

江阴银行（002807.SZ）

聚焦制造业和中小微的优质农商行

增持

核心观点

深耕苏南区域，区位优势显著，为公司业务拓展提供广阔的空间。公司在江阴市具有领先的市场地位，存贷款市场份额均都有明显的优势。江阴市位于长三角城市群几何中心，是我国经济最为发达的县级城市之一，被誉为“中国制造业第一县”和“中国资本第一县”，制造业和民营经济发达，GDP和居民收入居县级市前列。同时，江阴市产业转型升级战略持续推荐，为公司发展注入新动能。近年来公司也积极布局异地，重点布局苏南区域的苏州、无锡和常州，2021年异地机构总资产占全行总资产的20.37%，对全行的营业利润贡献度达到34%以上，异地扩张有望进一步打开业务空间。

存量不良包袱基本出清，公司积极优化资产负债结构，盈利能力快速提升。近年来公司持续加大不良贷款处置力度，资产质量持续改善。自2016年以来，江阴银行不良贷款率连续5年下降，2022年一季度不良贷款率和关注率分别下降到0.99%和0.51%，拨备覆盖率提高至456.84%，达到行业中上水平。同时，轻装上阵后的公司不断优化资产负债结构，资产端加大小微信贷投放，负债端则压降高成本存款，资产负债结构优化拉动净息差上行。2022年一季度净息差为2.23%，同比上升38bps，较2021年上升9bps。受益于资产质量改善以及积极优化资产负债结构，公司盈利能力持续提升，2021年江阴银行归母净利润同比增长20.51%，增速位于行业前列。

坚持支农支小的战略定位，小微业务核心竞争力逐步增强。江阴银行是江阴本地网点数量最多、覆盖面最广的银行，在服务小微方面具有天然的优势。江阴银行坚守“支农支小”的战略定位，自上而下搭建普惠金融经营管理体系，并通过深化银政合作，借助网点和人员的优势拓展普惠金融广度，通过推动科技创新和产品创新，不断提升小微金融服务能力。江阴银行普惠金融发展战略取得显著成效，2021年末，江阴银行母公司普惠型小微企业贷款总额197.1亿元，较年初增长42.3%，贡献全年贷款增量的50%。

盈利预测与估值：综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在4.9-6.1元之间，对应今年动态市净率0.76-0.94倍，相对于公司目前股价有大约18.6%-47.7%溢价空间。综合考虑公司估值以及区域经济发展情况，维持“增持”评级。

风险提示：多种因素变化可能会对我们的判断产生影响，详见正文。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,351	3,367	3,702	3,933	4,192
(+/-%)	-1.6%	0.5%	10.0%	6.3%	6.6%
净利润(百万元)	1,057	1,274	1,447	1,600	1,719
(+/-%)	4.4%	20.5%	13.6%	10.6%	7.5%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.59	0.67	0.74	0.79
总资产收益率	0.80%	0.88%	0.92%	0.94%	0.93%
净资产收益率	9.0%	10.3%	10.8%	11.0%	10.9%
市盈率(PE)	8.5	7.0	6.2	5.6	5.2
股息率	4.4%	4.4%	5.0%	5.5%	5.9%
市净率(PB)	0.74	0.69	0.64	0.59	0.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

银行·农商行 II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：田维伟

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

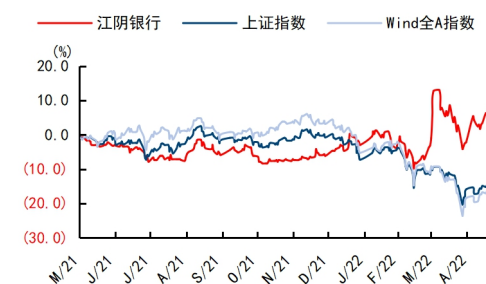
chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	4.90 - 6.10 元
收盘价	4.09 元
总市值/流通市值	8883/8871 百万元
52周最高价/最低价	4.69/3.62 元
近3个月日均成交额	162.83 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：深耕江阴，农商行先驱.....	5
历史沿革：全国首家 A 股上市农商银行.....	5
区位优势：存贷款份额位于江阴之首.....	6
区域情况：制造业发达，小微基础良好.....	7
区域经济实力强，制造业发达.....	7
异地扩张，开拓长三角小微业务市场.....	9
业务特色：立足“三农”，聚焦小微.....	11
定位支农支小，加快零售转型.....	11
团队深度下沉，发挥区域优势.....	11
推动科技创新，提高服务效率.....	12
加强产品创新，搭建全方位普惠产品体系.....	12
财务分析：不良包袱基本出清，业绩拐点确立.....	13
存量不良包袱基本出清，资产质量持续优化.....	13
资产负债持续优化，带动净息差提升.....	14
盈利能力持续提升.....	17
盈利预测.....	20
假设前提.....	20
未来三年业绩预测简表.....	20
盈利预测的敏感性分析.....	21
估值与投资建议.....	21
绝对估值.....	21
绝对估值的敏感性分析.....	21
相对估值.....	22
投资建议.....	22
风险提示.....	23
附表：财务预测与估值.....	24
免责声明.....	25

图表目录

图 1: 江阴银行历史回顾.....	5
图 2: 江阴银行分支机构分布.....	6
图 3: 江阴银行在江阴市营业网点覆盖面最广.....	7
图 4: 江阴银行营业收入主要来自江阴地区.....	7
图 5: 江阴银行营业利润主要来自江阴地区.....	7
图 6: 江阴市地理位置.....	8
图 7: 江阴市 2015 年以来 GDP 增长情况.....	8
图 8: 江阴市 2021 年 GDP 排名县级市第二.....	8
图 9: 江阴市 2015 年以来人均可支配收入增长情况.....	9
图 10: 江阴市 2021 年人均可支配收入在县级市中排名第四.....	9
图 11: 江阴市经济以第二、第三产业为主.....	9
图 12: 苏锡常三市人民币贷款规模和增速（右轴）.....	10
图 13: 苏锡常三市人民币存款规模和增速（右轴）.....	10
图 14: 2020 年末苏锡常三市规模以上工业企业分规模企业数占比.....	10
图 15: 2020 年苏锡常三市规模以上工业企业分规模产值占比.....	10
图 16: 江阴银行 2019-2021 年营业收入结构.....	11
图 17: 江阴银行 2019-2021 年营业利润结构.....	11
图 18: 江阴银行母公司普惠型小微企业贷款余额.....	12
图 19: 江阴银行普惠型小微企业贷款户数.....	12
图 20: 2017-2021 年江阴银行不良贷款率及关注率.....	13
图 21: 2022 年一季度末农商行不良贷款率、拨备覆盖率.....	13
图 22: 江阴银行 2017-2021 年生息资产平均余额结构.....	14
图 23: 上市农商行 2021 年资产结构.....	14
图 24: 江阴银行 2017-2021 年贷款结构.....	14
图 25: 江阴银行对公贷款结构.....	15
图 26: 2017-2021 年江阴银行付息负债结构.....	16
图 27: 上市农商行存款结构.....	16
图 28: 2017-2021 年江阴银行存款结构.....	16
图 29: 江阴银行净息差水平.....	17
图 30: 江阴银行净息差在上市农商行中排在中下水平.....	17
图 31: 江阴银行存贷款收益率.....	17
图 32: 2017-2021 年江阴银行平均加权 ROE 和 ROA.....	18
图 33: 2021 年上市农商行 ROA.....	18
图 34: 2021 年上市农商行加权平均 ROE.....	18
图 35: 江阴银行相对于可比农商行的杜邦分析.....	19
图 36: A 股上市农商行估值情况.....	22

表1：江阴银行 2022 年一季报披露前十大股东.....	6
表2：2021 年末江阴银行与可比同业资产质量核心指标.....	13
表3：上市农商行杜邦分析（2021 年）.....	19
表4：上市农商行杜邦分析排名（2021 年）.....	19
表5：未来三年业绩预测简表（单位：百万元）.....	20
表6：归母净利润增速对净息差的敏感性分析.....	21
表7：一二阶段的核心假设（百万元）.....	21
表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....	22

公司概况：深耕江阴，农商行先驱

历史沿革：全国首家 A 股上市农商行

江阴农村商业银行（简称“江阴银行”）是全国首批三家股份制农村商业银行之一，长期坚持支农支小的战略定位，近年来经营业绩表现突出。公司总部位于江苏省无锡市江阴市，前身是成立于 1977 年的江阴农村信用联社，于 2001 年由江阴市辖区内 7 家法人单位、807 名原江阴农联社职工、609 名社会自然人共同发起，在继承原江阴农联社资产、负债的基础上设立地方性股份制农村商业银行。2001 年 12 月 3 日，作为全国三家股份制改革试点单位，江苏江阴农村商业银行股份有限公司成立。2016 年 9 月 2 日，江阴银行在深圳证券交易所中小板正式挂牌，成为全国首家 A 股上市农商行。

江阴银行长期坚持服务中小微企业、支持实体经济发展的市场定位，各项业务取得了快速、稳健的发展。截止 2021 年末，江阴银行总资产为 1531 亿元，2021 年实现归属于母公司股东的净利润为 12.74 亿元，同比增长 20.51%，增速在 A 股上市农商行中排名第 4。

图 1：江阴银行历史回顾



资料来源：江阴银行官网，国信证券经济研究所整理

江阴银行的股权结构较为分散，主要股东以江阴市民营企业为主。截至 2022 年一季度末，江阴银行第一大股东的江阴市长达钢铁有限公司持股比例仅为 4.31%，前十大股东持股比例为 31.70%，不存在控股股东和实际控制人。前十大股东中，除了香港中央结算有限公司外，其余股东均为江阴市民营企业。江阴银行的股东中江阴民营企业持股占比较高，形成了高度市场化的公司治理机制，同时还有利于帮助江阴银行获取当地客户资源。

表1：江阴银行 2022 年一季报披露前十大股东

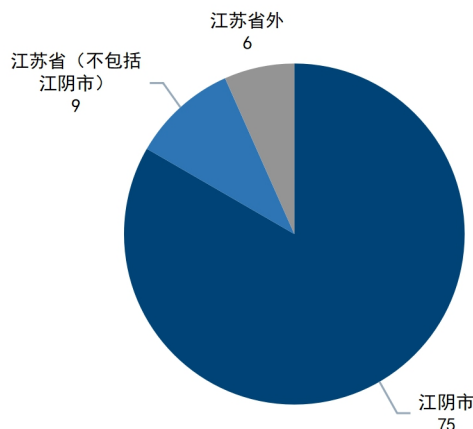
股东名称	期末持股数量(股)	持股比例(%)	股东性质
江阴市长达钢铁有限公司	93,587,941	4.31	境内非国有法人
江阴长江投资集团有限公司	90,892,500	4.18	境内非国有法人
江阴新锦南投资发展有限公司	90,892,500	4.18	境内非国有法人
江阴市华发实业有限公司	83,255,100	3.83	境内非国有法人
江阴市振宏印染有限公司	72,267,732	3.33	境内非国有法人
江阴市爱衣思团绒毛纺有限公司	62,577,792	2.88	境内非国有法人
香港中央结算有限公司	58,541,246	2.70	境外法人
江阴法尔胜钢铁制品有限公司	54,821,226	2.52	境内非国有法人
江阴美纶纱业有限公司	43,018,500	1.98	境内非国有法人
江苏双良科技有限公司	38,772,778	1.79	境内非国有法人

资料来源：江阴银行 2022 年一季度报告，国信证券经济研究所整理

区位优势：存贷款份额位于江阴之首

江阴银行的主要经营地点位于江阴市，近年来也加大异地扩张力度，在省内外建立了多家异地机构。目前，江阴银行共有 90 家分支机构，其中 75 家位于江阴市。江苏省内除江阴市以外，江阴银行还在苏州市、无锡市和常州市设立了 3 家分行，在淮安市、徐州市和泰州市设立了 3 家异地支行。江苏省外，江阴银行在安徽省马鞍山市、天长市和芜湖市，以及贵州省遵义市设立了 4 家异地支行。另外，江阴银行还在四川省、江苏省和海南省开设了 5 家村镇银行。

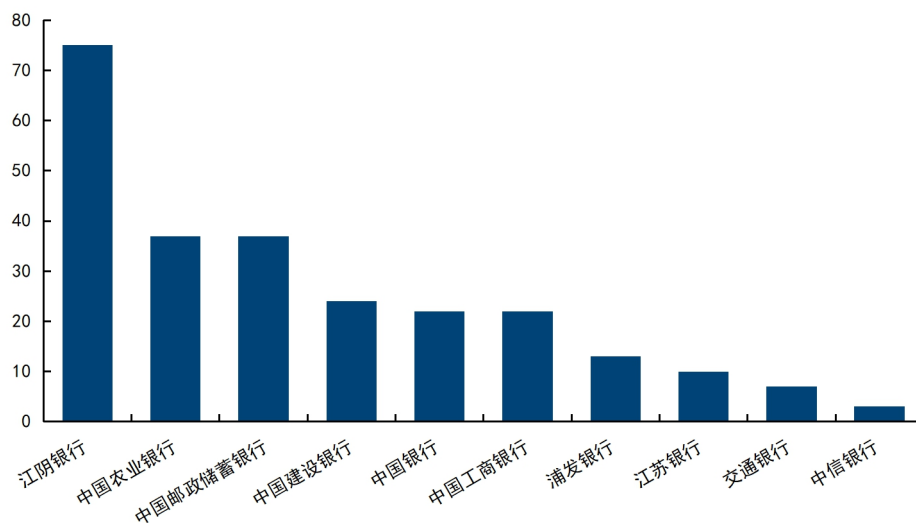
图2：江阴银行分支机构分布



资料来源：江阴银行 2021 年年报，国信证券经济研究所整理。单位（家）

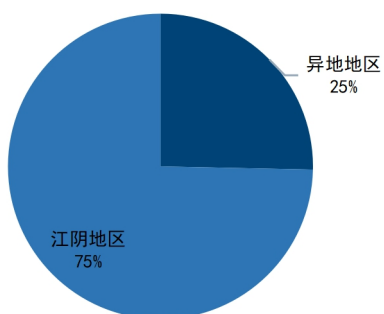
江阴银行在江阴市具有较强的本土优势。江阴银行是江阴市网点最多、覆盖面最广的银行，也是江阴辖内存贷款份额最大的银行。同时，作为当地唯一一家具有独立法人资格且总部设在当地的商业银行，江阴银行在江阴市拥有广泛的客户基础。截至 2021 年上半年，江阴银行在江阴辖内的存款市场份额为 20.6%，贷款市场份额为 16.3%，均以较大优势保持江阴市 31 家银行同业首位。较高的市场占有率为江阴银行提供了稳定的营收来源。2021 年，江阴银行在江阴市的营业收入达到 25.1 亿元，占总营业收入的 74.7%，在江阴市的营业利润为 8.8 亿元，占总营业利润的 65.6%。

图3：江阴银行在江阴市营业网点覆盖面最广



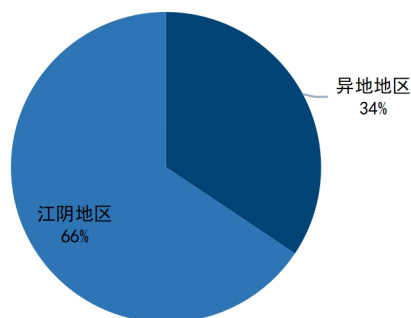
资料来源：银保监会，国信证券经济研究所整理

图4：江阴银行营业收入主要来自江阴地区



资料来源：江阴银行 2021 年年报，国信证券经济研究所整理

图5：江阴银行营业利润主要来自江阴地区



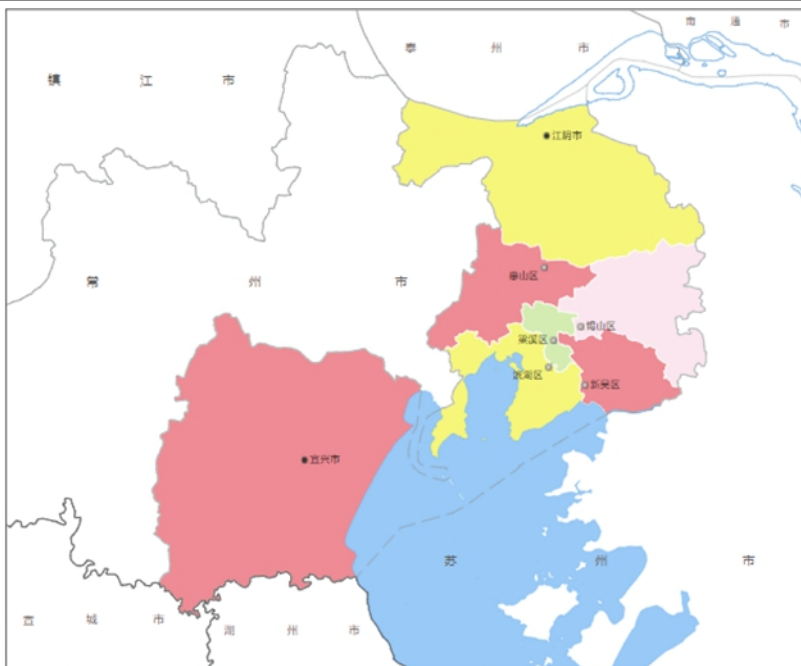
资料来源：江阴银行 2021 年年报，国信证券经济研究所整理

区域情况：制造业发达，小微基础良好

区域经济实力强，制造业发达

江阴市位于江苏省无锡市北部，地理位置优越，是我国经济最为发达的县级城市之一。江阴市是无锡市代管的县级市，位于无锡市北部、江苏省南部，东接张家港，西连常州，北临泰州。江阴市地理位置优越，地处长三角城市群几何中心，是长江南北的重要交通枢纽和江海联运的天然良港城市，占据得天独厚的地理位置。

