

江苏银行（600919）：长三角龙头城商行，区域与战略定位助力可持续高成长

2022 年 7 月 8 日

强烈推荐/首次

江苏银行 公司报告

长三角龙头城商行、国资背景深厚，省内存贷市场份额领先。截至 2022 年 3 月末，江苏银行总资产达 2.76 万亿，是长三角地区规模最大的城商行。公司前十大股东多为地方优质国企，总计持股占比近四成。强大的国资背景是江苏银行加强地方政企合作、深耕区域经济的比较优势。目前公司在省内 13 个市均设有分行，共有省内分支机构 461 家，实现省内市区网点全覆盖。据招股说明书，2015 年末江苏银行在江苏地区中小银行中，存贷款市场份额均位居第一。截至 2021 年末，江苏银行省内存款余额占江苏省总贷款余额的 6.6%；较 2015 年末提升 0.68pct，市占率逐年提升，有望充分分享区域内经济高质量发展的红利。

江苏省经济发达，产业结构持续优化。1993 年以来，江苏省 GDP 总量全国排名稳居第二。省内各市区发展较为均衡，全省 13 个市全部入围全国 GDP 百强城市。从人均指标来看，江苏省人均 GDP、可支配收入保持领先，民富程度较高、高净值客群基础好。从产业结构来看，近年来，江苏省软件、物联网等 6 个产业集群入围国家先进制造业集群，数量居全国第一。2021 年，江苏省工业战略性新兴产业、高新技术产业产值占规上工业比重提高到 39.8% 和 47.5%；同时，着力推动先进制造业与现代服务业融合发展，2021 年软件和信息技术服务业、科学研究和技术服务业、互联网及相关服务业营收分别增长 19.2%、26% 和 30.9%。省内产业结构不断优化。

零售、小微业务特色凸显，有望实现可持续高成长。零售业务方面，零售战略转型稳步推进，个贷占比逐年提升，达到可比同业较高水平。具体来看，信用卡、消费贷持续发力，贡献高收益资产。同时，财富管理加速布局，中收贡献快速提升。零售战略布局显现成效，预计消金牌照有助于消费类信贷持续发力，看好零售业务长期成长性。对公业务方面，深耕中小微企业，小微金融模式成熟，小微贷款在省内市场份额保持领先。行业层面聚焦基建、制造业，并逐步退出制造业落后产能、加大先进制造业投放。我们认为公司有望充分受益区域经济高质量发展，维持对公信贷高增。

财务表现持续改善，ROE 企稳向上。2011-2017 年，江苏银行 ROA、ROE 持续下行，主要是利息净收入走低和资产减值损失走高共同拖累。2018 年至今，公司主动优化资产摆布，加快零售战略转型、发力消费贷、财富管理，加大免税资产配置，实现了贷款定价提升、负债成本下降、非息收入增长、实际所得税率下降，拉动 ROA、ROE 逐步上行（2020 年为疫情扰动）。同时资产质量相关指标呈现趋势性改善，风险抵补能力不断增强。

投资建议：我们预测江苏银行 2022-2024 年归母净利润分别同比增长 25.5%、23.0%、20.9%，BVPS 分别为 11.23、13.24、15.69 元/股。当前上市城商行平均 PB（LF）为 0.79。2022 年 7 月 6 日收盘价 7.06 元/股，对应 0.64 倍 22 年 PB。考虑到公司区域优势以及战略推进带来的高成长性，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：区域经济失速下行导致资产质量恶化；疫情防控扰动公司正常经营；监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	520	638	813	937	1084
增长率（%）	15.7	22.6	27.5	15.2	15.8
归母净利润（亿元）	151	197	247	304	368
增长率（%）	3.1	30.7	25.5	23.0	20.9
净资产收益率（%）	12.28	13.83	15.68	16.83	17.20
每股收益（元）	1.02	1.33	1.67	2.06	2.49
PE	6.89	5.27	4.20	3.41	2.82
PB	0.77	0.69	0.63	0.53	0.45

公司简介：

公司是在江苏省内无锡、苏州、南通等 10 家城市商业银行基础上，合并重组而成的现代股份制商业银行，开创了地方法人银行改革的新模式。公司于 2007 年 1 月 24 日正式挂牌开业，是江苏省唯一一家省属地方法人银行。公司秉承“融创美好生活”的使命，以“融合创新、务实担当、精益成长”企业文化为引领，致力于建设“特色化、智慧化、综合化、国际化”的一流商业银行，已成长为一家综合实力和市场竞争能力较强的现代股份制银行。

资料来源：公司官网、WIND

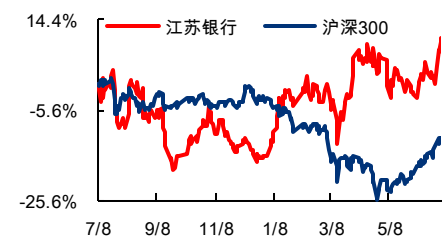
未来 3-6 个月重大事项提示：

2022-08-29 预计披露 2022 年半年报

交易数据

52 周股价区间（元）	7.18-5.62
总市值（亿元）	1,060.46
流通市值（亿元）	1,054.02
总股本/流通 A 股（万股）	1,476,964/1,476,964
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.02

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

分析师：田馨宇

010-66555383

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070003

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 长三角龙头城商行，国资背景深厚	4
2. 省内全面覆盖，持续受益于区域高质量发展	5
2.1 江苏省经济发达，产业结构持续优化	5
2.2 实现省内全覆盖，信贷市场份额领先	7
3. 业务特色：零售转型显效，深耕小微企业	8
3.1 零售转型稳步推进，财富管理贡献提升	8
3.2 对公深耕小微企业，聚焦基建、先进制造业	10
4. 财务表现：盈利持续改善，资产质量优异	12
4.1 业绩高增、行业领先，ROE 进入改善通道	12
4.2 受益于结构优化，净息差持续改善	13
4.3 资产质量持续改善，业绩具备潜在释放空间	16
5. 盈利预测及估值	18
6. 风险提示	20
相关报告汇总	22

插图目录

图 1：上市城商行总资产及排名（截至 2022 年 3 月末）	4
图 2：江苏省 GDP 增速长期高于全国水平	5
图 3：江苏省 GDP 全国排名长期领先	5
图 4：江苏省人均 GDP 增速高于全国	5
图 5：江苏省人均 GDP 排名全国领先	5
图 6：江苏省人均可支配收入增速高于全国	6
图 7：江苏省高净值人群持有的可投资资产占比较高	6
图 8：江苏银行贷款按区域分布情况，省内投放占比超八成	8
图 9：江苏银行在省内贷款市场份额	8
图 10：江苏银行贷款结构优化，个人贷款占比提升	9
图 11：江苏银行个人贷款占比在城商行中居于较高水平	9
图 12：江苏银行个人消费贷款占比提升，按揭贷款占比降低	9
图 13：江苏银行个人消费贷款占比在城商行中居于较高水平	9
图 14：江苏银行个贷增量结构，2021 年以消费贷为主	10
图 15：江苏银行信用卡发卡量及增速	10
图 16：江苏银行零售客户 AUM 位列可比城商行第一	10
图 17：江苏银行代理手续费收入快速增长，占比持续提升	10
图 18：江苏银行小微贷款占比对公贷款保持在高位	11
图 19：江苏银行成本收入比持续改善，低于上市城商行平均	11
图 20：江苏银行对公贷款的行业分布	11
图 21：江苏银行对公贷款分行业增量结构	11

图 22: 各上市城商行 2021、1Q22 净利润增速.....	12
图 23: 2021 年江苏银行 ROE 明显改善, 高于可比同业平均.....	12
图 24: 2018 年以来, 江苏银行净息差持续改善.....	14
图 25: 2021 年江苏银行净息差 2.28%, 位居上市城商行第三.....	14
图 26: 江苏银行近年生息资产收益率相对平稳.....	14
图 27: 2021 年江苏银行生息资产收益率处于较优水平.....	14
图 28: 2019 年以来, 江苏银行负债成本下行.....	15
图 29: 江苏银行负债成本在城商行中处于中等略偏高水平.....	15
图 30: 江苏银行负债结构较稳定, 存款占比超六成.....	15
图 31: 江苏银行存款占比在城商行中居于较低水平.....	15
图 32: 江苏银行活期存款占比相对较低.....	16
图 33: 江苏银行个人存款占比相对较低.....	16
图 34: 近几年江苏银行不良贷款率改善幅度大于行业平均.....	16
图 35: 2021 年江苏银行不良贷款率处于上市城商行较优水平.....	16
图 36: 2017 年以来江苏银行拨备覆盖率不断提升.....	17
图 37: 2021 年江苏银行拨备覆盖率处于上市城商行较高水平.....	17
图 38: 江苏银行对公贷款分行业不良贷款率.....	17
图 39: 江苏银行对公不良贷款分行业增量结构.....	17
图 40: 江苏银行个贷资产质量: 除经营性贷款个贷不良率较低.....	18
图 41: 江苏银行个贷增量结构, 2021 年以消费贷为主.....	18

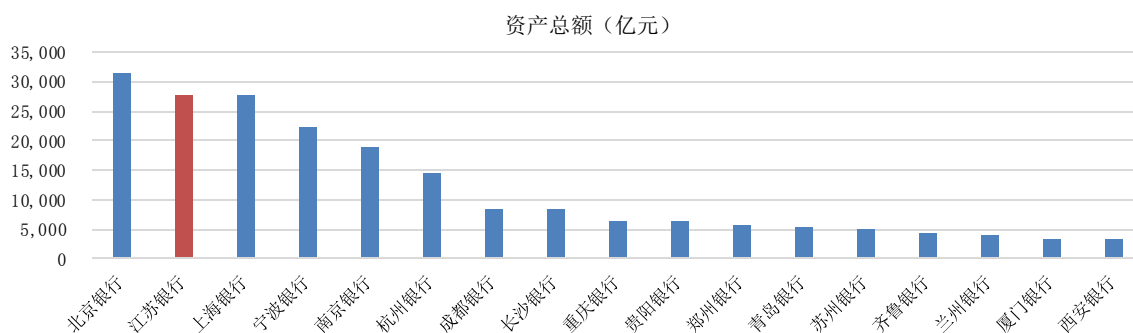
表格目录

表 1: 江苏银行前十大股东.....	4
表 2: “十四五”以来, 江苏省发布的一系列重要产业政策.....	6
表 3: 江苏银行各地分支机构情况.....	7
表 4: 江苏银行 ROE 杜邦拆解 (2011-2021 年).....	12
表 5: 长三角地区上市城商行 ROE 杜邦拆解 (2021 年).....	13
表 6: 上市城商行估值 (截至 2022 年 7 月 6 日).....	19

1. 长三角龙头城商行，国资背景深厚

江苏银行成立于 2007 年，由原无锡、苏州、南通、常州、淮安、徐州、扬州、盐城、镇江和连云港等十家城商行合并重组而成，总部位于江苏南京。公司坚持服务中小企业、地方经济、城乡居民的市场定位，在小微金融、科技金融、绿色金融、跨境金融等领域具备特色。截至 2022 年 3 月末，公司资产总额达 2.76 万亿，是长三角地区规模最大的城商行。

图1：上市城商行总资产及排名（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

第一大股东为地方国企，国资背景深厚。截至 2022 年 3 月末，江苏银行股东中持股占比超过 5%的有三家，分别为江苏省国际信托有限责任公司（8.17%）、江苏凤凰出版传媒集团有限公司（8.11%）和华泰证券股份有限公司（5.63%）。前十大股东多为地方优质国企，持股占比近四成。强大的国资背景对江苏银行加强地方政企合作、深耕区域经济建设有很大帮助，有助于公司最大程度分享省内经济发展红利。

表1：江苏银行前十大股东

排名	股东名称	占总股本比例(%)	股东性质
1	江苏省国际信托有限责任公司	8.17	国有法人
2	江苏凤凰出版传媒集团有限公司	8.11	国有法人
3	华泰证券股份有限公司	5.63	国有法人
4	无锡市建设发展投资有限公司	4.81	国有法人
5	江苏宁沪高速公路股份有限公司	3.84	国有法人
6	香港中央结算有限公司	3.78	境外法人
7	江苏省广播电视集团有限公司	3.05	国有法人
8	苏州国际发展集团有限公司	2.38	国有法人
9	江苏省国信集团有限公司	1.98	国有法人
10	江苏凤凰资产管理有限责任公司	1.79	国有法人
	合计	43.54	

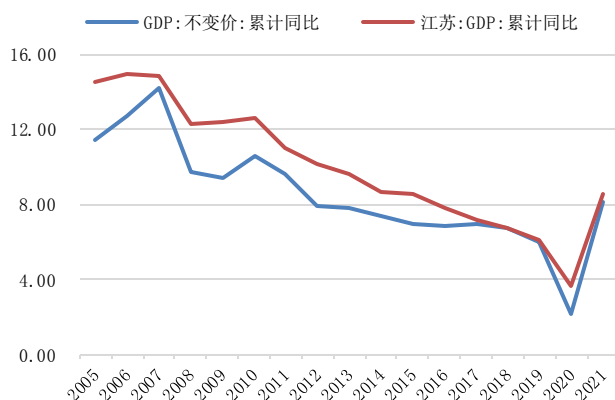
资料来源：公司财报、公司公告，东兴证券研究所

2. 省内全面覆盖，持续受益于区域高质量发展

2.1 江苏省经济发达，产业结构持续优化

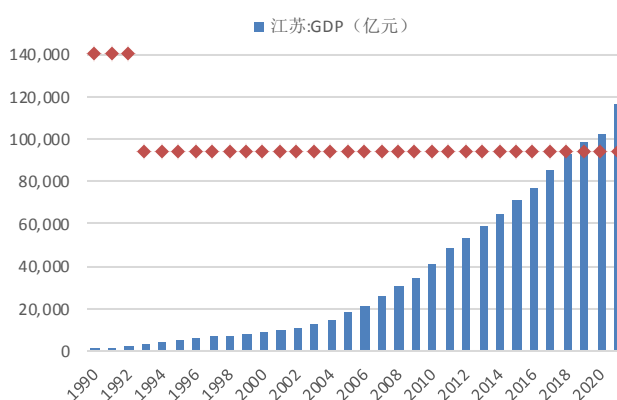
江苏省经济总量全国靠前，各市区发展较均衡。1993 年以来，江苏省 GDP 总量全国排名稳居第二。2021 年实现 GDP 11.64 万亿，同比增 8.6%，增速高于全国平均水平。同时，省内各市区发展较为均衡，全省 13 个市全部入围全国 GDP 百强城市，其中苏州、南京、无锡、南通市 2021 年 GDP 均超过 1 万亿。

图2：江苏省 GDP 增速长期高于全国水平



资料来源：WIND，东兴证券研究所

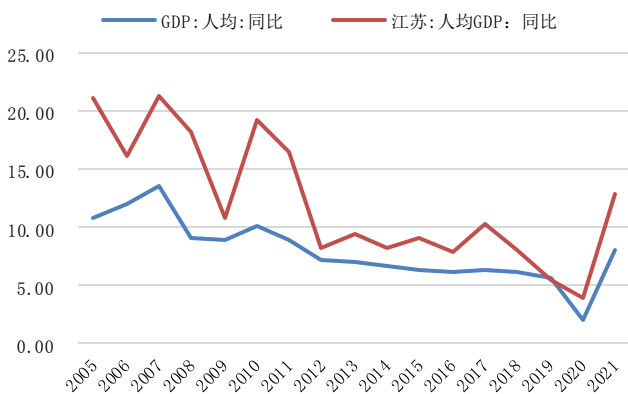
图3：江苏省 GDP 全国排名长期领先



资料来源：WIND，东兴证券研究所

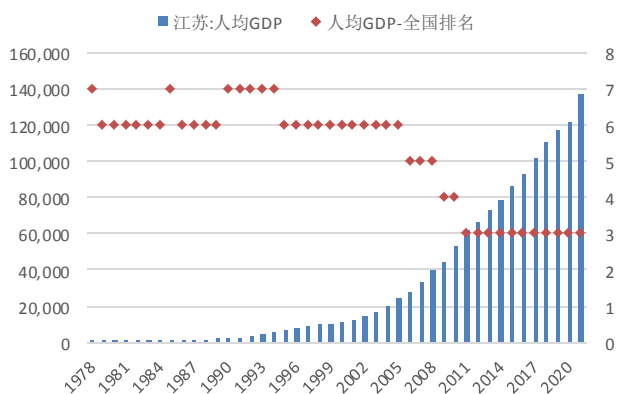
江苏省人均 GDP、可支配收入保持领先，民富程度较高、高净值客群基础好。江苏省人均 GDP 保持稳健增长，2011 年以来稳居全国各省份第三，增速高于全国平均。江苏省人均可支配收入亦保持领先，增速高于全国水平。此外，根据招行《2021 中国私人财富报告》，2020 年江苏省高净值人群人数占比约 16%，其持有的可投资资产占全国高净值人群财富的比重约为 17%。丰富的高净值客户资源为银行财富管理业务、消费金融业务提供肥沃土壤。

图4：江苏省人均 GDP 增速高于全国



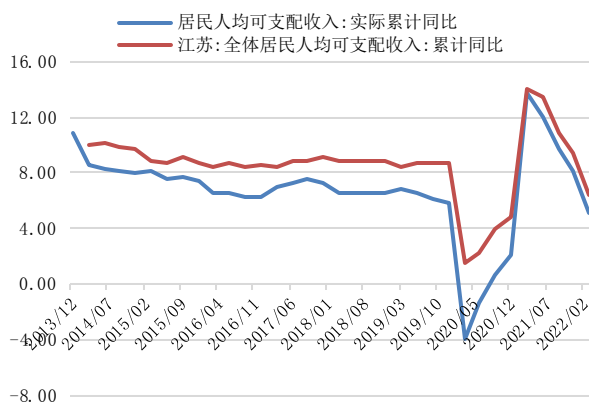
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图5：江苏省人均 GDP 排名全国领先



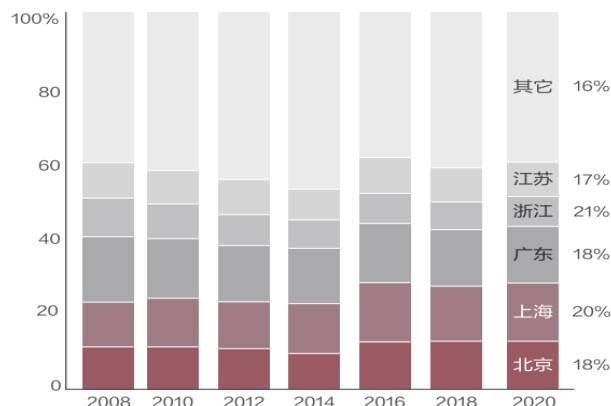
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图6：江苏省人均可支配收入增速高于全国



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图7：江苏省高净值人群持有的可投资资产占比较高



资料来源：WIND，东兴证券研究所

江苏省先进制造业、现代服务业加速成长，产业结构持续优化。近年来，江苏省加快建设现代产业体系。省内产业结构持续优化升级。软件、物联网等6个产业集群入围国家先进制造业集群，数量居全国第一。集成电路、生物医药和新型医疗器械、高端装备、新型电力（新能源）装备、工程机械、物联网、高端纺织等主导产业发展位于全国前列。2021年，江苏省工业战略性新兴产业、高新技术产业产值占规上工业比重提高到39.8%和47.5%。同时，江苏省推动先进制造业与现代服务业融合发展，2021年软件和信息技术服务业、科学研究和技术服务业、互联网及相关服务业营业收入分别增长19.2%、26%和30.9%。高技术服务业营业收入占规上服务业比重达37.5%，高于全国平均水平。

