

公司研究

零售转型再深化，盈利增速超预期

——平安银行（000001.SZ）2021年半年报点评

买入（维持）

当前价：20.34元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

联系人：董文欣

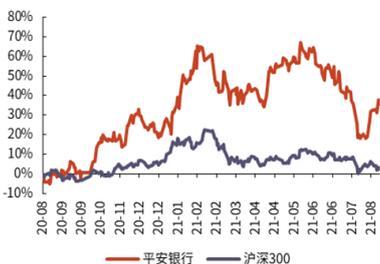
010-57378035

dongwx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	194.06
总市值(亿元)	3,947.16
一年最低/最高(元)	14/25.16
近3月换手率	38.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.57	-8.36	33.20
绝对	-1.26	-14.61	35.76

资料来源：Wind

要点

事件：

8月19日，平安银行发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入846.80亿，YoY+8.1%，归母净利润175.83亿，YoY+28.6%。加权平均净资产收益率10.74%（YoY+1.4pct）。

点评：

营收增速季环比略降，盈利增速大幅提升。近年来，平安银行坚持“科技引领、零售突破、对公做精”经营策略，显示出较强的成长性。2021年上半年平安银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为8.1%、8.1%、28.6%，增速较1Q21变动-2.1pct、-1.9pct、10.0pct。**盈利增速大幅提升，进入利润释放期。**

结合单季变化来看，**营收方面**，上半年营收同比增速较1Q略降2.1pct，主要由于2Q20债券投资收益大幅提升使得2Q21营收同比高基数；季环比看，2Q21营收环比1Q21增加11.04亿元，增幅2.6%。**盈利方面**，归母净利润同比高增主要由于去年低基数（1H20盈利同比增速为-11.2%），同时，受益资产质量改善，拨备计提压力边际缓释，H21计提拨备382.85亿元，计提仍保持较大力度但同比微降0.54%；其中，2Q21单季计提拨备215.88亿元，同比2Q20下降4.3%。

拆分业绩同比增速来看，规模扩张是业绩增长的主要驱动因子。规模扩张对业绩增长贡献高达51.9个百分点，非息收入正贡献季环比提升，拨备对盈利转为正贡献，但息差收窄的负向拖累有所增强。

规模扩张驱动利息收入“以量补价”，资产端结构进一步优化。上半年平安银行净利息收入同比增长6.8%至593.61亿元，从规模增速、结构变化及息差走势来看：

1) 资产端维持较高增速，信贷占比提升至62.1%。截至6月末，总资产/生息资产/贷款分别同比增长13.0%、13.2%、14.6%，增速环比1Q21分别提升2.4pct、1.9pct、0.9pct。上半年贷款增量为2085.96亿元，同比多增233.93亿元，贷款占生息资产比重季环比提升0.1pct至62.1%。贷款结构方面，新增贷款中零售贷款1510.92亿元，占比72.4%；零售贷款占总贷款比重季环比提升1.0pct至61.1%，零售转型进一步推进。

2) 负债端存款增速季环比提升。截至6月末，总负债/计息负债/存款分别同比增长13.6%、15.0%、15.3%，增速环比1Q21分别提升2.4pct、2.5pct、8.6pct；个人存款、对公存款同比增长14.2%、15.7%，零售占总存款的比重季环比1Q21略降0.7pct至25.6%，占比与年初持平。2021年公司加强存款量价平衡管理，延续对结构性存款等高成本负债的管控策略，借助“金融+科技”拓展低成本存款。上半年存款成本率2.05%，季环比1Q21下降1BP，较2020年大幅下降18BP。

3) 息差仅小幅收窄，主要受益负债成本管控。平安银行上半年净息差2.83%，环比1Q21收窄4BP。具体看，生息资产收益率为5.00%，环比1Q21下滑3BP，较2020年下降25BP；其中，贷款收益率为6.34%，环比1Q21下降11BP；**资产端**收益率下降对息差形成较强拖累。计息负债成本率为2.22%，环比1Q21持平，较2020年下降10BP，主要受益存款成本管控，并对息差形成较好支撑。

非息收入同比增长 11.3%至 253.19 亿元，其中，手续费及佣金净收入同比高增 20.4%至 173.98 亿元，主要得益于财富管理业务、信用卡业务、对公结算业务及理财业务等带来收入增长，以及手续费及佣金支出下降 (YoY-29.0%) 带来的成本节约；其他非利息净收入同比下降 4.6%至 79.21 亿元，主要由于去年同期债券市场实现较大投资收益，同比高基数。1H21 非息收入占比 29.90%，同比提升 0.86 个百分点。

零售转型深入推进，未来大财富管理业务发展空间值得期待。2021 年是平安银行零售转型发展新三年的攻坚之年，公司在“3+2+1”零售经营策略指引下，打造“数字银行、生态银行、平台银行”三张名片，从产品能力、专业化能力、科技化能力等方面提升私人银行及财富管理能力。上半年零售业务实现营业收入 492.13 亿元 (YoY+10.9%)，在全行营业收入中占比为 58.1%；零售业务净利润 117.22 亿元 (YoY+46.3%)，在全行净利润占比为 66.7%。

当前大财富管理业务是各家银行发力零售转型的重点，平安银行表现亮眼，我们认为其未来大财富管理业务发展空间值得期待。1) **财富客户突破百万户，客群持续拓展。**截至 6 月末，财富客户数较上年末增长 9.6%至 102.39 万户；私行达标客户较上年末增长 13.1%至 6.48 万户，为拓展大财富管理业务奠定坚实基础。2) **理财转型进展较快**，平安理财正式开业后各项业务有序推进，上半年实现净利润 8.20 亿元；同时，老产品压降较快、提前完成理财非标问题资产回表。3) **平安集团是综合型金融集团，集团协同效应将有望从客群的丰富、产品体系的完善、渠道的拓展、项目资源的获取等维度提升大财富管理业务综合竞争力。**4) 公司打造“AI+T+Office”人机协同服务模式，提供陪伴式金融服务。**通过金融科技赋能**，有助于提供更精细的客户画像、更有效的资产配置、更便捷的客户体验，全方位提升客户的财富管理业务体验。

资产质量环比改善，拨备覆盖率季环比提升 14.37pct 至 259.53%。截至 6 月末，平安银行不良贷款率季环比 1Q21 下降 2BP 至 1.08%。其中，个人贷款不良率环比 1Q21 下降 1BP 至 1.13%，企业贷款不良率季环比 1Q21 下降 4BP 至 0.99%，对公不良率继续低于零售不良率。关注贷款率季环比 1Q21 下降 10BP 至 0.96%。（关注+不良）贷款率为 2.04%，较 1Q 下降 12BP。资产质量边际向好情况下，公司仍保持较强的不良处置力度和拨备计提力度。上半年计提资产减值损失 382.85 亿元，其中非信贷资产减值损失 131.64 亿元 (YOY+69.75 亿元)，在 2020 年基本完成表外理财存量不良资产回表和处置基础上，加大了同业投资等资产拨备计提。拨备覆盖率季环比 1Q21 提升 14.37pct 至 259.53%，拨贷比季环比 1Q21 提升 0.11pct 至 2.80%，风险抵补能力增强。

资本充足率稳中略降，后续将进一步完善“内生资本积累为主，外源融资为辅”的资本补充机制。截至 6 月末，平安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 8.49%/10.58%/12.58%，分别季环比 1Q21 下降 0.18pct/0.23pct/0.62pct。核心一级资本充足率下降，一方面由于信贷投放力度较大，加剧资本消耗；另一反面，较大的资产减值计提和核销处置力度，使得递延所得税资产余额较大，也会导致核心一级资本减少。

盈利预测、估值与评级。平安银行依托金融科技赋能、集团协同等多重禀赋优势，大力推动零售转型，转型效果受到资本市场认可。资产质量持续向好、财富管理业务颇具发展潜力、零售业务不断迈向纵深，将对公司未来发展形成有力支撑。上调 2021-23 年 EPS 预测为 1.78 元 (上调 5.1%) / 2.10 元 (上调 11.2%) / 2.46 元 (上调 17.2%)，对应 2021-23 年 PB 为 1.2/1.1/1.0 倍。维持“买入”评级。

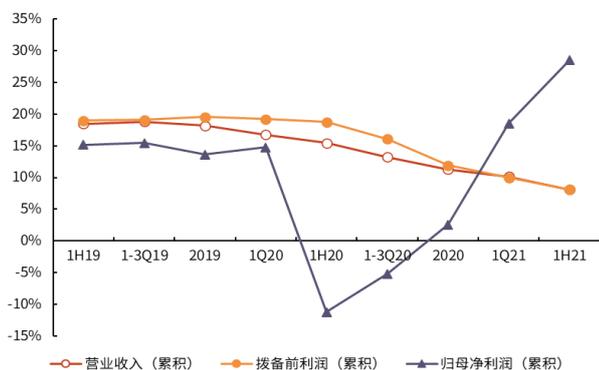
风险提示：宏观经济超预期下行，部分企业和个人还款能力承压，拖累资产质量。

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)	137,958	153,542	171,878	193,948	215,458
营业收入增长率	18.2%	11.3%	11.9%	12.8%	11.1%
净利润 (百万元)	28,195	28,928	34,464	40,783	47,780
净利润增长率	13.6%	2.6%	19.1%	18.3%	17.2%
EPS (元)	1.45	1.49	1.78	2.10	2.46
ROE (归属母公司)	11.4%	10.2%	11.1%	11.9%	12.5%
P/E	14.0	13.6	11.5	9.7	8.3
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

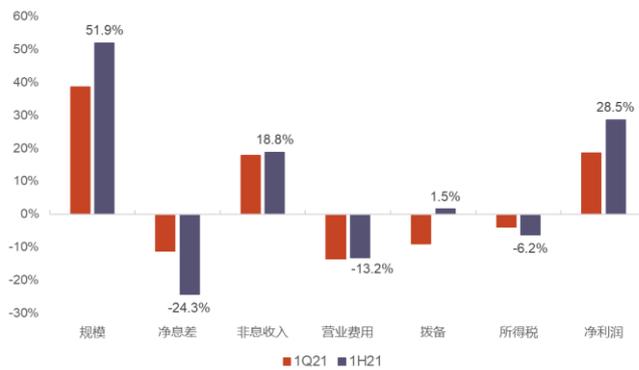
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-8-19

图 1: 平安银行营收及盈利累计增速



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 平安银行业绩同比增速拆分



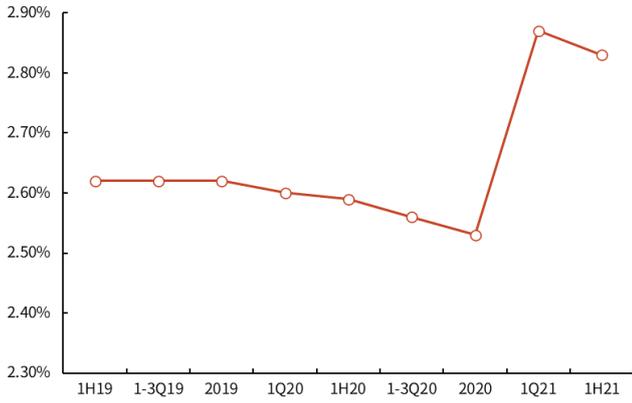
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 2: 平安银行主要资产负债结构

	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	60.0%	59.9%	59.6%	60.4%	60.7%	61.3%	60.8%	61.1%	62.0%	62.1%
较上季变动	(0.3%)	(0.0%)	(0.3%)	0.8%	0.3%	0.6%	(0.5%)	0.3%	0.9%	0.1%
公司贷款/贷款	38.9%	38.2%	36.1%	37.5%	38.9%	38.1%	36.6%	35.6%	35.9%	34.6%
较上季变动	(1.2%)	(0.8%)	(2.1%)	1.4%	1.4%	(0.8%)	(1.5%)	(1.1%)	0.4%	(1.4%)
零售贷款/贷款	58.0%	58.8%	59.2%	58.4%	56.0%	56.5%	58.0%	60.2%	60.1%	61.1%
较上季变动	0.3%	0.8%	0.4%	(0.8%)	(2.4%)	0.5%	1.5%	2.2%	(0.1%)	1.0%
票据/贷款	3.0%	3.0%	4.7%	4.1%	5.1%	5.3%	5.4%	4.2%	4.0%	4.4%
较上季变动	0.9%	(0.0%)	1.7%	(0.6%)	1.0%	0.2%	0.0%	(1.1%)	(0.3%)	0.4%
金融投资/生息资产	26.7%	26.8%	27.7%	27.2%	27.8%	27.4%	26.4%	26.2%	25.4%	25.3%
较上季变动	1.1%	0.1%	0.9%	(0.5%)	0.6%	(0.5%)	(0.9%)	(0.2%)	(0.8%)	(0.2%)
金融同业资产/生息资产	13.3%	13.3%	12.6%	12.3%	11.4%	11.3%	12.7%	12.7%	12.5%	12.6%
较上季变动	(0.8%)	(0.1%)	(0.6%)	(0.3%)	(0.9%)	(0.2%)	1.4%	(0.1%)	(0.1%)	0.1%
负债结构 (占比)										
客户存款/付息负债	71.9%	72.7%	69.9%	69.6%	71.5%	68.4%	66.8%	67.6%	67.9%	68.6%
较上季变动	3.0%	0.8%	(2.8%)	(0.2%)	1.9%	(3.2%)	(1.6%)	0.8%	0.4%	0.6%
活期存款/存款	N/A	33.0%	N/A	32.6%	N/A	32.5%	32.8%	35.0%	36.8%	34.5%
较上季变动	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.3%	2.3%	1.8%	(2.3%)
定期存款/存款	N/A	67.0%	N/A	67.4%	N/A	67.5%	67.2%	65.0%	63.2%	65.5%
较上季变动	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(0.3%)	(2.3%)	(1.8%)	2.3%
个人存款/存款	22.8%	23.1%	24.4%	24.0%	25.0%	25.9%	25.7%	25.6%	26.3%	25.6%
较上季变动	1.1%	0.3%	1.3%	(0.5%)	1.0%	0.9%	(0.2%)	(0.1%)	0.7%	(0.7%)
公司存款/存款	77.2%	76.9%	75.6%	76.0%	75.0%	74.1%	74.3%	74.4%	73.7%	74.4%
较上季变动	(1.1%)	(0.3%)	(1.3%)	0.5%	(1.0%)	(0.9%)	0.2%	0.1%	(0.7%)	0.7%
应付债券/付息负债	12.6%	13.0%	11.0%	14.7%	13.2%	14.9%	15.0%	15.5%	16.1%	18.6%
较上季变动	0.3%	0.3%	(2.0%)	3.7%	(1.5%)	1.8%	0.1%	0.5%	0.6%	2.5%
金融同业负债/付息负债	15.4%	14.3%	19.1%	15.7%	15.3%	16.7%	18.2%	17.0%	16.0%	12.8%
较上季变动	(3.2%)	(1.1%)	4.8%	(3.5%)	(0.4%)	1.4%	1.5%	(1.3%)	(1.0%)	(3.2%)

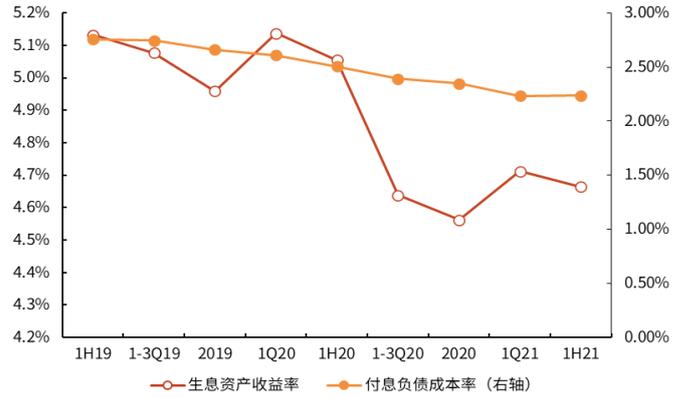
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 3: 平安银行净息差走势 (%)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 4 平安银行生息资产收益率及付息负债成本率 (%)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 3: 平安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	1.73%	1.68%	1.68%	1.65%	1.65%	1.65%	1.32%	1.18%	1.10%	1.08%
QoQ	(0.02%)	(0.05%)	0.00%	(0.03%)	0.00%	0.00%	(0.33%)	(0.14%)	(0.08%)	(0.02%)
(关注+不良)/贷款总额	4.31%	4.15%	4.07%	3.65%	3.58%	3.51%	2.91%	2.29%	2.16%	2.04%
QoQ	(0.17%)	(0.15%)	(0.09%)	(0.41%)	(0.07%)	(0.07%)	(0.60%)	(0.61%)	(0.14%)	(0.12%)
不良净生成率 (累积年化)	N/A	2.14%	N/A	2.55%	N/A	2.03%	N/A	2.40%	N/A	1.30%
QoQ	N/A	N/A	N/A							
信用成本率 (累积年化)	N/A	2.28%	N/A	2.45%	N/A	2.60%	N/A	1.73%	N/A	1.76%
QoQ	N/A	N/A	N/A							
拨备覆盖率	170.6%	182.5%	186.2%	183.1%	200.4%	214.9%	218.3%	201.4%	245.2%	259.53%
QoQ	15.35%	11.94%	3.65%	(3.06%)	17.23%	14.58%	3.36%	(16.89%)	43.76%	14.37%
拨贷比	2.94%	3.06%	3.13%	3.01%	3.31%	3.54%	2.87%	2.37%	2.69%	2.80%
QoQ	0.23%	0.12%	0.07%	(0.12%)	0.30%	0.23%	(0.67%)	(0.50%)	0.32%	0.11%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 4: 平安银行资本充足率

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
资本充足率	11.50%	12.62%	13.36%	13.22%	14.27%	13.96%	13.86%	13.29%	13.20%	12.58%
QoQ	0.00%	1.12%	0.74%	(0.14%)	1.05%	(0.31%)	(0.10%)	(0.57%)	(0.09%)	(0.62%)
一级资本充足率	9.59%	9.71%	10.54%	10.54%	11.65%	11.35%	11.29%	10.91%	10.81%	10.58%
QoQ	0.20%	0.12%	0.83%	0.00%	1.11%	(0.30%)	(0.06%)	(0.38%)	(0.10%)	(0.23%)
核心一级资本充足率	8.75%	8.89%	9.75%	9.11%	9.20%	8.93%	8.94%	8.69%	8.67%	8.49%
QoQ	0.21%	0.14%	0.86%	(0.64%)	0.09%	(0.27%)	0.01%	(0.25%)	(0.02%)	(0.18%)
风险加权资产同比增速	6.97%	6.90%	11.68%	18.98%	19.20%	19.58%	16.76%	13.19%	14.42%	16.23%
QoQ	1.85%	(0.07%)	4.78%	7.30%	0.22%	0.38%	(2.82%)	(3.56%)	1.22%	1.82%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	137,958	153,542	171,878	193,948	215,458	总资产	3,939,070	4,468,514	4,998,383	5,532,526	6,075,440
净利息收入	89,961	99,650	110,943	125,420	140,077	发放贷款和垫款	2,323,205	2,666,297	3,039,579	3,434,724	3,846,891
非息收入	47,997	53,892	60,935	68,528	75,381	同业资产	474,040	552,661	635,334	711,315	795,200
净手续费及佣金收入	36,743	43,481	50,003	56,504	62,154	金融投资	1,047,080	1,143,611	1,257,972	1,371,190	1,480,885
净其他非息收入	11,254	10,411	10,932	12,025	13,227	生息资产合计	3,844,325	4,362,569	4,932,884	5,517,228	6,122,976
营业支出	101,669	116,633	127,539	141,507	154,047	总负债	3,626,087	4,104,383	4,603,260	5,100,756	5,600,783
拨备前利润	95,767	107,172	120,503	138,130	155,837	吸收存款	2,436,935	2,673,118	2,927,064	3,190,500	3,461,692
信用及其他减值损失	59,527	70,418	76,319	85,844	94,581	市场类负债	1,061,954	1,282,323	1,526,244	1,744,280	1,956,828
税前利润	36,240	36,754	44,184	52,286	61,256	付息负债合计	3,498,889	3,955,441	4,453,308	4,934,780	5,418,520
所得税	8,045	7,826	9,721	11,503	13,476	股东权益	312,983	364,131	395,123	431,771	474,656
净利润	28,195	28,928	34,464	40,783	47,780	股本	19,406	19,406	19,406	19,406	19,406
归属母公司净利润	28,195	28,928	34,464	40,783	47,780	归属母公司权益	312,983	364,131	395,123	431,771	474,656

盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产收益率	4.96%	4.56%	4.54%	4.58%	4.59%
贷款收益率	6.18%	5.79%	5.75%	5.76%	5.75%
付息负债成本率	2.66%	2.35%	2.38%	2.43%	2.46%
存款成本率	2.45%	2.20%	2.19%	2.20%	2.21%
净息差	2.51%	2.43%	2.39%	2.40%	2.41%
净利差	2.30%	2.21%	2.16%	2.15%	2.14%
RORWA	1.10%	0.97%	1.04%	1.11%	1.19%
ROAA	0.77%	0.69%	0.73%	0.77%	0.82%
ROAE	11.44%	10.20%	11.13%	11.87%	12.47%

业绩规模与增长	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	15.22%	13.44%	11.86%	10.69%	9.81%
生息资产	15.92%	13.48%	13.07%	11.85%	10.98%
付息负债	13.40%	13.05%	12.59%	10.81%	9.80%
贷款余额	16.30%	14.77%	14.00%	13.00%	12.00%
存款余额	14.49%	9.69%	9.50%	9.00%	8.50%
净利息收入	20.36%	10.77%	11.33%	13.05%	11.69%
净手续费及佣金收入	17.40%	18.34%	15.00%	13.00%	10.00%
营业收入	18.20%	11.30%	11.94%	12.84%	11.09%
拨备前利润	19.56%	11.91%	12.44%	14.63%	12.82%
归母净利润	13.61%	2.60%	19.14%	18.34%	17.16%

资产质量	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	1.65%	1.18%	1.02%	1.05%	1.05%
拨备覆盖率	181.94%	200.13%	267.15%	312.93%	357.10%
拨贷比	2.99%	2.36%	2.72%	3.28%	3.77%

资本	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	13.22%	13.29%	12.94%	12.81%	12.85%
一级资本充足率	10.54%	10.91%	10.69%	10.66%	10.78%
核心一级资本充足率	9.11%	8.69%	8.69%	8.84%	9.11%

每股盈利及估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	1.45	1.49	1.78	2.10	2.46
PPOPPS (元)	4.93	5.52	6.21	7.12	8.03
BVPS (元)	14.07	15.16	16.76	18.65	20.86
DPS (元)	0.22	0.18	0.21	0.25	0.30
P/E	14.00	13.64	11.45	9.68	8.26
P/PPOP	4.12	3.68	3.28	2.86	2.53
P/B	1.45	1.34	1.21	1.09	0.98

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-8-19

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，任何机构和個人不得以任何形式、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