



## 强于大市

# 证券行业政策点评

### 两融标的大幅扩容，风控指标调整顺应业务发展

证监会就修订券商风险控制指标公开征求意见，新计算标准旨在提升券商风险管理有效性与全行业抵御系统性风险的能力。证监会指导沪深交易所修订融资融券实施细则，交易机制得以大幅优化，且两融标的范围显著扩大。

- **两融与股票质押风控指标计算标准一松一紧。**证监会就修订券商风险控制指标计算标准公开征求意见，提升券商风险管理有效性与全行业抵御系统性风险的能力，其中包括：1) 放宽对两融业务所需稳定资金的要求，将折算比例由 50% 下调至 30%，对券商加大加快开展两融业务有提振作用。2) 收紧股票质押业务的风控指标，一方面将到期日 1 年以上的股票质押融出资金的所需稳定资金折算比例由 75% 上调至 100%，另一方面将自有资金开展股票质押业务标的物为受限股的风险资本准备由 20% 上调至 40%。监管收紧股票质押业务风控指标计算标准旨在规范场内股票质押业务，防范风险。
- **新标准引导券商价值投资，并新增覆盖创新业务。**1) 修订后的计算标准引导券商进行价值投资，加大支持实体经济力度：i) 将券商持有成分股与权益指数基金的风险资本准备分别由 15%、10% 下调至 10%、5%。ii) 将持有的政策性金融债和政府支持机构债券的风险资本准备由 2% 下调至 1%，并将 1 年期及以上的国债、央行票据等所需稳定资金折算比例由 5% 下调至 2%。2) 为顺应创新业务发展需求，新增了几项风控指标，包括买入与卖出信用衍生品、私募基金代销与托管、场内外 ABS 产品。3) 为鼓励引导券商提升全面风险管理水平，对连续三年分类评价为 A 类 AA 级及以上的证券公司，风险资本准备调整系数设为 0.5。
- **融资融券规则优化，标的范围显著扩大。**证监会指导沪深交易所修订融资融券实施细则，两融业务交易机制得以大幅优化：1) 取消了最低维持担保比例不得低于 130% 的统一限制，改由证券公司与客户自主约定；2) 扩大补充担保物范围，客户可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物，增强补充担保的灵活性。新规摒弃“一刀切”规定，能够更好地满足券商自主风险管理的需求，提升风险管理能力。此外，新规显著扩大了两市两融标的范围，标的数量由 950 大幅提升至 1600（其中沪市由 525 升至 800，深市由 425 升至 800），中小板、创业板占比大幅提升，有助于通过做空机制的完善提升 A 股的价值发现与回归功能。

#### 相关研究报告

- 《上市券商 7 月业绩点评》20190808
- 《上市券商 6 月业绩点评》20190710
- 《证券行业 2019 年中期策略》20190701

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：证券

王维逸

021-20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

\*孙嘉康为本报告重要贡献者

#### 投资建议

- 修订后的券商风控指标计算标准与两融规则有望为券商带来多重利好：1) 有望提升券商全面风险管理能力以满足行业快速发展的需要；2) 引导券商开展价值投资，更好服务实体经济；3) 场内股票质押业务更趋规范化，股票质押风险可控性增强；4) 将助券商更好防范与管理创新业务所带来新的潜在风险，引导创新业务健康发展；5) 有望促进券商两融业务的快速发展，提升 A 股价值发现功能。当前中美贸易摩擦加剧，人民币汇率承压，A 股市场受此影响大幅震荡，券商板块短期内不确定性增强，推荐业绩稳定性、抗压性更强且估值较低的行业龙头海通证券。

#### 风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；国际外部环境对全市场的影响超出预期。



## 1. 新风控指标计算标准：提升风险管理水平，引导价值投资服务实体

两融与股票质押风控指标计算标准一松一紧。证监会就修订券商风险控制指标计算标准公开征求意见，旨在顺应行业发展新形势对风险管理的新要求，提升券商风险管理有效性与全行业抵御系统性风险的能力，其中包括：1) 放宽对两融业务所需稳定资金的要求，将折算比例由 50% 下调至 30%，对券商加大加快开展两融业务有提振作用。2) 收紧股票质押业务的风控指标，一方面将到期日 1 年以上的股票质押融出资金的所需稳定资金折算比例由 75% 上调至 100%，另一方面将自有资金开展股票质押业务标的物为受限股的风险资本准备由 20% 上调至 40%，同时新增集合资管与单一资管参与股票质押交易分别计提风险资本准备 5% 与 3% 的规定。在经历了 18 年股票质押风险集中暴露之后，监管收紧股票质押业务风控指标计算标准旨在规范场内股票质押业务，防范风险。

新标准引导券商价值投资，并新增覆盖创新业务。1) 修订后的计算标准引导券商进行价值投资，加大支持实体经济力度：i) 将券商持有成分股与权益指数基金的风险资本准备分别由 15%、10% 下调至 10%、5%。ii) 将持有的政策性金融债和政府支持机构债券的风险资本准备由 2% 下调至 1%，并将 1 年期及以上的国债、央行票据等所需稳定资金折算比例由 5% 下调至 2%。2) 同时为顺应创新业务发展需求，新增了几项风控指标：i) 买入与卖出信用衍生品分别按照账面价值的 100% 与合约名义价值 20%、60%（分别对应一、二级交易商）计算风险资本准备。ii) 私募基金代销、托管分别按照业务规模的 1% 与 2% 计算特定风险资本准备。iii) 场内、场外 ABS 产品按照规模的 1% 与 2% 计算特定风险资本准备。3) 为鼓励引导券商提升全面风险管理水平，对连续三年分类评价为 A 类 AA 级及以上的证券公司，风险资本准备调整系数设为 0.5。

图表 1. 《证券公司风险控制指标计算标准》修订前后内容对比

序号	业务或领域	调整或新增项目	原计算标准 (2016 年 10 月 1 日起实行)	修订后计算标准 (2019 年 8 月 9 日证监会公开征求意见)
1	权益类投资	投资成分股 (上海 180 指数、深圳 100 指数、沪深 300 指数)	市场风险资本准备计算标准分别为 15%。	市场风险资本准备计算标准分别下调至 10%。
2	权益类投资	投资权益类指数基金产品	市场风险资本准备计算标准分别为 10%。	市场风险资本准备计算标准分别下调至 5%。
3	权益类投资	宽基指数类 ETF (主要指 300ETF、上证 50ETF、创业板 ETF 等跟踪综合类指数的 ETF 基金)	无此豁免规定。	不适用持有市值不得超过总市值 5% 的集中度要求。
4	政策性金融债投资	政策性金融债和政府支持机构债券	市场风险资本准备计算标准为 2%；计入优质流动性资产的比例由 98%；未来 30 日现金流流出计算比例由 2%。	市场风险资本准备计算标准下调至 1%；计入优质流动性资产的比例上调至 99%；未来 30 日现金流流出计算比例下调至 1%。
5	政策性金融债投资	存续期大于等于 1 年的国债、中央银行票据、政策性金融债和政府支持机构债券	所需稳定资金计算比例为 5%。	所需稳定资金计算比例降至 2%。
6	融资类业务	融资融券	融出资金所需稳定资金计算比例 50%。	融出资金所需稳定资金计算比例下调至 30%。
7	融资类业务	股票质押	1) 到期日在 1 年以上的股票质押交易融出资金计算比例为 75%；2) 对以自有资金参与股票质押交易的，受限股的信用风险资本准备计算标准调整为 20%；	1) 到期日在 1 年以上的股票质押交易融出资金计算比例上调至 100%；2) 对以自有资金参与股票质押交易的，受限股的信用风险资本准备计算标准上调为 40%；3) 新增“以资管计划参与股票质押交易的，以实际投资规模为基础，按照集合资管计划 5%、单一资管计划 3% 计算特定风险资本准备”；4) 新增“在此基础上，对已违约合约按照规定标准的 2 倍计算”。

资料来源：Solarzoom，中银国际证券

续图表 1. 《证券公司风险控制指标计算标准》修订前后内容对比

序号	业务或领域	调整或新增项目	原计算标准 (2016 年 10 月 1 日起实行)	修订后计算标准 (2019 年 8 月 9 日证监会公开征求意见)
8	融资类业务	应收账款	要求账龄 1 年以上、应收股东及关联公司款项应当按照、100% 计算信用风险资本准备。	要求证券公司对其子公司等关联公司的应收款项 (对子公司提供短期流动性支持等证监会认可的情形除外) 应当按照 100% 计算信用风险资本准备。
9	高风险投资	劣后级分级基金	提升证券公司持有分级基金中非优先级基金份额的市场风险资本准备计算标准为 30%。	提升证券公司持有分级基金中非优先级基金份额的市场风险资本准备计算标准上调至 50%。
10	高风险投资	信用债、次级债	信用债等级划分标准为: AAA 级债券, AAA 级以下、AA 级 (含) 以上, AA 级以下、BBB 级 (含) 以上, 及 BBB 级以下四类。	1) 信用债等级划分标准调整为: AAA 级债券, AAA 级以下、AA 级以上, AA 级 (含) 以下、BBB 级以上, 及 BBB 级 (含) 以下四类。2) 对于证券公司投资各主体发行的次级债券的, 参照投资 BBB 级 (含) 以下信用债券计算各项风控指标。
11	交易在途资金	集中清算交易在途结算资金	未来 30 日资金流入计算标准为 50%。	未来 30 日资金流入计算标准上调至 95%。
12	交易在途资金	银行间市场非集中清算交易在途结算资金	未来 30 日资金流入计算标准为 40%。	未来 30 日资金流入计算标准上调至 96%。
13	资管计划	单一资管计划	-	风险资本准备计算标准: 标准化资产 0.3%, 股票质押以外的非标 0.8%。对高杠杆资管计划 (总资产与净资产比值超过 140%), 按照规定标准的 2 倍计算。
14	资管计划	集合资管计划	-	风险资本准备计算标准: 标准化资产 0.5%, 股票质押以外的非标 3%。对高杠杆资管计划 (总资产与净资产比值超过 140%), 按照规定标准的 2 倍计算。
15	货币基金	货币基金	计入优质流动性资产的计算比例为 60%。	计入优质流动性资产的计算比例上调至 90%。
16	信用衍生品	买入信用衍生品	-	1) 按照账面价值的 100% 计算市场风险资本准备。2) 买入债券以及同一标的信用衍生品的, 对债券面值未超过信用保护合约名义价值的部分, 可计入“已对冲风险的非权益类证券”; 持有债券面值超过合约名义价值的部分 (即风险敞口净额), 仍按照相关非权益类债券标准计算市场风险资本准备。
17	信用衍生品	卖出信用衍生品	-	1) 按业务净收入的 18% 计算操作风险资本准备, 2) 按合约名义价值的 100% 计算表外项目余额; 3) 一级、二级交易商卖出信用衍生品的, 分别按照合约名义价值总额的 20%、60% 计算市场风险资本准备, 4) 按照期末名义价值的 4%、3% 分别计算流动性覆盖率、净稳定资金率。
18	非标私募基金	非标私募基金代销	-	1) 对净收入计算 18% 操作风险资本准备, 2) 按照代销规模的 1% 计算特定风险资本准备。
19	非标私募基金	非标私募基金托管	-	1) 对净收入计算 18% 操作风险资本准备, 2) 按照代销规模的 2% 计算特定风险资本准备。
20	资产支持证券	场内资产支持证券	-	按照产品规模的 1% 计算特定风险资本准备。
21		场外资产支持证券	-	按照产品规模的 2% 计算特定风险资本准备。
22	科创板跟投	非限售流通股	-	参照“一般上市股票”计算 30% 市场风险资本准备。
23	科创板跟投	首发前股份、未上市流通、限制流通及战略配售锁定期内的股票	-	参照“流通受限的股票”计算 50% 市场风险资本准备。
24	债券质押式回购	债券质押式回购	-	对待回购交易余额按照 1% 计算特定风险资本准备, 并参照“其他或有事项”按照 3% 计算未来 30 日现金流出。
25	风险资本准备调整系数	风险资本准备调整系数	系数为: 连续三年 A 类为 0.7, A 类为 0.8, B 类为 0.9, C 类为 1, D 类为 2。C 类为基准。	系数为: 连续三年 A 类 AA 级以上 (含) 为 0.5, 连续三年 A 类为 0.7, A 类为 0.8, B 类为 0.9, C 类为 1, D 类为 2。C 类为基准。

资料来源: Solarzoom, 中银国际证券



## 2. 融资融券新规：交易机制优化，标的范围扩大

融资融券规则优化，标的范围显著扩大。证监会指导沪深交易所修订融资融券实施细则，两融业务交易机制得以大幅优化：1) 取消了最低维持担保比例不得低于 130% 的统一限制，改由证券公司与客户自主约定；2) 扩大补充担保物范围，除了现金、股票、债券外，客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物，增强补充担保的灵活性。新规摒弃“一刀切”规定，能够更好地满足券商自主风险管理的需求，提升风险管理能力。此外，新规显著扩大了两市两融标的范围，标的数量由 950 大幅提升至 1600（其中沪市由 525 升至 800，深市由 425 升至 800），中小板、创业板占比大幅提升，有助于通过做空机制的完善提升 A 股的价值发现与回归功能。

## 3. 投资建议

修订后的券商风控指标计算标准与两融规则有望为券商带来多重利好：1) 有望提升券商全面风险管理能力以满足行业快速发展的需要；2) 引导券商开展价值投资，更好服务实体经济；3) 场内股票质押业务更趋规范化，股票质押风险可控性增强；4) 将助券商更好管理与应对创新业务所带来新的潜在风险；5) 有望促进券商两融业务的快速发展，提升 A 股价值发现功能。当前中美贸易摩擦加剧，A 股市场受此影响大幅震荡，券商板块短期内不确定性增强，推荐业绩稳定性、抗压性更强且估值较低的行业龙头海通证券。

## 4. 风险提示

- 1) 利率变化导致市场资金成本变化、对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；
- 2) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 3) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险；
- 4) 中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

图表 2: 券商估值 (36 家)

代码	券商	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB				PE				评级
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
600030.SH	中信证券	20.79	2,321	1.64	1.58	1.51	1.44	26.83	20.45	17.76	15.29	买入
601688.SH	华泰证券	19.13	1,587	1.53	1.47	1.41	1.34	31.36	19.01	16.79	14.74	买入
600837.SH	海通证券	12.58	1,237	1.23	1.18	1.13	1.07	27.77	14.53	12.59	10.84	增持
601211.SH	国泰君安	16.60	1,385	1.20	1.15	1.11	1.06	22.04	15.84	14.01	12.45	增持
000776.SZ	广发证券	12.37	849	1.11	1.07	1.02	0.97	21.92	14.05	11.77	10.09	增持
600999.SH	招商证券	15.55	963	1.59	1.51	1.44	1.36	23.54	16.61	14.47	12.60	增持
601066.SH	中信建投	16.92	1,137	2.72	2.43	2.17	1.93	41.90	28.32	23.17	20.52	未有评级
000166.SZ	申万宏源	4.55	1,075	1.48	1.36	1.25	1.14	24.65	17.33	14.88	13.34	未有评级
601881.SH	中国银河	10.19	780	1.57	1.37	1.24	1.06	20.04	26.67	23.87	21.71	未有评级
002736.SZ	国信证券	12.12	994	2.10	1.82	1.74	1.72	21.81	20.61	17.81	13.44	未有评级
601788.SH	光大证券	10.63	450	1.04	0.99	0.95	0.91	16.27	19.09	16.59	14.65	未有评级
300059.SZ	东方财富	13.09	879	4.31	3.83	3.52	3.21	70.57	46.97	37.95	31.45	买入
601901.SH	方正证券	6.43	529	1.40	1.36	1.31	1.28	80.38	34.91	31.50	27.39	未有评级
600958.SH	东方证券	9.83	628	1.33	1.29	1.24	1.20	55.85	20.72	18.24	15.69	增持
601377.SH	兴业证券	5.96	399	1.23	1.19	1.15	1.11	294.89	21.60	18.11	14.95	中性
000728.SZ	国元证券	8.39	282	1.15	1.11	1.08	1.03	41.95	28.14	24.63	21.09	未有评级
601555.SH	东吴证券	8.84	265	1.32	1.19	1.09	1.01	73.67	12.81	11.43	10.45	未有评级
600369.SH	西南证券	4.50	254	1.37	1.32	1.28	1.24	112.50	31.21	28.70	24.96	未有评级
600109.SH	国金证券	8.52	258	1.32	1.24	1.17	1.05	25.51	18.95	16.89	14.69	未有评级
000783.SZ	长江证券	6.88	380	1.43	1.38	1.32	1.26	147.91	18.78	15.96	14.10	中性
000686.SZ	东北证券	8.10	190	1.26	1.20	1.13	1.06	62.31	13.98	12.41	10.79	未有评级
601198.SH	东兴证券	10.27	283	1.44	1.31	1.23	1.14	28.06	15.76	13.70	11.72	未有评级
000750.SZ	国海证券	4.96	209	1.54	1.53	1.52	1.51	248.00	150.30	125.25	108.92	未有评级
601099.SH	太平洋	3.40	232	2.25	2.12	1.98	1.84	-17.53	21.79	18.16	15.79	未有评级
002673.SZ	西部证券	8.84	310	1.78	1.76	1.74	1.71	154.55	93.66	78.05	67.87	未有评级
002500.SZ	山西证券	7.54	213	1.71	1.68	1.65	1.61	94.25	57.12	47.60	41.39	未有评级
002797.SZ	第一创业	5.54	194	2.20	2.05	1.93	1.76	153.89	51.58	46.09	42.39	未有评级
601375.SH	中原证券	4.68	141	1.82	1.75	1.71	1.68	234.00	68.82	61.50	56.66	未有评级
600909.SH	华安证券	5.97	216	1.73	1.65	1.59	1.53	39.80	34.73	31.50	28.59	未有评级
601878.SH	浙商证券	7.89	263	1.92	1.83	1.72	1.62	35.86	21.74	18.11	15.75	未有评级
601108.SH	财通证券	9.52	342	1.78	1.71	1.64	1.56	43.27	26.23	21.85	19.00	未有评级
002926.SZ	华西证券	9.14	240	1.31	1.25	1.19	1.12	27.70	16.79	13.99	12.16	未有评级
601990.SH	南京证券	7.34	242	1.90	1.87	1.82	1.76	81.56	55.27	42.85	34.84	未有评级
601162.SH	天风证券	8.75	453	3.68	3.58	3.47	3.36	136.72	82.86	69.05	60.04	未有评级
002939.SZ	长城证券	13.88	431	2.61	2.51	2.40	2.29	66.10	40.06	33.38	29.03	未有评级
002945.SZ	华林证券	16.24	438	9.69	9.22	8.73	8.21	116.00	115.67	98.07	82.73	未有评级
	<b>大券商</b>		<b>12,777</b>	<b>1.49</b>	<b>1.39</b>	<b>1.32</b>	<b>1.24</b>	<b>24.44</b>	<b>18.34</b>	<b>15.99</b>	<b>13.83</b>	
	<b>行业</b>		<b>19,733</b>	<b>1.54</b>	<b>1.46</b>	<b>1.40</b>	<b>1.33</b>	<b>72.73</b>	<b>32.23</b>	<b>27.65</b>	<b>24.14</b>	
	<b>中小券商</b>		<b>5829.23</b>	<b>1.58</b>	<b>1.51</b>	<b>1.45</b>	<b>1.39</b>	<b>96.11</b>	<b>38.80</b>	<b>33.17</b>	<b>29.01</b>	

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 8 月 9 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 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