

2010-09-19

银行

维持

增持

股价对负面信息反应已钝化，静候估值回补

◇ 银行业周报（2010.09.13-2010.09.19）

◆ 本周市场表现

本周沪深 300 下跌 2.43%，银行板块下跌 3.47%，其中中小银行以流通市值加权下跌 4.33%。行业 10 年 PE/PB 分别为 10.8 倍/1.66 倍。

◆ 本周行业焦点

1. 央行小幅净回笼 380 亿元，资金利率温和走高。（1）货币市场利率走高显示短期银行间市场资金面略有趋紧，但从中长期观察货币市场利率仍处于偏低的位置，整体流动性仍显宽裕。（2）节前意外的净回笼，与物价水平不断攀升有关。目前通过多次加息解决负利率问题的可能性不大，作为加息先行指标的央票利率亦持续走平。

2. 政策口径延续“适度宽松”，关注加息预期变化。央行 17 日发布的《2010 年中国金融稳定报告》延续了今年以来的政策基调。我们认为，面对较为严重的负利率情形，央行现实的选择是通过数量工具管理货币市场资金利率从而影响银行理财产品及货币基金收益率，以及允许存款利率适当浮动。（1）利率市场化是必然趋势，用符合行业中长期方向的措施缓解短期压力较为可行。（2）10% 的浮动区间较小，对银行业绩影响有限。

3. 巴塞尔 III 出炉，对中国银行业影响有限。（1）全球银行业杠杆率将系统性下降，但较长的过渡期使市场担忧得到缓解。（2）协议对我国银行业的影响相对有限。首先，我国银行业的资本较为充实。假设本轮再融资全部完成，上市银行平均资本充足率、核心资本充足率分别为 12.1%、9.7%，上市银行的资本充足率水平已基本满足巴塞尔 III 的标准。其次，巴塞尔 III 的具体实施进程尚存变数。实际上，就我国而言，今年年底才有首批 6 家银行实施巴塞尔 II，而巴塞尔 III 的实施尚无明确时间表。

4. 逆向监管指标体系浮出水面，已反应至目前估值水平。据媒体报道，银监会正在酝酿包括资本、杠杆率、拨备、流动性指标在内的风险监管指标体系，其中拨备率及资本充足率指标对银行影响较大。我们认为，（1）资本要求在方向上是趋严的，但短期内大幅提高至超额资本上限（4%）的可能性小。（2）市场对逆周期监管早有预期，目前行业较低的估值水平已经反映了相应监管指标温和提升的影响。

5. 上海住房契税政策收紧，地产政策预期变化或继续抑制板块走势。近期楼市的回暖增强了相关调控的风险，尽管银监会官员表示银监会暂时不会出台新的房地产市场调控措施，但处于各方激烈博弈之中的地产市场不确定性仍较高，调控预期持续存在对银行板块走势将继续形成压制。

6. 农行破发、光行“绿鞋”机制结束。周四农行跌破发行价，周五继续下跌至 2.57 元。一方面，近期银行板块受累积负面因素影响，已较高点回落 10% 左右，随着农行护盘资金的逐步衰减，股价与行业整体走势趋同实属情理之中。另一方面，考虑到公司特色定位、2-3 年内成长空间、PB 估值较低、流通市值较小等因素，我们认为继续下行空间十分有限。此外，光行“绿鞋”保护期于 16 日结束，目前股价对应 10 年 1.73 倍 PB，与中信银行相当。

7. 平安银行发布业绩承诺，看好两行整合前景。本周中国平安承诺，若平安银行 10-13 年业绩低于预测值（同比增速分别为 58.4%、31.4%、24.3%、25.9%），将向深发展支付差额部分。中长期内，我们看好两行整合后的发展前景，继续密切关注整合的进程和协同效应的体现。

◆ 行业观点及股票组合

维持行业“增持”评级。当前板块偏低估值已对诸多宏观、市场及行业面的负面因素有了充分反映；但短期内估值回补仍缺乏有力的催化因素。推荐招行、浦发、华夏。

分析师：

沈维 （执业证书编号：S0930210010239）

021-22169121

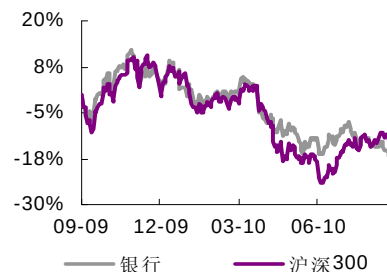
shenwei@ebsecn.com

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

◆ 本周市场表现

本周沪深 300 下跌 2.43%，银行板块下跌 3.47%，其中中小银行以流通市值加权下跌 4.33%。国有行股价依旧表现出防御性，城商行整体跌幅较大，股份制银行居中。个股方面，16 家上市银行股价均有不同程度的下跌，其中建行（-2.59%）、工行（-2.70%）、深发展（-3.20%）跌幅较小，而宁波（-6.90%）、北京（-6.28%）、南京（-6.07%）录得最高的一周跌幅。

以周五收盘价计算，行业 10 年 PE/PB 分别为 10.8 倍/1.66 倍。其中，国有行、股份制银行、城商行 10 年 PE/PB 分别为 9.1 倍/1.59 倍、11.1 倍/1.64 倍和 12.9 倍/1.83 倍。

◆ 本周行业焦点

1. 央行小幅净回笼 380 亿元，资金利率温和走高。本周央行加大了 1 年期央票的发行力度（890 亿元），加之一周到期央票和正回购较少（850 亿元），公开市场操作转为净回笼；各期限央票和正回购利率保持不变。从银行间市场利率观察，除 1 天/7 天回购利率继续回落以外，14 天及以上期限回购利率较上周均出现明显回升。

我们认为：（1）货币市场利率走高显示短期银行间市场资金面略有趋紧。这主要受到季末、节假日、以及新债发行较多等短期因素影响。但当前的货币市场利率从中长期观察仍处于偏低的位置，整体流动性仍显宽裕。

（2）节前意外的净回笼，与物价水平不断攀升有关。目前通过多次加息解决负利率问题的可能性不大，作为加息先行指标的央票利率亦持续走平。央行仍将主要考虑公开市场操作等数量工具对流动性及资金利率进行微调，以管理通胀预期。

2. 政策口径延续“适度宽松”，关注加息预期变化。央行 17 日发布的《2010 年中国金融稳定报告》延续了今年以来的政策基调，强调要“继续实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，着力提高政策的针对性和灵活性”，这一表态可能会缓解目前不断强化的加息预期。

我们仍然认为，央行通过多次加息解决负利率问题的可能性不大，而更为现实的选择是采用数量工具管理货币市场资金利率从而影响银行理财产品及货币基金收益率，以及允许存款利率适当浮动。实际上，本周已有报道称将允许银行上浮存款利率 10% 以及对储蓄存款给予保值补贴。（1）利率市场化是必然趋势，用符合行业中长期方向的措施缓解短期压力较为可行。

（2）10% 的浮动区间较小，对银行业绩影响有限。一方面，严格的贷存比考核压力下，今年以来银行存款竞争异常激烈，存款利率管制下引致了较大的隐性成本。允许存款利率上浮将使部分隐形成本显性化，因而对银行实际盈利影响不大。另一方面，规模管控下银行溢价能力增强，存款成本较易转嫁至贷款利率。

3. 巴塞尔 III 出炉，对中国银行业影响有限。12 日巴塞尔银行监管委员会通过了加强银行体系资本要求的改革方案，核心内容在于提高了全球银行业的最低资本监管标准，包括：（1）2015 年前，核心一级资本及一级资本充足率下限分别从 2%、4% 上调至 4.5%、6%；（2）增设“资本防护缓冲资金”，2019 年前，核心一级资本、一级资本、总资本充足率下限分别提升至 7.0%、8.5% 和 10.5%；（3）提出 0-2.5% 的逆周期资本缓冲区间，由各国根据情况自行安排。

(1) 全球银行业杠杆率将系统性下降，但较长的过渡期使市场担忧得到缓解。

随着巴塞尔 III 的出台，未来十年银行业资产负债表将出现重大变化：首先，为了满足监管要求，部分银行需要进行大规模融资，并可能相应降低分红比例；其次，杠杆率的下降将抑制信贷创造，可能影响到经济增长甚至潜在产出水平；再次，银行业的权益回报率可能面临系统性下降；最后，银行业务结构可能发生变化，部分收益较低的业务需求将有所降低，商业银行将转而寻求风险加权后收益更高的业务，而能够帮助银行规避或部分规避监管要求的金融创新将层出不穷。

就方案对市场的短期影响看，由于方案给予的过渡期限较长，此前市场的担忧有所缓解。

(2) 协议对我国银行业的影响相对有限。首先，我国银行业的资本较为充实。截至 10 年上半年，国内各类银行平均资本充足率、核心资本充足率分别为 11%、9%；假设本轮再融资全部完成，上市银行平均资本充足率、核心资本充足率分别为 12.1%、9.7%，上市银行的资本充足率水平已基本满足巴塞尔 III 的标准。

其次，巴塞尔 III 的具体实施进程尚存变数。作为一项国际协议，巴塞尔 III 涉及诸多经济体和监管当局，可以想见，在执行中必然面临极端复杂的博弈、妥协和协调，在此过程中不排除各国监管层将视本国国情对方案进行解释和修改。实际上，就我国而言，今年年底才有首批 6 家银行实施巴塞尔 II，而巴塞尔 III 的实施尚无明确时间表。

4. 逆向监管指标体系浮出水面，已反应至目前估值水平。《2010 年中国金融稳定报告》提出，要建立健全与新增贷款超常变化相联系的动态拨备要求和额外资本要求。而据媒体报道，银监会正在酝酿包括资本、杠杆率、拨备、流动性指标在内的风险监管指标体系，其中杠杆率指标（核心资本/总资产达到 4%）及流动性指标目前上市银行均能达标，而拨备率及资本充足率指标对银行影响较大。对 2.5% 的总贷款拨备水平要求我们此前已做过分析。

对于最新资本要求，我们认为，(1) 资本要求在方向上是趋严的，但短期内大幅提高至超额资本上限（4%）的可能性小。目前对行业资本充足率和核心资本充足率的要求为 10%（大银行 11.5%）和 7%，已高于现阶段巴塞尔 III 相应要求。我们估计未来两年超额资本提升幅将相对较小（如在 1-2 个百分点以内）。(2) 市场对逆周期监管早有预期，目前行业较低的估值水平已经反映了相应监管指标温和提升的影响。

5. 上海住房契税政策收紧，地产政策预期变化或继续抑制板块走势。本周发布的《市财政局转发财政部等关于首次购买普通住房有关契税政策的通知》中，首次购买普通住房契税优惠政策的适用范围较先前有所收紧。近期楼市的回暖增强了相关调控的风险，尽管银监会官员近日在上海表示银监会暂时不会出台新的房地产市场调控措施，但处于各方激烈博弈之中的地产市场不确定性仍较高，调控预期持续存在对银行板块走势将继续形成压制。

6. 农行破发、光行“绿鞋”机制结束。周四农行跌破发行价，收于 2.63 元，周五继续下跌至 2.57 元。一方面，近期银行板块受累积负面因素影响，已较高点回落 10% 左右，而同期农行股价始终维持在发行价附近，下行压力不断积聚；随着护盘资金的逐步衰减，股价与行业整体走势趋同实属情理之中。另一方面，考虑到公司特色定位、2-3 年内成长空间、PB 估值较低、流通市值较小等因素，我们认为继续下行空间十分有限。此外，光行“绿鞋”

