

## 公司研究

## 盈利增速维持近 30%，资产质量持续向好

——张家港行 (002839.SZ) 2022 年中报点评

## 买入 (维持)

当前价: 5.17 元

## 作者

分析师: 王一峰

执业证书编号: S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

## 联系人:

刘杰

liujie9@ebsecn.com

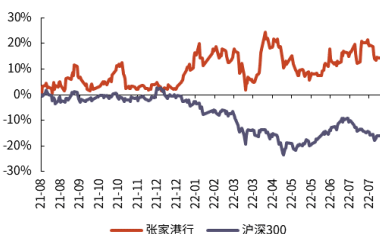
赵晨阳

zhaochenyang@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	21.70
总市值(亿元):	112.17
一年最低/最高(元):	4.52/5.72
近3月换手率:	152.70%

## 股价相对走势



资料来源: Wind

## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.07	-1.38	26.91
绝对	-2.08	4.66	10.28

资料来源: Wind

## 要点

## 事件:

8月9日, 张家港行发布了2022年中期报告, 上半年实现营业收入23.5亿元, YoY+5.7%, 归母净利润7.6亿元, YoY+27.8%。加权平均净资产收益率(ROAE)为10.4%, YoY+0.02pct。

## 点评:

**盈利水平维持近 30%高增态势。**1H22 张家港行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为 5.7%、11.4%、27.8%，季环比下降 6.1、18.1、2.0pct。2Q 单季营收、归母净利润同比增速 0.1%、25.2%，较去年同期下滑 3.2、5.4pct。拆分盈利增长看：(1) 规模对盈利增长贡献 40.2%，较 1Q 提升 0.5pct；息差贡献度为-21.3%，季环比改善 3.8pct，息差收窄对业绩拖累程度有所改善，净利息收入整体仍延续“以量补价”逻辑。(2) 非息收入对盈利贡献度为 18%，季环比下滑 32.2pct，考虑部分受前期较高基数影响。后续公司也将通过开展零售交叉营销、丰富理财产品等举措提升手续费收入，助力非息改善。(3) 拨备对盈利贡献为 1.2%，季环比提升 30.4pct，主要由于 1Q 拨备计提力度较大，2Q 不良率显著压降，较高拨备存在反哺利润空间。

**资产结构持续优化，5 月信贷逐步回暖。**2Q 末，张家港行总资产、生息资产、贷款同比增速分别为 13.9%、14.4%、16.8%，季环比下滑 4.2、3.7、4.5pct，但公司年初开门红时点较早，上半年信贷投放节奏仍符合前期目标。上半年贷款新增 94.3 亿，同比多增 7.4 亿，贷款余额占生息资产比重 61.6%，季环比提升近 0.3pct。贷款结构方面，上半年对公（不含票据）、零售贷款分别新增 52.1、33.8 亿，同比分别多增 5.2 亿，少增 24.1 亿。其中，上半年小微贷款实现增户扩面，2Q 末母行小微贷款余额、户数分别为 706.7 亿、4.05 万户，较年初增速 10.9%、12.1%。零售端，个人经营贷新增 13.2 亿，同比少增 27.1 亿。预计 2Q 上海疫情外溢叠加国有大行渠道下沉对零售获客造成一定扰动。但 5 月以来，随着复工、复产、复市有序推进，叠加各类稳增长举措出台，实体融资需求释放或带动信贷投放回暖。

**存款增速进一步提升，负债结构持续改善。**2Q 末，张家港行付息负债、存款同比增速为 14.8%、12%，季环比分别变动-0.8、1.2pct。上半年新增存款 120.1 亿，同比多增 2.9 亿，占付息负债比重季环比提升 1pct 至 84.6%。存款结构方面，上半年零售存款新增 87.7 亿，同比多增 9.6 亿，占各项存款比重 55.9%，较年初提升 1.7pct；活期存款占比 27.2%，较年初下滑 4.1pct，存款定期化态势与行业特征一致。

**NIM 季环比改善 1BP 至 2.24%。**张家港行上半年净利息收入同比增速 6.5%，季环比提升 0.8pct。上半年息差为 2.24%，季环比改善 1bp。资产端，贷款收益率为 5.62%，较 2021 年末下滑 25bp。在行业贷款利率承压背景下，公司一方面优化信贷结构，提升零售贷款占比，2Q 末零售贷款占比季环比提升 0.5pct 至 43.7%。另一方面，公司突出分层分类策略，持续深化“两小双轮竞速机制”，小微等高定价产品发力缓释了部分贷款利率下行压力。负债端，存款成本率同去年年末持平为 2.33%。存款定期化背景下负债成本虽有承压，但公司适度调整活期挂牌利率、压降了大额存单等高息产品定价，实现了对负债成本的有效管控。

**不良率维持 0.9%低位运行，资产质量持续向好。**2Q 末，张家港行不良贷款余额季环比减少 0.12 亿，不良贷款率 0.9%，较 1Q 末改善 4bp，实现不良“双降”。疫情扰动对公司整体资产质量影响较小，不良存量包袱持续出清。2Q 末公司拨贷比 4.8%，季环比提升近 0.3pct。拨备覆盖率 533.3%，较 1Q 末大幅提升约 51pct。2Q 公司不良余额下降 0.12 亿，贷款损失准备新增 4.45 亿，拨备计提仍维持一定强度。综合来看，公司资产质量向好，盈利维持较高增速，拨备安全空间进一步提升，风险抵补能力持续增强。

**资本充足率安全边际相对充足。**截至 2Q 末，张家港行核心一级/一级/资本充足率分别为 9.55%、11.15%、13.85%，较 1Q 末小幅下滑 0.16、0.19、0.2pct。公司核心一级资本充足率略有下滑，但距离 7.5%的监管红线仍有超 2 个百分点的安全空间。公司目前资产质量向好，不良生成压力较小，较高的拨备水平也为业绩的持续释放提供支撑。此外，据公司披露的截至 2Q22 末可转债转股结果，25 亿可转债仍待转股。当前转股价为 4.53 元/股，强赎价为 5.89 元/股。根据 8 月 9 日收盘价 5.17 元/股，距离强赎价仅 14%空间，转股潜力较大，公司整体内源+外延资本补充能力较强。

**盈利预测、估值与评级。**张家港行始终坚持深耕本土、服务区域的战略定位，重点布局个人经营性贷款领域。结合自身市场定位和经营优势，公司以微贷业务为重点抓手，通过客群持续下沉+差异化分层定价+专业化信贷服务，推动微贷业务规模与盈利贡献不断提升。同时，面对同业竞争压力，公司坚定“做小做散”的战略方向，前瞻性布局苏州、无锡、南通三地市场，开创小微领域新蓝海。此外，公司资产质量表现优异，在不良贷款率保持低位运行的情况下仍坚持审慎的拨备计提政策，为业绩持续释放和内源资本补充创造了条件。为此，我们上调 2022-2024 年 EPS 预测为 0.76 元（上调 10.1%）、0.90 元（上调 15.4%）、1.03 元（上调 17%），当前股价对应 PB 估值分别为 0.80/0.72/0.65 倍，对应 PE 估值分别为 6.77/5.72/5.03 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**经济下行压力加大，宽信用力度不及预期。

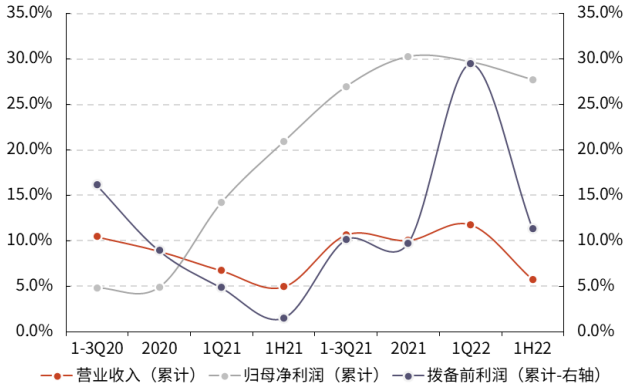
**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,195	4,616	4,901	5,409	6,046
营业收入增长率	8.9%	10.1%	6.2%	10.4%	11.8%
净利润（百万元）	1,001	1,304	1,656	1,963	2,232
净利润增长率	4.9%	30.3%	27.0%	18.5%	13.7%
EPS（元）	0.55	0.72	0.76	0.90	1.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.1%	11.0%	12.5%	13.2%	13.5%
P/E	9.34	7.17	6.77	5.72	5.03
P/B	0.83	0.75	0.80	0.72	0.65

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 8 月 9 日

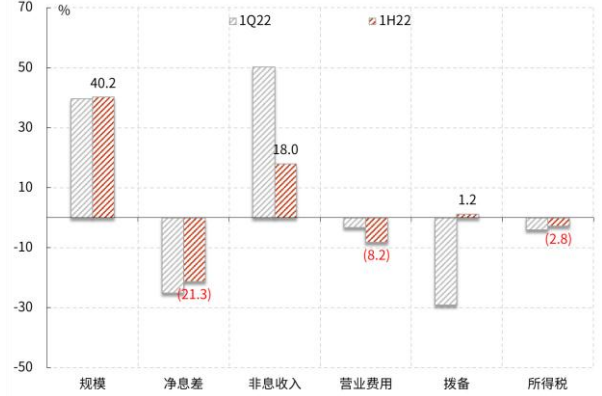
注：2020-2021 年股本为 18.08 亿股，2022 年及以后为 21.7 亿股。

图 1: 张家港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: 张家港行业绩同比增速拆分



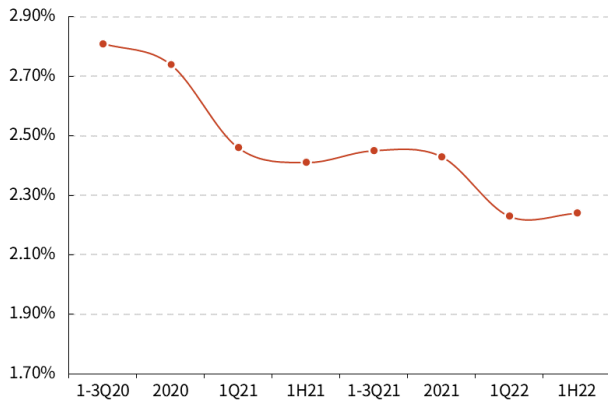
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 张家港行资产负债结构

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
<b>资产结构 (占比)</b>											
发放贷款和垫款/生息资产	58.5%	58.4%	59.5%	60.5%	59.4%	59.7%	60.3%	60.8%	61.0%	61.3%	61.6%
较上季变动 (pct)	0.25	(0.07)	1.09	0.95	(1.06)	0.24	0.68	0.45	0.20	0.32	0.29
公司贷款/贷款	55.7%	54.6%	53.2%	52.3%	49.7%	53.4%	50.1%	48.8%	47.4%	48.1%	48.1%
较上季变动 (pct)	(2.67)	(1.13)	(1.41)	(0.92)	(2.56)	3.66	(3.26)	(1.29)	(1.42)	0.66	0.02
零售贷款/贷款	35.9%	36.8%	37.9%	39.8%	40.8%	42.5%	43.2%	43.8%	44.4%	43.2%	43.7%
较上季变动 (pct)	2.15	0.99	1.02	1.94	0.99	1.67	0.73	0.66	0.58	(1.23)	0.48
票据/贷款	8.4%	8.5%	8.9%	7.9%	9.5%	4.2%	6.7%	7.3%	8.2%	8.7%	8.2%
较上季变动 (pct)	0.52	0.14	0.40	(1.02)	1.57	(5.32)	2.53	0.63	0.84	0.57	(0.50)
金融投资/生息资产	31.0%	32.4%	29.1%	31.5%	31.0%	32.3%	32.9%	32.6%	32.3%	32.4%	32.0%
较上季变动 (pct)	0.13	1.34	(3.27)	2.42	(0.47)	1.28	0.55	(0.22)	(0.36)	0.15	(0.48)
金融同业资产/生息资产	10.5%	9.2%	11.4%	8.0%	9.5%	8.0%	6.8%	6.6%	6.7%	6.3%	6.4%
较上季变动 (pct)	(0.38)	(1.27)	2.18	(3.36)	1.53	(1.52)	(1.23)	(0.23)	0.16	(0.47)	0.19
<b>负债结构 (占比)</b>											
客户存款/付息负债	83.1%	86.3%	88.8%	85.4%	83.1%	87.2%	86.7%	84.8%	84.3%	83.6%	84.6%
较上季变动 (pct)	(2.45)	3.22	2.47	(3.31)	(2.31)	4.03	(0.43)	(1.98)	(0.45)	(0.72)	1.03
活期存款/存款	34.9%	N/A	33.2%	N/A	34.0%	N/A	30.7%	N/A	31.3%	N/A	27.2%
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	65.1%	N/A	66.8%	N/A	66.0%	N/A	69.3%	N/A	68.7%	N/A	72.8%
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	47.2%	49.4%	48.3%	50.3%	50.4%	52.3%	52.0%	53.1%	54.2%	55.5%	55.9%
较上季变动 (pct)	0.85	2.23	(1.15)	2.02	0.08	1.88	(0.31)	1.12	1.13	1.25	0.41
公司存款/存款	52.8%	50.6%	51.7%	49.7%	49.6%	47.7%	48.0%	46.9%	45.8%	44.5%	44.1%
较上季变动 (pct)	(0.85)	(2.23)	1.15	(2.02)	(0.08)	(1.88)	0.31	(1.12)	(1.13)	(1.25)	(0.41)
应付债券/付息负债	5.7%	4.6%	2.3%	4.5%	4.1%	4.1%	5.6%	7.5%	5.7%	7.1%	7.8%
较上季变动 (pct)	1.27	(1.18)	(2.28)	2.27	(0.50)	(0.00)	1.55	1.88	(1.78)	1.39	0.69
金融同业负债/付息负债	11.2%	9.2%	9.0%	10.0%	12.8%	8.8%	7.7%	7.8%	10.0%	9.3%	7.6%
较上季变动 (pct)	1.18	(2.04)	(0.19)	1.04	2.80	(4.03)	(1.12)	0.10	2.23	(0.67)	(1.72)

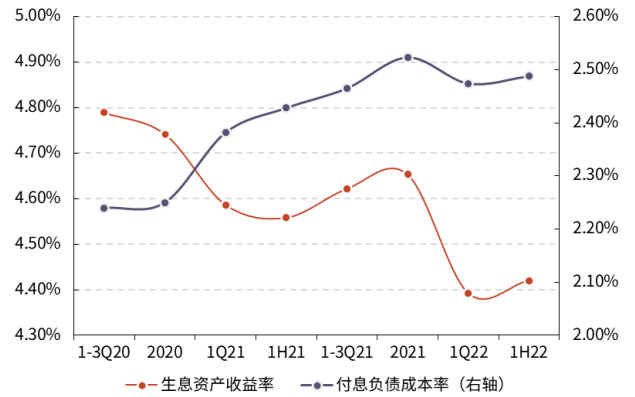
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 张家港行净息差 (测算值) 走势



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

图 4: 张家港行生息资产收益率及付息负债成本率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所测算

表 3: 张家港行资产质量主要指标

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
不良贷款率	1.38%	1.36%	1.21%	1.16%	1.17%	1.12%	0.98%	0.94%	0.95%	0.94%	0.90%
较上季变动 (pct)	(0.04)	(0.02)	(0.15)	(0.05)	0.01	(0.05)	(0.14)	(0.04)	0.01	(0.01)	(0.04)
(关注+不良)/贷款总额	3.95%	4.19%	3.40%	3.16%	2.87%	2.79%	2.60%	2.59%	2.56%	2.47%	2.51%
较上季变动 (pct)	(0.87)	0.24	(0.79)	(0.24)	(0.29)	(0.08)	(0.19)	(0.01)	(0.04)	(0.08)	0.04
逾期90天以上贷款/不良贷款	60.0%	N/A	46.8%	N/A	30.9%	N/A	66.43%	N/A	57.24%	N/A	60.74%
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	0.83%	N/A	0.57%	N/A	0.36%	N/A	0.65%	N/A	0.54%	N/A	0.55%
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	252.1%	267.2%	297.9%	311.9%	307.8%	341.0%	417.02%	451.67%	475.35%	482.33%	533.31%
较上季变动 (pct)	(3.60)	15.08	30.69	14.01	(4.09)	33.12	76.07	34.65	23.68	6.98	50.98
拨贷比	3.47%	3.63%	3.62%	3.63%	3.61%	3.81%	4.10%	4.25%	4.49%	4.53%	4.83%
较上季变动 (pct)	(0.16)	0.16	(0.01)	0.01	(0.02)	0.20	0.29	0.15	0.24	0.04	0.30

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 4: 张家港行资本充足率

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
资本充足率	15.10%	15.40%	14.62%	14.36%	13.75%	13.18%	14.50%	14.52%	14.30%	14.05%	13.85%
较上季变动 (pct)	(0.14)	0.30	(0.78)	(0.26)	(0.61)	(0.57)	1.32	0.02	(0.22)	(0.25)	(0.20)
一级资本充足率	11.02%	11.35%	10.67%	10.46%	10.35%	9.92%	11.31%	11.33%	11.53%	11.34%	11.15%
较上季变动 (pct)	(0.12)	0.33	(0.68)	(0.21)	(0.11)	(0.43)	1.39	0.02	0.20	(0.19)	(0.19)
核心一级资本充足率	11.02%	11.35%	10.67%	10.46%	10.35%	9.92%	9.53%	9.59%	9.82%	9.71%	9.55%
较上季变动 (pct)	(0.12)	0.33	(0.68)	(0.21)	(0.11)	(0.43)	(0.39)	0.06	0.23	(0.11)	(0.16)
风险加权资产同比增速	12.00%	5.29%	9.04%	11.28%	12.93%	18.50%	16.84%	16.41%	15.32%	12.34%	11.15%
较上季变动 (pct)	(5.27)	(6.72)	3.75	2.24	1.65	5.57	(1.65)	(0.43)	(1.10)	(2.97)	(1.19)

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,195	4,616	4,901	5,409	6,046
净利息收入	3,601	3,691	3,890	4,347	5,023
非息收入	594	925	1,011	1,062	1,023
净手续费及佣金收入	-10	124	130	137	144
净其他非息收入	603	801	881	925	879
营业支出	3,196	3,239	3,153	3,339	3,691
拨备前利润	2,861	3,141	3,328	3,782	4,227
信用及其他减值损失	1,858	1,768	1,585	1,716	1,878
税前利润	1,003	1,373	1,743	2,066	2,349
所得税	8	36	45	54	61
净利润	996	1,337	1,698	2,012	2,288
归属母公司净利润	1,001	1,304	1,656	1,963	2,232

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	4.74%	4.65%	4.53%	4.53%	4.60%
贷款收益率	6.06%	5.87%	5.65%	5.60%	5.63%
付息负债成本率	2.25%	2.52%	2.62%	2.65%	2.65%
存款成本率	2.19%	2.33%	2.36%	2.37%	2.38%
净息差	2.72%	2.41%	2.22%	2.19%	2.23%
净利差	2.49%	2.13%	1.91%	1.89%	1.94%
RORWA	1.04%	1.22%	1.36%	1.42%	1.42%
ROAA	0.75%	0.87%	0.96%	1.00%	1.00%
ROAE	9.15%	11.04%	12.49%	13.20%	13.54%

资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.17%	0.95%	0.91%	0.79%	0.85%
拨备覆盖率	307.8%	475.4%	548.4%	680.0%	678.7%
拨贷比	3.61%	4.49%	5.01%	5.37%	5.76%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	13.75%	14.30%	13.98%	13.45%	12.91%
一级资本充足率	10.35%	11.53%	11.41%	11.05%	10.68%
核心一级资本充足率	10.35%	9.82%	9.90%	9.73%	9.51%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2022-08-09

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>总资产</b>	<b>143,818</b>	<b>164,579</b>	<b>188,031</b>	<b>213,131</b>	<b>242,850</b>
发放贷款和垫款	84,856	99,817	117,085	135,819	157,550
同业资产	13,629	10,999	11,146	12,203	13,915
金融投资	44,333	52,841	58,125	62,775	67,797
生息资产合计	142,818	163,657	186,356	210,797	239,262
<b>总负债</b>	<b>132,508</b>	<b>150,013</b>	<b>171,744</b>	<b>195,264</b>	<b>223,211</b>
吸收存款	107,165	121,130	138,089	157,421	181,034
市场类负债	21,737	22,563	26,460	29,662	32,828
付息负债合计	128,902	143,694	164,548	187,083	213,862
<b>股东权益</b>	<b>11,310</b>	<b>14,566</b>	<b>16,288</b>	<b>17,867</b>	<b>19,640</b>
股本	1,808	1,808	2,170	2,170	2,170
归属母公司权益	11,205	14,417	16,097	17,627	19,344

业绩规模与增长	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	16.9%	14.4%	14.2%	13.3%	13.9%
生息资产	17.0%	14.6%	13.9%	13.1%	13.5%
付息负债	17.9%	11.5%	14.5%	13.7%	14.3%
贷款余额	18.8%	17.6%	17.3%	16.0%	16.0%
存款余额	18.0%	13.0%	14.0%	14.0%	15.0%
净利息收入	13.1%	2.5%	5.4%	11.8%	15.6%
净手续费及佣金收入	-234.2%	-1370.4%	5.0%	5.0%	5.0%
营业收入	8.9%	10.1%	6.2%	10.4%	11.8%
拨备前利润	8.9%	9.8%	6.0%	13.6%	11.8%
归母净利润	4.9%	30.3%	27.0%	18.5%	13.7%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	0.55	0.72	0.76	0.90	1.03
PPOPPS (元)	1.58	1.74	1.53	1.74	1.95
BVPS (元)	6.20	6.87	6.50	7.20	7.99
DPS (元)	0.16	0.16	0.22	0.26	0.29
P/E	9.34	7.17	6.77	5.72	5.03
P/PPOP	3.27	2.98	3.37	2.97	2.65
P/B	0.83	0.75	0.80	0.72	0.65

## 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