



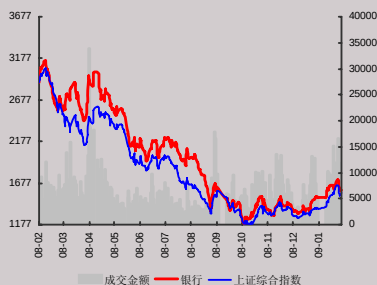
## 经济回暖尚需时日，交易性机会为主

——银行业 3 月月报暨 4 月投资策略

行业评级:

中性（维持）

行业指数



相关报告:

1. 《估值修正已经结束，短期调整压力较大—银行业 2 月月报暨 3 月投资策略》，20090225
2. 《短期估值向上修正，超配机会仍未来临—银行业 1 月月报暨 2 月投资策略》，20090121
3. 《银行业 2009 年年度投资策略报告》，20081225

齐鲁证券有限公司  
研究所  
行业公司部

分析师  
程娇翼

Tel: (021) 5830-3675  
Fax: (021) 5831-8543  
Email: chengjy@qlzq.com.cn

投资要点:

- ◇ **货币流通速度继续降低，经济活跃度下降：**我们继续观察 M1 和 M2 的剪刀差，本月剪刀差较 1 月份略有收窄，但较去年底仍有扩大。剔除一月份数据（春节因素导致实际参考意义不大），我们认为剪刀差从 2008 年 5 月开始，趋势逐月扩大，本月未见收窄趋势，这表明货币流通速度进一步降低，经济活跃程度下降。
- ◇ **新增贷款 1.07 万亿，票据融资占比较高：**2009 年 2 月新增人民币贷款 1.07 万亿元，同比多增 8273 亿元，前两月新增人民币贷款合计约 2.69 万亿，较去年同期多增 1.64 万亿。从新增贷款的结构趋势来看，中长期贷款占比较上月微升，而票据融资占比较上月 39% 上升 7 个百分点，而短期贷款占比较上月回落 7 个百分点。我们认为票据贴现的利率显著低于一般贷款，其占比的上升稀释了商业银行“以量补价”的效应。
- ◇ **本月银行股小幅上涨，略跑赢大盘：**我们上月月报的观点是“对前期过分悲观预期的修正已经结束，短期调整压力较大”。从绝对收益上讲，我们的判断基本正确，2 月下旬银行股开始盘整，两会期间受汇金增持三大行消息刺激有短暂表现后又回复盘整态势。但从相对收益来讲，银行之所以有超额收益是因为银行股估值仍处于市场较低水平，弱势仍具有防御性价值。
- ◇ **估值水平：**以 3 月 23 日收盘价计算，当前银行股股价对应的 2009 年动态估值平均平均 PB 为 1.88 倍，其中大行平均 1.73 倍，股份制银行平均 1.90 倍，城商行平均 2.01 倍。2009 年动态估值平均平均 PE 为 10.94 倍，其中大行平均 10.45 倍，股份制银行平均 10.16 倍，城商行平均 13.44 倍。
- ◇ **维持行业投资评级：**票据贴现和项目贷款是新增贷款的主力，较低的收益率稀释了“以量补价”的效应，后续贷款的增长情况取决于国家的财政政策和政府投资对经济的拉动效果。在经济回暖信号不明确的环境下，A 股银行股的估值和业绩预期都难有提升，故继续维持银行业“中性”的投资评级。
- ◇ **可能的交易性机会在于：**1) 流动性充裕推升整个 A 股市场的估值水平，则银行股有估值优势，可能继续上行；2) 如果后续有更大力度的经济刺激措施，则银行股也有可能呈现交易性机会。

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



## 一、宏观环境和行业运行趋势

表 1: 主要货币信贷数据一览表

|                  | 2009M02 | 2009M01 | 2008M12 | 2008M9  | 2008M6  | 2008M3  | 2007M12 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| M0 同比增长 (%)      | 8.3     | 12.0    | 12.7    | 9.3     | 12.3    | 11.1    | 12.1    |
| M1 同比增长 (%)      | 10.9    | 6.7     | 9.1     | 9.4     | 14.2    | 18.3    | 21.0    |
| M2 同比增长 (%)      | 20.5    | 18.8    | 17.8    | 15.3    | 17.4    | 16.3    | 16.7    |
| 人民币贷款同比增长 (%)    | 24.2    | 21.3    | 18.8    | 14.5    | 14.1    | 14.8    | 16.2    |
| 人民币贷款新增 (亿元)     | 10678.2 | 16200.0 | 7718.0  | 3744.7  | 3324.2  | 2834.2  | 485.5   |
| 人民币贷款较年初增加额 (亿元) | 26878.2 | 16200.0 | 49091.8 | 34786.2 | 24508.5 | 13309.3 | 36405.6 |
| 外汇贷款同比增长 (%)     | (9.7)   | 0.1     | 11.9    | 30.9    | 48.7    | 56.9    | 32.1    |
| 本外币贷款同比增长 (%)    | 21.8    | 19.8    | 18.0    | 14.7    | 15.2    | 16.2    | 16.4    |
| 人民币存款同比增长 (%)    | 23.0    | 23.0    | 19.7    | 18.8    | 18.8    | 17.3    | 16.1    |
| 居民储蓄存款同比增长 (%)   | 29.2    | 33.8    | 26.3    | 21.1    | 14.6    | 8.7     | 7.0     |

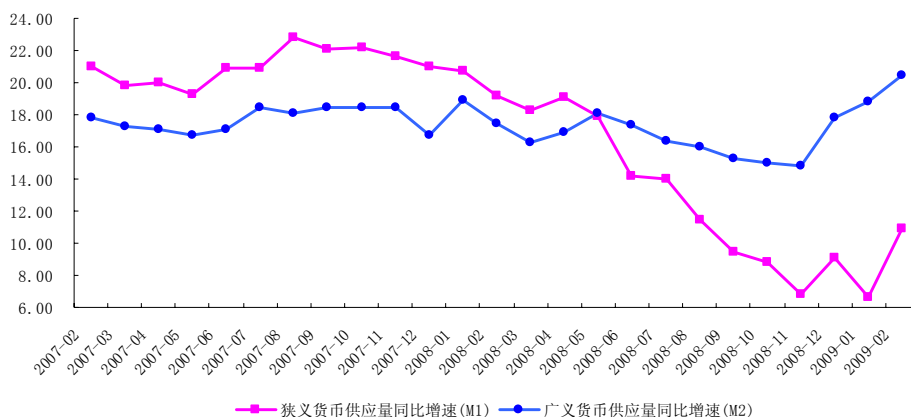
数据来源: 中国人民银行, 齐鲁证券研究所

### 1. 货币流通速度继续降低, 经济活跃度下降

2009 年 2 月末, 广义货币供应量 (M2) 同比增长 20.48%, 为近五年最高水平。狭义货币供应量 (M1) 同比增长 10.87%。我们在上期月报中分析到春节因素是导致 M1 增速较低的重要原因, 如果考虑去年春节在 2 月份, 那么本月 M1 增速回升的部分原因也在于春节时间差因素。

我们继续观察 M1 和 M2 的剪刀差, 本月剪刀差较 1 月份略有收窄, 但较去年底仍有扩大。剔除一月份数据 (春节因素导致实际参考意义不大), 我们认为剪刀差从 2008 年 5 月开始, 趋势逐月扩大, 本月未见收窄趋势, 这表明货币流通速度进一步降低, 经济活跃程度下降。

图 1: 货币供应量 M1 与 M2 剪刀差仍较大



数据来源: 中国人民银行, 齐鲁证券研究所



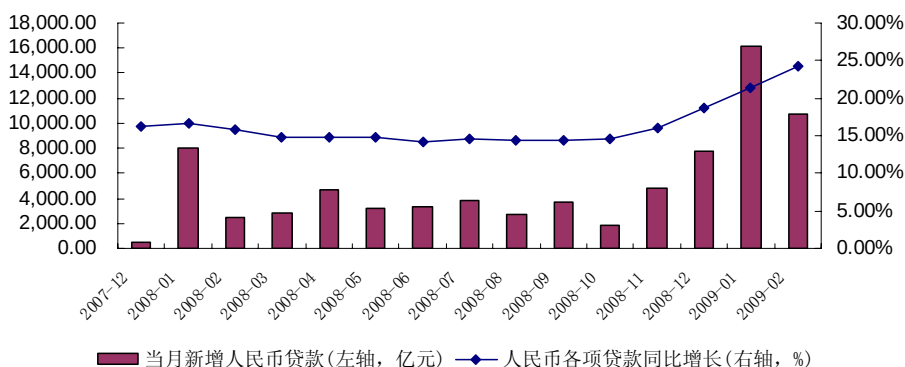
## 2. 新增贷款 1.07 万亿，票据融资占比较高

2009 年 2 月末，人民币贷款余额同比增长 24.2%，增幅较去年底高 5.44 个百分点，较上月末高 2.85%。

2 月新增人民币贷款 1.07 万亿元，同比多增 8273 亿元，前两月新增人民币贷款合计约 2.69 万亿，较去年同期多增 1.64 万亿。新增贷款中，居民短期贷款占 3%，居民中长期贷款占 1%，企业短期贷款占比 15%，企业中长期贷款占比 34%，票据融资占比 46%。

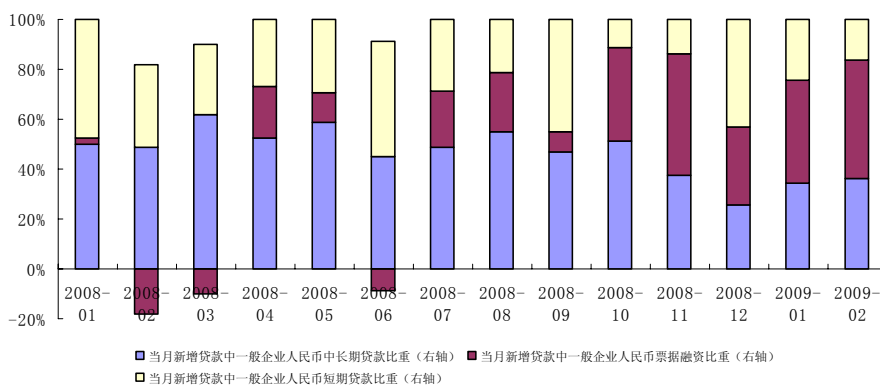
从新增贷款的结构趋势来看，中长期贷款占比较上月微升，而票据融资占比较上月 39% 上升 7 个百分点，而短期贷款占比较上月回落 7 个百分点。我们认为票据贴现的利率显著低于一般贷款，其占比的上升稀释了商业银行“以量补价”的效应。

**图2：二月份新增人民币各项贷款1.07万亿元**



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

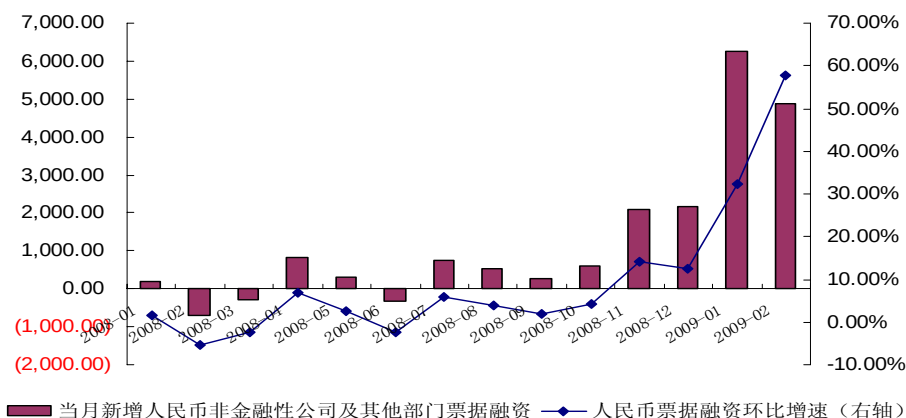
**图3：票据融资在新增贷款中占比较高**



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所



**图4： 票据融资快速增长**



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

辨证的认识票据融资规模增加，我们认为对当前票据融资占比较高不必过于担忧：

首先，从企业的角度讲，票据融资的成本更低。2009 年以来票据贴现的利率一直在低位徘徊，远低于同期短期贷款的利率，作为企业自然愿意选择低成本的方式融资，而在二月的数据中，我们发现伴随着票据融资占比上升，短期贷款占比出现了同步下降，而中长期贷款比例保持稳定。

其次，从商业银行的角度来讲，做票据比不做好。自去年央行信贷额度放开，多次下调存款准备金率之后，我国银行体系的流动性是十分充裕的，而在贷款需求有限的情况下，富余资金配置在风险低、流动性好的票据上收益是要大于存放央行的（目前超额准备金利率仅 0.72%）。

第三，更为重要的是，在央行的统计口径下票据贴现规模是算在贷款额度之内的，这就意味着，在当前不控制贷款额度的时间窗口上，商业银行利用票据贴现抢占规模，一旦日后央行实行额度控制，则可以压缩票据保证一般贷款增长。2008 年上半年央行实行信贷额度控制时，多数商业银行就大幅压缩了票据融资规模。而相比其他投资方式，票据融资更为灵活，一旦经济复苏迹象明显，贷款需求上升，商业银行能够更快的腾出资金发放贷款。

综合来讲，虽然票据贴现利率低，也不排除企业有套利的可能，但对于商业银行，其相对低风险和高流动性对优化和调节资产配置的作用不可忽视。此外，我们认为虽然当前的票据贴现增速较快，但在多数商业银行资产中，其占比并不是很高。

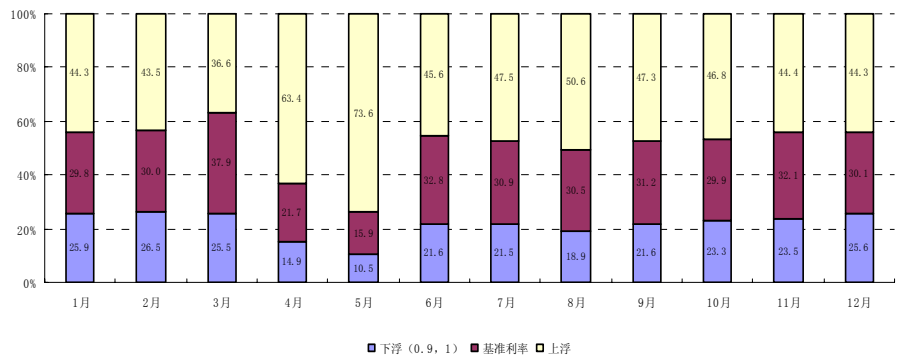
上期月报中提到当前贷款主要集中于和国家的 4 万亿配套的项目贷款，该部分贷款客户一般都是有政府背景的大客户，同时也是各家银行





争取的对象，所以这些贷款的收益率较低。

**图5：金融机构利率下浮贷款占比上升**



数据来源：中国人民银行，齐鲁证券研究所

## 二、行业/公司重大事件

| 公司/行业            | 事件/主题                                                                                                                                                                                 | 齐鲁观点                                                                                                                                                               |
|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 宁波银行<br>(002142) | 2009-03-09 刊登关于调整广州分行开设时间的公告，宁波银行董事会审议通过1)《关于调整广州分行开设时间的议案》，同意我行根据广州经济发展总体情况及我行华南地区的战略布局，筹建广州分行时间由2010年调整为2009年；2)《关于设立西安分行和重庆分行的议案》，同意我行根据西安和重庆的总体情况，设立西安分行、重庆分行，由经营管理层实施报批、筹建等具体事宜。 | 目前宁波银行在上海、杭州、南京和深圳都已经有了分行，而苏州分行也即将开业，北京分行正在筹备。针对快速的省外布局，公司表示要抓住机会先在重要的城市布局，机会错过了，就再没有发展的机会了。从该次董事会决议我们也看到了宁波银行快速跨区域扩张的决心。我们认为随着几个异地分行业务的开展，预计对2009年公司规模的成长将有较大的贡献。 |
| 深发展<br>(000001)  | 2009-03-20 公布2008年年报，由于第四季度进行了一次特别的大额信贷拨备与核销，仅实现净利润6.1亿元，同比下降77%。如果不考虑拨备影响，实现拨备前净利润81.4亿元，同比增长41%。基本每股收益为0.20元，每股净资产5.28元                                                             | 预计公司2009年和2010年净利润达45亿元和54亿元，增长627%和21%，对应的全面摊薄每股收益为1.44元和1.73元，每股净资产为6.44元和7.89元。我们认为公司当前的股价部分反映了其并购价值，但并购一事仍具有较大的不确定性，故维持对深发展“谨慎推荐”的投资评级。                        |
| 华夏银行<br>(600015) | 2009-03-18 刊登对外投资公告，华夏银行董事会审议同意公司与英国 f&c 资产管理公司及第三方中方股东(拟为国有企业)发起设立合资基金管理公司，注册资本拟为2.5亿元人民币，其中公司占70.5%的初始股权比例。                                                                         | 银行系基金近年发展迅速，设立旗下基金公司也是银行探索多元化经营的重要方式之一。                                                                                                                            |
| 交通银行<br>(601328) | 2009-03-19，公布2008年年报，2008年交通银行实现归属母公司净利润284亿元，同比增长39%，ROAE为20.7%，ROAA为1.19%。                                                                                                          | 预计公司2009年净利润达304亿元，增长7%，对应的全面摊薄EPS为0.62元，NVPS为3.49元。我们认为公司在2009年以量补价的策略能够得到较好的实                                                                                    |



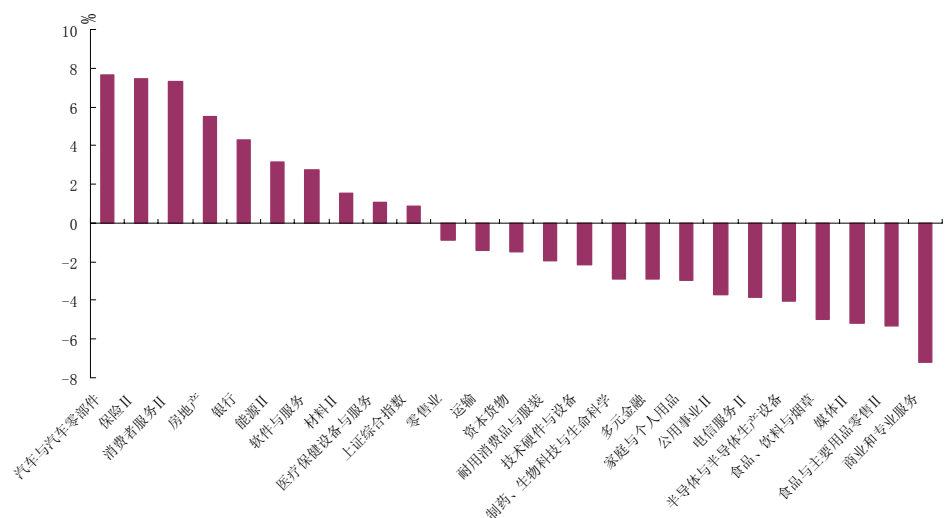
|                  |                                                                                                                              |                                                                                                                   |
|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                  | 基本每股收益为 0.58 元，每股净资产 2.96 元。                                                                                                 | 施，风险也有望控制在相对较低水平上。2008 年底对拨备的审慎态度也提升了公司的抗风险能力，鉴于公司兼具大银行的规模优势和中小银行的灵活优势，较同业其他银行有估值优势，我们认为公司的估值有提升空间，维持对其“推荐”的投资评级。 |
| 建设银行<br>(601939) | 2009-03-03 刊登对外投资获批公告，建设银行以现金认购兴泰信托新增注册资本的方式投资入股兴泰信托，所需支付的出资额共计人民币 34.09 亿元，持股比例为 67.00%，兴泰信托将更名为建信信托有限责任公司，本次投资日前已获中国银监会批准。 | 我们认为这是建设银行在多元化经营方面的又一举措，入股信托可以推动建行在产品设计上继续创新，更好的满足客户的多元需求。                                                        |

### 三、3月银行板块及个股市场表现（2.20-3.23）

本月银行股小幅上涨，略跑赢大盘。我们上月月报的观点是“对前期过分悲观预期的修正已经结束，短期调整压力较大”。从绝对收益上讲，我们的判断基本正确，2月下旬银行股开始盘整，两会期间受汇金增持三大行消息刺激有短暂表现后又回复盘整态势。但从相对收益来讲，银行之所以有超额收益是因为银行股估值仍处于市场较低水平，弱势仍具有防御性价值。

