

中国银行 (601988)

中行：拨备少提贡献业绩略超预期，4 季度息差回升

——2010 年年报点评

	伍永刚	王丽雯
	021-38676525	021-38676047
	wuyg1@gtjas.com	wangliwen@gtjas.com
	S0880511010004	S0880511010036

本报告导读：

10 年净利润略超预期源自拨备少提，4 季度 NIM 回升，但息差水平在同业中仍偏低，拨备率仅 2.17%，预测 2011 年净利润增 19%，维持谨慎增持评级和 4.3 元目标价。

投资要点：

业绩概述：

- **净利润超预期，但拨备前利润低于预期。**中行 2010 年实现净利润 1044.18 亿元，同比增长 29.2%，超过我们的预测 1%，主要源自拨备少提；拨备前利润 1551.38 亿元，增长 23.59%。完全摊薄每股收益 0.37 元，每股净资产 2.31 元。

正面因素：

- **贷款增长平稳，票据占比下降：**贷款余额同比增长 15.3%，贴现占比较中期下降 1.3 个百分点至 1.8%。
- **全年 NIM 扩大 3bp 至 2.07%，4 季度 NIM 环比回升 10bp。**第 4 季度息差回升主要来自：1) 贷款议价能力提高，存贷利差扩大；2) 票据占比下降；3) 外币业务的息差下半年有所好转。
- **拨备少提：**一方面债券减值准备回拨，一方面贷款减值准备维持较低计提水平，信贷成本下降 9bp 至 0.29%。
- **手续费及佣金净收入同比增长 18.15%。**
- **费用收入比同比下降 0.76 个百分点至 34.16%。**

负面因素：

- 全年存款增长偏慢 (12.78%)，贷存比有所提高。
- 拨备率 2.17%，在大行中处于较低水平，未来两年信贷成本有上升压力。

盈利预测：预测 2011 年净利润增长 19%，谨慎增持评级

假定中行 2011 年起适度多提拨备，以使得 2013 年达到 2.5%；由此我们预测中行 2011、2012 年分别实现净利润 1239、1438 亿元，同比分别增长 18.64%、16.1%；摊薄每股净收益分别为 0.44、0.52 元；每股净资产分别为 2.60、2.93 元。

按目前价格计算，中行 2011 年动态 PB、PE 分别为 1.27、7.41 倍；2012 年动态 PB、PE 分别为 1.12、6.39 倍，维持谨慎增持评级和 4.3 元的目标价，该目标价对应的 2012 年 PB、PE 分别为 1.47、8.35 倍。

财务摘要 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	232,198	276,817	334,548	390,490	457,369
(+/-)%	1.71	19.22	20.86	16.72	17.13
拨备前利润	125,545	155,156	189,187	223,165	263,673
(+/-)%	(4.30)	23.59	21.93	17.96	18.15
净利润	80,819	104,418	123,877	143,821	167,656
(+/-)%	27.20	29.20	18.64	16.10	16.57
每股净收益 (元)	0.32	0.37	0.44	0.52	0.60
每股净资产 (元)	2.03	2.31	2.60	2.93	3.32

利润率和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	49.29	53.04	52.32	52.03	51.73
净资产收益率	15.69	16.21	17.09	17.59	18.10
投入资本回报率	14.13	14.02	14.78	15.16	15.60
EV/EBITDA	6.25	5.07	4.18	3.55	3.01
市盈率	10.14	8.63	7.28	6.27	5.38
市净率	1.59	1.40	1.24	1.10	0.97
股息率(%)	4.02	3.94	4.52	5.36	6.23

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：4.30

上次预测：4.30

当前价格：3.29

2011.03.25

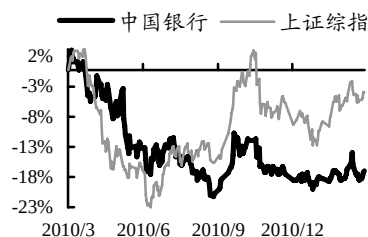
交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.15-4.39
总市值 (百万元)	893,384
总股本/流通 A 股 (百万股)	271,545/195
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/76,020
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	35
日均成交值 (百万元)	114

资产负债表摘要	2010A
贷款总额 (百万元)	5,660,621
股东权益 (百万元)	676,150
贷存比 (%)	74.32
资产扩张倍数	16.24

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.094	0.116
Q2	0.093	0.112
Q3	0.098	0.111
Q4	0.090	0.105
全年	0.374	0.444

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	1%	-15%
相对指数	-1%	-1%	-12%

相关报告

《中行：净利润增长略超预期，拨备少提是主因》

2010.10.28

《中行：净息差缓慢回升，不良贷款大幅下降》

2010.08.27

《净息差缓慢回升，不良贷款大幅下降》

模型更新时间: 2011.03.25

股票研究

金融

商业银行

中国银行 (601988)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 4.30

上次预测: 4.30

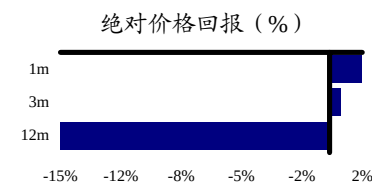
当前价格: 3.29

公司网址

www.boc.cn

公司简介

中国银行是中国第四大国有商业银行, 成立于1912年, 建国后逐步由专职外汇银行, 转变为拥有商业银行、投资银行和保险等综合业务架构的股份制商业银行。该行拥有最广泛的海外分支机构网络, 在外汇存贷款、国际结算、外汇资金和银行卡等业务领域居于领先地位。中行在全国设有1.1万家分支机构, 其中包括遍及全球27个国家和地区的600多家境外机构, 并于2006年完成了香港、上海两地上市。



财务预测(单位: 百万元)

利润表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	232,198	276,817	334,548	390,490	457,369	523,402
利息净收入	158,881	193,962	237,697	275,981	320,389	359,423
非利息净收入	73,317	82,855	96,850	114,510	136,980	163,979
营业支出	(121,640)	(134,654)	(165,891)	(194,680)	(229,107)	(257,359)
业务及管理费	(81,076)	(94,555)	(112,602)	(129,479)	(149,367)	(170,932)
资产减值损失	(14,987)	(12,993)	(20,530)	(27,355)	(35,412)	(35,698)
营业利润	110,558	142,163	168,657	195,810	228,261	266,043
营业外收支净额	539	(18)	(22)	(25)	(30)	(34)
利润总额	111,097	142,145	168,635	195,785	228,232	266,009
所得税	(25,748)	(32,454)	(38,502)	(44,701)	(52,109)	(60,734)
少数股东应享利润	(4,530)	(5,273)	(6,256)	(7,263)	(8,466)	(9,868)
净利润	80,819	104,418	123,877	143,821	167,656	195,407

资产负债表

现金及存放央行款项	1,086,03	1,623,14	2,056,94	2,367,89	2,664,19	2,971,06
存放同业及其他金融机构款项	683,110	800,620	902,739	1,060,06	1,197,62	1,343,37
客户贷款总额	4,910,35	5,660,62	6,481,41	7,356,40	8,275,95	9,227,68
贷款减值准备	(112,950)	(122,856)	(143,656)	(171,297)	(207,061)	(243,140)
证券投资	1,816,67	2,055,32	2,317,48	2,721,35	3,074,49	3,448,67
其他资产	368,709	443,012	499,518	586,571	662,688	743,339
资产合计	8,751,94	10,459,8	12,114,4	13,920,9	15,667,8	17,491,0
同业及其他金融机构存放款项	1,152,42	1,580,03	1,833,55	2,109,56	2,373,25	2,646,18
客户存款	6,685,04	7,539,15	8,748,85	10,065,8	11,324,0	12,626,3
应付债券	76,798	131,887	153,049	176,088	198,098	220,880
其他负债	292,278	532,645	618,111	711,155	800,050	892,055
负债合计	8,206,54	9,783,71	11,353,5	13,062,6	14,695,4	16,385,4
少数股东权益	30,402	31,985	35,993	40,604	46,001	52,299
母公司股东权益	514,992	644,165	724,877	817,757	926,436	1,053,27

现金流量表

EBIT	114,445	146,821	175,020	203,160	236,616	275,397
NOPLAT	87,921	113,299	135,060	156,775	182,593	212,520
折旧与摊销	8,691	10,319	11,065	12,476	14,650	16,552
来源	1,745,11	1,637,05	1,565,19	1,703,81	1,626,91	1,683,27
运用	-1,792,1	-1,698,2	-1,648,2	-1,796,8	-1,738,4	-1,814,1
现金分红	-34,212	-38,820	-40,755	-48,351	-56,135	-65,438
自由现金流	30,357	36,546	22,270	27,839	29,578	32,757
现金流净增加额	4,107	9,626	6,278	9,672	8,457	8,961

骆驼评级指标体系 (%)

资本充足性 C:

资本充足率	11.14	12.58	12.14	11.75	11.33	10.96
核心资本充足率	9.07	10.09	9.67	9.28	8.96	8.71
权益资产比	6.23	6.46	6.28	6.17	6.21	6.32
股利支付率	43.97	39.03	39.03	39.03	39.03	39.03

资产质量 A:

不良率	1.52	1.10	1.01	0.98	0.96	0.95
拨备覆盖率1 (拨备/不良贷款)	151.17	196.66	219.88	238.41	261.28	277.65
拨备覆盖率2 (拨备/贷款)	2.30	2.17	2.22	2.33	2.50	2.63
贷款核销率	0.22	0.10	0.04	0.04	0.04	0.04
信贷成本	0.38	0.29	0.39	0.45	0.51	0.46

盈利能力 E:

净资产收益率(ROE)	15.69	16.21	17.09	17.59	18.10	18.55
总资产收益率(ROA)	0.92	1.00	1.02	1.03	1.07	1.12
费用收入比	34.92	34.16	33.66	33.16	32.66	32.66
净利润率	23.84	26.03	24.91	24.77	24.88	25.49
EBITDA 利润率(EBITDA/sales)	40.75	42.41	41.55	41.86	42.54	42.73
投入资本回报率(ROIC)	14.13	14.02	14.78	15.16	15.60	16.02

流动性 L:

资产负债率	93.77	93.54	93.72	93.83	93.79	93.68
贷存比(平均)	69.20	74.32	74.55	73.55	73.08	73.08
贷款/总资产	56.11	54.12	53.50	52.84	52.82	52.76
平均生息资产/平均总资产	95.38	95.79	95.78	95.81	95.81	95.87

估值比率

PE (X)	10.14	8.63	7.28	6.27	5.38	4.61
PEG (X)	0.37	0.30	0.39	0.39	0.32	0.28
PB (X)	1.59	1.40	1.24	1.10	0.97	0.86
EV/EBITDA (X)	6.25	5.07	4.18	3.55	3.01	2.63
股息率(%)	4.02	3.94	4.52	5.36	6.23	7.26
资产扩张倍数(X)	16.99	16.24	16.71	17.02	16.91	16.61

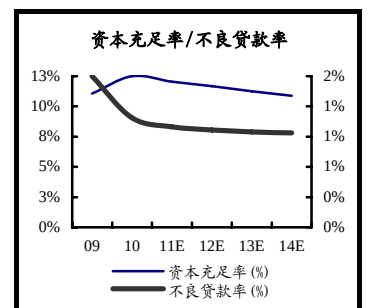
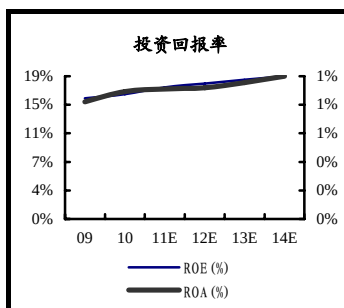
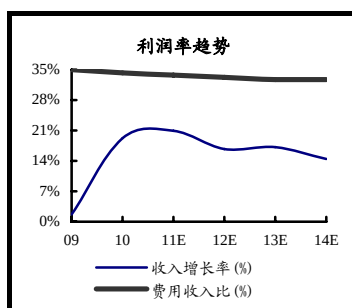


