

公司报告

招商证券(香港)有限公司

民生银行 (1988 HK)

不良新生成率四季度跳升至同业最高，信用成本继续高企使得全年净利润增速低于预期；重申卖出

■ 民生 2014 年业绩逊于市场预期，净利润为 445 亿元人民币（下同），同比仅上升 5.4%。鉴于不利因素挥之不去，我们预料 2015/16 年的净利润增速将下降至同比增长 1.8%/2.4%。

■ 资产质量迅速恶化，不良贷款余额和不良率双升，14 年第四季不良贷款新生成率跳升至 1.95%。

■ 第四季手续费收入增速上升至同比增长 49.6%，但因员工成本上涨，手续费收入增长加快，基本上被较高的营业支出所抵销。四季度信用成本达 1.79%，拖累净利润增长。

2014年净利润逊于预期；资产质量加快恶化

14 年第四季净利润为 78 亿元，同比下降 13.3%。尽管净利息收入平稳增长和手续费收入增速上升，但营运支出增加，拨备前利润增速放缓至同比增长 13.1%。信用成本环比上升 40 个基点至 1.79%，拖低四季度净利润至负增长。

负面因素：(1) 资产质量进一步恶化。纵使大幅度核销不良贷款，但第四季不良贷款余额环比增加 16.6%，不良率环比上升 13 个基点至 1.17%。下半年的小微企业贷款不良率环比跃升 48 个基点至 1.17%。关注类和逾期贷款同比大幅上升 76.2%和 81.9%，显示出未来资产质量的压力越来越大。(2) 第四季信用成本环比攀升 40 个基点至 1.79%。鉴于不良贷款上升和第四季拨备覆盖率为 182.20%这一较低水平，我们预期 2015/16 年信用成本将会继续高企。(3) 第四季员工成本上升，使营业支出同比增长 20.5%。(4) 第四季净息差环比减少 6 个基点至 2.53%。(5) 14 年全年每股分红同比下降 28.3%至 0.185 元，现金分红率为 14.1%，低于 13 年的 20.8%。(6) 资本基础减弱，核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率环比下降 0.15 个百分点/0.15 个百分点/0.26 个百分点至 8.58%/8.59%/10.69%，仅仅高于 2014 年年底的监管要求。

正面因素：(1) 手续费收入增速在 14 年第四季上升，同比增长 49.6%。

(2) 贷款总额和存款总额同比快速增长 15.1%及 13.4%。

催化剂及估值

资产质量进一步恶化以及净息差收窄幅度超出预期都将会拖累股价下跌。民生银行目前的估值水平位于 0.98 倍的 2015 年市净率以及 6.03 倍的 2015 年市盈率，鉴于其历史平均市净率仅为 0.82 倍，我们认为目前股价面临更多的下行风险。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
营业额	102,861	116,102	129,617	136,649	147,149
同比增长(%)	25.1%	12.9%	11.6%	5.4%	7.7%
净利润	37,563	42,278	44,546	45,359	46,442
同比增长(%)	34.5%	12.6%	5.4%	1.8%	2.4%
每股盈利(人民币)	1.34	1.24	1.30	1.27	1.30
每股股息(人民币)	0.30	0.26	0.26	0.25	0.26
市盈率(X)	5.72	6.18	5.87	6.03	5.90
市净率(X)	1.33	1.10	1.11	0.98	0.86
净资产收益率(%)	25.7%	23.4%	20.6%	17.6%	15.5%

注：2015年3月30日的收盘价

来源：彭博，公司资料，招商证券(香港)研究部

王冬儿

郑汇亨

+852 3189 6176

+852 3189 6394

dongewang@cmschina.com.hk seancheng@cmschina.com.hk

最新变动

不适用

卖出

前次评级	卖出
股价	HK\$9.49
12个月目标价 (下跌空间)	HK\$7.85 (-17.3%)
前次目标价:	HK\$7.85

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
1988 HK	1.3	35.3	51.5
HSI	0.1	8.4	12.6

行业：银行

恒生指数	24855
国企指数	12307

重要数据

52周股价区间(港元)	6.73-10.7
港股市值(十亿美元)	51.4
日均成交量(百万股)	53.74
每股净资产(人民币)	7.85

主要股东

香港中央结算(代理人)有限公司	20.19%
安邦人寿保险股份有限公司-稳健	4.97%
投资组合	
安邦财产保险股份有限公司-传统	4.88%
产品	
总股数(十亿股)	34.2
自由流通股	85.7%

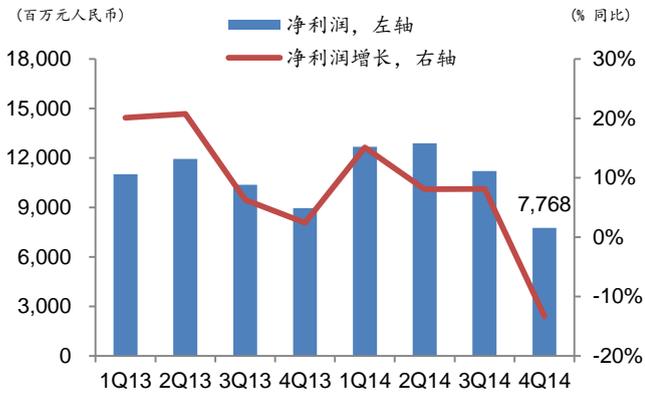
相关报告

民生银行 (1988 HK) - 2014 年度业绩快报：第四季信用成本大幅攀升致使净利润低于预期，重申卖出评级 (卖出) 2015/02/13

民生银行 (1988 HK) - 估值偏高，基本面转弱加之近期的不确定因素；下调至卖出 (卖出) 2015/02/02

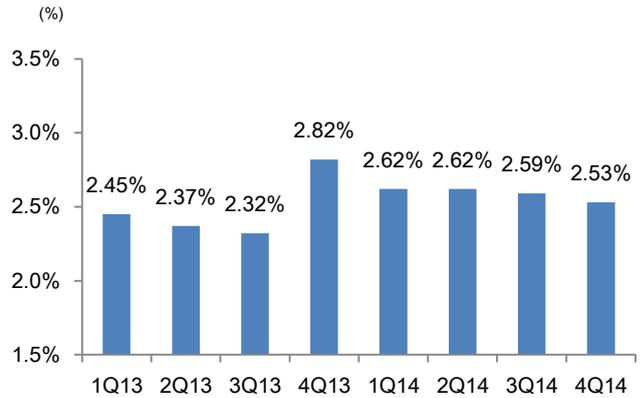
重点图表

图1: 季度净利润及同比增长



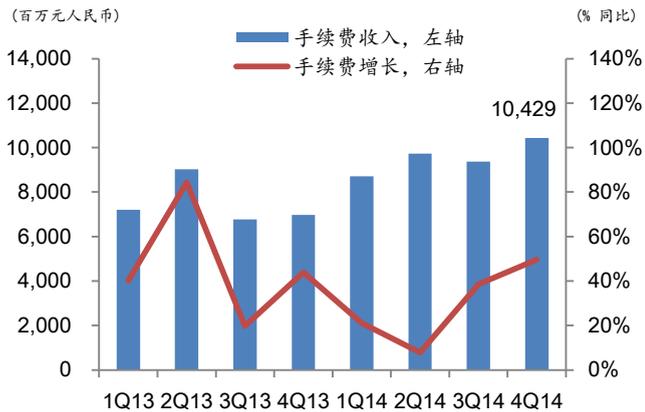
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 净息差季度走势



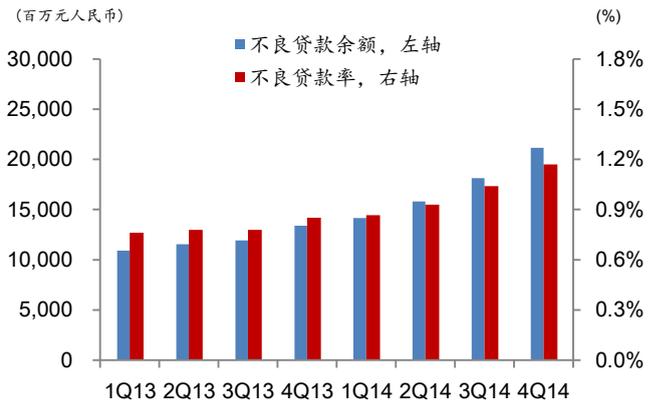
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 手续费收入及同比增长



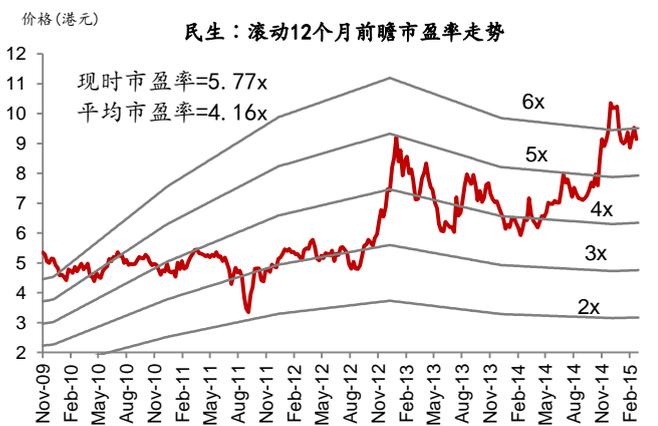
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 不良贷款余额和不良率



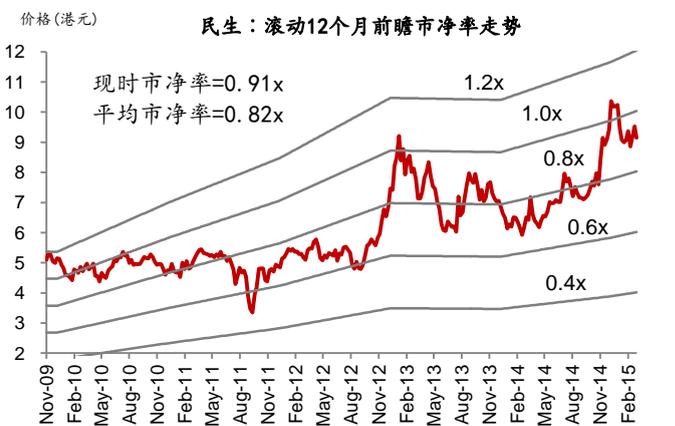
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 市盈率区间



来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 市净率区间



来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

图7: 2014年业绩表

利润表 (百万元人民币)	4Q13	3Q14	4Q14	4Q14 q-q	4Q14 y-y	2H13	2H14	2H14 h-h	2H14 y-y	2013	2014	2014 y-y
利息收入	47,232	51,024	53,850	5.5%	14.0%	93,136	104,874	11.4%	12.6%	182,154	199,052	9.3%
利息支出	(24,788)	(27,219)	(29,119)	7.0%	17.5%	(50,667)	(56,338)	11.4%	11.2%	(99,121)	(106,916)	7.9%
净利息收入	22,444	23,805	24,731	3.9%	10.2%	42,469	48,536	11.3%	14.3%	83,033	92,136	11.0%
非利息收入	7,683	10,982	10,360	-5.7%	34.8%	15,141	21,519	0.8%	42.1%	33,069	42,871	29.6%
交易收益/损失 - 汇兑损益及其他	406	219	(264)	不适用	不适用	767	229	20.5%	-70.1%	(125)	419	不适用
交易收益/损失 - 投资性证券	1	1,019	136	-86.7%	不适用	376	881	-63.0%	134.3%	2,605	3,261	25.2%
净佣金及手续费收入	6,969	9,372	10,429	11.3%	49.6%	13,734	19,801	7.4%	44.2%	29,956	38,239	27.7%
其他	307	372	59	-84.1%	-80.8%	264	608	76.7%	130.3%	633	952	50.4%
营业收入	30,127	34,787	35,091	0.9%	16.5%	57,610	70,055	7.9%	21.6%	116,102	135,007	16.3%
营业支出	(13,700)	(13,992)	(16,507)	18.0%	20.5%	(25,236)	(30,745)	31.7%	21.8%	(45,962)	(54,082)	17.7%
拨备前利润	16,427	20,795	18,584	-10.6%	13.1%	32,374	39,310	-5.5%	21.4%	70,140	80,925	15.4%
资产减值损失	(4,267)	(5,961)	(7,953)	33.4%	86.4%	(6,217)	(13,914)	92.8%	123.8%	(12,989)	(21,132)	62.7%
包括: 贷款减值损失	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	(6,145)	(13,123)	92.8%	113.6%	(12,947)	(19,928)	53.9%
税前利润	12,069	14,952	10,444	-30.1%	-13.5%	26,157	25,396	-26.2%	-2.9%	57,151	59,793	4.6%
所得税费用	(2,896)	(3,613)	(2,307)	-36.1%	-20.3%	(6,369)	(5,920)	-28.7%	-7.0%	(13,869)	(14,226)	2.6%
净利润	9,173	11,339	8,137	-28.2%	-11.3%	19,788	19,476	-25.4%	-1.6%	43,282	45,567	5.3%
归属于少数股东净利润	209	131	369	181.7%	76.6%	455	500	-4.0%	9.9%	1,004	1,021	1.7%
归属于母公司股东净利润	8,964	11,208	7,768	-30.7%	-13.3%	19,333	18,976	-25.8%	-1.8%	42,278	44,546	5.4%

资产负债表 (百万元人民币)	4Q13	3Q14	4Q14	4Q14 q-q	4Q14 y-y	2H13	2H14E	2H14 h-h	2H14 y-y	2013	2014	2014 y-y
总资产	3,226,210	3,769,341	4,015,136	6.5%	24.5%	3,226,210	4,015,136	12.4%	24.5%	3,226,210	4,015,136	24.5%
贷款总额	1,574,263	1,750,969	1,812,666	3.5%	15.1%	1,574,263	1,812,666	6.9%	15.1%	1,574,263	1,812,666	15.1%
不良贷款余额	13,404	18,124	21,134	16.6%	57.7%	13,404	21,134	33.6%	57.7%	13,404	21,134	57.7%
贷款减值准备	34,816	36,241	38,507	6.3%	10.6%	34,816	38,507	12.8%	10.6%	34,816	38,507	10.6%
存款总额	2,146,689	2,397,690	2,433,810	1.5%	13.4%	2,146,689	2,433,810	0.5%	13.4%	2,146,689	2,433,810	13.4%
归属于母公司股东权益	197,712	233,577	240,142	2.8%	21.5%	197,712	240,142	8.1%	21.5%	197,712	240,142	21.5%
<b>每股数据 (人民币)</b>												
发行股数 (百万股)	28,366	34,040	34,153	0.3%	20.4%	28,366	34,153	0.3%	20.4%	28,366	34,153	20.4%
每股净资产	6.97	6.86	7.03	2.5%	0.9%	6.97	7.03	7.7%	0.9%	6.97	7.03	0.9%
每股盈利	0.27	0.33	0.23	-30.3%	-14.8%	0.57	0.56	-25.3%	-1.8%	1.24	1.31	5.6%
每股股息	0.10	0.00	0.11	不适用	10.0%	0.10	0.11	46.7%	10.0%	0.26	0.19	-28.3%
拨备前利润	0.58	0.61	0.54	-10.9%	-6.0%	1.14	1.15	-5.9%	0.9%	2.47	2.37	-4.2%

比率 (%)	4Q13	3Q14	4Q14	4Q14 q-q	4Q14 y-y	2H13	2H14E	2H14 h-h	2H14 y-y	2013	2014	2014 y-y
1. 成本收入比	45.47%	40.22%	47.04%	6.82pp	1.57pp	43.80%	43.89%	7.96pp	0.08pp	39.59%	40.06%	0.47pp
2. 有效税率	24.00%	24.16%	22.09%	-2.07pp	-1.91pp	24.35%	23.31%	-0.84pp	-1.04pp	24.27%	23.79%	-0.48pp
3. 总资产收益率	1.12%	1.24%	0.84%	-0.40pp	-0.29pp	1.19%	1.03%	-0.51pp	-0.17pp	1.34%	1.26%	-0.09pp
4. 净资产收益率	18.50%	19.67%	13.12%	-6.55pp	-5.38pp	20.20%	16.42%	-7.94pp	-3.78pp	23.44%	20.35%	-3.09pp
5. 存贷比	73.33%	73.03%	74.48%	1.45pp	1.14pp	73.33%	74.48%	4.40pp	1.14pp	73.33%	74.48%	1.14pp
6. 不良贷款率	0.85%	1.04%	1.17%	13bps	32bps	0.85%	1.17%	24bps	32bps	0.85%	1.17%	32bps
7. 拨备覆盖率	259.74%	199.96%	182.20%	-17.76pp	-77.54pp	259.74%	182.20%	-33.67pp	-77.54pp	259.74%	182.20%	-77.54pp
8. 拨贷比	2.21%	2.07%	2.12%	5bps	-9bps	2.21%	2.12%	11bps	-9bps	2.21%	2.12%	-9bps
9. 净息差	2.82%	2.59%	2.53%	-6bps	-29bps	2.57%	2.56%	-6bps	-1bps	2.49%	2.59%	10bps
10. 信用成本	1.10%	1.38%	1.79%	40bps	69bps	0.80%	1.50%	66bps	69bps	0.88%	1.18%	30bps
11. 非利息收入占比	25.50%	31.57%	29.52%	-2.05pp	4.02pp	26.28%	30.72%	-2.16pp	4.44pp	28.48%	31.75%	3.27pp
12. 手续费收入占比	23.13%	26.94%	29.72%	2.78pp	6.59pp	23.84%	28.26%	-0.12pp	4.43pp	25.80%	28.32%	2.52pp
13. 核心一级资本充足率	8.72%	8.73%	8.58%	-0.15pp	-0.14pp	8.72%	8.58%	-0.18pp	-0.14pp	8.72%	8.58%	-0.14pp
14. 一级资本充足率	8.72%	8.74%	8.59%	-0.15pp	-0.13pp	8.72%	8.59%	-0.18pp	-0.13pp	8.72%	8.59%	-0.13pp
15. 资本充足率	10.69%	10.95%	10.69%	-0.26pp	0.00pp	10.69%	10.69%	-0.36pp	0.00pp	10.69%	10.69%	0.00pp

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
现金及存放同业及其他金融机构款项	242,651	98,044	102,946	108,094	113,498
存放中央银行款项	413,928	424,643	445,875	468,169	491,577
拆出资金	80,082	108,026	113,427	119,099	125,054
发放贷款和垫款	1,351,512	1,539,447	1,733,119	1,923,411	2,108,444
投资	317,095	387,279	437,419	496,301	565,495
固定资产	13,631	24,102	26,512	29,163	32,080
递延所得税资产	8,817	10,683	11,751	12,926	14,219
买入返售金融资产	732,662	570,424	285,212	199,648	179,684
衍生金融资产	1,234	1,986	2,185	2,403	2,643
其他资产	50,389	61,576	249,879	335,598	326,602
<b>资产总计</b>	<b>3,212,001</b>	<b>3,226,210</b>	<b>3,408,326</b>	<b>3,694,812</b>	<b>3,959,296</b>
向中央银行借款	331	405	486	583	700
同业及其他金融机构存放款项	849,066	655,107	556,841	501,157	476,099
吸收存款	1,926,194	2,146,689	2,418,589	2,673,194	2,924,444
应付款项	58,227	61,839	64,931	68,177	71,586
已发行债券	74,969	91,968	90,934	138,934	136,934
卖出回购金融资产款	133,335	64,567	32,284	22,598	20,339
衍生金融负债	1,335	1,348	1,416	1,487	1,561
<b>负债合计</b>	<b>3,043,457</b>	<b>3,021,923</b>	<b>3,165,480</b>	<b>3,406,130</b>	<b>3,631,662</b>
股本	28,366	28,366	34,153	35,679	35,797
盈余公积及其他	134,711	169,346	201,131	244,308	281,837
归属于母公司股东权益合计	163,077	197,712	235,284	279,987	317,634
少数股东权益	5,467	6,575	7,561	8,695	10,000
<b>股东权益合计</b>	<b>168,544</b>	<b>204,287</b>	<b>242,846</b>	<b>288,682</b>	<b>327,633</b>

增长率 (%同比)

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
净利息收入	19.0%	7.6%	5.8%	-1.4%	4.2%
非利息收入	48.0%	28.6%	26.4%	19.8%	13.6%
<b>营业收入</b>	<b>25.1%</b>	<b>12.9%</b>	<b>11.6%</b>	<b>5.4%</b>	<b>7.7%</b>
<b>营业支出</b>	<b>17.0%</b>	<b>7.2%</b>	<b>11.6%</b>	<b>9.0%</b>	<b>10.0%</b>
<b>拨备前利润</b>	<b>31.7%</b>	<b>17.0%</b>	<b>11.7%</b>	<b>3.1%</b>	<b>6.1%</b>
资产减值损失	11.3%	39.4%	39.4%	5.6%	1.8%
<b>税前利润</b>	<b>36.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>5.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>7.4%</b>
<b>税后利润</b>	<b>34.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>5.8%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.9%</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>34.5%</b>	<b>12.6%</b>	<b>5.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.4%</b>
贷款总额	14.9%	13.7%	12.5%	11.1%	9.9%
<b>资产总额</b>	<b>44.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>5.6%</b>	<b>8.4%</b>	<b>7.2%</b>
风险加权资产	26.1%	15.1%	16.5%	13.2%	11.0%
吸收存款	17.1%	11.4%	12.7%	10.5%	9.4%
<b>负债总额</b>	<b>45.3%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>7.6%</b>	<b>6.6%</b>

注: 2015年3月30日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港) 研究部

综合收益表

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
利息收入	151,887	182,154	190,433	193,556	207,320
利息支出	(74,734)	(99,121)	(102,602)	(106,948)	(117,034)
<b>净利息收入</b>	<b>77,153</b>	<b>83,033</b>	<b>87,831</b>	<b>86,608</b>	<b>90,286</b>
净手续费及佣金收入	20,523	29,956	36,529	42,850	49,294
交易相关利润	509	(25)	550	415	454
其他营业收益	4,676	3,138	4,707	6,776	7,114
<b>非利息收入</b>	<b>25,708</b>	<b>33,069</b>	<b>41,786</b>	<b>50,041</b>	<b>56,863</b>
<b>营业收入</b>	<b>102,861</b>	<b>116,102</b>	<b>129,617</b>	<b>136,649</b>	<b>147,149</b>
营业支出	(42,889)	(45,962)	(51,281)	(55,913)	(61,488)
<b>拨备前利润</b>	<b>59,972</b>	<b>70,140</b>	<b>78,336</b>	<b>80,735</b>	<b>85,661</b>
资产减值损失	(9,320)	(12,989)	(18,110)	(19,117)	(19,468)
<b>税前利润</b>	<b>50,652</b>	<b>57,151</b>	<b>60,226</b>	<b>61,618</b>	<b>66,193</b>
所得税费用	(12,344)	(13,869)	(14,454)	(14,788)	(15,886)
<b>税后利润</b>	<b>38,308</b>	<b>43,282</b>	<b>45,772</b>	<b>46,830</b>	<b>50,307</b>
优先股分红	0	0	0	0	(2,100)
归属于少数股东权益净利润	745	1,004	1,226	1,471	1,765
<b>归属于母公司股东净利润</b>	<b>37,563</b>	<b>42,278</b>	<b>44,546</b>	<b>45,359</b>	<b>46,442</b>

比率 (%)

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
净息差	2.94%	2.49%	2.54%	2.30%	2.19%
净利差	2.75%	2.30%	2.32%	1.95%	1.74%
资产收益率	5.79%	5.46%	5.52%	5.13%	5.02%
资金成本	3.04%	3.16%	3.20%	3.18%	3.28%
有效税率	24.37%	24.27%	24.00%	24.00%	24.00%
成本收入比	41.70%	39.59%	39.56%	40.92%	41.79%
非利息收入/营业收入	24.99%	28.48%	32.24%	36.62%	38.64%
存贷比	71.88%	73.33%	73.22%	73.60%	73.95%
不良贷款率	0.76%	0.85%	1.17%	1.48%	1.71%
拨备覆盖率	314.53%	259.74%	181.77%	151.68%	146.84%
拨贷比	2.39%	2.21%	2.13%	2.24%	2.51%
信用成本	0.64%	0.88%	1.08%	1.02%	0.94%
现金分红率	22.39%	20.81%	20.00%	20.00%	20.00%
总资产收益率	1.41%	1.34%	1.38%	1.32%	1.26%
净资产收益率	25.67%	23.44%	20.58%	17.61%	15.54%
核心一级资本充足率	n.a.	8.72%	8.92%	9.37%	9.59%
一级资本充足率	8.13%	8.72%	8.92%	10.35%	10.48%
资本充足率	10.75%	10.69%	10.52%	11.78%	11.87%

每股数据及估值

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
每股净资产(人民币)	5.75	6.97	6.89	7.85	8.87
每股盈利(人民币)	1.34	1.24	1.30	1.27	1.30
每股股利(人民币)	0.30	0.26	0.26	0.25	0.26
市盈率(x)	5.72	6.18	5.87	6.03	5.90
市净率(x)	1.33	1.10	1.11	0.98	0.86
股利率(%)	3.92	3.37	3.41	3.32	3.39

## 投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期48楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828