

2009 年下半年银行业投资策略

息差将于下半年见底

银行业

评级: 中性 (维持)

跟踪报告

2009 年 6 月 26 日 星期五

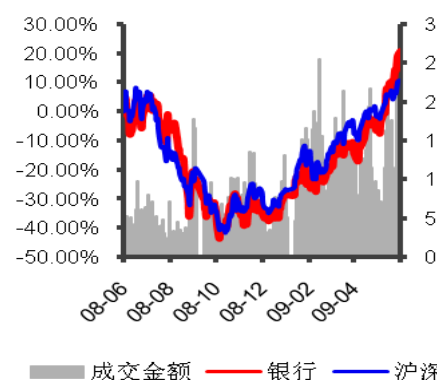
李文
010-66216231-816
liwen@longone.com.cn

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	24.74	4.29
3 个月	29.53	22.47
6 个月	52.79	27.57

行业相对沪深 300 指数走势图



相关报告:

1. 《2009 年银行业投资策略报告》
2008.12.22
2. 《银行业 2008 年及 2009 年 1 季报
综述》2009.5.6
3. 《2009 年 6 月银行业月度运行报告》
2009.6.17

投资要点

- 主要基于重定价的考虑,我们认为净利息收益率将于下半年见底。
- 净利息收益率大幅度回落使净利息收入难以实现正增长,而净利息收入占营业收入的比重近三年来超过了 87%。2009 年 1 季度,银行业整体的净利息收入同比下降 11.18%,环比下降 7.42%。受此影响,营业收入同比和环比分别下降 3.68%和 5.12%。
- 贷款质量变化存在着重要的不确定性。不良贷款增加对利润有显著的影响,如果银行希望保持良好的拨备覆盖率,则不良贷款增加就要求增加拨备计提,或增大信贷成本,从而减少利润。
- 统计分析表明,银行股总体上能获得超额收益。其中,息差持续好转是影响银行股超额收益的重要因素之一,否则难有稳定、持续的超额收益;即使在息差持续稳定上升区间,银行股超额收益仍是剧烈波动的,波动的主要原因是投资风格的转变。
- 6 月以来银行股强劲上扬是投资风格转变还是业绩实质回升?最近一年来(2008 年 6 月至 2009 年 6 月),银行股的走势经历了一个鲜明的阶段,第二个阶段或许正在进行中。截止 2009 年 6 月 2 日,银行股累计超额收益为负 3.38%;6 月 3 日以来,银行股超额收益持续、迅速提高。
- 行业评级: 中性 (维持),给予工商银行、浦发银行“买入”评级,给予建设银行、交通银行、招商银行、中信银行、兴业银行、深发展、北京银行、宁波银行、南京银行“增持”评级。

目录

1. 净利息收益率将于下半年见底	4
1.1 净利息收益率创新低	4
1.2 净利息收益率将在下半年见底	5
1.3 2010 年净利息收益率变化趋势	5
2. 营业收入增长的前景	5
2.1 2009 年净利息收入难以正增长	5
2.2 手续费等收入难以推动营业收入正增长	6
2.3 利润增长的前景	6
3. 成本仍有压缩空间	6
4. 不良贷款变化存在不确定性	7
4.1 不良贷款形成率估计	7
4.2 不良贷款形成率对利润的影响	7
4.3 基于信贷成本的估计	8
5. 银行股总体上具有超额收益	9
5.1 银行股表现优于市场整体	9
5.2 基本没有超额收益阶段	9
5.3 超额收益大幅提高阶段	10
5.4 超额收益随投资风格转换阶段	10
5.5 2009 年以来银行股的表现	11
5.6 来源于统计分析的初步结论	12
6. 银行股历史上的估值情况	12
6.1 相对沪深 300 指数估值	12
6.2 银行股估值底部有下移趋势	12
7. 投资评级	13

图形目录

图 1. 招行等五家银行的净利息收益率	4
图 2. 基准存贷款利差	4
图 3. 建设银行净利息收益率	4
图 4. 交通银行净利息收益率	4
图 5. 中国银行业资产增速	6
图 6. 招行等四家银行的不良贷款形成率	7
图 7. 四家银行平均信贷成本	8
图 8. 万得银行指数对沪深 300 指数的超额收益	9
图 9. 银行股超额收益, 2002-2005.5	9
图 10. 基准存贷款利差, 2002-2007	10
图 11. 银行股超额收益, 2005.5.10-2007.2.16	10
图 12. 银行股超额收益, 2007.2.16-2007.12.17	11
图 13. 银行股超额收益, 2008.6.22-2009.6.22	11
图 14. 银行股PE对沪深 300 指数PE的溢价趋势	12
图 15. 银行股PE的历史趋势	13
图 16. 银行PB的历史趋势	13

表格目录

表 1. 主要财务指标同比增长及成本收入比.....	6
表 2. 不良贷款率及拨备覆盖率分析 百万元.....	8
表 3. 2009 年拨备对银行利润的影响 百万元	8
表 4. 估值及投资评级.....	13

1. 净利息收益率将于下半年见底

净利息收入是银行最重要的收入来源，2005-2008 年，该项收入占营业收入的比重为 87.57%，而第二大项收入-手续费及佣金净收入-只占 10.34%，二者合计占 97.91%。

1.1 净利息收益率创新低

净利息收益率和生息资产是决定净利息收入的两个主要因素。

2008 年 9 月至当年年底，基准利率连续五次下调。受此影响，截止目前（2009 年 5 月），基准存贷款利差（一年期基准贷款利率减平均的基准存款利率）大幅度回落，几乎与 10 多年来的最低水平持平。

图1. 招行等五家银行的净利息收益率

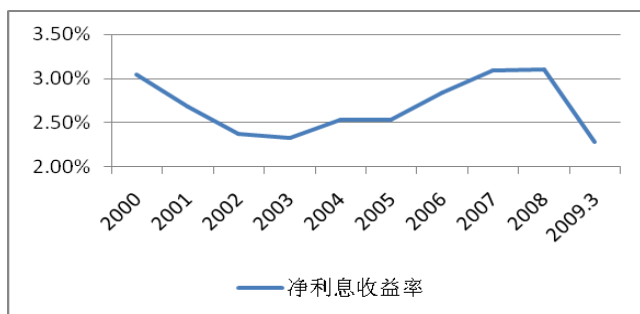
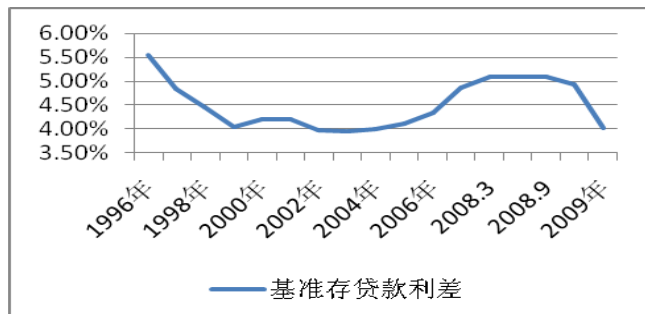


图2. 基准存贷款利差



资料来源：中国人民银行，各上市银行，东海证券研究所

在基准利率连续下调的影响下，一般性贷款之外的票据贴现利率、债券收益率、其他生息资产收益率出现了更大幅度的回落。截止 2009 年 1 季度，上市时间最长的五家银行—招商银行、浦发银行、民生银行、华夏银行、深发展一的净利息收益率已创下多年来的新低。

此外，建设银行的净利息收益率则创下 2002 年以来的新低。

图3. 建设银行净利息收益率

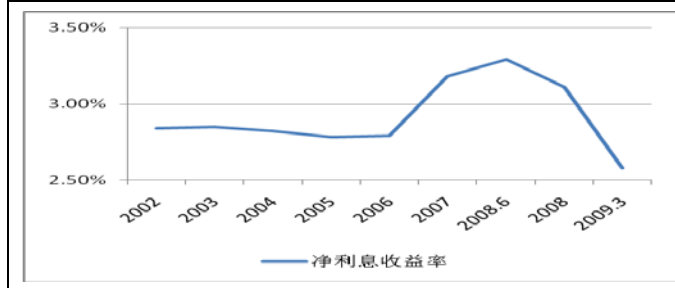
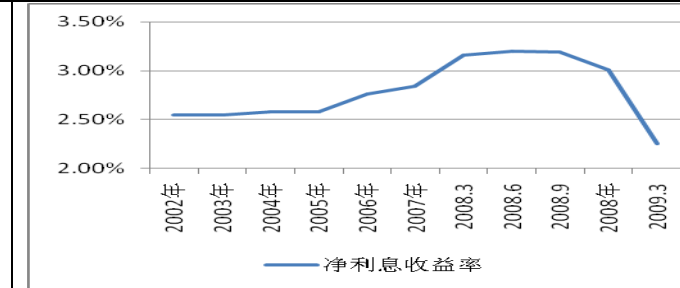


图4. 交通银行净利息收益率



资料来源：各上市银行，东海证券研究所

1.2 净利息收益率将在下半年见底

根据我们的统计, 2008 年 14 家上市银行平均的净利息收益率为 3.04%, 2009 年 1 季度下降到 2.41%; 扣除最小的 4 家上市银行, 其他 10 家银行 2008 年净利息收益率为 3.00%, 2009 年 1 季度下降到 2.28%。

与 2008 年或以前年份比较, 2009 年 1 季度的净利息收益率已经实质、大幅度回落, 但我们认为 1 季度仍不是底。首先, 2009 年以来新增资金运用的收益率处于低位。其次, 截止 2008 年底的存量资产负债的重新定价将贯穿于 2009 年的大部分时间。

2008 年底的存量贷款和垫款的 49.37% 已于 2009 年 1 季度完成重新定价, 48.29% 将在 2-4 季度完成重新定价。2008 年底的存量存款的 71.73% 已于 2009 年 1 季度完成重新定价, 20.49% 将在 2-4 季度完成重新定价。相对而言, 在 2-4 季度向下重新定价的贷款和垫款的比例更高, 而向下重新定价的存款的比例更低。因此, 净利息收益率趋于下降, 尽管下降幅度趋缓。我们估计, 重新定价过程将于 3 季度末或 4 季度结束。

1.3 2010 年净利息收益率变化趋势

基于目前的基准利率和市场利率结构, 2010 年银行业净利息收益率不会高于 2009 年。考虑到经济缓慢复苏、可能的利率调整及市场利率的变化, 比较乐观的估计是, 2010 年的净利息收益率可能会有所提高, 但不具有实质性意义。

2. 营业收入增长的前景

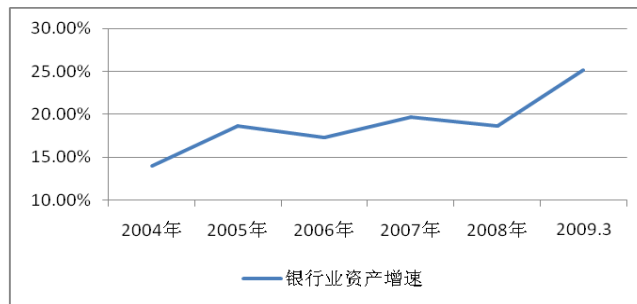
2.1 2009 年净利息收入难以正增长

在宽松货币政策作用下, 2009 年 1 季度中国银行业资产增速显著加快, 达到 25.1%, 创下 5 年来新高。我们认为, 2009 年其他几个季度及全年, 银行资产增速很难超过 25.1%。尽管宽松货币政策短期内不会发生变化, 但过快的信贷增长是不可持续的。从 2009 年 3 月中旬开始, 央行通过发行票据和正回购回收流动性的力度逐渐增大。

基于对银行业净利息收益率和资产增速的判断, 我们认为 2009 年银行业净利息收入恐难实现正增长, 只有个别银行可能实现小幅正增长。2009 年 1 季度, 银行业整体的净利息收入同比下降 11.18%, 环比下降 7.42%。受此影响, 营业收入同比和环比分别下降 3.68% 和 5.12%。

2009 年 1 季度, 在 14 家上市银行中, 民生银行、深发展、南京银行净利息收入环比负增长, 但同比正增长, 宁波银行同比和环比均为正增长, 其他银行的同比和环比均为负增长。

图5. 中国银行业资产增速



资料来源：中国银监会

2.2 手续费等收入难以推动营业收入正增长

近年来，手续费及佣金净收入增长迅猛。2006-2008 年，其增速分别为 58.46%、115.54%、33.11%，2009 年 1 季度下降到 11.26%。在净利息收入负增长的背景下，假如要保持营业收入零增长，则 1 季度的手续费及佣金净收入需要增长 36.46%。现在看来，2009 年指望手续费及佣金净收入保持高速增长并成为营业收入正增长的重要因素，仍有很多困难。

2.3 利润增长的前景

我们对上市银行 2009-2010 年主要业绩指标估计如下：

净利息收入分别增长-4.39%、25.54%；营业收入分别增长-3.39%、22.83%；税前利润分别增长-8.23%（2009 年 1 季度：-9.61%）、26.66%；净利润分别增长-8.91%（2009 年 1 季度：-8.89%）、27.09%。

3. 成本仍有压缩空间

2006-2008 年，银行业营业支出增速低于营业收入增速，其中，业务及管理费增速低于营业支出增速。业务及管理费增速较大幅度地低于营业收入使得成本/收入比出现了下降趋势。

表1. 主要财务指标同比增长及成本收入比

	2006	2007	2008	2009.3
营业收入	18.71%	42.44%	25.78%	-3.68%
利息净收入	19.05%	36.99%	17.32%	-11.18%
手续费和佣金净收入	58.46%	115.54%	33.11%	11.26%
营业支出	16.61%	37.34%	15.52%	-3.17%
业务及管理费	15.44%	37.13%	9.12%	-0.10%
成本收入比	38.08%	36.66%	31.80%	29.71%

资料来源：各上市银行，东海证券研究所

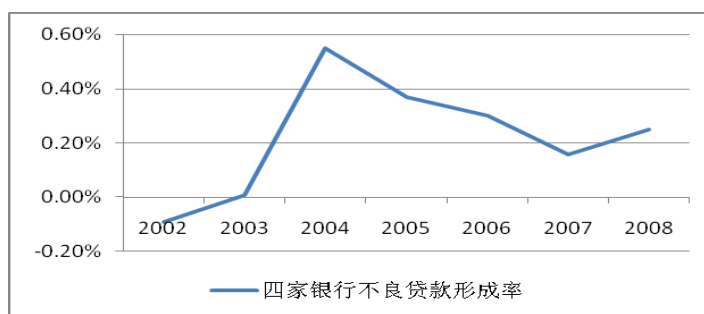
4. 不良贷款变化存在不确定性

4.1 不良贷款形成率估计

2008 年上半年，全部上市银行不良贷款形成率为-1.02%，下半年 0.31%。上述四家银行分别为-3.47%和 0.27%。新增不良贷款可能主要发生在第四季度，由此来看，不良贷款形成率并不低。

大体上可以将 2002-2008 年视为经济持续上行阶段，但就上市时间较长的四家银行（招行、浦发、民生、华夏，以下简称“四家银行”）而言，其不良贷款形成率却表现前高后低，似乎是滞后于经济变化。

图6. 招行等四家银行的不良贷款形成率



资料来源：各上市银行，东海证券研究所

2008 年，四家银行不良贷款形成率 0.25%（我们假设均发生于第四季度），并假设 2009 年不良贷款形成率分别为 0.50%和 0.75%，与此对应的不良贷款率约为 1.60%和 1.85%。较 2008 年四家银行 1.26%的不良贷款率有显著提高。

4.2 不良贷款形成率对利润的影响

不考虑核销时，不良贷款形成率提高导致不良贷款率上升。相关银行可能有如下应对方式，一是减少呆帐准备计提、降低拨备覆盖率以保利润，二是增加计提、减少利润以保证拨备覆盖率稳定。

2008 年，四家银行合计的不良贷款余额 325.52 亿元，平均不良贷款率 1.26%；当年计提呆帐准备金 190.22 亿元，呆帐准备余额 596.84 亿元，拨备覆盖率 183.35%。

表 2 模拟的是不良贷款率和拨备覆盖率的不同组合对当年呆帐准备计提产生的影响。显然，不良贷款率和（或）拨备覆盖率的上升都需要增加拨备，而拨备的任何增加均直接地减少了利润。

表2. 不良贷款率及拨备覆盖率分析 百万元

	贷款余额	不良贷款	不良率	呆帐准备余额	当年计提	拨备覆盖率
四家银行（2008年）	2585765	32552	1.26%	59684	19022	183.35%
2009年-假设1	2973630	47578	1.60%	76125	16441	160%
2009年-假设2	2973630	47578	1.60%	85641	25957	180%
2009年-假设3	2973630	55012	1.85%	88019	28335	160%
2009年-假设4	2973630	55012	1.85%	99022	39338	180%

资料来源：各上市银行，东海证券研究所

根据我们的2008年报点评报告，2009年四家银行净利润同比0增长，在假设1（与表2对应）下，净利润可能增长16.48%；在假设2下，下降0.02%；在假设3下，下降4.05%；在假设4下，下降23.05%。

表3. 2009年拨备对银行利润的影响 百万元

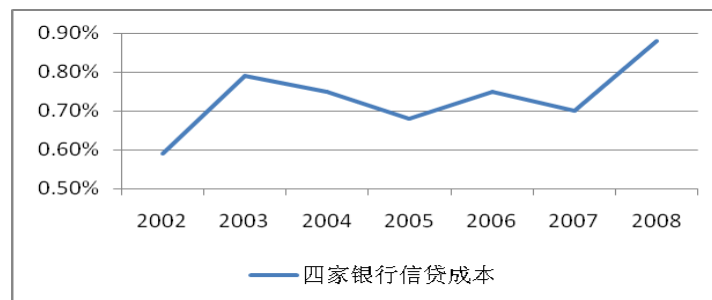
	四家银行	假设1	假设2	假设3	假设4
营业收入	154270	154270	154270	154270	154270
营业支出	70705	70705	70705	70705	70705
拨备前利润	83563	83563	83563	83563	83563
资产减值损失	26082	16441	25997	28335	39338
税前利润	57828	67469	57913	55575	44572
所得税	13465	15720	13494	12949	10385
净利润	44385	51749	44419	42626	34187
净利润同比增长	0.00	16.48%	-0.02%	-4.05%	-23.05%

资料来源：各上市银行，东海证券研究所

4.3 基于信贷成本的估计

2002-2008年，四家银行平均信贷成本为0.73%，其中2007年0.70%，2008年0.88%。

图7. 四家银行平均信贷成本



资料来源：各上市银行，东海证券研究所

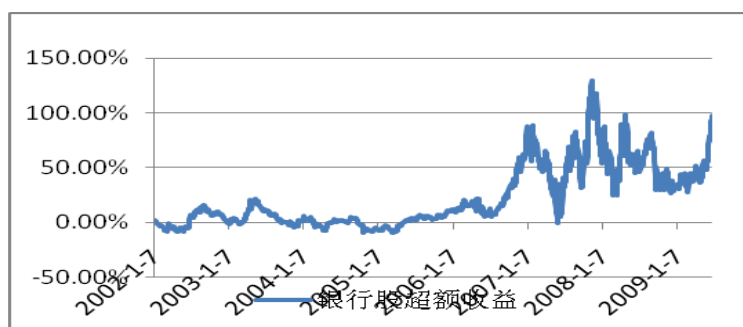
假设四家银行 2009 年平均信贷成本与此前 7 年平均数一致，均为 0.73%，估计 2009 年需计提 202.92 亿元呆帐准备，不考虑核销时的拨备覆盖率约 168%。

5. 银行股总体上具有超额收益

5.1 银行股表现优于市场整体

我们以 2002 年 1 月 4 日为基期，测算了银行股的超额收益（截止 2009 年 6 月 22 日）。结果显示，在绝大多数情况下，万得银行业指数对沪深 300 指数具有显著或较显著的超额收益，但有时连续几个月则是负的超额收益。

图8. 万得银行指数对沪深 300 指数的超额收益



资料来源: WIND, 东海证券研究所

5.2 基本没有超额收益阶段

2002 年至 2005 年 5 月初, 银行股的超额收益并不显著, 按累计收益计算, 其超额收益大约为零。

图9. 银行股超额收益, 2002-2005.5

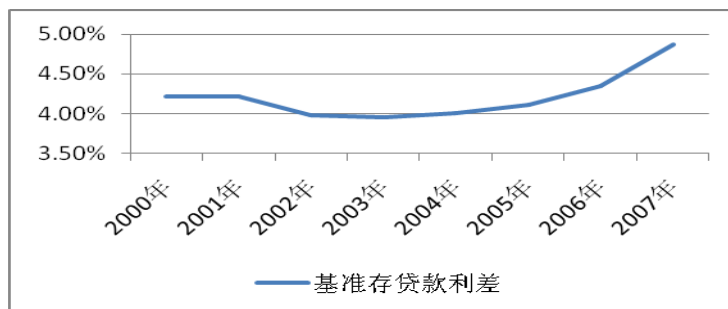


资料来源: WIND, 东海证券研究所

上述期间的主要事件，一是 2002 年 2 月 21 日，活期存款及 1 年期以内各期限存款法定利率均下调了 0.27 个百分点，但 1 年及以下期限贷款均下调了 0.54 个百分点。显然，存贷款利差有所收窄。二是 2004 年 10 月 29 日，活

期及 3 个月期限存款法定利率未做调整, 6 个月及 1 年期限存款利率分别上调了 0.18 和 0.27 个百分点, 6 个月及 1 年期限贷款法定利率分别上调了 0.18 和 0.57 个百分点。存贷款之间的利差有所放大。

