

[2009.02.04]

银行股：调整仍为买入机会，上调短期评级至增持

✉ 伍永刚

☎ 021-38676525

✉ wuyg1@gtjas.com

本报告导读：

投资要点：

1. 本次上调评级实际上是对前期“中性评级+反弹”的微调
2. 为什么上调银行股短期评级至增持？
 - 2.1. 信贷投放超预期对银行 09 年盈利产生正面支撑
 - 2.2. 保经济增长的成功将使银行信贷资产质量普遍超预期，加之 08 年第四季度银行普遍多提拨备，使银行 09 年信贷成本上升压力大为减轻
 - 2.3. 银行净利差 NIM 收窄的幅度有可能超预期，但 09 年银行业净利润仍将维持低水平正增长，银行股动态估值仍处较低水平
 - 2.4. 流动性进一步充足，启动银行股行情条件已基本成熟
 - 2.5. 实证经验表明：历次经济金融危机底部区域买入银行股，均将明显跑赢大盘
3. 上市银行 09 年第一季度净利润有可能获得微小正增长
4. 银行业估值水平的调整及重点公司推荐

4.1. 上调银行股短期评级至增持

基于对 09 年银行信贷投放增速加快；保经济成功可能性较大，导致银行资产质量好于预期（不良贷款增加低于预期）；流动性增加使银行股受大资金青睐等因素，我们认为本波银行股反弹行情的时间长度和幅度均将超出预期，因此我们将银行股的评级由原先的中性评级上调为增持。

4.2. 银行股合理估值水平上调至 2.3PB、13.5PE

4.3. 重点推荐原股份制银行：深发展、浦发、兴业、华夏

深发展，提升评级至增持。除公司根本性变革后其管理、业务流程优化；创新水平大幅提高外；还有三大亮点值得关注：（1）公司的风险管理优势已经得到初步检验；（2）已核销的 94 亿元不良贷款潜伏着不少金矿，逐步回收后放入拨备将大大减轻公司未来的拨备压力，降低信贷成本。（3）并购题材。公司原是一家全国性股份制银行，规模小，质地好；加之年底新桥到了可退出时间，由此引发的并购可以彰显公司并购价值。

浦发银行，提升评级至增持。公司相当部分业务位于长江三角洲，而本次危机中长江三角洲明显好于珠江三角；而且公司的对公业务优势明显；其一贯的保守经营风格使其在本轮危机中避免的不必要的损失；另外公司拨备丰厚，抵御风险能力较强。

兴业银行，提升评级至增持。兴业银行最突出的在于其锐意进取，本为优势，但在经济下行中多冒了些风险，使其股价跌幅最大。一旦保经济成功，对风险担忧减缓，其股价反弹的力度也将较大。此外兴业银行在同业、零售、产品创新等方面也可圈可点。

华夏银行，维持中性评级，但给以短期重点推荐。公司管理水平并未得到实质性提高，之所以短期推荐主要在于两方面，一是估值相对较低；二是其三大股东高价定向增发所显示的信心对投资者具有一定的吸引力。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

商业银行	增持
深发展	增持
浦发银行	增持
工商银行	谨慎增持
南京银行	谨慎增持
招商银行	谨慎增持
交通银行	谨慎增持
建设银行	谨慎增持
兴业银行	增持
民生银行	谨慎增持
中国银行	中性
中信银行	中性
北京银行	中性
宁波银行	中性
华夏银行	中性

相关报告

国泰君安银行业周报 09 年第 4 期	(09.02.02)
国泰君安银行业周报 09 年第 3 期	(09.01.18)
美国拆借市场趋于放松，贷款市场大幅萎缩	(09.01.17)
货币信贷增速反弹，息差收窄或超预期	(09.01.16)

1. 本次上调评级实际上是对前期“中性评级+反弹”的微调

本报告中我们将银行股短期评级由中性上调至增持（银行股长期评级一直维持为增持），主要是考虑到本次银行股反弹的时间长度和幅度均超出预期；从这一角度看，本次上调银行股评级仅仅是微调。

建议重点关注原股份制银行，本次银行股行情可先看到3月中旬，之后视宏观基本面和政策变化再作进一步判断。

表 1：近期国泰君安银行业评级变化一览，本次上调评级实际上是对前一段“中性评级+反弹”的微调

时间	相关报告	银行业评级描述
08.12.10	2009年银行业投资策略报告《银行业：迷雾中前行》	维持对银行股长期增持、短期谨慎的评级。不过由于短期诸多不确定性及其风险较大，暂将银行业综合评级调整为 中性 ，中配为主
09.01.11	国泰君安银行业周报09年第2期	维持银行股 中性 评级，近期由于银行股预增可能会带来 一定短线机会
09.01.16	银行业月报200901《货币信贷增速反弹，息差收窄或超预期》；或国泰君安银行业周报09年第3期	维持对银行股 中性 评级，近期银行股 反弹有望继续 ，理由仍然是：（1）信贷规模大幅增长；（2）部分银行预增；（3）投资者对银行不良的担忧开始减缓等。建议重点关注原股份制银行，如深发展、浦发、兴业、华夏等。
09.02.02	国泰君安银行业周报09年第4期	维持对银行股 中性 评级，短期有望 继续维持反弹 。建议重点关注原股份制银行，如深发展、浦发、兴业、华夏等；长期仍首推深发展、浦发、工行、南京银行。 银行股在未来1-2个月内仍具有上行空间。但是之后的走势仍要结合宏观基本面和政策变化来做进一步判断。
09.02.04	本报告	上调银行股短期评级至 增持 。主要是考虑到本次银行股反弹的时间长度和幅度均将超出预期；建议重点关注原股份制银行。 本次银行股行情可先看到3月中旬，之后视宏观基本面和政策变化再作进一步判断。

国泰君安证券。

2. 为什么上调银行股短期评级至增持？

2.1. 信贷投放超预期对银行 09 年盈利产生正面支撑

首先 08 年 11、12 月份新增贷款分别达 4769 亿元、7718 亿元，大大超过往年年底新增贷款数额。这部分新增的 1.25 万亿元贷款对银行 08 年业绩影响有限，而主要将对 09 年业绩产生正面影响。

其次，最近温总在达沃斯世界经济论坛上披露，2009 年 1 月份的前 20 天，我国银行业金融机构新增贷款达到 9000 亿元。照此推算，09 年 1 月份我国信贷投放应超过 1 万亿元。

第三，在我国保经济增长成为头等大事，而经济尚未出现明显复苏迹象之前，央行纵使有信贷投放失控之虞，也难以采用打压信贷投放的政策措施。

由此保守估计，09年1季度我国银行业金融机构新增贷款应在2万亿元以上，较上年同期的1.33万亿元增长50-100%。加上08年11-12月份新增的1.25万亿元贷款的滞后效用，09年银行盈利将受到信贷规模扩张的强烈正面支撑。

2.2. 保经济增长的成功将使银行信贷资产质量普遍超预期，加之08年第四季度银行普遍多提拨备，使银行09年信贷成本上升压力大为减轻

政府保经济、保就业的决心很大，推行的措施也非常果断。除2年4万亿元投资外，地方政府酝酿的投资项目也将有一部分获得通过，而且还将研究更有力的后续刺激经济措施。尽管不少有识之士担心这些投资会带来更多的不良贷款，但这仅仅是一种可能，经过项目评审、银行风险控制，这些担忧可减去一大半；退一步即便会一定程度增加些不良贷款，也应该是两三年后的事，本质上起到了一种平滑的作用。

这些投资、信贷的增加一方面将为部分其它企业带来订单增加，另一方面也将增加企业对经济复苏的信心，减少企业资金链断裂的可能性。

总之，在政府保经济的决心与强有力措施下，09年我国经济增长“保八”成功的可能性较大，这将使银行不良贷款的增加大大低于市场普遍预期。同时，由于银行在08年第四季度普遍多提了拨备，使银行09年计提拨备的压力大为减轻，为09年银行盈利夯实了基础。

2.3. 银行净利差 NIM 收窄的幅度有可能超预期，但09年银行业净利润仍将维持低水平正增长，银行股动态估值仍处较低水平

在09年1月11日我们撰写的国泰君安银行业周报09年第2期中，我们曾论述了由于债券收益率曲线下移超过预期等因素，09年银行业净利差 NIM 的收窄幅度有可能接近50个基点，收窄幅度大于我们原来于08年底策略报告中预测的38个基点。不过由于信贷规模扩大也超过了我们原来预测，两厢抵消，09年银行业净利润增速仍将维持低水平的正增长。

