

公司研究

资产扩张再提速，营收盈利双提升

——杭州银行（600926.SH）2022年半年度报告点评

买入（维持）

当前价：13.29元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

联系人：董文欣

010-56513035

dongwx@ebscn.com

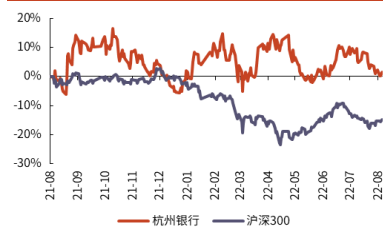
联系人：蔡霆峰

caitingfeng1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	59.30
总市值(亿元)	788.13
一年最低/最高(元)	12.18/15.62
近3月换手率	44.20%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.37	-2.25	15.43
绝对	-8.47	-0.44	0.81

资料来源：Wind

要点

事件：

8月19日，杭州银行发布2022半年度报告，上半年实现营业收入173.02亿，同比增长16.3%，实现归母净利润65.93亿，同比增长31.7%。年化加权平均净资产收益率为16.62%，同比提升2.44pct。

点评：

➢ 业绩维持高增，规模、非息为主要贡献分项

上半年杭州银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为16.3%、16.8%、31.7%，在1Q较高基数基础上，季环比分别提升0.6、2.9、0.3pct。拆分业绩同比增速来看，规模、非息为主要贡献分项，息差、费用、拨备负向贡献均有所收窄。整体看，尽管2Q疫情散点多发、国内整体银行业信贷供需矛盾有所加大、行业景气度下行，但公司扩表势头强劲对净利息收入形成较强支撑，同时，中收在理财等业务带动下“好上加好”，推动公司业绩增速在高基数下维持双升，彰显公司作为浙江地区头部城商行的实力。

➢ 2Q扩表提速，净利息收入延续“以量补价”

1) 信贷投放“供需两旺”为资产端扩张提供强劲增长动能。截至2Q末，杭州银行总资产、贷款同比增速分别为19.1%、22.5%，增速季环比分别提升0.5pct、1.2pct；其中，2Q单季新增贷款312亿元，同比多增107亿元。受益于浙江地区经济活力强，信贷投放维持强势增长。从2Q新增贷款结构来看，对公（含贴现）、零售新增占比分别为59%、41%，其中新增零售信贷占比较上季度末大幅提升27个百分点，公司2Q零售信贷投放力度显著加大。从上半年贷款投向看，a、对公（含贴现）贷款中，水利环境和公共设施管理业（39.9%）、租赁和商务服务业（27.7%）为主要投向，二者合计新增占比近7成，均为资产质量较为优异行业；b、零售贷款中，个人住房贷款、经营贷、消费贷新增占比分别为21%、62%、17%，新增个贷主要集中在个人经营性贷款。

2) 存款增长好于去年，同业负债占比提升。截至2Q末，杭州银行总负债、存款同比增速分别为19.7%、21.6%，增速季环比分别提升0.6pct、3.3pct，其中2Q单季新增存款355亿，同比多增265亿，凸显较强的核心负债获取能力。从负债结构来看，存款、应付债券、同业负债占计息负债的比重分别为64.5%、21.4%和14.1%，季环比分别变动-0.5、-0.7、1.2pct。公司2Q加大对同业负债的吸收力度，在当前低利率环境下有助于稳定负债成本。

3) 负债成本管控有助维持息差韧性。信贷供需矛盾叠加LPR累积效应影响下，贷款定价下行是当前银行业大趋势。杭州银行上半年息差为1.69%，较2021年下降14bp。往后看，考虑到房地产产业链融资形势仍未明显好转、疫情仍处于散发状态，预计银行体系“资产荒”压力仍存，下半年贷款利率将基本处于企稳探底过程。在资产端收益率承压背景下，负债成本管控将成为稳定息差的重要抓手，在自律机制政策引导下，杭州银行2Q对部分定期存款利率进行了相应调整，随着后续重定价机制发挥作用，负债成本有望进一步改善。同时，公司也注重存款与同业等其他负债的量价配比，有助支撑负债成本压控。

➤ 非息收入取得较好表现，主要受理财业务、投资收益支撑

上半年，杭州银行非息收入同比增长 48%至 63.28 亿。其中，净手续费及佣金收入同比增长 37.3%至 28.24 亿，增速季环比提升 17.3pct，主要受理财业务手续费收入增长支撑。公司上半年持续发力财富管理业务，不断健全财富管理产品体系，理财销售、托管等业务手续费稳定增长；净其他非息收入同比增长 57.9%至 35.04 亿，主要受到投资收益同比高增 (YoY+59.3%) 驱动。

➤ 资产质量稳中向好，不良贷款率降至 0.8%下方，拨备覆盖率升破 581%

22Q2 末，杭州银行不良贷款率季环比下降 3bp 至 0.79%，为近十年来最低水平；不良+关注率季环比提升 5bp 至 1.26%，但仍处在历史低位。拨备覆盖率季环比微升 1.5pct 至 581.6%，拨备厚度持续居行业领先 (22Q1 位居上市银行第一)。减值损失/平均总资产较上季度末下降 0.07pct 至 0.78%，拨备计提力度有所下降。往后看，公司拨备覆盖率持续领跑行业，风险抵补能力强劲，同时考虑到浙江地区经济景气度较高，微观主体偿债能力相对更强，预计公司下半年信用成本大体稳定或略有下行，有望对盈利增速形成较好支撑。

➤ 受分红因素影响，资本充足率稳中略降

截至 2Q 末，杭州银行核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为 8.14%/9.94%/12.98%，季环比分别下降 0.02pct/0.06pct/0.1pct，受分红因素影响，公司资本充足水平有所下降。前期由于风险加权资产扩张速度较快，公司资本消耗加剧，当前核心一级资本充足率已经临近 7.5%的监管红线，为保证资本补充能力，预计公司后续具有较强的业绩释放诉求。

盈利预测、估值与评级。公司立足杭州、深耕浙江，网点主要分布于长三角、珠三角等发达经济圈，近年来随着零售转型持续推动，营收及盈利增速表现亮眼。2021 年，新五年战略规划顺利开局；2022 年上半年信贷投放“供需两旺”，营收盈利增速延续前期强势表现。7 月 13 日分红后，“杭银转债”转股价将相应下调至 12.64 元，杭州银行 8 月 19 日收盘价为 13.29 元，转股空间较大，如果实现转股将进一步拓展经营空间，公司对维持优异业绩表现具有较强诉求。维持公司 2022-24 年 EPS 预测为 1.92/2.34/2.82 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.97/0.85/0.74 倍，维持“买入”评级。

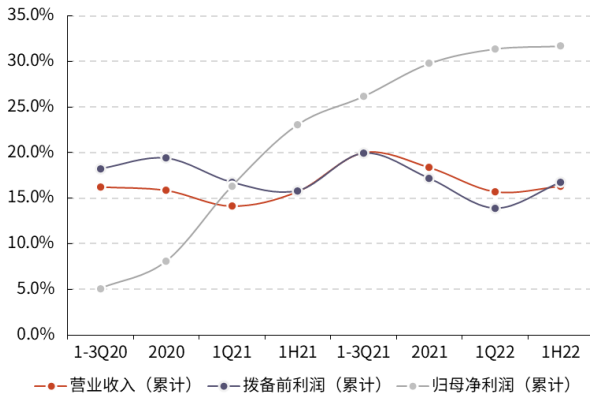
风险提示：若疫情反复或宏观经济下行压力加大，可能拖累公司信贷投放节奏。

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)	24,806	29,361	33,980	39,227	44,974
营业收入增长率	15.9%	18.4%	15.7%	15.4%	14.7%
净利润 (百万元)	7,136	9,261	11,408	13,848	16,717
净利润增长率	8.1%	29.8%	23.2%	21.4%	20.7%
EPS (元)	1.20	1.56	1.92	2.34	2.82
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.3%	13.5%	14.8%	16.0%	16.9%
P/E	11.04	8.51	6.91	5.69	4.71
P/B	1.23	1.08	0.97	0.85	0.74

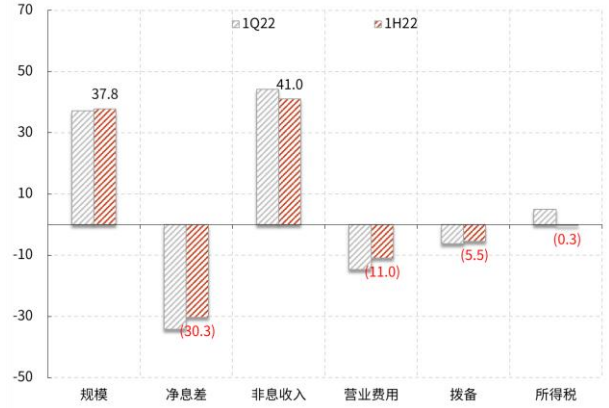
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 8 月 19 日

