

## 公司研究

# “开门红”存贷两旺，县域业务景气度高

## ——农业银行（601288.SH）2023年一季度点评

### 增持（维持）

当前价：3.42元

#### 作者

分析师：王一峰  
 执业证书编号：S0930519050002  
 010-57378038  
 wangyf@ebsecn.com

分析师：刘杰

执业证书编号：S0930522110002  
 010-56518032  
 liujie9@ebsecn.com

联系人：赵晨阳

010-57378030  
 zhaochenyang@ebsecn.com

#### 市场数据

总股本(亿股) 3,499.83  
 总市值(亿元)： 11,969.42  
 一年最低/最高(元)： 2.7/3.44  
 近3月换手率： 11.57%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.75	20.77	17.58
绝对	10.32	17.12	20.33

资料来源：Wind

#### 要点

##### 事件：

4月28日，农业银行发布2023年一季度报，1Q实现营收1893.6亿元，同比增长2.2%，归母净利润715.5亿元，同比增长1.8%。加权平均净资产收益率（ROAE）12.6%，同比下降0.9pct。

##### 点评：

**非息收入高增驱动1Q23营收增长提速。**1Q23农业银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为2.2%、1.1%、1.8%，增速较2022年分别变动1.5、3.3、-5.7pct。其中，净利息收入、非息收入同比增速分别为-3.5%、27.3%，较2022年变动-5.6、32.3pct。拆分业绩增速看：（1）净利息收入“量增难抵价降”，规模扩张对业绩增速拉动边际小幅提升，息差仍为主要拖累项且拖累幅度明显加大。（2）净其他非息收入高增驱动非息增速转正，对业绩贡献边际走升。（3）营业费用对业绩拖累边际减弱，1Q成本收入比24.5%，同比提升0.6pct。（4）拨备计提力度不减，对业绩增速贡献转负。

**贷款投放靠前发力，县域“三农”、绿金战略加速推进。**1Q23末，农业银行生息资产、贷款同比增速分别约为19.4%、16.4%，增速较年初分别提升2.5、1.3pct。1Q单季贷款投放新增1.36万亿，同比多增3888亿，占生息资产比重较年初微降0.7pct至57%。结构层面，对公、票据单季分别新增1.3万亿、-3398亿，分别同比多增5613亿，多减2804亿，1Q对公贷款景气度高，票据等低效资产压降幅度加大。县域贷款余额超过8万亿，同比增速超20%，1Q单季新增7195亿，同比多增2813亿，县域“三农”业务维持高景气度。1Q房贷投放超1000亿，制造业、战略新兴产业、绿色信贷增速分别约17%、35%、22%，均高于全行平均信贷增速。1Q单季零售贷款新增3584亿，同比多增714亿，占贷款比重较年初微降约0.8pct至37.5%。其中，住房按揭1Q新增482亿。“开门红”行情下，农行贷款投放靠前发力，信贷结构持续优化。

**存款增长提速，定期化趋势有所延续。**1Q23末，农业银行付息负债、存款同比增速分别为20.7%、17.6%，较上季均提升3.1pct。Q1单季存款新增约2.56万亿，同比多增9471亿，存款增长提速。分客户类型看，个人、对公存款单季分别新增1.38、1.21万亿，同比多增3795、5230亿，其中对公存款占比较年初提升1pct至37.5%。分期限类型看，定期、活期存款新增2.06、0.53万亿，同比多增6913、2113亿，定期存款占比较年初提升约3pct至51.7%，存款定期化趋势有所延续。

**NIM较去年收窄20bp至1.7%。**1Q23农业银行息差为1.7%，较2022年全年的1.9%收窄20bp，测算较4Q单季息差收窄约10bp，主要受年初贷款重定价及新发放贷款利率下行拖累。测算结果显示，生息资产收益率3.39%，较2022年下行18bp；付息负债成本率1.88%，较2022年上行4bp，存款定期化行业背景下，负债成本相对刚性。展望全年，贷款收益率下行趋势不改，但伴随市场有效融资需求逐步改善，预计新发放贷款利率将有所好转，年内息差仍面临下行压力，但边际降幅有望趋缓。

**非息收入高增，占营收比重提至 23%。**1Q23 公司非息收入增速转正 ( YoY+27% )，占营收比重较 2022 年提升 4.5pct 至 23%。其中，净手续费及佣金净收入同比增速 2.8%，较 2022 年提升 1.6pct，占非息收入比重较 2022 年提升超 14pct 至 74%。1Q 末个人 AUM 余额突破 19 万亿，年增量居可比同业首位，1Q 新发理财产品 1.12 万亿，理财业务增长可期。1Q23 净其他非息收入在去年较低基数上实现同比大幅高增 ( YoY+317% )，其中投资收益同比增长 193% 至 46 亿，公允价值变动损益为 28 亿，同比多增 44 亿，二者合计占净其他非息收入比重 66%，较 2022 年提升 23.5pct。

**不良率稳定运行，拨备水平维持高位。**1Q23 末，农业银行不良、关注、逾期率分别为 1.37%、1.44%、1%，较年初下降 0bp、2bp、8bp，各类风险现行指标稳健向好。季末不良余额 2879 亿，较年初上升 168 亿。其中，对公不良余额 2362 亿，较年初增加 142 亿，不良率 1.79%，较年初下降 3bp。行业层面重点集中在房地产、制造业、租赁商服三大领域，季末不良余额 1355 亿，占对公不良近六成。1Q 末个贷不良余额 517 亿，较年初增加 26 亿，不良率 0.65%，同年初持平。拨备方面，季末贷款损失准备余额 8466 亿，较年初增加 637 亿，拨备计提力度不减；1Q 末拨贷比 4.13%，较年初略降 3bp，拨备覆盖率 302.6%，同年初基本持平，拨备余粮充裕，风险抵补能力维持高位。

**风险资产扩张提速，资本补充渠道畅通。**1Q23 末，农业银行核心一级/一级/资本充足率分别为 10.7%、12.8%、16.8%，分别较年初末下降 0.45、0.61、0.4pct。公司风险加权资产同比增速 15.3%，较年初提升 4pct，对资本形成一定消耗。整体看，盈利稳步增长为公司内源性资本补充形成支撑，同时“固本计划”持续推进，外源资本补充工具储备充足，3 月 23 日公司公告落地发行 700 亿二级债增厚 AT2 资本，此外，据近期董事会决议公告，后续仍有不超过 2500 亿二级债发行计划，总资本充足率有望持续增厚。

**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优势，后伴随线上+线下渠道整合协同，县域业务发展有望带动公司贷款增户扩面，同时对息差形成一定支撑。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，盈利增速仍有一定保障。伴随经济景气度回升，市场有效融资需求逐步改善，新发放贷款利率有望好转，NIM 收窄压力或有所缓释，我们维持 2023-25 年 EPS 预测为 0.78、0.81、0.84 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.49、0.45、0.42 倍，对应 PE 估值分别为 4.4、4.2、4.06 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济复苏不及预期，贷款利率下行压力加大。

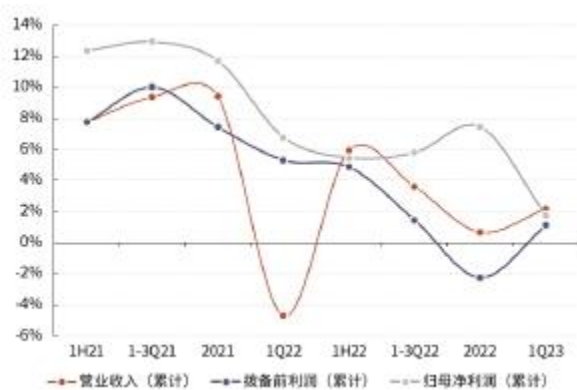
表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 ( 百万元 )	719,915	724,868	740,871	753,534	760,121
营业收入增长率	9.42%	0.69%	2.21%	1.71%	0.87%
净利润 ( 百万元 )	241,183	259,140	272,016	284,836	295,058
净利润增长率	11.70%	7.45%	4.97%	4.71%	3.59%
EPS ( 元 )	0.69	0.74	0.78	0.81	0.84
ROE ( 归属母公司 ) ( 摊薄 )	12.24%	12.10%	11.69%	11.25%	10.76%
P/E	4.96	4.62	4.40	4.20	4.06
P/B	0.58	0.54	0.49	0.45	0.42

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023 年 4 月 28 日；注：会计准则调整，2022 年资产负债、利润表相关项目已重述

中庚基金

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 (%)



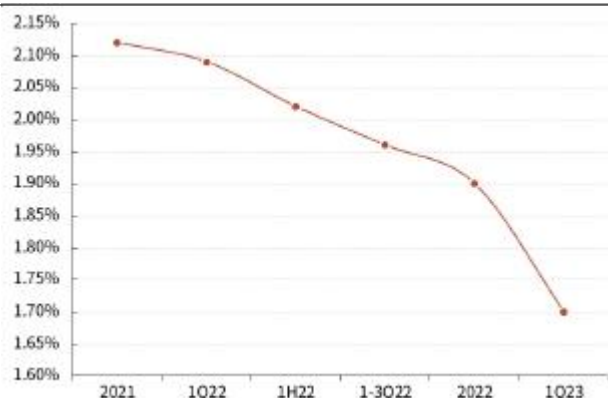
资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：农业银行资产负债结构

	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23
<b>资产结构 (占比)</b>											
发放贷款和垫款/生息资产	55.1%	55.8%	56.5%	57.9%	58.3%	58.9%	58.7%	58.0%	57.2%	57.9%	57.3%
较上季变动 (pct)	(0.15)	0.74	0.68	1.41	0.43	0.51	(0.15)	(0.71)	(0.81)	0.76	(0.69)
公司贷款/贷款	54.2%	53.7%	54.8%	54.6%	54.3%	53.5%	54.7%	54.6%	54.7%	54.5%	57.1%
较上季变动 (pct)	0.04	(0.45)	1.02	(0.17)	(0.33)	(0.75)	1.21	(0.08)	0.02	(0.19)	2.66
零售贷款/贷款	40.6%	41.0%	40.8%	40.9%	41.1%	41.5%	40.9%	39.9%	39.1%	38.3%	37.5%
较上季变动 (pct)	0.46	0.31	(0.17)	0.14	0.18	0.44	(0.64)	(1.02)	(0.72)	(0.89)	(0.77)
票据/贷款	2.1%	2.6%	1.5%	1.6%	1.9%	2.5%	2.0%	3.2%	3.9%	5.1%	3.2%
较上季变动 (pct)	(0.35)	0.44	(1.10)	0.13	0.32	0.56	(0.46)	1.22	0.71	1.17	(1.94)
金融投资/生息资产	29.7%	28.8%	27.6%	28.0%	27.7%	28.3%	27.5%	27.7%	27.5%	28.0%	26.5%
较上季变动 (pct)	(0.16)	(0.86)	(1.27)	0.39	(0.28)	0.58	(0.76)	0.19	(0.24)	0.53	(1.52)
金融同业资产/生息资产	15.2%	15.3%	15.9%	14.1%	14.0%	12.9%	13.8%	14.3%	15.4%	14.1%	16.3%
较上季变动 (pct)	0.32	0.12	0.59	(1.80)	(0.15)	(1.09)	0.91	0.51	1.05	(1.29)	2.21
<b>负债结构 (占比)</b>											
客户存款/付息负债	84.5%	83.4%	84.9%	84.6%	84.2%	83.7%	84.4%	82.0%	81.0%	81.5%	82.2%
较上季变动 (pct)	(0.93)	(1.11)	1.55	(0.32)	(0.43)	(0.49)	0.68	(2.43)	(0.94)	0.51	0.68
活期存款/存款	54.3%	55.2%	53.4%	53.1%	52.1%	52.4%	50.1%	49.6%	48.4%	48.4%	45.8%
较上季变动 (pct)	(0.56)	0.93	(1.76)	(0.36)	(0.96)	0.26	(2.26)	(0.53)	(1.20)	(0.01)	(2.59)
定期存款/存款	43.2%	42.0%	44.0%	44.0%	45.4%	44.7%	47.5%	47.4%	48.9%	48.7%	51.7%
较上季变动 (pct)	0.89	(1.21)	2.02	(0.00)	1.36	(0.64)	2.79	(0.16)	1.54	(0.22)	2.98
个人存款/存款	58.8%	59.3%	59.7%	59.4%	59.8%	59.9%	60.1%	59.6%	59.6%	60.5%	59.9%
较上季变动 (pct)	(0.34)	0.55	0.36	(0.32)	0.41	0.13	0.16	(0.43)	(0.00)	0.92	(0.61)
公司存款/存款	38.7%	37.9%	37.8%	37.7%	37.7%	37.2%	37.6%	37.3%	37.7%	36.5%	37.5%
较上季变动 (pct)	0.68	(0.82)	(0.11)	(0.04)	(0.01)	(0.50)	0.37	(0.27)	0.35	(1.15)	1.00
应付债券/付息负债	5.7%	5.7%	5.4%	5.6%	5.8%	5.8%	5.3%	6.1%	6.2%	6.2%	5.6%
较上季变动 (pct)	0.84	0.02	(0.33)	0.28	0.16	0.05	(0.50)	0.77	0.12	(0.07)	(0.53)
金融同业负债/付息负债	9.8%	10.9%	9.7%	9.7%	10.0%	10.5%	10.3%	11.9%	12.8%	12.3%	12.2%
较上季变动 (pct)	0.09	1.08	(1.22)	0.04	0.27	0.44	(0.18)	1.66	0.83	(0.44)	(0.15)

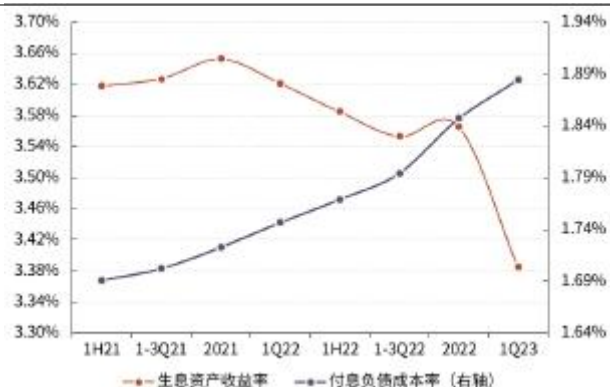
资料来源：公司公告，光大证券研究所；注：会计准则调整，2022 年资产负债相关项目已重述

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

	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23
不良贷款率	1.52%	1.57%	1.53%	1.50%	1.48%	1.43%	1.41%	1.41%	1.40%	1.37%	1.37%
较上季变动 (pct)	0.09	0.05	(0.04)	(0.03)	(0.02)	(0.05)	(0.02)	0.00	(0.01)	(0.03)	0.00
(关注+不良)/贷款总额	N/A	3.58%	N/A	3.07%	N/A	2.91%	N/A	2.87%	N/A	2.83%	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	49.4%	N/A	44.2%	N/A	45.0%	N/A	42.8%	N/A	40.40%	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	0.77%	N/A	0.66%	N/A	0.65%	N/A	0.60%	N/A	0.56%	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	272.4%	260.6%	264.6%	274.5%	288.0%	299.7%	307.5%	304.9%	302.7%	302.60%	302.61%
较上季变动 (pct)	(12.53)	(11.80)	3.97	9.92	13.51	11.69	7.77	(2.59)	(2.26)	(0.05)	0.01
拨贷比	4.14%	4.08%	4.05%	4.12%	4.27%	4.30%	4.32%	4.30%	4.22%	4.16%	4.13%
较上季变动 (pct)	0.06	(0.06)	(0.03)	0.07	0.15	0.03	0.02	(0.03)	(0.07)	(0.06)	(0.03)

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

	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23
资本充足率	16.54%	16.59%	16.37%	16.23%	16.70%	17.13%	17.18%	17.09%	17.46%	17.20%	16.80%
较上季变动 (pct)	0.12	0.05	(0.22)	(0.14)	0.47	0.43	0.05	(0.09)	0.37	(0.26)	(0.40)
一级资本充足率	12.76%	12.92%	12.79%	12.65%	12.98%	13.46%	13.58%	13.28%	13.38%	13.37%	12.76%
较上季变动 (pct)	0.16	0.16	(0.13)	(0.14)	0.33	0.48	0.12	(0.30)	0.10	(0.01)	(0.61)
核心一级资本充足率	10.85%	11.04%	10.98%	10.85%	11.18%	11.44%	11.36%	11.11%	11.12%	11.15%	10.70%
较上季变动 (pct)	(0.02)	0.19	(0.06)	(0.13)	0.33	0.26	(0.08)	(0.25)	0.02	0.03	(0.45)
风险加权资产同比增速	9.97%	9.71%	10.18%	7.83%	5.81%	5.06%	4.90%	6.38%	9.57%	11.28%	15.28%
较上季变动 (pct)	(1.44)	(0.25)	0.47	(2.36)	(2.02)	(0.75)	(0.16)	1.48	3.19	1.71	4.00

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 )	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	719,915	724,868	740,871	753,534	760,121
净利息收入	577,987	589,966	602,313	611,174	613,805
非息收入	141,928	134,902	138,558	142,361	146,315
净手续费及佣金收入	80,329	81,282	82,257	83,244	84,243
净其他非息收入	61,599	53,620	56,301	59,116	62,072
营业支出	424,103	417,120	408,191	405,248	399,389
拨备前利润	461,880	451,542	480,034	495,801	500,148
信用及其他减值损失	166,000	145,326	148,886	149,046	140,948
税前利润	295,880	306,216	331,148	346,755	359,200
所得税	53,944	47,528	59,607	62,416	64,656
净利润	241,936	258,688	271,541	284,339	294,544
归属母公司净利润	241,183	259,140	272,016	284,836	295,058

盈利能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
生息资产收益率	3.59%	3.51%	3.40%	3.36%	3.30%
贷款收益率	4.30%	4.13%	4.00%	3.96%	3.91%
付息负债成本率	1.72%	1.85%	1.87%	1.88%	1.93%
存款成本率	1.58%	1.68%	1.66%	1.63%	1.60%
净息差	2.06%	1.87%	1.68%	1.53%	1.36%
净利差	1.86%	1.66%	1.54%	1.48%	1.37%
RORWA	1.39%	1.37%	1.26%	1.13%	1.01%
ROAA	0.86%	0.82%	0.74%	0.66%	0.59%
ROAE	12.24%	12.10%	11.69%	11.25%	10.76%

资产质量	2021	2022	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	1.43%	1.37%	1.34%	1.30%	1.30%
拨备覆盖率	299.7%	302.6%	285.8%	287.0%	280.3%
拨贷比	4.30%	4.16%	3.84%	3.74%	3.65%

资本	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资本充足率	17.13%	17.20%	15.69%	14.31%	13.11%
一级资本充足率	13.46%	13.37%	12.30%	11.31%	10.42%
核心一级资本充足率	11.44%	11.15%	10.41%	9.68%	9.02%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价日期为：2023 年 4 月 28 日；注：会计准则调整，2022 年资产负债、利润表相关项目已重述

资产负债表 ( 百万元 )	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	29,069,155	33,925,488	39,636,893	46,280,696	53,739,466
发放贷款和垫款	17,135,752	19,722,721	22,286,675	25,072,509	28,206,573
同业资产	3,749,877	4,785,352	4,662,789	5,397,942	7,075,236
金融投资	8,230,043	9,530,163	10,673,783	11,741,161	12,915,277
生息资产合计	29,115,672	34,038,236	37,623,246	42,211,612	48,197,086
总负债	26,647,796	31,251,728	36,764,316	43,200,117	50,444,272
吸收存款	21,595,453	24,737,434	28,200,675	31,866,762	35,372,106
市场类负债	4,204,374	5,607,226	7,513,761	10,121,936	13,686,285
付息负债合计	25,799,827	30,344,660	35,714,436	41,988,698	49,058,391
股东权益	2,421,359	2,673,760	2,872,577	3,080,579	3,295,195
股本	349,983	349,983	349,983	349,983	349,983
归属母公司权益	2,414,605	2,668,063.0	2,867,354.3	3,075,853.7	3,290,983.4

业绩规模与增长	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	6.85%	16.71%	16.84%	16.76%	16.12%
生息资产	7.37%	16.91%	10.53%	12.20%	14.18%
付息负债	7.01%	17.62%	17.70%	17.57%	16.84%
贷款余额	13.21%	15.10%	13.00%	12.50%	12.50%
存款余额	7.40%	14.55%	14.00%	13.00%	11.00%
净利息收入	6.04%	2.07%	2.09%	1.47%	0.43%
净手续费及佣金收入	7.76%	1.19%	1.20%	1.20%	1.20%
营业收入	9.42%	0.69%	2.21%	1.71%	0.87%
拨备前利润	7.43%	-2.24%	6.31%	3.28%	0.88%
归母净利润	11.70%	7.45%	4.97%	4.71%	3.59%

每股盈利及估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS ( 元 )	0.69	0.74	0.78	0.81	0.84
PPOPPS ( 元 )	1.32	1.29	1.37	1.42	1.43
BVPS ( 元 )	5.87	6.37	6.94	7.53	8.15
DPS ( 元 )	0.21	0.21	0.22	0.23	0.24
P/E	4.96	4.62	4.40	4.20	4.06
P/PPPOP	2.59	2.65	2.49	2.41	2.39
P/B	0.58	0.54	0.49	0.45	0.42

## 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。本报告的版权归属本公司所有，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