

证券研究报告—深度报告

金融

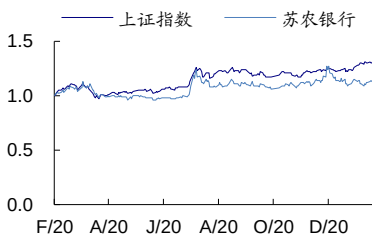
银行

苏农银行(603323)
增持

合理估值: 5.3~6.5 元 昨收盘: 4.72 元 (维持评级)

2021年01月26日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,803/1,440
总市值/流通(百万元)	8,565/6,840
上证综指/深圳成指	3,607/15,629
12个月最高/最低(元)	5.65/4.28

相关研究报告:

《苏农银行-603323-2020 三季报点评: 净息差改善, 拨备覆盖率提升》——2020-10-31
 《苏农银行-603323-2019 年三季报点评: 加快不良暴露和处置》——2019-10-31

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

联系人: 贺晨

电话: 010-88005126
 E-MAIL: hechen1@guosen.com.cn

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

证券分析师: 田维伟

电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

区域扩张提速, 业务空间广阔

● 吴江地区业务拓展空间减少、难度增加

苏农银行是吴江地区营业网点数量最多、覆盖面最广的商业银行, 存款及贷款市占率稳居当地前列。高额的市场占有率反映了苏农银行在吴江地区深耕多年、业务挖掘能力强的优势, 但另一方面也反映出苏农银行在吴江地区的业务空间已基本触及天花板。2018 年苏农银行便已提出“11448”战略, 加快布局融入苏州大市, 对苏州市辖区增量市场的挖掘将为苏农银行业务增长带来新动能。

● 区域层面: 全面进军苏州市区为其存贷业务打开新空间

对于区域性银行而言, 地区经济的规模与发展是决定其信贷市场空间的重要因素。2019 年吴江区 GDP、固定资产投资、常住人口仅占苏州市区的 21.6%、20.5%和 23.6%。2019 年苏州市区金融机构贷款、存款余额分别为 19565 亿元和 19282 亿元, 分别为吴江地区的 6.5 倍和 6.3 倍。当前苏农银行在苏州市辖区的贷款市占率仅为 3.1%, 且除吴江区以外, 苏农银行在苏州市辖区网点仅 21 家, 提升空间较大。

● 客群层面: 苏州市区中小企业贷款业务竞争相对较弱

苏农银行在吴江地区深耕多年, 以服务中小企业、服务“三农经济”为特色。当前在苏州市区市占率较高、网点布局较多的六大行及部分股份行对公信贷投放以大型企业为主, 对中小企业业务拓展积极性相对有限。苏农银行进军市区可发挥其在中小企业贷款及农村金融领域的优势, 错位竞争获取增量客户。此外, 市区原有江苏东吴农村商业银行在 2010 年转变为城商行苏州银行。当前苏农银行为市区内唯一当地法人农商行, 因此公司通过增设苏州城郊网点、推进农村普惠金融服务站、扩大普惠金融服务覆盖面的方式也可进一步填补市场空白。

● 投资建议

通过多角度估值, 公司合理估值区间为 5.3~6.5 元, 对应 2021E PB0.8~1.0x, 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

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,150	3,521	3,697	4,148	4,582
(+/-%)	15.5%	11.8%	5.0%	12.2%	10.5%
净利润(百万元)	810	915	958	1,040	1,162
(+/-%)	9.6%	12.9%	4.6%	8.6%	11.7%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.38	0.40	0.45	0.51
EBIT Margin	0.77%	0.75%	0.72%	0.72%	0.73%
净资产收益率(ROE)	9.0%	8.3%	8.0%	8.4%	9.0%
市盈率(PE)	10.9	12.9	12.1	10.9	9.4
P/PPoP	4.3	3.8	3.5	3.2	2.9
市净率(PB)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7

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

内容目录

估值与投资建议.....	4
绝对估值.....	4
绝对估值的敏感性分析.....	5
相对法估值.....	5
投资建议.....	6
公司概况：换挡升级向苏州市区扩张.....	7
财务分析：目前处于上市农商行中上水平.....	8
资产负债端以对公存贷业务为主.....	8
净息差处于行业中上水平.....	9
营收以利息净收入为主，结构较为单一.....	10
资产质量有待进一步夯实.....	10
近年来苏农银行盈利能力改善，与其战略升级、进军大苏州区域密切相关.....	11
苏州市区经济体量为存贷业务打开新空间.....	12
苏农银行在吴江地区存贷业务已基本触及天花板.....	12
苏州市区经济体量广阔，存贷业务大有可为.....	14
市区内错位竞争，差异化发展填补空白.....	17
盈利预测.....	18
假设前提.....	18
未来三年盈利预测.....	19
盈利预测的敏感性分析.....	19
风险提示.....	19
附表：财务预测与估值.....	22
国信证券投资评级.....	23
分析师承诺.....	23
风险提示.....	23
证券投资咨询业务的说明.....	23

图表目录

图 1: 上市银行估值比较.....	6
图 2: 苏农银行历史回顾.....	7
图 3: 农商行生息资产结构.....	8
图 4: 农商行贷款结构.....	8
图 5: 农商行计息负债结构.....	9
图 6: 农商行存款结构.....	9
图 7: 苏农银行净息差位于同区域农商行中上水平	10
图 8: 农商行存款平均成本.....	10
图 9: 苏农银行营业收入以利息净收入为主.....	10
图 10: 苏农银行资产质量持续改善.....	11
图 11: 2018 年后苏农银行贷款增速中枢整体上移	11
图 12: 2018 年起苏农银行归母净利润增速高于行业水平	11
图 13: 2020 年前三季度苏农银行归母净利润同比位于上市银行第 1 名	12
图 14: 苏农银行在吴江地区营业网点覆盖面最广	12
图 15: 苏农银行在吴江地区存贷款市占率位居行业前列	13
图 16: 苏农银行营收来源以吴江地区为主.....	13
图 17: 苏农银行贷款市场已难以大幅提高.....	14
图 18: 苏州市行政区划.....	14
图 19: 2020 年苏州市 GDP 排名位列全国第 6 名	15
图 20: 2019 年苏州市区 GDP 构成	15
图 21: 2019 年苏州市区分地区常住人口	15
图 22: 2019 年苏州市区固定资产投资	16
图 23: 2019 年苏州市区金融机构存贷款规模.....	16
图 24: 历年苏州市区及吴江区金融机构存贷款规模	16
图 25: 吴江区企业规模结构与浙江更为贴近.....	17
图 26: 苏农银行对公贷款中制造业占比较高.....	18
表 1: DDM 模型相关参数 (单位: 百万元)	5
表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	5
表 3: 苏农银行 2020 年三季度披露前十大股东.....	8
表 4: 农商行贷款质量指标对比.....	11
表 5: 截至 2020 年底苏州市区各行网点数量.....	17
表 6: 盈利预测结果	19
表 7: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析	19
表 8: 估值表.....	21

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，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

苏农银行与同地区农商行相比，财务表现处于中上水平。近年来苏农银行盈利能力改善，与其战略升级、进军大苏州区域密切相关。往未来看，我们认为其对苏州市区增量业务的扩张有望提升其长期相对 ROE。

