

601288.SH
买入

原评级: 增持

市场价格: 人民币 2.93

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 业绩增长好于预期

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.8)	(0.7)	(1.3)	(2.3)
相对上证指数	(1.2)	1.7	(6.0)	(9.9)

发行股数(百万)	349,983
流通股(%)	86
总市值(人民币 百万)	1,025,450
3个月日均交易额(人民币 百万)	570
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	40

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2021年10月28日收市价为标准

相关研究报告

- 《农业银行: 收入&规模增长较快》20210831
 - 《农业银行: 营收稳健增长, 息差环比上行》20201106
 - 《农业银行: 2季度息差环比下行, 存贷增长良好》20200901
- 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

证券分析师: 林媛媛

0755-82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

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

农业银行

业绩增长好于预期

摘要: 农业银行 2021 年前三季度净利润 1873.7 亿, 同比增长 12.9%。同比规模、非息、拨备贡献业绩。净利息收入、净手续费收入、其他非息同比增长 5.9%、6.5% 和 61.2%, 营收、拨备前盈利同比分别增长 9.4%、10%。总资产、贷款较年初增长 6.6%、11.5%, 存款增长 8.2%。不良率 1.48%, 拨备覆盖率 288%, 核心一级资本充足率 11.18%。

- 农行业绩增速较快, 盈利能力同比提升。

三季度业绩同比增速 12.9%, 单季净利润同比 13.8%, 投资相关非息等贡献业绩好于预期。三季度, 县域业务保持较快增长, 特色优势强化, 净息差趋稳, 资产质量平稳, 拨备继续提升, 预计资产质量和拨备仍处四大行最优水平。

- 盈利能力提升, 资本提升。

前三季度 ROAA 为 0.89%, 同比上升 4bp; ROAE 为 12.17%, 同比上升 36bp, RORWA 1.44%, 同比提升 7bp。核心一级、一级和资本充足率分别 11.18%/12.98%/16.7%, 同比提升 33/22/16bp。

- 信贷增速持续快于资产, 县域增速快于全部信贷。

3 季度贷款总额环比增长 2.3%, 生息资产环比增长 1.7%, 贷款增速仍快于生息资产。县域贷款环比 3%, 快于全部贷款。负债方, 计息负债环比增长 1%, 主要发行债券和同业环比增长 3.8%, 存款环比增长 0.5%。

- 3 季度净息差趋稳。

公告前三季度净息差 2.12%, 与中报持平。测算 3 季度净息差相对 2 季度微幅上升 1bp, 资产收益率和负债付息率均上升 1bp。

- 投资等其他非息高增贡献非息增长。

净手续费收入同比 6.5%, 单季同比 0.6%, 增速较前两个季度放缓。其他非息收入 497 亿元, 同比增长 61%, 主要是投资相关收益同比贡献。

- 资产质量平稳、存量拨备提升, 预计仍处四大行最好水平。

不良率 1.48%, 较上季度下降 2bp, 不良贷款余额较上季度上升 1%。测算单季不良贷款生成率(年化) 0.36%, 较中期小幅上升, 仍处于低位。前三季度资产减值损失同比增长 2%, 增速略缓, 贡献业绩。拨备覆盖率 288%, 较中期增加 10 个百分点。

- 我们调整公司 2021/2022 年 EPS 至 0.67/0.71 元, 目前股价对应市净率为 0.50x/0.45x, 维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 经济大幅下行, 资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-扣除其他成本	627,268	657,961	708,693	777,037	856,893
变动(%)	4.79	4.89	7.71	9.64	10.28
净利润	212,098	215,925	233,322	248,214	262,900
变动(%)	4.59	1.80	8.06	6.38	5.92
净资产收益率(%)	12.70	11.89	11.85	11.40	10.80
每股收益(元)	0.61	0.62	0.67	0.71	0.75
市盈率(倍)	4.85	4.77	4.41	4.15	3.91
市净率(倍)	0.59	0.55	0.50	0.45	0.40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

摘要：农业银行 2021 年前三季度净利润 1873.7 亿，同比增长 12.9%。同比规模、非息、拨备贡献业绩。净利息收入、净手续费收入、其他非息同比增长 5.9%、6.5%和 61.2%，营收、拨备前盈利同比分别增长 9.4%、10%。总资产、贷款较年初增长 6.6%、11.5%，存款增长 8.2%。不良率 1.48%，拨备覆盖率 288%，核心一级资本充足率 11.18%。

1、农行业绩增速较快，盈利能力同比提升。

三季度业绩同比增速 12.9%，单季净利润同比 13.8%，投资相关非息等贡献业绩好于预期。三季度，县域业务保持较快增长，特色优势强化，净息差趋稳，资产质量平稳，拨备继续提升，预计资产质量和拨备仍处四大行最优水平。

2、盈利能力提升，资本提升。

前三季度 ROAA 为 0.89%，同比上升 4bp；ROAE 为 12.17%，同比上升 36bp，RORWA1.44%，同比提升 7bp。核心一级、一级和资本充足率分别 11.18%/12.98%/16.7%，同比提升 33/22/16bp。

3、信贷增速持续快于资产，县域增速快于全部信贷。

3 季度贷款总额环比增长 2.3%，生息资产环比增长 1.7%，贷款增速仍快于生息资产。县域贷款环比 3%，快于全部贷款。负债方，计息负债环比增长 1%，主要发行债券和同业环比增长 3.8%，存款环比增长 0.5%。

4、3 季度净息差趋稳。

公告前三季度净息差 2.12%，与中报持平。测算 3 季度净息差相对 2 季度微幅上升 1bp，资产收益率和负债付息率均上升 1bp。

5、投资等其他非息高增贡献非息增长。

净手续费收入同比 6.5%，单季同比 0.6%，增速较前两个季度放缓。其他非息收入 497 亿元，同比增长 61%，主要是投资相关收益同比贡献。

6、资产质量平稳、存量拨备提升，预计仍处四大行最好水平。

不良率 1.48%，较上季度下降 2bp，不良贷款余额较上季度上升 1%。测算单季不良贷款生成率（年化）0.36%，较中期小幅上升，仍处于低位。前三季度资产减值损失同比增长 2%，增速略缓，贡献业绩。拨备覆盖率 288%，较中期增加 10 个百分点。

7、费用平稳，同比增长 7.8%，成本收入比 25.58%，同比基本持平。

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，公司业务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，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

图表 1. 农业银行 (601288.SH) 财报点评

	3Q20		3Q21		累积同比 YoY(%)		3Q20		4Q20		1Q21		2Q21		3Q21		季度环比 QoQ(%)	季度同比 YoY(%)	返回汇总指标 返回目录
	重述数据		重述数据		重述数据		重述数据		重述数据		重述数据		重述数据		重述数据				
利润表 (百万元)																			
利息收入	692,710	748,545	8.1	234,279	250,376	242,509	250,962	255,074	1.6	8.9									
利息支出	(286,771)	(318,828)	11.2	(95,349)	(99,082)	(102,397)	(107,717)	(108,714)	0.9	14.0									
净利息收入	405,939	429,717	5.9	138,930	151,294	140,112	143,245	146,360	2.2	5.3									
净手续费收入	61,462	65,476	6.5	17,224	929	30,371	17,779	17,326	(2.5)	0.6									
净其他非息收入	30,843	49,704	61.2	2,918	7,494	23,969	10,061	15,674	55.8	437.1									
净非利息收入	92,305	115,180	24.8	20,142	8,423	54,340	27,840	33,000	18.5	63.8									
营业收入	498,244	544,897	9.4	159,072	159,717	194,452	171,085	179,360	4.8	12.8									
税金及附加	(3,963)	(4,667)	17.8	(1,268)	(1,850)	(1,494)	(1,694)	(1,479)	(12.7)	16.6									
业务及管理费	(129,299)	(139,360)	7.8	(45,743)	(63,049)	(43,459)	(46,229)	(49,672)	7.4	8.6									
营业费用及营业税	(133,262)	(144,027)	8.1	(47,011)	(64,899)	(44,953)	(47,923)	(51,151)	6.7	8.8									
营业外收入及其他费用	(25,952)	(27,945)	7.7	(4,760)	(3,895)	(18,432)	(4,550)	(4,963)	9.1	4.3									
拨备前利润	339,030	372,925	10.0	107,301	90,923	131,067	118,612	123,246	3.9	14.9									
资产减值损失	(139,213)	(141,629)	1.7	(40,039)	(25,690)	(50,237)	(45,904)	(45,488)	(0.9)	13.6									
税前利润	199,817	231,296	15.8	67,262	65,233	80,830	72,708	77,758	6.9	15.6									
所得税	(33,906)	(43,926)	29.6	(10,541)	(14,744)	(14,642)	(16,063)	(13,221)	(17.7)	25.4									
税后利润	165,911	187,370	12.9	56,721	50,489	66,188	56,645	64,537	13.9	13.8									
归母净利润	165,335	186,709	12.9																
资产负债表 (百万元)																			较年初 (%)
生息资产	26,363,405	28,534,607	8.2	26,363,405	26,568,365	27,897,951	28,057,989	28,534,607	1.7	7.4									
贷款总额	14,973,207	16,911,540	12.9	14,973,207	15,170,442	16,065,957	16,539,337	16,911,540	2.3	11.5									
计息负债	24,546,401	26,117,904	6.4	24,546,401	24,376,278	25,675,213	25,859,414	26,117,904	1.0	7.1									
存款	20,780,341	22,035,457	6.0	20,780,341	20,372,901	21,848,987	21,926,574	22,035,457	0.5	8.2									
加权风险资产	16,799,126	17,775,020	5.8	16,799,126	16,989,668	17,618,525	17,747,527	17,775,020	0.2	4.6									
净息差			年累计同比						季度环比 QoQ(bp)	季度同比 YoY(bp)									
单季度指标 (年化)																			
净息差-测算				2.02	2.23	2.02	2.01	2.04	0.02	0.02									
生息资产收益率-测算				3.45	3.69	3.49	3.53	3.55	0.02	0.10									
计息负债成本率-测算				1.58	1.62	1.64	1.67	1.67	0.00	0.10									
净息差-测算2				2.08	2.29	2.06	2.05	2.07	0.02	(0.02)									
生息资产收益率-测算2				3.56	3.78	3.56	3.59	3.61	0.02	0.05									
计息负债成本率-测算2				1.58	1.62	1.64	1.67	1.67	0.00	0.10									
累计指标 (年化)			年累计同比																
净息差-公告	0.00	2.12	N.A.	0.00	2.20	0.00	2.12	2.12											
净利差-公告	0.00	0.00	N.A.	0.00	2.04	0.00	1.96	0.00											
净息差-测算	2.01	2.02	0.01	2.01	2.07	2.02	2.02	2.02											
生息资产收益率-测算	3.48	3.52	0.05	3.48	3.53	3.49	3.51	3.52											
计息负债成本率-测算	1.63	1.66	0.03	1.63	1.63	1.64	1.65	1.66											
净息差-测算2	2.08	2.06	(0.02)	2.08	2.13	2.06	2.05	2.06											
生息资产收益率-测算2	3.59	3.59	(0.00)	3.59	3.64	3.56	3.58	3.59											
计息负债成本率-测算2	1.63	1.66	0.03	1.63	1.63	1.64	1.65	1.66											
规模			年累计同比						季度环比	较年初									
规模同比																			
总资产	9.75	6.20		9.75	9.35	8.85	8.24	6.20											
生息资产	10.54	8.24		10.54	10.44	10.68	10.43	8.24											
贷款总额	12.39	12.95		12.39	13.55	13.64	13.98	12.95											
债券投资	9.59	4.38		9.59	9.33	8.71	7.35	4.38											
交易类	(0.68)	(39.58)		(0.68)	(14.48)	(30.83)	(34.23)	(39.58)											
计息负债	12.97	6.40		12.97	11.23	9.84	8.66	6.40											
存款	12.31	6.04		12.31	11.23	11.82	7.68	6.04											
结构占比																			
生息资产/总资产	96.58	98.43	1.85	96.58	97.66	97.73	97.93	98.43	0.52	0.79									
贷款总额/生息资产	56.80	59.27	2.47	54.85	55.76	56.28	57.72	58.34	1.06	4.62									
债券投资/生息资产	26.94	26.04	(0.90)	26.02	26.06	24.87	25.38	25.63	0.97	(1.66)									
交易类/生息资产	3.48	1.98	(1.50)	3.48	2.69	2.54	2.42	1.98	(18.33)	(26.46)									
计息负债/生息资产	93.11	91.53	(1.58)	93.11	91.75	92.03	92.16	91.53	(0.69)	(0.24)									
存款/计息负债	84.66	84.37	(0.29)	84.66	83.58	85.10	84.79	84.37	(0.50)	0.95									
贷存比	72.05	76.75	4.69	72.05	74.46	73.53	75.43	76.75	1.75	3.07									
手续费									季度环比 QoQ(%)	季度同比 QoQ(%)									
年累计				单季度															
手续费	61,462	65,476		17,224	929	30,371	17,779	17,326	(2.55)	0.59									
手续费占比	12.34	12.02	(0.32)	10.83	0.58	15.62	10.39	9.66											
其他非息占比	6.19	9.12	2.93	1.83	4.69	12.33	5.88	8.74											
投资收益	570	20,984																	
公允价值	3,770	(4,577)																	
资产质量和拨备									季度环比	季度同比									
不良贷款率	1.52	1.48	(0.03)	1.52	1.57	1.53	1.50	1.48	(0.02)	(0.03)									
不良余额	226,213	250,163	10.59	226,213	237,113	244,563	247,344	250,163	1.14	10.59									
不良生成率 (年累计)	N.A.	N.A.		N.A.	0.79	N.A.	0.57	N.A.	N.A.	N.A.									
单季度测算不良净生成率				1.17	0.81	0.70	0.12	0.36	0.23	(0.8)									
关注类占比	N.A.	N.A.		N.A.	2.01	N.A.	1.57	N.A.											
年累计核销-公告		0			49,375		33,036												
信用成本-年累计	N.A.	N.A.		N.A.	1.00	N.A.	1.16	N.A.											
资产减值损失/总资产	272.44	288.04		272.44	260.64	264.61	278.52	288.04	10										
拨备覆盖率	4.13	4.27		4.13	4.08	4.04	4.18	4.27											
拨备/贷款总额	616,295	720,570		616,295	618,011	647,138	688,906	720,570											
成本和税收									季度环比	季度同比									
年累计				单季度															
成本收入比 (年累计)	25.95	25.58	(0.38)	28.76	39.48	22.35	27.02	27.69	7.45	8.59									
成本收入比 (单季度)																			
费用增速																			
有效税率 (年累计)	16.97	18.99		15.67	22.60	18.11	22.09	17.00											
有效税率 (单季度)																			
资本和盈利能力			年累计同比						季度环比 QoQ(bp)	季度同比 YoY(bp)									
核心一级资本充足率	10.85	11.18	0.33	10.85	11.04	10.98	10.85	11.18	0.33										
一级资本充足率	12.76	12.98	0.22	12.76	12.92	12.79	12.65	12.98	0.33										
资本充足率	16.54	16.70	0.16	16.54	16.59	16.37	16.23	16.70	0.47										
融资进度																			
ROAA-公布	0.85	0.89	0.04	0.85	0.83	0.95	0.88	0.89	0.01										
ROAE-公布	11.81	12.17	0.36	11.81	11.35	13.65	12.40	12.17	(0.23)										
RORWA-计算	1.37	1.44	0.07	1.37	1.33	1.53	1.41	1.44	0.02										

资料来源: 公司年报, 中银证券

单位: 除百分比外, 其他为RMB百万

主要比率(人民币百万元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(RMB)					
PE	4.85	4.77	4.41	4.15	3.91
PB	0.59	0.55	0.50	0.45	0.40
EPS	0.61	0.62	0.67	0.71	0.75
BVPS	5.00	5.39	5.87	6.58	7.33
每股拨备前利润	1.16	1.23	1.33	1.46	1.60
驱动性因素(%)					
生息资产增长	10.2	9.2	8.2	9.0	10.0
贷款增长	11.9	13.5	13.0	13.0	12.5
存款增长	5.6	11.2	8.5	8.5	8.5
贷款收益率	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2
生息资产收益率	3.6	3.6	3.5	3.6	3.6
存款付息率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
计息负债付息率	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
净息差	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
风险成本	1.1	1.2	1.1	1.1	1.2
净手续费增速	1.9	12.0	4.2	11.6	11.2
成本收入比	30.5	29.2	29.0	29.0	29.0
所得税税率	20.1	18.4	19.0	18.4	18.4
盈利及杜邦分析(%)					
ROAA	0.90	0.83	0.83	0.81	0.79
ROAE	12.7	11.9	11.8	11.4	10.8
净利息收入	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1
非净利息收入	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
营业收入	2.6	2.5	2.5	2.5	2.6
营业支出	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
拨备前利润	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
拨备	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
税前利润	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
税收	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
业绩年增长率(%)					
净利息收入	1.9	12.0	4.2	11.6	11.2
营业收入	4.8	4.9	7.7	9.6	10.3
拨备前利润	4.3	6.1	8.1	9.6	10.3
归属母公司利润	4.6	1.8	8.1	6.4	5.9
资产质量(%)					
不良率	1.39	1.59	1.43	1.43	1.38
拨备覆盖率	292	256	273	271	291
拨贷比	4.05	4.07	3.90	3.88	4.03
不良净生成率(测算)	0.41	0.79	0.50	0.90	0.70

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币百万元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润表:					
利息收入	859,141	930,932	1,001,355	1,100,813	1,214,665
利息支出	(372,270)	(385,853)	(433,403)	(466,962)	(509,807)
净利息收入	486,871	545,079	567,953	633,851	704,857
手续费净收入	86,926	74,545	79,018	84,549	90,467
营业收入	627,268	657,961	708,693	777,037	856,893
业务及管理费	(191,224)	(192,348)	(205,521)	(225,341)	(248,499)
拨备前利润	405,299	429,953	464,792	509,330	561,639
拨备	(138,723)	(164,903)	(176,106)	(204,477)	(238,749)
税前利润	266,576	265,050	288,685	304,853	322,890
税后利润	212,924	216,400	233,835	248,760	263,478
归属母公司净利润	212,098	215,925	233,322	248,214	262,900
资产负债表					
贷款总额	13,360,188	15,170,442	17,142,599	19,371,137	21,792,530
贷款减值准备	(540,578)	(618,011)	(668,847)	(750,886)	(878,947)
贷款净额	12,819,610	14,552,431	16,473,752	18,620,251	20,913,583
债券投资	7,422,930	7,822,659	8,213,792	8,624,482	9,055,706
存放央行	2,606,967	2,360,994	2,431,506	2,638,184	2,862,429
同业资产	1,467,476	1,797,339	1,581,658	1,391,859	1,531,045
其他资产	561,305	671,622	658,255	766,738	609,120
生息资产	24,857,561	27,151,434	29,369,555	32,025,662	35,241,710
资产总额	24,878,288	27,205,045	29,358,963	32,041,514	34,971,883
存款	18,315,214	20,372,901	22,104,598	23,983,488	26,022,085
同业负债	2,491,005	2,631,532	2,894,685	3,328,888	3,828,221
发行债券	1,108,212	1,371,845	1,440,437	1,512,459	1,588,082
计息负债	21,914,431	24,376,278	26,439,720	28,824,835	31,438,388
负债总额	22,918,526	24,994,301	26,979,306	29,413,097	32,079,988
股本	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983
资本公积	173,556	173,556	173,556	173,556	173,556
盈余公积	174,910	196,071	219,455	244,330	270,678
一般风险准备	277,016	311,449	333,250	356,578	381,538
未分配利润	741,101	828,240	951,966	1,152,522	1,364,692
股东权益	1,959,762	364,131	2,379,657	2,628,417	2,891,895
资本状况(%)					
资本充足率	16.13	16.59	18.19	19.93	21.43
核心一级资本充足率	11.24	11.04	11.25	11.79	12.29
杠杆率	12.7	12.3	12.3	12.2	12.1
RORWA	1.46	1.33	1.33	1.32	1.31
风险加权系数	62.22	62.43	61.90	60.69	59.49

资料来源: 公司公告, 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，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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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