

601398.SH

增持

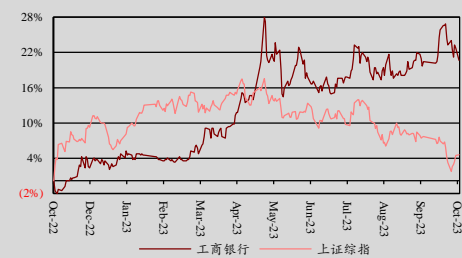
原评级：增持

市场价格：人民币 4.69

板块评级：强于大市

本报告要点

- 报表凸显业务韧性

股价表现


发行股数 (百万)	356,406.26
流通股 (百万)	356,406.26
总市值 (人民币 百万)	1,671,545.35
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,175.85
主要股东	
中央汇金投资有限责任公司	34.7203

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年10月30日收市价为标准

相关研究报告

- 《工商银行》20230904
- 《工商银行》20230501
- 《工商银行》20221102

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

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030036

工商银行

报表凸显业务韧性

工商银行前3季度归母净利润同比增长0.8%，增速较上半年略降0.4个百分点，仍保持正增长。营业收入同比下降3.5%，息收入和手续费收入均承压，息差压力亦持续，资产质量保持平稳，拨备持续贡献盈利。公司作为行业龙头，面对偏弱宏观环境和持续减费让利社会责任，报表持续保持较强韧性，反映公司强大业务实力。公司2023年PB0.49X，股息率6.60%，估值低股息高，价值突出，维持增持评级。

支撑评级的要点
■ 利润增速略缓，营收承压

工商银行前3季度归母净利润同比增长0.8%，增速较上半年略降0.4个百分点，ROAE10.56%，同比下降0.73个百分点。前3季度营业收入同比下降3.5%，降幅较上半年扩大1.2个百分点，3季度单季营收同比下降6.1%，较上季度降幅扩大2.5个百分点，3季度营收压力增大，息收入和手续费收入降幅均扩大。

■ 持续让利实体，息收入降幅扩大，息差压力持续

公司前3季度净利息收入同比下降4.7%，降幅较上半年扩大0.8个百分点。息差仍面临下行压力，前3季度公司净息差1.67%，同比下降31bp（未考虑重述），公司测算3季度单季净息差1.54%，环比下降9bp，测算资产收益率环比下降5bp，计息负债成本率上升4bp，资产负债均承压，息差环比下行幅度仍较大。

■ 存贷款增速略缓，债券投资提速

3季度末公司总资产同比增12.5%，较半年末增速下降0.2个百分点，其中贷款同比增12.5%，增速较半年末下降0.7个百分点。拆分看，对公贷款同比增长17.0%，零售增4.7%，同比均放缓，债券投资同比增13.8%，增速较半年末加快2.8个百分点。存款同比增12.9%，增速较半年末下降1.1个百分点。

■ 手续费持续承压，其他非息仍保持较快增长

公司前3季度手续费收入同比下降6.1%，降幅扩大，减费让利和市场压力持续压制。其他非息同比增长16.8%，3季度单季同比增长15.9%，增速较上季度加快24.4个百分点，正贡献主要来自投资收益，汇兑净损益下降形成拖累。

■ 资产质量平稳，拨备持续反哺

上半年末公司不良贷款率为1.36%，环比持平2季度，不良余额环比2季度略增1.86%，资产质量整体平稳。前3季度资产减值损失同比下降12.9%，持续贡献盈利。3季度末拨备覆盖率216.22%，环比下降2.40个百分点；拨贷比2.94%，环比下降3bp，存量贷款拨备平稳。

估值

- 根据公司3季报，我们维持公司2023年EPS为0.99元，下调公司2024/2025年EPS为1.05/1.13元，目前股价对应2023/2024年PB为0.49x/0.44x，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	942,762	917,989	960,508	994,699	1,072,353
变动 (%)	6.81	(2.63)	4.63	3.56	7.81
归母净利润 (百万元)	348,338	360,483	367,779	375,082	403,349
变动 (%)	10.27	3.49	2.02	1.99	7.54
每股收益 (元)	0.95	0.97	0.99	1.05	1.13
原预测				1.13	1.22
变动 (%)				-6.9%	-7.2%
净资产收益率 (%)	12.51	11.93	11.25	10.47	10.15
市盈率 (倍)	4.94	4.84	4.74	4.46	4.14
市净率 (倍)	0.58	0.53	0.49	0.44	0.40

资料来源：公司公告，中银证券预测

风险提示：
经济下行、海外风险超预期。

图表 1. 工商银行 2023 年三季报摘要

	3Q21		3Q23		累积同比 YoY(%)	3Q22		4Q22		1Q23		2Q23		3Q23		季度环比 QoQ(%)	季度同比 YoY(%)	
	已重述		已重述			已重述		已重述		已重述		已重述		已重述				
利润表 (百万元)																		
利息收入	949,450	1,057,169	11.3	330,241	329,678	341,234	355,349	360,586	1.5	9.2								
利息支出	(423,100)	(555,643)	31.3	(154,502)	(163,589)	(172,822)	(186,774)	(196,047)	5.0	26.9								
净利息收入	526,350	501,526	(4.7)	175,739	166,089	168,412	168,575	164,539	(2.4)	(6.4)								
净手续费收入	705,638	99,231	(8.1)	29,597	23,871	40,486	32,979	25,766	(21.9)	(12.9)								
净其他非息	43,233	50,511	16.8	11,626	16,837	18,698	18,344	13,469	(26.6)	15.9								
净非利息收入	148,871	149,742	0.6	41,223	40,508	59,184	51,323	39,235	(23.6)	(4.8)								
营业收入	675,221	651,268	(3.5)	216,962	206,597	227,596	219,898	203,774	(7.3)	(6.1)								
税金及附加	(7,226)	(8,300)	14.9	(2,308)	(2,872)	(2,518)	(2,980)	(2,802)	(6.0)	21.4								
业务及管理费	(153,803)	(156,443)	1.7	(56,389)	(74,697)	(45,414)	(54,335)	(56,694)	4.3	0.5								
营业费用率	(161,029)	(164,743)	2.3	(58,701)	(77,569)	(47,832)	(57,315)	(59,496)	3.8	1.4								
营业外收入	(20,086)	(24,465)	21.8	(8,007)	(15,599)	(6,056)	(8,281)	(8,128)	(1.8)	1.5								
拨备前利润	494,106	462,060	(6.5)	150,254	113,429	171,608	154,302	136,150	(11.8)	(9.4)								
资产减值损失	(169,630)	(147,815)	(12.9)	(35,781)	(13,041)	(65,022)	(57,233)	(25,960)	(55.3)	(28.6)								
税前利润	324,476	314,245	(3.2)	114,473	100,388	106,586	97,069	110,590	13.9	(3.4)								
所得税	(56,727)	(44,316)	(21.9)	(19,543)	(5,860)	(15,816)	(13,119)	(15,381)	17.2	(21.3)								
税后利润	267,749	269,929	0.8	94,930	94,528	90,770	83,950	95,209	13.4	0.3								
归母净利润	266,566	268,673	0.8															
资产负债表 (百万元)																		
总资产	38,073,661	43,160,033	13.4	38,073,661	38,292,848	40,627,977	42,268,744	43,160,033	2.1	12.7								
贷款总额	22,908,750	25,782,254	12.5	22,908,750	23,212,312	24,525,205	25,291,921	25,782,254	1.9	11.1								
计息负债	34,990,658	39,661,262	13.3	34,990,658	35,058,019	37,418,212	38,874,258	39,661,262	2.0	13.1								
存款	30,091,501	33,980,826	12.9	30,091,501	29,870,491	31,983,874	33,373,772	33,980,826	1.8	13.8								
加权风险资产	22,199,357	24,518,163	10.4	22,199,357	22,225,272	23,400,964	24,244,321	24,518,163	1.1	10.3								
业绩增长拆分																		
规模增长	8.83	13.25		2.95	1.32	5.54	5.06	2.82										
净息差扩大	(5.61)	(18.19)		(1.78)	(7.05)	(2.14)	(4.96)	(6.21)										
非息收入	(3.32)	(3.51)		(6.92)	(2.10)	8.77	(3.48)	(4.94)										
成本	(0.76)	2.45		(1.84)	(15.95)	41.13	(6.70)	(4.43)										
拨备	2.65	3.54		22.87	12.58	(45.12)	1.16	25.69										
税收	3.41	3.74		0.07	11.81	(10.15)	1.42	(0.52)										
净息差																		
单季度净息差 (年化)	1.87	1.54	(0.33)	1.87	1.74	1.71	1.63	1.54	(0.09)									
净息差-测算2	3.51	3.38	(0.37)	3.51	3.45	3.46	3.43	3.38	(0.05)									
计息负债成本率-测算2	1.79	2.00	0.21	1.79	1.87	1.91	1.96	2.00	0.04									
累计指标 (年化)																		
净息差-公告	1.98	1.67	(0.31)	1.98	1.92	1.77	1.72	1.67	(0.05)									
净利率-公告	0.00	0.00	N.A.	0.00	1.73	0.00	1.52	0.00	(1.52)									
净息差-测算2	1.94	1.62	(0.31)	1.94	1.89	1.71	1.67	1.62										
净息差-测算2	3.49	3.42	(0.07)	3.49	3.48	3.46	3.44	3.42										
计息负债成本率-测算2	1.69	1.96	0.26	1.69	1.74	1.91	1.93	1.96										
规模																		
总资产	39550661	44482823	12.47	39550661	39609657	42033895	43669606	44482823	1.86									
贷款总额	38073661	43160033	13.36	38073661	38292848	40627977	42268744	43160033	2.11									
计息负债	22909750	25782254	12.54	22909750	23212312	24525205	25291921	25782254	1.94									
交易类-期末时点	8995498	10512932	16.67	8995498	9451919	9898747	10160310	10512932	3.47									
交易类-期末时点	1159175	1005240	(13.28)	1159175	1075373	1135930	1094821	1005240	(8.18)									
计息负债-期末时点	34990658	39661262	13.35	34990658	35058019	37418212	38874258	39661262	2.02									
存款-期末时点	30091501	33980826	12.92	30091501	29870491	31983874	33373772	33980826	1.82									
规模占比																		
总资产/总资产	11.73	12.47		11.73	12.62	12.70	12.71	12.47										
贷款总额/总资产	11.59	13.36		11.59	13.20	13.44	13.55	13.36										
计息负债/总资产	12.16	12.54		12.16	12.31	13.53	13.21	12.54										
交易类/总资产	13.13	13.83		13.13	13.64	15.41	10.98	13.83										
交易类/计息负债	15.86	(13.28)		15.86	11.40	(1.52)	(8.37)	(13.28)										
计息负债/计息负债	11.91	13.35		11.91	13.64	13.92	13.52	13.35										
存款/计息负债	12.11	12.92		12.11	12.97	14.34	14.01	12.92										
结构占比																		
生息资产/总资产	96.27	97.03	0.76	96.27	96.68	96.66	96.79	97.03	0.24									
贷款总额/生息资产	60.17	59.74	(0.44)	57.93	58.60	58.35	57.92	57.96	0.08									
计息负债/生息资产	23.63	24.36	0.73	22.74	23.86	23.54	23.27	23.63	1.58									
交易类/总资产	2.93	2.26	(0.67)	2.93	2.71	2.70	2.51	2.26	(0.96)									
计息负债/生息资产	91.90	91.89	(0.01)	91.90	91.55	92.10	91.97	91.89	(0.08)									
存款/计息负债	86.00	85.68	(0.32)	86.00	85.20	85.48	85.85	85.68	(0.20)									
贷存比	76.13	75.87	(0.26)	76.13	75.17	76.10	78.16	75.87	(2.93)									
手续费																		
手续费	105,638	99,231	(6.14)	29,597	23,871	40,486	32,979	25,766	(21.87)									
手续费占比	15.64	15.24	(0.41)	13.64	11.46	17.79	15.00	12.64										
其他非息占比	6.40	7.76	1.35	5.36	8.15	8.22	8.34	6.61										
投资收益	33,468	37,611																
公允价值	(9,866)	144																
资产质量和拨备																		
不良贷款率	1.40	1.36	(0.05)	1.40	1.38	1.38	1.36	1.36	(0.00)									
不良余额	321,754	349,995	8.78	321,754	321,170	337,591	343,605	349,995	1.86									
不良生成率 (年累计)	N.A.	N.A.		N.A.	0.55	N.A.	0.52	N.A.	N.A.									
单季度测算不良净生成率	N.A.	N.A.		0.40	0.03	0.45	0.43	0.37	(0.06)									
关注类占比	N.A.	N.A.		N.A.	1.95	N.A.	1.79	N.A.										
逾期占比	N.A.	N.A.		N.A.	1.22	N.A.	1.18	N.A.										
90天以内逾期贷款增速	N.A.	N.A.		N.A.	29.48	N.A.	33.31	N.A.										
逾期/不良	N.A.	N.A.		N.A.	88.44	N.A.	86.60	N.A.										
90天以上逾期/不良	N.A.	N.A.		N.A.	0.59	N.A.	0.55	N.A.										
年累计核销-公告	N.A.	N.A.		N.A.	85,157	N.A.	38,137	N.A.										
信用成本-年累计																		
资产减值损失/总资产	0.57	0.44		0.36	0.13	0.62	0.52	0.23										
拨备覆盖率	206.80	216.22	9.42	206.80	209.47	213.57	218.62	216.22	(2.40)									
拨备/贷款总额	2.90	2.94	0.03	2.90	2.90	2.94	2.97	2.94	(0.03)									
拨备余额	665,387	756,759		665,387	672,762	720,993	751,196	756,759										
成本和税收																		
成本收入比 (年累计)	22.78	24.02	1.24	25.36	36.16	19.95	24.71	27.82										
成本收入比 (单季度)	N.A.	N.A.		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.										
费用增速	17.28	14.10		16.89	5.84	14.84	13.52	13.91	4.34									
有效税率 (年累计)	N.A.	N.A.		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.										
有效税率 (单季度)	N.A.	N.A.		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.										
资本和盈利能力																		
核心一级资本充足率	13.68	13.39	(0.29)	13.68	14.04	13.70	13.20	13.39	0.19									
一级资本充足率	15.28	14.83	(0.45)	15.28	15.84	15.22	14.67	14.83	0.16									
资本充足率	18.86	18.79	(0.07)	18.86	19.26	18.79	18.45	18.79	0.34									
融资进度	N.A.	N.A.		N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.										
ROAA-公布	0.95	0.86	(0.09)	0.95	0.97	0.89	0.84	0.86	0.02									
ROAE-公布	11.29	10.56	(0.73)	11.29	11.43	11.22	10.51	10.56	0.05									
RORWA-计算	1.62	1.54	(0.08)	1.62	1.64	1.60	1.51	1.54	0.03									

资料来源：公司公告，中银证券，除百分比外，其他为RMB百万

主要比率 (%)

每股指标 (RMB)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	4.94	4.84	4.74	4.46	4.14
PB	0.58	0.53	0.49	0.44	0.40
PB 扣除商誉					
EPS	0.95	0.97	0.99	1.05	1.13
BVPS	8.15	8.81	9.53	10.58	11.72
每股拨备前利润	1.76	1.70	1.77	1.85	1.99
驱动性因素 (%)					
生息资产增长	5.97	13.23	11.43	8.30	8.46
贷款增长	10.97	12.31	12.00	8.00	8.00
存款增长	5.20	12.97	12.50	7.00	7.00
贷款收益率	4.24	4.10	3.80	3.65	3.65
生息资产收益率	3.47	3.49	3.31	3.21	3.22
存款付息率	1.54	1.71	1.77	1.75	1.75
计息负债付息率	1.57	1.78	1.83	1.82	1.83
净息差	2.06	1.89	1.66	1.57	1.57
风险成本	1.03	0.83	0.81	0.81	0.81
净手续费增速	6.79	0.44	(1.53)	4.27	8.04
成本收入比	23.97	25.01	25.50	25.01	25.50
所得税税率	17.58	14.56	14.56	14.56	14.56
盈利及杜邦分析 (%)					
ROAA	1.02	0.97	0.88	0.82	0.81
ROAE	12.51	11.93	11.25	10.47	10.15
净利息收入	2.02	1.86	1.64	1.56	1.55
非净利息收入	0.74	0.60	0.67	0.62	0.61
营业收入	2.76	2.46	2.30	2.18	2.16
营业支出	0.69	0.64	0.61	0.57	0.57
拨备前利润	1.83	1.62	1.51	1.44	1.43
拨备	0.59	0.49	0.48	0.48	0.48
税前利润	1.24	1.13	1.03	0.96	0.95
税收	0.22	0.16	0.15	0.14	0.14
业绩年增长率 (%)					
净利息收入	6.79	0.44	(1.53)	4.27	8.04
营业收入	6.81	(2.63)	4.63	3.56	7.81
拨备前利润	5.50	(3.59)	4.20	4.48	7.69
归属母公司利润	10.27	3.49	2.02	1.99	7.54
资产质量 (%)					
不良率	1.42	1.38	1.42	1.31	1.25
拨备覆盖率	206.04	209.61	181.03	178.87	173.26
拨贷比	2.92	2.90	2.57	2.34	2.17
不良净生成率 (测算)	0.54	0.55	0.90	0.70	0.70

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务报表 (人民币 百万元)

利润表	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利息收入	1,162,218	1,280,376	1,363,874	1,453,957	1,578,560
利息支出	(471,538)	(586,689)	(680,813)	(741,719)	(809,090)
净利息收入	690,680	693,687	683,061	712,237	769,469
手续费净收入	133,024	129,265	125,387	130,403	135,619
营业收入	942,762	917,989	960,508	994,699	1,072,353
业务及管理费	(225,945)	(229,615)	(244,929)	(248,802)	(273,450)
拨备前利润	627,522	604,984	630,419	658,684	709,339
拨备	(202,623)	(182,419)	(199,301)	(219,005)	(236,526)
税前利润	424,899	422,565	431,118	439,678	472,814
税后利润	350,216	361,038	368,345	375,660	403,970
归母净利润	348,338	360,483	367,779	375,082	403,349
资产负债表					
贷款总额	20,667,245	23,212,312	25,997,789	28,077,613	30,323,822
贷款减值准备	(603,983)	(672,762)	(668,703)	(655,895)	(658,194)
贷款净额	20,063,262	22,539,550	25,329,086	27,421,717	29,665,628
债券投资	9,257,760	10,527,292	11,970,917	13,407,427	15,016,318
存放央行	3,035,566	3,361,552	3,781,746	4,046,468	4,329,721
同业资产	1,490,646	1,906,571	1,715,914	1,544,323	1,389,890
其他资产	1,278,211	1,220,594	1,046,841	1,150,930	1,245,913
生息资产	34,451,217	39,007,727	43,466,366	47,075,830	51,059,751
资产总额	35,125,445	39,555,559	43,844,504	47,570,865	51,647,470
存款	26,441,774	29,870,491	33,604,302	35,956,604	38,473,566
同业负债	3,326,695	3,906,123	4,296,735	4,941,246	5,682,432
发行债券	1,081,717	1,281,405	1,281,405	1,537,686	1,845,223
计息负债	30,850,186	35,058,019	39,182,443	42,435,535	46,001,221
负债总额	31,896,125	36,095,831	40,342,349	43,691,742	47,362,982
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407
资本公积	148,597	148,174	148,174	148,174	148,174
盈余公积	357,169	392,487	429,322	466,888	507,285
一般风险准备	438,952	496,719	531,489	568,694	608,502
未分配利润	1,620,642	1,767,537	1,951,314	2,252,203	2,575,968
股东权益	3,275,258	3,513,826	3,502,155	3,879,124	4,284,488
资本状况 (%)					
资本充足率	18.02	19.26	19.44	21.05	22.47
核心一级资本	13.31	14.04	13.07	13.70	14.30
杠杆率	10.72	11.26	12.52	12.26	12.05
RORWA	1.68	1.65	1.60	1.53	1.54
风险加权系数	61.66	56.11	54.16	53.41	52.64

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士，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