

公司研究 / 深度研究

2014年11月09日

银行 / 银行 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 11.34
合理价格区间(元): NA

罗毅 执业证书编号: S0570514060001
研究员 0755-23952862
luoyi@mail.htsc.com.cn

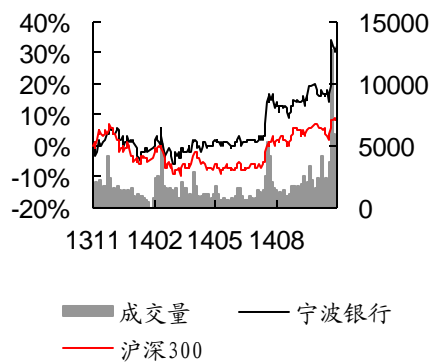
林博程 0755-82573832
联系人 linbocheng@oamail.htsc.com.cn

张帅帅 0755-23952720
联系人 zhangshuaishuai@oamail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《宁波银行(002142):业绩稳健 不良基本平稳》2012.10
- 2 《宁波银行(002142):息差大幅提升, 不良余额增加》2012.08
- 3 《收入增速靓丽 资产质量未见恶化——宁波银行3季报点评》2011.10

股价走势图



结构调整效果显 同质竞争一亮色

宁波银行(002142)

投资要点:

利率市场化改革逐步推进, 商业银行在收入端和风险端将经历一次大考。宁波银行提前布局, 左右开弓着手调整收入结构和客户结构: 资产结构调整推动收入结构优化, 贷款类利息收入占比下滑至 50% 以下, 收入结构多元化; 结合区位特点和自身优势, 公司未来定位以个人客户和中小微客户为主的“大零售”。业务结构调整给予公司较强的成长性和防御性, 形成差异化发展特色。

应对冲击, 积极调整资产结构。目前资金市场利率已初步实现市场化定价, 银行存款市场利率仍未完全放开, 公司提前布局, 大力发展包括债券类投资业务在内的资金类业务, 稳步提高其资产占比。同时, 保持传统存贷业务的稳定发展, 但逐步下调其资产占比。资产结构调整推动收入模式的进化: 包括资金类业务、同业业务在内的市场化运作业务收入占比稳步提升, 贷款业务收入占比稳步下调, 14 年中下滑至第二大资产来源。**资产结构调整推动收入结构优化:**截止 2014 年二季度末, 一般贷款产生利息收入占比为 48.53%, 首次在生息资产收入占比中下滑至不足 50%。证券投资类利息收入占比首次突破 40%, 提升至 41.00%, 较去年同期提升 6.08 个百分点, 较年初提升 5.31 个百分点, 成为重要收入来源。

客户结构调整, 目标“大零售”。具体到贷款类资产收入和中间业务收入, 公司不断细分市场, 最终目标定位于个人客户和中小微企业, 大力发展“大零售”业务条线。

攻守兼备, 公司保持高成长, 资产质量良好。受益于中国债券市场发展、较小的资产规模基数和大零售厚积薄发的特点, 公司具备广阔发展空间; 信贷业绩压力低于同业, 风险偏好下降有助于资产质量保持稳定。定位明确的客户群体和风控能力保证了公司资产质量的稳定。同南京银行一样, 我们定位公司为“金融蓝筹中的小票”, 看好公司未来发展。

上调为“买入”评级: 预计 2014-16 年净利润分别为 58 亿、67 亿、77 亿元, 增长 18.7%、16.1%、15.9%。14 年 EPS 为 1.77 元, 对应 PE 6.6 倍, PB1.2 倍。公司收入渠道多元化, 未来定位“大零售”, 正在走一条特色差异化道路。考虑到公司的未来成长性和良好的资产质量, 建议给予 15% 的溢价, 叠加行业 15% 的估值修复, 未来合计可有 30% 的上行空间, 故上调为“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 对资产质量问题的担忧上升。

公司基本资料

总股本(百万)	3,249.83
流通 A 股(百万)	2872.52
52 周内股价区间(元)	8.49-11.49
总市值(百万)	36,853.05
总资产(百万)	537,920.25
每股净资产(元)	11.33

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	12761	15972	19164	22609
+/-%	23.4	25.2	20.0	18.0
净利润(百万)	4,847	5,754	6,683	7,748
+/-%	19.2%	18.7%	16.1%	15.9%
EPS	1.49	1.77	2.06	2.38
PE	7.9	6.6	5.7	4.9

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

总体逻辑图	3
一、混合所有制结构，市场化程度高.....	4
1、混合所有制结构，股权均衡有序	4
2、高管持股超前，激励丰富.....	4
二、左右开弓 收入结构优化 客户结构调整.....	5
1、资产结构调整推动收入结构多元化.....	6
2、客户结构调整：目标客户细分 未来定位大零售	8
3、调整效果显现：进攻与防御并举	10
三、估值讨论.....	13
1、资产结构优化 大零售厚积薄发.....	13
2、行业仍被低估 公司给予 15%溢价.....	14

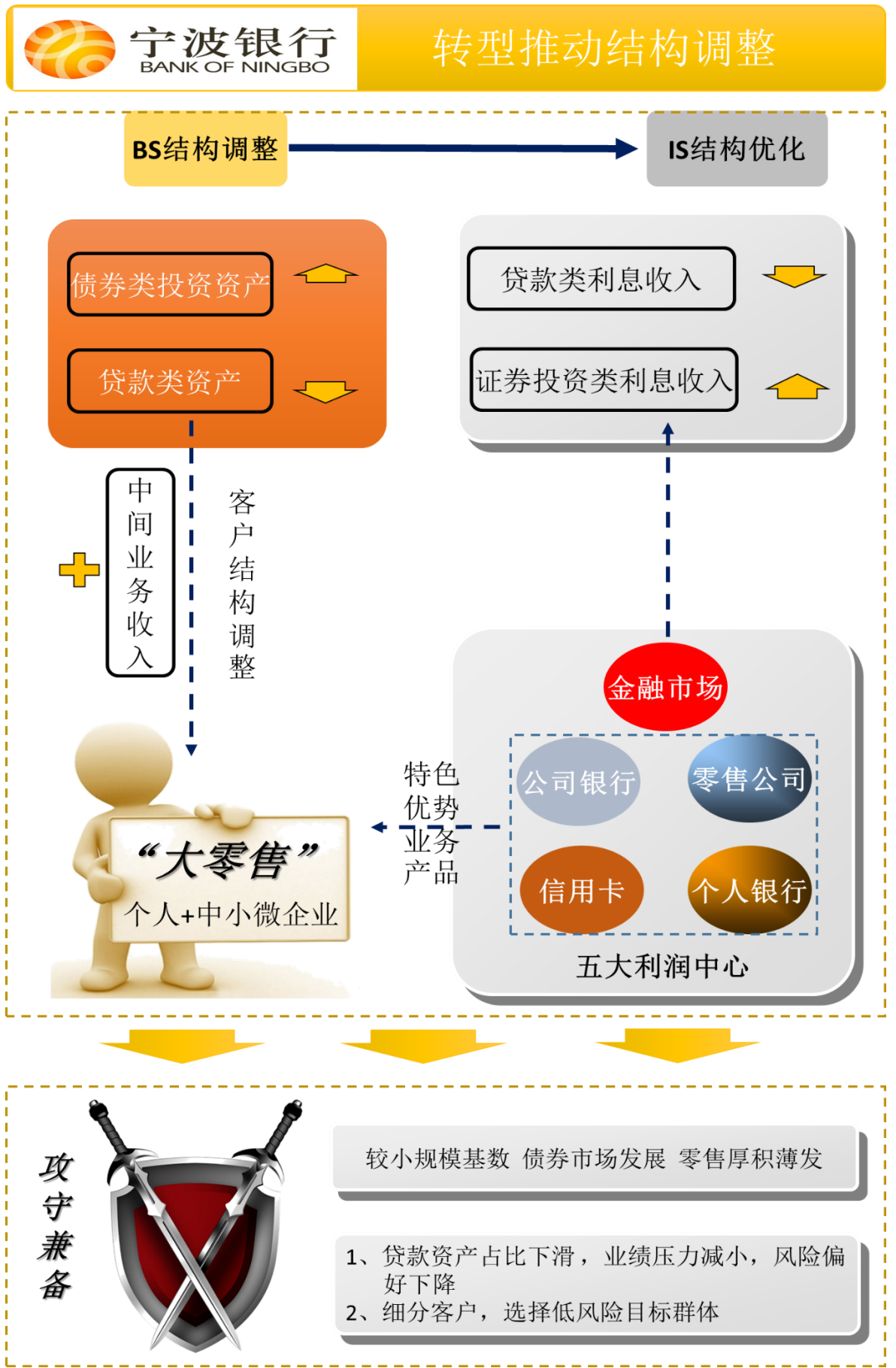
图表目录

图 1: 资产结构调整推动收入结构优化 客户结构调整目标“大零售”.....	3
图 2: 混合所有制结构，股权均衡.....	4
图 3: 高管持股情况良好.....	5
图 4: 左右开弓 着手调整收入结构和客户结构.....	5
图 5: 利率市场化对行业收益和风险两端形成冲击.....	6
图 6: 14年中贷款类资产占比下滑至第二位	7
图 7: 资产结构与同业呈现差异化.....	7
图 8: 贷款资产利息收入下降至不足 50%.....	8
图 9: 贷款投放更加倾向零售方向.....	9
图 10: 可与零售强行试比高	9
图 11: 银行业规模扩张放缓	10
图 12: 行业利润增速放缓.....	10
图 13: 资产扩张速度居行业前列.....	11
图 14: 利润增速居行业前列	11
图 15: 资本维持较高水平.....	11
图 16: 行业不良风险逐步释放	12
图 17: 资产质量保持良好水平	13
图 18: 关注类贷款占比保持平稳.....	13

未找到目录项。

总体逻辑图

图 1: 资产结构调整推动收入结构优化 客户结构调整目标“大零售”



资料来源: 华泰证券研究所

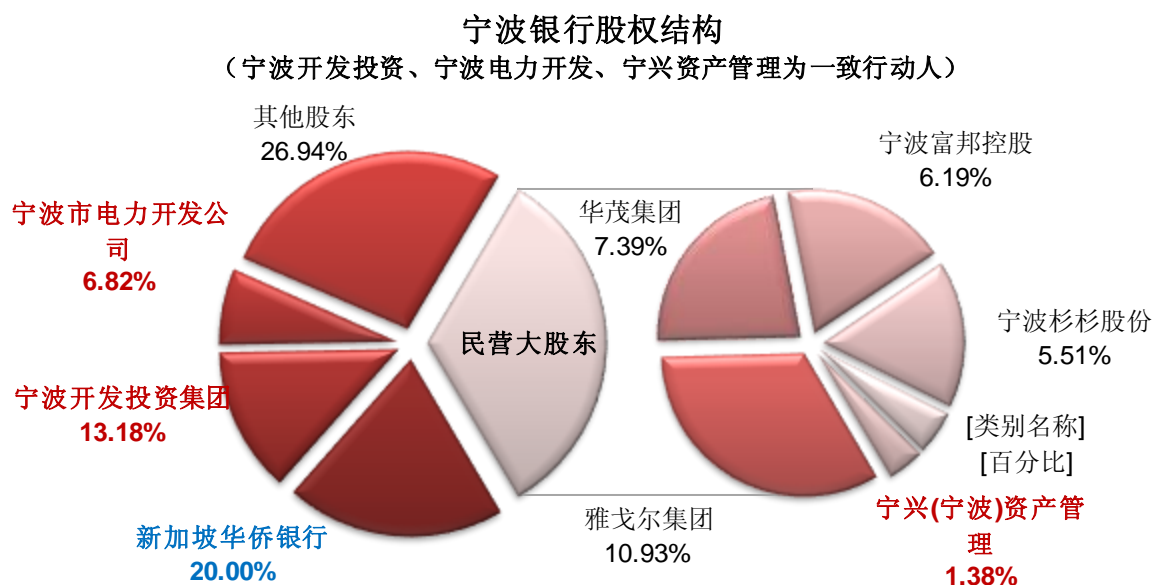
一、混合所有制结构，市场化程度高

1、混合所有制结构，股权均衡有序

地方国资、外资和民营资本相互平衡的股权结构。宁波银行第二大股东宁波开发投资集团有限公司（持股比例 13.18%）、第五大股东宁波市电力开发公司（持股比例 6.82%）和第十大股东宁兴(宁波)资产管理有限公司（持股比例 1.38%）为一致行动人，代表宁波市国资。新加坡华侨银行持股 20%，为公司第二大股东。民营资本的代表有雅戈尔集团（持股比例 10.93%），华茂集团（持股比例 7.39%），宁波富邦控股（持股比例 6.19%），宁波杉杉股份（持股比例 5.51%）等。

股权结构而言，地方国资与外资占比均衡，民营资本持股虽较为分散但整体占比居首，带来了宁波银行充足的市场化基因。同时，宁波市国资委对公司经营管理方面的行政干预很少，公司管理层选聘机制已实现市场化，公司专业化人才占比高，都有利于公司发掘市场化潜力，通过特色化、差异化经营实现弯道超车。

图 2： 混合所有制结构，股权均衡



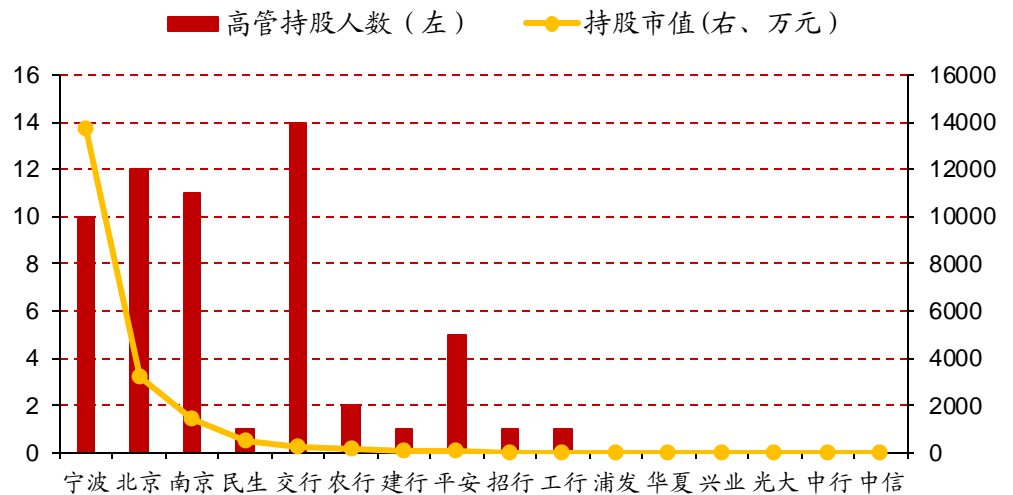
资料来源：公司财报、华泰证券研究所

2、高管持股超前，激励丰富

在所有上市银行中，宁波银行在上市前就完成了多数高管和员工的持股，激励情况良好，共计有 10 名高管持有合计约 1.37 亿元市值的公司股份，管理层持股总量和占比均高居 16 家上市银行首位，远高于诸多大行和股份行。

相比国有大行和大多数上市股份行，良好的高管持股可以更好的将管理层与公司的利益统一，有利于充分调动管理层的积极性和主动性，提高经营管理的效率。另外公司管理层较为稳定，且高管团队中专业化人才众多，对行业及公司的战略规划、业务发展以及经营管理均有独到见解。

图 3: 高管持股情况良好



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

二、左右开弓 收入结构优化 客户结构调整

图 4: 左右开弓 着手调整收入结构和客户结构

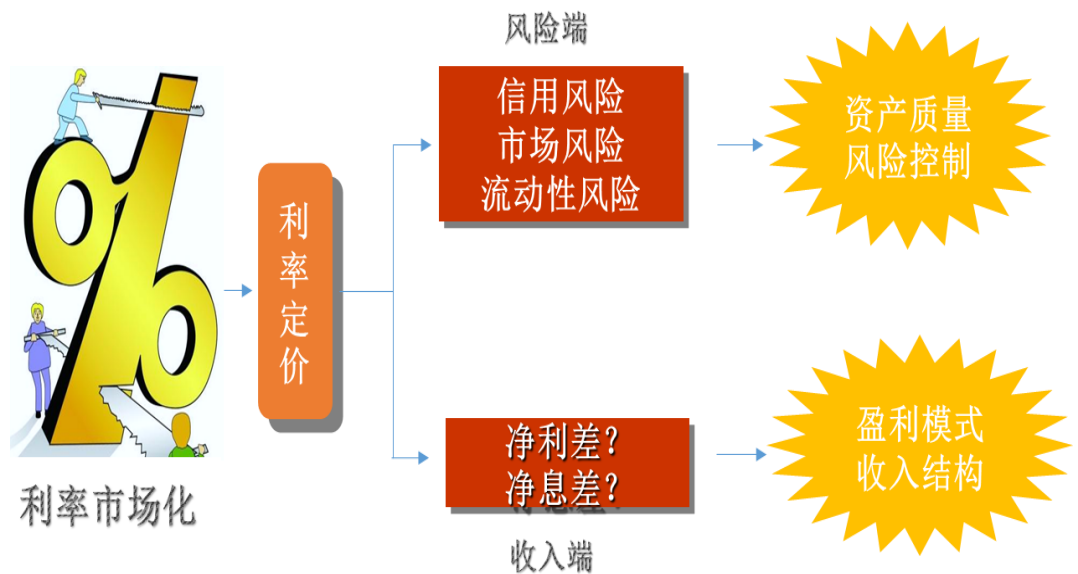


资料来源: 华泰证券研究所

1、资产结构调整推动收入结构多元化

利率市场化大潮前，公司灵活转身。利率市场化是银行业不可避免的一次金融秩序改革。利率的市场化定价将从收入和风险两端对行业形成冲击。收入端，参考美国、日本、香港等已完成市场利率市场化改革的经济体经验，结合国内经济金融运行状况，存款利率放开后，银行业利差和息差短期内收窄是一个大概率事件。由于收入结构的不合理，银行收入增速放缓甚至大幅减少都是可以想象的，传统的盈利模式迫切需要改变。风险端，利率市场化定价将改变“千行一率”的局面，利率波动性加大，利率重新定价将成为新的课题，资产质量将接受检阅。大潮来袭，巨人如何灵活转身？还得看宁波银行，公司已提前布局积极推进结构调整，走在改革前面！经过多年资产结构调整，公司与同业相比呈现巨大差异。

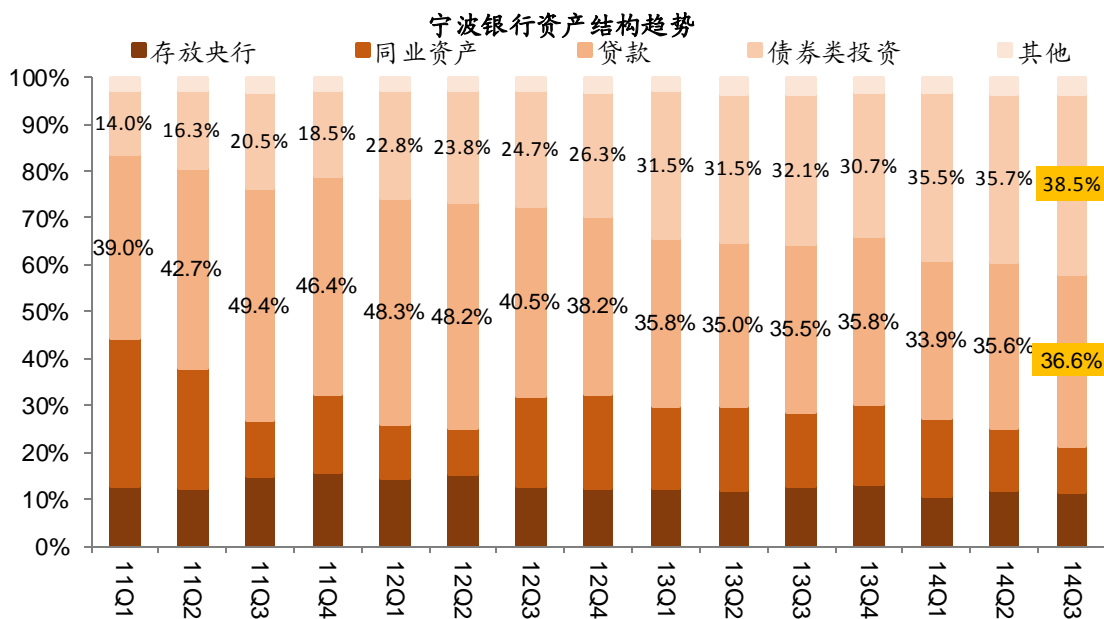
图 5： 利率市场化对行业收益和风险两端形成冲击



资料来源：华泰证券研究所

资产结构调整效果显现，同质竞争有亮色。目前市场对于利率改革有较为一致的观点，即资金市场利率已基本实现市场化运作，但银行存贷市场利率仍然缺少存款利率的市场化定价，需要最后一步的放开。为对冲利率市场化改革带来的负面影响，商业银行收入结构需要多元化，提高市场化操作业务收入占比，在这一轮洗牌中占据先发优势。市场还在讨论，宁波银行早已行动：稳步提升债券类投资资产（包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期金融资产和应收款项类投资四类）占比，在稳定发展传统信贷业务的同时实现贷款类资产占比的逐步下调。

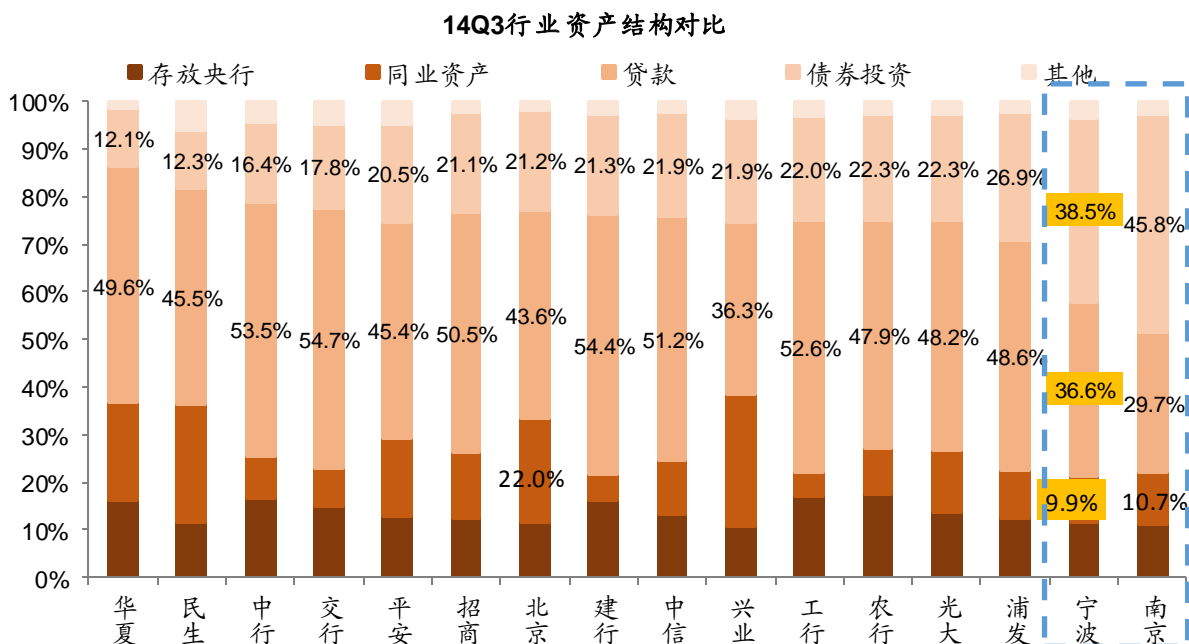
图 6: 14年中贷款类资产占比下滑至第二位



资料来源: 华泰证券研究所

相别有年，再见已非昨天。截止 2011 年一季度末，债券类投资资产占比仅为 14.0%，截止 2014 年三季度末，债券类投资资产高达 2069.66 亿元，同比增长 42.33%，较年初增长 44.16%；占总资产比例提升至 38.48%，较年初提升 7.79 个百分点。另外，截止 2011 年一季度末，贷款类资产为 1058.79 亿元，占总资产比例为 39.02%，较债券类投资资产占比高 25.03 个百分点，为最主要的生息资产项。此后贷款类资产占比逐步下调，截止 2014 年 3 季度末，贷款类资产余额 1966.38 亿元，占比 36.56%，较年初提升 0.79 个百分点，较债券类投资资产占比低 1.92 个百分点，不再是最大的生息资产项。

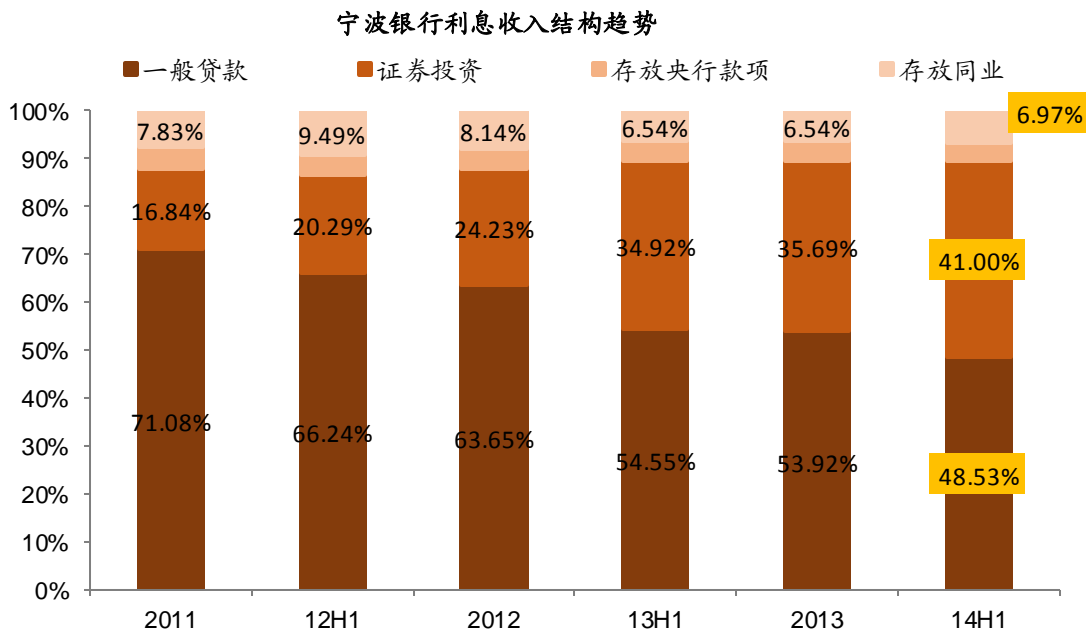
图 7: 资产结构与同业呈现差异化



资料来源: 华泰证券研究所

多元化的资产结构，债券投资类资产占比超过贷款。经过多年资产结构调整，公司资产结构状况与同业差异明显。截止2014年3季度末，公司存放央行类资产、同业类资产、贷款类资产、债券类投资资产和其他资产占比分别为11.7%、9.9%、36.6%、38.5%和3.5%。贷款类资产占比较上市银行平均水平低10.21个百分点，在以传统存贷业务为主要收入来源的行业背景下显得与众不同；债券类投资资产占比较上市银行平均水平高15.72个百分点，在2014年中占比超过贷款类资产，已成为公司主要生息资产项目。

图 8: 贷款资产利息收入下降至不足 50%



资料来源: 华泰证券研究所

银行属于资产负债推动型行业，银行收入结构由资产结构，尤其是生息资产结构决定。**资产结构调整推动收入结构优化:**截止2014年二季度末，一般贷款产生利息收入占比为48.53%，去年同期下降6.02个百分点，较年初下降5.39个百分点，且首次在生息资产收入占比中下滑至不足50%。另，证券投资类利息收入占比首次突破40%，提升至41.00%，较去年同期提升6.08个百分点，较年初提升5.31个百分点。前面已经提到，目前资金市场利率已基本实现市场化运作，仅存贷市场利率还未完全放开。从这个角度讲，公司目前收入占比超过一半以上的业务已实现市场化运作，利率市场化改革对行业的负面影响已被部分对冲掉，在未来利率市场化改革浪潮中握有先发优势。

2、客户结构调整: 目标客户细分 未来定位大零售

具体到贷款类资产业务和中间业务，公司着手进行客户结构调整。公司中长期发展战略目标为：经过“三个三年”的努力，将宁波银行建设成为一家令人尊敬、具有良好口碑和核心竞争力的现代商业银行。在第一个三年发展期，公司形成以长三角为主体，以珠三角、环渤海湾为两翼的“一体两翼”的发展格局；接下来，公司将通过第二个三年的努力，在目标市场持续积累宁波银行的比较优势，在同业竞争中初步具备差异化的核心竞争力。

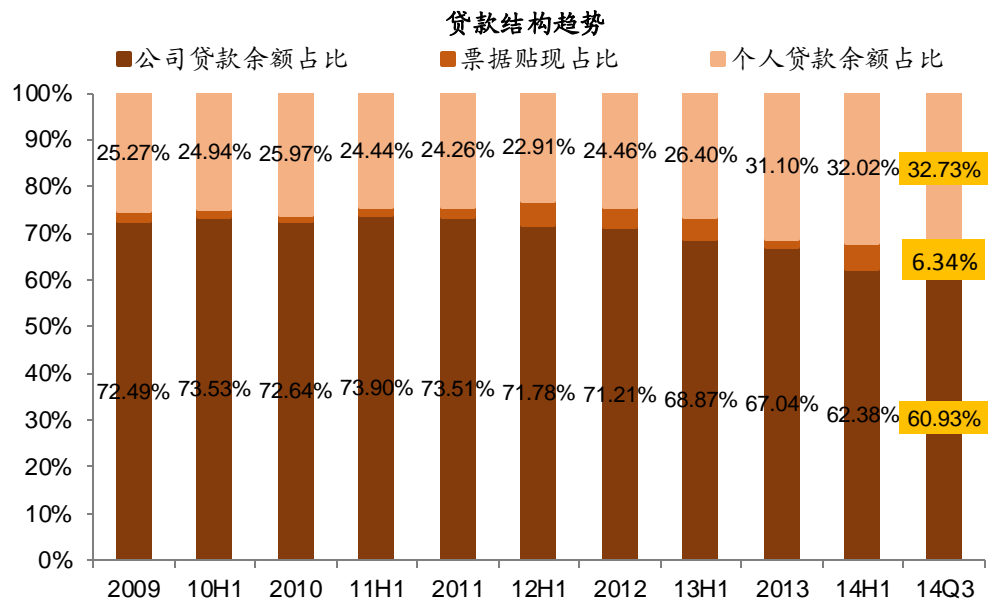
差异化在哪儿？公司特色或者优势服务产品更多体现在服务个人客户和中小微客户方面。另，由于区位特点和股东结构决定，公司在大型企业客户方面没有太强的溢价能力。那么，通过广泛细致的调研工作，不断细分市场，宁波银行最终找到适合的目标客户群体。未来公司以

“大零售”作为发展重心，重点发展个人客户和中小微企业客户。

企业端，金字塔顶的客户资源分配已形成较为稳定的市场格局，金字塔底部的小微企业资信水平存在很多问题，公司选择金字塔塔底以上有良好信用记录的企业作为目标客户。

个人客户端，重点选择白领客户和江浙地区的个体经营户。这部分群体具备初步的资本积累，信用记录良好，且未来具备很大的消费潜力和交叉销售潜力。

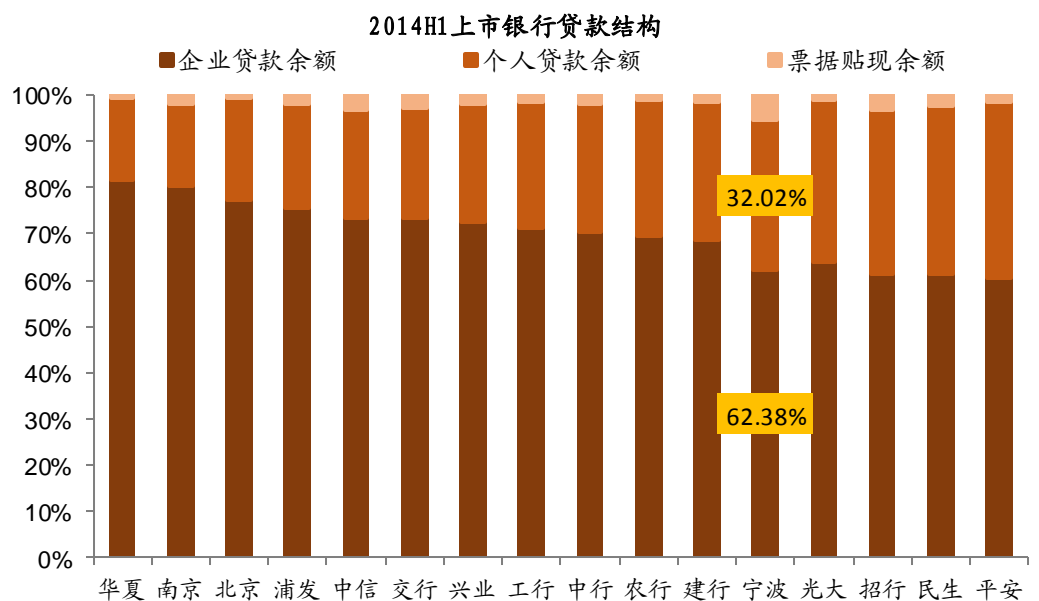
图 9: 贷款投放更加倾向零售方向



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

战略推进，可与零售强行比高低。经过多年的业务发展，大零售条线业绩斐然，其中贷款结构发生巨大变化。截止 2014 年三季度末，个人贷款余额占比提升至 32.73%，三分天下；公司贷款余额占比 60.93%，较 2011 年初下降近 13 个百分点。考虑其中中小微企业的业务占比，“大零售”条线贷款已成为重要信贷资产来源。横向来看，宁波银行贷款结构与平安、民生和招行等积极推进零售业务发展的“零售强行”类似，与其他同业拉大差距。

图 10: 可与零售强行试比高



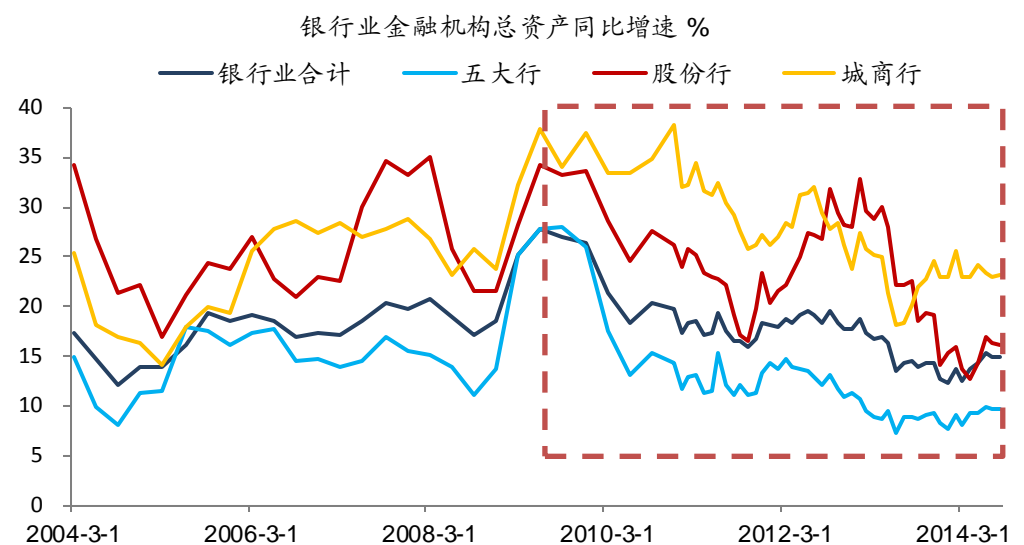
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

3、调整效果显现：进攻与防御并举

(1) 左手进攻：逆势而上，业绩维持较高增速

行业增速放缓。首先，**资产规模增速放缓。**在间接融资方式占主导的市场背景下，银行业资产规模扩张与宏观经济增长息息相关。近期宏观经济下行压力加大，三季度GDP同比增速仅为7.3%，创2009年一季度以来新低。同时，可以观察到，银行业规模扩张增速自09年中开始呈现下滑趋势：2009年06月总资产同比增速高达27.70%，2014年9月同比增速仅为14.90%。同样，**净利润增速平稳放缓。**2011年银行业税后利润较2010年增幅高达39.24%，2012年下降为20.74%，2013年该数字仅为15.41%。未来一段时间内，受宏观经济影响，行业规模增速和利润增速还会缓慢下调。其中，信贷业务占比较大或者规模基数较大的银行更容易受此影响。

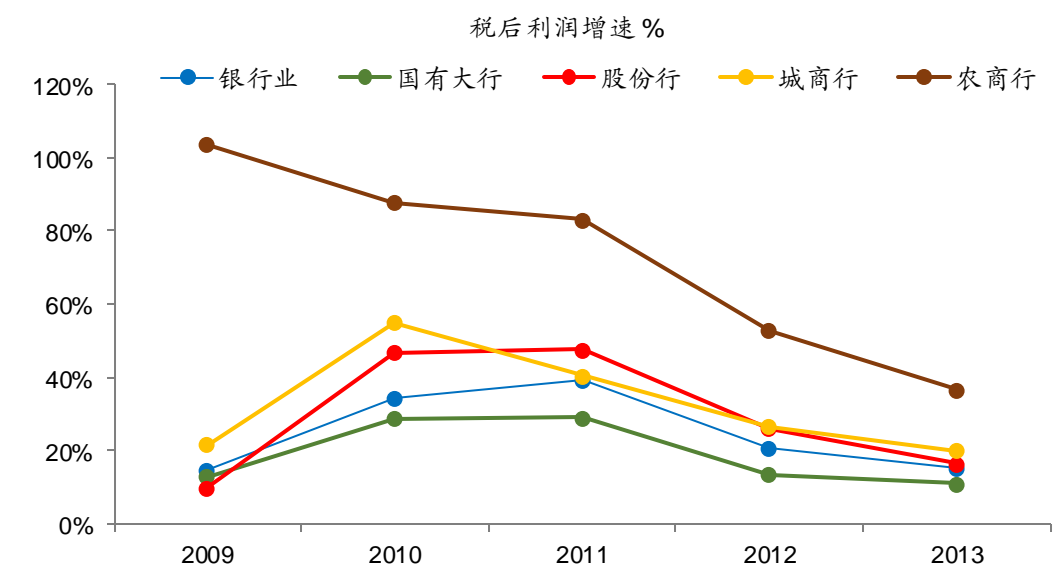
图 11： 银行业规模扩张放缓



资料来源：银监会、华泰证券研究所

注：2010年前按照季度计算

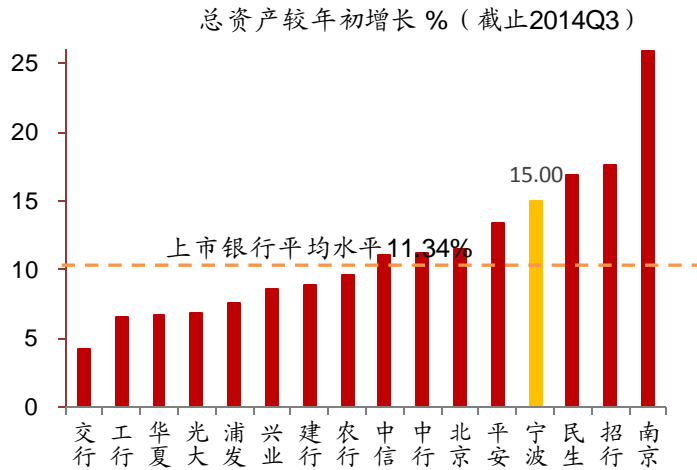
图 12： 行业利润增速放缓



资料来源：银监会、华泰证券研究所

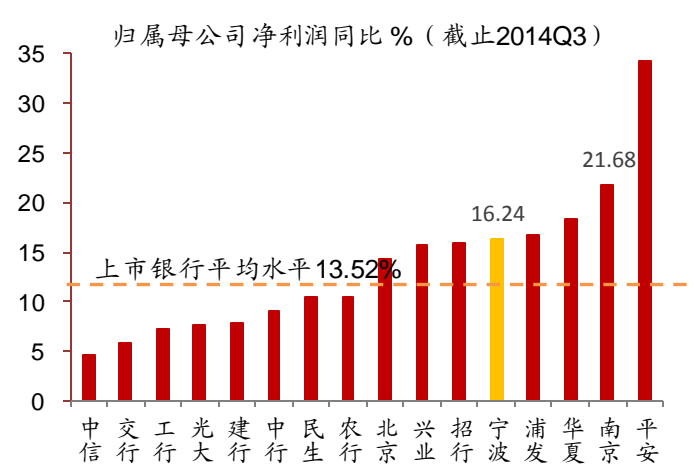
逆势而上，业绩维持较高增速。截止2014年三季度末，公司总资产为5379.20亿，较年初增长15.00%，较上市同业平均增速高3.66个百分点，居上市银行前列。另，14年前三季度公司实现归属母公司净利润45.84亿，同比增长16.24%，较上市同业高2.72个百分点，维持较快速度的发展。

图 13: 资产扩张速度居行业前列



资料来源: 公司财报、华泰证券研究所

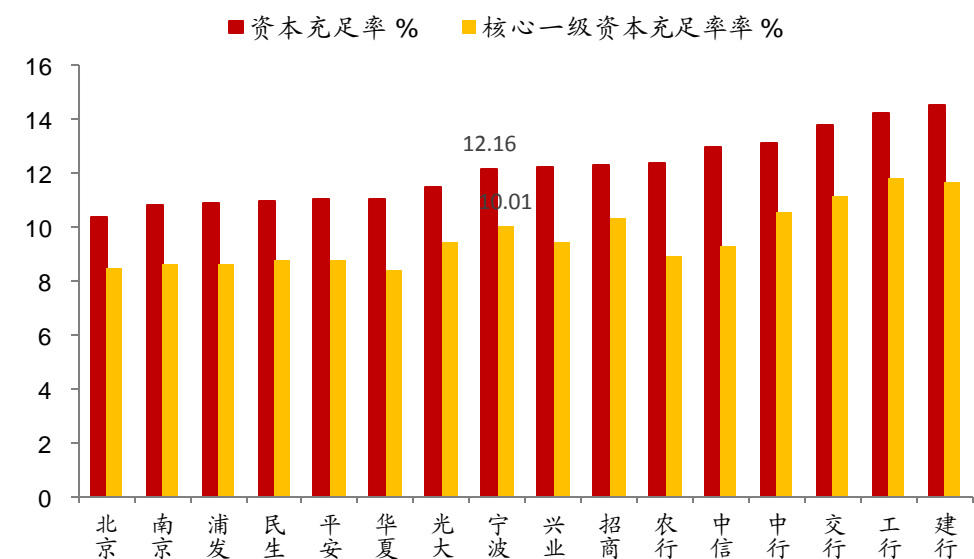
图 14: 利润增速居行业前列



资料来源: 公司财报、华泰证券研究所

资本弹药积蓄，未来随势而发。9月末公司向宁波开发投资和华侨银行两大股东定向增发30.92亿普通股补充资本，10月22号又推出非公开发行50亿优先股方案，连续操作补充资本。目前公司资本充足率和核心一级资本充足率分别为12.45%和10.28%，较同业处于较高水平。若优先股方案通过，资本充足率和一级资本充足率将提升155BP至13.70%和12.16%。有效支持资产规模扩张。按照公司中长期资本规划目标，资本充足率将维持在12%以上的水平，如果信贷额度管制放松，仅考虑目前资本水平，公司可以支持约700亿资产规模扩张。

图 15: 资本维持较高水平



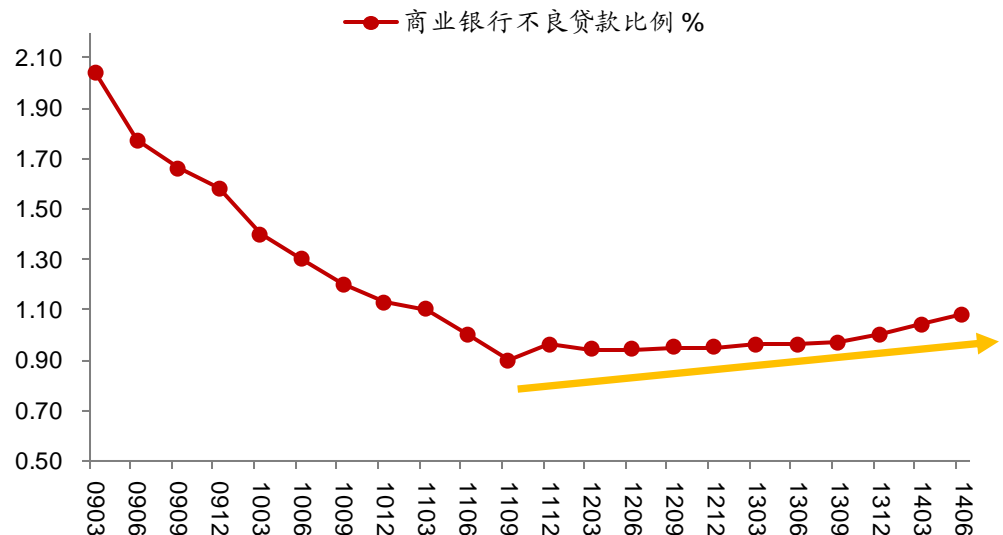
资料来源: 公司财报、华泰证券研究所

注: 北京数据来自14H1

（2）右手防御：资产质量维持较高水平

行业资产质量总体良好，不良风险逐步释放。宏观经济下行压力下，部分企业或个人资产质量状况恶化，反映到银行系统资产负债表，就是不良贷款比例的提升，这是经济运行的正常结果。2011年三季度末，银行不良贷款比例到达近期最低点，不良率仅为0.90%。自此开始，商业银行处于较低水平，但保持微升趋势。截止14年二季度末，不良率为1.08%，同比增加12BP，环比增加4BP。

图 16: 行业不良风险逐步释放



资料来源：银监会、华泰证券研究所

逆流而上，资产质量维持较高水平。城商行在经营中不可避免的一个问题在于业务的地区集中性，在小的地区，客户集中度问题更为严重。14年二季度末，浙江地区贷款占有所有贷款比例为62.57%，其中宁波地区为50.33%，江苏地区占比19.16%，贷款投放区域呈现较为集中的特征。另外，浙江地区小微企业数量较多，经济活跃，当然风险也比较大。总体判断公司资产质量会存在较大压力。但公司逆流而上，采取一系列措施将资产质量保持在较好水平。

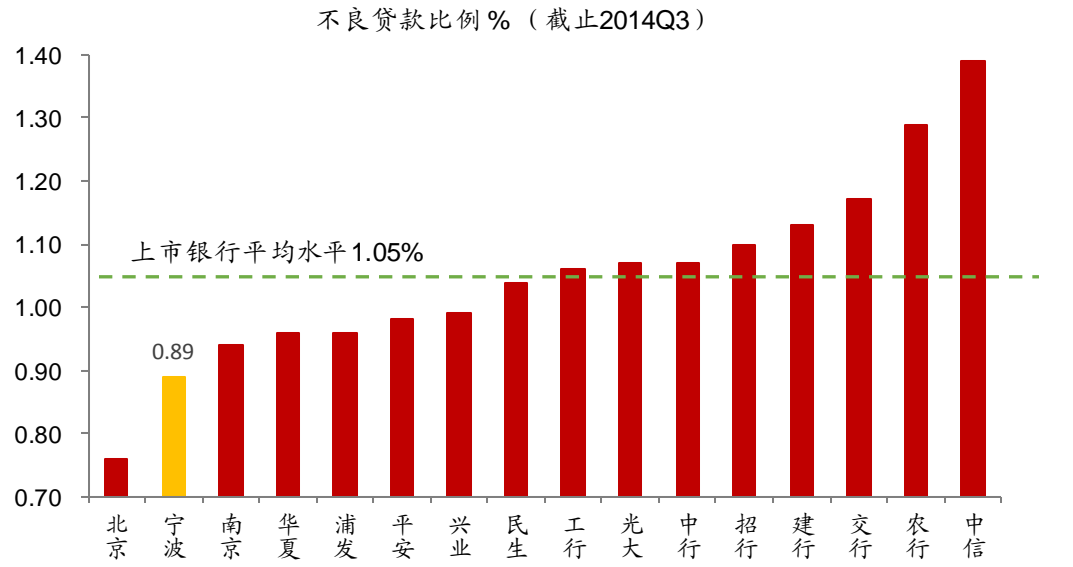
首先，门槛设置。公司定位于区域城商行，客户定位非常明确。目前目标客户方面，企业主要面向中小微企业，但是营业时间需要超过两年；个人客户主要针对白领阶层和有部分积累的个体工商户。这些客户具备一些原始积累，信用方面也保持良好记录。

其次，形成独特有效的企业信贷审批程序。除标准化程序外，银行主要分析判断企业“新三表”（水表 + 电表 + 报关表），结合关系企业营运的某些具体指标判断企业的经营状况，继而给出合适的信贷审批结论。

另外，贷款中，采用系统批量化审批（参照多项因素+品行等不可量化因素），提高审批效率。

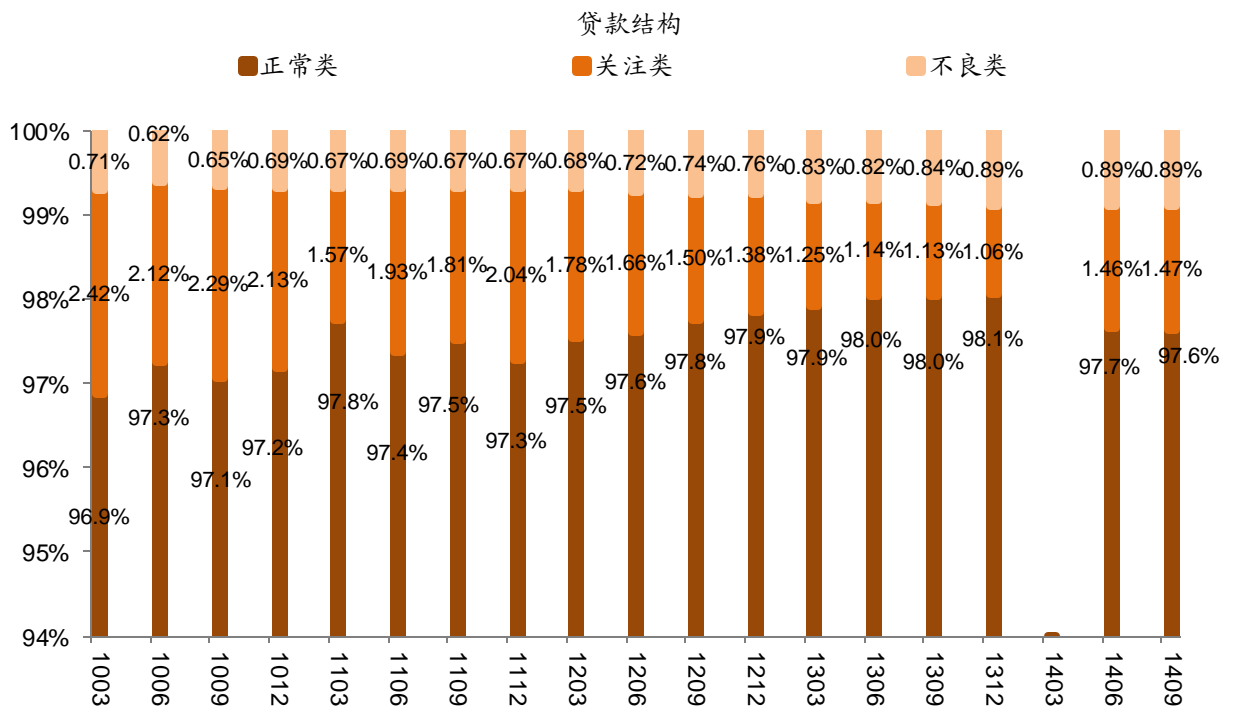
最后，贷后管理主要强调信息对称。通过支行网点跟进，本地员工的加入，通过“关系型营销”管理，保证信贷双方的信息对称。资信水平较好的目标客户群体和效果良好的风控体系保证了公司能够在行业资产风险逐步释放的背景下维持较低不良率。

图 17: 资产质量保持良好水平



资料来源: 华泰证券研究所

图 18: 关注类贷款占比保持平稳



资料来源: 公司财报、华泰证券研究所

三、估值讨论

1、资产结构优化 大零售厚积薄发

经过多年调整,公司资产结构已与同业呈现出巨大差异。贷款类资产收入占比下滑,债券投资类资产占比提升,收入结构多元化有效对冲利率市场化改革带来的行业冲击。

“大零售”的公司定位意在对冲利率市场化,更意在未来发展转型。较批发银行业务,公司

发展大零售业务，在客户资源和资产扩张速度方面或稍有放慢。但大零售的优势在于厚积薄发：**收益端**，良好的交叉销售能力会大幅提升客户体验，增强客户黏性，同时能够大幅提升公司销售业绩（可参考美国富国银行）；**风险端**，收入多元化有效对冲利率市场化改革带来的冲击。另，较企业客户，个人客户业务资产质量状况较为良好，未来不良风险爆发可能性降低。故公司资产体现良好的防御性能。大零售概念是未来银行转型的一个方向，宁波银行已走在路上。

2、行业仍被低估 公司给予 15%溢价

银行股整体仍有较大上升空间。首先，三季度经济增速 7.3%，市场改革预期缓解经济下行的担忧。货币政策强调稳健货币政策，实际操作略偏宽松，但大规模刺激政策推出概率较小。其次，三季报已公布，资产质量风险继续有序释放，不良缓升，此为宏观经济下行压力下正常反应。地方版 AMC 推出，信贷资产证券化加速推进，《关于加强地方政府性债务管理的意见》推出，中长期利好银行业资产结构调整和资产质量把控。再次，沪港通即将开闸，增量国际资金入场，投资者结构优化有望带来市场投资风格的调整，被低估蓝筹迎利好。另外，优先股渐行渐近，浦发、宁波、民生等多家银行推出约 4000 亿优先股方案，中行境外发行已完成，多家银行已获核准，杠杆操作提升普通股东回报率。我们认为行业仍然存在 15% 左右的上升空间。

具体到宁波银行，公司提前布局，收入渠道多元化，未来定位“大零售”，正在走一条特色差异化道路。考虑到公司的未来成长性和良好的资产质量，中长期看好，建议给予 15% 的溢价。公司特色化经营模式和良好基本面的 15% 溢价叠加行业 15% 的估值修复，未来合计可有 30% 的上行空间，故上调为“买入”评级。

盈利预测

资产负债表概要	2013A	2014E	2015E	2016E
总资产	467,773	557,585	651,259	752,204
贷款余额	167,302	202,770	240,891	284,492
债券投资	143,568	199,416	267,417	351,119
总负债	442,251	525,394	611,033	703,910
存款余额	255,278	312,205	375,583	452,578
应付债券	140,142	150,513	166,061	181,754
股东权益	25,522	32,191	40,226	48,294
盈利能力	2013A	2014E	2015E	2016E
ROAA	1.15%	1.12%	1.11%	1.10%
ROAE	20.41%	19.94%	18.46%	17.51%
贷款收益率	7.21%	7.03%	6.89%	6.77%
存款成本率	2.12%	2.11%	2.07%	2.01%
净息差 (NIM)	3.05%	2.55%	2.48%	2.42%
成本收入比	34.86%	34.25%	33.89%	33.57%
成长能力	2013A	2014E	2015E	2016E
贷款余额	17.35%	21.20%	18.80%	18.10%
存款余额	22.98%	22.30%	20.30%	20.50%
净利息收入	22.17%	19.40%	18.30%	16.20%
非利息收入	57.27%	36.87%	30.19%	27.80%
营业费用	26.05%	23.30%	21.69%	15.91%
净利润	19.15%	18.71%	16.15%	15.94%
营业收入结构	2013A	2014E	2015E	2016E
利息占比	88.22%	84.17%	82.98%	81.73%
手续费收入占比	12.69%	13.87%	15.05%	16.31%
业务费用占比	34.86%	33.85%	34.33%	33.73%
计提拨备占比	11.60%	12.30%	13.25%	14.75%

利润表概要	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入	11,259	13,443	15,903	18,479
手续费净收入	1,619	2,216	2,885	3,687
营业费用	5,220	6,436	7,832	9,078
拨备前利润	7,531	9,536	11,332	13,531
计提减值准备	1,480	1,965	2,539	3,336
所得税	1,204	1,817	2,110	2,447
净利润	4,847	5,754	6,683	7,748
资本管理	2013A	2014E	2015E	2016E
核心资本	25,306	32,678	41,815	50,203
资本净额	32,736	43,581	55,330	68,089
风险加权资产	271,380	318,057	365,129	425,375
风险加权资产比重	58.02%	57.04%	56.07%	56.55%
核心资本充足率	9.36%	10.27%	11.45%	11.80%
资本充足率	12.06%	13.70%	15.15%	16.01%
资产质量	2013A	2014E	2015E	2016E
贷款减值准备	3,887	4,465	5,674	7,342
不良贷款额	1,525	1,845	2,288	2,902
不良贷款率	0.89%	0.91%	0.95%	1.02%
拨备覆盖率	255%	242%	248%	253%
拨贷比	2.27%	2.20%	2.36%	2.58%
信用成本	0.88%	0.95%	1.03%	1.15%
估值分析	2013A	2014E	2015E	2016E
PE	7.9	6.6	5.7	4.9
PB	1.5	1.2	0.9	0.8
EPS	1.49	1.77	2.06	2.38
BVPS	7.85	9.91	12.38	14.86
每股股利	0.40	0.53	0.62	0.71
股息收益率	4.33%	4.74%	5.60%	6.46%

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82492388/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn