

# 常熟银行 (601128)

## 深度下沉县域零售，估值底部上调评级

### 强烈推荐 (上调)

现价: 5.72 元

#### 主要数据

行业	银行
公司网址	www.csrcbank.com
大股东/持股	交通银行/9.00%
实际控制人	
总股本(百万股)	2,223
流通 A 股(百万股)	997
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	127.14
流通 A 股市值(亿元)	57.03
每股净资产(元)	5.19
资产负债率(%)	92

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《常熟银行\*601128\*净利增速表现靓丽,不良持续向好》 2018-04-02
- 《常熟银行\*601128\*深耕小微贷款,异地扩张先行可比同业》 2018-01-14

#### 证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号  
S1060517100002  
LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

李晴阳 一般从业资格编号  
S1060118030009  
LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 深耕区域“大零售”业务，盈利能力优于同业

常熟银行 2009 年以来一直以小微为着力点全力推进零售业务转型,客户定位为小微和个体工商户。1) 资产结构上,公司截至 1 季度零售信贷占比达 47.44%,远高于其他农商行。公司的零售业务主要以个体工商户为主的客群定位,17 年经营性贷款占零售贷款的比重为 56.26%,上市银行中居首位,是公司的第二大业务重心。2) 利润分配上,17 年个人银行营业利润占比达 43%,同比提升 19.43pct,在全部上市农商行中具有绝对优势。3) 息差方面,服务和产品的深入下沉赋予公司较高的溢价能力,公司 17 年生息资产收益率高达 5.24%,居上市银行之首,整体净息差在所有上市银行中高居首位。4) 盈利能力上,18 年 1 季度净利润同比增速 16.76%,ROE 13.43%,较上年提升 0.98 个百分点,均高于可比农商行。

#### ■ 异地分支开拓早、重点布局村镇银行，异地利润贡献度持续提升

常熟银行目前异地扩张进程领先可比同业,“立足常熟、布局江苏、辐射全国”的战略布局初步形成。2007 年全国率先发起设立第一家村镇银行。截至 17 年底在江苏省内 9 地市设立分支机构 37 家,异地分行 6 家、直属支行 4 家,村镇银行方面目前共有 30 家法人机构,覆盖 4 省,37 个县域,盈利网点 120 个。公司异地业务贡献度进一步提升,2017 年异地贷款占比达 46.08%,同比提升 3.02 个百分点;异地营收贡献度 43.9%,较上年提升 5.36pct,异地利润贡献度较上年大幅提升了 26pct 至 40.83%。常熟行成熟的小微金融服务模式得以在全国复制推广,成为推动公司稳健持续发展的重要动力。

#### ■ 风险管理审慎，资产质量和风险抵补优于可比同业

自 16 年 4 季度起,常熟银行保持 5 个季度的不良双降。14-16 年常熟行每年不良核销率均超过 100%,公司不良偏离度 17 年降至 73.8%,逾期贷款/不良总额为 98.6%。在审慎的风控和较强的不良资产处理力度下,截至 18 年 1 季度公司不良率仅 1.08%,环比上年收降 6BP,拨备覆盖率 349.7%、拨贷比 3.8%均领先其他几家农商行。小微业务不良率维持在 1%以下,低于全行不良率。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4475	4929	4902	5569	6407
YoY(%)	28.2	10.2	-0.6	13.6	15.1
净利润(百万元)	1,041	1,264	1,511	1,842	2,253
YoY(%)	7.7	21.5	19.5	21.9	22.3
ROE(%)	11.61	12.44	13.73	15.14	16.61
EPS(摊薄/元)	0.47	0.57	0.68	0.83	1.01
P/E(倍)	12.22	10.06	8.41	6.90	5.64
P/B(倍)	1.29	1.21	1.10	0.99	0.89

随着常熟行不良率收窄，信用成本逐年降低可期，也将为公司净利润增速提供保障。常熟银行 18 年 1 季度资本充足率 15.65%，处于行业较高水平，主要源于公司债券融资补充，核心一级资本充足率 10.54%，目前资本充足无忧。

#### ■ 投资建议

我们认为公司的经营基本面非常稳健，首先小微以及个人客户的客群定位决定了市场空间，另外未来 30 家村镇银行的深入经营也扩大了业务半径，其次公司在小微业务领域的经验、业务、管理非常成熟，定价能力很高以及风险控制能力强，未来息差的稳定性较高。最后，公司的资产质量以及风险抵补能力优于可比同业，相对较低的信用成本保证业绩的持续较高增长。目前截至 7 月 1 日静态 PB1.21 倍左右，处于历史低位，目前公司股价对应 18/19 年 PB1.10x/0.99x。考虑到公司零售业务的稳定性以及较高的风险抵补能力，我们上调常熟银行 18/19 年净利润增速至 19.5%/21.9%（原为 19%/18.3%），综合考虑公司稳固的基本面以及估值底部，将公司评级由“推荐”上调至“强烈推荐”。

#### ■ 风险提示

- 1) 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响行业利润增速。
- 2) 行业监管趋严超预期。18 年在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度将进一步加强，同时金融协调和监管强化将会进一步加强，对于监管的细则将会陆续出台。如果整体监管趋势或者在某领域监管趋严超预期，可能对行业规模及收入造成不利影响。
- 3) 市场下跌出现系统性风险。银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险，市场整体估值向下，有可能带动行业股价下跌。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>深耕区域“大零售”业务，盈利能力优于同业</b>	<b>5</b>
1.1	客群定位小微和个体工商户，零售业务的利润贡献度远超可比同业	5
1.2	业务深度下沉具备高议价能力，盈利能力优于可比同业	6
<b>二、</b>	<b>异地分支开拓早、重点布局村镇银行，异地利润贡献度持续提升</b>	<b>8</b>
2.1	推进异地分支机构以及村镇银行的设立，立足常熟、布局江苏、辐射全国	8
2.2	异地经营持续升温，业绩贡献攀升	8
<b>三、</b>	<b>风险管理审慎，资产质量和风险抵补优于可比同业</b>	<b>9</b>
<b>四、</b>	<b>投资建议：基本面坚固+估值底部，上调至“强烈推荐”</b>	<b>11</b>
<b>五、</b>	<b>风险提示</b>	<b>11</b>
5.1	资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露	11
5.2	行业监管趋严超预期	11
5.3	市场下跌出现系统性风险	12

## 图表目录

图表 1	小微企业贷款占比超 80%	5
图表 2	零售贷款占比整体提升至 47%	5
图表 3	零售贷款份额农商行中最高	6
图表 4	零售贷款中经营性贷款占比最高 (2017A)	6
图表 5	分部营业利润贡献度	6
图表 6	个人银行利润贡献度远高于可比农商行 (2017A)	6
图表 7	常熟行生息资产收益率领先同业 (2017A)	7
图表 8	个股年报公布净息差中常熟行居首位	7
图表 9	净利润同比增速维持高位 (%)	7
图表 10	盈利增速优于同业	7
图表 11	ROA、ROE 回升	7
图表 12	ROE 为农商行中最高	7
图表 13	常熟银行异地布局领先对标农商行 (2017A)	8
图表 14	常熟以外地区贷款占比 46.08%	9
图表 15	异地营收贡献度超 40%	9
图表 16	异地营业利润贡献度大增	9
图表 17	省外业务营收增速超 60%	9
图表 18	常熟银行不良率优于可比同业	10
图表 19	拨备覆盖率在上市行中处于较高水平	10
图表 20	不良认定审慎 (2017A)	10
图表 21	资产质量数据全面向好	10
图表 22	资本充足率逐步提升	10
图表 23	资本充足率在上市银行中排名第 2	10
图表 24	常熟银行 PB 位于历史低位	11
图表 25	银行盈利预测表	12

## 一、深耕区域“大零售”业务，盈利能力优于同业

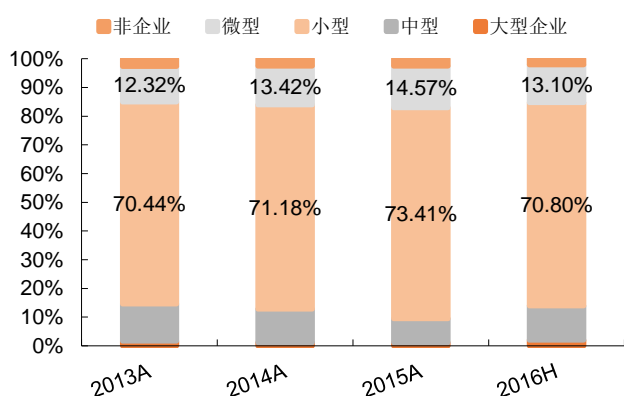
### 1.1 客群定位小微和个体工商户，零售业务的利润贡献度远超可比同业

常熟银行从 2009 年以来一直以小微为着力点全力推进零售业务转型。公司的客户定位为小微和个体工商户，这部分客群是非常广的长尾客群但金融机构的覆盖度远远不够。经过 8 年多的深入转型发展目前公司已经具备非常成熟的业务体系和专业的人员团队，为这两部分客群推出了非常细分和全面的服务产品，在小微领域深耕细作。

资产结构来看，公司截至 1 季度零售信贷占比达 47.44%，远高于其他农商行。公司的零售业务主要以个体工商户为主的客群定位，17 年经营性贷款占零售贷款的比重为 56.26%，上市银行中居首位，是公司的第二大业务重心。17 年经营性贷款规模同比增 39.59%，带动零售贷款规模高增 25.41%。截至 17 年末小微企业、涉农贷款占投向实体经济贷款的比例分别达 65%和 72%。之前根据公司招股说明书的数据，公司的小微企业贷款占对公贷款的比重均超 80%。未来随着江苏地区的持续覆盖以及村镇银行业务渠道的下沉，小微业务仍具备很大空间。

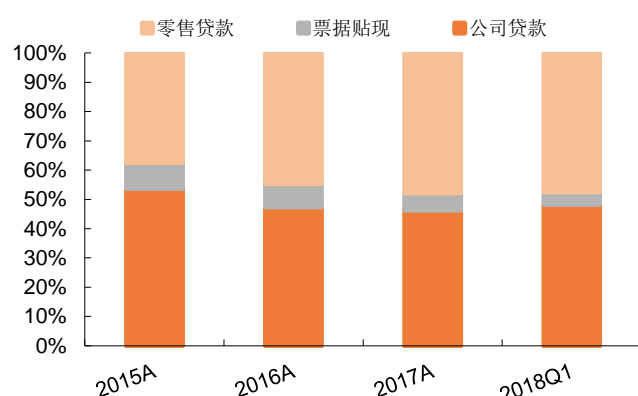
利润分布来看，零售业务利润贡献水平也有了很大提高，17 年受强监管下资金业务萎缩公司加快零售业务转型的影响，来自个人银行的营业利润占营业利润总额的 43%，同比提升 19.43 个百分点，在全部上市农商行中具有绝对优势。最近几年的平均贡献度也高于可比同业，彰显了公司零售业务的发展成效。

图表1 小微企业贷款占比超 80%



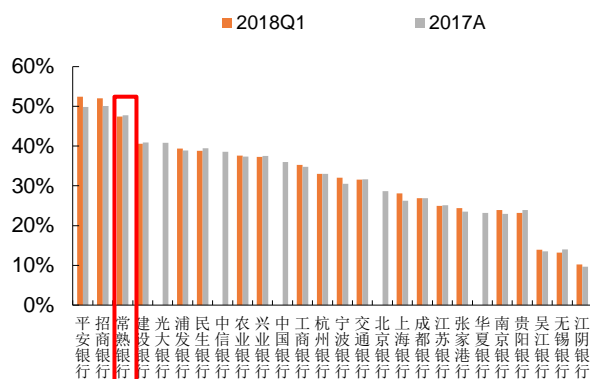
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表2 零售贷款占比整体提升至 47%



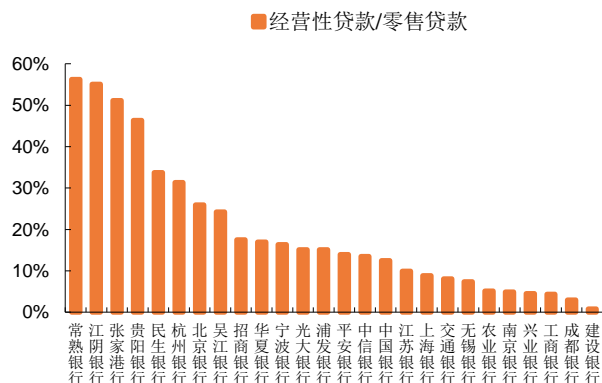
资料来源：wind、平安证券研究所

图表3 零售贷款份额农商行中最高



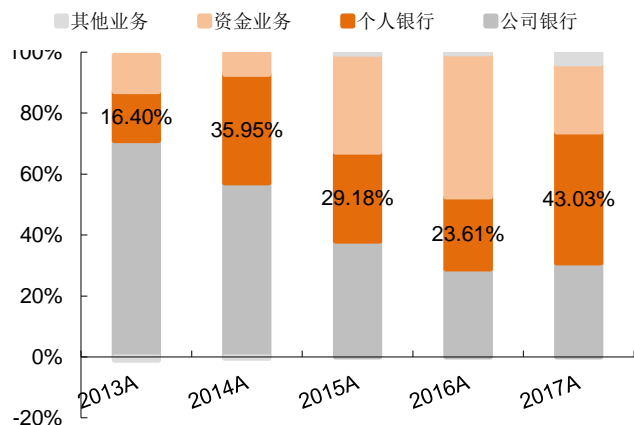
资料来源: wind、平安证券研究所

图表4 零售贷款中经营性贷款占比最高(2017A)



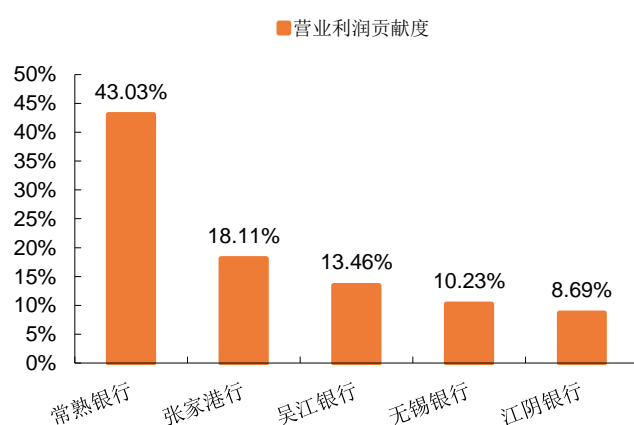
资料来源: wind、平安证券研究所

图表5 分部营业利润贡献度



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表6 个人银行利润贡献度远高于可比农商行(2017A)



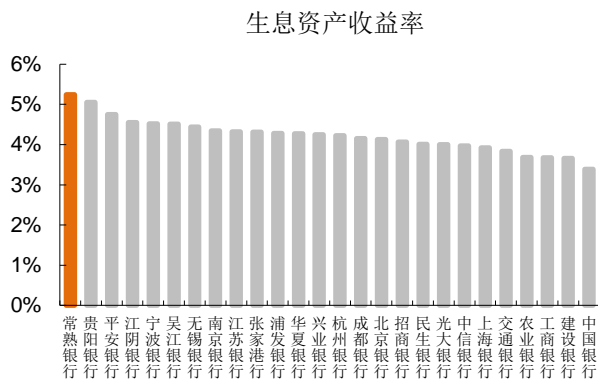
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

## 1.2 业务深度下沉具备高议价能力，盈利能力优于可比同业

服务和产品的深入下沉赋予公司较高的溢价能力。根据披露年报，公司 17 年生息资产收益率高达 5.24%，居上市银行之首。公司整体净息差在所有上市银行中高居首位，在生息资产盈利能力方面占据绝对优势。

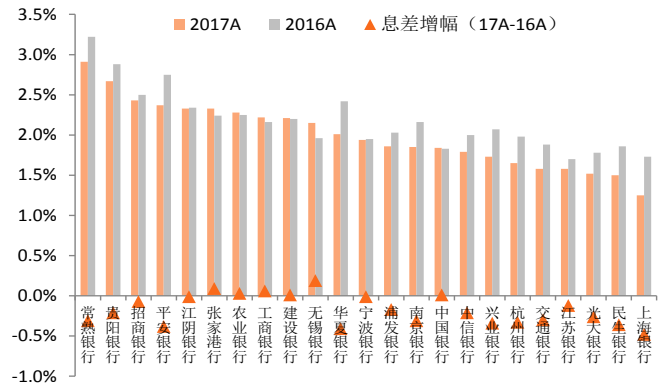
盈利能力方面：18 年 1 季度净利润同比增速为 16.76%，较 17 年增速略有下滑，但仍位于上市商业银行前列，领先其他农商行。公司 ROE 水平 18 年 1 季度为 13.43%，较上年提升 0.98 个百分点，处于上市银行中位，但高于可比农商行。

图表7 常熟行生息资产收益率领先同业 (2017A)



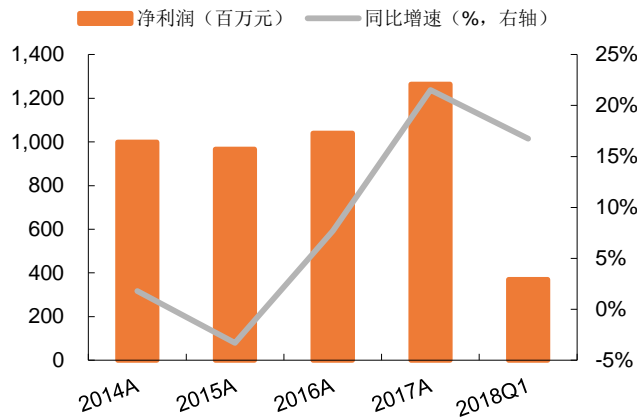
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表8 个股年报公布净息差中常熟行居首位



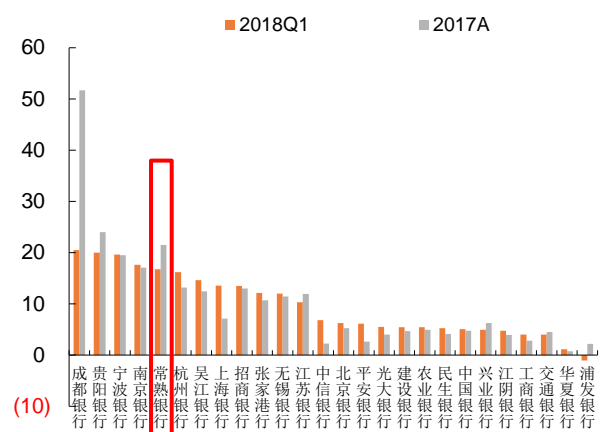
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表9 净利润同比增速维持高位 (%)



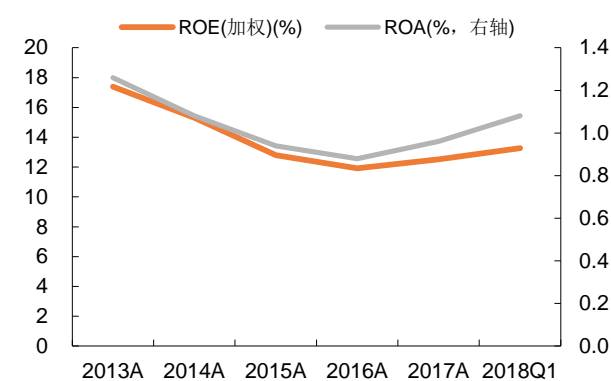
资料来源: 央行、平安证券研究所

图表10 盈利增速优于同业



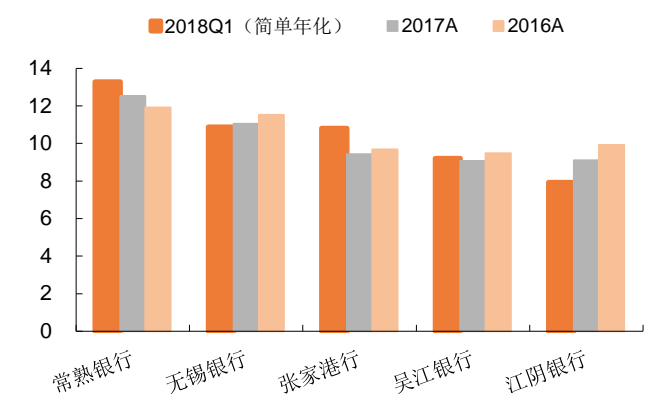
资料来源: wind、平安证券研究所

图表11 ROA、ROE 回升



资料来源: wind、平安证券研究所

图表12 ROE 为农商行中最高



资料来源: wind、平安证券研究所; 注: 18Q1为加权ROE简单年化

## 二、 异地分支开拓早、重点布局村镇银行，异地利润贡献度持续提升

### 2.1 推进异地分支机构以及村镇银行的设立，立足常熟、布局江苏、辐射全国

作为农商行，公司本身的业务经营半径就很局限，但公司不仅在本地深入下沉，并率先拓展异地分支机构和发起设立村镇银行，目前异地扩张程度遥遥领先。“立足常熟、布局江苏、辐射全国”的战略布局初步形成。

2008年常熟银行在江苏省海门市设立海门支行，成为全国农村中小金融机构中首家异地支行。截至17年底在江苏省内9地市设立分支机构37家，异地分行6家、直属支行4家，网点数量达145家，覆盖江苏省70%的地级市。

目前公司的兴福系村镇银行发展情况。2007年全国率先发起设立第一家村镇银行。目前共有30家法人机构，覆盖4省，37个县域，盈利网点120个。

图表13 常熟银行异地布局领先对标农商行（2017A）

	参股农商行	控股村镇银行	异地分行	异地支行
江阴银行	2	5	2	7
张家港行	1	2	2	13
无锡银行	2	2	2	7
吴江银行	4	2	1	13
常熟银行	6	30	6	14

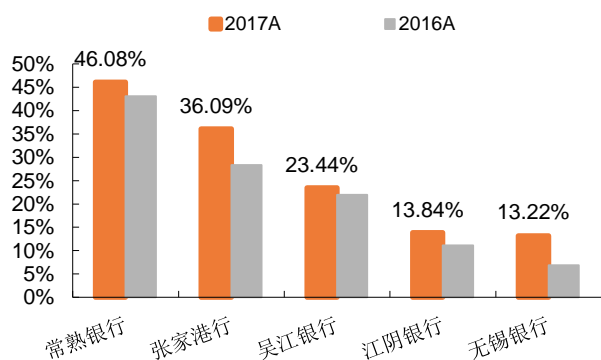
资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 2.2 异地经营持续升温，业绩贡献攀升

随着村镇银行的渠道下沉和业务落地，常熟行来自异地业务贡献度也有了进一步提升。信贷方面，公司异地贷款占比达46.08%，同比提升了3.02个百分点。2017年常熟以外的江苏省内地区及江苏省外地区贡献了43.9%的营业收入，较上年提升5.36个百分点；利润分布上，常熟行40.83%的营业利润来源于异地村镇银行，占比较上年大幅提升了26个百分点，主要是经营成效开始显现。公司的异地扩张效益显著高于其他四家农商行。未来常熟行成熟的小微金融服务模式在异地复制推广，成为推动公司稳健持续发展的重要动力。

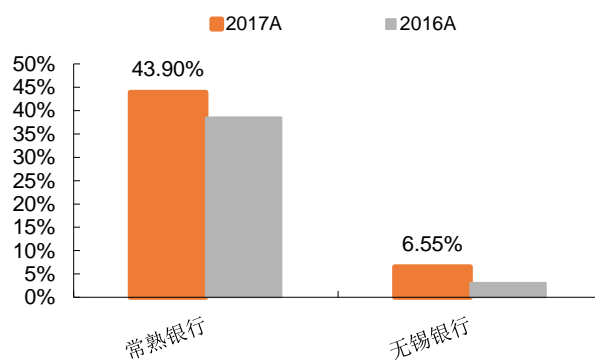


图表14 常熟以外地区贷款占比 46.08%



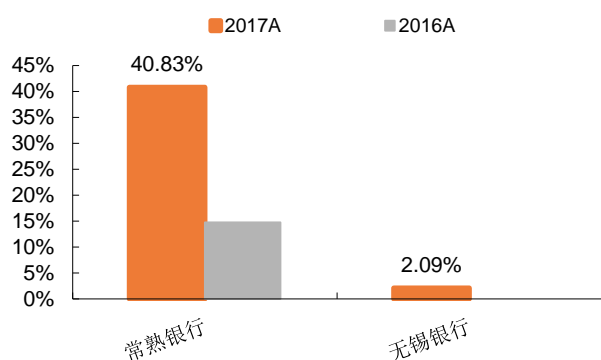
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表15 异地营收贡献度超 40%



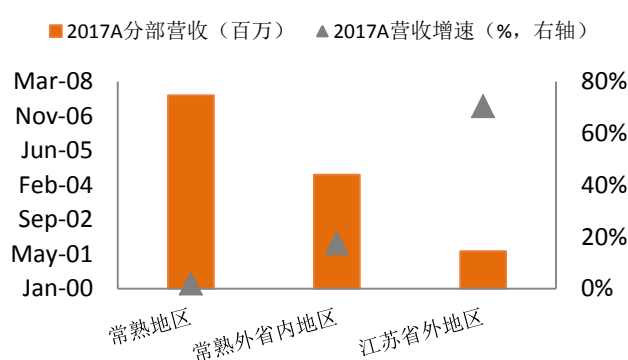
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表16 异地营业利润贡献度大增



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表17 省外业务营收增速超 60%



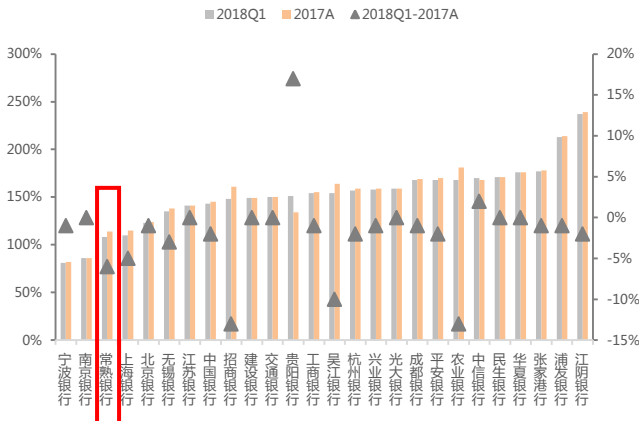
资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 三、风险管理审慎，资产质量和风险抵补优于可比同业

自 16 年 4 季度起，常熟银行已经保持了 5 个季度的不良双降。14-16 年常熟行每年不良核销率均超过 100%，公司不良偏离度 17 年降至 73.8%，全部逾期贷款/不良总额的比例为 98.6%，充分反映了常熟行在经营中审慎的风控文化。在审慎的风控和较强的不良资产处理力度下，截至 18 年 1 季度公司不良率仅 1.08%，低于其他农商行，环比上年收降 6BP，拨备覆盖率 349.7%、拨贷比 3.8%均领先其他几家农商行，在上市银行中也位于前列。小微业务一般具备高风险特质，但是常熟银行小微业务不良率维持在 1%以下，低于全行不良率。随着常熟行不良率收窄，信用成本逐年降低可期，也将为公司净利润增速提供保障。

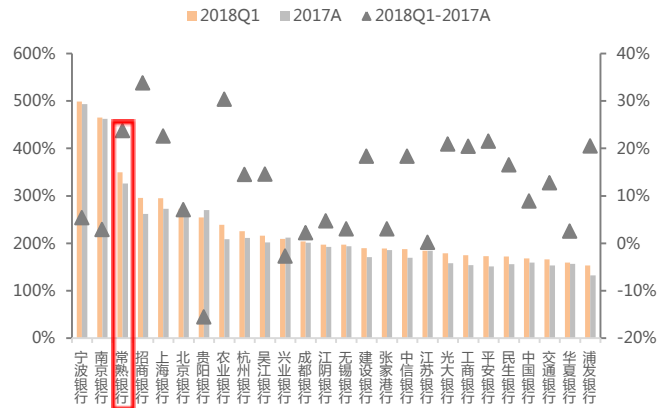
常熟银行 18 年 1 季度资本充足率 15.65%，处于行业较高水平，核心一级资本充足率 10.54%，目前资本充足无忧。

图表18 常熟银行不良率优于可比同业



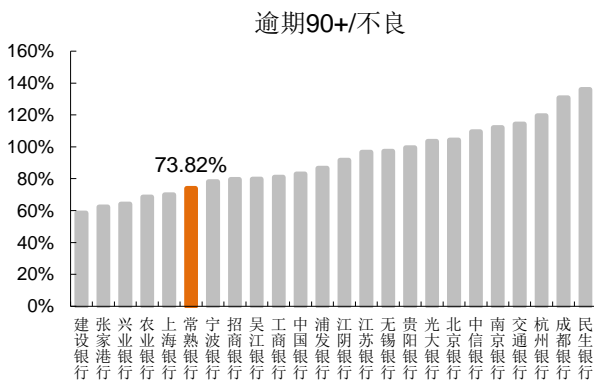
资料来源: wind、平安证券研究所

图表19 拨备覆盖率在上市行中处于较高水平



资料来源: wind、平安证券研究所

图表20 不良认定审慎(2017A)



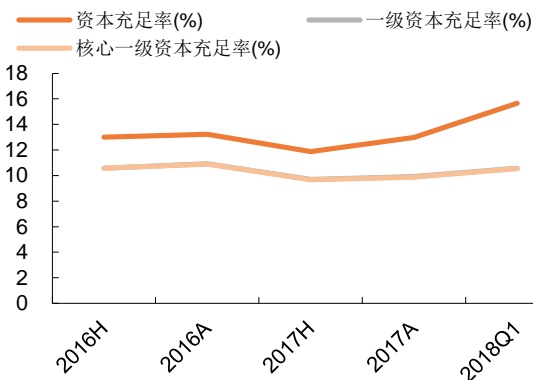
资料来源: wind、平安证券研究所

图表21 资产质量数据全面向好

	2015A	2016A	2017A	2018Q1
逾期90+/不良	105.6%	97.7%	73.8%	-
关注类占比	4.2%	3.4%	2.7%	2.4%
拨贷比	3.1%	3.3%	3.7%	3.8%
拨备覆盖率	229.9%	234.8%	325.9%	349.7%

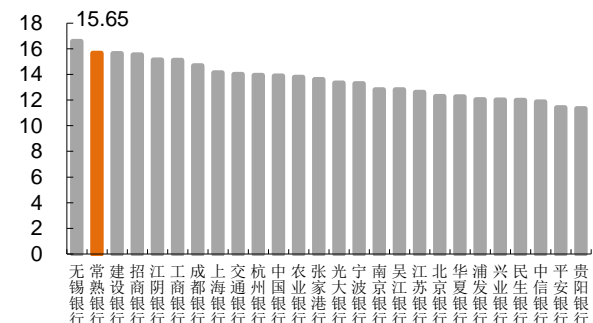
资料来源: wind、平安证券研究所; 注: 18Q1不良生成率和不良核销率为不完全测算后年化值; 一季报未披露逾期贷款数据。

图表22 资本充足率逐步提升



资料来源: wind、平安证券研究所

图表23 资本充足率在上市银行中排名第2



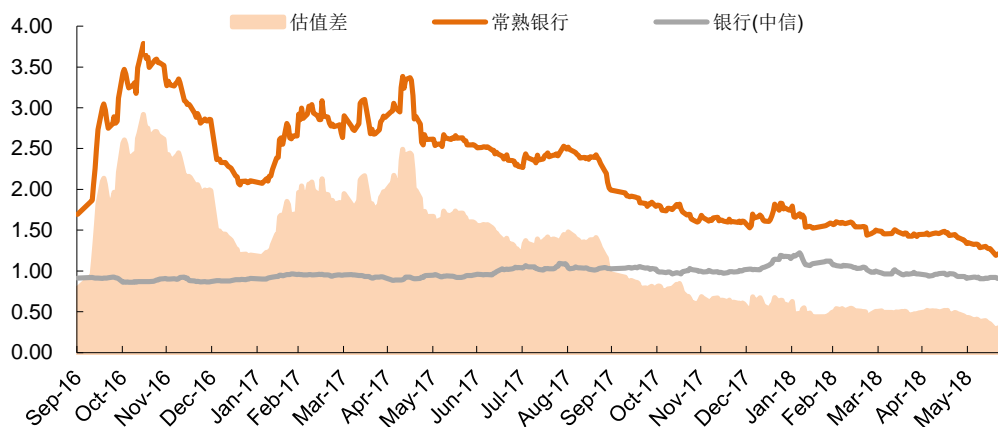
资料来源: wind、平安证券研究所

## 四、投资建议：基本面坚固+估值底部，上调至“强烈推荐”

综上，我们认为公司的经营基本面非常稳健，首先小微以及个人客户的客群定位决定了市场空间，另外未来 30 家村镇银行的深入经营也扩大了业务半径，其次公司在小微业务领域的经验、业务、管理非常成熟，定价能力很高以及风险控制能力强，未来息差的稳定性较高。最后，公司的资产质量以及风险抵补能力优于可比同业，相对较低的信用成本保证业绩的持续较高增长。

目前截至 7 月 1 日静态 PB1.21 倍左右，处于历史低位，目前公司股价对应 18/19 年 PB1.10x/0.99x。考虑到公司零售业务的稳定性以及较高的风险抵补能力，我们上调常熟银行 18/19 年净利润增速至 19.5%/21.9%（原为 19%/18.3%），综合考虑公司稳固的基本面以及估值底部，将公司评级由“推荐”上调至“强烈推荐”。

图表24 常熟银行 PB 位于历史低位



数据来源：wind，平安证券研究所

## 五、风险提示

### 5.1 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露

银行业与国家经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响银行的利润增速。

### 5.2 行业监管趋严超预期

18 年在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度将进一步加强，同时金融协调和监管强化将会进一步加强，对于监管的细则将会陆续出台。如果整体监管趋势或者在某领域监管趋严超预期，可能对行业规模及收入造成不利影响。18 年需要关注的行业监管方向：1) MPA 作为双支柱监管体系之一，考核指标及结果运用将更加完善；2) 同业业务继续成为监管重点，同业存单监管更加规范；3) 资管新规落地，银行理财业务回归“代客理财”的本源；4) IFRS9 新规则强调客观性，会影响银行的信用成本。

### 5.3 市场下跌出现系统性风险

银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险整体估值向下，有可能带动公司股价下跌。

图表25 银行盈利预测表

利润表							指标和估值						
百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	百万元; 元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
平均生息资产	104,204	118,205	136,988	154,340	174,201	197,746	ROAA (%)	0.92	0.87	0.92	0.98	1.06	1.14
净息差	3.04	3.22	2.91	2.92	2.94	2.96	ROAE (%)	12.71	11.61	12.44	13.73	15.14	16.61
利息收入	5,680	6,442	7,360	8,068	9,311	10,926	每股净资产	4.04	4.43	4.71	5.19	5.76	6.45
利息支出	2,512	2,428	3,036	3,852	4,529	5,455	EPS	0.48	0.47	0.57	0.68	0.83	1.01
净利息收入	3,168	4,014	4,324	4,216	4,783	5,471	股利	0.00	400.09	400.09	478.17	582.98	713.00
贷款减值准备	912	1,444	1,443	1,128	1,191	1,215	DPS	0.00	0.18	0.18	0.22	0.26	0.32
非息收入							股息支付率	0.00	38.45	31.65	31.65	31.65	31.65
手续费和佣金收入	51	298	424	502	602	752	发行股份	2000	2223	2223	2223	2223	2223
交易性收入	5	-8	-2	-2	-2	-2	<b>业绩数据</b>						
其他收入	11	7	61	61	61	61	<b>增长率 (%)</b>						
非息总收入	324	461	605	686	786	937	净利息收入	12.5	26.7	7.7	(2.5)	13.4	14.4
非息费用							非利息收入	28.7	42.3	31.3	13.3	14.6	19.1
业务管理费	1,209	1,674	1,855	1,842	2,033	2,315	营业收入	13.8	28.2	10.2	(0.6)	13.6	15.1
营业税金及附加	154	71	40	40	48	60	净利润	(3.3)	7.7	21.5	19.5	21.9	22.3
非息总费用	1,375	1,744	1,896	1,883	2,082	2,376	平均生息资产	12.8	13.4	15.9	12.7	12.9	13.5
税前利润	1,219	1,312	1,668	1,901	2,306	2,827	总付息负债	2.2	15.4	(0.4)	11.3	12.2	13.0
所得税	236	257	346	390	464	574	总资产	6.7	19.8	12.2	12.0	12.8	13.6
净利润	966	1,041	1,264	1,511	1,842	2,253	<b>营业收入分解 (%)</b>						
<b>资产负债表数据</b>							净利息收入占比	90.7	89.7	87.7	86.0	85.9	85.4
总资产	108,504	129,982	145,825	163,322	184,304	209,430	佣金手续费收入	1.5	6.7	8.6	10.2	10.8	11.7
贷款总额	57,611	66,419	77,811	87,866	100,542	115,886	<b>营业效率 (%)</b>						
客户存款	82,291	88,810	99,005	109,896	122,533	137,238	成本收入比	34.6	37.4	37.6	37.6	36.5	36.1
其他付息负债	17,329	14,331	26,271	29,034	34,385	41,272	<b>流动性 (%)</b>						
股东权益	8,077	9,854	10,468	11,536	12,795	14,335	贷款占生息资产	51.0	52.5	52.6	53.7	54.1	54.7
<b>资产质量</b>							期末存贷比	70.0	74.8	78.6	80.0	82.1	84.4
不良贷款	787	933	887	964	1,036	1,162	<b>资本 (%)</b>						
不良率	1.37	1.40	1.14	1.10	1.03	1.00	核心一级资本充	11.3	10.9	9.9	10.1	10.0	9.9
贷款损失拨备	1,808	2,191	2,892	3,335	3,887	4,530	一级资本充足率	11.3	10.9	9.9	10.1	10.0	9.9
拨备覆盖率	230	235	326	346	375	390	资本充足率	12.5	13.2	13.0	12.7	12.7	12.6
拨贷比	3.14	3.30	3.72	3.80	3.87	3.91							
信用成本 (%)	1.63	2.01	1.64	1.36	1.26	1.12							

数据来源：公司财报、平安证券研究所

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033