



商业银行/金融

中国银行 (601988)

集八大优势于一身，将评级上调至增持

——目标涨幅空间 45%

	邱冠华 (分析师)	赵欣茹 (研究助理)
	021-38676912	021-38677369
	qiuguanhua@gtjas.com	zhaoxinru@gtjas.com
证书编号	S0880511010038	S0880114080038

本报告导读:

中国银行是一带一路、人民币国际化、人民币贬值、美元加息最受益银行，综合经营战略先行先试者。债转股抛压渐近尾声，估值修复柔性空间较大。

投资要点:

● 投资建议: 将评级从中性上调至增持, 目标空间 45%

预测中国银行 2014/2015 年净利润增长 7.2%/4.2% (增速分别上调 0pc/3.9pc), 对应 EPS0.58/0.61 元, BVPS3.64/4.19 元, 7.12/6.83 倍 PE, 1.14/0.99 倍 PB。中国银行集“八大优势”(见后)于一身, 随着债转股抛售压力进入尾声, 预计估值修复进入加速阶段。将评级从中性上调至增持, 目标价上调至 6.02 元, 对应 2015 年 1.4 倍 PB, 目标空间 45%。

● 投资逻辑: 集八大优势于一身, 估值修复柔性空间大

1. “一带一路”最大受益者: ①海外业务开展时间最长; ②海外分支机构范围最广; ③海外金融配套服务经验最丰富。
2. 人民币国际化最大受益者: ①跨境人民币结算量国内同业第一; ②跨境人民币清算全球同业首位; ③离岸人民币创业业务的先行者。
3. 人民币贬值的最大受益者: 14Q3 海外机构资产占比 28% 行业最高。
4. 美元加息周期最大受益者: 美元处加息周期, 缓解国内息差收窄压力。
5. 综合经营金融牌照先行者: 拥有券商、基金、租赁和保险四张牌照。
6. 15 年 PB 估值板块最低者: 15 年 0.97 倍 PB 仍处于居板块最低。
7. 15 年涨幅板块中等略偏后: 2014 年全年涨幅 71% 居板块中游略偏后。
8. 15 年股息率板块第三高者: 2015 年中国银行股息率仍高达 5.29%。
9. 债转股抛压已经接近尾声: 70% 已完成转股, 大多普通股投资者成本处于同一起跑线。

● 风险提示: 发生坏账系统性风险

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	346,053	384,413	435,110	465,204	516,857
(+/-) %	10.43%	11.09%	13.19%	6.92%	11.10%
拨备前利润	207,060	236,287	285,881	297,070	330,630
(+/-) %	10.14%	14.12%	20.99%	3.91%	11.30%
净利润	139,656	156,911	168,300	175,431	193,149
(+/-) %	12.38%	12.36%	7.26%	4.24%	10.10%
每股净收益 (元)	0.50	0.56	0.58	0.61	0.67
每股净资产 (元)	2.95	3.31	3.64	4.19	4.65
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净资产收益率 (%)	18.04%	17.95%	17.04%	15.51%	15.13%
总资产收益率 (%)	1.14%	1.18%	1.14%	1.06%	1.06%
风险加权资产收益率	1.93%	1.67%	1.66%	1.53%	1.50%
市盈率	8.30	7.39	7.12	6.83	6.20
市净率	1.40	1.25	1.14	0.99	0.89
股息率 (%)	4.22%	4.72%	4.92%	5.12%	5.64%

评级: 增持

上次评级: 中性

目标价格: 6.02

上次预测: 2.48

当前价格: 4.15

2015.01.05

交易数据

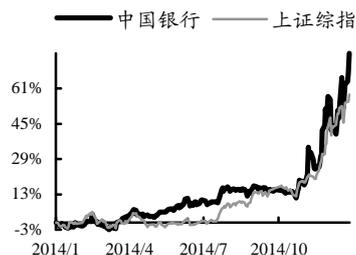
52 周内股价区间 (元)	2.44-4.28
总市值 (百万元)	1,164,274
总股本/流通 A 股 (百万股)	280,548/196,
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/83,622
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	767.67
日均成交值 (百万元)	2694.74

资产负债表摘要 2013A

贷款总额 (百万元)	7,607,791
存款余额 (百万元)	10,097,786
股东权益 (百万元)	961,477
贷存比 (%)	72.52%

EPS(元)	2013A	2014E
Q1	0.14	0.16
Q2	0.15	0.16
Q3	0.14	0.15
Q4	0.13	0.11
全年	0.56	0.58

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	25%	54%	71%
相对指数	4%	17%	18%

相关报告

- 《四平八稳, 亮点不亮》2014.03.26
- 《稳健有余, 惊喜不足》2013.04.26
- 《中国银行投资者交流会纪要》2013.02.03
- 《中间收入企稳回升, 资产质量保持稳定》2012.10.29
- 《增长放缓, 亮点不亮》2012.08.31

模型更新时间: 2015.01.05

股票研究

金融
商业银行

中国银行 (601988)

评级: **增持**

上次评级: 中性

目标价格: **6.02**

上次预测: 2.48

当前价格: **4.15**

公司网址

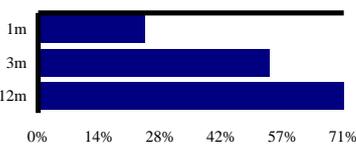
www.boc.cn

公司简介

公司是中国国际化和多元化程度最高的银行,在中国内地、香港、澳门、台湾及37个国家为客户提供全面的金融服务。

主要经营商业银行业务,包括公司金融业务、个人金融业务和金融市场业务,并通过全资子公司中银国际控股有限公司开展投资银行业务,通过全资子公司中银集团保险有限公司及中银保险有限公司经营保险业务,通过全资子公司中银集团投资有限公司经营直接投资和投资管理业务,通过控股中银基金管理有限公司经营基金管理业务,通过全资子公司中银航空租赁私人有限公司经营飞机租赁业务

绝对价格回报 (%)

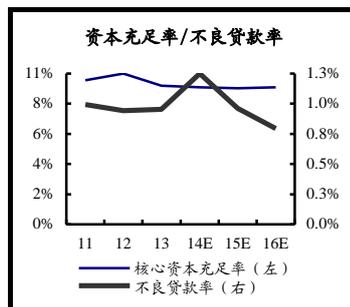
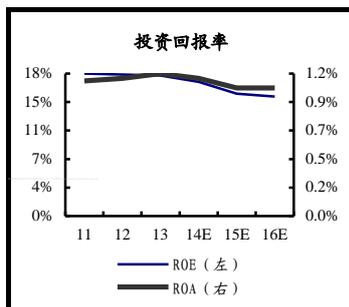
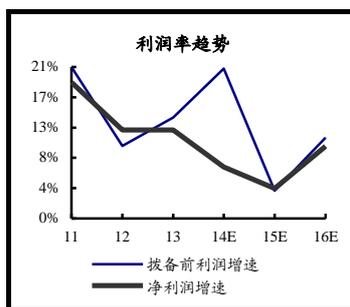


52 周价格范围 2.44-4.28

市值 (百万) 1,164,274

财务预测(单位: 百万元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
利润表						
净利息收入	228,064	256,964	283,585	318,988	339,236	378,474
净手续费收入	64,662	69,923	82,092	91,122	102,968	117,384
其他非息收入	20,654	19,166	18,736	25,000	23,000	21,000
营业收入	313,380	346,053	384,413	435,110	465,204	516,857
税金及附加	-18,581	-22,925	-23,965	-25,622	-29,073	-31,670
业务及管理费	-106,905	-116,143	-124,747	-124,006	-139,561	-155,057
营业外净收入	105	75	586	400	500	500
拨备前利润	187,999	207,060	236,287	285,881	297,070	330,630
资产减值损失	-19,355	-19,387	-23,510	-56,716	-57,945	-67,354
税前利润	168,644	187,673	212,777	229,165	239,125	263,277
所得税	-38,142	-41,927	-49,036	-53,671	-56,194	-61,870
税后利润	130,502	145,746	163,741	175,495	182,931	201,407
归属母公司净利润	124,276	139,656	156,911	168,300	175,431	193,149
资产负债表						
存放央行	1,981,484	2,006,772	2,114,340	2,690,050	2,861,541	3,147,695
同业资产	1,147,497	1,150,398	1,380,294	1,628,392	1,783,619	1,916,393
贷款总额	6,342,814	6,864,696	7,607,791	8,596,804	9,542,452	10,496,697
贷款减值准备	-139,676	-154,656	-168,049	-251,820	-323,659	-417,014
贷款净额	6,203,138	6,710,040	7,439,742	8,344,984	9,218,794	10,079,684
证券投资	2,000,759	2,210,524	2,256,470	2,241,898	2,668,413	3,027,020
其他资产	497,188	602,881	683,453	767,993	851,825	936,245
资产合计	11,830,066	12,680,615	13,874,299	15,673,316	17,384,192	19,107,036
同业负债	1,718,237	1,996,218	2,091,828	2,532,207	2,785,428	3,063,971
存款余额	8,817,961	9,173,995	10,097,786	11,208,542	12,441,482	13,685,630
应付债券	169,902	199,133	224,704	282,002	282,002	282,002
其他负债	368,072	449,727	498,504	553,913	612,618	672,766
负债合计	11,074,172	11,819,073	12,912,822	14,576,665	16,121,530	17,704,369
股东权益合计	755,919	861,542	961,477	1,096,651	1,262,661	1,402,667
业绩增长						
净利息收入增速	17.58%	12.67%	10.36%	12.48%	6.35%	11.57%
净手续费增速	18.68%	8.14%	17.40%	11.00%	13.00%	14.00%
净非息收入增速	21.60%	4.42%	13.18%	15.17%	8.48%	9.86%
拨备前利润增速	21.18%	10.14%	14.12%	20.99%	3.91%	11.30%
归属母公司净利润增速	19.02%	12.38%	12.36%	7.26%	4.24%	10.10%
盈利能力						
ROAE	18.18%	18.04%	17.95%	17.04%	15.51%	15.13%
ROAA	1.12%	1.14%	1.18%	1.14%	1.06%	1.06%
RORWA	1.87%	1.93%	1.67%	1.66%	1.53%	1.50%
生息率	3.75%	4.14%	4.03%	4.13%	3.96%	3.96%
付息率	1.86%	2.18%	1.97%	2.05%	1.99%	1.99%
净利差	1.89%	1.96%	2.06%	2.09%	1.97%	1.97%
净息差	2.11%	2.17%	2.22%	2.24%	2.12%	2.14%
成本收入比	34.11%	33.56%	32.45%	28.50%	30.00%	30.00%
资本状况						
资本充足率	12.97%	13.63%	12.46%	13.12%	12.70%	12.45%
核心资本充足率	10.07%	10.54%	9.70%	9.65%	9.59%	9.64%
风险加权系数	56.26%	57.20%	67.89%	69.00%	70.00%	71.00%
股息支付率	34.82%	34.98%	34.90%	35.00%	35.00%	35.00%
资产质量						
不良贷款余额	63,274	65,448	73,271	108,208	92,939	84,142
不良贷款净生成率	0.05%	0.10%	0.25%	0.70%	0.20%	0.20%
不良贷款率	1.00%	0.95%	0.96%	1.26%	0.97%	0.80%
拨备覆盖率	221%	236%	229%	233%	348%	496%
拨贷比	2.20%	2.25%	2.21%	2.93%	3.39%	3.97%
流动性						
贷存比	71.93%	74.83%	75.34%	76.70%	76.70%	76.70%
贷款/总资产	53.62%	54.14%	54.83%	54.85%	54.89%	54.94%
平均生息资产/平均总资产	96.96%	96.71%	96.37%	96.51%	96.84%	97.13%
每股指标						
EPS	0.45	0.50	0.56	0.58	0.61	0.67
BVPS	2.59	2.95	3.31	3.64	4.19	4.65
每股股利	0.16	0.18	0.20	0.20	0.21	0.23
估值指标						
P/E	9.32	8.30	7.39	7.12	6.83	6.20
P/B	1.60	1.40	1.25	1.14	0.99	0.89
P/PPOP	6.16	5.59	4.91	4.19	4.03	3.62
股息收益率	3.73%	4.22%	4.72%	4.92%	5.12%	5.64%



目 录

1. 一带一路战略最大受益者	4
2. 人民币国际化最大受益者	4
3. 人民币贬值中最大受益者	5
4. 美元加息周期最大受益者	6
5. 综合经营金融牌照较全面	7
6. 可转债转股抛压接近尾声	8
7. 14 年涨幅居板块中等偏后	10
8. 估值水平 PB 为板块最低	10
9. 15 年股息率为板块第三高	11

1. 一带一路战略最大受益者

中国银行是“一带一路”战略下最受益的上市银行。因为中行凭借完善的海外机构布局和丰富的业务开展经验，最有能力为中国企业走出去提供项目融资、跨境结算等配套金融服务。

中国银行能够成为“一带一路”最大受益者，原因表现在三个方面：

①海外业务开展时间最长。公司自 1912 年成立之日起就投身于国际结算及贸易金融服务领域，1929 年设立第一家海外分行开始深耕细作海外业务，是国内海外业务开展时间最长，经验最丰富的银行。

②海外分支机构覆盖范围最广。截至 2014 年 9 月末，公司拥有 622 家海外机构，覆盖港澳台及 37 个国家。与 179 个国家和地区的 1,600 余家机构建立了代理行关系。边际上看，公司正沿“一带一路”增设机构，并和相关省域企业开展银企产品对接，试图打造世界性的金融服务网络。

③海外配套金融服务经验最丰富。截止 9 月末，公司累计支持中资企业“走出去”项目 1,332 个，累计提供贷款承诺 1,152 亿美元。而未来五年中国 5000 亿美元的资本输出必将带来可观的配套金融服务增量需求。

图 1: 中国银行国际化布局



数据来源：中国经济网

2. 人民币国际化最大受益者

新一轮金融改革中人民币国际化进程进入快车道，中行有望成为人民币国际化进程中最大的受益行。主要源于中国银行的跨境人民币结算和清算业务领先同行，更是离岸人民币创新业务的先行者，预计中行在人民币国际化进程中将获得最丰厚的蛋糕。

中行能够成为人民币国际化进程中最大受益者表现在三方面：

①跨境人民币结算量稳居全国同行首位。2014 年前三季度完成跨境人民币结算量 4.05 万亿元，同比增长 51.41%。成为“沪股通”独家结算银行和“港股通”结算银行将强化公司在跨境人民币业务方面的竞争优势。

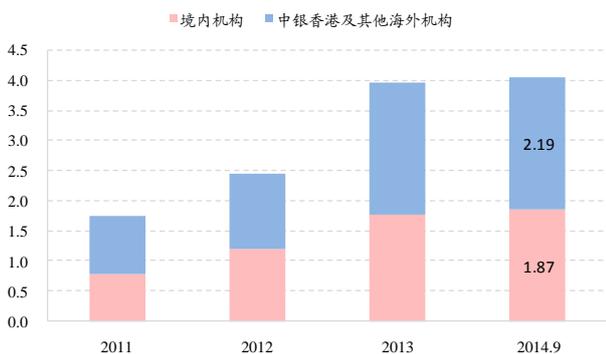
②**跨境人民币清算量居全球同业首位**。2014 年前三季度跨境人民币清算量 173.02 万亿人民币，同比增长 92.39%。清算网络布局进一步完善，清算行数量保持同业第一。

- 建成以香港和上海为枢纽的全球 7×24 小时人民币清算服务网络，业务量倍增，继续保持全球领先；
- 中银香港、澳门分行、台北分行和法兰克福分行分别担任人民银行指定人民币清算行；
- 在马来西亚、菲律宾、柬埔寨等国家担任人民币清算行，在俄罗斯担任人民币做市商。

③**中行是离岸人民币创新业务的领头兵**。预计将在人民币国际化加速推进的进程中继续担任最重要的参与者。

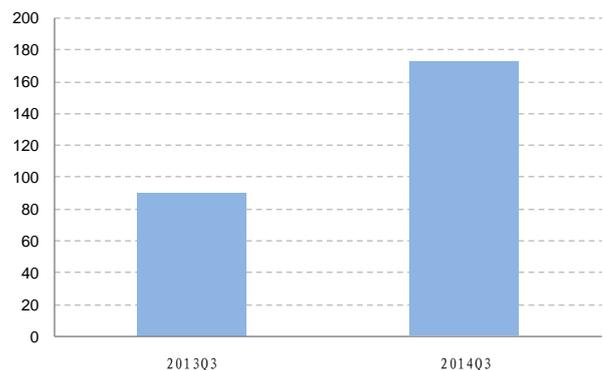
- 在澳大利亚悉尼、卢森堡、法国巴黎成功发行当地首笔“大洋债”、“中根债”和“凯旋债”；
- 在内地银行间市场独家承销发行首笔人民币“熊猫债”，离岸人民币债券市场份额居同业之首；
- 推出离岸人民币指数 (ORI)，增强市场引领作用。

图 2: 中行跨境人民币结算业务领先市场



数据来源: wind、国泰君安证券研究, 单位万亿元

图 3: 2014Q3 中行跨境 RMB 清算量同增近 100%



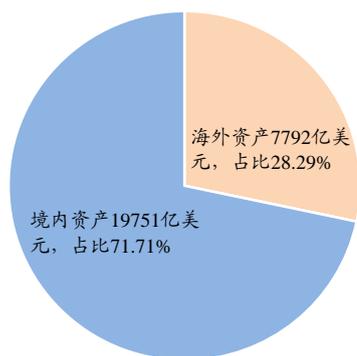
数据来源: wind、国泰君安证券研究, 单位万亿元

3. 人民币贬值中最大受益者

出口增速放缓、央行降息、美联储加息预期等多重因素推动人民币贬值，预计中行将成为人民币贬值中最大受益者。主要体现在两个方面：①海外业务高占比增加账面汇兑收益；②拓展外汇管理业务攫取中收。

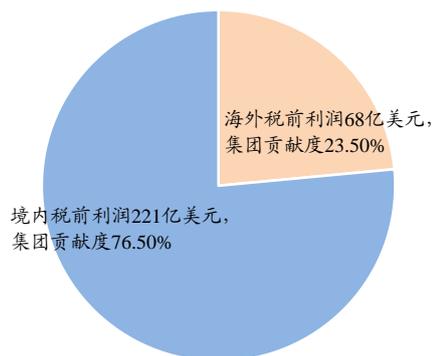
①**海外业务高占比增加账面汇兑收益**。9 月末，公司海外机构资产总额 7,792 亿美元，实现税前利润 68 亿美元，在集团总资产和税前利润中的占比分别高达 28.29% 和 23.50%，均为上市银行中最高。随着海外业务的快速发展，未来中行海外资产和利润占比有望突破 30%。公司业务结构优势使其在人民币贬值周期将获得汇兑收益。

图 4: 中行海外资产占比境内同业最高 (3H14)



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 5: 中行海外利润贡献度境内同业最高 (3H14)



数据来源: wind、国泰君安证券研究

②**拓展外汇管理业务攫取中收**。人民币贬值形势下市场主体外汇持有意愿增强,有利于公司依据海外业务优势进一步拓展外汇理财和其他外汇衍生业务。目前中行非息收入在营业收入中占比超过 31%,收入结构在上市银行中最为合理,有望借人民币贬值之风进一步攫取中收。

4. 美元加息周期最大受益者

考虑到美元进入加息周期,境内外币和海外机构业务净息差提升将减缓境内人民币净息差收窄的压力,中行是本轮美元加息周期的最大受益者。中行外币资产负债高占比的结构特征导致净息差受海外息差影响大。

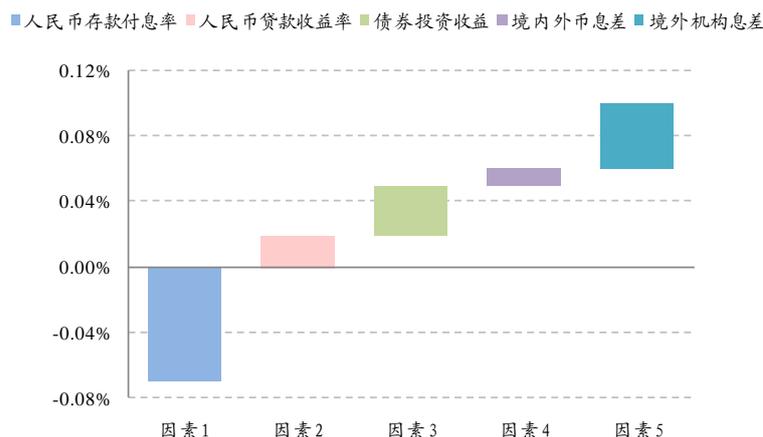
中国银行将成为美元加息周期的最大受益者,原因有三:

①**海外资产负债占比位于同业领先水平**。截止 2014 年三季度,外币资产占比为 25.10%,外币负债占比为 26.58%,中行非利息收入占比 31%,均保持同业领先。

②**中行外币业务净息差提升空间可观**。在 2008 年美国金融危机和进入量化宽松货币政策之前,中行外币业务净息差曾高达 3.44%,2014H1 外币业务净息差仅为 1.06%,美元加息后外币业务净息差的提升空间大。

③**海外业务净息差对集团净息差拉动作用大**。2014 年上半年境内外币和境外机构净息差分别提升 10bp、1bp,助力集团净息差分别提升 1bp、4bp,对净息差提升的贡献率最高。

图 6: 2014H1 海外业务净息差提升对集团净息差的贡献率最高



数据来源: 中国银行官方网站, 国泰君安证券研究

5. 综合经营金融牌照较全面

中国商业银行面临包含金融脱媒、利率市场化在内的压力, 混业经营是目前最确定的基本面趋势。中国银行已经在综合经营战略转型的起跑线上快于行业平均水平, 有望在新一轮综合经营竞争中优先抢占市场, 率先实现混业经营转型。

中国银行综合化经营具备两点先发优势:

①**金融牌照较同行相对全面**。国有行凭借资金优势在综合化经营的道路上普遍快于中小型银行, 中行的综合化进程在国有行中处于前列位置。目前中行已拥有除期货和信托外四张金融牌照, 并有一家经营直接投资和投资管理的公司。

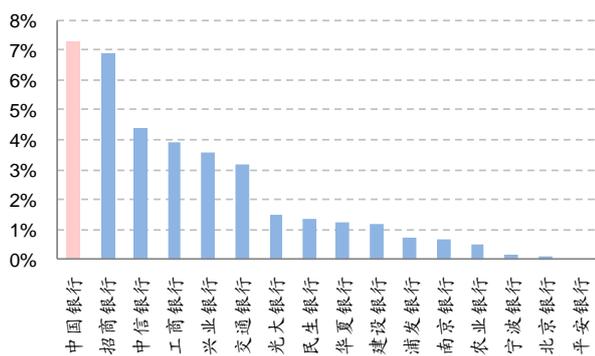
表 1: 中国银行非银金融牌照全面

	中行	交行	建行	工行	农行
券商	✓	✓(仅香港)	✓(仅投行)	-	-
信托	-	✓	✓	✓	-
基金	✓	✓	✓	✓	✓
租赁	✓	✓	✓	✓	✓
保险	✓	✓	✓	✓	✓
期货	-	✓	-	-	-

数据来源: wind、国泰君安证券研究

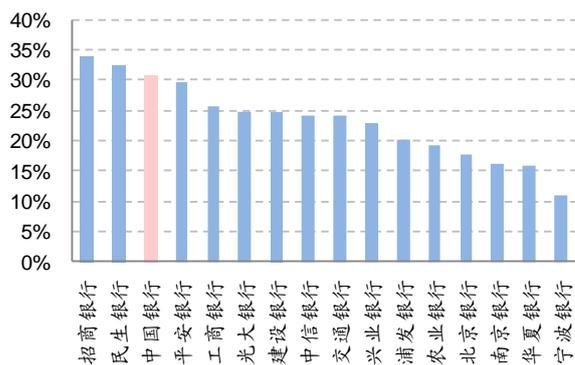
②**综合化程度处于领先地位**。中行的非银金融子公司净利润占比 7.3%, 在 16 家上市银行中是最高; 集团非息收入占比 31%, 在 16 家上市银行中排第三高。

图 7: 2014Q3 中行非银金融子公司净利润占比最高



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 8: 2014Q3 中行非息收入占比排第三高



数据来源: wind、国泰君安证券研究

6. 可转债转股抛压接近尾声

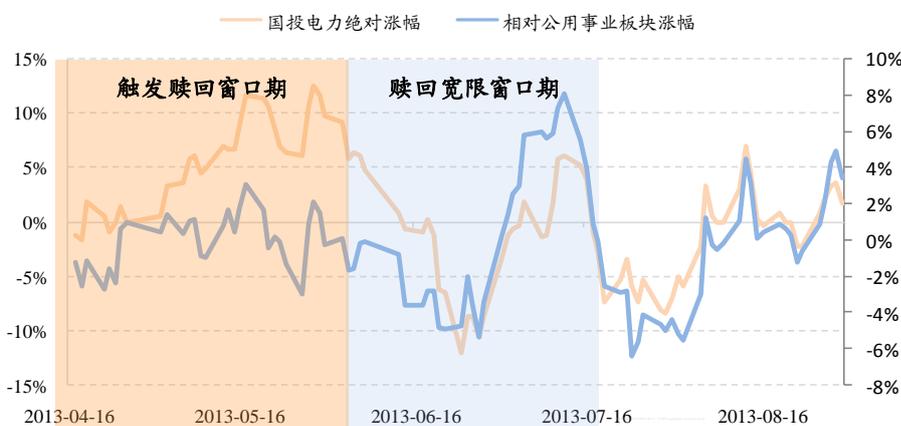
近期中行正股大幅上涨, 触发可转债赎回条款, 引起可转债转股热潮, 有三大利好:

- ① 转股完成后, 部分套利盘抛压接近尾声, 打开股价上涨空间。预计中行债转股抛压将在 7 个工作日内基本释放, 对股价涨幅影响在 -5% 以内。
- ② 部分债转股沉淀为核心资本, 有助于优化资本结构和股东结构。静态测算, 若可转债全部转股, 可增厚核心资本, 优化资本结构, 为中行进一步拓展业务奠定基础。
- ③ 流通市值增加, 有利于公司重进上证 50, 增加指数基金对中行的配置。

我们研究了历史上三只可转债触发赎回前后的股价走势, 发现三条规律:

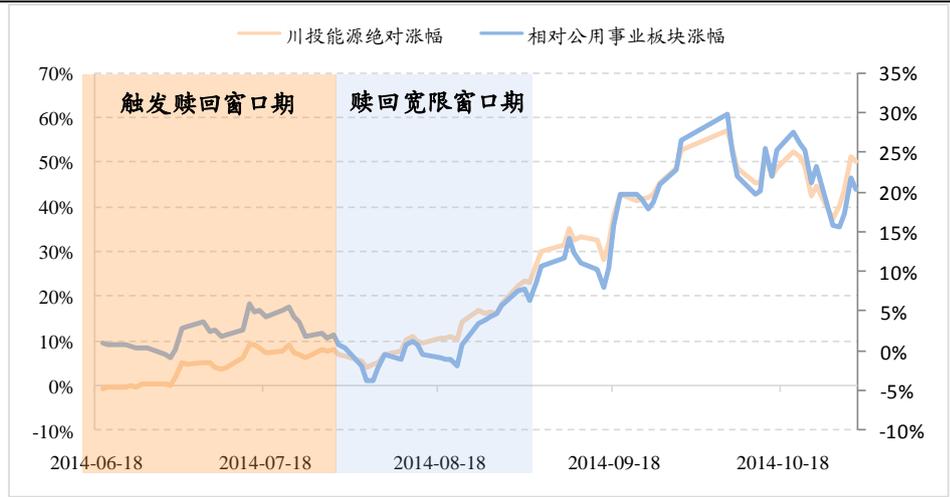
- ① 赎回触发日前后债转股获利盘抛售使正股股价承压, 赎回宽限期的前期到中期抛压基本释放;

图 9: 国投转债在赎回宽限期的中期抛压基本释放



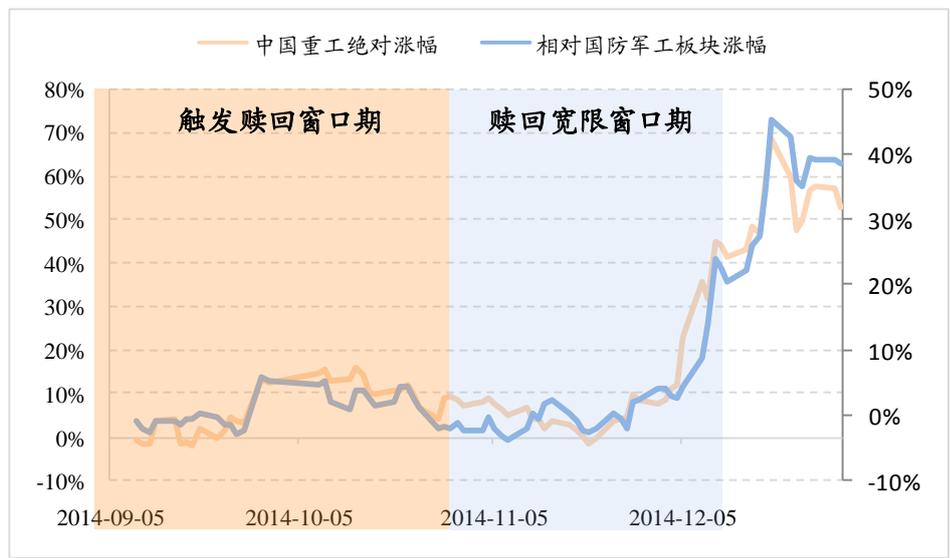
数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 10: 川投转债在赎回宽限期的前期抛压基本释放



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 11: 重工转债在赎回宽限期的前期抛压基本释放



数据来源: wind、国泰君安证券研究

- ② 截止至触发日, 累计转股比例越大, 债转股获利盘抛压越小;
- ③ 触发赎回日未转股数占赎回宽限期窗口期交易量越小, 越能稀释抛盘压力, 债转股获利盘抛压影响越小。

表 2: 债转股抛盘压力的影响因素

	累计转股比例 (截止至触发日)	累计转股/交易总量 (赎回宽限期窗口期内)	抛盘压力持续时长 (单位: 交易日天数)	抛压对股价涨幅 影响大小
国投转债	48%	58%	16	-5%
川投转债	60%	24%	4	-5%
重工转债	64%	11%	9	-2%

数据来源: wind、国泰君安证券研究。注: 抛盘压力持续时长用宽限期内相对涨幅触底距离赎回触发日的交易日个数表示, 抛盘压力大小用宽限期内相对涨幅触底距离赎回触发日的相对涨幅表示。

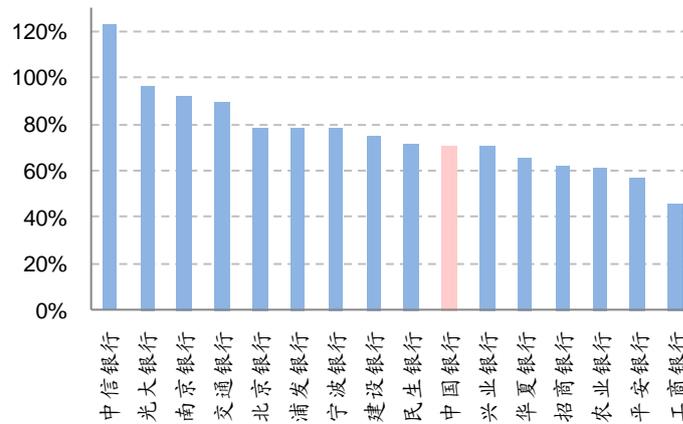
根据历史经验, 预计中行债转股抛压将在 7 个交易日内基本释放, 对股

价涨幅影响最多为-5%。原因有二：①截止至12月29日，中行累计转股比例59%，接近川投转债和重工转债；②假定未来25个交易日（传统宽限窗口期长度）交易量与过去25个交易日相同，中行宽限期内转股数占交易量比例接近20%，抛盘压力位于川投转债和重工转债之间。

7. 14年涨幅居板块中等偏后

中国银行在同时具备基本面和发展空间的情况下，2014年年初至今涨幅居于银行板块中部偏后，涨幅71%。

图 12: 中国银行 2014 年涨幅居板块中等偏后

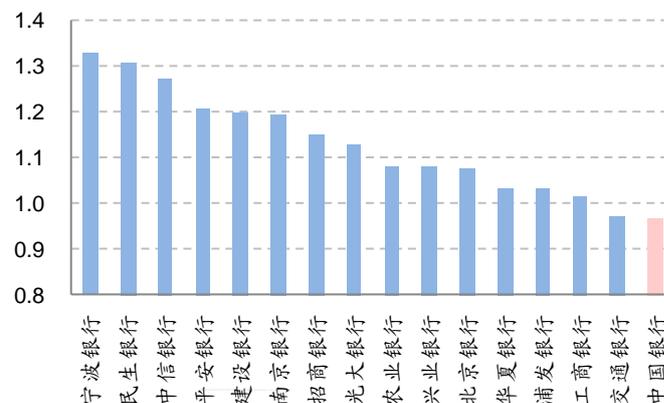


数据来源: wind、国泰君安证券研究 注: 以 2014 年 12 月 31 日收盘价计算

8. 估值水平 PB 为板块最低

截止至12月30日中国银行2015年PB居上市银行最末，仅为0.97倍，估值修复的柔性最大。

图 13: 中行 2015 年 PB 在上市银行中排名最低

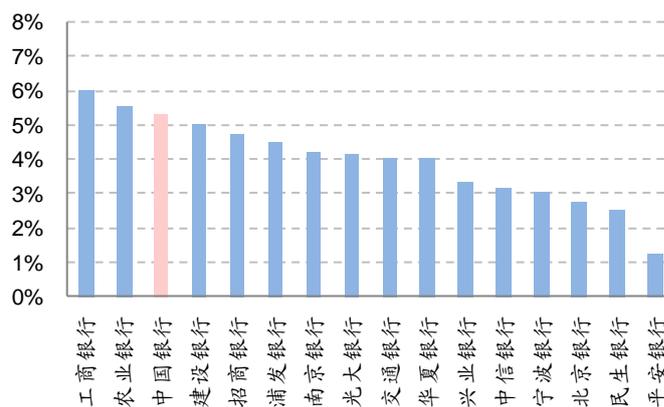


数据来源: wind、国泰君安证券研究 注: 以 2014 年 12 月 31 日收盘价计算, 每股净资产为 2015 年预测值。

9. 15 年股息率为板块第三高

中国银行 2015 年股息率 5.29%，高于上浮到顶的一年期存款利率 3.30%，高于一年期国债收益率 3.25%，类债券属性吸引风险偏好低的投资者。

图 14: 中国银行 2015 年股息率位居银行板块第三



数据来源: wind、国泰君安证券研究。

表 3: 十六家上市银行盈利预测及最新估值

			EPS (元)		BVPS (元)		市盈率 PE		市净率 PB		收盘价 (元)
	14 年预测	15 年预测	14 年	15 年	14 年	15 年	14 年	15 年	14 年	15 年	
兴业银行	16.0%	10.2%	2.51	2.77	12.77	15.27	6.58	5.97	1.29	1.08	16.50
民生银行	12.1%	9.6%	1.39	1.53	7.10	8.32	7.82	7.13	1.53	1.31	10.88
平安银行	28.1%	18.7%	1.71	2.03	11.26	13.12	9.28	7.82	1.41	1.21	15.84
招商银行	17.4%	8.6%	2.41	2.62	12.53	14.42	6.89	6.34	1.32	1.15	16.59
中信银行	14.2%	8.1%	0.96	1.03	5.61	6.41	8.51	7.87	1.45	1.27	8.14
光大银行	12.4%	5.0%	0.64	0.68	3.84	4.32	7.58	7.22	1.27	1.13	4.88
华夏银行	15.3%	8.0%	2.01	2.17	11.34	13.00	6.70	6.21	1.19	1.04	13.46
股份制	15.7%	9.5%					7.44	6.76	1.33	1.15	
中国银行	7.21%	4.2%	0.60	0.63	3.73	4.30	6.90	6.62	1.11	0.97	4.15
建设银行	8.7%	4.0%	0.93	0.97	4.96	5.61	7.21	6.93	1.36	1.20	6.73
交通银行	6.9%	2.7%	0.90	0.92	6.34	6.99	7.58	7.38	1.07	0.97	6.80
国有行	8.2%	4.1%					6.87	6.61	1.18	1.05	
北京银行	12.1%	6.2%	1.43	1.52	8.93	10.17	7.65	7.20	1.22	1.08	10.93
南京银行	19.0%	13.8%	1.80	2.05	10.75	12.26	8.13	7.14	1.36	1.20	14.65
宁波银行	18.3%	9.8%	1.76	1.94	10.32	11.83	8.92	8.12	1.52	1.33	15.73
城商行	14.8%	8.5%					8.23	7.49	1.37	1.20	
上市行	10.1%	5.6%					7.41	6.85	1.29	1.13	

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。注: 以 2014 年 12 月 31 日收盘价计算。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		