

600926.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 12.03

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 净息差逆市平稳, 拨备优势持续

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.5)	4.7	(9.4)	(20.0)
相对上证综指	(15.0)	3.6	(10.1)	(31.0)

发行股数 (百万)	5,930.28
流通股 (百万)	5,362.74
总市值 (人民币 百万)	71,341.31
3个月日均交易额 (人民币 百万)	261.77
主要股东	
杭州市财政局	11.86

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2023年4月27日收市价为标准

相关研究报告

- 《杭州银行》20230427
- 《杭州银行》20230215
- 《杭州银行》20221027

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: 城商行II

证券分析师: 林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

联系人: 丁黄石

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030036

杭州银行

净息差逆市平稳, 拨备优势持续

公司2023Q1归母净利润同比增长28.1%, 绝对增速行业头部, 且业绩增速较去年高位提升2个百分点。1季度亮点突出: 第一, 净息差较稳定, 测算1季度息差环比微幅上升, 有企稳态势, 同比降6bp, 降幅不大, 拖累有限, 净利息收入同比增长13.6%, 预计增速行业头部。第二, 非息收入同比下降2.5%, 考虑到去年手续费和其他非息高基数, 表现不弱。第三, 资产质量边际改善, 存量拨备优势持续行业领先。

现阶段, 在偏弱的利率和经营外部环境下, 行业经营面临的较大压力, 在报表中不断体现, 到了拼存量拨备和业务基础“家底”时候。杭州银行区位稀缺、业务积极、资产质量优秀且拨备优势突出, 目前2023N公司PB0.76X, 持续看好, 核心组合推荐。关注公司后续资本补充情况, 维持对公司的增持评级。

支撑评级的要点

- 业绩增速高位提升, 营收增速放缓, 资本仍存压力

公司2023Q1归母净利润同比增长28.1%, 营收增速7.5%, 业绩贡献主要来自规模及拨备。业绩增长带动盈利能力提升, 1季度ROE18.88%, 同比上升2.68个百分点, 核心一级资本充足率8.10%, 同比降7bp。

- 信贷增速维持高位, 存款增速提升

1季度末公司总资产同比增长16.4%, 贷款同比增长19.0%, 较去年增速略降0.35个百分点, 存款同比增15.4%, 较去年增速略升1.0个百分点。

- 测算1季度息差环比微增, 净利息收入增长强劲

测算1季度净息差1.66%, 环比上升1bp, 测算资产收益率及负债成本率均保持稳定, 在年初重定价和偏弱的利率定价环境中, 公司息差企稳。测算净息差同比下降6bp, 降幅亦较小, 拖累有限, 净利息收入同比增长13.6%, 预计增速行业头部。

- 高基数下, 非息收入同比小幅下降2.5%

1季度非息收入同比下降2.5%, 其中, 手续费收入同比下降7.0%, 其他非息同比上升1.2%, 去年高基数叠加市场压力, 表现不弱。

- 资产质量边际改善

1季度末不良贷款率0.76%, 环比上季度下降1bp; 不良额较去年末增2.7亿元, 略有上升; 测算1季度不良生成率为0.23%, 环比下降28bp, 边际改善。关注类贷款占比0.28%, 环比下降11bp, 逾期占比0.54%, 环比下降5bp, 资产质量边际改善。

- 存量拨备优势仍突出

1季度资产减值损失同比减少30.0%, 增量拨备同比大幅少提, 反哺盈利, 幅度较去年四季度有所减弱。存量看, 1季度末拨备覆盖率568.68%, 环比上升3.58个百分点; 拨贷比4.31%, 环比下降5bp, 存量拨备整体保持平稳, 绝对水平仍在上市银行领先, 风险抵御能力充足。

估值

- 根据公司一季报, 我们将公司2023至2025年EPS上调至2.23/2.80/3.36元, 目前股价对应2023/2024年PB为0.76x/0.64x, 维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行、疫情反复导致资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	29,361	32,932	36,885	43,248	50,448
变动 (%)	18.36	12.16	12.00	17.25	16.65
归母净利润	9,261	11,679	14,663	17,413	20,740
变动 (%)	29.77	26.11	25.55	18.75	19.11
每股收益(元)	1.43	1.83	2.33	2.80	3.36
原预测			2.23	2.64	3.12
变动 (%)			4.5	6.1	7.7
净资产收益率(%)	13.67	15.39	16.76	16.82	16.92
市盈率(倍)	8.41	6.57	5.40	4.56	3.85
市净率(倍)	1.00	0.89	0.76	0.64	0.55

