

601128.SH

增持

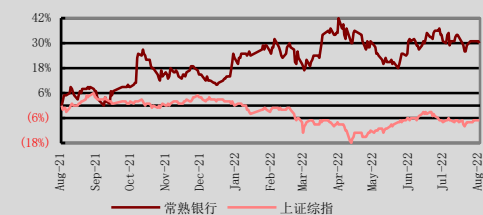
原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.55

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 量增质优, 重申推荐

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	16.2	(0.7)	1.0	30.1
相对上证指数	26.0	(2.2)	(5.7)	36.9

发行股数(百万)	2,741
流通股(%)	96
总市值(人民币 百万)	20,693
3个月日均交易额(人民币 百万)	246
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
交通银行股份有限公司	9

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 8 月 16 日收市价为标准

相关研究报告

《常熟银行: 转债发行获批, 业绩持续高增》
20220727

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: 农商行 II

林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

常熟银行

量增质优, 重申推荐

常熟银行中报表现量增质优, 业务积极拨备审慎。第一, 中报归母净利润同比增长 20.0%, 贡献主要来自净利息收入快速增长, 拆分来看, 源于规模快速增长和净息差的同比改善。第二, 公司 2 季度资产质量相对 1 季度基本平稳, 存量拨备保持高位, 减值损失计提审慎, 增量拨备增速超过盈利和收入。常熟银行区位优势突出, 小微优势强化, 经营管理优秀。随着村镇银行改革化险推进, 公司在村镇银行的收并购或有望提速。前期转债获批有利于公司规模和业绩持续较快增长。公司 2022 年 PB 估值 0.94X, 重申看好, 重点推荐。

支撑评级的要点

- 净利息收入贡献净利润较快增长, 2 季度增速回落仍保持高位。

常熟银行中报业绩同比增长 20.0%, 2 季度增速有所回落仍保持高位, 带动中报 ROE 同比提升 0.82 个百分点。收入贡献主要来自净利息收入, 上半年营收同比增长 18.9%, 其中净利息收入占比 86%, 同比增长 20.8%, 源自规模快速增长和净息差同比上升共同贡献。2 季度净利息收入 18.0%, 增速回落仍保持高位。其他非息收入增长较快, 同比增长 64.7%。

2 季度息差平稳或略降, 规模延续快增。公告中报净息差 3.09% 与 1 季度持平, 测算 2 季度净息差略降。2 季度, 贷款环比 1 季度增长 7.0%, 其中, 个人贷款增长 7.5%, 对公增长 6.3%。风险资产增速仍快于 ROE, 核心一级资本充足率 9.86%, 同比下降 31bp。存款环比增长 1.6%, 增速回落源于季节性。

- 资产质量较为平稳, 拨备计提审慎。

中报资产质量相对 1 季度平稳。2 季度相对 1 季度, 不良率 0.80%、关注贷款占比 0.88%, 均较 1 季度小幅下行。相对年初: 逾期贷款占比 0.94%, 较年初上升 4bp, 90 天以内逾期贷款较年初增长 19.1%; 个人和异地村镇资产质量边际走弱, 个人贷款不良率 0.85%、异地村镇银行不良率 1.07%, 分别较年初上升 8bp 和 10bp。

在外部环境不确定情况下, 存量拨备覆盖率 535.83%, 拨贷比 4.3%, 保持高位。增量拨备增长快于收入, 资产减值损失同比增长 22.4%, 贷款和非贷款减值损失均较快增长。

估值

- 我们维持公司 2022/2023 年 EPS 为 0.97/1.15 元的预测, 目前股价对应 2022/2023 年 PB 为 0.94x/0.81x, 维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 疫情反复, 出口需求减弱、经济超预期下行; 监管管控超预期。

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	6,582	7,655	9,125	10,979	13,166
变动(%)	2.13	16.31	19.20	20.32	19.92
净利润	1,803	2,188	2,666	3,145	3,709
变动(%)	1.01	21.34	21.86	17.97	17.91
净资产收益率(%)	10.34	11.59	12.74	13.25	13.53
每股收益(元)	0.66	0.80	0.97	1.15	1.35
市盈率(倍)	11.44	9.44	7.76	6.58	5.58
市净率(倍)	1.15	1.05	0.94	0.81	0.70

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 常熟银行财报分析

证券名称: 常熟银行 (601128.S 中银证券 银行数据)										
单位: 除百分比外, 其他为RMB 百万										
	1H21	1H22	累积同比 YoY(%)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	季度环比 QoQ(%)	季度同比 YoY(%)
利润表 (百万元)										
利息收入	5,392	6,535	21.2	2,813	2,992	3,101	3,193	3,342	4.7	18.8
利息支出	(2,267)	(2,759)	21.7	(1,178)	(1,245)	(1,282)	(1,346)	(1,413)	5.0	20.0
净利息收入	3,125	3,776	20.8	1,635	1,748	1,819	1,847	1,929	4.4	18.0
净手续费收入	193	2	(99.0)	111	(3)	47	1	1	163.0	(98.7)
净其他非息收入	362	596	64.7	151	209	156	280	316	12.9	109.1
净非利息收入	555	598	7.7	262	206	203	280	317	12.2	21.0
营业收入	3,680	4,374	18.9	1,897	1,954	2,022	2,128	2,246	5.6	18.4
税金及附加	(22)	(24)	10.4	(11)	(11)	(11)	(12)	(12)	(0.9)	12.7
业务及管理费	(1,456)	(1,695)	16.4	(739)	(826)	(887)	(887)	(872)	10.1	20.2
营业费用及营业税	(1,478)	(1,719)	16.3	(750)	(837)	(898)	(819)	(901)	10.0	20.1
营业外净收入	(5)	(8)	44.4	(4)	(1)	(3)	(3)	(4)	39.9	4.7
拨备前利润	2,197	2,647	20.5	1,143	1,116	1,121	1,206	1,341	2.7	17.3
资产减值损失	(919)	(1,125)	22.4	(570)	(288)	(531)	(453)	(672)	48.4	17.8
税前利润	1,278	1,522	19.1	573	827	590	753	669	(21.6)	16.9
所得税	(183)	(217)	18.8	(64)	(131)	(41)	(142)	(75)	(47.0)	17.7
税后利润	1,095	1,305	19.17	509	697	549	711	594	(16.5)	16.8
归母净利润	1,001	1,201	20.0							
资产负债表 (百万元)										
总资产	230,409	275,154	19.4	230,409	241,484	246,436	269,475	275,154	2.1	较年初 11.7
贷款总额	151,390	185,263	22.4	151,390	162,312	162,797	173,121	185,263	7.0	13.8
总负债	205,813	244,079	18.6	205,813	214,456	217,411	238,973	244,079	2.1	12.3
存款	181,565	207,422	14.2	181,565	181,296	182,732	204,253	207,422	1.6	13.5
加权风险资产	163,374	214,185	16.8	163,374	192,680	195,752	208,921	214,185	2.5	9.4
业绩增长拆分										
规模增长	12.99%	18.81%		4.99%	2.79%	3.40%	5.74%	5.57%		
净息差扩大	(8.12%)	2.02%		4.73%	4.10%	0.69%	(4.18%)	(1.15%)		
净收入	2.83%	(1.98%)		(3.20%)	(0.58%)	(0.58%)	(3.57%)	1.59%		
成本	0.12%	1.64%		2.04%	(5.35%)	(3.04%)	11.26%	(2.86%)		
拨备	8.27%	(1.38%)		(27.30%)	46.87%	(29.12%)	28.04%	(24.26%)		
税收	(0.26%)	0.05%		5.54%	(7.53%)	7.49%	(15.04%)	5.07%		
单季度指标 (年化)										
净息差				2.99	3.10	3.15	3.03	2.99	0.04	0.01
生息资产收益率				5.15	5.31	5.37	5.24	5.17	0.06	0.03
计息负债成本率				2.31	2.37	2.37	2.36	2.34	0.02	0.03
累计指标 (年化)										
净息差-公告	3.02	3.09	0.07	3.02	3.03	3.06	3.09	3.09		
净利率-公告	2.90	2.97	0.07	2.90	2.95	2.95	2.97	2.97		
存贷利差-公告	3.98	4.04	0.06	3.98	3.97	3.97	4.04	4.04		
生息资产收益率-公告	5.17	5.31	0.14	5.17	5.17	5.25	5.31	5.31		
计息负债成本率-公告	2.27	2.34	0.07	2.27	2.27	2.30	2.34	2.34		
贷款收益率-公告	6.22	6.32	0.10	6.22	6.24	6.24	6.32	6.32		
存款成本率-公告	2.24	2.28	0.04	2.24	2.24	2.27	2.28	2.28		
净息差	2.94	3.01	0.07	2.94	2.99	3.04	3.03	3.01		
生息资产收益率	5.07	5.20	0.14	5.07	5.15	5.21	5.24	5.20		
计息负债成本率	2.28	2.35	0.07	2.28	2.31	2.33	2.36	2.35		
年度平均余额										
总资产	231452	274894	18.8	231452	241463	246583	268698	274894	2.31	较年初 18.17
生息资产-期末时点	221084	261763	18.4	221084	229332	232737	254992	261763	2.66	18.40
贷款总额-期末时点	151390	185263	22.4	151390	162312	162797	173121	185263	7.01	22.37
债券投资(计息)-期末时点	50206	52020	3.6	50206	49622	46377	57449	52020	(9.45)	3.61
交易类/期末时点	9446	13589	43.9	9446	12317	13893	14699	13589	(7.55)	43.86
总负债-期末时点	205813	244079	18.6	205813	214456	217411	238973	244079	2.14	18.59
存款-期末时点	181565	207422	14.2	181565	181296	182732	204253	207422	1.55	14.24
规模同比										
总资产	14.76	18.77		14.76	18.87	18.16	17.10	18.77		
生息资产	14.56	18.40		14.56	17.87	17.66	17.89	18.40		
贷款总额	20.63	22.37		20.63	24.03	23.59	24.06	22.37		
债券投资	6.81	3.61		6.81	4.88	(3.53)	3.66	3.61		
交易类	(7.07)	43.86		(7.07)	20.07	27.82	16.29	43.86		
总负债	15.07	18.59		15.07	19.17	18.26	18.15	18.59		
存款	16.71	14.24		16.71	16.01	15.07	15.39	14.24		
结构占比										
生息资产/总资产	95.52	95.22	(0.30)	95.52	94.98	94.38	94.90	95.22	0.32	(0.30)
贷款总额/生息资产	68.48	70.77	2.30	65.41	67.22	66.02	64.43	67.39	2.96	1.99
债券投资/生息资产	22.71	19.87	(2.84)	21.69	20.55	18.81	21.38	18.92	(2.46)	(2.77)
交易类/总资产	4.08	4.94	0.86	4.08	5.10	5.63	5.47	4.94	(0.53)	0.86
计息负债/总资产	93.09	93.24	0.15	93.09	93.51	93.41	93.72	93.24	(0.47)	0.15
存款/计息负债	88.22	84.98	(3.24)	88.22	84.54	84.05	85.47	84.98	(0.49)	(3.24)
拨备比	83.38	89.32	5.94	83.38	89.53	89.09	84.76	89.32	4.56	5.94
年度指标										
手续费	193	2		111	(3)	47	1	1	162.96	(98.72)
手续费占比	5.25	0.04	(5.21)	5.86	(0.16)	2.34	0.03	0.06		
其他非息占比	9.83	13.62	3.79	7.96	10.71	7.70	13.15	14.06		
投资收益	318	372								
公允价值	4	52								
不良和资产质量										
不良贷款率	0.90	0.80	(0.10)	0.90	0.81	0.81	0.81	0.80	(0.01)	(0.10)
不良余额	1,362	1,486	9.15	1,362	1,316	1,325	1,404	1,486	5.90	9.15
不良生成率(年累计)	0.00	0.46	0.45	0.32	0.93	0.36	(0.86)	0.46	0.46	0.14
单季度测算不良生成率				(0.20)		0.79		0.42	1.28	0.63
关注类占比	0.96	0.88	(0.08)	0.96	0.88	0.89	0.94	0.88		测算仅供参考
逾期占比	0.97	0.94	(0.02)	0.97	0.97	0.90	0.90	0.94		
90天以内逾期贷款增	-25.94	19.79		16.68		0.59		19.08		相比上一个报告期增速(半年)
逾期/不良	107.46	117.64	10.18	107.46		110.69		117.64		
90天以上逾期/不良	71.45	78.12	6.67	71.45		73.48		78.12		
年累计核销-公告	111	212		111		409		212		
信用成本和拨备										
信用成本-年累计	1.21	1.13	(0.08)	1.21		0.63		1.13		
资产减值损失/总资产	0.40	0.41	0.01	0.40	0.50	0.70	0.17	0.41		
拨备覆盖率	521.67	535.83	14.16	521.67	521.37	531.82	532.73	535.83	3.10	
拨备/贷款总额	4.69	4.30	(0.39)	4.69	4.23	4.33	4.32	4.30	(0.02)	
拨备余额	7,104	7,964		7,104	6,862	7,049	7,477	7,964		
成本和税收										
成本收入比(年累计)	39.57	38.76	(0.81)	38.97	42.27	43.87	37.92	39.56	10.14	20.19
成本收入比(单季度)										
费用增速										
有效税率(年累计)	14.30	14.26		11.16	15.79	6.95	16.63	11.24		
有效税率(单季度)										
资本和盈利能力										
核心一级资本充足率	10.17	9.86	(0.31)	10.17	10.12	10.21	10.01	9.86	(0.19)	(0.10)
一级资本充足率	10.22	9.91	(0.31)	10.22	10.17	10.26	10.07	9.91	(0.16)	(0.16)
资本充足率	11.98	11.58	(0.40)	11.98	11.88	11.95	11.74	11.58	(0.16)	(0.16)
融资进度										
ROAA-公布	1.00	1.00	0.00	1.00	1.06	1.03	1.10	1.00	(0.10)	
ROAE-公布	10.90	11.72	0.82	10.90	15.85	11.62	13.05	11.72	(1.33)	
RORWA-计算	1.29	1.31	0.02	1.29	1.36	1.30	1.47	1.31	(0.16)	

资料来源: 公司季报, 中银证券

单位: 除百分比外, 其他为RMB 百万

风险提示：

疫情反复，出口需求减弱、经济超预期下行。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。2022年以来疫情反复，或对经济、出口带来负面影响。如果出口数据、经济超预期下行，或将影响公司业务开展，资产质量亦存在恶化风险，从而影响公司业绩表现。

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，或将影响公司盈利表现。

主要比率(%)

每股指标(RMB)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	11.44	9.44	7.76	6.58	5.58
PB	1.15	1.05	0.94	0.81	0.70
PB 扣除商誉					
EPS	0.66	0.80	0.97	1.15	1.35
BVPS	6.55	7.22	8.05	9.27	10.72
每股拨备前利润	1.36	1.62	1.98	2.38	2.85
驱动性因素(%):					
生息资产增长	12.47	18.15	18.21	17.63	16.29
贷款增长	19.81	23.59	22.00	20.00	18.00
存款增长	17.89	15.07	17.00	16.00	15.00
贷款收益率	6.63	6.34	6.36	6.30	6.30
生息资产收益率	5.13	5.05	5.06	5.09	5.13
存款付息率	2.42	2.33	2.35	2.35	2.35
计息负债付息率	2.39	2.39	2.39	2.39	2.40
净息差	3.03	2.94	2.95	2.97	3.01
风险成本	1.24	1.18	1.16	1.17	1.19
净手续费增速	4.85	12.15	18.43	18.85	18.25
成本收入比	42.77	41.40	40.00	40.00	40.00
所得税税率	13.08	13.15	14.00	15.00	16.00
盈利及杜邦分析					
ROAA	0.98	1.03	1.07	1.08	1.08
ROAE	10.34	11.59	12.74	13.25	13.53
净利息收入	3.03	2.94	2.97	3.01	3.04
非净利息收入	0.31	0.42	0.45	0.50	0.55
营业收入	3.35	3.36	3.42	3.51	3.60
营业支出	1.45	1.41	1.39	1.43	1.46
拨备前利润	1.89	1.95	2.03	2.09	2.14
拨备	0.76	0.76	0.79	0.82	0.84
税前利润	1.13	1.18	1.24	1.27	1.29
税收	0.15	0.16	0.17	0.19	0.21
业绩年增长率					
净利息收入	4.85	12.15	18.43	18.85	18.25
营业收入	2.13	16.31	19.20	20.32	19.92
拨备前利润	(5.41)	19.07	22.11	20.36	19.95
归属母公司利润	1.01	21.34	21.86	17.97	17.91
资产质量(%):					
不良率	0.95	0.81	0.91	0.89	0.89
拨备覆盖率	488.37	533.96	471.49	472.08	469.15
拨贷比	4.66	4.33	4.27	4.18	4.19
不良净生成率(测)	0.85	0.36	0.70	0.70	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)

利润表:	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利息收入	10,098	11,485	13,610	16,132	19,025
利息支出	(4,132)	(4,793)	(5,686)	(6,714)	(7,888)
净利息收入	5,966	6,691	7,924	9,418	11,137
手续费净收入	148	238	2	3	3
营业收入	6,582	7,655	9,125	10,979	13,166
业务及管理费	(2,815)	(3,169)	(3,650)	(4,392)	(5,266)
拨备前利润	3,723	4,434	5,414	6,516	7,816
拨备	(1,495)	(1,738)	(2,096)	(2,556)	(3,091)
税前利润	2,228	2,696	3,317	3,960	4,724
税后利润	1,936	2,341	2,853	3,366	3,968
归属母公司净	1,803	2,188	2,666	3,145	3,709
资产负债表					
贷款总额	131,722	162,797	198,613	238,335	281,236
贷款减值准备	(6,136)	(7,049)	(8,485)	(9,962)	(11,787)
贷款净额	125,984	156,246	190,128	228,374	269,449
债券投资	58,849	60,076	67,285	75,359	84,402
存放央行	15,743	16,514	17,104	19,840	22,816
同业资产	2,270	7,049	8,318	9,149	10,064
其他资产	5,839	6,698	4,611	4,788	7,506
生息资产	208,584	246,436	291,319	342,684	398,519
资产总额	208,685	246,583	287,445	337,510	394,237
存款	158,798	182,732	213,797	248,004	285,205
同业负债	15,003	19,634	25,524	31,905	39,881
发行债券	10,048	15,044	18,053	22,928	29,118
计息负债	183,849	217,726	257,746	303,276	354,709
负债总额	189,578	225,446	263,973	310,602	363,286
股本	2,741	2,741	2,741	2,741	2,741
资本公积	3,242	3,246	3,246	3,246	3,246
盈余公积	4,284	4,619	5,028	5,510	6,079
一般风险准备	4,141	4,141	4,928	5,815	6,804
未分配利润	3,164	4,468	5,540	7,537	9,948
股东权益	19,107	21,137	23,472	26,908	30,951
资本状况(%):					
资本充足率	13.53	11.95	10.78	10.07	9.55
核心一级资本	11.08	10.21	9.32	8.83	8.49
杠杆率	10.92	11.67	12.25	12.54	12.74
RORWA	1.28	1.30	1.33	1.33	1.33
风险加权系数	78.51	79.39	81.04	81.44	81.58

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