兴业银行 (601166.SH)　银行业

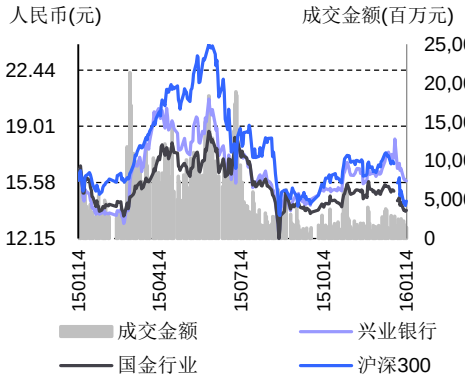
评级：买入　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：15.68 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	19,052.34
总市值(百万元)	298,740.64
年内股价最高最低(元)	20.68/12.20
沪深 300 指数	3221.57
上证指数	3007.65



相关报告

1.《企业金融经营优势显著、以开放的心态开拓互联网金融新领域-兴业...》，2015.11.23

2.《三季报点评：息差季度环比回升、不良生成压力较大-兴业银行公司...》，2015.10.28

3.《银银平台分拆落地是新行长人选确定的最佳暗示-兴业银行公司点评》，2015.9.25

4.《韶华休笑本无根，好风凭借力，送我上青云-兴业银行年报一季报点...》，2015.4.28

5.《兴业银行：应上升至全局战略高度理解、重申目标价 30 元-兴业银...》，2015.4.21

“大核销、大拨备、主动暴不良”的正确策略

事件

兴业银行发布 15 年业绩快报：全年归属股东净利润 503 亿元，同比增长 6.6%，符合预期，营业收入 1545 亿元，同比增长 23.7%，资产总额环比三季度仅增 0.1%，不良率 1.46%，环比三季度下降 11bps。

评论

从兴业看行业：再次印证已进入不良主动暴露高峰期：我们预计，兴业银行 4Q15 显著加大了不良核销和主动暴露力度，当季核销金额较 2015 年前三季度出现大幅提升、加回核销转让后不良生成率维持在 200bps 以上的高位，结合已披露业绩快报的浦发和南京，各行四季度核销和不良主动暴露的力度均有显著提升，再次印证了我们在 2016 年银行业策略报告中提出的观点：从 4Q15 开始，我们已经进入了不良主动暴露的高峰期，预计大力核销、大力拨备、主动暴露不良将在后续各家银行的业绩快报和年报中得到反复印证。我们再次重申，2016 年供给侧改革下的去产能步伐将推动银行业资产质量预期加速寻底，尽管 2016 年当期不良压力将会非常大，但未来的资产质量预期却会向着好转的方向逐步演进，“说不清道不明的潜在资产质量风险“这一多年来压制银行估值的靴子终将开始落地。影响估值的是资产质量预期而非当期资产质量，我们相信，2016 年供给侧改革下的去产能推进越坚决，由此带来的当期不良压力越大，银行股价就越能涨。

预计 4Q15 大力核销处置不良，加回核销转让后不良生成率高位运行：我们预计，兴业银行 2015 年全年核销转让不良 250-260 亿元，4Q15 核销转让约 120 亿元，1Q15、2Q15、3Q15 分别核销处置约 21 亿元、59 亿元和 58 亿元。15 年四个季度单季加回核销转让后不良生成率分别为 132bps、171bps、255bps、239bps，3Q-4Q15 持续高位运行。兴业银行自 2015 年下半年开始显著加快不良暴露节奏，这是当前宏观大环境下银行业直面并全力解决不良压力的正确策略。考虑兴业银行行长将在 2016 年完成新老交替，我们认为在此之前主动暴露风险、“提前洗澡”的需求也应存在，卸下存量不良包袱的兴业银行将在 2016 年更好地轻装上阵，迎接本轮经济周期和改革周期内银行业面临的最后一轮、可能也是最大的一轮资产质量冲击。此外，拨备计提力度非常大，我们测算，4Q15 单季未年化信用成本 74bps，同比 4Q14 上升 32bps，2015 年全年信用成本高达 209bps，同比提升 76bps，4Q15 拨备覆盖率从 3Q15 的 190%回升至 200%以上。

营收增速保持较高水平，预计中收增长较快：兴业 2015 年营收增速在 23.7%，这一较高的增速主要来自中收的较快增长，预计全年净手续费收入增速在 25%左右。我们测算，2015 年净息差 2.45%，同比下降 3bps，4Q15 息差为 2.49%，季度环比提升 3bps。

马鲲鹏　分析师 SAC 执业编号：S1130514080003
(8621)60230253
makunpeng@gjzq.com.cn

林瑾璐　联系人
(8621)61038229
linjl@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

4Q15 主动放慢资产扩张，预计自营投资类非标资产增速放缓：4Q15 总资产余额季度环比基本持平，我们认为，这是在合意资产投放渠道有限情况下的正确策略。在资产结构上，我们预计，2015 年前三季度高歌猛进的自营投资类非标资产增速开始放缓。

重申“买入”评级和组合首选：兴业银行基本面优秀，在金融混业和综合化经营上的业务能力领先、事件性催化剂充足。1 月 14 日收盘，兴业银行交易在 0.90 倍 16 年 PB、5.66 倍 16 年 PE，估值优势显著，重申 2016 年混业经营主线下 A 股银行业组合首选。

图表 1：兴业银行：业绩快报

利润表（百万元）	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	2014	2015	YoY
营业收入	**28,602**	**30,806**	**31,442**	**34,048**	**34,207**	**38,051**	**40,096**	**42,145**	**5.1%**	**23.8%**	**124,898**	**154,499**	**23.7%**
营业利润	**17,521**	**15,724**	**16,221**	**10,724**	**19,130**	**16,319**	**16,675**	**10,743**	**-35.6%**	**0.2%**	**60,190**	**62,867**	**4.4%**
营业外收支净额	(3)	187	130	94	78	55	115	186	61.7%	97.9%	408	434	6.4%
利润总额	**17,518**	**15,911**	**16,351**	**10,818**	**19,208**	**16,374**	**16,790**	**10,929**	**-34.9%**	**1.0%**	**60,598**	**63,301**	**4.5%**
归属母公司股东净利润	**13,363**	**12,164**	**12,777**	**8,834**	**14,790**	**12,954**	**13,477**	**10,564**	**-21.6%**	**19.6%**	**47,138**	**51,785**	**9.9%**
资产负债表（百万元）	**1Q14**	**2Q14**	**3Q14**	**4Q14**	**1Q15**	**2Q15**	**3Q15**	**4Q15**	**QoQ**	**YoY**	**2014**	**2015**	**YoY**
资产总额	3,793,145	3,948,200	3,995,577	4,406,399	4,513,036	5,125,903	5,289,398	5,297,300	0.1%	20.2%	4,406,399	5,297,300	20.2%
母公司所有者权益	214,636	220,436	233,990	257,934	273,016	288,023	302,424	314,088	3.9%	21.8%	257,934	314,088	21.8%
优先股	0	0	0	12,958	12,958	25,905	25,905	25,905	0.0%	99.9%	12,958	25,905	99.9%
每股数据（元）													
普通股股本（百万股）	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	0.0%	0.0%	19,052	19,052	0.0%
EPS	0.70	0.78	0.67	0.46	0.78	0.68	0.71	0.47	-33.0%	2.3%	2.47	2.64	6.6%
BVPS	11.27	13.65	12.28	13.54	13.65	13.76	14.51	15.13	4.2%	11.7%	12.86	15.13	17.6%
主要指标（%）	**1Q14**	**2Q14**	**3Q14**	**4Q14**	**1Q15**	**2Q15**	**3Q15**	**4Q15**	**QoQ**	**YoY**	**2014**	**2015**	**YoY**
ROE	25.80%	25.63%	20.16%	15.17%	23.43%	20.35%	20.02%	12.87%	-7.1pct	-2.3pct	21.83%	19.44%	-2.4pct
不良贷款率	0.84%	1.24%	0.99%	1.10%	1.24%	1.29%	1.57%	1.46%	-11bps	36bps	1.10%	1.46%	36bps

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：季度业绩预测－兴业银行

利润表（百万元）	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	QoQ	YoY	2014	2015E	YoY
净利息收入	**21,235**	**23,801**	**24,918**	**25,606**	**26,976**	**28,144**	**32,888**	**26,602**	**-19.1%**	**3.9%**	**95,560**	**114,610**	**19.9%**
非利息收入	**7,367**	**7,005**	**6,524**	**8,442**	**7,231**	**9,907**	**7,208**	**15,543**	**115.6%**	**84.1%**	**29,338**	**39,889**	**36.0%**
净手续费收入	6,312	6,636	6,717	7,376	6,583	8,339	8,557	10,322	20.6%	39.9%	27,041	33,801	25.0%
营业收入	**28,602**	**30,806**	**31,442**	**34,048**	**34,207**	**38,051**	**40,096**	**42,145**	**5.1%**	**23.8%**	**124,898**	**154,499**	**23.7%**
营业支出	**(8,271)**	**(8,836)**	**(9,157)**	**(12,540)**	**(9,508)**	**(11,455)**	**(11,691)**	**(15,851)**	**35.6%**	**26.4%**	**(38,804)**	**(48,505)**	**25.0%**
营业税金及附加	(2,140)	(2,180)	(2,272)	(2,513)	(2,748)	(3,216)	(3,464)	(2,682)	-22.6%	6.7%	(9,105)	(12,110)	33.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	**20,331**	**21,970**	**22,285**	**21,508**	**24,699**	**26,596**	**28,405**	**26,294**	**-7.4%**	**22.3%**	**86,094**	**105,994**	**23.1%**
资产减值损失	(2,810)	(6,246)	(6,064)	(10,784)	(5,569)	(10,277)	(11,730)	(15,551)	32.6%	44.2%	(25,904)	(43,127)	66.5%
贷款和垫款减值损失	(2,810)	(5,761)	(4,548)	(6,532)	(5,569)	(7,665)	(8,798)	(13,097)	48.9%	100.5%	(19,651)	(35,128)	78.8%
营业利润	**17,521**	**15,724**	**16,221**	**10,724**	**19,130**	**16,319**	**16,675**	**10,743**	**-35.6%**	**0.2%**	**60,190**	**62,867**	**4.4%**
营业外收支净额	(3)	187	130	94	78	55	115	186	61.7%	97.9%	408	434	6.4%
利润总额	**17,518**	**15,911**	**16,351**	**10,818**	**19,208**	**16,374**	**16,790**	**10,929**	**-34.9%**	**1.0%**	**60,598**	**63,301**	**4.5%**
所得税费用	(4,072)	(3,667)	(3,473)	(1,856)	(4,308)	(3,290)	(3,262)	(218)	-93.3%	-88.3%	(13,068)	(11,078)	-15.2%
净利润	**13,446**	**12,244**	**12,878**	**8,962**	**14,900**	**13,084**	**13,528**	**10,711**	**-20.8%**	**19.5%**	**47,530**	**52,223**	**9.9%**
少数股东权益	(83)	(80)	(101)	(128)	(110)	(130)	(51)	(147)	188.1%	14.8%	(392)	(438)	11.7%
归属母公司股东净利润	**13,363**	**12,164**	**12,777**	**8,834**	**14,790**	**12,954**	**13,477**	**10,564**	**-21.6%**	**19.6%**	**47,138**	**51,785**	**9.9%**
优先股股息	0	0	0	0	0	0	0	1,528	na	na	0	1,528	na
普通股股东净利润	**13,363**	**12,164**	**12,777**	**8,834**	**14,790**	**12,954**	**13,477**	**9,036**	**-33.0%**	**2.3%**	**47,138**	**50,257**	**6.6%**

资产负债表（百万元）	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	QoQ	YoY	2014	2015E	YoY
贷款总额	1,367,244	1,430,974	1,492,121	1,593,148	1,678,810	1,722,946	1,753,850	1,768,394	0.8%	11.0%	1,593,148	1,768,394	11.0%
存款总额	2,066,284	2,246,522	2,205,228	2,267,780	2,406,187	2,445,022	2,431,748	2,437,864	0.3%	7.5%	2,267,780	2,437,864	7.5%
不良贷款余额	11,452	13,875	14,774	17,544	20,833	22,203	27,487	25,780	-6.2%	46.9%	17,544	25,780	46.9%
贷款损失准备	38,615	42,421	41,577	43,896	47,354	49,115	52,125	52,972	1.6%	20.7%	43,896	52,972	20.7%
资产总额	3,793,145	3,948,200	3,995,577	4,406,399	4,513,036	5,125,903	5,289,398	5,297,300	0.1%	20.2%	4,406,399	5,297,300	20.2%
负债总额	3,575,711	3,724,944	3,758,661	4,145,303	4,236,675	4,834,473	4,983,559	4,979,101	-0.1%	20.1%	4,145,303	4,979,101	20.1%
母公司所有者权益	214,636	220,436	233,990	257,934	273,016	288,023	302,424	314,088	3.9%	21.8%	257,934	314,088	21.8%
优先股	0	0	0	12,958	12,958	25,905	25,905	25,905	0.0%	99.9%	12,958	25,905	na
平均生息资产	3,709,170	3,874,830	4,037,778	3,811,730	4,316,160	4,795,760	5,347,642	4,277,555	-20.0%	12.2%	3,858,377	4,684,279	21.4%
每股数据（元）													
普通股股本（百万股）	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	0.0%	0.0%	19,052	19,052	0.0%
EPS	0.70	0.78	0.67	0.46	0.78	0.68	0.71	0.47	-33.0%	2.3%	2.47	2.64	6.6%
BVPS	11.27	13.65	12.28	13.54	13.65	13.76	14.51	15.13	4.2%	11.7%	12.86	15.13	17.6%
DPS	-	-	-	0.57	-	-	-	0.53	na	-7.4%	0.57	0.53	-7.4%
PPOP/sh	1.07	1.30	1.17	1.13	1.30	1.40	1.49	1.38	-7.4%	22.3%	4.52	5.56	23.1%

主要指标（%）	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	QoQ	YoY	2014	2015E	YoY
ROA	1.44%	1.44%	1.21%	0.85%	1.34%	1.09%	1.04%	0.81%	-0.2pct	0.0pct	1.18%	1.08%	-0.1pct
ROE	25.80%	25.63%	20.16%	15.17%	23.43%	20.35%	20.02%	12.87%	-7.1pct	-2.3pct	21.83%	19.44%	-2.4pct
净息差	2.29%	2.50%	2.47%	2.69%	2.50%	2.35%	2.46%	2.49%	3bps	-20bps	2.48%	2.45%	-3bps
成本收入比	21.44%	19.76%	21.90%	29.45%	33.38%	21.65%	20.52%	31.25%	10.7pct	1.8pct	23.78%	23.56%	-0.2pct
有效税率	23.24%	22.43%	21.24%	17.16%	22.43%	20.09%	19.43%	1.99%	-17.4pct	-15.2pct	21.57%	17.50%	-4.1pct
贷存比	66.17%	69.77%	67.66%	70.25%	69.77%	70.47%	72.12%	72.54%	0.4pct	2.3pct	70.25%	72.54%	2.3pct
不良贷款率	0.84%	1.24%	0.99%	1.10%	1.24%	1.29%	1.57%	1.46%	-11bps	36bps	1.10%	1.46%	36bps
拨备覆盖率	337.19%	227.30%	281.42%	250.20%	227.30%	221.21%	189.64%	205.48%	15.8pct	-44.7pct	250.20%	205.48%	-44.7pct
拨贷比	2.82%	2.82%	2.79%	2.76%	2.82%	2.85%	2.97%	3.00%	2bps	24bps	2.76%	3.00%	24bps
信用成本	0.21%	0.37%	0.29%	0.42%	0.34%	0.45%	0.51%	0.74%	24bps	32bps	1.33%	2.09%	76bps
非利息收入/营业收入	25.76%	21.14%	20.75%	24.79%	21.14%	26.04%	17.98%	36.88%	18.9pct	12.1pct	23.49%	25.82%	2.3pct
净手续费收入/营业收入	22.07%	19.24%	21.36%	21.66%	19.24%	21.92%	21.34%	24.49%	3.2pct	2.8pct	21.65%	21.88%	0.2pct
核心一级资本充足率	9.01%	9.35%	9.40%	8.45%	8.65%	8.15%	8.45%	8.45%	0.0pct	0.0pct	8.45%	8.45%	0.0pct
一级资本充足率	9.01%	9.35%	9.40%	8.89%	9.08%	8.95%	9.23%	9.23%	0.0pct	0.3pct	8.89%	9.23%	0.3pct
资本充足率	11.06%	12.18%	12.18%	11.29%	11.31%	11.03%	11.20%	11.36%	0.2pct	0.1pct	11.29%	11.36%	0.1pct

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：财务数据及预测 – 兴业银行

						同比增速（%）				
利润表（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	**85,845**	**95,560**	**114,610**	**126,599**	**139,346**	**18.9%**	**11.3%**	**19.9%**	**10.5%**	**10.1%**
非利息收入	**23,442**	**29,338**	**39,889**	**49,463**	**60,839**	**52.0%**	**25.2%**	**36.0%**	**24.0%**	**23.0%**
净手续费收入	23,762	27,041	33,801	42,252	52,814	59.0%	13.8%	25.0%	25.0%	25.0%
营业收入	**109,287**	**124,898**	**154,499**	**176,062**	**200,186**	**24.7%**	**14.3%**	**23.7%**	**14.0%**	**13.7%**
营业支出	**(37,021)**	**(38,804)**	**(48,505)**	**(60,631)**	**(75,789)**	**26.9%**	**4.8%**	**25.0%**	**25.0%**	**25.0%**
营业税	(7,831)	(9,105)	(12,110)	(16,106)	(21,421)	36.2%	16.3%	33.0%	33.0%	33.0%
拨备前营业利润（PPOP）	**72,266**	**86,094**	**105,994**	**115,431**	**124,397**	**23.6%**	**19.1%**	**23.1%**	**8.9%**	**7.8%**
资产减值损失	(18,188)	(25,904)	(43,127)	(45,233)	(51,639)	46.9%	42.4%	66.5%	4.9%	14.2%
贷款减值损失	(16,417)	(19,651)	(35,128)	(34,515)	(37,276)	39.6%	19.7%	78.8%	-1.7%	8.0%
营业利润	**54,078**	**60,190**	**62,867**	**70,198**	**72,758**	**17.4%**	**11.3%**	**4.4%**	**11.7%**	**3.6%**
营业外收支净额	183	408	434	477	525	46.4%	123.0%	6.4%	10.0%	10.0%
利润总额	**54,261**	**60,598**	**63,301**	**70,675**	**73,283**	**17.5%**	**11.7%**	**4.5%**	**11.6%**	**3.7%**
所得税	(12,750)	(13,068)	(11,078)	(15,902)	(16,122)	13.2%	2.5%	-15.2%	43.5%	1.4%
净利润	**41,511**	**47,530**	**52,223**	**54,773**	**57,161**	**18.9%**	**14.5%**	**9.9%**	**4.9%**	**4.4%**
少数股东权益	(300)	(392)	(438)	(460)	(483)	43.5%	30.7%	11.7%	5.0%	5.0%
归属股东净利润	**41,211**	**47,138**	**51,785**	**54,313**	**56,678**	18.7%	14.4%	9.9%	4.9%	4.4%
优先股股息	0	0	1,528	1,528	1,528	na	na	na	0.0%	0.0%
普通股股东净利润	**41,211**	**47,138**	**50,257**	**52,785**	**55,150**	**18.7%**	**14.4%**	**6.6%**	**5.0%**	**4.5%**

资产负债表（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
贷款总额	1,357,057	1,593,148	1,768,394	1,962,918	2,178,839	10.4%	17.4%	11.0%	11.0%	11.0%
存款总额	2,170,345	2,267,780	2,437,864	2,657,271	2,869,853	19.7%	4.5%	7.5%	9.0%	8.0%
不良贷款余额	10,331	17,544	25,780	36,041	46,395	95.4%	69.8%	46.9%	39.8%	28.7%
贷款损失准备	36,375	43,896	52,972	68,830	85,397	47.7%	20.7%	20.7%	29.9%	24.1%
资产总额	3,678,304	4,406,399	5,297,300	5,980,684	6,756,941	13.1%	19.8%	20.2%	12.9%	13.0%
负债总额	3,477,133	4,145,303	4,979,101	5,617,808	6,343,056	12.9%	19.2%	20.1%	12.8%	12.9%
母公司所有者权益	199,769	257,934	314,088	357,533	406,938	17.8%	29.1%	21.8%	13.8%	13.8%
优先股	0	12,958	25,905	25,905	25,905	na	na	99.9%	0.0%	0.0%
平均生息资产	3,515,786	3,858,377	4,684,279	5,394,799	6,093,810	29.2%	9.7%	21.4%	15.2%	13.0%
每股数据（元）										
普通股股本（百万股）	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	2.16	2.47	2.64	2.77	2.89	-20.9%	14.4%	6.6%	5.0%	4.5%
BVPS	10.49	12.86	15.13	17.41	20.00	-21.5%	22.6%	17.6%	15.1%	14.9%
DPS	0.46	0.57	0.53	0.55	0.58	-19.3%	23.9%	-7.4%	5.0%	4.5%
PPOP/sh	3.79	4.52	5.56	6.06	6.53	-17.6%	19.1%	23.1%	8.9%	7.8%

主要指标（%）	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROA	1.20%	1.18%	1.08%	0.97%	0.90%	-0.04%	-0.02%	-0.10%	-0.11%	-0.07%
ROE	22.32%	21.83%	19.44%	17.12%	15.54%	-2.07%	-0.48%	-2.40%	-2.32%	-1.57%
净息差	2.44%	2.48%	2.45%	2.35%	2.29%	-0.21%	0.03%	-0.03%	-0.10%	-0.06%
成本收入比	26.71%	23.78%	23.56%	25.29%	27.16%	-0.02%	-2.93%	-0.22%	1.73%	1.87%
有效税率	23.50%	21.57%	17.50%	22.50%	22.00%	-0.89%	-1.93%	-4.07%	5.00%	-0.50%
贷存比	62.53%	70.25%	72.54%	73.87%	75.92%	-5.26%	7.72%	2.29%	1.33%	2.05%
不良贷款率	0.76%	1.10%	1.46%	1.84%	2.13%	0.33%	0.34%	0.36%	0.38%	0.29%
拨备覆盖率	352.09%	250.20%	205.48%	190.98%	184.06%	-113.72%	-101.89%	-44.73%	-14.50%	-6.91%
拨贷比	2.68%	2.76%	3.00%	3.51%	3.92%	0.68%	0.07%	0.24%	0.51%	0.41%
信用成本	1.27%	1.33%	2.09%	1.85%	1.80%	0.21%	0.06%	0.76%	-0.24%	-0.05%
非利息收入/营业收入	21.45%	23.49%	25.82%	28.09%	30.39%	3.84%	2.04%	2.33%	2.28%	2.30%
净手续费收入/营业收入	21.74%	21.65%	21.88%	24.00%	26.38%	4.68%	-0.09%	0.23%	2.12%	2.38%
核心一级资本充足率	8.68%	8.45%	8.45%	8.70%	9.09%	na	-0.23%	0.00%	0.25%	0.39%
一级资本充足率	8.68%	8.89%	9.23%	9.39%	9.72%	-0.61%	0.21%	0.34%	0.16%	0.33%
资本充足率	10.83%	11.29%	11.36%	11.44%	11.73%	-1.23%	0.47%	0.07%	0.08%	0.29%

来源：公司公告，国金证券研究所

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。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD