

2022年3月25日

固定收益研究团队

西部首家“**A+H**”上市城商行—重银转债投资价值分析

——固收专题

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号: S0790521100002

梁吉华（联系人）

liangjihua@kysec.cn

证书编号: S0790121120045

● 西部首家“**A+H**”上市城商行

重庆银行于3月23日公开发行可转债，发行规模130亿元，期限6年，评级AAA/AAA，初始转股价11.28元，转股起始日期是2022年9月29日。

重庆银行深耕于西南地区，覆盖“一市三省”，主要业务包括公司银行业务、零售银行业务、资金业务等，公司银行业务是核心业务之一，定位从传统信贷业务逐步向专业化行业金融服务商转型；公司在多个资金业务中具有优势，在业内多次得到专业认可，取得了多个奖项；公司同时大力发展零售业务。

公司依托成渝经济圈、西部大开发的重要战略支点、“一带一路”与长江经济带的重要联结点和内陆开放高地的战略地位等重要区位优势，存贷款规模逐年增长，营收和净利稳步增长。公司盈利能力较强，ROE保持稳定，净息差稳步走高，生息资产收益率保持较高水平。

资产质量方面，重庆银行坚持审慎经营的原则，近年来不良贷款率相对稳定，贷款拨备水平较高，贷款拨备充足；资本充足率满足监管要求。

● 投资价值分析：债底保护强，流动性好

重银转债发行规模较大，评级高，机构关注度高，作为优质大盘转债可作为底仓持有，上市后流动性较好；同时规模大也导致转股对股本的摊薄压力较大。

正股的估值处于较低水平，弹性较弱。截至3月23日，公司的PB是0.72，处于上市以来(2021-02-05)7.79%分位数，估值位于历史较低水平，安全边际较好。正股的弹性较弱，180日波动率为23.09%。

转债债底保护较好。面值对应的YTM为2.52%，正股3月23日的收盘价为8.73元，对应的初始平价为77.39元；以3月23日AAA中债企业债到期收益率曲线计算，纯债价值是94.02元，债底保护较好。

我们在已经发行转债的银行中，选取与重庆银行评级相同、资产规模相近的苏州银行、青农商行作为可比公司，截至3月23日，苏州银行平价83.46元，平价溢价率33.45%，青农商行平价79.40元，平价溢价率32.79%。

我们认为：1、重银转债发行规模大，评级高，流动性好，机构关注度高；2、正股基本面较好，重庆银行依托川渝区位优势，服务本地，发力公司业务和零售业务，正股估值不高；3、债底保护性较好，可作为底仓。我们判断重银转债合理平价溢价率在35%左右，结合已上市银行转债首日表现，预计上市价格在105-110元。

● 风险提示：公司财务状况发生变化；募投项目不及预期。

相关研究报告

目录

1、 2022 年以来发行规模最大的转债	3
2、 西部首家“A+H”上市城商行	4
3、 投资价值分析：债底保护强，流动性好	10
4、 风险提示	11

图表目录

图 1： 股权结构多元	4
图 2： 子公司拓展了公司业务范围	4
图 3： 公司银行业务是本行的核心业务之一，占比最高	5
图 4： 营业收入近年来稳步增长	5
图 5： 净利润逐年增加	6
图 6： 营收绝大部分来自于利息收入	6
图 7： 投资收益成为公司新增长点	6
图 8： 2017 年-2020 年重庆银行平均 ROE 为 12.88%	7
图 9： 2017 年-2020 年重庆银行平均 ROA 为 0.92%	7
图 10： 近三年重庆银行净息差不断走高	7
图 11： 近三年重庆银行净利差不断走高	7
图 12： 总资产规模稳步增加	8
图 13： 重庆银行贷款占比高于同区域可比城农商行	8
图 14： 重庆银行生息资产收益率保持较高水平	8
图 15： 重庆银行存款占比低于同区域的可比城农商行	8
图 16： 重庆银行计息负债成本率高于可比城农商行	8
图 17： 重庆银行不良贷款率相对稳定	9
图 18： 重庆银行贷款拨备覆盖率保持较高水平	9
图 19： 2021Q3 重庆银行核心一级资本充足率有所上升	9
图 20： 2021Q3 重庆银行资本充足率有所上升	9
图 21： 正股估值处于历史较低水平，弹性较弱	11
图 22： 重庆银行在上市城商行中估值处于较低水平	11
表 1： 重银转债是 2022 年以来发行规模最大的转债	3
表 2： 重银转债于 3 月 23 日公开发行	3

