



## 强于大市

# 银行业动态跟踪

### 看好相对收益，关注绩优个股

年初以来银行板块跑输市场约 14 个百分点，涨幅明显弱于市场。我们认为随着宽信用及减税政策力度的持续，市场对国内经济及行业基本面过度悲观的预期明显改善。考虑到板块目前较低的估值水平（19 年对应 0.88PB）和 4.2% 的股息收益率存配置吸引力，建议积极把握补涨机会。4 月恰逢业绩披露期，个股推荐业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行），以及受益政策放松、边际改善延续的区域银行（南京银行、杭州银行）以及股份行，同时关注常熟银行等次新弹性品种的交易性机会。

#### 投资要点：

#### ■ 银行板块滞涨于市场，相对收益有望改善

板块年初以来滞涨于市场，跑输沪深 300 指数约 14 个百分点。板块涨幅(23%) 位居所有板块倒数第二。目前银行板块估值对应 2019 年 PB0.88x，估值接近过去 4 年中枢位置。从股息率来看，银行股股息率较实际利率的相对溢价率高于 2011 年以来中枢水平；相较沪深 300 股息率水平，银行股股息率溢价为 1.5% 左右。我们认为随着宽信用及减税政策力度的持续，市场对国内经济的过度悲观预期有所修正，考虑到板块目前较低的估值水平和 4.2% 的股息收益率存配置吸引力，建议积极把握补涨机会。

#### ■ 积极因素催化，稳健基本面支撑估值上行

展望 2 季度，我们认为利好银行板块估值修复的积极因素有望陆续催化：**1) 货币宽松持续，降准仍有空间：**经济下行压力持续背景下，预计货币政策将延续宽松，2 季度降准窗口临近，宽松资金面有利于银行改善负债成本。**2) 海外指数权重调整推进：**2 季度进入富时指数纳入 A 股正式调整阶段，同时 MSCI 在 5 月半年度会议有望进一步提升 A 股纳入比例，海外长期资金存在持续流入预期，利好银行配置。目前国内机构对银行明显低配（2018Q4 不到 7%），存在提升空间。**3) 分红季配置价值凸显：**2 季度临近银行分红期，目前银行板块 4.2% 的股息收益率存在吸引力。利好因素叠加 2019 年平稳的基本面表现，将推动行业估值向上修复。

#### ■ 个股推荐：业绩期关注绩优个股

个股方面，4 月恰逢年报与 1 季报披露，我们从业绩弹性与改善幅度两个维度出发，推荐业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）以及受益政策放松、边际改善延续的区域银行（南京银行、杭州银行）以及股份行，同时关注常熟等次新弹性品种的交易性机会。

#### ■ 风险提示：经济下行导致资产质量恶化超预期。

#### 相关研究报告

《银行业 2018 年年报综述》20190402

《银行行业月报》20190401

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：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

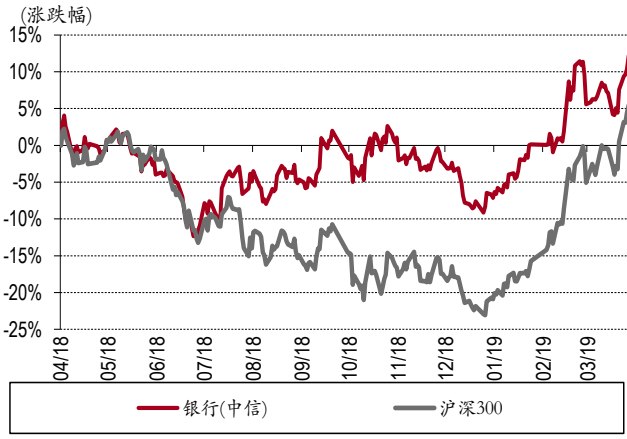
证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001

\*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

## 一、银行板块滞涨于市场，相对收益有望改善

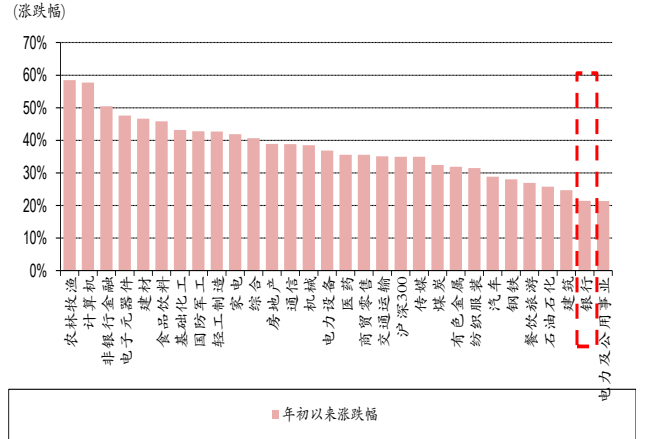
板块跑输大市，相对表现存改善空间。年初以来，随着宽信用政策效果的显现以及监管的宽松，前期市场对国内经济的过度悲观预期有所修正，市场情绪回暖。银行板块年初以来滞涨于市场，跑输沪深300指数约14个百分点。板块涨幅（23%）位居所有板块倒数第二，相对表现存在改善空间。

图表1. 银行板块跑输沪深300指数



资料来源：万得，中银国际证券

图表2. 银行板块涨幅位居倒数第二



资料来源：万得，中银国际证券

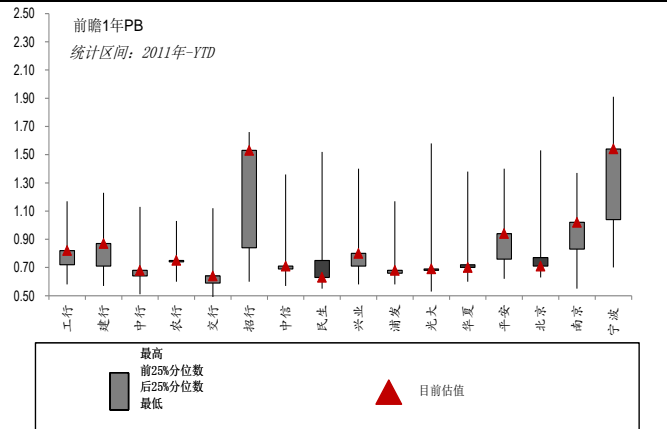
经济悲观预期抑制估值弹性，板块估值居过去四年中枢水平。目前估值对应2019年PB为0.88x，估值接近过去四年的中枢水平（0.85x）。并且从老16家上市银行表现来看，除了招行和宁波外，大部分个股估值处于历史较低水平。经济悲观预期是前期抑制板块估值弹性的重要因素，在宏观经济下行压力仍存背景下，2019年监管定调积极财政政策以及更稳健的货币政策，我们认为当前市场处于经济预期修正阶段，银行板块估值存在修复空间。

图表3. 板块估值为0.88x



资料来源：万得，中银国际证券

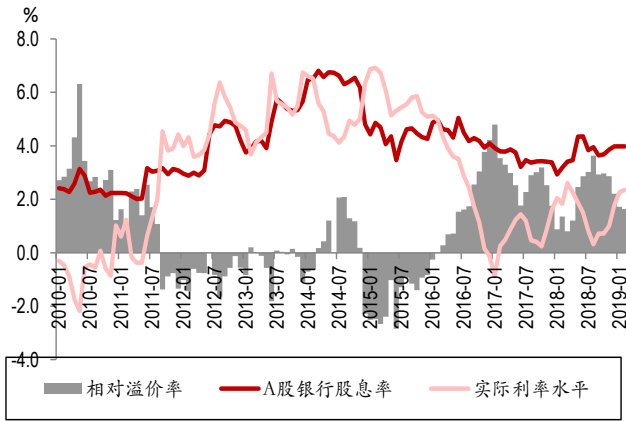
图表4. 大部分个股估值处于历史较低水平



资料来源：万得，中银国际证券

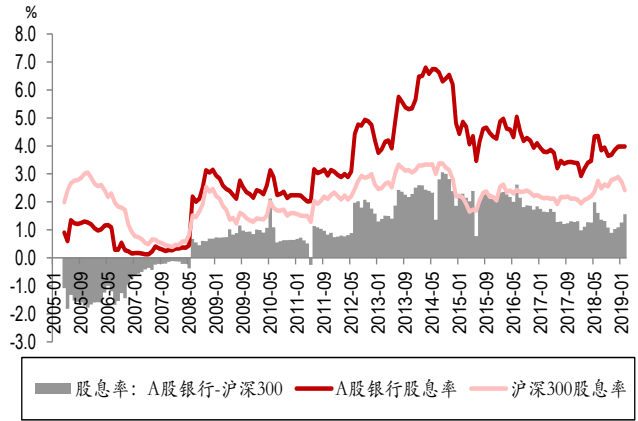
银行股股息率高于实际利率及沪深300，板块配置存吸引力。从股息率来看，目前银行股股息率（4.2%）较实际利率的相对溢价率高于2011年以来中枢水平；相较沪深300股息率水平，2018年下半年以来银行股股息率溢价水平走阔，目前溢价率达1.5%。考虑到2019年宽货币持续引导无风险利率下行，我们认为板块的股息收益率（4.2%）存在吸引力。

图表5. 银行股息率高于实际利率水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表6. 银行股息率高于沪深300



资料来源：万得，中银国际证券

## 二、积极因素催化，稳健基本面支撑估值上行

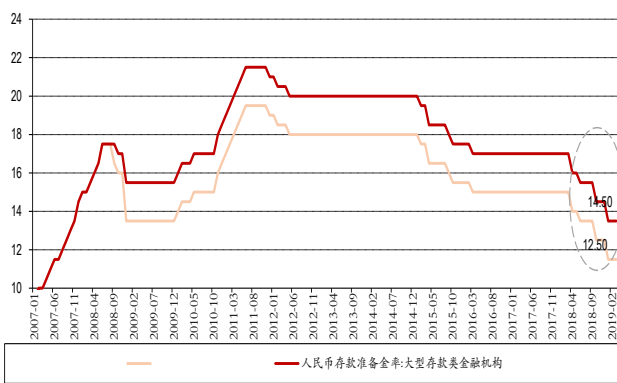
展望 2 季度，我们认为银行板块表现存在多重催化剂：1) 货币宽松持续，降准仍有空间；2) 海外指数权重调整推进；3) 分红季配置价值凸显；叠加银行板块稳健的基本面，支持板块估值上行。

### ■ 货币宽松持续，降准仍有空间。

短期经济数据表现仍疲弱，预计监管加强逆周期调节实现“稳经济”。面对“稳中有变”的经济形势，2019 年政策重心由“去杠杆”向“稳增长”转移。对于银行业而言，2019 年的监管环境更为友好、政策调控更为精准以疏通货币传导机制。2019 年 1-2 月的各项经济数据（包括消费、投资、外贸等）表现依然较为疲弱，反映出短期国内经济仍然存在下行压力。在此背景下，我们认为政府将维持稳健的宏观政策基调，加强逆周期调节，保证经济稳定增长，预计货币政策将延续宽松。

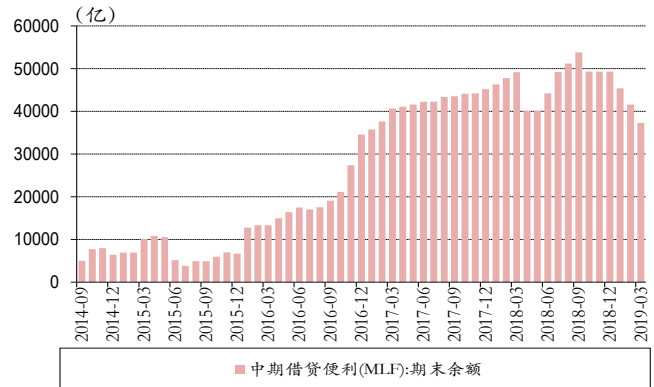
我们认为央行将继续采用置换式降准（截至 2019 年 3 月末 MLF 余额约 3.7 万亿，置换式降准仍有较大余地），或者指定用途式降准，以实现宽货币向宽信用的转换。结合来看，我们判断 2019 年全年有 3-4 次的降准空间。其中，央行 1 季度已进行 1 次降准，为银行提供低成本增量资金，市场流动性保持充裕情况下资金利率维持较低水平。从 2 季度来看，MLF 到期规模为 1.19 万亿，基础货币存在缺口，我们判断 2 季度降准窗口临近，宽货币环境有利于银行改善负债成本。

图表7. 银行存款准备金率 2018 年以来 5 次下调



资料来源：万得，中银国际证券

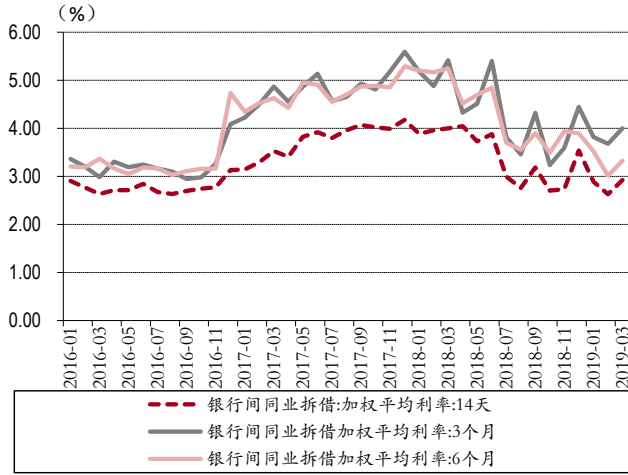
图表8. MLF 余额仍在高位



资料来源：万得，中银国际证券

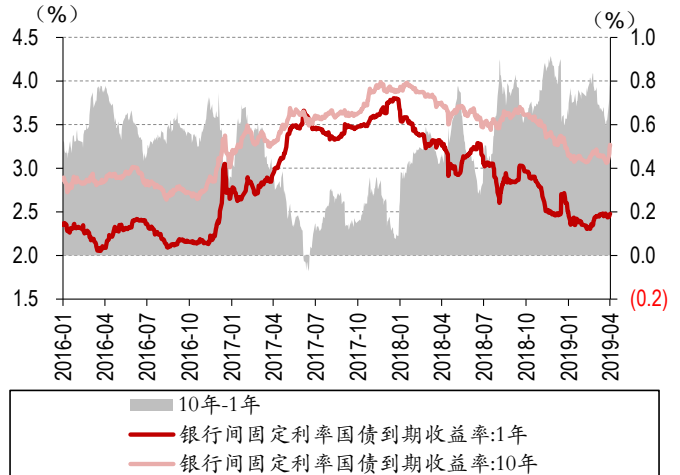
预计1季度息差整体表现平稳。受益于货币政策呵护，预计全年资金面将维持充裕，同时，随着短端利率向长端的传导，10年期国债收益率仍有进一步下行的空间，改善行业整体负债端成本压力，有助于对冲宽货币环境以及企业有效融资需求不足背景下资产端收益率的下行，预计1季度行业整体息差表现平稳。

图表9. 预计2019年资金利率将稳定在低位



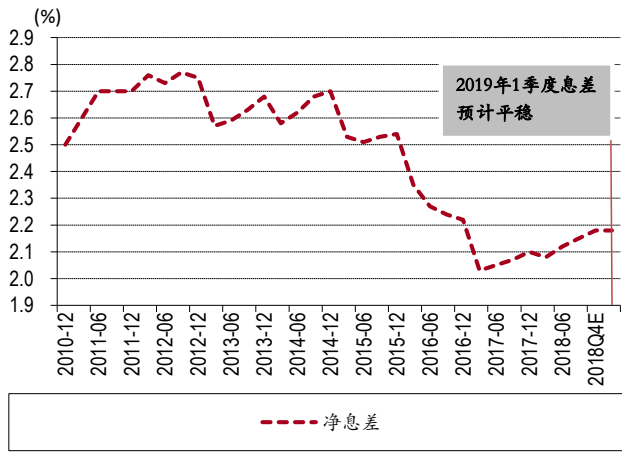
资料来源：万得，中银国际证券

图表10. 无风险利率仍有下行空间



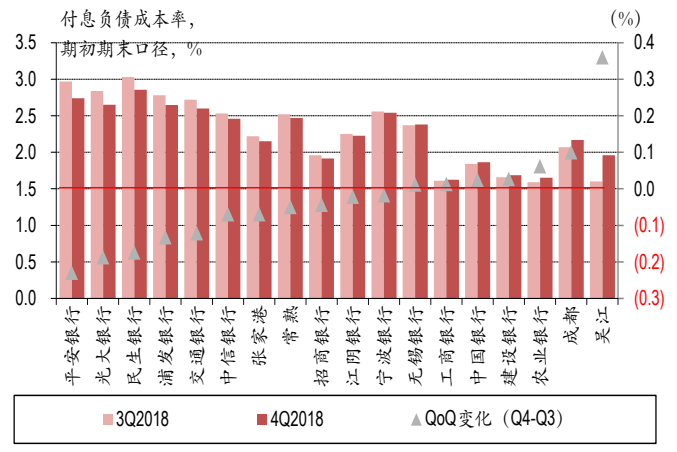
资料来源：万得，中银国际证券

图表11.1 季度行业息差预计平稳



资料来源：万得，中银国际证券

图表12. 宽货币环境下行业4季度负债端成本压力缓解

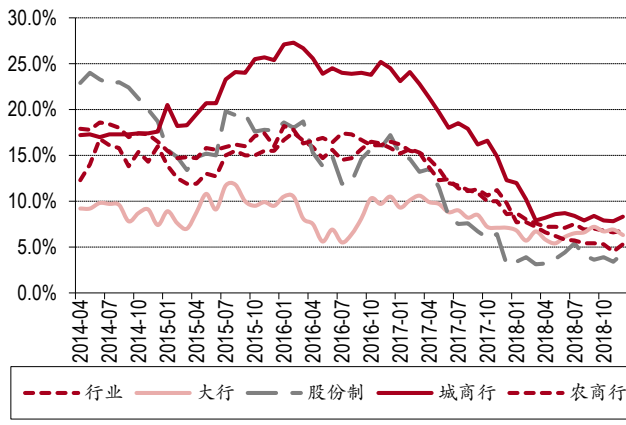


资料来源：万得，中银国际证券

1季度规模增速有望回升。随着宽信用效果的逐步显现以及中小企业融资环境的改善，预计1季度行业基本面表现平稳。规模来看，2018年4季度银行业整体规模同比增速较3季度小幅下行0.2个百分点至6.8%，大行增速有所下行，4季度较3季度下降0.9个百分点至6.3%；股份行随着业务调整压力的缓解，规模增速小幅回升0.7个百分点至4.3%。展望1季度，我们认为在表内信贷加大投放以及表外业务监管适度放松背景下，行业整体规模增速有望回升。

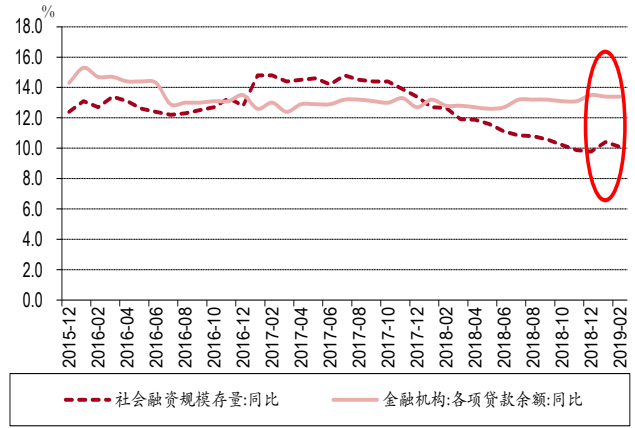


图表13.银行业总资产增速平稳



资料来源：万得，中银国际证券

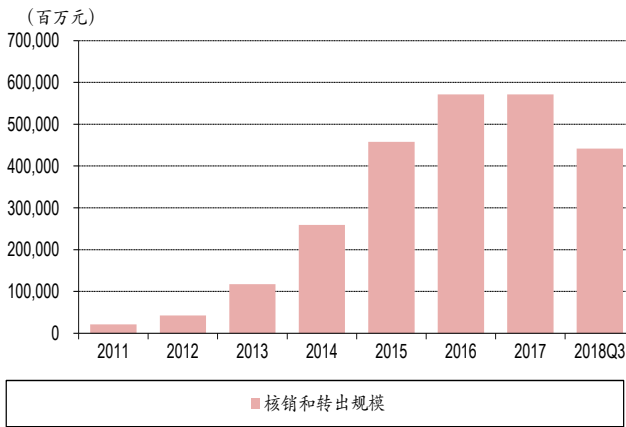
图表14.年初以来社融同比增速有所提升



资料来源：万得，中银国际证券

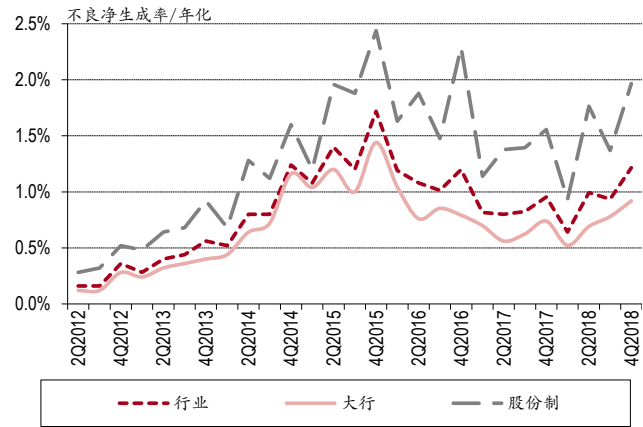
资产质量方面，判断1季度不良生成上行压力可控。宏观经济下行压力对资产质量带来的负面影响在2018年4季度已有体现，我们测算上市银行2018年4季度单季年化不良生成率为1.21%，同环比分别上行24/31BP。2018年银行业整体认定趋严，部分原先存在达标压力的银行在4季度均已将偏离度修复到100%以内。由于存量不良处置相对充分以及整体不良认定压力缓解，我们认为影响银行1季度资产质量表现的重要因素在于新生成不良。尽管2019年银行信贷结构对于民企及小微的倾斜对行业资产质量表现带来潜在压力，但我们认为在经历上一轮（2013-2014年）不良高发时期后银行风险偏好收敛，并且随着宽信用效果的逐步显现，中小企业融资环境也将有改善，虽然不良生成存在上行压力但整体可控，行业资产质量大幅恶化可能性低。

图表15.银行体系2013年以来不良处置力度加大



资料来源：万得，中银国际证券

图表16.2018年4季度不良生成速度有所提升



资料来源：万得，中银国际证券

■ 海外指数权重调整推进，重视板块中长期配置价值

近年来随着A股国际化脚步提速，外资入市的节奏加快。2季度进入富时指数纳入A股正式调整阶段，同时MSCI在5月半年度会议有望进一步提升A股纳入比例，海外长期资金存在持续流入预期。考虑到外资更偏向于蓝筹的配置，海外增量资金的流入利好银行配置。目前国内机构对银行明显低配（2018Q4不到7%），存在提升空间。

1) 富时罗素 2019年6月开始将A股纳入其全球股票指数体系

富时罗素公告从2019年6月开始将中国A股的25%可投资比重将被纳入全球股票指数体系。第一阶段结束后，预计中国A股在富时罗素新兴市场指数占比5.5%，占富时罗素全球市场指数比重为0.57%。具体操作方面，将A股纳入分三步走，2019年6月纳入20%，2019年9月纳入40%，2020年3月纳入40%。

2) MSCI宣布将A股纳入因子从5%提升到20%，其中5月进行第一步将纳入因子从5%提升至10%

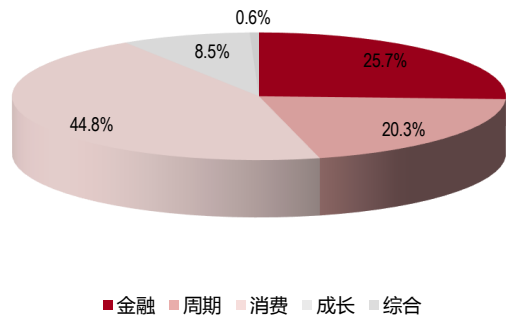
2月MSCI宣布将A股纳入因子从5%提升到20%，具体的提升路径分为三步走：2019年5月将大盘股纳入因子从当前的5%提升至10%，并纳入符合条件的创业板个股，纳入因子为10%；2019年8月将大盘股纳入因子从10%提升至15%；2019年11月将大盘股纳入因子从15%提升至20%，并纳入中盘股，纳入因子为20%。根据我们测算，如果将纳入因子提升至20%，此次扩容（不考虑中盘股及创业板）预计将为A股市场带来约3000-4000亿元增量资金。

图表17.A股国际化脚步加快

时间	事件	主要内容
2018年5月1日	扩大沪港通、深港通额度	中国证券监督管理委员会、香港证券及期货事务监察委员会同意将沪股通及深港通每日额度从130亿元分别调整为520亿元人民币，沪港通下的港股通及深港通下的港股通每日额度从105亿元分别调整为420亿元人民币，自2018年5月1日起生效。
2018年5月15日	A股被纳入MSCI指数	MSCI表示将从2018年6月起把A股纳入MSCI新兴市场指数，此次纳入的成分股数量为234只，纳入因子为2.5%。2018年8月将会提升纳入比例至5%。
2018年9月26日	扩大A股纳入MSCI范围	全球第一大指数公司MSCI将纳入因子调整5%，且宣布有望在明年的审议通过后，将中国大盘A股的纳入因子从5%增加到20%。此外，MSCI将考虑在2020年5月将中盘A股纳入。
2018年9月27日	A股纳入富时罗素指数	富时罗素表示，第一阶段中国A股在富时罗素新兴市场指数占比5.5%，占富时罗素全球市场指数比重为0.57%。A股纳入分三个步骤，2019年6月纳入20%，2019年9月纳入40%，2020年3月纳入40%，涵盖大、中、小股票。
2018年12月4日	沪伦通开通在即	沪伦通规定确定了中英双方上市公司将以存托凭证的方式跨市场上市。12月4日傍晚，上海证券交易所发布公告称，根据相关规定，对中国国际金融(英国)有限公司予以沪伦通全球存托凭证(GDR)英国跨境转换机构备案。此前英国伦敦副市长Rajesh Agrawal曾表示沪伦通很可能在今年12月份真正落地。
2019年2月28日	MSCI提升A股纳入因子	MSCI宣布将A股纳入因子从5%提升到20%，具体的提升路径分为三步走：a) 第一步，2019年5月半年度调整中大盘股纳入因子从当前的5%提升至10%，并纳入符合条件的创业板个股，纳入因子为10%；b) 第二步，2019年8月指数季度调整，大盘股纳入因子从10%提升至15%；c) 2019年11月指数半年度调整，大盘股纳入因子从15%提升至20%，并纳入中盘股，纳入因子为20%。

资料来源：万得，中银国际证券

图表18.陆股通机构配置行业分布

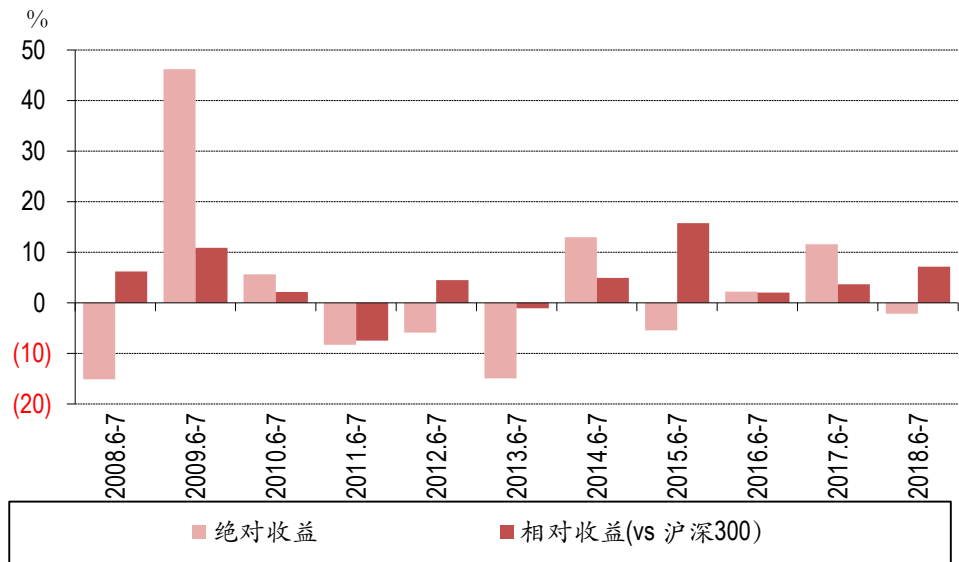


资料来源：万得，中银国际证券

■ 分红季配置价值凸显

分红季低估值高股息率的银行板块存配置价值，关注板块相对收益。2季度临近银行分红期，目前银行板块4.2%的股息收益率存在吸引力。利好因素叠加2019年平稳的基本面表现，将推动行业估值向上修复。根据我们统计，2008年以来的6-7月中，银行板块跑赢沪深300指数的情况出现9次（共11次），分红期板块或迎催化行情。

图表19. 银行股 6-7 月大概率跑出相对收益



资料来源：万得，中银国际证券

### 三、个股推荐：关注绩优个股

4 月恰逢业绩披露期，我们从业绩弹性与改善幅度两个维度出发推荐个股：

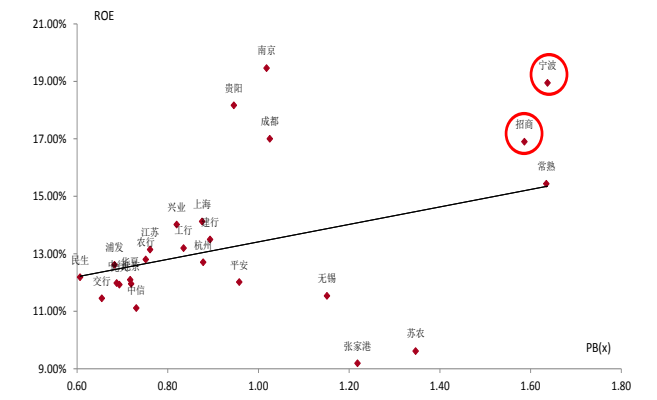
#### 1) 业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）

招行以及宁波的盈利能力强，业绩增速领先同业。两家银行无论是资产质量还是风险抵御能力，在行业中都处于较优水平。另外，招行以及宁波雄厚的拨备基础也为业绩稳定性奠定了基础。

#### 2) 受益政策放松、边际改善延续的区域银行（南京银行、杭州银行）以及股份行，同时关注常熟银行等次新弹性品种的交易性机会。

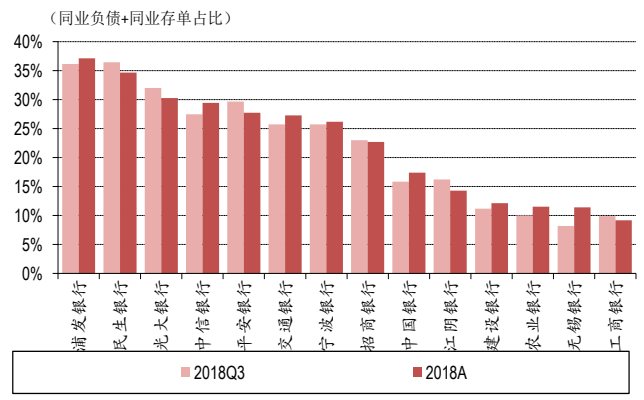
随着 2019 年负债端同业负债结构调整逐步到位，宽货币推动同业负债成本下行，过去两年受监管和紧货币冲击较大的中小银行迎来改善窗口期。另外，2018 年底以来银行加速资本金补充进程，经过资本金补充后，原先存在资本金压力的银行扩张能力修复。随着资产负债表右端压力的改善，看好边际改善银行的估值修复。此外，中小行的业绩弹性相对高，建议关注常熟等次新弹性品种的交易性机会。

图表20. 银行板块 ROE 与 PB 散点图



资料来源：万得，中银国际证券

图表21. 同业负债结构调整逐步到位



资料来源：万得，中银国际证券

注：同业负债未剔除结算性存款，测算结果存在偏差



图表22.上市银行资本补充进程

(%)	资本补充方式	融资规模	进度	最新公告的核心一级资本充足率
工行	优先股1000亿,永续债800亿	1800亿	股东大会通过; 董事会通过	12.98
建行				13.83
中行	优先股1000亿, 永续债400亿	1400亿	银保监会核准; 完成发行	11.10
农行				11.55
交行	可转债600亿, 永续债400亿	1000亿	证监会核准; 董事会议案	11.16
招行				11.78
中信	可转债400亿、优先股400亿	800亿	完成发行, 2019年9月进入转股期; 股东大会通过	8.62
民生	可转债500亿; 优先股	500亿	股东大会通过; 股东大会通过	8.93
兴业	优先股300亿	300亿	证监会核准	9.19*
浦发	可转债500亿	500亿	股东大会通过	10.09
光大	优先股350亿	350亿	发审委通过	9.15
华夏				8.01*
平安	可转债260亿	260亿	完成发行, 19年7月进入转股期	8.54
北京	优先股400亿	400亿	股东大会议案	8.77*
南京	定增140亿		被否	8.21*
宁波	定增80亿	80亿	股东大会通过	9.16
上海				10.06*
江苏	可转债200亿	200亿	完成发行, 19年9月进入转股期	8.58*
贵阳				9.68*
杭州				8.21*
江阴	可转债20亿	20亿	完成发行, 已进入转股期	14.02
无锡	可转债30亿	30亿	完成发行, 已进入转股期	10.44
常熟	可转债30亿	30亿	完成发行, 已进入转股期	9.7*
吴江	可转债25亿	25亿	完成发行, 已进入转股期	11.06*
张家港	可转债25亿	25亿	完成发行, 19年5月进入转股期	11.39*

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 标\*为3季度报核心一级资本充足率

## 风险提示

**经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业, 行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况, 从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行, 银行业的资产质量存在恶化风险, 从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续, 宏观经济存不确定性, 后续仍需密切关注经济的动态变化。



附录图表 23. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
601939.SH	建设银行	买入	7.44	1,860	0.97	1.02	1.09	0.98	7.37
601988.SH	中国银行	未有评级	3.89	1,145	0.59	0.61	0.82	0.76	5.02
601288.SH	农业银行	买入	3.79	1,326	0.55	0.58	0.99	0.83	4.43
600036.SH	招商银行	买入	35.59	898	2.78	3.19	2.01	1.77	19.49
601998.SH	中信银行	未有评级	6.50	318	0.87	0.91	0.87	0.79	7.95
600000.SH	浦发银行	增持	11.71	344	1.85	1.90	0.87	0.78	14.49
601818.SH	光大银行	买入	4.23	222	0.60	0.64	0.82	0.78	5.32
600015.SH	华夏银行	未有评级	8.56	132	1.29	1.32	0.89	0.79	12.55
601169.SH	北京银行	增持	6.35	134	0.89	0.96	0.86	0.78	8.02
601009.SH	南京银行	增持	8.62	73	1.14	1.30	1.27	1.16	7.64
002142.SZ	宁波银行	增持	23.30	121	1.79	2.15	2.41	1.88	11.78
601229.SH	上海银行	增持	12.43	136	1.40	1.65	1.07	0.98	12.62
600919.SH	江苏银行	未有评级	7.36	85	1.03	1.10	0.93	1.04	8.63
600926.SH	杭州银行	增持	8.85	45	0.89	1.05	1.08	0.96	8.94
002807.SZ	江阴银行	未有评级	6.62	12	0.45	0.47	1.31	1.19	5.41
600908.SH	无锡银行	增持	6.82	13	0.54	0.59	1.36	1.23	5.38
601128.SH	常熟银行	买入	8.16	20	0.50	0.59	1.96	1.79	5.17
603323.SH	吴江银行	增持	7.96	13	0.45	0.52	1.56	1.46	6.16
002839.SZ	张家港行	未有评级	7.17	13	0.42	0.49	1.57	1.28	4.95

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 4 月 7 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一预期



## 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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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