个股方面，城市商业银行本月表现较好，此外浦发、深发展、华夏和兴业表现较好。我们认为城市商业银行因异地扩张对业绩的边际贡献作用较大导致 2009 年经营压力较小而表现良好。浦发和兴业有较好的基本面支撑。

图6：本月银行板块小幅上涨（2.24-3.23）



数据来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所



**表 2：银行业个股市场绝对表现**

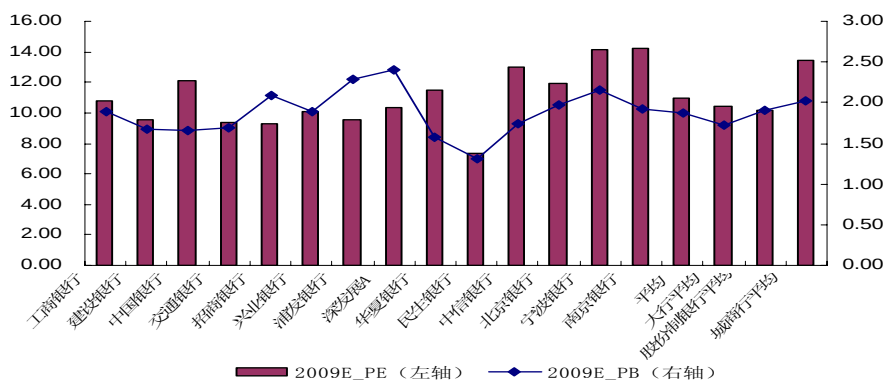
| 股票代码      | 股票名称  | 绝对收益% |       |       |        |          |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|----------|
|           |       | 1 周   | 1 个月  | 3 个月  | 6 个月   | 2009 年以来 |
| 601398.SH | 工商银行  | 3.80  | -0.26 | 3.80  | -12.18 | 7.91     |
| 601939.SH | 建设银行  | 4.67  | 0.00  | 7.30  | -6.32  | 11.23    |
| 601988.SH | 中国银行  | 1.78  | 3.93  | 11.69 | -6.52  | 15.82    |
| 601328.SH | 交通银行  | 7.40  | 5.87  | 26.60 | 1.39   | 25.53    |
| 600036.SH | 招商银行  | 7.24  | 5.97  | 18.94 | -10.92 | 25.49    |
| 601166.SH | 兴业银行  | 9.50  | 14.06 | 39.20 | 35.54  | 48.36    |
| 600000.SH | 浦发银行  | 11.11 | 20.01 | 47.95 | 29.05  | 52.53    |
| 000001.SZ | 深发展 A | 5.26  | 14.45 | 53.24 | 34.86  | 64.90    |
| 600015.SH | 华夏银行  | 10.37 | 10.49 | 26.85 | 22.40  | 39.06    |
| 600016.SH | 民生银行  | 4.09  | -0.41 | 17.76 | -5.28  | 18.92    |
| 601998.SH | 中信银行  | 5.51  | 7.16  | 19.45 | -4.96  | 24.09    |
| 601169.SH | 北京银行  | 8.03  | 6.83  | 28.84 | 48.14  | 29.85    |
| 002142.SZ | 宁波银行  | 12.09 | 12.60 | 39.43 | 31.07  | 44.56    |
| 601009.SH | 南京银行  | 10.69 | 16.09 | 47.59 | 29.70  | 53.04    |

数据来源：WIND 资讯，齐鲁证券研究所

## 四、估值及投资策略

以 3 月 23 日收盘价计算，当前银行股股价对应的 2009 年动态估值平均平均 PB 为 1.88 倍，其中大行平均 1.73 倍，股份制银行平均 1.90 倍，城商行平均 2.01 倍。2009 年动态估值平均平均 PE 为 10.94 倍，其中大行平均 10.45 倍，股份制银行平均 10.16 倍，城商行平均 13.44 倍。

**图7：上市银行股2009年动态估值**



数据来源：齐鲁证券研究所


**表 3: AH 同步上市银行折溢价率比较 (2009-03-23)**

|      | A 股代码      | H 股代码    | A 股收盘价 | H 股收盘价 | A 股对 H 股<br>溢/折价率 |
|------|------------|----------|--------|--------|-------------------|
| 工商银行 | 601398. SH | 1398. HK | 3.82   | 3.10   | 23.14%            |
| 建设银行 | 601939. SH | 0939. HK | 4.26   | 3.92   | 8.62%             |
| 中国银行 | 601988. SH | 3988. HK | 3.44   | 2.05   | 67.52%            |
| 招商银行 | 600036. SH | 3968. HK | 15.26  | 11.63  | 31.17%            |
| 交通银行 | 601328. SH | 3328. HK | 5.95   | 4.58   | 29.83%            |
| 中信银行 | 601998. SH | 0998. HK | 4.79   | 2.64   | 81.17%            |

数据来源: Wind 资讯, 齐鲁证券研究所 (股价按当日汇率中间价折算为人民币)

**维持行业投资评级:** 票据贴现和项目贷款是新增贷款的主力, 较低的收益率稀释了“以量补价”的效应, 后续贷款的增长情况取决于国家的财政政策和政府投资对经济的拉动效果。在经济回暖信号不明确的环境下, A 股银行股的估值和业绩预期都难有提升, 故继续维持银行业“中性”的投资评级。

**可能的交易性机会在于:** 1) 流动性充裕推升整个 A 股市场的估值水平, 则银行股有估值优势, 可能继续上行; 2) 如果后续有更大力度的经济刺激措施, 则银行股也有可能呈现交易性机会。





附表 1: A 股上市银行盈利预测及估值比较

| 股票代码      | 股票简称  | 近期评级 | 前收盘价  | A 股总股本<br>(百万) | A 股总市值<br>(百万) | 每股收益 EPS |       |       | 每股净资产 BVPS |       |       |
|-----------|-------|------|-------|----------------|----------------|----------|-------|-------|------------|-------|-------|
|           |       |      |       |                |                | 2007A    | 2008E | 2009E | 2007A      | 2008E | 2009E |
| 601398.SH | 工商银行  | 谨慎推荐 | 3.82  | 250,962        | 958,676        | 0.24     | 0.34  | 0.36  | 1.61       | 1.83  | 2.03  |
| 601939.SH | 建设银行  | 中性   | 4.26  | 9,000          | 38,340         | 0.30     | 0.44  | 0.45  | 1.80       | 2.18  | 2.53  |
| 601988.SH | 中国银行  | 中性   | 3.44  | 177,819        | 611,697        | 0.22     | 0.28  | 0.28  | 1.67       | 1.89  | 2.07  |
| 601328.SH | 交通银行  | 推荐   | 5.95  | 25,930         | 154,283        | 0.42     | 0.58  | 0.64  | 2.62       | 2.96  | 3.51  |
| 600036.SH | 招商银行  | 推荐   | 15.26 | 12,045         | 183,810        | 1.04     | 1.65  | 1.64  | 4.62       | 6.00  | 7.30  |
| 601166.SH | 兴业银行  | 中性   | 21.66 | 5,000          | 108,300        | 1.72     | 2.32  | 2.15  | 7.78       | 9.78  | 11.47 |
| 600000.SH | 浦发银行  | 谨慎推荐 | 20.21 | 5,661          | 114,416        | 1.26     | 2.26  | 2.12  | 6.50       | 7.13  | 8.80  |
| 000001.SZ | 深发展 A | 谨慎推荐 | 15.60 | 3,105          | 48,445         | 1.16     | 0.20  | 1.50  | 5.67       | 5.28  | 6.51  |
| 600015.SH | 华夏银行  | 谨慎推荐 | 10.11 | 4,991          | 50,454         | 0.50     | 0.94  | 0.88  | 3.11       | 5.74  | 6.43  |
| 600016.SH | 民生银行  | 推荐   | 4.84  | 18,823         | 91,103         | 0.44     | 0.60  | 0.66  | 3.47       | 3.23  | 3.71  |
| 601998.SH | 中信银行  | 中性   | 4.79  | 26,632         | 127,565        | 0.21     | 0.34  | 0.37  | 2.16       | 2.45  | 2.75  |
| 601169.SH | 北京银行  | 谨慎推荐 | 11.57 | 6,228          | 72,053         | 0.54     | 0.89  | 0.97  | 4.28       | 5.05  | 5.89  |
| 002142.SZ | 宁波银行  | 谨慎推荐 | 8.69  | 2,500          | 24,575         | 0.38     | 0.55  | 0.61  | 3.21       | 3.55  | 4.03  |
| 601009.SH | 南京银行  | 中性   | 12.84 | 1,837          | 23,584         | 0.50     | 0.84  | 0.90  | 5.41       | 5.95  | 6.69  |

