

# 结构优化逐步见效

## 中国银行 2011 年中报点评

### 报告关键点:

- 业绩增长28%，符合预期，息差环比回升2bp
- 结构优化见效，人民币资产占比提升至76.6%
- 不良双降

### 报告摘要:

- 业绩符合预期。**2011年上半年实现归属母公司净利润665.1亿，同比增长28%，业绩同比变化的特点是利息收入、手续费收入稳定增长，成本下降。2季度单季度实现归属母公司净利润330.74亿，环比基本持平，主要因为2季度拨备计提有所增加，信用成本环比1季度增加了19bp。
- 结构优化见效：**中行在最近几年将投放的重点回到人民币业务上，截止今年6月末，人民币资产占总资产的比重为76.6%，比2006年末提高20个百分点，非息收入占比达到33.6%。客户结构方面，中行此前重点在大企业，今年以来小企业业务也有了快速的增长，小企业授信客户达到3万户，比上年末增长50%，贷款余额3240亿，比上年末增长35.4%，占新增贷款的比重为35.6%。
- 息差温和上升，相比同业仍有差距：**上半年净息差同比上升7bp至2.11%，其中境内人民币业务净息差提升12bp至2.35%，境内外币业务净息差增加44bp，境外净息差只有1.11%，同比下降24bp。2季度单季度息差环比1季度提高2bp。
- 成本收入比同比下降。**2季度和1季度变化不是很大。从历史数据来看，中行成本收入比呈现出明显的季节性，年末费用均出现明显上升。预计下半年成本收入比会出现一定增加。
- 不良双降。**中期末不良率为1%，比1季度下降4bp，不良余额减少8.1亿。拨贷比为2.17%，人民币业务拨贷比达到2.5%。
- 投资建议：**中国银行2011年中报基本符合预期，结构上来看，人民币资产的占比提高至76.6%。但相对于其他大行，中行的息差水平是偏低的，短期内在海外市场环境的影响下，海外的息差水平可能仍有压力。我们预计2011年中国银行利润增长20.6%，目前股价对应2011年PE和PB分别为6.24倍和1.04倍（考虑可转债转股），估值安全但弹性较小，维持“增持-B”评级。
- 风险提示：资产质量恶化。

**评级:**
**增持-B**

上次评级: 增持-B

**目标价格:**
**3.4 元**

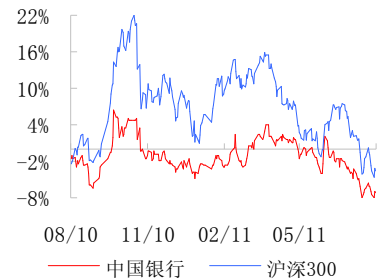
期限: 6 个月 上次预测: 4.60 元

现价(2011年08月26日): 3.00 元

**报告日期:**
**2011-08-28**

总市值(百万元)	823,484.60
流通市值(百万元)	576,798.89
总股本(百万股)	279,147.32
流通股本(百万股)	195,525.05
12个月最低/最高	2.82/3.78 元
十大流通股东(%)	96.20%
股东户数	929,741

### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.05	0.49	(3.64)
绝对收益	(4.36)	(6.65)	(7.14)

**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**
**4 季度息差上升加快**

2011-03-25

**中国银行: 信用成本降至历史低位**

2010-10-28

**中国银行: 人民币业务占比持续提高**

2010-08-27

### 财务和估值数据摘要

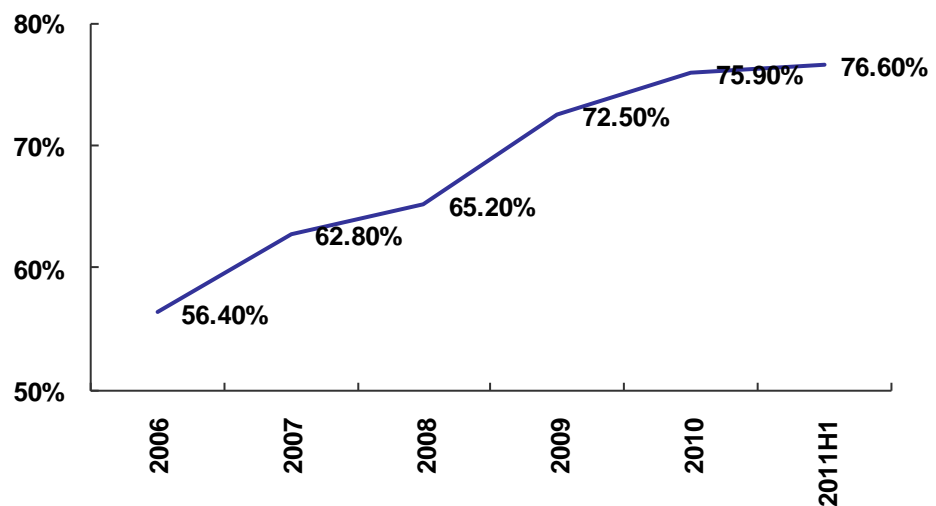
单位	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.34	0.39	0.46	0.53	0.62
PPOP	0.49	0.56	0.70	0.84	0.97
BVPS	2.15	2.42	2.75	3.17	3.64
DPS	0.14	0.15	0.17	0.20	0.23
PE	9.65	7.51	6.24	5.33	4.59
PPPOP	6.56	5.31	4.06	3.37	2.93
PB	1.51	1.22	1.04	0.90	0.78
股息收益率(%)	4.32	4.95	5.97	7.01	8.15
ROE(%)	15.65	16.22	16.62	16.87	17.04
ROA(%)	0.98	1.05	1.03	1.03	1.00
RORWA	1.65	1.86	1.82	1.78	1.72

2011年上半年实现归属母公司净利润665.1亿，同比增长28%，符合预期。业绩同比变化的特点是利息收入、手续费收入稳定增长，成本下降。2季度单季度实现归属母公司净利润330.74亿，环比基本持平，主要因为2季度拨备计提有所增加，信用成本环比1季度增加了19bp。

## 1. 结构优化见效

中行在最近几年将投放的重点回到人民币业务上，截止今年6月末，人民币资产占总资产的比重为76.6%，比2006年末提高20个百分点，非息收入占比达到33.6%。人民币贷款的客户结构方面，中行此前重点在大企业，今年以来小企业业务也有了快速的增长，小企业授信客户达到3万户，比上年末增长50%，贷款余额3240亿，比上年末增长35.4%；占新增贷款的比重为35.6%。零售贷款上，内地个人贷款较年初增幅8.9%，非住房贷款占新增个贷的42.3%。

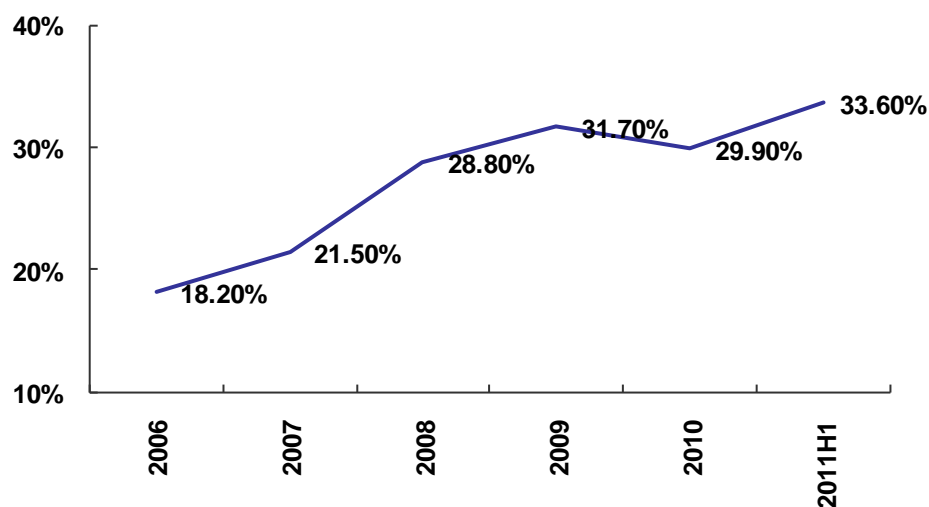
图1 人民币资产占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

中行的 ROA 相比其他几家大行要低一些，差距是因为资产的区域结构、币种结构，中行海外业务占比在 22%-24% 之间，海外业务实际上还是主要做风险程度比较低的业务，海外业务完全市场化，风险低回报率就比较低，所以中行的海外业务净息差只有 1.1% 左右，远远低于境内净息差。但中行的目标是坚持跨国经营，建设大型的跨国银行集团，因此海外业务会保持一定的比重，预计会保持在 22% 左右。未来中行可能会更加注重亚洲、东欧、中欧等中国企业较多的地区，海外布局方面还会扩充分行、代表处等，有恰当并购机会也可能会有考虑。基于提高海外业务收益的考虑，中行未来可能会海外业务的风险容忍度。

图 2 非息收入占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

非息收入方面，多元化平台利润快速发展，非息收入增幅达 36%，其中，结算与清算、代理业务手续费收入分别同比增长 39.6%和 34.2%

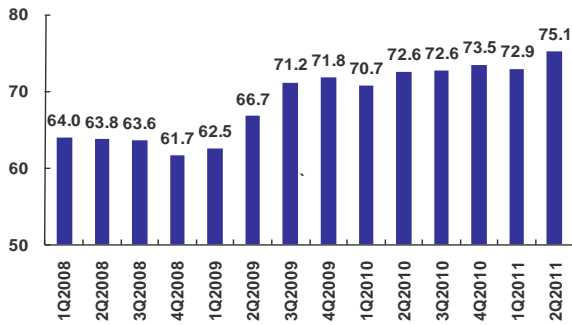
理财产品方面，上半年理财业务收益 21 亿，同比增长 3 倍。理财对银行来说，在发展中只要把握：1、坚持合规经营；2、连续性和可持续性；3、能给客户提供服务同时推动中间业务。理财的市场需求是非常大的，预计未来能够持续增长。

人民币回流政策对中行海外业务发展将带来正面影响：央行 2011 年 8 月 23 日公布将跨境人民币结算业务进一步扩大到全国，中行境内 11 个新的试点均办理了首笔业务，累计业务 60 笔，累计金额 4.17 亿元人民币，境内和海外 23 家机构共办理 1 万多亿人民币结算业务，目前中行在跨境结算市场的份额超过 30%，具有绝对领导地位。跨境人民币结算业务进一步扩大到全国，特别是 QFII 等回流渠道拓宽有助于跨境业务发展，离岸人民币市场快速发展背景下，跨境信贷、债券业务面临机遇，中行可以发挥中银香港在香港地区唯一的清算行优势，加强境内外联动，带动境外人民币清算、兑换、存贷款等业务发展，有利于中行完善整体业务布局，促使境内外机构共同协调发展。

## 2. 贷存比压力高于其他大行

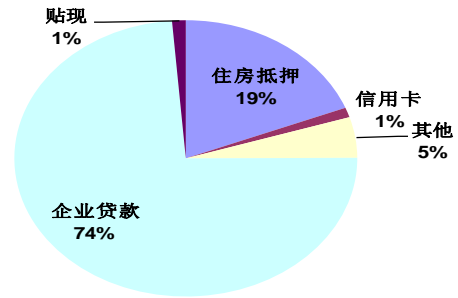
中期末中国银行贷存比为 75.1%。2 季度存款环比仅增长 1.23%，而贷款增长 4.34%，贷存比压力相对于其他几家大行来说还是比较大的。从贷款结构上来看，零售占比变化不大。存款结构上，活期占比略有下降，但相比股份制银行来说，中行作为大行的存款优势还是很明显的，对公存款增长稳定。储蓄存款则被分流的非常明显。在贷存比压力之下，保证金存款增加的比较多。

图3 贷存比



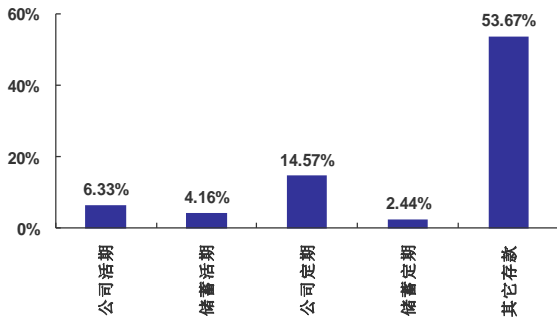
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图4 贷款结构



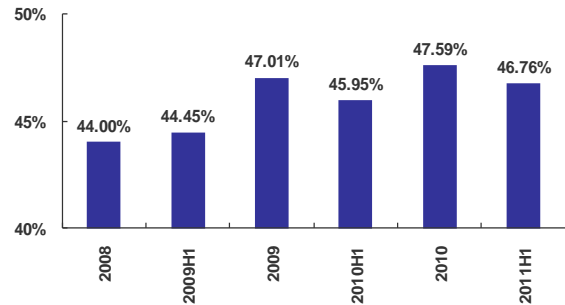
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图5 各类存款较年初增长



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图6 存款结构



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

债券投资上，外币债券占总资产比重有所下降，一是央行提高准备金率，但贷款需求刚性还是比较大的，所以对债券有所压缩。今后债券的投资金额及占比可能会取决于存款的增长、央行存款准备金率变化做出相应的调整。结构上，中国的国债收益率比较高并且有税收优惠，预计未来中行对国债投资可能会更加重视；目前中行有115亿美元的美国国债投资，虽然美国国债遭遇评级下调，但是相比起来美国债券依然是国际上最好的投资工具，预计中行可能会基本保持这方面的投资。

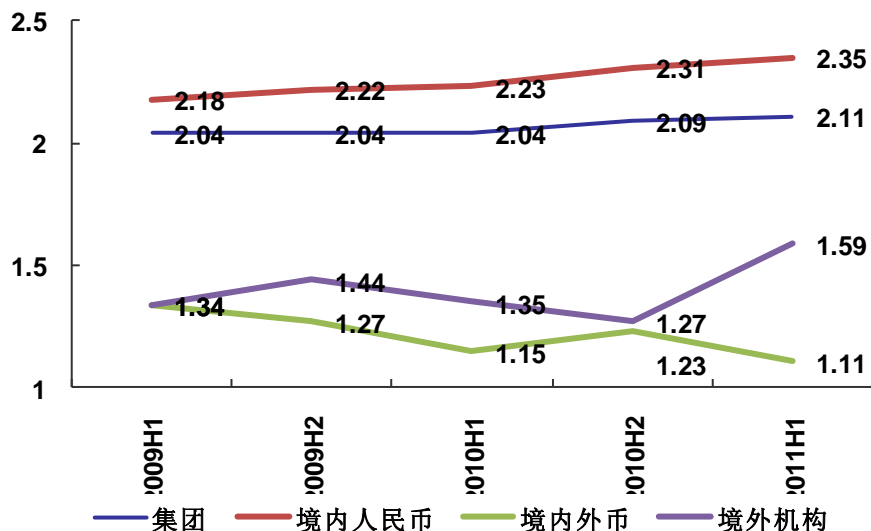
### 3. 息差改进，预计未来有望继续扩大

上半年净息差同比上升7bp，达到2.11%，其中境内业务净息差提升12bp，境内人民币业务净息差提升12bp至2.35%，境内外币业务净息差增加44bp，境外净息差只有1.11%，同比下降24bp。境外息差下降有两个原因：1、利率因素，影响12bp。2、境外人民币业务有了比较大幅度的增长，境外人民币业务利差很小，对境外业务息差影响11bp。境外人民币业务拖累净息差但增加了收入。

目前息差改进幅度和其他几家大行相比还是有差距。一是境外业务占比比同业高出很多，二是客户结构里大客户占比比较高。现在中行开始促进小企业业务，已经确定了业务转型、结构调整的策略，通过增加中小企业贷款和增加境内外人民币资产占比，下半年定价能力还是有机会进一步提升的，息差存在继续扩大的空间：一是业务结构和客户结构调整；二是中行在做网点效能的提升，成本节约效果会体现出来。另外，国家采取了很多措施促进境外人民币业务的发展，这有利于中行境外人民币业务进入

比较规范的发展环境，随着政策落实，境外人民币业务息差也是有可能提升的（主要通过境外贷存比提升体现）。

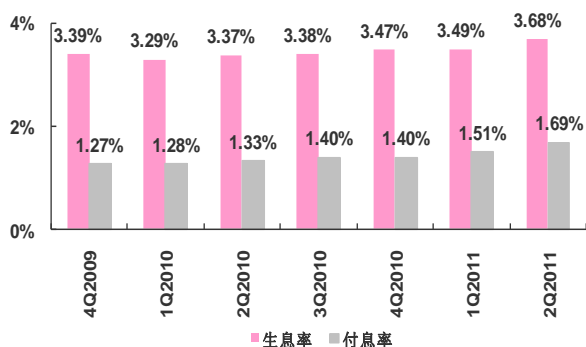
图7 净息差 (%)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

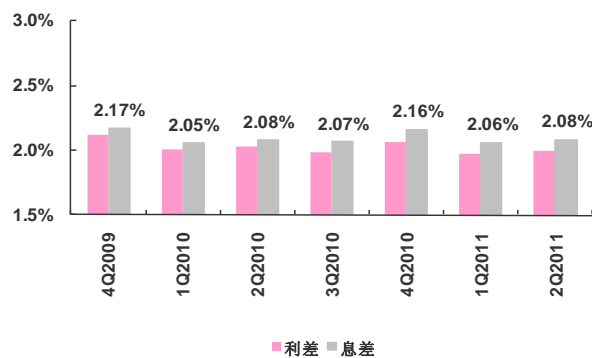
单季度来看，由于缺少日均数据，仅从期初期末余额口径来看，2 季度单季净息差较 1 季度上升 2bp，主要是生息率上升幅度略快于付息率的上升。

图8 生息率和付息率 (季度年化)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图9 利差和息差 (季度年化)



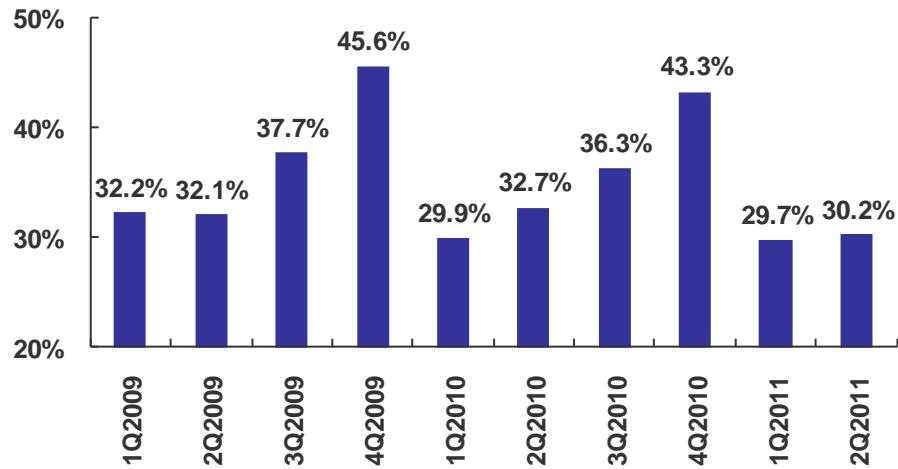
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

外币债券平均收益 2.25%，同比降低 43bp，主要是国际，特别是美国形势和政策的变化；人民币债券投资收益 2.98%，同比上升 27bp。

### 3. 成本稳定，预计下半年成本收入比增加

上半年成本收入比跟去年相比是下降的，2 季度和 1 季度变化不是很大。从历史数据来看，中行成本收入比呈现出明显的季节性，年末费用均出现明显上升。预计下半年成本收入比会出现一定增加。

图 10 成本收入比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4. 资产质量

中期末不良率为 1%，比 1 季度下降 4bp，不良余额减少 8.1 亿。拨贷比为 2.17%，人民币业务拨贷比达到 2.5%。

融资平台贷款方面，6 月末余额 5300 亿，口径变化导致余额变化，但即使按照可比口径，平台贷都是略有减少的。平台的不良率 0.17%，现金流覆盖方面，全覆盖和基本覆盖占 90%，无覆盖占比不到 5%。偿还期限两年内占 17.6%，低于审计署公布的全国 24% 的水平，在五年以上的占 58.2%，比全国高 28 个百分点，省市以上占比超过 90%，比审计署的口径高 20 个百分点，县一级不到 7%，比平均水平低。三分之二投向东部发达地区。今年加大了平台贷的准备金计提，不但按照单独和组合计提规则，还按照行业维度进行计提，平台贷的拨备覆盖率达到 14 倍，拨贷比达到 3.86%。按照银监会要求，融资平台贷款执行差异化的风险权重，1 季度开始已经按照新的权重计算，对资本充足率负面影响 0.25 个百分点，已经表现在目前的资本充足率里。

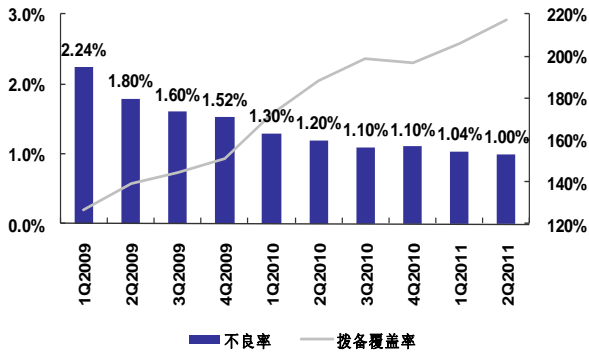
房地产贷款方面，中行的占比不是很高，6 月末境内房地产贷款 3300 亿，占比 8.9%，不良率为 0.8%。重点客户占比比较高，占 62%，总行级重点客户占 40%。开发贷的 LTV（抵押品价值比）50% 左右，风险可控。

保障房方面，中行参与了 120 个项目，余额 210 亿，比年初增长 21%。

欧美债券方面，欧美债券占总体债券的比重比年初降低了 4 个百分点。从集团看，整体债券投资余额 19000 亿左右，比去年降低 5.59%。其中人民币债券投资余额 14000 亿，降幅 6.33%，外币债券投资余额 800 多亿美元，比去年末降幅 1.34%。

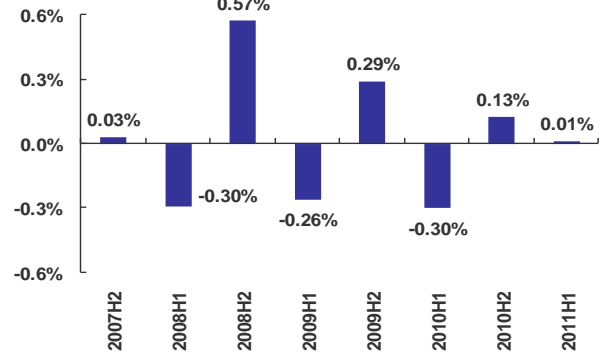


图 13 不良率与拨备覆盖率



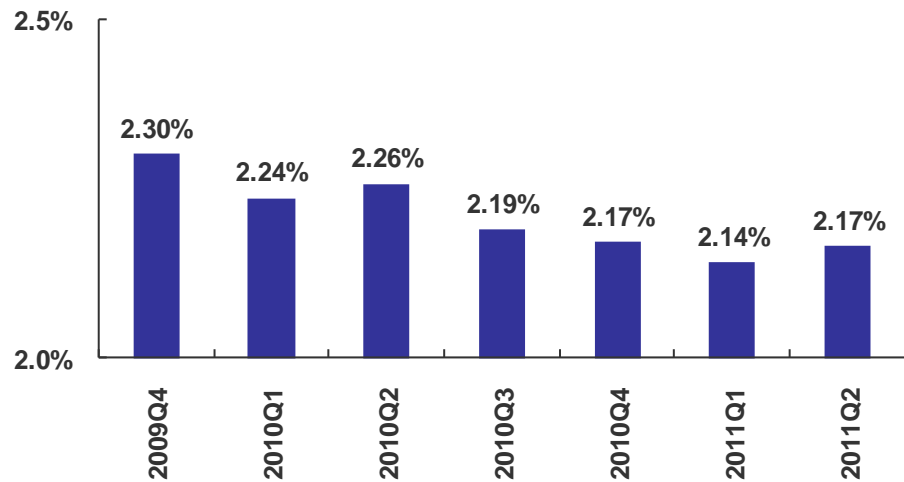
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14 不良生成率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15 拨备/贷款



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1 集团贷款五级分类

百万元	2010H1		2010		2011H1	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
正常	5,181,057	96.09%	5,450,106	96.28%	6,009,018	96.66%
关注	146,231	2.71%	148,045	2.62%	145,564	2.34%
次级	27,930	0.52%	28,603	0.51%	30,576	0.49%
可疑	23,957	0.44%	20,784	0.37%	18,684	0.30%
损失	12,704	0.24%	13,083	0.23%	12,682	0.20%
贷款总额	5,391,879	100.00%	5,660,621	100.00%	6,216,524	100.00%
不良贷款	64,591	1.20%	62,470	1.10%	61,942	1.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2 内地业务贷款五级分类

百万元	2010H1		2010		2011H1	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
正常	4,349,461	95.64%	4,556,215	95.75%	4,863,933	96.08%
关注	135,901	2.99%	141,862	2.98%	138,391	2.73%
次级	26,484	0.58%	27,142	0.57%	29,563	0.58%
可疑	23,532	0.52%	20,531	0.43%	18,207	0.36%
损失	12,386	0.27%	12,835	0.27%	12,463	0.25%
贷款总额	4,547,764	100.00%	4,758,585	100.00%	5,062,557	100.00%
不良贷款	62,402	1.37%	60,508	1.27%	60,233	1.19%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 5. 资本

按照新资本协议要求测算，信用风险、市场风险方面可以大幅度节约资本，但操作风险过去没有计入，银监会新的资本管理办法中计入了操作风险，这会增加资本要求。综合考虑之后，可能对中行的资本充足率产生 0.26 个百分点的负面影响。截止中期末，中行的资本充足率和核心资本充足率分别为 12.95% 和 10.01%，预计 2012 年底前不会进行股权融资。

## 6. 投资策略

中国银行 2011 年中报基本符合预期，结构上来看，人民币资产的占比提高至 76.6%。但相对于其他大行，中行的息差水平是偏低的，短期内在海外市场环境的影响下，海外的息差水平可能仍有压力。我们预计 2011 年中国银行利润增长 20.6%，目前股价对应 2011 年 PE 和 PB 分别为 6.24 倍和 1.04 倍，估值安全但弹性较小，维持“增持-B”评级。



财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间 2011-08-24

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	ROA Dupont ( % of AVG Assets)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>利润表(百万元)</b>											
净利息收入	158,881	193,962	255,564	314,152	355,758	净利息收入	2.02	2.02	2.20	2.27	2.16
利息收入	261,424	313,533	436,151	531,019	625,450	非利息收入	0.76	0.73	0.73	0.71	0.72
利息支出	-102,543	-119,571	-180,586	-216,867	-269,692	营业收入	2.78	2.75	2.93	2.97	2.88
净手续费及佣金收入	46,013	54,483	64,290	77,148	94,120	营业税费	0.15	0.15	0.16	0.16	0.15
手续费及佣金收入	50,234	59,214	69,873	83,847	102,293	经营费用	1.03	0.98	1.03	1.06	1.02
手续费及佣金支出	-4,221	-4,731	-5,583	-6,699	-8,173	计提准备金前的营业利润	1.60	1.62	1.75	1.76	1.70
其它净收入	13,372	15,680	20,600	21,190	24,138	准备金	0.19	0.14	0.29	0.31	0.31
营业总收入	218,266	264,125	340,454	412,490	474,016	税前利润	1.41	1.48	1.46	1.45	1.40
营业税费	-11,645	-14,414	-18,385	-21,862	-25,123	所得税	-0.33	-0.34	-0.32	-0.33	-0.31
经营费用	-81,076	-94,555	-119,159	-146,434	-168,276	税后利润	1.09	1.14	1.14	1.11	1.09
拨备前利润	125,545	155,156	202,911	244,194	280,618	ROAA	1.09	1.14	1.14	1.11	1.09
资产减值准备	-14,987	-12,993	-33,931	-43,677	-50,989	平均权益乘数	6.56	5.36	6.56	6.35	6.17
税前利润	111,097	142,145	169,280	200,667	229,858	ROAE	16.42	17.96	17.96	18.07	18.22
所得税	25,748	32,454	37,242	46,153	50,569	<b>流动性(%)</b>					
净利润	85,349	109,691	132,038	154,514	179,290	贷款/资产总额 - 期末	54.8	52.9	50.0	49.0	47.0
可供母公司分配净利润	80,819	104,418	125,975	147,843	171,952	贷款/资产总额 - 平均	45.9	54.8	52.9	50.0	49.0
<b>资产负债表(百万元)</b>						贷款/存款 - 期末	71.8	73.5	73.2	72.9	72.6
客户贷款	4,797,408	5,537,765	6,380,671	7,339,157	8,447,510	贷款/存款 - 期初	61.7	71.8	73.5	73.2	72.9
证券投资	1,816,679	2,055,324	2,552,268	3,145,353	4,133,888	贷款/存款(不含贴现)	70.0	73.7	73.6	73.5	73.4
其他生息资产	1,769,147	2,423,764	3,190,335	3,444,910	4,313,622	<b>资产质量(%)</b>					
其他资产	368,709	443,012	638,067	1,048,451	1,078,405	不良贷款率	1.52	1.10	1.09	1.18	1.26
资产总额	8,751,943	10,459,865	12,761,341	14,977,870	17,973,425	拨备覆盖率	151.2	196.7	210.0	210.0	210.0
客户存款	6,685,049	7,539,153	8,722,711	10,070,531	11,631,365	拨备/贷款	2.3	2.2	2.3	2.5	2.6
应付债券	76,798	131,887	181,432	181,270	209,365	<b>资本充足率(%)</b>					
其他计息负债	1,196,658	1,795,904	1,744,542	1,913,401	2,093,646	加权风险资产占比	59.00	56.28	57.00	58.00	58.00
其他负债	248,044	316,771	1,318,047	1,896,971	2,986,914	核心资本充足率	9.74	10.64	10.10	9.69	9.23
负债总额	8,206,549	9,783,715	11,966,733	14,062,172	16,921,289	资本充足率	11.14	12.58	11.79	11.25	10.67
股东权益	514,992	514,992	761,109	881,248	1,016,086	<b>经营效率(%)</b>					
股本	253,839	279,147	289,147	289,147	289,147	净利息收入/营业收入	72.79	73.44	75.07	76.16	75.05
负债和权益合计	8,751,943	10,459,865	12,761,341	14,977,870	17,973,425	手续费和佣金收入/营业收入	21.08	20.63	18.88	18.70	19.86
<b>YOY (%)</b>						非利息收入/营业收入	27.21	26.56	24.93	23.84	24.95
客户贷款	50.4	15.4	15.2	15.0	15.1	经营费用/营业收入	37.15	35.80	35.00	35.50	35.50
证券投资	10.4	13.1	24.2	23.2	31.4	经营费用/平均资产	<b>1.03</b>	<b>0.98</b>	<b>1.03</b>	<b>1.06</b>	<b>1.02</b>
生息资产	26.9	19.5	21.0	14.9	21.3	<b>盈利能力(%)</b>					
总资产	25.8	19.5	22.0	17.4	20.0	生息率	3.49	3.41	3.94	4.08	4.06
客户存款	29.2	12.8	15.7	15.5	15.5	付息率	1.45	1.37	1.80	1.90	2.07
计息负债	29.1	19.0	12.5	14.2	14.5	利差	2.04	2.04	2.14	2.18	1.99
净利息收入	-2.5	22.1	31.8	22.9	13.2	NIM	2.12	2.11	2.31	2.41	2.31
净手续费及佣金收入	15.2	18.4	18.0	20.0	22.0	成本收入比	<b>37.15</b>	<b>35.80</b>	<b>35.00</b>	<b>35.50</b>	<b>35.50</b>
营业收入	1.8	21.0	28.9	21.2	14.9	营业收入税率	5.34	5.46	5.40	5.30	5.30
拨备前利润	-4.3	23.6	30.8	20.3	14.9	信用成本	0.39	0.30	0.54	0.61	0.62
税前利润	28.8	27.9	19.1	18.5	14.5	所得税率	23.18	22.83	22.00	23.00	22.00
归属母公司利润	27.2	29.2	20.6	17.4	16.3	股利分配率	<b>43.97</b>	<b>39.03</b>	<b>39.03</b>	<b>39.03</b>	<b>39.03</b>

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 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
黄方禅	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
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@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