

内含价值稳增长，转型成效渐凸显

——中国平安 (601318.SH) 2019 年报点评

公司动态

◆事件：2019 年公司实现总收入 1.17 万亿(YOY+19.7%)，归母净利润 1,494 亿(YOY+39.1%)，ROE 为 24.4%。公司内含价值同比增长 19.8%至 1.2 万亿，新业务价值同比增长 5.1%至 759.5 亿，全年股息 2.05 元/股。公司内含价值稳健增长，业绩基本符合市场预期。

◆寿险：人均件数及新业务价值率提升带动新业务价值正增长。2019 年公司寿险及健康险新单保费下滑 3%，新业务价值率提升 3.6ppts 至 47.3%，NBV 同比增长 5.1%至 759.5 亿。公司持续推动代理人质量提升，同时公司保障型产品销售量价提升，在月均代理人数量下降 9.1%且代理人收入提升不高的情况下，公司人均件数提高至 1.38 件/人 (YOY+13.1%)，人均 NBV 同比增长 16.4%，同时公司长期保障型产品增长 10.2%，NBV 率高达 104.9%。代理人转型效果逐步显现，预计 2020 年公司代理人将保持稳健，人均件数及新业务价值率仍有望提升。

◆产险：综合成本率小幅上升，税优投资贡献高利润。2019 年平安产险原保险保费收入同比增长 9.5%至 2,709 亿元，综合成本率上升 0.4ppts 至 96.4%，主要由于责任保险及保证保险赔付率提升。公司车险费用率持续下降，赔付率小幅上升，综合成本率持续下降至 97.2%。意外及健康险贡献 36.4%较高增长。2019 年税优及投资贡献较高净利润 228 亿元 (YOY+85.8%)，预计 2020 年车险综合成本率进一步下行，总保费收入增长将有所好转。

◆投资：权益市场回暖，投资结构调整贡献高收益率。2019 年公司净投资收益率 5.2%，与 2018 年基本持平，受权益市场回暖，同时公司加大股票投资占比至 9.2%，总投资收益率大幅提升至 7%。2019 年公司通过积极的投资结构调整，减少现金及存款，提高股票和债券投资比例，并将到期非标产品资金配置到长期高股息分红的优先股上，适应利率下行对保险行业的冲击。预计 2020 年公司的积极策略及股票市场的持续向好将维持较好投资收益率。

◆银行：零售转型深入推进，业务质量持续向好。2019 年平安银行零售业务收入同比提升 29.2%至 800 亿，零售业务收入占比继续提升至 58%。净息差提升 27ppts 至 2.62%，不良贷款率下滑 10ppts，核心一级资本充足率持续保持较高水平。公司通过科技赋能零售客户，改善风控管理政策，进一步提升客户数量至 9708 万，总管理客户资产提升 40%至 1.98 万亿，逾期贷款显著下降，公司战略及管理优势凸显，业务质量整体全面提升。

◆综合金融：资管业务滑坡，租赁逆周期增长。受资管新规影响，资管业务总资产规模下滑，同时融资类管理费率上升导致资管业务负增长。平安证券打造智能服务平台，净利润增长 41.4%，同时租赁业务等逆周期业务增长 36%至 44.8 亿元。预计 2020 年资管新规将持续影响资管行业。

◆科技投入持续，线上及迁徙客户增量。陆金所受消费金融受影响财富管理交易规模同比下降 29.8%，2019 年金融壹账通营业收入同比增长 64.7%至 23.28 亿元。平安通过持续的科技投入稳定客户深化综合金融战略。截至 2019 年底，公司个人客户首次突破 2 亿，互联网客户 5.16 亿，其中新增客户 3,657 万，其中 40.7%来自集团五大生态圈的互联网用户。客户线上迁徙将持续增加综合金融产业协同贡献集团价值。

◆维持“买入”评级，上调目标价至 110.27 元。我们看好公司价值化转型及内含价值的稳健增长，同时受益于 2020 年权益市场，公司投资收益率有望维持较高水平。根据公司 2019 年披露财务数据及代理人人数增长预期，小幅下调公司 2020-2021 年净利润分别为 1,840/2,227 亿元，新增 2022 年净利润预测 2,620 亿。根据分布估值法，将目标价由 106.42 上调至 110.27 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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	976,832	1,168,867	1,332,563	1,495,574	1,727,843
营业收入增长率%	10%	20%	14%	12%	16%
净利润 (百万元)	107,404	149,407	183,974	222,727	262,202
净利润增长率%	21%	39%	23%	21%	18%
EPS	5.9	8.2	10.1	12.2	14.3
EVPS	54.8	65.7	78.3	92.2	108.8
P/E	14	10	8	7	6
P/EV	2.7	2.3	1.9	1.7	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 2 月 20 日

买入 (维持)

当前价/目标价：83.28 /110.27 元

分析师

王一峰 (执业证书编号：S0930519050002)
010-58452066
wangyf@ebscn.com

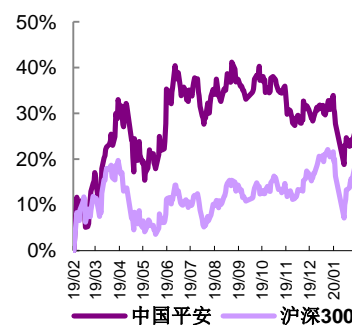
联系人

郑君怡
010-58452063
zhengjiy@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：182.80
总市值(亿元)：16,835.68
一年最低/最高(元)：64.8/92.5
近 3 月换手率：53.7%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.4	-7.9	32.5
绝对	-2.7	-3.5	29.3

资料来源：Wind

相关研报

或跃在渊——非银行金融行业 2020 年投资策略

2019-12-09

利润持续释放，高管稳健调整——中国平安 (601318.SH) 2019 年三季度报点评

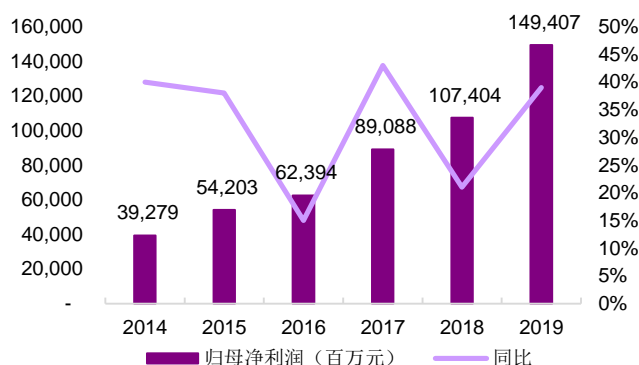
2019-10-27

1、2019 年度业绩基本符合市场预期

2019 年公司实现总收入 11,688.67 亿，同比增长 19.7%；归属于母公司股东的营运利润 1,329.55 亿元，同比增长 18.1%，营运 ROE 为 21.7%；归属于母公司股东的净利润 1,494.07 亿元，同比增长 39.1%，ROE 为 24.4%，较 2018 年提升 3.5ppts。近五年中国平安 ROE 复合增长率为 20.1%。

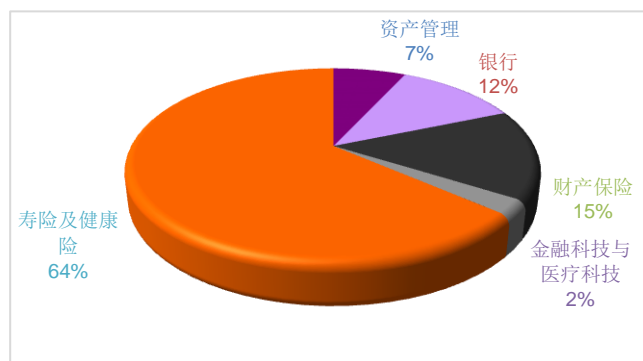
2019 年中国平安内含价值同比增长 19.8%至 1.2 万亿，新业务价值同比增长 5.1%至 759.5 亿，全年股息 2.05 元/股，近五年复合增长率 40.1%。公司内含价值稳健增长，业绩基本符合市场预期。

图 1：归属于母公司股东净利润



资料来源：公司年报

图 2：2019 年归属于母公司股东净利润分布



注：不含其他业务及合并抵消

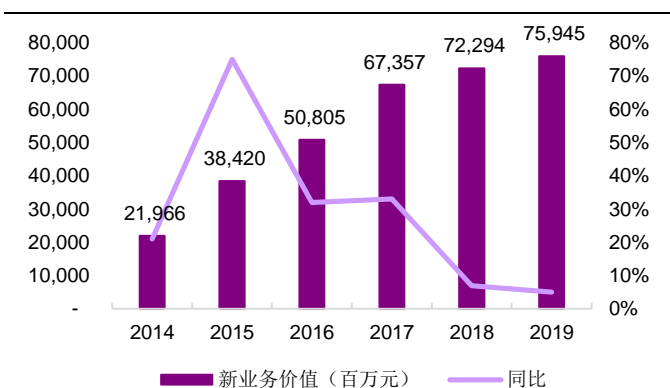
资料来源：公司年报，光大证券研究所测算

2、寿险：人均件数及新业务价值率双提升带动新业务价值正增长

2019 年公司寿险及健康险新单保费下滑 3%，新业务价值率提升 3.6ppts 至 47.3%，NBV 同比增长 5.1%至 759.5 亿。

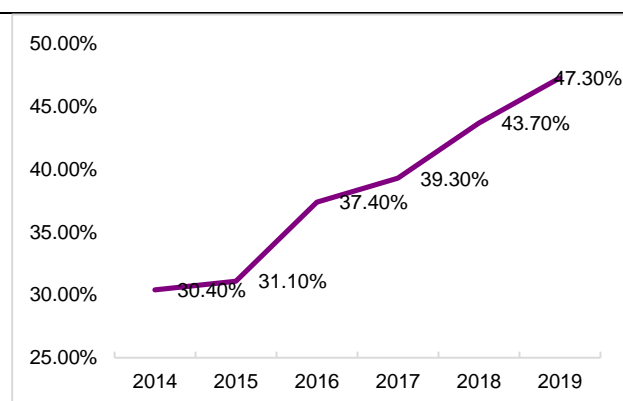
公司在月均代理人数量下降 9.1%且代理人收入不变的情况下，公司人均件数提高至 1.38 (YOY+13.1%)，人均 NBV 同比增长 16.4%。公司持续推动代理人质量提升，通过科技应用与业务深度结合，数据化经营水平持续提升。通过 AI 面谈官辅助完成代理人筛选工作，截至 2019 年 12 月末，AI 面试覆盖率达 100%，累计面试超 600 万人次，减少人工面试时长超 68 万小时。公司开发代理人专属智能个人助理 “AskBob”，自上线以来累计服务 3.4 亿人次，为每位代理人配备多种销售赋能工具，助力代理人提高销售转化率，带来代理人产能提升。

图 3：寿险及健康险新业务价值



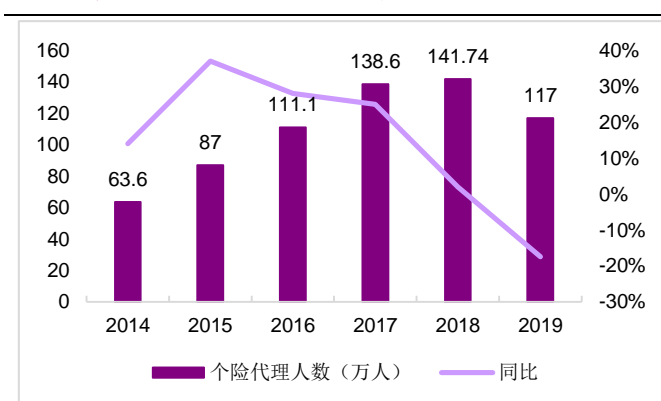
资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 4：寿险及健康险新业务价值率



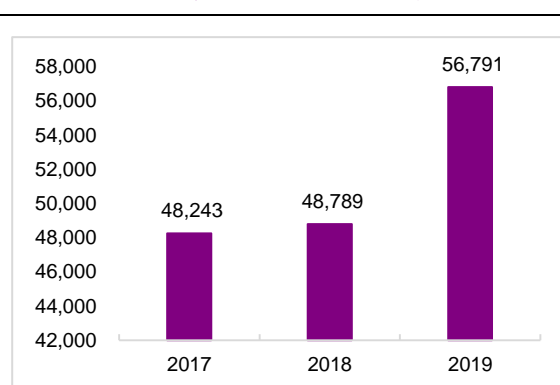
资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 5：个险代理人规模下滑显著



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 6：代理人人均新业务价值提升显著（百万元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

同时公司降低分红险、万能险及投资连结险保费收入，提升长期保障型产品及十年以上年金险销售，调整公司保费结构提升综合新业务价值率。2019年公司保障型产品销售量价提升，同时公司长期保障型产品增长 10.2%，NBVmargin 高达 104.9%，为新业务价值正增长提供动力。

表 1：险种结构变化

寿险和健康险业务规模保费分布（按险种）（百万元）	2019	2018
分红险	179,159	207,856
万能险	102,020	111,029
传统寿险	119,010	100,449
长期健康险	107,015	90,105
意外及短期健康险	47,600	43,903
年金	55,411	15,679
投资连结险	1,422	1,502

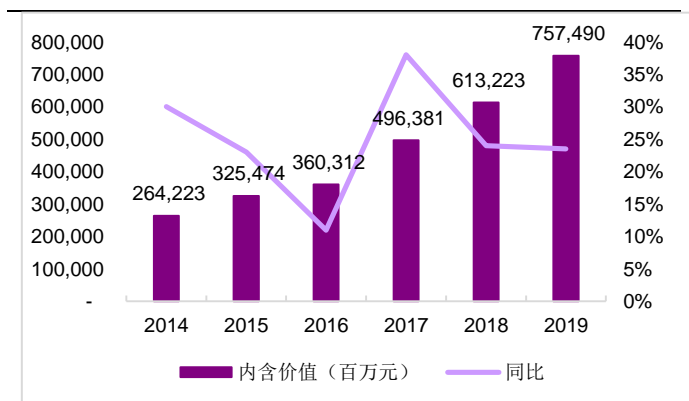
资料来源：公司年报，光大证券研究所

2019 年公司个险代理人人数下滑 17%，下滑比例较大，但人均新业务价值率提升显著，人均保单件数提升，公司代理人清虚转型效果逐步显现，预计 2020 年公司代理人将保持稳健，人均件数及新业务价值率仍有望提升。

2019 年公司寿险及健康险内含价值同比增长 24%至 6,132 亿，其中新业务价值创造为内涵价值增长的主要原因。随着个险新单增长、新业务价值率提升，预计 2019 年公司寿险及健康险新业务价值同比增长 15%，内含价值增速约 26%。

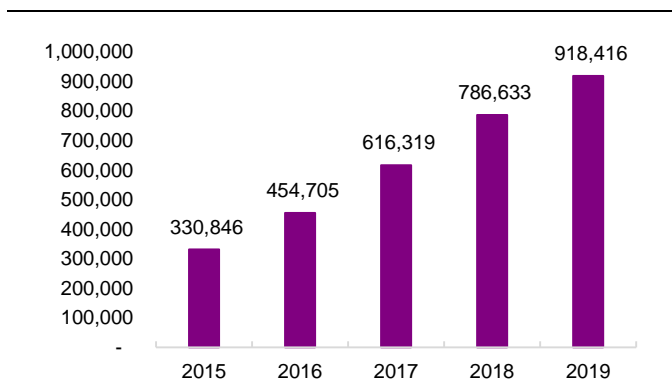
受益于新业务贡献，截至 2019 年底公司剩余边际余额同比 25.2%至 9,184 亿元。未来公司业绩有望受益于剩余边际稳定释放。

图 7：寿险及健康险内含价值（百万元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 8：寿险及健康险剩余边际（百万元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

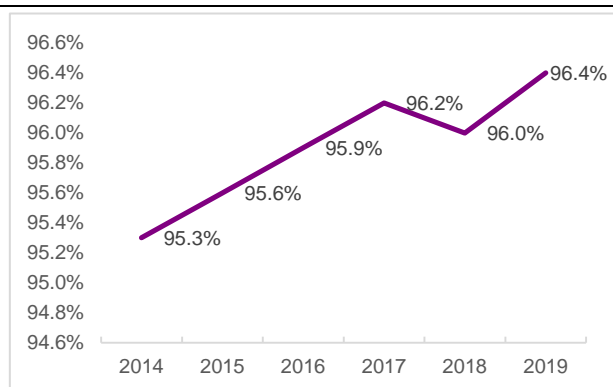
3、产险：综合成本率小幅上升，税优投资贡献高利润。

2019 年平安产险原保险保费收入同比增长 9.5%至 2,709 亿元，综合成本率上升 0.4ppts 至 96.4%，主要由于责任保险及保证保险赔付率提升。

中国平安 2019 年车险保费收入增长 6.9%至 1943 亿元，意外及健康险贡献 36.4%较高增长，非车险增速为 13.3%。公司车险费用率持续下降，赔付率小幅上升，综合成本率持续下降至 97.2%。“平安好车主”APP 注册用户数突破 9,000 万，其中约 4,900 万是平安产险的车客户，其中 AI 图片识别技术为 90%以上客户提供高效理赔服务。

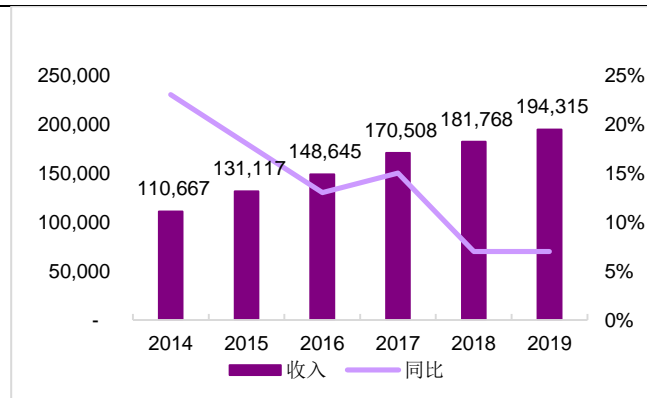
2019 年财险税优及投资贡献较高净利润 228 亿元 (YOY+85.8%)，预计 2020 年车险综合成本率进一步下行，总保费收入增长将有所好转。

图 9：综合成本率



资料来源：公司年报，光大证券研究所测算

图 10：车险保费收入（百万元）



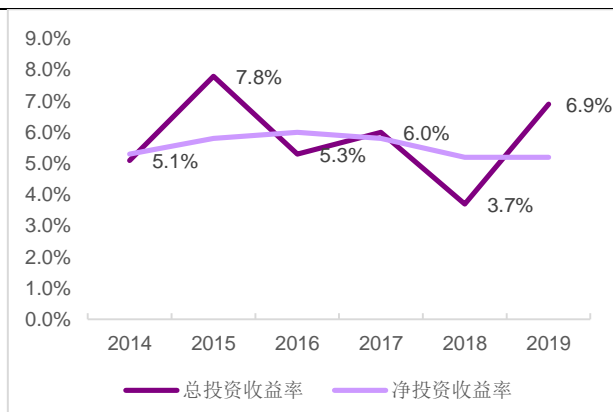
资料来源：公司年报，光大证券研究所

4、投资：权益市场回暖，投资结构调整贡献高收益率。

截至 2019 年 12 月 31 日，公司保险资金投资组合规模达 3.21 万亿元，同比增长 14.8%。

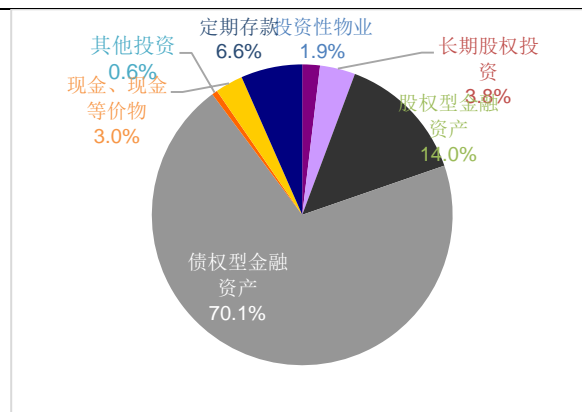
2019 年公司净投资收益率 5.2%，与 2018 年基本持平，受权益市场回暖，同时公司加大股票投资占比至 9.2%，总投资收益率大幅提升至 7%。截至 2019 年 12 月 31 日，公司债权计划及债权型理财产品投资规模为 4,300.93 亿元，在总投资资产中占比 13.4%，较年初下降 2.4 个百分点。公司通过积极的投资结构调整，减少现金及存款，提高股票和债券投资比例，并将到期非标产品资金配置到长期高股息分红率的优先股上，适应利率下行对保险行业的冲击。预计 2020 年公司的积极策略及股票市场的持续向好将维持较好投资收益率。

图 11：投资收益率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 12：2019 年投资组合结构

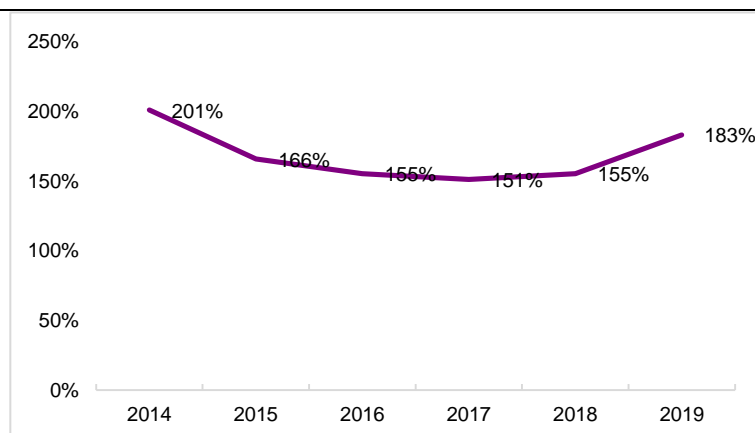


资料来源：公司年报，光大证券研究所

5、银行：零售转型深入推进，业务质量持续向好。

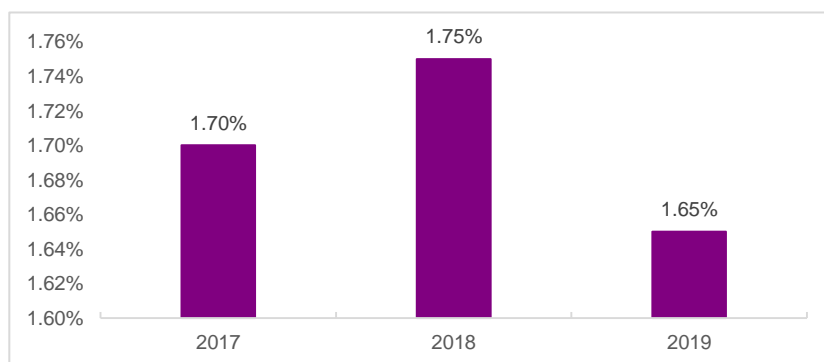
2019 年平安银行零售业务收入同比提升 29.2%至 800 亿，零售业务收入占比继续提升至 58%。净息差提升 27ppts 至 2.62%，不良贷款率下滑 10ppts，核心一级资本充足率持续保持较高水平。公司通过科技赋能零售客户，改善风控管理政策，进一步提升客户数量至 9708 万，总管理客户资产提升 40%至 1.98 万亿，逾期贷款显著下降，公司战略及管理优势凸显，业务质量整体全面提升。

图 13：拨备覆盖率提升



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 14：不良贷款率下降显著



资料来源：公司年报，光大证券研究所

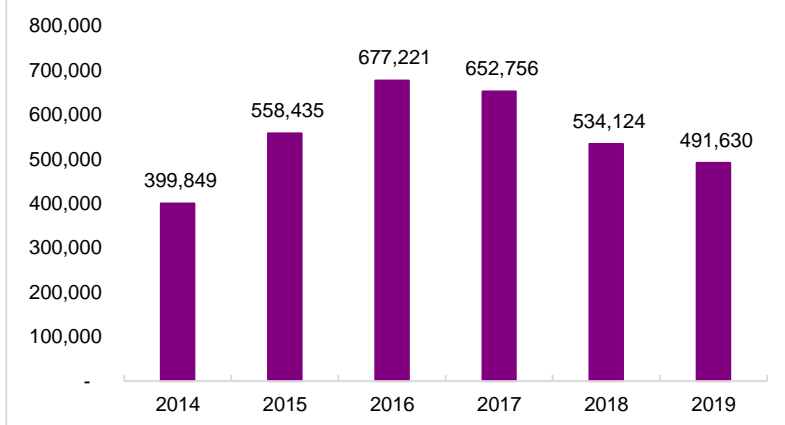
6、综合金融：资管业务滑坡，租赁逆周期增长。

2019 年，资产管理业务实现净利润 104.15 亿元，同比下降 24.0%，主要受其他资产管理业务因投资项目利润波动以及部分投资资产计提减值的影响。受资管新规影响，信托业务总资产规模下滑，同时融资类管理费率上升导致资管业务负增长。平安证券打造智能服务平台，贡献较多净利润，同比增长 41.4%，同时租赁业务等逆周期业务增长 36%至 44.8 亿元。预计 2020 年资管新规将持续影响资管行业。

1) 信托业务

2019 年，信托业务净利润同比下降 13.7%，主要原因是受项目退出节奏影响，导致投资收益同比减少。同时受资管新规影响管理规模显著下降。截至 2019 年 12 月 31 日，平安信托的信托资产管理规模为 4,426.08 亿元，较年初下降 17.1%。

图 15：信托资产管理规模显著下降



资料来源：公司年报，光大证券研究所

2) 证券业务

2019 年，平安证券实现净利润 23.76 亿元，同比增长 41.4%，主要得益于经纪业务交易量、投行 ABS 与债券承销规模同比增长。预计 2020 年公司受国内资本市场深化改革带动股票市场行情回暖，证券行业经营业绩将受政策影响而持续改善。

3) 其他资产管理业务

其他资产管理业务包括平安融资租赁、平安资产管理、平安海外控股等经营成果。2019 年，平安融资租赁净利润同比增长 36.0%，主要得益于各业务板块的稳定健康发展，成熟业务继续深入，创新业务不断突破。平安资产管理净利润同比增长 7.6%，主要受益于资产管理规模持续增长。

7、科技投入持续，线上及迁徙客户增量。

7.1、科技赋能创新，持续投入

公司持续进行科技投入，2019 年金融科技专利申请数全球第一。2019 年公司科技业务板块总收入 821.09 亿元，同比增长 27.1%。科技公司中金融壹账通、平安好医生及汽车之家已完成上市，陆金所控股与平安医保科技完成对外融资，科技公司估值总额超过 691 亿美元。

截至 2019 年 12 月末，陆金所平台注册用户数达 4,402 万，较年初增长 9.1%。受资产管理结构调整、消费金融产品受限影响，陆金所客户资产规模为 3,468.56 亿元，较年初下降 6.1%，2019 年财富管理交易规模同比下降 29.8%。由于消费金融同比下滑 44.7%，但公司突破 B 端合作，增长高达

7.8 倍，公司总管理贷款余额较年初增长 23.3%至 4,622.43 亿元，30 天以上逾期率为 1.9%。

金融壹账通（纽交所股票代码：OCFT）于 2019 年 12 月 13 日成功登陆美国纽约证券交易所，是中国领先的商业科技云服务平台 (Technology-as-a-Service) 企业。2019 年，金融壹账通实现营业收入 23.28 亿元，同比增长 64.7%。截至 2019 年 12 月 31 日，金融壹账通累计服务 621 家银行、96 家保险公司，包括国内 100% 的大型银行、99% 的城商行和 52% 的保险公司。

平安好医生依托自有医疗团队及自主研发的人工智能辅助诊疗系统，向用户提供及时、优质的在线医疗服务，涵盖 7×24 小时在线咨询、健康管理、处方、转诊、挂号、第二诊疗意见及 1 小时送药等全流程服务。是中国最大的互联网医疗健康服务平台。截至 2019 年 12 月 31 日，平安好医生累计注册用户量超 3.15 亿，12 月当月活跃用户数达 6,690 万。平安好医生的 AI 辅助诊疗系统应用在自有医疗团队全部 22 个科室全年互联网线上日均咨询量达 72.9 万人次，同比增长 36.3%。

7.2、客户迁徙及价值

中国平安客户交叉渗透程度高，2019 年 7,371 万个人客户同时持有多家子公司的合同，较年初增长 19.3%，在整体客户中占比 36.8%，占比较年初上升 2.5 个百分点。

截至 2019 年 12 月末，集团整体个人客户数 2.00 亿，较年初增长 11.2%；全年新增客户 3,657 万，其中 1,490 万来自集团五大生态圈的互联网用户，在新增客户中占比 40.7%。平安持续推动个人客户与用户之间的迁徙转化，通过互联网平台提升客户的服务体验，同时是互联网个人用户的客户数占比稳步提升。

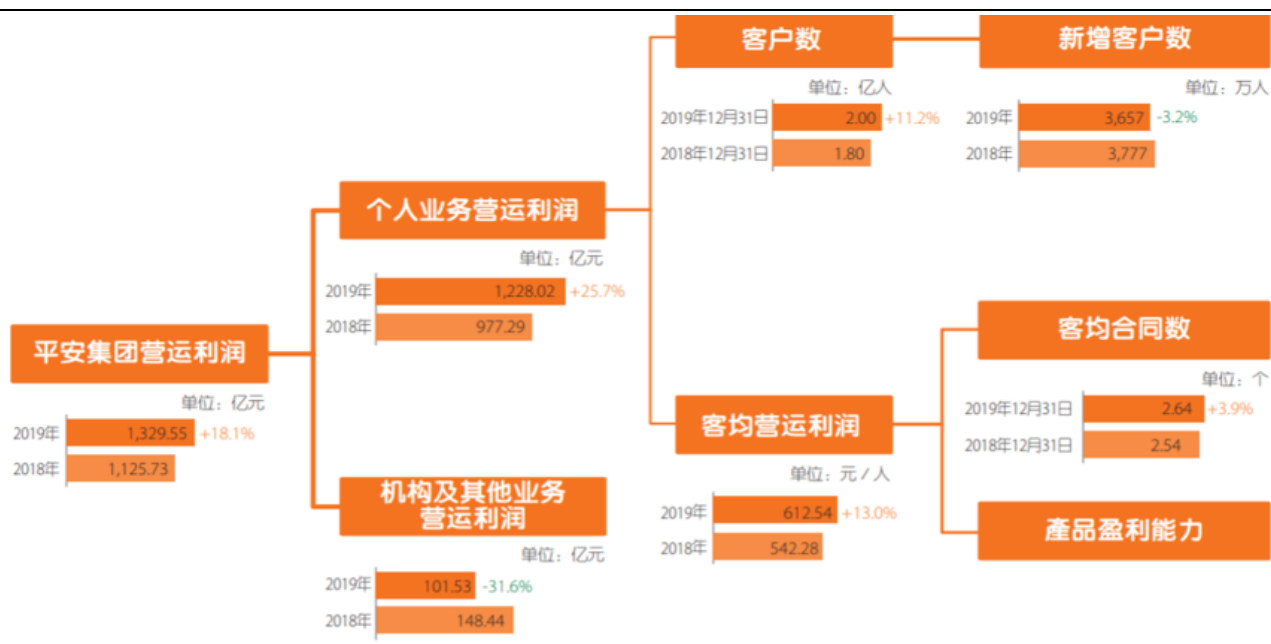
表 2：通过交叉销售获得的新业务（人民币百万元）

		2017	2018	2019
平安产险	保费收入	35,828	41,436	45,427
	渠道贡献占比	16.6%	16.7%	16.8%
养老险团体短期险	保费收入	6,728	7,921	8,663
	渠道贡献占比	45.7%	45.9%	43.7%
平安健康险	保费收入	754	2,096	4,070
	渠道贡献占比	35.1%	56.6%	66.2%

资料来源：公司年报，光大证券研究所

受用户迁徙和交叉销售优势，2019 年通过寿险代理人渠道实现平安产险、平安养老险和平安健康险保费收入 581.60 亿元，同比增长 13.0%。

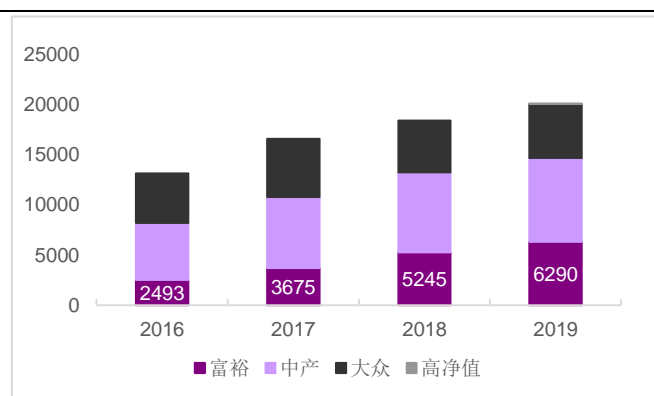
图 16：营运利润增长核心驱动因素



资料来源：公司年报

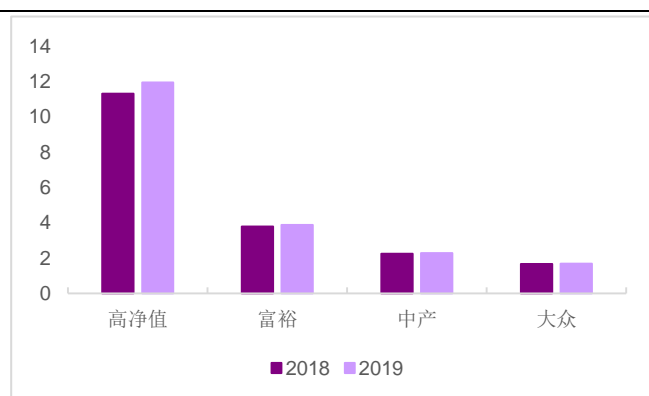
客户财富等级越高，持有平安的合同数越多，价值越大。截至 2019 年 12 月末，集团中产及以上客户 1.47 亿人，占比 73.2%；高净值客户人均合同数 11.93 个，远高于富裕客户。为高净值人群提供高端的金融一体化服务将有助于平安打造品牌的同时提高新业务价值率，从而贡献较高新业务价值。

图 17：公司客户结构持续优化（万人）



资料来源：公司年报

图 18：高净值客户人均合同数远高于富裕客户（件）



资料来源：公司年报

得益于个人客户数提升、客户结构改善、客均营运利润稳定增长，集团个人业务营运利润 1,228.02 亿元，同比增长 25.7%，占集团归属于母公司股东的营运利润的 92.4%，占比同比提升 5.6 个百分点。

8、估值水平与投资评级

我们看好公司价值化转型及内含价值的稳健增长，同时受益于 2020 年权益市场，公司投资收益率有望维持较高水平。根据公司 2019 年披露财务数据及代理人人数增长预期，小幅下调公司 2020-2021 年净利润分别为 1,840/2,227 亿元，新增 2022 年净利润预测 2,620 亿。根据分布估值法，将目标价由 106.42 上调至 110.27 元，维持“买入”评级。

分部估值测算：

表 3：公司估值测算

	估值	持股比例	市值贡献（百万元）
寿险	1.3x PEV	99.51%	1,140,403
产险	1.2x PB	99.51%	20,556
银行	1.0x PB	58.00%	110,513
信托	1.0xPB	98.88%	169,814
券商	1.5x PB	96.62%	45,381
其它资管	1.0x PB	100.00%	45,384
互联网金融及其他		-	483,700
合计			2,015,752
目标价（元）			110.27

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，寿险估值中枢在 1xPEV 左右。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 1.3x PEV，对应市值贡献 11,404 亿。

对于银行，我们按照 PB 进行估值。根据 A 股银行平均估值，给予平安银行 1.0x 2019 年 PB，公司持股比例为 58%，对应市值贡献 1,105 亿元。

对于产险业务，我们按照 PB 进行估值。对标中国财险，其历史平均动态估值为 1.0x PB。考虑到平安产险成长性和盈利能力更强，同时中国平安管理经营效率更高，给予公司产险业务 1.2x 2019 年 PB。

对于信托业务，给予公司 1.0x 2019 年 PB。对于券商业务，目前行业平均为 1.5 左右，给予公司券商业务 1.5x 2019 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 2.02 万亿，对应目标价 110.27 元，维持“买入”评级。

9、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）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	976,832	1,168,867	1,332,563	1,495,574	1,727,843
已赚保费	677,703	748,779	919,897	1,066,573	1,270,796
提取未到期责任准备金	7,818	12,984	10,958	10,108	14,625
投资收益及公允价值变动	134,851	221,579	206,209	214,278	233,725
其他收入	156,460	185,525	195,499	204,616	208,696
营业支出	813,494	983,839	1,088,341	1,199,883	1,379,701
退保金	21,539	26,661	26,255	29,878	35,598
赔付支出	203,323	225,030	229,974	266,643	317,699
提取保险责任准备金	190,990	287,028	321,964	341,303	381,239
保单红利支出	16,445	19,329	18,656	20,938	24,190
保险业务手续费及佣金支出	130,383	114,753	149,025	172,787	205,871
业务及管理费	147,697	172,892	175,033	191,667	228,367
其他支出	103,117	138,146	167,434	176,667	186,737
营业利润	163,338	185,028	244,222	295,691	348,142
营业外收支	572	716	845	997	1,176
利润总额	163,151	184,739	243,847	295,211	347,534
所得税费用	42,699	20,374	41,454	50,186	59,081
年度利润	120,452	164,365	202,393	245,025	288,453
净利润	107,404	149,407	183,974	222,727	262,202

资产负债表（百万元人民币）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产合计	7,142,960	8,222,929	9,466,182	10,897,40	12,545,02
投资资产	2,794,620	3,341,470	3,930,930	4,555,309	4,701,145
发放贷款及垫款	111,219	139,326	94,662	108,974	125,450
其他资产	4,237,121	4,742,133	5,440,590	6,233,124	7,718,430
负债合计	6,459,317	7,370,559	8,485,957	9,770,148	11,248,67
准备金	1,605,411	1,921,907	2,300,798	2,754,385	3,297,393
吸收存款	622,915	701,635	805,234	933,431	1,082,861
其他负债	4,230,991	4,747,017	5,379,925	6,082,332	6,868,422
股东权益合计	683,643	852,370	980,226	1,127,259	1,296,348
归属母公司所有者权益	556,508	673,161	792,486	912,615	1,053,423
少数股东权益	127,135	179,209	187,739	214,645	242,925

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版权所有。保留一切权利。

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