

2010-4-18

银行

维持

买入

短期估值受累地产调控，基本面仍稳中向好

◇ 银行业周报（2010.4.12-2010.4.18）

本周沪深 300 下跌 0.68%，银行板块下跌 1.87%。国有行、股份制银行、城商行股价相对表现与上周一致：国有行防御性最强，城商行跌幅最大，股份制银行居中。个股方面，除华夏银行（+1.68%）外，其余 13 家上市银行股价均有不同程度的下跌，其中跌幅最大的依次为兴业银行（-5.54%）、北京银行（-3.90%）和浦发银行（-3.84%）。

4 月 12 日和 15 日央行和统计局分别发布了一季度金融统计数据 and 宏观经济运行数据。金融统计数据方面，三月新增信贷 5107 亿，新增额较二月继续下降；随着贷款及外汇占款同比增速放缓，M2 同比增速（22.50%）较上月亦显著下降，流动性压力有所缓解。宏观数据则显示 3 月工业增加值及固定资产投资仍处于高速增长之中，宏观经济继续在偏热的区域内运行，未出现回落迹象；虽然 CPI 较 2 月有所下降，但仍高于 1 年期存款利率，而 PPI 继续攀升，预计二季度经济将面临较大的通货膨胀的压力。

从货币政策上看，本周央行在公开市场上仅净回笼资金 140 亿元，在连续四周大规模回笼货币后（累计净回笼资金 7040 亿元）操作力度有所缓和。3 个月、1 年期央票利率及 28 天、91 天正回购利率均维持不变。预计下一阶段央行仍会最大限度地运用数量型工具（公开市场操作和上调存款准备金率）进行流动性管理。但后期（预计到下半年）随着数量型工具的政策空间被逐步压缩，央行将动用价格型工具（利率和汇率政策）来管理流动性，以抵御通货膨胀及资产价格泡沫。

虽然经济和信贷数据并未偏离预期，且存在周五股指期货正式启动的利好因素，但本周银行股依然跑输大盘，主要原因在于受到严厉的地产调控政策的拖累。地产调控对银行股的影响可分为以下几个层面：（1）资产质量方面，如调控导致房价跌幅过大（超过 30%），相关贷款违约率将有所上升，但目前来看仍在可控范围。从住房按揭贷款看，去年发放的绝大部分个人按揭贷款的首付比例应在 20% 的监管要求之上。同时，根据官方数据，今年一季度末住宅价格已同比上升 14.2%。对于 09 年新增按揭贷而言，如果房价在目前位置下降 20%，违约率上升的概率很小；对于 09 年前的存量贷款，考虑到贷款人已支付部分月供及房价基数可能更低，其平均风险应低于 09 年发放的贷款。从房地产开发贷款看，在 09 年大规模融资之后，地产开发商的现金流状况良好，我们以 A 股上市地产商的财务数据测算，其 09 年末现金流对短期借款和一年内到期的长期负债的覆盖倍数超过 2 倍，地产商的偿付能力处于较好的水平。（2）信贷规模及息差方面，上调二套房及以上贷款利率后新增按揭贷款的收益率会明显提高，但对需求的抑制会使按揭贷款增速放缓，对息差影响有限。窗口指导和银行内部结构调整也会限制房地产开发贷款的增长，尽管其历来是收益率较高的贷款品种。由于地产类贷款规模受限，银行必然会将资金配置到其他类别的贷款上，实际贷款收益率的变化会因不同银行具体配置的不同而有一定差异。整体而言，现阶段调控政策对银行财务层面的影响较小。（3）银行股估值短期或将继续受到压抑。周末国务院又进一步出台了关于收紧三套放贷的通知，如果后续有更严厉的调控政策出台，银行板块的估值回补的进程将继续受阻。

目前，银行业经营基本面稳定，尽管受到股票供给增加、资产质量担忧、紧缩政策风险等因素影响，短期估值回补受到一定压制，但在目前的估值和盈利水平上，我们对银行股中长期的投资价值保持积极看法。个股选择上，短期内国有大银行将表现出较强的防御性，我们相对看好的是投资价值明显的工行、建行和交行。从基本面角度出发，我们仍看好中小银行，继续推荐浦发、招行、民生、深发展和宁波。

分析师：

沈维（执业证书编号：S0930210010239）

021-22169121

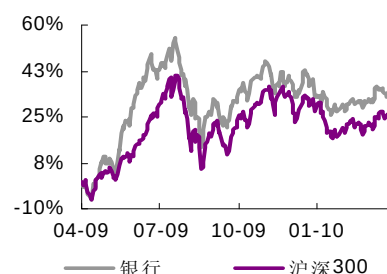
shenwei@ebsecn.com

冯钦远（执业证书编号：S0930210030002）

021-22169119

fengqy@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



一、本周观点

本周沪深 300 下跌 0.68%，银行板块下跌 1.87%。国有行、股份制银行、城商行股价相对表现与上周一致：国有行防御性最强，城商行跌幅最大，股份制银行居中。个股方面，除华夏银行（+1.68%）外，其余 13 家上市银行股价均有不同程度的下跌，其中跌幅最大的依次为兴业银行（-5.54%）、北京银行（-3.90%）和浦发银行（-3.84%）。

4 月 12 日和 15 日央行和统计局分别发布了一季度金融统计数据 and 宏观经济运行数据。金融统计数据方面，三月新增信贷 5107 亿，新增额较二月继续下降；随着贷款及外汇占款同比增速放缓，M2 同比增速（22.50%）较上月亦显著下降，流动性压力有所缓解。回顾一季度及三月份的信贷发放情况，不难发现季度及月度内都存在明显的“前高后低”的分布特征，这体现了经济偏热、贷款需求旺盛背景下银行内生放贷意愿强烈。宏观数据则显示 3 月工业增加值及固定资产投资仍处于高速增长之中，宏观经济继续在偏热的区域内运行，未出现回落迹象；虽然 CPI 较 2 月有所下降，但仍高于 1 年期存款利率，而 PPI 继续攀升，预计二季度经济将面临较大的通货膨胀的压力。

从货币政策上看，本周央行在公开市场上仅净回笼资金 140 亿元，在连续四周大规模回笼货币后（累计净回笼 7040 亿元）操作力度有所缓和。3 个月、1 年期央票利率及 28 天、91 天正回购利率均维持不变。目前我们维持先前观点，认为下一阶段央行仍会最大限度地运用数量型工具（公开市场操作和上调存款准备金率）进行流动性管理。但后期（预计到下半年）随着数量型工具的政策空间被逐步压缩，央行将动用价格型工具（利率和汇率政策）来管理流动性，以抵御通货膨胀及资产价格泡沫。

虽然经济和信贷数据并未偏离预期，且存在周五股指期货正式启动的利好因素，但本周银行股依然跑输大盘，主要原因在于受到严厉的地产调控政策的拖累。地产调控对银行股的影响可分为以下几个层面：（1）资产质量方面，如调控导致房价跌幅过大（超过 30%），相关贷款违约率将有所上升，但目前来看仍在可控范围。从住房按揭贷款看，去年发放的绝大部分个人按揭贷款的首付比例应在 20% 的监管要求之上。同时，根据官方数据，今年一季度末住宅价格已同比上升 14.2%。因而，对于 09 年新增按揭贷而言，如果房价在目前位置下降 20%，违约率上升的概率很小；对于 09 年前的存量贷款，考虑到贷款人已支付部分月供及房价基数可能更低，其平均风险应低于 09 年发放的贷款。从房地产开发贷款看，在 09 年大规模融资之后，地产开发商的现金流状况良好，我们以 A 股上市地产商的财务数据测算，其 09 年末现金流对短期借款和一年内到期的长期负债的覆盖倍数超过 2 倍，地产商的偿付能力处于较好的水平。（2）信贷规模及息差方面，上调二套房及以上贷款利率后新增按揭贷款的收益率会明显提高，但对需求的抑制会使按揭贷款增速放缓，对息差影响有限。窗口指导和银行内部结构调整也会限制房地产开发贷款的增长，尽管其历来是收益率较高的贷款品种。由于地产类贷款规模受限，银行必然会将资金配置到其他类别的贷款上，实际贷款收益率的变化会因不同银行具体配置的不同而有一定差异。整体而言，现阶段调控政策对银行财务层面的影响较小。（3）银行股估值短期或将继续受到压抑。周末国务院又进一步出台了关于收紧三套放贷的通知，如果后续有更严厉的调控政策出台，银行板块的估值回补的进程

将继续受阻。

目前，银行业经营基本面稳定，尽管受到股票供给增加、资产质量担忧、紧缩政策风险等因素影响，短期估值回补受到一定压制，但在目前的估值和盈利水平上，我们对银行股中长期的投资价值仍然保持积极看法：