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图1. 杭州银行 2023 年 1 季报摘要

证券名称: 杭州银行
项目名称: 财报点评
单位: 除百分比外, 其他为RMB 百万

	1Q22		1Q23		1Q22		2Q22		3Q22		4Q22		1Q23		季度环比	季度同比	
	1Q22	1Q23	YoY(%)	YoY(%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	YoY(%)	YoY(%)	QoQ(%)	QoQ(%)	YoY(%)	YoY(%)		
利润表 (百万元)																	
利息收入	13,181	14,949	13.4	13.181	13,575	14,015	14,254	14,949	4.9	13.4	4.9	13.4	4.9	13.4			
利息支出	(7,721)	(8,746)	13.3	(7,721)	(8,036)	(8,351)	(8,746)	4.7	13.3	4.7	13.3	4.7	13.3				
净利息收入	5,459	6,203	13.6	5,459	5,979	5,903	6,203	5.1	13.6	5.1	13.6	5.1	13.6				
净手续费收入	1,482	1,379	(7.0)	1,482	1,342	1,164	685	1,379	101.2	(7.0)	101.2	(7.0)	101.2				
净其他非息收入	1,827	1,849	1.2	1,827	1,676	1,616	281	1,849	558.0	1.2	558.0	1.2	558.0				
净非利息收入	3,309	3,228	(2.5)	3,309	3,019	2,781	966	3,228	234.1	(2.5)	234.1	(2.5)	234.1				
营业收入	8,769	9,431	7.5	8,769	8,534	8,760	6,869	9,431	37.3	7.5	37.3	7.5	37.3				
税金及附加	(76)	(88)	16.6	(76)	(75)	(84)	(86)	(88)	2.5	16.6	2.5	16.6	2.5	16.6			
业务及管理费	(1,955)	(2,345)	19.9	(1,955)	(2,111)	(2,541)	(3,152)	(2,345)	(25.6)	19.9	(25.6)	19.9	(25.6)				
营业费用及营业税	(2,031)	(2,433)	19.8	(2,031)	(2,186)	(2,624)	(3,238)	(2,433)	(24.9)	19.8	(24.9)	19.8	(24.9)				
营业外收入及其他费用	4	(5)	(242.7)	4	4	(8)	(5)	414.2	(242.7)	(242.7)	414.2	(242.7)	414.2				
拨备前利润	6,741	6,992	3.7	6,741	6,351	6,135	3,630	6,992	92.6	3.7	92.6	3.7	92.6				
资产减值损失	(3,016)	(2,112)	(30.0)	(3,016)	(2,693)	(3,232)	(915)	(2,112)	130.9	(30.0)	130.9	(30.0)	130.9				
税前利润	3,726	4,880	31.0	3,726	3,658	2,903	2,715	4,880	79.7	31.0	79.7	31.0	79.7				
所得税	(417)	(641)	53.7	(417)	(374)	(221)	(310)	(641)	106.5	53.7	106.5	53.7	106.5				
税后利润	3,309	4,239	28.1	3,309	3,284	2,682	2,404	4,239	76.3	28.1	76.3	28.1	76.3				
归母净利润	3,309	4,239	28.1	3,309	3,284	2,682	2,404	4,239	76.3	28.1	76.3	28.1	76.3				
资产负债表 (百万元)																	
总资产	1,308,354	1,535,684	17.4	1,308,354	1,387,862	1,398,049	1,459,827	1,535,684	5.2	17.4	5.2	17.4	5.2	17.4	5.2	17.4	5.2
贷款总额	630,410	750,340	19.0	630,410	661,627	677,645	702,203	750,340	6.9	19.0	6.9	19.0	6.9	19.0	6.9	19.0	6.9
计息负债	1,336,283	1,559,152	16.7	1,336,283	1,401,985	1,426,708	1,483,471	1,559,152	5.1	16.7	5.1	16.7	5.1	16.7	5.1	16.7	5.1
存款	869,077	1,003,342	15.4	869,077	904,619	870,945	928,084	1,003,342	8.1	15.4	8.1	15.4	8.1	15.4	8.1	15.4	8.1
加权风险资产	927,794	1,057,845	14.0	927,794	946,515	967,815	1,006,444	1,057,845	5.1	14.0	5.1	14.0	5.1	14.0	5.1	14.0	5.1
业绩增长拆分																	
规模增长	418.98	161.8	4.71	418.98	4.98	5.09	2.52	4.37	10.2	4.71	10.2	4.71	10.2				
净息扩大	(17.57)	(2.57)	(0.91)	(17.57)	(3.96)	(3.89)	(3.89)	0.70	3.96	(0.91)	3.96	(0.91)	3.96				
非息收入	14.32	(6.07)	21.75	14.32	(3.70)	(5.77)	(20.31)	32.21	22.3	21.75	22.3	21.75	22.3				
成本	(1.85)	(3.84)	25.71	(1.85)	(3.11)	(6.06)	(19.25)	55.33	19.25	25.71	19.25	25.71	19.25				
拨备	7.86	27.26	(3.52)	7.86	3.98	(17.24)	34.35	(12.88)	3.98	(3.52)	3.98	(3.52)	3.98				
税收	9.64	(2.87)	0.97	9.64	1.06	2.31	(3.86)	(3.46)	1.06	0.97	1.06	0.97	1.06				
净息差																	
净息差-测算2																	
净息差-测算2	1.71	1.66	(0.06)	1.71	1.64	1.72	1.65	1.66	0.00	(0.06)	0.00	0.00	0.00				
生息资产收益率-测算2	4.14	3.99	(0.15)	4.14	4.03	4.02	3.99	3.99	0.00	(0.15)	0.00	0.00	0.00				
计息负债成本率-测算2	2.37	2.30	(0.07)	2.37	2.35	2.27	2.30	2.30	0.00	(0.07)	0.00	0.00	0.00				
净利差																	
净利差-公告																	
净利差-公告	0.00	0.00	N.A.	0.00	1.69	0.00	1.69	0.00	0.00	N.A.	0.00	0.00	0.00				
净利差-公告	0.00	0.00	N.A.	0.00	1.74	0.00	1.74	0.00	0.00	N.A.	0.00	0.00	0.00				
净利差-测算2																	
净利差-测算2	1.71	1.66	(0.06)	1.71	1.67	1.69	1.68	1.66	0.00	(0.06)	0.00	0.00	0.00				
生息资产收益率-测算2	4.14	3.99	(0.15)	4.14	4.08	4.06	4.04	3.99	0.00	(0.15)	0.00	0.00	0.00				
计息负债成本率-测算2	2.37	2.30	(0.07)	2.37	2.36	2.33	2.32	2.30	0.00	(0.07)	0.00	0.00	0.00				
规模																	
总资产																	
总资产	1456949	1696126	16.42	1456949	1532855	1563443	1616538	1696126	4.92	16.42	4.92	16.42	4.92	16.42	4.92	16.42	4.92
生息资产-期末时点	1308354	1535684	17.38	1308354	1387862	1398049	1459827	1535684	5.20	17.38	5.20	17.38	5.20	17.38	5.20	17.38	5.20
贷款总额-期末时点	630410	750340	19.02	630410	661627	677645	702203	750340	6.86	19.02	6.86	19.02	6.86	19.02	6.86	19.02	6.86
债券投资-期末时点	506575	616591	21.72	506575	554695	550702	583984	616591	5.58	21.72	5.58	21.72	5.58	21.72	5.58	21.72	5.58
交易类-期末时点	150574	161353	7.16	150574	150892	168649	161062	161353	0.18	7.16	0.18	7.16	0.18	7.16	0.18	7.16	0.18
计息负债-期末时点	1336283	1559152	16.08	1336283	1401985	1426708	1483471	1559152	5.10	16.08	5.10	16.08	5.10	16.08	5.10	16.08	5.10
存款-期末时点	869077	1003342	15.45	869077	904619	870945	928084	1003342	8.11	15.45	8.11	15.45	8.11	15.45	8.11	15.45	8.11
规模同比																	
总资产	18.64	16.42	18.64	19.14	17.55	16.25	16.42	16.42		18.64	16.42	18.64	16.42	16.42			
生息资产	15.58	17.38	15.58	19.10	16.90	17.72	17.38	17.38		15.58	17.38	15.58	17.38	17.38			
贷款总额	21.35	19.02	21.35	22.53	20.26	19.31	19.02	19.02		21.35	19.02	21.35	19.02	19.02			
债券投资	12.94	21.58	12.94	19.45	20.74	17.62	21.58	21.58		12.94	21.58	12.94	21.58	21.58			
交易类	49.92	7.16	49.92	22.18	21.34	3.43	7.16	7.16		49.92	7.16	49.92	7.16	7.16			
计息负债	19.46	16.68	19.46	19.10	17.24	16.33	16.68	16.68		19.46	16.68	19.46	16.68	16.68			
存款	18.22	15.45	18.22	21.56	11.53	14.49	15.45	15.45		18.22	15.45	18.22	15.45	15.45			
结构占比																	
生息资产/总资产	89.80	90.54	0.74	89.80	90.54	89.42	90.31	90.54	0.26	0.74	0.26	0.74	0.26	0.26			
贷款总额/生息资产	48.18	48.86	0.68	43.27	43.16	43.34	43.44	44.24	1.84	0.68	1.84	0.68	1.84	1.84			
债券投资/生息资产	38.72	40.15	1.43	34.77	36.19	35.22	36.13	36.35	0.63	1.43	0.63	1.43	0.63	0.63			
交易类/总资产	10.33	9.51	(0.82)	10.33	9.84	10.79	9.96	9.51	(4.52)	(0.82)	(4.52)	(0.82)	(4.52)	(4.52)			
计息负债/生息资产	102.13	101.53	(0.61)	102.13	101.02	102.05	101.62	101.53	(0.09)	(0.61)	(0.09)	(0.61)	(0.09)	(0.09)			
存款/计息负债	65.04	64.35	(0.69)	65.04	64.52	61.05	62.56	64.35	2.86	(0.69)	2.86	(0.69)	2.86	2.86			
贷存比	72.54	74.78	2.25	72.54	72.56	72.16	72.60	74.78	3.00	2.25	3.00	2.25	3.00	3.00			
手续费																	
手续费																	
手续费	1,482	1,379		1,482	1,342	1,164	685	1,379	101.21		101.21		101.21				
手续费占比	16.90	14.62	(2.28)	16.90	15.73	13.29	9.97	14.62		(2.28)							
其他非息占比	20.84	19.61	(1.23)	20.84	19.65	18.45	4.09	19.61		(1.23)							
投资收益	1,409	1,493		1,409	1,493			1,493									
公允价值	366	245		366	245			245									
资产质量和拨备																	
不良贷款率																	
不良贷款率	0.82	0.76	(0.06)	0.82	0.79	0.77	0.77	0.76	(0.01)	(0.06)	(0.01)	(0.06)	(0.01)	(0.06)			
不良余额	5,186	5,690	9.72	5,186	5,253	5,220	5,420	5,690	4.99	9.72	4.99	9.72	4.99	4.99			
不良生成率 (年累计)																	
不良生成率 (年累计)	N.A.	N.A.		N.A.	0.17	N.A.	0.26	N.A.	N.A.		N.A.		N.A.	N.A.			
单季度测算不良净生成率				0.11	0.37	0.10	0.51	0.23	(0.3)		(0.						

风险提示：

经济下行、疫情反复导致资产质量恶化超预期。

主要比率 (%)

每股指标 (RMB)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
PE	8.41	6.57	5.16	4.30	3.58
PB	1.00	0.89	0.75	0.64	0.54
EPS	1.43	1.83	2.33	2.80	3.36
BVPS	12.08	13.52	15.99	18.92	22.42
每股拨备前利润	3.56	3.85	4.48	5.25	6.13
驱动性因素 (%)					
生息资产增长	19.43	15.99	17.11	17.13	17.15
贷款增长	21.69	19.31	17.00	17.00	17.00
存款增长	16.14	14.49	16.00	16.00	16.00
贷款收益率	5.08	5.00	4.90	4.90	4.90
生息资产收益率	3.81	3.66	3.63	3.63	3.63
存款付息率	2.24	2.30	2.32	2.30	2.30
计息负债付息率	2.37	2.33	2.33	2.31	2.31
净息差	1.64	1.52	1.50	1.51	1.52
风险成本	1.96	1.53	1.30	1.30	1.25
净手续费增速	9.15	8.66	14.68	18.60	17.70
成本收入比	27.30	29.64	27.00	27.00	27.00
所得税税率	12.59	10.18	12.00	11.00	11.00
盈利及杜邦分析 (%)					
ROAA	0.72	0.78	0.84	0.86	0.87
ROAE	13.67	15.39	16.76	16.82	16.92
净利息收入	1.64	1.52	1.50	1.53	1.54
非净利息收入	0.65	0.67	0.61	0.60	0.58
营业收入	2.29	2.19	2.11	2.13	2.12
营业支出	0.65	0.67	0.59	0.60	0.59
拨备前利润	1.65	1.52	1.52	1.53	1.53
拨备	0.82	0.66	0.57	0.57	0.55
税前利润	0.83	0.86	0.95	0.96	0.98
税收	0.10	0.09	0.11	0.11	0.11
业绩年增长率 (%)					
净利息收入	9.15	8.66	14.68	18.60	17.70
营业收入	18.36	12.16	12.00	17.25	16.65
拨备前利润	17.16	8.36	16.23	17.26	16.65
归属母公司利润	29.77	26.11	25.55	18.75	19.11
资产质量 (%)					
不良率	0.86	0.77	0.94	1.05	1.12
拨备覆盖率	567.71	565.10	509.64	487.30	474.54
拨贷比	4.86	4.36	4.79	5.12	5.33
不良净生成率 (测算)	0.17	0.26	0.50	0.50	0.50

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务报表 (人民币 百万元)

财务报表	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
利润表					
利息收入	48,724	55,025	63,650	74,594	87,429
利息支出	(27,689)	(32,168)	(37,437)	(43,505)	(50,836)
净利息收入	21,036	22,857	26,213	31,089	36,593
手续费净收入	3,608	4,674	5,001	5,751	6,613
营业收入	29,361	32,932	36,885	43,248	50,448
业务及管理费	(8,017)	(9,760)	(9,959)	(11,677)	(13,621)
拨备前利润	21,095	22,858	26,567	31,153	36,341
拨备	(10,500)	(9,855)	(9,905)	(11,588)	(13,037)
税前利润	10,595	13,003	16,663	19,565	23,304
税后利润	9,261	11,679	14,663	17,413	20,740
归属母公司净利	9,261	11,679	14,663	17,413	20,740
资产负债表					
贷款总额	588,563	702,203	821,578	961,246	1,124,658
贷款减值准备	(28,618)	(30,630)	(39,318)	(49,175)	(59,947)
贷款净额	559,945	671,574	782,260	912,071	1,064,711
债券投资	653,770	745,046	879,154	1,037,402	1,224,134
存放央行	84,822	101,544	117,791	136,638	158,500
同业资产	65,218	66,289	72,918	80,209	88,230
其他资产	26,810	32,085	23,140	26,980	30,565
生息资产	1,392,373	1,615,082	1,891,441	2,215,496	2,595,523
资产总额	1,390,565	1,616,538	1,875,263	2,193,301	2,566,140
存款	810,658	928,084	1,076,578	1,248,830	1,448,643
同业负债	197,309	289,370	347,244	416,693	500,031
发行债券	267,251	266,017	311,240	364,151	426,057
计息负债	1,275,218	1,483,471	1,735,062	2,029,674	2,374,731
负债总额	1,300,494	1,517,965	1,770,471	2,071,096	2,423,195
股本	5,930	5,930	5,930	5,930	5,930
资本公积	15,207	15,204	15,204	15,204	15,204
盈余公积	6,182	7,214	8,680	10,422	12,496
一般风险准备	16,971	19,725	22,684	26,087	30,000
未分配利润	25,187	30,198	40,436	52,705	67,458
股东权益	90,071	98,573	104,792	122,205	142,946
资本状况 (%)					
资本充足率	13.62	12.89	13.85	14.49	14.91
核心一级资本	8.43	8.08	8.07	8.09	8.14
杠杆率	15.44	16.40	17.90	17.95	17.95
RORWA	1.16	1.25	1.36	1.40	1.45
风险加权系数	62.13	62.26	61.72	60.69	59.65

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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