

600036.SH

增持

原评级：增持

市场价格：人民币 34.43

板块评级：强于大市

本报告要点

- 存量风险持续出清，盈利、资本优势提升

股价表现


发行股数 (百万)	25,219.85
流通股 (百万)	11,718.36
总市值 (人民币 百万)	868,319.28
3个月日均交易额 (人民币 百万)	2,136.12
主要股东	
香港中央结算(代理人)有限公司	18.05

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年3月24日收市价为标准

相关研究报告

- 《招商银行》20230115
- 《招商银行》20221030
- 《招商银行》20220820

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：股份制银行 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

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030036

招商银行

存量风险持续出清，盈利、资本优势高位提升

2022年招行净利润同比增15.1%，盈利持续保持较快增长，盈利贡献主要来自规模、拨备等。ROAE和核心一级资本充足率同比均上升，盈利能力和资本实力高位提升。公司年报我们重点关注几点：第一，资产质量方面，公司房地产存量风险积极出清，受疫情影响，零售业务中信用卡等业务资产质量边际承压，导致公司资产质量指标略有上升。第二，全年手续费净收入同比转负增0.2%，财富业务收入承压，非财富部分持续平稳，但4季度情况已经好于3季度。第三，4季度净息差环比微幅上升，主要源自存款占比提升，金融投资收益率上升，4季度公司在债市调整的过程中，增加了对金融投资的配置。

房地产风险和管理层变动导致的悲观预期在市场层面交易完成并修复。公司盈利能力、资本、拨备等绝对水平仍彰显公司作为行业龙头的强大实力。公司管理规范、风控审慎，客户基础、科技系统和财富渠道等优势难以复制。在完善金融监管制度和国内外经济金融复杂环境下，公司价值或更为凸显。公司处于我们核心推荐组合之中，我们对公司持续看好，维持增持评级。

支撑评级的要点

- 4季度净息差微升，净息差绝对优势持续突出。4季度单季净息差2.37%，环比上1bp，源于资产端金融投资和同业的收益率上升，负债端存款占比提升。
- 4季度负债端存款增长提速，资产端配置略偏重债券投资。4季度存款继续提速，年末存款同比增长18.7%，主动负债同比继续下降。总资产同比增长9.6%，较3季度略有提速0.8个百分点。公司抓住市场机会增加金融投资。年末金融投资同比增长27.2%，较3季度大幅提速，源于去年同期基数较低，同时环比看，金融投资增长8.5%。在4季度债市波动中，公司降低交易类资产占比，环比减少12.4%，增加了对持有至到期策略资产（摊余成本计量）的配置，环比增长12.74%，带动金融投资环比提速。贷款平稳，主要为对公贡献。
- 房地产存量风险积极出清，零售贷款压力边际上升，整体风险可控。资产质量相关指标延续去年3季度以来趋势，仍略有上行。不良率0.96%，较上季度上升1bp。4季度疫情扰动逾期上升，90天以内逾期较3季度增长18.0%。2022年资产质量压力主要来自信用卡和房地产，此外零售整体不良率小幅上升。

估值

- 基于公司四季度息差改善，手续费降幅收窄，规模持续增长，风险资产持续出清，我们调整公司2023/2024年EPS至5.92/6.72元，目前股价对应2023/2024年PB为0.88/0.75倍，维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 房地产压力加剧、经济下行超预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	331,253	344,783	378,161	419,786	464,381
变动 (%)	14.04	4.08	9.68	11.01	10.62
归母净利润	119,922	138,012	154,726	174,724	192,841
变动 (%)	23.20	15.08	12.11	12.92	10.37
每股收益(元)	4.61	5.26	5.92	6.72	7.43
原预测			6.17	7.09	
变动 (%)			-4.1	-5.2	
净资产收益率(%)	17.49	17.73	17.13	16.34	15.37
市盈率(倍)	7.47	6.55	5.81	5.13	4.63
市净率(倍)	1.19	1.05	0.88	0.75	0.64

资料来源：公司公告，中银证券预测

年报摘要:

招商银行 2022 年归母净利润 1380 亿元，同比增长 15.1%。全年净利息收入同比增长 7.0%，净手续费收入同比负增长 0.2%，营业收入同比增长 4.1%。总资产较年初增长 9.6%，贷款较年初增长 8.6%，存款较年初增长 18.7%，不良率 0.96%，拨备覆盖率 450.79%，ROAE17.06%，核心一级资本充足率 13.68%。

招行 2022 年归母净利润同比增 15.1%，盈利持续保持较快增长，盈利贡献主要来自规模、拨备等。ROAE 和核心一级资本充足率同比均上升，盈利能力和资本实力高位提升。公司年报我们重点关注几点：第一，资产质量方面，公司房地产存量风险积极出清，受疫情影响，零售业务中信用卡等业务资产质量边际承压，导致公司资产质量指标略有上升。第二，全年手续费净收入同比转负增 0.2%，财富业务收入承压，非财富部分持续平稳，但 4 季度情况已经好于 3 季度。第三，4 季度净息差环比微幅上升，主要源自存款占比提升，金融投资收益率上升，4 季度公司在债市调整过程中，增加了对金融投资配置。

房地产风险和管理层变动导致的悲观预期在市场层面交易完成并修复。公司盈利能力、资本、拨备等绝对水平仍彰显公司作为行业龙头的强大实力。公司管理规范、风控审慎，客户基础、科技系统和财富渠道等优势难以复制。在完善金融监管制度和国内外经济金融复杂环境下，公司价值或更为凸显。公司处于我们核心推荐组合之中，我们对公司持续看好，维持增持评级。

1、4 季度净息差微升，净息差绝对优势持续突出

4 季度单季净息差 2.37%，环比上升 1bp。4 季度息差环比提升，源于资产端金融投资和同业的收益率上升，负债端存款占比提升。4 季度金融投资收益率 3.24%，环比上升 3bp，同业收益率 2.49%，环比上升 45bp。金融投资占比 23.6%，较上季度提升 1 个百分点。4 季度存款占比 84.1%，上升 0.6 个百分点。公司存贷利差略有收窄，贷款收益率 4.46%，下降 2bp，存款付息率 1.55%，环比上升 1bp。贷款利率下行，源于 4 季度贷款重定价、市场利率下行以及信贷投放或更多来自对公等多方面因素。同时，招行重定价结构与四大行更类似，贷款重定价更快。存款端，参考全年数据，对公存款成本压力或持续。

全年息收入增长较好，2022 年全年息收入同比增长 7.0%，4 季度单季度同比增长 5.3%，环比增长 3.1%。全年来看，净息差 2.4%，同比下降 8bp。存贷利差仍是影响的核心因素，全年存贷利差 3.02%，同比降 24bp；贷款收益率 4.54%，同比下降 13bp；存款付息率 1.52%，同比上升 11bp。由于招行存款成本控制较好，高成本存款占比较少，因此高成本存款到期置换影响或也较小。

2、4 季度负债端存款增长提速，资产端配置略偏重债券投资

4 季度公司规模增长较 3 季度提速。存款增长持续提速，年末存款同比增长 18.8%，主动负债同比继续下降。总资产同比增长 9.6%，较 3 季度略有提速 0.8 个百分点。

第一，抓住市场机会增加金融投资。年末金融投资规模同比增长 27.2%，较 3 季度大幅提速，源于去年同期基数较低，同时环比看，金融投资增长 8.5%。在 4 季度债市波动中，公司降低交易类占比，环比减少 12.4%，增加了对持有至到期策略资产（摊余成本计量）的配置，环比增长 12.74%，带动金融投资环比提速。

第二，贷款平稳，主要为对公贡献。年末贷款同比增长 8.6%，较三季度末增速下降 0.3 个百分点。年末贷款较三季度末环比增长 0.95%，其中对公贷款增长贡献突出，环比增长 3.9%，票据负增长 5.7%，零售环比微降 0.1%。

3、4 季度手续费收入降幅收窄，市场调整对投资类收入影响或好于行业平均

2022 年公司手续费净收入同比下降 0.2%，相对 3 季度增速由正转负。4 季度单季度同比下降 1%，降幅较上季度收窄。在偏弱的经济和资本市场环境下，公司财富收入下行较大，但中间业务收入表现非常强的韧性，这不仅来自公司零售财富业务的强大基础和实力，也来自长期积累的系统优势，以及对公服务能力和综合金融能力的不断发展。

手续费收入中财富业务下行压力较大，基金、信托持续下降，理财放缓，保险继续快速增长。全年财富管理手续费及佣金收入 309.03 亿元，同比下降 14.28%，主要来自资本市场变化影响。其中，基金、信托代销收入同比下降 46%和 47%，主要受到市场波动影响；代销理财收入同比增长 5.6%，增速放缓；代销保险收入仍保持较高增长，同比增长 61%，代销保险收入在财富收入占比持续提升。

非财富业务手续费收入持续平稳增长。全年资管、银行卡、结算、托管等收入同比分别增长 15%、10%、8%和 7%。

综合金融增长较快。其他非息收入中，全年非投资类收入 108 亿元，同比增长 42%；4 季度单季收入 28 亿元，同比增长 31%，主要是租赁和保险业务收入持续增长。

债市波动影响投资相关收入下降，对收入和净资产影响预计好于行业平均。4 季度单季投资相关收入 31.9 亿元，同比下降 59%，主要是投资相关公允价值变动下降较多。同时，我们看到其他综合收益较 3 季度亦下降 22.6 亿元。债市波动对利润表和资产负债表有影响，但招行其他非息收入占比营收 9.4%，公允价值计量的金融投资（计入当期损益和其他综合收益）占比总资产 12%，全年影响有限。

4、房地产存量风险积极出清，零售贷款压力边际上升，整体风险可控

资产质量相关指标延续去年 3 季度以来趋势，仍略有上行。年末不良率 0.96%，较上季度末上升 1bp。全年不良贷款生成率 1.15%，同比上升 0.20 个百分点。年末关注贷款占比 1.21%，较 3 季度上升 7bp，逾期贷款占比 1.29%，较去年上升 26bp。4 季度疫情扰动致使逾期上升，90 天以内逾期贷款较 3 季度末增长 18.0%。

公司在资产质量方面披露详实，2022 年资产质量压力主要来自信用卡和房地产。2022 年公司新生成不良贷款 629.75 亿元，同比增加 156.56 亿元。其中，2022 年公司贷款不良生成额 178.38 亿元，同比增加 68.62 亿元，公司贷款不良生成主要在房地产业、制造业及农业等行业，并集中在国标大中型企业上。公司零售资产质量压力整体上行，压力主要来自信用卡业务，2022 年信用卡不良生成额 368.22 亿元，同比增加 76.16 亿元，其他零售贷款（不含信用卡）不良生成额 83.15 亿元，同比增加 11.78 亿元，零售各个子项不良率均有小幅上升。

公司核销处置力度仍大，财报核销数据 391 亿元，同比高位提升 40 亿元。公告 2022 年公司共处置不良贷款 579.86 亿元，其中，常规核销 242.52 亿元，不良资产证券化 158.62 亿元，现金清收 128.46 亿元，通过抵债、转让、重组上迁、减免等其他方式处置 50.26 亿元，主要是核销和资产证券化增加。

房地产存量风险出清，房地产相关业务规模持续压退。2022 年对公房地产贷款不良额 153 亿元，较中期增长 41 亿元，不良率 4.08%，较中期增加 1.26 个百分点。房地产相关承担信用风险的贷款和非贷业务余额计 4633.34 亿元，较上年末下降 27.11%，较 3 季度也继续下降。理财资金出资、委托贷款、合作机构主动管理的代销信托、主承销债务融资工具等不承担信用风险的业务余额合计 3003.55 亿元，较上年末下降 27.11%，较 3 季度持续下降。

5、贷款增量拨备增加，非贷拨备反哺盈利，存量信贷拨备高位平稳

2022 年全部增量拨备增速同比下降 13.2%，4 季度单季度同比下降 31.8%，反哺盈利。拆分来看，贷款减值损失同比多提 81.4 亿元，非贷部分同比少提 169.3 亿元，非贷部分前期的充足计提，持续缓解贷款减值增量计提压力。

年末拨备覆盖率为 450.79%，较上季度下降 4.88 个百分点，拨贷比 4.32%，较上季度下降 2p。参考摊余成本贷款部分减值准备与减值贷款（第三阶段）的比例为 86%，较中期仍有提升，计提充分。同时公司非贷款部分拨备亦充足，公司整体风险抵御能力持续优秀。

6、费用趋缓

全年成本收入比为 32.9%，同比下降 0.2 个百分点，费用同比增速 3.3%，增速持续放缓。

7、盈利能力高位提升，资本优势继续强化

年末核心一级资本 13.68%，同比增加 1.02 个百分点；一级资本和资本充足率 15.75% 和 17.77%，比增长 0.81 和 0.29 个百分点；净资产收益率 ROAE 为 17.06%，同比上升 0.1 个百分点，总资产收益率 ROAA 为 1.42%，同比增加 0.06 个百分点。

风险提示：

房地产压力加剧和经济下行超预期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 2. 招商银行手续费及佣金收入细项 (百万元)

	2022	2022Q3	2022H1	2022Q1	2021	2021Q3	2021H1	2021Q1
财富管理手续费收入	30,903	25,590	18,873	10,429	35,841	29,674	20,612	11,425
同比增长	-14.28%	-13.10%	-8.13%	-11.11%	29.00%	25.75%	33.60%	
其中：代理基金	6,599	5,291	3,474	1,727	12,315	10,367	6,719	4,164
同比增长	-46.41%	-46.89%	-46.95%		36.20%	24.92%	39.75%	
代理保险	12,426	10,784	8,984	5,471	8,215	7,296	5,559	3,385
同比增长	51.26%	47.81%	61.61%		42.80%	37.95%	32.51%	
代理信托	3,979	3,212	2,287	1,228	7,542	6,163	4,528	2,385
同比增长	-47.24%	-47.88%	-49.49%		-1.10%	5.78%	23.85%	
代理理财	6,645	5,323	3,493	1,765	6,292	4,594	2,874	1,361
同比增长	5.61%	15.94%	22.60%		53.69%	42.41%	32.56%	
代理证券交易	903	721	468	236	1,281	1,059	757	
同比增长	-29.51%	32.74%	-38.50%		22.73%	41.77%	66.39%	
代理贵金属				2	196	195	175	130
同比增长						-7.58%	19.86%	
受托理财								
资产管理 手续费及佣金收入	12,457	9,443	6,339	3,249	10,856	7,853	4,860	
同比增长	14.75%	22.32%	32.84%	47.55%	57.52%	45.32%	37.60%	
托管业务佣金收入	5,791	4,433	3,045	1,633	5,433	4,159	2,857	
同比增长	6.59%	6.59%	6.58%	11.32%	27.75%	28.76%	29.80%	
银行卡手续费收入	21,399	15,924	10,706	5,593	19,377	14,946	9,396	
同比增长	10.44%	6.54%	13.94%		-0.89%	5.71%	-0.23%	
结算与清算手续费收入	15,051	11,500	7,819	4,463	13,902	10,563	7,277	
同比增长	8.26%	8.87%	7.45%		9.89%	9.92%	14.38%	

资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 招商银行零售客户指标 (百万元)

零售指标	2020	2021Q1	2021 H1	2021Q3	2021	2021Q1	2022 H1	2022Q3	2022
零售AUM (亿元)	89,418	95,946	99,850	103,741	107,592	113,393	117,177	119,596	121,230
私人银行AUM	27,746	29,840	31,292	32,655	33,939	35,008	36,479	37,410	37,924
金葵花AUM	45,710	48,962	50,914	52,634	54,425	57,554	59,235	60,194	60,742
大众客户AUM	15,962	17,144	17,644	18,452	19,228	20,830	21,464	21,992	22,564
零售客户数量 (万户)	15,800	16,100	16,500	16,900	17,300	17,600	17,800	18,200	18,400
私人银行客户数 (万户)	10.0	10.7	11.2	11.7	12.2	12.5	13.0	13.3	13.5
金葵花客户数 (万户)	300	321	332	343	355	377	389	396	401
大众客户客户数 (万户)	15,490	15,769	16,156	16,545	16,932	17,211	17,398	17,791	17,986

资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 招商银行对公客户指标

对公数据	2019	2020H	2020	2021H	2021	2022H	2022
FPA (亿元)	36,889	41,963	42,071	46,006	48,987	51,478	51,180
传统融资 (亿元)	20,344	22,718	22,458	24,303	25,577	27,672	27,982
非传统融资 (亿元)	16,545	19,245	19,614	21,703	23,411	23,806	23,197
非传统融资占比	45%	46%	47%	47%	48%	46%	45%
公司客户总数 (万户)	210	218	223	228	232	241	253
总行级战略客户数 (户)	282	278	288	326	326	359	340
一般性贷款余额 (亿元)	5,865	5,838	6,213	7,580	8,325	9,083	9,104
分行级战略客户 (户)	5,614	6,142	6,142	6,785	6,874	6,874	6,829
一般性贷款余额 (亿元)	2,400	2,890	2,426	2,784	2,746	3,007	3,182
机构客户数 (万户)	3.5	3.9	4.2	4.0	4.3	4.6	4.9
小企业客户数 (万户)	199	207	212	217	未披露	未披露	未披露

资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 招商银行科技相关数据

科技相关数据	2019	2020 1H	2020	2021 1H	2021	2022 1H	2022
信息科技投入 (亿元)	93.6	39.2	119.1	50.6	132.9	53.6	141.7
招商银行APP累计用户数 (万户)	11,400	12,900	14,500	15,800	17,000	17,800	18,800
招商银行APP月活跃用户数 (万户)	5,514	5,607	6,126	6,141	6,542	6,514	6,686
掌上生活APP累计用户数 (万户)	9,126	9,842	11,000	11,700	12,700	13,200	13,700
掌上生活APP月活跃用户数 (万户)	4,664	4,284	4,603	4,347	4,593	4,213	4,384
量大APP月活跃用户 (MAU; 万人)	10,200	9,892	10,700	10,500	11,100	10,700	11,100

资料来源：公司公告，中银证券

主要比率 (%)

每股指标 (RMB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	7.47	6.55	5.81	5.13	4.63
PB	1.19	1.05	0.88	0.75	0.64
PB 扣除商誉	1.22	1.08	0.90	0.76	0.65
EPS	4.61	5.26	5.92	6.72	7.43
BVPS	29.01	32.71	38.91	45.90	53.62
每股拨备前利润	8.51	8.83	9.64	10.65	11.71
驱动性因素 (%)					
生息资产增长	10.46	10.30	13.90	11.91	12.17
贷款增长	10.76	8.64	8.50	8.50	8.50
存款增长	12.73	18.88	15.00	10.00	10.00
贷款收益率	4.73	4.57	4.50	4.50	4.50
生息资产收益率	3.78	3.70	3.64	3.60	3.57
存款付息率	1.40	1.51	1.51	1.50	1.50
计息负债付息率	1.60	1.59	1.61	1.59	1.60
净息差	2.35	2.28	2.22	2.20	2.18
风险成本	1.25	0.99	0.92	0.87	0.87
净手续费增速	10.21	7.02	8.88	11.97	11.32
成本收入比	33.12	32.88	32.88	32.88	32.88
所得税税率	18.45	15.64	15.64	15.64	15.64
盈利及杜邦分析 (%)					
ROAA	1.37	1.44	1.44	1.44	1.43
ROAE	17.49	17.73	17.13	16.34	15.37
净利息收入	2.32	2.25	2.19	2.18	2.18
非净利息收入	1.45	1.31	1.30	1.26	1.24
营业收入	3.76	3.56	3.49	3.44	3.42
营业支出	1.28	1.20	1.18	1.16	1.15
拨备前利润	2.44	2.30	2.24	2.20	2.18
拨备	0.75	0.59	0.53	0.49	0.48
税前利润	1.68	1.70	1.71	1.71	1.70
税收	0.31	0.27	0.27	0.27	0.27
业绩年增长率 (%)					
净利息收入	10.21	7.02	8.88	11.97	11.32
营业收入	14.04	4.08	9.68	11.01	10.62
拨备前利润	14.44	3.80	9.19	10.46	9.95
归属母公司利润	23.20	15.08	12.11	12.92	10.37
资产质量 (%)					
不良率	0.91	0.96	0.96	0.95	0.95
拨备覆盖率	486.11	451.20	425.90	409.11	392.72
拨贷比	4.42	4.32	4.07	3.89	3.73
不良净生成率 (测算)	0.64	0.83	0.75	0.65	0.65

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利息收入	327,056	353,380	390,336	435,968	484,689
利息支出	(123,137)	(135,145)	(152,720)	(169,906)	(188,518)
净利息收入	203,919	218,235	237,616	266,062	296,171
手续费净收入	94,447	94,275	101,817	109,962	118,759
营业收入	331,253	344,783	378,161	419,786	464,381
业务及管理费	(109,727)	(113,375)	(124,351)	(138,038)	(152,702)
拨备前利润	214,528	222,679	243,148	268,584	295,321
拨备	(66,355)	(57,566)	(58,040)	(59,550)	(64,612)
税前利润	148,173	165,113	185,109	209,034	230,709
税后利润	120,834	139,294	156,163	176,347	194,632
归属母公司净利	119,922	138,012	154,726	174,724	192,841
资产负债表					
贷款总额	5,570,034	6,051,459	6,565,833	7,123,929	7,729,463
贷款减值准备	(246,104)	(261,476)	(267,342)	(277,319)	(288,337)
贷款净额	5,335,391	5,807,154	6,298,491	6,846,610	7,441,126
债券投资	2,170,002	2,759,273	3,508,562	4,210,275	5,052,330
存放央行	553,898	587,818	654,687	720,156	792,172
同业资产	799,372	631,598	694,758	729,496	765,970
其他资产	390,358	353,069	405,173	348,236	236,979
生息资产	9,093,306	10,030,148	11,423,841	12,783,856	14,339,935
资产总额	9,249,021	10,138,912	11,561,672	12,854,772	14,288,577
存款	6,385,154	7,590,579	8,729,166	9,602,082	10,562,291
同业负债	1,241,315	1,075,369	1,129,137	1,298,508	1,493,284
发行债券	446,645	223,821	257,394	296,003	340,404
计息负债	8,073,114	8,889,769	10,115,697	11,196,594	12,395,979
负债总额	8,383,340	9,184,674	10,451,271	11,568,024	12,807,197
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
资本公积	67,523	65,435	65,435	65,435	65,435
盈余公积	82,137	94,985	110,601	128,236	147,699
一般风险准备	115,288	132,471	139,095	146,049	153,352
未分配利润	428,592	492,971	626,894	778,652	946,518
股东权益	865,681	954,238	1,110,401	1,286,748	1,481,380
资本状况 (%)					
资本充足率	17.48	17.77	20.69	23.52	26.20
核心一级资本	12.66	13.68	14.83	16.07	17.32
杠杆率	10.68	10.63	10.41	9.99	9.65
RORWA	2.30	2.44	2.61	2.80	2.95
风险加权系数	60.16	57.62	53.06	50.11	47.33

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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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