

公司研究

规模扩张提速，“三大战略”持续推进

——建设银行（601939.SH）2023 年一季报点评

买入（维持）

当前价：6.31 元

作者

分析师：王一峰
执业证书编号：S0930519050002
010-57378038
wangyf@ebsecn.com

分析师：刘杰

执业证书编号：S0930522110002
010-56518032
liujie9@ebsecn.com

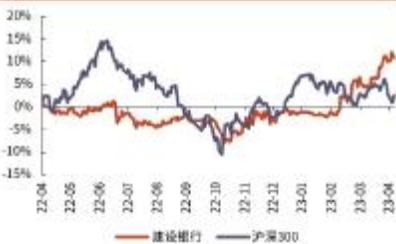
联系人：赵晨阳

010-57378030
zhaochenyang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2,500.11
总市值(亿元)	15,775.69
一年最低/最高(元)	5.18/6.43
近 3 月换手率	86.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.66	15.72	8.10
绝对	6.23	12.08	10.85

资料来源：Wind

要点

事件：

4 月 28 日，建设银行发布 2023 年一季报，实现营收 2070.8 亿，同比增速 1%，归母净利润 887.4 亿，同比增长 0.3%。加权平均净资产收益率（ROAE）12.86%，同比下降 1.1pct。

点评：

非息高增支撑营收增速转正，盈利增长略有放缓。1Q23 建设银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为 1%、0.6%、0.3%，增速较 2022 年分别变动 1.2、2.4、-6.8pct。其中，净利息收入、非息收入同比增速分别为 -4.1%、18.7%，较上年分别变动 -10.3、36.8pct。拆分盈利增速：（1）净利息收入“量增难抵价降”，规模对盈利增速拉动幅度边际小幅提升，但息差收窄对业绩增速拖累加剧。（2）非息收入贡献由负转正，手续费及佣金稳步增长，净其他非息在较低基数上实现高增。（3）拨备对业绩增速拉动边际放缓，1Q 年化信用成本 0.58%，环比 2022 年略有上行。

“开门红”信贷高增，“三大战略”稳步推进。1Q23 末，建设银行生息资产、贷款同比增速分别为 16.2%、14.1%，增速较年初分别提升 1.1、1.4pct。金融投资、金融同业资产同比增速分别为 12%、34.6%，均较年初提升 0.2pct，非信贷类资产配置力度不减。贷款方面，1Q 单季贷款新增 1.33 万亿，同比多增约 3920 亿，“开门红”行情下信贷投放超季节性高增。

结构层面，对公贷款、零售、票据分别新增 1.55、0.12、-0.35 万亿，同比多增 8131、63 亿，少增 4274 亿。1Q 对公贷款投放景气度高，信贷额度较为紧张背景下，票据等低息资产压降力度加大，信贷结构优化，行业投向或仍集中在大基建、交运仓储、制造业等领域。其中，公司类住房租赁贷款 1Q 末余额约 2899 亿，季内新增投放约 477 亿；普惠金融、涉农贷款余额分别为 2.67、3.42 万亿，季内新增 3220、4162 亿；绿色贷款季末余额 3.23 万亿，季内新增 4798 亿，住房租赁、普惠金融、金融科技“三大战略”稳步推进。

存款增长提速，定期化趋势有所延续。1Q23 末，建设银行付息负债、存款同比增速分别为 16.7%、15.1%，较年初提升 1.7、3.3pct。1Q 单季存款新增 2.46 万亿，同比多增 9573 亿，占付息负债比重较年初提升 1.6pct 至 83%。分客户类型看，企业、个人存款单季分别新增 1.11、1.35 万亿，同比多增 6313、3259 亿，占存款比重大体同年初持平。分期限类型看，定期存款单季新增 1.93 万亿，同比多增 8555 亿；活期存款新增 5353 亿，同比多增 1018 亿。其中定期存款占比较年初提升 2.5pct 至 53%，存款定期化趋势仍有所延续。

贷款利率下行压力加大，NIM 仍承压运行。公司 1Q23 NIM 为 1.83%，较 2022 年收窄 8bp。测算结果显示，生息资产收益率为 3.43%，较 2022 年明显收窄，主要受年初贷款重定价及市场利率走低影响。有效需求修复偏缓背景下，贷款利率下行压力仍待缓解。付息负债成本率 1.88%，较 2022 年上行 1bp，存款定期化背景下负债成本偏刚性。展望全年，贷款收益率下行趋势不改，年内息差仍面临下行压力，但伴随市场有效融资需求逐步改善，NIM 边际降幅有望趋缓。

非息收入增长近两成，占营收比重提至 26%。1Q23 建设银行非息收入同比增速 18.7%，较 2022 年提升约 37pct，占营收比重较上年提升 4.3pct 至 26%。其中，手续费及佣金净收入同比增速较 2022 年提升 7pct 至 2.6%，占非息收入比重较上年提升 15pct 至 80%，主要受托管及其他受托业务高增驱动。净其他非息在前期较低基数上实现快速增长 (YoY+209%)，其中，投资收益同比增长 44% 至 24.4 亿，公允价值变动损益 23.5 亿，实现扭负为正，同比多增 82.8 亿，二者合计占净其他非息比重约 44%，较 2022 年提升约 39pct，构成驱动净其他非息增长的主要动力。

不良率维持低位运行，风险抵补能力较强。1Q23 末，公司不良贷款率为 1.38%，较 2022 年末基本持平，延续近年来持续下行趋势。年末不良贷款余额 3096 亿，较上年末多增 168 亿。1Q 末贷款损失准备余额 7460 亿，较年初多增约 418 亿，年化信用成本 0.58%，环比 2022 年小幅上行 0.1pct。季末拨贷比 3.33%、拨备覆盖率 241.7%，均较上年末基本持平，风险抵补能力维持较高水平。

资本充足率安全边际厚，资本补充工具丰富。1Q23 末，建设银行核心一级/一级/资本充足率分别为 13.19%、13.86%、17.88%，较上年末分别下降 0.5、0.54、0.54pct，资本充足率安全边际高。1Q23 末公司风险加权资产同比增速 12.9%，较上年末提升约 4.4pct，对资本消耗略有增加。整体来看，业绩增速维持较强韧性对 CET1 形成一定支撑。同时，公司资本补充工具丰富，1Q 末公告发行 200 亿二级债，近期董事会决议公告后续仍有不超过 2000 亿二级债发行计划，资本充足率有望持续增厚。

盈利预测、估值与评级。建设银行稳步推进“住房租赁”、“普惠金融”、“金融科技”三大战略，科技赋能深化 B+C+G 三个维度业务转型重构工作，打造“第二增长曲线”，实现“一二曲线”相融共进。公司营收盈利稳步增长，信贷投放景气度高，住房租赁、绿色金融、普惠涉农等特色业务发展态势良好。同时，公司资产质量稳健向好趋势不改，不良率维持低位运行，拨备余粮充裕。各级资本充足率安全边际较厚，资本补充渠道畅通。但考虑到经济弱复苏局面仍有延续可能，贷款利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 为 1.38、1.46、1.54 元 (前值为 1.43、1.55、1.65 元)，当前股价对应 PB 估值分别为 0.53、0.49、0.45 倍，对应 PE 估值分别为 4.57、4.31、4.09 倍，维持“买入”评级。

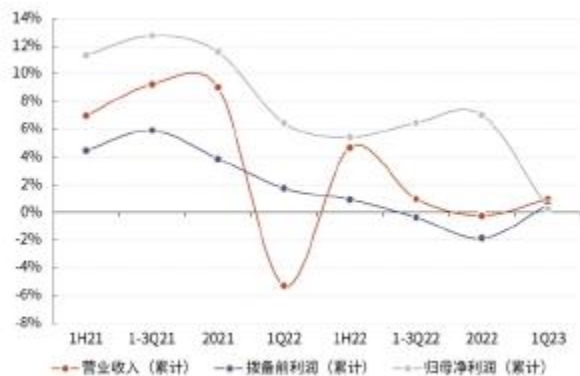
风险提示：经济复苏景气度不及预期，贷款利率下行压力加大。

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)	824,246	822,473	857,649	892,877	927,883
营业收入增长率	9.05%	-0.22%	4.28%	4.11%	3.92%
净利润 (百万元)	302,513	323,861	345,487	365,984	386,178
净利润增长率	11.61%	7.06%	6.68%	5.93%	5.52%
EPS (元)	1.21	1.30	1.38	1.46	1.54
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.73%	12.45%	12.17%	11.83%	11.49%
P/E	5.21	4.87	4.57	4.31	4.09
P/B	0.63	0.58	0.53	0.49	0.45

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023 年 4 月 28 日

图 1：建设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：建设银行业绩同比增速拆分 (%)



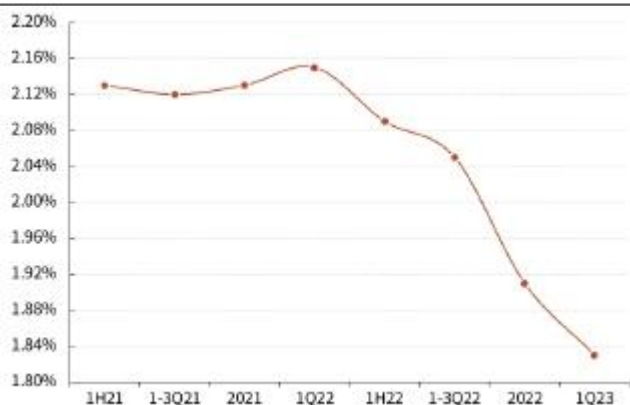
资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：建设银行资产负债结构

	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23
资产结构 (占比)											
发放贷款和垫款/生息资产	59.5%	60.0%	60.7%	61.2%	61.7%	62.5%	62.3%	61.0%	61.5%	61.2%	61.1%
较上季变动 (pct)	(0.57)	0.59	0.63	0.50	0.51	0.84	(0.27)	(1.23)	0.47	(0.26)	(0.10)
公司贷款/贷款	55.4%	54.8%	56.8%	56.5%	56.2%	55.5%	56.6%	56.2%	56.4%	55.7%	52.4%
较上季变动 (pct)	0.17	(0.60)	2.01	(0.28)	(0.34)	(0.72)	1.13	(0.35)	0.13	(0.71)	(3.29)
零售贷款/贷款	43.0%	43.7%	42.3%	42.1%	42.2%	42.5%	41.1%	40.2%	39.8%	39.4%	37.1%
较上季变动 (pct)	0.78	0.62	(1.37)	(0.15)	0.07	0.31	(1.43)	(0.88)	(0.43)	(0.40)	(2.32)
票据/贷款	1.6%	1.5%	0.9%	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%	3.6%	3.8%	5.0%	4.7%
较上季变动 (pct)	(0.95)	(0.02)	(0.64)	0.43	0.27	0.41	0.30	1.23	0.29	1.11	(0.29)
金融投资/生息资产	25.2%	24.9%	24.3%	24.5%	24.7%	25.5%	25.0%	25.3%	24.7%	24.7%	24.1%
较上季变动 (pct)	0.56	(0.26)	(0.58)	0.13	0.24	0.74	(0.41)	0.23	(0.53)	(0.01)	(0.59)
金融同业资产/生息资产	15.4%	15.0%	15.0%	14.4%	13.6%	12.0%	12.7%	13.7%	13.8%	14.0%	14.7%
较上季变动 (pct)	0.01	(0.33)	(0.05)	(0.63)	(0.75)	(1.58)	0.68	1.01	0.06	0.27	0.68
负债结构 (占比)											
客户存款/付息负债	83.9%	83.3%	85.4%	84.7%	84.4%	83.7%	84.2%	80.7%	81.4%	81.4%	83.0%
较上季变动 (pct)	0.00	(0.62)	2.10	(0.75)	(0.26)	(0.66)	0.44	(3.49)	0.66	0.07	1.61
活期存款/存款	54.0%	54.4%	53.3%	53.1%	52.4%	52.4%	50.9%	50.9%	49.4%	49.5%	47.0%
较上季变动 (pct)	(1.27)	0.48	(1.18)	(0.15)	(0.73)	(0.00)	(1.51)	(0.00)	(1.43)	0.05	(2.52)
定期存款/存款	46.0%	45.6%	46.7%	46.9%	47.6%	47.6%	49.1%	49.1%	50.6%	50.5%	53.0%
较上季变动 (pct)	1.27	(0.48)	1.18	0.15	0.73	0.00	1.51	0.00	1.44	(0.06)	2.52
个人存款/存款	50.2%	51.1%	52.2%	51.7%	51.8%	52.0%	53.1%	52.6%	53.0%	53.8%	53.9%
较上季变动 (pct)	0.65	0.89	1.10	(0.51)	0.14	0.24	1.04	(0.47)	0.40	0.81	0.10
公司存款/存款	49.8%	48.9%	47.8%	48.3%	48.2%	48.0%	46.9%	47.4%	47.0%	46.2%	46.1%
较上季变动 (pct)	(0.65)	(0.89)	(1.10)	0.51	(0.14)	(0.24)	(1.04)	0.47	(0.39)	(0.82)	(0.10)
应付债券/付息负债	4.2%	3.9%	3.6%	3.7%	4.3%	5.0%	4.9%	5.7%	5.7%	5.4%	5.2%
较上季变动 (pct)	0.38	(0.33)	(0.25)	0.08	0.64	0.71	(0.13)	0.82	(0.03)	(0.24)	(0.28)
金融同业负债/付息负债	11.9%	12.8%	11.0%	11.6%	11.3%	11.2%	10.9%	13.6%	12.9%	13.1%	11.8%
较上季变动 (pct)	(0.38)	0.95	(1.85)	0.67	(0.38)	(0.05)	(0.31)	2.67	(0.63)	0.17	(1.33)

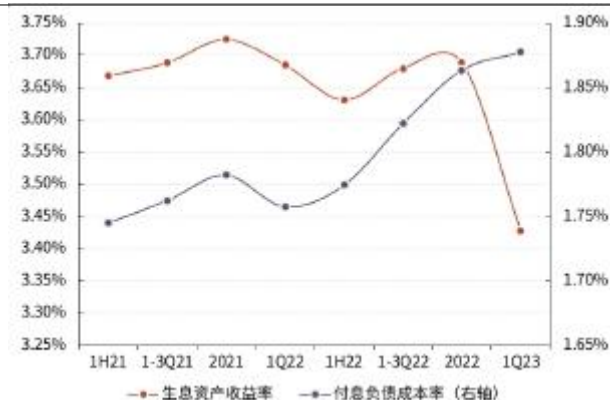
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：建设银行净息差（公布值）走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所；注：由于会计准则变更，2022 年 NIM 数据已重述

图 4：建设银行生息资产收益率及计息负债成本率（测算值）



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

表 3：建设银行资产质量主要指标

	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23
不良贷款率	1.53%	1.56%	1.56%	1.53%	1.51%	1.42%	1.40%	1.40%	1.40%	1.38%	1.38%
较上季变动 (pct)	0.04	0.03	0.00	(0.03)	(0.02)	(0.09)	(0.02)	0.00	0.00	(0.02)	0.00
(关注+不良)/贷款总额	N/A	4.51%	N/A	4.33%	N/A	4.11%	N/A	4.04%	N/A	3.90%	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	49.1%	N/A	28.6%	N/A	48.0%	N/A	44.9%	N/A	25.9%	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
逾期 90 天以上贷款/贷款总额	N/A	0.76%	N/A	0.44%	N/A	0.68%	N/A	0.63%	N/A	0.36%	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	217.5%	213.6%	214.9%	222.4%	228.6%	240.0%	246.4%	244.1%	244.0%	241.5%	241.7%
较上季变动 (pct)	(5.96)	(3.92)	1.35	7.45	6.16	11.41	6.40	(2.24)	(0.17)	(2.42)	0.15
拨贷比	3.33%	3.33%	3.35%	3.41%	3.46%	3.40%	3.46%	3.43%	3.43%	3.34%	3.33%
较上季变动 (pct)	(0.01)	0.00	0.02	0.06	0.05	(0.06)	0.06	(0.03)	0.00	(0.09)	(0.01)

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4：建设银行资本充足率

	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	2022	1Q23
资本充足率	16.88%	17.06%	16.71%	16.58%	17.25%	17.85%	17.91%	17.95%	18.67%	18.42%	17.88%
较上季变动 (pct)	0.26	0.18	(0.35)	(0.13)	0.67	0.60	0.06	0.04	0.71	(0.25)	(0.54)
一级资本充足率	13.86%	14.22%	14.01%	13.80%	13.96%	14.14%	14.21%	13.93%	14.60%	14.40%	13.86%
较上季变动 (pct)	(0.02)	0.36	(0.21)	(0.21)	0.16	0.18	0.07	(0.28)	0.67	(0.20)	(0.54)
核心一级资本充足率	13.15%	13.62%	13.43%	13.23%	13.40%	13.59%	13.67%	13.40%	13.86%	13.69%	13.19%
较上季变动 (pct)	0.00	0.47	(0.19)	(0.20)	0.17	0.19	0.08	(0.27)	0.46	(0.17)	(0.50)
风险加权资产同比增速	13.77%	10.31%	9.45%	7.71%	7.81%	9.70%	7.47%	7.73%	5.97%	8.52%	12.91%
较上季变动 (pct)	(0.42)	(3.46)	(0.86)	(1.74)	0.10	1.89	(2.24)	0.27	(1.76)	2.55	4.39

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	824,246	822,473	857,649	892,877	927,883
净利息收入	605,420	643,064	647,106	667,375	691,105
非息收入	218,826	179,409	210,543	225,503	236,778
净手续费及佣金收入	121,492	116,085	121,889	127,984	134,383
净其他非息收入	97,334	63,324	88,654	97,519	102,395
营业支出	445,470	440,530	452,140	463,306	474,605
拨备前利润	547,127	537,035	574,699	607,230	631,035
信用及其他减值损失	168,715	155,018	169,116	177,585	177,683
税前利润	378,412	382,017	405,583	429,645	453,352
所得税	74,484	58,851	60,837	64,447	68,003
净利润	303,928	323,166	344,745	365,198	385,349
归属母公司净利润	302,513	323,861	345,487	365,984	386,178

盈利能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
生息资产收益率	3.65%	3.62%	3.34%	3.15%	3.04%
贷款收益率	4.32%	4.24%	3.90%	3.70%	3.55%
付息负债成本率	1.78%	1.86%	1.81%	1.77%	1.72%
存款成本率	1.69%	1.72%	1.65%	1.60%	1.55%
净息差	2.09%	1.99%	1.75%	1.61%	1.52%
净利差	1.87%	1.76%	1.52%	1.39%	1.32%
RORWA	1.75%	1.70%	1.60%	1.49%	1.43%
ROAA	1.04%	1.00%	0.93%	0.88%	0.84%
ROAE	12.73%	12.45%	12.17%	11.83%	11.49%

资产质量	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	1.42%	1.38%	1.36%	1.32%	1.35%
拨备覆盖率	240.0%	241.5%	240.9%	244.3%	239.0%
拨贷比	3.40%	3.34%	3.29%	3.23%	3.21%

资本	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本充足率	17.85%	18.42%	16.85%	16.26%	15.92%
一级资本充足率	14.14%	14.40%	13.30%	12.97%	12.82%
核心一级资本充足率	13.59%	13.69%	12.70%	12.43%	12.33%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价日期为：2023年4月28日

资产负债表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	30,253,979	34,600,711	39,319,907	43,665,489	47,716,154
发放贷款和垫款	18,764,146	21,148,135	24,003,133	26,643,478	29,041,391
同业资产	3,607,626	4,847,818	5,802,251	6,661,344	7,073,915
金融投资	7,641,919	8,542,312	9,567,389	10,428,454	11,262,731
生息资产合计	30,013,691	34,538,265	39,372,773	43,733,276	47,378,036
总负债	27,639,857	31,724,467	36,196,834	40,281,667	44,057,624
吸收存款	22,028,623	24,621,243	27,822,005	31,021,535	34,123,689
市场类负债	4,274,511	5,614,356	6,572,763	7,377,844	8,013,862
付息负债合计	26,303,134	30,235,599	34,394,768	38,399,379	42,137,550
股东权益	2,614,122	2,876,244	3,123,073	3,383,823	3,658,530
股本	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011
归属母公司权益	2,588,231	2,855,450	3,103,021	3,364,556	3,640,091
	0	0	0	0	0

业绩规模与增长	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	7.54%	14.37%	13.64%	11.05%	9.28%
生息资产	7.62%	15.08%	14.00%	11.07%	8.33%
付息负债	7.76%	14.95%	13.76%	11.64%	9.73%
贷款余额	12.05%	12.71%	13.50%	11.00%	9.00%
存款余额	8.31%	11.77%	13.00%	11.50%	10.00%
净利息收入	5.12%	6.22%	0.63%	3.13%	3.56%
净手续费及佣金收入	6.03%	-4.45%	5.00%	5.00%	5.00%
营业收入	9.05%	-0.22%	4.28%	4.11%	3.92%
拨备前利润	3.91%	-1.84%	7.01%	5.66%	3.92%
归母净利润	11.61%	7.06%	6.68%	5.93%	5.52%

每股盈利及估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS (元)	1.21	1.30	1.38	1.46	1.54
PPOPPS (元)	2.19	2.15	2.30	2.43	2.52
BVPS (元)	9.95	10.86	11.85	12.90	14.00
DPS (元)	0.36	0.39	0.42	0.44	0.46
P/E	5.21	4.87	4.57	4.31	4.09
P/POP	2.88	2.94	2.75	2.60	2.50
P/B	0.63	0.58	0.53	0.49	0.45

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。本报告的版权归属本公司所有，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