

一丝曙光

政府债务与银行资产质量

银行 同步大市-A

上次评级

同步大市-A

报告日期

2011-10-21

报告关键点:

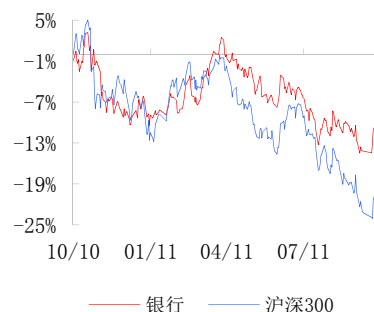
- 债务结构差异下银行体系承压不一
- 需求波动情况和融资结构差异导致银行资产质量变化不一
- 融资体系改革是缓解银行体系压力的根本

报告摘要:

- **债务问题的结构差异使得银行承压大小不一:** 虽然全球范围内都面临债务问题,但债务结构不一,对比一些国家基础设施建设资金来源之后再看信贷扩张和银行体系资产质量之间的关系,我们认为信贷扩张是否会引发银行资产质量明显的恶化,关键是信贷背后的真实需求波动情况,其次也和融资结构有关。无论是市政债还是银行贷款作为政府资金主要来源,共同点在于,基础设施投资采取更加市场化的形式、社会资金参与可以降低商业银行承担的政府干预经济的成本。
- **信贷扩张与银行业不良的产生:** 在美国,信贷增速的提高并不必然伴随着银行体系资产质量的下降,从19世纪80年代到现在,银行体系资产质量的恶化主要有三次,伴随的三个事件是20世纪80年代储贷协会危机、21世纪初的科网泡沫破灭以及2008年的次贷危机。但在其他时间,信贷增速较高之后,只要经济基本面变化不大,银行的资产质量并不会受到大的影响。英国相比美国,经济波动和资产质量的相关性要更大一些。在银行贷款占政府投资比重偏小的国家,经济小幅波动时,信贷扩张和银行资产质量并无直接联系,当信贷扩张之后伴随着经济的显著调整,才会伴随着银行体系资产质量的恶化。
- **投融资结构改革是解决问题的根本:** 在中国,银行资产质量的波动和信贷扩张的关系相对更大,因为银行体系融资在经济中的占比非常高,使得经济的波动更明显的反映在银行的资产质量当中。另外,90年代银行体系承担了过多的财政功能使得不良率的中轴要更高一些。
- **资产端调整具有风险缓释作用:** 在银行体系资金占到社会融资总量80%以上这种环境下,银行承担了大部分经济风险。银行体系内在的脆弱性源于资产端和负债端流动性不匹配,目前负债端的脱媒会使得这种资产负债不匹配状态更加明显。缓解的方式之一是通过证券化将贷款分配给资金供给者,其次是银行自身业务对象的调整,即从企业客户向零售客户的转变,这也是目前银行自发调整的方向。美国银行体系也经历了这样的演变过程。
- **地方债试点体现了融资结构调整的进展,有助于缓解银行体系压力:** 近期上海、浙江、广东、深圳开展地方政府自行发债试点,未来地方政府的融资方式有望逐步调整 and 市场化,而不是一直依赖于银行体系,从中长期来看,有助于降低银行体系的压力。
- **投资建议:** 短期房地产市场和中小企业贷款资产质量不确定性带来的风险溢价仍然尚未减轻,这会制约股价向上的空间。但目前银行股的估值水平向下弹性很小,低估值带来的防御价值和流动性边际改善可能带来的向上空间使得银行股配置价值毋庸置疑。
- **风险提示:** 资产质量恶化。

首选股票	目标价	评级
600016 民生银行	7.1	买入-B
601009 南京银行	10.0	增持-A
600015 华夏银行	12.0	增持-A
600036 招商银行	14.3	买入-A
601288 农业银行	3.2	增持-A

12个月行业表现



杨建海
021-68765375
执业证书编号

首席行业分析师
yangjh@essence.com.cn
S1450511020022

报告联系人

许敏敏

021-68765372
xumm@essence.com.cn

前期研究成果

- 银行: 新增中长期贷款占比趋势下降
2011-09-13
- 银行业数据双周报(2011年9月13日)
2011-09-13
- 银行: 估值悖论与自我调整
2011-09-13

目 录

1. 债务问题的普遍性和结构差异.....	3
1.1. 债务问题全球化.....	3
1.2. 债务结构：银行贷款和社会资金.....	4
2. 历史上不良贷款成因.....	5
3. 投融资体系改革是解决问题的根本.....	8
3.1. 纳入政府预算.....	9
3.2. 政府融资结构调整.....	9
4. 资产端调整具有风险缓释作用.....	9
5. 估值反映了偏悲观的情景.....	10

图 表 目 录

图 1 美国政府债务/GDP (%)	3
图 2 英国政府债务/GDP (%)	3
图 3 IMF 对各个经济体政府债务占 GDP 比重的统计及预测	4
图 4 中国政府债务以银行贷款为主.....	5
图 5 中国政府债务主要集中在基础设施融资.....	5
图 6 美国市政债模式.....	5
图 7 英国公私合伙制.....	5
图 8 美国信贷增长与银行资产质量(%).....	6
图 9 英国信贷增长与银行资产质量.....	6
图 10 深发展不良率与经济增长.....	6
图 11 中国的财政赤字	7
图 12 金融功能财政化	7
图 13 部分国家的不良率.....	7
图 14 商业银行不良率	7
图 15 货币紧缩环境下不良的增加	7
图 16 工业企业盈利能力变化	8
图 17 逆周期监管下充足的拨备.....	8
图 18 银行仍占融资渠道主导地位	8
图 19 银行体系的系统重要性	8
图 20 存款脱媒.....	10
图 21 美国商业银行资产结构的调整.....	10
图 22 美国资产证券化的发展	10
图 23 美国银行业 ROE 变化.....	11
图 24 未来的演化路径	11
表 1 各国基础设施资金来源（不考虑财政）	5
表 2 上市银行估值.....	12

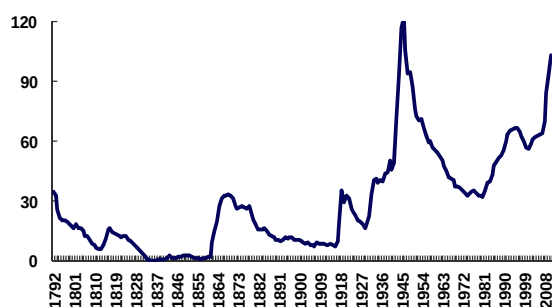
本篇报告主要探讨银行的资产质量波动。虽然我们可以看到目前基本上全球范围内都面临债务问题，但是债务的结构是不一样的，即使不去看内债外债的比重，国内债务的结构也是不一样的。由于国内的政府债务基本上都投向基础设施建设等领域，所以我们对比了一些国家的基础设施建设的资金来源，在这样的背景下再去信信贷扩张和银行体系资产质量之间的关系，我们认为信贷扩张是否会引发银行资产质量明显的恶化，关键是信贷背后的真实需求波动情况，其次也和融资结构有关。美国的数据显示，债务规模的扩张和银行体系的资产质量并没有直接关系，主要是美国的政府债务并不以银行体系为主。英国也反映了这样的情况，虽然相对来说英国政府在基础设施方面的投资依赖银行贷款更多一些，由于采取更加市场化的公私合伙制，银行体系的资产质量变化也和政府债务没有直接关系。在中国，资产质量的波动和信贷扩张的关系相对更大，背后的原因可能在于银行体系融资在经济中的占比非常高，使得经济的波动更明显的反映在银行的资产质量当中。另外，90年代银行体系承担了过多的财政功能使得不良率的中轴要更高一些。长期来看，财政投融资体系的改革是缓解银行压力的最根本条件，银行自身资产端的调整有风险缓释作用。

1. 债务问题的普遍性和结构差异

1.1. 债务问题全球化

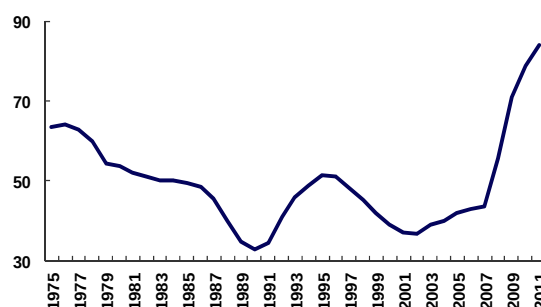
根据 IMF 的分析，主要经济体政府债务占 GDP 比重在最近两年都出现了非常明显的上升。美国政府债务占 GDP 的比重在 2010 年末已经超过 93%，英国政府债务在 2010 年末占 GDP 的比重也接近 80%。

图 1 美国政府债务/GDP (%)



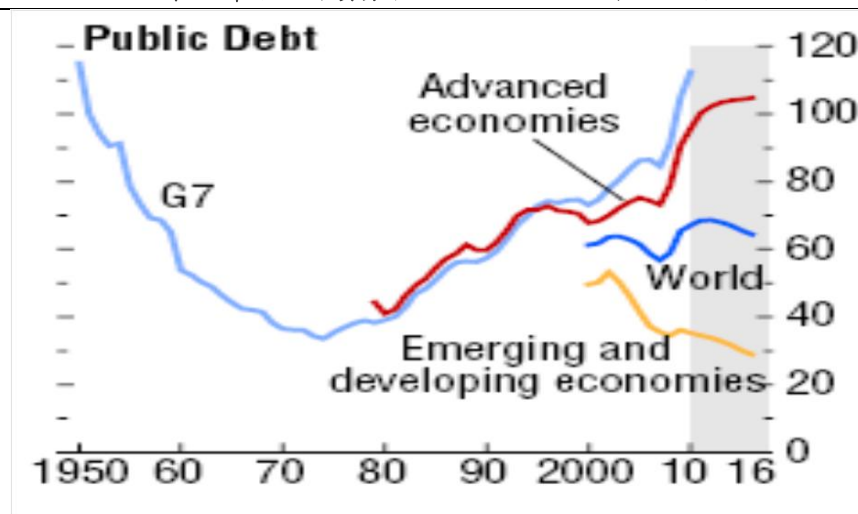
数据来源：美国政府支出网，安信证券研究中心

图 2 英国政府债务/GDP (%)



数据来源：英国财政部，安信证券研究中心

图3 IMF对各个经济体政府债务占GDP比重的统计及预测



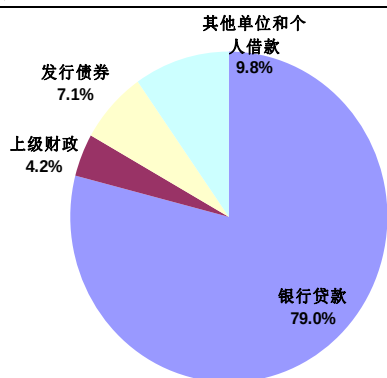
数据来源：IMF, 安信证券研究中心

1.2. 债务结构：银行贷款和社会资金

从结构来看，内债一般主要表现为两种形态，银行贷款和资本市场融资方式。由于政府资金主要投向具有公共品性质的行业，比如国防、教育、基础设施等，其中以基础设施行业为主，我们去观察各个国家基础设施行业的资金来源结构，除了市政债方式外，银行信贷模式也存在很多差异，比如通过建立基础设施专业开发银行来为基础设施建设融资，在发达国家这些专业开发银行的资金主要来源于合同性储蓄机构和其他一些长期资金，而在发展中国家则是通过中央政府借款、特别债券、政府联合借款以及国际多边金融组织资助的形式。除了专业开发银行以外，还有通过建立城市基础设施开发基金、建立私人基金、或者公私合伙制的项目融资方式来为基础设施建设提供资金的。市政债模式、各种形式的银行贷款模式总结起来其实是两类：银行贷款和社会资金。

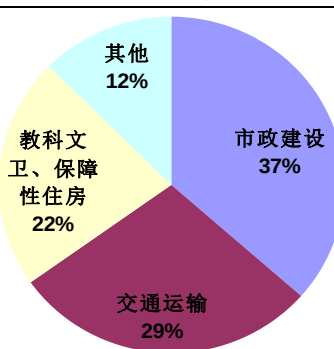
以美国 and 英国为例，美国是市政债融资的典型，在美国，市政债的发行量占到债券市场发行量的接近 10%，美国实施联邦、州和县三级财政管理，市政债发行主体主要是政府和政府授权机构，市政债投资者中家庭和各类基金约占 75% 左右的比重。英国的政府资金主要还是来自银行贷款，但在操作上是公私合伙制，通过公私合作提高公共投资的专业管理水平，并且可以吸引私人部门的资本共担风险。而在中国，截止 2010 年末基础设施项目支出占到政府债务的 86.54%，政府债务在融资上主要依赖银行贷款。

图 4 中国政府债务以银行贷款为主



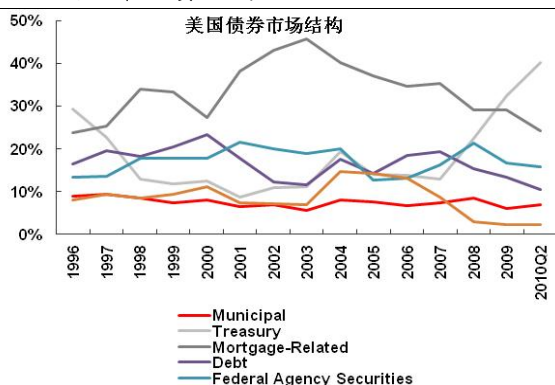
数据来源：审计署，安信证券研究中心

图 5 中国政府债务主要集中在基础设施融资



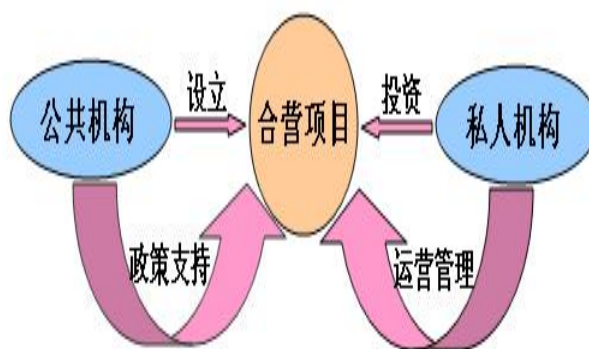
数据来源：审计署,安信证券研究中心

图 6 美国市政债模式



数据来源：美国证券与金融市场协会，安信证券研究中心

图 7 英国公私合伙制



数据来源：安信证券研究中心

表 1 各国基础设施资金来源（不考虑财政）

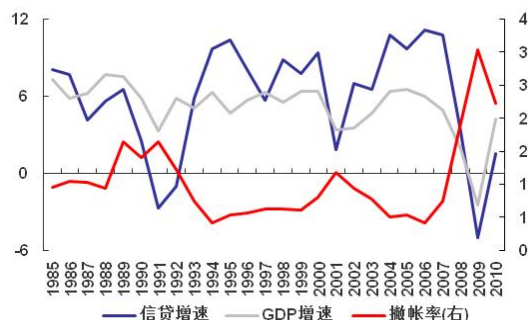
方式	模式
银行贷款	专业开发银行或者 1-2 家银行主导，资金来自合同性储蓄机构、邮政储蓄、养老金基金等
市政债	投资者主要为个人投资者、货币市场基金、共同基金、保险公司等、商业银行等
项目融资	公司合伙制，民营资金参与
其他	股权融资、土地融资、跨国借贷等

数据来源：安信证券研究中心

2. 历史上不良贷款成因

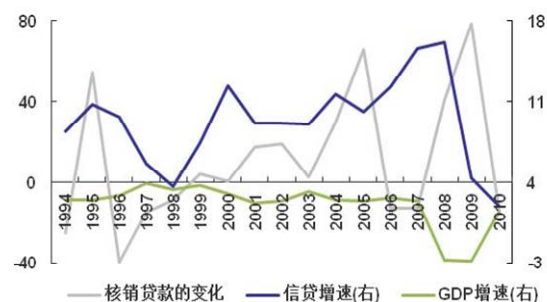
对比美国、英国、中国信贷增速和商业银行资产质量的变化情况，我们会看到，在美国，信贷增速的提高并不必然伴随着银行体系资产质量的下降，从 19 世纪 80 年代到现在，银行体系资产质量的恶化主要有三次，一个是 80 年代末，第二次是 2001 年左右，第三次就是 2008 年。而在这三个时间段当中，很明显的三个事件是，80 年代的储贷协会危机、21 世纪初的科网泡沫破灭、以及 2008 年的次贷危机。但是在其他时间，信贷增速较高之后，只要经济基本面变化不大，银行的资产质量并不会受到大的影响。在英国不同的是相比美国，经济波动和资产质量的相关性要更大一些。我们认为，在银行体系贷款占政府投资比重偏小的国家，经济小幅波动时，信贷扩张和和银行资产质量并无直接联系，当信贷扩张之后伴随着经济的显著调整，才会伴随着银行体系资产质量的恶化。

图 8 美国信贷增长与银行资产质量(%)



数据来源：FDIC，安信证券研究中心

图 9 英国信贷增长与银行资产质量

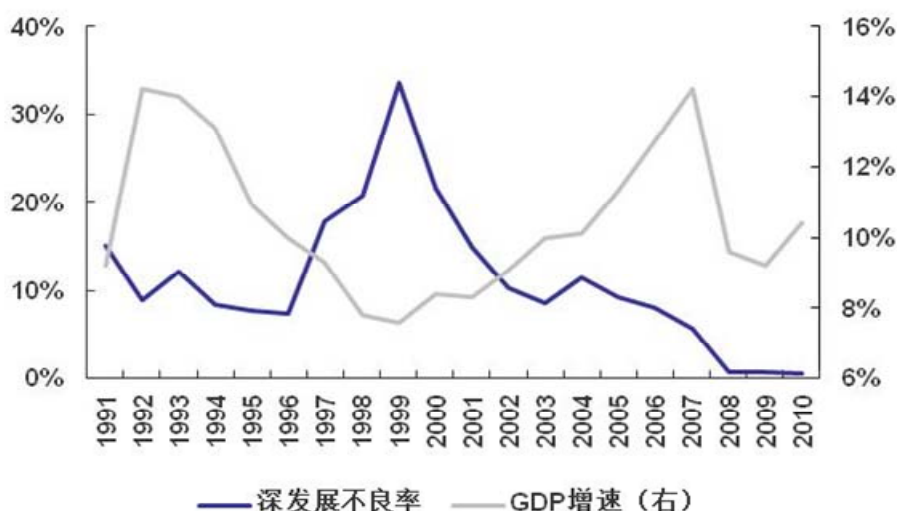


数据来源：CEIC,安信证券研究中心

中国的历史数据虽然并不完整，但从深发展历史上的资产质量数据、城镇固定资产投资资金来源数据可以看到，90年代银行承担了财政功能（银行贷款占城镇固定资产投资比重上升）使得不良贷款率相对在比较高的平台上。85年拨改贷全面实行之后，相当于把财政拨款和银行贷款两个有着本质区别的概念混淆在一起，在持续的财政赤字背景下，90年代银行的不良率一直在非常高的水平，要明显的高于其他很多国家。

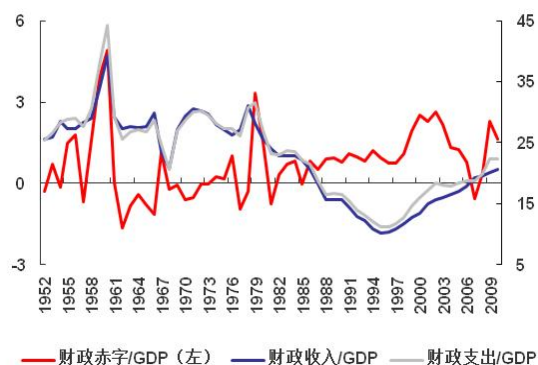
深发展90年代的资产质量指标一直在8%以上(逾期贷款和呆滞贷款占总贷款的比重)，在98年金融危机时期迅速上升至30%以上。2004年不良率也出现了小幅增加，和当时经济波动以及2003年的信贷高增长有一定关系。2008年不良率仍继续下降是因为当时大规模的核销。

图 10 深发展不良率与经济增长



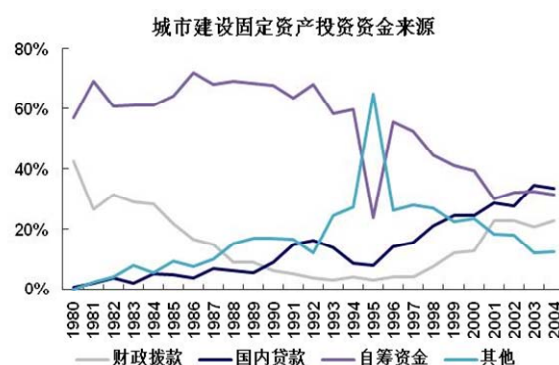
数据来源：公司公告,WIND,安信证券研究中心

图 11 中国的财政赤字



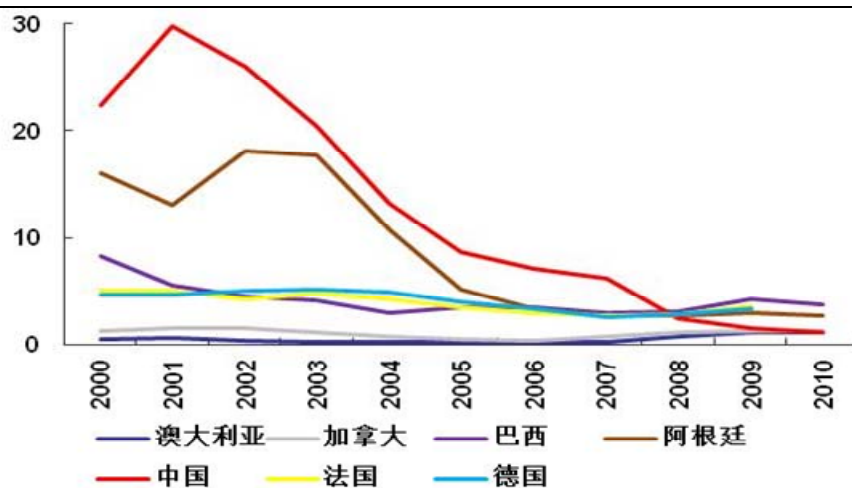
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 12 金融功能财政化



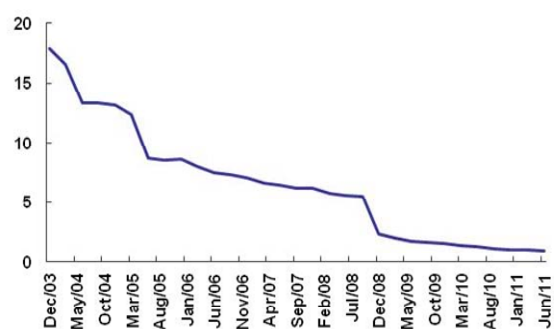
数据来源：固定资产投资统计数典,安信证券研究中心

图 13 部分国家的不良率



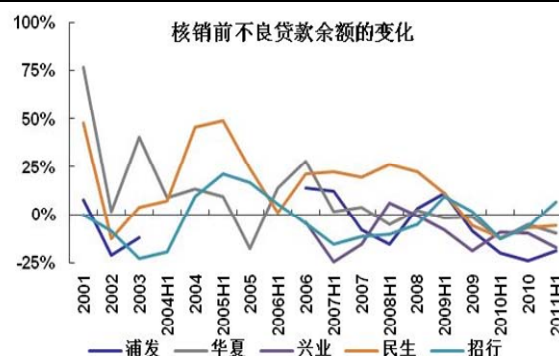
数据来源：WIND,安信证券研究中心

图 14 商业银行不良率



数据来源：银监会，安信证券研究中心

图 15 货币紧缩环境下不良的增加

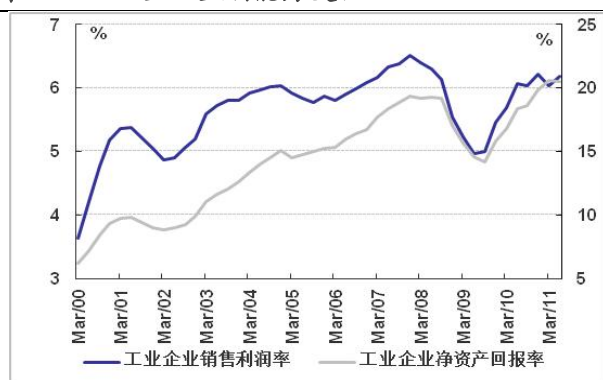


数据来源：公司公告,安信证券研究中心

从信贷增速与银行不良资产的增加上来看，在 2003 年信贷高增长之后部分银行有出现过不良贷款余额的增加，比如民生、招行，当时的环境是宏观经济出现小幅的波动。2009 年信贷的高增长在今年也带来了不良贷款上升的苗头，但是跟 90 年代或者 20 世纪初相比，企业盈利能力要更高、银行体系拨备要充足的多，上万亿的拨备可以抵抗

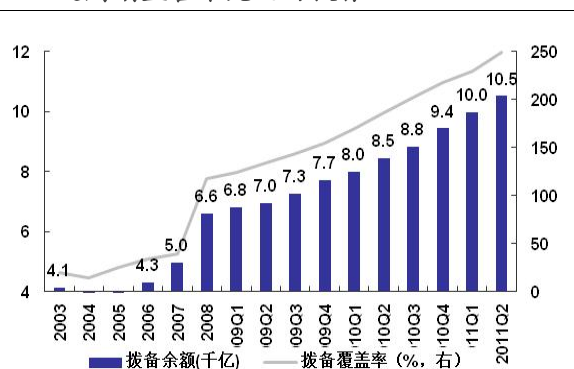
不良的小幅增加。目前的不良贷款是 4300 多亿,如果不良率从目前的 1%上升到 2%,不再多提拨备的情况下,拨备覆盖率依然可以保持在 150%以上。

图 16 工业企业盈利能力变化



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 17 逆周期监管下充足的拨备

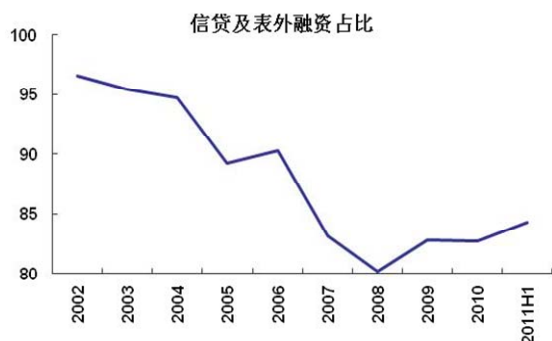


数据来源: 银监会, 安信证券研究中心

3. 投融资体系改革是解决问题的根本

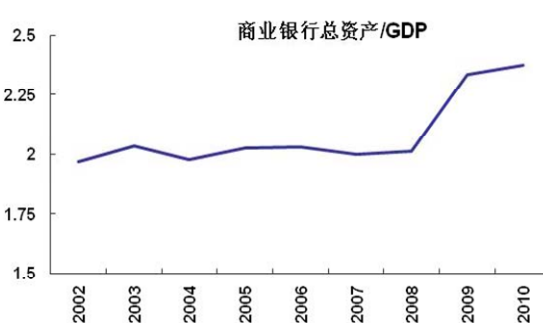
根据社会融资总量数据,如果将信贷、委托贷款以及银行承兑汇票等和银行相关的融资加总的话,我们看到,目前经过银行体系的融资占比依然在 85%左右的水平,虽然相比几年之前有了明显的下降,但这样的水平并不算低。银行业总资产相当于 GDP 的体量在两倍以上,这意味着银行体系的风险非常容易引发系统性风险。

图 18 银行仍占融资渠道主导地位



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 19 银行体系的系统重要性



数据来源: 银监会, 安信证券研究中心

从中国历史上不良的形成和国外的对比来看,我们认为财政投融资体系改革是降低银行业风险的最核心的要素。历史上不良大量生成的原因很重要的是来自银行承担了过度的拉动经济增长的压力。财政投融资体系的改革最关键的是两个:一个是要将贷款纳入政府预算,二是促进政府通过债券市场融资。一般来说,大部分国家都将政府债务切实纳入预算管理轨道,实行预算管理以后,政府债务可以更加透明化,并且对财政偿债机制有明确的计划,第二点就是通过拓展融资方式,减轻银行体系承受的压力。国外一般根据投资领域中公共品的特性大小有针对性的安排融资方式,也是可以借鉴的。

3.1. 纳入政府预算

审计署在地方债审计结果中提出，除地方政府债券和各种财政转贷外，大部分地方政府性债务收支未纳入预算管理和监督，相关管理制度也不健全。至 2010 年底，在 36 个省级政府中，有 7 个未出台地方政府性债务管理规定，8 个未明确债务归口管理部门，14 个未建立政府性债务还贷准备金制度，24 个未建立风险预警和控制机制。市级和县级政府债务管理制度不健全的问题更为突出，一些地方长期存在债务规模底数不清、偿债责任未落实等问题。

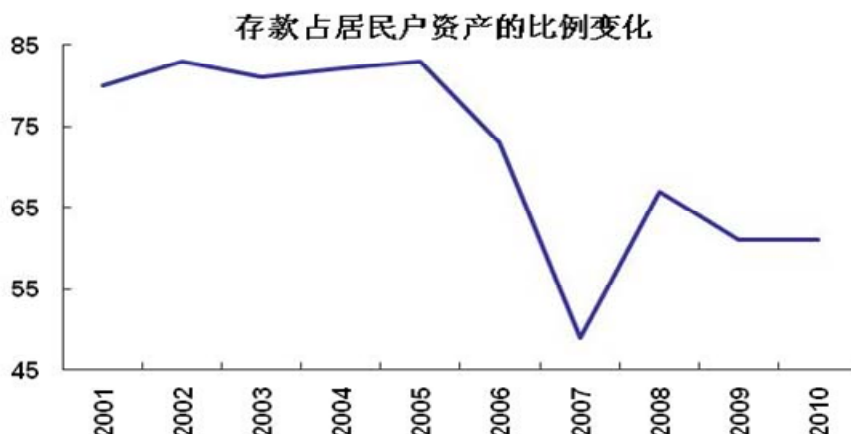
3.2. 政府融资结构调整

在银行和地方政府的博弈当中，贷款的偿还未纳入政府预算使得政府债务更大程度上隐性化，并成为贷款拖欠的主要因素。将贷款纳入政府预算有助于减轻银行压力。媒体今年频繁的报道地方城投的问题，最典型的的就是云南收费公路事件，虽说银行贷款最终得以偿还，我们需要思考的是：即使控制住政府债务不再新增，若再次遇到类似 2008 年的情景，银行是否会再一次承担压力？在成熟市场经济体中，地方政府负债一般通过债券，即便是银行贷款，也多采取更加市场化的形式吸引民间资金参与，而如果中国现行的投融资体制没有任何改变，政府要再次举债，还只能主要依靠银行贷款。在控制债务总规模的同时，地方政府举债方式的改变是银行体系压力缓解的根本条件。

4. 资产端调整具有风险缓释作用

从银行自身来讲，对资产端的调整可以起到风险缓释作用。第一个就是贷款出售和证券化。在银行体系资金占到社会融资总量 85% 这种环境下，银行承担了大部分经济风险。通过证券化的方式可以起到风险缓释。银行体系是有内在的脆弱性的，因为资产端和负债端是极其不匹配，负债端的脱媒会使得这种资产负债不匹配状态更加明显。负债端的脱媒我们现在已经可以看到明显的迹象，但是资产端的脱媒要明显慢于负债端的脱媒，改变这种状态、减轻银行体系脆弱性的方式最有效的途径就是将银行的“贷款并持有”变为“贷款然后分配”，通过证券化将贷款分配给资金供给者。美国银行体系也经历了这样的演变过程。在存款脱媒之后，银行破产的数量增加，在这样的背景下，银行出现了两个趋势，首先在业务对象上，从企业客户转向个人客户，其次就是资产证券化的迅速发展。

图 20 存款脱媒

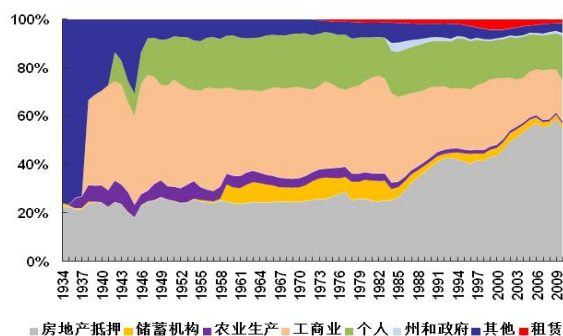


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

美国商业银行在演变的历程当中，就通过证券化的形式减轻了负担，从而使原来全部由银行承担的信贷风险变得社会化、公众化，彻底改变了银行业的形势，加速了银行系统从1970年代开始的打破此疆彼界的步伐，信贷风险分散到社会和公众承担使商业银行的抗风险能力得以大大增强。

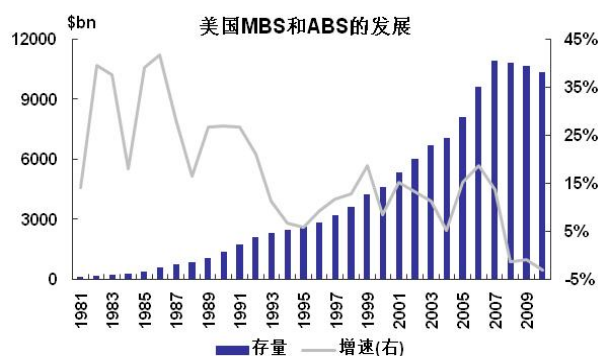
业务对象方面，可以从资产结构看出，个人业务占比在80年代后期之后快速提升，其中的背景就是存款流失。

图 21 美国商业银行资产结构的调整



数据来源：FDIC，安信证券研究中心

图 22 美国资产证券化的发展

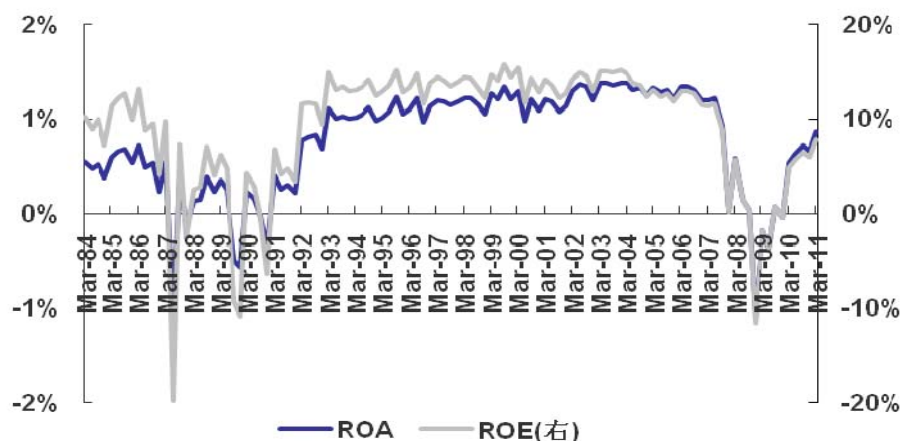


数据来源：美国证券业和金融市场协会,安信证券研究中心

5. 估值反映了偏悲观的情景

从目前银行股的估值来看，地方政府债务问题可能引发的资产质量风险是市场一直非常担心的地方，这也导致了从2010年到现在银行的估值一直被压制，我们从银行体系自身的特点去分析认为目前的估值是反映了偏悲观的情形。银行的盈利一般是比较稳定的，在经济危机的时候会出现大幅的下滑，但是经济恢复正常状态时很快又回到到稳定的状态。

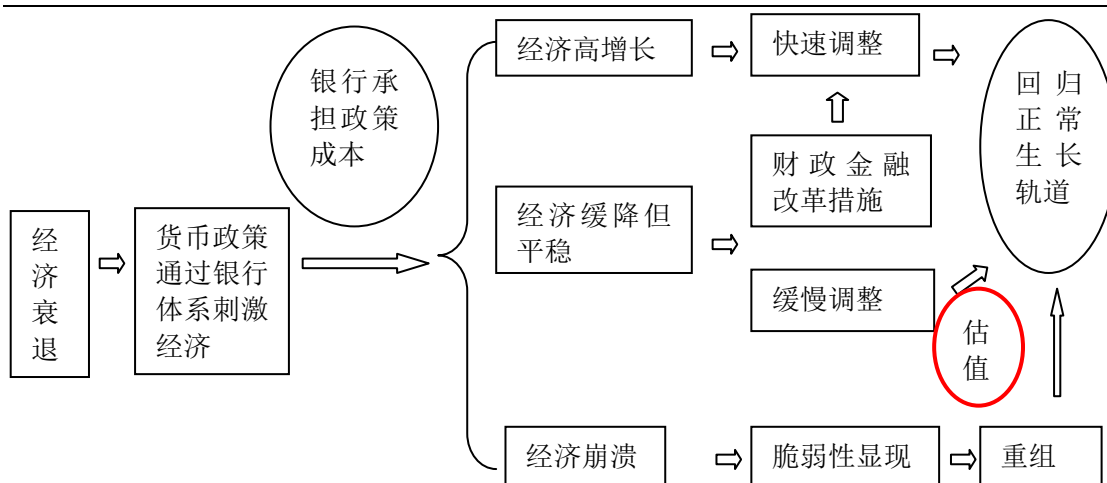
图 23 美国银行业 ROE 变化



数据来源：IMF, 安信证券研究中心

银行体系自身的矛盾性在于，当经济衰退时，政府的货币政策通过银行体系来刺激经济，这就使得银行承担了政策干预经济的大部分成本，他自身的正常生长会被干扰，这一点在银行主导型的经济体系中是表现的最明显的。假如未来经济进入新一轮高增长的轨道，银行体系可以在这个过程中很快的调整过来并且进入本来应该走的发展轨道，如果经济出现下降但是比较平缓，银行体系可能需要经过漫长的调整过程才能进入正常的生长轨道当中。但是有一个因素在这里可以促进银行体系的调整，那就是财政金融体系的改革，比如向我们前面提到的投融资体系改革。银行自身资产端的调整也可以缓解自身的压力并且加快调整和纠错的过程。

图 24 未来的演化路径



数据来源：安信证券研究中心

如果经济快速下行，那么银行体系的脆弱性就会很快体现出来，必须通过重组等方式来进入新一轮正常的发展轨道当中。在这种情境下，估值可能仍有下降空间。综合来看，目前银行股的估值反应的是偏悲观的情形，考虑到未来可能存在的诸多解决问题的路径，从中长期来看对银行股无须过度悲观，从风险和收益的角度综合考虑，银行

的配置价值是毋庸置疑的。而能否摆脱偏低的估值中枢，核心的力量仍然在于银行体系内在的矛盾性是否可以减轻，投融资体系改革成为关键的环节。

表 2 上市银行估值

	EPS			BVPS			PE			PB		
	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
中国银行	0.39	0.46	0.53	2.42	2.75	3.17	7.35	6.11	5.22	1.19	1.02	0.88
交通银行	0.70	0.84	1.03	3.98	4.55	5.25	7.14	5.91	4.84	1.25	1.09	0.95
华夏银行	1.20	1.13	1.41	7.11	9.15	10.31	11.53	8.95	7.13	1.95	1.10	0.98
民生银行	0.66	0.92	1.17	3.94	4.72	5.72	8.65	6.24	4.88	1.45	1.21	1.00
兴业银行	3.09	3.87	4.74	15.35	18.56	22.50	7.41	5.92	4.84	1.49	1.23	1.02
南京银行	0.78	1.01	1.28	6.39	7.14	8.09	10.63	8.23	6.48	1.30	1.16	1.03
北京银行	1.09	1.18	1.45	6.84	8.38	9.55	8.84	8.33	6.78	1.41	1.17	1.03
中信银行	0.56	0.59	0.72	3.19	3.66	4.20	9.67	8.60	6.22	1.69	1.38	1.07
浦发银行	1.34	1.72	2.13	8.59	9.98	11.69	9.51	7.39	5.97	1.48	1.27	1.09
光大银行	0.32	0.39	0.48	2.01	2.30	2.65	9.54	7.67	6.35	1.50	1.31	1.14
农业银行	0.29	0.39	0.48	1.06	1.86	2.13	8.59	6.45	5.26	2.38	1.35	1.18
建设银行	0.54	0.68	0.79	2.24	3.21	3.69	8.20	6.55	5.59	1.98	1.38	1.20
深发展 A	1.80	1.79	2.17	9.62	13.06	15.01	13.55	12.58	8.41	2.54	1.72	1.21
招商银行	1.19	1.25	1.56	6.21	7.41	8.59	9.39	8.41	6.75	1.80	1.42	1.22
工商银行	0.48	0.57	0.68	1.95	2.69	3.11	8.43	6.89	5.82	2.06	1.47	1.27
宁波银行	0.81	1.03	1.35	5.51	6.28	7.29	11.72	9.13	6.99	1.71	1.50	1.29

数据来源：WIND，安信证券研究中心

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034