



股票代码	60036.CH	3968.HK
评级	<b>谨慎 买入</b>	<b>持有</b>
收盘价	人民币 17.81	港币 19.70
目标价	人民币 19.59	港币 20.70
原目标价	人民币 16.98	港币 18.34
上/下浮比例	10%	5.1%
目标价格基础	2015年市净率	2015年市净率
板块评级	中立	中立

# 招商银行

## 3 季度业绩超预期

15年1-9月招商银行的归属净利润同比增长5.9%至485亿人民币，3季度同比增长1.2%至155亿人民币，超过我们的预期，主要是因为净息差及其他非息收入高于预期。因此，基于盈利能力较强和拨备水平较高，我们将H股和A股目标价分别上调12.86%和15.37%。但考虑到不良贷款预测提高和净息差预测下降，我们将2015-17年盈利预测分别下调2%、8%和26%。对H股和A股分别维持持有和谨慎买入评级。

### 支撑评级的要点

- **净息差高于预期。**我们估算，15年3季度招商银行的净息差为2.73%，比2季度高10个基点。净息差高于预期主要是因为低成本存款占比较大及资产收益率稳定。展望未来，我们预计2016年净息差将下滑，主要是因为贷款重定价，尤其是按揭贷款。但是，我们依然认为招行的净息差下滑幅度较小，因为该行能够保持收益率较高的信用卡贷款及低成本的活期存款。
- **资产质量风险上升。**截至3季度末，招行的不良贷款余额环比上升8%至428亿人民币；不良贷款率环比上升8个基点至1.58%。考虑到冲销之后，预计3季度的年化不良贷款生成率将达到2.4%（15年上半年为2%）。展望未来，由于资产质量恶化，我们预计招商银行将保持较高的信贷成本。由于我们对企业盈利能力持更加谨慎的态度，我们上调了15-17年不良贷款预测。
- **手续费收入增长下滑。**3季度净手续费收入同比增长51%，但环比下滑10%。环比下滑主要受理财业务拖累，理财占总手续费收入的50%。理财业务收入增速从15年上半年的同比增长103%放缓至1-9月的99.65%，主要是因为代销基金收入降低。值得注意的是，外汇交易收入从9,000万人民币提高至13.4亿人民币。展望未来，我们预测4季度手续费收入仍将环比下降，主要因为理财业务收入下滑。
- **资产增长稳健。**招行的总资产环比保持平稳。贷款余额环比增长2.7%，但银行间业务环比下滑17.5%。我们认为招行减少了向券商拆出资金。

### 影响评级的主要风险

- 资产质量恶化的速度超过预期。

### 估值

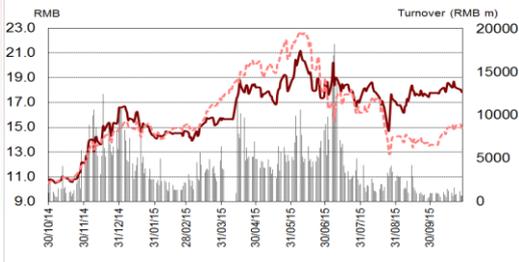
- 目前，招行的H股和A股价格分别对于过去年1.15倍和1.26倍2015年预期市净率（H股上市银行平均水平为0.80倍）。其H股估值溢价已基本反映了其在零售领域的竞争优势。我们对H股维持持有评级，A股维持谨慎买入评级。

### 投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币 百万)	132,604	165,863	205,479	224,951	252,130
变动(%)	17.0	25.1	23.9	9.5	12.1
净利润(人民币 百万)	51,743	55,911	58,342	56,993	52,671
全面摊薄每股收益(人民币)	2.05	2.22	2.31	2.26	2.09
变动(%)	14.3	8.1	4.3	(2.3)	(7.6)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.402	2.633	3.006
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.36	2.46	2.83
调整幅度(%)	-	-	(2)	(8)	(26)
全面摊薄市盈率(倍)	8.7	8.0	7.7	7.9	8.5
每股账面价值(人民币)	10.53	12.47	14.11	15.67	17.08
价格/每股账面价值(倍)	1.69	1.43	1.26	1.14	1.04
净资产收益率(%)	19.5	17.8	16.4	14.4	12.2
每股股息(人民币)	0.62	0.67	0.70	0.68	0.63
股息率(%)	3.5	3.8	3.9	3.8	3.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—A股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	11.4	2.1	3.8	78.0
相对沪深300指数	11.4	(9.0)	13.9	33.8

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	65
流通股市值(人民币 百万)	449,168
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,670
主要股东(%)	
招商局集团	18

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2015年10月29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

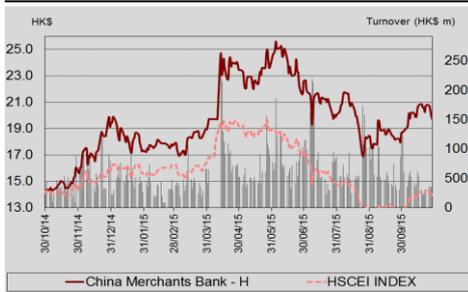
魏涛, CPA\*

(8610) 66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

\*袁琳、张耀冈为本报告重要贡献者

**股价表现—H股**


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	1.2	9.7	(1.8)	39.7
相对恒生中国企业指数	14.1	(3.4)	5.7	42.4
发行股数(百万)				25,220
流通股(%)				100
流通股市值(港币百万)				407,678
3个月日均交易额(港币百万)				630
主要股东(%)				
招商局集团				18

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
 以2015年10月29日收市价为标准

**投资摘要—H股**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币百万)	132,604	165,863	205,479	224,951	252,130
变动(%)	17.0	25.1	23.9	9.5	12.1
净利润(人民币百万)	51,743	55,911	58,342	56,993	52,671
全面摊薄每股收益(人民币)	2.05	2.22	2.31	2.26	2.09
变动(%)	14.3	8.1	4.3	(2.3)	(7.6)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.378	2.611	2.973
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.36	2.46	2.83
调整幅度(%)	-	-	(2)	(8)	(26)
全面摊薄市盈率(倍)	7.9	7.3	7.0	7.2	7.7
每股账面价值(人民币)	10.53	12.47	14.11	15.67	17.08
价格/每股账面价值(倍)	1.54	1.30	1.15	1.03	0.95
净资产收益率(%)	19.5	17.8	16.4	14.4	12.2
每股股息(人民币)	0.62	0.67	0.70	0.68	0.63
股息率(%)	3.8	4.1	4.3	4.2	3.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 15年3季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	15年上半年	14年上半年	同比(%)	环比(%)
净利息收入	35,055	29,779	17.7	7.2
手续费收入	13,880	9,174	51.3	(10.2)
其他非息收入	3,307	1,814	82.3	(37.5)
经营收入	52,242	40,767	28.1	(2.3)
经营开支	(13,857)	(12,648)	9.6	7.0
拨备前利润	38,385	28,119	36.5	(5.3)
拨备费用	(14,781)	(5,678)	160.3	(10.0)
经营利润	23,604	22,441	5.2	(2.0)
营业税	(3,002)	(2,582)	16.3	(13.6)
非经常项目收益/亏损	4	248	(98.4)	(94.2)
税前利润	20,606	20,107	2.5	(0.4)
所得税	(4,989)	(4,707)	6.0	3.5
净利润	15,617	15,400	1.4	(1.6)
少数股东权益	(93)	(55)	69.1	(15.5)
可分配净利润	15,524	15,345	1.2	(1.5)

资料来源：公司数据、中银国际研究

**图表 2. 15年3季度预期业绩与实际业绩之差额**

(人民币, 百万)	预测	实际	差异(%)
净利息收入	35,055	34,634	1.2
手续费收入	13,880	13,180	5.3
其他非息收入	3,307	2,358	40.2
经营收入	52,242	50,172	4.1
经营开支	(13,857)	(13,557)	2.2
拨备前利润	38,385	36,615	4.8
拨备费用	(14,781)	(14,845)	(0.4)
经营利润	23,604	21,770	8.4
营业税	(3,002)	(3,259)	(7.9)
非经常项目收益/亏损	4	69	(94.2)
税前利润	20,606	18,580	10.9
所得税	(4,989)	(4,331)	15.2
净利润	15,617	14,250	9.6
少数股东权益	(93)	(110)	(15.5)
可分配净利润	15,524	14,140	9.8

资料来源：公司数据、中银国际研究

**损益表(A股) (人民币百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	98,913	112,000	136,035	140,444	147,620
净手续费及佣金	29,184	44,696	58,901	75,234	96,179
其他非息收入	4,507	9,167	10,543	9,274	8,330
经营收入	132,604	166,863	205,479	224,951	252,130
经营费用	(54,475)	(61,413)	(72,776)	(81,647)	(92,736)
拨备前经营利润	78,129	104,450	132,703	143,304	159,394
贷款损失拨备	(10,218)	(31,681)	(57,171)	(70,509)	(93,332)
经营利润	67,911	72,769	75,532	72,795	66,062
非经常性项目	514	662	728	801	881
税前利润	68,425	73,431	76,260	73,596	66,943
所得税	(16,683)	(17,382)	(17,780)	(16,465)	(14,134)
税后利润	51,742	56,049	58,480	57,131	52,809
少数股东权益	1	(138)	(138)	(138)	(138)
净利润	51,743	55,911	58,342	56,993	52,671
优先股股息	0	0	0	0	0
普通股股东应占利润	51,743	55,911	58,342	56,993	52,671
变动(%)	14	8	4	(2)	(8)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(A股) (人民币百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>资产</b>					
现金及等价物	517,239	654,785	687,951	750,811	813,549
银行间贷款	505,802	525,051	662,651	721,096	750,672
衍生金融投资	5,925	9,315	9,280	9,245	9,210
总客户预付款	2,197,094	2,513,919	2,834,810	3,109,466	3,385,614
减: 拨备	(48,764)	(65,165)	(90,721)	(121,516)	(169,056)
投资证券	756,830	986,902	1,154,435	1,350,060	1,578,741
合作投资	1,424	1,484	1,929	2,508	3,260
净固定资产	23,304	26,504	24,516	22,138	19,333
其他资产	57,545	79,034	76,431	73,733	70,960
<b>总资产</b>	<b>4,016,399</b>	<b>4,731,829</b>	<b>5,361,282</b>	<b>5,917,541</b>	<b>6,462,284</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	2,775,276	3,304,438	3,716,465	4,055,276	4,392,506
银行存款及结余	792,478	879,039	1,033,003	1,190,655	1,343,857
其他借款	68,936	106,155	116,155	126,155	136,155
总借款	3,636,690	4,289,632	4,865,624	5,372,086	5,872,518
其他负债	113,753	127,137	139,003	149,301	158,027
总负债	3,750,443	4,416,769	5,004,627	5,521,387	6,030,545
普通股股本(面值)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
准备金(包括股本溢价)	129,138	150,622	165,247	182,860	199,646
留存收益	111,107	138,562	165,394	187,142	205,803
总股东权益	265,465	314,404	355,861	395,222	430,669
优先股	0	0	0	0	0
少数股东权益	491	656	794	932	1,070
总权益	265,956	315,060	356,655	396,154	431,739
<b>总负债及权益</b>	<b>4,016,399</b>	<b>4,731,829</b>	<b>5,361,282</b>	<b>5,917,541</b>	<b>6,462,284</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(A股) (人民币百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	68,426	73,293	76,122	73,458	66,805
非现金项目	(24,615)	(25,450)	43,461	58,545	84,170
其他项目变动	0	0	(27,882)	(35,882)	(41,882)
运营资本变动	179,766	105,388	87,681	112,426	132,486
经营产生的净现金流	223,577	153,231	179,382	208,547	241,579
投资活动产生的净现金流	(231,669)	(175,979)	(171,005)	(199,288)	(232,565)
融资活动产生的净现金流	11,012	21,879	(6,897)	(7,632)	(7,224)
现金增/(减)	2,920	(869)	1,479	1,627	1,790

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率(A股)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	4.7	5.1	5.2	4.9	4.8
资金成本	2.2	2.8	2.7	2.7	2.7
利差	2.5	2.4	2.5	2.2	2.1
净息差	2.7	2.6	2.7	2.5	2.4
非息收入/总收入	25.4	32.5	33.8	37.6	41.5
成本收入比	41.1	37.0	35.4	36.3	36.8
有效税率	24.4	23.7	23.3	22.4	21.1
<b>增长率</b>					
贷款增长率	15.4	14.4	12.8	9.7	8.9
存款增长率	9.6	19.1	12.5	9.1	8.3
资产增长率	17.8	17.8	13.3	10.4	9.2
可持续增长率	33.8	29.6	21.9	18.5	15.3
<b>流动性</b>					
贷存比	79.2	76.1	76.3	76.7	77.1
贷款资金比	77.2	73.7	74.0	74.4	74.8
贷款资产比	54.7	53.1	52.9	52.5	52.4
核心负债/总负债	58.8	60.6	60.2	59.5	59.1
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	0.8	1.1	2.0	3.2	4.4
总拨备覆盖率	266.0	233.4	156.9	123.4	112.8
贷款拨备率	2.2	2.6	3.2	3.9	5.0
新增不良贷款形成率	1.1	1.1	2.3	2.7	3.0
信用成本	0.5	1.3	2.0	2.2	2.8
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7
核心一级资本充足率	9.3	9.6	9.2	9.1	8.9
一级资本充足率	9.3	9.6	9.2	9.1	8.9
总资本充足率	11.1	11.7	11.7	11.5	11.2
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9
净资产收益率	19.5	17.8	16.4	14.4	12.2
已运用资本收益率	22.2	19.2	17.4	15.1	12.7
风险加权资产收益率	2.1	1.9	1.7	1.5	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**损益表(H股) (人民币百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	98,913	112,000	136,035	140,444	147,620
净手续费及佣金	29,184	44,696	58,901	75,234	96,179
其他非息收入	4,507	9,167	10,543	9,274	8,330
经营收入	132,604	165,863	205,479	224,951	252,130
经营费用	(54,475)	(61,413)	(72,776)	(81,647)	(92,736)
拨备前经营利润	78,129	104,450	132,703	143,304	159,394
贷款损失拨备	(10,218)	(31,681)	(57,171)	(70,509)	(93,332)
经营利润	67,911	72,769	75,532	72,795	66,062
非经常性项目	514	662	728	801	881
税前利润	68,425	73,431	76,260	73,596	66,943
所得税	(16,683)	(17,382)	(17,780)	(16,465)	(14,134)
税后利润	51,742	56,049	58,480	57,131	52,809
少数股东权益	1	(138)	(138)	(138)	(138)
净利润	51,743	55,911	58,342	56,993	52,671
优先股股息	0	0	0	0	0
普通股股东应占利润	51,743	55,911	58,342	56,993	52,671
变动(%)	14	8	4	(2)	(8)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(H股) (人民币百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>资产</b>					
现金及等价物	517,239	654,785	687,951	750,811	813,549
银行间贷款	505,802	525,051	662,651	721,096	750,672
衍生金融投资	5,925	9,315	9,280	9,245	9,210
总客户预付款	2,197,094	2,513,919	2,834,810	3,109,466	3,385,614
减: 拨备	(48,764)	(65,165)	(90,721)	(121,516)	(169,056)
投资证券	756,830	986,902	1,154,435	1,350,060	1,578,741
合作投资	1,424	1,484	1,929	2,508	3,260
净固定资产	23,304	26,504	24,516	22,138	19,333
其他资产	57,545	79,034	76,431	73,733	70,960
<b>总资产</b>	<b>4,016,399</b>	<b>4,731,829</b>	<b>5,361,282</b>	<b>5,917,541</b>	<b>6,462,284</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	2,775,276	3,304,438	3,716,465	4,055,276	4,392,506
银行存款及结余	792,478	879,039	1,033,003	1,190,655	1,343,857
其他借款	68,936	106,155	116,155	126,155	136,155
总借款	3,636,690	4,289,632	4,865,624	5,372,086	5,872,518
其他负债	113,753	127,137	139,003	149,301	158,027
总负债	3,750,443	4,416,769	5,004,627	5,521,387	6,030,545
普通股股本(面值)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
准备金(包括股本溢价)	129,138	150,622	165,247	182,860	199,646
留存收益	111,107	138,562	165,394	187,142	205,803
总股东权益	265,465	314,404	355,861	395,222	430,669
优先股	0	0	0	0	0
少数股东权益	491	656	794	932	1,070
总权益	265,956	315,060	356,655	396,154	431,739
<b>总负债及权益</b>	<b>4,016,399</b>	<b>4,731,829</b>	<b>5,361,282</b>	<b>5,917,541</b>	<b>6,462,284</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(H股) (人民币百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	68,426	73,293	76,122	73,458	66,805
非现金项目	(24,615)	(25,450)	43,461	58,545	84,170
其他项目变动	0	0	(27,882)	(35,882)	(41,882)
运营资本变动	179,766	105,388	87,681	112,426	132,486
经营产生的净现金流	223,577	153,231	179,382	208,547	241,579
投资活动产生的净现金流	(231,669)	(175,979)	(171,005)	(199,288)	(232,565)
融资活动产生的净现金流	11,012	21,879	(6,897)	(7,632)	(7,224)
现金增/(减)	2,920	(869)	1,479	1,627	1,790

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率(H股)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	4.7	5.1	5.2	4.9	4.8
资金成本	2.2	2.8	2.7	2.7	2.7
利差	2.5	2.4	2.5	2.2	2.1
净息差	2.7	2.6	2.7	2.5	2.4
非息收入/总收入	25.4	32.5	33.8	37.6	41.5
成本收入比	41.1	37.0	35.4	36.3	36.8
有效税率	24.4	23.7	23.3	22.4	21.1
<b>增长率</b>					
贷款增长率	15.4	14.4	12.8	9.7	8.9
存款增长率	9.6	19.1	12.5	9.1	8.3
资产增长率	17.8	17.8	13.3	10.4	9.2
可持续增长率	33.8	29.6	21.9	18.5	15.3
<b>流动性</b>					
贷存比	79.2	76.1	76.3	76.7	77.1
贷款资金比	77.2	73.7	74.0	74.4	74.8
贷款资产比	54.7	53.1	52.9	52.5	52.4
核心负债/总负债	58.8	60.6	60.2	59.5	59.1
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	0.8	1.1	2.0	3.2	4.4
总拨备覆盖率	266.0	233.4	156.9	123.4	112.8
贷款拨备率	2.2	2.6	3.2	3.9	5.0
新增不良贷款形成率	1.1	1.1	2.3	2.7	3.0
信用成本	0.5	1.3	2.0	2.2	2.8
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7
核心一级资本充足率	9.3	9.6	9.2	9.1	8.9
一级资本充足率	9.3	9.6	9.2	9.1	8.9
总资本充足率	11.1	11.7	11.7	11.5	11.2
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9
净资产收益率	19.5	17.8	16.4	14.4	12.2
已运用资本收益率	22.2	19.2	17.4	15.1	12.7
风险加权资产收益率	2.1	1.9	1.7	1.5	1.2

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，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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 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