

**601398.SH**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 4.71

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 业绩优于预期, 经营稳健积极

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.7	1.1	1.7	(9.34)
相对上证指数	12.0	6.7	12.0	(3.85)

发行股数(百万)	356,406
流通股(%)	76
总市值(人民币 百万)	1,678,673
3个月日均交易额(人民币 百万)	1087
资本充足率(%) (2021)	18.02
主要股东(%)	
中央汇金资产管理有限责任公司	35

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2022年3月30日收市价为标准

**相关研究报告**

《工商银行: 业绩略优预期, 经营稳健积极》  
20211031

《工商银行: 业绩增长较快, 资产质量持续改善》  
20210829

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: 国有大型银行

证券分析师: 林媛媛

(86755)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

## 工商银行

### 业绩优于预期, 经营稳健积极

摘要: 工商银行 2021 年净利润 3502 亿元, 同比增长 10.2%。规模、其他非息、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 6.8%、1.4% 和 13.7%, 营收、拨备前盈利同比分别增长 6.8%、5.5%。总资产、贷款较年初增长 5.5%、11%, 存款增长 5.2%。

工商银行 2021 年盈利增长较快, 业绩好于预期, 报表质量较好, 反映工行作为行业龙头经营管理能力强, 业务推进稳健且积极。年报贡献主要来自规模、非息和拨备, 年报亮点: 净息差趋稳, 手续费同比增速提升, 资产质量改善、存量拨备提升。

**■ 盈利能力、资本水平提升。**

ROAE 为 12.15%, 同比上升 0.2 个百分点, ROAA 为 1.02%, 同比上升 2bp; RORWA 1.25%, 同比提升 4bp。核心一级、一级资本和资本充足率为 13.31%/14.94%/18.02%, 同比上升 13bp/66bp/114bp。

**■ 净息差改善, 客户基础强大且资产负债管控优秀**

公布净息差 2.11%, 较前三季度持平, 今年以来逐步由下降, 降幅收窄, 再到持平, 全年降幅亦有限。测算 4 季度净息差 2.11%, 环比 3 季度上升 5bp。

**■ 手续费增速提升**

净手续费收入同比增长 1.4%, 4 季度单季手续费同比增长 5.8%。3 季度受制于监管控制贵金属和原油等业务增长承压, 4 季度增长恢复。

**■ 资产质量改善、存量拨备提升。**

不良率 1.42%, 较 3 季度下降 10bp, 不良贷款余额较 3 季度下降 5.75%。逾期贷款 1.23%, 较中期下降 10bp。测算年累计不良生成 0.54%, 同比大幅下降 50bp。拨备覆盖率 205.84%, 较 3 季度增加 9 个百分点。

**估值**

■ 经营稳健积极, 估值偏低, 股息率 6.2%, 价值凸显。我们调高公司 2022/2023 年 EPS 至 1.05/1.13 元, 目前股价对应市净率为 0.51x/0.46x, 维持 **增持** 评级。

**评级面临的主要风险**

■ 经济下行导致资产质量恶化超预期、金融监管超预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入-扣除其他成本	882,665	942,762	1,018,625	1,121,334	1,222,030
变动 (%)	3.22	6.81	8.05	10.08	8.98
净利润	315,906	348,338	374,100	403,766	443,650
变动 (%)	1.18	10.27	7.40	7.93	9.88
净资产收益率 (%)	12.30	12.51	12.10	11.59	11.35
每股收益 (元)	0.89	0.98	1.05	1.13	1.24
原预测 (元)			1.03	1.09	
变动 (%)			1.9	3.7	
市盈率 (倍)	5.33	4.83	4.50	4.17	3.79
市净率 (倍)	0.63	0.58	0.51	0.46	0.41

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 年报摘要:

工商银行 2021 年净利润 3502 亿元，同比增长 10.2%。规模、其他非息、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 6.8%、1.4%和 13.7%，营收、拨备前盈利同比分别增长 6.8%、5.5%。总资产、贷款较年初增长 5.5%、11%，存款增长 5.2%。

年报收入、盈利增长较快，业绩好于预期，年报贡献主要来自规模、非息和拨备，年报亮点：净息差趋稳，手续费同比增速提升，资产质量改善、存量拨备提升。业绩增速较快，报表质量较好，反映工商银行作为行业龙头经营管理能力强，业务推进稳健且积极。

### 1、盈利能力提升，核心资本充足率上升

ROAE 为 12.15%，同比上升 0.2 个百分点，ROAA 为 1.02%，同比上升 2bp；RORWA1.25%，同比提升 4bp。核心一级、一级资本和资本充足率为 13.31%/14.94%/18.02%，同比上升 13bp/66bp/114bp。

### 2、净息差趋稳，客户基础强大和资产负债管控能力优秀。

公布净息差 2.11%，较前三季度持平，今年以来公司净息差逐步由下降，降幅收窄，再到持平。测算 4 季度单季度净息差 2.11%，环比 3 季度上升 5bp。

全年相对中期数据来看，净息差持平，净息差微降 1bp，净利差 1.92%，微降 1bp，存贷利差 2.54%，微降 2bp。拆分来看，各类存贷款收益率亦平稳，贷款收益率 4.16%，略降 1bp，长期贷款占比上升，对公贷款收益率有所上升，可能与客户下沉有关。零售贷款收益率 4.71%，较中期下降 2bp，年底按揭占比相对中期上升。存款付息成本较中期上升 1bp，各类存款成本均微幅上升。结构上，平均余额看，去年相对中期存贷款占比小幅提升。期末时点看，年底相对 3 季度存贷款占比进一步提升。

在金融让利实体，降低融资成本的政策背景下，公司保证了净息差的平稳，反映公司强大的客户基础和优秀的资产负债管控能力。

### 3、规模增长略缓，信贷增长较快，存款日均增长好于期末时点

期末余额看，4 季度规模环比 3 季度下降 1%，贷款季度环比 1.2%，存款季度环比下降 1.5%。总资产同比去年增长 5.5%，贷款同比 11%，存款增长 5.2%，从平均余额看，生息资产全年同比 8.7%，全年相对中期增长 2.2%，贷款同比 11.2%，全年相对中期增长 2.5%，存款全年同比 8.0%，全年相对中期增长 2.4%。存款的平均余额增长好于期末时点。

### 4、手续费增长改善，其他非息贡献略缓

净手续费收入同比增长 1.4%，4 季度单季手续费同比增长 5.8%。三季度公司在监管控制贵金属和原油等业务背景下增长承压，4 季度增长恢复。全年同比增速主要来自于托管、结算和投行的贡献。

其他非息同比增长 13.7%，4 季度单季度同比下降 12.6%，贡献较 3 季度略缓，与去年 4 季度基数抬升有关。

## 5、资产质量改善，存量拨备提升。

资产质量有所改善。不良率 1.42%，较 3 季度下降 10bp，不良贷款余额较 3 季度下降 5.75%。逾期贷款 1.23%，较中期下降 10bp。测算年累计不良生成 0.54%，同比大幅下降 50bp。

逾期和关注较中期有所上升。90 天以内逾期余额同比降 26.8%，较中期上升 12%，关注类占比 1.99%，较中期上升 6bp。

资产减值损失同比基本持平，贡献业绩。贷款减值损失同比降 2%，拨备覆盖率 205.84%，较 3 季度增加 9 个百分点。

## 6、费用增速提升，成本收入比上升。

费用同比增长 14.8%，成本收入比 23.97%，同比上升 1.66 个百分点。

### 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。

**金融监管超预期。** 2021 年以来监管对政府隐性债务、房地产监管力度加大，同时继续引导银行让利实体经济，但若金融监管或者让利政策超市场预期，或将影响银行盈利表现。

图表 1. 工商银行财报点评

利润表 (百万元)	2020		1-4Q21		4Q20		1Q21		2Q21		3Q21		4Q21		季度环比		季度同比		返回汇总指标 返回目录
	2020	1-4Q21	YoY%	QoQ%	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	QoQ%	YoY%	QoQ%	YoY%	YoY%	YoY%	YoY%	YoY%		
利息收入	1,092,521	1,162,218	6.4		275,556	278,781	285,021	294,669	303,747	3.1		10.2							
利息支出	(445,756)	(471,538)	5.8		(111,582)	(112,180)	(115,329)	(119,814)	(124,215)	3.7		11.3							
净利息收入	646,765	690,680	6.8		163,974	166,601	169,692	174,855	179,532	2.7		9.5							
净手续费收入	131,215	133,024	1.4		26,218	41,164	34,779	29,344	27,737	(5.5)		5.8							
净非利息收入	104,685	119,058	13.7		28,780	26,426	23,153	40,101	23,400	(41.6)		(12.6)							
营业收入	235,900	252,082	6.9		33,025	67,590	63,910	69,445	51,137	(26.4)		54.8							
税金及附加	882,665	942,762	6.8		216,972	234,191	233,602	244,300	230,669	(5.6)		6.3							
业务及管理费	(8,524)	(9,318)	9.3		(2,304)	(2,164)	(2,482)	(2,094)	(2,578)	23.1		11.9							
营业外净收入及其他成本	(196,948)	(225,945)	14.8		(68,734)	(41,186)	(48,969)	(52,700)	(83,088)	57.7		24.5							
拨备前利润	(205,372)	(235,263)	14.6		(69,038)	(43,352)	(51,451)	(54,794)	(85,666)	56.3		24.1							
减值损失	(82,499)	(79,977)	(3.1)		(16,996)	(19,557)	(20,816)	(26,288)	(13,316)	(49.3)		(21.7)							
所得税	594,794	627,522	5.5		130,938	171,282	161,335	163,218	131,687	(19.3)		0.6							
税后利润	(202,668)	(202,623)	(0.0)		(22,898)	(62,862)	(61,985)	(54,771)	(23,305)	(57.5)		1.6							
归母净利润	392,126	424,899	8.4		103,000	108,420	99,650	108,447	108,382	(0.1)		0.4							
每股收益	(74,441)	(74,683)	0.3		(20,488)	(22,123)	(21,438)	(19,626)	(11,486)	(41.4)		(43.9)							
归母净利润	317,685	350,216	10.2		87,512	86,297	78,212	88,821	96,886	9.1		10.7							
每股收益	315,906	348,338	10.3																
资产负债表 (百万元)	32,509,594	34,451,217	6.0		32,509,594	33,685,114	34,469,259	34,755,122	34,451,217	(0.9)		6.0%							
贷款总额	18,624,308	20,667,245	11.0		18,624,308	19,482,410	19,966,767	20,425,479	20,667,245	1.2		11.0%							
生息资产	29,401,196	30,559,844	3.9		29,401,196	30,431,298	31,009,196	31,266,371	30,559,844	(2.3)		3.9%							
存款	25,134,726	26,441,774	5.2		25,134,726	25,944,333	26,602,333	26,841,575	26,441,774	(1.5)		5.2%							
加权风险资产	20,124,139	21,690,349	7.8		20,124,139	20,595,034	21,076,877	21,327,922	21,690,349	1.7		7.8%							
业绩增长拆分	2020	1-4Q21	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21												
规模增长	9.41%	7.90%	0.13%	1.46%	2.96%	1.57%	(0.03%)												
净息差扩大	(2.84%)	(1.11%)	17.58%	(10.88%)	(1.11%)	1.47%	2.70%												
非息收入	(3.35%)	0.02%	(17.83%)	(17.37%)	(2.11%)	1.54%	(8.25%)												
成本	1.00%	(1.31%)	(12.03%)	22.88%	(5.56%)	(3.41%)	(13.74%)												
拨备	(4.13%)	2.86%	26.11%	(30.42%)	(2.28%)	7.66%	19.26%												
税收	1.29%	1.88%	(5.08%)	(1.78%)	(1.28%)	4.74%	9.14%												
净息差																			
净息差-测算	2.26	2.08	2.26	2.01	1.99	2.02	2.08	0.05	(0.18)										
生息资产收益率-测算	3.62	3.51	3.62	3.37	3.35	3.41	3.51	0.11	(0.11)										
生息负债成本率-测算	1.51	1.61	1.51	1.50	1.50	1.54	1.61	0.07	(0.10)										
净息差-测算2	2.32	2.06	2.32	2.06	2.04	2.06	2.11	0.05	(0.20)										
生息资产收益率-测算2	3.72	3.45	3.72	3.45	3.42	3.47	3.58	0.10	(0.14)										
生息负债成本率-测算2	1.51	1.50	1.51	1.50	1.50	1.54	1.61	0.07	(0.10)										
净息差-公告	2.15	2.11	(0.04)	2.15	2.14	2.12	2.11	2.11											
净利息-公告	1.97	1.97	(0.05)	1.97	1.97	1.93	1.92	1.92											
净手续费-公告	0.18	0.11	(0.11)	0.18	0.17	0.16	0.15	0.14											
生息资产收益率-公告	3.64	3.56	(0.06)	3.64	3.56	3.56	3.56												
生息负债成本率-公告	1.67	1.64	(0.03)	1.67	1.63	1.63	1.64												
贷款收益率-公告	4.26	4.16	(0.10)	4.26	4.17	4.17	4.16												
存款成本率-公告	1.61	1.62	0.01	1.61	1.61	1.61	1.62												
净息差-测算	2.03	2.03	(0.00)	2.03	2.01	2.00	2.01	2.03											
生息资产收益率-测算	3.42	3.41	(0.02)	3.42	3.37	3.36	3.37	3.41											
生息负债成本率-测算	1.55	1.54	(0.01)	1.55	1.50	1.50	1.51	1.54											
净息差-测算2	2.09	2.07	(0.02)	2.09	2.06	2.05	2.05	2.07											
生息资产收益率-测算2	3.53	3.48	(0.05)	3.53	3.45	3.44	3.45	3.48											
生息负债成本率-测算2	1.55	1.54	(0.01)	1.55	1.50	1.50	1.51	1.54											
规模																			
生息资产-公告平均余额	30055472	32656847	8.7																
贷款-公告平均余额	17979409	19996414	11.2																
生息资产-公告平均余额	26637431	28837695	8.3																
存款-公告平均余额	22670373	24477111	8.0																
存款占比(含贴现)	79.3	81.7																	
总资产	33345058	35171383	5.5		33345058	34367549	35136284	35398066	35171383	(0.6)		5.48							
生息资产-期末时点	31725111	33827994	6.6		31725111	32862509	33767287	34120283	33827994	(0.86)		6.63							
贷款-期末时点	18624308	20667245	11.0		18624308	19482410	19966767	20425479	20667245	1.18		10.97							
生息资产-期初时点	31725111	33827994	6.6		31725111	32862509	33767287	34120283	33827994	(0.86)		6.63							
贷款-期初时点	18624308	20667245	11.0		18624308	19482410	19966767	20425479	20667245	1.18		10.97							
生息资产-期初时点	31725111	33827994	6.6		31725111	32862509	33767287	34120283	33827994	(0.86)		6.63							
贷款-期初时点	18624308	20667245	11.0		18624308	19482410	19966767	20425479	20667245	1.18		10.97							
生息资产-期初时点	31725111	33827994	6.6		31725111	32862509	33767287	34120283	33827994	(0.86)		6.63							
贷款-期初时点	18624308	20667245	11.0		18624308	19482410	19966767	20425479	20667245	1.18		10.97							
生息资产-期初时点	31725111	33827994	6.6		31725111	32862509	33767287	34120283	33827994	(0.86)		6.63							
贷款-期初时点	18624308	20667245	11.0		18624308	19482410	19966767	20425479	20667245	1.18		10.97							
生息资产-期初时点	31725111	33827994	6.6		31725111	32862509	33767287	34120283	33827994	(0.86)		6.63							
贷款-期初时点	18624308	20667245	11.0		18624308	19482410	19966767	20425479	20667245	1.18		10.97							
生息资产-期初时点	31725111	33827994	6.6		31725111	32862509	33767287	34120283	33827994	(0.86)		6.63							
贷款-期初时点	18624308	20667245	11.0		18624308	19482410	19966767	20425479	20667245	1.18		10.97							
生息资产-期初时点	31725111	33827994	6.6		31725111	32862509	33767287	34120283	33827994	(0.86)		6.63							
贷款-期初时点	18624308	20667245	11.0																

## 主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
PE	5.33	4.83	4.50	4.17	3.79
PB	0.63	0.58	0.51	0.46	0.41
PB 扣除商誉	0.58	0.52	0.50	0.45	0.00
EPS	0.89	0.98	1.05	1.13	1.24
BVPS	7.48	8.15	9.20	10.34	11.59
每股拨备前利润	1.67	1.76	1.92	2.13	2.33
<b>驱动性因素 (%)</b>					
生息资产增长	10.02	5.97	7.96	8.31	8.43
贷款增长	11.11	10.97	10.50	9.50	9.50
存款增长	9.39	5.20	8.70	8.50	8.50
贷款收益率	4.33	4.24	4.20	4.22	4.22
生息资产收益率	3.52	3.47	3.52	3.56	3.57
存款付息率	1.51	1.54	1.53	1.53	1.53
计息负债付息率	1.59	1.57	1.62	1.61	1.61
净息差	2.08	2.06	2.08	2.13	2.14
风险成本	1.15	1.03	1.03	1.10	1.10
净手续费增速	6.56	6.79	7.91	10.54	8.98
成本收入比	22.30	23.97	23.97	23.97	23.97
所得税税率	18.98	17.58	18.00	18.00	18.00
<b>盈利及杜邦分析 (%)</b>					
ROAA	1.00	1.02	1.03	1.03	1.04
ROAE	12.30	12.51	12.10	11.59	11.35
净利息收入	2.04	2.02	2.04	2.08	2.09
非净利息收入	0.74	0.74	0.75	0.75	0.75
营业收入	2.79	2.76	2.79	2.84	2.84
营业支出	0.65	0.69	0.70	0.71	0.71
拨备前利润	1.88	1.83	1.87	1.92	1.94
拨备	0.64	0.59	0.61	0.67	0.67
税前利润	1.24	1.24	1.26	1.25	1.27
税收	0.23	0.22	0.23	0.23	0.23
<b>业绩年增长率 (%)</b>					
净利息收入	6.56	6.79	7.91	10.54	8.98
营业收入	3.22	6.81	8.05	10.08	8.98
拨备前利润	4.21	5.50	8.80	11.05	9.75
归属母公司利润	1.18	10.27	7.40	7.93	9.88
<b>资产质量 (%)</b>					
不良率	1.58	1.42	1.37	1.45	1.30
拨备覆盖率	180.95	206.04	206.30	195.32	214.90
拨贷比	2.85	2.92	2.82	2.82	2.79
不良净生成率 (测算)	1.04	0.54	0.80	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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>利润表:</b>					
利息收入	1,092,521	1,162,218	1,260,213	1,378,390	1,500,512
利息支出	(445,756)	(471,538)	(514,887)	(554,498)	(602,635)
净利息收入	646,765	690,680	745,325	823,892	897,877
手续费净收入	131,215	133,024	142,336	149,452	156,925
营业收入	882,665	942,762	1,018,625	1,121,334	1,222,030
业务及管理费	(196,848)	(225,945)	(244,126)	(268,742)	(292,875)
拨备前利润	594,794	627,522	682,727	758,195	832,096
拨备	(202,668)	(202,623)	(224,048)	(263,143)	(288,141)
税前利润	392,126	424,899	458,679	495,052	543,954
税后利润	317,685	350,216	376,117	405,943	446,042
归属母公司净利	315,906	348,338	374,100	403,766	443,650
<b>资产负债表</b>					
贷款总额	18,624.30	20,667.245	22,837.306	25,006.850	27,382.50
贷款减值准备	(531.161)	(603.983)	(643.474)	(706.046)	(764.586)
贷款净额	18,093.14	20,063.262	22,193.832	24,300.804	26,617.91
债券投资	8,591,139	9,257,760	9,998,381	10,798,251	11,662,111
存放央行	3,472,962	3,035,566	3,017,932	3,274,456	3,552,785
同业资产	1,821,185	1,490,646	1,341,581	1,207,423	1,086,681
其他资产	1,323,444	1,278,211	1,303,755	1,596,762	1,873,887
生息资产	32,509.59	34,451.217	37,195.200	40,286.980	43,684.07
资产总额	33,301.87	35,125.445	37,855.481	41,177.697	44,793.37
存款	25,134	26,441,774	28,742,208	31,185,296	33,836,04
同业负债	3,132.6	3,326.695	3,493,030	3,842,333	4,226,566
发行债券	1,133.8	791,375	791,375	791,375	791,375
计息负债	29,401	30,559,844	33,026,613	35,819,004	38,853,98
负债总额	30,435	31,896,125	34,470,758	37,385,250	40,552,94
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407
资本公积	148,534	148,597	148,597	148,597	148,597
盈余公积	322,911	357,169	394,781	435,375	479,979
一般风险准备	339,701	438,952	473,115	506,233	541,669
未分配利润	1,510.5	1,620,642	1,924,985	2,257,215	2,623,217
股东权益	2,909.5	3,275,258	3,384,723	3,792,446	4,240,434
<b>资本状况 (%)</b>					
资本充足率	16.88	18.02	18.41	19.80	21.06
核心一级资本充足率	13.18	13.31	12.75	13.30	13.86
杠杆率	11.45	10.72	11.18	10.86	10.56
RORWA	1.40	1.43	1.42	1.43	1.47
风险加权系数	70.89	72.44	72.45	71.27	70.10

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