| 股票代码      | 股票简称  | 2007ROAA | 2007ROAE | P/PPPOP<br>(2008E) | PEG  | 市盈率 PE |       |       | 市净率 PB |       |       |
|-----------|-------|----------|----------|--------------------|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |       |          |          |                    |      | 2007A  | 2008E | 2009E | 2007A  | 2008E | 2009E |
| 601398.SH | 工商银行  | 1.00%    | 16.13%   | 6.57               | 0.61 | 15.70  | 11.14 | 10.75 | 2.37   | 2.09  | 1.88  |
| 601939.SH | 建设银行  | 1.15%    | 18.36%   | 5.92               | 0.49 | 14.42  | 9.78  | 9.56  | 2.36   | 1.96  | 1.68  |
| 601988.SH | 中国银行  | 0.99%    | 13.63%   | 7.51               | 0.98 | 15.53  | 12.40 | 12.14 | 2.06   | 1.82  | 1.66  |
| 601328.SH | 交通银行  | 1.07%    | 18.95%   | 6.12               | 0.49 | 14.21  | 10.26 | 9.34  | 2.27   | 2.01  | 1.70  |
| 600036.SH | 招商银行  | 1.36%    | 24.76%   | 6.36               | 0.42 | 14.72  | 9.24  | 9.32  | 3.30   | 2.55  | 2.09  |
| 601166.SH | 兴业银行  | 1.17%    | 31.17%   | 6.19               | 0.98 | 12.61  | 9.35  | 10.05 | 2.78   | 2.22  | 1.89  |
| 600000.SH | 浦发银行  | 0.69%    | 20.75%   | 5.93               | 0.26 | 16.01  | 8.95  | 9.52  | 3.11   | 2.83  | 2.30  |
| 000001.SZ | 深发展 A | 0.86%    | 27.03%   | 5.96               | 2.83 | 13.50  | 78.89 | 10.37 | 2.75   | 2.95  | 2.40  |
| 600015.SH | 华夏银行  | 0.41%    | 17.01%   | 5.26               | 0.32 | 20.21  | 10.81 | 11.49 | 3.25   | 1.76  | 1.57  |
| 600016.SH | 民生银行  | 0.78%    | 18.22%   | 4.56               | 0.28 | 11.06  | 8.04  | 7.35  | 1.40   | 1.50  | 1.31  |
| 601998.SH | 中信银行  | 0.97%    | 14.30%   | 7.96               | 0.58 | 22.55  | 13.91 | 13.01 | 2.22   | 1.96  | 1.74  |
| 601169.SH | 北京银行  | 1.07%    | 18.34%   | 9.01               | 0.51 | 21.52  | 13.00 | 11.96 | 2.70   | 2.29  | 1.97  |
| 002142.SZ | 宁波银行  | 1.44%    | 16.96%   | 13.49              | 0.73 | 22.84  | 15.92 | 14.17 | 2.71   | 2.44  | 2.16  |
| 601009.SH | 南京银行  | 1.36%    | 14.47%   | 11.87              | 0.56 | 25.93  | 15.28 | 14.19 | 2.37   | 2.16  | 1.92  |



## 投资评级说明

| 类别 | 级别   | 定义                             |
|----|------|--------------------------------|
| 公司 | 推荐   | 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上         |
|    | 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间     |
|    | 中性   | 预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间   |
|    | 回避   | 预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上         |
| 行业 | 推荐   | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数 |
|    | 中性   | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数 |
|    | 回避   | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数 |

## 重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

### 齐鲁证券有限公司研究所（上海）

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

