

公司研究

全年息差逆势走阔，营收盈利增长提速

——江阴银行（002807.SZ）2024 年年报点评

增持（维持）

当前价：4.45 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：赵晨阳

执业证书编号：S0930524070005

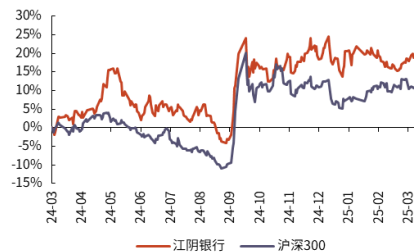
010-57378030

zhaochenyang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	24.61
总市值(亿元):	109.53
一年最低/最高(元):	3.37/4.7
近 3 月换手率:	122.96%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.30	3.02	16.51
绝对	7.23	0.23	26.40

资料来源：Wind

要点

事件：

3 月 28 日，江阴银行发布 2024 年年报，全年实现营收 39.6 亿，同比增长 2.5%，归母净利润 20.4 亿，同比增长 7.9%。加权平均净资产收益率（ROAE）为 11.55%，同比下降 1pct。

点评：

净利息收入负增幅度收窄，营收盈利增长提速。江阴银行 2024 年营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为 2.5%、-4.8%、7.9%，增速分别较前三季度提升 1.2、0.7、1.1pct。全年净利息收入、非息收入增速分别为 -6%、31.2%，增速较前三季度分别提升 1.3、1.8pct。全年成本收入比、信用减值损失/营业收入分别为 30.2%、13.8%，同比下降 0.7、6.5pct。**拆分盈利增速结构：**规模、拨备、非息为主要贡献分项，分别拉动业绩增速 10.1、11.7、2.1pct。**从边际变化看，**息差降幅收窄、营业费用管控对业绩拖累减轻；规模、非息、拨备正向贡献减弱，对业绩增速拉动作用下降。

对公贷款多增稳定扩表节奏，小微等重点领域维持较高投放景气度。2024 年末江阴银行生息资产、贷款同比增速分别为 6.6%、7.6%，较 3Q24 末分别变动 -1.2、+1.4pct。**贷款方面，**全年贷款新增 88 亿，同比少增 34 亿；4Q 单季新增 26 亿，同比多增 17 亿，占生息资产比重较 3Q 末上升 0.5pct 至 69%。**结构层面，**全年对公、零售、票据分别新增 104、-17、1 亿，同比多增 8 亿、多减 11 亿、少增 31 亿，年内压降票据等低收益资产，贷款结构有所优化。其中，4Q 单季对公新增 51 亿，同比多增 48 亿，对年末资产端扩张形成较强支撑。**投向层面，**主要集中在制造业、批零、建筑、租赁商服等领域，客群聚焦小微，年末普惠小微贷款增速 15.4%，高于各项贷款增速。零售端，全年经营贷、消费贷分别新增 7.5、1.4 亿，同比分别少增 13.4、4.6 亿，居民就业、收入等长周期变量待改善，居民扩表能力、意愿不足，“生产-消费”内循环仍待畅通，相关零售融资需求有所走弱。

存款增长提速，定期化趋势延续。2024 年末，江阴银行付息负债、存款同比增速分别为 6.7%、9.1%，较 3Q 末分别提升 1.3、2.6pct。4Q 单季存款新增 50 亿，同比多增 37 亿，占付息负债比重较 3Q 末下降 3.4pct 至 86%。**分期限看，**4Q 单季定期、活期存款分别新增 50、45 亿，分别同比多增 61、20 亿，年末定期存款占比 63%，较 3Q 末上升 1.2pct，定期化趋势仍在。**分客户类型看，**4Q 单季对公定期新增 46.6 亿，同比多增 62.2 亿；对公活期新增 33.7 亿，同比多增 16.4 亿，4Q 对公贷款投放提速或带动存款派生有所增加。

NIM 较前三季度逆势走阔 2bp 至 1.76%。**资产端，**公司全年生息资产、贷款收益率分别为 3.44%、3.91%，较 2023 年分别下行 48bp、56bp，较 1H24 分别下行 4bp、9bp。受 LPR 连续下调、有效需求不足、同业竞争程度加剧等因素影响，贷款定价运行承压，但降幅呈收窄态势。**负债端，**全年付息负债、存款成本率分别为 1.89%、1.85%，较 2023 年分别下行 18bp、17bp，较 1H24 分别下行 5bp、3bp，伴随各期产品到期重定价，成本管控红利将进一步释放。

