

区域加持+极净报表=城商行新龙头

——成都银行(601838.SH)深度报告

余金鑫 S0100521120003

- **扎根西南，银政合作基础深厚。**公司成立于1996年，逐渐形成立足成都，植根四川，辐射陕渝的跨区域经营布局。长期以来银政合作深入，2021年重回国资控股，夯实合作基础。历任管理层多具大行或政府背景，“转型”理念贯穿发展始终，三大战略深入推进。
- **区位优势突出，迎重大发展机遇期。**地处“天府之国”，西部大开发拉开“成长序幕”；经济体量大且有杠杆空间；人口兼具数量和结构优势，居民财富长足积累且消费潜力大；区域战略升级，多项政策汇集，正在成为国内“第四极”。
- **对公以基建为矛，拥产业致远。**与区域“基建先行、产业追随”发展路径共振，公司银政业务在历史基础、机遇（拨改租）、专业性加持下，近年来发展迅速，有望在区域战略升级、三大项目清单出炉下，持续发力，构成公司中短期高扩张逻辑；积极拥抱产业升级，制造业贷款占比现回升、科创金融成效显著，长期扩张逻辑亦清晰。**我们测算，公司21-25年总资产复合增速有望在15%-16%。**
- **战略引领，零售蓄势待发。**“大零售”转型目标引领下，个人储蓄增长可观，为高扩张和财富管理奠定基础；个贷中住房按揭占比近90%，结构不均，但空间广阔；财富管理已有渠道基础，“飞跃”还看理财。
- **从不良高企，到极净报表。**2014-2015年的历史包袱已卸下，21Q1以来公司不良率优于同业。“**对公基建+个人按揭**”低风险扩张策略，叠加金融投资“去非标化”，助力优质资产占比提升、新增投放较为安全。不良净生成率降至-0.02%，大幅领先同业，进一步明确资产质量向好趋势。
- **业绩高景气，支撑高ROE延续。**2021年以来公司营收、利润增速双双上行，其中高扩张是支撑，带动净利息收入增速逆势而上，受益于区域发展红利，**高扩张有望延续**；银政业务助力净息差高度平稳，资产端收益率有提升潜力，**净息差有望稳定向好**；“大零售”战略推动下，**中收增长可期**。公司ROE稳定在16%左右高位水平，业绩高景气支撑高ROE延续，**我们测算，即使80亿可转债于2022年内转股，ROE仍可攀升到18%左右。**

- **投资建议：**成渝迎重大发展机遇期，立足深厚银政合作基础，对公业务以基建为矛，借力产业谋长远布局，形成长短皆备的高扩张逻辑；大零售战略引领下，个贷、财富管理蓄势待发；卸下历史包袱，资产质量持续向好，不良净生成率降至“0”水平；业绩有望保持高景气，助力高ROE延续。预计21-23年EPS分别为2.15元、2.35元和2.91元，2022年4月20日收盘价对应1.0倍22年PB，与可比公司均值、中位数基本持平，显著低于宁波银行，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济形势下行；区域信用风险显现；转型进度不及预期；可转债转股不及预期。

目录

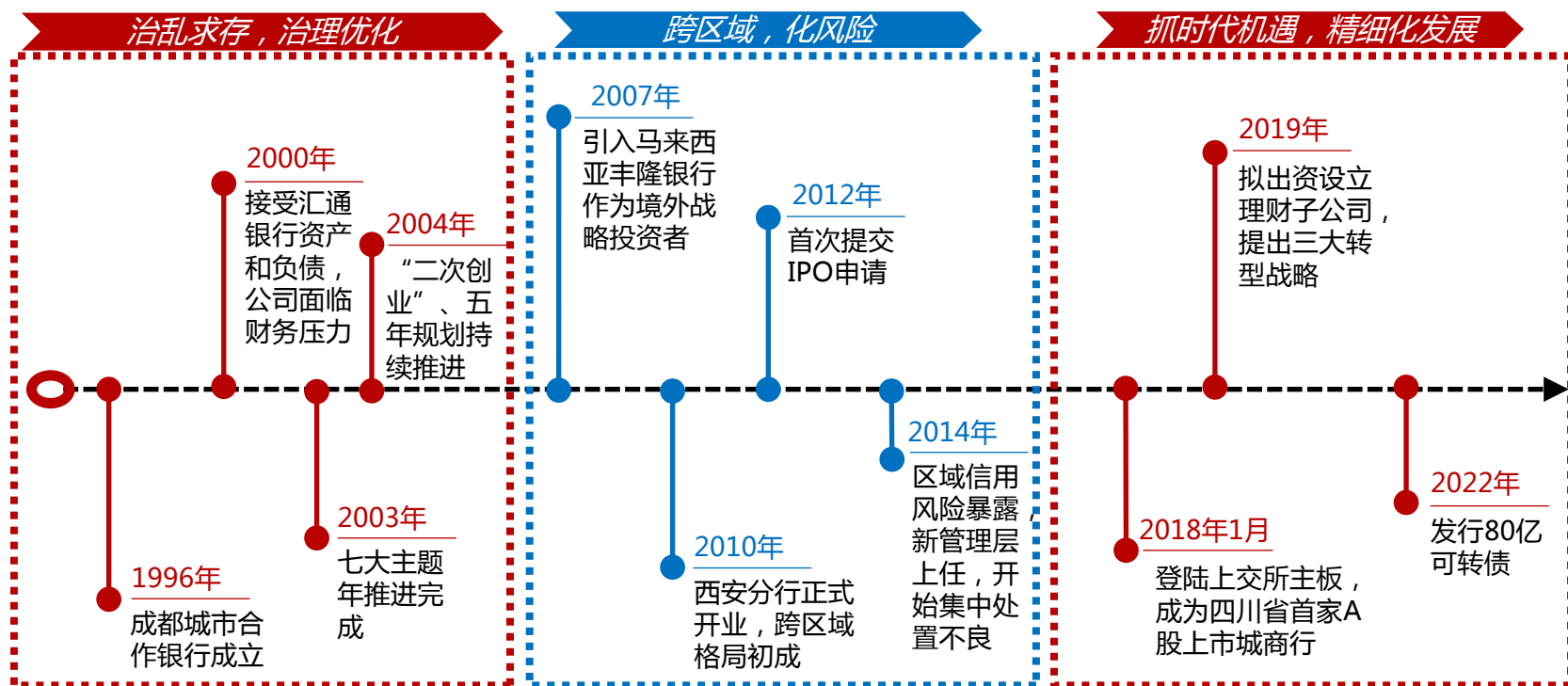
- 01. 扎根西南，银政合作基础深厚
- 02. 区位优势突出，迎发展机遇期
- 03. 对公：以基建为矛，拥产业致远
- 04. 零售：战略引领，蓄势待发
- 05. 从不良高企，到极净报表
- 06. 业绩高景气，高ROE延续
- 07. 盈利预测与投资建议
- 08. 风险提示

01. 扎根西南，银政合作基础深厚

成都银行大事记

- 公司成立于1996年，由成都市地方财政、企业法人和个人共同发起，将成都市原44家城市信用社合并组建而成。组建之初的成都银行，总资产仅48.2亿元，存款规模不足40亿元，公司在弱基础上实现跨越式发展，历经两次重大考验，于2018年A股上市。截至21Q3，公司总资产7465亿元，排名A股上市城商行第8/16。

图1：成都银行大事记

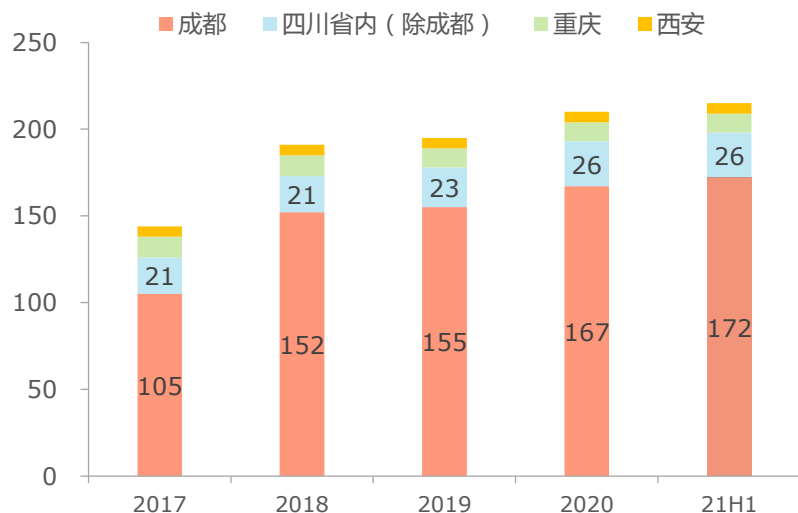


资料来源：公司财报，民生证券研究院整理

深耕成都，跨区域发展

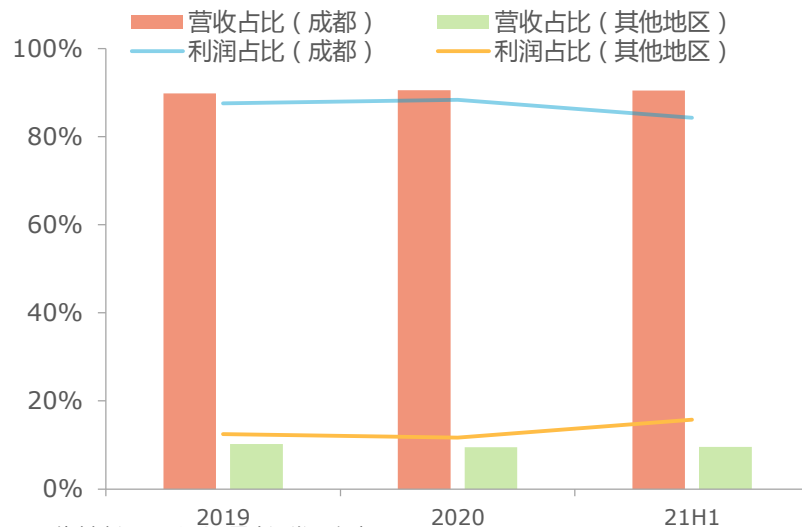
- **成都银行长期深耕本地业务，并形成立足成都，植根四川，辐射陕渝的跨区域经营布局。**成立初期，公司深植成都当地，较长时间里经营机构全部布局在成都市，于2009年在省内设立首家异地分行广安分行，2010年、2011年相继设立重庆分行和西安分行。截至21H1，公司共设立13家分行（成都1家、省内异地10家、省外2家）、215家分支机构（成都172家）。
- **经营机构高度集中在成都，也带来业务和业绩上的反馈。**信贷投放上，成都地区占比尽管小幅下滑，但稳居70%以上；营收和利润上，成都地区占比更是高达90%和80%以上。

图2：成都银行截至21H1分支机构分布情况（家）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：成都银行截至21H1营收、净利润区域分布



资料来源：Wind，民生证券研究院

管理层扎根四川，多具大行背景

- 新管理层于2020年搭建完成，大行背景突出，扎根四川，经验丰富。公司董事长王晖先生曾在建行成都市辖属支行积累丰富的基层经验，并于2005年担任公司行长，2018年起担任董事长。行长王涛先生曾在工行重庆分行工作，曾任工行四川省分行副行长，2020年起担任公司行长。
- 回顾历任管理层，董事长均有政府工作背景，行长均有本地四大行工作背景，首次变为“双银行系”背景，或利好市场化和公司治理。其他高级管理人员也均长期在川工作，部分具备大行或监管背景。整体看，公司管理层兼具变化和稳定性，大行背景及本地经验突出，有望为公司发展带来充沛资源。

表1：成都银行管理层简介

姓名	职务	任职日期	简介
王晖	董事长	2018/10/8	2005年3月起担任成都银行行长，2018年起担任董事长。曾在建设银行四川省分行、支行工作。
王涛	行长	2020/7/30	2020年5月起担任成都银行行长，曾任中国工商银行四川分行副行长。
蔡兵	副行长	2017/1/25	曾任建设银行成都分行计算机应用管理处副总工程师；成都银行总工程师（副行级）、信息技术部总经理。
李爱兰	副行长	2017/1/25	曾任成都市星火信用社主任；成都银行支行行长。
李金明	副行长	2017/1/25	曾任人民银行分行副科长；中国银行分行副总经理；四川银监局处长；兼任四川名山锦程村镇银行股份有限公司董事长。
李婉容	副行长	2017/1/25	曾任职于建设银行成都市信托投资公司、成都银行多基层部门；成都银行支行行长。
罗铮	董事会秘书	2017/1/25	曾任成都银行支行行长；曾兼任四川锦程消费金融有限责任公司和江苏宝应锦程村镇银行股份有限公司董事。

资料来源：Wind，民生证券研究院

银政合作基础深厚

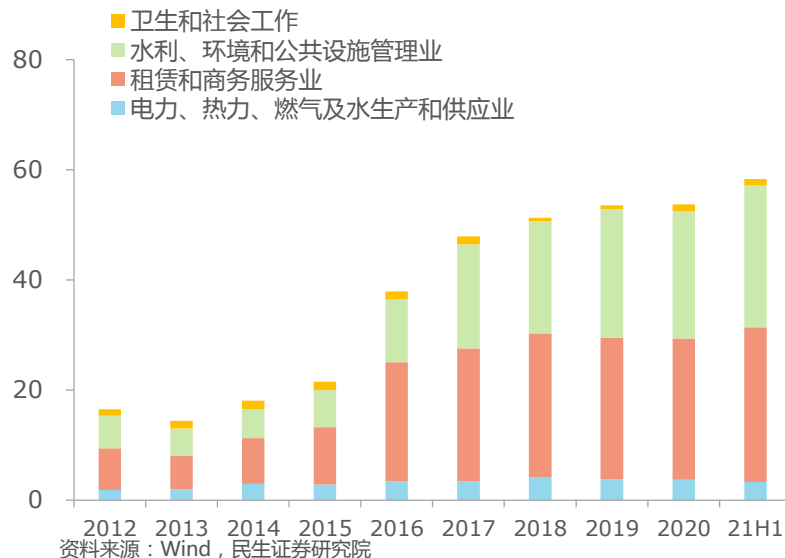
- **对公**：长期深耕本土，前任董事长李捷来自成都市财政局，均助推公司与当地公共财政部门建立起长期深入的合作关系，同时较早与水利、公用事业等行业相关企业开展授信合作，重点培育了一批以重要政府客户、市属重点企业为代表的优质客户资源。**上市前（21H1），公司前十大客户中80%为涉政客户，贷款金额占公司资本净额的25.6%，主要涉政行业贷款占比近50%。**
- **个人**：公司是成都市区各级政府部门及优质企事业单位的工资代发银行之一，拥有大批收入水平较高且来源稳定的个人客户群体；早在2010年，公司就与成都市建设委员会联合发行全国首张建设领域农民工工资代发专用卡，又与成都市红十字会联合发行首张公益主题卡。

表2：上市前成都银行前十大贷款客户主要为涉政客户

所属行业	贷款余额(亿)	占贷款总额比例	占资本净额比例
水利、环境等行业	11.69	0.81%	3.96%
房地产业	10.00	0.70%	3.39%
水利、环境等行业	10.00	0.70%	3.39%
水利、环境等行业	9.00	0.63%	3.05%
房地产业	9.00	0.63%	3.05%
水利、环境等行业	9.00	0.63%	3.05%
水利、环境等行业	9.00	0.63%	3.05%
公共管理等行业	8.97	0.62%	3.04%
租赁和商务服务业	8.95	0.62%	3.03%
合计	94.61	6.58%	32.05%

资料来源：招股说明书，Wind，民生证券研究院

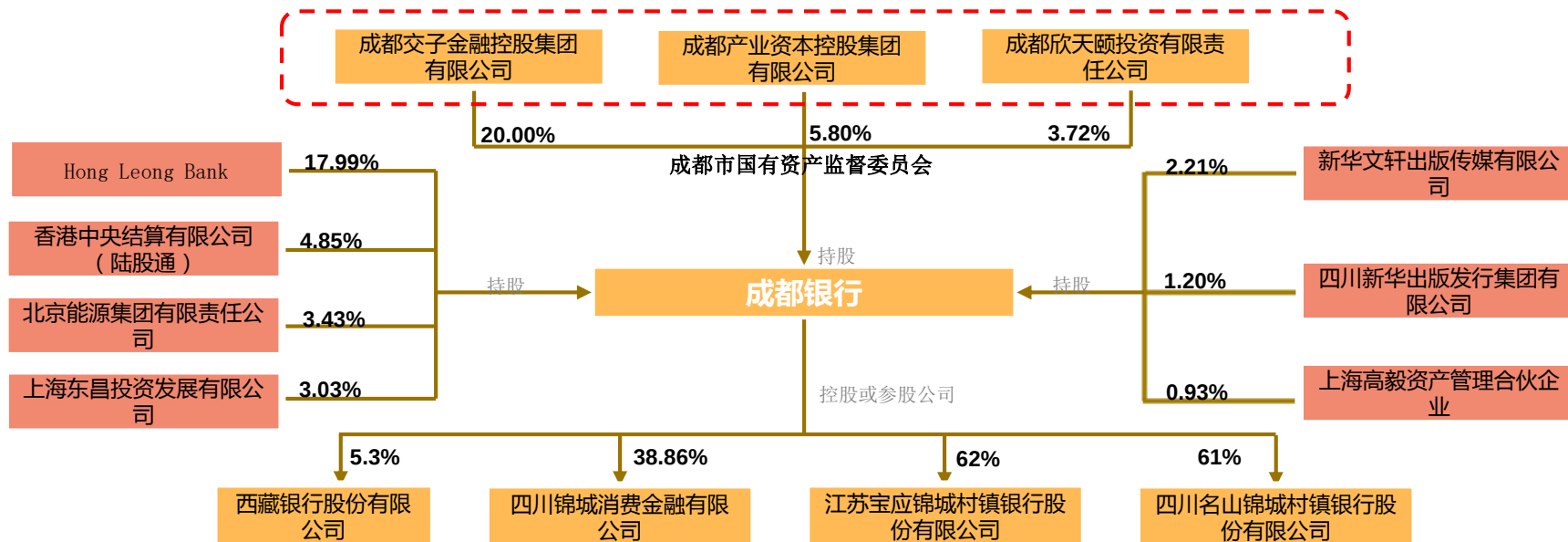
图4：成都银行截至21H1主要涉政行业贷款占比



重回国资控股，夯实合作基础

- **实际控制人变更为成都市国资委，奠定银政合作基础。**2021年9月，成都天府水城城乡水务建设有限公司将持有的成都银行100万股股份无偿划转至成都欣天颐投资有限责任公司持有，至此，公司由无实际控制人、控股股东变更为成都市国资委为成都银行实际控制人（持股30.03%）、成都交子金融控股集团有限公司为成都银行控股股东，与地方政府深度绑定。
- **外资入股，为公司引入先进经验。**公司早在2007年即引入丰隆银行作为境外战略投资者，截至21Q3，为第二大股东。丰隆银行作为马来西亚第五大银行，强大的科技能力是其特色，有望充分赋能公司的数字化转型。此外，2010年公司联手丰隆银行，成立国内首家合资消费金融公司四川锦程消费金融有限责任公司。

图5：成都银行截至21Q3前十大股东



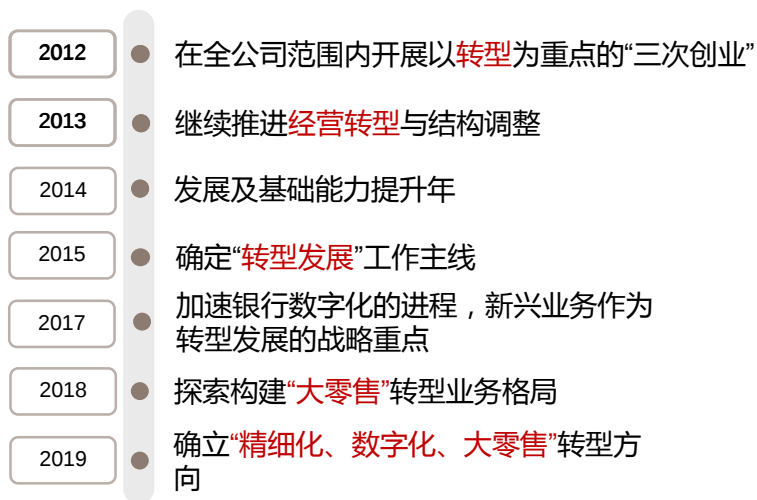
资料来源：Wind，民生证券研究院

三大战略转型深入推进

- “转型”理念贯穿发展始终。公司于2012年即提出开展以转型为重点的“三次创业”，此后相继在2015年提出“转型发展”工作主线，2017年提出新兴业务作为转型发展战略重点，以及2018年提出探索构建“大零售”转型业务格局等，公司经营思路 and 战略打法均围绕“转型”开展和深化。
- 公司于2019年实施新一轮三年规划，明确“精细化、数字化、大零售”三大转型方向。三大战略贯穿公司前、中、后台的经营发展，形成积极影响，以精准营销为例，2020年全行大中型客户精准营销贷款余额增幅达40%，小微精准营销贷款增幅达80%，远高于全行贷款平均增速。

图6：成都银行历年经营思路 and 战略打法

“转型”贯穿发展历程



资料来源：招股说明书，公司财报，民生证券研究院

图7：成都银行新一轮三大战略转型



资料来源：招股说明书，公司财报，民生证券研究院

02. 区位优势突出， 迎发展机遇期

地理位置优越，成西部开发要地

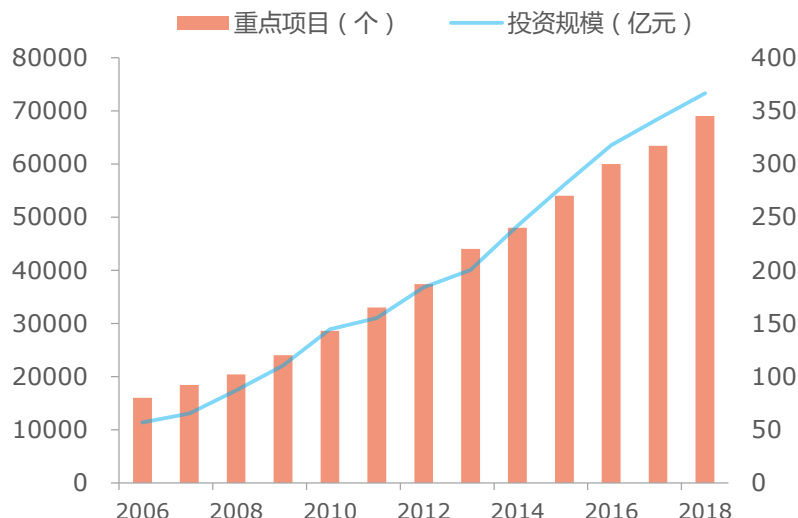
- **地处天府之国，资源丰富，辐射效应强。**川渝地处四川盆地，资源储备丰富，奠定人口和经济优势，有利于大规模开发的高效推行。地理位置优越，辐射西部地区，向南可融入东南亚市场，向西可融入新亚欧大陆桥经济走廊，向东可融入长江经济带，向北可融入中蒙俄经济走廊。
- **西部大开发拉开成长序幕，川渝是核心战略区位。**1999年，国家明确提出实施西部大开发战略。2000-2018年，西部大开发累计新开工重点工程345项，投资总额达7.32万亿元。国家于2019年定义的西部陆海新通道、中欧国际班列西部通道、沿江通道皆交会于川渝地区。

图8：世纪之交，西部大开发战略空间布局确立



资料来源：国家发改委，民生证券研究院

图9：西部大开发重点项目（右轴）和投资总规模



资料来源：国家发改委，民生证券研究院

经济量大质优，有加杠杆空间

- **四川领跑西部经济，成都经济发展势头尤其强劲。**2021年四川省GDP突破5万亿，同比增长8.2%，经济体量远超过西部其他省份；其中成都市GDP近2万亿，全国城市排名第七，对全省贡献度从2010年的32%稳步提升至2021年的37%。
- **产业结构不断升级，第三产业占比位居全国前列。**2010年以来，成都第三产业占比提升16.2pct至2021年的66.4%，位列全国主要城市第七位，领先西部城市。
- **成都市政府杠杆率较为可控，为基建投资等“加杠杆”发展模式预留空间。**截至2021年底，成都政府杠杆率为20.3%（口径为：债务余额/地区GDP），远低于西部城市贵阳和贵阳，略高于上海，具备较强的偿债能力。

图10：2021年重点城市政府杠杆率水平

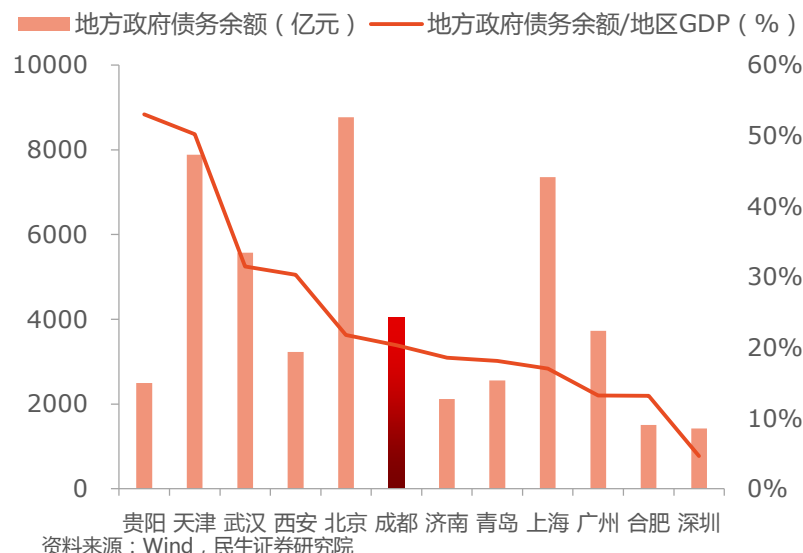
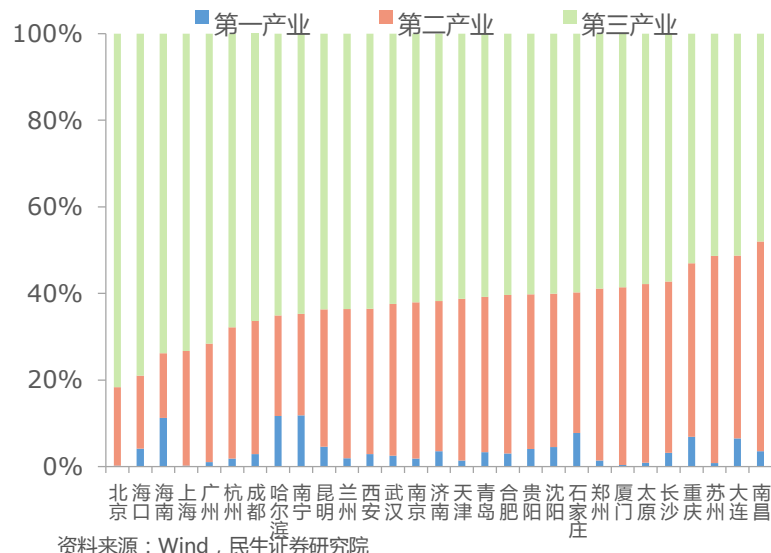


图11：截至2021年底主要城市产业结构



人口基数大，结构佳

- **基数大且保持净流入。**截至2021年末，成都常住人口超2100万人（净增24.5万人），位居全国城市第四，与北京的差距进一步收窄。高基数基础上，保持人口净流入，2016年和2020年尤为明显，而北京、上海等城市则基本稳定，甚至出现少量人口净流出。
- **结构好，老龄化程度较低且高知人才集聚。**截至2020年10月底，成都60岁及以上人口占比17.98%，低于全国平均水平0.7pct（截至2020年底）；同时川渝拥有多达60万的高校人才储备，高知人群规模显著高于西部城市群，适配政策导向的重点产业项目建设需求，助力地方产业化转型。

图12：截至2021年重点城市常住人口（万人）

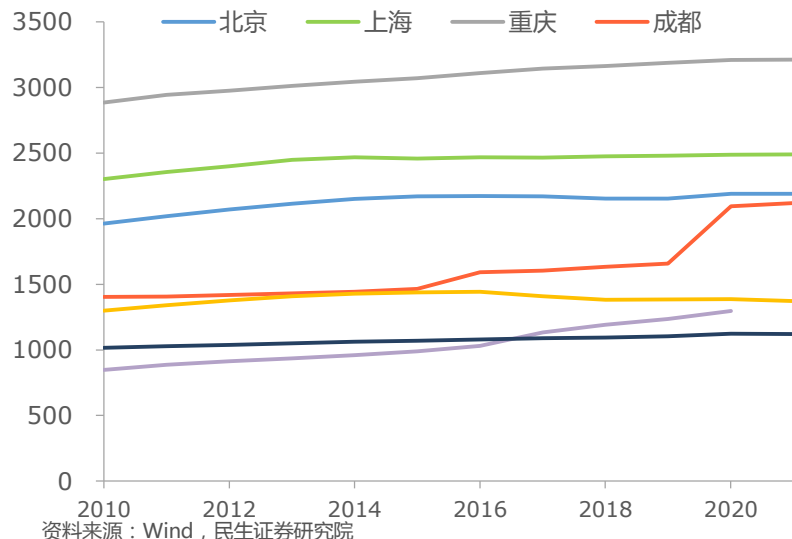
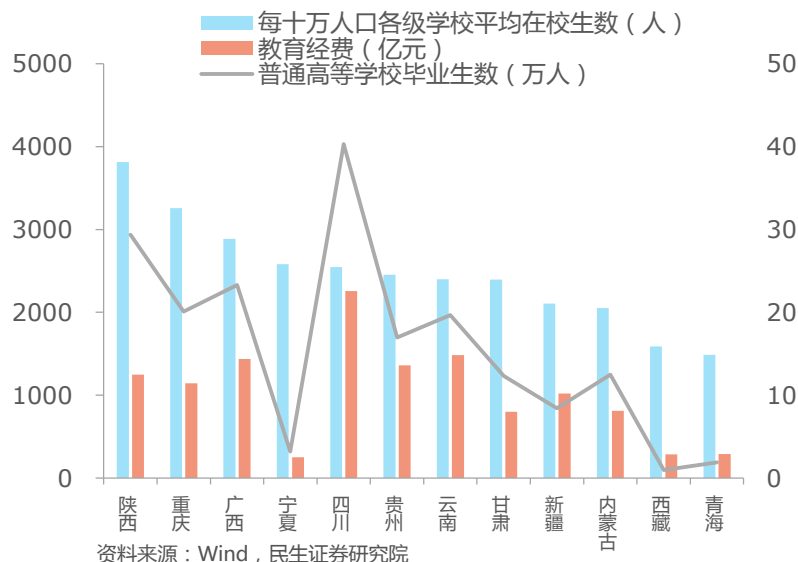


图13：川渝教育经费与高校毕业人才均领先西部



居民财富持续积累

- **成都市人均收入水平提升较快，逐渐超越主要中西部城市。**近年来，成都城镇居民人均可支配收入同比增速持续高于全国平均水平（仅2015年因区域进入风险暴露期，增速低于全国水平），且收入水平逐渐超越西安、昆明等中西部主要城市，与武汉的差距也逐渐缩小。
- **收入水平提升，促进居民财富实现显著积累，2020年高净值客群数量迈入全国第一梯队。**根据《2021中国私人财富报告》，2020年四川高净值客群首次突破10万人，迈入东部沿海城市所在的第一梯队，预计财富管理需求也将愈加显著。

图14：主要中西部城市城镇居民可支配收入及增速（元，%）

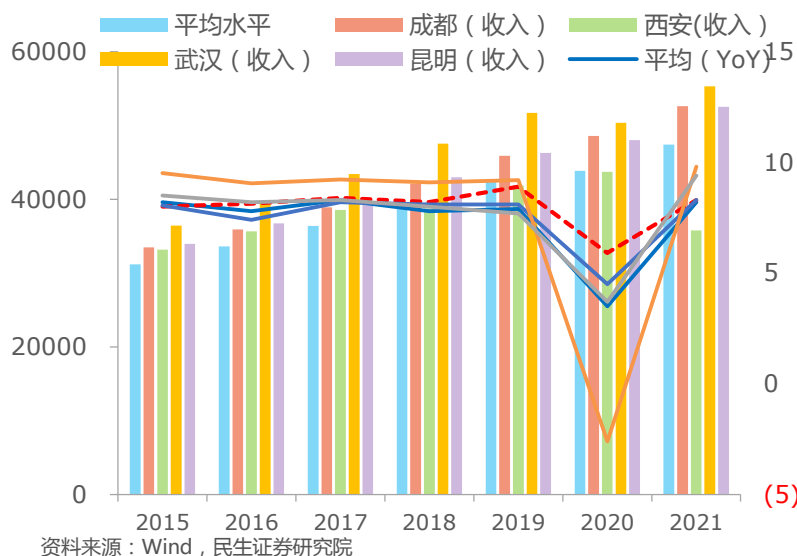
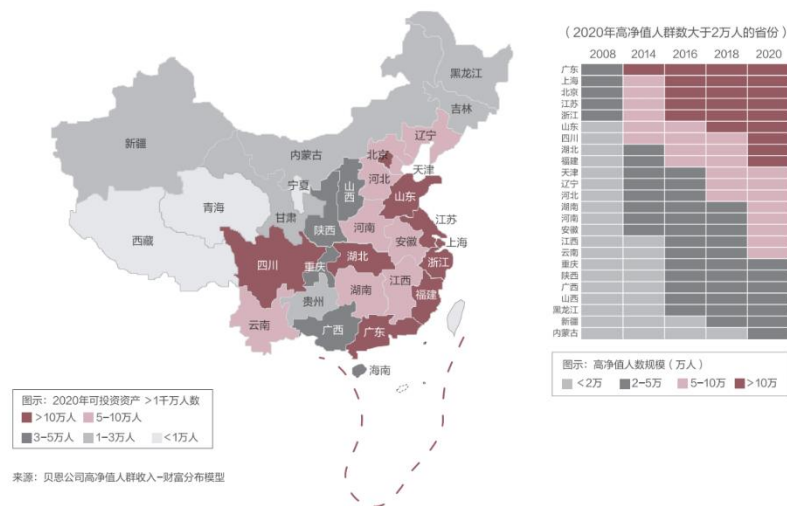


图15：2020年四川省高净值人群突破10万人

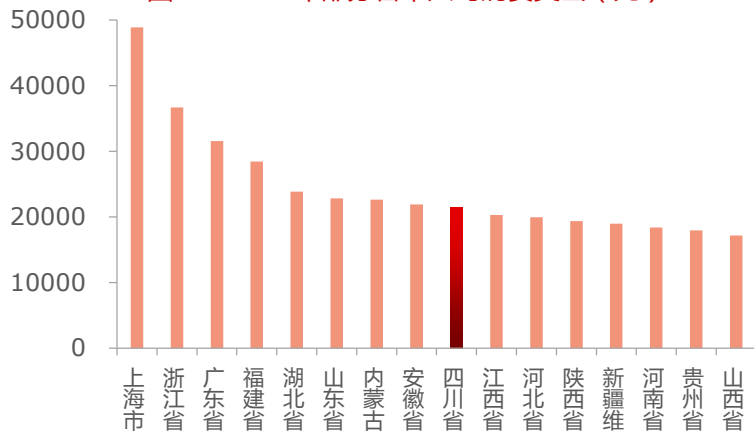


资料来源：《2021中国私人财富报告》，民生证券研究院

消费潜力较大

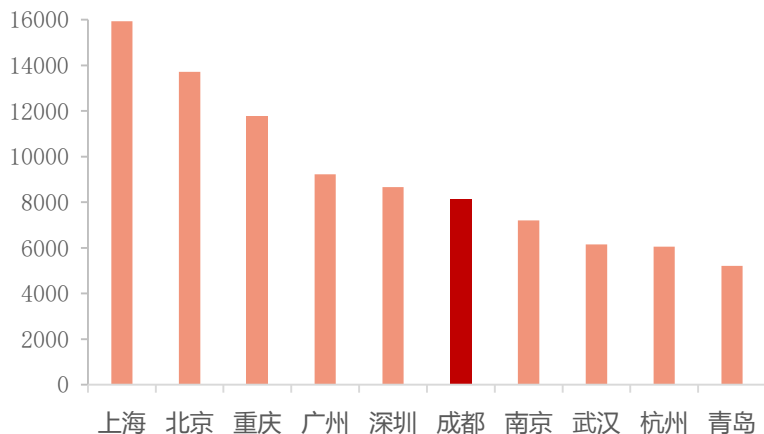
- **成都市居民消费总量位居全国前列。**截至2020年，成都社会商品零售总额超8000亿元，已跻身全国第一梯队，超过南京、武汉等城市。
- **消费潜力不止来自高人口，人均消费与居民杠杆“双低”也意味着增长空间广阔。**截至2021年底，四川省人均消费支出仅排名全国中游水平，我们以“住户贷款余额/地方GDP”衡量地方居民部门杠杆率，四川省位居全国中下游水平，因此居民消费既有能力，又有空间。

图16：2021年部分省市人均消费支出（元）



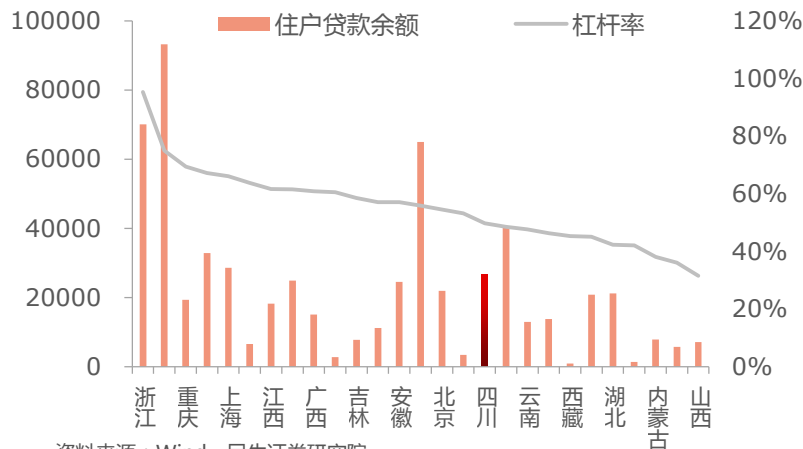
资料来源：Wind，民生证券研究院

图17：成都社会商品零售总额已跻身第一梯队（2020年，亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图18：2021年部分省市居民部门杠杆率

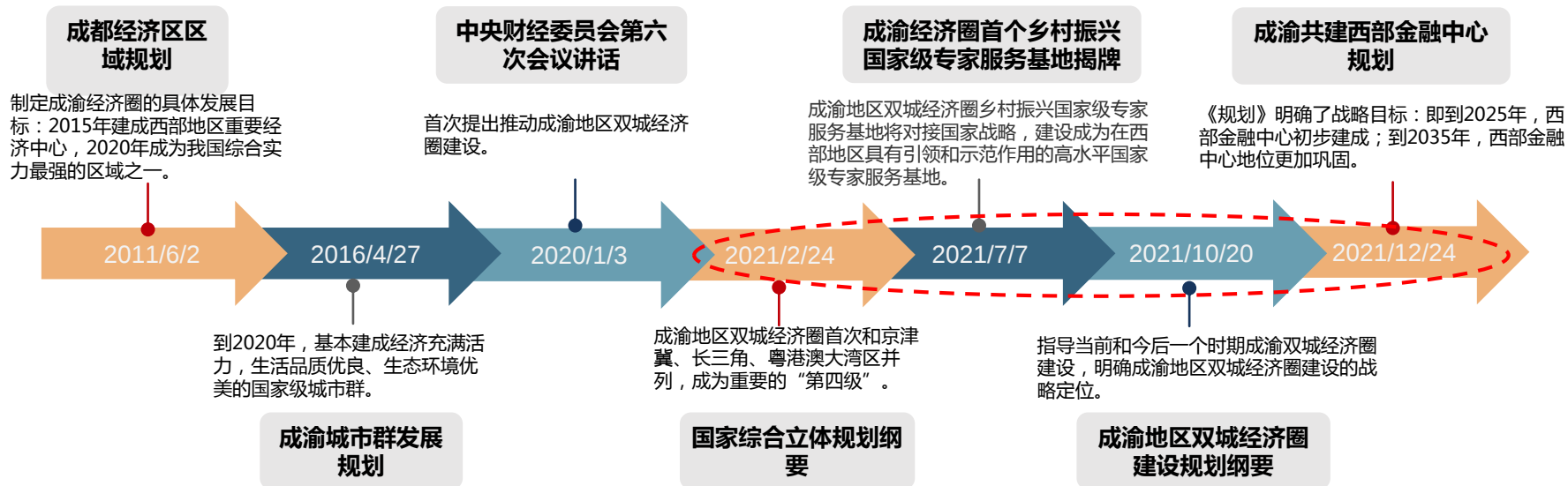


资料来源：Wind，民生证券研究院

政策升级，成渝迎重大发展机遇期

- **政策长期护航成渝经济发展。**早在2011年，《成都经济区区域规划》中就已经提出成渝经济区，并指定具体发展目标，而后在2016、2019年相继发布成渝城市群发展规划和重点任务。
- **2020年以来，战略加速升级，成渝双城经济圈建设上升为国家战略。**2020年1月，中央财经委员会第六次会议上，首次提出推动成渝地区双城经济圈建设。2021年2月，《国家综合立体交通网规划纲要》将成渝地区双城经济圈首次和京津冀、长三角、粤港澳大湾区并列，成为重要的“第四级”。2021年10月，《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》明确了成渝地区双城经济圈建设的战略定位。

图19：多重政策叠加，成渝迎重大发展机遇期



资料来源：国务院，民生证券研究院整理

政策升级，成渝迎重大发展机遇期

- **紧随双城经济圈建设，“金融第四极”蓄势待发。**2021年12月，发改委、财政部与“两会一行一局”联合发布《成渝共建西部金融中心规划》，提出将成渝建设成为立足西部、面向东亚和东南亚、南亚，服务共建“一带一路”国家和地区的西部金融中心，到2025年初步建成，到2035年地位更加和巩固。
- **乡村振兴政策力度不断加码，主要抓手在西部地区。**2022年在“稳增长”基调下，国务院、央行相继发布推进乡村振兴工作的相关文件，其中重点帮扶县有望获得更大支持力度，而从国家乡村振兴局公布的名单看，主要分布在西部地区，其中四川省数量上排名第二。“乡村振兴”亦是西部金融中心规划的主要任务之一，两者有望共振，助力区域加速发展。

表3：乡村振兴重点帮扶县名单

省份	数量	国家乡村振兴重点帮扶县名单
内蒙古	10	巴林左旗、库伦旗、鄂伦春自治旗等
广西	20	马山县、融水苗族自治县、三江侗族自治县等
重庆	4	城口县、巫溪县、酉阳土家族苗族自治县、彭水苗族土家族自治县
四川	25	金川县、黑水县、壤塘县、阿坝县、若尔盖县、红原县、道孚县、炉霍县、甘孜县、新龙县、德格县、白玉县、石渠县、色达县、理塘县、盐源县、普格县、布拖县、金阳县、昭觉县、喜德县、越西县、甘洛县、美姑县、雷波县
贵州	20	水城区、正安县、务川仡佬族苗族自治县等
云南	27	东川区、会泽县、宣威市等
陕西	11	略阳县、镇巴县、汉滨区等
甘肃	23	靖远县、会宁县、麦积区等
青海	15	同仁市、尖扎县、泽库县等
宁夏	5	红寺堡区、同心县、原州区等

资料来源：国家乡村振兴局，民生证券研究院

03. 对公：以基建为 矛，拥产业致远

区域发展路径：目标引领

- **四川省“十四五”规划**：GDP年均增长6%，到2025年全省金融业本外币贷款余额达到11.5万亿元（2020：7.1万亿元），五年复合增速达到10%以上。
- **成都市“十四五”规划**：GDP年均增长6%-8%，居民人均可支配收入基本与GDP同步。
- **《成都都市圈发展规划》**：2025年成都都市圈GDP突破3.3万亿元，即21-25年均增速8%。
- **中短期看，四川经济增速或高于全国，成都或高于四川。**从过往GDP增速看，四川省持续领先全国平均水平，2021年因基建投资增速大幅回落，整体增速与全国基本持平，预计随着基建再度发力，增速优势有望再凸显。而成都市作为“双圈建设”和都市圈建设的双核心，资源积聚效应或进一步走强，对全省经济增长贡献度或再提升。

图20：截至2021年底GDP增速：四川vs全国

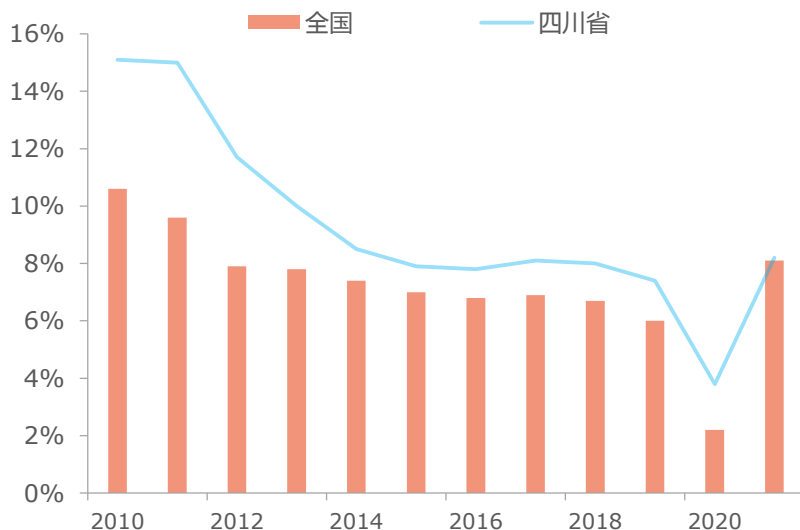
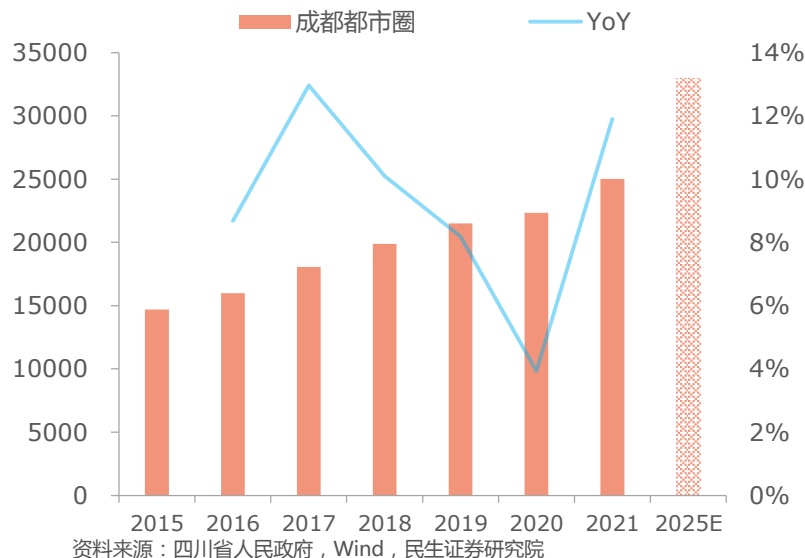


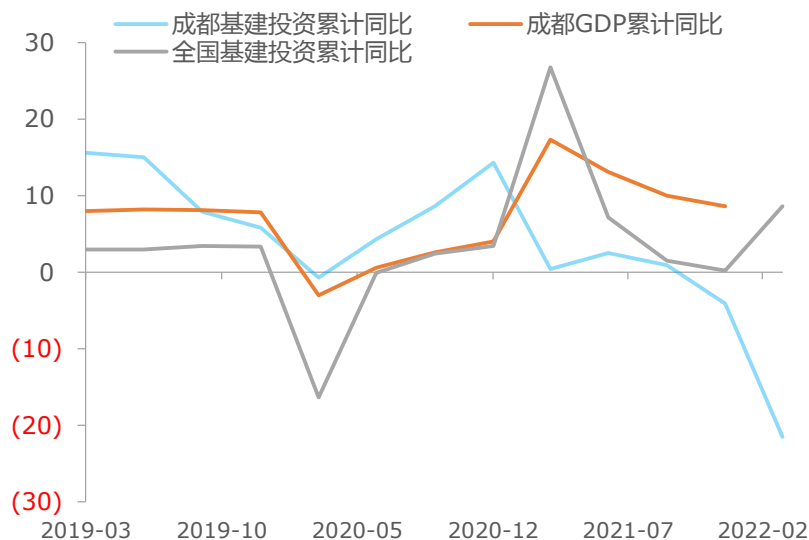
图21：成都都市圈GDP增长及规划（亿元）



区域发展路径：基建先行

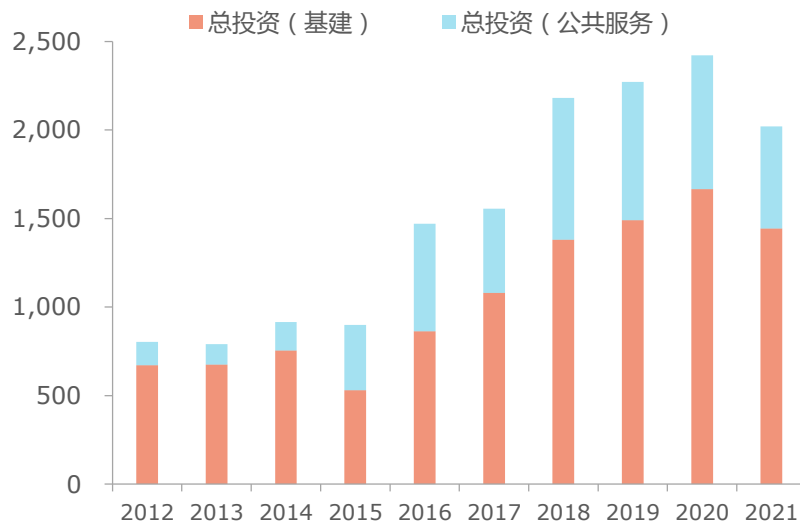
- **2016年以来，成都市基建投资明显发力。**从每年披露的成都市重点项目完成金额看，基建、公共服务类项目合计投资从899亿元（2015）累计增长169.3%至2421亿元（2020年，因未披露实际完成额，用目标值替代，根据历史情况，目标值往往低于实际完成额）。
- **基建投资是拉动成都经济发展的重要力量。**2019-2020年，成都基建投资增速持续高于全国平均水平，2021年以来受项目竣工以及疫情期间投资力度加大的高基数影响，有所回落。2019年以来成都GDP增速与基建投资增速有较强的正相关关系，反映了基建投资对当地经济的重要拉动作用。

图22：2019年来成都基建投资累计增速



资料来源：成都市发改委，Wind，民生证券研究院

图23：成都历年重点项目中基建、公共服务项目完成额（亿元）



资料来源：成都市发改委，Wind，民生证券研究院

区域发展路径：基建先行

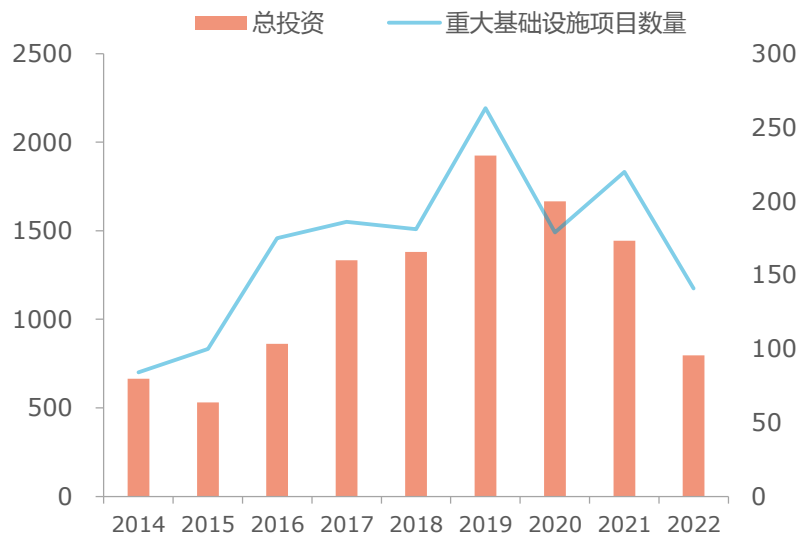
- **三大项目清单叠加，成都市基建投资或再加码。**一是《2022年成都市重点项目名单》发布，共涉及900个项目，总金额2.5万亿元（基建占比32.4%，以下仅保留数字），其中2022年当年计划投资金额3473亿元（22.9%）。
- **二是在双城发展纲要提出2025年实现成渝地区基础设施联通水平大幅提升的愿景后，2022年首次推出《共建成渝地区双城经济圈2022年重大项目》和《成都都市圈建设2022年重大项目》。**前者计划总投资金额2.04万亿元（66.1%），2022年当年计划投资金额1835亿元（48.1%），后者计划总投资金额1.23万亿元（60.2%），2022年当年计划投资金额1061亿元（46.6%）。**这两份清单明确释放了成都市中短期基建投资加码的信号。**

表4：《2022年成都市重点项目名单》（个，亿元）

项目类别	项目数量	总投资金额	2022年计划投资金额
重大产业项目	543	13,676	2,004
重大基础设施	141	8,131	797
重大公共服务	216	3,261	672
合计	900	25,068	3,473

资料来源：成都市发改委，民生证券研究院

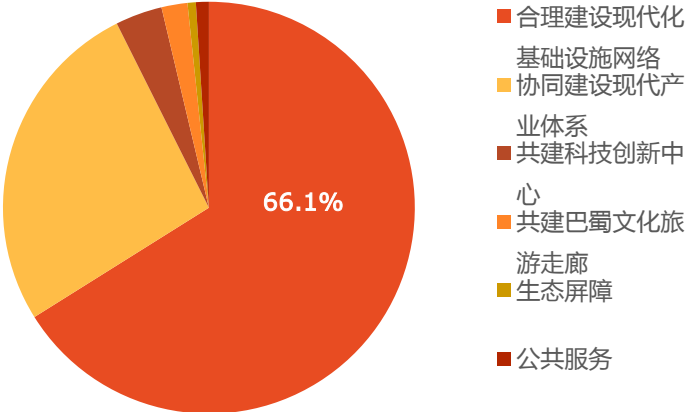
图24：近年来成都市重点基建项目投资计划（亿元，个，投资为左轴）



资料来源：成都市发改委，民生证券研究院

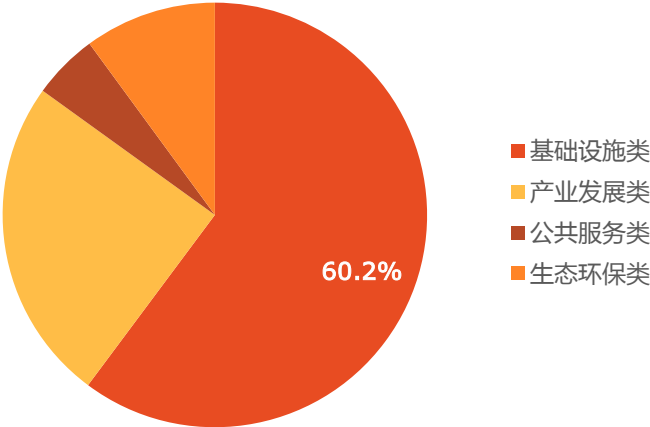
区域发展路径：基建先行

图25：《共建成渝地区双城经济圈2022年重大项目》（按总投资额）



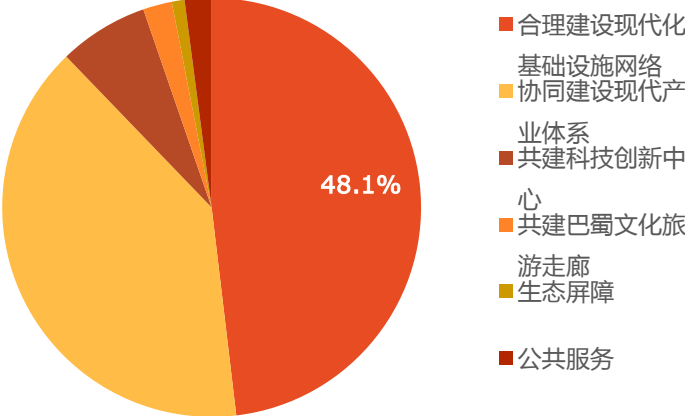
资料来源：成都市发改委，民生证券研究院

图27：《成都都市圈建设2022年重大项目清单》（按总投资额）



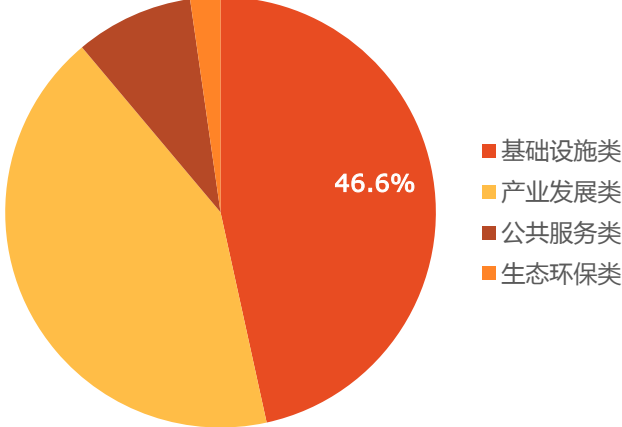
资料来源：成都市发改委，民生证券研究院

图26：2022年当年计划投资金额分布情况



资料来源：成都市发改委，民生证券研究院

图28：2022年当年计划投资金额分布情况



资料来源：成都市发改委，民生证券研究院

区域发展路径：产业追随

图29：四川省&成都市产业升级政策脉络

- **政策引领产业升级。**自2015年以来，四川省相继提出促进产业结构升级优化、构建“5+1”现代产业体系、突出“3+3+4+N”现代制造业重点方向等，聚焦电子信息、先进材料、装备制造等行业发展。
- **22-25年成都市新经济年均增速或达12%-15%。**基于全省的产业升级指导方向，成都市也提出打造“5+5+1”产业体系，并在《成都市“十四五”新经济发展规划》中明确提出：到2025年，新经济营收达2.5万亿元以上，新经济增加值占GDP比重达到30%以上，测算22-25年年均增速在11.8%-14.6%之间。



资料来源：四川省政府，民生证券研究院

表5：成都新经济年均增速测算（万亿元）

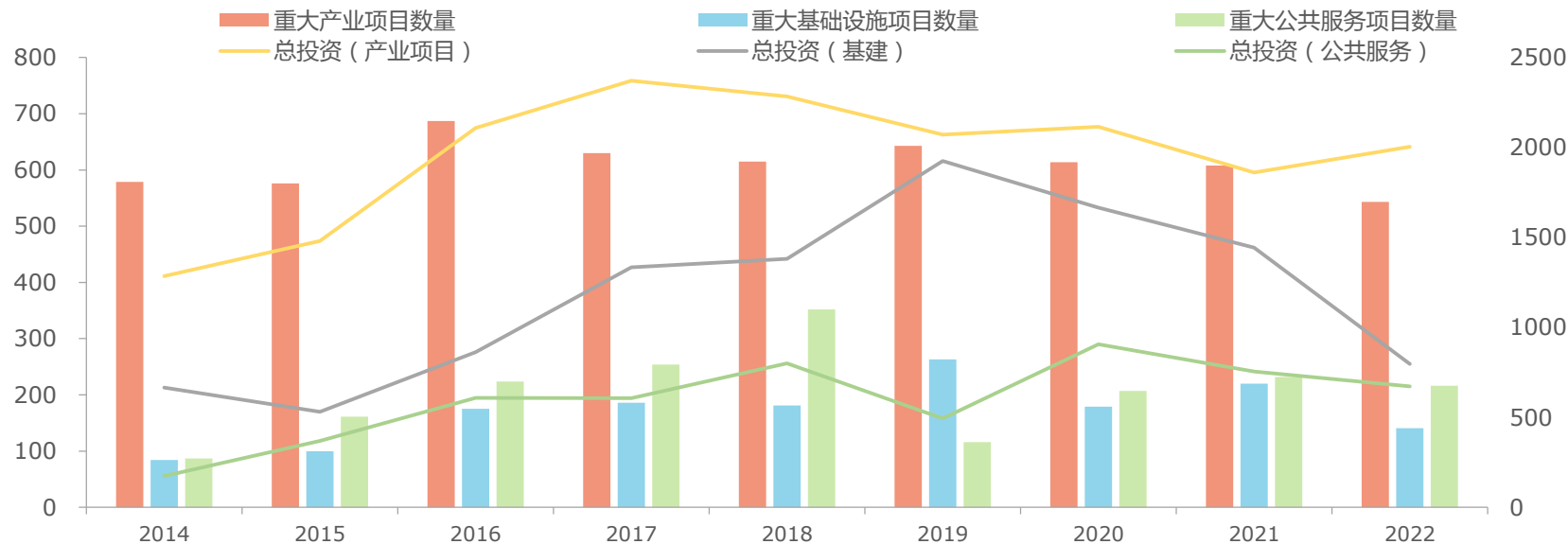
	2020	2021	2025E
成都GDP	1.77	1.99	2.6-2.8
新经济（GDP）	0.44	0.53	0.78-0.84
新经济增速（GDP）	/	20.50%	11.8%-14.6%
新经济（营收）	1.6	2.1	2.5
新经济增速（营收）	/	31.3%	4.8%

资料来源：成都市新经济发展委员会，民生证券研究院

区域发展路径：产业追随

- 从“基建先行”到“基建与产业并重”。回顾成都市历年重点项目投资计划，有着较为明显的阶段趋势，但首先要明确的是，因经济体量的天然差异，产业项目数量和总投资额一直保持领先：
- 2015-2019年间，基建发力明显，是“基建先行”的表现，产业投资在2017年升至高点后逐渐下滑，与基建形成背离的发展趋势；
- 2019年以来，基建投资计划值有一定回落，而产业投资现企稳之势，尤其是最新的2022年计划中，投资额向上趋势明显。

图30：成都市历年重点项目投资计划（个，亿元，项目为左轴）

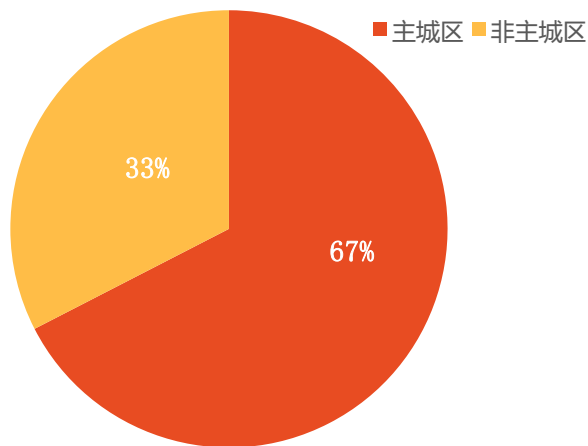


资料来源：成都市发改委，民生证券研究院

区域金融竞争较温和：机构角度

- 成都金融竞争相对温和，有助金融机构定价能力。从机构角度看，截至2020年底省内法人银行资产规模过千亿的共7家，过5000亿的仅成都银行和成都农商行2家，且优势显著。
- 成都银行与成都农商行在区域布局上又有明显不同，形成差异化竞争。成都银行67%的网点布局在六大主城区（武侯、青羊、锦江、金牛、成华和高新区），成都农商行仅20%的网点布局在六大主城区，80%分布在非中心市区或郊县，由此可以看出两者的服务客群重点差异明显。

图31：成都银行67%的网点布局在六大主城区（截至21H1）



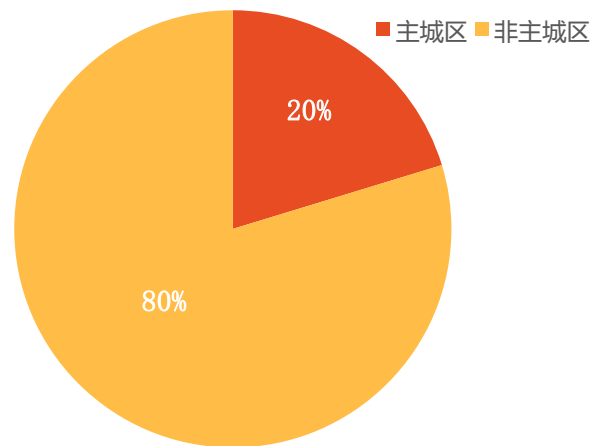
资料来源：公司官网，百度地图，民生证券研究院

表6：四川省总资产规模超1000亿的银行（2020年，亿元）

银行	成立时间	分支机构	总资产	营业收入	归母净利润
成都银行	1997	210	6,524	146	60
成都农村商业银行	2009	630	5,197	127	38
四川天府银行	2002	127	2,247	43	8
四川银行	2020	100	1,369	22	3
绵阳市商业银行	2000	73	1,261	31	6
乐山市商业银行	1998	27	1,251	25	5
泸州银行	1997	35	1,189	32	6

资料来源：公司官网，百度地图，民生证券研究院

图32：成都农商行20%的网点布局在六大主城区（截至2020年）



资料来源：公司官网，百度地图，民生证券研究院

区域金融竞争较温和：存贷款市场

- 银行存贷款市场份额是当地金融机构数量、机构间竞争强度、头部集中度的综合结果。我们选取了位居不同城市但市占排名（占比当地同业市场）类似的银行做对比（成都地区选取成都农商行，因未找到成都银行相关数据）。
- **存款方面**，2020年成都农商排名第五，市场份额近10%，远高于同排名第五的苏州银行，也高于排名第四的上海银行，一定程度说明成都存款市场竞争相对温和。
- **贷款方面**，2020年成都农商行排名第六，市场份额6.2%，远高于排名第七的苏州银行和排名第五的长沙银行，也部分表明成都贷款市场竞争较为温和。

表7：部分银行存贷款占当地市场份额

分类	银行机构	2019年		2020年	
		占比（%）	当地排名	占比（%）	当地排名
存款	苏州银行	5.65	5	5.18	5
	上海银行	8.55	4	8.75	4
	长沙银行	7.64	6	8.19	6
	成都农商行	9.96	4	9.77	5
贷款	苏州银行	3.71	7	3.61	7
	上海银行	7.68	4	7.65	5
	长沙银行	5.59	6	5.89	5
	成都农商行	6.45	6	6.2	6

资料来源：联合资信，民生证券研究院

传统强对公特征明显

- **公司具有强对公基础。**从业务角度看，长期以来，对公贷款占比基本稳定在70%以上，对公存款占比持续高于60%。从业绩角度看，对公业务收入占比在55%左右窄幅波动。
- **对公贷款行业集中度较高且近年来持续提升。**截至21H1，前五大行业占比达80.1%，较2017年提升6.4pct，其中租赁和商务服务业和水利行业占比提升10.8pct至53.8%。

图33：截至21Q3成都银行存、贷款结构（%）

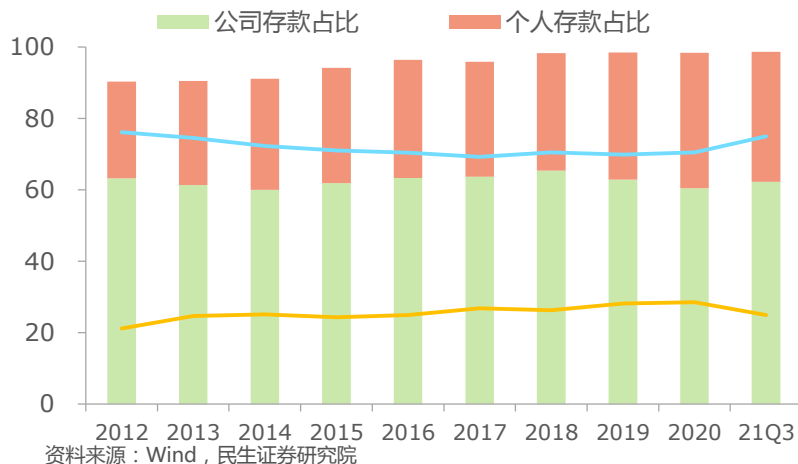


图34：截至21H1成都银行对公贷款主要行业分布

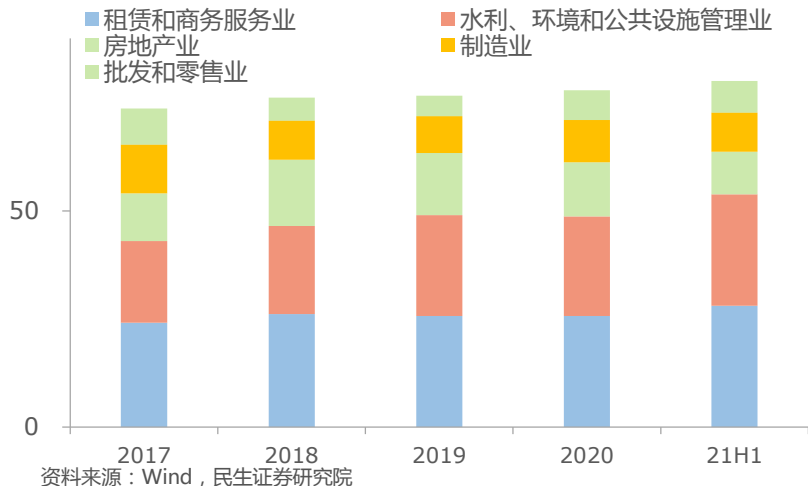
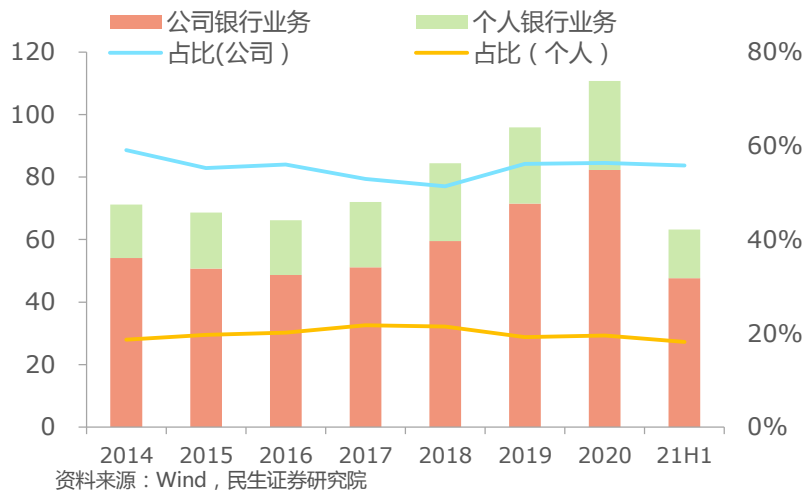


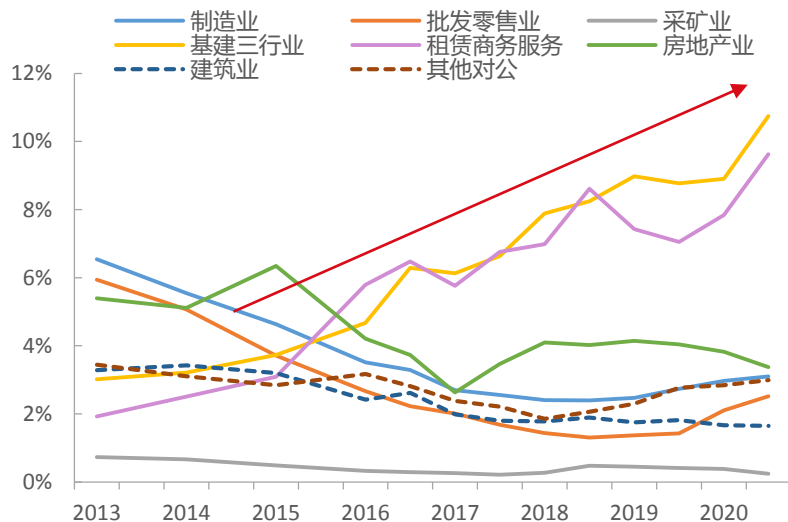
图35：截至21Q3成都银行对公、零售业务收入结构（亿元）



银政持续发力，助力强势扩表

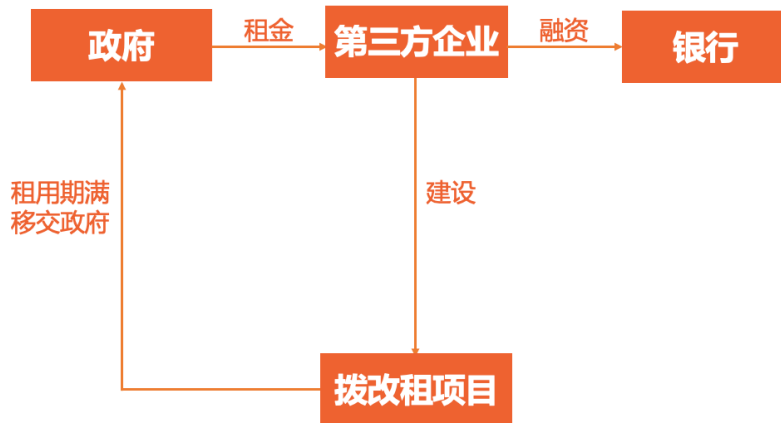
- “拨改租”模式推出，银政业务在2016年发力明显。2015年8月，成都市政府创新采用“拨改租”模式推动基础设施建设，改变了以往财政资金直接进行基建投资的做法，利于短期基建投资的规模上量，商业银行在其中扮演的角色为向项目业务主发放贷款。2016年，公司“拨改租”贷款余额增长58.4亿元，而全年贷款仅增长3.3亿元，并以此较好地切入基建业务。
- 成渝经济圈建设升级，银政业务在2020年“二次发力”。2021年上半年，租赁商服务业、基建三行业贷款净增408亿元，占对公净增的74%，两行业在生息资产中的占比也升至20.4%，同比提升4.6pct。

图36：成都银行截至21H1对公贷款占比生息资产



资料来源：Wind，民生证券研究院

图37：“拨改租”模式示意图

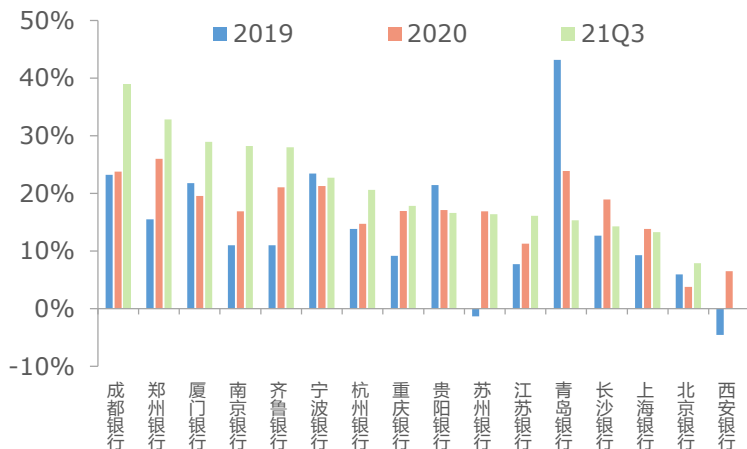


资料来源：Wind，招股说明书，民生证券研究院

银政持续发力，助力强势扩表

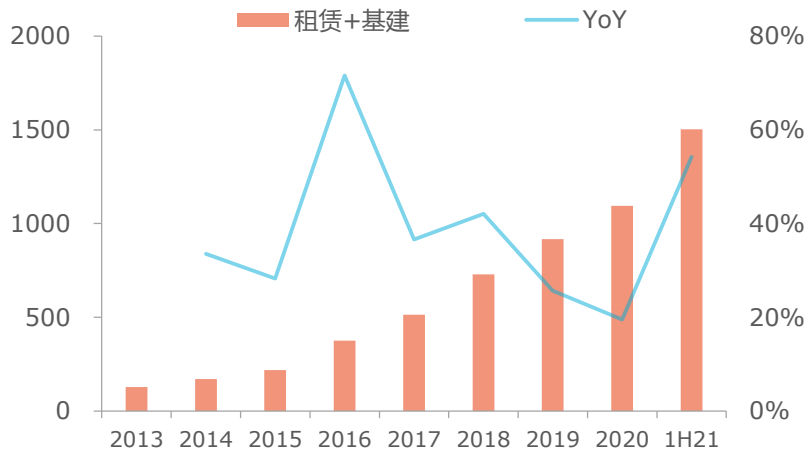
- **银政业务发力，推动公司共贷款增速领先可比同业。**2021年上半年，公司银政业务贷款（口径为租赁、基建行业贷款之和）同比增长54.2%，带动公司对公贷款同比增速近40%（21Q3），位居A股上市城商行首位。
- **公司银政业务与成都市重点项目完成进度保持较好共振。**尽管存在一定数据瑕疵，但整体看，公司银政业务增速与当地重点项目完成额增速变化较为一致，与目标完成额增速一致性较弱。

图38：成都银行截至21Q3对公贷款增速领先可比同业



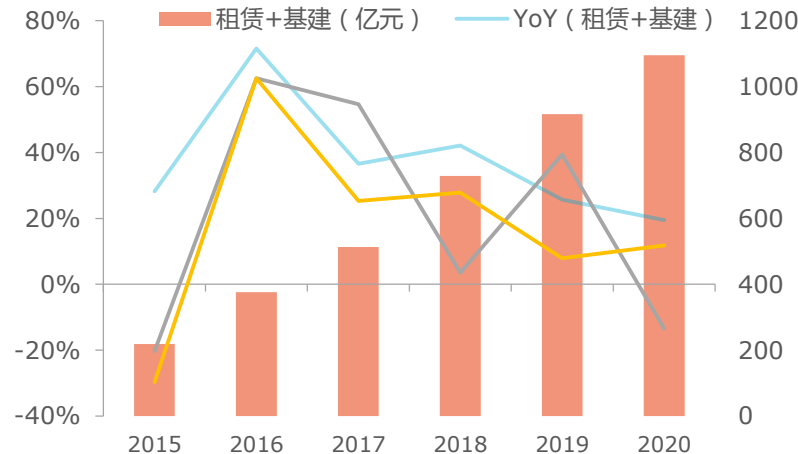
资料来源：成都市发改委，Wind，民生证券研究院

图39：成都银行截至21H1银政贷款及增速（亿元）



资料来源：成都市发改委，Wind，民生证券研究院

图40：公司银政业务贷款增速与市重点项目实际完成额增速共振明显



资料来源：成都市发改委，Wind，民生证券研究院

专业性打造银政业务护城河

- 成都银行立足基因，抓住机遇，奠定银政业务基础，但产品、营销策略以及合规管理等构筑的专业能力，是公司银政业务保持长期竞争力的关键：
- 1、产品快速创新能力强：如“政采贷”产品，公司在四川省发布相关文件后的次日，就签订了省内首单“政采贷”合同，推出“易采贷”产品，且产品要素对比同业具有优势；
- 2、精准营销策略：如公司在2019年推出的“一区一策”专项营销活动，因区施策细化合作方案，通过高层走访，锁定核心优质资源；
- 3、合规管理：银政业务具有较高的合规要求，公司银政业务经验较丰富，叠加14-15年受冲击后，高度重视合规管理，成为发展银政业务的重要支撑。

表8：部分银行“政采贷”要素对比

银行	贷款最长年限	融资上限	放款时间
成都银行	2年	合同采购金额的80%	可提前预约，拿到采购合同当天放款
建设银行	6个月	3000万	-
工商银行	3年	合同采购金额的80%	7天内审批、3天内放款
中信银行	1年	1000万	3天内审批、3天内放款
上海银行	-	1000万	7个工作日

资料来源：各银行官网，公司财报，民生证券研究院

图41：成都银行与武侯区政府首创“武宜贷”



资料来源：武侯区人民政府，民生证券研究院

银政业务：衍生低成本负债优势

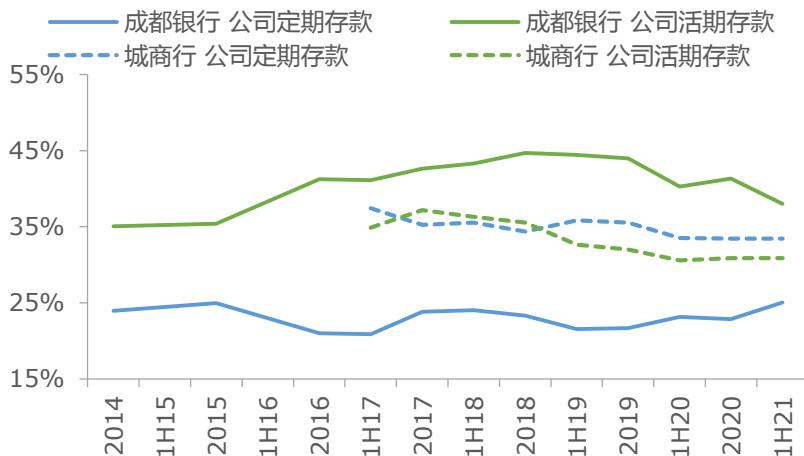
- **成都银行坚持“稳定存款立行”。**公司存款占比长期高于可比同业，截至21H1,对公活期存款占比计息负债近38%，显著高于可比同业7pct，成本率稳定低于可比同业。
- **银政业务利好大量财政资金的沉淀。**财政资金专用账户预计是公司“重点账户”营销的重点，近两年公司中标大量各区财政资金存放行，这类账户招标间隔较长，稳定性强，且在项目加速投放期，存款派生性强、活化率高，有望进一步巩固“量价齐优”的负债优势。

表9：成都银行中标政府多个专项资金账户

市区县	存款账户
锦江区	中国教育工会资金专户
青羊区	人民政府金沙街道办事处代管资金专户、财政局代管资金专户
金牛区	财政局代管资金专户、医疗保障局选择医保资金专户
成华区	医疗保障局资金专户、住房和城乡建设局征地拆迁工作资金专户
温江区	财政局代管资金专户、住房和城乡建设局保障性住房资金专户
郫都区	医疗保障局资金专户、民政局工会基本存款账户、未来科技城发展服务局资金专户
新津区	财政和金融工作局代管资金专户
新都区	财政局代管资金专户、人力资源和社会保障局关于被征地农民养老保障资金专户
青白江区	财政局代管资金专户、职业技能提升行动资金专户
双流区	财政局被征地农民社会保险资金专户
崇州市	财政局被征地农民社会保险资金专户
简阳市	财政局社保资金专户、财政局代管资金专户

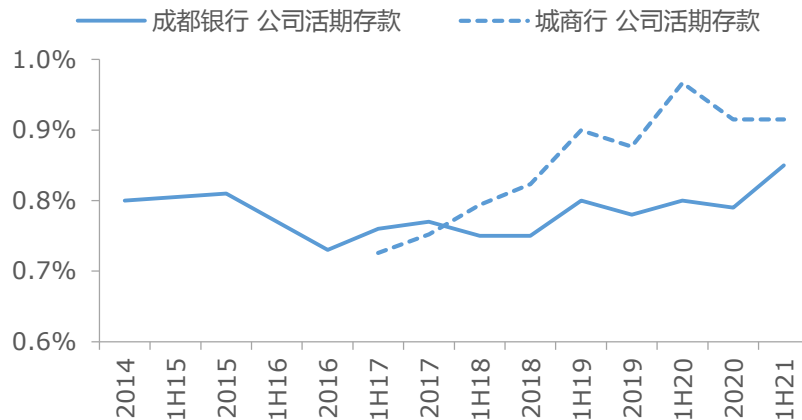
资料来源：各政府官网，Wind，民生证券研究院

图42：公司存款平均余额在计息负债占比：成都银行 vs 可比同



资料来源：Wind，民生证券研究院

图43：对公活期存款成本率：成都银行vs 可比同业



资料来源：Wind，民生证券研究院

拥抱产业升级，制造业贷款回升

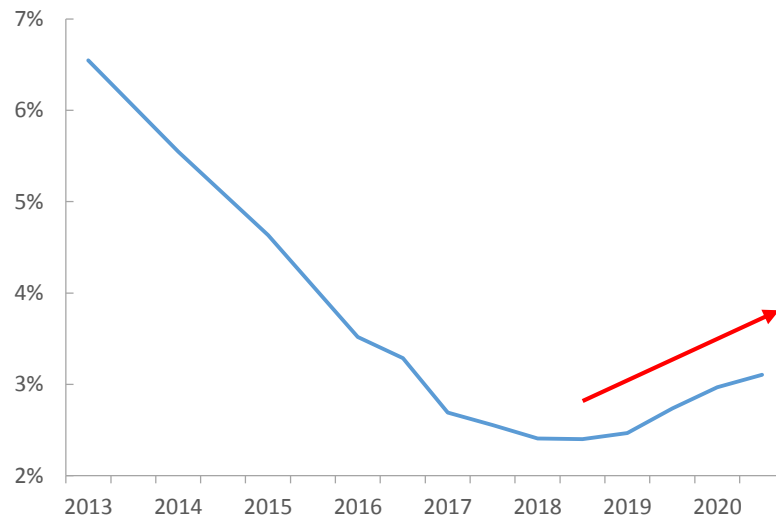
- 近年来，公司立足区域产业发展方向，积极为产业生态圈建设和经济转型升级提供金融支持。围绕四川省“5+1”、成都市“5+5+1”现代产业体系，公司深入电子信息、智能制造、先进材料、绿色食品、城市服务等重点产业，积极进行产品创新和资金支持。例如公司在2021年联和工商银行推出针对集成电路涉及企业的“流片贷”，初步拟授信约6000万元。
- 与区域产业升级共振，公司制造业贷款占比触底回升。此前，受区域落后产能出清、信用风险暴露等影响，公司制造业贷款余额出现下降，叠加基建等项目贷款快速提升，制造业贷款在生息资产中的占比明显下滑，2019年起，制造业贷款余额持续增加，带动在生息资产中占比从2018年的低点2.4%提升至21H1的3.1%，传递了公司加大产业布局的信号。

表10：成都银行“流片贷”产品要素

要素	内容
准入对象	1、注册地和缴税关系在成都市高新区； 2、信用记录良好； 3、成立时间不少于2年，上一年营收500万元以上； 4、技术专利方面满足一定条件。
贷款用途	满足流片企业日常经营周转
利率	3.85%-4.6%
贷款额度	原则上不超过1000万元，优质企业不超过3000万元
贷款期限	最长不超过1年

资料来源：四川省经济和信息化厅，Wind，民生证券研究院

图44：成都银行制造业贷款在生息资产中的占比

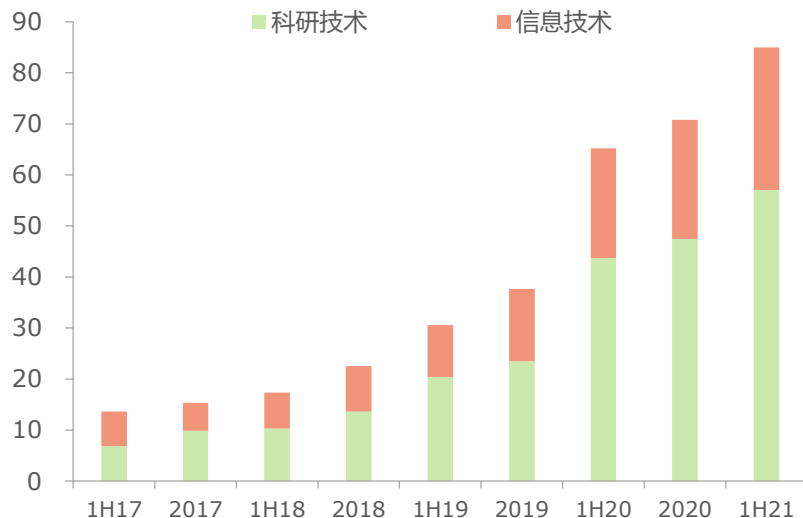


资料来源：Wind，民生证券研究院

拥抱产业升级，深耕科创金融

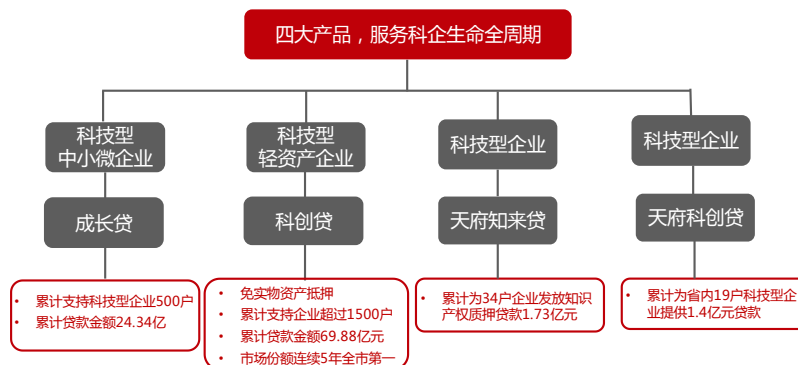
- **公司在科创金融领域有较早布局，并逐渐形成特色化打法。**早在2015年，公司就成为“科创贷”首批试点合作银行，逐渐形成了包括“四专”服务机制、四大科创金融产品及“1+N”融资渠道等在内的特色打法。**其中四大产品设立是公司银政业务优势的延续，各产品均与包括成都市科技局在内的政府部门共同创设，针对企业不同类型和成长阶段，提供差异化服务。**
- **公司科创金融已取得显著成效。**截至21H1，公司累计科技型企业贷款金额537亿元，其中“科创贷”市场份额连续5年全市第一，成都市29家创业板、10家科创板上市企业中，分别有16家、8家曾获得公司信贷支持。

图45：成都银行科创行业贷款快速增长（亿元）



资料来源：四川省人民政府，Wind，民生证券研究院

图46：成都银行四大科创金融产品

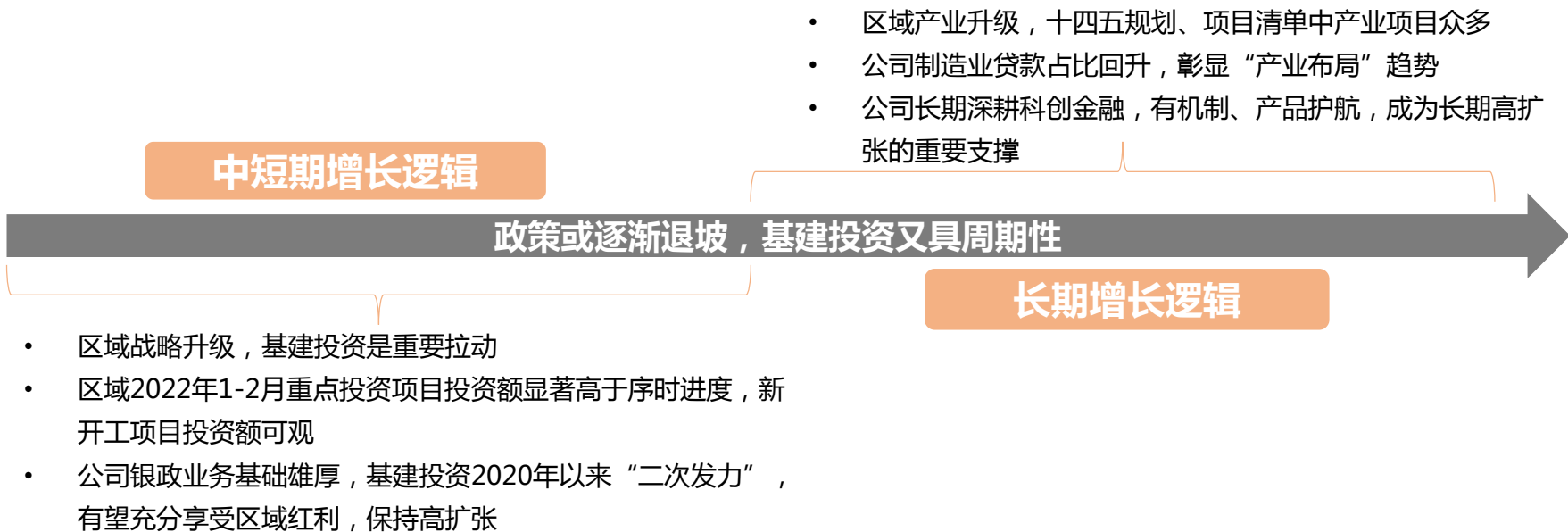


资料来源：公司财报，Wind，民生证券研究院

拥抱产业升级，牟定长期增长

- 区域政策升级，中短期基建项目预计供给充足，银政业务发展有支撑，形成公司中短期高扩张的核心逻辑。
- 拥抱产业升级，新兴产业的市场空间、可持续增长模式以及略滞后的业绩反馈，形成公司保持长期高增长的核心逻辑。从经济发展的规律看，政策红利会边际消退、基建投资拉动经济增长有周期性，产业增长成为经济持续增长的有益补充和长期支撑，也是长期视角下公司信贷投放的倾斜方向。从公司当前的对公行业投向看，新兴产业占比还很低，增长空间广阔。

图47：成都银行扩张逻辑图



资料来源：民生证券研究院整理

短期逻辑：成都1-2月项目投放力度大，公司或受益

- 市重点项目投放显著超序时进度，叠加新开工项目规模较大，公司信贷投放或受益，高扩张有望延续。2022年1-2月，成都市900个重点项目完成投资585.1亿元，**超序时进度3.1pct**（2021年同期超序时进度1.7pct）；**78个亿元以上重大项目实现开工，总投资额近1200亿元**，从公开信息披露看，如此大规模的新项目投资额还要追溯到19Q1，110个重大项目总投资额近1420亿元。这些项目作为公司重要的信贷投放方向，有望助力2022年“开门红”，支撑公司全年业绩。

表11：：2022年1-2月成都市部分新开工项目情况

项目名称	所在行业	项目规模	项目名称	所在行业	项目规模
高金富恒全国第二总部及生产基地	新材料、工业设计和科技企业孵化	87亿	字节跳动新业务总部	文创、直播产业园、人工智能等	100亿
创诺集团西部总部及创新研发产业基地	创新药	30亿	成都东部新区金茂绿建智慧能源中心项目	可再生能源及现代智能	10亿
金地威新人工智能	人工智能	50亿	幸福桥TOD二期	服务业	/
东广人工智能谷二期项目	高端智能制造业	15亿	机场北线道路工程	基础设施建设	/
亚光微波混合集成电路智能制造工业项目	微波混合技术细分领域	12亿	未来科技城绛溪门户展示区生态景观工程	绿化工程	/
航电微能源项目	民航制造领域	8亿	骑龙净水厂配套工程	城镇基础设施	/
京东方成都车载显示基地项目	制造业	50亿	川投信息产业总部及研发基地项目	信息系统	/
成都公园城市龙泉山生态保护修复项目	生态建设及环境保护	125亿	成都市新都区智能制造装备产业示范基地	园区基础设施	/

资料来源：成都市发改委，公开新闻，民生证券研究院

中期预测：前提和关键假设

- **前提：**1) 根据四川省十四五规划，2025年**全省本外币贷款**计划增至11.5万亿元，**5年CAGR不低于10%**，2021年实际增速13.1%，2015-2021年CAGR12.9%；2) 截至21Q3，公司贷款规模YoY+33.1%，总资产YoY+16.8%，贷款/总资产为47.8%。
- **假设：**1) **四川省贷款增速：**22-24年CAGR保守预测为10%，中性预测为12%；2) **公司贷款增速：**2022年有望保持高增，预测为20-21两年均值26%左右，22-25年为预测项；3) **公司在四川省贷款市场份额：**结合区域金融竞争格局，并拆分成都在四川、公司在成都市场份额，预测22-25年从8.2%升至11.3%；4)公司非信贷类资产增速：预测21-25年保持10%左右的复合增速。

图48：成都银行资产扩张预测逻辑图



资料来源：四川省发改委，Wind，民生证券研究院预测

中期预测：21-25年总资产复合增速15%-16%

- **预测结果：1) 保守预测 (省贷款增速10%)**：截至2025年，公司**总贷款**有望达到7590亿元，21-25年**复合增速19.8%**；**总资产**有望增至1.35万亿元，**复合增速15.0%**。
- **2) 中性预测 (省贷款增速12%)**：预计至2025年，公司**总贷款**有望达到8157亿元，21-25年**复合增速22.0%**；**总资产**有望增至1.41万亿元，**复合增速16.2%**。

表12：成都银行资产扩张预测 (保守, 亿元, 21年红色项为预测数)

年份	四川省贷款	成都银行贷款	YoY (贷款)	总资产	YoY (总资产)
2019	62,494	2,310	24.3%	5,584	13.4%
2020	71,026	2,831	22.5%	6,524	16.8%
2021	80,340	3,680	30.0%	7,743	18.7%
2022E	88,374	4,637	26.0%	9,106	17.6%
2023E	97,212	5,622	21.2%	10,538	15.7%
2024E	106,933	6,632	18.0%	12,040	14.2%
2025E	117,626	7,590	14.4%	13,538	12.4%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

表13：成都银行资产扩张预测 (中性, 亿元, 21年红色项为预测数)

年份	四川省贷款	成都银行贷款	YoY (贷款)	总资产	YoY (总资产)
2019	62,494	2,310	24.3%	5,584	13.4%
2020	71,026	2,831	22.5%	6,524	16.8%
2021	80,340	3,680	30.0%	7,743	18.7%
2022E	89,981	4,637	26.0%	9,106	17.6%
2023E	100,779	5,828	25.7%	10,744	18.0%
2024E	112,873	7,000	20.1%	12,408	15.5%
2025E	126,417	8,157	16.5%	14,105	13.7%

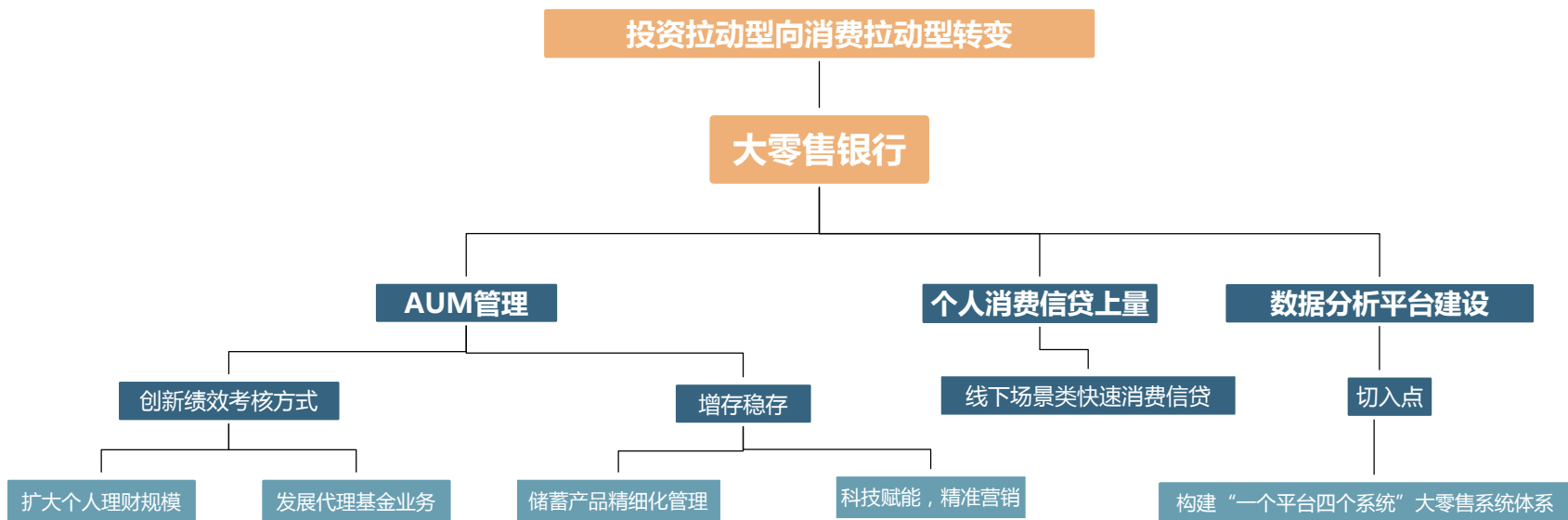
资料来源：Wind，民生证券研究院预测

04. 零售：战略引领， 蓄势待发

大零售战略引领，个人金融蓄势待发

- **公司具备发展零售业务的禀赋。**一方面，区域人口基数优势、居民财富不断积累以及消费潜力较大等构成公司发展零售业务的区域经济基础；另一方面，公司深耕本地业务，与当地企事业单位建立的密切合作关系，使公司成为成都市区各级政府部门及企事业单位的工资代发银行之一，并以此建立起优质的零售客户基础。
- **尽管公司强对公特点突出，但长期重视零售业务发展，并于2018年提出“大零售”战略。**公司早在2013年即提出从“交易型”向“营销型”的零售网点转型思路，2018年正式提出“大零售”战略，**主要包括财富管理（AUM管理）、个人消费贷上量以及数字化转型（数据分析平台建设）三部分，目标是支撑个人存款、资产和理财规模的有效增长。**

图49：成都银行“大零售”发展战略

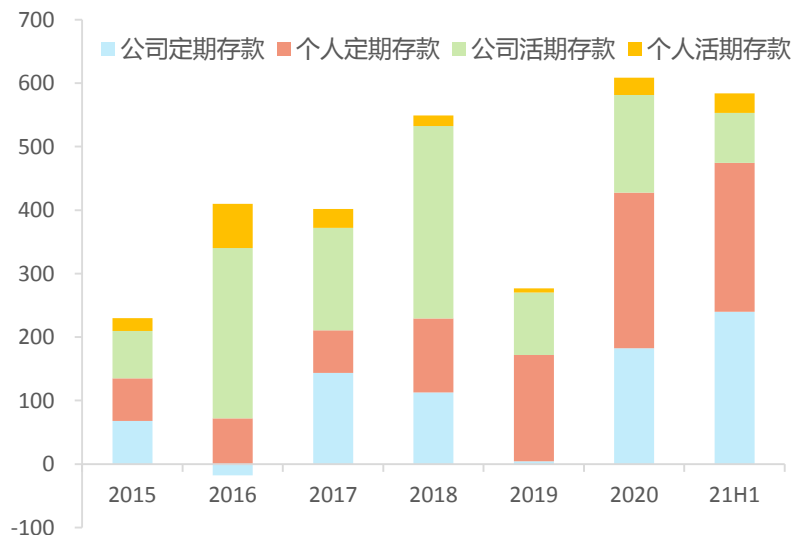


资料来源：公司财报，民生证券研究院整理

个人储蓄：增长显著，支撑长期扩张

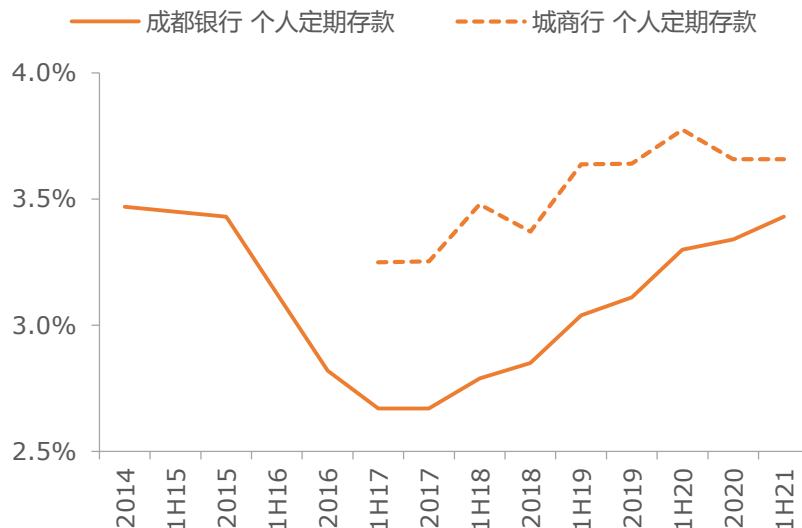
- **战略引领下，个人定存明显增长，带动个人存款占比提升。**公司将增存稳存作为工作重点之一，通过产品创新、精准营销以及数字化手段，推动个人定期存款自2018年以来愈加成为公司存款增长的主要来源，截至21H1，增量贡献度达40.1%，较2018年提升19pct，带动个人存款占比计息负债亦提升5pct。
- **个人定存增长支撑公司长期扩张。**尽管个人定存付息率高于其他存款品种，其快速增长或给公司带来短期的付息成本抬升，但公司个人定存成本仍稳定优于可比同业。而个人定存稳定性较强，是公司保持高速扩张重要的资金来源。

图50：成都银行截至21H1新增存款结构（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图51：定期存款成本率：成都银行 vs 可比同业

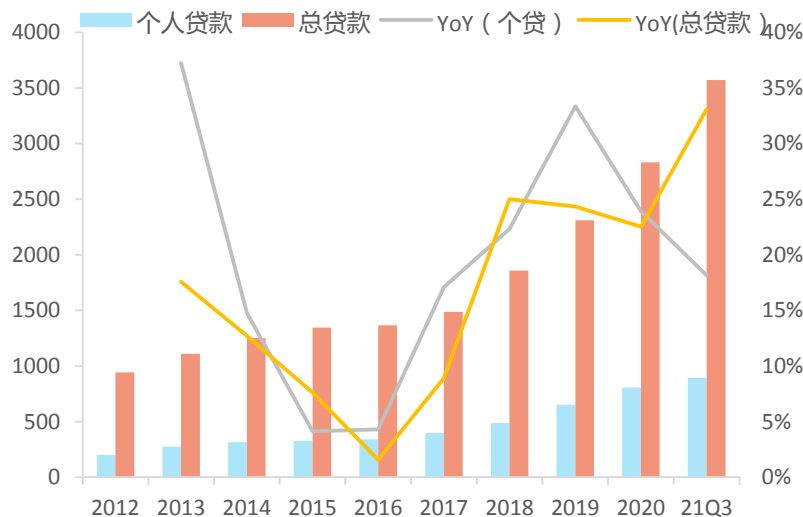


资料来源：Wind，民生证券研究院

个人贷款：当前结构对增长形成压制

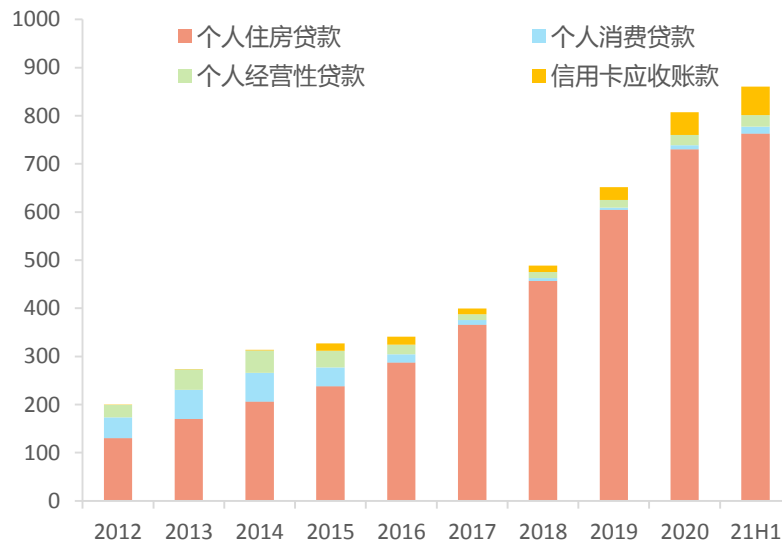
- 公司近年来按揭贷款投放显著增加，是2014后主动放缓消费贷投放后的个贷经营策略转变。前期高速膨胀、审批不严的影响逐渐浮现，消费贷不良率2014年起急速上升，在17H1达到17.36%，远超行业平均水平，公司改变个贷策略，加大风险相对较低的按揭贷款投放力度。
- 住房按揭贷款占比超监管上限，是2020年以来公司个贷增速出现回落的主要原因。截至21Q3，住房按揭贷款占个贷比重为88%，在总贷款中占比22.2%，超监管红线4.7pct，因此投放较为克制，也拉低了个贷整体增速。

图52：成都银行截至21H1个贷规模及增速（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图53：成都银行截至21H1个贷结构（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

个人贷款：增长空间仍旧广阔

- **住房按揭贷款占比超上限有望加速缓解。**一方面，区域战略升级背景下，公司高扩张确定性强，住房按揭贷款占比有望被动摊薄；另一方面，公司通过资产出表，实现更快速的压降和额度腾挪，2020年公司发行首期RMBS,规模近10亿元，是西部地方法人机构首单产品。
- **广义消费类信贷（包括消费贷、经营贷及信用卡）有较大增长潜力，但依赖于风控手段的提升。**住房按揭贷款暂时“失速”背景下，广义消费贷可以成为有益补充，因此公司将其作为“大零售”战略的主要内容之一，20H1以来发力明显。但持续起量依赖于较好的业务风险管理水平，截至21H1，公司消费+经营贷不良率达6.7%，尽管较高点有明显下降，但仍高于行业一般水平。

图54：成都银行个贷分品种增量（亿元）

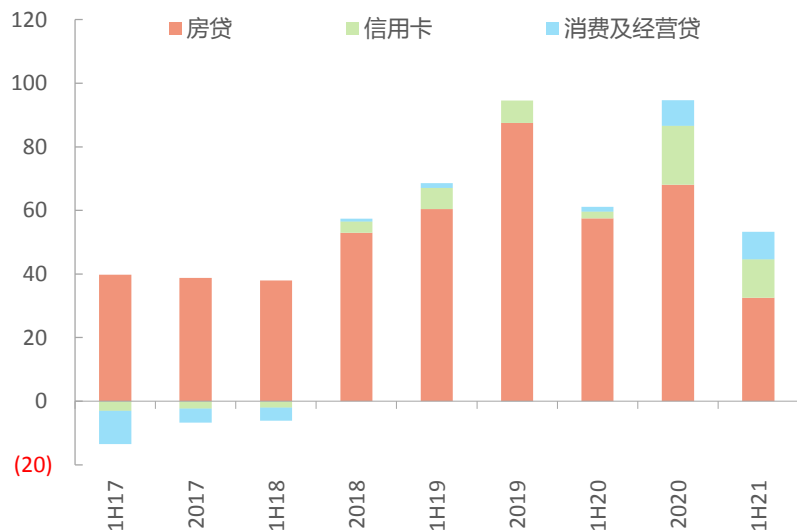
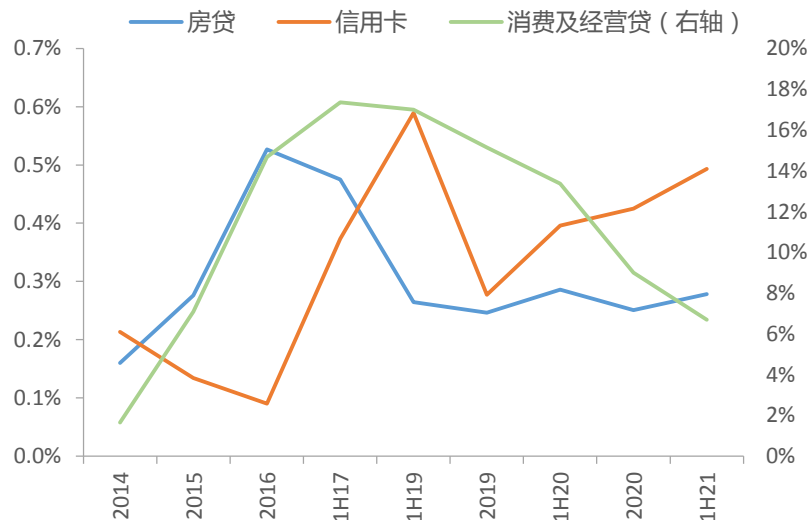


图55：成都银行截至21H1个贷细分不良率



资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

财富管理：长期看理财发力是关键

- 在区域居民财富长足积累基础上，公司的渠道布局也为发展财富管理提供坚实支撑。当前172家分支机构已经基本实现成都主城区全覆盖，并持续通过社区金融建设实现服务下沉，同时公司也在加速开拓线上渠道应用，借力互联网渠道进行业务拓展。
- 理财规模低基数上高增长，产品有品牌但类型不够丰富，静待理财子成立。2017年资管新规出台后，公司理财规模增速触底而后快速回升，截至21H1，非保本理财规模YoY+68.5%至577亿元；公司已形成“芙蓉锦程”系列理财品牌，但产品类型较单一；公司已于2019年发布《关于设立理财子公司的公告》，目前尚处于监管审批阶段，考虑到川内尚无银行获理财子牌照，公司牌照摘取的可能性较大，将有力推动公司财富管理核心环节的强化。

图56：成都银行截至21H1非保本理财规模及增速（亿元）

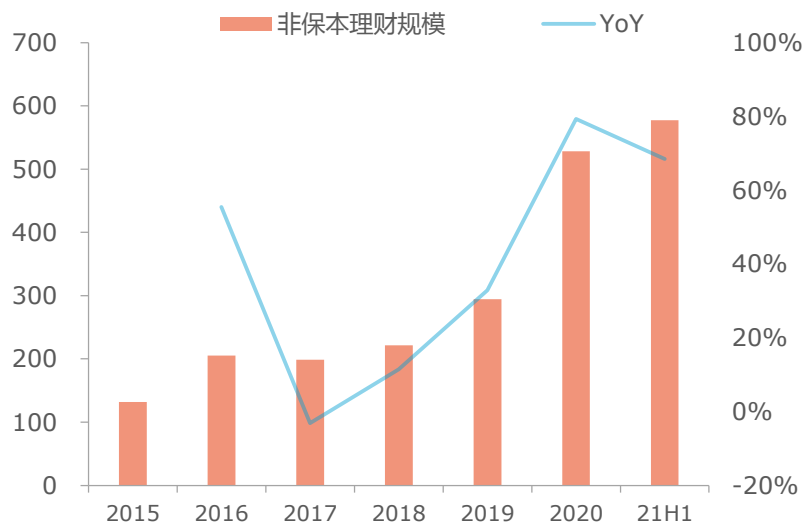


表14：成都银行存续理财产品类型分布（截至2022.4.4）

产品类型	产品期限	极低风险	低风险	其他
定期理财	180天以内	0	0	0
	181-300天	0	1	0
	300天以上	0	19	0
周期理财	180天以内	0	7	0
	181-300天	0	8	0
	300天以上	0	0	0
活期理财	/	0	1	0

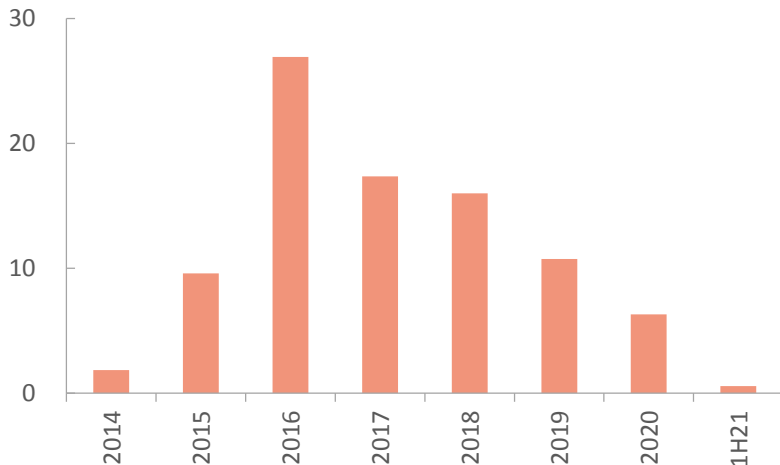
资料来源：公司官网，民生证券研究院

05. 从不良高企， 到极净报表

历史：曾经历风雨(2014-2015年)

- 公司此前背负一定的不良包袱。2014-2015年间四川省信用风险集中暴露，部分行业受宏观经济增速下行以及产能过剩的影响资金链出现断裂，公司的资产质量也遭受较大冲击。
- 新管理层积极进行不良处置。2014-2015年间进行3次不良贷款批量转出，同时大幅进行不良核销，2016年当年，核销及转出金额达27亿元，助力公司资产质量快速修复，先于本地同业走出不良周期。

图58：成都银行截至21H1不良核销及转出金额（亿元）



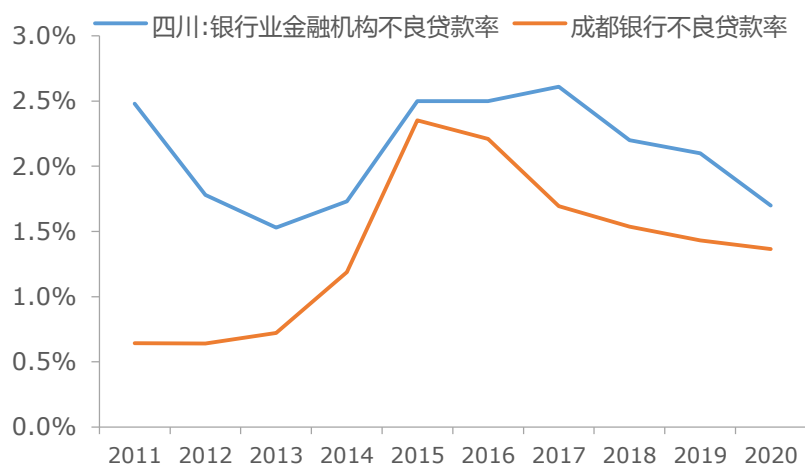
资料来源：Wind，民生证券研究院

图57：2014-2016年成都银行集中处置不良



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图59：成都银行不良率先于当地走出不良周期

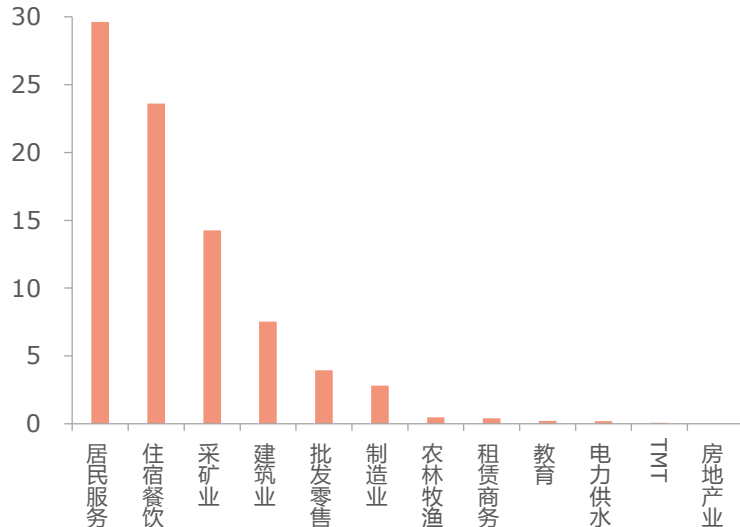


资料来源：Wind，民生证券研究院

历史：风险偏好拉低，沉稳至今(2016之后)

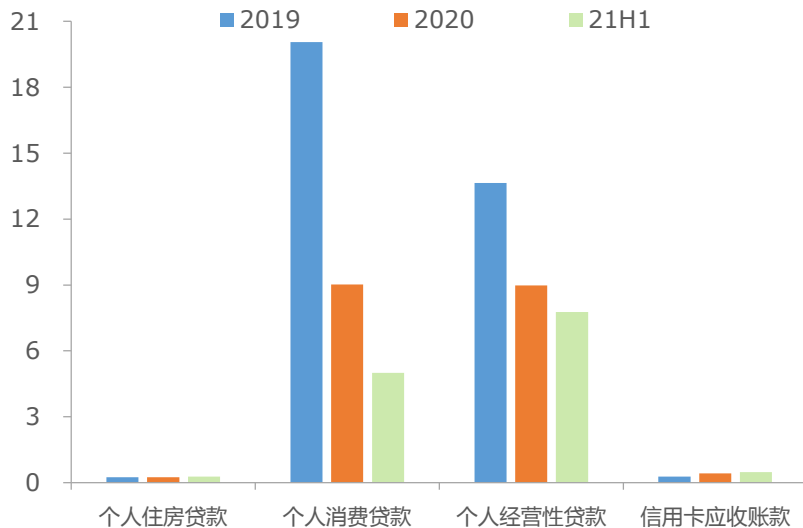
- **对公基建+零售按揭，支撑资产质量基本盘。**公司在经历信用风险集中暴露以及消费贷不良高企后，整体坚持低风险扩张策略，即对公重点发力基建（对应租赁商务服务行业），零售聚焦个人住房贷款。截至21H1，租赁商务服务占比对公贷款28.1%，自2017年来持续提升，不良贷款率仅为0.39%，2019年以来持续下降；个人住房贷款占比零售贷款近90%，不良贷款率仅0.28%。
- **拥抱产业升级+大零售转型，为长期资产质量向好奠定基础。**以公司TMT行业贷款为例，截至21H1不良率仅0.08%，伴随企业发展壮大，资产质量向好趋势有望进一步强化；消费贷、经营贷不良率虽高于住房按揭，但持续改善且增长空间十分广阔，能够有效摊薄不良。

图60：成都银行截至21H1对公贷款不良率（分行业，%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图61：成都银行2019-21H1个人贷款不良率（分品种，%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

不良：低于同业，认定较严

- **不良率曾高于同业，21Q1变为低于同业。** 2015年，成都银行不良率达到高点2.35%，此后一路下行，21Q1之后开始低于城商行均值。
- **逾期率从2019年就出现转折。** 2019年以前，成都银行逾期率曾经非常高，2019年之后，逐步下探，21H1成都1.19%，城商均值1.54%。
- **不良偏离度与城商均值相当。** 表明不良优于同业是实打实的，并非靠放宽分类标准。

图62：不良偏离度：成都银行 vs 同业均值

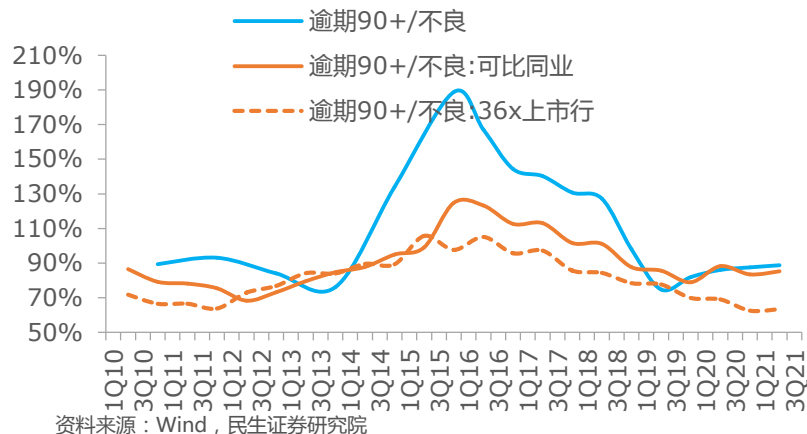


图63：不良率：成都银行 vs 同业均值

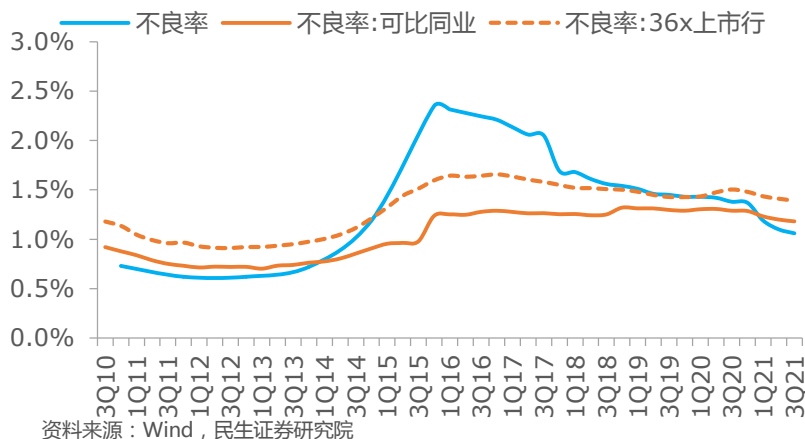
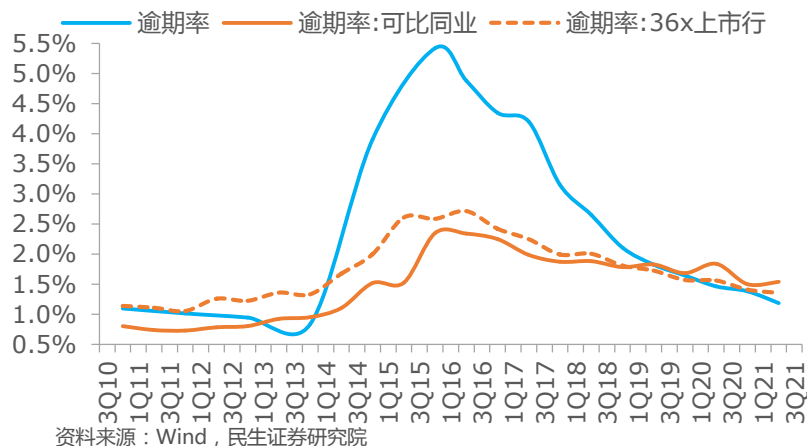


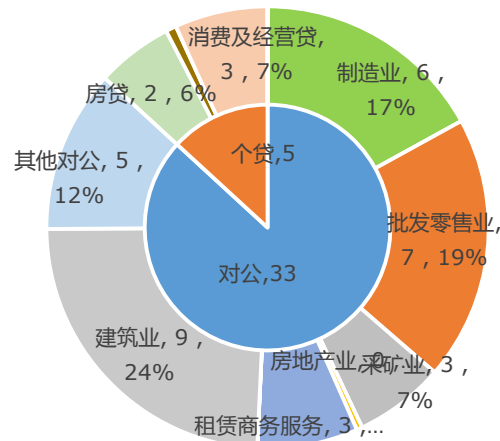
图64：逾期率：成都银行 vs 同业均值



不良：近九成在对公

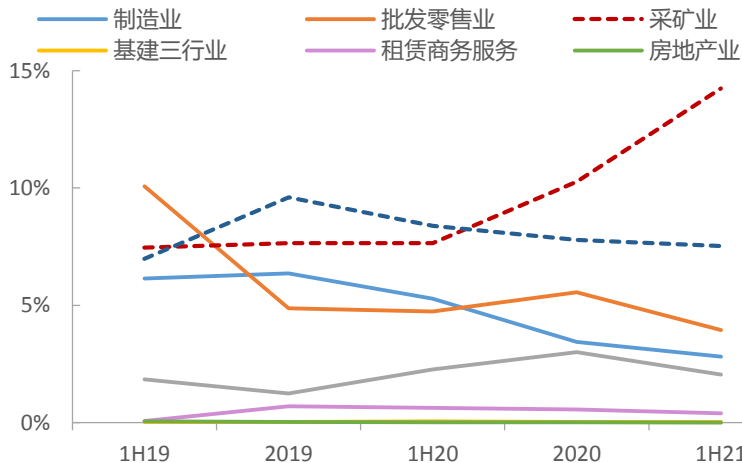
- **不良额近九成在对公。**不良贷款结构中，对公占87%，主要是制造业占25%，建筑业占24%，批发零售业占比19%。租赁商务服务业仅占7%。
- **对公低不良的基本盘。**租赁商务服务业的不良率为0.39%，基建三行业不良率为0.02%，成都银行对公主要靠这两类扩张，构成了低不良态势。
- **个贷不良持续优化。**21H1房贷不良率0.28%，为行业较低水平；此前消费及经营贷不良率较高，但近年来持续下降，21H1为6.70%。

图65：成都银行：截至21H1不良额分布饼图（亿元）



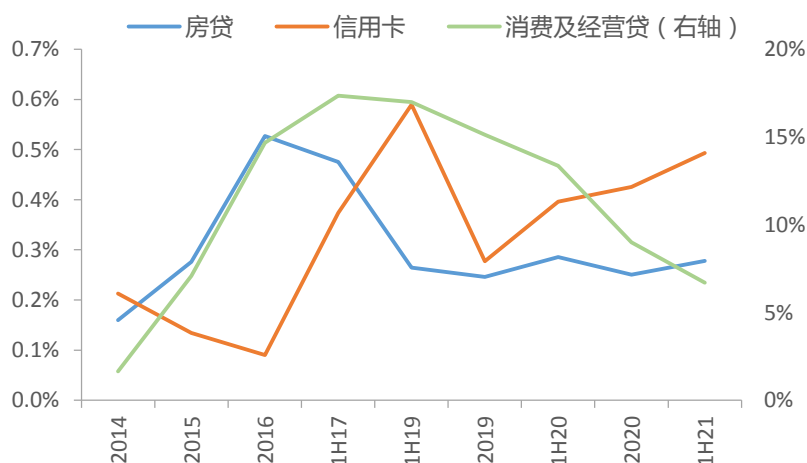
资料来源：Wind，民生证券研究院

图66：成都银行：对公细分行业不良率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图67：成都银行：零售贷款分类不良率



资料来源：Wind，民生证券研究院

拨备：正快速积累，优势在扩大

- **拨备覆盖率跳升，大超城商均值。**成都银行21Q3拨备覆盖率达387.4%，高于城商行均值76.4 pct，且优势仍在继续拉大。
- **拨贷比相较同业的优势也在扩大。**成都银行21Q3拨贷比达4.12%，高于城商行均值45BP，拨备绝对量也在提升过程中。
- **计提力度也略高于城商均值。**拨备覆盖率快速上行，一方面是不良率下降带来的；另一方面，自21H1以来，信用成本率高于同业，用稍大的拨备计提力度来储藏利润。

图69：拨备覆盖率：成都银行 vs 同业均值

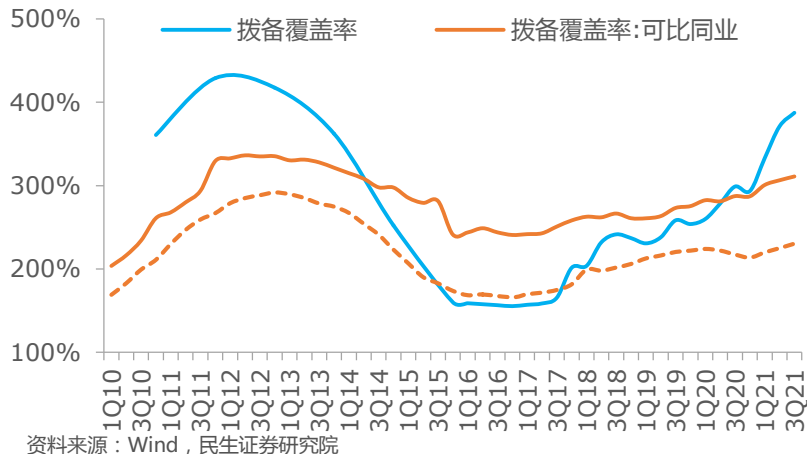


图68：信用成本率：成都银行 vs 同业均值

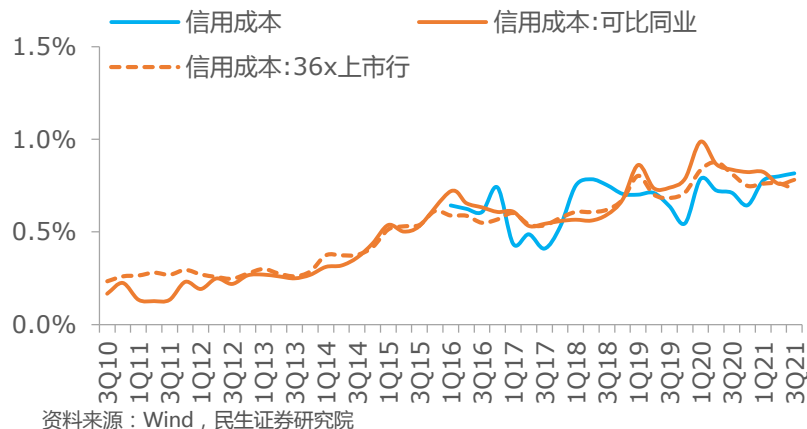
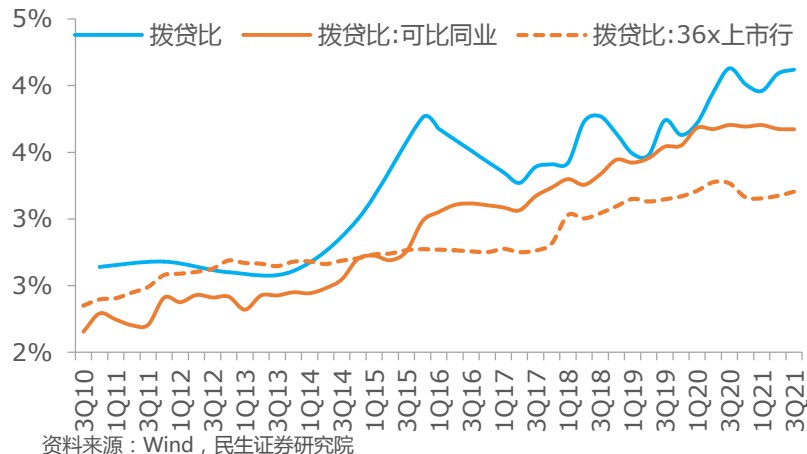


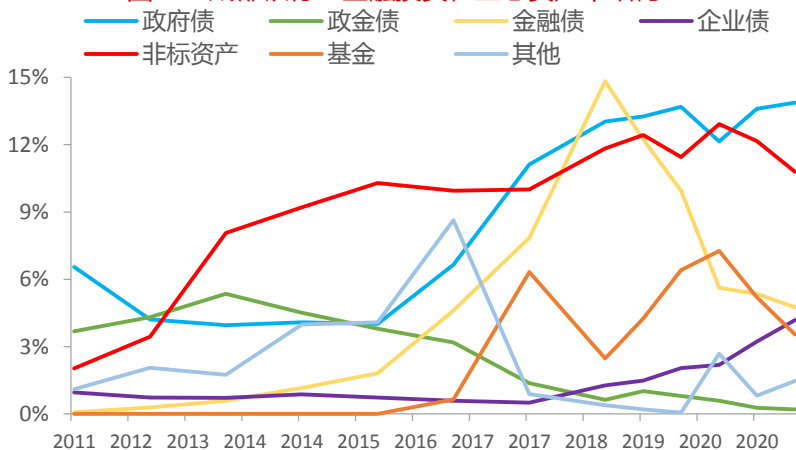
图70：拨贷比：成都银行 vs 同业均值



结构：优质资产占比提升

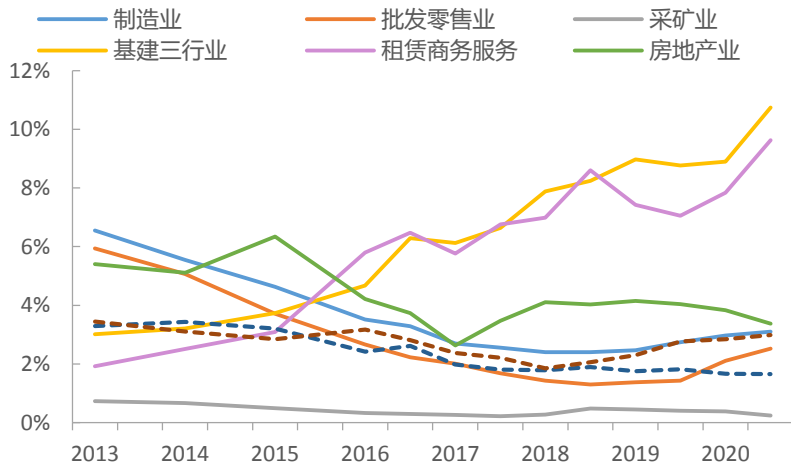
- **三大类资产的主体部分均较优质。**对公端，基建三行业+租赁商务服务业，21H1在生息资产端占比20.4%；零售端，住房按揭占10.3%；金融投资端，政府债占13.9%，非标资产占10.8%。
- **不良率下行态势有望持续。**基建三行业和租赁商务服务的占比快速提升，对公不良率有望持续下降；伴随常规核销过程，个贷中消费及经营贷的不良有望持续消化，从而降低整体不良率。
- **非标资产或仍与银政业务相关，资产质量较有保障。**尽管占比10.8%，其底层资产风险或不大。

图71：成都银行：金融投资在生息资产中结构



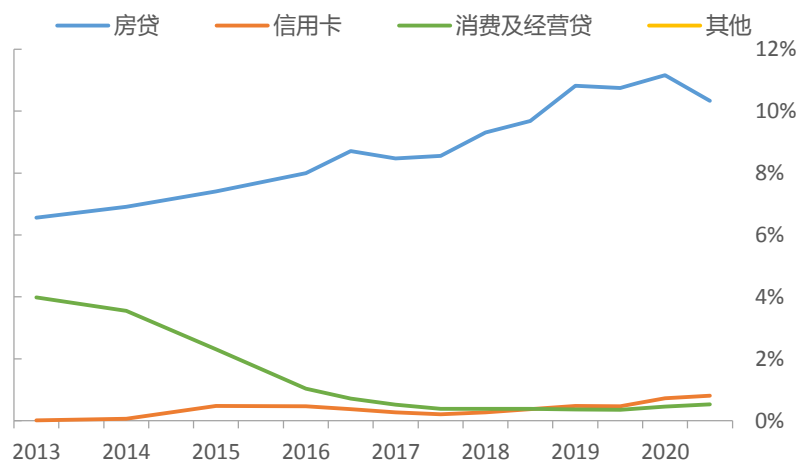
资料来源：Wind，民生证券研究院

图72：成都银行：对公贷款在生息资产中占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图73：成都银行：个贷在生息资产中占比

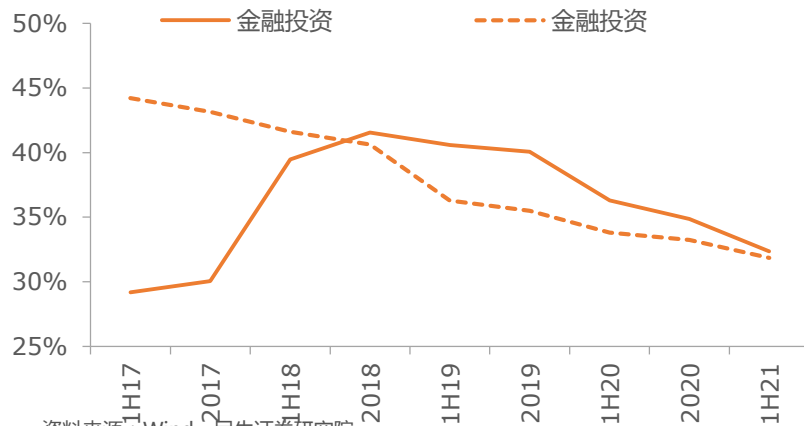


资料来源：Wind，民生证券研究院

结构：金融投资“去非标化”

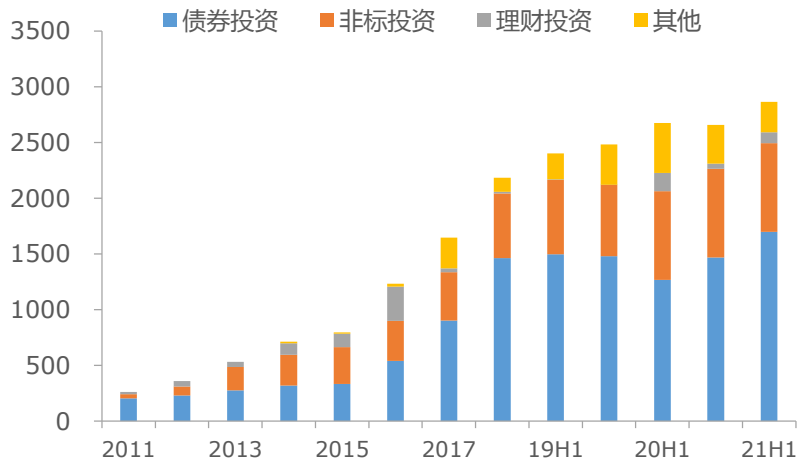
- **金融投资增速有所放缓。**公司金融投资在2016年起明显起量，主要是政府债投放的显著增加。2019年以来，伴随资产扩张向信贷回归，债券投资节奏放缓，带动金融投资增速下降。
- **非标投资趋于“停滞”，投资安全性向好。**在国内非标盛行时期，公司非标增速曾高达155%，现已回落至0水平，预计面临一定余额管控，但因为金融投资整体放缓，非标占比稳定在25%-30%之间，投资安全性向好空间仍存。

图74：资产端平均余额结构：成都银行（实线）vs 可比同业



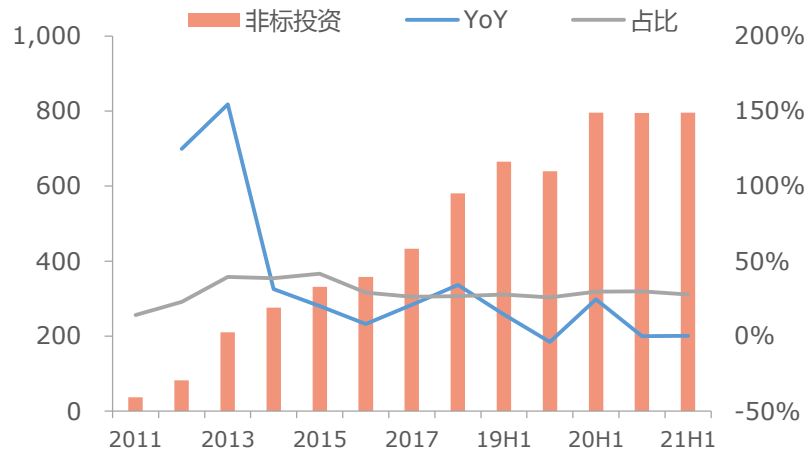
资料来源：Wind，民生证券研究院

图75：成都银行截至21H1金融投资结构变化（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图76：成都银行截至21H1非标投资规模及占比（亿元）

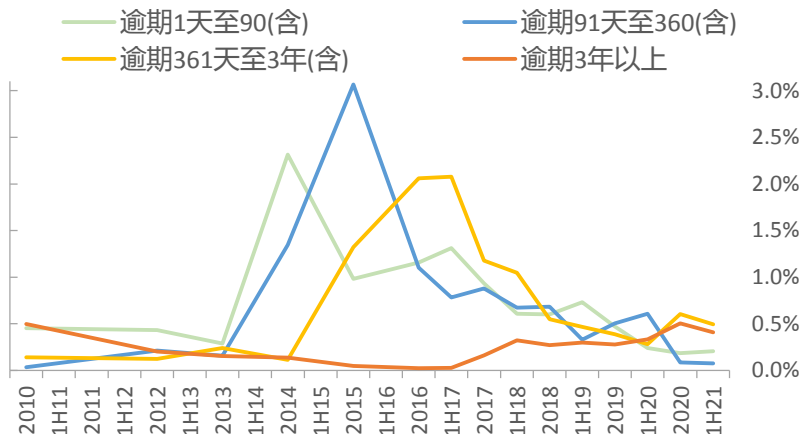


资料来源：Wind，民生证券研究院

未来生成：新发逾期低，不良或再降

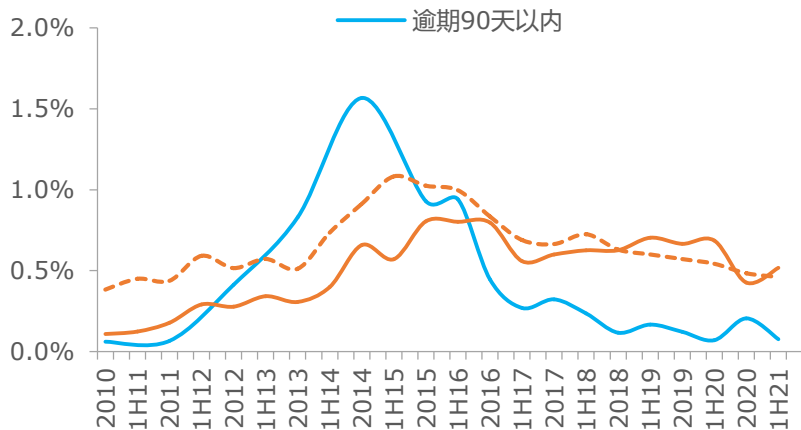
- **不良净生成率大幅低于城商均值。**成都银行21H1不良净生成率为-0.02%，而同期城商行均值是0.64%，而这种态势从2019年就开始了，
- **其主要原因是新发生逾期占比较低。**逾期90天以内占比可作为不良生成的前瞻指标，自2016年之后，成都银行该指标开始大幅低于银行同业，21H1为0.21%，比城商均值低31BP。
- **常规核销速度就能使不良率持续下降。**21H1较2020年末，逾期1年以上贷款比例出现显著下降。不良生成力度小，正常核销即可使其下降。

图77：成都银行：各档逾期贷款比率



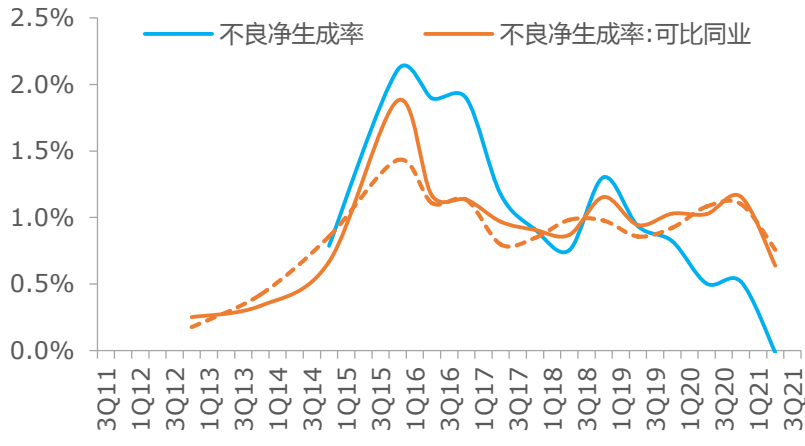
资料来源：Wind，民生证券研究院

图78：逾期90天以内比率：成都银行 vs 同业均值



资料来源：Wind，民生证券研究院

图79：不良净生成率：成都银行 vs 同业均值

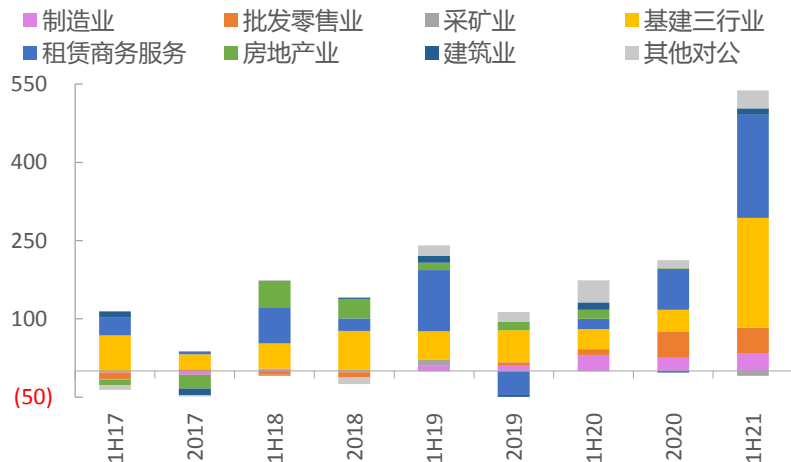


资料来源：Wind，民生证券研究院

未来生成：新投放较安全

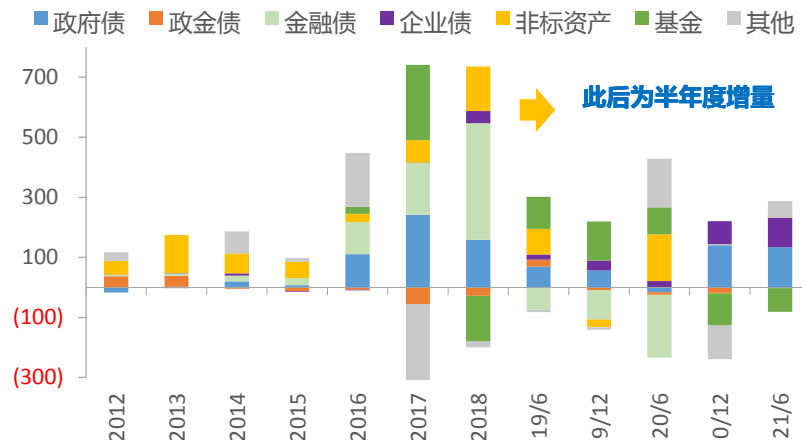
- **对公增量集中在基建类。**基建三行业+租赁商务服务业20H2、21H1分别增**120亿、408亿**，在对公整体增量中占比63%、74%，不良率很低。
- **金融投资增量以债券为主。**20H2、21H1两期，政府债分别增**141亿、134亿**，企业债分别增**76亿、98亿**，是金融投资的主要增量。
- **个贷增量主要仍为房贷。**21H1按揭增**33亿**，虽有下降，但仍为主体。信用卡、消费经营贷适度增加：信用卡风险偏好较低，不良率一直较低；消费及经营贷增量有限，或以个人经营类为主。

图81：成都银行：对公贷款增量结构（半年度，亿元）



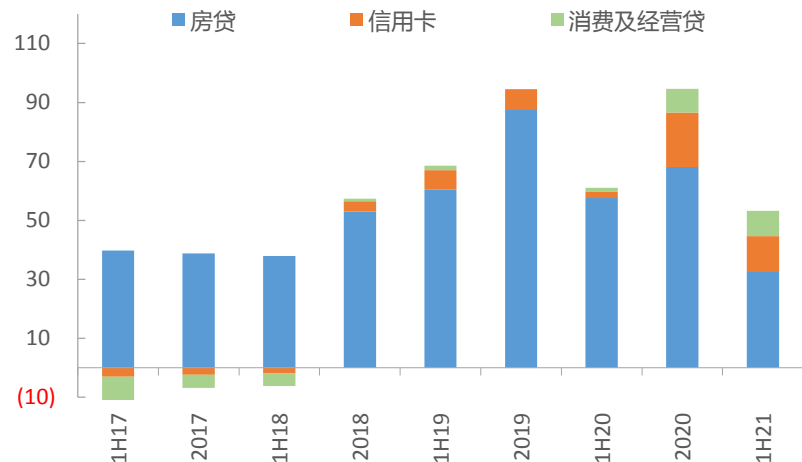
资料来源：Wind，民生证券研究院

图80：成都银行：金融投资增量结构（半年度，亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图82：成都银行：个贷增量结构（半年度，亿元）



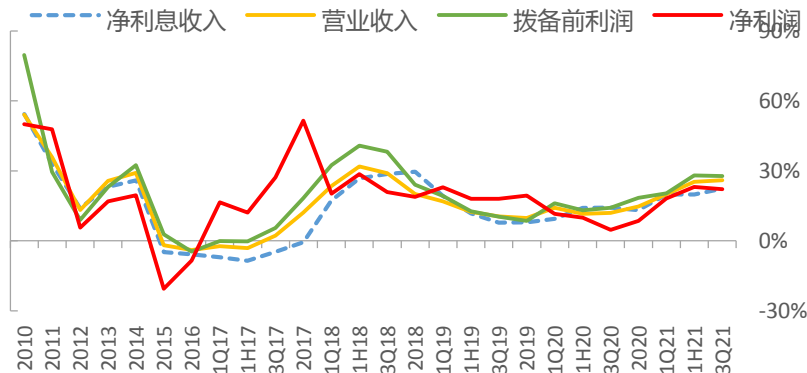
资料来源：Wind，民生证券研究院

06. 业绩高景气， 高ROE延续

复盘：当前处于新的景气期

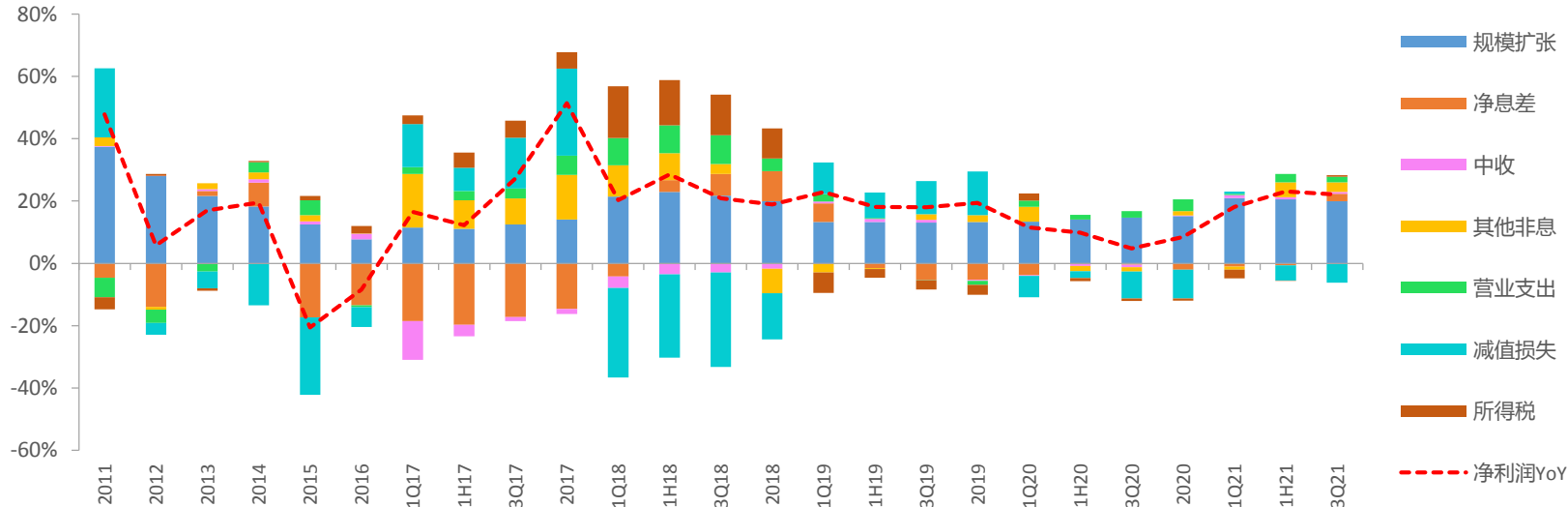
- 历史业绩可分五个阶段，当前处于新的景气期。1) 2010-2014年，扩张很快、息差提升、不良未露；2) 2015-2016年，不良暴露、息差下降、扩张收紧，业绩增速处于谷底；3) 2017-2018年，业绩增速大幅回升，高点处营收增速在30%+；4) 2019-2020年，营收增速触底企稳；5) 2021年至今，营收和利润增速双双上行，21Q3拨备前利润增速达27.9%。
- 高扩张支撑当前景气，多提拨备在保存实力。

图83：成都银行：业绩增速汇总



资料来源：Wind，民生证券研究院

图84：成都银行：净利润贡献因子拆解

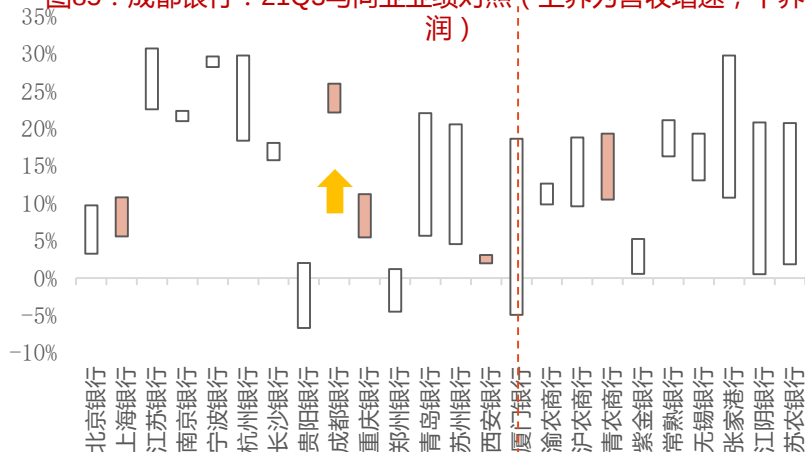


资料来源：Wind，民生证券研究院

对比：营收增速top3，利润蓄势待发

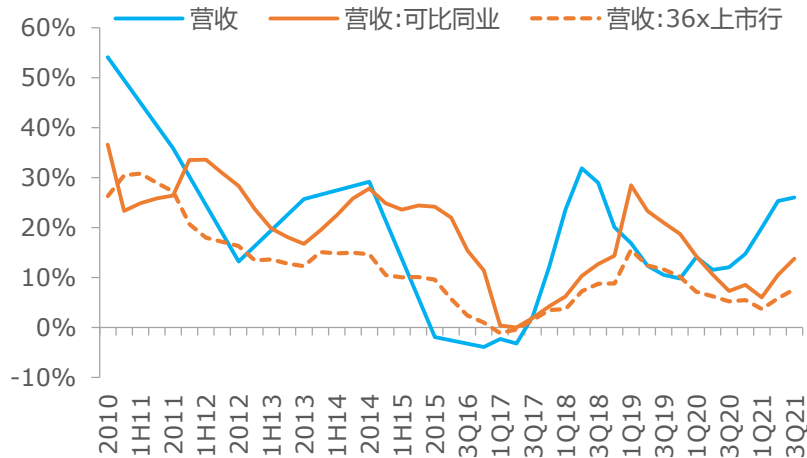
- **成都银行21Q3业绩在第一梯队。**营收增速26.0%，利润增速22.2%，营收增速在前三名，利润增速略保守，意在保存实力。
- **营收增速大幅高于城商均值。**业绩增长比较积极。自1H20后，成都银行营收增速高于城商均值，21Q3为26.0%，较城商均值高12.2 pct，优势拉大。
- **高扩张城商行中，仅成都的利润低于营收。**同期利润增速的优势是7.7 pct，表明其在利润增长上相对保守，或为后续保存实力。

图85：成都银行：21Q3与同业业绩对照（上界为营收增速，下界为利润）



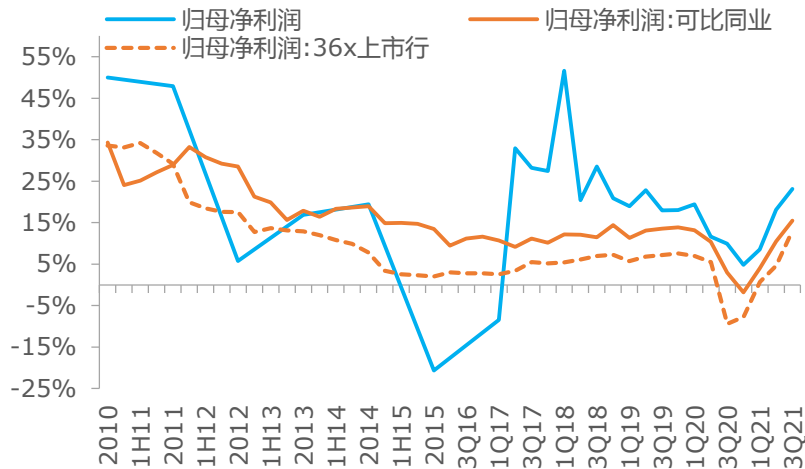
资料来源：Wind，民生证券研究院

图86：成都银行：营业收入同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图87：成都银行：归母净利润同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

对比：营收更依赖利息收入

- **成都银行更依赖利息收入。**21Q3净利息收入在城商行营收中占66%，而成都银行为80%。
- **中收占比低，具备成长空间。**21Q3中间业务收入在城商行营收中占13%，而成都银行为3%，显著偏弱。伴随着零售转型，未来成长空间较广阔。
- **高扩张对成都银行业绩的拉动更显著。**净利息收入在营收中占比高，也意味着，规模扩张或息差的边际变化，对成都银行业绩影响的弹性也更大，顺周期效应被放大，逻辑更为极致。

图88：成都银行：净利息收入在营收中占比

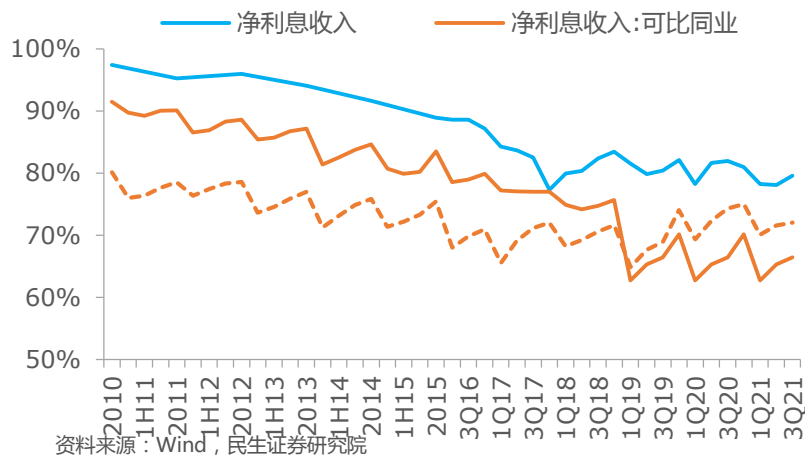


图89：成都银行：中收在营收中占比

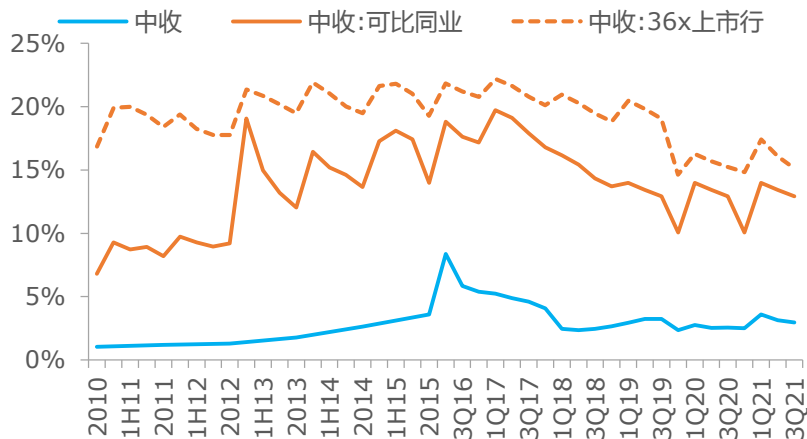
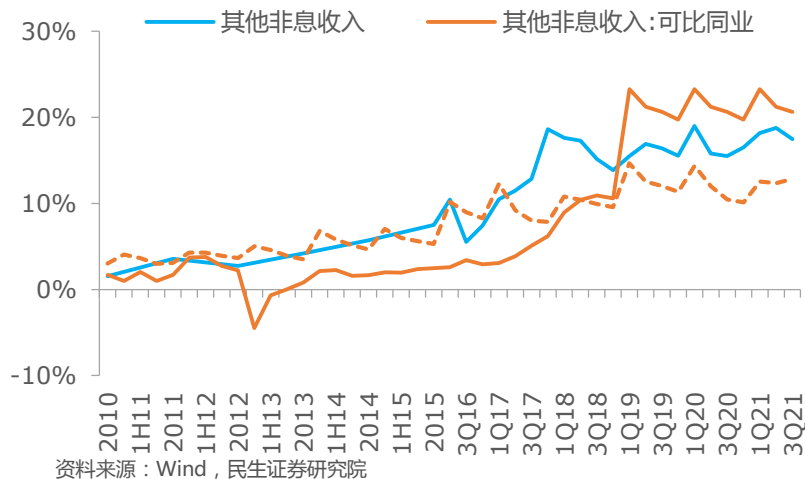


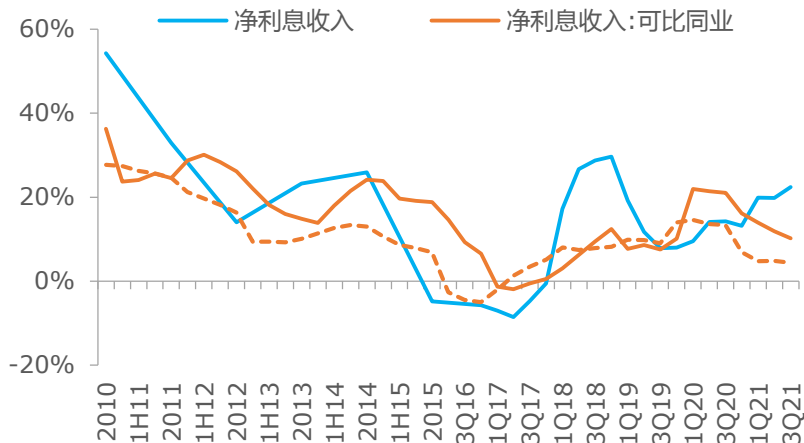
图90：成都银行：其他非息收入在营收中占比



对比：利息收入增速逆势向上

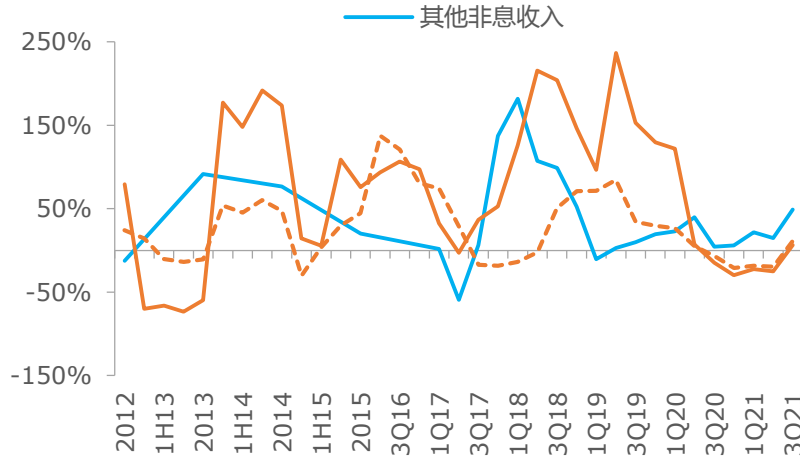
- 城商行净利息收入增速从高峰回落，而成都银行拾阶而上。净利息收入增速19Q3触底，之后进入上行通道，而城商行整体的净利息收入增速高点出现在20Q1-20Q3之间，之后便开始下行。成都银行与城商行整体背离的幅度拉大，21Q3其增速为22.4%，高出均值12.2 pct。
- 成都银行其他非息收入增速远超城商均值。21Q3成都银行其他非息收入YoY+48.9%，城商行均值仅为6.5%；这两部分合计占比不高，对营收的拉动不及净利息收入明显。

图91：成都银行：净利息收入YoY



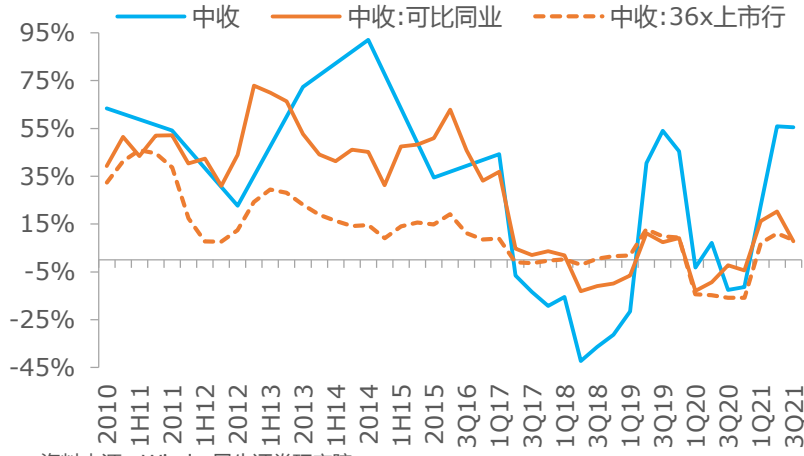
资料来源：Wind，民生证券研究院

图93：成都银行：其他非息收入YoY



资料来源：Wind，民生证券研究院

图92：成都银行：中收YoY

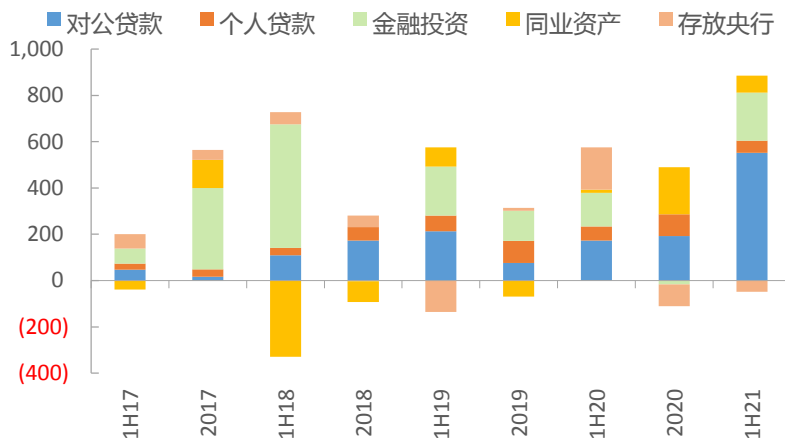


资料来源：Wind，民生证券研究院

扩张：连续五年高扩张超越同业

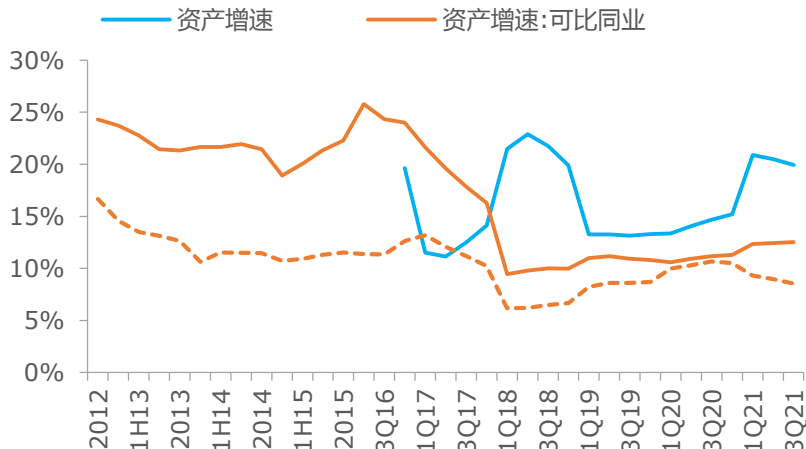
- **连续五年资产增速高于城商行均值。**自2017年以来，成都银行平均生息资产增速持续高于城商均值，2018年和21Q3更为突出，同比增速均为19.9%，分别高出城商均值9.9 pct、7.4pct。
- **靠对公贷款和金融投资支撑扩表。**21H1对公贷款净增552亿元（其中基建三行业+211亿元，租赁商务服务业+197亿元），金融投资净增207亿元（其中政府债+134亿元，企业债+98亿元）。
- **高扩张之时，资本消耗较快。**截至21Q3，其核心一级资本充足率8.34%，距监管底线84BP。

图94：成都银行：生息资产大类增量（半年度，亿元）



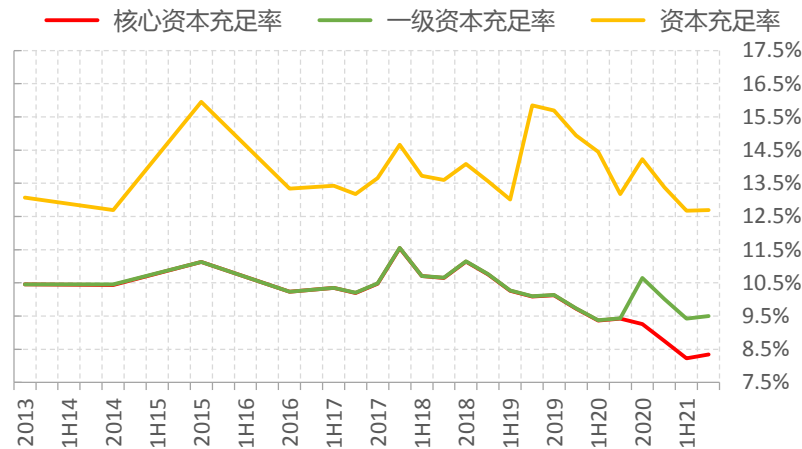
资料来源：Wind，民生证券研究院

图95：生息资产增速：成都银行 vs 城商均值



资料来源：Wind，民生证券研究院

图96：成都银行：三档资本充足率

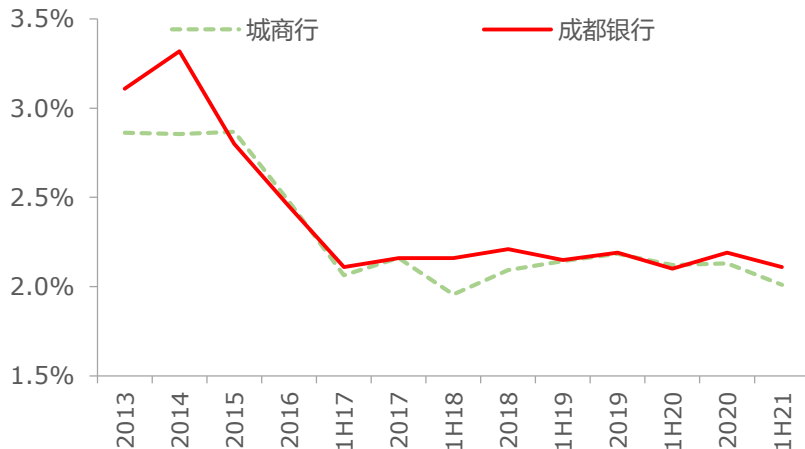


资料来源：Wind，民生证券研究院

净息差：出奇平稳，不落下风

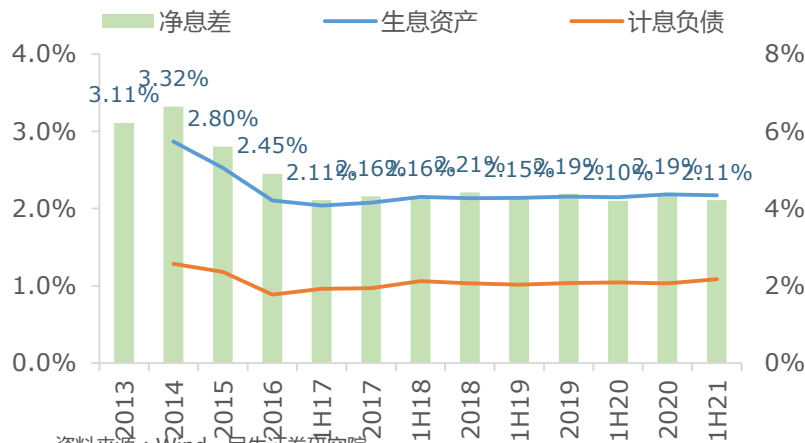
- 成都银行净息差在可比优秀同业中，不落下风。1H21为2.11%，长沙银行、宁波银行、江苏银行比他高，杭州银行、南京银行比他低。
- 自2017年以来净息差非常平稳，下行期更显优势。近5年来，成都银行净息差在2.15%附近窄幅波动。在1H18和1H21城商整体净息差出现压力时，成都银行净息差的稳定性的优势凸显，使其能略高于城商均值。
- 净息差的平稳有其原因。资产端和负债端利率的平稳，是其资产端以银政类为主所造成的。

图98：净息差：成都银行 vs 城商行均值



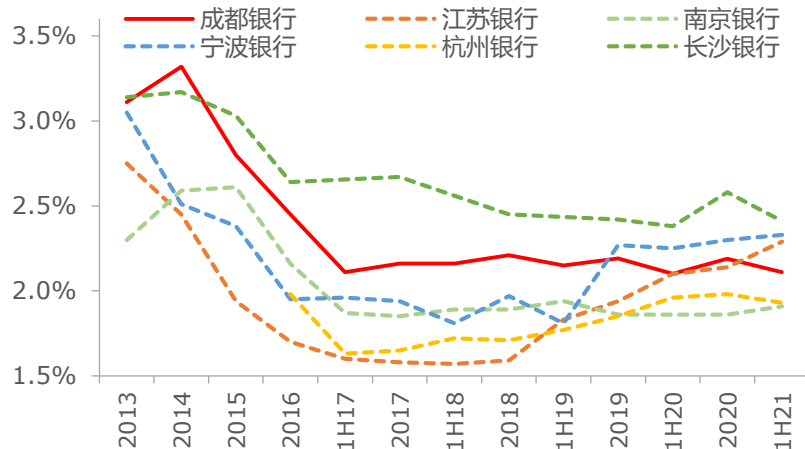
资料来源：Wind，民生证券研究院

图97：成都银行：净息差两端分解



资料来源：Wind，民生证券研究院

图99：净息差：成都银行 vs 可比同业

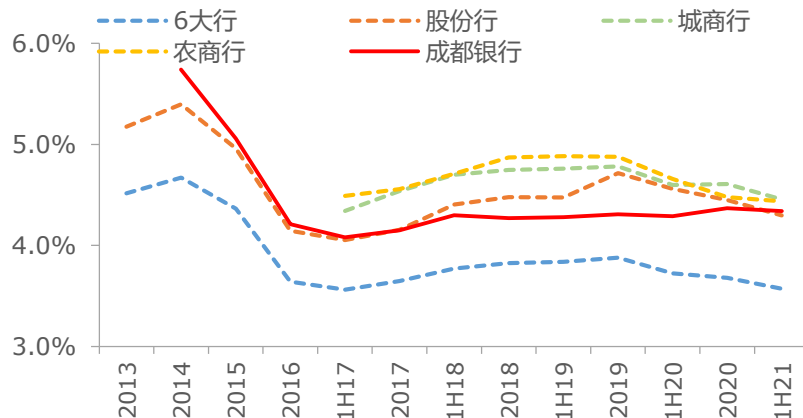


资料来源：Wind，民生证券研究院

净息差：资产收益率坚挺，有潜力

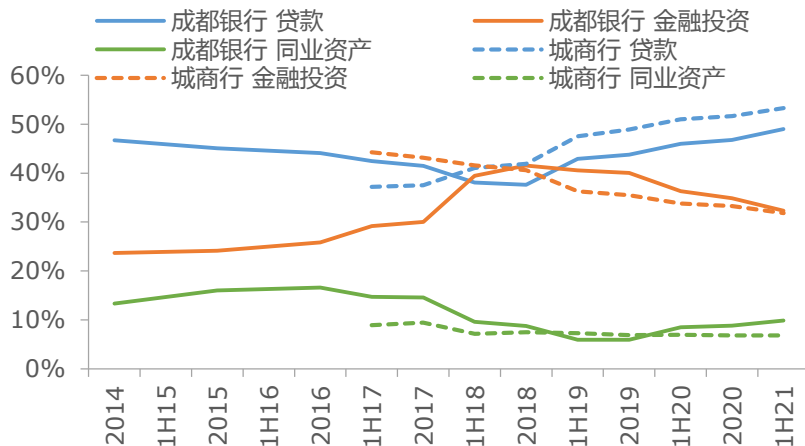
- **资产端收益率：城商行下行，但成都银行坚挺。**
自2017年来，成都银行比城商均值低40-50BP，但2020年以来，伴随着城商均值下降，成都银行因较稳定，故21H1差距收窄至12BP。
- **较低原因在于：贷款占比低一截；对公银政类业务利率较低；个贷以房贷为主，收益率也较低。**
- **稳定的原因在于：基建类贷款利率弹性更小，利率下行期更占优；金融投资利率稳定较高。**
- **未来提升点：贷款占比提升，高收益个贷扩张。**

图100：资产端收益率：成都银行 vs 各组银行



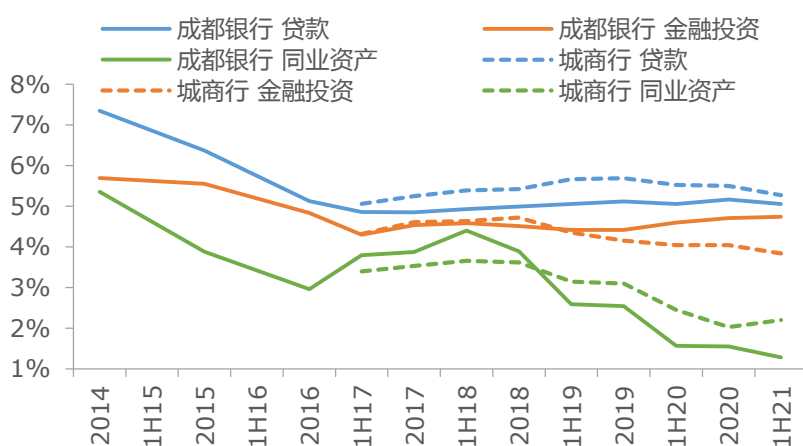
资料来源：Wind，民生证券研究院

图101：资产端占比结构：成都银行 vs 城商均值



资料来源：Wind，民生证券研究院

图102：资产端收益率：成都银行 vs 城商均值

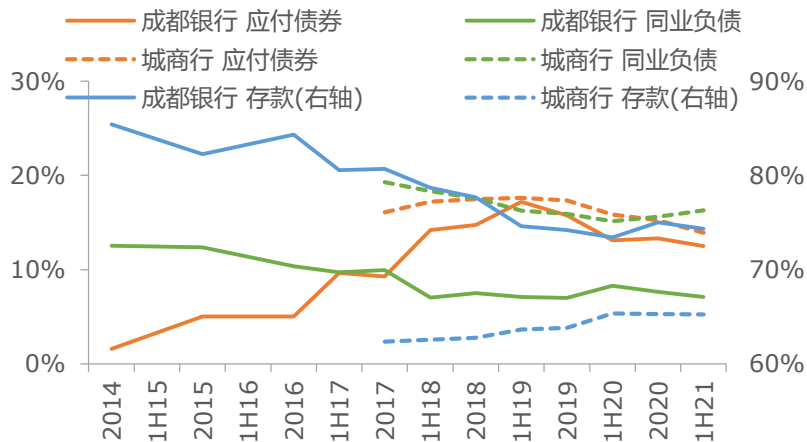


资料来源：Wind，民生证券研究院

净息差：负债端继续保持优势

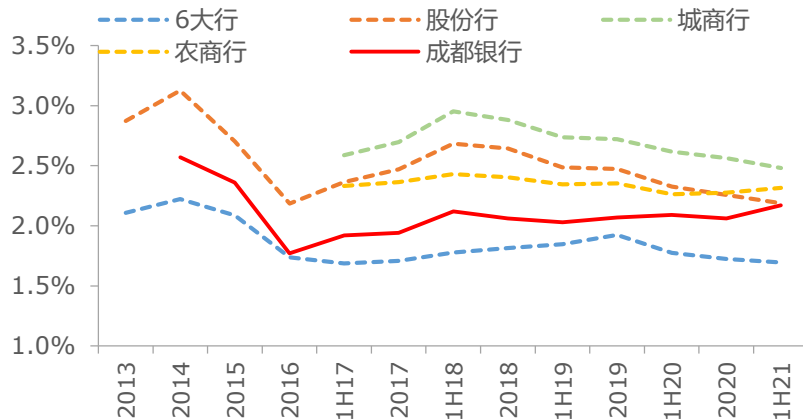
- **负债端成本率：成都银行长期低于城商均值。**自近几年，成都银行比城商均值低60-70BP，但2020年以来，伴随着城商均值下降，成都银行因较稳定，故21H1差距收窄至12BP。
- **较低原因在于：**对公银政类业务吸纳较多低成本核心存款，不像城商行整体要依赖结构性存款；公司活期存款占比较高。
- **稳定的原因在于：**基建类贷款利率弹性更小，利率下行期更占优；金融投资利率稳定较高。
- **未来提升点：**存款占比提升，低成本负债沉淀。

图104：负债端占比结构：成都银行 vs 城商均值



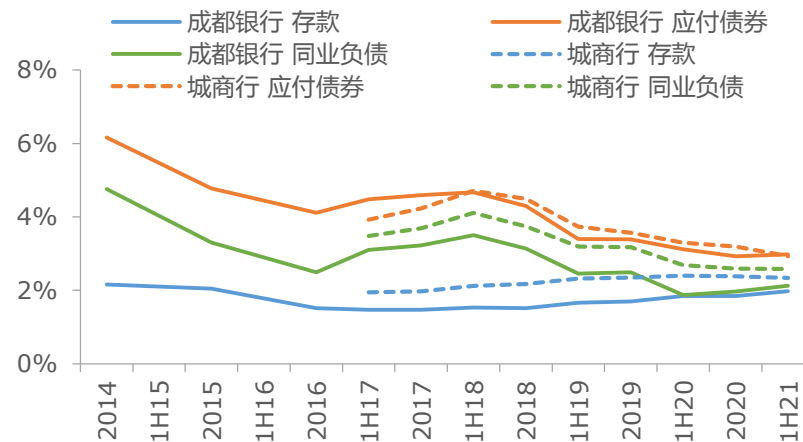
资料来源：Wind，民生证券研究院

图103：负债端付息率：成都银行 vs 各组银行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图105：负债端付息率：成都银行 vs 城商均值

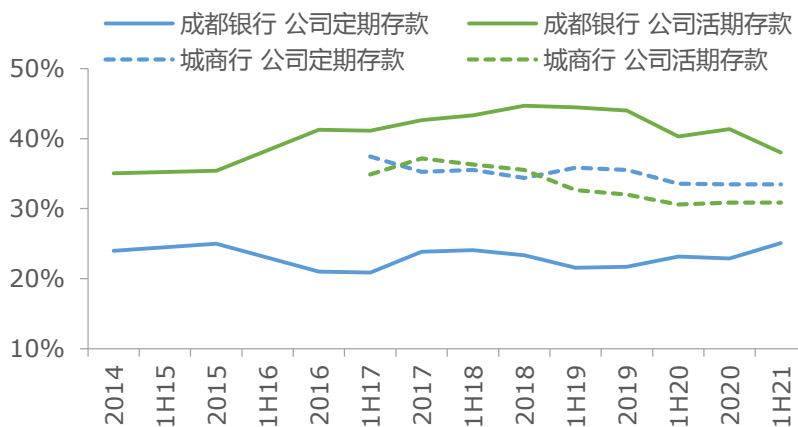


资料来源：Wind，民生证券研究院

净息差：存款结构和价格都占优

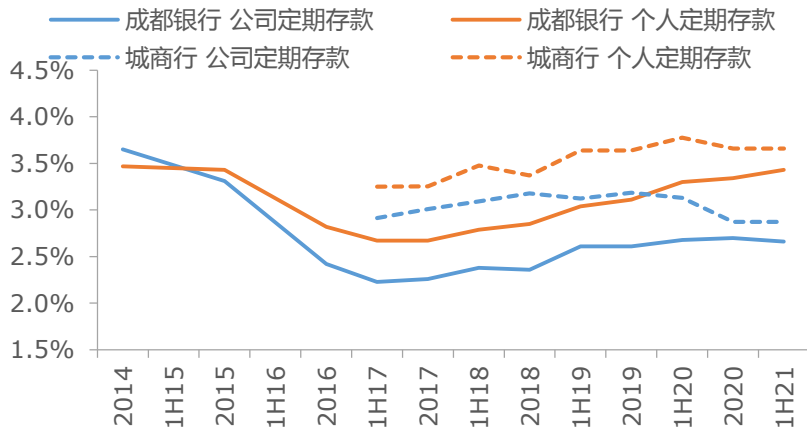
- **结构上：成都银行公司活期存款占比更高。**
21H1公司活期存款在负债端占比，成都银行38%，城商均值31%，高7 pct；公司定期存款，成都银行25%，城商均值33%，低8 pct。
- **价格上：四类存款付息率都低于城商均值。**对公定期利率低，是由其客户结构偏向政府类基建类，其中财政存款占比或不低；个人定期利率低，源于代发业务带来的储蓄积淀。
- **已成护城河：**存款这些特征，使成都银行受存款价格波动影响较小，在成本上行期优势明显。

图106：公司存款平均余额占比：成都银行 vs 城商均值



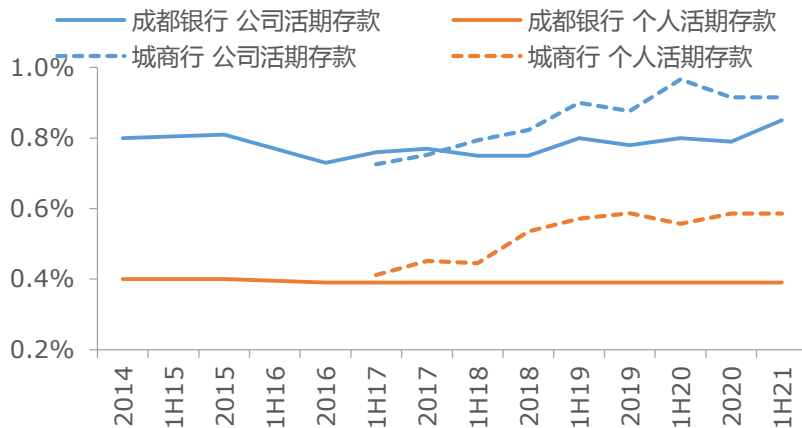
资料来源：Wind，民生证券研究院

图107：负债端占比结构：成都银行 vs 城商均值



资料来源：Wind，民生证券研究院

图108：负债端付息率：成都银行 vs 城商均值



资料来源：Wind，民生证券研究院

中收：大零售转型，见中收潜力

- **中收“基础薄弱”，增长空间广阔。**公司中收在营收中的占比长期处于较低水平，截至21Q3，占比不足3%，显著低于可比同业10pct，但实现了45.3%的同比增速，大幅高于可比同业36.8pct。
- **发力“大零售转型”，布局财富管理，中收增长可期。**理财业务是公司中收的主要构成，截至21H1，占比超60%。财富管理布局下，理财是重要抓手，在财富积聚和渠道铺设基础良好的基础上，随着产品类型的丰富以及未来或成立理财子，理财业务的业绩增长预计较为可观。

图110：成都银行截至21Q3营收结构

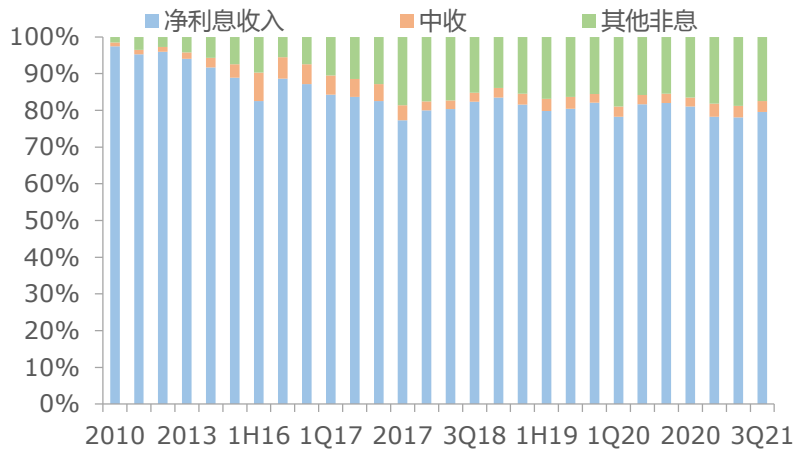


图109：成都银行理财规模和中收（亿元）

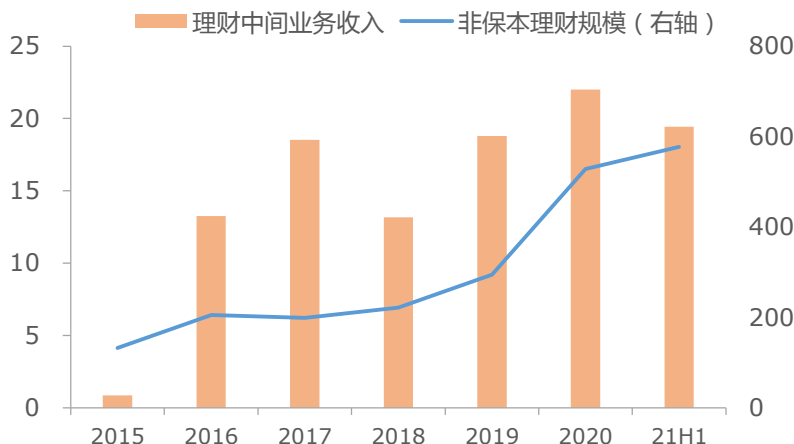
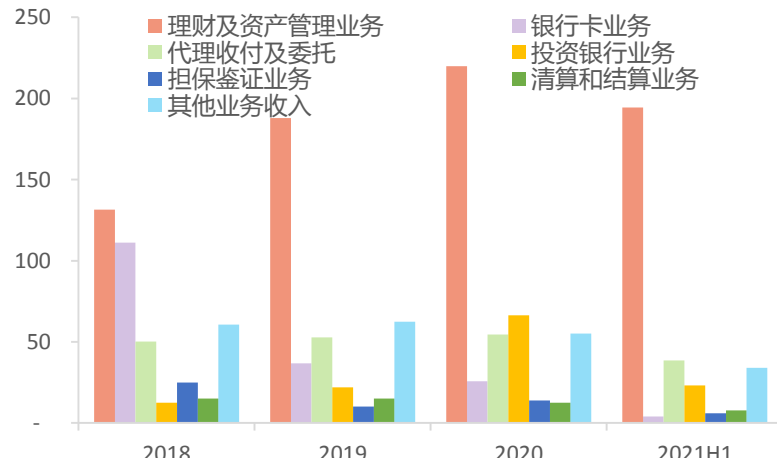


图111：成都银行：2018-21H1中收增长结构



回报率：转股不改高ROE地位

- 自17年来，成都银行ROA显著优于城商均值。成都在1.0%附近，而城商均值在0.85%附近，这是近几年进入业绩高景气阶段决定的。
- ROE稳定在16%附近，保持在城商行前三名。自17年来，成都银行ROE就保持了高位稳定局面，2019、21Q3的ROE仅次于宁波，2020年甚至超过了宁波，成为城商行之首。
- 可转债如果转股，对ROE的影响有限。在21年至今高扩张助推下，业绩高涨，即使80亿可转债于2022年内转股，ROE仍可攀升到18%左右。

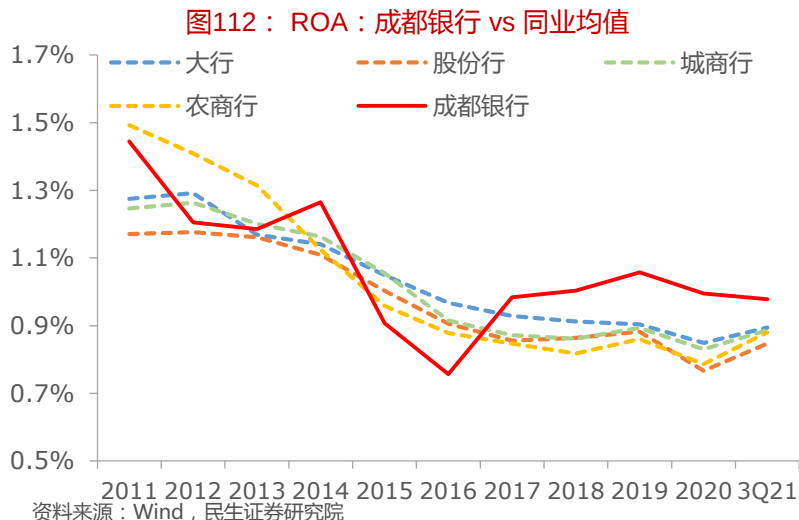
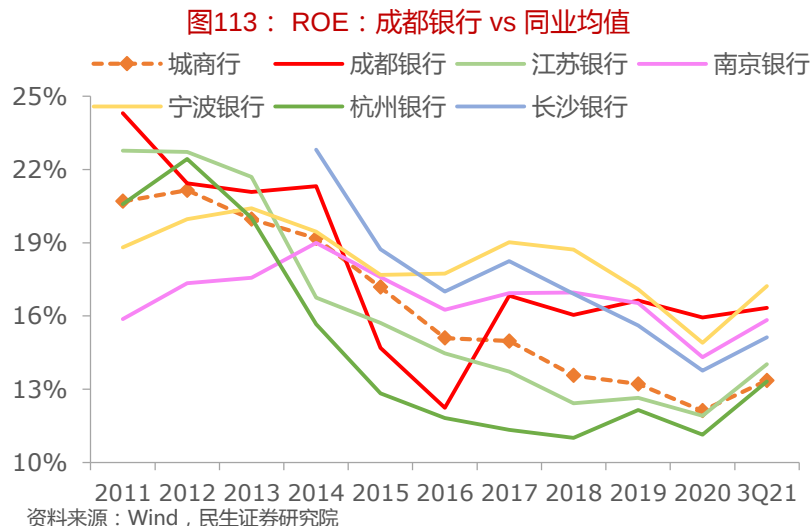


表15：成都银行：可转债转股对ROE影响

	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润增长率	8.5%	28.7%	22.3%	24.5%
假设2022年内未转股：				
归属母公司普通股净资产	400	455	521	611
ROE	15.9%	18.1%	19.4%	20.9%
假设2022年内全部转股：				
归属母公司普通股净资产	400	455	601	691
ROE	15.9%	18.1%	18.0%	18.3%
转股对ROE的摊薄效应			-1.4%	-2.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院



07. 盈利预测与投资建议

盈利预测假设与业务拆分

■ 关键假设：

- **1、规模增速：**基于银政合作深厚基础，公司有望充分享受区域战略升级带来的大量基建投资机会，结合四川省十四五规划的贷款增速目标，预测21-23年贷款同比增速为20.0%、19.0%和18.5%，总资产同比增速为14.2%、15.3%和14.2%。
- **2、净息差：有望保持稳定向好。**近年来公司净息差稳定性显著高于同业，主要是银政业务占比高所致。资产端，贷款占比有望持续提升，高收益个贷品种有望逐渐发力，收益率有抬升潜力；负债端，存款占比有望持续提升，财富管理发展利好低成本负债沉淀，低成本率优势有望延续。预测21-23年净息差为2.19%、2.24%和2.30%。
- **3、非息业务收入：**大零售战略下，公司净手续费收入增长有望保持强劲；利率市场环境相对宽松且较为平稳，利好交易性质的债券投资收益，提振其他非息业务收入。预测21-23年非息收入同比增速为8.0%、9.0%和12.0%，净手续费收入同比增速为5.0%、5.0%和5.0%。
- **4、资产质量：**历史包袱已卸下；低风险扩张策略助推资产结构持续改善，潜在不良风险较低。预测21-23年不良贷款率为1.17%、1.02%和0.98%，拨备覆盖率329.8%、379.8%和398.1%。
- **根据以上假设，我们预计2021-2023年公司营收同比增速分别为25.4%、15.5%和16.5%，归母净利润增速分别为28.6%、22.3%和23.9%。**
- **投资建议：**成渝迎重大发展机遇期，公司立足深厚银政合作基础，对公业务以基建为矛，借力产业谋长远布局，形成长短皆备的高扩张逻辑；大零售战略引领下，个贷、财富管理蓄势待发；卸下历史包袱，资产质量持续向好，不良净生成率降至“0”水平；业绩有望保持高景气，助力高ROE延续。预计21-23年EPS分别为2.15元、2.35元和2.91元，2022年4月20日收盘价对应1.0倍22年PB，与可比公司均值、中位数基本持平，显著低于宁波银行，维持“推荐”评级。

表16：盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,600	18,307	21,136	24,632
增长率（%）	14.7	25.4	15.5	16.5
归属母公司股东净利润（百万元）	6,025	7,749	9,475	11,744
增长率（%）	8.5	28.6	22.3	23.9
每股收益（元）	1.67	2.15	2.35	2.91
PE	9	7	7	5
PB	1.4	1.2	1.0	0.9

资料来源：wind，民生证券研究院预测 注：股价为2022年4月20日收盘价，可比公司2021EPS为实际值

表17：可比公司PB数据对比

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PB（倍）		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002142.SZ	宁波银行	36.98	2.50	2.96	3.52	2.1	1.8	1.6
600926.SH	杭州银行	15.01	1.17	1.43	1.68	1.4	1.2	1.1
600919.SH	江苏银行	7.30	1.02	1.33	1.72	0.8	0.7	0.6
601009.SH	南京银行	11.71	1.31	1.58	1.72	1.2	1.1	1.0
平均值						1.4	1.2	1.1
中位数						1.3	1.2	1.1
601838.SH	成都银行	15.50	1.67	2.15	2.35	1.4	1.2	1.0

资料来源：wind，民生证券研究院预测 注：股价为2022年4月20日收盘价，可比公司2021EPS为实际值

08. 风险提示

风险提示

- **1、宏观经济形势下行。**受外部环境及内需影响，经济增速面临一定下行压力，居民、企业信贷需求走弱，行业扩张放缓。
- **2、区域信用风险显现。**区域特定产业或部分大客户，受疫情反复等因素的持续影响，经营恶化，信用风险暴露。
- **3、转型进度不及预期。**受经济发展变化、客户需求改变等影响，大零售战略转型有所放缓。
- **4、可转债转股不及预期。**受行业整体估值情况及公司实际业绩增长等影响，估值未实现有效提升，导致转股不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（亿元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入	118	153	179	210
手续费及佣金	4	4	4	4
其他收入	24	26	29	32
营业收入	146	183	211	246
营业税及附加	-1	-2	-3	-3
业务管理费	-35	-36	-37	-39
拨备前利润	110	145	172	204
计提拨备	-41	-55	-62	-69
税前利润	68	89	109	135
所得税	-8	-12	-14	-18
归母净利润	60	77	95	117

资产负债表（亿元）	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款总额	2,831	3,397	4,043	4,790
同业资产	434	478	516	557
证券投资	2,657	2,922	3,273	3,666
生息资产	6,539	7,445	8,512	9,728
非生息资产	99	134	229	260
总资产	6,524	7,448	8,585	9,801
客户存款	4,376	5,076	5,837	6,713
其他计息负债	1,181	1,299	1,472	1,670
非计息负债	507	557	613	675
总负债	6,063	6,932	7,923	9,057
股东权益	461	516	662	745

收入增长	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润增速	8.5%	28.6%	22.3%	23.9%
拨备前利润增速	18.8%	31.8%	18.6%	19.0%
税前利润增速	9.3%	31.0%	22.3%	23.9%
营业收入增速	14.7%	25.4%	15.5%	16.5%
净利息收入增速	13.2%	29.5%	16.7%	17.4%
手续费及佣金增速	22.6%	5.0%	5.0%	5.0%
营业费用增速	3.3%	3.5%	3.0%	5.0%

规模增长	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产增速	17.1%	13.9%	14.3%	14.3%
贷款增速	22.5%	20.0%	19.0%	18.5%
同业资产增速	99.3%	10.0%	8.0%	8.0%
证券投资增速	5.1%	10.0%	12.0%	12.0%
其他资产增速	21.1%	35.8%	70.8%	13.3%
计息负债增速	14.9%	14.7%	14.7%	14.7%
存款增速	14.6%	16.0%	15.0%	15.0%
同业负债增速	42.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益增速	29.4%	11.8%	28.4%	12.4%

存款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
活期	48.0%	48.5%	49.0%	49.5%
定期	50.4%	49.9%	49.4%	48.9%
其他	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

公司财务报表数据预测汇总

每股指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股净利润(元)	1.67	2.15	2.35	2.91
每股拨备前利润(元)	3.04	4.01	4.25	5.06
每股净资产(元)	11.08	12.59	14.90	16.94
每股总资产(元)	180.62	206.18	212.72	242.86
P/E	9	7	7	5
P/PPOP	5	4	4	3
P/B	1.4	1.2	1.0	0.9
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1

利率指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净息差(NIM)	2.19%	2.19%	2.24%	2.30%
净利差(Spread)	2.31%	2.32%	2.34%	2.35%
贷款利率	5.17%	5.15%	5.15%	5.17%
存款利率	1.85%	1.83%	1.82%	1.82%
生息资产收益率	4.37%	4.34%	4.34%	4.34%
计息负债成本率	2.06%	2.02%	2.00%	1.99%

盈利能力	2020A	2021E	2022E	2023E
ROAA	1.00%	1.11%	1.18%	1.28%
ROAE	15.94%	18.12%	17.94%	18.28%

贷款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
企业贷款(不含贴现)	70.6%	70.55%	70.55%	70.55%
个人贷款	28.5%	28.51%	28.51%	28.51%
票据贴现	0.9%	0.94%	0.94%	0.94%

资产质量	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	1.37%	1.17%	1.02%	0.98%
正常	97.9%	98.16%	98.34%	98.39%
关注	0.7%	0.66%	0.64%	0.63%
次级	0.2%	0.22%	0.21%	0.20%
可疑	0.6%	0.59%	0.58%	0.57%
损失	0.5%	0.36%	0.23%	0.21%
拨备覆盖率	293.4%	329.8%	379.8%	398.1%

资本状况	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	14.23%	12.92%	11.85%	11.00%
核心资本充足率	9.26%	8.78%	8.40%	8.12%
资产负债率	92.93%	93.08%	92.29%	92.40%

其他数据	2020A	2021E	2022E	2023E
总股本(亿元)	36.1	36.1	40.4	40.4

THANKS 致谢

民生证券·银行研究团队



分析师 余金鑫

执业证号：S0100521120003

邮件：yujinxin@foundersc.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。 其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

本公司版权所有并保留一切权利。