

负债优势明显，中间业务高增长

农业银行 2011 年中报点评

评级： 增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 3.20 元

期限： 6 个月 上次预测： 3.42 元

现价（2011 年 08 月 26 日）： 2.62 元

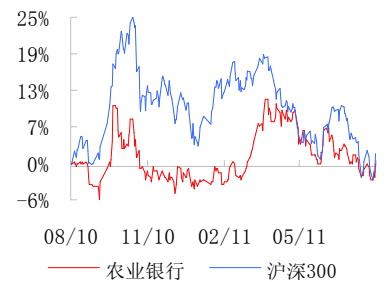
报告日期： 2011-08-28
报告关键点：

- 📖 业绩增长45.4%，息差同比提升32bp至2.79%；明显高于其他大行
- 📖 中间业务高增长
- 📖 资产质量继续优化，核销力度较小

报告摘要：

- **业绩高增长。**上半年实现归属母公司股东净利润666.7亿，同比增长45.4%，和此前公布的业绩快报基本一致，是超出市场预期的。息差上升、中间业务高增长和成本收入比的大幅下降推动了业绩的提升。上半年农行中间业务收入是四大行最高的。同时，由于成本收入比相对去年同期下降了4.4个百分点，拨备前利润增速高出营业收入增速10个百分点。2季度单季实现归属母公司股东净利润247.3亿，环比略降4.3%，主要是因为单季度成本收入比的上升和拨备计提力度比较大，单季度信用成本环比增加23bp。
- **息差稳定，预计全年稳步走升。**上半年净息差2.79%，同比提高32bp。其中，存款付息率增加13bp，但仍然保持了业内低资金成本优势，贷款收益同比提高了64bp。另外，非重组类债券投资收益明显提升。单季度来看，2季度息差和1季基本持平。今年以来，新发放贷款利率逐月逐季提升的很明显，而农行贷款定价调整按月按季占比是比较高的。同时，农行的县域业务优势继续发挥。预计息差全年会是稳步走升的趋势。
- **中间业务高增长。**农行最近几年中间业务收入增长均在50%-60%之间，今年上半年手续费净收入同比增长65.4%，居大行首位，人民币结算业务、代理保险业务、电子银行业务市场份额均居首位。农行的网点优势带来的客户群基础使得未来中间业务有望继续保持高增长。
- **资产质量继续改善。**不良率较1季度末下降8bp至1.67%，不良余额减少16.5亿，拨备率3.64%，上半年不良毛生成率为-0.42%。上半年仅核销0.41亿，主要因为上市之前不良剥离使得现有的符合财政部核销条件的不良贷款很小。
- **投资建议：**农行的息差弹性在几家大行里面是最高的，网点效应带来的负债优势在存款脱媒的背景下体现的更为明显。同时，上市前不良资产的剥离为未来预留了足够的空间，目前的拨备水平远远高于其他银行，未来的成本压力相对其他银行来说是比较小的我们预计2011年农业银行净利润同比增速33%，维持“增持-A”评级。
- **风险提示：**资产质量恶化。

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 857,456.47 |
| 流通市值(百万元) | 54,005.08 |
| 总股本(百万股) | 324,794.12 |
| 流通股本(百万股) | 20,456.47 |
| 12个月最低/最高 | 2.52/3.10 元 |
| 十大流通股东(%) | 47.06% |
| 股东户数 | |

12 个月股价表现


| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|------|--------|--------|
| 相对收益 | 2.17 | (0.35) | (1.77) |
| 绝对收益 | 0.00 | (3.24) | 0.37 |

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

 农业银行：息差快速上升，业绩超预期
 2011-03-31

 农业银行：拨备达标，成本控制有所改善
 2010-10-28

 农业银行：成本控制有待提高
 2010-08-29

财务和估值数据摘要

| 单位 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 0.25 | 0.29 | 0.39 | 0.48 | 0.56 |
| PPOP | 0.44 | 0.50 | 0.60 | 0.73 | 0.86 |
| BVPS | 1.32 | 1.06 | 1.86 | 2.13 | 2.44 |
| DPS | 0.08 | 0.15 | 0.19 | 0.21 | 0.25 |
| PE | 13.19 | 9.03 | 6.78 | 5.53 | 4.67 |
| PPPOP | 7.53 | 5.27 | 4.37 | 3.63 | 3.07 |
| PB | 2.50 | 2.50 | 1.42 | 1.24 | 1.08 |
| 股息收益率(%) | 2.33 | 5.79 | 7.37 | 8.14 | 9.63 |
| ROE(%) | 18.96 | 27.68 | 20.88 | 22.46 | 23.18 |
| ROA(%) | 0.73 | 0.92 | 1.05 | 1.13 | 1.14 |
| RORWA | 1.49 | 1.76 | 2.02 | 2.17 | 2.19 |

农业银行2011年上半年实现归属母公司股东净利润666.7亿元，同比增长45.4%，和此前公布的业绩快报基本一致，是超出市场预期的息差上升、中间业务高增长和成本收入比的大幅下降推动了业绩的提升。上半年农行中间业务收入是四大行最高的。同时，由于成本收入比相对去年同期下降了4.4个百分点，拨备前利润增速高出营业收入增速10个百分点。

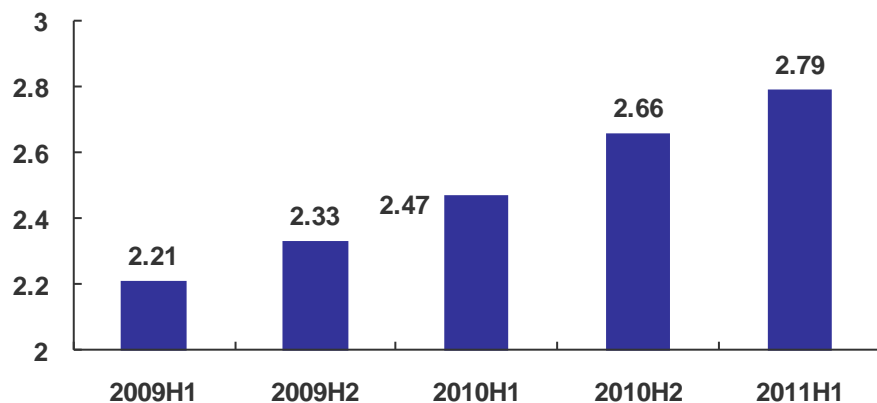
2季度单季实现归属母公司股东净利润247.3亿，环比略降4.3%，主要是因为单季度成本收入比的上升和拨备计提力度比较大。

1. 息差稳步上行，负债优势明显

上半年农业银行的净息差是2.79%，同比提高了32bp。其中，存款付息率为1.41%，虽然相比去年同期增加了13bp，但仍然保持了业内低资金成本优势，贷款收益同比提高了64bp，存贷利差明显扩大。另外，非重组类债券投资收益明显提升，比去年同期高出26bp，这是和其他同业不一样的地方。1年期以内债券占比37.3%，提升1.6个百分点。单季度来看，2季度息差和1季基本持平。

今年以来，新发放贷款利率逐月逐季提升的很明显，而农行贷款定价调整按月按季占比是比较高的。同时，农行的县域业务优势继续发挥。展望下半年，由于基础层面类似上半年驱动息差的因素还是没有发生变化，比如信贷供求关系，预计息差全年会是稳步走升的趋势。

图1 半年度净息差 (%)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表1 各项资产收益率 (日均数据)

| % | 2011H1 | 2010H2 | 2010H1 | 2009H2 | 2009H1 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 发放贷款和垫款 | 5.79 | 5.27 | 5.16 | 5.09 | 5.44 |
| 债券投资 | 3.19 | 3.10 | 3 | 2.97 | 3.12 |
| 非重组类债券 | 3.20 | 3.09 | 2.94 | 2.88 | 3.09 |
| 重组类债券 | 3.15 | 3.14 | 3.16 | 3.18 | 3.17 |
| 存放央行款项 | 1.59 | 1.62 | 1.54 | 1.60 | 1.46 |

| | | | | | |
|--------|------|------|------|------|------|
| 存拆放同业 | 3.68 | 2.34 | 1.76 | 1.34 | 0.97 |
| 总生息资产 | 4.19 | 3.86 | 3.73 | 3.67 | 3.75 |
| 吸收存款 | 1.41 | 1.23 | 1.28 | 1.37 | 1.62 |
| 同业存拆放 | 2.24 | 1.63 | 1.7 | 1.65 | 1.62 |
| 其他付息负债 | 3.40 | 3.15 | 3.26 | 3.33 | 3.52 |
| 总付息负债 | 1.49 | 1.27 | 1.32 | 1.40 | 1.62 |
| 净利差 | 2.70 | 2.59 | 2.41 | 2.27 | 2.13 |
| 净利息收益率 | 2.79 | 2.66 | 2.47 | 2.33 | 2.21 |

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

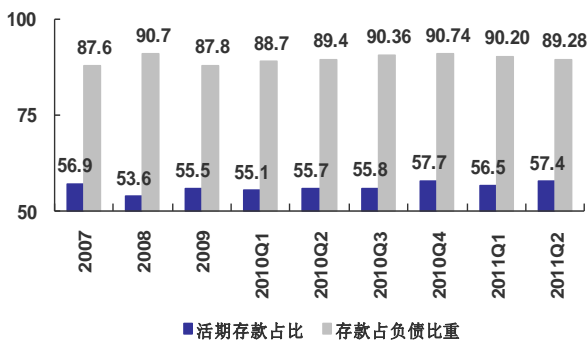
表2 存贷款利率（日均数据）

| % | 2011H1 | 2010H2 | 2010H1 | 2009H2 | 2009H1 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 公司类贷款 | 5.94 | 5.49 | 5.32 | 5.55 | 6.01 |
| 票据贴现 | 5.30 | 2.97 | 3.16 | 2.07 | 2.22 |
| 个人贷款 | 5.58 | 5.18 | 5.1 | 5.25 | 5.34 |
| 境外及其他 | 2.45 | 1.93 | 2.37 | 1.06 | 2.94 |
| 总贷款 | 5.79 | 5.27 | 5.16 | 5.09 | 5.44 |
| 公司存款 | 1.25 | 1.07 | 1.08 | 1.11 | 1.21 |
| 定期 | 2.91 | 2.21 | 2.35 | 2.18 | 2.75 |
| 活期 | 0.64 | 0.60 | 0.57 | 0.70 | 0.57 |
| 个人存款 | 1.53 | 1.33 | 1.42 | 1.55 | 1.87 |
| 定期 | 2.48 | 2.23 | 2.33 | 2.49 | 3.02 |
| 活期 | 0.50 | 0.36 | 0.36 | 0.36 | 0.36 |
| 总存款 | 1.41 | 1.23 | 1.28 | 1.37 | 1.62 |

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

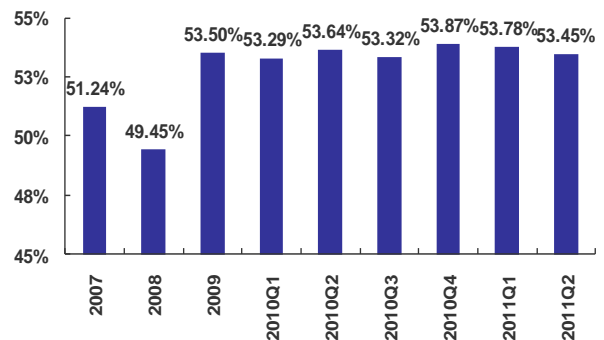
结构上来看，上半年大多数银行活期存款都出现了下降，但农行活期存款的优势依然保持，活期存款2季度提升至57.4%。贷款结构方面，

图 2 活期存款占比 (%)



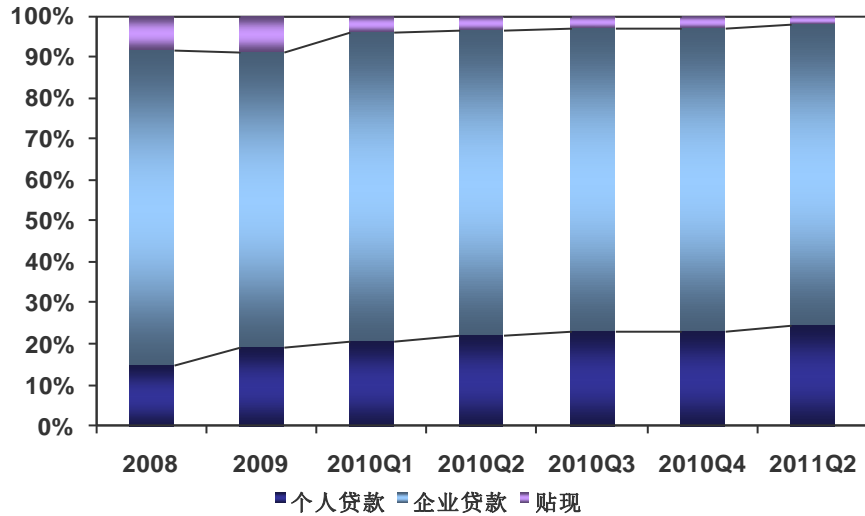
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

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

2. 中间业务高增长

农行非息收入的增长超出预期，收入结构上，手续费收入占比提升3.6个百分点，达到20.1%。这几年中间业务收入增长的非常快，每年都是50%-60%的增长，结构来看，传统的中间业务亮点非常明显，人民币结算业务收入市场份额第一，为31.6%；2、代理保险业务市场份额为40.6%，也是占绝对第一；3、电子银行业务市场份额35%，居于四大行首位；4、银行卡业务市场份额21%。农行的网络分布庞大，客户群基础扎实，中间业务未来增速会继续保持高增长。

具体来看，银行卡业务收入同比增长58.1%；结算清算收入增长36%；代理保险业务收入增长36%，这几项业务的增速和占比都是居于四大行首位。投行业务收入同比增长93.8%，国际贸易融资业务同比增长105%，电子银行客户数同比增长96%，交易笔数占比提高7.6个百分点。

表3 手续费收入

| 百万元 | 2010H1 | 2011H1 | 占比 | 增速 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 顾问和咨询业务 | 5,424 | 12,736 | 33.4% | 134.8% |
| 结算与清算业务 | 7,075 | 9,620 | 25.2% | 36.0% |
| 代理业务 | 5,593 | 7,059 | 18.5% | 26.2% |
| 银行卡 | 2,881 | 4,554 | 11.9% | 58.1% |
| 电子银行业务 | 1,063 | 1,932 | 5.1% | 81.7% |
| 信贷承诺 | 689 | 1,424 | 3.7% | 106.7% |
| 托管及其他受托业务 | 401 | 541 | 1.4% | 34.9% |
| 其他业务 | 50 | 310 | 0.8% | 520.0% |
| 总计 | 23,176 | 38,176 | 100.0% | 64.7% |

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

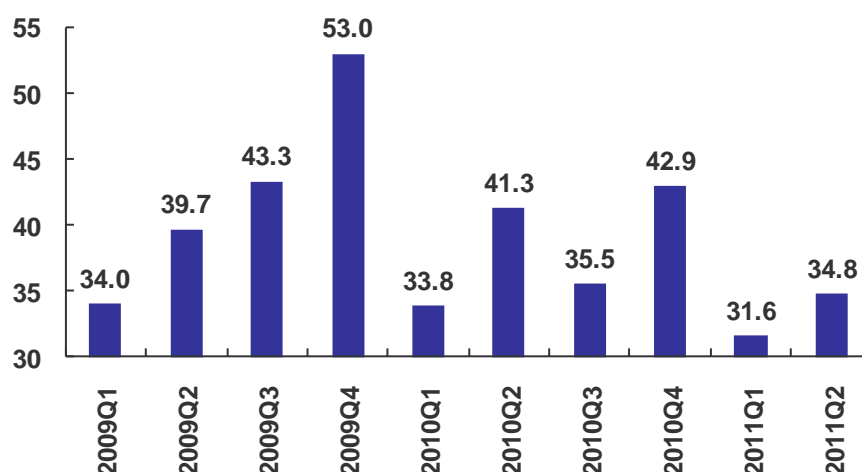
人民币跨境业务结算方面，2010 年全国累计跨境结算 5000 亿，占贸易量的 2%；今年上半年是 9575 亿，2010 年香港办理的跨境结算 3700 亿，占总量的 73%。8 月份跨境结算地域扩大到全国，结算将会出现快速增长的趋势。结算的增长给农行也带来了增长的机会。农行这几年跨境结算累计办理 1000 多亿，今年 1-7 月办理了 714 亿，同比增长两倍多。

中国的市场提供的金融产品的环境，使得中间业务首先要看传统的部分。农行新业务也出现了稳定的增长。从脱媒等因素来看，给银行的中间业务提供了很好的环境。预计农行中间业务的领先优势不会改变。

3. 成本收入比继续下降

农行经营面最大的软肋来自成本控制。上市以来，随着收入的高增长，成本收入比不断下降。而且去年上市以来，农行每个季度成本的列支更加均衡，一般来说银行有些费用到年底才付，考虑到期间的可比性，按照权责发生制来计提费用，改善了费用列支的均衡性，上半年费用占全年的 47%，其中，1 季度占到 22%，2 季度占 25%。

图5 成本收入比（单季度，%）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

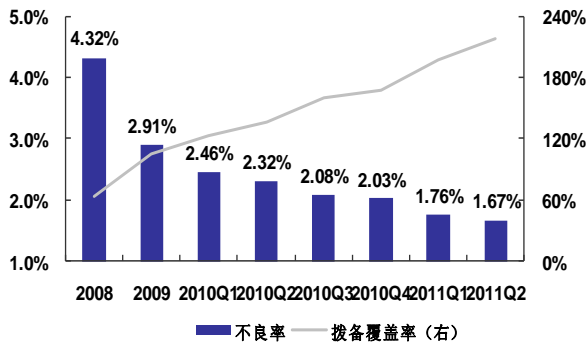
4. 资产质量继续优化

上半年末不良双降，不良率较 1 季度末下降 8bp 至 1.67%，不良余额减少 16.5 亿，拨备覆盖率提高至 217.6%，拨备率 3.64%，上半年不良毛生成率为-0.42%。。

农行核销的速度慢于市场预期，上半年仅仅核销 0.41 亿。各家大银行的核销速度是基本一致的，因为财政部有严格的要求，不符合核销标准是不能核销的。农行重组的时间比较短，上市之前对不良贷款进行了大规模的剥离，现有的符合财政部的核销条件的不良贷款是很小的，预计农行在符合条件的基础上会加快核销。

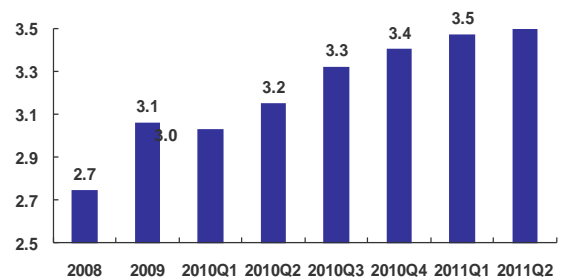
地方政府融资平台方面，农行的平台贷现在按照新的标准，余额是全行贷款的不到10%，现金流全覆盖、基本覆盖的占90%；层级上，县以下的占9%。融资平台贷款实际上并不需要过度担忧，以云南公路贷款为例，云南政府直接借给滇高速20亿现金，农行在云南高速的贷款全部还款。因为有政府在，平台贷的质量实际上比其他行业要好。

图6 不良和拨备覆盖



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图7 拨备/总贷款 (%)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表4 贷款五级分类

| | 2010Q2 | | 2010Q4 | | 2011Q2 | |
|------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 百万元 | | 百万元 | | 百万元 | |
| 正常 | 4,204,677 | 90.93% | 4,539,665 | 91.59% | 4,983,702 | 92.57% |
| 关注 | 312,220 | 6.75% | 316,671 | 6.39% | 310,163 | 5.76% |
| 次级 | 41,257 | 0.89% | 34,987 | 0.71% | 30,627 | 0.57% |
| 可疑 | 59,481 | 1.29% | 57,930 | 1.17% | 50,764 | 0.94% |
| 损失 | 6,348 | 0.14% | 7,488 | 0.15% | 8,657 | 0.16% |
| 贷款总额 | 4,623,983 | 100.00% | 4,956,741 | 100.00% | 5,383,913 | 100.00% |
| 不良贷款 | 107,086 | 2.32% | 100,405 | 2.03% | 90,048 | 1.67% |

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 内评法可以降低资本消耗

截止中期末，农行的资本充足率是11.91%，核心资本充足率是9.36。核心资本充足率低于银监会提出的系统重要性银行9.5%的标准。但是从行业层面来看，银监会新的资本管理办法在征求意见，对资本的影响是多元的。

根据银监会发布的信息，整个行业资本充足率是12.2%，核心资本充足率是9.92%，国内银行业资本水平、质量是高于欧美的，银监会的管理办法是基于巴3的，巴3对中国银行业的影响要远远小于欧美。新的资本管理办法细化风险要求，提高了信用风险的权重分类，分类更细，就权重来说更审慎，但是同时，几大行几年前就开始按照银监会的要求来实施内部评级法，根据内部评级法计量，对资本充足率的影响要弱于新资本管理办法系数法的要求。银行可以按照标准系数法，也可以按照内评法来计算资本充足率。另外，银监会新的办法设定了过渡期安排，系统重要性银行两年达标，个别银行也可以申请延期。从农行自身来看，农行有比较强的自我补充能力，这来来

源于较强的业绩增速和适度的分红。通过发展资本节约型业务模式，适度进行规模扩张，加强经济资本的管理，对资本的需求相对会降低。

6. 投资建议

农行的息差弹性在几家大行里面是最高的，网点效应带来的负债优势在存款脱媒的背景下体现的更为明显。同时，上市前不良资产的剥离为未来预留了足够的空间，目前的拨备水平远远高于其他银行，未来的成本压力相对其他银行来说是比较小的，我们预计2011年农业银行净利润同比增速33%，维持“增持-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2011-08-25

| | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | ROA Dupont (% of AVG Assets) | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表(百万元) | | | | | | | | | | | |
| 净利息收入 | 181,639 | 242,152 | 295,071 | 347,816 | 406,356 | 净利息收入 | 2.29 | 2.52 | 2.64 | 2.70 | 2.73 |
| 利息收入 | 296,147 | 357,660 | 471,247 | 556,203 | 651,681 | 非利息收入 | 0.51 | 0.50 | 0.53 | 0.58 | 0.63 |
| 利息支出 | -114,508 | -115,508 | -176,176 | -208,387 | -245,324 | 营业收入 | 2.80 | 3.02 | 3.18 | 3.29 | 3.35 |
| 净手续费及佣金收入 | 35,640 | 46,128 | 57,660 | 72,075 | 90,094 | 营业税费 | 0.16 | 0.16 | 0.18 | 0.19 | 0.19 |
| 手续费及佣金收入 | 37,285 | 48,144 | 60,180 | 75,225 | 94,031 | 经营费用 | 1.21 | 1.17 | 1.24 | 1.27 | 1.29 |
| 手续费及佣金支出 | -1,645 | -2,016 | -2,520 | -3,150 | -3,938 | 计提准备金前的营业利润 | 1.43 | 1.69 | 1.76 | 1.83 | 1.87 |
| 其它净收入 | 4,995 | 2,138 | 1,850 | 2,950 | 3,400 | 准备金 | 0.51 | 0.45 | 0.31 | 0.28 | 0.28 |
| 营业总收入 | 222,274 | 290,418 | 354,581 | 422,841 | 499,850 | 税前利润 | 0.93 | 1.26 | 1.45 | 1.56 | 1.59 |
| 营业税费 | -12,567 | -15,505 | -20,211 | -24,102 | -28,491 | 所得税 | 0.11 | 0.27 | 0.32 | 0.35 | 0.36 |
| 经营费用 | -95,823 | -112,071 | -138,287 | -162,794 | -192,442 | 税后利润 | 0.82 | 0.99 | 1.13 | 1.21 | 1.23 |
| 拨备前利润 | 113,884 | 162,842 | 196,083 | 235,945 | 278,916 | ROAA | 0.82 | 0.99 | 1.13 | 1.21 | 1.23 |
| 资产减值准备 | -40,142 | -43,412 | -34,413 | -36,022 | -42,463 | 平均权益乘数 | 4.31 | 3.57 | 5.42 | 5.37 | 5.31 |
| 税前利润 | 73,928 | 120,734 | 162,070 | 200,123 | 236,753 | ROAE | 20.52 | 27.68 | 26.66 | 23.93 | 24.76 |
| 所得税 | -8,926 | -25,827 | -35,655 | -45,028 | -53,270 | 流动性(%) | | | | | |
| 净利润 | 65,002 | 94,907 | 126,415 | 155,096 | 183,484 | 贷款/资产总额 - 期末 | 45.2 | 46.3 | 47.0 | 48.0 | 48.0 |
| 可供母公司分配净利润 | 64,992 | 94,873 | 126,377 | 155,054 | 183,439 | 贷款/资产总额 - 平均 | 44.2 | 45.8 | 46.7 | 47.5 | 48.0 |
| 资产负债表(百万元) | | | | | | 贷款/存款 - 期末 | 53.5 | 53.9 | 54.4 | 54.7 | 55.2 |
| 客户贷款 | 4,011,495 | 4,788,008 | 5,639,175 | 6,594,284 | 7,716,466 | 贷款/存款 - 期初 | 49.4 | 53.5 | 53.9 | 54.4 | 54.7 |
| 证券投资 | 2,616,470 | 2,527,431 | 2,879,579 | 3,571,904 | 4,340,512 | 贷款/存款(不含贴现) | 50.5 | 54.1 | 54.6 | 55.0 | 55.5 |
| 其他生息资产 | 2,050,027 | 2,780,931 | 3,119,544 | 3,297,142 | 3,697,473 | 资产质量(%) | | | | | |
| 其他资产 | 204,596 | 241,036 | 359,947 | 274,762 | 321,519 | 不良贷款率 | 2.91 | 2.03 | 1.83 | 1.72 | 1.66 |
| 资产总额 | 8,882,588 | 10,337,406 | 11,998,246 | 13,738,092 | 16,075,970 | 拨备覆盖率 | 105.4 | 168.1 | 185.0 | 195.0 | 200.0 |
| 客户存款 | 7,497,618 | 8,887,905 | 10,374,853 | 12,046,149 | 13,991,181 | 拨备/贷款 | 3.1 | 3.4 | 3.4 | 3.3 | 3.3 |
| 应付债券 | 55,179 | 62,344 | 114,123 | 112,029 | 111,929 | 资本充足率(%) | | | | | |
| 其他计息负债 | 815,030 | 655,462 | 726,240 | 602,307 | 699,559 | 加权风险资产占比 | 49.23 | 52.08 | 52.08 | 52.08 | 52.08 |
| 其他负债 | 171,836 | 189,459 | 177,663 | 286,958 | 481,761 | 核心资本充足率 | 7.74 | 9.75 | 9.23 | 9.09 | 8.80 |
| 负债总额 | 8,539,663 | 9,795,170 | 11,392,879 | 13,047,444 | 15,284,430 | 资本充足率 | 10.07 | 11.59 | 11.00 | 10.80 | 10.43 |
| 股东权益 | 342,819 | 342,819 | 605,260 | 690,540 | 791,431 | 经营效率(%) | | | | | |
| 股本 | 260,000 | 324,794 | 324,794 | 324,794 | 324,794 | 净利息收入/营业收入 | 81.72 | 83.38 | 83.22 | 82.26 | 81.30 |
| 负债和权益合计 | 8,882,588 | 8,882,588 | 11,998,246 | 13,738,092 | 16,075,970 | 手续费和佣金收入/营业收入 | 16.03 | 15.88 | 16.26 | 17.05 | 18.02 |
| YOY (%) | | | | | | 非利息收入/营业收入 | 18.28 | 16.62 | 16.78 | 17.74 | 18.70 |
| 客户贷款 | 33.1 | 19.4 | 17.8 | 16.9 | 17.0 | 经营费用/营业收入 | 43.11 | 38.59 | 39.00 | 38.50 | 38.50 |
| 证券投资 | 13.3 | -3.4 | 13.9 | 24.0 | 21.5 | 经营费用/平均资产 | 1.21 | 1.17 | 1.24 | 1.27 | 1.29 |
| 生息资产 | 27.2 | 16.3 | 15.3 | 15.7 | 17.0 | 盈利能力(%) | | | | | |
| 总资产 | 26.6 | 16.4 | 16.1 | 14.5 | 17.0 | 生息率 | 3.82 | 3.81 | 4.34 | 4.43 | 4.46 |
| 客户存款 | 23.0 | 18.5 | 16.7 | 16.1 | 16.1 | 付息率 | 1.54 | 1.29 | 1.69 | 1.74 | 1.78 |
| 计息负债 | 29.0 | 14.8 | 16.8 | 13.8 | 16.0 | 利差 | 2.28 | 2.52 | 2.64 | 2.69 | 2.68 |
| 净利息收入 | -6.3 | 33.3 | 21.9 | 17.9 | 16.8 | NIM | 2.34 | 2.58 | 2.72 | 2.77 | 2.78 |
| 净手续费及佣金收入 | 49.8 | 29.4 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | 成本收入比 | 43.11 | 38.59 | 39.00 | 38.50 | 38.50 |
| 营业收入 | 5.2 | 30.7 | 22.1 | 19.3 | 18.2 | 营业收入税率 | 5.65 | 5.34 | 5.70 | 5.70 | 5.70 |
| 拨备前利润 | 10.0 | 43.0 | 20.4 | 20.3 | 18.2 | 信用成本 | 1.26 | 0.99 | 0.62 | 0.56 | 0.57 |
| 税前利润 | 41.2 | 63.3 | 34.2 | 23.5 | 18.3 | 所得税率 | 12.07 | 21.39 | 22.00 | 22.50 | 22.50 |
| 归属母公司利润 | 26.3 | 46.0 | 33.2 | 22.7 | 18.3 | 股利分配率 | 30.77 | 52.30 | 50.00 | 45.00 | 45.00 |

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