图6: 江阴市地理位置



资料来源: 民政部, 国信证券经济研究所整理

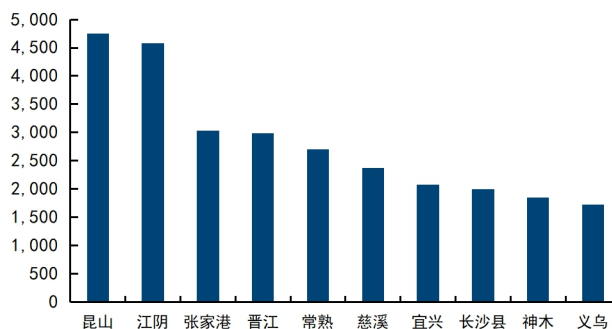
江阴市是我国经济最为发达的县级城市之一, 近年来经济保持较快的增长速度。2021 年, 江阴市地区生产总值 4580 亿元, 增长 8.1%, 地区生产总值总额连续多年位居全国十强县第二。2021 年, 江阴居民人均可支配收入为 67555 元, 在县级市中排名第四, 远超江苏省和全国平均水平。2021 年起, 江阴市开始推进“南征北战、东西互搏”三年行动和江阴市工业园区升级改造大会战三年行动, 推动江阴市产业转型, 促进经济高质量发展。江阴市的产业转型升级战略有望为江阴银行业务增长提供新动能。

图7: 江阴市 2015 年以来 GDP 增长情况



资料来源: 2015-2021 年江阴市国民经济和社会发展统计公报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

图8: 江阴市 2021 年 GDP 排名县级市第二



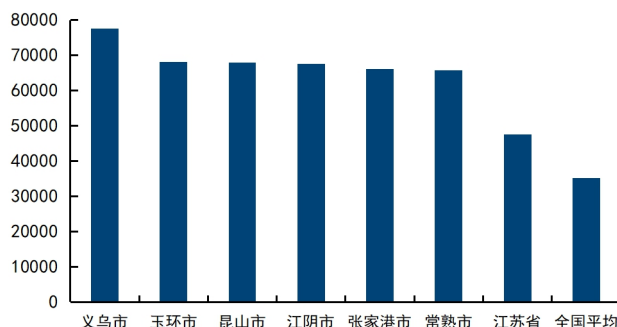
资料来源: 各地 2021 年国民经济和社会发展统计公报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

图9：江阴市 2015 年以来人均可支配收入增长情况



资料来源：2015-2021 年江阴市国民经济和社会发展统计公报，国信证券经济研究所整理（单位：元）

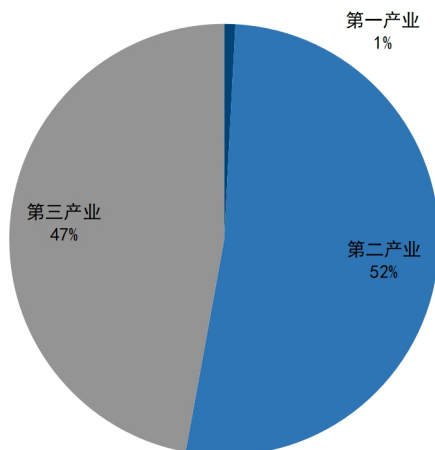
图10：江阴市 2021 年人均可支配收入在县级市中排名第四



资料来源：各地 2021 年国民经济和社会发展统计公报，国信证券经济研究所整理（单位：元）

江阴市制造业发达，民营企业众多，被誉为“中国制造业第一县”和“中国资本第一县”。江阴市的经济结构以第二产业和第三产业为主，2021 年，江阴市第二产业生产总值占地区生产总值的 52.03%。江阴市民营经济发达，97%的企业是民营企业。截至最新，江阴市共有 58 家 A 股上市公司，是全国拥有最多上市公司的县级市。2021 年，江阴市规模以上工业实现营业收入 6862.28 亿元，有 10 家企业入围“中国企业 500 强”。良好的营商环境下，江阴市中小企业分布密集，它们对资金的需求较为旺盛，为江阴银行创造了广阔的业务空间。依托良好的经济环境，江阴银行聚焦地方成长金融、产业金融和绿色金融等制造业领域，支持地方实体经济发展。

图 11：江阴市经济以第二、第三产业为主



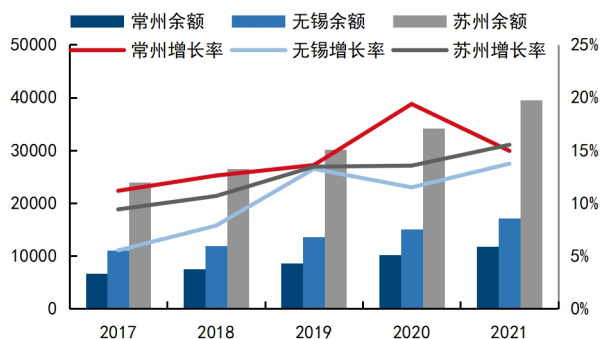
资料来源：2021 年江阴市国民经济和社会发展统计公报，国信证券经济研究所整理

异地扩张，开拓长三角小微业务市场

江阴银行积极拓展外部市场，重点布局苏州、无锡、常州。2017 年以来，江阴银行先后在无锡、苏州和常州设立分行，积极融入长三角，拓展业务区域蓝图。无锡、苏州、常州均位于江苏省南部，都是长江三角洲的中心城市，经济在江苏省内处于领先地位。2021 年，三市 GDP 总额达到 45529.14 亿元，占江苏省总量的

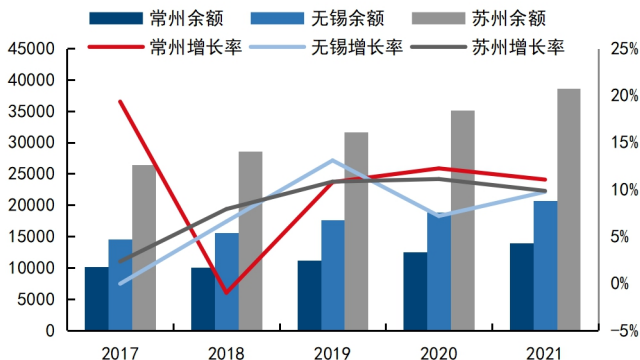
39.13%。在良好的经济环境下，三市存贷款规模增长速度均较快，为江阴银行提供了广阔的业务空间。

图 12：苏锡常三市人民币贷款规模和增速（右轴）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图 13：苏锡常三市人民币存款规模和增速（右轴）

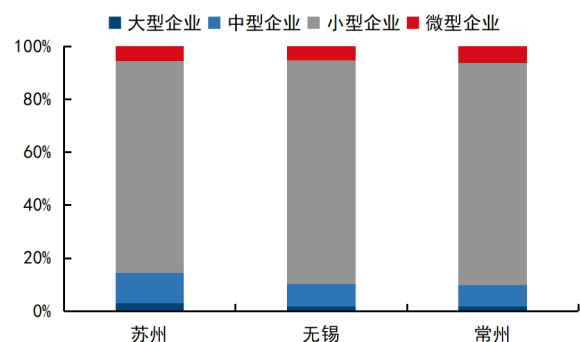


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

苏州、无锡、常州的小微业务基础良好，有望为江阴银行进一步打开小微业务成长空间。苏州、无锡、常州地处的苏南地区民营经济十分活跃，小微企业在苏南地区的经济中发挥着重要作用。截至 2020 年末，苏州、无锡、常州三市规模以上工业小微企业数目占规模以上工业总数目的比重均达到 85% 以上，小微企业生产总值分别占全市生产总值的 33.55%、43.93% 和 42.27%。依托当地的经济优势，江阴银行积极助力当地的中小微实体经济发展。

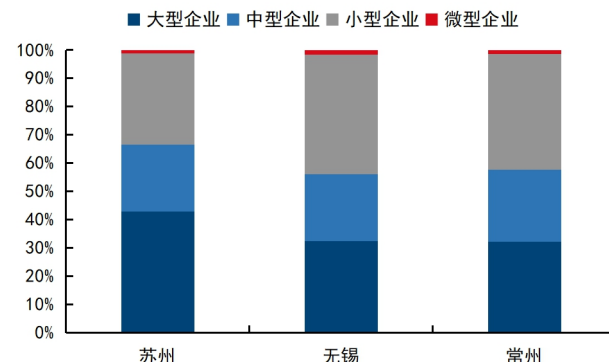
除了 3 家分行以外，江阴银行还在安徽省、贵州省、四川省、海南省及江苏其他地区设立了 7 家异地支行和 5 家村镇银行，发掘当地的小微信贷需求。

图 14：2020 年末苏锡常三市规模以上工业企业分规模企业数占比



资料来源：各市统计年鉴，国信证券经济研究所整理

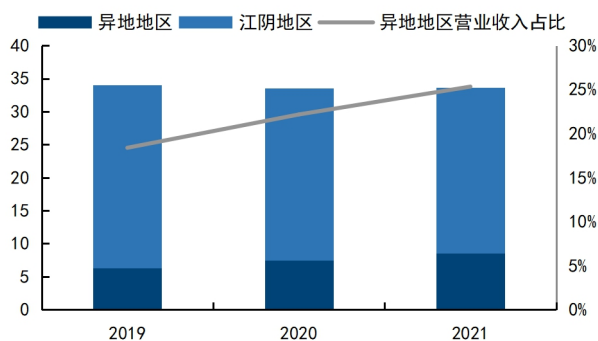
图 15：2020 年苏锡常三市规模以上工业企业分规模产值占比



资料来源：各市统计年鉴，国信证券经济研究所整理

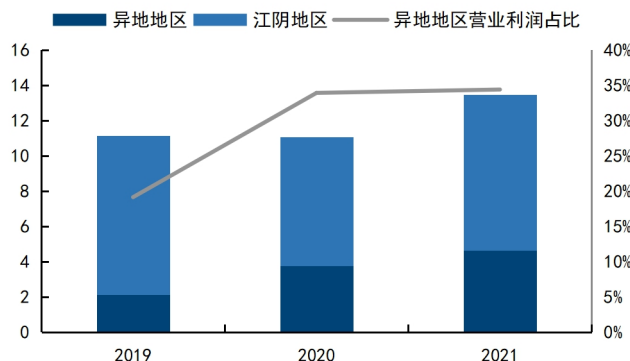
江阴银行异地布局成效显著。江阴银行异地机构营业收入在占比和增幅上明显提升，同时也减小了贷款区域集中度过高的风险。2021 年，异地机构总资产占全行总资产的 20.37%，对全行的营业利润贡献度达到 34% 以上。

图 16: 江阴银行 2019-2021 年营业收入结构



资料来源：江阴银行年报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图 17: 江阴银行 2019-2021 年营业利润结构



资料来源：江阴银行年报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

业务特色：立足“三农”，聚焦小微

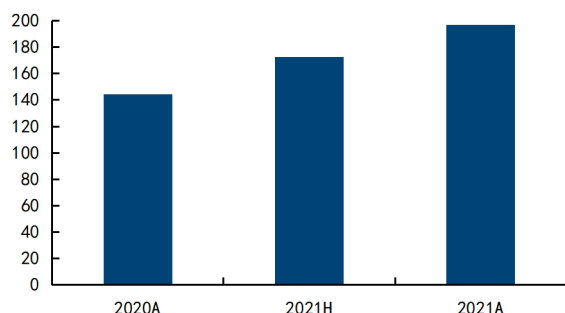
定位支农支小，加快零售转型

自成立以来，江阴银行就坚持支农支小的战略定位，大力服务三农和中小微实体经济发展。江阴银行是江阴本地网点数量最多、覆盖面最广的金融机构，在资源和信息获取方面具有天然的优势，适合开展小微业务。江阴银行树立“大普惠”理念，坚持涉农优先、小微优先、民营优先的普惠金融服务，信贷投向主要向支持中小微实体经济发展倾斜。战略维度上，江阴银行将支持小微企业发展作为践行社会责任和加快战略转型的重要途径。2019 年，江阴银行设立小微金融部、普惠金融部、零售金融部三个专职部门，自上而下搭建普惠金融经营管理体系，通过加强专业化团队建设，提高小微、普惠和零售金融的服务能力。

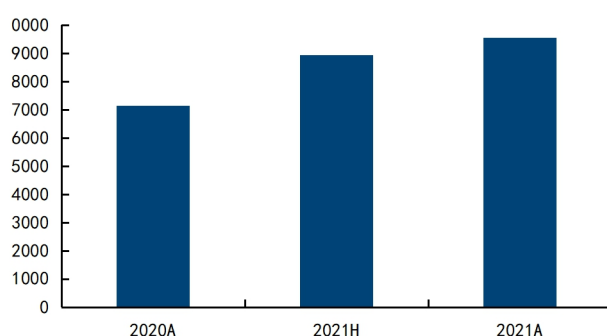
团队深度下沉，发挥区域优势

在小微业务方面，江阴银行主要采用传统模式，凭借网点和人员的优势深入实地，从而实现精准化的风险控制。作为江阴辖内唯一一家具有独立法人资格且总部设在当地的商业银行，江阴银行具有决策链条短、反应快的管理优势。

借助这些优势，江阴银行自 2020 年 6 月起，开始实施“党建共创 金融助企”三年行动，通过深化银政合作，以市、镇、村党建“三级共建”，构建网格化的金融服务体系，减小银企信息不对称的问题。网格长和客户经理共同走访建档，然后通过网格员、江阴银行授信审批人员、第三方公信单位的“三方共评”对贷款进行现场评议。通过精细化的管理，江阴银行解决了中小微企业首贷难、转贷难、担保难的问题，拓展了普惠金融服务广度。2021 年末，江阴银行母公司普惠型小微企业贷款户数较年初增加 2601 户，总额 197.1 亿元，较年初增长 42.3%，贡献全年贷款增量的 50%。

图 18：江阴银行母公司普惠型小微企业贷款余额


资料来源：江阴银行年报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图 19：江阴银行普惠型小微企业贷款户数


资料来源：江阴银行年报，国信证券经济研究所整理

同时，江阴银行在江阴辖内全面开展“整村授信”、“整城授信”工作。银行人员以行政村为单位逐户采集基本信息。借助科技赋能，江阴农商行对“整村授信”走访建档实现了全流程线上化服务，实现线下触达营销、线上放款的模式，进一步提升普惠金融覆盖面。截至 2021 年年末，江阴银行已对接 217 个行政村，线下预授信家庭 18.6 万户，预授信金额 195.1 亿元。

推动科技创新，提高服务效率

近年来，江阴银行大力发展金融科技，加强科技在小微业务中的应用，推动小微业务的数字化转型升级。2021 年，江阴银行建成 CMMS 客户营销管理系统和网格化营销系统，2022 年 4 月底，CMMS 客户营销管理平台顺利上线，为实施客户精准化营销和精细化管理提供助力。CMMS 客户营销管理系统涵盖了“预建档功能模块、系统评分线上跑分模型、建档信息反显”等功能，提高了普惠小微客户建档效率。CMMS 客户营销管理系统综合运用内外部数据，有效应用科技手段，对存量客户、新客户、产业链和供应链客户进行差异化、多样化的营销。

金融科技的发展有效地帮助了江阴银行拓户增量。2021 年，江阴银行新增信贷客户 10234 户，增幅 25.7%，信贷客户总数突破 5 万户；新增信用卡 1.8 万张、增幅 23.4%。

加强产品创新，搭建全方位普惠产品体系

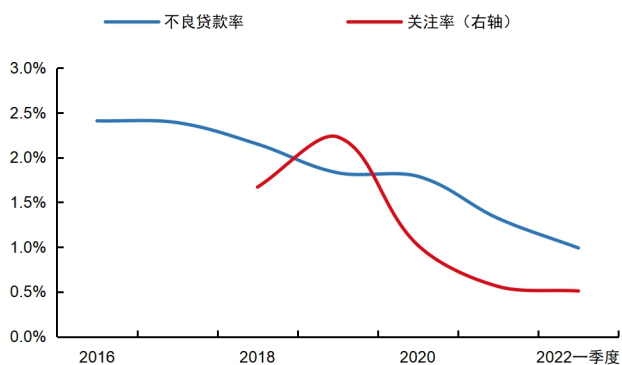
江阴银行不断加强产品创新，推出针对小微企业和涉农企业的特色产品，搭建全方位普惠产品体系。2020 年，江阴银行推出“长享贷”“无忧贷”“信友贷”“生意贷”“菁英贷”“电商贷”“乡村振兴卡”“双创通卡”等系列创新产品，满足市场和客户多元需求。2021 年，江阴银行聚焦优质党建联盟项目企业，创新推出“红色先锋贷”信用贷款产品；聚焦小微企业、“省苏科贷”名录库内企业、“省苏农贷”名录库内企业，分别推出“小微贷”、“苏科贷”、“苏农贷”三款产品，有效解决涉农企业“担保难”的问题。江阴银行针对不同类型的小微企业开发多样化的产品，提升小微金融服务能力。

财务分析：不良包袱基本出清，业绩拐点确立

存量不良包袱基本出清，资产质量持续优化

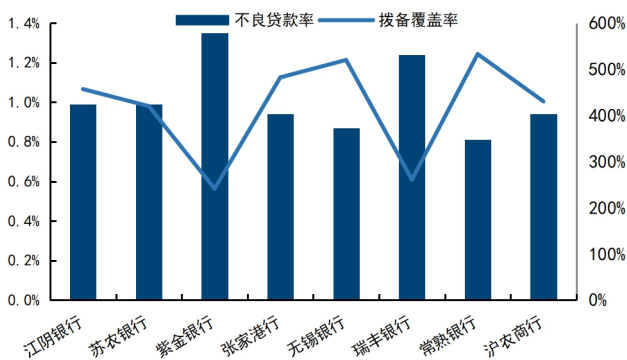
江阴银行存量不良包袱基本出清，2022 年一季度末资产质量达到可比农商行中上水平。江阴银行近年来优化信用风险监测模型，加大不良贷款处置力度，持续改善资产质量。自 2016 年以来，江阴银行不良贷款率连续 5 年下降。2021 年年末，江阴银行不良贷款率为 1.32%，较上年末下降 0.47 个百分点；拨备覆盖率 330.62%，较上年末提升 106.35 个百分点，不良贷款率、逾期率等各项指标在可比上市农商行中不算突出，但资产质量改善的幅度大。至 2022 年第一季度末，江阴银行的资产质量进一步改善，不良贷款率和关注率分别下降到 0.99% 和 0.51%，拨备覆盖率达到 456.84%，达到可比上市农商行中上水平，一季度不良率降幅、拨备覆盖率增幅均居上市银行首位。

图 20：2017-2021 年江阴银行不良贷款率及关注率



资料来源：江阴银行年报，国信证券经济研究所整理

图 21：2022 年一季度末农商行不良贷款率、拨备覆盖率



资料来源：江阴银行年报，国信证券经济研究所整理

表 2：2021 年末江阴银行与可比同业资产质量核心指标

	不良贷款率	逾期率	关注率	不良/逾期 90 天+	拨备覆盖率
江阴银行	1.32%	1.29%	0.56%	123.28%	330.62%
苏农银行	1.00%	0.49%	2.56%	351.74%	412.22%
紫金银行	1.45%	1.16%	0.63%	206.36%	232.00%
张家港行	0.95%	0.90%	1.61%	175.56%	475.35%
无锡银行	0.93%	0.93%	0.29%	122.41%	477.19%
瑞丰银行	1.25%	0.98%	1.51%	251.70%	252.90%
常熟银行	0.81%	0.90%	0.89%	136.09%	531.82%
青农商行	1.74%	2.13%	5.59%	207.14%	231.77%
渝农商行	1.25%	1.18%	1.92%	171.23%	340.25%
沪农商行	0.95%	1.08%	0.47%	121.79%	442.50%

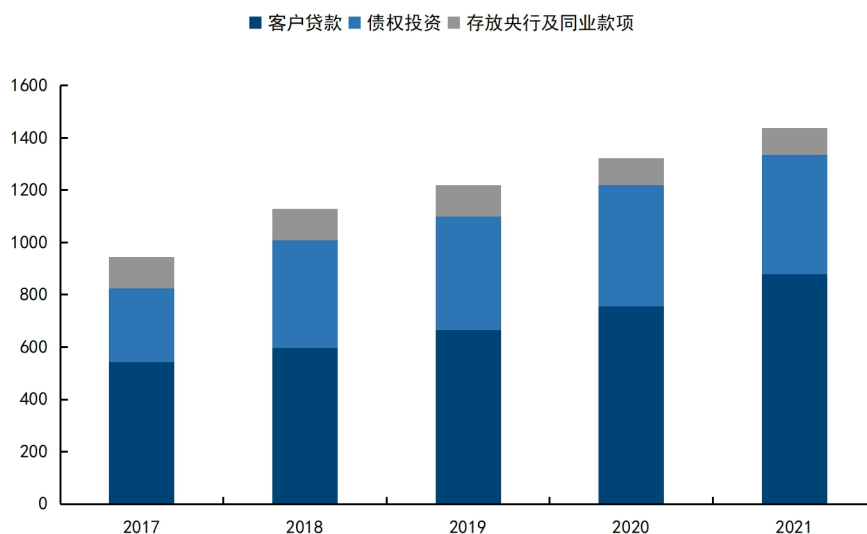
资料来源：各银行年报，国信证券经济研究所整理

资产负债结构持续优化，带动净息差提升

资产端：个人贷款比重快速提升

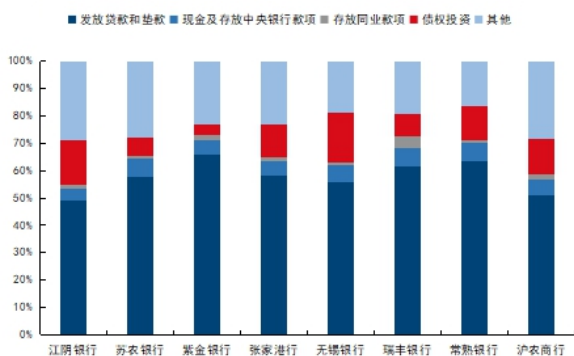
从生息资产结构来看，江阴银行与其他农商行较为相似，以贷款为主，个人贷款比重持续提升。2021 年末，江阴银行生息资产中贷款占比达 61.08%，债券投资占比 31.76%，贷款占比小幅稳定上升。从贷款结构来看，在可比同业中，江阴银行公司贷款占比较高，达到 65.6%，仅次于无锡银行和青农商行。但近年来，江阴银行推行零售转型战略，个人贷款的比重不断上升。2021 年年末，江阴银行的个人贷款余额达到 214.03 亿元，比年初增加 69.16 亿元，增幅 47.74%；个人贷款占比达到 23.4%，同比上升 5.34 个百分点，零售转型成效显著。

图 22：江阴银行 2017-2021 年生息资产平均余额结构



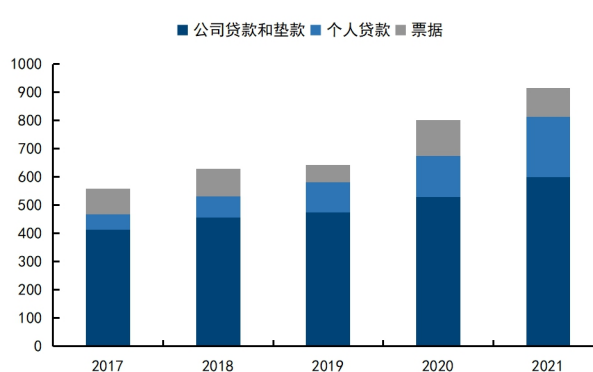
资料来源：江阴银行年报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图 23：上市农商行 2021 年资产结构



资料来源：各银行年报，国信证券经济研究所整理

图 24：江阴银行 2017-2021 年贷款结构

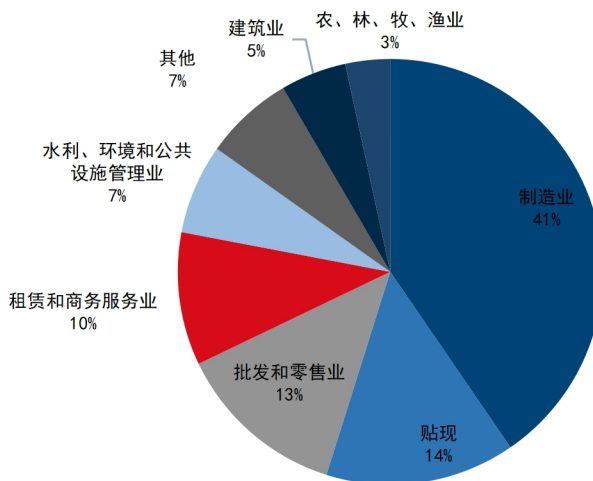


资料来源：江阴银行年报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

江阴银行对公贷款投向制造业的比例高于对标农商行，客户基础深厚，符合经济发展转型的方向。从公司贷款的行业投向来看，江阴银行的对公贷款中制造业贷

款占比最高，2021 年末达到 40.43%，远高于其他 A 股上市农商行，其次是票据贴现、批发和零售业及租赁和商务服务业，占比分别为 14.42%、13.04%和 10.10%。江阴银行制造业贷款占比高的特点与江阴市制造业和民营经济发达的产业特征有关，其贷款主要投向制造业、批发和零售业等行业也反映了江阴银行坚守服务实体经济本源、推动地方经济发展的战略定位。

图 25：江阴银行对公贷款结构

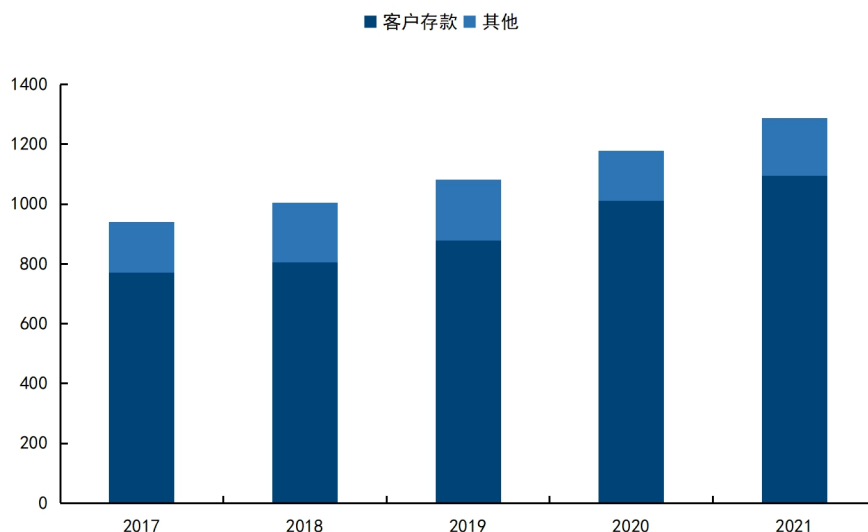


资料来源：江阴银行年报，国信证券经济研究所整理

负债端：压降高成本存款，个人存款比重上行

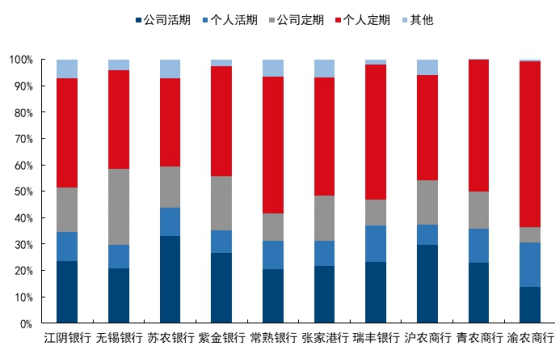
从负债端来看，江阴银行与其他上市农商行计息负债较为相似，主要依靠当地居民的存款。同时，活期存款比重有所提升，存款结构优化。截至 2021 年末，江阴银行存款占计息负债的 85.09%。从存款结构来看，江阴银行的存款以定期存款和个人存款为主。2017-2021 年，江阴银行各项存款规模不断扩大，个人存款占比持续上升，反映了江阴银行零售转型的成效。2019 年起，江阴银行个人存款占比超过公司存款占比，截至 2021 年末，江阴银行个人存款和公司存款占比分别为 52.43%和 40.26%，个人存款占比同比提升 2.36 个百分点；活期和定期存款占比分别为 34.59%和 58.10%，活期存款占比同比提高 1.51 个百分点，存款结构有所优化。个人定期存款占比仍然最高，与城乡居民储蓄习惯有关，这也是很多县域农商行的共同特征。横向对比来看，江阴银行存款结构较为均衡，各类型存款占比在同业中处于中等水平。

图26: 2017-2021 年江阴银行付息负债结构



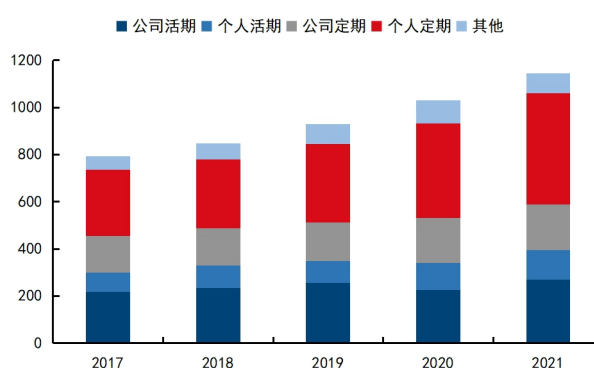
资料来源: 江阴银行年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

图27: 上市农商行存款结构



资料来源: 各银行年报, 国信证券经济研究所整理

图28: 2017-2021 年江阴银行存款结构

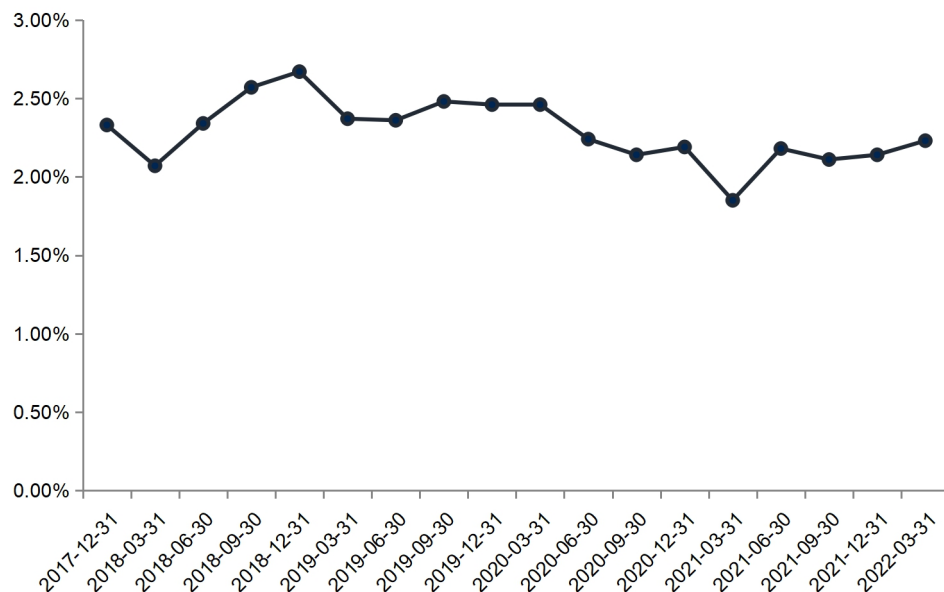


资料来源: 江阴银行年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

资负结构优化带动 2022 年一季度净息差提升

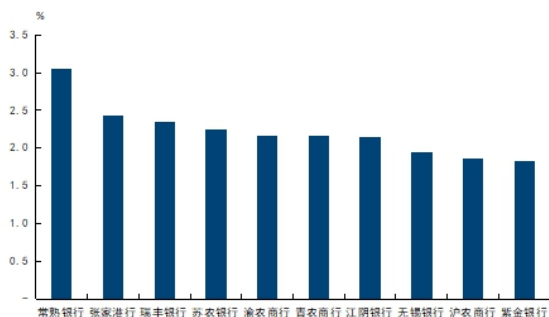
2021 年江阴银行净息差 2.14%，同比下行 5bps，较前三季度提升了 3bps，2021 年净息差企稳。2022 年一季度公司净息差为 2.23%，同比上升 38bps，较 2021 年上升 9bps，主要得益于公司侧重低成本存款揽储力度，降低付息成本率，2022 年一季度公司存款付息率为 2.12%，同比下降 12bps，较 2021 年下降 12bps。同时，公司坚持“做小做散”导向，加大普惠型小微企业贷款和零售贷款拓展力度，着力提升资产收益率水平，2022 年一季度公司净利差为 2.00%，同比上升 36bps，较 2021 年上升 11bps。

图 29：江阴银行净息差水平



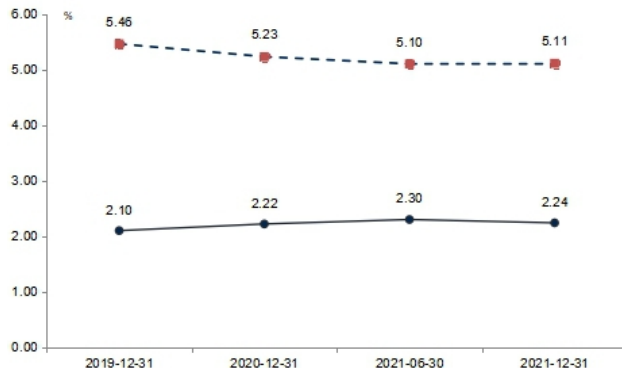
资料来源：江阴银行财报，国信证券经济研究所整理

图 30：江阴银行净息差在上市农商行中排在中下水平



资料来源：各银行财报，国信证券经济研究所整理

图 31：江阴银行存贷款收益率

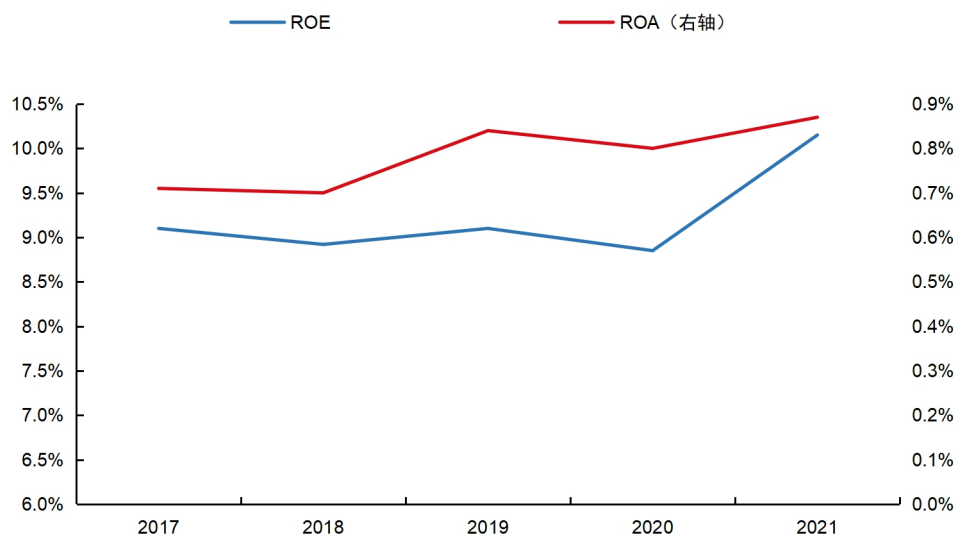


资料来源：江阴银行财报，国信证券经济研究所整理

盈利能力持续提升

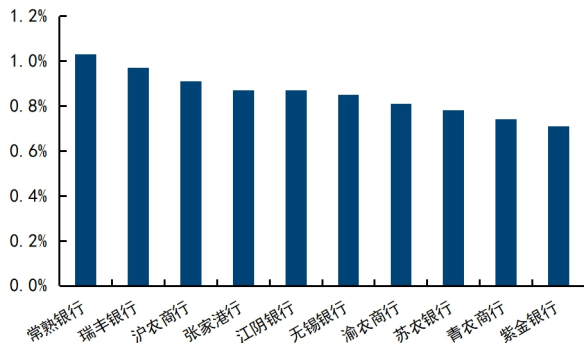
从 ROA 和 ROE 来看，江阴银行的 ROA 和 ROE 处于行业中等水平，但呈现较为明显的改善趋势，盈利能力有所提升。截至 2021 年末，江阴银行的 ROA 和 ROE 分别为 10.15% 和 0.87%，在 10 家上市 A 股农商行中分别排名第 4、第 6，处于行业的中等水平。纵向来看，2017-2021 年江阴银行的 ROA 和 ROE 都在小幅震荡中稳步提升，2021 年均较上年有明显的提升，分别提升 0.07 个百分点和 1.3 个百分点，可见江阴银行的盈利能力有所提高，其主要驱动力是资产质量的改善。2021 年和 2022 年一季度，江阴银行营业收入分别同比增长 0.46% 和 22.25%，归母净利润分别同比增长 20.51% 和 20.56%，增幅位于上市银行前列。

图 32: 2017-2021 年江阴银行平均加权 ROE 和 ROA



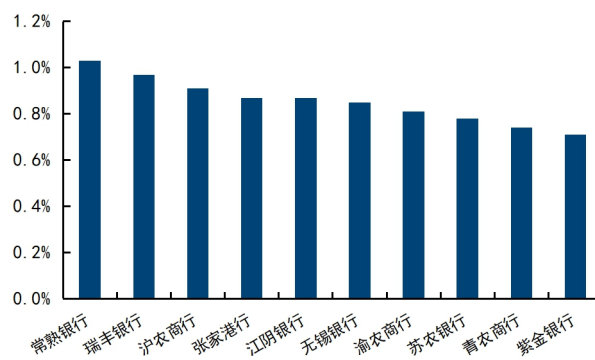
资料来源：江阴银行年报，国信证券经济研究所整理

图 33: 2021 年上市农商行 ROA



资料来源：各银行年报，国信证券经济研究所整理

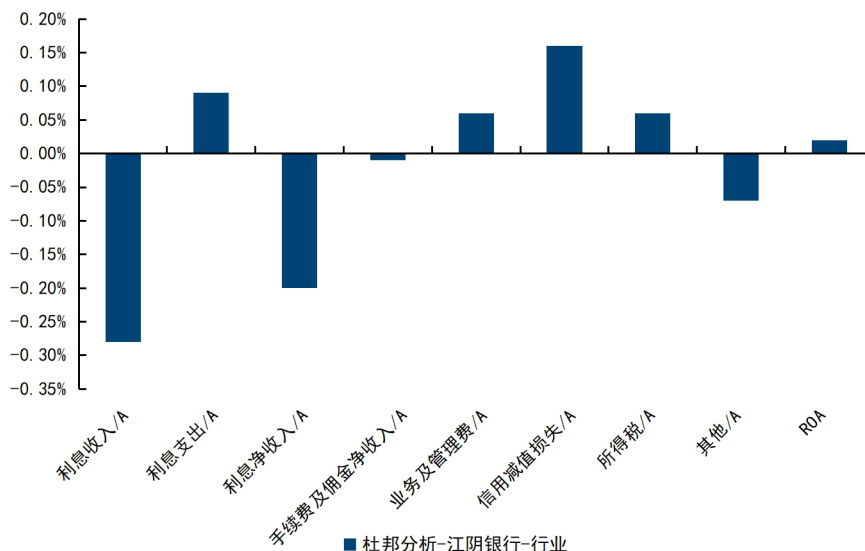
图 34: 2021 年上市农商行加权平均 ROE



资料来源：各银行年报，国信证券经济研究所整理

我们对 10 家 A 股上市农商行的 ROE 进行杜邦分解，将江阴银行与其他可比上市农商行进行横向对比。从杜邦分解来看，江阴银行相对同业的核心竞争力在于较低的利息支出、较低的信用减值损失和较低的所得税。江阴银行的利息支出/平均资产和信用减值损失/平均资产在上市农商行中排名第 3，所得税/平均资产在上市农商行中排名第 2。另外，江阴银行的业务及管理费/平均资产同样低于行业平均水平。可见，江阴银行通过控制成本、改善资产质量等方式，在利率水平不算突出的情况下获得略高于行业的 ROA 水平。

图 35: 江阴银行相对于可比农商行的杜邦分析



资料来源：上市银行年报，国信证券经济研究所整理（A 代表平均资产，为期末简单平均，因此和上市银行实际披露值会有小幅差异，后同）

表 3: 上市农商行杜邦分析（2021 年）

	利息收入/A	利息支出/A	利息净收入/A	手续费及佣金净收入/A	业务及管理费/A	信用减值损失/A	所得税/A	其他/A	ROA	平均权益乘数	ROE
渝农商行	4.31%	-2.12%	2.18%	0.23%	-0.71%	-0.90%	-0.12%	0.13%	0.81%	11.97	9.69%
沪农商行	3.71%	-1.96%	1.75%	0.20%	-0.65%	-0.41%	-0.19%	0.21%	0.91%	12.46	11.30%
青农商行	3.97%	-2.05%	1.92%	0.12%	-0.72%	-0.91%	-0.05%	0.38%	0.74%	12.93	9.55%
常熟银行	5.05%	-2.11%	2.94%	0.10%	-1.39%	-0.75%	-0.16%	0.28%	1.03%	11.31	11.64%
张家港行	4.62%	-2.23%	2.39%	0.08%	-0.93%	-1.15%	-0.02%	0.49%	0.87%	11.92	10.33%
紫金银行	4.02%	-2.15%	1.87%	0.06%	-0.76%	-0.49%	-0.12%	0.17%	0.71%	13.77	9.83%
无锡银行	4.07%	-2.24%	1.84%	0.10%	-0.65%	-0.67%	-0.08%	0.33%	0.85%	12.73	10.79%
苏农银行	3.87%	-1.83%	2.04%	0.15%	-0.85%	-0.86%	-0.07%	0.37%	0.78%	11.73	9.14%
江阴银行	3.91%	-2.00%	1.91%	0.09%	-0.76%	-0.58%	-0.03%	0.23%	0.87%	11.64	10.11%
瑞丰银行	4.40%	-2.15%	2.25%	-0.10%	-0.80%	-0.64%	-0.06%	0.32%	0.97%	10.63	10.33%

资料来源：上市银行年报，国信证券经济研究所整理

表 4: 上市农商行杜邦分析排名（2021 年）

	利息收入/A	利息支出/A	利息净收入/A	手续费及佣金净收入/A	业务及管理费/A	信用减值损失/A	所得税/A	其他/A	ROA	平均权益乘数	ROE
渝农商行	4	6	4	1	3	8	7	10	7	5	8
沪农商行	10	2	10	2	1	1	10	8	3	4	2
青农商行	7	4	6	4	4	9	3	2	9	2	9
常熟银行	1	5	1	5	10	6	9	6	1	9	1
张家港行	2	9	2	8	9	10	1	1	5	6	5
紫金银行	6	8	8	9	6	2	8	9	10	1	7
无锡银行	5	10	9	6	2	5	6	4	6	3	3
苏农银行	9	1	5	3	8	7	5	3	8	7	10
江阴银行	8	3	7	7	5	3	2	7	4	8	6
瑞丰银行	3	7	3	10	7	4	4	5	2	10	4

资料来源：上市银行年报，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下：

(1) 总资产增长率：考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配，我们预计未来三年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动。江阴银行经营区域经济较好且区域经济结构转型加速，为公司业务扩张提供了良好的环境。同时，公司积极拓展小微业务，预计总资产仍能维持稳定增长，因此我们假设 2022-2024 年总资产同比增速分别为 8.0%/8.0%/7.5%；

(2) 净息差：公司 2021 年净息差企稳，在资产负债结构持续优化的拉动下，2022 年一季度净息差较 2021 年上行 11bps。2022 年考虑到 LPR 下调以及市场竞争进一步加剧，预计行业净息差仍面临下行压力。但考虑到江阴银行资产负债结构持续优化，我们预计公司 2022 年净息差基本维持稳定。我们假设 2022-2024 年按照期初期末余额测算的净息差分别为 2.05%/2.02%/2.00%；考虑到未来利率变动存在较大不确定性，可能存在较大误差，我们在下表中对净息差做了敏感性分析；

(3) 资产质量：近几年公司加大存量不良包袱出清，当前公司不良率、关注率和逾期率等不良指标都已经降到同业中等水平。未来公司轻装上阵，随着大零售战略布局持续深化，预计未来公司资产质量仍有进一步优化的空间。我们假设 2022-2024 年不良率为 0.96%/0.94%/0.92%。2022 年一季度末公司拨备覆盖率达到 457%，资产质量优化后拨备计提压力减弱，因此我们假设 2022-2024 年信用成本率分别是 1.28%/1.05%/0.96%。

(4) 其他：假设未来分红率维持在 31%；不考虑可能存在的外源融资因素。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2022~2024 年营业收入分别为 37.0/39.3/41.9 亿元，对应同比增速分别是 10.0%/6.3%/6.6%。2022~2024 归属母公司净利润分别为 14.5/16.0/17.2 亿元，对应同比增速分别为 13.6%/10.6%/7.5%。对应每股收益分别为 0.67/0.74/0.79 元。

表5：未来三年业绩预测简表（单位：百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,351	3,367	3,702	3,933	4,192
其中：利息净收入	2,559	2,831	3,181	3,385	3,616
手续费净收入	100	138	143	151	159
其他非息收入	692	398	378	397	417
营业支出	2,234	2,021	2,196	2,267	2,407
其中：业务及管理费	1,055	1,124	1,036	1,180	1,258
资产减值损失	1,141	854	1,123	1,048	1,107
利润总额	1,107	1,325	1,505	1,664	1,788
减：所得税	37	40	45	50	54
净利润	1,070	1,285	1,459	1,614	1,734
归母净利润	1,057	1,274	1,447	1,600	1,719
摊薄每股收益(元)	0.49	0.59	0.67	0.74	0.79
总资产收益率	0.80%	0.88%	0.92%	0.94%	0.93%
净资产收益率	9.03%	10.33%	10.85%	11.01%	10.94%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁，因此净息差对预测影响不确定性很大，我们进行如下敏感性分析：

