

公司研究

零售业务不断迈向纵深，盈利增速高位稳定

——平安银行（000001.SZ）2022年三季度报点评

买入（维持）

当前价：10.62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)	194.06
总市值(亿元)	2,060.91
一年最低/最高(元)	10.61/20.09
近3月换手率	49.5%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.8	-3.4	-19.3
绝对	-13.6	-17.2	-46.1

资料来源：Wind

要点

事件：

10月24日，平安银行发布2022年三季度报告，前三季度实现营业收入1382.65亿元，YoY+8.7%，归母净利润366.59亿元，YoY+25.8%。加权平均净资产收益率13.52%（YoY+1.65pct）。

点评：

营收增速季环比持平，盈利增速稳中略升。前三季度平安银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为8.7%、10.7%、25.8%，营收增速环比持平，拨备前利润、净利润增速季环比分别提升0.8pct、0.2pct。拆分盈利同比增速看，规模扩张对业绩增长贡献26.1pct，息差逆势提升，由1H22的拖累项转为小幅正贡献；非息收入贡献度收窄至10.8pct，营业费用及拨备对业绩的负向拖累均收窄。

规模扩张+息差韧性，驱动净利息收入同比增长8.7%，增速较2Q末提升0.8pct。

1) 扩表速度小幅放缓，3Q新增信贷中，零售贷款占比近9成。截至3Q末，平安银行生息资产、贷款同比增速分别为7.1%、10.8%，增速季环比分别下降1.6、1.3pct。信贷占比较2Q末微升0.6pct至64.8%。平安银行3Q新增信贷762亿元，同比少增274亿元；新增贷款结构上，零售、对公及票据大致为9:2:-1。信贷增量主要由零售贡献，同时，票据占比有所压降。截至3Q末，零售信贷占比季环比小幅提升0.7pct至60.7%。下半年以来，我国经济恢复基础仍不牢固，基建、制造业等领域信贷在政策支持下维持较高景气度，居民加杠杆意愿依旧偏弱；央行金融数据显示，3Q居民贷款增加1.23万亿，同比少增0.54万亿。在此背景下，平安银行实现零售信贷占比逆势提升实属不易。零售信贷主要品种上，汽车金融、住房按揭、新一贷分别较上年末增长6.8%、1.6%、0.7%；受疫情、居民收入预期等因素影响，信用卡应收账款较上年末下降4.3%，但通过增强“实动率”等精细化经营，1-9月信用卡应收账款日均余额较去年全年增长7.8%。

2) 零售存款维持较强增长态势。截至3Q末，平安银行计息负债、存款分别同比增长4.7%、11.0%，增速季环比分别下降2.3、2.1pct，存款占比大体持平。其中，零售存款、对公存款同比增长21.6%、7.4%，零售存款延续较强增长态势，增速较2Q末提升3.2pct；零售占总存款的占比相应提升1.1pct至27.8%。

3) 息差季环比提升1bp至2.77%，主要受益负债成本管控。平安银行前三季度净息差2.77%，环比1H22提升1bp，同比下降4bp。①**资产端**，生息资产收益率为4.85%，环比1H22下滑1bp，同比下降12bp；其中，贷款收益率为5.94%，环比1H22下降6bp。资产端收益率受银行业贷款定价下行、市场利率水平走低等因素拖累，与行业趋势一致。②**负债端**，公司积极推动重塑资产负债经营，主动优化负债结构，计息负债成本率为2.15%，环比1H22下降1bp，同比下降7bp。有效的负债成本管控对息差收窄压力形成一定缓释。前三季度存款成本率2.07%，较1H22提升2bp。预计负债成本改善主要受到3Q资金利率整体进一步下行、高成本负债压降等因素提振，行业性“存款定期化”因素对负债成本有所拖累。9月15-16日，国股银行系统性下调存款挂牌利率，由于活期存款即期实现重定价，而包括按揭在内的多数中长期贷款则在明年初集中重定价，在资产负债重定价周期错配下，预计平安银行4Q净息差仍具有较好韧性。

净其他非息收入高增，提振非息收入同比增长 8.7%至 409.16 亿元。前三季度，手续费收入、净其他非息收入同比“一降一增”，其中，1) 手续费及佣金净收入同比减少 30.43 亿元，降幅 12.0%，主要受资本市场环境等因素影响，代理基金等收入下降，但代理保险等表现较好；2) 净其他非息收入同比增加 63.30 亿元，增幅 51.9%，主要是由于债券及货币市场基金投资、票据贴现、外汇等业务带来的非利息净收入增加。

