

公司研究

负债结构持续优化，大财富管理成效显著

——招商银行（600036.SH）2021年半年报点评

买入（维持）

当前价：51.18元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	252.20
总市值(亿元)	12907.52
一年最低/最高(元)	34.91/57.46
近3月换手率	27.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.25	-1.32	33.90
绝对	4.56	-4.54	40.59

资料来源：Wind

要点

事件：

8月13日，招商银行发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入1687亿，YoY 13.75%，归母净利润612亿，YoY 22.82%。加权平均净资产收益率18.00% (YoY +1.08pct)。

点评：

营收、盈利增速双双提升，盈利增速突破20%关口。2021年上半年招商银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为13.75%、14.45%、22.82%，增速较Q1分别提升3.11、4.71、7.64pct。其中，受益于低基数效应，Q2单季归母净利润同比增长32.5%，增幅较Q1提升17.29pct。

主要业绩贡献因子来看：（1）规模对业绩贡献度为19.8%，较Q1提升1.5pct，但NIM环比有所下滑，对业绩贡献度为负；（2）非息收入同比增长23.62%，对业绩的贡献度为24.4%，较Q1提升7.6pct；（3）拨备计提力度并不大，上半年信用减值损失增长418.8亿，同比多增14.37亿，对盈利的拖累相对有限。

信贷增长维持较好态势。上半年总资产、生息资产、贷款同比增速分别为10.6%、10.4%和11%，较2020年分别下降2.1、1.41和1.04pct。结构方面，贷款增长维持较好态势，上半年增量为3497亿，同比多增89亿，贷款余额占生息资产余额比重为61.3%，较2020年年末提升0.3pct。受益于较为宽松的流动性环境，金融同业资产占比较2020年年末提升0.5pct至14.4%。

信贷行业投向：对公放缓、按揭受控、信用卡高增

一是对公贷款增长边际放缓。截至6月末，对公贷款占各项贷款比重为38.9%，较2020年年末下降1.25pct，同比下降3.82pct。分行业看，基建类贷款增长稳定，占各项贷款比重为14.7%，较2020年持平，在对公贷款领域中处于最高水平；制造业贷款占比为5.5%，较2020年年末小幅下降0.1pct。而房地产业贷款占比为7.5%，较2020年年末下降0.3pct，创2018年以来新低。

二是按揭贷款上半年受控增长。截至6月末，零售贷款占比为53.2%，较2020年年末基本持平，但同比提升1pct。其中，个人住房按揭贷款受控增长，上半年新增552亿，同比少增370亿，按揭余额占各项贷款余额比重为24.7%，较2020年年末下降0.6pct。根据房地产贷款集中度要求，招商银行房地产贷款以及按揭贷款占比上限分别为27.5%和20%，截至6月末招商银行实际情况分别为32.2%和24.7%，加之RMBS投资也已被纳入集中度统计口径，招商银行后续全口径房地产贷款可能会面临一定调整。不过根据监管规定，集中度指标超出监管要求2个百分点及以上的，过渡期为4年，公司涉房类贷款调整压力并不大。

三是信用卡贷款增长较好。上半年，招商银行信用卡贷款新增503亿，同比多增690亿，且不良率为1.58%，较去年年末下降0.08pct。表明公司零售业务基本走出疫情影响，公司通过提升高收益零售非按揭贷款占比，一定程度上弥补了年初贷款重定价对NIM的负向影响。

信贷区域投放：资源向长三角地区倾斜。截至 6 月末，招商银行在长三角地区信贷投放占比为 21.3%，较 2020 年年末提升 0.7pct，在所有地区中提升幅度最高，且自 2016 年以来占比首次提升至 21% 以上。相反，东北地区信贷占比呈现逐年下降态势，6 月末为 3.4%，较 2016 年 H1 下降 1.3pct。这表明，公司的信贷资源近年来开始向长三角等经济发达地区迁徙，这也与整体行业形势基本吻合。

负债结构持续优化，活期存款占比进一步提升。上半年招商银行存款同比增速为 9.9%，较 2020 年年末下降 6.3pct。在整体增存稳存有所承压情况下，公司进一步调整了负债结构，表现为活期存款和应付债券占比均有所提升。截至 6 月末，活期存款占各项存款比重为 66.4%，较 2020 年年末提升 0.5 个百分点，而应付债券占比较 2020 年年末提升 0.8pct 至 5.5%。

NIM 稳中略降，负债成本率显著改善。招商银行上半年净息差（累计值）为 2.49%，较 Q1 下降 0.03pct，同比下降 0.07pct，且较 2020 年年末持平。

从资产端来看，上半年贷款收益率（累计值）为 4.71%，同比下降 0.34pct，较 2020 年年末下降 0.17pct，幅度相对较大。其中，上半年对公贷款收益率（累计值）为 3.82%，同比下降 0.32pct，较 2020 年年末下降 0.16pct。若考虑票据资产统计在对公贷款口径之中，且今年以来票据利率持续下行，那么对剔除票据资产后的对公贷款利率今年上半年可能并未出现明显下降。另一方面，零售贷款收益率（累计值）为 5.6%，同比下降 0.5pct，较 2020 年年末下降 0.29pct，无论是环比还是同比（按半年）降幅明显高于对公贷款。这表明，零售贷款收益率下降，可能是公司 NIM 承压的主要原因。而在住房按揭贷款利率处于上行通道情况下，料短期消费贷和信用卡等业务可能会因竞争加剧而出现利率下行。

从负债端看，招商银行上半年负债成本改善明显，计息负债收益率（累计值）为 1.58%，其中存款成本率为 1.39%，同比下降 0.22pct，较 2020 年下降 0.16pct，主要受益于活期存款占比的提升。同时，核心存款成本率承压以及市场利率处于下行通道的环境下，招商银行通过发行 NCD 补充资金来源，有效降低了综合负债成本。

中间业务收入恢复良好，净其他非息收入取得较好表现。上半年招商银行非息收入同比增长 20.75%，较 Q1 提升 6.55pct。

手续费及佣金收入：上半年同比增速为 23.62%，较 Q1 小幅提升 0.32pct，一定程度上受到去年上半年低基数效应影响。其中，代理服务手续费收入取得较好增长，上半年为 151.73 亿，同比增速为 40.36%，主要受益于资本市场向好下权益基金行情的增长。托管及其他受托业务佣金收入 158.82 亿，同比增长 17.14%，增长趋势相对稳定，且代理+托管两类中间业务对非息收入的盈利贡献约 55%。而受疫情影响，银行卡手续费收入 93.96 亿，同比下降 0.23%，其他业务如结算与清算手续费、信贷承诺及贷款业务佣金等均呈现正增长。

净其他非息收入：上半年同比增速为 12.77%，较 Q1 提升 21.43pct，改善幅度较为明显。同时，去年 H1 净其他非息收入同比增速分别为 27.6%，主要由于疫情期间，宽松货币政策造成广谱利率大幅下行所致，而今年上半年净其他非息收入同比增速为 12.77%，反映出公司投资类收益取得较好业绩，这也受益于今年春节后市场利率震荡下行的利好环境。

大财富管理成效显著。近年来，随着我国居民对于财富管理的需求日益扩大，招商银行在战略层面高度重视财富管理，组建财富平台部，明确打造大财富管理价值循环链，深入数字化转型。通过金融科技加持，推动大数据、云计算、区块链等新兴技术在财富管理等金融实务中的广泛运用，使得招商银行业务规模不断扩大。截至今年 6 月末，招商银行零售 AUM 时点规模突破 10 万亿，较年初增长 11.7%；私行客户数接近 11.2 万户，较年初增长 12%；私行 AUM 达 3.13 万亿，

私行户均 AUM 则连续五个季度上升，至接近 2800 万。同时，招商银行日均存款 50 万以上的公司客户达 21.8 万户，较年初增长 9.2%。

资产质量总体向好，不良净生成压力明显改善。总体来看，招商银行各项资产质量指标均出现明显改善。截至 6 月末，不良贷款率为 1.01%，较 Q1 下降 1bp，且连续四个季度出现改善。考虑核销、转出后初步测算，上半年不良生成率为 0.62%，较 2020 年年末大幅下降 38bp，反映出公司未来资产质量压力较小。关注贷款率较 2020 年年末下降 9bp 至 0.70%。（关注+不良）贷款率为 1.71%，较 2020 年年末下降 17bp。

分行业看：截至 6 月末，房地产业不良率为 1.07%，较 2020 年年末提升 77bp，幅度在所有对公贷款领域中最高。但是，表内房地产贷款一般均为“强抵押”，尽管不良率有所提高，但风险相对可控。其他领域，如基建、制造业、租赁与商务服务业、批发零售业等不良率均出现不同程度下降。零售贷款中，小微贷款、按揭贷款以及信用卡贷款不良率均出现 5-12bp 的降幅，整体资产质量趋于改善。

分区域看：6 月末长三角地区不良率为 0.58%，较 2020 年年末下降 26bp，改善程度较为明显，东北地区不良率较 2020 年下降 19bp 至 1.97%，但中部地区不良率有所上行。不过，考虑到近年来公司信贷资源逐步向长三角、珠三角等地区倾斜，部分经济欠发达地区不良率的提升，不改整体资产质量向好的局面。

风险抵补能力依然较强，资产质量认定进一步趋严。截至 6 月末，招商银行拨备覆盖率为 439.46%，环比 Q1 提升 58bp，依然维持较高水平。拨贷比为 4.45%，环比 Q1 下降 2bp。逾期 90 天以上贷款/不良为 75.97%，较 2020 年年末下降 48bp。

资本充足率稳中略降，安全边际依然较高。截至 6 月末，招商银行核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为 11.89%/13.47%/16.01%，分别较 Q1 下降 23/32/30bp。总体来看，招商银行三大资本充足率的安全边际依然较高，ROE 高达 18%，能够有效实现内源式资本补充。

盈利预测、估值与评级。招商银行作为零售标杆银行，盈利能力稳定、资产质量表现优异、风险抵补能力较强，较好的零售存款基础，能够持续维持较低的计息负债成本率。而资产端持续向零售领域发力，稳定 NIM 运行。在高 ROE 和资本充足率下，公司资本补充与盈利增长已形成良性正循环，未来资产扩张能够得到有力保障。公司大财富管理成效显著，6 月末零售 AUM 时点规模突破 10 万亿，行长田惠宇将提出“打造大财富价值循环链”作为全行未来五年的工作主线，未来财富管理发展空间非常广阔。总体来看，招商银行作为全市场的龙头银行，业绩向好的确定性较强，持续推荐。基于此，我们上调 EPS 分别为 4.56 元（上调 2.96%）/5.24 元（上调 9.52%）/5.76 元（上调 8.26%），对应 PB 估值分别为 1.77、1.56 和 1.39，维持“买入”评级。

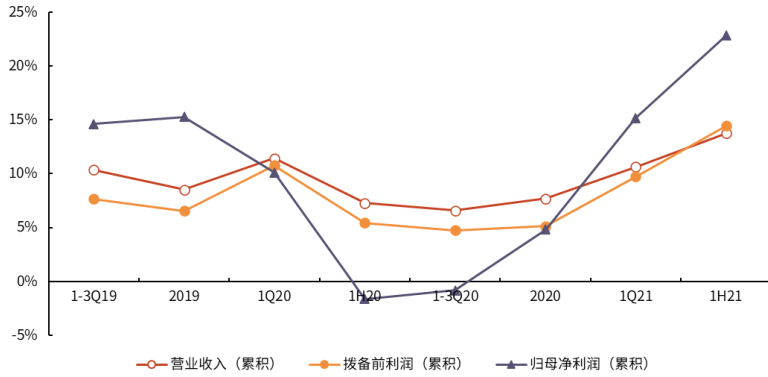
风险提示：政策过度收紧冲击实体经济，信用风险压力加大。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	269,703	290,482	328,280	371,662	422,031
营业收入增长率	8.51%	7.70%	13.01%	13.22%	13.55%
净利润（百万元）	92,867	97,342	115,038	132,033	145,255
净利润增长率	15.28%	4.82%	18.18%	14.77%	10.01%
EPS（元）	3.68	3.86	4.56	5.24	5.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.15%	16.00%	16.88%	17.12%	16.69%
P/E	13.76	13.13	11.11	9.68	8.80
P/B	2.21	2.00	1.77	1.56	1.39

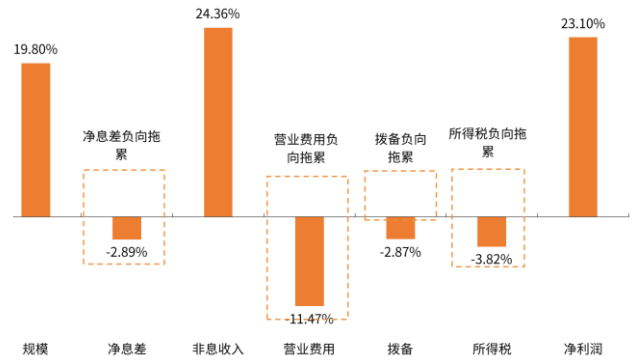
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 8 月 13 日

图 1: 招商银行营收及盈利累计增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 招商银行业绩同比增速拆分



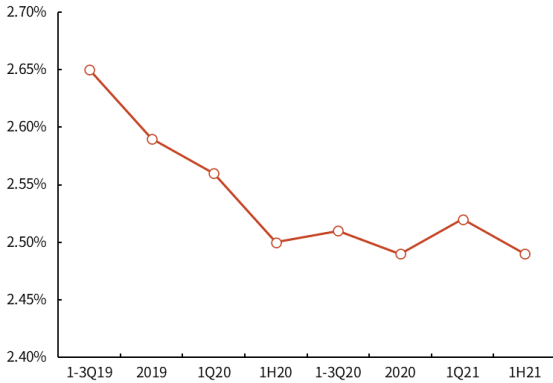
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 招商银行资产负债结构

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
资产结构 (占比)										
发放贷款和垫款/生息资产	61.3%	60.7%	61.7%	60.9%	61.4%	61.0%	61.9%	61.0%	62.0%	61.3%
较上季变动	2.6%	(0.6%)	1.1%	(0.8%)	0.5%	(0.4%)	0.9%	(0.9%)	1.0%	(0.7%)
公司贷款/贷款	N/A	42.4%	N/A	42.4%	N/A	42.7%	N/A	40.1%	N/A	38.9%
零售贷款/贷款	N/A	51.8%	N/A	52.6%	N/A	51.2%	N/A	53.3%	N/A	53.2%
票据/贷款	N/A	5.8%	N/A	5.0%	N/A	6.1%	N/A	6.6%	N/A	7.9%
金融投资/生息资产	24.7%	24.0%	24.2%	24.5%	24.4%	25.7%	25.6%	25.1%	24.8%	24.3%
较上季变动	(0.2%)	(0.7%)	0.2%	0.3%	(0.1%)	1.3%	(0.1%)	(0.5%)	(0.3%)	(0.6%)
金融同业资产/生息资产	14.0%	15.3%	14.1%	14.6%	14.2%	13.3%	12.5%	13.9%	13.2%	14.4%
较上季变动	(2.3%)	1.4%	(1.2%)	0.5%	(0.4%)	(0.9%)	(0.8%)	1.3%	(0.7%)	1.3%
负债结构 (占比)										
客户存款/付息负债	74.2%	74.0%	73.9%	73.8%	75.3%	76.5%	77.0%	76.9%	76.8%	77.0%
较上季变动	0.6%	(0.2%)	(0.1%)	(0.1%)	1.5%	1.2%	0.5%	(0.1%)	(0.2%)	0.2%
活期存款/存款	N/A	59.0%	N/A	59.1%	N/A	62.0%	N/A	65.9%	N/A	66.4%
定期存款/存款	N/A	41.0%	N/A	40.9%	N/A	38.0%	N/A	34.1%	N/A	33.6%
个人存款/存款	N/A	35.6%	N/A	37.3%	N/A	36.4%	N/A	36.1%	N/A	35.9%
公司存款/存款	N/A	64.4%	N/A	62.7%	N/A	63.6%	N/A	63.9%	N/A	64.1%
应付债券/付息负债	7.6%	7.9%	8.8%	8.8%	7.8%	5.8%	5.4%	4.7%	5.5%	5.5%
较上季变动	0.5%	0.2%	0.9%	0.0%	(1.0%)	(2.0%)	(0.4%)	(0.7%)	0.8%	0.0%
金融同业负债/付息负债	18.2%	18.1%	17.3%	17.4%	16.9%	17.7%	17.6%	18.3%	17.7%	17.5%
较上季变动	(1.2%)	(0.0%)	(0.8%)	0.1%	(0.5%)	0.8%	(0.1%)	0.8%	(0.6%)	(0.2%)

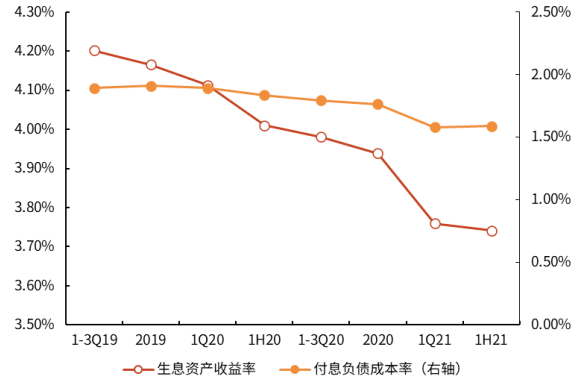
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 招商银行净息差走势



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 4: 招商银行生息资产收益率及计息负债成本率 (%)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 3: 招商银行资产质量主要指标

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
不良贷款率	1.35%	1.23%	1.19%	1.16%	1.11%	1.14%	1.13%	1.07%	1.02%	1.01%
QoQ	(0.01%)	(0.12%)	(0.04%)	(0.03%)	(0.05%)	0.03%	(0.01%)	(0.06%)	(0.05%)	(0.01%)
(关注+不良)/贷款总额	N/A	2.53%	N/A	2.34%	N/A	2.13%	N/A	1.88%	N/A	1.71%
逾期 90 天以上贷款/不良贷款	N/A	80.4%	N/A	85.1%	N/A	80.0%	N/A	76.4%	N/A	75.97%
逾期 90 天以上贷款/贷款总额	N/A	0.99%	N/A	0.99%	N/A	0.91%	N/A	0.81%	N/A	0.77%
不良净生成率 (累积年化)	N/A	0.80%	N/A	0.78%	N/A	1.05%	N/A	1.00%	N/A	0.62%
信用成本率 (累积年化)	N/A	1.43%	N/A	1.29%	N/A	1.55%	N/A	0.98%	N/A	0.52%
拨备覆盖率	363.2%	394.1%	409.4%	426.8%	451.3%	440.8%	424.8%	437.7%	438.9%	439.46%
QoQ	4.99%	30.95%	15.29%	17.37%	24.49%	(10.46%)	(16.05%)	12.92%	1.20%	0.58%
拨贷比	4.90%	4.85%	4.89%	4.97%	5.01%	5.03%	4.79%	4.67%	4.47%	4.45%
QoQ	0.02%	(0.05%)	0.04%	0.08%	0.04%	0.02%	(0.24%)	(0.12%)	(0.20%)	(0.02%)

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 4: 招商银行资本充足率

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
资本充足率	15.86%	15.09%	15.44%	15.54%	15.52%	14.90%	16.19%	16.54%	16.24%	16.01%
QoQ	0.18%	(0.77%)	0.35%	0.10%	(0.02%)	(0.62%)	1.29%	0.35%	(0.30%)	(0.23%)
一级资本充足率	12.72%	12.19%	12.66%	12.69%	12.64%	11.99%	13.31%	13.98%	13.79%	13.47%
QoQ	0.10%	(0.53%)	0.47%	0.03%	(0.05%)	(0.65%)	1.32%	0.67%	(0.19%)	(0.32%)
核心一级资本充足率	11.92%	11.42%	11.90%	11.95%	11.94%	11.31%	11.65%	12.29%	12.19%	11.89%
QoQ	0.14%	(0.50%)	0.48%	0.05%	(0.01%)	(0.63%)	0.34%	0.64%	(0.10%)	(0.30%)
风险加权资产同比增速	15.93%	15.98%	14.77%	12.56%	14.50%	13.54%	12.71%	7.77%	8.06%	6.60%
QoQ	0.01%	0.06%	(1.22%)	(2.21%)	1.95%	(0.96%)	(0.83%)	(4.95%)	0.29%	(1.46%)

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	269,703	290,482	328,280	371,662	422,031
净利息收入	173,090	185,031	208,829	231,406	256,780
非息收入	96,613	105,451	119,451	140,257	165,251
净手续费及佣金	71,493	79,486	91,409	109,691	131,629
净其他非息收入	25,120	25,965	28,042	30,566	33,623
营业支出	152,656	167,839	183,368	205,372	239,109
拨备前利润	178,291	187,465	223,027	259,961	295,219
信用及其他减值	61,159	65,025	78,319	93,874	112,499
税前利润	117,132	122,440	144,708	166,087	182,719
所得税	23,709	24,481	28,942	33,217	36,544
净利润	93,423	97,959	115,767	132,869	146,176
归属母公司净利	92,867	97,342	115,038	132,033	145,255

盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产收益率	4.17%	3.94%	3.77%	3.73%	3.71%
贷款收益率	5.27%	4.96%	4.70%	4.67%	4.65%
付息负债成本率	1.91%	1.76%	1.55%	1.53%	1.50%
存款成本率	1.59%	1.59%	1.35%	1.33%	1.30%
净息差	2.46%	2.37%	2.40%	2.39%	2.39%
净利差	2.26%	2.18%	2.22%	2.20%	2.20%
RORWA	2.15%	2.05%	2.23%	2.32%	2.30%
ROAA	1.32%	1.24%	1.32%	1.38%	1.37%
ROAE	17.15%	16.00%	16.88%	17.12%	16.69%

资产质量	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	1.16%	1.07%	0.92%	0.97%	0.98%
拨备覆盖率	426.78%	437.68%	497.16%	475.29%	473.50%
拨贷比	4.97%	4.67%	4.57%	4.61%	4.65%

资本	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	15.54%	16.54%	16.67%	16.63%	16.58%
一级资本充足率	12.69%	13.98%	14.23%	14.33%	14.40%
核心一级资本充足	11.95%	12.29%	12.68%	12.93%	13.14%

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测,股价日期为:2021年8月13日

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	7,417,240	8,361,448	9,143,374	10,138,904	11,246,613
发放贷款和垫款	4,490,650	5,029,128	5,582,332	6,196,389	6,877,991
同业资产	1,075,097	1,141,874	1,244,535	1,336,621	1,436,298
金融投资	1,804,437	2,068,695	2,337,625	2,641,517	2,984,914
生息资产合计	7,370,184	8,239,697	9,164,492	10,174,527	11,299,203
总负债	6,799,533	7,631,094	8,328,325	9,227,732	10,231,479
吸收存款	4,844,422	5,628,336	6,163,028	6,779,331	7,457,264
市场类负债	1,722,101	1,687,609	1,875,252	2,126,776	2,417,451
付息负债合计	6,566,523	7,315,945	8,038,280	8,906,106	9,874,715
股东权益	617,707	730,354	815,049	911,173	1,015,134
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
归属母公司权益	611,301	723,750	807,715	903,003	1,006,043

业绩规模与增长	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	9.95%	12.73%	9.35%	10.89%	10.93%
生息资产	10.09%	11.80%	11.22%	11.02%	11.05%
付息负债	9.74%	11.41%	9.87%	10.80%	10.88%
贷款余额	14.18%	11.99%	11.00%	11.00%	11.00%
存款余额	10.08%	16.18%	9.50%	10.00%	10.00%
净利息收入	7.92%	6.90%	12.86%	10.81%	10.97%
净手续费及佣金收入	7.54%	11.18%	15.00%	20.00%	20.00%
营业收入	8.51%	7.70%	13.01%	13.22%	13.55%
拨备前利润	6.55%	5.15%	18.97%	16.56%	13.56%
归母净利润	15.28%	4.82%	18.18%	14.77%	10.01%

每股股利及估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	3.68	3.86	4.56	5.24	5.76
PPOPPS (元)	7.07	7.43	8.84	10.31	11.71
BVPS (元)	22.89	25.36	28.69	32.47	36.56
DPS (元)	1.20	1.25	1.48	1.70	1.87
P/E	13.76	13.13	11.11	9.68	8.80
P/PPOP	7.17	6.82	5.73	4.92	4.33
P/B	2.21	2.00	1.77	1.56	1.39

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE