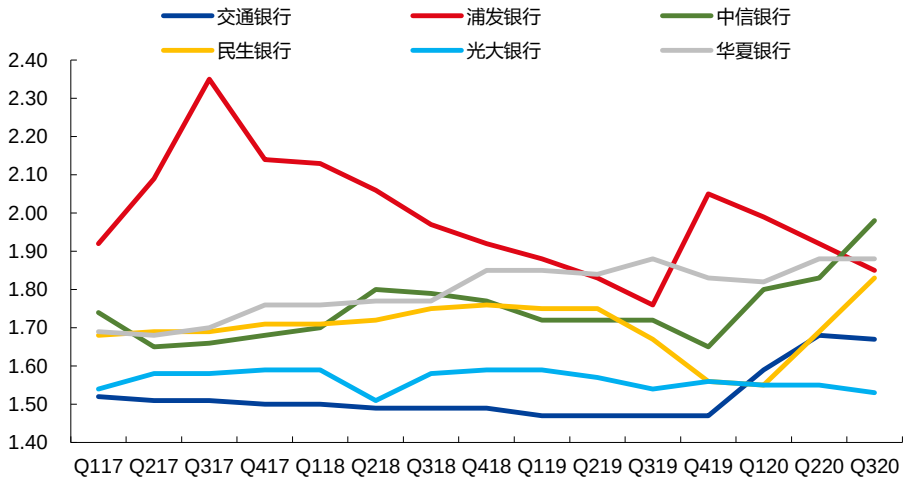
资料来源：WIND，华金证券研究所

经过上述简单调整后的比较，我们认为华夏银行、中信银行、浦发银行、光大银行、民生银行、交通银行资产质量不佳。

从6家公司季度不良率数据变化来看，浦发银行自2017年4季度开始持续改善；华夏银行、民生银行、中信银行、交通银行不良率数据显示资产质量或有恶化迹象；光大银行不良率平稳，但无显著改善迹象。

[2] 将工商银行视同为行业平均水平，以消除各银行间认定口径不同的差异

图 8：华夏、中信、浦发、光大、民生、交行披露不良率比较（%）



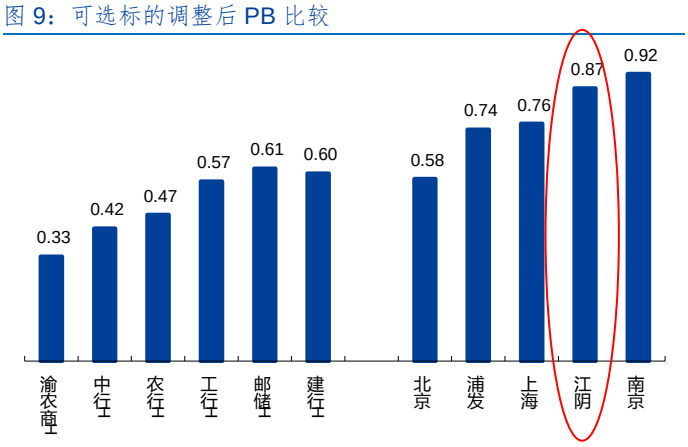
资料来源：WIND，华金证券研究所

考虑到资产质量及其变化趋势，侧面反映一家银行的公司治理、业务能力、风控水平，**我们剔除资产质量不佳且无明显改善迹象的华夏银行、中信银行、光大银行、民生银行、交通银行。我们认为这五家上市银行潜在风险仍然较大。**

（二）进一步筛选：剔除质地不佳的个股

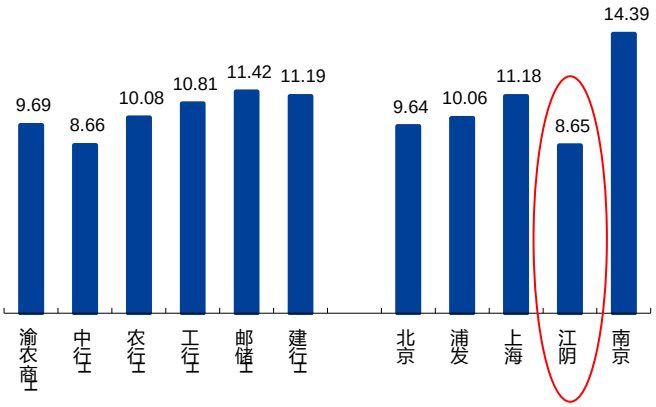
在剩余 11 家上市银行中，四大行均两地上市，且港股较 A 股折价 20-40%。考虑到港股通自 2014 年推出，目前已十分成熟便利，我们认为对于机构资金陆港市场间切换，已无障碍。因此，**我们剔除估值高于自身港股的四大行 A 股**。至此，上市银行低估值标的清单还剩 11 家公司及股票。

图 9：可选标的调整后 PB 比较



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：使用 2021 年 1 月 14 日收盘价

图 10：可选标的 2020E ROE 比较



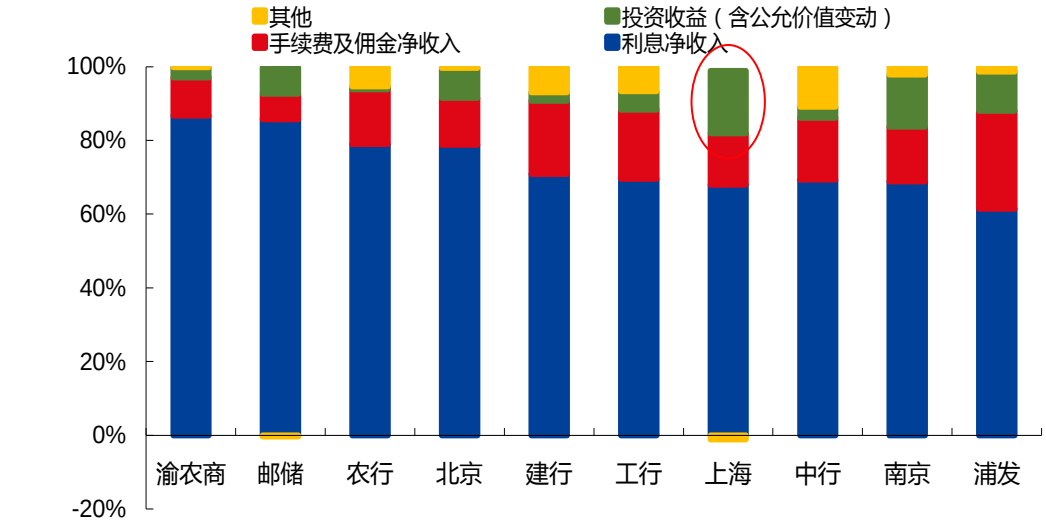
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 6 和 7 显示，江阴银行在可选标的中 PB 估值偏高，同时 ROE 较低。从历史数据看，江阴银行 2016 年上市以来 ROE 持续维持在 9.00%左右，WIND 市场一致预期 2020E ROE 仅 8.65%，在可选标的中最低。**基于高 ROE 高 PB 的原理，我们将江阴银行剔除出可选标的。**

继续筛选剩余 10 只可选标的。从收入结构来看，上海银行收入中投资收益占比较高，2018、19、20 年 1-3 季度投资收益收入占比分别达到 29%、25%和 17%，长期显著高于其他同业普遍

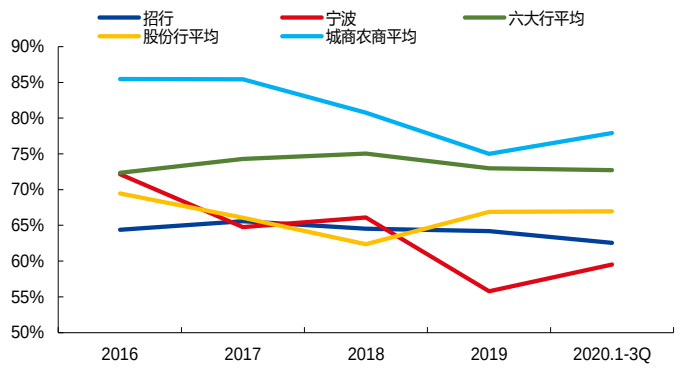
10%以下的水平。根据新会计准则，银行债务工具投资取得利息已计入利息收入，投资收益主要来自金融工具的交易及市值变动。市场考虑到投资业务的不稳定性，通常不会给予其较高估值。我们也认为银行即便投资债券等金融工具，也应以长期持有为主，频繁交易蕴含一定潜在风险。出于这一考虑，**我们将上海银行剔除出可选标的。**

图 11：可选标的收入结构比较（2020.1-3Q）



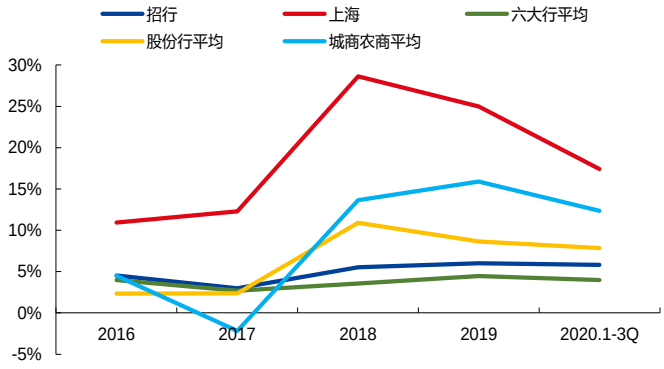
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 12：不同类型上市银行利息净收入占比比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 13：上海银行投资收益收入占比显著高于上市银行平均水平



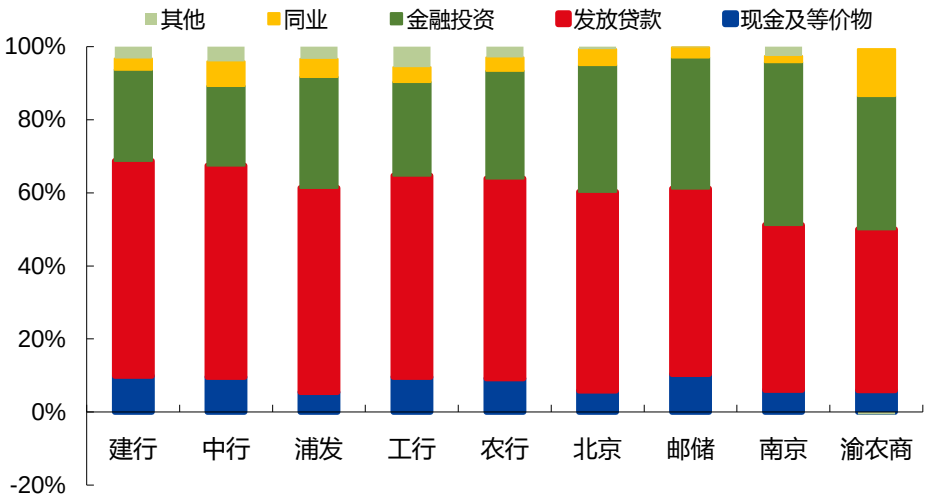
资料来源：WIND，华金证券研究所

从收入结构也可看出，标的银行[3]仍主要依赖利息净收入，收入占比普遍 60%以上，较高的渝农商利息净收入占比高达 87%。在目前强监管、稳杠杆的大背景下，我们认为中间业务（手续费及佣金净收入的主要来源）很难在短期内爆发式发展。因此，银行未来一段时间，业绩支撑和资产质量重点仍在信贷业务（净息差）和金融投资（利息净收入的重要来源）。

除资产质量外，我们预计负债端优势将是银行未来最能够依仗的优势。此外，考虑到银行总资产中 50%配置在金融资产，只反映信贷业务收益的净息差已不足以反映银行整体，因此，我们认为应改用净利差以体现银行整体资金使用效率。

[3] 其他银行收入结构类似

图 14：可选标的资产结构比较（2020.1-3Q 末）



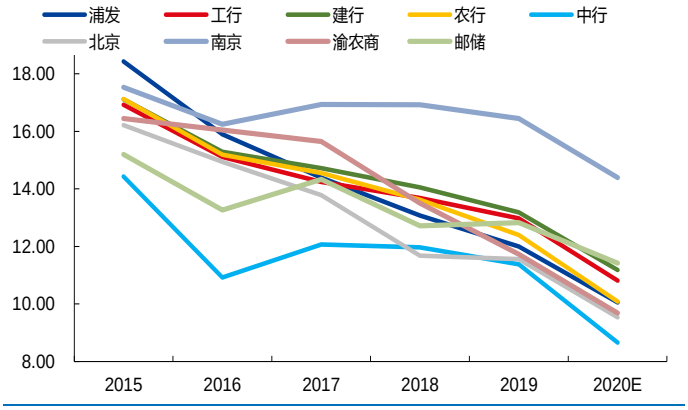
资料来源：WIND，华金证券研究所

下面通过 ROE、ROA、计息负债成本率、净利差[4]、不良率、（不良+关注）/贷款总额、资产结构等指标比较及变化趋势来分析比较标的公司。

受利率市场化、净资产规模持续提升等因素影响，银行业 ROE、ROA 整体处于下滑趋势中，但下滑幅度有差异。相较于 2015 年的 ROE，标的银行普遍下滑了 6-8pts。上市银行盈利能力的持续降低，也是市场给予银行股估值折价的重要原因。

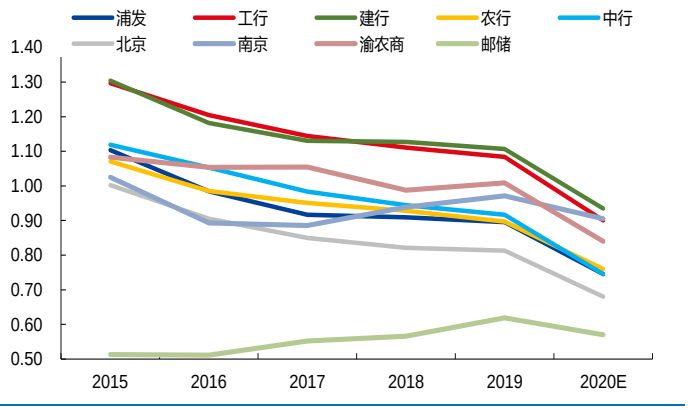
在可选标的中，我们注意到邮储、南京 ROE 下滑幅度较小，其中邮储 ROA 还实现了稳中有升。

图 15：可选标的 ROE 比较（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 16：可选标的 ROA 比较（%）



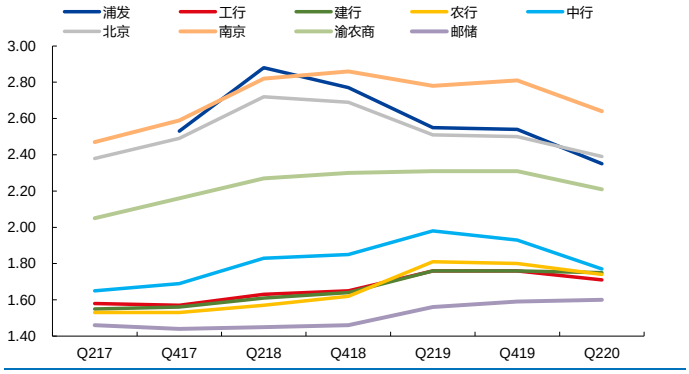
资料来源：WIND，华金证券研究所

负债端优势将是银行最能够依仗的优势，邮储、四大行优势明显。净利差反映银行整体资金使用效率。

我们注意到**北京银行的净利差自 2019 年开始跳水式降低，**结合康得新案例以及 2020 年 7 月被北京银保监局合计开出 700 万元罚单,涉及问题包括违规发放贷款、延缓风险暴露,采取不正当手段发放贷款等，我们认为北京银行潜在风险仍大，将其从名单中剔除。

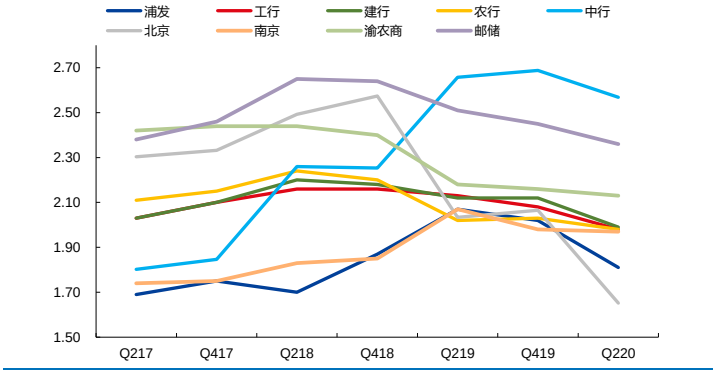
[4] 使用净利差而非净息差，主要考虑银行资产结构中固定收益类资产投资占比较大，所涉及的成本与收益也应考虑在内

图 17：可选标的计息负债成本率比较（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

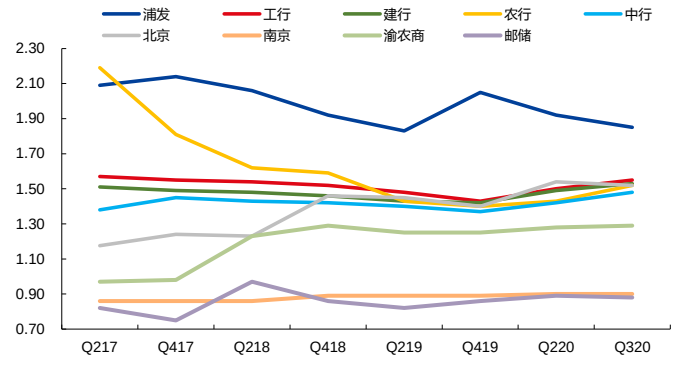
图 18：可选标的净利差比较（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

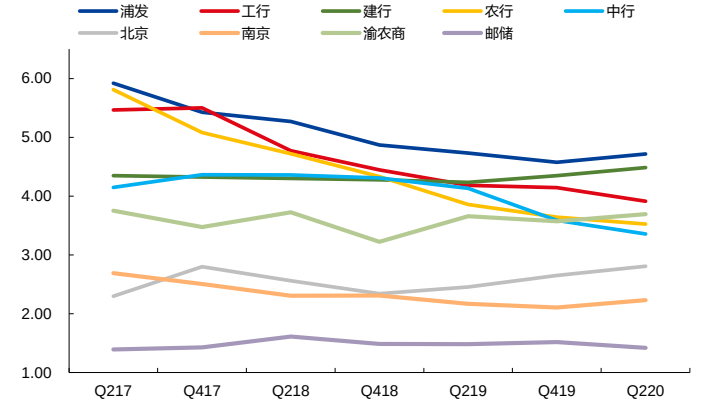
邮储银行、南京银行不良率、（不良+关注）/贷款总额均处对比公司较低位。

图 19：可选标的不良率比较（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 20：可选标的（不良+关注）/贷款总额比较（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

四、最终确定的优质低估银行股

基于绝对低估值和基本面无重大潜在风险两方面，我们认为银行板块可重点关注的个股共 7 只，分别是：

- **邮储银行（1658.HK）：资产质量较好且负债端优势明显。**虽然 2019 年以来负债端成本有所上升、净利差持续下降，但仍处于可比公司优势地位，2016 年以来 ROA 稳中有升。
- 四大行中的**工商银行（1398.HK）、建设银行（0939.HK）、农业银行（1288.HK）：**负债端优势明显，净利差稳定在 2.00%左右。工行、建行相对优异，农行虽弱于工行、建行，但资产质量持续改善且拨备计提更充分。
- **渝农商（3618.HK）：**资产质量好，其他方面处可比公司中档，胜在估值极低。说明：渝农商 H 最近一年日均成交额仅 3,138 万元，或不适合大资金进出。
- **浦发银行（600000.SH）：**资产质量相对不佳，负债端成本也处可比公司较高位。但我们认为不利因素持续多年，股价已充分反映，而市场对其资产质量改善、负债端成本降低等改善迹象尚未反映。

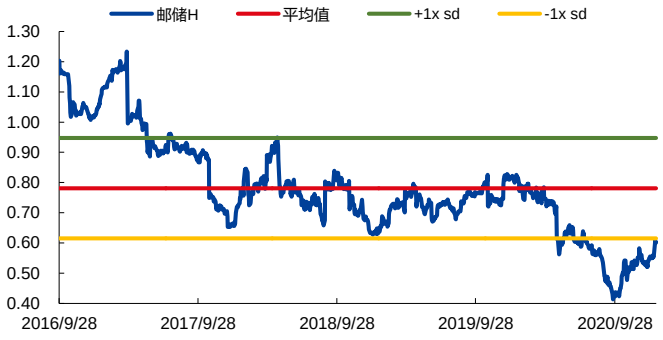
- **南京银行（601009.SH）**：资产质量相对较好，净利差稳中有升。在银行业整体[5]ROE、ROA 处于下滑通道的大环境中，南京银行 ROE、ROA 下滑幅度较小，ROE 处可比公司较高位。

表 2：银行板块绝对低估值建议关注个股名单

市场	证券代码	证券简称	收盘价 2021/1/14	2020E ROE	调整后 PB(MRQ)	市净率 PB(MRQ)	市净率分位数 [起始交易日期] 2011-01-01	备注
港股	1658.HK	邮储银行	4.79	11.42%	0.61	0.60	8.13	
	1398.HK	工商银行	5.03	10.81%	0.57	0.56	4.72	
	0939.HK	建设银行	6.07	11.19%	0.60	0.59	3.97	
	1288.HK	农业银行	2.96	10.08%	0.47	0.44	3.40	
	3618.HK	重庆农商	3.28	9.69%	0.33	0.35	3.02	交易活跃度不足
A 股	601009.SH	南京银行	7.95	14.39%	0.92	0.85	5.86	
	600000.SH	浦发银行	9.87	10.06%	0.74	0.57	2.38	

资料来源：WIND，华金证券研究所，注：总市值、市净率、分位数均使用 2021/1/14 收盘价数据

图 21：邮储银行 H 历史 PB 估值



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 22：工商银行 H 历史 PB 估值



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 23：建设银行 H 历史 PB 估值



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 24：农业银行 H 历史 PB 估值



资料来源：WIND，华金证券研究所

[5] 即便备受市场认可的招商银行，最近 10 年 ROE 也呈持续下滑趋势

图 25：重庆农商行 H 历史 PB 估值



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 26：南京银行历史 PB 估值



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 27：浦发银行历史 PB 估值



资料来源：WIND，华金证券研究所

风险提示

银行业 ROE 降低趋势并未改变，金融系统仍处于强监管环境下，宏观经济恢复也面临一定不确定性。

等待估值回归过程十分漫长，且面临较大不确定性；公司改善力度及持续性或低于预期；若市场景气由盛转衰，市场整体估值将下移。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn