

600036.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 33.82

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 业务、盈利彰显韧性，资产质量积极改善

股价表现


发行股数 (百万)	25,219.85
流通股 (百万)	25,494.85
总市值 (人民币 百万)	852,935.18
3个月日均交易额 (人民币 百万)	2,116.87
主要股东	
香港中央结算(代理人)有限公司	18.05

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2023年4月26日收市价为标准

相关研究报告

- 《招商银行》20230326
- 《招商银行》20230115
- 《招商银行》20221030

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: 股份制银行 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

招商银行

业务、盈利彰显韧性，资产质量积极改善

2023年1季度招行净利润同比增7.8%，营业收入同比下降1.5%；息收入同比增长1.74%，同比延续放缓态势；手续费收入同比下降12.6%；其他非息收入同比增长14.9%。我们认为1季报中需要重点关注：第一，1季度息差基数较高、重定价影响较大拖累息收入，后续同比、环比压力或均缓解，息差绝对优势持续。第二，手续费下降，各项代销收入同比走弱，去年基数较高且大体量难以不受市场影响，更值得关注的是财富管理战略导向或由量转质，这是更好的方向。第三，资产质量相关指标全部向好，存量房地产风险持续出清，不良平稳，关注、逾期均改善，对公和零售不良和关注均下降。第四，资产端持续增加债券配置，资产端或仍有一定配置压力。

无需过度解读营收小幅负增长，在偏弱的利率环境和加剧的市场竞争中，公司收入和业绩仍彰显韧性。公司管理规范、风控审慎，客户基础、科技系统和财富渠道等优势难以复制。在完善金融监管制度和国内外经济金融复杂环境下，公司价值或更为凸显。目前公司2023年估值PB0.87X，公司处于我们核心推荐组合中，持续看好，维持增持评级。

支撑评级的要点

- **重定价影响1季度净息差环比下降，净息差优势持续突出**
1季度净息差2.29%，环比下降8bp。资产方压力来自贷款定价和结构，贷款收益率4.41%，环比上季度下降5bp，结构上，债券投资（平均余额）占比上升；负债方成本压力主要来自价，存款付息率1.59%，环比上季度上升4bp，主动负债成本也有上升。在高成本存款少，定期化压力下，公司仍保持净息差和存款优势。去年1季度净息差基数较高，同比下降22bp，未来3个季度基数下降，重定价影响亦减弱。
- **贷款增长提速，资产端债券配置比重持续提升**
稳增长、经济修复带动，贷款同比增长10%，较去年提升1.4个百分点。贷款环比上季增4.7%，其中，对公增长7.5%、零售增长2.4%，票据增长6.1%。去年4季度公司抓住市场机会增加金融投资，1季度趋势延续。平均余额看，债券投资环比增长9.6%，也高于贷款3%的增速。期末时点看，债券投资较上季增长7.0%，高于贷款，交易类相关投资较上季度增长20%，占比总资产5.1%，提升0.7个百分点，带动投资相关其他收入72.6亿元，同比增长24.3%，而所有者权益中的其他综合收益107.2亿元，较去年减少32.6亿元。
- **房地产存量风险积极出清，资产质量指标显著改善**
不良率0.95%，环比上季下降1bp，不良额603亿元，环比微增23亿元。公司口径房地产业不良贷款率4.55%，较上年上升0.56个百分点，测算不良额增加19.4亿元，不良额上升仍主要来自房地产存量风险出清。关注贷款占比1.12%，环比上季下降9bp，逾期贷款占比1.23%，环比上季度下降6bp，90天以内逾期余额环比上季度下降15.4%。从公司口径看，对公和零售资产质量指标均改善。公司口径对公不良率1.25%，环比以上季持平，关注贷款0.94%，环比上季度下降9bp。大部分行业不良率下降，仅仅交运、水利和采矿低位小幅略升。公司口径零售不良率0.89%，环比上季下降1bp，关注贷款占比1.31%，环比下降11bp，除按揭不良和关注低位略升，其他贷款不良和关注下降。

估值

- 基于公司公告，我们调整公司2023/2024年EPS至5.79/6.53元，目前股价对应2023/2024年PB为0.87/0.74倍，维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 房地产压力加剧和经济下行超预期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	331,253	344,783	370,950	414,472	460,244
变动 (%)	14.04	4.08	7.59	11.73	11.04
归母净利润	119,922	138,012	151,406	170,090	193,086
变动 (%)	23.20	15.08	9.70	12.34	13.52
每股收益(元)	4.61	5.26	5.79	6.53	7.44
原预测			5.92	6.72	7.43
变动 (%)			-2.2	-2.8	0.1
净资产收益率(%)	17.49	17.73	16.80	15.99	15.48
市盈率(倍)	7.34	6.43	5.84	5.18	4.54
市净率(倍)	1.17	1.03	0.87	0.74	0.63

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

风险提示:

房地产压力加剧和经济下行超预期导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

图表 1. 招商银行财报分析

证券名称: 招商银行 (600036.SH)
项目名称: 财报点评
单位: 除百分比外, 其他为RMB 百万

	1Q22		1Q23		YoY(%)		1Q22				YoY(%)		环比 QoQ(%)	同比 YoY(%)	
	1Q22	1Q23	1Q22	2022	3Q22	4Q22	1Q23	环比 QoQ(%)	同比 YoY(%)						
利润表 (百万元)															
利息收入	86,286	93,344	8.18	86,286	86,575	88,930	91,589	93,344	1.9	8.2					
利息支出	(31,822)	(37,835)	19.21	(31,822)	(33,347)	(34,492)	(35,494)	(37,835)	6.9	19.2					
净利息收入	54,464	55,409	1.74	54,464	53,228	54,438	56,105	55,409	(1.2)	1.7					
净手续费收入	28,695	25,079	(12.60)	28,695	24,710	22,347	18,523	25,079	35.4	(12.6)					
净非利息收入	8,531	10,148	14.91	8,531	9,193	8,857	5,322	10,148	90.7	14.9					
净营业收入	37,526	35,227	(6.13)	37,526	33,973	31,304	23,845	35,227	47.7	(6.1)					
营业收入	91,990	90,636	(1.47)	91,990	87,101	85,742	79,950	90,636	13.4	(1.5)					
税金及附加	(834)	(793)	(4.82)	(834)	(735)	(729)	(707)	(793)	12.2	(4.9)					
业务及管理费	(24,015)	(25,000)	4.12	(24,015)	(25,697)	(26,579)	(30,066)	(25,000)	(25.0)	4.1					
营业费用及营业税	(24,847)	(25,798)	3.82	(24,847)	(26,432)	(29,308)	(35,793)	(25,798)	(27.9)	3.8					
营业外收入及其他费用	(1,253)	(1,538)	22.75	(1,253)	(1,458)	(1,462)	(1,551)	(1,538)	(0.8)	22.7					
减值准备	65,890	63,305	(3.93)	65,890	64,972	64,972	62,608	63,305	73.4	(5.0)					
资产减值损失	(21,523)	(16,421)	(23.70)	(21,523)	(19,954)	(19,212)	(16,877)	(16,421)	138.8	(23.7)					
税前利润	44,367	46,881	5.67	44,367	39,257	45,760	35,729	46,881	31.2	5.7					
所得税	(8,058)	(7,655)	(5.00)	(8,058)	(5,564)	(7,753)	(4,414)	(7,655)	45.0	(5.0)					
税后利润	36,309	39,226	8.03	36,309	33,693	37,977	31,315	39,226	25.3	8.0					
归母净利润	36,022	38,839	7.82												
资产负债表 (百万元)															
总资产	8,867,413	9,876,073	11.4	8,867,413	9,168,894	9,125,960	9,606,681	9,876,073	2.8	11.4					
贷款总额	5,758,105	6,335,975	10.0	5,758,105	5,931,807	5,994,374	6,051,459	6,335,975	4.7	10.0					
生息资产	6,196,361	6,239,691	12.7	6,196,361	6,507,417	6,443,921	6,669,769	6,239,691	3.9	12.7					
存款	6,721,946	7,832,912	16.5	6,721,946	7,084,597	7,141,484	7,590,579	7,832,912	4.2	16.5					
加权风险资产	5,815,618	6,234,556	7.2	5,815,618	5,926,077	6,003,393	5,841,685	6,234,556	6.7	7.2					
业绩增长分析															
规模增长	9.59	10.99		2.75	2.91	1.52	2.28	2.28	4.07						
净息差扩大	0.38	(3.25)		(0.53)	(4.96)	0.75	0.78	(5.31)							
非息收入	(1.43)	(3.21)		12.98	(3.04)	(3.92)	(9.92)	14.61							
成本	0.12	(2.46)		43.16	(4.83)	(5.60)	(15.74)	35.21							
拨备	2.00	9.60		(17.80)	(1.38)	23.73	0.58	(17.37)							
税收	1.93	2.36		(3.64)	4.32	(3.86)	4.38	(5.95)							
净息差															
净息差-公告	2.51	2.29	(0.22)	2.51	2.37	2.36	2.37	2.29	(0.09)						
净息差-公告-公告	3.97	3.86	(0.11)	3.97	3.86	3.86	3.86	3.86	(0.02)						
净息差-公告-公告	4.18	4.18	0.00	4.18	4.18	4.18	4.18	4.18	0.00						
净息差-公告-公告	3.28	3.27	(0.01)	3.28	3.24	3.21	3.24	3.27	0.03						
净息差-公告-公告	2.11	2.75	0.64	2.11	1.78	2.04	2.49	2.75	0.26						
净息差-公告-公告	1.58	1.68	0.10	1.58	1.61	1.61	1.62	1.68	0.06						
净息差-公告-公告	1.46	1.59	0.13	1.46	1.52	1.54	1.55	1.59	0.04						
净息差-公告-公告	2.91	3.07	0.16	2.91	2.95	3.08	3.09	3.07	(0.02)						
净息差-公告-公告	1.65	1.97	0.32	1.65	1.58	1.58	1.73	1.97	0.24						
净息差-公告-公告	2.47	2.28	(0.19)	2.47	2.36	2.38	2.40	2.28	(0.12)						
净息差-公告-公告	3.92	3.83	(0.09)	3.92	3.84	3.89	3.91	3.83	(0.08)						
净息差-公告-公告	1.56	1.67	0.11	1.56	1.60	1.63	1.64	1.67	0.03						
累计指标 (年化)															
净息差-公告	2.51	2.29	(0.22)	2.51	2.44	2.41	2.40	2.29							
净息差-公告	2.39	2.18	(0.21)	2.39	2.33	2.30	2.28	2.18							
净息差-公告	2.47	2.28	(0.19)	2.47	2.42	2.40	2.40	2.28							
净息差-公告-公告	3.92	3.83	(0.09)	3.92	3.88	3.88	3.89	3.83							
净息差-公告-公告	1.56	1.67	0.11	1.56	1.58	1.60	1.61	1.67							
拨备															
