

兴业银行 (601166.SH) 银行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

马鲲鹏

分析师 SAC 执业编号: S1130514080003
(8621)60230253
makunpeng@gjzq.com.cn

减速慢行、不良生成高位企稳、非标无忧

事件

兴业银行发布 14 年业绩快报: 全年归属股东净利润 471 亿元, 同比增长 14.3%, 营业收入 1248 亿元, 同比增长 14.2%, 资产总额同比增长 19.8%, 不良率 1.10%, 环比三季度上升 11bps。

评论

业绩符合 2014 年减速慢行的总基调: 净利润和营收增速均小幅低于我们的预期, 但符合 14 年以来一直在执行的减速慢行总基调。我们认为, 业绩快报的三大亮点在于: 1) 积极主动的风险暴露、大力度的不良核销和拨备计提、4Q14 加回核销后不良生成率高位企稳; 2) 抓住了 14 年末最后的时间窗口, 集中向地方政府进行了融资支持, 与全行业趋势一致, 但投资者不必担心非标业务大规模卷土重来, 未来的大方向已经明确, 14 年底的反弹是非标资产最后的盛宴; 3) 受非标业务的反弹驱动, 4Q14 存款可能出现环比大幅增长。

四季度继续大力核销、加回核销后不良生成率高位企稳: 14 年末披露不良率为 1.10%, 环比 3Q14 上升 11bps, 主动暴露资产质量风险的迹象明显。据我们测算, 14 年全年兴业银行共计核销不良贷款 117 亿, 较 13 年全年 43 亿的核销+转让金额有明显提升; 四季度核销金额为 38 亿, 低于三季度 54 亿的核销规模, 加回核销后, 4Q14 不良生成率 162bps, 在 3Q14 172bps 的基础上高位企稳的迹象显著, 同时, 4Q14 加回核销后不良率为 1.34%, 与 3Q14 1.35% 的加回核销后不良率基本持平。这表明, 尽管四季度不良贷款仍在上升, 且速度依然较快, 但不良增速已经企稳, 并未在三季度的基础上继续加速上行。继浦发之后, 兴业的资产质量表现也印证了我们对 4Q14-1H15 银行业资产质量的预判: 不良率继续上升, 不良生成率高位企稳, 资产质量压力虽难以立刻扭转, 但不会比此前更差。 拨备覆盖方面, 我们预计 2014 年末拨备覆盖率 256%, 环比下降 26 个百分点, 拨备缓冲进一步释放; 拨贷比 2.82%, 环比提升 3bps。

四季度资产规模环比大幅反弹符合全行业趋势、非标资产的最后盛宴: 14 年全年总资产同比增长 19.8%, 4Q14 环比增速达 10.3%。我们预计, 受信贷额度的限制, 贷款规模扩张有限, 4Q14 环比增长 4.6%, 四季度总资产规模的扩张主要由非信贷类资产支撑。联系到 1 月 15 日披露的 12 月社融数据中委托贷款和信托贷款的大幅反弹, 我们认为, 在 15 年 1 月 5 日地方债务汇总甄别结束之前最后为地方政府提供融资支持, 是 2014 年 12 月中长期贷款和信托及委托贷款大幅反弹的主要原因。此外, 我们相信, 信托及委托贷款是以传统非标业务的形式投放到地方政府的, 这将拉动银行表内非信贷资产(应收款项类投资)的显著扩张。2015 年, 随着 43 号文的落实和强化, 地方政府的融资能力将大幅下降, 以地方政府为最终真实投向的传统非标资产扩张道路将进入尾声, 因此, 14 年 12 月非标资产的大幅反弹是这一业务模式最后的盛宴。具体到对兴业而言, 我们判断: 1) 4Q14 资产规模的环比大幅扩张主要由非信贷资产驱动, 其背后原因在于抓住最后的时间窗口, 以传统非标业务模式为地方政府提供最后的融资支持, 这与全行业的大趋势是吻合的, 也是完全正常且合理的商业行为, 毕竟非标业务本身一直是银行重要的高收益资产来源。2) 4Q14 的资产增长主要在 14 年 12 月完成。3) 年底资产规模大幅扩张, 但利息收入却难以立即体现, 这一方面对 4Q14 息差有一定摊薄效应, 我们预计 4Q14 息差为 2.50%, 环比下降 12bps, 但另一方面, 14 年底抓住最后时间窗口布局的高收益非标资产预计将从 1Q15 开始对息差产生正面贡献。

存款规模可能在四季度环比大幅反弹: 业绩快报披露了 14 年底总资产和所有者权益数据, 尽管数据有限, 但再结合 127 号文中对“同业负债占总负债比重不得超过 35%”的规定, 我们能对 14 年底的存款规模进行大致测算, 结果是惊人的: 在假设 14 年底同业负债占总负债比重为 35%的前提下, 4Q14 存款余额环比增速达 12%, 较 3Q14 -2% 的环比增速出现逆转。非标业务对存款的派生能力是非常强的, 我们相信, 4Q14 存款规模的大幅反弹应当是受到了当季非标业务的扩张直接驱动。

维持“买入”评级: 在当前仍有较大不确定性的宏观环境中, 兴业总体审慎的风险态度和积极的风险暴露是正确的策略, 其出众的业务创新和拓展能力是在当前充满变化的新时代保持发展势头的重要保障, 维持“买入”评级。

图表1: 兴业银行: 业绩快报

利润表 (百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	QoQ	YoY	2013	2014	YoY
营业收入	25,096	28,368	26,840	28,983	28,602	30,806	31,442	33,984	8.1%	17.3%	109,287	124,834	14.2%
营业利润	14,525	14,116	15,021	10,416	17,521	15,724	16,221	10,706	-34.0%	2.8%	54,078	60,172	11.3%
营业外收支净额	28	(11)	30	136	(3)	187	130	93	-28.5%	-31.6%	183	407	122.4%
利润总额	14,553	14,105	15,051	10,552	17,518	15,911	16,351	10,799	-34.0%	2.3%	54,261	60,579	11.6%
归属母公司股东净利润	10,977	10,661	11,464	8,109	13,363	12,164	12,777	8,804	-31.1%	8.6%	41,211	47,108	14.3%
资产负债表 (百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	QoQ	YoY	2013	2014	YoY
资产总额	3,469,611	3,577,278	3,633,650	3,677,435	3,793,145	3,948,200	3,995,577	4,407,070	10.3%	19.8%	3,677,435	4,407,070	19.8%
母公司所有者权益	181,276	184,304	194,477	199,769	214,636	220,436	233,990	244,931	4.7%	22.6%	199,769	244,931	22.6%
每股数据 (元)													
普通股股本 (百万股)	12,702	12,702	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	0.0%	0.0%	19,052	19,052	0.0%
EPS	0.86	0.84	0.60	0.43	0.70	0.64	0.67	0.46	-31.1%	8.6%	2.16	2.47	14.3%
BVPS	14.27	14.51	10.21	10.49	11.27	11.57	12.28	12.86	4.7%	22.6%	10.49	12.86	22.6%
主要指标 (%)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	QoQ	YoY	2013	2014	YoY
ROE	25.03%	23.33%	24.21%	16.45%	25.80%	22.37%	22.49%	15.55%	-6.9pct	-0.9pct	22.39%	21.19%	-1.2pct
不良贷款率	0.49%	0.57%	0.63%	0.76%	0.84%	0.97%	0.99%	1.10%	11bps	34bps	0.76%	1.10%	34bps

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 季度业绩预测 - 兴业银行

利润表 (百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	QoQ	YoY	2013	2014E	YoY
净利息收入	19,955	22,306	20,850	22,734	21,235	23,801	24,918	25,149	0.9%	10.6%	85,845	95,103	10.8%
非利息收入	5,141	6,062	5,990	6,249	7,367	7,005	6,524	8,835	35.4%	41.4%	23,442	29,731	26.8%
净手续费收入	4,731	6,089	6,042	6,900	6,312	6,636	6,717	9,562	42.4%	38.6%	23,762	29,227	23.0%
营业收入	25,096	28,368	26,840	28,983	28,602	30,806	31,442	33,984	8.1%	17.3%	109,287	124,834	14.2%
营业支出	(7,586)	(8,288)	(8,858)	(12,289)	(8,271)	(8,836)	(9,157)	(16,662)	82.0%	35.6%	(37,021)	(42,926)	16.0%
营业税金及附加	(1,573)	(1,918)	(2,091)	(2,249)	(2,140)	(2,180)	(2,272)	(3,588)	57.9%	59.6%	(7,831)	(10,180)	30.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	17,510	20,080	17,982	16,694	20,331	21,970	22,285	17,322	-22.3%	3.8%	72,266	81,908	13.3%
资产减值损失	(2,985)	(5,964)	(2,961)	(6,278)	(2,810)	(6,246)	(6,064)	(6,616)	9.1%	5.4%	(18,188)	(21,736)	19.5%
贷款和垫款减值损失	(2,985)	(4,882)	(1,984)	(6,566)	(2,810)	(5,761)	(4,548)	(6,138)	35.0%	-6.5%	(16,417)	(19,257)	17.3%
营业利润	14,525	14,116	15,021	10,416	17,521	15,724	16,221	10,706	-34.0%	2.8%	54,078	60,172	11.3%
营业外收支净额	28	(11)	30	136	(3)	187	130	93	-28.5%	-31.6%	183	407	122.4%
利润总额	14,553	14,105	15,051	10,552	17,518	15,911	16,351	10,799	-34.0%	2.3%	54,261	60,579	11.6%
所得税费用	(3,499)	(3,375)	(3,510)	(2,366)	(4,072)	(3,667)	(3,473)	(1,929)	-44.5%	-18.5%	(12,750)	(13,141)	3.1%
净利润	11,054	10,730	11,541	8,186	13,446	12,244	12,878	8,870	-31.1%	8.4%	41,511	47,438	14.3%
少数股东权益	(77)	(69)	(77)	(77)	(83)	(80)	(101)	(66)	-34.7%	-14.3%	(300)	(330)	10.0%
归属母公司股东净利润	10,977	10,661	11,464	8,109	13,363	12,164	12,777	8,804	-31.1%	8.6%	41,211	47,108	14.3%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
普通股股东净利润	10,977	10,661	11,464	8,109	13,363	12,164	12,777	8,804	-31.1%	8.6%	41,211	47,108	14.3%
资产负债表 (百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	QoQ	YoY	2013	2014E	YoY
贷款总额	1,303,195	1,339,077	1,341,829	1,357,057	1,367,244	1,430,974	1,492,121	1,560,616	4.6%	15.0%	1,357,057	1,560,616	15.0%
存款总额	2,016,426	2,082,246	2,111,248	2,170,345	2,066,284	2,246,522	2,205,228	2,469,949	12.0%	13.8%	2,170,345	2,469,949	13.8%
不良贷款余额	6,355	7,625	8,440	10,331	11,452	13,875	14,774	17,188	16.3%	66.4%	10,331	17,188	66.4%
贷款损失准备	27,289	31,271	31,889	36,375	38,615	42,421	41,577	43,961	5.7%	20.9%	36,375	43,961	20.9%
资产总额	3,469,611	3,577,278	3,633,650	3,677,435	3,793,145	3,948,200	3,995,577	4,407,070	10.3%	19.8%	3,677,435	4,407,070	19.8%
负债总额	3,287,149	3,391,718	3,437,840	3,476,264	3,575,711	3,724,944	3,758,661	4,160,316	10.7%	19.7%	3,476,264	4,160,316	19.7%
母公司所有者权益	181,276	184,304	194,477	199,769	214,636	220,436	233,990	244,931	4.7%	22.6%	199,769	244,931	22.6%
优先股	0	0	0	0	0	0	0	13,000	na	na	0	13,000	na
平均生息资产	3,185,300	3,656,368	3,741,482	3,793,449	3,876,205	3,705,863	3,802,769	4,022,435	5.8%	6.0%	3,515,786	4,026,905	14.5%
每股数据 (元)													
普通股股本 (百万股)	12,702	12,702	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	0.0%	0.0%	19,052	19,052	0.0%
EPS	0.86	0.84	0.60	0.43	0.70	0.64	0.67	0.46	-31.1%	8.6%	2.16	2.47	14.3%
BVPS	14.27	14.51	10.21	10.49	11.27	11.57	12.28	12.86	4.7%	22.6%	10.49	12.86	22.6%
DPS	-	-	-	0.46	-	-	-	-	na	7.5%	0.46	0.49	7.5%
PPOP/sh	1.38	1.58	0.94	0.88	1.07	1.15	1.17	0.91	-22.3%	3.8%	3.79	4.30	13.3%
主要指标 (%)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	QoQ	YoY	2013	2014E	YoY
ROA	1.32%	1.22%	1.28%	0.90%	1.44%	1.27%	1.30%	0.84%	-0.5pct	-0.1pct	1.20%	1.17%	0.0pct
ROE	25.03%	23.33%	24.21%	16.45%	25.80%	22.37%	22.49%	15.55%	-6.9pct	-0.9pct	22.32%	22.50%	0.2pct
净息差	2.51%	2.44%	2.23%	2.40%	2.19%	2.57%	2.62%	2.50%	-12bps	10bps	2.44%	2.36%	-8bps
成本收入比	23.96%	22.45%	25.21%	34.64%	21.44%	21.61%	21.90%	38.47%	16.6pct	3.8pct	26.71%	26.23%	-0.5pct
有效税率	24.04%	23.93%	23.32%	22.42%	23.24%	23.05%	21.24%	17.86%	-3.4pct	-4.6pct	23.50%	21.69%	-1.8pct
贷存比	64.63%	64.31%	63.56%	62.53%	66.17%	63.70%	67.66%	63.18%	-4.5pct	0.7pct	62.53%	63.18%	0.7pct
不良贷款率	0.49%	0.57%	0.63%	0.76%	0.84%	0.97%	0.99%	1.10%	11bps	34bps	0.76%	1.10%	34bps
拨备覆盖率	429.41%	410.11%	377.83%	352.09%	337.19%	305.74%	281.42%	255.77%	-25.6pct	-96.3pct	352.09%	255.77%	-96.3pct
拨贷比	2.09%	2.34%	2.38%	2.68%	2.82%	2.96%	2.79%	2.82%	3bps	14bps	2.68%	2.82%	14bps
信用成本	0.24%	0.37%	0.15%	0.49%	0.21%	0.41%	0.31%	0.40%	9bps	-8bps	1.27%	1.32%	5bps
非利息收入/营业收入	20.49%	21.37%	22.32%	21.56%	25.76%	22.74%	20.75%	26.00%	5.2pct	4.4pct	21.45%	23.82%	2.4pct
净手续费收入/营业收入	18.85%	21.46%	22.51%	23.81%	22.07%	21.54%	21.36%	28.14%	6.8pct	4.3pct	21.74%	23.41%	1.7pct
核心一级资本充足率	8.55%	8.78%	8.74%	8.68%	9.01%	9.35%	9.40%	8.71%	-0.7pct	0.0pct	8.68%	8.71%	na
一级资本充足率	8.55%	8.78%	8.74%	8.68%	9.01%	9.35%	9.40%	9.22%	-0.2pct	0.5pct	8.68%	9.22%	0.5pct
资本充足率	10.79%	11.10%	10.89%	10.83%	11.06%	12.18%	12.18%	11.97%	-0.2pct	1.1pct	10.83%	11.97%	1.1pct

