



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年5月16日

银行

研究部

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511020001
maojh@cicc.com.cn

罗景 CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207120068
luojing@cicc.com.cn

推荐

民生银行 (600016.SH)

观滴水可见沧海, 商贷通 2.0 值得期待

主要财务信息

	2008 A	2009 A	2010A	2011E	2012E
经营收入	34,747	41,451	53,967	71,856	89,887
(+/-%)	40.0	19.3	30.2	33.1	25.1
拨备前经营利润	16,930	20,912	28,515	38,268	47,807
(+/-%)	53.0	23.5	36.4	34.2	24.9
净利润	7,893	12,108	17,688	23,796	29,957
(+/-%)	32.9	53.4	46.1	34.5	25.9
每股收益 (元, 摊薄后)	0.28	0.43	0.62	0.84	1.06
每股净资产 (元, 摊薄后)	1.90	3.10	3.67	4.73	5.66
市盈率 (倍)	21.3	13.9	9.0	7.1	5.6
市净率 (倍)	3.12	1.91	1.52	1.25	1.05
平均净资产收益率 (%)	15.1	16.9	18.2	19.8	20.2
股息收益率 (%)	1.1	0.7	1.4	1.7	2.1

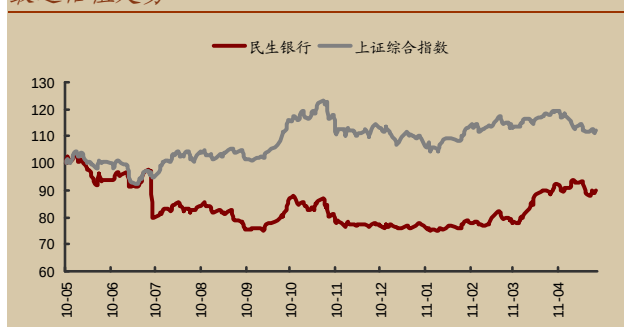
股票信息

	A股
当前股价	人民币 5.93
股票代码	600016.SH
日成交量 (百万股)	157
52周最高价/最低价	人民币 6.56/4.92
发行股数 (百万股)	26,715
其中: 流通股 (百万股)	22,588
总市值 (百万元)	158,418
主要股东 (持股比例)	新希望 5.90%

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
600016.SH	+1.19	-0.84	+16.05	+18.13
上证指数	+0.25	-5.88	+1.55	+2.24
银行股指数	-0.08	-3.24	+6.23	+7.71

最近估值走势



投资提示

民生银行在杭州成功组织了商贷通主题投资者日活动, 通过实地客户调研和细致的商业模式解析加深了投资者对商贷通业务的理解, 有利于减轻市场对商贷通业务资产质量风险的担忧, 进而提升估值水平。重申“推荐”评级及首选地位。

理由

- **凭借“灵活”特点, 成功渗透进入优质中小企业。**我们走访的两家商贷通客户均为浙江诸暨袜业产业集群企业中的前二十位, 年产值超过 7000 万元。今年紧张的信贷环境下, 其原主办行 (工行和建行) 提供的信贷支持有限, 民生银行借助创新的联保方式和简便的审批手续成功渗透进入这些企业, 各提供 300 万元的流动资金贷款。
- **优选行业, 资产质量风险较小。**商贷通产品遵循“定行业-定客户-定产品”的原则规避风险。如此次调研的诸暨袜业产业集群的产品为生活必需品, 经营周期相对稳定, 即使在 2008 年金融危机期间, 其盈利也未受到较大冲击。在诸暨一万多家袜业企业中, 民生银行主要选择前 200 家企业合作 (如我们走访的两家企业排名前 20 且经营历史超过 8 年), 较好的规避了信用风险。
- **未来商贷通 2.0 版的成功推进将令民生银行与客户关系更加紧密。**我们在调研中也发现目前的商贷通产品仅停留在进入客户的层面, 尚未真正获得客户的现金管理、贸易结算、代理、理财等综合服务商的地位。这有望在商贷通 2.0 版的推进中逐步改善, 如增加法人账户下的承兑、结算业务, 推广“伙伴账户”、“随意贷”、“e-POS”等新产品增强存款派生能力, 建设开发“客户之声管理体系”增加客户粘度等。

