

601288.SH

增持

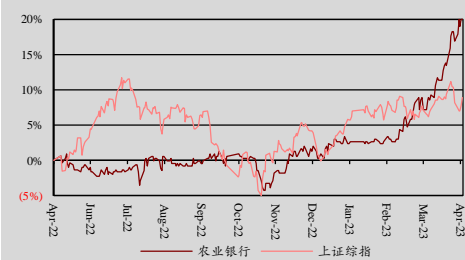
原评级: 增持

市场价格: 人民币 3.42

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 业绩和业务均积极, 核心推荐公司

股价表现


发行股数 (百万)	349,983.03
流通股 (百万)	330,023.36
总市值 (人民币 百万)	1,196,941.98
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,075.29
主要股东	
中央汇金投资有限责任公司	40.03

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2023年4月28日收市价为标准

相关研究报告

- 《农业银行》20230331
- 《农业银行》20220831
- 《农业银行》20220504

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: 国有大型银行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

农业银行

业绩和业务均积极, 核心推荐公司

农业银行2023年1季报盈利同比增长1.8%, 营业收入同比增长2.2%, 在稳增长的政策要求和重定价压力下, 收入和盈利均保持正增长。年报亮点突出: 第一, 手续费持续正增长, 验证业务改善, 投资相关其他非息同比高增长贡献业绩。第二, 规模增速持续位于大行首位, 市场份额不断提升。第三, 净息差环比降幅好于预期。第四, 资产质量平稳, 增量拨备计提充足, 未通过拨备释放盈利, 拨备高位平稳。第五, 县域业务继续快速增长。业绩增速四大行首位, 规模增速持续大行首位, 息收入、手续费、其他非息、拨备表现均位于行业最优或较优水平, 县域优势持续强化, 整体业务竞争力不断提升。同时, 我们也看到规模持续高增长下, 农行核心一级资本充足率10.7%, 资本弱于同业, 融资压力显著加剧。目前公司2023E PB估值0.48X, 2022N股息率为6.49%。市场估值仍低, 公司投资价值凸显, 表现或优于可比同业。持续看好, 核心推荐组合, 维持对公司增持评级。

支撑评级的要点

- 县域业务持续快速增长, 优势不断强化
县域贷款总额 80479 亿元, 较上年末增长 9.82%, 快于全部贷款增速。县域存款 118514 亿元, 较上年末增长 9.76%, 略低于全部存款, 仍高位。
- 规模增长持续位于大行首位, 业务稳中求进
公司总资产、贷款和存款同比 19.2%、16.4%和 17.1%, 较去年末增长 8.5%、6.9%和 10.2%, 总资产、贷款和存款增速居于大行首位。
- 净利息收入同比负增长, 净息差环比降幅好于预期
让利和稳增长的政策要求, 叠加重定价、竞争加剧和存款定期化趋势下, 公司净息差持续承压。去年4季度以来单季度净利息收入同比转降, 1季度同比下降 3.55%, 降幅收窄。1季度净息差 1.70%, 同比降幅 39bp, 测算季度环比下降 3bp, 好于我们的预期。
- 手续费持续正增长, 其他非息收入大幅增长, 持续验证
非息收入同比增长 27.3%。手续费同比增长 2.8%, 大行最优, 持续验证业务竞争力提升。其他非息收入同比增长 317%, 主要来自投资相关贡献。
- 资产质量平稳, 存量拨备高位平稳
年末不良率 1.37%, 较上季度持平。资产减值损失同比增长 6.9%, 拨备覆盖率 302.61%, 环比上季增加 1bp, 拨贷比 4.13%, 环比上季下降 3bp。

估值

- 根据公司一季报业绩, 我们调整公司盈利预测, 2023至2025年EPS调整至0.71/0.77/0.85元, 目前股价对应2023/2024年PB为0.48x/0.43x, 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	719,915	724,868	759,841	873,705	968,056
变动 (%)	9.42	0.69	4.82	14.99	10.80
归母净利润	241,183	259,140	265,072	286,538	314,994
变动 (%)	11.70	7.45	2.29	8.10	9.93
每股收益(元)	0.65	0.69	0.71	0.77	0.85
原预测			0.72	0.81	0.90
变动 (%)			-1.4	-4.9	-5.6
净资产收益率(%)	12.24	12.10	11.23	10.87	10.73
市盈率(倍)	5.26	4.96	4.84	4.45	4.03
市净率(倍)	0.58	0.54	0.48	0.43	0.39

