

银行

2019 年 10 月 27 日

常熟银行 (601128)

——业绩超预期，小微投放加速

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2019 年 10 月 25 日

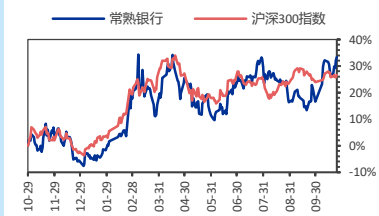
收盘价 (元)	8.68
一年内最高/最低 (元)	8.93/5.98
市净率	1.5
息率 (分红/股价)	2.07
流通 A 股市值 (百万元)	22352
上证指数/深证成指	2954.93/9660.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	5.91
资产负债率%	90.41
总股本/流通 A 股(百万)	2741/2575
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com
李晨 A0230519080011
lichen2@swsresearch.com
郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com

研究支持

李晨 A0230519080011
lichen2@swsresearch.com

联系人

李晨
(8621)23297818×7363
lichen2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：常熟银行 2019 年前三季度实现营业收入 48 亿元，同比增长 11.9%，实现归母净利润 14 亿元，同比增长 22.4%，较中报 (20.2%) 进一步提升，超出我们的预期；3Q19 不良率季度环比持平于 0.96%。

- **面对大行的竞争，常熟银行选择错位竞争、相机抉择的策略，上半年夯实存款基础，下半年小微信贷投放重回轨道。**截至 3Q19，常熟银行贷款同比增长 17.0%，其中对公贷款、零售贷款分别同比增长 12%和 22%，零售贷款占比季度环比提高 1.7 个百分点至 51.4%。上半年由于大行在普惠金融领域贷款投放较为强劲使得常熟银行新增零售贷款投放占比下降的担忧已然缓解，3Q19 新增贷款 96%投放至零售贷款 (1H19 为 39%)，个人经营性贷款季度环比增长 6%至 360 亿，占总贷款比重季度环比提升 0.7 个百分点至 33.5%。与此同时，常熟银行继续深耕小微客群，100 万 (含) 以下贷款客户数、贷款规模均增长较好，客户数较年初增长 5.1%至 25.5 万户，占总贷款客户数比重高达 95%，贷款规模较年初增长 12%至 414 亿，户均贷款规模仅为 16 万。常熟银行始终坚持服务小微客户的战略不动摇，上半年短暂的调整信贷投放策略、聚焦存款增长更体现其管理层面对外部环境的灵活性。
- **净息差回升超预期，长期深耕小微、聚焦个人经营贷的发展战略赋予常熟银行高于同业的息差水平。**根据我们的测算，常熟银行 3Q19 净息差季度环比提高 3bps 至 3.29%，本身绝对水平领先同业，三季度有所回升超出我们的预期。我们认为常熟银行三季度净息差回升得益于资产、负债两端的结构优化，一方面，常熟银行深耕小微领域多年，贷款定价能力尤为突出，三季度资产端加大零售贷款，尤其是个人经营性、个人消费性等高定价贷款的投放利好资产端收益率，3Q19 新增贷款 96%投放至零售贷款；另一方面，上半年常熟银行以主动经营存款的战略为主，偏高成本的零售定期存款增量较大，而下半年常熟银行新增存款以活期存款为主，新增对公活期、零售活期存款占总新增存款的比重分别为 100%和 123%，活期存款占比季度环比提升 2 个百分点至 39%，恢复至年初水平，存款结构优化是净息差回升的另一大动因。我们认为，常熟银行凭借其坚守的小微战略与灵活的经营策略，净息差有望保持优于同业的水平。
- **资产质量始终保持优异，拨备覆盖率进一步提升。**截至 3Q19，常熟银行不良率季度环比持平于 0.96%，连续四个季度保持低于 1%的水平。根据测算，常熟银行 3Q19 加回核销不良生成率季度环比下降 76bps 至 34bps，累计角度看，19 年前三季度加回核销不良生成率同比下降 2bps 至 52bps，不良生成保持低位稳定。先行指标看，关注类贷款规模及占比双降，3Q19 常熟银行关注类贷款规模季度环比下降 1.7%至 17 亿，关注类贷款率季度环比下降 9bps 至 1.63%。与此同时，常熟银行进一步夯实拨备实力，3Q19 拨备覆盖率季度环比提高 13.5 个百分点至 467%，大幅领先行业平均水平。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	5,824	4,787	6,498	7,375	8,488
同比增长率 (%)	16.5	11.9	11.6	13.5	15.1
归母净利润 (百万元)	1,486	1,371	1,822	2,241	2,768
同比增长率 (%)	17.5	22.4	22.6	23.0	23.5
每股收益 (元/股)	0.66	0.50	0.66	0.82	1.01
ROE (%)	11.6	8.5	12.2	12.4	13.5
市盈率	13.2		13.1	10.6	8.6
市净率	1.5		1.4	1.2	1.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE (未考虑优先股，故与附表有所差别)。每股收益基于归属于普通股股东净利润测算，2019-2021E 普通股股东净利润分别为 1822/2241/2768 百万元。

- **投资建议：**三季度小微投放重回轨道，业绩增速提升，净息差回升超出预期，资产质量继续保持优异水平，高息差低不良的向好趋势继续深化。长期来看，常熟银行这样有已验证小微服务能力的银行是金融供给侧改革的核心受益者。预计 2019-2021 年归母净利润分别同比增长 22.6%、23.0%、23.5%（调高 2019 年盈利预测，原 19-21 年归母净利润增速预测为 22.2%、23.0%、23.5%，小幅调高 2019 年净息差预测），当前股价对应 19 年 1.4 倍 PB，维持买入评级和首推组合。
- **风险提示：**经济大幅下行引发行业不良风险。

表 1：常熟银行季度业绩表

利润表 (百万元)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	QoQ	YoY	9M18	9M19	YoY
净利润收入	1,136	1,222	1,363	1,379	1,338	1,367	1,456	6.5%	6.8%	3,720	4,161	11.8%
非利息收入	153	236	170	165	199	217	210	-3.1%	23.9%	560	627	12.0%
净手续费收入	125	104	71	66	89	101	95	-5.6%	32.9%	301	284	-5.5%
营业收入	1,289	1,458	1,533	1,544	1,537	1,584	1,666	5.2%	8.7%	4,280	4,787	11.9%
营业支出	(507)	(506)	(527)	(625)	(603)	(583)	(582)	-0.2%	10.5%	(1,540)	(1,768)	14.8%
营业税金及附加	(9)	(10)	(9)	(10)	(11)	(10)	(10)	-7.1%	2.1%	(28)	(32)	12.5%
拨备前营业利润 (PPOP)	782	952	1,006	919	935	1,001	1,084	8.4%	7.8%	2,740	3,019	10.2%
资产减值损失	(267)	(508)	(409)	(494)	(330)	(524)	(350)	-33.1%	-14.5%	(1,185)	(1,204)	1.6%
贷款和垫款减值损失	(267)	(472)	(409)	(392)	(330)	(511)	(350)	-31.4%	-14.5%	(1,149)	(1,191)	3.6%
营业利润	515	443	597	425	605	477	734	53.9%	23.0%	1,555	1,816	16.8%
营业外收支净额	1	(5)	1	0	(1)	(3)	(0)	na	-126.6%	(3)	(4)	25.3%
利润总额	516	438	598	426	603	474	734	54.7%	22.8%	1,551	1,811	16.8%
所得税费用	(115)	(66)	(164)	(48)	(121)	(40)	(184)	356.4%	12.5%	(344)	(345)	0.1%
净利润	401	372	434	378	483	434	550	26.7%	26.6%	1,207	1,467	21.5%
少数股东权益	(31)	(30)	(25)	(12)	(36)	(26)	(33)	27.4%	32.1%	(87)	(96)	10.3%
归属母公司股东净利润	369	342	409	366	447	408	516	26.6%	26.3%	1,120	1,371	22.4%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
普通股股东净利润	369	342	409	366	447	408	516	26.6%	26.3%	1,120	1,371	22.4%
资产负债表 (百万元)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	QoQ	YoY	9M18	9M19	YoY
贷款总额	80,838	87,301	91,864	92,795	95,392	103,534	107,464	3.8%	17.0%	91,864	107,464	17.0%
存款总额	110,173	112,718	114,543	113,101	127,103	129,772	130,740	0.7%	14.1%	114,543	130,740	14.1%
不良贷款余额	877	879	916	914	912	993	1,027	3.4%	12.2%	916	1,027	12.2%
贷款损失准备	3,067	3,395	3,725	4,069	4,187	4,504	4,798	6.5%	28.8%	3,725	4,798	28.8%
资产总额	152,106	163,289	164,775	166,704	170,632	175,858	178,464	1.5%	8.3%	164,775	178,464	8.3%
负债总额	139,904	150,957	151,943	153,169	155,211	159,440	161,350	1.2%	6.2%	151,943	161,350	6.2%
母公司所有者权益	11,538	11,643	12,144	12,836	14,695	15,671	16,195	3.3%	33.4%	12,144	16,195	33.4%
优先股及其他	651	651	651	601	293	0	0	na	na	651	0	-100.0%
平均生息资产	144,333	152,794	158,932	160,586	163,424	167,858	177,161	5.5%	11.5%	152,020	169,481	11.5%
每股数据 (元)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	QoQ	YoY	9M18	9M19	YoY
普通股股本 (百万股)	2,223	2,223	2,223	2,263	2,509	2,741	2,741	0.0%	23.3%	2,223	2,741	23.3%
EPS	0.17	0.15	0.18	0.16	0.18	0.15	0.19	26.6%	2.4%	0.50	0.50	-0.7%
BVPS	5.19	5.24	5.46	5.67	5.86	5.72	5.91	3.3%	8.1%	5.17	5.91	14.3%
DPS	0.00	0.00	0.00	0.18	0.00	0.00	0.00	na	na	0.00	0.00	na
PPOP/sh	0.35	0.43	0.45	0.41	0.37	0.37	0.40	8.4%	-12.6%	1.23	1.10	-10.6%
主要指标 (%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	QoQ	YoY	9M18	9M19	YoY
ROA	1.08%	0.94%	1.06%	0.91%	1.15%	1.00%	1.24%	0.2pct	0.2pct	1.04%	1.13%	0.1pct
ROE	13.43%	11.80%	13.75%	11.72%	12.98%	10.74%	12.96%	2.2pct	-0.8pct	14.01%	12.59%	-1.4pct
净息差	3.15%	3.20%	3.43%	3.44%	3.28%	3.26%	3.29%	3bps	-14bps	3.26%	3.27%	1bps
成本收入比	38.68%	34.03%	33.75%	39.85%	38.47%	36.17%	34.35%	-1.8pct	0.6pct	35.33%	36.27%	0.9pct
有效税率	22.25%	15.11%	27.36%	11.23%	19.97%	8.50%	25.08%	16.6pct	-2.3pct	22.20%	19.04%	-3.2pct
贷存比	73.37%	77.45%	80.20%	82.05%	75.05%	79.78%	82.20%	2.4pct	2.0pct	80.20%	82.20%	2.0pct
不良贷款率	1.08%	1.01%	1.00%	0.99%	0.96%	0.96%	0.96%	0bps	-4bps	1.00%	0.96%	-4bps
拨备覆盖率	349.73%	386.31%	406.74%	445.01%	459.03%	453.53%	467.03%	13.5pct	60.3pct	406.74%	467.03%	60.3pct
拨贷比	3.79%	3.89%	4.05%	4.38%	4.39%	4.35%	4.46%	11bps	41bps	4.05%	4.46%	41bps
信用成本	0.34%	0.56%	0.46%	0.42%	0.35%	0.51%	0.33%	-18bps	-13bps	1.35%	1.19%	-17bps
非利息收入/营业收入	11.91%	16.20%	11.08%	10.67%	12.95%	13.71%	12.63%	-1.1pct	1.6pct	13.07%	13.09%	0.0pct
净手续费收入/营业收入	9.68%	7.16%	4.66%	4.30%	5.77%	6.35%	5.70%	-0.6pct	1.0pct	7.03%	5.94%	-1.1pct
核心一级资本充足率	10.54%	9.72%	10.03%	10.49%	11.45%	12.19%	12.38%	0.2pct	2.4pct	10.03%	12.38%	2.4pct
一级资本充足率	10.57%	9.76%	10.08%	10.53%	11.50%	12.23%	12.43%	0.2pct	2.4pct	10.08%	12.43%	2.4pct
资本充足率	15.65%	14.53%	14.84%	15.12%	15.02%	14.95%	15.12%	0.2pct	0.3pct	14.84%	15.12%	0.3pct

资料来源：公司财报，申万宏源研究

注：BVPS 为归属于普通股股东每股净资产，ROE 基于扣除优先股股息后得到的普通股股东净利润测算，分母扣除优先股，故与首页财务数据有所差异。

表 2：常熟银行盈利预测表

						同比增速 (%)				
利润表 (百万元)						2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利息收入	4,324	5,099	5,701	6,443	7,304	7.7%	17.9%	11.8%	13.0%	13.4%
非利息收入	673	724	797	932	1,184	45.8%	7.7%	10.0%	17.0%	27.0%
净手续费收入	424	367	385	416	479	42.2%	-13.4%	5.0%	8.0%	15.0%
营业收入	4,997	5,824	6,498	7,375	8,488	11.7%	16.5%	11.6%	13.5%	15.1%
营业支出	(1,896)	(2,165)	(2,490)	(2,863)	(3,207)	8.7%	14.2%	15.0%	15.0%	12.0%
营业税金	(40)	(38)	(36)	(34)	(32)	-43.2%	-5.7%	na	na	na
拨备前营业利润 (PPOP)	3,101	3,658	4,008	4,511	5,281	13.5%	18.0%	9.6%	12.6%	17.1%
资产减值损失	(1,443)	(1,679)	(1,561)	(1,597)	(1,873)	-0.1%	16.3%	-7.0%	2.3%	17.3%
贷款减值损失	(1,186)	(1,541)	(1,410)	(1,431)	(1,698)	-5.1%	30.0%	-8.5%	1.5%	18.7%
营业利润	1,658	1,980	2,447	2,914	3,408	28.8%	19.4%	23.6%	19.1%	16.9%
营业外收支净额	10	(3)	(3)	(4)	(4)	-57.2%	-126.9%	15.0%	15.0%	15.0%
利润总额	1,668	1,977	2,444	2,911	3,404	27.2%	18.5%	23.6%	19.1%	16.9%
所得税	(346)	(392)	(513)	(550)	(504)	34.8%	13.3%	30.8%	7.2%	-8.4%
净利润	1,322	1,585	1,931	2,360	2,900	25.4%	19.9%	21.8%	22.3%	22.9%
少数股东权益	(58)	(99)	(109)	(120)	(131)	307.2%	71.5%	10.0%	10.0%	10.0%
归属股东净利润	1,264	1,486	1,822	2,241	2,768	21.5%	17.5%	22.6%	23.0%	23.5%
优先股股息	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	1,264	1,486	1,822	2,241	2,768	21.5%	17.5%	22.6%	23.0%	23.5%
资产负债表 (百万元)						2017	2018	2019E	2020E	2021E
贷款总额	77,811	92,795	108,571	128,113	151,174	17.2%	19.3%	17.0%	18.0%	18.0%
存款总额	99,005	113,101	128,935	146,341	165,366	11.5%	14.2%	14.0%	13.5%	13.0%
不良贷款余额	887	914	1,045	1,211	1,434	-4.9%	3.0%	14.3%	15.9%	18.5%
贷款损失准备	2,892	4,069	4,904	5,732	6,745	32.0%	40.7%	20.5%	16.9%	17.7%
资产总额	145,825	166,704	180,542	197,102	216,373	12.2%	14.3%	8.3%	9.2%	9.8%
负债总额	134,716	153,169	162,864	177,156	193,689	12.7%	13.7%	6.3%	8.8%	9.3%
母公司所有者权益	10,468	12,836	16,943	19,175	21,874	6.2%	22.6%	32.0%	13.2%	14.1%
优先股	0	601	0	0	0	na	na	na	na	na
平均生息资产	136,184	154,161	175,001	198,369	224,193	16.0%	13.2%	13.5%	13.4%	13.0%
每股数据 (元)						2017	2018	2019E	2020E	2021E
普通股股本 (百万股)	2,223	2,263	2,741	2,741	2,741	0.0%	1.8%	21.1%	0.0%	0.0%
EPS	0.57	0.66	0.66	0.82	1.01	21.5%	15.5%	1.2%	23.0%	23.5%
BVPS	4.71	5.67	6.18	7.00	7.98	6.2%	20.5%	9.0%	13.2%	14.1%
DPS	0.18	0.18	0.21	0.26	0.32	0.0%	0.0%	17.2%	23.0%	23.5%
PPOP/sh	1.39	1.62	1.46	1.65	1.93	13.5%	15.9%	-9.6%	12.6%	17.1%
主要指标 (%)						2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROA	0.96%	1.01%	1.11%	1.25%	1.40%	0.07%	0.06%	0.10%	0.14%	0.15%
ROE	12.44%	13.45%	12.24%	12.41%	13.49%	0.84%	1.00%	-1.21%	0.17%	1.08%
净息差	3.18%	3.31%	3.26%	3.25%	3.26%	-0.24%	0.13%	-0.05%	-0.01%	0.01%
成本收入比	37.14%	36.53%	37.77%	38.36%	37.40%	-0.26%	-0.61%	1.24%	0.60%	-0.96%
有效税率	20.75%	19.84%	21.00%	18.90%	14.80%	1.17%	-0.91%	1.16%	-2.10%	-4.10%
贷存比	78.59%	82.05%	84.21%	87.54%	91.42%	3.81%	3.45%	2.16%	3.34%	3.87%
不良贷款率	1.14%	0.99%	0.96%	0.95%	0.95%	-0.26%	-0.16%	-0.02%	-0.02%	0.00%
拨备覆盖率	325.93%	445.01%	469.24%	473.35%	470.30%	91.10%	119.09%	24.23%	4.11%	-3.05%
拨贷比	3.72%	4.38%	4.52%	4.47%	4.46%	0.42%	0.67%	0.13%	-0.04%	-0.01%
信用成本	1.64%	1.81%	1.40%	1.21%	1.22%	-0.37%	0.16%	-0.41%	-0.19%	0.01%
非利息收入/营业收入	13.46%	12.44%	12.26%	12.64%	13.95%	3.16%	-1.03%	-0.18%	0.38%	1.31%
净手续费收入/营业收入	8.48%	6.30%	5.93%	5.64%	5.64%	1.82%	-2.18%	-0.37%	-0.29%	0.00%
核心一级资本充足率	9.88%	10.49%	11.80%	11.13%	10.57%	-1.02%	0.61%	1.31%	-0.67%	-0.56%
一级资本充足率	9.92%	10.53%	11.84%	11.16%	10.60%	-1.01%	0.61%	1.31%	-0.68%	-0.56%
资本充足率	12.97%	15.12%	15.85%	14.71%	13.76%	-0.24%	2.14%	0.73%	-1.14%	-0.95%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：上市银行估值比较表（收盘价日期：2019 年 10 月 25 日）

上市银行	代码	收盘价	流通市值 (亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E
农业银行	601288.SH	3.66	11,684	6.13	5.80	0.74	0.67	12.6%	12.2%	0.91%	0.90%	5.00%	5.29%
中国银行	601988.SH	3.73	7,862	6.05	5.75	0.69	0.65	11.7%	11.7%	0.91%	0.88%	5.14%	5.40%
交通银行	601328.SH	5.71	2,241	5.70	5.40	0.62	0.58	11.3%	11.2%	0.79%	0.79%	5.26%	5.56%
招商银行	600036.SH	36.40	7,509	10.15	8.89	1.59	1.38	16.7%	16.7%	1.30%	1.36%	2.96%	3.37%
民生银行	600016.SH	6.19	2,195	5.14	4.83	0.61	0.57	12.3%	12.1%	0.88%	0.91%	5.84%	6.21%
浦发银行	600000.SH	12.90	3,786	6.26	5.55	0.77	0.68	13.0%	13.1%	0.97%	1.01%	2.94%	3.31%
兴业银行	601166.SH	18.85	3,916	5.99	5.25	0.80	0.71	14.6%	14.4%	1.00%	1.06%	4.17%	4.76%
光大银行	601818.SH	4.48	1,784	6.31	5.43	0.74	0.68	13.6%	13.3%	0.85%	0.90%	3.98%	4.63%
华夏银行	600015.SH	7.66	1,179	5.58	5.26	0.52	0.46	10.0%	9.4%	0.80%	0.78%	2.40%	2.55%
平安银行	000001.SZ	16.88	3,276	11.73	9.91	1.16	1.06	11.2%	11.2%	0.80%	0.86%	0.88%	1.04%
南京银行	601009.SH	8.96	760	7.12	5.96	0.97	0.84	16.6%	16.1%	1.01%	1.10%	5.16%	6.12%
宁波银行	002142.SZ	27.16	1,529	12.05	9.91	1.84	1.63	17.4%	17.6%	1.14%	1.22%	1.74%	2.12%
上海银行	601229.SH	9.64	1,370	6.83	5.77	0.82	0.71	13.1%	13.3%	0.99%	1.05%	4.24%	5.02%
贵阳银行	601997.SH	9.05	291	5.25	4.66	0.81	0.68	17.0%	15.9%	1.12%	1.13%	5.03%	5.64%
常熟银行	601128.SH	8.68	238	13.06	10.62	1.40	1.24	12.2%	12.4%	1.11%	1.25%	2.58%	3.18%
张家港行	002839.SZ	6.24	113	11.81	10.29	1.01	0.88	9.1%	9.2%	0.76%	0.75%	2.75%	3.16%
A 股板块平均				7.14	6.49	0.89	0.80	13.2%	12.9%	0.99%	1.00%	4.15%	4.50%

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。