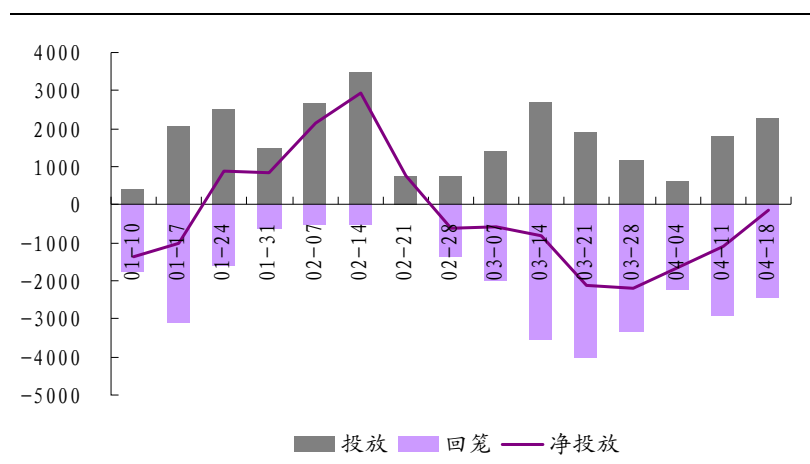
(1) 行业盈利增长确定性高，4 月份有望出现季报行情，我们预测上市银行一季度盈利同比增速约 30%。(2) 估值有较大安全边际。目前行业 10 年动态 PE 在 12 倍，PB 在 2.3 倍，较低的估值水平已对再融资和资产质量问题有了较充分的反映。(3) 短期而言，对房地产和政府融资平台的贷款担忧主要反映在估值上，尚不会反映在报表业绩层面。(4) 再融资压力逐渐释放，难负面超预期。(5) 二、三季度升值和加息预期加强，可战略性布局银行板块。

个股选择上，短期内国有大银行将表现出较强的防御性，我们相对看好的是投资价值明显的工行、建行和交行。从基本面角度出发，我们仍看好中小银行，继续推荐浦发、招行、民生、深发展和宁波。

二、行业动态

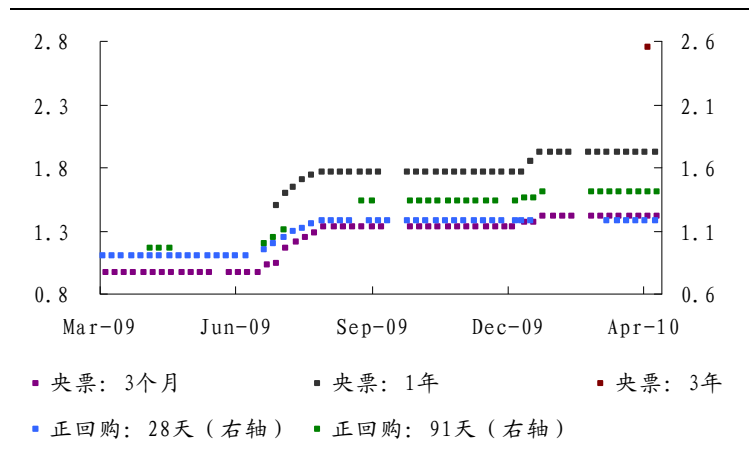
央行： 本周央行通过公开市场操作共计净回笼资金 140 亿元，为连续第八周净回笼；3 个月、1 年期央票利率及 28 天、91 天正回购利率均维持不变。（见图 1、图 2）

图 1：公开市场货币投放（亿元）



资料来源：wind、光大证券研究所

图 2：央票及回购利率（%）



资料来源：wind

央行： 4月12日公布了1季度金融统计数据：**3月末M2余额同比增长22.50%、M1余额同比增长29.94%，较上月均有较大程度的下降。3月延续了2月货币活化缓解的态势，（M1-M0）与（M2-M1）同比增速差额持续降低。**货币活化趋势的缓解有助于降低银行资产负债期限错配带来的流动性风险，也将减小由于货币流通速度加快及人民币升值预期加强给物价上涨造成的压力。

当月新增人民币贷款**5107亿元**，基本符合市场预期。整个**1季度新增信贷占全年新增信贷目标的34.67%**，低于**05-09年平均水平**，因而可以就此认为监管层信贷“相对均衡”发放的目标大致实现。票据融资压缩力度有所加强，月末余额较上月减少**2690亿元**，为最近半年来最大降幅，说明在信贷总量受限的情况下，银行积极改善贷款结构以提升信贷收益率。

分部门看，居民户短期贷款增幅大幅提升，可能与2月低基数及个人经营性贷款增加有关；而非居民中长期贷款始终是银行在压缩信贷时首先确保的高收益项目。期限结构方面，**贷款中长期化趋势依旧**，中长期贷款占比由上月**58.01%**提升至**60.10%**。目前行业中长期贷款占比已处于**历史较高水平**，票据融资与短期贷款占比均处于历史低位，这样的信贷期限结构在带来相对较高的期限溢价的同时也会造成流动性和利率敏感性下降，需要加以重视。

3月人民币存款同比增长**22.11%**。由于存款同比增速高于贷款，**行业贷存比（66.72%）较2月末下降0.86个百分点**。储蓄存款占比由2月末**44.79%**下降至**44.04%**。3月银行间市场资金充裕，利率较2月有所下降，但较12月末有所上升。随着（1）央行继续收紧流动性（2）加息预期强化，市场化利率仍存上升动力。详细情况请参考我们4月12日的报告《均衡投放目标阶段性实现，流动性压力略有缓解》。

国务院: 总理温家宝 14 日主持召开国务院常务会议, 研究部署遏制部分城市房价过快上涨的政策措施: 对购买**首套自住房**且套型建筑面积在**90 平方米**以上的家庭, 贷款首付款比例不得低于**30%**; 对贷款购买**第二套住房**的家庭, 贷款首付款比例不得低于**50%**, 贷款利率不得低于基准利率的**1.1 倍**; 对贷款购买**第三套及以上住房**的, 大幅度提高首付款比例和利率水平。(中国新闻网/2010.04.15)

社保基金: 联交所披露, 社保基金年初以来共减持中行 H 股 **6.76 亿股**, 最近一次减持是在 4 月 1 日, 以每股 4.195 港元出售中行 3000 万 H 股, 减持后持股比例下降至 **13.99%**。此外, 社保基金于 4 月 9 日以平均价 6.3 港元减持约 **1530 万股**工行 H 股, 减持后持股比例由原来的 **19.01%**下降至 **18.99%**。

我们认为, 社保基金减持中资银行 H 股未必是看空银行, 原因在于:

(1) 此前社保基金理事长戴相龙曾表示“在考虑投资比例和投资价值前提下参与今年三大行再融资”, 此次减持可能是为参与三大行 H 股配股做准备。

(2) 银行业基本面及估值水平的变化也支持对板块内不同公司的配置作相应调整(而非调低对整体板块的仓位)。目前不少银行股 A、H 股价倒挂, 如进一步考虑人民币升值, 则 A 股银行股更具备吸引力。此外, 人民币升值预期下, 海外资产占比大的银行将受到一定负面影响。截止 09 年末, 中行海外资产(包含港澳及其他境外地区)在集团总资产占比为 19.26%, 海外机构利润贡献为 24.57%。因而人民币升值对其业绩和估值带来的压力较大。

三、公司跟踪

建设银行: 发布《中国建设银行与美国银行战略合作纪实》, 称该行与美银的战略合作正在稳步推进。10 年双方将在**人力资源、公司业务、财富管理、信用卡**等多项业务上加强合作。(证券时报/2010.04.15)

招商银行: 4 月 14 日公布 2009 年年报及 2010 年一季度业绩快报。公司全年收入和净利润同比减少 **6.98%**和 **13.48%**, **EPS 为 0.95 元**, 略低于我们此前预期。同比利润降幅较上半年(37.62%)和前三季度(31.16%)已显著收窄, 净利息收入延续了下半年以来的回升态势。四季度环比收入和利润分别增长 3.46%和 7.08%。平均 ROA 为 1.00%, 加权平均 ROE 为 21.18%, 分别较 08 年下降 0.46 和 6.23 个百分点, 但较 09 年上半年的 0.93%和 20.19%仍有所上升。业绩同比下滑主要来自净利息收入下滑以及管理费用的增长, 具体来看: (1) 由于息差降幅较大, 全年未能完全实现以量补价, 净利息收入同比降 13.91%, 中间业务收入小幅增 3.22%, 投资收益增幅大。(2) 拨备支出减少部分抵补了管理费的增长, 营业支出同比增 2.20%。(3) 有效税率由 08 年的 21.7%下降至

18.5%，使净利润降幅缩小。此外，公司一季度收入和利润同比增长 29.87% 和 40.21%，基本符合我们的预期。总资产较上年末增长 6.35%。1 季度末资本充足率 11.4%，较年末上升 0.95 个百分点。不良率继续下降 0.08 个百分点至 0.74%。

我们维持对招商银行的买入评级，理由在于：（1）公司资产质量安全性高，09 年政府融资平台贷款投放量相对较少，规避了市场对银行贷款质量的忧虑。（2）零售银行优势带来低廉的资金成本，公司目前处于二次转型期，将重点提高贷款定价能力，资产盈利水平改善值得期待。（3）公司资产负债结构较适应加息周期，业绩对加息的敏感性高。（4）预测公司 10、11 年 EPS 为 1.17 和 1.43 元，目前股价对应今明两年 PE 为 14 倍和 11 倍，估值安全边际大，继续推荐。详细情况请参考我们 4 月 14 日的报告《环比回升趋势明显，维持“买入”》。

浦发银行：推出针对财政资金、社保资金及各类公共资金的、涵盖账户结构设计、收缴支付、资金集中管理、资金托管与帐户管理服务、理财及科技支撑等内容的“财政及公共资金金融服务方案”。（证券时报网/2010.04.16）

民生银行：“商贷通”网上申贷业务开通。（上海证券报/2010-04-16）

兴业银行：A 股配股申请获证监会发审委审核通过。

行长李仁杰表示，10 年公司计划贷款增幅在 22% 左右，预计新增贷款 1533 亿元，其中小企业贷款增幅比全行贷款平均增幅高一个百分点以上，贷存比控制在 75% 以内。（公司公告、第一财经日报）

华夏银行：因筹划再融资重大事项，公司股票自 4 月 14 日起停牌，并拟于股票停牌之日起 5 个工作日内（含停牌当日）公告并复牌。（公司公告/2010.04.14）

南京银行：扬州分行正式开业。（公司公告/2010.04.16）

农业银行：据悉，农行已选定高盛和德意志银行作为 A、H 股 IPO 牵头主承销商，上市时间暂定为今年九月，融资规模约 220 亿美元，其中 H 股融资规模将大于 A 股。（第一财经网/2010.04.16）

四、市场表现与估值水平

表 1：上市银行市场表现

	收盘价	换手率(%)	股价变动(%)			
			1 周	1 月	1 季	1 年
A 股						
国有大银行						
工商银行	4.90	0.23	-1.41	0.82	-3.54	23.44
建设银行	5.55	4.83	-2.46	-0.72	-5.61	25.77
中国银行	4.20	0.13	-1.41	1.20	0.96	22.67
交通银行	8.17	1.60	-1.09	0.86	-6.52	22.98
中小股份制银行						
招商银行	15.69	2.36	-2.18	1.03	1.49	35.50
浦发银行	22.06	3.51	-3.84	1.19	10.08	41.23
民生银行	7.53	3.44	-0.79	1.07	-0.53	32.60
兴业银行	33.79	2.91	-5.54	-4.00	-0.94	51.67
中信银行	7.05	9.21	-2.35	-0.98	-4.99	45.93
深发展 A	22.01	6.56	-2.87	-4.47	2.71	38.60
华夏银行	12.72	2.87	1.68	7.80	9.75	17.89
城商行						
北京银行	15.77	4.09	-3.90	-4.66	-4.19	31.47
南京银行	16.79	6.74	-3.39	-1.58	-1.93	35.93
宁波银行	15.67	7.19	-1.14	-0.82	1.82	63.48
银行业	2472.23		-1.87	0.51	-0.95	33.82
沪深 300	3356.33		-0.68	1.90	-3.63	26.62

资料来源：wind

表 2：上市银行估值水平

	EPS (元)					BVPS (元)				P/E (X)				P/B (X)			
	股价	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
A 股																	
国有行																	
工商银行	4.90	0.33	0.38	0.49	0.58	1.8	2.1	2.4	2.8	14.7	12.9	10.1	8.4	2.7	2.4	2.0	1.7
建设银行	5.55	0.40	0.47	0.60	0.72	2.0	2.3	2.6	3.0	14.0	11.9	9.3	7.7	2.8	2.5	2.1	1.8
中国银行	4.20	0.26	0.32	0.40	0.48	1.8	2.1	2.4	2.7	16.4	13.3	10.6	8.7	2.3	2.0	1.8	1.6
交通银行	8.17	0.58	0.62	0.77	0.97	3.0	3.4	3.9	4.6	14.0	13.2	10.6	8.5	2.8	2.4	2.1	1.8
股份制银行																	
招商银行	15.69	1.42	0.98	1.17	1.43	5.4	4.9	6.2	7.3	11.0	16.1	13.4	11.0	2.9	3.2	2.5	2.2
浦发银行	22.06	2.21	1.62	2.15	2.66	7.4	7.9	9.2	10.8	10.0	13.7	10.3	8.3	3.0	2.8	2.4	2.0
民生银行	7.53	0.42	0.58	0.61	0.76	2.9	4.0	4.5	5.1	18.0	12.9	12.3	9.9	2.6	1.9	1.7	1.5
兴业银行	33.79	2.28	2.66	2.78	3.41	9.8	12.4	12.5	15.2	14.8	12.7	12.2	9.9	3.4	2.7	2.7	2.2
中信银行	7.05	0.34	0.38	0.48	0.58	2.4	2.6	2.9	3.3	20.7	18.7	14.6	12.2	2.9	2.7	2.4	2.2
深发展 A	22.01	0.20	1.60	1.80	2.22	5.3	8.3	9.8	11.5	111.3	13.8	12.2	9.9	4.2	2.6	2.2	1.9
华夏银行	12.72	0.62	0.73	0.99	1.23	5.5	6.1	6.9	7.8	20.7	17.4	12.8	10.3	2.3	2.1	1.9	1.6
城商行																	
北京银行	15.77	0.87	0.97	1.32	1.65	5.4	6.0	6.8	7.8	18.1	16.3	11.9	9.5	2.9	2.6	2.3	2.0
南京银行	16.79	0.79	0.90	1.24	1.64	6.1	6.7	7.4	8.5	21.2	18.6	13.5	10.3	2.7	2.5	2.3	2.0
宁波银行	15.67	0.53	0.58	0.86	1.11	3.5	3.9	4.4	5.1	29.4	27.0	18.3	14.1	4.4	4.0	3.5	3.1
国有行										14.8	12.8	10.1	8.3	2.6	2.3	2.0	1.7
股份制银行										29.5	15.0	12.3	10.1	3.0	2.6	2.3	2.0
城商行										22.9	20.7	14.6	11.3	3.4	3.1	2.7	2.4
A 股银行										23.9	15.6	12.2	9.8	3.0	2.6	2.3	2.0

资料来源：光大证券研究所

光大证券银行业研究团队

沈维，CFA Charter Pending Candidate，武汉大学金融学硕士，2008年2月加盟光大任证券信托行业分析师，目前任银行业分析师。曾就职于毕马威华振会计师事务所（KPMG）金融服务部门，从事银行保险等金融机构审计。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。2009年9月加盟光大证券任银行业分析师。此前曾在瑞银证券销售交易部及结算部工作。

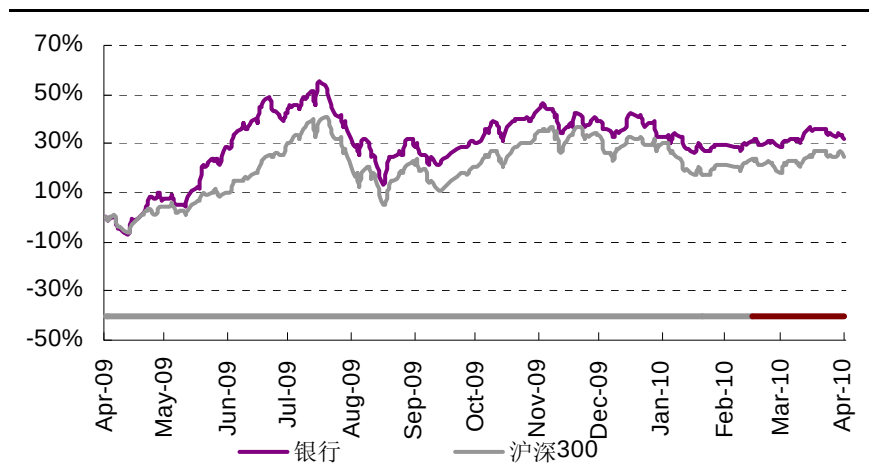
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

银行

分析师：沈维、冯钦远



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-03-01	买入
2010-03-07	买入
2010-03-08	买入
2010-03-12	买入
2010-03-15	买入
2010-03-21	买入
2010-03-29	买入
2010-04-06	买入
2010-04-11	买入
2010-04-13	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。