

公司研究

“头雁作用”持续凸显，资产质量稳中向好

——农业银行（601288.SH）2022年中报点评

增持（维持）

当前价：2.82元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebsecn.com

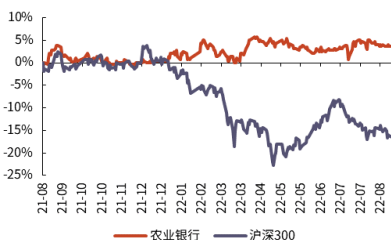
联系人：赵晨阳

zhaochenyang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3499.83
总市值(亿元):	9869.52
一年最低/最高(元):	2.69/2.89
近3月换手率:	10.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.88	-0.97	18.90
绝对	-1.05	0.53	3.62

资料来源：Wind

要点

事件：

8月29日，农业银行发布2022年中报，上半年实现营业收入3872亿，同比增长5.9%，归母净利润1289亿，同比增长5.5%。加权平均净资产收益率11.94%，同比下滑0.5pct。

点评：

“以量补价”逻辑强化，营收盈利增长韧性高。1H22农业银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为5.9%、4.9%、5.5%，增速较上季分别为持平 and 下滑1.2pct。2Q单季营收、归母净利润同比增速5.9%、3.2%，增速较上季分别为持平 and 下滑4.2pct。拆分业绩增速看，（1）规模对盈利增速贡献度为23.6%，较上季提升6.6pct；息差拖累盈利增速9.9%，较上季提升9.3pct，净利息收入“以量补价”逻辑有所强化。（2）非息对业绩贡献度为3.5%，较上季提升2.6pct，主要受净其他非息收入高增拉动，上半年同比增速10.2%，较上季提升近13pct。（3）拨备贡献度为-7.7%，较上季下滑3.7pct。受疫情反复的扰动影响，个人按揭、信用卡、小微贷等业务信用风险有所提升，公司减少核销、加大拨备计提力度，对盈利拖累程度有所增加，但风险抵补能力持续增强。

对公贷款投放维持较高景气度，同业资产配置力度加大驱动扩表提速。22Q2末，农业银行总资产、生息资产、贷款同比增速分别为13.2%、13.6%、13.8%，增速较上季分别提升5、4.9、0.8pct。公司2Q扩表明显提速，主要受非信贷类资产配置力度加大驱动。2Q末金融投资、同业资产同比增长12.5%、15.1%，增速较上季分别提升4、20.9pct，对应存量占生息资产比重为27.7%、14.3%，较上季提升0.2、0.5pct。

贷款端，上半年贷款新增1.63万亿，同比多增约2700亿；其中，2Q单季新增6627亿，同比多增1892亿。**贷款结构方面**，（1）对公贷款为贷款投放核心驱动力，2Q对公贷款（含贴现）新增5892亿，同比多增3301亿，存量占比57.9%，较上季提升1.2pct。细分投向看，交运仓储、制造业、租赁商服仍为公司前三大投向，上半年分别新增1256、3077、1616亿，同比少增292亿，多增1539亿，少增186亿，其中制造业占对公贷款比重较年初提升1.3pct至17.6%。此外，公司上半年加大县域重点行业贷款投放力度，持续推进县域公司金融场景业务，2Q末县域制造业贷款余额较年初增加1344亿，县域对公线上贷款余额2428亿，较年初增584亿。

（2）零售贷款增速有所放缓，2Q新增投放792亿，同比少增1369亿，存量占比相对上季下滑1pct至39.9%。具体地，上半年农户贷款、消费贷、经营贷分别新增1474、105、813亿，同比多增约13、190、97亿，存量占个贷比重合计19.9%，较年初提升2.4pct，主要在于公司上半年加大普惠贷、惠农e贷等投放力度。按揭新增约1022亿，同比明显少增1681亿，占零售贷款比重较年初下滑2.3pct至71.4%。

市场类负债吸收力度加大，存贷增速差持续收窄。2Q末，农业银行付息负债、存款同比增速分别为13.5%、9.9%，较上季分别提升5.3、2.4pct，存贷增速差持续收窄。**拆分负债结构看**，2Q单季新增存款5881亿，同比多增5264亿，占付息负债比重较上季下滑2.4pct至82%。其中，活期存款新增1675亿，同比多增2124亿，占存款比重较上季下滑0.5pct至49.6%，但仍高于定期存款的47.4%。

市场类负债明显多增，公司结合资产投放及流动性管理安排，适度调整主动负债吸收结构。2Q单季同业负债、应付债券分别新增6391、3062亿，同比多增6133、2253亿，二者合计占付息负债比重为18%，较上季提升2.4pct。反映出公司有效把握当前低利率窗口，提升同业存款及存单发行力度，有效管控负债端成本，补充资金来源。

NIM较1Q下滑7bp至2.02%。上半年公司息差为2.02%，较上季下滑7bp，较年初收窄10bp。资产端，生息资产\贷款收益率分别为3.66%、4.23%，较年初下滑4、0bp，主要受LPR连续下调、让利实体经济政策导向等因素影响。负债端，付息负债\存款成本率分别为1.80%、1.67%，均较年初提升6bp。在存款定期化行业背景下，公司通过灵活调整市场类负债结构管控综合负债成本，预计下半年息差仍将维持稳中略降态势。

非息收入增速较上季改善至5.8%。上半年农业银行非息收入同比增长5.8%，较上季提升4.6pct，占营收比重22.5%，较上季下滑4.2pct。**结构方面**，(1)手续费及佣金净收入同比增速2.8%，较上季下滑1.5pct。其中，银行卡手续费增长12.6%，主要由于信用卡业务手续费收入增加。(2)净其他非息收入增速10.2%，较上季提升12.9pct。其中，投资收益同比下滑27.3%，主要为衍生金融工具投资损失增加所致。上半年公允价值变动损益为47.5亿，同比多增90.2亿，构成净其他非息收入增长主要驱动因素。

不良率维持1.41%低位运行，风险抵补能力依然强劲。2Q末，农业银行不良贷款率为1.41%，同上季持平，较年初下降2bp；关注率、逾期率分别为1.46%、1%，较年初下降2bp、8bp。前期虽受疫情扰动部分业务信用风险有所上升，但公司整体资产质量稳中向好趋势未变。此外，公司逾期90天以上贷款与不良贷款比率为42.8%，较年初下降2.15pct，公司贷款风险分类偏离度较低，不良认定较为审慎。上半年，公司计提拨备928亿，同比多增7.7亿，信用成本为1.03%，较年初下降2bp。2Q末公司拨贷比、拨备覆盖率为4.3%、304.9%，分别较上季提升0.07pct，下降2.6pct，风险抵补能力维持高位。

资本安全边际较厚，内源资本补充能力较强。2Q末，农业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11.11%、13.28%、17.09%，分别较上季下滑25、30、9bp。2Q末，公司风险加权资产增速为6.38%，较上季提升1.5pct，但仍处在历史较低水平。伴随“固本计划”稳步推进，公司内源+外延双维度资本补充能力有望持续提升，资本充足率稳中向好。

盈利预测、估值与评级。农业银行县域金融业务发展态势良好，具有稳定低成本存款拓展能力。同时，在经济环境不确定性升高、信贷有效需求尚待提振背景下，公司资产稳步扩张，盈利增速仍有保障。为此，我们维持2022-2024年EPS预测为0.74/0.79/0.83元不变，当前股价对应PB估值分别为0.44/0.40/0.37倍，对应PE估值分别为3.81/3.58/3.38倍，维持“增持”评级。

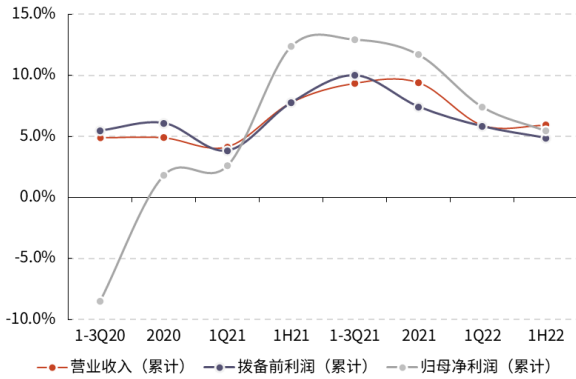
风险提示：宽信用力度不及预期，大宗商品价格持续上涨。

表 1: 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)	657,961	719,915	762,156	800,367	839,714
营业收入增长率	4.89%	9.42%	5.87%	5.01%	4.92%
净利润 (百万元)	215,925	241,183	258,882	275,661	291,685
净利润增长率	1.80%	11.70%	7.34%	6.48%	5.81%
EPS (元)	0.62	0.69	0.74	0.79	0.83
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.89%	12.24%	12.05%	11.77%	11.46%
P/E	4.57	4.09	3.81	3.58	3.38
P/B	0.52	0.48	0.44	0.40	0.37

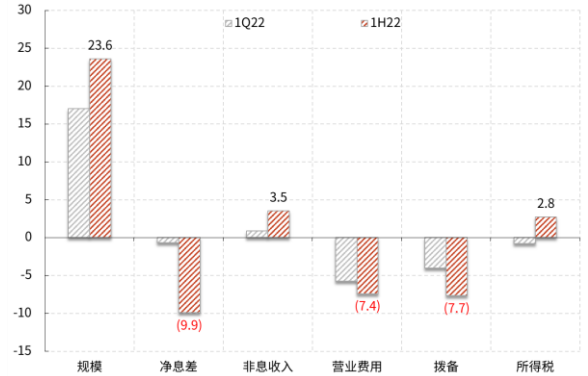
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022 年 8 月 29 日

图 1: 农业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: 农业银行业绩同比增速拆分 (%)



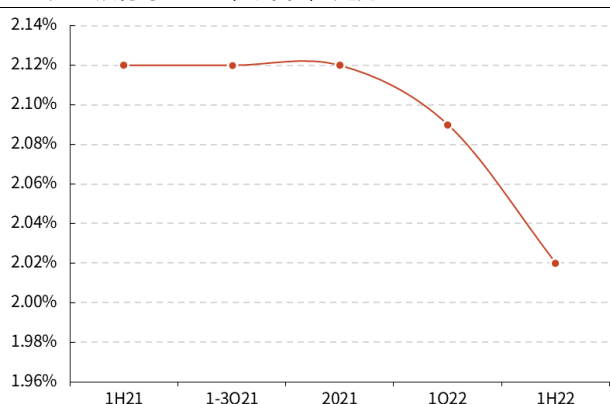
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 农业银行资产负债结构

	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	54.0%	53.7%	54.2%	55.2%	55.1%	55.8%	56.5%	57.9%	58.3%	58.9%	58.7%
较上季变动 (pct)	(0.71)	(0.27)	0.55	0.99	(0.15)	0.74	0.68	1.41	0.43	0.51	(0.15)
公司贷款/贷款	54.2%	53.2%	54.8%	54.2%	54.2%	53.7%	54.8%	54.6%	54.3%	53.5%	54.7%
较上季变动 (pct)	(0.30)	(0.92)	1.53	(0.61)	0.04	(0.45)	1.02	(0.17)	(0.33)	(0.75)	1.21
零售贷款/贷款	39.5%	40.5%	39.7%	40.2%	40.6%	41.0%	40.8%	40.9%	41.1%	41.5%	40.9%
较上季变动 (pct)	0.26	0.93	(0.72)	0.44	0.46	0.31	(0.17)	0.14	0.18	0.44	(0.64)
票据/贷款	3.1%	3.2%	2.5%	2.5%	2.1%	2.6%	1.5%	1.6%	1.9%	2.5%	2.0%
较上季变动 (pct)	0.14	0.09	(0.71)	0.04	(0.35)	0.44	(1.10)	0.13	0.32	0.56	(0.46)
金融投资/生息资产	30.2%	29.9%	29.1%	29.9%	29.7%	28.8%	27.6%	28.0%	27.7%	28.3%	27.5%
较上季变动 (pct)	(0.51)	(0.32)	(0.83)	0.80	(0.16)	(0.86)	(1.27)	0.39	(0.28)	0.58	(0.76)
金融同业资产/生息资产	15.8%	16.4%	16.7%	14.9%	15.2%	15.3%	15.9%	14.1%	14.0%	12.9%	13.8%
较上季变动 (pct)	1.22	0.59	0.27	(1.79)	0.32	0.12	0.59	(1.80)	(0.15)	(1.09)	0.91
负债结构 (占比)											
客户存款/付息负债	85.2%	83.6%	83.4%	85.4%	84.5%	83.4%	84.9%	84.6%	84.2%	83.7%	84.4%
较上季变动 (pct)	(0.54)	(1.58)	(0.14)	1.99	(0.93)	(1.11)	1.55	(0.32)	(0.43)	(0.49)	0.68
活期存款/存款	57.5%	57.6%	55.3%	54.8%	54.3%	55.2%	53.4%	53.1%	52.1%	52.4%	50.1%
较上季变动 (pct)	(0.11)	0.07	(2.27)	(0.52)	(0.56)	0.93	(1.76)	(0.36)	(0.96)	0.26	(2.26)
定期存款/存款	38.1%	37.9%	40.1%	42.3%	43.2%	42.0%	44.0%	44.0%	45.4%	44.7%	47.5%
较上季变动 (pct)	0.85	(0.17)	2.22	2.20	0.89	(1.21)	2.02	(0.00)	1.36	(0.64)	2.79
个人存款/存款	57.3%	57.9%	58.6%	59.1%	58.8%	59.3%	59.7%	59.4%	59.8%	59.9%	60.1%
较上季变动 (pct)	0.23	0.67	0.65	0.51	(0.34)	0.55	0.36	(0.32)	0.41	0.13	0.16
公司存款/存款	38.3%	37.6%	36.9%	38.0%	38.7%	37.9%	37.8%	37.7%	37.7%	37.2%	37.6%
较上季变动 (pct)	0.51	(0.77)	(0.71)	1.18	0.68	(0.82)	(0.11)	(0.04)	(0.01)	(0.50)	0.37
应付债券/付息负债	4.6%	5.1%	4.9%	4.8%	5.7%	5.7%	5.4%	5.6%	5.8%	5.8%	5.3%
较上季变动 (pct)	0.33	0.46	(0.12)	(0.11)	0.84	0.02	(0.33)	0.28	0.16	0.05	(0.50)
金融同业负债/付息负债	10.2%	11.4%	11.6%	9.7%	9.8%	10.9%	9.7%	9.7%	10.0%	10.5%	10.3%
较上季变动 (pct)	0.21	1.12	0.25	(1.88)	0.09	1.08	(1.22)	0.04	0.27	0.44	(0.18)

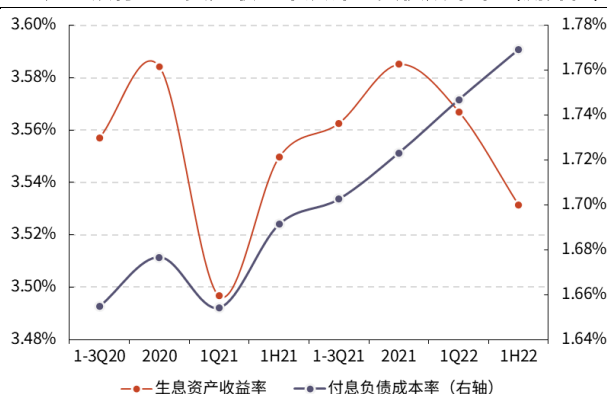
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 农业银行净息差 (公布值) 走势



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

图 4: 农业银行生息资产收益率及付息负债成本率 (测算值)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

表 3: 农业银行资产质量主要指标

	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
不良贷款率	1.42%	1.40%	1.40%	1.43%	1.52%	1.57%	1.53%	1.50%	1.48%	1.43%	1.41%	1.41%
较上季变动 (pct)	(0.01)	(0.02)	0.00	0.03	0.09	0.05	(0.04)	(0.03)	(0.02)	(0.05)	(0.02)	0.00
(关注+不良)/贷款总额	N/A	3.64%	N/A	3.53%	N/A	3.58%	N/A	3.07%	N/A	2.91%	N/A	2.87%
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	N/A
逾期90天以上贷款/不良贷款	N/A	59.8%	N/A	58.0%	N/A	49.4%	N/A	44.19%	N/A	44.98%	N/A	42.83%
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	N/A
逾期90天以上贷款/贷款总额	N/A	0.84%	N/A	0.83%	N/A	0.77%	N/A	0.66%	N/A	0.65%	N/A	0.60%
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	N/A
拨备覆盖率	281.3%	288.8%	289.9%	285.0%	272.4%	260.6%	264.6%	274.53%	288.04%	299.73%	307.50%	304.91%
较上季变动 (pct)	2.88	7.49	1.16	(4.94)	(12.53)	(11.80)	3.97	9.92	13.51	11.69	7.77	(2.59)
拨贷比	3.99%	4.06%	4.06%	4.08%	4.14%	4.08%	4.05%	4.12%	4.27%	4.30%	4.23%	4.30%
较上季变动 (pct)	0.01	0.07	(0.00)	0.02	0.06	(0.06)	(0.03)	0.07	0.15	0.03	(0.07)	0.07

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 4: 农业银行资本充足率

	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
资本充足率	16.10%	16.13%	16.10%	16.42%	16.54%	16.59%	16.37%	16.23%	16.70%	17.13%	17.18%	17.09%
较上季变动 (pct)	0.62	0.03	(0.03)	0.32	0.12	0.05	(0.22)	(0.14)	0.47	0.43	0.05	(0.09)
一级资本充足率	12.50%	12.53%	12.59%	12.60%	12.76%	12.92%	12.79%	12.65%	12.98%	13.46%	13.58%	13.28%
较上季变动 (pct)	0.83	0.03	0.06	0.01	0.16	0.16	(0.13)	(0.14)	0.33	0.48	0.12	(0.30)
核心一级资本充足率	11.19%	11.24%	11.34%	10.87%	10.85%	11.04%	10.98%	10.85%	11.18%	11.44%	11.36%	11.11%
较上季变动 (pct)	0.06	0.05	0.10	(0.47)	(0.02)	0.19	(0.06)	(0.13)	0.33	0.26	(0.08)	(0.25)
风险加权资产同比增速	12.04%	12.93%	10.65%	11.40%	9.97%	9.71%	10.18%	7.83%	5.81%	5.06%	4.90%	6.38%
较上季变动 (pct)	0.27	0.89	(2.28)	0.76	(1.44)	(0.25)	0.47	(2.36)	(2.02)	(0.75)	(0.16)	1.48

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 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	657,961	719,915	762,156	800,367	839,714
净利息收入	545,079	577,987	609,248	639,388	678,512
非息收入	112,882	141,928	152,908	160,979	161,202
净手续费及佣金收入	74,545	80,329	85,149	89,832	94,324
净其他非息收入	38,337	61,599	67,759	71,147	66,878
营业支出	391,990	424,103	445,528	463,214	482,957
拨备前利润	429,953	461,880	510,712	540,316	571,073
信用及其他减值损失	164,903	166,000	194,017	203,094	214,249
税前利润	265,050	295,880	316,696	337,222	356,824
所得税	48,650	53,944	57,005	60,700	64,228
净利润	216,400	241,936	259,690	276,522	292,596
归属母公司净利润	215,925	241,183	258,882	275,661	291,685

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	3.58%	3.59%	3.59%	3.56%	3.53%
贷款收益率	4.44%	4.30%	4.26%	4.20%	4.15%
付息负债成本率	1.68%	1.72%	1.77%	1.79%	1.78%
存款成本率	1.48%	1.58%	1.55%	1.54%	1.52%
净息差	2.10%	2.06%	2.02%	1.98%	1.97%
净利差	1.91%	1.86%	1.82%	1.77%	1.75%
RORWA	1.33%	1.39%	1.41%	1.40%	1.39%
ROAA	0.83%	0.86%	0.86%	0.86%	0.85%
ROAE	11.89%	12.24%	12.05%	11.77%	11.46%

资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.57%	1.43%	1.43%	1.40%	1.39%
拨备覆盖率	260.6%	299.7%	311.5%	337.5%	365.1%
拨贷比	4.08%	4.30%	4.45%	4.73%	5.09%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	16.59%	17.13%	17.13%	17.12%	17.10%
一级资本充足率	12.92%	13.46%	13.58%	13.69%	13.79%
核心一级资本充足率	11.04%	11.44%	11.69%	11.92%	12.13%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价日期为：2022年8月29日

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	27,205,047	29,069,155	31,045,303	33,149,125	35,386,364
发放贷款和垫款	15,136,121	17,135,752	19,277,721	21,398,270	23,538,097
同业资产	4,158,333	3,749,877	3,606,537	3,436,746	3,422,535
金融投资	7,822,659	8,230,043	8,312,343	8,478,590	8,732,948
生息资产合计	27,117,113	29,115,672	31,196,601	33,313,607	35,693,581
总负债	24,994,301	26,647,796	28,436,047	30,340,417	32,367,130
吸收存款	20,107,372	21,595,453	23,107,135	24,747,741	26,529,579
市场类负债	4,003,377	4,204,374	4,422,066	4,623,457	4,801,480
付息负债合计	24,110,749	25,799,827	27,529,201	29,371,198	31,331,058
股东权益	2,210,746	2,421,359	2,609,256	2,808,708	3,019,234
股本	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983
归属母公司权益	2,204,789	2,414,605	2,601,693	2,800,285	3,009,901

业绩规模与增长	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	9.35%	6.85%	6.80%	6.78%	6.75%
生息资产	9.22%	7.37%	7.15%	6.79%	7.14%
付息负债	10.02%	7.01%	6.70%	6.69%	6.67%
贷款余额	13.55%	13.21%	12.50%	11.00%	10.00%
存款余额	9.79%	7.40%	7.00%	7.10%	7.20%
净利息收入	8.83%	6.04%	5.41%	4.95%	6.12%
净手续费及佣金收入	2.22%	7.76%	6.00%	5.50%	5.00%
营业收入	4.89%	9.42%	5.87%	5.01%	4.92%
拨备前利润	6.08%	7.43%	10.57%	5.80%	5.69%
归母净利润	1.80%	11.70%	7.34%	6.48%	5.81%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	0.62	0.69	0.74	0.79	0.83
PPOPPS (元)	1.23	1.32	1.46	1.54	1.63
BVPS (元)	5.39	5.87	6.41	6.97	7.57
DPS (元)	0.19	0.21	0.22	0.24	0.25
P/E	4.57	4.09	3.81	3.58	3.38
P/PPOP	2.30	2.14	1.93	1.83	1.73
P/B	0.52	0.48	0.44	0.40	0.37

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 Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE