

## 公司研究

## 单季息差大幅改善，资产质量持续向好

——常熟银行（601128.SH）2021年半年报点评

## 买入（维持）

当前价：6.11元

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	27.41
总市值(亿元)	167.47
一年最低/最高(元)	5.68/8.74
近3月换手率	124.42%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.52	-7.54	-28.83
绝对	-4.53	-14.29	-28.37

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

8月16日，常熟银行发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入36.80亿，YoY+7.71%，归母净利润10.01亿，YoY+15.52%。加权平均净资产收益率10.90%（YoY+0.88pct）。

## 点评：

**营收、盈利增速双双提升。**2021年上半年常熟银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为7.71%、7.82%、15.52%，增速较Q1分别提升2.68、2.46、10.68pct。其中，受益于低基数效应，Q2单季归母净利润同比增长30.77%，增幅较Q1提升25.93pct。从主要业绩贡献因子来看：规模对业绩贡献度为39.5%，在所有因子中最高，较Q1提升2.4pct；非息收入对业绩的贡献度为17.7%，较Q1持平；上半年信用减值损失增长9.19亿，同比少增0.17亿，对盈利形成0.19%的正贡献。

**资产扩张速度较快，Q2零售发力明显。**上半年总资产、生息资产、贷款同比增速分别为14.8%、13.5%和20.6%，较2020年分别提升1.85、0.99和0.82pct。上半年贷款增量为196.68亿，同比多增41.08亿，贷款余额占生息资产余额比重为65.7%，较2020年年末提升2.5pct，创2016年以来新高。

贷款结构方面，上半年对公（不含票据）、零售贷款分别新增85.33、11.62亿，同比多增28.47、29.59亿，但Q2以来主要以零售贷款投放为主，单季增量为84.20亿，占单季新增贷款比重为71.10%。其中，个人经营性贷款依然保持较快增长，上半年个人经营贷款新增63.52亿，同比多增15.93亿，增量占全部新增贷款比重为32.30%，同比提升1.71pct。

**零售存款占比进一步提升。**截至6月末，常熟银行存款占付息负债比重为88.2%，创2016年以来新高，上半年存款增量为227.68亿，同比多增18.93亿，存款基础进一步夯实，其中零售存款占各项存款比重为62.4%，较2020年年末提升0.4pct。由于今年5月份常熟银行发行了5亿小微金融债，6月末应付债券占付息负债比重较Q1提升0.9pct至4.8%。

**Q2息差单季改善明显。**常熟银行上半年息差（累计值）为3.02%，较2020年年末下降16bp，主要是受到贷款收益率下行的影响（年初贷款重定价），但存款成本率改善较为明显，上半年为2.24%，较2020年年末下降0.09pct。Q2以来，常熟银行息差出现明显改善，单季息差（年化）为3.07%，较Q1提升10bp，改善幅度较为明显。若按照季末时点余额进行测算，Q2单季息差（年化）为2.85%，较Q1提升12bp，其中生息资产收益率环比提升18bp至4.91%。造成这种现象的原因，一方面与今年以来新发放的对公贷款利率有所上行有关，在经过Q1贷款集中重定价后，Q2贷款收益率趋于改善。另一方面，Q2公司零售贷款特别是个人经营性贷款投放力度进一步加大，增量和占比均有所提升，有助于改善贷款收益率。

**非息收入维持高增，净其他非息收入取得较好表现。**上半年常熟银行非息收入同比增长 44.11%，较 Q1 小幅下降 2.82pct，依然维持较高增速水平。其中，手续费及佣金收入同比增速为 52.81%，净其他非息收入同比增速为 39.85%，较 Q1 提升 16.78pct，改善幅度较为明显，主要是受到 Q2 以来广谱利率下行带来利好效应，资本利得取得较好增长。

**资产质量全面向好，不良净生成压力明显改善。**截至 6 月末，常熟银行不良贷款率为 0.90%，较 Q1 下降 5bp，同样创 2016 年以来新低。考虑核销、转出后初步测算，上半年不良生成率已下降至 0.32% 的历史低位，较 2020 年年末大幅下降 53bp。关注贷款率较 2020 年年末下降 15bp 至 0.96%。（关注+不良）贷款率为 1.86%，较 2020 年年末下降 20bp。结构上看：6 月末对公贷款不良率为 1.20%，较 2020 年年末下降 21bp，改善幅度较大。零售贷款不良率较 2020 年年末小幅提升 1bp 至 0.77%，依然维持在较低水平，个人经营性贷款不良率提升 4bp 至 0.96%，考虑到去年疫情对普惠小微贷款资产质量的影响，会在今年持续体现，上半年个人经营性贷款依然能够维持在 1% 以下，反映出公司在微贷风控方面的技术优势较为明显。

**拨备覆盖率首次提升至 500% 以上。**截至 6 月末，常熟银行拨备覆盖率为 521.67%，环比 Q1 提升 34bp，风险抵补能力持续得到夯实，首次将拨备覆盖率提升至 500% 以上。拨贷比为 4.69%，环比 Q1 下降 6bp。

**资本充足率稳中略降，可转债发行助力核心一级资本充足率改善。**截至 6 月末，常熟银行核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为 10.17%/10.22%/11.98%，分别较 Q1 下降 47/49/48bp。不过，8 月 16 日公司发布公告，计划发行不超过人民币 60 亿元（含 60 亿元）A 股可转债，若发行之后按照 10% 的比例计入核心一级资本，静态测算，将改善核心一级资本充足率 32bp。

**异地分支机构对集团板块的业务贡献度进一步提升。**截至 6 月末，江苏省内（不含常熟）分支机构营收/贷款/存款占集团比重分别为 50.37/53.14/25.55%，较 2020 年年末分别提升 0.39/3.30/4.17pct，不良率较 2020 年年末下降 9bp 至 0.93%。村镇银行营收/贷款/存款占集团比重分别为 14.82/12.19/11.25%，较 2020 年年末分别提升 0.52/-0.16/0.51pct，不良率较 2020 年年末下降 3bp 至 1.04%。总体来看，常熟银行的异地分支机构中，江苏省内的机构受益于今年江苏经济复苏情况较好的经营环境，加之近年来对苏中、苏北地区差异化的客户结构挖掘，以及成熟的微贷风控技术，各项业务在集团中的贡献度进一步上升。而村镇银行板块经营情况同样呈现向好态势，在当前对地方法人城农商行异地监管趋严背景下，常熟银行受益于独具特色的投资管理型村镇银行牌照，可以在县域地区新设、兼并购收购村镇银行，使得公司业务发展能够实现有效的纵深覆盖。

**盈利预测、估值与评级。**常熟银行深耕本地市场，专注于零售、小微业务，风险机制良好，今年二季度息差已呈现明显改善趋势，资产质量持续优异表现，较高的拨备覆盖率使得公司拥有较强的风险抵补能力。同时，公司存款基础优势较为明显，能够维持相对稳定的计息负债成本率。尽管公司资本充足率有所下滑，但未来 60 亿可转债的发行，将有助于进一步增厚核心一级资本充足率安全垫。综合来看，我们上调公司 2021-2023 年 EPS 预测为 0.75 元（上调 5%）/0.86 元（上调 1%）/0.97 元（上调 4%），对应 PB 估值为 0.85/0.78/0.71 倍，维持“买入”评级。

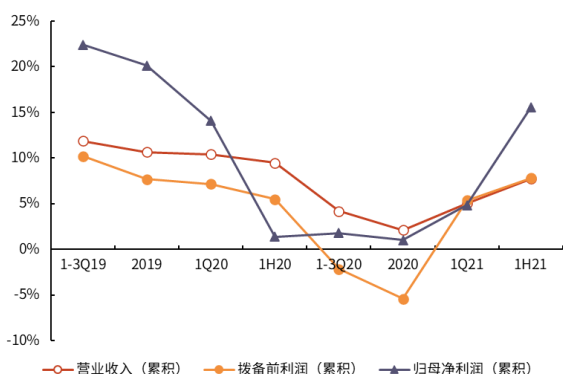
**风险提示：**政策过度收紧冲击实体经济，信用风险压力加大。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,445	6,582	7,401	8,532	9,864
营业收入增长率	10.67%	2.12%	12.45%	15.28%	15.60%
净利润 (百万元)	1,785	1,803	2,063	2,356	2,670
净利润增长率	20.14%	1.01%	14.43%	14.16%	13.34%
EPS (元)	0.65	0.66	0.75	0.86	0.97
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.00%	10.34%	10.99%	11.48%	11.87%
P/E	9.38	9.29	8.12	7.11	6.27
P/B	0.99	0.93	0.85	0.78	0.71

