



601229.SH

增持

原评级:增持

市场价格:人民币 15.18

板块评级:强于大市

本报告要点

- 基本面改善显著, 估值性价比突出

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.1	4.8	(8.6)	(9.4)
相对沪深300指数	13.4	6.9	3.1	(21.0)

发行股数(百万)	7,806
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	56,271
3个月日均交易额(人民币 百万)	369
资本充足率(%)	14.13
主要股东(%)	
上海联合投资有限公司	13.3

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年5月4日收市价为标准

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

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

# 上海银行

## 基本面改善显著, 估值性价比突出

上海银行18年资产负债两端均呈现积极改善态势, 资产端受益于信贷投放的加快以及定价水平的提升, 负债端受益于结构调整压力的缓解以及资金利率的平稳下行, 资产负债两端的积极变化推动公司基本面显著改善。

### 投资要点

- **积极变化: 信贷量价齐升, 资产端收益率大幅上行。**上海银行一方面加大对于信贷资产的倾斜, 1季度末贷款环比年初增长近8%, 与此同时, 公司在1季度继续压降对于低收益的同业资产及债券投资的规模。另一方面, 严格控制新发放贷款的定价与到期贷款的重定价, 带动资产端量价齐升。根据我们测算, 上海银行18年1季度生息资产收益率环比改善19BP至3.86%, 改善幅度居于可比同业第二。展望18年后续季度, 我们认为上海银行资产端将会继续加大对于信贷资产的倾斜力度, 受结构优化及定价上行拉动, 预计全年资产端收益率的改善幅度将在30-40BP。
- **调整压力: 负债结构优化, 成本抬升压力缓释。**在2017年同业监管趋严、市场资金利率攀升背景下, 上海银行的负债端面临结构调整以及成本上行压力, 这造成公司17年息差大幅收窄。而从18年来看, 随着公司同业负债调整的逐步到位, 公司同业负债指标考核达标, 监管调整压力减退。市场流动性改善, 金融市场利率稳中有降, 使得公司整体负债端成本压力缓释。
- **资产质量: 不良认定严格, 资产质量改善优于同业。**上海银行具备区域优势, 整体质量优于同业平均, 并且受益于长三角经济的企稳复苏, 资产质量呈现改善趋势。在不良生成放缓的背景下, 拨备有望成为公司业绩弹性的催化剂。

### 评级面临的主要风险

- 资产质量下滑超预期

### 估值

- 我们预计上海银行2018/19年净利润增速为15.0%/10.1%, 目前股价对应2018年PB为0.85倍, 较行业平均和上市城商行平均分别折价6%和9%, 公司18年边际幅度优于同业, 当前估值水平性价比突出, 维持公司“**增持**”评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币 百万)	34,380	33,106	36,715	38,517	40,771
变动(%)	22.4	(3.7)	10.9	4.9	5.8
净利润(人民币 百万)	14,308	15,328	17,630	19,408	21,008
变动(%)	25.8	7.1	15.0	10.1	8.2
净资产收益率(%)	15.1	12.6	13.3	13.3	13.0
每股收益(人民币)	1.83	1.96	2.26	2.49	2.69
市盈率(倍)	8.28	7.73	6.72	6.11	5.64
市净率(倍)	0.79	0.93	0.85	0.77	0.70

资料来源: 公司数据及中银证券预

## 目录

投资要点.....	4
积极变化：信贷量价齐升，资产端收益率大幅上行.....	4
调整压力：负债结构优化，成本抬升压力缓释.....	4
资产质量：不良认定严格，资产质量改善优于同业.....	4
投资建议：基本面改善显著，估值性价比突出.....	4
一、积极变化：信贷量价齐升，资产端收益率边际大幅改善	5
二、调整压力：负债结构优化，成本抬升压力缓释.....	7
三、资产质量：不良认定严格，资产质量改善优于同业...	9
投资建议：基本面改善显著，估值性价比突出.....	11

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 上海银行开年信贷投放加快 .....	5
图表 2. 上海银行贷款占生息资产比重明显提升.....	5
图表 3. 上海银行低收益资产占比较高.....	5
图表 4. 上海银行生息资产收益率排名靠后 .....	5
图表 5. 贷款利率进入上行通道.....	6
图表 6. 上海银行 1 季度资产端收益率明显提升.....	6
图表 7. 同业负债增速放缓.....	7
图表 8. 18Q1 同业负债+同业存单比重低于 33%.....	7
图表 9. 上海银行存款同比增速提升 (17 vs 18Q1) .....	8
图表 10. 上海银行存款占比提升.....	8
图表 11. 付息负债成本与同业负债利率呈正相关.....	8
图表 12. 市场资金利率稳中有降.....	8
图表 13. 上海银行不良率与不良生成均下降 .....	9
图表 14. 上海银行不良生成降幅优于同业平均 .....	9
图表 15. 上海银行拨备计提水平提升 .....	10
图表 16. 上海银行拨备水平处于同业较高水平 .....	10
图表 17. 上海银行逾期 90 天以上/不良低于同业.....	10
图表 18. 上海银行不良+关注类贷款占比低.....	10
损益表(人民币 十亿元).....	12
主要比率(人民币 十亿元).....	12

## 投资要点

### 积极变化：信贷量价齐升，资产端收益率大幅上行

上海银行充分把握了信贷市场环境的变化，18年将贷款定价管理作为今年全行工作的重点之一，一方面在资产端加大对于信贷资产的倾斜，1季度末贷款环比年初增长近8%，增速位于行业前列，与此同时，公司在1季度继续压降对于低收益的同业资产及债券投资的规模，带动资产结构优化。另一方面，严格控制新发放贷款的定价与到期贷款的重定价，带动资产端量价齐升。根据我们测算，上海银行18年1季度生息资产收益率环比改善19BP至3.86%，改善幅度居于可比同业第二。展望18年后续季度，我们认为上海银行资产端将会继续加大对于信贷资产的倾斜力度，受结构优化及定价上行拉动，预计全年资产端收益率的改善幅度将在30-40BP。

### 调整压力：负债结构优化，成本抬升压力缓释

在2017年同业监管趋严、市场资金利率攀升背景下，上海银行的负债端面临结构调整以及成本上行压力，这也是造成公司17年息差大幅收窄的主要原因。而从18年来看，随着公司同业负债调整的逐步到位，公司同业负债指标考核达标，监管调整压力减退。与此同时，年初以来市场流动性改善，金融市场利率稳中有降，使得公司整体负债端成本压力缓释。

### 资产质量：不良认定严格，资产质量改善优于同业

上海银行具备区域优势，整体质量优于同业平均，并且受益于长三角经济的企稳复苏，公司的不良暴露高峰期已过，资产质量呈现改善趋势。同时，我们认为上海银行对于未来不良风险防御能力处于同业较强水平。在不良生成放缓的背景下，拨备有望成为公司业绩弹性的催化剂。

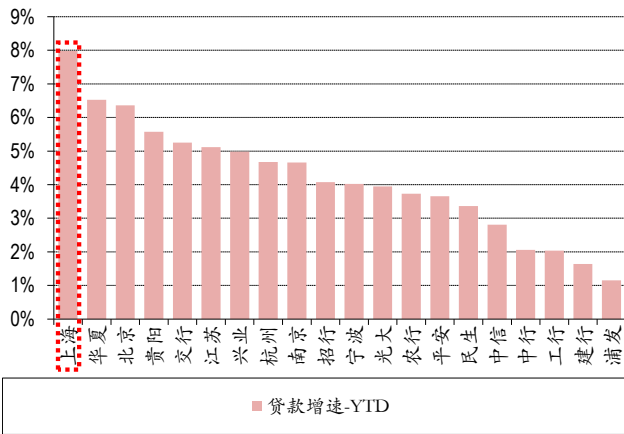
### 投资建议：基本面改善显著，估值性价比突出

上海银行18年资产负债两端均呈现积极改善态势，资产端受益于信贷投放的加快以及定价水平的提升，负债端受益于结构调整压力的缓解以及资金利率的平稳下行。资产负债两端的积极变化推动公司基本面显著改善，我们预计上海银行2018/19年净利润增速为15.0%/10.1%，目前股价对应2018年PB为0.85倍，较行业平均和上市城商行平均分别折价6%和9%，公司18年边际幅度优于同业，当前估值水平性价比突出，维持公司“增持”评级。

## 一、积极变化：信贷量价齐升，资产端收益率边际大幅改善

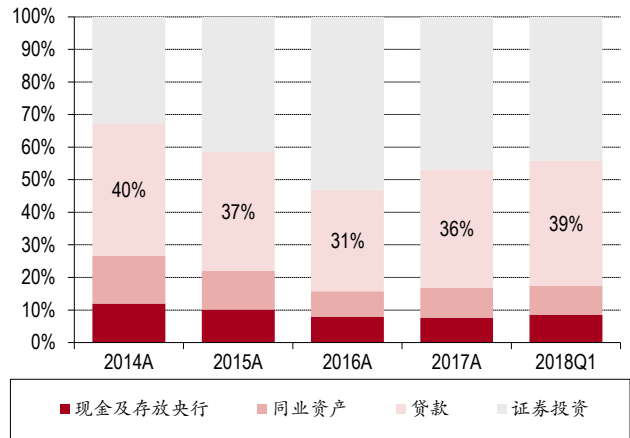
18年开年以来，上海银行资产端的调整释放了积极信号，一方面进一步加大对于信贷资产的投放力度，1季度末贷款环比年初增长近8%，增速位于行业前列，与此同时，公司在1季度继续压降对于低收益的同业资产及债券投资的规模，带动资产结构优化。

图表1. 上海银行开年信贷投放加快



资料来源：公司公告及中银证券

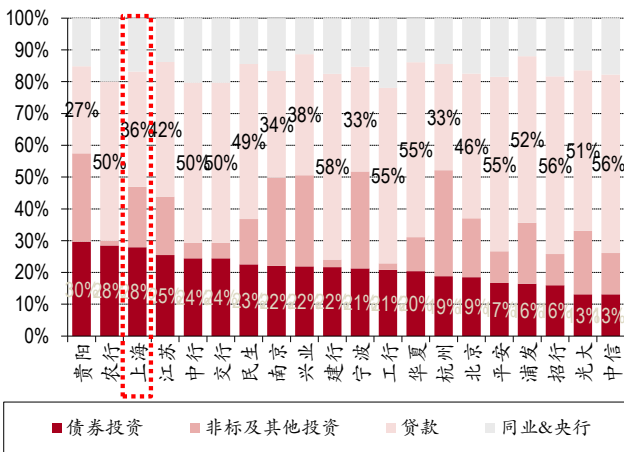
图表2. 上海银行贷款占生息资产比重明显提升



资料来源：公司公告及中银证券

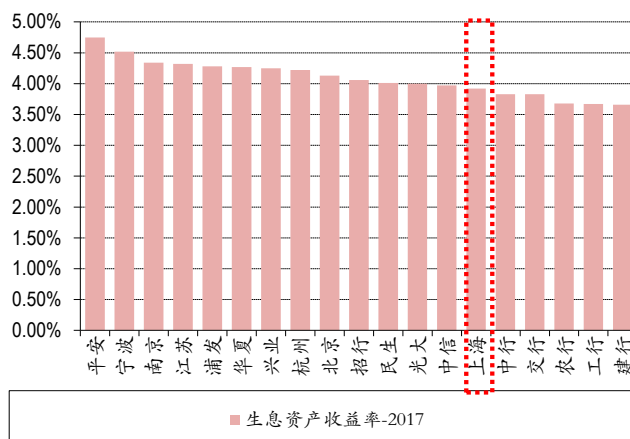
从过去来看，相对稳健保守的经营风格制约了上海银行资产端收益率弹性。从与上市可比同业的比较中可以看到，上海银行资产端对于同业及债券等低收益资产配置比重较高，债券投资占比基本与同行在同一水平，而贷款的占比则排名同业靠后。因此，整体来看，上海银行资产端收益率低于同业平均水平，而排名在其之后的仅有五大行。

图表3. 上海银行低收益资产占比较高



资料来源：公司公告及中银证券

图表4. 上海银行生息资产收益率排名靠后

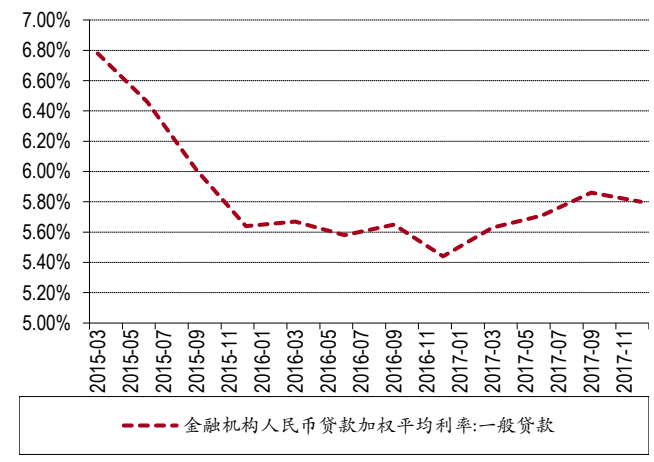


资料来源：公司公告及中银证券

17年以来随着金融去杠杆的推进，银行信贷资源的稀缺性抬升，推动了贷款利率的上行，而18年随着表外融资的进一步收紧，企业对于银行信贷资源的争夺加剧。从17年行业一般性贷款平均利率的变化来看，贷款利率同比上行了36BP，我们预计在18年信贷资源竞争加剧的背景下，贷款利率仍将会有进一步的抬升。

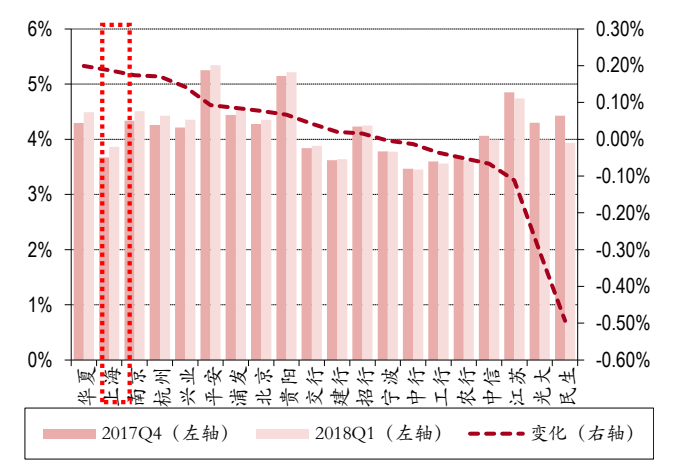
上海银行充分把握了信贷市场环境的变化，18年将贷款定价管理作为今年全行工作的重点之一，一方面在资产端加大对于信贷资产的倾斜，另一方面严格控制新发放贷款的定价与到期贷款的重定价，带动资产端量价齐升。根据我们测算，上海银行18年1季度生息资产收益率环比改善19BP至3.86%，改善幅度居于可比同业第二。展望18年后续季度，我们认为上海银行资产端将会继续加大对信贷资产的倾斜力度，受结构优化及定价上行拉动，预计全年资产端收益率的改善幅度将在30-40BP。

图表5. 贷款利率进入上行通道



资料来源：公司公告及中银证券

图表6. 上海银行1季度资产端收益率明显提升



资料来源：公司公告及中银证券



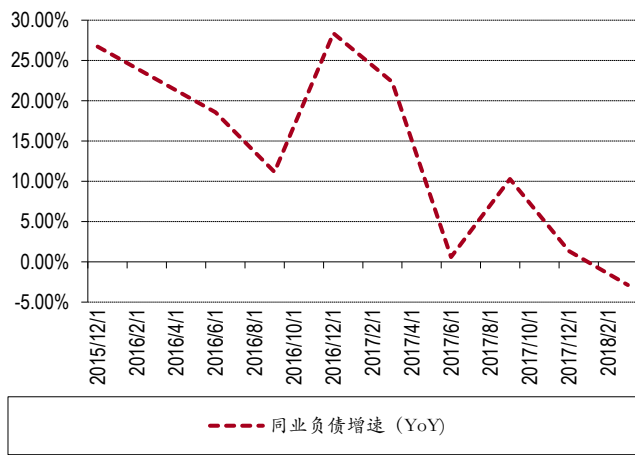
## 二、调整压力：负债结构优化，成本抬升压力缓释

在2017年同业监管趋严、市场资金利率攀升背景下，上海银行的负债端面临结构调整以及成本上行压力，这也是造成公司17年息差大幅收窄的主要原因。而从18年来看，随着公司同业负债调整的逐步到位，公司同业负债指标考核达标，监管调整压力减退。与此同时，年初以来市场流动性改善，金融市场利率稳中有降，使得公司整体负债端成本压力缓释。

### ■ 结构调整压力边际改善，负债结构进一步优化

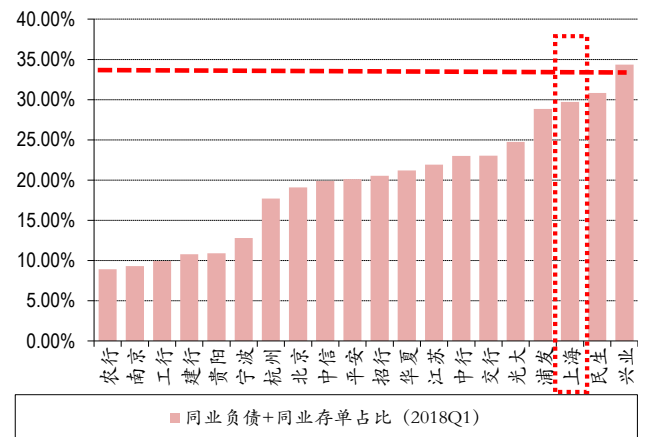
经过17年的调整，公司18Q1的同业负债考核指标已达标。在2017年同业监管趋严背景下，上海银行主动进行负债端结构调整，同业负债规模增速明显放缓，2017年以来同业负债规模同比增速在10%以下，经过1年的调整，公司的“(同业存单+同业负债)/总负债”指标下降。截至18Q1，公司的同业负债考核指标已经降至33%以下，因此2018年公司负债结构调整压力缓释。

图表7. 同业负债增速放缓



资料来源：万得数据及中银证券

图表8. 18Q1 同业负债+同业存单比重低于33%

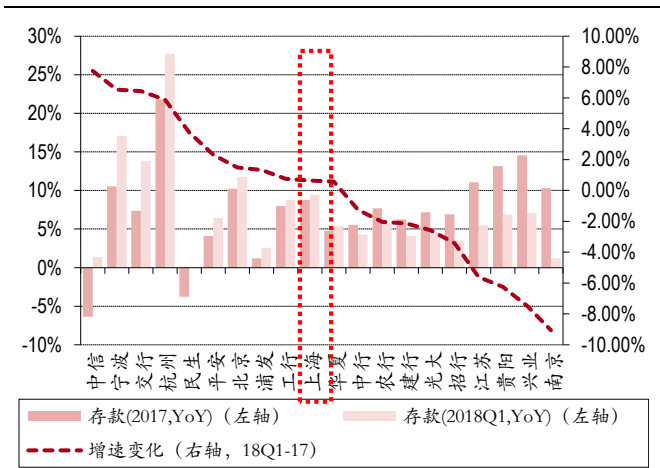


资料来源：万得数据及中银证券

在压降同业负债规模的同时，公司发力存款，负债结构进一步优化。在18年存款市场竞争趋烈背景下，公司18Q1存款同比增速较17年继续提升，带动公司存款占负债比重较18年进一步提升0.5pct至56.1%。

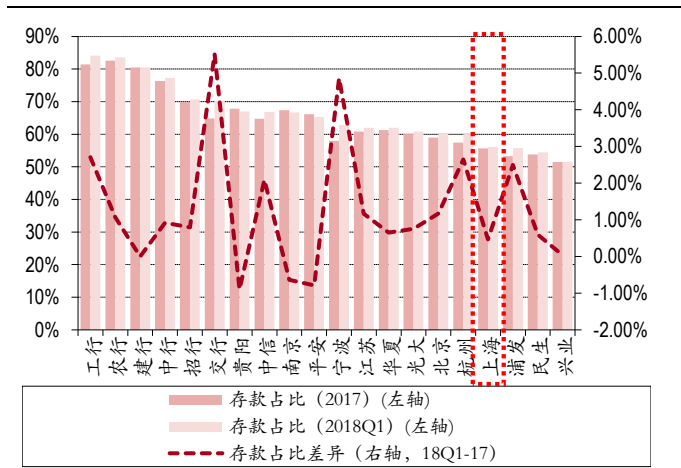
从目前来看，上海银行的存款占总负债比重在同业中处于中下游水平，未来仍有较大改善空间。一方面公司信贷端投放加快有利于存款派生，另一方面上海银行未来将不断推进产品创新，发展交易银行、投资银行、跨境银行特色业务，并且通过布局供应链金融和科创金融，提升获客以及吸收低成本存款能力。

图表9. 上海银行存款同比增速提升 (17 vs 18Q1)



资料来源: 万得数据及中银证券

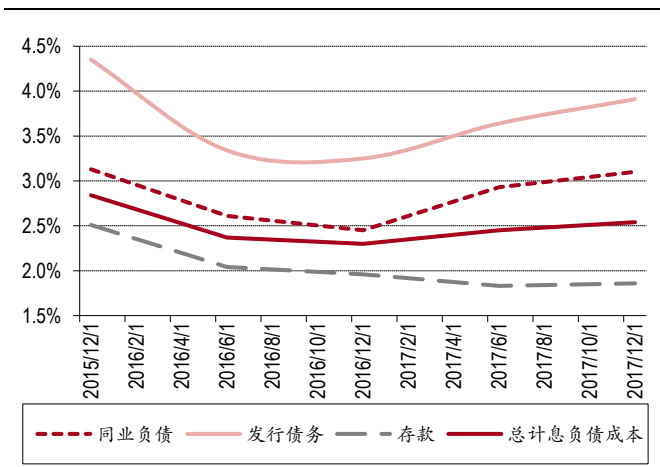
图表10. 上海银行存款占比提升



资料来源: 万得数据及中银证券

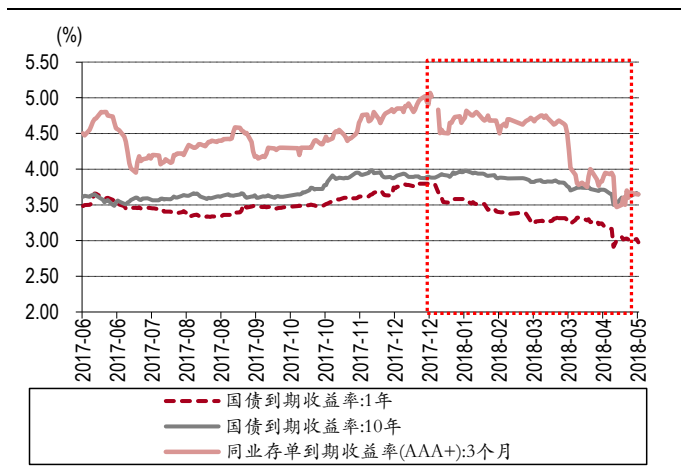
**市场流动性改善, 负债端成本抬升压力改善。**由于上海银行负债端同业负债以及债券发行占比较高, 17年以来, 受市场化资金利率上行影响, 公司同业负债与债券发行成本大幅上行, 2017年分别抬升了65BP/66BP, 带动计息负债成本上行24BP, 影响公司息差表现。但18年以来市场流动性改善, 市场资金利率有所下行。截至5月3日, 3A+同业存单(3M)利率较年初下行118BP, 1年期/10年期国债收益率较年初分别下降69BP/25BP。在此背景下, 公司18年负债端成本抬升压力大幅缓释。

图表11. 付息负债成本与同业负债利率呈正相关



资料来源: 万得数据及中银证券

图表12. 市场资金利率稳中有降



资料来源: 万得数据及中银证券



### 三、资产质量：不良认定严格，资产质量改善优于同业

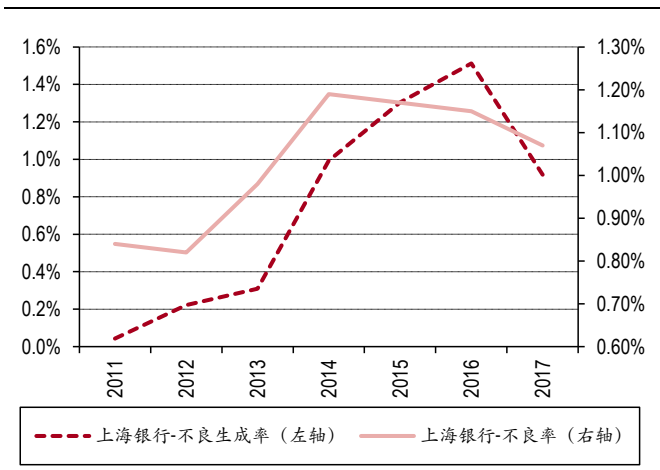
上海银行具备区域优势，整体质量优于同业平均，并且受益于长三角经济的企稳复苏，公司的不良暴露高峰期已过，资产质量呈现改善趋势。同时，我们认为上海银行对于未来不良风险防御能力处于同业较强水平，2018年资产质量有望延续改善趋势。

#### ■ 不良生成放缓，资产质量改善优于同业

2017年公司资产质量改善明显，不良率较2016年下降8BP至1.07%；并且据我们测算，公司17年加回核销的不良生成率为0.92%，较16年下降59BP，降幅处于同业较高水平。

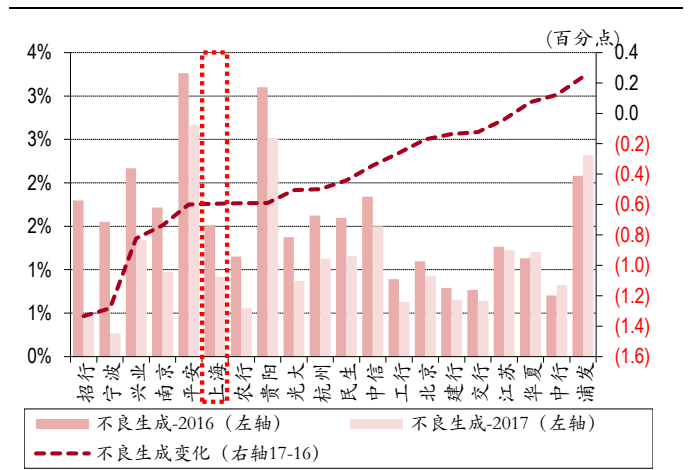
我们认为上海银行资产质量的改善，除了外部经济环境的改善，内部管理能力的提升也是另一重要因素。上海银行通过成立特营中心来处置和化解不良资产，不良资产处置和化解能力的提升，未来资产质量有进一步改善空间。

图表13. 上海银行不良率与不良生成均下降



资料来源：万得数据及中银证券

图表14. 上海银行不良生成降幅优于同业平均

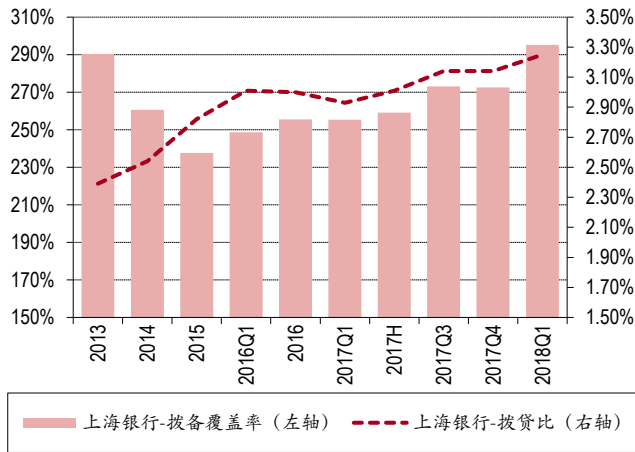


资料来源：万得数据及中银证券

#### ■ 拨备基础夯实，不良确认严格

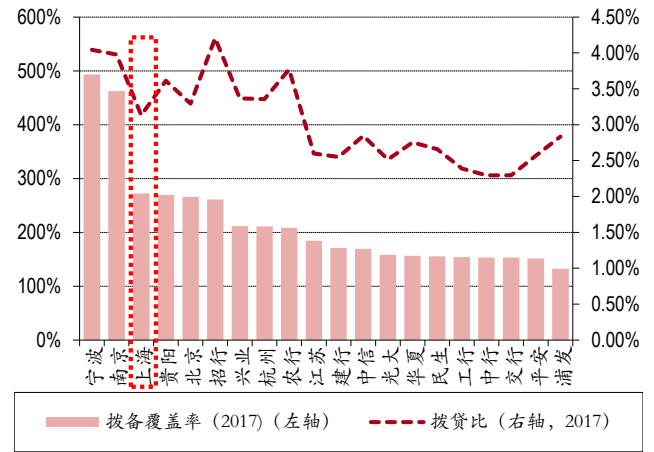
在资产质量呈改善背景下，公司拨备水平进一步夯实。2017年以来，公司拨备覆盖率逐季提升，截至2018Q1，公司拨备覆盖率水平达295%。与同业比较来看，公司的拨备覆盖水平居前（仅次于宁波银行和南京银行）。公司坚实的拨备基础，有助于风险抵御以及提升业绩稳定性。

图表15. 上海银行拨备计提水平提升



资料来源: 万得数据及中银证券

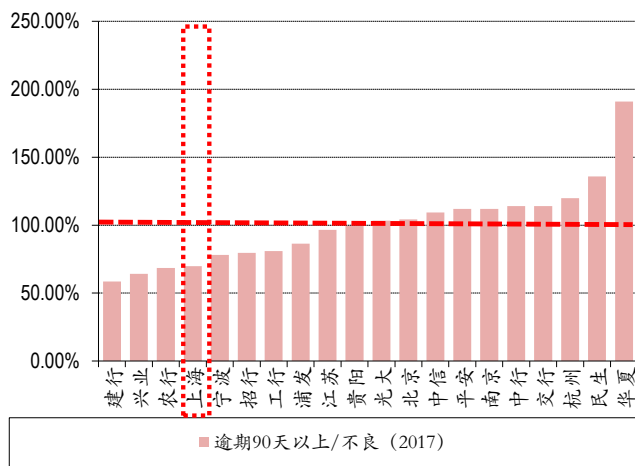
图表16. 上海银行拨备水平处于同业较高水平



资料来源: 万得数据及中银证券

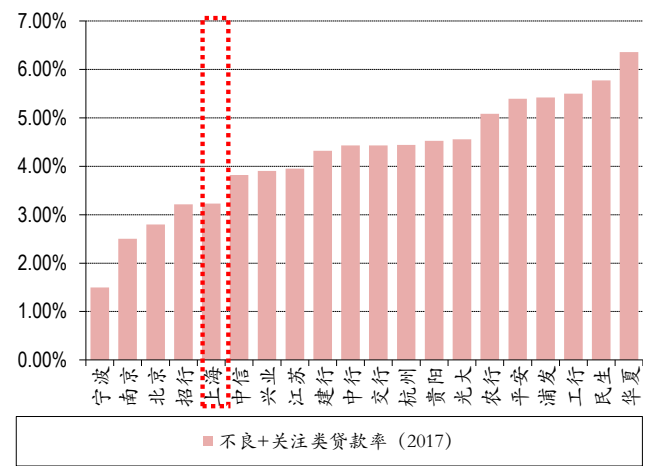
**公司不良确认严格。**从不良先行指标来看,上海银行逾期 90 天以上贷款/不良、不良+关注类贷款占比均处于同业较低水平。总体来看,上海银行的资产质量表现优于同业。

图表17. 上海银行逾期 90 天以上/不良低于同业



资料来源: 万得数据及中银证券

图表18. 上海银行不良+关注类贷款占比低



资料来源: 万得数据及中银证券

## 投资建议：基本面改善显著，估值性价比突出

上海银行 18 年资产负债两端均呈现积极改善态势，资产端受益于信贷投放的加快以及定价水平的提升，负债端受益于结构调整压力的缓解以及资金利率的平稳下行。资产负债端的积极变化推动公司基本面显著改善，我们预计上海银行 2018/19 年净利润增速为 15.0%/10.1%，目前股价对应 2018 年 PB 为 0.85 倍，较行业平均和上市城商行平均分别折价 6%和 9%，公司 18 年边际幅度优于同业，当前估值水平性价比突出，维持公司“**增持**”评级。

**损益表(人民币 十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标(RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	1.83	1.96	2.26	2.49	2.69
BVPS (摊薄/元)	19.28	16.27	17.81	19.67	21.72
每股股利	0.48	0.50	0.45	0.50	0.54
分红率(%)	20.00	25.46	20.00	20.00	20.00
<b>资产负债表(Rmb bn)</b>					
贷款总额	554	664	730	803	884
证券投资	918	834	792	792	792
应收金融机构的款项	135	162	170	178	187
生息资产总额	1,727	1,775	1,814	1,902	1,998
资产合计	1,755	1,808	1,847	1,937	2,035
客户存款	849	924	988	1,057	1,131
计息负债总额	1,613	1,632	1,732	1,839	1,952
负债合计	1,639	1,660	1,688	1,763	1,845
股本	6	8	8	8	8
股东权益合计	116	147	159	174	189
<b>利润表(Rmb bn)</b>					
净利息收入	26.00	19.12	22.73	24.34	26.40
净手续费及佣金收入	6.16	6.26	6.26	6.44	6.64
营业收入	34.38	33.11	36.72	38.52	40.77
营业税金及附加	(0.71)	(0.34)	(0.37)	(0.39)	(0.41)
拨备前利润	25.90	24.75	27.46	28.80	30.48
计提拨备	(9.58)	(8.67)	(8.96)	(8.44)	(8.44)
税前利润	16.32	16.08	18.50	20.36	22.04
净利润	14.31	15.33	17.63	19.41	21.01
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.17	1.15	1.07	1.05	1.00
NPLs	6.50	7.64	7.82	8.44	8.84
拨备覆盖率(%)	256	273	312	333	360
拨贷比(%)	2.82	2.82	3.34	3.49	3.60
一般准备/风险加权资(%)	1.60	1.76	2.01	2.21	2.39
不良贷款生成率(%)	1.51	0.92	0.80	0.70	0.60
不良贷款核销率(%)	(1.49)	(0.73)	(0.78)	(0.62)	(0.55)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(人民币 十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营管理(%)</b>					
贷款增长率	14.34	19.86	10.00	10.00	10.00
生息资产增长率	47.87	2.79	2.18	4.85	5.07
总资产增长率	47.83	2.98	2.18	4.85	5.07
存款增长率	17.18	8.78	7.00	7.00	7.00
付息负债增长率	47.90	1.17	6.13	6.14	6.15
净利息收入增长率	10.75	(26.47)	18.88	7.10	8.46
手续费及佣金净收入增	55.98	1.61	0.00	3.00	3.00
营业收入增长率	22.43	(3.71)	10.90	4.91	5.85
拨备前利润增长率	33.26	(4.41)	10.92	4.89	5.83
税前利润增长率	15.38	(1.45)	15.01	10.09	8.25
净利润增长率	25.77	7.13	15.01	10.09	8.25
非息收入占比	17.91	18.90	17.04	16.73	16.28
成本收入比	22.91	24.48	24.48	24.48	24.48
信贷成本	1.76	1.42	1.29	1.10	1.00
所得税率	12.22	4.64	4.64	4.64	4.64
<b>盈利能力(%)</b>					
NIM	1.73	1.25	1.45	1.50	1.55
拨备前 ROAA	1.76	1.39	1.50	1.52	1.53
拨备前 ROAE	27.30	18.84	17.95	17.32	16.79
ROAA	0.97	0.86	0.96	1.03	1.06
ROAE	15.08	12.63	13.25	13.27	13.00
<b>流动性(%)</b>					
分红率	20.00	25.46	20.00	20.00	20.00
贷存比	65.25	71.90	73.91	75.98	78.11
贷款/总资产	31.56	36.73	39.54	41.48	43.43
债券投资/总资产	52.27	46.14	42.89	40.91	38.93
银行同业/总资产	7.69	8.95	9.20	9.21	9.20
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	11.17	10.69	11.63	12.31	12.97
资本充足率	12.65	14.33	15.19	15.71	16.21
加权风险资产-一般法	1,038	1,186	1,212	1,271	1,335
% RWA/总资产(%)	59.13	65.60	65.60	65.60	65.60

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 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，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：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6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个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6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