

张家港行 (002839.SZ)

微贷业务发展迅速，推动各项财务指标“优化升级”

张家港行：农村金融改革先驱，聚焦中小微。张家港行具有敏锐的市场判断力与行动力，重点业务布局走在行业前列：01年成为首家农商行、08年率先抓住机遇实现跨区域经营、17年成为首批上市农商行等等。其管理层经验丰富，在农村金融、异地经营、微贷业务领域积累了宝贵的经验。17年以来全行上下明确了零售转型的方向，在此背景下，微贷业务作为“尖兵”快速扩张。预计未来三年微贷业务占比将提升至25%-30%，零售占比提升至40%-50%，将从传统对公型农商行中“华丽转身”。

张家港市为核心，良好的区域土壤+异地布局。张家港行的经营核心主要为张家港市（资产占比69.5%），以此为基础，在南通、无锡、苏州设有三家分行，13家异地支行（其中江苏省内12家）、2家村镇银行，并参股2家异地农商行，成为江苏省内异地布局最全的农商行之一。其中苏南三大城市（苏州、南通、无锡）资产占比达91%，这一地区经济基础雄厚、民营经济活跃，为张家港行微贷业务的发展带来了优质的土壤。

微贷业务：张家港财务数据全面优化的“钥匙”。2017年原常熟银行小额贷款中心总经理黄永斌先生调任张家港行任副行长，为张家港行微贷业务带来了丰富的管理经验。此后在全行上下的支持下，张家港行微贷业务发展迅猛，19H张家港行个人经营贷款余额达到139.13亿元，是2016年末的3倍，其在江苏省内的市占率已提升至2.08%，在区域性银行中排名第四。微贷业务的迅猛发展直接推动张家港行各项财务指标“全面优化”：

A. 规模增长：直接推动贷款增速从10%以下的增速上升到20%左右，是近两年其信贷增长的核心动力，占新增贷款的44%。

B. 息差提升：微贷业务收益率高，推动息差从16年的2.24%快速提高到19H的2.85%，提升幅度在可比农商行中最高，趋势也最稳定。

C. 资产质量：微贷具有“小额分散”的特点，过去几年张家港行微贷业务不良率基本保持在1%以下，带动整体资产质量保持稳健。

展望未来，张家港行具备较好的业务开展条件：1) 较好的异地布局；2) 灵活的“人才招聘”机制（主因社保缴纳地的历史遗留原因）。3) 张家港行整体规模较小，微贷业务对结构的优化更“容易”：微贷业务每增加100亿可提升微贷占比13%。4) 过去几年张家港行全行上下对零售转型战略鼎力支持，且微贷业务以形成了成熟的业务体系。短期看疫情或对微贷业务的需求、资产质量带来阶段性影响，但总体可控，且预计随着疫情的控制将逐步恢复，中长期看依旧是一条优质赛道。

基本面分析：不论从资产负债还是收入结构角度看，张家港行均为“典型”的农商行。但在过去几年微贷业务迅速发展的过程中：其息差稳步提升，带动业绩增速持续回暖，19年前三季度其营收、利润增速已提升至30%、14%，ROE下降趋势也有所放缓（19年预计为9.2%）。同时，资产质量稳步改善（结构优化+存量包袱不断减轻），19H逾期贷款占比仅0.67%，农商行中最低水平。中长期看，预计张家港行财务指标的韧性均将优于同业平均水平。

投资建议：公司基本面在上市农商行中较优，小微业务快速发展。当前19PB仅0.93x，处于历史底部，看好其估值修复的空间。此外，不论是从资本缺口、条款设计，还是市场表现的角度看，预计转股概率较大，具备不错的投资价值。预计19/20/21年其归母净利润分别为9.52/10.94/12.61亿，BVPS为5.96/6.40/6.90元，首次覆盖予以“增持”评级。

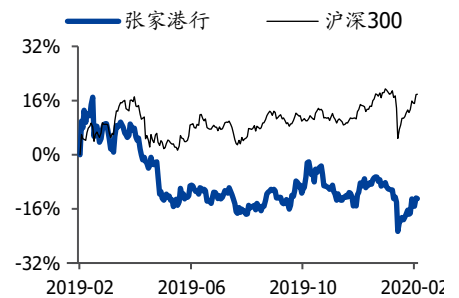
风险提示：宏观经济恶化，疫情发展超预期，金融监管趋严，利率市场化推进超预期。

增持（首次）

股票信息

行业	银行
最新收盘价	5.55
总市值(百万元)	10,031.98
总股本(百万股)	1,807.56
其中自由流通股(%)	73.60
30日日均成交量(百万股)	13.61

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

研究助理 陈功

邮箱：chenggong2@gszq.com

相关研究

- 《银行：积极“抗疫”，政策有哪些思路？》2020-02-29
- 《银行：疫情对银行股的影响，市场都关注什么？》2020-02-23
- 《2020 银行年度策略：自下而上精选个股，自上而下关注对公》2019-12-05

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,414	2,999	3,751	4,322	5,008
增长率 yoy (%)	-1.06%	24.07%	25.08%	15.22%	15.87%
拨备前利润(百万元)	1,549	1,919	2,362	2,727	3,155
增长率 yoy (%)	3.28%	23.62%	23.09%	15.47%	15.67%
归母净利润(百万元)	763	835	952	1,094	1,261
增长率 yoy (%)	10.68%	9.44%	14.01%	14.85%	15.27%
每股净收益(元)	0.42	0.46	0.53	0.60	0.70
每股净资产(元)	4.58	5.49	5.96	6.40	6.90

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



财务报表和主要财务比率

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS	0.42	0.46	0.53	0.60	0.70	净利息收入	2,125	2,720	3,212	3,604	4,117
BVPS	4.58	5.49	5.96	6.40	6.90	净手续费收入	114	33	35	38	41
每股股利	1.00	1.50	0.17	0.20	0.23	其他非息收入	175	246	504	680	850
P/E	13.17	12.03	10.56	9.19	7.97	营业收入	2,414	2,999	3,751	4,322	5,008
P/B	1.21	1.01	0.93	0.87	0.81	税金及附加	(18)	(21)	(31)	(35)	(40)
业绩增长率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业务及管理费	(877)	(1,060)	(1,388)	(1,599)	(1,853)
净利息收入	7.26%	28.02%	18.09%	12.21%	14.24%	营业外净收入	30	1	30	40	40
净手续费收入	-9.01%	-71.05%	7.30%	7.01%	7.10%	拨备前利润	1,549	1,919	2,362	2,727	3,155
营业收入	-1.06%	24.07%	25.08%	15.22%	15.87%	资产减值损失	(804)	(1,065)	(1,388)	(1,609)	(1,866)
拨备前利润	3.28%	23.62%	23.09%	15.47%	15.67%	税前利润	744	854	974	1,118	1,289
归母净利润	10.68%	9.44%	14.01%	14.85%	15.27%	所得税	7	(36)	(41)	(47)	(55)
盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	税后利润	751	818	932	1,071	1,234
净息差(测算)	2.23%	2.54%	2.75%	2.75%	2.75%	归母净利润	763	835	952	1,094	1,261
生息资产收益率	4.40%	4.41%	4.44%	4.44%	4.42%	资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
计息负债成本率	2.46%	2.13%	1.90%	1.87%	1.86%	存放央行	10,199	11,231	12,827	14,635	16,706
ROAA	0.79%	0.77%	0.81%	0.84%	0.86%	同业资产	4,078	1,177	1,017	834	700
ROAE	9.78%	9.18%	9.20%	9.79%	10.49%	贷款总额	49,111	60,160	71,404	82,328	92,208
成本收入比	36.33%	35.36%	37.01%	37.00%	37.00%	贷款减值准备	(1,619)	(1,980)	(2,405)	(2,941)	(3,475)
资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	贷款净额	47,492	58,180	68,998	79,387	88,733
不良贷款余额	872	885	978	1,162	1,301	证券投资	38,340	39,486	36,375	42,498	48,993
不良贷款净生成率	1.37%	1.08%	1.06%	1.10%	1.10%	其他资产	3,063	3,373	3,653	413	467
不良贷款率	1.78%	1.47%	1.37%	1.41%	1.41%	资产合计	103,173	113,446	122,870	137,767	155,600
拨备覆盖率	185.60%	223.85%	245.88%	253.11%	267.13%	存款余额	70,544	79,504	90,801	103,604	118,264
拨贷比	3.30%	3.29%	3.37%	3.57%	3.77%	同业负债	15,540	13,910	16,372	18,418	20,996
资本状况	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	应付债券	2,877	4,695	3,287	3,320	3,419
资本充足率	12.93%	15.65%	15.37%	14.56%	13.81%	负债合计	94,784	103,436	111,996	126,134	143,087
核心资本充足率	11.82%	11.94%	11.96%	11.51%	11.08%	股东权益合计	8,389	10,011	10,874	11,633	12,512
核心一级资本充足率	11.82%	11.94%	11.96%	11.51%	11.08%	负债及股东权益合计	103,173	113,446	122,870	137,767	155,600

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、张家港行：农村金融改革先驱，聚焦中小微	5
二、张家港市为核心，良好的区域土壤+异地布局	8
三、微贷业务能给张家港行带来什么？	11
3.1 微贷业务：专业化市场，需要专业化的银行	11
3.2 张家港行：微贷业务快速扩张，带动财务数据全面优化	12
3.3 张家港行微贷业务未来空间如何？	14
四、基本面：当前处农商行中游，微贷业务助其“脱颖而出”	17
4.1 结构分析：典型的区域性农商行，微贷业务为主要亮点	17
4.2 净息差：微贷业务发展直接带动息差提升，未来更有韧性	19
4.3 资产质量：近期持续改善，逾期率仅 0.67%，相比大多农商行更“扎实”	19
4.4 业绩增长与 ROE：近期业绩改善明显，未来 ROE 有提升空间	21
五、可转债进入转股期，投资价值凸显	22
六、盈利预测与投资建议	24
6.1 盈利预测	24
6.2 投资建议	24
风险提示	26

图表目录

图表 1: 张家港行主要发展历程	5
图表 2: 张家港行前十大股东股权结构 (截止 19 年三季报)	6
图表 3: 上市农商行规模比较 (亿元, 19 年 9 月末)	6
图表 4: 张家港行贷款结构 (19H)	6
图表 5: 张家港行从 2017 年下半年开始发力个人经营性贷款业务	7
图表 6: 张家港行董事会、管理层情况	8
图表 7: 张家港行在江苏省内的主要网点布局, 及区域经济情况	9
图表 8: 张家港行在江苏省内的主要网点布局, 及区域经济情况 (未特殊标注的单位为亿)	9
图表 9: 过去几年张家港市经济增长稳健	10
图表 10: 张家港市人均 GDP 明显高于全国平均水平	10
图表 11: 2018 年按注册类型划分的规模以上工业企业收入分布	10
图表 12: 2018 年按规模划分的规模以上工业企业收入分布	10
图表 13: 常见贷款类型的户均贷款情况 (测算, 万元)	11
图表 14: 主要银行贷款收益率 VS 民间融资利率 (19H)	11
图表 15: 18 年末全国各省份小微贷款市场情况 (部分, 亿元)	12
图表 16: 2019H 江苏省主要区域性银行的个人经营性贷款情况 (亿元)	12
图表 17: 张家港行贷款增速及分项贡献度	13
图表 18: 主要上市农商行净息差走势	14
图表 19: 15 年以来张家港行净息差走势及拆分分析	14
图表 20: 张家港行江苏省内分支机构所在地的个人经营性贷款的余额测算 (2017A, 亿元)	15
图表 21: 苏州地区上市农商行人员规模情况 (人)	16
图表 22: 张家港行、常熟银行、台州银行相关指标对比 (2018A, 亿元)	17
图表 23: 19Q1-Q3 上市农商行营业收入结构	18
图表 24: 2019H 上市农商行投资类资产结构	18
图表 25: 19 年 9 月末, 张家港行资产负债结构及同业对比: 与农商行整体基本相当	18

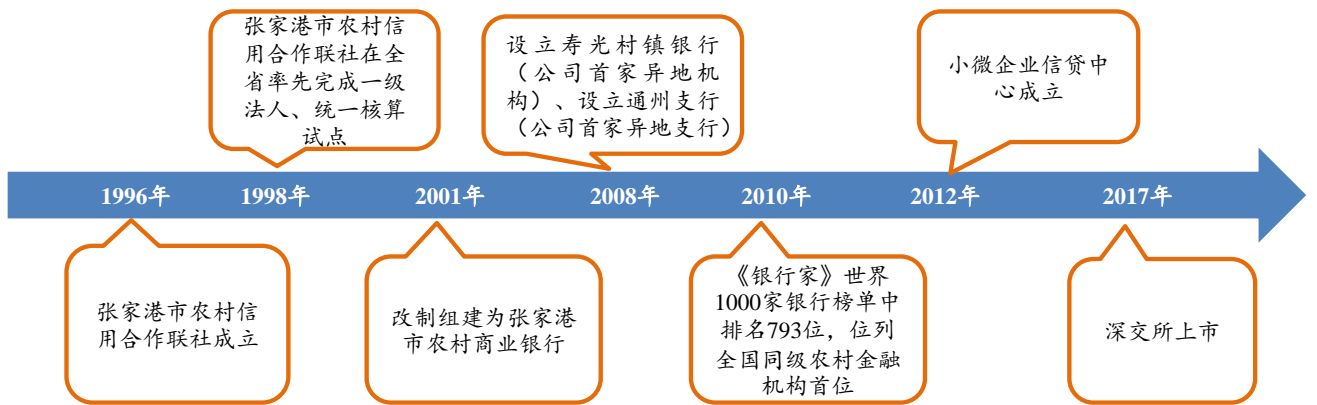
图表 26: 19 年 6 月末, 张家港行存、贷款结构及同业对比	19
图表 27: 主要上市农商行净净息差结构分析 (19H)	19
图表 28: 张家港行各存量风险指标呈改善趋势	20
图表 29: 张家港行风险抵御能力整体有所增强	20
图表 30: 主要上市农商行资产质量指标对比 (未特别标注的为 19H 数据)	20
图表 31: 17 年以来张家港行业绩增速持续改善 (亿元)	21
图表 32: 张家港行 VS 农商行: 业绩增速对比	21
图表 33: 张家港行业绩增长贡献度拆分, 及与农商行整体的比较	21
图表 34: 张家港行 ROE 拆分分析, 及与农商行整体的比较	22
图表 35: 张家港行可转债条款	23
图表 36: 银行系转债转股溢价率较高, 转股预期较强 (2 月 19 日)	23
图表 37: 张家港行 PB-BAND	25
图表 38: 主要上市银行估值表	25

一、张家港行：农村金融改革先驱，聚焦中小微

国内首家农商行，农村金融改革的先行者，具备良好的市场化基因。张家港行前身为张家港市农村信用合作社，成立于1996年，在过去的农村金融改革历程中多次走在行业前列，为其后续的长期发展打开局面，具体来说：

- 1) 1998年在江苏省内率先完成一级法人、统一核算试点。
- 2) 2001年获央行批复，成为全国首家由农村信用社改制组建的地方性股份制商业银行。
- 3) 2008年银监会3号令《农村中小金融机构行政许可事项实施办法》明确允许农商行异地开设支行后，张家港行迅速设立寿光村镇银行及通州支行，成为国内首批实现跨区域布局的农商行。截至19年6月，以张家港市为核心，在江苏省内外设有3家异地分行、41家支行、1家社区支行，并在山东寿光、江苏东海设有村镇银行子公司，同时参股江苏兴化农商行及安徽休宁农商行，形成跨区域布局的良好态势。
- 4) 17年初，张家港行在深交所成功上市，成为首批上市的5家农商行之一，公司发展进入新阶段，也进一步打开了融资渠道与空间。

图表1：张家港行主要发展历程

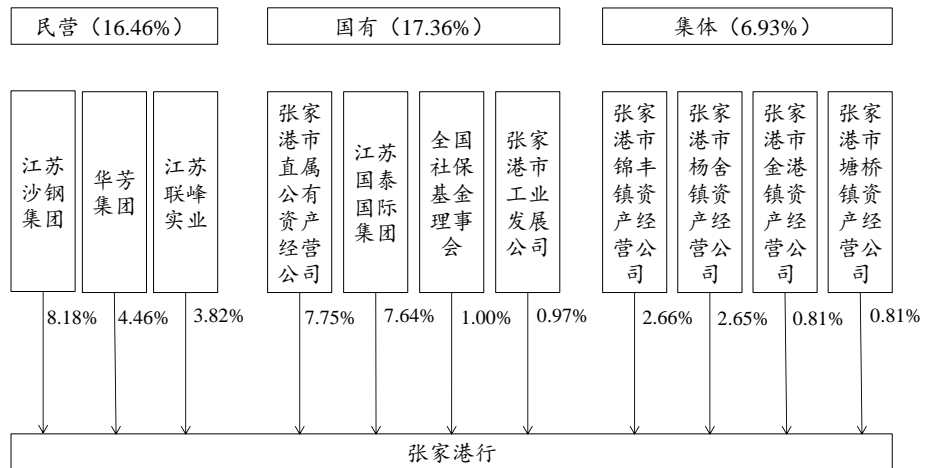


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

股东背景多元，带来多维度的资源与支持。截至19年三季报，第一大股东为当地民企巨头沙钢集团（持股8.18%），此外张家港市国资控股的张家港市直属公有资产经营公司、国泰国际集团、张家港市工业发展公司合计持股达到16.36%。综合来看，公司前11大股东中民营背景股东合计持股16.46%，国有背景股东合计持股17.36%，此外集体经济背景的张家港市锦丰镇资产经营公司等合计持股6.93%。国资+集体企业+民营企业的多元化股东背景可以为张家港行多维度的资源与支持。

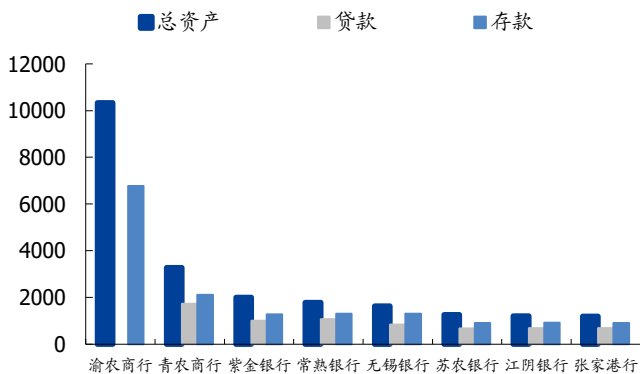
规模最小的上市银行，聚焦中小微。截至19年9月末，张家港行总资产为1195.10亿元，贷款总额691.34亿元，存款总额904.12亿元，均处于上市农商行末位。当前总市值仅100亿左右，整体规模体量相对较小，对应成长空间与弹性也相对较大。在规模不占优势的情况下，张家港行充分利用江苏省民营经济活跃的特点，扎根县域，始终聚焦于中小微企业，业务特色较为明显。截至19年6月末，张家港行中小微企业贷款415亿元，个人经营贷款139亿元，合计占总贷款比重达到84%。

图表 2: 张家港行前十大股东股权结构 (截止 19 年三季度)



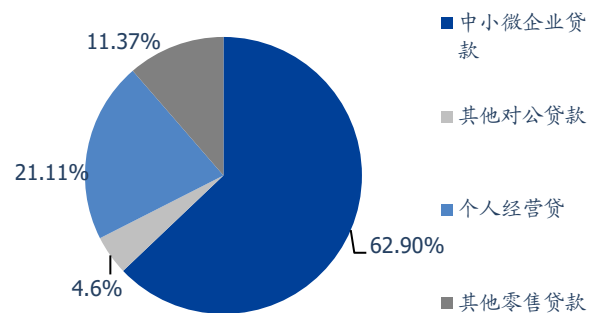
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 3: 上市农商行规模比较 (亿元, 19 年 9 月末)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 4: 张家港行贷款结构 (19H)

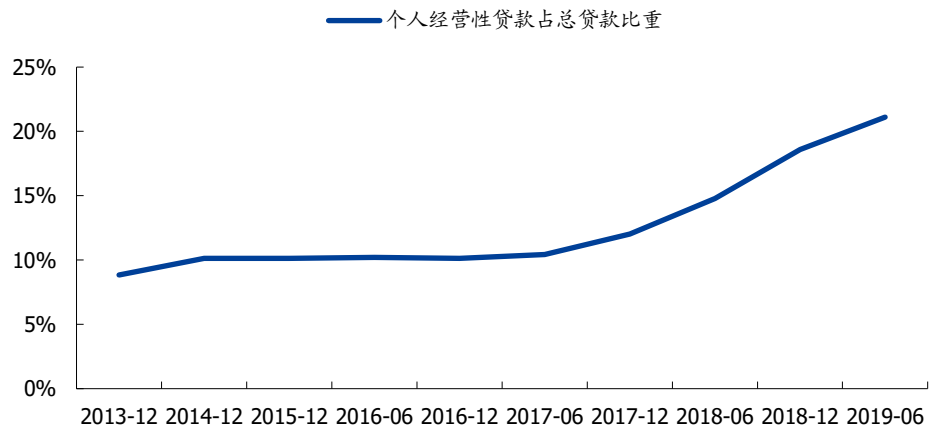


资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

管理层经验丰富, 带领张家港行各项业务自成立以来走在行业前列。

- 1) 董事长季颖先生在张家港农信社成立初即担任总稽核、副主任的职位, 01 年改制为商业银行后, 到 17 年均担任行长, 对张家港行的经营知根知底。
- 2) 现任行长杨满平先生, 此前在宜兴农商行、无锡农商行、昆山农商行均担任过副行长或行长, 对各个地区的农村金融业务非常了解, 为张家港行的异地经营带来了宝贵的经验。
- 3) 2017 年常熟银行原副行长兼小额贷款中心总经理黄勇斌先生调任张家港行担任副行长, 此后全行上下将零售转型作为战略方向, 加速推进微贷业务转型, 个人经营性贷款占总贷款的比重从 16 年的 10% 逐步提升至当前的 21%, 微贷业务也将成为未来转型发展的重要方向 (预计未来 3 年将逐步提升至 25%-30% 左右, 带动零售贷款占比提升至 40%-50%, 后文详细分析)。

图表 5: 张家港行从 2017 年下半年开始发力个人经营性贷款业务



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表6: 张家港行董事会、管理层情况

姓名	职务	任职日期	出生年份	职称	个人简历
季颖	董事长	2017年5月26日	1965年	审计师、注册会计师、高级经济师	现任本行党委书记、江苏兴化农村商业银行股份有限公司董事。历任张家港市(沙洲县)审计局办事员、副股长、副科长、科长、副局长,张家港农信社联合社总稽核、副主任,本行党委副书记、行长、董事、副董事长。
杨满平	董事兼行长	2017年5月26日	1969年	高级经济师	历任宜兴市洋溪信用社、十里牌信用社、宜兴市农村信用合作联社财务会计科办事员,宜兴市农村信用合作联社信贷科副科长,副科长(正科级)兼国际业务部总经理,宜兴市农村信用合作联社副主任,宜兴农村合作银行副行长,宜兴农村商业银行副行长,无锡农村商业银行副行长,昆山农村商业银行行长。历任常熟市谢桥信用社员工,常熟市琴南信用社主任助理,常熟市农村信用合作联社财务核算办事员、经理助理,常熟农村商业银行白茆支行副行长(主持工作),常熟农村商业银行风险管理部副总经理(主持工作)、总经理,常熟农村商业银行小额贷款中心总经理,常熟农村商业银行行长助理兼小额贷款中心总经理,常熟农村商业银行副行长兼小额贷款中心总经理,常熟农村商业银行副行长。
黄勇斌	董事兼副行长	2017年5月26日	1967年	经济师	现任本行董事会秘书。历任张家港农村信用联社合兴信用社办事员,张家港农村信用联社监察审计科办事员、副科长,本行总行营业部总经理,本行办公室主任兼行政后勤部总经理,本行董事、董事会秘书兼董事会办公室主任。
张平	董事兼董事会秘书	2014年5月30日	1965年	助理会计师	历任昆山市周庄农村信用社办事员、副主任,昆山市前进路农村信用社主任,江苏昆山农村商业银行股份有限公司营业部总经理、行长助理兼营业部总经理、副行长。
郭卫东	副行长	2016年5月26日	1968年	助理经济师	历任交通银行张家港支行柜员、稽核科科员,本行后塍支行柜员,总行营业部柜员、客户经理,本行杨舍支行副行长,本行个人业务部副总经理(主持工作),本行零售业务部总经理。
孙瑜	副行长	2014年5月30日	1974年	经济师	历任张家港农村信用联社合兴信用社记账员、信贷员,本行合兴支行副行长、副行长(主持工作),本行授信评审部副总经理(主持工作)、总经理,信贷管理部总经理,昆山农村商业银行副行长。
陆亚明	副行长	2014年5月30日	1967年	无	历任启东市茅家港信用社出纳、会计,启东市农村信用合作联社营业部会计、信贷员,启东市农村信用合作联社财务科办事员,启东市北新信用社内勤主任,启东市民主信用社主任,启东农村商业银行授信审批部总经理,启东农村商业银行党委委员、副行长。
沙健健	副行长	2017年5月26日	1977年	经济师	

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

二、张家港市为核心, 良好的区域土壤+异地布局

张家港行的经营区域: 张家港市为核心, 辐射苏南。张家港行的经营核心主要为张家港市, 19年6月末张家港地区贷款占比 56.14%, 总资产占比达 69.5%, 其在张家港市设

有支行 27 家，遍布当地 8 个镇、张家港市保税区、张家港市现代农业示范园区。

在此基础上，张家港行过去几年积极在江苏省其他地区布局网点，截止 19 年 6 月末已在南通、无锡、苏州设有三家分行，并设有异地支行 13 家（其中江苏省内 12 家），在山东寿光、江苏东海设有村镇银行子公司，同时参股江苏兴化农商行及安徽休宁农商行，成为了江苏省内异地布局最全的农商行之一（异地分支机构数目仅次于常熟银行）。

图表 7: 张家港行在江苏省内的主要网点布局, 及区域经济情况

	参股农商行	控股村镇银行	异地分行	异地支行
江阴银行	0	5	3	7
无锡银行	2	2	3	7
苏农银行	5	2	1	13
紫金银行	3	0	2	0
常熟银行	7	30	7	20
张家港行	2	2	3	14

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

综合来看, 张家港行在苏南地区三大城市, 苏州 (含张家港市)、无锡、南通三地资产规模达到 849 亿, 占其总资产比重高达的 91%。这三大城市经济发达, 过去 3 年平均 GDP 增速均在 7% 以上, 人均 GDP 均在 10 万元以上, 为张家港行个人、小微企业业务的开展带来了“肥沃”的区域经济土壤。

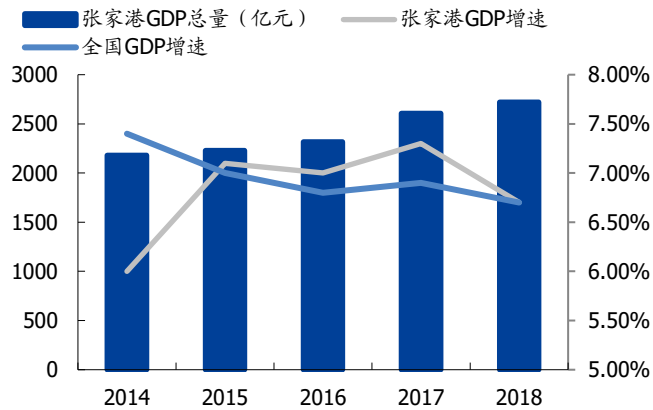
图表 8: 张家港行在江苏省内的主要网点布局, 及区域经济情况 (未特殊标注的单位为亿)

	张家港行布局				区域经济情况							
	分支机构	总资产	总资产占全行比重	机构数	员工数	GDP 总量 (亿)	18 年 GDP 增速	过去 3 年 GDP 增速	常住人口 (万人)	人均 GDP (万/人)	社零消费/GDP	出口总额/GDP
苏州市	营业部、苏州分行、昆山, 常熟, 张家港本地相关支行	710.0	75.89%	86	806	18,598	6.8%	7.8%	1,072	17.4	30.90%	77.9%
无锡市	无锡分行、江阴支行	60.9	6.51%	2	82	11,439	7.4%	7.4%	657	17.4	32.11%	34.7%
南通市	南通分行、崇川, 通州, 启东, 海门、如皋支行	78.2	8.35%	7	171	8,427	7.2%	8.1%	731	11.5	36.65%	21.1%
宿迁市	宿豫支行	19.3	2.06%	1	43	2,751	6.8%	7.1%	493	5.6	30.31%	6.9%
连云港市	连云港新浦支行	9.3	0.99%	1	31	2,772	4.7%	6.6%	452	6.1	40.46%	10.5%
徐州市	徐州云龙, 邳州支行	27.2	2.91%	2	68	6,755	4.2%	6.7%	880	7.7	45.92%	10.1%
镇江-丹阳市	丹阳支行	14.2	1.52%	1	29	1,250	2.8%	6.3%	99	12.7	28.70%	15.6%
青岛-即墨市	青岛即墨支行、即墨鳌山卫社区支行	16.5	1.77%	2	40	1,413	8.4%	6.4%	124	11.5	35.25%	21.2%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

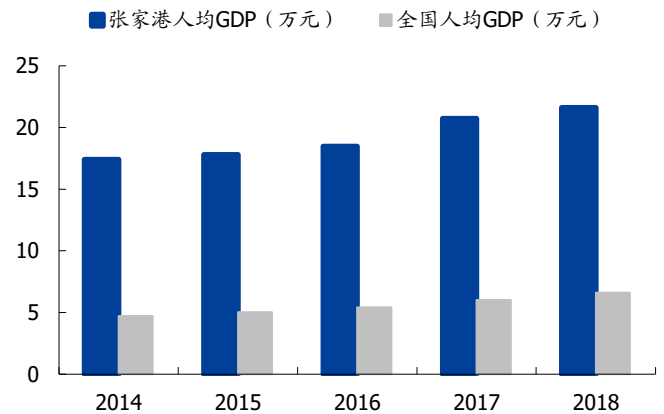
张家港市: 百强县前三, 经济基础雄厚。苏州 GDP 总量位居江苏省各市之首, 其中张家港市 2018 年 GDP 总额约 2720 亿, 人均达 21.6 万元, 在苏州下辖行政区排名中列第二, 过去几年增长稳健, 且领先全国平均水平。综合来看, 张家港是中国综合实力最强的县级市之一, 常年位居中国百强县 (市) 前列、中国中小城市综合实力百强市第三名, 在经济、文化、金融、商贸、会展、服务业和社会建设等领域成就显著, 为张家港行的各类业务提供了良好的发展土壤。

图表 9: 过去几年张家港市经济增长稳健



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 10: 张家港市人均 GDP 明显高于全国平均水平

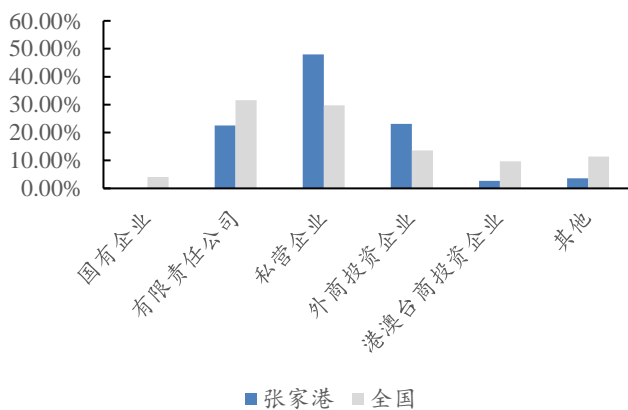


资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

外向型经济为主导，冶金产业为支柱。张家港市是沿海和长江两大经济开发带交汇处的新兴港口工业城市，地理位置优越。与此对应，张家港市 2018 年出口总额为 175 亿美元，占 GDP 比重约 45%。其出口商品主要是塑料产品、纺织产品和化工产品，主要出口国家为美国、日本、韩国。产业结构上，张家港市以二三产业为主（合计占 GDP 比重约 98.8%），其中冶金、纺织、机电、化工和食品五大行业产值占规模以上工业总产值比重超过 95%。

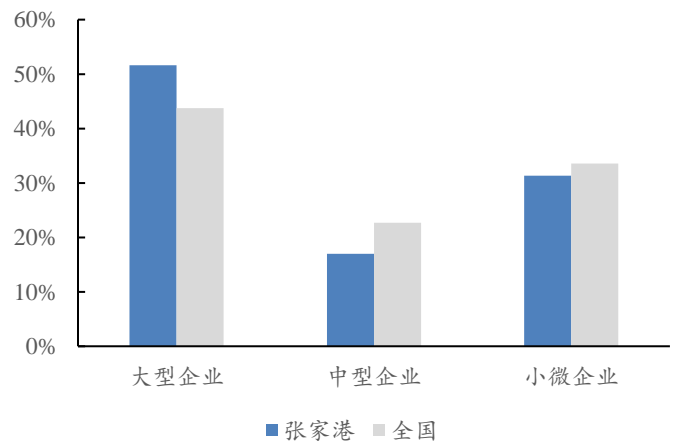
民营经济活跃，但以中大型企业为主。张家港市企业类型多样，经济活动活跃，为各类银行创造了业务空间。从所有制结构看，私营企业和外商投资企业较活跃。而与全国数据相比，张家港私营企业和外商投资企业的收入占比明显更高。但从规模结构来看，张家港大型企业占比相对更高，中小企业占比更低。一方面张家港市早年乡镇企业成长为大中型企业，同时小微企业也比较活跃，整体结构较为均衡。

图表 11: 2018 年按注册类型划分的规模以上工业企业收入分布



资料来源: Wind 资讯, 张家港统计年鉴, 国盛证券研究所

图表 12: 2018 年按规模划分的规模以上工业企业收入分布



资料来源: Wind 资讯, 张家港统计年鉴, 国盛证券研究所

综合来说，张家港市大中型民营企业为张家港行的存款、对公贷款带来了较好的基础。而以龙头民企为核心的小微企业产业链，加上江南地区本身较为活跃的小微企业土壤则为张家港行微贷业务带来发展空间。