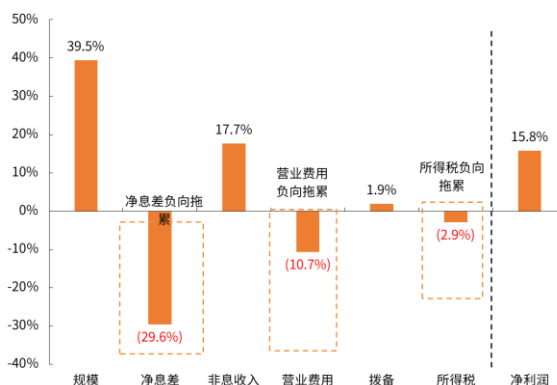
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021 年 8 月 17 日

图 1: 常熟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: 常熟银行业绩同比增速拆分



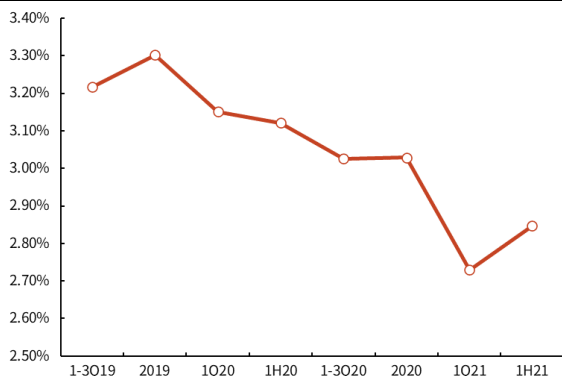
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 常熟银行资产负债结构

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
<b>资产结构 (占比)</b>										
发放贷款和垫款/生息资产	55.9%	58.8%	60.0%	59.3%	60.9%	61.8%	63.9%	63.2%	61.2%	65.7%
较上季变动	(0.1%)	2.9%	1.2%	(0.7%)	1.6%	0.9%	2.1%	(0.8%)	(2.0%)	4.5%
公司贷款/贷款	43.4%	43.3%	42.7%	40.7%	41.0%	40.2%	38.6%	37.3%	38.5%	38.1%
零售贷款/贷款	0.7%	(0.1%)	(0.6%)	(1.9%)	0.2%	(0.8%)	(1.6%)	(1.3%)	1.3%	(0.5%)
票据/贷款	49.9%	49.7%	51.4%	53.8%	52.2%	54.0%	56.2%	57.0%	56.1%	57.3%
金融投资/生息资产	(1.1%)	(0.1%)	1.7%	2.4%	(1.6%)	1.9%	2.2%	0.8%	(0.9%)	1.2%
较上季变动	6.7%	7.0%	5.9%	5.5%	6.9%	5.8%	5.2%	5.7%	5.4%	4.7%
金融同业资产/生息资产	0.4%	0.3%	(1.1%)	(0.4%)	1.4%	(1.1%)	(0.5%)	0.5%	(0.4%)	(0.7%)
较上季变动	32.1%	28.1%	29.3%	29.5%	29.9%	28.1%	28.1%	28.2%	29.8%	25.8%
<b>负债结构 (占比)</b>										
客户存款/付息负债	84.2%	83.6%	83.6%	83.3%	84.7%	87.0%	86.8%	86.4%	87.5%	88.2%
较上季变动	8.1%	(0.6%)	(0.1%)	(0.3%)	1.4%	2.2%	(0.1%)	(0.5%)	1.1%	0.7%
活期存款/存款	35.8%	37.2%	38.5%	37.6%	34.2%	36.6%	35.8%	36.5%	34.6%	35.7%
定期存款/存款	(3.7%)	1.4%	1.4%	(0.9%)	(3.4%)	2.4%	(0.7%)	0.7%	(1.9%)	1.1%
个人存款/存款	57.3%	55.9%	55.4%	56.2%	59.8%	57.8%	59.1%	58.0%	59.2%	57.7%
公司存款/存款	2.6%	(1.4%)	(0.5%)	0.8%	3.5%	(1.9%)	1.2%	(1.0%)	1.2%	(1.6%)
应付债券/付息负债	58.9%	57.4%	58.0%	59.1%	63.7%	61.0%	61.5%	62.0%	63.3%	62.4%
较上季变动	3.9%	(1.4%)	0.6%	1.1%	4.6%	(2.7%)	0.5%	0.6%	1.3%	(0.9%)
金融同业负债/付息负债	34.2%	35.6%	36.0%	34.7%	30.2%	33.4%	33.4%	32.6%	30.6%	31.1%
较上季变动	(5.0%)	1.4%	0.4%	(1.2%)	(4.5%)	3.2%	0.0%	(0.9%)	(2.0%)	0.5%

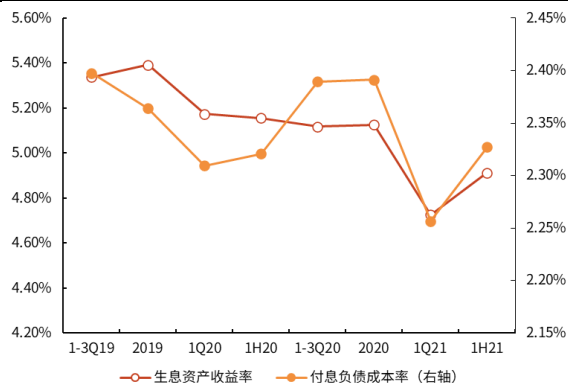
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 常熟银行净息差走势 (测算值)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

图 4: 常熟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: 常熟银行资产质量主要指标

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
不良贷款率	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%	0.98%	0.96%	0.95%	0.96%	0.95%	0.90%
QoQ	(0.03%)	0.00%	(0.00%)	0.01%	0.02%	(0.02%)	(0.01%)	0.01%	(0.01%)	(0.05%)
(关注+不良)/贷款总额	2.91%	2.68%	2.58%	2.51%	2.28%	2.30%	2.28%	2.13%	2.06%	1.86%
QoQ	(0.16%)	(0.23%)	(0.09%)	(0.07%)	(0.22%)	0.02%	(0.03%)	(0.15%)	(0.07%)	(0.20%)
逾期 60 天以上贷款/不良贷款	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	86.58%	N/A	74.30%	N/A	79.42%
逾期 90 天以上贷款/不良贷款	N/A	58.5%	N/A	61.7%	N/A	80.7%	N/A	67.4%	N/A	71.45%
逾期 90 天以上贷款/贷款总额	N/A	0.56%	N/A	0.59%	N/A	0.78%	N/A	0.65%	N/A	0.64%
不良净生成率 (累积年化)	N/A	0.99%	N/A	0.86%	N/A	0.72%	N/A	0.85%	N/A	0.32%
信用成本率 (累积年化)	N/A	1.60%	N/A	1.53%	N/A	1.67%	N/A	1.29%	N/A	1.21%
拨备覆盖率	459.0%	453.5%	467.0%	481.3%	462.8%	487.7%	490.0%	485.3%	487.7%	521.67%
QoQ	14.01%	(5.50%)	13.50%	14.26%	(18.46%)	24.90%	2.29%	(4.69%)	2.34%	34.00%
拨贷比	4.39%	4.35%	4.46%	4.63%	4.52%	4.68%	4.65%	4.66%	4.63%	4.69%
QoQ	0.01%	(0.04%)	0.11%	0.17%	(0.11%)	0.16%	(0.03%)	0.01%	(0.03%)	0.06%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 4: 常熟银行资本充足率

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
资本充足率	15.02%	14.95%	15.12%	15.10%	14.63%	13.77%	13.88%	13.53%	12.45%	11.98%
QoQ	(0.10%)	(0.07%)	0.17%	(0.02%)	(0.47%)	(0.86%)	0.11%	(0.35%)	(1.08%)	(0.47%)
一级资本充足率	11.50%	12.23%	12.43%	12.49%	12.13%	11.32%	11.44%	11.13%	10.71%	10.22%
QoQ	0.97%	0.73%	0.20%	0.06%	(0.36%)	(0.82%)	0.12%	(0.30%)	(0.42%)	(0.49%)
核心一级资本充足率	11.46%	12.19%	12.38%	12.44%	12.08%	11.26%	11.38%	11.08%	10.65%	10.17%
QoQ	0.97%	0.73%	0.20%	0.06%	(0.36%)	(0.82%)	0.12%	(0.30%)	(0.43%)	(0.48%)
风险加权资产同比增速	16.50%	6.08%	7.25%	10.29%	13.68%	19.35%	18.29%	18.14%	19.29%	17.81%
QoQ	0.66%	(10.41%)	1.16%	3.05%	3.39%	5.67%	(1.06%)	(0.16%)	1.16%	(1.48%)

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,445	6,582	7,401	8,532	9,864
净利息收入	5,690	5,966	6,662	7,646	8,800
非息收入	755	616	739	887	1,064
净手续费及佣金收入	324	148	177	213	255
净其他非息收入	431	468	562	674	809
营业支出	4,168	4,351	4,728	5,481	6,406
拨备前利润	3,936	3,723	4,437	5,116	5,915
信用及其他减值损失	1,663	1,495	1,768	2,068	2,460
税前利润	2,273	2,228	2,670	3,048	3,454
所得税	374	292	454	518	587
净利润	1,900	1,936	2,216	2,530	2,867
归属母公司净利润	1,785	1,803	2,063	2,356	2,670

盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产收益率	5.33%	5.13%	4.96%	4.98%	4.98%
贷款收益率	6.94%	6.63%	6.15%	6.10%	6.05%
付息负债成本率	2.36%	2.39%	2.20%	2.17%	2.13%
存款成本率	2.32%	2.42%	2.20%	2.18%	2.15%
净息差	3.24%	3.03%	2.99%	2.98%	2.97%
净利差	2.97%	2.73%	2.76%	2.81%	2.85%
RORWA	1.44%	1.28%	1.25%	1.23%	1.18%
ROAA	1.08%	0.98%	0.98%	0.96%	0.93%
ROAE	12.00%	10.34%	10.99%	11.48%	11.87%

资产质量	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	0.96%	0.96%	0.84%	0.81%	0.80%
拨备覆盖率	478.57%	482.77%	548.52%	574.51%	587.04%
拨贷比	4.60%	4.63%	4.62%	4.66%	4.72%

资本	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	15.10%	13.53%	12.67%	11.72%	10.81%
一级资本充足率	12.49%	11.13%	10.47%	9.72%	8.98%
核心一级资本充足率	12.44%	11.08%	10.42%	9.67%	8.95%

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测,股价日期为:2021年8月17日

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>总资产</b>	<b>184,839</b>	<b>208,685</b>	<b>241,300</b>	<b>283,789</b>	<b>336,016</b>
发放贷款和垫款	109,944	131,722	156,749	186,532	221,973
同业资产	20,834	18,013	19,205	23,178	28,198
金融投资	54,679	58,849	61,792	64,881	68,125
生息资产合计	185,458	208,584	237,746	274,591	318,296
<b>总负债</b>	<b>166,940</b>	<b>189,578</b>	<b>220,413</b>	<b>260,872</b>	<b>310,802</b>
吸收存款	134,702	158,798	187,381	222,984	267,581
市场类负债	27,015	25,051	28,770	32,876	37,287
付息负债合计	161,717	183,849	216,152	255,860	304,868
<b>股东权益</b>	<b>17,899</b>	<b>19,107</b>	<b>20,887</b>	<b>22,918</b>	<b>25,213</b>
股本	2,741	2,741	2,741	2,741	2,741
归属母公司权益	16,925	17,960	19,587	21,444	23,542

业绩规模与增长	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	10.88%	12.90%	15.63%	17.61%	18.40%
生息资产	11.87%	12.47%	13.98%	15.50%	15.92%
付息负债	8.77%	13.69%	17.57%	18.37%	19.15%
贷款余额	18.48%	19.81%	19.00%	19.00%	19.00%
存款余额	19.10%	17.89%	18.00%	19.00%	20.00%
净利息收入	11.59%	4.85%	11.67%	14.76%	15.09%
净手续费及佣金收入	-11.78%	-54.42%	20.00%	20.00%	20.00%
营业收入	10.67%	2.12%	12.45%	15.28%	15.60%
拨备前利润	7.67%	-5.41%	19.18%	15.29%	15.61%
归母净利润	20.14%	1.01%	14.43%	14.16%	13.34%

每股股利及估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	0.65	0.66	0.75	0.86	0.97
PPOPPS (元)	1.44	1.36	1.62	1.87	2.16
BVPS (元)	6.18	6.55	7.15	7.82	8.59
DPS (元)	0.20	0.20	0.23	0.26	0.30
P/E	9.38	9.29	8.12	7.11	6.27
P/PPOP	4.25	4.50	3.77	3.27	2.83
P/B	0.99	0.93	0.85	0.78	0.71

## 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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (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

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE