

邮储银行 (601658)

核心管理层优秀，发展潜力大

证券研究报告

2021年05月14日

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	5.36元
目标价格	7.77元

基本数据

A股总股本(百万股)	72,527.80
流通A股股本(百万股)	11,274.46
A股总市值(百万元)	388,749.01
流通A股市值(百万元)	60,431.11
每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	93.72
一年内最高/最低(元)	6.46/4.47

作者

郭其伟 分析师
SAC执业证书编号: S1110521030001

朱于歆 分析师
SAC执业证书编号: S1110518090006
zhuyuxin@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《邮储银行-公司点评:牵手互联网,发力大零售,零售新龙头崛起》 2021-02-18
- 2 《邮储银行-公司点评:业绩大超预期,拨备继续增厚》 2021-01-08
- 3 《邮储银行-半年报点评:资产质量优异,拨备继续增厚》 2020-09-01

事件: 4月30日晚, 邮政储蓄银行披露21年一季度业绩: 营收773.30亿元, YoY +7.15%; 归母净利润212.01亿元, YoY +5.51%, 年化加权平均ROE为14.80%, 同比减少0.97个百分点。资产规模11.96万亿元, 不良贷款率0.86%。20年营收2862.02亿元, YoY +3.39%; 归母净利润641.99亿元, YoY +5.36%, 年化加权平均ROE为11.84%, 同比减少1.26个百分点。截至20年末, 资产规模11.4万亿元, 不良贷款率0.88%。

点评:

营收增速平稳, 净利润回升明显。 1Q21 邮储银行营收773.30亿元, 同比增速7.15%, 较20年回升3.76pct。1Q21 邮储银行归母净利润212亿元, 同比增速5.51%, 较20年基本持平。20年邮储银行营收2862亿元, 同比增速3.39%, 较3Q20回升0.5pct。20年邮储银行归母净利润642亿元, 同比增速+5.36%, 较3Q20提升8.02%, 在前三季度净利润同比负增长的情况下得以转正。主要是由于贷款规模大幅增长, 同时拨备计提力度减弱。

净息差趋于平稳。 邮储银行1Q21净息差为2.40%, 较20年下降2BP, 与1Q20比降低6BP, 降幅收窄。邮储银行2020年净息差为2.42%, 较3Q20上升2BP, 与2019年比降低11BP。受资产端利率下降影响。考虑到疫情影响仍在持续, 且20年LPR下调, 21年部分存量贷款重定价, 资产定价或平稳; 21年货币政策回归中性, 但央行整顿互联网存款, 减缓存款竞争压力, 负债成本或平稳, 预计21年净息差水平维持平稳。

个贷利率上升。 邮储银行1Q21计息负债率为1.59%, 环比下降2BP, 20年计息负债成本率为1.61%, 同比增加2BP。1Q21生息资产收益率为3.97%, 环比持平, 20年生息资产收益率为3.97%, 较2019年降低10BP。20年个人贷款平均收益率为5.50%, 较19年提升7BP, 收益率较高的个人贷款占比依旧存在提升趋势, 资产结构调整有利于公司提升生息资产收益率。

资产质量保持优异。 公司1Q21不良贷款率为0.86%, 较20年末下降2BP。20年末不良贷款率为0.88%, 与三季度末持平, 较20年中报下降1BP, 稳定的不良贷款率表明公司具备较强的风险管控能力。20年不良净生成率为0.42%, 较20年中报降低6BP; 与19年相比, 只高出1BP。在疫情负外部冲击下, 公司积极管控不良资产, 不良资产增幅适度。

投资建议: 核心管理层优秀, 发展潜力大

邮储银行作为以零售业务为主导的国有银行, 资产质量稳定且保持优异, 经营稳健、资产结构合理, 业绩表现稳步提高, 抵御经济周期能力较强, 潜力大。邮储银行董事长张金良深耕银行业二十余载, 拥有极为丰富的管理经验, 到任以后为邮储银行带来了更市场化的机制。因邮储银行20年业绩超预期, 我们将邮储银行21-22年业绩增速预测由8.2%/14.6%调整为10.5%/11.4%, 维持1.1倍21PB目标估值, 对应7.77元/股。维持“买入”评级。

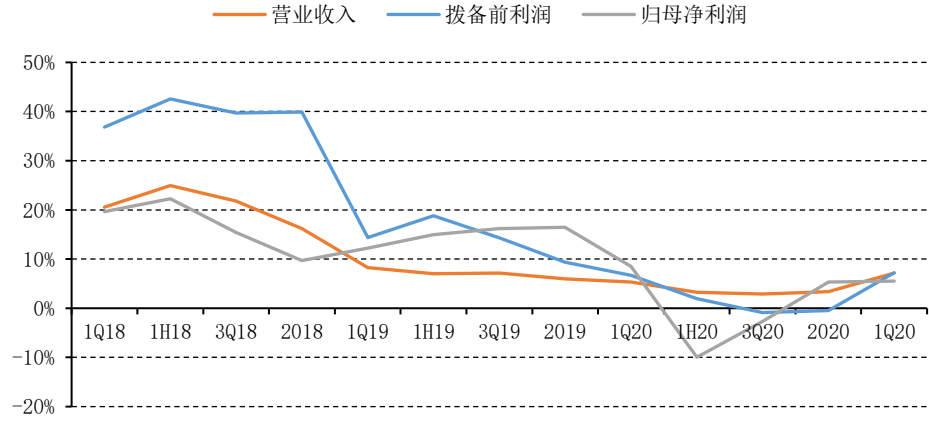
风险提示: 监管趋严超预期; 经济超预期下行, 资产质量显著恶化等。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	2768.09	2862.02	3150.84	3436.09	3809.93
增长率(%)	6.0	3.4	10.1	9.1	10.9
归属母公司股东净利润(亿元)	609.33	641.99	709.68	790.38	885.78
增长率(%)	16.5	5.4	10.5	11.4	12.1
每股收益(元)	0.71	0.74	0.77	0.86	0.96
市盈率(P/E)	7.44	7.13	6.85	6.15	5.49
市净率(P/B)	0.91	0.84	0.75	0.67	0.60

资料来源: wind, 天风证券研究所

营收增速平稳，净利润回升明显。4月30日晚公司发布2021年一季报。2021年一季度归母净利润同比增速为5.51%，利润同比增速较20年基本持平。2020年归母净利润同比增速为5.36%，利润同比增速较三季度上升8.02pct。主要是因为贷款规模大幅增长，同时拨备计提力度减弱；净息差对业绩有所拖累。1Q21营业收入和拨备前利润分别同比增长7.15%和7.21%，增速分别较20年末上升3.75%和7.70%。2020年营业收入和拨备前利润分别同比增长3.39%和-0.49%，增速分别较三季度上升64BP和38BP。

图1：邮储银行20年营收增速平稳，净利润回升明显



资料来源：定期财报，天风证券研究所

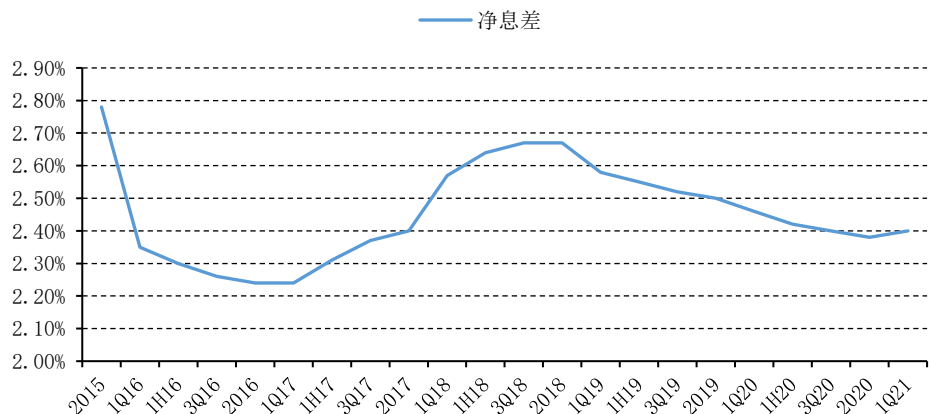
表1：邮储银行累积同比业绩增长拆分

	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19	2019	1Q20	1H20	3Q20	2020	1Q21
规模增长	7.97%	7.56%	8.47%	7.22%	7.45%	6.89%	7.29%	7.75%	8.60%	9.54%	11.01%
息差扩大	19.33%	16.90%	2.59%	-0.57%	-4.36%	-4.29%	-2.90%	-4.50%	-4.57%	-4.07%	-4.05%
非息收入	-5.50%	-8.28%	-2.79%	0.37%	4.06%	3.19%	0.97%	-0.02%	-1.14%	-1.99%	0.21%
成本	17.90%	23.74%	6.12%	11.79%	7.19%	3.59%	1.34%	-1.27%	-3.77%	-3.98%	0.05%
拨备	-29.4%	-35.2%	-4.82%	0.21%	2.44%	9.80%	2.76%	-13.1%	-1.8%	7.3%	-0.32%
税收	5.11%	5.15%	2.71%	-4.05%	-0.45%	-2.66%	-1.07%	1.16%	0.01%	-1.51%	-0.81%

资料来源：定期财报，天风证券研究所

净息差趋于平稳。1Q21净息差为2.40%，较20年下降2BP，较1Q20年降低6BP，降幅收窄。1Q21年净利差为2.34%，较20年末下降2BP，较1Q20降低7BP。2020年净息差为2.42%，较3Q20上升2BP，与2019年比降低11BP。2020年净利差为2.36%，较3Q20提升1BP，较2019年比降低12BP。考虑到疫情影响仍在持续，且20年LPR下调，21年部分存量贷款重定价，资产定价或平稳；21年货币政策回归中性，但央行整理互联网存款，减缓存款竞争压力，负债成本或平稳，预计21年净息差水平维持平稳。

图2：邮储银行净息差保持稳定



资料来源：定期财报，天风证券研究所

负债端个人定期存款增幅显著。1Q21 计息负债率为 1.59%，环比下降 2BP，2020 年计息负债成本率同比增加 2BP 到 1.61%，基本保持稳定。2020 年存款利率同比增加 4BP 到 1.59%，主要是个人定期存款的大幅增长。20 年末个人定期存款规模同比增长 10.81%，且个人定期存款平均成本率增加了 2BP，其贡献的利息支出增量占比达到 92.67%。公司 20 年末个人定期存款占总存款的比例达到 57.86%，同比增加 1.1pct。随着同业利率收紧，同业负债对成本改善的效果减少，公司在存款定价上的竞争优势会得到进一步地体现。

表 2：邮储银行计息负债累计平均余额、利息支出与平均利率变化表（百万元）

	平均余额			利息支出			负债成本率		
	2020	2019	增幅	2020	2019	增量占比	2020	2019	差额
客户存款	9,743,427	9,001,335	8.24%	154,793	139,918	100.10%	1.59%	1.55%	0.04%
公司定期	374,730	376,395	-0.44%	9,177	8,529	4.36%	2.45%	2.27%	0.18%
公司活期	843,387	803,581	4.95%	5,797	5,774	0.15%	0.69%	0.72%	-0.03%
公司客户存款	1,218,117	1,179,976	3.23%	14,974	14,303	4.52%	1.23%	1.21%	0.02%
个人定期	5,849,364	5,278,666	10.81%	131,551	117,780	92.67%	2.25%	2.23%	0.02%
个人活期	2,675,946	2,542,693	5.24%	8,268	7,835	2.91%	0.31%	0.31%	0.00%
个人客户存款	8,525,310	7,821,359	9.00%	139,819	125,615	95.59%	1.64%	1.61%	0.03%
同业存款	251,976	207,514	21.43%	4,425	4,637	-1.43%	1.76%	2.23%	-0.47%
应付债券	99,409	90,302	10.09%	3,417	3,459	-0.28%	3.44%	3.83%	-0.39%
总付息负债	10,108,672	9,299,151	8.71%	162,874	148,014	100.00%	1.61%	1.59%	0.02%

资料来源：定期财报，天风证券研究所

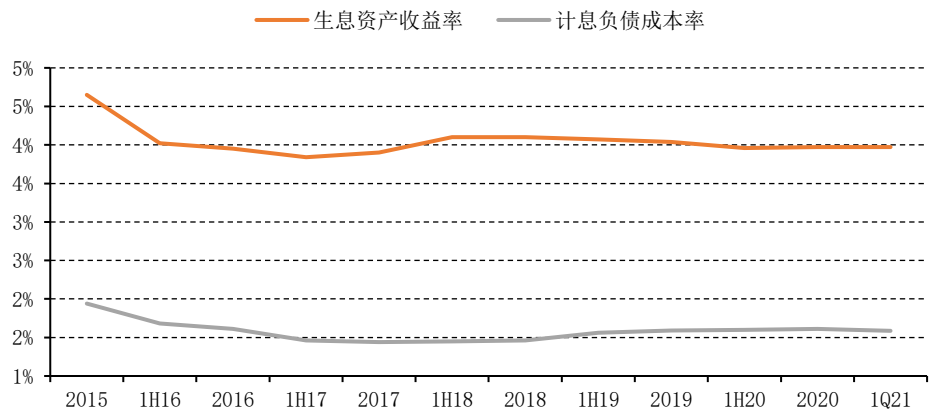
资产端个人贷款占比最大，收益率有望提升。1Q21 生息资产收益率 3.97%，环比持平，2020 年生息资产收益率较 2019 年降低 10BP 到 3.97%。2020 年贷款利率同比降低 13BP 到 4.75%。20 年个人贷款平均收益率为 5.50%，较 19 年提升 7BP。20 年个人贷款平均规模为 3.01 万亿，同比增长 19.25%，其贡献的利息收入增量占比达到 101.22%。20 年个人贷款收益率高出公司贷款收益率 1.38%，邮储银行作为以零售业务为主导的国有银行，其个人贷款占比依旧存在提升趋势，资产结构调整有利于公司提升生息资产收益率。

表 3：邮储银行生息资产平均余额和平均利率变化表（百万元）

	平均余额			利息收入			平均收益率		
	2020	2019	增幅	2020	2019	增量占比	2020	2019	差额
贷款	5,411,670	4,655,906	16.23%	256,955	227,324	115.96%	4.75%	4.88%	-0.13%
公司贷款	1,909,038	1,671,447	14.21%	78,584	72,665	23.16%	4.12%	4.35%	-0.23%
票据贴现	489,965	458,181	6.94%	12,794	14,947	-8.43%	2.61%	3.26%	-0.65%
个人贷款	3,012,667	2,526,278	19.25%	165,577	139,712	101.22%	5.50%	5.43%	0.07%
投资	3,479,598	3,318,424	4.86%	126,233	126,293	-0.23%	3.63%	3.81%	-0.18%
存放中央银行款项	1,086,652	1,106,858	-1.83%	17,655	17,784	-0.50%	1.62%	1.61%	0.01%
同业贷款	498,650	523,770	-4.80%	15,409	19,299	-15.22%	3.09%	3.68%	-0.59%
总生息资产	10,476,570	9,604,958	9.07%	416,252	390,700	100.00%	3.97%	4.07%	-0.10%

资料来源：定期财报，天风证券研究所

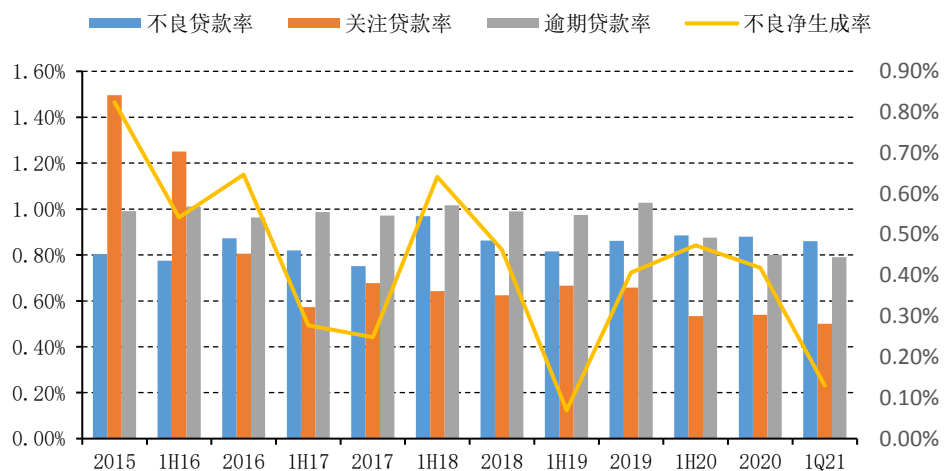
图 2：邮储银行生息资产收益率与计息负债成本率



资料来源：定期财报，天风证券研究所

资产质量保持优异。1Q21 不良贷款率 0.86%，较 20 年末下降 2BP；公司 20 年末不良贷款率为 0.88%，与三季度末持平。公司不良贷款率自 2018 年以来基本保持在同一区间，较为稳定的不良贷款率表明公司具备较强的风险管控能力。而 1Q21 母公司不良率与关注率之和为 1.36%，较 20 年末下降 6BP，20 年末母公司不良率与关注率之和为 1.42%，较 19 年末下降 10BP。1Q21 关注类贷款占比 0.50%，较上年末下降 0.04BP，20 年末关注类贷款占比 0.54%，低于往年同时刻水平。1Q21 逾期类贷款占比 0.79%，较 20 年末 0.80% 下降 1BP。邮储银行资产质量整体变化不大，关注类贷款占比降低使得正常类贷款所占比例有所提升。公司 20 年不良净生成率为 0.48%，较 20 年中报提升 1BP；与 19 年末相比，上升 7BP。在疫情负外部冲击下，公司积极管控不良资产，不良资产增幅适度。

图 4：邮储银行 20 年整体资产质量保持优异

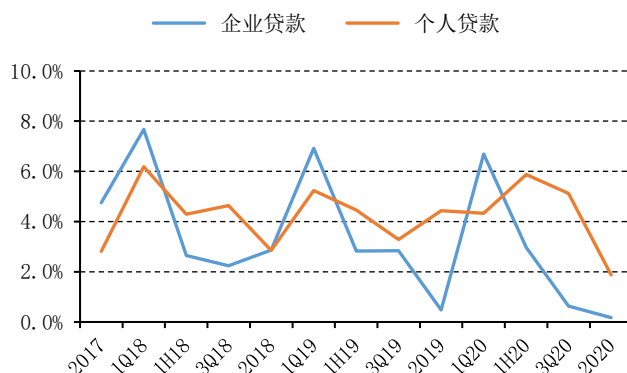


资料来源：定期财报，天风证券研究所

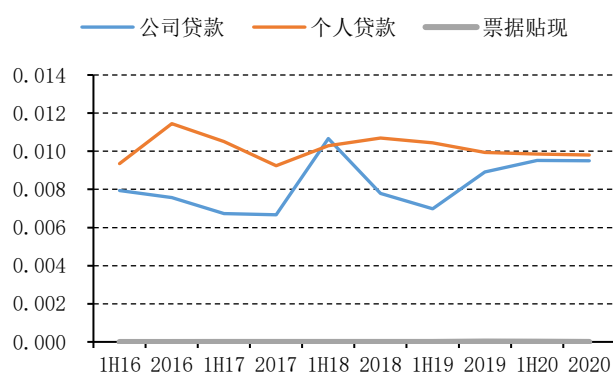
分产品看，公司流动资金贷款不良率仍处于高点，但贷款构成有所调整。邮储银行对公一般性贷款、零售贷款的不良率分别为 0.95%和 0.99%；对比 20 年中报，零售贷款不良率下降 1BP、对公贷款不良率持平。可以看到邮储银行公司贷款不良率在 19 年末之后出现较大幅增长，20 年末与 1H20 相比则稳中有降。而邮储银行的个人贷款增长率即使在疫情中也处于下降态势，自 18 年开始已经下降了 17BP。其中个人小额贷款在个人贷款中贡献最大的不良比率，这部分贷款受疫情冲击极大，其不良率有望在疫情后进一步回落。另外，公司资产结构更为合理，按照季度环比增长率来看，个人贷款自 2019 年之后增速高于企业贷款。个人贷款占比增加，且其不良率处于稳中有降的态势，这使得邮储银行整体不良率基本保持稳定，且在疫情后存在进步一降低的空间。

图 5：邮储银行 2020 年分产品不良贷款，公司流动贷款占比 33%。

图 6：邮储银行分产品不良贷款率，个人贷款不良率降至 0.98%。



资料来源：定期财报，天风证券研究所



资料来源：定期财报，天风证券研究所

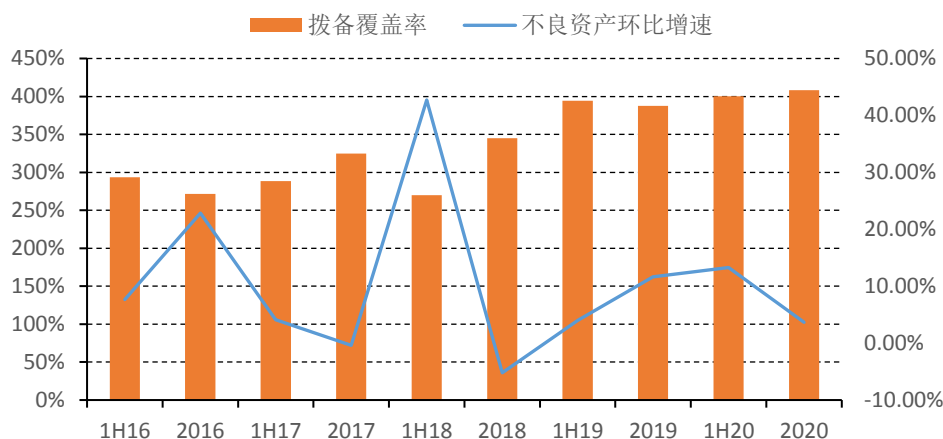
表 4：邮储银行 2020 年分产品不良贷款，公司流动贷款占比 33% (百万元)

	期末余额	占比	不良贷款率
公司类贷款	18,649	37.03	0.95
流动资金贷款	16,716	33.19	2.21
票据贴现	10	0.02	0.00
个人贷款	31,708	62.95	0.98
个人住房贷款	9,044	17.95	0.47
个人其他消费贷款	5,182	10.29	1.18
个人小额贷款	14,832	29.45	2.00
信用卡透支及其他	2,650	5.26	1.83
合计	50,367	100.00	0.88

资料来源：定期财报，天风证券研究所

拨备覆盖率保持高水平，不良资产增速降低。邮储银行 1Q21 拨备覆盖率 416.98%，较 20 年末上升 8.92 pct，处于近年来最高值；20 年末拨备覆盖率为 408.06%，邮储银行贷款损失准备金计提充足。20 年公司清处不良资产 379.24 亿元，同比增长 27.26%。不良资产 20 年下半年环比增速 3.65%，比上半年增速降低 9.6pct，不良资产增速回降，资金压力较小。

图 7：邮储银行拨备覆盖率及不良资产环比增速

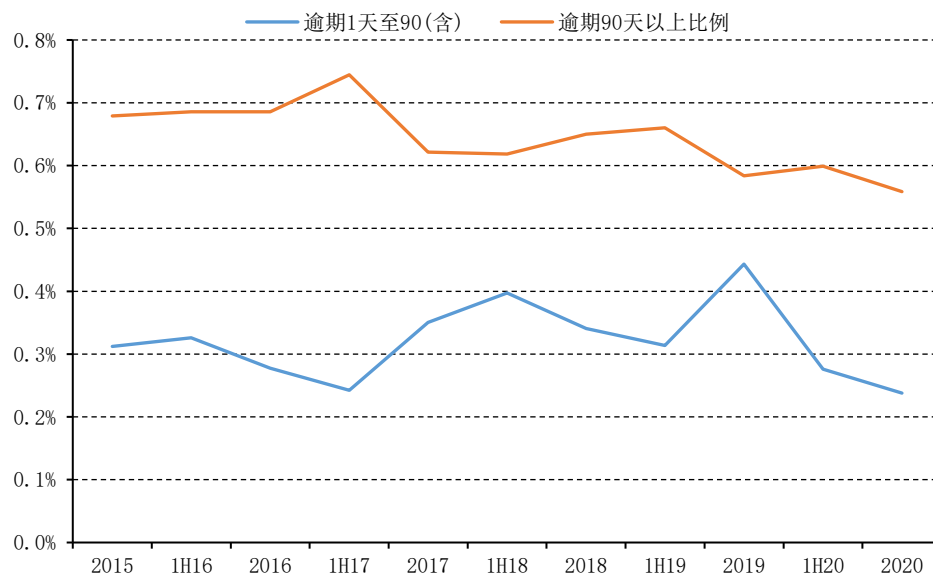


资料来源：定期财报，天风证券研究所

延期还本付息贷款占比减小。20 年末邮储银行逾期 90 天以上贷款占比为 0.56%，比 1H20 降低了 4BP，比 19 年末降低了 3BP。20 年下半年相关客户还款能力开始恢复，还本付息贷款占比减小。20 年末延期贷款占总贷款的比例只有 0.80%。20 年末不良率与关注率之和为 1.42%，这三者加总的隐含风险资产占比只有 2.22%，而目前公司的贷款拨备率为 3.6%。

所以目前计提的拨备相对于潜在损失是充足的，公司的资产质量有较高保障。

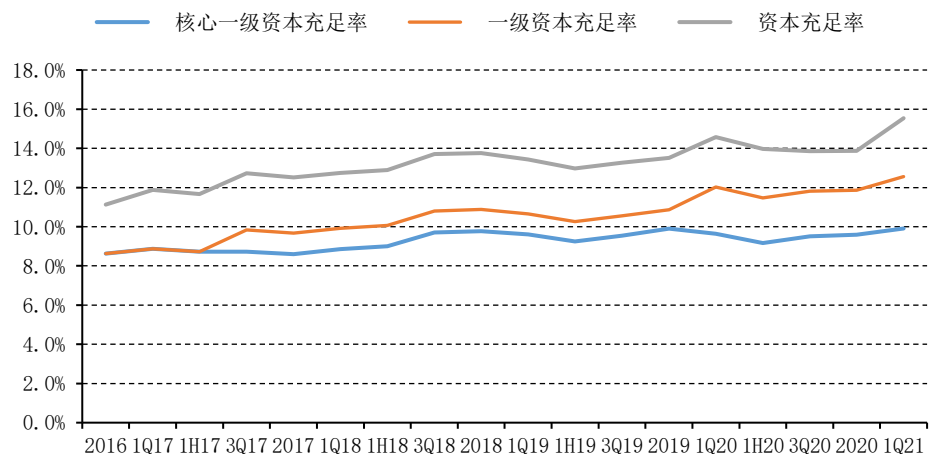
图 8：邮储银行延期还本付息贷款占比减小



资料来源：定期财报，天风证券研究所

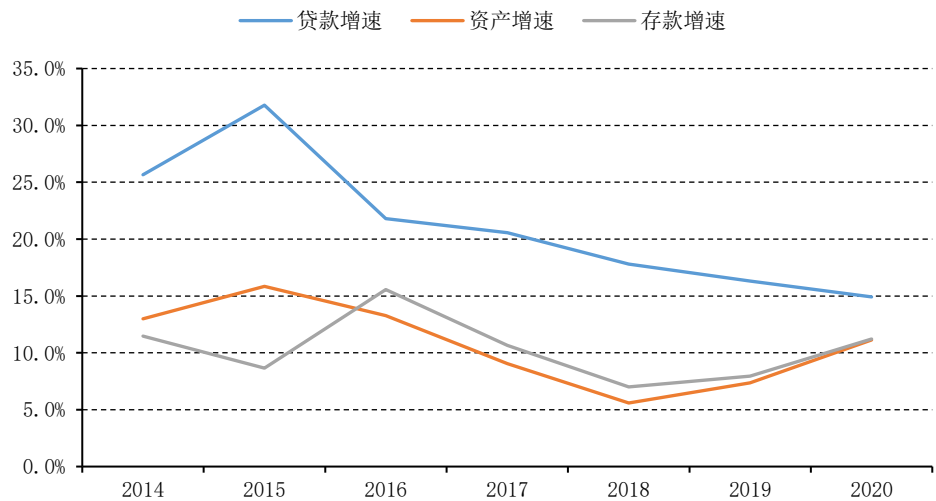
资本充足率稳步提升。邮储银行 1Q21 核心一级资本充足率为 9.91%，较 20 年末提升 31BP，较 3Q20 提升 40BP。1Q21 资本充足率为 14.54%，环比提升 0.66pct。20 年末核心一级资本充足率为 9.60%，较 3Q20 提升 9BP，较 1H20 提升 43BP，保持在较高水平。20 年末资本充足率为 13.88%，环比提升 2BP。此外，邮储银行贷款增速与资产增速呈现下降状态，但贷款增速高于存款增速。较低的贷款增速以及净利润增长利于公司保持更充足的资金。

图 9：邮储银行资本充足率保持较高水平 (%)



资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 10：邮储银行存、贷款以及资产同比增速



资料来源：定期财报，天风证券研究所

获批筹建直销银行，扩充下沉市场。2019年12月21号，邮储银行收到了银保监会的正式批复，筹建直销银行“邮惠万家”，这是国有大行的第一家，目前仍处于筹建阶段。邮储银行在三农领域、深耕多年，有深厚的基础。作为国有企业，邮储银行承担了普惠金融、服务乡村等许多社会责任。其直销银行具有差异化优势：一是可以与邮储银行既有网点充分协同。邮储银行有近4万个网点，遍布城乡，深度下沉，在电商、快递等场景有丰富的应用；通过线上运营与线下触达相结合的方式，使直销银行业务进入下沉市场。二是与其他平台充分协作。公司管理层介绍“邮惠万家”银行已经与数家战略合作者在开发具体服务“三农”的金融产品，利用科技和平台的力量，把金融的服务深入到场景中去、融入到下沉市场。

投资建议：核心管理层优秀，发展潜力大

邮储银行作为以零售业务为主导的国有银行，资产质量稳定且保持优异，经营稳健、资产结构合理，业绩表现稳步提高，抵御经济周期能力较强，潜力大。邮储银行董事长张金良深耕银行业二十余载，拥有极为丰富的管理经验，到任以后为邮储银行带来了更市场化的机制。因邮储银行20年业绩超预期，我们将邮储银行21-22年业绩增速预测由8.2%/14.6%调整为10.5%/11.4%，维持1.1倍21PB目标估值，对应7.77元/股。维持“买入”评级。

财务预测摘要

人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						收入增长					
净利息收入	2402	2534	2832	3099	3452	净利润增速	16.5%	5.4%	10.5%	11.4%	12.1%
手续费及佣金	171	165	173	182	191	拨备前利润增速	8.5%	0.1%	14.6%	13.0%	12.0%
其他收入	195	163	145	156	167	税前利润增速	19.2%	6.9%	13.4%	11.4%	12.1%
营业收入	2768	2862	3151	3436	3810	营业收入增速	6.0%	3.4%	10.1%	9.1%	10.9%
营业税及附加	(20)	(22)	(22)	(24)	(27)	净利息收入增速	2.6%	5.5%	11.8%	9.4%	11.4%
业务管理费	(1566)	(1656)	(1772)	(1879)	(2067)	手续费及佣金增速	18.4%	-3.5%	5.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	1182	1184	1356	1533	1717	营业费用增速	4.1%	5.8%	7.0%	6.0%	10.0%
计提拨备	(554)	(504)	(585)	(674)	(753)	规模增长					
税前利润	637	682	773	860	964	生息资产增速	7.7%	11.3%	6.8%	10.0%	10.9%
所得税	(27)	(38)	(62)	(69)	(77)	贷款增速	16.3%	14.9%	12.0%	11.0%	12.0%
净利润	609	642	710	790	886	同业资产增速	-25.4%	22.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
资产负债表						证券投资增速	8.5%	6.5%	5.0%	15.0%	15.0%
贷款总额	49742	57163	64022	71065	79592	其他资产增速	-6.0%	15.8%	821.4%	39.7%	34.6%
同业资产	5788	7064	6711	6375	6056	计息负债增速	7.2%	10.2%	10.0%	11.0%	12.0%
证券投资	36750	39147	41104	47269	54360	存款增速	8.0%	11.2%	10.0%	11.0%	12.0%
生息资产	103389	115071	122950	135267	150038	同业负债增速	-24.3%	-25.1%	5.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	447	517	4762	6651	8955	股东权益增速	14.6%	23.5%	14.9%	10.1%	10.3%
总资产	102167	113533	125263	139015	155590	存款结构					
客户存款	93141	103580	113938	126472	141648	活期	37.3%	36.4%	36.37%	36.37%	36.37%
其他计息负债	2863	2251	2521	2849	3252	定期	62.7%	63.6%	63.60%	63.60%	63.60%
非计息负债	714	973	1070	1177	1294	其他	0.0%	0.0%	0.03%	0.03%	0.03%
总负债	96718	106803	117529	130497	146194	贷款结构					
股东权益	5449	6729	7734	8518	9396	企业贷款(不含贴现)	35.0%	34.6%	34.60%	34.60%	34.60%
每股指标						个人贷款	55.3%	56.9%	56.92%	56.92%	56.92%
每股净利润(元)	0.71	0.74	0.77	0.86	0.96	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.37	1.36	1.47	1.66	1.86	不良贷款率	0.86%	0.88%	0.90%	0.92%	0.92%
每股净资产(元)	5.75	6.25	6.97	7.82	8.77	正常	98.48%	98.58%	99.51%	99.56%	99.61%
每股总资产(元)	118.52	130.53	135.59	150.48	168.42	关注	0.66%	0.54%	0.49%	0.44%	0.39%
P/E	7.44	7.13	6.85	6.15	5.49	次级	0.30%	0.25%			
P/PPOP	3.84	3.87	3.58	3.17	2.83	可疑	0.13%	0.24%			
P/B	0.91	0.84	0.75	0.67	0.60	损失	0.43%	0.39%			
P/A	0.04	0.04	0.04	0.03	0.03	拨备覆盖率	389.45%	408.06%	423.86%	442.93%	462.77%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.50%	2.42%	2.38%	2.40%	2.42%	资本充足率	13.52%	13.88%	13.92%	14.01%	14.14%
净利差(Spread)	2.45%	2.36%	2.38%	2.40%	2.42%	核心资本充足率	9.90%	9.60%	9.89%	10.20%	10.54%
贷款利率	4.83%	4.75%	4.80%	4.85%	4.90%	资产负债率	94.67%	94.07%	93.83%	93.87%	93.96%
存款利率	1.55%	1.59%	1.59%	1.59%	1.59%	其他数据					
生息资产收益率	4.04%	3.97%	3.99%	4.01%	4.03%	总股本(亿)	862.03	869.79	923.84	923.84	923.84
计息负债成本率	1.59%	1.61%	1.63%	1.65%	1.67%						
盈利能力											
ROAA	0.62%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%						
ROAE	13.21%	12.35%	11.94%	11.56%	11.56%						
拨备前利润率	1.20%	1.10%	1.14%	1.16%	1.17%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com