

公司研究

业绩增长保持稳健，县域贷款持续高增

——农业银行（601288.SH）2022年三季度报点评

增持（维持）

当前价：2.80元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

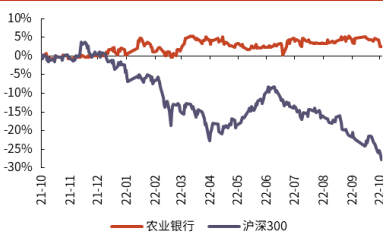
联系人：蔡霆峰

caitingfeng1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3,499.83
总市值(亿元)	9,799.52
一年最低/最高(元)	2.69/2.89
近3月换手率	8.8%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.8	13.3	30.1
绝对	-1.8	-1.8	2.9

资料来源：Wind

要点

事件：

10月28日，农业银行发布2022年三季度报，实现营业收入5646.2亿，同比增长3.6%，实现归母净利润1975.1亿，同比增长5.8%。年化加权平均净资产收益率为11.79%，同比下降0.38pct。

点评：

营收增长稳健，盈利维持高增。公司前三季度营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为3.6%、1.5%、5.8%，较上半年分别变动-2.3、-3.4、0.3pct。其中，净利息收入、非息收入同比增速分别为4.3%、1.2%，较上半年分别下降1.7、4.6pct。拆分盈利同比增速结构，规模扩张为主要贡献分项，拉动业绩增速27.5pct；从边际变化看，规模贡献进一步提升，但息差收窄导致负向拖累加大，是前三季度业绩增速放缓的主要影响因素。

扩表提速逐季提升，县域贷款持续高增。22Q3末，公司总资产同比增速为16.7%，增速较2Q末提升3.5pct，3Q单季新增资产投放1.4万亿，同比多增1.1万亿。3Q单季新增资产结构中，贷款新增0.55万亿，同比多增0.18万亿，非信贷类资产新增0.85万亿，同比多增0.88万亿，扩表主要由非信贷类资产驱动。**3Q单季新增境内贷款结构中**，对公（含贴现）、零售贷款占比分别为83.2%、14.7%。“8·22”货币信贷形势分析会召开、政策性金融工具加速落地等政策驱动下，公司3Q信贷投放节奏加快，信贷资源重点向对公领域集中。

行业投向上，制造业、绿色、普惠等重点领域信贷投放呈现较高景气度。截至3Q末，制造业、绿色、普惠小微贷款较年初增幅分别为30%、29%、35%，分别高于一般贷款增幅17、16、22pct；**区域上，则进一步加大对县域市场的渗透力度。**3Q末，农行县域贷款增速为17.9%，较2Q末提升0.6pct，增速自22Q1以来逐季提升，县域贷款占总贷款的比重较2Q末提升0.2pct至37.2%。

展望4Q，考虑到：①政策性开发性金融工具陆续用作项目资本金，待资本金环节打通后，农行配套融资有望迅速跟进；②设备更新改造贷款、制造业中长期贷款加速落地；③房地产市场供需两端政策逐步显效等因素。预计农行在基建、制造业等领域贷款投放有望呈现较高景气度，房地产融资需求也有所回暖。

存款保持较高增速，“定期化”特征延续。22Q3末，总负债、存款同比增速分别为17%、12.9%，较2Q末分别提升3.7、3pct；3Q单季新增存款0.75万亿，同比多增0.65万亿。**存款结构方面，分业务看**，零售存款、对公存款增速分别为12.6%、12.7%，较2Q末分别提升2.2、4pct；**分期限看**，定期存款、活期存款增速分别为21.7%、4.8%，较2Q末分别提升3.4、2.1pct。定期存款占总存款比重较2Q末提升1.5pct至48.9%，20年以来占比持续提升，呈现明显的“定期化”特征。

净息差收窄 6bp 至 1.96%，存款挂牌利率下调有助缓释压力。公司前三季度净息差为 1.96%，环比 1H22 收窄 6bp。从资产端来看，面临着信贷供需矛盾加大、LPR 报价连续下调的压力，负债端则面临着存款“定期化”所带来的成本上扬。经测算，公司生息资产收益率较上半年下降 4bp 至 3.55%，付息负债成本率较上半年提升 2bp 至 1.79%。

往后看，考虑到经济仍处于“弱复苏”阶段，微观主体有效融资需求仍然偏弱，4Q 资产端定价仍将延续下行态势，但降幅有望收窄；负债端来看，存款挂牌利率调降影响有助缓释成本上行压力。9 月 15 日，公司下调人民币存款挂牌利率，各类期限存款均有涉及，其中活期存款利率下调 5bp，定期存款利率下调幅度在 10-15bp 之间，3Y 期限存款降幅相对更大。经测算，在一般性存款定价均同步跟随挂牌下调的理想假设下，未来一年公司综合负债成本将改善 4bp 左右。

非息收入增速放缓，主要受净其他非息收入拖累。公司前三季度非息收入同比增长 1.2% 至 1165.7 亿，增速较上半年下降 4.6pct。从非息收入结构来看，前三季度净手续费及佣金收入同比增长 2.9% 至 673.6 亿；净其他非息收入同比下降 1% 至 492.2 亿，主要受投资收益 (YoY-64.1%)、汇兑损益 (YoY-237.4%) 拖累，公允价值变动损益、其他业务收入仍保持较好增长。

资产质量运行稳健向好，风险抵补能力维持高位。公司 3Q 单季新增不良贷款 52 亿至 2697 亿，不良贷款率较 2Q 末下降 1bp 至 1.4%，资产质量整体保持稳健。从拨备情况来看，3Q 信用减值损失/平均总资产为 0.61%，较上半年下降 8bp，拨备余额增加 99 亿至 8163 亿；拨备覆盖率较 2Q 末下降 2.3pct 至 302.7%，拨贷比较 2Q 末下降 7bp 至 4.22%，风险抵补能力整体维持高位。

各级资本充足率有所提升。22Q3 末，公司核心一级/一级/总资本充足率分别为 11.12%/13.38%/17.46%，较 2Q 末分别提升 0.02/0.1/0.37pct；风险加权资产同比增速为 9.57%，较 2Q 末提升 3.57pct。受风险加权资产扩张提速影响，公司核心一级资本充足率提升幅度不大，但公司于 3Q 发行 300 亿永续债，对一级、总资本充足率形成较好支撑。

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。往后看，在监管鼓励银行进一步加大对设备更新改造贷款、制造业中长期贷款投放力度、结构性货币政策工具支持等多重政策举措下，预计建行 4Q 制造业、基建等重点领域贷款将维持高增，有效支撑公司扩表。考虑到当前经济修复基础尚不牢固，行业息差收窄压力略有加大，整体风险形势具有一定不确定性，我们下调 2022-2024 年 EPS 预测为 0.73 (下调 1.4%) /0.77 (下调 2.5%) /0.81 (下调 2.4%) 元，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 3.84/3.65/3.48 倍，维持“增持”评级。

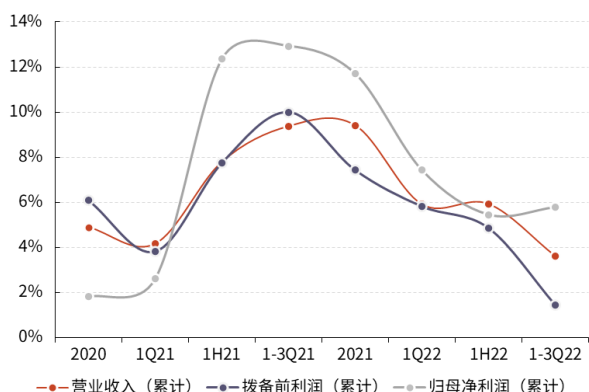
风险提示：宏观经济下行压力加大，宽信用力度不及预期。

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	744,639	787,168	828,760
营业收入增长率	4.89%	9.42%	3.43%	5.71%	5.28%
净利润 (百万元)	215,925	241,183	255,297	268,820	281,905
净利润增长率	1.80%	11.70%	5.85%	5.30%	4.87%
EPS (元)	0.62	0.69	0.73	0.77	0.81
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.89%	12.24%	11.89%	11.51%	11.13%
P/E	4.54	4.06	3.84	3.65	3.48
P/B	0.52	0.48	0.44	0.40	0.37

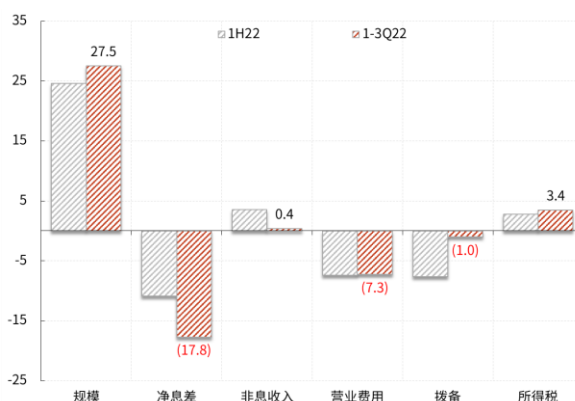
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 10 月 28 日

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：农业银行盈利同比增速拆分



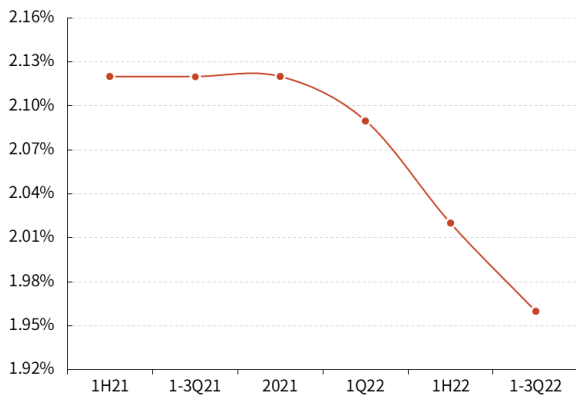
资料来源：公司公告，光大证券研究所，单位：pct

图 3：农业银行资产负债结构

	1Q20	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	54.2%	55.2%	55.1%	55.8%	56.5%	57.9%	58.3%	58.9%	58.7%	58.0%	57.2%
较上季变动 (pct)	0.55	0.99	(0.15)	0.74	0.68	1.41	0.43	0.51	(0.15)	(0.71)	(0.81)
公司贷款/贷款	54.8%	54.2%	54.2%	53.7%	54.8%	54.6%	54.3%	53.5%	54.7%	54.6%	54.7%
较上季变动 (pct)	1.53	(0.61)	0.04	(0.45)	1.02	(0.17)	(0.33)	(0.75)	1.21	(0.08)	0.02
零售贷款/贷款	39.7%	40.2%	40.6%	41.0%	40.8%	40.9%	41.1%	41.5%	40.9%	39.9%	39.1%
较上季变动 (pct)	(0.72)	0.44	0.46	0.31	(0.17)	0.14	0.18	0.44	(0.64)	(1.02)	(0.72)
票据/贷款	2.5%	2.5%	2.1%	2.6%	1.5%	1.6%	1.9%	2.5%	2.0%	3.2%	3.9%
较上季变动 (pct)	(0.71)	0.04	(0.35)	0.44	(1.10)	0.13	0.32	0.56	(0.46)	1.22	0.71
金融投资/生息资产	29.1%	29.9%	29.7%	28.8%	27.6%	28.0%	27.7%	28.3%	27.5%	27.7%	27.5%
较上季变动 (pct)	(0.83)	0.80	(0.16)	(0.86)	(1.27)	0.39	(0.28)	0.58	(0.76)	0.19	(0.24)
金融同业资产/生息资产	16.7%	14.9%	15.2%	15.3%	15.9%	14.1%	14.0%	12.9%	13.8%	14.3%	15.4%
较上季变动 (pct)	0.27	(1.79)	0.32	0.12	0.59	(1.80)	(0.15)	(1.09)	0.91	0.51	1.05
负债结构 (占比)											
客户存款/付息负债	83.4%	85.4%	84.5%	83.4%	84.9%	84.6%	84.2%	83.7%	84.4%	82.0%	81.0%
较上季变动 (pct)	(0.14)	1.99	(0.93)	(1.11)	1.55	(0.32)	(0.43)	(0.49)	0.68	(2.43)	(0.94)
活期存款/存款	55.3%	54.8%	54.3%	55.2%	53.4%	53.1%	52.1%	52.4%	50.1%	49.6%	48.4%
较上季变动 (pct)	(2.27)	(0.52)	(0.56)	0.93	(1.76)	(0.36)	(0.96)	0.26	(2.26)	(0.53)	(1.20)
定期存款/存款	40.1%	42.3%	43.2%	42.0%	44.0%	44.0%	45.4%	44.7%	47.5%	47.4%	48.9%
较上季变动 (pct)	2.22	2.20	0.89	(1.21)	2.02	(0.00)	1.36	(0.64)	2.79	(0.16)	1.54
个人存款/存款	58.6%	59.1%	58.8%	59.3%	59.7%	59.4%	59.8%	59.9%	60.1%	59.6%	59.6%
较上季变动 (pct)	0.65	0.51	(0.34)	0.55	0.36	(0.32)	0.41	0.13	0.16	(0.43)	(0.00)
公司存款/存款	36.9%	38.0%	38.7%	37.9%	37.8%	37.7%	37.7%	37.2%	37.6%	37.3%	37.7%
较上季变动 (pct)	(0.71)	1.18	0.68	(0.82)	(0.11)	(0.04)	(0.01)	(0.50)	0.37	(0.27)	0.35
应付债券/付息负债	4.9%	4.8%	5.7%	5.7%	5.4%	5.6%	5.8%	5.8%	5.3%	6.1%	6.2%
较上季变动 (pct)	(0.12)	(0.11)	0.84	0.02	(0.33)	0.28	0.16	0.05	(0.50)	0.77	0.12
金融同业负债/付息负债	11.6%	9.7%	9.8%	10.9%	9.7%	9.7%	10.0%	10.5%	10.3%	11.9%	12.8%
较上季变动 (pct)	0.25	(1.88)	0.09	1.08	(1.22)	0.04	0.27	0.44	(0.18)	1.66	0.83

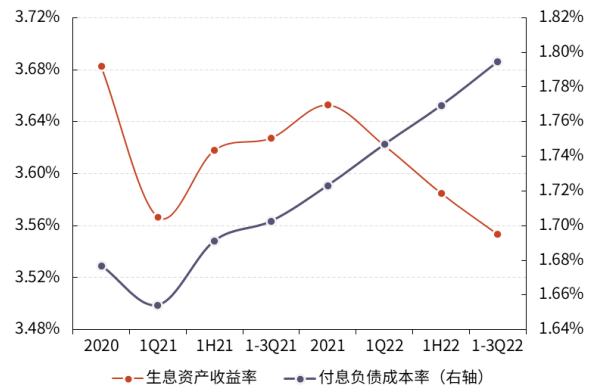
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：农业银行净息差走势（公布值）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：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

图 6：农业银行资产质量主要指标

	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22
不良贷款率	1.40%	1.43%	1.52%	1.57%	1.53%	1.50%	1.48%	1.43%	1.41%	1.41%	1.40%
较上季变动 (pct)	0.00	0.03	0.09	0.05	(0.04)	(0.03)	(0.02)	(0.05)	(0.02)	0.00	(0.01)
(关注+不良)/贷款总额	N/A	3.53%	N/A	3.58%	N/A	3.07%	N/A	2.91%	N/A	2.87%	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	N/A	58.0%	N/A	49.4%	N/A	44.2%	N/A	45.0%	N/A	42.8%	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/贷款总额	N/A	0.83%	N/A	0.77%	N/A	0.66%	N/A	0.65%	N/A	0.60%	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
拨备覆盖率	289.9%	285.0%	272.4%	260.6%	264.6%	274.5%	288.0%	299.7%	307.5%	304.9%	302.7%
较上季变动 (pct)	1.16	(4.94)	(12.53)	(11.80)	3.97	9.92	13.51	11.69	7.77	(2.59)	(2.26)
拨贷比	4.06%	4.08%	4.14%	4.08%	4.05%	4.12%	4.27%	4.30%	4.32%	4.30%	4.22%
较上季变动 (pct)	(0.00)	0.02	0.06	(0.06)	(0.03)	0.07	0.15	0.03	0.02	(0.03)	(0.07)

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：农业银行各级资本充足率

	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22
资本充足率	16.10%	16.42%	16.54%	16.59%	16.37%	16.23%	16.70%	17.13%	17.18%	17.09%	17.46%
较上季变动 (pct)	(0.03)	0.32	0.12	0.05	(0.22)	(0.14)	0.47	0.43	0.05	(0.09)	0.37
一级资本充足率	12.59%	12.60%	12.76%	12.92%	12.79%	12.65%	12.98%	13.46%	13.58%	13.28%	13.38%
较上季变动 (pct)	0.06	0.01	0.16	0.16	(0.13)	(0.14)	0.33	0.48	0.12	(0.30)	0.10
核心一级资本充足率	11.34%	10.87%	10.85%	11.04%	10.98%	10.85%	11.18%	11.44%	11.36%	11.11%	11.12%
较上季变动 (pct)	0.10	(0.47)	(0.02)	0.19	(0.06)	(0.13)	0.33	0.26	(0.08)	(0.25)	0.02
风险加权资产同比增速	10.65%	11.40%	9.97%	9.71%	10.18%	7.83%	5.81%	5.06%	4.90%	6.38%	9.57%
较上季变动 (pct)	(2.28)	0.76	(1.44)	(0.25)	0.47	(2.36)	(2.02)	(0.75)	(0.16)	1.48	3.19

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	744,639	787,168	828,760
净利息收入	545,079	577,987	598,078	633,280	667,177
非息收入	112,882	141,928	146,560	153,888	161,583
净手续费及佣金收入	74,545	80,329	84,345	88,563	92,991
净其他非息收入	38,337	61,599	62,215	65,326	68,592
营业支出	391,990	424,103	432,397	458,383	483,968
拨备前利润	429,953	461,880	491,529	519,599	547,050
信用及其他减值损失	164,903	166,000	179,220	190,746	202,190
税前利润	265,050	295,880	312,309	328,853	344,860
所得税	48,650	53,944	56,216	59,194	62,075
净利润	216,400	241,936	256,094	269,660	282,785
归属母公司净利润	215,925	241,183	255,297	268,820	281,905

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	3.58%	3.59%	3.54%	3.47%	3.38%
贷款收益率	4.44%	4.30%	4.20%	4.10%	4.00%
付息负债成本率	1.68%	1.72%	1.81%	1.84%	1.83%
存款成本率	1.48%	1.58%	1.60%	1.59%	1.58%
净息差	2.10%	2.06%	1.93%	1.83%	1.74%
净利差	1.91%	1.86%	1.73%	1.63%	1.55%
RORWA	1.33%	1.39%	1.35%	1.27%	1.20%
ROAA	0.83%	0.86%	0.83%	0.78%	0.74%
ROAE	11.89%	12.24%	11.89%	11.51%	11.13%

资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.57%	1.43%	1.40%	1.37%	1.38%
拨备覆盖率	260.6%	299.7%	306.0%	323.9%	342.8%
拨贷比	4.08%	4.30%	4.27%	4.45%	4.75%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	16.59%	17.13%	16.31%	15.61%	15.01%
一级资本充足率	12.92%	13.46%	12.91%	12.44%	12.05%
核心一级资本充足率	11.04%	11.44%	11.11%	10.83%	10.60%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2022-10-28

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	27,205,047	29,069,155	32,617,333	36,356,818	40,243,286
发放贷款和垫款	15,136,121	17,135,752	19,706,115	22,267,910	24,606,040
同业资产	4,158,333	3,749,877	3,741,344	3,695,092	4,188,130
金融投资	7,822,659	8,230,043	9,299,949	10,415,942	11,457,537
生息资产合计	27,117,113	29,115,672	32,747,408	36,378,945	40,251,707
总负债	24,994,301	26,647,796	30,011,686	33,557,522	37,241,246
吸收存款	20,107,372	21,595,453	24,402,862	27,331,205	30,337,638
市场类负债	4,003,377	4,204,374	4,663,291	5,168,927	5,730,163
付息负债合计	24,110,749	25,799,827	29,066,153	32,500,133	36,067,801
股东权益	2,210,746	2,421,359	2,605,648	2,799,296	3,002,040
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	2,598,097	2,790,906	2,992,769

业绩规模与增长	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	9.35%	6.85%	12.21%	11.46%	10.69%
生息资产	9.22%	7.37%	12.47%	11.09%	10.65%
付息负债	10.02%	7.01%	12.66%	11.81%	10.98%
贷款余额	13.55%	13.21%	15.00%	13.00%	10.50%
存款余额	9.79%	7.40%	13.00%	12.00%	11.00%
净利息收入	8.83%	6.04%	3.48%	5.89%	5.35%
净手续费及佣金收入	2.22%	7.76%	5.00%	5.00%	5.00%
营业收入	4.89%	9.42%	3.43%	5.71%	5.28%
拨备前利润	6.08%	7.43%	6.42%	5.71%	5.28%
归母净利润	1.80%	11.70%	5.85%	5.30%	4.87%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	0.62	0.69	0.73	0.77	0.81
PPOPPS (元)	1.23	1.32	1.40	1.48	1.56
BVPS (元)	5.39	5.87	6.40	6.95	7.52
DPS (元)	0.19	0.21	0.22	0.23	0.24
P/E	4.54	4.06	3.84	3.65	3.48
P/PPOP	2.28	2.12	1.99	1.89	1.79
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