

产险银行租赁发力，科技赋能投资获利

——中国平安 (601318.SH) 2019 年中报点评

公司动态

◆**事件**：2019 年上半年公司实现归母净利润 977 亿，同比增长 68%；扣非归母净利润 874 亿，同比增长 51%；归母营运利润 735 亿，同比增长 24%；内含价值 7,132 亿，较年初增长 11%；营运 ROE 提升 0.4ppts 至 12.3%；中期股息 0.75 元/股。

◆**寿险**：代理人减员，新业务价值率提升。2019 年上半年公司寿险及健康险新业务价值同比增长 4.7% 至 410.5 亿；公司淡化开门红，持续聚焦长期保障型产品，推动新业务价值率提升 5.7ppts 至 44.7%，对冲了新单保费下滑的影响。公司加大代理人团队的清理和考核力度，截至 6 月底代理人总数为 128.63 万人，较 2018 年末下降 9.3%，同时人均新业务价值同比提升 8.5% 至 29,314 元/人均半年。我们认为人均产能提升将是 NBV 增长的关键，预计 2019 年公司 NBV 同比增长 6%，内含价值同比增长 22%。

◆**产险**：所得税率下调获利，综合成本率低于同业。2019 年上半年财险业务实现原保费收入 1,305 亿，同比增长 9.7%；赔付率上升致综合成本率同比增 0.8ppts 至 96.6%，但持续优于同业；受益于所得税率下调以及投资收益增长，财险净利润同比大增 69.4%。预计全年公司财险综合成本率保持稳定，税收优惠提振全年财险利润。

◆**资管**：股权投资贡献弹性，投资收益率明显提高。2019 年上半年公司总投资收益率 5.5%，同比上升 1.5ppts，净投资收益率 4.5%，同比上升 0.3ppts。截至 2019 年 6 月末，投资资产较年初增长 5.8% 至 2.96 万亿，其中股票及基金占比提升 1.1ppts 至 13%，账面价值 3,266 亿。股市持续震荡，预计下半年权益投资弹性贡献减弱。

◆**银行**：零售转型卓有成效，资产质量持续向好。2019 年上半年平安银行零售业务收入同比提升 31.7% 至 386 亿，零售业务收入占比增长至 56.9%。预计向零售转型将持续。拨备覆盖率提升 28ppts 至 183%，不良资产回收较好。260 亿债转股即将完成，有望进一步夯实资本。

◆**综合**：持续高速增长，证券信托稳健发展。2019 年上半年，平安租赁净利润同比增长 42% 至 20 亿，不良率处于行业低位。平安信托净利润同比上升 11% 至 18.7 亿，融资类业务手续费及佣金收入同比上升 42%，推动利润提升。平安证券净利润同比上升 31% 至 12.5 亿，与银行协同进一步加强。

◆**科技**：赋能生态客户迁徙，壹账通拟赴美上市。2019 年上半年科技业务实现收入 384 亿，同比增长 34%，科技继续赋能主业。五大生态圈实现客户迁徙，客均营运利润增加 21% 至 340 元，客均合同数增长 8% 至 2.58 个，实现 680 万客户迁徙。据报道，金融壹账通已向美国证监会递交了上市申请，有望提升科技公司市值。

◆**维持“买入”评级，上调目标价至 106.42 元**。我们继续看好公司通过个人客户数量的持续提升和对客户价值的深入挖掘，推动个人业务价值稳步提升。根据所得税率调整以及公司最新经营情况，上调公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 1,739、2,138、2,567 亿（原预计 2019-2021 年分别为 1,408、1,662、1,953 亿），将目标价由 88.27 上调至 106.42 元，维持“买入”评级。

◆**风险提示**：宏观经济风险；市场波动；保费增长不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	890,882	976,832	1,167,064	1,324,279	1,488,205
营业收入增长率%	25%	10%	19%	13%	12%
净利润（百万元）	89,088	107,404	173,930	213,837	256,708
净利润增长率%	43%	21%	62%	23%	20%
EPS	4.87	5.88	9.51	11.70	14.04
EVPS	45.14	54.84	66.88	80.27	94.69
P/E	18	15	9	7	6
P/EV	1.9	1.6	1.3	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 15 日

买入（维持）

当前价/目标价：86.31/106.42 元

分析师

赵湘怀（执业证书编号：S0930518120003）
021-22169718
zhaoxh@ebsecn.com

刘佳（执业证书编号：S0930518110001）
021-52523826
liujia1@ebsecn.com

市场数据

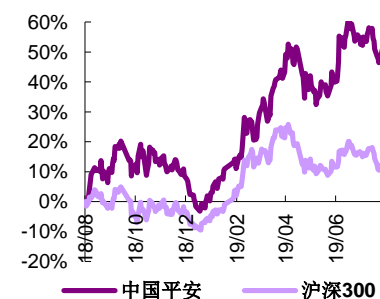
总股本(亿股)：182.80

总市值(亿元)：16,922.56

一年最低/最高(元)：54.94/92.47

近 3 月换手率：56.0%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.1	19.5	61.1
绝对	-0.8	10.7	55.2

资料来源：Wind

相关研报

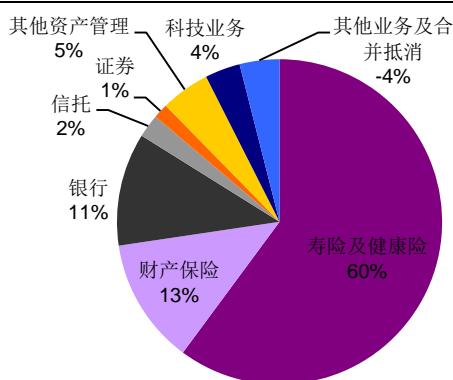
保费增长略显乏力，投资收益有望大增
——中国平安 (601318.SH) 跟踪简报
2019-03-10

等待资本市场的春天——非银行业
2019 年投资策略 20190116
2019-01-16

1、2019 上半年业绩稳步提升

2019 年上半年，公司实现归属于母公司营运利润 734.64 亿，同比增长 23.8%，同时，实现归属于母公司股东净利润 976.76 亿，同比增长 68.1%。ROE 12.3%，同比提升 0.4ppts；ROEV11.2%，同比降低 2.3ppt。2019 年上半年，公司内含价值同比增长 11.0%至 11,131.81 亿。新业务价值同比增长 7.3%至 722.9 亿。中期每股股息 0.75 元/股，同比增长 21%。

图 1：归属于母公司股东净利润分部



资料来源：公司财报

表 1：归属于母公司股东净利润

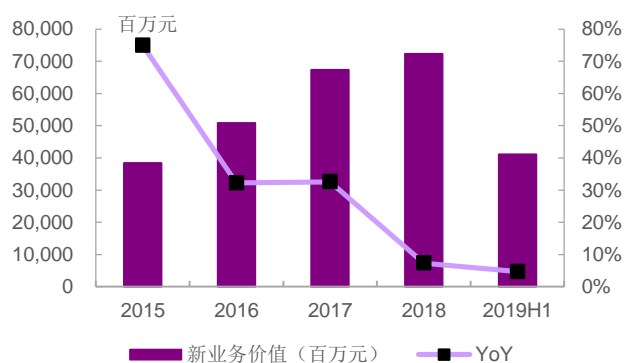
	2019H(万元)	占比(%)
寿险及健康险	47,958	65.3
财产保险	9,990	13.6
银行	8,934	12.2
信托	1,871	2.5
证券	1,199	1.6
其他资产管理	3,913	5.3
科技业务	2,802	3.8
合并抵消	(3,202)	(4.3)
集团合并	73,464	100

资料来源：公司财报

2、寿险：代理人减员，新业务价值率提升

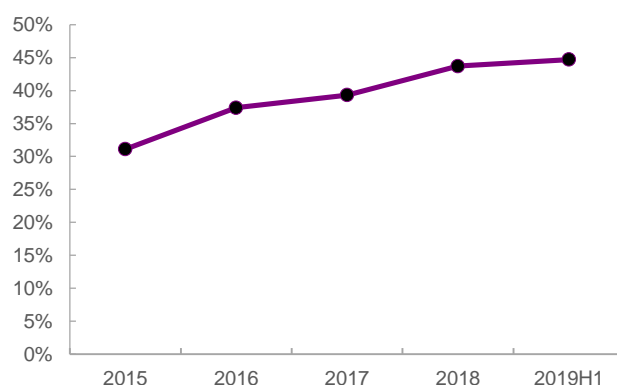
受公司调整开门红策略以及减少短交储蓄型产品的销售的影响，2019 年上半年平安寿险实现首年保费收入 919.08 亿元，同比下降 8.6%。公司持续优化产品结构，聚焦长期保障型产品，减少短交储蓄型产品的销售，推动新业务价值提升。2019 年上半年公司寿险及健康险新业务价值 410.52 亿元，同比增长 4.7%；新业务价值率同比提升 5.7 个百分点至 44.7%。

图 2：寿险及健康险新业务价值



资料来源：公司财报，光大证券研究所

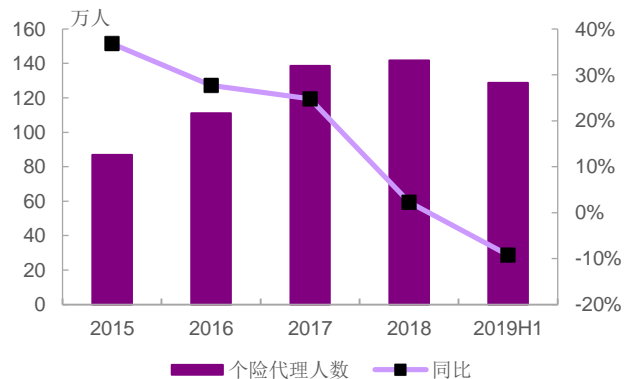
图 3：寿险及健康险新业务价值率



资料来源：公司财报，光大证券研究所

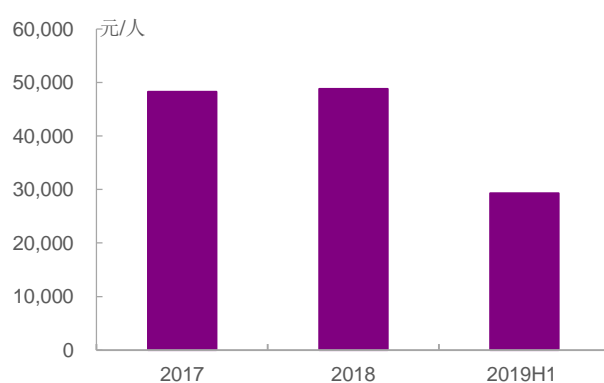
公司代理人量减质增，人均产能持续优于同业。2019 年上半年，公司加大了对代理人团队的清理和考核力度，并持续提升队伍质量和活动率。截至上半年末，平安寿险代理人规模为 128.63 万，较 18 年末下降 9.3%。2019 年上半年公司代理人渠道新业务价值同比增长 2.5%至 362 亿，公司代理人人均新业务价值同比增长 8.5%至 2.93 万元/人。公司通过 AI 面试、机器人 AskBob 等工具甄选合格代理人，并为代理人提供销售辅助和日常培训，依托科技赋能，实现代理人团队提质增效。

图 4：个险代理人规模



资料来源：公司财报，光大证券研究所

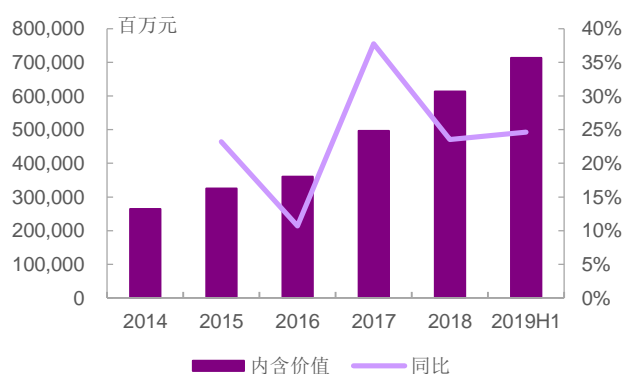
图 5：代理人人均新业务价值



资料来源：公司财报，光大证券研究所

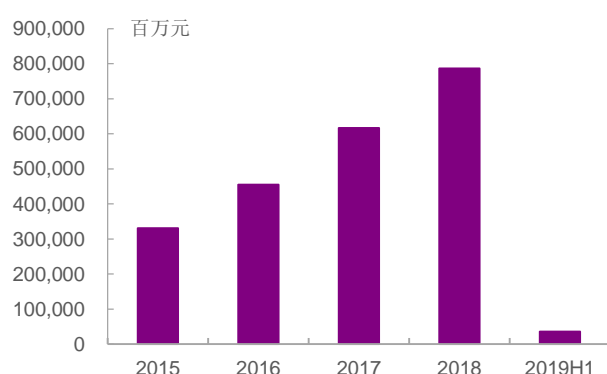
受益于新业务的贡献和产品结构的持续优化，2019 年上半年公司寿险及健康险内含价值同比增长 24.6%至 7132 亿。截至上半年年底公司剩余边际余额同比 21.2%至 8673.90 亿元。未来公司业绩有望受益于剩余边际稳定释放。

图 6：寿险及健康险内含价值



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 7：寿险及健康险剩余边际

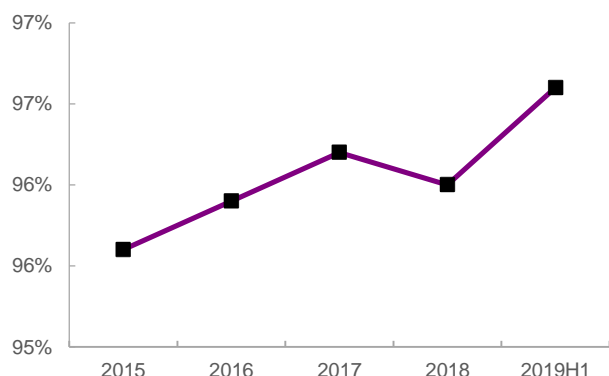


资料来源：公司财报，光大证券研究所

3、产险：所得税率下调获利，综合成本率低于同业

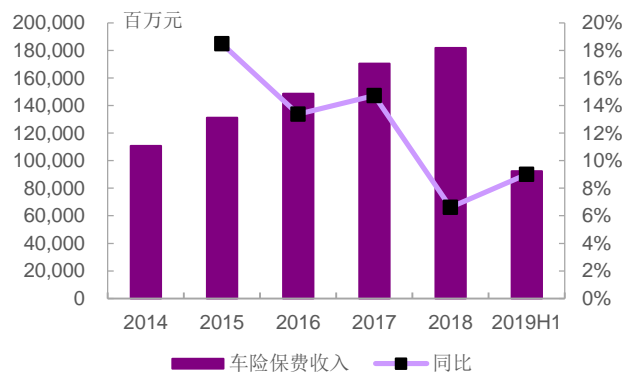
2019 年上半年，平安产险实现营业利润 99.90 亿，同比增长 69.4%，主要受益于投资收益增长以及手续费率下降进而带动所得税率的大幅下降。2019 年上半年公司财险业务实现原保费收入 1304.66 亿元，同比增长 9.7%；其中车险业务实现原保费收入 923.38 亿元，同比增长 9.0%；综合成本率 96.6%，同比略增 0.8 个百分点，公司成本管控能力良好，并持续优于同业。

图 8：综合成本率



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 9：车险保费收入



资料来源：公司财报，光大证券研究所测算

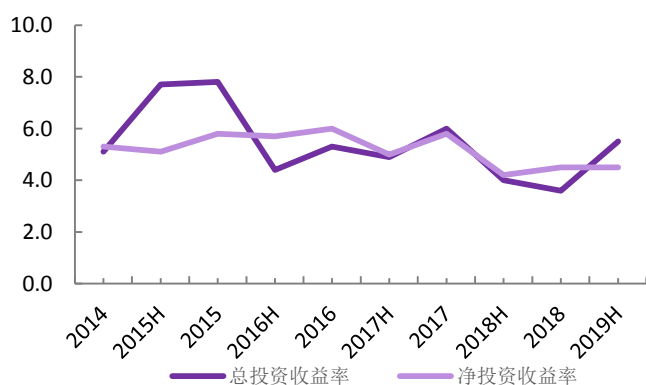
4、资管：股权投资贡献弹性，投资收益率明显提高

受益于股票市场上半年初一波行情，投资收益率明显提高。2019 年上半年公司投资资产达到 2.96 万亿元（较年初提升 5.80 个百分点），总投资收益率 5.5%（同比上升 1.5 个百分点），净投资收益率 4.5%（同比上升 0.3 个百分点）。上半年上证综指上涨 13%，深证成指上涨 24%，股票市场提

振使得总投资收益率提升。2019 年上半年受到市场环境积极影响，中国平安将债券投资资产占比由 45.4%降低至 44.6%，同时将股票投资资产占比由 8.3%提高至 8.9%；在 IFRS9 下，总投资收益对资本市场波动更为敏感，其中公允价值变动损益对总投资收益带来 279.3.4 亿元正面影响。

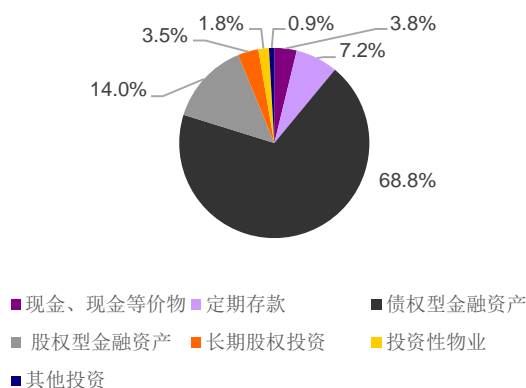
《保险资产负债管理监管暂行办法》推出对于资产负债管理能力高和匹配状况好的保险公司，根据市场需求和公司实际经营情况，适当给予资金运用范围、模式、比例以及保险产品等方面的政策支持，鼓励经营审慎稳健的保险公司先行先试。这意味着在承保业务与投资业务都更具稳健经营优势的中国平安，有更大概率获得监管政策的支持。同时中国平安在资产负债管理能力相对较强，对于复杂的利率环境有较强的流动性储备与风险管理能力，资产负债匹配调节更加灵活。政策面有利于中国平安长期稳健经营，看好中长期发展。

图 10：投资端投资收益率上升



资料来源：公司财报，光大证券研究所

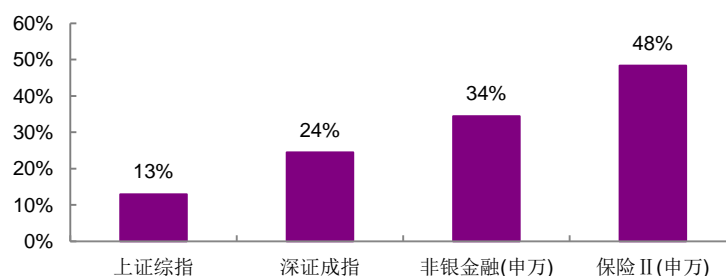
图 11：2019 上半年投资资产结构



资料来源：公司财报，光大证券研究所

目前公司所持债权计划及债券型理财产品未出现违约，外部信用评级 94% 为 AA 评级及以上，85% 以上为 AAA，且目标资产主要集中于北京、上海、广东等经济发达和沿海地区，整体风险可控。

图 12：2019 年上半年权益市场表现



资料来源：wind，光大证券研究所

5、银行：零售转型卓有成效，资产质量持续向好

平安银行零售对业绩的贡献逐步显现，步入业绩兑现期。260 亿债转股即将完成，夯实资本，推动业绩加快发展。

1) 平安银行业绩增长好于预期

平安银行业绩增长好于预期，增速持续向上，营收继续保持两位数增长，同比增长 18.5%，ROE 同比增长 0.27pps 至 12.63%。净利息收入持续增长，净息差为主要动力，同比上升 0.36pps 至 2.62%。净息差的走阔由资产负债两端共同贡献，资产端由个贷收益大幅增长的贡献，负债端主要是付息成本环比大幅下降。

2) 零售业务转型深入，业绩贡献逐步显现

随着平安银行零售转型的深入，零售业务对业绩的贡献逐步显现，步入业绩兑现期。2019 年上半年，平安银行实现净利润人民币 15,403 百万元，YoY+15.2%。其中，零售业务的营收贡献超过对公业务，达到人民币 38,596 百万元；贡献净利润占比为 56.9%，YoY+31.7%。除总体数据外，平安银行的零售相关数据表现稳中求进：信用卡交易额方面增速有所放缓，但总体仍维持高增长，YoY+34.1%；零售客户数增速放缓，资产管理规模保持较高增速常态化的趋势，相比 2019 年初增长 23.9%达到 1,755,045 万。

3) 资产质量稳中求进

平安银行资产质量总体平稳，不良贷款率环比下降 5bp 至 1.68%，关注贷款环比下降 10bp 至 2.48%，逾期情况同比有所改善，占比与增速实现双降。对于历史不良包袱，清收效果明显，收回不良资产总额 137.52 亿元，YoY+11.60%。从拨备的角度看，安全边际有所提升，拨备覆盖率较上年末表提升 27.29ppts 至 182.53%。

表 2：2019 年上半年权益市场表现

平安银行 2019 年上半年不良贷款情况

	2019.06.30	2018.12.31	变动
不良贷款率	1.68%	1.75%	-0.07%
逾期 90 天以上贷款占比	1.58%	1.70%	-0.12%
关注贷款占比	2.48%	2.73%	-0.25%
逾期 90 天以上贷款拨备覆盖率	194.37%	159.45%	34.92%
拨备覆盖率	182.53%	155.24%	27.29%

资料来源：公司财报，光大证券研究所

6、综合：持续高速增长，证券信托稳健发展

综合金融保持稳健发展：

1) 信托业务稳中有升。2019 年上半年信托业务贡献归母净利润 18.74 亿元，同比上升 10.63%，公司信托管理资产规模为 30969 亿元，同比下降 17.2%，其中主动管理的融资类同比上升 41.6%。

2) 券商业绩优于行业。平安证券贡献归母净利润 12.52 亿元, 同比上升 30.96%, 业绩表现优于行业平均水平。

金融政策严监管下, 信托主动进行战略调整, 优化业务结构。2019 年上半年信托业务贡献归母净利润 18.74 亿元, 同比上升 10.63%, 主要受制于今年上半年市场波动导致投资收益下滑。受资管新规以及金融监管去通道化的影响, 公司信托管理资产规模为 5072.46 亿元, 较年初下降 5%, 降幅同比有所收窄。其中代表通道业务的事务管理类收入为 22.6 亿元, 同比下降 19.9%, 主动管理方面, 投资类同比下降 39.6%, 融资类同比上升 41.6%。

证券行业年初拉升, 提升公司整体业绩。2019 年上半年, 平安证券贡献归母净利润 12.52 亿元, 同比上升 30.96%, 业绩表现优于行业平均水平。公司业绩上升主要归因于上国内金融改革不断推进、资本市场开局良好等多方面行业因素影响, 但受国际经贸摩擦干扰, 市场行情震荡波动, 证券行业经营机遇与挑战并存。下一步平安证券一方面将坚持加大科技转型力度, 另一方面深度挖掘综合金融优势, 利用金融科技以及金融全牌照优势, 不断提升自身整体竞争力。。

7、科技：赋能生态客户迁徙，壹账通拟赴美上市

科技板块创新企业逐步成熟, 利润贡献逐步加大反哺集团。2019 年上半年公司在金融科技、医疗科技领域持续探索创新商业模式, 科技业务总收入 384.31 亿元, 同比增长 33.6%。截至 2019 年 6 月 30 日, 科技公司估值总额达 700 亿美元。贡献归母营运利润 32.74 亿元, 在集团归母营运利润中占比 4.5%, 较年初下降 1.5ppts。

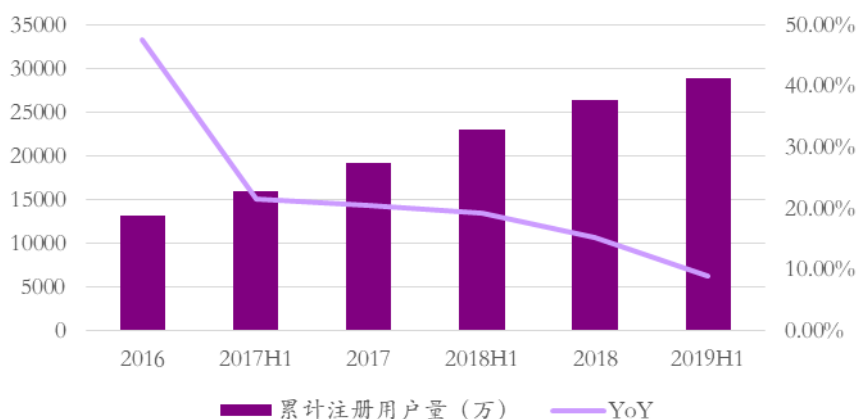
持续强化科研投入, 建立集群化、矩阵化科技体系, 全面支撑“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈建设, 持续提升平安综合竞争力。目前核心技术已广泛应用于核心业务的客户经营、渠道管理、客户服务、风险管控等方面, 极大地促进业务价值提升, 并成功孵化出陆金所控股、金融壹账通、平安好医生、平安医保科技等金融科技和医疗科技行业的独角兽。

陆金所控股在财富管理、个人借款及政府金融等业务领域积极响应行业监管变革, 主动调整业务和产品布局, 优化成本结构, 盈利持续增长。陆金所控股完成 C 轮融资, 此次融资引入多家国际知名投资机构, 投后估值达 394 亿美元。财富管理领域, 受资产管理结构调整、部分产品受限影响, 线上财富管理业务规模呈现下降态势, 截至 2019 年 6 月 30 日, 资产管理规模较年初下降 0.5%至 3,673.94 亿元, 同比下降 4.63%; 个人借款领域, 信贷质量保持稳定, 管理贷款余额较年初稳健增长 8.8%至 4,078.55 亿元; 政府金融领域, 截至 2019 年 6 月末, 财政云项目已在全国 9 个省市实施。

金融壹账通打造金融全产业链科技服务平台，推出智能银行云、智能保险云、智能投资云以及开放科技平台四大业务板块，并于 2018 年完成 A 轮融资，投后估值达 75 亿美元；截至 2019 年 6 月末，金融壹账通已为 615 家银行、81 家保险公司、3011 家其他机构提供金融科技服务，覆盖国内 100% 大型银行、99% 城商行、44% 保险公司。彭博此前报道称，金融壹账通已向美国证监会秘密递交了上市申请，最早或于今年 9 月在美国上市。

平安好医生（01833.HK）构建金融医疗生态体系，致力于打造全球最大的医疗健康生态系统，为用户提供线上线下一站式医疗健康管理服务。上半年营业收入 22.73 亿元，同比增长 102.4%；截至 2019 年 6 月 30 日，注册用户量超 2.89 亿，较年初增长 9.1%；净亏损 2.74 亿元，较 2018 年同期减亏 38.3%。

图 13：平安好医生累计用户注册量增长放缓



资料来源：公司财报

平安不断深耕综合金融渠道，促进其客户交叉渗透程度不断提高，虽然新增客户数相较 18 年同期有所减少，但客均营运利润与客均合同数相较 18 年同期都有较多提高，进一步促进客户价值持续稳定的提升。

平安个人客户及平安旗下各式互联网生态圈用户数有着持续增长的趋势。截止于 2019 年 6 月 30 日，平安集团的个人可数量达到 1.96 亿，相较去年同期增长了 9.5%。其中 35.4% 的客户同时持有多家子公司合同，合计人数为 5,533 万人，同时人均持有 2.58 份来自不同子公司的合同。

2019 年上半年新增客户 2,009 人，有 33.84% 来自平安集团旗下的五大生态圈的互联网客户群体。截止至 2019 年 6 月 30 日，平安集团旗下五大生态圈中的互联网客户数量达到了 5.76 亿，相较去年同期有 18.5% 的增长，其中 app 用户数量为 5.09 亿，较年初增长 20.8%。

表 3：客户经营分析

	2018H	2019H	同比
个人客户规模	1.79 亿	1.96 亿	9.3%
同时持有多家子公司合同	5,533 万	6,937 万	25.4%%
互联网用户规模	4.86 亿	5.76 亿	18.5%
APP 用户	4.21 亿	5.09 亿	20.8%
客均营运利润	281 元	340 元	21.0%

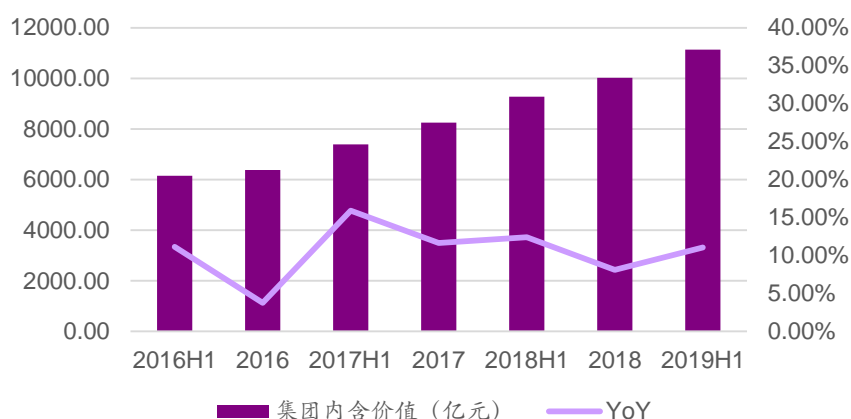
资料来源：公司财报

8、新业务价值增长推动内含价值增长

2019 年上半年集团合并内含价值达到 11,131.81 亿元，较年初增长 11.05%，略低于我们对中国平安上半年内含价值增长 12% 的预期。寿险及健康险业务内含价值达到 7,131.91 亿元，较年初增长 16.30%。业务结构持续优化，推动新业务价值率提升，驱动内含价值提升。

2019 年上半年公司新业务价值率同比提升 5.7ppts 至 44.7%。受益于新业务贡献，截至 2019 年 6 月 30 日，公司剩余边际余额同比提升 22.16% 至 8,673.90 亿元。未来公司业绩有望受益于剩余边际稳定释放。

图 14：集团内含价值稳步提升



资料来源：公司财报

9、估值水平与投资评级

分部估值测算：

表 4：公司估值测算

	估值	持股比例	市值贡献 (百万元)
寿险	1.7x 2019 PEV	100%	1,297,859
银行	1.0x 2018 PB	58%	139,224
产险	2.0x 2018 PB	100%	154,020
其它资管	1.0x 2018 PB	100%	53,351
信托	2.0x 2018 PB	100%	35,433
券商	1.6x 2018 PB	97%	45,452
互联网金融及其他		-	220,089
合计			1,945,427
目标价 (元)			106.42

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

对于寿险业务，我们按照 PEV 进行估值，A 股寿险公司中国人寿及新华保险的历史平均估值中枢均为 1.0x PEV。我们认为，公司作为寿险龙头，有望享受估值溢价。且随着平安寿险推进业务结构优化，新业务价值率提升，估值存在提升空间。给予公司 2019 年 1.7x PEV，对应市值贡献 12,979 亿。

对于银行，我们按照 PB 进行估值。参照平安银行历史估值中枢，给予平安银行 1.0x 2018 年 PB，公司持股比例为 58%，对应市值贡献 1,392 亿元。

对于产险业务，我们按照 PB 进行估值。对标中国财险，当前估值 1.2x 2019 年 PB。2018 年，中国财险综合成本率 98.5%，保费收入 3,888 亿，同比增长 11%，ROE 11.3%。而平安产险 2018 年综合成本率 96.0%，产险保费收入 2,474 亿元，同比增长 14.6%，ROE 16.7%。考虑到平安产险成长性和盈利能力更强，以及 A 股市场较港股市场享有估值溢价，给予公司产险业务 2.0x 2018 年 PB。

对于信托业务，对标安信信托，当前估值 1.9x 2018 年 PB。给予公司 2.0x 2018 年 PB。

对于券商业务，目前中小券商平均估值为 1.6x 2018 年 PB，给予公司券商业务 1.6x 2018 年 PB。

对于互联网金融及其他业务，按照其最近投后/融资估值情况进行估值。

根据分部估值结果，我们认为公司合理市值为 1.95 万亿，对应目标价 106.42 元，维持“买入”评级。

10、风险提示

宏观经济风险；市场波动；保费增长不及预期。

利润表（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	890,882	976,832	1,167,064	1,324,279	1,488,205
已赚保费	572,990	677,703	793,946	938,882	1,087,254
提取未到期责任准备金	7,945	7,818	12,984	10,958	10,108
投资收益及公允价值变动	159,190	134,851	201,175	206,575	214,977
其他收入	150,757	156,460	158,958	167,863	175,867
营业支出	756,124	813,494	928,922	1,035,000	1,140,900
退保金	20,519	21,539	23,649	26,797	30,457
赔付支出	159,113	203,323	238,184	262,887	271,813
提取保险责任准备金	220,024	190,990	210,396	244,109	282,686
保单红利支出	13,129	16,445	17,506	18,540	20,835
保险业务手续费及佣金支	114,559	130,383	151,188	168,721	195,384
业务及管理费	139,688	147,697	160,479	178,646	195,384
其他支出	89,092	103,117	127,520	135,300	144,341
营业利润	134,758	163,338	238,142	289,279	347,305
营业外收支	372	572	687	811	957
利润总额	134,740	163,151	237,879	288,934	346,861
所得税费用	34,762	42,699	42,818	49,119	58,966
年度利润	99,978	120,452	195,060	239,815	287,895
净利润	89,088	107,404	173,930	213,837	256,708

资产负债表（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产合计	6,493,075	7,142,960	8,357,263	9,777,998	21,218,25
投资资产	2,449,474	2,794,620	3,344,393	3,940,933	4,572,995
发放贷款及垫款	83,203	111,219	83,573	97,780	212,183
其他资产	3,960,398	4,237,121	4,929,298	5,739,285	16,433,07
负债合计	5,905,158	6,459,317	7,543,728	8,842,432	20,142,35
准备金	548,846	622,915	1,591,477	1,032,899	3,137,150
吸收存款	548,846	622,915	742,059	839,060	1,924,382
其他负债	4,807,466	5,213,487	5,210,193	6,970,473	15,080,82
股东权益合计	587,917	683,643	813,535	935,565	1,075,900
归属母公司所有者权益	473,351	556,508	666,906	756,380	871,035
少数股东权益	114,566	127,135	146,629	179,186	204,865

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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曾与、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。

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 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