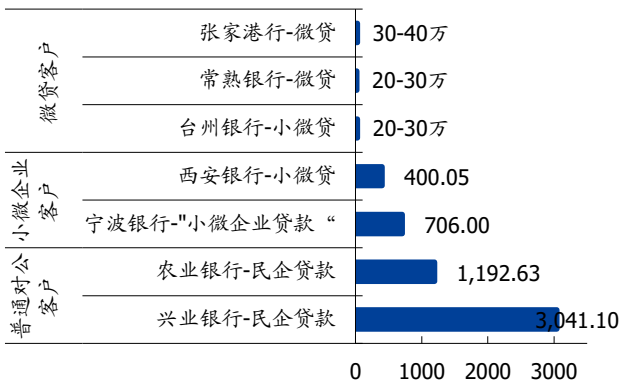
三、微贷业务能给张家港行带来什么？

3.1 微贷业务：专业化市场，需要专业化的银行

微贷业务：更小、更散、更下沉，专业化银行的“香饽饽”。微贷业务一般指自然人属性的个人经营性贷款，客户主体往往是农户、个体工商户以及小微企业主等，相比法人小微企业贷款，这类贷款的特点在于：

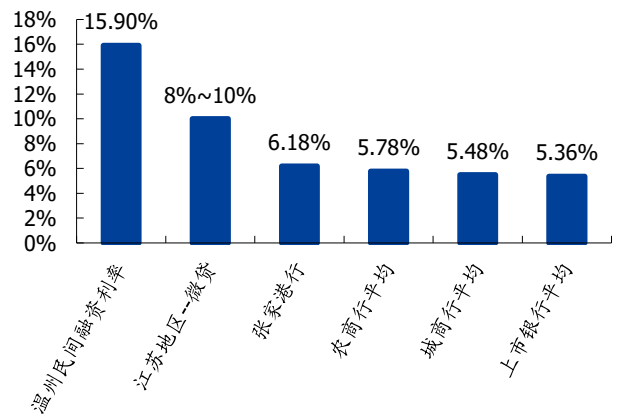
- 1) “更小、更散、更下沉”。以张家港行为例，19H 其全行个人经营性贷款约 139 亿，服务客户约 3.5 万户，户均贷款仅 30-40 万元左右，明显低于一般的小微企业贷款。
- 2) 微贷业务的综合成本相对较高。一方面，大多数个体工商户、小微企业生命周期较短（往往在 3 年以内），因此对于大多数银行而言，资产质量“相对难控”，带来较高的信贷成本。另一方面，微贷业务天然具有信息不对称，需要大量的人力，运营成本高。
- 3) 但对于专业化银行而言，微贷业务是“香饽饽”。正是由于这些微贷客户的金融服务不充分，银行的议价能力较强，微贷业务的综合收益率大约在 8%-10% 左右，明显高于同业。但是，微贷利率相比民间资金利率仍处于“较低水平”（wind 数据显示，19 年以来温州地区民间融资综合利率高达 15.9%），且跟银行打交道更为透明、也更加放心，银行从事微贷业务的发展空间较大。因此微贷业务一旦机制成熟、形成规模效应、发展空间较大。

图表 13: 常见贷款类型的户均贷款情况 (测算, 万元)



资料来源: Wind 资讯, 张家港统计年鉴, 中国统计年鉴

图表 14: 主要银行贷款收益率 VS 民间融资利率 (19H)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

微贷业务的发展离不开区域经济的土壤，江苏省微贷土壤较好，且发展较快。央行的信贷收支表中显示，18 年末，全国个人经营性贷款余额约 10.01 万亿，增速为 12.3%，占贷款总额的比例约 7.4%。披露相关数据的省份中，个人经营性贷款发展较好的地区为浙江、广东、江苏三省，其个人经营性贷款分别高达 1.1 万亿、9671 亿、5991 亿，规模位于各省份前三，且其整体增速、人均贷款情况都整体优于其他省份，其中江苏省 18 年增速达 15.98%，高于全国大多数省份。这三个省份发展较快的背后是其成熟的经济带来的“优质土壤”，这三大省份不仅 GDP 总量大，增速稳定，而且均逐步从“投资驱动型”转变为“消费驱动型”，消费增速明显高于投资增速。

图表 15: 18 年末全国各省份小微贷款市场情况 (部分, 亿元)

	个人经营性贷款	个人经营性贷款占贷款总额比重	个人经营性贷款增速	常住人口 (万人)	人均贷款 (元/人)	2018年经济增速 (%)			过去3年复合增速 (%)		
						GDP	消费	投资	GDP	消费	投资
全国	100,940	7.43%	12.34%	139,538	7,234	6.60	8.98	5.90	6.70	9.86	7.06
浙江	11,115	12.55%	10.32%	5,737	19,374	7.10	9.00	7.10	7.47	10.20	8.86
广东	9,671	7.00%	18.95%	11,346	8,524	6.80	8.80	10.70	7.28	9.66	11.39
江苏	5,991	5.18%	15.98%	8,051	7,441	6.70	7.90	5.50	7.22	9.79	6.83
山东	5,211	6.97%	15.03%	10,047	5,187	6.40	8.80	4.10	7.12	9.66	7.27
四川	4,393	8.12%	10.50%	8,341	5,267	8.00	11.10	10.20	7.97	11.60	11.29
河北	3,840	8.04%	9.29%	7,556	5,082	6.60	9.00	6.00	6.67	10.10	6.56
广西	2,529	9.69%	6.75%	4,926	5,134	6.80	9.30	10.80	7.07	10.40	12.13
陕西	2,158	7.07%	-0.40%	3,864	5,584	8.30	10.20	10.40	7.97	11.00	12.42
新疆	1,605	8.82%	-2.57%	2,487	6,454	6.10	5.20	-25.20	7.10	7.09	-5.21
西藏	278	6.11%	16.98%	344	8,098	9.10	14.20	9.80	9.75	13.53	18.75

资料来源: 统计局, Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: 浙江省个人经营性贷款数据为 2017 年数据; 消费增速为社会消费品零售总额同比增速; 投资增速为固定资产形成额增速。

3.2 张家港行: 微贷业务快速扩张, 带动财务数据全面优化

2017 年黄勇斌行长加盟张家港行后, 小微业务迅速发展。黄永斌副行长 2000 年即担任常熟农信社财务核算办事员, 后在常熟银行历任白茆支行副行长、风险管理部副总经理, 并于 09 年常熟银行开始试点微贷业务时就担任小额贷款中心的总经理, 见证了常熟银行微贷业务从白手起家到如今成为江苏省最大的微贷业务供应商的点点滴滴。黄行长对于张家港行 17 年以来微贷业务的开展, 在微贷业务的原理、模式、实践、风控等多方面提供了宝贵经验。

在全行上下的支持下, 张家港行微贷业务发展迅速。截至 19 年 6 月末, 张家港行个人经营贷款余额达到 139.13 亿元, 是 2016 年末的 3 倍。按照这一数据测算, 张家港行虽然总资产规模不大 (19H 约 1200 亿, 在江苏省区域性银行中仅列第 9 位), 但个人经营性贷款规模已提升至第四位, 江苏省内市占率提升至 2.08%。

图表 16: 2019H 江苏省主要区域性银行的个人经营性贷款情况 (亿元)

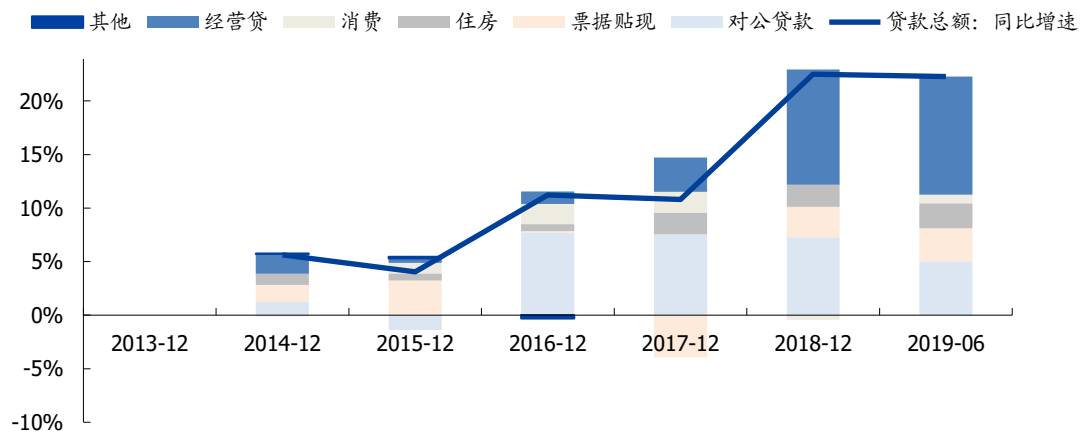
银行	类别	总资产	个人经营性贷款	占总贷款比重	江苏省市占率
江苏银行	城商行	20470.10	231.15	2.39%	3.46%
南京银行	城商行	13483.26	135.75	2.52%	2.03%
江南农商行	农商行	4084.62	--	--	--
苏州银行	城商行	3406.33	179.58	11.71%	2.69%
紫金银行	农商行	2042.54	41.31	4.15%	0.62%
常熟银行	农商行	1758.58	339.72	32.81%	5.08%
无锡银行	农商行	1608.69	9.02	1.09%	0.13%
江阴银行	农商行	1253.95	35.53	5.26%	0.53%
张家港行	农商行	1218.91	139.13	21.11%	2.08%
苏州农商行	农商行	1212.42	61.78	9.82%	0.92%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

过去几年微贷业务的迅速发展为张家港行带来了“实打实”的好处，体现为各项财务数据的全面优化：

1) 微贷业务直接带动全行贷款增速的提升、信贷结构的优化。从过去几年张家港行贷款增速增长的驱动因素分析来看，微贷业务直接推动张家港行总贷款从16年以前10%以下的增速上升一个层级，达到20%左右，是近两年其信贷增长的核心动力，占新增贷款的44%。到19年6月末，张家港行个人经营性贷款占总贷款比重达21%，远高于农商行整体的13%，以此为基础其整体零售贷款占比为32.5%，在农商行中排名第二。

图表 17: 张家港行贷款增速及分项贡献度

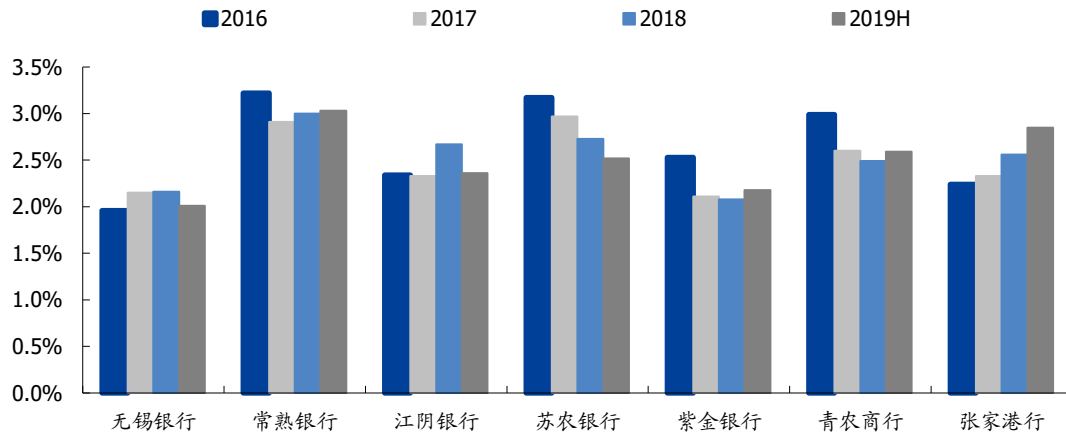


资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

2) 微贷业务的高收益直接促进了息差的提升。张家港行净息差自17年以来稳步改善，且改善趋势明显优于、稳于同业。16-19H 张家港行净息差从2.24%稳步提升至2.85%，目前在上市农商行中排名第二。从息差结构层层拆分来看，改善的核心原因正是来自微贷业务的扩张：

- A. 息差的提升主要来源于生息资产收益率从4.20%提升至4.82%，计息负债成本率则基本保持在2.3%左右的水平；
- B. 生息资产收益率的提升主要来自于贷款的“量价齐升”，其贷款收益率从16H的5.95%提升至19H的6.18%，贷款占生息资产比重从16H的48%提升至19H的53%；
- C. 贷款的“量价齐升”主要由个人贷款驱动，其个人贷款收益率从16H的6.69%逐步提升至19H的7.94%，占生息资产比重从8%提升到16%。而对公贷款方面其收益率、占比反而有所下降。

图表 18: 主要上市农商行净息差走势



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 19: 15 年以来张家港行净息差走势及拆分分析

	收益率/成本率情况					结构、占比情况				
	2015-12	2016-06	2017-06	2018-06	2019-06	2015-12	2016-06	2017-06	2018-06	2019-06
净息差	2.80%	2.24%	2.33%	2.56%	2.85%					
生息资产合计	5.02%	4.20%	4.15%	4.59%	4.82%	100%	100%	100%	100%	100%
客户贷款	6.76%	5.95%	5.53%	5.82%	6.18%	53%	48%	49%	52%	53%
企业贷款	6.26%	5.47%	5.25%	5.76%	5.30%	44%	40%	40%	39%	36%
个人贷款	7.54%	6.69%	6.53%	6.94%	7.94%	9%	8%	10%	13%	16%
证券投资	3.60%	2.83%	3.22%	3.84%	3.92%	26%	36%	37%	35%	35%
买入返售金融资产	3.57%	2.04%	3.10%	3.29%	2.45%	1%	1%	0%	2%	1%
其他	2.45%	2.06%	1.60%	1.53%	1.41%	21%	15%	13%	11%	11%
计息负债合计	2.65%	2.30%	2.15%	2.16%	2.27%	100%	100%	100%	100%	100%
吸收存款	2.67%	2.08%	1.96%	2.01%	2.09%	81%	79%	78%	77%	82%
其他	2.57%	3.11%	2.81%	2.69%	2.94%	19%	21%	22%	23%	22%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: 由于张家港行半年报中对个人贷款、企业贷款收益率情况公布不全, 因此我们采用各年半年报数据做比较。

3) 资产质量相对更抗周期性: 从理论上说, 在风控成熟的背景下, 个人经营性贷款相比一般的消费贷资产质量更优, 一方面经营贷一般有业务收入作为还款来源的保证, 另一方面与消费贷大多为信用贷, 张家港行经营贷更多需要抵质押物作为保证 (抵押贷款占比在 60%左右); 而相比传统对公贷款, 经营性贷款需承担连带责任, 对个体工商户而言一旦违约可能终生难以享受金融服务, 违约成本较高。因此即便是经营失败, 由于单笔微贷额度不大 (30-40 万), 大多个体工商户最终都通过转业、其他工资收入等方面还款。在过去多年的经营过程中, 张家港行微贷业务的不良率基本保持在 1%以下, 资产质量较为稳健。17 年以来, 张家港行一方面传统对公不良包袱不断减轻, 新增微贷业务占比不断提升, 整体资产质量也不断改善 (后文详细叙述)。

3.3 张家港行微贷业务未来空间如何?

我们认为小微业务发展成功条件需要具备：体量适中、管理层战略定力强、已有现成专业体系、且网店覆盖面较广的小银行才能做好小微业务。

我们认为张家港行也具备较好的微贷业务开展条件，处于快速发展初期、江苏省微贷业务空间仍较大，以及张家港行本身基数较小，预计未来其微贷仍将保持快速增长，且结构优化的效果仍将不断体现，具体来说：

1、异地布局为微贷业务带来扩张基础。我们认为一家农商行需至少要跨4个50亿级别的县域地区进行经营，才可实现微贷业务的盈利，因此大多数区域性农商行难以达到这个条件。张家港行异地布局较早，在2008年设立寿光村镇银行及通州支行，即成为国内首批实现跨区域布局的农商行，到19年6月末已在南通、无锡、苏州设有三家分行，并设有异地支行13家（其中江苏省内12家），成为了江苏省内异地布局最全的农商行之一。

其中，张家港行重点布局的苏南三大城市--南通、无锡、苏州也是江苏地区经济最活跃、微贷业务土壤最佳的地区，到17年末三地合计覆盖人口超过2000万，个人经营性贷款余额已达到1607亿，是张家港行目前个人经营性贷款余额的10倍以上。此外苏州、无锡两地个人经营性贷款占当地总贷款比重不到3%，业务渗透率较低，张家港行未来挖掘的空间也较大。

图表 20: 张家港行江苏省内分支机构所在地的个人经营性贷款的余额测算 (2017A, 亿元)

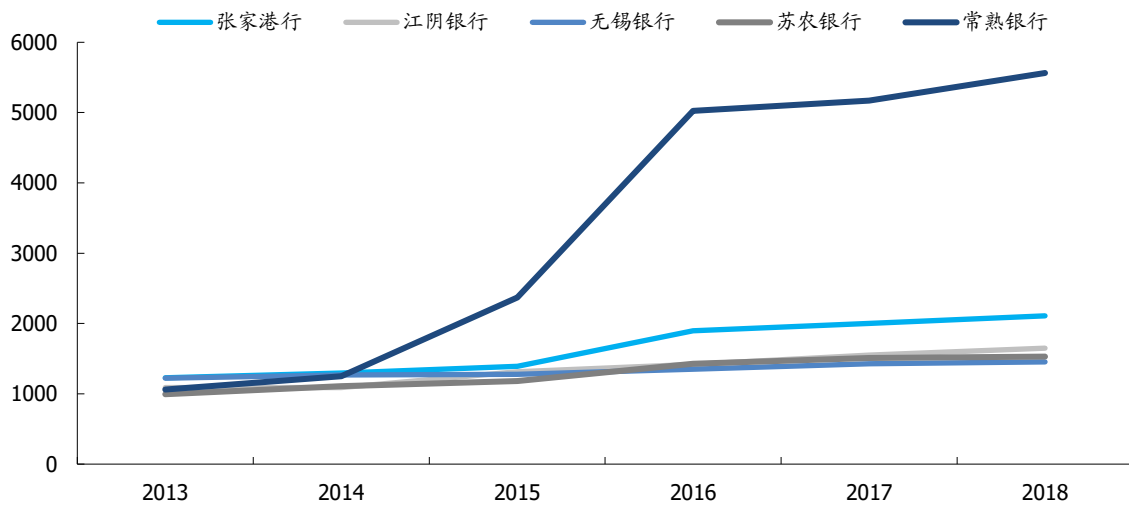
布局情况	个人经营性贷款					2017 经济增速		
	余额	占贷款总额比重	增速	常住人口 (万人)	人均贷款 (元/人)	GDP	消费	投资
苏州市	835.2	3.5%	8.6%	1,068	7,818	7.1	10.3	-0.3
无锡市 设有分行	262.7	2.4%	5.3%	655	4,008	7.4	10.9	3.6
南通市	509.1	6.5%	5.3%	731	6,969	7.8	9.1	3.1
宿迁市	397.7	17.9%	8.0%	491	8,093	11.3	11.0	7.6
徐州市 设有支行	369.8	8.9%	12.2%	876	4,220	7.7	12.0	10.0
连云港市	221.7	9.1%	9.6%	452	4,907	11.6	11.4	25.0
盐城市	349.5	8.2%	9.1%	724	4,826	6.8	10.8	10.2
扬州市	335.3	8.4%	3.2%	451	7,438	8.0	10.0	12.2
泰州市	401.1	9.6%	12.2%	465	8,621	8.2	12.2	14.4
镇江市 尚未布局	180.0	4.7%	3.7%	319	5,650	7.2	10.5	-6.2
淮安市	267.7	9.6%	6.8%	491	5,447	10.7	11.0	8.3
南京市	715.7	2.9%	26.2%	834	8,587	8.1	10.2	15.0
常州市	319.7	4.8%	-3.8%	472	6,778	8.1	11.0	8.1

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: 由于张家港行半年报中对个人贷款、企业贷款收益率情况公布较全, 因此我们采用各年半年报数据做比较。

2、张家港行具有江苏省农商行中较为灵活的“人才招聘”机制。微贷业务的重要竞争力在于“人”。一方面，在前端需要大量的客户经理来开拓客户、实地考察，另一方面，在后台又需要专业的风控人员来把握风险，此外还需要大量的技术人员来进行业务支持。由于历史遗留的社保缴纳地原因，张家港行在人员招聘的自主性较强，机会来临时可以迅速扩大规模（目前只有张家港行与常熟银行可以实现）。截止 19H 张家港行全行员工数达 2165 人，其中微贷业务人员约 450 人，保证了微贷业务的正常运营。

图表 21: 苏州地区上市农商行人员规模情况 (人)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

3、张家港行整体规模适中，微贷业务对结构的优化更“容易”。一般来说，如果一家银行体量过大会面临“大炮打蚊子”的问题，难以成为银行的战略核心，但如果体量太小又难以负担较高的投入成本；截止 19H，张家港行总资产规模约 1200 亿，贷款总额约 659 亿，一方面具备一定规模（在江苏省区域性银行中排在第 9 位）可支持业务的正常展开，另一方面其当前基数较低，未来发展的空间较大。

4、管理层战略明确，专业业务体系已基本走向成熟。一般而言，微贷在实现“盈亏平衡”前往往需要忍受 1-2 年的“铺垫期”，因此较为考验管理层的战略定力。反过来说，如果已有专业的业务体系基础，微贷业务更好开展，且战略也更容易延续。张家港行 17 年加大微贷业务扩张至今已历 3 年，IPC+信贷工厂的业务模式已基本成熟，加上全行上下对战略制定上达成一致，将通过发展微贷业务进一步提升零售贷款占比，我们预计未来 3 年微贷业务仍将保持在 20% 以上的年均增速，个人经营性贷款占总贷款比重将逐步提升至 25%-30%，对应零售贷款占总贷款比重可提升至 40% 左右。

图表 22: 张家港行、常熟银行、台州银行相关指标对比 (2018A, 亿元)

	台州银行	常熟银行	张家港行
个人经营性贷款余额	452.33	304.29	111.91
占总贷款比重	49.90%	32.79%	18.60%
增速	11.30%	45.54%	89.40%
本省市场占有率	3.70%	5.08%	2.08%
微贷收益率	11%-12%左右	8%-10%左右	8%-10%左右
客户经理人均管户	约 80 户	约 160 户	约 100 户
ROE	30.07%	12.75%	9.18%
ROA	2.43%	0.95%	0.80%
净息差	5.24%	3.00%	2.56%
生息资产收益率	6.27%	5.36%	4.62%
贷款收益率	9.07%	6.76%	5.93%
付息负债成本率	2.26%	2.47%	2.18%
成本收入比	31.95%	36.53%	35.40%
信用成本	0.23%	1.97%	1.95%
不良率	0.63%	0.99%	1.75%
逾期贷款占比	0.64%	1.19%	1.15%
不良生成率	0.08%	0.73%	1.08%
拨备覆盖率	397.00%	445.00%	223.85%
抵、质押贷款占比	34.20%	55.92%	0.50064251
省内异地贷款占比	24.30%	43.00%	36.45%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所
 注: 2018H、2019H 增速为较期初增速

四、基本面：当前处农商行中游，微贷业务助其“脱颖而出”

4.1 结构分析：典型的区域性农商行，微贷业务为主要亮点

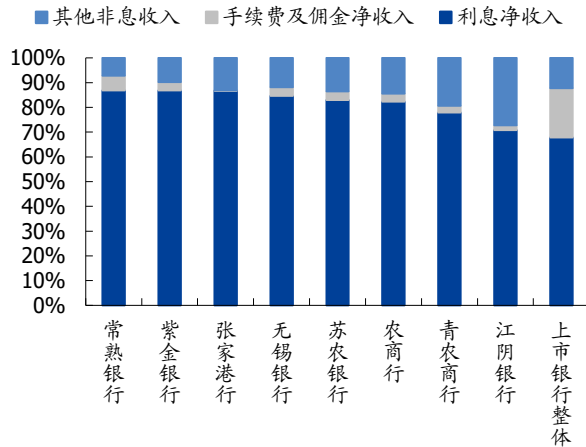
张家港行作为典型的区域性农商行，收入、资产负债结构上与大多数农商行区别不大：

1) 收入结构：张家港行利息净收入占营收比重达 86.7%，而手续费及佣金净收入占比不到 1%，与农商行整体水平相当。农商行聚焦服务本地中小微企业与当地居民，一方面难以有复杂的金融服务需求，另一方面受限于自身规模，农商行本身能提供的服务能力也低于大中型银行，主要的服务重心在信贷业务上。

2) 资产负债结构：张家港行与大多数农商行一样（尤其是苏州地区 5 家农商行），资产端以贷款为主（19 年 9 月末贷款占总资产总资产比重达 58%），投资资产中主要投向政府债（占总资产比重 18.1%），非标投资占比仅 6%；负债端以存款为核心（占总负债比重高达 85%），同业存单+同业负债占比仅 10.5%。

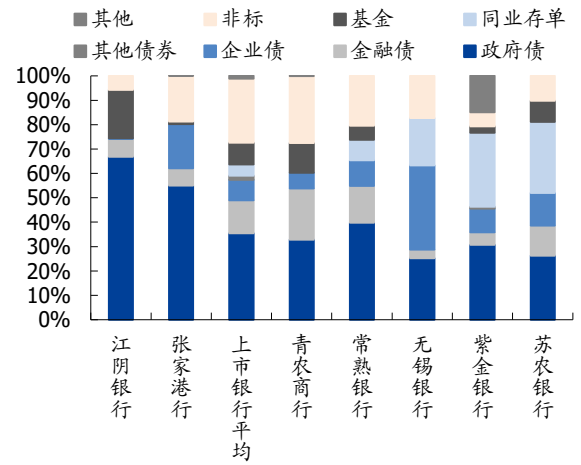
3) 存款端：定期存款占比相对较高。张家港行 19H 活期存款占比仅 32.5%，主要是主要是零售存款方面受到一定竞争压力，定期化趋势明显，其零售存款中的活期存款占比仅 18.4%。

图表 23: 19Q1-Q3 上市农商行营业收入结构



资料来源: Wind 资讯, 张家港统计年鉴, 中国统计年鉴

图表 24: 2019H 上市农商行投资类资产结构



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 25: 19 年 9 月末, 张家港行资产负债结构及同业对比: 与农商行整体基本相当

	资产端占比				负债端占比					
	贷款	同业资产	投资类资产	其他	存款	同业负债	应付债券	央行借款	其他	同业负债+同业存单占比
无锡银行	51.49%	3.36%	35.37%	9.78%	88.41%	1.17%	8.03%	1.94%	0.46%	5.65%
常熟银行	60.22%	2.12%	29.38%	8.28%	82.96%	6.43%	7.94%	1.57%	1.11%	12.52%
江阴银行	56.85%	2.30%	32.18%	8.66%	85.67%	3.70%	7.11%	2.50%	1.03%	9.48%
苏农银行	53.17%	10.71%	25.94%	10.17%	79.64%	7.59%	9.61%	1.55%	1.61%	16.25%
紫金银行	50.29%	12.68%	29.74%	7.30%	69.77%	10.48%	18.65%	0.21%	0.89%	27.59%
青农商行	52.47%	4.01%	36.27%	7.25%	69.35%	8.31%	19.73%	1.31%	1.30%	26.66%
张家港行	57.85%	1.34%	30.68%	10.13%	84.70%	7.33%	4.33%	2.38%	1.26%	10.46%
上市农商行	54.13%	5.31%	32.11%	8.45%	77.98%	6.83%	12.60%	1.49%	1.10%	17.74%
上市银行整体	55.24%	5.51%	28.54%	10.70%	74.60%	11.92%	6.96%	2.69%	3.83%	15.94%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

微贷业务逐步助力张家港行“脱颖而出”。17 年以来, 随着业务转型不断推进, 微贷业务成为其信贷业务最重要的增长点, 17、18、19 年前三季度张家港行个人经营性贷款增速高达 32%、89%、75%, 直接推动张家港行总贷款从 16 年以前 10% 以下的增速上升一个层级, 达到 20% 左右, 是近两年其信贷增长的核心动力。到其 19H 个人经营性贷款占总贷款比重达 21%, 远高于农商行整体的 13%, 带动整体零售贷款占比占比为 32.5%, 在农商行中仅次于常熟银行。

图表 26: 19年6月末, 张家港行存、贷款结构及同业对比

	贷款结构						存款结构					
	对公贷款	贴现	零售贷款	其中: 个人经营性贷款	消费贷	按揭	对公活期	个人活期	活期	对公定期	个人定期	定期
无锡银行	73.96%	11.41%	14.62%	1.09%	3.42%	9.64%	21.28%	7.15%	28.43%	32.29%	32.06%	64.34%
常熟银行	43.27%	6.99%	49.73%	32.81%	8.70%	6.48%	24.16%	12.99%	37.15%	11.44%	44.45%	55.89%
江阴银行	71.20%	16.13%	12.67%	5.26%	1.27%	6.05%	26.98%	10.06%	37.04%	17.31%	37.10%	54.41%
苏农银行	73.03%	8.02%	18.95%	9.82%	--	8.86%	34.05%	10.20%	44.25%	17.77%	29.50%	47.28%
紫金银行	68.59%	7.05%	24.37%	4.15%	3.06%	13.99%	31.65%	8.77%	40.42%	22.64%	34.46%	57.10%
青农商行	70.80%	4.44%	24.75%	12.90%	1.63%	10.15%	28.29%	12.28%	40.57%	16.34%	41.69%	58.03%
张家港行	60.51%	7.02%	32.47%	21.11%	3.74%	7.62%	24.10%	8.39%	32.49%	15.82%	37.12%	52.94%
上市农商行	65.69%	7.96%	26.36%	12.98%	3.22%	9.28%	27.15%	10.27%	37.42%	19.08%	37.44%	56.52%
上市银行整体	56.91%	3.48%	39.50%	2.50%	2.17%	25.65%	31.40%	17.53%	48.92%	25.67%	22.41%	48.08%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

4.2 净息差: 微贷业务发展直接带动息差提升, 未来更有韧性

微贷业务推动下, 息差优势逐步建立, 预计相比同业将更有韧性。其他上市农商行, 张家港行在微贷业务推动下, 个人贷款相比同业的差距已明显体现, 19H 其个贷收益率高达 7.94%, 带动其贷款综合收益率达 6.18%, 在上市农商行中排名第二。随着未来高收益率微贷业务占比的进一步提升, 预计张家港行的息差相比可比农商行将更有韧性。

图表 27: 主要上市农商行净净息差结构分析 (19H)

	占比							收益率						
	无锡	常熟	江阴	苏农	紫金	青农商	张家港	无锡	常熟	江阴	苏农	紫金	青农商	张家港
生息资产合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	4.70%	5.31%	4.36%	4.34%	4.67%	4.98%	4.82%
客户贷款	51%	55%	54%	61%	66%	59%	53%	5.12%	6.67%	5.50%	5.60%	5.51%	5.87%	6.18%
企业贷款	44%	32%	0%	49%	49%	44%	36%	5.17%	5.75%		5.51%	5.55%	5.75%	5.30%
个人贷款	7%	23%	0%	12%	17%	15%	16%	4.78%	7.96%		5.99%	5.38%	6.23%	7.94%
证券投资	36%	31%	37%	23%	19%	27%	35%	4.11%	4.35%	3.40%	3.09%	3.89%	4.49%	3.92%
存拆放同业及其他	5%	5%	1%	4%	5%	6%	2%	2.77%	3.00%	1.64%	2.43%	2.52%	3.04%	2.45%
计息负债合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	2.56%	2.43%	2.26%	1.91%	2.26%	2.24%	2.27%
吸收存款	88%	83%	80%	87%	73%	71%	78%	2.35%	2.20%	2.04%	1.76%	1.74%	1.75%	2.09%
同业负债及发行债券	12%	15%	20%	13%	27%	27%	22%	2.78%	2.24%	3.10%	2.83%	3.31%	2.64%	2.94%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: 由于张家港行半年报中对个人贷款、企业贷款收益率情况公布较全, 因此我们采用各年半年报数据做比较。

4.3 资产质量: 近期持续改善, 逾期率仅 0.67%, 相比大多农商行更“扎实”

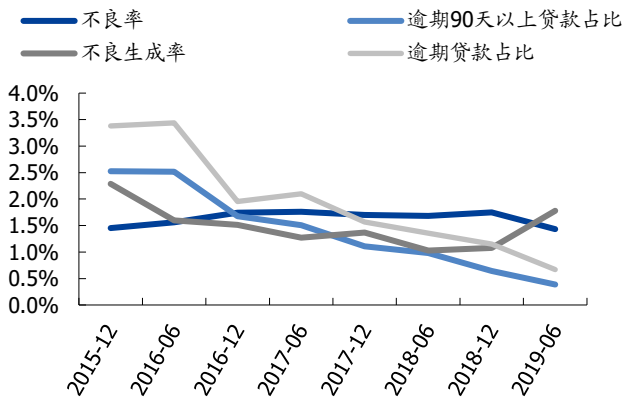
17 年以来, 张家港行资产质量各项指标整体呈改善趋势。

1) 存量风险指标来看, 其不良率从 17 年 6 月末最高 1.76% 持续下降至 19 年末仅 1.37%。从更客观的逾期指标上看, 逾期贷款占比更是从 16 年 6 月末最高的 3.44% 持续下降至 19 年 6 月末仅 0.67% 的超低水平, 只有自身不良率的一半左右。这一方面反映了张家港行客观指标的改善, 更反映了其不良认定的审慎性, 将不少当前尚未逾期但未来存在一定风险的贷款纳入了不良, 且提足了拨备。

2) 从不良生成的情况来看, 16年以来张家港行不良生成率整体处于下降趋势, 到18年降至1.08%, 但19H有所回升至1.78%。这主要是由于19H拨备前利润高增长的情况下(高达38%), 张家港行加大了不良认定、核销处置、拨备计提力度, 从更客观的角度看, 其逾期贷款生成率相比18年稳步下降16bps至0.74%。

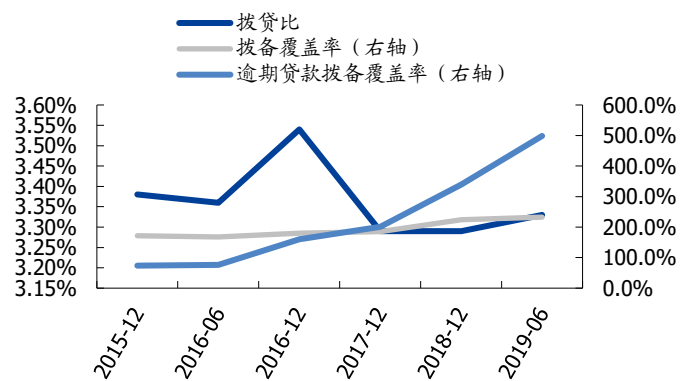
3) 从风险抵御能力的角度来看, 张家港行18年以来, 加大了拨备计提的力度, 17、18年、19年前三季度拨备计同比增速分别为-0.83%、32.4%、59.03%, 对应拨备覆盖率从185%稳步提升至255.7%, 逾期贷款拨备覆盖率更是提升至500%左右, 风险抵御能力不断增强。

