

## 公司研究

## 盈利增速逐季回升，四大布局稳步推进

## ——工商银行（601398.SH）2021 年度报告点评

## 买入（维持）

当前价：4.71 元

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

010-57378035

dongwx@ebsecn.com

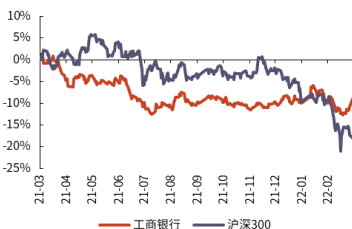
联系人：蔡霆峰

caitingfeng1@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	3,564.06
总市值(亿元):	16,786.73
一年最低/最高(元):	4.47/5.26
近3月换手率:	8.47%

## 股价相对走势



资料来源：Wind

## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.22	13.96	7.16
绝对	1.07	1.07	-9.34

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

3月30日，工商银行发布2021年度报告，全年实现营业收入9427.62亿元，YoY+6.8%，归母净利润3483.38亿元，YoY+10.3%。加权平均净资产收益率为12.15%，YoY+0.20pct。

## 点评：

**盈利增速逐季提升，战略布局稳步推进。**2021年，工商银行营收同比增长6.8%至9427.62亿元，归母净利润同比增长10.3%至3483.38亿元，同比增速较1-3Q21分别变动-0.2、0.1pct，盈利增速自3Q21以来逐季提升，利润总量保持全球银行业首位。拆分2021年业绩同比增速看，规模扩张、非息收入为主要贡献分项，分别拉动业绩增速15.9、5.3pct，营业费用拖累较1-3Q21小幅提升。

**2021年，工商银行稳步推进“扬长、补短、固本、强基”四大布局。**具体看：1) **扬长上**，重点巩固机构、公司、结算、交易等业务优势；2) **补短与协同上**，重点推进个人金融、外汇业务、重点区域、城乡联动四大战略重点。其中，个人金融业务方面，2021年末，个人客户总数突破7亿户，个人金融资产总量(AUM)近17万亿元，个人贷款同比增长11.7%至近8万亿元，个人存款同比增长7.2%至12.5万亿元，理财产品余额近2.6万亿元；3) **固本上**，重点夯实金融科技、金融创新，2021年金融科技投入259.87亿元，以科技强行赋能“数字工行(D-ICBC)”建设；4) **强基上**，重点提升全面风险管理能力、GBC联动效能、网点和人才队伍竞争力。

**资产结构进一步优化，信贷占比升至60%。**2021年末，公司总资产较上年末增长5.5%至35.17万亿，增速较21Q3末下降0.3pct。单季资产变化看，4Q总资产规模减少2266.83亿元，同比少增998.90亿元，主要受存放央行款项及同业资产拖累（二者合计减少7930.15亿元）；但4Q新增贷款2417.66亿，同比多增607.65亿，贷款增速季环比提升0.2pct至11.0%，体现了较强的信贷投放能力。**贷款占生息资产比重较上季度末提升1.2pct至60.0%**，整体资产结构进一步优化。

**对公信贷资源向低风险资产倾斜，零售信贷占比提升至38.4%。**信贷结构上，1) 对公贷款全年新增1.09万亿，同比少增549.39亿，**信贷资源重点向资产质量优异、逆周期属性较强的信贷领域集中**，交运仓储邮政业、租赁及商务服务业、水利环境新增贷款占比居前，分别为32.7%、20.3%和19.4%，资产安全性进一步提高；2) **零售信贷全年新增8295.02亿**，同比多增978.47亿，零售信贷占比季环比提升0.4pct至38.4%，**新增个贷主要集中在个人住房贷款和个人经营性贷款**，新增占比分别为76.5%、21.8%。

**负债结构大体稳定，零售存款占比升至47.9%。**2021年末，工商银行总负债、存款较上年末分别增长4.8%、4.9%，增速较21Q3末分别变动-0.4、0.2pct。**负债结构大体平稳**，存款、应付债券、同业负债占比分别为86.4%、2.6%和11.0%。**存款结构上**，零售存款、对公存款占比分别为47.9%、51.1%，零售存款占比较1H21提升0.4pct。2021年末，活期存款占比49.6%，占比近年来大致稳于50%左右。

