

## 公司研究

## 规模扩张强度不减，盈利增速再上台阶

## ——青岛银行（002948.SZ）2024 年年报点评

## 买入（维持）

当前价：4.25 元

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebcn.com

分析师：赵晨阳

执业证书编号：S0930524070005

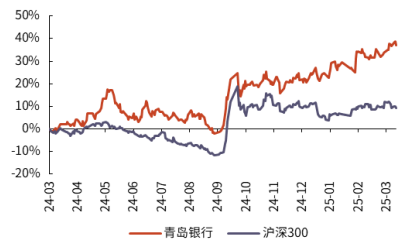
010-57378030

zhaochenyang@ebcn.com

## 市场数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股)     | 58.20     |
| 总市值(亿元):    | 247.37    |
| 一年最低/最高(元): | 3.01/4.33 |
| 近 3 月换手率:   | 123.97%   |

## 股价相对走势



资料来源：Wind

## 收益表现

| %  | 1M   | 3M    | 1Y    |
|----|------|-------|-------|
| 相对 | 5.44 | 11.48 | 26.49 |
| 绝对 | 4.17 | 9.82  | 37.09 |

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

3 月 26 日，青岛银行发布 2024 年年报，全年实现营收 135 亿，同比增长 8.2%，归母净利润 42.6 亿，同比增长 20.2%。加权平均净资产收益率（ROAE）为 11.5%，同比上行 0.8pct。

## 点评：

**规模扩张、拨备反哺带动盈利增速破 20%。**2024 年全年公司营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为 8.2%、7.1%、20.2%，增速较前三季度分别变动+0.1、-1.4、+4.6pct。其中，净利息收入、非息收入同比增速 6.4%、13.6%，较前三季度分别+0.8、-0.8pct；信用减值损失/营业收入、成本收入比分别为 26.2%、34.9%，同比下降 6.1、0pct。**拆分盈利同比增速结构**，规模、拨备、非息为主要贡献分项，分别拉动业绩增速 31.5、13.5、11.9pct。**从边际变化看**，规模扩张、拨备减提对盈利正向贡献提升，非息增长放缓对业绩增速拉动作用减弱，息差承压运行、营业费用多增对业绩拖累程度略增。

**扩表提速，对公重点领域信贷投放维持高景气度。**2024 年末，青岛银行生息资产、贷款同比增速分别为 14.1%、13.5%，增速较 3Q 末分别提升 1.6、2.2pct，有效需求不足背景下，公司信贷稳步增长，扩表强度不减。

**1) 从生息资产增量结构来看**，全年贷款、金融投资、同业资产新增规模分别为 406、239、138 亿，同比多增 95、111 亿、同比少增 87 亿，资源向贷款、金融投资等高收益率资产领域倾斜。其中 4Q 单季新增贷款、金融投资、同业资产规模分别为 96、163、-20 亿，同比分别多增 70、159 亿、同比少增 134 亿，年末贷款占生息资产比重较上季末下降 0.6pct 至 54.7%。

**2) 从信贷增量结构来看**，4Q 单季公司贷款（含贴现）、零售贷款新增规模分别为 97、-2 亿，同比多增 86 亿、少增 16 亿，次年“开门红”信贷投放前置，对公贷款投放维持较高景气度。年末对公贷款（含贴现）同比增速 18.7%，增速环比 3Q 末提升 3.8pct，是拉动信贷增长主要力量。行业投向集中在批零、租赁商服、制造业等相关领域，同时科技、绿色、普惠等重点领域贷款同比增速均在 30%以上，形成信贷扩张的新增长极。零售贷款投放相对承压，全年减少 7 亿，同比少增 65 亿，年末零售贷款占比 23%，较 3Q 末下降 0.7pct，较年初下降 3.4pct。其中，按揭、经营贷分别新增 2.5、7.2 亿，同比多增 4.9、3.1 亿，非房消费贷减少 17.2 亿，同比少增 4.9 亿，构成居民端主要拖累。一定程度反映出居民端就业、收入等长周期变量改善缓慢，消费需求不振，扩表能力、意愿偏低这一行业共性问题。

**存款稳步增长，定期化趋势延续。**2024 年末，青岛银行付息负债、存款同比增速分别为 13.3%、11.9%，分别较 3Q 末下降 1.9、1pct，存款占付息负债比重较 3Q 末下降 1.5pct 至 69%。全年存款新增 460 亿，同比多增 12 亿；其中 4Q 单季新增 38 亿，同比少增 30 亿。**分期限类型看**，全年活期、定期存款分别新增-36、50 亿，同比少增 21 亿、多增 37 亿，定期存款占比较年初提升 4.2pct 至 73%，定期化趋势延续。分客户类型看，活期中对公活期全年减少 69 亿，同比多减 51 亿；对公定期新增 218 亿，同比多增 165 亿，协定利率下调、整顿“手工补息”等成本管控措施影响下，对公存款定期化现象更为显著。

**2024 年净息差 1.73%，整体呈“L”型走势。**全年公司净息差为 1.73%，较 2023 年、1-3Q24 分别收窄 10bp、2bp。**资产端**，公司 2024 年生息资产、贷款收益率分别为 3.94%、4.61%，较 2023 年分别下行 23bp、24bp，较 1H24 分别下行 13bp、11bp。需求不足背景下新发放贷款利率走低，叠加 LPR 多次下调后存量贷款滚动重定价、存量按揭利率下调等因素影响，贷款定价运行承压。

**负债端**，全年付息负债、存款付息率分别为 2.18%、2.08%，较 2023 年下行 14bp、15bp，较 1H24 分别下行 7bp、5bp。受益于前期多轮挂牌利率调降、负债结构调优，成本管控效果逐步显现。官网显示，公司去年 10 月下旬跟进调整存款挂牌利率，活期降幅 5bp，定期降幅 20bp，后续伴随各期产品到期重定价，成本管控红利将进一步释放。

**投资收益高增支撑非息收入维持双位数增长。**公司 2024 年全年非息收入 36 亿（YoY+13.6%），占营收比重较前三季度下降 4pct 至 27%。其中，（1）净手续费及佣金净收入 15 亿（YoY-4.9%），占非息收入 42%，较 1-3Q 提升 2pct，监管降费背景下，委托代理、托管及银行卡手续费收入持续负增长。（2）净其他非息收入 21 亿（YoY+31.8%），其中，投资收益 17 亿（YoY+33.3%），广谱利率下行趋势下，尤其 4Q 宣布货币政策基调转为“适度宽松”，债市行情演绎相对极致，公司把握波段机会，增加交易户债券流转频次，驱动投资收益实现高增，4Q 季内 TPL 户资产减少 27 亿，同比多减 155 亿。

**不良率较 3Q 末下降 3bp 至 1.14%，风险抵补能力保持稳健。**2024 年末，青岛银行不良率、关注率分别为 1.14%、0.56%，环比 3Q 末分别下降 3bp、2bp；年末逾期率 1.42%，较年中下降 12bp，逾期/不良贷款比重为 124.5%，较年中下降 7.5pct，前瞻性指标表现向好。公司全年不良余额新增 3.3 亿，较年初增 0.4 亿，期内不良净增、核销规模分别为 15.6、12.3 亿，同比基本持平，不良净生成、核销转出指标均有所下降。

**分行业看**，年末零售、对公不良率分别为 0.87%、2.02%，较年中分别下降 5bp、上升 7bp。居民融资需求修复缓慢，零售贷款增长相对乏力，叠加部分经营贷、信用卡等特定领域风险暴露增加，不良率指标有所上行。

**拨备方面**，4Q 单季信用减值损失新增 4.3 亿，同比少增 3.5 亿。年末拨贷比、拨备覆盖率分别为 2.74%、241.3%，较 3Q 末分别下降 13bp、4.4pct，资产质量运行稳健情况下，拨备计提强度有所放缓，风险抵补能力保持稳健。

**RWA 增速维稳，资本安全边际增厚。**2024 年末，公司核心一级/一级/总资本充足率分别为 9.1%、10.7%、13.8%，较 3Q 末分别提升 0.2、0.2、0.7pct；RWA 同比增速 7.3%，同上季末持平，较年初下降 8pct。公司盈利维持双位数增长，分红比例略降，内源资本补充能力较强；同时通过资产结构调整等方式，适度控制 RWA 增速，减轻资本消耗强度，从而保持一定的资本安全边际。

**盈利预测、估值与评级。**2024 年是青岛银行新三年（2023-2025 年）战略规划的第二年，后续经营将聚焦“调结构、强客基、优协同、提能力”四大战略主题，全力打造“质效领先、特色鲜明、机制灵活”的价值领先银行。青岛银行 2024 年规模扩张维持较高强度，资产结构持续优化，息差收窄压力逐步缓释，债券交易流转带动非息收入高增，营收及盈利均维持较快增长。同时，青岛银行在城商行中较早布局理财子公司，青银理财管理资产规模上年末已超 2000 亿，理财业务具有较强提升潜力。基于 2024 年公司较为亮眼的业绩表现，上调公司 2025-2026 年 EPS 预测为 0.84（上调 13%）、0.91（上调 15%）元，新增 2027 年 EPS 预测为 0.97 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.59、0.54、0.49 倍，对应 PE 估值分别为 5.1、4.7、4.4 倍，维持“买入”评级。

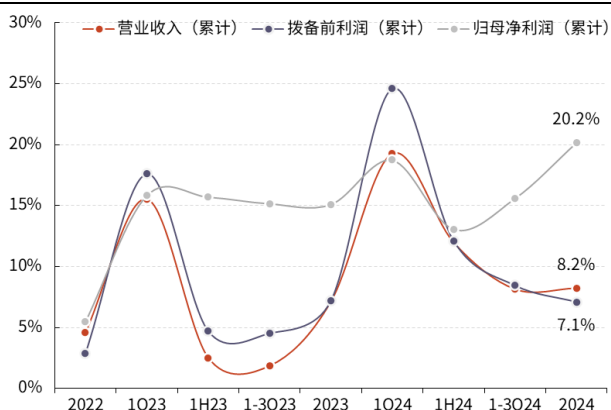
**风险提示：**融资需求超预期走弱，域内同业净增强度提升，贷款定价下行压力加大；零售等特定领域风险演化不确定性走升。

表 1：公司盈利预测与估值简表

| 指标         | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 12,472 | 13,498 | 14,385 | 15,048 | 15,544 |
| 营业收入增长率    | 7.1%   | 8.2%   | 6.6%   | 4.6%   | 3.3%   |
| 净利润（百万元）   | 3,549  | 4,264  | 4,860  | 5,304  | 5,625  |
| 净利润增长率     | 15.1%  | 20.2%  | 14.0%  | 9.1%   | 6.1%   |
| EPS（元）     | 0.61   | 0.73   | 0.84   | 0.91   | 0.97   |
| ROE（归属母公司） | 11.43% | 12.15% | 12.28% | 12.11% | 11.65% |
| P/E        | 6.97   | 5.80   | 5.09   | 4.66   | 4.40   |
| P/B        | 0.76   | 0.66   | 0.59   | 0.54   | 0.49   |

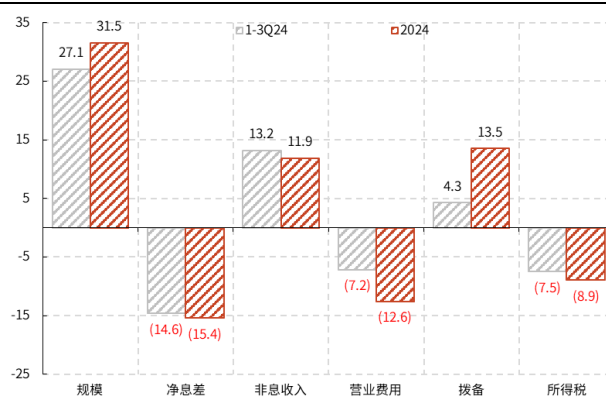
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025 年 3 月 26 日

图 1：青岛银行营收及盈利累计增速



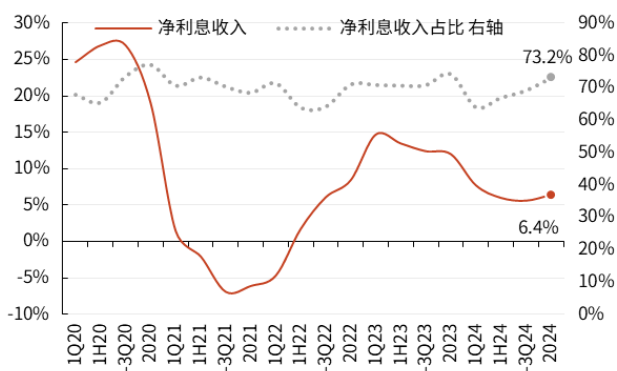
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 2：青岛银行盈利同比增速拆分



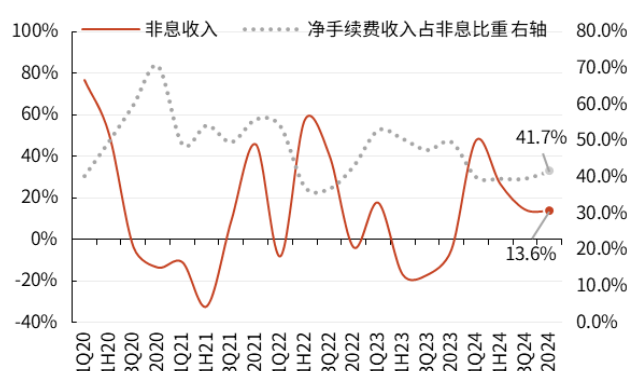
资料来源：公司财报，光大证券研究所，单位：pct

图 3：青岛银行净利息收入增速及占比



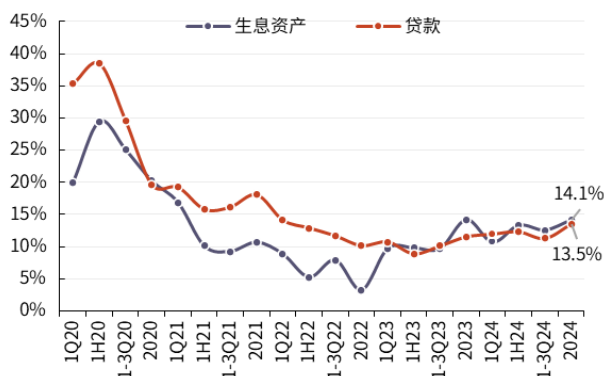
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：青岛银行非息收入增速及净手续费收入占非息比重



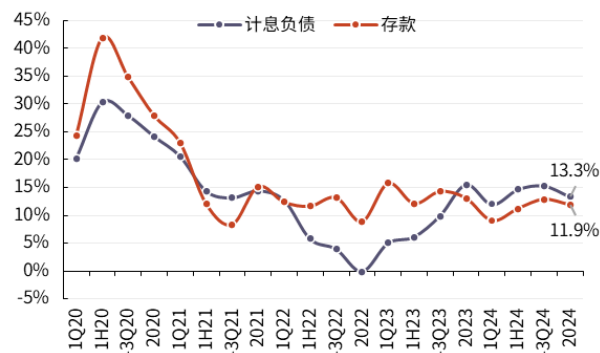
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：青岛银行生息资产、贷款增速



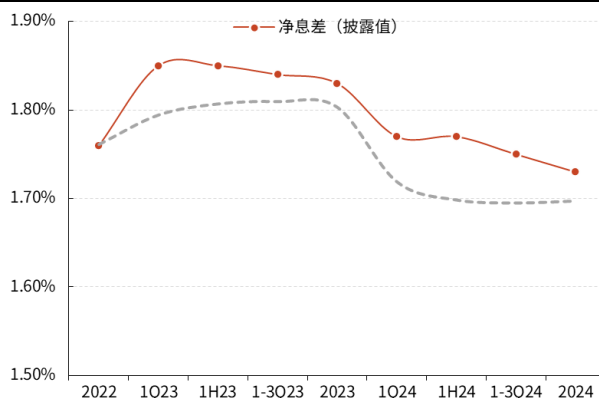
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：青岛银行计息负债、存款增速



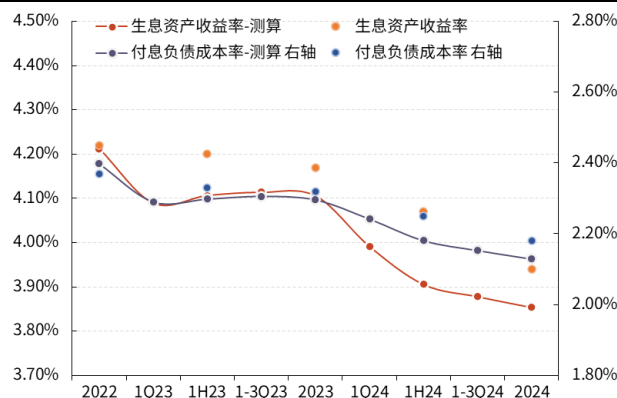
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：青岛银行净息差走势（公布值）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 8：青岛银行生息资产收益率及计息负债成本率



资料来源：公司财报，光大证券研究所测算

表 1：青岛银行资产质量主要指标

|                | 2022   | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 2023    | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 2024   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 不良贷款率          | 1.21%  | 1.14%  | 1.14%  | 1.14%  | 1.18%   | 1.18%  | 1.17%  | 1.17%  | 1.14%  |
| 较上季变动 (pct)    | (0.11) | (0.07) | 0.00   | 0.00   | 0.04    | 0.00   | (0.01) | 0.00   | (0.03) |
| (关注+不良)/贷款总额   | 2.03%  | 1.95%  | 1.89%  | 1.81%  | 1.72%   | 1.66%  | 1.75%  | 1.74%  | 1.70%  |
| 较上季变动 (pct)    | 0.08   | (0.08) | (0.06) | (0.08) | (0.09)  | (0.06) | 0.09   | (0.01) | (0.05) |
| 逾期90天以上贷款/不良贷款 | 79.9%  | N/A    | 88.6%  | N/A    | 74.1%   | N/A    | 85.2%  | N/A    | 89.1%  |
| 较上季变动 (pct)    | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    | N/A     | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    |
| 逾期90天以上贷款/贷款总额 | 0.96%  | N/A    | 1.01%  | N/A    | 0.87%   | N/A    | 0.99%  | N/A    | 1.01%  |
| 较上季变动 (pct)    | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    | N/A     | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    |
| 拨备覆盖率          | 219.8% | 232.8% | 237.3% | 254.7% | 226.0%  | 232.4% | 234.4% | 245.7% | 241.3% |
| 较上季变动 (pct)    | 13.57  | 13.02  | 4.55   | 17.33  | (28.71) | 6.39   | 2.08   | 11.28  | (4.39) |
| 拨贷比            | 2.65%  | 2.66%  | 2.71%  | 2.90%  | 2.67%   | 2.73%  | 2.74%  | 2.87%  | 2.74%  |
| 较上季变动 (pct)    | (0.07) | 0.01   | 0.05   | 0.19   | (0.23)  | 0.06   | 0.01   | 0.13   | (0.13) |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：青岛银行资本充足率

|                   | 2022          | 1Q23          | 2Q23          | 3Q23          | 2023          | 1Q24          | 2Q24          | 3Q24          | 2024          |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>资本充足率</b>      | <b>13.56%</b> | <b>13.27%</b> | <b>13.37%</b> | <b>12.78%</b> | <b>12.79%</b> | <b>13.46%</b> | <b>13.44%</b> | <b>13.15%</b> | <b>13.80%</b> |
| 较上季变动 (pct)       | (0.50)        | (0.29)        | 0.10          | (0.59)        | 0.01          | 0.66          | (0.02)        | (0.29)        | 0.65          |
| <b>一级资本充足率</b>    | <b>10.69%</b> | <b>10.47%</b> | <b>10.60%</b> | <b>10.08%</b> | <b>10.10%</b> | <b>10.68%</b> | <b>10.72%</b> | <b>10.49%</b> | <b>10.67%</b> |
| 较上季变动 (pct)       | (0.44)        | (0.22)        | 0.13          | (0.52)        | 0.02          | 0.58          | 0.04          | (0.23)        | 0.18          |
| <b>核心一级资本充足率</b>  | <b>8.75%</b>  | <b>8.61%</b>  | <b>8.79%</b>  | <b>8.37%</b>  | <b>8.42%</b>  | <b>8.98%</b>  | <b>9.07%</b>  | <b>8.90%</b>  | <b>9.11%</b>  |
| 较上季变动 (pct)       | (0.41)        | (0.13)        | 0.18          | (0.42)        | 0.04          | 0.57          | 0.09          | (0.17)        | 0.21          |
| <b>风险加权资产同比增速</b> | <b>12.1%</b>  | <b>8.5%</b>   | <b>4.5%</b>   | <b>15.7%</b>  | <b>15.5%</b>  | <b>9.6%</b>   | <b>9.7%</b>   | <b>7.3%</b>   | <b>7.3%</b>   |
| 较上季变动 (pct)       | (0.88)        | (3.64)        | (3.95)        | 11.22         | (0.28)        | (5.83)        | 0.08          | (2.37)        | (0.00)        |

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) | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 12,472 | 13,498 | 14,385 | 15,048 | 15,544 |
| 净利息收入     | 9,282  | 9,874  | 10,368 | 10,862 | 11,182 |
| 非息收入      | 3,190  | 3,624  | 4,016  | 4,185  | 4,362  |
| 净手续费及佣金收入 | 1,587  | 1,510  | 1,585  | 1,633  | 1,682  |
| 净其他非息收入   | 1,604  | 2,114  | 2,431  | 2,553  | 2,680  |
| 营业支出      | 8,548  | 8,515  | 8,704  | 8,847  | 8,967  |
| 拨备前利润     | 7,965  | 8,530  | 9,090  | 9,508  | 9,821  |
| 信用及其他减值损失 | 4,032  | 3,535  | 3,397  | 3,295  | 3,232  |
| 税前利润      | 3,933  | 4,995  | 5,693  | 6,213  | 6,589  |
| 所得税       | 262    | 590    | 673    | 734    | 779    |
| 净利润       | 3,671  | 4,405  | 5,020  | 5,479  | 5,810  |
| 归属母公司净利润  | 3,549  | 4,264  | 4,860  | 5,304  | 5,625  |

| 盈利能力    | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 生息资产收益率 | 4.13%  | 3.84%  | 3.66%  | 3.53%  | 3.39%  |
| 贷款收益率   | 4.79%  | 4.54%  | 4.30%  | 4.12%  | 3.95%  |
| 付息负债成本率 | 2.29%  | 2.12%  | 2.07%  | 2.01%  | 1.95%  |
| 存款成本率   | 2.22%  | 2.07%  | 2.02%  | 1.97%  | 1.90%  |
| 净息差     | 1.82%  | 1.69%  | 1.58%  | 1.49%  | 1.42%  |
| 净利差     | 1.84%  | 1.72%  | 1.59%  | 1.51%  | 1.45%  |
| RORWA   | 1.02%  | 1.10%  | 1.15%  | 1.14%  | 1.10%  |
| ROAA    | 0.65%  | 0.68%  | 0.69%  | 0.68%  | 0.66%  |
| ROAE    | 11.43% | 12.15% | 12.28% | 12.11% | 11.65% |

| 资产质量  | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 不良贷款率 | 1.18%  | 1.14%  | 1.12%  | 1.13%  | 1.14%  |
| 拨备覆盖率 | 226.0% | 232.6% | 241.0% | 241.6% | 238.6% |
| 拨贷比   | 2.67%  | 2.64%  | 2.70%  | 2.72%  | 2.71%  |

| 资本        | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资本充足率     | 12.79% | 13.80% | 13.36% | 13.07% | 12.89% |
| 一级资本充足率   | 10.10% | 10.67% | 10.45% | 10.35% | 10.34% |
| 核心一级资本充足率 | 8.42%  | 9.11%  | 9.05%  | 9.07%  | 9.16%  |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为 2025 年 3 月 26 日

| 资产负债表 (百万元) | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总资产         | 607,985 | 689,963 | 767,065 | 842,943 | 916,267 |
| 发放贷款和垫款     | 300,090 | 340,690 | 379,969 | 416,178 | 447,513 |
| 同业资产        | 77,430  | 90,028  | 99,031  | 107,863 | 116,336 |
| 金融投资        | 167,742 | 191,669 | 214,669 | 236,136 | 255,027 |
| 生息资产合计      | 545,261 | 622,386 | 693,669 | 760,177 | 818,876 |
| 总负债         | 568,046 | 645,063 | 717,947 | 789,267 | 857,792 |
| 吸收存款        | 386,062 | 432,024 | 475,226 | 513,245 | 544,039 |
| 市场类负债       | 168,273 | 196,203 | 223,944 | 255,507 | 291,692 |
| 付息负债合计      | 554,335 | 628,227 | 699,170 | 768,752 | 835,732 |
| 股东权益        | 39,939  | 44,900  | 49,119  | 53,676  | 58,475  |
| 股本          | 5,820   | 5,820   | 5,820   | 5,820   | 5,820   |
| 归属母公司权益     | 39,064  | 43,932  | 47,991  | 52,373  | 56,987  |

| 业绩规模与增长   | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产       | 14.8% | 13.5% | 11.2% | 9.9%  | 8.7%  |
| 生息资产      | 14.2% | 14.1% | 11.5% | 9.6%  | 7.7%  |
| 付息负债      | 15.5% | 13.3% | 11.3% | 10.0% | 8.7%  |
| 贷款余额      | 11.5% | 13.5% | 11.5% | 9.5%  | 7.5%  |
| 存款余额      | 13.1% | 11.9% | 10.0% | 8.0%  | 6.0%  |
| 净利息收入     | 12.0% | 6.4%  | 5.0%  | 4.8%  | 2.9%  |
| 净手续费及佣金收入 | 9.8%  | -4.9% | 5.0%  | 3.0%  | 3.0%  |
| 营业收入      | 7.1%  | 8.2%  | 6.6%  | 4.6%  | 3.3%  |
| 拨备前利润     | 7.2%  | 7.1%  | 6.6%  | 4.6%  | 3.3%  |
| 归母净利润     | 15.1% | 20.2% | 14.0% | 9.1%  | 6.1%  |

| 每股盈利及估值指标  | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (元)    | 0.61  | 0.73  | 0.84  | 0.91  | 0.97  |
| PPOPPS (元) | 1.37  | 1.47  | 1.56  | 1.63  | 1.69  |
| BVPS (元)   | 5.61  | 6.45  | 7.15  | 7.90  | 8.69  |
| DPS (元)    | 0.16  | 0.16  | 0.18  | 0.20  | 0.21  |
| P/E        | 6.97  | 5.80  | 5.09  | 4.66  | 4.40  |
| P/PPOP     | 3.11  | 2.90  | 2.72  | 2.60  | 2.52  |
| P/B        | 0.76  | 0.66  | 0.59  | 0.54  | 0.49  |



## 行业及公司评级体系

| 评级                                                              | 说明                                                     |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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会与，不与，也将不会与本报告中的具体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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 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  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP