

2019年3月13日

中国平安 (601318.SH)



零售转型科技赋能，股权投资弹性大增

——中国平安 (601318.SH) 2018 年报点评

公司动态

◆事件：2018 年公司实现归母净利润 1,074 亿，同比增长 20.6%；若按照修订前的金融工具会计准则计算，归母净利润为 1,242 亿，同比增长 39.5%；内含价值同比增长 21.5%至 10,025 亿；新业务价值同比增长 7.3%至 722.9 亿；全年股息 1.92 元/股。

◆寿险业务稳健增长，业务结构优化推升价值率。2018 年公司寿险及健康险新业务价值同比增长 7.3%至 723 亿，其中 2018 年下半年同比增长 16.9%；新业务价值率提升 4.4ppts 至 43.7%。公司持续推进代理人渠道建设，人均新业务价值同比增长 1.1%至 4.88 万元/人。预计公司 2019 年寿险业务有望延续 2018 年下半年以来的良好态势，预计个险新单同比增长 12%、新业务价值同比增长 15%、内含价值同比增长 26%。

◆产险保费快速增长，利润有望转负为正。2018 年平安产险原保险保费收入同比增长 14.6%至 2,474 亿元，市占率提升至 21%；综合成本率 96.0%，同比改善 0.2ppts。2019 年 1 月公司产险保费同比增长 18.7%至 325 亿，预计 2019 年产险增速有望好于去年。2018 年平安产险净利润同比下滑 8.2%，预计 2019 年有望实现转负为正。

◆资产规模大幅增长，股权投资弹性大增。2018 年公司净投资收益率 5.2%，总投资收益率下降至 3.7%。截至 2018 年底，公司投资规模增长 14%至 2.8 万亿，其中股票占比 8.3%，账面价值 2,318 亿。受益于 2019 年以来 A 股市场表现强劲，权益投资有望提供收益率弹性，总投资收益率有望提升。

◆银行零售转型成功，租赁大增资管稳健。2018 年平安银行零售业务收入同比提升 32.5%至 619 亿，零售业务收入占比提升 8.9ppts 至 53%，占比首超 50%。2018 年融资租赁净利润同比增长 65%至 33 亿。信托、证券业务受行业影响，净利润同比分别下滑 24%、21%，但好于行业平均水平。

◆科技赋能生态，壹账通等有望上市。2018 年公司加快科技成果转化，科技业务贡献归母营运利润大幅提升至 67.7 亿，占比 6.0%。旗下多家创新科技公司在 2018 年取得了良好的发展，总估值近 700 亿美元，实现价值提升。

◆交叉渗透程度提高，客户迁徙提升价值。平安不断深化综合金融战略，促进客户交叉渗透程度不断提高，截至 2018 年底，个人客户中 34.6%同时持有多家子公司合同，客均合同数增长 9.1%至 2.53 个，客均营运利润增加 18%至 531 元，实现客户价值提升。随着综合金融战略持续推进，预计 2019 年公司客户价值有望继续提升。

◆维持“买入”评级，上调目标价至 88.27 元。公司公告将首次实施股份回购，回购资金总额 50-100 亿元，规模略低于市场预期。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。随着 A 股市场表现强劲，权益投资有望提供收益率弹性，总投资收益率有望提升。上调公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 1,291、1,509、1,664 亿（原预计 2019、2020 年分别为 1,273、1,503 亿），将目标价由 84.45 上调至 88.27 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	890,882	976,832	1,156,662	1,253,496	1,337,510
营业收入增长率%	25%	10%	18%	8%	7%
净利润（百万元）	89,088	107,404	129,058	150,938	166,434
净利润增长率%	43%	21%	20%	17%	10%
EPS	4.87	5.88	7.06	8.26	9.10
EVPS	45.14	54.84	66.35	74.99	81.52
P/E	14	12	10	8	8
P/EV	1.5	1.3	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 3 月 12 日

买入（维持）

当前价/目标价：69.25/88.27 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

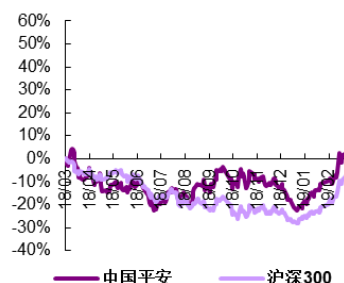
总股本(亿股)：182.80

总市值(亿元)：14,931.33

一年最低/最高(元)：54.33/76.71

近 3 月换手率：63.7%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.1	-0.8	8.7
绝对	9.6	11.4	0.2

资料来源：Wind

相关研报

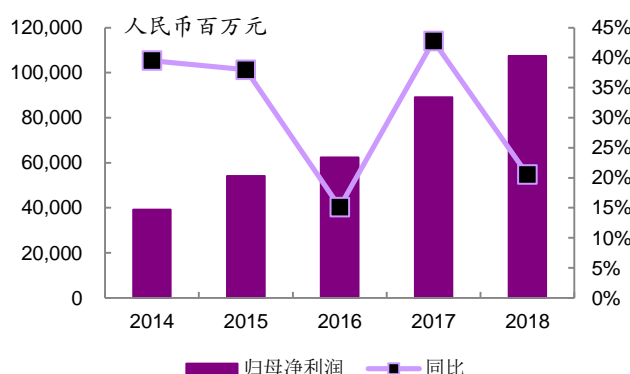
等待资本市场的春天——非银行业 2019 年投资策略 20190116
.....2019-01-16

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

1、2018 年度业绩略超预期

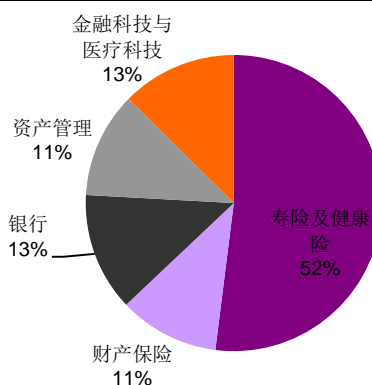
2018 年公司实现归属于母公司股东净利润 1,074 亿, 同比增长 20.6%。ROE 20.9%, 同比提升 0.2ppts。如果按保险子公司执行修订前的金融工具会计准则的法定财务报表利润数据计算, 公司实现归属于母公司股东的净利润为 1,242 亿元, 同比增长 39.5%。2018 年公司内含价值同比增长 21.5%至 10,025 亿。新业务价值同比增长 7.3%至 722.9 亿。全年股息 1.92 元/股, 同比增长 28%。

图 1: 归属于母公司股东净利润



资料来源: 公司年报

图 2: 归属于母公司股东净利润分部



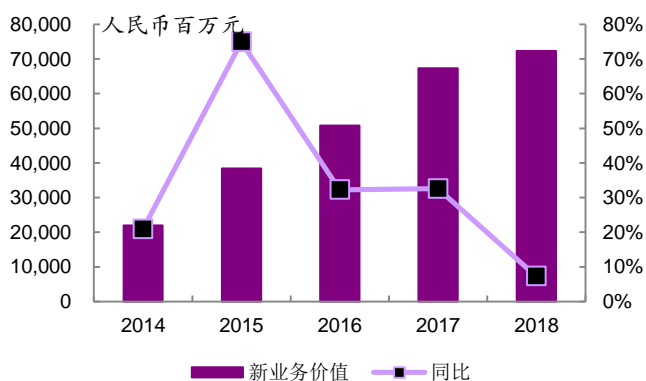
注: 不含其他业务及合并抵消

资料来源: 公司年报, 光大证券研究所测算

2、寿险稳健增长, 新业务价值率提升

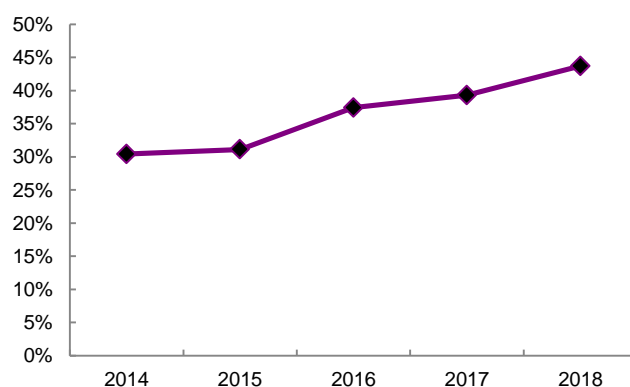
2018 年, 平安寿险持续推动代理人渠道健康发展, 推动全年规模保费同比增长 20%至 5,705 亿。公司寿险及健康险新业务价值同比增长 7.3%至 723 亿, 其中 2018 年下半年新业务价值同比增长 16.9%。公司寿险业务新业务价值增长, 主要是受益于公司持续进行业务结构优化, 推动新业务价值率提升。2018 年公司新业务价值率同比提升 4.4ppts 至 43.7%。其中, 代理人渠道新业务价值率 57.1%, 同比提升 7.2ppts。

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

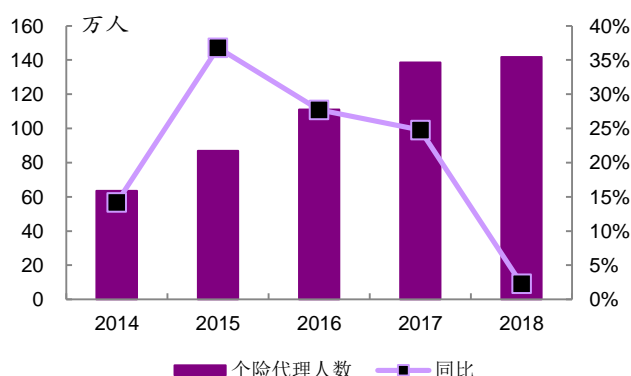


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

公司代理人渠道稳健发展,人均产能提升。截至 2018 年底,平安寿险代理人规模达 141.7 万,同比增长 2.3%。2018 年公司代理人人均新业务价值同比增长 1.1%至 4.88 万元/人。代理人人均新业务价值提升,推动公司代理人渠道新业务价值同比增长 5.9%至 644 亿。此外,公司推出面向百万代理人的 AI 面试等创新模式和工具,大幅提升代理人队伍留存率。截至 2018 年底,公司 13 个月留存代理人的识别率达 95.4%。

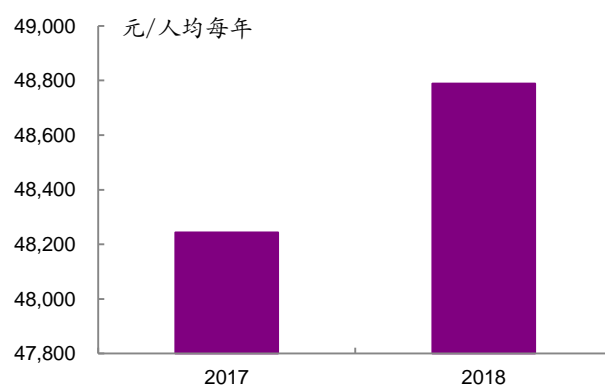
我们认为,随着公司持续推进代理人渠道建设,提升人均产能,预计 2019 公司代理人数量同比增长 3%,个险新单同比增长 12%。

图 5: 个险代理人规模



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

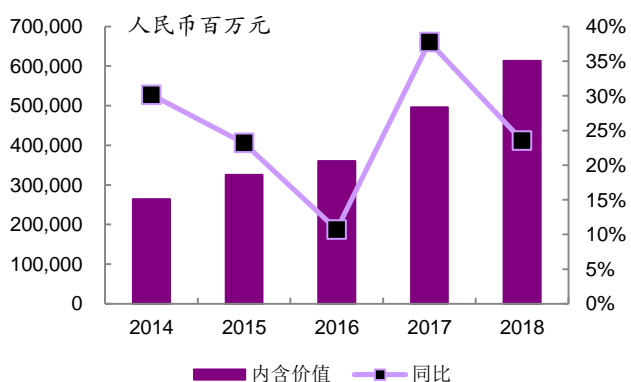


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

2018 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%。

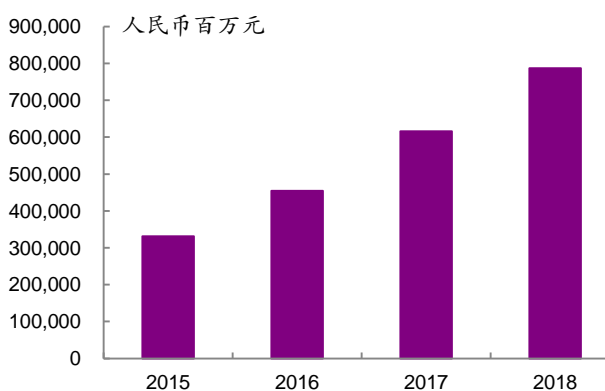
受益于新业务贡献, 截至 2018 年底公司剩余边际余额同比 27.6%至 7,866 亿元。未来公司业绩有望受益于剩余边际稳定释放。

图 7: 寿险及健康险内含价值



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



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

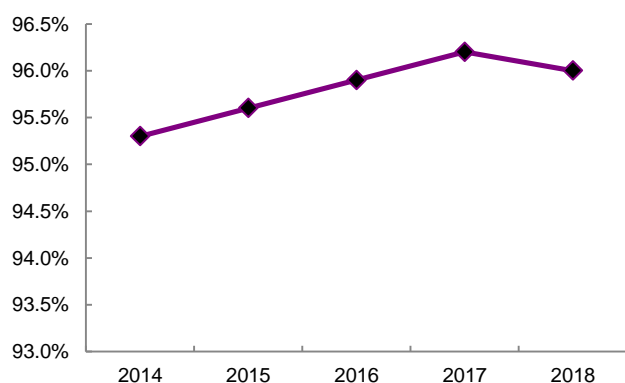
3、产险保费快速增长，综合成本率控制良好

2018 年，平安产险实现税前利润 195 亿，同比增长 3.3%；净利润 123 亿元，同比减少 8.2%，主要受手续费率上升及业务增长使得所得税费用增加的影响。随着边际影响减弱，预计 2019 年公司产险净利润增速有望转负为正。

2018 年，平安产险实现原保险保费收入 2,474 亿元，同比增长 14.6%，增速高于行业平均；市场占有率提升 0.5ppts 至 21%；其中车险保费收入同比提升 6.6%至 1,818 亿，车险市场占有率 23.2%，同比提升 0.5ppts；公司产险综合成本率 96.0%，同比下降 0.2ppts。公司综合成本率控制良好，预计公司 2019 年综合成本率有望保持稳定。

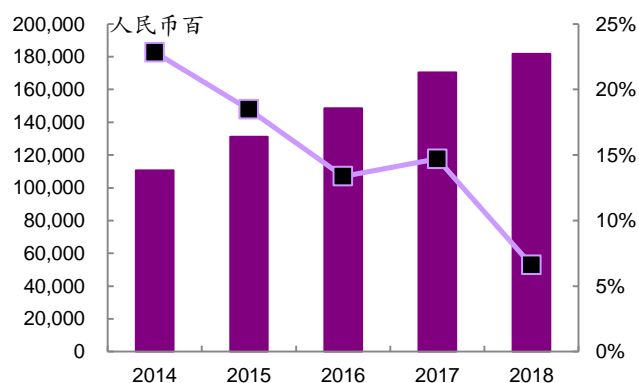
2019 年 1 月，公司产险收入同比增长 18.7%，预计全年延续良好增长态势，2019 年产险收入增速有望实现同比提升。

图 9：综合成本率



资料来源：公司年报

图 10：车险保费收入



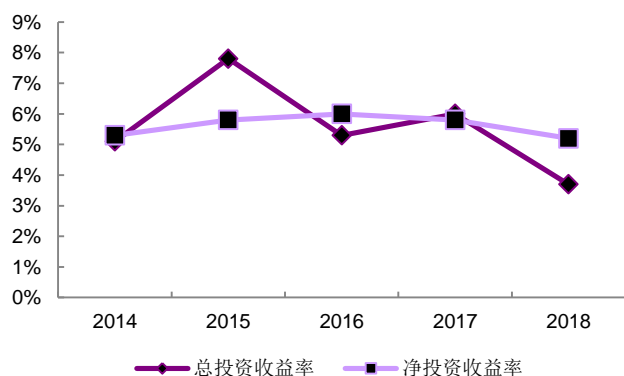
资料来源：公司年报，光大证券研究所测算

4、资产规模大幅增长，股权投资弹性大增

截至 2018 年底，公司保险资金投资组合规模达 2.79 万亿元，同比增长 14.1%。2018 年公司保险资金投资组合的净投资收益率为 5.2%，总投资收益率为 3.7%。如果按保险子公司执行修订前的金融工具会计准则法定财务报表数据计算，总投资收益率为 5.2%。我们认为，公司投资收益率下降，主要是因为公允价值变动损益由 2017 年的 6.48 亿，大幅下降至 2018 年的 -371 亿。

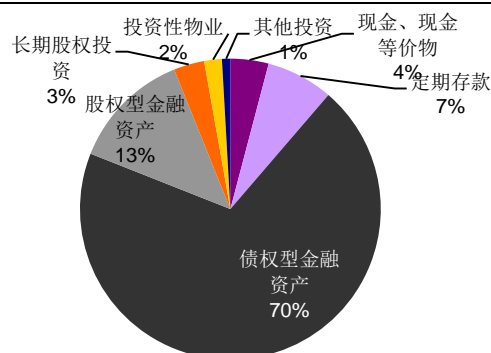
2018 年，公司债权型金融资产投资比例提升 3.3ppts 至 69.7%，股权型金融资产投资比例下降 2.8ppts 至 12.9%。2019 年以来 A 股市场表现强劲（截至 3 月 12 日，上证综指/深圳成指分别+23%/+36%）。预计股权投资收益率提升，将为公司提供投资收益率弹性。

图 11：投资收益率



资料来源：公司年报

图 12：投资组合结构



资料来源：公司年报，光大证券研究所测算

截至 2018 年底，公司债权计划及债权型理财产品投资规模为 4,422 亿元，在可投资资产中占比 15.8%。对于债权计划及债权型理财产品投资的风险管理，公司主要从资产配置、品种选择、投后管理三个层面进行把控。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 98% 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。

5、综合金融布局，协同效应显著

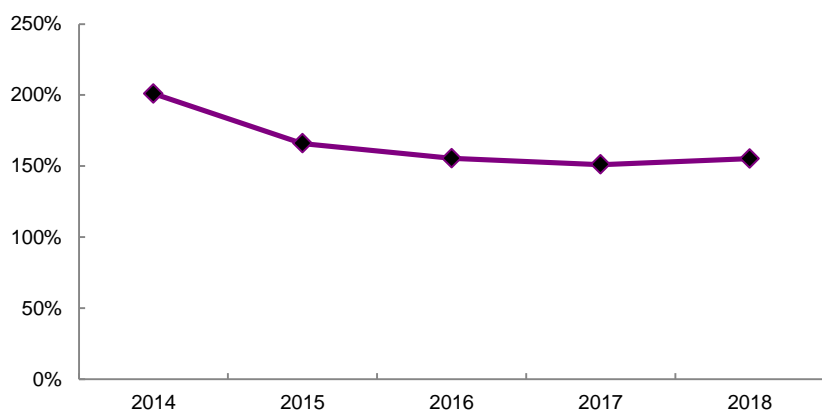
5.1、零售转型卓有成效，资本充足率进一步提升

平安银行 2018 年实现营业收入同比增长 10.3% 至 1,167 亿；净利润同比增长 7.0% 至 248 亿。

银行零售战略转型持续推进，零售业务利润贡献提升。2018 年平安银行零售业务收入同比提升 32.5% 至 619 亿，零售业务收入占比 53.0%，同比提升 8.9ppts；零售业务净利润同比提升 9.2% 至 171 亿，零售业务净利润占比 69.0%，同比提升 1.4ppts。

截至 2018 年底，平安银行核心一级资本充足率 8.54%，同比提升 0.26ppts。平安银行于 2019 年 1 月完成 260 亿 A 股可转换公司债券的发行，进一步提升资本充足率。

图 13：拨备覆盖率



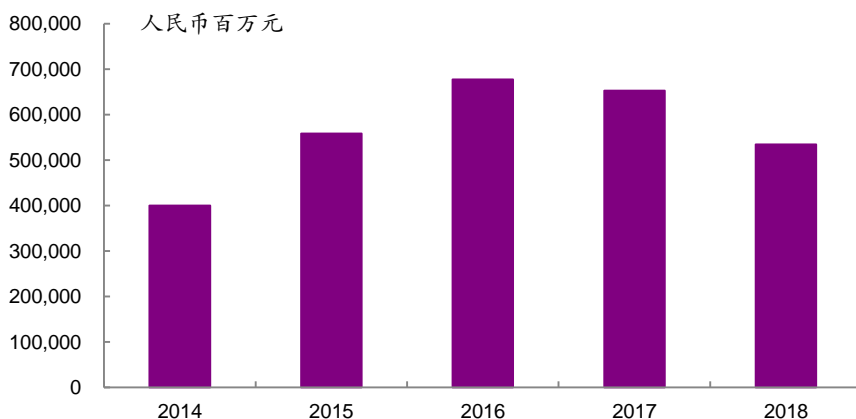
资料来源：公司年报

5.2、综合资产管理业务

1) 信托业务

2018 年，信托业务净利润同比下降 23.9%，主要原因是项目退出及分红收益同比减少，同时公司按资管新规要求积极、主动调整业务结构导致手续费及佣金净收入同比减少。截至 2018 年，平安信托资产管理规模 5,341 亿，同比下降 18%，主要受到资管新规下业务结构调整影响。

图 14：信托资产管理规模



资料来源：公司年报

2) 证券业务

2018 年，资本市场表现低迷，证券行业净利润同比大幅下降 41%。平安证券净利润同比下降 20.9%，表现优于行业。经纪业务方面，平安证券坚持科技赋能，整合线上线下渠道，2018 年 12 月经纪交易量市场份额达 3.14%，同比提升 0.57ppts。

3) 其他资产管理业务

2018 年平安资产管理净利润同比增长 3.1%至 26.6 亿，第三方在产管理费收入同比下降 7.1%至 17.5 亿，主要是在去杠杆的大背景下，银行委外规模手酸、保费收入增速放缓，导致平安资产管理第三方资产管理规模有所下降。截至 2018 年底，平安资产管理投资管理资产规模 28,896 亿，同比增长 8.3%，其中第三方资产管理规模 2,687 亿，同比下降 12.1%。

融资租赁业务 2018 年营业收入同比增长 75.7%至 164 亿，净利润同比增长 64.7%至 32.9 亿。截至 2018 年底，平安融资租赁总资产 2,347 亿，同比增长 32.5%。不良资产率 0.89%，下降 0.02ppts。

6、科技赋能生态，利润贡献大增

公司积极建设“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，持续强化科技能力，对外输出创新产品及服务。2018 年，公司加快科技成果转化，科技业务贡献归母营运利润大幅提升至 67.7 亿元，在集团归母营运利润中占比 6.0%。旗下多家创新科技公司在 2018 年发展势头良好，其中 2 家上市公司，3 家获得外部融资，总估值近 700 亿美元，有助于提升公司价值。

平安好医生实现在香港联合交易所主板上市，截至 3 月 12 日，平安好医生市值为 523 亿港元。截至 2018 年实现营业收入 33.38 亿元，同比增长 78.7%。金融壹账通致力于打造全球领先的全产业链金融科技服务云平台。截至 2018 年底，金融壹账通资产规模超过 47 万亿元，金融壹账通完成 A 轮融资，投后估值 75 亿美元。2018 年陆金所控股完成 C 轮融资，此次融资引入了多家国际知名投资机构，投后估值达 394 亿美元。截至 2018 年底，陆金所平台注册用户数 4,025 万，同比提升 19.3%。截至 2018 年底，平安医保科技为全国 200 多个城市提供医保、商保管理服务，接入医院超过 5,000 家，“城市一账通”APP 在全国 69 个城市上线。平安医保科技完成 A 轮融资投后估值达 88 亿美元。

7、交叉渗透提升客户价值

平安不断深化综合金融战略，促进客户交叉渗透程度不断提高，客均合同数稳步增加，客户价值逐年提升。

截至 2018 年末，平安核心金融公司之间客户迁徙 3,879 万人次，个人客户中有 6,364 万人同时持有多家子公司的合同，在整体客户中占比 34.6%，同比提升 6.1ppts，交叉渗透程度不断提高。

客户迁徙效果显著，协同效应显现。截至 2018 年底，平安个人客户数 1.84 亿，较年初增长 11.0%；全年新增客户 4,078 万，其中 35.6% 来自集团五大生态圈的互联网用户。

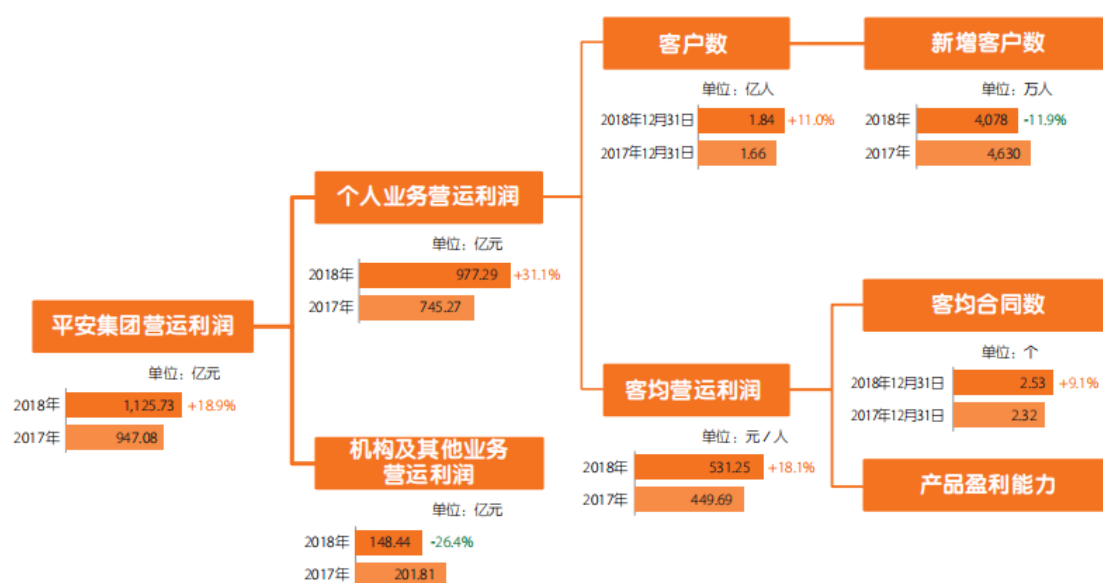
受益于交叉销售，公司保险业务交叉销售继续保持显著增长、客均合同数提升。2018 年，平安客均合同数 2.53 个，同比增长 9.1%。2018 年，公司实现客均营运利润 531 元，同比增长 18.1%。

表 1：通过交叉销售获得的新业务（人民币百万元）

		2016	2017	2018
平安产险	保费收入	28,792	35,828	41,436
	渠道贡献占比	16.2%	16.6%	16.7%
养老险团体短期险	保费收入	5,489	6,728	7,921
	渠道贡献占比	44.4%	45.7%	45.9%
平安健康险	保费收入	113	754	2,096
	渠道贡献占比	14.3%	35.1%	56.6%

资料来源：公司年报，光大证券研究所

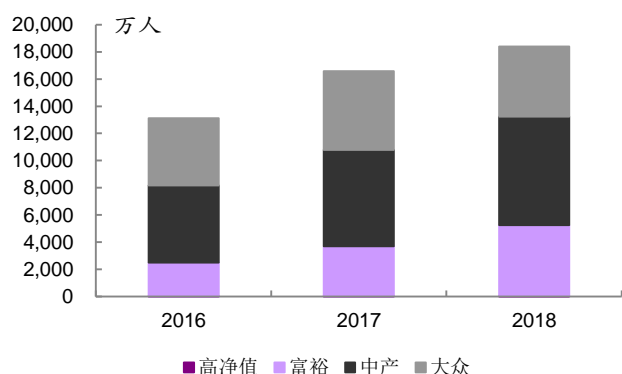
图 15：营运利润增长核心驱动因素



资料来源：公司年报

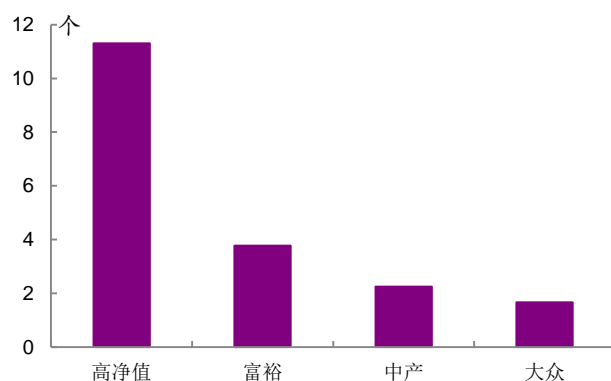
此外，公司客户结构持续优化，中产及以上客户占比同比提升 6.9ppts 至 72.0%。根据公司长期的客户经营，客户财富等级越高，持有合同数越多，价值越大。高净值客户人均合同数为 11.3 个，远高于富裕客户。公司客户结构优化，有利于促进公司新业务价值提升。

图 16：公司客户结构持续优化



资料来源：公司年报

图 17：高净值客户人均合同数远高于富裕客户



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，2018 年平安个人业务营运利润 977.29 亿元，同比增长 31.1%，占归属于母公司股东的营运利润的 86.8%，占比同比提升 8.1 个百分点。

8、估值水平与投资评级

分部估值测算：

表 2：公司估值测算

	估值	持股比例	市值贡献 (百万元)
寿险	1.3x 2019 PEV	100%	999,924
银行	0.9x 2018 PB	58%	139,224
产险	1.3x 2018 PB	100%	100,113
其它资管	1.0x 2018 PB	100%	53,351
信托	3.0x 2018 PB	100%	53,150
券商	1.9x 2018 PB	97%	53,974
互联网金融及其他	-	-	213,801
合计			1,613,537
目标价 (元)			88.27

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，目前 A 股两家寿险公司 2019 年 PEV 估值分别为中国人寿 0.9x，新华保险 0.7x。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 9,999 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 0.9x 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，其历史平均动态估值为 1.0x PB。2017 年，中国财险综合成本率 97.0%，ROE15.7%，保费收入 3,503.亿，同比增长 12.6%。而平安产险 2017 年综合成本率 96.2%，ROE20.0%，产险保费收入突破 2,000 亿元，同比增长 21.4%。考虑到平安产险成长性和盈利能力更强，给予公司产险业务 1.3x 2018 年 PB。

对于信托业务，对标安信信托，其最近 2 年平均 PB 为 2.6x-3.4x 之间，给予公司 3.0x 2018 年 PB。

对于券商业务，目前行业平均估值为 1.9x PB (MRQ)，给予公司券商业务 1.9x 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 1.61 万亿，对应目标价 88.27 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）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	890,882	976,832	1,156,662	1,253,496	1,337,510
已赚保费	572,990	677,703	812,797	894,479	962,253
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	171,923	180,632	189,788
其他收入	150,757	156,460	158,958	167,427	175,360
营业支出	756,124	813,494	960,440	1,023,971	1,084,357
退保金	20,519	21,539	22,980	25,157	27,063
赔付支出	159,113	203,323	243,839	254,927	259,808
提取保险责任准备金	220,024	190,990	223,519	241,509	259,808
保单红利支出	13,129	16,445	18,507	17,549	18,725
保险业务手续费及佣金支	114,559	130,383	161,708	172,374	185,434
业务及管理费	139,688	147,697	161,708	177,032	190,446
其他支出	89,092	103,117	128,179	135,423	143,072
营业利润	134,758	163,338	196,222	229,525	253,152
营业外收支	372	572	687	811	957
利润总额	134,740	163,151	195,959	229,181	252,708
所得税费用	34,762	42,699	50,949	59,587	65,704
年度利润	99,978	120,452	145,009	169,594	187,004
净利润	89,088	107,404	129,058	150,938	166,434

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	2,593,380	3,118,079	3,662,164	4,252,133	4,252,133
发放贷款及垫款	83,203	111,219	83,573	97,780	212,183
其他资产	3,816,492	3,913,662	4,611,527	5,428,085	16,753,94
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