图10. 基准存贷款利差, 2002-2007



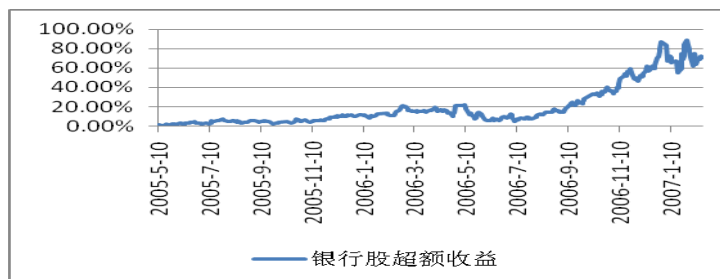
资料来源: 中国人民银行, 东海证券研究所

我们的测算表明, 2001 年以后, 基准存贷款利差保持下降趋势, 直至 2005 年仍未恢复到 2001 年的水平。主要银行的净利息收益率 (NIM) 变化基本类似, 如建设银行 2002-2005 年的净利息收益率分别 2.84%、2.85%、2.82%和 2.78%, 交通银行分别为 2.55%、2.55%、2.58%和 2.58%。由于净利息收益率连续多年几乎没有提高, 净利息收入的增加只能来源于资产规模的扩张。

5.3 超额收益大幅提高阶段

2005 年 5 月初到 2007 年 2 月初, 是银行股超额收益持续、大幅提高阶段。此期间, 除了 2004 年 10 月基准利率调整有利于银行外, 另外一个标志性事件是 2006 年 4 月 28 日, 在存款利率未做调整的基础上, 贷款利率上调了 0.27 个百分点。其它的利率调整基本也都增大了存贷款利差。

图11. 银行股超额收益, 2005.5.10-2007.2.16



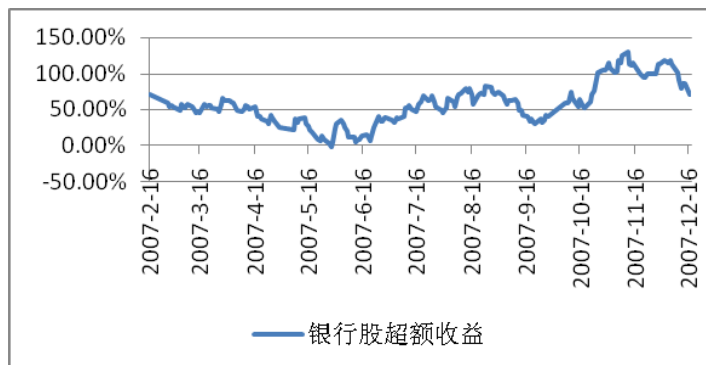
资料来源: WIND, 东海证券研究所

5.4 超额收益随投资风格转换阶段

2007 年初至 2007 年 “5.30” 之前, 投资风格发生了显著变化, 主要标志

是题材股、垃圾股、小盘股大放异彩，大盘股受到冷遇。但“5.30”之后，大盘股再次崛起。

图12. 银行股超额收益， 2007. 2. 16-2007. 12. 17



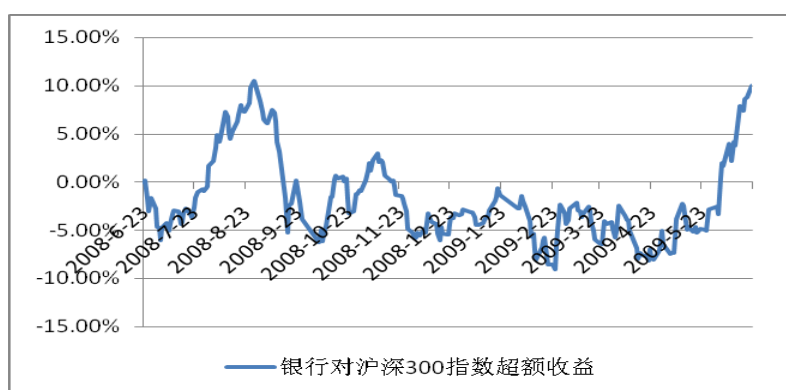
资料来源: WIND, 东海证券研究所

5.5 2009 年以来银行股的表现

最近一年来（截止 6 月 22 日，并一年前为基期），银行股的走势经历了一个鲜明的阶段，第二个阶段或许正在进行中。2008 年 9 月 16 日，贷款基准利率单边下调，后来几次利率调整表现为贷款利率下调的更多。由此导致截止 2009 年 6 月 2 日，银行股累计超额收益为负 3.38%。

但 6 月 3 日以来，银行股超额收益持续、迅速提高。投资者关心的是，这种上升是否可持续，如果可持续，其动力是投资风格的转换还是实体经济的持续向好？

图13. 银行股超额收益，2008. 6. 22-2009. 6. 22



资料来源: WIND, 东海证券研究所

2008 年底以来（截止 2009 年 6 月 22 日），银行股超额收益的变化情况是：截止 5 月 26 日，银行股累计超额收益为-1.30%。5 月 27 日以后，超额收益持

续迅速提高。

5.6 来源于统计分析的初步结论

根据上述统计分析，我们得出以下结论：

银行股总体上能获得超额收益；

息差持续好转是影响银行股超额收益的重要因素之一，否则难有稳定、持续的超额收益；

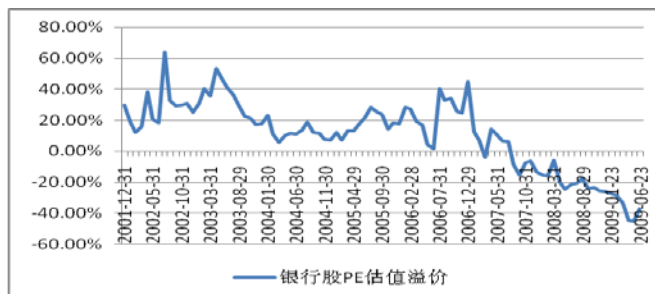
即使在息差持续稳定上升区间，银行股超额收益仍是剧烈波动的，波动的主要原因是投资风格的转变，投资者不喜欢银行等大盘股时，尽管其基本面仍然良好，超额收益也会大幅度下降，甚至没有超额收益。

6. 银行股历史上的估值情况

6.1 相对沪深 300 指数估值

2001 年底至 2007 年 7 月底之前，银行股 PE（TTM）相对沪深 300 指数 PE 均有明显或较明显的溢价，但此后出现了显著的折价。截止 6 月 23 日，折价幅度 36.93%。

图14. 银行股 PE 对沪深 300 指数 PE 的溢价趋势



资料来源：WIND，东海证券研究所

6.2 银行股估值底部有下移趋势

2001 年底以来，银行股平均 PE27.24 倍，而 6 月 23 日的 PE 约 17.32 倍，较其历史平均值下降 36.42%。此外，PE 的底部越来越低，2008 年 10-12 月，PE 下降到 10 倍附近，而此前的最低点是 2005 年 5 月的 15.84 倍。

PB 方面，2001 年底以来，平均 PB4.02 倍，6 月 23 日的 PB 约 3 倍，较前者下降 25.37%。同样，PB 的底部也越来越低，2001 年 2008 年底至 2009 年 2 月，银行股 PB 下降到 2 倍附近，而此前的最低点是 2005 年 3 月的 2.28 倍。

图15. 银行股 PE 的历史趋势

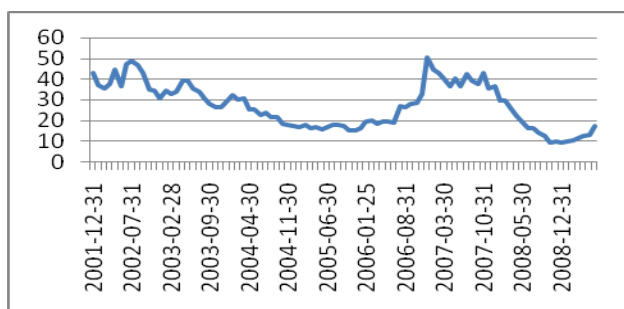
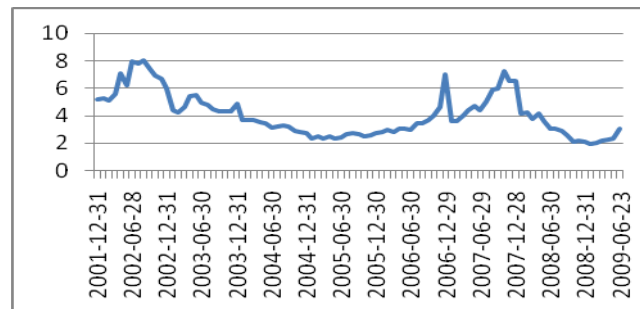


图16. 银行 PB 的历史趋势



资料来源: WIND, 东海证券研究所

7. 投资评级及个股情况

基于上述分析,我们维持行业“中性”评级,给予工商银行、浦发银行“买入”评级。

表4. 估值及投资评级

	2008					2009					投资 评级
	B	EPS	收盘价	PB	PE	B	EPS	收盘价	PB	PE	
工商银行	1.81	0.33	3.70	2.04	11.21	1.96	0.29	5.35	2.73	18.45	买入
建设银行	1.99	0.40	3.69	1.85	9.23	2.34	0.35	6.04	2.58	17.26	增持
中国银行	1.84	0.25	2.97	1.61	11.88	2.06	0.22	4.50	2.18	20.45	中性
交通银行	2.96	0.58	4.17	1.41	7.19	3.48	0.52	8.99	2.58	17.29	增持
招商银行	5.41	1.43	11.15	2.06	7.80	6.47	1.34	22.22	3.43	16.58	增持
浦发银行	7.36	2.21	11.01	1.50	4.98	6.57	1.64	22.14	3.37	13.50	买入
							1.37	22.14		16.16	
中信银行	2.44	0.34	3.80	1.56	11.18	2.78	0.34	5.97	2.15	17.56	增持
民生银行	2.86	0.42	3.89	1.36	9.26	3.74	0.45	7.86	2.10	17.47	中性
							0.39	7.86		20.15	
兴业银行	9.80	2.28	11.72	1.20	5.14	11.52	2.17	33.88	2.94	15.61	增持
华夏银行	5.49	0.70	6.66	1.21	9.51	5.86	0.65	12.29	2.10	18.91	中性
深发展	5.28	0.2	9.46	1.79	47.3	9.19	1.22	22.09	2.40	18.11	增持
							1.03	22.09		21.45	
北京银行	5.43	0.87	7.14	1.31	8.21	6.30	0.87	16.06	2.55	18.46	增持
南京银行	6.15	0.79	7.57	1.23	9.58	6.62	0.77	17.19	2.60	22.32	增持
宁波银行	3.52	0.53	6.00	1.70	11.32	3.82	0.50	12.69	3.32	25.38	增持

资料来源: 各上市银行, 东海证券研究所。09 年收盘价为 6 月 23 日数据, 黑体字下面的一行数据考虑到了增发对 EPS 的影响

对“买入”及部分“增持”个股简要分析如下:

工商银行(601398): 手续费和佣金占营业收入的比重保持领先地位(2008 年: 14.21%), 有利于平滑贷款利息收入波动负面影响; 2005 年以来成本收入

比持续下降（2008 年：29.54%），有利于收入向利润的转化；资产配置的风险程度较低，2006-2008 年，贷款占资产的比重接近于最低（41.37%），较行业平均数低约 7 个百分点，由债券等构成的其他生息资产风险程度较低，其风险加权资产占总资产的比例最低或次低（2008 年：48.67%）；按 2008 年底数据，其信贷资产和债券的期限相对较长，有助于减缓息差的下降速度。

建设银行（601939）：具有明显的资金成本优势，2004-2008 年平均存款利率为 1.56%，基本处于最低水平，这是其存贷款利差基本保持最高水平（4.36%）的主要原因；2004 年以来，成本收入比率总体上保持着下降趋势，2008 年（30.71%）较 2007 年下降了 5.20 个百分点；2008 年，手续费和佣金收入占营业收入的比重为 14.37%，保持领先地位。

交通银行（601328）：2009 年 1 季度，其存款的 94.82% 已重新定价，贷款重定价比例也较高，净利息收益率有望于 2 季度见底；成本收入比率也保持着下降趋势（2008 年：31.34%）；作为上海本地注册的大银行，有望在上海国际金融中心建设中获得更多的发展机会。

招商银行（600036）：具有良好的客户基础，多年来活期存款比重位居大中型银行之首，这使得其平均存款成本保持最低水平，2004-2008 年平均为 1.55%；2008 年，手续费和佣金净收入占比接近 14%，处于最好之列；由于 1 季度存贷款重定价的比例高（贷款 64.77%，存款 75.86%），其净利息收益率见底时间较早；2008 年底的拨备覆盖率达到 221.58%，有助于缓解资产质量降低对利润带来的不良影响。

浦发银行（600000）：成长性良好，2004-2008 年，总资产、营业收入、净利润复合年成长率分别为 30.21%、46.32%、59.58%，在全部上市银行中基本处于第一、第二的位置；良好的成长率可能与激励机制有直接关系，2006-2008 年，其人均员工费用最高；2008 年底的拨备覆盖率达到 192.49%；作为上海国资控股的金融企业，浦发银行将在建设国际金融中心中发挥较重要的作用。

兴业银行（601166）：具有良好的成长性，2004-2008 年，总资产复合年增长率为 31.63%，扣除拨备前利润增长 44.48%；贷款占总资产的比例在中型股份制银行中处于较低水平，2006-2008 年平均为 46.50%，低于行业平均数，这使得其加权风险资产占总资产的比例也处于较低水平，2008 年为 49.94%，低于主要的中型股份制银行；良好的拨备覆盖率（2008 年：226.58%）有利于保持未来的业绩；在未来的海西经济区开发过程中，将占有地利之优势。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 李文, 毕业于中国人民大学财政金融学院, 博士, 具有 3 年银行工作经历和 7 年证券分析经历

跟踪范围: 内地银行股

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122