



股票代码	601288.SS	1288.HK
评级	<b>买入</b>	<b>买入</b>
收盘价	人民币 2.65	港币 3.52
目标价	人民币 3.10	港币 3.93
原先目标价	人民币 3.37	港币 4.31
上/下浮比例	17%	12%
目标价格基础	市净率估值	市净率估值
板块评级	中立	中立

# 农业银行

## 增提拨备影响利润增速，长期仍然看好

农行 11 年业绩由于多提拨备较我们的预期低 7.6%，我们调低了 2012 和 2013 年净息差的预测，并提高了拨备费用假设，相应将这两年的盈利预测分别下调了 8.5% 和 9.1%。同时我们将 A 股和 H 股的目标价格均下调了 8% 至 3.10 元与 3.93 港币。但从中长期看，我们认为农行的增长优势继续存在，目前估值从长远看有吸引力，维持买入评级不变。

### 支撑评级的要点

- 农业银行 2011 年的净利润同比增长 28.5%，盈利低于我们和市场预期。农行拨备前利润的增速达到 35.6%，但拨备较我们预期高出了 22%。鉴于农行的不良贷款额和不良贷款率仍保持双降，而且 2012 年 1、2 月份上述指标仍在下降，因此我们认为拨备提取主要是出于谨慎性原则，农行的实际盈利能力相对其他大银行仍维持了增长优势。
- 三农业务发展良好。农行三农业务的贷款和存款均获得了高于全行的增长率，其贷款收益率和存款成本也均优于全行平均水平。展望未来，我们认为随着中国城镇化进程的持续，农行仍将受益于农村和县域经济的快速发展，三农业务将为银行提供低成本的资金。
- 贷存比保持优势。农行目前的贷存比只有 58.5%，在四大行中处于最低水平。公司的存款增速虽有放缓迹象，但仍在健康水平。展望未来，我们认为公司在资金来源方面继续拥有优势。

### 评级面临的主要风险

- 净息差快速下降。我们目前预测农行 2012 年的净息差较 2011 年下降 1 个基点，但如果贷款需求快速回落亦或央行早于我们预期下调基准利率，则净息差下降幅度和速度可能快于我们的预期。
- 资产质量风险。如果中国经济快速下行，通胀率又维持高位，则农行在房地产和落后地区的融资平台可能面临更高的资产质量风险。
- 资本金压力。农行的资本充足率在四大行中最低，因此如果政策变动，其可能面临资本金的压力。
- H 股股东减持。

### 估值

- 农行 A 股按照 2012 年的预测值计算的市盈率和市净率分别为 6.12 倍和 1.16 倍，考虑到行业整体面临的资产质量的风险和净息差下降的风险，我们将目标价格由 3.37 元与 4.31 港币下调 8% 至 3.10 元与 3.93 港币，但考虑到长期的增长潜力，仍维持 **买入** 评级。

### 股价表现 — A 股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	2	(3)	2	(0)
相对新华富时 A50 指数	(7)	(0)	(6)	15

发行股数(百万)	294,055
流通股(%)	12.5
流通股市值(人民币 百万)	95,568
3 个月日均交易额(人民币 百万)	317
主要股东(%)	
汇金	40

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以 2012 年 3 月 22 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

尹劲桦

(8621) 2032 8590

Jinhua.yin@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120024

袁琳, CFA\*

(8610) 6622 9070

Lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

### 投资摘要 — A 股

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012 E	2013 E	2014 E
营业收入(人民币 百万)	292,253	379,756	432,267	469,926	520,875
变动(%)	31.5	29.9	13.8	8.7	10.8
净利润(人民币 百万)	94,873	121,927	140,107	144,728	172,056
变动(%)	46.0	28.5	14.9	3.3	18.9
完全摊薄每股收益(人民币)	0.32	0.38	0.43	0.45	0.53
变动(%)	29.8	15.7	14.9	3.3	18.9
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.47	0.49	0.56
调整幅度(%)	-	-	(8.5)	(9.1)	(5.4)
全面摊薄市盈率(倍)	8.14	7.03	6.12	5.92	4.98
每股净资产值(人民币)	1.67	2.00	2.28	2.57	2.91
市净率(倍)	1.58	1.32	1.16	1.03	0.91
净资产收益率(%)	21.44	20.46	20.16	18.37	19.32
每股股息(人民币)	0.15	0.13	0.15	0.16	0.19
股息收益率(%)	5.8	5.0	5.7	5.9	7.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**股价表现 — H 股**


(%)	今年	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	3	(8)	6	(14)
相对恒生中国企业指数	(2)	1	(2)	1

  

发行股数(百万)	30,739
流通股(%)	100
流通股市值(港币 百万)	104,513
3 个月日均交易额(港币 百万)	702

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 3 月 22 日收市价为标准

**投资摘要 — H 股**

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012 E	2013 E	2014 E
营业收入(人民币 百万)	292,253	379,756	432,267	469,926	520,875
变动(%)	31.5	29.9	13.8	8.7	10.8
净利润(人民币 百万)	94,873	121,927	140,107	144,728	172,056
变动(%)	46.0	28.5	14.9	3.3	18.9
完全摊薄每股收益(人民币)	0.32	0.38	0.43	0.45	0.53
变动(%)	29.8	15.7	14.9	3.3	18.9
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.47	0.49	0.56
调整幅度(%)	-	-	(8.5)	(9.1)	(5.4)
全面摊薄市盈率(倍)	8.80	7.61	6.62	6.41	5.39
每股净资产值(人民币)	1.67	2.00	2.28	2.57	2.91
市净率(倍)	1.71	1.43	1.25	1.11	0.98
净资产收益率(%)	21.44	20.46	20.16	18.37	19.32
每股股息(人民币)	0.15	0.13	0.15	0.16	0.19
股息收益率(%)	5.3	4.6	5.3	5.5	6.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**拨备导致盈利低于预期**

农行公告 2011 年实现净利润 1,219 亿, 较我们的预期低 7.6%, 造成盈利预测低于预期的主要原因是拨备高于我们的预期。尽管拨备较高, 但该行的不良贷款率和不良贷款额较 3 季度均有所下降, 我们认为在资产质量数据无恶化迹象下的拨备增加更多是出于谨慎的考虑。

**图表 1. 2011 年度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)	4 季度环比 3 季度变动(%)
净利息收入	242,152	307,199	26.9	6.6
手续费收入	46,128	68,750	49.0	(21.3)
其他非息收入	3,973	3,807	(4.2)	(295.7)
营业收入	292,253	379,756	29.9	4.9
营业费用	(112,602)	(136,123)	20.9	42.0
拨备前营业利润	179,651	243,633	35.6	(13.0)
拨备费用	(43,412)	(64,225)	47.9	65.8
营业利润	136,239	179,408	31.7	(34.5)
营业税	(15,505)	(21,207)	36.8	1.2
非经常项目损益	-	-	-	-
税前利润	120,734	158,201	31.0	(38.8)
所得税	(25,827)	(36,245)	40.3	(41.8)
净利润	94,907	121,956	28.5	(37.9)
少数股东权益	(34)	(29)	(14.7)	42.9
归属于母公司的净利润	94,873	121,927	28.5	(37.9)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 2. 2011 年实际业绩与预测值差异**

(人民币, 百万)	2011 年实际值	2011 年预测值	差异(%)
净利息收入	307,199	303,677	1.2
手续费收入	68,750	72,141	(4.7)
其他非息收入	3,807	2,458	54.9
营业收入	379,756	378,276	0.4
营业费用	(136,123)	(132,241)	2.9
拨备前营业利润	243,633	246,034	(1.0)
拨备费用	(64,225)	(52,579)	22.1
营业利润	179,408	193,455	(7.3)
营业税	(21,207)	(20,852)	1.7
非经常损益	-	100	(100.0)
税前利润	158,201	172,703	(8.4)
所得税	(36,245)	(40,659)	(10.9)
净利润	121,956	132,044	(7.6)
少数股东权益	(29)	(25)	16.0
归属于母公司的净利润	121,927	132,019	(7.6)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

### 资金成本和来源的优势

目前农行的贷存比仍处在较低水平, 尽管从报表看, 4 季度的存款余额较三季度有所下降, 但考虑到 2011 年底四大行整体的存款数据可能受到理财业务回表的影响, 因此我们认为农行存款的下降可能是由于对理财业务调整较小所致。我们认为 1 季度农行的存款应该保持环比正增长, 长期看, 农行的资金来源仍有储蓄存款增长的支持, 而目前较低的贷存比也使其具备更加强大的抗存款流失的能力。

### 三农业务的发展

农行的三农业务仍保持了较好的发展势头。2011 年贷款增速达到 16.4%, 高于该行整体 13.5% 的增长; 存款增长 11.1%, 高于全行 8.26% 的增长速度。平均贷款利率 6.41%, 高于全行 6.04% 的水平; 平均存款利率 1.47%, 低于全行 1.53% 的水平。尽管由于内部定价以及拨备的影响, 三农业务的税前利润增长率为 29%, 低于全行 31% 的水平, 但我们认为农行在三农业务上的规模优势和网点优势有助其在未来中国经济转型中获得更大的增长空间, 这对农行未来规模扩张和资金优势的保持均具备重要的意义, 是农行较其他行竞争优势的基石。我们对农行长远的竞争优势仍持乐观态度。

### 净息差的压力和非息收入增速的减缓

尽管长期看农行较其他银行具备资金成本的优势, 但正如我们在 3 月 20 日出版的行业报告中指出的, 由于贷款需求的降低, 未来银行的净息差将有所下降。我们认为农行的储蓄存款利率在今年由于重新定价而仍有上升的压力, 但贷款, 特别是贴现利率的下降将导致贷款收益率的下降, 同时同业往来的净利率也将由于货币市场利率的下降而下跌, 因此我们调低了净息差预测。

同时, 我们注意到手续费收入在 4 季度有明显的下滑, 我们认为该下滑主要是由于咨询业务收入的下降所引起的。我们认为 2012 年手续费收入的增速将继续下降。

## 资产质量数据尚良好，但关注类贷款有所上升

整体而言，农行的资产质量仍呈现向好的趋势，但值得关注的是关注类贷款余额较 3 季度有所上升。农行在分析师会议上披露，1、2 月份不良贷款数据仍保持下降趋势，房地产贷款占比已下降到 8%，风险有所降低。但考虑到制造业占比较高以及县级融资平台占比较高，为谨慎起见，我们已经将 12 年不良贷款率预测为 1.88%，较 11 年的 1.55% 有明显的上升。

## 估值

农行 A 股按照 12 年的预测值计算的市盈率和市净率分别为 6.12 倍和 1.16 倍，该估值较**中国银行**(601988.SS/人民币 2.98, 3988.HK/港币 3.20 买入)高，但低于**工商银行**(601398.SS/人民币 4.34, 1398.HK/港币 5.12 持有)和**建设银行**(601939.SS/人民币 4.71, 持有; 0939.HK/港币 6.10 买入)。从年初至今的表现看，农行 A 股的涨幅为 1.92%，在四大行中最低。我们认为拖累农行股价表现的因素一是对其资产质量风险的担忧，一是对利润增长性的担忧。展望未来，对于前者，我们认为存在一定的风险性，但目前的估值已有所反映。鉴于长期来看中国县域和中西部地区的发展仍有较大空间，我们认为农行资产质量的风险并不比其他大银行高出许多。对于后者，我们则认为其应对利率市场化，在资金方面的优势要强于其他大行，其规模扩张的动力也高于其他银行，因此我们认为未来农行股价有上涨的潜力，维持**买入**的评级。

农行 H 股按照 12 年的预测值计算的市盈率和市净率分别为 6.62 倍和 1.25 倍，H 股较 A 股溢价 10%，为两地上市的银行中溢价率最高的银行。我们认为这反映了海外投资者对农行长期发展前景的相对看好，我们认为该因素将继续支持 H 股的表现。

尽管我们对农行中长期发展看好，但鉴于对短期内净息差的不利看法，我们下调了盈利预测，并认为市场会强化反映，因此将目标价下调了 8%。



**损益表 (人民币 百万) — A/H 股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利息收入	242,152	307,199	345,789	370,449	406,278
净手续费及佣金收入	46,128	68,750	81,746	94,271	108,870
其他非息收入	3,973	3,807	4,733	5,206	5,727
营业收入	292,253	379,756	432,267	469,926	520,875
营业费用	(112,602)	(136,123)	(151,445)	(167,682)	(186,705)
拨备前经营利润	179,651	243,633	280,823	302,243	334,169
损失准备	(43,412)	(64,225)	(76,588)	(89,580)	(81,461)
<b>营业利润</b>	<b>136,239</b>	<b>179,408</b>	<b>204,235</b>	<b>212,663</b>	<b>252,709</b>
其他业务收入	0	0	0	0	0
营业税	(15,505)	(21,207)	(23,482)	(25,548)	(29,205)
<b>税前利润</b>	<b>120,734</b>	<b>158,201</b>	<b>180,753</b>	<b>187,115</b>	<b>223,504</b>
所得税	(25,827)	(36,245)	(40,618)	(42,356)	(51,415)
<b>税后利润</b>	<b>94,907</b>	<b>121,956</b>	<b>140,135</b>	<b>144,758</b>	<b>172,089</b>
少数股东损益	(34)	(29)	(28)	(30)	(33)
<b>净利润</b>	<b>94,873</b>	<b>121,927</b>	<b>140,107</b>	<b>144,728</b>	<b>172,056</b>
+/-%	46.0	28.5	14.9	3.3	18.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万) — A/H 股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	120,734	158,201	180,753	187,115	223,504
非现金项目	53,988	76,510	91,746	106,154	99,490
其他变动	(71,207)	(74,283)	5,145	5,706	5,705
经营活动产生现金流	103,515	160,428	277,644	298,975	328,699
经营性资产的增减	(169,359)	92,844	271,302	424,257	306,873
营业活动产生现金流	(65,844)	253,272	548,947	723,232	635,573
投资及融资回报	76,405	77,953	(5,059)	(5,621)	(5,621)
其他项目	(24,034)	(30,268)	(36,561)	(38,125)	(46,278)
投资活动产生现金流	(13,473)	300,957	507,327	679,485	583,673
投资	(8,522)	(105,371)	(111,059)	(116,933)	(124,007)
自由现金流	(21,995)	195,586	396,268	562,552	459,666
收购活动	1,373	1,356	0	0	0
投资者可用现金	(20,622)	196,942	396,268	562,552	459,666
融资活动产生的净现金	109,707	32,614	(24,078)	(50,697)	(60,270)
汇兑损益	(2,768)	(3,066)	(2,759)	(2,483)	(2,235)
<b>现金增/(减)</b>	<b>86,317</b>	<b>226,490</b>	<b>369,430</b>	<b>509,372</b>	<b>397,161</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万) — A/H 股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>资产</b>					
现金及等价物	61,653	79,811	82,205	84,671	87,212
存放央行	2,020,679	2,407,271	2,444,582	2,527,699	2,804,274
存放同业	698,599	873,997	1,434,373	1,937,570	2,327,122
短期投资	9,173	8,524	9,376	10,314	11,345
总客户贷款	4,956,741	5,628,705	6,367,428	7,164,042	8,013,476
减: 拨备	(168,733)	(229,842)	(306,430)	(396,010)	(477,471)
证券投资	2,527,431	2,628,052	2,733,167	2,845,579	2,966,061
对联营企业投资	141	134	134	134	134
净固定资产	121,391	131,815	122,601	110,558	96,072
其他资产	110,331	149,110	159,656	171,227	183,925
<b>总资产</b>	<b>10,337,406</b>	<b>11,677,577</b>	<b>13,047,093</b>	<b>14,455,784</b>	<b>16,012,151</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	8,887,905	9,622,026	10,662,526	11,798,661	13,089,836
同业存放	620,449	816,365	975,024	1,115,976	1,227,568
其他借款	62,344	119,390	146,337	148,478	150,834
总借款	9,570,698	10,557,781	11,783,887	13,063,114	14,468,238
其他负债	224,472	470,008	522,376	557,793	597,234
总负债	9,795,170	11,027,789	12,306,262	13,620,907	15,065,471
普通股股本(面值)	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794
准备金	171,793	193,721	235,761	279,189	330,816
其他权益	45,484	131,086	180,074	230,678	290,837
总股东权益	542,071	649,601	740,630	834,661	946,447
少数股东权益	165	187	201	216	233
已运用资本	542,236	649,788	740,831	834,877	946,679
<b>总负债及权益</b>	<b>10,337,406</b>	<b>11,677,577</b>	<b>13,047,093</b>	<b>14,455,784</b>	<b>16,012,151</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 (%) — A/H 股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	3.77	4.35	4.44	4.25	4.29
资金成本	1.30	1.65	1.79	1.74	1.83
利差	2.48	2.70	2.65	2.52	2.46
净息差	2.55	2.83	2.82	2.70	2.66
其他收入总收入	17.14	19.11	20.01	21.17	22.00
成本收入比	38.53	35.84	35.03	35.68	35.84
有效税率	30.34	32.02	31.39	31.93	31.90
<b>增长</b>					
贷款增长率	19.78	13.56	13.12	12.51	11.86
存款增长率	18.54	8.26	10.81	10.66	10.94
资产增长率	16.38	12.96	11.73	10.80	10.77
<b>流动性</b>					
贷存比	55.77	58.50	59.72	60.72	61.22
贷款/付息资金	55.38	57.78	58.91	59.96	60.52
贷款/总资产	47.95	48.20	48.80	49.56	50.05
核心负债/总负债	65.86	65.52	66.66	66.38	66.32
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	2.03	1.55	1.88	2.62	2.96
一般拨备率	109.79	201.26	194.83	145.73	134.60
专项准备覆盖率	58.27	61.84	61.06	65.25	66.50
总拨备覆盖率	168.05	263.10	255.88	210.98	201.10
信用风险成本	0.95	1.21	1.28	1.32	1.07
关注类贷款比例	6.39	5.59	8.53	8.79	9.45
拨备贷款比	3.40	4.08	4.81	5.53	5.96
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	5.25	5.56	5.68	5.78	5.91
盈余资本	0.09	0.44	0.94	0.78	0.77
总资本充足率	11.59	11.94	12.44	12.28	12.27
核心资本充足率	9.75	9.50	9.34	9.34	9.43
<b>回报率</b>					
资产收益率	0.99	1.11	1.13	1.05	1.13
净资产收益率	21.44	20.46	20.16	18.37	19.32
已运用资本收益率	21.44	20.46	20.15	18.37	19.32
结构性已运用资本收益率	16.91	18.01	17.34	15.43	16.28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任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有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任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。

中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任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。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任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有限责任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。中银国际证券有限责任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有限责任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。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

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  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
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) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371