

600908.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 5.87

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 业绩高增超预期，资产质量持续优异

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	6.2	(3.6)	9.3	9.5
相对上证指数	17.1	(2.4)	5.7	17.1

发行股数(百万)	1,862
流通股(%)	95
总市值(人民币 百万)	10,928
3 个月日均交易额(人民币 百万)	134
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
国联信托股份有限公司	9

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 8 月 26 日收市价为标准

相关研究报告

《无锡银行: 扎根无锡, 稳健成长》20220104
《无锡银行: 资产端收益下行拖累息差表现, 不良认定标准趋严》20190402

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

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

联系人: 丁黄石

(86755)82560525

huangshi.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300122030036

无锡银行

业绩高增超预期，资产质量持续优异

无锡银行中报归母净利润同比增长 30.3%，业绩增长带动盈利能力显著提升，ROE13.46%，同比增长 2.6 个百分点，资本实力亦提升，核心一级资本充足率 9.03%，同比提升 0.41 个百分点。业绩贡献主要来自规模、非息和拨备。拆分来看，其他非息同比高增 43.8%，带动营业收入同比增长 6.7%。资产质量表现优异，增量拨备反哺盈利，计提仍远超过生成，存量拨备高位上升，风险抵御能力高位上升。

公司区位优势突出，资产质量优异，风险抵御能力高位提升，在宏观经济偏弱的环境下，资产质量优势或更为凸显，目前公司 2022N 和 2023NPB0.74x 和 0.64x，我们认为公司同步农商行整体估值修复同时，相对估值或有所提升。公司目前股价 5.87 元，低于强赎价格 16.84%，关注公司转债转股进程。维持增持评级。

支撑评级的要点

- 资产质量持续优异，风险防御能力高位提升

在宏观经济偏弱的背景下，公司资产质量虽然也有边际压力，但是幅度较低，资产质量绝对水平仍优异。中报不良率 0.87%，较 1 季度持平。关注类贷款占比 0.27%，较 1 季度上行 3bp，上半年不良生成率 0.24%，上半年正常贷款迁徙率 0.18%，略高于去年，均仍处于极低水平。

增量拨备反哺盈利，计提仍远远超过生成，存量信贷拨备高位上升，风险防御能力高位提升。信用减值损失 6.32 亿元，同比下降 16.6%，信用成本 1.06%，仍远超不良生成率。中报拨备覆盖率 531.55%，环比上季度增长 11.6 个百分点，拨贷比 4.62%，环比上季上升 7bp。

估值

- 基于中报非息高增和资产质量优异表现，调整公司 2022/2023 年 EPS 预测为 1.07/1.25 元，目前股价对应 2022/2023 年市净率为 0.74x 和 0.64x，维持“增持”评级。

评级面临的主要风险

- 疫情反复、经济下行导致资产质量恶化超预期；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	3,896	4,349	4,725	5,232	5,874
变动(%)	10.07	11.63	8.65	10.73	12.27
净利润	1,312	1,580	1,987	2,336	2,699
变动(%)	4.96	20.47	25.79	17.53	15.56
净资产收益率(%)	11.45	12.61	14.22	14.65	14.57
每股收益(元)	0.71	0.85	1.07	1.25	1.45
原预测(元)			0.85	0.96	
变动(%)			25.9	30.2	
市盈率(倍)	8.27	6.92	5.50	4.68	4.05
市净率(倍)	0.91	0.83	0.74	0.64	0.55

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

业绩摘要:

无锡银行 2022 年中期归母净利润 10.20 亿元，同比增长 30.3%。净利息收入、净手续费收入和其他非息收入同比增长 2.6%、-15%和 43.8%，营业收入同比增长 6.7%，总资产较年初增长 3.28%，贷款较年初增长 5.9%，存款增长 6.5%，不良率 0.87%，拨备覆盖率 532%，核心一级资本充足率 9.03%。

无锡银行中报归母净利润同比增长 30.3%，盈利增长带动盈利能力显著提升，ROE13.46%，同比增长 2.6 个百分点，资本实力亦提升，核心一级资本充足率 9.03%，同比提升 0.41 个百分点。业绩贡献主要来自规模、非息和拨备。拆分来看，其他非息同比高增 43.8%，带动营业收入同比增长 6.7%。资产质量表现优异，增量拨备反哺盈利，计提仍远远超过生成，存量拨备高位持续上升，风险抵御能力高位上升。公司区位优势突出，资产质量优异，风险抵御能力高位提升，在宏观经济偏弱的环境下，资产质量优势或更为凸显，目前公司 2022N 和 2023NPB0.74x 和 0.64x，我们认为公司同步农商行整体估值修复同时，相对估值或有所提升。公司目前股价 5.87 元，低于强赎价格 16.84%，关注公司转债转股进程。

1、ROE 提升，核心一级资本同比提升

盈利高增带动 ROE13.46%，同比提升 2.6 个百分点，核心一级资本充足率 9.03%，同比提升 0.41 个百分点。公司目前股价 5.87 元，低于强赎价格 16.84%，关注公司转债转股进程。

2、资产质量持续优异

在宏观经济偏弱的背景下，公司资产质量虽然也有边际压力，但是幅度较低，资产质量绝对水平仍优异。中报不良率 0.87%，较 1 季度持平。关注类贷款占比 0.27%，较 1 季度上行 3bp，上半年不良生成率 0.24%，较上年上升 15bp。上半年正常贷款迁徙率 0.18%，略高于去年，仍处于极低水平。

3、增量拨备下降反哺盈利，存量信贷拨备高位上升，风险防御能力高位提升。

增量拨备反哺盈利，计提仍远远超过生成。信用减值损失 6.32 亿元，同比下降 16.6%，其中，贷款减值损失 6.45 亿元，同比下降 1%，非贷款减值正贡献 0.12 亿。信用成本 1.06%，仍远超不良生成率。中报拨备覆盖率 531.55%，环比上季度增长 11.6 个百分点，拨贷比 4.62%，环比上季上升 7bp。

4、投资类收入持续高速增长

投资等相关其他非息收入上半年同比增长 43.8%，2 季度单季同比增长 32.8%，上半年其他非息收入占比达到 18.29%。目前交易类占比总资产 4.25%，或仍有空间。手续费净收入同比下降 15%，占比较小，影响或有限。

5、上半年净利息收入同比 2.6%，净息差仍持续承压。

息收入同比放缓。上半年净利息收入同比 2.6%，2 季度单季同比下行 0.2%，息差压力凸显。公告上半年净息差 1.85%，同比降 11bp，较去年降 10bp。测算 2 季度净息差 1.74%，环比上季度下降 8bp。

规模增长放缓，存贷款增速均略缓

总资产同比增长 6%，贷款同比增长 10%，存款同比增长 7%，同比增速均略有放缓。平均余额看，上半年总资产同比增长 8%，贷款同比增长 13%，存款同比增长 11%，增速较去年亦有放缓。

风险提示:

疫情反复、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. 无锡银行财报分析

证券名称：无锡银行 (600908.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	3,784	3,972	5.0	1,941	1,978	2,010	1,994	1,978	(0.8)	1.9
利息支出	(2,074)	(2,217)	6.9	(1,073)	(1,101)	(1,094)	(1,105)	(1,112)	0.6	3.6
净利息收入	1,711	1,755	2.6	868	877	916	889	866	(2.6)	(0.2)
净手续费收入	181	154	(15.0)	81	3	(1)	70	83	18.3	3.1
净其他非息收入	297	427	43.8	142	177	188	239	188	(21.2)	32.8
净非利息收入	478	581	21.5	223	180	189	309	272	(12.2)	22.0
营业收入	2,189	2,336	6.7	1,090	1,057	1,103	1,198	1,137	(5.1)	4.3
税金及附加	(19)	(19)	0.6	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)	0.3	1.1
业务及管理费	(509)	(580)	13.9	(219)	(307)	(219)	(292)	(288)	(1.4)	31.5
营业费用及营业税	(528)	(599)	13.4	(228)	(316)	(228)	(301)	(297)	(1.4)	30.2
营业外净收入	(3)	(0)	(95.3)	(3)	0	(2)	(0)	0	(172.7)	(110.1)
拨备前利润	1,659	1,737	4.7	859	742	859	897	840	(6.3)	(2.1)
资产减值损失	(758)	(632)	(16.6)	(372)	(273)	(254)	(411)	(222)	(46.0)	(40.4)
税前利润	900	1,105	22.7	487	468	406	486	619	27.3	27.1
所得税	(94)	(81)	(13.9)	(48)	(44)	(18)	(39)	(42)	7.0	(12.9)
税后利润	807	1,024	26.96	439	424	387	447	577	29.1	31.4
归母净利润	783	1,020	30.3							
资产负债表 (百万元)										
总资产	197,219	208,954	6.0	197,219	203,501	201,838	208,275	208,954	0.3	较年初 3.5
贷款总额	113,218	124,719	10.2	113,218	116,305	117,810	122,303	124,719	2.0	5.9
计息负债	177,212	187,081	5.6	177,212	182,202	180,202	187,269	187,081	(0.1)	3.8
存款	156,112	167,005	7.0	156,112	161,240	156,784	166,452	167,005	0.3	6.5
加权风险资产	143,190	149,496	4.4	143,190	146,750	144,515	148,625	149,496	0.6	3.4
业绩增长拆分										
规模增长	12.40%	9.14%		4.88%	3.35%	1.15%	1.18%	1.74%		
净息差扩大	(4.07%)	(6.58%)		(1.97%)	(2.26%)	3.29%	(4.15%)	(4.34%)		
非息收入	3.16%	4.14%		(3.68%)	(4.14%)	(0.08%)	11.59%	(2.48%)		
成本	0.29%	(1.98%)		8.14%	(10.62%)	(15.44%)	27.34%	(1.17%)		
拨备	2.80%	17.99%		10.39%	9.85%	(2.32%)	(16.14%)	33.57%		
税收	3.76%	4.26%		1.66%	0.38%	4.80%	(4.47%)	1.77%		
单季度指标 (年化)										
净息差				1.88	1.84	1.89	1.81	1.74	(0.08)	(0.15)
总资产收益率				4.21	4.15	4.16	4.07	3.97	(0.10)	(0.24)
计息负债成本率				2.46	2.45	2.41	2.41	2.38	(0.03)	(0.08)
累计指标 (年化)										
净息差-公告	1.96	1.85	(0.11)	1.96	0.00	1.95	0.00	1.85		
总资产-公告	1.72	1.60	(0.12)	1.72		1.71		1.60		
存贷利差-公告	2.43	2.36	(0.07)	2.43		2.40		2.36		
生息资产收益率-公告	4.15	4.01	(0.15)	4.15		4.15		4.01		
计息负债成本率-公告	2.43	2.41	(0.02)	2.43		2.39		2.41		
贷款收益率-公告	4.76	4.68	(0.08)	4.76		4.78		4.68		
存款成本率-公告	2.33	2.32	(0.01)	2.33		2.28		2.32		
净息差	1.90	1.77	(0.13)	1.90	1.88	1.88	1.81	1.77		
总资产收益率	4.20	4.02	(0.19)	4.20	4.19	4.18	4.07	4.02		
计息负债成本率	2.43	2.39	(0.04)	2.43	2.44	2.43	2.41	2.39		
年累计平均余额										
总资产	197491	208386	5.52	197491	203342	201770	208084	208386	0.15	3.28
生息资产-期末时点	187596	200118	6.68	187596	193065	193042	198935	200118	0.59	3.67
贷款总额-期末时点	113218	124719	10.16	113218	116305	117810	122303	124719	1.98	5.86
债券投资(利息)-期末时点	57881	54791	(5.34)	57881	57112	58832	57911	54791	(5.39)	(6.67)
交易类-期末时点	9635	8860	(8.04)	9635	9540	8802	9368	8860	(5.42)	0.66
计息负债-期末时点	177212	187081	5.57	177212	182202	180202	187269	187081	(0.10)	3.82
存款-期末时点	156112	167005	6.98	156112	161240	156784	166452	167005	0.33	6.52
规模同比										
总资产	13.69	5.52		13.69	14.37	12.08	8.88	5.52		
生息资产	14.80	6.68		14.80	16.07	13.77	9.69	6.68		
贷款总额	20.16	10.16		20.16	17.99	18.17	12.98	10.16		
债券投资	7.72	(5.34)		7.72	4.03	9.00	(0.50)	(5.34)		
交易类	(4.97)	(8.04)		(4.97)	(7.49)	2.28	(8.04)	(8.04)		
计息负债	12.45	5.57		12.45	12.76	12.39	8.92	5.57		
存款	10.90	6.98		10.90	12.02	10.93	11.96	6.98		
结构占比										
生息资产/总资产	94.99	96.03	1.04	94.99	95.39	95.67	95.60	96.03	0.43	0.36
贷款总额/生息资产	60.35	62.35	1.97	60.35	62.35	62.35	58.78	58.78	1.07	1.46
债券投资/生息资产	30.85	27.38	(3.47)	29.31	28.09	29.16	27.83	28.29	(1.54)	(2.86)
交易类/总资产	4.88	4.25	(0.63)	4.88	4.69	4.36	4.50	4.25	(0.25)	(0.11)
计息负债/生息资产	94.47	93.49	(0.98)	94.47	93.94	93.35	94.14	93.49	(0.65)	0.14
存款/计息负债	88.09	89.27	1.17	88.09	88.50	87.00	88.88	89.27	0.38	2.26
贷存比	72.52	74.68	2.16	72.52	72.13	75.14	73.48	74.68	1.20	(0.46)
年累计										
手续费收入	181	154		81	3	(1)	70	83		
手续费占比	8.28	6.59	(1.69)	7.42	0.27	(0.09)	5.88	7.33		
其他非息占比	13.57	18.29	4.72	13.00	16.75	17.05	19.94	16.55		
投资收益	266	338								
公允价值	26	25								
资产质量										
不良贷款率	0.93	0.87	(0.06)	0.93	0.93	0.93	0.87	0.87	(0.01)	(0.06)
不良余额	1,050	1,083	3.13	1,050	1,085	1,100	1,070	1,083	1.25	3.13
不良生成率 (年累计)	(0.08)	0.24	0.31	(0.08)		0.09	0.24	0.24		0.31
单季度测算不良净生成率				(0.02)	(0.22)	(0.12)	0.26	0.14	(0.12)	0.16
关注类占比	0.39	0.27	(0.12)	0.39	0.29	0.29	0.24	0.27		
逾期占比	0.92	0.89	(0.03)	0.92	0.93	0.93	0.89	0.89		
90天以内逾期贷款增	160.74	112.53		-25.91		81.29		17.24		相比上一个报告期增速 (半年)
逾期/不良	98.96	102.25	3.28	98.96		99.91		102.25		
90天以上逾期/不良	88.43	80.53	(7.89)	88.43		81.68		80.53		
年累计核销-公告	10	158		10		91		158		
信用成本-年累计										
资产减值损失/总资产	1.23	1.06	(0.16)	1.23		1.24		1.06		
资产减值损失/生息资产	0.38	0.30	(0.08)	0.38	0.51	0.64	0.20	0.30		
拨备覆盖率	437.87	531.55	93.68	437.87	459.33	477.19	519.94	531.55	11.61	
拨备/贷款总额	4.06	4.62	0.55	4.06	4.29	4.46	4.55	4.62	0.07	
拨备余额	4,599	5,758		4,599	4,984	5,251	5,562	5,758		
成本和盈利										
年累计										
成本收入比 (年累计)	23.26	24.83	1.57							
成本收入比 (单季度)				20.09	29.04	39.30	24.37	25.32	-1.40	31.45
费用增速										
有效税率 (年累计)	10.41	7.31								
有效税率 (单季度)				9.84	9.48	4.46	8.02	6.74		
资本和盈利能力										
核心一级资本充足率	8.82	9.03	0.41	8.82	8.41	8.74	8.73	9.03	0.30	
一级资本充足率	10.02	10.37	0.35	10.02	9.78	10.13	10.08	10.37	0.29	
资本充足率	14.26	14.15	(0.11)	14.26	13.94	14.35	13.86	14.15	0.29	
融资进度										
ROAA-公布	0.82	1.00	0.18	0.82	0.86	0.85	0.87	1.00	0.13	
ROAE-公布	10.96	13.46	2.60	10.96	10.96	11.41	12.68	13.46	0.78	
ROBWA-计算	1.21	1.40	0.19	1.21	1.21	1.19	1.26	1.40	0.14	

资料来源：公司公告，中银证券

注：表内不良生成率计算为期初口径

单位：除百分比外，其他为RMB 百万

主要比率(%)

每股指标(RMB)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	8.27	6.92	5.50	4.68	4.05
PB	0.91	0.83	0.74	0.64	0.55
EPS	0.71	0.85	1.07	1.25	1.45
BVPS	6.42	7.09	7.92	9.21	10.69
每股拨备前利润	1.52	1.64	1.78	2.00	2.24
驱动性因素(%):					
生息资产增长	11.06	12.64	8.35	8.68	8.77
贷款增长	17.38	18.17	10.50	11.00	11.00
存款增长	10.25	10.93	10.00	10.00	10.00
贷款收益率	5.01	4.90	4.78	4.68	4.68
生息资产收益率	4.15	4.08	3.99	3.94	3.96
存款付息率	2.35	2.40	2.42	2.36	2.36
计息负债付息率	2.47	2.51	2.51	2.46	2.46
净息差	1.92	1.84	1.75	1.74	1.77
风险成本	1.42	1.18	0.88	0.75	0.70
净手续费增速	11.30	6.92	4.90	8.30	10.06
成本收入比	27.11	28.73	28.73	28.00	28.00
所得税税率	11.58	8.81	8.81	11.00	11.00
盈利及杜邦分析(%):					
ROAA	0.77	0.85	0.97	1.05	1.11
ROAE	11.45	12.61	14.22	14.65	14.57
净利息收入	1.92	1.84	1.75	1.75	1.77
非净利息收入	0.36	0.44	0.50	0.55	0.60
营业收入	2.28	2.28	2.25	2.30	2.37
营业支出	0.64	0.67	0.67	0.66	0.68
拨备前利润	1.64	1.60	1.59	1.63	1.68
拨备	0.77	0.67	0.52	0.45	0.43
税前利润	0.88	0.93	1.06	1.18	1.25
税收	0.10	0.08	0.09	0.13	0.14
业绩年增长率(%):					
净利息收入	11.30	6.92	4.90	8.30	10.06
营业收入	10.07	11.63	8.65	10.73	12.27
拨备前利润	14.41	9.05	8.60	11.88	12.25
归属母公司利润	4.96	20.47	25.79	17.53	15.56
资产质量(%):					
不良率	1.10	0.93	0.91	0.93	0.94
拨备覆盖率	355.88	477.19	514.71	501.07	499.38
拨贷比	3.92	4.46	4.66	4.67	4.70
不良净生成率(测算)	0.59	0.09	0.30	0.40	0.30

资料来源:公司公告,中银证券预测

损益表(人民币百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润表:					
利息收入	7,068	7,773	8,385	8,990	9,829
利息支出	(3,790)	(4,269)	(4,709)	(5,009)	(5,447)
净利息收入	3,277	3,504	3,676	3,981	4,381
手续费净收入	176	183	156	179	206
营业收入	3,896	4,349	4,725	5,232	5,874
业务及管理费	(1,056)	(1,250)	(1,358)	(1,465)	(1,645)
拨备前利润	2,806	3,060	3,323	3,718	4,173
拨备	(1,311)	(1,285)	(1,091)	(1,030)	(1,067)
税前利润	1,495	1,774	2,232	2,687	3,106
税后利润	1,322	1,618	2,035	2,392	2,764
归属母公司净利	1,312	1,580	1,987	2,336	2,699
资产负债表					
贷款总额	99,693	117,810	130,180	144,500	160,395
贷款减值准备	(3,909)	(5,251)	(6,067)	(6,743)	(7,541)
贷款净额	95,784	112,559	124,113	137,757	152,854
债券投资	63,475	67,628	71,009	74,560	78,287
存放央行	12,252	11,343	11,184	12,302	13,532
同业资产	3,761	5,057	6,321	6,321	6,321
其他资产	4,587	5,001	5,064	6,370	8,075
生息资产	179,181	201,838	218,694	237,683	258,536
资产总额	179,860	201,588	217,691	237,309	259,069
存款	141,332	156,784	172,462	189,708	208,679
同业负债	9,495	14,643	13,179	11,861	10,675
发行债券	9,515	8,774	9,564	10,425	11,155
计息负债	160,342	180,202	195,205	211,994	230,509
负债总额	165,948	185,846	200,211	217,430	236,419
股本	1,848	1,862	1,862	1,862	1,862
资本公积	956	1,027	1,027	1,027	1,027
盈余公积	5,615	6,077	6,659	7,342	8,131
一般风险准备	2,315	2,623	2,965	3,143	3,331
未分配利润	1,157	1,557	2,183	3,714	5,500
股东权益	14,070	15,924	17,480	19,879	22,650
资本状况(%):					
资本充足率	15.21	14.35	14.94	15.74	16.33
核心一级资本充	9.03	8.74	8.39	8.47	8.57
杠杆率	12.78	12.66	12.45	11.94	11.44
RORWA	1.09	1.19	1.32	1.42	1.55
风险加权系数	71.08	71.69	75.04	72.97	70.85

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