**NIM 收窄幅度处于可比同业较优水平。**2021 年，公司资产端定价有所承压，但下行幅度季环比逐渐收窄，2021 年生息资产收益率为 3.56%，较 2020 年下降 8bp，但较 1H21 基本持平。负债端，公司通过压降高成本存款对冲息差下行压力，2021 年付息负债成本率为 1.64%，较年初下降 3bp。随着资产端定价下行斜率趋缓，叠加公司持续优化负债结构，2021 年下半年以来息差保持较强韧性，2021 年息差为 2.11%，季环比持平。在银行业利差不断收窄的大趋势下，NIM 收窄幅度处于可比同业较优水平。

**非息收入取得较好表现。**2021 年，公司非息收入同比增长 6.9%至 2520.82 亿元。其中，净手续费及佣金收入同比增长 1.4%至 1330.24 亿元，主要是第三方支付业务收入、公募基金托管业务收入增加所致；净其他非息收入同比增长 13.7%至 1190.58 亿元，主要是权益工具、债券投资收益增加所致，受益于债市收益率下行带来的债券资产价值重估，公司取得较好资本利得收益。

**不良指标实现“双降”，拨备覆盖率突破 200%。**截至 2021 年末，工商银行不良贷款余额为 2934.29 亿，季环比减少 178.87 亿，不良贷款率季环比下降 10bp 至 1.42%，不良指标实现“双降”；逾期贷款占不良贷款的比重为 86.9%，逾期基本纳入不良。逾期不良剪刀差-385 亿元，连续 7 个季度为负，创历史新低。在资产质量持续改善情况下，公司拨备计提政策依旧保持审慎稳健，拨备覆盖率较上季度末提升 9.0pct 至 205.8%，近 7 年来首次突破 200%，风险抵补能力进一步增强。

**资本充足率季环比稳中有升，位于全球大行前列。**工商银行在利润留存补充资本的基础上，积极拓展外源性资本补充渠道，4Q21 成功发行 300 亿元永续债和 600 亿元二级资本债，资本实力进一步增强，资本充足率超过 18%，位居全球大型银行前列。截至 2021 年末，核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 13.31%、14.94%、18.02%，季环比分别提升 0.17、0.26、0.57pct。

**盈利预测、估值与评级。**工商银行具有规模、牌照及资源储备等禀赋优势，新三年金融科技发展规划平稳启航，叠加“第一个人金融银行”战略深入实施，有望带动公司经营绩效提升。在“宽信用”、“稳增长”预期较强，有效信贷需求尚待提振背景下，作为国有大行，工行预计将在信贷投放中扮演“头雁”作用，贷款规模有望进一步提升，结合 2021 年年报，上调公司 2022-2023 年 EPS 预测为 1.05 元（上调 4.0%）、1.12 元（上调 5.7%），新增 2024 年 EPS 预测为 1.17 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.52/0.48/0.44 倍，维持“买入”评级。

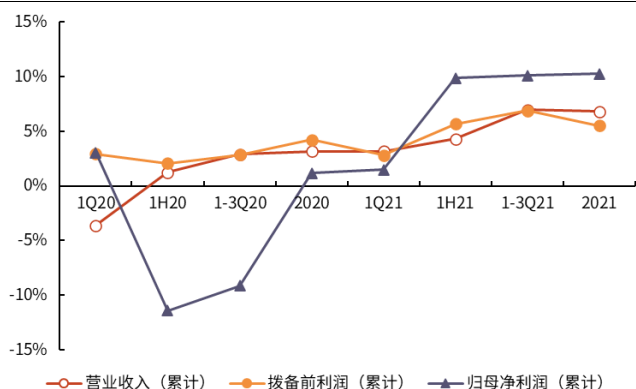
**风险提示：**如果宏观经济超预期下行，可能增加大额风险暴露的潜在风险。

**表 1：工商银行盈利预测与估值简表**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	882,665	942,762	994,295	1,045,817	1,098,478
营业收入增长率	3.18%	6.81%	5.47%	5.18%	5.04%
净利润（百万元）	315,906	348,338	374,368	398,159	417,481
净利润增长率	1.18%	10.27%	7.47%	6.36%	4.85%
EPS（元）	0.89	0.98	1.05	1.12	1.17
ROE	12.30%	12.51%	12.32%	12.00%	11.56%
P/E	5.27	4.78	4.45	4.18	3.99
P/B	0.62	0.57	0.52	0.48	0.44

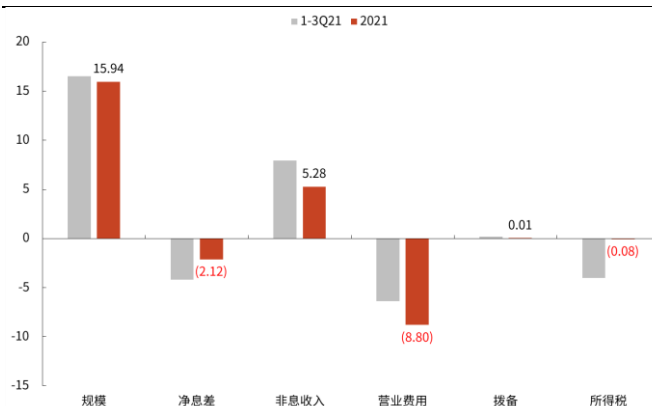
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-3-30

图 1: 工商银行营收及盈利累积增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 工商银行业绩同比增速拆分



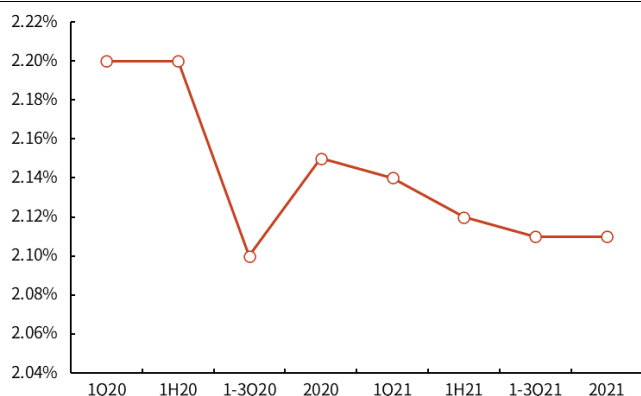
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 单位: pct

图 3: 工商银行资产负债结构

	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021
<b>资产结构 (占比)</b>								
发放贷款和垫款/生息资产	55.7%	55.4%	56.3%	57.3%	57.8%	58.0%	58.8%	60.0%
较上季变动 (pct)	(0.99)	(0.30)	0.89	0.96	0.55	0.18	0.76	1.22
公司贷款/贷款	60.3%	59.9%	60.0%	59.6%	60.7%	60.5%	60.1%	59.0%
较上季变动 (pct)	0.88	(0.34)	0.01	(0.34)	1.06	(0.17)	(0.39)	(1.10)
零售贷款/贷款	37.4%	37.7%	37.8%	38.2%	37.8%	37.9%	38.0%	38.4%
较上季变动 (pct)	(0.70)	0.28	0.11	0.44	(0.42)	0.10	0.11	0.45
票据/贷款	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%	1.5%	1.6%	1.9%	2.6%
较上季变动 (pct)	(0.18)	0.06	(0.12)	(0.09)	(0.64)	0.07	0.28	0.66
金融投资/生息资产	26.0%	25.8%	26.2%	26.4%	25.9%	25.7%	25.9%	26.9%
较上季变动 (pct)	0.08	(0.16)	0.41	0.22	(0.55)	(0.21)	0.26	0.95
金融同业资产/生息资产	18.3%	18.8%	17.5%	16.3%	16.3%	16.3%	15.3%	13.1%
较上季变动 (pct)	0.91	0.46	(1.30)	(1.18)	0.00	0.04	(1.02)	(2.17)
<b>负债结构 (占比)</b>								
客户存款/付息负债	85.9%	86.2%	87.1%	86.4%	86.0%	86.5%	86.4%	86.4%
较上季变动 (pct)	(1.49)	0.25	0.88	(0.70)	(0.32)	0.48	(0.06)	(0.08)
活期存款/存款	49.0%	49.1%	48.5%	50.9%	49.7%	50.4%	49.0%	49.6%
较上季变动 (pct)	0.40	0.04	(0.57)	2.38	(1.19)	0.73	(1.43)	0.57
定期存款/存款	50.3%	50.0%	50.4%	48.1%	49.4%	48.5%	50.0%	49.5%
较上季变动 (pct)	(0.00)	(0.32)	0.38	(2.32)	1.33	(0.93)	1.50	(0.49)
个人存款/存款	N/A	46.4%	N/A	46.9%	N/A	47.5%	N/A	47.9%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
公司存款/存款	N/A	52.6%	N/A	52.1%	N/A	51.4%	N/A	51.1%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
应付债券/付息负债	2.6%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.6%	2.5%	2.6%
较上季变动 (pct)	(0.22)	(0.11)	0.24	0.01	0.04	(0.24)	(0.02)	0.07
金融同业负债/付息负债	11.4%	11.3%	10.2%	10.9%	11.2%	10.9%	11.0%	11.0%
较上季变动 (pct)	1.71	(0.13)	(1.12)	0.69	0.28	(0.24)	0.08	0.01

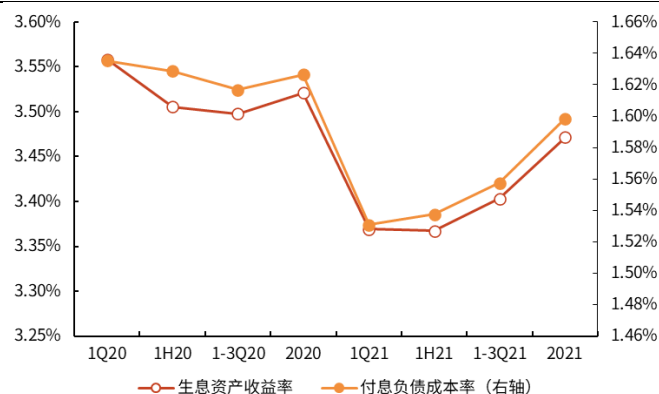
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 4：工商银行净息差走势（公布值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 5：工商银行生息资产收益率及付息负债成本率（测算值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所测算

图 6：工商银行资产质量主要指标

	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021
<b>不良贷款率</b>	<b>1.43%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.55%</b>	<b>1.58%</b>	<b>1.58%</b>	<b>1.54%</b>	<b>1.52%</b>	<b>1.42%</b>
较上季变动 (pct)	0.00	0.07	0.05	0.03	0.00	(0.04)	(0.02)	(0.10)
<b>(关注+不良)/贷款总额</b>	<b>N/A</b>	<b>3.91%</b>	<b>N/A</b>	<b>3.79%</b>	<b>N/A</b>	<b>3.47%</b>	<b>N/A</b>	<b>3.41%</b>
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>逾期90天以上贷款/不良贷款</b>	<b>N/A</b>	<b>61.9%</b>	<b>N/A</b>	<b>57.3%</b>	<b>N/A</b>	<b>65.65%</b>	<b>N/A</b>	<b>62.18%</b>
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>逾期90天以上贷款/贷款总额</b>	<b>N/A</b>	<b>0.93%</b>	<b>N/A</b>	<b>0.90%</b>	<b>N/A</b>	<b>1.01%</b>	<b>N/A</b>	<b>0.88%</b>
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>拨备覆盖率</b>	<b>199.4%</b>	<b>194.7%</b>	<b>190.2%</b>	<b>180.7%</b>	<b>183.2%</b>	<b>191.97%</b>	<b>196.80%</b>	<b>205.84%</b>
较上季变动 (pct)	0.05	(4.68)	(4.50)	(9.51)	2.54	8.75	4.83	9.04
<b>拨贷比</b>	<b>2.85%</b>	<b>2.92%</b>	<b>2.94%</b>	<b>2.85%</b>	<b>2.89%</b>	<b>2.96%</b>	<b>3.00%</b>	<b>2.92%</b>
较上季变动 (pct)	(0.01)	0.07	0.02	(0.09)	0.04	0.07	0.04	(0.08)

资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 7：工商银行资本充足率

	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021
<b>资本充足率</b>	<b>16.52%</b>	<b>16.00%</b>	<b>16.47%</b>	<b>16.88%</b>	<b>17.01%</b>	<b>17.01%</b>	<b>17.45%</b>	<b>18.02%</b>
较上季变动 (pct)	(0.25)	(0.52)	0.47	0.41	0.13	(0.00)	0.44	0.57
<b>一级资本充足率</b>	<b>14.19%</b>	<b>13.72%</b>	<b>13.94%</b>	<b>14.28%</b>	<b>14.36%</b>	<b>14.28%</b>	<b>14.68%</b>	<b>14.94%</b>
较上季变动 (pct)	(0.08)	(0.47)	0.22	0.34	0.08	(0.08)	0.40	0.26
<b>核心一级资本充足率</b>	<b>13.15%</b>	<b>12.70%</b>	<b>12.84%</b>	<b>13.18%</b>	<b>13.29%</b>	<b>12.90%</b>	<b>13.14%</b>	<b>13.31%</b>
较上季变动 (pct)	(0.05)	(0.45)	0.14	0.34	0.11	(0.39)	0.24	0.17
<b>风险加权资产同比增速</b>	<b>7.32%</b>	<b>8.81%</b>	<b>7.41%</b>	<b>8.10%</b>	<b>6.44%</b>	<b>6.62%</b>	<b>6.68%</b>	<b>7.78%</b>
较上季变动 (pct)	(0.98)	1.50	(1.41)	0.69	(1.66)	0.18	0.07	1.10

资料来源：公司财报，光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	882,665	942,762	994,295	1,045,817	1,098,478
净利息收入	646,765	690,680	726,317	764,440	803,032
非息收入	235,900	252,082	267,979	281,377	295,446
净手续费及佣金收入	131,215	133,024	137,015	143,865	151,059
净其他非息收入	104,685	119,058	130,964	137,512	144,388
营业支出	491,283	519,198	525,148	546,770	575,149
拨备前利润	594,794	627,522	717,228	754,323	792,239
信用及其他减值损失	202,668	202,623	246,745	253,941	267,575
税前利润	392,126	424,899	470,483	500,382	524,664
所得税	74,441	74,683	94,097	100,076	104,933
净利润	317,685	350,216	376,386	400,306	419,731
归属母公司净利润	315,906	348,338	374,368	398,159	417,481

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	3.52%	3.47%	3.45%	3.42%	3.39%
贷款收益率	4.33%	4.24%	4.14%	4.09%	4.07%
付息负债成本率	1.63%	1.60%	1.61%	1.60%	1.62%
存款成本率	1.53%	1.56%	1.51%	1.49%	1.49%
净息差	2.08%	2.06%	2.05%	2.03%	2.01%
净利差	1.89%	1.87%	1.84%	1.82%	1.77%
RORWA	1.64%	1.68%	1.71%	1.74%	1.73%
ROAA	1.00%	1.02%	1.04%	1.05%	1.05%
ROAE	12.30%	12.51%	12.32%	12.00%	11.56%

资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.58%	1.42%	1.42%	1.38%	1.34%
拨备覆盖率	180.39%	205.76%	211.92%	216.51%	219.99%
拨贷比	2.85%	2.92%	3.00%	3.00%	2.95%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	16.88%	18.02%	18.76%	19.07%	19.37%
一级资本充足率	14.28%	14.94%	15.68%	16.06%	16.42%
核心一级资本充足率	13.18%	13.31%	14.09%	14.55%	14.99%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2022-3-30

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>总资产</b>	<b>33,345,058</b>	<b>35,171,383</b>	<b>37,050,273</b>	<b>39,069,910</b>	<b>41,170,526</b>
发放贷款和垫款	18,624,308	20,667,245	22,733,970	24,893,697	27,134,129
同业资产	5,294,147	4,526,212	4,064,273	3,718,273	3,606,253
金融投资	8,591,139	9,257,760	9,720,648	10,206,680	10,512,881
生息资产合计	32,509,594	34,451,217	36,518,891	38,818,650	41,253,263
<b>总负债</b>	<b>30,435,543</b>	<b>31,896,125</b>	<b>33,501,711</b>	<b>35,231,850</b>	<b>37,030,617</b>
吸收存款	24,866,785	26,079,780	27,462,008	28,835,109	30,219,194
市场类负债	3,930,794	4,118,070	4,358,058	4,624,409	4,945,417
付息负债合计	28,797,579	30,197,850	31,820,066	33,459,518	35,164,611
<b>股东权益</b>	<b>2,909,515</b>	<b>3,275,258</b>	<b>3,548,562</b>	<b>3,838,060</b>	<b>4,139,910</b>
股本	356,407	356,407	356,407	356,407	356,407
归属母公司权益	2,893,502	3,257,755	3,529,040	3,816,392	4,115,991

业绩规模与增长	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	10.75%	5.48%	5.34%	5.45%	5.38%
生息资产	10.02%	5.97%	6.00%	6.30%	6.27%
付息负债	10.70%	4.86%	5.37%	5.15%	5.10%
贷款余额	11.11%	10.97%	10.00%	9.50%	9.00%
存款余额	9.35%	4.88%	5.30%	5.00%	4.80%
净利息收入	2.30%	6.79%	5.16%	5.25%	5.05%
净手续费及佣金收入	0.49%	1.38%	3.00%	5.00%	5.00%
营业收入	3.18%	6.81%	5.47%	5.18%	5.04%
拨备前利润	4.21%	5.50%	14.30%	5.17%	5.03%
归母净利润	1.18%	10.27%	7.47%	6.36%	4.85%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	0.89	0.98	1.05	1.12	1.17
PPOPPS (元)	1.67	1.76	2.01	2.12	2.22
BVPS (元)	7.48	8.15	8.91	9.71	10.55
DPS (元)	0.27	0.29	0.32	0.34	0.35
P/E	5.27	4.78	4.45	4.18	3.99
P/POPOP	2.80	2.65	2.32	2.21	2.10
P/B	0.62	0.57	0.52	0.48	0.44

## 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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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