

Bank of Suzhou (002966)

Small yet fine GuSu City Commercial Bank: stabilized NIM & accelerated asset expansion

Buy (Initiation)

14 April 2023

 Research Analyst
Ruibin Chen
 (852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

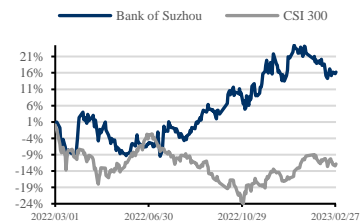
Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	10,829	12,174	13,499	14,988
Growth (YoY %)	4.5%	12.4%	10.9%	11.0%
Net profit (RMB mn)	3,107	3,928	4,762	5,444
Growth (YoY %)	20.8%	26.4%	21.2%	14.3%
BVPS (RMB)	9.79	9.66	10.54	11.48
P/B (X)	0.77	0.78	0.71	0.65

Key words: # cheaper than replacement cost

Investment Thesis

- Distinctive location and empowered management.** Bank of Suzhou was upgraded from a rural commercial bank named Soochow Bank in 2010 to a city commercial bank, and it is the only local city commercial bank in Suzhou. In 2022, Suzhou's GDP reached RMB2.2718tn (+5.5% YoY), ranking first among the prefecture-level cities in Jiangsu Province and sixth among the prefecture-level cities in the country. In 2023, the company will introduce a new board of directors and continue to strive towards the strategic goal of becoming "the mainstream bank in Suzhou City, the characteristic bank in southern and central Suzhou, and the best quality bank in northern Suzhou." The 14th Five-Year Plan for the financial industry in Suzhou clearly states that the financial industry urgently needs to be further strengthened and proposes that the proportion of financial industry's added value and scale should be comparable to that of Shenzhen, Guangzhou, Nanjing, Hangzhou, and Chengdu. The Suzhou Municipal Government attaches great importance to the local city commercial bank.
- Business operations: full commission to people's livelihood & regional development.** Bank of Suzhou has long adhered to the development philosophy of "small and people-oriented" based on the characteristics of numerous local private manufacturing enterprises. Suzhou focuses on the four advantageous industries of electronic information, equipment manufacturing, advanced materials, and biomedicine. With strong policy support, Suzhou has nurtured leading companies in segmented fields. Though the company's loan scale is still small compared to other city commercial banks, the growth rate of its loan balance is leading the industry, reaching RMB250.6bn (+17.5% YoY) at the end of 2022. Benefiting from the post-epidemic recovery and the start of three-year plan, the loan growth rate of manufacturing industry is still considerable. We expect the loan growth rates to be 15.0%/14.0%/13.0% in 2023-2025. The company actively expands the layout of its retail consumer and deepens its wealth management transformation, further lowering its cost of liabilities, and boosting its net interest margin (NIM) level. We estimate the net interest margin to be 1.90%/1.92%/1.93% in 2023-2025. It should gradually reach the level of city commercial bank in the Yangtze River Delta region.
- Asset quality: diminishing non-performing loans (NPL) ratio and accelerating expansion of Balance Sheet.** Bank of Suzhou's asset quality is in the upper tier of the industry, with a NPL ratio of only 0.88% and a provision coverage ratio of 533% at the end of 3Q22. The company has experienced three major adjustment and optimization stages: the NPL increase period (2011-2015), the NPL digestion period (2015-2018), and the comprehensive improvement period (after 2019). We believe that Suzhou Bank's asset quality has entered a comprehensive improvement period, and with ongoing post-epidemic recovery, the traditional advantageous manufacturing industry of Suzhou should usher in an inflection point of recovery. With the recovery of local commercial housing transaction in Suzhou, we expect the upward trend of asset quality to continue.
- Earnings Forecast & Rating:** We estimate the company's YoY revenue and net profit growth to be 10.9%/11.0%/10.4% and 21.2%/14.3%/13.4% in 2023-2025, corresponding to ROE of 12.9%/13.5%/14.0%. We initiate with a target price of RMB10.54 based on 1x P/B and a "Buy" rating.
- Risks:** 1) Economic downturn; 2) Deteriorated competition among Suzhou peers; 3) Lower-than-expected income growth.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	7.50
52-week Range (RMB)	5.82/8.14
P/B (X)	0.79
Market Cap (RMB mn)	26,565.79

Basic Data

BVPS (RMB)	9.45
Liabilities/assets (%)	92.17
Total Issued Shares (mn)	3,666.73
Shares outstanding (mn)	3,542.10

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Xiang Hu (胡翔)*, *Yuxiang Ge (葛玉翔)*, and *Jieyu Zhu (朱洁羽)*.

小而美的姑苏城商行：零售下沉息差企稳，不良出清扩表提速

买入（首次）

2023年4月14日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

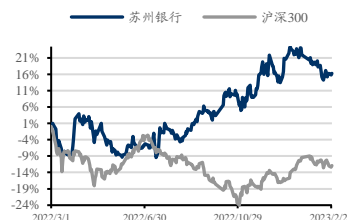
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	10,829	12,174	13,499	14,988
同比	4.5%	12.4%	10.9%	11.0%
归属母公司净利润（百万元）	3,107	3,928	4,762	5,444
同比	20.8%	26.4%	21.2%	14.3%
每股净资产（元/股）	9.79	9.66	10.54	11.48
P/B	0.77	0.78	0.71	0.65

关键词：#低于重置成本

投资要点

- **区位突出，管理赋能。**苏州银行于2010年由东吴农商行改制升级成为城商行，也是苏州本土唯一一家城商行。2022年苏州市GDP达到22,718亿元，同比增长5.5%，位居江苏省内地级市第一，全国地级市第六。2023年公司将迎来新一届董事会，公司持续向“苏州市区主流银行、苏南苏中特色银行、苏北质量最佳银行”的战略目标奋力迈进。苏州市金融业十四五规划方案鲜明提出金融业实力亟待进一步提升，提出金融业增加值比重和规模比肩深圳、广州、南京、杭州和成都等地，苏州市政府对于本土唯一城商行的重视力度跃然纸上。
- **业务经营：以民唯美，深耕区域沃土。**苏州银行根据当地制造业民营企业众多的特点，长期坚持“以小为美，以民唯美”的发展理念，苏州重点发展电子信息、装备制造、先进材料、生物医药四大优势产业，政策配套支持力度大，已孕育了细分领域的龙头企业，公司贷款规模较城商行尚小，但上升空间较大，贷款余额增速领先同业，2022年末贷款余额达2506亿元，同比增长17.5%。得益于疫后复苏叠加公司进入新三年规划期过度年，制造业贷款投放增速仍可观。我们预计2023至2025年贷款同比增速为15.0%、14.0%和13.0%。公司积极拓展零售消费布局，叠加公司深化财富管理转型，负债成本有望进一步下沉，提振净息差水平。我们预计2023至2025年净息差为1.90%、1.92%和1.93%，在逐年企稳基础上，逐步拉平与长三角区域城商行息差水平。
- **资产质量：不良出清，扩表加速。**苏州银行资产质量处于行业上游，3Q22末不良率仅0.88%，同期拨备覆盖率已达533%。公司历经三大调整及优化阶段：2011-2015不良率提升周期、2015-2018消化不良周期和2019年后全面改善周期。我们认为苏州银行资产质量已迈入全面改善周期，随着疫后放开不断深化，苏州传统优势产业制造业将迎来复苏拐点，苏州当地商品房交易动能恢复，资产质量趋势有望延续。
- **盈利预测与投资评级：小而美的姑苏城商行：零售下沉息差企稳，不良出清扩表提速。**公司资产质量优，区域贷款需求旺。我们预计2023至2025年公司营收同比增速分别为10.9%、11.0%和10.4%，归母净利润增速分别为21.2%、14.3%和13.4%，对应ROE分别为12.9%、13.5%和14.0%。公司资产质量持续改善，自2022年以来营收和净利润增速有望连续保持两位数增长，ROE持续提升回暖，我们给予1倍PB目标水平，目标价10.54元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济形势下行；2) 苏州市内同业竞争格局恶化；3) 中收增速扩张不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.50
一年最低/最高价	5.82/8.14
市净率(倍)	0.79
流通 A 股市值(百万元)	26,565.79
总市值(百万元)	27,500.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.45
资产负债率(% ,LF)	92.17
总股本(百万股)	3,666.73
流通 A 股(百万股)	3,542.10

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢胡翔、葛玉翔和朱浩羽的指导。

1. 地处苏州：区位优势，管理赋能

1.1. 历史沿革：农商行改制而来，股权结构均衡

股权结构均衡，以国企为主导，是政企协作的典型代表。苏州银行目前无实际控制人，股权结构较为分散，保证公司的决策灵活性和经营稳定性。**1) 国企、民企共同持股下苏州银行具备政企两端资源优势。**苏州银行的第一大股东为苏州国发集团（苏州市国资委下属企业），持股比例达9%，前十大股东中地方国企持股比例共计20.04%，虹达运输、盛虹集团等知名民企共持股12.75%，大型国企与优质民企背景赋予了苏州银行丰富的资源，使其在加快区域基础设施建设与促进地方企业繁荣发展上均有渠道优势。**2) 股东注册地遍布苏州大市，扩大苏州银行知名度。**苏州银行的前十大股东来自苏州多个区县，国企大股东注册地为工业园区、高新区等，民企大股东注册地为吴中区、张家港市、常熟市等，有助于强化苏州各区县一体化进程，提升苏州银行在苏州全域的影响力。

1.2. 公司治理：新一届管理层到位，市场化薪酬激发积极性

新领导就位为苏州银行注入发展经验与活力。2023年2月4日苏州银行发文称，宣布崔庆军任苏州银行党委书记，王兰凤因年龄原因将办理相关离任手续。崔庆军先生深耕银行业多年，拥有丰富的金融积累和城商行管理经验。崔总毕业于苏州大学企业管理专业，于2010年出任上海银行苏州分行行长，于2018年升任上海银行总行副行长，于2022年2月到任苏州银行党委书记。崔总在苏州有多年的学习和工作经历，先后历任建设银行苏州分行宣传与群工部副部长兼团委书记、苏州分行吴中支行行长等职务，对苏州地域特点和经济发展情况有深入了解，将为苏州银行注入新发展活力。

市场化薪酬激发员工积极性。领导班子成员年度考核薪酬与公司董事会以及上级主管部门对苏州银行经营责任目标年度考核结果挂钩，从而激发员工积极性，促进公司高质量发展。截至2021年末，苏州银行金额前三的董事薪酬均值较2020年末增长16%至238万元，高管平均薪酬为207万元，均处于长三角上市城农商行前列。较高的薪酬将催化高管的积极性和创造性，有助于苏州银行的长期可持续发展。

1.3. 制度改革：改革基因减负赋能，激发团队潜力

公司率先启动事业部变革，专注差异化竞争。2015年苏州银行基于对行业发展趋势、自身资源禀赋的研判，接轨国际先进银行的主流模式，前瞻性地进行全面的事事业部变革。扁平化地建立了“以客户为中心”的组织体系，形成以**公司银行、零售银行、金融市场、数字银行四大专业化经营的事业总部**，专注服务中小企业，形成了鲜明的差异化优势。前中后台定位明确、责权利统一、管理层次扁平化、决策和创新反映高效快速的营运模式。

1.4. 地缘优势：制造业为内核，民营小微强劲发展

制造业支撑苏州市本土经济持续稳定增长。苏州作为中国制造业强市，在2022年

GDP 达到 22,718 亿元，同比增长 5.5%，位居江苏省内地级市第一，全国地级市第六，仅次于上海、北京、深圳、重庆和广州。2021 年，苏州市 GDP 结构中，第二产业 GDP 达 10873 亿元，占比 48%，实现规模以上工业总产值 43,642.7 亿元，同比增长 19%，仅次于深圳位居全国第二，且其增速不减反增，有力支撑了当地经济的快速增长。苏州非省会城市，亦非计划单列市，但凭着对全球产业发展的前瞻理解、独到的战略眼光以及几十年如一日对“工业立市”的坚守，发展成为经济大市、制造强市，走出了制造业转型升级的鲜明路径。

2. 业务经营：以民唯美，深耕区域沃土

2.1. 资产端：审慎贷款策略，布局零售下沉

苏州银行贷款余额稳定增长。2016 年后，苏州银行贷款余额维持年均 15% 左右增长率，至 2022Q3 贷款余额达 2452 亿元，同比增长 17.7%。公司贷款规模位于苏州市其他城商行和农商行之间，距离江苏银行和南京银行仍有较大上升空间，但其贷款余额增速在同业中处于领先水平。

零售转型，适当下沉。在结构上，2022 年第三季度苏州银行对公贷款和零售贷款分别占比 63.1% 和 36.9%，虽然仍以对公贷款为主，但零售贷款占比持续上升，在同业中处于较高水平。目前不良和拨备覆盖率均达到较好水平，未来公司或将在关注风险的同时，给零售业务更多的容忍度，适当下沉来增加营收。

2.2. 负债端：对公零售均衡，利率存在下降空间

苏州银行存款结构较为均衡。2022H1，公司对公和零售存款分别为 1,525/1,348 亿元，占比 47%/53%，存款结构较为均衡。**对公存款中**，活期存款略和定期存款分别占总存款比重为 27%/26%，两者均呈逐年下降趋势，原因系苏州银行的零售转型战略，吸收更多零售端的存款。**零售存款中**，活期和定期存款占总存款的比重分别为 12%/35%，定期存款显著高于活期存款占比，且两者差距在 2019 年后进一步拉大，系疫后居民投资更加谨慎，倾向于将资金存入银行定期而非投入金融市场。**与同业相比**，公司存款结构中个人活期存款占存款 10.8%，在行业中处于领先水平，且仍处于缓慢上升趋势。由于个人活期存款利率较低，因此存款活化有利于降低计息负债收益率水平。

2.3. 净息差：表现相对较弱，未来有望企稳

苏州银行净息差弱于同业。2021 年苏州银行净息差下降 31bp 至 1.91%，在同地域城商行和农商行中位于中下游水平，主要系资产端生息资产收益率大幅下降 30bp 至 4.37%，而负债端计息负债成本率仅下降 1bp 至 2.39%。2022 年三季度净息差再下降 6bp 至 1.85%，但下降幅度有所收窄，未来预期企稳走平。

未来净利差有望边际企稳，进入稳态区间。在资产端，公司实行大零售转型战略，提高高收益率的零售业务占比，持续优化资产结构。目前资产端已可见边际改善，如债

券投资余额占比边际下降，2022 年三季度已从最高占比 23.5%下降至 18.1%；消费贷款占比边际回升，2022 年三季度较年初增长 18.8 亿元。但是，受到住房按揭贷款集中性到期和投放力度下降的影响，央行对 LPR 重定价的影响或将在 2023 年一季度集中释放，预计付息债务成本率将呈现逐季改善的趋势。

2.4. 中收：理财逆势提升，潜力逐渐释放

中收占比有望提速，苏新基金获批意义非凡。2022 年三季度手续费及佣金净收入达 10.4 亿元，同比增长 17.8%，占营收比重 11.5%，在同业中中下游水平，仍有较大的发展空间。同时，2022 年以来，公司先后获批基金托管和公募基金牌照。苏新基金由苏州银行持股 56%、新加坡凯德基金持股 24%、苏州工业园区经济发展持股 20%，苏州银行成为江苏地区第二家和全国第五家获得公募牌照的城商行。值得注意的是，合资方为在公募 REITs 领域深耕多年的新加坡凯德基金且苏新基金注册地点选择在苏州工业园区。对中新合作的成功典范具有示范意义。我们预计对于推动财富管理业务发展、丰富收入结构、突破理财牌照的限制有积极的作用。

3. 资产质量：不良出清，扩表加速

3.1. 存量资产：资产质量持续向好，不良风险充分反映

关注率和逾期率均处于同业较低水平。苏州银行近年来加速存量资产出清，贷款关注率和逾期率都显著下降。3Q22 末苏州银行关注率同比下降 26bp 至 0.8%，逾期率下降 40bp 至 0.7%，均低于可比公司且下降速度较快。苏州银行加速出清存量贷款，目前资产质量已为行业上游。

3.2. 拨备覆盖：大力核销，风险抵补能力强

拨备覆盖率持续上升。公司持续风险防御能力，增加拨备值以充分覆盖潜在可能损失。2022Q3 拨备覆盖率达到 533%，拨贷比达到 4.7，在同业中处于上游，将有利于未来利润弹性释放。公司提前核销不良资产，最近五年年均核销 8 亿元，而 2022 年前三季度以摊余成本计量的发放贷款和垫款减值准备变动中核销金额仅 341 万元，使得不良资产快速出清。我们预计公司 2023 年至 2025 年不良贷款净生成率分别为 0.45%、0.40% 和 0.35%，期末不良率分别为 0.86%、0.86%和 0.84%。

4. 盈利预测与投资建议：盈利上升周期，首次覆盖给予“买入”评级

4.1. 盈利预测：进入上升周期

公司披露 2022 年业绩快报，2022 年全年公司实现营业收入 117.63 亿元，同比增长 8.6%，实现归母净利润 39.18 亿元，同比增长 26.1%，ROE 达 11.5%，同比提升 1.56 个百分点。2022 年末总资产 5245 亿元，较年初增长 15.8%，其中贷款较年初增长 17.5%；

存款较年初增长 16.6%。公司盈利进入上行周期，主要受信贷结构向零售转型，净息差进入稳态区，中收代客理财业务收入增长等因素驱动。

结合上文分析，我们对苏州银行的关键假设如下：

1、规模增速：得益于疫后复苏叠加公司进入新三年规划期过度年，制造业贷款投放增速仍可观。我们预计 2023 至 2025 年贷款同比增速为 15.0%、14.0%和 13.0%，对应总资产同比增速为 9.6%、9.4%和 9.5%。

2、净息差：公司积极拓展零售消费布局，叠加公司深化财富管理转型，负债成本有望进一步下沉，提振净息差水平。我们预计 2023 至 2025 年净息差为 1.90%、1.92%和 1.93%，逆市提升的原因在于资负两端共振改善，成本改善趋势值得关注。

3、公司中收业务收入增速具备增长韧性和潜力。随着疫后经济不断复苏，叠加权益市场企稳回升以及公司公募牌照业务落地贡献增量，我们预计公司净手续费收入增速 2023 年至 2025 年分别为 12.0%、10.0%和 8.0%。

4、资产质量：资产质量持续向好，不良风险充分反映。我们预计公司 2023 年至 2025 年不良贷款净生成率分别为 0.45%、0.40%和 0.35%，期末不良率分别为 0.86%、0.86%和 0.84%。

根据以上假设，我们预计 2023 至 2025 年公司营收同比增速分别为 10.9%、11.0%和 10.4%，归母净利润增速分别为 21.2%、14.3%和 13.4%，对应 ROE 分别为 12.9%、13.5%和 14.0%

4.2. 首次覆盖，给予“买入”评级

我们选取同位于江浙沪地区的五家城商行以及苏州市内三家农商行作为可比公司，可比公司相对估值为 0.78 倍 PB。苏州银行资产质量持续改善，自 2022 年以来营收和净利润增速有望连续保持两位数增长，ROE 持续提升回暖。我们给予 1 倍 PB 目标水平，目标价 10.54 元，首次覆盖给予“买入”评级。苏州银行 PB 估值水平与可比公司资产质量水平并不匹配，估值相对被低估。

5. 风险提示

宏观经济形势下行。苏州市以制造业为内核，民营小微强劲发展，若宏观经济增速持续面临下行压力，将对居民和企业信贷需求释放产生压力。

苏州市内同业竞争格局恶化，对苏州银行信贷扩张和不良趋势改善产生影响。

中收增速扩张不及预期。公司财富管理转型不及预期，受牌照、市场竞争等因素影响，或将导致中收增长承压。

苏州银行盈利预测

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
净利息收入	7,533	8,613	9,654	10,874	12,141	13,237
非利息收入	3,297	3,560	3,845	4,114	4,402	4,666
净手续费收入	1,222	1,393	1,560	1,716	1,854	2,002
营业收入	10,829	12,174	13,499	14,988	16,543	17,903
营业支出	(3,575)	(3,861)	(4,324)	(4,843)	(5,424)	(6,075)
拨备前营业利润	7,255	8,313	9,175	10,145	11,119	11,828
资产减值损失	(3,341)	(3,318)	(3,147)	(3,264)	(3,327)	(3,049)
贷款减值损失	(2,942)	(2,899)	(2,694)	(2,775)	(2,799)	(2,479)
营业利润	3,913	4,995	6,029	6,881	7,792	8,779
营业外收支净额	(19)	(21)	(23)	(25)	(28)	(30)
利润总额	3,895	4,974	6,006	6,856	7,765	8,749
所得税	(607)	(846)	(1,021)	(1,166)	(1,320)	(1,487)
净利润	3,287	4,128	4,985	5,691	6,445	7,261
少数股东权益	(181)	(200)	(223)	(247)	(274)	(304)
归属股东净利润	3,107	3,928	4,762	5,444	6,171	6,957
资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
贷款总额	213,282	250,606	288,197	328,545	371,256	415,807
存款总额	271,378	301,229	332,858	366,144	402,758	443,034
不良贷款余额	2,369	2,206	2,476	2,815	3,130	3,327
贷款损失准备	10,018	11,711	13,462	15,343	17,233	18,531
资产总额	453,029	500,742	548,932	600,426	657,368	720,303
负债总额	418,740	460,579	505,451	553,381	606,209	664,453
母公司所有者权益	32,646	38,438	41,670	45,142	49,163	53,753
优先股及其他	0	2,999	2,999	2,999	2,999	2,999
平均生息资产	393,947	451,347	507,443	565,920	627,886	693,809
每股数据 (元)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EPS	0.93	1.07	1.30	1.48	1.68	1.90
BVPS	9.79	9.66	10.54	11.48	12.58	13.83
DPS	0.28	0.32	0.39	0.45	0.51	0.57
主要指标 (%)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROA	0.78%	0.87%	0.95%	0.99%	1.02%	1.05%
ROE	9.96%	11.54%	12.85%	13.47%	13.98%	14.36%
净息差	1.91%	1.91%	1.90%	1.92%	1.93%	1.91%
成本收入比	32.02%	30.74%	31.07%	31.36%	31.83%	32.96%
有效所得税率	15.60%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
贷存比	78.59%	83.19%	86.58%	89.73%	92.18%	93.85%
不良率	1.11%	0.88%	0.86%	0.86%	0.84%	0.80%
拨备覆盖率	422.91%	530.78%	543.75%	545.05%	550.58%	557.05%
拨贷比	4.70%	4.67%	4.67%	4.67%	4.64%	4.46%
信用成本	1.47%	1.25%	1.00%	0.90%	0.80%	0.63%
非息收入占比	30.44%	29.25%	28.48%	27.45%	26.61%	26.07%

数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

