

评级：推荐（维持）

金融行业/银行

行业研究

第一创业研究所

分析师：陈曦

电话：0755-25832903

邮件：chenxi@fcsc.cn

实体经济稳健复苏预期催生市盈率修复行情

——银行业 2009 年第四季度投资策略

行业交易数据（2009/09）

本月涨跌幅	9.52%
本月最高涨幅	17.10%
本月最大跌幅	-0.00%

行业基本数据（2009/09/30）

A 股流通市值（亿元）	18092.30
总市值（亿元）	55528.25
行业平均市盈率（PE）	14.87
行业平均市净率（PB）	2.52

行业指数与沪深 300 比较



相关报告

银行 2009 年 8 月报：资本充足率监管将更为严格

银行 2009 年 7 月报：规模增长 息差见底

银行 2009 年中期投资策略：关注贷款质量高弹性

银行 2009 年 5 月报：估值回升需求拉动

银行 2009 年 4 月报：业绩拐点尚需等待

银行 2009 年 3 月报：净息差加速收窄

银行 2009 年 2 月报：年报前夕 下月表现或优于大盘

报告要点：

- **资金市中银行股表现平平** 与地产、有色金属、能源等具有很强通胀概念的板块相比，银行板块的表现与整体实体经济走势的联系更加紧密。今年上半年，商业银行通过贷款规模扩张制造流动性，流动性的泛滥推动了股市上涨。但对银行业本身而言逆周期的贷款投行为加大了行业内部风险，这一风险只能够借由实体经济的复苏得以释放。在实体经济复苏前景未能明朗之前，银行股难以跑赢大盘。
- **低市盈率的背后是对不良贷款的谨慎预期** 在对规模、息差的预期都相对稳定的情况下，信贷成本成为影响银行业未来利润的主要因素。银行股市盈率低于全部 A 股的平均幅度在过去的五个会计年度里平均为 19.54%，以此为标准，根据我们的静态测算，不良率（不良贷款/除票据贴现以外的贷款）的上升低于 0.66% 时，银行股仍然具备估值优势。
- **实体经济走势主宰资产质量的长期变化** 银行的资产质量变化，短期取决于管理层的信贷政策及整个经济的流动性状况，长期则取决于实体经济的走势。我们判断宽松的信贷政策及流动性环境仍将持续一段较长的时间，不良贷款风险短期无暴露之忧。
- **实体经济持续向好预期确定时，银行股将迎来市盈率修复行情** 在宽松货币政策的持续刺激之下，房地产开发投资将加速增长，成为继政府投资之后经济复苏的新引擎。随着实体经济复苏趋势的进一步明朗化，投资者对中期经济增长形成乐观且稳定的预期之时，市场对商业银行资产质量的担忧情绪将被冲淡，银行股有望走出一波市盈率修复行情。

重点推荐银行股

证券简称	评级	收盘价	每股收益			市盈率 (X)		
		2009-8-31	08A	09E	10E	08A	09E	10E
北京	买入	17.23	0.87	0.94	1.18	19.80	18.33	14.60
宁波	买入	13.38	0.53	0.58	0.75	25.25	23.07	17.84
南京	买入	17.64	0.79	0.90	1.08	22.33	19.60	16.33
招行	买入	13.63	1.43	1.03	1.15	9.53	13.23	11.85
兴业	买入	27.88	2.28	2.30	2.49	12.23	12.12	11.20
浦发	买入	17.84	2.21	1.74	1.92	8.07	10.25	9.29

资料来源：第一创业研究所



目 录

1. 资金市中银行股表现平平	3
1.1 上半年的行情中银行股未能超越大盘.....	3
1.2 流动性主要源于银行的巨额信用创造.....	3
1.3 流动性抬高了股市，逆周期风险留给了银行	4
2. 低市盈率的背后是对不良贷款的谨慎预期	6
2.1 银行股市盈率与全部 A 股的差距拉大	6
2.2 信贷资产质量成为影响业绩预期的关键因素	6
2.3 仅凭短期报表数据无法预言长期资产质量	7
2.4 不良贷款率上升对 EPS 及市盈率的静态影响测算	7
3. 实体经济持续向好预期确定时，银行股将有表现机会	9
3.1 实体经济走势主宰资产质量的长期变化	9
3.2 经济数据总体乐观，房地产投资有望成为增长新引擎.....	9
3.3 实体经济向好预期确定时，银行股有望走出一波市盈率修复行情	11
4. 重点推荐投资品种	12