政策大力支持新兴产业，区域经济有望迈入高质量发展阶段。“十四五”以来，江苏围绕产业高质量发展颁布实施了一系列产业政策，在推动工业结构调整、构建自主可控现代化产业体系以及培育新兴产业、扶持企业创新发展等方面发挥了重要作用，将有力支撑江苏制造业高质量走在全国前列，区域经济有望迈入高质量发展阶段。

表2：“十四五”以来，江苏省发布的一系列重要产业政策

2021年1月	《江苏省“产业强链”三年行动计划（2021—2023年）》
2021年8月	《江苏省“十四五”制造业高质量发展规划》
2021年8月	《江苏省“十四五”数字经济发展规划》
2021年8月	《江苏省“十四五”数字经济发展规划》
2021年8月	《江苏省“十四五”新型基础设施建设规划》
2021年9月	《江苏省“十四五”医药产业发展规划》
2021年9月	《江苏省“十四五”大数据产业发展规划》
2021年9月	《江苏省“十四五”软件和信息技术服务业发展规划》
2021年11月	《江苏省“十四五”新能源汽车产业发展规划》
2021年12月	《江苏省制造业智能化改造和数字化转型三年行动计划》
2021年12月	《江苏省数字经济加速行动实施方案》
2021年12月	《江苏省新型数据中心统筹发展实施意见》
2021年12月	《江苏省“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》

资料来源：江苏省政府办公厅，东兴证券研究所

2.2 实现省内全覆盖，信贷市场份额领先

江苏银行在省内网点全覆盖，充分受益于区域经济高速发展。江苏银行成立之初整合省内各地城商行，传承了原有客户资源和关系网络。目前在江苏省 13 个市均设有分行，共有省内分支机构 461 家，实现省内市区网点全覆盖。此外，2008-2011 年公司抓住异地布局机遇，设立了上海、深圳、北京和杭州分行，现有省外分支机构 70 家。目前公司服务网络辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈，且客户基础牢固，有望充分受益于区域经济高速发展。公司下辖苏银金融租赁、苏银理财、苏银凯基消金、江苏丹阳苏银村镇银行四家子公司，综合金融布局正在持续完善。

表3：江苏银行各地分支机构情况

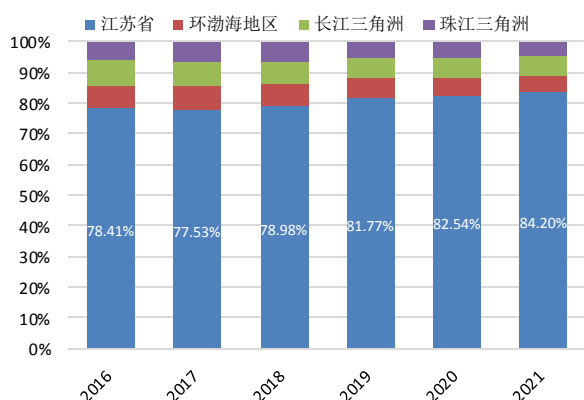
地域	地区	分支机构数量
江苏省内分支机构（共 461 家）	南京	29
	无锡	107
	徐州	32
	常州	30
	苏州	48
	南通	47
	连云港	27
	淮安	31
	盐城	34
	扬州	25
	镇江	31
	泰州	9
	宿迁	11
长江三角洲（不含江苏省）	上海	18
	杭州	11
环渤海地区	北京	23
珠江三角洲	深圳	18
合计		531

资料来源：公司财报、公司公告，东兴证券研究所

贷款主要投放于江苏省，省内贷款占比持续提升。截止 2021 年末，江苏银行在江苏省内的贷款余额为 1.18 万亿，占总贷款的 84.2%，且近年来占比进一步提升。异地贷款主要分布在上海、杭州、北京、深圳等经济发达区域，占比有所下降。

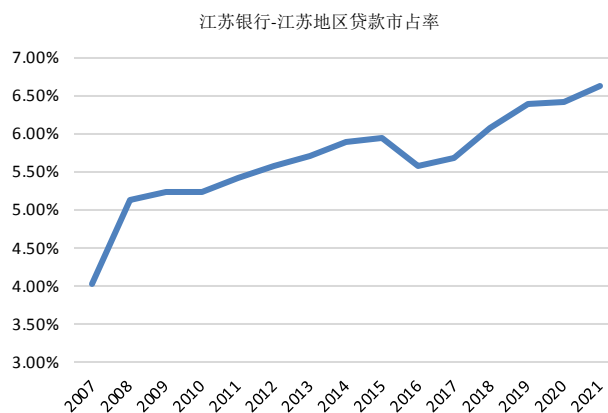
江苏银行省内贷款市占率逐年提升。据招股说明书数据，2015 年末江苏银行在江苏地区中小银行（法人总资产规模 4 万亿元以下）中，存贷款市场份额均位居第一。截至 2021 年末，江苏银行在江苏省的贷款余额占江苏省总贷款余额的 6.6%；较 2015 年末提升 0.68pct，市占率逐年提升；区域优势地位得到进一步巩固。

图8：江苏银行贷款按区域分布情况，省内投放占比超八成



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图9：江苏银行在省内贷款市场份额



资料来源：WIND，东兴证券研究所

3. 业务特色：零售转型显效，深耕小微企业

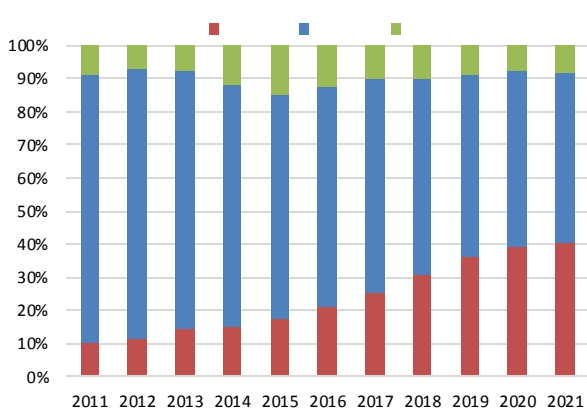
江苏银行零售、小微业务特色凸显，业务结构持续优化，有望实现可持续高成长。近年来，江苏银行持续优化业务结构。零售业务方面，零售战略转型稳步推进，个贷占比逐年提升，达到可比同业较高水平。具体来看，信用卡、消费贷持续发力，贡献高收益资产。同时，财富管理加速布局，中收贡献快速提升。零售战略布局显现成效，预计消金牌照有助于消费类信贷持续发力，看好零售业务长期成长性。对公业务方面，深耕中小微企业，小微金融模式成熟，小微贷款在省内市场份额保持领先；行业层面聚焦基建、制造业，并逐步退出制造业落后产能、加大先进制造业投放。我们认为，随着零售转型稳步推进、财富管理转型加速、小微金融业务持续深耕，公司资产结构有望持续优化，支撑资产定价、净息差稳定和中收贡献提升，助力公司实现可持续的高速成长。

3.1 零售转型稳步推进，财富管理中收贡献提升

近年来，江苏银行零售转型稳步推进，公司围绕“做大零售业务，聚焦财富管理”的战略目标，坚持以客户为中心，不断深化全周期、全渠道、全链路的“智慧零售”建设，扩展金融服务范围，提升服务效能，推进零售贷款占比和零售 AUM 稳步增长。截止 2021 年末，零售贷款余额 5614 亿，同比增长 19.48%；零售 AUM 达 9226 亿元，同比增长 18.36%。

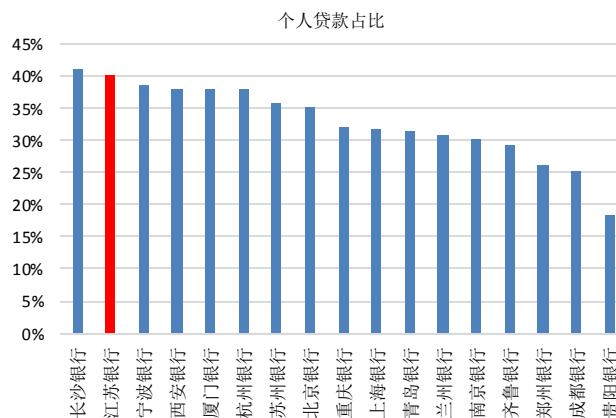
高收益零售贷款占比提升，结构优化支撑资产端定价。一方面，随着零售转型的稳步推进，江苏银行个贷占比稳步提升。2011-2021 年，个贷占比由 10.3% 提升至 40.1%；在上市城商行中居于较高水平。另一方面，高收益个人消费贷款占比亦有所提高，个人住房按揭贷款占比降低。截止 2021 年末，个人消费贷款占比约 45%，个人住房按揭贷款占比约 43%。高收益零售贷款占比提升对资产端定价起到支撑作用。

图10：江苏银行贷款结构优化，个人贷款占比提升



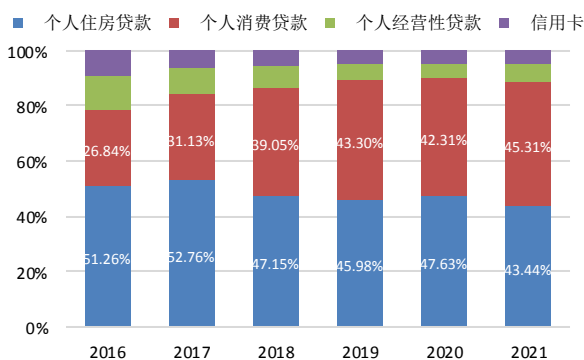
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图11：江苏银行个人贷款占比在城商行中居于较高水平



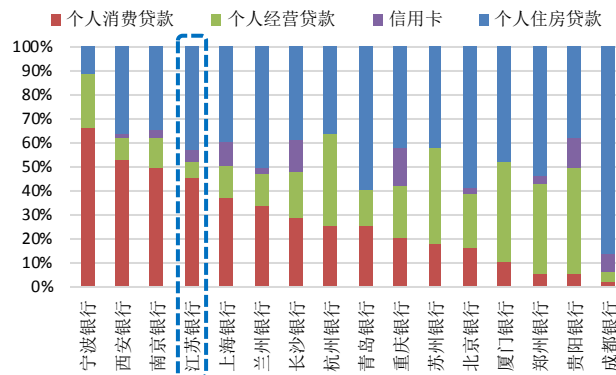
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图12：江苏银行个人消费贷款占比提升，按揭贷款占比降低



资料来源：WIND，东兴证券研究所

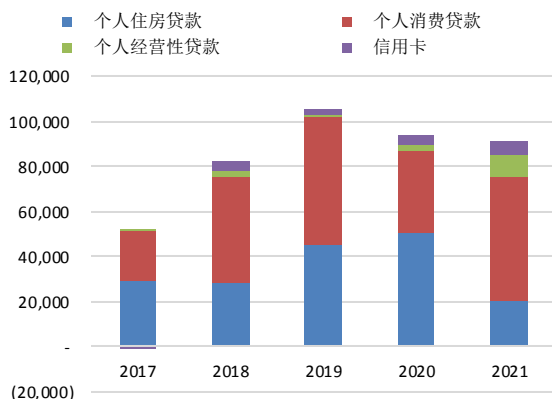
图13：江苏银行个人消费贷款占比在城商行中居于较高水平



资料来源：WIND，东兴证券研究所

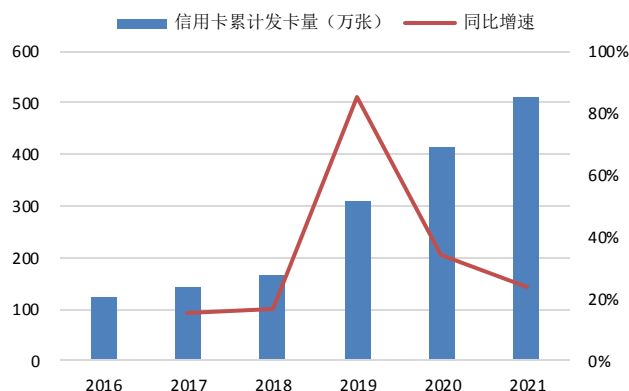
消金牌照有助消费类信贷持续发力。在消费贷业务方面，江苏银行与头部互联网机构开展深度合作，提供普惠金融线上化服务，满足互联网长尾用户对消费贷款的需求。在信用卡业务方面，江苏银行主打与消费场景平台合作联名卡，推出了美团无界数字信用卡、绿色低碳信用卡、花加无界联名卡等创新产品，发卡量实现较快增速。2021 年末，信用卡累计发卡 510 万张，同比增长 24%，信用卡贷款余额 284 亿，同比增长 27%。江苏银行在消费贷和信用卡领域的合作业务模式，有助于其拓宽获客范围，在严控风险的基础上突破一定的区域限制。2021 年 3 月，苏银凯基消费金融公司开业，消费金融布局版图进一步扩大，有助消费类信贷持续发力。

图14：江苏银行个贷增量结构，2021年以消费贷为主



资料来源：WIND，东兴证券研究所

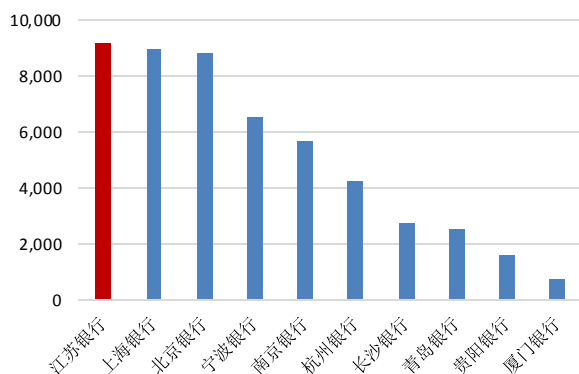
图15：江苏银行信用卡发卡量及增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

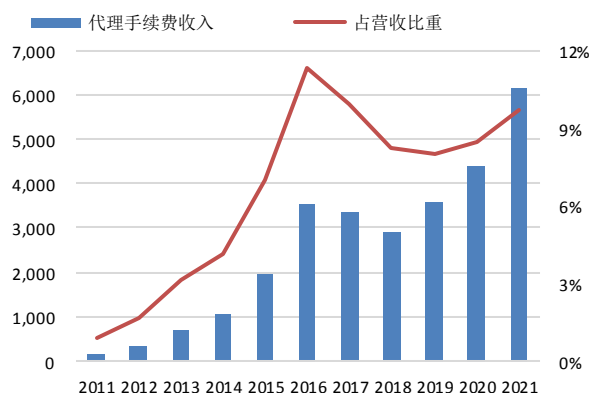
财富管理转型加速，中收贡献快速提升。江苏银行持续推进财富管理经营模式转型，着重提升资产配置能力。通过搭建财富管理产品生态、加强重点客群运维、优化客户服务队伍，财富管理服务能力持续增强。从规模来看，2021年末零售AUM同比增长18%至9226亿，位列可比城商行第一；2022年一季度零售AUM突破万亿元。从中收贡献来看，2021年手续费及佣金净收入74.9亿，同比增40%，主要贡献来自代理手续费收入（61.74亿），代理手续费收入中理财业务贡献过半。苏银理财子公司正式开业以来，协同母行资源、深耕客户，满足客户更加专业、复杂的财富管理需求，助力财富管理转型和代销中收增长。

图16：江苏银行零售客户AUM位列可比城商行第一



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图17：江苏银行代理手续费收入快速增长，占比持续提升



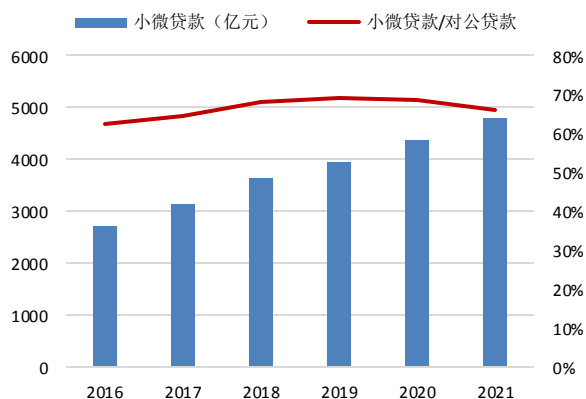
资料来源：WIND，东兴证券研究所

3.2 对公深耕小微企业，聚焦基建、先进制造业

深耕小微企业、业务特色鲜明，省内市场份额保持领先。江苏银行长期深耕中小微企业，物理网点深度下沉，充分了解客户需求，能为客户提供更全面、便捷的金融服务。公司在小微金融领域已积累丰富经验，业务团队成熟，且风控模型经过历史检验。历史上，江苏银行小微贷款占比对公贷款保持在较高水平，小微业务特色鲜明。2021年末，江苏银行小微贷款余额超4800亿元（占对公贷款的66%），在江苏省内市场份额继续保持领先。其中，普惠型小微贷款余额1121亿元，较上年末增长32%，普惠型小微贷款客户6.6万户，较上年末增长38%。

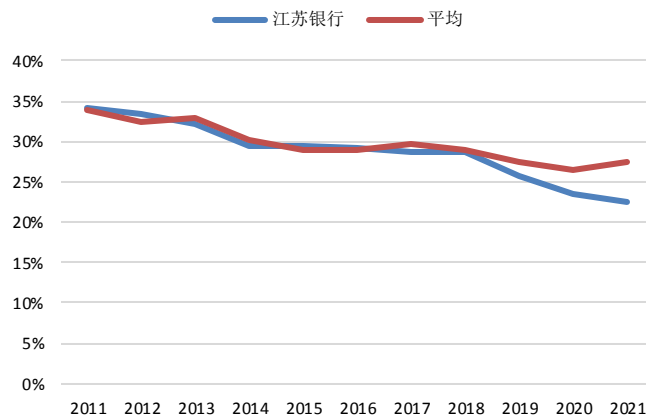
经营效率提升、成本收入比下降, 小微金融趋于成熟。一般来说, 小微业务占比高的银行, 业务及管理费用消耗更多, 成本收入比更高。但江苏银行成本收入比却低于可比上市城商行, 2021 年成本收入比为 22.4%, 较 2011 年降低了 11.6 个百分点。反映公司经营效率的提升, 小微业务模式趋于成熟; 同时, 也得益于科技与业务融合。

图18: 江苏银行小微贷款占比对公贷款保持在高位



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图19: 江苏银行成本收入比持续改善, 低于上市城商行平均

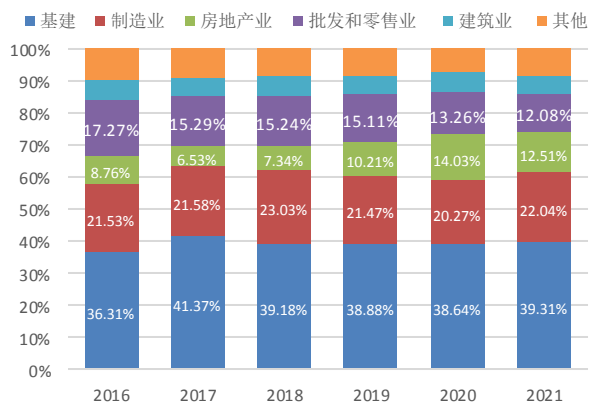


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

对公业务聚焦基建、制造业, 降低高风险地产、批零行业投放。从江苏银行对公贷款存量结构和新增投放结构来看, 基建、制造业为主要投放领域, 二者合计占对公贷款的六成左右, 对公贷款基本盘稳定。2021 年末, 基建类、制造业贷款分别占对公贷款余额的 39.31% 和 22.04%, 较上年均有所提升。同时, 减少了对高风险的房地产、批发零售业的信贷投放, 占比降至 12.51%、12.08%。

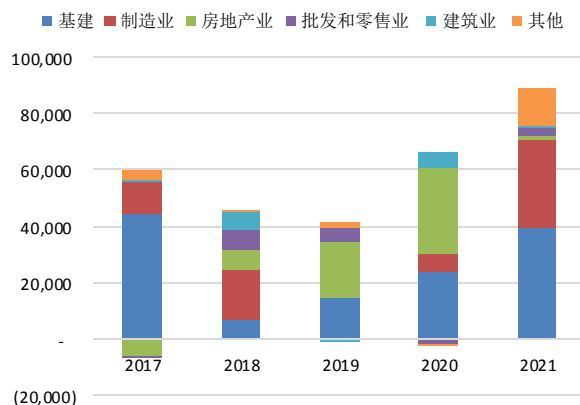
加大先进制造业投放, 服务科技型企业。近年来, 江苏银行逐步退出制造业落后产能, 聚焦江苏省“产业强链”三年行动计划, 重点支持先进制造、战略新兴等重点领域。公司根据产业链特征定制综合金融服务方案, 推出了“苏银新智造”品牌, 涵盖 28 条产业链。2021 年, 公司服务科技型企业超 1.1 万家、贷款余额超 1200 亿, 均居江苏省第一, 高新技术企业、专精特新服务占有区域领先。

图20: 江苏银行对公贷款的行业分布



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图21: 江苏银行对公贷款分行业增量结构



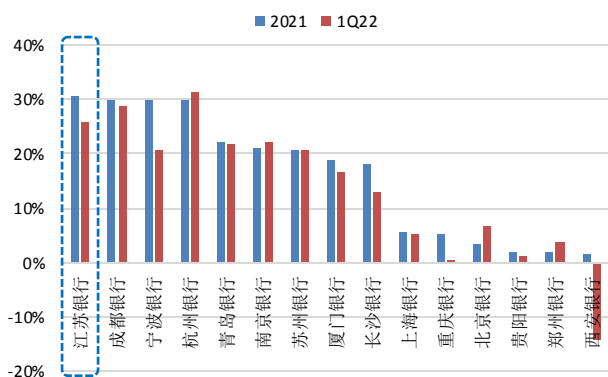
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

4. 财务表现：盈利持续改善，资产质量优异

4.1 业绩高增、行业领先，ROE 进入改善通道

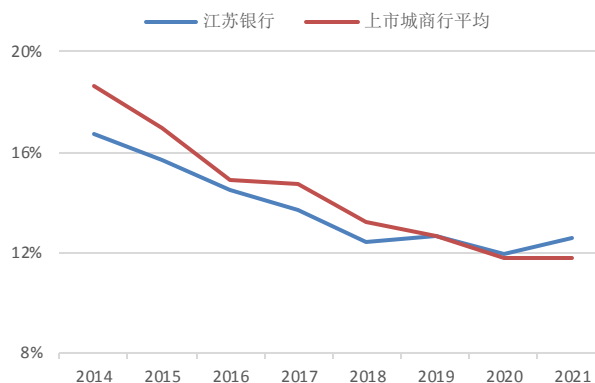
业绩高增，行业领先。江苏银行 2021 年实现营业收入 637.71 亿，归母净利润 196.94 亿，同比分别 +22.58%/+30.72%；2022 年一季度实现营业收入 170.33 亿，归母净利润 65.84 亿，同比分别 +11.04%/+26.00%，增速位于上市城商行前列。

图22：各上市城商行 2021、1Q22 净利润增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图23：2021 年江苏银行 ROE 明显改善，高于可比同业平均



资料来源：WIND，东兴证券研究所

江苏银行 ROE 自 2018 年开始企稳向上，主要得益于贷款定价提升、负债成本下降、非息收入增长、实际所得税率降低。2011-2017 年，江苏银行 ROA、ROE 持续下行，主要是利息净收入走低和资产减值损失走高共同拖累。2018 年至今，公司主动优化资产摆布，加快零售战略转型、发力消费贷、财富管理，加大免税资产配置，实现了贷款定价提升、负债成本下降、非息收入增长、实际所得税率下降，拉动 ROA、ROE 逐步上行（2020 年为疫情扰动）。

表4：江苏银行 ROE 杜邦拆解（2011-2021 年）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	3.50%	3.41%	3.16%	2.81%	2.41%	2.17%	2.01%	1.91%	2.25%	2.36%	2.57%
利息净收入	3.15%	3.03%	2.80%	2.48%	2.06%	1.75%	1.65%	1.38%	1.28%	1.68%	1.84%
利息收入	5.11%	5.57%	5.34%	5.40%	5.05%	4.15%	4.51%	4.42%	4.08%	4.20%	4.23%
利息支出	-1.96%	-2.54%	-2.54%	-2.92%	-2.99%	-2.40%	-2.85%	-3.05%	-2.80%	-2.52%	-2.40%
手续费及佣金净收入	0.27%	0.29%	0.34%	0.31%	0.33%	0.40%	0.34%	0.28%	0.30%	0.24%	0.30%
净其他非息收入	0.07%	0.08%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.25%	0.67%	0.44%	0.44%
营业支出	-1.90%	-1.77%	-1.62%	-1.55%	-1.37%	-1.24%	-1.19%	-1.13%	-1.47%	-1.60%	-1.51%
营业税金及附加	-0.22%	-0.23%	-0.22%	-0.20%	-0.17%	-0.07%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
管理费用	-1.19%	-1.14%	-1.02%	-0.83%	-0.71%	-0.63%	-0.58%	-0.55%	-0.58%	-0.55%	-0.58%

拨备前利润	2.09%	2.04%	1.92%	1.78%	1.53%	1.47%	1.41%	1.34%	1.65%	1.78%	1.97%
资产减值损失	-0.48%	-0.39%	-0.38%	-0.52%	-0.50%	-0.54%	-0.59%	-0.56%	-0.86%	-1.02%	-0.90%
税前利润	1.66%	1.66%	1.56%	1.27%	1.04%	0.94%	0.82%	0.77%	0.78%	0.76%	1.07%
所得税	-0.42%	-0.45%	-0.40%	-0.30%	-0.22%	-0.20%	-0.11%	-0.05%	-0.03%	-0.05%	-0.24%
ROAA	1.24%	1.21%	1.16%	0.97%	0.82%	0.74%	0.72%	0.73%	0.73%	0.68%	0.79%
权益乘数	16.98	17.05	14.80	16.11	17.87	17.47	15.16	15.07	15.03	12.37	12.89
ROAE	22.77%	22.72%	21.69%	16.76%	15.72%	14.47%	13.72%	12.43%	12.65%	11.91%	12.60%

资料来源：WIND，东兴证券研究所

江苏银行 ROE 高于上市城商行、略低于长三角地区城商行，主要受高负债成本拖累。横向比较来看，江苏银行利息收入优于长三角区域城商行，资产端定价优势明显；管理费用支出好于可比同业，主要得益于科技赋能；拖累项主要是利息支出和资产减值损失。近年来，负债成本拖累已逐步减小。预计随着负债端结构调优、价格管控强化，负债成本有望稳中有降。

表5：长三角地区上市城商行 ROE 杜邦拆解（2021 年）

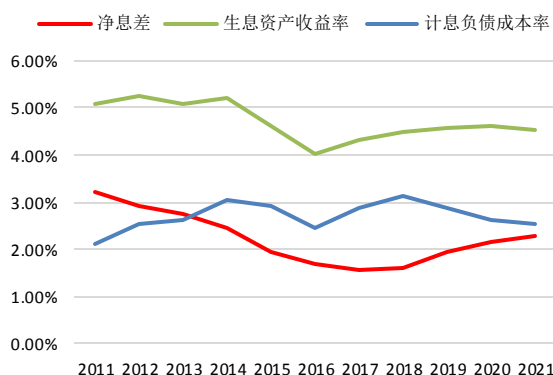
	宁波银行	苏州银行	杭州银行	南京银行	上海银行	江苏银行	城商行平均	长三角区域城商行平均	排名
营业收入	2.90%	2.58%	2.29%	2.51%	2.20%	2.57%	2.41%	2.51%	3
利息净收入	1.80%	1.79%	1.64%	1.66%	1.58%	1.84%	1.81%	1.72%	1
利息收入	3.72%	4.09%	3.81%	3.94%	3.64%	4.23%	4.13%	3.90%	1
利息支出	-1.93%	-2.30%	-2.16%	-2.28%	-2.06%	-2.40%	-2.32%	-2.19%	6
手续费及佣金净收入	0.45%	0.29%	0.28%	0.36%	0.35%	0.30%	0.23%	0.34%	4
净其他非息收入	0.65%	0.49%	0.37%	0.49%	0.26%	0.44%	0.37%	0.45%	4
营业支出	-1.77%	-1.64%	-1.47%	-1.33%	-1.28%	-1.51%	-1.49%	-1.50%	4
营业税金及附加	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	6
管理费用	-1.07%	-0.81%	-0.63%	-0.73%	-0.47%	-0.58%	-0.66%	-0.71%	2
拨备前利润	1.80%	1.74%	1.65%	1.75%	1.70%	1.97%	1.72%	1.77%	1
资产减值损失	-0.68%	-0.79%	-0.82%	-0.56%	-0.78%	-0.90%	-0.80%	-0.76%	6
税前利润	1.12%	0.93%	0.83%	1.17%	0.92%	1.07%	0.92%	1.01%	3
所得税	-0.05%	-0.14%	-0.10%	-0.20%	-0.06%	-0.24%	-0.11%	-0.13%	6
ROAA	1.07%	0.74%	0.72%	0.97%	0.86%	0.79%	0.80%	0.86%	4
权益乘数	12.19	12.88	14.21	13.46	12.46	12.89	12.65	13.02	3
ROAE	16.63%	9.96%	12.33%	14.85%	11.80%	12.60%	11.76%	13.03%	3

资料来源：WIND，东兴证券研究所

4.2 受益于结构优化，净息差持续改善

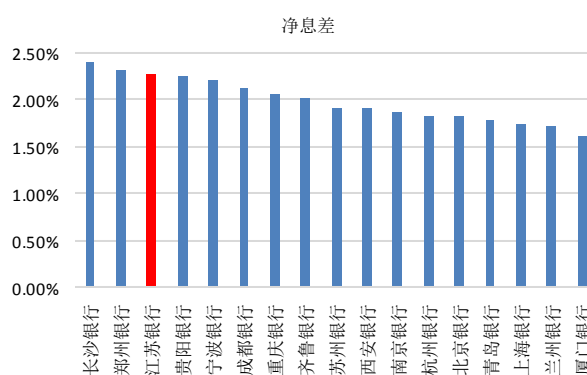
随着江苏银行零售转型稳步推进、小微业务持续深耕，资产负债结构不断优化，净息差持续改善。2018年以来，江苏银行净息差呈上行趋势，资产负债两端均有改善。2021年净息差为2.28%，位居上市城商行第三。拆分资产负债两端分析如下：

图24：2018年以来，江苏银行净息差持续改善



资料来源：WIND，东兴证券研究所

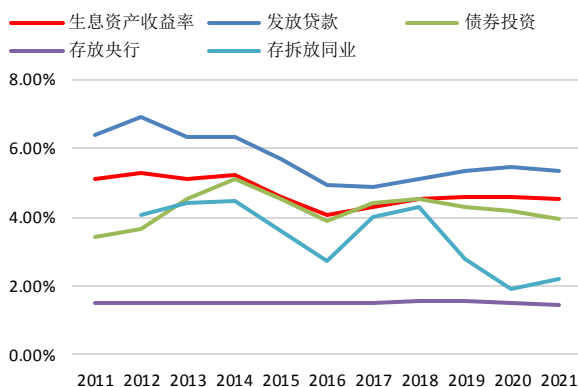
图25：2021年江苏银行净息差2.28%，位居上市城商行第三



资料来源：WIND，东兴证券研究所

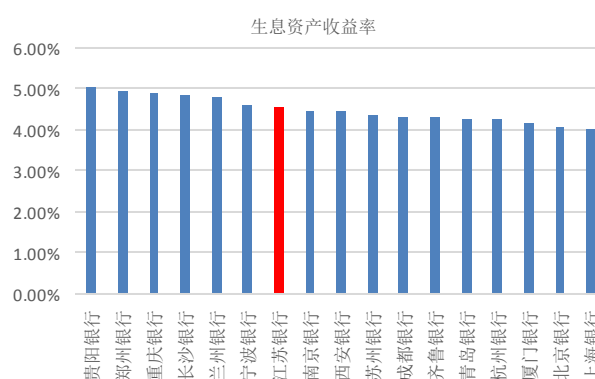
生息资产收益率稳中有升。近年来，在行业资产端定价趋势下行的背景下，江苏银行生息资产收益率能够保持相对稳定，主要得益于生息资产结构优化（贷款、特别是零售贷款占比提升）。2021年江苏银行生息资产收益率为4.53%，位居17家上市城商行中第六位，处于较优水平。展望后续，我们认为随着零售转型稳步推进、小微业务持续深耕，江苏银行贷款端定价有望优于可比同业，支撑生息资产收益率保持较高水平。

图26：江苏银行近年生息资产收益率相对平稳



资料来源：WIND，东兴证券研究所

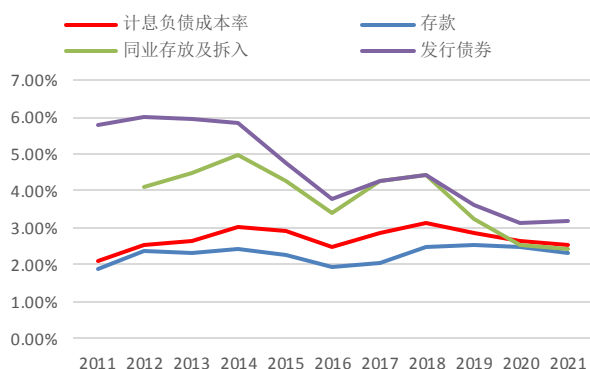
图27：2021年江苏银行生息资产收益率处于较优水平



资料来源：WIND，东兴证券研究所

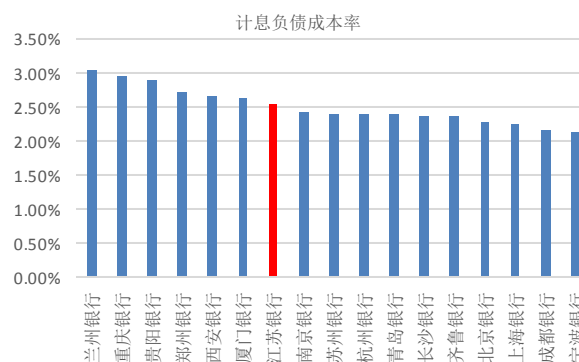
计息负债成本率下降。2019、2020 年，江苏银行负债成本下降主要得益于同业负债付息率、发行债券付息率下降。2021 年，则是受益于存款成本下降，主要是结构性存款的压降和低成本一般性存款拓展。2021 年计息负债成本率为 2.53%，在上市城商行中仍处于中等偏高水平。

图28：2019 年以来，江苏银行负债成本下行



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图29：江苏银行负债成本在城商行中处于中等略偏高水平



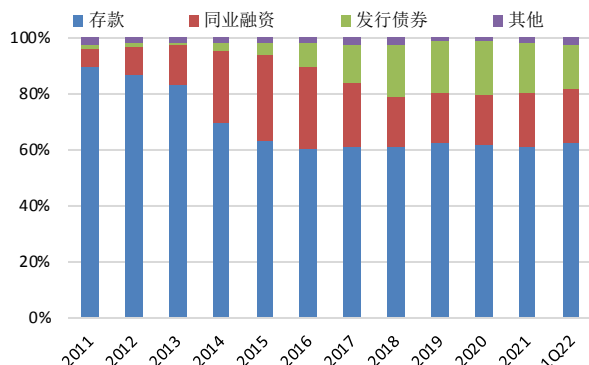
资料来源：WIND，东兴证券研究所

负债结构特征：存款占比略低于可比同业，活期、零售存款占比偏低，负债结构具有优化空间。从负债结构来看，2016 年以来，江苏银行负债结构基本保持稳定；存款约占六成，在可比上市城商行中偏低，仍待提高。细分来看，活期与零售存款占比较低，因此存款付息率相对同业偏高。近年来在监管引导下，公司压降结构性存款等高息产品，负债成本有所下降。

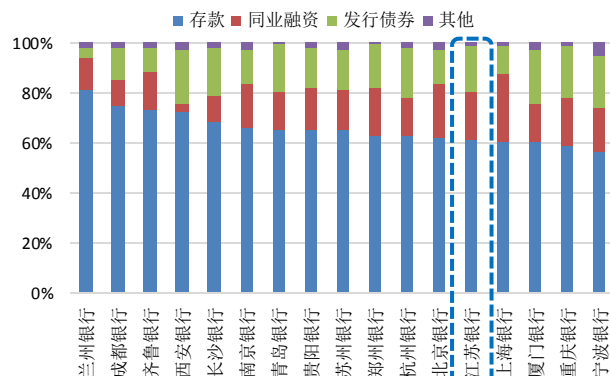
当前江苏银行高度重视低成本一般性存款的拓展，调优结构、管控价格，负债管理效能持续提升。对公领域加强机构存款营销，推动结算资金沉淀，交易银行对存款的贡献度不断提升。零售领域，随着零售 AUM 突破万亿元，也对零售存款增长起到积极作用。展望后续，随着零售战略推进、经营策略调整优化，零售存款占比、活期存款占比与同业的差距有望逐步缩小。同时，监管持续引导银行降低负债成本，政策利好。预计江苏银行负债端定价、结构将进一步优化，计息负债成本有望稳中有降。

图30：江苏银行负债结构较稳定，存款占比超六成

图31：江苏银行存款占比在城商行中居于较低水平

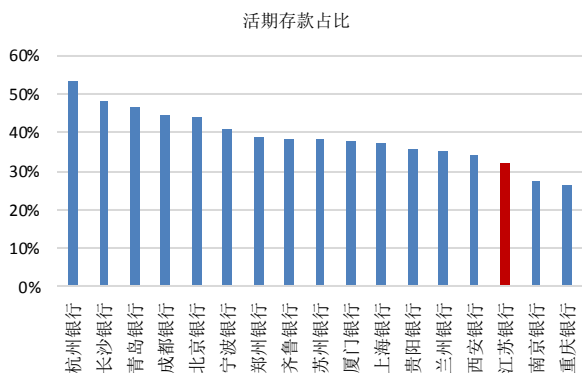


资料来源：WIND，东兴证券研究所



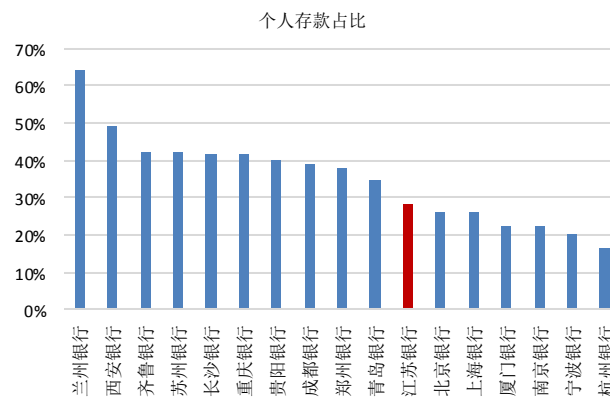
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图32：江苏银行活期存款占比相对较低



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图33：江苏银行个人存款占比相对较低



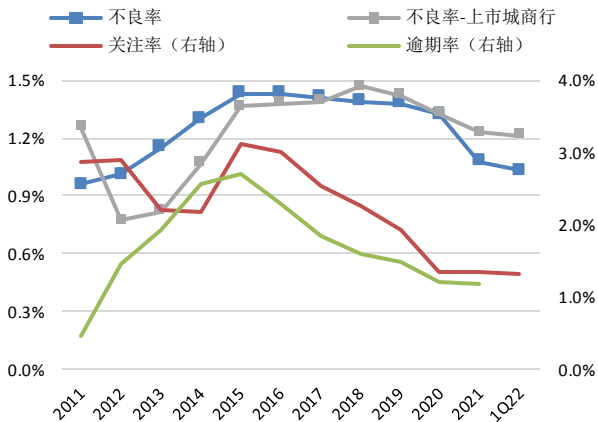
资料来源：WIND，东兴证券研究所

4.3 资产质量持续改善，业绩具备潜在释放空间

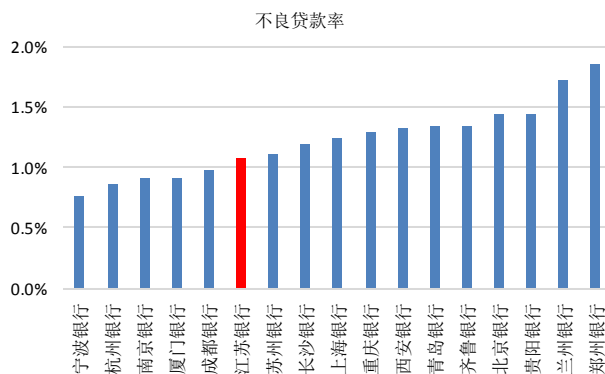
资产质量账面指标持续改善。2017年以来，江苏银行不良贷款率呈下降趋势，且2021年、1Q22相较于可比同业改善明显。2022年3月末，不良率降至1.03%，降幅大于上市城商行平均。2016年以来，关注率和逾期率持续下降，2021年末分别为1.34%、1.17%，潜在不良压力不大。

图34：近几年江苏银行不良贷款率改善幅度大于行业平均

图35：2021年江苏银行不良贷款率处于上市城商行较优水平



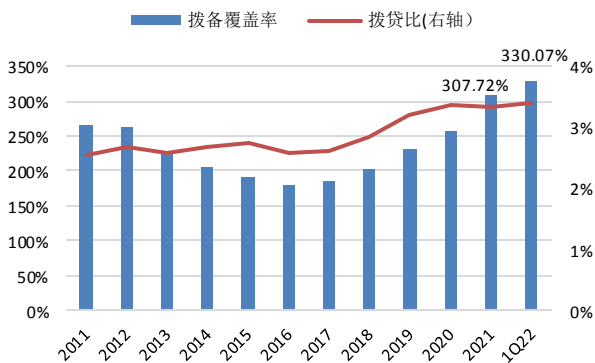
资料来源：WIND，东兴证券研究所



资料来源：WIND，东兴证券研究所

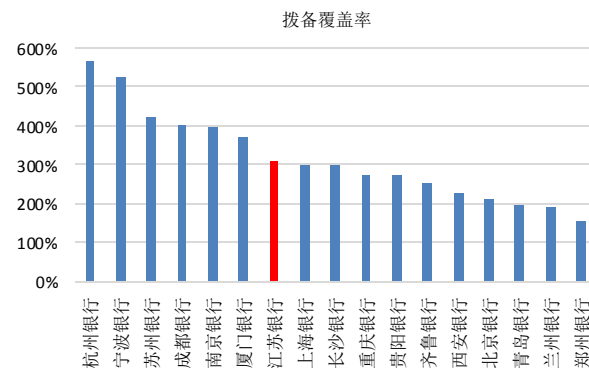
拨备覆盖率提升，风险抵补能力增强。2017年以来，江苏银行拨备覆盖率不断提升，风险抵补能力得到增强。截止2022年3月末，拨备覆盖率为330.07%，在上市城商行中亦处于较高水平。

图36：2017年以来江苏银行拨备覆盖率不断提升



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图37：2021年江苏银行拨备覆盖率处于上市城商行较高水平

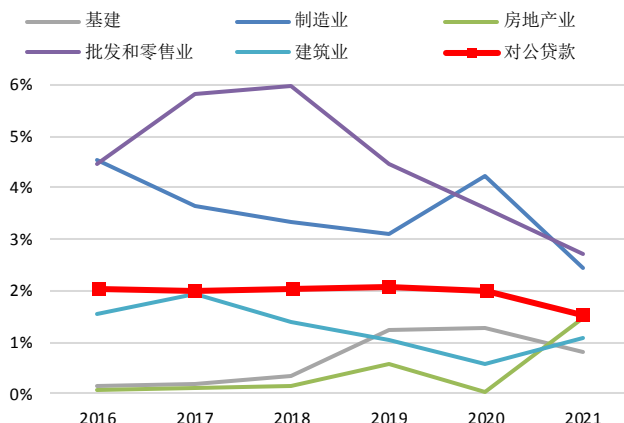


资料来源：WIND，东兴证券研究所

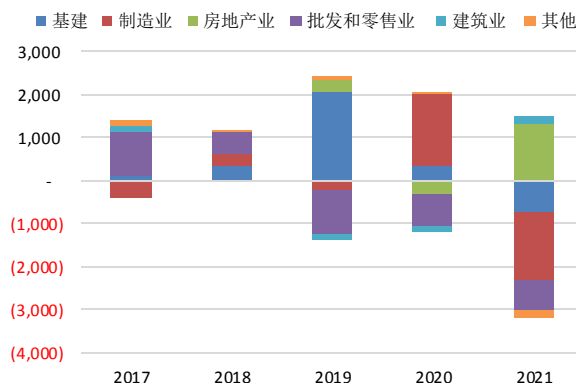
对公压降高风险领域贷款，不良率下降、风险可控。从对公贷款分行业不良贷款率来看，2021年基建、制造业、批发零售业不良率下降，房地产、建筑业不良率受地产行业风险影响有所抬升，对公贷款整体不良率下降。从公司信贷存量结构和新增投放结构来看，基建、制造业为主要投放领域，风险较低；而房地产行业贷款占比较低、投放减少，对整体对公贷款风险影响基本可控。

图38：江苏银行对公贷款分行业不良贷款率

图39：江苏银行对公不良贷款分行业增量结构



资料来源：WIND，东兴证券研究所



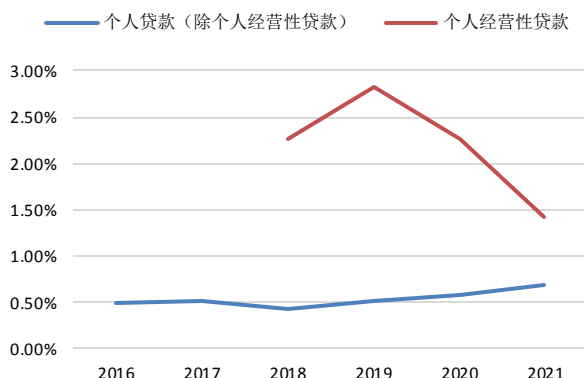
资料来源：WIND，东兴证券研究所

零售贷款不良率较低，资产质量稳健。从零售贷款结构来看，主要投向个人消费贷款、按揭贷款。2021年末，二者占比分别为45%、43%，经营性贷款占比约6%。从细分不良率来看，个人经营性贷款不良率相对较高、但近年来持续改善，且投放占比较小。个人贷款（除个人经营性贷款）不良率总体保持较低水平，2021年末仅为0.7%，零售贷款资产质量整体保持稳健。

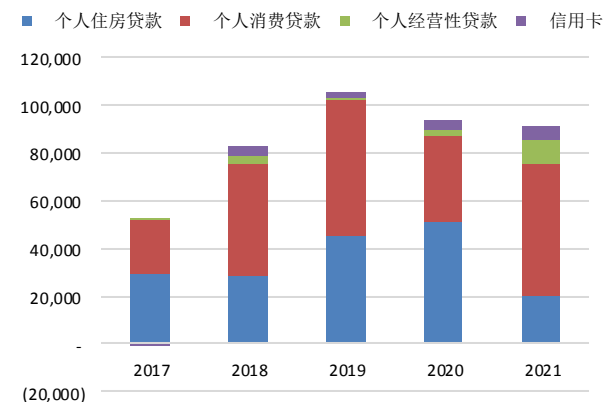
总体来看，江苏银行近年来主要贷款增量方向基建、制造业、消费贷、按揭贷款的新增不良水平较低、走势向好，资产质量有望保持优异水平。资产质量夯实带来信用成本下行，有助于潜在盈利释放、ROE提升。

图40：江苏银行个贷资产质量：除经营性贷款个贷不良率较低

图41：江苏银行个贷增量结构，2021年以消费贷为主



资料来源：WIND，东兴证券研究所



资料来源：WIND，东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

江苏银行现已实现省内全面深度覆盖，市场份额处于领先地位，将充分受益于区域经济高速、高质量发展，具备显著区位优势。同时，江苏银行零售、小微业务特色凸显，近年来业务结构持续优化。随着零售转型稳

步推进、财富管理转型加速、小微金融业务持续深耕, 公司资产结构有望持续优化, 支撑净息差稳定和中收贡献提升, 助力公司实现可持续的高速成长。

盈利预测关键假设如下:

(1) 规模: 区域信贷需求旺盛, 规模有望保持较快增长。当前经济仍面临下行压力, 稳增长政策持续加码。预计在基建投资带动下, 实体企业信贷需求有望逐渐修复, 信贷增速企稳回升。江苏省作为基建大省、制造业强省, 在疫情影响逐渐消退后, 信贷需求有望实现较快恢复。江苏银行资产规模有望保持快速扩张。预计 2022-2024 年贷款同比增长 15%/16%/16%。

(2) 息差: 随着结构进一步优化, 净息差有望实现稳中有升。江苏银行资产端定价具备优势, 但负债结构仍待优化。随着零售转型稳步推进、小微业务持续深耕, 预计贷款端定价有望保持优于可比同业的水平, 支撑资产收益率保持较高水平。同时, 公司主动优化负债结构、定价, 负债成本亦有下行空间。预计 2022-2024 年净息差分别为 2.24%、2.27%、2.29%。

(3) 非息: 伴随财富管理发展提速, 中收具备增长潜力。考虑零售转型和财富管理经营模式转型的稳步推进, 中收增长具备潜力。预计 2022-2024 年中收同比增 16%、18%、18%。

(4) 费用: 在金融科技赋能下, 公司管理费支出有望持续向好, 成本收入比延续改善趋势。预计 2022-2024 年成本收入比分别为 22.3%/21.9%/20.8%。

(5) 信用成本: 考虑到公司资产质量持续改善, 潜在不良压力不大; 且近年来保持积极拨备计提, 拨备覆盖率较高, 风险抵补能力较强。我们认为公司信用成本有望维持稳定态势, 预计 2022-2024 年信用分别为 1.2%/1.1%/1.1%, 对应计提的贷款减值准备分别为 180.6/191.3/221.9 亿元。

根据上述假设条件, 我们预测江苏银行 2022-2024 年归母净利润分别同比增长 25.5%、23.0%、20.9%, BVPS 分别为 11.23、13.24、15.69 元/股。近两年江苏银行 PB (LF) 中枢约为 0.67, 当前上市城商行平均 PB (LF) 为 0.79。2022 年 7 月 6 日收盘价 7.06 元/股, 对应 0.64 倍 22 年 PB。考虑到公司区域优势以及战略推进带来的高成长性, 给予“强烈推荐”评级。

表6: 上市城商行估值 (截至 2022 年 7 月 6 日)

名称	收盘价	ROA	PB (LF)	2021E	2022E	2023E
宁波银行	34.20	1.08%	1.61	1.46	1.25	1.07
成都银行	16.47	1.10%	1.30	1.09	0.93	0.79
杭州银行	14.56	0.72%	1.16	1.07	0.95	0.84
南京银行	10.01	0.98%	0.92	0.81	0.71	0.63
齐鲁银行	4.65	0.77%	0.80	0.70	0.62	0.55
厦门银行	5.86	0.72%	0.77	0.68	0.61	0.54
青岛银行	3.57	0.61%	0.72	0.69	0.63	0.57
江苏银行	7.19	0.82%	0.70	0.60	0.53	0.46
苏州银行	6.03	0.78%	0.68	0.62	0.57	0.52
长沙银行	7.77	0.88%	0.61	0.56	0.49	0.45
重庆银行	7.71	0.82%	0.61	0.57	0.52	0.48

上海银行	6.55	0.86%	0.49	0.46	0.42	0.39
贵阳银行	5.71	1.04%	0.44	0.39	0.36	0.33
北京银行	4.52	0.75%	0.43	0.41	0.37	0.34
兰州银行	4.74	0.42%	1.03	—	—	—
西安银行	3.58	0.86%	0.58	—	—	—
郑州银行	2.63	0.61%	0.53	—	—	—

资料来源：wind，东兴证券研究所（PB 估值预测来源于wind 一致预期）

6. 风险提示

区域经济失速下行导致资产质量恶化；疫情防控扰动公司正常经营；监管政策预期外变动等。

附表：公司盈利预测表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表（亿元）											
净利息收入	370	455	605	686	784	收入增长					
手续费及佣金	54	75	87	103	121	净利润增速	3.1%	30.7%	25.5%	23.0%	20.9%
其他收入	97	108	122	148	179	拨备前利润增速	19.0%	24.4%	27.7%	15.7%	17.5%
营业收入	520	638	813	937	1084	税前利润增速	7.3%	58.1%	24.8%	20.7%	19.5%
营业税及附加	(6)	(7)	(10)	(12)	(13)	营业收入增速	15.7%	22.6%	27.5%	15.2%	15.8%
业务管理费	(122)	(143)	(182)	(205)	(226)	净利息收入增速	44.8%	23.0%	33.0%	13.5%	14.2%
拨备前利润	392	487	622	720	846	手续费及佣金增速	-11.1%	39.8%	16.0%	18.0%	18.0%
计提拨备	(224)	(223)	(292)	(321)	(369)	营业费用增速	5.8%	17.2%	27.0%	13.0%	10.0%
税前利润	167	265	331	399	477						
所得税	(11)	(61)	(74)	(84)	(95)	规模增长					
归母净利润	151	197	247	304	368	生息资产增速	13.0%	11.9%	10.7%	13.2%	13.3%
资产负债表（亿元）						贷款增速	15.5%	16.5%	15.0%	16.0%	16.0%
贷款总额	12016	14002	16102	18678	21667	同业资产增速	34.0%	17.5%	10.0%	10.0%	10.0%
同业资产	967	1137	1250	1375	1513	证券投资增速	8.0%	8.6%	5.0%	10.0%	10.0%
证券投资	8459	9182	9642	10606	11666	其他资产增速	23.1%	15.5%	82.3%	24.3%	24.1%
生息资产	22898	25631	28369	32104	36363	计息负债增速	11.6%	12.0%	13.5%	13.6%	13.6%
非生息资产	886	1024	1866	2320	2880	存款增速	10.3%	11.2%	13.0%	13.0%	13.0%
总资产	23379	26189	29680	33781	38494	同业负债增速	-13.0%	52.4%	10.0%	10.0%	10.0%
客户存款	13299	14788	16711	18883	21338	股东权益增速	33.5%	8.8%	9.6%	15.4%	16.6%
其他计息负债	7978	9045	10349	11853	13588						
非计息负债	281	375	450	540	648	存款结构					
总负债	21558	24208	27510	31276	35575	活期	33.7%	32.2%	32.24%	32.24%	32.24%
股东权益	1821	1981	2170	2505	2920	定期	58.4%	58.5%	58.47%	58.47%	58.47%
每股指标						其他	7.9%	9.3%	9.30%	9.30%	9.30%
每股净利润(元)	1.02	1.33	1.67	2.06	2.49	贷款结构					
每股拨备前利润(元)	2.65	3.30	4.21	4.87	5.73	企业贷款 不含贴现	53.0%	51.9%	51.85%	51.85%	51.85%
每股净资产(元)	9.16	10.12	11.23	13.24	15.69	个人贷款	39.1%	40.1%	40.10%	40.10%	40.10%
每股总资产(元)	158.29	177.31	200.95	228.72	260.63	贷款质量					
P/E	6.89	5.27	4.20	3.41	2.82	不良贷款率	1.32%	1.08%	1.07%	1.04%	1.03%
P/PPOP	2.65	2.13	1.67	1.44	1.23	正常	97.32%	97.58%	98.71%	98.76%	98.81%
P/B	0.77	0.69	0.63	0.53	0.45	关注	1.36%	1.34%	1.29%	1.24%	1.19%
利率指标						次级	0.73%	0.56%			
净息差(NIM)	2.14%	2.28%	2.24%	2.27%	2.29%	可疑	0.23%	0.19%			
净利差(Spread)	1.98%	2.00%	2.03%	2.06%	2.09%	损失	0.35%	0.33%			
贷款利率	5.43%	5.36%	5.41%	5.46%	5.51%	拨备覆盖率	256.40%	307.72	321.97	330.57%	334.84%
存款利率	2.47%	2.32%	2.34%	2.36%	2.38%	资本状况					
生息资产收益率	4.61%	4.53%	4.59%	4.65%	4.71%	资本充足率	14.47%	13.38%	12.30%	11.43%	10.71%
计息负债成本率	2.63%	2.53%	2.55%	2.57%	2.59%	核心一级资本充足	9.25%	8.78%	8.36%	8.05%	7.81%
盈利能力						资产负债率	92.21%	92.44%	92.69%	92.59%	92.41%
ROAA	0.71%	0.82%	0.92%	0.99%	1.06%						
ROAE	12.28%	13.83%	15.68%	16.83%	17.20%	其他数据					
拨备前利润率	1.78%	1.97%	2.23%	2.27%	2.34%	总股本(亿)	147.70	147.70	147.70	147.70	147.70

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	银行业周度跟踪：国股票据转贴现利率回升，信贷融资需求有所改善-2022-6-27	2022-06-28
行业普通报告	银行业周度跟踪：5月社融边际回暖，稳增长政策有望加速落地	2022-06-13
行业普通报告	银行业：社融总量回升、结构欠佳，实体融资需求恢复仍待观察——5月社融数据点评	2022-06-12
行业普通报告	银行业周度跟踪：稳增长政策力度加大，有望改善市场悲观预期	2022-05-30
行业深度报告	2022年银行业中期策略报告：优质区域银行成长性凸显	2022-05-27
行业普通报告	银行业周度跟踪：当前按揭贷款利率相对高位，或开启下行通道-2022-5-22	2022-05-23
行业普通报告	银行业周度跟踪：4月融资需求低迷，首套房利率下限调降	2022-05-16
行业普通报告	银行业：融资需求低迷，等待政策进一步发力——4月社融数据点评	2022-05-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526