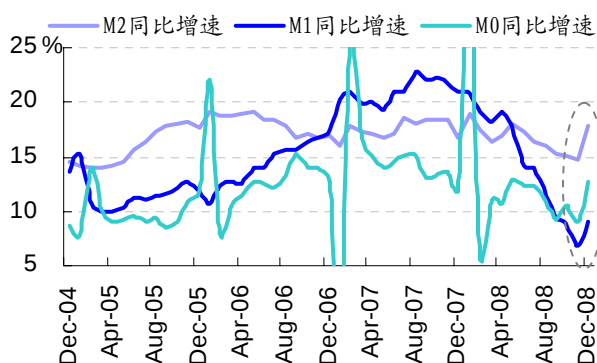
根据目前最新获取的各方面信息，我们仍维持08年底策略报告的观点。即09年银行业净利润将增长5%左右，由此可知，银行股动态估值仍处较低水平。

2.4. 流动性进一步充足，启动银行股行情条件已基本成熟

08年12月份，我国贸易顺差仍高达3百多亿美元，对如此大规模的贸易顺差，央行并未通过上调存款准备金率来锁定流动性，相反还下调了法定存款准备金率。09年1月份，我国贸易顺差即使缩小，也仍有相当规模，上100亿美元应无大碍。同时09年第一季度到期的央票超过1万亿元人民币，如央行采取不完全回笼的二级市场操作，也将使流动性进一步增加。

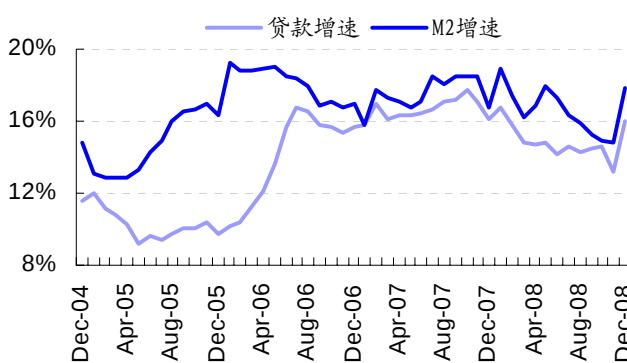
流动性进一步增加后，货币需要选择新的投资去向。就目前看，房地产价格仍有下跌可能，而股票尤其是银行股估值水平明显偏低，且市值较大，适合大资金运作。这就为启动银行股行情创造了宽松的货币环境。

图 1: 货币供应增速回升



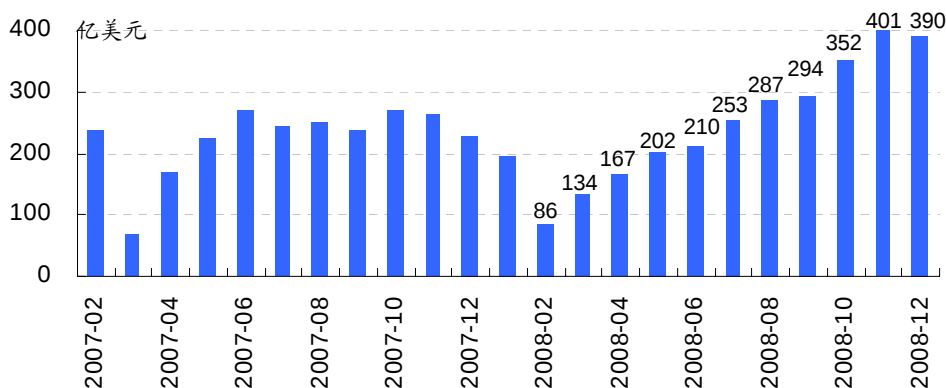
数据来源: 中国人民银行, 国泰君安证券。

图 2: 信贷扩张促广义货币供应大幅增长



数据来源: 中国人民银行, 国泰君安证券。

图 3: 我国逐月贸易顺差变化



数据来源: 国泰君安证券。

2.5. 实证分析表明: 历次经济金融危机底部区域买入银行股, 均将明显跑赢大盘

无论是国内还是国外, 在股市底部区域基本探明后, 买入银行股乃至金融股, 均将获得明显超过大盘的收益率。

就目前情况看, 虽然不能说大盘已然反转, 但大盘底部已基本明确。即便再次下探, 大盘跌破上次 1665 低点的可能性较小。另外基金等机构投资者对银行股的配置大多仍为低配, 这些机构对银行股的逐步增持本身就将推动银行股 10% 以上的涨幅。

