

600926.SH

增持

原评级：增持

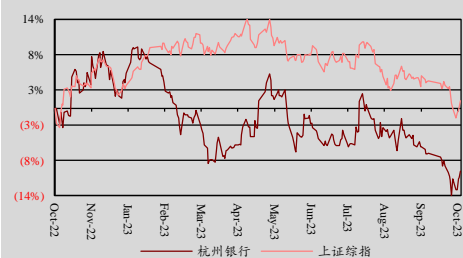
市场价格：人民币 10.82

板块评级：强于大市

本报告要点

- 报表优异，持续看好

股价表现



发行股数 (百万)	5,930.28
流通股 (百万)	5,362.74
总市值 (人民币 百万)	64,165.67
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	229.19
主要股东	
杭州市财政局	11.86

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 10 月 27 日收市价为标准

相关研究报告

《杭州银行》20231020
《杭州银行》20230831
《杭州银行》20230816

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：城商行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

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030036

杭州银行

报表优异，持续看好

杭州银行 2023 年前 3 季度归母净利润同比增长 26.1%，营收同比增长 5.3%，增速略有放缓，其中，息收入同比增长 3.8%，增速放缓，息差压力仍是主因，非息收入增长 8%，其他非息同比增长 30%，投资收入在高基数和偏弱的市场环境下持续优异。资产质量保持优异，存量拨备仍高位，报表表现优秀。

现阶段，在偏弱的利率和外部经营环境下，行业经营面临的压力，在报表中或不断体现，到了拼存量拨备和业务基础“家底”时候。杭州银行区位优势、业务稳健、资产质量优秀且拨备优势突出，定增后，资本有望补充，有利于业绩持续快速增长。目前 2023N 公司 PB0.69X，持续看好，核心组合推荐，维持对公司的增持评级。

支撑评级的要点

■ 盈利持续高位，收入增速略缓

杭州银行前 3 季度归母净利润同比增长 26.1%，增速较上半年略降 0.3 个百分点仍处高位，带动 ROAE 同比提升 1.88 个百分点至 17.49%。3 季度末核心一级资本充足率 8.31%，同比微升 0.04 个百分点，考虑定增 80 亿元，静态测算资本提升 0.7 个百分点，资本压力或缓解。

前 3 季度营业收入同比增长 5.3%，增速较上半年略降 0.8 个百分点，3 季度单季营收增速 3.6%，较上季度增速下降 1.0 个百分点，3 季度营收略承压，压力主要来自息收入和手续费收入，支撑主要来自其他非息。

■ 同比高基数压制息收入增速，测算 3 季度息差降幅收窄

前 3 季度净利息收入同比增长 3.8%，增速较半年末下降 4.8 个百分点，3 季度单季同比下降 5.0%，增速较上季度由正转负，3 季度息收入压力增大，去年同期息收入基数较前两个季度显著抬升，息差基数亦较高。测算前三季度净息差 1.53%，同比下降 16bp，降幅扩大。

测算 3 季度单季净息差 1.45%，环比下降 3bp，降幅较 2 季度收窄 15bp；测算 3 季度单季资产收益率和负债成本率均下行，资产方降幅更大。

■ 贷款增长放缓，存款增长提速

3 季度末公司总资产同比增 14.5%，较半年末增速上升 0.7 个百分点，其中贷款同比增 15.9%，增速较半年末下降 1.1 个百分点。拆分看，对公贷款同比增长 20.9%，零售增 7.2%，增速均较半年末略降。存款同比增 16.2%，增速较半年末提升 4.3 个百分点，其中个人定期存款高增 46.2%，零售存款定期化趋势延续，零售存款增长仍高于对公。

■ 非息收入增速提升，投资相关收入逆势增长

前 3 季度非息收入同比增长 8.0%，增速较上半年提升 6.2 个百分点，贡献主要来自其他非息，同比增长 30.0%，增速较上半年提升 12.9 个百分点，债券投资及外汇业务均有贡献，市场偏弱情况下，公司投资业务仍表现优异。手续费收入同比下降 20%。4 季度手续费和其他非息基数均下降，增速或继续提升。

■ 资产质量、拨备优势持续，增量拨备少提持续贡献

资产质量压力边际略升，幅度很小，绝对资产质量优势仍然非常显著。3 季度末不良率 0.76%，季度环比持平，不良额环比升 1.5%，不良核销力度加大，前三季度核销 11.85 亿元，同比上升 7 亿元，核销率仍低；关注贷款占比 0.37%，环比下降 7bp，逾期占比 0.68%，环比上升 9bp，90 天以内逾期贷款环比升 43.9%，上升 5.22 亿元，逾期绝对水平仍低。前 3 季度资产减值损失同比下降 29.3%，持续贡献盈利。3 季度末拨备覆盖率 569.52%，环比下降 1.55 个百分点；拨贷比 4.33%，环比下降 1bp，存量拨备仍处高位，风险抵御能力充足。

估值

- 根据公司 3 季报业绩高位持续，我们维持公司盈利预测，公司 2023/2024 年 EPS 为 2.11/2.53 元，目前股价对应 2023/2024 年 PB 为 0.69x/0.59x，维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行、海外风险超预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	29,361	32,932	36,885	43,248	50,448
变动 (%)	18.36	12.16	12.00	17.25	16.65
归母净利润	9,261	11,679	14,663	17,413	20,740
变动 (%)	29.77	26.11	25.55	18.75	19.11
每股收益(元)	1.43	1.83	2.11	2.53	3.04
净资产收益率(%)	13.67	15.39	16.03	15.61	15.88
市盈率 (倍)	7.57	5.91	5.14	4.28	3.56
市净率 (倍)	0.90	0.79	0.69	0.59	0.50

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 杭州银行 2023 年 3 季报摘要

	3Q22	3Q23	原币同比 YoY(%)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	季度环比 QoQ(%)	季度同比 YoY(%)	
利润表 (百万元)											
利息收入	40,771	44,959	10.3	14,015	14,254	14,949	15,019	14,991	(0.2)	7.0	
利息支出	(23,817)	(27,367)	14.9	(8,036)	(8,351)	(8,746)	(9,309)	(9,312)	0.0	15.9	
净利息收入	16,954	17,592	3.8	5,979	5,903	6,203	5,710	5,680	(0.5)	(5.0)	
净手续费收入	3,988	3,185	(20.1)	1,164	685	1,379	963	844	(12.4)	(27.5)	
净其他非息收入	5,120	6,655	30.0	1,616	281	1,849	2,252	2,554	13.4	58.0	
净非利息收入	9,109	9,840	8.0	2,781	966	3,228	3,215	3,397	5.7	22.2	
营业收入	26,062	27,432	5.3	8,760	6,869	9,431	8,925	9,077	1.7	3.6	
税金及附加	(234)	(262)	11.9	(84)	(86)	(88)	(90)	(84)	(7.2)	(0.1)	
业务及管理费	(6,608)	(7,423)	12.3	(2,541)	(3,152)	(2,345)	(2,190)	(2,888)	31.9	13.7	
营业费用及营业税金	(6,841)	(7,685)	12.3	(2,624)	(3,238)	(2,433)	(2,280)	(2,972)	30.4	13.2	
营业外收入及其他费用	7	(10)	(234.8)	(0)	(1)	(5)	(1)	(3)	97.1	645.9	
拨备前利润	19,228	19,738	2.7	6,135	3,630	6,992	6,644	6,102	(8.1)	(0.5)	
资产减值损失	(8,940)	(6,318)	(29.3)	(3,232)	(915)	(2,112)	(1,943)	(2,264)	16.5	(29.9)	
税前利润	10,288	13,420	30.4	2,903	2,715	4,880	4,701	3,839	(18.4)	32.2	
所得税	(1,013)	(1,728)	70.6	(221)	(310)	(641)	(614)	(473)	(22.9)	113.9	
税后利润	9,275	11,692	26.1	2,682	2,404	4,239	4,088	3,365	(17.7)	25.5	
归母净利润	9,275	11,692	26.1	2,682	2,404	4,239	4,088	3,365	(17.7)	25.5	
资产负债表 (百万元)											
生息资产	1,398,049	1,580,499	13.1	1,398,049	1,459,827	1,535,684	1,551,465	1,580,499	1.9	8.3	年初(%)
贷款总额	677,645	785,226	15.9	677,645	702,203	750,340	773,857	785,226	1.5	11.8	
生息负债	1,426,708	1,643,302	15.2	1,426,708	1,483,471	1,559,152	1,595,887	1,643,302	3.0	10.8	
存款	870,945	1,012,237	16.2	870,945	928,084	1,003,342	1,012,892	1,012,237	(0.1)	9.1	
加权风险资产	967,815	1,097,604	13.4	967,815	1,006,444	1,057,845	1,082,742	1,097,604	1.4	9.1	
业绩增长拆分											
规模增长	18.21	15.07		3.33	2.62	4.37	3.79	2.41			
净息差扩大	(10.75)	(11.30)		5.09	(3.89)	0.70	(11.73)	(2.95)			
非息收入	9.00	1.49		(5.77)	(20.31)	32.21	2.58	2.24			
成本	(0.90)	(2.60)		(6.06)	(19.25)	55.33	0.39	(9.85)			
拨备	11.87	27.79		(17.24)	34.35	(12.88)	1.32	(10.20)			
税收	4.38	(4.39)		2.31	(3.86)	(3.46)	0.09	0.68			
净息差											
单季度净息差 (年化)	1.72	1.45	(0.27)	1.72	1.65	1.66	1.48	1.45	(0.03)		
净息差-测算2	4.02	3.83	(0.20)	4.02	3.99	3.99	3.89	3.83	(0.06)		
净息差成本率-测算2	2.27	2.30	0.03	2.27	2.30	2.30	2.36	2.30	(0.06)		
累计指标 (年化)											
净息差-公告	0.00	0.00	N.A.	0.00	1.69	0.00	1.56	0.00			
净利差-公告	0.00	0.00	N.A.	0.00	1.74	0.00	1.62	0.00			
净息差-测算2	1.69	1.53	(0.16)	1.69	1.68	1.66	1.57	1.53			
净息差成本率-测算2	4.06	3.90	(0.16)	4.06	4.04	3.99	3.94	3.90			
净息差成本率-测算2	2.33	2.32	(0.01)	2.33	2.32	2.30	2.33	2.32			
规模											
总资产	1563443	1790145	14.50	1563443	1616538	1696126	1744214	1790145	2.63		
生息资产-期末时点	1398049	1580499	13.05	1398049	1459827	1535684	1551465	1580499	1.87		
贷款总额-期末时点	677645	785226	15.88	677645	702203	750340	773857	785226	1.47		
债券投资-期末时点	550702	641443	16.48	550702	583984	616591	615825	641443	4.16		
交易类-期末时点	168649	201952	19.75	168649	161062	161353	197188	201952	2.42		
计息负债-期末时点	1426708	1643302	15.18	1426708	1483471	1559152	1595887	1643302	2.97		
存款-期末时点	870945	1012237	16.22	870945	928084	1003342	1012892	1012237	(0.06)		
规模同比											
总资产	17.55	14.50		17.55	16.25	16.42	13.79	14.50			
生息资产	16.90	13.05		16.90	17.72	17.38	11.79	13.05			
贷款总额	20.26	15.88		20.26	19.31	19.02	16.96	15.88			
债券投资	20.74	15.13		20.74	17.62	21.58	11.59	15.13			
交易类	21.34	19.75		21.34	3.43	7.16	30.68	19.75			
计息负债	17.24	15.18		17.24	16.33	16.68	13.83	15.18			
存款	11.53	16.22		11.53	14.49	15.45	11.97	16.22			
结构占比											
生息资产/总资产	89.42	88.29	(1.13)	89.42	90.31	90.54	88.95	88.29	(0.74)		
贷款总额/生息资产	48.47	48.69	1.21	48.47	43.34	44.24	44.37	43.68	(1.13)		
债券投资/生息资产	39.39	40.58	1.19	39.39	36.22	36.13	36.35	35.83	1.49		
交易类/总资产	10.79	11.28	0.49	10.79	9.96	9.51	11.31	11.28	(0.21)		
计息负债/生息资产	102.05	103.97	1.92	102.05	101.62	101.53	102.86	103.97	1.08		
存款/计息负债	61.05	61.60	0.55	61.05	62.56	64.35	63.47	61.60	(2.95)		
拨备比	77.81	77.57	(0.23)	77.81	72.56	72.16	72.60	77.57	6.85		
手续费											
手续费	3,988	3,185		1,164	685	1,379	963	844			
手续费占比	15.30	11.61	(3.69)	13.29	9.97	14.62	10.79	9.29	(12.36)		
其他非息占比	19.65	24.26	4.61	18.45	4.09	19.61	25.23	28.13			
投资收益	4,364	4,672									
公允价值	710	1,488									
资产质量和拨备											
不良贷款率	0.77	0.76	(0.01)	0.77	0.77	0.76	0.76	0.76	0.00		
不良余额	5,220	5,966	14.29	5,220	5,420	5,690	5,679	5,966	1.48		
不良生成率 (年累计)	N.A.	N.A.		N.A.	0.26	N.A.	0.28	N.A.	N.A.		
单季度测算不良净生成率	N.A.	N.A.		0.10	0.51	0.23	0.24	0.73	0.48		
关注类占比	0.46	0.37		0.46	0.39	0.28	0.44	0.37	(0.07)		
逾期占比	0.65	0.68		0.65	0.59	0.64	0.59	0.68			
90天以内逾期贷款增速					(11.73)		18.81				相比上一个报告期末增速 (半年)
逾期/不良	84.08	89.06		84.08	76.25	71.54	77.69	89.06			
90天以上逾期/不良					0.58		0.57				
年累计核销-公告	N.A.	N.A.		474	1,131	133	534	1,185			
信用成本-年累计											
资产减值损失/总资产	0.76	0.47		0.83	0.23	0.50	0.45	0.51			
拨备覆盖率	583.67	569.52	(14.15)	583.67	565.10	568.68	571.07	569.52	(1.55)		
拨备/贷款总额	4.50	4.33	(0.17)	4.50	4.36	4.31	4.34	4.33	(0.01)		
拨备余额	30,470	33,980		30,470	30,630	32,360	33,574	33,980			
成本和税收											
成本收入比 (年累计)	25.35	27.06	1.71	29.00	45.89	24.87	24.53	31.82			
费用增速									31.90		
有效税率 (年累计)	9.84	12.88		7.62	11.44	13.14	13.05	12.33			
有效税率 (单季度)											
资本和盈利能力											
核心一级资本充足率	8.27	8.31	0.04	8.27	8.08	8.10	8.14	8.31	0.17		
一级资本充足率	10.02	9.85	(0.17)	10.02	9.77	9.71	9.70	9.85	0.15		
资本充足率	13.22	12.81	(0.41)	13.22	12.89	12.74	12.69	12.81	0.12		
融资进度											
ROAA-公布	0.84	0.92	0.08	0.84	0.78	1.04	1.00	0.92	(0.08)		
ROAE-公布	15.61	17.49	1.88	15.61	14.09	18.88	18.66	17.49	(1.17)		
RORW-计算	1.29	1.43	0.14	1.29	1.18	1.64	1.56	1.43	(0.13)		

资料来源：公司公告，中银证券，除百分比外，其他为RMB 百万

风险提示:

经济下行、海外风险超预期。

主要比率 (%)

每股指标 (RMB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	7.57	5.91	5.14	4.28	3.56
PB	0.90	0.79	0.69	0.59	0.50
PB 扣除商誉					
EPS	1.43	1.83	2.11	2.53	3.04
BVPS	12.08	13.76	15.75	18.41	21.59
每股拨备前利润	3.56	3.85	4.07	4.77	5.57
驱动性因素(%)					
生息资产增长	19.43	15.99	17.11	17.13	17.15
贷款增长	21.69	19.31	17.00	17.00	17.00
存款增长	16.14	14.49	16.00	16.00	16.00
贷款收益率	5.08	5.00	4.90	4.90	4.90
生息资产收益率	3.81	3.66	3.63	3.63	3.63
存款付息率	2.24	2.30	2.32	2.30	2.30
计息负债付息率	2.37	2.33	2.33	2.31	2.31
净息差	1.64	1.52	1.50	1.51	1.52
风险成本	1.96	1.53	1.30	1.30	1.25
净手续费增速	9.15	8.66	14.68	18.60	17.70
成本收入比	27.30	29.64	27.00	27.00	27.00
所得税税率	12.59	10.18	12.00	11.00	11.00
盈利及杜邦分析(%)					
ROAA	0.72	0.78	0.84	0.85	0.87
ROAE	13.67	15.39	16.03	15.61	15.88
净利息收入	1.64	1.52	1.50	1.52	1.53
非净利息收入	0.65	0.67	0.61	0.60	0.58
营业收入	2.29	2.19	2.11	2.12	2.11
营业支出	0.65	0.67	0.59	0.59	0.59
拨备前利润	1.65	1.52	1.52	1.53	1.52
拨备	0.82	0.66	0.57	0.57	0.55
税前利润	0.83	0.86	0.95	0.96	0.98
税收	0.10	0.09	0.11	0.11	0.11
业绩年增长率(%)					
净利息收入	9.15	8.66	14.68	18.60	17.70
营业收入	18.36	12.16	12.00	17.25	16.65
拨备前利润	17.16	8.36	16.23	17.26	16.65
归属母公司利润	29.77	26.11	25.55	18.75	19.11
资产质量(%)					
不良率	0.86	0.77	0.94	1.05	1.12
拨备覆盖率	567.71	565.10	509.64	487.30	474.54
拨贷比	4.86	4.36	4.79	5.12	5.33
不良净生成率 (测算)	0.17	0.26	0.50	0.50	0.50

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	48,724	55,025	63,650	74,594	87,429
利息支出	(27,689)	(32,168)	(37,437)	(43,505)	(50,836)
净利息收入	21,036	22,857	26,213	31,089	36,593
手续费净收入	3,608	4,674	5,001	5,751	6,613
营业收入	29,361	32,932	36,885	43,248	50,448
业务及管理费	(8,017)	(9,760)	(9,959)	(11,677)	(13,621)
拨备前利润	21,095	22,858	26,567	31,153	36,341
拨备	(10,500)	(9,855)	(9,905)	(11,588)	(13,037)
税前利润	10,595	13,003	16,663	19,565	23,304
税后利润	9,261	11,679	14,663	17,413	20,740
归属母公司净利	9,261	11,679	14,663	17,413	20,740
资产负债表					
贷款总额	588,563	702,203	821,578	961,246	1,124,658
贷款减值准备	(28,618)	(30,630)	(39,318)	(49,175)	(59,947)
贷款净额	559,945	671,574	782,260	912,071	1,064,711
债券投资	653,770	745,046	879,154	1,037,402	1,224,134
存放央行	84,822	101,544	117,791	136,638	158,500
同业资产	65,218	66,289	72,918	80,209	88,230
其他资产	26,810	32,085	31,140	34,980	38,565
生息资产	1,392,373	1,615,082	1,891,441	2,215,496	2,595,523
资产总额	1,390,565	1,616,538	1,883,263	2,201,301	2,574,140
存款	810,658	928,084	1,076,578	1,248,830	1,448,643
同业负债	197,309	289,370	347,244	416,693	500,031
发行债券	267,251	266,017	311,240	364,151	426,057
计息负债	1,275,218	1,483,471	1,735,062	2,029,674	2,374,731
负债总额	1,300,494	1,517,965	1,770,471	2,071,096	2,423,195
股本	5,930	5,930	6,529	6,529	6,529
资本公积	15,207	15,204	22,605	22,605	22,605
盈余公积	6,182	7,214	8,680	10,422	12,496
一般风险准备	16,971	19,725	22,684	26,087	30,000
未分配利润	25,187	30,198	40,436	52,705	67,458
股东权益	90,071	98,573	112,792	130,205	150,946
资本状况(%)					
资本充足率	13.62	12.89	14.54	15.09	15.43
核心一级资本	8.43	8.08	8.76	8.69	8.66
杠杆率	15.44	16.40	16.70	16.91	17.05
RORWA	1.16	1.25	1.36	1.40	1.45
风险加权系数	62.13	62.26	61.46	60.47	59.46

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任何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