

公司研究

业绩持续优异表现，性价比较为突出

——常熟银行（601128.SH）2021 年三季报点评

买入（维持）

当前价：6.65 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.41
总市值(亿元):	182.27
一年最低/最高(元):	5.68/8.62
近 3 月换手率:	139.57%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.19	10.78	-22.65
绝对	8.31	6.23	-20.21

资料来源：Wind

要点

事件：

10 月 20 日，常熟银行发布 2021 年三季度报告，前三季度实现营业收入 56.33 亿，YoY+12.96%，归母净利润 16.6 亿，YoY+19.04%。加权平均净资产收益率 11.89%（YoY+1.15pct）。

点评：

营收、盈利增速双双提升。2021 年前三季度常熟银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为 12.96%、12.30%、19.04%，增速较上半年分别提升 5.26、4.44、3.52pct。从主要业绩贡献因子来看：规模对业绩贡献度为 43.9%，在所有因子中最高，较上半年提升 4.4pct；非息收入对业绩的贡献度为 18.4%，较上半年提升 0.74pct；息差对盈利的贡献为-19.5%，较上半年改善 10.04pct。前三季度信用减值损失增长 12.07 亿，同比多增 0.27 亿，对盈利形成-1.8%的拖累。

信贷投放“供需两旺”，重点发力个人经营性贷款。前三季度总资产、生息资产、贷款同比增速分别为 18.9%、17.9%和 24%，较上半年分别提升 4.1、4.5 和 3.4pct。Q3 单季贷款增量为 109.2 亿，同比多增 55.7 亿，贷款余额占生息资产余额比重为 67.2%，较上半年提升 1.2pct，创 2016 年以来新高。结构方面，Q3 单季对公（不含票据）、零售贷款分别新增 25.96、85.39 亿，同比多增 25.83、27.93 亿。其中，Q3 单季个人经营性贷款新增 63.61 亿，略高于上半年个人经营性贷款合计增量，Q3 增量占比为 74.05%，较上半年提升 19.85pct。集中度方面，截至 9 月末，公司单户 100 万（含）以下授信规模占比为 40.24%，较年初提升 0.47pct，而单户 5000 万以上授信规模占比较年初下降 2.12pct 至 9.2%，显示公司信贷投放进一步“做小做散”，有助于信用风险的分散。

息差进一步改善。前三季度息差（累计值）为 3.03%，较上半年提升 1bp。若按照季末时点余额进行测算，Q3 单季息差（年化）为 2.89%，较 Q2 提升 4bp，且今年以来呈现逐季改善态势。其中，生息资产收益率环比提升 8bp 至 4.97%。造成这种现象的原因，主要与公司 Q3 以来信贷投放“供需两旺”，零售贷款特别是个人经营性贷款投放力度进一步加大有关，而贷款定价总体呈现稳中有升态势，从而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。前三季度常熟银行非息收入同比增长 58.3%，较上半年提升 14.2pct，始终维持较高增速水平，但一定程度上也有去年 Q3 低基数效应的影响。其中，手续费及佣金收入同比增速为 29.9%，净其他非息收入同比增速为 70.7%，较上半年提升 30.83pct，改善幅度较为明显，主要是受到 Q3 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，拨备覆盖率持续维持在 500%以上。截至 9 月末，常熟银行不良贷款率为 0.81%，较 6 月末下降 9bp，创 2016 年以来新低。关注贷款率较 6 月末下降 8bp 至 0.88%，显示资产质量进一步向好。目前，常熟银行对公贷款新发生不良基本出清，存量问题资产正在逐步消化，而零售贷款不良率始终维持在 0.8%以下，个人经营性贷款不良率维持在 1%以下。因此，常熟银行资产质量在后续有

望持续维持在较低水平,较为优异的资产质量也为盈利增速的进一步改善奠定了基础。截至9月末,常熟银行拨备覆盖率为521.37%,环比6月末基本持平,安全边际非常充裕,在上市银行中仍处于前列,拨贷比为4.23%,环比6月末下降46bp。

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9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10.12%/10.17%/11.88%,分别较6月末下降5/5/10bp,在信贷增长加快情况下,资本消耗力度较一季度和二季度有所放缓,可能与信贷投放重向零售领域倾斜有关。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约30bp。

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,风控机制良好,今年Q3信贷投放“供需两旺”,息差逐季改善,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。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。特别需要强调的是,在监管部门对于农商行异地展业管控从严情况下,常熟银行独具特色的投管型村镇银行模式,为公司后续异地扩张奠定了较强基础,牌照优势较为明显,理应给予更高估值。综合来看,常熟银行信贷投放依然维持了较高景气度,贷款定价稳中向好,负债成本维持稳定,后续NIM仍有上行空间,资产投放有望呈现“量价”双优格局。为此,我们上调公司2021-2023年EPS预测为0.79元(上调5.8%)/0.90元(上调4.4%)/1.01元(上调11.5%),维持“买入”评级。

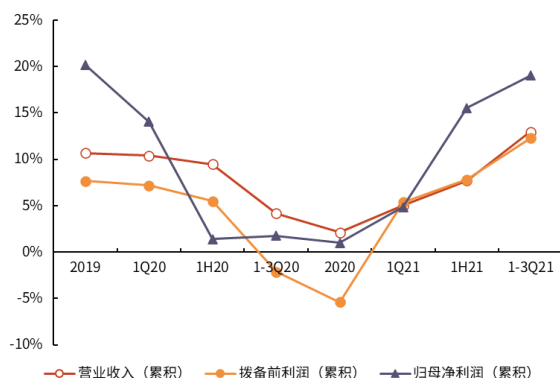
风险提示:宽信用不及预期,经济下行压力加大。

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	7,448	8,588	9,931
营业收入增长率	10.67%	2.12%	13.16%	15.31%	15.63%
净利润(百万元)	1,785	1,803	2,174	2,461	2,780
净利润增长率	20.14%	1.01%	20.58%	13.20%	12.95%
EPS(元)	0.65	0.66	0.79	0.90	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.00%	10.34%	11.55%	11.91%	12.23%
P/E	10.21	10.11	8.38	7.41	6.56
P/B	1.08	1.01	0.92	0.84	0.77

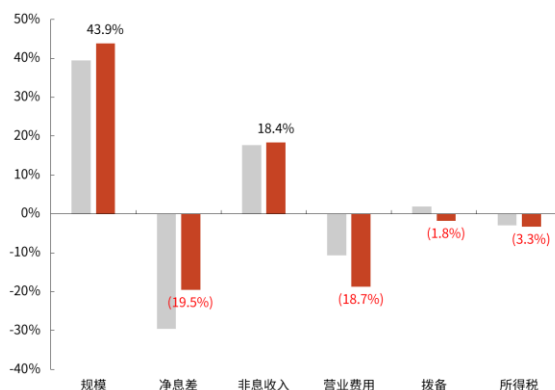
资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2021年10月20日

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



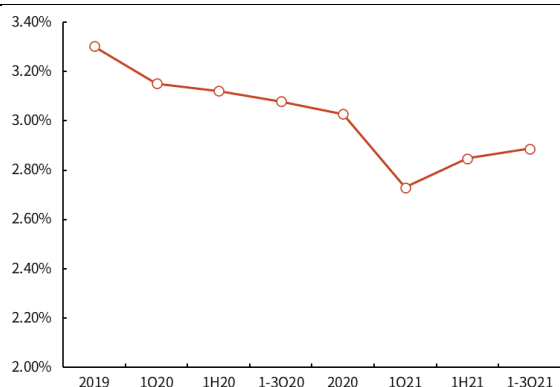
资料来源:公司公告,光大证券研究所

表 2：常熟银行资产负债结构

	1Q19	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21
资产结构 (占比)											
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%	67.2%
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%	1.5%
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%	37.1%
较上季变动	0.7%	(0.1%)	(0.6%)	(1.9%)	0.2%	(0.8%)	(1.6%)	(1.3%)	1.3%	(0.5%)	(1.0%)
零售贷款/贷款	49.9%	49.7%	51.4%	53.8%	52.2%	54.0%	56.2%	57.0%	56.1%	57.3%	58.7%
较上季变动	(1.1%)	(0.1%)	1.7%	2.4%	(1.6%)	1.9%	2.2%	0.8%	(0.9%)	1.2%	1.4%
票据/贷款	6.7%	7.0%	5.9%	5.5%	6.9%	5.8%	5.2%	5.7%	5.4%	4.7%	4.2%
较上季变动	0.4%	0.3%	(1.1%)	(0.4%)	1.4%	(1.1%)	(0.5%)	0.5%	(0.4%)	(0.7%)	(0.4%)
金融投资/生息资产	32.1%	28.1%	29.3%	29.5%	29.9%	28.1%	28.1%	28.2%	29.8%	25.8%	25.6%
较上季变动	(0.7%)	(4.0%)	1.2%	0.2%	0.4%	(1.8%)	0.0%	0.1%	1.6%	(4.0%)	(0.3%)
金融同业资产/生息资产	12.0%	13.1%	10.7%	11.2%	9.2%	10.1%	7.9%	8.6%	9.0%	8.5%	7.2%
较上季变动	0.8%	1.1%	(2.4%)	0.5%	(2.0%)	0.9%	(2.1%)	0.7%	0.4%	(0.6%)	(1.3%)
负债结构 (占比)											
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%	84.5%
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%	(3.7%)
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%	33.7%
较上季变动	(3.7%)	1.4%	1.4%	(0.9%)	(3.4%)	2.4%	(0.7%)	0.7%	(1.9%)	1.1%	(2.0%)
定期存款/存款	57.3%	55.9%	55.4%	56.2%	59.8%	57.8%	59.1%	58.0%	59.2%	57.7%	59.9%
较上季变动	2.6%	(1.4%)	(0.5%)	0.8%	3.5%	(1.9%)	1.2%	(1.0%)	1.2%	(1.6%)	2.2%
个人存款/存款	58.9%	57.4%	58.0%	59.1%	63.7%	61.0%	61.5%	62.0%	63.3%	62.4%	62.6%
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%)	0.2%
公司存款/存款	34.2%	35.6%	36.0%	34.7%	30.2%	33.4%	33.4%	32.6%	30.6%	31.1%	31.0%
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%	(0.0%)
应付债券/付息负债	10.0%	8.9%	8.2%	7.1%	7.2%	4.8%	5.8%	5.5%	3.9%	4.8%	8.0%
较上季变动	(6.2%)	(1.2%)	(0.7%)	(1.1%)	0.1%	(2.5%)	1.0%	(0.3%)	(1.6%)	0.9%	3.3%
金融同业负债/付息负债	5.8%	7.5%	8.2%	9.6%	8.1%	8.3%	7.4%	8.2%	8.6%	7.0%	7.4%
较上季变动	(2.0%)	1.7%	0.7%	1.4%	(1.6%)	0.2%	(0.9%)	0.8%	0.5%	(1.6%)	0.4%

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	3Q21
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%	0.81%
QoQ	(0.03%)	0.00%	(0.00%)	0.01%	0.02%	(0.02%)	(0.01%)	0.01%	(0.01%)	(0.05%)	(0.09%)
(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%	1.69%
QoQ	(0.16%)	(0.23%)	(0.09%)	(0.07%)	(0.22%)	0.02%	(0.03%)	(0.15%)	(0.07%)	(0.20%)	(0.17%)
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%	N/A
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%	N/A
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%	N/A
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%	N/A
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%	N/A
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%	521.37%
QoQ	14.01%	(5.50%)	13.50%	14.26%	(18.46%)	24.90%	2.29%	(4.69%)	2.34%	34.00%	(0.30%)
拨贷比	4.39%	4.35%	4.46%	4.63%	4.52%	4.68%	4.65%	4.66%	4.63%	4.69%	4.23%
QoQ	0.01%	(0.04%)	0.11%	0.17%	(0.11%)	0.16%	(0.03%)	0.01%	(0.03%)	0.06%	(0.46%)

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	3Q21
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%	11.88%
QoQ	(0.10%)	(0.07%)	0.17%	(0.02%)	(0.47%)	(0.86%)	0.11%	(0.35%)	(1.08%)	(0.47%)	(0.10%)
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%	10.17%
QoQ	0.97%	0.73%	0.20%	0.06%	(0.36%)	(0.82%)	0.12%	(0.30%)	(0.42%)	(0.49%)	(0.05%)
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%	10.12%
QoQ	0.97%	0.73%	0.20%	0.06%	(0.36%)	(0.82%)	0.12%	(0.30%)	(0.43%)	(0.48%)	(0.05%)
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%	22.12%
QoQ	0.66%	(10.41%)	1.16%	3.05%	3.39%	5.67%	(1.06%)	(0.16%)	1.16%	(1.48%)	4.31%

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	7,448	8,588	9,931
净利息收入	5,800	5,966	6,662	7,646	8,800
非息收入	645	616	786	943	1,131
净手续费及佣金收入	214	148	177	213	255
净其他非息收入	431	468	608	730	876
营业支出	4,168	4,351	4,631	5,401	6,330
拨备前利润	3,936	3,723	4,465	5,150	5,955
信用及其他减值损失	1,663	1,495	1,652	1,965	2,358
税前利润	2,273	2,228	2,813	3,184	3,597
所得税	374	292	478	541	611
净利润	1,900	1,936	2,335	2,643	2,986
归属母公司净利润	1,785	1,803	2,174	2,461	2,780

盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产收益率	5.39%	5.13%	4.96%	4.98%	4.98%
贷款收益率	7.05%	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	3.30%	3.03%	2.99%	2.98%	2.97%
净利差	3.03%	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%	11.55%	11.91%	12.23%

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%	539.78%	560.09%	569.07%
拨贷比	4.60%	4.63%	4.55%	4.55%	4.57%

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 10 月 20 日

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	184,839	208,685	241,300	283,789	336,016
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
总负债	166,940	189,578	220,413	260,872	310,802
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
股东权益	17,899	19,107	21,015	23,130	25,518
股本	2,741	2,741	2,741	2,741	2,741
归属母公司权益	16,925	17,960	19,707	21,640	23,822

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	13.74%	2.87%	11.67%	14.76%	15.09%
净手续费及佣金收入	-41.63%	-31.11%	20.00%	20.00%	20.00%
营业收入	10.67%	2.12%	13.16%	15.31%	15.63%
拨备前利润	7.67%	-5.41%	19.93%	15.32%	15.64%
归母净利润	20.14%	1.01%	20.58%	13.20%	12.95%

每股盈利及估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	0.65	0.66	0.79	0.90	1.01
PPOPPS (元)	1.44	1.36	1.63	1.88	2.17
BVPS (元)	6.18	6.55	7.19	7.90	8.69
DPS (元)	0.20	0.20	0.24	0.27	0.31
P/E	10.21	10.11	8.38	7.41	6.56
P/POPOP	4.63	4.90	4.08	3.54	3.06
P/B	1.08	1.01	0.92	0.84	0.77

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的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所载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