1、2022年以来发行规模最大的转债

2022年3月20日，重庆银行发布公告，公开发行可转债，发行规模130亿元，发行方式设股东配售及网上申购，T日定在3月23日(周三)。原股东按照每股配售6.858元面值可转债的额度配售，最多可优先认购约1,300万手；网上投资者申购无需定金，限额100万元；配售和认购金额不足时，由保荐机构(牵头主承销商)和联席主承销商包销。

表1：重银转债是2022年以来发行规模最大的转债

转债基本信息	
转债代码	113056.SH
转债名称	重银转债
正股代码	601963.SH
正股名称	重庆银行
外部评级:债项/主体	AAA/AAA
发行额	130亿元
期限	6年
利率	0.2%；0.4%；1%；1.7%；2.5%；3.5%
预计发行/起息日期	2022年3月23日
转股起始日期	2022年9月29日
转股价	11.28元
赎回条款	转股期，15/30，130%
向下修正条款	存续期，15/30，80%
有条件回售条款	无
补偿条款	到期赎回价格：110元
原始股东股权登记日	2022年3月22日
网上申购及配售日期	2022年3月23日
申购代码/配售代码	783963/764963
主承销商(牵头主承销商)	招商证券
增信措施	无担保

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：重银转债于3月23日公开发行

日期	交易日	发行安排
2022年3月21日	T-2日	刊登募集说明书及摘要、发行公告、网上路演公告
2022年3月22日	T-1日	原A股股东优先配售股权登记日、网上路演
2022年3月23日	T日	刊登发行提示性公告、原A股股东优先配售认购日及缴款日、网上申购日、确定网上中签率
2022年3月24日	T+1日	刊登网上中签率及优先配售结果公告、网上申购摇号抽签
2022年3月25日	T+2日	刊登网上中签结果公告、网上投资者根据中签结果缴款
2022年3月28日	T+3日	根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2022年3月29日	T+4日	刊登发行结果公告

资料来源：Wind、开源证券研究所

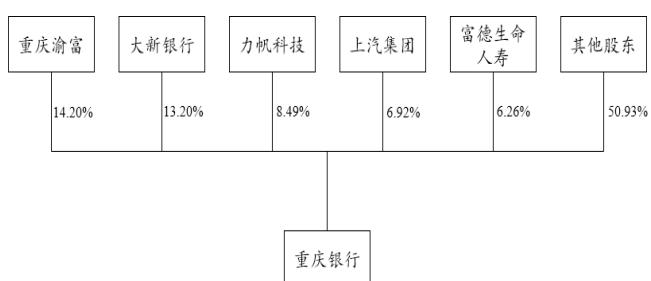
本次公开发行可转债募集资金总额 130 亿元，扣除发行费用后将全部用于支持重庆银行未来各项业务健康发展，在可转债转股后按照相关监管要求用于补充银行核心一级资本。本次公开发行可转债有助于重庆银行提高资本充足率水平，增强抵御风险的能力，并为各项业务的持续发展提供充足的资金支持，提升整体的盈利能力和核心竞争力。

2、西部首家“**A+H**”上市城商行

重庆银行是西部首家“**A+H**”上市的城市商业银行，前身是 1996 年由 37 家城市信用社和 1 家市联社共同组建的重庆城市合作银行，2007 年更名为重庆银行股份有限公司，2013 年成为首家在香港联交所上市的内地城商行，2021 年在上交所上市，成为西部首家“**A+H**”上市城商行。公司总股本 34.75 亿，其中 A 股 18.95 亿股，A 股限售股 12.04 亿，占比 63.54%。

重庆银行股权结构多元，不存在控股股东或实际控制人。公司主要股东涵盖国企、港资银行、民企、保险等多个领域的企业，主要包含：重庆渝富、大新银行、力帆科技、上汽集团、富德生命人寿；公司重要的控股子公司包括一家金融租赁公司和一家村镇银行，主要参股的公司涵盖消费金融公司和城市商业银行。子公司拓展了公司的业务范围，扩大了合作领域。

图1：股权结构多元



资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2021H1）

图2：子公司拓展了公司业务范围

	持有股份（万股）	占比
渝渝金租	153,000	51.00%
兴义万丰村镇银行	21,650	66.72%
马上消费金融	62,119.96	15.53%
重庆三峡银行	27,706.54	4.97%

资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2021H1）

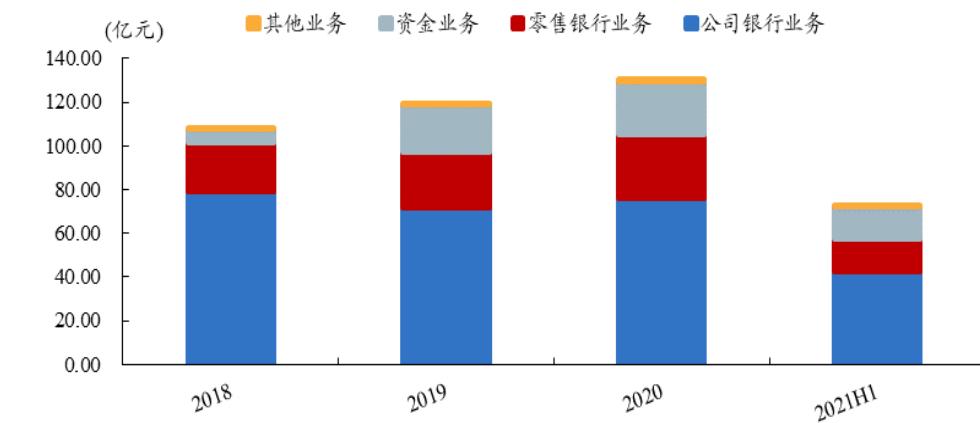
重庆银行深耕于西南地区。截至 2021 年 6 月 30 日，设有包括总行营业部、小企业信贷中心以及 4 家一级分行在内的共计 148 家分支机构，覆盖“一市三省”，包括重庆地区所有城乡及四川、贵州、陕西等地。重庆银行发放的贷款和垫款大部分都位于重庆市，2018—2021H1，重庆地区贷款占本行客户贷款的比例分别为 77.78%、80.29%、79.27% 和 77.71%。

重庆银行是西部和长江上游地区成立最早的地方性股份制商业银行，重庆市有多家开展业务的商业银行，银行市场竞争较为充分。截至 2021 年 6 月 30 日，重庆银行在重庆市辖区各项存款和各项贷款余额在重庆市银行业金融机构中均位列第 6，是重庆地区重要的金融机构。

公司的主要业务包括公司银行业务、零售银行业务、资金业务等。公司银行业务是公司的核心业务之一。公司银行业务定位从传统信贷业务逐步向专业化行业金融服务商转型，致力于成为综合金融解决方案提供商。资金业务主要包括投资组合管理业务、同业市场业务、代客理财业务和投资银行业务。公司在多个资金业务中具

有优势，在业内多次得到专业认可，取得了多个奖项。

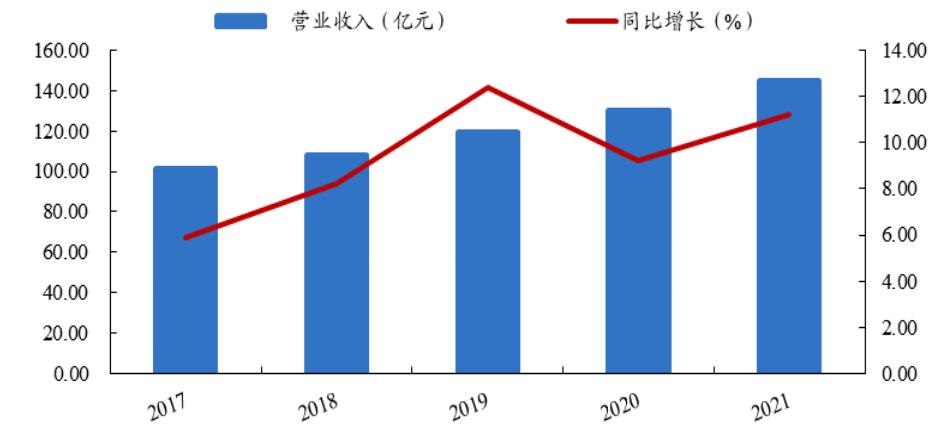
图3：公司银行业务是本行的核心业务之一，占比最高



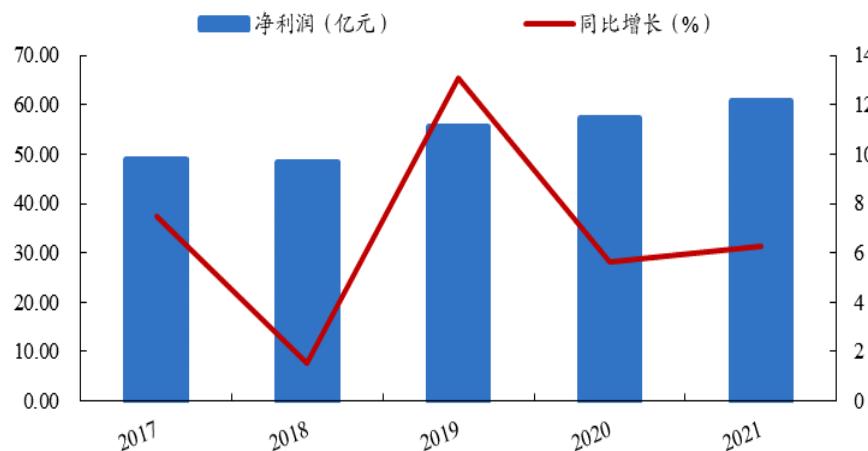
数据来源：Wind、开源证券研究所

受益于重庆地区经济发展和公司良好经营，公司营业收入近年来稳步增长。根据2021年业绩快报，2021年公司实现营业收入45.15亿元，同比增长11.24%，2017-2021年复合增长率是9.37%；净利润46.64亿元，同比增长5.42%，2017-2021年复合增长率是5.62%。

图4：营业收入近年来稳步增长

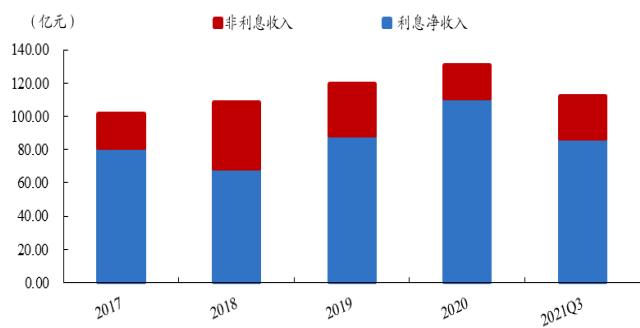


数据来源：Wind、开源证券研究所

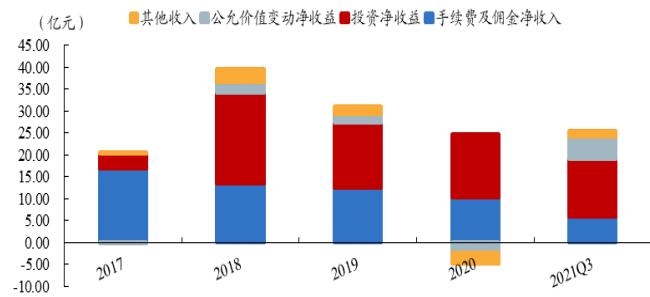
图5：净利润逐年增加


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司营收绝大部分来自于利息收入，近年来贷款、债权投资和其他债权投资的规模稳步增长，净利差有所改善，使得利息净收入增加；非息收入的主要来源是手续费及佣金收入和投资收益，尤其是投资收益得益于公司在资金业务领域的优势，近年来成为公司新的增长点。

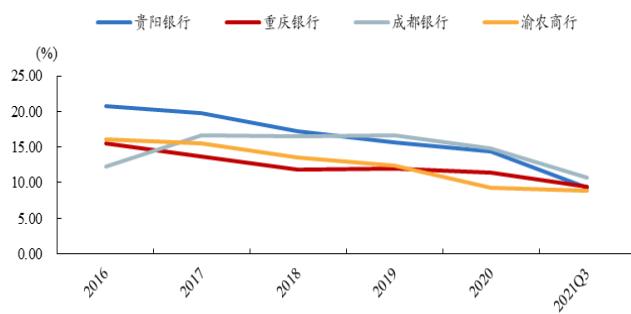
图6：营收绝大部分来自于利息收入


数据来源：Wind、开源证券研究所

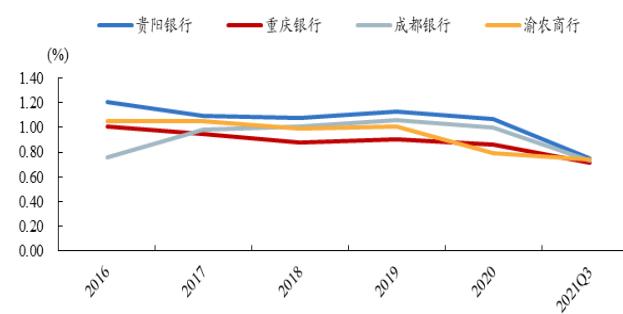
图7：投资收益成为公司新增长点


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的盈利能力较强。公司 2017-2020 年平均 ROE 分别为 12.88%，平均 ROA 为 0.92%，在同区域可比上市银行中具有竞争力。公司 2020 年 ROE 略有降低，主要是受到疫情影响，基于审慎原则，结合资产质量，加大资产减值损失和信用减值损失的计提。2020 年上市城商行平均 ROE 为 10.19%，重庆银行 ROE 高于均值，排名第 7/17。

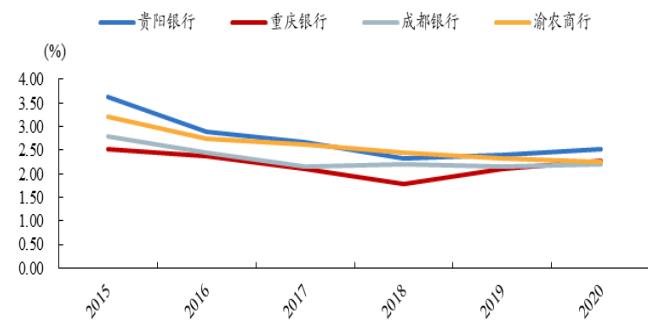
图8：2017年-2020年重庆银行平均ROE为12.88%


数据来源：Wind、开源证券研究所

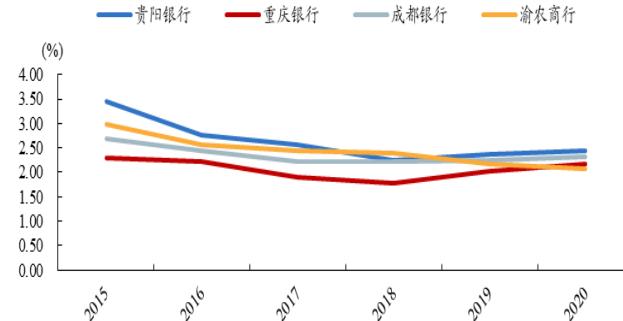
图9：2017年-2020年重庆银行平均ROA为0.92%


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的净息差在城商行中排名前列，且有不断增加的趋势。公司2018-2020年净息差分别为1.79%、2.11%、2.27%，净息差不断走高，主要是得益于最近三年人民银行多次降低存款准备金率，存放央行款项占生息资产的比重整体逐步下降，自营贷款等收益较高的资产占比提升以及生息资产平均收益率的提升。公司净息差水平高于上市城商行平均值，2020年上市城商行平均净息差是2.12%，重庆银行高于均值，排名5/17。

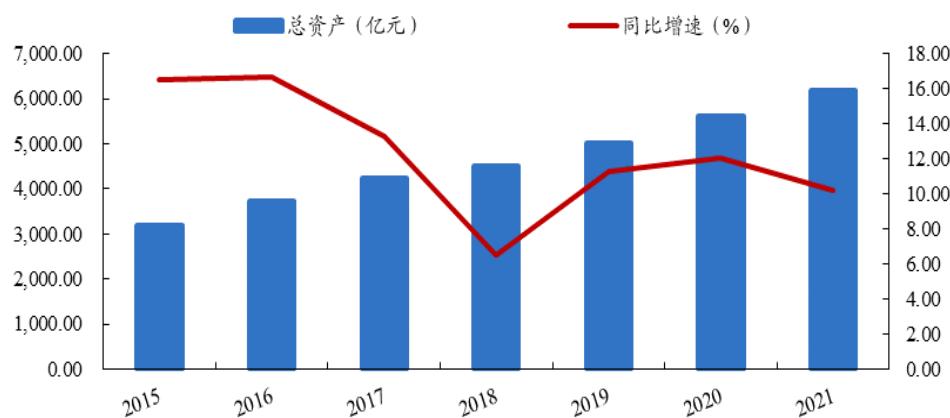
图10：近三年重庆银行净息差不断走高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：近三年重庆银行净利差不断走高


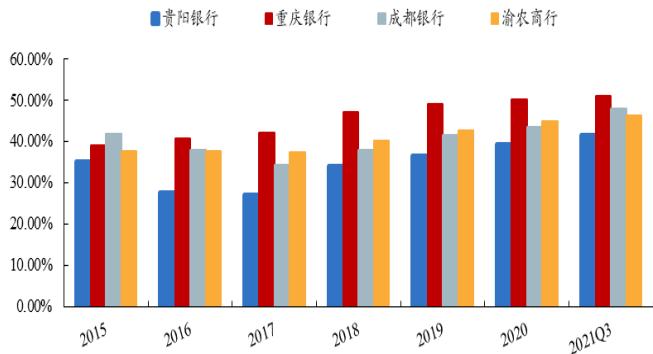
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司的总资产规模稳步增加，根据2021年业绩快报，2021年末总资产6189.54亿元，同比增长10.20%，2017-2021年复合增长率为10%；2021年贷款和垫款总额3180.62亿元，同比增长12.30%；2021年客户存款3386.95亿元，同比增长7.69%。根据2021Q3的数据，公司总资产在上市城商行中排名9/17，在西部区域银行中排名第三。

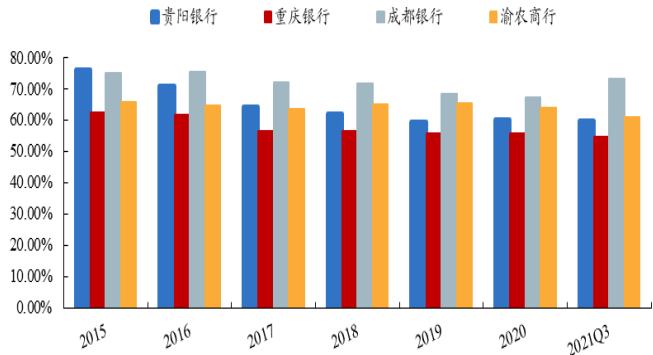
图12: 总资产规模稳步增加


数据来源: Wind、开源证券研究所

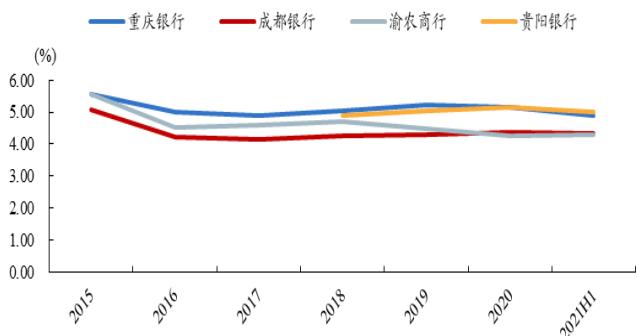
公司资产端主要由贷款推动，贷款规模的增长成为近年来支撑公司生息资产规模增长的主要因素，公司贷款占比近年来持续超过 50%，贷款占比高于同区域可比城农商行；公司生息资产收益率较高，2020 年生息资产收益率为 5.17%，高于行业平均水平。负债端，公司的存款占比近年来有所降低，占比低于同区域的可比城农商行；公司计息负债成本率高于同区域可比城农商行，但得益于公司生息资产收益率较高，能够有效覆盖成本。

图13: 重庆银行贷款占比高于同区域可比城农商行


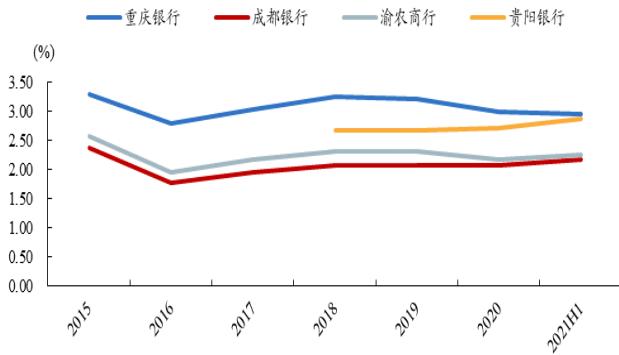
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 重庆银行存款占比低于同区域的可比城农商行


数据来源: Wind、开源证券研究所

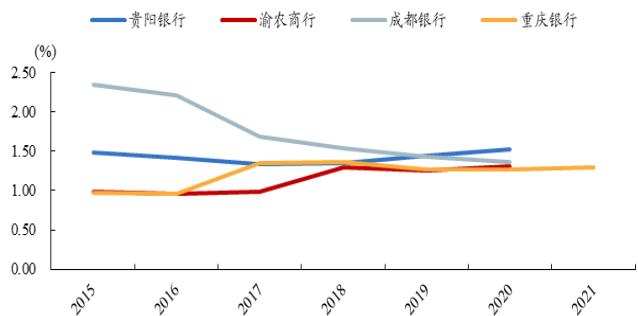
图14: 重庆银行生息资产收益率保持较高水平


数据来源: Wind、开源证券研究所

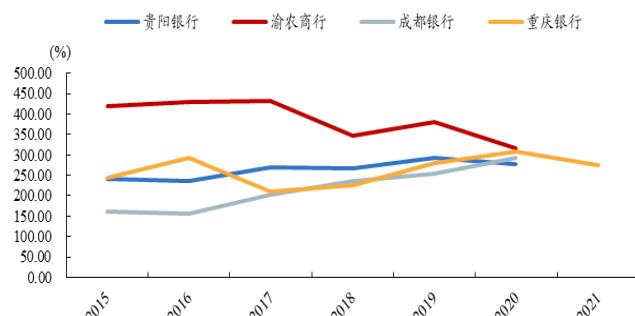
图16: 重庆银行计息负债成本率高于可比城农商行


数据来源: Wind、开源证券研究所

资产质量方面，重庆银行一直坚持审慎的贷款管理原则，依据近年的市场环境特点，加大了贷款管理力度，不良贷款率相对稳定。重庆银行不良贷款的处置力度较大，2018—2020年分别核销不良贷款38.51亿元、12.48亿元和21.57亿元。截至2020年末，重庆银行不良贷款率为1.27%。从重庆银行不良贷款地区分布来看，重庆市和其他地区不良贷款率分别为1.17%和1.64%；从行业分布来看，批发和零售业、房地产业、制造业和信息传输、软件和信息技术服务业不良贷款率分别为6.49%、3.88%、2.71%和3.34%，高于全行平均水平。从贷款拨备情况来看，随着不良贷款增速的放缓和拨备计提力度增加，重庆银行贷款拨备水平较高，贷款拨备充足。

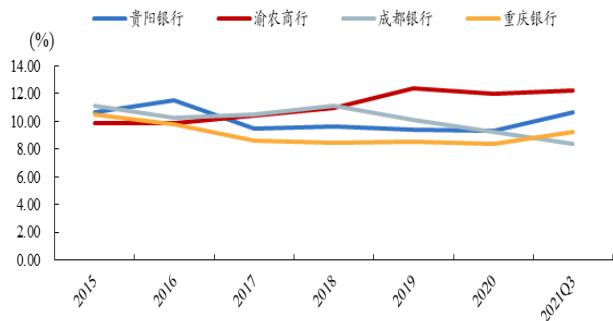
图17：重庆银行不良贷款率相对稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

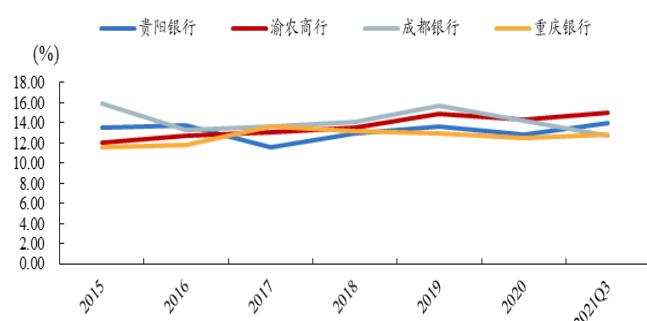
图18：重庆银行贷款拨备覆盖率保持较高水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

资本充足率方面，随着业务的快速发展，重庆银行风险加权资产规模持续增长，风险资产系数较为稳定。受业务的持续发展带来的资本消耗的影响，重庆银行资本充足相关指标有所下降，核心资本面临一定的补充压力。2021年2月，重庆银行在上海证券交易所上市，首次公开发行A股3.47亿股。截至2021年6月末，重庆银行资本净额规模有所增长，各项资本充足率指标均有所上升。随着可转债的发行，后续转债顺利转股，有望进一步提高银行的资本充足率水平。

图19：2021Q3 重庆银行核心一级资本充足率有所上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2021Q3 重庆银行资本充足率有所上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

依托区位优势，成为西部地区综合实力领先的城商行。成渝经济圈是西部地区高质量发展的重要增长极，同时重庆作为西部大开发的重要战略支点、“一带一路”

与长江经济带的重要联结点和内陆开放高地的战略地位，为重庆带来了难得的发展机遇，也为重庆银行带来了较大的发展空间。重庆银行作为西部地区综合实力领先的城商行，立足重庆，辐射四川、陕西、贵州等部分地区，积极融入国家战略，服务本地市场，将在西部地区发展中扮演重要角色。

积极服务本地实体经济，敢做小微业务先行者。公司根据区域经济发展状况和主要行业运行情况，主动研发能满足客户需求的金融产品；满足区县政府开展新型城镇化建设和产业升级需求，深层次创新银政企合作模式；积极开展业务转型，与政府部门、事业单位以及大型企业集团加强合作；未来，围绕地区产业发展规划，聚焦新兴产业金融服务。坚持草根经营策略，挂牌成立全国首批、西南地区首家独立持牌的小企业信贷专营机构“小企业信贷中心”，将小微业务定位为公司发展重点。

持续推进转型改革，创新业务模式。公司通过增资扩股、重组、引进战略投资者，目前形成了合理的国有、民营和外资共同参股的股权结构，通过在H股和A股同时上市，增强了自身资本实力。在保持公司业务主导基础上，积极发展零售业务，加快零售产品和模式的创新；资金业务模式多样，在多项业务上具有自身特色。

3、投资价值分析：债底保护强，流动性好

重银转债募资130亿元，发行规模较大，评级为AAA/AAA，机构关注度高，作为优质大盘转债可作为底仓持有，上市后流动性较好。

转股对股本的摊薄压力较大。公司A股总市值223亿元，A股自由流通市值60亿元，如果按初始转股价11.28元对发行的130亿元转债全部进行转股，转股稀释率是24.91%，对流通股稀释率是62.50%。在转股期来临前要密切关注市场变化。

正股的估值处于较低水平，弹性较弱。截至3月23日，公司的PB是0.72，处于上市以来（2021-02-05）7.79%分位数，估值位于历史较低水平，安全边际较好。正股的弹性较弱，180日波动率为23.09%。当前银行指数PB是0.59，处于2015年以来0.4%的较低分位数，银行整体安全边际较好；当前城商行平均PB是0.84，重庆银行优于均值。

转债条款主流设置。下修条款为“15/30、80%”，不能破净下修，基于目前估值情况，下修短时间内恐难出现；有条件赎回条款为“15/30、130%”，未设置有条件回售条款。

转债债底保护较强。转债期限6年，评级为AAA/AAA，票面利率分别为0.2%、0.4%、1.0%、1.7%、2.5%、3.5%，到期赎回价格110元，票面总利率是115.8%，面值对应的YTM为2.52%，待上市的成银转债YTM是1.83%。以3月23日AAA中债企业债到期收益率曲线计算，纯债价值是94.02元，当前银行转债的平均债底是100.47元，待上市的成银转债底价是90.38元。

转债初始平价较低。转债初始转股价11.28元，转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2022年09月29日至2028年03月22日。正股3月23日的收盘价为8.73元，对应的初始平价为77.39元。当前银行转债平均价格是112.5元，平均平价是85.67元，平均转股溢价率是35.01%。

我们在已经发行转债的银行中，选取与重庆银行评级相同、资产规模相近的苏州

银行、青农商行作为可比公司，截至 3 月 23 日，苏州银行平价 83.46 元，平价溢价率 33.45%，青农商行平价 79.40 元，平价溢价率 32.79%。

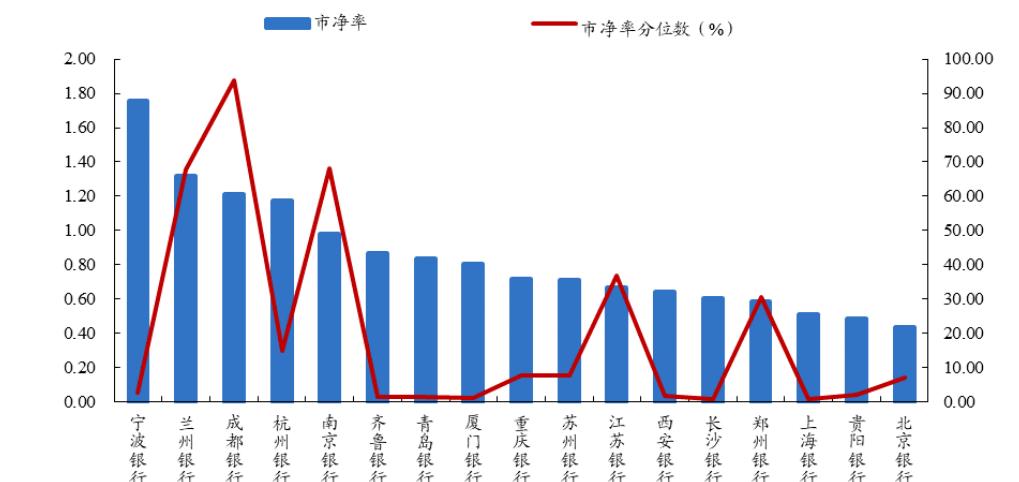
我们认为：1、重银转债发行规模大，评级高，流动性好，机构关注度高；2、正股基本面好，重庆银行依托川渝区位优势，服务本地，发力公司业务和零售业务，正股估值不高；3、债底保护性较好，可作为底仓。我们判断重银转债合理平价溢价率在 35% 左右。结合已上市银行转债首日表现，预计上市价格在 105-110 元。

图21：正股估值处于历史较低水平，弹性较弱



资料来源：Wind

图22：重庆银行在上市城商行中估值处于较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2022 年 3 月 23 日）

4、风险提示

公司财务状况发生变化；募投项目不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn