

公司研究

盈利维持 20%高增，资产质量持续向好

——苏农银行（603323.SH）2022 年中报点评

买入（维持）

当前价：5.20 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebcn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebcn.com

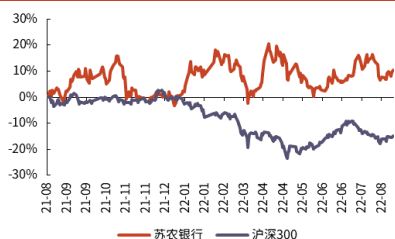
联系人：赵晨阳

zhaochenyang@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.03
总市值(亿元):	93.76
一年最低/最高(元):	4.49/5.79
近 3 月换手率:	162.44%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.43	0.30	22.89
绝对	-1.33	5.93	10.07

资料来源：Wind

要点

事件：

8月17日，苏农银行发布2022年中期报告，实现营业收入20.85亿，同比增长6.4%，实现归母净利润8.4亿，同比增长20.9%。加权平均净资产收益率(ROAE)为12.4%，同比提升1.1pct。

点评：

盈利维持 20%以上高增，业绩增长韧性较强。1H22 苏农银行营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为 6.4%、7.8%、20.9%，季环比变动 0.02、-1.2、-0.5pct。2Q 单季营收、归母净利润同比增速分别为 6.4%、20.6%，季环比变动 0.04、-0.75pct。整体来看，公司业绩呈现较强韧性，在 2Q 江苏零散疫情扰动下，盈利延续 20%+ 高增态势。拆分盈利增速看：（1）规模对盈利增长贡献度为 28.6%，季环比下滑 14.7pct；息差贡献度-18.9%，季环比改善 7.5pct，息差收窄对业绩拖累程度有所减轻，净利息收入延续前期“以量补价”逻辑。（2）非息收入对盈利贡献度季环比提升 2.8pct 至 7.8%，主要受投资收益同比高增拉动。（3）拨备对业绩贡献度为 15.3%，较 1Q 提升 16.4pct，主要由于公司 1Q 拨备计提较为审慎，2Q 不良率显著压降，拨备有效反哺利润。

信贷投放保持 20%以上增速，呈现“供需两旺”态势。2Q22 末，苏农银行总资产、贷款同比增速为 13%、20.3%，季环比下滑 1.8、1.5pct，但信贷增速仍维持 3Q21 以来 20%以上高位，有效支撑资产端扩张。公司上半年贷款新增 91.8 亿，同比多增 9 亿。2Q 单季对公贷款新增 37.5 亿，同比多增 13 亿，2Q 虽有散点疫情扰动，但得益于苏州制造业韧性较强，叠加复工复产全面推进，整体融资需求有序恢复，公司信贷投放节奏整体平稳。

结构方面，上半年对公（含贴现）、零售分别新增 77.9、13.9 亿，同比多增 22.3 亿，少增 13.2 亿。对公端，上半年主要行业投向集中在制造业、建筑地产、租赁商服领域，合计新增规模 50.5 亿，同比多增 15.1 亿，占对公贷款比重较年初提升 1pct 至 76.4%。同时，公司打造对公“金融管家”形象，推动“中小企业培育回归行动计划”，上半年新增贷款有效户 628 户，新增贷款投放 36.9 亿。零售端，受疫情及前期较高基数影响，贷款投放节奏略有放缓。上半年经营贷、按揭分别新增 12.3、7.2 亿，同比少增 5.8、2.1 亿；消费贷、信用卡等场景类信贷投放力度有所下滑，上半年分别减少 5.4、0.2 亿。

零售存款增势较强，负债结构调整助力成本改善。2Q 末，苏农银行总负债、存款增速为 13.3%、12.2%，季环比变动-2、2.5pct。公司上半年存款新增 76.1 亿，同比少增 15.9 亿；2Q 单季新增 52.5 亿，同比多增 30.1 亿。具体来看，上半年储蓄存款新增 79.6 亿，同比多增近 4.3 亿，构成存款增长主要驱动力，部分得益于公司财管业务有效赋能，零售客群相对扎实。期限方面，上半年定期存款新增 109.8 亿，同比多增 9.3 亿，占存款比重为 54.6%，季环比提升 1.3pct，存款储蓄化、定期化现象同行业一致。2Q22 末，公司存贷比 81.7%，季环比提升 1.3pct。这一情况下，公司市场类负债吸收力度有所提升，上半年同业负债新增 15.7 亿，同比多增 42.4 亿，占付息负债比重季环比提升 1pct 至 8.6%。在当前资金利率低位运行背景下，公司适当调整负债结构，有助于减轻负债端成本压力。

NIM 较年初收窄 22BP 至 2.02%。苏农银行上半年息差 2.02%，较年初收窄 22bp。资产端，贷款收益率 4.86%，较年初下滑 22bp，主要与信贷供需矛盾加大背景下利率点差压降，以及散点疫情干扰零售端高定价贷款投放有关。负债端，存款成本率 1.98%，较年初小幅提升 1bp。4 月公司对部分定期存款利率调整的重定价效应释放，叠加低利率市场资金吸收力度提升，负债结构优化，上半年公司综合负债成本仍平稳可控。

投资收益高增支撑非息收入走强。1H22 苏农银行非息收入同比增速 12.7%，季环比改善 2pct。拆分来看，（1）净手续费及佣金收入同比下滑 49%。除前期高基数因素外，理财业务增长放缓为主要拖累因素，上半年理财业务收入同比下滑近 43%。（2）净其他非息收入同比增速 46.2%，季环比提升 24.4pct。其中，投资收益同比增速 59.1%，构成中收增长主要驱动力，反映出公司专业化市场交易能力较强。此外，1H22 公司成本收入比季环比下降 2.2pct 至 29.8%，延续 3Q21 以来逐季压降态势，公司降本增效成果显著。

不良率降至 0.95%，关注率季环比改善 55BP 降至 1.86%。2Q 末，苏农银行不良贷款率为 0.95%，较 1Q 改善 4bp；关注率 1.86%，季环比大幅下降 55bp，延续 2020 年来逐季压降态势。上半年公司资产质量受疫情扰动较小，稳中向好局面不改。2Q 末，公司拨备覆盖率为 436.3%，季环比提升 16.2pct；拨贷比 4.15%，季环比小幅下滑 2bp。2Q 单季不良余额新增 0.16 亿，信用减值损失新增 1.28 亿，信用成本较年初下降 26bp 至 0.91%。公司仍秉承审慎经营、防范风险的拨备计提原则，在兼顾股东回报、行业发展和经营变化情况下，衡量拨备的合理范围。

资本充足率安全边际厚。2Q 末，苏农银行核心一级/一级/资本充足率分别为 10.4%/10.4%/12.6%，较 1Q 末小幅下滑 0.21、0.21、0.27pct，但距监管红线安全边际充裕。公司目前盈利维持高增，资产质量持续向好，不良净生成压力较小，内源性资本补充能力较强。此外，据公司披露的截至 2Q 末可转债转股结果，仍有 12.9 亿元可转债待转股，后续若全部转股预计可改善核心一级资本充足率 1.06pct 至 11.49%。当前转股价为 5.21 元/股，强赎价为 6.77 元/股，据 8 月 17 日收盘价 5.20 元/股，距离强赎价空间约 30%。

盈利预测、估值与评级。苏农银行地处江苏省乃至全国经济最发达的地级市苏州市，作为苏州市属唯一一家上市农商行，近年来持续进军苏州城区，非吴江区市场份额逐步上行，近 5 年总资产复合增速在江苏地区 9 家上市银行中处于领先地位。公司战略定位较为明确，在 2021 年年初已明确提出“五年再造一个苏农银行”的目标，公司已进入发展的快车道，信贷业务主要针对江苏地区中小制造业企业，能够与国有大行分支机构及其他农商行形成一定差异化竞争，资产质量持续向好，不良率已降至 1% 以下，关注率大幅改善，较高的资本充足率、审慎的资产分类、较强的存款优势以及跨区域经营潜力，将推动公司盈利和 ROE 持续向好，业绩确定性较强。为此，上调公司 2022-2024 年 EPS 预测为 0.79 元（上调 4.0%）、0.92 元（上调 4.5%）、1.07 元（上调 8.1%），当前股价对应 PB 估值分别为 0.66/0.61/0.55 倍，对应 PE 估值分别为 6.62/5.65/4.84 倍，维持“买入”评级。

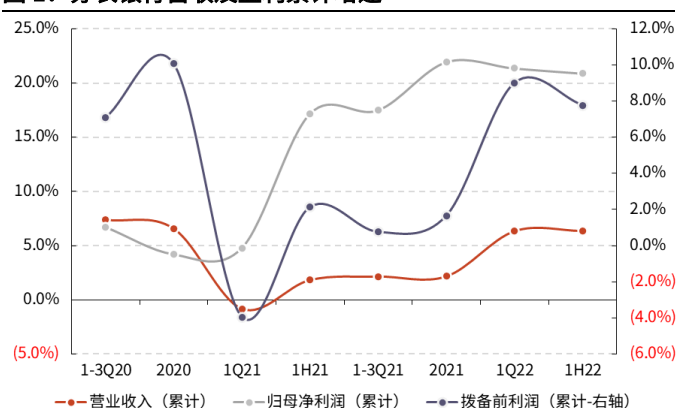
风险提示：疫情出现反复，经济压力加大。

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)	3,753	3,834	4,080	4,452	4,960
营业收入增长率	6.59%	2.17%	6.42%	9.10%	11.42%
净利润 (百万元)	951	1,160	1,416	1,659	1,936
净利润增长率	4.19%	21.95%	22.01%	17.15%	16.75%
EPS (元)	0.53	0.64	0.79	0.92	1.07
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.09%	9.22%	10.34%	11.16%	11.93%
P/E	9.85	8.08	6.62	5.65	4.84
P/B	0.78	0.71	0.66	0.61	0.55

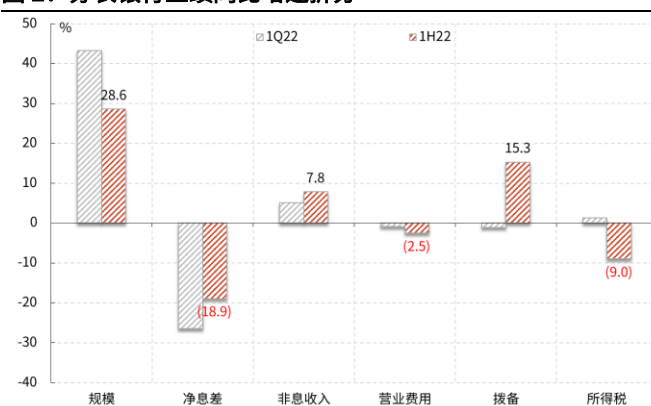
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022 年 8 月 17 日

图 1：苏农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：苏农银行业绩同比增速拆分



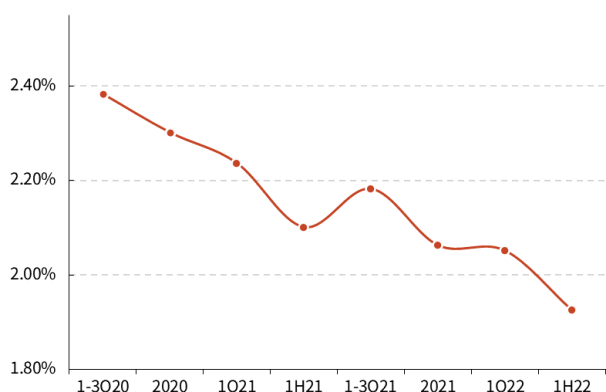
资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：苏农银行资产负债结构

	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	55.1%	54.3%	56.3%	57.9%	57.3%	57.4%	58.2%	60.6%	60.6%	60.6%	61.8%
较上季变动 (pct)	1.03	(0.79)	2.04	1.60	(0.64)	0.13	0.77	2.35	0.06	(0.05)	1.21
公司贷款/贷款	68.8%	N/A	65.8%	N/A	63.2%	65.7%	64.1%	60.0%	60.4%	60.5%	60.7%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.53	(1.62)	(4.09)	0.39	0.12	0.20
零售贷款/贷款	21.1%	20.4%	20.6%	23.3%	23.9%	24.6%	24.7%	26.2%	25.6%	25.8%	24.7%
较上季变动 (pct)	0.16	(0.66)	0.15	2.72	0.58	0.75	0.10	1.49	(0.58)	0.16	(1.09)
票据/贷款	10.2%	N/A	13.6%	N/A	13.0%	9.7%	11.2%	13.8%	14.0%	13.7%	14.6%
较上季变动 (pct)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(3.28)	1.52	2.60	0.19	(0.28)	0.88
金融投资/生息资产	27.1%	30.3%	30.1%	31.3%	29.2%	30.8%	29.0%	28.8%	28.2%	30.2%	29.3%
较上季变动 (pct)	0.67	3.20	(0.14)	1.22	(2.15)	1.63	(1.86)	(0.14)	(0.63)	2.01	(0.89)
金融同业资产/生息资产	17.9%	15.4%	13.5%	10.7%	13.5%	11.7%	12.8%	10.6%	11.2%	9.2%	8.9%
较上季变动 (pct)	(1.70)	(2.41)	(1.90)	(2.82)	2.79	(1.77)	1.09	(2.21)	0.57	(1.95)	(0.32)
负债结构 (占比)											
客户存款/付息负债	84.7%	81.9%	86.8%	87.6%	84.9%	88.3%	85.0%	87.5%	85.0%	85.1%	85.1%
较上季变动 (pct)	3.98	(2.73)	4.83	0.87	(2.78)	3.48	(3.37)	2.54	(2.46)	0.10	(0.07)
活期存款/存款	46.4%	44.9%	44.8%	45.9%	48.0%	42.1%	43.4%	41.4%	43.9%	39.0%	37.9%
较上季变动 (pct)	2.19	(1.54)	(0.12)	1.09	2.11	(5.90)	1.28	(1.99)	2.57	(4.96)	(1.07)
定期存款/存款	46.4%	48.9%	47.8%	48.7%	45.0%	51.3%	50.2%	51.7%	48.9%	53.3%	54.6%
较上季变动 (pct)	(3.67)	2.53	(1.12)	0.86	(3.67)	6.31	(1.12)	1.52	(2.76)	4.38	1.29
个人存款/存款	38.9%	42.0%	40.1%	40.1%	40.2%	43.2%	43.6%	44.1%	44.3%	47.8%	47.9%
较上季变动 (pct)	(2.73)	3.04	(1.87)	(0.03)	0.14	2.96	0.41	0.55	0.15	3.47	0.13
公司存款/存款	53.9%	51.8%	52.5%	54.4%	52.7%	50.2%	49.9%	48.9%	48.6%	44.5%	44.6%
较上季变动 (pct)	1.24	(2.05)	0.63	1.98	(1.70)	(2.54)	(0.25)	(1.03)	(0.35)	(4.05)	0.10
应付债券/付息负债	7.3%	6.5%	5.3%	3.4%	5.2%	6.0%	7.9%	6.2%	6.9%	7.3%	6.3%
较上季变动 (pct)	(2.62)	(0.82)	(1.12)	(1.89)	1.78	0.74	1.94	(1.66)	0.70	0.35	(0.94)
金融同业负债/付息负债	8.1%	11.6%	7.9%	8.9%	9.9%	5.7%	7.1%	6.2%	8.0%	7.6%	8.6%
较上季变动 (pct)	(1.36)	3.55	(3.71)	1.02	1.00	(4.22)	1.43	(0.88)	1.76	(0.44)	1.01

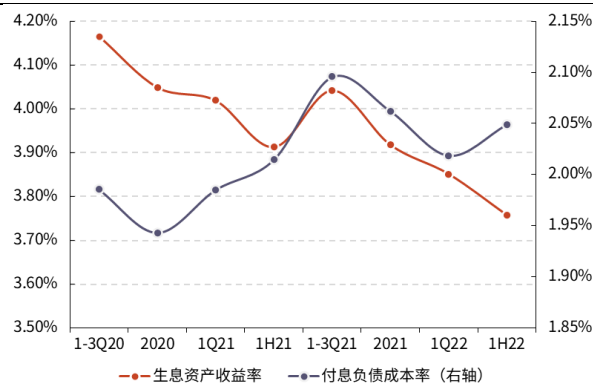
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：苏农银行净息差（测算值）走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

图 4：苏农银行生息资产收益率及付息负债成本率（测算值）



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

表 3：苏农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	1.33%	1.29%	1.24%	1.22%	1.28%	1.25%	1.14%	1.06%	1.00%	0.99%	0.95%
较上季变动 (pct)	(0.20)	(0.04)	(0.05)	(0.02)	0.06	(0.03)	(0.11)	(0.08)	(0.06)	(0.01)	(0.04)
(关注+不良)/贷款总额	5.49%	5.40%	5.18%	4.97%	4.55%	4.41%	4.01%	3.74%	3.57%	3.40%	2.81%
较上季变动 (pct)	(0.09)	(0.09)	(0.22)	(0.22)	(0.42)	(0.14)	(0.40)	(0.27)	(0.18)	(0.17)	(0.59)
逾期90天以上贷款/不良贷款	57.2%	N/A	46.7%	N/A	31.3%	N/A	27.62%	N/A	28.43%	N/A	35.29%
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
逾期90天以上贷款/贷款总额	0.76%	N/A	0.58%	N/A	0.40%	N/A	0.32%	N/A	0.29%	N/A	0.34%
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	249.3%	273.7%	267.1%	275.8%	305.3%	319.4%	360.01%	370.09%	412.22%	420.09%	436.25%
较上季变动 (pct)	40.43	24.41	(6.68)	8.70	29.56	14.10	40.60	10.08	42.13	7.87	16.16
拨贷比	3.33%	3.67%	3.32%	3.38%	3.92%	3.98%	4.12%	3.94%	4.14%	4.17%	4.15%
较上季变动 (pct)	0.13	0.34	(0.35)	0.06	0.54	0.06	0.14	(0.18)	0.20	0.03	(0.02)

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 4：苏农银行资本充足率

	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021	1Q22	2Q22
资本充足率	14.67%	14.16%	14.42%	13.63%	13.53%	12.69%	13.22%	12.96%	12.99%	12.90%	12.63%
较上季变动 (pct)	(0.30)	(0.51)	0.26	(0.79)	(0.10)	(0.84)	0.53	(0.26)	0.03	(0.09)	(0.27)
一级资本充足率	12.17%	11.75%	12.01%	11.48%	11.38%	10.65%	10.70%	10.72%	10.72%	10.64%	10.43%
较上季变动 (pct)	(0.30)	(0.42)	0.26	(0.53)	(0.10)	(0.73)	0.05	0.02	0.00	(0.08)	(0.21)
核心一级资本充足率	12.17%	11.75%	12.01%	11.47%	11.38%	10.65%	10.70%	10.72%	10.72%	10.64%	10.43%
较上季变动 (pct)	(0.30)	(0.42)	0.26	(0.54)	(0.09)	(0.73)	0.05	0.02	0.00	(0.08)	(0.21)
风险加权资产同比增速	10.51%	13.09%	14.45%	9.36%	10.04%	12.66%	12.93%	17.20%	14.90%	8.50%	11.27%
较上季变动 (pct)	(0.81)	2.58	1.35	(5.09)	0.68	2.61	0.27	4.27	(2.30)	(6.40)	2.76

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,753	3,834	4,080	4,452	4,960
净利息收入	3,003	3,036	3,122	3,376	3,736
非息收入	750	799	958	1,076	1,224
净手续费及佣金收入	130	218	262	275	303
净其他非息收入	620	580	696	801	921
营业支出	2,685	2,578	2,471	2,565	2,757
拨备前利润	2,503	2,544	2,860	3,120	3,476
信用及其他减值损失	1,425	1,284	1,247	1,230	1,269
税前利润	1,077	1,260	1,613	1,890	2,207
所得税	119	99	196	230	269
净利润	959	1,161	1,417	1,660	1,938
归属母公司净利润	951	1,160	1,416	1,659	1,936

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产收益率	4.05%	4.06%	3.79%	3.67%	3.69%
贷款收益率	5.34%	5.02%	4.70%	4.60%	4.60%
付息负债成本率	1.94%	2.06%	2.08%	2.18%	2.16%
存款成本率	1.88%	2.00%	2.00%	2.10%	2.05%
净息差	2.30%	2.14%	1.89%	1.74%	1.72%
净利差	2.11%	2.00%	1.71%	1.49%	1.52%
RORWA	1.02%	1.10%	1.14%	1.15%	1.17%
ROAA	0.72%	0.78%	0.84%	0.87%	0.88%
ROAE	8.09%	9.22%	10.34%	11.16%	11.93%

资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.28%	1.00%	1.01%	1.09%	1.10%
拨备覆盖率	305.3%	412.2%	415.1%	413.4%	423.1%
拨贷比	3.92%	4.14%	4.20%	4.52%	4.66%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	13.53%	12.99%	11.87%	11.33%	10.67%
一级资本充足率	11.38%	10.72%	9.83%	9.42%	8.93%
核心一级资本充足率	11.38%	10.72%	9.83%	9.42%	8.93%

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 17 日

资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	139,440	158,725	178,749	204,147	237,272
发放贷款和垫款	78,559	95,261	113,361	130,365	149,920
同业资产	18,529	7,343	18,437	19,021	20,229
金融投资	40,005	44,288	50,931	55,515	60,511
生息资产合计	137,092	146,892	182,729	204,901	230,661
总负债	127,300	145,456	164,392	188,532	220,188
吸收存款	104,667	120,148	135,767	154,775	177,991
市场类负债	18,675	21,125	23,783	28,244	35,835
付息负债合计	123,343	141,273	159,550	183,018	213,826
股东权益	12,140	13,268	14,357	15,615	17,083
股本	1,803	1,803	1,803	1,803	1,803
归属母公司权益	12,020	13,147	14,234	15,491	16,958

业绩规模与增长	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	10.71%	13.83%	12.62%	14.21%	16.23%
生息资产	10.70%	7.15%	24.40%	12.13%	12.57%
付息负债	10.79%	14.54%	12.94%	14.71%	16.83%
贷款余额	15.14%	21.26%	19.00%	15.00%	15.00%
存款余额	11.03%	14.79%	13.00%	14.00%	15.00%
净利息收入	2.44%	1.10%	2.85%	8.12%	10.69%
净手续费及佣金收入	1.61%	68.01%	20.00%	5.00%	10.00%
营业收入	6.59%	2.17%	6.42%	9.10%	11.42%
拨备前利润	10.06%	1.66%	12.41%	9.08%	11.41%
归母净利润	4.19%	21.95%	22.01%	17.15%	16.75%

每股盈利及估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (元)	0.53	0.64	0.79	0.92	1.07
PPOPPS (元)	1.39	1.41	1.59	1.73	1.93
BVPS (元)	6.67	7.29	7.89	8.59	9.40
DPS (元)	0.15	0.16	0.22	0.26	0.31
P/E	9.85	8.08	6.62	5.65	4.84
P/PPPOP	3.75	3.69	3.28	3.01	2.70
P/B	0.78	0.71	0.66	0.61	0.55

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；创业板基准为创业板指；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”）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