

公司研究

扩表速度逐季提升，资产质量保持稳健

——工商银行（601398.SH）2022年三季度报点评

买入（维持）

当前价：4.25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

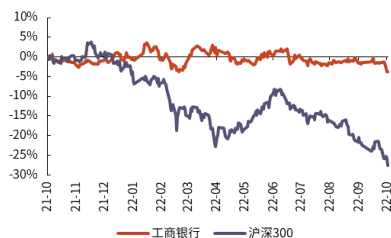
联系人：蔡霆峰

caitingfeng1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	3,564.07
总市值(亿元)	15,147.27
一年最低/最高(元)	4.2/4.6
近3月换手率	6.7%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.2	12.1	24.1
绝对	-2.3	-3.0	-3.1

资料来源：Wind

要点

事件：

10月27日，工商银行发布2022年三季度报告，报告期内实现营业收入7113.9亿，YoY -0.1%；归母净利润2658.2亿，YoY +5.6%。加权平均净资产收益率为11.29%，YoY-0.52pct。

点评：

盈利增速保持稳健，非息收入拖累营收。工商银行1-3Q营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为-0.1%、-0.9%、5.6%，季环比分别变动-4.3、-3.9、0.6pct。营收构成上看，净利息收入同比增长3.2%至5276.0亿，增速较1H22下降1.3pct；非息收入同比下降8.5%至1837.9亿，增速较1H22下降11.8pct，3Q非息收入下行主要受所投资盐湖股份公允价值损失、汇兑损益等因素拖累。

拆分业绩同比增长来看，相较1H22，规模扩张正贡献进一步强化，息差拖累加大，非息收入由正贡献转为负向拖累，拨备由负向拖累转为正贡献。

持续加大重点领域信贷投放，对公信贷投放强度高，拉动扩表速度逐季提升。截至3Q末，工商银行生息资产、贷款分别同比增长11.5%、12.2%，增速较2Q末分别提升1.3、0.4pct；2022年以来，扩表速度逐季提升，贷款占生息资产比重大体为59%左右。截至3Q末，贷款余额较年初增加2.24万亿，同比多增4413亿；其中，对公贷款（不含贴现）较年初增加1.47万亿，占新增贷款的65.6%，同比多增2956亿；零售贷款较年初增加2899亿，同比少增3555亿。1-3Q新增信贷主要投向绿色信贷（较年初+9500亿）、制造业（较年初+8100亿）、基建领域（较年初+6400亿）、普惠贷款（较年初+4100亿）等重点领域。3Q单季新增贷款5684亿，对公、零售、票据占比分别62%、17%、21%。

存款保持较高增速，核心负债稳定性强。截至3Q末，工商银行计息负债、存款分别同比增长11.8%、11.9%，增速较2Q末分别提升1.3、2.1pct。截至3Q末，存款总额较年初增加3.59万亿，同比多增1.95万亿，3Q单季新增存款8022亿，同比多增5862亿。在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2Q末提升0.9pct至52.9%，较年初提升3.4pct。

净息差季环比收窄5bp至1.98%，预计4Q息差收窄幅度缩小。在信贷供需矛盾加大、LPR报价连续下调、存款定期化的背景下，银行体系NIM面临较大收窄压力。工商银行1-3Q净息差1.98%，环比1H收窄5bp，同比收窄13bp。息差出现较大幅度收窄，除行业性因素外，预计与大型银行发挥责任担当、加大对实体经济让利增加有关。资产端新发生贷款投放定价延续下行态势，叠加大型银行一般性存款占比较高、存款定期化拖累相对更为明显。后续看，1)资产端，现阶段有效需求不足仍是银行业信贷投放的压力点，央行货币政策委员会三季度例会也提及“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”，年内资产端收益率仍可能延续承压。2)负债端，9月15日，国有大行银行系统性下调存款挂牌利率。工商银行活期存款利率下调5bp至0.25%；整存整取3M~2Y、5Y存款利率下降10bp，3Y存款利率下调15bp；零存整取、通知存款、协定存款等下调幅度多为10bp。考虑到活期存款的即期重定价，预计4Q工商银行息差收窄压力显著缓解；同时，随着定期存款逐步重定价，挂牌利率调整红利有望持续释放。

受净其他非息收入拖累，非息收入同比下降 8.5%。工商银行 1-3Q 非息收入同比下降 8.5%至 1837.9 亿。其中，净手续费及佣金收入同比微增 0.3%至 1055.9 亿；净其他非息收入同比下降 18.3%至 782.0 亿，主要受到公允价值变动损益、汇兑损益等因素拖累。

不良率稳中略降，资产质量整体保持稳健。截至 3Q 末，工商银行不良贷款率 1.40%，较 2Q 末下降 1bp。1-3Q 计提信用减值损失 1693.8 亿，同比下降 5.5%；其中，3Q 单季计提 357.6 亿，同比少提 190.2 亿。截至 3Q 末，拨备覆盖率为 206.8%，较 2Q 末基本持平，保持较强风险抵御能力。

各级资本充足率稳中有升。工商银行在通过利润留存补充资本基础上，积极发行各类资本工具拓展外源性资本补充渠道，叠加风险加权资产同比增速较 2Q 下降 0.9pct 至 4.06%。随着分红季节性影响的消退，截至 3Q 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 13.68%、15.28%、18.86%，较 2Q 末分别提升 0.39、0.38、0.55pct。

盈利预测、估值与评级。随着“扬长、补短、固本、强基”战略布局持续推动实施，工商银行近年来经营业绩稳中有进。2022 年以来，在宏观经济承压、有效信贷需求有待提振背景下，工商银行积极发挥大行责任，在信贷投放中继续扮演“头雁”作用，扩表速度逐季提升。在监管鼓励银行进一步加大对设备更新改造贷款、制造业中长期贷款投放力度、结构性货币政策工具支持等多重政策举措下，预计工商银行 4Q 制造业、基建等重点领域贷款将维持高增，有效支撑公司扩表。由于前三季度非息收入下行幅度超预期，我们相应小幅下调 2022 年营收及盈利增速，给予公司 2022-2024 年 EPS 预测为 1.04/1.09/1.15 元，较上次预测分别下降 1.0%/2.7%/1.7%，当前股价对应 PB 估值分别为 0.48/0.44/0.40 倍，维持“买入”评级。

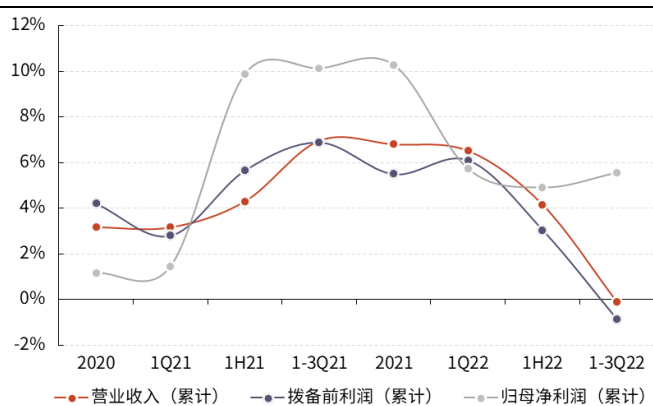
风险提示：如果宏观经济超预期下行，信贷供需失衡可能导致资产端收益率下降幅度较大，进而使得息差受到较强挤压。

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	976,719	1,031,920	1,083,886
营业收入增长率	3.18%	6.81%	3.60%	5.65%	5.04%
净利润 (百万元)	315,906	348,338	370,342	390,197	409,120
净利润增长率	1.18%	10.27%	6.32%	5.36%	4.85%
EPS (元)	0.89	0.98	1.04	1.09	1.15
ROE	12.30%	12.51%	12.19%	11.79%	11.37%
P/E	4.79	4.35	4.09	3.88	3.70
P/B	0.57	0.52	0.48	0.44	0.40

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-28

图 1: 工商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: 工商银行业绩同比增速拆分



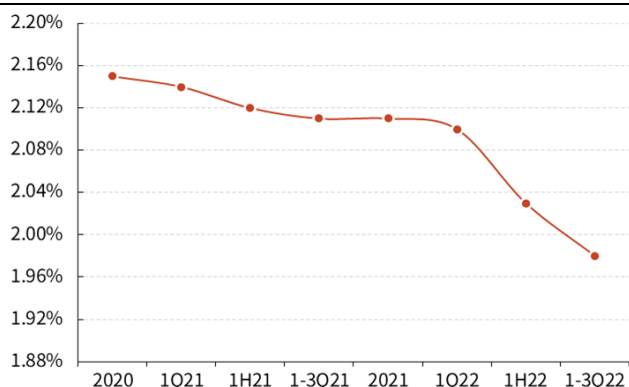
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 单位: %

