

601658.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 3.95

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 业绩持续快速增长, 定增助力资本提升

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(19.7)	(12.6)	(17.7)	(22.1)
相对上证指数	(2.3)	(10.9)	(9.2)	(5.5)

发行股数(百万)	92,384
流通股(%)	0
总市值(人民币 百万)	364,917
3个月日均交易额(人民币 百万)	485
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
中国邮政集团有限公司	67

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 10 月 26 日收市价为标准

相关研究报告

《邮储银行: 共赢方案, 立在本, 意在转型》20220930

《邮储银行: 手续费净收入持续高增》20220823

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 国有大型银行 II

证券分析师: 林媛媛
(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

联系人: 丁黄石

(86755)82560525

huangshi.ding@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030036

邮储银行

业绩持续快速增长, 定增助力资本提升

邮储银行前三季度归母净利润同比增长 14.48%, 业绩持续较快增长。业绩贡献因素延续中报, 仍主要来自非息、拨备和规模。相对中期收入增速略缓, 拨备贡献加强。收入端预计仍处大行较优水平, 拨备贡献空间仍大。公司财富战略推进积极、存量客户基础潜力大、存款优势突出、资产质量优秀, 拨备充足, 大行中最具成长性的品种。本次定增预案如完成, 资本水平或提升, 且目前发行或将大幅溢价, 可见投资者和股东的认可和支持, 关注定增进程。目前公司估值 2022 年 PB 仅 0.52X, 公司基本面向好, 目前估值过低, 价值突出, 维持增持评级。

支撑评级的要点

- 盈利平稳, 营收略缓, 拨备贡献强化

邮储银行前三季度归母净利润同比增长 14.48%, 非息、拨备和规模贡献突出。整体看, 收入增速略缓, 拨备加强。3 季度资产质量平稳且优势持续, 增量拨备少提贡献盈利, 存量拨备优势仍突出, 未来仍有较大的释放空间。营业收入增速放缓源于息收入和手续费增速略缓: 息收入增速趋缓, 需求趋缓特别是零售需求和降息影响公司信贷结构和定价, 压制息差; 手续费净收入同比增长 40.3%, 增速略缓, 其他非息同比增长 35%, 增长提速, 非息高增长有一定一次性因素影响, 但财富业务持续快速发展仍值得认可。在偏弱的宏观需求和行业整体经营压力下, 公司仍保持较高增长, 预计相对优势仍突出。

- 溢价定增, 或提升核心一级资本充足率 0.64 个百分点

10 月 26 日公告定增预案, 大股东邮政集团尚未明确是否参与, 本次非公开发行 A 股数量不超过 67.77 亿股, 按最近一期经审计净资产 (2021 年普通股股东净资产减分红) 发行价格 6.64 元, 相对现价溢价 68%, 按此价格或将发行约 450 亿元, 静态测算, 如完成将提升核心一级资本充足率 0.64 个百分点。

估值

- 我们给予公司 2022/2023 年 EPS 预测为 0.94/1.04 元, 目前股价对应 2022/2023 年市净率为 0.52x/0.46x, 维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 疫情反复、经济下行导致资产质量恶化超预期; 监管管控超预期。

投资摘要

年份: 12月31日 (人民币 百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	286,202	318,762	351,811	391,437	445,422
变动 (%)	3.39	11.38	10.37	11.26	13.79
净利润	64,199	76,170	86,922	96,288	108,759
变动 (%)	5.36	18.65	14.12	10.78	12.95
净资产收益率 (%)	12.35	12.91	13.00	12.86	12.77
每股收益 (元)	0.74	0.82	0.94	1.04	1.18
市盈率 (倍)	5.35	4.79	4.20	3.79	3.36
市净率 (倍)	0.63	0.57	0.52	0.46	0.40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

业绩摘要：邮储银行 2022 年前三季度归母净利润 738.49 亿元，同比增长 14.48%。净利息收入同比增长 3.8%，净手续费收入同比增长 40.3%，营业收入同比增长 7.79%，总资产较年初增长 7.4%，贷款较年初增长 10.8%，存款增长 8%，不良率 0.83%，拨备覆盖率 404.47%，核心一级资本充足率 9.55%。

定增摘要：10 月 26 日公告定增预案，大股东邮政集团尚未明确是否参与，本次非公开发行 A 股数量不超过 67.77 亿股，按最近一期经审计净资产（2021 年普通股股东净资产减分红）发行价格 6.64 元，相对现价溢价 68%，按此价格或将发行约 450 亿元，静态测算，如完成将提升核心一级资本充足率 0.64 个百分点。

邮储银行前三季度归母净利润同比增长 14.48%，非息、拨备和规模贡献突出。整体看，收入增速略缓，拨备加强。3 季度资产质量平稳且优势持续，增量拨备少提贡献盈利，存量拨备优势仍突出，未来仍有较大的释放空间。营业收入增速放缓源于息收入和手续费增速略缓：息收入增速趋缓，需求趋缓特别是零售需求和降息影响公司信贷结构和定价，压制息差；手续费净收入同比增长 40.3%，增速略缓，其他非息同比增长 35%，增长提速，非息高增长有一定一次性因素影响，但财富业务持续快速发展仍值得认可。在偏弱的宏观需求和行业整体经营压力下，公司仍保持较高增长，预计相对优势仍突出。公司存量客户基础潜力大、存款优势突出、资产质量优秀，仍是大行中最具成长性的品种。

ROE 同比上升，定增助力资本提升

ROAE13.9%同比提升 22bp，ROAA0.76%同比提升 2bp，而核心一级资本充足率 9.55%，同比降 45bp，主要加权风险资产同比增长 14.2%，快于贷款和总资产。如定增在明年年报前完成，450 亿元定增，静态测算可以提升核心一级资本充足率 0.64 个百分点。

手续费收入持续高增

手续费净收入 236.4 亿元，同比增长 40.3%。代理手续费净收入同比增长 47.2%，推进财富管理转型升级，激活客群优势，代理保险、信用卡、理财、投行和交易银行等业务收入实现较快增长。前三季度，邮储银行个人客户 AUM 年新增超万亿元，达 13.60 万亿元；VIP 客户 4670.70 万户，较上年末增长 9.56%；财富客户 413.34 万户，较上年末增长 16.04%。3 季度单季同比 6.3%，增速略缓，预计与上半年有净值型产品转型一次因素影响有关。

投资相关其他非息收入保持较快增长，同比增长 35.1%，3 季度单季增速 44.6%。

规模增长平稳，零售信贷略缓投放仍积极。

公司三季度贷款同比增长 12.3%，增速趋缓，其中，对公同比增长 16.6%，零售同比增长 9.1%，票据同比增长 16.2%，虽然放缓主要源于零售，但是从今年行业情况看，公司零售贷款较年初仍新增 7%，投放情况仍较好。

3 季度净息差下降，息收入增速放缓

三季度报公布净息差 2.23%，较中期下降 4bp，3 季度息差收窄。息收入同比 2.3%，增速趋缓，单季息收入同比下降 0.68%，环比降 0.11%。

费用增长趋缓

费用同比增长 11.1%，增速较上半年趋缓，去年下半年费用增速基数较高。成本收入比 54.86%，同比上升 1.65%，或主要源于营业收入增速趋缓。

资产质量平稳，绝对资产质量仍优秀

不良平稳，逾期上升。不良率 0.83%，不良余额较上季度微增 1.75%。前三季度新生成不良年化 0.77%，与中期持平，新生成不良主要在个人贷款领域，占比 88%，对公贷款新生不良较少，主要集中在房地产和农业养殖领域，非信贷基本没有不良生成。3 季度单季度不良生成率 0.18%，较 2 季度下行 4bp，其中，90%是个人贷款，其中非房的消费贷和信用卡略多。逾期贷款占比 0.94%，较中期上升 3bp。

非贷拨备回补贡献盈利，信贷减值略缓信贷拨备覆盖率平稳

前三季度，资产减值损失同比减少 15.6%，其中贷款减值损失同比增长 44%，非贷款部分同比少计提形成盈利直接回补，可见主要非贷少增反哺盈利。三季度单季来看，资产减值损失计提 43.7 亿元，同比减少 44.3%，贷款减值损失 71.1 亿元，同比微降 1%，基本持平，非贷款大幅回补 27.5 亿元。

贷款拨备覆盖率 404.47%，较上季度下降 5 个百分点，拨贷比 3.36%，高位基本持平。结合前期监管表态，拨备覆盖较高银行拨备覆盖或平稳趋降。

风险提示：

疫情反复，经济超预期下行。银行作为顺周期行业，公司业务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。2022 年以来疫情反复，或对经济数据带来负面影响。如果经济超预期下行，或将影响公司业务开展，资产质量亦存在恶化风险，从而影响公司业绩表现。

金融监管超预期。2021 年以来监管对政府隐性债务、房地产监管力度加大，同时继续引导银行让利实体经济，但若金融监管或者让利政策超市场预期，或将影响银行盈利表现。

图表 1. 邮储银行财报分析

	3Q21		3Q22		累积同比 YoY(%)	3Q21		4Q21		1Q22		2Q22		3Q22		季度环比 QoQ(%)	季度同比 YoY(%)	
	3Q21	3Q22	3Q21	3Q22		3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22			
利润表 (百万元)																		
利息收入	335,664	354,550	5.6	114,737	115,903	116,799	118,648	119,103	0.4	3.8								
利息支出	(134,774)	(149,109)	(10.6)	(45,943)	(47,411)	(48,083)	(50,247)	(50,779)	1.1	10.5								
净利息收入	200,890	205,441	2.3	68,794	68,492	68,716	68,401	68,324	(0.1)	(0.7)								
净手续费收入	16,849	23,639	40.3	5,420	5,158	9,087	8,793	5,759	(34.5)	6.3								
净其他非息收入	20,619	27,851	35.1	6,491	6,754	7,367	11,097	9,387	(15.4)	44.6								
净非利息收入	37,468	51,490	37.4	11,911	11,912	16,454	19,890	15,146	(23.9)	27.2								
营业收入	238,358	256,931	7.8	80,705	80,404	85,170	88,291	83,470	(5.5)	3.4								
税金及附加	(1,855)	(1,981)	6.8	(598)	(613)	(682)	(714)	(585)	(18.1)	(2.2)								
业务及管理费	(126,825)	(140,945)	11.1	(45,622)	(61,277)	(44,107)	(48,191)	(48,647)	0.9	6.6								
营业费用及营业税	(128,680)	(142,926)	11.1	(46,220)	(61,890)	(44,789)	(48,905)	(49,232)	0.7	6.5								
营业外收入及其他费用	(47)	46	(197.9)	(67)	(33)	12	22	12	(45.5)	(17.9)								
拨备前利润	109,631	114,051	4.0	34,418	18,481	40,393	39,408	34,250	(13.1)	(0.5)								
资产减值损失	(37,294)	(31,473)	(15.6)	(7,832)	(9,364)	(11,600)	(15,508)	(4,365)	(71.9)	(44.3)								
税前利润	72,337	82,578	14.2	26,586	9,117	28,793	23,900	29,885	25.0	12.4								
所得税	(7,512)	(8,643)	15.1	(3,005)	2,590	(3,767)	(1,756)	(3,120)	77.7	3.8								
税后利润	64,825	73,935	14.1	23,581	11,707	25,026	22,144	26,765	20.9	13.5								
归母净利润	64,507	73,849	14.5															
资产负债表 (百万元)																		
生息资产	11,682,879	12,726,800	8.9	11,682,879	11,865,796	12,473,095	12,603,735	12,726,800	1.0									
贷款总额	6,371,353	7,151,869	12.3	6,371,353	6,454,099	6,808,773	6,991,064	7,151,869	2.3									
计息负债	11,343,653	12,604,624	11.1	11,343,653	11,684,832	12,324,848	12,464,438	12,604,624	1.1									
存款	11,019,437	12,265,045	11.3	11,019,437	11,354,073	11,919,329	12,122,517	12,265,045	1.2									
加权风险资产	6,185,840	7,067,183	14.2	6,185,840	6,400,338	6,580,403	6,973,885	7,067,183	1.3									
业绩增长拆分																		
规模增长	10.52	11.14		1.14	1.67	4.23	3.15	1.15										
净息差扩大	(2.74)	(8.88)		2.96	(2.11)	(3.90)	(3.60)	(1.26)										
非息收入	2.44	5.53		(3.63)	0.07	5.60	4.12	(5.35)										
成本	1.72	(3.76)		(11.45)	(45.93)	112.64	(6.10)	(7.63)										
拨备	14.16	10.13		34.48	(19.40)	97.25	(14.56)	38.13										
税收	(3.53)	(0.10)		(5.10)	15.35	(102.05)	5.48	(4.17)										
净息差																		
单季度指标 (年化)																		
净息差-测算2	2.35	2.16	(0.19)	2.35	2.33	2.26	2.18	2.16	(0.02)									
生息资产收益率-测算2	3.92	3.76	(0.16)	3.92	3.94	3.84	3.79	3.76	(0.02)									
计息负债成本率-测算2	1.62	1.62	0.00	1.62	1.65	1.60	1.62	1.62	(0.00)									
累计指标 (年化)																		
净息差-公告	2.37	2.23	(0.14)	2.37	2.36	2.32	2.27	2.23										
净利率-公告	2.30	2.21	(0.09)	2.30	2.30	2.29	2.24	2.21										
规模																		
规模同比																		
总资产	12221662	13523061	10.65	12221662	12587873	13274075	13426421	13523061	0.72									
生息资产-期末时点	11682879	12726800	8.94	11682879	11865796	12473095	12603735	12726800	0.98									
贷款总额-期末时点	6371353	7151869	12.25	6371353	6454099	6808773	6991064	7151869	2.30									
债券投资-期末时点	4121179	4687046	13.00	4121179	4336732	4550929	4545223	4687046	2.45									
交易类-期末时点	542252	854149	57.52	542252	756650	802425	829715	854149	2.94									
计息负债-期末时点	11343653	12604624	11.12	11343653	11684832	12324848	12464438	12604624	1.12									
存款-期末时点	11019437	12265045	11.30	11019437	11354073	11919329	12122517	12265045	1.18									
结构占比																		
总资产	9.8	10.6		9.8	10.9	11.0	9.9	10.6										
生息资产	9.3	8.9		9.3	8.6	9.3	7.6	8.9										
贷款总额	12.7	12.3		12.7	12.9	13.7	12.9	12.3										
债券投资	0.6	6.2		0.6	2.9	3.8	3.9	6.2										
交易类	24.0	57.5		24.0	75.8	49.3	65.2	57.5										
计息负债	9.3	11.1		9.3	10.4	10.9	9.8	11.1										
存款	10.1	11.3		10.1	9.6	10.2	11.1	11.3										
生息资产/总资产	95.6	94.1	(1.48)	95.6	94.3	94.0	93.9	94.1	0.25									
贷款总额/生息资产	54.5	56.2	1.66	52.1	51.3	51.3	52.1	52.9	1.57									
债券投资/生息资产	35.3	36.6	1.32	35.3	36.5	36.5	36.1	36.6	1.46									
交易类/总资产	4.4	6.3	1.88	4.4	6.0	6.0	6.2	6.3	2.21									
计息负债/生息资产	97.1	99.0	1.94	97.1	98.5	98.9	98.9	99.0	0.15									
存款/计息负债	97.1	97.3	0.16	97.1	97.2	96.7	97.3	97.3	0.05									
贷款/存款	57.8	58.3	0.49	57.8	56.7	57.8	56.8	58.3	2.58									
手续费																		
手续费																		
手续费	16,849	23,639		5,420	5,158	9,087	8,793	5,759										
手续费占比	7.07	9.20	2.13	6.72	6.42	10.67	9.96	6.90	(34.50)									
其他非息占比	8.65	10.84	2.19	8.04	8.40	8.65	12.57	11.25										
投资收益	10,980	16,954																
公允价值	8,899	4,819																
资产质量和拨备																		
资产质量和拨备																		
不良贷款率	0.82	0.83	0.01	0.82	0.82	0.82	0.83	0.83	(0.00)									
不良余额	52,037	58,899	13.19	52,037	52,685	55,790	57,888	58,899	1.75									
不良生成率 (年累计)	N.A.	N.A.		N.A.	0.29	N.A.	0.32	N.A.	N.A.									
单季度测算不良净生成率				0.09	0.32	0.25	0.64	0.25	(0.39)									
关注类占比	N.A.	0.55		N.A.	0.47	0.48	0.51	0.55										
逾期占比		0.94			0.89	0.93	0.91	0.94										
90天以内逾期贷款增速					34.98		(3.03)											
逾期/不良		113.25			108.55	113.00	109.42	113.25										
90天以上逾期/不良					74.15		73.07											
年累计核销-公告	0	0			14,066		5,239											
信用成本																		
信用成本-年累计	51.05%	0.65		0.51	0.47	0.72	0.78	0.65										
资产减值损失/总资产																		
拨备覆盖率	422.70	404.47	(18.23)	422.70	418.61	413.58	409.26	404.47	(4.79)									
拨备/贷款总额	3.47	3.36	(0.11)	3.47	3.43	3.39	3.40	3.36	(0.04)									
拨备余额	219,960	238,229		219,960	220,543	230,736	236,910	238,229										
成本和税收																		
成本和税收																		
成本收入比 (年累计)	53.21	54.86	1.65	56.53	76.21	51.79	54.58	58.28	0.95									
成本收入比 (单季度)																		
费用增速																		
有效税率 (年累计)	10.38	10.47		11.30	(28.41)	13.08	7.35	10.44										
有效税率 (单季度)																		
资本和盈利能力																		
资本和盈利能力																		
核心一级资本充足率	10.00	9.55	(0.45)	10.00	9.92	9.92	9.33	9.55	(0.22)									
一级资本充足率	12.55	11.53	(1.02)	12.55	12.39	12.39	12.02	11.53	(0.49)									
资本充足率	15.48	14.10	(1.38)	15.48	14.78	14.78	14.60	14.10	(0.50)									
融资进度																		
ROAA-公布	0.74	0.76	0.02	0.74	0.64	0.78	0.73	0.76	0.03									
ROAE-公布	13.68	13.90	0.22	13.68	11.86	14.82	13.35	13.90	0.55									
RORWA-计算	1.47	1.49	0.01	1.47	1.27	1.60	1.45	1.49	0.04									

资料来源: 公司公告, 中银证券

单位: 除百分比外, 其他为RMB 百万

主要比率(%)

每股指标 (RMB)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	5.35	4.79	4.20	3.79	3.36
PB	0.63	0.57	0.52	0.46	0.40
EPS	0.74	0.82	0.94	1.04	1.18
BVPS	6.25	6.89	7.58	8.63	9.81
每股拨备前利润	1.36	1.39	1.45	1.62	1.84
驱动性因素(%):					
生息资产增长	11.20	11.19	10.51	11.48	11.49
贷款增长	14.92	12.91	12.90	12.00	12.00
存款增长	11.21	9.62	12.00	11.00	11.00
贷款收益率	4.81	4.72	4.62	4.48	4.48
生息资产收益率	3.86	3.77	3.69	3.64	3.64
存款付息率	1.57	1.61	1.65	1.63	1.63
计息负债付息率	1.62	1.64	1.67	1.65	1.65
净息差	2.35	2.25	2.13	2.09	2.10
风险成本	0.94	0.77	0.60	0.60	0.62
净手续费增速	5.48	6.32	5.21	8.59	12.10
成本收入比	57.88	59.01	61.00	61.00	61.00
所得税税率	5.60	6.04	6.20	6.20	6.20
盈利及杜邦分析(%):					
ROAA	0.60	0.64	0.65	0.65	0.66
ROAE	12.35	12.91	13.00	12.86	12.77
净利息收入	2.35	2.25	2.12	2.05	2.07
非净利息收入	0.30	0.41	0.51	0.56	0.60
营业收入	2.65	2.66	2.63	2.61	2.68
营业支出	1.56	1.59	1.62	1.61	1.65
拨备前利润	1.10	1.07	1.00	1.00	1.02
拨备	0.47	0.39	0.31	0.31	0.32
税前利润	0.63	0.68	0.69	0.69	0.70
税收	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
业绩年增长率(%):					
净利息收入	5.48	6.32	5.21	8.59	12.10
营业收入	3.39	11.38	10.37	11.26	13.79
拨备前利润	(0.49)	8.06	4.85	11.28	13.81
归属母公司利润	5.36	18.65	14.12	10.78	12.95
资产质量(%):					
不良率	0.78	0.75	0.75	0.78	0.84
拨备覆盖率	463.51	455.71	449.63	428.51	394.61
拨贷比	3.60	3.42	3.36	3.34	3.33
不良净生成率(测算)	0.31	0.29	0.32	0.35	0.40

资料来源:公司公告,中银证券预测

损益表(人民币百万元)

利润表:	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利息收入	416,252	451,567	490,613	535,924	598,178
利息支出	(162,874)	(182,185)	(207,201)	(228,161)	(253,164)
净利息收入	253,378	269,382	283,412	307,764	345,014
手续费净收入	16,495	22,007	31,910	39,888	47,865
营业收入	286,202	318,762	351,811	391,437	445,422
业务及管理费	(165,649)	(188,102)	(214,604)	(238,777)	(271,708)
拨备前利润	118,553	128,112	134,330	149,484	170,133
拨备	(50,417)	(46,658)	(41,222)	(46,343)	(53,635)
税前利润	68,136	81,454	93,108	103,140	116,498
税后利润	64,318	76,532	87,335	96,746	109,275
归属母公司净利	64,199	76,170	86,922	96,288	108,759
资产负债表					
贷款总额	5,716,258	6,454,099	7,286,678	8,161,079	9,140,409
贷款减值准备	(205,527)	(220,543)	(245,186)	(272,853)	(304,703)
贷款净额	5,512,361	6,237,199	7,041,492	7,888,226	8,835,705
债券投资	3,908,846	4,336,732	4,813,773	5,343,287	5,931,049
存放央行	1,169,806	1,189,458	1,281,829	1,422,831	1,579,342
同业资产	552,034	636,104	559,772	615,749	677,324
其他资产	210,216	188,380	510,587	498,812	480,216
生息资产	11,346,944	12,616,39	13,942,05	15,542,94	17,328,12
资产总额	11,353,263	12,587,87	14,207,45	15,768,90	17,503,63
存款	10,358,029	11,354,07	12,716,56	14,115,38	15,668,07
同业负债	167,077	249,333	274,266	301,693	331,862
发行债券	57,974	81,426	89,569	98,525	108,378
计息负债	10,583,080	11,684,83	13,080,39	14,515,60	16,108,31
负债总额	10,680,333	11,792,32	13,347,34	14,811,83	16,437,05
股本	86,979	92,384	92,384	92,384	92,384
资本公积	100,906	125,486	125,486	125,486	125,486
盈余公积	42,688	50,105	58,838	68,513	79,441
一般风险准备	130,071	157,367	184,119	208,055	235,102
未分配利润	180,572	198,840	227,725	290,860	362,161
股东权益	672,930	795,549	860,109	957,067	1,066,579
资本状况(%):					
资本充足率	13.88	14.78	15.29	16.24	16.86
核心一级资本充	9.60	9.92	9.03	8.83	8.65
杠杆率	16.87	15.82	16.52	16.48	16.41
RORWA	1.21	1.27	1.26	1.21	1.21
风险加权系数	49.78	50.85	52.71	53.66	54.63

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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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