

601398.SH

增持

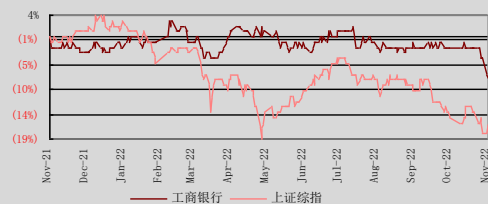
原评级: 增持

市场价格: 人民币 4.08

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 净利润增长提速, 资产质量改善

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.9)	(6.2)	(6.6)	(8.1)
相对上证指数	11.3	(4.4)	2.3	8.1

发行股数(百万)	356,406
流通股(%)	76
总市值(人民币 百万)	1,454,138
3个月日均交易额(人民币 百万)	823
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	35

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年11月1日收市价为标准

相关研究报告

《工商银行: 营收稳健, 拨备增厚》20220504

《工商银行: 业绩优于预期, 经营稳健积极》20220331

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 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

一般证券业务证书编号: S1300122030036

工商银行

净利润增长提速, 资产质量改善

工商银行前三季度归母净利润同比增长 5.6%, 业绩增速有所提升, 资产质量亦有所改善。公司在持续支持稳增长和宽信用、让利实体的同时, 仍保持较好的盈利增长, 反映公司强大的客户基础和经营管理能力。目前公司 2022 年 PB 为 0.44X, 2023 年 PB 为 0.40X, 测算股息率 7.18%, 长期投资价值突出, 维持增持评级。

工商银行前三季度归母净利润同比增长 5.6%, 税后利润 3 季度单季度同比增长 5.8%, 增速较 2 季度增加 1.6 个百分点。前三季度业绩贡献主要来自规模、拨备和税收。3 季度业绩增长提速, 增速提升主要来自拨备反哺增加, 营业收入增速有所放缓。前三季度营收同比减少 0.1%, 3 季度单季度同比下降 8.3%。拆分来看, 息差同比压力下, 净利息收入增长放缓, 市场调整导致非息收入增速放缓。资产质量改善, 资产减值同比降幅扩大, 贡献业绩增长, 存量信贷拨备平稳。

支撑评级的要点

- 稳增长和宽信用带动信贷扩张提速

3 季末工行规模扩张亮眼, 总资产同比增长 11.7%, 贷款同比增长 12.2%, 增速均有提升, 存款同比增长 12.1%, 增速亦提升。

- 3 季度净息差或下降, 息收入增速略放缓

前三季度净息差 1.98%, 同比下降 13bp, 较上半年收窄 5bp。测算 3 季度净息差 1.87%, 较上季度下降 4bp。前三季度息收入同比 3.2%, 3 季度单季度同比 0.8%, 同比增速逐季放缓, 主要源自息差同比拖累增加。

- 资产质量小幅改善, 增量同比降幅扩大, 存量信贷拨备平稳

3 季度末不良率 1.40%, 较上季度下降 1bp。资产减值损失同比下降 5.5%, 3 季度单季同比下降 34.7%。3 季末, 拨备覆盖率 206.80%, 环比微幅下降 23bp, 拨贷比 2.9%, 环比下降 2 个 bp。

估值

- 根据季报情况, 我们调降盈利预测, 给与公司 2022/2023 年 EPS 为 1.03/1.10 元的预测, 目前股价对应市净率为 0.44x/0.40x, 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	882,665	942,762	968,167	1,049,223	1,151,777
变动 (%)	3.22	6.81	2.69	8.37	9.77
净利润	315,906	348,338	368,300	393,246	420,130
变动 (%)	1.18	10.27	5.73	6.77	6.84
净资产收益率 (%)	12.30	12.51	11.92	11.33	10.83
每股收益 (元)	0.89	0.98	1.03	1.10	1.18
原预测 (元)			1.05	1.13	
变动 (%)			-1.9	-2.7	
市盈率 (倍)	4.60	4.17	3.95	3.70	3.46
市净率 (倍)	0.55	0.50	0.44	0.40	0.36

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

业绩摘要:

工商银行前三季度实现归母净利润 2658 亿元，同比增长 5.6%。其中，利息净收入同比增长 3.2%，手续费净收入同比增长 0.3%，营业收入同比减少 0.1%；净息差 1.98%；季末总资产较年初增长 12.5%，贷款较年初增长 10.9%，存款较年初增长 13.8%。季末不良率 1.40%，拨备覆盖率 207%，核心一级资本充足率 13.68%。前三季度年化 ROA 和 ROE 分别为 0.95% 和 11.29%，同比下降 3BP、52BP。

净利润增长提速，资产质量改善

工商银行前三季度归母净利润同比增长 5.6%，业绩增速有所提升，资产质量亦有所改善。公司在持续支持稳增长和宽信用、让利实体的同时，仍保持较好的盈利增长，反映公司强大的客户基础和经营管理能力。目前公司 2022 年 PB 为 0.49X，2023 年 PB 为 0.43X，测算股息率 7.18%，长期投资价值突出，维持 **增持** 评级。

工商银行前三季度归母净利润同比增长 5.6%，税后利润 3 季度单季度同比增长 5.8%，增速较 2 季度增加 1.6 个百分点。前三季度业绩贡献主要来自规模、拨备和税收。3 季度业绩增长提速，增速提升主要来自拨备反哺增加，营业收入增速放缓。前三季度营收同比减少 0.1%，3 季度单季度同比下降 8.3%，较 2 季度放缓 10 个百分点。拆分来看，息差同比压力下，净利息收入增长放缓，市场调整导致非息收入增速放缓。资产质量改善，资产减值同比降幅扩大，贡献业绩增长，存量信贷拨备平稳。

稳增长和宽信用带动信贷扩张提速

在稳增长宽信用政策下，与央行公布信贷数据一致，3 季末工行规模扩张亮眼，总资产同比增长 11.7%，贷款同比增长 12.2%，增速均有提升，存款同比增长 12.1%，增速亦提升。环比看，总资产、存贷款亦保持较快增速，环比分别增长 2.1%，2.5% 和 2.8%。贷款增速仍快于总资产，其中，对公贷款/个人贷款/票据贴现环比增长 2.7%/1.2%/13.3%。

3 季度净息差或下降，息收入增速略放缓

前三季度净息差 1.98%，同比下降 13BP，较上半年收窄 5BP。测算 3 季度净息差 1.87%，较上季度下降 4bp。前三季度息收入同比 3.22%，3 季度单季度同比 0.8%，同比增速逐季放缓，规模提速，息差同比负拖累增加。

资产质量小幅改善，增量同比降幅扩大，存量信贷拨备平稳。

3 季度末不良率 1.40%，较上季度下降 1bp；根据我们测算，3 季度年化不良生成率为 0.37%，同比下行 16BP，较 2 季度有所改善。资产减值损失同比下降 5.5%，3 季度单季同比下降 34.7%。3 季末，拨备覆盖率 206.80%，环比微幅下降 23bp，拨贷比 2.9%，环比下降 2 个 bp。

风险提示:

疫情反复，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，或对经济数据带来负面影响。如果经济超预期下行，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，或将影响银行盈利表现。

图表 1. 工商银行财报点评

证券名称: 工商银行 (601398.SH)
 项目名称: 财报点评
 单位: 除百分比外, 其他为RMB 百万

	3Q21		3Q22		YoY(%)		QoQ(%)		YoY(%)		
	3Q21	3Q22	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	3Q21	4Q21	1Q22	
利润表 (百万元)											
利息收入	858,471	950,698	10.74	294,669	303,747	305,370	314,653	330,675	5.09	12.22	
利息支出	(347,323)	(423,100)	21.82	(119,814)	(124,215)	(128,089)	(140,509)	(154,502)	9.96	28.95	
净利息收入	511,148	527,598	3.22	174,855	179,532	177,281	174,144	176,173	1.17	0.75	
净手续费收入	105,287	105,594	0.29	29,344	27,737	41,668	34,349	29,577	(13.89)	0.79	
净其他非息收入	95,658	78,200	(18.25)	40,101	23,400	30,518	29,310	18,372	(37.32)	(54.19)	
净非利息收入	200,945	183,794	(8.54)	69,445	51,137	72,186	63,659	47,949	(24.68)	(30.95)	
营业收入	712,093	711,392	(0.10)	244,300	230,669	249,467	237,803	224,122	(5.75)	(8.26)	
税金及附加	(6,740)	(7,228)	7.24	(2,094)	(2,578)	(2,220)	(2,699)	(2,309)	(14.45)	10.27	
业务及管理费	(142,857)	(154,918)	8.44	(52,700)	(53,088)	(43,374)	(54,712)	(56,832)	3.87	7.84	
营业费用及营业税	(149,597)	(162,146)	8.39	(54,794)	(55,666)	(45,594)	(57,411)	(59,141)	3.01	7.93	
营业外收入及其他费用	(66,661)	(57,691)	(13.46)	(26,288)	(13,316)	(22,121)	(19,377)	(16,193)	(16.43)	(38.40)	
拨备前利润	495,835	491,555	(0.86)	163,218	131,687	181,752	161,015	148,788	(7.59)	(8.84)	
资产减值损失	(179,318)	(169,378)	(5.54)	(54,771)	(23,305)	(70,662)	(62,960)	(35,756)	(43.21)	(34.72)	
税前利润	316,517	322,177	1.79	108,447	108,382	111,090	98,055	113,032	15.27	4.23	
所得税	(63,187)	(55,667)	(11.90)	(19,626)	(11,496)	(19,961)	(16,614)	(19,092)	14.92	(2.72)	
税后利润	253,330	266,510	5.20	88,821	96,886	91,129	81,441	93,940	15.35	5.76	
归母净利润	251,821	265,822	5.56								
资产负债表 (百万元)											
生息资产	34,120,283	38,073,661	11.6	34,120,283	33,827,994	35,815,087	37,225,554	38,073,661	2.3	12.6	
贷款总额	20,425,479	22,909,750	12.2	20,425,479	20,667,245	21,602,921	22,341,360	22,909,750	2.5	10.9	
付息负债	31,266,371	34,990,658	11.9	31,266,371	30,850,196	32,846,604	34,243,368	34,990,658	2.2	13.4	
存款	26,841,575	30,091,501	12.1	26,841,575	26,441,774	27,972,681	29,272,001	30,091,501	2.8	13.8	
加权风险资产	21,327,922	22,199,357	4.1	21,327,922	21,690,349	22,085,428	22,124,301	22,199,357	0.3	2.3	
业绩增长拆分											
规模增长	8.00	8.83		1.57	(0.03)	2.60	4.99	2.95			
净息差扩大	2.44	(5.81)		1.47	2.70	(3.85)	(6.76)	(1.78)			
非息收入	(3.47)	(3.32)		1.54	(8.25)	9.40	(2.91)	(6.82)			
成本	(0.08)	(0.76)		(3.41)	(13.74)	29.87	(6.73)	(1.84)			
拨备	4.51	2.65		7.66	19.26	(35.52)	(0.32)	22.87			
税收	(1.34)	3.41		4.74	9.14	(8.44)	1.10	0.07			
净息差											
净息差-测算1	2.06	1.87	(0.19)	2.06	2.11	2.04	1.91	1.87	(0.04)		
净息差-测算2	3.47	3.51	0.04	3.47	3.58	3.51	3.45	3.51	0.07		
计息负债成本率-测算2	1.54	1.79	0.25	1.54	1.60	1.61	1.68	1.79	0.11		
累计指标 (年化)											
净息差-公告	2.11	1.98	(0.13)	2.11	2.11	2.10	2.03	1.98	(0.05)		
净息差-测算1	2.05	1.94	(0.12)	2.05	2.07	2.04	1.97	1.94			
净息差-测算2	3.45	3.49	0.04	3.45	3.48	3.51	3.48	3.49			
计息负债成本率-测算2	1.51	1.69	0.18	1.51	1.54	1.61	1.64	1.69			
规模											
总资产	35398066	39550661	11.73	35398066	35171383	37296465	38744376	39550661	2.08		
生息资产-期末时点	34120283	38073661	11.59	34120283	33827994	35815087	37225554	38073661	2.28		
贷款总额-期末时点	20425479	22909750	12.16	20425479	20667245	21602921	22341360	22909750	2.54		
债券投资-期末时点	8009930	8995498	12.30	8009930	8292435	8382679	8979355	8995498	0.18		
交易类-期末时点	1000486	1159175	15.86	1000486	965325	1153496	1194840	1159175	(2.98)		
付息负债-期末时点	31266371	34990658	11.91	31266371	30850196	32846604	34243366	34990658	2.18		
存款-期末时点	26841575	30091501	12.11	26841575	26441774	27972681	29272001	30091501	2.80		
结构占比											
总资产	5.8	11.7		5.8	5.5	8.5	10.3	11.7			
生息资产	7.2	11.6		7.2	6.6	9.0	10.2	11.6			
贷款总额	10.7	12.2		10.7	11.0	10.9	11.7	12.2			
债券投资	9.0	13.1		9.0	10.6	11.4	15.5	13.1			
交易类	(24.3)	15.9		(24.3)	(19.3)	(6.8)	9.8	15.9			
付息负债	5.2	11.9		5.2	4.9	7.9	10.4	11.9			
存款	4.9	12.1		4.9	5.2	7.8	10.0	12.1			
生息资产/总资产	96.4	96.3	(0.12)	96.4	96.2	96.0	96.1	96.3	0.19		
贷款总额/生息资产	59.9	60.2	0.31	57.7	58.8	57.9	57.7	57.9	0.45		
债券投资/生息资产	23.5	23.6	0.15	23.5	24.5	23.4	24.1	23.6	(2.06)		
交易类/总资产	2.8	2.9	0.10	2.8	2.7	3.1	3.1	2.9	(4.96)		
付息负债/生息资产	91.6	91.9	0.27	91.6	91.2	91.7	92.0	91.9	(0.09)		
存款/付息负债	85.8	86.0	0.15	85.8	85.7	85.2	85.5	86.0	0.60		
贷存比	76.1	76.1	0.04	76.1	75.2	76.1	78.2	76.1	(2.59)		
手续费											
手续费	105,287	105,594		29,344	27,737	41,668	34,349	29,577	(13.89)		
手续费占比	14.79	14.84	0.06	12.01	12.02	16.70	14.44	13.20			
其他非息占比	13.43	10.99	(2.44)	16.41	10.14	12.23	12.33	8.20			
投资收益	26,420	33,468									
公允价值	9,834	(9,866)									
资产质量和拨备											
不良贷款率	1.52	1.40	(0.12)	1.52	1.42	1.42	1.41	1.40	(0.01)		
不良余额	311,316	321,754	3.35	311,316	293,429	306,887	315,962	321,754	1.83		
不良生成率 (年累计)	N.A.	N.A.		N.A.	0.54	N.A.	0.73	N.A.	N.A.		
单季度测算不良净生成率	N.A.	N.A.		0.53	0.19	0.48	0.84	0.37	(0.47)		
关注类占比	N.A.	N.A.		N.A.	1.99	N.A.	1.87	N.A.			
逾期占比	N.A.	N.A.		N.A.	1.23	N.A.	1.20	N.A.			
90天以内逾期贷款增速	N.A.	N.A.			(26.80)		24.96				
逾期/不良	N.A.	N.A.			86.87		85.03				
90天以上逾期/不良	N.A.	N.A.			0.62		0.59				
年累计核销-公告	N.A.	N.A.			100,998		52,682				
信用成本											
信用成本-年累计	N.A.	N.A.		N.A.	0.86	N.A.	0.91	N.A.			
资产减值损失/总资产	N.A.	N.A.		N.A.	0.86	N.A.	0.91	N.A.			
拨备覆盖率	196.80	206.80	10.00	196.80	205.84	209.91	207.03	206.80	(0.23)		
拨备/贷款总额	3.00	2.90	(0.10)	3.00	2.92	2.98	2.93	2.90	(0.02)		
拨备余额	612,670	665,387		612,670	603,983	644,187	654,124	665,387			
成本和税收											
成本收入比 (年累计)	20.06	21.78	1.72								
成本收入比 (单季度)				21.57	36.02	17.39	23.01	25.36	3.87		
费用增速											
有效税率 (年累计)	19.96	17.28									
有效税率 (单季度)				18.10	10.61	17.97	16.94	16.89			
资本和盈利能力											
核心一级资本充足率	13.14	13.68	0.54	13.14	13.31	13.43	13.29	13.68	0.39		
一级资本充足率	14.68	15.29	0.60	14.68	14.94	15.04	14.90	15.29	0.38		
资本充足率	17.45	18.86	1.41	17.45	18.02	18.25	18.31	18.86	0.55		
融资进度											
ROAA-公布	0.98	0.95	(0.03)	0.98	1.02	1.01	0.93	0.95	0.02		
ROAE-公布	11.81	11.29	(0.52)	11.81	12.15	12.22	11.25	11.29	0.04		
RORWA-计算	1.63	1.62	(0.01)	1.63	1.68	1.69	1.60	1.62	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 百万元

主要比率(%)

每股指标 (RMB)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	4.60	4.17	3.95	3.70	3.46
PB	0.55	0.50	0.44	0.40	0.36
PB 扣除商誉	0.50	0.45	0.43	0.39	0.35
EPS	0.89	0.98	1.03	1.10	1.18
BVPS	7.48	8.15	9.19	10.29	11.48
每股拨备前利润	1.67	1.76	1.81	1.97	2.19
驱动性因素(%):					
生息资产增长	10.02	5.97	7.96	7.96	7.38
贷款增长	11.11	10.97	10.50	9.00	8.00
存款增长	9.39	5.20	8.70	8.00	7.00
贷款收益率	4.33	4.24	4.20	4.10	4.15
生息资产收益率	3.52	3.47	3.52	3.46	3.51
存款付息率	1.51	1.54	1.53	1.45	1.42
计息负债付息率	1.59	1.57	1.63	1.55	1.53
净息差	2.08	2.06	2.06	2.07	2.14
风险成本	1.15	1.03	0.96	1.00	1.09
净手续费增速	6.56	6.79	6.61	8.72	11.15
成本收入比	22.30	23.97	23.97	23.97	23.97
所得税税率	18.98	17.58	15.00	15.00	15.00
盈利及杜邦分析(%):					
ROAA	1.00	1.02	1.02	1.00	0.99
ROAE	12.30	12.51	11.92	11.33	10.83
净利息收入	2.04	2.02	2.02	2.03	2.09
非净利息收入	0.74	0.74	0.64	0.63	0.62
营业收入	2.79	2.76	2.65	2.66	2.71
营业支出	0.65	0.69	0.66	0.67	0.68
拨备前利润	1.88	1.83	1.77	1.79	1.83
拨备	0.64	0.59	0.57	0.61	0.66
税前利润	1.24	1.24	1.19	1.18	1.17
税收	0.23	0.22	0.18	0.18	0.18
业绩年增长率(%):					
净利息收入	6.56	6.79	6.61	8.72	11.15
营业收入	3.22	6.81	2.69	8.37	9.77
拨备前利润	4.21	5.50	2.70	9.21	10.70
归属母公司利润	1.18	10.27	5.73	6.77	6.84
资产质量(%):					
不良率	1.58	1.42	1.37	1.45	1.32
拨备覆盖率	180.95	206.04	202.25	186.19	204.70
拨贷比	2.85	2.92	2.76	2.70	2.70
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)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润表:					
利息收入	1,092,521	1,162,218	1,260,213	1,339,030	1,460,241
利息支出	(445,756)	(471,538)	(523,888)	(538,486)	(570,440)
净利息收入	646,765	690,680	736,325	800,544	889,801
手续费净收入	131,215	133,024	133,024	137,015	142,495
营业收入	882,665	942,762	968,167	1,049,223	1,151,777
业务及管理费	(196,848)	(225,945)	(232,034)	(251,460)	(276,038)
拨备前利润	594,794	627,522	644,452	703,786	779,119
拨备	(202,668)	(202,623)	(208,822)	(238,650)	(282,183)
税前利润	392,126	424,899	435,630	465,136	496,935
税后利润	317,685	350,216	370,286	395,366	422,395
归属母公司净利	315,906	348,338	368,300	393,246	420,130
资产负债表					
贷款总额	18,624,308	20,667,245	22,837,306	24,892,663	26,884,076
贷款减值准备	(531,161)	(603,983)	(630,829)	(673,061)	(726,654)
贷款净额	18,093,147	20,063,262	22,206,477	24,219,602	26,157,423
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	3,259,366	3,487,522
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	1,261,049	1,476,402	1,635,491
生息资产	32,509,594	34,451,217	37,195,200	40,157,704	43,120,391
资产总额	33,301,877	35,125,445	37,825,419	40,961,046	44,029,228
存款	25,134,726	26,441,774	28,742,208	31,041,585	33,214,496
同业负债	3,132,667	3,326,695	3,493,030	3,842,333	4,226,566
发行债券	1,133,803	1,081,717	1,081,717	1,081,717	1,081,717
计息负债	29,401,196	30,850,186	33,316,955	35,965,635	38,522,779
负债总额	30,435,543	31,896,125	34,446,527	37,185,007	39,828,848
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	394,198	433,734	475,974
一般风险准备	339,701	438,952	473,115	506,233	541,669
未分配利润	1,510,558	1,620,642	1,919,737	2,242,448	2,587,167
股东权益	2,909,515	3,275,258	3,378,892	3,776,039	4,200,380
资本状况(%):					
资本充足率	16.88	18.02	19.37	20.67	21.78
核心一级资本充	13.18	13.31	13.49	13.75	13.99
杠杆率	11.45	10.72	11.19	10.85	10.48
RORWA	1.64	1.68	1.65	1.64	1.63
风险加权系数	60.34	61.66	61.72	60.98	60.70

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