保护期于 16 日结束，目前股价对应 10 年 1.73 倍 PB，与中信银行相当。

7. 平安银行发布业绩承诺，看好两行整合前景。本周中国平安承诺，若平安银行 10-13 年业绩低于预测值（同比增速分别为 58.4%、31.4%、24.3%、25.9%），将向深发展支付差额部分。中长期内，我们看好两行整合后的发展前景，继续密切关注整合的进程和协同效应的体现。

◆ 行业观点及股票组合

维持银行业“增持”的评级。银行面临的**最大风险是宏观经济的系统性风险，经济增长环比回落预期以及 2011 年以后经济增长预期不明朗对板块估值构成压制。**考虑到（1）国内银行客户选择的谨慎性；（2）行业拨备覆盖率及资本充足率的大幅提升增强了风险抵御能力；（3）银行传统业务依然较强的盈利能力，我们倾向于认为，经济转型过程中银行的信贷风险释放更可能是相对温和的过程。

当前板块偏低估值已对诸多宏观、市场及行业面的负面因素有了充分反应。但估值回补仍缺乏有力的催化因素。未来可能的估值回补促发因素主要集中在：融资平台清理结果落定、地产市场走向及调控预期明朗化、对经济增长预期改善以及市场资金面趋好。关注 10 月中下旬开始的银行 3 季报披露期。

本周推荐组合：**招行、浦发、华夏。**

二、行情与估值

一周股价表现：本周沪深 300 下跌 2.43%，银行板块下跌 3.47%，其中中小银行以流通市值加权下跌 4.33%。国有行股价依旧表现出较强的防御性，城商行整体跌幅较大，股份制银行居中。个股方面，16 家上市银行股价均有不同程度的下跌，其中建行（-2.59%）、工行（-2.70%）、深发展（-3.20%）跌幅较小，而宁波（-6.90%）、北京（-6.28%）、南京（-6.07%）录得最高的一周跌幅（见表 1）。

表 1：A 股上市银行市场表现

	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	3.96	0.15	-2.70	-4.81	-5.04	-17.70
建设银行	4.51	2.01	-2.59	-6.04	-2.08	-18.82
中国银行	3.23	0.11	-3.29	-7.45	-7.45	-14.92
农业银行	2.60	14.54	-3.35	-2.99	-3.70	-3.70
交通银行	5.60	0.88	-3.95	-9.44	-7.08	-30.88
中小股份制银行						
招商银行	12.85	2.48	-3.24	-8.80	1.56	-9.77
浦发银行	12.96	2.87	-4.07	-8.67	-6.76	-17.01
民生银行	5.00	3.36	-4.21	-10.07	-2.53	-10.60
兴业银行	22.87	3.11	-5.53	-15.01	-2.14	-27.28
中信银行	5.18	0.51	-4.07	-10.69	-5.20	-5.03
光大银行	3.36	22.08	-3.72	-8.70	-8.20	-8.20
深发展 A	16.65	5.05	-3.20	-4.91	-3.87	-18.78
华夏银行	10.65	2.49	-4.66	-11.03	-4.48	7.05
城商行						
北京银行	11.64	4.08	-6.28	-12.48	-3.21	-29.85
南京银行	10.53	4.05	-6.07	-8.12	0.96	-20.86
宁波银行	12.00	3.85	-6.90	-5.81	6.29	-2.37
银行业	2000.92		-3.47	-7.54	-4.73	-15.43
沪深 300	2861.37		-2.43	-1.28	6.13	-10.57

资料来源：wind、光大证券研究所

估值水平：以周五收盘价计算，行业 10 年 PE/PB 分别为 10.8 倍/1.66 倍。其中，国有行、股份制银行、城商行 10 年 PE/PB 分别为 9.1 倍/1.59 倍、11.1 倍/1.64 倍和 12.9 倍/1.83 倍（见表 2）。

表 2：A 股上市银行估值表

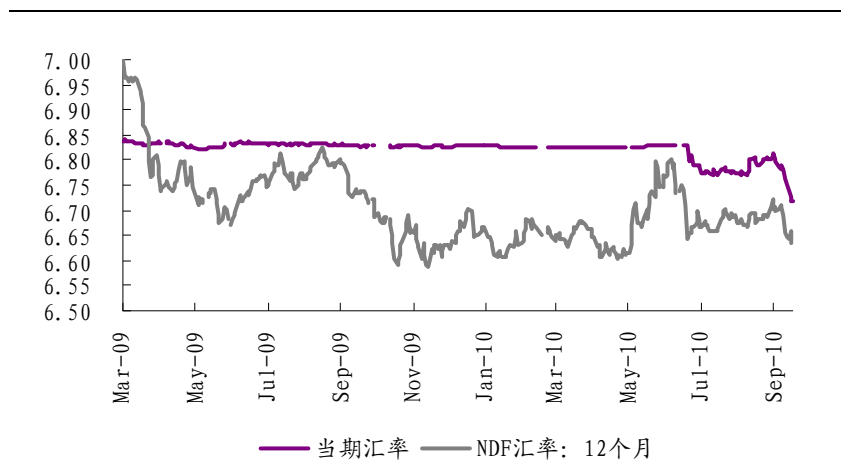
	EPS (元)				BVPS (元)			P/E(X)			P/B(X)		
	股价	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
A 股													
国有行													
工商银行	3.96	0.39	0.44	0.52	2.02	2.25	2.57	10.29	9.00	7.57	1.96	1.76	1.54
建设银行	4.51	0.46	0.52	0.63	2.38	2.48	2.61	9.87	8.59	7.19	1.90	1.82	1.73
中国银行	3.23	0.32	0.35	0.41	2.03	2.25	2.51	10.14	9.28	7.82	1.59	1.43	1.29
农业银行	2.60	0.20	0.26	0.32	1.06	1.72	1.91	12.99	9.98	8.04	2.46	1.51	1.36
交通银行	5.60	0.53	0.65	0.78	2.91	3.91	4.41	10.48	8.58	7.22	1.92	1.43	1.27
股份制银行													
招商银行	12.85	0.85	1.12	1.41	4.30	6.11	7.09	15.20	11.45	9.11	2.99	2.10	1.81
浦发银行	12.96	1.15	1.22	1.50	5.92	8.47	9.44	11.26	10.59	8.65	2.19	1.53	1.37
民生银行	5.00	0.45	0.58	0.72	3.30	3.62	3.97	11.04	8.60	6.99	1.52	1.38	1.26
兴业银行	22.87	2.22	2.83	3.58	9.95	14.91	17.45	10.32	8.07	6.39	2.30	1.53	1.31
中信银行	5.18	0.30	0.41	0.51	2.16	2.99	3.33	17.23	12.69	10.15	2.40	1.73	1.56
光大银行	3.36	0.19	0.25	0.31	1.19	1.94	2.16	17.77	13.66	11.00	2.82	1.73	1.55
深发展 A	16.65	1.44	1.74	2.30	5.87	9.29	10.79	11.53	9.57	7.25	2.83	1.79	1.54
华夏银行	10.65	0.75	0.77	0.93	6.06	7.94	8.56	14.13	13.81	11.40	1.76	1.34	1.24
城商行													
北京银行	11.64	0.90	1.17	1.50	6.03	6.92	8.04	12.87	9.94	7.78	1.93	1.68	1.45
南京银行	10.53	0.65	0.75	0.95	5.04	6.19	6.82	16.29	14.12	11.04	2.09	1.70	1.54
宁波银行	12.00	0.58	0.82	1.11	3.90	5.69	6.41	20.58	14.64	10.84	3.08	2.11	1.87
国有行								10.75	9.09	7.57	1.97	1.59	1.44
股份制银行								13.56	11.05	8.87	2.35	1.64	1.46
城商行								16.58	12.90	9.89	2.37	1.83	1.62
A 股银行								13.25	10.79	8.65	2.23	1.66	1.48

资料来源：wind、光大证券研究所

三、宏观经济与政策

人民币汇率： 本周美元对人民币中间汇率收于 1: 6.7172，人民币当期汇率较上周末升值 **0.67%**（见图 1）。

图 1：美元兑人民币汇率



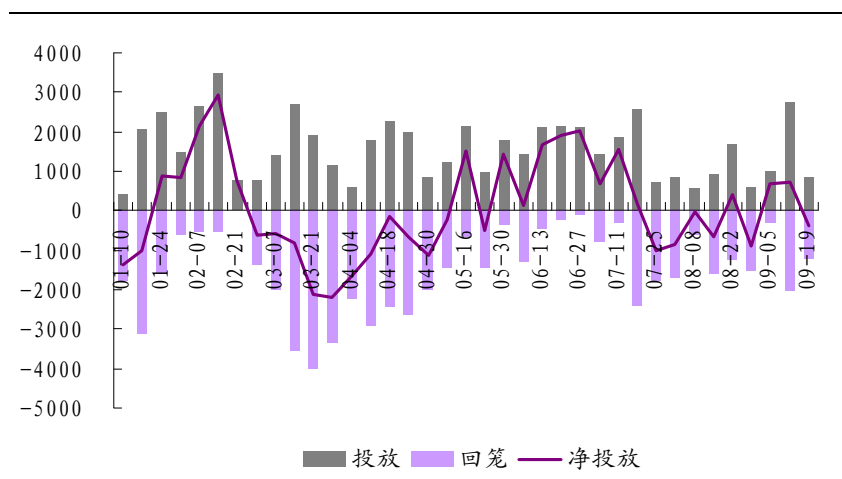
资料来源：wind、光大证券研究所

四、货币政策与银行间市场利率

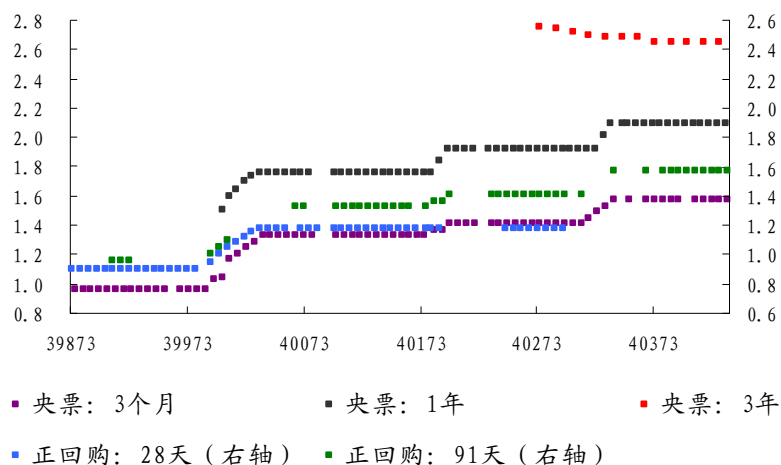
利率工具： 央行货币委员会委员**李稻葵**表示，由于目前物价水平较高、经济增长势头良好、流动性充裕，**可以考虑适当提高存款利率**，以管理通胀预期。（中国新闻网/2010.09.13）

公开市场操作： 本周央行在公开市场回笼货币 1230 亿元，而一周到期央票及正回购共计 850 亿元，从而**累计回笼货币 380 亿元**。**3 个月、1 年期央票及 91 天正回购利率维持不变**（见图 2、图 3）。

图 2：公开市场货币投放（亿元）

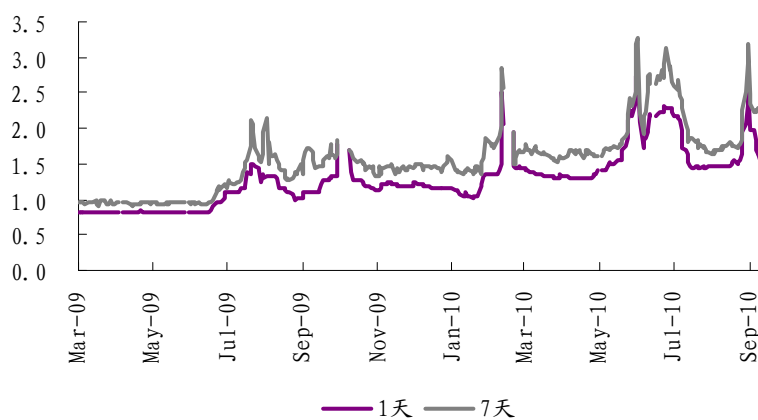


资料来源：wind、光大证券研究所

图 3：央票及回购利率（%）

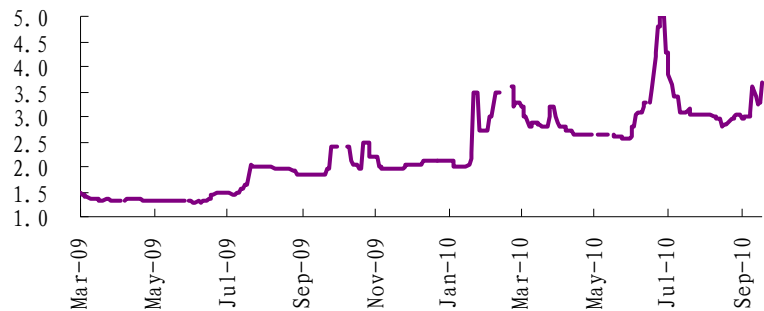
资料来源：wind、光大证券研究所

市场化利率： 本周银行间 1 天及 7 天回购加权利率分别下降了 3bp 和 29bp，至 1.53% 和 2.00%（见图 4）。此外，珠三角 6 个月票据直贴利率上升 10bp 至 3.70%（见图 5）。

图 4：银行间回购加权利率（%）

资料来源：wind、光大证券研究所

图 5：珠三角 6 个月票据直贴利率（%）



资料来源：wind、光大证券研究所

五、监管要闻

央行：

巴塞尔银行监管委员会通过了加强银行体系资本要求的改革方案。该改革方案主要涉及最低资本要求水平和过渡期安排，包括将普通股最低要求从 2% 提升至 4.5%，建立 2.5% 的资本留存缓冲和 0%—2.5% 的逆周期资本缓冲。

截至 2010 年 6 月底，国内大、中、小各类银行平均资本充足率达到 11.1%，核心资本充足率达到 9%，核心资本占总资本的比例超过 80%。巴塞尔委员会定量测算结果表明，按照新的资本监管标准，国内大型银行和中小银行的资本充足率均高于国际同业平均水平，在新兴经济体中也位居前列。

发布《2010 年中国金融稳定报告》，指出要继续实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，着力提高政策的针对性和灵活性。此外，为防范系统性风险，应将宏观审慎管理纳入我国宏观调控及金融稳定的政策工具组合，建立和完善逆风向的货币信贷动态调控机制，特别是建立健全与新增贷款超常变化相联系的动态拨备要求和额外资本要求。

银监会：

纪委书记王华庆表示，目前要求大型银行和中小银行资本充足率分别不低于 11.5% 和 10%，未来准备引入动态拨备和杠杆率指标。

表示，今年以来，少数银行业金融机构利用不正当手段吸收存款的行为有所抬头，银监会及其派出机构严肃查处了一批存在违规揽储问题的商业银行机构和个人。

批准台湾土地银行、第一商业银行、合作金库银行和彰化银行在大陆进行分行的筹建工作。

六、行业动态

中央汇金： 16日发行第二期债券550亿元，其中5年期债券中标利率3.14%，30年期债券中标利率4.20%。

七、公司跟踪

工商银行： 220亿元次级债发行完毕，其中10年期债券票面利率3.90%，15年期债券票面利率4.10%。

建设银行： 电子银行业务中心在合肥正式开业。（新华网/2010.09.17）
莫斯科代表处获批准。（上海证券报/2010.09.14）

民生银行： 行长洪崎表示，未来五年将向民营企业贷款一万亿元。（金融界/2010.09.15）

中信银行： 广东小企业金融中心成立。（信息时报/2010.09.14）

深发展： 据平安银行预测，该行10年、11年、12年、13年净利润分别为17.50亿、23.00亿、28.58亿和35.97亿元。如果上述期间的任一年度内实际盈利数低于预测数，则中国平安将以现金方式向深发展支付差额部分的90.75%。

向平安人寿定向增发379580000股公司股份，于9月17日上市。

中国平安： 承诺，将严格按照相关法规和监管机构的要求，尽快启动两行整合工作，履行必要的内部决策程序，并上报监管部门审批，争取一年内完成两行整合。

光大银行： 9亿股超额配售选择权全额行使。

华夏银行： 公司已在北京、杭州、绍兴等地设立中小企业信贷部，未来计划在全国25个城市设立中小企业专营业务。（证券时报网/2010.09.15）

北京银行： ING BANK N.V.、北京市国有资产经营有限责任公司、北京能源投资（集团）有限公司、国际金融公司等持有的2,272,032,847股公司股份（占总股本的36.48%）将于19日上市流通。

阿姆斯特丹代表处获准开业。

宁波银行： 首家社区支行宁波长丰社区支行正式开业，“社区银行计划”正式启动。（证券时报网/2010.09.15）

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 年加盟光大任证券信托行业分析师，目前任银行业分析师。
2010 年获 Financial Times / StarMine 亚洲地区金融服务行业最佳分析师。此前就职于毕马威华振会计师事务所金融服务部门，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 年加盟光大证券任银行业分析师。此前就职于瑞银证券。

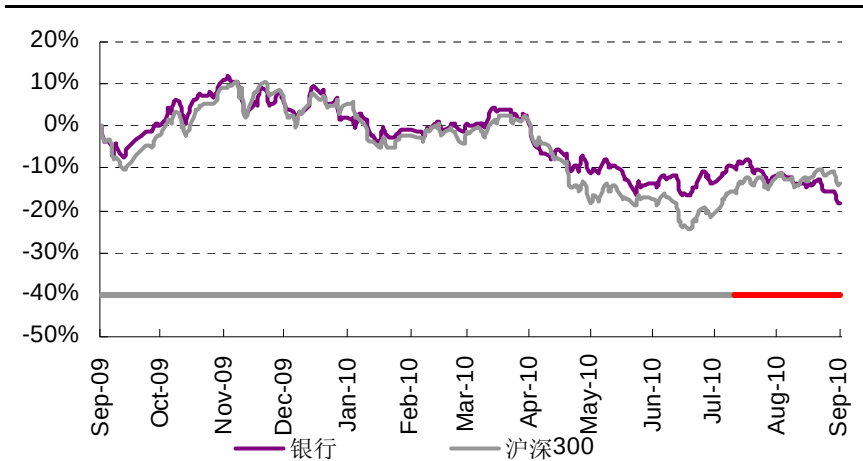
分析师声明

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
2010-07-26	增持
2010-08-02	增持
2010-08-09	增持
2010-08-12	增持
2010-08-16	增持
2010-08-23	增持
2010-08-30	增持
2010-09-01	增持
2010-09-06	增持
2010-09-13	增持

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	lix1@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相一致的投资决策。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。