

银行业 2011 年日常报告

此文档仅供恒泰证券股份有限公司使用

评级：增持 维持评级
行业点评
陈建刚

 分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
 (8621)61038264
 chenjc@gjzq.com.cn

张英

 分析师 SAC 执业编号：S1130511030018
 (8621)61038295
 zhangying@gjzq.com.cn

维持回调中提高银行股仓位配置的投资建议

事件 1:

市场传言：保证金存款（承兑汇票，信用证和保函）纳入上缴存款准备金统计基数，国有六大（工农中建交邮储）银行按照 20%，60%和 100%进度未来三个月内较足；其它银行按照 15%，30%，45%，60%，80%和 100%进度在未来 6 个月内较足。

事件 2:

12 家上市银行中报公布完毕，业绩发布会总结。

评论

事件 1：持续紧缩预期形成，体系内流动性呈趋紧态势。由于此次政策影响持续半年，银行容易形成一致紧缩的预期，同业资金市场将形成较长时期的趋紧态势。持续紧缩的政策预期对估值水平形成压制，对银行股影响相对较小。央行政策目的值得关注，在控制通胀及房价政策调控目标没有明显实现背景下，紧缩货币政策难言转向。

■ **补缴保证金存款准备金设定了一定的过渡期。**表外业务保证金（具体包括：承兑汇票，信用证和保函）需纳入存款准备金缴纳基数，当前邮储、农信社已经收到文件。其中国有银行（工农中建交）要求三个月内较足，上交进度比率为 20%、60%、100%；股份制银行要求六个月内较足，上交进度为 15%、30%、45%、60%、80%、100%。

■ **总共冻结资金约 9300 亿，相当于上调 1.2 个百分点准备金。**其中 2011 年 9、10、11 月影响较大，分别相当于当月上调准备金率 0.21、0.34、0.34 个百分点，对 2011 年 12 月及 2012 年 1、2 月份影响相对较小，分别相当于当月上调准备金率 0.08、0.11、0.11 个百分点。

■ **对上市银行资金面影响较全行业大，中小型银行影响较大型银行大。**由于上市银行（除南京、宁波）保证金存款占总存款比例 6.2%，较全行业 5.7%的保证金存款占比更高，对上市银行总计相当于提高准备金 1.27 个百分点。对中小型银行影响普遍较大型银行要大，大型银行相当于上调准备金率 0.86 个百分点，中小型银行相当于上调准备金率 2.76 个百分点。其中大型银行中对交行影响较大；中小型银行中深发展相当于提高准备金率 5.6 个百分点，对北京银行影响较小。

■ **对上市银行净利润影响并不大。**目前存放央行法定准备金率的利率为 1.62%，简单静态测算法定存款准备金收益率与 3-5 年期国债收益率差异，可以得出将对银行 2011 年利润产生约 0.29%的负面影响，对 2012 年利润的负面影响为 1.34%。其中 2012 年华夏、深发展净利润影响 5%-6%。

事件 2：行业强约束监管政策走至尽头，再融资并不如市场预期急迫；平台贷款虽然存在长期化可能，但各银行在风险控制机拨备计提方面较为充分。行业本身压制估值的因素出现改善，有利于行业估值水平修复。

■ **自 2010 年初以来，银行股估值水平持续下降；**当中的原因包括：1）宏观货币政策收缩环境带来市场整体估值水平下移；2）行业强约束监管不断加码，再融资恐慌导致行业估值中枢下移；3）对于行业贷款质量的担忧，特别是平台贷款由于欠缺透明性而难以证伪，形成对于银行未来财务数据不信任而造成估值水平下降。

■ **再融资不如市场预期急迫，再融资恐慌缓解。**1) **大行表态缓解市场恐慌。**星期一，建行首先表态，未来三年不在进行股权融资，可谓掷地有声；工行明确提出未来以利润积累为主要补充方式，也就是说剔除并购及非常性因素，那么股权融资的概率也是极低的；中行表态 2012 年底之前不会进行股权融资；虽然农行没有明确表态，言辞些许闪烁，但其融资也属市场预期之中。2) **新资本充足率管理办法影响大幅好于市场预期。**民生银行内部测算影响预计在-0.6 个百分点；中行测算影响大约为-0.25 个百分点，工行测算显示充足率+1.73 个百分点（内部评级法）；均好于此前市场预期 1-2 个百分点之间。

- **融资平台贷款风险担忧得到缓解。** 1) 可比口径规模余额下降。虽然规模余额绝大部分银行均较年初有所增加,但这主要源于银监会要求将交通厅,公路局,土地储备中心贷款即使为现金流全覆盖也必须纳入平台贷款口径管理相关。如果是同口径比较,各行规模余额均较年初下降。2) 各行均针对平台贷款进行充分的风险控制和拨备计提。风险控制方面包括增加抵押物,提高现金流覆盖水平;甚至严格到期收回等;而拨备计提也较为充分,以工行和中行为例。工行平台贷款拨贷比 4.45%,如果假设不良贷款拨备计提比率为 50%,那么工行平台贷款拨备显示其防范的平台不良率已至 9%;中行平台贷款拨贷比 3.86%,相同假设下,中行防范的不良率达 7.8%。03-04 年工行最高时期不良率不过 24%,中行 16%;所以我们认为上市银行对于平台贷款拨备计提及风险防范已经足够充分。3) 各行一如既往的对中国经济和政府财政状况和还款能力保持乐观心态。
- **强约束的监管政策走至尽头为事实所证明。** 如果说我们此前关于强约束监管政策走到尽头仅是出于逻辑推理,那么本周的业绩发布会则以事实确认了我们的判断,虽然这种强约束监管的改善是那么的细微,以至于许多投资者并没有足够重视。1) 最新新资本监管办法征求意见稿较第一版出现大幅度改善;2) 非系统性重要银行拨贷比考核达标延长至 2018 年。

投资建议:

- **维持上周四报告《银行股,你要走得更稳就更好了》的投资建议:** 建议在回调中提高银行股仓位配置,逻辑在于:不同于上半年 2-3 月份我们从 EPS 超预期角度的推荐逻辑;我们认为未来银行股的投资机会源于估值的修复。虽然当前缺乏银行股跟随大盘估值水平提升而提升的持续稳定的基础;但是压制估值的行业因素改善已经开始并在逐步积累;具体体现在强约束监管政策走至尽头,虽然平台贷款存在长期化的可能,但当前上市银行无论在风险控制及拨备计提方面足够谨慎,中期业绩发布会中再融资压力及平台贷款较预期出现改善,将一定程度上修复行业估值水平。虽然紧缩货币政策对行业估值水平修复形成扰动,但不会改变这一趋势;因而我们继续建议在回调中逐步提高银行股仓位配置。
- **推荐组合:** 民生,深发展,浦发,招行

图表 1：上市银行估值表
国内银行估值水平

评级		股价	A/H溢价	EPS (摊薄前)		PE (摊薄前)		EPS (摊薄后)		PE (摊薄后)		BVPS(摊薄前)		PB (摊薄前)		BVPS(摊薄后)		PB (摊薄后)		ROE(%)	
		26-Aug	流通股本	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行	持有	4.18	2,622.25	0.59	0.70	7.10	5.96	0.59	0.70	7.10	5.96	2.70	3.10	1.55	1.35	2.70	3.10	1.55	1.35	21.83	22.65
建设	持有	4.61	94.39	0.67	0.81	6.84	5.69	0.67	0.81	6.84	5.69	3.23	3.71	1.43	1.24	3.23	3.71	1.43	1.24	20.85	21.85
农行	持有	2.64	153.42	0.40	0.50	6.67	5.28	0.40	0.50	6.67	5.28	2.02	2.37	1.30	1.12	2.02	2.37	1.30	1.12	19.55	21.13
中行	持有	3.02	69.72	0.46	0.54	6.63	5.61	0.46	0.54	6.63	5.61	2.65	3.19	1.14	0.95	2.65	3.19	1.14	0.95	17.19	16.87
交通	持有	4.84	297.36	0.80	0.96	6.06	5.02	0.80	0.96	6.06	5.02	4.39	5.19	1.10	0.93	4.39	5.19	1.10	0.93	18.20	18.59
招商	买入	12.17	176.66	1.64	2.11	7.43	5.77	1.34	1.73	8.42	6.53	9.21	10.91	1.32	1.12	7.55	8.94	1.50	1.26	17.80	19.35
中信	持有	4.63	264.18	0.60	0.72	7.75	6.39	0.60	0.72	7.75	6.39	3.56	4.04	1.30	1.15	3.56	4.04	1.30	1.15	16.81	17.94
浦发	买入	9.48	114.79	1.44	1.73	6.58	5.49	1.44	1.73	6.58	5.49	7.50	8.79	1.26	1.08	7.50	8.79	1.26	1.08	19.20	19.64
民生	买入	6.09	225.88	0.97	1.23	6.31	4.95	0.91	1.16	6.70	5.25	5.00	5.98	1.22	1.02	4.71	5.63	1.29	1.08	19.32	20.57
兴业	持有	13.77	59.92	2.14	2.60	6.44	5.29	2.14	2.60	6.44	5.29	10.41	12.59	1.32	1.09	10.41	12.59	1.32	1.09	20.54	20.68
光大	持有	3.18	40.00	0.45	0.62	7.02	5.12	0.36	0.49	8.84	6.46	3.11	3.57	1.02	0.89	2.47	2.84	1.29	1.12	14.58	17.36
华夏	买入	11.32	37.84	1.22	1.53	9.28	7.42	1.22	1.53	9.28	7.42	9.24	10.51	1.23	1.08	9.24	10.51	1.23	1.08	13.21	14.52
深发展	买入	17.34	31.05	2.19	2.76	7.92	6.29	1.78	2.24	9.74	7.74	15.38	18.20	1.13	0.95	12.50	14.80	1.39	1.17	14.24	15.14
北京	持有	9.81	62.28	1.35	1.65	7.25	5.93	1.15	1.41	8.51	6.97	9.74	10.98	1.01	0.89	8.30	9.35	1.18	1.05	13.89	15.06
南京	持有	8.58	296.9	1.02	1.23	8.42	6.97	1.02	1.23	8.42	6.97	7.16	8.19	1.20	1.05	7.16	8.19	1.20	1.05	14.22	15.04
宁波	持有	10.62	24.74	1.16	1.40	9.17	7.60	1.16	1.40	9.17	7.60	6.55	7.81	1.62	1.36	6.55	7.81	1.62	1.36	17.69	17.90
大行平均						6.81	5.64			6.81	5.64			1.35	1.16			1.35	1.16	19.85	20.62
股份制平均						7.20	5.75			7.76	6.18			1.21	1.03			1.30	1.11	17.10	18.20
城商行平均						8.28	6.83			8.70	7.18			1.28	1.10			1.33	1.15	15.27	16.00
Average/Sum (剔除南京、宁波)						7.09	5.73			7.54	6.08			1.24	1.06			1.31	1.12	17.44	18.39

H股估值水平

评级	股价	A/H溢价	EPS (摊薄前)		PE (摊薄前)		EPS (摊薄后)		PE (摊薄后)		BVPS(摊薄前)		PB (摊薄前)		BVPS(摊薄后)		PB (摊薄后)		ROE(%)	
			11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行(H)	4.85	105%	0.59	0.70	7.10	5.96	0.59	0.70	6.75	5.66	2.70	3.10	1.55	1.35	2.70	3.10	1.47	1.28	21.83	22.65
建行(H)	5.29	106%	0.67	0.81	6.84	5.69	0.67	0.81	6.43	5.35	3.23	3.71	1.43	1.24	3.23	3.71	1.34	1.17	20.85	21.85
农行(H)	3.83	84%	0.40	0.50	6.67	5.28	0.40	0.50	7.93	6.28	2.02	2.37	1.30	1.12	2.02	2.37	1.55	1.33	19.55	21.13
中行(H)	3.08	120%	0.46	0.54	6.63	5.61	0.46	0.54	5.54	4.69	2.65	3.19	1.14	0.95	2.65	3.19	0.95	0.79	17.19	16.87
交行(H)	5.61	105%	0.80	0.96	6.06	5.02	0.80	0.96	5.76	4.77	4.39	5.19	1.10	0.93	4.39	5.19	1.05	0.89	18.20	18.59
招行(H)	15.80	94%	1.64	2.11	7.43	5.77	1.34	1.73	9.65	7.49	9.21	10.91	1.32	1.12	7.55	8.94	1.72	1.45	17.80	19.35
中信(H)	4.13	137%	0.60	0.72	7.75	6.39	0.60	0.72	5.66	4.67	3.56	4.04	1.30	1.15	3.56	4.04	0.95	0.84	16.81	17.94
民生(H)	6.45	115%	0.97	1.23	6.31	4.95	0.91	1.16	5.82	4.56	5.00	5.98	1.22	1.02	4.71	5.63	1.12	0.94	19.32	20.57
Average		108%			6.85	5.58			6.69	5.43			1.30	1.11			1.27	1.09	18.94	19.87

汇率：0.82

H股估值已考虑了汇率因素

深发展考虑定增融资200亿, 2011年完成, EPS、BVPS已考虑平安银行并表

招行考虑10配2.2, 融资350亿, 2011年完成

民生考虑A股可转债+H股增发融资290亿, 2011年完成

光大考虑H股IPO融资450亿, 2011年完成

北京行考虑定增融资118亿, 2011年完成

来源：国金证券研究所

补缴准备金将在较长时间内造成体系内流动性偏紧预期

- **补缴保证金存款准备金设定了一定的“过渡期”。**表外业务保证金（具体包括：承兑汇票，信用证和保函）需纳入存款准备金缴纳基数，当前邮储、农信社已经收到文件。其中国有银行（工农中建交）要求三个月内较足，上交进度比率为 20%、60%、100%；股份制银行要求六个月内较足，上交进度为 15%、30%、45%、60%、80%、100%。
- **我们测算出来将保证金存款计入存款准备金缴纳范围冻结资金约 9300 亿元，相当于上调准备金率 1.2 个百分点。**其中对 2011 年 9、10、11 月影响较大，分别相当于当月上调准备金率 0.21、0.34、0.34 个百分点，对 2011 年 12 月及 2012 年 1、2 月份影响相对较小，分别相当于当月上调准备进率 0.08、0.11、0.11 个百分点。
- **对上市银行资金面影响较全行业更大，其中又以中小型银行负面影响较大。**由于上市银行（除南京、宁波）保证金存款占总存款比例 6.2%，较全行业 5.7% 的保证金存款占比更高，对上市银行总计相当于提高准备金 1.27 个百分点。对中小型银行影响普遍较大型银行要大，大型银行相当于上调准备金率 0.86 个百分点，中小型银行相当于上调准备金率 2.76 个百分点。其中大型银行中对交行影响较大；中小型银行中深发展相当于提高准备金率 5.6 个百分点，对北京银行影响较小。

图表2：将保证金存款纳入准备金上缴范围相当于全行业上调准备金率 1.2 个百分点

单位：百万	适用准备金率	Sep-11	Oct-11	Nov-11	Dec-11	Jan-12	Feb-12	总计	相当于上调准备金率
上缴日期		2011/9/5	2011/10/5	2011/11/5					
上缴比例		20%	40%	40%					
工行	21.5%	9,988	19,976	19,976				49,940	0.44%
农行	21.5%	10,218	20,436	20,436				51,090	0.54%
中行	21.5%	18,825	37,651	37,651				94,127	1.37%
建行	21.5%	16,386	32,773	32,773				81,932	0.87%
交行	21.5%	13,544	27,087	27,087				67,718	2.29%
上缴日期		2011/9/15	2011/10/15	2011/11/15	2011/12/15	2011/1/15	2011/2/15		
上缴比例		15%	15%	15%	15%	20%	20%		
招行	19.5%	4,939	4,939	4,939	4,939	6,585	6,585	32,924	1.79%
民生	19.5%	7,912	7,912	7,912	7,912	10,549	10,549	52,747	3.53%
浦发	19.5%	5,266	5,266	5,266	5,266	7,021	7,021	35,107	2.08%
华夏	19.5%	3,783	3,783	3,783	3,783	5,044	5,044	25,218	3.30%
中信	19.5%	9,030	9,030	9,030	9,030	12,040	12,040	60,202	3.61%
光大	19.5%	4,852	4,852	4,852	4,852	6,469	6,469	32,347	2.93%
兴业	19.5%	3,880	3,880	3,880	3,880	5,173	5,173	25,867	2.12%
深发展	19.5%	4,980	4,980	4,980	4,980	6,640	6,640	33,198	5.62%
北京	19.5%	696	696	696	696	927	927	4,637	0.84%
小计（除南京、宁波）	20.5%	114,298	183,260	183,260	45,337	60,449	60,449	647,054	1.27%
上市银行相当于上调准备金率		0.22%	0.36%	0.36%	0.09%	0.12%	0.12%	1.27%	
全行业	21.0%	164,759	264,166	264,166	65,353	87,137	87,137	932,718	
相当于上调准备金率		0.21%	0.34%	0.34%	0.08%	0.11%	0.11%	1.20%	

来源：国金证券研究所

- 下半年公开市场到期量较上半年大幅减少，9 月、10 月货币市场资金到期仅有 3220 亿和 2480 亿，而 9 月、10 月仅上缴保证金存款准备金就将对冲 1648 亿和 2642 亿，对银行间市场资金面影响较大。

图表3：公开市场资金到期情况

单位：亿	投放量			回笼量			净投放量
	票据到期	正回购到期	合计	票据发行	正回购	合计	
Jan-11	2070	3410	5480	60	880	940	4540
Feb-11	2910	400	3310	140	600	740	2570
Mar-11	7520	200	7720	3170	6670	9840	-2120
Apr-11	4970	4130	9100	2800	3090	5890	3210
May-11	1660	3090	4750	2090	1260	3350	1400
Jun-11	3100	3780	6880	950	1100	2050	4830
Jul-11	2060	1400	3460	1070	2060	3130	330
Aug-11	1960	1560	3520				
Sep-11	2290	930	3220				
Oct-11	1880	600	2480				
Nov-11	960						

来源：国金证券研究所

- 目前存放央行法定准备金率的利率为 1.62%，简单静态测算法定存款准备金收益率与 3-5 年期国债收益率差异，可以得出将对银行 2011 年利润产生约 0.29% 的负面影响，对 2012 年利润的负面影响为 1.34%。其中 2012 年华夏、深发展净利润影响 5%-6%。

图表4：补缴保证金存款准备金对上市银行利润影响

单位：百万	保证金存款 预计	存款余额预 计	保证金存 款占比	适用准备 金率	冻结资金	债券投资收 益率假设 (3、5年国 债利率平均 数)	2011年净 利润影响	2011年净 利润预测	占比	2012年净 利润影响	2012年净 利润预测	占比
工行	232,281	11,292,409	2.1%	21.5%	49,940	3.80%	254	205,411	0.12%	1,089	244,955	0.44%
农行	237,629	9,517,544	2.5%	21.5%	51,090	3.80%	260	128,520	0.20%	1,114	162,360	0.69%
中行	437,798	6,871,619	6.4%	21.5%	94,127	3.80%	479	127,222	0.38%	2,052	150,140	1.37%
建行	381,078	9,397,097	4.1%	21.5%	81,932	3.80%	417	168,583	0.25%	1,786	202,565	0.88%
交行	314,969	2,952,319	10.7%	21.5%	67,718	3.80%	344	49,426	0.70%	1,476	59,648	2.47%
招行	168,840	1,836,564	9.2%	19.5%	32,924	3.80%	81	35,344	0.23%	718	45,542	1.58%
民生	270,496	1,493,379	18.1%	19.5%	52,747	3.80%	129	25,790	0.50%	1,150	32,879	3.50%
浦发	180,035	1,690,503	10.6%	19.5%	35,107	3.80%	86	26,854	0.32%	765	32,226	2.37%
华夏	129,325	764,438	16.9%	19.5%	25,218	3.80%	62	8,357	0.74%	550	10,449	5.26%
中信	308,727	1,665,412	18.5%	19.5%	60,202	3.80%	148	27,999	0.53%	1,312	33,951	3.87%
光大	165,881	1,104,588	15.0%	19.5%	32,347	3.80%	79	18,328	0.43%	705	25,089	2.81%
兴业	132,651	1,219,946	10.9%	19.5%	25,867	3.80%	63	23,072	0.27%	564	28,083	2.01%
深发展	170,249	590,840	28.8%	19.5%	33,198	3.80%	81	9,151	0.89%	724	11,396	6.35%
北京	23,779	553,848	4.3%	19.5%	4,637	3.80%	11	8,426	0.13%	101	10,297	0.98%
小计(除南 京、宁波)	3,153,738	50,950,506	6.2%	20.5%	647,054	3.80%	2,495	862,483	0.29%	14,106	1,049,581	1.34%
全行业	4,441,516	77,974,566	5.7%	21.0%	932,718	3.80%						

来源：国金证券研究所

融资平台贷款风险担忧得到缓解

- **可比口径规模余额下降。**虽然规模余额绝大部分银行均较年初有所增加，但这主要源于银监会要求将交通厅，公路局，土地储备中心贷款即使为现金流全覆盖也必须纳入平台贷款口径管理相关。如果是同口径比较，各行规模余额均较年初下降。
- **上市银行全覆盖和基本覆盖率占比基本达到 90% 以上。**2010 年 11 月银监会平台贷款数据中，全覆盖占比 56.23%，基本覆盖占比 24.29%，半覆盖占比 8.43%，无覆盖占比 11.05%；前两类占比合计 80.7%，后两类占比合计 19.3%。而中报发布会披露数据的银行中，前两类占比基本在 90% 以上，后两类合计不到 10%；前两类中结构又有明显改善，全覆盖占比提高到 80% 左右，基本覆盖类占比下降到 10% 左右。
- **上市银行区域结构和期限结构分布情况较行业整体要好。**1) 省市县分布：审计署公布的 2010 年底地方政府性负债中，省市级占比 73.5%，县级占比 26.5%；上市银行中报发布会已披露区域分布的除建行外，平台贷款中省市级占比基本在 90% 以上，县级占比不到 10%；2) 东中西区域分布：以中行为例，中行东中西地区平台贷款占比分别为 65.1%，15.4%，19.6%，好于行业整体的 49.7%、23.0%、27.3%。即便是无覆盖类贷款，大多也集中在东部沿海等富庶地区；3) 期限结构分布：中行 2 年内 17.6%、3-5 年内 24.3%、5 年以上 58.2%，交行 2 年以内 20% 到期、13 年 10% 到期，而审计署 2010 年底数据中 2 年内到期 41.7%、3-5 年内 28.1%、5 年以上 30.2%，上市银行平台贷款的流动性风险较行业整体要好的多。

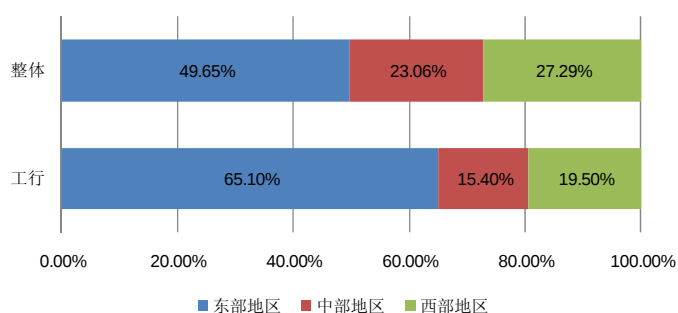
- 各行均针对平台贷款进行充分的风险控制和拨备计提。风险控制方面包括增加抵押物，提高现金流覆盖水平；甚至严格到期收回等；而拨备计提也较为充分，以工行和中行为例。工行平台贷款拨贷比 4.45%，如果假设不良贷款拨备计提比率为 50%，那么工行平台贷款拨备显示其防范的平台不良率已至 9%；中行平台贷款拨贷比 3.86%，相同假设下，中行防范的不良率达 7.8%。03-04 年工行最高时期不良率不过 24%，中行 16%；所以我们认为上市银行对于平台贷款拨备计提及风险防范已经足够充分。
- 各行一如既往的对中国经济和政府财政状况和还款能力保持乐观心态。

图表5：上市银行 2011 年中报发布会关于融资平台汇总

	平台贷款余额		现金流覆盖				区域分布		不良率	拨备覆盖率	拨贷比
	新口径 (亿)	原口径(较年初下降)	全覆盖	基本覆盖	半覆盖	无覆盖	省市级	县级			
工行	9310	6230 (260)	80.79%	13.42%	1.99%	3.80%	94.60%	5.40%	0.25%	1782%	4.45%
农行	5300		90.00%		10.00%		91.00%	9.00%			
中行	5315	比年初下降	77.30%	11.80%	6.20%	4.60%	93.20%			1400%	3.86%
建行	5800	5400	84%	8%	4%	4%	80%以上	20%以下	1.11%	320%	
交行	3083	1774 (247)	94.93%		5.57%				0.19%		
民生	1721	下降250亿					90%以上	100%以下			
兴业	800	1000 (200)	90.00%		10.00%						
华夏	800	比年初下降									
深发展	440	330									

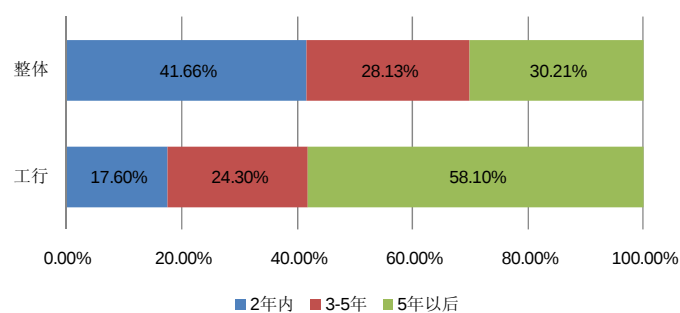
来源：国金证券研究所

图表6：中行平台贷款东中西分布情况好于整体



来源：公司数据、国金证券研究所

图表7：中行平台贷款到期分布情况好于整体



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33089915

传真: 0755-27527129

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B