

公司研究

营收增速领跑大行，拨备厚度稳中有升

——中国银行（601988.SH）2023年三季度报点评

增持（维持）

当前价：3.84元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

010-57378035

dongwx@ebsecn.com

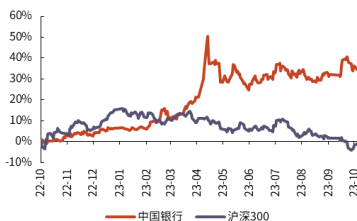
联系人：蔡霆峰

caitingfeng1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2,943.88
总市值(亿元)	11,304.49
一年最低/最高(元)	2.82/4.5
近3月换手率	8.7%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.7	8.9	32.0
绝对	1.9	-1.8	33.2

资料来源：Wind

要点

事件：

10月30日，中国银行发布2023年三季度报告，报告期内实现营业收入4706亿元，YoY+7.1%，归母净利润1749亿元，YoY+1.6%。加权平均净资产收益率10.37%（YoY-0.77pct）。

点评：

营收盈利均实现同比正增长，经营业绩稳健。中行前三季度营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为7.1%、4%、1.6%，增速较上半年分别变动-1.8、-1.6、-0.8pct。美联储持续加息背景下，中行受益境外资产占比高，息差韧性相对更强，营收增速领跑可比大行。营收主要构成上，净利息收入、非息收入同比增速分别为3.2%、20.5%，增速较上半年分别下降1.5、1.6pct。单季业绩指标看，3Q单季营收、归母净利润分别同比增长3.4%、3.3%，增速较上年同期分别变动7.7、-1.2pct。

拆分盈利同比增速结构，规模扩张、非息收入为主要拉动分项；从边际变化看，规模扩张正贡献升至19.3pct，人民币息差负向拖累走阔，利息收入延续“以量补价”逻辑；非息收入正贡献小幅降至11.2pct，营业费用、拨备负向拖累收窄。

重点领域信贷投放强度高，扩表速度升至12%。3Q23末，中衍生息资产余额同比增长12%至31万亿以上，增速较2Q末提升0.2pct。贷款、金融投资、同业资产同比增速分别为13.4%、9.9%、9%，增速较上季分别变动-0.2、2.2、-1.2pct。截至3Q末，贷款占生息资产的63.5%，较上季末提升0.1pct。

从贷款投放情况看，前三季度贷款新增贷款2.19万亿，同比多增4985亿；其中，3Q单季新增贷款4813亿，同比多增282亿。重点领域信贷投放呈现高景气度，民营企业、战略性新兴产业、普惠小微、绿色等领域贷款较年初增速分别为23.5%、60.4%、35.6%、45.2%；同时，零售信贷持续发力，个人消费贷款较年初新增450亿，增幅29%。

市场化负债吸收力度增强，负债增速环比提升。3Q23末，中行计息负债同比增长11.7%，增速较上季末提升0.9pct；其中，存款、应付债券、同业负债同比增速分别为13.6%、15.4%、0.1%，增速较2Q末分别变动-1.2、26.1、1.8pct。3Q单季新增计息负债6935亿；其中，存款、应付债券、同业负债分别增加2210亿、3198亿、1526亿，存款受上年同期较高等因素影响，同比少增1785亿，应付债券、同业负债分别同比增加3730、660亿。截至3Q末，存款占计息负债比重较2Q末下降1.3pct至80.7%。

净息差较中期下降3bp至1.64%，受益海外资产占比高，息差韧性较强。前三季度中国银行披露净息差1.64%，环比中期下降3bp，同比下降13bp。在我国银行业资产端收益率下行压力加大，息差持续承压背景下，净息差相较其他大行呈现更强韧性，主要受益公司海外资产占比高，美联储加息背景下，境内外币、境外机构息差得以有效提振。后续看，随着美联储加息进程渐进尾声，境外相对高收益资产对息差的支撑作用或边际趋弱；此外，LPR连续压降、存量按揭利率下调，叠加政策支持城投化债等影响下，存量贷款滚动重定价造成利率下行趋势难改；同时，存款定期化、长久期化趋势下，计息负债成本仍具有一定刚性特征。

预计四季度息差仍面临进一步收窄压力。我们也观察到，9月初公司下调存款挂牌利率，1Y、2Y、3Y、5Y期定期存款分别下调10bp、20bp、25bp、25bp，伴随后续滚动重定价，成本改善红利有望逐步释放。

手续费与净其他非息收入共同提振下，非息收入同比增长 20.5%。前三季度非息收入同比增长 20.5%至 1177 亿，占营收比重较中期下降 1.7pct 至 25%。其中，(1) 手续费及佣金净收入 632 亿 (YoY+3.7%)，增速较中期下降 0.6pct；(2) 净其他非息收入 545 亿 (YoY+48.4%)，增速较中期下降 4.8pct。其中，其他业务收入 302 亿 (YoY +16.1%)、投资收益 170 亿 (YoY -2.2%) 两项贡献超 8 成，是主要拉动项；此外，公允价值变动损益-10 亿，同比少减 115 亿，对同比增速形成有力提振。

不良率较上季末下降 1bp 至 1.27%，拨备覆盖率回升至 195%上方。截至 3Q 末，中行不良贷款额较年初增加 185 亿至 2502 亿，不良贷款率 1.27%，较 2Q 下降 1 bp，较年初下降 5bp。中行保持了较强的拨备计提力度，前三季度计提信用减值损失 911 亿，同比增长 10.1%。前三季度信用减值损失/平均总资产为 0.4%，较上半年持平。截至 3Q 末，拨备覆盖率为 195.2%，较上季末提升 6.8pct，拨贷比 2.48%，较上季末提升 6 bp。

各级资本充足率稳中有升。中行在提升资本内生能力的同时，稳步开展外源资本补充。3Q 风险加权资产增速较上季度提升 0.8pct 至 10%，3Q 末核心一级/一级/资本充足率分别为 11.41%、13.64%、17.3%，较上季末分别提升 12、8、17bp。此外，新资本管理办法预计将于 2024 年实施，公司将受益于参数调整和内评高级法优化，各级资本充足率均有望提升。

盈利预测、估值与评级。中国银行积极发挥大行“头雁”作用，资产端保持较强扩表势能。凭借国际化业务布局较广的独特禀赋优势，境外资产收益率提升对净息差起到有力支撑。结合三季报披露数据，同步考虑息差仍将承压运行、公司维持较强拨备计提力度等因素，维持 2023 年 EPS 预测不变；但考虑到城投化债降息展期的持续影响，以及海外业务净息差有可能出现的见顶趋势，下调 2024-2025 年 EPS 预测为 0.82 元 (-2.4%) / 0.86 元 (-3.4%)；当前股价对应 2023-2025 年 PB 估值分别为 0.51/0.47/0.44 倍。10 月 11 日，中央汇金增持四大行股份，其中增持中行 A 股 2489 万股，增持后约持有该行总股本的 64.03%，并表示拟在未来 6 个月内继续在二级市场增持股份，彰显对公司发展前景及未来增长潜力的认可。中国银行作为“中字头”国有大行，经营基本面稳健，符合“中特估”政策逻辑，后续估值中枢或存在系统性提升空间。维持“增持”评级。

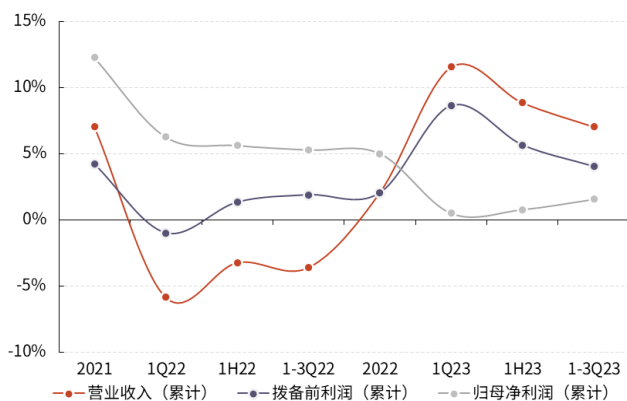
风险提示：海外经济环境愈发错综复杂，可能对中行境外资产形势形成较强扰动。

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)	605,559	618,009	653,942	690,163	724,359
营业收入增长率	7.1%	2.1%	5.8%	5.5%	5.0%
净利润 (百万元)	216,559	227,439	230,032	240,959	251,921
净利润增长率	12.3%	5.0%	1.1%	4.7%	4.5%
EPS (元)	0.74	0.77	0.78	0.82	0.86
ROE (归属母公司)	11.81%	11.49%	10.75%	10.42%	10.09%
P/E	5.22	4.97	4.91	4.69	4.49
P/B	0.59	0.55	0.51	0.47	0.44

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-10-30

图 1: 中国银行营收及盈利累计增速



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 中国银行业绩同比增速拆分 (单位: %)



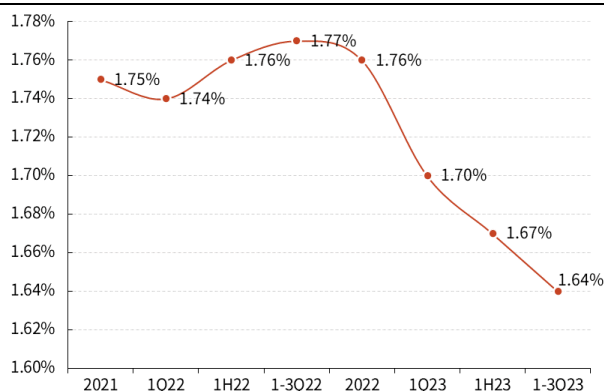
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 2: 中国银行主要资产负债结构

	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	59.8%	60.3%	61.0%	60.5%	61.9%	62.3%	62.6%	62.1%	62.4%	63.4%	63.5%
较上季变动 (pct)	(0.56)	0.58	0.64	(0.48)	1.43	0.41	0.32	(0.53)	0.24	1.00	0.09
公司贷款/贷款	N/A	59.5%	N/A	58.9%	N/A	60.2%	N/A	60.1%	N/A	63.1%	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
零售贷款/贷款	N/A	38.5%	N/A	38.9%	N/A	37.0%	N/A	36.6%	N/A	33.9%	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
票据/贷款	N/A	2.0%	N/A	2.2%	N/A	2.8%	N/A	3.3%	N/A	3.0%	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
金融投资/生息资产	23.0%	22.8%	23.5%	23.8%	23.1%	23.0%	22.6%	22.8%	22.1%	22.2%	22.1%
较上季变动 (pct)	(0.78)	(0.16)	0.68	0.28	(0.66)	(0.11)	(0.47)	0.28	(0.73)	0.09	(0.06)
金融同业资产/生息资产	17.2%	16.8%	15.5%	15.7%	14.9%	14.6%	14.8%	15.0%	15.5%	14.4%	14.4%
较上季变动 (pct)	1.34	(0.41)	(1.32)	0.20	(0.77)	(0.30)	0.15	0.25	0.49	(1.09)	(0.04)
负债结构 (占比)											
客户存款/付息负债	78.3%	78.1%	77.2%	76.7%	78.9%	79.1%	79.4%	79.4%	81.4%	82.0%	80.7%
较上季变动 (pct)	(0.56)	(0.26)	(0.87)	(0.49)	2.12	0.29	0.23	0.07	1.99	0.56	(1.25)
活期存款/存款	N/A	49.9%	N/A	48.9%	N/A	47.8%	N/A	45.8%	N/A	43.1%	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
定期存款/存款	N/A	45.1%	N/A	46.1%	N/A	47.0%	N/A	49.4%	N/A	52.2%	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
个人存款/存款	N/A	42.6%	N/A	43.5%	N/A	43.9%	N/A	45.8%	N/A	45.5%	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	52.4%	N/A	51.6%	N/A	50.8%	N/A	49.3%	N/A	49.7%	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	5.9%	5.6%	5.8%	5.9%	6.1%	6.0%	5.7%	6.1%	5.5%	4.8%	5.8%
较上季变动 (pct)	0.01	(0.25)	0.20	0.11	0.19	(0.17)	(0.32)	0.48	(0.67)	(0.66)	1.03
金融同业负债/付息负债	15.8%	16.3%	16.9%	17.3%	15.0%	14.9%	15.0%	14.4%	13.1%	13.2%	13.4%
较上季变动 (pct)	0.55	0.52	0.67	0.38	(2.31)	(0.12)	0.09	(0.55)	(1.32)	0.10	0.22

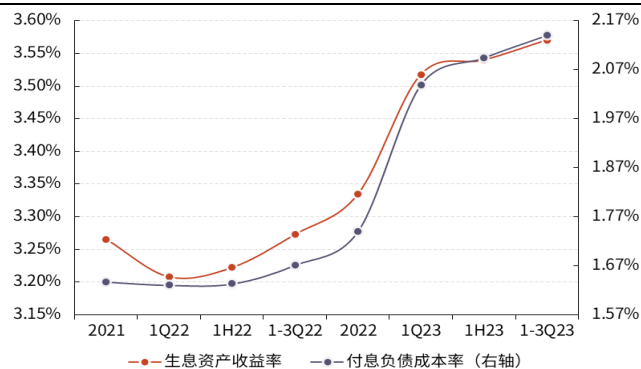
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 3: 中国银行净息差走势 (公布值)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 4: 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

表 3: 中国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	1.30%	1.30%	1.29%	1.33%	1.31%	1.34%	1.31%	1.32%	1.18%	1.28%	1.27%
较上季变动 (pct)	(0.16)	0.00	(0.01)	0.04	(0.02)	0.03	(0.03)	0.01	(0.14)	0.10	(0.01)
(关注+不良)/贷款总额	N/A	2.83%	N/A	2.68%	N/A	2.64%	N/A	2.67%	N/A	2.51%	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	49.8%	N/A	59.3%	N/A	58.4%	N/A	53.3%	N/A	48.7%	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	189.9%	184.3%	192.5%	187.1%	187.5%	183.3%	188.7%	188.7%	202.6%	188.4%	195.2%
较上季变动 (pct)	12.04	(5.62)	8.19	(5.40)	0.49	(4.28)	5.42	0.05	13.83	(14.17)	6.79
拨贷比	2.47%	2.40%	2.48%	2.49%	2.46%	2.46%	2.47%	2.50%	2.39%	2.42%	2.48%
较上季变动 (pct)	(0.13)	(0.07)	0.09	0.01	(0.03)	(0.00)	0.02	0.03	(0.11)	0.03	0.06

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 4: 中国银行资本充足率

	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23
资本充足率	15.71%	15.61%	16.00%	16.53%	16.64%	16.99%	17.17%	17.52%	17.53%	17.13%	17.30%
较上季变动 (pct)	(0.51)	(0.10)	0.39	0.53	0.11	0.35	0.18	0.35	0.01	(0.40)	0.17
一级资本充足率	12.77%	12.72%	13.03%	13.32%	13.30%	13.63%	13.90%	14.11%	13.79%	13.56%	13.64%
较上季变动 (pct)	(0.42)	(0.05)	0.31	0.29	(0.02)	0.33	0.27	0.21	(0.32)	(0.23)	0.08
核心一级资本充足率	11.12%	10.80%	11.12%	11.30%	11.33%	11.33%	11.62%	11.84%	11.63%	11.29%	11.41%
较上季变动 (pct)	(0.16)	(0.32)	0.32	0.18	0.03	0.00	0.29	0.22	(0.21)	(0.34)	0.12
风险加权资产同比增速	7.06%	8.58%	5.58%	8.04%	5.76%	2.63%	3.27%	3.03%	5.33%	9.29%	10.04%
较上季变动 (pct)	0.08	1.52	(3.00)	2.46	(2.28)	(3.13)	0.65	(0.24)	2.30	3.96	0.75

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	605,559	618,009	653,942	690,163	724,359
净利息收入	425,142	460,678	468,557	489,979	511,732
非息收入	180,417	157,331	185,385	200,184	212,627
净手续费及佣金收入	81,426	72,248	74,777	78,516	82,441
净其他非息收入	98,991	85,083	110,608	121,669	130,185
营业支出	329,428	333,313	364,429	386,903	407,307
拨备前利润	380,840	388,588	424,961	462,308	491,739
信用及其他减值损失	104,220	103,993	135,549	159,149	174,787
税前利润	276,620	284,595	289,412	303,159	316,951
所得税	49,281	47,091	49,200	51,537	53,882
净利润	227,339	237,504	240,212	251,622	263,070
归属母公司净利润	216,559	227,439	230,032	240,959	251,921

盈利能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
生息资产收益率	3.19%	3.26%	3.40%	3.28%	3.19%
贷款收益率	3.89%	3.93%	3.96%	3.80%	3.70%
付息负债成本率	1.64%	1.74%	2.06%	2.03%	2.03%
存款成本率	1.52%	1.65%	2.02%	2.03%	2.03%
净息差	1.72%	1.70%	1.57%	1.47%	1.39%
净利差	1.56%	1.52%	1.34%	1.25%	1.17%
RORWA	1.45%	1.43%	1.36%	1.29%	1.22%
ROAA	0.89%	0.85%	0.79%	0.75%	0.71%
ROAE	11.81%	11.49%	10.75%	10.42%	10.09%

资产质量	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	1.33%	1.32%	1.27%	1.27%	1.28%
拨备覆盖率	187.1%	188.7%	201.4%	209.9%	219.2%
拨贷比	2.49%	2.50%	2.55%	2.67%	2.81%

资本	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本充足率	16.53%	17.52%	16.84%	16.21%	15.70%
一级资本充足率	13.32%	14.11%	13.64%	13.19%	12.84%
核心一级资本充足率	11.30%	11.84%	11.59%	11.33%	11.14%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2023-10-30

资产负债表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	26,722,408	28,893,548	32,043,707	35,370,330	38,749,305
发放贷款和垫款	15,674,994	17,505,793	19,694,017	22,057,299	24,483,602
同业资产	4,071,437	4,238,313	4,793,216	5,199,229	5,613,067
金融投资	6,164,671	6,435,244	7,046,592	7,680,785	8,333,652
生息资产合计	25,911,102	28,179,350	31,533,825	34,937,314	38,430,321
总负债	24,371,855	26,330,247	29,301,293	32,437,724	35,617,997
吸收存款	17,920,168	19,940,140	22,332,957	24,789,582	27,268,540
市场类负债	5,434,741	5,163,451	5,681,760	6,225,359	6,788,267
付息负债合计	23,354,909	25,103,591	28,014,717	31,014,941	34,056,807
股东权益	2,350,553	2,563,301	2,742,413	2,932,607	3,131,308
股本	294,388	294,388	294,388	294,388	294,388
归属母公司权益	2,225,153	2,423,973	2,592,906	2,772,435	2,959,988

业绩规模与增长	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	9.5%	8.1%	10.9%	10.4%	9.6%
生息资产	10.2%	8.8%	11.9%	10.8%	10.0%
付息负债	10.4%	7.5%	11.6%	10.7%	9.8%
贷款余额	10.5%	11.7%	12.5%	12.0%	11.0%
存款余额	7.3%	11.3%	12.0%	11.0%	10.0%
净利息收入	2.2%	8.4%	1.7%	4.6%	4.4%
净手续费及佣金收入	7.8%	-11.3%	3.5%	5.0%	5.0%
营业收入	7.1%	2.1%	5.8%	5.5%	5.0%
拨备前利润	4.2%	2.0%	9.4%	8.8%	6.4%
归母净利润	12.3%	5.0%	1.1%	4.7%	4.5%

每股盈利及估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元)	0.74	0.77	0.78	0.82	0.86
PPOPPS (元)	1.29	1.32	1.44	1.57	1.67
BVPS (元)	6.47	6.98	7.55	8.16	8.80
DPS (元)	0.22	0.23	0.23	0.25	0.26
P/E	5.22	4.97	4.91	4.69	4.49
P/PPOP	2.97	2.91	2.66	2.45	2.30
P/B	0.59	0.55	0.51	0.47	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