表6：归母净利润增速对净息差的敏感性分析

	2022E	2023E	2024E
净息差（+5bps）	17.8%	10.4%	7.5%
基准情形	13.6%	10.6%	7.5%
净息差（-5bps）	9.4%	10.8%	7.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测见表9），接下来10年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述分析的基础上设定估值假设：

- 我们假设折现率为11.0%。主要是考虑到以十年期国债收益率为代表的无风险收益率中枢约为2.8%，而全市场风险溢价率约7.0%。即全市场长期回报率估计在10%左右（比如标普500全收益指数1927年以来的长期回报率约为11%，沪深300指数近十年收益率约为8%）。公司近24个月贝塔约为1.2，据此计算的折现率为11.0%。折现率的不同会导致公司内在价值的变动，我们对此也进行了敏感性分析。
- 江阴银行不良存量包袱逐步出清，目前公司积极加大零售和异地布局，预计公司业绩仍能维持稳定增长。我们假设公司长期业绩增速基本与长期名义GDP增速持平，因此我们假设公司第二阶段增长率为6.0%，永续期增长率为3.5%。长期增长前景对公司估值影响很大，我们对此也进行了敏感性分析。

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为4.9~6.1元。

表7：一二阶段的核心假设（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
净资产	13166	14234	15404	16647	17942	19047	20219	21461	22778	24174	25653	27221	28883	30645
摊薄 ROE	9.7%	10.2%	10.4%	10.3%	10.2%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.0%
归母净利润	1274	1447	1600	1719	1823	1932	2048	2171	2301	2439	2585	2741	2905	3079
同比	20.5%	13.6%	10.6%	7.5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
分红率	31%	31%	31%	31%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
股利	391	444	491	528	827	876	929	984	1043	1106	1172	1243	1317	1396

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

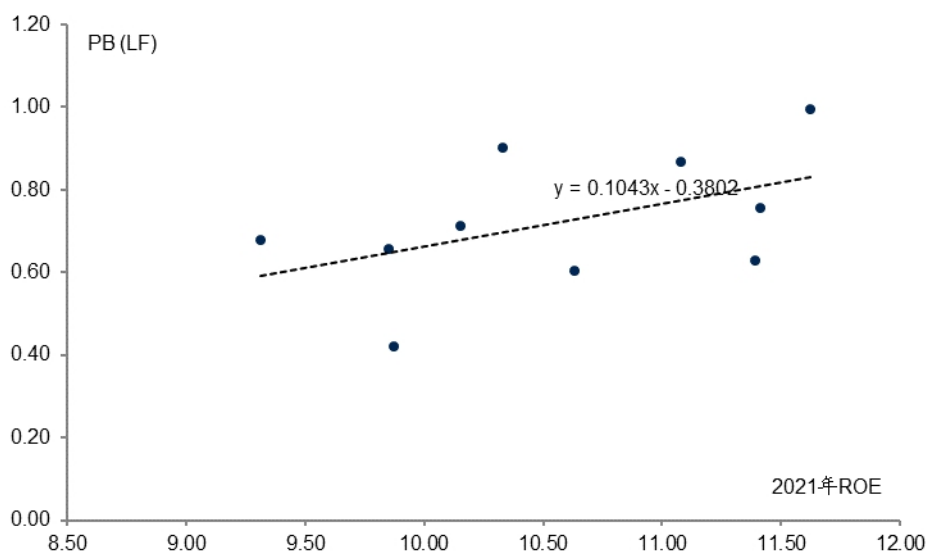
		折现率								
		9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%
永续增长率	2.0%	6.5	6.1	5.7	5.3	5.0	4.7	4.4	4.2	4.0
	2.5%	6.8	6.3	5.8	5.4	5.1	4.8	4.5	4.3	4.1
	2.8%	7.0	6.4	6.0	5.6	5.2	4.9	4.6	4.3	4.1
	3.0%	7.1	6.6	6.1	5.6	5.2	4.9	4.6	4.4	4.1
	3.5%	7.5	6.9	6.3	5.8	5.4	5.1	4.7	4.5	4.2
	4.0%	8.0	7.2	6.6	6.1	5.6	5.2	4.9	4.6	4.3
	4.5%	8.5	7.6	6.9	6.3	5.8	5.4	5.0	4.7	4.4
	5.0%	9.2	8.2	7.3	6.7	6.1	5.6	5.2	4.9	4.5
	5.5%	10.1	8.8	7.8	7.1	6.4	5.9	5.4	5.0	4.7

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

相对估值

在 A 股市场中, 小型银行因其体量较小、成长空间相对更大, 其估值较其他银行往往会有一定程度的溢价。由于覆盖小型农商行的机构数量较少, 因此我们不用 Wind 一致预期的动态数据, 转而使用静态数据进行估值。按照 PB(LF) 以及 2021A ROE 线性回归情况来看, 按照当前江阴银行 2021 年 ROE 对应 0.7 倍 PB(LF)。考虑到公司存量不良包袱已基本出清, 目前正积极优化资产负债结构, 加大零售业务布局以及异地业务拓展, 公司基本面拐点确立, 因此我们预计公司未来合理估值约为 0.77-0.85x (考虑 10%-20% 的偏离度), 据此计算对应的 2022 年末合理价值为 5.0-5.5 元。

图 36: A 股上市农商行估值情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 估值按照 2022 年 5 月 19 日收盘价计算。

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 4.9-6.1 元之间, 对应 2022 年 PB 值为 0.76-0.94x, 相对于公司目前股价上涨空间为 18.6%-47.7%。综合考虑公司估值以及公司区域经济情况和战略定位, 维持“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

(1) 市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

(2) 我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(3) 相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

附表：财务预测与估值

每股指标（元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表（十亿元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.49	0.59	0.67	0.74	0.79	营业收入	3	3	4	4	4
BVPS	5.59	6.00	6.48	7.02	7.58	其中：利息净收入	3	3	3	3	4
DPS	0.18	0.18	0.20	0.23	0.24	手续费净收入	0	0	0	0	0
						其他非息收入	1	0	0	0	0
资产负债表（十亿元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	营业支出	2	2	2	2	2
总资产	143	153	165	179	193	其中：业务及管理费	1	1	1	1	1
其中：贷款	77	88	100	113	128	资产减值损失	1	1	1	1	1
非信贷资产	66	65	66	66	65	其他支出	0	0	0	0	0
总负债	131	140	151	163	25	营业利润	1	1	2	2	2
其中：存款	106	117	129	140	151	其中：拨备前利润	2	2	3	3	3
非存款负债	25	23	23	24	25	营业外净收入	(0)	(0)	(0)	(0)	0
所有者权益	12	13	14	15	17	利润总额	1	1	2	2	2
其中：总股本	2	2	2	2	2	减：所得税	0	0	0	0	0
普通股东净资产	12	13	14	15	16	净利润	1	1	1	2	2
						归母净利润	1	1	1	2	2
总资产同比	13.0%	7.3%	8.0%	8.0%	7.8%	其中：普通股东净利润	1	1	1	2	2
贷款同比	15.1%	13.6%	13.8%	13.2%	13.0%	分红总额	0	0	0	0	1
存款同比	11.0%	11.1%	9.5%	8.5%	8.0%						
贷存比	73%	75%	78%	81%	85%	营业收入同比	-1.6%	0.5%	10.0%	6.3%	6.6%
非存款负债/负债	19%	16%	15%	15%	14%	其中：利息净收入同比	0.0%	10.6%	12.4%	6.4%	6.8%
权益乘数	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6	手续费净收入同比	0.0%	37.8%	3.5%	6.0%	5.0%
						归母净利润同比	4.4%	20.5%	13.6%	10.6%	7.5%
资产质量指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	业绩增长归因	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.79%	1.32%	0.96%	0.94%	0.92%	生息资产规模	10.2%	9.1%	8.4%	8.3%	7.9%
信用成本率	1.70%	1.11%	1.28%	1.05%	0.98%	净息差（广义）	-6.7%	1.5%	3.9%	-1.9%	-1.1%
拨备覆盖率	224%	326%	472%	492%	509%	手续费净收入	-0.1%	1.0%	-0.4%	-0.0%	-0.1%
						其他非息收入	-5.0%	-11.2%	-2.0%	-0.1%	-0.2%
资本与盈利指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	业务及管理费	0.3%	-2.8%	8.9%	-3.0%	-0.0%
ROA	0.80%	0.88%	0.92%	0.94%	0.93%	资产减值损失	-0.7%	22.5%	-7.7%	7.2%	0.6%
ROE	9.0%	10.3%	10.8%	11.0%	10.9%	其他因素	6.4%	0.4%	2.5%	0.0%	0.3%
核心一级资本充足率	13.34%	12.96%	12.97%	13.00%	13.03%	归母净利润同比	4.4%	20.5%	13.6%	10.6%	7.5%
一级资本充足率	13.36%	12.97%	12.98%	13.01%	13.04%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032