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 农业银行 2023 年一季报摘要

利润表 (百万元)	1Q21		1Q23		YoY (%)	1Q22		2Q22		3Q22		4Q22		1Q23		季度环比 QoQ (%)	季度同比 YoY (%)	
	人民币	美元	人民币	美元		人民币	美元	人民币	美元	人民币	美元	人民币	美元	人民币	美元			
利息收入	267,342	295,327	267,342	295,327	10.5	267,342	275,410	282,763	283,011	283,011	295,327	283,011	295,327	283,011	295,327	4.4	10.5	
利息支出	(116,395)	(149,720)	(116,395)	(149,720)	28.6	(116,395)	(126,159)	(134,932)	(141,095)	(141,095)	(149,720)	(141,095)	(149,720)	(141,095)	(149,720)	6.1	28.6	
净利息收入	150,947	145,607	150,947	145,607	(3.5)	150,947	149,251	147,831	141,916	141,916	145,607	141,916	145,607	141,916	145,607	2.6	(3.5)	
净手续费收入	31,669	32,549	31,669	32,549	2.8	31,669	17,820	17,866	13,927	13,927	32,549	13,927	32,549	13,927	32,549	133.7	2.8	
净其他非息收入	2,689	11,204	2,689	11,204	316.7	2,689	14,176	14,767	4,405	4,405	11,204	4,405	11,204	4,405	11,204	154.3	316.7	
净非利息收入	34,358	43,753	34,358	43,753	27.3	34,358	31,996	29,593	18,332	18,332	43,753	18,332	43,753	18,332	43,753	138.7	27.3	
营业收入	185,305	189,360	185,305	189,360	2.2	185,305	181,247	177,424	160,248	160,248	189,360	160,248	189,360	160,248	189,360	18.2	2.19	
税金及附加	(1,564)	(1,623)	(1,564)	(1,623)	3.8	(1,564)	(1,635)	(1,306)	(1,820)	(1,820)	(1,623)	(1,820)	(1,623)	(1,820)	(1,623)	(10.8)	3.8	
业务及管理费	(44,304)	(46,429)	(44,304)	(46,429)	4.8	(44,304)	(50,409)	(53,320)	(60,743)	(60,743)	(46,429)	(60,743)	(46,429)	(60,743)	(46,429)	(42.5)	4.8	
营业费用及营业税金	(45,868)	(48,052)	(45,868)	(48,052)	4.8	(45,868)	(52,244)	(54,826)	(62,563)	(62,563)	(48,052)	(62,563)	(48,052)	(62,563)	(48,052)	(41.8)	4.8	
营业外收入及其他费用	(1,414)	(1,753)	(1,414)	(1,753)	24.0	(1,414)	(5,880)	(6,064)	(4,495)	(4,495)	(1,753)	(4,495)	(1,753)	(4,495)	(1,753)	(61.0)	24.0	
拨备前利润	138,023	139,555	138,023	139,555	1.1	138,023	123,123	116,534	73,190	73,190	139,555	73,190	139,555	73,190	139,555	90.7	1.1	
资产减值损失	(52,883)	(56,528)	(52,883)	(56,528)	6.9	(52,883)	(52,664)	(38,037)	(1,742)	(1,742)	(56,528)	(1,742)	(56,528)	(1,742)	(56,528)	3,145.0	6.9	
税前利润	85,140	83,027	85,140	83,027	(2.5)	85,140	70,459	78,497	71,448	71,448	83,027	71,448	83,027	71,448	83,027	16.2	(2.5)	
所得税	(15,008)	(10,912)	(15,008)	(10,912)	(27.3)	(15,008)	(12,145)	(10,146)	(10,061)	(10,061)	(10,912)	(10,061)	(10,912)	(10,061)	(10,912)	8.5	(27.3)	
税后利润	70,132	72,115	70,132	72,115	2.8	70,132	58,314	68,351	61,387	61,387	72,115	61,387	72,115	61,387	72,115	17.5	2.8	
归母净利润	70,321	71,554	70,321	71,554	1.8	70,321	58,314	68,351	61,387	61,387	72,115	61,387	72,115	61,387	72,115	17.5	2.8	
资产负债表 (百万元)																较年初 (%)		
总资产	30,403,906	36,273,107	30,403,906	36,273,107	19.3	30,403,906	31,904,966	33,303,334	33,516,179	33,516,179	36,273,107	33,516,179	36,273,107	33,516,179	36,273,107	8.2	19.3	
贷款总额 (不含利息收入)	18,107,661	21,083,450	18,107,661	21,083,450	16.4	18,107,661	18,770,323	19,323,252	19,722,721	19,722,721	21,083,450	19,722,721	21,083,450	19,722,721	21,083,450	6.9	16.4	
总负债	27,805,905	33,582,694	27,805,905	33,582,694	20.8	27,805,905	29,360,724	30,643,565	30,728,266	30,728,266	33,582,694	30,728,266	33,582,694	30,728,266	33,582,694	9.3	20.8	
存款	23,510,299	27,671,500	23,510,299	27,671,500	17.7	23,510,299	24,119,854	24,890,697	25,121,040	25,121,040	27,671,500	25,121,040	27,671,500	25,121,040	27,671,500	10.2	17.7	
加权风险资产	18,482,484	21,306,241	18,482,484	21,306,241	15.3	18,482,484	18,880,455	19,476,334	19,476,334	19,476,334	21,306,241	19,476,334	21,306,241	19,476,334	21,306,241	7.3	15.3	
业绩增长拆分	1Q21		1Q23		1Q22		2Q22		3Q22		4Q22		1Q23					
规模增长	8.07	18.18	8.07	18.18	3.34	5.42	4.66	2.53	4.47	4.66	2.53	4.47	4.66	2.53	4.47	4.66	2.53	4.47
净息差扩大	(0.33)	(21.73)	(0.33)	(21.73)	(1.52)	(6.56)	(5.61)	(6.53)	(1.87)	(5.61)	(6.53)	(1.87)	(6.53)	(1.87)	(6.53)	(1.87)	(6.53)	(1.87)
非息收入	(1.84)	(4.50)	(1.84)	(4.50)	15.85	(10.86)	(1.16)	(5.68)	15.57	(1.16)	(5.68)	15.57	(5.68)	15.57	(5.68)	15.57	(5.68)	15.57
成本	(0.09)	8.67	(0.09)	8.67	38.24	0.77	(3.24)	(27.51)	72.51	(3.24)	(27.51)	72.51	(27.51)	72.51	(27.51)	72.51	(27.51)	72.51
拨备	0.34	(3.87)	0.34	(3.87)	(23.05)	(6.66)	16.76	28.21	(74.47)	(6.66)	16.76	28.21	(74.47)	16.76	28.21	(74.47)	16.76	28.21
税收	0.56	5.34	0.56	5.34	(3.42)	0.45	5.80	(1.21)	1.27	0.45	5.80	(1.21)	1.27	0.45	5.80	(1.21)	1.27	0.45
净息差	1Q21		1Q23		1Q22		2Q22		3Q22		4Q22		1Q23		季度环比 QoQ (bp)		季度同比 YoY (%)	
净息差-测算2	2.04	1.67	2.04	1.67	(0.38)	2.04	1.92	1.81	1.70	1.81	1.67	1.70	1.67	1.67	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
生息资产收益率-测算2	3.62	3.39	3.62	3.39	(0.24)	3.62	3.54	3.47	3.39	3.47	3.39	3.39	3.39	3.39	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
计息负债成本率-测算2	1.73	1.86	1.73	1.86	0.14	1.73	1.77	1.80	1.84	1.80	1.84	1.84	1.84	1.84	0.02	0.02	0.02	0.02
净息差-公告	2.09	1.70	2.09	1.70	(0.39)	2.09	2.02	1.96	1.90	1.96	1.70	1.90	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70
净利息收入-公告	0.00	0.00	0.00	0.00	N.A.	0.00	1.86	1.96	1.73	1.96	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
净息差-测算2	2.04	1.67	2.04	1.67	(0.38)	2.04	1.98	1.92	1.86	1.92	1.67	1.86	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67	1.67
生息资产收益率-测算2	3.62	3.39	3.62	3.39	(0.24)	3.62	3.58	3.54	3.50	3.54	3.39	3.50	3.39	3.39	3.39	3.39	3.39	3.39
计息负债成本率-测算2	1.73	1.86	1.73	1.86	0.14	1.73	1.75	1.77	1.78	1.77	1.86	1.78	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86
规模						年累计同比										季度环比 QoQ (%)		
总资产	30888302	36811547	30888302	36811547	19.18	30888302	32426420	33826452	33927533	33927533	36811547	33927533	36811547	33927533	36811547	8.50	19.18	
生息资产-期末时点	30403906	36273107	30403906	36273107	19.30	30403906	31904966	33303334	33516179	33516179	36273107	33516179	36273107	33516179	36273107	8.23	19.30	
贷款总额-期末时点	18107661	21083450	18107661	21083450	16.43	18107661	18770323	19323252	19722721	19722721	21083450	19722721	21083450	19722721	21083450	6.90	16.43	
债券投资-期末时点	7855946	9042458	7855946	9042458	15.10	7855946	8291530	8630341	8894002	8894002	9042458	8894002	9042458	8894002	9042458	1.67	15.10	
交易类-期末时点	630361	707391	630361	707391	12.22	630361	674425	650604	636161	636161	707391	636161	707391	636161	707391	11.20	12.22	
生息负债-期末时点	27805905	33582694	27805905	33582694	20.78	27805905	29360724	30643565	30728266	30728266	33582694	30728266	33582694	30728266	33582694	9.29	20.78	
存款-期末时点	23510299	27671500	23510299	27671500	17.70	23510299	24119854	24890697	25121040	25121040	27671500	25121040	27671500	25121040	27671500	10.15	17.70	
规模同比						年累计同比										季度环比 QoQ (%)		
总资产	8.20	19.18	8.20	19.18	8.20	13.17	16.69	16.71	19.18	16.69	16.71	19.18	16.71	19.18	16.71	19.18	19.18	19.18
生息资产	9.13	19.30	9.13	19.30	9.13	13.87	16.88	16.96	19.30	16.88	16.96	19.30	16.96	19.30	16.96	19.30	19.30	19.30
贷款总额	12.98	16.43	12.98	16.43	12.98	13.75	14.55	15.10	16.43	14.55	15.10	16.43	15.10	16.43	15.10	16.43	16.43	16.43
债券投资	9.93	14.35	9.93	14.35	9.93	13.47	15.90	15.94	14.35	15.90	15.94	14.35	15.94	14.35	15.94	14.35	14.35	14.35
交易类	(12.98)	12.22	(12.98)	12.22	(12.98)	(2.90)	13.37	9.92	12.22	13.37	9.92	12.22	9.92	12.22	9.92	12.22	12.22	12.22
生息负债	8.30	20.78	8.30	20.78	8.30	13.54	17.33	17.68	20.78	17.33	17.68	20.78	17.68	20.78	17.68	20.78	20.78	20.78
存款	7.80	17.70	7.80	17.70	7.80	10.00	12.96	14.67	17.70	12.96	14.67	17.70	14.67	17.70	14.67	17.70	17.70	17.70
结构占比						年累计同比										季度环比 QoQ (%)		
生息资产/总资产	98.43	98.54	98.43	98.54	0.11	98.43	98.39	98.45	98.79	98.45	98.79	98.54	98.79	98.54	98.79	(0.25)	0.11	
贷款总额/生息资产	59.56	58.12	59.56	58.12	(1.43)	58.62	57.89	57.12	58.13	57.12	58.13	57.27	58.13	57.27	58.13	(1.48)	(1.43)	
债券投资/生息资产	25.84	24.93	25.84	24.93	(0.91)	25.43	25.57	25.51	24.56	25.51	24.56	24.56	24.56	24.56	24.56	(6		

主要比率 (%)

每股指标 (RMB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	5.26	4.96	4.84	4.45	4.03
PB	0.58	0.54	0.48	0.43	0.39
PB 扣除商誉					
EPS	0.65	0.69	0.71	0.77	0.85
BVPS	5.87	6.37	7.12	7.94	8.84
每股拨备前利润	1.32	1.29	1.35	1.56	1.73
驱动性因素 (%)					
生息资产增长	7.37	16.91	14.35	12.19	11.52
贷款增长	13.21	15.10	16.50	13.00	12.00
存款增长	7.53	14.67	15.00	12.50	11.00
贷款收益率	4.30	4.13	3.75	3.75	3.75
生息资产收益率	3.59	3.51	3.29	3.30	3.31
存款付息率	1.56	1.65	1.72	1.65	1.65
计息负债付息率	1.70	1.82	1.89	1.83	1.83
净息差	2.06	1.87	1.59	1.66	1.66
风险成本	1.03	0.79	0.77	0.81	0.81
净手续费增速	6.04	2.07	(1.89)	18.11	12.41
成本收入比	30.46	31.63	31.30	31.30	31.30
所得税税率	18.23	15.52	14.50	18.00	18.00
盈利及杜邦分析 (%)					
ROAA	0.86	0.82	0.73	0.70	0.69
ROAE	12.24	12.10	11.23	10.87	10.73
净利息收入	2.05	1.87	1.59	1.67	1.68
非净利息收入	0.50	0.43	0.50	0.46	0.44
营业收入	2.56	2.30	2.09	2.13	2.12
营业支出	0.80	0.75	0.67	0.69	0.68
拨备前利润	1.64	1.43	1.30	1.33	1.33
拨备	0.59	0.46	0.45	0.48	0.49
税前利润	1.05	0.97	0.85	0.85	0.84
税收	0.19	0.15	0.12	0.15	0.15
业绩年增长率 (%)					
净利息收入	6.04	2.07	(1.89)	18.11	12.41
营业收入	9.42	0.69	4.82	14.99	10.80
拨备前利润	7.43	(2.24)	4.95	15.44	10.85
归属母公司利润	11.70	7.45	2.29	8.10	9.93
资产质量 (%)					
不良率	1.45	1.39	1.32	1.32	1.33
拨备覆盖率	296.30	300.18	302.94	305.44	307.34
拨贷比	4.30	4.16	4.01	4.03	4.09
不良净生成率 (测算)	0.45	0.48	0.48	0.48	0.48

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	2022	2023E	2024E	2025E
利息收入	1,008,014	1,108,547	1,200,151	1,362,625	1,527,021
利息支出	(430,027)	(518,581)	(621,360)	(679,022)	(758,572)
净利息收入	577,987	589,966	578,791	683,603	768,449
手续费净收入	80,329	81,282	84,533	88,760	93,198
营业收入	719,915	724,868	759,841	873,705	968,056
业务及管理费	(219,308)	(229,273)	(237,830)	(273,470)	(303,002)
拨备前利润	461,880	451,542	473,879	547,037	606,396
拨备	(166,000)	(145,326)	(164,394)	(198,211)	(222,927)
税前利润	295,880	306,216	309,485	348,827	383,469
税后利润	241,936	258,688	264,610	286,038	314,445
归属母公司净利	241,183	259,140	265,072	286,538	314,994
资产负债表					
贷款总额	17,135,752	19,722,721	22,976,970	25,963,976	29,079,653
贷款减值准备	(736,687)	(820,233)	(920,609)	(1,047,620)	(1,190,189)
贷款净额	16,454,503	18,982,886	22,056,361	24,916,356	27,889,464
债券投资	8,230,043	9,530,163	10,673,783	11,954,636	13,389,193
存放央行	2,246,796	2,481,950	2,854,243	3,211,023	3,564,235
同业资产	1,503,081	2,303,402	2,418,572	2,539,501	2,666,476
其他资产	634,732	629,132	709,297	691,664	690,051
生息资产	29,115,672	34,038,236	38,923,567	43,669,136	48,699,557
资产总额	29,069,155	33,927,533	38,712,255	43,313,179	48,199,419
存款	21,907,127	25,121,040	28,889,196	32,500,346	36,075,384
同业负债	2,696,717	3,737,828	4,111,611	4,522,772	5,201,188
发行债券	1,507,657	1,869,398	2,056,338	2,261,972	2,488,169
计息负债	26,111,501	30,728,266	35,057,145	39,285,089	43,764,740
负债总额	26,647,796	31,253,082	35,772,597	40,086,825	44,657,898
股本	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983
资本公积	173,556	173,426	173,426	173,426	173,426
盈余公积	220,792	246,764	273,225	301,829	333,273
一般风险准备	351,616	388,600	427,460	465,931	503,206
未分配利润	925,955	1,032,524	1,231,813	1,450,776	1,696,502
股东权益	2,421,359	2,674,451	2,939,659	3,226,354	3,541,521
资本状况 (%)					
资本充足率	17.13	17.20	18.48	19.67	20.81
核心一级资本	11.44	11.15	10.97	10.93	11.01
杠杆率	12.01	12.69	13.17	13.42	13.61
RORWA	1.39	1.37	1.27	1.25	1.27
风险加权系数	61.40	58.54	56.44	54.98	53.36

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