

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

中报业绩继续改善, 关注股份行估值修复

——银行行业月报

证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

发布日期: 2018 年 09 月 20 日

重点公司

公司简称	17BVPS	18BVPS	18PB	评级
农业银行	4.39	4.79	0.77	买入
平安银行	11.77	12.94	0.79	买入
工商银行	5.97	6.56	0.84	增持
建设银行	7.12	7.83	0.87	增持
兴业银行	18.82	20.26	0.75	增持
光大银行	5.24	5.41	0.72	增持

银行相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 1 《银行行业月报: 监管与市场利率向好, 板块避险功能凸显》 2018-08-08
- 2 《银行行业专题研究: 资管新规不确定性消除, 关注估值修复机会》 2018-07-23
- 3 《银行行业月报: 新增贷款与市场利率向好, 积极关注板块估值修复机会》 2018-07-16

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

● 投资要点:

- **中报业绩继续改善, 银行指数跑赢沪深 300 指数。**8 月, 银行中报陆续披露, 上市银行收入端与资产质量继续保持稳中向好趋势。在市场波动中, 银行板块防御价值凸显。8 月 9 日至 9 月 20 日, 银行指数上涨 2%, 领先沪深 300 指数 2 个百分点。由于金融监管放松和市场利率下降对股份行与城商行的正面影响大于其他类型银行, 且股份行与城商行中报业绩与资产质量改善幅度好于行业整体, 股份行与城商行整体股价表现优于其他银行。
- **市场利率下行, 关注净息差逻辑变化。**现阶段, 一年内期限的市场利率已低于 17 年中枢 1 百分点, 预计下半年银行流动性仍将保持合理充裕的局面。这种局面下, 银行同业负债成本率下降, 同时, 市场利率的下降也会传导到资产端的定价, 下半年银行资产端收益率或进入平台期。对于股份行和城商行, 因同业负债占总负债的比较高, 且同业负债成本下降先于资产端收益率下降, 净息差存在继续改善窗口。对于国有行和农商行, 因同业负债成本对负债端成本率的影响不大, 且资产端收益率上行趋势难以为继, 净息差改善空间将受到限制。
- **逾期贷款占比上升或为短期现象。**18H1 末, 上市银行逾期贷款占比较 17 年末微升 0.01 百分点至 2.05%。其中, 90 天内逾期贷款占比较 17 年末上升 0.06 百分点至 0.74%。由于逾期贷款占比上升主要是 90 天内逾期贷款占比上升, 时间上与 5-6 月表外融资超预期下降吻合, 因此认为, 二季度社融规模超预期下降在逾期贷款占比上升过程中起主导作用。目前宏观经济下行幅度不明显, 对资产质量威胁不大。
- **投资建议。**市场利率显著下降将打开收入端改善空间。90 天以内逾期贷款占比上升或为短期现象, 对下半年资产质量改善趋势或产生一定负面影响, 但不足以导致不良率明显波动。综合而言, 预计 18 年银行盈利仍将保持稳中向好态势, 资产质量仍能保持稳定。截至 18 年 9 月 20 日, 银行板块与沪深 300 指数 PB (LF) 分别为 0.94 与 1.43 倍, 银行板块估值相对沪深 300 合理偏低, 维持行业“同步大市”投资评级。除持续关注稳健大行外, 还建议关注收入端与资产质量改善预期较大的股份行, 重点关注平安银行、兴业银行与光大银行。
- **风险提示:** 经济表现不及预期, 市场利率大幅上行, 系统性风险。

内容目录

1. 行情跟踪：银行指数跑赢沪深 300 指数.....	3
2. 上市银行中报综述	4
2.1. 营业收入与利润增速继续稳步改善.....	4
2.2. 净息差继续改善，利息净收入实现较快增长	5
2.3. 市场利率下行，关注净息差逻辑变化	6
2.4. 手续费及佣金净收入增长乏力，内部表现分化.....	7
2.5. 不良率继续稳步改善	8
2.6. 不良认定趋严，不良偏离度下降	9
2.7. 前瞻性指标表现不一：关注类贷款占比下降，逾期贷款占比反弹.....	10
3. 投资建议.....	11
4. 风险提示.....	12