从稍长远点看, 世界经济在走向复苏过程中, 我国极有可能走在欧美国家前面。主要原因是我国金融体系仍很健全; 企业的生产供给能力仍保存完好; 而技术创新与产业整合的速度也将加快; 仅仅暂时欠缺的需求在政府投资拉动下也将逐步得以修复。

一种可能性较大的情况是, 09 年底或 10 年上半年, 我国经济增长的内在需求重新跟上, 与政府投资拉动的 (贷款) 需求衔接上。我国经济金融重新步入稳健较快发展轨道。

图 4: 日本市场，从低谷高峰，银行指数跑赢大盘

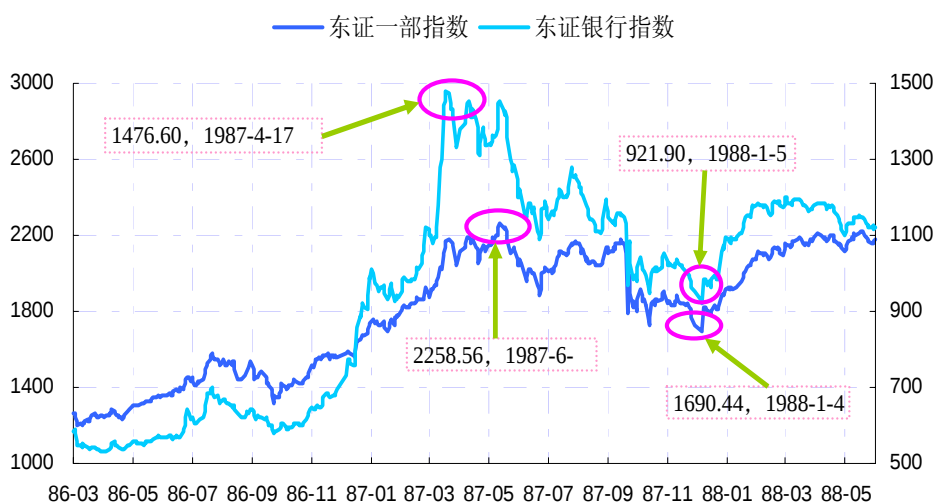


图 4: 美国市场，从低谷高峰，银行指数跑赢大盘



3. 上市银行 09 年第一季度净利润有可能获得微小正增长

如上所述，即便 09 年银行业 NIM 收窄幅度位于 38 至 50 个基点，全年净利润仍将获得低水平（5%左右）的正增长，相应净利润对不良率的敏感度分析参表 3。

或许，现阶段投资者更为关注的是 09 年第一季度各上市银行的盈利情况，但 09 年第一季度确实还有许多不确定性因素难以预测，如新增不良贷款暴露及各银行的拨备计提；债券收益率曲线变化；贷款需求及银行议价能力等等。本文仅仅根据笔者所掌握的相关信息，通过对模型部分外生参变量主观调整，给出各上市银行 09 年第一季度及全年的净利润增速预测。

由于各种不确定因素作用，09 年第一季度盈利预测可能会有一定甚至较大的误差，但通过预测可以看出，如果不出大的意料，09 年第一季度上市银行的净利润增长大多数在零增长附近，多数是微小的正增长。

表 2：基本模式：2009 年银行业净利润仍将保持低水平的正增长

主要变量	预测或假设	对净利润增长的贡献
贷款增速	15%	
平均生息资产增速	17%	
净利差	收窄 38-50 个 BP	
净利息收入增速	0.34%	0.289%
非利息净收入增速	27%	4.050%
净收入增速	4.339%	
费用收入比	下降 1.5 个百分点	2.36%
拨备计提增速	13%	-1.6%
有效税率	平稳	0
净利润增速	5.10%	

数据来源：国泰君安证券。

表 3：上市银行净利润增长对不良率敏感度分析（14 家上市银行）

\ 不良率上升	0.20%	0.30%	0.50%	0.70%	0.90%	1.00%
新增不良覆盖率						
100%	7.72%	4.20%	-2.84%	-9.88%	-16.92%	-20.44%
80%	11.12%	8.31%	2.68%	-2.95%	-8.58%	-11.40%
70%	12.83%	10.36%	5.44%	0.51%	-4.42%	-6.88%
60%	14.53%	12.42%	8.20%	3.97%	-0.25%	-2.36%
50%	16.23%	14.47%	10.95%	7.44%	3.92%	2.16%

数据来源：国泰君安证券。

表 4：上市银行 09 年第一季度净利润有可能获取微小的正增长

上市银行	09Q1	09n	说明
招行	r=-2.33%; EPS=0.42; BVPS=6.297	r=2.08%; EPS=1.57; BVPS=6.98	1 季度 NIM 收窄 70 个基点；贷款增速 17%； 全年 NIM 收窄 53 个基点；贷款增速 16%
浦发	r=2.21%; EPS=0.508; BVPS=7.80	r=9.26%; EPS=2.42; BVPS=9.70	1 季度 NIM 收窄 56 个基点；贷款增速 22%； 全年 NIM 收窄 40 个基点；贷款增速 21%
民生	r=10.65%; EPS=0.145; BVPS=3.296	r=3.40%; EPS=0.56; BVPS=3.66	1 季度 NIM 收窄 10 个基点；贷款增速 16%； 全年 NIM 收窄 35 个基点；贷款增速 16%
华夏	r=3.73%; EPS=0.203; BVPS=5.705	r=4.84%; EPS=0.77; BVPS=6.10	1 季度 NIM 收窄 28 个基点；贷款增速 16%； 全年 NIM 收窄 24 个基点；贷款增速 15%
深发展	r=7.57%;	r=723.9%;	1 季度 NIM 收窄 70 个基点；贷款增速 29%（增加贷款 220 亿元）；

	EPS=0.452; BVPS=5.6	EPS=1.67; BVPS=6.70	全年 NIM 收窄 34 个基点; 贷款增速 23%; 全年新增贷款 650 亿元
兴业	r=5.72%; EPS=0.653; BVPS=10.49	r=5.55%; EPS=2.43; BVPS=11.84	1 季度 NIM 收窄 27 个基点; 贷款增速 16%; 全年 NIM 收窄 28 个基点; 贷款增速 16%
中信	r=6.97%; EPS=0.115; BVPS=2.587	r=2.89%; EPS=0.38; BVPS=2.76	1 季度 NIM 收窄 42 个基点; 贷款增速 22%; 全年 NIM 收窄 55 个基点; 贷款增速 20%, 费用收入比降 1 个百分点
交行	r=7.17%; EPS=0.172; BVPS=2.873	r=2.13%; EPS=0.56; BVPS=3.14	1 季度 NIM 收窄 25 个基点; 贷款增速 16%; 全年 NIM 收窄 40 个基点; 贷款增速 16%
中行	r=11.38%; EPS=0.095; BVPS=2.043	r=14.5%; EPS=0.34; BVPS=2.13	1 季度 NIM 收窄 25 个基点; 贷款增速 14%; 全年 NIM 收窄 15 个基点; 贷款增速 13%
工行	r=1.46%; EPS=0.101; BVPS=1.951	r=3%; EPS=0.363; BVPS=2.02	1 季度 NIM 收窄 40 个基点; 贷款增速 13%; 全年 NIM 收窄 35 个基点; 贷款增速 12.5%; 费用收入比降 1 个百分点
建行	r=1.45%; EPS=0.139; BVPS=2.416	r=1.52%; EPS=0.363; BVPS=2.02	1 季度 NIM 收窄 46 个基点; 贷款增速 15%; 全年 NIM 收窄 45 个基点; 贷款增速 14%; 费用收入比降 1 个百分点
南京	r=6.99%; EPS=0.239; BVPS=6.345	r=9.46%; EPS=0.90; BVPS=6.68	1 季度 NIM 收窄 52 个基点; 贷款增速 25%; 全年 NIM 收窄 40 个基点; 贷款增速 23%, 费用收入比降 0.5 个百分点
宁波	r=6.74%; EPS=0.144; BVPS=3.751	r=7.4%; EPS=0.58; BVPS=3.97	1 季度 NIM 收窄 59 个基点; 贷款增速 30%; 全年 NIM 收窄 52 个基点; 贷款增速 27%
北京	r=12.98%; EPS=0.289; BVPS=5.304	r=13.55%; EPS=0.97; BVPS=5.79	1 季度 NIM 收窄 35 个基点; 贷款增速 27%; 全年 NIM 收窄 28 个基点; 贷款增速 25%

注: r、EPS、BVPS 分别为净利润增速、摊薄每股净收益、每股净资产。数据来源: 国泰君安证券。

4. 银行业估值水平的调整及重点公司推荐

4.1. 上调银行股短期评级至增持

基于对 09 年银行信贷投放增速加快; 保经济成功可能性较大, 导致银行资产质量好于预期 (不良贷款增加低于预期); 流动性增加使银行股受大资金青睐等因素, 我们认为本波银行股反弹行情的时间长度和幅度均将超出预期, 因此我们将银行股的评级由原先的中性评级上调为增持。

4.2. 银行股合理估值水平上调至 2.3PB、13.5PE

通过对银行盈利前景、资产质量、宏观经济的全面综合分析，我们认为现阶段的我国上市银行平均应享有 2.3 倍的 PB、13.5 倍的 PE，平均 ROE 有望维持在 17% 左右的水平。

与此同时，我们根据各银行的盈利预测，不同程度地上调了上市银行的目标价和部分银行的评级（参下表）。

我们建议重点关注原股份制银行，主要理由在于原股份制银行在信贷放开环境中具有较高的贷款增速，基本能弥补净利差 NIM 的收窄。其二原股份制银行经历的改制时间较长，经营机制和风险管理等经受了较长时间的检验。其三，原股份制银行在股价下行过程中普遍跌幅较大。

4.3. 重点推荐原股份制银行：深发展、浦发、兴业、华夏

个股方面，我们仍坚持短期重点推荐深发展、浦发、兴业、华夏；长期重点推荐深发展、浦发、工行、南京银行。

深发展，提升评级至增持。除了公司根本性变革后其管理、业务流程大大优化；创新水平大幅提高外；还有三大亮点值得关注：（1）公司的风险管理优势已经得到初步检验；（2）已核销的 94 亿元不良贷款潜伏着不少金矿，逐步回收后放入拨备将大大减轻公司未来的拨备压力，降低信贷成本。（3）并购题材。公司原是一家全国性股份制银行，规模小，质地好；加之年底新桥到了可退出时间，由此引发的并购可以彰显公司的并购价值。

浦发银行，提升评级至增持。公司相当部分业务位于长江三角洲，而本次危机中长江三角洲明显好于珠江三角；而且公司的对公业务优势明显；其一贯的保守经营风格使其在本轮危机中避免的不必要的损失；另外公司拨备丰厚，抵御风险能力较强。

兴业银行，提升评级至增持。兴业银行最突出的地方在于其锐意进取，本为优势，但在经济下行中多冒了些风险，为此其股价跌幅最大。一旦保经济成功，对风险担忧减缓，其股价反弹的力度也将较大。此外兴业银行在同业、零售、产品创新等方面也可圈可点。

华夏银行，维持中性评级，但给以短期重点推荐。公司管理水平并未得到实质性提高，之所以短期推荐主要在于两方面，一是估值相对较低；二是其三大股东高价定向增发所显示的信心对投资者具有一定的吸引力。

招商银行，维持谨慎增持评级。公司在经济下行过程中国际化步伐迈得过快，收购永隆银行操之过急等给公司带来了一定的潜在损失；而且香港市场国际化程度较高，在接下来的第二波境外危机冲击中，有可能不同程度地受到影响。这也是招行未能进入我们第一推荐的主要理由。不过，公司的品牌价值仍在，如果处理得好，未来仍有机会，因此维持对招行的谨慎增持评级。

民生银行，维持谨慎增持评级。民生银行目前最大的买点在于其估值较低，但其事业部制改革后的磨合仍未结束，过去高增长遗留的不良贷款问题是否全部消化有待检验，故维持谨慎增持。短期增持亦不失可选之举。

国有大行，仍维持原有评级。尽管建行等在政府投资拉动的信贷增长中具有优势和便利，但囿于行业集中度等风险考量，必将使其中部分增量贷款溢出到股份制银行。加上国有大行原有信贷规模庞大，提高增速不容易，使其在覆盖净利差 NIM 收窄过程中难度更大一些。不过大行在中间业务，如短期融资券承销、财务顾问等方面具有明显的优势，因此，我们仍维持对国有大行的谨慎增持评级。

城商行，仍维持原有评级。城商行一方面和股份制银行一样，在放开信贷规模管制后，具有规模扩张优势，但城商行的经营机制，尤其是风险管理尚未得到充分检验，其不良贷款的暴露仍有待观察，故暂维持其评级不变。

5. 风险因素：趋向缓解

对于增持银行股的投资者来说，最大的风险有两部分。一是国内，主要集中在企业可能大面积破产带来的不良贷款大幅增加；以及可能的政策风险。对此，我们认为，只要政府经济“保八”成功，则 09 年新增不良贷款风险就将在可控范围内。

二是国际，即国际金融危机第二波来临，可能的源泉是信用卡违约率进一步提高；或实体经济遭受危机冲击后反馈到金融机构。国际金融危机一方面将减少国外对国内的需求，阻碍国内经济增长，使银行面临更多的风险。不过国际金融危机的影响更多是心理层面的，它将通过投资者的类比联想造成恐慌，进而对国内的银行乃至金融股带来冲击。

总体来说，从目前情势判断，最主要的国内风险正在得以缓解；而国际金融危机对国内的边际影响将趋于下降。

上调银行目标价及部分银行评级

名称	EPS			BVPS			PE			PB			评级	目标价
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009		
招行	1.037	1.534	1.566	4.623	5.878	6.984	13.99	9.45	9.26	3.14	2.47	2.08	谨慎增持	21.0
浦发	1.263	2.211	2.416	6.498	7.293	9.70	18.05	7.93	7.26	3.51	2.40	1.81	增持	25.0
民生	0.438	0.540	0.559	3.466	3.152	3.662	14.23	8.87	8.57	1.80	1.52	1.31	谨慎增持	7.0
华夏	0.500	0.730	0.766	3.108	5.502	6.099	18.69	12.80	12.21	3.01	1.70	1.53	中性	13.0
深发展	1.155	0.203	1.673	5.671	5.152	6.699	14.67	64.22	7.79	2.99	2.53	1.95	增持	19.0
兴业	1.717	2.300	2.427	7.78	9.84	11.84	11.82	8.83	8.36	2.61	2.06	1.72	增持	29.0
中信	0.212	0.370	0.381	2.156	2.473	2.761	20.01	11.47	11.15	1.97	1.72	1.54	中性	5.8
交行	0.419	0.551	0.562	2.620	2.700	3.136	14.07	10.70	10.48	2.25	2.18	1.88	谨慎增持	8.0

中行	0.222	0.288	0.335	1.673	1.948	2.133	14.27	10.98	9.42	1.89	1.62	1.48	中性	4.3
工行	0.243	0.352	0.363	1.614	1.845	2.015	15.79	10.91	10.59	2.38	2.08	1.91	谨慎增持	5.3
建行	0.295	0.417	0.423	1.796	2.241	2.586	14.18	10.06	9.91	2.33	1.87	1.62	谨慎增持	5.8
南京	0.495	0.819	0.897	5.413	6.095	6.678	21.35	12.90	11.79	1.95	1.73	1.58	谨慎增持	14.3
宁波	0.380	0.544	0.584	3.209	3.607	3.966	20.77	14.53	13.53	2.46	2.19	1.99	中性	10.0
北京	0.538	0.853	0.968	4.282	5.015	5.793	20.14	12.70	11.18	2.53	2.16	1.87	中性	14.5

数据来源：国泰君安证券。

作者简介:

伍永刚:

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、银行及金融业研究，曾多次获中国证券业协会重点科研课题一等奖、二等奖，目前侧重银行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com