表 1：业绩主要驱动或阻滞因素（绿黄色分别代表正负面驱动因素）

单位：百万元	2009	2010	YoY	3Q10	4Q10	QoQ	说明
平均生息资产	7,456,310	9,155,635	22.79%	208,608	150,758	-27.73%	
净息差（NIM）	2.04%	2.07%	0.03pc	2.07%	2.17%	0.10pc	存贷利差扩大；外币业务息差回升
净利息收入	158,881	193,962	22.08%	48,940	53,158	8.62%	
非利息净收入	59,385	70,163	18.15%	16,655	18,758	12.63%	
费用收入比	34.92%	34.16%	-0.76pc	34.30%	41.83%	7.53pc	
资产损失准备	-14,987	-12,993	-13.30%	-1,211	-1,831	51.20%	信贷成本维持低位，年末拨备率环比下降
实际所得税率	23.18%	22.83%	-0.34pc	23.01%	23.03%	0.02pc	
净利润	80,819	104,418	29.20%	27,222	25,174	-7.52%	

表 2：主要财务数据及同比环比增速比较

单位：百万元	年度		同比增速		单季度新增				环比增速
资产负债表	2009	2010	2009	2010	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	4Q10
总资产	8,751,943	10,459,865	25.82%	19.51%	969,730	-35,861	416,623	357,430	-14.21%
贷款余额	4,910,358	5,660,621	48.97%	15.28%	402,238	79,283	163,292	105,450	-35.42%
投资余额	1,816,679	2,055,324	10.36%	13.14%	150,836	-860	88,408	261	-99.70%
生息资产	8,343,638	9,967,631	27.02%	19.46%	984,722	-79,461	417,216	301,516	-27.73%
总负债	8,206,549	9,783,715	27.00%	19.22%	941,634	-29,687	385,994	279,225	-27.66%
存款余额	6,685,049	7,539,153	29.22%	12.78%	656,119	-79,104	220,442	56,647	-74.30%

	年度		同比增速		单季度				环比增速
利润表	2009	2010	2009	2010	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	4Q10
利息收入	261,424	313,533	-8.89%	19.93%	71,252	76,773	80,203	85,305	6.36%
利息支出	-102,543	-119,571	-17.30%	16.61%	-26,746	-29,415	-31,263	-32,147	2.83%
净利息收入	158,881	193,962	-2.49%	22.08%	44,506	47,358	48,940	53,158	8.62%
非利息净收入	59,385	70,163	15.15%	18.15%	19,202	15,548	16,655	18,758	12.63%
营业净收入	218,266	264,125	1.75%	21.01%	63,708	62,906	65,595	71,916	9.64%
营业费用	-81,076	-94,555	12.67%	16.63%	-19,044	-20,584	-23,807	-31,120	30.72%
拨备前利润	126,084	155,138	-3.96%	23.04%	41,371	38,867	38,340	36,560	-4.64%
资产损失准备	-14,987	-12,993	-66.72%	-13.30%	-5,897	-4,054	-1,211	-1,831	51.20%
实际所得税率	23.18%	22.83%	-1.38pc	-0.34pc	22.91%	22.36%	23.01%	23.03%	0.02pc
净利润	80,819	104,418	27.20%	29.20%	26,175	25,847	27,222	25,174	-7.52%

财务指标分析	年度		同比变动(pc)		单季度				环比变动(pc)
	2009	2010	2009	2010	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	4Q10
资本充足率	11.14%	12.58%	-2.30	1.45	11.09%	11.73%	11.73%	12.58%	0.85
核心资本充足率	9.07%	10.09%	-1.74	1.02	9.11%	9.33%	9.35%	10.09%	0.74
不良贷款率	1.52%	1.10%	-1.13	-0.42	1.18%	1.20%	1.10%	1.10%	0.00
拨备覆盖率	151.17%	196.66%	29.45	45.50	172.09%	188.44%	198.93%	196.66%	-2.27
拨备率	2.30%	2.17%	-0.93	-0.13	2.24%	2.26%	2.19%	2.17%	-0.02
信贷成本	0.37%	0.25%	-1.10	-0.12	0.46%	0.30%	0.09%	0.13%	0.04
费用收入比	34.92%	34.16%	3.40	-0.76	28.19%	31.45%	34.30%	41.83%	7.53
净息差（NIM）	2.04%	2.07%	-0.59	0.03	2.01%	2.04%	2.07%	2.17%	0.10
净利差（NIS）	1.95%	1.99%	-0.50	0.04	1.95%	1.97%	2.00%	2.08%	0.08
ROA	0.92%	1.00%	0.01	0.07	1.08%	1.07%	1.08%	0.96%	-0.12
ROE	15.69%	16.21%	2.12	0.52	19.32%	19.27%	19.22%	15.63%	-3.59
贷存比	73.45%	75.08%	9.74	1.63	72.37%	74.25%	74.24%	75.08%	0.84

注：贷存比为计算值；NIM 的季度数为计算值。

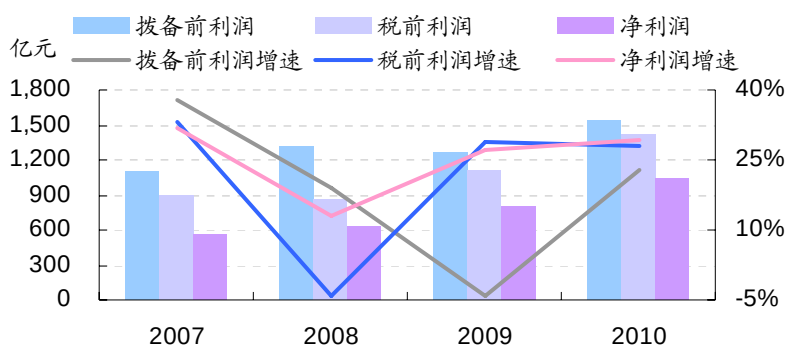
1. 2010 年净利润增长 29.2%，略超预期源自低信贷成本

10 年净利润略超预期。中国银行 2010 年实现净利润 1044.18 亿元，增长 29.2%；略超过我们的预测（1032 亿元）1%；拨备前利润为 1551.38 亿元，增长 23.59%。业绩超预期主要源自拨备少提。当年完全摊薄每股收益为 0.37 元，期末每股净资产 2.31 元，每股拟分红 0.146 元。

2010 年公司业绩增长的主要驱动因素包括：

- (1) 平均生息资产同比增长 22.79%；
- (2) 净息差同比提高 3 个 bp 至 2.07%（计算值下降 1.3 个 bp）；
- (3) 非利息净收入同比增长 18.15%；
- (4) 费用收入比同比下降 0.76 个百分点至 34.16%；
- (5) 资产减值损失同比下降 13.3%，主要来自债券减值准备回拨，以及贷款拨备少提（信贷成本下降 9bp 个百分点至 0.29%）。

图 1：中行 2010 年净利润同比增长 29.2%



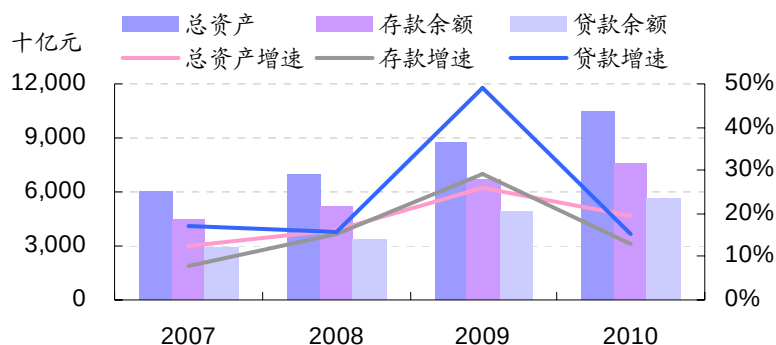
数据来源：公司报表，国泰君安证券。

2. 票据贴现继续减少

信贷增长平稳，继续调整结构。2010 年中行贷款余额同比增长 15.3%，低于行业平均增速 4.4 个百分点。在信贷余额平稳增长的同时，公司继续加强结构调整，票据贴现余额不断减少，年末票据占比较中期下降 1.3 个百分点至 1.8%。

由于公司 10 年存款余额仅同比增长 12.78%，明显慢于贷款增速，期末贷存比环比上升。

图 2: 中行资产负债规模及增速



数据来源: 公司报表, 国泰君安证券。

表 3: 2010 年银行业总资产、存款、贷款余额增速比较 (%)

机构	同比增速		
	总资产	存款余额	贷款余额
银行业金融机构	19.7%	19.8	19.7
国有大行			
中行	19.5	12.8	15.3
股份制银行			
深发展	23.8	23.8	13.3

资料来源: 银监会、中国人民银行、公司报表、国泰君安证券。

表 4: 中行资产负债结构变动

	结构比例		
	2009	1H10	2010
生息资产结构			
贷款净额	57.5%	57.0%	55.6%
债券投资	21.8%	21.3%	20.6%
存拆放同业款项	8.2%	8.5%	8.0%
存放央行	12.5%	13.3%	15.8%
贷款结构			
一般性公司贷款	72.0%	72.8%	73.2%
贴现	4.6%	3.1%	1.8%
个人贷款	23.4%	24.1%	25.0%
存款结构			
活期存款	47.0%	46.0%	47.6%
定期存款	46.5%	47.1%	51.1%

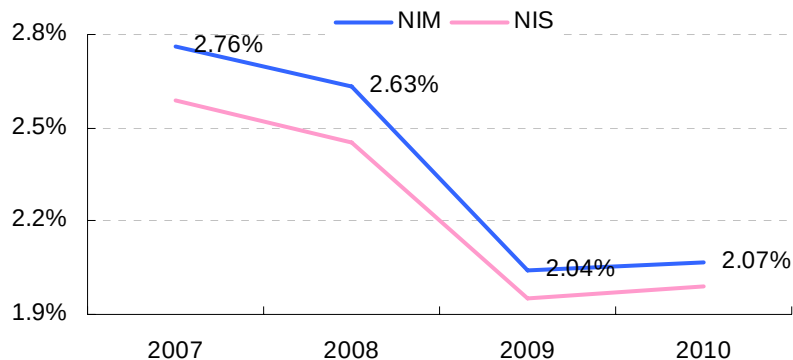
数据来源: 公司报表, 国泰君安证券。

3. 净息差 4 季度环比回升 10bp, 外币业务息差表现有所好转

2010 年中国银行集团以日均余额计算的净息差为 2.07%，同比扩大 3bp，其中内地人民币业务净息差同比扩大 6bp 至 2.27%，内地外币业务净息差同比下降 23bp 至 1.21%。

第 4 季度公司的净息差出现了明显的环比回升。集团以期初期末余额计算的净息差环比提高 10bp 至 2.17%，息差的回升主要来自：1) 贷款议价能力提高，存贷利差扩大；2) 票据占比下降；3) 外币业务的息差下半年有所好转(10 年中期内地外币业务 NIM 为 1.15%，而全年为 1.21%)。

图 3：以日均余额计算的累计 NIM 和 NIS

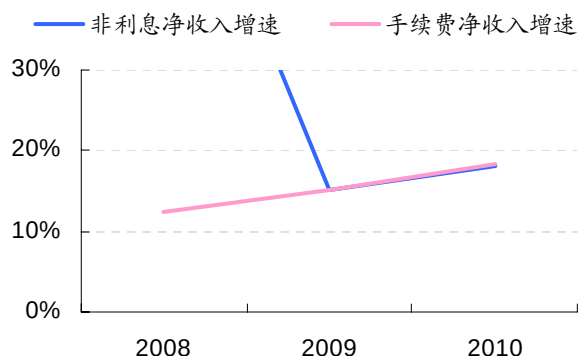


数据来源：公司报表，国泰君安证券。

4. 手续费收入平稳增长

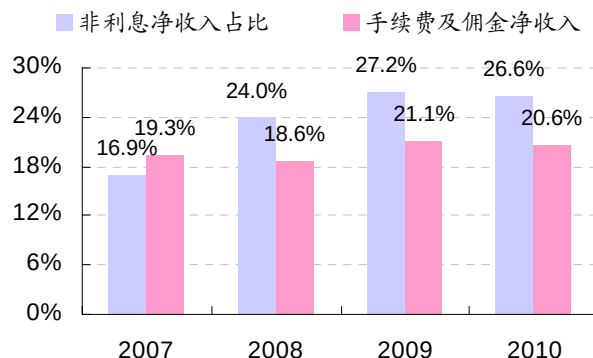
2010 年中行实现非利息净收入 701.63 亿元，同比增加 18.15%，其中主要的贡献来自于手续费及佣金净收入（同比增长 18.4%），而投资收益则大幅减少。手续费收入的主要增长点是结算与清算、信用承诺、银行卡等，其中银行卡手续费同比增长 57%。

图 4：非利息净收入同比增长 18.2%



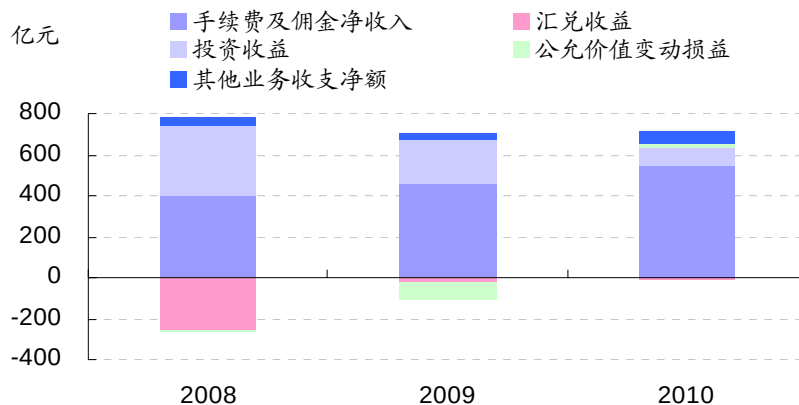
数据来源：公司报表，国泰君安证券。

图 5：手续费净收入占比略降



数据报表：公司年报，国泰君安证券。

图 6: 非利息净收入构成



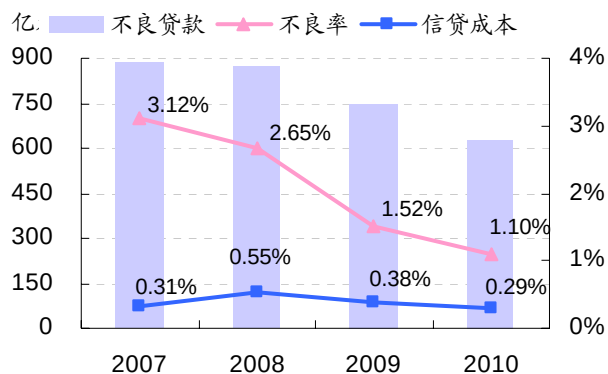
数据来源: 公司报表, 国泰君安证券。

5. 4 季度末不良贷款环比略增，拨备率环比略降

4 季度不良略增。2010 年末中行不良贷款余额为 624.7 亿元，与年初相比大幅减少 122.48 亿元，但环比增加 13.25 亿元，不良率保持在 1.1% 的水平。

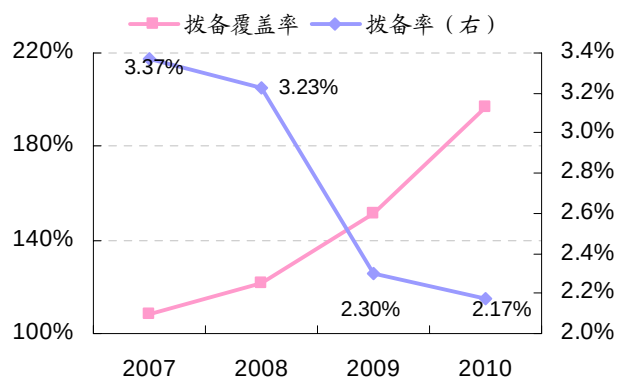
年末拨备覆盖率 196.7%，拨备率 2.17%。第 4 季度公司拨备支出虽环比增加，但依然维持在非常低的拨备计提水平上，单季度信贷成本仅 0.13%，全年信贷成本 0.29%，同比下降 9bp。期末拨备覆盖率和拨备率较 3 季度末环比均略有下降。

图 7: 不良贷款双降，信贷成本明显下降



数据来源: 公司报表、国泰君安证券。

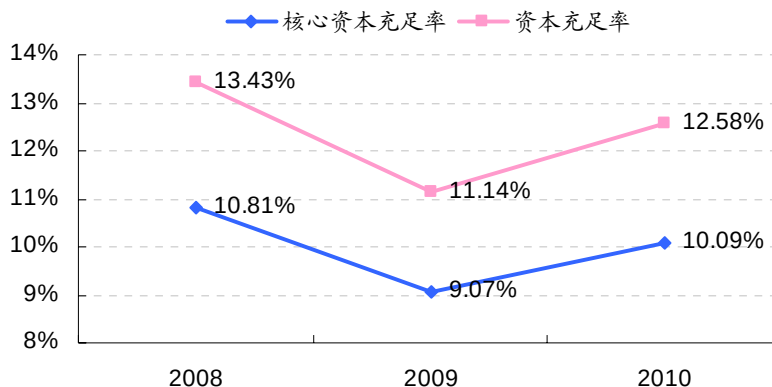
图 8: 拨备覆盖率和拨备率



数据报表: 公司年报、国泰君安证券。

6. 4 季度配股完成提升资本充足率

图 9: 2010 年末资本充足率及核心资本充足率



数据来源: 公司报表, 国泰君安证券。

7. 预测 2011 年净利润增长 19%，谨慎增持评级

假定中行 2011 年起适度多提拨备, 以使得 2013 年达到 2.5%; 贷款保持行业平均略低的增速 14.5%; 净息差略升。由此我们预测中行 2011、2012 年分别实现净利润 1239、1438 亿元, 同比分别增长 18.64%、16.1%; 摊薄每股净收益分别为 0.44、0.52 元; 每股净资产分别为 2.60、2.93 元。

按目前价格计算, 中行 2011 年动态 PB、PE 分别为 1.27、7.41 倍; 2012 年动态 PB、PE 分别为 1.12、6.39 倍, 维持谨慎增持评级和 4.3 元的目标价, 该目标价对应的 2012 年 PB、PE 分别为 1.47、8.35 倍。

作者简介:**伍永刚:**

S0880511010004

021-38676525

wuyg1@gtjas.com

1997年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所。先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行及保险业研究，目前侧重银行业研究。2005~2009年连续5年《新财富》银行业最佳分析师前五名；2010年第三名。

王丽雯:

S0880511010036

021-38676047

wangliwen@gtjas.com

2008年7月毕业于北京大学光华管理学院金融系，获经济学硕士，现从事银行业研究。2010年获《新财富》银行业最佳分析师第三名。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	行业投资评级	明显强于沪深 300 指数
	行业投资评级	基本与沪深 300 指数持平
	行业投资评级	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

上海	深圳	北京
地址 上海市浦东新区银城中路 168 号上海	深圳市福田区益田路 6009 号新世界	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中

	银行大厦 29 层	商务中心 34 层	心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799
E-mail: gt.jaresearch@gt.jas.com			
