

公司研究/首次覆盖

2020年06月12日

银行/银行 II

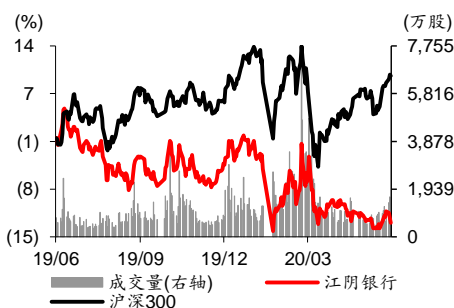
投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 3.87  
合理价格区间(元): 4.74~5.02

沈娟 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 执业证书编号: S0570520050002  
研究员 0755-82492038  
jiangzhaopeng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 苏南特色农商行, 耕耘实体筑根基

## 江阴银行(002807)

### 苏南特色农商行, 耕耘实体筑根基

江阴银行深耕江阴地方经济, 重点布局小微、民营经济服务。公司机制优秀, 在改制、异地发展、上市的历程中屡次扮演农商行先驱角色; 经营区域的外部环境良好, 民营经济活跃, 融资需求丰富; 深耕实体经济, 低杠杆经营为后续发展储备了足够动力。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润增速为 8.6%、12.1%、13.7%, EPS 为 0.51 元、0.57 元、0.65 元, 目标价 4.74-5.02 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

### 战略制定源于区域优势, 深耕本地实体经济

江阴银行位于长三角经济发达地区的江阴市, 制造业发达, 民营经济活跃, 居民收入较高。作为首批农村信用社改制银行及全国首家 A 股上市的农商行, 在支持“三农”和普惠金融方面存在较大的网点优势, 同时在与政府开展银企对接方面存在便利。公司股权较为分散, 主要股东均为本地民营企业, 便于公司与企业客户建立紧密联系。公司定位服务“三农”、“小微”, 以“三个优先”满足产业强市多样化的信贷需求, 将信贷资源优先投向中小微企业、优先投向制造业等实体经济、优先投向特色产业和战略性新兴产业, 存贷款规模在江阴地区银行中居于首位。

### 对公业务为核心, 纵深推动零售转型

公司业务是江阴银行的核心业务和主要盈利来源之一, 积极通过考核激励、构建产品体系、提高抵押成数、简化办贷手续等举措, 支持当地实体经济发展。2019 年末公司贷款在贷款总额中占比 69.3%, 占比在可比上市农商行中较高。同时纵深推进零售转型, 普惠、小微、零售三驾马车并驾齐驱, 聚焦产业强市金融服务、百姓财富管理、社区金融服务和消费金融拓展, 增强个人资产业务服务能力。2020Q1 江阴银行存贷款规模均保持两位数增速, 我们预测公司可持续稳健增长, 享受地区经济发展红利。

### 资产质量持续改善, 资本充足率领先农商行

2019 年末江阴银行不良贷款率为 1.83%, 连续三年下降, 且不良贷款认定标准较严格; 拨备覆盖率为 259%, 同比+25.4bp。截至 2020Q1 末, 资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为 15.25%、14.12%、14.11%, 核心一级资本充足率在上市城商行中位居榜首, 为业务拓张夯实基础。公司各资产质量指标改善, 杠杆相比同业较低, 贷款中票据占比比较高, 整体风险抵御能力不断增强, 我们对其资产质量相对看好。

### 目标价 4.74-5.02 元, 首次覆盖给予“增持”评级

江阴银行依托区域经济优势开展综合经营, 全面复工复产后基本面有望多维向好。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 0.51 元、0.57 元、0.65 元, 2020 年 BVPS 5.57 元, 对应 0.70 倍 PB, 可比农商行 2020 年 Wind 一致预测 PB 为 0.87 倍, 我们给予公司 2020 年 0.85-0.90 倍 PB, 目标价 4.74-5.02 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	2,172
流通 A 股 (百万股)	2,157
52 周内股价区间 (元)	3.89-4.88
总市值 (百万元)	8,449
总资产 (百万元)	131,724
每股净资产 (元)	5.52

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,186	3,404	3,590	4,114	4,802
+/-%	27.09	6.86	5.46	14.59	16.72
归属母公司净利润 (百万元)	857.35	1,013	1,100	1,233	1,402
+/-%	6.05	18.12	8.62	12.12	13.70
EPS (元, 最新摊薄)	0.39	0.47	0.51	0.57	0.65
PE (倍)	9.80	8.30	7.64	6.82	5.99

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

公司概况：全国首批农商行，多次扮演先行者 .....	4
股权较为分散，高管持股起激励作用 .....	4
江阴地方市占率较高，异地分行拓展蓝图 .....	5
制造业与资本第一县，村镇经济领航者 .....	6
战略源于区域优势，支持地方实体经济 .....	7
存贷款基础较扎实，投资收益拉动收入增长 .....	9
ROA 处于农商行中游，非息收入占比较高 .....	9
非息收入占比较高，ROE 提升关键为息差 .....	9
资产负债表结构优化，低杠杆促稳健发展 .....	10
资本充足率领先，夯实未来业务拓张基础 .....	12
票据与制造业为对公特色，零售转型纵深推进 .....	13
稳健发展公司业务，支持本地经济发展 .....	13
扩大个人业务规模，纵深推动零售转型 .....	14
探索新型业务模式，筹备消金及金租公司 .....	14
资产质量：风险管控严落实，资产质量改善 .....	15
加大不良贷款处置力度，不良率持续下降 .....	15
全面抓实风险管控，优化调整信贷结构 .....	16
拨备覆盖率再提升，风险抵御能力增强 .....	17
投资建议：目标价 4.74-5.02 元，首次覆盖给予“增持”评级 .....	18
PE/PB - Bands .....	20
风险提示 .....	20

## 图表目录

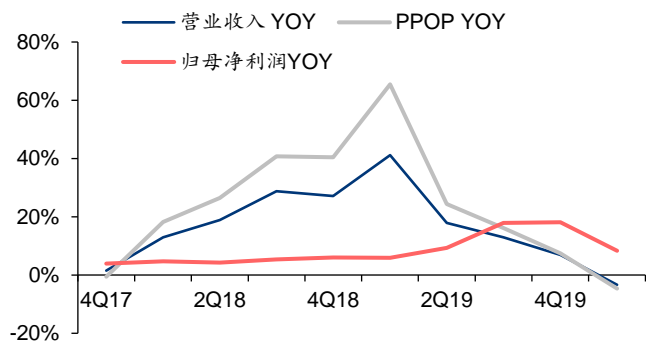
图表 1： 江阴银行近三年累计营收、PPOP、归母净利润增长情况 .....	4
图表 2： 2015 年至 2020Q1 江阴银行总资产及其增速情况 .....	4
图表 3： 2020Q1 上市农商行总资产情况 .....	4
图表 4： 2020Q1 末江阴银行十大股东及其行业性质 .....	5
图表 5： 2019 年末江阴银行董事长及主要管理层履历及持股情况 .....	5
图表 6： 2019 年末江阴银行总资产、营收、分部净利润的地区分布情况 .....	6
图表 7： 2010-2019 年江阴 GDP 总量与第二产业增加值 .....	6
图表 8： 2019 年全国百强县（含县级市等）GDP 前十排名情况 .....	6
图表 9： 2010 年-2019 年江阴人均 GDP .....	7
图表 10： 2015 年-2019 年江阴存款余额情况 .....	7
图表 11： 江阴银行加快业务产品体系研发 .....	8
图表 12： 2019 年上市农商行 ROE 拆解结果对比（单位：%） .....	9
图表 13： 2019 年末上市农商行净息差水平情况 .....	9
图表 14： 江阴银行生息资产收益率、计息负债成本率情况 .....	9

图表 15: 2020Q1 上市农商行非息收入在营收中占比情况 .....	10
图表 16: 2020Q1 上市农商行中间收入在营收中占比与增速情况 .....	10
图表 17: 2015 至 2019 年江阴银行投资与公允价值变动净收益增长情况 .....	10
图表 18: 2020Q1 上市农商行投资与公允价值变动净收益在营收中占比 .....	10
图表 19: 江阴银行贷款、存款、资产增长情况 .....	11
图表 20: 2019 年末可比上市农商行资产结构情况 .....	11
图表 21: 江阴银行负债结构变化 .....	12
图表 22: 江阴银行存款结构变化 .....	12
图表 23: 2015-2019 年江阴银行各项成本率情况 .....	12
图表 24: 2020Q1 上市农商行权益乘数情况 .....	12
图表 25: 2020Q1 上市农商行核心一级资本充足率情况 .....	12
图表 26: 2016-2020Q1 贷款结构变化情况 .....	13
图表 27: 2019 年末可比上市农商行贷款结构情况 .....	13
图表 28: 2019 年末江阴银行贷款行业分布 .....	13
图表 29: 2019 年末江阴银行个人贷款分布 .....	14
图表 30: 2016-2020Q1 个人贷款余额及其占比 .....	14
图表 31: 2016-2020Q1 个人存款余额及其占比 .....	14
图表 32: 2020Q1 末上市农商行不良贷款率情况 .....	15
图表 33: 上市以来江阴银行不良贷款率下降明显 .....	15
图表 34: 2017 年至今江阴银行关注类贷款占比情况 .....	16
图表 35: 2016 年-2019 年江阴银行不良贷款确认力度从严 .....	16
图表 36: 江阴银行上市以来拨备覆盖率情况 .....	17
图表 37: 2020Q1 末上市农商行拨备覆盖率情况 .....	17
图表 38: 关键假设及其历史数据 .....	18
图表 39: 上市农商行 PB 估值 (2020/6/11) (Wind 一致预期) .....	19
图表 41: 江阴银行历史 PE-Bands .....	20
图表 42: 江阴银行历史 PB-Bands .....	20

## 公司概况：全国首批农商行，多次扮演先行者

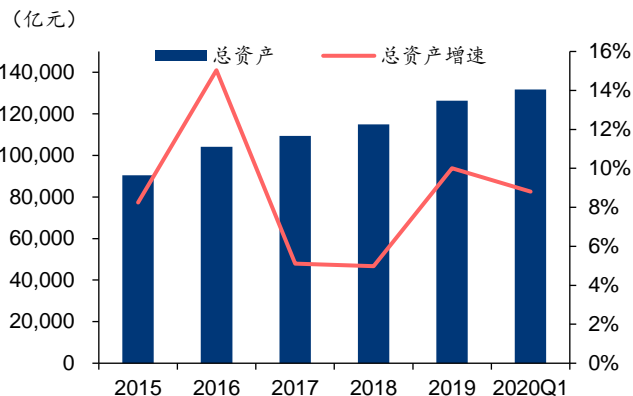
江阴银行是全国首批成立、首批跨区发展、首家 A 股上市的先驱性农商行。江阴银行前身为江阴市信用合作社联合社，是在原江阴市 35 家法人信用合作社和 3 家城市信用社的基础上，由江阴企业、自然人入股组建的地方性银行，2001 年成为全国首批完成改制的 3 家农商行之一。江阴银行也是全国首批获准跨区域发展的农商行之一，并在 2016 年成为首家 A 股上市的农商行。截至 2020Q1 末，公司总资产达 1317 亿元，同比增长 8.8%。2019 年公司实现营收 34.04 亿元，同比+6.9%；实现归母净利润 10.1 亿，同比+18.1%。2020Q1 实现营收 8.51 亿元，同比-3.4%；实现归母净利润 2.10 亿元，同比+8.4%。

图表1： 江阴银行近三年累计营收、PPOP、归母净利润增长情况



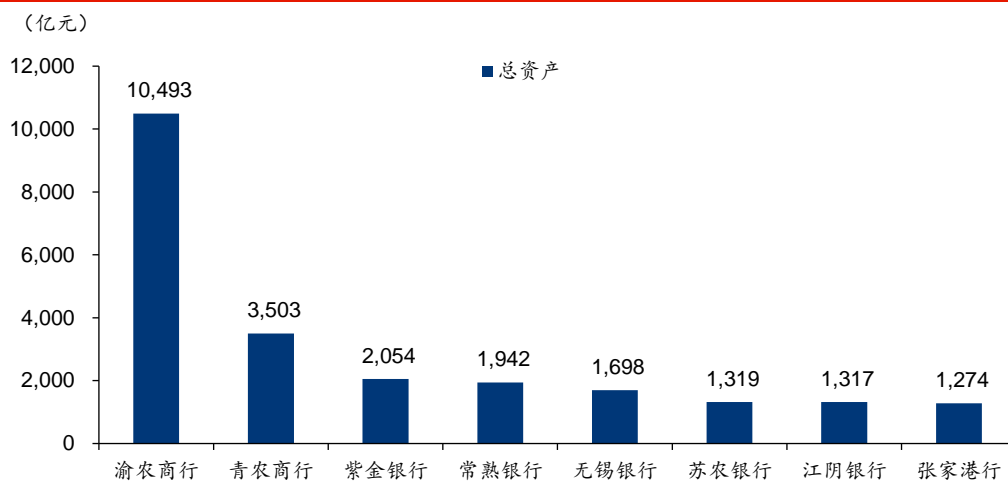
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表2： 2015 年至 2020Q1 江阴银行总资产及其增速情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表3： 2020Q1 上市农商行总资产情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 股权较为分散，高管持股起激励作用

股权较为分散，以当地民营企业为主。江阴银行的主要股东均为江阴本地民营企业，公司行业涵盖钢铁、零售、纺织等。前五大股东持股比例接近，整体股权结构较为分散，其中第一大股东江阴市长达钢铁有限公司，2020Q1 末持股占比 4.31%。长达钢铁、华贸进出口等当地民企参股，有利于江阴银行深耕当地实体经济，掌握企业客户资源，发展对公业务，使农商行与民营企业形成协同效应。

图表4： 2020Q1 末江阴银行十大股东及其行业性质

排名	股东名称	占总股本比例(%)	公司行业	股东性质
1	江阴市长达钢铁有限公司	4.31	钢铁	民企
2	江阴长江投资集团有限公司	4.26	综合	民企
3	江阴新锦南投资发展有限公司	4.18	建材	民企
4	江苏省华贸进出口有限公司	4.16	零售	民企
5	江阴市华发实业有限公司	3.83	金属制品	民企
6	江阴市振宏印染有限公司	3.33	纺织	民企
7	无锡市嘉亿商贸有限公司	3.12	零售	民企
8	江阴市爱衣思团绒毛纺有限公司	2.94	纺织	民企
9	江阴法尔胜钢铁制品有限公司	2.52	钢铁	民企
10	江阴美纶纱业有限公司	1.98	纺织	民企
	合 计	34.63		

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**公司管理层稳定，高管持股占比较高形成激励机制。**江阴银行董事长及主要管理层大部分来自江阴本地，部分已在公司任职多年，对公司业务熟悉程度高、了解江阴当地经济发展形势，管理层在公司战略的制定与执行方面表现佳，同时平均年龄较为年轻，为银行运营带来新活力。2019 年报显示，公司 22 位高管合计持股数量 1710.81 万股，持股比例达 0.79%。高管持股有利于调动管理层的积极性和主动性，提高经营管理的效率。

图表5： 2019 年末江阴银行董事长及主要管理层履历及持股情况

姓名	职务	主要过往履历	期末持股数(万股)	持股金额(万元)
孙伟	董事长	江阴银行	64.4	231.2
宋萍	行长	江阴银行，江苏宜兴农商行	60.2	216.1
卜新锋	副行长	江阴银行	3.3	11.8
金武	副行长	江阴银行，江阴澄星磷集团	3.3	11.8
王峰	副行长	江阴银行	3.1	11.1
过晟宇	副行长	无锡农商行	3.2	11.6
仲国良	副行长	江阴银行，无锡农商行	60.0	215.4
常惠娟	财务负责人	江阴银行	32.3	116.1
卞丹娟	董事会秘书	江阴银行	32.3	116.1

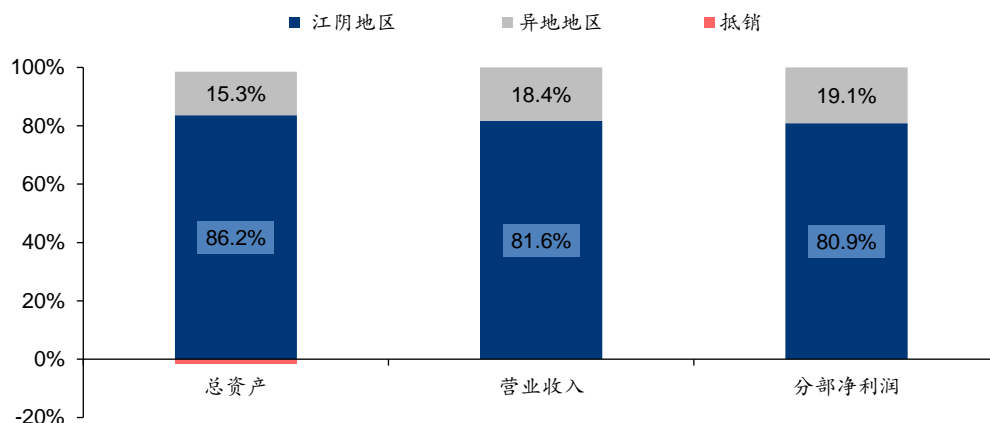
注：持股金额根据 2020/6/4 收盘价计算

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 江阴地方市占率较高，异地分行拓展蓝图

**江阴银行在江阴地区市占率高，业务已实现跨省。**江阴银行立足江阴地区，在服务地方经济发展的同时，不断拓展业务区域蓝图。截至 2019 年末，江阴银行在江阴地区拥有 1 家直属营业部、25 家支行，实现净利润 9.0 亿元，同比+6.6pct，存贷款市场份额保持江阴辖内第一。同时，公司在江阴外设常州、无锡、苏州 3 家异地分行，在江苏、安徽、贵州三省设立 7 家异地支行，是少数已跨省设立分支行的农商行。2019 年末，江阴银行异地地区资产占比 15.3%，全年实现营收、分部净利润 6.3 亿元、2.1 亿元，分别占全行营收、净利润的 18.4%、19.1%，为全行贡献约 43% 的资产增量和负债增量。目前监管层正在收紧区域性银行的异地分支机构设立，江阴银行的提前布局为长期发展提供了潜力。

图6：2019 年末江阴银行总资产、营收、分部净利润的地区分布情况

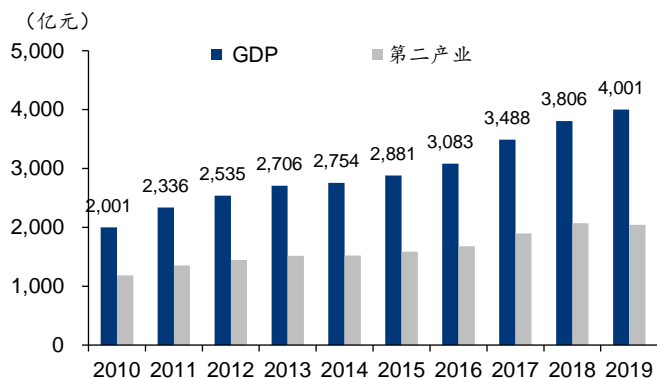


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 制造业与资本第一县，村镇经济领航者

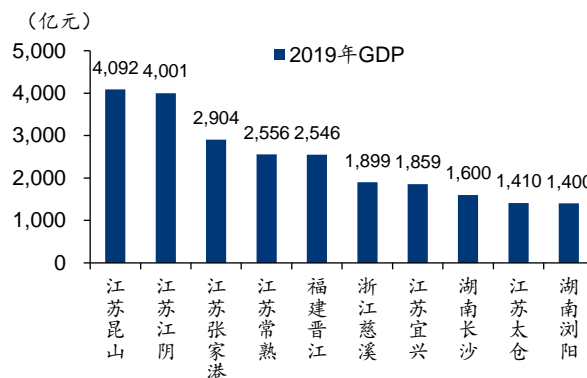
**抓住改革开放机遇，GDP 领先地级市。**江阴银行位于长三角经济发达地区的江阴市，北枕长江、南近太湖的江阴是重要港口城市，民营经济发达。改革开放以来，江阴市从率先探索“苏南模式”实现“农转工”，到主动抢抓浦东开发机遇实现“内转外”，再到奋力推进高质量发展加快“量转质”，常年位居中国百强县前列。2019 年江阴 GDP 达到 4001 亿元，在国内各县级行政单位中位居第二，同比增长 6.8%，超越了全国近 80% 的地级市，保持稳定快速增长的良好势头。未来南沿江城际铁路等重大项目的完工，将使江苏省和长三角城乡一体化程度最高、经济社会发展基础最好的城市如江阴、张家港、常熟等融入沪宁一小时高铁圈，助江阴经济发展更上一层楼。

图7：2010-2019 年江阴 GDP 总量与第二产业增加值



资料来源：江苏省统计局，华泰证券研究所

图8：2019 年全国百强县（含县级市等）GDP 前十排名情况



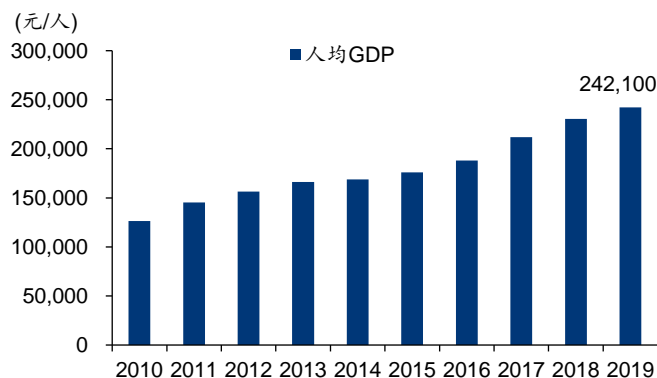
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所



**制造业第一县，企业竞争力强。**江阴制造业实力强劲，上市公司数量较多，被誉为“中国制造业第一县”与“中国资本第一县”。2019 年，以工业、制造业为主第二产业完成增加值 2042.02 亿元，同比增长 8.9%，占全市经济比重最高。未来产业布局将朝向 5G 产业、生命健康、人工智能、增材制造发展，建成具有全国影响力的先进制造业科创中心。截至 2020Q1，江阴上市公司达 51 家，上市公司总数和募集资金总量均位居全国县级市第一；有 11 家企业入围“中国企业 500 强”，13 家企业入列“中国民营企业 500 强”，19 家企业跻身“中国制造业企业 500 强”。

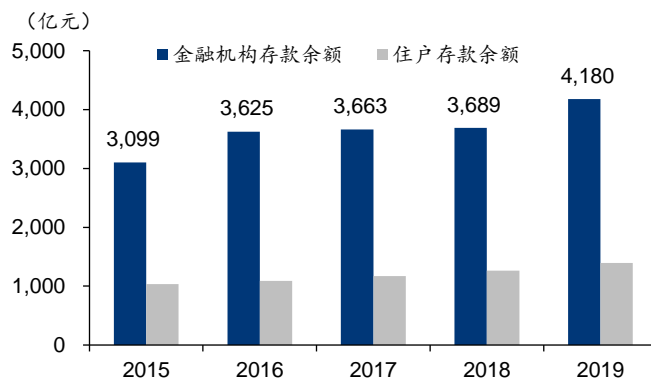
**村镇经济发达，城乡居民收入高。**江阴居民人均收入多年在全省（市）级城市名列前茅，2019 年人均 GDP24.21 万元，人均可支配收入 6.93 万元。作为农民仍占总人口 1/3 的县域，农民人均收入连续 19 年位居全省（市）级城市榜首，城乡收入比保持在 1.93 的较小差距水平。除著名的华西村外，长江村、周庄村的收入也超过亿元，另有 42 个村的收入超千万元、88 个村收入逾 500 万元，江阴的村均收入高达 1398 万元。随着收入水平不断提高，江阴金融机构存款余额与住户存款余额也逐年增长。

图表9：2010 年-2019 年江阴人均 GDP



资料来源：江苏省统计局，华泰证券研究所

图表10：2015 年-2019 年江阴存款余额情况



资料来源：江苏省统计局，华泰证券研究所

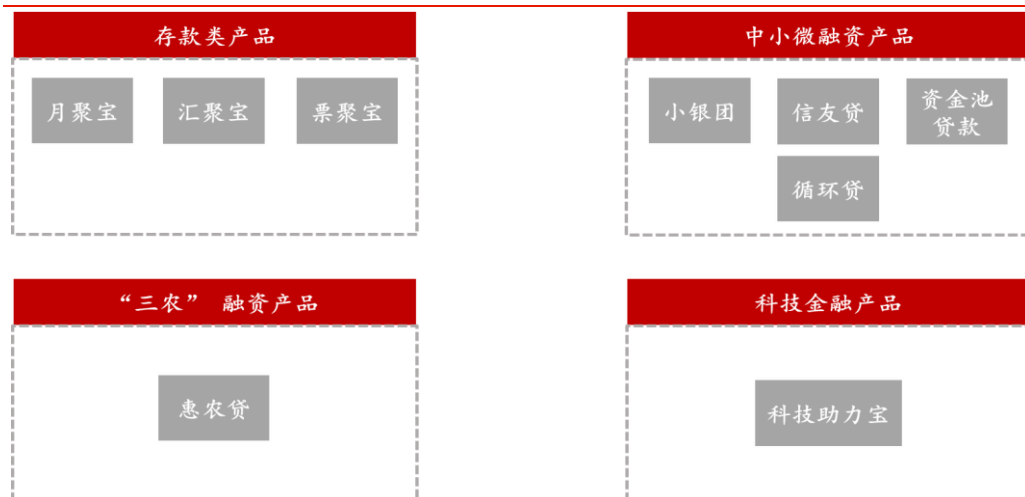
### 战略源于区域优势，支持地方实体经济

**区域优势较强，市场份额较高。**江阴银行根植地方经济，由农村信用社向银行改制，定位于服务“三农”“小微”企业。一方面在扶持“三农”和农村普惠金融方面存在较大的网点优势，另一方面在与政府开展银企对接方面存在便利。根据区域优势，江阴银行以江阴本地和苏锡常地区为主要经营范围，定位于服务“三农”“小微”企业，各项业务取得稳健发展。目前，江阴当地共有 30 家银行机构，公司存贷款规模占 20%左右，均排名第一。

**信贷投放紧跟政府步伐，聚焦“三个优先”。**江阴银行一直以来贯彻落实各项宏观政策、监管要求，立足江阴本土，以“三个优先”满足产业强市多样化的信贷需求，将信贷资源优先投向中小微企业、优先投向制造业等实体经济、优先投向特色产业和战略性新兴产业。纺织服装、机械加工、金属制品等产业为江阴地区的特色产业，战略新兴产业则包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等产业。通过“阳光信贷”、“百行进万企”等集中走访营销活动，实现中小微企业金融需求的无缝对接，对全市中小微企业进行建档制管理，通过金融支持与中小微企业共成长。

**小微开启零售转型，三驾马车并驾齐驱。**江阴银行坚守战略定位，走普惠、小微、零售三驾马车并驾齐驱路线。为推动零售转型，公司筹备小微金融部、普惠金融部、零售金融部三个专职部门，搭建直营团队，城区行零售业务将推行网格化，提升零售效率。同时，持续改进服务方式，创新业务品种，不断提升金融产品竞争力和综合服务能力。存款类产品方面，首创“月聚宝”、“汇聚宝”、“票聚宝”；融资产品方面，形成“小银团”、“信友贷”等 30 余款民营小微专项融资产品，满足企业发展需要的同时，尽力化解江阴企业担保圈风险。截至 2019 年底，全行贷款中实体经济贷款占比 90% 以上，中小微企业贷款占比 80% 以上，制造业贷款占比 46.79%；普惠型贷款增幅远超全行贷款增速，普惠型贷款、普惠型涉农贷款增速分别高于全行贷款增速 2.9%、1.4%。

图表11： 江阴银行加快业务产品体系研发



资料来源：公司官网，华泰证券研究所



## 存贷款基础较扎实，投资收益拉动收入增长

### ROA 处于农商行中游，非息收入占比较高

江阴银行财务特点为利润增速较快、非息收入占比高、所得税控制较好。2019 年，公司 ROE、ROA 分别为 7.08%、0.84%，在上市农商行中处于中等水平；2020Q1，公司年化 ROE、ROA 分别为 9.10%、0.68%，受疫情影响收益率出现下滑。公司 ROE 的主要驱动科目为非息收入、管理费用与所得税费用。2020Q1 公司归母净利润增长态势良好，非息收入占比、成本收入比分别为 23.9%、31.66%，均高于上市农商行平均水平；公司优化对闲散资金投资管理，配置低风险且免税的政府债、公募基金，2019 全年有效所得税率为 6.99%，在上市农商行中较低。

图表12： 2019 年上市农商行 ROE 拆解结果对比（单位：%）

	江阴银行排名	江阴银行	渝农商行	青农商行	紫金银行	常熟银行	无锡银行	苏农银行	张家港行
营业收入	4	2.82	2.69	2.75	2.37	3.67	2.24	2.90	3.26
利息净收入	6	2.05	2.35	2.23	2.02	3.24	1.86	2.42	2.69
利息收入	8	4.12	4.55	4.22	4.15	5.32	4.17	4.17	4.76
利息支出	6	2.07	2.20	1.99	2.12	2.09	2.31	1.75	2.07
中间业务收入	5	0.08	0.23	0.06	0.13	0.18	0.07	0.11	0.01
其他非息收入	1	0.69	0.10	0.45	0.21	0.25	0.31	0.38	0.56
管理费用	5	-0.89	-0.77	-0.83	-0.70	-1.40	-0.66	-1.00	-1.01
信用减值损失	6	-0.95	-0.66	-0.90	-0.81	-0.94	-0.63	-1.05	-1.40
所得税	4	-0.08	-0.23	-0.08	-0.12	-0.21	-0.13	-0.07	-0.02
其他因素	8	-0.06	-0.02	-0.04	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02	-0.03
ROA	4	0.84	1.01	0.90	0.72	1.08	0.79	0.75	0.79
权益乘数	7	10.85	12.71	13.82	15.03	10.66	14.17	11.19	11.63
ROE	7	9.10	12.82	12.38	10.80	11.52	11.22	8.44	9.22

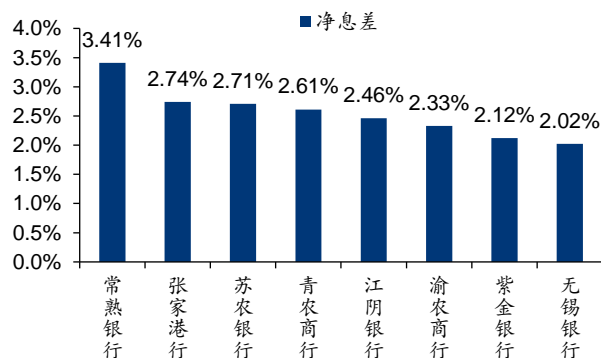
注：根据“收入或成本/平均总资产”对 ROE 进行拆解

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 非息收入占比较高，ROE 提升关键为息差

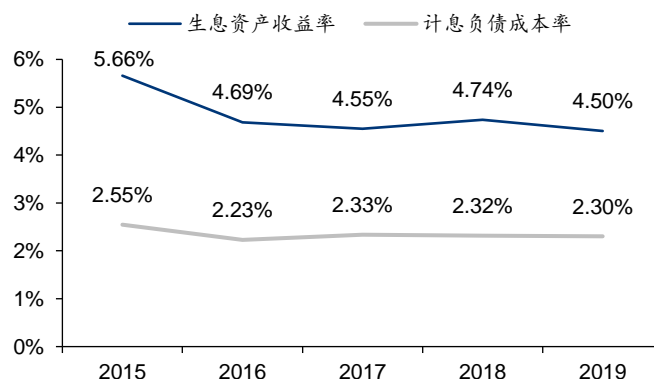
息差在同业中中等偏低，主要拖累因素在资产端。截至 2020Q1 末，净利息收入在营收中占比 76.15%，较年初+3.5pct，是营业收入的主要构成部分。尽管公司不断压降计息负债成本率，使其保持在行业较低水平，但生息资产收益率处于下降通道，主要受市场利率下行趋势影响。截至 2019 年末，公司净息差为 2.46%，略低于上市农商行平均水平。一方面，降息通道下贷款利率下降速度高于存款成本下降速度；另一方面，公司“支农扶小助微”战略也在一定程度上拉低平均生息资产收益率。截至 2020Q1 末，公司净息差与 2019 年持平，未受疫情影响进一步下降，说明收益稳定性增强，同时存贷款均处于提升通道，待经济形势明朗化后息差与净利息收入仍有提升空间。

图表13： 2019 年末上市农商行净息差水平情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

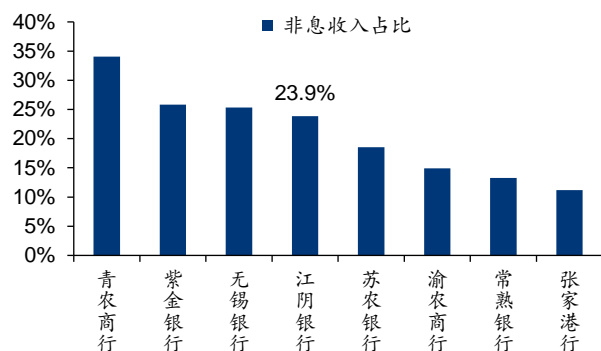
图表14： 江阴银行生息资产收益率、计息负债成本率情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

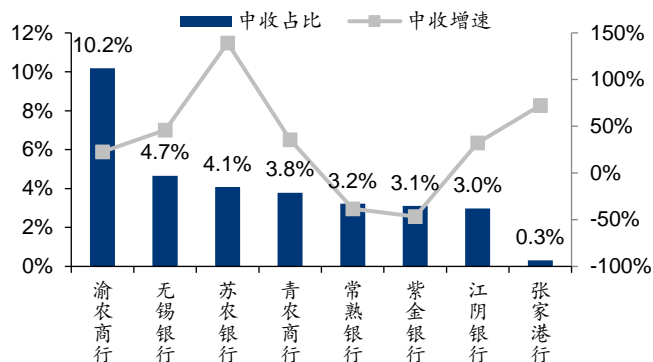
投资收益拉动非息收入占比提升，中间收入增速较快。2020Q1 公司非息收入在营收占比 23.9%，高于农商行平均水平，源于公司投资收益丰厚、理财产品增收。上市以来，公司积极发展投资交易类业务，2019 年末金融投资资产达 443.62 亿元，占总资产的 35.1%。投资收益增长迅速，投资净收益与公允价值变动净损益之和占营业收入 19.7%，占比居上市农商行前列。作为农商行，公司手续费及佣金净收入占比较低，为 3.0%，主要由代理业务与结算手续费构成。

图表15： 2020Q1 上市农商行非息收入在营收中占比情况



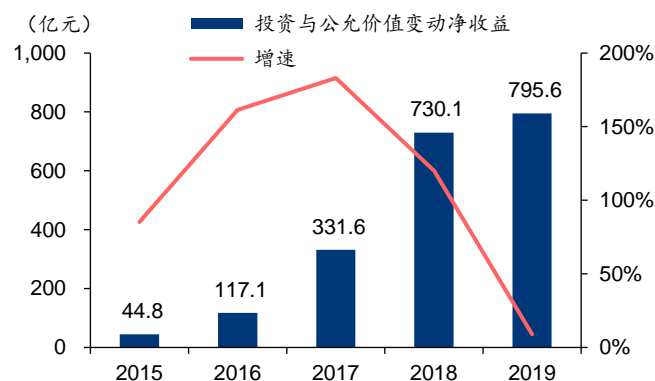
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16： 2020Q1 上市农商行中间收入在营收中占比与增速情况



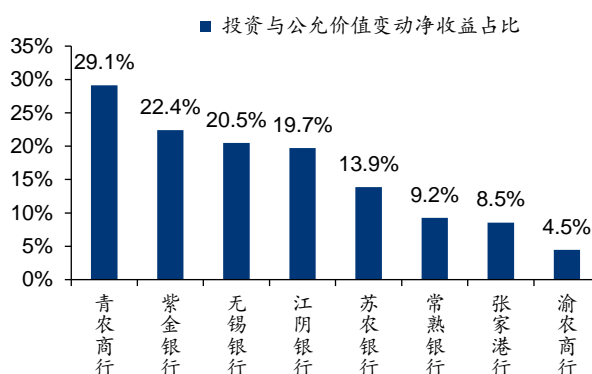
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17： 2015 至 2019 年江阴银行投资与公允价值变动净收益增长情况



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表18： 2020Q1 上市农商行投资与公允价值变动净收益在营收中占比

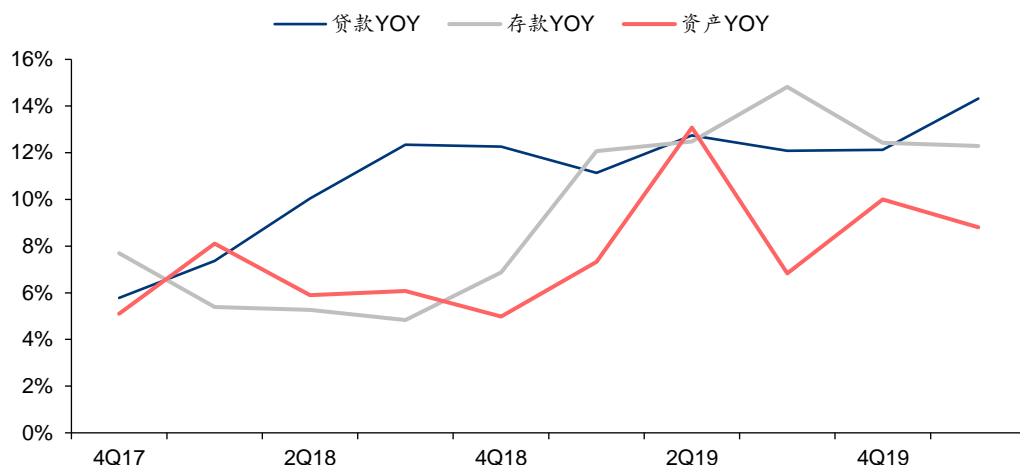


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 资产负债表结构优化，低杠杆促稳健发展

江阴银行资产负债规模快速增长，存贷款增速较快。2020 年 Q1，江阴银行存贷款规模均保持两位数同比增长速度，存贷款规模在江阴地区银行中居于首位，资产负债表快速扩张。2020Q1 末江阴银行总资产 1317.24 亿元，较年初增长 53.81 亿元，同比+8.8pct。总资产增长源于存贷款规模扩张，2020Q1 末存款总额 983.50 亿元，较年初增长 52.41 亿元，同比+12.3pct；贷款总额 733.24 亿元，较年初增长 31.26 亿元，同比+14.3pct。

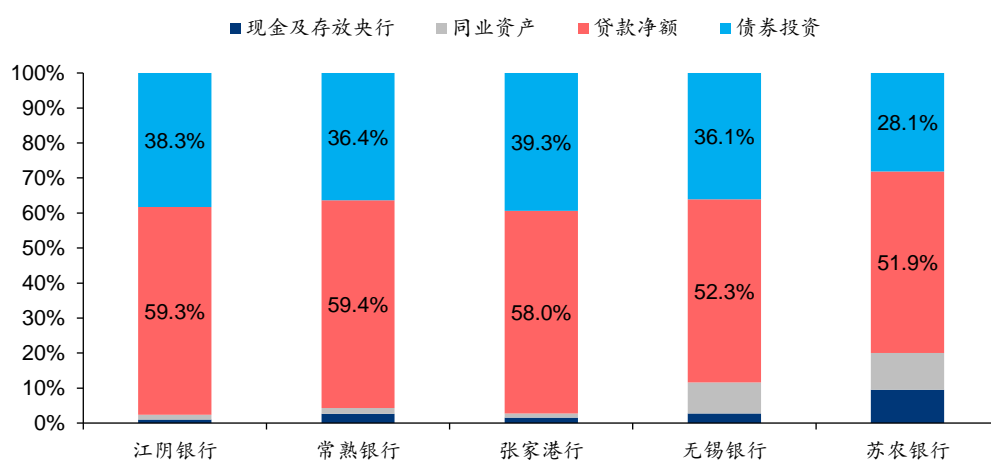
图表19： 江阴银行贷款、存款、资产增长情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

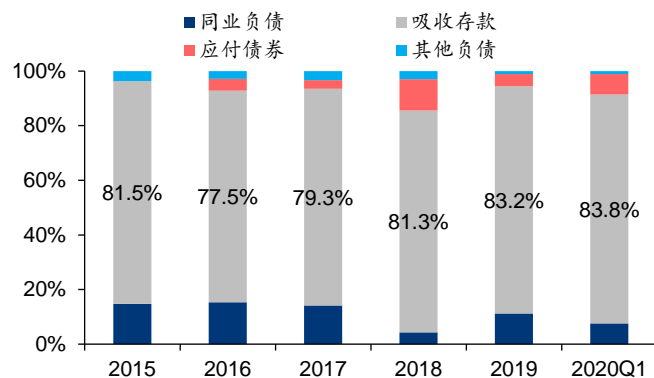
资产端以贷款及债券投资为主，负债端保持稳定较低负债成本。资产端，与可比上市农商行相比，贷款及债券投资占比较高，同业资产、现金及存放央行款项占比相对较低，资产使用效率较高。负债端以存款为主，存款在总负债中占比约为 83.8%，同业负债与应付债券占比较低。公司不断丰富存款业务产品，通过开展“普惠金融进万家”等活动加大营销力度，加强了有效客户的拓展和管理，促进了存款的稳定增长。存款结构较为稳定，2020 年 3 月末定期存款占比为 55.8%。

图表20： 2019 年末可比上市农商行资产结构情况



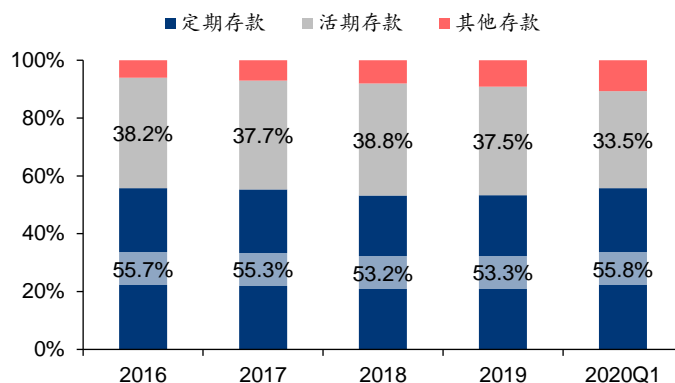
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21: 江阴银行负债结构变化



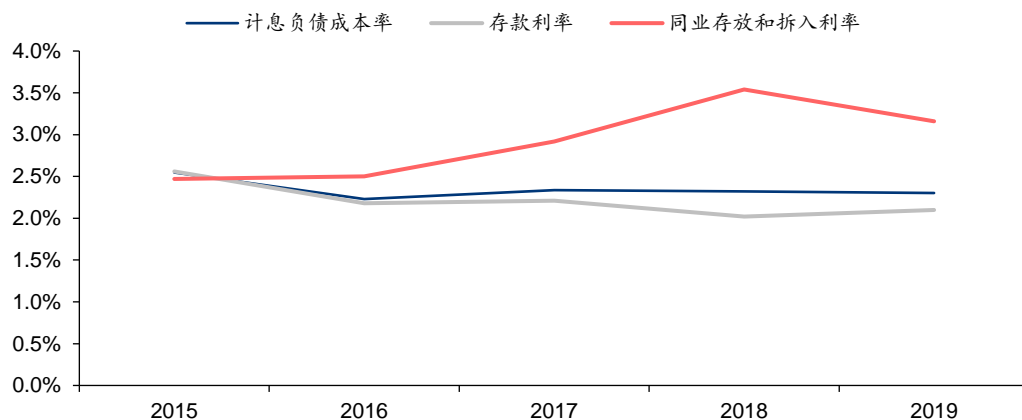
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表22: 江阴银行存款结构变化



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表23: 2015-2019 年江阴银行各项成本率情况

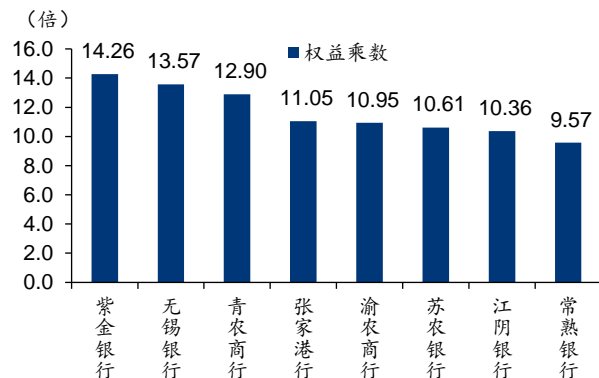


资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

### 资本充足率领先, 夯实未来业务拓张基础

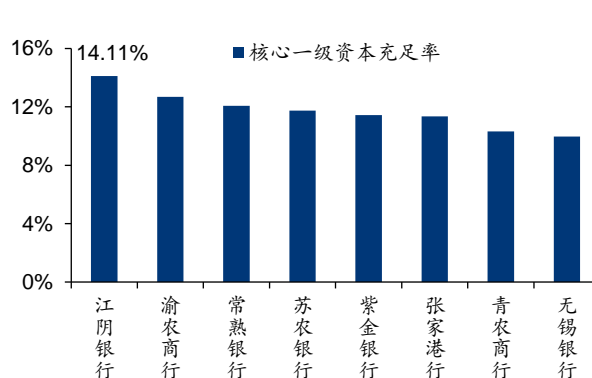
低杠杆经营模式, 资本充足率优势明显。2020Q1 末, 公司权益乘数为 10.4 倍, 与其他上市农商行相比杠杆水平较低, 可解释公司 ROA 水平较 ROE 高的原因, 公司在财务风险可控范围内保持稳健、可持续发展。公司资本充裕, 资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为 15.25%、14.12%、14.11%, 核心一级资本充足率显著高于其他上市城商行。公司不断加强资本管理, 2018 年发行 20 亿元可转债, 截至 2020 年 6 月 10 日仍有 17.58 亿元尚未转股。资本实力为公司的下一步业务布局 (新设网点、筹建子公司等) 奠定了坚实基础。

图表24: 2020Q1 上市农商行权益乘数情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 2020Q1 上市农商行核心一级资本充足率情况



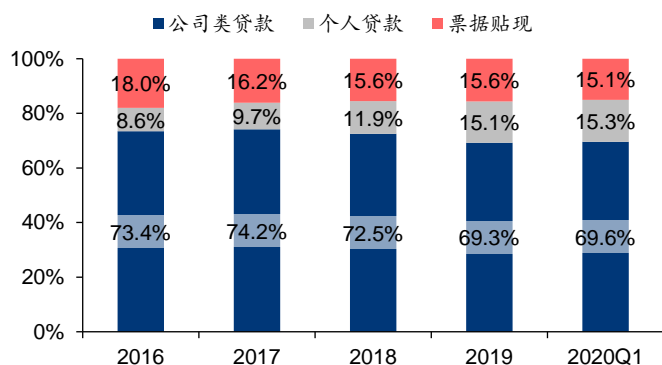
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 票据与制造业为对公特色，零售转型纵深推进 稳健发展公司业务，支持本地经济发展

以公司业务为核心，引导全行资源倾向支农支小。公司业务是江阴银行的核心业务和主要盈利来源之一，公司围绕“坚守本源、振兴乡村”规划，积极在实体经济领域发展公司业务，支持制造业、民营企业、中小微企业发展。公司贷款是贷款结构的重要组成部分，2020Q1末公司贷款在总贷款中占比达 69.6%，占比在可比上市农商行中较高。公司积极通过考核激励、构建产品体系、提高抵押成数、简化办贷手续等举措，引导全行资产投放继续倾向支农支小。

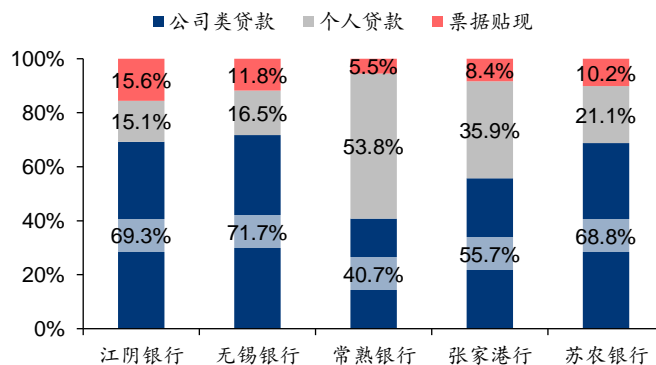
票据贴现及制造业贷款占比在同业中较高，与深耕本土、服务小微的定位相符。江阴银行依托本地发达的民营经济进行发展，形成了票据贴现及制造业的高占比的对公特色，呼应服务小微战略。票据贴现作为较安全的资产，在贷款结构占比较高，达 15.1%，有助于提高流动性与降低风险。公司贷款主要投向制造业，且重点围绕 5G、高端制造等高精尖企业。截至 2019 年末，投向制造业部分占公司贷款余额的 46.8%。疫情冲击之下，部分小微企业遭遇阶段性还款困难，但区域复工复产速度较快，3 月初江苏省全省规模以上工业企业复工面达 99%，贷款风险处于可控范围之内。个人贷款方面，主要服务于本地居民的住房需求，贷款发放以住房按揭贷款为主，2019 年末住房按揭贷款占个人贷款的 61.7%，个人消费贷款与涉农贷款占比较小。

图表26： 2016-2020Q1 贷款结构变化情况



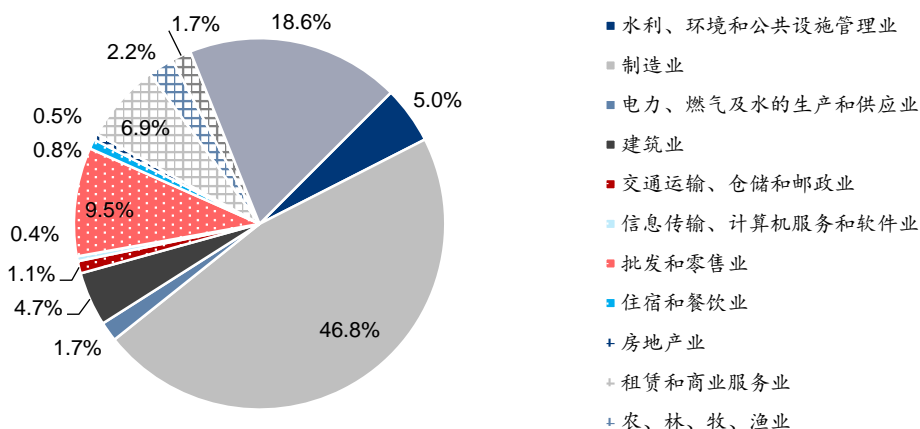
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表27： 2019 年末可比上市农商行贷款结构情况



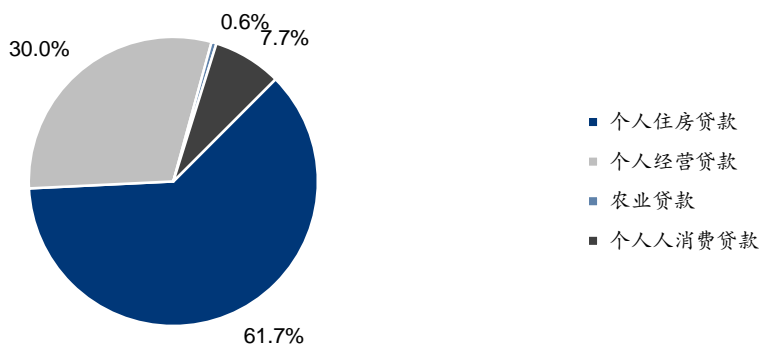
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 2019 年末江阴银行贷款行业分布



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表29： 2019 年末江阴银行个人贷款分布

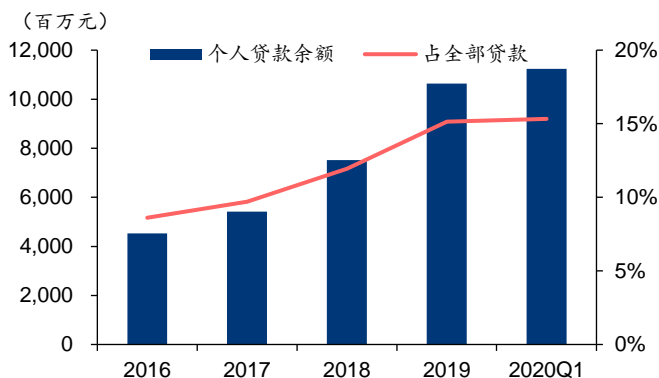


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 扩大个人业务规模，纵深推动零售转型

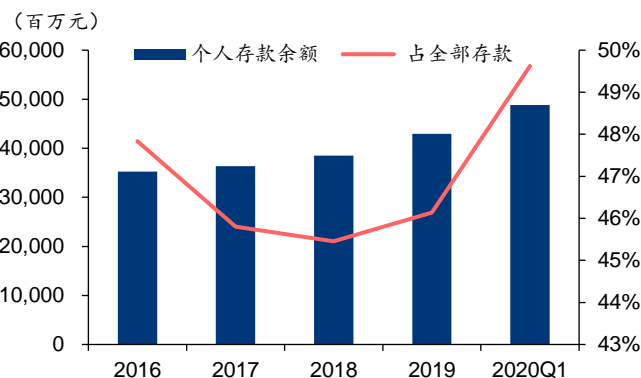
以普惠引领大零售转型，提高个人业务服务能力。江阴地区民营企业活跃、居民收入较高，近年来江阴银行纵深推进零售转型，聚焦产业强市金融服务、百姓财富管理、社区金融服务和消费金融拓展，增强个人资产业务服务能力。资产端，自 2017 年以来，个人贷款一直保持两位数增速。2020Q1 末，个人贷款余额 112.4 亿元，同比+44.2pct，在贷款总额中占比也提升至 15.2%。负债端，利用地缘优势，扎实开展“存贷款月月增”等竞赛活动，创新优化各类存款产品，推动个人存款规模与占比增长。2020Q1 末，江阴银行个人存款余额为 488.1 亿元，占全部存款的 49.6%。

图表30： 2016-2020Q1 个人贷款余额及其占比



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表31： 2016-2020Q1 个人存款余额及其占比



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 探索新型业务模式，筹备消金及金租公司

与互联网公司合作“江小鱼”，有效应用金融科技，畅通线上化渠道。科技金融有效助力零售转型，2019 年，公司与“新希望”互联网公司合作投产了个人线上产品——江小鱼。至 2020 年 4 月 30 日，“江小鱼”线上贷款授信户数达 31213 户，授信总额达 18.9 亿元，较年初净增 13.7 亿元；用信户数 1490 户，用信余额达 9056.7 万元，较年初净增 7312.2 万元，不良率低于 0.1%。同时，公司不断扩展移动支付通道，上线手机银行居民医保缴费功能，新增企业网银“蒸汽费在线充值”功能，并打通企业网上银行和企业手机银行通道，建立健全中小企业管理功能。

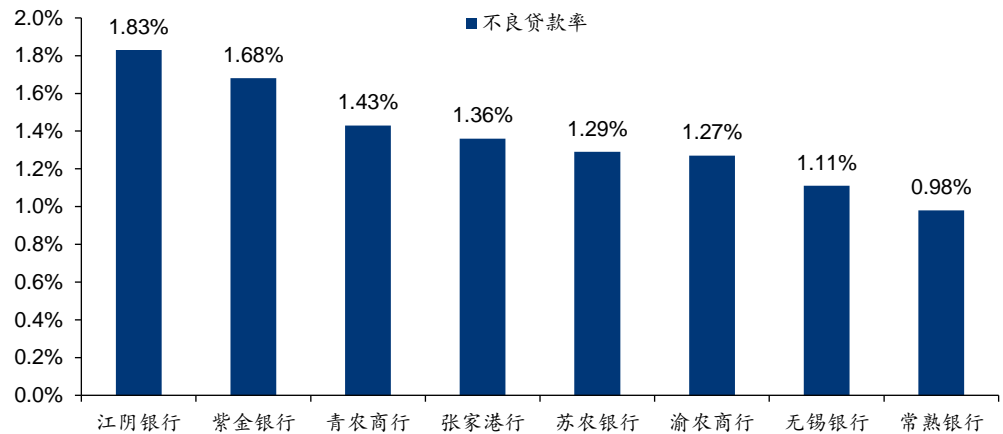
布局谋划消费金融和金融租赁，推进资质申请促进综合化经营。直接融资时代趋势下，为了突破业务范围较狭窄的困境，寻找新的盈利增长点，作为农村金融改革的先行者，江阴银行为长期发展进行布局筹备，消费金融公司和金融租赁公司处于谋划阶段，符合江阴银行先行先试定位，在未来可满足除信贷外的金融服务的需求。同时，公司积极推进相关资质申请，已成为全国首批利率期权获批金融机构，以及省内第二家、全国第三家拥有利率互换实时承接业务资格的农信机构，业务创新成为高质量发展的驱动力。



## 资产质量：风险管控严落实，资产质量改善 加大不良贷款处置力度，不良率持续下降

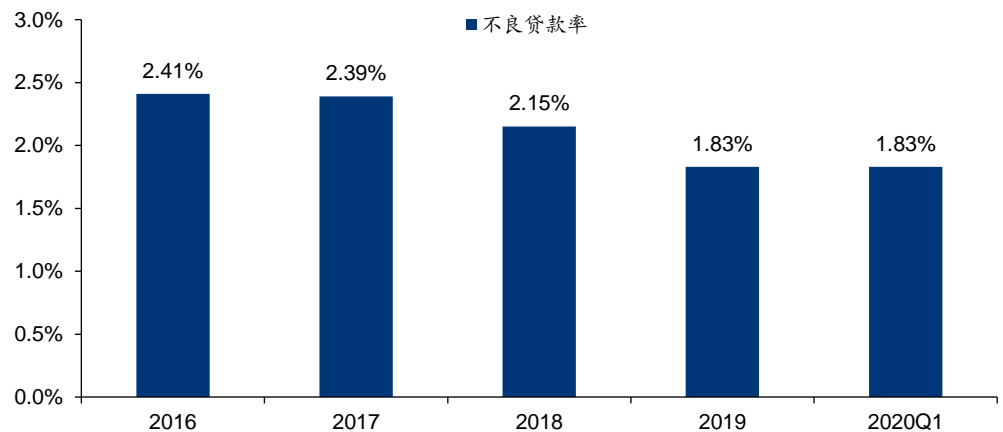
不良贷款率处于下降通道，资产质量整体向好。2020Q1 末，江阴银行不良贷款率为 1.83%，较去年同期-25bp，在上市农商行中最高。为进一步提升资产质量，近年来江阴银行严格进行风险管控，加大不良资产清收处置力度，优化调整信贷结构，2019 年末不良贷款率首次降至 2% 以下，同时实现不良贷款率与不良贷款余额较年初“双降”，不良情况在一定程度上缓解，资产质量整体向好。

图表32： 2020Q1 末上市农商行不良贷款率情况



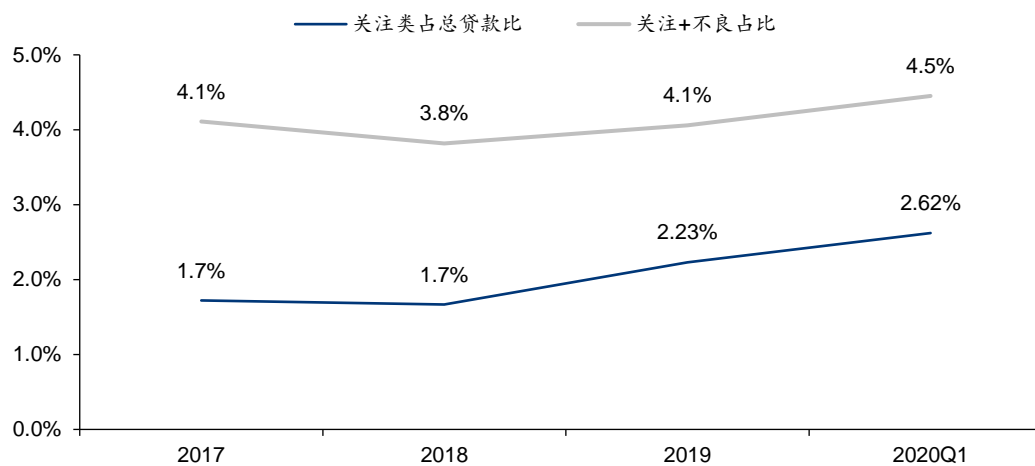
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表33： 上市以来江阴银行不良贷款率下降明显



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

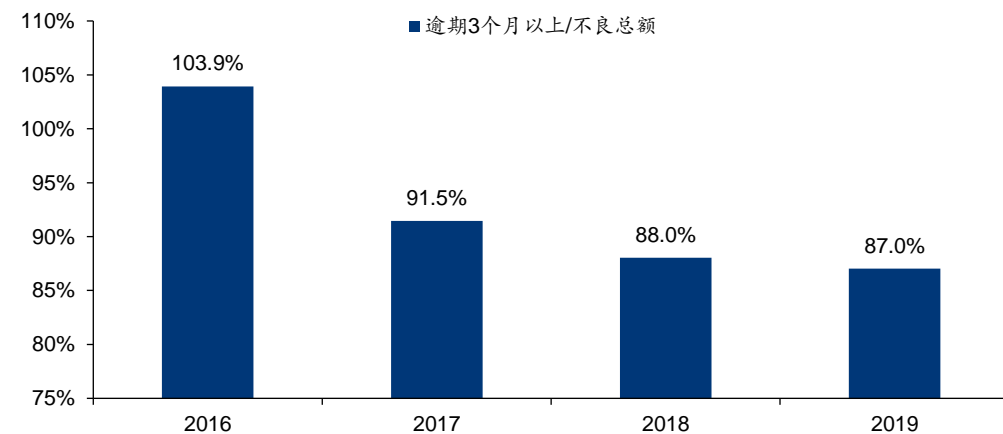
关注类贷款出现反弹，复工复产后不良风险有望缓解。疫情期间，江阴制造业及中小微企业盈利能力下降，2020Q1 江阴银行不良贷款承压，公司关注类贷款占比 2.6%，较 2019 年末+39bp，出现小幅度反弹。当地政府与江阴银行积极助力实体经济恢复，关注类贷款中在疫情期间已采取各类展期、延期付息、征信保护等惠企措施的达到 5.1 亿元，占 2020Q1 末公司贷款的 7.3%。江阴本地企业、重大项目已在二月初开始复工，三月初各类“500 强”企业已基本全线复工，产能稳步提升，复工复产后公司不良风险有望缓解。

**图表34： 2017 年至今江阴银行关注类贷款占比情况**

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 全面抓实风险管控，优化调整信贷结构

**加大力度处置不良贷款，优化调整信贷结构。**为实现全面风险管控，公司加大不良贷款处置力度，着力压降逾期的贷款，强化大额管控，抓实不良清降，逾期三个月及以上贷款在不良贷款总额占比持续下降。2019 年末，逾期三个月及以上贷款在不良贷款总额占比为 1.6%，同比-15.7pct；逾期三个月及以上贷款在贷款余额占比为 87.0%，同比-1.1pct。同时，公司坚持优化调整信贷结构，严格控制大额贷款、政府平台贷款、“两高一剩”贷款和房地产贷款，全方位增强风险抵补能力。2019 年，江阴银行单独设立授信评审部，履行全行授信管理职责，推进授信审批精细化管理。

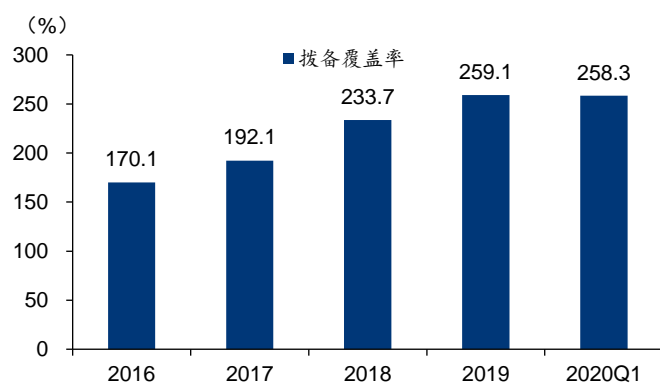
**图表35： 2016 年-2019 年江阴银行不良贷款确认力度从严**

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 拨备覆盖率再提升，风险抵御能力增强

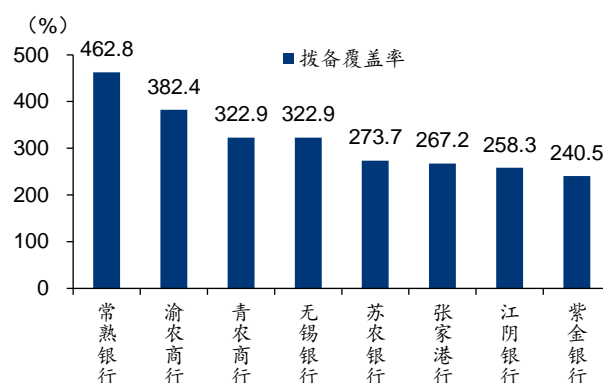
积极落实风险防范责任，提高拨备覆盖率水平。公司定期进行资产风险监测，积极开展重点领域风险排查，及时稳妥化解潜在风险。上市以来，公司不断提高拨备覆盖率，较 2016 年末的 170.1% 水平提升 88.19pct，风险抵御能力显著增强。截至 2020Q1 末，公司拨备覆盖率为 258.3%，在上市农商行中较低，与张家港行等可比银行处于相似水平。

图表36： 江阴银行上市以来拨备覆盖率情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表37： 2020Q1 末上市农商行拨备覆盖率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 投资建议：目标价 4.74-5.02 元，首次覆盖给予“增持”评级

江阴银行依托本土优势聚焦“三个优先”，积极探索新业务模式，公司盈利情况有望稳健向好。公司深耕江阴地方经济，将信贷资源优先投向中小微企业、优先投向制造业等实体经济、优先投向特色产业和战略性新兴产业，结合地区经济发展情况来看前景较好；不良贷款率持续改善，风险抵御能力有所增强。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润增速为 8.6%、12.1%、13.7%，EPS 为 0.51 元、0.57 元、0.65 元，盈利预测主要基于以下假设：

**1.生息资产保持较快增长。**截至 2020Q1 末，公司总资产增速为 8.8%。江阴企业复工复产状态良好，随着公司深耕普惠与小微的战略不断推进，零售转型步入正轨，未来存贷款规模有望进一步扩大，在回归存贷本源的监管导向下，存贷款增速有望高于总资产。预计公司可持续稳健增长，享受地区经济发展红利，我们预测 2020-2022 年存款增速分别为 11.5%、16.0%、15.6%，贷款增速分别为 12.2%、16.1%、17.0%，生息资产增速为 11.0%、12.0%、13.0%。

**2.息差随市场利率下行。**由于 LPR 改革，贷款利率面临下行压力，银行向实体让利趋势渐显，预计未来生息资产收益率出现下降，我们预测 2020-2022 年生息资产收益率为 4.17%、4.15%、4.14%。存款降成本步伐稳健，伴随同业负债利率快速下行，预计计息负债成本率继续改善，我们预测 2020-2022 年计息负债成本率为 2.30%、2.27%、2.26%，预测 2020-2022 年净息差分别为 2.05%、2.04%、2.03%。

**3.中间业务收入增长较快。**江阴银行的手续费及佣金收入主要由代理委托业务及结算业务组成，近年来受益于投资与理财收益增长。截至 2020Q1 末，公司投资净收益与公允价值变动净损益之和占营业收入的 19.7%，占比居上市农商行前列。我们预测 2020-2022 年手续费及佣金净收入增速为 30%、25%、22%。

**4.继续压降不良率。**2019 年，公司不良贷款率较年初下降 32bp 至 1.83%，不良贷款认定标准严格化，拨备覆盖率稳中有升。2020 年 3 月末不良率、拨备覆盖率分别为 1.83%、258.3%，均基本稳定。公司资产结构较优，2020 年后半程压力有望减轻，鉴于公司对资产质量持审慎态度，我们预测 2020-2022 年末不良贷款率分别为 1.83%、1.81%、1.74%，信贷成本分别为 1.88%、1.97%、2.04%。

图表38： 关键假设及其历史数据

项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
存款增速	7.7%	6.9%	12.4%	11.5%	16.0%	15.6%
贷款增速	5.8%	12.3%	12.1%	12.2%	16.1%	17.0%
生息资产增速	4.7%	4.7%	10.7%	11.0%	12.0%	13.0%
净息差	2.02%	2.15%	2.11%	2.05%	2.04%	2.03%
中间业务收入增速	7%	22%	53%	30%	25%	22%
不良贷款率	2.39%	2.15%	1.83%	1.83%	1.81%	1.74%
信贷成本	1.26%	2.70%	1.92%	1.88%	1.97%	2.04%

注：净息差为我们测算值

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 0.51 元、0.57 元、0.65 元，2020 年 BVPS 5.57 元，对应 0.70 倍 PB，可比农商行 2020 年 Wind 一致预测 PB 为 0.87 倍。我们给予公司 2020 年 0.85-0.90 倍 PB，目标价 4.74-5.02 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表39：上市农商行 PB 估值（2020/6/11）（Wind 一致预期）

代码	简称	2020 年 PB 估值（倍）
002958.SZ	青农商行	0.93
601860.SH	紫金银行	0.97
601128.SH	常熟银行	1.10
600908.SH	无锡银行	0.74
603323.SH	苏农银行	0.64
002839.SZ	张家港行	0.86
平均值		0.87

资料来源：Wind，华泰证券研究所

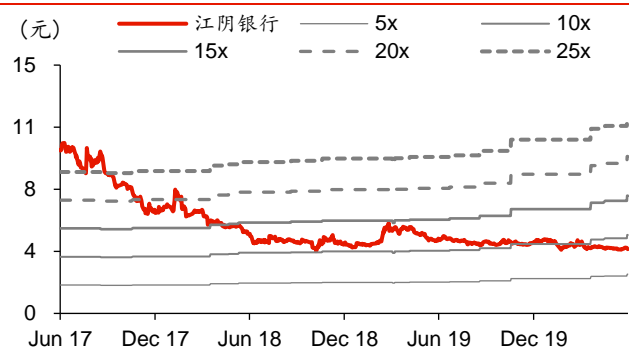
图表40：财务预测（百万元）

资产负债表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	114,853	126,343	140,388	157,383	177,990	净利息收入	2,342	2,472	2,670	2,964	3,320
贷款净额	59,818	67,070	75,285	87,385	102,210	手续费净收入	65	99	129	161	196
债券投资	38,604	44,358	47,908	52,124	55,436	营业费用	1,055	1,116	1,077	1,214	1,392
总负债	104,214	114,470	127,806	143,898	163,472	拨备前利润	2,046	2,260	2,483	2,869	3,376
存款余额	84,758	95,288	106,263	123,232	142,469	计提减值准备	1,440	1,147	1,261	1,483	1,783
同业负债	4,448	12,884	11,385	11,397	11,333	所得税	-174	101	122	152	191
股东权益	10,639	11,873	12,582	13,485	14,518	净利润	857	1,013	1,100	1,233	1,402
盈利能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资本管理	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
平均 ROA	0.70%	0.84%	0.82%	0.83%	0.84%	核心资本	10,538	11,731	12,107	13,010	14,043
平均 ROE	8.92%	9.10%	9.08%	9.55%	10.10%	资本净额	11,433	12,671	13,499	14,528	15,712
生息资产收益率	4.30%	4.23%	4.17%	4.15%	4.14%	风险加权资产	75,151	82,849	92,059	103,203	116,716
计息负债成本率	2.37%	2.32%	2.30%	2.27%	2.26%	风险加权资产比重	65%	66%	66%	66%	66%
成本收入比	2.15%	2.11%	2.05%	2.04%	2.03%	核心一级资本充足率	14.0%	14.2%	13.2%	12.6%	12.0%
						一级资本充足率	14.0%	14.2%	13.5%	13.0%	12.3%
						资本充足率	15.2%	15.3%	14.7%	14.1%	13.5%
成长能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产质量	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款	12.3%	12.1%	12.2%	16.1%	17.0%	贷款减值准备	3,168	3,341	3,728	4,169	4,702
存款	6.9%	12.4%	11.5%	16.0%	15.6%	不良贷款额	1,286	1,230	1,378	1,582	1,778
净利息收入	11.5%	5.6%	8.0%	11.0%	12.0%	不良贷款率	2.15%	1.83%	1.83%	1.81%	1.74%
中间业务收入	21.6%	52.7%	30.0%	25.0%	22.0%	拨备覆盖率	234%	259%	258%	252%	253%
营业费用	6.7%	5.8%	-3.5%	12.7%	14.7%	拨贷比	5.03%	4.76%	4.95%	4.77%	4.60%
净利润	6.0%	18.1%	8.6%	12.1%	13.7%	信用成本	2.70%	1.92%	1.88%	1.97%	2.04%
营业收入结构	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	估值分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利息占比	73.5%	72.6%	74.4%	72.0%	69.1%	PB	0.83	0.74	0.69	0.65	0.60
手续费收入占比	2.0%	2.9%	3.6%	3.9%	4.1%	PE	9.80	8.30	7.64	6.82	5.99
业务费用占比	33.1%	32.8%	30.0%	29.5%	29.0%	EPS	0.39	0.47	0.51	0.57	0.65
计提拨备占比	45.2%	33.7%	35.1%	36.1%	37.1%	BVPS	4.65	5.25	5.57	5.99	6.47
						每股股利	0.04	0.18	0.15	0.17	0.19
						股息收益率	1.1%	4.7%	3.9%	4.4%	5.0%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

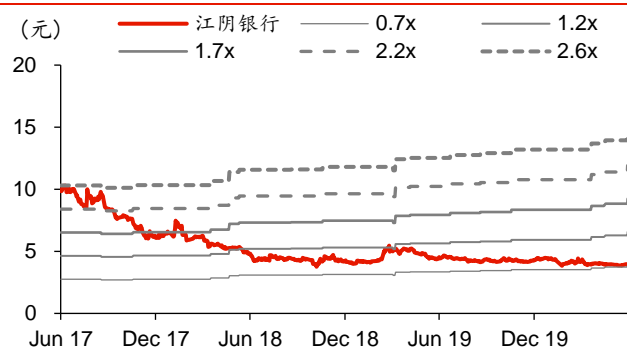
## PE/PB - Bands

图表41: 江阴银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表42: 江阴银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

1. 经济下行超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍在下行，但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。



## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司