涉房类资产质量边际改善，风险抵补能力稳中有升。截至 3Q 末，平安银行不良贷款率为 1.03%，季环比提升 1bp。不良相关指标方面，关注贷款占比较 2Q 末提升 17bp 至 1.49%，逾期 60 天以上贷款占比较 2Q 末提升 2bp 至 0.92%，逾期 90 天以上贷款占比较 2Q 末提升 4bp 至 0.79%。宏观经济承压背景下，部分企业和个人现金流压力仍存，平安银行虽然个别不良相关指标环比有小幅抬升，但整体资产质量保持稳健，不良率为近年来较低水平。

报告期内，公司计提贷款减值损失 440.1 亿元，同比增长 22.5%。截至 3Q 末，拨备覆盖率季环比小幅提升 0.2pct 至 290.3%，保持较强的风险抵补能力。

涉房类资产质量方面：截至 3Q 末，1) 公司实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等**承担信用风险的业务**余额 3353 亿元（季环比-60 亿元）。其中，对公房地产贷款余额 2940 亿元（季环比-41 亿元），占贷款总额的 8.9%（季环比-0.3pct），不良率较 2Q 末下降 5bp 至 0.72%；2) 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 1054 亿元（季环比-38 亿元）。

各级资本充足率稳中有升。截至 3Q 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 8.81%/10.65%/13.33%，较 2Q 末分别提升 0.28pct/0.26pct/0.24pct，各级资本充足率均有所提升。根据央行发布的我国系统重要性银行（D-SIBs）名单，平安银行最低核心一级资本充足率要求为 7.75%，以 3Q 末充足率静态测算，当前安全边际在 1 个百分点左右。我们认为，为保持充足内源性资本补充能力，公司对维持一定的盈利增速具有较强诉求。

盈利预测、估值与评级。7 月份按揭贷款“停贷风波”发酵以来，市场对银行涉房资产质量及房地产链景气度担忧情绪加剧，叠加宏观经济承压运行、银行息差持续收窄等因素影响，银行指数一度大幅下挫，板块估值已降至近十余年最低水平。截至 10 月 24 日，平安银行 PB（LF）仅 0.6 倍，同样为近十余年最低。平安银行近年来依托金融科技赋能、集团协同等多重优势，大力推动零售转型。截至 3Q 末，零售 AUM 已达到 3.53 万亿元（较上年末+11.0%）；其中私行达标客户 AUM1.58 万亿元，零售业务不断迈向纵深。叠加公司为维持资产端扩张能力，需要具有一定内源性资本补充能力，进而维持盈利较好增速的诉求较强。我们维持公司 2022-24 年 EPS 预测为 2.23 元/2.59 元/2.99 元，对应 PB 为 0.57/0.50/0.45 倍。维持“买入”评级。

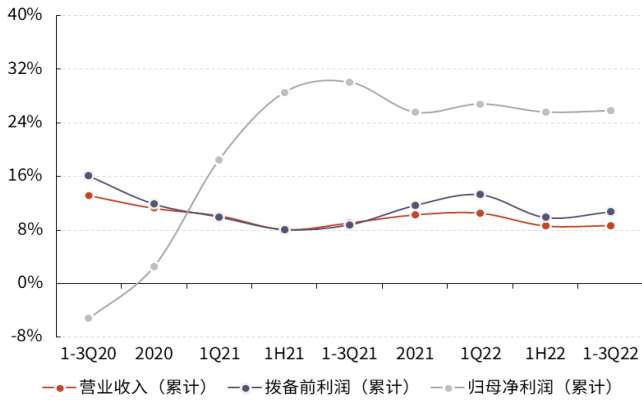
风险提示：1) 宏观经济下行压力加大，可能导致居民就业、收入和消费承压，影响公司零售转型进展；2) 房地产风险释放超预期，拖累整体银行业资产质量。

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）	153,542	169,383	184,363	199,430	215,574
营业收入增长率	11.3%	10.3%	8.8%	8.2%	8.1%
净利润（百万元）	28,928	36,336	43,245	50,299	57,957
净利润增长率	2.6%	25.6%	19.0%	16.3%	15.2%
EPS（元）	1.49	1.87	2.23	2.59	2.99
ROE（归属母公司）	10.2%	11.7%	12.5%	13.0%	13.3%
P/E	7.12	5.67	4.77	4.10	3.56
P/B	0.70	0.63	0.57	0.50	0.45

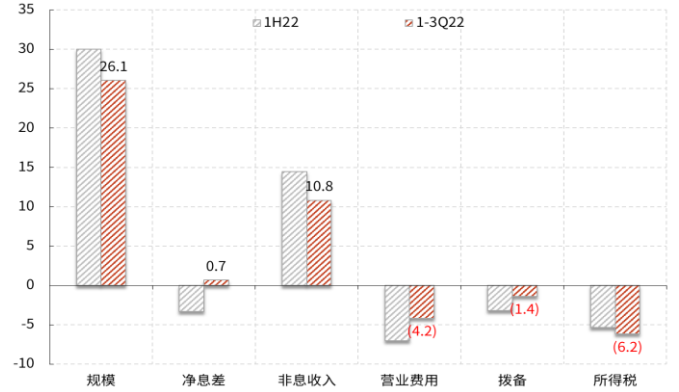
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-24

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



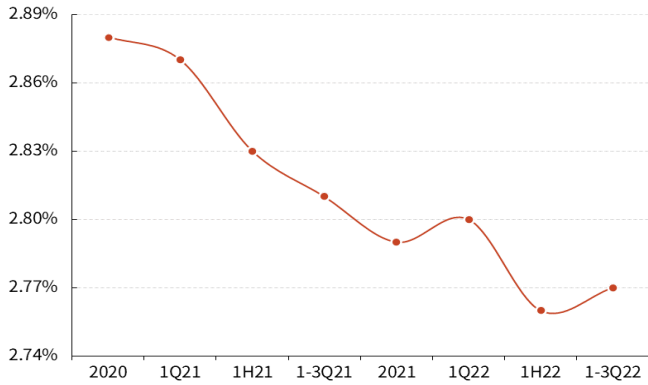
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所; 单位: %

表 2: 平安银行主要资产负债结构

	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22
资产结构 (占比)										
发放贷款和垫款/生息资产	61.3%	60.8%	61.1%	62.0%	62.1%	62.6%	63.4%	62.6%	64.2%	64.8%
较上季变动 (pct)	0.6	(0.5)	0.3	0.9	0.1	0.4	0.8	(0.8)	1.5	0.6
公司贷款/贷款	38.1%	36.6%	35.6%	35.9%	34.6%	33.8%	32.6%	33.1%	33.3%	33.0%
较上季变动 (pct)	(0.8)	(1.5)	(1.1)	0.4	(1.4)	(0.7)	(1.3)	0.5	0.2	(0.3)
零售贷款/贷款	56.5%	58.0%	60.2%	60.1%	61.1%	61.6%	62.4%	60.7%	60.0%	60.7%
较上季变动 (pct)	0.5	1.5	2.2	(0.1)	1.0	0.6	0.7	(1.7)	(0.6)	0.7
票据/贷款	5.3%	5.4%	4.2%	4.0%	4.4%	4.5%	5.0%	6.3%	6.7%	6.3%
较上季变动 (pct)	0.2	0.0	(1.1)	(0.3)	0.4	0.1	0.5	1.2	0.5	(0.4)
金融投资/生息资产	27.4%	26.4%	26.2%	25.4%	25.3%	26.1%	26.5%	25.9%	25.5%	25.4%
较上季变动 (pct)	(0.5)	(0.9)	(0.2)	(0.8)	(0.2)	0.8	0.4	(0.7)	(0.3)	(0.2)
金融同业资产/生息资产	11.3%	12.7%	12.7%	12.5%	12.6%	11.3%	10.1%	11.5%	10.3%	9.8%
较上季变动 (pct)	(0.2)	1.4	(0.1)	(0.1)	0.1	(1.3)	(1.3)	1.5	(1.2)	(0.5)
负债结构 (占比)										
客户存款/付息负债	68.4%	66.8%	67.6%	67.9%	68.6%	68.0%	67.9%	69.8%	72.5%	72.2%
较上季变动 (pct)	(3.2)	(1.6)	0.8	0.4	0.6	(0.5)	(0.1)	1.9	2.7	(0.3)
活期存款/存款	32.5%	32.8%	35.0%	36.8%	34.5%	32.6%	37.8%	38.1%	37.2%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	0.3	2.3	1.8	(2.3)	(1.9)	5.2	0.3	(0.9)	N/A
定期存款/存款	67.5%	67.2%	65.0%	63.2%	65.5%	67.4%	62.2%	61.9%	62.8%	N/A
较上季变动 (pct)	N/A	(0.3)	(2.3)	(1.8)	2.3	1.9	(5.2)	(0.3)	0.9	N/A
个人存款/存款	25.9%	25.7%	25.6%	26.3%	25.6%	25.4%	26.0%	26.7%	26.8%	27.8%
较上季变动 (pct)	0.9	(0.2)	(0.1)	0.7	(0.7)	(0.2)	0.6	0.7	0.1	1.1
公司存款/存款	74.1%	74.3%	74.4%	73.7%	74.4%	74.6%	74.0%	73.3%	73.2%	72.2%
较上季变动 (pct)	(0.9)	0.2	0.1	(0.7)	0.7	0.2	(0.6)	(0.7)	(0.1)	(1.1)
应付债券/付息负债	14.9%	15.0%	15.5%	16.1%	18.6%	18.3%	18.9%	17.1%	15.1%	15.6%
较上季变动 (pct)	1.8	0.1	0.5	0.6	2.5	(0.3)	0.6	(1.8)	(1.9)	0.5
金融同业负债/付息负债	16.7%	18.2%	17.0%	16.0%	12.8%	13.6%	13.2%	13.1%	12.3%	12.2%
较上季变动 (pct)	1.4	1.5	(1.3)	(1.0)	(3.2)	0.8	(0.5)	(0.1)	(0.7)	(0.1)

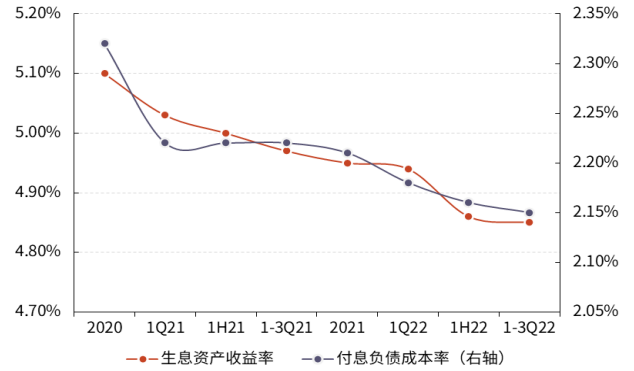
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

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

	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22
不良贷款率	1.65%	1.32%	1.18%	1.10%	1.08%	1.05%	1.02%	1.02%	1.02%	1.03%
较上季变动 (pct)	0.0	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
(关注+不良)/贷款总额	3.51%	2.91%	2.29%	2.16%	2.04%	2.42%	2.44%	2.42%	2.34%	2.52%
较上季变动 (pct)	(0.1)	(0.6)	(0.6)	(0.1)	(0.1)	0.4	0.0	(0.0)	(0.1)	0.2
逾期60天以上贷款/不良贷款	94.0%	96.0%	92.0%	88.0%	85.0%	81.0%	85.0%	91.0%	89.0%	89.0%
较上季变动 (pct)	2.0	2.0	(4.0)	(4.0)	(3.0)	(4.0)	4.0	6.0	(2.0)	0.0
逾期90天以上贷款/不良贷款	80.4%	N/A	75.0%	N/A	72.9%	N/A	72.5%	N/A	73.6%	76.0%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.4
逾期90天以上贷款/贷款总额	1.32%	N/A	0.88%	N/A	0.79%	N/A	0.74%	N/A	0.75%	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
拨备覆盖率	214.9%	218.3%	201.4%	245.2%	259.5%	268.4%	288.4%	289.1%	290.1%	290.3%
较上季变动 (pct)	14.6	3.4	(16.9)	43.8	14.4	8.8	20.1	0.7	1.0	0.2
拨贷比	3.54%	2.87%	2.37%	2.69%	2.80%	2.81%	2.94%	2.94%	2.95%	2.99%
较上季变动 (pct)	0.2	(0.7)	(0.5)	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0

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

	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22
资本充足率	13.96%	13.86%	13.29%	13.20%	12.58%	12.55%	13.34%	13.28%	13.09%	13.33%
较上季变动 (pct)	(0.3)	(0.1)	(0.6)	(0.1)	(0.6)	(0.0)	0.8	(0.1)	(0.2)	0.2
一级资本充足率	11.35%	11.29%	10.91%	10.81%	10.58%	10.58%	10.56%	10.54%	10.39%	10.65%
较上季变动 (pct)	(0.3)	(0.1)	(0.4)	(0.1)	(0.2)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.1)	0.3
核心一级资本充足率	8.93%	8.94%	8.69%	8.67%	8.49%	8.56%	8.60%	8.64%	8.53%	8.81%
较上季变动 (pct)	(0.3)	0.0	(0.3)	(0.0)	(0.2)	0.1	0.0	0.0	(0.1)	0.3
风险加权资产同比增速	19.58%	16.76%	13.19%	14.42%	16.23%	16.87%	13.16%	12.65%	11.81%	9.44%
较上季变动 (pct)	0.4	(2.8)	(3.6)	1.2	1.8	0.6	(3.7)	(0.5)	(0.8)	(2.4)

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	153,542	169,383	184,363	199,430	215,574
净利息收入	113,470	120,336	130,560	141,127	153,190
非息收入	40,072	49,047	53,803	58,303	62,384
净手续费及佣金收入	29,661	33,062	36,699	40,002	42,802
净其他非息收入	10,411	15,985	17,104	18,301	19,582
营业支出	116,633	123,398	128,600	134,589	140,878
拨备前利润	107,172	119,696	128,948	139,495	150,796
信用及其他减值损失	70,418	73,817	73,291	74,760	76,206
税前利润	36,754	45,879	55,657	64,734	74,590
所得税	7,826	9,543	12,411	14,436	16,634
净利润	28,928	36,336	43,245	50,299	57,957
归属母公司净利润	28,928	36,336	43,245	50,299	57,957

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	4.90%	4.64%	4.60%	4.53%	4.49%
贷款收益率	6.34%	5.98%	5.83%	5.73%	5.65%
付息负债成本率	2.35%	2.24%	2.31%	2.35%	2.39%
存款成本率	2.20%	2.02%	2.02%	2.05%	2.07%
净息差	2.77%	2.62%	2.54%	2.46%	2.42%
净利差	2.55%	2.40%	2.30%	2.18%	2.09%
RORWA	0.97%	1.08%	1.18%	1.28%	1.36%
ROAA	0.69%	0.77%	0.84%	0.88%	0.94%
ROAE	10.20%	11.73%	12.54%	13.00%	13.31%

资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.18%	1.02%	1.02%	1.03%	1.03%
拨备覆盖率	201.4%	288.4%	354.5%	426.6%	503.3%
拨贷比	2.37%	2.94%	3.62%	4.38%	5.19%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	13.29%	13.34%	13.73%	13.87%	14.14%
一级资本充足率	10.91%	10.56%	11.00%	11.24%	11.61%
核心一级资本充足率	8.69%	8.60%	9.14%	9.53%	10.03%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-24

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	4,468,514	4,921,380	5,435,636	5,936,891	6,442,320
发放贷款和垫款	2,666,297	3,063,448	3,461,696	3,877,100	4,303,581
同业资产	552,661	487,424	562,688	623,903	690,393
金融投资	1,143,611	1,282,889	1,411,178	1,524,072	1,638,378
生息资产合计	4,362,569	4,833,761	5,435,563	6,025,075	6,632,351
总负债	4,104,383	4,525,932	5,001,303	5,457,449	5,910,957
吸收存款	2,673,118	2,961,819	3,243,192	3,518,863	3,800,372
市场类负债	1,282,323	1,397,324	1,567,119	1,730,049	1,884,379
付息负债合计	3,955,441	4,359,143	4,810,311	5,248,913	5,684,751
股东权益	364,131	395,448	434,333	479,442	531,363
股本	19,406	19,406	19,406	19,406	19,406
归属母公司权益	364,131	395,448	434,333	479,442	531,363

业绩规模与增长	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	13.44%	10.13%	10.45%	9.22%	8.51%
生息资产	13.48%	10.80%	12.45%	10.85%	10.08%
付息负债	13.05%	10.21%	10.35%	9.12%	8.30%
贷款余额	14.77%	14.90%	13.00%	12.00%	11.00%
存款余额	9.69%	10.80%	9.50%	8.50%	8.00%
净利息收入	26.13%	6.05%	8.50%	8.09%	8.55%
净手续费及佣金收入	-19.27%	11.47%	11.00%	9.00%	7.00%
营业收入	11.30%	10.32%	8.84%	8.17%	8.10%
拨备前利润	11.91%	11.69%	7.73%	8.18%	8.10%
归母净利润	2.60%	25.61%	19.01%	16.31%	15.23%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	1.49	1.87	2.23	2.59	2.99
PPOPPS (元)	5.52	6.17	6.64	7.19	7.77
BVPS (元)	15.16	16.77	18.78	21.10	23.78
DPS (元)	0.18	0.23	0.27	0.31	0.36
P/E	7.12	5.67	4.77	4.10	3.56
P/PPOP	1.92	1.72	1.60	1.48	1.37
P/B	0.70	0.63	0.57	0.50	0.45

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。

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