

公司研究

零售业务价值愈加凸显，净利润增速超预期

——邮储银行（601658.SH/1658.HK）2021 年半年报点评

A 股：买入（维持）

当前价：5.00 元

H 股：买入（维持）

当前价：5.47 港元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

联系人：董文欣

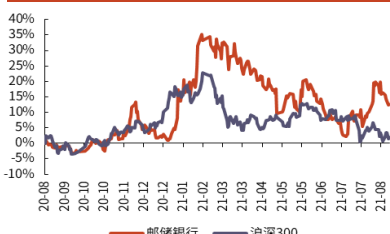
010-57378035

dongwx@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	923.84
总市值(亿元):	4,619.20
一年最低/最高(元):	4.28/6.19
近 3 月换手率:	126.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.02	3.01	10.49
绝对	1.42	-6.27	12.51

资料来源：Wind

要点

事件：

8 月 27 日，邮储银行发布 2021 年半年度报告，上半年实现营业收入 1576.53 亿，YoY+7.7%，归母净利润 410.10 亿，YoY+21.8%。加权平均净资产收益率 13.30% (YoY +0.65pct)。

点评：

营收增速稳中有升，盈利增速延续 3Q20 以来的快速反弹态势。2021 年上半年邮储银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为 7.7%、7.7%、21.8%，增速分别较 1Q21 提升 0.6、0.5、16.3pct；在资产质量改善情况下，上半年计提信用及其他损失准备 294.62 亿元（同比减少 41.32 亿元，YoY-12.3%）。其中，2Q 单季营收同比增长 8.3%，增速较去年同期提高 6.9pct；2Q 单季归母净利润同比增长 46.0%，增速较去年同期大幅提升 74.1pct。拆分业绩同比增长来看，规模扩张的正向贡献进一步增强，但息差的负向拖累小幅扩大；非息收入正贡献强化，拨备由负贡献转为正贡献 12.3 个百分点，拨备对利润形成有力反哺。

净利息收入同比增长 6.2%至 1320.96 亿元：资产端持续扩张且结构进一步优化，息差季环比收窄 3BP。

1) 资产端维持较好增速，资产结构进一步优化。截至 6 月末，邮储银行总资产/生息资产/贷款分别同比增长 11.4%、11.4%、13.0%，增速环比 1Q21 分别变动 0.6pct、0.7pct、-1.3pct；贷款占生息资产比重季环比提升 0.6pct 至 50.7%。6 月末，贷款总额较年初增加 4761.42 亿元，其中，对公、零售分别增加 1818.11 亿元、3040.53 亿元，新增对公、零售大致为 3:5，票据较 2020 年末压降 97.22 亿元。截至 6 月末，存贷比、信贷资产占比、个人贷款占比、中长期贷款占比分别较年初提高 1.55pct、0.34 pct、0.54 pct、0.33 pct，资产结构进一步优化。

2) 核心负债保持稳定增长。截至 6 月末，邮储银行总负债/计息负债/存款分别同比增长 11.1%、10.9%、10.6%，增速环比 1Q21 分别变动 0.6pct、0.5pct、-0.2pct，存款增速小幅放缓，但仍保持较高增速；存款占计息负债的比重季环比下降 1.2pct 至 96.1%，存款在计息负债中仍占绝对比重。存款结构上，活期存款占比较年初下降 2.3pct 至 34.1%，个人存款占比季环比下降 0.6pct 至 87.6%。存款结构环比变化略显不足，但公司高度重视存款成本管控，不断拓宽个人存款资金来源，主动管控长周期高成本存款，新增定期存款以一年期及以下为主。

3) 上半年净息差 2.37%，继续保持行业领先。上半年净息差 2.37%，季环比收窄 3BP，较 2020 年收窄 5BP，息差收窄是行业趋势，公司收窄幅度相对较小，绝对息差水平仍处于行业领先水平。具体看，生息资产收益率为 3.96%，仅较 2020 年微幅下降 1BP；其中，贷款收益率为 4.72%，较 2020 年下降 3BP。受益资产端规模的扩张和结构优化，相较同业，资产端收益率下行幅度较小。计息负债成本率为 1.65%，较 2020 年小幅上升 4BP；其中，存款成本率为 1.64%，较 2020 年上升 5BP，负债端成本率有所上行，但整体负债成本仍处于行业较低水平。

财富管理建设深入推进，手续费及佣金净收入同比增速高达 37.9%。上半年，邮储银行非息收入同比增长 16.4%至 255.57 亿元，其中，手续费及佣金净收入同

比高增 37.9%至 114.29 亿元，主要受益于：1) 代理业务同比增加 55.57 亿元，增幅 126.5%。公司深入推进财富管理体系建设，满足客户多元化的资产配置需求。代销保险、基金、资管信托等业务收入实现较快增长；2) 结算与清算业务同比多增 8.63 亿元，增幅 23.0%。主要是深化与支付机构合作，快捷支付绑卡规模及电子支付收入实现双增长；3) 托管业务 (YOY+25.0%)、理财业务 (YoY+11.6%) 及其他等科目整体均实现增长。其他非利息净收入同比增长 3.4% 至 141.28 亿元，增速相对较低。其中，投资收益 (YOY+18.1%) 及公允价值变动损益 (YOY+21.5%) 增势较好；汇兑损益受市场环境影响，同比减少 19.75 亿元 (YOY-141.7%)，形成负向拖累。

零售业务的价值愈加凸显。邮储银行客户覆盖我国 40%以上人口，拥有近 4 万个营业网点，拥有天然的零售基因和资源禀赋。近年来，零售转型持续推进，不断提升网点效能、加强财富管理体系建设，零售业务的价值愈加凸显。截止 6 月末，零售 AUM 较年初增加近 8000 亿元至 12.03 万亿元，个人银行业务收入同比增长 14.1%至 1101.96 亿元，占营业收入比重同比提升 3.9pct 至 69.0%。截至 6 月末，个人存款较年初增加 4600 亿元至 9.56 万亿元，个人贷款较年初增加 3041 亿元至 3.56 万亿元，个人理财余额较年初增长 7.5%至 8948 亿元。

不良实现季环比“双降”，资产质量进一步改善。截至 6 月末，邮储银行不良贷款余额季环比减少 0.32 亿元至 512.03 亿元；不良贷款率 0.83%，季环比下降 3BP，不良实现季环比“双降”；(关注+不良) 贷款率为 1.31%，季环比下降 5BP。上半年新生成不良贷款 161.26 亿元，不良生成率 0.28%。不良与逾期 90 天以上贷款比例为 1.55%，逾期 60 天以上贷款全部纳入不良，逾期 30 天以上贷款纳入不良比例达到 94.56%，不良认定审慎。同时，风险抵补能力进一步增强。截至 6 月末，拨备覆盖率为 421.33%，季环比提升 4.35pct；拨贷比为 3.49%，季环比微降 0.05pct。

资本充足率稳中略降。邮储银行在提升内源资本补充能力的同时，运用非公开发行股票、永续债等方式进行外源资本补充。但是由于资产端扩张速度较快，资本充足率稳中略降。截至 6 月末，核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为 9.74%/12.35%/14.32%，季环比分别下降 0.17pct/0.21pct/0.22pct。

盈利预测、估值与评级。邮储银行作为定位零售银行的国有大行，资产质量优质、存款来源稳定，资产端优化空间大；同时，大力推动财富管理体系建设，零售转型不断深化。由于公司 2021 年中报盈利增速超市场预期，我们相应上调公司 2021-2023 年 EPS 预测为 0.83 元 (+10.5%) /0.95 元 (+18.6%) /1.05 元 (+25.0%)，对应 2021-23 年 PB 分别为 0.8/0.7/0.6 倍，维持“买入”评级。

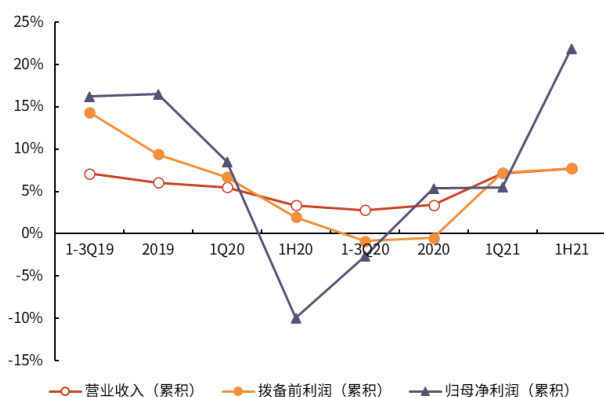
风险提示：如果国内经济增速不及预期，可能影响公司信贷投放的力度和质量，以及零售转型进展。

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)	276,809	286,202	305,700	327,740	351,810
营业收入增长率	6.1%	3.4%	6.8%	7.2%	7.3%
净利润 (百万元)	60,933	64,199	76,591	87,631	97,040
净利润增长率	16.5%	5.4%	19.3%	14.4%	10.7%
EPS (元)	0.71	0.74	0.83	0.95	1.05
ROE (归属母公司)	13.21%	12.35%	13.31%	13.71%	13.73%
P/B (A 股)	0.87	0.80	0.76	0.69	0.62
P/B (H 股)	0.79	0.73	0.69	0.63	0.57

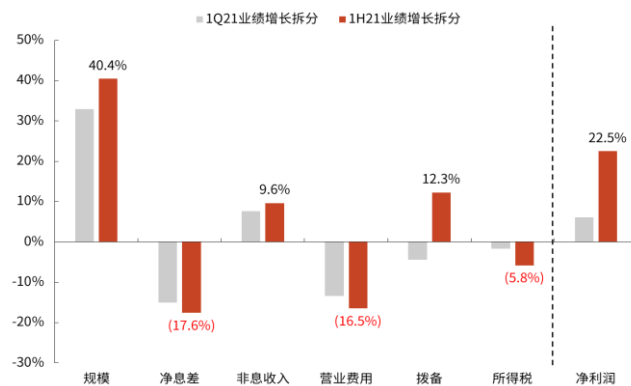
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-8-27；汇率：按 1HKD=0.8310 CNY 换算；2019 年和 2020 年股本为年报披露的 862.03 亿元、869.79 亿元，2021 年 300 亿元定增落地对股本产生影响，2021 年至 2023 年股本按照 923.84 亿元测算。

图 1：邮储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：邮储银行业绩同比增速拆分 (单位: %)



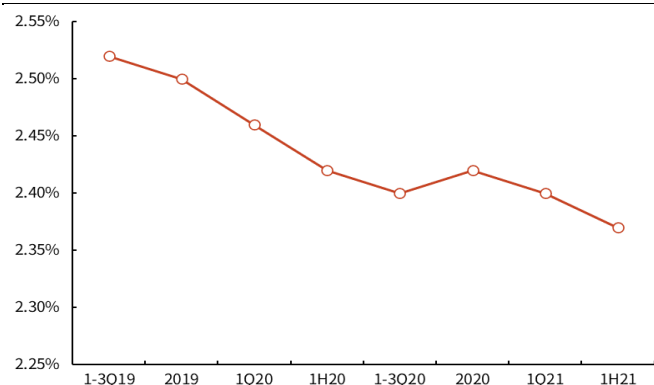
资料来源：公司财报，光大证券研究所

表 2：邮储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	44.9%	46.8%	48.1%	48.7%	48.6%	50.0%	50.8%	50.4%	50.1%	50.7%
较上季变动	(0.2%)	1.9%	1.3%	0.7%	(0.2%)	1.4%	0.8%	(0.4%)	(0.2%)	0.6%
公司贷款/贷款	36.1%	35.8%	35.8%	35.0%	35.6%	35.6%	35.2%	34.6%	35.0%	34.9%
较上季变动	(0.2%)	(0.3%)	(0.0%)	(0.8%)	0.6%	(0.0%)	(0.3%)	(0.6%)	0.4%	(0.1%)
零售贷款/贷款	53.8%	54.2%	54.3%	55.3%	54.7%	55.4%	56.5%	56.9%	57.5%	57.5%
较上季变动	(0.4%)	0.4%	0.1%	1.0%	(0.6%)	0.7%	1.1%	0.4%	0.6%	(0.0%)
票据/贷款	10.1%	10.0%	9.9%	9.7%	9.7%	9.0%	8.3%	8.5%	7.5%	7.7%
较上季变动	0.6%	(0.1%)	(0.1%)	(0.2%)	(0.0%)	(0.7%)	(0.8%)	0.2%	(1.0%)	0.2%
金融投资/生息资产	36.2%	37.4%	36.5%	36.0%	35.9%	36.1%	35.9%	34.5%	34.7%	33.4%
较上季变动	0.5%	1.2%	(0.9%)	(0.5%)	(0.1%)	0.2%	(0.2%)	(1.5%)	0.3%	(1.3%)
金融同业资产/生息资产	18.9%	15.8%	15.4%	15.2%	15.5%	13.9%	13.3%	15.2%	15.1%	15.9%
较上季变动	(0.3%)	(3.1%)	(0.4%)	(0.2%)	0.3%	(1.6%)	(0.6%)	1.9%	(0.0%)	0.7%
负债结构 (占比)										
客户存款/付息负债	95.6%	96.0%	96.4%	97.2%	97.0%	96.4%	96.4%	97.9%	97.4%	96.1%
较上季变动	(0.8%)	0.4%	0.4%	0.8%	(0.2%)	(0.6%)	0.0%	1.5%	(0.5%)	(1.2%)
活期存款/存款	N/A	36.3%	N/A	37.3%	N/A	35.4%	N/A	36.4%	N/A	34.1%
较上季变动	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
定期存款/存款	N/A	63.7%	N/A	62.7%	N/A	64.6%	N/A	63.6%	N/A	65.9%
较上季变动	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
个人存款/存款	86.8%	87.0%	87.2%	87.8%	88.0%	87.2%	87.5%	87.8%	88.2%	87.6%
较上季变动	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.1%	(0.8%)	0.2%	0.4%	0.3%	(0.6%)
公司存款/存款	13.2%	13.0%	12.8%	12.1%	12.0%	12.8%	12.5%	12.2%	11.8%	12.4%
较上季变动	(0.2%)	(0.2%)	(0.2%)	(0.6%)	(0.1%)	0.8%	(0.2%)	(0.4%)	(0.3%)	0.6%
应付债券/付息负债	0.8%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.2%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
较上季变动	(0.1%)	0.3%	0.0%	(0.1%)	(0.1%)	0.2%	(0.3%)	(0.4%)	(0.0%)	(0.0%)
金融同业负债/付息负债	3.6%	2.9%	2.5%	1.8%	2.1%	2.4%	2.6%	1.6%	2.1%	3.4%
较上季变动	0.8%	(0.7%)	(0.4%)	(0.7%)	0.3%	0.4%	0.2%	(1.1%)	0.5%	1.3%

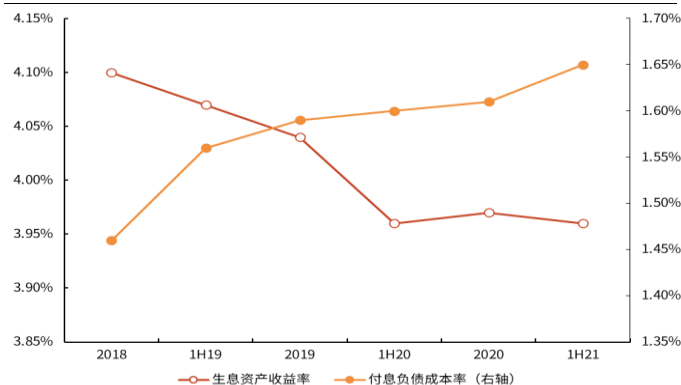
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 3：邮储银行净息差走势（公布值，单位：%）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 4：生息资产收益率及计息负债成本率（公布值，单位：%）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

表 3：邮储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	0.83%	0.82%	0.83%	0.86%	0.86%	0.89%	0.88%	0.88%	0.86%	0.83%
QoQ	(0.03%)	(0.01%)	0.01%	0.03%	0.00%	0.03%	(0.01%)	0.00%	(0.02%)	(0.03%)
(关注+不良)/贷款总额	N/A	1.48%	N/A	1.52%	N/A	1.42%	N/A	1.42%	1.36%	1.31%
QoQ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(0.07%)	(0.05%)
逾期60天以上贷款/不良贷款	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
QoQ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/不良贷款	N/A	80.9%	N/A	67.8%	N/A	67.7%	N/A	63.2%	N/A	64.44%
QoQ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/贷款总额	N/A	0.66%	N/A	0.58%	N/A	0.60%	N/A	0.56%	N/A	0.53%
QoQ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
拨备覆盖率	363.2%	396.1%	391.1%	389.5%	387.3%	400.1%	403.2%	408.1%	417.0%	421.33%
QoQ	16.37%	32.94%	(5.01%)	(1.65%)	(2.15%)	12.82%	3.09%	4.85%	8.92%	4.35%
拨贷比	3.00%	3.23%	3.25%	3.35%	3.32%	3.54%	3.54%	3.60%	3.54%	3.49%
QoQ	0.01%	0.23%	0.02%	0.10%	(0.03%)	0.22%	(0.00%)	0.06%	(0.06%)	(0.05%)

资料来源：公司财报，光大证券研究所

表 4：邮储银行资本充足率

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
资本充足率	13.44%	12.98%	13.27%	13.52%	14.57%	13.97%	13.86%	13.88%	14.54%	14.32%
QoQ	(0.32%)	(0.46%)	0.29%	0.25%	1.05%	(0.60%)	(0.11%)	0.02%	0.66%	(0.22%)
一级资本充足率	10.66%	10.26%	10.55%	10.87%	12.03%	11.47%	11.81%	11.86%	12.56%	12.35%
QoQ	(0.22%)	(0.40%)	0.29%	0.32%	1.16%	(0.56%)	0.34%	0.05%	0.70%	(0.21%)
核心一级资本充足率	9.61%	9.25%	9.55%	9.90%	9.64%	9.17%	9.51%	9.60%	9.91%	9.74%
QoQ	(0.16%)	(0.36%)	0.30%	0.35%	(0.26%)	(0.47%)	0.34%	0.09%	0.31%	(0.17%)

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
营业收入	276,809	286,202	305,700	327,740	351,810
净利息收入	242,686	253,378	268,760	287,964	309,610
非息收入	34,123	32,824	36,939	39,776	42,200
净手续费及佣金收入	14,623	16,495	19,794	21,773	23,298
净其他非息收入	19,500	16,329	17,145	18,003	18,903
营业支出	214,421	218,445	224,880	235,315	249,528
拨备前利润	119,140	118,553	128,773	139,669	150,602
信用及其他减值损失	55,395	50,417	47,574	46,864	47,941
税前利润	63,745	68,136	81,199	92,805	102,661
所得税	2,709	3,818	4,466	5,011	5,441
净利润	61,036	64,318	76,733	87,793	97,220
归属母公司净利润	60,933	64,199	76,591	87,631	97,040

盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产收益率	3.97%	3.86%	3.75%	3.69%	3.65%
贷款收益率	4.91%	4.81%	4.68%	4.65%	4.63%
付息负债成本率	1.60%	1.62%	1.62%	1.64%	1.65%
存款成本率	1.56%	1.57%	1.61%	1.62%	1.62%
净息差	2.46%	2.35%	2.24%	2.17%	2.14%
净利差	2.37%	2.25%	2.13%	2.05%	2.01%
RORWA	1.31%	1.21%	1.29%	1.35%	1.38%
ROAA	0.62%	0.60%	0.64%	0.67%	0.68%
ROAE	13.21%	12.35%	13.31%	13.71%	13.73%

资产质量	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	0.86%	0.88%	0.86%	0.85%	0.82%
拨备覆盖率	387.74%	404.82%	417.90%	420.72%	420.89%
拨贷比	3.34%	3.57%	3.60%	3.57%	3.43%

资本	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	13.52%	13.88%	13.73%	13.62%	13.65%
一级资本充足率	10.87%	11.86%	11.77%	11.70%	11.75%
核心一级资本充足率	9.90%	9.60%	9.70%	9.80%	10.00%

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	10,216,706	11,353,263	12,524,158	13,690,712	14,831,079
发放贷款和垫款	4,974,186	5,716,258	6,487,953	7,311,923	8,152,794
同业资产	1,556,285	1,721,840	1,977,802	2,241,046	2,484,751
金融投资	3,675,030	3,914,650	4,149,529	4,315,510	4,444,975
生息资产合计	10,205,501	11,352,748	12,615,284	13,868,479	15,082,521
总负债	9,671,827	10,680,333	11,788,246	12,889,867	13,959,175
吸收存款	9,314,066	10,358,029	11,455,980	12,544,298	13,585,475
市场类负债	268,685	225,051	227,607	231,161	249,763
付息负债合计	9,582,751	10,583,080	11,683,588	12,775,460	13,835,238
股东权益	544,879	672,930	735,912	800,845	871,904
股本	86,203	86,979	92,384	92,384	92,384
归属母公司权益	543,867	671,799	734,639	799,410	870,289

业绩规模与增长	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	7.4%	11.1%	10.3%	9.3%	8.3%
生息资产	7.6%	11.2%	11.1%	9.9%	8.8%
付息负债	7.0%	10.4%	10.4%	9.3%	8.3%
贷款余额	16.3%	14.9%	13.5%	12.7%	11.5%
存款余额	8.0%	11.2%	10.6%	9.5%	8.3%
净利息收入	3.7%	4.4%	6.1%	7.1%	7.5%
净手续费及佣金收入	1.3%	12.8%	20.0%	10.0%	7.0%
营业收入	6.1%	3.4%	6.8%	7.2%	7.3%
拨备前利润	9.4%	-0.5%	8.6%	8.5%	7.8%
归母净利润	16.5%	5.4%	19.3%	14.4%	10.7%

每股盈利及估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	0.71	0.74	0.83	0.95	1.05
PPOPPS (元)	1.38	1.36	1.39	1.51	1.63
BVPS (元)	5.75	6.25	6.57	7.27	8.04
DPS (元)	0.21	0.22	0.25	0.28	0.32
P/E	7.07	6.77	6.03	5.27	4.76
P/PPOP	3.62	3.67	3.59	3.31	3.07
P/B	0.87	0.80	0.76	0.69	0.62

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测，股价日期为 2021-8-27。

行业及公司评级体系

评级	说明
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的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所载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