

承担城农商行双职能，转型助力成长和获客

无锡银行(600908)

主要观点:

无锡银行竞争优势: 1) 地处苏南区位优势明显,无锡深厚的工业基础为公司提供优质对公客群,目前考虑到在本轮经济复苏主要由基建投资拉动、以及政策引导加大制造业信贷投放支持力度下,无锡当地装备制造、工业品等行业或率先受益。2) 中长期看,小微业务作为重点转型方向,深度受益于江浙地区发达的民营经济,相关信贷投放也迎来多项政策支持,未来一方面提供更高成长性,另一方面零售业务比重的提高将有效扩大息差、增厚收益。3) 稳健的经营风格和审慎的风控标准下,资产质量非常优异,低信用成本反哺 ROE,保障在经济下行期业绩稳健释放。4) 股权结构分散、以地方国企和优质民企为主,提供本地对客户资源,较高的高管持股比例为公司稳健经营提供有力支撑。

享区域经济发展红利,对公业务优势突出

无锡银行成立于 2005 年 6 月,由无锡市原 29 家信用社改制而成,是 2016 年第一批上市的三家江苏省农商行之一,也是无锡市区唯一的地方法人银行。2021 年资产总额迈上两千亿台阶,近十年 CAGR 为 13%;业绩释放提速下,上半年归母净利润同比增 30.27%,增速预计位列上市银行第一梯队。

无锡银行本地化体现在: 1) 主要由地方国企和民企持股,有助于增益公司资源可得性,奠定地方客群基础; 2) 管理层主由内部晋升、经验丰富、持股比例高(新任副行长陈稔曾任常熟银行副行长,或为小微业务发展提供助力); 3) 本地网点全覆盖,贷款 7 成以上投放无锡当地,市民卡保有量超 500 万张,渗透率约达无锡当地常住人口的 70%;同时推进跨区域发展,异地贷款 CAGR 达 52%,带动占比提升至 24%,上市农商行中居前。

深耕区域下,公司成长性与无锡乃至江苏经济发展深度绑定,因此江苏雄厚的经济基础客观上也提供广阔发展空间: 1) 江苏经济体量大;无锡经济发达, GDP 省内第 3,人均 GDP 居全国主要城市第一。2) 长三角是我国民营经济最活跃地区,小微企业工业总产值增速快,而无锡银行贷款客户也以中小微企业为主,贷款占总贷款的 95%以上。3) 无锡产业结构以工业制造业为主,近几年医药生物、电子板块强劲崛起,无锡银行因地制宜,贷款以对公为主,主投租赁商务、制造业等。4) 无锡金融资源供需旺盛,2021A 存贷款分别同比+10.6%、+14.2%;金融竞争较充分,无锡银行作为唯一地方法人银行,承担部分城商行属性和职能,市场份额保持稳定。

发力小微赋能成长,优异质量保障业绩释放

无锡银行 ROE 处上市银行中上游,其中营收端动能偏弱,主要是息差压力较大、拖累收息业务;但稳健的经营风格下,相对较低的管理费用和减值损失正贡献 ROE。未来盈利能力的改善在于通过调整资产负债结构、提振息差: 1) 下沉深耕小微市场、推进零售

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
最新收盘价:	5.91
股票代码:	600908
52 周最高价/最低价:	6.68/5.21
总市值(亿)	110.03
自由流通市值(亿)	104.23
自由流通股数(百万)	1,763.70



分析师: 刘志平
邮箱: liuzp1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520020001

分析师: 李晴阳
邮箱: liqy2@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520070001

业务发展。通过优化经营机制，配套机构和团队建设，实现小微业务获得爆发性增长，贷款中零售类占比、零售贷款中经营类贷款占比均有明显提升。**2) 资产负债结构积极调整，息差有望向上改善。**企业贷款收益率较低，整体贷款平均收益率不足 5%，同时负债端存款活化程度不高拖累负债成本率，但未来资产负债结构有较大调整空间。**3) 轻资本运营缓解资本压力，30 亿元转债+20 亿元定增计划，有望充实核心资本，支撑业务成长性。**

客群下沉对风险管控提出更高要求，优异的资产质量保障未来业绩释放。江苏省不良出清早、信用环境优，2021 年银行业不良率仅 0.7%，工业企业利息保障倍数长期处全国前三。而无锡银行存量和潜在风险压力极低，2021 年不良率仅 0.93%，关注类占比极低仅 0.29%，两者占比处于上市农商行首位。业绩快报显示年中拨覆率升至 531.55%，处于上市银行第一梯队，极低的不良生成下信用成本维持低位，保障业绩快速释放。

投资建议

盈利预测方面，我们主要假设：1) 息差：2022 年伴随公司零售转型战略推进，息差有望企稳回升；2) 生息资产规模：2022 年资产规模整体保持 10%左右的增速；3) 信用成本：公司资产质量整体平稳，存量不良基本出清，后续信用成本将延续下行。

基于上述假设，我们预计 2022-2024 年公司的营业收入分别为 48.19/55.73/64.98 亿元；归母净利润为 19.80/25.13/32.00 亿元，同比增 25.3%/26.9%/27.3%；预计 EPS 为 1.06/1.35/1.72 元，对应 2022 年 7 月 14 日 5.91 元/股收盘价，PB 分别为 0.63/0.57/0.50 倍。

估值方面，受疫情冲击宏观经济下行和地产领域风险暴露等因素影响，银行板块估值普遍回调，无锡银行目前估值也处于历史低位，对应静态 PB (LF) 仅 0.83x，行业比较来看处于中游水平。考虑到公司所处的区位优势、未来转型成长的潜力以及优质资产质量和高拨备赋予的业绩高增长，首次覆盖我们给予公司“买入”评级。

风险提示

1) 疫情影响区域经济修复缓慢，信贷投放和资产增速不及预期的风险；2) 公司经营层面的重大风险等。

盈利预测与估值

百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,896	4,349	4,819	5,573	6,498
增长率 (%)	10.1%	11.6%	10.8%	15.6%	16.6%
归母净利润	1,312	1,580	1,980	2,513	3,200
增长率 (%)	5.0%	20.5%	25.3%	26.9%	27.3%
每股收益 (元)	0.71	0.85	1.06	1.35	1.72
每股净资产 (元)	7.56	8.48	9.32	10.39	11.74
PE	8.3	7.0	5.6	4.4	3.4
PB	0.78	0.70	0.63	0.57	0.50

资料来源：公司公告、华西证券研究所

正文目录

1. 享区域经济发展红利，对公业务优势突出	5
1.1. 稳健发展资质良好，规模迈上新台阶	5
1.2. 立足无锡本地，加速外拓步伐，覆盖江苏核心城市圈	6
1.3. 区域经济优势赋能，产业转型奠定发展良机	8
2. 发力小微赋能成长，优异质量保障业绩释放	12
2.1. 经营风格稳健，低信用成本正贡献 ROE	12
2.2. 零售转型加速推进，做细做小空间广阔	13
2.3. 经营稳扎稳打，资产质量优势突出	16
3. 投资建议	19
4. 风险提示	20

图表目录

图 1 上市农商行指标对比	5
图 2 无锡银行近年来资产增速整体稳健	5
图 3 无锡银行归母净利增速回升至较高水平	5
图 4 无锡银行前十大股东概况	6
图 5 无锡银行高管持股比例高于其他上市农商行	6
图 6 无锡银行管理层	7
图 7 贷款 7 成以上投放无锡当地，异地占比提升	8
图 8 贷款地区分布：无锡银行异地贷款占比较高	8
图 9 市民卡保有量超 500 万张，对市民覆盖度提升	8
图 10 2021 年江苏省 GDP 为 11.6 万亿元（全国第 2）	9
图 11 江苏省 GDP 增速长期高于全国水平	9
图 12 无锡 GDP 体量居江苏省前列	9
图 13 无锡 GDP 结构：第三产业过半，占比提升	9
图 14 无锡小微企业工业总产值增速远超大中型企业	10
图 15 中小微企业贷款/贷款总额（不含贴现）超 95%	10
图 16 无锡银行制造业贷款占总贷款的 18%，居上市银行前列（2021A）	10
图 17 2021 年末各地区金融机构本外币各项贷款余额及增长率：江苏省名列前茅	11
图 18 无锡市存贷款规模保持双位数增速	11
图 19 无锡市内无锡银行贷款市场份额整体稳定	11
图 20 无锡银行 ROA 低于可比上市农商行	12
图 21 无锡银行 ROE 回升至高于上市农商行均值水平	12
图 22 上市农商行 ROE 贡献因子拆分（2021A，%）：低管理费用和减值损失贡献 ROE 居前	12
图 23 零售贷款占比逐年提升	13
图 24 对公贷款占比居上市农商行首位（2021A）	13
图 25 零售贷款投向以按揭为主，经营贷快速扩容	14
图 26 按揭占零售贷款比例居上市农商行首位（2021A）	14
图 27 普惠小微和个人经营贷规模快增	14
图 28 对公贷款结构以租赁商务和制造业为主	14
图 29 无锡银行净息差相对低于可比同业	15
图 30 无锡银行负债端存款占比高（2021A）	15
图 31 无锡银行存款活化程度偏低（2021A）	15
图 32 无锡银行核心资本充足率偏低（2022Q1）	16
图 33 风险权重相对高于可比同业（2021A）	16
图 34 江苏省银行业资产质量优于全国（不良率）	17
图 35 江苏省 2021 年不良率仅 0.7%	17
图 36 江苏省工业企业利息保障倍数高于全国	17
图 37 无锡银行不良率趋势下行与区域一致	17

图 38	关注类贷款占比降至低位，不良连续双降.....	18
图 39	无锡银行不良+关注类贷款占比低于上市农商行.....	18
图 40	2021A 逾期贷款占比 0.93%.....	18
图 41	不良生成率降至低位.....	18
图 42	逾期 90+/不良整体降至 100%内.....	18
图 43	逾期 90+/不良相对高于上市农商行.....	18
图 44	拨备覆盖率上行突破 500%.....	19
图 45	拨覆率居上市银行第一梯队.....	19
图 46	无锡银行 PB-Bands：处于历史底部.....	20
图 47	上市农商行 PB (LF) 对比：无锡银行 PB 处于行业中上游（截至 7 月 14 日）.....	20

1. 享区域经济发展红利，对公业务优势突出

1.1. 稳健发展资质良好，规模迈上新台阶

无锡银行成立于 2005 年 6 月，由无锡市原 29 家信用社改制而成，是 2016 年 9 月第一批上市的三家江苏省农商行之一，也是无锡市区唯一的地方法人银行。

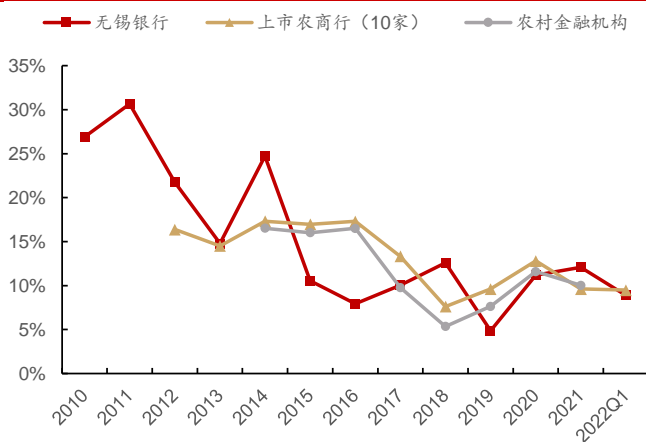
相较可比同业，无锡银行分支机构数和员工数量不多，规模在上市农商行中处于中游水平。但作为无锡市区唯一的地方法人银行，长期深耕本土，积累了较强的地缘和人脉优势，客户基础广泛而扎实，近年来保持稳健的发展态势。2021 年无锡银行资产总额达 2017.7 亿元，迈上两千亿新台阶，近十年资产规模年均复合增速 13%。期间受区域经济下行及钢贸危机等风险因素影响，规模增速和业绩增速均有回落，2015 年净利润负增 9.97%，此后扩表速度趋于稳健，归母净利润增速逐年上行、回升至较高水平。根据中报业绩快报，2022 上半年无锡银行总资产、贷款和存款分别较年初增长 3.28%、5.86%、6.52%，受疫情冲击、资本约束、叠加零售转型起步等因素影响，整体扩表速度略有放缓，但资产端结构继续优化；同时营收和归母净利润分别同比增 6.72% 和 30.27%，业绩释放提速，增速预计位列上市银行第一梯队。

图 1 上市农商行指标对比

银行	成立时间	员工数 (人)	规模 (2021A, 亿元)			盈利 (2021A, 亿元, %)			资产质量 (2021A, %)	
			资产	贷款	存款	营业收入	归母净利润	净息差	不良贷款率	拨备覆盖率
渝农商行	2008-06	14,905	12,659	5,822	7,594	308.42	95.60	2.17	1.25	340.25
沪农商行	2005-08	9,325	11,584	6,136	8,381	241.64	96.98	1.86	0.95	442.50
青农商行	2012-06	5,125	4,304	2,326	2,634	102.97	30.66	2.16	1.74	231.77
常熟银行	2001-12	6,849	2,466	1,628	1,827	76.55	21.88	3.06	0.81	531.82
紫金银行	2011-03	2,379	2,067	1,401	1,562	45.02	15.15	1.83	1.45	232.00
无锡银行	2005-06	1,628	2,018	1,178	1,568	43.49	15.80	1.95	0.93	477.19
张家港行	2001-11	2,414	1,646	998	1,211	46.16	13.04	2.43	0.95	475.35
苏农银行	2004-08	1,821	1,587	953	1,201	38.34	11.60	2.24	1.01	412.22
江阴银行	2001-12	1,807	1,531	915	1,145	33.67	12.74	2.14	1.31	330.62
瑞丰银行	2005-01	2,238	1,369	850	1,003	33.10	12.71	2.34	1.25	252.90

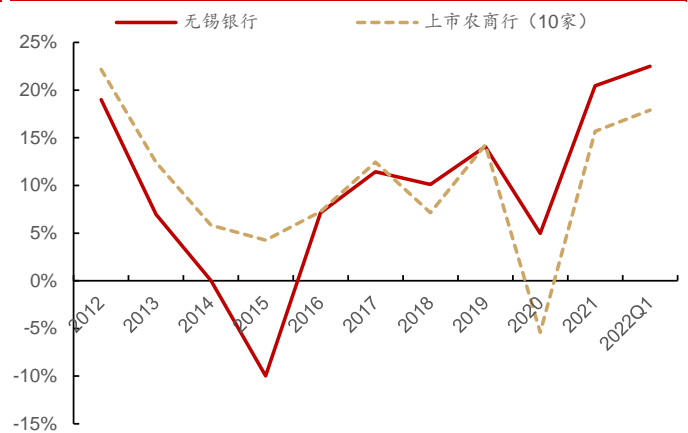
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 2 无锡银行近年来资产增速整体稳健



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 3 无锡银行归母净利增速回升至较高水平



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

1.2. 立足无锡本地，加速外拓步伐，覆盖江苏核心城市圈

同其他扎根地方的中小银行一样，无锡银行的本地化特征也较为突出：

一方面，无锡银行主要由地方国企和民企持股，股东结构分散多元。截至一季度，公司前十大股东合计持股 32.27%，其中国联信托和无锡城投均为国资委下属，合计持股 13.07%，包括兴达尼龙、万新机械的 5 家本地民企合计持股 14.96%，此外还有投资机构社保基金和国际金控集团瑞士联合银行参股，多元分散的股权结构有助于增益公司的资源可得性，奠定地方客群基础。

图 4 无锡银行前十大股东概况

前十大股东 (2022Q1)	持股数(百万股)	占总股本比例 (%)	股东性质
国联信托	166.3	8.93%	地方国有控股信托公司
无锡市兴达尼龙	111.0	5.96%	地方民企
无锡万新机械	89.9	4.83%	地方民企
无锡市建设发展投资有限公司	77.0	4.14%	地级市城投
无锡神伟化工	39.6	2.13%	地方民企
华林证券	38.6	2.08%	地方民企
全国社保基金413组合	24.4	1.31%	投资机构
无锡市银宝印铁	21.1	1.13%	地方民企
无锡市太平洋化肥	16.9	0.91%	地方民企
瑞士联合银行集团	15.8	0.85%	国际金控集团
合计	600.6	32.27%	-

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

另一方面，管理层主要由内部晋升、经验丰富，且持股比例高。包括董事长、行长、副行长等高管整体年轻化，但同时都具备丰富的银行体系管理经验，曾供职于地方信用社，以及无锡银行的前身无锡城郊信用联社和苏州农商行等，熟悉地方经济环境，有较好的客户基础，对于公司发展战略一脉相承。公司 7 月新聘任陈稔副行长，曾任常熟银行副行长，或为公司未来小微业务发展提供助力。

并且值得注意的是，无锡银行高管持股数量多，2021 年末主要高管合计持股近 700 万股，占总股本的 0.38%，高于可比上市农商行。

图 5 无锡银行高管持股比例高于其他上市农商行

2021A	高管持股人数 (人)	期末持股数 ↓ (万股)	期末参考持股市值 (万元)	占总股本比例 (%)
无锡银行	24	698.95	3,963.09	0.38%
青农商行	18	675.16	2,606.12	0.12%
苏农银行	15	530.55	2,583.74	0.29%
紫金银行	21	472.37	1,582.42	0.13%
瑞丰银行	15	469.41	5,295.05	0.31%
张家港行	14	422.26	2,432.21	0.23%
沪农商行	9	334.90	2,260.58	0.03%
江阴银行	12	333.26	1,283.09	0.15%
常熟银行	13	218.17	1,442.07	0.08%
渝农商行	13	32.13	123.70	0.00%

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 6 无锡银行管理层

姓名	职位	出生年份	年龄	工作履历（部分）	任职日期
邵辉	董事长	1971	51	曾供职于无锡城郊信用联社甘露信用社；江苏扬州农商行副行长；无锡农商行副行长、行长	2018/2/28
陶畅	行长	1969	53	曾供职于东北塘信用社、松鹤信用社、锡山区信用社、锡州农商行，任锡州商行支行行长；无锡农商行行长助理兼锡山区支行行长、副行长；江苏淮安农商行行长	2018/2/28
王永忠	副行长	1968	54	曾供职于玉祁信用社、无锡城郊信用联社、惠山区信用社；锡州农商行支行行长；无锡农商行行长助理兼支行行长；江苏淮安农商行董事	2014/12/26
陈红梅	副行长	1977	45	曾任锡州农商行风险合规部总经理；无锡农商行风险总监兼风险管理部总经理；江苏省联社法律合规部	2018/3/28
何建军	副行长	1971	51	曾供职于无锡县农商行、锡山市信用联社、无锡城郊信用联社、锡州农商行；任江苏东海农商行副行长；江苏靖江农商行党副行长	2019/6/27
曹燕青	副行长	1973	49	曾供职于无锡锡山农信社、无锡市城郊信用社、东绛信用社、锡州农商行支行行长；无锡锡银金融租赁筹建负责人；宜兴农商行副行长	2021/6/24
胥焱冰	副行长	1982	40	曾供职于锡州农商行；无锡农商行营业部总经理、办公室主任、消费者权益保护部总经理	2021/6/24
陈稔	副行长	1977	45	曾供职于武进农商行公司业务部、江南农商行资金业务部、公司银行部、投行部； 任常熟农商行副行长	2022/7/11
王锋	董事会秘书	1970	52	曾供职于锡山农信社、锡州农商行、无锡农商行资金营运部、金融市场部、资产管理部等	2022/4/28

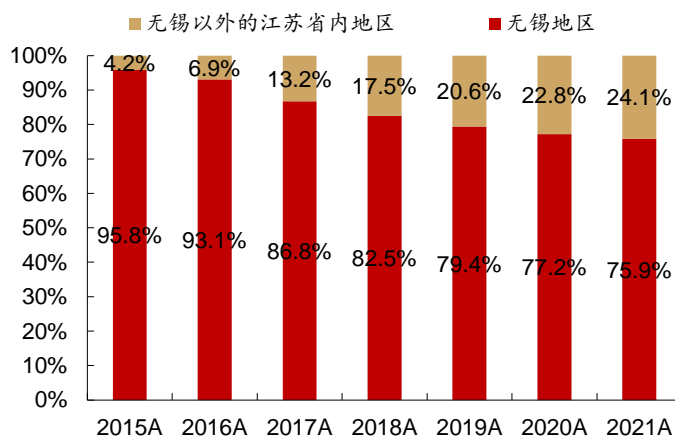
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

经营层面，无锡银行在本地实现网点全覆盖，同时推进跨区域发展。截至 2021 年，在无锡本地设有 1 家直属营业部和 103 个网点。在异地业务发展上，主要通过异地分支机构和控股/参股异地银行实现扩张，布局区域集中在江苏地区、实现核心城市的覆盖。包括 2016 年起在周边临近的苏州、常州、南通陆续设立 3 家异地分行，以及淮安、丰县、仪征、靖江 4 家异地支行和多个网点，在徐州市铜山区、泰州姜堰市设立 2 家村镇银行（均持股 51%），此外还参股江苏淮安农商行、江苏东海农商行、徐州农商行（分别持股 16.25%、19.35%、10.95%）。逐步构建立足无锡、辐射苏南、稳步发展江苏其他地区的经营格局。

业务指标来看，一方面目前无锡银行贷款 7 成以上投放无锡当地，本地化特征突出。并且截至 2021 年末，无锡银行市民卡（包括省社保卡）保有量超过 500 万张，渗透率约达无锡当地常住人口的 70%，通过绑定市民医疗、消费、教育等生活场景，建立紧密业务联系，从而实现低成本获客，促进零售业务占比的提升。

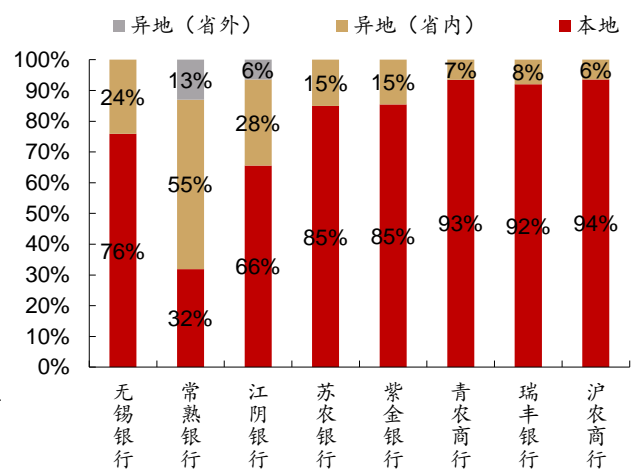
另一方面，异地贷款占比逐年提升。2021 年无锡以外江苏省内地区贷款规模 284 亿元，较 2015 年年均复合增速 52%，远高于无锡本地贷款 9% 的年增速，带动占比提升至 24%，在上市农商行中居前列。

图7 贷款7成以上投放无锡当地，异地占比提升



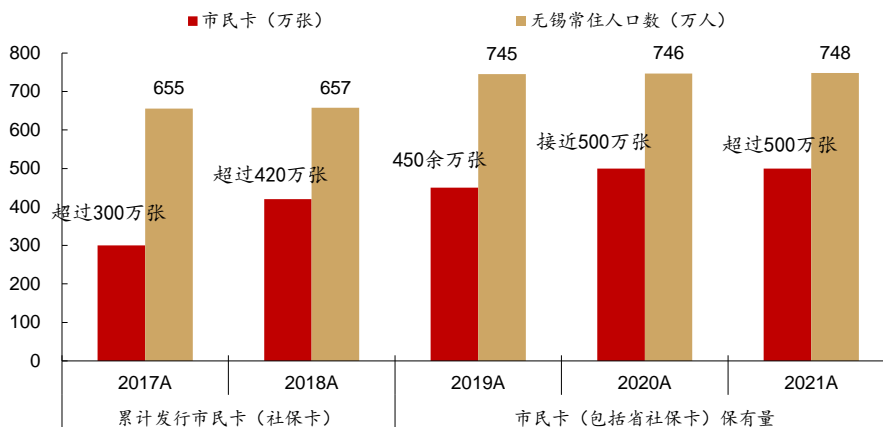
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图8 贷款地区分布：无锡银行异地贷款占比较高



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：1) 部分银行披露省外贷款规模；2) 苏农银行票据中心贷款归入本地

图9 市民卡保有量超500万张，对市民覆盖度提升



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

1.3. 区域经济优势赋能，产业转型奠定发展良机

地方性银行的发展一定程度上反映地方民营经济的活跃程度。无锡银行深耕区域，成长性与无锡乃至江苏地区经济发展深度绑定，因此江苏雄厚的经济基础客观上也为金融机构提供了广阔的发展空间，从几个层面看：

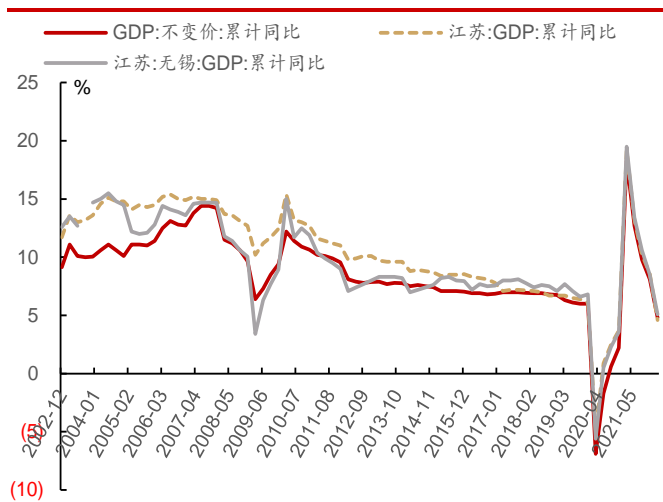
1) 江苏经济体量大，无锡地区经济发达。2021年江苏省GDP为11.6万亿元（全国排名第2），2019-2021年年均复合增速8.1%高于全国。无锡地处苏南，是苏锡常都市圈的重要部分。2021年无锡市GDP突破1.4万亿元，同比增长13.2%，位列全国城市第14、继续保持省内第3的水平，仅低于苏州、南京。无锡市人口规模较小，所以人均GDP也显著高于全国水平，2021年高达18.74万元，是全国平均水平的2.3倍，排名自2020年超越深圳登顶全国首位后，2021年继续位居全国主要城市第一（不含一些资源型城市）。

图 10 2021 年江苏省 GDP 为 11.6 万亿元（全国第 2）

地区 / 2021 / 亿元	GDP ↓	GDP: 同比 %	工业企业 利润总额	工业企业 利润总额: 同比 %	社零消费 总额	社零消费: 同比 %
全国	1,143,670	8.1	87,092	34.3	440,823	12.5
广东	124,370	8.0	10,928	16.1	44,188	9.9
江苏	116,364	8.6	9,358	25.7	42,703	15.1
山东	83,096	8.3	5,269	20.9	33,715	15.3
浙江	73,516	8.5	6,789	21.0	29,211	9.7
河南	58,887	6.3	2,581	1.6	24,382	8.3
四川	53,851	8.2	4,359	34.3	24,133	15.9
湖北	50,013	12.9	3,190	27.0	21,561	19.9
福建	48,810	8.0	4,353	24.7	20,373	9.4
湖南	46,063	7.7	2,060	10.7	18,597	14.4
上海	43,215	8.1	3,032	6.4	18,079	13.5

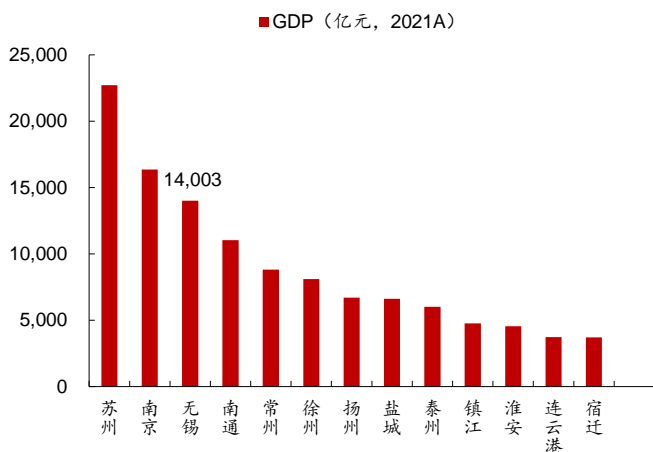
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 11 江苏省 GDP 增速长期高于全国水平



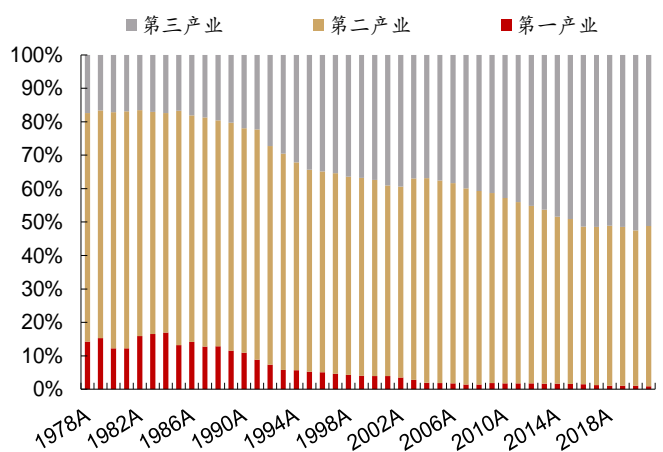
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 12 无锡 GDP 体量居江苏省前列



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 13 无锡 GDP 结构：第三产业过半，占比提升



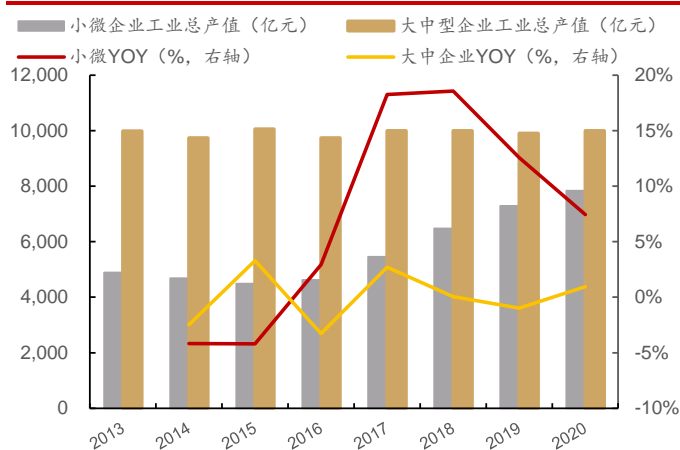
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

2) 优质营商环境和民营经济为小微业务提供沃土。长三角地区是我国民营经济最活跃的地区，发展小微业务优势得天独厚。据统计局数据，2019 年江苏私营企业 312 万户，居各省份第二，个体户数 686 万户，居各省份第三。

而无锡的小微企业也处于快速发展阶段，贡献的工业总产值占比持续提升。2020 年无锡市小微企业实现工业总产值 7834 亿元，较 2013 年年均复合增速 7%，带动占规模以上工业企业总产值的比例由 33%提升至 44%。

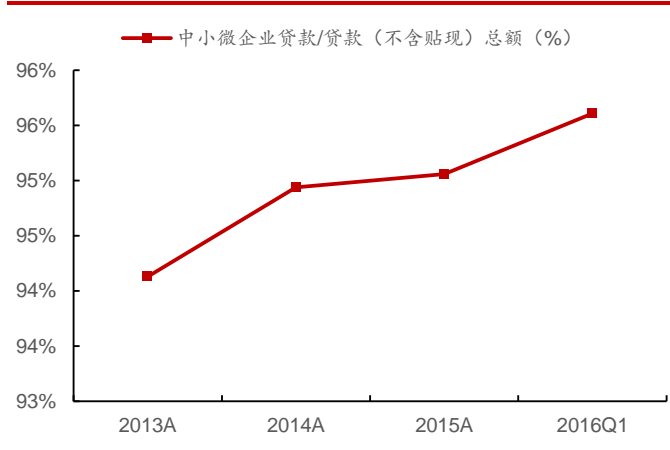
无锡市小微企业的不断发展为无锡银行小微业务的发力创造了良好的外部环境。无锡银行秉持“做小做散”、服务“三农两小”的战略定位，贷款客户以中小微企业为主，中小微企业贷款占贷款总额（不含贴现）的比例在 95%以上。

图 14 无锡小微企业工业总产值增速远超大中型企业



资料来源：《无锡统计年鉴》（8-6）、华西证券研究所

图 15 中小微企业贷款/贷款总额（不含贴现）超 95%

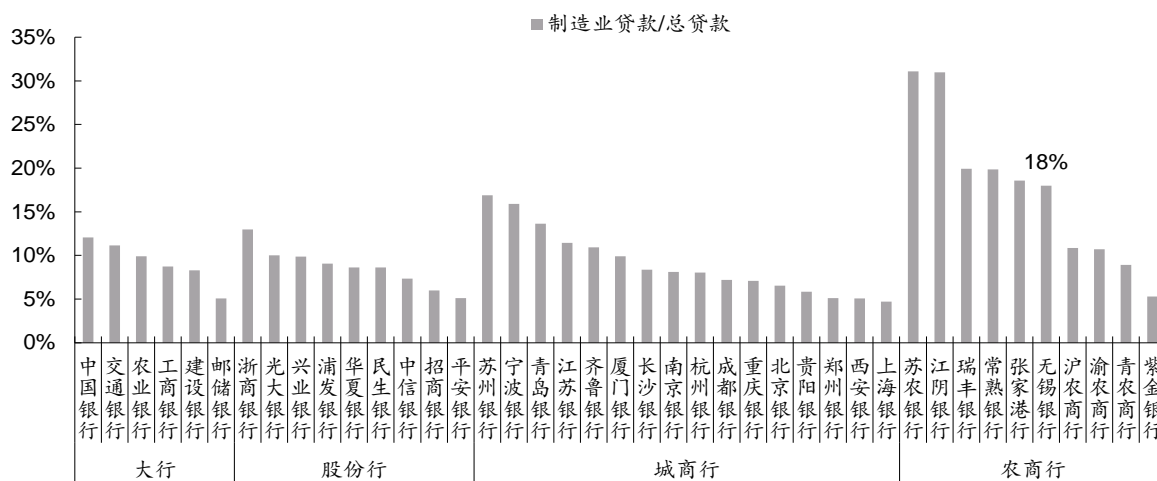


资料来源：招股书、华西证券研究所

3) 产业特征来看，近年来江苏着力强链、固链、补链、延链，软件、物联网等 6 个产业集群入围国家先进制造业集群，新增国家专精特新“小巨人”企业 172 家。无锡作为苏南模式的发祥地之一，产业结构特征也以工业制造业为主、实力强劲，并致力于在“十四五”时期构建以先进制造业为主体的现代产业体系。一方面无锡 GDP 构成中第二产业工业占比 202 年为 41.4%，较江苏全省整体水平高出 5pct 左右。另一方面诞生了药明康德、卓胜微、华润微、先导智能等优质上市公司，根据中国企业联合会发布的 2021 年企业 500 强名单，各大城市拥有数量中无锡 12 家居全国第七、省内第一。近几年来医药生物、电子板块也强劲崛起，“十四五”期间无锡提出打造包括物联网在内的 10 条地标性产业链，已有物联网、集成电路、高端纺织服装、高端软件、节能环保、汽车及零部件等 9 个超千亿元产业集群。

无锡银行因地制宜，对公业务发展突出。依托无锡市的工业基础，从贷款结构上看，无锡银行贷款结构中主要以对公贷款业务为主，同时得益于在本地拥有的较为优质的工业企业客群，对公贷款主要集中于租赁和商务服务业、制造业、批发和零售业，占比分别为 22.25%、18.44%、13.35%。

图 16 无锡银行制造业贷款占总贷款的 18%，居上市银行前列（2021A）



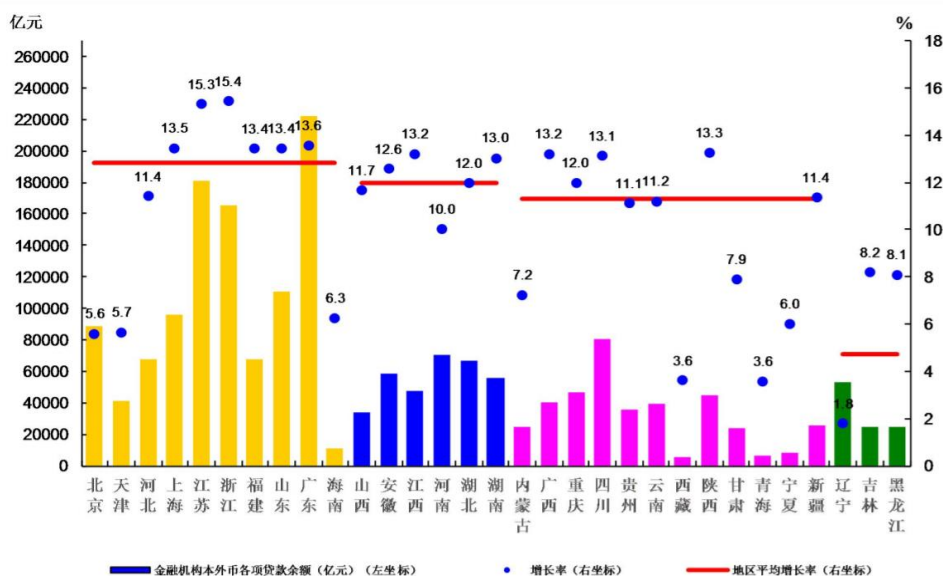
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

4) 金融资源供需旺盛，存贷款高增助推中小银行发展。活跃的地方经济提供了广阔的金融市场，截至 2021 年，江苏省金融机构本外币贷款增速高达 15.3%。在各省中名列前茅；而无锡市各项贷款和存款余额分别同比增长 14.2%、10.6%，双位数增幅均高于全国水平。

相应的，江苏全省金融机构竞争相对激烈，全省大行和股份行网点数量居全国各省前列，同时本地城商行仅四家（江苏、南京、苏州和江苏长江银行），小型农村金融机构法人数量在各省中居后。但农商行体系发达，得益于苏南地区乡镇企业崛起、和发达的县域经济，江苏是 2000 年左右农信社改革首批试点地区，目前 10 家上市农商行中江苏一省就占据 6 家。

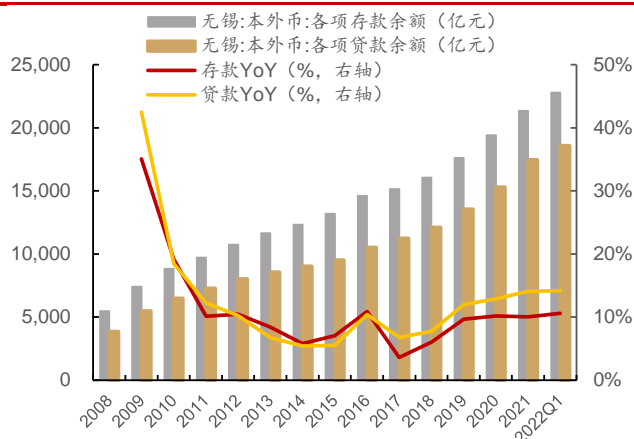
无锡当地金融竞争也较为充分，除大行分支机构以外，无锡下辖的江阴、宜兴 2 个县级市也分别设有江阴银行和宜兴农商行两家法人农商行。无锡银行作为唯一地方性法人银行，承担部分城商行属性和职能，享有一定竞争优势和市场份额，近年来市场占有率保持稳定，2021 年末投向无锡市贷款占本地总贷款的 5.1%。

图 17 2021 年末各地区金融机构本外币各项贷款余额及增长率：江苏省名列前茅



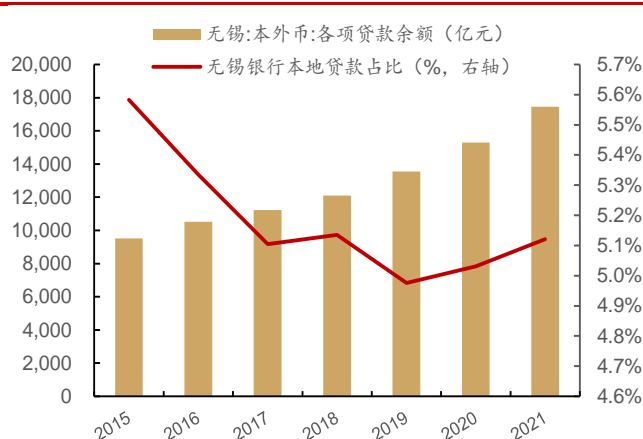
资料来源：《中国区域金融运行报告（2022）》、华西证券研究所

图 18 无锡市存贷款规模保持双位数增速



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 19 无锡市内无锡银行贷款市场份额整体稳定



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

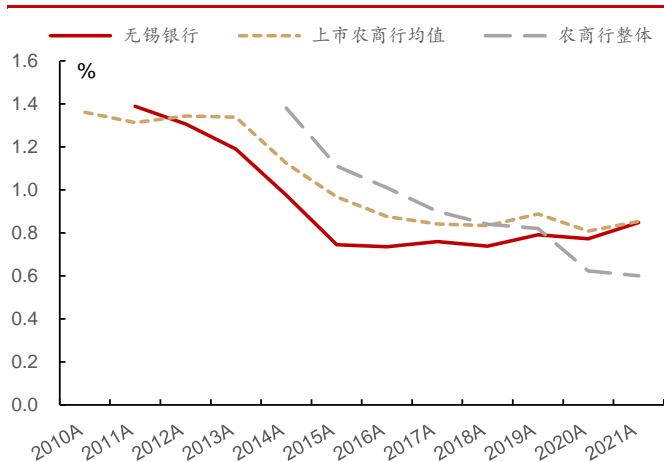
2. 发力小微赋能成长，优异质量保障业绩释放

2.1. 经营风格稳健，低信用成本正贡献 ROE

从盈利能力来看，2016 年之前无锡银行 ROA、ROE 水平均处于同业低位，但 IPO 上市以后，伴随战略转型和三年发展规划的推进，通过积极布局异地分支机构拓展经营区域，盈利能力企稳回升，趋势上表现优于行业整体。

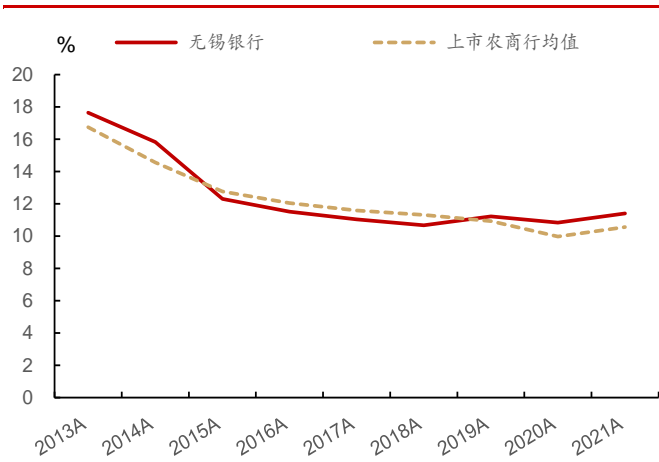
横向来看目前无锡银行 ROE 处于上市银行中上游，其中贡献因子拆分来看，营收端动能偏弱，主要是息差压力较大、拖累收息业务；但稳健的经营风格下，相对较低的管理费用和减值损失正贡献 ROE。并且伴随疫后业绩释放提速，2021 年 ROE 小幅回升至 11.4%，高于上市农商行均值 0.85pct，居第二位。因此未来盈利能力的改善在于通过调整资产负债结构、提振息差。

图 20 无锡银行 ROA 低于可比上市农商行



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 21 无锡银行 ROE 回升至高于上市农商行均值水平



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 22 上市农商行 ROE 贡献因子拆分 (2021A, %)：低管理费用和减值损失贡献 ROE 居前

	营收	利息净收入	手续费净收入	其他非息收入	管理费用	资产减值损失	所得税	其他	ROA	权益乘数	ROE
无锡银行	2.28	1.84	0.10	0.35	-0.65	-0.67	-0.08	0.04	0.83	12.82	10.61
常熟银行	3.36	2.94	0.10	0.32	-1.39	-0.76	-0.16	0.09	0.96	12.06	11.59
江阴银行	2.28	1.91	0.09	0.27	-0.76	-0.58	-0.03	0.05	0.86	11.76	10.13
苏农银行	2.57	2.04	0.15	0.39	-0.85	-0.86	-0.07	0.02	0.78	11.85	9.22
张家港行	2.99	2.39	0.08	0.52	-0.93	-1.15	-0.02	0.05	0.85	12.04	10.18
紫金银行	2.12	1.87	0.06	0.20	-0.76	-0.49	-0.12	0.03	0.71	13.77	9.83
青农商行	2.46	1.92	0.12	0.42	-0.72	-0.91	-0.05	0.05	0.73	13.29	9.73
渝农商行	2.57	2.18	0.23	0.16	-0.71	-0.90	-0.12	0.04	0.80	12.15	9.67
瑞丰银行	2.49	2.25	-0.10	0.34	-0.80	-0.64	-0.06	0.03	0.95	10.83	10.33
沪农商行	2.18	1.75	0.20	0.24	-0.65	-0.41	-0.19	0.06	0.88	12.96	11.34

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：为各分部除以资产的期初期末余额均值测算。

2.2. 零售转型加速推进，做细做小空间广阔

下沉深耕小微市场、推进零售业务发展，是带动资产收益率提升，提振息差的重要方式。无锡银行一直以服务三农小微为市场定位，近年来围绕“深耕本土扎根区域、专注普惠突出特色、创新思维解放思想、精细化管理强化能力”的战略目标推进改革转型，2018年提出“专公司、大零售、优金融、强后台”战略规划。之后一方面通过优化经营机制，配套机构和团队建设，包括成立三农金融部，专门负责风险敞口500万以下中小企业及个人业务中经营类的授信；并相继在苏州、常州地区设立普惠金融分中心，以及将河埕、北塘、广瑞、东湖塘、硕放等5家支行定为普惠专营支行；2020年3月正式组建微贷金融中心等。另一方面，信贷资源逐步向零售领域倾斜，实现小微业务获得爆发性增长的同时，也促进资产负债结构的内部改善。

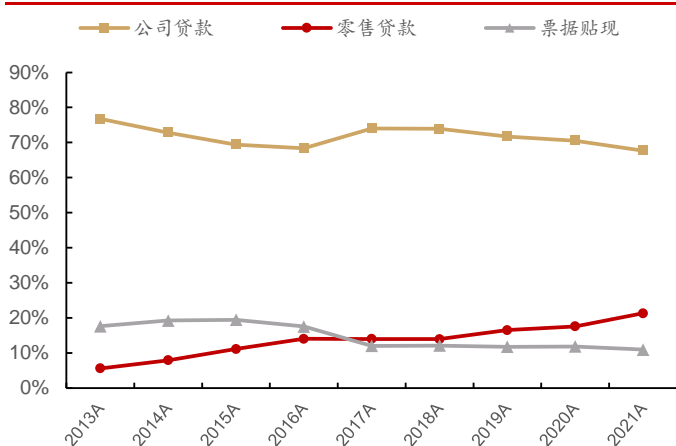
■ 聚焦发力普惠小微，零售业务占比提升

存量来看，无锡银行贷款结构呈现对公贷款+零售按揭为主导的格局，相较其他农商行整体投放风格偏稳健。从数据披露来看，截至2021年，贷款中对公贷款占比68%居上市农商行首位，行业分布上投向制造业的比重一度超过40%，之后虽然跟随行业趋势下行，但仍占据1/4的份额。对公客群也以中小企业为主，根据招股书显示2016年无锡银行中小企业贷款客户数4675户，占公司类贷款客户的99.53%。目前零售贷款占比仅21%相对低于同业，且七成份额投放低风险按揭贷款，远高于其他上市农商行。

但是得益于战略转型聚焦小微客群，近年来零售贷款规模快速扩增，2021年达到251亿元的规模，三年CAGR高达34%，高于对公贷款12%的年均复合增速，带动整体零售贷款占比逐年提升，2021较2013年提升超15.7个百分点。其中按揭贷款保持稳健增长的同时，个人经营贷近两年复合增速高达78%，2021年末总规模超38亿元，占零售贷款的15.2%，较两年前提升6.7pct。

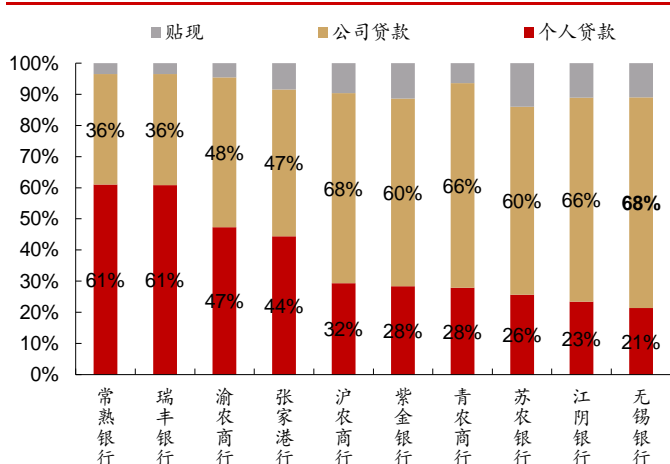
监管口径下的普惠小微贷款规模超148.5亿元，也实现超30%的年增速。其中，根据无锡银行披露喜报，截至2022年5月31日，普惠金融部贷款余额突破25亿元，同比增幅316%。充分发挥区域民营经济优势，客群结构进一步做细做小。

图 23 零售贷款占比逐年提升



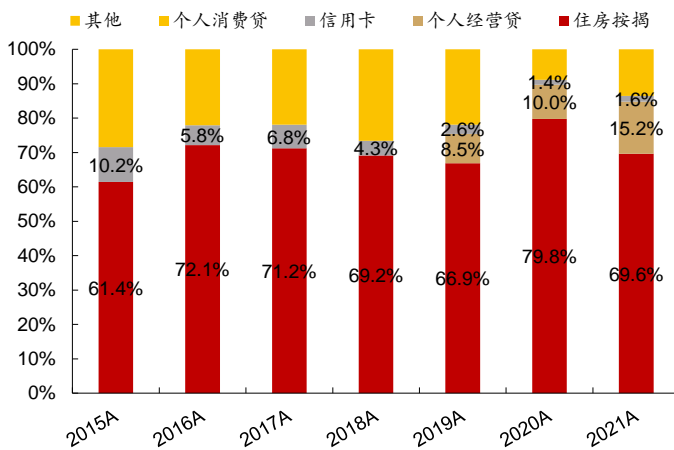
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 24 对公贷款占比居上市农商行首位(2021A)



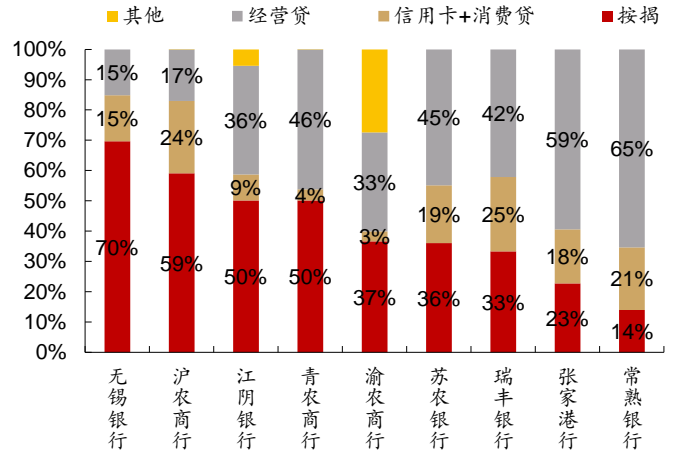
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 25 零售贷款投向以按揭为主，经营贷快速扩容



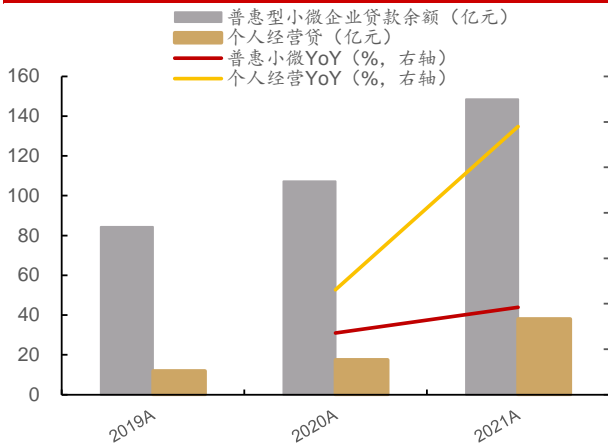
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 26 按揭占零售贷款比例居上市农商行首位(2021A)



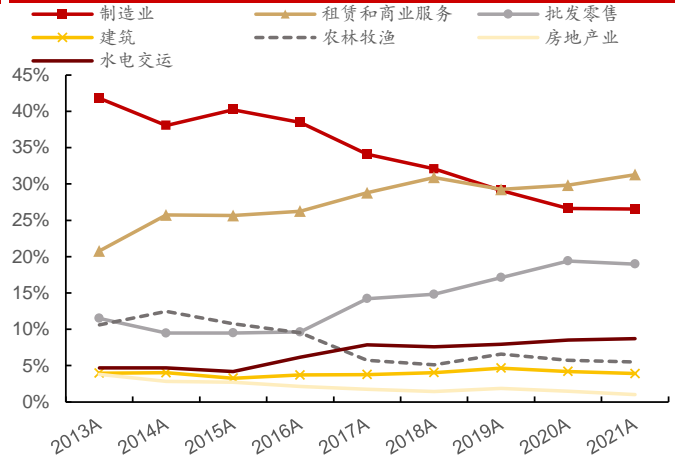
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 27 普惠小微和个人经营贷规模快增



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 28 对公贷款结构以租赁商务和制造业为主



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

■ 资产负债结构积极调整，息差有望向上改善

也正是早期对公+个人按揭为主的业务模式下，无锡银行净息差相对低于可比同业。2021 年仅 1.95%，低于农商行整体 2.33% 的息差水平，在上市农商行中居第 8 位、江苏地区上市农商行末位。其中资产端企业贷款收益率较低，整体贷款平均收益率不足 5%，同时负债端存款活化程度不高拖累负债成本率。

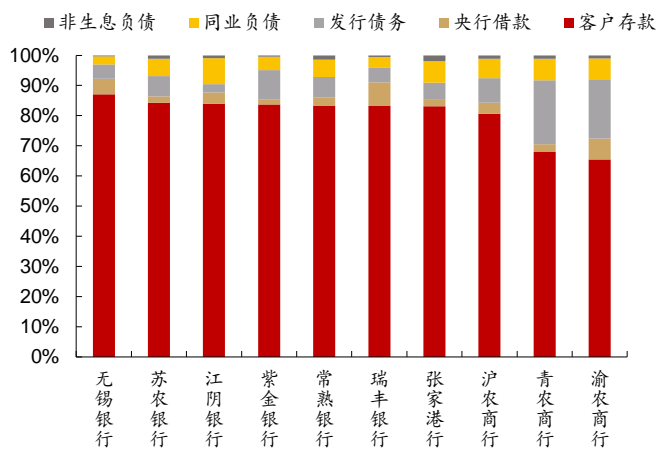
相应的未来资产负债结构有较大调整空间。资产端，公司通过聚焦普惠小微金融，发力包括对公小企业和零售个人经营贷。虽然受疫情冲击以及大行业务下沉影响，小微贷款利率下行，但是目前已基本企稳，叠加政策端不断加码小微再贷款等资金支持，有助于公司实现资产结构的调整，或有效提升息差水平。

图 29 无锡银行净息差相对低于可比同业

2021A, %	净息差↓	生息资产收益率□	计息负债成本率	贷款收益率	——企业	——零售	存款成本率
常熟银行	3.06	5.25	2.30	6.24	4.92	7.34	2.27
张家港行	2.43	4.69	2.51	5.87	-	-	2.33
瑞丰银行	2.34	4.59	2.35	5.64	4.70	6.25	2.27
苏农银行	2.24	4.57	2.06	5.08	4.94	5.47	1.97
渝农商行	2.17	4.27	2.26	5.20	4.93	5.70	1.98
青农商行	2.16	4.45	2.27	5.26	5.31	5.51	2.02
江阴银行	2.14	4.19	2.30	5.11	-	-	2.24
无锡银行	1.95	4.14	2.45	4.78	4.68	5.21	2.34
沪农商行	1.86	3.95	2.18	4.65	4.76	4.97	2.06
紫金银行	1.83	3.94	2.29	4.71	4.83	5.25	2.11

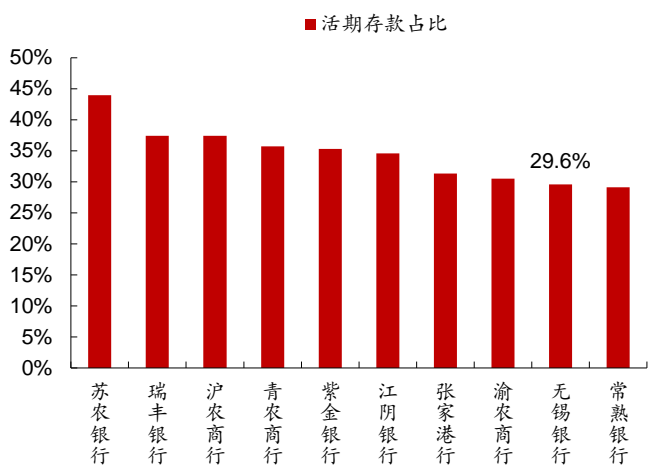
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 30 无锡银行负债端存款占比高 (2021A)



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 31 无锡银行存款活化程度偏低 (2021A)



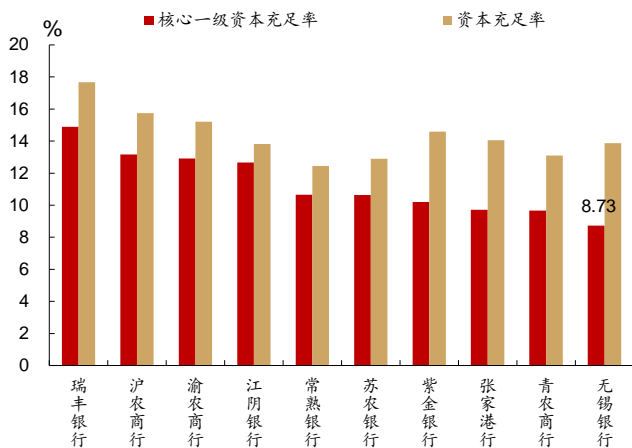
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

■ 轻资本运营缓解资本压力，转债+定增补充核心资本

零售转型也有利于缓解公司资本压力。2021 年末公司核心一级资本充足率、资本充足率分别为 8.73%、13.86%，核充率接近监管红线。资产摆布由对公向小微信贷的转变，有助于降低整体风险权重，缓解资本压力。

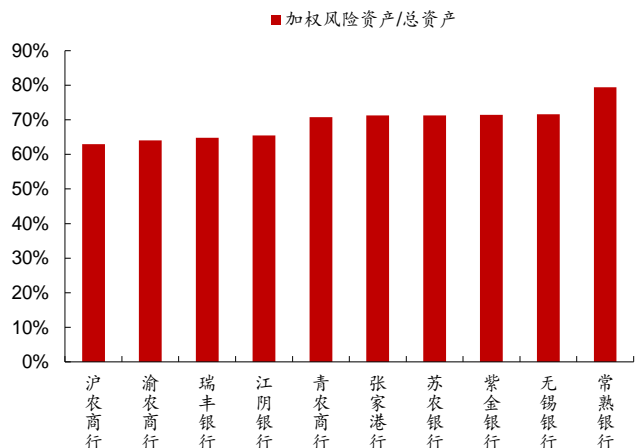
同时外源补充方面，2018 年发行的 30 亿元转债目前处于转股期。截至今年年中，无锡转债累计转股数占已发行总股份的 0.73%，仍有 29.2 亿元未转股，占转债发行总额的 97.38%。目前派息修正后转股价为 5.43 元/股，溢价率 7.8%，后续伴随业绩的稳健释放和转股的推进，将对核心资本形成补充。此外，公司 20 亿元定增计划今年 6 月获发审委审核通过，有望进一步充实核心资本，打开公司扩表空间，支撑业务成长性。

图 32 无锡银行核心资本充足率偏低 (2022Q1)



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 33 风险权重相对高于可比同业 (2021A)



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

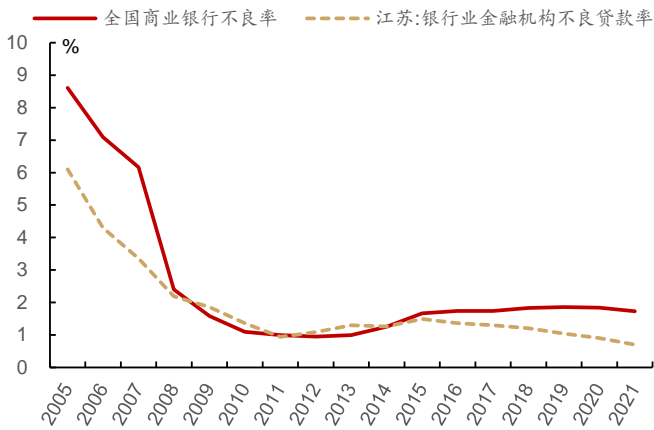
2.3. 经营稳扎稳打，资产质量优势突出

客群的下沉对风险管控也提出更高要求。我们认为优异的资产质量是无锡银行的另一张名片，也是未来业绩释放的重要保障。农商行资产质量分化较大，一般来说，受小微为主的客群结构、以及区域等因素影响，农商行不良率、关注类占比等资产质量指标往往高于行业水平，而无锡银行受益于所处长三角地区区域经济环境及信用环境优异，以及自身稳健的经营风格和较低的风险偏好，通过有效风控，资产质量持续改善且优于可比同业。

首先，江苏省不良出清早、信用环境优。2012 年左右受累于钢贸危机风险在长三角地区蔓延影响，江苏尤其是无锡地区信用环境恶化，整体银行业不良率阶段性上行。此后通过缩减相关领域授信、加大不良处置，实现区域信用风险的持续出清。2015 年以来江苏省银行业不良率步入下行通道，2021 年收录 0.7%，整体较 2015 年降 79BP，目前远低于全国 1.73% 的不良率水平，在披露数据的各省份及直辖市中仅高于北京和西藏，且疫情期间也保持逐年压降，改善趋势不变。

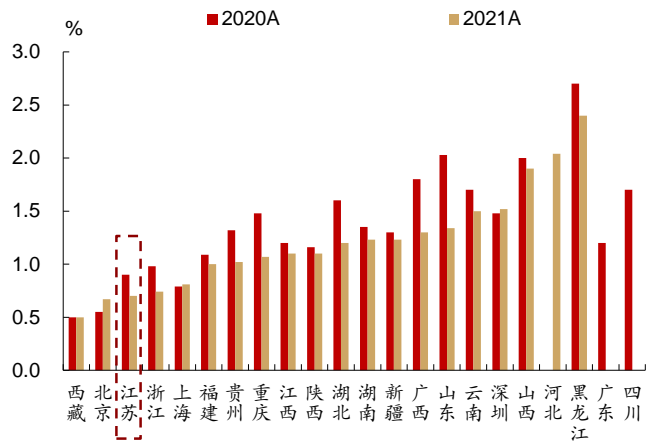
并且从宏观角度来看，近两年江苏地区虽然受到疫情扰动，但经济富有韧性。我们简单测算的工业企业利息保障倍数长期处于全国前三位，2021 年得益于区域向好，大幅回升至 11.8%，在各省中仅次于广州。良好的营商和信用环境为银行降信用成本奠定基础。

图 34 江苏省银行业资产质量优于全国（不良率）



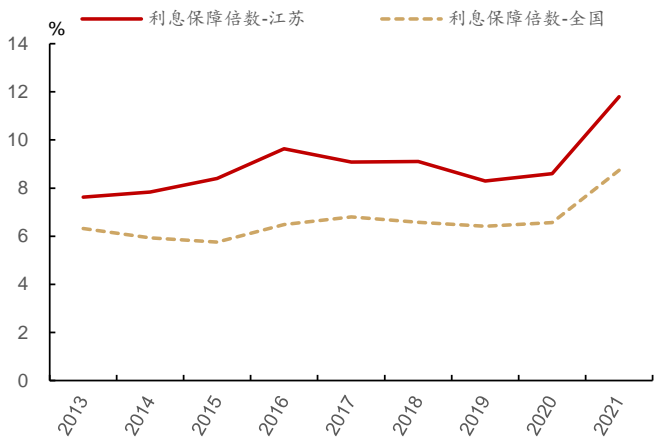
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 35 江苏省 2021 年不良率仅 0.7%



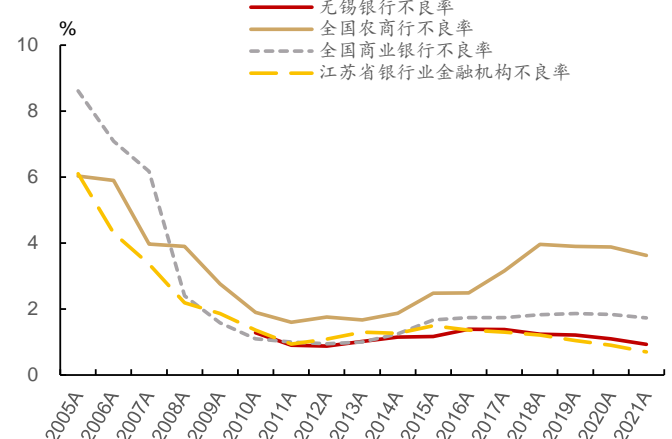
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 36 江苏省工业企业利息保障倍数高于全国



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 37 无锡银行不良率趋势下行与区域一致



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

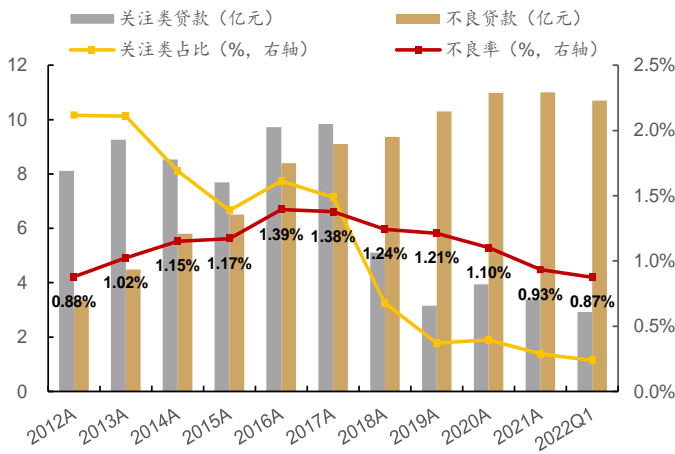
其次，得益于较强的风控能力，无锡银行资产质量各项指标优于同业，存量和潜在风险压力极低。无锡银行贷款不良率在 2012、2013 年期间均低于江苏省整体水平，近年来也一直保持持续下行趋势，截至 2021 年末不良率仅 0.93%。今年一季度进一步实现不良额和占比双降，且根据中报业绩快报，22Q2 不良率环比持平 Q1 于 0.87% 延续稳定。除了不良率处于行业前列外，关注类贷款占比极低，2021 年仅 0.29%，今年一季度同样实现环比双降下，占比进一步降至 0.24%，不良+关注整体占比处于上市农商行首位。此外，逾期贷款占比 1.65%，较上年末上升 12BP，但是环比中期末高点已经回落 15BP。

不良认定角度来看，逾期 90+/不良的比例 2021 年为 81.7%，同比略有上行，但整体处于同业低位，并且公司披露的逾期 60+/不良的比例仅 82.8%，风险认定方面非常审慎。可以看到近几年公司不良生成率已降至极低水平，信用成本率相对稳定主要是加大了存量的消化，预计后续存量出清后，信用成本优势将贡献更高业绩释放空间。

此外，2022Q1 公司拨备覆盖率升至 519.94%，较年初大幅提升 42.8pct，业绩快报显示年中升至 531.55% 进入上市银行第一梯队，极低的不良生成下信用成本维持低位，保障业绩快速释放。

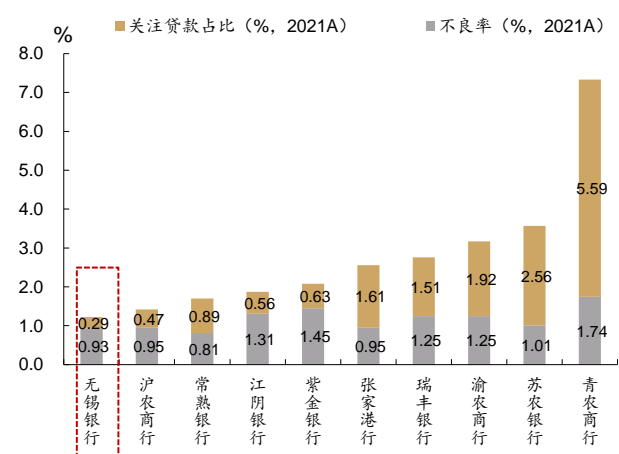
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 38 关注类贷款占比降至低位，不良连续双降



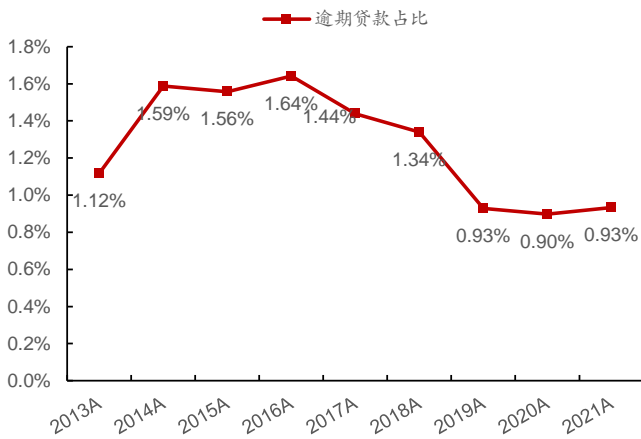
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 39 无锡银行不良+关注类贷款占比低于上市农商行



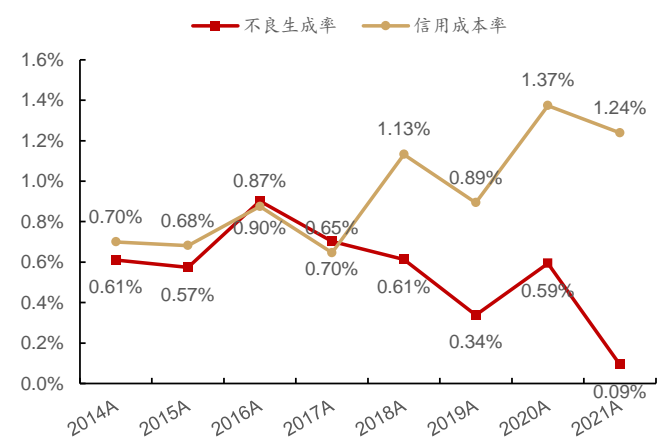
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 40 2021A 逾期贷款占比 0.93%



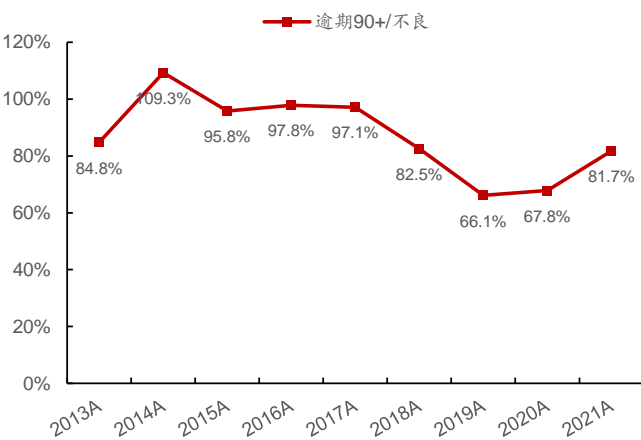
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 41 不良生成率降至低位



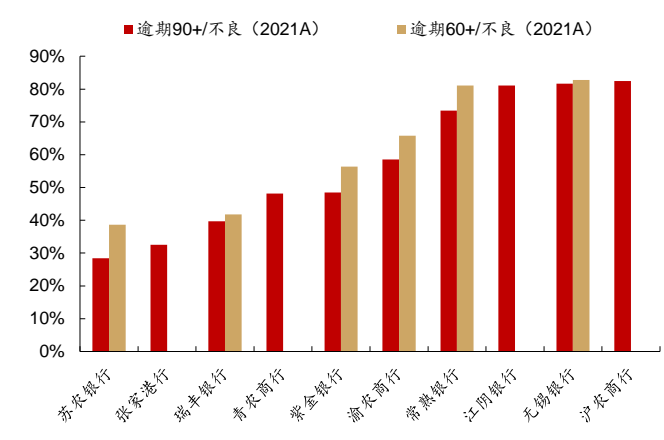
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 42 逾期 90+/不良整体降至 100% 内



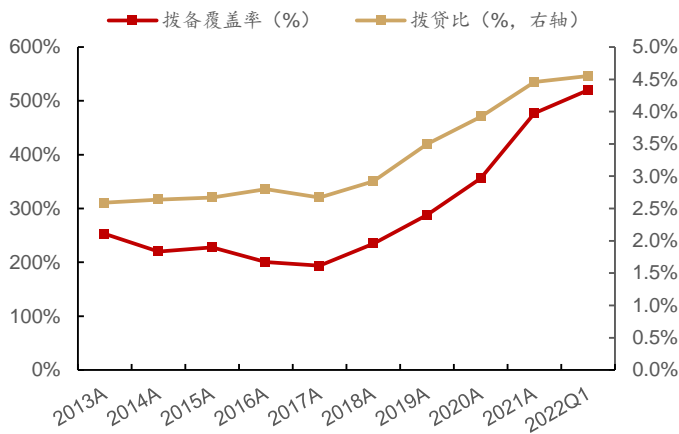
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 43 逾期 90+/不良相对高于上市农商行



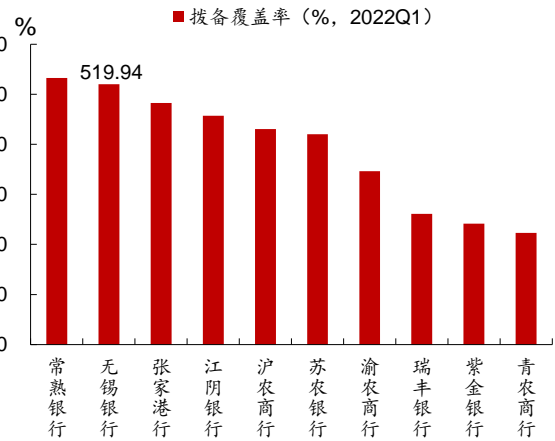
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 44 拨备覆盖率上行突破 500%



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 45 拨备率居上市银行第一梯队



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

3. 投资建议

无锡银行的竞争优势，我们认为主要体现在：

1) 地处苏南区位优势明显，无锡深厚的工业基础为公司提供优质对公客群，目前考虑到在本轮经济复苏主要由基建投资拉动、以及政策引导加大制造业信贷投放支持力度下，无锡当地装备制造、工业品等行业或率先受益。

2) 中长期来看，小微业务作为公司重点转型方向，深度受益于江浙地区发达的民营经济奠定的小微业务基础，同时相关信贷投放也迎来多项政策支持、处于政策发力赛道，未来一方面提供更高成长性，另一方面零售业务比重的提高将有效扩大息差、增厚收益。

3) 稳健的经营风格和审慎的风控标准下，公司资产质量非常优异，低信用成本反哺 ROE，也保障在经济下行期业绩稳健释放。

4) 股权结构分散、以地方国企和优质民企为主，提供本地对公客户资源，同时较高的高管持股比例也为公司稳健经营提供有力支撑。

盈利预测方面，我们主要假设：

1) 息差：2022 年伴随公司零售转型战略推进，息差有望企稳回升；

2) 生息资产规模：2022 年资产规模整体保持 10%左右的增速；

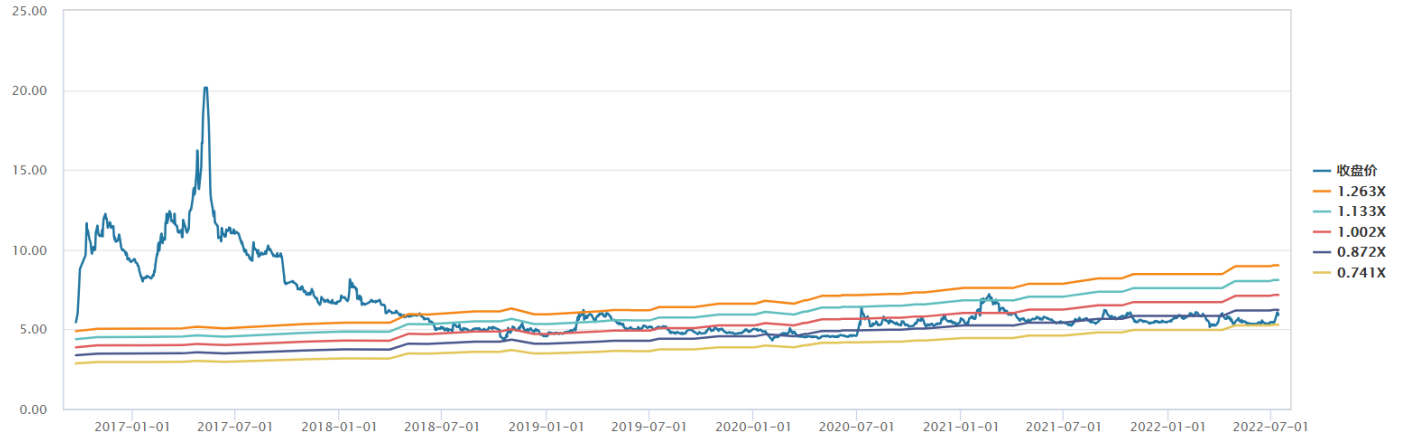
3) 信用成本：公司资产质量整体平稳，存量不良基本出清，后续信用成本将持续下行。

基于上述假设，我们预计 2022-2024 年公司的营业收入分别为 48.19/55.73/64.98 亿元，同比增长 10.8%/15.6%/16.6%；归母净利润分别为 19.80/25.13/32.00 亿元，同比增长 25.3%/26.9%/27.3%；预计 EPS 分别为 1.06/1.35/1.72 元，对应 2022 年 7 月 14 日 5.91 元/股收盘价，PB 分别为 0.63/0.57/0.50 倍。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

估值方面，受疫情冲击宏观经济下行和地产领域风险暴露等因素影响，银行板块估值普遍回调，无锡银行目前估值也处于历史低位，对应静态 PB (LF) 仅 0.83x，行业比较来看处于中游水平。考虑到公司所处的区位优势、未来转型成长的潜力以及优质资产质量和高拨备赋予的业绩高增长，首次覆盖我们给予公司“买入”评级。

图 46 无锡银行 PB-Bands: 处于历史底部



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 47 上市农商行 PB (LF) 对比：无锡银行 PB 处于行业中上游（截至 7 月 14 日）

证券代码	证券简称	市净率PB(LF)
601128.SH	常熟银行	1.06
601528.SH	瑞丰银行	0.85
002839.SZ	张家港行	0.92
600908.SH	无锡银行	0.83
002807.SZ	江阴银行	0.80
603323.SH	苏农银行	0.71
601860.SH	紫金银行	0.66
601825.SH	沪农商行	0.63
002958.SZ	青农商行	0.60
601077.SH	渝农商行	0.41
农商行PB均值		0.75

资料来源：万得资讯、华西证券研究所

4. 风险提示

1) 疫情影响区域经济修复缓慢，信贷投放和资产增速不及预期的风险。农商行与区域经济深度绑定，若江苏省受疫情影响，经济增速和社融需求修复不及预期，或影响公司信贷投放和资产扩增。

2) 结构性风险暴露，信用成本提升的风险。银行资产质量受到整体宏观经济发展增速和质量的影响，若宏观经济出现超预期下滑或者结构性风险，将影响银行不良资产的处置和回收，从而影响行业利润增速。

3) 行业监管趋严超预期。近年来，金融监管的广度和深度不断强化，若整体监管趋势或者在某领域监管趋严超预期，可能对行业规模及收入造成不利影响。

4) 市场下跌出现系统性风险。银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关，若市场行情出现系统性风险，可能带动行业股价下跌。

财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	百万元；元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
平均生息资产	171,937	192,757	215,079	240,322	270,430	ROAA (%)	0.77	0.83	0.93	1.06	1.20
净息差	1.78	1.68	1.70	1.79	1.88	ROAE (%)	10.24	10.61	11.94	13.70	15.54
利息收入	7,068	7,773	8,688	9,930	11,457	每股净资产	7.56	8.48	9.32	10.39	11.74
利息支出	3,790	4,269	4,717	5,248	5,912	EPS	0.71	0.85	1.06	1.35	1.72
净利息收入	3,277	3,504	3,971	4,682	5,545	股利	335.10	335.10	419.90	533.00	678.60
贷款减值准备	1,311	1,285	1,214	1,123	916	DPS	0.18	0.18	0.23	0.29	0.36
非息收入						股息支付率	25.55	21.21	21.21	21.21	21.21
手续费和佣金收入	176	183	210	253	316	发行股份	1848	1862	1862	1862	1862
交易性收入	-38	74	50	50	50	业绩数据					
其他收入	10	26	26	26	26	增长率 (%)					
非息总收入	619	845	848	890	954	净利息收入	10.6	6.9	13.3	17.9	18.4
非息费用						非利息收入	7.5	36.6	0.4	5.0	7.1
业务管理费	1,056	1,250	1,353	1,546	1,826	营业收入	10.1	11.6	10.8	15.6	16.6
营业税金及附加	32	36	41	48	56	归母净利润	5.0	20.5	25.3	26.9	27.3
非息总费用	1,090	1,287	1,396	1,596	1,884	平均生息资产	8.8	12.1	11.6	11.7	12.5
税前利润	1,495	1,774	2,206	2,852	3,695	总付息负债	9.0	13.6	11.1	13.5	13.0
所得税	173	156	226	339	496	总资产	11.2	12.1	10.2	12.5	12.3
归母净利润	1,312	1,580	1,980	2,513	3,200	营业收入分解 (%)					
资产负债表数据						净利息收入占比	84.1	80.6	82.4	84.0	85.3
总资产	180,018	201,770	222,406	250,180	280,963	佣金手续费收入占比	4.5	4.2	4.4	4.5	4.9
贷款总额	99,693	117,810	136,399	157,380	180,964	营业效率 (%)					
客户存款	145,293	161,811	175,598	196,670	219,287	成本收入比	27.1	28.7	28.1	27.7	28.1
其他付息负债	15,183	11,034	13,812	19,071	23,760	流动性 (%)					
股东权益	13,979	15,795	17,355	19,335	21,856	贷款占生息资产比	53.7	56.4	59.1	61.1	62.6
资产质量						期末存贷比	68.6	72.8	77.7	80.0	82.5
不良贷款	1,098	1,100	1,167	1,301	1,426	资本 (%)					
不良率	1.10	0.93	0.86	0.83	0.79	核心一级资本充足率	9.0	8.7	8.6	8.6	8.7
贷款损失拨备	3,909	5,251	6,244	7,157	7,917	一级资本充足率	10.2	10.1	9.9	9.7	9.7
拨备覆盖率	356	477	535	550	555	资本充足率	15.2	14.3	14.3	14.0	13.7
拨贷比	3.92	4.46	4.58	4.55	4.37						
信用成本 (%)	1.37	1.24	1.00	0.81	0.58						

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。