- **苏农银行在吴江地区深耕多年，以服务中小企业、服务“三农经济”为特色。高额市场占有率为苏农银行的营收来源提供了强有力的保障，但在当地业务拓展基本已触及天花板。**苏农银行是吴江地区营业网点数量最多、覆盖面最广的商业银行，存贷款市占率稳居当地前列。当前苏农银行营收仍以吴江地区为主，截至 2020 年上半年，苏农银行吴江地区营收达到 14.4 亿元，占其总营收的 74.7%。高额的市场占有率虽反映了苏农银行在吴江地区深耕多年、挖掘业务能力强的优势，但另一方面也反映出吴江当地市场竞争已基本处于饱和，增量空间有限或新增业务难度加大。
- **苏州市区经济体量为其存贷业务打开新空间，业务开拓大有可为。**对于区域性银行而言，地区经济的规模与发展是决定其信贷市场空间的重要因素。2019 年吴江区 GDP、固定资产投资、常住人口仅占苏州市区的 21.6%、20.5%和 23.6%。2019 年苏州市区金融机构贷款、存款余额分别为 19565 亿元和 19282 亿元，分别为吴江地区的 6.5 倍和 6.3 倍。当前苏农银行在苏州市辖区的贷款市占率仅为 3.1%。除吴江区以外，苏农银行在苏州市辖区网点仅 21 家，覆盖范围相对有限。伴随 2018 年苏农银行提出“11448”战略（1—以客户为中心；1—以服务为根本；4—零售、公司、机构民生、金融市场“四轮驱动”；4—吴江、苏州、异地、线上“四板联动”；8—产品管理、渠道平台、风险管理、资产负债管理、金融科技、激励约束、队伍建设、企业文化“八大支柱”），加快布局融入苏州大市，对接长三角一体化战略，对苏州市辖区增量市场的挖掘将对苏农银行业务增长带来新动能。
- **市区内中小企业对公业务竞争相对较少，苏农银行进军市区可发挥其在中小企业贷款及农村金融领域的优势，错位竞争获取增量客户。**一方面，苏州市区经济体量较大，同时从企业结构上大型企业占比较吴江地区偏高，在苏州市区市占率较高、网点布局较多的六大行及部分股份行对公信贷投放以大型企业为主，对中小企业业务拓展积极性相对有限。同时，虽然苏州的中小企业占比低，但由于经济总量大，因此中小企业的体量仍然非常可观，留给了苏农银行很大的业务空间。另一方面，市区原有江苏东吴农村商业银行在 2010 年转变为城商行苏州银行。当前市区内当地法人农商行仅苏农银行一家，因此公司通过增设苏州城郊网点、推进农村普惠金融服务站、扩大普惠金融服务覆盖面的方式也可进一步开拓业务、填补市场空白。

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测请见下表及后文），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来设定估值假设：

- 我们假设折现率为 10%，主要是考虑到全市场长期回报率可能维持在这一水平附近。比如美国标普 500 指数 1927 年以来的长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为 10.7%，道琼斯工业指数平均为 10.6%；国内上

证综指长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为 6.0%，深证综指平均为 11.2%，这两个数字平均为 8.6%；

- 假设银行业长期平均 ROE 亦为 10%，长期利润增长率为 5%。对于 ROE 的假设主要是考虑到银行业作为竞争较为充分的行业，在准入退出机制有效运作的情况下，供需平衡将导致行业投资回报率向全市场平均水平收敛；长期利润增长率则假设与名义 GDP 增速近似，我们进一步假设长期名义 GDP 增速在 5% 左右（作为一个参考，美国 1929-2017 年的名义 GDP 复合增长率是 6.1%，1999-2017 是 3.9%）；
- 苏农银行发挥其在中小企业贷款及农村金融领域的优势，开拓苏州市区增量业务，有望提升其长期 ROE。我们审慎估计苏农银行第二、三阶段 ROE 上升到略低于行业平均水平，假设为 9.5%；

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 5.3~6.7 元。

表 1：DDM 模型相关参数（单位：百万元）

	第一阶段				第二阶段	永续期
	2019A	2020E	2021E	2022E	(2022-2031)	
净息差	2.48%	2.41%	2.51%	2.58%	2.40%	2.40%
非息收入占比	17%	16%	15%	14%	15%	15%
营业成本/营业收入	35%	32%	34%	34%	40%	40%
资产减值损失/总资产	1.01%	1.07%	1.05%	1.06%	0.80%	0.80%
所得税率	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	9.4%	9.4%
生息资产/总资产	97%	97%	97%	97%	97%	97%
权益乘数	11	11	12	12	12	12
股利支付率	30%	30%	30%	30%	37%	47%
ROA	0.75%	0.72%	0.72%	0.73%	0.76%	0.76%
ROE	8.3%	8.0%	8.4%	9.0%	9.5%	9.5%
净利润增速	13.8%	4.7%	8.6%	11.7%	6.0%	5.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 2：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

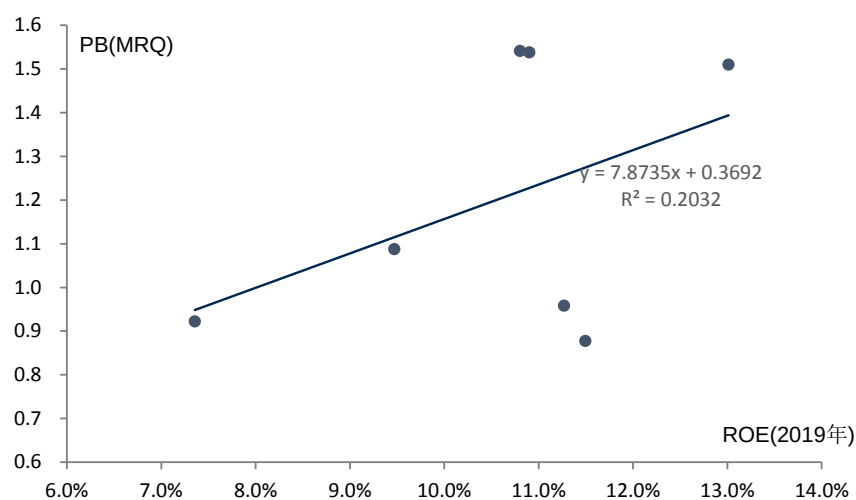
		折现率								
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续增长率	6.5%	12.7	9.7	7.9	6.7	5.8	5.1	4.6	4.2	3.8
	6.0%	11.5	9.3	7.7	6.7	5.8	5.2	4.7	4.3	3.9
	5.5%	10.8	8.9	7.6	6.7	5.9	5.3	4.8	4.4	4.0
	5.0%	10.3	8.7	7.6	6.7	5.9	5.4	4.9	4.5	4.1
	4.5%	9.9	8.5	7.5	6.7	6.0	5.4	5.0	4.6	4.2
	4.0%	9.6	8.4	7.4	6.7	6.0	5.5	5.0	4.6	4.3
	3.5%	9.4	8.3	7.4	6.7	6.0	5.5	5.1	4.7	4.3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析

相对法估值

在 A 股市场中，小型农商行估值较其他银行往往会有一定程度的溢价，因此我们将全部小型农商行放在一起进行横向比较更加合理。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(MRQ) 以及 2019A ROE，苏农银行静态 ROE 对应 0.9~1.0 倍 PB(MRQ) 的理论估值，据此计算其合理价值为 5.9~6.5 元。

图 1: 上市银行估值比较



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 按 2021 年 1 月 14 日收盘价计算。

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 5.3~6.5 元之间, 2021 年动态 PB 为 0.8~1.0 倍, 维持“增持”评级。

公司概况：换挡升级向苏州市区扩张

苏州农村商业银行(股票简称“苏农银行”)为原来的江苏吴江农村商业银行(原简称“吴江银行”),以服务中小企业、服务“三农经济”为特色。2004年8月经银监会批准,吴江银行在吴江市农信社的基础上改制组建成立,是银监会成立后新体制框架下全国首家挂牌开业的农村商业银行。2016年11月吴江银行在上海证券交易所挂牌上市,成为全国第四家A股上市的农商银行。依托吴江地区的经济环境,吴江银行重点服务当地中小企业,做“吴江人民自己的银行”,截至2016年,中小企业贷款占总贷款比重达到79%,是一家极富中小企业特色的中小银行。

2019年获批更为现名,苏农银行全面由区进市、换挡升级,品牌变革的大序幕正式拉开。2012年前,吴江银行作为吴江市县域农商行,基本只能深耕吴江当地县域经营。2012年历经行政区划调整,吴江撤市设区,正式融入苏州城区,获得城区功能新的发展优势,吴江银行经营范围也由此扩大到苏州市辖区。2018年吴江银行便已提出“11448”发展战略,以吴江、苏州、异地、线上“四板联动”提高站位。2019年吴江银行正式更名之后,全行战略上升至“苏州人民自己的银行”,加快融入苏州城市进程,以吴江区为大本营,针对苏州姑苏区、相城区及高新区、吴中区、虎丘区、工业园区农村商业银行市场“空白”的现状,积极推动加快网点建设,争取填补各区农村商业银行市场空白。

图 2: 苏农银行历史回顾



资料来源:苏农银行历年财报,国信证券经济研究所整理

当前苏农银行股东以民企为主,结构相对较为分散,大量当地企业入股,也在一定程度上助力苏农银行对公业务的开展。截至2020年三季度,苏农银行前十大股东中9家企业均为吴江当地民企,持股占发行前股数为29.75%,其中持股比例超过5%的股东有3个,分别为亨通集团有限公司(6.93%)、江苏新恒通投资集团(6.85%)、苏州环亚实业有限公司(5.94%)、亨通集团有限公司(6.07%)。

表 3: 苏农银行 2020 年三季度披露前十大股东

股东名称	期末持股数量	持股比例	股东性质
亨通集团有限公司	124,959,048	6.93%	境内非国有法人
江苏新恒通投资集团有限公司	123,533,116	6.85%	境内非国有法人
苏州环亚实业有限公司	107,070,515	5.94%	境内非国有法人
吴江市恒达实业发展有限公司	43,636,772	2.42%	境内非国有法人
吴江市盛泽化纺绸厂有限公司	41,796,437	2.32%	境内非国有法人
立新集团有限公司	34,450,000	1.91%	境内非国有法人
吴江市新吴纺织有限公司	23,724,509	1.32%	境内非国有法人
江苏恒宇纺织集团有限公司	19,501,445	1.08%	境内非国有法人
杨永林	17,728,586	0.98%	境内自然人
江苏东方盛虹股份有限公司	17,728,586	0.98%	境内非国有法人
合计	554,129,014	30.73%	-

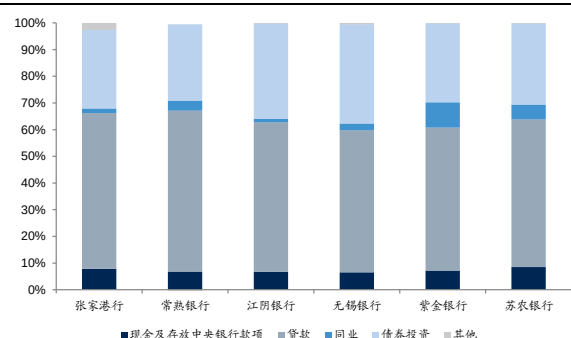
资料来源：苏农银行 2020 年三季度报，国信证券经济研究所整理

财务分析：目前处于上市农商行中上水平

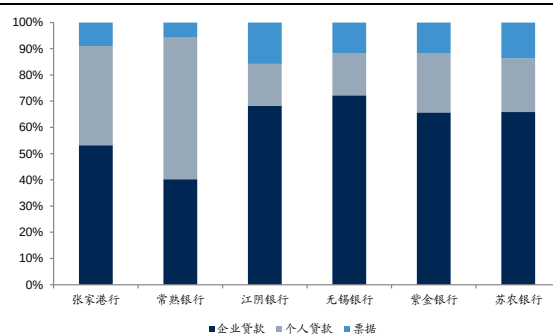
20 世纪 80 年代苏州、无锡等地区诞生了以农村地区集体经济为主导的“苏南模式”，不仅带动了当地经济发展，也催生了江浙地区一批“小而美”农村商业银行的崛起。我们将苏农银行与同处苏南地区的常熟银行、张家港行、无锡银行、江阴银行、紫金银行的主要财务指标进行横向比较，同时结合苏农银行经营业绩的历史情况进行分析。整体来看，2018 年以来苏农银行各项财务指标处于农商行中上水平，这与苏农银行战略升级、进军大苏州区域密切相关。

资产负债端以对公存贷业务为主

对于农商行而言，其对本土中小微企业传统业务的压倒性优势，是其核心竞争力之一。从 2020 年上半年的生息资产结构来看，苏农银行生息资产结构与其他农商行差别不大，其中贷款占比 57.1%，债券投资占比 31.8%。近年来包括苏农银行在内的农商行为拓展业务、挖掘新的盈利增长空间纷纷提出“零售转型”，但进一步对贷款结构进行分解，可发现当前苏农地区农商行基本盘仍在对公业务，除常熟银行以外，农商行对公贷款业务占贷款总额比重皆超过 50%，其中，苏农银行企业贷款及票据占比为 79.4%。

图 3: 农商行生息资产结构


资料来源：各银行 2020 年中报，国信证券经济研究所整理

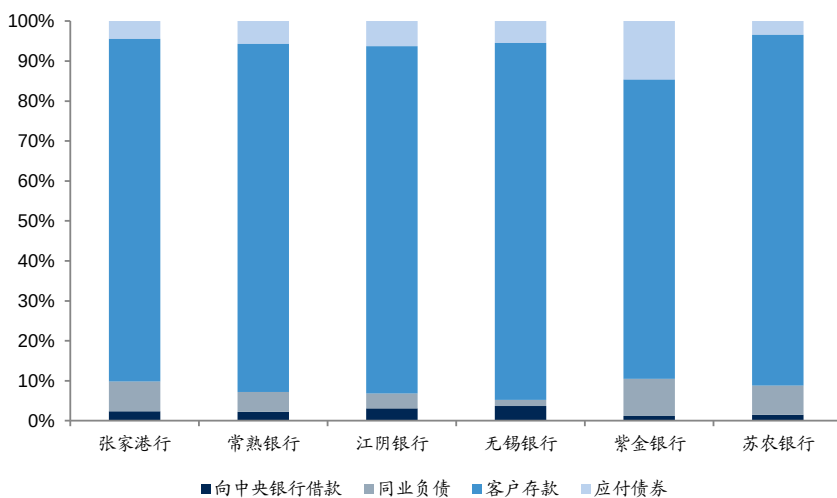
图 4: 农商行贷款结构


资料来源：各银行 2020 年中报，国信证券经济研究所整理

从负债结构来看，苏农银行主要依靠客户存款为资产扩张提供资金来源。2020 年上半年苏农银行存款同比增长 17.9%，客户存款占计息负债比重为 87.6%，在对标农商行中排名第 2 名。从存款结构来看，苏农银行存款以对公存款为主，其中对公活期存款占比达到 34.5%，高于对标农商行平均水平 8.6 个百分点，

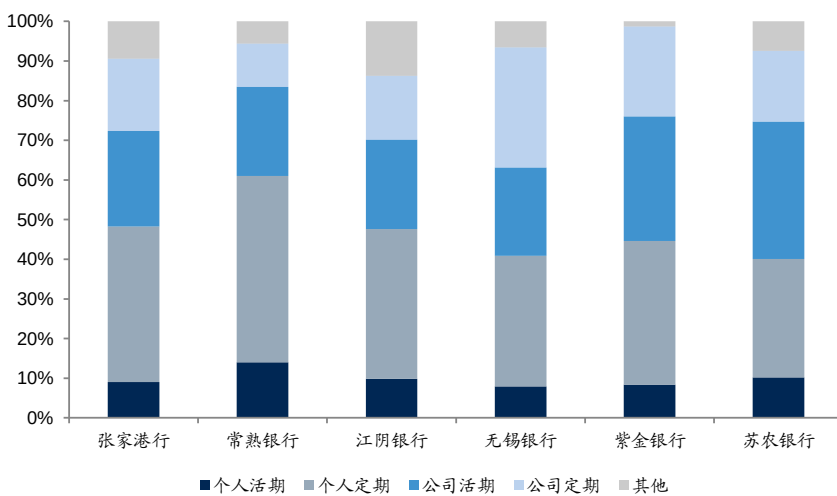
反映了苏农银行对公客户基础较好、吸收存款能力较强等特点。

图 5：农商行计息负债结构



资料来源：各银行 2020 年中报，国信证券经济研究所整理

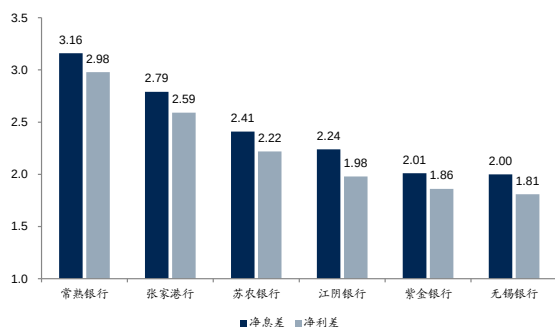
图 6：农商行存款结构



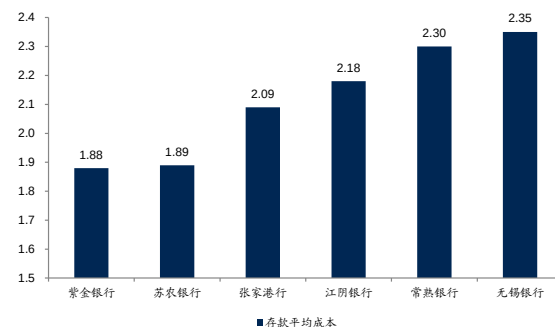
资料来源：各银行 2020 年中报，国信证券经济研究所整理

净息差处于行业中上水平

截至 2020 年上半年，苏农银行净息差为 2.41%，在同区域上市农商行位于中上水平。公司净息差水平保持行业中上的主要原因是其负债端活期存款占比较高，使得成本率处于较低水平，一定程度上体现了公司在吸收存款能力上的优势。