图表 28: 张家港行各存量风险指标呈改善趋势



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 29: 张家港行风险抵御能力整体有所增强



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

相比其他农商行而言, 张家港行资产质量相对扎实。19Q3 其不良率(1.42%)、拨备覆盖率(255.7%)处于行业中游水平, 但更客观的逾期贷款占比 19H 仅 0.67%, 在可比银行中最低, 不良/逾期贷款比例达到 214%, 可比银行中最高, 动态来看逾期贷款生成率仅 0.74%, 也优于行业整体。整体看不良认定严格, 资产质量相对扎实。

由于张家港行小微企业、个体工商户贷款占比较高, 因此短期看 2020 年新冠病毒疫情或对张家港行的资产质量带来一定扰动。但中长期来看, 张家港行微贷业务的大方向符合未来经济发展趋势, 随着其微贷占比的不断提升将, 进一步提升张家港行资产质量的稳健性与抗周期能力。

图表 30: 主要上市农商行资产质量指标对比 (未特别标注的为 19H 数据)

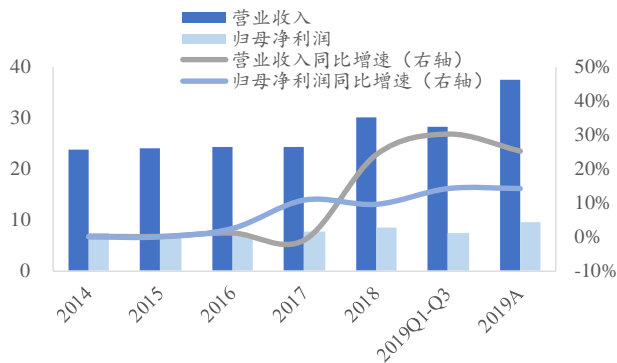
	不良率 (19Q3)	拨备覆盖率 (19Q3)	逾期贷款占比	不良生成率	逾期生成率	不良/逾期贷款
无锡银行	1.14%	304.50%	1.08%	0.08%	-0.18%	102.49%
常熟银行	0.96%	467.03%	0.87%	0.99%	0.38%	110.41%
江阴银行	1.82%	268.29%	2.27%	1.72%	2.07%	84.23%
苏农银行	1.53%	208.89%	2.05%	1.36%	2.51%	61.31%
紫金银行	1.65%	224.74%	1.00%	0.71%	0.50%	166.32%
青农商行	1.43%	309.45%	1.98%	0.85%	0.20%	73.69%
张家港行	1.42%	255.74%	0.67%	1.78%	0.74%	214.32%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

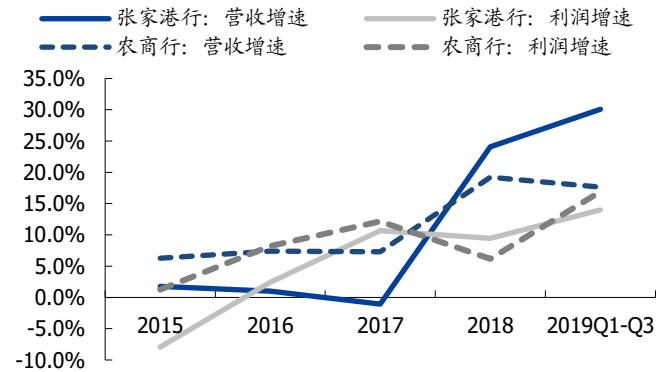
4.4 业绩增长与 ROE：近期业绩改善明显，未来 ROE 有提升空间

业绩增长角度：17 年以来张家港行业绩改善明显。营收增速从 17 年的-1.06%持续提升至 19 年前三季度的 30.08%，相比其他农商行的改善弹性更大。利润增长方面，张家港行与农商行整体改善趋势一致，利润增速从 16 年的 2.45%，快速提升至 19 年前三季度的 14%。

图表 31：17 年以来张家港行业绩增速持续改善（亿元）



图表 32：张家港行 VS 农商行：业绩增速对比



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

拆分来看，近期业绩改善主要依靠规模增长+息差驱动。从业绩增长驱动因素分解来看，张家港行业绩增速的提升主要是：

- 1) 微贷业务推动生息资产增速提升。17 年以来，随着微贷业务的快速扩张，带动贷款增速从 14、15 年仅 5% 左右的水平迅速提升至 17、18 年 20% 以上，17 年来生息资产对业绩增长的贡献度均在 20% 以上，到 19H 进一步提升至 65%；
- 2) 结构优化带来息差提升。17 年来，微贷业务占比的提升带动息差不断提升，从而带动息差对利润增长的贡献度从 17 年以前为负，逐步提升到 18、19H 分别高达 54.7%、29.9%，相比同业的差距逐步拉开。

图表 33：张家港行业绩增长贡献度拆分，及与农商行整体的比较

	张家港行归母净利润增长因子拆分					张家港行各因子贡献度-农商行整体				
	2015	2016	2017	2018	2019H	2015	2016	2017	2018	2019H
净利润同比变动	-7.93%	2.45%	10.68%	9.44%	15.07%	-9.91pc	-5.79pc	-1.47pc	+3.27pc	-1.85pc
净利息收入	-13.45%	-2.80%	20.86%	78.02%	92.32%	-32.78pc	-5.45pc	-4.06pc	+67.56pc	+48.92pc
生息资产	32.15%		27.50%	23.31%	65.43%	-9.21pc		-16.80pc	+3.16pc	+27.02pc
净息差	-45.61%		-6.64%	54.70%	26.89%	-23.57pc		+12.74pc	+64.39pc	+21.90pc
非息收入	19.18%	6.40%	-23.16%	-1.33%	-2.71%	+13.75pc	-2.25pc	-25.02pc	-32.43pc	+11.59pc
手续费及佣金净收入	5.91%	4.88%	-1.64%	-10.60%	-10.73%	+1.57pc	-3.16pc	-2.99pc	-8.42pc	-13.20pc
其他非息收入	13.28%	1.52%	-21.52%	9.26%	8.02%	+12.18pc	+0.90pc	-22.03pc	-24.01pc	+24.79pc
管理费用	-10.13%	-8.62%	4.06%	-24.03%	-7.14%	-7.17pc	-0.38pc	+11.52pc	-18.43pc	-9.40pc
拨备	-10.69%	-8.79%	0.97%	-34.13%	-62.65%	+6.49pc	-5.17pc	+8.40pc	-1.84pc	-43.01pc
所得税	8.28%	5.89%	-0.12%	-5.61%	-2.13%	+6.87pc	+7.90pc	+2.63pc	-8.91pc	-6.15pc
其他因素	-1.13%	10.37%	8.07%	-3.48%	-2.62%	+2.93pc	-0.43pc	+5.06pc	-2.69pc	-3.81pc

资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

注 1：由于净息差数据仅披露至 19H，因此业绩拆分主要分析到 19H；

注 2：业绩贡献度拆分下，各项因子贡献度加总即为利润增速；

注 3：由于 16 年未披露生息资产日均余额的可比口径，因此 16 年利息净收入无法进一步拆分。

ROE 角度：张家港行整体弱于同业，但中长期看具有较大的提升空间。过去几年张家港行 ROAE（年化）基本在 9.5% 左右，相比上市农商行整体低 3pc 以上，其 ROA 水平、权益乘数相比同业均较低。动态来看，张家港行相比同业的差距并没有明显的缩小，但值得关注的是：

- 1) 随着17年以来微贷业务占比不断提升, 张家港行利息净收入对ROA的贡献度从2.2%快速提升至19H的2.8%, 从落后与同业0.30pc逐步变为领先同业0.48pc;
- 2) 在过去几年资产质量稳步改善的情况下, 张家港行出于审慎经营的角度, 仍旧加大了拨备计提力度, 因而当期拨备计提成为其ROA落后与同业的主要因素(19H其贡献度为-0.41%)。

中长期看, 我们预计未来随着微贷业务占比的不断提升、业务模式的不断成熟, 张家港行利息净收入将成为驱动ROE提升的重要动力。此外, 由于成熟模式下的微贷业务资产质量更优于传统对公业务, 张家港行本身资产质量存量包袱也已大幅减轻, 未来拨备计提压力或将自然减轻, 对ROE形成支撑。

图表34: 张家港行ROE拆分分析, 及与农商行整体的比较

	张家港行ROE拆分					ROE拆分: 张家港行-农商行整体				
	2015	2016	2017	2018	2019H	2015	2016	2017	2018	2019H
ROE	10.07%	9.61%	9.78%	9.18%	9.49%	-4.29pc	-3.94pc	-3.39pc	-3.00pc	-3.83pc
权益乘数	11.54	12.02	12.39	11.90	11.79	-2.54	-2.13	-1.71	-1.85	-1.59
ROA	0.87%	0.80%	0.79%	0.77%	0.80%	-0.15pc	-0.16pc	-0.14pc	-0.11pc	-0.19pc
营业收入	3.12%	2.82%	2.50%	2.77%	3.07%	-0.10pc	-0.07pc	-0.24pc	-0.02pc	+0.31pc
净利息收入	2.59%	2.30%	2.20%	2.51%	2.81%	-0.38pc	-0.31pc	-0.27pc	+0.22pc	+0.48pc
利息收入	4.92%	4.45%	4.34%	4.35%	4.89%	-0.31pc	-0.01pc	-0.21pc	-0.06pc	+0.44pc
利息支出	-2.33%	-2.15%	-2.14%	-1.84%	-2.08%	-0.07pc	-0.29pc	-0.07pc	+0.27pc	+0.03pc
手续费及佣金净收入	0.12%	0.15%	0.12%	0.03%	0.01%	-0.04pc	-0.06pc	-0.07pc	-0.12pc	-0.17pc
管理费用	-1.10%	-1.05%	-0.91%	-0.98%	-0.96%	-0.01pc	-0.03pc	+0.04pc	-0.09pc	-0.24pc
所得税	-0.04%	0.01%	0.01%	-0.03%	-0.04%	+0.24pc	+0.27pc	+0.26pc	+0.16pc	+0.14pc
资产减值损失	-0.97%	-0.94%	-0.83%	-0.98%	-1.23%	-0.34pc	-0.36pc	-0.26pc	-0.20pc	-0.41pc
其他因素	0.27%	0.34%	0.21%	0.22%	0.22%	+0.38pc	+0.33pc	+0.17pc	-0.08pc	+0.01pc

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注1: ROAE 计算方法为归母净利润/平均净资产;

五、可转债进入转股期, 投资价值凸显

25 亿可转债进入转股期, 转股概率较大。张家港行 2018 年 11 月 25 亿可转债上市, 2019 年 5 月可转债已进入转股期。预计最终转股概率较大。主要基于几个原因:

- 1) 可转债转股可有效补充核心一级资本。简单测算, 在维持现有 19Q3 核心一级/一级/资本充足率 (11.14%、11.14%、15.24%) 的前提下, 2021 年张行核心一级资本缺口将超过 27 亿元。若本次发行的 25 亿元可转债全部转股, 可有效填补这一资本缺口。
- 2) 条款设计反映了其转股意愿。(I) 赎回条款可以在股价上涨到一定程度时促使投资者转股。(II) 设置下修条款。若股价出现持续低迷, 转股价格下修可以促进投资者在到期前转股。(III) 票面利率逐年提高, 发行时间越长张行转股意愿强烈。

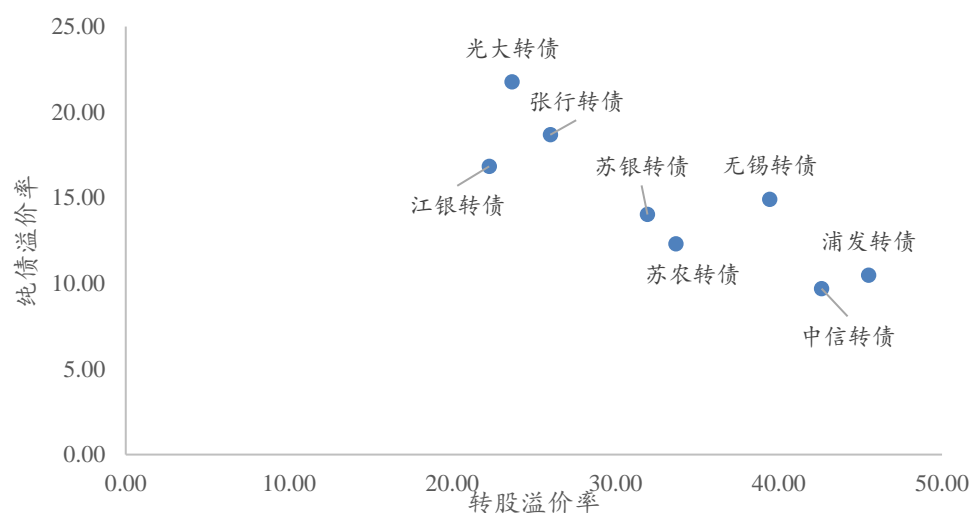
图表 35: 张家港行可转债条款

发行规模	25 亿元
债券期限	6 年 (2018-2024)
主体评级	AA+
票面利率	18-19,票面利率:0.40%;2019-2020,票面利率:0.60%;2020-2021,票面利率:1.00%;2021-2022,票面利率:1.50%;2022-2023,票面利率:1.80%;2023-2024,票面利率:2.00%
纯债价值	96.97
纯债溢价率	18.96%
转股溢价率	22.61%
转股期	2019 年 5 月 16 日后开始转股
转股价	初始为 6.06 元/股, 2018 年利润分配后下调至 5.91 元/股
到期赎回条款	期满后 5 个工作日内, 将以可转债票面面值的 109% (含最后一期年度利息) 的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。
提前赎回条款	任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130% (测算为 7.68 元/股)
向下修正条款	任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% (测算为 4.73 元/股), 修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值
回售条款	若可转债资金用途改变, 可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向本行回售本次发行的可转债的权利。除此之外, 可转债不可由持有人主动回售。

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

3) 从实际表现来看, 银行系转债转股预期较强。已发行的 8 只银行转债转股溢价率均已超过 20%, 较高的转股溢价率体现出市场对银行转债的乐观预期。且历史上发行的 5 只银行转债 (工行、中行、民生、宁波、平安) 均完成了转股。

图表 36: 银行系转债转股溢价率较高, 转股预期较强 (2月19日)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

张行转债具备不错的投资价值。1) 可获取转股收益。张行转债转股意愿较强, 若股价提升至高于转股价, 可获得转股收益, 19 年 2 月 20 日张行股价 5.56 元, 距离强制转股价格约 38.2%; 2) 可获得公允价值收益。由于银行可转债的高股性, 可转债收益率与股价收益率走势高度相关, 可以获得一部分 beta 价值。过去 1 年张家港行转债相对正股价 Beta 为 0.37, 预计张行股价每上升 1% 将带来转债收益率上升 0.37% 左右。3) 可

获得下修机。提升转债价值（下修后转债转股获得的股数更多）。4）长期持可转债，可获得债基保底收益。20-24年其票面利率分别为0.6%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，wind口径下按中证AA+对应收益率计算债底价值约96.67，相对较高，可获得一定的保底收益。

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们在如下假设对公司进行盈利预测：

1、收入端：根据前文所述，我们预计2019-2021年公司营业收入分别为37.51/43.22/50.08亿元，同比增25.08%/15.22%/15.87%，具体而言：

1) 规模增速：一方面考虑公司资本较为充足，且资产负债结构不存在调整压力，考虑异地扩张的空间，未来几年规模增速或有所提升，预计2019-2021年生息资产增速分别为8.31%/12.12%/12.94%。

2) 净息差与净利息收入：在微贷业务占比持续提升，负债结构持续优化的大背景下，虽然贷款利率下行，但仍预计2019-2021息差将保持稳定，期初期末平均口径下的息差保持在2.75%的水平，对应净利息收入增速分别为18.09%/12.21%/14.24%。

3) 手续费及佣金净收入增速：预计2019-2021年同比增7.30%/7.01%/7.10%。

2、资产质量：在公司成熟的风控体系+区域经济稳健的情况下，预计未来整体资产质量风险可控，2019-2021年不良生成率分别为1.06%/1.10%/1.10%，对应不良率为1.37%/1.41%/1.41%。与此同时，公司将继续保持审慎经营的风格，信贷成本将保持在1.47%/1.48%/1.49%的水平，对应拨备覆盖率将达到245.88%/253.11%/267.13%。

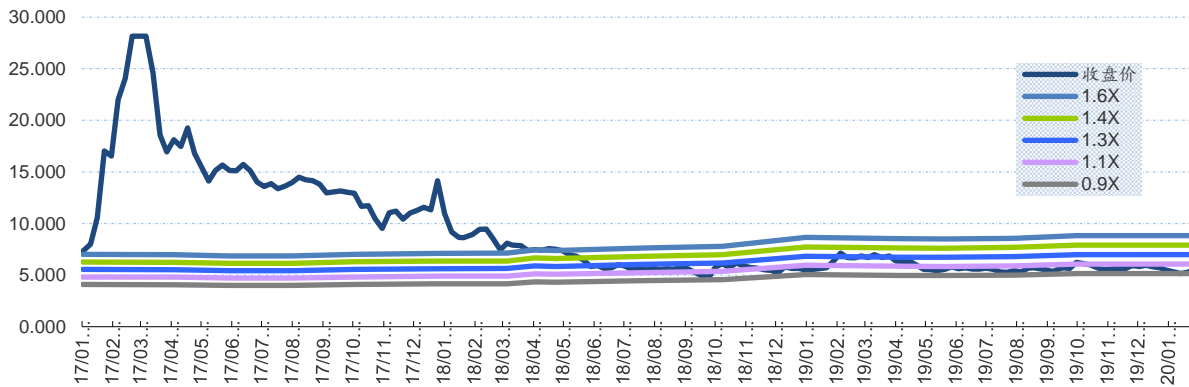
综上所述，预计公司2019-2021年归母净利润分别为9.52/10.94/12.61亿，同比增14.01%/14.85%/15.27%。

6.2 投资建议

公司是基本面处于农商行中游，但微贷业务的发展近期各项财务数据全面优化，未来具备不错的投资价值。1) 19年营收、利润增速高达25%、14%，改善幅度高于可比农商行。2) 得益于微贷业务快速，19H净息差提升至2.85%；3) 资产质量较为扎实，19年6月末逾期贷款占比仅0.67%，均处于农商行较低水平。拨备覆盖率约245%，风险抵御能力不断增强。

目前张家港行19PB为0.93x，基本处于上市以来历史估值的底部。在微贷业务不断发展的背景下，我们积极看好其中长期估值修复的空间，并给予其相比其余农商行一定的估值溢价。预计19/20/21年其归母净利润分别为9.52/10.94/12.61亿，BVPS为5.96/6.40/6.90元，首次覆盖予以“增持”评级。

图表 37: 张家港行 PB-BAND



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 38: 主要上市银行估值表

证券简称	PB			股息率	20PB 所属分位数		过去 5 年		
	18A	19E	20E		过去 5 年	过去 10 年	最低	平均	最高
工商银行	0.88	0.78	0.72	4.55%	1.70%	0.90%	0.71	0.89	1.23
建设银行	0.89	0.81	0.74	4.53%	2.20%	1.10%	0.71	0.92	1.32
农业银行	0.77	0.70	0.65	4.95%	0.80%	0.40%	0.62	0.83	1.19
中国银行	0.71	0.65	0.62	5.07%	2.20%	1.50%	0.58	0.79	1.37
交通银行	0.62	0.57	0.53	5.61%	0.80%	0.40%	0.51	0.74	1.34
邮储银行	1.06	0.96	0.87	3.42%	23.80%	23.80%	0.86	0.93	1.01
招商银行	1.79	1.57	1.38	2.61%	57.30%	58.80%	0.89	1.31	1.75
中信银行	0.70	0.63	0.58	4.03%	2.00%	1.00%	0.55	0.83	1.51
浦发银行	0.75	0.67	0.60	3.12%	2.10%	1.00%	0.56	0.88	1.31
民生银行	0.63	0.58	0.53	5.81%	0.90%	0.40%	0.50	0.83	1.30
兴业银行	0.86	0.78	0.69	3.80%	4.90%	2.60%	0.61	0.88	1.37
光大银行	0.72	0.65	0.60	4.08%	1.20%	0.60%	0.57	0.78	1.46
华夏银行	0.56	0.51	0.47	2.42%	1.20%	0.50%	0.46	0.74	1.34
平安银行	1.22	1.11	0.96	0.93%	62.80%	60.10%	0.65	0.94	1.53
北京银行	0.64	0.59	0.53	5.38%	0.80%	0.40%	0.51	0.88	1.46
南京银行	1.01	0.87	0.78	4.83%	3.90%	9.10%	0.66	1.05	1.63
宁波银行	2.11	1.80	1.60	1.50%	80.30%	75.10%	0.95	1.44	1.95
上海银行	0.69	0.81	0.71	5.06%	1.20%	1.30%	0.67	0.94	1.57
贵阳银行	0.68	0.84	0.76	4.50%	4.40%	4.50%	0.69	1.16	2.26
江苏银行	0.75	0.69	0.60	5.07%	3.00%	3.10%	0.58	0.94	2.01
杭州银行	0.97	0.86	0.80	2.79%	16.50%	17.70%	0.68	1.01	1.97
常熟银行	1.47	1.37	1.26	2.16%	36.30%	37.20%	0.96	1.63	3.19
无锡银行	0.95	0.83	0.78	3.43%	1.20%	1.50%	0.71	1.54	4.75
苏农银行	0.77	0.77	0.70	2.07%	1.20%	1.40%	0.65	1.35	2.89
江阴银行	0.76	0.81	0.77	1.14%	1.10%	1.50%	0.70	1.57	4.56
张家港行	1.01	0.93	0.87	2.70%	2.90%	3.40%	0.80	1.89	6.54
上市银行	0.92	0.85	0.77	3.67%	2.90%	6.80%	0.70	1.03	1.56

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

风险提示

1、宏观经济环境恶化，区域经济风险加剧。

若经济下滑压力加大，可能会导致企业盈利能力大幅下降，资产质量恶化，或将严重拖累银行业绩；

公司中小企业客户较多，信贷基本投向江苏省，受区域经济景气度影响较大，波动性加大可能对银行业经营产生负面影响；

2、疫情发展超预期，对公司客户带来影响。

公司客户中大多为中小微企业，且不少分布在制造业、批发零售业、住宿餐饮、文化旅游业，若疫情影响下长期无法复工，或对企业经营带来负面影响，从而影响张家港行的信贷需求、资产质量。

3、金融监管力度超预期，可能对市场情绪产生负面影响，导致投资风格转向。

4、利率市场化推进超预期，对息差带来不利影响。

近期央行引导银行降低贷款利率，虽然微贷业务本身受到的影响较小，但或加速全行业信用下沉，微贷业务竞争加剧，最终带动微贷业务收益率下降，对息差带来不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com