图 3: 工商银行资产负债结构

	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22
资产结构 (占比)											
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%	59.1%
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)	0.31
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%	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)	0.07
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%	35.9%
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)	(0.49)
票据/贷款	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%	1.5%	1.6%	1.9%	2.6%	2.8%	4.0%	4.4%
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	0.42
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%	26.2%
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	(0.58)
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%	14.7%
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)	0.27
负债结构 (占比)											
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%	86.6%
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	0.60
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%	46.3%
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)	(0.75)
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%	52.9%
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	0.89
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%	N/A
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	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%	N/A
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	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%	2.6%
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)	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%	11.8%	11.5%	10.8%
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)	(0.67)

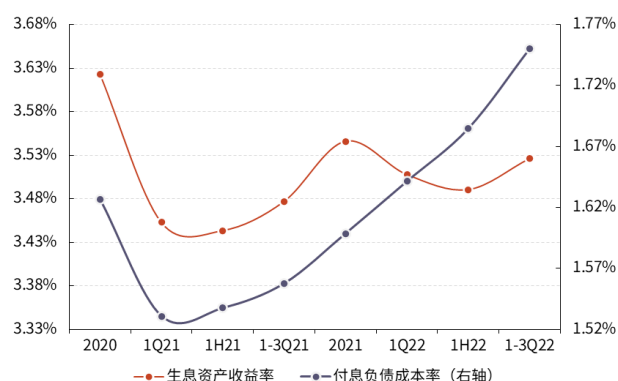
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

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	3Q22
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%	1.40%
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)	(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%	N/A
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	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%	N/A
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	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%	N/A
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	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%	206.8%
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)	(0.23)
拨贷比	2.85%	2.92%	2.94%	2.85%	2.89%	2.96%	3.00%	2.92%	2.98%	2.93%	2.90%
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)	(0.03)

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	3Q22
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%	18.86%
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	0.55
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%	15.28%
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)	0.38
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%	13.68%
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)	0.39
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%	4.06%
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)	(0.91)

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	976,719	1,031,920	1,083,886
净利息收入	646,765	690,680	721,977	764,440	803,032
非息收入	235,900	252,082	254,742	267,480	280,854
净手续费及佣金收入	131,215	133,024	135,684	142,469	149,592
净其他非息收入	104,685	119,058	119,058	125,011	131,261
营业支出	491,283	519,198	512,631	542,879	571,063
拨备前利润	594,794	627,522	704,573	744,317	781,733
信用及其他减值损失	202,668	202,623	239,150	253,941	267,575
税前利润	392,126	424,899	465,423	490,376	514,158
所得税	74,441	74,683	93,085	98,075	102,832
净利润	317,685	350,216	372,338	392,301	411,326
归属母公司净利润	315,906	348,338	370,342	390,197	409,120

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	3.52%	3.47%	3.44%	3.42%	3.39%
贷款收益率	4.33%	4.24%	4.12%	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%	2.03%	2.03%	2.01%
净利差	1.89%	1.87%	1.83%	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%	12.19%	11.79%	11.37%

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%	209.6%	214.3%	217.9%
拨贷比	2.85%	2.92%	2.97%	2.97%	2.92%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	16.88%	18.02%	18.77%	19.08%	19.37%
一级资本充足率	14.28%	14.94%	15.69%	16.06%	16.42%
核心一级资本充足率	13.18%	13.31%	14.10%	14.56%	14.99%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2022-10-27

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	33,345,058	35,171,383	37,050,273	39,069,910	41,170,526
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
总负债	30,435,543	31,896,125	33,501,711	35,231,850	37,030,617
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
股东权益	2,909,515	3,275,258	3,544,492	3,827,157	4,122,959
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	3,524,993	3,805,554	4,099,150

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%	4.53%	5.88%	5.05%
净手续费及佣金收入	0.49%	1.38%	2.00%	5.00%	5.00%
营业收入	3.18%	6.81%	3.60%	5.65%	5.04%
拨备前利润	4.21%	5.50%	12.28%	5.64%	5.03%
归母净利润	1.18%	10.27%	6.32%	5.36%	4.85%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	0.89	0.98	1.04	1.09	1.15
PPOPPS (元)	1.67	1.76	1.98	2.09	2.19
BVPS (元)	7.48	8.15	8.90	9.68	10.51
DPS (元)	0.27	0.29	0.31	0.33	0.34
P/E	4.79	4.35	4.09	3.88	3.70
P/PPOP	2.55	2.41	2.15	2.04	1.94
P/B	0.57	0.52	0.48	0.44	0.40

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