

2024年09月02日
邮储银行(601658.SH)

SDIC

 公司动态分析

证券研究报告

国有大型银行III

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 5.98元
股价(2024-09-02) 4.74元

交易数据

| | |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元) | 470,023.50 |
| 流通市值(百万元) | 318,160.15 |
| 总股本(百万股) | 99,161.08 |
| 流通股本(百万股) | 67,122.40 |
| 12个月价格区间 | 4.24/5.18元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|------|
| 相对收益 | 1.9 | 3.0 | 10.6 |
| 绝对收益 | -1.7 | -5.8 | -3.3 |

李双 分析师

SAC 执业证书编号: S1450520070001

lishuang1@essence.com.cn

王子硕 联系人

SAC 执业证书编号: S1450123070020

wangzs2@essence.com.cn

相关报告

| | |
|--------------------------------------|------------|
| 信贷规模扩张, 息差降幅收窄——邮储银行 2024 年一季报点评 | 2024-05-08 |
| 个贷投放加速, 业绩稳健增长——邮储银行 2023 业绩点评 | 2024-04-01 |
| 零售贷款投放加快, 资产质量保持平稳——邮储银行 2023 年三季报点评 | 2023-10-30 |

资产质量优异、净息差降幅收窄——邮储银行 2024 年中报点评

■事件: 邮储银行披露 2024 年中期报告, 2024 年上半年营收增速为-0.11%; 拨备前利润增速为-6.08%; 归母净利润增速为-1.51%, 业绩基本符合预期, 我们点评如下:

■2024 年第二季度邮储银行归母净利润增速为-1.70%, 业绩增长主要受到规模增长、拨备释放支撑, 而净息差收窄、成本上升及非息收入下降则对业绩增长形成拖累。

■量: 二季度资产扩张步伐放缓, 金融资产增加为主要支撑

①资产端: 2024 年上半年末, 邮储银行资产同比扩张 8.53%, 增速环比下降 2.59pct, 资产扩张速度有所放缓; 生息资产平均余额同比增长 10.45%, 增速环比下降 1.82pct。这主要是因为邮储银行二季度同业资产大幅减少, 同时信贷投放较弱, 拖累了规模扩张。

从增量结构来看, 邮储银行二季度资产规模扩张主要靠金融资产增加, 贷款投放则受宏观经济影响不及去年同期。其中, 金融资产单季度新增 1432 亿元, 同比多增 25 亿元; 贷款总额(不含贴现)单季度新增 964 亿元, 同比少增 1254 亿元。从资产结构来看, 2024 年二季度末邮储银行贷款在生息资产中比重环比上升 0.67pct 至 52.03%, 金融资产比重则环比上升 0.78pct 至 35.00%, 生息资产结构优化。

对公投放力度减弱。2024 年上半年, 受宏观经济恢复缓慢的影响, 市场融资需求较弱。二季度, 邮储银行对公贷款(不含贴现)净增 500 亿元, 同比少增 752 亿元; 上半年末对公贷款(不含贴现)规模同比增长 14.96%, 增速环比下降 3.19pct。具体来看邮储银行对公贷款投放主要集中在广义基建业及制造业, 上半年末两大类贷款占总贷款比重分别为 19.17%、6.53%, 全年来看邮储银行将加大对小微企业、“三农”的支持力度。

零售信贷表现平稳。当前居民部门扩表意愿不强, 邮储银行 2024 年上半年末零售贷款余额同比增长 8.78%, 增速环比下降 1.39pct; 单季度净新增 464 亿元, 与对公贷款(不含贴现)增量接近。邮储银行加快小额贷款数字化、集约化转型, 二季度末个人小额贷款余额同比增长 16.12%, 是零售贷款最主要的增长点。此外, 信用卡余额、个人消费贷款二季度末分别同比增长 1.62%、增长 4.85%。

②负债端: 2024 年上半年末邮储银行存款规模增长 11.75%, 增速环比提升 1.27pct; 其中对公存款、零售存款同比分别增长 12.43%、增长 11.67%。单季度来看, 存款增长主要来自对公存款, 净增长 1540 亿元, 同比多增 1670 亿元; 但整体来看零售存款仍是大头, 占总存款 88.90%。此外, 邮储银行定期存款比重仍在上升, 二季度末定期存款比重较上年末上升 2.17pct 至 73.28%。

■价: 收益率下滑拖累息差企稳

我们测算邮储银行 2024 年第二季度净息差为 1.90%，同比、环比分别下降 17bps、下降 2bps，是影响业绩的主要原因。具体来看：

①**生息资产收益率环比企稳。**我们测算邮储银行 2024 年二季度生息资产收益率为 3.39%，环比一季度下降 3bps。具体来看，对公贷款利率降幅不大，主要是个人贷款收益率受到 LPR 下调、存量房贷利率下调等政策因素影响下降较快，同时金融资产收益率受市场波动影响也出现下行。2024 上半年，邮储银行贷款收益率、金融资产收益率分别为 3.89%、3.12%，较上年末分别减少 24bps、减少 10bps。

②**计息负债成本率小幅下降。**我们测算邮储银行二季度计息负债成本率为 1.50%，环比下降 2bps，保持稳中有降趋势。2024 年上半年邮储银行存款成本率下降了 5bps 至 1.48%，尽管定期存款比重有所上升，但是存款挂牌利率下调仍带动成本率下行，对息差形成一定支撑。

下半年息差压力减小。随着 LPR 下调、存量房贷重定价影响逐渐减弱，资产端收益率压力预计将减小；同时公司将继续发挥负债端零售存款优势，加强存款成本管理，息差降幅有望进一步收窄。

■**净非息收入同比下降。**2024 年第二季度，邮储银行净非息收入同比下降 10.33%，增速环比下降 5.49pct；其中净手续费同比下降 14.08%，以投资收益为主的其他非息收入同比下降 8.13%。手续费下降主要是因为代理保险收益因受“报行合一”政策影响大幅下降；而投资银行业务、理财业务等业务收入则实现较快增长。其他非息收入则因二季度市场波动而环比一季度小幅下降。

■**成本收入比环比小幅升高。**邮储银行二季度成本收入比为 60.56%，环比一季度小幅上升 1.24pct，同比提升 1.85pct。具体来看，单季度营收环比下降 1.64%、业务及管理费环比上升 1.47%。管理费上升主要是因为邮政代理网点吸收零售存款规模增加，导致储蓄代理费大幅提升。

■**资产质量保持良好。**2024 年二季度末，邮储银行不良率 0.84%，环比一季度持平。上半年不良生成率（累计，年化）为 0.74%，同比下降 0.04pct，主要是公司类贷款不良生成率较上年末下降 0.17pct 至 0.25%，个人贷款不良生成率则较上年末小幅下降 4bps 至 1.22%。二季度末，邮储银行拨备覆盖率 325.61%，环比下降 1.26pct，拨贷比较上季度持平于 2.72%，风险抵补能力充足，拨备计提压力小。从风险前瞻指标来看，邮储银行二季度末关注率、逾期率分别为 0.81%、1.06%、环比分别上升 0.1pct、0.07pct，仍保持较低水平。

■**投资建议：**全年来看，邮储银行在资产端将加大消费贷、小额贷款投放，提升对小微企业及“三农”支持力度；在负债端将继续吸收低价存款，发挥“零售大行”优势。与此同时，公司资产质量平稳，为业绩释放提供了空间。我们预计邮储银行 2024 年营收增速为 -0.31%，归母净利润增速为 0.29%，给与买入-A 投资评级，6 个月目标价 5.98 元，相当于 2024 年 0.7X PB。

有效信贷投放力度加大，存款成本管理成效显著——邮储银行 2023 年中报点评(更正)

2023-08-31

有效信贷投放力度加大，存款成本管理成效显著——邮储银行 2023 年中报点评

2023-08-31

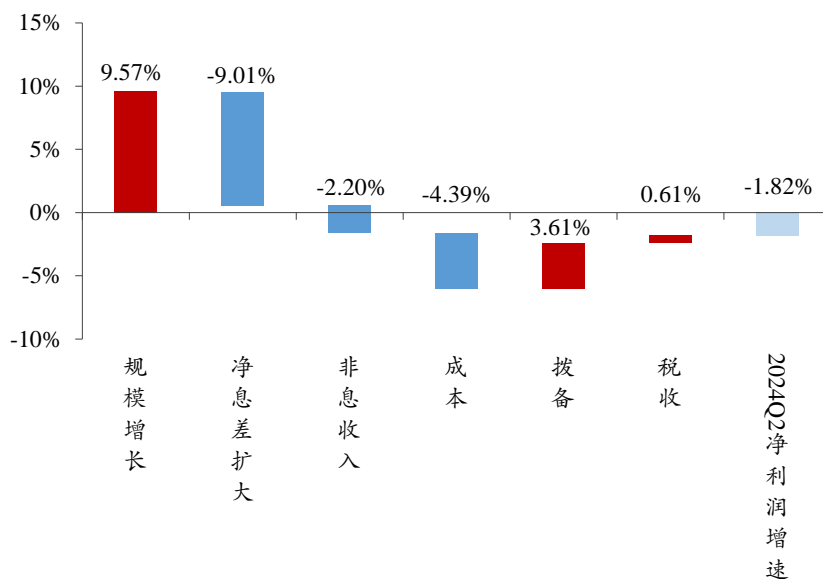
目 风险提示：零售转型不及预期，资产质量大幅恶化，宏观经济复苏不及预期，市场波动超预期等。

| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 334,956 | 342,507 | 341,434 | 351,322 | 378,762 |
| 营收增速 | 5.08% | 2.25% | -0.31% | 2.90% | 7.81% |
| 拨备前利润 | 126,711 | 117,770 | 133,509 | 144,198 | 153,704 |
| 拨备前利润增速 | -1.09% | -7.06% | 13.36% | 8.01% | 6.59% |
| 归母净利润 | 85,224 | 86,270 | 86,523 | 92,254 | 97,540 |
| 归母净利润增速 | 11.89% | 1.23% | 0.29% | 6.62% | 5.73% |

| 盈利和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 净资产收益率 | 10.51% | 9.68% | 8.77% | 8.79% | 8.74% |
| 总资产收益率 | 0.64% | 0.58% | 0.52% | 0.50% | 0.47% |
| 风险加权资产收益率 | 1.25% | 1.12% | 1.00% | 0.96% | 0.92% |
| 市盈率 | 5.26 | 5.57 | 5.56 | 5.21 | 4.93 |
| 市净率 | 0.65 | 0.61 | 0.57 | 0.53 | 0.49 |
| 股息率 | 5.71% | 5.38% | 5.40% | 5.75% | 6.08% |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

图1.邮储银行 2024 年二季度业绩增长拆分



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

表1：邮储银行各项资产单季度净新增情况（亿元）

| | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 贷款总额 | 4125 | 1998 | 1978 | 1284 | 3735 | 1364 |
| 对公贷款 | 2461 | 1032 | 1038 | 613 | 2025 | 900 |
| 公司贷款 | 2783 | 1252 | 852 | 565 | 2682 | 500 |
| 票据贴现 | -322 | -220 | 186 | 48 | -657 | 400 |
| 零售贷款 | 1664 | 966 | 940 | 671 | 1710 | 464 |
| 金融资产 | 1151 | 1406 | 1621 | 110 | 1340 | 1432 |
| 同业资产 | 778 | 891 | -1885 | 2230 | 1238 | -2250 |
| 现金及存放央行 | 179 | -56 | -81 | 693 | -279 | -9 |
| 总资产 | 6233 | 4240 | 1634 | 4317 | 6035 | 536 |

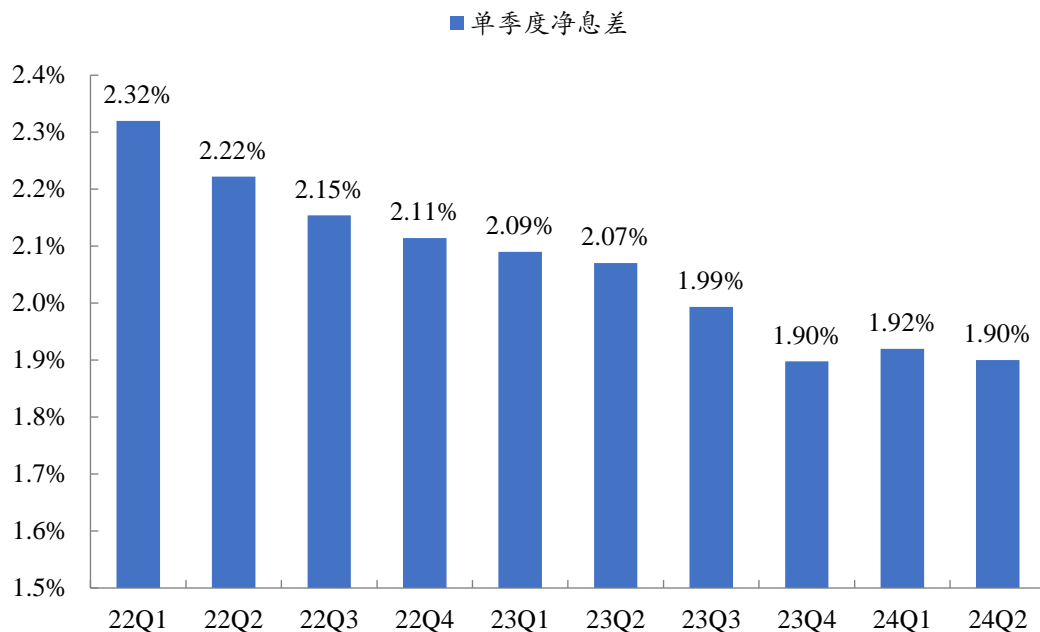
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

表2：邮储银行各项负债单季度净新增情况（亿元）

| | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 存款总额 | 5257 | 614 | 1915 | 4628 | 6721 | 2370 |
| 对公存款 | 479 | -129 | -100 | 39 | 341 | 1540 |
| 零售存款 | 4773 | 746 | 2006 | 4601 | 6375 | 829 |
| 其他存款 | 5 | -3 | 9 | -12 | 4 | 1 |
| 应付债券 | 94 | 1869 | 1310 | -1682 | -907 | -379 |
| 同业负债 | 243 | 1525 | -1255 | 724 | -309 | -1295 |
| 向中央银行借款 | 62 | 29 | 26 | -27 | -55 | 25 |
| 总负债 | 5645 | 4265 | 1675 | 3701 | 5532 | 835 |

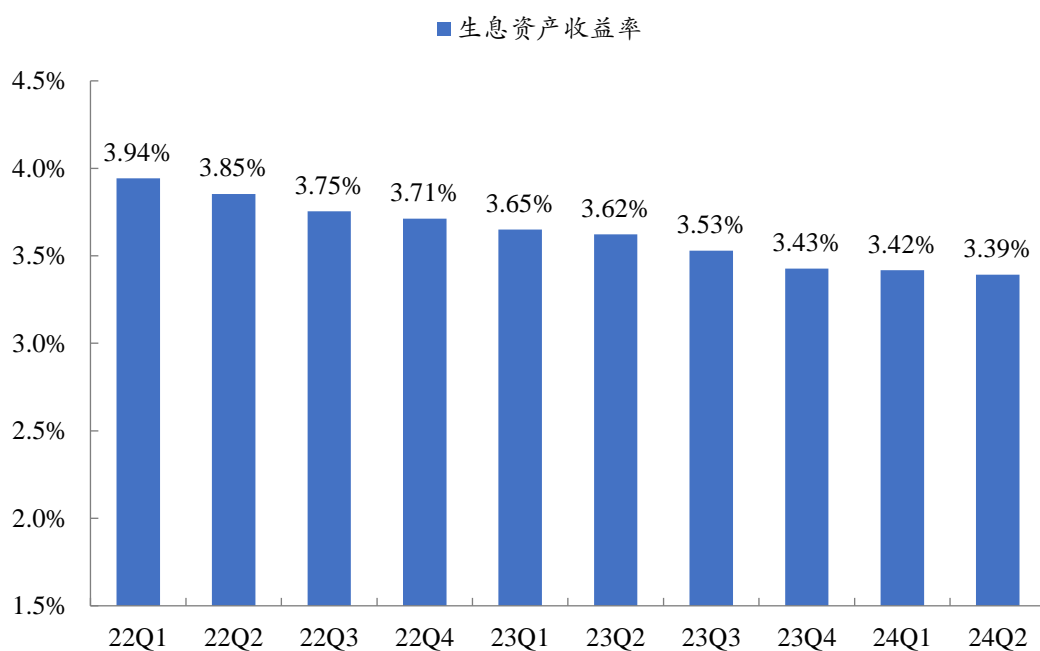
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图2.邮储银行单季度净息差



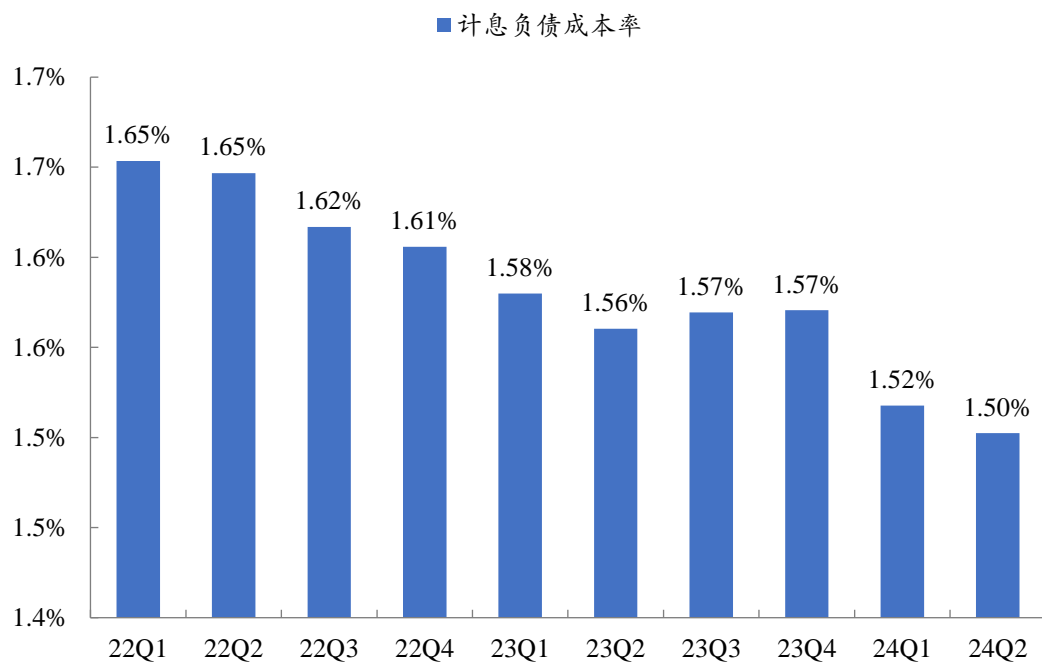
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图3.邮储银行单季度资产利率



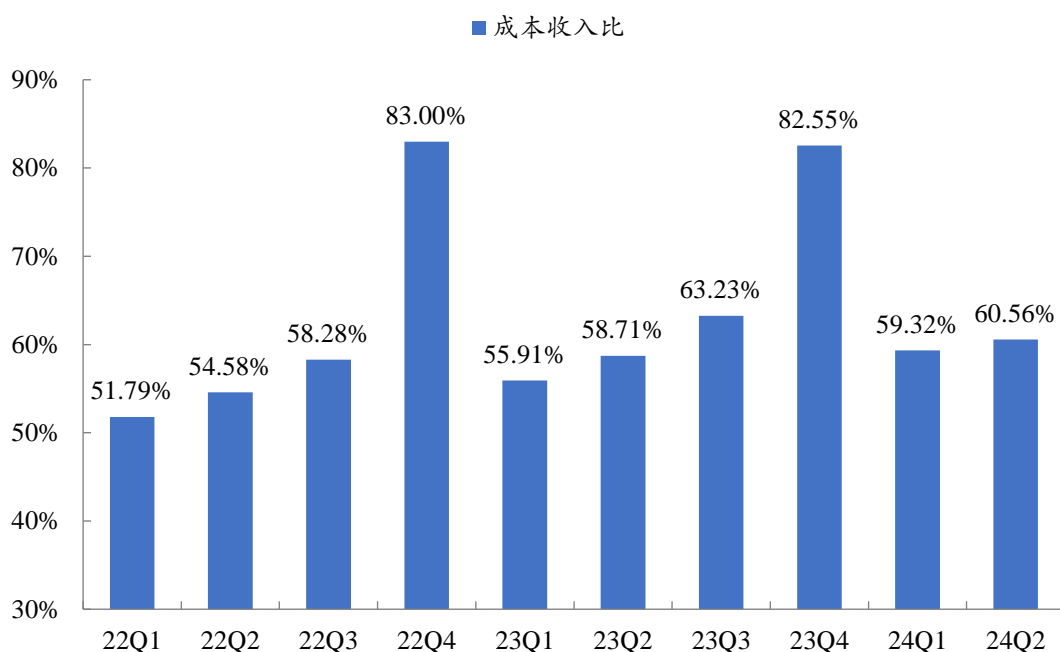
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图4.邮储银行单季度负债成本



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图5.邮储银行单季度成本收入比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图6.邮储银行业绩图表

| 业绩累计同比增速 | 2023上半年 | 2023前三季度 | 2023A | 2024一季度 | 2024上半年 |
|--------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2.03% | 1.24% | 2.25% | 1.44% | -0.11% |
| 净利息收入 | 2.33% | 3.12% | 3.00% | 3.13% | 1.83% |
| 生息资产平均余额 | 11.70% | 12.17% | 12.41% | 12.27% | 10.45% |
| 净息差 | 2.08% | 2.05% | 2.01% | 1.92% | 1.91% |
| 手续费及佣金净收入 | 1.81% | 0.32% | -0.64% | -18.21% | -16.71% |
| 其他非息净收入 | 0.02% | -11.82% | -1.45% | 16.74% | 1.54% |
| 成本收入比 | 57.32% | 59.21% | 64.82% | 59.32% | 59.93% |
| 拨备前利润 | -7.21% | -8.82% | -7.06% | -6.12% | -6.08% |
| 信用减值损失 | -28.72% | -32.77% | -25.93% | -18.98% | -16.48% |
| 归母净利润 | 5.20% | 2.45% | 1.23% | -1.35% | -1.51% |
| 资产质量 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
| 不良率 | 0.81% | 0.81% | 0.83% | 0.84% | 0.84% |
| 一般对公贷款不良率 | 0.53% | | 0.55% | | 0.54% |
| 零售贷款不良率 | 1.09% | | 1.12% | | 1.14% |
| 个人消费贷款 | 0.79% | | 0.78% | | 0.70% |
| 个人住房贷款 | 0.50% | | 0.55% | | 0.50% |
| 个人其他消费贷款 | 2.25% | | 1.81% | | 1.55% |
| 个人小额贷款 | 1.62% | | 1.73% | | 1.88% |
| 信用卡透支及其他 | 1.83% | | 1.71% | | 1.73% |
| 关注率 | 0.62% | 0.62% | 0.68% | 0.71% | 0.81% |
| 不良生成率（累计，年化） | 0.78% | 0.82% | 0.85% | 0.81% | 0.74% |
| 逾期率 | 0.96% | 0.92% | 0.91% | 0.99% | 1.06% |
| 逾期90天以内比率 | 0.34% | | 0.32% | | 0.40% |
| 逾期90天以上比率 | 0.62% | | 0.59% | | 0.66% |
| 逾期90天以上/不良 | 76.59% | | 71.50% | | 78.99% |
| 拨备比率 | 3.08% | 2.93% | 2.88% | 2.72% | 2.72% |
| 拨备覆盖率 | 381.28% | 363.91% | 347.57% | 326.87% | 325.61% |
| 资产负债结构 | 2023Q2 | 2022Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
| 信贷 | 50.1% | 51.1% | 50.3% | 50.8% | 51.3% |
| 一般对公贷款 | 39.3% | 36.2% | 39.4% | 40.9% | 40.8% |
| 票据贴现 | 5.6% | 7.6% | 5.7% | 4.7% | 5.1% |
| 零售贷款 | 55.1% | 56.2% | 54.9% | 54.5% | 54.1% |
| 个人消费贷款 | 35.7% | | 35.1% | | 33.8% |
| 个人住房贷款 | 29.7% | | 28.7% | | 27.3% |
| 个人其他消费贷款 | 6.0% | | 6.4% | | 6.6% |
| 个人小额贷款 | 16.9% | | 17.1% | | 17.7% |
| 信用卡透支及其他 | 2.5% | | 2.7% | | 2.6% |
| 金融投资 | 34.5% | 34.5% | 34.3% | 33.8% | 34.5% |
| 传统同业 | 5.7% | 3.9% | 5.7% | 6.2% | 4.8% |
| 存款 | 93.46% | 96.54% | 94.49% | 95.46% | 96.48% |
| 对公存款 | 11.0% | 11.5% | 10.5% | 10.2% | 11.1% |
| 零售存款 | 89.0% | 88.5% | 89.5% | 89.8% | 88.9% |
| 活期存款 | 29.7% | | 28.9% | | 26.7% |
| 定期存款 | 70.3% | | 71.1% | | 73.3% |
| 其他存款 | 0.02% | 0.03% | 0.02% | 0.02% | 0.02% |
| 同业负债（含同业存单） | 4.6% | | 3.8% | | 1.7% |
| 发行债券 | 0.9% | | 0.9% | | 0.9% |
| 其他 | 2023Q2 | 2022Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 |
| 非保本理财余额（亿元） | 7,524 | | 7,765 | | 9,573 |
| 核心一级资本充足率 | 9.42% | 9.55% | 9.53% | 9.41% | 9.28% |
| 分红率 | | | 30% | | 不高于30% |

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

| 财务预测 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务预测 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利润表 | | | | | | 业绩增长 | | | | | |
| 净利息收入 | 273,593 | 281,803 | 276,317 | 281,239 | 300,153 | 净利息收入增速 | 1.56% | 3.00% | -1.95% | 1.78% | 6.73% |
| 净手续费收入 | 28,434 | 28,252 | 29,665 | 32,631 | 39,157 | 净手续费增速 | 29.20% | -0.64% | 5.00% | 10.00% | 20.00% |
| 其他非息收入 | 32,929 | 32,452 | 35,452 | 37,452 | 39,452 | 净非息收入增速 | 24.27% | -1.07% | 7.27% | 7.63% | 12.17% |
| 营业收入 | 334,956 | 342,507 | 341,434 | 351,322 | 378,762 | 拨备前利润增速 | -1.09% | -7.06% | 13.36% | 8.01% | 6.59% |
| 税金及附加 | 2,620 | 2,703 | 2,942 | 3,221 | 3,645 | 归属母公司净利润增速 | 11.89% | 1.23% | 0.29% | 6.62% | 5.73% |
| 业务及管理费 | 205,705 | 222,015 | 204,860 | 203,767 | 221,197 | 盈利能力 | | | | | |
| 其他业务成本 | 100 | 109 | 116 | 112 | 123 | ROAE | 10.51% | 9.68% | 8.77% | 8.79% | 8.74% |
| 营业外净收入 | 180 | 90 | -6 | -25 | -93 | ROAA | 0.64% | 0.58% | 0.52% | 0.50% | 0.47% |
| 拨备前利润 | 126,711 | 117,770 | 133,509 | 144,198 | 153,704 | RORWA | 1.25% | 1.12% | 1.00% | 0.96% | 0.92% |
| 资产减值损失 | 35,328 | 26,167 | 41,311 | 45,906 | 50,888 | 生息率 | 3.54% | 3.33% | 3.15% | 3.04% | 3.02% |
| 税前利润 | 91,364 | 91,599 | 92,210 | 98,317 | 102,857 | 付息率 | 1.61% | 1.56% | 1.60% | 1.63% | 1.66% |
| 所得税 | 6,009 | 5,175 | 5,533 | 5,899 | 5,143 | 净利差 | 1.93% | 1.78% | 1.55% | 1.41% | 1.36% |
| 税后利润 | 85,355 | 86,424 | 86,677 | 92,418 | 97,714 | 净息差 | 2.05% | 1.89% | 1.66% | 1.52% | 1.46% |
| 归属母公司净利润 | 85,224 | 86,270 | 86,523 | 92,254 | 97,540 | 成本收入比 | 61.41% | 64.82% | 60.00% | 58.00% | 58.40% |
| 资产负债表 | | | | | | 资本状况 | | | | | |
| 存放央行 | 1,263,951 | 1,337,501 | 1,563,068 | 1,735,005 | 1,917,181 | 资本充足率 | | | 13.54% | 12.77% | 12.17% |
| 同业资产 | 695,128 | 896,484 | 1,075,781 | 1,183,359 | 1,259,094 | 核心资本充足率 | 11.29% | 11.61% | 11.17% | 10.64% | 10.24% |
| 贷款总额 | 7,210,433 | 8,148,893 | 9,126,760 | 10,358,873 | 11,705,526 | 风险加权系数 | 51.65% | 52.06% | 51.52% | 51.74% | 51.77% |
| 贷款减值准备 | 234,145 | 234,467 | 250,101 | 266,645 | 284,893 | 股利支付率 | 30.01% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 贷款净额 | 6,977,710 | 7,915,245 | 8,876,659 | 10,092,228 | 11,420,633 | 资产质量 | | | | | |
| 证券投资 | 4,960,804 | 5,389,742 | 5,829,796 | 6,269,601 | 6,700,933 | 不良贷款余额 | 60,736 | 67,460 | 71,229 | 75,239 | 79,089 |
| 其他资产 | 169,689 | 187,659 | 228,459 | 253,944 | 280,519 | 不良贷款净生成率 | 0.36% | 0.34% | 0.30% | 0.30% | 0.29% |
| 资产合计 | 14,067,282 | 15,726,631 | 17,573,763 | 19,534,137 | 21,578,360 | 不良贷款率 | 0.84% | 0.83% | 0.78% | 0.73% | 0.68% |
| 央行借款 | 24,815 | 33,835 | 40,602 | 48,722 | 58,467 | 拨备覆盖率 | 385.51% | 347.56% | 351.12% | 354.40% | 360.22% |
| 同业负债 | 305,115 | 428,879 | 480,344 | 624,448 | 736,848 | 拨贷比 | 3.25% | 2.88% | 2.74% | 2.57% | 2.43% |
| 存款余额 | 12,714,485 | 13,955,963 | 15,630,679 | 17,350,053 | 19,171,809 | 流动性 | | | | | |
| 应付债券 | 101,910 | 261,138 | 281,138 | 301,138 | 321,138 | 贷存比 | 56.71% | 58.39% | 58.39% | 59.71% | 61.06% |
| 其他负债 | 95,143 | 90,200 | 123,663 | 127,697 | 139,567 | 贷款/总资产 | 51.26% | 51.82% | 51.93% | 53.03% | 54.25% |
| 负债合计 | 13,241,468 | 14,770,015 | 16,556,426 | 18,452,058 | 20,427,829 | 生息资产/总资产 | 100.41% | 100.37% | 100.20% | 100.09% | 100.04% |
| 股东权益合计 | 825,814 | 956,616 | 1,017,336 | 1,082,079 | 1,150,531 | 估值指标 | | | | | |
| 每股指标 | | | | | | P/E | 5.13 | 5.44 | 5.42 | 5.08 | 4.81 |
| EPS | 0.92 | 0.87 | 0.87 | 0.93 | 0.98 | P/B | 0.64 | 0.60 | 0.55 | 0.51 | 0.48 |
| BVPS | 7.42 | 7.93 | 8.55 | 9.20 | 9.89 | P/PPOP | 3.45 | 3.98 | 3.51 | 3.25 | 3.05 |
| 每股股利 | 0.28 | 0.26 | 0.26 | 0.28 | 0.30 | 股息收益率 | 5.85% | 5.52% | 5.53% | 5.90% | 6.24% |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034