

## 公司报告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

# 中国农业银行 (1288 HK)

业绩总体符合预期；维持中性评级

■ 净利润增幅回升，资产质量仍有压力

■ 2021年净息差仍面临压力

■ 维持中性评级

### 净利润增幅回升，不良率上升，不良贷款拨备覆盖率下降

1) 2020年，拨备前利润同比增长6%，股东净利润同比上升2%，对比首三季度股东的净利润同比下降。净利润增速波动主要是由于资产减值损失的变化带来。2) 2020年全年净息差2.20%，对比2019年2.23%小幅下降，主要原因包括LPR的连续下调。公司2020年调整存款策略，压低高成本存量存款，存款平均付息率同比下降，缓冲了资产端收益下降的影响。3) 2020年四季度资产质量有所下滑。2020年末的不良贷款余额按季环比增长约4.8%，不良贷款率从2020年三季度末的1.52%上升至2020年年末的1.57%，公司不良贷款拨备覆盖率从2020年三季度末的277%下降至2020年年末的261%。如我们之前预期，农业银行资产质量压力仍然存在。

### 管理层讨论

1) 净息差：2021年净息差仍面临压力。贷款收益率仍将延续下行趋势，但降幅可能趋缓；存款有定期化趋势，存款付息率在当前水平显著下降的空间较小。2021年一季度住房按揭贷款的重定价可能拉低净息差2-3个基点。2) 资产质量：贷款不良率上升，主要集中在环渤海、中西部地区。管理层认为资产质量前景总体稳定。3) 延期还本付息贷款：2021年2月末占总贷款比重略低于1%，风险可控。

### 维持中性评级

农业银行目前股价相当于0.45倍2021年预测市净率。公司资产质量及净息差压力仍然存在，维持“中性”评级。小幅调整2021年及2022年财务预测(图2)。维持目标价3.30港元，相当于约0.48倍2021年预测市净率，较其过去5年的平均市净率折让25%。主要推动因素：净息差扩张，资产质量上升趋势。主要的下行风险：净息差压力，资产质量下降趋势。

### 盈利预测及估值

12月31日年结 (人民币百万元)	2019 A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	629,350	659,332	727,281	784,710	845,142
归属于母公司普通股股东的净利润	207,498	206,395	217,961	228,103	237,116
普通股每股收益(人民币)	0.59	0.59	0.62	0.65	0.68
普通股每股净资产(人民币)	5.00	5.39	5.82	6.28	6.75
市盈率(x)	4.41	4.43	4.19	4.01	3.86
市净率(x)	0.52	0.49	0.45	0.42	0.39
普通股净资产收益率(%)	12.43	11.35	11.11	10.77	10.40
股息率(%)	6.96	7.09	7.48	7.83	8.14

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测 注：基于2021年3月30日收盘价

罗磊, PhD

+852 3189 6288

felixluo@cmschina.com.hk

朱璐颖

+852 3189 6142

laurelzhou@cmschina.com.hk

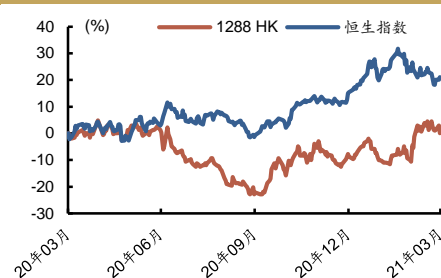
### 最新变动

2020年业绩点评

## 中性

前次评级	中性
股价(2021/03/30)	3.11港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	3.30港元 (+6.1%)
前次目标价	3.30港元

### 股价表现



资料来源：万得

%	1m	6m	12m
1288 HK	9.2	27.3	(1.0)
恒生指数	(1.6)	21.6	20.9

### 行业：银行

恒生指数 (2021/03/30)	28,578
国企指数 (2021/03/30)	11,021

### 重要数据

52周股价区间(港元)	2.38-3.3
港股市值(百万港元)	1,158,974
日均成交量(百万股)	108.13

### 主要股东

中央汇金投资有限责任公司	40.03%
中华人民共和国财政部	38.09%
全国社会保障基金理事会	6.72%
自由流通量	15.16%
总股数(百万股)	349,983

