

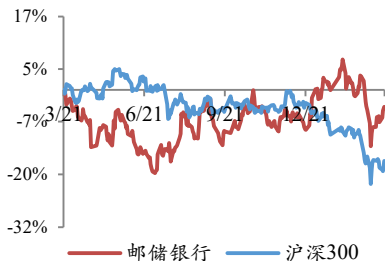
业绩超预期，变革正当时

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-03-31

收盘价（元）	5.40
近12个月最高/最低（元）	6.02/4.69
总股本（百万股）	92,384
流通股本（百万股）	11,274
流通股比例（%）	12.20
总市值（亿元）	4,989
流通市值（亿元）	609

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：戚星

执业证书号：S0010121030010

电话：18616375520

邮箱：qixing@hazq.com

相关报告

1. 邮储银行(601658)：资本充足，零售信贷高速增长 2021-10-28

2. 邮储银行(601658)：净息差承压，非息收入高速增长 2021-08-29

3. 邮储银行(601658.SH)：变革于万家灯火 2021-06-03

主要观点：

● 整体：2021年归母净利润同比增长18.65%

2021年，邮储银行实现营收/归母净利润分别为3187.62亿/761.70亿，同比分别增长11.38%/18.65%。营收中，净利息收入/手续费及佣金净收入/其他非息收入分别为2693.82亿/220.07亿/273.73亿，同比分别增长6.32%/33.42%/67.63%，其中其他非息收入为主要超预期的点。

EPS为0.78元，同比增加0.07元。年化ROE为11.86%，年化ROA为0.64%，同比分别提升0.02和0.04个百分点。净息差2.36%，较上年同期下降0.06个百分点。

● 营运：深化线上引流，零售信贷和财富管理同时推进

线上引流持续强化。报告期末，手机银行客户规模突破3.26亿户，yoy+9%，对应MAU突破4700万户。邮储信用卡APP3.0上线，累计用户763.23万，yoy+109.61%，MAU250.43万户，yoy+65.25%。零售客户结构优化。报告期末，公司零售客户/VIP客户/财富客户分别达6.38亿/4268.98万/356.21万户，同比分别增长2.6%/17.07%/24.12%，优质客户增速较快，客户结构不断优化。

零售信贷为核心。报告期末，房贷余额2.17万亿，yoy+12.92%。个人小贷余额9153.54亿元，yoy+22.66%。汽车信贷达543.82亿元，三年CAGR达98%。信用卡贷款1748.69亿元，yoy+20.9%。

财富管理加速升级。第一，队伍方面，报告期末总人数达43747人，yoy+5.9%。第二，丰富产品矩阵，重点布局“固收+”、混合、权益、衍生品等策略，围绕养老、军人、教师等主题发行特色产品。第三，数字化赋能，手机银行上线财富体验功能，为大众客户提供线上财富诊断及优化服务，为105.29万客户进行财富体检，为19.04万户财富客户定制配置方案。除了代销量高速增长外，个人理财余额达8603.28亿，yoy+3.4%。

报告期末，普惠小微贷款余额9606.02亿元，yoy+19.9%，占全行比例超过14%（线上化小微7130.99亿元，yoy+56.02%）。涉农贷款1.61万亿，yoy+13.9%。

● 手续费及佣金：净手续费及佣金收入高速增长

报告期内，手续费及佣金净收入220.07亿元，同比增长33.42%。其中，

手续费及佣金收入为 423.83 亿元，同比增长 29.43%；手续费及佣金支出 203.76 亿元，同比增长 25.38%。

手续费及佣金收入中大部分子项均实现高速增长。其中，代理手续费 122.39 亿元（同比 88.67%），银行卡手续费 119.51 亿元（同比 3.78%），结算与清算手续费 96.26 亿元（同比 16.24%），理财业务手续费 51.7 亿元（同比 23.15%），投行业务手续费 13.66 亿元（同比 43.94%），托管手续费 11.64 亿元（同比 31.23%）。

● 质量：不良率和不良生成率下降

报告期末，邮储银行不良率 0.82%，较上年末下降 0.06 个百分点。不良+关注类贷款占比 1.29%，较上年末下降 0.13 个百分点。不良生成率 0.6%，较去年末下降 0.19 个百分点。拨备覆盖率 418.61%，较上年末上升 10.55 个百分点。

● 投资建议

预计 2022-2024 年归母净利润分别为 889.97/1029.59/1200.92 亿元，同比增长 16.84%/15.69%/16.64%，对应 EPS 分别为 0.91/1.05/1.23 元。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济超预期下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	318,762	344,759	376,298	413,516
收入同比 (%)	11.38	8.16	9.15	9.89
归母净利润	76,170	88,997	102,959	120,092
归母净利润同比 (%)	18.65	16.84	15.69	16.64
ROA (%)	0.64	0.68	0.71	0.77
ROE (%)	11.86	13.67	14.39	15.20
每股收益 (元)	0.78	0.91	1.05	1.23
P/B	0.80	0.65	0.56	0.49

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

1 资产负债匹配：规模效应大于利率效应

报告期内，利息净收入 2693.82 亿元，yoy+6.32%，增加 160.04 亿元，其中，规模影响+258.44 亿元，利率影响-98.4 亿元。

净息差和净利差分别为 2.36%和 2.30%，同比均下降 0.06 个百分点。净息差和净利差下降的主要原因是：第一，贷款收益率同比下降 0.07 个百分点至 4.68%；其中，公司贷款/票据贴现/个人贷款收益率分别为 4.01%/2.65%/5.35%，同比分别变动 -0.11/+0.04/-0.15 个百分点。按照期限计算，短期贷款和长期贷款收益率分别为 4.50%和 4.79%，同比分别变动+0.30 和-0.31 个百分点。第二，客户存款成本上升 0.04 个百分点至 1.63%。其中公司定期、公司活期、个人定期和个人活期利率分别为 2.34%/0.66%/2.28%/0.31%，同比分别变动-0.11/-0.03/+0.03/+0 个百分点。

报告期末，发放贷款和垫款总额 64540.99 亿元，yoy+12.91%。其中，公司类贷款 22539.36 亿元，同比增长 13.96%；票据贴现 4440.10 亿元，yoy-8.37%。个人贷款 37561.53 亿元，yoy+15.44%。

个人贷款总额/个人消费贷款/住房贷款/个人小额贷款/信用卡贷款余额分别为 37561.53 亿/26659.30 亿/21693.09 亿/9153.54 亿/1748.69 亿，较上年末分别增长 15.44%/12.82%/12.92%/22.66%/20.90%。

报告期末，吸收存款总额 113540.73 亿元，yoy+9.62%。其中，个人存款/公司存款分别为 100456.35 亿/13054.36 亿元，较上年末分别增长 10.45%/3.62%。

图表 1 邮储银行资产负债匹配

百万/%	2021			2021H			2020			2020H		
	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)
生息资产												
发放贷款和垫款总额	6,133,063	53.62	4.68	5,959,596	52.92	4.72	5,411,670	51.65	4.75	5,215,849	52.01	4.72
金融投资	3,548,414	31.02	3.60	3,545,449	31.48	3.60	3,479,598	33.21	3.63	3,234,654	32.25	3.66
存放中央银行款项	1,160,105	10.14	1.62	1,169,831	10.39	1.62	1,086,652	10.37	1.62	1,068,583	10.65	1.62
存放同业款项及拆出资金	597,065	5.22	2.98	586,549	5.21	2.97	498,650	4.76	3.09	510,380	5.09	3.20
总生息资产	11,438,647	100.00	3.95	11,261,425	100.00	3.96	10,476,570	100.00	3.97	10,029,466	100.00	3.96
计息负债												
吸收存款	10,723,890	97.16	1.63	10,561,655	97.19	1.64	9,743,427	96.39	1.59	9,560,607	96.77	1.57
同业及其他金融机构存放款项和拆入资金	224,932	2.04	1.82	224,550	2.07	1.78	251,976	2.49	1.76	210,139	2.13	1.73
已发行债务证券	70,965	0.64	3.64	55,911	0.51	3.59	99,409	0.98	3.44	104,486	1.06	3.61
向中央银行借款	17,029	0.15	1.65	24,873	0.23	1.75	13,860	0.14	1.72	4,696	0.05	1.63
总计息负债	11,036,816	100.00	1.65	10,866,989	100.00	1.65	10,108,672	100.00	1.61	9,879,928	100.00	1.60
净利差			2.30			2.31			2.36			2.36
净利息收益率			2.36			2.37			2.42			2.42

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 2 邮储银行零售信贷高速增长

百万/%	2021-12-31	2021-09-30	2021-06-30	2021-03-31	2020-12-31	2020-09-30	2020-06-30	2020-03-31
企业贷款	2,253,936	2,222,379	2,159,596	2,097,520	1,977,785	1,991,447	1,948,936	1,864,518
QoQ (%)	1.42	2.91	2.96	6.05	(0.69)	2.18	4.53	7.12
YoY (%)	13.96	11.60	10.81	12.50	13.63	14.87	15.84	14.02
贷款总额占比 (%)	34.92	34.88	34.87	35.02	34.60	35.23	35.56	35.57
票据贴现	444,010	466,324	474,858	449,085	484,580	466,658	493,747	507,752
QoQ (%)	(4.79)	(1.80)	5.74	(7.32)	3.84	(5.49)	(2.76)	5.16
YoY (%)	(8.37)	(0.07)	(3.83)	(11.55)	0.36	(2.60)	5.26	11.08
贷款总额占比 (%)	6.88	7.32	7.67	7.50	8.48	8.26	9.01	9.69
零售贷款	3,756,153	3,682,650	3,557,946	3,442,143	3,253,893	3,193,996	3,038,421	2,869,978
QoQ (%)	2.00	3.50	3.36	5.79	1.88	5.12	5.87	4.33
YoY (%)	15.44	15.30	17.10	19.94	18.29	21.26	19.15	17.56
贷款总额占比 (%)	58.20	57.80	57.46	57.48	56.92	56.51	55.43	54.75
——住房贷款	2,169,309		2,040,828		1,921,055		1,844,061	
YoY (%)	12.92		10.67		13.00		17.65	
贷款总额占比 (%)	33.61		32.96		33.61		33.64	
——信用卡	174,869		155,400		144,641		125,892	
YoY (%)	20.90		23.44		17.41		15.45	
贷款总额占比 (%)	2.71		2.51		2.53		2.30	
——个人其他消费贷款	496,621		482,140		441,945		359,200	
YoY (%)	12.37		34.23		39.26		29.89	
贷款总额占比 (%)	7.69		7.79		7.73		6.55	
——个人小额贷款	915,354		879,578		746,252		709,268	
YoY (%)	22.66		24.01		22.30		241.87	
贷款总额占比 (%)	14.18		14.20		13.05		12.94	
贷款总额	6,454,099	6,371,353	6,192,400	5,988,748	5,716,258	5,652,101	5,481,104	5,242,248
QoQ (%)	1.30	2.89	3.40	4.77	1.14	3.12	4.56	5.39
YoY (%)	12.91	12.73	12.98	14.24	14.92	16.61	16.58	15.63

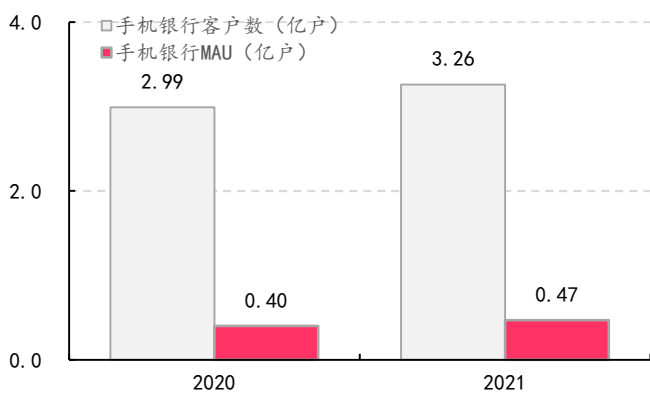
资料来源：邮储银行，华安证券研究所

2 零售变革持续推进

2.1 引流：线上引流持续强化，客户结构不断向好

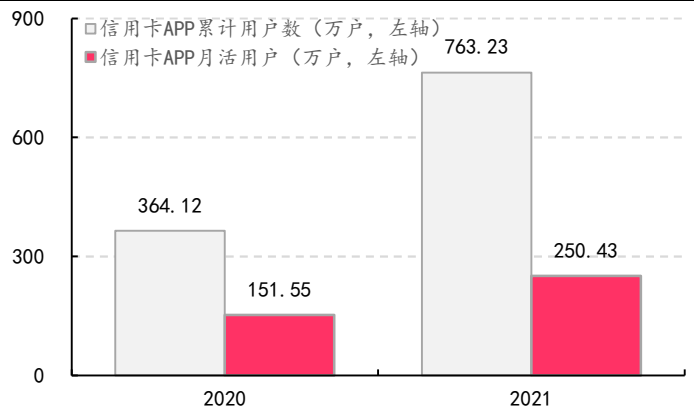
线上引流持续强化。报告期末，手机银行客户规模突破 3.26 亿户，yoy+9%，对应 MAU 突破 4700 万户。邮储信用卡 APP3.0 上线，累计用户 763.23 万，yoy+109.61%，MAU250.43 万户，yoy+65.25%。引流的背后离不开生态建设，报告期内，邮储银行一方面深化场景布局，在 APP 中引入集邮、报刊、出行等生活场景，为客户提高一站式综合服务；另一方面，积极打造“移动商圈”商户服务场景，以网点为基础，以“本地商圈”为特色，将线下收单商户聚合至银行，充分利用规模优势，联动 B、C 端。

图表 3 手机客户及 MAU



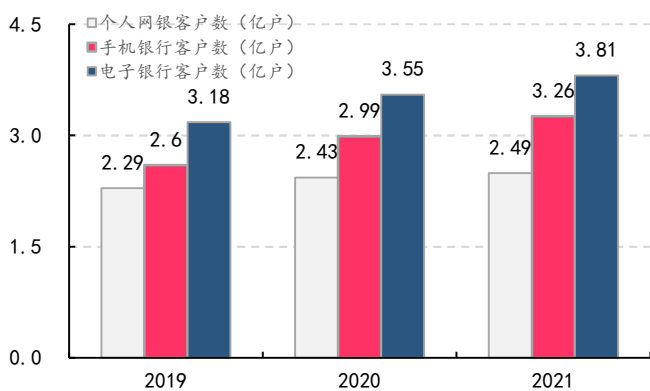
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 信用卡 APP 用户及 MAU



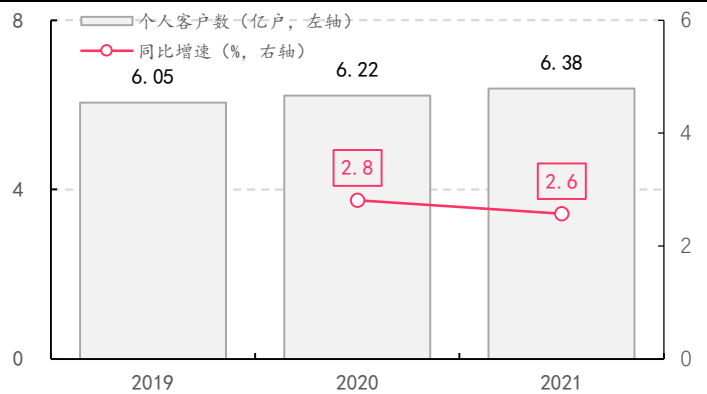
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 三个口径的客户数



资料来源：wind，华安证券研究所

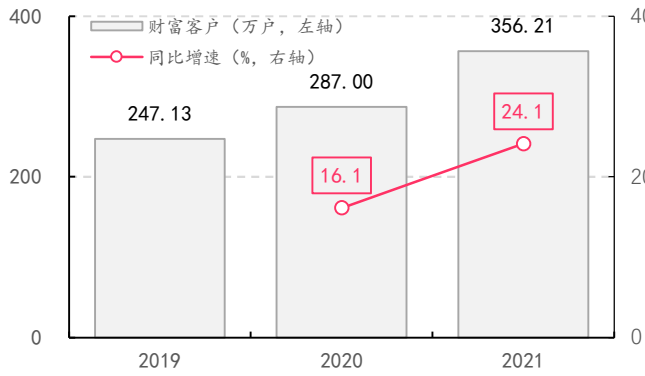
图表 6 个人客户达 6.38 亿



资料来源：wind，华安证券研究所

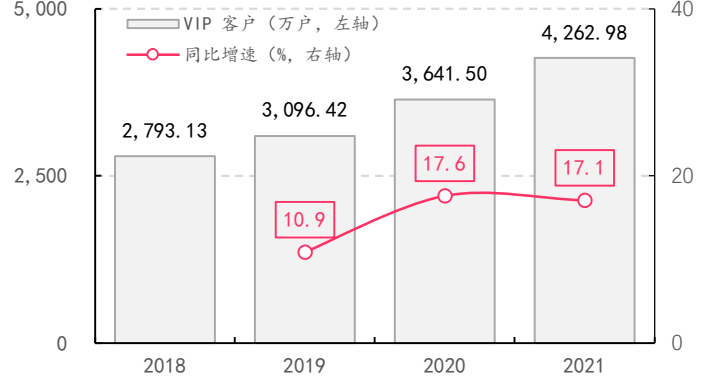
零售客户结构优化。报告期末，公司零售客户/VIP 客户/财富客户分别达 6.38 亿/4262.98 万/356.21 万户数，同比分别为 2.6%/17.07%/24.12%，优质客户增速较快，客户结构不断优化。

图表 7 财富客户



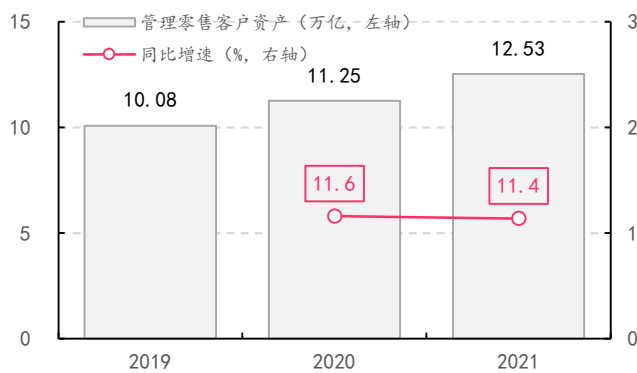
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 VIP 客户



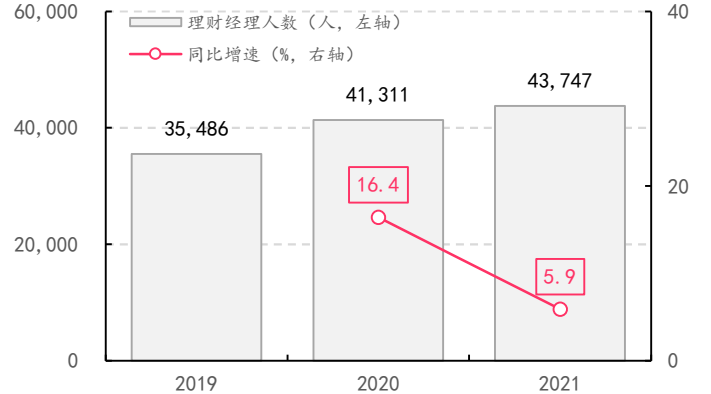
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 零售客户 AUM



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 理财经理数量



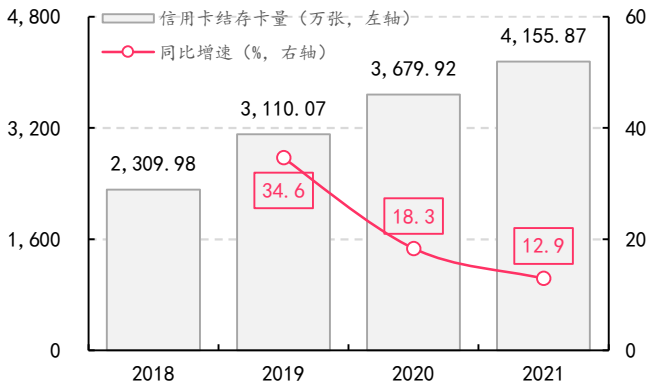
资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2 变现：零售信贷+财富管理

零售信贷为核心。第一，消费贷方面，以金融科技赋能为转型契机，把握客户行为线上化趋势，提升精准营销和场景获客能力。同时，发挥网络优势，支持刚性和改善性住房。报告期末，房贷余额 2.17 万亿，yoy+12.92%。第二，小额贷款方面，推进极速贷白名单模式，创新面向农垦、收单客户等多场景的线上贷款服务，将金融服务嵌入农业产业链和涉农商业圈。报告期末，个人小贷余额 9153.54 亿元，yoy+22.66%。第三，汽车贷款方面，围绕乡镇居民消费升级，为乡镇居民提供触手可及的汽车金融产品和服务，报告期末汽车信贷达 543.82 亿元，三年 CAGR 达 98%。第四，信用卡方面，成立信用卡专营机构，推进产品创新，深化与邮政代理合作，提升网点代销能力，同时加强商圈建设和品牌营销，报告期信用卡结存卡量达 4156 万张，yoy+12.93%。消费金额达 11264.96 亿元，yoy+14.11%。

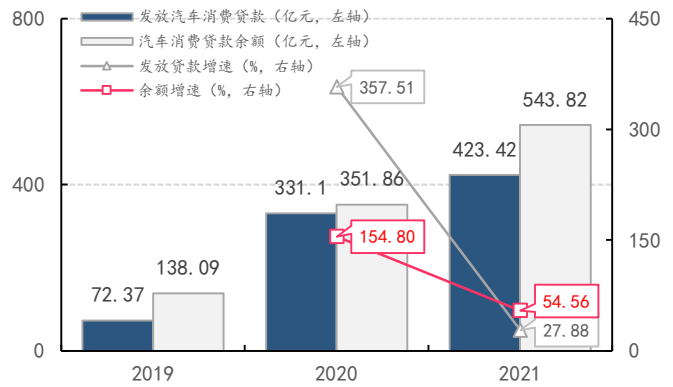
财富管理加速升级。第一，队伍方面，报告期末总人数达 43747 人，yoy+5.9%。其中，选拔贵宾理财经理 1389 人，专注服务财富客户。财富管理中台支撑能力持续增强，配备财富顾问 272 人。第二，丰富产品矩阵，重点布局“固收+”、混合、权益、衍生品等策略，围绕养老、军人、教师等主题发行特色产品。第三，数字化赋能，手机银行上线财富体检功能，为大众客户提供线上财富诊断及优化服务，为 105.29 万客户进行财富体检，为 19.04 万户财富客户定制配置方案。除了代销量高速增长外，个人理财余额达 8603.28 亿，yoy+3.4%。

图表 11 信用卡结存卡量



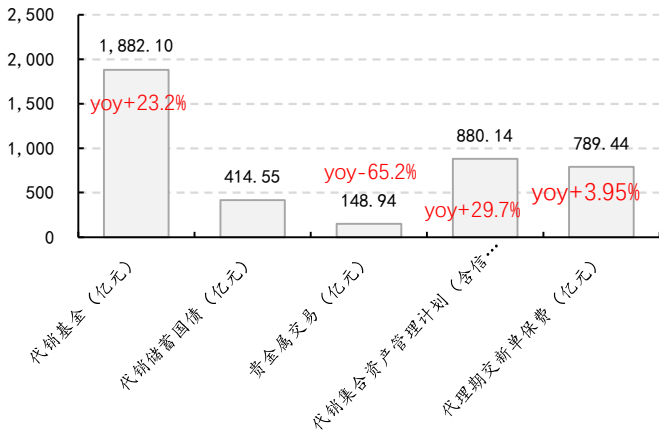
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 汽车贷款



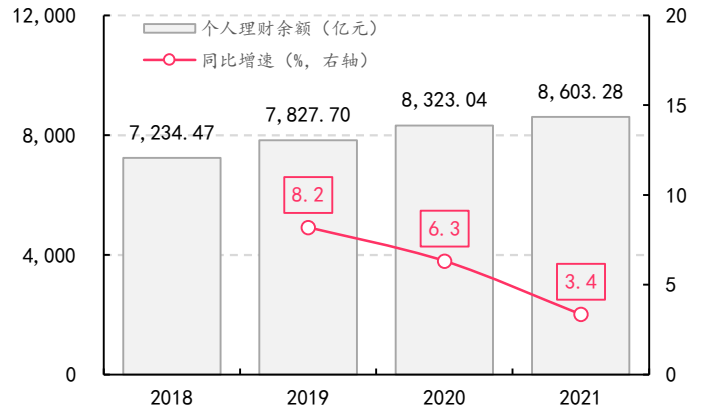
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 代销品类



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 个人理财

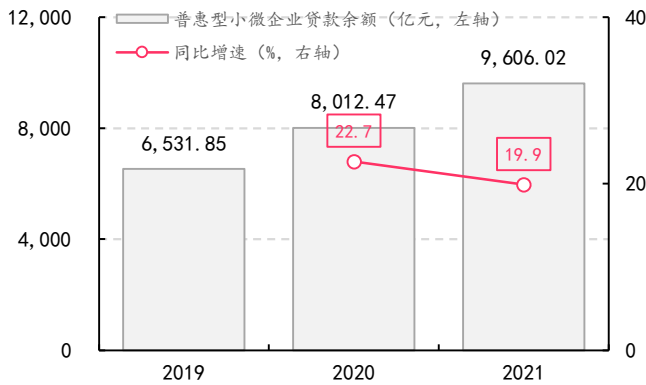


资料来源: wind, 华安证券研究所

3 普惠和涉农贷款高速增长

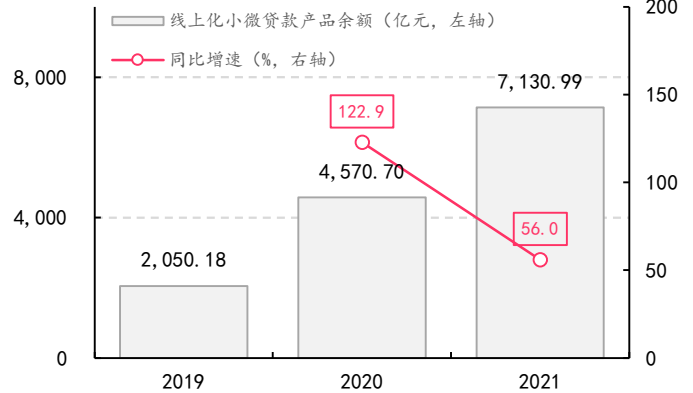
报告期末, 普惠小微贷款余额 9606.02 亿元, yoy+19.9%, 占全行比例超过 14% (线上化小微 7130.99 亿元, yoy+56.02%)。涉农贷款 1.61 万亿, yoy+13.9%。

图表 15 普惠小微



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 线上化小微贷款

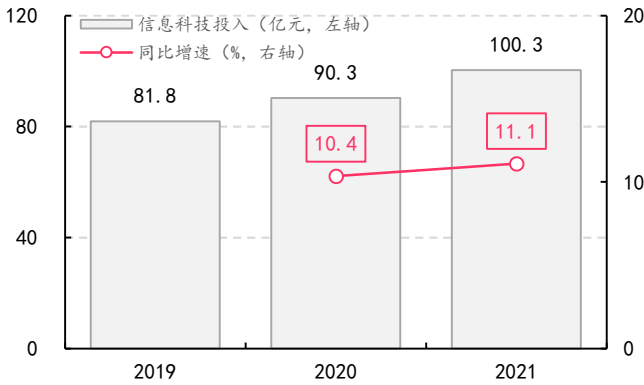


资料来源: wind, 华安证券研究所

4 金融科技: 投入加大, 队伍扩张

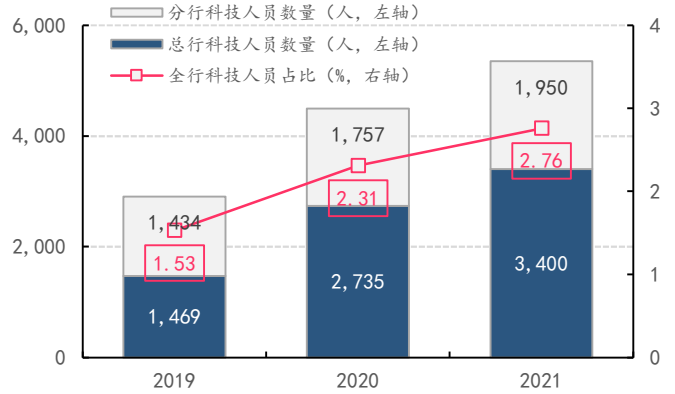
报告期内, 公司加大金融科技投入。从金额看, 信息技术相关投入 100.3 亿元, yoy+11.11%, 营收占比 3.15%。从人力看, 总行 IT 队伍达 3400 人, 全行超过 5300 人, 并且包含过万人的外包人员。队伍建设上, 坚持常态化招聘, 加大研发、测试人员的引进, 定制培训方案和课程体系, 形成人才梯队。

图表 17 金融科技投入



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 科技人员



资料来源: wind, 华安证券研究所

5 非息收入：财富管理收入大幅增长

报告期内，手续费及佣金净收入 220.07 亿元，同比增长 33.42%。其中，手续费及佣金收入为 423.83 亿元，同比增长 29.43%；手续费及佣金支出 203.76 亿元，同比增长 55.78%。

手续费及佣金收入中大部分子项均实现高速增长。其中，代理手续费 122.39 亿元（同比 88.67%），银行卡手续费 119.51 亿元（同比 3.78%），结算与清算手续费 96.26 亿元（同比 16.24%），理财业务手续费 51.7 亿元（同比 23.15%），投行业务手续费 13.66 亿元（同比 43.94%），托管手续费 11.64 亿元（同比 31.23%）。

代理手续费的高速增长，主要是因为报告期内，财富管理体系升级，代理保险、基金、信托等代销收入高速增长。

图表 19 手续费及佣金收入

百万/%	2021	2021H	2020	2020H	2021同比 (%)	2021H同比 (%)
代理业务	12,239	9,949	6,487	4,392	88.67	126.53
银行卡及POS	11,951	5,782	11,516	5,516	3.78	4.82
结算与清算	9,626	4,620	8,281	3,757	16.24	22.97
理财业务	5,170	2,122	4,198	1,902	23.15	11.57
投行业务	1,366		949		43.94	
托管业务	1,164	515	887	412	31.23	25.00
其他	867	1,047	428	403	102.57	159.80
手续费及佣金收入	42,383	24,035	32,746	16,382	29.43	46.72
手续费及佣金支出	(20,376)	(12,606)	(16,251)	(8,092)	25.38	55.78
手续费及佣金净收入	22,007	11,429	16,495	8,290	33.42	37.86

资料来源: 邮储银行, 华安证券研究所

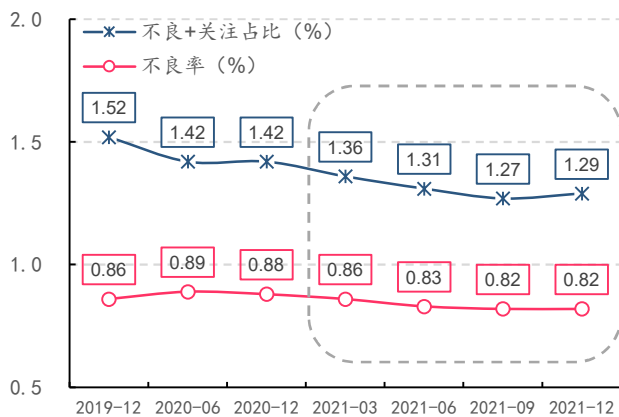
6 资产质量优化：不良率和不良生成率下降

报告期末，邮储银行不良率 0.82%，较上年末下降 0.06 个百分点。不良+关注类贷款占比 1.29%，较上年末下降 0.13 个百分点。分贷款类别看，零售和公司细分贷款中，除了固定资产类公司贷款的不良率小幅上升之外（从 0.02% 上升至 0.09%），其余均明显下降。

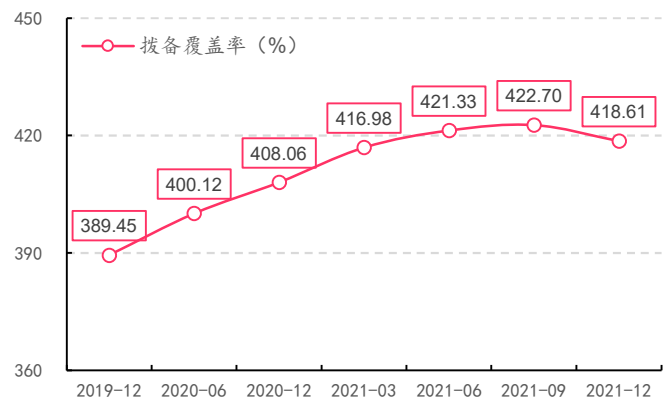
全行不良生成率 0.6%，较去年末下降 0.19 个百分点。分贷款类别看，除了贸易融资类公司贷款外（从 0.02% 上升至 0.03%），其余贷款不良生成率悉数下降。

拨备覆盖率 418.61%，较上年末上升 10.55 个百分点。总体来看，资产质量全面优化。

图表 20 资产质量优化



图表 21 拨备覆盖率上升



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 22 不良生成率下降

	不良贷款率 (%)			不良贷款生成率分布 (%)		
	2021	2020	增减额	2021	2020	增减额
个人贷款	0.94	0.98	(0.04)	0.92	0.96	(0.04)
个人消费贷款						
——个人住房贷款	0.44	0.47	(0.03)	0.26	0.34	(0.08)
——个人其他消费贷款	1.55	1.18	0.37	2.11	2.21	(0.10)
个人小额贷款	1.67	2.00	(0.33)	1.55	1.65	(0.10)
信用卡透支及其他	1.66	1.83	(0.17)	2.59	2.76	(0.17)
公司类贷款	0.78	0.95	(0.17)	0.28	0.78	(0.50)
票据贴现	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	0.88	0.82	(0.06)	0.79	0.60	(0.19)

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

风险提示:

宏观经济超预期下行。

财务报表与盈利预测

财务报表 (重构, 百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	重要指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表						成长指标 (YoY, %)					
净利息收入	253,378	269,382	289,653	313,663	343,876	贷款总额 (不含应计利息)	12.91	12.13	12.28	12.29	11.16
利息收入	416,252	451,567	492,010	537,375	589,516	存款总额	11.21	9.62	9.01	9.17	8.25
利息支出	(162,874)	(182,185)	(202,356)	(223,712)	(245,641)	营业收入	3.39	11.38	8.16	9.15	9.89
手续费及佣金净收入	16,495	22,007	26,818	31,735	35,686	净利息收入	5.48	6.32	7.53	8.29	9.63
其他收入	16,329	27,373	28,288	30,901	33,955	手续费及佣金净收入	3.32	33.42	21.86	18.34	12.45
营业收入	286,202	318,762	344,759	376,298	413,516	拨备前利润	7.43	8.37	8.84	11.62	13.19
税金及附加	(2,187)	(2,468)	(2,758)	(3,010)	(3,308)	归母净利润	5.36	18.65	16.84	15.69	16.64
管理费用	(165,649)	(188,102)	(202,167)	(217,349)	(233,738)	结构指标 (%)					
其他业务成本	(192)	(129)	(451)	(367)	(380)	手续费及佣金净收入/营业收入	5.76	6.90	7.78	8.43	8.63
拨备前利润	118,174	128,063	139,382	155,572	176,090	个人贷款/国内贷款总额	53.62	54.24	55.30	56.92	58.20
资产质量拨备	(50,417)	(46,658)	(44,325)	(45,655)	(47,938)	个人存款/国内存款总额	87.83	88.50	89.20	89.87	90.42
营业外净利润	379	49	49	49	49	质量指标 (%)					
利润总额	68,136	81,454	95,106	109,966	128,201	不良率	0.88	0.82	0.82	0.83	0.83
所得税	(3,818)	(4,922)	(5,747)	(6,645)	(7,747)	拨备覆盖率	408.06	420.00	420.00	420.00	420.00
净利润	64,318	76,532	89,359	103,321	120,454	盈利能力指标 (%)					
少数股东损益	(119)	(362)	(362)	(362)	(362)	净息差	2.42	2.36	2.36	2.36	2.38
归母净利润	64,199	76,170	88,997	102,959	120,092	净利差	2.36	2.30	2.41	2.43	2.43
资产负债表						存贷差	3.16	3.05	3.12	3.12	3.12
生息资产	10,729,570	11,612,239	12,710,987	13,876,287	15,052,681	ROA	0.57	0.64	0.68	0.71	0.77
其中: 贷款及垫款 (净额)	5,512,361	6,237,199	7,236,924	8,125,649	9,124,314	ROE	10.56	11.86	13.67	14.39	15.20
同业资产 (含买入返售)	552,034	636,104	699,714	769,686	846,654	成本收入比	57.88	59.01	58.64	57.76	56.53
存放中央银行款项	1,169,806	1,140,913	1,243,696	1,357,803	1,469,790	监管指标 (%)					
债券投资	3,495,369	3,598,023	3,530,653	3,623,149	3,611,922	核心一级资本充足率	9.60	9.96	9.98	10.11	10.36
非生息资产	623,693	975,634	1,067,948	1,165,854	1,264,692	一级资本充足率	11.86	12.39	12.24	12.17	12.26
资产合计	11,353,263	12,587,873	13,778,936	15,042,141	16,317,373	资本充足率	13.88	14.78	14.42	14.17	14.11
计息负债	10,583,080	11,684,832	12,765,263	13,898,547	15,020,293	每股指标 (元)					
其中: 客户存款	10,358,029	11,354,073	12,376,939	13,512,507	14,626,972	EPS	0.71	0.78	0.91	1.05	1.23
其他计息负债	225,051	330,759	388,324	386,041	393,320	DPS	0.22	0.25	0.29	0.33	0.39
非计息负债	97,253	107,492	117,431	127,857	138,176	BPS	6.25	7.21	8.30	9.59	11.13
负债合计	10,680,333	11,792,324	12,882,694	14,026,404	15,158,469						
所有者权益合计	672,930	795,549	896,242	1,015,737	1,158,905						
负债及股东权益合计	11,353,263	12,587,873	13,778,936	15,042,141	16,317,373						

注释: 报表为重构之后的结果, 省去了不重要的项目。

资料来源: 华安证券研究所预测

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。