



强于大市

从包商事件看城农商行经营风险

信用风险整体可控，个体分化趋势持续

近期银保监会对包商银行实施监管一事，引发市场对城农商行潜在信用风险的担忧。本篇报告我们将对城农商行整体风险水平及引发风险原因进行分析，并对城农商行未来的发展趋势进行展望。虽然城、农商行信用风险近年来有所抬升，但由于城、农商行体量较小，预计城、农商行潜在风险对金融市场带来的影响整体可控。

■ 金融市场担忧情绪升级，短期关注流动性风险

近期银保监会对包商银行实施接管，包商银行事件是自1998年海南发展银行倒闭后首次有银行出现被托管的情况，因此金融市场担忧情绪不断抬升。目前市场的主要担忧集中在两方面：一是对储户及债权人的后续保障方案的担忧；二是对于整个城、农商行群体信用风险的担忧，担心在包商之后会有其他城、农商行也会出现类似的情况。受上述因素影响，本周各类银行主体发行的同业存单、二级资本债等金融工具的收益率均有明显跳升（同业存单提升20BP，二级资本债提升80-90BP），预计这样的波动在未来一段时间内将会持续，短期市场风险有所加大。

■ 城农商行盈利能力有所下降，风险区域特征明显

截至2018年末，国内城、农商行的数量达到1561家。城、农商行近年来规模增速放缓，信用风险有所抬头，导致整体盈利能力下降。近期银保监会对包商银行实施接管的事件引起了市场对城、农商行潜在信用风险的担忧。总体来看，城、农商行风险存在分化现象，区域特征明显，位居西部地区（四川、贵州、云南等）以及东北地区、山东省的城商行、农商行潜在风险相对高。此外，建议关注尚未披露2018年年报以及评级被下调的银行所存在的信用风险。

■ 展望：个体分化趋势持续，引发金融系统性风险可能性低

展望城、农商行长期发展趋势，我们认为个体表现分化趋势将更为明显，对于部分管理体系存漏洞、风险偏好过高、资本配置低效、所处区域经济发展疲弱的银行来说，在金融供给侧改革过程中可能面临重组、并购。由于银行涉及面广，金融监管更为审慎，我们认为包商事件仅为个案。尽管未来可能有部分城、农商行陷入经营困境，但同时需要考虑到城、农商行与地方政府之间的密切关系，城、农商行有望在信用风险发生的第一时间得到地方政府的扶持以进行平稳过渡。同时城、农商行体量较小，我们认为其信用风险整体可控，引发系统性风险的可能性低。

■ 投资建议：

尽管城、农商行近年来信用风险有所抬头，但考虑到城、农商行在金融体系中较小的规模占比以及地方政府对城、农商行经营的支持，我们认为信用风险整体可控。目前国内板块目前较低的估值水平（19年对应0.83PB）和4.3%的股息收益率存配置吸引力，弱市环境下防御能力凸显。个股推荐业绩领先的优质个股以及1季报改善较大的股份行和区域银行（大行、招商银行和宁波银行）。

■ 风险提示：

经济下行导致资产质量恶化超预期、中美贸易进一步升级。

相关研究报告

《银行业周报》20190526

《央行1季度货政报告点评》20190519

《银行业周报》20190519

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号 S1300517110001

*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者



摘要

近期，银保监会对包商银行实施接管的事件引起了市场的广泛关注。由于这是自1998年海南发展银行倒闭后，二十多年来首次有银行出现被托管的情况，因此在过去不到一周的时间内，该事件仍在持续发酵，金融市场担忧情绪不断抬升。目前来看，市场的主要担忧集中在两方面：一是针对包商银行事件本身，主要涉及储户及债权人的后续保障方案。根据银保监会的表述，在接管后对于包商银行个人储蓄存款部分全额保障，5000万元（含）以下的对公存款和同业负债，本息全额保障，5000万元以上的对公存款和同业负债，由接管组和债权人平等协商，依法保障，意味着有部门企业客户和金融机构客户存在存款和债权无法收回的风险。二是对于整个城、农商行群体信用风险的担忧，截至2018年末，国内城农商行的数量已经达到1561家，数量众多，市场担心在包商之后会有其他城、农商行也会出现类似的信用风险，从而对金融市场带来系统性风险。因此，受上述因素影响，本周各类银行主体发行的同业存单、二级资本债等金融工具的收益率均有明显跳升（同业存单提升20BP，二级资本债提升80-90BP），预计这样的波动在未来一段时间内将会持续，短期而言市场风险有所加大。

在本篇报告中，我们将对城、农商行近年来的发展情况进行简要分析，探究其当前整体风险水平及引发风险的原因，并对城、农商行未来的发展趋势进行展望。城、农商行近年来规模增速放缓，信用风险有所抬头，导致整体盈利能力下降。近期银保监会对包商银行实施接管的事件引起了市场对城、农商行潜在信用风险的担忧。总体来看，城、农商行风险的区域特征明显，位居西部地区（四川、贵州、云南等）以及东北地区、山东省的城商行、农商行潜在风险相对高。但由于城、农商行体量较小，预计城、农商行潜在风险对金融市场带来的影响整体可控。

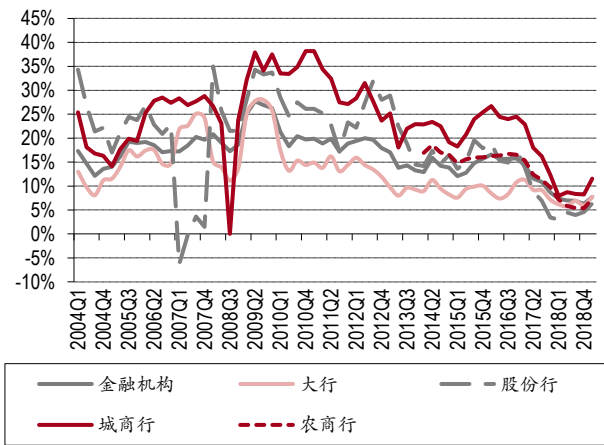
一、城农商行整体发展概况分析

截至2018年末，城商行与农商行共计1561家，其中城商行134家，数量与2017年末持平；农商行1427家，较2017年末的1262家新增了165家。尽管城、农商行的数量远超大行（6家）和股份行（12家），但事实上在银行业金融机构中，2018年末城、农商行的资产规模占比仅为26.3%；负债规模占比为26.6%；从净利润来看，2018年城、农商行的净利润绝对值占大行、股份、城商行和农商行合计净利润的比重约为25%。无论从资产规模、负债规模还是利润占比来看，我国银行业格局仍以大中银行为主导，城、农商行由于专注于某个地区的业务经营以及网点布局限制，个体规模往往较小。

规模：规模增速放缓，城商行降幅更为明显

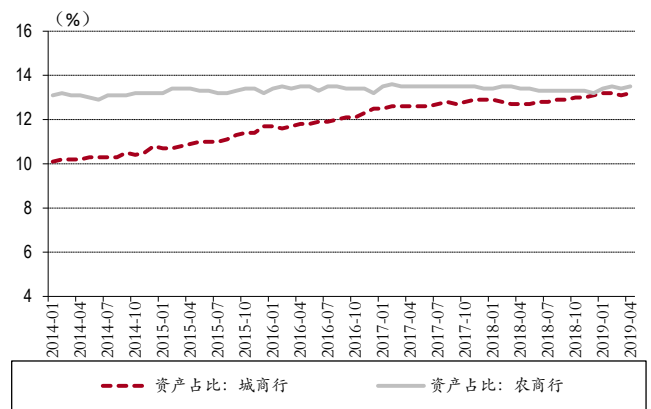
近两年来，城、农商行告别了前期的高速增长期，规模增速逐步放缓。不同类型银行比较而言，尽管规模增速放缓是行业整体趋势，但城商行规模扩张的放缓更加明显。具体而言，城商行和农商行分别从2015年底25%/16%的规模同比增速降至2018年末8%/5%的增速水平。另一方面，从规模占比来看，农商行规模在银行业金融机构中占比一直稳定在13.5%左右，而城商行由于近几年增速的放缓，占比从2016年开始基本保持在13%左右。截止2018年末，城、农商行规模合计占比为26.3%。

图表 1. 城、农商行规模增速放缓



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 城、农商行资产规模占比基本保持稳定



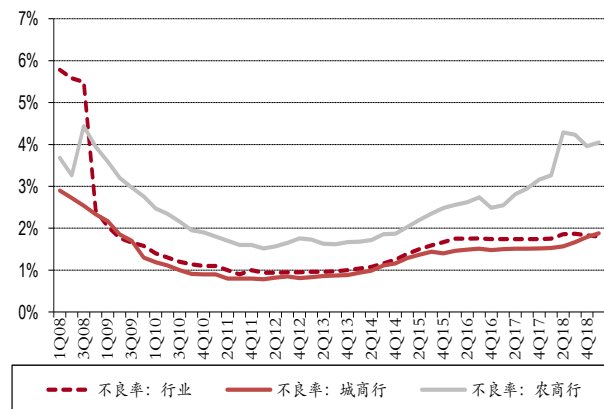
资料来源：万得，中银国际证券

资产质量：城、农商行信用风险有所抬升

城、农商行近几年信用风险有所抬头，其中城商行的不良率相对平稳，农商行不良率上行幅度较为明显。行业近两年在国内经济增速放缓，供给侧改革持续推进等综合因素的影响下，不良率小幅上行。其中城商行今年 1 季度不良率总体略高于行业整体（1.8%）0.1 个百分点，但基本保持平稳，较 2017 年末 1.5% 的不良率提升 0.4 个百分点至 1.9%。而农商行由于自身规模较小，抗风险能力较弱，且业务主要分布的农村地区经济更加脆弱，显然近两年受到的调整压力更大，信用风险从 2015 年开始进入暴露期，不良率有所抬升。截止 2019 年 1 季末农商行整体不良率 4.1%，较 2015 年提升 1.6 个百分点，高于行业整体不良率 2.3 个百分点。

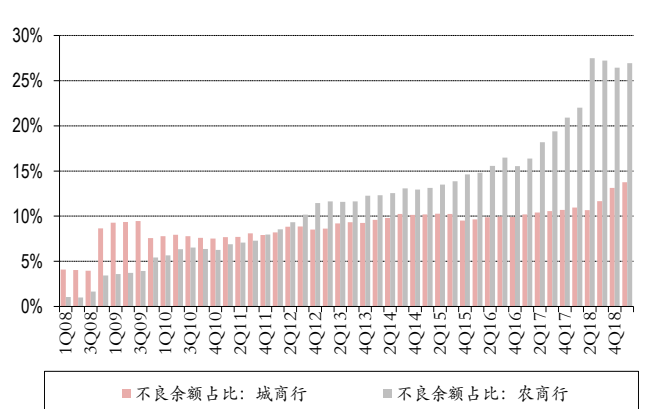
从不良余额在行业总不良资产的占比来看，截止 2019 年 1 季末行业合计约 40% 的不良贷款来自城、农商行，其中城商行和农商行分别为 13.8% 和 26.9%。并且从变动趋势来看，农商行不良余额占比从 2015 年的 14.6% 快速上行 12.3 个百分点至 2019 年 1 季末的 26.9%，相对而言，农商行信用风险压力更大。

图表 3. 城、农商行不良率上行



资料来源：万得，中银国际证券

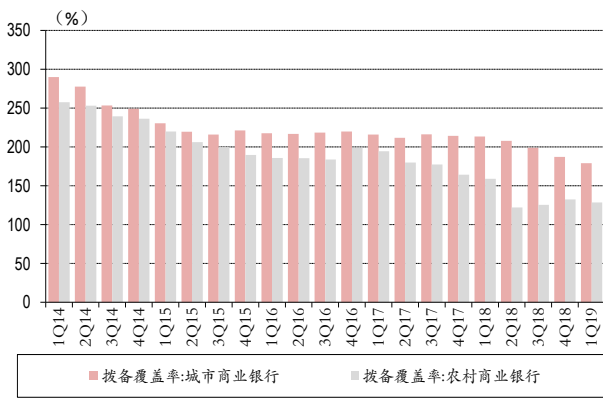
图表 4. 城、农商行不良余额在银行业总不良中的占比



资料来源：万得，中银国际证券

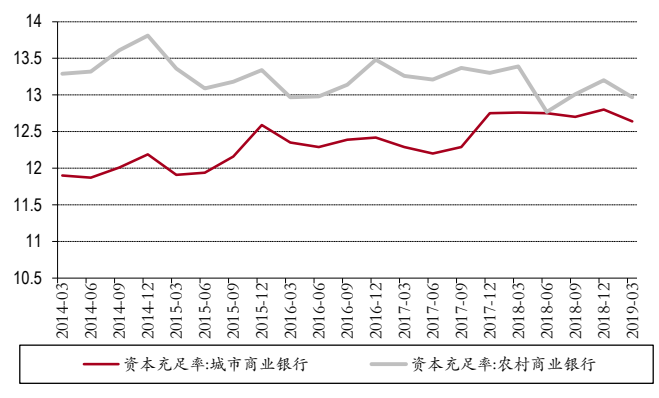
从抵御风险的能力来看，城商行和农商行在业务布局、主要客群、风控机制以及风控人才方面与大行相比都处于相对弱势，抵御风险的能力不及大行及股份行。从拨备计提的角度衡量，近年来城商行和农商行拨备覆盖率整体呈下行趋势，抵抗风险的能力有所走弱。从绝对值来看，其中农商行 2019 年 1 季度最新的整体拨备覆盖率水平为 128.5%，低于大行、股份行和城商行。城商行方面，2019 年 1 季度 179.3% 的拨备水平高于监管要求，但需要注意的是，城商行中个体表现差异较大，存在部分个体的拨备计提不充分的情况。

图表 5. 城、农商行拨备覆盖率整体呈下行趋势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 城、农商行资本充足率处于相对较高水平

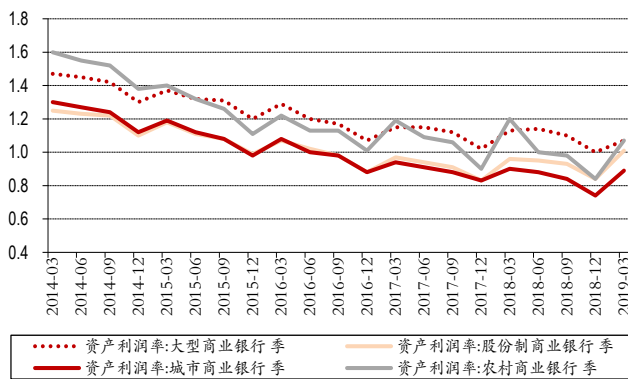


资料来源：万得，中银国际证券

盈利能力：盈利能力有所下降，息差表现分化

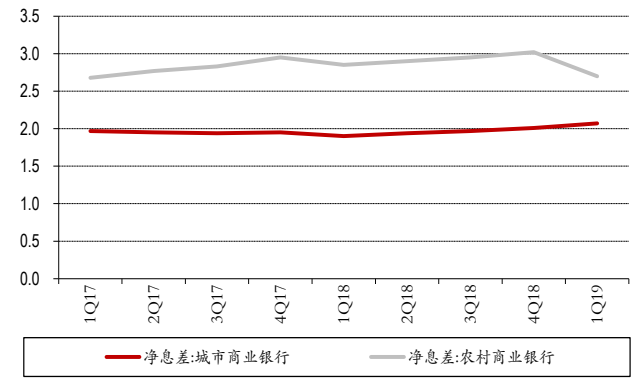
从盈利能力表现来看，受到前文所述规模增速放缓和信用风险提升侵蚀利润等因素的影响，行业发展结束高速成长期，盈利能力也有所走弱，截止 2018 年城商行和农商行的 ROA 水平分别为 0.74%/0.84%，较 2015 年 0.98%/1.11 的水平分别下降 24BP/27BP。息差方面，近年来城商行和农商行息差总体保持稳定，2018 年以来城商行净息差受资产端收益提升带动呈小幅上行趋势，而农商行净息差从 2018 年底开始有所下行，2019 年 1 季度城商行和农商行的净息差分别为 2.07%/2.70%。

图表 7. 行业资产收益率下行



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 农商行净息差有所下降



资料来源：万得，中银国际证券

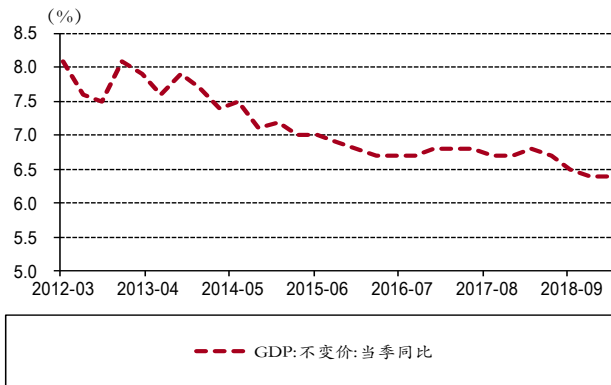
二、城农商行经营困难原因分析

我们认为近几年来城、农商行经营面临的困难是多种因素综合影响所致，既有外部大环境的影响，也有自身资源禀赋和发展不规范的因素，总结而言，主要表现在以下几个方面：

一方面是由于国内经济进入换挡转型的调整期，供给侧改革逐步推进，整体来看经济增速逐年放缓，而银行业是和经济高度相关的顺周期行业，经济增速放缓期间企业经营情况受负面影响，因此银行的资产质量往往承受一定压力。同时国内局部地区如东北、山东等地由于经济结构的调整，经济下行压力更为显著。由于城农商行业务大都布局当地，城商行和农商行的发展往往和地方经济高度捆绑，无法像大行一样通过全国性的业务布局进行风险的分散和调节，因此部分地区经济的困难对当地的城商行和农商行而言也就意味着更大的业务增长和信用风险压力。

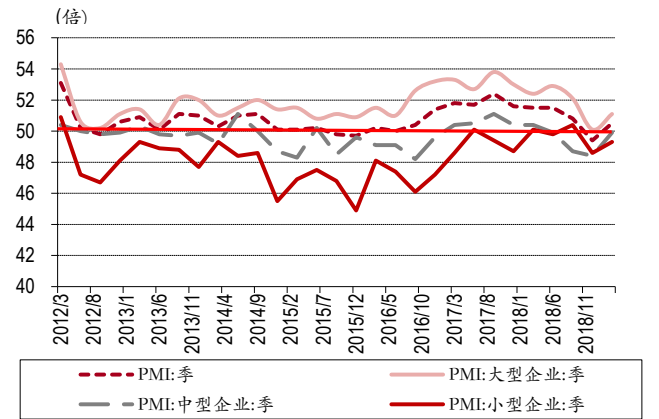
同时我们通过观察反映企业经营景气度的 PMI 指数可以看到，近几年受经济增速放缓影响更大的主要是中型和小型企业，特别是小型企业的 PMI 大部分时间均处在 50 的荣枯分界线以下。而中小企业恰好是城商行和农商行的主要客群，他们经营状况的波动也会逐步反映到城、农商行的资产质量上。

图表 9. GDP 增速逐年放缓



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 中小企业受经济波动的影响更大



资料来源：万得，中银国际证券

另一方面，银行业在过去十年快速发展的过程中也积累了一定的风险，存在资金空转套利、流动性错配，违规出表等发展不规范等问题，而城商行和农商行一是在和大行的竞争中由于网点、人员等不足处于相对劣势，业务发展相对激进，二是大多城、农商行没有公开发行上市，受到的监管、披露要求更弱，因此城、农商行在业务整体的规范性方面相对不足，资产端往往非标占比偏高，而负债端由于存款竞争的压力同业负债占比较高。

2016 年底，中央经济工作会议明确提出“要把防控金融风险放到更加重要的位置，确保不发生系统性金融风险”，金融领域监管趋严态势明显。2017 年 3 月份开始，监管序幕正式开启，原银监会针对三违反（违法、违规、违章）、三套利（监管、空转、关联）、四不当（不当创新、不当交易、不当激励、不当收费）、部分领域的金融市场乱象、风险防控等内容开展专项行动，并密集出台了多项部监管文件（含征求意见稿），旨在弥补监管短板。在此背景下，业务处在灰色和不合规地带更多的城、农商行，在 2016 年开始的金融严监管检查中受到的调整压力也就更大，流动性收紧，金融去杠杆使得不少城、农行业务风险暴露提速。

三、城农商行风险分析

我们根据万得披露的城商行、农商行经营数据，将 117 家城商行（占全部城商行比重为 87%）以及 239 家农商行（占全部农商行比重为 17%）作为样本，对城商行以及农商行的经营状况进行分析，以分析城、农商行潜在的风险。分析的维度包括了盈利能力、资产质量以及资本金水平，分析指标分别是 2018 年净利润同比增速、2017 年不良贷款率以及 2017 年资本充足率水平。

城商行个体风险分析

从城商行的净利润数据来看，样本中城商行 2018 年净利润规模小于 2017 年的包括鞍山银行、富滇银行、曲靖银行在内的 43 家银行，其中鞍山银行、富滇银行、曲靖银行净利润下降幅度最为明显，2018 年净利润较 2017 年分别下降 94%、90%、80%。

从城商行的不良贷款率表现来看，2017 年末银保监会口径城商行的不良贷款率为 1.52%。根据样本数据，城商行中 2017 年末不良贷款率高于行业平均的包括了临商银行（4.42%）、凉山州银行（3.57%）、日照银行（3.14%）在内的 62 家银行。

从城商行的资本充足率来看，样本中城商行 2017 年资本充足率均高于 10.5%，其中九江银行、吉林银行、营口银行的资本充足率水平相对低，为 10.5%、10.6%、10.7%。



农商行个体风险分析

从农商行的净利润数据来看,样本中农商行2018年净利润规模小于2017年的包括了四川安州农商行、景德镇农商行、四川广汉农商行在内的55家银行,其中四川安州农商行、景德镇农商行、四川广汉农商行净利润下降幅度最为明显,2018年净利润较2017年分别下降226%、86%、68%。

从农商行的不良贷款率表现来看,2017年末银保监会口径农商行的不良贷款率为3.16%。根据样本数据,2017年末不良贷款率高于行业平均的包括了四川宣汉农商行(19.97%)、贵州乌当农商行(14.96%)、山东广饶农商行(13.90%)在内的55家银行。

从农商行的资本充足率来看,样本中农商行2017年末的资本充足率低于10.5%的包括了贵州乌当农商行(0.07%)、四川宣汉农商行(0.4%)、西川西充农商行(7.1%)在内的11家银行。其中,特别需要注意的是贵州乌当农商行和四川宣汉农商行,前者的资本充足率水平从2016年的11.4%下降至2017年的0.07%,后者资本充足率水平从2016年的10.9%下降至2017年的0.4%。

总结

整体来看,城商行、农商行风险的区域特征明显,由于区域经济发展以及产业结构因素影响,西部地区(四川、贵州、云南等)以及东北地区、山东省的城商行、农商行的潜在风险相对高,例如城商行中的临商银行、凉山州银行,农商行中的四川宣州农商行、山东广饶农商行、四川安州农商行、西川西充农商行,上述银行无论从盈利情况还是资产质量表现均较弱。

另外需要关注评级下调金融机构以及延期披露年报银行可能存在的信用风险。2016年以来,银行类金融机构的信用评级被下调(包括展望下调)事件的情况增加,并且以城商行、农商行居多。根据统计,2016年至2018年期间已有23家商业银行被降低信用评级(包括展望下调),其中18家为农商行,5家为城商行。此外,还需要密切关注延期披露年报的银行可能存在的风险。截至2019年5月30日,仍有17家银行未公布2018年年报,后续密切关注17家银行信息披露情况。17家延期披露年报的银行包括10家农商行、6家城商行以及恒丰银行。其中10家农商行分别是:山东邹平农商行、山东广饶农商行、山东诸城农商行、山东寿光农商行、山东博兴农商行、安徽桐城农商行、铜陵农商行、贵阳农商行、南昌农商行、成都农商行。6家城商行分别是:吉林银行、保定银行、锦州银行、湖州银行、邯郸银行和攀枝花银行。其中,山东邹平农商行、山东广饶农商行、山东寿光农商行、贵阳农商行、攀枝花银行不仅被下调了评级,目前也未公布2018年年报。



图表 11. 2016 年以来城商行和农商行负面事件概要

银行名称	评级机构	评级调整日	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次评级	上次展望	地区
莱商银行	中诚信国际	2016/6/6	AA-	负面	2015/4/24	AA-	稳定	山东省
山东寿光农村商业银行	上海新世纪	2016/7/29	AA-	负面	2015/7/30	AA-	稳定	山东省
柳州银行	东方金诚	2017/1/23	AA	负面	2016/7/18	AA	观察	广西省
攀枝花农村商业银行	联合资信	2017/4/14	A	稳定	2016/2/22	A+	观察	四川省
广东四会农村商业银行	联合资信	2017/6/28	A+	负面	2016/10/27	A+	稳定	广东省
肇庆端州农村商业银行	联合资信	2017/6/30	A+	负面	2016/5/4	A+	稳定	广东省
河北唐山农村商业银行	上海新世纪	2017/7/20	AA	负面	2016/4/21	AA	稳定	河北省
山西侯马农村商业银行	上海新世纪	2017/9/1	A+	媒体曝出不良率超13%				山西省
包商银行	大公国际	2017/10/30	AA+	负面	2017/7/27	AA+	稳定	内蒙古
山东威海农村商业银行	中诚信国际	2017/12/18	AA-	负面	2017/7/25	AA-	稳定	山东省
山东五莲农村商业银行	中诚信国际	2018/1/5	A+	负面	2017/10/13	A+	稳定	山东省
河南修武农村商业银行	东方金诚	2018/1/26	BBB+	媒体曝出不良率为20.74%				河南省
丹东银行	联合资信	2018/3/23	A+	观察	2017/7/25	AA-	稳定	辽宁省
山东广饶农村商业银行	东方金诚	2018/5/4	A+	负面	2017/7/27	AA-	稳定	山东省
贵阳农村商业银行	中诚信国际	2018/6/29	A+	稳定	2017/11/7	AA-	稳定	贵州省
山东邹平农村商业银行	东方金诚	2018/7/9	A+	负面	2018/2/8	AA-	观察	山东省
贵州乌当农村商业银行	联合资信	2018/7/26	A	负面	2017/7/5	A+	负面	贵州省
景德镇农村商业银行	中诚信国际	2018/7/27	AA-	负面	2017/7/28	AA-	稳定	江西省
长春发展农村商业银行	中诚信国际	2018/7/30	AA-	负面	2017/7/20	AA-	稳定	吉林省
吉林蛟河农村商业银行	上海新世纪	2018/7/31	A-	负面	2018/2/8	A	稳定	吉林省
凉山农村商业银行	中诚信国际	2018/11/19	AA-	负面	2016/11/22	AA-	稳定	四川省
河南伊川农村商业银行	中诚信国际	2018/11/29	AA-	负面	2018/7/25	AA-	稳定	河南省
平顶山银行	东方金诚	2018/12/25	AA	负面	2016/12/19	AA	稳定	河南省

资料来源：万得，中银国际证券

四、对城、农商行未来发展趋势的判断

展望城、农商行长期发展趋势，我们认为个体表现分化趋势将更为明显，未来服务实体经济能力较弱的银行可能面临被并购、重组，但出现“倒闭潮”的可能性低，如果部分城、农商行发生信用风险，预计对金融体系带来的负面影响有限。

城、农商行风险从区域上来看，如上文所分析，需要关注西部地区（四川、贵州、云南等）以及东北地区、山东省的城商行、农商行潜在的信用风险。从个体来看，对于部分管理体系存漏洞、风险偏好过高、资本配置低效、所处区域经济发展疲弱的银行来说，经营压力将逐步凸显，在金融供给侧改革过程中可能面临重组、并购。由于银行涉及面广，金融监管更为审慎，我们认为包商事件仅为个案，未来城、农商行出现“倒闭潮”的概率低。另外，我们也需要考虑到城、农商行与地方政府之间的密切关系，城、农商行在经营过程中受地方政府的支持较多，因此在信用风险发生的第一时间，有望得到地方政府的扶持以进行平稳过渡。

总体而言，尽管未来可能有部分城、农商行陷入经营困境，但考虑到地方政府对城、农商行经营的扶持，以及城、农商行体量在银行业金融机构中的占比相对低，我们认为其经营风险对整个金融市场带来的影响有限，带来金融系统风险发生的可能性低。

短期来看，在包商银行事件的影响下，需要关注行业信用风险以及流动性风险。今年 3 月 5 号银保监会主席郭树清在接受证券时报记者采访时表示：“2019 年要研究如何改组改造高风险机构，有的可能会退出市场，有的会兼并，推动金融供给侧结构性改革，金融行业也需要淘汰落后、引进先进的机制”。此次银保监会对包商银行实施接管传递了金融供给侧改革提速的信号。金融供给将聚焦实体经济，降低融资成本，增加有效供给。金融供给侧改革过程中，监管对一些风险集中以及经营不善的商业银行或将加快整顿及重组，因此需要关注银行信用风险问题以及包商银行事件可能带来的流动性风险。

附录图表 12. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
601939.SH	建设银行	买入	6.99	1,748	1.02	1.07	0.92	0.84	7.89
601988.SH	中国银行	未有评级	3.89	1,145	0.61	0.64	0.76	0.70	4.79
600036.SH	招商银行	买入	34.30	865	3.19	3.61	1.71	1.52	21.09
601998.SH	中信银行	未有评级	5.79	283	0.91	0.95	0.71	0.65	8.55
600000.SH	浦发银行	增持	11.11	326	1.90	2.00	0.74	0.67	15.63
601818.SH	光大银行	买入	3.88	204	0.64	0.69	0.71	0.65	4.99
600015.SH	华夏银行	未有评级	7.51	116	1.36	1.41	0.59	0.53	12.56
601169.SH	北京银行	增持	5.85	124	0.95	1.04	0.71	0.65	8.50
601009.SH	南京银行	增持	8.21	70	1.31	1.52	1.02	0.93	8.47
002142.SZ	宁波银行	增持	23.26	121	2.15	2.55	1.87	1.60	13.44
601229.SH	上海银行	增持	11.32	124	1.65	1.91	0.89	0.80	13.37
600919.SH	江苏银行	未有评级	7.28	84	1.13	1.29	0.82	0.75	9.07
601997.SH	贵阳银行	增持	12.87	30	2.23	2.18	0.99	1.02	13.27
600926.SH	杭州银行	增持	8.22	42	1.05	1.27	0.89	0.82	9.66
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.65	10	0.39	0.43	1.00	0.96	4.68
600908.SH	无锡银行	增持	5.81	11	0.59	0.66	1.05	1.03	5.10
601128.SH	常熟银行	买入	7.31	20	0.54	0.66	1.64	1.35	5.45
603323.SH	苏农银行	增持	6.07	10	0.49	0.55	1.09	1.05	6.73
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.66	10	0.46	0.52	1.08	1.01	5.41

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日5月31日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371