非息收入增长提速，投资收益为主要贡献项。江阴银行 2024 年非息收入 11.6 亿 (YoY+31%)，增速较 1-3Q 提升 1.8pct，占营收比重较前三季度下降 0.6pct 至 29%。其中，(1) 手续费及佣金收入 1 亿 (YoY+20.7%)，较低基数上保持同比正增长，占非息收入比重较前三季度下降 1.9pct 至 8%。(2) 净其他非息收入 10.6 亿 (YoY+32.3%)；4Q 单季净其他非息收入 2.5 亿，同比多增 0.7 亿。其中，4Q 季内投资收益、公允价值变动收益分别为 2.7、-0.4 亿，同比多增 0.4 亿、少减 0.5 亿，4Q24 债市走牛背景下，公司交易、配置盘中债券投资及重估浮盈收入均同比好转。

不良双降，风险抵补能力稳健。2024 年末，江阴银行不良率、关注率分别为 0.86%、1.22%，环比 3Q 末分别下降 4bp、20bp，核心指标表现向好。年末逾期率 1.35%，较年中上升 8bp；逾期/不良贷款比重为 156.8%，较年中上升 27pct，前瞻性指标有所波动。公司全年不良余额下降 0.6 亿，期内不良净增、核销规模分别为 15.4、16 亿，不良生成及核销规模同比均有所提升。**拨备方面**，4Q 单季信用减值损失新增-4.5 亿，同比多减 0.5 亿。年末拨贷比、拨备覆盖率分别为 3.18%、369.3%，较 3Q 末分别下降 0.9、83pct，资产质量运行稳健情况下，公司适度释放拨备余粮反哺盈利。

资本充足率安全边际厚。2024 年末公司核心一级/一级/资本充足率分别为 14.1%、14.1%、15.2%，较 3Q 末均下降 0.1pct。年末风险加权资产增速 9.5%，较 3Q 末上升 4.3pct，扩表强度不减，对资本消耗强度有所提升。2024 年度，公司分红比例 24.2%，较 2023 年下降 0.6pct，公司盈利增长维持较强韧性，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，从而保持较厚的资本安全边际。

盈利预测、估值与评级。江阴银行深耕本土市场，人缘地缘优势鲜明，民企股东背景叠加一级法人资格为公司 G+B 端获客留客提供较大助力。近年来，公司推进普惠零售转型战略，专注“普惠、小微、零售”三驾马车并驾齐驱。同时，2016 年来公司积极布局周边市场，先后设立常州、无锡、苏州三家分行，复制本土小微业务模式。公司存量历史包袱持续清降，新增风险可控，不良生成压力较小，资本安全边际厚，未来扩表空间广阔。但现阶段经济复苏节奏仍有不确定性，融资需求回暖待验证，行业贷款定价下行趋势延续，NIM 仍有一定收窄压力。结合公司 2024 年年报情况，我们调整江阴银行 2025-2026 年 EPS 预测为 0.86、0.89 元（前值为 0.97、1.07 元），新增 2027 年 EPS 预测 0.91 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.54、0.5、0.47 倍，对应 PE 估值分别为 5.17、5.01、4.89 倍，维持“增持”评级。

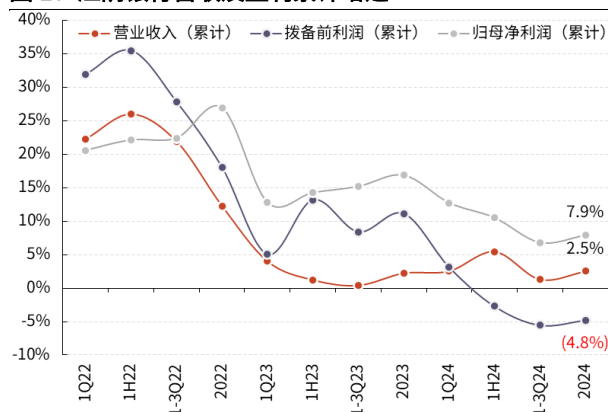
风险提示：经济复苏进程不及预期，国有大行客群下沉力度加大，小微贷款利率下行幅度超预期。

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）	3,865	3,962	4,036	4,062	4,063
营业收入增长率	2.3%	2.5%	1.9%	0.6%	0.0%
净利润（百万元）	1,888	2,037	2,118	2,187	2,238
净利润增长率	16.8%	7.9%	4.0%	3.3%	2.3%
EPS（元）	0.87	0.83	0.86	0.89	0.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.56%	11.85%	10.92%	10.40%	9.86%
P/E	5.12	5.38	5.17	5.01	4.89
P/B	0.61	0.59	0.54	0.50	0.47

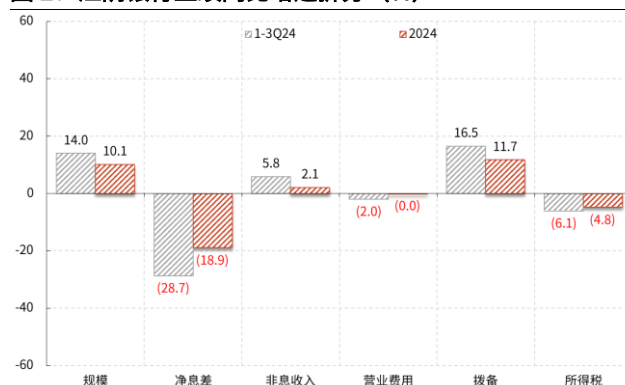
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025 年 3 月 31 日；注：2023 年公司股本 21.72 亿股，2024-2027 年股本为 24.61 亿股。

图 1：江阴银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：江阴银行业绩同比增速拆分 (%)



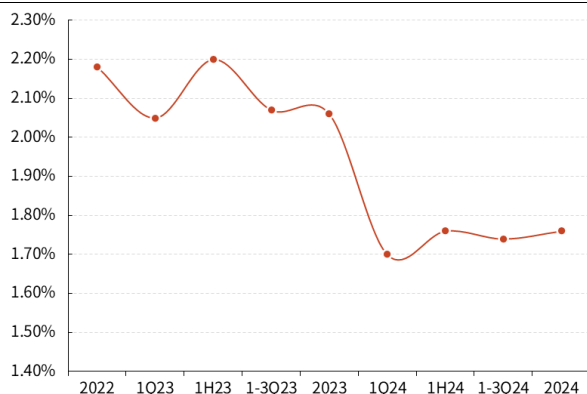
资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：江阴银行资产负债结构

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024
资产结构 (占比)									
发放贷款和垫款/生息资产	65.2%	67.3%	69.5%	69.9%	68.7%	71.0%	69.9%	68.8%	69.3%
较上季变动 (pct)	(0.16)	2.09	2.22	0.32	(1.20)	2.32	(1.12)	(1.02)	0.47
公司贷款/贷款	64.6%	65.5%	65.9%	66.4%	66.1%	67.8%	66.4%	67.1%	69.8%
较上季变动 (pct)	(0.29)	0.91	0.36	0.49	(0.29)	1.66	(1.39)	0.73	2.69
零售贷款/贷款	22.3%	21.1%	20.5%	19.9%	19.4%	18.2%	17.6%	17.2%	16.6%
较上季变动 (pct)	(0.11)	(1.14)	(0.61)	(0.65)	(0.50)	(1.20)	(0.53)	(0.40)	(0.60)
票据/贷款	13.1%	13.3%	13.6%	13.7%	14.5%	14.1%	16.0%	15.7%	13.6%
较上季变动 (pct)	0.41	0.23	0.25	0.16	0.79	(0.46)	1.92	(0.32)	(2.09)
金融投资/生息资产	28.5%	26.9%	24.6%	24.4%	25.7%	23.3%	24.4%	25.9%	25.3%
较上季变动 (pct)	1.55	(1.62)	(2.24)	(0.29)	1.33	(2.40)	1.08	1.56	(0.61)
金融同业资产/生息资产	6.3%	5.8%	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	5.8%	5.2%	5.4%
较上季变动 (pct)	(1.39)	(0.47)	0.02	(0.03)	(0.13)	0.07	0.04	(0.54)	0.15
负债结构 (占比)									
客户存款/付息负债	84.5%	84.5%	87.5%	88.4%	84.0%	89.4%	89.7%	89.3%	85.9%
较上季变动 (pct)	(1.66)	0.05	2.97	0.87	(4.37)	5.39	0.25	(0.37)	(3.40)
活期存款/存款	31.9%	29.4%	30.9%	28.8%	30.3%	29.7%	27.7%	27.8%	29.8%
较上季变动 (pct)	0.57	(2.58)	1.56	(2.14)	1.51	(0.64)	(1.94)	0.09	2.04
定期存款/存款	58.0%	61.5%	60.7%	61.3%	59.9%	61.8%	61.9%	61.8%	63.1%
较上季变动 (pct)	(1.24)	3.51	(0.73)	0.56	(1.35)	1.83	0.07	(0.01)	1.24
个人存款/存款	55.5%	57.5%	56.9%	57.5%	57.9%	59.4%	60.1%	61.2%	60.2%
较上季变动 (pct)	1.09	2.03	(0.66)	0.68	0.34	1.51	0.74	1.12	(1.07)
公司存款/存款	34.4%	33.3%	34.8%	32.6%	32.4%	32.1%	29.5%	28.4%	32.8%
较上季变动 (pct)	(1.76)	(1.10)	1.48	(2.25)	(0.18)	(0.31)	(2.60)	(1.03)	4.36
应付债券/付息负债	4.4%	3.0%	3.1%	3.1%	2.9%	3.1%	2.8%	1.2%	1.1%
较上季变动 (pct)	0.56	(1.36)	0.04	0.03	(0.19)	0.16	(0.28)	(1.53)	(0.11)
金融同业负债/付息负债	11.1%	12.4%	9.4%	8.5%	13.1%	7.5%	7.5%	9.5%	13.0%
较上季变动 (pct)	1.11	1.31	(3.01)	(0.90)	4.56	(5.55)	0.03	1.90	3.51

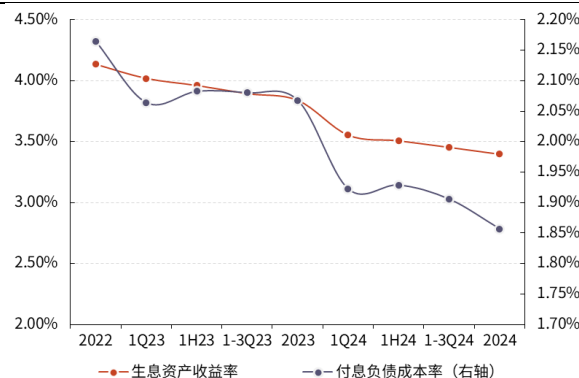
资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：较上季变动单位为 pct

图 3：江阴银行净息差（公布值）走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：江阴银行生息资产收益率及计息负债成本率（测算值）



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

表 3：江阴银行资产质量主要指标

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024
不良贷款率	0.98%	0.97%	0.98%	0.98%	0.98%	0.97%	0.98%	0.90%	0.86%
较上季变动 (pct)	0.00	(0.01)	0.01	0.00	0.00	(0.01)	0.01	(0.08)	(0.04)
(关注+不良)/贷款总额	1.90%	1.82%	2.23%	2.05%	2.04%	1.92%	2.35%	2.31%	2.08%
较上季变动 (pct)	(0.02)	(0.07)	0.40	(0.18)	(0.00)	(0.13)	0.43	(0.04)	(0.23)
逾期90天以上贷款/不良贷款	70.7%	N/A	68.4%	N/A	80.0%	N/A	78.6%	N/A	62.3%
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	0.69%	N/A	0.67%	N/A	0.78%	N/A	0.77%	N/A	0.54%
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	469.6%	481.1%	500.2%	473.2%	409.5%	425.3%	435.3%	452.2%	369.3%
较上季变动 (pct)	(26.57)	11.45	19.14	(27.04)	(63.71)	15.79	10.00	16.91	(82.84)
拨贷比	4.60%	4.66%	4.92%	4.61%	4.01%	4.10%	4.27%	4.05%	3.18%
较上季变动 (pct)	(0.27)	0.06	0.26	(0.31)	(0.60)	0.09	0.17	(0.22)	(0.87)

资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：较上季变动单位为 pct

表 4：江阴银行资本充足率

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024
资本充足率	13.90%	14.09%	13.74%	13.96%	14.24%	15.32%	15.09%	15.34%	15.22%
较上季变动 (pct)	(0.01)	0.19	(0.35)	0.22	0.28	1.08	(0.23)	0.25	(0.12)
一级资本充足率	12.78%	12.96%	12.60%	12.82%	13.11%	14.17%	13.93%	14.20%	14.10%
较上季变动 (pct)	0.03	0.18	(0.36)	0.22	0.29	1.06	(0.24)	0.27	(0.10)
核心一级资本充足率	12.77%	12.95%	12.59%	12.81%	13.10%	14.16%	13.92%	14.19%	14.09%
较上季变动 (pct)	0.03	0.18	(0.36)	0.22	0.29	1.06	(0.24)	0.27	(0.10)
风险加权资产同比增速	11.2%	8.4%	7.8%	9.2%	7.9%	5.9%	7.6%	5.2%	9.5%
较上季变动 (pct)	2.41	(2.87)	(0.57)	1.41	(1.36)	(1.92)	1.65	(2.34)	4.25

资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：较上季变动单位为 pct

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,865	3,962	4,036	4,062	4,063
净利息收入	2,982	2,803	2,762	2,660	2,563
非息收入	883	1,159	1,275	1,402	1,500
净手续费及佣金收入	80	97	106	117	125
净其他非息收入	803	1,062	1,168	1,285	1,375
营业支出	2,019	1,782	1,795	1,772	1,720
拨备前利润	2,857	2,720	2,771	2,789	2,790
信用及其他减值损失	782	546	535	504	452
税前利润	2,075	2,174	2,236	2,285	2,338
所得税	55	152	134	114	117
净利润	2,020	2,022	2,102	2,171	2,221
归属母公司净利润	1,888	2,037	2,118	2,187	2,238

盈利能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
生息资产收益率	3.82%	3.41%	3.24%	3.07%	2.94%
贷款收益率	4.50%	3.91%	3.70%	3.50%	3.35%
付息负债成本率	2.06%	1.82%	1.76%	1.71%	1.66%
存款成本率	2.01%	1.84%	1.80%	1.75%	1.70%
净息差	1.83%	1.62%	1.49%	1.36%	1.25%
净利差	1.76%	1.59%	1.48%	1.37%	1.28%
RORWA	1.74%	1.60%	1.55%	1.50%	1.44%
ROAA	1.14%	1.05%	1.01%	0.97%	0.93%
ROAE	12.56%	11.85%	10.92%	10.40%	9.86%

资产质量	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不良贷款率	0.98%	0.86%	0.80%	0.76%	0.73%
拨备覆盖率	409.5%	361.5%	312.8%	263.5%	219.8%
拨贷比	4.01%	3.12%	2.50%	1.99%	1.61%

资本	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本充足率	14.24%	152.25%	144.66%	136.37%	129.46%
一级资本充足率	13.11%	14.10%	14.63%	14.78%	14.98%
核心一级资本充足率	13.10%	14.09%	14.62%	14.78%	14.97%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价日期为：2025 年 3 月 31 日

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	186,030	200,232	215,384	230,437	244,822
发放贷款和垫款	115,352	124,130	132,819	140,788	146,419
同业资产	9,495	9,623	10,007	10,613	11,304
金融投资	43,145	45,332	47,599	49,503	51,483
生息资产合计	167,992	179,085	190,425	200,903	209,206
总负债	169,954	181,373	194,927	208,349	221,069
吸收存款	139,208	151,826	163,972	175,450	185,977
市场类负债	26,474	24,937	25,911	27,485	29,332
付息负债合计	165,682	176,763	189,884	202,935	215,309
股东权益	16,076	18,859	20,457	22,088	23,753
股本	2,172	2,461	2,461	2,461	2,461
归属母公司权益	15,791	18,590	20,203	21,851	23,531

业绩规模与增长	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	10.2%	7.6%	7.6%	7.0%	6.2%
生息资产	6.3%	6.6%	6.3%	5.5%	4.1%
付息负债	10.5%	6.7%	7.4%	6.9%	6.1%
贷款余额	11.9%	7.6%	7.0%	6.0%	4.0%
存款余额	9.9%	9.1%	8.0%	7.0%	6.0%
净利息收入	-6.6%	-6.0%	-1.5%	-3.7%	-3.6%
净手续费及佣金收入	-13.6%	20.7%	10.0%	10.0%	7.0%
营业收入	2.3%	2.5%	1.9%	0.6%	0.0%
拨备前利润	11.1%	-4.8%	1.9%	0.6%	0.0%
归母净利润	16.8%	7.9%	4.0%	3.3%	2.3%

每股盈利及估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (元)	0.87	0.83	0.86	0.89	0.91
PPOPPS (元)	1.32	1.11	1.13	1.13	1.13
BVPS (元)	7.27	7.55	8.21	8.88	9.56
DPS (元)	0.22	0.20	0.21	0.22	0.23
P/E	5.12	5.38	5.17	5.01	4.89
P/PPOP	3.38	4.03	3.95	3.93	3.93
P/B	0.61	0.59	0.54	0.50	0.47

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曾与、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所载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