图表目录

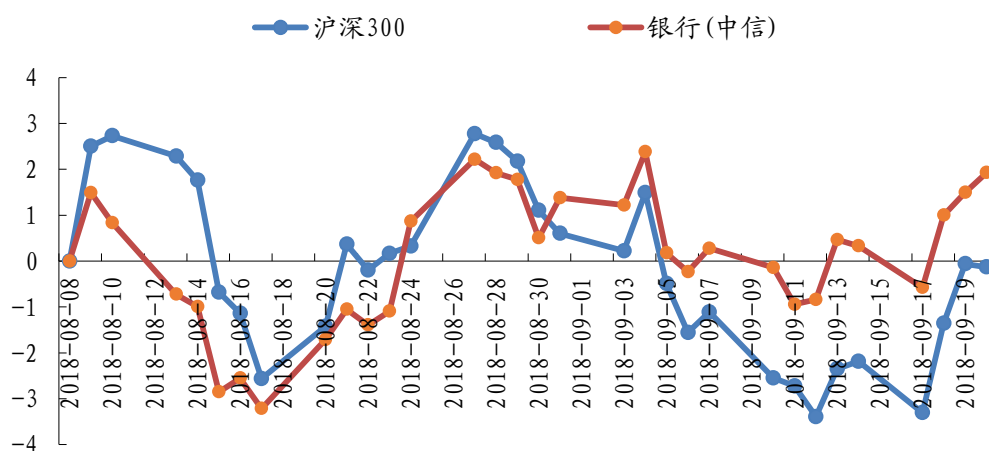
图 1: 18 年 8 月 9 日-9 月 20 日银行指数与沪深 300 指数区间涨跌幅 (%) 走势图.....	3
图 2: 各行业指数 (中信) 8 月 9 日-9 月 20 日区间涨跌幅 (%)	3
图 3: 各上市银行 8 月 9 日-9 月 20 日区间涨跌幅 (%)	4
图 4: 2012-18 年上市银行营业收入增速.....	5
图 5: 2012-18 年上市银行净利润增速	5
图 6: 2012-18 年商业银行利息净收入同比增速.....	6
图 7: 2016-18 年上市银行净息差 (%)	6
图 8: 2016-18 年上市银行净息差同比增长率	6
图 9: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%)	7
图 10: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%)	7
图 11: 2017-18 年同业存单发行利率 (%)	7
图 12: 2017-18 年质押式回购利率(%).....	7
图 13: 2012-18 年上市银行手续费及佣金净收入增速	8
图 14: 2012-18 年商业银行利息净收入同比增速.....	9
图 15: 2012-18 年上市银行 90 天以上逾期贷款/不良贷款	9
图 16: 2012-18 年上市银行关注类贷款占比	10
图 17: 2017-18 年上市银行逾期贷款占比.....	10
图 18: 2013-18 年上市银行 90 天内逾期贷款占比	10
图 19: 2017-18 年上市银行 90 天以上逾期贷款占比.....	10
图 20: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM).....	11
图 21: 银行与沪深 300 指数 PB(LF)	11
表 1: 重点公司估值表	11

1. 行情跟踪：银行指数跑赢沪深 300 指数

8 月，银行中报陆续披露，上市银行收入端与资产质量继续保持稳中向好的趋势。在市场波动中，银行板块防御价值凸显。8 月 9 日至 9 月 20 日，银行指数上涨 2%，领先沪深 300 指数 2 个百分点。

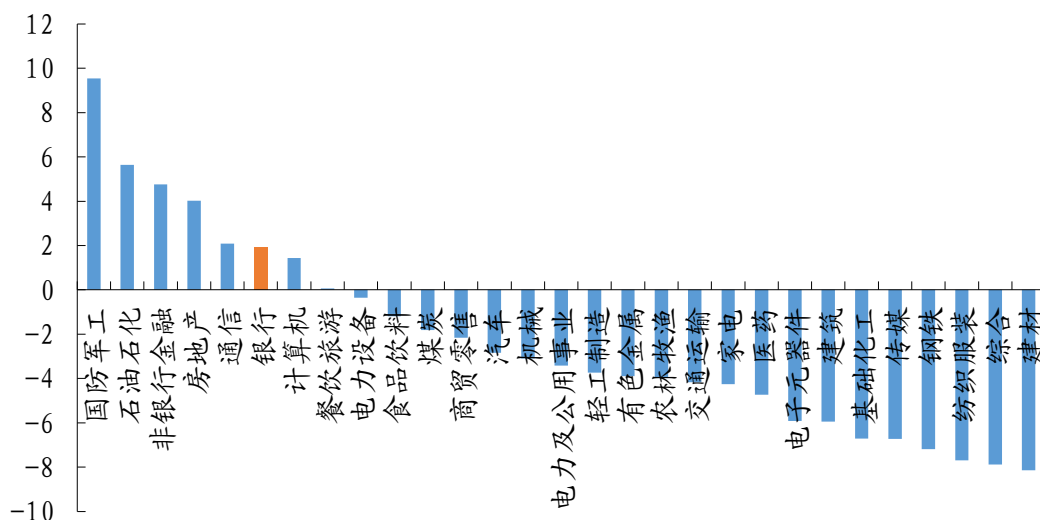
分阶段看，8 月 9 日-8 月 31 日，银行指数与沪深 300 指数表现一致；9 月以来，银行指数逐渐领先沪深 300 指数，且领先幅度逐渐扩大，最终领先沪深 300 指数 2 个百分点。29 个中信一级行业中，银行业区间涨幅位居第 6 位。

图 1：18 年 8 月 9 日-9 月 20 日银行指数与沪深 300 指数区间涨跌幅（%）走势图



资料来源：Wind, 中原证券

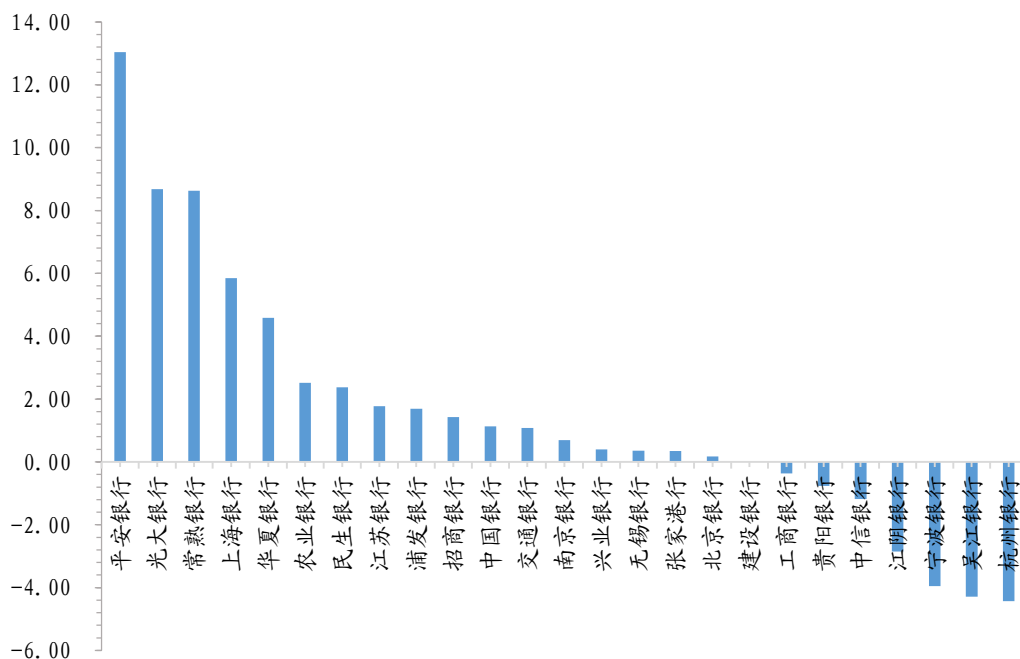
图 2：各行业指数（中信）8 月 9 日-9 月 20 日区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 中原证券

25 家上市銀行中有 18 家股價上漲或持平。由於金融監管放鬆和市場利率下降對股份行與城商行的正面影響大於其他類型銀行，且股份行與城商行中報業績與資產質量改善幅度好於行業整體，股份行與城商行整體股價表現優於其他銀行。8 月 9 日-9 月 20 日，股價表現前 5 位為平安銀行（+13.04%）、光大銀行（+8.68%）、常熟銀行（+8.63%）、上海銀行（+5.85%）與華夏銀行（+4.58%）。

圖 3：各上市銀行 8 月 9 日-9 月 20 日區間漲跌幅（%）



資料來源：Wind, 中原證券

2. 上市銀行中報綜述

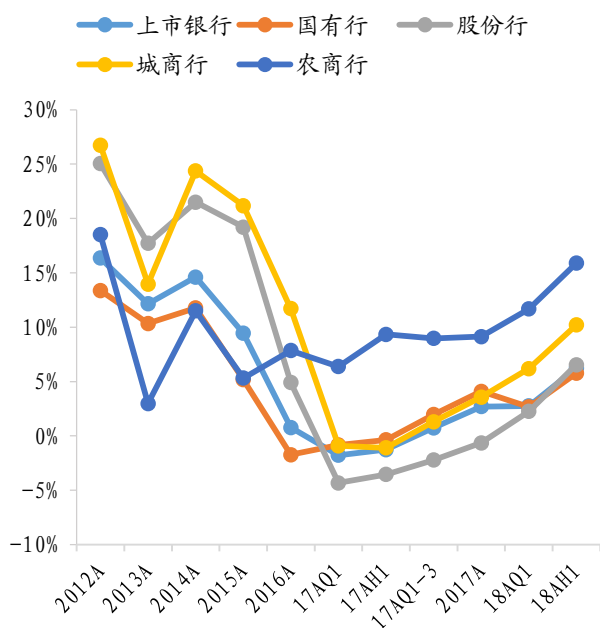
2.1. 營業收入與利潤增速繼續穩步改善

18H1，上市銀行營業收入與淨利潤增速延續了 17 年以來持續改善的態勢。

18H1，上市銀行營業收入同比增長 6.23%，較 17Q1 提升 3.47 個百分點。從增速來看，農商行（+15.90%）>城商行（+10.21%）>股份行（+6.53%）>國有行（+5.76%）。值得注意的是，在 2017Q1-2018Q1 期間，股份行營業收入連續低於國有行，18H1 股份行收入增速重新超越國有行。從營業收入增速改善幅度看，各類型銀行收入增速均較 Q1 有所提升，農商行（+4.28 百分點）=股份行（+4.27 百分點）>城商行（+4.02 百分點）>國有行（+3.09 百分點）。

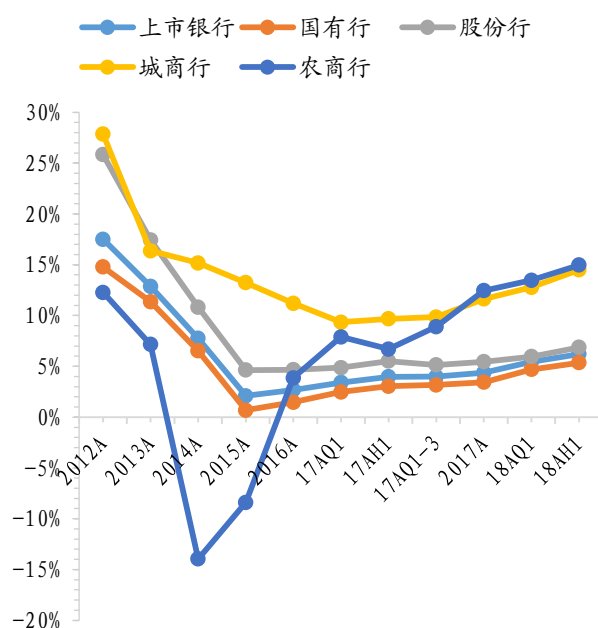
18H1，上市銀行淨利潤同比增長 6.21%，較 17Q1 提升 0.76 百分點。從增速看，農商行（+14.97%）>城商行（+14.49%）>股份行（+6.86%）>國有行（+5.36%）。從淨利潤增速改善幅度來看，城商行（+1.71 百分點）>農商行（+1.5 百分點）>股份行（+0.9 百分點）>國有行（+0.66 百分點）。

图 4: 2012-18 年上市银行营业收入增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2012-18 年上市银行净利润增速



资料来源: Wind, 中原证券

2.2. 净息差继续改善，利息净收入实现较快增长

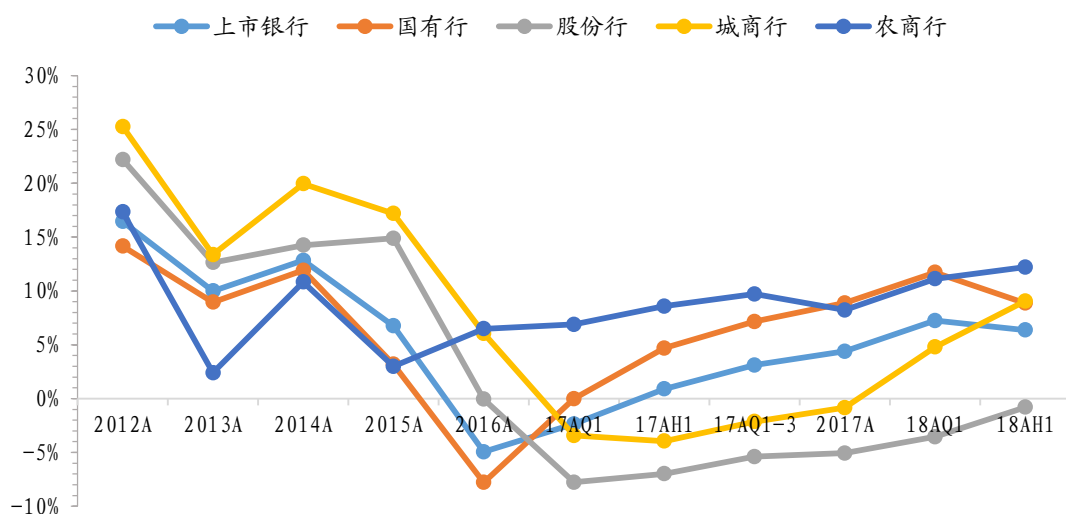
18H1，上市银行利息净收入实现较快增长，同比增长 6.36%，增速较 Q1 下降 0.89 百分点。除国有行利息净收入增速较 Q1 略有回落外，其他类型银行利息净收入增速均较 Q1 改善。

18H1，国有行利息净收入同比增长 8.86%，较 Q1 下降 2.85 百分点，主要原因是国有行净息差同比增长率边际收窄，18H1 国有行净息差同比增长 4.24%，较 Q1 收窄 4.11 百分点。国有行净息差收窄的主要原因是：在流动性较为充裕的环境中，生息资产收益率进入平台期，缺乏继续上行的动力。

18H1，股份行、城商行、农商行同比增速均较 Q1 改善。利息净收入同比增速而言，农商行 (+12.22%) > 城商行 (+9.06%) > 股份行 (-0.80%)。利息净收入增速改善幅度而言，股份行 (+4.34 百分点) > 城商行 (+4.27 百分点) > 农商行 (+1.1 百分点)。利息净收入增速的改善主要来自于净息差同比增速的改善。18H1，各类型银行净息差同比增速改善幅度如下：农商行 (+4.61 百分点) > 城商行 (+2.67 百分点) > 股份行 (+2.5 百分点)。

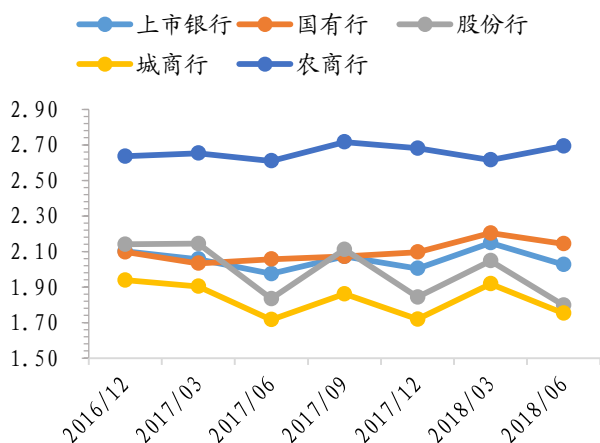
值得注意的是，大部分股份行与全部国有行已于 18 年初采用了新会计准则。在新会计准则下，货币基金取得的收益全部计入投资收入，而此前大部分计入利息收入。股份行配置的货币资金占生息资产的比重相对国有行较大，货币基金收益计入方式对利息收入的影响相对较大。如将该部分收益还原至可比口径，股份行利息净收入同比增速已由负转正。

图 6: 2012-18 年商业银行利息净收入同比增速



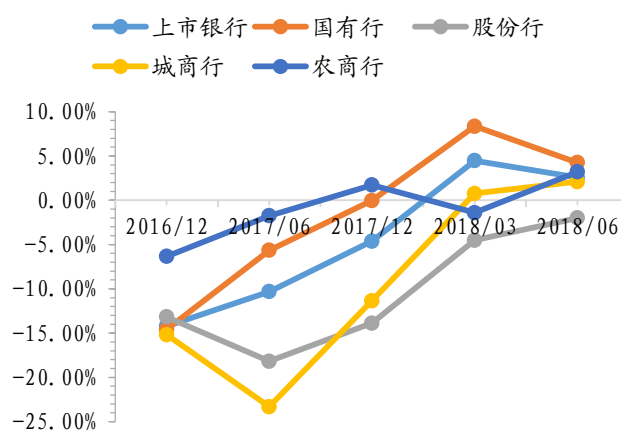
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 2016-18 年上市银行净息差 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 2016-18 年上市银行净息差同比增长率



资料来源: Wind, 中原证券

2.3. 市场利率下行, 关注净息差逻辑变化

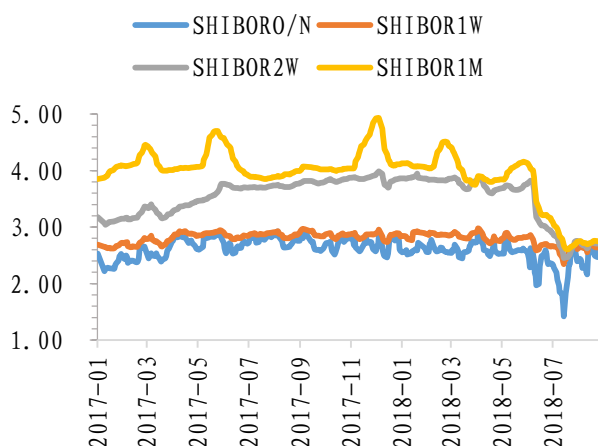
市场利率于 18Q1 冲高后持续回调, 3 月末-4 月末, 受普惠金融定向降准新政和财政存款下放因素影响, 银行流动性较为充裕, 1M/3M/6M/1Y 期限市场利率明显回落。5 月以来, 市场利率较为稳定。7 月以来, 债转股与小微企业融资定向降准落地, 央行加大 MLF 投放力度, 银行间流动性充裕, 市场利率明显下降。现阶段, 1M-1Y 期限的市场利率已低于 17 年中枢 1 百分点。

市场利率下行对不同类型银行净息差的影响有差异。在市场利率上行过程中, 股份行与城商行净息差相对国有行和农商行受到的负面影响更大, 这是造成 17 年国有行与农商行净息率先企稳回升而股份行净息差继续收窄的主要原因。同理, 市场利率下行过程中, 股份行与城

商行净息差相对国有行与农商行受到的正面影响更大，这在 18H1 上市银行净息差上也有体现。

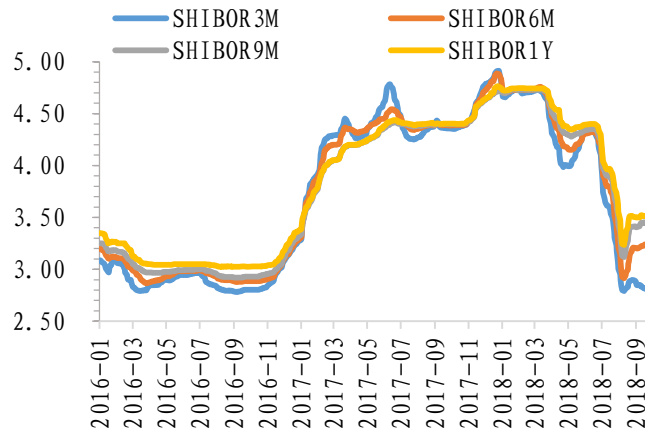
预计下半年银行流动性仍将保持合理充裕的局面。在这种局面下，银行同业负债成本率下降，同时，市场利率的下降也会传导到资产端的定价，下半年银行资产端收益率或进入平台期。对于股份行和城商行，因同业负债占总负债的比重较高，且同业负债成本下降先于资产端收益率下降，净息差存在继续改善窗口。对于国有行和农商行，因同业负债成本对负债端成本率的影响不大，且资产端收益率上行趋势难以为继，净息差改善空间将受到限制。

图 9: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%)



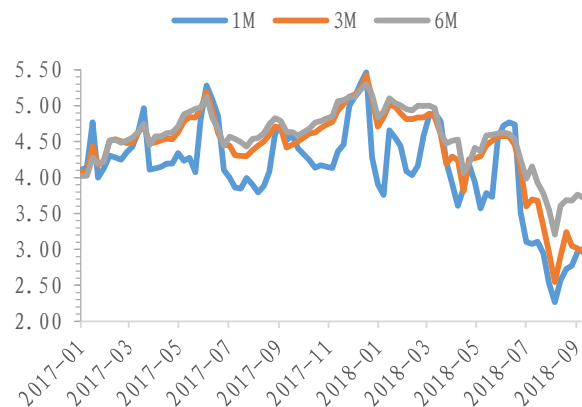
资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%)



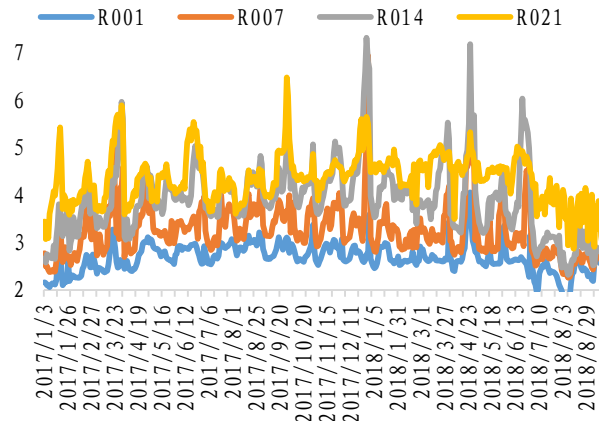
资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 2017-18 年同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 2017-18 年质押式回购利率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

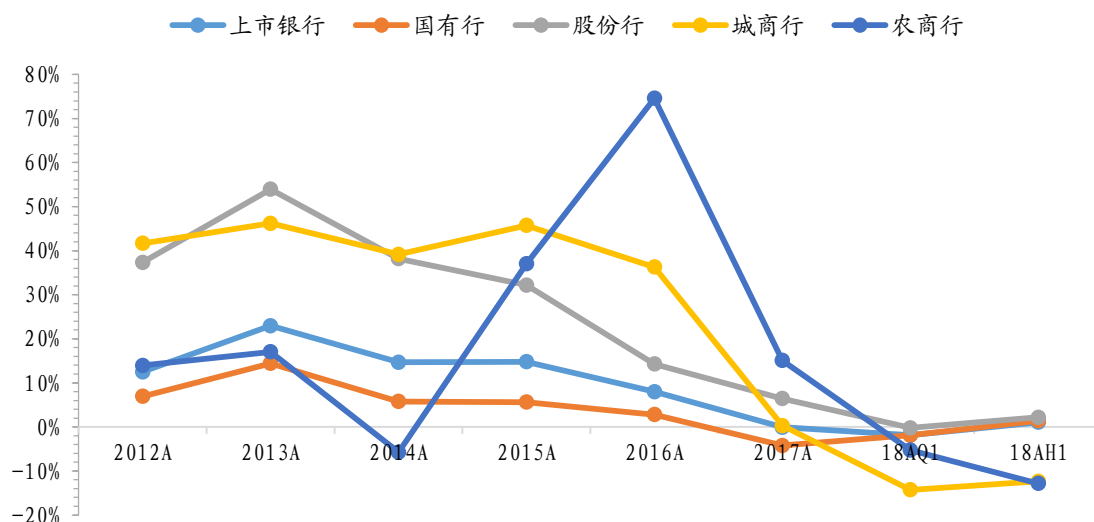
2.4. 手续费及佣金净收入增长乏力，内部表现分化

18H1，上市银行整体手续费及佣金净收入仍较为增长乏力，但较 18Q1 边际改善。18H1，上市银行手续费及佣金净收入同比增长 1.05%，较 Q1 提升 2.9 百分点。从增速看，股份行 (+2.16%) > 国有行 (+1.40%) > 城商行 (-12.36%) > 农商行 (-12.84%)。从增速改善情况来看，国有行与股份行由负增长转为正增长，城商行降幅收窄，农商行降幅进一步扩大。

虽然上市银行手续费及佣金净收入整体增长乏力，但内部却分化明显。具体有两方面的表

现：分化一，不同业务手续费及佣金收入表现较为分化。其中，银行卡手续费增速仍维持在高位，理财业务与代销业务手续费继续负增长。分化二，不同类型银行手续费及佣金收入表现分化。其中，股份行与国有行手续费及佣金收入实现 2% 左右的同比增速。城商行与农商行手续费及佣金收入则同比下降 13% 左右。

图 13：2012-18 年上市银行手续费及佣金净收入增速



资料来源：Wind, 中原证券

预计手续费及佣金净收入仍会面临增长乏力的局面, 这种局面会贯穿整个理财新规过渡期。其中, 理财业务手续费, 过渡期内, 银行老理财产品规模压缩幅度大于新产品的推出力度, 预计理财产品规模逐年压缩, 理财业务手续费随规模下降而下降。目前银行理财产品仍以预期收益率型为主, 净值化产品占比低。大部分预期收益率型理财产品不满足资管新规的要求, 这部分理财规模会在过渡期有序压缩。与预期收益率型产品相比, 净值化产品收益波动性较大, 这与银行理财客户的风险偏好匹配性较弱。虽然早在资管新规征求意见稿出台以来, 各银行都在加大对净值类产品的宣传力度和对理财客户的教育力度, 但这些措施产生效果需要较长时间的积累。

2.5. 不良率继续稳步改善

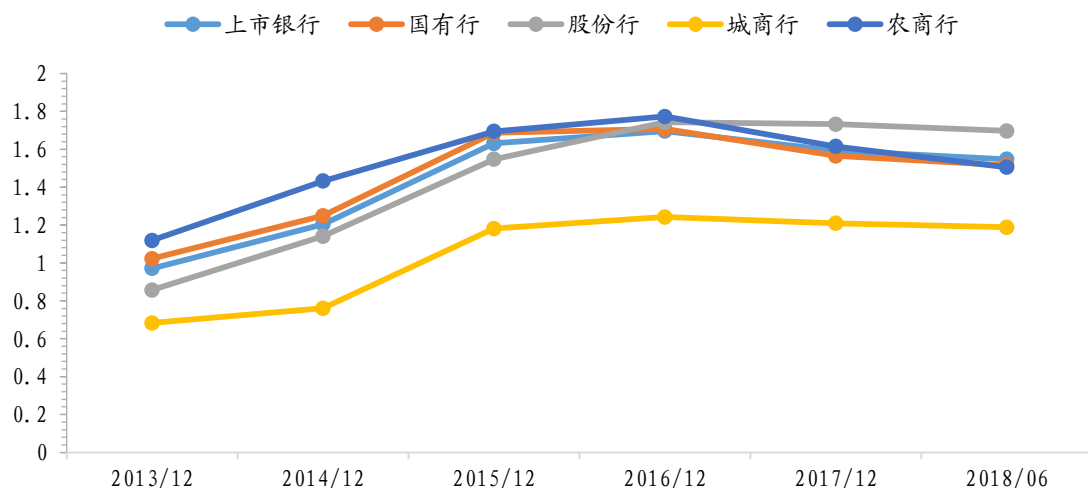
18 年上半年, 尽管宏观经济面临较大的下行压力, 但上市银行不良率整体仍延续 17 年以来稳中有降的良好态势。宏观经济增速稳中略降的走势与银行不良率稳中略降的走势有所背离, 主要原因有三个: 一是目前宏观经济下行幅度并不明显, 经济下行压力新增的不良资产有限; 二是银行业对不良资产保持较大的核销力度; 三是宏观经济下行传导到银行资产质量有一定的时滞。也正是基于上述三个原因, 认为, 下半年银行资产质量不具备大幅恶化的条件, 银行资产质量能够保持稳定。同时, 考虑行业逾期贷款占比较 17 年末上升的事实, 认为银行业下半年资产质量改善幅度或收窄。

18H1 末, 上市银行整体不良率为 1.55%, 较 17 年末下降 0.04 百分点。从不良率水平看, 国有行 (1.52%) 与农商行 (1.51%) 不良率接近行业整体水平, 股份行 (1.70%) 不良率高于

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

上市銀行整體水平 0.15 百分點，城商行低於上市銀行整體水平 0.36 百分點。從改善幅度看，國有行（0.04 百分點）與股份行（0.04 百分點）改善幅度接近上市銀行整體改善幅度（0.04 百分點），城商行（0.02 百分點）改善幅度略低於行業整體，農商行（0.12 百分點）改善幅度好於行業整體水平。

圖 14: 2012-18 年商業銀行利息淨收入同比增速

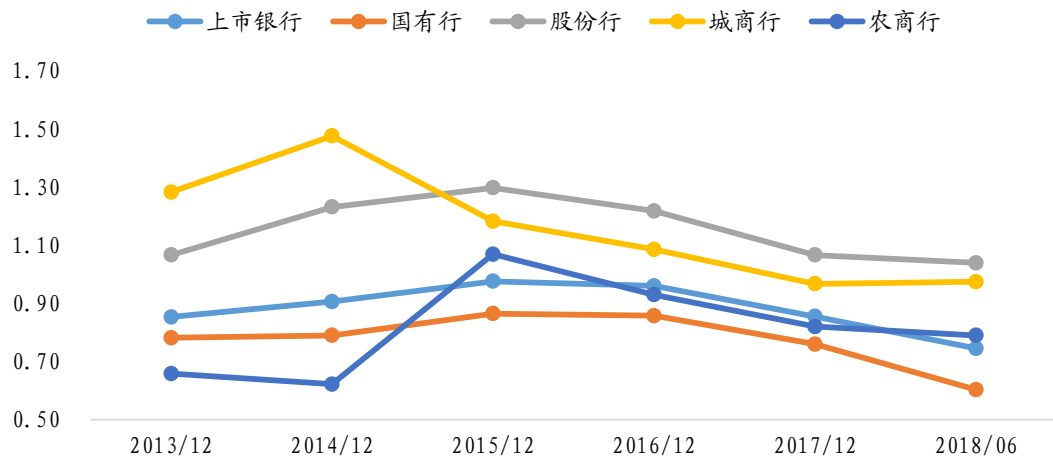


資料來源: Wind, 中原證券

2.6. 不良認定趨嚴，不良偏離度下降

18H1，上市銀行不良資產的認定進一步趨嚴。18H1 末，上市銀行 90 天以上逾期貸款餘額與不良貸款餘額之比（以下簡稱為不良偏離度）由 0.85 進一步下降至 0.75。除城商行外，各類型銀行不良偏離度均較 17 年末下降。具體而言，國有行不良偏離度為 0.6，較 17 年末下降 0.16，不良偏離度絕對值水平與改善幅度均領為各類型上市銀行最好水平；股份行不良偏離度較 17 年末下降 0.03 至 1.04，不良偏離度高於其他類型銀行；城商行不良偏離度為 0.97，與 17 年末持平，好於股份行整體水平，但弱於上市銀行整體水平。

圖 15: 2012-18 年上市銀行 90 天以上逾期貸款/不良貸款



資料來源: Wind, 中原證券

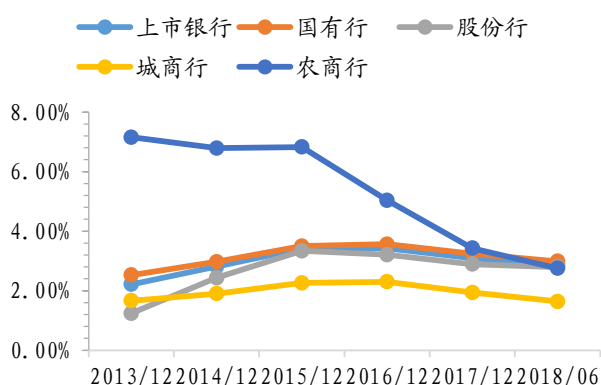
2.7. 前瞻性指标表现不一：关注类贷款占比下降，逾期贷款占比反弹

18H1 末，上市银行关注类贷款占比与逾期贷款占比表现不一，其中，关注类贷款占比继续稳中有降，逾期贷款类占比则有所反弹。逾期贷款中，90 天以内的逾期贷款占比由下降转为上升，90 天以上逾期贷款占比仍保持稳中有降的态势。

18H1 末，上市银行关注类贷款较 17 年末改善 0.22 个百分点至 2.87%，其中，农商行（-0.68 百分点）改善幅度最大，城商行（-0.3 百分点）与国有行（-0.25 百分点）改善幅度居中，股份行（-0.09 百分点）改善幅度最小。

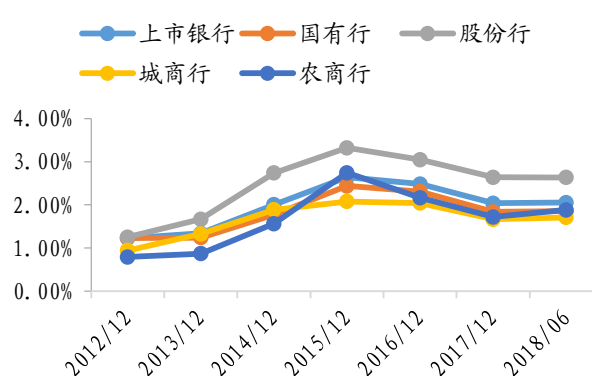
18H1 末，上市银行逾期贷款占比较 17 年末微升 0.01 个百分点至 2.05%。其中，90 天内逾期贷款占比较 17 年末上升 0.06 个百分点至 0.74%，90 天以上逾期贷款占比较 17 年末下降 0.21 个百分点至 1.15%。各类型银行 90 天以上逾期贷款占比改善幅度如下：国有行（-0.28 百分点）> 农商行（-0.13 百分点）> 股份行（-0.09 百分点）> 城商行（-0.01 百分点）。各类型银行 90 天以内逾期贷款占比上升幅度如下：农商行（+0.29 百分点）> 股份行（+0.08 百分点）> 城商行（+0.05 百分点）= 国有行（+0.05 百分点）。

图 16: 2012-18 年上市银行关注类贷款占比



资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 2017-18 年上市银行逾期贷款占比



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 2013-18 年上市银行 90 天内逾期贷款占比

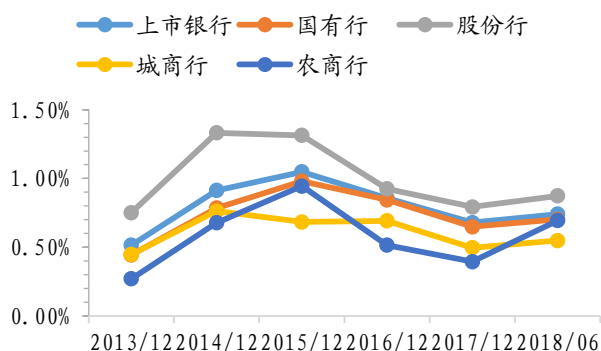
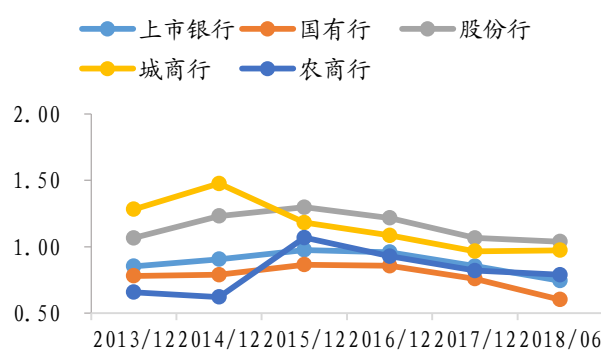


图 19: 2017-18 年上市银行 90 天以上逾期贷款占比



资料来源: Wind, 中原证券

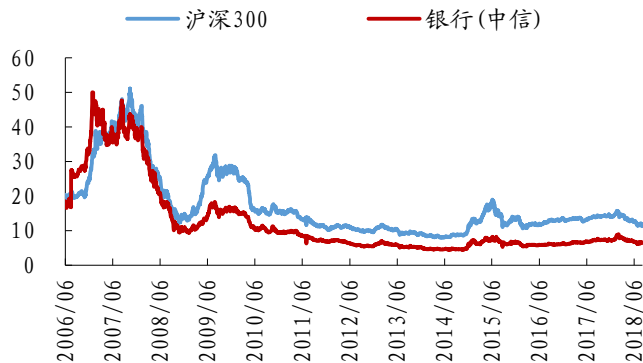
资料来源: Wind, 中原证券

逾期贷款占比反弹或有两方面的原因: 一是经济增速较 17 年有所下行, 部分企业盈利恶化, 还款能力受到负面影响; 二是受资管新规及委托贷款新规影响, 5-6 月表外融资规模超预期下降, 造成部分企业现金流紧张, 进而短期内还款能力受到负面影响。由于逾期贷款占比上升主要是 90 天内逾期贷款占比上升, 时间上与 5-6 月份表外融资超预期下降吻合, 因此认为, 二季度社融规模超预期下降在逾期贷款占比上升过程中起主导作用, 宏观经济对资产质量的威胁不大。

3. 投资建议

市场利率显著下降减轻银行负债端压力, 将打开收入端改善空间。90 天以内逾期贷款占比上升或为短期现象, 对下半年资产质量改善趋势或产生一定负面影响, 但不足以导致不良率明显波动。综合而言, 预计 18 年银行盈利仍将保持稳中向好的态势, 资产质量仍能保持稳定。截至 18 年 9 月 20 日, 银行板块与沪深 300 指数 PB (LF) 分别为 0.94 与 1.43 倍, 银行板块估值相对沪深 300 合理偏低, 维持行业“同步大市”投资评级。建议除重点关注稳健的大行外, 还关注收入端与资产质量改善预期较大的股份行, 重点关注平安银行、兴业银行与光大银行。

图 20: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM)



资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 银行与沪深 300 指数 PB(LF)



资料来源: Wind, 中原证券

表 1: 重点公司估值表

银行简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
农业银行	3.67	0.59	0.59	0.65	6.22	6.22	5.65	4.39	4.79	5.24	0.84	0.77	0.70
平安银行	10.23	1.35	1.42	1.55	7.58	7.20	6.60	11.77	12.94	14.21	0.87	0.79	0.72
工商银行	5.49	0.8	0.84	0.9	6.86	6.54	6.10	5.97	6.56	7.18	0.92	0.84	0.76
建设银行	6.85	0.97	1.02	1.1	7.06	6.72	6.23	7.12	7.83	8.59	0.96	0.87	0.80
兴业银行	15.18	2.75	2.97	3.26	5.52	5.11	4.66	18.82	20.26	22.55	0.81	0.75	0.67
光大银行	3.88	0.6	0.65	0.71	6.47	5.97	5.46	5.24	5.41	5.86	0.74	0.72	0.66

资料来源: Wind, 中原证券。注: 收盘价为 2018 年 9 月 20 日收盘价。

4. 风险提示

- 1) 经济表现不及预期;
- 2) 市场利率大幅上行;
- 3) 系统性风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。