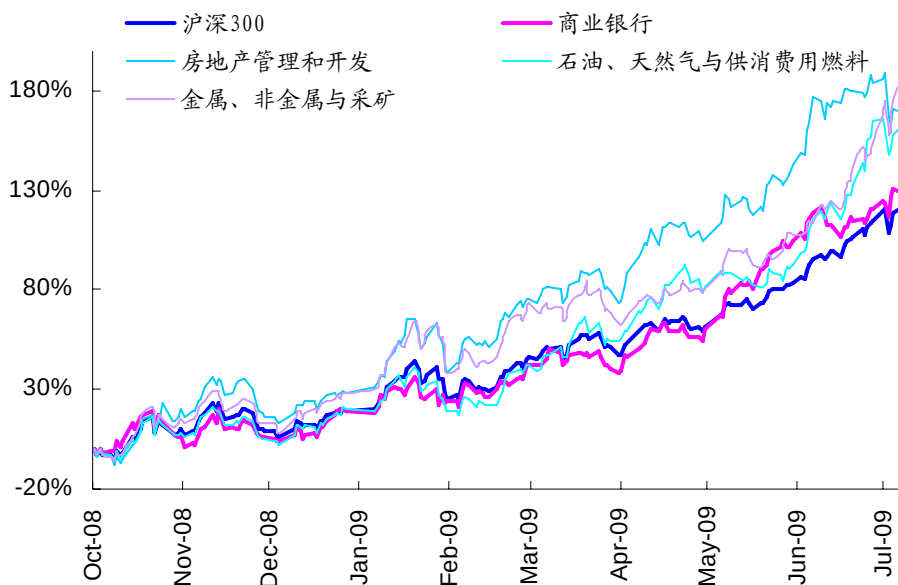
1. 资金市中银行股表现平平

1.1 上半年的行情中银行股未能超越大盘

与地产、有色金属、能源等具有很强通胀概念的板块相比，银行板块的表现与整体实体经济走势的联系更加紧密。今年上半年，央行执行宽松的货币政策，市场流动性泛滥，刺激了处于低位的资产价格的上涨。流动性引发了普通的通货膨胀预期，同时，投资者对实体经济的走势仍处在观望状态。在这种情况下，随着大盘的上涨，各板块虽皆有一定涨幅，但走势强弱不一。其中地产、能源、金属非金属等通胀概念股票走势强劲，而银行板块则表现平平。

上半年的这一波大行情，自 08 年 10 月 28 日上证指数探到 1664.93 点开始，至 09 年 8 月 4 日上证指数触到 3478.01 点暂告终结。这期间，沪深 300 指数总共上涨了 121.98%，商业银行板块指数上涨 123.60%，涨幅基本与沪深 300 持平，远低于房地产、能源、金属非金属等板块 170%-190% 的上涨幅度。

图 1 此波牛市中几大行业股票走势



资料来源：Wind，第一创业研究所

1.2 流动性主要源于银行的巨额信用创造

今年 1-8 月，货币供应量（M2）增加了 10.15 万亿，同比增速 28.53%。货币供应量（M2）的主要构成部分是银行存款，而整个银行体系的存款主要有四条来源：一、流通中现金回归银行体系；二、外国货币兑换；三、贷款；四、债券净持有。第三条及第四条来源同时也是银行创造信用的过程。

根据今年 1-8 月相关数据推算，流通中现金（M0）自今年初微增 187.66 亿，抵减了一小部分的银行存款余额。但流通中现金与银行存款之间的转换改变了银行体系的资产负债表，却并没有改变货币应量（M2）的数值。金融机构外汇占



款 1-8 月增加 12875.66 亿，贡献了一部分存款。但对存款贡献最大的还是贷款以及债券净持有，即银行体系的信用创造活动。其中贷款增加 81846.54 亿，占据绝对优势；债券净持有增加 19881.30 亿。

图 2 货币供应量同比增速

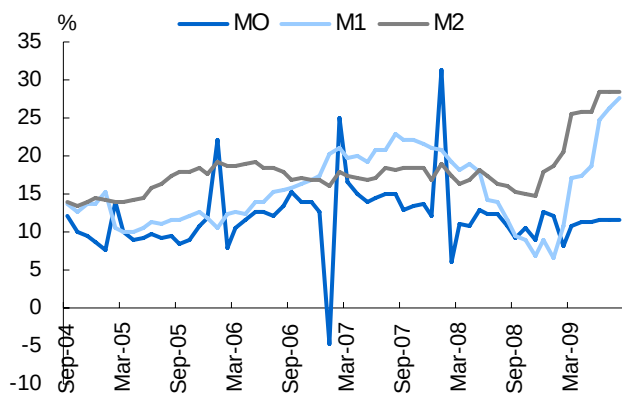
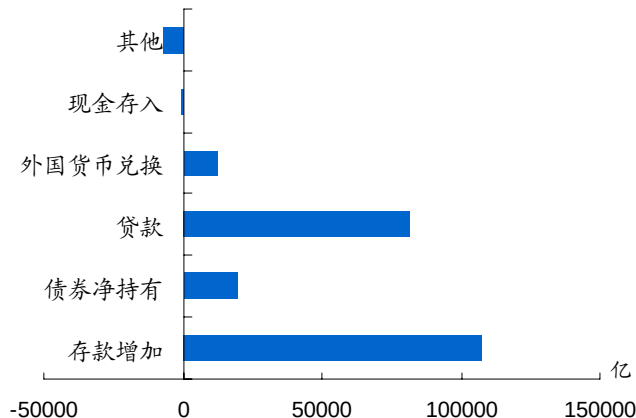


图 3 存款的来源



资料来源：中国人民银行，Wind，Chinabond，第一创业研究所

1.3 流动性抬高了股市，逆周期风险留给了银行

为了配合政府的财政政策，刺激经济的复苏，央行在上半年执行了宽松的货币政策，商业银行卖力地创造信用，发放贷款，创造流动性。今年 1-8 月，商业银行总计新增了 8.18 亿的人民币贷款，是去年同期的 2.64 倍。同比增速 31.60%，达到了自 1996 年 12 月以来的高点。然而大量流动性注入后，经济能否如期步入复苏的轨道呢？如果经济不能够平稳增长，贷款企业是否有足够的现金流来还款呢？银行业和宏观经济原本便休戚相关，而现在由于商业银行的逆周期放贷行为，两者的联系愈加紧密了。

图 4 人民币贷款单月新增金额

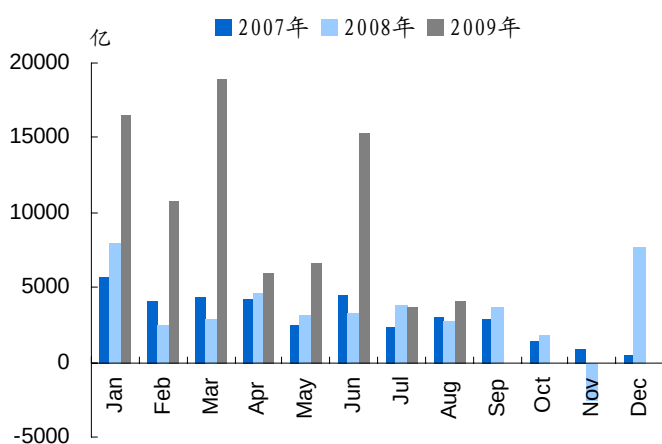
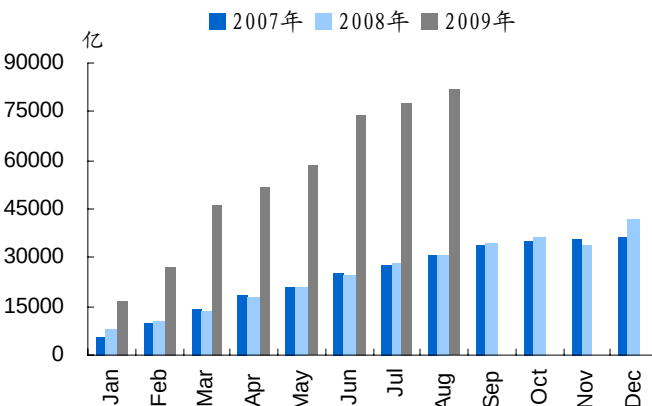


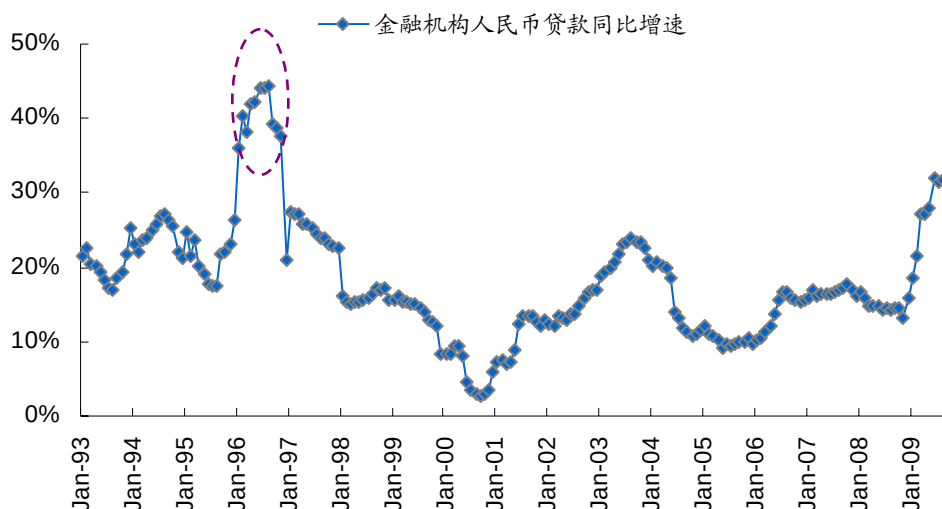
图 5 人民币贷款自年初累计新增金额



资料来源：中国人民银行，Wind，第一创业研究所



图6 人民币贷款同比增速达到自1996年12月以来高点



资料来源：中国人民银行，Wind，第一创业研究所

当然，商业银行高速的信贷投放，就微观主体的动机而言，并非出于挽救经济的目的。其逆周期放贷行为，有一定的合理性，政府项目一般被认为是低风险的。然而政府投融资平台会否违约最根本还取决于其是否有可靠的还款资金来源。地方政府财政收入或是一项还款保障，然而地方政府财政收入的保障又是什么？税收收入无疑是与地方实体经济的发展紧密相连的，土地收入虽然可以依赖房地产市场的泡沫得以维持，但长期来看，实体经济如果不能跟上泡沫膨胀的步伐，泡沫迟早会有破裂的一天。

今年上半年的总体情况大致是这样，为了支持经济复苏，商业银行通过贷款规模扩张制造流动性，而流动性的泛滥推动了股市上涨。但对银行业本身而言逆周期的贷款投行为加大了行业内部风险，这一风险只能够借由实体经济的复苏得以释放。在实体经济复苏前景尚未明朗之前，银行股不能跑赢大盘是情理之中的事情。

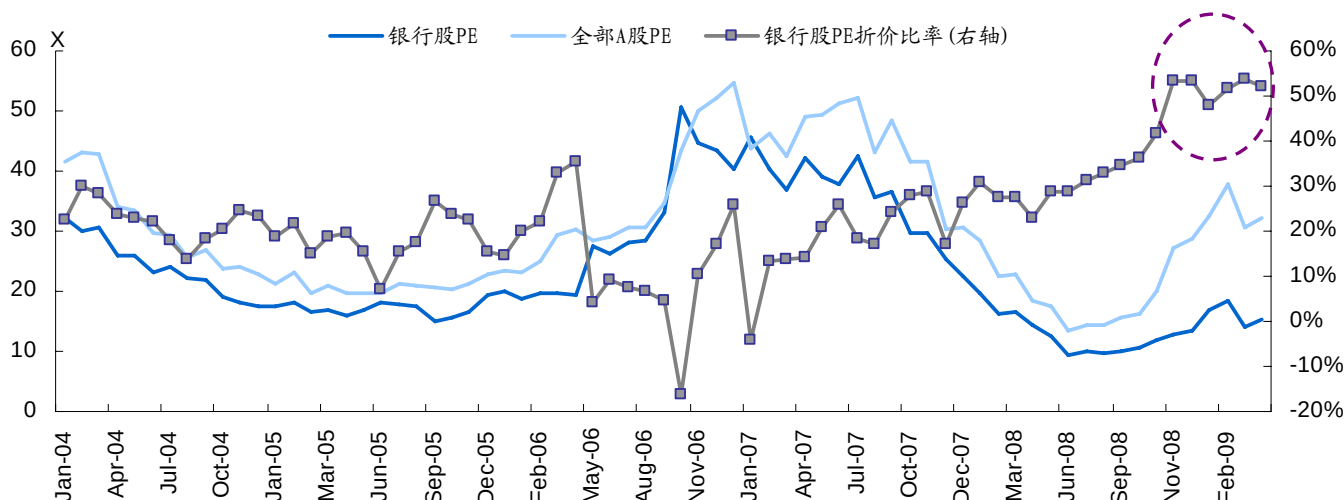


2. 低市盈率的背后是对不良贷款的谨慎预期

2.1 银行股市盈率与全部 A 股的差距拉大

从 04 年以来的历史数据来看，银行业的市盈率在绝大多数的月份都低于全部 A 股的整体市盈率，但低于的幅度大多在 25% 以内。04 年至 08 年这五年间，银行股市盈率低于全部 A 股的平均幅度为 19.54%。今年 1 月以来，银行股市盈率与全部 A 股的差距快速拉大，目前银行股市盈率低于全部 A 股整体市盈率的幅度高达 50% 以上。

图 7 银行股与全部 A 股的 PE (TTM, 整体法) 以及银行股 PE 低于全部 A 股的幅度



资料来源：Wind，第一创业研究所

虽然今年以来，银行业的研究员一直以估值优势作为看好银行股的一大理由，但银行股低估值的局面并未发生改变。虽然市场绝非完美，然而轻率地做出市场错误的论断是危险的。市盈率的背后蕴含着对未来收益的预期，断裂地看待市盈率是没有意义的。

2.2 信贷资产质量成为影响业绩预期的关键因素

银行业利润主要受三大因素影响：生息资产规模、息差、信贷成本。就目前情况来看，今年生息资产规模的高速扩张是既定的；更长期来看，增长是一个基本确定的趋势。息差方面，由于央行再度下调存贷款基准利率的空间和可能性都很小，二季度的息差水平基本已处于阶段性的底部；同时受资产与负债结构调整的影响，预计息差在下半年将小幅回升。在对规模、息差的预期都相对稳定的情况下，信贷成本成为影响银行业未来利润的主要因素。

今年 8 月末人民币贷款余额较年初增长 27%，这意味着今年前八个月，商业银行的信贷投放，已经达到前几十年全部信贷投放的 1/4 强。即使是在经济周期的复苏与繁荣阶段，如此的信贷投放，都难免会使人质疑其审慎性，更何况是在经济的低谷？



2.3 仅凭短期报表数据无法预言长期资产质量

表1列举了14家上市银行今年上半年不良贷款的变化情况，在排除了不良贷款核销的影响后，可以看到14家上市银行中，只4家不良贷款余额下降，其余10家不良贷款余额都呈现出不同程度的上升。不良贷款比率除了深发展外，其余13家上市银行都是下降的，不过下降的原因多数应归于贷款总额的上升。随着贷款总额增长，不良贷款出现一定程度的上升是正常现象，因此仅从中报数据尚不能看出银行信贷质量的恶化迹象，同时不良贷款比率的下降甚至可能会让我们形成银行信贷质量正在好转的印象。

表1 上市银行中报核销前不良贷款比率及金额变化情况

证券简称	不良贷款比率(%)			不良贷款余额(百万元)		
	2008	20091H 核销前	增减数	2008	20091H 核销前	增减数
深发展 A	0.68	0.74	0.06	1,928	2,529	601
宁波银行	0.92	0.85	(0.07)	452	544	92
浦发银行	1.21	0.90	(0.31)	8,467	8,465	(3)
华夏银行	1.82	1.75	(0.07)	6,487	7,479	992
民生银行	1.2	0.96	(0.24)	7,921	8,712	791
招商银行	1.11	0.89	(0.22)	9,677	10,216	539
南京银行	1.64	1.36	(0.28)	660	818	158
兴业银行	0.83	0.68	(0.15)	4,149	4,342	193
北京银行	1.55	1.14	(0.41)	2,987	2,837	(150)
交通银行	1.92	1.62	(0.30)	25,460	28,062	2,602
工商银行	2.29	1.96	(0.33)	104,482	106,941	2,459
建设银行	2.21	1.79	(0.42)	83,882	80,915	(2,967)
中国银行	2.65	1.93	(0.72)	87,490	83,183	(4,307)
中信银行	1.36	0.99	(0.37)	9,046	9,792	746

资料来源：公司公告、第一创业研究所

就上市银行的中报数据来看，信贷资产质量并未出现恶化迹象，但这并不足以说明上半年 7.37 亿的贷款是安全优质的。贷款的五级分类过程需要较强的主观判断。除非有不利于贷款企业的突发事件发生，通常一笔贷款不会在发放后的短时期内即被划为不良贷款。如果银行在发放贷款不久后，在没有发生突发事件的情况下，即将该贷款认定为不良贷款，那么相关的风险应该是在放贷之时就能够被察觉的。

2.4 不良贷款率上升对 EPS 及市盈率的静态影响测算

巨额的信贷投放有没有风险，这个问题犹如皇帝的新装。但或者，问题的关键在于：不良贷款是会大面积爆发呢或仅是平缓上升？商业银行由于贷款规模上升而增厚的利润能够抵消掉信贷成本上升的影响吗？

在这里我们做了一个静态测算，考察银行的不良贷款上升，会对每股收益以及市盈率造成多大影响。首先我们将各家银行的贷款划分为票据贴现和除票据贴



现以外的贷款，我们仅考察除票据贴现以外的贷款不良率上升的影响。表 2 中上升的不良率被定义为：增加的不良贷款/除票据贴现以外的贷款。各家银行票据贴现占贷款总额的比重不同，而票据贴现的不良率是极低的。我们假设行业内增加的不良贷款在除票据贴现以外的贷款中均匀分布，那么票据贴现占比高的银行相应的总体不良贷款比率上升的幅度就要小一些。这样的设定会比假定各家银行总体不良贷款比率以同样的幅度上升更加合理。另外我们假设各家银行不核销增加的不良贷款，同时以 150%的拨备覆盖率为目标提取贷款损失准备。150%的拨备覆盖率是银监会要求的标准，这样假设避免了各家银行不同的会计政策对盈利的影响。

从表 2 中可以看出，不良率上升至 0.75%，银行股整体滚动市盈率将达到 28.20，而全部 A 股 9 月 30 日收盘价对应的整体滚动市盈率为 32.06，银行股市盈率低于全部 A 股的幅度仅为 12%，银行股的估值与历史水平比较不再具有明显优势。若要使银行股市盈率低于全部 A 股的幅度保持在 19.54%的历史平均水平之上，不良率的上升不能超过 0.66%。另外需要再次说明的是，由于表 2 中上升的不良率被定义为：增加的不良贷款/除票据贴现以外的贷款，因此相对应的银行总体不良贷款比率上升的幅度还要小一些。

表 2 不良率上升对 EPS 及市盈率的静态影响

证券简称	降低每股收益（元）			滚动市盈率(X)		
	0.25%	0.50%	0.75%	0.25%	0.50%	0.75%
深发展 A	0.35	0.60	0.85	N.A.	N.A.	N.A.
宁波银行	0.05	0.12	0.18	28.25	32.87	39.30
浦发银行	(0.21)	0.06	0.32	11.75	13.96	17.20
华夏银行	0.18	0.40	0.62	26.90	62.92	N.A.
民生银行	0.06	0.17	0.29	15.52	21.29	33.89
招商银行	(0.22)	(0.08)	0.06	14.05	16.19	19.10
南京银行	0.03	0.11	0.20	23.01	25.77	29.27
兴业银行	(0.11)	0.22	0.55	14.52	16.93	20.30
北京银行	(0.07)	0.03	0.13	18.26	20.48	23.30
交通银行	0.20	0.29	0.37	21.56	28.02	39.99
工商银行	0.07	0.11	0.15	17.67	20.91	25.60
建设银行	0.05	0.10	0.15	16.70	19.74	24.14
中国银行	0.07	0.11	0.16	21.42	28.25	41.47
中信银行	0.06	0.12	0.17	22.61	29.43	42.17
银行股整体	N.A.	N.A.	N.A.	18.04	22.00	28.20

资料来源：公司公告、Wind、第一创业研究所

尽管在这里做了这样一项测算，我们也必须承认，我们无法断言究竟给予不良贷款率多大的上升预期为合理。目前几乎没有任何方法可以明确测算出未来几年银行的不良贷款率会上升到多少，历史经验的可借鉴性也很小。97 年的金融危机爆发时，我国信贷增速总体是下降的，不存在逆周期行为；同时另一方面，现在全社会的金融信用环境以及商业银行的风险意识与风险管理水平均显著好于当时。除此之外，不良贷款的形成是一个动态过程，除了受既定事实的影响，未来相关影响因素的变化也将改变不良贷款的形成情况。



3. 实体经济持续向好预期确定时，银行股将有表现机会

3.1 实体经济走势主宰资产质量的长期变化

目前在对影响银行盈利的因素进行预测时，最不确定就是信贷成本。银行资产质量会否恶化、不良贷款会以多大的幅度上升，这些问题短期取决于管理层的信贷政策及整个经济的流动性状况，长期则取决于实体经济的走势。

7月份，管理层在通胀舆论的影响下，曾有过收紧信贷政策的意图。但中央很快将各政府各部门的步调统一到“促增长”上来。最近一个多月来，相关政策力度已明显放缓。基于两个原因，我们判断宽松的信贷政策及流动性环境仍将持续一段较长的时间。首先，即使从防控金融风险的角度，监管层也不可能大力度紧缩信贷。信贷紧缩，大批项目后续建设资金无法到位，工程停滞，直接导致已发达信贷资产的质量恶化，金融风险突现，与监管层的目的可谓背道而驰。其次，目前全球贸易摩擦升级，对我国出口复苏造成不利影响，经济增长将更多地被寄期望于房地产开发投资，而房地产市场的繁荣离不开宽松流动性的支持。

在货币政策维持适度宽松，实体经济流动性充裕的局面得以持续的前提下，我们认为在明年的中报之前，上市银行财务报告中不良贷款比率都有望保持稳定。

流动性的宽裕有助于短期内将银行的资产质量维持在稳定水平，但仍不能消除投资者对更长时期银行资产质量的隐忧。实体经济的稳健持续向好，企业盈利水平的稳固回升则可从根本上化解或者说降低银行的信贷风险。

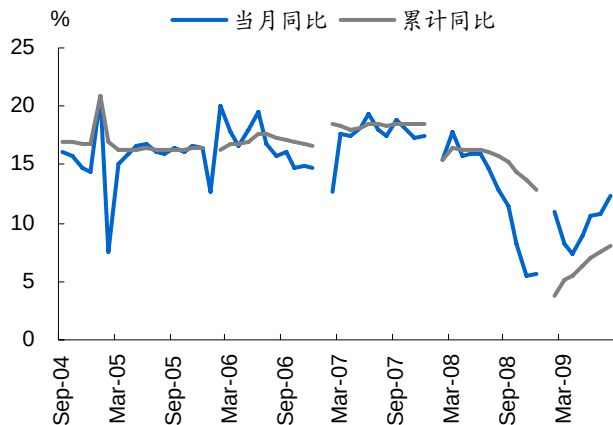
3.2 经济数据总体乐观，房地产投资有望成为增长新引擎

统计局公布的今年8月份经济主要指标数据显示，大部分的经济指标都在持续好转。规模以上工业增加值8月份同比增长12.3%，比7月份加快1.5个百分点，为连续四个月同比增速加快；1-8月份，同比增长8.1%，比1-7月加快0.6个百分点。城镇固定资产投资1-8月份同比增长33%，比1-7月快0.1个百分点。其中，房地产开发投资增长14.7%。社会消费品零售总额8月份单月同比增长15.4%，比上月加快0.2个百分点；1-8月份累计同比增长15.1%，比1-7月份加快0.1个百分点。居民消费价格8月份同比下降1.2%，比上月降幅缩小0.6个百分点；环比上涨0.5%。工业品出厂价格8月份同比下降7.9%，降幅比上月缩小0.3个百分点；环比上涨0.8%，已连续5个月环比上涨。

对比固定资产投资的强劲表现，出口数据则依旧难觅复苏迹象。今年8月份出口增长期-23.4%，跌幅比上个月加快0.4个百分点。美国经济复苏对我国出口的拉动作用在8月份的数据中尚未显现，不排除是受订单时滞的影响。但近期全球愈演愈烈的贸易战，也令市场对未来数月的出口数据表示担忧。



图 8 规模以上工业增加值



资料来源：国家统计局，Wind，第一创业研究所

图 9 城镇固定资产投资、房地产开发投资

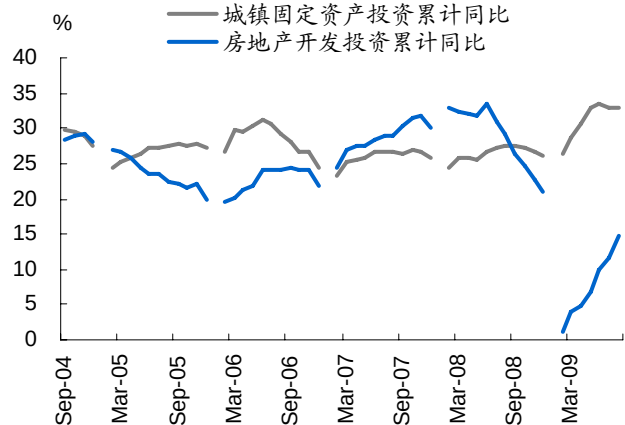
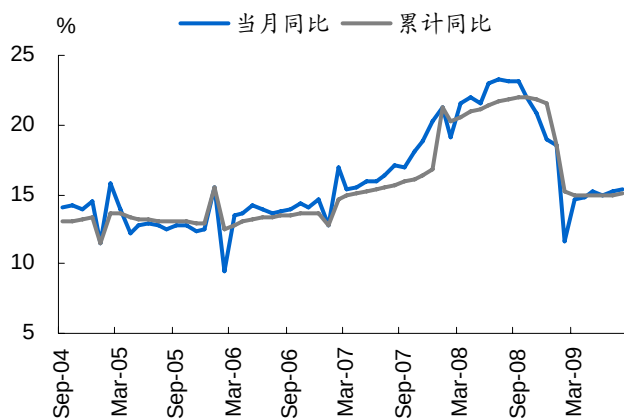


图 10 社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局，Wind，第一创业研究所

图 11 出口商品总额

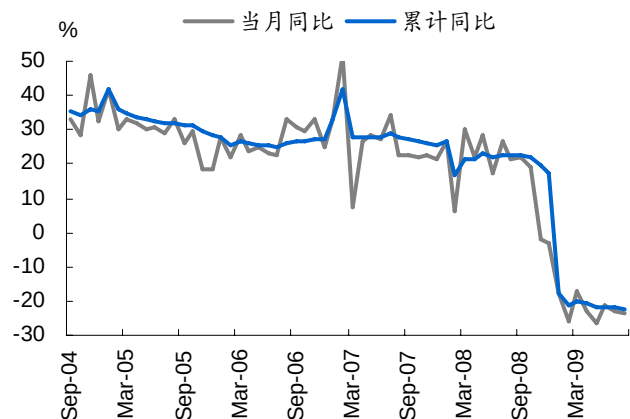
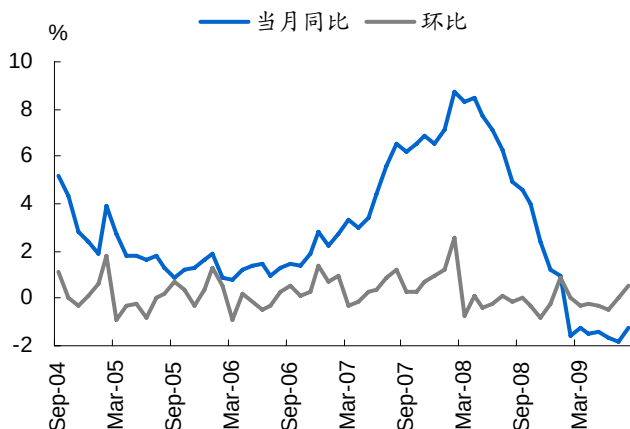
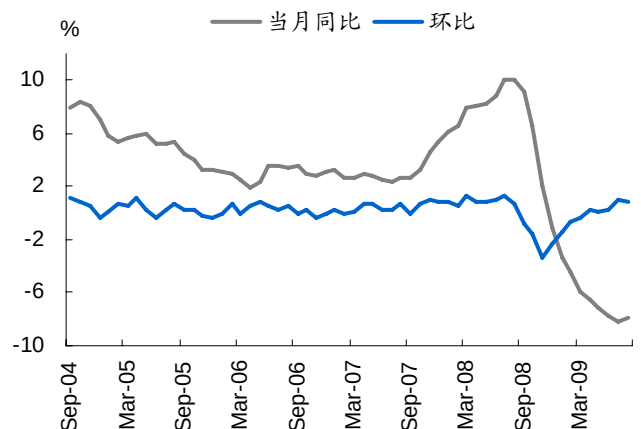