估值与投资建议

目前民生银行 A 股交易于 2011 年 1.25 倍 P/B 和 7.07 倍 P/E 和 H 股交易于 2011 年 1.27 倍 P/B 和 7.14 倍 P/E。维持 A 股和 H 股推荐评级, 以及 A 股和 H 股首选地位。目前中金 A 股银行首选组合为民生、农行、深发展、招行和华夏, 中金 H 股首选组合为民生、建行和招行。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

民生银行杭州商贷通投资者日活动纪要

客户一

- 基本情况：**2003年进入袜业，目前在诸暨大唐万余家袜业企业中位列第二梯队，排名前20名。主要客户是美国的大超市和欧洲的 UMBRO。目前在着手新厂房的扩建，提高产品档次。
- 目前合作状况：**与民生银行的合作有一年时间，贷款规模300万元。
- 与其他银行合作状况：**客户在其他银行拥有1000余万的贷款，主要是工行的信贷支持，结算也放在工行，短期内将结算转移到民生银行的可能性较小。
- 贷款利率：**有上浮，各家银行差异不大。
- 民生的竞争优势：**与民生建立合作关系主要看中：1) 工行授信较为政策死板，且在信贷紧缩环境中信贷支持力度减弱；2) 民生银行采用四户联保的方式，审批手续简便；3) 民生的信贷支持较为稳定。
- 民生的弱势：**客户认为贷款规模太小（主要由于民生银行有单户300万的授信上限），不足以满足需求。
- 客户盈利状况：**一般签长期订单，往年有10-20%的订单净利润率，今年在人工成本上升、原材料价格上升和人民币升值等因素的挤压下，订单净利润率下降至7-8%。但是生产周期较短，每年可周转4-5次订单，即年化净利润率能达到30-40%，有能力承受较高的利率。

客户二

- 基本情况：**2000年进入袜业，目前在诸暨大唐万余家袜业企业中排名前10名，年产值7000多万，全部产品都出口。目前准备向上游扩展，提高化纤原料的自给率。
- 目前合作状况：**与民生银行合作三年，贷款规模300万元。
- 与其他银行合作状况：**客户在其他银行拥有2000余万的贷款，主要来自于建行。结算行在建行，主要由于合作时间长、信贷额度高、海外结算方便（建行提供500万美元的结算额度）。短期内将结算账户转移到民生银行的可能性较小。
- 贷款利率：**民生的贷款利率高于建行。
- 民生的竞争优势：**与民生建立合作关系主要看中：1) 民生银行采用四户联保的方式，审批手续简便；2) 民生的信贷支持较为稳定。

- 民生的弱势：**1) 客户也认为贷款规模太小，难以满足需求；2) 贷款以个人名义，利息支出难以入账抵税；3) 建行对贷款利率不敏感，而民生要求较高。
- 客户盈利状况：**往年订单利润率接近10%，2010年降至6%左右（主要由于订单签订在2009年，而原材料价格上涨在2010年），2011年情况有所好转。生产周期4-5个月，每年可周转2-3次订单，即年化净利润率能达到15-20%。

管理层介绍及问答

市场空间广阔，杭州分行发展迅速

- 市场空间大。**浙江小微企业潜在客户近120万户，且专业市场业态和产业集群特色突出。如杭州丝绸市场、海宁皮革城、义乌小商品城等重点市场多达24个，而销售百亿以上的产业集群（包括诸暨袜业产业集群）多达72个。
- 金融生态优。**央行温州支行统计2010年民间借贷年利率达到23%的高水平，同期小贷公司利率水平达到17%，而不良率仅0.16%。浙江银行系统的不良率也保持在0.95%。
- 杭州分行商贷通发展迅速。**截至2010年底，杭州分行商贷通余额倍增至149亿元，不良率仅0.07%。加权利率上浮23%（即年利率7.16%）。2011年1季度新发放贷款利率超过8.8%。

创新商业模式

- 正确的经营理念。**核心是遵循大数法则，批量化规模化的成片开发客户以节约成本，专业化识别风险并适当提高价格以覆盖风险。
- 合理的市场规划。**结合浙江经济特点，专注于交易市场、产业集群和核心企业上下游三个方向。
- 独特的评审技术。**从小微企业的“三品”（人品、产品、抵押品）入手，衍生出观察识别客户经营过程中的“三表”（水表、电表、报关表），以及“三流”（人流、物流、现金流）等一套符合其经营特征的非财务指标，再整合政府、工商、税务、民间社团、商会，甚至电厂、水厂等外部资源，从而解决小微企业经营信息不透明、信息不对称的问题。

未来发展方向：搭建售后服务平台

- 由贷后管理向售后服务转变。**放低身段，借助网络、电话、网点、商圈专柜等开展立体式售后服务模式。
- 逐步推广“客户之声管理体系”。**民生银行自2010年开始导入“客户之声管理体系”，2011年逐步推广，并期望于2012年以后进入成熟期。该体系希望能通过电话调研、座谈会等方式搜集客户信息，然后通

过数据引擎评价客户贡献，分析客户需求并提升服务能力。

管理层问答

- **计划商贷通贷款余额年底达到 2500 亿，授信规模达到 3000 亿元。**2010 年末商贷通贷款余额为 1590 亿元，公司计划 2011 年新增贷款的 55%投向商贷通，即 2011 年末达到 2500 亿元。此外，通过承兑汇票授信等方式满足客户需求，力争令总融资规模达到 3000 亿元。
- **首次贷款客户占比 70%以上。**70%以上的商贷通贷款客户是首次贷款，定义为央行征信系统中无按揭贷款以外的个人贷款记录。
- **多种方式提高存款派生率。**2011 年一季度商贷通存款派生率已经从年初的 20%提升至 40%左右。未来民生银行将继续通过“伙伴账户”、“随意贷”、“e-POS”等新产品增强民生银行吸收存款的能力。此外，在物理网点铺设速度受限的情况下，将加强电子化渠道的补充，如专业版网银、ATM 机商圈布局优化等方式增强吸储能力。

1. **伙伴账户：**民生在商户版网银中增加了伙伴账户功能，伙伴账户（目前暂时允许设置最多 20 个伙伴账户）向商贷通客户提供汇款手续费减免服务，伙伴账户设置服务费暂时免收。
2. **随意贷：**将商户信用贷款的额度和利率水平与结算挂钩，并相应计算积分。
3. **e-POS：**对中小企业而言，新型 e-POS 系统具备较大吸引力，而民生银行目前在大力推广该系统将有利于提高吸储能力。e-POS 系统的优势主要体现在：1）收款实时到账，而传统 POS 机需要第二个工作日到账；2）可自主转账汇款给供应商，而 POS 机仅具备收款功能，不能付款。民生银行目前对中小企业的 e-POS 转账手续费较优惠，如银卡当日转出 50 万以内免费；金卡当天转账 100 万以内免费，钻卡所有的转账均免费；非贵宾卡的费用也只有千分之一，50 元封顶，对交易市场商户吸引力较大。

图表 1 历史及预测的财务数据

	2008	2009	2010	2011E	2012E		2008	2009	2010	2011E	2012E
损益表摘要 (人民币百万元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	30,380	32,240	45,873	58,636	73,142	每股净利润(元)	0.28	0.43	0.66	0.84	1.06
非利息收入	4,367	9,211	8,094	13,220	16,745	每股拨备前利润(元)	0.60	0.74	1.07	1.35	1.69
经营收入合计	34,747	41,451	53,967	71,856	89,887	每股净资产(元)	1.90	3.10	3.90	4.73	5.66
营业费用	14,901	17,737	21,625	28,199	35,339	P/E	21.3	13.9	9.0	7.1	5.6
拨备前利润	16,930	20,912	28,515	38,268	47,807	P/POP	9.9	8.0	5.6	4.4	3.5
当期提取减值准备金	6,518	5,307	5,504	7,364	8,902	P/B	3.12	1.91	1.52	1.25	1.05
税前利润	10,488	15,656	22,976	30,904	38,905	股息派发率(%)	19.1%	9.1%	15.2%	15.0%	15.0%
净利润	7,893	12,108	17,688	23,796	29,957	股息收益率(%)	1.08%	0.67%	1.4%	1.7%	2.1%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						资产质量指标					
总资产	1,054,350	1,426,392	1,823,737	2,347,340	2,803,182	NPL余额(百万元)	7,921	7,397	7,339	8,854	11,934
贷款余额(毛额)	658,360	882,979	1,057,571	1,226,782	1,423,068	正常	96.31%	97.70%	98.35%		
其他生息资产	382,693	512,819	717,903	1,060,499	1,311,671	关注	2.49%	1.46%	0.96%		
非生息资产	25,182	45,835	68,111	86,852	103,718	次级	0.53%	0.28%	0.35%		
存款余额	785,786	1,127,938	1,416,939	1,700,327	2,040,392	可疑	0.48%	0.32%	0.19%		
其他付息负债	197,238	189,639	272,184	473,967	556,019	损失	0.19%	0.24%	0.16%		
股东权益	54,672	88,894	105,257	135,261	161,648	NPL/贷款余额(%)	1.20%	0.84%	0.69%	0.72%	0.84%
主要驱动因素(%)						逾期贷款/贷款余额(%)	2.23%	1.09%	0.76%		
总资产年增长率	14.7%	35.3%	27.9%	28.7%	19.4%	准备金余额/NPL(%)	150.0%	206.0%	270.4%	302.6%	295.6%
净息差(NIM)	3.12%	2.65%	2.89%	2.89%	2.91%	准备金余额/贷款余额(%)	1.81%	1.73%	1.88%	2.18%	2.48%
净利差(Spread)	2.96%	2.54%	2.81%	2.78%	2.79%	资产负债配置结构(%)					
平均贷款生息率	7.32%	5.60%	5.79%	6.52%	7.05%	核心资本充足率*	6.60%	8.81%	8.07%	8.07%	8.05%
平均债券投资收益率	3.76%	3.78%	3.13%	3.43%	3.74%	资本充足率*(CAR)	9.22%	10.83%	10.44%	11.84%	11.31%
平均生息资产生息率	5.78%	4.39%	4.46%	4.94%	5.17%	风险加权资产平均系数	72.8%	69.7%	70.2%	70.0%	70.0%
平均存款付息率	2.53%	1.68%	1.46%	1.85%	2.08%	股东权益/总资产	5.2%	6.2%	5.8%	5.8%	5.8%
平均付息负债付息率	2.82%	1.84%	1.66%	2.16%	2.38%	生息资产/总资产	97.6%	96.8%	96.3%	96.3%	96.3%
净利息收入/经营收入	12.6%	22.2%	15.0%	18.4%	18.6%	贷款/总资产	62.4%	61.9%	58.0%	52.3%	50.8%
营业费用/经营收入	42.9%	42.8%	40.1%	39.2%	39.3%	债券投资/总资产	12.7%	11.0%	9.9%	7.5%	9.0%
提取准备金/贷款平均余额	1.07%	0.69%	0.57%	0.64%	0.67%	贷款/存款(不含贴现)	75.6%	75.2%	73.8%	70.4%	68.1%
年增长率(%)						存款结构(占存款余额%)					
贷款余额	18.6%	34.1%	19.8%	16.0%	16.0%	对公活期存款	37.6%	44.1%	40.9%		
存款余额	17.1%	43.5%	25.6%	20.0%	20.0%	对公定期存款	44.8%	38.6%	42.7%		
净利息收入	34.5%	6.1%	42.3%	27.8%	24.7%	居民储蓄活期存款	4.3%	4.5%	5.1%		
非利息收入	94.9%	110.9%	-12.1%	63.3%	26.7%	居民储蓄定期存款	13.1%	12.7%	11.3%		
经营收入合计	40.0%	19.3%	30.2%	33.1%	25.1%	其他存款	0.2%	0.1%	0.1%		
营业费用	27.3%	19.0%	21.9%	30.4%	25.3%	贷款结构(占贷款余额%)					
拨备前利润	53.0%	23.5%	36.4%	34.2%	24.9%	公司贷款	73.8%	77.5%	72.5%		
税前利润	19.0%	49.3%	46.8%	34.5%	25.9%	个人贷款	16.5%	18.6%	26.4%		
净利润	32.9%	53.4%	46.1%	34.5%	25.9%	贴现贷款	9.7%	4.0%	1.1%		
盈利结构杜邦分析(以下按占平均总资产%)						其他数据					
净利息收入	3.08%	2.60%	2.82%	2.81%	2.84%	分支机构数量(个)	374	434	509		
非利息收入	0.44%	0.74%	0.50%	0.63%	0.65%	员工数(人)	19,853	26,039	31,454		
经营收入合计	3.52%	3.34%	3.32%	3.45%	3.49%	贷款余额市场份额(%)	2.06%	2.07%	2.08%		
营业费用	1.51%	1.43%	1.33%	1.35%	1.37%	存款余额市场份额(%)	1.64%	1.84%	1.93%		
拨备前利润	1.72%	1.69%	1.75%	1.83%	1.86%	总股本(百万股)	18,823	22,262	26,715	28,366	28,366
当年提取各项准备金	0.66%	0.43%	0.34%	0.35%	0.35%	其中:上市交易股本	17,895	18,823	22,588		
税前利润	1.06%	1.26%	1.41%	1.48%	1.51%	近三年扩股增资大事记:	2006年发行混合债券43亿元				
所得税	0.26%	0.29%	0.33%	0.34%	0.35%		2007年增发20亿股				
ROAA	0.80%	0.98%	1.09%	1.14%	1.16%		2009年H股上市				
X(平均总资产/平均净资产)	18.8	17.3	16.7	17.3	17.3	主要股东及比例:	新希望5.90%				
ROAE	15.1%	16.9%	18.2%	19.8%	20.2%						

资料来源：公司数据，中金公司研究

图表 2 可比公司估值-摊薄后

	股价		总股本	流通股	总市值		PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速			
	(当地货币)		百万股	百万股	(当地货币, 十亿)		09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	11E	12E	10-12 CAGR	
A股																						
国有大银行																						
工商银行	4.58		349,019	262,225		1,599	1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.43	1.52	20.2	22.1	23.2	23.9	24.6	20.7	22.6	
建设银行	5.12		250,011	9,594		1,280	1.91	2.00	2.23	2.36	1.24	1.32	1.50	1.60	20.8	21.4	22.8	23.8	28.6	22.1	25.3	
中国银行	3.38		279,147	195,525		944	1.60	1.60	1.75	1.86	1.09	1.14	1.16	1.21	16.5	18.0	18.1	19.1	18.7	18.6	18.7	
农业银行	2.90		324,794	15,342		942	1.44	1.68	1.97	2.03	0.82	0.99	1.18	1.28	20.5	21.4	21.8	22.6	37.5	22.8	30.0	
交通银行	5.83		56,260	29,736		328	1.66	1.71	1.79	1.85	1.01	1.08	1.14	1.18	19.4	20.2	19.9	20.1	24.1	19.6	21.8	
中小股份制银行																						
招商银行	14.06		21,577	17,666		303	1.37	1.73	2.02	2.04	1.00	1.15	1.35	1.37	21.1	22.7	24.2	24.2	40.1	22.0	30.7	
中信银行	5.42		39,033	26,418		212	1.41	1.75	1.91	1.92	0.94	1.13	1.23	1.24	12.9	19.3	18.5	17.5	29.1	20.0	24.5	
民生银行	5.93		28,366	22,588		168	1.69	1.75	1.83	1.86	0.98	1.09	1.14	1.16	17.1	18.3	19.8	20.2	34.5	25.9	30.1	
浦发银行	13.83		14,349	11,479		198	1.42	1.56	1.63	1.66	0.90	1.01	1.06	1.06	24.1	20.0	19.0	19.3	33.8	20.4	26.9	
兴业银行	14.78		10,786	10,786		159	1.51	1.65	1.49	1.56	1.13	1.16	1.05	1.04	24.5	24.4	21.3	21.0	16.4	18.7	17.6	
华夏银行	12.14		4,991	3,784		61	1.04	1.30	1.33	1.37	0.48	0.64	0.69	0.71	13.0	18.2	16.7	15.4	37.3	25.9	31.5	
深发展	17.67		3,485	3,105		62	1.46	1.42	1.57	1.52	0.95	0.96	0.99	0.95	27.3	23.3	22.1	21.7	30.5	19.1	24.7	
光大银行	3.77		40,435	4,000		152	1.26	1.53	1.65	1.73	0.75	0.95	1.03	1.07	18.8	19.7	19.8	21.6	36.7	28.0	32.2	
城市商业银行																						
北京银行	11.34		6,228	6,228		71	1.65	1.55	1.51	1.56	1.19	1.07	1.02	1.03	15.8	17.0	16.1	15.5	23.0	21.4	22.2	
南京银行	10.18		2,969	2,969		30	1.85	1.80	1.82	1.85	1.28	1.25	1.26	1.27	13.1	14.9	15.3	16.4	33.5	21.7	27.5	
宁波银行	12.35		2,884	2,474		36	1.63	1.48	1.40	1.43	1.09	1.09	0.99	0.96	15.7	18.1	17.0	17.4	24.6	17.9	21.2	
H股																						
大型银行																						
工商银行	6.40		349,019	86,794		2,234	1.75	1.91	2.10	2.21	1.20	1.32	1.43	1.52	20.2	22.1	23.2	23.9	24.6	20.7	22.6	
建设银行	7.21		250,011	240,417		1,803	1.91	2.00	2.23	2.36	1.24	1.32	1.50	1.60	20.8	21.4	22.8	23.8	28.6	22.1	25.3	
中国银行	4.24		279,147	83,622		1,184	1.60	1.60	1.75	1.86	1.09	1.14	1.16	1.21	16.5	18.0	18.1	19.1	18.7	18.6	18.7	
农业银行	4.54		324,794	30,739		1,475	1.44	1.68	1.97	2.03	0.82	0.99	1.18	1.28	20.5	21.4	21.8	22.6	37.5	22.8	30.0	
交通银行	8.03		56,260	26,524		452	1.66	1.71	1.79	1.85	1.01	1.08	1.14	1.18	19.4	20.2	20.2	20.1	24.1	19.6	21.8	
中小股份制银行																						
招商银行	19.48		21,577	3,910		420	1.37	1.73	2.02	2.04	1.00	1.15	1.35	1.37	21.1	22.7	24.2	24.2	40.1	22.0	30.7	
中信银行	5.38		39,033	12,402		210	1.41	1.75	1.91	1.92	0.94	1.13	1.23	1.24	12.9	19.3	18.5	17.5	29.1	20.0	24.5	
民生银行	7.39		26,715	4,127		197	1.69	1.75	1.83	1.86	0.98	1.09	1.14	1.16	17.1	18.3	19.8	20.2	34.5	25.9	30.1	
农村商业银行																						
重庆农商行	5.39		9,300	2,513		50	1.35	1.58	1.89	1.95	1.02	1.26	1.36	1.41	21.7	19.2	17.5	18.4	39.1	22.1	30.3	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司为浦发银行、招商银行、工商银行、交通银行、中信银行、建设银行、农业银行提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED