

601658.SH

增持

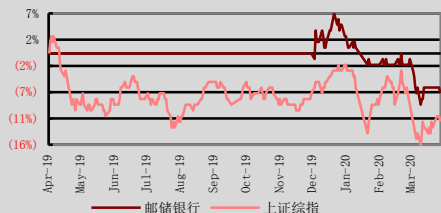
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 5.24

板块评级: 未有评级

本报告要点

- 客群基础奠定存款优势, 历史包袱轻资产质量优

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.6)	(4.7)	(11.2)	0.0
相对上证指数	(2.3)	2.0	(1.6)	13.7

发行股数(百万)	87,341
流通股(%)	3
总市值(人民币 百万)	457,667
3个月日均交易额(人民币 百万)	326
资本充足率(%) (2019)	13.52
主要股东(%)	
中国邮政集团有限公司	65

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年4月10日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

邮储银行

客群基础奠定存款优势, 历史包袱轻资产质量优

邮储银行依托邮政集团的代理网点, 拥有数量最多、覆盖最广的分销网络, “自营+代理”的运营模式为国内独一家, 其网点覆盖了国内所有城市和99%的县域。公司零售特色鲜明, 具备雄厚的存款基础, 且资产质量表现优异, 盈利增速居大行前列。

支撑评级的要点
独特网点+代理模式, 服务下沉县域与农村

邮储银行2007年由邮储集团独资成立, 于2012年进行股份制改革, 而后引进十名战略投资者实现股权结构多元化。公司具有独特的“自营+代理”运营模式, 依托邮政集团的代理网点, 拥有数量最多、覆盖最广的分销网络。截至2019年末, 邮储银行拥有近四万个营业网点(包括代理), 营业网点覆盖中国所有城市和99%的县域地区。

息差领先同业, 零售优势凸显

邮储银行息差(2.5%, 2019)明显高于同业, 主要得益于负债端较高的存款占比以及信贷结构中较高的零售贷款占比。邮储拥有庞大的零售客群基础, 带来稳定、低成本存款, 公司负债端存款占比(96%, 2019)显著高于同业, 使其付息成本率(1.59%, 2019)较同业低。资产端信贷结构中, 高收益率的零售信贷占比较高, 使得邮储的贷款收益率(4.83%, 2019)高于同业。

资产质量优异, 对公资产质量包袱轻

邮储银行长期不良贷款率保持在1%以下, 且不良认定严格(2019年逾期90天以上贷款/不良为68%)。比较来看, 无论是关注类贷款占比还是不良贷款率, 邮储均为同业最低。同时, 根据我们期初期末口径测算, 2019年邮储的不良生成率为0.48%, 不良生成速度位于行业低位。我们认为邮储较优的资产质量主因对公业务起步晚, 历史资产质量包袱轻。截至2019年末, 邮储的拨备覆盖率和拨贷比分别为389%、3.35%, 无论是拨备覆盖率还是拨贷比, 邮储均居大行前列, 显示出邮储较强的风险抵御能力。

成本收入比高, 收入结构有待改善

与同业比较来看, 邮储的ROA低于另外五家大行, 具体来看, 拖累邮储ROA表现的因素在于: 较高的营业成本以及较弱的中间业务创收能力。尽管独特的代理业务模式为邮储带来客户流量以及稳定的存款来源, 但与此同时, 支付给代理网点储蓄存款的费用导致邮储的成本收入比明显高于同业。另外, 代理网点中间业务运营成本影响邮储的手续费收入表现, 邮储的手续费收入占营收比重(6.2%, 2019)明显低于同业, 收入结构有待改善。

估值

我们预计邮储银行2020/21年EPS分别为0.79/0.89元, 对应净利润增速为13.0%、12.6%, 目前股价对应PB为0.80x/0.71x, 首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

业务发展情况不及预期、经济下行导致资产质量超预期下行。

投资摘要

年终日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币 百万)	260,616	276,378	289,558	308,115	336,132
变动(%)	16.28	6.05	4.77	6.41	9.09
净利润(人民币 百万)	52,311	60,933	68,831	77,493	87,198
变动(%)	9.71	16.5	13.0	12.6	12.5
净资产收益率(%)	12.92	13.2	12.9	12.8	12.7
每股收益(人民币)	0.60	0.70	0.79	0.89	1.00
市盈率(倍)	8.71	7.48	6.62	5.88	5.23
市净率(倍)	1.00	0.91	0.80	0.71	0.62

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

一、公司概况.....	5
1.1 公司介绍	5
1.2 股权结构：多元化股权结构，集团提供资源和平台支持.....	5
二、亮点解析：独特代理+自营机制，深耕中西部及县域金融.....	8
2.1 代理+自营机制，奠定客户基础	8
2.2 深耕中西部及县域金融	8
三、基本面比较分析	11
3.1 息差高于同业，零售优势凸显.....	12
3.2 资产质量表现优，拨备计提充足	16
3.3 收入结构有待进一步优化，成本收入比较高	18
3.4 回 A 后资本金水平提升	20
四、盈利预测及估值分析.....	21
4.1 盈利预测	21
4.2 估值分析	22
风险提示：	23

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 邮储银行历史沿革..... 5

图表 2. 邮储 2019 年规模同比增 7.4%..... 5

图表 3. 邮储资产规模达 10.2 万亿元 (2019 年) 5

图表 4. 邮储银行股权结构 (截至 12 月 31 日) 6

图表 5. 借力邮政集团, 实现信息流、实物流、资金流“三流合一”效应..... 6

图表 6. 邮储银行与重要股东进行深度业务合作..... 7

图表 7. 网点数量比较 (邮储 vs 五大行, 2019) 8

图表 8. 网点分布情况 (2019H) 8

图表 9. 网点分布的区域比较 (邮储 vs 农行, 2019H) 9

图表 10. 邮储银行深耕中西部地区 (2019) 9

图表 11. 中西部人均可支配收入增速高于东部 9

图表 12. 中西部工业增加值同比增速高于东部 9

图表 13. 邮储的县域网点占比高 10

图表 14. 农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民..... 10

图表 15. 六大行 ROE 和 ROA 比较 (2019) 11

图表 16. 邮储 2016 年以来的 ROE 下降、ROA 提升..... 11

图表 17. 六大行 ROE 拆解 (2019) 11

图表 18. 邮储 2019 年净利润增速提升..... 12

图表 19. 邮储 2019 年净利润增速绝对值居大行第一 12

图表 20. 邮储息差走势..... 12

图表 21. 六大行息差比较 (2019) 12

图表 22. 邮储的存款趋势图 13

图表 23. 2017 年以来邮储存款占比维持在 95%左右..... 13

图表 24. 六大行存款占比比较 (2019) 13

图表 25. 六大行存款结构比较-2019..... 13

图表 26. 大行存款成本率比较 (2019) 14

图表 27. 六大行负债端成本率的比较 (2019) 14

图表 28. 邮储近年来资产端信贷投放力度加大 14

图表 29. 六大行生息资产结构比较 (2019) 14

图表 30. 六大行信贷结构比较 (2019) 15

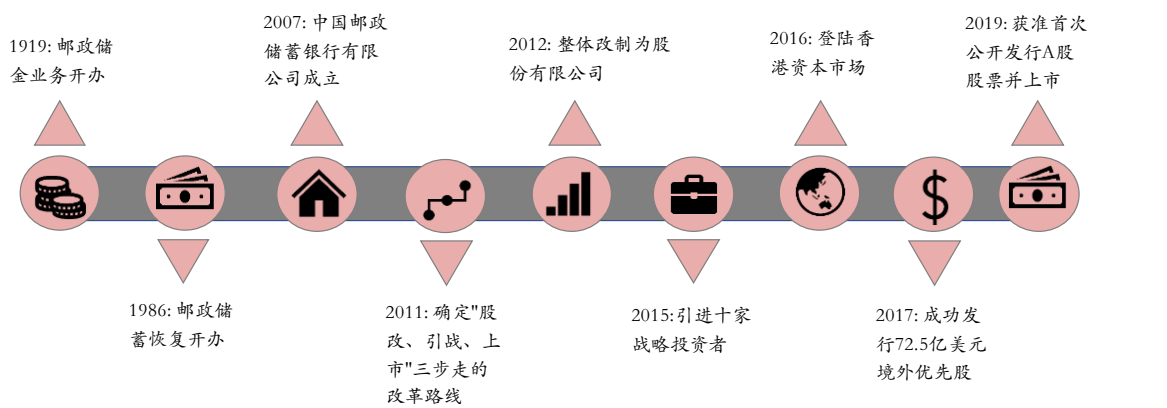
图表 31. 邮储银行零售贷款结构 (2019)	15
图表 32. 六大行零售贷款结构比较 (2019)	15
图表 33. 六大行资产端收益率情况 (2019)	15
图表 34. 邮储不良率低于 1%	16
图表 35. 六大行不良率比较 (2019)	16
图表 36. 邮储的对公和零售贷款不良率	16
图表 37. 除邮储外的大行对公不良率高于零售	16
图表 38. 六大行关注类贷款占比 (2019)	17
图表 39. 六大行逾期 90 天以上贷款/不良 (2019)	17
图表 40. 邮储银行的不良生成率低于 1%	17
图表 41. 六大行不良生成率 (2019)	17
图表 42. 邮储的拨备覆盖率提升	17
图表 43. 六大行拨备覆盖率比较 (2019)	17
图表 44. 邮储的拨贷比提升	18
图表 45. 六大行拨贷比比较 (2019)	18
图表 46. 2019 年邮储手续费收入增速改善	18
图表 47. 六大行手续费占营收的比重 (2019)	18
图表 48. 邮储成本收入比下降	19
图表 49. 六大行成本收入比比较 (2019)	19
图表 50. 六大行业务管理费结构 (2019)	19
图表 51. 邮储人民币储蓄代理费的实际综合费率	19
图表 52. 邮储的资本充足率表现	20
图表 53. 六大行核心一级资本充足率比较 (2019)	20
图表 54. 六大行市净率 (2020E) 对比	22
图表 55. 六大行股息率 (2020E) 对比	22
损益表(人民币 百万)	24
主要比率 (%)	24

一、公司概况

1.1 公司介绍

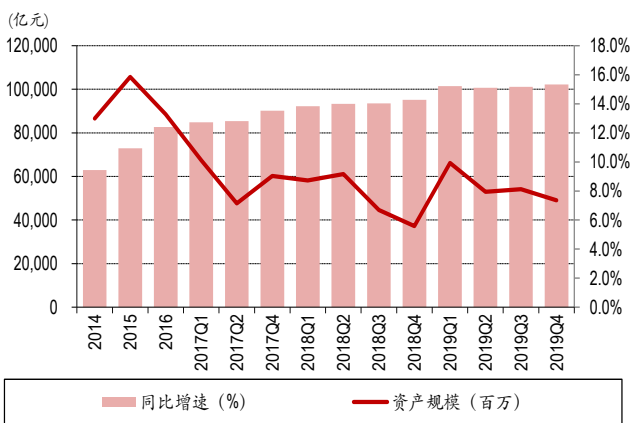
邮储银行成立于 2007 年，由邮储集团独资成立，于 2012 年改制为股份有限公司，并于 2015 年引入十家战略投资者。2016 年，邮储银行成功在香港上市。2019 年 2 月，银保监会将邮储银行划分为“国有大型商业银行”，邮储跻身“六大行”之一。截至 2019 年末，邮储银行总资产规模为 10.2 万亿。邮储银行已于 2019 年 9 月 26 日在上海证券交易所上市。作为国内的大型零售银行，公司定位于服务“三农”、城乡居民和中小企业。截至 2019 年末，公司存款结构中，储蓄存款占比为 88%；贷款结构中，零售信贷占比为 55%。在 2019 年英国《银行家》“全球银行 1000 强排名”的评选中，邮储的一级资本居第 22 位。

图表1. 邮储银行历史沿革



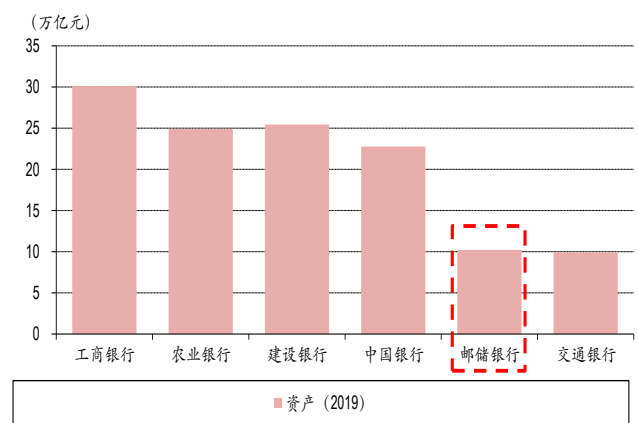
资料来源：招股说明书，中银证券

图表2. 邮储 2019 年规模同比增 7.4%



资料来源：万得，中银证券

图表3. 邮储资产规模达 10.2 万亿元 (2019 年)

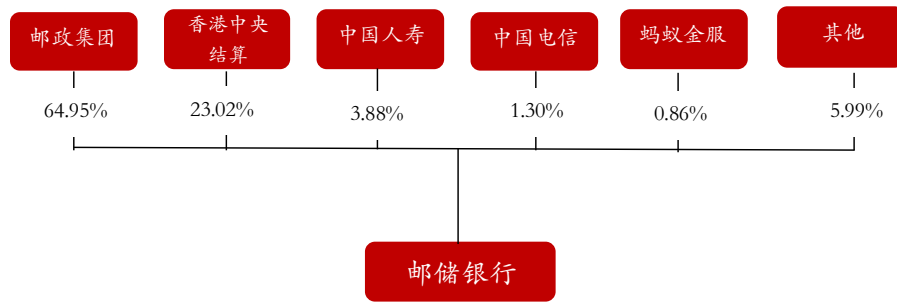


资料来源：万得，中银证券

1.2 股权结构：多元化股权结构，集团提供资源和平台支持

从股权结构来看，邮储银行的控股股东为中国邮政集团，截至 2019 年 12 月末持股比例为 64.95%。2015 年 12 月，邮储银行引入瑞银、中国人寿、中国电信、加拿大养老基金投资公司、蚂蚁金服、摩根大通、FMPL、国际金融公司、星展银行、深圳腾讯 10 家战略投资者，实现了股权结构的多元化。

图表4. 邮储银行股权结构（截至 12 月 31 日）

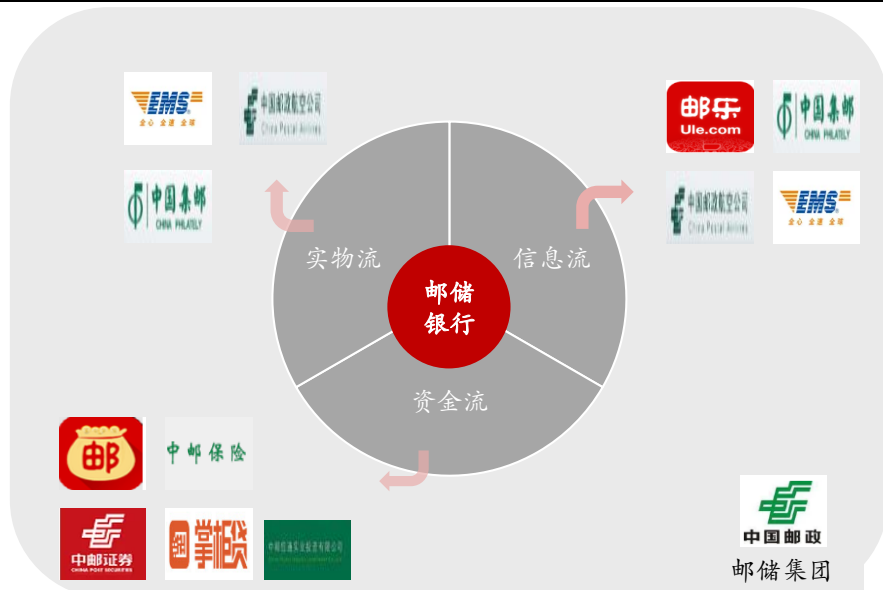


资料来源：公司公告，中银证券

注：其他中主要为H股股东，包括了加拿大养老基金投资公司、瑞银、淡马锡（持股主体为FMPL）、国际金融公司、摩根大通、星展银行

控股股东邮政集团为公司提供资源和平台支持。作为邮储银行的控股股东，邮政集团业务范围覆盖邮政、金融、速递物流三大板块，为公司提供了业务发展渠道和平台，与公司业务实现了良好的协同。例如，集团的60余万家农村邮乐购为公司开展金融业务提供了实体窗口和渠道资源；邮乐网和邮掌柜则为公司构建农村电商生态圈提供了线上平台支持，有助于邮储客户资源的积累与数据的掌握。集团还为公司提供了与其他金融子公司进行交叉销售、资源共享和合作共赢的平台。

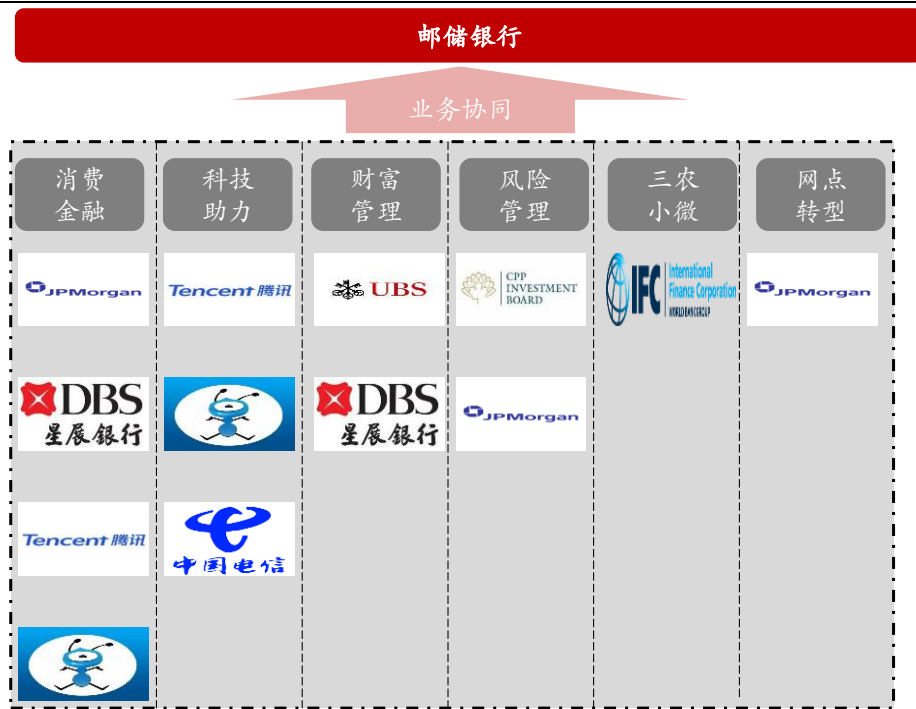
图表5. 借力邮政集团，实现信息流、实物流、资金流“三流合一”效应



资料来源：招股说明书，中银证券

引入互联网公司作为战投，全方位推进深入合作。值得一提的是，邮储引入深圳腾讯以及蚂蚁金服作为战略投资者。除股权关系外，邮储银行还与腾讯、蚂蚁金服进行深度的业务合作。邮储与蚂蚁金服和腾讯合作提供线上消费金融服务，并搭建线下新零售体验中心。除此之外，邮储与战投在电子支付、开放性缴费平台、消费金融、小微金融、公司存贷款、科技创新等领域全方位推进深入合作，打造战略协同生态圈。

图表6. 邮储银行与重要股东进行深度业务合作



资料来源：招股说明书，中银证券

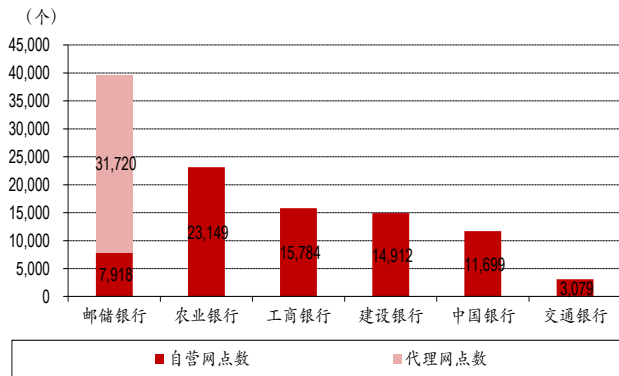
二、亮点解析：独特代理+自营机制，深耕中西部及县域金融

2.1 代理+自营机制，奠定客户基础

借助邮政集团的线下布局，邮储银行形成了独有“自营+代理”模式，客群下沉县域。邮储的代理模式实际上就是借助集团下属营业机构来开展业务，客户能够在代理网点办理邮储银行委托业务范围内的相关业务，主要包括了代理吸收存款，代理中间业务（代销等）。

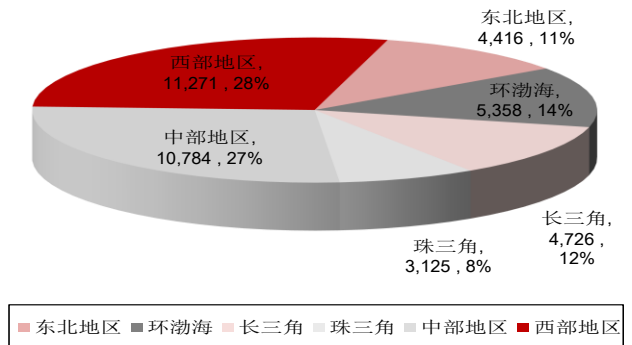
邮储银行的“自营+代理”模式是目前商业银行中的独一家，我们认为这样的模式弥补了邮储自营网点不及其他大行的短板，为邮储银行积累了广泛的客户基础。具体来看，截至2019年末，邮储银行的营业网点数量达到39,638个（包括了7,918个自营网点和31,720个代理网点），营业网点覆盖中国99%的县（市）；从地域来看，邮储的中西部网点数量占比高（55%，2019H）。对比来看，另外五家大行中，网点数量最多的为农业银行（2019年末为23,149个）。从客户数量来看，截至2019年末，邮储的个人客户数为6.05亿户。

图表7. 网点数量比较（邮储 vs 五大行，2019）



资料来源：招股说明书，公司公告，中银证券

图表8. 网点分布情况（2019H）



资料来源：招股说明书，中银证券

注：2019年末公布代理网点分布情况

2.2 深耕中西部及县域金融

邮储银行始终坚持服务“三农”、城乡居民和中小企业的市场定位，扎根基层、拥有庞大的零售客户基础，深度覆盖中西部地区和县域地区。截至2019年6月末，邮储51.04%的个人账户分布于中部和西部地区，71.03%的个人账户分布于县域地区。与经济发达地区和城市地区相比，中西部地区以及县域地区的金融服务基础设施相对薄弱，金融服务需求尚未被充分满足和开发。我们认为邮储中西部以及县域网络覆盖广泛，为未来业务的拓展奠定了坚实基础。

考虑到相似的客群定位，我们将邮储和农行的在中西部地区的业务开展情况进行比较，主要从两个角度：1) 网点分布情况；2) 存贷款占比情况。从网点分布情况来看，相较于农行，邮储的网点分布更加深耕中西部地区。从网点数量来看，截至2019年半年末，邮储55%的网点分布在中西部，而农行该比值为52%。从存贷业务来看，邮储的中西部地区的存、贷款规模占比大于农行。其中，2019年末，邮储的中西部地区存款和贷款占比分别为53%、42%，均高于农行（分别为39%、37%）。

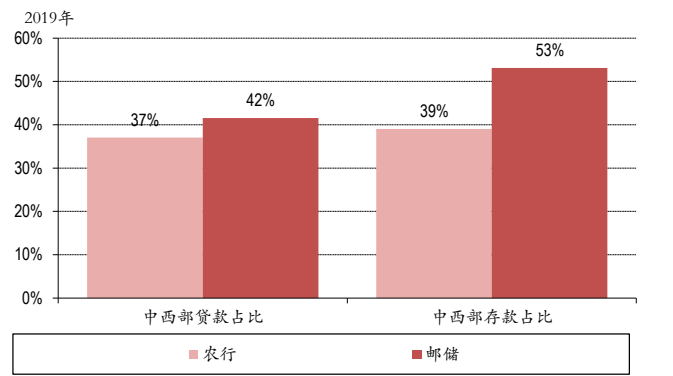
图表9. 网点分布的区域比较 (邮储 vs 农行, 2019H)

(个)	农行	邮储	占比 (农行)	占比 (邮储)
总行	1	0	0%	0%
长江三角洲地区	3,051	4,726	13%	12%
珠江三角洲地区	2,518	3,125	11%	8%
环渤海地区	3,341	5,358	14%	14%
中部地区	5,210	10,784	22%	27%
西部地区	6,887	11,271	30%	28%
东北地区	2,265	4,416	10%	11%
境内机构总数	23,273	39,680	100%	100%

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 中银证券

注: 为统一口径, 我们在农行公布的数据上进行修改, 农行总行机构仅为总行本部; 2019年邮储未公布代理网点的地区分布情况

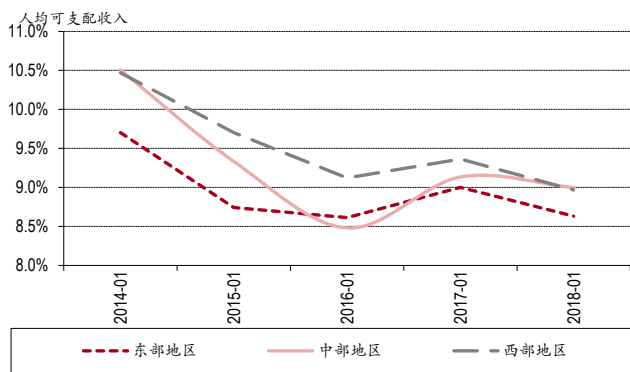
图表10. 邮储银行深耕中西部地区 (2019)



资料来源: 公司公告, 中银证券

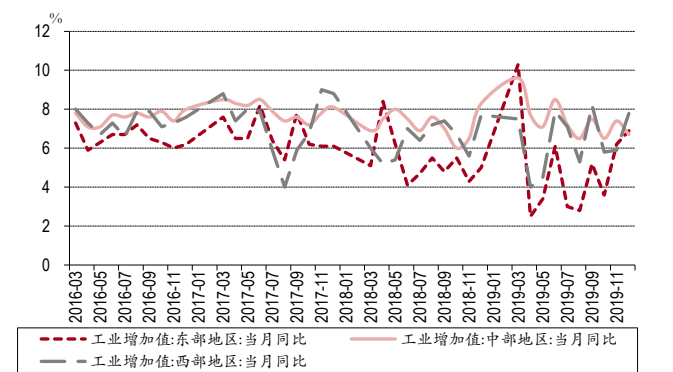
由于邮储的网点、业务布局主要集中于中西部地区, 中西部地区对邮储的利润贡献度大。2019年邮储的利润结构中, 中西部地区利润总额占比达到了32%, 该比值略低于农行(35%, 2019)。相较于主要业务布局在经济更为发达的东部地区的银行, 深耕中西部地区的银行在经营过程中存在以下几方面挑战: 1) 中西部地区的经济基础较东部地区薄弱, 企业、个人的投融资需求不及东部地区, 因此业务体量不及东部地区可比银行; 2) 中西部地区的金融服务需求更为单一, 银行的收入结构多样化程度不及东部可比同业; 3) 中西部地区对资源依赖较重, 产业结构中经济效益低、投资回报率低的农业、重工业占比高, 区域经济活力和经济基础不及东部地区, 中西部地区银行在业务开展过程中的风险管控难度也更大。但机遇与挑战并存, 我们认为国家中部崛起、西部大开发战略的实施也为邮储银行中西部地区业务的发展带来更大空间。无论从人均可支配收入同比增速或是工业增加值同比增速来看, 近年来中西部地区的增速绝对水平平均高于东部地区。未来随着战略的深入推进, 邮储主营业务的发展潜力值得期待。

图表11. 中西部人均可支配收入增速高于东部



资料来源: 万得, 中银证券

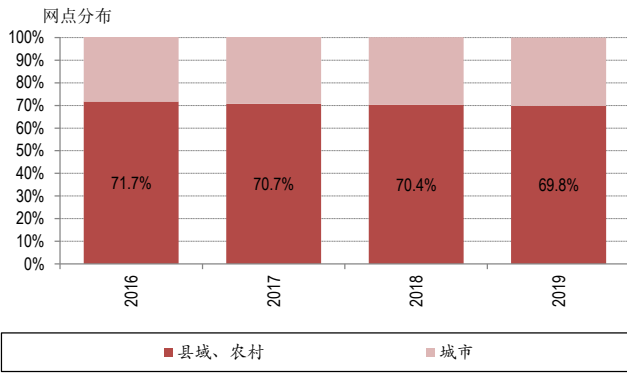
图表12. 中西部工业增加值同比增速高于东部



资料来源: 万得, 中银证券

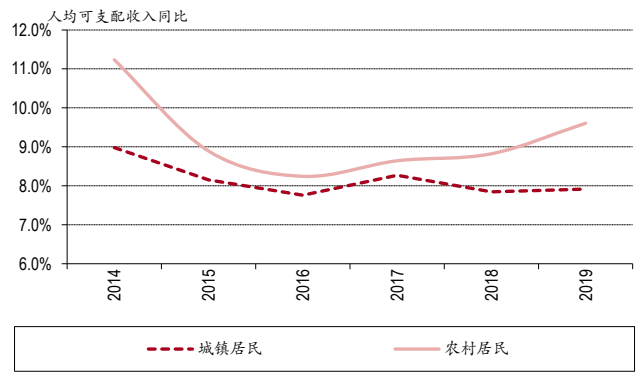
邮储在县域地区保持较高的网点渗透率。截至2019年末, 邮储在县域地区布局了2.77万个营业网点, 占比近70%, 邮储的营业网点覆盖国内99%的县(市), 邮储也因此受益于我国城镇化的推进。过去五年, 我国的城镇化率不断提升(截至2019年为60.6%), 县域居民人均收入提升、消费升级, 与城市居民相比, 农村居民的人均可支配收入同比增速更高, 并且农村居民对传统金融机构依赖度较城市居民更高。尽管目前县域地区的企业、个人金融需求不及城镇, 但我们认为随着国内城镇化的不断推进, 县域、农村的企业、居民金融服务需求将更为多元化, 消费、投资、融资的需求有望进一步提升, 邮储的县域金融发展存在较大的发展空间。

图表13. 邮储的县域网点占比高



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 中银证券

图表14. 农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民



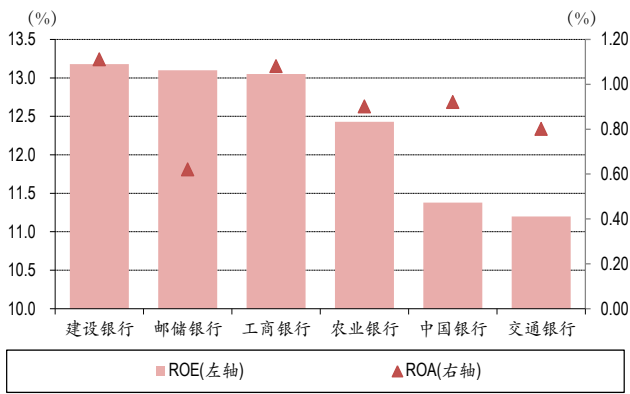
资料来源: 万得, 中银证券

三、基本面比较分析

从盈利能力来看,邮储银行2019年年化ROE水平(13.10%)居六大行第二位(建行13.18%、工行13.05%、农行12.43%、中行11.38%、交行11.20%)。细拆来看,邮储的高ROE水平源自相对高的杠杆水平,邮储的ROA明显低于另外五大行。2019年邮储银行的年化ROA为0.62%,而建行、工行、中行、农行、交行分别为1.11%、1.08%、0.92%、0.90%、0.80%。通过比较分析发现,拖累邮储ROA表现的因素,主要是较高的营业成本和较弱的中间业务创收能力;在净息差、税收方面,邮储较其他大行存在优势。我们认为邮储高于同业的净息差水平主要得益于网点下沉、零售基础筑起的负债端结构优势(存款占比高)以及较高的信贷收益率。所得税方面,由于国债等债券投资以及小微、农户贷款的利息收入能够享受一定的税收减免,邮储的税负压力明显小于其他大行。

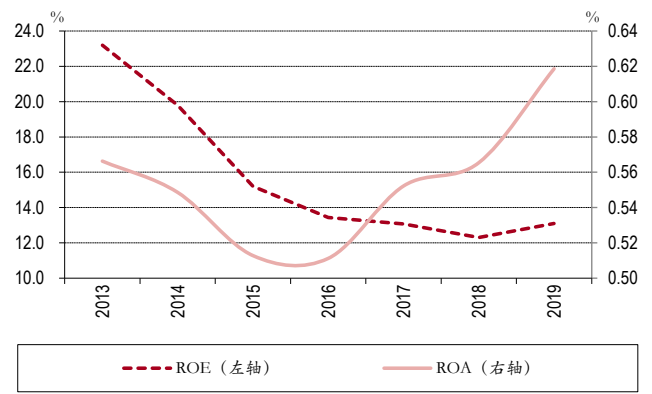
从邮储的ROE和ROA变化趋势来看,2016年-2019年邮储的ROE呈下行趋势而ROA不断提升。其中,ROA的不断提升主要得益于息差的走阔以及规模增速的提升。对于邮储ROE呈现下行趋势,我们认为主要受邮储主动加大信贷投放力度的影响,信贷的资本消耗水平高于证券投资类资产,在资本充足率约束下,邮储的杠杆率有所下降。

图表15. 六大行 ROE 和 ROA 比较 (2019)



资料来源:招股说明书,万得,中银证券

图表16. 邮储 2016 年以来的 ROE 下降、ROA 提升



资料来源:招股说明书,万得,中银证券

图表17. 六大行 ROE 拆解 (2019)

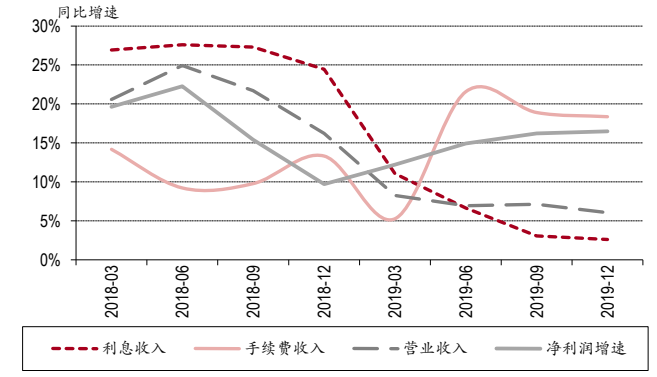
杜邦分解-六大行	邮储银行	工商银行	建设银行	中国银行	农业银行	交通银行	可比同业平均
贷款利息收入/A	2.43%	2.63%	2.78%	2.54%	2.59%	0.00%	2.11%
投资利息收入/A	1.36%	0.82%	0.84%	0.76%	1.07%	0.00%	0.70%
存放同业/央行利息收入/A	0.40%	0.41%	0.28%	0.34%	0.28%	0.00%	0.26%
利息收入/A	3.83%	3.45%	3.55%	3.30%	3.52%	3.71%	3.51%
存款利息支出/A	-1.38%	-1.10%	-1.24%	-1.32%	-1.28%	0.00%	-0.99%
同业业务利息支出/A	-0.05%	-0.21%	-0.27%	-0.33%	-0.21%	0.00%	-0.20%
其他利息支出/A	-0.03%	-0.12%	-0.13%	-0.15%	-0.22%	0.00%	-0.12%
利息支出/A	-1.46%	-1.44%	-1.50%	-1.63%	-1.52%	-2.26%	-1.67%
利息净收入/A	2.37%	2.02%	2.05%	1.66%	1.99%	1.46%	1.84%
手续费及佣金收入/A	0.17%	0.52%	0.55%	0.40%	0.36%	0.44%	0.45%
其他非息收入/A	0.19%	0.31%	0.23%	0.38%	0.22%	0.45%	0.32%
营业税费及其他成本/A	-0.49%	-0.19%	-0.22%	-0.24%	-0.22%	-0.51%	-0.28%
业务及管理费/A	-1.54%	-0.66%	-0.72%	-0.68%	-0.78%	-0.67%	-0.70%
资产减值损失/A	-0.55%	-0.60%	-0.65%	-0.45%	-0.57%	-0.52%	-0.56%
营业外收入及所得税/A	-0.01%	-0.26%	-0.23%	-0.21%	-0.22%	-0.10%	-0.20%
ROA	0.60%	1.04%	1.08%	0.90%	0.87%	0.79%	0.94%
权益乘数(平均)	21.55	12.85	12.35	13.89	14.89	15.11	13.69
ROE	12.97%	13.40%	13.35%	12.45%	12.98%	11.92%	12.82%

资料来源:招股说明书,公司年报,中银证券

注:ROA和ROE以期初期末平均计算所得

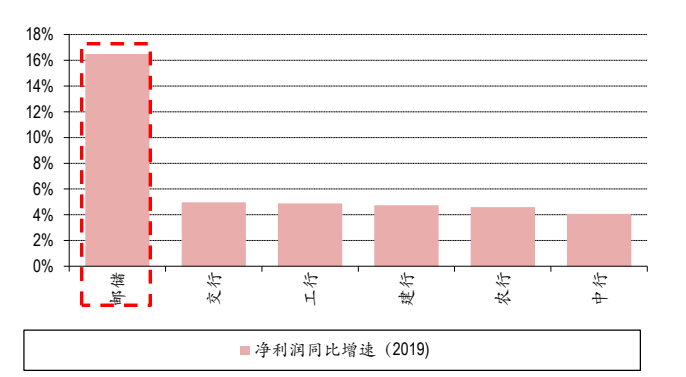
从公司盈利表现来看，2019年邮储的净利润同比增速较2018年提升近7个百分点至16.5%，增速的绝对水平居可比同业第一位。尽管受息差收窄的影响（2019年息差较2018年下行17BP至2.50%），邮储2019年的利息净收入增速（2.6%）较2018年下降，但2019年以来邮储的手续费收入改善，且资产质量优异、拨备计提压力小，支持邮储的净利润实现两位数的增长。

图表18. 邮储2019年净利润增速提升



资料来源：万得，中银证券

图表19. 邮储2019年净利润增速绝对值居大行第一



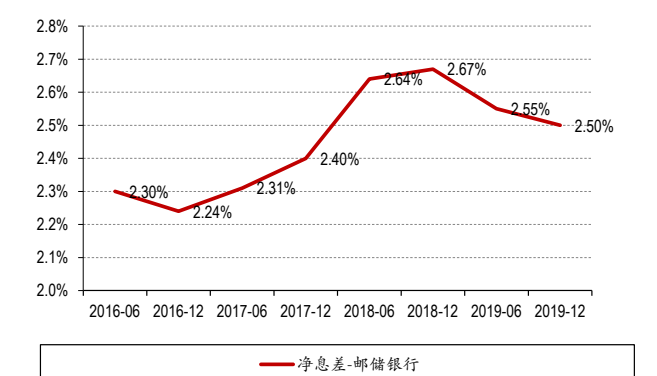
资料来源：万得，中银证券

3.1 息差高于同业，零售优势凸显

从息差表现来看，邮储银行2019年的息差为2.50%，明显高于另外五家大行。邮储较同业更高的息差水平主要得益于显著的负债端成本优势、以及资产端较高的信贷收益率。从负债端来看，负债端高存款占比（96%，2019）的特点为邮储带来低于同业的负债端成本率。资产端，尽管邮储的信贷占比低于可比同业，但信贷结构中高收益率的零售信贷占比（55%，2019）较同业高，为邮储带来高于同业平均的贷款收益率。

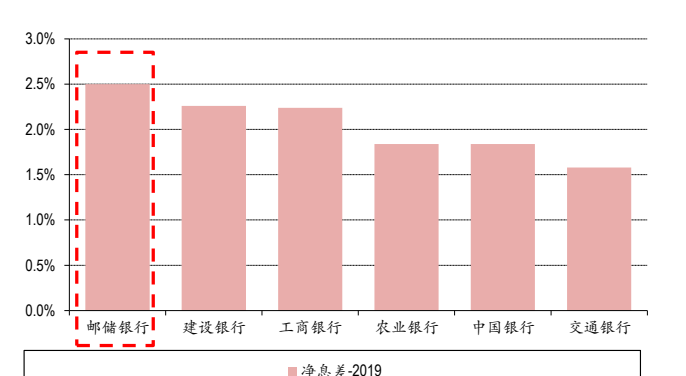
邮储的息差较另外五家大行优势明显，但从变化趋势来看，2019年邮储的息差较2018年同期回落17BP，一方面在宽资金面以及监管引导实体融资成本下降背景下，信贷收益率有所下行；另一方面，存款竞争持续背景下成本亦有所上行。展望2020年，在经济存在下行压力资产端有效需求匮乏，同时监管对利率的管控将持续，叠加LPR的深入推进，我们认为2020年邮储的资产端收益将继续下行；负债端，预计存款竞争将会持续，同时随着中西部地区居民理财意识的逐步觉醒，邮储的吸储成本存在抬升压力，预计负债端成本维持相对刚性。结合资产负债两端来看，我们预计邮储的息差较2019年将有收窄，我们判断2020年净息差较2019年下行10BP至2.4%。

图表20. 邮储息差走势



资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表21. 六大行息差比较（2019）

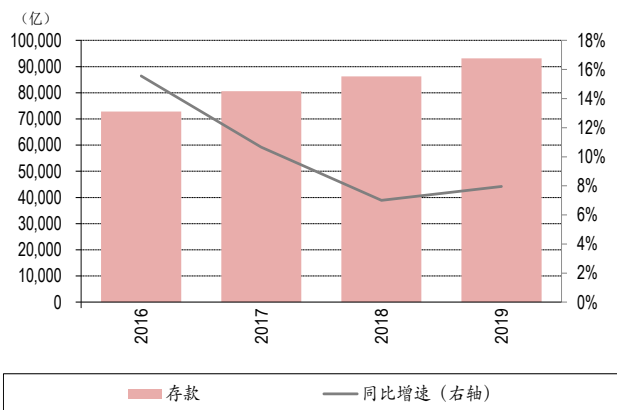


资料来源：招股说明书，万得，中银证券

■ 负债端：资金来源稳定，付息负债成本率较低

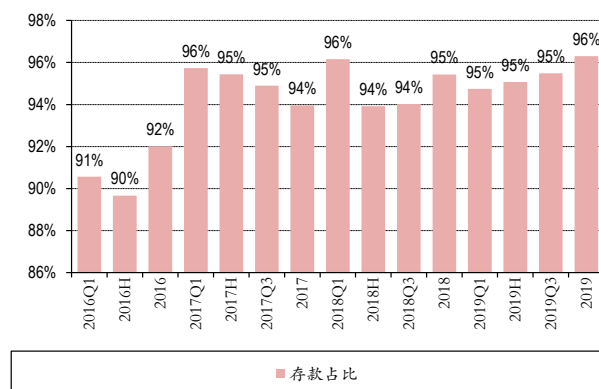
从负债端表现来看，邮储的核心存款竞争优势凸显，存款表现优异，2017年以来存款占总负债比重始终保持在95%左右的水平。与同业比较来看，邮储的存款占比显著高于另外五家大行，2019年邮储的存款占比为96%，其他大行中，存款占比最高的为工行（84%，2019）。尤其从存款结构来看，邮储的零售存款占比高（88%，2019）。我们认为邮储负债端的存款优势与其密集的网点数量、客户下沉农村和县域密不可分。展望2020年，我们认为独特“代理+自营”的运营模式下，存款竞争优势有望继续保持，负债端存款占比继续维持高位。综合考虑当前的社融和M2增速表现，我们预计邮储2020年存款增速为9%。

图表22. 邮储的存款趋势图



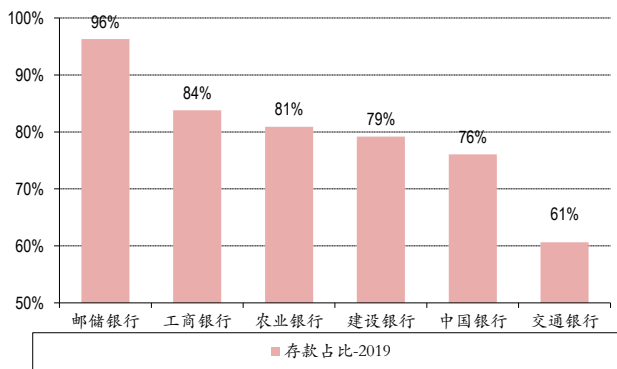
资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表23. 2017年以来邮储存款占比维持在95%左右



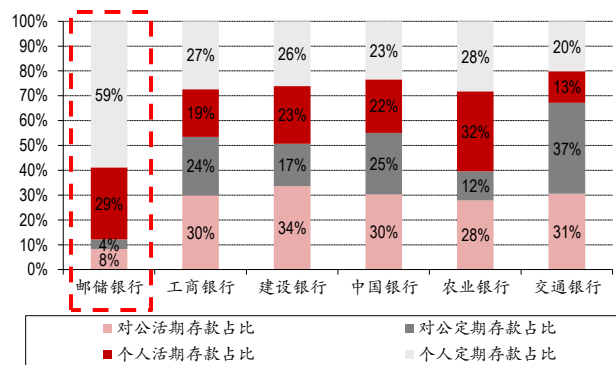
资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表24. 六大行存款占比比较 (2019)



资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表25. 六大行存款结构比较-2019



资料来源：招股说明书，万得，中银证券

与另外几家大行不同，邮储的零售定期存款成本率（2.23%，2019）低于企业定期存款成本率（2.27%，2019），我们认为主要的原因在于邮储的中西部以及县域地区客户较多，这些地区居民对金融机构的依赖度强，理财意识也相对薄弱，因此邮储的零售存款成本率也较低。但需要注意的是，随着中西部及县域地区居民理财意识的逐步加强，未来邮储零售定期存款成本将存在上行压力。

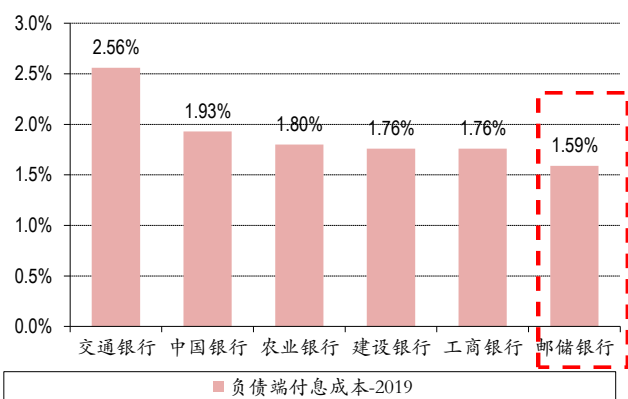
整体来看，较高的存款占比以及下沉的零售客户基础使得邮储的负债端成本率（1.59%，2019）明显低于另外几家大行（建行和工行相对低为1.76%）。

图表26. 大行存款成本率比较 (2019)

	邮储银行	工商银行	建设银行	中国银行	农业银行
对公活期存款利率	0.72%	0.77%	0.78%	0.70%	0.81%
对公定期存款利率	2.27%	2.36%	2.56%	2.81%	2.70%
个人活期存款利率	0.31%	0.40%	0.30%	0.66%	0.80%
个人定期存款利率	2.23%	2.70%	2.77%	2.68%	2.67%
存款成本率	1.55%	1.59%	1.57%	1.79%	1.59%

资料来源: 公司公告, 万得, 中银证券
注: 交行未披露活期存款成本率细项

图表27. 六大行负债端成本率的比较 (2019)



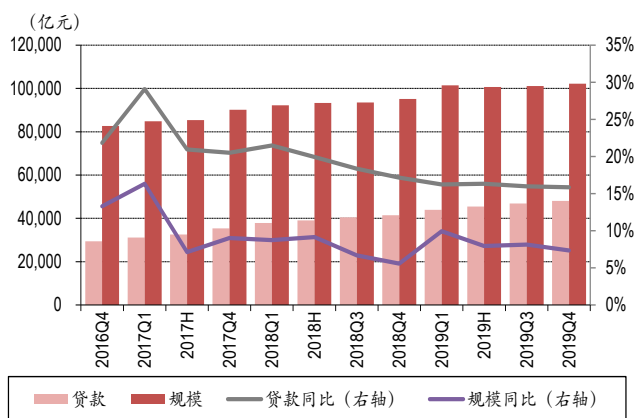
资料来源: 招股说明书, 万得, 中银证券

■ 资产端: 信贷配置力度加大, 信贷收益率居大行前列

邮储贷款业务起步晚, 分别于 2006 年、2007 年公司获批开办定期存单小额质押贷款和小额贷款业务, 2008 年获批开办对公业务。前期邮储的对公自营业务以信贷资产转让、银团贷款为主, 2009 年之后才正式开展批发业务。由于业务起步晚加上有限的自营网点数量 (代理网点不能开展贷款业务), 邮储资产端信贷投放规模不及另外几家大行, 相较于另外几家大行, 邮储资产端的信贷占比也相对较低。截至 2019 年末, 邮储的贷款/生息资产为 48%, 明显低于另外五家大行 (占比最高的为工行, 2019 年末贷款占生息资产比重为 58%)。

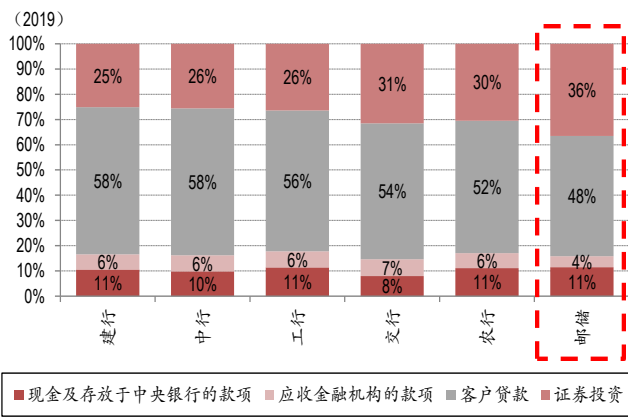
从趋势上来看, 近几年邮储资产端的信贷资源配置力度不断加大, 贷款同比增速基本维持在 15% 以上, 快于资产端的规模扩张速度, 带动信贷占比的不断提高。考虑到股东背景差异, 邮储的对公资源禀赋不及另外几家大行, 我们认为未来需要关注邮储对公信贷发力成效。

图表28. 邮储近年来资产端信贷投放力度加大



资料来源: 招股说明书, 万得, 中银证券

图表29. 六大行生息资产结构比较 (2019)

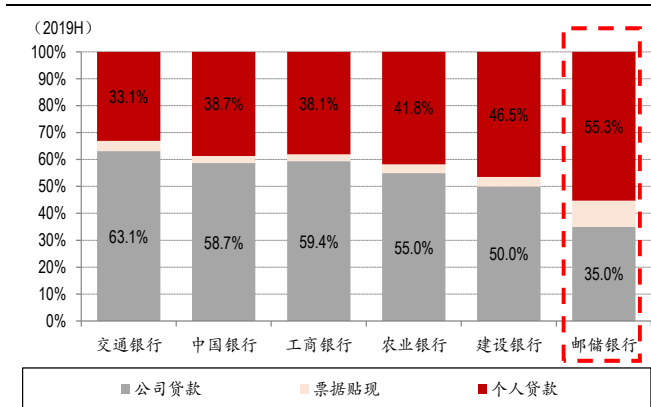


资料来源: 招股说明书, 万得, 中银证券

邮储信贷结构中零售贷款占比高于同业，且零售贷款中的住房按揭占比较低，使得邮储的信贷收益率以及生息资产收益率水平居大行前列。从信贷结构来看，邮储相较于其他大行，较高收益率的零售信贷占比更高。截至2019年末，零售信贷占比为55%，而其他几家大行的零售占比基本低于50%（仅建行和工行超40%，分别为46%、42%）。细拆零售信贷来看，邮储的按揭贷款占比（62%，2019）相对低，其他大行中，按揭占零售信贷占比最低的为交通银行（65%），最高的为建行（82%）。我们认为邮储资产端较高的零售信贷占比以及零售信贷中非按揭类占比高的结构特点贡献邮储的贷款收益率（4.83%，2019），绝对水平在六大行中仅次于交行（4.89%，2019），这也是邮储整体资产端收益率水平（4.04%）居同业前列的重要因素（与交行相同，高于另外的大行）。

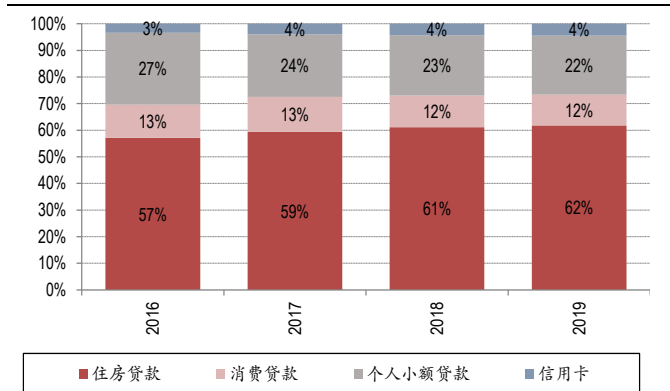
邮储信贷业务起步晚，有较大发展空间，展望2020年，我们认为邮储的贷款增速将维持较快水平，我们判断的原因如下：1）邮储A股IPO后资本金得到补充，能够更好地支持信贷业务的发展；2）自2018年起监管引导银行加强对实体经济融资的支持力度，要求2020年银行的信贷增量不得低于去年同期；我们预计邮储2020年贷款增速（17%）不低于2019年。

图表30. 六大行信贷结构比较（2019）



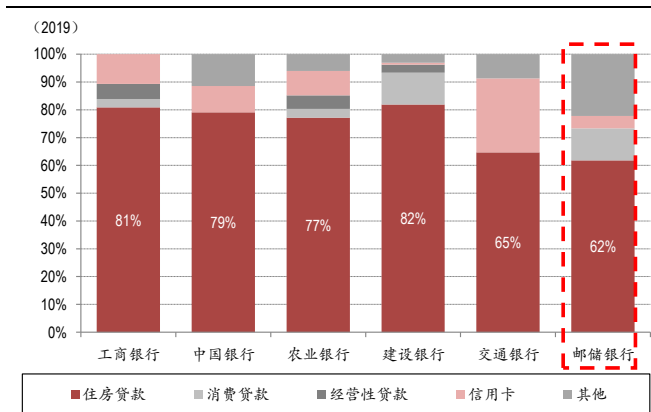
资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表31. 邮储银行零售贷款结构（2019）



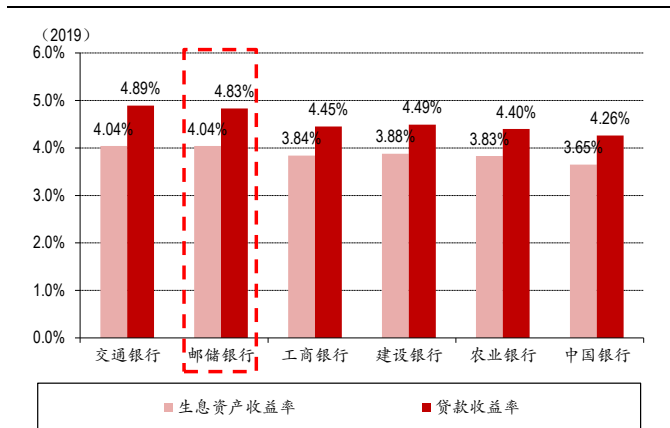
资料来源：招股说明书，公司公告，中银证券

图表32. 六大行零售贷款结构比较（2019）



资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表33. 六大行资产端收益率情况（2019）

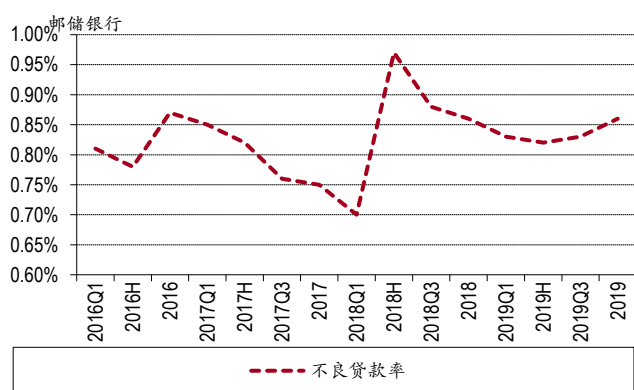


资料来源：招股说明书，万得，中银证券

3.2 资产质量表现优，拨备计提充足

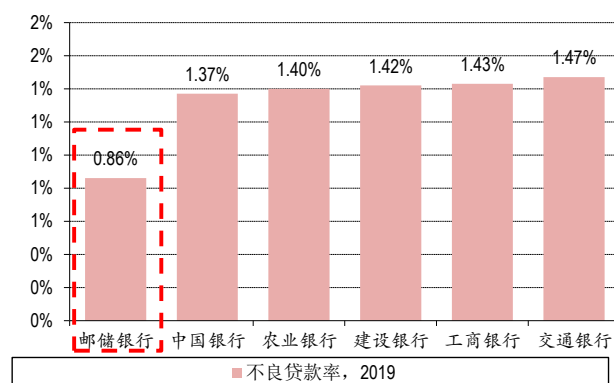
邮储对公资产质量包袱轻，不良率低于同业。资产质量方面，邮储长期的不良贷款率保持在1%以下，2019年末邮储的不良贷款率为0.86%，居六大行最低水平，另外五家大行的不良率水平在1.37%~1.47%不等。我们认为邮储较低的不良率是由于对公信贷历史资产质量包袱轻。过去受经济发展速度放缓的影响，行业的对公业务风险暴露提速，但邮储的对公业务起步晚，对公信贷不良率低于同业。2019年末邮储的对公不良率为0.89%，其余大行的对公不良率均高于1.6%。从业务比较来看，邮储的对公业务不良贷款率低于零售（0.99%，2019），而另外五大行的对公信贷不良率高于零售。

图表34. 邮储不良率低于1%



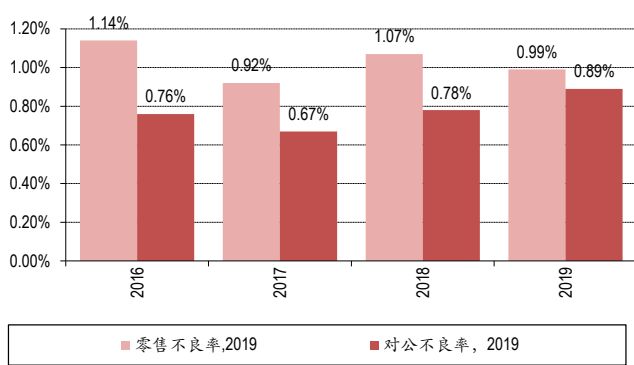
资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表35. 六大行不良率比较 (2019)



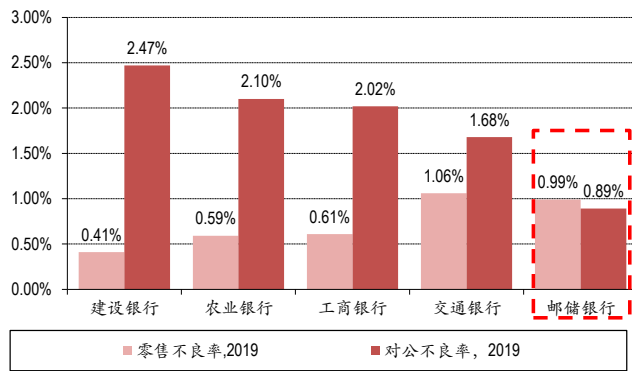
资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表36. 邮储的对公和零售贷款不良率



资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表37. 除邮储外的大行对公不良率高于零售

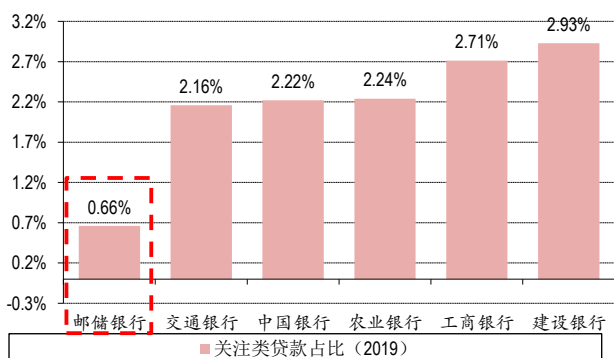


资料来源：招股说明书，万得，中银证券

注：中行未披露对公与零售不良率数据

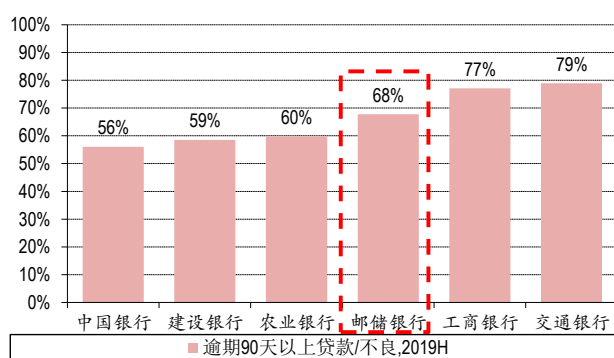
邮储不良认定较严，潜在资产质量压力相对小。邮储不良认定较严（2019年末逾期90天以上贷款/不良为68%），反映出资产质量可信度较高，与同业比较而言，农行、建行、中行的逾期90天以上偏离度在60%以下，工行高于邮储为77%。从不良前瞻性指标关注类贷款来看，2019年末邮储的关注类贷款占比为0.66%，明显低于另外五家大行（均大于2%）。根据我们期初期末口径测算，2019年邮储加回核销的不良生成率为0.48%，不良生成绝对水平保持低位，且低于另外五家大行平均（0.76%）。展望2020年，国内经济仍处于稳步下行阶段，且“新冠”疫情影响企业、个人的债务偿还能力，我们认为邮储的不良生成率预计较2019年将有提升，预计邮储2020年的不良生成率为0.6%。

图表38. 六大行关注类贷款占比 (2019)



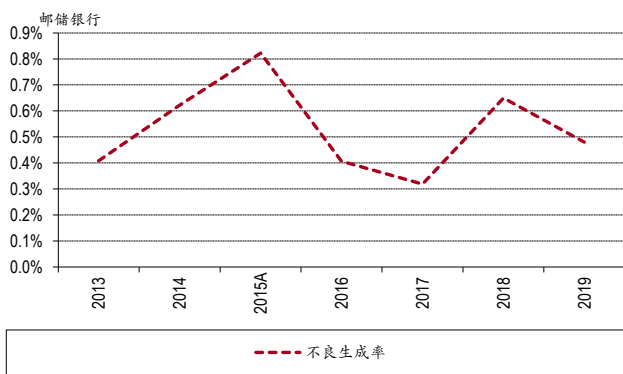
资料来源: 招股说明书, 万得, 中银证券

图表39. 六大行逾期 90 天以上贷款/不良 (2019)



资料来源: 招股说明书, 万得, 中银证券

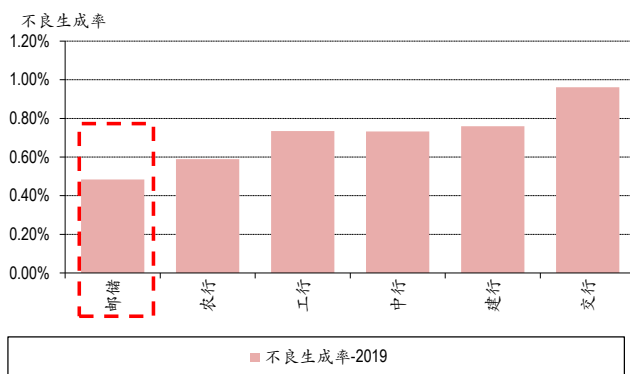
图表40. 邮储银行的不良生成率低于 1%



资料来源: 招股说明书, 万得, 中银证券

注: 不良生成率计算考虑了核销、转出、重新计量等影响

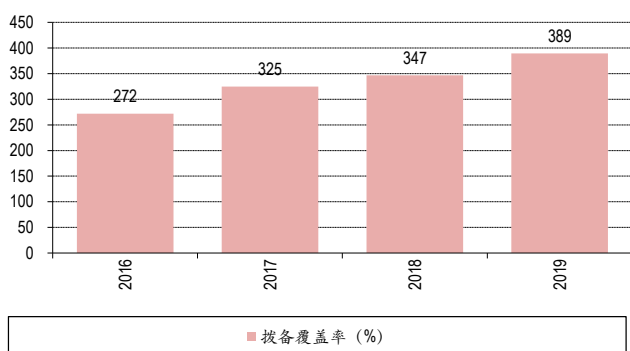
图表41. 六大行不良生成率 (2019)



资料来源: 招股说明书, 万得, 中银证券

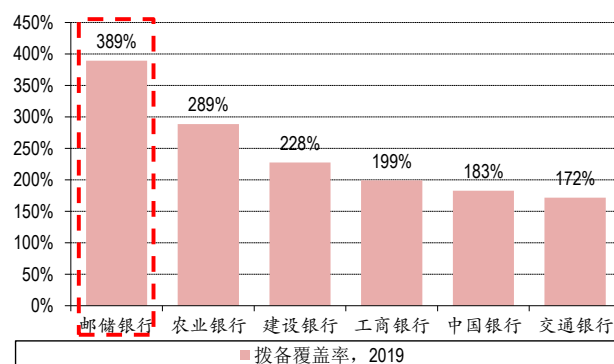
从风险抵御能力来看, 截至 2019 年末, 邮储的拨备覆盖率和拨贷比分别为 389%、3.35%, 与其他大行比较来看, 无论是拨备覆盖率亦或是拨贷比, 邮储均居前列, 显示出邮储较强的风险抵御能力。

图表42. 邮储的拨备覆盖率提升



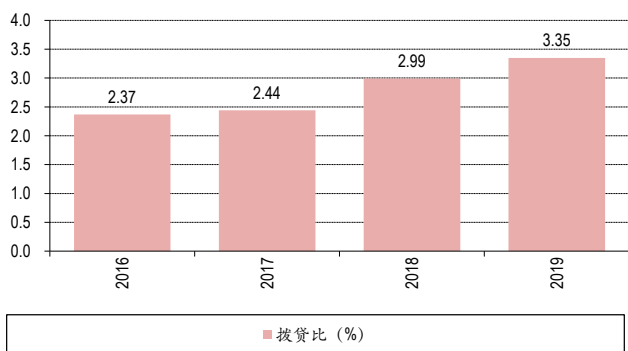
资料来源: 招股说明书, 万得, 中银证券

图表43. 六大行拨备覆盖率比较 (2019)



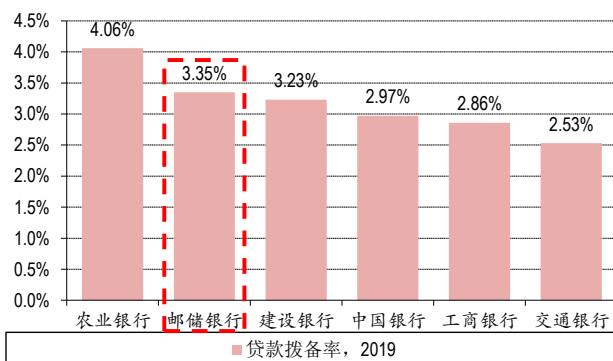
资料来源: 招股说明书, 万得, 中银证券

图表44. 邮储的拨贷比提升



资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表45. 六大行拨贷比比较（2019）



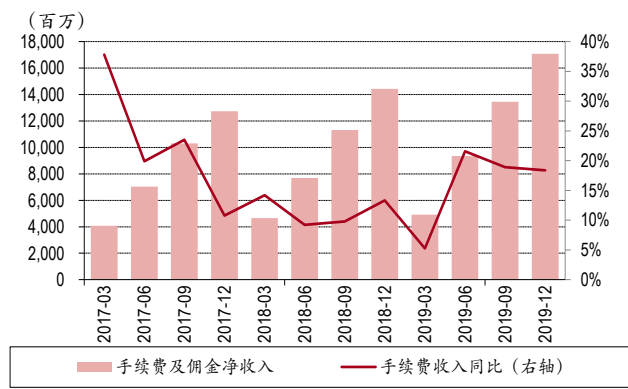
资料来源：招股说明书，万得，中银证券

3.3 收入结构有待进一步优化，成本收入比较高

■ 手续费收入占比低，收入结构有待优化

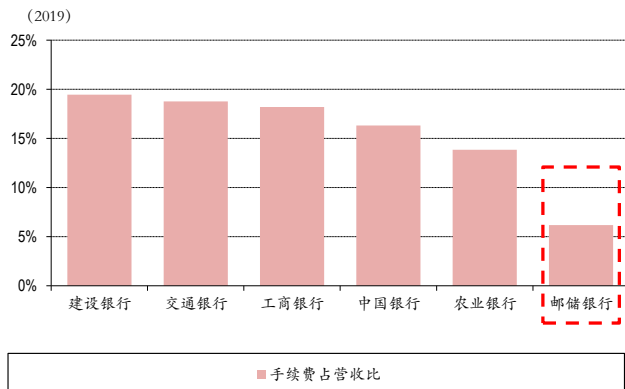
从手续费收入表现来看，2019年以来邮储的手续费收入增速改善，主要由银行卡手续费和结算、清算手续费收入带动。从结构来看，2019年银行卡业务收入以及结算清算相关手续费收入占比达69%，较2018年提升4个百分点。但与另外五家大行比较来看，邮储的手续费收入占营收比重（6.2%，2019）明显偏低。根据招股说明书，邮储的手续费收入中，代理银行创收的中间业务收入按照“谁办理谁受益”的原则进行确认，通过代理网点创收的中收需要给集团支付相关费用，影响了邮储的净手续费收入表现，邮储的收入结构多元化程度仍有改善空间。展望后续，我们认为随着公司信用卡业务的大力发展，以及理财子公司（中邮理财）的开业，中间业务收入增速有望持续保持快速增长趋势。

图表46. 2019年邮储手续费收入增速改善



资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表47. 六大行手续费占营收的比重（2019）



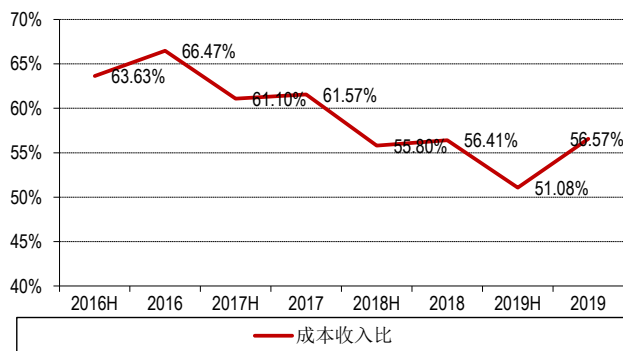
资料来源：招股说明书，万得，中银证券

■ 代理网点管理成本高，成本收入比高于其他大行

独特的代理业务模式为邮储带来庞大的客群基础以及稳定的存款资金，但与此同时，需要给代理网点支付的费用也拖累邮储的成本收入比表现。2019年，邮储的成本收入比为56.57%，高于可比同业。细拆来看，邮储需要给代理网点吸收的储蓄存款支付代理费，是造成邮储成本收入比高于可比同业的最重要因素。从业务及管理费结构来看，2019年储蓄代理费占业务管理费比重为48.6%。对于代理网点的人民币储蓄存款委托代理业务，邮储按照“固定费率、分档计费”的原则计算向集团支付储蓄代理费，即各档存款（不同期限存款）的日均余额*对应的费率总和。从不同档存款的费率来看，期限越长的存款档对应的代理费率越低。2016年以来，各档存款代理费率尚未有调整，而邮储储蓄代理费的实际综合费率从2016年以来下降，反映出代理网点吸收存款结构的变化，即长期存款的占比不断提升。短期来看，根据签订的协议，我们认为储蓄代理费率明显下调的可能性较低（费率重新协商的触发条件为未来利率环境发生重大变化时，比如最近一期四大行会计年度平均净利差相对最近一次被动调整之前十年的平均净利差波动超过24%），并且邮储的存款获取依然对代理网点较为依赖，因此预计代理费用也难有明显减少。

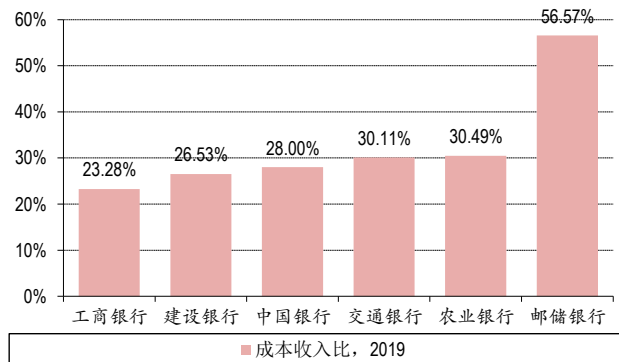
尽管短期成本收入比大幅下降的可能性低，但是从长远来看，较高的成本收入比也意味着邮储未来存在较大的改善空间。随着银行金融科技不断发展，邮储有望通过线上系统的强化来降低运营成本，并且减小对于代理网点的依赖度，以实现成本收入比的下降。邮储近年来加大金融科技方面投入，不断提升线上化运营能力，2019年邮储的金融科技相关投入占营收比重接近3%，为上市大行较高水平。我们认为随着金融科技成效的显现，2020年邮储的成本收入比将较2019年下行。

图表48. 邮储成本收入比下降



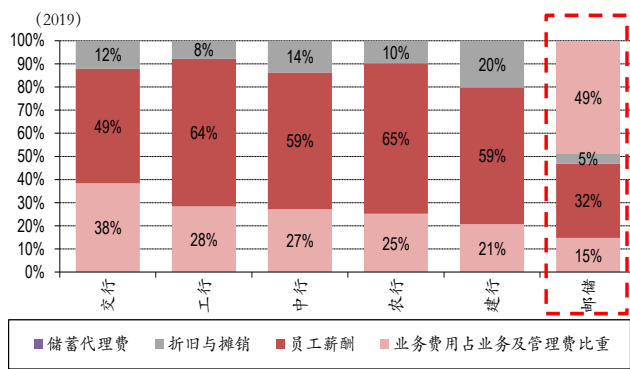
资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表49. 六大行成本收入比比较（2019）



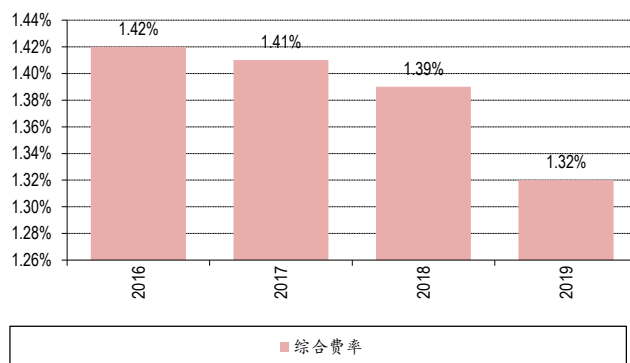
资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表50. 六大行业务管理费结构（2019）



资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表51. 邮储人民币储蓄代理费的实际综合费率



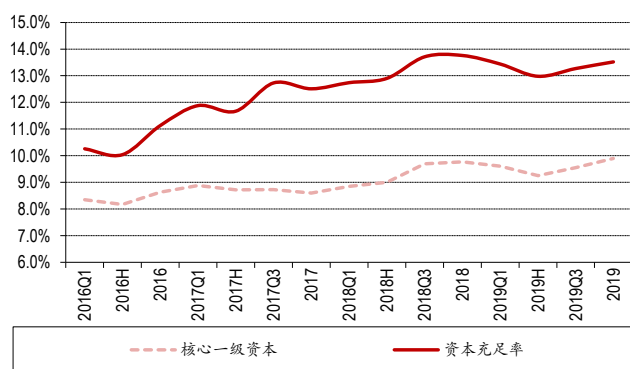
资料来源：招股说明书，万得，中银证券

注：综合费率为当年分档费率与每档储蓄存款日均余额计算得出

3.4 回 A 后资本金水平提升

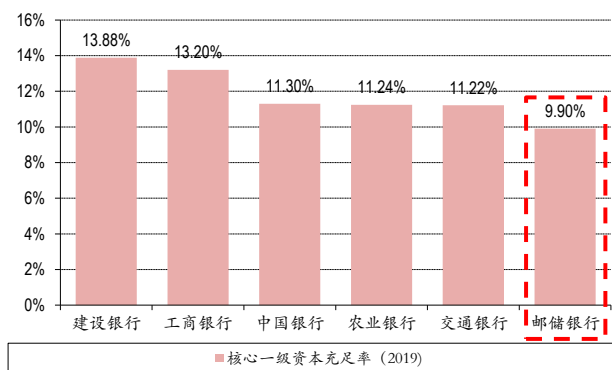
从资本金水平来看，邮储的资本充足水平低于其他大行。邮储回归 A 股市场之后，核心一级资本充足率提升，2019 年末核心一级资本充足率为 9.90%，高于监管最低要求（7.5%）。与同业比较来看，其他大行的核心一级资本充足率均在 11% 以上，但这几家大行作为国内系统重要性银行，最低的核心一级资本充足率监管要求为 8.5%，较邮储的监管要求高 1 个百分点。考虑到邮储信贷业务拓展力度的加大，我们认为邮储仍存在资本金补充需求。从内源性资本补充来看，邮储每年两位数的利润增长也有助于资本的增厚；从外源补充来看，2020 年 3 月 18 日，邮储 800 亿元永续债发行完毕，进一步增强资本实力，为业务发展奠定基础。

图表52. 邮储的资本充足率表现



资料来源：招股说明书，万得，中银证券

图表53. 六大行核心一级资本充足率比较（2019）



资料来源：招股说明书，万得，中银证券

四、盈利预测及估值分析

4.1 盈利预测

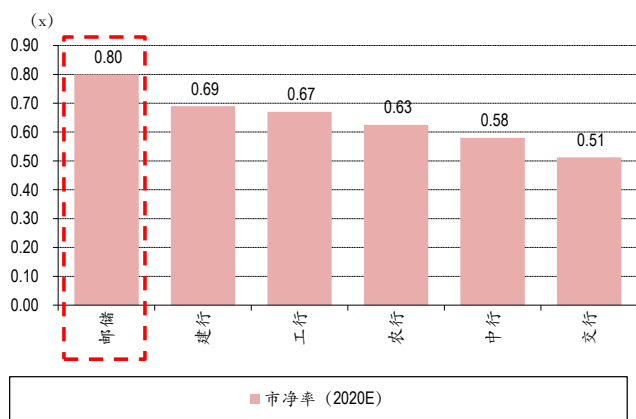
邮储银行为全国营业网点数最大、覆盖面最广的大型商业银行，具备独特的“自营+代理”运营模式，其网点数量居同业首位，覆盖了国内所有城市和 99%的县域地区。公司零售特色鲜明，具备雄厚的存款基础，且资产质量优异，盈利增速居同业前列。我们预计邮储银行 2020/2021 年 EPS 分别为 0.79/0.89 元/股，净利润增速为 13.0%/12.6% (vs2019 年 16.5%)，对应 2020/2021 年 PB 为 0.80x/0.71x，PE 为 6.62x/5.88x，目前股价对应的 2020 年股息率为 4.5%（行业和可比同业的平均股息率水平分别为 5.1%、5.5%），首次覆盖给予增持评级。作为大行中的次新股，该估值水平较同行存在 16%-56%不等的溢价，其中与网点下沉县域、负债端同样存在成本优势的农行相比，邮储的估值存在 28%的溢价水平。我们盈利预测的核心假设如下：

- **存贷款增速假设：**邮储银行 2019 年贷款同比增长 16%，考虑到：1) 邮储银行信贷业务起步晚有较大发展空间；2) 回 A 后资本金得到补充，能够更好支持信贷业务的发展；3) 自 2018 年起监管引导银行加强对实体经济的融资支持力度。由此我们认为邮储 2020/2021 年贷款增速不低于 2019 年，预计 2020/2021 年贷款增速为 17%/17%。从资产端结构来看，2020/2021 年贷款占生息资产比重将较 2019 年（48%）提升到 51%、53%。
存款方面，由于邮储客户下沉农村和县域，存款优势显著，我们认为在邮储独特的运营模式下，存款竞争优势有望继续保持。2019 年邮储的存款同比增 8%，综合考虑当前的社融和 M2 增速表现，我们预计 2020-2021 年存款增速为 9%/9%。从负债端结构来看，在这样的存款增长预测下，2020/2021 年存款占计息负债比重与 2019 年（97%）保持稳定。
- **息差假设：**邮储银行息差较另外五家大行优势明显，但从变化趋势来看，2019 年邮储的息差较 2018 年同期回落 17BP 至 2.50%，一方面在宽资金面以及监管引导实体融资成本下降情况下，资产端收益率有所下行；另一方面，存款竞争带来成本率的上行。展望 2020 年，疫情冲击下，国内经济下行压力加大，银行的有效信贷需求较 2019 年更为匮乏，同时监管加大实体融资利率的管控力度，我们认为邮储银行的资产端收益将步入下行通道；2021 年在 LPR 推进下，预计邮储银行的资产端收益率将进一步下行。负债端来看，我们认为存款市场竞争将会持续，邮储的负债端成本维持相对刚性。综合资产负债两端来看，我们预计 2020/2021 年息差较 2019 年（2.50%）收窄至 2.40%/2.30%。
- **非利息收入增长假设：**邮储银行 2018 年/2019 年净手续费和佣金净收入同比增长 13.3%/18.4%，处于低基数高增长阶段。从收入结构来看，邮储 2019 年手续费收入占营收的比重仅为 6.2%，未来仍有进一步提升空间。展望后续，我们认为随着公司信用卡业务的大力发展，以及理财子公司（中邮理财）的开业，手续费收入有望继续保持快速增长态势，预计 2020-2021 年手续费收入增速为 17%/17%，占营收比重较 2019 年（6.2%）提升至 6.9%、7.6%。
- **成本收入比假设：**2019 年邮储银行的成本收入比为 56.6%，与 2018 年（56.4%）相近，仍处于可比同业较高水平。我们预计未来随着收入的增长以及公司金融科技运营效率的提升，成本收入比有望小幅下降。但短期来看，对于占业务管理费比重较大的代理储蓄存款费用项目（48.6%，2019），其费率明显下降的可能性低，因此成本收入比弹性相对小，我们预计邮储银行 2020-2021 年的成本收入比为 54.0%/52.5%。
- **信贷成本：**邮储银行 2017-2018 年加大拨备计提力度以增强风险抵御能力，2019 年在资产质量保持优异情况下，邮储银行的信贷成本为 1.2%，较 2018 年下降约 20BP。经过前期的积累，邮储银行的拨备基础扎实，2019 年拨备覆盖率（389%）为可比同业最高。展望 2020/2021 年，在经济下行压力加大背景下，我们认为邮储银行的不良生成率将较 2019 年（0.48%）提升至 0.6%/0.6%，综合考虑风险抵御能力以及业绩稳健性，我们认为公司 2020/2021 年的信贷成本较 2019 年（1.2%）小幅下降至 1.12%、1.02%，对应拨备覆盖率为 397%/398%。
- **分红率：**邮储银行 2019 年的分红率为 30%，参考目前另外五家大行的平均分红水平，我们预计 2020/2021 年邮储银行的分红率仍将保持 30%左右。

4.2 估值分析

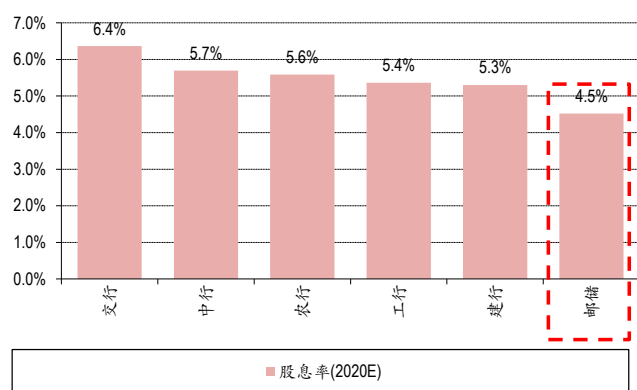
我们主要运用相对估值法，参考目前上市大行的估值水平对邮储银行进行估值。从六家大行的资产规模上来看，邮储与交行更为接近约 10 万亿，而工行、建行、中行和农行的资产规模均在 20 万亿以上；但从客群以及业务分部情况来看，邮储与农行的情况更为接近，我们认为中长期来看，邮储的合理估值水平应对标农行。根据我们预测，目前邮储银行 2020/2021 年对应 PB 分别为 0.80x/0.71x，较其他大行溢价 16%-56% 不等；较其他大行的平均估值水平（2020 年 PB 为 0.64x）溢价 24%，较农行的估值溢价约 28%。从股息率来看，目前邮储银行股价对应的 2020 年股息率为 4.5%，低于可比同业的平均股息率（5.5%）。我们认为邮储银行的溢价，主要由邮储的吸储优势、下沉县域的客群潜在更大金融服务需求、优异的资产质量表现、以及拨备厚实保证业绩稳健性所带来，首次覆盖给予增持评级。

图表54. 六大行市净率（2020E）对比



资料来源：万得，中银证券

图表55. 六大行股息率（2020E）对比



资料来源：万得，中银证券

风险提示：

业务发展情况不及预期：邮储银行业务深耕中西部，服务下沉县域，具备较大业务发展空间。今年以来邮储银行信贷业务发展力度加大，带动信贷资产占比的不断提升。未来如果中西部区域经济发展态势不及预期，对公、零售信贷业务发展缓慢，可能导致邮储业绩的不及预期。

经济下行导致资产质量超预期下行：银行作为顺周期行业，行业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。1季度突如其来的疫情对国内经济带来短暂冲击，同时海外疫情蔓延，短期拐点难以确定。如果国内经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.60	0.70	0.79	0.89	1.00
BVPS (摊薄/元)	5.26	5.75	6.53	7.42	8.39
每股股利	0.15	0.21	0.24	0.27	0.30
分红率(%)	22.79	30.01	30.01	30.01	30.01
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	4,277	4,975	5,821	6,810	7,968
证券投资	3,395	3,680	3,864	4,057	4,260
应收金融机构的款项	666	445	445	445	445
生息资产总额	9,413	10,088	11,094	12,347	13,784
资产合计	9,516	10,217	11,235	12,504	13,959
客户存款	8,627	9,314	10,152	11,066	12,062
计息负债总额	8,953	9,583	10,436	11,366	12,381
负债合计	9,041	9,672	10,618	11,809	13,180
股本	81	86	87	87	87
股东权益合计	474	544	616	694	778
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	234.12	240.22	250.50	265.66	289.70
净手续费及佣金收入	14.43	17.09	19.99	23.39	27.36
营业收入	260.62	276.38	289.56	308.11	336.13
营业税金及附加	(1.84)	(2.00)	(2.09)	(2.23)	(2.43)
拨备前利润	108.92	119.14	132.46	145.49	163.63
计提拨备	(55.43)	(55.40)	(60.46)	(64.42)	(72.41)
税前利润	53.49	63.75	72.01	81.07	91.22
净利润	52.31	60.93	68.83	77.49	87.20
资产质量					
NPL ratio(%)	0.86	0.86	0.88	0.88	0.88
NPLs	36.89	42.84	51.22	59.93	70.12
拨备覆盖率(%)	347	389	397	398	395
拨贷比(%)	2.98	3.35	3.49	3.50	3.47
一般准备/风险加权资(%)	2.96	3.36	3.72	3.92	4.08
不良贷款生成率(%)	0.65	0.48	0.60	0.60	0.60
不良贷款核销率(%)	(0.41)	(0.36)	(0.44)	(0.46)	(0.46)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理 (%)					
贷款增长率	17.83	16.31	17.00	17.00	17.00
生息资产增长率	5.98	7.18	9.97	11.29	11.64
总资产增长率	5.59	7.36	9.97	11.29	11.64
存款增长率	7.00	7.96	9.00	9.00	9.00
付息负债增长率	6.90	7.04	8.90	8.92	8.93
净利息收入增长率	24.46	2.61	4.28	6.05	9.05
手续费及佣金净收入增	13.32	18.37	17.00	17.00	17.00
营业收入增长率	16.28	6.05	4.77	6.41	9.09
拨备前利润增长率	39.91	9.38	11.18	9.83	12.47
税前利润增长率	4.65	19.18	12.96	12.58	12.52
净利润增长率	9.71	16.48	12.96	12.58	12.52
非息收入占比	5.54	6.18	6.90	7.59	8.14
成本收入比	56.49	56.66	54.00	52.50	51.00
信贷成本	1.40	1.20	1.12	1.02	0.98
所得税率	2.06	4.25	4.25	4.25	4.25
盈利能力 (%)					
NIM	2.67	2.50	2.40	2.30	2.25
拨备前 ROAA	1.18	1.21	1.23	1.23	1.24
拨备前 ROAE	24.06	23.40	22.84	22.22	22.24
ROAA	0.56	0.62	0.64	0.65	0.66
ROAE	12.92	13.21	12.94	12.77	12.68
流动性 (%)					
分红率	22.79	30.01	30.01	30.01	30.01
贷存比	49.58	53.41	57.33	61.54	66.06
贷款/总资产	44.95	48.69	51.81	54.46	57.08
债券投资/总资产	35.67	36.02	34.39	32.45	30.52
银行同业/总资产	7.00	4.36	3.96	3.56	3.19
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	9.77	9.90	9.89	9.78	9.66
资本充足率	13.76	13.52	13.17	12.73	12.30
加权风险资产-一般法	4,316	4,970	5,465	6,082	6,790
% RWA/总资产(%)	45.36	48.64	48.64	48.64	48.64

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 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 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 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 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 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 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 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