图 7：苏农银行净息差位于同区域农商行中上水平


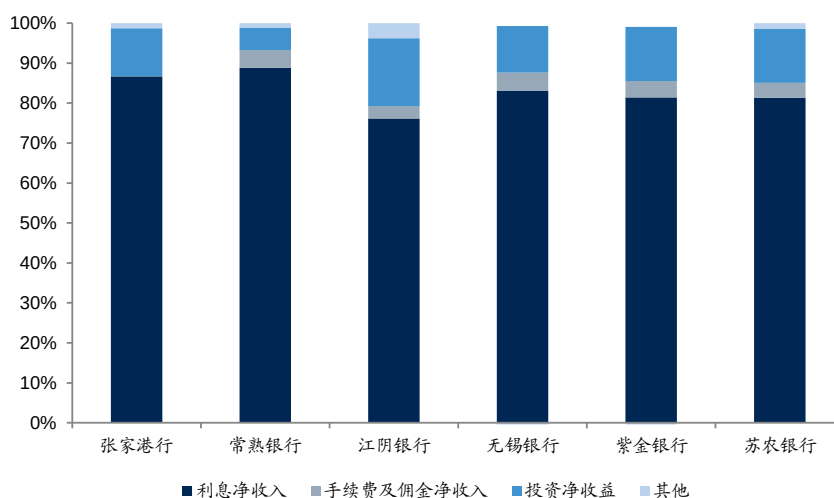
资料来源：各银行 2020 年中报，国信证券经济研究所整理

图 8：农商行存款平均成本


资料来源：各银行 2020 年中报，国信证券经济研究所整理

营收以利息净收入为主，结构较为单一

苏农银行的营业收入以利息净收入为主，非息收入占比低，主要由结算、代理及银行卡业务等较为传统的业务构成。截至 2020 年三季度，苏农银行利息净收入占总收入的比重为 81.4%，而手续费与佣金净收入则非常少，这与其他农商行区别不大。事实上，农商行最为明显的特点是业务种类相对单一，这一方面是因为农商行受制于牌照限制，同时其自身经营管理能力有限。另一方面，也是由于客户以本地中小微企业和居民为主，金融服务需求较为单一，对其他综合金融服务需求相对少所决定的。

图 9：苏农银行营业收入以利息净收入为主


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产质量有待进一步夯实

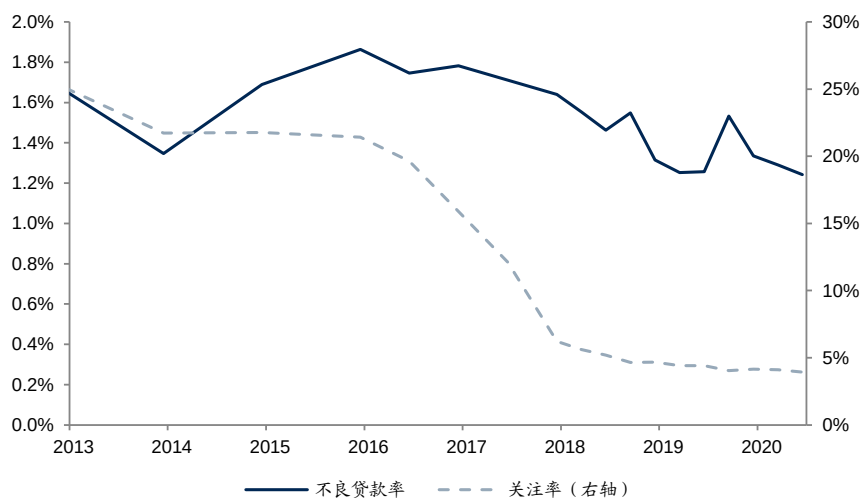
我们通过五个指标衡量银行贷款质量：不良率、关注率、逾期率、不良/逾期 90 天以上贷款、不良生成率。从数据来看，苏农银行的各个指标在农商行中有高有低，整体居中下水平。事实上，2012-2015 年江浙地区中小企业危机潮对苏农银行资产质量造成了一定冲击。近年来苏农银行加强对贷款资产质量审核，提高拨备水平增加资本缓冲垫，资产质量持续改善。截至 2020 年上半年，苏农银行不良率及关注率分别为 1.24% 和 3.94%，较 2012 年高点下降 0.42 和 22.8 个百分点。

表 4: 农商行贷款质量指标对比

	不良贷款率	不良生成率	逾期率	关注率	不良/逾期 90 天以上贷款
张家港行	1.21%	1.86%	1.22%	2.18%	214%
常熟银行	0.96%	0.70%	1.36%	1.34%	124%
江阴银行	1.83%	2.75%	3.06%	1.94%	108%
无锡银行	1.14%	0.99%	0.51%	0.32%	256%
紫金银行	1.68%	0.87%	1.62%	1.34%	134%
苏农银行	1.24%	1.12%	1.17%	3.94%	214%
苏农银行排名	6	4	2	6	2

资料来源: 各银行 2020 中报, 国信证券经济研究所整理

图 10: 苏农银行资产质量持续改善

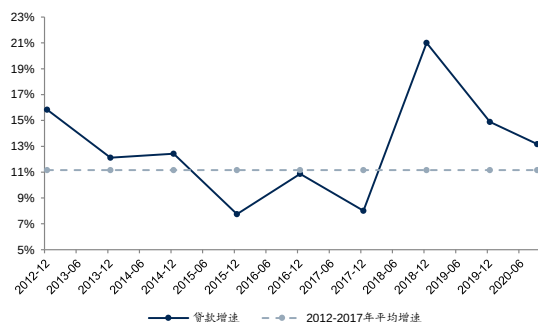


资料来源: 苏农银行历年财报, 国信证券经济研究所整理

近年来苏农银行盈利能力改善, 与其战略升级、进军大苏州区域密切相关

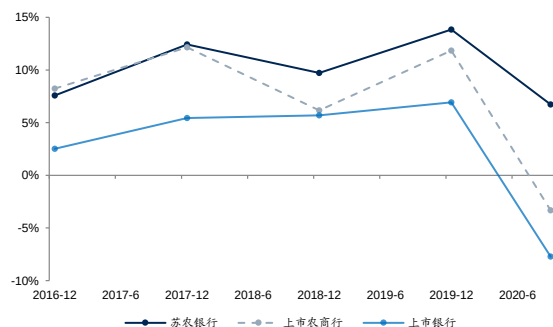
2018 年苏农银行实施新的战略、全力进军大苏州地区, 其贷款增速、盈利水平均显著提高。2018 年苏农银行贷款增速达到 21%, 超过行业平均水平。同时, 苏农银行归母净利润增速持续高于行业平均水平, 截至 2020 年三季度, 苏农银行归母净利润同比增速 6.7%, 位居上市农商行第一。

图 11: 2018 年后苏农银行贷款增速中枢整体上移



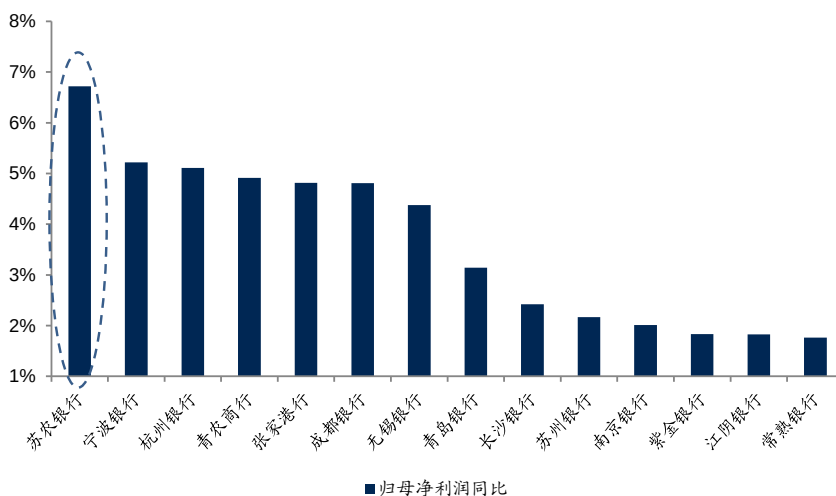
资料来源: 苏农银行历年财报, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2018 年起苏农银行归母净利润增速高于行业水平



资料来源: 上市银行历年财报, 国信证券经济研究所整理

图 13: 2020 年前三季度苏农银行归母净利润同比位于上市银行第 1 名



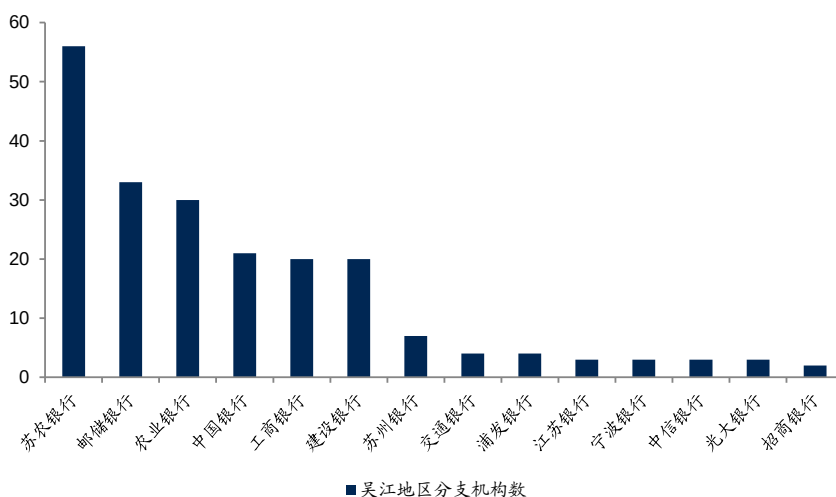
资料来源: 上市银行 2020 年三季报, 国信证券经济研究所整理

苏州市区经济体量为存贷业务打开新空间

苏农银行在吴江地区存贷业务已基本触及天花板

苏农银行是吴江地区营业网点数量最多、覆盖面最广的商业银行。当前苏农银行已实现吴江地区的完全覆盖。截至 2020 年上半年, 苏农银行下设分支机构 93 家, 其中吴江区 56 家。与吴江当地其他银行金融机构相比, 苏农银行在吴江地区的营业网点最多, 覆盖面最广。

图 14: 苏农银行在吴江地区营业网点覆盖面最广

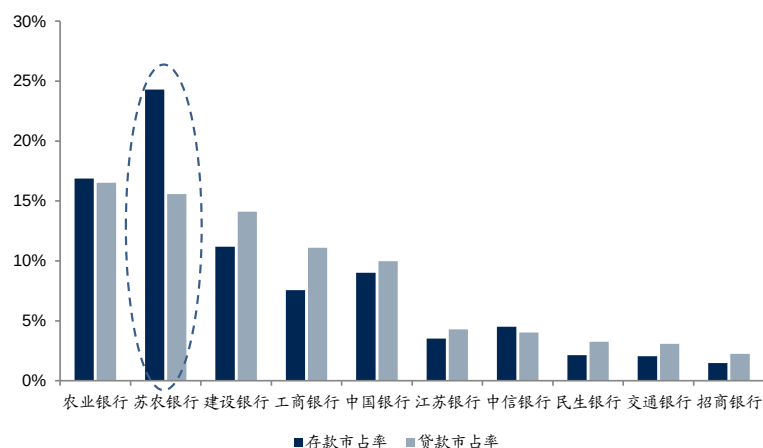


资料来源: 银保监会, 国信证券经济研究所整理

同时, 苏农银行也是存款、贷款市占率位居吴江地区前列的银行。苏州是我国金融业较为发达、竞争比较充分的地区之一。六大国有商业银行、各大股份分行、城商行等全国和地方性商业银行并存。苏农银行在面临市场激烈竞争的背景下, 坚守服务地方发展战略, 过去业务主要集中于苏州吴江区, 对吴江地区

经济和人文环境的了解和评估相对深入，使得“吴江人民自己的银行”品牌优势得以充分显现。据其 2016 年 IPO 招股说明书披露数据，截至 2016 年上半年，苏农银行在吴江地区存款、贷款市占率分别为 24.3% 和 15.6%，在吴江地区市占率分别达到第 1 和第 2 名。

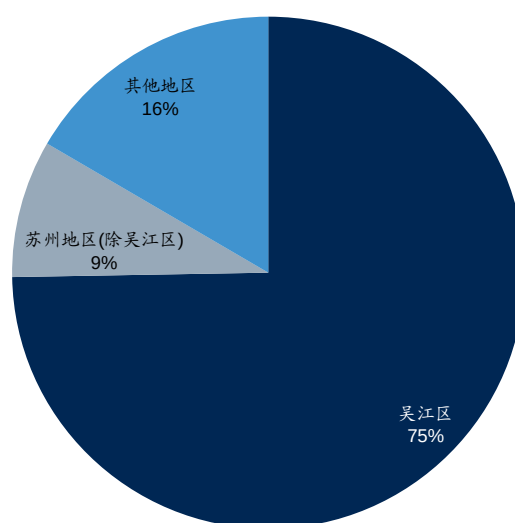
图 15：苏农银行在吴江地区存贷款市占率位居行业前列



资料来源：苏农银行招股说明书，国信证券经济研究所整理

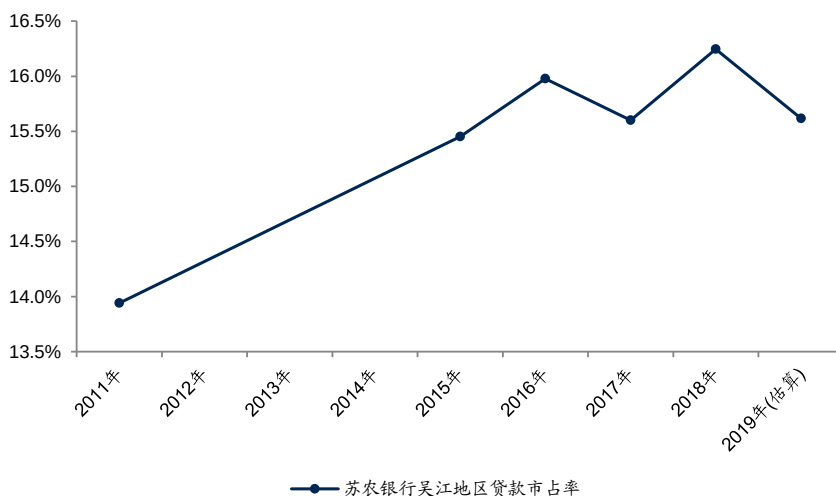
当前苏农银行营收仍以吴江地区为主。在吴江市场的高额市场占有率为苏农银行的营收来源提供了强有力的保障。2020 年上半年，苏农银行吴江地区营收达到 14.4 亿元，占其总营收的 74.7%。高额的市场占有率反映了苏农银行在吴江地区深耕多年、挖掘业务能力强的优势，但另一方面也反映出市场竞争已基本处于饱和，增量空间有限或进一步提高占有率的难度加大。从苏农银行贷款市占率来看，自 2015 年以来苏农银行在吴江地区贷款市占率呈现波动状态，进一步提升的难度明显增加。

图 16：苏农银行营收来源以吴江地区为主



资料来源：苏农银行 2020 年三季报，国信证券经济研究所整理

图 17: 苏农银行贷款市场已难以大幅提高



资料来源: 苏农银行历年财报, 苏州统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

苏州市区经济体量广阔, 存贷业务大有可为

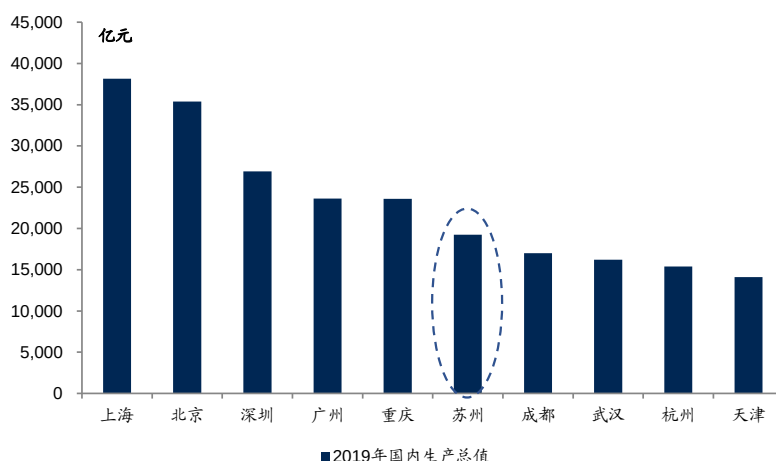
苏州市位于我国经济最活跃的长三角经济区, 民营经济高度发达、金融交易活跃, 经济体量位列全国城市前十。苏州地理位置优越, 位于江苏省东南部、长江三角洲中部、与上海接壤, 是长三角城市群重要的中心城市之一。自改革开放以来, 苏州的经济、工业实力、人均 GDP 长期位居中国前茅。2019 年, 苏州经济总量突破 1.9 万亿元, 超越天津成为中国第六大经济中心城市, 全国省会中除广州外均被苏州超越。从结构来看, 苏州经济以第二、三产业为主, 其中民间投资占固定资产比重达到 58.5%, 高出全国平均水平 2.1 个百分点。

图 18: 苏州市行政区划



资料来源: 苏州市统计局, 国信证券经济研究所整理

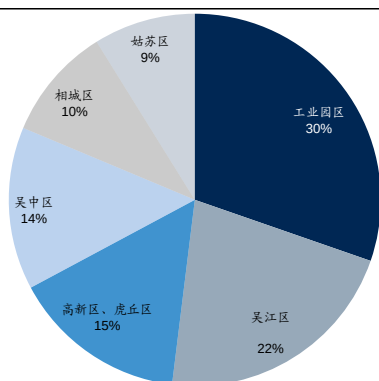
图 19: 2020 年苏州市 GDP 排名位列全国第 6 名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

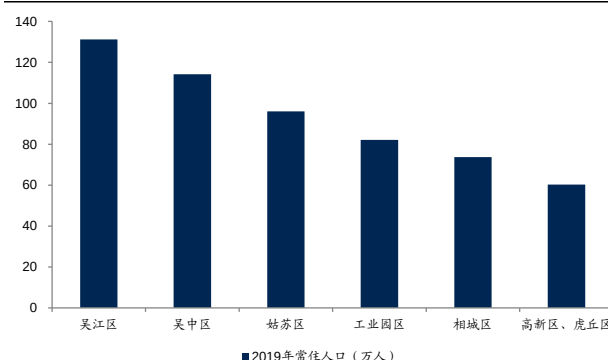
苏州市区 GDP、固定资产投资、工业产值均为吴江区的数倍,这意味着更广阔的信贷市场空间。当前苏州下辖 6 区 4 县,分别为姑苏区、吴中区、相城区及高新区、虎丘区、工业园区、吴江区和常熟市、张家港市、昆山市、太仓市(注意苏农银行经营范围主要是苏州市辖区,不包括苏州市辖县级市)。2019 年苏州市区 GDP、工业生产总产值、固定资产投资、常住人口分别为 9049 亿元、3708 亿元、2850 亿元和 556 万人,吴江区的相关指标分别为 1958 亿元、933 亿元、584 亿元和 131 万人,分别仅占苏州市区的 21.6%、25.2%、20.5%和 23.6%。对于区域性银行而言,地区经济的发展与空间是决定其信贷市场空间的重要因素,2019 年苏州市区金融机构贷款、存款余额分别为 19565 亿元和 19282 亿元。苏州市区不仅存贷款增速整体规模显著大于吴江区,其存贷款增速同样高于吴江地区增长,其中 2013-2019 年苏州市区贷款增速平均高出吴江地区贷款增速 2.7 个百分点。

图 20: 2019 年苏州市区 GDP 构成



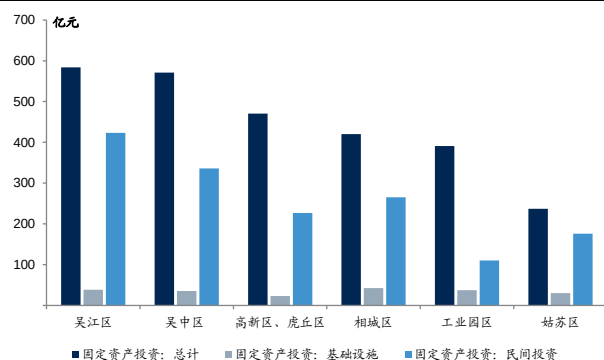
资料来源: 苏州统计年鉴 2020, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2019 年苏州市区分地区常住人口



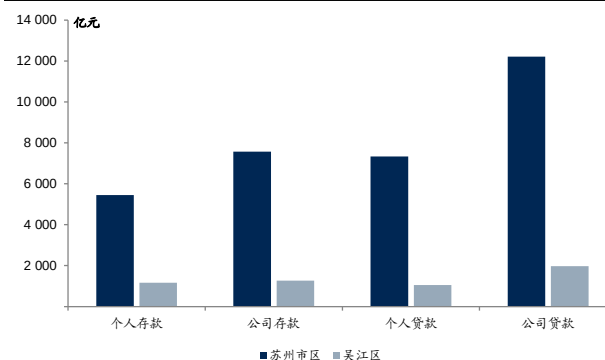
资料来源: 苏州统计年鉴 2020, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2019 年苏州市区固定资产投资



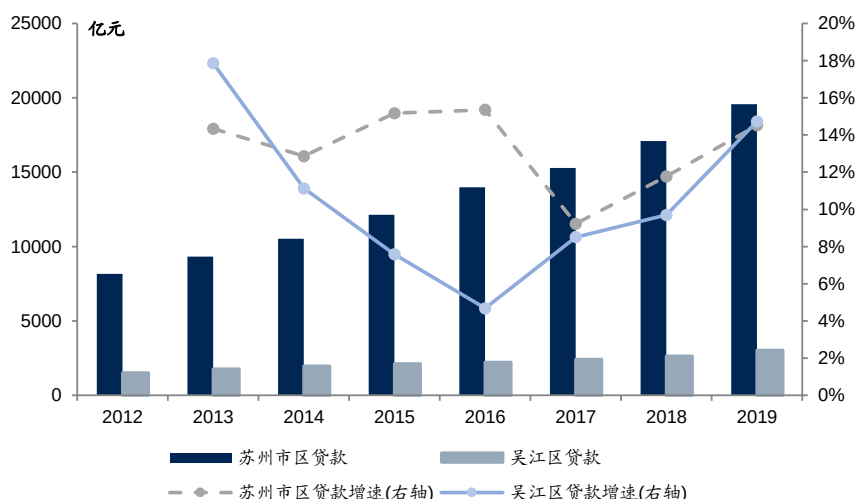
资料来源: 苏州统计年鉴 2020, 国信证券经济研究所整理

图 23: 2019 年苏州市区金融机构存贷款规模



资料来源: 苏州统计年鉴 2020, 国信证券经济研究所整理

图 24: 历年苏州市区及吴江区金融机构存贷款规模



资料来源: 历年苏州统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

当前苏农银行对苏州市区的覆盖仍有待进一步提高，对增量市场的挖掘将利好苏农银行对公及零售业务的发展。2019 年苏农银行在苏州市辖区的贷款市占率仅为 3.1%。值得注意的是，由于苏农银行的基本盘仍在吴江区，因此实际上苏农银行在除去吴江区以外的苏州市辖区贷款市占率份额将更低。从网点覆盖来看，截至 2020 年底，苏农银行下设 93 家分支机构中，以吴江地区布局机构占据绝大多数，而在苏州市其他辖区网点覆盖相对有限。苏农银行在非吴江区苏州市区网点数排名第 9 名，共 21 家，其中吴中区 9 家、相城区 7 家、高新区及虎丘区 5 家，远低于苏州银行、国有四大行和邮储银行水平。伴随苏农银行加快布局融入苏州大市，对接长三角一体化战略，对苏州市辖区增量市场的挖掘将对苏农银行业务增长带来新的动能

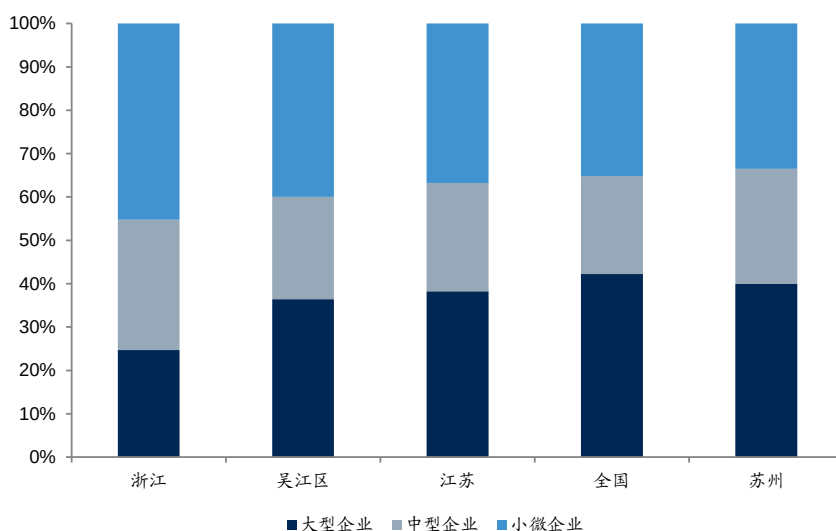
表 5：截至 2020 年底苏州市区各行网点数量

银行	苏州市区	吴江区	非吴江市区
苏州银行	110	7	103
工商银行	93	20	73
建设银行	92	20	72
农业银行	89	30	59
中国银行	80	21	59
邮储银行	78	33	45
江苏银行	33	3	30
交通银行	26	4	22
苏农银行	77	56	21
招商银行	22	2	20
民生银行	21	2	19
宁波银行	16	3	13
中信银行	15	3	12
浦发银行	15	4	11
光大银行	14	3	11
南京银行	4	0	4

资料来源：银保监会，国信证券经济研究所整理

市区内错位竞争，差异化发展填补空白

吴江地处江浙两省边境，经济风格与浙江地区较为类似，企业结构以民营中小企业为主。从地理位置来看，吴江区地处苏、浙、沪三省市交界处：东接上海市青浦区，北靠苏州市吴中区，南连浙江省嘉兴市，东南与浙江省嘉善县毗邻，西南与浙江省湖州市交界。优越的地理位置使得吴江区经济活动与发展和苏浙沪关系密切，民营经济活跃。其中，与浙江省大面积的接壤在一定程度上影响了吴江当地经济结构的变化。截至 2019 年末，吴江区中型企业、微型工业企业规模占比分别为 23.6% 和 40%，整体低于浙江中小企业占比，但分别高于全国平均水平 1 个百分点和 4.8 个百分点。

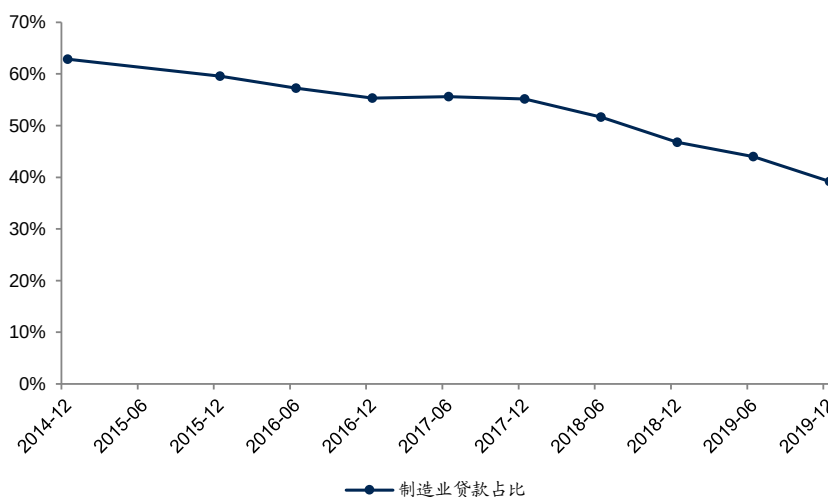
图 25：吴江区企业规模结构与浙江更为贴近


资料来源：浙江统计年鉴，江苏统计年鉴，中国统计年鉴，国信证券经济研究所整理

苏农银行因地制宜制定“支农支小”战略，聚焦中小企业贷款和农村金融，推动对公业务稳步发展。苏农银行过去基本盘主要集中在吴江地区，针对吴江地

区民营中小企业较多、农业发展较发达等特点，苏农银行重点服务中小民企，已形成针对中小型企业客户的业务管理理念和内控措施，大力发展普惠金融，推进中小企业信贷。截至 2019 年，苏农银行中小企业贷款占总贷款始终保持在 70%以上，制造业贷款比重保持在 40%以上。

图 26：苏农银行对公贷款中制造业占比较高



资料来源：苏农银行历年财报，国信证券经济研究所整理

苏州市区中小企业对公业务竞争相对较少，苏农银行进军市区有望大力发展中小业务贷款及农村金融，错位竞争获取增量客户。一方面，苏州市区经济体量较大，同时从企业结构上大型企业占比吴江地区偏高，在当地市占率较高、网点布局较多的六大行及部分股份行对公信贷投放以大型企业为主，对中小企业业务拓展积极性相对有限。同时，虽然苏州的中小企业占比低，但由于经济总量大，因此中小企业的体量仍然非常可观，留给了苏农银行很大的业务空间。另一方面，市区原有东吴农商行在 2010 年转为城商行苏州银行。当前市区内当地法人农商行仅苏农银行一家，因此公司通过增设苏州城郊网点、推进农村普惠金融服务站、扩大普惠金融服务覆盖面的方式也可进一步填补市场空白。

盈利预测

假设前提

我们对苏农银行盈利增长的关键驱动因素假设如下：

- 总资产增长率：考虑到央行货币政策回归正常化，且力图实现社融及 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，从 Wind 一致预测的名义 GDP 增速来看，大致在 8.5% 上下。考虑到未来苏农银行在苏州市区的扩张及覆盖有望进一步提高，我们假设 2020-2022 年苏农银行总资产同比增速将高于全国平均水平，分别为 10.1%/9.4%/9.6%；
- 净息差：我们在未来利率保持稳定的假设下，通过资产负债到期日结构数据测算未来净息差变化。我们预计苏农银行 2020-2022 年净息差为 2.41%/2.51%/2.56%。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，以及重定价未考虑新投放资产收益率及新增负债付息率情况，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；

- 资产质量：考虑到苏农银行近年来加强风控体系建设与对客户资质审核，同时前期不良资产已基本出清，我们认为其银行资产质量能保持在行业中水平。我们假设公司 2020-2022 年不良生成率稳定在 1.3%；考虑到公司的关注率尚且高于上市农商行平均水平，我们假设 2020-2022 年不良贷款率分别为 1.28%、1.26%和 1.24%，公司拨备覆盖率分别为 294%、325%、350%；
- 分红率：假设未来分红率跟 2019 年一样，为 29.6%。

未来三年盈利预测

在上述关键假设下，我们预计公司 2020-2022 年净利润同比增长 4.7/8.6/11.6%，归母净利润同比增长增速跟净利润增速相同；2020-2022 年 ROE 为 8.0/8.4/9.0%。

表 6：盈利预测结果

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,521	3,697	4,148	4,581
(+/-%)	11.8%	5.0%	12.2%	10.4%
利润总额	1,004	1,051	1,141	1,274
减：所得税	89	93	101	113
净利润	915	958	1,040	1,161
(+/-%)	12.9%	4.6%	8.6%	11.6%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.40	0.45	0.51
总资产收益率(ROA)	0.75%	0.72%	0.72%	0.73%
净资产收益率(ROE)	8.3%	8.0%	8.4%	9.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

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最大，我们进行如下敏感性分析：

表 7：净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析

	净利润同比			ROE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
净息差 (+5bps)	11.0%	15.3%	18.4%	8.6%	8.9%	9.5%
基准情形	4.6%	8.6%	11.6%	8.1%	8.4%	9.0%
净息差 (-5bps)	-1.7%	1.9%	4.8%	7.6%	7.9%	8.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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在 5.3~6.5 元之间，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期 ROE、永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

(1) 我们尽可能拉取了较长时间的回报率，以此作为我们所认为的大盘长期投资收益率合理假设值。但市场上投资者众多，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) 我们直接假定公司在第二阶段、第三阶段的 ROE 相对行业的差值，从而判断公司的 ROE。该假设所基于的前提，是全行业长期 ROE 在 10% 左右，而这一假设又进一步基于行业竞争充分，存在高效的准入和退出机制。但现实情况是，目前行业准入难度较高，退出壁垒也很高。虽然监管当局推动民营银行成立、研究银行业破产相关法律法规等有助于增强行业准入退出效率，但未来行业能否实现高效的准入和退出机制在时间上存在不确定性。较高的退出壁垒可能导致行业竞争过度，从而拉低估值水平；

(3) 我们假设公司永续增长率将收敛于长期名义 GDP 增速，但对名义 GDP 增速的假设比较主观。虽然有美国长达 90 年的名义 GDP 增速作为参考，但依然存在不确定性。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；

(4) 相对估值时我们选取了全部上市农商行进行比较，选取了可比公司静态 PB(MRQ) 以及 2019A ROE 进行估值，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。此外，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，正面和负面影响都有可能。

经营风险

伴随公司规模扩大，可能会加大管理难度，同时同城竞争将加剧，从而有可能会对业绩产生影响。

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。

表 8: 估值表

收盘日:	港元汇率	收盘价	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2021/01/25	0.8361	(元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	5.05	13.0%	10.7%	10.3%	4.9%	-10.8%	3.3%	0.73	0.68	0.63	5.8	6.6	6.4
601939.SH	建设银行	6.61	14.6%	12.2%	11.4%	4.7%	-10.0%	2.9%	0.79	0.72	0.67	5.7	6.2	6.1
601288.SH	农业银行	3.14	14.6%	13.8%	12.9%	4.6%	4.5%	4.4%	0.63	0.57	0.51	4.5	4.3	4.2
601988.SH	中国银行	3.17	13.9%	13.1%	12.2%	4.1%	3.9%	2.8%	0.56	0.51	0.47	4.2	4.1	4.0
601328.SH	交通银行	4.48	11.2%	9.3%	9.0%	5.0%	-11.0%	3.2%	0.48	0.45	0.42	4.5	5.0	4.9
601658.SH	邮储银行	5.43	12.0%	12.0%	12.4%	16.5%	12.7%	11.3%	0.95	0.87	0.80	8.6	7.5	6.7
600036.SH	招商银行	52.11	16.7%	15.2%	14.8%	15.3%	1.4%	8.5%	2.28	2.06	1.85	14.4	14.2	13.1
601166.SH	兴业银行	22.91	12.7%	10.4%	10.3%	8.7%	-10.5%	6.9%	0.98	0.91	0.84	8.1	9.1	8.5
600016.SH	民生银行	5.13	14.9%	12.6%	11.7%	6.9%	-10.8%	3.2%	0.50	0.46	0.42	3.5	3.8	3.7
600000.SH	浦发银行	9.72	15.4%	12.8%	11.6%	5.4%	-11.1%	0.2%	0.58	0.53	0.48	3.9	4.3	4.3
601998.SH	中信银行	5.16	13.3%	12.8%	12.0%	7.9%	5.8%	4.5%	0.57	0.51	0.47	4.4	4.2	4.1
000001.SZ	平安银行	22.49	11.2%	8.5%	9.0%	13.6%	-11.8%	13.4%	1.60	1.49	1.38	16.0	18.2	16.0
601818.SH	光大银行	4.10	15.1%	12.9%	12.1%	11.0%	-8.2%	5.1%	0.67	0.61	0.56	4.7	5.1	4.9
600015.SH	华夏银行	6.10	10.6%	10.1%	9.4%	5.0%	2.7%	2.0%	0.45	0.42	0.39	4.5	4.3	4.2
601169.SH	北京银行	4.77	10.4%	8.2%	8.1%	7.2%	-13.9%	2.3%	0.53	0.51	0.48	5.3	6.3	6.1
002142.SZ	宁波银行	37.62	17.8%	15.9%	15.8%	22.6%	13.1%	16.6%	2.64	2.13	1.87	16.7	14.8	12.7
601838.SH	成都银行	9.86	16.7%	15.2%	15.5%	19.4%	3.3%	14.3%	1.00	0.90	0.80	6.4	6.3	5.6
600919.SH	江苏银行	5.45	11.0%	10.5%	10.4%	11.9%	2.8%	5.6%	0.57	0.53	0.49	5.4	5.2	4.9
600926.SH	杭州银行	14.45	12.7%	12.1%	12.4%	22.0%	11.5%	17.8%	1.63	1.32	1.21	13.5	12.1	10.2
601077.SH	渝农商行	4.29	13.5%	12.8%	11.5%	1.4%	7.7%	7.4%	0.69	0.56	0.51	5.4	5.0	4.6
002839.SZ	张家港行	5.70	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.01	0.94	0.88	11.7	11.5	10.2
603323.SH	苏农银行	4.72	8.3%	8.0%	8.4%	13.8%	4.7%	8.6%	0.83	0.72	0.69	12.5	11.8	10.6
601128.SH	常熟银行	7.40	13.2%	10.4%	11.5%	20.1%	1.4%	20.6%	1.20	1.12	1.02	10.2	11.2	9.3
平均			13.1%	11.6%	11.3%	10.7%	-0.9%	7.7%	0.95	0.85	0.78	7.8	7.9	7.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
P/E	12.9	12.1	10.9	9.4	净利息收入	2,931	3,096	3,535	3,955
P/B	0.8	0.7	0.7	0.7	利息收入	5,057	5,401	6,061	6,728
P/PPoP	3.8	3.5	3.2	2.9	利息支出	2,126	2,305	2,527	2,774
市值/总资产(A股)	6.9%	6.3%	5.8%	5.3%	资产准备支出	1,270	1,480	1,592	1,744
股息收益率(税后)	3.1%	3.2%	3.5%	3.9%	拨备后净利息收入	1,661	1,615	1,942	2,211
					手续费净收入	128	140	152	164
每股指标 (元)					其他经营净收益 <td>462</td> <td>462</td> <td>462</td> <td>462</td>	462	462	462	462
EPS	0.38	0.40	0.45	0.51	营业净收入	3,521	3,697	4,148	4,581
BVPS	6.30	6.55	6.84	7.19	营业费用	1,248	1,188	1,416	1,565
PPoPPS	1.26	1.39	1.51	1.67	营业外净收入	2	22	2	2
DPS	0.15	0.16	0.17	0.19	拨备前利润	2,272	2,509	2,731	3,015
盈利驱动					总利润	1,004	1,051	1,141	1,274
存款增长	16.0%	11.2%	11.0%	10.0%	所得税	89	93	101	113
贷款增长	14.9%	15.3%	13.0%	13.0%	少数股东利润	2	2	2	2
存贷比	71%	74%	75%	77%	净利润	915	958	1,040	1,161
盈利资产增长	8.3%	10.1%	9.4%	9.6%	资产负债表 (百万元)				
贷款收益率	5.71%	5.40%	5.40%	5.40%	现金及存放同业	9,472	2,282	2,754	551
债券收益率	3.15%	3.00%	3.00%	3.00%	央行准备金	11,939	13,276	14,737	16,211
资产生息率	4.28%	4.21%	4.30%	4.36%	拆放金融企业	1,052	254	306	61
存款成本率	1.76%	1.81%	1.81%	1.81%	贷款	66,246	75,711	85,254	96,097
负债付息率	3.19%	2.90%	2.90%	2.90%	贷款拨备	-1,984	-2,958	-3,642	-4,355
净息差(NIM)	2.48%	2.41%	2.51%	2.56%	债券投资	33,498	43,069	44,165	48,395
净利差(SPREAD)	2.33%	2.27%	2.37%	2.43%	固定资产	1,480	2,332	3,003	3,435
非利息收入比重	17%	16%	15%	14%	递延税款净额	492	492	492	492
费用收入比(含税金及附加)	35.5%	32.1%	34.1%	34.2%	其他资产	1,776	1,304	1,020	1,020
拨备支出/平均贷款	2.05%	2.09%	1.98%	1.92%	盈利资产	122,208	134,592	147,216	161,315
有效所得税率	9%	9%	9%	9%	总资产	125,955	138,719	151,730	166,262
					金融企业存放	8,966	11,664	11,526	12,679
收入盈利增长					存款	95,956	106,703	118,440	130,284
净利息收入增长	9.2%	5.6%	14.2%	11.9%	应付款项	1,314	1,872	2,056	2,262
手续费收入增长	77.6%	9.1%	8.7%	8.4%	发行债券	8,095	6,402	7,106	7,817
营业净收入增长	11.8%	5.0%	12.2%	10.4%	付息负债	113,016	124,769	137,073	150,780
拨备前利润增长	11.2%	10.4%	8.9%	10.4%	总负债	114,330	126,641	139,129	153,042
净利润增长	12.9%	4.6%	8.6%	11.6%	实收资本	1,803	1,803	1,803	1,803
资产盈利能力					公积金	2,288	2,288	2,288	2,288
RoAE	8.3%	8.0%	8.4%	9.0%	一般准备	2,361	2,657	2,978	3,337
RoAA	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	未分配利润	1,202	967	742	527
RoAA(拨备前)	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	少数股东权益	113	113	113	113
RoRWA	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	所有者权益	11,625	12,078	12,601	13,220
资产质量					贷款结构				
不良资产率	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	2019A	2020E	2021E	2022E	
拨备覆盖率	249%	294%	325%	350%	企业贷款	69%			
拨备余额/全部贷款	2.9%	3.8%	4.1%	4.3%	票据贴现	10%			
资本					个人贷款	21%			
2019A	2020E	2021E	2022E	存款结构					
资本充足率	15%	13%	12%	12%	2019A	2020E	2021E	2022E	
一级资本充足率	12%	12%	11%	11%	企业活期	35%			
财务杠杆(倍)	10.8	11.5	12.0	12.6	企业定期	18%			
风险加权资产比重	71%	72%	72%	72%	储蓄活期	10%			
核心一级资本充足率	12.2%	11.7%	11.1%	10.7%	储蓄定期	28%			
					其他存款	9%			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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