

无锡银行（600908.SH）

区域经济发达，营收增速回升

优于大市

核心观点

2024年一季度营收增速较去年回升。公司2024年一季度实现营收13.04亿元（YoY, +5.02%），归母净利润5.99亿元（YoY, +9.41%）。公司一季度营收增速较2023年全年回升3.74个百分点，利润增速较2023年全年小幅回落0.55个百分点。公司一季度年化加权平均ROE为12.27%，同比下降0.13个百分点。

规模扩张放缓，信贷需求主要由对公拉动。2024年一季末总资产同比增长8.28%至2452.81亿元，增速较2023年全年下降2.75个百分点。存贷款增速仍然较快，其中贷款同比增长11.80%至1500.33亿元，存款同比增长11.48%至2049.09亿元。信贷需求主要由对公拉动，其中一季度末对公贷款总额（不含应计利息）较年初增长5.41%，占一季度新增贷款的75.57%；个人贷款总额（不含应计利息）较年初则下降2.63%。

净息差同比大幅收窄，净利息收入同比微增。净息差持续收窄，一季度净息差估算值为1.44%，同比下降14bps，较2023年全年下降20bps。虽然净息差延续下行，受益于生息资产规模扩大，净利息收入实现同比微增，一季度净利息收入8.47亿元，同比增长0.23%。

非息收入同比两位数增长，投资收益贡献较大。一季度实现非息净收入4.57亿元，同比增长15.11%。其中，实现投资收益3.05亿元，同比增长68.50%；实现手续费净收入0.64亿元，同比增长15.60%。

不良较低，拨备较厚。公司一季度末不良贷款率0.79%，较年初持平，仍在较低水平；拨备覆盖率515.35%，较年初下降7.22个百分点。一季度末关注率0.51%，较年初提升0.09个百分点。整体来看，公司资产质量保持优异。

投资建议：公司基本面整体表现较为稳定，我们结合LPR下调等因素对公司进行盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为23.99/25.90/28.06亿元，对应同比增速为9.0%/8.0%/8.3%；摊薄EPS为1.12/1.20/1.30元；当前股价对应的PE为4.9/4.5/4.2x，PB为0.56/0.51/0.46x，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

公司研究·财报点评

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：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

联系人：刘睿玲

021-60375484

基础数据

投资评级	优于大市（首次评级）
合理估值	
收盘价	5.77元
总市值/流通市值	12663/11022百万元
52周最高价/最低价	5.86/4.72元
近3个月日均成交额	106.31百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,480	4,538	4,784	5,064	5,413
(+/-%)	3.0%	1.3%	5.4%	5.9%	6.9%
净利润(百万元)	2,001	2,200	2,399	2,590	2,806
(+/-%)	26.7%	10.0%	9.0%	8.0%	8.3%
摊薄每股收益(元)	0.93	1.02	1.12	1.20	1.30
总资产收益率	0.97%	0.97%	0.98%	0.97%	0.96%
净资产收益率	13.4%	12.0%	12.0%	11.7%	11.6%
市盈率(PE)	5.9	5.3	4.9	4.5	4.2
股息率	3.7%	3.7%	4.1%	4.4%	4.8%
市净率(PB)	0.68	0.61	0.56	0.51	0.46

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

公司概况：深耕无锡市区的农商行

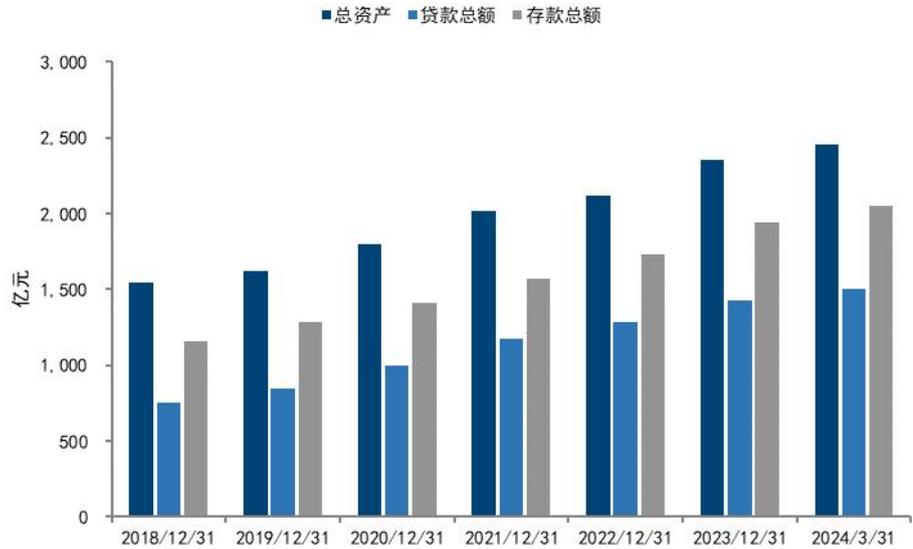
无锡银行是无锡市区唯一的地方性法人银行，前身为 1995 年设立的锡山市农村信用合作社联合社，2004 年改制为股份有限公司，2005 年经原银监会批准，改制组建成立江苏锡州农村商业银行，重点服务当地中小企业。2010 年 9 月更名为“无锡农村商业银行”（简称“无锡银行”），2016 年 9 月无锡银行在上交所挂牌上市，成为全国首家上交所上市农商行、全国第二家 A 股上市农商行。无锡银行借助无锡市所处的经济发达的苏南地区、围绕长三角一体化等区域经济发展战略，除了在本地市场实现覆盖以外，另在苏州、常州、南通设立了三个分行，在省内多地设立了分支机构。2024 年 3 月末无锡银行总资产达 2453 亿元，贷款总额达 1500 亿元，存款总额达 2049 亿元，2018 年以来的年均复合增速分别为 7.3%、11.3% 和 9.0%，是一家“小而美”的长三角地区农商行。

图1：无锡银行发展历程



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 无锡银行规模实现较好扩张



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

股权结构上, 无锡银行股权比例较为分散, 前十大股东多为当地国企及民企。截至 2024 年 3 月末, 公司前十大股东合计持股比例为 42.55%, 其中五家地方国有企业合计持股 22.96%, 三家无锡本地民营企业合计持股 10.91%, 另有两家境内机构投资者。无锡银行扎根本土, 前十大股东集中在当地国企及民企, 奠定了其在本地对公及零售客户资源的竞争优势。公司最大股东为无锡太湖新城资管, 但持股比例不高, 仅有 8.90%, 公司股权比例较为分散。

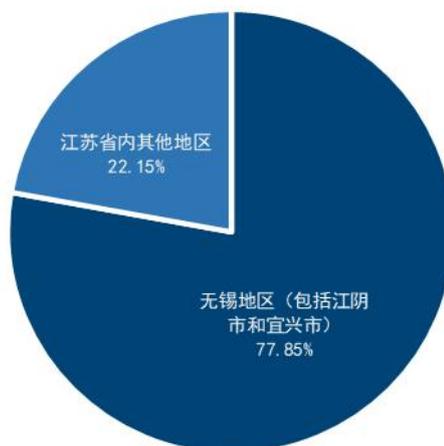
表1: 2024 年 3 月末无锡银行十大股东

股东名称	占总股本比例 (%)	股东性质
无锡市太湖新城资产经营管理有限公司	8.90	无锡国资委下属企业
国联信托股份有限公司	7.58	无锡国资委下属企业
长城人寿保险股份有限公司	6.97	境内投资机构
无锡市兴达尼龙有限公司	5.06	地方民企
无锡万新机械有限公司	4.05	地方民企
无锡市建设发展投资有限公司	3.51	无锡国资委下属企业
无锡神伟化工有限公司	1.80	地方民企
华林证券股份有限公司	1.71	境内投资机构
无锡惠山科创产业集团有限公司	1.65	地方国有企业
无锡广播电视发展有限公司	1.32	地方国有企业

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营区域上, 公司深耕无锡市区, 同时推进跨区域发展。截至 2023 年末, 除无锡本地市场外, 公司在苏州、常州、南通设立了 3 家异地分行, 在淮安、靖江、丰县、仪征设立了 4 家异地支行。全行共计有 1 家直属营业部、3 家分行、52 家支行及 59 家分理处。此外, 公司在江苏铜山区和泰州姜堰市发起设立了 2 家村镇银行 (均持股 51%), 投资参股了徐州农商行 (持股 10.95%)、淮安农商行 (持股 16.25%)、东海农商行 (持股 19.35%) 3 家农商行。2023 年末贷款区域分布上, 无锡地区 (包括江阴市和宜兴市) 贷款余额占全行 77.85%, 江苏省内其他地区占 22.15%。

图3: 2023 年末公司贷款余额区域结构



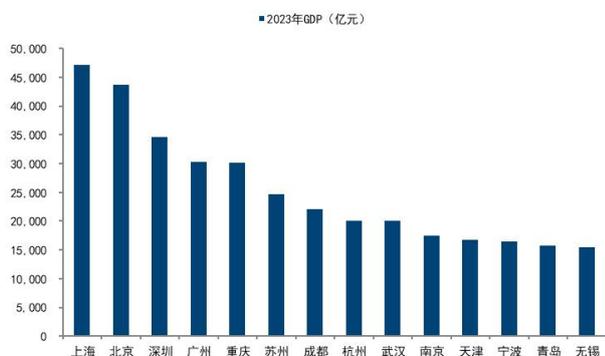
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

区域经济发达，对公突出，发力小微

区域经济发达，工业优势突出

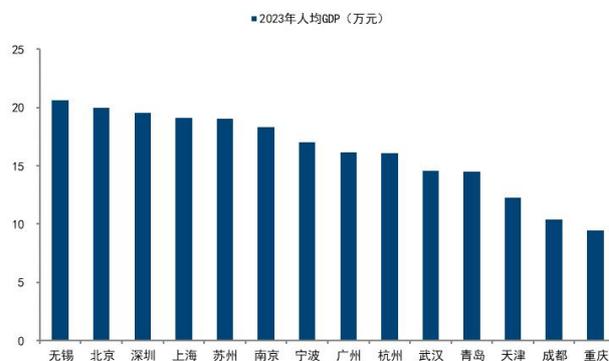
无锡位于我国经济发达的苏南地区，省市两级经济的良好发展为无锡银行提供了广阔的市场空间。一方面，江苏省经济总量庞大，经济实力雄厚，GDP 长期位居全国第二。2023 年江苏省 GDP 达 12.8 万亿元，仅次于广东省。此外，江苏省经济增速仍较快，且长期高于全国水平。另一方面，无锡市北靠长江，南靠太湖，是长三角城市群重要的中心城市之一，是江苏省 GDP 总量第三大城市，仅次于苏州市和省会南京市。2023 年无锡 GDP 达 1.5 万亿元，位居全国第十四位；人均 GDP 达 20.6 万元，在全国经济总量前 15 名的城市中居于首位；居民人均可支配收入 6.9 万元，继续保持全国前列。

图4: 2023 年无锡 GDP 排名居全国第 14 位



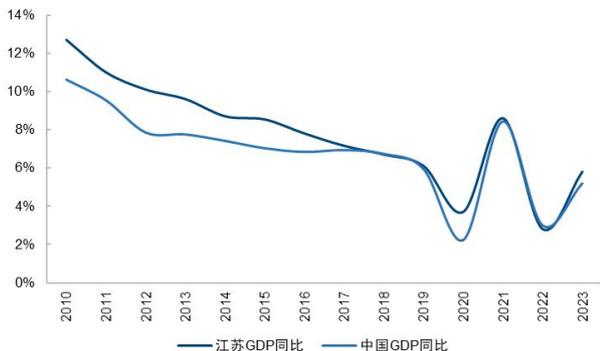
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 全国经济总量前 15 城市 2023 年人均 GDP 无锡排名首位



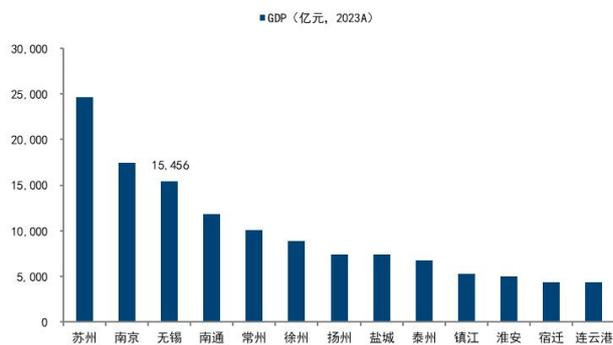
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 江苏省经济增速长期高于全国水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 无锡 GDP 体量居于江苏省前列 (2023A)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

无锡市金融规模增长良好, 较高的存贷款增速给当地银行带来业务机会。2023 年末无锡本外币存款规模达到 2.72 万亿元, 同比增长 11.5%; 本外币贷款规模达到 2.26 万亿元, 同比增长 13.59%。另外, 受益于当地发达的经济, 无锡 GDP 结构中以第二产业和第三产业为主, 也为当地银行的经营奠定了良好的产业结构基础。

图8: 无锡本外币存款规模及同比增速



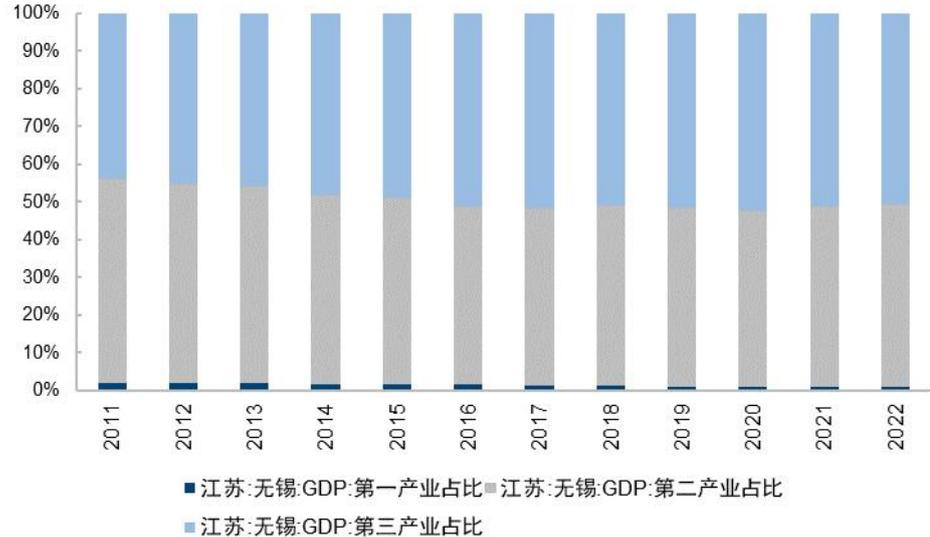
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：无锡本外币贷款规模及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

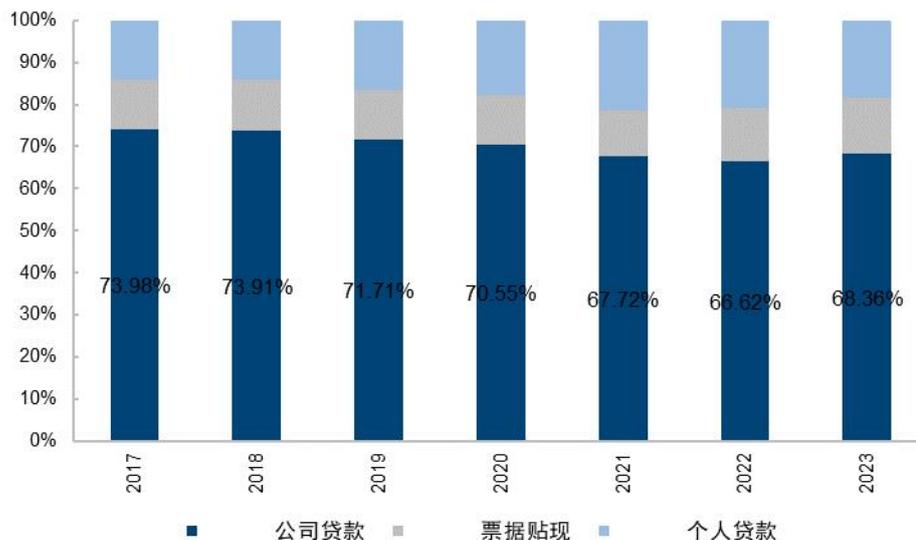
图10：无锡 GDP 结构中以第二产业和第三产业为主



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

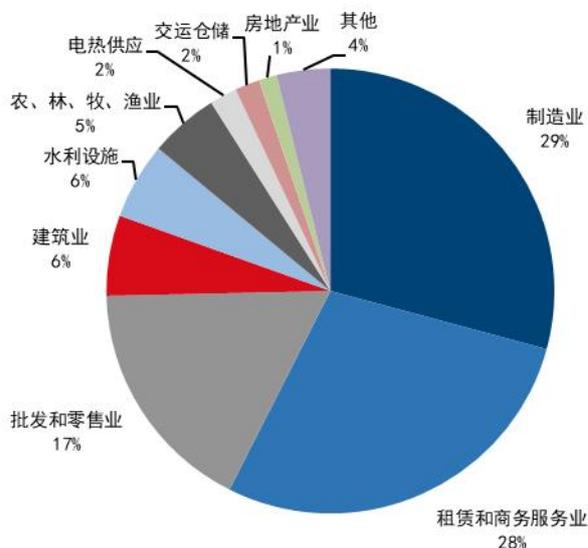
无锡市经济结构中工业占比高，赋予无锡银行天然的对公优势。公司资产端的对公属性较强，对公贷款约占总贷款的70%，是一家有具备独特对公底色的上市农商行。在对公贷款投向上，无锡银行以制造业贷款及租赁和商务服务业贷款为主，2023年无锡银行的对公贷款中制造业贷款、租赁和商务服务业贷款分别约占29%、28%。无锡市工业制造业发达，也为无锡银行的发展提供了充足的融资需求。

图11: 无锡银行贷款结构中, 公司贷款约占 70%



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 对公贷款中, 无锡银行以制造业及租赁和商务服务业为主 (2023 年末)



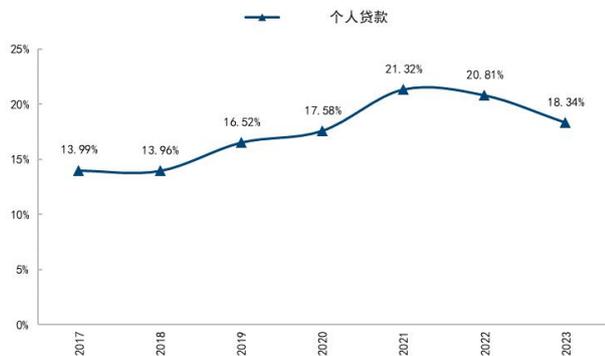
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

发力普惠金融, 零售端增长可期

无锡银行在对公优势的基础上, 近年来发力零售端, 加大对个人、“三农”和小微企业的金融服务, 并取得积极成效。2019年, 无锡银行普惠金融部成立。2017年至2023年个人贷款占总贷款比例从13.99%提升至18.34%, 2021达到最高占比21.32%, 近两年有小幅回落。2018年至2023年无锡银行零售贷款复合增速达16.5%。一方面, 在小微客户资源上, 公司作为无锡社保卡银行卡的主要合作金融

机构，构建了良好的零售客户基础。截至 2023 年末，本行存余市民卡（包括省社保卡）已经超 530 万张。另外，公司还通过精准走访、开展银企对接来拓宽基础客群，2023 年全行新增小微企业首贷户 1143 户。另一方面，公司通过强化产品创新、做好小微企业贷款接续、推动产品线上化改造、加强客户经理队伍建设等举措来深化零售转型并增强客户黏度。

图13: 无锡银行个人贷款占总贷款比例提升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

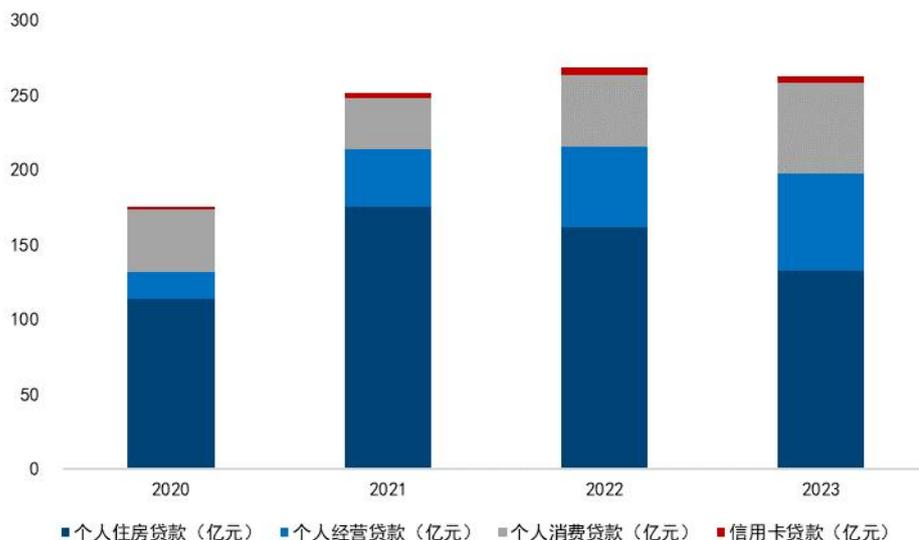
图14: 无锡银行零售存贷款规模



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从零售贷款结构来看，随着无锡银行零售转型的进一步深化，从 2021 年开始个人经营贷和个人消费贷的占比有所提升。个人经营贷占总零售贷款的比例由 2021 年的 15.15% 提升到 2023 年的 24.58%；个人消费贷占总零售贷款的比例由 2021 年的 13.57% 提升到 2023 年的 23.31%，个人经营贷和个人消费贷为公司银行业“资产荒”时期的个贷增量形成有力支撑。

图15: 无锡银行零售贷款结构

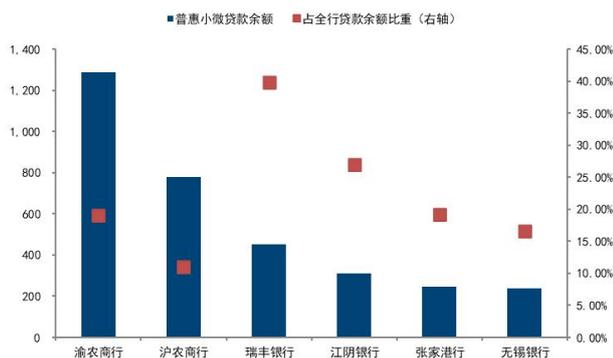


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

无锡银行普惠小微余额及占比暂落后于可比同业，随着公司普惠转型战略不断深化，未来有望充分发挥区域民营经济优势，打造新增长极。截止 2023 年末，无锡银行普惠小微余额为 236.81 亿元，占全行贷款余额比重为 16.56%，在可比上市

农商行中均处于较低水平。不过，随着无锡银行普惠转型战略的深入，普惠小微贷款余额持续保持了较高增长，2021年、2022年和2023年的同比增速分别为38.45%、27.41%和25.25%，成为资产端增长的一大支撑。2023年，无锡银行全力支持民营小微发展，持续深化与各级政府、产业园区、商会协会的对接，累计覆盖企业超3000家。推进整企/整厂、商圈/专业市场走访工作，累计走访商圈/专业市场超300个。未来，我们预计无锡银行有望进一步发挥区域民营经济优势，普惠小微贷款余额及占比仍有提升空间。

图16: 部分上市农商行普惠小微贷款余额及其占比 (2023A)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 无锡银行普惠小微贷款余额及其增速

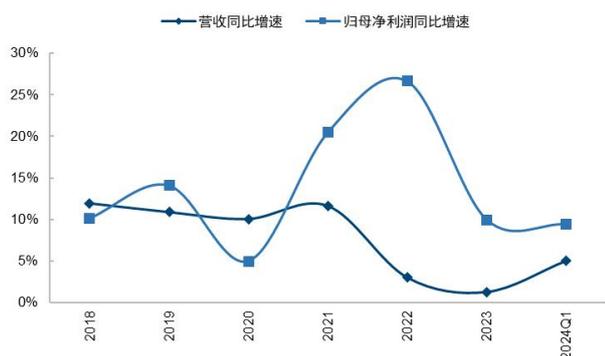


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务分析: 业绩保持较好增长, 资产质量优异

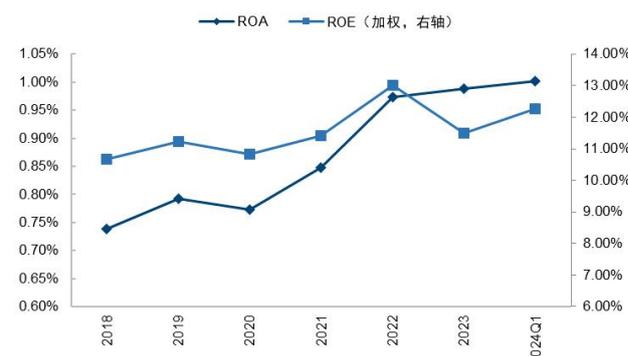
业绩保持较好增长。2023年全年营收45.38亿元 (YoY, +1.28%)，归母净利润22.00亿元 (YoY, +9.96%)，全年加权平均ROE为11.48%，同比减少1.53个百分点。2024年一季度营收13.04亿元 (YoY, +5.02%)，归母净利润5.99亿元 (YoY, +9.41%)。公司一季度营收增速较2023年全年回升3.74个百分点。

图18: 无锡银行营业收入和净利润增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

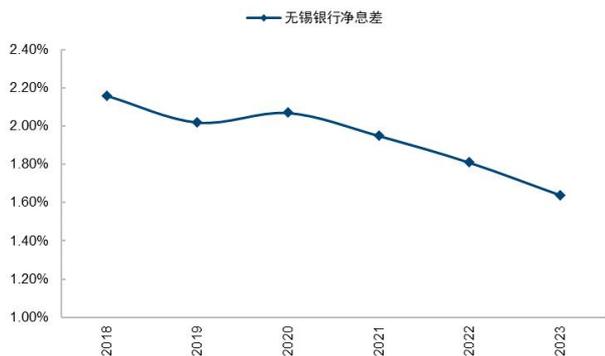
图19: 无锡银行ROE和ROA水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

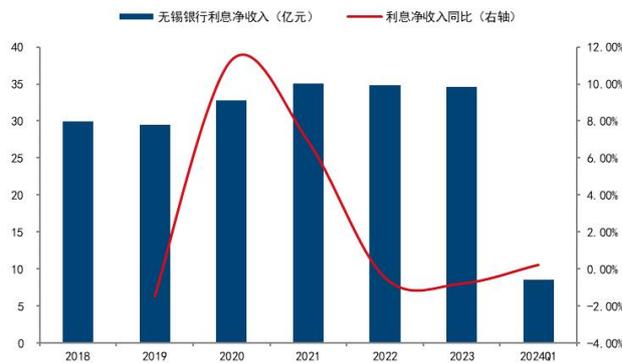
净息差持续收窄, 2024年一季度净利息收入同比改善。公司近年来净息差持续收窄, 2023年净息差1.64%, 同比下降17bps; 虽然净息差延续下行, 受益于生息资产规模扩大, 2024年一季度净利息收入实现同比微增, 一季度净利息收入为8.47亿元, 同比增长0.23%。

图20: 无锡银行净息差持续收窄



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

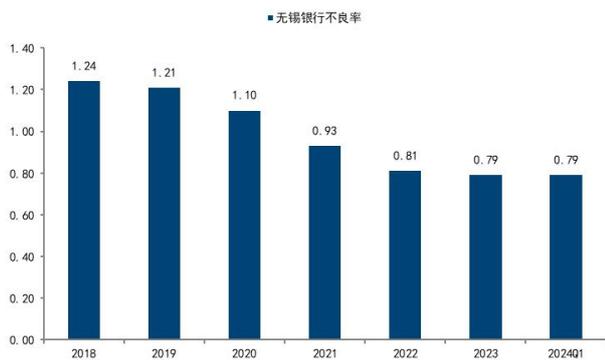
图21: 无锡银行一季度净利息收入同比改善



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

不良率保持低位, 拨备覆盖率保持高位。2023 年末不良率 0.79%, 维持在低位, 且随着时间推移稳中有降, 体现公司稳健的经营风格。公司一季度末不良贷款率 0.79%, 较年初持平, 且在上市农商行里处于低位; 拨备覆盖率 515.35%, 较年初下降 7.22 个百分点, 仍保持在高位, 拨备计提力度充分。一季度末关注率 0.51%, 较年初提升 0.09 个百分点。整体来看, 公司资产质量保持优异。

图22: 无锡银行不良率稳中有降



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图23: 公司不良率在上市农商行里处于低位 (2024Q1)



资料来源: 公司公告、Wind、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: 长三角区域经济平稳运行有韧性, 且近年来公司战略定位清晰, 坚持大普惠、数字化双轮转型驱动, 区域民营经济需求旺盛且空间广阔。因此预计公司 2024-2026 年资产总额同比分别增长 9.0%/9.0%/10.0%。

(2) 净息差: 2023 年一年期 LPR 两次合计下行 20bps, 五年期 LPR 下行 10bps。2024 年 2 月五年期 LPR 再次大幅下行 25bps。当前经济复苏缓慢, 信贷需求偏弱, 预计银行业贷款收益率仍将面临较大下行压力。但目前政策通过调降存款挂牌利率等方式持续引导降低银行业负债端成本, 将部分对冲资产端收益率下行压力。

因此我们预计银行业净息差仍将持续下行，但下行幅度会逐步收窄。我们预计2024-2026年无锡银行净息差（按期初期末平均余额测算）分别为1.66%/1.63%/1.61%。

（3）资产质量：公司不良率和不良净生成率近年来保持稳健。预计2024-2026年不良率保持稳定，即对应的不良率分别为0.79%/0.79%/0.79%，信用成本为0.63%/0.59%/0.54%。

（4）其他：假设未来分红率维持在20%；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2024~2026年归母净利润分别为24.0/25.9/28.1亿元，对应同比增速分别为9.0%/8.0%/8.3%。对应每股收益分别为1.12/1.20/1.30元。

表2：未来三年业绩预测简表（单位：百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,538	4,784	5,064	5,413
其中：利息净收入	3,461	3,613	3,867	4,183
手续费净收入	132	152	152	152
其他非息收入	945	1,019	1,046	1,079
营业支出	2,148	2,193	2,267	2,383
其中：业务及管理费	1,460	1,250	1,324	1,415
资产减值损失	651	865	908	930
利润总额	2,387	2,591	2,798	3,030
减：所得税	179	184	199	215
净利润	2,208	2,407	2,599	2,815
归母净利润	2,200	2,399	2,590	2,806
EPS（元）	1.02	1.12	1.20	1.30

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（按期初期末平均余额测算）对预测影响不确定性很大，我们进行如下敏感性分析：

表3: 净利润增长的净息差的敏感性分析 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
悲观情形: 经济复苏低于预期, LPR 大幅下行, 净息差降幅更大				
净息差假设	1.71%	1.61%	1.57%	1.54%
归母净利润	2,200	2,317	2,484	2,670
归母净利润增速	10.0%	5.3%	7.2%	7.5%
EPS (元)	1.02	1.08	1.16	1.26
基准情形				
净息差假设	1.71%	1.66%	1.63%	1.61%
归母净利润	2,200	2,399	2,590	2,806
归母净利润增速	10.0%	9.0%	8.0%	8.3%
EPS (元)	1.02	1.12	1.20	1.30
乐观情形: 信贷需求恢复, 净息差企稳				
净息差假设	1.71%	1.71%	1.69%	1.68%
归母净利润	2,200	2,480	2,697	2,942
归母净利润增速	10.0%	12.7%	8.7%	9.1%
EPS (元)	1.02	1.15	1.25	1.37

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 模型进行估值, 相关假设如下:

表4: 一、二阶段假设 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
净资产	21200	23264	25384	27683	30097	32136	34296	36586	39013	41586	44314	47205	50269	53518
摊薄 ROE	10.4%	10.3%	10.2%	10.1%	9.9%	9.8%	9.7%	9.7%	9.6%	9.6%	9.5%	9.5%	9.4%	9.4%
归母净利润	2200	2399	2590	2806	2974	3153	3342	3542	3755	3980	4219	4472	4740	5025
同比	10.0%	9.0%	8.0%	8.3%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
分红率	20%	20%	20%	20%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
股利	439	478	517	560	1115	1181	1252	1327	1407	1491	1581	1676	1776	1883

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

表5: 折现率假设

无风险收益率	3.0%	第二阶段增长率	6%
风险溢价率	7.0%	第二阶段分红率	37%
β	1.20	永续增长率	3%
COE	11%	永续分红率	55%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件, 采用三阶段 DDM 估值方法, 得出公司价值区间为 6.4~7.8 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

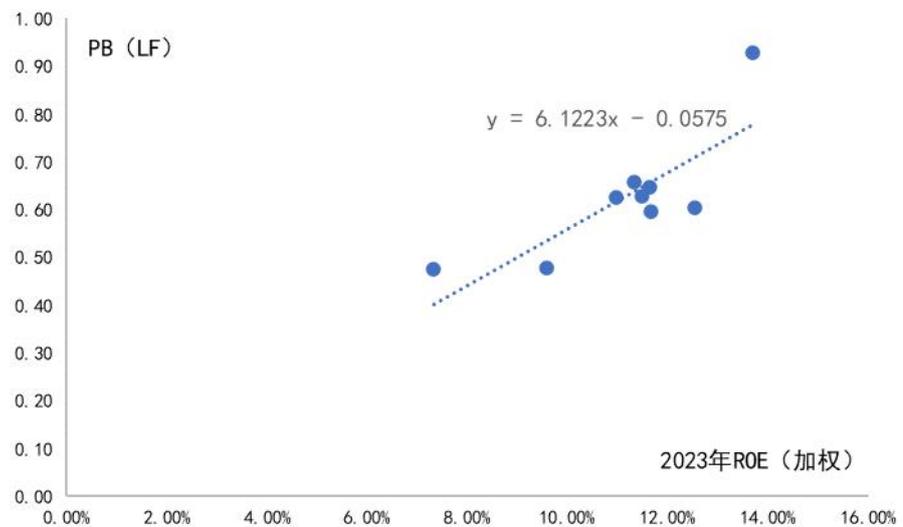
		折现率变化				
		10.00%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%
永 续 增 长 率	2.0%	7.5	7.0	6.6	6.2	5.8
	2.5%	7.8	7.2	6.8	6.4	6.0
	3.0%	8.1	7.5	7.0	6.5	6.1
	3.5%	8.4	7.8	7.2	6.7	6.3
	4.0%	8.8	8.1	7.5	6.9	6.5

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值

我们将全部上市农商行放在一起进行横向比较。按照 PB (LF) 以及 2023 年 ROE (加权), 计算的对应公司 PB (LF) 为 0.65x。考虑到公司区域经济有一定优势, 以及公司近年来发力普惠小微, 零售端增长可期, 我们给予公司约 10% 的估值溢价, 据此计算公司合理价值为 6.4~7.0 元。

图24: 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: 按 2024 年 5 月 24 日收盘价计算。

投资建议

综合绝对估值和相对估值, 我们认为公司 2024 年合理股价在 6.4~7.8 元, 对应的 2024 年 PB 估值 0.65~0.72x, 为相较当前股价 5.71 元 (2024 年 5 月 24 日收盘价) 有大约 12%~37% 溢价空间, 首次覆盖给予 “优于大市” 评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值相结合的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。

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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提及的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