

# 强于大市

## 央行4季度货政报告点评

### 货币政策合理适度，看好行业息差改善

货政报告对4季度和全年的经济表现给予积极肯定，随着宏观经济向常态回归，货币政策思路阐述调整为“合理适度”。信贷利率方面央行更加强调对贷款利率下降成果的巩固，尽管12月贷款利率环比有所下降，但我们预计2021年银行在让利实体，信贷利率下行方面的压力将明显减轻。我们看好近期银行板块表现，一是经济数据显示实体经济稳步复苏态势不改，利好银行资产质量改善；二是货币政策回归常态有助于缓释息差压力。个股方面建议关注特色优质个股（如招商银行、宁波银行、平安银行等），以及基本面改善个股（如兴业银行、邮储银行等）。

#### ■ 宏观经济向常态回归，关注海外强劲需求增长

央行在4季度货政报告中对全年经济增长表现给予了积极肯定，2020年国内生产总值同比增长2.3%，且增速呈逐季改善回升态势。得益于“工业生产持续发展，消费和投资稳步回升，出口动能强劲”，4季度GDP取得同比增长6.5%的良好表现。我们认为在经济形势部分有两点内容值得关注：一是央行指出受到新冠疫情的冲击，2020年海外经济体特别是主要发达国家采取了史无前例的财政、货币双宽松政策，海外流行性宽松带来需求的快速增长，但供给端受到疫情的限制恢复落后于需求，相比之下国内疫情管控得力，生产恢复迅速。在此背景下，我们认为2021年海外需求有望成为拉动国内经济增长的重要动能，4季度强劲的出口表现正是海外需求旺盛的有力印证。二是4季度央行对经济形势的最新阐述为“国内经济向常态回归”，与之相适应，在货币政策方向上未来也必然逐步回归常态。

#### ■ 货币政策合理适度，信贷利率压力减轻

4季度货币政策的表述较3季度有明显调整，从3季度“灵活适度”的表述转变为“合理适度”，首次在货政报告中提出“货币政策不转急弯”，“保持好正常货币政策空间的可持续性”。我们认为相关表述监管层在此前的公开讲话中都有明确提及，并未超出市场预期，央行将货币政策的阐述调整为“合理适度”是对货币政策回归常态的再次明确。信贷政策部分，央行的阐述从3季度主要强调延续对小微企业的纾困政策，解决融资难融资贵问题转变为强调“符合新发展理念相关领域的支持力度”，除小微企业外，额外提及金融对科技创新、绿色发展的支持，相关表述的调整从侧面反映出经济恢复态势良好，我们预计银行让利实体的压力在2021年将有所减轻。在信贷利率方面央行的表述从3季度“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力”转变为“巩固贷款实际利率下降成果”，2020年银行贷款加权平均利率大幅下行，创有统计以来新低，目前贷款利率水平已处在相对低位，LPR报价连续9个月保持稳定，随着经济复苏，短期内银行信贷利率再次大幅下行将是极小概率事件。

#### ■ 12月信贷利率环比下行，看好行业息差表现

12月银行新发贷款利率5.03%，较9月下降9BP。具体来看，一般贷款利率较9月份下降1BP，其中企业贷款加权平均利率较9月小幅下降2BP，降幅并不明显。我们认为12月新发贷款利率的下行是银行积极完成全年让利实体经济1.5万亿目标的体现，同时临近年底，大部分银行已完成全年信贷投放的总体目标，将更多高收益项目储备放到了2021年。展望未来，我们认为（1）经济活动向好，有效融资需求的回升；（2）流动性边际收敛，市场资金利率的上行，都将支持信贷利率提升。尽管经济复苏的态势尚不牢固，LPR上行的可能性较低，但我们积极看好2021年上半年银行贷款名义利率小幅上行的可能。从利率浮动情况来看，12月一般贷款中利率高于LPR的贷款占比为66.04%（vs9月为67.7%），利率低于LPR的贷款占比为26.9%（vs9月为24.9%），贷款利率加减点区间整体较9月有所下移。值得一提的是，货政报告中央行特别开辟专栏对银行的负债管理给出指引，提出要维护存款市场竞争秩序，未来将继续对不规范的高息存款类产品加强管理，保持银行负债端成本稳定。在政策呵护背景下，资产负债端结合起来看，我们认为银行2021年息差表现有望边际改善。

#### ■ 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

《银行行业周报》20201123

《10月金融数据点评》20201111

《银行业周报》20201108

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

证券分析师：林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

证券分析师：熊颖

(8621)20328596

ying.xiong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

央行 2021 年 2 月 9 日公布了《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》，从宏观经济形势、货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济分析、货币政策趋势等方面阐述了央行的货币信贷政策执行效果与监管方向。

### 宏观经济向常态回归，关注海外强劲需求增长

央行在 4 季度货政报告中对全年经济增长表现给予了积极肯定，2020 年国内生产总值同比增长 2.3%，且增速呈逐季改善回升态势。得益于“工业生产持续发展，消费和投资稳步回升，出口动能强劲”，4 季度 GDP 取得同比增长 6.5% 的良好表现。我们认为在经济形势部分有两点内容值得关注：一是央行指出受到新冠疫情的冲击，2020 年海外经济体特别是主要发达国家采取了史无前例的财政、货币双宽松政策，海外流行性宽松带来需求的快速增长，但供给端受到疫情的限制恢复落后于需求，相比之下国内疫情管控得力，生产恢复迅速。在此背景下，我们认为 2021 年海外需求有望成为拉动国内经济增长的重要动能，4 季度强劲的出口表现正是海外需求旺盛的有力印证。二是 4 季度央行对经济形势的最新阐述为“国内经济向常态回归”，与之相适应，在货币政策方向上未来也必然逐步回归常态。

### 货币政策合理适度，信贷利率压力减轻

4 季度货币政策的表述较 3 季度有明显调整，从 3 季度“灵活适度”的表述转变为“合理适度”，央行首次在货政报告中提出“货币政策不转急弯”，“保持好正常货币政策空间的可持续性”。我们认为相关表述监管层在此前的公开讲话中都有明确提及，并未超出市场预期，央行将货币政策的阐述调整为“合理适度”是对货币政策回归常态的再次明确。信贷政策部分，央行的阐述从 3 季度主要强调延续对小微企业的纾困政策，解决融资难、融资贵问题转变为强调金融对“符合新发展理念相关领域的支持力度”，除小微企业外，额外提及金融对科技创新、绿色发展的支持，相关表述的调整从侧面反映出经济恢复态势良好，我们预计银行让利实体的压力在 2021 年将有所减轻。在信贷利率方面央行的表述从 3 季度“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力”转变为“巩固贷款实际利率下降成果”。2020 年银行贷款加权平均利率大幅下行，创有统计以来新低，目前贷款利率水平已处在相对低位，LPR 报价连续 9 个月保持稳定，随着经济复苏，我们看好银行信贷收益率呈稳中有升态势。

### 12 月信贷利率环比下行，看好行业息差表现

12 月银行新发贷款利率 5.03%，较 9 月下降 9BP。具体来看，一般贷款利率较 9 月份下降 1BP，其中企业贷款加权平均利率较 9 月小幅下降 2BP，降幅并不明显。我们认为 12 月新发贷款利率的下行是银行积极完成全年让利实体经济 1.5 万亿目标的体现，同时临近年底，估计大部分银行已完成全年信贷投放的总体目标，将更多高收益项目储备放到了 2021 年。展望未来，我们认为（1）经济活动向好，有效融资需求的回升；（2）流动性边际收敛，市场资金利率的上行，都将支持信贷利率提升。尽管经济复苏的态势尚不牢固，LPR 上行的可能性较低，但我们积极看好 2021 年上半年银行贷款名义利率小幅上行的可能。从利率浮动情况来看，12 月一般贷款中利率高于 LPR 的贷款占比为 66.04%（vs9 月为 67.7%），利率低于 LPR 的贷款占比为 26.9%（vs9 月为 24.9%），贷款利率加减点区间整体较 9 月有所下移。值得一提的是，货政报告中央行特别开辟专栏对银行的负债管理给出指引，提出要维护存款市场竞争秩序，未来将继续对不规范的高息存款类产品加强管理，保持银行负债端成本稳定。在政策呵护背景下，资负两端结合来看，我们认为银行 2021 年息差表现有望边际改善。

### 投资建议

货政报告对 4 季度和全年的经济表现给予积极肯定，随着宏观经济向常态回归，货币政策思路阐述调整为“合理适度”。信贷利率方面央行更加强调对贷款利率下降成果的巩固，尽管 12 月贷款利率环比有所下降，但我们预计 2021 年银行在让利实体，信贷利率下行方面的压力将明显减轻。我们看好近期银行板块表现，一是经济数据显示实体经济稳步复苏态势不改，利好银行资产质量改善；二是货币政策回归常态有助于缓释息差压力。个股方面建议关注特色优质个股（如招商银行、宁波银行、平安银行等），以及基本面改善个股（如兴业银行、邮储银行等）。

## 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。

图表 1. 2020 年 4 季度货币政策执行报告对比

|                       | 2020Q4   | 2020Q3  | 差异   |
|-----------------------|--|---|--|
| <b>国内经济形势现状分析</b>     | <p>我国经济运行稳定恢复，工业生产持续发展，消费和投资稳步回升，出口动能强劲，就业形势总体稳定，预计将成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。初步核算，2020 年国内生产总值同比增长 2.3%。分季度看一、二、三、四季度分别同比增长 3.2%、4.9%、6.5%。</p>   | <p>前三季度，面对新冠肺炎疫情巨大冲击和复杂严峻的国内外环境，各地区各部门科学统筹常态化疫情防控和经济社会发展，有力有效推动生产生活秩序恢复，国民经济延续稳定恢复态势。初步核算，前三季度国内生产总值同比增长 0.7%，经济增速由负转正，其中第三季度增长 4.9%。前三季度全国居民消费价格同比上涨 3.3%。</p>   | 国内经济运行稳定恢复，对经济形势判断乐观   |
| <b>国内经济展望</b>         | <p>中长期看，经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。我国经济向常态回归，内生动能逐步增强，宏观形势总体向好。</p> <p>国际经济，金融形势仍然复杂严峻，国内外疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，国内经济恢复基础尚不牢固。</p>   | <p>实现全年经济正增长是大概率事件。中长期看，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳。</p> <p>疫情冲击带来的金融风险存在一定滞碍，未来不良贷款有上升压力。国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加，国内经济还面临不少挑战。</p>  | 认为国内经济形势已回归常态  |
| <b>下阶段货币政策思路</b>      |  |   |  |
| <b>总体思路</b>           | <p>稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，深化贷款市场报价利率改革，巩固贷款实际利率下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。</p> | <p>稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展的需要，更加注重金融服务实体经济的质量和效益。完善货币供应调控机制，根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。健全市场化利率形成和传导机制，深化贷款市场报价利率改革，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降，发挥市场在人民币汇率形成中的决定性作用。增强结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策直达性。</p> | <p>货币政策强调合理适度，不转急弯。</p> <p>强调货币政策空间的可持续性</p> <p>对贷款利率的下行更强调成果的巩固</p> |
| <b>流动性管理</b>          | <p>综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，满足金融机构合理的短期、中期、长期流动性需求，操作上精准有效，既保持流动性合理充裕，也不搞大水漫灌。完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制，把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近。</p>  | <p>完善货币供应调控机制，综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款再贴现等多种货币政策工具保持流动性合理充裕，把好货币供应总闸门，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，支持经济向潜在产出回归。</p>   | <p>总基调不变，保持经济在潜在产出附近</p>   |
| <b>信贷政策</b>           | <p>稳妥调整和接续特殊时期出台的应急政策，延续实施普惠小微企业延期还本付息和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达实体经济的货币政策工具。</p> <p>引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度，继续运用普惠性再贷款、再贴现政策，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。落实碳达峰、碳中和重大决策部署。</p>                        | <p>保持再贷款、再贴现政策稳定性，对涉农、小微企业、民营企业 and 受疫情影响较重行业提供普惠性、持续性资金支持。积极推进两个直达实体经济的货币政策工具，提升精准调控效果，引导地方法人金融机构加大对保持就业岗位基本稳定的普惠小微企业的信贷支持力度，切实缓解小微企业还本付息压力，缓解融资难问题。引导金融部门完成向实体经济让利 1.5 万亿元的目标。</p>  | <p>信贷政策的支持对象扩大到科技创新、小微企业、绿色发展，不单强调稳就业，缓解还本付息压力。</p>                  |
| <b>金融供给侧改革和金融风险防范</b> | <p>坚决守住不发生系统性金融风险的底线。确保金融创新在审慎监管前提下发展，普惠金融服务质量和竞争力稳中有升。</p> <p>加大不良贷款损失准备计提力度及核销处置力度，坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域性风险演化为全国性风险。</p>   | <p>维护金融安全，打好防范化解重大金融风险攻坚战，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。</p> <p>支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理，加大不良贷款损失准备计提力度及核销处置力度，增强金融机构的稳健性和可持续经营能力。坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域性风险演化为全国性风险。</p>  | <p>强调了对金融创新的监管</p>   |

资料来源：央行，中银证券

附录图表 2. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码      | 公司简称 | 评级   | 股价<br>(元) | 市值<br>(十亿元) | 每股收益(元/股) |       | 市净率(倍) |       | 最新每股净资产<br>(元/股) |
|-----------|------|------|-----------|-------------|-----------|-------|--------|-------|------------------|
|           |      |      |           |             | 2019A     | 2020E | 2019A  | 2020E |                  |
| 601398.SH | 工商银行 | 增持   | 5.16      | 1,839       | 0.88      | 0.78  | 0.74   | 0.69  | 7.24             |
| 601939.SH | 建设银行 | 增持   | 6.94      | 1,735       | 1.07      | 0.97  | 0.83   | 0.77  | 8.81             |
| 601988.SH | 中国银行 | 未有评级 | 3.19      | 939         | 0.64      | 0.66  | 0.57   | 0.53  | 5.84             |
| 601288.SH | 农业银行 | 增持   | 3.18      | 1,113       | 0.61      | 0.57  | 0.64   | 0.63  | 5.24             |
| 601658.SH | 邮储银行 | 增持   | 6.20      | 539         | 0.70      | 0.69  | 1.09   | 1.00  | 6.09             |
| 600036.SH | 招商银行 | 买入   | 55.26     | 1,394       | 3.68      | 3.74  | 2.41   | 2.19  | 24.55            |
| 601998.SH | 中信银行 | 增持   | 5.29      | 259         | 0.98      | 0.89  | 0.59   | 0.56  | 9.32             |
| 601166.SH | 兴业银行 | 买入   | 26.75     | 556         | 3.17      | 3.21  | 1.14   | 1.05  | 24.67            |
| 600000.SH | 浦发银行 | 增持   | 10.72     | 315         | 2.01      | 1.88  | 0.64   | 0.59  | 17.38            |
| 601818.SH | 光大银行 | 买入   | 4.24      | 229         | 0.69      | 0.66  | 0.73   | 0.67  | 6.27             |
| 000001.SZ | 平安银行 | 买入   | 24.80     | 481         | 1.45      | 1.40  | 1.76   | 1.63  | 14.88            |
| 601169.SH | 北京银行 | 增持   | 4.77      | 101         | 1.01      | 0.92  | 0.53   | 0.50  | 9.27             |
| 601009.SH | 南京银行 | 增持   | 8.88      | 89          | 1.24      | 1.37  | 1.15   | 0.92  | 9.38             |
| 002142.SZ | 宁波银行 | 买入   | 43.17     | 259         | 2.28      | 2.41  | 3.03   | 2.45  | 16.72            |
| 601229.SH | 上海银行 | 增持   | 8.71      | 124         | 1.43      | 1.32  | 0.79   | 0.72  | 11.75            |
| 601997.SH | 贵阳银行 | 未有评级 | 8.17      | 26          | 2.13      | 2.39  | 0.77   | 0.68  | 11.36            |
| 600926.SH | 杭州银行 | 增持   | 17.24     | 102         | 1.11      | 1.20  | 1.94   | 1.63  | 10.54            |
| 002807.SZ | 江阴银行 | 未有评级 | 4.08      | 9           | 0.47      | 0.54  | 0.78   | 0.74  | 5.24             |
| 600908.SH | 无锡银行 | 未有评级 | 7.10      | 13          | 0.68      | 0.75  | 1.19   | 1.07  | 6.19             |
| 601128.SH | 常熟银行 | 买入   | 7.00      | 19          | 0.65      | 0.66  | 1.13   | 1.06  | 6.39             |
| 002839.SZ | 张家港行 | 未有评级 | 5.63      | 10          | 0.52      | 0.58  | 1.01   | 0.94  | 5.81             |

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2 月 8 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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 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