图 1: 杭州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: 杭州银行业绩同比增速拆分



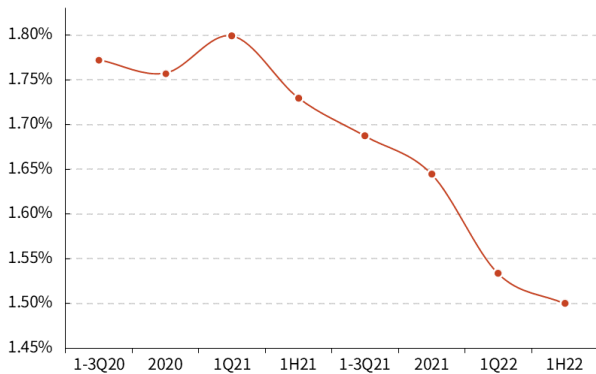
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所; 单位: %

表 2: 杭州银行主要资产负债结构

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
资产结构 (占比)											
发放贷款和垫款/生息资产	40.3%	41.7%	42.3%	42.5%	41.5%	42.3%	42.0%	42.4%	42.3%	43.3%	43.1%
较上季变动 (pct)	(0.62)	1.42	0.57	0.22	(1.04)	0.82	(0.30)	0.44	(0.17)	1.03	(0.18)
公司贷款 (含贴现)/贷款	61.7%	64.1%	63.5%	62.4%	61.1%	62.6%	62.9%	63.0%	61.9%	63.5%	63.3%
较上季变动 (pct)	(0.58)	2.43	(0.57)	(1.09)	(1.31)	1.45	0.30	0.09	(1.05)	1.61	(0.20)
公司贷款/贷款	58.5%	N/A	60.0%	N/A	57.5%	N/A	59.0%	N/A	55.9%	N/A	59.2%
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
零售贷款/贷款	38.3%	35.9%	36.5%	37.6%	38.9%	37.4%	37.1%	37.0%	38.1%	36.5%	36.7%
较上季变动 (pct)	0.58	(2.43)	0.57	1.09	1.31	(1.45)	(0.30)	(0.09)	1.05	(1.61)	0.20
票据/贷款	3.2%	N/A	3.5%	N/A	3.7%	N/A	3.9%	N/A	6.1%	N/A	4.1%
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	41.8%	44.4%	45.6%	44.7%	44.9%	44.6%	45.8%	45.0%	47.0%	45.1%	46.0%
较上季变动 (pct)	(0.76)	2.64	1.19	(0.86)	0.16	(0.32)	1.21	(0.79)	1.96	(1.81)	0.85
金融同业资产/生息资产	17.9%	13.9%	12.1%	12.7%	13.6%	13.1%	12.2%	12.6%	10.8%	11.6%	10.9%
较上季变动 (pct)	1.37	(4.06)	(1.77)	0.65	0.88	(0.51)	(0.90)	0.35	(1.80)	0.78	(0.67)
负债结构 (占比)											
客户存款/付息负债	65.2%	68.0%	69.7%	66.9%	65.9%	65.7%	63.2%	64.2%	63.6%	65.0%	64.5%
较上季变动 (pct)	1.89	2.77	1.79	(2.87)	(1.02)	(0.14)	(2.50)	0.95	(0.60)	1.47	(0.51)
活期存款/存款	50.4%	45.1%	46.7%	50.5%	56.2%	54.2%	54.3%	53.4%	53.5%	52.7%	52.0%
较上季变动 (pct)	1.42	(5.26)	1.62	3.78	5.69	(1.98)	0.11	(0.95)	0.14	(0.85)	(0.68)
定期存款/存款	45.8%	51.8%	50.3%	46.5%	40.9%	42.5%	42.0%	43.3%	43.5%	44.7%	45.4%
较上季变动 (pct)	(1.00)	5.95	(1.46)	(3.77)	(5.64)	1.58	(0.46)	1.24	0.23	1.18	0.76
个人存款/存款	17.3%	17.6%	17.6%	17.7%	17.2%	18.2%	17.9%	16.8%	16.7%	17.0%	16.9%
较上季变动 (pct)	(0.99)	0.29	(0.01)	0.11	(0.52)	0.99	(0.29)	(1.07)	(0.10)	0.29	(0.05)
公司存款/存款	78.9%	79.3%	79.5%	79.4%	79.9%	78.5%	78.5%	79.8%	80.3%	80.4%	80.5%
较上季变动 (pct)	1.41	0.41	0.17	(0.11)	0.58	(1.39)	(0.06)	1.36	0.47	0.04	0.14
应付债券/付息负债	14.0%	14.5%	12.2%	12.3%	12.8%	12.7%	15.4%	17.8%	21.0%	22.1%	21.4%
较上季变动 (pct)	(3.21)	0.57	(2.28)	0.04	0.48	(0.04)	2.63	2.47	3.12	1.12	(0.69)
金融同业负债/付息负债	20.9%	17.5%	18.0%	20.8%	21.4%	21.5%	21.4%	18.0%	15.5%	12.9%	14.1%
较上季变动 (pct)	1.32	(3.34)	0.48	2.83	0.53	0.18	(0.13)	(3.42)	(2.52)	(2.58)	1.20

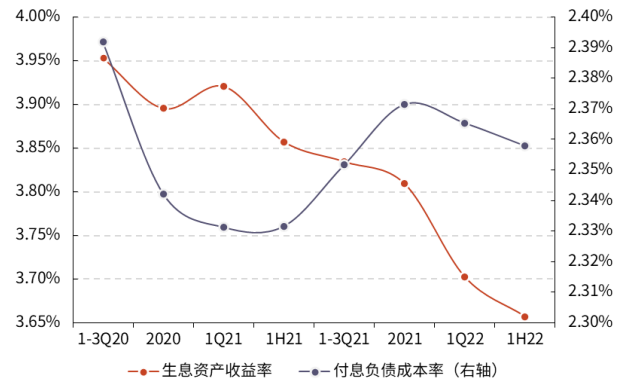
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 3: 杭州银行净息差走势 (测算值)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所测算

图 4: 杭州银行生息资产收益率及付息负债成本率 (测算值)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所测算

表 3: 杭州银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	1.34%	1.29%	1.24%	1.09%	1.07%	1.05%	0.98%	0.90%	0.86%	0.82%	0.79%
较上季变动 (pct)	(0.01)	(0.05)	(0.05)	(0.15)	(0.02)	(0.02)	(0.07)	(0.08)	(0.04)	(0.04)	(0.03)
(关注+不良)/贷款总额	2.27%	2.20%	2.22%	1.80%	1.65%	1.54%	1.47%	1.46%	1.24%	1.20%	1.26%
较上季变动 (pct)	(0.42)	(0.07)	0.02	(0.43)	(0.15)	(0.11)	(0.08)	(0.00)	(0.22)	(0.03)	0.05
逾期90天以上贷款/不良贷款	86.1%	N/A	89.0%	N/A	59.0%	N/A	69.2%	70.4%	64.7%	64.2%	62.3%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.15	(5.60)	(0.58)	(1.88)
逾期90天以上贷款/贷款总额	1.15%	N/A	1.10%	N/A	0.63%	N/A	0.68%	N/A	0.55%	N/A	0.49%
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	316.7%	354.7%	383.8%	453.2%	469.5%	498.6%	530.4%	559.4%	567.7%	580.1%	581.6%
较上季变动 (pct)	5.17	38.02	29.05	69.38	16.38	29.09	31.80	28.99	8.29	12.38	1.51
拨贷比	4.23%	4.59%	4.74%	4.92%	5.02%	5.22%	5.18%	5.05%	4.86%	4.77%	4.62%
较上季变动 (pct)	0.02	0.36	0.15	0.18	0.10	0.20	(0.04)	(0.13)	(0.19)	(0.09)	(0.15)

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

表 4: 杭州银行资本充足率

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
资本充足率	13.54%	14.39%	14.70%	14.41%	14.41%	13.97%	13.91%	13.87%	13.62%	13.08%	12.98%
较上季变动 (pct)	(0.11)	0.85	0.31	(0.29)	0.00	(0.44)	(0.07)	(0.04)	(0.25)	(0.54)	(0.10)
一级资本充足率	9.62%	10.60%	11.02%	10.80%	10.83%	10.52%	10.53%	10.56%	10.40%	10.00%	9.94%
较上季变动 (pct)	(0.04)	0.99	0.42	(0.23)	0.04	(0.31)	0.01	0.03	(0.16)	(0.40)	(0.06)
核心一级资本充足率	8.08%	8.12%	8.64%	8.48%	8.53%	8.35%	8.43%	8.51%	8.43%	8.17%	8.14%
较上季变动 (pct)	(0.01)	0.04	0.53	(0.16)	0.06	(0.19)	0.08	0.08	(0.08)	(0.26)	(0.02)
风险加权资产同比增速	12.69%	11.09%	13.56%	15.19%	13.82%	14.38%	13.44%	13.45%	17.01%	18.89%	17.17%
较上季变动 (pct)	(1.36)	(1.60)	2.47	1.63	(1.36)	0.55	(0.93)	0.01	3.56	1.88	(1.72)

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	24,806	29,361	33,980	39,227	44,974
净利息收入	19,272	21,036	24,311	28,343	33,002
非息收入	5,534	8,325	9,669	10,884	11,972
净手续费及佣金收入	3,015	3,608	4,149	4,647	5,112
净其他非息收入	2,519	4,717	5,519	6,237	6,860
营业支出	16,742	18,781	20,942	23,397	25,862
拨备前利润	18,005	21,095	24,412	28,219	32,441
信用及其他减值损失	9,959	10,500	11,360	12,374	13,314
税前利润	8,046	10,595	13,052	15,845	19,127
所得税	909	1,334	1,645	1,996	2,410
净利润	7,136	9,261	11,408	13,848	16,717
归属母公司净利润	7,136	9,261	11,408	13,848	16,717

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	3.90%	3.81%	3.79%	3.77%	3.76%
贷款收益率	5.33%	5.08%	5.03%	5.01%	5.00%
付息负债成本率	2.34%	2.37%	2.40%	2.42%	2.39%
存款成本率	2.33%	2.24%	2.26%	2.27%	2.27%
净息差	1.76%	1.64%	1.59%	1.56%	1.56%
净利差	1.55%	1.44%	1.39%	1.35%	1.37%
RORWA	1.03%	1.16%	1.20%	1.24%	1.29%
ROAA	0.65%	0.72%	0.75%	0.77%	0.79%
ROAE	12.26%	13.52%	14.81%	15.99%	16.87%

资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.07%	0.86%	0.84%	0.84%	0.83%
拨备覆盖率	469.5%	567.7%	583.2%	586.6%	598.3%
拨贷比	5.02%	4.86%	4.89%	4.92%	4.96%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	14.41%	13.62%	12.43%	11.71%	11.16%
一级资本充足率	10.83%	10.40%	9.62%	9.20%	8.90%
核心一级资本充足率	8.53%	8.43%	7.97%	7.78%	7.68%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价日期为：2022年8月19日

资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	1,169,257	1,390,565	1,644,093	1,940,530	2,282,742
发放贷款和垫款	483,649	588,563	700,390	826,460	966,959
同业资产	158,891	150,039	170,133	199,240	242,039
金融投资	523,283	653,770	791,062	941,364	1,063,741
生息资产合计	1,165,824	1,392,373	1,661,585	1,967,064	2,272,738
总负债	1,088,395	1,300,494	1,546,139	1,831,285	2,159,884
吸收存款	698,026	810,658	940,363	1,081,418	1,243,630
市场类负债	361,884	464,560	576,224	715,178	875,673
付息负债合计	1,059,910	1,275,218	1,516,587	1,796,596	2,119,304
股东权益	80,863	90,071	97,954	109,245	122,859
股本	5,930	5,930	5,930	5,930	5,930
归属母公司权益	80,863	90,071	97,954	109,245	122,859

业绩规模与增长	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	14.18%	18.93%	18.23%	18.03%	17.63%
生息资产	13.49%	19.43%	19.33%	18.38%	15.54%
付息负债	12.54%	20.31%	18.93%	18.46%	17.96%
贷款余额	16.81%	21.69%	19.00%	18.00%	17.00%
存款余额	13.70%	16.14%	16.00%	15.00%	15.00%
净利息收入	22.10%	9.15%	15.57%	16.58%	16.44%
净手续费及佣金收入	101.71%	19.69%	15.00%	12.00%	10.00%
营业收入	15.87%	18.36%	15.73%	15.44%	14.65%
拨备前利润	19.40%	17.16%	15.73%	15.59%	14.96%
归母净利润	8.09%	29.77%	23.18%	21.39%	20.72%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	1.20	1.56	1.92	2.34	2.82
PPOPPS (元)	3.04	3.56	4.12	4.76	5.47
BVPS (元)	10.77	12.33	13.66	15.56	17.86
DPS (元)	0.35	0.35	0.43	0.52	0.63
P/E	11.04	8.51	6.91	5.69	4.71
P/PPOP	4.38	3.74	3.23	2.79	2.43
P/B	1.23	1.08	0.97	0.85	0.74

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数; 创业板基准为创业板指数; 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