兴业银行（601166）

公司研究/动态报告

PPOP 重现双位数增长，资产质量全面改善

—详细解读兴业银行 2020 年半年报

动态研究报告/银行　　2020 年 08 月 31 日

报告摘要：

- **事件概述**

8 月 28 日公司发布 2020 年半年报：上半年归母净利润同比下降 9.17%（Q1 同比增长 6.75%）；PPOP 同比增长 12.64%（Q1 同比增长 5.40%）；营收同比增长 11.24%（Q1 同比增长 5.54%）；累计年化加权 ROE 12.02%（Q1 年化加权 ROE 16.92%），同比下降 3.30pct。

- **PPOP双位数增长，业绩表现优于同业**

公司上半年业绩表现优于同业，在已披露中报的上市股份行中位居第二，增速较一季度放缓，主要是由于加大拨备计提力度所致。但代表真实盈利水平的营收和 PPOP 同比增速双双改善，重回双位数增长。正面因素为公允价值变动损益和净息差同比降幅收窄。

- **存款成本率下行，净息差微降**

公司上半年净息差为 1.93%，较去年全年微降 1bp，降幅远小于商业银行和股份行平均水平，主要得益于存款和主动负债成本率下降带动计息负债成本率下行。公司优化资产负债结构，加大存贷款占生息资产和计息负债的比例。个人贷款收益率提升部分缓解了公司贷款收益率下行压力，信贷资源向收益率较高的个人贷款和中长期贷款倾斜共同对贷款定价水平形成良好支撑。存款成本率下行主要得益于公司定期存款成本率下行，成本率较低的个人存款和活期存款占比提升共同缓解了负债端成本压力。

- **资产质量显著改善，不良率创新低**

二季末公司不良率环比下降5bp至1.47%，创近四年新低，关注率环比下降40bp至1.67%，隐性不良贷款生成压力大幅减轻。拨备覆盖率和拨贷比分别环比提升 16.01pct 和 12bp 至 214.97%和 3.15%，风险抵御能力进一步加强。逾期 90 天以上贷款偏离度 85.75%，较上年末提升 7.10pct，仍处于合理水平。公司资产质量大幅改善，在股份行中优势巩固。

- **投资建议**

公司拨备前利润增速修复，资负结构调整得力，有效缓解了息差下行压力并化解了疫情的负面影响，资产质量大幅改善，基本面稳健性可期。公司积极推动净值化转型，零售 AUM 加速扩张。资本处于合理水平，外源性资本补充渠道畅通。我们预测 2020-2022 年的归母净利润增速分别为-9.31%、6.46%、9.37%。2020 年 BVPS 为 25.48 元，对应静态 PB 0.62 倍，低于股份行平均估值水平，维持“推荐”评级。

- **风险提示**

资产质量波动，利率中枢下降，经济复苏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	181,308	197,617	215,968	236,138
增长率（%）	14.54%	9.00%	9.29%	9.34%
归属母公司股东净利润（百万元）	65,868	59,735	63,596	69,556
增长率（%）	8.66%	-9.31%	6.46%	9.37%
每股收益（元）	3.17	2.88	3.06	3.35
PE（现价）	5.02	5.54	5.20	4.75
PB	0.68	0.62	0.57	0.52

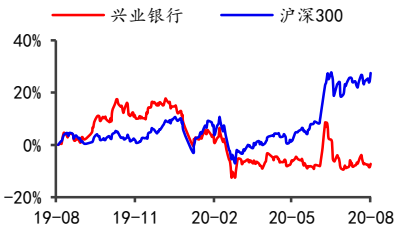
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格： 15.92 元

交易数据	2020-8-28
近 12 个月最高/最低（元）	20.17/15.01
总股本（百万股）	20,774
流通股本（百万股）	19,615
流通股比例（%）	94.42
总市值（亿元）	3,307
流通市值（亿元）	3,123

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号：S0100519090001

电话：0755-22662075

邮箱：guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号：S0100119120002

电话：0755-22662081

邮箱：liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1. 兴业银行(601166)：业绩稳中向好，手续费收入改善

2. 兴业银行(601166)：利润表现稳健，资产质量向好

目录

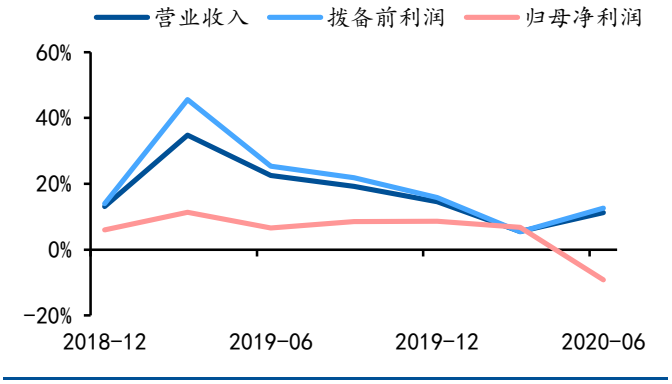
一、PPOP 重现双位数增长，资产质量全面改善 3
1、营收和 PPOP 双位数增长，业绩表现优于同业 3
2、存款成本率下行，净息差微降 3
3、资产质量显著改善，不良率创新低 5
4、净值化转型持续推进，零售 AUM 加速增长 7
5、资本水平合理，补充渠道丰富 7
二、投资建议 8
三、风险提示 8
插图目录 10
表格目录 10

一、PPOP 重现双位数增长，资产质量全面改善

1、营收和 PPOP 双位数增长，业绩表现优于同业

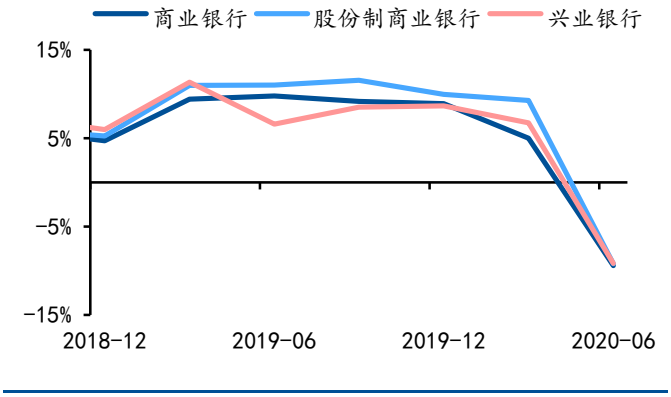
8 月 28 日公司发布 2020 年半年报：上半年公司的归母净利润同比下降 9.17%，降幅小于商业银行和股份行净利润同比降幅 9.41%和 9.20%，公司业绩表现在已披露半年报的 8 家股份行中位列第二。纵向比较，上半年归母净利润增速较一季度下降 15.92pct，主要是由于公司加大拨备计提力度所致。二季度单季年化信贷成本高达 2.79%，环比提升 94bp。但代表“真实”盈利水平的营收和拨备前利润增速双双改善。上半年营收和拨备前利润同比增速分别较一季度提升 5.70pct 和 7.24pct 至 11.24%和 12.64%，均重回双位数水平。正面贡献主要来自于公允价值变动损益降幅收窄和净息差同比降幅收窄。

图 1：兴业银行营收、PPOP 及业绩同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：兴业银行业绩增速降幅小于行业平均



资料来源：WIND，民生证券研究院

表 1：兴业银行归母净利润同比增长的归因分析

增速归因	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020H1 较 Q1 变化 pct
生息资产规模	5.11%	5.91%	6.32%	6.49%	8.96%	8.60%	-0.36
净息差	7.60%	3.51%	2.19%	1.18%	-0.49%	1.59%	2.09
非息收入	22.07%	13.09%	10.68%	6.88%	-2.92%	1.06%	3.98
成本费用	10.76%	2.79%	2.69%	1.24%	-0.14%	1.40%	1.54
拨备	-33.79%	-20.76%	-13.71%	-6.43%	1.58%	-21.31%	-22.89
营业外净收入	0.05%	0.19%	0.16%	0.09%	-0.22%	-0.20%	0.02
税收	-0.13%	1.98%	0.30%	-0.53%	0.14%	0.17%	0.03
少数股东损益	-0.31%	-0.11%	-0.11%	-0.25%	-0.15%	-0.47%	-0.33
净利润增长	11.35%	6.60%	8.52%	8.66%	6.75%	-9.17%	-15.92

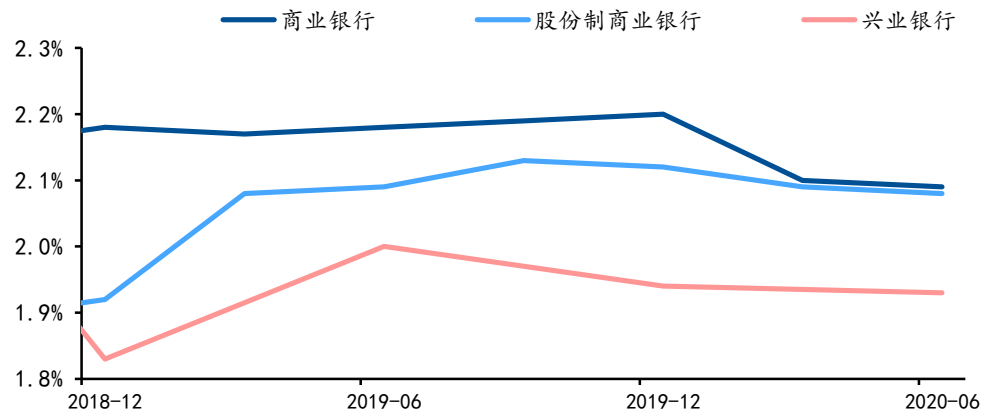
资料来源：WIND，民生证券研究院

2、存款成本率下行，净息差微降

公司上半年净息差为 1.93%，较去年全年微降 1bp，降幅远小于同期商业银行 11bp 和股份行 4bp 的降幅水平，主要得益于计息负债成本压力减轻。上半年生息资产收益率和计息负债成本率分别较去年全年下降 17bp 和 20bp。其中，生息资产收益率下降主要源于债券投资和同业资产收益率下行，计息负债成本率下降同时受益于存款成本率和主动负债成本率下行。

为应对全行业共同面临的息差下行压力，公司积极优化资产负债结构。上半年贷款日均余额占生息资产的比例和存款日均余额占计息负债的比例分别较去年提升 2.78pct 和 5bp。

图 3：兴业银行净息差微降



资料来源：WIND，民生证券研究院

在贷款方面，上半年贷款整体收益率较去年全年小幅下降 5bp，主要是由于个人贷款收益率提升 17bp 部分缓解了公司贷款收益率下行 20bp 的压力。其次公司优化贷款结构，收益率相对较高的个人贷款和中长期贷款的占总贷款的比例分别较去年全年提升 35bp 和 37bp，也从一定程度上对贷款整体定价水平形成了良好的支撑。

在存款方面，上半年存款成本率较去年全年下降 7bp，主要得益于公司定期存款成本率下行 15bp。同时公司优化存款结构，成本率相对较低的个人存款和活期存款占总存款的比例分别较一季度提升 97bp 和 40bp，共同缓解了负债端的成本压力。未来随着公司持续优化资产负债结构，拉长贷款久期、压降高成本的协议存款和结构性存款，息差压力有望继续减轻。

表 2：兴业银行生息资产和计息负债平均余额占比和平均利率变化表

项目	日均余额占比			平均收益（成本）率		
	2020H1	2019A	变动幅度 pct	2020H1	2019A	变动幅度 pct
生息资产						
贷款和垫款	54.79%	52.01%	2.78	4.69%	4.74%	-0.05
按贷款类型划分						
公司贷款	32.60%	31.13%	1.47	4.51%	4.71%	-0.20
个人贷款	22.19%	20.88%	1.31	4.95%	4.78%	0.17
按贷款期限划分						
一般性短期贷款	20.46%	19.78%	0.68	4.43%	4.49%	-0.06
中长期贷款	30.88%	29.12%	1.76	5.05%	5.04%	0.01
票据贴现	3.45%	3.11%	0.34	2.99%	3.45%	-0.46
投资	29.78%	33.64%	-3.87	4.09%	4.46%	-0.37
存放中央银行款项	5.80%	6.49%	-0.69	1.52%	1.54%	-0.02
存放和拆放同业及其他金融机构款项（含买入返售金融资产）	8.14%	6.12%	2.02	2.16%	2.54%	-0.38
融资租赁	1.49%	1.74%	-0.25	5.45%	4.90%	0.55
生息资产合计	**100.00%**	**100.00%**	**-**	**4.13%**	**4.30%**	**-0.17**

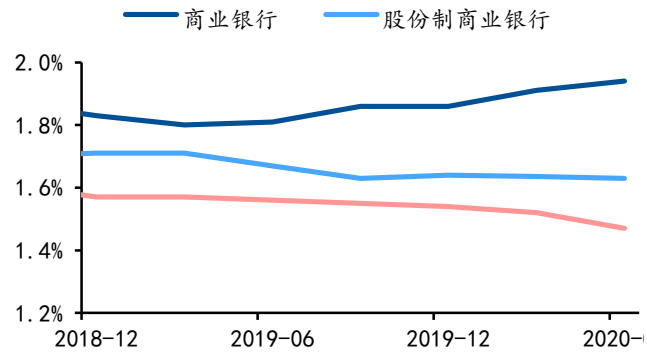
项目	日均余额占比			平均收益（成本）率		
	2020H1	2019A	变动幅度 pct	2020H1	2019A	变动幅度 pct
计息负债						
吸收存款	58.17%	58.12%	0.05	2.32%	2.39%	-0.07
公司存款	48.06%	48.58%	-0.53	2.31%	2.42%	-0.11
活期	19.07%	18.63%	0.44	1.00%	0.95%	0.05
定期	28.99%	29.95%	-0.96	3.18%	3.33%	-0.15
个人存款	10.11%	9.54%	0.57	2.36%	2.25%	0.11
活期	4.19%	4.22%	-0.04	0.30%	0.31%	-0.01
定期	5.92%	5.31%	0.61	3.82%	3.79%	0.03
同业及其他金融机构存放和拆入款项(含卖出回购金融资产款)	26.32%	25.32%	1.01	2.34%	2.83%	-0.49
向中央银行借款	2.45%	3.49%	-1.04	3.28%	3.31%	-0.03
应付债券	13.06%	13.08%	-0.02	3.14%	3.40%	-0.26
计息负债合计	**100.00%**	**100.00%**	-	**2.46%**	**2.66%**	**-0.20**
净利差				**1.68%**	**1.64%**	**0.04**
净息差				**1.93%**	**1.94%**	**-0.01**

资料来源：WIND，民生证券研究院

3、资产质量显著改善，不良率创新低

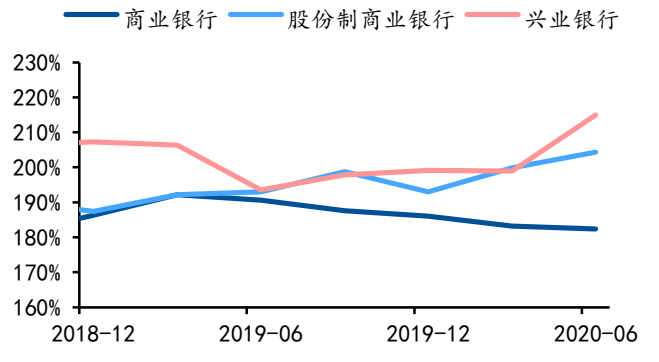
公司在二季度加大了不良贷款的确认和核销力度，二季度单季年化不良贷款生成率环比提升 23bp 至 1.85%。二季末的不良率为 1.47%，较一季末环比下降 5bp，创近四年以来的新低。相比之下，全商业银行二季度末的不良率环比上升 3bp，公司的资产质量相对优势非常明显。在加大核销后，二季末公司关注类贷款占总贷款的比例环比大幅下降 40bp 至 1.67%，处于上市银行较低水平，隐性不良贷款生成压力大幅减轻，资产质量得到夯实。二季末不良贷款偏离度（=逾期三个月以上贷款/不良贷款）85.75%，较上年末提升 7.10pct，仍处于合理水平。此外，二季末公司拨备覆盖率环比提升 16.01pct 至 214.97%，在上市股份行中处于领先地位，拨贷比环比提升 12bp 至 3.15%，风险抵御能力加强。整体来看，公司基本消化了疫情的冲击，资产质量核心指标均有较大幅度的改善，在上市股份行中继续保持优势。

图 4：兴业银行不良贷款率



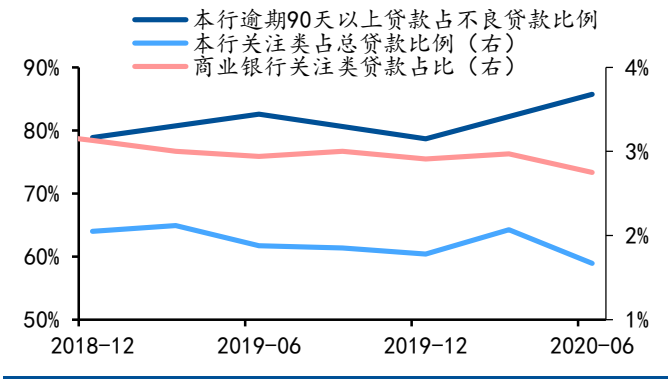
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：兴业银行拨备覆盖率



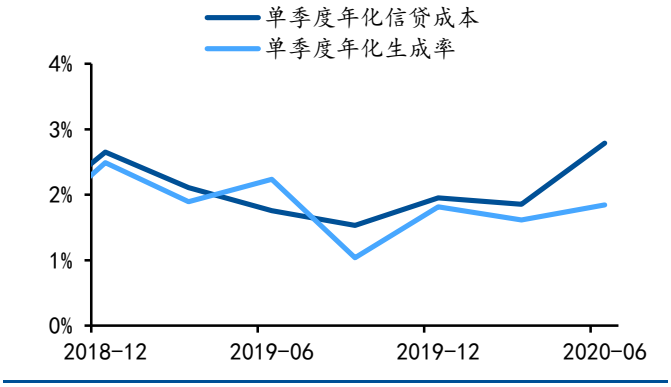
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：兴业银行关注率、不良贷款偏离度



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：兴业银行信贷成本、不良贷款生成率



资料来源：WIND，民生证券研究院

分产品来看，虽然受疫情影响，二季末个人贷款不良率较上年末提升 24bp，但公司贷款不良率较上年末下降 33bp，进而保持整体风险可控，整体不良率下降 7bp。在贷款投向上，公司压缩了高风险行业贷款占比，信贷资源向低风险行业倾斜。具体来看，二季末不良率相对较高的制造业和批零业贷款占总贷款的比例分别较上年末下降 51bp 和 31bp，压降幅度较大。而典型的低风险行业，如租赁和商务服务业、房地产业、水利、环境和公共设施管理业的贷款占总贷款的比例则分别较上年末提升 49bp、68bp 和 32bp。

表 3：兴业银行不良贷款分布情况（按行业划分）

项目（百万元）	贷款余额占比			不良贷款率		
	2020H1 末	2019 年末	变化 pct	2020H1 末	2019 年末	变化 pct
公司贷款	**52.49%**	**52.19%**	**0.30**	**2.02%**	**2.35%**	**-0.33**
制造业	9.80%	10.31%	-0.51	3.27%	3.34%	-0.07
租赁和商务服务业	8.81%	8.32%	0.49	0.56%	0.85%	-0.29
房地产业	8.00%	7.32%	0.68	0.76%	0.84%	-0.08
批发和零售业	6.61%	6.92%	-0.31	6.24%	6.87%	-0.63
水利、环境和公共设施管理业	6.22%	5.90%	0.32	0.58%	0.04%	0.54
建筑业	3.49%	3.60%	-0.11	1.35%	1.47%	-0.12
交通运输、仓储和邮政业	2.91%	2.95%	-0.03	0.51%	2.59%	-2.08
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	2.25%	2.33%	-0.09	0.59%	0.50%	0.09
采矿业	1.58%	1.75%	-0.17	1.98%	2.52%	-0.54
金融业	0.84%	0.76%	0.09	5.12%	9.49%	-4.37
信息传输、软件和信息技术服务业	0.65%	0.61%	0.04	1.93%	0.33%	1.60
科学研究和技术服务业	0.37%	0.41%	-0.04	1.86%	1.75%	0.11
卫生和社会工作	0.27%	0.24%	0.03	2.62%	0.09%	2.53
文化、体育和娱乐业	0.22%	0.21%	0.00	1.31%	1.28%	0.03
农、林、牧、渔业	0.20%	0.22%	-0.02	1.10%	1.29%	-0.19
住宿和餐饮业	0.12%	0.11%	0.01	0.72%	0.43%	0.29
居民服务、修理和其他服务业	0.09%	0.09%	0.00	0.90%	0.25%	0.65
教育	0.07%	0.06%	0.00	0.00%	0.00%	-
公共管理、社会保障和社会组织	0.00%	0.09%	-0.08	0.00%	0.00%	-
国际组织	0.00%	0.00%	-	0.00%	0.00%	-
个人贷款	**41.10%**	**42.12%**	**-1.02**	**0.99%**	**0.75%**	**0.24**

项目（百万元）	贷款余额占比			不良贷款率		
	2020H1 末	2019 年末	变化 pct	2020H1 末	2019 年末	变化 pct
个人住房及商用房贷款	25.73%	26.47%	-0.73	0.46%	0.33%	0.13
信用卡	10.06%	10.15%	-0.09	2.01%	1.47%	0.54
个人经营贷款	2.58%	2.49%	0.09	1.23%	1.25%	-0.02
其他	2.72%	3.01%	-0.29	2.09%	1.57%	0.52
票据贴现	**6.41%**	**5.69%**	**0.72**	**0.00%**	**0.00%**	**-**
合计	**100.00%**	**100.00%**	**-**	**1.47%**	**1.54%**	**-0.07**

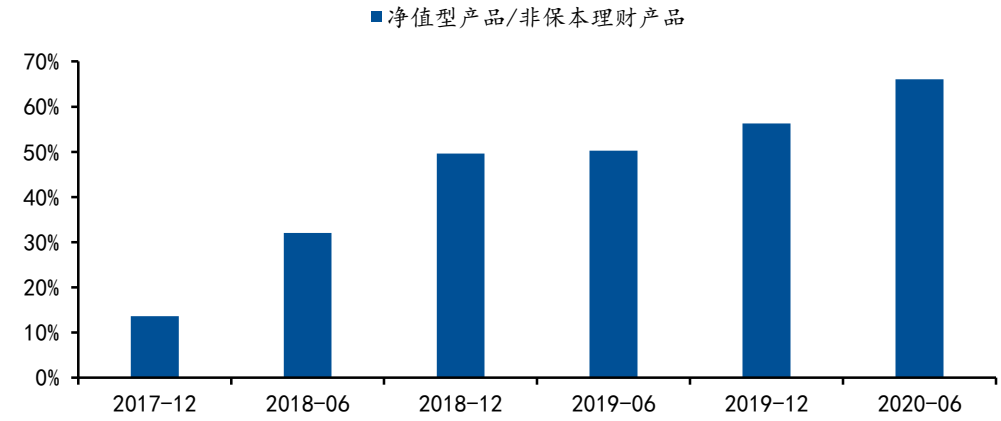
资料来源：WIND，民生证券研究院

4、净值化转型持续推进，零售 AUM 加速增长

公司以理财业务作为“大投行、大资管、大财富”的中间枢纽，持续推进理财业务净值化转型。截至二季末，公司保本理财已经清零，非保本理财产品（含理财子公司）余额同比提升 11.31%至 1.34 万亿元，增速较 2019 年提升 2.79pct。其中，净值型理财产品余额占比 66.06%，较上年末提升 9.76pct。

近年来，公司擘画“1234”战略体系，坚持以轻资本、轻资产、高效率为方向持续优化战略布局，以商行投行双向联动实现表内外均衡发展。今年上半年，公司零售 AUM 加速扩张，为深化表内外业务联动打开了空间。二季末零售客户（含信用卡客户）数量首次突破 8000 万户，同比增长 11.03%。零售 AUM 规模达 2.26 万亿元，同比增长 18.72%，增速较 2019 年提升 1.09pct。

图 8：兴业银行净值化转型持续推进

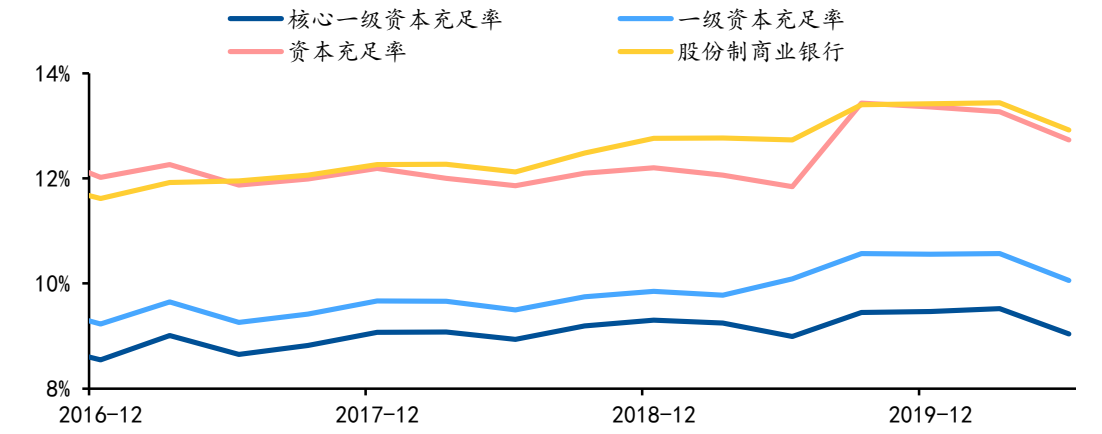


资料来源：WIND，民生证券研究院

5、资本水平合理，补充渠道丰富

二季末公司核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别环比下降 48bp、51bp 和 54bp 至 9.04%、10.06%和 12.73%，距离监管要求底线分别还有 1.54pct、1.56pct 和 2.23pct 的缓冲区间，处于合理水平。一方面，公司以轻资产、轻资本、高效率为方向，稳中求进、加快转型，未来随着轻资本化转型加快，公司资本损耗也将减轻。另一方面，公司外源性资本补充渠道畅通，近年来多次通过定增、发行优先股、二级资本债、永续债等方式补充各级资本。公司已于 8 月 13 日获央行批准发行不超过 300 亿元人民币永续债，用于补充其他一级资本。公司融资经验丰富，未来有望适时采取合适的资本补充工具进行资本补充。

图 9：兴业银行各级资本充足率

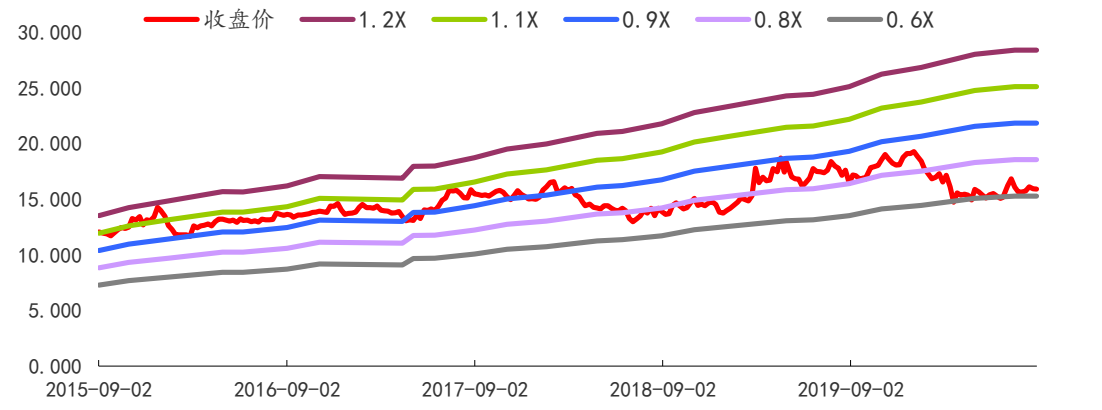


资料来源：WIND，民生证券研究院

二、投资建议

总体看，公司拨备前“真实”利润增速得到修复，资负结构调整得力，有效缓解了息差下行压力并化解了疫情的负面影响，资产质量大幅改善，基本面稳健性可期。公司积极推动轻资本化转型，目前资本处于合理水平，外源性资本补充渠道畅通。我们预测 2020-2022 年的归母净利润增速分别为-9.31%、6.46%、9.37%。2020 年 BVPS 为 25.48 元，对应静态 PB 0.62 倍，低于股份行平均估值水平，维持“推荐”评级。

图 10：兴业银行 PB Band



资料来源：WIND，民生证券研究院

三、风险提示

1、资产质量波动

2、利率中枢下降

3、经济复苏不及预期

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	7,145,681	7,849,423	8,623,058	9,473,557
贷款净额	3,345,180	3,713,570	4,084,927	4,493,420
债券投资	2,697,521	2,967,273	3,264,000	3,590,400
总负债	6,596,029	7,253,789	7,975,586	8,768,565
存款余额	3,794,832	4,169,894	4,580,944	5,031,938
同业负债	1,787,918	1,566,950	1,721,413	1,890,886
股东权益	549,652	595,635	647,472	704,992
盈利能力				
ROAA	0.95%	0.80%	0.77%	0.77%
ROAE	14.23%	11.77%	11.48%	11.48%
生息资产收益率	4.05%	4.00%	3.95%	3.90%
计息负债成本率	2.65%	2.62%	2.59%	2.56%
净息差（NIM）	1.55%	1.54%	1.52%	1.50%
成本收入比	27%	27%	27%	27%
成长能力				
贷款	17.9%	11.0%	10.0%	10.0%
存款	14.9%	9.9%	9.9%	9.8%
净利息收入	7.7%	8.2%	8.6%	8.6%
中间业务收入	15.6%	13.0%	13.0%	13.0%
营业费用	11.3%	9.0%	9.3%	9.3%
净利润	8.7%	-9.3%	6.5%	9.4%
营业收入结构				
利息占比	56.8%	56.4%	56.0%	55.6%
手续费收入占比	27.4%	28.4%	29.4%	30.4%
业务费用占比	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
计提拨备占比	32.0%	38.9%	39.8%	39.8%

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	102,988	111,407	120,956	131,301
手续费净收入	49,679	56,137	63,435	71,682
营业费用	48,946	53,349	58,303	63,748
拨备前利润	132,599	144,506	157,902	172,627
计提减值准备	58,096	76,939	85,969	93,953
所得税	7,801	7,075	7,532	8,238
净利润	65,868	59,735	63,596	69,556
资本管理				
核心资本	484,935	529,424	578,664	632,935
资本净额	684,547	743,073	807,866	879,237
风险加权资产	5,123,362	5,627,936	6,182,622	6,792,420
风险加权资产比重	72%	72%	72%	72%
核心一级资本充足率	9.5%	9.4%	9.4%	9.3%
一级资本充足率	10.6%	10.4%	10.3%	10.1%
资本充足率	13.4%	13.2%	13.1%	12.9%
资产质量				
贷款减值准备	96,271	126,443	155,061	181,781
不良贷款额	51,516	54,589	59,640	65,155
不良贷款率	1.54%	1.47%	1.46%	1.45%
拨备覆盖率	187%	232%	260%	279%
拨贷比	2.88%	3.40%	3.80%	4.05%
信用成本	2.05%	2.30%	2.32%	2.30%
估值分析				
PB	0.68	0.62	0.57	0.52
PE	5.02	5.54	5.20	4.75
EPS	3.17	2.88	3.06	3.35
BVPS	23.37	25.48	27.85	30.47
每股股利	0.76	0.69	0.74	0.80
股息收益率	4.8%	4.3%	4.6%	5.1%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：兴业银行营收、PPOP 及业绩同比增速 3
图 2：兴业银行业绩增速降幅小于行业平均 3
图 3：兴业银行净息差微降 4
图 4：兴业银行不良贷款率 5
图 5：兴业银行拨备覆盖率 5
图 6：兴业银行关注率、不良贷款偏离度 6
图 7：兴业银行信贷成本、不良贷款生成率 6
图 8：兴业银行净值化转型持续推进 7
图 9：兴业银行各级资本充足率 8
图 10：兴业银行 PB Band 8

表格目录

表 1：兴业银行归母净利润同比增长的归因分析 3
表 2：兴业银行生息资产和计息负债平均余额占比和平均利率变化表 4
表 3：兴业银行不良贷款分布情况（按行业划分） 6
公司财务报表数据预测汇总 9

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。