

业绩亲通胀 监管压力开始体现

—银行三季报点评

研究结论

- 银行 3 季报表现略好于预期。16 家上市银行合计实现净利润 5248.31 亿元，同比增长 32.55%。由于其他板块的 IPO 以及银行利润增速略低于平均，前 3 季度银行净利润占 A 股的比例比上半年下降 2.54 个百分点达到 43.95%。不过银行的 ROE 仍占绝对优势。
- 息差涨跌互现，大银行表现好于中小银行。2 季度存款战的影响如期地体现为 3 季度银行负债成本的行业性上升，其中大银行成本端升幅明显小于中小银行，表明其存款基础更为稳固。判断主要由于通胀推动银行信贷需求区域旺盛以及前期货币市场利率上升的滞后影响的原因，资产端的收益率同样有所上行，且同样呈现大银行升幅小于中小银行的局面。不过由于负债成本上升的影响更大，3 季度大银行净息差普遍上升，而多家中小银行发生环比下降。由于宏观前提发生改变，主要是判断通胀直至 2011 年上半年都难以缓解，我们将银行净息差见顶的时间点推后至 2011 年 2 季度。
- 拨贷比开始影响银行核销行为。与 2 季度的普遍双降不同，3 季度我们看到有 4 家银行不良余额出现环比上升。我们注意到，不良余额反弹的 4 家银行都是拨贷比存在压力的银行。3 季度银行的贷款情况并没有恶化，这些银行不良余额的反弹主要是由于核销力度发生了下降，以降低核销的拨备消耗。同时，交行、民生、华夏、宁波等拨贷比偏低的银行开始在 3 季度加大拨备力度。
- 看到（1）大部分银行持续双降；（2）多家银行不良率已经非常低；（3）10 家银行的拨备覆盖率超过了 200%；（4）因此银行的拨备开始反哺利润，信用成本率同比下降 11BP。判断当前的不良生成率不可持续，不过信用成本率有较大的缓冲空间。
- IPO 与配股为银行注入资本。3 季度农行、光大完成了 IPO，交行完成了 H 股配股，资本充足水平都有所提升。不过业务的发展仍然在消耗各家银行的资本，特别是兴业银行 3 季度核心资本充足率下降偏快值得注意。
- 3 季报的解读有两条主线。一是进一步验证银行业绩的通胀弹性。对于我们的研究来说，是理解了通胀会增强企业的日常交易性资金需求，因此信贷需求会提高这个小结论。另一条主线是监管政策导致银行财务结果的差异与行为的异化。一方面，前期存贷比的压力已经切切实实体现为负债成本的上升，并考验了各家银行负债基础的稳定性。而拨贷比已经改变了一些银行的核销和拨备政策。从历史经验我们判断，在第二次加息前后银行股会有较好的投资机会。近期建议适度加大对银行股的配置力度，个股上我们推荐“招行、南京、兴业、北京”的组合。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 x 6084

jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师

8621-63325888 x 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109051253

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

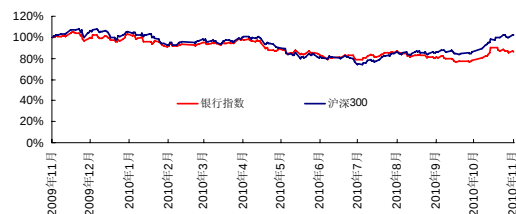
行业

银行

报告日期

2010 年 11 月 2 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

6.99

-1.32

-14.21

相对表现 (%)

-7.40

-20.69

-16.84

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
招商银行	0.95	1.17	1.46	14.81	买入
南京银行	0.84	0.98	1.24	12.86	买入
兴业银行	2.66	2.81	3.40	27.77	买入
北京银行	0.90	1.20	1.42	13.82	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

重申稳定增长基础上的中报行情	2010-7-28
同比增长稳定 中报行情可期	2010-6-27
银行涉房贷款质量将好于预期	2010-5-24

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

1、银行三季报增长稳定并略好于预期	3
1.1 3 季度业绩环比继续有增长，略好于预期	3
1.2 银行净利润占 A 股比例略有下降	3
2、息差涨跌互现，大银行表现好于中小银行	4
2.1 3 季度息差涨跌互现	4
2.2 负债成本变动差异体现存款基础的优劣	5
2.3 贷款收益和同业利差可能正在扩大	6
2.3 宏观前提改变，息差见顶时间有所延后	7
3、拨贷比开始影响银行核销行为	8
3.1 为降低核销的拨备消耗，多家银行不良余额反弹	8
3.2 部分银行的信用成本率有所反弹	8
4、IPO 与配股为银行注入资本	9
5、结论与投资建议	10

图表目录

图 1：农行、光大上市推动银行利润占全部上市公司比例扩大至 44%	4
图 2：银行 ROE 优势依旧	4
表 1：2010 年前 3 季度银行业绩同比增长 32.55%	3
表 2：三季度大银行单季度息差上行，而中小银行略有下降	5
表 3：大银行单季度计息负债成本率的波动相对稳定，而中小银行上升较快	5
表 4：3 季度的成本收入比略有波动，大体稳定	6
表 5：3 季度生息资产收益率普遍出现上升	7
表 6：多家银行为负的不良生成率说明当期发生了明显的回拨现象	8
表 7：3 季度多家银行全生息资产的信用成本率环比上升	9
表 8：根据 2010 年中报的核心资本充足率，12 家银行有再融资压力	9

1、银行三季报增长稳定并略好于预期

1.1 3 季度业绩环比继续有增长，略好于预期

前 3 季度，银行业利润保持较快增长。16 家上市银行合计实现净利润 5248.31 亿元，同比增长 32.55%。其中 3 季度实现净利润 1813.33 亿元，大约（因为光大银行没有披露一季度业绩情况）环比 2 季度增长 4.79%。环比增速基本上与 2 季度相当。

表 1：2010 年前 3 季度银行业业绩同比增长 32.55%

	净利润				净利润同比增速			环比增速
	2009Q1-3	2009Q3	2010Q1-3	2010Q3	2010H	2010Q1-3	2010Q3	2010Q3
工行	999.08	335.95	1272.16	426.13	27.58%	27.33%	26.84%	-1.03%
建行	861.19	303.13	1104.99	397.58	26.76%	28.31%	31.16%	11.75%
中行	620.56	210.51	792.44	272.22	26.87%	27.70%	29.31%	5.32%
农行	514.79	187.65	701.46	243.06	40.12%	36.26%	29.53%	16.46%
交行	229.70	73.91	295.37	90.80	31.31%	28.59%	22.85%	-9.25%
招行	130.78	48.16	205.85	73.82	59.80%	57.40%	53.28%	1.21%
中信	113.95	43.48	171.93	65.08	51.62%	50.88%	49.68%	2.12%
民生	102.01	28.27	130.07	41.41	20.23%	27.51%	46.48%	-9.92%
兴业	95.72	33.49	135.95	48.32	40.82%	42.03%	44.29%	3.14%
浦发	102.90	35.09	148.37	57.57	33.92%	44.19%	64.03%	15.71%
光大	58.71		100.58	32.24		71.34%		
华夏	26.43	9.77	45.27	15.20	80.57%	71.32%	55.56%	-10.65%
深发展	36.37	13.26	47.34	17.01	31.23%	30.15%	28.26%	16.89%
北京	43.93	14.69	59.47	20.44	33.47%	35.36%	39.13%	12.94%
南京	12.24	4.24	18.27	6.30	49.53%	49.24%	48.71%	3.30%
宁波	11.03	3.97	18.78	6.15	78.81%	70.20%	54.91%	-19.51%
总计	3959.39		5248.31	1813.33		32.55%		

资料来源：东方证券研究所

分个股来看，中小银行增速较快的格局并未改变。增速领先的银行主要包括光大、华夏和宁波银行。但民生银行扣除非去年海通股权变现损益后的利润增速最高，达到 99.36%。相比之下，大银行的净利润增速普遍在 30% 以下。

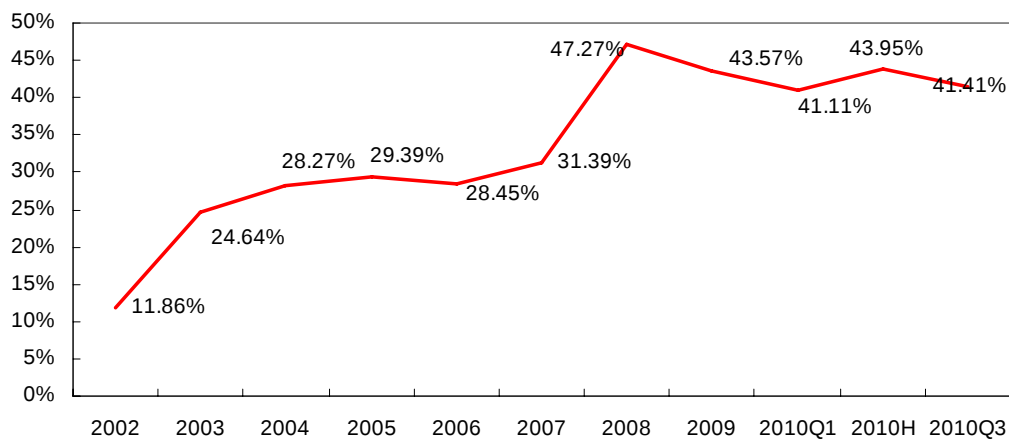
出现这种增长格局的原因与往年略有不同。往年中小银行规模增长普遍更快，但今年各家银行增速差异不大。中小银行利润增长较快的原因还是因为息差弹性更大、非息收入增长更快、ROA 偏低因此财务弹性更大等。

1.2 银行净利润占 A 股比例略有下降

继上半年农行、光大上市推动银行利润占 A 股的比例创下 2008 年以来的新高后，3 季度这一指标有所回落，下降了 2.54 个百分点。回落的原因一方面自然与其他板块持续的 IPO 有关，另一方面

也反映了银行的利润增速可能略低于 A 股的平均水平。前 3 季度钢铁、有色、电子、汽车、交运等行业的利润增长都非常快。

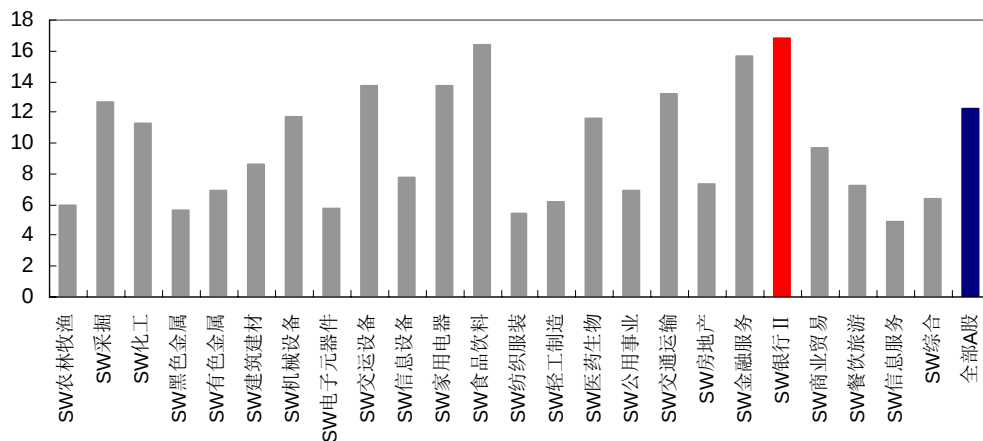
图 1：农行、光大上市推动银行利润占全部上市公司比例扩大至 44%



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

不过虽然占比略降，但银行的 ROE 优势仍然十分明显。金融板块的三季度 ROE 仅次于食品饮料，而银行业的 ROE 更高于金融板块的平均水平。

图 2：银行 ROE 优势依旧



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

2、息差涨跌互现，大银行表现好于中小银行

2.1 3 季度息差涨跌互现

表 2：三季度大银行单季度息差上行，而中小银行略有下降

	2010Q1	2010H	2010Q3	3 季度变化(BP)
工行	2.28%	2.38%	2.41%	+3
建行	2.34%	2.40%	2.50%	+10
中行	1.99%	2.02%	2.05%	+3
农行	2.36%	2.46%	2.55%	+9
交行	2.26%	2.34%	2.34%	0
招行	2.38%	2.50%	2.54%	+4
中信	2.44%	2.55%	2.58%	+3
民生	2.84%	2.92%	2.87%	-5
兴业	2.41%	2.31%	2.26%	-5
浦发	2.39%	2.50%	2.58%	+8
光大			2.32%	
华夏	2.34%	2.42%	2.37%	-5
深发展	2.44%	2.50%	2.55%	+5
北京	2.37%	2.32%	2.22%	-10
南京	2.53%	2.47%	2.45%	-2
宁波	2.72%	2.56%	2.41%	-15

资料来源：东方证券研究所

根据我们的测算，大银行的单季度净息差在 3 季度普遍有所上升，而中小银行普遍有所下降。当然，上述数据与公司公布的数据略有出入，例如从中行公布的数据来看，该行净息差基本稳定。但这并不影响我们的整体判断。

出现这种变化的原因，我们认为主要在于大银行的存款成本更加稳定，因此在面对 2 季度以来的存款战时受到的负面冲击更小。相反，银行贷款收益率仍在缓慢上行，并且 2 季度以来货币市场利率的震荡上升仍然对银行净息差有正面帮助。

2.2 负债成本变动差异体现存款基础的优劣

正如我们之前所预期的，2 季度末存款争夺战的影响开始在 3 季度得到体现。所有银行的计息负债成本至多与 2 季度持平，普遍有所上升，特别是中小银行上升的更快。

表 3：大银行单季度计息负债成本率的波动相对稳定，而中小银行上升较快

	2010Q1	2010H	2010Q3	3 季度变化(BP)
工行	1.34%	1.32%	1.33%	1
建行	1.33%	1.34%	1.33%	0
中行	1.27%	1.33%	1.38%	6
农行	1.29%	1.28%	1.28%	0
交行	1.56%	1.60%	1.71%	11
招行	1.28%	1.28%	1.33%	5

中信	1.31%	1.35%	1.41%	6
民生	1.48%	1.55%	1.65%	10
浦发	1.53%	1.57%	1.67%	10
华夏	2.22%	2.26%	2.47%	21
深发展	1.62%	1.67%	1.70%	3
北京	1.45%	1.47%	1.59%	12
南京	1.89%	1.50%	1.66%	15
宁波	1.69%	1.80%	2.14%	34

资料来源：上市公司，东方证券研究所

负债成本波动的结构差异体现出了不同类型银行的存款优劣比较。大银行拥有更多的基本户资源，企业主要通过基本户来完成资金管理运作的基本功能，因此此类账户的稳定性更强，对资金价格更不敏感；相反，中小银行大多缺乏基本户资源，因此在存贷比压力增大的背景下，不得不通过提高利率来吸收存款流入。

存款大战的成本并不仅体现为存款利率的上升，还会体现为各种营销费用的增加。不过看起来这在3季度的财务指标上还没有明显体现。各家银行的成本收入比大体相对稳定。

表 4：3 季度的成本收入比略有波动，大体稳定

	2010Q1	2010H	2010Q3
工行	27.82%	28.18%	28.39%
建行	27.09%	27.76%	27.98%
中行	28.19%	29.79%	31.34%
农行	33.84%	37.65%	36.91%
交行	24.72%	27.49%	27.99%
招行	35.09%	35.05%	36.68%
中信	36.18%	30.48%	29.86%
民生	38.20%	37.46%	37.71%
兴业	30.74%	31.01%	31.35%
浦发	35.05%	34.46%	33.39%
光大			35.39%
华夏	46.96%	42.88%	42.16%
深发展	41.25%	42.26%	41.72%
北京	22.51%	25.52%	25.76%
南京	25.20%	28.54%	28.71%
宁波	40.99%	37.19%	36.95%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

2.3 贷款收益和同业利差可能正在扩大

在负债成本上升的同时，各家银行的资产收益率也在提升，反映了同期国民经济整个利率体系向上的趋势。成本端与收益端利率的不同升幅，正决定了各家银行净息差的不同变化趋势。总体来看，大银行 3 季度的生息资产收益率升幅略小，而中小银行升幅略大。但由于负债成本上升更快，中小银行净息差表现不如大行。

表 5：3 季度生息资产收益率普遍出现上升

	2010Q1	2010H	2010Q3	3 季度变化(BP)
工行	3.54%	3.62%	3.66%	4
建行	3.58%	3.65%	3.74%	9
中行	3.19%	3.27%	3.36%	9
农行	3.58%	3.68%	3.76%	8
交行	3.74%	3.86%	3.95%	9
招行	3.57%	3.70%	3.77%	7
中信	3.67%	3.82%	3.90%	8
民生	4.23%	4.39%	4.44%	5
浦发	3.84%	3.99%	4.15%	16
光大			4.17%	
华夏	4.45%	4.58%	4.73%	15
深发展	4.01%	4.10%	4.18%	8
北京	3.71%	3.69%	3.70%	1
南京	4.27%	3.87%	4.00%	13
宁波	4.31%	4.28%	4.45%	17

资料来源：上市公司，东方证券研究所

在这些贷款收益上升较快的银行中我们看到不同类型的银行，包括对货币市场利率更加敏感的浦发，包括对贷款议价能力变动更加敏感的宁波银行。我们认为，3 季度银行资产收益率上升主要有两个原因。一个是 2 季度货币市场利率上行的滞后影响。通常银行同业资产的期限在 4 个月以内（因为超过 4 个月就要计算 20% 的风险权重），因此 2 季度货币市场利率的较快上升对银行构成的利好将在 3 季度体现。

另一方面，我们判断贷款议价能力仍在不断增强。原因是（1）近期工程机械火爆的销售表明，固定资产投资仍然有望保持快速增长，对银行的中长期贷款需求仍然会比较强劲。（2）物价的上升意味着对货币的名义需求增加，货币的交易需求增加意味着流动资金贷款需求趋于强化。

2.3 宏观前提改变，息差见顶时间有所延后

近期通货膨胀的形势超出预期，这对于银行净息差短期内有正面影响。判断由于通胀形势直到明年上半年都难以缓解，银行的净息差见顶时间可能推迟至明年上半年。

银行的 NIM 是受益于通胀的：（1）活期存款占比与存款真实利率负相关性非常强；（2）货币市场利率同样受通胀推动；（3）通胀增强企业交易性资金需求，对流动资金贷款的需求量将上升；（4）通胀可能引致加息。单就上次加息而言，对于银行 NIM 的影响在 2—3BP，相对有限。接下来

如果是对称加息的话，对银行净息差就构成利好；但市场可能会担忧央行不太愿意增加企业和地方政府的债务负担，因此贷款加息前景相对暗淡。

2011 年上半年 CPI 见顶之后，若此期间未发生对称加息，银行净息差基本可以判断见顶。此外还有一个因素将产生持续的负面影响，即银行贷款组合中仍有大量的 2009 年之前购买的高息债券。

3、拨贷比开始影响银行核销行为

3.1 为降低核销的拨备消耗，多家银行不良余额反弹

3 季度，共有 4 家银行不良贷款余额环比上升。虽然由于数据的缺乏，我们无法比较 3 季度的不良生成情况，但我们注意到，不良余额反弹的 4 家银行都是拨贷比存在压力的银行（交行相对于其他大行）。拨贷比较低的中信、深发展等行，不良余额的降幅也非常小。交行披露的不良生成率还是能说明问题的：根据该行口径，2006–2009 年该行的新增不良率分别为 0.94%、0.61%、0.75%、0.66%，2010 年上半年为 0.54%，而前三季度累计为 0.49%。也就是说，3 季度银行的贷款情况并没有恶化，这些银行不良余额的反弹主要是由于核销力度的下降。

表 6：多家银行为负的不良生成率说明当期发生了明显的回拨现象

	2009	2010Q1	2010H	2010Q3	3 季度变动方向	拨贷比 2010H
工行	884.67	816.09	800.73	757.31	↓	2.39%
建行	721.56	685.28	651.68	626.07	↓	2.49%
中行	747.18	690.38	645.91	611.45	↓	2.26%
农行	1202.41	1095.43	1070.86	994.38	↓	3.15%
交行	250.09	253.94	253.33	265.84	↑	1.97%
招行	97.32	93.76	88.50	88.24	↓	1.98%
中信	101.57	94.58	97.05	96.63	↓	1.38%
民生	73.97	74.55	75.12	73.97	↓	1.80%
兴业	37.79	39.46	38.90	39.84	↑	1.37%
浦发	74.60	69.83	64.65	64.90	↑	1.86%
光大	81.23		68.70			2.26%
华夏	64.57	64.13	62.83			2.49%
深发展	24.44	23.30	22.92	22.62	↓	1.37%
北京	27.95	23.89	23.71	23.33	↓	1.95%
南京	8.15	8.12	8.05	7.80	↓	2.15%
宁波	6.45	6.18	5.78	6.35	↑	1.27%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

3.2 部分银行的信用成本率有所反弹

一方面由于拨贷比压力，另一方面由于今年盈利情况较好，多家银行在 3 季度开始加大拨备力度，包括交行、民生、华夏、宁波等拨贷比偏低的银行。

表 7：3 季度多家银行全生息资产的信用成本率环比上升

	2010Q1	2010H	2010Q3	方向
工行	0.13%	0.18%	0.25%	↑
建行	0.20%	0.19%	0.11%	
中行	0.27%	0.17%	0.05%	
农行	0.38%	0.47%	0.53%	↑
交行	0.31%	0.31%	0.51%	↑
招行	0.30%	0.15%	0.10%	
中信	0.27%	0.14%	0.16%	↑
民生	0.33%	0.29%	0.48%	↑
兴业	0.20%	0.16%	0.15%	
浦发	0.20%	0.16%	0.12%	
光大			0.25%	
华夏	0.40%	0.43%	0.50%	↑
深发展	0.08%	0.25%	0.20%	
北京	-0.11%	-0.01%	-0.02%	
南京	0.30%	0.26%	0.23%	
宁波	0.14%	-0.08%	0.10%	↑

资料来源：上市公司，东方证券研究所

4、IPO 与配股为银行注入资本

3 季度农行、光大完成了 IPO，交行完成了 H 股配股，资本充足水平都有所提升。不过业务的发展仍然在消耗各家银行的资本，特别是兴业银行 3 季度核心资本充足率下降偏快值得注意。

表 8：根据 2010 年中报的核心资本充足率，12 家银行有再融资压力

	2009	2010Q1	2010H	2010Q3
工行	9.90%	9.58%	9.41%	9.33%
建行	9.31%	9.17%	9.27%	9.33%
中行	9.07%	9.11%	9.33%	9.35%
农行	7.74%		6.72%	9.75%
交行	8.15%	8.12%	8.94%	9.46%
招行	6.63%	7.83%	8.05%	8.03%
中信	9.17%	8.31%	8.26%	8.80%
民生	8.92%		8.32%	

兴业	7.91%	7.59%	9.29%	8.79%
浦发	6.90%	6.86%	7.01%	7.09%
光大	6.84%		6.40%	8.99%
华夏	6.84%	6.60%	6.49%	
深发展	5.52%	5.46%	7.20%	7.00%
北京	12.57%		10.75%	
南京	12.77%	11.12%	10.53%	9.51%
宁波	9.58%	9.07%	9.04%	9.18%

资料来源：上市公司，东方证券研究所

5、结论与投资建议

3 季度是一个证明银行通胀弹性的季度。由于通胀等货币环境好于预期，3 季度银行业绩要略好于我们此前的判断。总结 3 季报，我们更看出银行业绩偏好通胀的特征。在通胀环境下，对于货币的名义需求增加，银行的收益空间因此扩大。由于市场目前都在上调对于通胀的预期，我们认为通胀直至 2011 年上半年都难以缓解，那么银行业绩（从营收角度）还能保持 2-3 个季度的较快增长。

3 季度也是一个体现监管压力的季度。一方面，前期存贷比的压力已经切切实实体现为负债成本的上升，并考验了各家银行负债基础的稳定性。在这场考验中，大银行的稳定表现符合预期，而中小银行果然暴露了存款基础的薄弱，这种薄弱未来在存款利率市场化阶段可能对这些银行构成重大损伤。另一方面，拨贷比已经改变了一些银行的核销和拨备政策，银行的核销力度开始下降，拨备开始多提。不过根据目前的信用成本率来看，拨备力度的上升还只是刚刚开始。

对于银行业投资来说，接下来几个季度会是比较矛盾的。越来越难以控制的通胀继续利好银行的基本面，但是却对经济假设前提和货币政策产生不利的影响，这些影响会制约银行的估值。从中短期经济的周期性来看，银行面临“一升一降”即 EPS 上升，PE 承压的局面。市场目前还将上次加息作为一次孤立事件来理解。从历史经验我们判断，在第二次加息前后市场将不得不承认中国进入另一个相对较短的加息周期，这种预期的改变将为银行股带来较好的投资机会。近期建议适度加大对银行股的配置力度，个股上我们推荐“招行、南京、兴业、北京”的组合。

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50万股或100万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1万股或5万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60日累计：当日净量的60日累计值；
 10日均值：60日累计线的10日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn