

2011年08月银行业研究月报

评级：增持 维持评级

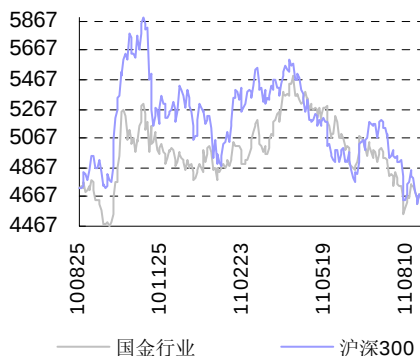
行业研究月报

长期竞争力评级：高于行业均值

逐步提高仓位中等待催化剂到来

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	13.61
市场优化平均市盈率	21.62
国金银行业指数	4658.02
沪深300指数	2810.02
上证指数	2541.09
深证成指	11238.95
中小板指数	6510.91



相关报告

- 1.《低拨备下的高增长》，2011.8.24
- 2.《关注拨备计提力度加大的原因》，2011.8.22
- 3.《估值已处市场最低端》，2011.8.19

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

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

投资建议

- 由于行业流通市值过大，因而需要较为一致的预期才能触发行业性机会的出现。虽然我们认为当前能够形成较强一致预期的因素并未出现，但我们认为未来 1-2 个季度却存在较大的概率出现这样的触发因素，逻辑在于：1) 7 月为通胀高点的概率很大，未来通胀将逐步下行；接近年末，房地产流动性紧张压力进一步提升，房价下行的概率上升；海外不稳而国内经济增速逐步下降，给市场留下流动性改善预期的空间。2) 行业监管政策尘埃落定，《新资本征求意见稿》好于市场预期，但市场并未充分反映这一因素；3) 当前的估值水平之下，银行公开市场融资难度很大，隐含银行再融资并不像市场预期急促的可能。

- 推荐组合：民生，深发展，招商，浦发

信贷数据点评

- 7 月新增信贷总体低于预期。7 月新增人民币贷款 4296 亿，比 6 月减少 1413 亿元，实际信贷投放量大幅低于市场预期。其中短期贷款下滑明显，票据融资以及中长期贷款占比则略有扩大。
- 新增贷款低于预期源于股份制放贷大幅减少。7 月份股份制银行新增贷款 451 亿，新增量较上月大幅减少 1191 亿，新增占比仅为 9.2%，远低于其 20% 的市场份额。股份制银行放贷大幅减少背后的原因是日均存贷比考核。由于 7 月份理财产品分流存款，而股份制银行又受制于较高的存贷比，在存款大幅净流出情况下自然选择压缩其信贷投放。
- 新增中长期贷款暂缓下降趋势。7 月居民以及企业新增中长期贷款均较 6 月小幅增长，新增中长期贷款贷款占比较上月回升 13 个百分点至 46%。这一数据特征有可能是政府融资平台流动资金贷款转固定贷款所致。
- 票据已连续 4 个月净增加，新增量创今年新高。7 月份新增票据占比 15.2%，较上月提高 11 个百分点，新增量 653 亿创下今年新高，预计源于近期银监会规范整顿商业银行票据业务，将表外逃规模票据转入表内。
- 表外理财产品分流导致新增存款大幅减少。7 月人民币存款减少 6687 亿，其中居民存款减少 6656 亿，企业存款减少 4057 亿，财政存款增加 4592 亿。存款大幅波动的背后是存贷比中期考核以及表外理财产品分流。由于 6 月末存贷比中期考核，银行加大揽储力度以及设计理财产品到期转入表内，但中期考核结束后理财产品滚动发行又使得存款再次流出表内。

流动性观察

- M1、M2 下降明显。7 月 M2 同比增长 14.7%，增幅比上个月减少 1.2 个百分点；M1 同比增长 11.6%，增幅比上个月减少 1.5 个百分点；M1、M2 增速均为年内最低，M1 和 M2 的增速差较上月继续扩大 0.3 个百分点。
- 热钱流出导致 7 月新增外汇占款继续下降。7 月新增外汇占款数和 2 月接近，但原因不同。2 月份是由于大幅的贸易逆差，而现在是因为热钱的快速流出。可能原因在于海外机构不断下调全球经济增速，避险情绪升温，资金从新兴经济体迅速撤离。
- 银行间市场拆借利率 7 月份整体较高，8 月份有所回落。整个 7 月份银行间流动性较为紧张，7 天拆借利率始终在 4% 以上。虽然 7 月份由于外汇占款回落和货币市场到期量减少，央行并未提高存款准备金率，但由于财政存款增加较多，相当于提一次准备金效果，因而银行间利率始终居高不下；8 月份央行连续在公开市场净投放，银行间市场资金面有所缓解，7 天拆借利率一度回落到 3% 左右水平。

图表 1: 上市银行估值水平
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(%)	
		23/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	买入	4.11	2,622.25	0.57	0.67	7.19	6.17	0.57	0.67	7.19	6.17	2.68	3.06	1.53	1.34	2.68	3.06	1.53	1.34	21.31	21.78
建设	持有	4.48	94.39	0.67	0.81	6.64	5.53	0.67	0.81	6.64	5.53	3.23	3.71	1.39	1.21	3.23	3.71	1.39	1.21	20.85	21.85
农行	买入	2.60	153.42	0.38	0.44	6.89	5.93	0.38	0.44	6.89	5.93	2.00	2.29	1.30	1.14	2.00	2.29	1.30	1.14	18.85	19.14
中行	持有	2.96	69.72	0.45	0.55	6.54	5.40	0.45	0.55	6.54	5.40	2.65	3.20	1.12	0.93	2.65	3.20	1.12	0.93	17.10	17.14
交通	持有	4.68	297.36	0.80	0.96	5.86	4.86	0.80	0.96	5.86	4.86	4.39	5.19	1.07	0.90	4.39	5.19	1.07	0.90	18.20	18.59
招商	买入	11.77	176.66	1.64	2.11	7.19	5.58	1.34	1.73	8.18	6.34	9.21	10.91	1.28	1.08	7.55	8.94	1.45	1.23	17.80	19.35
中信	买入	4.52	264.18	0.60	0.72	7.56	6.24	0.60	0.72	7.56	6.24	3.56	4.04	1.27	1.12	3.56	4.04	1.27	1.12	16.81	17.94
浦发	买入	9.18	114.79	1.44	1.73	6.38	5.31	1.44	1.73	6.38	5.31	7.50	8.79	1.22	1.04	7.50	8.79	1.22	1.04	19.20	19.64
民生	买入	5.77	225.88	0.97	1.23	5.98	4.69	0.91	1.16	6.35	4.98	5.00	5.98	1.15	0.96	4.71	5.63	1.23	1.02	19.32	20.57
兴业	买入	13.07	59.92	2.01	2.59	6.49	5.05	2.01	2.59	6.49	5.05	10.29	12.47	1.27	1.05	10.29	12.47	1.27	1.05	19.58	20.75
光大	持有	3.08	40.00	0.45	0.62	6.79	4.96	0.36	0.49	8.56	6.25	3.11	3.57	0.99	0.86	2.47	2.84	1.25	1.09	14.58	17.36
华夏	持有	10.71	37.84	1.22	1.53	8.78	7.02	1.22	1.53	8.78	7.02	9.24	10.51	1.16	1.02	9.24	10.51	1.16	1.02	13.21	14.52
深发展	买入	16.64	31.05	2.19	2.76	7.60	6.04	1.78	2.24	9.35	7.43	15.38	18.20	1.08	0.91	12.50	14.80	1.33	1.12	14.24	15.14
北京	买入	9.25	62.28	1.35	1.65	6.84	5.59	1.15	1.41	8.03	6.57	9.74	10.98	0.95	0.84	8.30	9.35	1.11	0.99	13.89	15.06
南京	买入	8.25	29.69	1.05	1.28	7.89	6.46	1.05	1.28	7.89	6.46	7.19	8.26	1.15	1.00	7.19	8.26	1.15	1.00	14.55	15.47
宁波	持有	10.27	24.74	1.16	1.40	8.86	7.35	1.16	1.40	8.86	7.35	6.55	7.81	1.57	1.32	6.55	7.81	1.57	1.32	17.69	17.90
大行平均						6.82	5.76			6.82	5.76			1.33	1.15			1.33	1.15	19.53	19.98
股份制平均						6.96	5.53			7.50	5.94			1.17	0.99			1.25	1.07	16.99	18.21
城商行平均						7.86	6.47			8.26	6.79			1.22	1.05			1.28	1.10	15.38	16.14
Average/Sum (剔除南京、宁波)						6.91	5.60			7.34	5.93			1.20	1.03			1.26	1.09	17.32	18.26

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(%)	
		23/Aug		11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行(H)		4.95	101%	0.57	0.67	7.19	6.17	0.57	0.67	7.11	6.10	2.68	3.06	1.53	1.34	2.68	3.06	1.51	1.33	21.31	21.78
建行(H)		5.29	103%	0.67	0.81	6.64	5.53	0.67	0.81	6.44	5.36	3.23	3.71	1.39	1.21	3.23	3.71	1.34	1.17	20.85	21.85
农行(H)		3.88	82%	0.38	0.44	6.89	5.93	0.38	0.44	8.44	7.26	2.00	2.29	1.30	1.14	2.00	2.29	1.59	1.39	18.85	19.14
中行(H)		3.08	117%	0.45	0.55	6.54	5.40	0.45	0.55	5.58	4.61	2.65	3.20	1.12	0.93	2.65	3.20	0.95	0.79	17.10	17.14
交行(H)		5.62	101%	0.80	0.96	5.86	4.86	0.80	0.96	5.77	4.78	4.39	5.19	1.07	0.90	4.39	5.19	1.05	0.89	18.20	18.59
招行(H)		15.84	91%	1.64	2.11	7.19	5.58	1.34	1.73	9.68	7.51	9.21	10.91	1.28	1.08	7.55	8.94	1.72	1.45	17.80	19.35
中信(H)		4.15	133%	0.60	0.72	7.56	6.24	0.60	0.72	5.70	4.70	3.56	4.04	1.27	1.12	3.56	4.04	0.96	0.84	16.81	17.94
民生(H)		6.40	110%	0.97	1.23	5.98	4.69	0.91	1.16	5.78	4.53	5.00	5.98	1.15	0.96	4.71	5.63	1.12	0.93	19.32	20.57
Average			105%			6.73	5.55			6.81	5.61			1.26	1.08			1.28	1.10	18.78	19.55

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

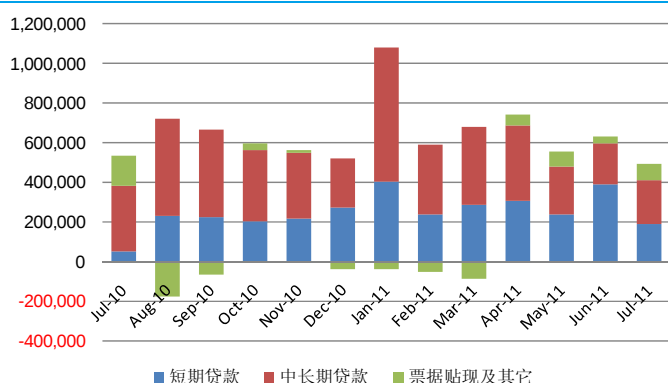
来源: 国金证券研究所

信贷数据点评

贷款低于预期或调控所致

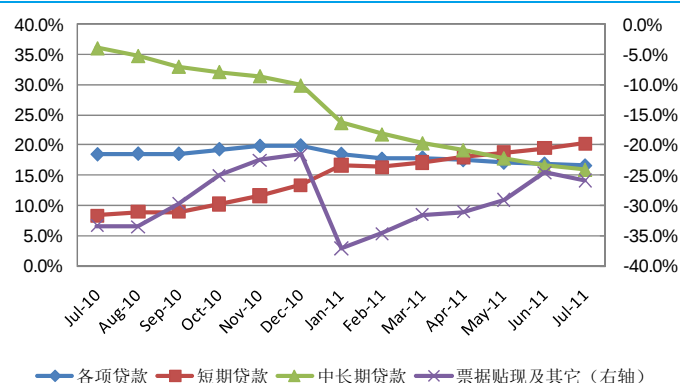
- **7月新增信贷总体低于预期。**7月新增人民币贷款4296亿，比6月减少1413亿元；人民币贷款余额增速16.6%，较上月低0.3个百分点。实际信贷投放量大幅低于市场预期（市场平均预测约6000亿；国金宏观组预测5950亿）。
- **短期贷款下滑明显，票据融资以及中长期贷款占比则略有扩大。**从结构看，新增一般性贷款4117（短期1854亿，中长期2263亿），新增量比上月减少1861亿；新增票据653亿，已连续四个月净增加。
- **分部门看，居民贷款新增1762亿，比上月少增589亿；企业贷款新增3157，比上月少增813亿，**印证了投资数据中贷款占资金来源比例的下滑。

图表2：金融机构人民币新增贷款



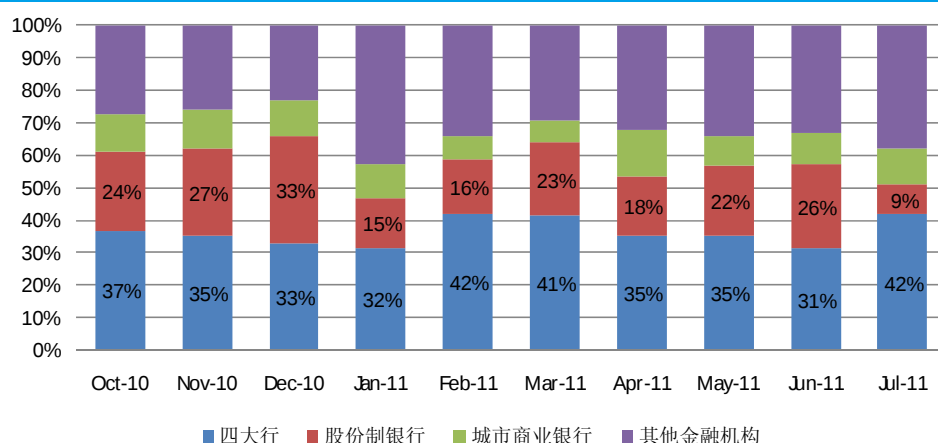
来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表3：金融机构人民币贷款增速



- **新增贷款低于预期源于股份制放贷大幅减少。**7月份有银行新增贷款份额回升，股份制份额回落较大。四大行新增贷款2056亿，新增量较5、6月份无明显波动，新增占比与其存量贷款份额一致；股份制银行新增贷款451亿，新增量较上月大幅减少1191亿，新增占比仅为9.2%，远低于其20%的市场份额。
- **股份制银行放贷大幅减少背后的原因是日均存贷比考核。**无论是国有、股份制还是城商行，7月份存款均表现为大幅净流出。但股份制银行存贷比较国有银行和城商行要高许多，在存款大幅分流情形下，存贷比压力较大的股份制银行自然选择压缩其信贷投放。

图表 4：新增人民币贷款市场份额



来源：国金证券研究所

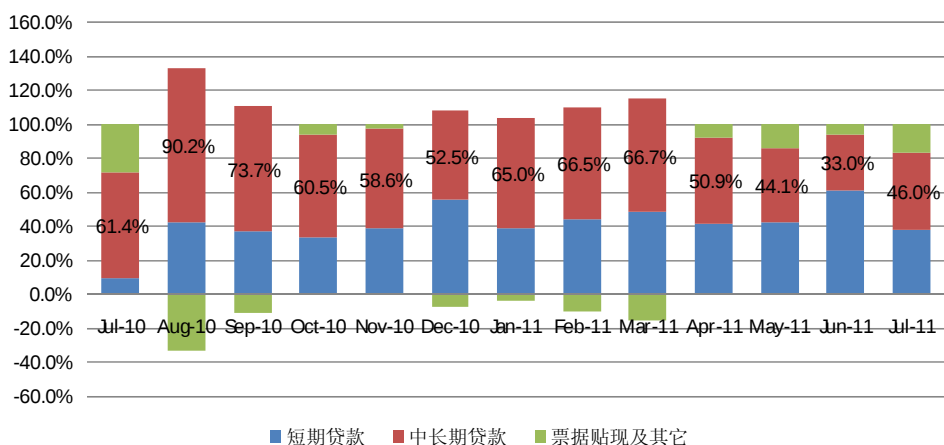
图表 5：7 月份股份制银行存贷比上升较快

贷存比(%)	Jan/11	Feb/11	Mar/11	Apr/11	May/11	Jun/11	Jul/11
工商银行	60.0%	59.8%	56.9%	58.7%	58.7%	57.4%	59.4%
农业银行	54.8%	54.7%	52.8%	54.2%	54.1%	52.3%	54.0%
中国银行	65.7%	64.7%	62.5%	64.2%	64.4%	63.3%	65.0%
建设银行	60.1%	60.2%	59.3%	60.4%	60.2%	58.6%	61.0%
交通银行	71.8%	73.3%	69.1%	72.3%	72.7%	68.6%	73.5%
中信银行	77.7%	75.3%	71.8%	72.0%	72.8%	72.0%	73.9%
光大银行	72.1%	73.2%	71.4%	72.4%	72.9%	70.8%	74.6%
华夏银行	72.0%	74.3%	69.9%	71.7%	71.7%	69.4%	74.1%
深发展	75.3%	75.2%	73.4%	72.8%	71.7%	71.6%	73.8%
招商银行	73.6%	74.9%	72.8%	72.5%	73.8%	72.9%	74.9%
浦发银行	72.1%	73.7%	70.3%	70.5%	71.0%	70.6%	70.9%
兴业银行	79.2%	79.3%	76.7%	76.5%	74.3%	76.1%	76.5%
民生银行	75.6%	75.1%	71.9%	72.2%	73.7%	73.4%	74.0%
城商行	62.2%	62.9%	61.7%	61.8%	61.5%	60.6%	62.2%
国有银行	59.8%	59.5%	57.5%	59.0%	59.0%	57.5%	59.4%
股份制银行	74.1%	74.8%	71.6%	72.4%	72.7%	71.5%	73.8%
金融机构	67.9%	67.3%	65.7%	66.4%	66.2%	65.4%	66.6%

来源：国金证券研究所

- **新增中长期贷款暂缓下降趋势。**7 月居民以及企业新增中长期贷款均较 6 月小幅增长，其中居民中长期贷款 1220 亿，比上月多增 41 亿；企业中长期贷款 1041 亿，比上月多增 125 亿。新增中长期贷款贷款占比较上月回升 13 个百分点至 46%。
- 今年以来 1 月以来，企业中长期贷款占比新增信贷持续放缓并在 6 月降至 15%的低点，7 月略微回升至 21%。这一数据特征有可能是政府融资平台流动资金贷款转固定贷款所致。

图表 6：金融机构新增贷款结构占比



来源：中国人民银行，国金证券研究所

- **票据已连续 4 个月净增加，新增量创今年新高。**7 月份新增票据占比 15.2%，较上月提高 11 个百分点，新增量 653 亿创下今年新高，预计源于近期银监会规范整顿商业银行票据业务，将表外逃规模票据转入表内。
- **持续增加的票据不仅满足了资产端灵活配置的需要，而且增加了商业银行利息收入。**去年至今年 3 月份票据持续减少背后的原因是货币超发带来的流动性过剩，票据利率始终较低；今年 4 月份后票据配置连续增加，反映的是去年下半年一系列加码的宏观调控影响开始显现，资金面持续收紧，7 月份以来票据融资利率持续超过同期一般性贷款基准利率。

理财加剧存款波动

- **表外理财产品分流导致新增存款大幅减少。**7 月人民币存款减少 6687 亿，其中居民存款减少 6656 亿，企业存款减少 4057 亿，财政存款增加 4592 亿；人民币存款余额增速 16.3%，较上月低 1.3 个百分点。
- **存款大幅波动的背后是存贷比中期考核以及表外理财产品分流。**由于 6 月末存贷比中期考核，银行加大揽储力度以及设计理财产品到期转入表内，但中期考核结束后理财产品滚动发行又使得存款再次流出表内。
- **但 8 月或出现存款回流现象。**央行二季度政策执行报告指出 6 月末理财资金余额为 3.57 万亿，同时指出新增发行量远超时点余额量。考虑到银监会 7 月初对票据理财产品亦进行了调控，不可低估 8 月存款上升幅度。
- **国有银行、股份制、城商行存款均大幅净流出。**7 月国有银行、股份制、城商行存款环比分别减少 8921 亿、4178 亿、753 亿。

上市银行 7 月信贷数据点评

- **上市银行 7 月份信贷新增情况依然与 6 月份相似：**综合生息资产与贷款增速，仍然是深发展、民生、浦发最佳。
- **国有银行中，仅农行规模增速较好，**生息资产/一般性贷款/存款同比分别增长 16.6%/15.9%/14.8%。其余三大行生息资产增速普遍低于贷款增速。
- **股份制银行中，民生、浦发、深发展的规模增速较高，**其生息资产/一般性贷款/存款增速分别为 41.5%/20.3%/21.8%、

36.7%/18.9%/24.3%、25.1%/20.6%/20.9%。光大生息资产增速较低，2 季度其生息资产规模一直被压缩。

图表7：7 月上市银行贷款、生息资产、存款同比增速预测

余额同比增长						
	人民币贷款 总额 (含票 据)	人民币一 般性贷款 贷款	人民币短 期贷款	人民币中 长期贷款	生息资产	人民币存款
	Jul-11	Jul-11	Jul-11	Jul-11	Jul-11	Jul-11
工商银行	13.5%	14.7%	26.1%	11.3%	9.5%	11.1%
建设银行	13.9%	15.9%	23.9%	13.5%	10.3%	11.9%
农业银行	14.3%	15.9%	18.5%	14.4%	16.6%	14.8%
中银内地	13.2%	15.2%	22.4%	12.6%	12.9%	14.2%
招商银行	16.2%	16.2%	19.4%	13.9%	15.6%	17.4%
浦发银行	15.7%	18.9%	22.0%	16.4%	36.7%	24.3%
民生银行	19.7%	20.3%	47.1%	1.2%	41.5%	21.8%
华夏银行	16.1%	16.3%	15.3%	17.3%	16.8%	17.0%
深发展	19.0%	20.6%	32.0%	9.7%	25.1%	20.9%
交通银行	15.5%	17.4%	19.6%	16.3%	14.1%	12.7%
中信银行	16.3%	16.6%	16.1%	17.1%	19.8%	16.0%
光大银行	15.5%	17.9%	46.7%	5.7%	6.5%	18.4%
兴业银行	17.2%	17.0%	36.3%	7.2%	21.7%	19.8%
国有银行	13.7%	15.4%	22.5%	12.8%	12.0%	12.8%
股份制银行	17.5%	28.0%	39.6%	20.2%	21.1%	17.9%
城市商业银行	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
其他金融机构	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
金融机构	16.6%	17.5%	20.2%	16.0%	0.0%	15.4%

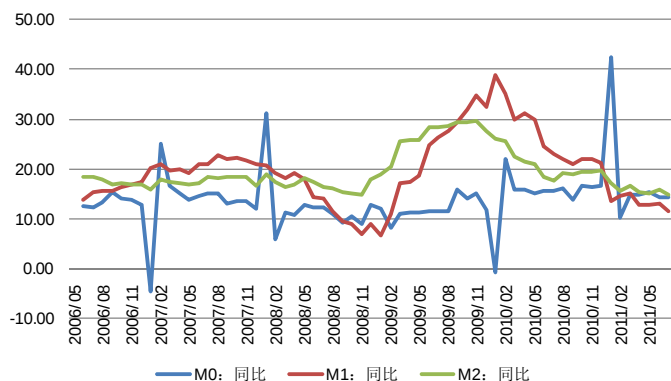
来源：国金证券研究所

流动性观察

社会流动性：M1、M2 宏调后新低，热钱净流出

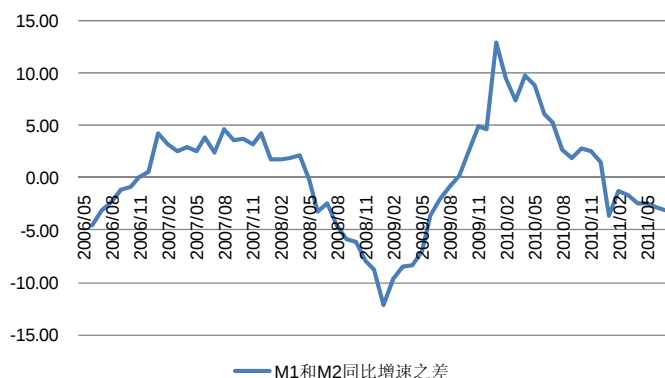
- **M1、M2 下降明显。**7 月 M2 同比增长 14.7%，增幅比上个月减少 1.2 个百分点；M1 同比增长 11.6%，增幅比上个月减少 1.5 个百分点；M1、M2 增速均为年内最低。
- **M1 和 M2 的增速差继续下降。**M1 与 M2 的增速差目前在-3.1%，差额环比继续扩大 0.3 个百分点，表明企业交易仍不活跃，存款定期化趋势延续，货币活化没有明显改善。

图表8：2011 年 7 月 M0、M1、M2 增速



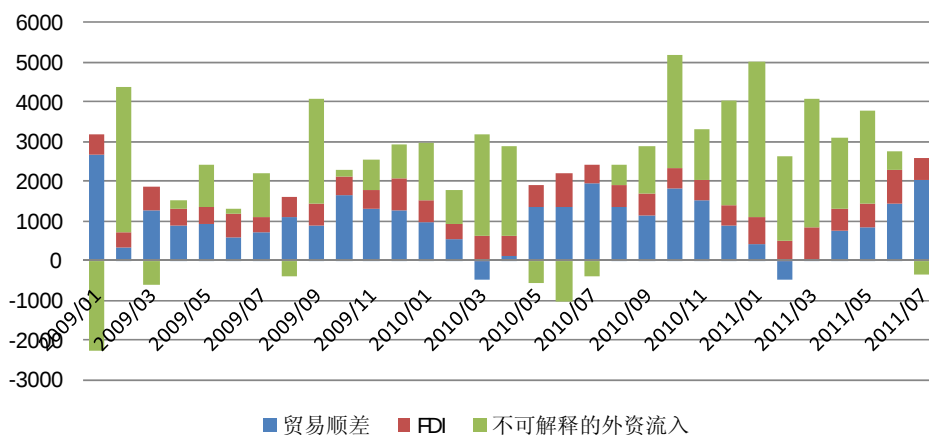
来源：Wind，国金证券研究所

图表9：2011 年 7 月 M1 与 M2 增速差



- **热钱流出导致 7 月新增外汇占款继续下降。**7 月新增外汇占款 2196 亿人民币，较 6 月份继续减少 577 亿，已连续两月下滑。其中，贸易顺差 315 亿美元（环比上升 92.3 亿，为 09 年 2 月以来最高水平），外商直接投资为 83 亿美元，则 7 月不可解释外汇流入为-375 亿人民币，热钱流出明显。
- **热钱流出或因避险情绪升温。**7 月新增外汇占款数和 2 月接近，但原因不同。2 月份是由于大幅的贸易逆差，而现在是因为热钱的快速流出。可能原因在于海外机构不断下调全球经济增速，避险情绪升温，资金从新兴经济体迅速撤离。6 月份热钱流入的大幅减少就已初现端倪，7 月份更是进一步为负。

图表 10：外汇占款新增构成

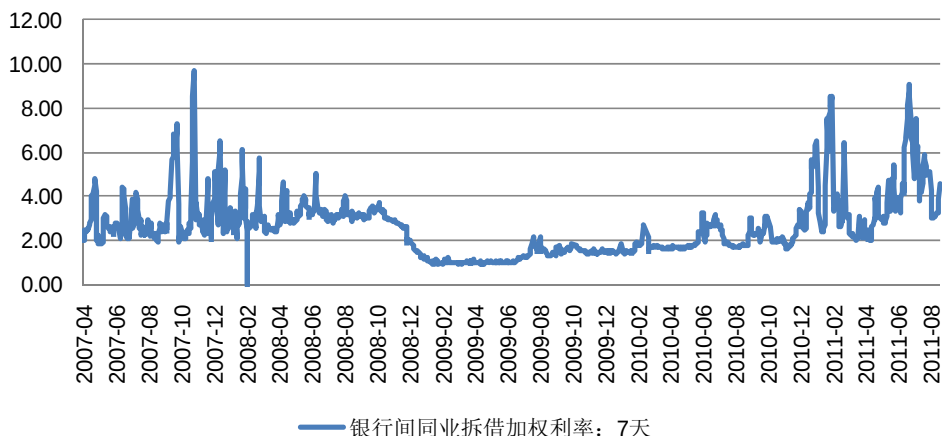


来源：Wind，国金证券研究所

银行间市场流动性：7 月紧张，8 月回落

- **银行间市场拆借利率 7 月份整体较高，8 月份有所回落。**整个 7 月份银行间流动性较为紧张，7 天拆借利率始终在 4% 以上。虽然 7 月份由于外汇占款回落和货币市场到期量减少，央行并未提高存款准备金率，但由于财政存款增加较多，相当于提一次准备金效果，因而银行间利率始终居高不下；8 月份央行连续在公开市场净投放，银行间市场资金面有所缓解，7 天拆借利率一度回落到 3% 左右水平。

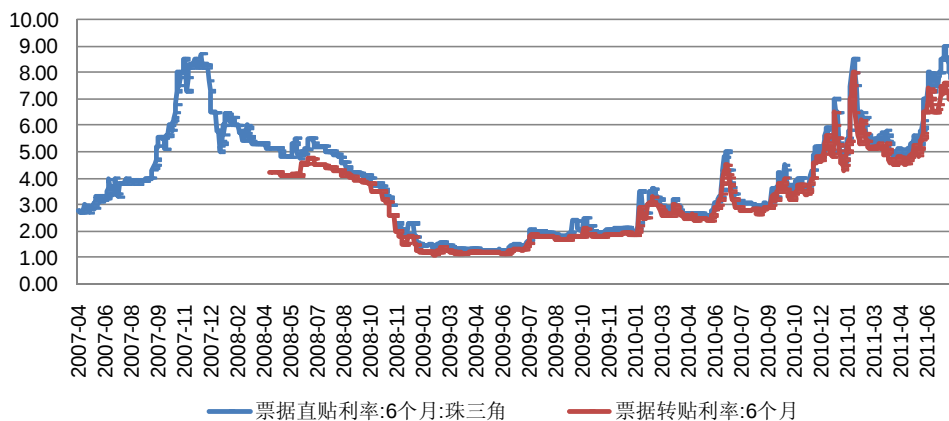
图表11：银行间市场 7 天拆借利率



来源：Wind，国金证券研究所

- **票据利率呈先涨后跌格局。**整个 7 月份 6 个月票据转贴利率从 6.8% 上升到 7.6%，6 个月票据直贴利率从 7.3% 上升到 9.0%；8 月初至今 6 个月票据转贴利率又下降了 40 个百分点至 7.2%，6 个月票据直贴利率下降了 120 个百分点至 7.8%。虽然 8 月份票据利率有所回落，但持续高于同期一般性贷款利率反映出企业获取融资的难度依然较大，实体经济流动性难言放松。

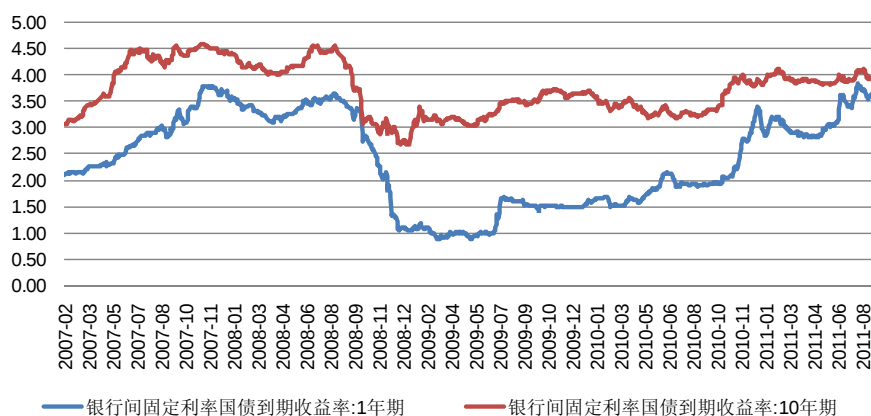
图表 12：票据贴现利率先涨后跌



来源：Wind，国金证券研究所

- **国债收益率 7 月大幅上升，8 月略有下降。**7 月 1 年期银行间市场国债收益率上升了 30BP，8 月初至今回落 8BP 至 3.65%；5 年期国债利率 7 月份上升了 26BP，目前水平与 8 月初相当为 3.79%；10 年期国债利率 7 月份上涨了 17BP，8 月至今回落 11BP 至 3.93%。

图表 13: 国债收益率 7 月大幅上升, 8 月略有下降

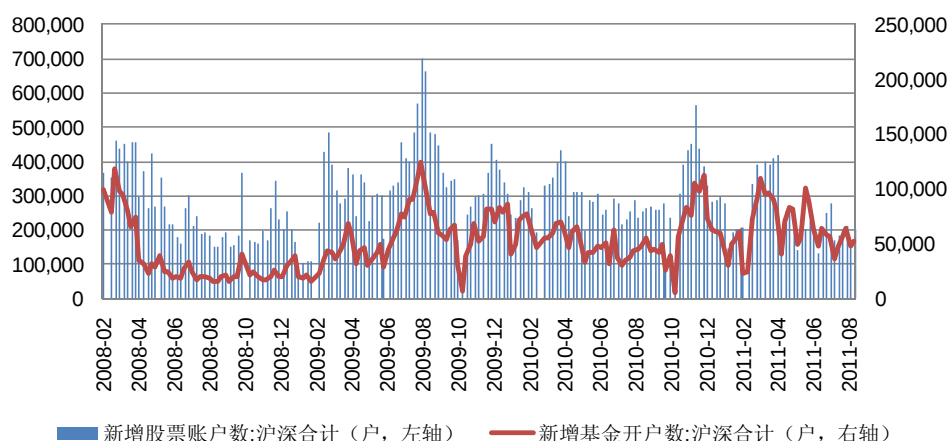


来源: Wind, 国金证券研究所

市场流动性: 开户数和交易量继续低迷

- 7 月新开户数较 6 月小幅下降, 周均新增股票账户数从 6 月的 20 万户左右下降到 19 万户。

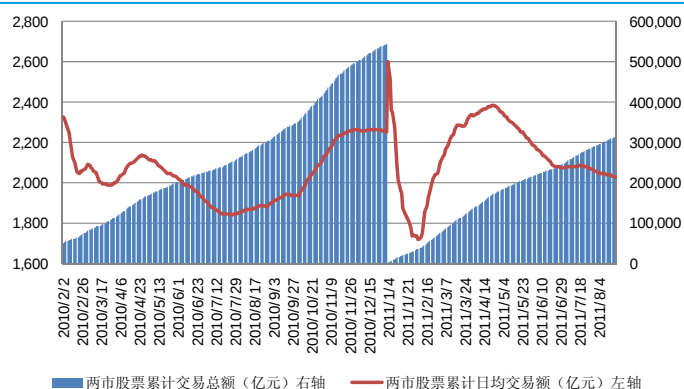
图表 14: 新开户数跟踪



来源: Wind, 国金证券研究所

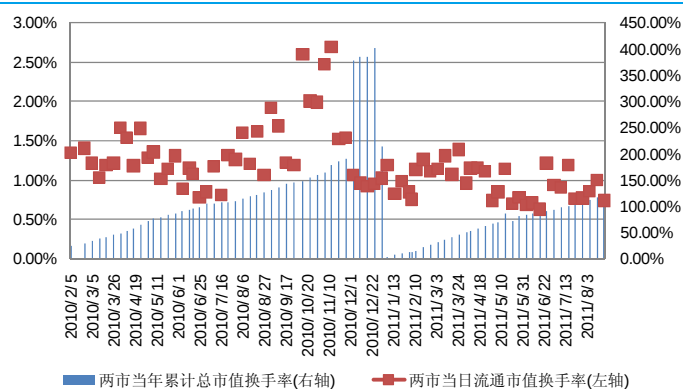
- 两市日均交易量继续下滑, 累计日均交易额从 7 月初的 2073 亿下降到目前的 2027 亿。两市换手率仍处于低位, 目前两市流通市值换手率为 0.74%。

图表15: 两市股票累计交易额与累计日均交易量



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 两市换手率



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。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-27527129
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B