

公司研究

加快打造 3.0 模式，盈利增速稳中有升

——招商银行（600036.SH）2022 年半年报点评

买入（维持）

当前价：33.85 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：董文欣

010-57378035

执业证书编号：S0930521090001

dongwx@ebsecn.com

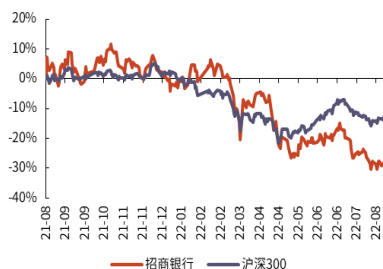
联系人：蔡霆峰

caitingfeng1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	252.20
总市值(亿元):	8,536.92
一年最低/最高(元):	32.95/53.89
近3月换手率:	32.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.48	-13.41	-16.90
绝对	-5.58	-11.61	-31.52

资料来源：Wind

要点

事件：

8月19日，招商银行发布2022年半年度报告，上半年实现营业收入1790.9亿，YoY+6.1%，归母净利润694.2亿，YoY+13.5%。加权平均净资产收益率18.07%（YoY+0.01pct）。

点评：

1、扩表提速稳营收，盈利增速环比提升至13.5%

上半年招行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为6.1%、5.8%、13.5%，季环比分别变动-2.4pct、-2.8pct、1.0pct。拆分盈利同比增速看，息差负向拖累下，资产端维持较强扩张动能对营收形成有力支撑；非息收入贡献度环比收窄对营收增速有一定下拉。上半年计提减值损失414.8亿元，同比略降1.0%，拨备对盈利增速正贡献0.7个百分点。

2、资产端维持较强增长动能，推动净利息收入“以量补价”，同比增长8.4%

1) 2Q 零售信贷加速发力，资产端结构进一步优化。截至2Q末，招行生息资产、贷款同比增速分别为9.3%、10.2%，增速季环比分别提升0.6pct、1.8pct，信贷占比稳于61.8%。上半年新增信贷3617.7亿元，在银行业面临信贷有效需求不足背景下，招行仍实现同比多增79.0亿元，显示了较强的客群经营及信贷投放能力；上半年新增贷款结构上，对公、零售及票据大致为3:2:2。公司2Q显著加大了零售信贷倾斜力度，单季新增对公、零售贷款分别为643.4亿元、649.1亿元。

2) 核心负债获取能力强，零售存款同比高增20.7%。截至2Q末，招行计息负债、存款分别同比增长8.9%、17.7%，增速季环比分别提升1.4pct、3.0pct，存款占比季环比提升1.3pct至83.2%，为近年来高位。零售、对公存款分别同比增长20.7%、16.0%，零售存款占总存款的占比季环比提升0.3pct至36.8%。期限结构上，在上半年银行业存款定期化呈加剧态势情况下，招行活期存款占比仍稳于63%上方，季环比大体持平。

3) 息差季环比收窄7bp至2.44%。招行上半年净息差2.44%，环比1Q收窄7bp；其中，2Q单季净息差2.37%，环比1Q下降14bp。a、资产端，生息资产收益率为3.92%，环比1Q下滑5bp，同比下降7bp；其中，贷款收益率为4.62%，环比1Q下降6bp。资产端收益率下行与行业趋势一致，主要受到疫情影响下的有效信贷需求不足、LPR报价利率下行累积效应等因素影响。b、负债端，计息负债成本率为1.59%，环比1Q微升1bp；其中，上半年存款成本率1.49%，环比1Q上升3bp。存款成本小幅上行主要受到企业资金活化不足、资本市场扰动下居民投资向定期储蓄转化等因素影响，但整体负债成本仍处于行业较低水平。招行下半年将主要从优化资产端大类资产配置、负债端坚持以低成本核心存款增长为主、加强对高成本负债限额管控等方式，力争将净息差维持在行业内较优水平。

3、非息收入同比增长2.9%至714.0亿元，零售客户基数进一步做大

招行上半年实现非息收入714.0亿元，非息收入占比39.9%，同比下降1.3pct。其中，1) 手续费及佣金净收入同比增长2.2%至534.1亿元，手续费增速放缓主要受

到代理基金和信托计划业务负增长拖累，代理保险、理财业务增势强劲；2) 净其他非息收入同比增长 4.9%至 179.9 亿元，非货币基金投资分红、债券投资收益及衍生金融工具投资收益增加、经营租赁业务收入等是主要贡献项。

上半年，虽然在资本市场大幅波动的大背景下，招行财富管理手续费及佣金收入同比减少 8.1%。但从整个大财富发展业态看，截至 2Q 末，招行零售客户数已达到 1.78 亿户，其中，金葵花及以上客户数较上年末增长 9.6%至 402 万户，“大客群”不断拓展，为大财富管理业务发展奠定坚实基础。同时，随着“大平台”、“大生态”建设进一步迈向纵深，聚焦客户价值创造提升经营绩效，招行大财富管理业务的护城河将不断加深。

表 1: 招商银行 2022 年上半年手续费及佣金收入构成

手续费科目	金额 (亿元)	同比增速	手续费贡献率	科目收入构成	主要构成因子收入情况
财富管理手续费及佣金	188.7	-8.1%	32.8%	代理基金收入、代理保险收入、代理信托计划收入、代销理财收入、代理证券交易收入和代理贵金属收入	✓ 代理保险收入 89.8 亿元 (YoY+61.6%)，主要是资本市场大幅波动背景下，客户避险情绪及需求上升，高价值贡献的期缴保险销量及占比同比上升； ✓ 代销理财收入 34.9 亿元 (YoY+22.6%)，主要得益于开放平台建设和产品组织，零售理财销售规模增长较好； ✓ 代理基金收入 34.7 亿元 (YoY-47.0%)，主要由于市场波动下客户权益类产品配置降低； ✓ 代理信托计划收入 22.9 亿元 (YoY-49.5%)，主要是因为主动调整业务方向，代理信托业务量下降；
资产管理手续费及佣金	63.4	32.8%	11.0%	子公司招商基金、招银国际、招银理财和招商信诺资管发行和管理基金、理财、资管计划等各类资管产品所获取的收入	✓ 主要是子公司资产管理规模增长驱动
银行卡手续费	107.1	13.9%	18.6%		✓ 主要是信用卡交易量增长拉动
结算与清算手续费	78.2	7.5%	13.6%		✓ 主要是电子支付收入增长
信贷承诺及贷款业务佣金	35.2	8.8%	6.1%		
托管业务佣金	30.5	6.6%	5.3%	提供托管资产基本服务与增值服务所获得的收入	✓ 主要是托管规模稳步增长，且结构持续优化
其他	73.2	0.1%	12.7%	债券及股权承销收入、信贷资产证券化服务费收入、咨询顾问收入和其他中间业务收入。	

资料来源：公司财报，光大证券研究所

4、不良率维持较低水平，涉房类资产整体风险可控

截至 2Q 末，招商银行不良贷款率为 0.95%，较上季末提升 1bp。1H22 不良贷款生成率（年化）1.13%，较 1Q22 下降 0.03pct。其中，上半年公司贷款不良生成额 90.7 亿元，同比增加 25.1 亿元，主要是房地产贷款新生成不良增多；零售贷款（不含信用卡）不良生成额 35.8 亿元，同比增加 10.5 亿元；信用卡新生成不良贷款 180.5 亿元，同比增加 39 亿元。

整体来看，不良贷款率虽季环比小幅上行，但自 3Q21 以来，持续位于 1%以下的较低水平。与此同时，招商银行拨备计提依旧保持一定强度，上半年信用成本为 0.79%，较年初提升 0.23pct。截至 2Q 末，拨备覆盖率较 1Q 末下降 8.62pct 至 454.1%，拨贷比较 1Q 末下降 3bp 至 4.32%，风险抵补能力有所下降，但仍处于行业较高水平。

中报进一步披露了涉房类资产质量数据情况，整体风险可控：

1) 表内风险敞口季环比继续收窄，房地产相关的实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等承担信用风险的业务余额 4937 亿元（季环比-237 亿元），

其中,对公房地产贷款余额 3552 亿元(季环比-100 亿元),占贷款总额的 6.35%(季环比-0.39pct),不良率季环比提升 0.38pct 至 2.95%;

2) **表外涉房类资产大幅压降**,理财资金出资、委托贷款、合作机构管理代销信托及基金、主承销债务融资工具等不承担信用风险的业务余额 3164 亿元(季环比-620 亿元);

3) **按揭贷款抵押物足值,风险总体可控**。截至 2Q 末,招行个人住房贷款不良率、关注率、逾期率分别为 0.27%、0.63%、0.34%,其中不良率季环比持平,关注率、逾期率季环比分别提升 8bp、4bp。2Q 受疫情散点多发及经济下行影响,居民端就业、收入恶化,现金流压力有所加剧,致使关注、逾期率有所提升。但从地域上来看,公司存量个人住房贷款以一、二线城市为主(占个人住房贷款的 86.3%),且抵押物充足,平均抵押率为 33.3%,整体风险较为可控。

5、受分红因素影响,资本充足率稳中略降

截至 2Q 末,招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 12.32%/14.46%/16.80%,分别季环比下降 0.39pct/0.43pct/0.49pct。受分红因素影响,高级法下各级资本净额增速均低于风险加权资产增速。总体来看,招商银行资本充足率的安全边际依然较高,较高的 ROE 水平能够有效实现内源式资本补充。

盈利预测、估值与评级。前期因公司高管更换事件冲击,招行股价出现大幅下挫,其后市场担心招行涉房类融资风险,公司股价再度下跌。目前招行 PB (LF) 仅 1.17,为 2020 年 3 月份以来新低。针对房地产业务风险,公司财报做了较为详细的披露,我们认为整体风险目前仍可控。招行深耕零售业务 30 余年,零售业务具有较深的护城河,这种护城河在于切实以客户为中心的服务精神,追求极致的客户体验,以及由此带来的更大的客户粘性,短期事件冲击并不影响公司核心竞争力。招行沿着既定战略方向和目标,加快打造 3.0 模式,从经营“银行资产负债表”转变到同时经营“客户资产负债表”,聚焦客户价值创造提升经营绩效,着力提升财富管理、风险管理、金融科技三大能力,打造“投商私科研”一体化服务特色,有望进一步打开未来增长空间。维持 2022-24 年 EPS 预测分别为 5.74 元/6.70 元/7.72 元,对应 PB 估值分别为 1.02、0.89 和 0.77,维持“买入”评级。

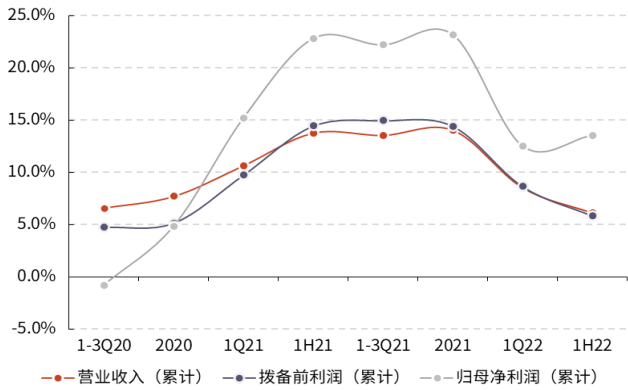
风险提示: 1) 宏观经济下行压力加大,可能对居民就业、收入等产生影响,影响公司零售信贷及财富管理需求; 2) 房地产风险释放超预期,拖累资产质量。

表 2: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	290,482	331,253	370,410	410,058	453,814
营业收入增长率	7.7%	14.0%	11.8%	10.7%	10.7%
净利润(百万元)	97,342	119,922	144,650	169,038	194,675
净利润增长率	4.8%	23.2%	20.6%	16.9%	15.2%
EPS(元)	3.86	4.76	5.74	6.70	7.72
ROE(归属母公司)	16.00%	17.49%	18.43%	18.79%	18.87%
P/E	8.77	7.12	5.90	5.05	4.39
P/B	1.33	1.17	1.02	0.89	0.77

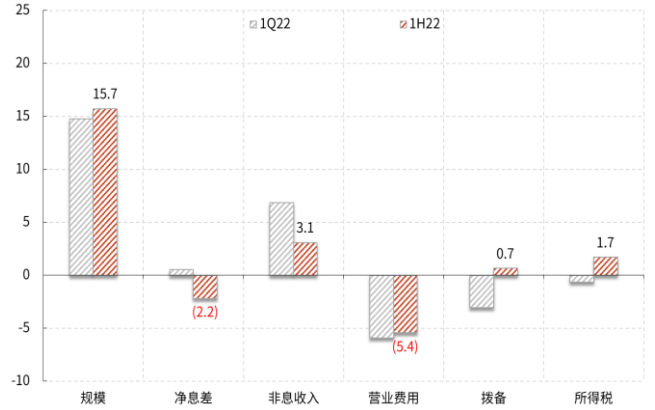
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-8-19

图 1: 招商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: 招商银行业绩同比增速拆分 (%)



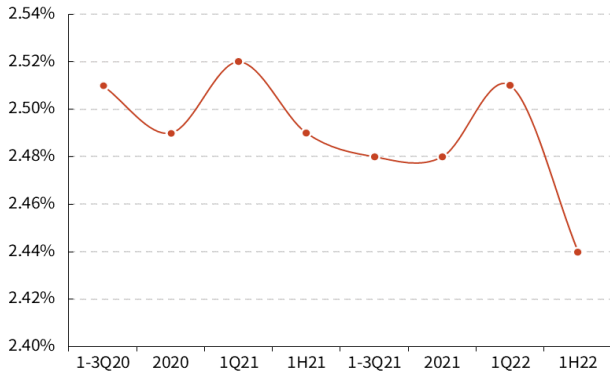
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所; 单位: %

表 3: 招商银行主要资产负债结构

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
资产结构 (占比)											
发放贷款和垫款/生息资产	60.9%	61.4%	61.0%	61.9%	61.0%	62.0%	61.3%	62.3%	61.2%	61.8%	61.8%
较上季变动 (pct)	(0.79)	0.46	(0.42)	0.93	(0.87)	0.97	(0.72)	1.06	(1.13)	0.59	(0.03)
公司贷款/贷款	42.4%	N/A	42.7%	N/A	40.1%	N/A	38.9%	38.1%	38.6%	38.8%	38.8%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(0.80)	0.56	0.23	(0.05)
零售贷款/贷款	52.6%	N/A	51.2%	N/A	53.3%	N/A	53.2%	53.6%	53.6%	52.5%	52.1%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.36	0.05	(1.10)	(0.44)
票据/贷款	5.0%	N/A	6.1%	N/A	6.6%	N/A	7.9%	8.4%	7.7%	8.6%	9.1%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.44	(0.61)	0.87	0.50
金融投资/生息资产	24.5%	24.4%	25.7%	25.6%	25.1%	24.8%	24.3%	25.2%	23.9%	25.4%	26.1%
较上季变动 (pct)	0.31	(0.06)	1.28	(0.14)	(0.46)	(0.29)	(0.55)	0.89	(1.23)	1.51	0.71
金融同业资产/生息资产	14.6%	14.2%	13.3%	12.5%	13.9%	13.2%	14.4%	12.5%	14.9%	12.8%	12.1%
较上季变动 (pct)	0.48	(0.40)	(0.86)	(0.79)	1.32	(0.68)	1.27	(1.94)	2.37	(2.10)	(0.68)
负债结构 (占比)											
客户存款/付息负债	73.8%	75.3%	76.5%	77.0%	76.9%	76.8%	77.0%	77.4%	79.0%	81.9%	83.2%
较上季变动 (pct)	(0.13)	1.51	1.23	0.49	(0.07)	(0.16)	0.18	0.41	1.63	2.93	1.26
活期存款/存款	59.1%	N/A	62.0%	N/A	65.9%	N/A	66.4%	64.3%	66.3%	63.7%	63.6%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(2.06)	2.00	(2.69)	(0.07)
定期存款/存款	40.9%	N/A	38.0%	N/A	34.1%	N/A	33.6%	35.7%	33.7%	36.4%	36.4%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.06	(2.00)	2.69	0.07
个人存款/存款	37.3%	N/A	36.4%	N/A	36.1%	N/A	35.9%	35.8%	36.1%	36.5%	36.8%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(0.09)	0.27	0.40	0.33
公司存款/存款	62.7%	N/A	63.6%	N/A	63.9%	N/A	64.1%	64.2%	63.9%	63.5%	63.2%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.09	(0.27)	(0.40)	(0.33)
应付债券/付息负债	8.8%	7.8%	5.8%	5.4%	4.7%	5.5%	5.5%	5.4%	5.6%	4.6%	4.0%
较上季变动 (pct)	0.05	(0.98)	(2.02)	(0.38)	(0.69)	0.75	0.03	(0.15)	0.19	(0.92)	(0.64)
金融同业负债/付息负债	17.4%	16.9%	17.7%	17.6%	18.3%	17.7%	17.5%	17.3%	15.4%	13.4%	12.8%
较上季变动 (pct)	0.08	(0.53)	0.79	(0.11)	0.76	(0.59)	(0.21)	(0.26)	(1.82)	(2.00)	(0.63)

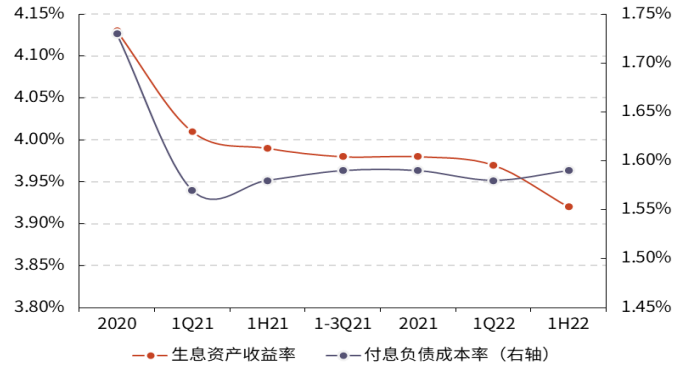
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 3: 招商银行净息差走势



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 4: 招商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 4: 招商银行资产质量主要指标

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
不良贷款率	1.16%	1.11%	1.14%	1.13%	1.07%	1.02%	1.01%	0.93%	0.91%	0.94%	0.95%
较上季变动 (pct)	(0.03)	(0.05)	0.03	(0.01)	(0.06)	(0.05)	(0.01)	(0.08)	(0.02)	0.03	0.01
(关注+不良)/贷款总额	2.34%	N/A	2.13%	N/A	1.88%	N/A	1.71%	N/A	1.75%	1.90%	1.96%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.15	0.06
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	74.63%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	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	85.1%	N/A	80.0%	N/A	76.4%	N/A	76.0%	N/A	69.0%	58.5%	65.4%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(10.53)	6.92
逾期90天以上贷款/贷款总额	0.99%	N/A	0.91%	N/A	0.81%	N/A	0.77%	N/A	0.63%	0.55%	0.62%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(0.08)	0.07
拨备覆盖率	426.8%	451.3%	440.8%	424.8%	437.7%	438.9%	439.5%	443.1%	483.9%	462.7%	454.1%
较上季变动 (pct)	17.37	24.49	(10.46)	(16.05)	12.92	1.20	0.58	3.68	40.73	(21.19)	(8.62)
拨贷比	4.97%	5.01%	5.03%	4.79%	4.67%	4.47%	4.45%	4.13%	4.42%	4.35%	4.32%
较上季变动 (pct)	0.08	0.04	0.02	(0.24)	(0.12)	(0.20)	(0.02)	(0.32)	0.29	(0.07)	(0.03)

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 5: 招商银行资本充足率

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
资本充足率	15.54%	15.52%	14.90%	16.19%	16.54%	16.24%	16.01%	16.36%	17.48%	17.29%	16.80%
较上季变动 (pct)	0.10	(0.02)	(0.62)	1.29	0.35	(0.30)	(0.23)	0.35	1.12	(0.19)	(0.49)
一级资本充足率	12.69%	12.64%	11.99%	13.31%	13.98%	13.79%	13.47%	13.86%	14.94%	14.89%	14.46%
较上季变动 (pct)	0.03	(0.05)	(0.65)	1.32	0.67	(0.19)	(0.32)	0.39	1.08	(0.05)	(0.43)
核心一级资本充足率	11.95%	11.94%	11.31%	11.65%	12.29%	12.19%	11.89%	12.31%	12.66%	12.71%	12.32%
较上季变动 (pct)	0.05	(0.01)	(0.63)	0.34	0.64	(0.10)	(0.30)	0.42	0.35	0.05	(0.39)
风险加权资产同比增速	12.56%	14.50%	13.54%	12.71%	7.77%	8.06%	6.60%	7.82%	12.07%	10.53%	10.76%
较上季变动 (pct)	(2.21)	1.95	(0.96)	(0.83)	(4.95)	0.29	(1.46)	1.22	4.25	(1.53)	0.22

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	290,482	331,253	370,410	410,058	453,814
净利息收入	185,031	203,919	224,676	244,272	265,150
非息收入	105,451	127,334	145,734	165,786	188,664
净手续费及佣金收入	79,486	94,447	109,559	125,992	144,891
净其他非息收入	25,965	32,887	36,176	39,793	43,773
营业支出	167,839	183,234	191,730	201,225	213,287
拨备前利润	187,465	214,528	259,441	287,194	317,824
信用及其他减值损失	65,025	66,355	80,607	78,208	77,143
税前利润	122,440	148,173	178,835	208,986	240,681
所得税	24,481	27,339	33,084	38,662	44,526
净利润	97,959	120,834	145,750	170,324	196,155
归属母公司净利润	97,342	119,922	144,650	169,038	194,675

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	3.94%	3.77%	3.74%	3.70%	3.67%
贷款收益率	4.96%	4.73%	4.68%	4.65%	4.63%
付息负债成本率	1.76%	1.60%	1.59%	1.59%	1.58%
存款成本率	1.59%	1.41%	1.40%	1.40%	1.40%
净息差	2.37%	2.35%	2.33%	2.28%	2.24%
净利差	2.18%	2.17%	2.15%	2.11%	2.09%
RORWA	2.05%	2.30%	2.47%	2.57%	2.66%
ROAA	1.24%	1.37%	1.48%	1.54%	1.59%
ROAE	16.00%	17.49%	18.43%	18.79%	18.87%

资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.07%	0.91%	0.91%	0.92%	0.92%
拨备覆盖率	437.7%	483.9%	471.4%	459.0%	450.3%
拨贷比	4.67%	4.42%	4.31%	4.21%	4.16%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	16.54%	17.48%	17.37%	17.35%	17.48%
一级资本充足率	13.98%	14.94%	15.01%	15.15%	15.42%
核心一级资本充足率	12.29%	12.66%	12.98%	13.33%	13.78%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-8-19

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	8,361,448	9,249,021	10,403,245	11,650,727	12,961,450
发放贷款和垫款	5,029,128	5,570,034	6,182,738	6,831,925	7,515,118
同业资产	1,141,874	1,353,270	1,528,171	1,645,910	1,766,435
金融投资	2,068,695	2,176,997	2,460,007	2,779,807	3,141,182
生息资产合计	8,239,697	9,100,301	10,170,916	11,257,642	12,422,736
总负债	7,631,094	8,383,340	9,429,941	10,553,130	11,721,511
吸收存款	5,628,336	6,347,078	7,108,727	7,890,687	8,679,756
市场类负债	1,687,609	1,687,960	1,946,847	2,243,415	2,575,970
付息负债合计	7,315,945	8,035,038	9,055,575	10,134,103	11,255,726
股东权益	730,354	865,681	973,304	1,097,597	1,239,939
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
归属母公司权益	723,750	858,745	965,268	1,088,276	1,229,137

业绩规模与增长	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	12.7%	10.6%	12.5%	12.0%	11.3%
生息资产	11.8%	10.4%	11.8%	10.7%	10.3%
付息负债	11.4%	9.8%	12.7%	11.9%	11.1%
贷款余额	12.0%	10.8%	11.0%	10.5%	10.0%
存款余额	16.2%	12.8%	12.0%	11.0%	10.0%
净利息收入	6.9%	10.2%	10.2%	8.7%	8.5%
净手续费及佣金收入	11.2%	18.8%	16.0%	15.0%	15.0%
营业收入	7.7%	14.0%	11.8%	10.7%	10.7%
拨备前利润	5.1%	14.4%	20.9%	10.7%	10.7%
归母净利润	4.8%	23.2%	20.6%	16.9%	15.2%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	3.86	4.76	5.74	6.70	7.72
PPOPPS (元)	7.43	8.51	10.29	11.39	12.60
BVPS (元)	25.36	29.01	33.24	38.11	43.70
DPS (元)	1.25	1.52	1.86	2.18	2.51
P/E	8.77	7.12	5.90	5.05	4.39
P/PPPOP	4.55	3.98	3.29	2.97	2.69
P/B	1.33	1.17	1.02	0.89	0.77

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
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