图 12 居民消费价格指数 (CPI)



资料来源：国家统计局，Wind，第一创业研究所

图 13 工业品出厂价格指数 (PPI)





在出口回升趋势尚不明朗的背景下，固定资产投资高增长的持续性成为经济是否可以稳健增长的关键因素。固定资产投资高增长的持续主要又取决于房地产投资的表现，以及其他民间投资是否能够顺利接棒政府主导投资。根据我们房地产行业研究员的研究，十月份的新房销售数据有望大幅反弹，从而带动房地产投资进入一轮高增长区间。民间投资在其他领域的表现，我们对政府一系列促进民间投资政策出台与实施的实际效果持目以待。

3.3 实体经济向好预期确定时，银行股有望走出一波市盈率修复行情

如前文所述，商业银资产质量在未来几年中的变化难以被精确测量，所有的预测都类似于“拍脑袋”。但未来数年实体经济的运行状况无疑将影响商业银行资产质量变化的动态过程，换言之，市场对经济形势的预期亦将影响市场对商业银行资产质量变化的预期。

实体经济的复苏，企业盈利状况的稳步回升，可从根源上释放商业银行信贷资产质量大幅下滑的风险。当实体经济复苏的趋势进一步明朗化，投资者对中期经济增长形成乐观且稳定的预期之时，市场对商业银行资产质量的担忧情绪将被冲淡，银行股有望走出一波市盈率修复行情。

至9月末，银行股的整体市盈率较全部A股的整体市盈率低52.15%，在自04年以来的大多数月份里，银行股的市盈率低于全部A股整体市盈率的幅度维持在25%以内，04年至08年这五年间的平均低于幅度为19.54%。这一差距，将为银行股在市盈率修复行情中的涨幅带来相当的空间。

实体经济的复苏，除了有利于银行的资产质量之外，温和通胀的环境亦有利于息差的回升，从而提高银行的盈利水平。未来数期良好的报表业绩将会从另一方面支持银行股的上涨。

当这波危及全球的金融风暴袭来时，中国的商业银行以力挽狂澜之势投放了大量的流动性，若衰退困局不得解，银行业难免祸及其身。但倘若商业银行可成功助力实体经济摆脱困境，走向复苏，之前投放的流动性将为其带来滚滚利润，之后良好的经济环境亦将使其继续受益，最终银行业将成为实体经济复苏的最大赢家。



4. 重点推荐投资品种

个股方面我们推荐两类银行股。第一类是规模有望快速增长的银行的股票，如南京银行、宁波银行、北京银行等城市商业银行。这几家银行近年来呈现出较快的扩张态势，同时由于具有较低的规模基数、较高的资本充足率、较低的存贷比，其未来高增长的可持续性较强。此类高增长个股可为投资者提供充分的想象空间。第二类是拨备充足的银行的股票，如招商银行、兴业银行、浦发银行，此类银行股攻防皆可，在不利因素出现时，较高的拨备覆盖率将为盈利提供缓冲垫；同时如果经济保持良好增长的态势，前期充足的拨备亦可起到反哺利润的作用。需注意的是这几家银行资本充足率不高，再融资的压力有可能在短期打压股价，但同时也提供了较好的买点。

表 3 重点推荐银行股

证券简称	评级	收盘价	每股收益			市盈率 (X)		
		2009-8-31	08A	09E	10E	08A	09E	10E
北京	买入	17.23	0.87	0.94	1.18	19.80	18.33	14.60
宁波	买入	13.38	0.53	0.58	0.75	25.25	23.07	17.84
南京	买入	17.64	0.79	0.90	1.08	22.33	19.60	16.33
招行	买入	13.63	1.43	1.03	1.15	9.53	13.23	11.85
兴业	买入	27.88	2.28	2.30	2.49	12.23	12.12	11.20
浦发	买入	17.84	2.21	1.74	1.92	8.07	10.25	9.29

资料来源：第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120