

公司调研简报

2013 年 7 月 15 日

证券研究报告

银行

推荐 (维持)

证券分析师

励雅敏 投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
LIYAMIN860@pingan.com.cn

王宇轩 投资咨询资格编号
S1060513020001
021-38633846
WANGYUXUAN535@pingan.com.cn

研究助理

马鲲鹏 一般证券从业资格编号
S1060112040052
021-38632767
makunpeng200@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

农业银行 (601288)

县域业务——农行最重要的护城河

事项：我们近期参加了农业银行在云南嵩明组织的反向路演，走访了农行嵩明支行、农行支持的大型农业龙头企业、使用农业贷款的养殖户、农行的惠农通网点以及当地重点开发项目，深入了解农业银行县域金融业务发展的最新情况。

平安观点：

- **差异化定位使农行抢占县域业务发展的先机。**为了搭上新型城镇化发展的快车，其他金融机构开始逐渐向县域倾斜更多的资源，给农行带来了一定的竞争压力。农行的差异化竞争优势体现在拥有发达的网点渠道、先进的产品服务、优质的客户基础、专业化的服务体系、强大的科技力量支撑和广泛认可的品牌形象，是农行抢占县域业务发展先机的决定因素。
- **清晰明确的战略规划将延续县域业务的竞争力。**股改上市以来，农行在县域已经取得了非常卓越的成绩，不论是净利息收入的复合增速还是手续费及佣金收入的复合增速都远超行业平均水平。未来，农行的战略规划继续强调县域业务的重要地位，以“强农”、“富农”、和“惠农”为主线，为县域经济提供全方位的金融服务。我们认为相比上市以来县域业务发展的六项计划，未来以“强农”、“富农”、“惠农”为核心的“千百工程”将延续农行在县域业务上的竞争力。
- **惠农卡为媒介，农行的存款优势和客户黏性将继续领先。**从云南调研中，我们可以看到惠农通工程以惠农卡为基础，通过广泛的服务渠道，为广大农户提供了极大的银行服务的便捷，增强了客户的黏性，更重要的是带来了低成本而稳定的存款。同时，惠农通业务还衍生出很多其他的业务增长点。以惠农卡+电子渠道的方式，农行实施了“万村千乡市场工程”，广泛的代理新农保、新农合业务，打通产业链、资金链和物流链，全面渗透到县域的每个角落，农行的存款优势将继续领先。
- **农行投资价值显著。**相比其他大行，在城镇化推进过程中农行具有更好的业绩成长空间。农行的投资价值被认可过程中，估值有望进一步得到提高。经历了上市至今 3 年时间，农行快速超越同行的业绩增长是股改红利的一个体现。未来的 5-10 年，伴随着城镇化进程的推进，农行有望利用自身的优势取得下一个快速发展的阶段。目前农行交易于 5.1X13 年 PE 和 0.95X13 年 PB，具有良好的投资价值，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**市场竞争格局改变过快；农业贷款易受到自然灾害影响；利率市场化进程加速超预期；城镇化过程中平台投资的资产质量问题潜在影响。

我们近期参加了农业银行在云南嵩明组织的反向路演，走访了农行嵩明支行、农行支持的大型农业龙头企业、使用农业贷款的养殖户、农行的惠农通网点以及当地重点开发项目，深入了解农业银行县域金融业务发展的最新情况。我们在农行深度报告《拥抱城镇化带来的发展契机，分享县域经济的辉煌成长》(2013年4月24日)中指出，县域业务是农业银行相比其他上市银行最有特色的业务，是农行最重要的护城河。通过本次调研，我们更加坚定的认为农行将是上市银行中未来最能享受到城镇化改革制度红利的银行，农行的差异化竞争优势将继续保持。

1. 差异化定位使农行抢占县域业务发展的先机

城镇化是中国下一轮经济增长最重要的主题。新型城镇化的发展和建设中，县域是最主要的着力点。除了邮储以外，农行目前是拥有营业网点最多的金融机构，而且其中相当大比例地处县乡地区。目前农行在四川、云南、贵州、甘肃、宁夏等中西部地区已经建成了非常完善的县域服务网络。农行的资源禀赋明显，差异化的定位使其抢占了县域业务发展的先机。

为了搭上新型城镇化发展的快车，其他金融机构开始逐渐向县域倾斜更多的资源，给农行带来了一定的竞争压力。其他大型国有银行已经开始重返县城，纷纷恢复建立分支机构；当地农村信用社利用地缘优势，在涉农贷款方面牢牢控制市场份额；全国营业网点最多的邮政储蓄银行在2011年底就已经拥有2.2万个助农取款服务点，并计划在2013年实现全国范围基本覆盖；股份制银行通过与广大当地农村金融机构合资成立村镇银行的方式，逐渐向县域渗透。这些都构成了农行县域业务潜在的竞争压力。

我们认为，农行的差异化竞争优势体现在拥有发达的网点渠道、先进的产品服务、优质的客户基础、专业化的服务体系、强大的科技力量支撑和广泛认可的品牌形象。

从渠道来看，截至2012年末，农行拥有12511家县域网点，覆盖了99.5%的县级行政区，拥有2.5万台ATM和32.2万台POS机。在县域领域覆盖上，农行强于其他大行和股份制银行，略逊于邮储。我们认为，考虑到其他大行的网均、人均费用均高于农行，未来这些大行向县域渗透的过程中不可避免将产生相对较大的费用支出。

从产品来看，农行在县域对公业务、零售业务上拥有“金益农”等品牌下的516种产品。对公业务上，农行利用其丰富的三农业务经验，为农业企业提供更加专业化的金融服务。零售业务上以惠农卡配合电子渠道组成金穗惠农通工程，全面占领市场，更加贴近农户，在揽存、拓展代理业务等方面拥有非常明显的优势。我们认为，农行的产品丰富水平不差于其他大行，远优于当地农村金融机构和邮政储蓄银行。

从客户基础来看，在全国1253家国家级农业产业化龙头企业中，有1204家与农业银行保持业务往来，全面覆盖全国的百强县和千强镇。

从服务体系来看，农行对于县域业务实现了6个独立，分别是独立资本管理，独立信贷管理，独立会计核算，独立考评，独立资金运营以及独立风险考核。差异化管理最大程度保障县域业务的在行内的优先级别，针对县域业务进行有针对性的风险管控。

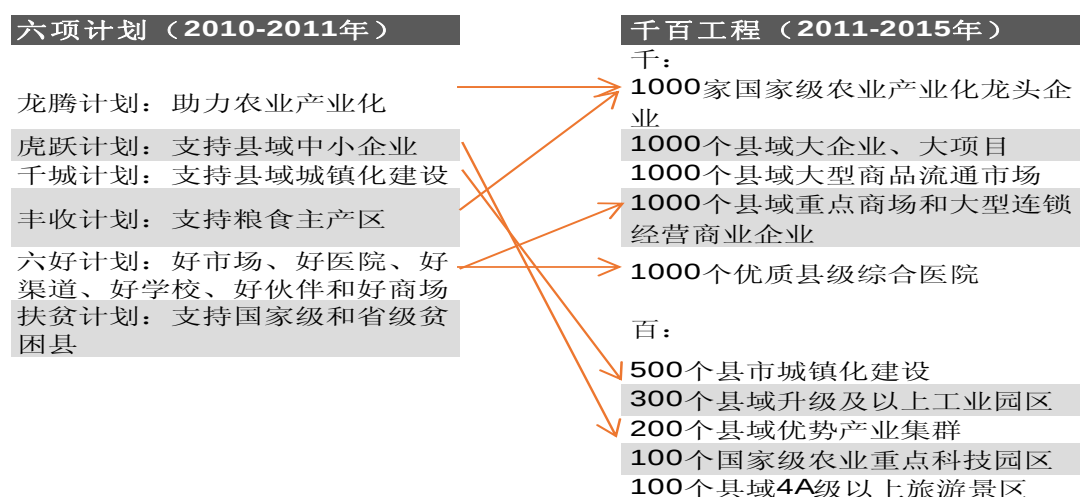
从科技力量来看，相对与当地农村金融机构和邮储，农行的整体科技维护、产品研发等均处于更为领先的地位。农行的IT系统目前可以覆盖全行2万多个物理网点，是国内银行中节点最多、覆盖最广的集中式网络，新一代BoEing系统全面支持农行城乡一致的高水平服务能力。

2. 清晰明确的战略规划将延续县域业务的竞争力

上市以来，农行在县域已经取得了非常卓越的成绩，不论是净利息收入的复合增速还是手续费及佣金收入的复合增速都远超行业平均水平。其净利息收入、净手续费及佣金收入以及营业收入的 5 年复合增速分别是 26.6%、16.8%、18.7%，比比同业的平均 24.2%、13.5% 和 16% 高 2.4%、3.3% 和 2.7%。未来，农行的战略规划继续强调县域业务的重要地位，以“强农”、“富农”、和“惠农”为主线，为县域经济提供全方位的金融服务。

“强农”是指着重支持中高端优质法人客户，加强重点领域信贷投放。以我们本次在嵩明参观的大型农业集团晨农集团为例，农行为其提供了强大的资金支持，其贷款规模达到 8500 万，助其打造现代化农业集团。集团业绩良好，各项业务发展稳健。围绕农业以高端企业法人为抓手，全面带动农村城镇化、农业现代化，提高县域的工业化水平和农村的信息化水平。农行将远景规划从上市以来的“六大计划”升级到“千百工程”，旨在更加有针对性、有目标的推进县域业务。

图表1 千百工程是六项计划的升级和深化



资料来源：公司材料、平安证券研究所

“富农”是“强农”的重要补充，主要围绕未来城镇化对于农村影响较大的农村土地流转、农村人口市民化和农村消费升级三个领域，围绕农户和县域居民，做好个人金融服务。“惠农”旨在为农户提供便利的基础金融服务，如支付结算、代理等业务。如果说“强农”强调对公业务的支持，那么“富农”和“惠农”强调的就是县域零售业务。通过“强农”、“富农”、和“惠农”，农行未来 5 年的战略规划清晰，对于县域业务发展侧重点极为明确，是农行未来延续其县域业务竞争力的核心。

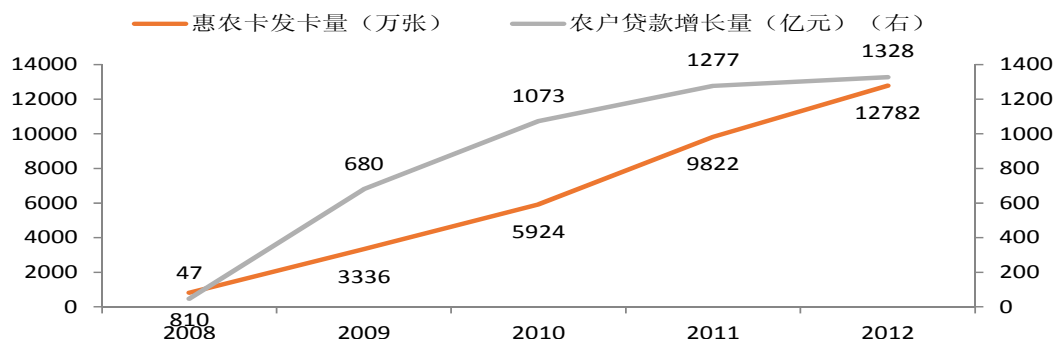
3. 惠农卡为媒介，农行的存款优势和客户黏性将继续领先

存款成本低是农行的一大竞争优势。较低成本的存款主要来自于县域业务的支持。未来农行将通过金穗惠农通工程来保持存款上的竞争优势。农行定义金穗惠农通为农行在县域农村地区，以惠农卡为载体，以服务点为依托，以电子渠道为平台，以流动服务为补充，以提高农村基础金融服务覆盖面为目标，全面推进农村金融服务能力建设，为惠农卡持卡客户提供足不出村，方便快捷的金融服务。惠农通工程的定位就是满足储户简单的银行业务需求，包括查询、转账、消费、小额取款（包括领取养老金）、缴费（如缴纳农保、医保等）和农户贷款还款。

作为农行县域业务最重要的抓手，惠农卡是农行县域零售业务的核心。惠农卡到 2012 年

末发行量达到 1.3 亿张，是全国发卡量最大的卡种。针对农民的金融服务需求，惠农卡同时满足农户的储蓄、消费、资金结算等传统借记卡业务的同时还兼具小额贷款等贷记卡功能。截至 2012 年末，惠农卡下农户贷款余额已经达到 1328 亿元。

图表2 惠农卡是农行零售业务的重要抓手



资料来源：公司材料、平安证券研究所

目前农行的惠农卡已经对农户的覆盖率已经接近 40%，同时农行建成了 58 万个服务点，布放电子机具 112.6 万台，使电子机具行政村覆盖率达到 64%。2012 年农行的惠农通电子交易机具交易金额达到 6866 亿元，交易笔数 8303 万笔，笔均交易约 8300 元。

以嵩明当地为例，农行为农户提供了非常全面的金融业务，惠农卡+惠农通全面覆盖到农村的每个角落，为每个农户提供了极大的便利。我们调研的惠农通支付点就位于村中广泛存在的小卖部和便利店中。在经过村委和当地央行分支机构的审批后，小卖部就可以开始承担小额取现等业务。村民在小卖部中通过电话银行将账户中的款项转给小卖部店主，店主将等额现金支付给需要取现的村民，上限 1000 元。取现 400 元以下手续费为 2 元/笔，转账手续费为 3 元/笔。同时在这个网点我们还可以看到农行众多的金融产品营销广告。我们查阅了该支付网点的服务支付簿，可以看出，大部分的支付业务为 50-200 元的小额现金提款，每天业务笔数在 6-10 笔。我们估算对于承担惠农支付业务的小卖部现金头寸的要求在 2000 元左右。这个要求一般的小卖部是可以满足的。

图表3 惠农通支付点——普通村镇中的小卖部



资料来源：平安证券研究所

图表4 惠农通终端：最简单的电话POS机+验钞机



资料来源：安证券研究所

图表5 每笔支付都会在登记簿上登记



资料来源：平安证券研究所

图表6 取款额度都以50-200的小额为主

云南省惠农支付服务业务登记簿

年度：20 年 页码：第 3 页

序号	日期	办理人姓名	身份信息(号码)	交易金额(元)			转入卡号	办理人签名或(手印)
				取款	转账	缴费		
1	4月7日	张永成	15	50.00				张永成
2	4月8日	李永成	15	50.00				李永成
3	4月9日	王永成	15	20.00				王永成
4	4月10日	王永成	15	100.00				王永成
5	4月11日	王永成	15	20.00				王永成
6	4月12日	王永成	15	20.00				王永成
7	4月13日	王永成	15	20.00				王永成
8	4月14日	王永成	15	30.00				王永成
9	4月15日	王永成	15	50.00				王永成
10	4月16日	王永成	15	20.00				王永成
11	4月17日	王永成	15	10.00				王永成
12	4月18日	王永成	15	10.00				王永成
13	4月19日	王永成	15	10.00				王永成
14	4月20日	王永成	15	20.00				王永成
15	4月21日	王永成	15	20.00				王永成
16	4月22日	王永成	15	20.00				王永成
17	4月23日	王永成	15	20.00				王永成
18	4月24日	王永成	15	20.00				王永成
19	4月25日	王永成	15	20.00				王永成
20	4月26日	王永成	15	20.00				王永成

资料来源：平安证券研究所

根据我们了解,这样一个网点主要的成本来自于 POS 机和验钞机等机具的费用约 2500 元,网点收入主要来自于手续费和沉淀存款。惠农通这个简单的装置大大的节约了在全国众多的行政村中安置和维修 ATM 的费用,同时也有效得解决了农行分支机构向每日频繁往来各村镇搬运现金的安全和费用问题。为农户提供取款便捷的同时,惠农通也带动了安置机具的小卖部和便利店的销售,可谓一举多得。

惠农通工程以惠农卡为基础,通过广泛的服务渠道,为广大农户提供了极大的银行服务的便捷,增强了客户的黏性,更重要的是带来了低成本而稳定的存款。同时,惠农通业务还衍生出很多其他的业务增长点。以惠农卡+电子渠道的方式,农行实施了“万村千乡市场工程”,广泛得代理新农保、新农合业务,打通产业链、资金链和物流链,全面渗透到县域的每个角落。截至 2012 年末,农行在“万村千乡市场工程”的 60 多万个农家店中布局电子机具 8.9 万个;代理新农和业务 733 个县,布放电子机具 3.7 万个,归集资金 882 亿元。

惠农通工程拥有 4 个良好的前景:1) 迅速抢占农村金融市场,获得先行者优势;2) 扩大网络辐射,进一步发挥规模经济优势;3) 确立竞争优势,打造核心竞争力;和 4) 积累品牌、商誉等无形资产,发挥无形资产的优势。

4. 农行在县域的竞争优势不会被轻易赶上

我们认为,农行在县域的竞争优势不会被轻易赶上,理由是,网点数农行 23472 个,仅少于邮储(3.9 万个,2012 年 10 月底数据),但领先于其他大部分金融机构。相比邮储,农行在信贷投放专业性、国家支持政策倾斜程度、产品线分布等方面均具有明显优势,贷款收益率显著高于邮储。

相比其他大行,已经存在的物理网点将会是农行最主要的资源禀赋,新开设网点对于其他大行也是一笔不小的开支,会造成成本收入比相对明显的压力。

相比上市股份制银行,农行优势更加明显,大部分上市股份制银行都布局在东部沿海地区的城镇当中,中西部地区布点较少,目前仅有浦发、民生等银行通过村镇银行等方式在逐渐打开县域市场,但是当地认可度依然弱于农行。

我们认为,未来随着城镇化过程的推进,农行的县域业务的优势会保持在持续向全行提供充沛的存款资源,我们预计随着县域贷款收益率水平的进一步提高,县域存贷利差与全行平均水平的差异有

望达到 60BPs，税前利润有望在未来的 3-5 年内继续保持 15-20% 的增长，对农行长期业绩增长形成支撑。

对农行的县域业务，我们的预测如下：

图表7 我们预测农行的县域业务贡献利润比重将从现在的34%上升到40%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
资产							
贷款	832,278	1,193,413	1,505,286	1,751,535	2,049,217		
贷款减值准备	-26,698	-43,327	-60,376	-83,198	-107,372		
贷款净额	805,580	1,150,086	1,444,910	1,668,337	1,941,845	2,271,959	2,658,192
占贷款总额比重	27.6%	29.7%	31.4%	32.4%	33.3%	33.1%	34.4%
县域贷款增速		43.4%	26.1%	16.4%	17.0%	17.0%	17.0%
全行贷款增速	11.3%	33.1%	19.4%	13.0%	13.7%	11.6%	12.6%
通过内部资金往来提供资金	1,800,086	1,975,226	2,196,002	2,423,092	2,686,346		
资产合计	2,715,177	3,235,103	3,843,686	4,394,520	4,979,344		
资产占总资产比重(剔除内部资金提供)	13%	14%	16%	17%	17%		
负债							
存款	2,514,308	3,034,646	3,612,346	4,014,015	4,557,316	5,218,127	5,990,410
占存款总额比重	41.2%	40.5%	40.6%	41.7%	42.0%	42.7%	43.8%
县域存款增速		21%	19%	11%	14%	15%	15%
全行存款增速	15%	23%	19%	8%	13%	13%	12%
其他负债	189,190	182,760	77,428	143,389	175,489		
负债合计	2,703,498	3,217,406	3,689,774	4,157,404	4,732,805		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
利息收入	62,889	57,708	76,969	105,835	131,796	154,493	180,757
利息支出	-48,514	-41,830	-40,976	-56,656	-77,192	-91,839	-105,431
存贷利息净收入	14,375	15,878	35,993	49,179	54,604	62,654	75,326
同比增速		10%	127%	37%	11%	15%	20%
手续费及佣金收入	10,671	14,146	17,545		26,734		
手续费及佣金支出	-255	-453	-578				
净手续费及佣金收入	10,416	13,693	16,967	25,020	26,734	28,873	31,471
同比增速		31%	24%	47%	7%	8%	9%
业务及管理费	-40,936	-42,783	-51,101	-61,213	-69,210	-79,592	-93,918
业务及管理费增速		5%	19%	20%	13%	15%	18%
成本收入比						42%	40%
资产减值准备	12,824	17,524	17,525	23,018	26,087	30,444	37,215
利润总额	13,444	20,945	34,527	55,718	63,716	74,108	82,976
占公司税前利润比重	26%	28%	29%	35%	34%	36%	40%

资料来源：公司年报、平安证券研究所

相比其他大行，在城镇化推进过程中农行具有更好的业绩成长空间。农行的投资价值被认可过程中，估值有望进一步得到提高。经历了上市至今 3 年时间，农行快速超越同行的业绩增长是股改红利的一个体现。未来的 5-10 年，伴随着城镇化进程的推进，农行有望利用自身的优势取得下一个快速发展的阶段。目前农行交易于 5.1X13 年 PE 和 0.95X13 年 PB，具有良好的投资价值，维持“推荐”评级。

图表8 农行盈利预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E		2010	2011	2012	2013E	2014E
每股指标						经营管理 (%)					
每股净利润	0.29	0.38	0.45	0.50	0.56	贷款增长率 (毛额)	19.78%	13.78%	13.50%	12.00%	13.00%
每股净资产	1.67	2.00	2.31	2.65	3.01	生息资产增长率	16.34%	12.90%	13.33%	13.00%	13.00%
每股股利	0.06	0.15	0.13	0.16	0.20	总资产增长率	16.38%	12.96%	13.42%	13.00%	13.00%
股息派发率	31%	52%	35%	35%	35%	存款增长率	18.54%	8.26%	12.90%	12.50%	12.00%
资产负债表 (人民币百万元)						付息负债增长率	15.95%	10.31%	13.64%	13.02%	12.99%
贷款余额 (净额)	4,788,008	5,410,086	6,153,411	6,864,452	7,732,511	净利息收入增长率	33.31%	26.86%	11.29%	9.91%	13.66%
其他生息资产	5,308,362	5,989,131	6,764,792	7,733,118	8,762,742	手续费及佣金净收入增长率	29.43%	49.04%	8.86%	8.00%	4.85%
总资产	10,337,406	11,677,577	13,244,342	14,966,106	16,911,700	营业收入增长率	32.68%	30.41%	10.85%	9.57%	12.10%
存款余额	8,887,905	9,622,026	10,862,935	12,220,802	13,687,298	拨备前利润增长率	43.90%	35.50%	8.87%	10.13%	13.81%
其他付息负债	682,793	935,755	1,134,409	1,338,317	1,633,026	税前利润增长率	63.31%	31.03%	18.79%	9.31%	14.20%
总负债	9,795,170	11,027,789	12,492,988	14,104,327	15,930,958	净利润增长率	46.01%	28.50%	19.00%	11.11%	13.47%
总股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	非息收入占比	15.88%	18.20%	17.75%	17.63%	16.49%
股东权益	542,071	649,601	749,815	860,160	979,044	成本收入比	38.59%	35.89%	36.50%	36.00%	35.00%
利润表 (人民币百万元)						信贷成本	0.95%	1.21%	0.90%	0.90%	0.90%
净利息收入	242,152	307,199	341,879	375,763	427,107	有效税率	12.07%	21.39%	21.50%	21.50%	22.00%
手续费及佣金净收入	46,128	68,750	74,844	80,832	84,752	盈利能力 (%)					
营业收入合计	290,418	377,731	421,710	458,595	513,859	平均贷款收益率	5.48%	6.32%	6.41%	6.50%	6.60%
营业费用	-112,071	-135,561	-155,130	-165,094	-179,851	平均生息资产收益率	3.81%	4.40%	4.66%	4.54%	4.60%
拨备前利润	164,146	222,426	242,162	266,688	303,530	平均存款付息率	1.25%	1.52%	1.84%	1.80%	1.85%
资产减值准备	-43,412	-64,225	-54,235	-61,267	-68,943	平均付息负债付息率	1.30%	1.65%	1.99%	1.95%	2.00%
税前利润	120,734	158,201	187,927	205,420	234,587	存贷利差	4.22%	4.80%	4.57%	4.70%	4.75%
净利润 (归属母公司)	94,873	121,927	145,094	161,175	182,898	净利差	2.51%	2.75%	2.67%	2.59%	2.61%
资本状况 (%)						净息差	2.58%	2.86%	2.81%	2.73%	2.75%
核心资本充足率	9.74%	9.49%	9.68%	10.47%	10.54%	拨备前ROA	1.59%	1.90%	1.83%	1.78%	1.79%
资本充足率	11.94%	12.61%	12.93%	12.86%	0.00%	拨备前ROE	30.28%	34.24%	32.30%	31.00%	31.00%
资产风险权重平均率	54.71%	54.48%	55.00%	55.00%	0.00%	拨备前ROAA	1.71%	2.02%	1.94%	1.89%	1.90%
资产质量 (%)						拨备前ROAE	37.10%	37.33%	34.61%	33.13%	33.01%
正常	91.7%	92.9%	94.1%			ROA	0.92%	1.04%	1.10%	1.08%	1.08%
关注	6.4%	5.6%	4.6%			ROE	17.50%	18.77%	19.35%	18.74%	18.68%
次级	0.7%	0.6%	0.5%			ROAA	0.99%	1.11%	1.16%	1.14%	1.15%
可疑	1.2%	0.8%	0.7%			ROAE	21.44%	20.46%	20.74%	20.02%	19.89%
损失	0.2%	0.2%	0.2%			流动性 (%)					
不良贷款比例	2.0%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	准备金率	23.43%	25.85%	20.50%	20.50%	20.50%
不良贷款余额 (亿元)	100,405	87,358	85,848	90,322	93,858	存贷比例 (含贴现)	55.77%	58.61%	59.22%	58.96%	59.49%
贷款减值准备覆盖率	168%	263%	326%	377%	436%	存贷比例 (不含贴现)	54.04%	56.96%	58.46%	55.27%	55.21%
拨贷比	3.40%	4.08%	4.35%	4.73%	5.03%	贷款/总资产	46.32%	46.33%	46.46%	45.87%	45.72%

资料来源：公司年报、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257