

常熟银行：小微标杆，高质量扩表

——常熟银行首次覆盖报告

核心观点

- 常熟银行是专注小微的标杆银行，零售业务和村镇银行对存贷款和收入的贡献较大，其净息差水平远超同业，不良率显著低于同业。通过参股控股投资管理型村镇银行，常熟银行打破农商行异地扩张天花板，未来增长空间较大。
- 扩表路径及空间：常熟银行省内扩张主要通过已开设的分支行进行下沉，和市占率提升两个方面。其分支机构数量在竞争对手中显著领先，其未来网点可下沉的空间较大；其贷款总额占江苏省全部贷款总额的比重尚不足 1%，未来提升空间仍较大。市占率提升将为业绩提升带来较高的确定性和显著增量。省外扩张时，其可在全国范围内参股控股村镇银行，业务空间大，且“微贷”业务模式成熟，异地复制能力强，风控佳。通过 IPC 技术与信贷工厂的结合，常熟银行一定程度上解决了 IPC 劳动密集型方式中的管理难题，将差异化的客户信息转化为标准化模板，并交叉验证控制操作风险，因而其快速、优质、异地扩张成功概率高。
- 资产质量优势持续性：外因方面，公司业务主要集中于江苏省内，省内经济增速、居民收入水平显著好于全国，且企业及居民杠杆率均较低，偿债能力强，资产质量大环境具有比较优势。内因方面，公司零售转型逐渐深化，带动不良率下降。对公贷款行业分布中，不良率较高的制造业、批发零售业占比不断下降，对公贷款结构持续优化。公司“微贷”业务模式成熟，风控能力强，贷款以小额、短期为主，重定价及抽贷、核销调整及时，用户信息全面，个人客户违约成本高，资产质量优势有望持续保持。

财务预测与投资建议

- 常熟银行扩表空间较大，业务模式成熟，风控能力强，净息差优势有望持续保持，我们根据 DDM 估值得到公司目标价为 8.93 元，对应估值水平为 2019 年的 13.11 倍 PE，1.48 倍 PB。2019-2021 年预测 EPS 为 0.68、0.84、0.98 元，BVPS 为 6.01、6.64、7.37 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 经济下行压力加大、降息、贸易战态势恶化。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,997	5,824	6,582	7,756	9,129
同比增长(%)	11.7%	16.5%	13.0%	17.8%	17.7%
营业利润(百万元)	1,658	1,980	2,501	3,088	3,611
同比增长(%)	28.8%	19.4%	26.3%	23.5%	16.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,264	1,486	1,866	2,305	2,696
同比增长(%)	21.5%	17.5%	25.6%	23.5%	17.0%
每股收益(元)	0.57	0.66	0.68	0.84	0.98
总资产收益率(%)	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%
净资产收益率(%)	12.5%	12.6%	12.8%	13.7%	14.5%
市盈率	13.01	11.27	10.87	8.80	7.52
市净率	1.94	1.66	1.23	1.11	1.00
P/POP	6.54	5.54	4.86	4.10	3.48

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2019年09月26日)	7.78元
目标价格	8.93元
52周最高价/最低价	8.73/5.6元
总股本/流通A股(万股)	274,086/257,509
A股市值(百万元)	21,324
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2019年09月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.02	-0.26	0	24.88
相对表现	-9.14	2.26	1.23	-12.48
沪深300	-2.12	2	1.23	12.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

联系人 张静娴
021-63325888-4311
zhangjingxian@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

1. 头部农商行，小微标杆	4
1.1. 公司概况：专注小微，深耕普惠	4
1.2. 股权治理：背靠国有行，联结本地股东，控股多家村镇银行	6
2. 扩表路径及空间如何？	8
2.1. 省内扩张：分支机构数量领先，扩张空间具有比较优势	8
2.1.1. 分支机构数量领先对手行	8
2.1.2. 市场占有率提升空间大，业绩贡献度高	9
2.2. 省外扩张：村镇银行业务模式成熟，复制能力较强	10
3. 资产质量能否持续优异？	11
3.1. 区域经济：增长具有相对优势，且负债率较低	11
3.2. 风控能力：周期下行期抗风险能力较强	12
4. 盈利预测与投资建议	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 投资建议	15
4.2.1. 绝对估值	15
4.2.2. 辅以相对估值参考	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 常熟银行资产同比增速在上市银行中处于较高水平	5
图 2: 常熟银行净息差远超同业.....	5
图 3: 常熟银行 ROE 自 2016-2018 年呈改善趋势	5
图 4: 常熟银行不良率显著低于同业，且不断改善	5
图 5: 常熟银行总资产在上市农商行中排名（单位：百万元，2019/6/30）	6
图 6: 常熟银行归母净利在上市农商行中排名（单位：百万元，2019/6/30）	6
图 7: 贷款总额省内市占率，常熟银行不断提升，且提升空间仍较大.....	9
图 8: IPC 微贷技术个人客户基本信息评价模型	11
图 9: IPC 微贷技术企业客户基本信息评价模型	11
图 10: 江苏省 GDP 同比增速优于全国（单位：%）	12
图 11: 江苏省人均可支配收入增速优于全国（单位：%）	12
图 12: 江苏省居民部门杠杆率显著低于全国.....	12
图 13: 2019 上半年江苏省工业企业资产负债率（%）较低	12
图 14: 对公贷款占比持续下降	13
图 15: 制造业、批发零售业贷款占比下降	13
图 16: 常熟银行 PB 长期高于板块整体估值	18
表 1: 常熟银行业绩区域分布（千元）	4
表 2: 常熟银行存贷款区域分布（千元）	4
表 3: 前十大股东明细（2019 半年报）	6
表 4: 各上市农商行前十大股东持股比例（%，2019/6/30）	7
表 5: 常熟银行控股公司情况（截至 2019/6/30）	7
表 6: 江苏省的农商行分支机构情况.....	9
表 7: 省内市占率提升的业绩贡献（测算值，单位：亿元）	10
表 8: 业务分类及资产质量核心假设.....	14
表 9: 收入分类预测表（金额：百万元）	15
表 10: DDM 估值结果.....	15
表 11: DDM 估值参数假设.....	16
表 12: 公司经营假设.....	16
表 13: DDM 估值公司价值分布	17
表 14: 目标价对股利增长率及永续期分红比例敏感性测试	17
表 15: 同业一致预测情况	18

1. 头部农商行，小微标杆

1.1. 公司概况：专注小微，深耕普惠

公司基本信息及经营概况：（1）常熟银行总部位于江苏省常熟市，2001年成立，2016年在上海证券交易所上市。（2）规模情况：截至2019年半年报，常熟银行总资产达到1758.58亿元，贷款和垫款总额1035.34亿元，客户存款总额1325.85亿元（含应计利息），净资产规模164.18亿元。（3）资产质量：常熟银行2019上半年不良贷款率0.96%，不良贷款拨备覆盖率453.53%，贷款拨备率4.35%。公司资产质量较好，拨备较为充足。（4）资本情况：截至2019上半年，公司核心一级资本充足率12.19%，一级资本充足率12.23%，资本充足率14.95%，显著高于监管要求的7.5%、8.5%和10.5%，资本较为充足。（5）利润情况：2019上半年常熟银行营业收入31.21亿元，同比增长13.63%，归母净利8.54亿元，同比增长20.2%，拨备前利润19.34亿元，同比增长11.6%。

常熟银行是专注小微的标杆银行，零售业务和村镇银行对存贷款和收入的贡献较大。2019年上半年，常熟银行贷款结构中，个人贷款占比49.7%，远高于上市农商行均值25.4%和上市银行均值34.2%，零售贷款是常熟银行重要投放方向。营业收入中，来自个人金融业务的贡献达到43.6%，远高于农商行均值28.5%，个人业务利润总额占比37.3%，高于农商行均值34.7%。村镇银行利润贡献较年初显著提升，占比已超过15%；村镇银行贷款占比约为15%，存款占比约为10%。

表 1：常熟银行业绩区域分布（千元）

地区	1H2019				2018			
	营业收入	占比 (%)	营业利润	占比 (%)	营业收入	占比 (%)	营业利润	占比 (%)
常熟地区	1509282	48.35	557499	51.54	2900077	49.8	876397	44.27
常熟以外的江苏省内地区	1241029	39.76	386549	35.74	2206001	37.88	923334	46.63
其中：异地分支机构	1110394	35.57	321453	29.72	1944885	33.4	842679	42.56
村镇银行	130635	4.19	65096	6.02	261116	4.48	80655	4.07
江苏省外地区（村镇银行）	371021	11.89	137533	12.72	717539	12.32	180102	9.1
合计	3121332	100	1081581	100	5823617	100	1979833	100
村镇银行合计	501656	16.08	202629	18.74	978655	16.8	260757	13.17

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：常熟银行存贷款区域分布（千元）

地区分布	1H2019 贷款		2018 贷款		1H2019 存款		2018 存款	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)
常熟地区	48953012	47.28	44887610	48.37	89971445	69.33	84434943	74.65
常熟以外的江苏省内地区	44306143	42.79	38024493	40.98	29668180	22.86	20842734	18.43
其中：异地分支机构	39878819	38.52	33907776	36.54	26486095	20.41	18348060	16.22
村镇银行	4427324	4.27	4116717	4.44	3182085	2.45	2494674	2.21
江苏省外地区（村镇银行）	10274646	9.93	9883249	10.65	10132117	7.81	7823179	6.92
贷款或存款总额	103533801	100	92795352	100	129771742	100	113100856	100

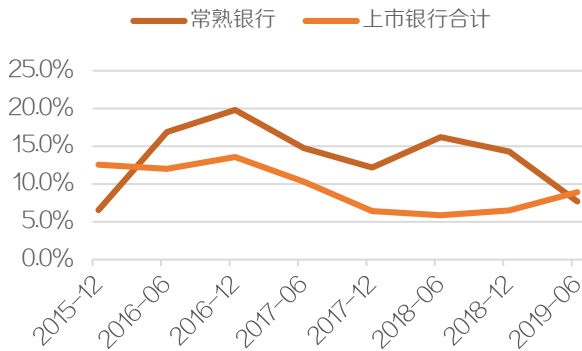
村镇银行合计	14701970	14.2	13999966	15.09	13314202	10.26	10317853	9.13
--------	----------	------	----------	-------	----------	-------	----------	------

数据来源：公司公告，东方证券研究所

银行股市值成长中有三大核心要素：资产负债表扩张、盈利能力和资产质量（详见报告《银行市值成长要素：资产扩张、盈利及资产质量》）。资产增速较高、息差优势和低不良率也是常熟银行市值成长中的重要因素。常熟银行资产同比增速较上市银行合计高，同时，得益于“微贷”业务模式的逐渐成熟，净息差水平远超同业，ROE 逐渐提升，而且其不良率显著低于同业，风险控制能力较强。

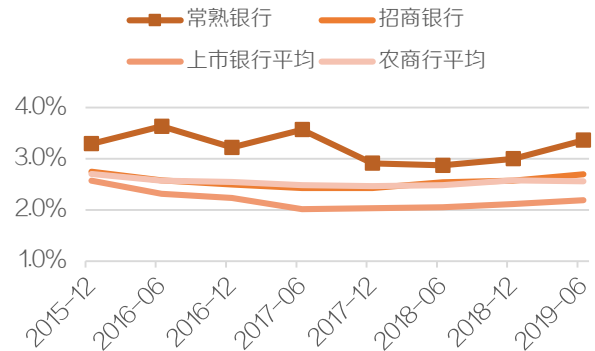
常熟地区中小企业以纺织服装类轻工业、进出口型企业为主，2018 年下半年以来，受贸易战影响较大。为了控制资产质量，公司适当放慢了本地资产投放速度，转而加快异地分支行和村镇银行的经营扩展，因此资产增速和 ROE 均有所下降，但是公司不良贷款比例和不良贷款生成率远低于同业平均，息差也远高于同业平均，保证了扩张的质量。后续公司通过抽贷、核销等方式调整贷款投向，且常熟以外地区空间的逐渐打开，预计这一负面外因将被弥补，公司资产增速及 ROE 水平仍将提升。

图 1：常熟银行资产同比增速在上市银行中处于较高水平



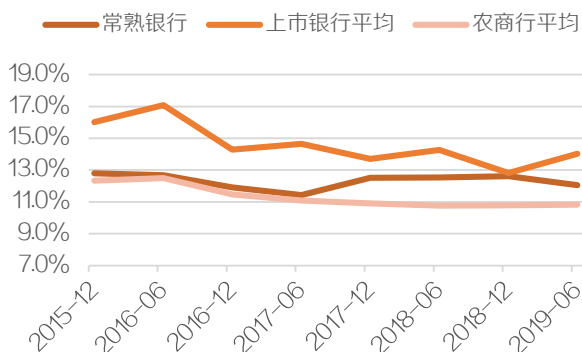
数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：常熟银行净息差远超同业



数据来源：wind，东方证券研究所

图 3：常熟银行 ROE 自 2016-2018 年呈改善趋势



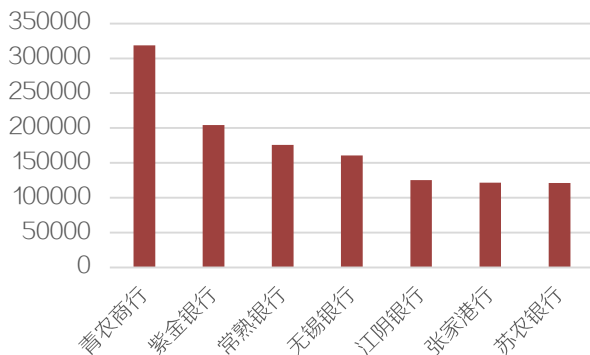
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：wind，东方证券研究所

数据来源：wind，东方证券研究所

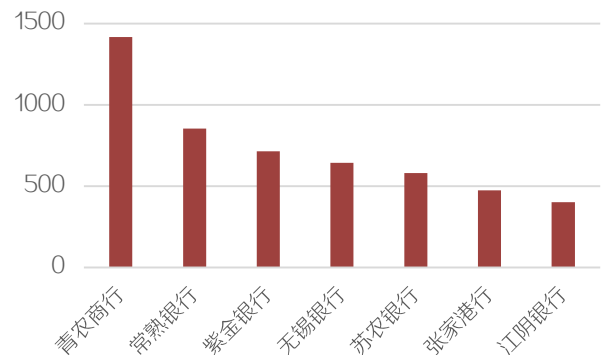
同业排名：2019年上半年，常熟银行总资产规模在上市农商行排名第三，仅次于青农商行和紫金银行，达到 1758.58 亿元；归母净利润在上市农商行中排名第二，仅次于青农商行，达到 8.54 亿元。在英国《银行家》杂志排名中，获得全球银行品牌价值 500 强第 367 位，在中国银行业协会公布的“陀螺”评价体系中，获得县域农商行综合得分第一名。公司坚持“三农两小”的市场定位，深耕普惠金融，在民营小微企业和乡村振兴领域不断开拓业务，形成了差异化、特色化的发展道路。

图 5：常熟银行总资产在上市农商行中排名（单位：百万元，2019/6/30）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：常熟银行归母净利在上市农商行中排名（单位：百万元，2019/6/30）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2. 股权治理：背靠国有行，联结本地股东，控股多家村镇银行

公司大股东为交通银行，其与交行在 2007 年签署战略合作协议之后，交行持股比例一度达到 10%，后来交行持股比例略有下降，但仍为常熟银行第一大股东，第一大股东未有变更。常熟银行是全国首家引进战略投资者的农商行，交通银行主要为常熟银行提供技术支持，双方开展业务合作。

常熟银行前十大股东中，国有法人持股 14.89%，非国有法人持股 10.52%（2019 年半年报），整体持股比例较为均衡，未见强势控股大股东。境内非国有法人主要为江苏省本地企业，总体而言和国有法人持股比例相差不大，本地话语权较高。本地大股东为常熟银行深耕本土，联结本地企业和小微商户资源奠定了良好基础。

此外，常熟银行股权结构相对分散，前十大股东持股比例在上市农商行中处于较低水平。

表 3：前十大股东明细（2019 半年报）

股东名称（全称）	比例(%)	质押或冻结情况	股东性质
交通银行股份有限公司	9.01	无	国有法人
常熟市发展投资有限公司	3.08	无	国有法人
常熟市苏华集团有限公司	2.88	质押	境内非国有法人

江苏江南商贸集团有限责任公司	28	无	国有法人
江苏隆力奇集团有限公司	2.09	质押	境内非国有法人
江苏白雪电器股份有限公司	1.69	无	境内非国有法人
江苏灵丰纺织集团有限公司	1	质押	境内非国有法人
常熟风范电力设备股份有限公司	1	无	境内非国有法人
中国建设银行股份有限公司－万家精选混合型证券投资基金	0.98	无	境内非国有法人
常熟华联商厦有限责任公司	0.88	质押	境内非国有法人
合计	25.41		

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：各上市农商行前十大股东持股比例（%，2019/6/30）

证券简称	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/30
青农商行	NA	NA	51.54	46.39
张家港行	45.20	39.95	39.95	39.94
江阴银行	37.01	37.01	37.04	36.28
无锡银行	35.90	35.90	35.90	36.07
苏农银行	34.62	34.08	33.54	31.39
紫金银行	33.01	NA	29.70	29.70
常熟银行	28.94	28.98	28.49	25.41

数据来源：wind，东方证券研究所

借助参控股投资管理型村镇银行，常熟银行打破农商行异地扩张天花板，实现较快增长。截至 2019 年上半年，常熟银行直接控股 30 家村镇银行，作为村镇银行的主发起行，为村镇银行提供流动性支持，并承担重大风险处置责任。此外，常熟银行还参股 8 家机构，是江苏宝应农商行和连云港东方农商行的第一大股东。

表 5：常熟银行控股公司情况（截至 2019/6/30）

序号	被投资单位	成立时间	持股比例（%）	注册资本（百万元）
1	恩施兴福村镇银行股份有限公司	2010 年 12 月	46.54	173.68
2	常州金坛兴福村镇银行有限责任公司	2008 年 12 月	65.73	63
3	汤阴兴福村镇银行股份有限公司	2013 年 5 月	54.4	50
4	宜阳兴福村镇银行股份有限公司	2013 年 5 月	49	40
5	当阳兴福村镇银行股份有限公司	2013 年 8 月	52	40
6	嵩县兴福村镇银行有限责任公司	2013 年 10 月	51	30
7	淮安清浦兴福村镇银行股份有限公司	2013 年 11 月	63.11	30.9
8	淮安淮阴兴福村镇银行有限责任公司	2013 年 12 月	52.26	31
9	盐城滨海兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 8 月	61.9	31.5
10	秭归兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 9 月	71.93	34.2
11	长阳兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 8 月	72.3	31.95
12	扬州高邮兴福村镇银行有限责任公司	2014 年 9 月	71.66	31.4

13	洛宁兴福村镇银行有限责任公司	2014年12月	69	30
14	宜昌夷陵兴福村镇银行有限责任公司	2014年12月	83.06	30.7
15	内黄兴福村镇银行有限责任公司	2014年12月	83	30
16	汝阳兴福村镇银行有限责任公司	2015年1月	74	30
17	宿迁宿城兴福村镇银行有限责任公司	2015年1月	67.08	32.2
18	泰州高港兴福村镇银行有限责任公司	2015年3月	69.92	31.75
19	无锡滨湖兴福村镇银行有限责任公司	2015年4月	61	100
20	淮安清河兴福村镇银行有限责任公司	2016年1月	52	30
21	昆明盘龙兴福村镇银行有限责任公司	2016年6月	48.6	50
22	曲靖沾益兴福村镇银行有限责任公司	2016年6月	51.83	30
23	陆良兴福村镇银行有限责任公司	2016年6月	51.83	30
24	师宗兴福村镇银行有限责任公司	2016年6月	55.27	30
25	罗平兴福村镇银行有限责任公司	2016年6月	48.83	30
26	江川兴福村镇银行有限责任公司	2016年5月	42.33	30
27	易门兴福村镇银行有限责任公司	2016年5月	48.33	30
28	南华兴福村镇银行有限责任公司	2016年6月	78	30
29	元谋兴福村镇银行有限责任公司	2016年6月	38.83	30
30	武定兴福村镇银行有限责任公司	2016年6月	66.33	30

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2. 扩表路径及空间如何？

总体而言，常熟银行资产负债表扩张空间较大，对资产质量的风险控制能力在扩张过程中比较有保障，这得益于“微贷”业务模式较为成熟，便于稳定地异地复制。盈利能力中，净息差优势有望持续保持，在降息大环境下，虽也将和同业一样承受一定压力，但仍具有较强的比较优势。

2.1. 省内扩张：分支机构数量领先，扩张空间具有比较优势

2.1.1. 分支机构数量领先对手行

我国商业银行经营具有一定的地域限制，自2011年以来，监管层对于银行异地分支机构的开设审批较为严格，一定程度上限制了银行的异地扩张。2019年1月，银保监会公布的《关于推进农村商业银行坚守定位强化治理提升金融服务能力的意见》中要求“农村商业银行应准确把握自身在银行体系中的差异化定位”、“严格审慎开展综合化和跨区域经营，原则上机构不出县（区）、业务不跨县（区）。应专注服务本地，下沉服务重心，当年新增可贷资金应主要用于当地”。

在这样的监管环境下，中小行新开设分支机构将较为困难。农商行的扩张将呈现存量竞争的特点，未来网点开设将以现有的已开设分支行的地域为主。常熟银行在江苏省内（常熟市以外）和江苏省外开设的分支机构数量在竞争对手中显著领先，其未来网点可下沉的空间较大。

表 6：江苏省的农商行分支机构情况

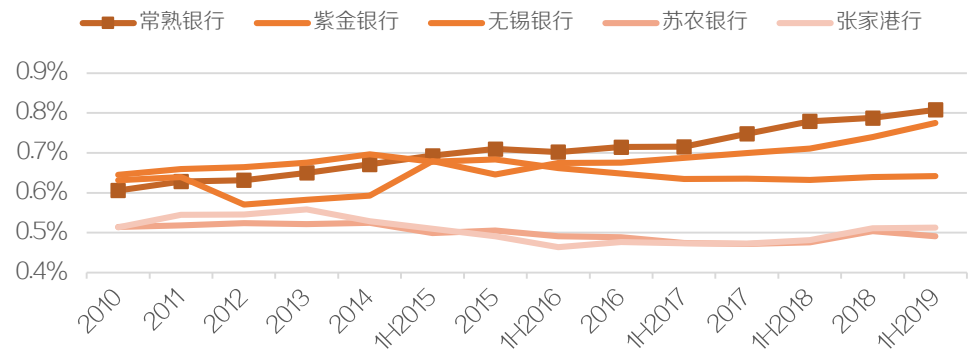
	控股村镇银行		分行		支行	
	省内	省外	省内	省外	省内	省外
常熟银行	9	21	7	0	57	0
无锡银行	4	0	3	0	52	0
江阴银行	2	0	3	0	34	3
张家港行	3	0	3	0	40	1
苏农银行	1	1	1	0	55	0

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.1.2. 市场占有率提升空间大，业绩贡献度高

常熟银行贷款总额占江苏省全部贷款总额的比重尚不足 1%，2010 年至今，其贷款总额占比虽显著提升，逐渐超越对手农商行，但未来提升空间仍较大。常熟银行分支机构数量多于对手行，为其市占率提升打下较好基础。

尤其是当下政策扶持民营、中小微企业，加大小微贷款的投放力度，长期来看小微贷款在贷款总额中的占比有望进一步提升。这也为常熟银行市占率的提升打开了空间。

图 7：贷款总额省内市占率，常熟银行不断提升，且提升空间仍较大


数据来源：wind，东方证券研究所

我们测算了常熟银行市占率每提升 0.1% 可带来的增量业绩，根据 2010 年至今江苏省贷款总额的年均复合增速（13.04%），预测未来 5 年江苏省内贷款总额，用 2010 年以来常熟银行平均净息差（3.23%）计算市占率提升带来的增量贷款创造的净利息收入=市占率提升 0.1% 对应增量贷款总额*净息差，进而推算出对应的拨备前利润和净利润增量。

由于对手农商行开设分支机构受限，常熟银行分支机构数量具有显著优势，我们认为其市占率极有可能进一步提升。若 2019 年常熟银行省内市占率提升 0.1%，将带来增量净利润约 1.43 亿元，占其 2018 年净利润的 9.03%。市占率提升将为业绩提升带来较高的确定性和显著增量。

表 7：省内市占率提升的业绩贡献（测算值，单位：亿元）

	预测江苏省贷款总额	市占率提升 0.1% 对应增量贷款总额	市占率提升 0.1% 增加利息净收入	预计提升 ppop	预计提升净利	占 2018 年净利润
2019	133173.49	133.17	4.31	2.66	1.43	9.03%
2020	150543.19	150.54	4.87	3.00	1.62	10.21%
2021	170178.41	170.18	5.50	3.39	1.83	11.55%
2022	192374.63	192.37	6.22	3.84	2.07	13.05%
2023	217465.89	217.47	7.03	4.34	2.34	14.75%

数据来源：wind，东方证券研究所

2.2. 省外扩张：村镇银行业务模式成熟，复制能力较强

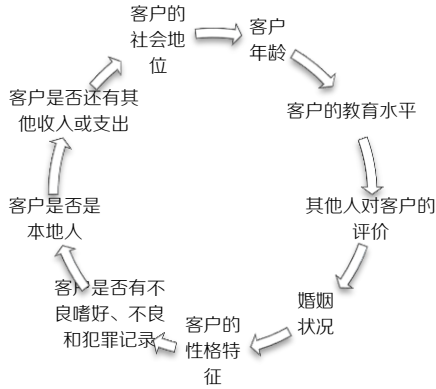
截至 2019 年上半年，公司已经组建兴福村镇银行 30 家，覆盖江苏、湖北、河南、云南 4 个省的 37 个县，在 2019 年 4 月公司获批在海南海口筹建全国首家投资管理型村镇银行。2019 上半年村镇银行营收占比达到 16.08%，营业利润占比达到 18.74%，贷款总额占比 14.20%，存款总额占比 10.26%。

投资管理型村镇银行在中小行异地扩张受限的大背景下，打开了异地扩张的新途径。投资管理型村镇银行可在全国范围内开展对村镇银行的新设、兼并和收购，在政策扶持民营、中小微的大背景下，村镇银行有望迎来较大发展契机。常熟银行参控股的村镇银行，主要业务模式就是“微贷”，是 IPC 技术和信贷工厂模式的结合。

IPC+信贷工厂，批量处理个性化小微贷。常熟银行的“微贷”业务模式是其异地业务扩张的重要方式，也是其保持较高净息差和较低不良率的重要因素。“微贷”业务模式是 IPC 技术和信贷工厂模式的结合体，能够在扩张较快的基础上保持较好的风控水平。其中，IPC 技术是德国 IPC 公司总结出的小微企业信贷方面一体化咨询服务和解决方案，其核心是评估客户偿还贷款的能力，包括借款人偿还贷款的能力和意愿（主要利用个人和企业客户的信息评价模型分析客户的软硬信息），以及银行内部操作风险的控制。

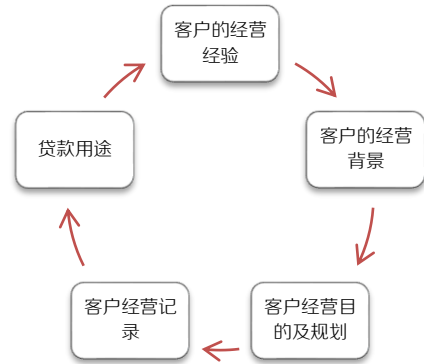
IPC 制度的建设中，客户经理是核心，其本质上是劳动密集型信贷投放方式，依赖于客户经理频繁访问客户以获得大量软信息。客户经理从始至终全权负责一笔贷款，信贷的收益与风险与其业绩挂钩。IPC 制度能够成功实施，很大程度上取决于对客户经理的培养，高素质、低流动性的客户经理团队和操作风险控制是 IPC 制度成功的重要因素。

图 8：IPC 微贷技术个人客户基本信息评价模型



数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

图 9：IPC 微贷技术企业客户基本信息评价模型



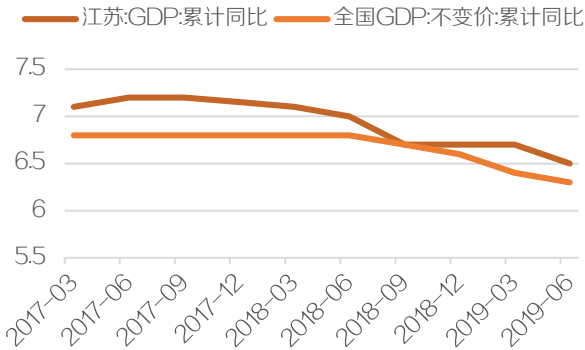
数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

标准化扩张和操作风险控制：常熟银行将 IPC 技术和信贷工厂模式相结合，在“信贷工厂”的前端运用 IPC 技术，让大量客户经理进行草根调研，搜集客户信息，将不标准的客户信息通过人工整理方式加工成标准化模板，发送给“信贷工厂”的中端，即中后台人员，进行贷款申请的集中审批。客户经理以本地应届毕业生为主，通过标准化培训，和驻点审计、飞行审计等考核计划，团队长、风控专员、发展专员和中后台审批人员的交叉监督来控制操作风险。当贷款审批完毕，客户经理同时也担当“信贷工厂”的后端，进行贷后管理，跟踪和控制贷款风险。**通过与信贷工厂的结合，常熟银行一定程度上减少了 IPC 劳动密集型方式中的管理难题，将差异化的客户信息转化为标准化模板，并交由中后台集中审批，一定程度上提高了信贷审批效率，并控制了操作风险。信贷工厂的标准模式也为常熟银行进行异地扩张打下了良好基础。**

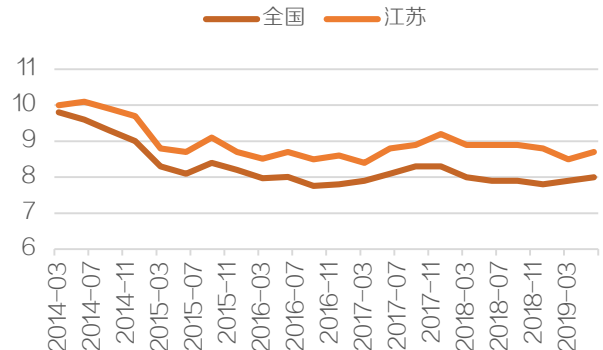
3. 资产质量能否持续优异？

3.1. 区域经济：增长具有相对优势，且负债率较低

常熟银行的主要经营范围在于江苏省，截至 2019 上半年，公司 80%以上的营收和利润来自于省内，90%以上的存贷款来自于省内，其中常熟地区营收、利润和贷款占比约为 50%，存款占比接近 70%。常熟市是苏州市下辖县级市，2018 年苏州市在全国城市 GDP 排名中位列第 7，GDP 总量达到 1.87 万亿元，江苏省其余 12 个城市也均进入 GDP 全国百强，其中苏州、南京、无锡、南通均进入 20 强。省内经济发达，为常熟银行提供了较好的金融业务需求和优质资产质量。

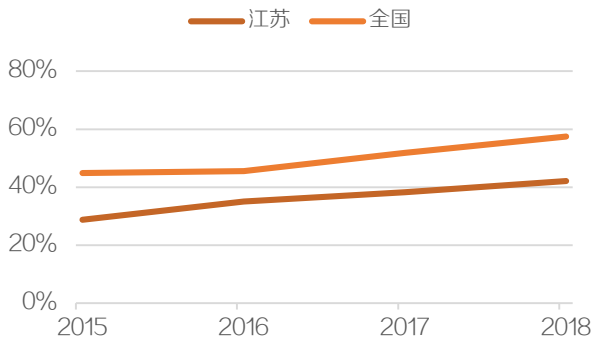
图 10：江苏省 GDP 同比增速优于全国（单位：%）


数据来源：wind，东方证券研究所

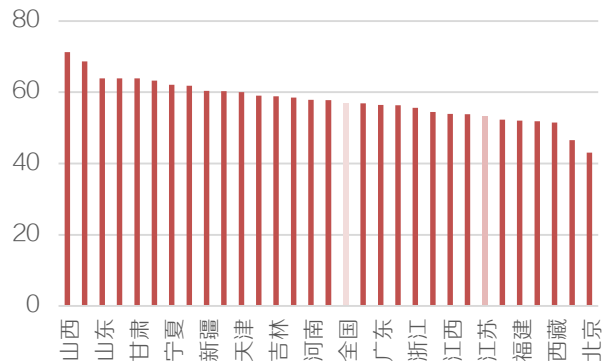
图 11：江苏省人均可支配收入增速优于全国（单位：%）


数据来源：wind，东方证券研究所

在当前经济下行期间，江苏省 GDP 同比增速仍好于全国，属于区域融资需求较好、贷款资源较佳的地区。同时省内工业企业资产负债率较低，结合 GDP 增速较好，企业端偿债压力较小，资产质量风险较小。居民人均可支配收入增速，江苏省显著高于全国水平，居民收入状况良好，且 2015 年以来，江苏省居民部门杠杆率显著低于全国总体水平，居民部门负债率相对较低。一方面，居民负债率尚有提升空间，消费贷、个人经营性贷款增长的大环境较好；另一方面，居民收入水平良好，负债率低，带来较好的偿债能力，零售贷款资产质量较好。

图 12：江苏省居民部门杠杆率显著低于全国


数据来源：wind，东方证券研究所

图 13：2019 上半年江苏省工业企业资产负债率（%）较低


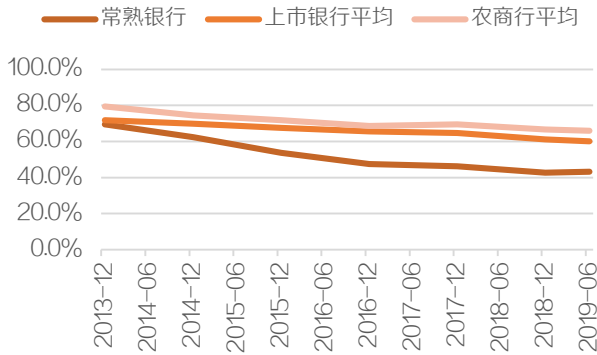
数据来源：wind，东方证券研究所

3.2. 风控能力：周期下行期抗风险能力较强

常熟银行对公贷款占比持续下降，零售转型逐渐深化。与上市银行平均及农商行均值相比，常熟银行对公贷款占比从和行业均值接近的水平逐渐下降至显著于行业均值的水平。对公贷款占比的下降，与常熟银行“微贷”业务模式逐渐成熟，贷款主要转向小微贷有关，户均额度小、期限短的“新”个人经营贷款成为控制资产质量风险的有效手段。此外，对公贷款行业分布中，不良率较高的制造业、批发零售业占比不断下降，对公贷款结构持续优化。经济下行中，制造业和批发零售

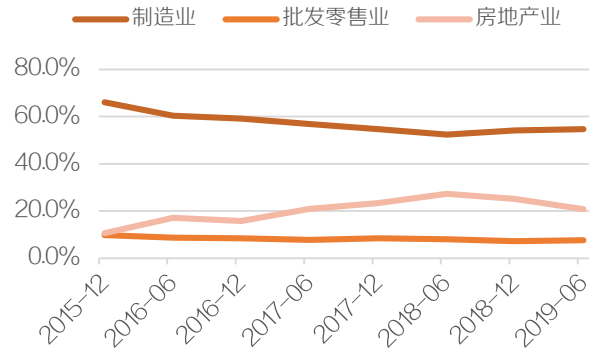
业贷款质量恶化风险更高，在风控方面，常熟银行主动调整贷款结构，降低制造业和批发零售业贷款比重，增配了资产质量较好的房地产业贷款，增强了抵御下行风险的能力。

图 14：对公贷款占比持续下降



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 15：制造业、批发零售业贷款占比下降



数据来源：公司公告，东方证券研究所

江苏省民营经济发达，常熟市更是纺织服装类小微企业的聚集地，其贷款需求主要是营运资金需求，呈现出金额小（户均规模约 15 万，下沉农村）、期限短（基本在 1 年以内）的特点，大额的、长期的、固定资产类投资的借款需求相对较少。此种贷款特点便于常熟银行及时调整资产的风险定价，进行适当增贷或者抽贷、核销，且小额、短期贷款本身违约率就较低。常熟银行“微贷”业务模式中，采用 IPC+信贷工厂形式，对本地客户信息掌握充分，个人经营性贷款和本地个人信用挂钩，在深耕本地的常熟银行中后台，已经形成了个人客户的信息画像，违约对于后续贷款影响较大。多种因素叠加，常熟银行小微贷款不良率较低。这些造成较低不良率的因素，可在经济周期波动中给常熟银行的资产质量带来相对优势。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 贷款增速：政策扶持民营、中小微的长期取向不变，常熟银行通过已开设分行和支行的地区网点下沉，和设立、收购村镇银行进行异地扩张，已有村镇银行已渡过培育期，预计未来贷款增速仍将保持较高水平，但由于新设分支行因监管受限，未来新设分支行带来的异地贷款投放空间将有所放缓。3 年内投资管理型村镇银行的开设方面或仍处于试点阶段，大规模批量开设可能性较小，因此 2019-2021 年分别给予 20%、19.5%和 19% 的增速。
- 2) 存款增速：随着常熟银行异地扩张进程推进，其存款规模将不断提升，同时因其业务模式可复制性较强，网点下沉力度大，市占率不断提升，将带动存款增速加快。2019-2021 年分别给予 17.5%、17.0%和 16.0%的增速。
- 3) 净息差：2019 年宽货币带动市场利率下行，2020 年预计利率水平有所降低，2021 年货币政策或将趋于中性，资产收益率有所修复。资产收益率方面，预计同业资产及证券投资

资收益率在 2019 年至 2021 年先降后升，分别给予 2.60%、2.50%、2.70%和 4.10%、4.05%、4.15%的假设，贷款收益率预计随着常熟银行经营地域范围的扩大和客户群下沉，将更好地甄别客户风险，科学定价，贷款收益率仍有进一步提升空间，预计 2019-2021 年将分别达到 7.10%、7.20%和 7.25%。负债付息率方面，未来三年预计同业负债付息率 1.80%、1.70%和 1.75%；因长期债券会是降息、升息具有一定滞后效应，应付债券付息率未来三年或将持续下降，预计为 3.50%、3.45%、3.40%；行业整体存款增速下行，定期存款占比增加，揽存难度加大，预计常熟银行客户存款付息率将有所提升，未来三年分别为 2.30%、2.32%、2.34%。

- 4) 手续费及佣金收入：2019 受表外回表和理财业务净值化转型的影响，中收增速放缓。2020-2021 年随着理财净值化转型完成、金融科技成果逐步显现，中收增速逐渐上行。2019-2021 年手续费及佣金收入预计增速分别为 0%、2%和 2.5%。
- 5) 不良贷款：宏观经济下行压力仍大，推进普惠金融力度仍在增强，预计未来三年不良贷款生成率将会小幅上行，不良生成率分别为 0.95%、0.97%和 0.99%。未来三年不良贷款率则为 1.00%、1.02%和 1.04%。拨备覆盖率仍将维持在较高水平，统一为 460%估算。

表 8：业务分类及资产质量核心假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利息业务					
贷款总额增速	17.15%	19.26%	20.00%	19.50%	19.00%
存款增速	11.48%	14.24%	17.50%	17.00%	16.00%
计息负债增速	12.51%	13.54%	15.00%	15.00%	15.00%
生息资产增速	12.40%	14.21%	15.00%	15.00%	15.00%
净息差	2.91%	3.00%	3.40%	3.53%	3.66%
净利差	3.00%	3.10%	3.19%	3.32%	3.45%
非息业务					
手续费及佣金收入增速	36.94%	-7.28%	0.00%	2.00%	2.50%
非息收入增速	31.26%	5.06%	2.11%	3.30%	3.61%
资产质量					
不良贷款率	1.14%	0.99%	1.00%	1.02%	1.04%
不良贷款生成率	0.97%	0.68%	0.95%	0.97%	0.99%
信用成本率（贷款）	1.65%	1.79%	1.51%	1.39%	1.40%
信用成本率（生息资产）	0.87%	0.98%	0.86%	0.82%	0.86%
其他					
费用增速	10.86%	14.55%	11.08%	16.84%	16.95%

数据来源：东方证券研究所

表 9：收入分类预测表（金额：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	4324	5099	5933	7085	8434
利息收入	7360	8625	9914	11649	13696
利息支出	3036	3525	3981	4564	5262
手续费及佣金净收入	424	367	367	374	384
手续费及佣金收入	475	441	441	450	461
手续费及佣金支出	51	74	74	75	77
其他非息收入	182	269	283	297	311
营业收入	4997	5824	6582	7756	9129

同比

净利息收入	17.93%	16.34%	19.42%	19.04%
利息收入	17.19%	14.95%	17.50%	17.57%
利息支出	16.14%	12.93%	14.64%	15.28%
手续费及佣金净收入	-13.42%	0.00%	2.00%	2.50%
手续费及佣金收入	-7.28%	0.00%	2.00%	2.50%
手续费及佣金支出	43.31%	0.00%	2.00%	2.50%
其他非息收入	48.21%	5.00%	5.00%	5.00%
营业收入	16.55%	13.03%	17.83%	17.71%

占比

净利息收入	86.54%	87.56%	90.13%	91.35%	92.38%
手续费及佣金净收入	8.48%	6.30%	5.58%	4.83%	4.20%
其他非息收入	3.63%	4.62%	4.29%	3.82%	3.41%
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：东方证券研究所

4.2. 投资建议

4.2.1. 绝对估值

采用 DDM 方法对常熟银行进行估值，得到目标价为 8.93 元。2019-2021 年 EPS 预测值为 0.68、0.84、0.98 元，BVPS 预测值为 6.01、6.64、7.37 元。目标价对应 2019 年 PB 为 1.48 倍，对应 2019 年 PE 为 13.11 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：DDM 估值结果

	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS	0.66	0.68	0.84	0.98
BVPS	5.41	6.01	6.64	7.37
前收盘价	7.40			
前收盘价对应 PE	11.27 倍	10.87 倍	8.80 倍	7.52 倍
前收盘价对应 PB	1.37 倍	1.23 倍	1.11 倍	1.00 倍

每股股利	0.21	0.22	0.27	0.31
股息率	2.82%	2.92%	3.61%	4.22%
目标价-绝对估值	8.93			
目标价对应 PE	13.6 倍	13.11 倍	10.6 倍	9.1 倍
目标价对应 PB	1.65 倍	1.48 倍	1.3 倍	1.2 倍

数据来源：东方证券研究所

DDM 折现率采用 CAPM 模型得到，其中无风险收益率采用十年期国债到期收益率 3.10%，市场组合收益率采用十年沪深指数平均收益 7.24%，常熟银行近 24 个月收益率 beta 为 1.0233，得到折现率为 7.34%。长期杠杆假设为 9，股利永续增长率假设为 2%。

表 11：DDM 估值参数假设

估值日	2019-09-25	
无风险收益率	3.10%	十年期国债收益率
市场组合收益率	7.24%	十年上证综指平均收益
β	1.0233	近 24 个月收益率，上证综指
COE	7.34%	
股利永续增长率	2%	
长期杠杆	9	
永续增长率参考上限	5%	

数据来源：东方证券研究所

分三阶段对公司进行估值，主要经营假设结果呈现于“公司经营假设”表，三阶段公司价值分布呈现于“DDM 估值公司价值分布”表。由于股利永续增长率及永续期的分红比例对公司估值影响较大，故对这两项因素做了敏感性分析，结果呈现于“目标价对股利增长率及永续期分红比例敏感性测试”表。

分红比例假设方面，由于常熟银行过往对外扩张速度较快，当前异地村镇银行的自有存款尚不足以支撑其本身贷款投放，此外异地投资管理型村镇银行的新设和兼并都将消耗母公司资金，后续随着控股村镇银行资金自给能力增强，村镇银行扩张速度进入平稳期，预计分红比例进一步提升，第二阶段分红比例预计达到 34%。公司步入永续期后，增长放缓，分红比例将再次提升，预计达到 37%。

表 12：公司经营假设

经营假设	第一阶段					第二阶段	永续期首年
	2018A	2019E	2020E	2021E	平均	(2022-2031)	2032
生息资产增长率	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	10.0%	5.0%
生息资产/总资产	97%	97%	97%	98%	97%	97%	97%
贷款/生息资产	55%	57%	59%	61%	59%	59%	59%
净息差	3.00%	3.40%	3.53%	3.66%	3.53%	3.00%	2.80%
非息收入占比	11%	10%	9%	8%	9%	9%	9%

营业成本/营业收入	37%	37%	36%	36%	36%	37%	37%
资产减值损失/贷款	1.89%	1.58%	1.46%	1.48%	1.50%	1.55%	1.50%
税率	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
股利支付率	32%	32%	32%	32%	32%	34%	37%

数据来源：东方证券研究所

表 13：DDM 估值公司价值分布

估值结果	百万元	公司价值分布
第一阶段	1979	8%
第二阶段	7012	29%
永续期	15473	63%
公司价值	24463	
每股价值	8.93 元	

数据来源：东方证券研究所

表 14：目标价对股利增长率及永续期分红比例敏感性测试

目标价敏感性测试：		永续期分红比例						
元/股	8.93	31%	33%	35%	37%	39%	41%	43%
股利永续增长率	0.5%	7.02	7.27	7.51	7.75	7.99	8.23	8.47
	1.0%	7.30	7.56	7.82	8.08	8.34	8.60	8.86
	1.5%	7.63	7.91	8.19	8.47	8.75	9.03	9.31
	2.0%	8.01	8.32	8.62	8.93	9.23	9.54	9.84
	2.5%	8.47	8.81	9.14	9.48	9.81	10.15	10.48
	3.0%	9.05	9.42	9.79	10.16	10.53	10.91	11.28
	3.5%	9.77	10.18	10.60	11.02	11.44	11.86	12.28

数据来源：东方证券研究所

4.2.2. 辅以相对估值参考

作为 DDM 估值法的参考,我们也采用相对估值对常熟银行进行估值。此处采用 PB 估值方法,选取其他上市农商行作为可比公司,在一致预测 PB 的基础上,给出溢价。

估值溢价确定：参考过去常熟银行相对行业指数的平均溢价。常熟银行 2016 年 9 月上市,由于次新股估值较高,我们现选取 2017 年 10 月以后常熟银行估值与板块估值进行对比,得出 2017 年 10 月至今常熟银行的平均估值溢价为 57%。这主要是由于常熟银行“微贷”业务模式逐渐成熟,扩张路径清晰,息差领先同业,资产质量优于同业,盈利能力较好。但考虑未来贸易战不确定性会影响常熟银行省内进出口轻型加工企业的贷款质量,现对往期估值溢价进行一定程度下调,相对估值中给予 40%估值溢价。

图 16：常熟银行 PB 长期高于板块整体估值


数据来源：wind，东方证券研究所

可比公司 2019 年平均一致预期 PB 为 1.09，在此基础上给予 40% 估值溢价，得到常熟银行 2019 年相对估值 PB 为 1.52，对应目标价 9.16 元。

表 15：同业一致预测情况

	一致预测净利润增速			一致预测 ROE			一致预测 PB		
	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
江阴银行	6.0%	6.8%	10.9%	8.7%	7.8%	8.2%	0.94	0.84	0.77
苏农银行	9.7%	9.4%	11.9%	9.0%	9.1%	9.1%	1.04	0.94	0.87
无锡银行	10.1%	10.8%	13.4%	10.9%	11.1%	11.5%	0.94	0.85	0.79
张家港行	9.4%	11.5%	12.7%	9.2%	9.2%	9.9%	1.04	0.96	0.89
紫金银行	10.2%	12.5%	14.8%	11.3%	-	-	1.94	1.85	1.70
平均	9.1%	10.2%	12.7%	9.8%	9.3%	9.7%	1.18	1.09	1.01

数据来源：wind，东方证券研究所

5. 风险提示

经济下行仍会给公司带来资产质量恶化压力，对风控能力构成一定挑战。

在货币宽松大环境下，降息空间或将进一步扩大，公司净息差有进一步下行压力。

中美贸易战仍具有不确定性，公司主要经营区域江苏省，进出口贸易型企业较多，将面临一定外部风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利息收入	7,360	8,625	9,914	11,649	13,696	核心假设					
利息支出	3,036	3,525	3,981	4,564	5,262	贷款总额增速	17.15%	19.26%	20.00%	19.50%	19.00%
净利息收入	4,324	5,099	5,933	7,085	8,434	存款增速	11.48%	14.24%	17.50%	17.00%	16.00%
手续费和佣金净收入	424	367	367	374	384	计息负债增速	12.51%	13.54%	15.00%	15.00%	15.00%
营业收入	4,997	5,824	6,582	7,756	9,129	生息资产增速	12.40%	14.21%	15.00%	15.00%	15.00%
营业税金及附加	40	38	44	53	64	净息差	2.91%	3.00%	3.40%	3.53%	3.66%
业务及管理费	1,855	2,125	2,361	2,759	3,226	净利差	3.00%	3.10%	3.19%	3.32%	3.45%
资产减值损失	1,443	1,679	1,674	1,853	2,225	手续费及佣金收入增速	36.94%	-7.28%	0.00%	2.00%	2.50%
营业支出	3,339	3,844	4,081	4,667	5,518	非息收入增速	31.26%	5.06%	2.11%	3.30%	3.61%
营业利润	1,658	1,980	2,501	3,088	3,611	费用增速	10.86%	14.55%	11.08%	16.84%	16.95%
利润总额	1,668	1,977	2,498	3,086	3,609	信用成本率(贷款)	1.65%	1.79%	1.51%	1.39%	1.40%
所得税	346	392	496	612	716	信用成本率(生息资产)	0.87%	0.98%	0.86%	0.82%	0.86%
归属母公司股东净利润	1,264	1,486	1,866	2,305	2,696	有效税率	20.75%	19.84%	19.84%	19.84%	19.84%
每股收益(元)	0.57	0.66	0.68	0.84	0.98	每股拨备前利润	1.13	1.33	1.52	1.80	2.13
						每股净利润	0.57	0.66	0.68	0.84	0.98

资产负债表						CAMEL 分析					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及存放央行	15,633	16,760	17,130	22,107	24,850	C:核心资本充足率	12.97%	15.12%	13.55%	13.04%	12.58%
存放同业	1,105	1,762	1,850	1,943	2,040	C:资本充足率	12.97%	15.12%	13.55%	13.04%	12.58%
拆出资金	1,184	563	591	621	652	C:权益/贷款	14.83%	15.26%	16.22%	14.95%	13.89%
买入返售金融资产	1,033	123	129	135	142	C:权益/资产	7.69%	7.82%	8.71%	8.77%	8.45%
发放贷款和垫款	74,919	88,727	106,232	126,825	150,776	C:财务杠杆率	13.01	12.78	11.48	11.41	11.83
交易性金融资产	425	0	0	0	0	A:不良贷款比率	1.14%	0.99%	1.00%	1.02%	1.04%
证券投资-可供出售金融资产	18,239	27,439	39,023	40,497	43,945	A:拨备覆盖率	325.93%	445.02%	460.00%	460.00%	460.00%
证券投资-持有至到期投资	13,067	15,220	21,646	22,463	24,376	A:拨备充足率	1039.83%	1367.82%	1367.82%	1367.82%	1367.82%
资产合计	145,825	166,704	192,705	220,168	251,933	A:拨贷比	3.72%	4.38%	4.60%	4.69%	4.78%
同业及其他金融机构存放	441	1,244	1,269	1,295	1,321	A:不良资产/(权益+拨备)	6.34%	5.19%	4.98%	5.39%	5.78%
拆入资金	130	79	80	82	83	E:ROA	0.87%	0.89%	0.97%	1.05%	1.07%
交易性金融负债	0	0	0	0	0	E:ROAA	0.96%	1.01%	1.11%	1.20%	1.23%
卖出回购	8,106	7,526	7,677	7,830	7,987	E:ROE	12.08%	11.58%	11.32%	12.66%	13.35%
客户存款	99,005	113,101	132,894	155,485	180,363	E:ROAE	12.52%	12.62%	12.79%	13.67%	14.50%
负债合计	134,716	153,169	175,471	201,209	230,997	E:RoRWA	1.16%	1.18%	1.28%	1.39%	1.42%
股本	2,223	2,263	2,741	2,741	2,741	E:成本收入比	37.13%	36.50%	35.87%	35.57%	35.34%
资本公积	694	886	3,251	3,251	3,251	E:手续费和佣金收入占比	8.48%	6.30%	5.58%	4.83%	4.20%
盈余公积	3,213	3,623	4,138	4,773	5,517	E:股利分配比例	31.65%	31.74%	31.74%	31.74%	31.74%
未分配利润	1,790	2,056	2,421	2,862	3,339	L:存贷比	75.67%	78.45%	79.94%	81.57%	83.60%
少数股东权益	641	700	747	747	747	L:贷款/生息资产	52.73%	54.68%	56.93%	59.10%	61.10%
股东权益合计	11,109	13,536	17,233	18,959	20,936	L:存款/计息负债	75.61%	76.07%	77.72%	79.08%	79.76%
负债合股东权益总计	145,825	166,704	192,705	220,168	251,933						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