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 财务数据及预测 - 兴业银行

利润表 (百万元)							同比增速 (%)				
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利息收入	50,734	72,193	85,845	95,103	107,498	118,769	42.3%	18.9%	10.8%	13.0%	10.5%
非利息收入	9,136	15,426	23,442	29,731	38,650	49,472	68.8%	52.0%	26.8%	30.0%	28.0%
净手续费收入	8,845	14,947	23,762	29,227	36,534	44,572	69.0%	59.0%	23.0%	25.0%	22.0%
营业收入	59,870	87,619	109,287	124,834	146,147	168,241	46.3%	24.7%	14.2%	17.1%	15.1%
营业支出	(23,422)	(29,169)	(37,021)	(42,926)	(53,657)	(65,462)	24.5%	26.9%	16.0%	25.0%	22.0%
营业税	(4,291)	(5,748)	(7,831)	(10,180)	(13,234)	(17,205)	34.0%	36.2%	30.0%	30.0%	30.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	36,448	58,450	72,266	81,908	92,490	102,779	60.4%	23.6%	13.3%	12.9%	11.1%
资产减值损失	(2,916)	(12,382)	(18,188)	(21,736)	(23,168)	(25,822)	32.4%	46.9%	19.5%	6.6%	11.5%
贷款减值损失	(2,625)	(11,758)	(16,417)	(19,257)	(19,945)	(21,954)	347.9%	39.6%	17.3%	3.6%	10.1%
营业利润	33,532	46,068	54,078	60,172	69,322	76,957	37.4%	17.4%	11.3%	15.2%	11.0%
营业外收支净额	132	125	183	407	448	492	-5.3%	46.4%	122.4%	10.0%	10.0%
利润总额	33,664	46,193	54,261	60,579	69,770	77,450	37.2%	17.5%	11.6%	15.2%	11.0%
所得税	(8,067)	(11,266)	(12,750)	(13,141)	(15,349)	(17,039)	39.7%	13.2%	3.1%	16.8%	11.0%
净利润	25,597	34,927	41,511	47,438	54,420	60,411	36.4%	18.9%	14.3%	14.7%	11.0%
少数股东权益	(92)	(209)	(300)	(330)	(363)	(399)	127.2%	43.5%	10.0%	10.0%	10.0%
归属股东净利润	25,505	34,718	41,211	47,108	54,057	60,011	36.1%	18.7%	14.3%	14.8%	11.0%
优先股股息	0	0	0	0	1,800	1,800	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	25,505	34,718	41,211	47,108	52,257	58,211	36.1%	18.7%	14.3%	10.9%	11.4%

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
贷款总额	983,254	1,229,165	1,357,057	1,560,616	1,763,496	1,957,480	25.0%	10.4%	15.0%	13.0%	11.0%
存款总额	1,345,279	1,813,266	2,170,345	2,469,949	2,766,343	3,070,640	34.8%	19.7%	13.8%	12.0%	11.0%
不良贷款余额	3,716	5,286	10,331	17,188	23,836	29,417	42.2%	95.4%	66.4%	38.7%	23.4%
贷款损失准备	14,314	24,623	36,375	43,961	55,595	70,107	72.0%	47.7%	20.9%	26.5%	26.1%
资产总额	2,408,798	3,250,975	3,677,435	4,407,070	5,009,774	5,622,913	35.0%	13.1%	19.8%	13.7%	12.2%
负债总额	2,292,720	3,080,340	3,476,264	4,160,316	4,711,162	5,285,910	34.4%	12.9%	19.7%	13.2%	12.2%
母公司所有者权益	115,209	169,577	199,769	244,931	296,243	333,923	47.2%	17.8%	22.6%	20.9%	12.7%
优先股	0	0	0	13,000	30,000	30,000	na	na	na	na	na
平均生息资产	2,037,510	2,720,279	3,515,786	4,026,905	4,752,949	5,345,867	33.5%	29.2%	14.5%	18.0%	12.5%

每股数据 (元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
普通股股本 (百万股)	10,786	12,702	19,052	19,052	19,052	19,052	17.8%	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	2.36	2.73	2.16	2.47	2.74	3.06	15.6%	-20.9%	14.3%	10.9%	11.4%
BVPS	10.68	13.35	10.49	12.86	13.97	15.95	25.0%	-21.5%	22.6%	8.7%	14.2%
DPS	0.37	0.57	0.46	0.49	0.57	0.63	54.1%	-19.3%	7.5%	14.8%	11.0%
PPOP/sh	3.38	4.60	3.79	4.30	4.85	5.39	36.2%	-17.6%	13.3%	12.9%	11.1%

主要指标 (%)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROA	1.20%	1.23%	1.20%	1.17%	1.16%	1.14%	0.03%	-0.04%	-0.02%	-0.02%	-0.02%
ROE	24.62%	24.38%	22.32%	22.50%	21.88%	20.55%	-0.24%	-2.07%	0.19%	-0.62%	-1.34%
净息差	2.49%	2.65%	2.44%	2.36%	2.26%	2.22%	0.16%	-0.21%	-0.08%	-0.10%	-0.04%
成本收入比	31.95%	26.73%	26.71%	26.23%	27.66%	28.68%	-5.22%	-0.02%	-0.48%	1.43%	1.02%
有效税率	23.96%	24.39%	23.50%	21.69%	22.00%	22.00%	0.43%	-0.89%	-1.81%	0.31%	0.00%
贷存比	73.09%	67.79%	62.53%	63.18%	63.75%	63.75%	-5.30%	-5.26%	0.66%	0.56%	0.00%
不良贷款率	0.38%	0.43%	0.76%	1.10%	1.35%	1.50%	0.05%	0.33%	0.34%	0.25%	0.15%
拨备覆盖率	385.20%	465.81%	352.09%	255.77%	233.24%	238.32%	80.62%	-113.72%	-96.32%	-22.53%	5.08%
拨贷比	1.46%	2.00%	2.68%	2.82%	3.15%	3.58%	0.55%	0.68%	0.14%	0.34%	0.43%
信用成本	0.29%	1.06%	1.27%	1.32%	1.20%	1.18%	0.78%	0.21%	0.05%	-0.12%	-0.02%
非利息收入/营业收入	15.26%	17.61%	21.45%	23.82%	26.45%	29.41%	2.35%	3.84%	2.37%	2.63%	2.96%
净手续费收入/营业收入	14.77%	17.06%	21.74%	23.41%	25.00%	26.49%	2.29%	4.68%	1.67%	1.59%	1.49%
核心一级资本充足率	na	na	8.68%	8.71%	9.05%	9.38%	na	na	0.04%	0.34%	0.33%
一级资本充足率	8.20%	9.29%	8.68%	9.22%	10.11%	10.33%	1.09%	-0.61%	0.54%	0.89%	0.23%
资本充足率	11.04%	12.06%	10.83%	11.97%	12.77%	12.87%	1.02%	-1.23%	1.14%	0.80%	0.10%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD