



股票代码	601988.CH	3988.HK
评级	<b>买入</b>	<b>买入</b>
收盘价	人民币 3.38	港币 3.56
目标价	人民币 4.50	港币 4.10
原目标价	人民币 4.50	港币 4.00
上/下浮比例	+33%	+15%
目标价格基础	1倍16年市净率	0.8倍16年市净率
板块评级	中立	中立

# 中国银行

## 风险下降，海外业务净息差将扩大

我们看好中国银行，理由是：1) 美联储加息使得净息差有望缓慢回升；2) 快速调整资产组合（高风险资产增量占比快速收缩），资产风险下降；3) 估值低于同业，H股和A股价差相对较大。我们下调了预期信贷成本同时上调每股盈利预测和H股目标价。重申买入评级。

### 支撑评级的要点

- 16年上半年，中国银行减少了风险资产敞口并主要配置了较为安全的资产。我们按照低风险资产（央行、银行间、政府信用债券和按揭贷款）对上半年新增生息资产占比从高到低的顺序进行排序中国银行低风险资产增量占比排名第一，90%的新增生息资产配置的是低风险资产。我们将2016-18年净利润预测分别上调9.43%、18%和13.54%。
- 展望未来，如果美联储继续加息，预计海外业务净息差将缓慢地回升。通过计算发现，境外生息资产的净息差提高5个基点，净利润将增加8.96亿人民币，相当于2016年预期净利润0.5%。
- 美元升值亦将带动利润增加。2015年美元及港币资产和利润分别占集团整体的20%和16%。即使假设2016年盈利无变化而美元对人民币升值5%，2016年净利润可因此增加0.8%。
- 此外，我们预计3季度净利润同比增速提高，理由是：1) 2季度拨备成本较高，下半年拨备计提压力下降；2) 下半年经纪业务手续费收入基数较低，手续费收入增速有望略有回升。相比于行业平均负增长水平，我们认为中国银行在下半年将取得盈利正增长。

### 评级面临的主要风险

- 持续负利率环境下，海外净息差继续缩小。
- 资产质量恶化速度比目前预计的更快。

### 估值

- 中国银行H股目前对应0.71倍市净率，低于0.76倍的行业平均水平 and 0.75倍的“四大行”平均水平。鉴于风险下降，我们上调目标价，重申买入评级。

### 股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.7)	(3.4)	2.4	(14.0)
相对沪深300指数	(3.2)	(2.5)	(4.0)	(11.5)

发行股数(百万)	294,390
流通股(%)	10
流通股市值(人民币百万)	995,038
3个月日均交易额(人民币百万)	412
主要股东(%)	
汇金	64

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2016年9月12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  
袁琳, CFA  
(8610) 83262111  
lin.yuan@bocigroup.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300515090001

本研究报告是《Bank of China – Falling risk, overseas business NIM expected to improve》的中文译本，英文原稿已于2016年9月13日出版

### 投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币百万)	456,331	474,321	493,327	526,806	582,404
变动(%)	12.0	3.9	4.0	6.8	10.6
净利润(人民币百万)	169,595	170,845	171,506	174,298	145,987
全面摊薄每股收益(人民币元)	0.60	0.58	0.58	0.59	0.50
变动(%)	6.2	(2.8)	0.4	1.6	(16.2)
市场预期每股收益(人民币元)	-	-	0.569	0.583	0.612
先前预测每股收益(人民币元)	-	-	0.53	0.50	0.44
调整幅度(%)	-	-	9.43	18.00	13.64
全面摊薄市盈率(倍)	5.7	5.8	5.8	5.7	6.8
每股账面价值(人民币)	3.70	4.09	4.50	4.92	5.26
价格/每股账面价值(倍)	0.91	0.83	0.75	0.69	0.64
净资产收益率(%)	17.0	15.0	13.6	12.6	9.7
每股股息(人民币)	0.19	0.17	0.17	0.16	0.12
股息率(%)	5.7	5.2	5.0	4.7	3.7

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	2.9	4.7	11.6	(0.3)
相对恒生中国企业指数	3.0	3.7	(0.4)	0.4
发行股数(百万)				294,390
流通股(%)				100
流通股市值(人民币百万)				942,284
3个月日均交易额(人民币百万)				990
主要股东(%)				
汇金				64

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
 以2016年9月12日收市价为标准

**投资摘要—H股**

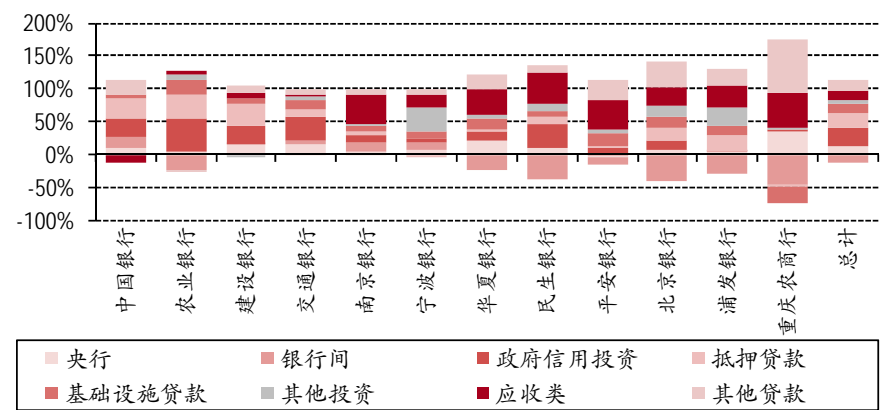
年结日:12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币百万)	456,331	474,321	493,327	526,806	582,404
变动(%)	12.0	3.9	4.0	6.8	10.6
净利润(人民币百万)	169,595	170,845	171,506	174,298	145,987
全面摊薄每股收益(人民币元)	0.60	0.58	0.58	0.59	0.50
变动(%)	6.2	(2.8)	0.4	1.6	(16.2)
市场预期每股收益(人民币元)	-	-	0.567	0.577	0.606
先前预测每股收益(人民币元)	-	-	0.53	0.50	0.44
调整幅度(%)	-	-	9.43	18.00	13.64
全面摊薄市盈率(倍)	5.4	5.5	5.5	5.4	6.5
每股账面价值(人民币)	3.70	4.09	4.50	4.92	5.26
价格/每股账面价值(倍)	0.86	0.78	0.71	0.65	0.61
净资产收益率(%)	17.0	15.0	13.6	12.6	9.7
每股股息(人民币)	0.19	0.17	0.17	0.16	0.12
股息率(%)	6.1	5.5	5.3	5.0	3.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**风险资产减少**

16年上半年, 中国银行减少了风险资产敞口并主要配置了较为安全的资产。我们按照低风险资产(央行、银行间、政府信用债券和按揭贷款)对上半年新增生息资产占比从高到低的顺序进行排序中国银行低风险资产增量占比排名第一, 90%的新增生息资产配置的是低风险资产。

未来预计中国银行将继续调整资产组合。

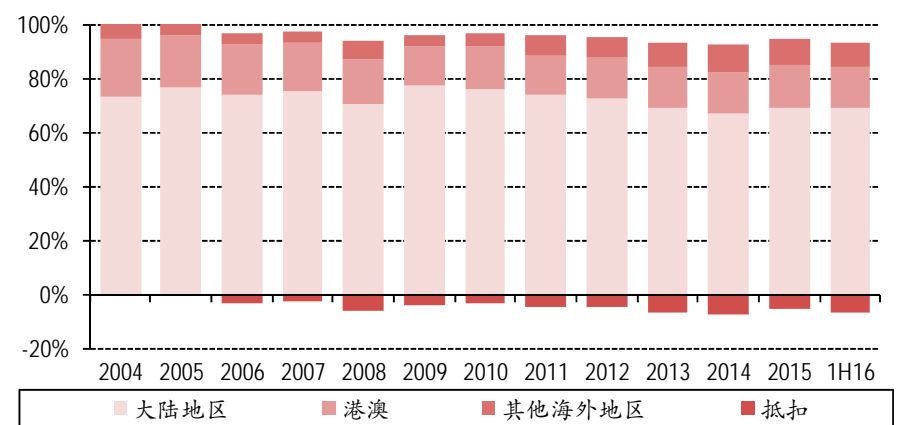
**图表 1. 上市银行新增生息资产组合 (16年上半年)**


资料来源: 多个公司数据, 中银国际研究

## 海外业务扩张和净息差回升

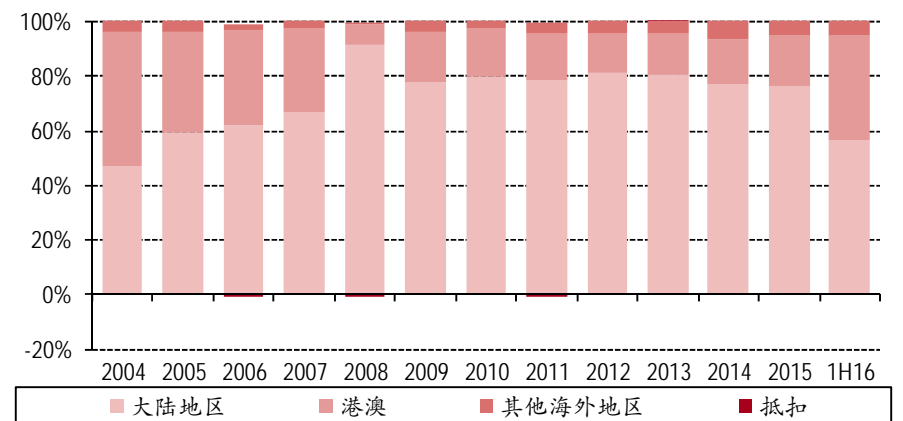
中国银行目标是中期从海外市场取得30%的利润贡献和资产占比。截至上半年末，剔除大陆地区后资产和利润分别占到总量的28.4%和43.2%。由于出售南洋商业银行取得一次性收益，海外利润贡献明显增加。海外地区（包括港澳和其他国家/地区）在上半年贡献了总利润的26%。我们注意到，2015年海外资产为负增长，而16年上半年略有回升。人民币贬值预期下公司需求低迷以及外汇管制是造成负增长的部分原因。但是，中国银行继续推进发展海外业务的战略。16年上半年海外业务转为正增长。未来预计海外分行资产还将继续增加。港澳地区在上半年增速较慢，部分原因是出售南洋商业银行拉低了期末总资产余额。在中行亚洲业务重组完成后，**中银香港**(2388.HK/港币28.70, 未有评级)亚洲业务的发展机会将会更多。

图表 2. 各地区资产构成状况

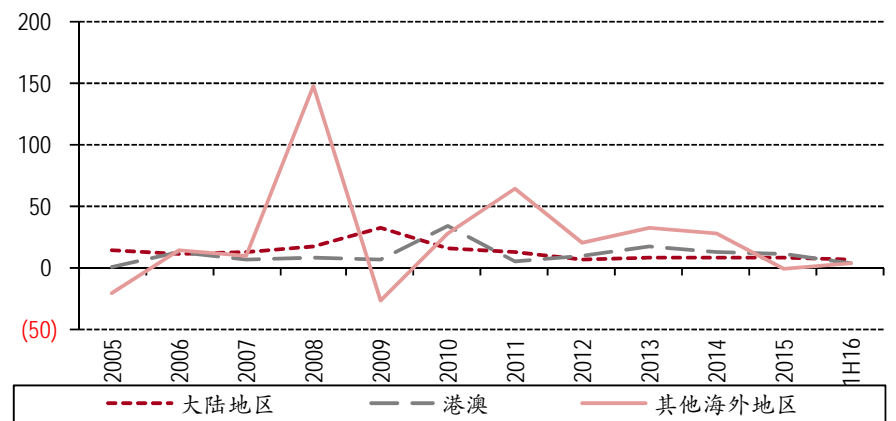


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

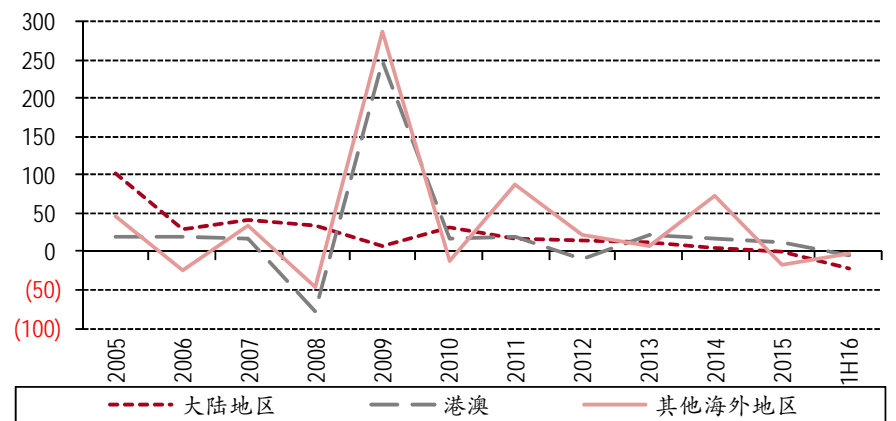
图表 3. 各地区税前利润状况



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 4. 各地区资产增速**


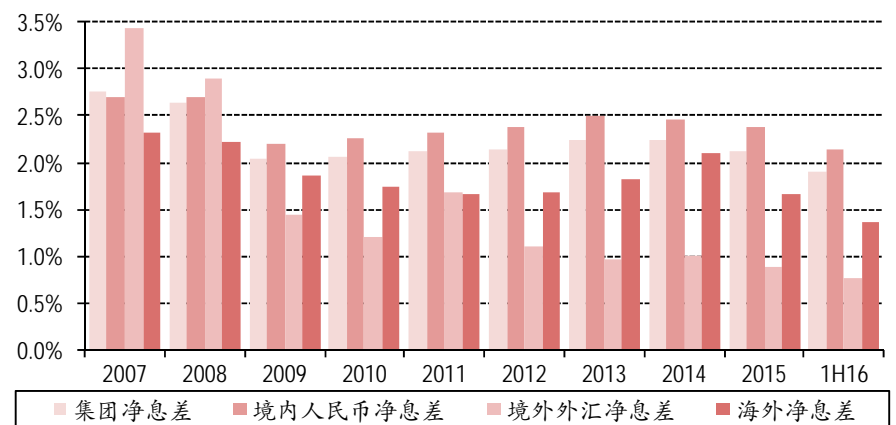
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 5. 各地区利润增速**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

中国银行海外和香港业务贡献占比并不是非常大, 部分原因是净息差。中行净息差低于同业, 主要由于境内外币业务和海外业务净息差较低。即便美联储在 2015 年 12 月加息, 全球仍普遍维持低利率。

海外和境内外币业务净息差依然非常低, 继续拉低整个集团利润率水平。我们预计如果美联储继续加息, 未来海外业务净息差将缓慢地回升。

**图表 6. 主要资产净息差**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

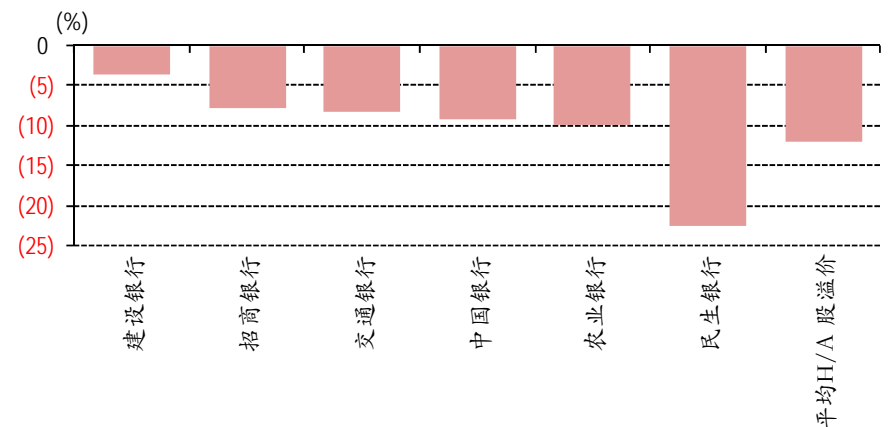
预计境内外币和境外业务净息差有一定上行空间并将缓慢增加，理由是：1) 美联储缓慢加息；2) 调整生息资产组合，贷款和证券占比扩大。通过计算发现，境外生息资产的净息差提高 5 个基点，净利润将增加 8.96 亿人民币，相当于 2016 年预期净利润 0.5%。

美元升值亦将带动利润增加。2015 年美元及港币资产和利润分别占集团整体的 20%和 16%。即使假设 2016 年盈利无变化而美元对人民币升值 5%，2016 年净利润可因此增加 0.8%。我们认为仅仅是人民币贬值就可以带动中行至 2018 年净利润增长 2%。

### 估值具备吸引力

中银香港目前股价对应 1.31 倍 2016 年预期市净率，明显高于中国银行集团估值。如果剔除中银香港的市值，可推测出中行其他业务股价仅对应 0.67 倍 2016 年预期市净率。我们认为该估值相比于其他大银行非常具备吸引力。此外，中行 H 股对 A 股折让高于四大行平均水平。对于境内投资者而言，中行具备估值优势。

图表 7. 上市银行 H 股/A 股（折让）/溢价



资料来源: 各公司数据, 中银国际研究

**损益表-A股(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利息收入	321,102	328,650	310,122	331,031	371,455
净手续费及佣金	91,240	92,410	96,556	101,040	107,190
其他非息收入	43,989	53,261	86,648	94,735	103,759
经营收入	456,331	474,321	493,327	526,806	582,404
经营费用	(177,031)	(184,671)	(190,529)	(206,998)	(216,858)
拨备前经营利润	279,300	289,650	302,798	319,808	365,545
贷款损失拨备	(48,381)	(59,274)	(86,548)	(101,177)	(186,236)
经营利润	230,919	230,376	216,250	218,632	179,310
营业税	559	1,195	1	1	1
非经常性项目	231,478	231,571	217,810	220,347	181,197
税前利润	(54,280)	(52,154)	(32,541)	(31,850)	(20,550)
所得税	177,198	179,417	185,268	188,498	160,647
税后利润	(7,603)	(8,572)	(8,762)	(9,200)	(9,660)
净利润	169,595	170,845	176,506	179,298	150,987
优先股股息	0	0	(5,000)	(5,000)	(5,000)
可归属于普通股股东的净利润	169,595	170,845	171,506	174,298	145,987
变动(%)	8	1	0	2	(16)

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>资产</b>					
现金	2,391,211	2,269,434	1,905,381	1,898,126	1,867,995
央行存款和同业资产	1,130,211	1,007,855	1,987,973	2,594,598	3,327,728
衍生金融工具	47,967	82,236	90,460	99,506	109,456
贷款	8,483,275	9,135,860	9,772,260	10,560,167	11,363,608
减: 拨备	(188,531)	(200,665)	(230,444)	(275,170)	(410,859)
长期投资	2,710,375	3,595,095	3,791,155	4,006,397	4,242,782
固定资产	14,379	10,843	11,627	12,490	13,438
折旧	172,197	182,031	197,809	211,357	222,343
其他资产	490,298	732,908	781,552	831,439	894,158
<b>总资产</b>	<b>15,251,382</b>	<b>16,815,597</b>	<b>18,307,773</b>	<b>19,938,910</b>	<b>21,630,649</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	10,885,223	11,729,171	12,637,452	13,638,733	14,657,468
同业负债	2,353,848	2,627,973	2,959,813	3,341,428	3,780,286
其他借款	308,492	313,210	377,840	415,624	457,187
总付息债务	13,547,563	14,670,354	15,975,105	17,395,785	18,894,940
其他负债	520,391	787,638	850,478	931,805	1,020,540
总负债	14,067,954	15,457,992	16,825,583	18,327,590	19,915,481
普通股股本	288,731	294,388	294,388	294,388	294,388
资本公积	372,547	428,663	490,626	553,233	610,268
留存收益	407,836	482,181	540,136	602,059	644,042
总股东权益	1,069,114	1,205,232	1,325,150	1,449,680	1,548,698
优先股	71,745	99,714	100,000	100,000	100,000
少数股东权益	42,569	52,659	57,040	61,640	66,470
总权益	1,183,428	1,357,605	1,482,190	1,611,320	1,715,168
<b>总负债及权益</b>	<b>15,251,382</b>	<b>16,815,597</b>	<b>18,307,773</b>	<b>19,938,910</b>	<b>21,630,649</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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	231,478	231,571	217,810	220,347	181,197
非现金项目	(78,961)	(74,108)	26,919	44,398	142,191
其他变化	2,306	(1,292)	7,179	8,106	9,136
流动资金的变动	(40,194)	533,750	633,331	581,824	659,494
经营活动产生的现金流	114,629	689,921	885,238	854,675	992,018
投资活动现金流入小计	(200,599)	(757,279)	(225,923)	(245,027)	(266,084)
融资活动产生的净现金	83,555	(28,715)	(7,719)	(34,635)	(29,824)
现金增/(减)	(2,415)	(96,073)	651,596	575,013	696,111

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	4.3	4.0	3.4	3.3	3.4
资金成本	2.2	2.0	1.7	1.7	1.7
利差	2.2	2.0	1.7	1.7	1.7
净息差	2.3	2.2	1.9	1.8	1.9
非息收入/总收入	29.6	30.7	37.1	37.2	36.2
成本收入比	38.8	38.9	38.6	39.3	37.2
有效税率	23.4	22.5	14.9	14.5	11.3
<b>增长率</b>					
贷款增长率	11.5	7.7	7.0	8.1	7.6
存款增长率	7.8	7.8	7.7	7.9	7.5
资产增长率	9.9	10.3	8.9	8.9	8.5
可持续增长率	32.2	29.2	27.3	22.8	25.2
<b>流动性</b>					
贷存比	73.0	72.8	72.2	72.2	72.1
贷款资金比	75.8	75.9	75.1	75.1	75.2
贷款资产比	55.6	54.3	53.4	53.0	52.5
核心负债/总负债	65.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	1.2	1.4	1.6	2.3	3.8
总拨备覆盖率	187.6	153.3	145.8	112.9	95.7
贷款拨备率	2.2	2.2	2.4	2.6	3.6
新增不良贷款形成率	0.7	0.9	1.5	2.0	2.8
信用成本	0.6	0.7	0.9	1.0	1.7
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	7.3	7.5	7.5	7.6	7.5
核心一级资本充足率	10.6	11.1	10.1	11.4	10.9
一级资本充足率	11.3	12.1	10.8	12.2	11.7
总资本充足率	13.9	14.1	12.5	14.1	13.7
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.7
净资产收益率	17.0	15.0	13.6	12.6	9.7
已运用资本收益率	1.8	1.7	1.5	1.4	1.1
风险加权资产收益率	1.8	1.7	1.4	1.4	1.1

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利息收入	321,102	328,650	310,122	331,031	371,455
净手续费及佣金	91,240	92,410	96,556	101,040	107,190
其他非息收入	43,989	53,261	86,648	94,735	103,759
经营收入	456,331	474,321	493,327	526,806	582,404
经营费用	(177,031)	(184,671)	(190,529)	(206,998)	(216,858)
拨备前经营利润	279,300	289,650	302,798	319,808	365,545
贷款损失拨备	(48,381)	(59,274)	(86,548)	(101,177)	(186,236)
经营利润	230,919	230,376	216,250	218,632	179,310
营业税	559	1,195	1	1	1
非经常性项目	231,478	231,571	217,810	220,347	181,197
税前利润	(54,280)	(52,154)	(32,541)	(31,850)	(20,550)
所得税	177,198	179,417	185,268	188,498	160,647
税后利润	(7,603)	(8,572)	(8,762)	(9,200)	(9,660)
净利润	169,595	170,845	176,506	179,298	150,987
优先股股息	0	0	(5,000)	(5,000)	(5,000)
可归属于普通股股东的净利润	169,595	170,845	171,506	174,298	145,987
变动(%)	8	1	0	2	(16)

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>资产</b>					
现金	2,391,211	2,269,434	1,905,381	1,898,126	1,867,995
央行存款和同业资产	1,130,211	1,007,855	1,987,973	2,594,598	3,327,728
衍生金融工具	47,967	82,236	90,460	99,506	109,456
贷款	8,483,275	9,135,860	9,772,260	10,560,167	11,363,608
减: 拨备	(188,531)	(200,665)	(230,444)	(275,170)	(410,859)
长期投资	2,710,375	3,595,095	3,791,155	4,006,397	4,242,782
固定资产	14,379	10,843	11,627	12,490	13,438
折旧	172,197	182,031	197,809	211,357	222,343
其他资产	490,298	732,908	781,552	831,439	894,158
<b>总资产</b>	<b>15,251,382</b>	<b>16,815,597</b>	<b>18,307,773</b>	<b>19,938,910</b>	<b>21,630,649</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	10,885,223	11,729,171	12,637,452	13,638,733	14,657,468
同业负债	2,353,848	2,627,973	2,959,813	3,341,428	3,780,286
其他借款	308,492	313,210	377,840	415,624	457,187
总付息债务	13,547,563	14,670,354	15,975,105	17,395,785	18,894,940
其他负债	520,391	787,638	850,478	931,805	1,020,540
总负债	14,067,954	15,457,992	16,825,583	18,327,590	19,915,481
普通股股本	288,731	294,388	294,388	294,388	294,388
资本公积	372,547	428,663	490,626	553,233	610,268
留存收益	407,836	482,181	540,136	602,059	644,042
总股东权益	1,069,114	1,205,232	1,325,150	1,449,680	1,548,698
优先股	71,745	99,714	100,000	100,000	100,000
少数股东权益	42,569	52,659	57,040	61,640	66,470
总权益	1,183,428	1,357,605	1,482,190	1,611,320	1,715,168
<b>总负债及权益</b>	<b>15,251,382</b>	<b>16,815,597</b>	<b>18,307,773</b>	<b>19,938,910</b>	<b>21,630,649</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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	231,478	231,571	217,810	220,347	181,197
非现金项目	(78,961)	(74,108)	26,919	44,398	142,191
其他变化	2,306	(1,292)	7,179	8,106	9,136
流动资金的变动	(40,194)	533,750	633,331	581,824	659,494
经营活动产生的现金流	114,629	689,921	885,238	854,675	992,018
投资活动现金流入小计	(200,599)	(757,279)	(225,923)	(245,027)	(266,084)
融资活动产生的净现金	83,555	(28,715)	(7,719)	(34,635)	(29,824)
现金增/(减)	(2,415)	(96,073)	651,596	575,013	696,111

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	4.3	4.0	3.4	3.3	3.4
资金成本	2.2	2.0	1.7	1.7	1.7
利差	2.2	2.0	1.7	1.7	1.7
净息差	2.3	2.2	1.9	1.8	1.9
非息收入/总收入	29.6	30.7	37.1	37.2	36.2
成本收入比	38.8	38.9	38.6	39.3	37.2
有效税率	23.4	22.5	14.9	14.5	11.3
<b>增长率</b>					
贷款增长率	11.5	7.7	7.0	8.1	7.6
存款增长率	7.8	7.8	7.7	7.9	7.5
资产增长率	9.9	10.3	8.9	8.9	8.5
可持续增长率	32.2	29.2	27.3	22.8	25.2
<b>流动性</b>					
贷存比	73.0	72.8	72.2	72.2	72.1
贷款资金比	75.8	75.9	75.1	75.1	75.2
贷款资产比	55.6	54.3	53.4	53.0	52.5
核心负债/总负债	65.6	64.2	64.4	64.9	65.4
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	1.2	1.4	1.6	2.3	3.8
总拨备覆盖率	187.6	153.3	145.8	112.9	95.7
贷款拨备率	2.2	2.2	2.4	2.6	3.6
新增不良贷款形成率	0.7	0.9	1.5	2.0	2.8
信用成本	0.6	0.7	0.9	1.0	1.7
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	7.3	7.5	7.5	7.6	7.5
核心一级资本充足率	10.6	11.1	10.1	11.4	10.9
一级资本充足率	11.3	12.1	10.8	12.2	11.7
总资本充足率	13.9	14.1	12.5	14.1	13.7
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.7
净资产收益率	17.0	15.0	13.6	12.6	9.7
已运用资本收益率	1.8	1.7	1.5	1.4	1.1
风险加权资产收益率	1.8	1.7	1.4	1.4	1.1

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  
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) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371