

## 公司研究 | 点评报告 | 江苏银行（600919.SH）

# 低估值+稳增长的红利价值典范

### 报告要点

江苏银行 2014 年确立“智慧化、特色化、国际化、综合化”四化战略以来，近十余年发展历程中始终保持战略稳定。2024 年以来强调“不求最快、但求最稳”的经营导向，符合当前市场环境下长线资金的配置偏好。我们认为未来江苏银行将继续保持战略稳定性和机制优越性，同时区位优势依然是经营最佳保障。目前江苏省投融资增速继续领先全国，经济内生增长的优势稳固。我们预计江苏银行基本面业绩增速稳定，资本维持紧平衡，作为市值和资产规模最大的城商行，吸引配置力量持续加仓，推动红利价值重估。

### 分析师及联系人



马祥云

SAC: S0490521120002

SFC: BUT916



盛悦菲

SAC: S0490524070002

江苏银行（600919.SH）

2025-12-09

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 低估值+稳增长的红利价值典范

### 事件描述

江苏银行三季度以来股价调整充分，目前 2025 年预期 PB 估值 0.74x，股息率 5.31%。我们预计未来战略机制和业绩增速保持稳定，当前配置价值在头部城商行中吸引力突出。

### 事件评论

- **我们预计江苏银行将长期坚持经营底色不变。**江苏银行 2014 年确立“智慧化、特色化、国际化、综合化”四化战略以来，近十余年发展历程中始终保持战略稳定。2024 年以来强调“不求最快、但求最稳”的经营导向，符合当前市场环境下长线资金的配置偏好。**我们认为未来江苏银行将继续保持战略稳定性和机制优越性，同时区位优势依然是经营最佳保障。**目前江苏省投融资增速继续领先全国，经济内生增长的优势稳固。
- **基本面业绩增速预计稳定，资本维持紧平衡。**1) 贷款投放预计保持稳定增长，2025 年三季度末贷款较期初大幅增长 17.9%，向上竞争省级客群、向下挖掘县域潜力、向外扩张宁波分行。我们预计全年信贷新增约 4000 亿左右，增量同比接近翻番。考虑高基数，预计 2026 年信贷增量与增速将合理回落，但即使增量降至 3000 亿左右，2026 年贷款增速也将达到 12%，依然明显高于全国均值，在大规模基础上，增速与其他头部城商行相近。2) 2025 年上半年存款成本 1.78%，未来有进一步下降空间，如果净息差企稳，2026 年利息净收入将延续高增长，支撑营收增速稳定。3) 三季度末资产端 TPL 占比 12.4%，预计 AC 和 OCI 账户的债券投资浮盈依然丰厚，债市波动预计对投资收益的影响有限。4) 资产质量方面，个人经营贷占比仅 2.6%，**零售贷款 2024 年以来风险指标边际改善，同时消费贷款的增长点逐步转向银行自营的优质客群（利率相对低）。**2025 年上半年测算全行加回核销的不良净生成率 1.10%，较 2024 全年下降 31BP。考虑目前对公贷款的占比大幅上升且资产质量稳定，其中房地产对公贷款占比仅 2.8%，预计 2026 年不良净生成率有进一步下降空间。5) 资本维持紧平衡，**我们测算 2025 年末核心一级资本充足率保持 8.6%以上（假设中期分红 2026 年初实施），目前资本足够支撑资产规模扩张。**
- **市值最大的低估值城商行，红利增长型典范。**1) 保险资本为主的长线资金重点配置大市值、红利低波型资产，江苏银行作为目前资产规模和市值最大的城商行，估值在头部城商行里最低，2025 年 PB 估值仅 0.74x，相对 13%以上的 ROE 明显低估。2) 2025 年度预期股息率达到 5.31%，满足保险资本 OCI 配置需求，考虑稳定的业绩增长和分红，中长期维度股息率更高，参考去年节奏，预计 2026 年初实施中期分红。3) 三季度以来受市场风格因素影响，活跃资金大幅减仓，筹码结构得到明显优化。从公募基金重仓持股数据来看，三季度末主动基金对江苏银行的重仓配置比例下降至 0.12%，降至近年来新低，环比显著下降 0.42%，相对其在沪深 300/中证 800/中证红利等主流指数的权重明显低配。按区间交易均价测算，三季度主动基金减仓金额接近 44 亿元，仅低于招商银行，银行股重仓排名也从二季度末的第二位降至第五位。**但市场风格波动从中长期角度并不影响银行股的重估方向，筹码结构优化、估值调整充分后将吸引配置力量持续加仓。**我们预计江苏银行后续将迎来红利价值重估，长期重点推荐，维持“买入”评级。

### 风险提示

1、信贷规模扩张不及预期；2、资产质量出现明显波动。

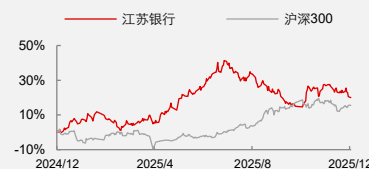
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	10.47
总股本(万股)	1,835,132
流通A股/B股(万股)	1,835,132/0
每股净资产(元)	13.90
近12月最高/最低价(元)	12.64/8.94

注：股价为 2025 年 12 月 8 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

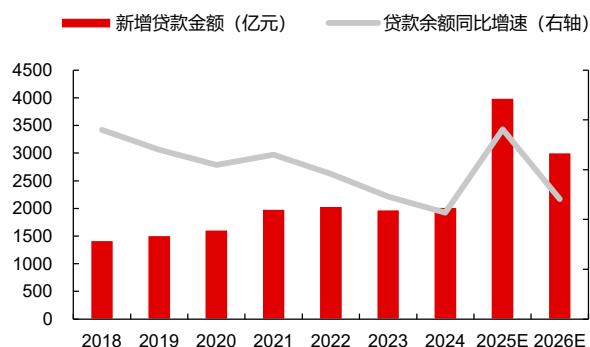
### 相关研究

- 《业绩增长确定性强，规模高增长——2025 年三季报点评》2025-11-09
- 《营收增速上行，资产规模大幅扩张——2025 年中报点评》2025-08-25
- 《营收超预期，投放强劲+息差企稳——2025 年一季报点评》2025-05-04



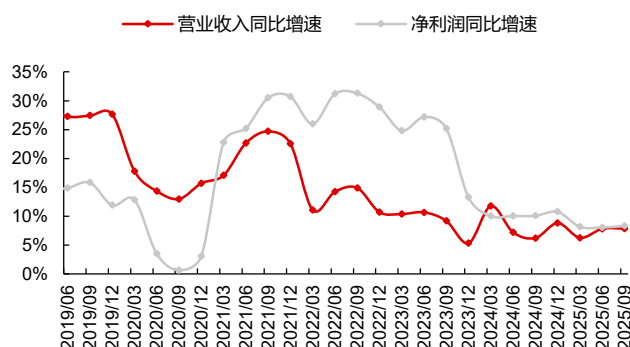
更多研报请访问  
长江研究小程序

图 1：预计江苏银行 2026 年贷款增速保持 10% 以上稳定扩张



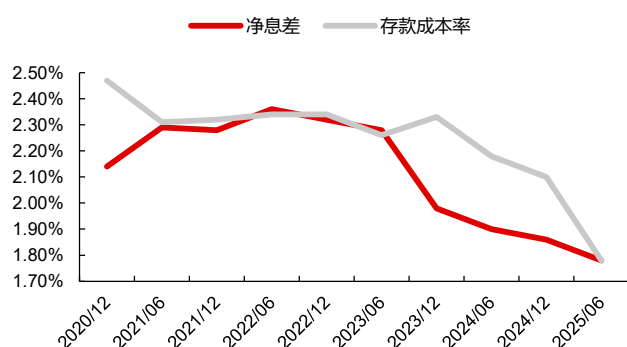
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 2：预计江苏银行将继续保持营收、利润稳定增长



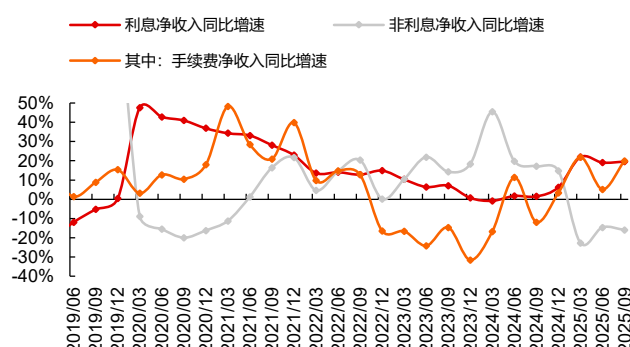
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 3：江苏银行存款成本率仍有下行空间，预计净息差将企稳



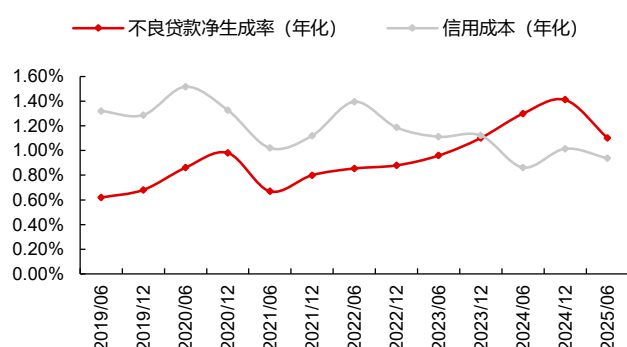
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 4：江苏银行 2025 年前三季度利息净收入保持高增速



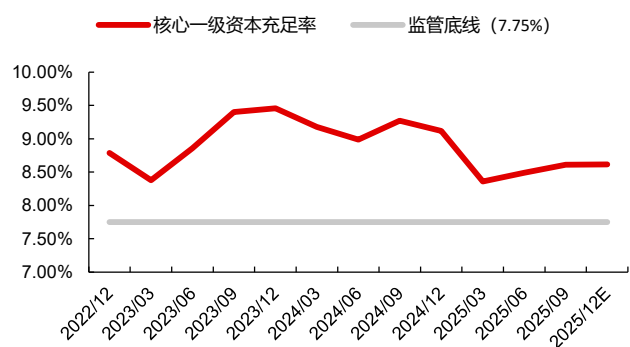
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 5：2025 年以来江苏银行的不良净生成率趋势下降



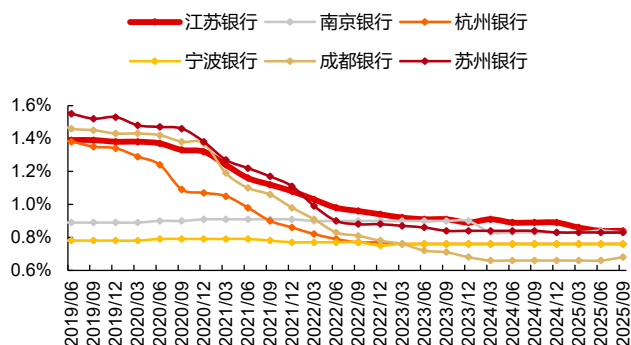
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 6：目前江苏银行的核心一级资本充足率保持紧平衡



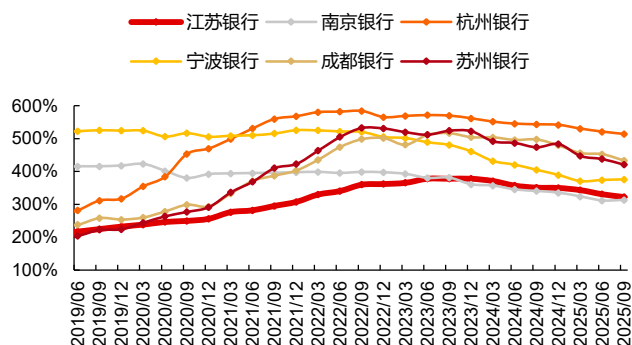
资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 7：2025 年三季度末江苏银行的不良贷款率环比稳定



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 8：2025 年三季度末江苏银行的拨备覆盖率保持充裕



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

图 9：江苏银行盈利预测及估值

单位：千元	2022/12	2023/12	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/12	2027/12
资产总额	2,980,294,692	3,403,361,837	3,952,041,570	4,459,621,169	4,788,480,221	4,927,496,856	4,966,916,831	5,529,852,979	6,156,590,700
增速（较期初）	13.80%	14.20%	16.12%	12.84%	21.16%	24.68%	25.68%	11.33%	11.33%
负债总额	2,764,863,353	3,144,245,806	3,638,383,352	4,138,736,559	4,448,212,245	4,581,228,628	4,617,717,937	5,154,571,065	5,753,322,743
增速（较期初）	14.21%	13.72%	15.72%	13.75%	22.26%	25.91%	26.92%	11.63%	11.62%
营业收入	70,570,422	74,293,433	80,815,212	22,304,128	44,864,292	67,182,801	87,271,704	94,917,060	102,476,951
增速（同比）	10.66%	5.28%	8.78%	6.21%	7.78%	7.83%	7.99%	8.76%	7.96%
归属于母公司股东的净利润	25,385,993	28,750,352	31,843,213	9,780,003	20,238,459	30,582,688	34,639,553	37,600,859	40,422,048
增速（同比）	28.90%	13.25%	10.76%	8.16%	8.05%	8.32%	8.78%	8.55%	7.50%
净息差	2.32%	1.98%	1.86%		1.78%		1.73%	1.69%	1.70%
成本收入比	24.52%	23.99%	24.73%	20.76%	22.21%	21.50%	24.80%	24.80%	24.70%
不良贷款率	0.94%	0.89%	0.89%	0.86%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%	0.83%
拨备覆盖率	362.07%	389.53%	350.10%	343.51%	331.02%	322.62%	323.92%	311.11%	316.51%
不良贷款净生成率（年化）	0.88%	1.10%	1.41%		1.10%		1.05%	1.00%	0.90%
信用成本（年化）	1.19%	1.12%	1.01%		0.94%		0.87%	0.95%	0.98%
ROA	0.91%	0.90%	0.87%	0.93%	0.93%	0.93%	0.78%	0.72%	0.69%
ROE	14.87%	14.36%	13.65%	15.22%	15.71%	15.88%	13.16%	13.09%	12.89%
核心一级资本充足率	8.79%	9.46%	9.12%	8.36%	8.49%	8.61%	8.62%	8.48%	8.33%
一级资本充足率	10.87%	11.25%	11.82%	10.77%	11.17%	11.28%	11.23%	10.83%	10.44%
资本充足率	13.07%	13.31%	12.99%	11.95%	12.36%	12.47%	12.08%	11.60%	11.24%
EPS（元）	1.62	1.48	1.65	0.49	1.03	1.59	1.76	1.93	2.09
BVPS（元）	11.42	11.47	12.73	13.10	13.59	13.90	14.08	15.46	16.94
每股分红（元）	0.52	0.47	0.52				0.56	0.61	0.66
P/E	6.48	7.06	6.34				5.93	5.42	5.02
P/B	0.92	0.91	0.82				0.74	0.68	0.62
股息率	4.92%	4.49%	4.97%				5.31%	5.82%	6.28%

资料来源：公司财务报告，长江证券研究所（注：估值数据截至 2025 年 12 月 8 日收盘价）

图 10：上市银行在沪深 300、中证 800、中证红利低波动 100、中证红利指数的权重对比

中证800成分股	主动基金配置比例			沪深300		中证800		中证红利低波100		中证红利	
	2025/09	2025/09 环比	2025/09 相较中证800权重	成分股	权重	成分股	权重	成分股	权重	成分股	权重
招商银行	0.42%	-0.67%	-1.19%	招商银行	2.21%	招商银行	1.62%	浙商银行	0.91%	农业银行	1.42%
兴业银行	0.02%	-0.07%	-1.05%	兴业银行	1.46%	兴业银行	1.07%	工商银行	0.89%	中信银行	1.34%
工商银行	0.10%	-0.14%	-0.76%	工商银行	1.18%	工商银行	0.87%	中国银行	0.83%	建设银行	1.33%
农业银行	0.04%	-0.18%	-0.74%	农业银行	1.07%	农业银行	0.78%	兴业银行	0.80%	成都银行	1.30%
交通银行	0.02%	-0.03%	-0.59%	交通银行	0.84%	交通银行	0.62%	南京银行	0.79%	南京银行	1.29%
江苏银行	0.12%	-0.42%	-0.36%	江苏银行	0.65%	江苏银行	0.48%	农业银行	0.78%	兴业银行	1.27%
浦发银行	0.01%	-0.11%	-0.46%	浦发银行	0.64%	浦发银行	0.47%	长沙银行	0.78%	渝农商行	1.25%
平安银行	0.01%	-0.01%	-0.34%	平安银行	0.47%	平安银行	0.34%	北京银行	0.77%	工商银行	1.19%
民生银行	0.07%	-0.04%	-0.24%	民生银行	0.42%	民生银行	0.31%	光大银行	0.76%	江苏银行	1.15%
上海银行	0.01%	-0.06%	-0.29%	上海银行	0.41%	上海银行	0.30%	贵阳银行	0.75%	交通银行	1.14%
宁波银行	0.24%	-0.26%	-0.04%	宁波银行	0.39%	宁波银行	0.29%	上海银行	0.74%	沪农商行	1.14%
北京银行	0.01%	-0.01%	-0.26%	中国银行	0.36%	中国银行	0.26%	平安银行	0.74%	上海银行	1.11%
南京银行	0.02%	-0.09%	-0.24%	南京银行	0.36%	南京银行	0.26%	招商银行	0.71%	北京银行	1.03%
杭州银行	0.15%	-0.29%	-0.11%	北京银行	0.35%	北京银行	0.26%	江苏银行	0.70%	浦发银行	0.93%
中国银行	0.02%	-0.02%	-0.23%	建设银行	0.34%	建设银行	0.25%	华夏银行	0.69%	民生银行	0.93%
建设银行	0.05%	-0.14%	-0.19%	杭州银行	0.33%	杭州银行	0.24%	张家港行	0.68%	光大银行	0.90%
邮储银行	0.01%	-0.01%	-0.19%	光大银行	0.28%	光大银行	0.20%	交通银行	0.67%	华夏银行	0.90%
光大银行	0.00%	-0.01%	-0.19%	邮储银行	0.26%	邮储银行	0.19%	民生银行	0.65%	邮储银行	0.89%
沪农商行	0.01%	-0.02%	-0.16%	沪农商行	0.23%	沪农商行	0.17%	沪农商行	0.65%	贵阳银行	0.82%
浙商银行	0.00%	0.00%	-0.14%	浙商银行	0.19%	浙商银行	0.14%	成都银行	0.65%	重庆银行	0.82%
成都银行	0.17%	-0.23%	0.04%	华夏银行	0.18%	华夏银行	0.13%	兰州银行	0.63%	中国银行	0.71%
华夏银行	0.00%	0.00%	-0.13%	成都银行	0.18%	成都银行	0.13%	苏州银行	0.61%		
渝农商行	0.11%	-0.05%	-0.01%	中信银行	0.17%	中信银行	0.13%	江阴银行	0.60%		
中信银行	0.05%	-0.05%	-0.07%	渝农商行	0.17%	渝农商行	0.12%	邮储银行	0.60%		
苏州银行	0.02%	-0.01%	-0.09%			苏州银行	0.11%	中信银行	0.59%		
齐鲁银行	0.03%	-0.01%	-0.05%			齐鲁银行	0.08%	无锡银行	0.56%		
常熟银行	0.06%	-0.05%	-0.01%			常熟银行	0.07%	齐鲁银行	0.54%		
长沙银行	0.04%	-0.02%	-0.03%			长沙银行	0.07%	紫金银行	0.48%		
贵阳银行	0.00%	0.00%	-0.05%			贵阳银行	0.05%	青岛银行	0.45%		
青农商行	0.00%	0.00%	-0.04%			青农商行	0.04%				
西安银行	0.00%	0.00%	-0.02%			西安银行	0.02%				
合计	1.83%		-8.23%	合计	13.11%	合计	10.06%	合计	19.96%	合计	22.86%

资料来源：Wind，长江证券研究所



## 风险提示

- 1、信贷规模扩张不及预期：公司以利息净收入为主要收入来源，如果信贷需求不足导致投放较差，将导致公司营业收入增速疲弱，从而对业绩造成负面影响。
- 2、资产质量出现明显波动：当前我国经济仍处于经济复苏早期，假如公司的企业和居民客户面临较大的现金流压力，将可能导致公司不能按时收回贷款的利息和本金，形成坏账，从而影响公司的资产质量以及利润水平。

财务报表及预测指标（单位：千元）

合并资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	合并利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
资产合计	3,952,041,570	4,966,916,831	5,529,852,979	6,156,590,700	营业收入	80,815,212	87,271,704	94,917,060	102,476,951
现金及存放央行款项	142,274,712	200,836,613	223,675,285	248,262,351	利息净收入	55,956,762	67,403,370	75,646,897	84,851,655
发放贷款和垫款	2,038,660,849	2,437,363,357	2,733,636,764	3,044,096,926	手续费净收入	4,416,931	5,277,156	6,071,634	6,387,485
金融投资	1,526,470,399	1,986,766,732	2,239,590,457	2,511,889,006	投资收益等	20,441,519	14,591,178	13,198,529	11,237,811
交易性金融资产	488,547,464	610,354,633	688,024,612	771,677,453	营业支出	(39,509,328)	(46,402,596)	(50,560,413)	(54,797,780)
债权投资	590,580,805	651,596,084	734,514,198	823,819,432	PPOP	59,682,535	64,728,969	70,401,824	76,113,740
其他债权投资	446,891,438	724,052,876	816,191,395	915,427,277	信用减值损失	(18,376,651)	(23,859,861)	(26,045,176)	(28,434,569)
其他权益工具投资	450,692	763,139	860,251	964,844	营业利润	41,305,884	40,869,108	44,356,647	47,679,171
存放同业款项	35,370,739	74,503,752	60,828,383	67,722,498	归母净利润	31,843,213	34,639,553	37,600,859	40,422,048
拆出资金	148,507,595	149,007,505	165,895,589	184,697,721					
买入返售金融资产	16,098,141	24,834,584	27,649,265	30,782,954	<b>经营指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
其他资产合计	44,659,135	93,604,287	78,577,236	69,139,246	资产合计增速	16.12%	25.68%	11.33%	11.33%
负债合计	3,638,383,352	4,617,717,937	5,154,571,065	5,753,322,743	贷款增速	10.67%	19.08%	12.05%	11.37%
向中央银行借款	138,274,242	173,842,089	193,544,854	215,480,675	负债合计增速	15.72%	26.92%	11.63%	11.62%
同业金融机构存放款项	320,183,301	447,022,515	514,276,327	584,876,117	存款增速	12.83%	21.56%	11.45%	11.06%
拆入资金	175,505,166	198,676,673	221,194,119	246,263,628	营业收入增速	8.78%	7.99%	8.76%	7.96%
卖出回购金融资产	99,262,153	149,007,505	165,895,589	184,697,721	利息净收入增速	6.29%	20.46%	12.23%	12.17%
吸收存款	2,160,655,100	2,620,703,752	2,920,647,973	3,243,554,128	非利息收入增速	14.83%	-20.07%	-3.01%	-8.54%
应付债券	643,079,716	844,375,861	951,134,712	1,058,933,600	成本收入比	24.73%	24.80%	24.80%	24.70%
其他负债合计	101,423,674	184,089,542	187,877,489	219,516,874	归母净利润增速	10.76%	8.78%	8.55%	7.50%
股东权益合计	313,658,218	349,198,894	375,281,915	403,267,957	EPS	1.65	1.76	1.93	2.09
股本	18,351,324	18,351,324	18,351,324	18,351,324	BVPS	12.73	14.08	15.46	16.94
其他权益工具	69,974,758	79,977,830	79,977,830	79,977,830	ROE	13.65%	13.16%	13.09%	12.89%
资本公积	47,903,762	47,897,192	47,897,192	47,897,192	ROA	0.87%	0.78%	0.72%	0.69%
其他综合收益	9,283,147	5,622,821	5,622,821	5,622,821	净息差	1.86%	1.73%	1.69%	1.70%
盈余公积	36,539,066	41,395,999	46,717,978	52,463,135	不良贷款率	0.89%	0.84%	0.84%	0.83%
一般风险准备	54,807,539	61,283,450	68,379,421	76,039,631	拨备覆盖率	350%	324%	311%	317%
未分配利润	66,730,221	83,842,406	96,698,700	110,411,591	<b>估值</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	10,068,401	10,827,873	11,636,649	12,504,433	P/E	6.34	5.93	5.42	5.02
归属于本行股东的权益	303,589,817	338,371,021	363,645,266	390,763,524	P/B	0.82	0.74	0.68	0.62
					股息率	4.97%	5.31%	5.82%	6.28%

资料来源：Wind，上市银行财务报告，长江证券研究所（注：估值截至 2025 年 12 月 8 日收盘价）

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)



## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。