



| | | |
|--------|-----------|------------|
| 股票代码 | 601398.SS | 1398.HK |
| 评级 | 持有 | 持有 |
| 收盘价 | 人民币 4.37 | 港币 5.18 |
| 目标价 | 人民币 4.77 | 港币 5.50 |
| 上/下浮比例 | 9% | 8% |
| 目标价格基础 | 15倍12年市净率 | 124倍12年市净率 |
| 板块评级 | 中立 | 中立 |

工商银行

业绩符合预期

2012年1季度，中国工商银行实现归属母公司净利润613.4亿元，同比增长14%，基本符合我们的预期。1季度净息差相对较好的表现带动净利息收入增长略好于预期，但拨备费用较我们的预期偏高。展望未来，由于该行高风险贷款的占比略高，不良贷款和逾期贷款的比例偏低。我们维持对该行的持有评级，以及在2011年年报点评中给予的目标价不变。

本报告要点

- 2012年1季度，中国工商银行实现归属母公司净利润613.4亿元，同比增长14%，基本符合我们的预期。
- 展望未来，由于该行高风险贷款的占比略高，不良贷款和逾期贷款的比例偏低。我们维持对该行的持有评级，以及在年报点评中给予的目标价不变。

支撑评级的要点

- 根据我们的测算，工商银行2012年1季度的净息差环比下降了2个基点，达到2.52%。我们推测，主要原因应该是同业资产规模的大幅扩张。1季度工商银行贷款增长了3,700亿，增速为4.7%。而同业资产规模增加了3,360亿，较年初增长了40%，总资产规模增长了6.2%。
- 2012年1季度末，工商银行的不良贷款余额为728.2亿元，较2011年末减少1.92亿元，不良贷款率为0.89%，较年末降低5个基点。我们判断该行不良贷款与逾期贷款的比例是偏低的，不良贷款是否能够持续好于其它银行仍需观察。
- 2012年1季度，工行计提的拨备费用增长较多，为101.5亿元，比去年4季度末增加了34亿。该行的拨备比已经上升至2.51%。
- 工商银行2012年1季度末的核心资本充足率为10.15%，总资本充足率为13.13%。业绩的良好增长使得该行的核心资本充足率环比继续提高。
- 工商银行1季度的新增贷款特点是，境内贷款适度增长，贴现和境外贷款增长较快，个人贷款增长缓慢。

股价表现 — A股



| | | | | |
|-------------|------|-----|-----|------|
| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
| 绝对 | 4 | 1 | 0 | (4) |
| 相对新华富时A50指数 | (9) | (3) | (2) | 11 |

评级面临的主要风险

- 基础设施类贷款的资产质量出现严重恶化，对该行影响较大。

估值

- 目前工商银行A股的股价相当于6.6倍2012年预期市盈率和1.38倍2012年预期市净率。H股的股价相当于6.3倍2012年预期市盈率和1.32倍2012年预期市净率。考虑到该行估值较高，我们维持对该行的持有评级，并维持年报点评中给予的目标价。

| | |
|------------------|-----------|
| 发行股数(百万) | 349,084 |
| 流通股(%) | 75.1 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 1,145,648 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 192 |
| 主要股东(%) | |
| 中央汇金公司 | 35.4 |

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年4月27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

孙鹏

(8610) 6622 9072
peng.sun@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120017

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 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(人民币 百万) | 380,748.0 | 470,601.0 | 534,724.0 | 550,277.9 | 602,356.4 |
| 变动(%) | 23.1 | 23.6 | 13.6 | 2.9 | 9.5 |
| 净利润(人民币 百万) | 165,156.0 | 208,265.0 | 233,881.9 | 239,065.7 | 242,288.8 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.49 | 0.60 | 0.67 | 0.68 | 0.69 |
| 变动(%) | 27.6 | 21.2 | 11.9 | 1.6 | 1.3 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 8.9 | 7.3 | 6.6 | 6.5 | 6.4 |
| 每股账面价值(人民币) | 2.35 | 2.74 | 3.17 | 3.61 | 4.08 |
| 价格/每股账面价值(倍) | 1.86 | 1.60 | 1.38 | 1.21 | 1.07 |
| 每股股息(人民币) | 0.18 | 0.20 | 0.23 | 0.24 | 0.24 |
| 股息率(%) | 4.8 | 5.3 | 6.1 | 6.2 | 6.3 |

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 | 3 | 12 |
|------------|-----|----|-----|------|
| | 至今 | 个月 | 个月 | 个月 |
| 绝对 | 9 | 3 | (4) | (21) |
| 相对恒生中国企业指数 | (3) | 1 | (9) | (10) |

| | |
|-----------------|---------|
| 发行股数(百万) | 349,084 |
| 流通股(%) | 24.9 |
| 流通股市值(港币 百万) | 444,171 |
| 3个月日均交易额(港币 百万) | 1,669 |
| 主要股东(%) | |
| 中央汇金公司 | 35.4 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月30日收市价为标准

投资摘要—H股

| 年结日:12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 销售收入(人民币百万) | 380,748.0 | 470,601.0 | 534,724.0 | 550,277.9 | 602,356.4 |
| 变动(%) | 23.1 | 23.6 | 13.6 | 2.9 | 9.5 |
| 净利润(人民币百万) | 165,156.0 | 208,265.0 | 233,881.9 | 239,065.7 | 242,288.8 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.49 | 0.60 | 0.67 | 0.68 | 0.69 |
| 变动(%) | 27.6 | 21.2 | 11.9 | 1.6 | 1.3 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 8.56 | 6.99 | 6.26 | 6.17 | 6.08 |
| 每股账面价值(人民币) | 2.35 | 2.74 | 3.17 | 3.61 | 4.08 |
| 价格/每股账面价值(倍) | 1.79 | 1.53 | 1.32 | 1.16 | 1.03 |
| 每股股息(人民币) | 0.18 | 0.20 | 0.23 | 0.24 | 0.24 |
| 股息率(%) | 4.29 | 4.77 | 5.48 | 5.72 | 5.72 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2012年1季度业绩摘要

2012年1季度, 中国工商银行实现归属母公司净利润613.4亿元, 同比增长14%, 基本符合我们的预期。净息差相对较好的表现带动净利息收入增长略好于预期, 同时手续费收入也较我们的预期略高一点, 但拨备费用较我们的预期偏高, 体现了较为审慎的风格。

图表 1. 2012年1季度工商银行业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2011年1季度 | 2012年1季度 | 同比(%) | 1季度环比4季度(%) |
|-----------|----------|----------|--------|-------------|
| 净利息收入 | 85,376 | 98,816 | 15.7 | 3.3 |
| 手续费收入 | 25,927 | 28,622 | 10.4 | 23.1 |
| 其他非息收入 | 2,102 | 2,627 | 25.0 | (17.2) |
| 总经营收入 | 113,405 | 130,065 | 14.7 | 6.5 |
| 费用 | (28,853) | (32,005) | 10.9 | (33.5) |
| 拨备前利润 | 84,552 | 98,060 | 16.0 | 32.5 |
| 拨备 | (8,654) | (10,148) | 17.3 | 50.6 |
| 拨备后利润 | 75,898 | 87,912 | 15.8 | 30.7 |
| 营业税 | (6,493) | (8,698) | 34.0 | 9.9 |
| 非经营收入 | 593 | 614 | 3.5 | 3.7 |
| 税前利润 | 69,998 | 79,828 | 14.0 | 33.2 |
| 企业所得税 | (16,162) | (18,456) | 14.2 | 19.2 |
| 净利润 | 53,836 | 61,372 | 14.0 | 38.0 |
| 少数股东权益 | (49) | (37) | (24.5) | (11.9) |
| 归属于股东利润 | 53,787 | 61,335 | 14.0 | 38.1 |

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 2012 年 1 季度工商银行业绩预测值与实际值差异

| (人民币, 百万) | 2012 年 1 季度实际值 | 2012 年 1 季度预测值 | 差异(%) |
|-----------|----------------|----------------|--------|
| 净利息收入 | 98,816 | 97,485 | 1.4 |
| 手续费收入 | 28,622 | 27,223 | 5.1 |
| 其他非息收入 | 2,627 | 1,572 | 67.1 |
| 总经营收入 | 130,065 | 126,280 | 3.0 |
| 费用 | (32,005) | (31,570) | 1.4 |
| 拨备前利润 | 98,060 | 94,710 | 3.5 |
| 拨备 | (10,148) | (8,168) | 24.2 |
| 拨备后利润 | 87,912 | 86,542 | 1.6 |
| 营业税 | (8,698) | (7,275) | 19.6 |
| 非经营收入 | 614 | 611 | 0.5 |
| 税前利润 | 79,828 | 79,878 | (0.1) |
| 企业所得税 | (18,456) | (18,443) | 0.1 |
| 净利润 | 61,372 | 61,435 | (0.1) |
| 少数股东权益 | (37) | (45) | (17.8) |
| 归属于股东利润 | 61,335 | 61,390 | (0.1) |

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

季报要点

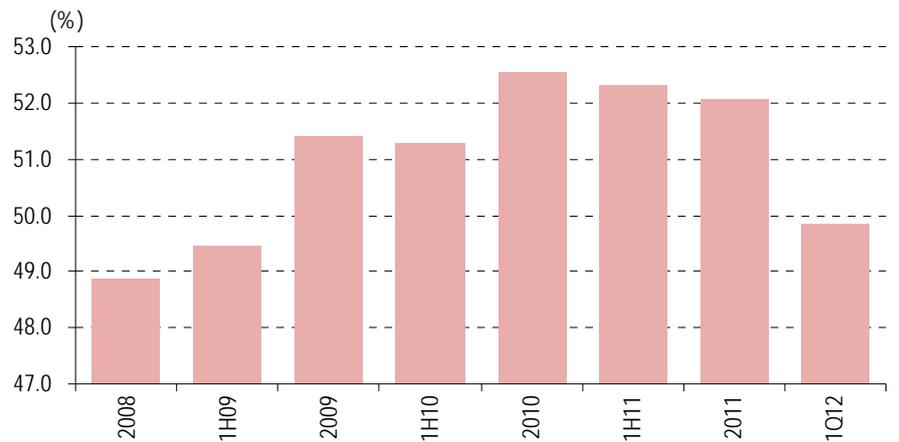
1. 同业资产规模增长较快, 净息差环比略有下降

根据我们的测算, 工商银行 2012 年 1 季度的净息差环比下降了 2 个基点, 达到 2.52%。我们推测, 主要原因应该是同业资产规模的大幅扩张。1 季度工商银行贷款增长了 3,700 亿, 这个增速已经不低了。而同业资产规模增加了 3,360 亿, 较年初增长了 40%, 总资产规模增长了 6.2%。

展望未来, 如果流动性继续有所放松, 市场利率走低的话, 1 季度大幅配置的同业资产有助于该行生息资产收益率的提升。同时, 1 季度较高的贷款增速可能会使未来的贷款增长比较乏力, 而活期存款下降较多, 也预示着未来存款成本的上升。我们预计未来几个季度息差会缓慢下行。

图表 3. 2008 年以来工商银行季度息差变化情况

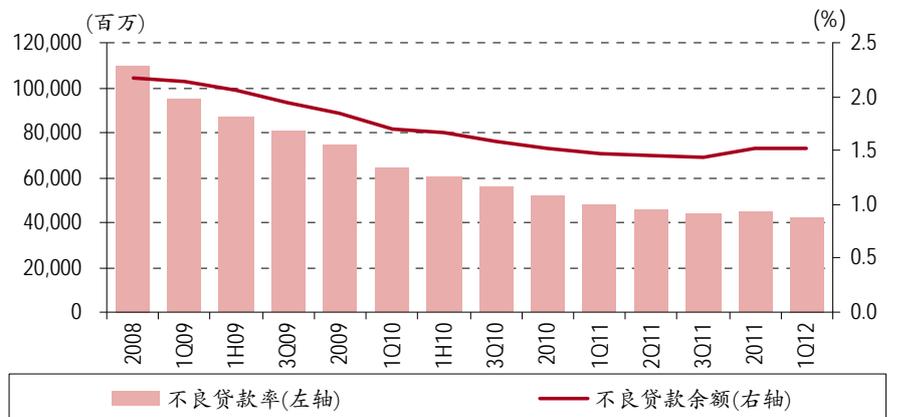

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4. 2008 年以来工商银行活期存款变化情况


资料来源：公司数据，中银国际研究

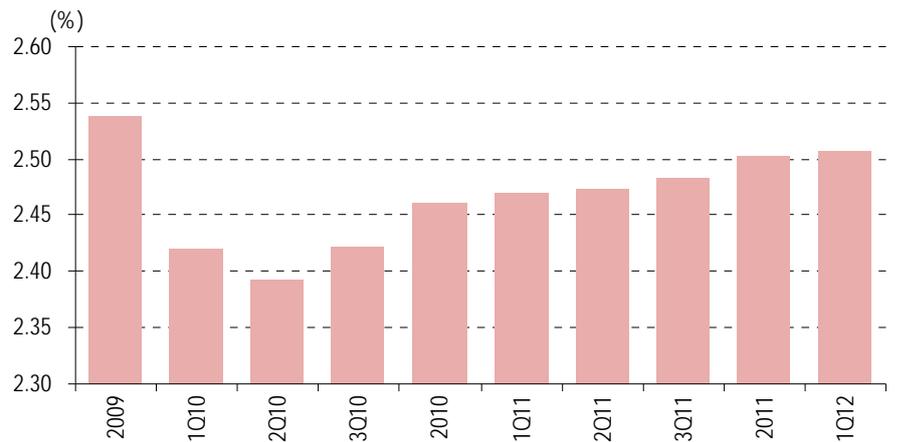
2. 1 季度不良贷款环比双降，拨备费用增加

2012 年 1 季度，工商银行不良贷款环比实现双降。2012 年 1 季度末，工商银行的不良贷款余额为 728.2 亿元，较 2011 年末减少 1.92 亿元，不良贷款率为 0.89%，较年末降低 5 个基点。我们尚不知该行关注类贷款和逾期贷款的情况，但从 2011 年报中可以判断，该行不良贷款与逾期贷款的比例是偏低的，不良贷款是否能够持续好于其它银行仍需观察。

图表 5. 工商银行不良贷款变化情况


资料来源：公司数据，中银国际研究

2012 年 1 季度，工行计提的拨备费用增长较多，为 101.5 亿元，比去年 4 季度末增加了 34 亿。2012 年 1 季度末，该行的拨备比已经上升至 2.51%，虽然拨备覆盖率达到 280.9%。

图表 6.工商银行拨贷比变化情况


资料来源：公司数据，中银国际研究

3. 境外贷款增幅较高，票据贴现恢复正增长

我们注意到，工商银行 2012 年 1 季度新增贷款接近 3,700 亿，其中境内分行人民币贷款增加 2,328 亿，也就是说境外及其他外币贷款增加了 1,363 亿元。如果我们比较具体的贷款结构，可以发现 1 季度新增贷款的特点，一是境外和外币贷款增长迅速，其中境外贷款增加了 1,053 亿，是去年全年新增额的 78%，二是票据贴现增加较多，而个人贷款增长相对缓慢。

图表 7.工商银行贷款结构变化情况

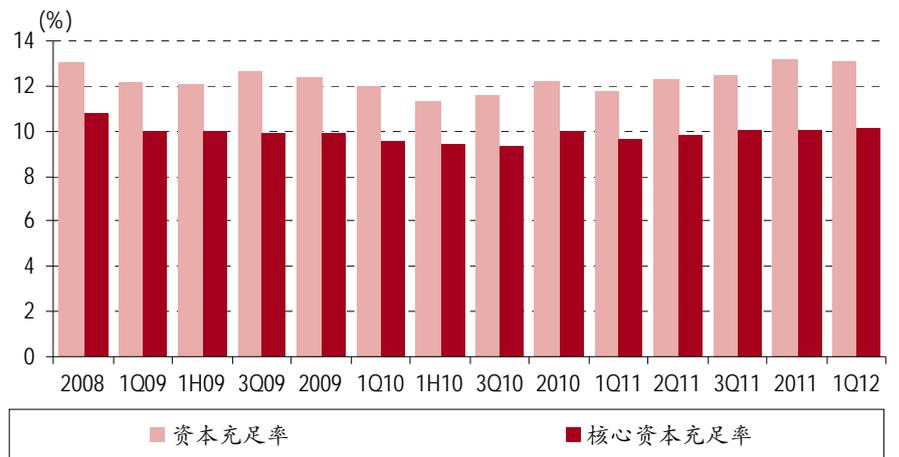
| (人民币, 百万) | 1 季度 新增贷款 | 2011 年 新增贷款 | 12 年 1 季度 | 2011 | 2010 |
|-----------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| 境内分行贷款 | 263,874 | 862,766 | 7,577,310 | 7,313,436 | 6,450,670 |
| 公司类贷款 | 194,628 | 515,262 | 5,410,233 | 5,215,605 | 4,700,343 |
| 票据贴现 | 23,262 | (10,575) | 129,822 | 106,560 | 117,135 |
| 个人贷款 | 45,984 | 358,079 | 2,037,255 | 1,991,271 | 1,633,192 |
| 境外及其他 | 105,319 | 135,625 | 580,780 | 475,461 | 339,836 |
| 合计 | 369,193 | 998,391 | 8,158,090 | 7,788,897 | 6,790,506 |

资料来源：公司数据，中银国际研究

4. 资本充足率

工商银行 2012 年 1 季度末的核心资本充足率为 10.15%，总资本充足率为 13.13%。业绩的良好增长使得该行的核心资本充足率环比继续提高。

图表 8.工商银行资本充足率变化情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

估值

目前工商银行 A 股的股价相当于 6.6 倍 2012 年预期市盈率和 1.38 倍 2012 年预期市净率。H 股的股价相当于 6.3 倍 2012 年预期市盈率和 1.32 倍 2012 年预期市净率。考虑到该行估值较高，我们维持对该行的**持有**评级，并维持年报点评中给予的目标价。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 净利息收入 | 303,749 | 362,764 | 409,470 | 425,419 | 461,696 |
| 净手续费及佣金 | 72,840 | 101,550 | 119,919 | 118,755 | 133,673 |
| 其他非息收入 | 4,159 | 6,287 | 5,335 | 6,104 | 6,988 |
| 经营收入 | 380,748 | 470,601 | 534,724 | 550,278 | 602,356 |
| 经营费用 | (117,996) | (140,738) | (166,723) | (176,885) | (193,950) |
| 拨备前经营利润 | 262,752 | 329,863 | 368,001 | 373,393 | 408,406 |
| 贷款损失拨备 | (27,888) | (31,832) | (32,066) | (30,374) | (57,853) |
| 其他风险拨备 | (100) | 711 | (2,776) | (1,936) | (3,381) |
| 经营利润 | 234,764 | 298,742 | 333,158 | 341,083 | 347,172 |
| 非经常性项目 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 应占联营公司利润 | 2,146 | 2,444 | 2,200 | 2,200 | 2,200 |
| 税前利润 | 236,910 | 301,186 | 335,359 | 343,284 | 349,373 |
| 营业税 | (21,484) | (28,875) | (31,625) | (33,093) | (35,407) |
| 所得税 | (49,401) | (63,866) | (68,759) | (69,923) | (70,354) |
| 税后利润 | 166,025 | 208,445 | 234,975 | 240,268 | 243,611 |
| 少数股东权益 | (869) | (180) | (1,093) | (1,202) | (1,323) |
| 净利润 | 165,156 | 208,265 | 233,882 | 239,066 | 242,289 |
| 变动 (%) | 28 | 26 | 12 | 2 | 1 |

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)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 资产 | | | | | |
| 现金及等价物 | 2,282,999 | 2,762,156 | 3,033,192 | 3,358,787 | 3,685,620 |
| 银行间贷款 | 511,087 | 827,439 | 1,107,696 | 1,341,558 | 1,790,248 |
| 衍生产品交易投资 | 16,130 | 138,846 | 152,731 | 168,004 | 184,804 |
| 总客户预付款 | 6,790,506 | 7,788,897 | 8,714,472 | 9,663,972 | 10,616,939 |
| 减: 拨备 | (167,134) | (194,878) | (216,173) | (236,616) | (283,093) |
| 长期投资 | 3,728,599 | 3,793,545 | 4,098,315 | 4,669,207 | 5,170,210 |
| 联营公司权益 | 40,325 | 32,750 | 33,855 | 34,960 | 36,065 |
| 净固定资产 | 102,439 | 117,611 | 125,728 | 132,601 | 137,608 |
| 其他资产 | 130,116 | 186,177 | 188,444 | 190,788 | 193,223 |
| 总资产 | 13,456,779 | 15,474,481 | 17,260,202 | 19,345,208 | 21,553,577 |
| 负债及权益 | | | | | |
| 客户存款 | 11,145,557 | 12,261,219 | 13,505,647 | 14,977,177 | 16,454,081 |
| 银行存款及结余 | 1,132,941 | 1,547,644 | 1,893,289 | 2,323,282 | 2,858,605 |
| 其他借款 | 100,410 | 204,161 | 183,745 | 165,370 | 148,833 |
| 总借款 | 12,378,908 | 14,013,024 | 15,582,681 | 17,465,829 | 19,461,519 |
| 其他负债 | 258,057 | 506,021 | 565,441 | 607,271 | 652,807 |
| 总负债 | 12,636,965 | 14,519,045 | 16,148,123 | 18,073,100 | 20,114,326 |
| 普通股股本(面值) | 349,019 | 349,084 | 350,218 | 351,352 | 353,619 |
| 准备金(包括股本溢价) | 269,281 | 292,907 | 368,304 | 444,755 | 525,741 |
| 留存收益 | 200,286 | 312,363 | 391,929 | 473,772 | 556,999 |
| 总股东权益 | 818,586 | 954,354 | 1,110,451 | 1,269,879 | 1,436,360 |
| 少数股东权益 | 1,227 | 1,081 | 1,628 | 2,229 | 2,890 |
| 已运用资本 | 819,813 | 955,435 | 1,112,078 | 1,272,107 | 1,439,250 |
| 总负债及权益 | 13,456,778 | 15,474,480 | 17,260,201 | 19,345,207 | 21,553,576 |

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)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|------------------|
| 净利润 | 215,426 | 272,311 | 303,734 | 310,191 | 313,966 |
| 非现金项目 | 30,431 | 46,065 | 46,530 | 45,506 | 74,336 |
| 交易活动产生的现金 | 19,006 | 27,310 | 100 | 100 | 100 |
| 运营资本变动 | 52,087 | 50,249 | 717,478 | 675,062 | 781,832 |
| 经营产生的现金流 | 316,950 | 395,935 | 1,067,841 | 1,030,859 | 1,170,234 |
| 投资及融资回报 | (1,526) | (1,944) | (5,106) | (4,486) | (3,927) |
| 总现金流 | 276,650 | 346,179 | 1,000,848 | 963,438 | 1,102,983 |
| 投资 | (157,728) | (58,001) | (331,925) | (598,047) | (528,158) |
| 自由现金流 | 118,922 | 288,178 | 668,923 | 365,391 | 574,825 |
| 融资活动产生的净现金 | 6,643 | 39,217 | (97,657) | (97,468) | (91,801) |
| 现金增/(减) | 119,577 | 319,337 | 571,260 | 267,918 | 483,019 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 生息资产收益率 | 4.4 | 5.0 | 5.1 | 4.8 | 4.7 |
| 资金成本 | 1.4 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.7 |
| 利差 | 3.0 | 3.3 | 3.3 | 3.1 | 3.0 |
| 净息差 | 2.9 | 3.1 | 3.1 | 2.9 | 2.8 |
| 其他收入总收入 | 20.2 | 22.9 | 23.4 | 22.7 | 23.4 |
| 成本收入比 | 31.1 | 30.0 | 31.3 | 32.2 | 32.3 |
| 有效税率 | 30.0 | 30.8 | 30.0 | 30.1 | 30.3 |
| 增长率 | | | | | |
| 贷款增长率 | 18.5 | 14.7 | 11.9 | 10.9 | 9.9 |
| 存款增长率 | 14.1 | 10.0 | 10.1 | 10.9 | 9.9 |
| 资产增长率 | 14.2 | 15.0 | 11.5 | 12.1 | 11.4 |
| 流动性 | | | | | |
| 贷存比 | 60.9 | 63.5 | 64.5 | 64.5 | 64.5 |
| 贷款资金比 | 54.9 | 55.6 | 55.9 | 55.3 | 54.6 |
| 贷款资产比 | 50.5 | 50.3 | 50.5 | 50.0 | 49.3 |
| 资产质量 | | | | | |
| 不良贷款率 | 1.1 | 0.9 | 1.4 | 1.9 | 2.1 |
| 一般拨备比率 | 1.9 | 2.0 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 特殊拨备覆盖率 | 56.4 | 48.5 | 161.9 | 117.6 | 115.8 |
| 总拨备覆盖率 | 228.2 | 266.9 | 171.5 | 125.8 | 124.2 |
| 信用成本 | (0.41) | (0.41) | (0.37) | (0.31) | (0.54) |
| 需特别关注贷款比例 | 3.35 | 2.98 | 7.00 | 8.00 | 9.00 |
| 资本充足率 | | | | | |
| 权益资产比率 | 6.1 | 6.2 | 6.4 | 6.6 | 6.7 |
| 盈余资本 | 4.4 | 5.3 | 4.6 | 3.1 | 2.9 |
| 总资本充足率 | 12.4 | 13.3 | 12.6 | 11.1 | 10.9 |
| 一级资本充足率 | 10.0 | 10.1 | 10.5 | 9.6 | 9.5 |
| 回报率 | | | | | |
| 资产收益率 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| 净资产收益率 | 22.1 | 23.4 | 22.6 | 20.0 | 17.9 |
| 已运用资本收益率 | 22.0 | 23.4 | 22.6 | 20.0 | 17.8 |
| 结构性已运用资本收益率 | 31.6 | 33.4 | 31.9 | 27.0 | 23.2 |

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，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转载或转发的，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