生息资产-公告平均余额	8804798	9800541	11.31	8804798	8989529	9149143	9376795	9800541	4.52						
贷款-公告平均余额	5692612	6183215	8.61	5692612	5781135	5926303	6046655	6183215	2.97						
生息资产-公告平均余额	8138412	9133268	12.23	8160115	8325240	8479535	8668361	9146457	5.52						
存款-公告平均余额	6595673	7735110	17.28	6595673	6843575	7081701	7296233	7735110	6.07						
资产占比(含贴现)	86.16	79.94		86.16	84.48	83.71	82.34	79.94							
总资产	9415379	10508752	11.61	9415379	9724996	9707111	10138912	10508752	3.65						
生息资产-期末时点	8867413	9876073	11.37	8867413	9168894	9125960	9606681	9876073	2.80						
贷款总额-期末时点	5758105	6335975	10.94	5758105	5931807	5994374	6026529	6335975	4.70						
债券投资-期末时点	1890526	2417905	27.90	1890526	2052466	2036242	2341473	2417905	4.48						
交易类-期末时点	471183	535569	13.66	471183	446598	507931	445100	535569	20.33						
生息资产-期末时点	8196361	9238691	12.73	8196361	8507417	8443821	8899769	9238691	3.94						
存款-期末时点	6721946	7832912	16.53	6721946	7084597	7141484	7590579	7832912	3.19						
规模占比															
总资产	8.7	11.6		8.7	9.4	8.9	9.6	11.6							
生息资产	10.6	11.4		10.6	10.4	9.5	9.9	11.4							
贷款总额	8.4	10.0		8.4	10.2	9.0	8.6	10.0							
债券投资-利息	21.8	26.8		21.8	25.8	19.8	26.2	26.8							
交易类	(19.5)	13.7		(19.5)	(12.4)	(0.6)	18.3	13.7							
利息负债	7.5	12.7		7.5	8.9	8.1	10.1	12.7							
存款	14.6	16.5		14.6	17.7	18.0	18.9	16.5							
结构占比															
生息资产/总资产	94.2	94.0	(0.20)	94.2	94.3	94.0	94.3	94.0	(0.80)						
贷款总额/生息资产	64.9	64.2	(0.70)	61.2	61.0	61.8	59.7	60.3	(0.60)						
债券投资/生息资产	21.3	24.5	3.20	21.3	22.4	22.3	24.1	24.5	0.40						
交易类/生息资产	5.0	5.1	0.10	5.0	4.6	5.2	4.4	5.1	0.70						
利息负债/生息资产	92.4	93.6	1.20	92.4	92.8	92.5	92.5	93.6	1.10						
存款/利息负债	82.0	84.8	2.80	82.0	83.3	84.6	85.4	84.8	(0.60)						
留存比	85.7	80.9	(4.80)	85.7	89.4	90.9	87.2	80.9	(7.22)						
手续费															
手续费	28,695	25,079		28,695	24,710	22,347	18,523	25,079	35.9						
手续费占比	31.19	27.67	(3.52)	31.19	28.37	26.06	23.17	27.67							
其他非息占比	9.60	11.20	1.60	9.60	10.52	10.45	6.66	11.20							
投资收益	7.793	6.571													
公允价值	(2,774)	(83)													
资产质量和拨备															
不良贷款率	0.94	0.96	0.01	0.94	0.96	0.96	0.96	0.96	(0.01)						
不良余额	54,138	60,302	11.3												

主要比率 (%)

每股指标 (RMB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	7.34	6.43	5.84	5.18	4.54
PB	1.17	1.03	0.87	0.74	0.63
PB 扣除商誉	1.20	1.06	0.89	0.75	0.64
EPS	4.61	5.26	5.79	6.53	7.44
BVPS	29.01	32.71	38.77	45.58	53.31
每股拨备前利润	8.51	8.83	9.45	10.51	11.60
驱动性因素 (%)					
生息资产增长	10.46	10.30	12.85	12.88	13.09
贷款增长	10.76	8.64	10.00	10.00	10.00
存款增长	12.73	18.88	14.00	10.00	10.00
贷款收益率	4.73	4.57	4.50	4.50	4.50
生息资产收益率	3.78	3.70	3.66	3.65	3.62
存款付息率	1.40	1.51	1.57	1.56	1.56
计息负债付息率	1.60	1.59	1.64	1.63	1.63
净息差	2.35	2.28	2.21	2.21	2.22
风险成本	1.25	0.99	0.90	0.88	0.80
净手续费增速	10.21	7.02	8.04	13.09	13.14
成本收入比	33.12	32.88	32.88	32.88	32.88
所得税税率	18.45	15.64	15.64	15.64	15.64
盈利及杜邦分析 (%)					
ROAA	1.37	1.44	1.41	1.42	1.45
ROAE	17.49	17.73	16.80	15.99	15.48
净利息收入	2.32	2.25	2.18	2.20	2.24
非净利息收入	1.45	1.31	1.25	1.22	1.18
营业收入	3.76	3.56	3.43	3.42	3.42
营业支出	1.28	1.20	1.16	1.15	1.15
拨备前利润	2.44	2.30	2.20	2.19	2.17
拨备	0.75	0.59	0.53	0.51	0.46
税前利润	1.68	1.70	1.68	1.68	1.71
税收	0.31	0.27	0.26	0.26	0.27
业绩年增长率 (%)					
净利息收入	10.21	7.02	8.04	13.09	13.14
营业收入	14.04	4.08	7.59	11.73	11.04
拨备前利润	14.44	3.80	7.03	11.19	10.38
归属母公司利润	23.20	15.08	9.70	12.34	13.52
资产质量 (%)					
不良率	0.91	0.96	0.94	0.93	0.93
拨备覆盖率	486.11	451.20	424.81	406.87	382.12
拨贷比	4.42	4.32	4.01	3.80	3.56
不良净生成率 (测算)	0.64	0.83	0.75	0.65	0.65

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务报表 (人民币 百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润表					
利息收入	327,056	353,380	391,104	439,212	493,036
利息支出	(123,137)	(135,145)	(155,314)	(172,569)	(191,367)
净利息收入	203,919	218,235	235,790	266,643	301,669
手续费净收入	94,447	94,275	98,046	105,890	111,184
营业收入	331,253	344,783	370,950	414,472	460,244
业务及管理费	(109,727)	(113,375)	(121,980)	(136,291)	(151,342)
拨备前利润	214,528	222,679	238,323	264,997	292,509
拨备	(66,355)	(57,566)	(57,186)	(61,507)	(61,507)
税前利润	148,173	165,113	181,137	203,490	231,002
税后利润	120,834	139,294	152,812	171,670	194,880
归属母公司净利	119,922	138,012	151,406	170,090	193,086
资产负债表					
贷款总额	5,570,034	6,051,459	6,656,605	7,322,265	8,054,492
贷款减值准备	(246,104)	(261,476)	(266,659)	(278,202)	(286,382)
贷款净额	5,335,391	5,807,154	6,389,946	7,044,064	7,768,110
债券投资	2,170,002	2,759,273	3,508,562	4,210,275	5,052,330
存放央行	553,898	587,818	648,995	713,894	785,283
同业资产	799,372	631,598	505,278	530,542	557,069
其他资产	390,358	353,069	426,212	260,664	21,916
生息资产	9,093,306	10,030,148	11,319,440	12,776,977	14,449,175
资产总额	9,249,021	10,138,912	11,478,993	12,759,439	14,184,709
存款	6,385,154	7,590,579	8,653,260	9,518,586	10,470,445
同业负债	1,241,315	1,075,369	1,150,645	1,323,242	1,521,728
发行债券	446,645	223,821	235,012	270,264	310,803
计息负债	8,073,114	8,889,769	10,038,917	11,112,091	12,302,976
负债总额	8,383,340	9,184,674	10,371,943	11,480,719	12,711,109
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
资本公积	67,523	65,435	65,435	65,435	65,435
盈余公积	82,137	94,985	110,266	127,433	146,921
一般风险准备	115,288	132,471	139,095	146,049	153,352
未分配利润	428,592	492,971	623,878	771,427	939,516
股东权益	865,681	954,238	1,107,050	1,278,720	1,473,600
资本状况 (%)					
资本充足率	17.48	17.77	20.63	23.41	26.12
核心一级资本	12.66	13.68	14.78	15.96	17.25
杠杆率	10.68	10.63	10.37	9.98	9.63
RORWA	2.30	2.44	2.55	2.73	2.95
风险加权系数	60.16	57.62	53.44	50.48	47.68

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，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