

601128.SH

增持

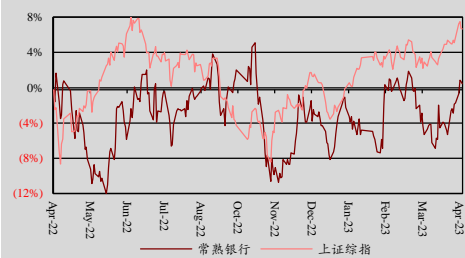
原评级: 增持

市场价格: 人民币 7.84

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 净息差超预期, 重申核心组合推荐

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.2	5.4	5.5	(2.1)
相对上证综指	(5.8)	1.3	2.4	(9.0)

发行股数 (百万)	2,740.87
流通股 (百万)	2,643.36
总市值 (人民币 百万)	21,488.40
3个月日均交易额 (人民币 百万)	199.41
主要股东	
交通银行股份有限公司	9.01

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2023年4月20日收市价为标准

相关研究报告

- 《常熟银行》20230410
- 《常熟银行》20230326
- 《常熟银行》20230115

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: 农商行 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

常熟银行

净息差超预期, 重申核心组合推荐

常熟银行 2023 年 1 季度实现归母净利润 7.95 亿元, 同比增长 20.6%; 营业收入 24.1 亿元, 同比增长 13.3%; 加权平均净资产收益率为 13.83%, 同比上升 0.78 个百分点。总资产较年初增长 10.1%, 贷款总额增长 5.7%, 存款增长 12.6%; 不良率为 0.75%, 拨备覆盖率为 547.3%。

常熟银行 1 季度净息差环比上升, 资产质量积极改善, 在业绩快报公布收入和盈利的积极表现后, 再超预期, 表现亮眼。公司区位优势突出, 经营管理优秀, 在行业整体面临 LPR 重定价和外部环境压力下, 公司业务韧性和竞争力更为凸显。我们认为公司扎根实体的小微业务模式, 村镇银行的并购和异地经营能力, 使得公司在未来行业大趋势中, 拥有差异化的成长优势。维持对公司**增持**评级, 积极看好, 核心组合推荐。

支撑评级的要点
■ 盈利、收入持续快速增长

常熟银行 1 季度实现归母净利润 7.95 亿元, 同比增长 20.6%, 营业收入同比增长 13.3%, 收入较去年 4 季度显著改善, 业绩贡献最主要的部分仍来自于规模, 其次分别为成本和拨备。

■ 1 季度息差持平 2022 年全年, 单季或环比改善

按公布未还原人民银行普惠政策性减息, 1 季度净息差 3.02%, 与去年全年持平, 净利率 2.88%, 较去年全年持平。1 季度净息差高于测算去年 4 季度单季 2.79% (即便考虑普惠政策还原 2.97%), 环比显著改善, 预计与资产方收益率平稳、存款成本下降较多有关, 1 季度公司存款旺季, 高成本存款或到期置换较多。参考年报数据测算, 人行普惠政策减息补贴或尚未全部发放或计入, 或对营收形成滞后贡献。

■ 贷款增速略缓仍高位, 总资产、存款增长提速

1 季度贷款同比增 18.6%, 增速较上年降 0.67 个百分点。存款同比增 17.6%, 增速较上年升 0.8 个百分点, 总资产同比增 18%, 增速较上年提升 1.22 个百分点。对公贷款较去年底增长 9.4%, 零售贷款增长 3.6%, 票据贴现增长 5.5%, 信贷增速持续高位, 零售增长略低于历史同期。1 季度存款较去年底增长 12.6%, 居民定期和企业活期高增贡献, 较去年底增长 19.5% 和 19%。

■ 资产质量积极改善, 拨备高位平稳

1 季度不良率 0.75%, 环比上季降 6bp; 不良余额 15.41 亿元, 较上季降 1.7%, 关注贷款占比 0.82%, 较上季度下降 2bp。1 季度末拨备覆盖率 547.30%, 较上季下降 10.53 个百分点; 拨贷比 4.12%, 较上季降 23bp, 存量拨备基本平稳。

估值

- 公司表现亮眼, 差异化成长优势突出, 2023 年 EPS 维持 1.21 元, 2024/2025 年 EPS 上调为 1.47/1.78 元, 目前股价对应 2023 至 2025 年 PB 为 0.85x/0.73x/0.62x, 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	6,445	6,582	7,655	8,809	10,492
变动 (%)	16.31	15.06	19.11	20.06	19.89
归母净利润	1,785	1,803	2,188	2,744	3,317
变动 (%)	21.34	25.39	20.89	21.30	21.00
每股收益(元)	0.80	1.00	1.21	1.47	1.78
原预测				1.46	1.75
变动 (%)				0.7	1.7
净资产收益率(%)	11.59	13.18	14.05	14.64	15.13
市盈率(倍)	9.80	7.83	6.48	5.34	4.41
市净率(倍)	1.09	0.98	0.85	0.73	0.62

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 常熟银行 2023 年一季度报告摘要

	1Q22		1Q23		YoY(%)	1Q22		2Q22		3Q22		4Q22		1Q23		季度环比 QoQ(%)	季度同比 YoY(%)	
利润表 (百万元)																		
利息收入	3,193	3,724	16.6	3,193	3,342	3,399	3,299	3,724	12.9	16.6								
利息支出	(1,346)	(1,550)	15.2	(1,346)	(1,413)	(1,393)	(1,469)	(1,550)	5.5	15.2								
净利息收入	1,847	2,174	17.7	1,847	1,929	2,005	1,830	2,174	18.8	17.7								
净手续费收入	1	2	200.0	1	1	4	182	2	(99.1)	200.0								
净非利息收入	280	234	(16.2)	280	316	299	114	234	105.0	(16.2)								
营业收入	2,128	2,410	13.3	2,128	2,246	2,308	2,127	2,410	13.3	13.3								
税金及附加	(12)	(13)	13.4	(12)	(12)	(11)	(12)	(13)	8.8	13.4								
业务及管理费	(807)	(968)	20.0	(807)	(899)	(911)	(792)	(968)	22.2	20.0								
营业费用及营业税金	(819)	(981)	19.9	(819)	(901)	(922)	(804)	(981)	22.0	19.9								
营业外收入及其他费用	(3)	3	(206.3)	(3)	(4)	4	3	3	(2.0)	(206.3)								
拨备前利润	1,306	1,432	9.7	1,306	1,341	1,391	1,326	1,432	8.0	9.7								
资产减值损失	(453)	(415)	(8.4)	(453)	(672)	(299)	(576)	(415)	(28.0)	(8.4)								
税前利润	853	1,018	19.3	853	669	1,091	750	1,018	35.6	19.3								
所得税	(142)	(159)	12.4	(142)	(75)	(161)	(159)	(159)	170.5	12.4								
税后利润	711	858	20.7	711	594	930	692	858	24.1	20.7								
归母净利润	659	795	20.6	659	594	930	692	858	24.1	20.7								
资产负债表 (百万元)																		
生息资产	254,431	299,090	17.6	254,431	261,763	265,224	276,157	299,090	8.3	17.6								
贷款总额	173,121	204,540	18.1	173,121	185,263	187,296	193,433	204,540	5.7	18.1								
计息负债	238,973	282,149	18.1	238,973	244,079	249,051	252,560	282,149	11.7	18.1								
存款	204,253	240,226	17.6	204,253	207,422	206,955	213,445	240,226	12.5	17.6								
加权风险资产	208,921	243,871	16.7	208,921	214,185	222,637	223,079	243,871	9.3	16.7								
业绩增长拆分																		
规模增长	17.86	17.50	5.62	17.86	17.50	2.82	2.35	5.76										
净息差扩大	6.11	0.20	(4.07)	6.11	0.20	1.14	(11.08)	13.04										
非息收入	(4.63)	(4.42)	3.67	1.15	(1.20)	0.88	(5.48)											
成本	4.57	(3.61)	11.26	(2.86)	0.93	3.21	(5.33)											
拨备	(2.98)	9.59	28.04	(24.30)	59.47	(26.63)	27.59											
税收	0.31	1.38	(15.04)	5.06	(6.44)	5.56	(11.50)											
净息差																		
净息差-测算1 (年化)	3.03	3.02	(0.01)	3.03	2.99	3.04	2.70	3.02	0.32									
净息差-测算2	5.24	5.18	(0.06)	5.24	5.18	5.16	4.88	5.18	0.30									
计息负债成本率-测算2	2.36	2.32	(0.04)	2.36	2.34	2.26	2.34	2.32	(0.02)									
累计指标 (年化)																		
净息差-公告	3.09	3.02	(0.07)	3.09	3.09	3.10	3.02	3.02	0.32									
净利率-公告	2.96	2.88	(0.08)	2.96	2.97	2.97	2.88	2.88	0.30									
净息差-测算2	3.03	3.02	(0.01)	3.03	3.01	3.02	2.94	3.02	0.18									
生息资产收益率-测算2	5.24	5.18	(0.06)	5.24	5.21	5.19	5.11	5.18	3.02									
计息负债成本率-测算2	2.36	2.32	(0.04)	2.36	2.35	2.32	2.33	2.32	0.32									
规模																		
总资产-期末时点	266898	316966	17.96	266898	274894	284098	287881	316966	10.10									
生息资产-期末时点	254431	299090	17.55	254431	261763	265224	276157	299090	8.30									
贷款总额-期末时点	173121	204540	18.15	173121	185263	187296	193433	204540	5.74									
债券投资-期末时点	57233	70165	22.59	57233	51821	52296	60173	70165	16.61									
交易类-期末时点	14699	18281	24.37	14699	13589	19278	12320	18281	48.39									
计息负债-期末时点	238973	282149	18.07	238973	244079	249051	252560	282149	11.72									
存款-期末时点	204253	240226	17.61	204253	207422	206955	213445	240226	12.55									
规模同比																		
总资产	17.10	17.96	17.10	17.10	18.77	17.66	16.75	17.96										
生息资产	17.72	17.55	17.72	17.72	18.40	15.65	18.66	17.55										
贷款总额	24.06	18.15	24.06	22.37	15.39	18.82	18.15	18.15										
债券投资	3.66	22.37	3.66	3.61	5.93	30.15	22.37	22.37										
交易类	16.29	24.37	16.29	43.86	56.52	(11.33)	24.37	24.37										
计息负债	18.15	18.07	18.15	18.59	16.13	16.17	18.07	18.07										
存款	15.39	17.61	15.39	14.24	14.15	16.81	17.61	17.61										
结构占比																		
生息资产/总资产	94.69	94.36	(0.33)	94.69	95.22	93.36	95.93	94.36	(1.63)									
贷款总额/生息资产	68.04	68.39	0.35	64.43	67.39	65.93	67.19	64.53	(3.96)									
债券投资/生息资产	22.49	23.46	0.96	21.30	18.85	18.41	20.90	22.14	5.91									
交易类/生息资产	5.47	5.77	0.30	5.47	4.94	6.79	4.28	5.77	34.78									
计息负债/生息资产	93.92	94.34	0.41	93.92	93.24	93.90	91.46	94.34	3.15									
存款/计息负债	85.47	85.14	(0.33)	85.47	84.98	83.10	84.51	85.14	0.74									
留存比	84.76	85.15	0.39	84.76	83.38	89.53	89.09	85.15	(4.43)									
手续费																		
净手续费	1	2	200.0	1	1	4	182	2	99.1									
净手续费占比	0.03	0.07	0.04	0.03	0.06	0.16	8.58	0.07	(93.11)									
其他非息占比	13.15	9.72	(3.43)	13.15	14.06	12.97	5.38	9.72	9.72									
投资收益	184	148	(20.1)	184	148	148	148	148	0.00									
公允价值	94	96	2.1	94	96	96	96	96	0.00									
资产质量指标																		
不良贷款率	0.81	0.75	(0.06)	0.81	0.80	0.78	0.81	0.75	(0.06)									
不良余额	1,404	1,541	9.77	1,404	1,486	1,453	1,569	1,541	(1.79)									
不良生成率 (年累计)	N.A.	N.A.	N.A.	0.46	N.A.	0.59	N.A.	N.A.	N.A.									
单季度测算不良净生成率	N.A.	N.A.	0.11	0.42	0.71	0.16	0.70	0.5										
关注类占比	0.94	0.82	(0.12)	0.94	0.88	0.87	0.84	0.82	(0.12)									
逾期/不良	117.64	130.49	11.08	117.64	117.64	130.49	130.49	130.49	11.08									
90天以内逾期/不良	0.78	0.73	(0.05)	0.78	0.78	0.73	0.73	0.73	(0.05)									
90天以上逾期/不良	116.86	129.76	11.08	116.86	116.86	129.76	129.76	129.76	11.08									
年累计核销-公告	N.A.	N.A.	N.A.	212	212	212	212	212	0.00									
信用成本-年累计	N.A.	N.A.	N.A.	1.13	N.A.	1.02	N.A.	N.A.	N.A.									
资产减值损失/总资产	532.73	547.30	14.57	532.73	535.83	542.02	536.77	547.30	10.53									
拨备覆盖率	4.32	4.12	(0.20)	4.32	4.30	4.20	4.35	4.12	(0.23)									
拨备金额	7,477	8,432	11.30	7,477	7,964	7,875	8,421	8,432	0.12									
成本和盈利																		
成本收入比 (年累计)	37.92	40.16	2.24	37.92	39.56	39.47	37.23	40.16	22.25									
成本收入比 (单季度)	16.63	15.66	(0.97)	16.63	11.25	14.75	7.85	15.66	15.66									
费用增速	16.63	15.66	(0.97)	16.63	11.25	14.75	7.85	15.66	15.66									
有效税率 (年累计)	16.63	15.66	(0.97)	16.63	11.25	14.75	7.85	15.66	15.66									
有效税率 (单季度)	16.63	15.66	(0.97)	16.63	11.25	14.75	7.85	15.66	15.66									
资本和盈利能力																		
核心一级资本充足率	10.01	9.84	(0.17)	10.01	9.86	10.12	10.21	9.84	(0.37)									
一级资本充足率	10.07	9.90	(0.17)	10.07	9.91	10.18	10.27	9.90	(0.37)									
资本充足率	11.74	13.29	1.55	11.74	11.58	14.18	13.87	13.29	(0.58)									
融资进度	1.10	1.14	0.04	1.10	1.00	1.12	1.10	1.14	0.04									
ROAA-公布	13.05	13.83	0.78	13.05	11.72	13.38	13.06	13.83	0.77									
ROAE-公布	1.47	1.52	0.04	1.47	1.31	1.44	1.40	1.52	0.12									

资料来源: 公司公告, 中银证券

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	9.80	7.83	6.48	5.34	4.41
PB	1.09	0.98	0.85	0.73	0.62
PB 扣除商誉					
EPS	0.80	1.00	1.21	1.47	1.78
BVPS	7.22	7.97	9.25	10.80	12.68
每股拨备前利润	1.62	1.96	2.33	2.80	3.36
驱动性因素 (%)					
生息资产增长	12.47	18.15	16.98	17.26	17.69
贷款增长	19.81	23.59	18.82	18.00	18.00
存款增长	17.89	15.07	16.81	16.00	15.00
贷款收益率	6.63	6.34	6.19	6.10	6.10
生息资产收益率	5.13	5.05	4.95	4.95	4.96
存款付息率	2.42	2.33	2.38	2.37	2.35
计息负债付息率	2.39	2.39	2.39	2.37	2.35
净息差	3.03	2.94	2.85	2.87	2.91
风险成本	1.24	1.18	1.12	1.12	1.12
净手续费增速	12.15	13.75	18.14	19.03	18.63
成本收入比	42.77	41.40	38.58	38.58	38.58
所得税税率	13.08	13.15	12.99	12.99	12.99
盈利及杜邦分析 (%)					
ROAA	1.03	1.10	1.13	1.18	1.22
ROAE	11.59	13.18	14.05	14.64	15.13
净利息收入	2.94	2.85	2.90	2.98	3.02
非净利息收入	0.42	0.45	0.48	0.53	0.57
营业收入	3.36	3.30	3.39	3.51	3.60
营业支出	1.41	1.29	1.33	1.37	1.41
拨备前利润	1.95	2.01	2.06	2.14	2.19
拨备	0.76	0.75	0.76	0.78	0.78
税前利润	1.18	1.26	1.30	1.36	1.41
税收	0.16	0.16	0.17	0.18	0.18
业绩年增长率 (%)					
净利息收入	12.15	13.75	18.14	19.03	18.63
营业收入	16.31	15.06	19.11	20.06	19.89
拨备前利润	19.07	20.98	19.13	20.08	19.91
归属母公司利润	21.34	25.39	20.89	21.30	21.00
资产质量 (%)					
不良率	0.81	0.81	0.88	0.95	0.99
拨备覆盖率	533.96	538.29	496.82	454.65	432.46
拨贷比	4.33	4.35	4.36	4.34	4.30
不良净生成率 (测算)	0.36	0.59	0.55	0.60	0.60

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币 百万元)

利润表	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
利息收入	9,359	10,098	11,485	13,233	15,500
利息支出	(3,669)	(4,132)	(4,793)	(5,621)	(6,508)
净利息收入	5,690	5,966	6,691	7,611	8,992
手续费净收入	324	148	238	188	188
营业收入	6,445	6,582	7,655	8,809	10,492
业务及管理费	(2,465)	(2,815)	(3,169)	(3,398)	(4,048)
拨备前利润	3,936	3,723	4,434	5,364	6,390
拨备	(1,663)	(1,495)	(1,738)	(2,000)	(2,367)
税前利润	2,273	2,228	2,696	3,364	4,023
税后利润	1,900	1,936	2,341	2,927	3,500
归属母公司净利	1,785	1,803	2,188	2,744	3,317
资产负债表					
贷款总额	109,944	131,722	162,797	193,433	228,251
贷款减值准备	(5,086)	(6,136)	(7,049)	(8,421)	(9,949)
贷款净额	105,216	125,984	156,246	185,626	218,302
债券投资	54,679	58,849	60,076	72,492	85,541
存放央行	16,907	15,743	16,514	16,052	17,951
同业资产	3,928	2,270	7,049	6,311	6,311
其他资产	4,110	5,839	6,698	7,400	3,225
生息资产	185,458	208,584	246,436	288,288	338,053
资产总额	184,839	208,685	246,583	287,881	331,330
存款	134,702	158,798	182,732	213,445	247,597
同业负债	15,582	15,003	19,634	24,347	30,434
发行债券	11,433	10,048	15,044	14,767	18,015
计息负债	161,717	183,849	217,726	252,875	296,485
负债总额	166,940	189,578	225,446	263,766	303,637
股本	2,741	2,741	2,741	2,741	2,741
资本公积	3,245	3,242	3,246	3,250	3,250
盈余公积	4,116	4,284	4,619	4,619	4,619
一般风险准备	3,638	4,141	4,141	4,141	4,721
未分配利润	2,579	3,164	4,468	6,664	9,584
股东权益	17,899	19,107	21,137	24,116	27,693
资本状况 (%)					
资本充足率	11.95	13.87	13.56	13.32	7.01
核心一级资本	11.08	10.21	10.21	10.06	10.01
杠杆率	11.67	11.94	11.96	12.07	11.64
RORWA	1.30	1.40	1.47	1.56	1.13
风险加权系数	79.39	77.49	76.75	75.00	136.85

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任何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士，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