

## 公司研究

## 存款结构大幅优化，财富管理快速发展

——兴业银行（601166.SH）2021年半年报点评

## 买入（维持）

当前价：18.13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)	207.74
总市值(亿元)	3766.36
一年最低/最高(元)	14.98/26.96
近3月换手率	53.38%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.22	-7.95	18.13
绝对	0.83	-18.00	20.16

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

8月26日，兴业银行发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入1089.55亿，YoY+8.9%，归母净利润401.12亿，YoY+23.1%。

## 点评：

**盈利增速突破20%。**2021年上半年兴业银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为8.9%、8.5%、23.1%，增速较Q1分别提升-1.8、-1.1、9.4pct。其中，Q2单季归母净利润同比增长40.1%，增幅较Q1提升26.44pct。从主要业绩贡献因子来看：规模对业绩贡献度为17.7%，较Q1提升3.58pct；息差贡献度为-4.4%，较Q1下降9.08pct，非息收入贡献度为13.9%，较Q1提升7pct；上半年信用减值损失增长378.81亿，同比少增33.87亿，对盈利形成10.3%的正向贡献，较Q1提升10.52pct。

**贷款占比进一步提升。**上半年总资产、生息资产、贷款同比增速分别为7.5%、7.7%和11.5%，较2020年分别下降2.97、2.19和3.69pct。上半年贷款增量为2403.71亿，同比少增899.98亿，但贷款余额占生息资产余额比重为53%，较2020年年末提升1.6pct。贷款结构方面，上半年对公（不含票据）、零售贷款分别新增2071.19、648.26亿，同比多增238.60、-353.53亿，而票据融资大幅缩量，上半年新增-315.74亿，同比多减775.05亿。

**上半年存款增长基本来源于活期存款。**截至6月末，兴业银行存款占付息负债比重为57.3%，较2020年年末提升0.01pct。上半年存款同比增速为2.2%，较2020年下降5.4pct，且存款增速明显低于贷款增速，存贷增速差较大。结构方面，上半年活期存款增长1132.79亿，尽管同比少增292.26亿，但增量占比高达96.06%，同比提升50.48pct，即公司上半年的存款增长来源基本均为活期存款，截至6月末，活期存款占比为41.5%，较2020年年末提升1.59pct。另一方面，公司对市场类负债吸收仍维持了一定力度，上半年应付债券增长426.02亿，同比多增475.84亿，其中NCD增长746.65亿，同比多增1367.84亿，增幅较大。而同业负债（含存放、拆入、卖出回购）增长421亿，同比少增224.48亿。

**通过结构调整助力负债成本改善。**兴业银行上半年净利息收入同比增速为6.5%，息差（累计值）为2.32%，较2020年年末下降4bp。资产端：上半年贷款收益率（累计值）为5.11%，较2020年仅下降19bp。负债端：尽管公司存款增长并不理想，但结构显著优化，活期存款占比的大幅提升助力存款成本呈现改善之势，上半年存款成本率（累计值）为2.21%，较2020年年末下降5bp。同业负债成本率（累计值）为2.21%，较2020年年末下降13bp。应付债券成本率为2.97%，较2020年年末下降17bp，均出现改善。结合公司负债结构变化和同业负债成本率改善情况，以此推测，公司一方面适度减少了短久期的同业资金吸收力度，另一方面通过加大NCD发行规模补充中长期资金，加之上半年NCD利率自3月份以来持续下行，不仅有助于公司负债成本的改善，而且能够弥补存贷差造成的流动性缺口，缓解NSFR指标下行压力。

**非息收入增速维持高增长，财富管理实现快速发展。**上半年兴业银行非息收入同比增长 13.9%，较 Q1 提升 5.7pct。结构方面，手续费及佣金收入同比增速为 23.9%，较 Q1 下降 10.37pct，但考虑去年 Q1 基数较低，该增速依然维持在较高水平。其中，咨询顾问业务增长 80.2 亿，同比增速为 49.36%，代理业务同比增速为 32.6%。净其他非息收入同比增速由负转正（上半年为 2.1%），但较 Q1 改善 18.1pct，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，资本利得增长有所恢复，Q2 增长近 75.51 亿，同比多增约 17.54 亿。同时，公司财富管理实现快速发展，截至 6 月末，公司零售 AUM 达 2.69 万亿，同比增长 18.9%，零售理财 AUM 和私行客户日均 AUM 分别为 1.35 万亿和 0.68 万亿，上半年增幅分别为 7.09%、8.31%。

**资产质量总体向好，不良净生成率维持低位。**截至 6 月末，兴业银行不良贷款率为 1.15%，较 Q1 下降 3bp，持续处于较低水平。考虑核销、转出后初步测算，上半年不良生成率已下降至 0.56%，较 2020 年年末大幅下降 85bp。（关注+不良）贷款率为 2.50%，较 Q1 上行 5bp，但较 2020 年年末下降 12bp，整体仍处于改善趋势。拨备覆盖率为 256.94%，环比 Q1 提升约 942bp。拨贷比为 2.95%，环比 Q1 提升 3bp，这主要与公司去年加大了不良核销力度有关，不良余额降低，轻装上阵情况下加之不良净生成压力较小，使得信用成本率有所下降。

**核心一级资本充足率有所下滑。**截至 6 月末，兴业银行核心一级/一级/资本充足率分别为 9.2%/10.63%/12.59%，较 Q1 下降 22/25/83bp。风险资产增速为 9.25%，较 Q1 提升 1.22pct，但风险权重系数小幅上行。

**盈利预测、估值与评级。**兴业银行近年来持续推动“1234”战略体系构建，坚持商行和投行双向联动。2021 年上半年活期存款实现快速增长，存款结构持续优化，中收增长强劲，财富管理实现快速发展，资产质量总体向好，拨备覆盖率进一步夯实，归母净利润维持在 20%以上的增速。为此，我们上调 2021-2022 年 EPS 预测为 3.70（较上一期上调 6.41%）/4.15 元（较上一期上调 11.19%），新增 2023 年 EPS 为 4.63 元，当前股价对应 PB 分别为 0.64/0.57/0.51，维持“买入”评级。

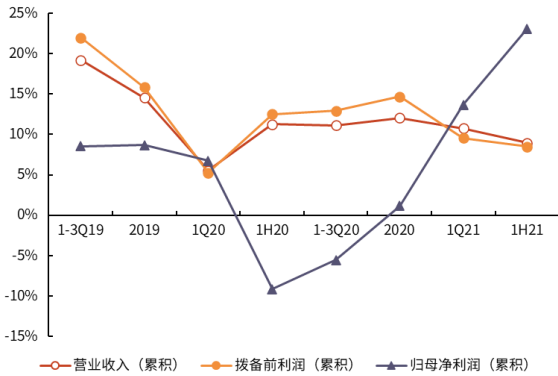
**风险提示：**政策过度收紧冲击实体经济，信用风险压力加大。

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）	181,308	203,137	217,744	242,262	270,643
营业收入增长率	14.54%	12.04%	7.19%	11.26%	11.71%
净利润（百万元）	65,868	66,626	76,929	86,158	96,143
净利润增长率	8.66%	1.15%	15.46%	12.00%	11.59%
EPS（元）	3.17	3.21	3.70	4.15	4.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.23%	13.12%	13.73%	13.79%	13.80%
P/E	5.72	5.65	4.90	4.37	3.92
P/B	0.78	0.71	0.64	0.57	0.51

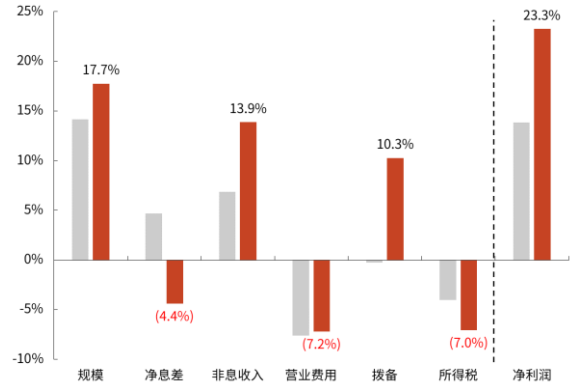
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021 年 8 月 26 日

图 1: 兴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: 兴业银行业绩同比增速拆分



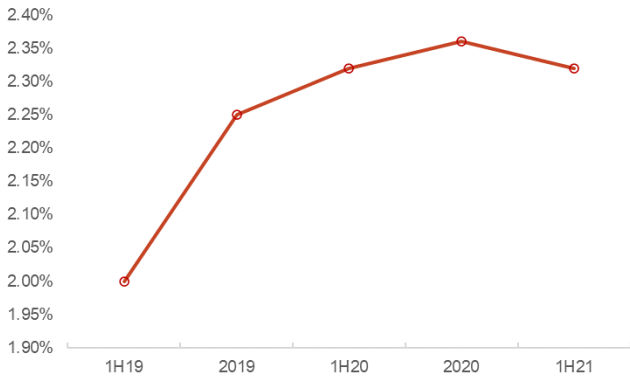
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 兴业银行资产负债结构

	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	47.5%	47.7%	49.7%	49.3%	50.1%	51.2%	51.9%	51.7%	53.4%	53.0%
较上季变动	2.5%	0.2%	2.1%	(0.5%)	0.8%	1.0%	0.7%	(0.2%)	1.8%	(0.5%)
公司贷款/贷款	55.2%	54.1%	51.8%	52.2%	53.2%	52.5%	51.9%	51.5%	53.3%	53.5%
较上季变动	0.4%	(1.1%)	(2.3%)	0.4%	1.0%	(0.7%)	(0.6%)	(0.4%)	1.8%	0.2%
零售贷款/贷款	39.4%	40.3%	41.1%	42.1%	40.5%	41.1%	42.6%	43.2%	41.8%	42.3%
较上季变动	(0.3%)	0.9%	0.8%	1.0%	(1.7%)	0.6%	1.5%	0.7%	(1.4%)	0.5%
票据/贷款	5.3%	5.6%	7.1%	5.7%	6.3%	6.4%	5.5%	5.2%	4.9%	4.2%
较上季变动	(0.1%)	0.3%	1.5%	(1.4%)	0.6%	0.1%	(0.9%)	(0.3%)	(0.3%)	(0.7%)
金融投资/生息资产	43.0%	41.5%	40.0%	38.6%	37.3%	38.5%	37.6%	37.7%	35.5%	35.0%
较上季变动	(1.3%)	(1.5%)	(1.5%)	(1.4%)	(1.4%)	1.2%	(0.8%)	0.1%	(2.2%)	(0.5%)
金融同业资产/生息资产	9.5%	10.8%	10.2%	12.1%	12.6%	10.3%	10.5%	10.6%	11.0%	12.0%
较上季变动	(1.2%)	1.3%	(0.6%)	1.8%	0.5%	(2.3%)	0.1%	0.2%	0.4%	0.9%
<b>负债结构 (占比)</b>										
客户存款/付息负债	57.3%	58.0%	59.2%	58.3%	59.4%	59.9%	57.7%	57.2%	57.1%	57.3%
较上季变动	3.0%	0.7%	1.2%	(0.9%)	1.0%	0.6%	(2.2%)	(0.5%)	(0.0%)	0.1%
活期存款/存款	36.9%	38.0%	36.8%	38.9%	38.9%	39.5%	38.2%	39.9%	40.0%	41.5%
较上季变动	(1.1%)	1.1%	(1.1%)	2.1%	(0.1%)	0.6%	(1.3%)	1.8%	0.0%	1.6%
定期存款/存款	56.0%	54.9%	55.8%	53.3%	53.7%	53.3%	54.2%	52.3%	52.1%	50.7%
较上季变动	1.0%	(1.0%)	0.9%	(2.5%)	0.4%	(0.4%)	1.0%	(1.9%)	(0.2%)	(1.4%)
个人存款/存款	N/A	16.4%	N/A	17.6%	N/A	17.3%	N/A	18.0%	N/A	18.4%
较上季变动	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
公司存款/存款	N/A	76.5%	N/A	74.6%	N/A	75.4%	N/A	74.3%	N/A	73.8%
较上季变动	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
应付债券/付息负债	13.7%	12.6%	13.8%	13.9%	12.5%	13.2%	14.7%	13.4%	15.4%	13.6%
较上季变动	1.9%	(1.1%)	1.2%	0.2%	(1.5%)	0.7%	1.5%	(1.3%)	2.0%	(1.8%)
金融同业负债/付息负债	29.0%	29.3%	27.0%	27.7%	28.2%	26.9%	27.6%	29.4%	27.4%	29.1%
较上季变动	(5.0%)	0.4%	(2.3%)	0.7%	0.4%	(1.3%)	0.7%	1.8%	(2.0%)	1.7%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 兴业银行净息差走势



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

图 4: 兴业银行生息资产收益率及付息负债成本率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

表 3: 兴业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	1.57%	1.56%	1.55%	1.54%	1.52%	1.47%	1.47%	1.25%	1.18%	1.15%
QoQ	0.00%	(0.01%)	(0.01%)	(0.01%)	(0.02%)	(0.05%)	0.00%	(0.22%)	(0.07%)	(0.03%)
(关注+不良)/贷款总额	3.69%	3.44%	3.40%	3.32%	3.59%	3.14%	3.16%	2.62%	2.45%	2.50%
QoQ	0.07%	(0.25%)	(0.04%)	(0.08%)	0.27%	(0.45%)	0.02%	(0.54%)	(0.17%)	0.05%
逾期 90 天以上贷款/不良贷款	N/A	82.6%	N/A	78.6%	N/A	85.7%	N/A	65.7%	N/A	77.14%
逾期 90 天以上贷款/贷款总额	N/A	1.29%	N/A	1.21%	N/A	1.26%	N/A	0.82%	N/A	0.89%
不良净生成率 (累积年化)	N/A	1.61%	N/A	1.48%	N/A	1.42%	N/A	1.42%	N/A	0.56%
信用成本率 (累积年化)	N/A	1.56%	N/A	1.46%	N/A	1.87%	N/A	1.33%	N/A	1.19%
拨备覆盖率	206.3%	193.5%	197.9%	199.1%	199.0%	215.0%	211.7%	218.8%	247.5%	256.94%
QoQ	(0.94%)	(12.82%)	4.35%	1.26%	(0.17%)	16.01%	(3.28%)	7.14%	28.69%	9.42%
拨贷比	3.24%	3.02%	3.07%	3.07%	3.03%	3.16%	3.11%	2.74%	2.92%	2.95%
QoQ	(0.02%)	(0.22%)	0.05%	0.00%	(0.04%)	0.13%	(0.05%)	(0.37%)	0.18%	0.03%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 4: 兴业银行资本充足率

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21
资本充足率	12.06%	11.84%	13.43%	13.36%	13.27%	12.73%	12.62%	13.47%	13.42%	12.59%
QoQ	(0.14%)	(0.22%)	1.59%	(0.07%)	(0.09%)	(0.54%)	(0.11%)	0.85%	(0.05%)	(0.83%)
一级资本充足率	9.78%	10.09%	10.57%	10.56%	10.57%	10.06%	9.99%	10.85%	10.88%	10.63%
QoQ	(0.07%)	0.31%	0.48%	(0.01%)	0.01%	(0.51%)	(0.07%)	0.86%	0.03%	(0.25%)
核心一级资本充足率	9.25%	8.99%	9.45%	9.47%	9.52%	9.04%	9.00%	9.33%	9.42%	9.20%
QoQ	(0.05%)	(0.26%)	0.46%	0.02%	0.05%	(0.48%)	(0.04%)	0.33%	0.09%	(0.22%)
风险加权资产同比增速	9.06%	10.08%	7.58%	8.22%	7.96%	8.56%	13.21%	10.55%	10.48%	9.25%
QoQ	(0.60%)	1.02%	(2.50%)	0.63%	(0.26%)	0.60%	4.65%	(2.66%)	(0.07%)	(1.22%)

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	181,308	203,137	217,744	242,262	270,643
净利息收入	122,289	143,515	150,142	166,755	186,156
非息收入	59,019	59,622	67,602	75,508	84,487
净手续费及佣金收入	30,378	37,710	45,252	52,040	59,846
净其他非息收入	28,641	21,912	22,350	23,468	24,641
营业支出	107,042	126,590	126,966	140,582	157,168
拨备前利润	132,599	152,064	169,931	189,055	211,191
信用及其他减值损失	58,096	75,427	79,062	87,284	97,627
税前利润	74,503	76,637	90,868	101,770	113,565
所得税	7,801	8,956	12,722	14,248	15,899
净利润	66,702	67,681	78,147	87,522	97,665
归属母公司净利润	65,868	66,626	76,929	86,158	96,143

盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产收益率	4.28%	4.14%	3.98%	3.96%	3.94%
贷款收益率	5.41%	5.35%	5.10%	5.05%	5.00%
付息负债成本率	2.66%	2.37%	2.30%	2.27%	2.24%
存款成本率	2.45%	2.27%	2.10%	2.05%	2.00%
净息差	1.81%	1.96%	1.89%	1.93%	1.96%
净利差	1.62%	1.77%	1.68%	1.69%	1.70%
RORWA	1.35%	1.25%	1.35%	1.42%	1.45%
ROAA	0.96%	0.90%	0.97%	1.02%	1.04%
ROAE	14.23%	13.12%	13.73%	13.79%	13.80%

资产质量	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	1.54%	1.25%	1.04%	1.08%	1.16%
拨备覆盖率	197.75%	217.63%	278.19%	295.95%	295.54%
拨贷比	3.05%	2.73%	2.88%	3.19%	3.44%

资本	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	13.36%	13.47%	13.88%	14.00%	13.93%
一级资本充足率	10.56%	10.85%	11.31%	11.53%	11.59%
核心一级资本充足率	9.47%	9.33%	9.87%	10.19%	10.36%

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26日

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>总资产</b>	<b>7,145,681</b>	<b>7,894,000</b>	<b>8,296,993</b>	<b>8,934,939</b>	<b>9,776,687</b>
发放贷款和垫款	3,441,451	3,965,674	4,401,898	4,930,126	5,571,042
同业资产	842,192	816,687	901,971	983,159	1,081,475
金融投资	2,697,521	2,892,814	2,950,670	3,098,204	3,315,078
生息资产合计	6,981,164	7,675,175	8,254,539	9,011,489	9,967,596
<b>总负债</b>	<b>6,596,029</b>	<b>7,269,197</b>	<b>7,609,750</b>	<b>8,178,351</b>	<b>8,942,798</b>
吸收存款	3,759,063	4,042,894	4,245,039	4,584,642	5,043,106
市场类负债	2,687,034	3,028,608	3,187,203	3,402,552	3,690,526
付息负债合计	6,446,097	7,071,502	7,432,241	7,987,194	8,733,632
<b>股东权益</b>	<b>549,652</b>	<b>624,803</b>	<b>687,243</b>	<b>756,588</b>	<b>833,889</b>
股本	20,774	20,774	20,774	20,774	20,774
归属母公司权益	541,360	615,586	676,808	744,789	820,568

业绩规模与增长	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	6.47%	10.47%	5.11%	7.69%	9.42%
生息资产	7.03%	9.94%	7.55%	9.17%	10.61%
付息负债	5.91%	9.70%	5.10%	7.47%	9.35%
贷款余额	17.29%	15.23%	11.00%	12.00%	13.00%
存款余额	13.79%	7.55%	5.00%	8.00%	10.00%
净利息收入	27.84%	17.36%	4.62%	11.06%	11.63%
净手续费及佣金收入	-29.32%	24.14%	20.00%	15.00%	15.00%
营业收入	14.54%	12.04%	7.19%	11.26%	11.71%
拨备前利润	15.83%	14.68%	11.75%	11.25%	11.71%
归母净利润	8.66%	1.15%	15.46%	12.00%	11.59%

每股盈利及估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	3.17	3.21	3.70	4.15	4.63
PPOPPS (元)	6.38	7.32	8.18	9.10	10.17
BVPS (元)	23.37	25.50	28.45	31.72	35.37
DPS (元)	0.76	0.80	0.93	1.04	1.16
P/E	5.72	5.65	4.90	4.37	3.92
P/PPOP	2.84	2.48	2.22	1.99	1.78
P/B	0.78	0.71	0.64	0.57	0.51

## 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