资料来源：彭博、万得、公司资料

### 相关报告

- 中国农业银行(1288 HK) - 贷款质量压力犹存；维持中性评级(中性)(2020/07/24)
- ABC(1288 HK) - Downgrade to "NEUTRAL" on sector headwinds(NEUTRAL)(Dec. 17, 2019)

重点图表

图 1: 农业银行 2020 年业绩回顾

	2020 年	2019 年	2020/2019
<b>盈利表现 (%)</b>			
拨备前利润同比增速	5.97	4.29	
普通股股东净利润增速	-0.53	4.70	
平均资产回报率 (年化)	0.83	0.90	
普通股加权平均权益回报率 (年化)	11.35	12.43	
净息差	2.20	2.23	
手续费及佣金净收入/营业收入	11.31	11.59	
成本收入比	29.23	30.49	
<b>资产质量 (%)</b>			
不良贷款余额 (人民币百万元)	237,113	187,210	26.7%
不良贷款率	1.57	1.40	
公司贷款不良贷款率	2.37	2.10	
个人贷款不良贷款率	0.62	0.59	
不良贷款拨备覆盖率	260.64	288.75	
拨贷比	4.08	4.06	
关注类贷款占比	2.01	2.24	
<b>经营表现 (人民币百万元)</b>			
利息净收入	545,079	500,870	8.8%
手续费及佣金净收入	74,545	72,927	2.2%
生息资产平均余额	24,830,792	22,459,982	10.6%
公司贷款平均余额	7,806,885	6,990,291	11.7%
个人贷款平均余额	5,799,734	5,054,758	14.7%
投资平均余额	6,812,831	6,373,176	6.9%
计息负债平均余额	22,527,539	20,736,411	8.6%
客户存款平均余额	18,611,986	17,615,216	5.7%
存贷比 (%)	71.4	68.0	

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图 2: 农业银行主要预测修订

(人民币百万元)	新预测		旧预测		变化	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E 新/旧	2022E 新/旧
归属于母公司普通股股东的净利润	217,961	228,103	200,590	222,437	8.7%	2.5%
利息净收入	599,998	650,322	572,639	630,999	4.8%	3.1%
净息差 (%)	2.20	2.21	2.10	2.08		

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测

图 3: 农业银行县域和城市金融业务 — 规模及增速

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>县域金融业务:</b>						
发放贷款和垫款总额同比增速	7.9%	11.1%	12.3%	12.3%	13.7%	16.5%
存款总额同比增速	9.2%	10.7%	7.7%	6.7%	7.9%	10.0%
不良贷款率 (%)	3.02	3.00	2.17	2.08	1.58	1.52
<b>城市金融业务:</b>						
发放贷款和垫款总额同比增速	11.1%	8.1%	9.3%	10.9%	11.0%	12.0%
存款总额同比增速	7.2%	11.4%	7.7%	7.4%	6.2%	6.7%
不良贷款率 (%)	2.09	2.07	1.63	1.35	1.31	1.59
<b>整体情况:</b>						
县域金融业务发放贷款和垫款/发放贷款和垫款总额 (%)	32.1	32.7	33.3	33.5	34.1	35.0
发放贷款和垫款总额同比增速	10.0%	9.1%	10.3%	11.4%	11.9%	13.5%
存款总额同比增速	8.0%	11.1%	7.7%	7.1%	6.9%	8.1%
不良贷款率 (%)	2.39	2.37	1.81	1.59	1.40	1.57
拨备覆盖率 (%)	189.4	173.4	208.4	252.2	288.8	260.6

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图 4: 农业银行普惠金融小微贷款

	2018年	2019上半年	2019年	2020上半年	2020年	同比
<b>农业银行</b>						
普惠小微金融贷款余额(人民币百万元)	493,700	n.a.	592,307	866,142	961,520	62.3%
普惠小微金融贷款占比(%)	4.1	n.a.	4.4	6.0	6.6	
普惠小微金融贷款不良率(%)	n.a.	n.a.	1.37	0.83	0.94	
普惠小微金融贷款平均利率(%)	n.a.	4.67	4.66	4.26	4.18	

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图 5: 信用卡业务 — 规模及资产质量

	2018年	2019上半年	2019年*	2020上半年	2020年	同比
<b>银行板块</b>						
信用卡逾期半年未偿还信贷总额(人民币十亿元)	78.86	83.88	74.266	85.428	83.864	12.9%
信用卡逾期半年未偿还信贷总额占比(%)	1.16	1.17	0.98	1.14	1.06	
<b>农业银行</b>						
信用卡透支余额(人民币百万元)	380,719	454,675	474,205	485,416	542,563	14.4%
信用卡不良贷款率(%)	1.66	1.43	1.57	1.81	1.55	
信用卡透支占总贷款比重(%)	3.32	3.51	3.70	4.20	3.73	
信用卡不良贷款占比(%)	3.2	3.5	4.0	3.3	3.6	

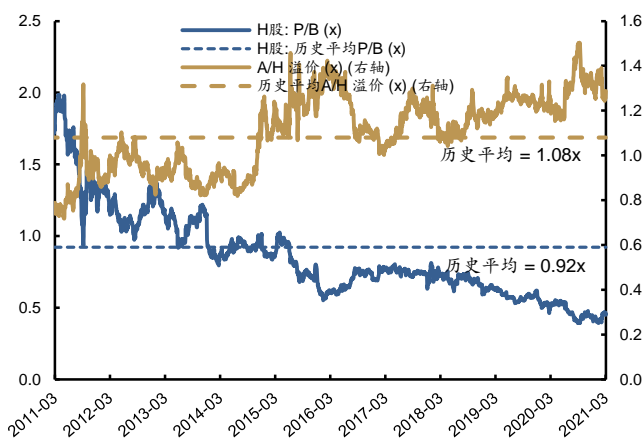
资料来源: 万得、公司资料、招商证券(香港); 注: \*农业银行2019年数据为重列数据

图6：农业银行贷款及不良贷款分布（2020年）

	行业贷款 / 总贷款 *	行业不良贷款 / 总不良贷款 **	行业不良贷款率 **
<b>公司贷款:</b>	<b>56.3%</b>	<b>81.2%</b>	<b>2.37%</b>
交通运输、仓储和邮政业	12.7%	9.3%	1.18%
制造业	9.6%	28.5%	5.08%
租赁和商务服务业	8.3%	11.0%	2.07%
水利、环境和公共设施管理业	4.1%	0.8%	0.31%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	6.5%	4.1%	1.04%
房地产业	5.3%	6.0%	1.81%
批发和零售业	3.1%	14.8%	8.55%
建筑业	1.5%	1.2%	1.31%
采矿业	1.4%	2.6%	3.25%
其他公司贷款	4.0%	3.0%	n.a.
<b>个人贷款:</b>	<b>41.1%</b>	<b>16.2%</b>	<b>0.62%</b>
住房贷款	30.8%	7.4%	0.38%
消费贷款	1.3%	1.5%	2.04%
个人经营性贷款	2.5%	1.4%	0.85%
信用卡透支	3.6%	3.6%	1.55%
其他个人贷款	2.9%	2.3%	1.22%
<b>境外业务:</b>	<b>n.a.</b>	<b>2.6%</b>	<b>1.51%</b>
<b>票据贴现:</b>	<b>2.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.00%</b>

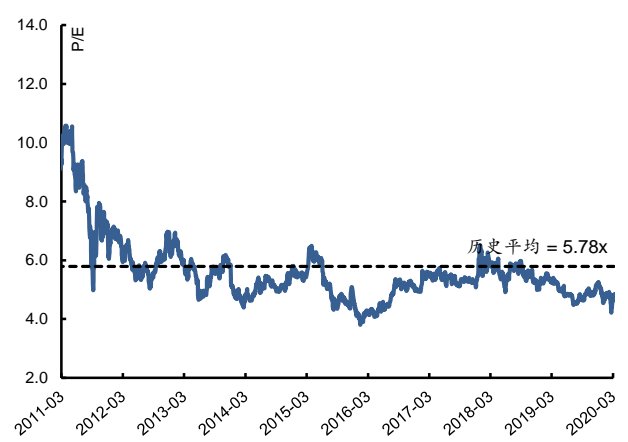
资料来源：公司资料、招商证券（香港）；注：\* 各行业数据含境外业务部分；\*\* 各行业数据不含境外业务

图7：农业银行市净率及A/H溢价



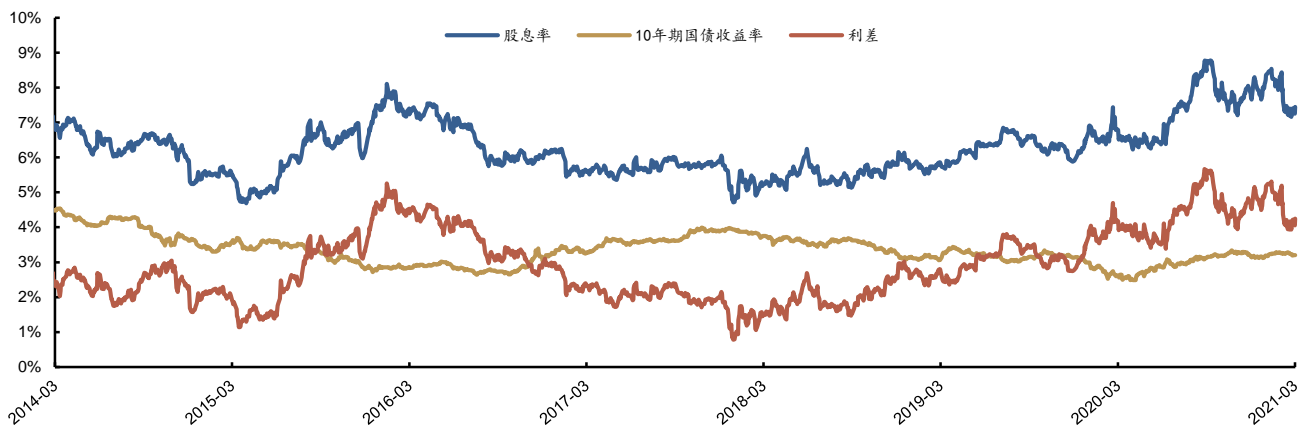
资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）预测

图8：农业银行市盈率



资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）预测

图9：农业银行股息率



资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）预测

行业估值比较

公司	代码	评级	股价 当地货币	目标价 (港元)	市值 (百万美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
						2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
<b>港股同业</b>													
中国邮政储蓄银行	1658 HK	买入	5.92	6.75	79,282	6.46	5.97	0.78	0.68	11.83	11.82	4.84	5.24
中国工商银行	1398 HK	买入	5.56	6.35	287,599	5.12	4.86	0.57	0.53	11.67	11.34	6.03	6.35
中国农业银行	1288 HK	中性	3.11	3.30	177,074	4.19	4.01	0.45	0.42	11.11	10.77	7.48	7.83
交通银行	3328 HK	买入	4.93	5.60	51,761	4.01	3.81	0.39	0.36	10.05	9.81	7.94	8.35
中国建设银行 *	939 HK	未评级	6.6	n.a.	212,895	4.95	4.63	0.56	0.51	11.58	11.51	6.10	6.56
中国银行 *	3988 HK	未评级	2.9	n.a.	138,668	4.02	3.77	0.39	0.36	9.64	9.64	7.87	8.31
中信银行 *	998 HK	未评级	4.0	n.a.	35,819	3.34	3.03	0.31	0.29	9.87	10.08	7.91	8.72
中国民生银行 *	1988 HK	未评级	4.9	n.a.	32,048	3.44	3.16	0.31	0.29	9.42	9.53	7.81	8.54
中国光大银行 *	6818 HK	未评级	3.5	n.a.	31,126	3.91	3.56	0.40	0.37	10.29	10.79	7.94	8.78
<b>算术平均</b>						<b>4.38</b>	<b>4.09</b>	<b>0.46</b>	<b>0.42</b>	<b>10.61</b>	<b>10.59</b>	<b>7.10</b>	<b>7.63</b>
<b>加权平均</b>						<b>4.68</b>	<b>4.40</b>	<b>0.51</b>	<b>0.47</b>	<b>11.05</b>	<b>10.90</b>	<b>6.71</b>	<b>7.14</b>
<b>A 股同业 *</b>													
中国工商银行	601398 CH	未评级	5.5	n.a.	287,600	6.15	5.73	0.68	0.62	11.35	11.21	4.94	5.23
中国农业银行	601288 CH	未评级	3.4	n.a.	177,075	5.56	5.27	0.59	0.55	10.37	10.24	5.52	5.84
交通银行	601328 CH	未评级	4.9	n.a.	51,761	4.79	4.52	0.45	0.42	9.37	9.37	6.40	6.75
中国邮政储蓄银行	601658 CH	未评级	5.9	n.a.	79,282	7.79	7.05	0.86	0.78	10.92	11.05	3.95	4.36
中国建设银行	601939 CH	未评级	7.2	n.a.	212,897	6.59	6.11	0.73	0.67	11.55	11.33	4.61	4.95
中国银行	601988 CH	未评级	3.3	n.a.	138,669	5.33	5.03	0.52	0.48	9.55	9.46	5.89	6.19
中信银行	601998 CH	未评级	5.5	n.a.	35,819	5.43	4.96	0.51	0.48	9.87	10.09	4.77	5.23
中国民生银行	600016 CH	未评级	5.3	n.a.	32,048	4.44	4.11	0.41	0.38	9.49	9.31	6.20	6.78
兴业银行	601166 CH	未评级	23.2	n.a.	73,941	6.73	6.03	0.82	0.74	12.37	12.57	3.68	4.09
中国光大银行	601818 CH	未评级	4.1	n.a.	31,126	5.55	5.02	0.58	0.54	10.41	10.74	5.42	5.94
上海浦东发展银行	600000 CH	未评级	11.0	n.a.	48,837	5.54	5.03	0.56	0.52	9.92	10.00	5.05	5.49
平安银行	000001 CH	未评级	21.9	n.a.	64,104	12.73	10.84	1.30	1.18	10.12	10.89	1.08	1.29
华夏银行	600015 CH	未评级	6.5	n.a.	14,958	4.53	4.42	0.38	0.36	8.24	8.09	3.84	4.08
北京银行	601169 CH	未评级	4.8	n.a.	15,399	4.84	4.48	0.47	0.43	9.27	9.29	6.07	6.44
上海银行	601229 CH	未评级	8.8	n.a.	18,810	5.70	5.06	0.67	0.61	12.39	12.70	5.16	5.82
宁波银行	002142 CH	未评级	39.4	n.a.	35,436	13.71	11.42	1.96	1.72	14.95	15.54	1.52	1.82
<b>算术平均</b>						<b>6.59</b>	<b>5.94</b>	<b>0.72</b>	<b>0.66</b>	<b>10.63</b>	<b>10.74</b>	<b>4.63</b>	<b>5.02</b>
<b>加权平均</b>						<b>6.52</b>	<b>5.96</b>	<b>0.71</b>	<b>0.65</b>	<b>10.85</b>	<b>10.84</b>	<b>4.76</b>	<b>5.10</b>

公司	代码	评级	股价 当地货币	目标价 (港元)	市值 (百万美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
						2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
<b>全球同业 *</b>													
HSBC	HSBA LN	未评级	430.7	n.a.	120,739	14.01	10.28	0.67	0.65	4.34	6.20	3.57	4.57
Standard Chartered	STAN LN	未评级	513.6	n.a.	21,991	12.09	8.75	0.48	0.45	3.80	5.13	2.62	3.55
Barclays	BARC LN	未评级	189.1	n.a.	44,806	11.68	8.52	0.58	0.55	5.38	6.49	2.86	4.12
Hang Seng Bank	11 HK	未评级	150.5	n.a.	37,255	16.86	14.96	1.59	1.52	9.96	11.13	3.93	4.38
Bank of East Asia	23 HK	未评级	16.7	n.a.	6,265	12.19	10.46	0.48	0.47	3.80	4.20	4.15	4.57
BOC Hong Kong	2388 HK	未评级	28.5	n.a.	37,058	10.14	9.06	0.92	0.87	9.63	10.09	5.01	5.62
Bank of America	BAC US	未评级	39.0	n.a.	336,377	15.79	13.57	1.30	1.24	8.44	9.34	1.96	2.24
J.P. Morgan Chase & Co.	JPM US	未评级	154.5	n.a.	471,397	14.40	13.47	1.80	1.71	12.74	13.41	2.38	2.50
Wells Fargo	WFC US	未评级	39.4	n.a.	162,844	15.31	12.24	0.94	0.87	6.60	7.49	1.26	2.12
Deutsche Bank	DBK GR	未评级	10.3	n.a.	24,958	22.32	9.83	0.39	0.38	0.78	3.95	0.71	2.16
BNP Paribas	BNP FP	未评级	52.6	n.a.	76,997	9.73	8.48	0.61	0.59	6.26	6.84	5.88	6.11
<b>平均</b>						<b>14.05</b>	<b>10.88</b>	<b>0.89</b>	<b>0.85</b>	<b>6.52</b>	<b>7.66</b>	<b>3.12</b>	<b>3.81</b>

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券(香港)预测; 基于2021年3月30日收盘价; 注: \*预测数据基于彭博一致预期

## 财务预测表

### 资产负债表

12月31日年结 (人民币百万元)	2019 A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及存放中央银行款项	2,699,895	2,437,275	2,625,774	2,898,763	3,176,111
存放同业及其他金融机构款项	235,742	434,185	460,236	487,850	517,121
拆出资金	523,183	546,948	574,295	603,010	633,161
贵金属	30,063	87,357	96,093	100,897	105,942
发放贷款及垫款	12,819,764	14,552,433	15,961,464	17,494,352	19,052,560
金融投资	8,156,425	8,700,802	9,371,207	9,953,236	10,740,108
于联营公司及合营公司的投资	6,672	8,865	9,752	10,727	11,799
物业及设备	152,484	151,154	151,154	151,154	151,154
商誉	1,381	1,381	1,381	1,381	1,381
递延所得税资产	120,952	133,355	146,691	154,025	161,726
其他资产	130,930	151,292	166,421	174,742	183,479
<b>资产合计</b>	<b>24,877,491</b>	<b>27,205,047</b>	<b>29,564,468</b>	<b>32,030,138</b>	<b>34,734,544</b>
向中央银行借款	608,536	737,161	810,877	891,965	981,161
同业及其他金融机构存放款项	1,503,909	1,394,516	1,394,516	1,394,516	1,394,516
拆入资金	325,363	390,660	468,792	562,550	675,060
指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	30,234	27,817	28,373	28,941	29,520
衍生金融负债	29,548	65,282	71,810	78,991	86,890
卖出回购金融资产款	53,197	109,195	141,954	170,344	195,896
吸收存款	18,849,155	20,372,901	22,070,330	23,853,562	25,841,340
已发行债务证券	1,108,212	1,371,845	1,516,845	1,661,845	1,806,845
递延所得税负债	520	334	367	404	445
其他负债	414,956	524,590	577,049	623,213	673,070
<b>负债合计</b>	<b>22,923,630</b>	<b>24,994,301</b>	<b>27,080,914</b>	<b>29,266,332</b>	<b>31,684,743</b>
股本	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983
优先股和额外一级资本	199,886	319,875	439,875	559,875	679,875
储备和未分配利润	1,398,486	1,534,931	1,687,356	1,847,047	2,012,568
<b>归属于母公司股东的权益</b>	<b>1,948,355</b>	<b>2,204,789</b>	<b>2,477,214</b>	<b>2,756,905</b>	<b>3,042,426</b>
非控制性权益	5,506	5,957	6,340	6,901	7,374
<b>股东权益合计</b>	<b>1,953,861</b>	<b>2,210,746</b>	<b>2,483,554</b>	<b>2,763,806</b>	<b>3,049,800</b>

### 现金流量表

12月31日年结 (人民币百万元)	2019 A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量	358,396	(60,936)	376,169	311,827	557,872
投资活动产生的现金流量	(230,805)	(469,260)	(434,322)	(318,864)	(552,820)
筹资活动产生的现金流量	345,940	269,803	152,687	145,353	138,465
<b>现金及现金等价物净(减少)/增加</b>	<b>473,531</b>	<b>(260,393)</b>	<b>94,535</b>	<b>138,315</b>	<b>143,517</b>
汇率变动对现金及现金等价物的影响	2,609	(19,035)	(3,648)	(6,691)	(9,791)
<b>现金及现金等价物的期末余额</b>	<b>1,454,581</b>	<b>1,175,153</b>	<b>1,266,040</b>	<b>1,397,664</b>	<b>1,531,389</b>

### 利润表

12月31日年结 (人民币百万元)	2019 A	2020A	2021E	2022E	2023E
利息收入	873,140	930,932	1,018,329	1,103,881	1,192,374
利息支出	(372,270)	(385,853)	(418,331)	(453,559)	(488,351)
<b>利息净收入</b>	<b>500,870</b>	<b>545,079</b>	<b>599,998</b>	<b>650,322</b>	<b>704,023</b>
手续费及佣金收入	88,316	91,166	95,221	100,332	105,776
手续费及佣金支出	(15,389)	(16,621)	(17,360)	(18,292)	(19,285)
<b>手续费及佣金净收入</b>	<b>72,927</b>	<b>74,545</b>	<b>77,861</b>	<b>82,040</b>	<b>86,491</b>
净交易(损失)/收益	19,067	16,405	16,077	16,238	16,400
指定为以公允价值计量且其变动计	5,793	(7,312)	508	868	1,042
投资证券净收益	0	1	0	0	0
其他业务收入	30,693	30,614	32,837	35,242	37,185
<b>营业收入</b>	<b>629,350</b>	<b>659,332</b>	<b>727,281</b>	<b>784,710</b>	<b>845,142</b>
营业支出	(224,096)	(229,897)	(241,883)	(254,572)	(267,359)
资产减值损失	(138,723)	(164,903)	(201,637)	(233,507)	(270,045)
<b>营业利润</b>	<b>266,531</b>	<b>264,532</b>	<b>283,761</b>	<b>296,630</b>	<b>307,739</b>
对联营企业的投资损益	45	518	139	170	218
<b>税前利润</b>	<b>266,576</b>	<b>265,050</b>	<b>283,900</b>	<b>296,800</b>	<b>307,957</b>
所得税费用	(53,652)	(48,650)	(56,780)	(59,360)	(61,591)
<b>本年利润</b>	<b>212,924</b>	<b>216,400</b>	<b>227,120</b>	<b>237,440</b>	<b>246,365</b>
归属于:					
<b>普通股股东</b>	<b>207,498</b>	<b>206,395</b>	<b>217,961</b>	<b>228,103</b>	<b>237,116</b>

### 主要财务比率

	2019 A	2020A	2021E	2022E	2023E
普通股每股收益(人民币)	0.59	0.59	0.62	0.65	0.68
普通股每股净资产(人民币)	5.00	5.39	5.82	6.28	6.75
平均总资产回报率(%)	0.90	0.83	0.80	0.77	0.74
普通股加权平均权益回报率(%)	12.43	11.35	11.11	10.77	10.40
净利率(%)	2.09	2.04	1.99	1.98	1.98
净息差(%)	2.23	2.20	2.20	2.21	2.22
不良贷款率(%)	1.40	1.57	1.60	1.62	1.62
不良贷款拨备覆盖率(%)	288.75	260.64	260.00	258.00	258.00
贷款拨备率(%)	4.06	4.08	4.16	4.18	4.18
核心一级资本充足率(%)	11.24	11.04	10.98	10.93	10.85
资本充足率(%)	16.13	16.59	17.16	17.61	17.90

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828