

## 公司研究

## 信贷逐月同比多增，资产质量持续向好

## ——工商银行（601398.SH）2022年半年报点评

## 买入（维持）

当前价：4.36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

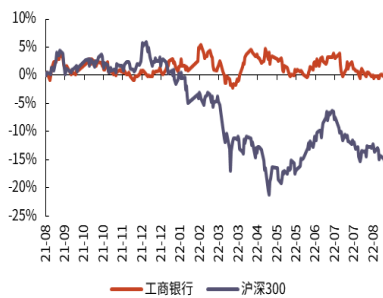
联系人：蔡霆峰

caitingfeng1@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	3,564.06
总市值(亿元)	15,539.31
一年最低/最高(元)	4.2/4.6
近3月换手率	6.38%

## 股价相对走势



资料来源：Wind

## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.80	-0.02	16.65
绝对	-0.46	-0.41	1.33

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

8月30日，工商银行发布2022年半年度报告，上半年实现营业收入4872.7亿元，YoY +4.2%，归母净利润1715.1亿元，YoY +4.9%。加权平均净资产收益率为11.25%，YoY-0.65pct。

## 点评：

**经营业绩稳健性强，规模优势凸显。**上半年，工商银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为4.2%、3.1%、4.9%，季环比分别下降2.4、3.1、0.8pct。营收主要构成上，净利息收入同比增长4.5%，非息收入同比增长3.3%。截至2Q末，工商银行总资产、营业收入和净利润分别突破38万亿元、4800亿元和1700亿元，稳居全球银行业首位，并创历年中期最高水平。

拆分业绩同比增长来看，相较1Q，规模扩张正贡献进一步升至16.3pct，息差拖累环比加大，非息收入贡献收窄，拨备正贡献有所提升。

## 上半年信贷投放逐月同比多增，“以量补价”驱动净利息收入同比增长4.5%

**持续加大重点领域信贷投放，扩表力度逐季提升。**截至2Q末，工商银行生息资产、贷款分别同比增长10.2%、11.7%，增速季环比分别提升1.7pct、0.8pct。截至2Q末，贷款占生息资产比重大体持平于59%左右。上半年，人民币贷款新增1.61万亿元，创历史新高，且逐月保持同比多增。截至2Q末，对公贷款余额较年初增加1.12万亿元，增长9.1%。其中，中长期贷款增加6769亿元；增量对公贷款占比较高的主要为制造业（占比20.3%）、交运仓储（占比16.7%）、租赁商务（占比16.4%）等领域。个人贷款余额较年初增加1946亿元，增长2.4%；其中，个人经营性贷款增加1190亿元（较年初+16.9%），住房按揭贷款增加863亿元（较年初+1.4%）。

**存款增量创历史新高，核心负债稳定性显著提升。**截至2Q末，工商银行计息负债、存款分别同比增长10.5%、9.8%，增速季环比分别提升2.4、2.3pct。存款总额较上年末增加2.79万亿元，同比多增1.36万亿元。在上半年银行业存款定期化呈加剧态势情况下，工商银行定期存款占比较年初提升2.5pct至52.0%，季环比持平。上半年新增存款均衡率达到近十年同期最高水平，稳定性明显增强。

**净息差季环比收窄7bp至2.03%。**工商银行上半年净息差2.03%，环比1Q收窄7bp，同比收窄9bp。测算生息资产收益率季环比下降2bp，计息负债成本率季环比提升4bp。计息负债成本提升可能主要受到定期存款增加拖累，上半年存款付息率同比提升9bp至1.70%。另据中报披露，6月份新吸收定期存款利率较上年同期明显下降，且降幅高于行业平均水平。后续随着存款利率报价机制改革持续发挥作用、公司进一步优化存款期限和投放节奏，预计存款利率有望维持同业较优水平。

**受益于公司多元化业务布局，非息收益同比增速录得 3.3%。**上半年，工商银行非息收入同比增长 3.3%至 1358.5 亿元。其中，净手续费及佣金收入同比增长 0.1%至 760.2 亿元，虽然受到资本市场环境及疫情等不利因素影响，个人理财、投资银行、担保及承诺等中收同比负增长，但受益于公司多元化的业务布局，结算、清算及现金管理业务等录得较好增长，对非息收入形成较好支撑；净其他非息收入同比增长 7.7%至 598.3 亿元，主要是债券投资买卖价差和利率类衍生工具等投资收益贡献。

**不良率稳中有降，资产质量整体保持稳健。**截至 2Q 末，工商银行不良贷款率 1.41%，季环比下降 1bp。不良相关指标方面，关注贷款率较上年末下降 12bp 至 1.87%，逾期贷款率较上年末下降 3bp 至 1.20%；逾期贷款与不良贷款剪刀差录得-473 亿元，连续 9 个月为负，资产质量进一步夯实。

在资产质量稳中向好情况下，公司仍保持了较强的拨备计提力度，上半年计提信用减值损失 1336.2 亿元，同比增长 7.3%；其中，2Q 单季计提 629.6 亿元。截至 2Q 末，拨备覆盖率为 207.0%，季环比略降 2.9pct，保持较强风险抵御能力。

**核心一级资本充足率稳中有降，资本充足率升破 18.3%。**工商银行在通过利润留存补充资本基础上，积极拓展外源性资本补充渠道。截至 2Q 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 13.29%/14.90%/18.31%，季环比分别变动-0.14/-0.14/0.06pct。核心一级资本充足率下降主要受扩表、分红等因素影响；受益二级资本债成功发行（1 月、4 月分别公开发行 400 亿元、500 亿元），整体资本充足率季环比提升。

**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，随着“扬长、补短、固本、强基”战略布局持续推动实施，经营业绩稳中有进。与此同时，截至 2Q 末，个人客户数突破 7.12 亿户，客户结构不断优化，为打造“第一个人金融银行”夯实客群基础，有望带动零售业务贡献进一步提升。8 月 22 日，央行召开货币信贷形势分析会，强调国有大型银行强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性。在有效信贷需求尚待提振背景下，工商银行将在信贷投放中继续扮演“头雁”作用，并推动扩表保持较大强度。维持公司 2022-2024 年 EPS 预测为 1.05 元、1.12 元、1.17 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.49/0.45/0.41 倍，维持“买入”评级。

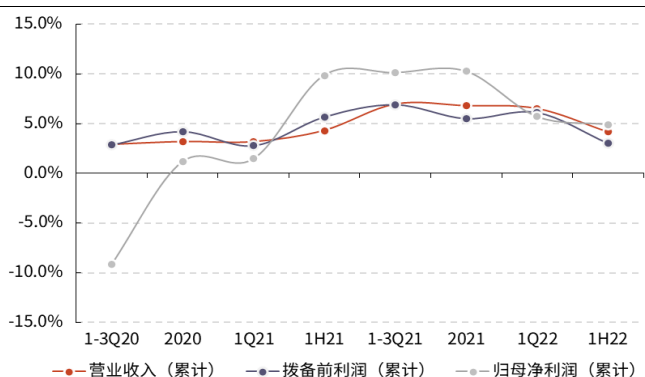
**风险提示：**如果宏观经济超预期下行，信贷供需失衡可能导致资产端收益率下降幅度较大，进而使得息差受到较强挤压。

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	4.92	4.46	4.15	3.90	3.72
P/B	0.58	0.54	0.49	0.45	0.41

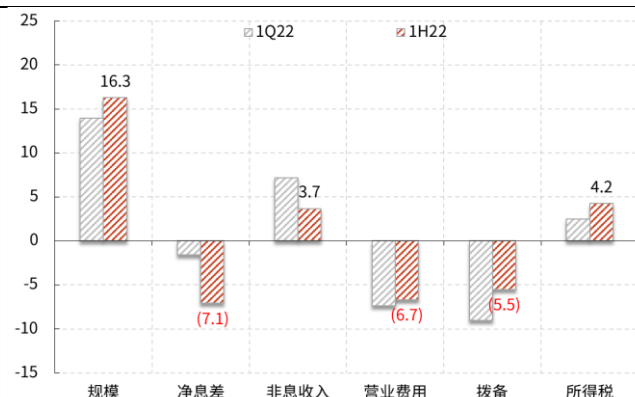
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-8-30

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



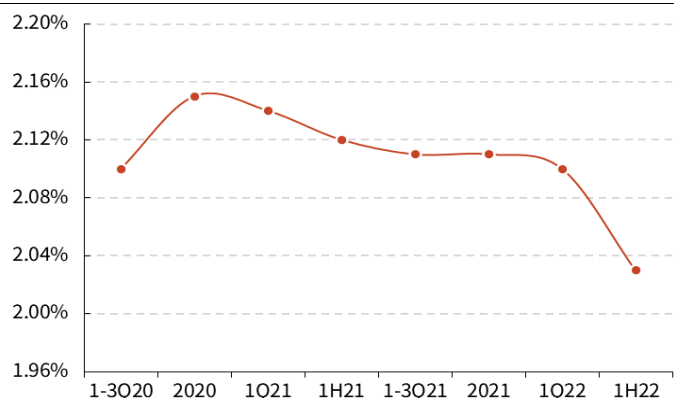
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 单位: %

图 3: 工商银行资产负债结构

	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
<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%	59.1%	58.8%
较上季变动 (pct)	(0.99)	(0.30)	0.89	0.96	0.55	0.18	0.76	1.22	(0.89)	(0.29)
公司贷款/贷款	60.3%	59.9%	60.0%	59.6%	60.7%	60.5%	60.1%	59.0%	59.9%	59.6%
较上季变动 (pct)	0.88	(0.34)	0.01	(0.34)	1.06	(0.17)	(0.39)	(1.10)	0.88	(0.31)
零售贷款/贷款	37.4%	37.7%	37.8%	38.2%	37.8%	37.9%	38.0%	38.4%	37.3%	36.4%
较上季变动 (pct)	(0.70)	0.28	0.11	0.44	(0.42)	0.10	0.11	0.45	(1.11)	(0.90)
票据/贷款	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%	1.5%	1.6%	1.9%	2.6%	2.8%	4.0%
较上季变动 (pct)	(0.18)	0.06	(0.12)	(0.09)	(0.64)	0.07	0.28	0.66	0.23	1.21
金融投资/生息资产	26.0%	25.8%	26.2%	26.4%	25.9%	25.7%	25.9%	26.9%	26.1%	26.8%
较上季变动 (pct)	0.08	(0.16)	0.41	0.22	(0.55)	(0.21)	0.26	0.95	(0.78)	0.69
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%	14.8%	14.4%
较上季变动 (pct)	0.91	0.46	(1.30)	(1.18)	0.00	0.04	(1.02)	(2.17)	1.68	(0.40)
<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%	85.6%	86.0%
较上季变动 (pct)	(1.49)	0.25	0.88	(0.70)	(0.32)	0.48	(0.06)	(0.08)	(0.76)	0.36
活期存款/存款	49.0%	49.1%	48.5%	50.9%	49.7%	50.4%	49.0%	49.6%	47.3%	47.0%
较上季变动 (pct)	0.40	0.04	(0.57)	2.38	(1.19)	0.73	(1.43)	0.57	(2.21)	(0.32)
定期存款/存款	50.3%	50.0%	50.4%	48.1%	49.4%	48.5%	50.0%	49.5%	52.0%	52.0%
较上季变动 (pct)	(0.00)	(0.32)	0.38	(2.32)	1.33	(0.93)	1.50	(0.49)	2.50	0.02
个人存款/存款	N/A	46.4%	N/A	46.9%	N/A	47.5%	N/A	47.9%	N/A	47.5%
较上季变动 (pct)	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	52.6%	N/A	52.1%	N/A	51.4%	N/A	51.1%	N/A	51.6%
较上季变动 (pct)	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	2.6%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.6%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%
较上季变动 (pct)	(0.22)	(0.11)	0.24	0.01	0.04	(0.24)	(0.02)	0.07	(0.07)	(0.01)
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%	11.8%	11.5%
较上季变动 (pct)	1.71	(0.13)	(1.12)	0.69	0.28	(0.24)	0.08	0.01	0.83	(0.35)

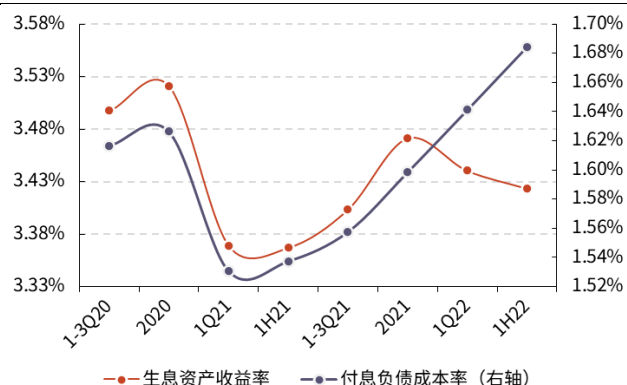
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

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	1Q22	2Q22
不良贷款率	1.43%	1.50%	1.55%	1.58%	1.58%	1.54%	1.52%	1.42%	1.42%	1.41%
较上季变动 (pct)	0.00	0.07	0.05	0.03	0.00	(0.04)	(0.02)	(0.10)	0.00	(0.01)
(关注+不良)/贷款总额	N/A	3.91%	N/A	3.79%	N/A	3.47%	N/A	3.41%	N/A	3.28%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/不良贷款	N/A	61.9%	N/A	57.3%	N/A	65.7%	N/A	62.2%	N/A	59.5%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/贷款总额	N/A	0.93%	N/A	0.90%	N/A	1.01%	N/A	0.88%	N/A	0.84%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
拨备覆盖率	199.4%	194.7%	190.2%	180.7%	183.2%	192.0%	196.8%	205.8%	209.9%	207.0%
较上季变动 (pct)	0.05	(4.68)	(4.50)	(9.51)	2.54	8.75	4.83	9.04	4.07	(2.88)
拨贷比	2.85%	2.92%	2.94%	2.85%	2.89%	2.96%	3.00%	2.92%	2.98%	2.93%
较上季变动 (pct)	(0.01)	0.07	0.02	(0.09)	0.04	0.07	0.04	(0.08)	0.06	(0.05)

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	1Q22	2Q22
资本充足率	16.52%	16.00%	16.47%	16.88%	17.01%	17.01%	17.45%	18.02%	18.25%	18.31%
较上季变动 (pct)	(0.25)	(0.52)	0.47	0.41	0.13	(0.00)	0.44	0.57	0.23	0.06
一级资本充足率	14.19%	13.72%	13.94%	14.28%	14.36%	14.28%	14.68%	14.94%	15.04%	14.90%
较上季变动 (pct)	(0.08)	(0.47)	0.22	0.34	0.08	(0.08)	0.40	0.26	0.10	(0.14)
核心一级资本充足率	13.15%	12.70%	12.84%	13.18%	13.29%	12.90%	13.14%	13.31%	13.43%	13.29%
较上季变动 (pct)	(0.05)	(0.45)	0.14	0.34	0.11	(0.39)	0.24	0.17	0.12	(0.14)
风险加权资产同比增速	7.32%	8.81%	7.41%	8.10%	6.44%	6.62%	6.68%	7.78%	7.24%	4.97%
较上季变动 (pct)	(0.98)	1.50	(1.41)	0.69	(1.66)	0.18	0.07	1.10	(0.54)	(2.27)

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%
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	180.7%	205.8%	211.9%	216.5%	220.0%
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%	18.78%	19.12%	19.43%
一级资本充足率	14.28%	14.94%	15.70%	16.10%	16.48%
核心一级资本充足率	13.18%	13.31%	14.12%	14.60%	15.05%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2022-8-30

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	4.92	4.46	4.15	3.90	3.72
P/PPOP	2.61	2.48	2.17	2.06	1.96
P/B	0.58	0.54	0.49	0.45	0.41

## 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。

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