

公司研究

规模扩张强度不减，营收盈利稳中有增

——常熟银行（601128.SH）2023年三季度报点评

买入（维持）

当前价：7.37元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

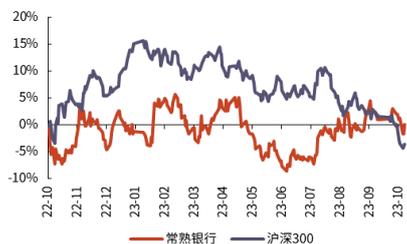
联系人：赵晨阳

zhaochenyang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.41
总市值(亿元)	202
一年最低/最高(元)	6.59/7.82
近3月换手率	80.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.43	17.07	9.59
绝对	-0.41	7.12	5.68

资料来源：Wind

要点

事件：

10月26日，常熟银行发布2023年三季度报，前三季度实现营收75.2亿，同比增长12.5%，归母净利润25.2亿，同比增长21.1%。加权平均净资产收益率（ROAE）为14.19%，同比提升0.81pct。

点评：

营收增速稳中有升，盈利增速维持高位。常熟银行前三季度营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为12.5%、12.1%、21.1%，增速分别较上半年提升0.2、3.6、0.3pct。其中，净利息收入、非息收入增速分别为12.5%、13%，增速较上半年分别变动-2.4、16.4pct。**拆分盈利增速结构：**（1）净利息收入延续“以量补价”，规模对业绩增速拉动边际减弱，息差对业绩拖累较上半年有所加大。（2）非息增速回正，对盈利增速贡献度由负转正。（3）拨备对业绩增速正向拉动作用边际略减，测得年化信用成本0.58%，较上半年下降0.1pct。

扩表节奏不减，信贷投放强度较高。3Q23末，常熟银行总资产、生息资产、贷款同比增速分别为15.6%、15.9%、16.7%，较年中分别提升0、0、0.8pct，公司3Q仍维持较高扩表强度。**贷款方面**，3Q单季新增38亿，同比多增18亿，占生息资产比重较年中下降1pct至66.3%，信贷投放靠前发力背景下，3Q季内投放力度不减。**结构层面**，3Q单季对公、零售、票据分别新增4、30、5亿，同比变动1、-8、26亿。后续伴随宏观景气度持续复苏，消费、投资等利好政策加码出台，市场主体活跃度恢复向好，未来零售信贷融资需求有望改善。

存款增长提速，零售客群基础不断夯实。3Q23末，常熟银行总负债、付息负债、存款同比增速分别为16%、15.6%、17.5%，较年中分别提升0.3、1、0.8pct。3Q存款新增10亿，同比多增15亿，占付息负债比重较2Q末下降2pct至84.5%。**分期限看**，3Q单季定期存款新增38亿，同比多增22亿；活期存款季内减少33亿，同比多减19亿，定期存款占比较年中提升1.3pct至69.4%，存款定期化趋势仍有延续。**分客户类型看**，3Q单季公司、个人存款分别新增-16、22亿，同比分别多减8亿，多增10亿，存款储蓄化趋势仍有延续。**市场类负债层面**，3Q单季金融同业负债新增98亿，同比多增71亿；应付债券单季减少27亿，同比少增55亿，市场类负债合计占付息负债比重15.5%，较2Q末提升2.1pct。

NIM较上半年收窄5bp至2.95%。测算显示，公司前三季度资产端生息资产收益率5.15%，较上半年下行4bp。受LPR连续下调、有效需求不足、同业竞争程度加剧等因素影响，贷款定价面临一定下行压力。负债端，测得前三季度付息负债成本率2.4%，较上半年下行2bp。公司官网显示，9月再度下调定期存款挂牌利率，1Y、2Y、3Y、5Y期个人存款分别调降5bp、26bp、30bp、30bp；公司存款分别调降5bp、15bp、20bp、20bp，伴随存量存款重定价陆续展开，后续成本改善效果或将逐步显现。展望全年，公司表示将坚持“向下、向小、向信用、向偏”的展业方向，提升高息贷款占比，缓释贷款定价下行压力。负债端，年内公司多次下调挂牌利率，但在存款定期化、长周期化趋势下，负债成本仍呈现出一定刚性，预计公司年内息差仍面临一定收窄压力。

非息收入增速回正，对营收贡献度有所提升。前三季度公司非息收入 10.2 亿，同比增速回正至 13%，占营收比重较年中提升 1.8pct 至 13.5%。其中，手续费及佣金收入 0.2 亿 (YoY+226%)，占非息比重较上半年提升 2pct 至 1.8%。净其他非息收入 10 亿 (YoY+11.7%)，占非息比重 98%。其中，投资收益 6.7 亿 (YoY+13.6%)，占非息收入比重较上半年下降 12.7pct 至 68.4%；公允价值变动损益收入 3.5 亿，同比多增 4 亿；汇兑损益-1.2 亿，同比少增 4.1 亿，构成非息主要拖累项，人民币汇率贬值压力加大背景下，公司季内外汇业务展业难度或有所提升。

不良率维持低位，风险抵补能力较强。3Q 末，常熟银行不良率 0.75%，同年中持平，维持历史低位运行；关注率 1.05%，较年中提升 22bp。季末不良余额 16.4 亿，较 2Q 末增加 0.35 亿，资产质量表现稳健。3Q 末拨备余额 88 亿，较 2Q 末减少 0.26 亿，同比少减 0.63 亿，资产拨备计提力度季节性放缓。前三季度年化信用成本 0.58%，较上半年下降 0.1pct，延续压降态势。3Q 末拨贷比 4.03%，较 2Q 末下降 9bp，拨备覆盖率较上季末下降 13.5pct 至 537%，基本回归年初水平，预计仍居可比同业前列。

资本充足率安全边际增厚。3Q 末，公司核心一级/一级/资本充足率分别为 10.2%、10.3%、13.7%，较年中分别提升 18、19、14bp。风险加权资产增速 11.8%，较年中下降 1.8pct，对资本消耗强度减弱。公司 60 亿可转债于 3 月 21 日开启转股期，当前转股比例较低，转股价 7.83 元/股，强赎价 10.18 元/股，当前股价 7.37 元/股，尚未触及转股价。公司盈利增速稳定在 20%以上高位，内源资本补充能力较强，同时可转债进入转股期，外延资本补充渠道相对畅通，充裕的资本安全边际亦为后续规模扩张提供较强支撑。

盈利预测、估值与评级。常熟银行作为江浙地区优质农商行，坚持“向下、向偏、向小、向信用”的发展方向，独具一格的 MCP 移动信贷展业模式+扎实信用风险管控基础+异地展业牌照优势共筑公司在小微业务护城河。近年来“普惠金融+大零售转型”并驾齐驱，零售小微业务保持较强的增长动能。但年内受有效需求不足、LPR 下调等因素影响，贷款定价下行对息差形成一定挤压。考虑到未来融资需求修复节奏存在不确定性，资产端收益率下行态势较难扭转，行业息差或仍承压运行。我们调整公司 2023-25 年 EPS 预测为 1.21/1.43/1.67 元 (前值为 1.23/1.5/1.81 元)，当前股价对应 PB 估值分别为 0.8/0.7/0.62 倍，对应 PE 估值分别为 6.09/5.15/4.42 倍，维持“买入”评级。

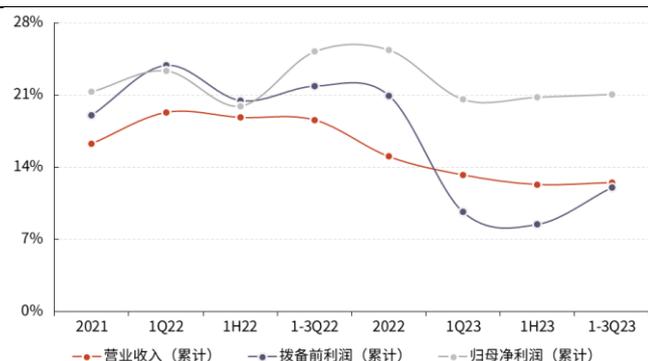
风险提示：经济复苏及融资需求修复不及预期，小微贷款利率下行压力加大。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,655	8,809	9,899	11,164	12,594
营业收入增长率	16.31%	15.07%	12.38%	12.77%	12.81%
净利润 (百万元)	2,188	2,744	3,314	3,926	4,572
净利润增长率	21.34%	25.39%	20.80%	18.45%	16.46%
EPS (元)	0.80	1.00	1.21	1.43	1.67
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.59%	12.95%	13.82%	14.52%	14.94%
P/E	9.23	7.36	6.09	5.15	4.42
P/B	1.02	0.89	0.80	0.70	0.62

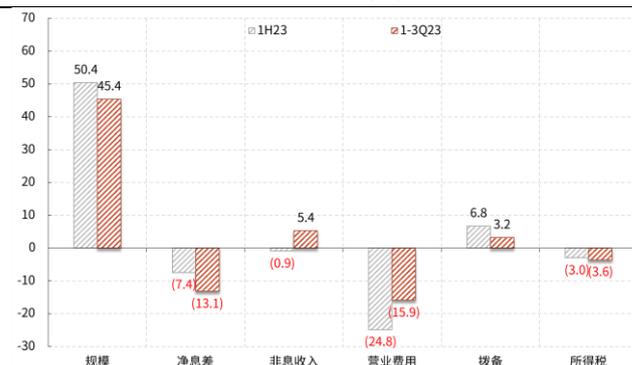
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023 年 10 月 26 日

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 (%)



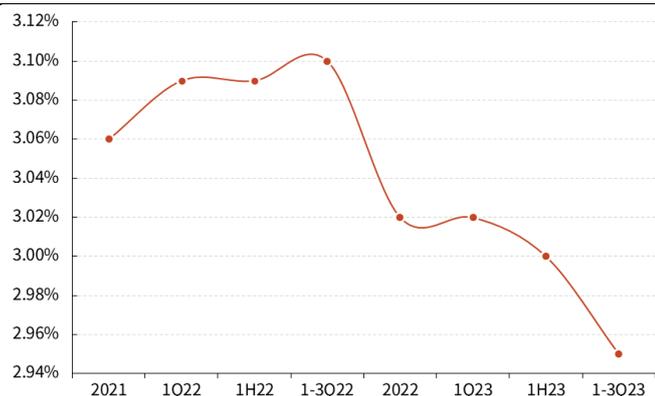
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 常熟银行资产负债结构

	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23
资产结构 (占比)											
发放贷款和垫款/生息资产	61.2%	65.7%	67.2%	66.1%	64.4%	67.3%	65.9%	67.1%	64.5%	67.3%	66.3%
较上季变动 (pct)	(1.97)	4.52	1.51	(1.15)	(1.68)	2.95	(1.44)	1.21	(2.62)	2.87	(1.00)
公司贷款/贷款	38.5%	38.1%	37.1%	35.5%	36.9%	36.1%	35.9%	35.6%	36.8%	36.2%	35.8%
较上季变动 (pct)	1.26	(0.46)	(0.96)	(1.56)	1.36	(0.82)	(0.23)	(0.27)	1.23	(0.59)	(0.47)
零售贷款/贷款	56.1%	57.3%	58.7%	61.0%	59.2%	59.5%	60.8%	60.0%	58.8%	59.3%	59.7%
较上季变动 (pct)	(0.90)	1.17	1.41	2.34	(1.83)	0.29	1.37	(0.88)	(1.22)	0.58	0.32
票据/贷款	5.4%	4.7%	4.2%	3.4%	3.9%	4.4%	3.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.6%
较上季变动 (pct)	(0.36)	(0.71)	(0.44)	(0.77)	0.48	0.53	(1.15)	1.14	(0.01)	0.01	0.15
金融投资/生息资产	29.8%	25.8%	25.6%	24.4%	26.7%	23.8%	25.2%	25.1%	27.9%	24.6%	25.4%
较上季变动 (pct)	1.58	(3.95)	(0.26)	(1.20)	2.37	(2.98)	1.41	(0.03)	2.73	(3.27)	0.84
金融同业资产/生息资产	9.0%	8.5%	7.2%	9.6%	8.9%	8.9%	8.9%	7.8%	7.6%	8.1%	8.2%
较上季变动 (pct)	0.39	(0.57)	(1.25)	2.36	(0.69)	0.03	0.03	(1.17)	(0.11)	0.41	0.16
负债结构 (占比)											
客户存款/付息负债	87.5%	88.2%	84.5%	84.0%	85.5%	85.0%	83.1%	84.5%	85.1%	86.6%	84.5%
较上季变动 (pct)	1.14	0.70	(3.68)	(0.49)	1.42	(0.49)	(1.88)	1.42	0.63	1.46	(2.07)
活期存款/存款	34.6%	35.7%	33.7%	29.1%	26.0%	26.2%	25.6%	25.5%	24.5%	24.2%	22.7%
较上季变动 (pct)	(1.91)	1.13	(2.05)	(4.61)	(3.07)	0.16	(0.57)	(0.07)	(1.06)	(0.32)	(1.44)
定期存款/存款	59.2%	57.7%	59.9%	63.2%	63.5%	63.0%	63.9%	64.0%	67.0%	68.2%	69.4%
较上季变动 (pct)	1.20	(1.55)	2.21	3.28	0.27	(0.48)	0.91	0.14	2.98	1.19	1.25
个人存款/存款	63.3%	62.4%	62.6%	63.4%	64.1%	64.1%	64.8%	66.0%	67.5%	67.7%	68.3%
较上季变动 (pct)	1.26	(0.91)	0.20	0.87	0.69	(0.04)	0.69	1.21	1.48	0.25	0.59
公司存款/存款	30.6%	31.1%	31.0%	28.8%	25.3%	25.1%	24.7%	23.6%	24.0%	24.6%	23.9%
较上季变动 (pct)	(1.97)	0.49	(0.03)	(2.20)	(3.49)	(0.28)	(0.36)	(1.14)	0.45	0.63	(0.78)
应付债券/付息负债	3.9%	4.8%	8.0%	6.9%	6.4%	5.4%	6.4%	5.8%	3.8%	6.1%	5.0%
较上季变动 (pct)	(1.60)	0.90	3.28	(1.13)	(0.54)	(0.99)	0.99	(0.53)	(2.05)	2.33	(1.11)
金融同业负债/付息负债	8.6%	7.0%	7.4%	9.0%	8.2%	9.6%	10.5%	9.6%	11.1%	7.3%	10.5%
较上季变动 (pct)	0.46	(1.60)	0.40	1.61	(0.88)	1.48	0.89	(0.88)	1.42	(3.79)	3.19

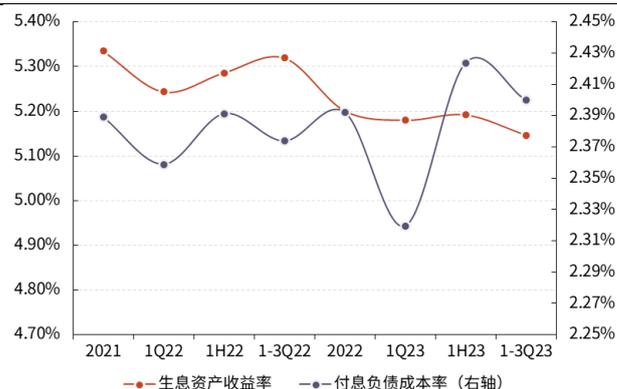
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 常熟银行净息差 (公布值) 走势



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

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

	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23
不良贷款率	0.95%	0.90%	0.81%	0.81%	0.81%	0.80%	0.78%	0.81%	0.75%	0.75%	0.75%
较上季变动 (pct)	(0.01)	(0.05)	(0.09)	0.00	0.00	(0.01)	(0.02)	0.03	(0.06)	0.00	0.00
(关注+不良)/贷款总额	2.06%	1.86%	1.69%	1.70%	1.75%	1.69%	1.64%	1.65%	1.57%	1.58%	1.80%
较上季变动 (pct)	(0.07)	(0.20)	(0.17)	0.01	0.05	(0.07)	(0.04)	0.01	(0.08)	0.01	0.22
逾期60天以上贷款/不良贷款	N/A	79.4%	N/A	81.1%	N/A	88.6%	N/A	85.2%	N/A	89.2%	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	71.4%	N/A	73.5%	N/A	78.1%	N/A	72.6%	N/A	73.8%	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	0.64%	N/A	0.60%	N/A	0.63%	N/A	0.59%	N/A	0.55%	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	487.7%	521.7%	521.4%	531.82%	532.73%	535.83%	542.02%	536.77%	547.30%	550.45%	536.96%
较上季变动 (pct)	2.34	34.00	(0.30)	10.45	0.91	3.10	6.19	(5.25)	10.53	3.15	(13.49)
拨贷比	4.63%	4.69%	4.23%	4.33%	4.32%	4.30%	4.20%	4.35%	4.12%	4.12%	4.03%
较上季变动 (pct)	(0.03)	0.06	(0.46)	0.10	(0.01)	(0.02)	(0.10)	0.15	(0.23)	0.00	(0.09)

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

	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23
资本充足率	12.45%	11.98%	11.88%	11.95%	11.74%	11.58%	14.18%	13.87%	13.29%	13.56%	13.70%
较上季变动 (pct)	(1.08)	(0.47)	(0.10)	0.07	(0.21)	(0.16)	2.60	(0.31)	(0.58)	0.27	0.14
一级资本充足率	10.71%	10.22%	10.17%	10.26%	10.07%	9.91%	10.18%	10.27%	9.90%	10.12%	10.31%
较上季变动 (pct)	(0.42)	(0.49)	(0.05)	0.09	(0.19)	(0.16)	0.27	0.09	(0.37)	0.22	0.19
核心一级资本充足率	10.65%	10.17%	10.12%	10.21%	10.01%	9.86%	10.12%	10.21%	9.84%	10.06%	10.24%
较上季变动 (pct)	(0.43)	(0.48)	(0.05)	0.09	(0.20)	(0.15)	0.26	0.09	(0.37)	0.22	0.18
风险加权资产同比增速	19.29%	17.81%	22.12%	19.48%	18.01%	16.80%	15.55%	13.96%	16.73%	13.60%	11.81%
较上季变动 (pct)	1.16	(1.48)	4.31	(2.65)	(1.47)	(1.20)	(1.26)	(1.59)	2.77	(3.13)	(1.79)

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,655	8,809	9,899	11,164	12,594
净利息收入	6,691	7,611	8,532	9,612	10,831
非息收入	964	1,197	1,367	1,552	1,763
净手续费及佣金收入	238	188	207	217	228
净其他非息收入	726	1,009	1,161	1,335	1,535
营业支出	4,951	5,445	5,788	6,294	6,922
拨备前利润	4,434	5,364	6,088	6,866	7,745
信用及其他减值损失	1,738	2,000	1,977	1,996	2,074
税前利润	2,696	3,364	4,111	4,870	5,672
所得税	354	437	576	682	794
净利润	2,341	2,927	3,536	4,188	4,878
归属母公司净利润	2,188	2,744	3,314	3,926	4,572

盈利能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
生息资产收益率	5.05%	4.95%	4.84%	4.75%	4.71%
贷款收益率	6.34%	6.19%	6.00%	5.90%	5.85%
付息负债成本率	2.39%	2.39%	2.42%	2.39%	2.37%
存款成本率	2.33%	2.38%	2.34%	2.32%	2.30%
净息差	2.94%	2.85%	2.73%	2.65%	2.62%
净利差	2.66%	2.56%	2.42%	2.36%	2.35%
RORWA	1.30%	1.40%	1.49%	1.58%	1.68%
ROAA	1.03%	1.10%	1.15%	1.22%	1.30%
ROAE	11.59%	12.95%	13.82%	14.52%	14.94%

资产质量	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	0.81%	0.81%	0.72%	0.72%	0.70%
拨备覆盖率	531.8%	475.2%	522.1%	507.7%	517.5%
拨贷比	4.33%	3.85%	3.78%	3.68%	3.62%

资本	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本充足率	11.95%	13.87%	13.18%	12.54%	12.02%
一级资本充足率	10.26%	10.27%	9.94%	9.62%	9.38%
核心一级资本充足率	10.21%	10.21%	9.89%	9.58%	9.34%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价日期为：2023年10月26日

资产负债表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	246,583	287,881	331,736	384,282	443,699
发放贷款和垫款	162,797	193,433	225,350	259,152	298,025
同业资产	23,563	22,362	26,921	30,911	35,399
金融投资	60,076	72,492	84,816	97,538	107,292
生息资产合计	246,436	288,288	337,086	387,601	440,716
总负债	225,446	263,766	304,594	353,573	408,853
吸收存款	182,732	213,445	249,731	290,937	337,487
市场类负债	34,678	39,114	44,000	49,994	56,712
付息负债合计	217,411	252,560	293,731	340,931	394,198
股东权益	21,137	24,116	27,142	30,709	34,846
股本	2,741	2,741	2,741	2,741	2,741
归属母公司权益	19,788	22,578	25,382	28,688	32,519

业绩规模与增长	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	18.16%	16.75%	15.23%	15.84%	15.46%
生息资产	18.15%	16.98%	16.93%	14.99%	13.70%
付息负债	18.26%	16.17%	16.30%	16.07%	15.62%
贷款余额	23.59%	18.82%	16.50%	15.00%	15.00%
存款余额	15.07%	16.81%	17.00%	16.50%	16.00%
净利息收入	12.15%	13.75%	12.09%	12.66%	12.68%
净手续费及佣金收入	60.99%	-20.91%	10.00%	5.00%	5.00%
营业收入	16.31%	15.07%	12.38%	12.77%	12.81%
拨备前利润	19.07%	20.98%	13.51%	12.77%	12.81%
归母净利润	21.34%	25.39%	20.80%	18.45%	16.46%

每股盈利及估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元)	0.80	1.00	1.21	1.43	1.67
PPOPPS (元)	1.62	1.96	2.22	2.51	2.83
BVPS (元)	7.22	8.24	9.26	10.47	11.86
DPS (元)	0.20	0.25	0.30	0.36	0.42
P/E	9.23	7.36	6.09	5.15	4.42
P/PPOP	4.56	3.77	3.32	2.94	2.61
P/B	1.02	0.89	0.80	0.70	0.62

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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与，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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP