



证券研究报告 Research Report

2018年1月18日

掘金
金融
专题

我们为什么看好常熟银行

王小军 行业分析师

编号: S1500512040003

电话: +86 10 83326865

邮箱: wangxiaojun@cindasc.com

关竹 行业分析师

执业编号: S1500517090001

电话: +86 10 83326871

邮箱: guanzhu@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

摘要

- 我们为什么看好常熟银行：
- 第一，区域优势带动资产质量好转。与全国银行业不良率稳定在1.74%不同，江苏地区在2016年年末不良率已经开始出现回落，江苏地区银行业金融机构不良率好于全国平均水平。至2017年3季度，江苏地区不良贷款率下降至1.18%，较年初下降0.18个百分点。从常熟银行经营的区域来看，2017年上半年其营业收入90.41%以上来自于江苏省内，贷款规模的91.62%投向江苏地区。因而，常熟银行受益于区域优势，资产质量将逐步好转。此外，常熟银行对不良资产的确认相对较严格：从不良贷款率与非正常贷款率的比值来看，上市农商行中，常熟银行该比值为0.54，仅落后于张家港行，较高的公布不良率/非正常贷款率，表明公司的不良认定相对严格。
- 第二，常熟银行净息差和成长性表现优异。我们发现，个人贷款比重的调整有利于银行生息资产收益率的提升，从上市银行生息资产收益率与贷款规模来看，拥有较高个人贷款比重的银行，生息资产收益率往往较高。从常熟银行各类生息资产回报率来看，个人贷款类业务明显好过公司贷款业务和票据贴现业务，且近年来回报相对稳定。从各类存款的成本来看，往往是活期低于定期，个人低于公司，个人活期存款成本最低，因而在存款结构中个人活期存款比重较高的银行更容易享受较低的成本，在负债端更具优势。因而，我们认为个人类存款占比相对较高的常熟银行在负债端优势相对明显。
- 第三，拨备有望反补利润。近年来，银行为了应对不良资产的持续增长，计提了大量资产减值准备，影响了行业利润。截至2017年上半年，23家上市银行中（剔除上海银行和江阴银行），11家上市银行资产减值准备/贷款比重下调。其中，国有大银行的利润率先回升，并且其拨备前利润与归母净利润增速相差不大，而股份制银行和农商行的拨备前利润增速与归母净利润增速相差较大，这意味着部分股份制银行和农商行的利润仍被资产减值准备所占用。我们认为，随着资产质量的好转，拨备压力减缓后，股份制银行和农商行的利润增速将更为可观，常熟银行将受益于拨备反补利润。
- 第四，我们认为市场解禁等问题对股价冲击有限。
- ✓ 限售股解禁：公司2017年9月大规模解禁限售股对股价产生很大冲击；2018年，公司共有3,828,574股限售股亟待解禁，仅占全部解禁限售股的0.19%，我们预计对股价冲击有限；2019年时公司上市满3周年，最大解禁潮来袭，或对股价有所影响。
- ✓ 理财监管的影响：从银行利润表来看，表外理财对应为手续费净收入。上市银行中，农商行受发展战略和客户基础的制约，手续费收入规模较小，占营业收入比重相对较低，因而受到的影响有限。上市农商行中，常熟银行2017年上半年手续费净收入1.85亿元，占收入比重7.82%，位于行业上市银行第11位，农商行中位列第二，落后于无锡银行。
- ✓ 同业存单发行：截至2018年1月5日，常熟银行处于存续期的同业存单共有186.4亿元，公司纳入同业存单后的同业融入资金余额占负债总额的22.38%，比重不足1/3，在银监会要求的监管指标范围内。我们认为，公司同业存单发行规模相对于其负债总额并不大，发行量上仍有一定的空间。
- 盈利预测和投资评级：我们预测公司2017-2019年EPS分别为0.57元、0.64元和0.73元，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：1、宏观经济增速不达预期，影响资产质量；2、成本上升过快，影响利润水平；3、农商行涉及对象风险较高。

目录

■ 一、我们为什么看好常熟银行

1、资产质量逐步好转

2、净息差行业领先

3、拨备有望反补利润

■ 二、市场担忧的问题

1、常熟银行成长性不行？

2、为什么NIM高，ROE低？

3、限售股解禁对股价的影响

4、资管新规下理财的冲击

5、同业存单规模过高吗？

■ 三、盈利预测与风险提示

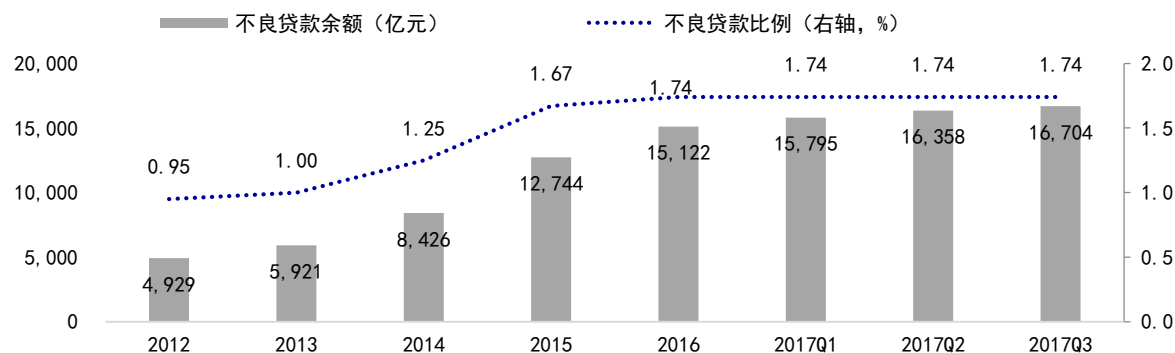
一、资产质量逐步好转：江苏地区不良率明显好转

■ 2016年以来，银行业不良贷款余额增速逐步放缓，不良率自2016年年底以来稳定在1.74%。截至2017年3季度，银行业不良贷款余额1.67万亿，环比增加346亿元，增量进一步下降；不良率1.74%，行业不良率水平逐步企稳。

■ 与全国银行业不良率稳定在1.74%不同，江苏地区在2016年年末不良率已经开始出现回落，江苏地区银行业金融机构不良率好于全国平均水平。至2017年3季度，江苏地区不良贷款率下降至1.18%，较年初下降0.18个百分点。

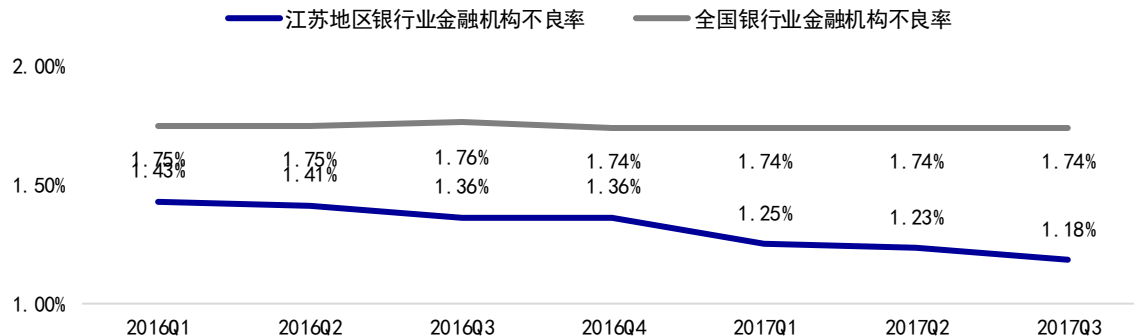
■ 从常熟银行经营的区域来看，2017年上半年其营业收入90.41%以上来自于江苏省内，贷款规模的91.62%投向江苏地区。因而，常熟银行受益于区域优势，资产质量逐步好转。

商业银行不良贷款余额及不良贷款比例



资料来源：Wind，信达证券研发中心

江苏地区不良率

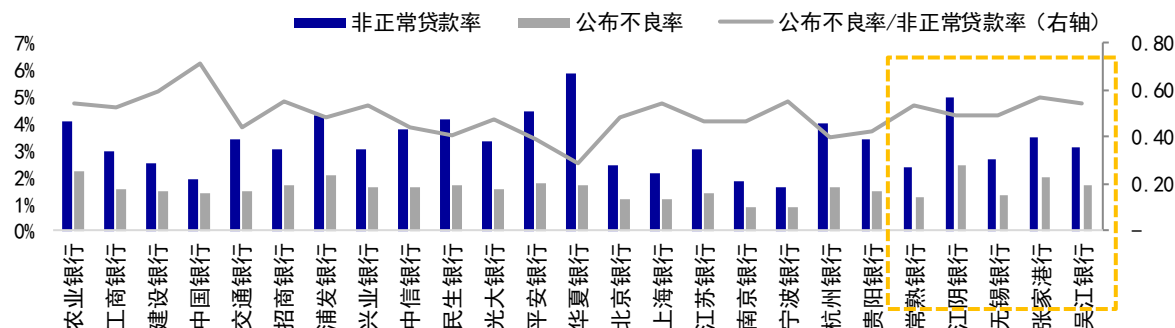


资料来源：Wind，信达证券研发中心

一、资产质量逐步好转：常熟银行不良认定相对严格，不良规模与不良率持续下降

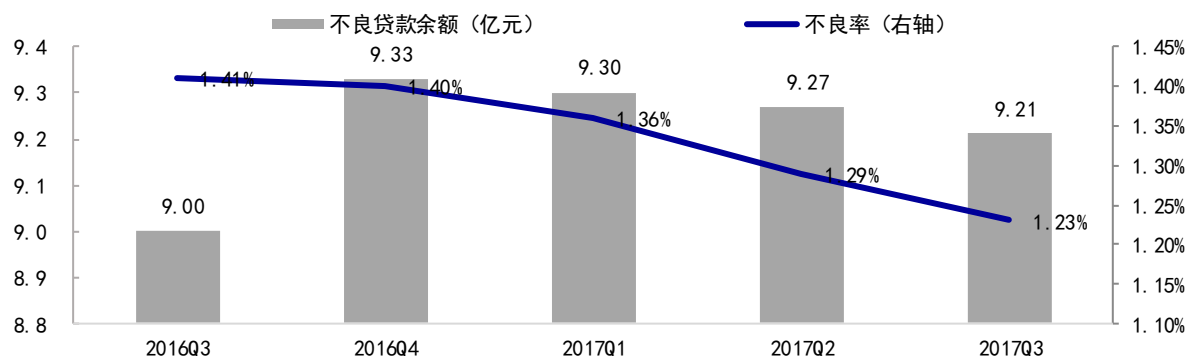
- 除了关注银行公布的不良率以外，仍需对潜在成为不良资产的贷款予以关注。我们将逾期贷款（>90天）与公布的不良贷款余额视作非正常贷款来计算非正常贷款率，与各家银行公布的不良率进行对比。
- 从不良贷款率与非正常贷款率的比值来看，上市农商行中，常熟银行该比值为0.54，仅落后于张家港行，较高的公布不良率/非正常贷款率，表明公司的不良认定相对严格。
- 截至2017年9月底，常熟银行不良贷款规模9.21亿元，较年初下降0.09亿元，不良贷款比例1.23%，较年初下降0.17个百分点，不良规模和不良率双降。
- 与其他上市农商行相比，常熟银行不论是公布不良贷款率还是非正常贷款率（逾期大于90天贷款比例）均处于行业较低水平，这背后的原因一方面来自于公司贷款结构中个贷比重较高，另一方面则在于苏南地区经济的好转。

上市银行公布不良率和非正常贷款率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

常熟银行不良贷款余额与不良率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

目录

■ 一、我们为什么看好常熟银行

1、资产质量逐步好转

2、净息差行业领先

✓ 小微业务带动生息资产回报率

✓ 成本端受益于个人业务

3、拨备有望反补利润

■ 二、市场担忧的问题

1、常熟银行成长性不行？

2、为什么NIM高，ROE低？

3、限售股解禁对股价的影响

4、资管新规下理财的冲击

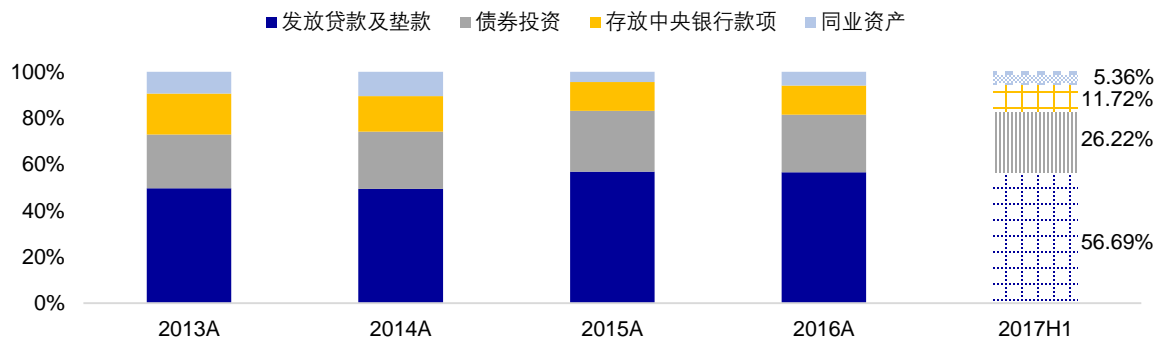
5、同业存单规模过高吗？

■ 三、盈利预测与风险提示

小微业务带动生息资产回报率：个贷业务占比远超同类农商行

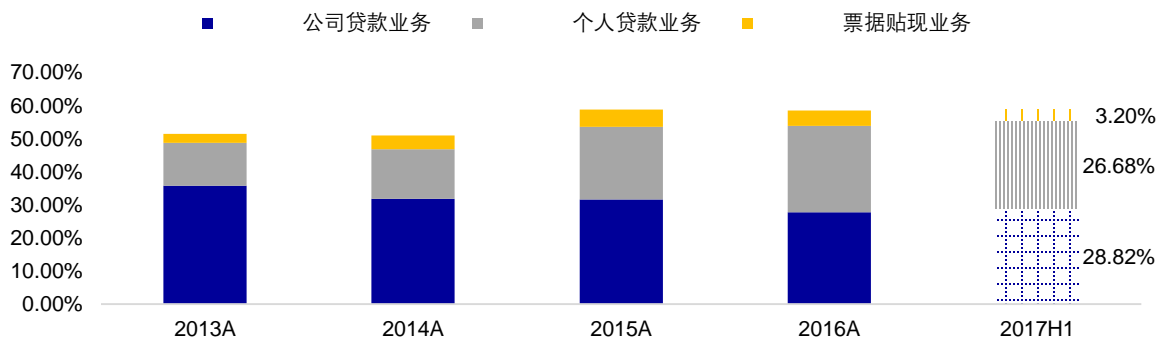
- 从上市银行的生息资产结构来看，目前贷款仍是银行主要生息资产，近五年来占比均在50%以上。2017年上半年，在服务实体经济的背景下，贷款占比进一步增长至56.12%，较年初上升1.42个百分点；受市场行情及监管政策影响，债券投资、同业资产及存放中央款项占比均小幅下降。
- 截至2017年上半年，上市农商行生息资产结构中，贷款占比为54.05%，高于上市城商行。常熟银行的生息资产同样以贷款为主，且略高于行业平均水平，这是由于公司致力于小微贷款业务发展战略所致。
- 从贷款细分结构来看，2017年上半年常熟银行的贷款中公司贷款业务和个人贷款业务占生息资产的比重相差不大：公司贷款业务占生息资产比重28.82%，个人贷款业务占比26.68%。个人贷款类业务占比超过农商行平均比重14.75个百分点，这与其发展战略中服务于个人经营者密切相关。

常熟银行生息资产结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

常熟银行贷款细分结构

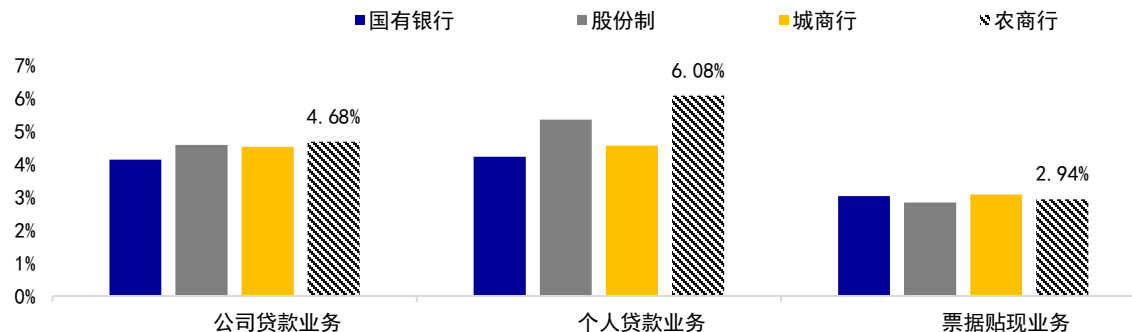


资料来源：Wind，信达证券研发中心

小微业务带动生息资产回报率：个贷业务回报率表现出色

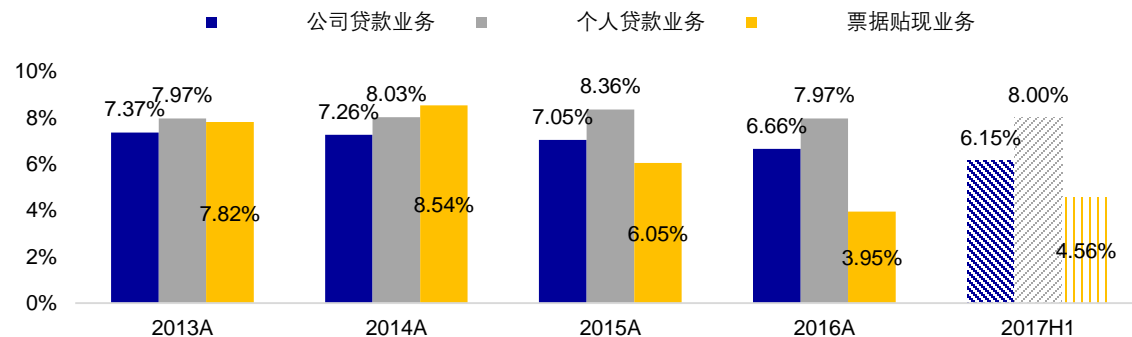
- 与国有银行、城商行和股份制银行相比，农商行由于客户基础导致贷款类业务收益率表现相对出色。从常熟银行各类生息资产回报率来看，个人贷款类业务明显好过公司贷款业务和票据贴现业务，且近年来回报相对稳定。我们认为这其中主要的原因在于常熟银行积极的推进小微业务，特别是小微业务的经营贷和消费贷。由于零售类贷款收益率普遍高于对公类贷款，零售类贷款占比较高的银行的生息资产收益率往往相对较高。
- 我们认为，个人贷款比重的调整有利于银行生息资产收益率的提升，从上市银行生息资产收益率与贷款规模来看，拥有较高个人贷款比重的银行，生息资产收益率往往较高。

农商行贷款业务回报率表现出色



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2013-2017H1常熟银行主要生息资产回报率

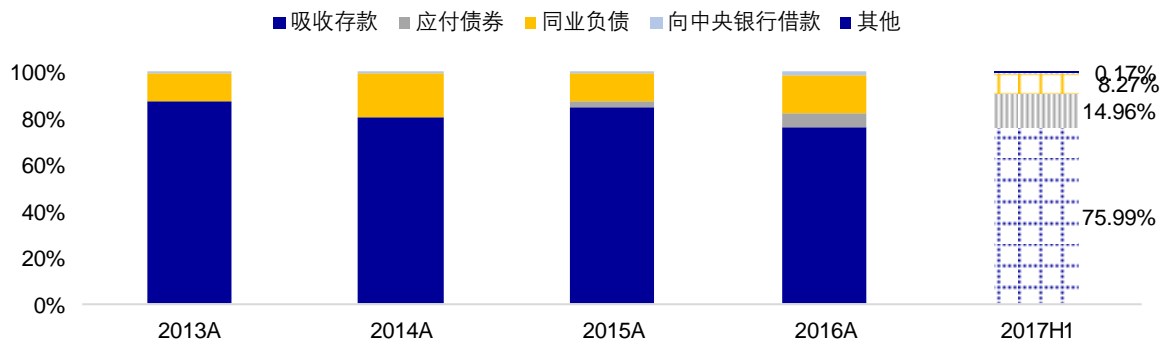


资料来源：Wind，信达证券研发中心

成本端受益于个人业务：农商行计息负债结构的差异性

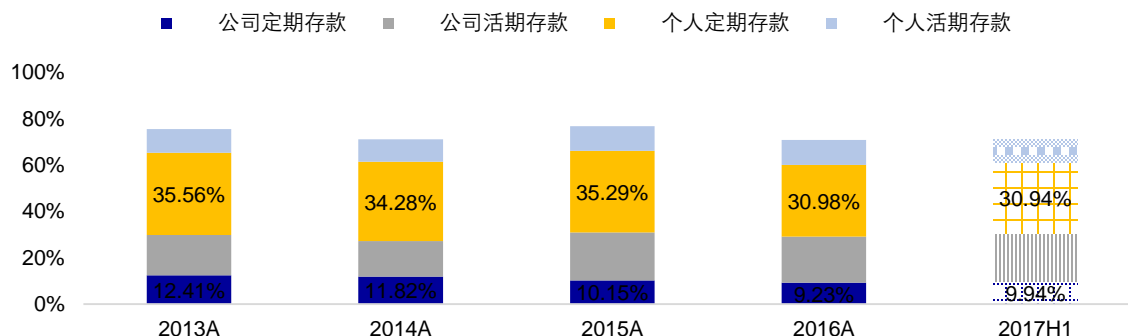
- 各家银行对负债结构予以调整。计息负债主要包括客户存款、应付债券、同业负债以及央行借款。其中，存款占比最高，也是各家银行在负债端的主要发力点。尽管农商行的存款基础不及其它银行，但存款仍是其负债结构中的主体。
- 截至2017年上半年，上市银行各项负债结构中，存款作为主要负债，占比高达75.45%；各类银行中存款/负债比重较高的是农商行和国有银行，占比分别达到82.97%和82.25%。
- 2017年上半年，常熟银行计息负债结构中，存款占比达75.99%，略低于上市农商行的平均水平。从存款细分结构来看，个人定期存款占比最高，占计息负债比重30.94%。

常熟银行计息负债结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

常熟银行存款细分结构

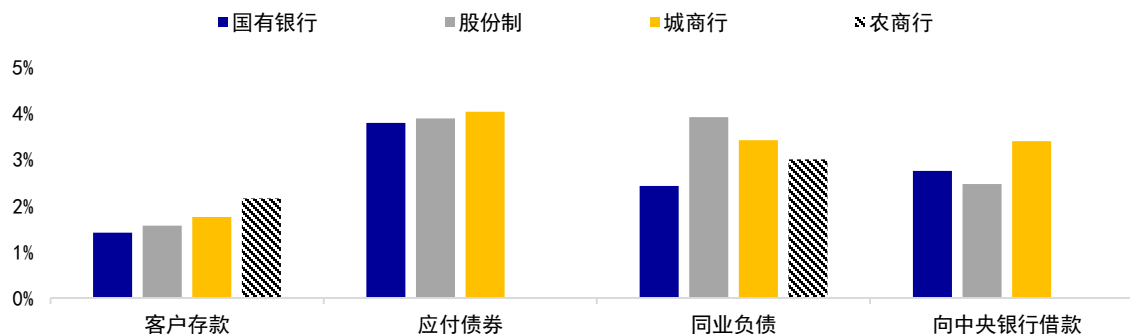


资料来源：Wind，信达证券研发中心

成本端受益于个人业务：去杠杆考验银行负债能力

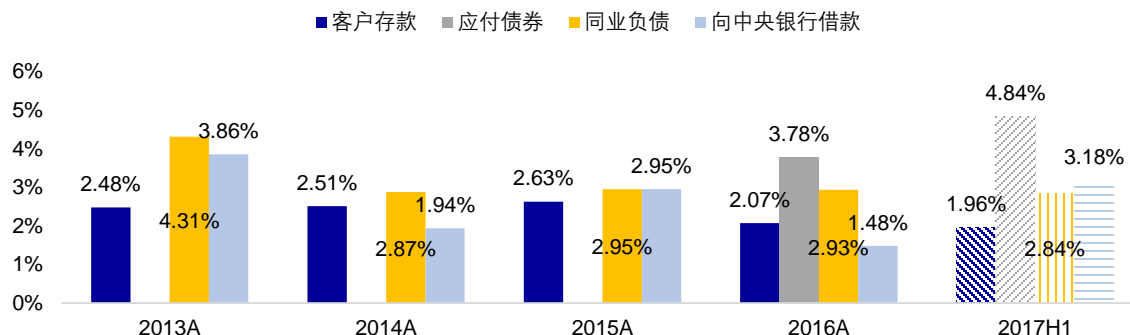
- 在监管层不断推进去杠杆的背景下，央行执行稳健中性的货币政策，监管和流动性双重施压下，银行资金成本快速上升，银行负债成本能力受到较大考验。
- 2015年央行多次降息降准导致客户存款成本持续降低；同业负债受到监管层严查后，在今年上半年成本率有所上升；应付债券成本率受市场影响小幅下降。各家银行的负债结构决定了其计息负债成本。
- 从常熟银行的计息负债成本看，客户存款和同业负债成本较低，2017年上半年成本率分别为1.96%和2.84%。而应付债券受市场行情影响，较2016年年底上升至4.84%。
- 此外，我们比较了各类存款的成本：从各类存款的成本来看，往往是活期低于定期，个人低于公司，个人活期存款成本最低，因而在存款结构中个人活期存款比重较高的银行更容易享受较低的成本，在负债端更具优势。因而，我们认为个人类存款占比相对较高的常熟银行在负债端优势相对明显。

2017H1各类银行负债端成本比较



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2013-2017H1各类贷款的计息成本率比较



资料来源：Wind，信达证券研发中心

目录

■ 一、我们为什么看好常熟银行

1、资产质量逐步好转

2、净息差行业领先

3、拨备有望反补利润

■ 二、市场担忧的问题

1、常熟银行成长性不行？

2、为什么NIM高，ROE低？

3、限售股解禁对股价的影响

4、资管新规对理财的冲击

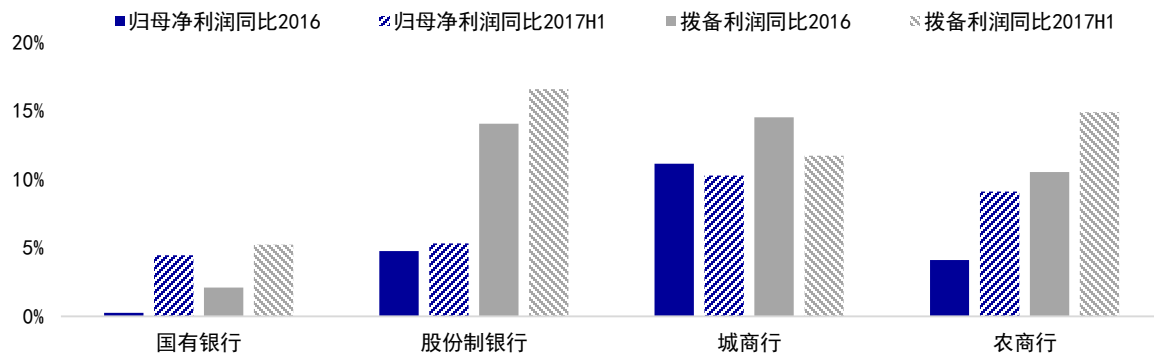
5、同业存单规模过高吗？

■ 三、盈利预测与风险提示

拨备有望反补利润

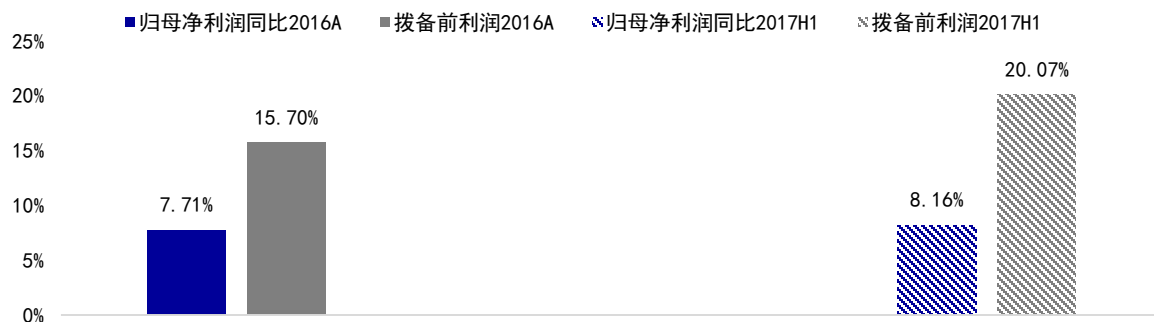
- 近年来，银行为了应对不良资产的持续增长，计提了大量资产减值准备，影响了行业利润。截至2017年上半年，23家上市银行中（剔除上海银行和江阴银行），11家上市银行资产减值准备/贷款比重下调。其中，国有大银行的利润率先回升，并且其拨备前利润与归母净利润增速相差不大，而股份制银行和农商行的拨备前利润增速与归母净利润增速相差较大，这意味着部分股份制银行和农商行的利润仍被资产减值准备所占。
- 值得注意的是，农行、中行、吴江、北京、江苏和南京银行的归母净利润增速好于其拨备前利润增速，而这几家银行的资产减值准备增速均有所下滑，其中中国银行2017年上半年资产减值准备同比仅增长1.1%，南京银行资产减值准备增速更是下降27.65个百分点，资产减值准备下调对利润反补作用明显。我们认为，随着资产质量的好转，拨备压力减缓后，股份制银行和农商行的利润增速将更为可观，尤其是资产质量可能出现反转的银行更值得关注，拨备对净利润的影响更大。

2016与2017H1各类银行拨备前利润与归母净利润的同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2016与2017H1常熟银行拨备前利润与归母净利润的同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

目录

■ 一、我们为什么看好常熟银行

- 1、资产质量逐步好转
- 2、净息差行业领先
- 3、拨备有望反补利润

■ 二、市场担忧的问题

1、常熟银行成长性不行？

- 2、为什么NIM高，ROE低？
- 3、限售股解禁对股价的影响
- 4、资管新规对理财的冲击
- 5、同业存单规模过高吗？

■ 三、盈利预测与风险提示

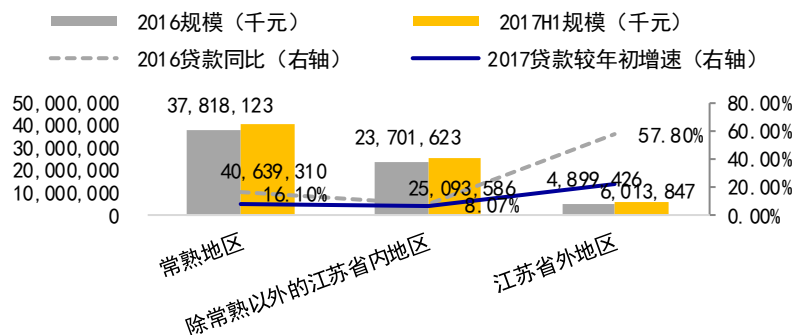
常熟银行成长性超过大多数上市银行

截至2017年三季度，上市城商行和农商行的归母净利润增速分别为11.72%和8.83%，国有银行和股份制银行仅有4.28%和3.75%，常熟银行为15.29%。可以看出，城商行和农商行较国有银行和股份制银行更有优势，常熟银行较为突出。常熟银行2017年业绩快报显示，净利润同比增长21.71%，远超市场预期。目前一致预期显示，常熟银行2018年营收、净利润分别增长13.71%、15.95%。

从常熟银行的贷款投向来看，常熟地区贷款占比高达55%以上，江苏省内贷款占比超过90%，受地区经济影响明显。

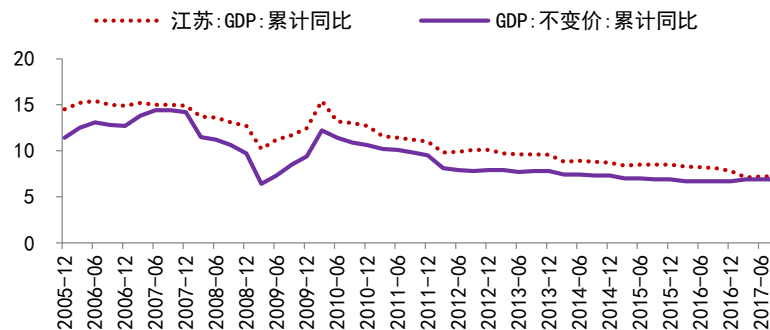
从常熟银行对给地区的贷款规模及增速来看，尽管江苏省外地区贷款增长最快，但主要是由于基数较小，推升了增速。江苏省内依然是常熟银行主要贷款的投放区域和经营区域。

2016-2017H1常熟银行贷款规模及其增速



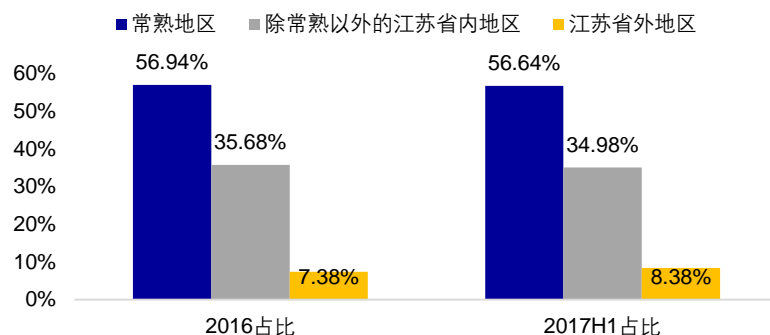
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2005-2016年常熟、江苏GDP同比及全国GDP同比 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2016-2017H1常熟银行贷款分布比例



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

目录

■ 一、我们为什么看好常熟银行

- 1、资产质量逐步好转
- 2、净息差行业领先
- 3、拨备有望反补利润

■ 二、市场担忧的问题

1、常熟银行成长性不行？

2、为什么NIM高，ROE低？

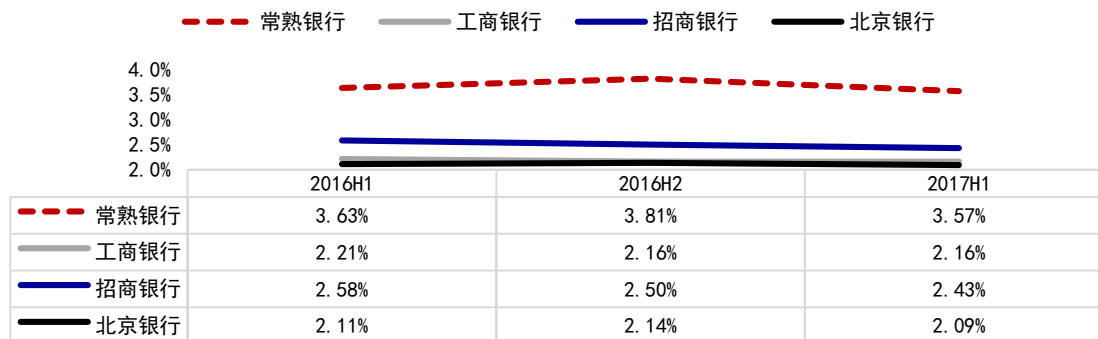
- 3、限售股解禁对股价的影响
- 4、资管新规对理财的冲击
- 5、同业存单规模过高吗？

■ 三、盈利预测与风险提示

常熟银行ROE与NIM背离的原因

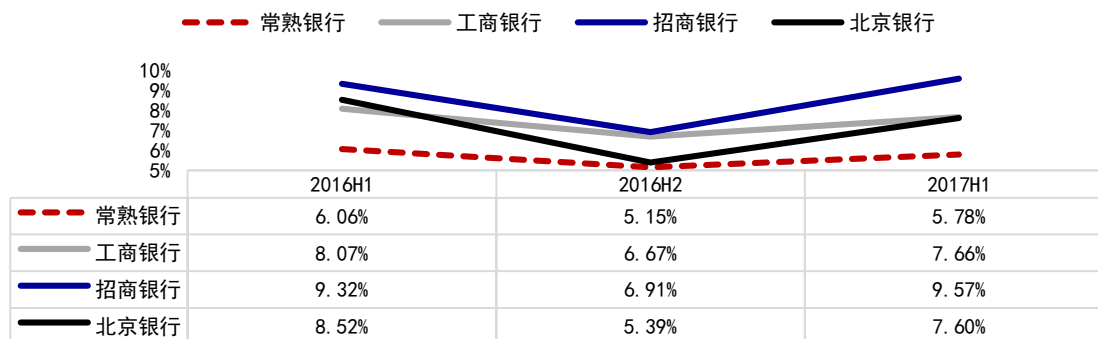
- 2009年，常熟银行率先成立小微贷款专营部门，引入德国IPC技术并进行内化和二次开发，形成专业化、可复制的特色微贷服务模式。2015年，进一步创立“自由星”小微金融品牌，突出支持金融服务相对匮乏的小微企业、“三农”客户等草根群体，将普惠金融战略深深扎根。
- 至2017年，全行信贷资金的66%投向小微企业，73%投向涉农客户，78%投向实体经济；超过70%的客户经理服务于以小微金融为主的零售领域，以小微为主的零售业务对全行利润的贡献度已接近一半。
- 与其它类型上市银行相比，农商行普遍存在净息差高而ROE低的问题，常熟银行尤为突出，原因主要有三个方面：第一，农商行的杠杆率较其它银行来说比较低，总资产收益率并未通过杠杆得到足够的放大；第二，农商行的定位是三农与小微，中间业务收入占比较少造成其ROE不及其它银行；第三，农商行经营尚未形成规模效应，较高的成本消耗了大量的收益。

2010-2017Q3常熟银行NIM



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2010-2017Q3常熟银行ROE



资料来源：Wind，信达证券研发中心

目录

■ 一、我们为什么看好常熟银行

- 1、资产质量逐步好转
- 2、净息差行业领先
- 3、拨备有望反补利润

■ 二、市场担忧的问题

- 1、常熟银行成长性不行？
 - 2、为什么NIM高，ROE低？
 - 3、限售股解禁对股价的影响
 - 4、资管新规对理财的冲击
 - 5、同业存单规模过高吗？
- ### ■ 三、盈利预测与风险提示

常熟银行2018限售股解禁压力有限

- 公司2017年9月大规模解禁限售股对股价产生很大冲击；
- 2018年，公司共有3,828,574股限售股亟待解禁，我们预计对股价冲击有限。
- 2019年时公司上市满3周年，最大解禁潮来袭，或对股价有所影响。

年份	年末限售股数(股)	年末限售股比重
2017	770,419,917	38.51%
2018	3,828,574	0.19%
2019	1,059,770,263	52.98%
2020	29,753,632	1.49%
2021	29,419,774	1.47%
2022	9,752,184	0.49%
2024	97,510,828	4.87%
合计	2,000,455,172	100.00%

常熟银行限售股份变动情况

股东名称	年初限售期限	本年解除限售股数	本年增加限售股数	年末限售股数(股)	限售原因	解除限售日期
王坤元等股东	0	0	764,378,199	764,378,199	首次公开发行限售	2017/9/30
吴群星等股东	0	0	3,028,768	3,028,768	首次公开发行限售	2017/10/31
俞霄飞等股东	0	0	166,926	166,926	首次公开发行限售	2017/11/30
马卫锋等股东	0	0	2,846,024	2,846,024	首次公开发行限售	2017/12/31
沈维平	0	0	1,335,433	1,335,433	首次公开发行限售	2018/1/31
顾国庆等股东	0	0	2,301,856	2,301,856	首次公开发行限售	2018/2/28
陈丽霞	0	0	191,285	191,285	首次公开发行限售	2018/8/31
潘亦陈等股东	0	0	906,878	906,878	首次公开发行限售	2019/8/31
钟惠波等股东	0	0	1,058,863,385	1,058,863,385	首次公开发行限售	2019/9/30
胡铭东等股东	0	0	29,753,632	29,753,632	首次公开发行限售	2020/9/30
邵雪芬等股东	0	0	29,419,774	29,419,774	首次公开发行限售	2021/9/30
顾旦红等股东	0	0	9,752,184	9,752,184	首次公开发行限售	2022/9/30
吴哲等股东	0	0	97,510,828	97,510,828	首次公开发行限售	2024/9/30
合计	0	0	2,000,455,172	2,000,455,172		

资料来源：Wind，信达证券研发中心

目录

■ 一、我们为什么看好常熟银行

- 1、资产质量逐步好转
- 2、净息差行业领先
- 3、拨备有望反补利润

■ 二、市场担忧的问题

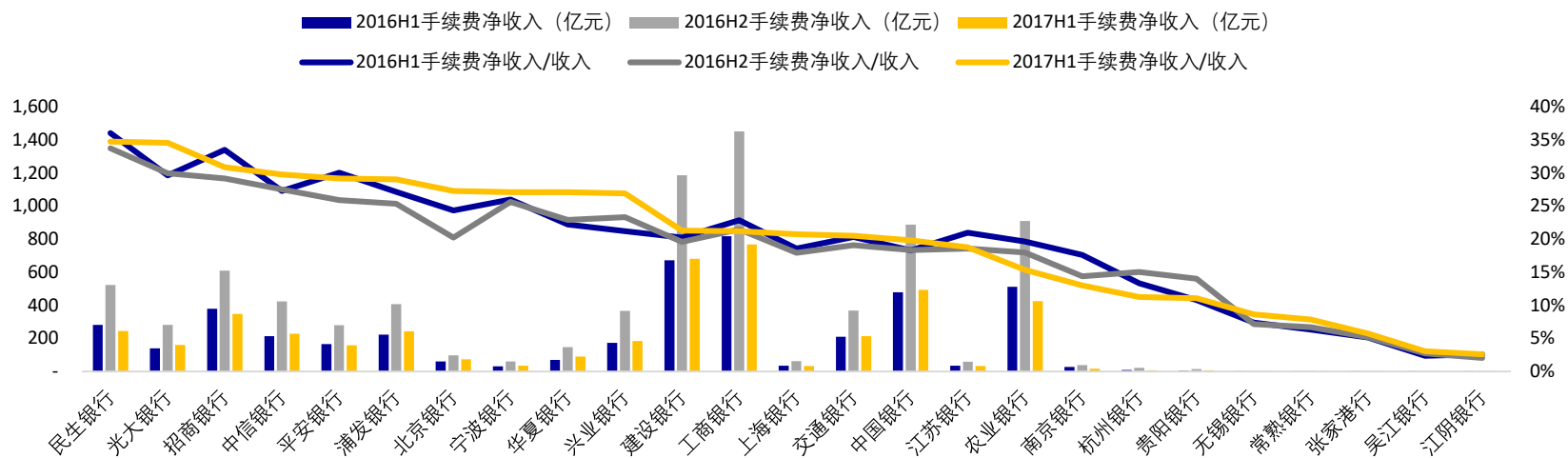
- 1、常熟银行成长性不行？
- 2、为什么NIM高，ROE低？
- 3、限售股解禁对股价的影响
- 4、资管新规对理财的冲击
- 5、同业存单规模过高吗？

■ 三、盈利预测与风险提示

表外理财影响的是手续费收入，常熟银行手续费收入占比不高

- 2017年监管层加强了金融监管，推动金融行业去杠杆，频繁出台各项政策，直指同业、理财等业务。11月17日，央行、银监会、证监会、保监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，总体思路是按照资管产品的类型制定统一的监管标准，对同类资管业务做出一致性规定，实行公平的市场准入和监管，最大程度地消除监管套利空间。《意见》明确要求“金融机构不得开展表内资产管理业务”，意味着表内银行理财产品将被取消。同时，《意见》提出打破资管业务的刚性兑付，回归资管本质。我们认为，统一资管办法的颁布一方面制约了银行理财业务的快速扩张，另一方面则通过打破刚兑、封闭式产品期限不低于90天等约束来控制大多数资管产品过于短期化的现状，迫使表外资产逐步规范化。
- 从银行利润表来看，表外理财对应为手续费净收入。上市银行中，农商行受发展战略和客户基础的制约，手续费收入规模较小，占营业收入比重相对较低，因而受到的影响有限。常熟银行2017年上半年手续费净收入1.85亿元，占收入比重7.82%，位于行业11位，农商行中位列第2，落后于无锡银行。2017年6月末，发行理财产品余额为259.65亿元，较2016年末的275.50亿元有所下降。

2016H1-2017H1手续费净收入及手续费净收入/收入



资料来源：Wind，信达证券研发中心

目录

■ 一、我们为什么看好常熟银行

- 1、资产质量逐步好转
- 2、净息差行业领先
- 3、拨备有望反补利润
- 4、星星之火的村镇银行

■ 二、市场担忧的问题

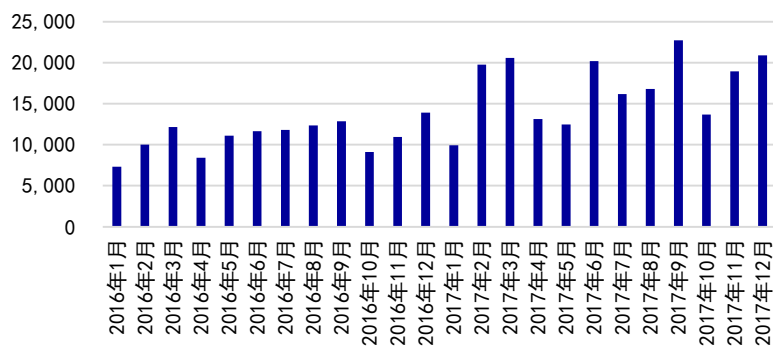
- 1、常熟银行成长性不行？
- 2、为什么NIM高，ROE低？
- 3、限售股解禁对股价的影响
- 4、资管新规对理财的冲击
- 5、同业存单规模过高吗？

■ 三、盈利预测与风险提示

同业存单发行规模处于合理范围

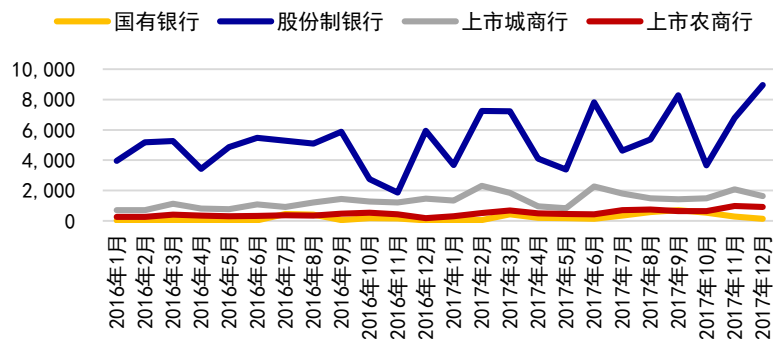
- 2017年4月银监会下发的《关于开展银行业不当创新、不当交易、不当激励、不当收费专项治理工作的通知》（53号文）中，要求“机构自查若将商业银行发行的同业存单计入同业融入资金余额，是否超过银行负债总额的三分之一。”
- 2017年8月央行提出，自2018年一季度起将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入宏观审慎评估体系（MPA）同业负债占比指标进行考核，对银行同业业务监管进一步加强。尽管央行的监管范围并未纳入市场同业存单发行主力——资产规模小于5000亿元的银行，但是不容忽视的是，央行同时表示“央行对其他银行继续进行监测，适时再提出适当要求”。这代表着监管层对于银行同业业务的监管倾向于循序渐进，先治理大银行，再治理小银行。
- 在银监会三三四文件与央行MPA双重压力下，同业存单目前处于存量消化期，随着存量的逐步消化，同业存单发行规模不排除在考核期将出现短期增长，但是在监管趋严下，规模将逐步收紧。
- 截至2018年1月5日，常熟银行处于存续期的同业存单共有186.4亿元，公司纳入同业存单后的同业融入资金余额占负债总额的22.38%，比重不足1/3，在银监会要求的监管指标范围内。我们认为，公司同业存单发行规模相对于其负债总额并不大，发行量上仍有一定的空间。

2016年1月-2017年12月同业存单发行规模（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2016年1月-2017年12月各类上市银行同业存单发行规模（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

目录

■ 一、我们为什么看好常熟银行

- 1、资产质量逐步好转
- 2、净息差行业领先
- 3、拨备有望反补利润
- 4、星星之火的村镇银行

■ 二、市场担忧的问题

- 1、常熟银行成长性不行？
- 2、为什么NIM高，ROE低？
- 3、限售股解禁对股价的影响
- 4、资管新规对理财的冲击
- 5、同业存单规模过高吗？

■ 三、盈利预测与风险提示

盈利预测与风险提示

- **盈利预测和投资评级：**我们预测公司2017-2019年EPS分别为0.57元、0.64元和0.73元，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济增速不达预期，影响资产质量；2、成本上升过快，影响利润水平；3、农商行涉及对象风险较高。

资产质量	2015 A	2016 A	2017 F	2018 F	2019 F
不良贷款率	1.37%	1.40%	1.14%	1.00%	0.91%
拨备覆盖率	-	234.83%	277.93%	277.93%	267.31%
拨贷比	3.14%	3.41%	3.40%	3.40%	3.40%
盈利能力					
营业收入(亿元)	34.92	44.75	49.48	55.35	61.96
增长率 YoY %	13.82%	28.15%	10.57%	11.86%	11.95%
归属母公司净利润(亿元)	9.66	10.41	12.67	14.28	16.28
增长率 YoY%	-3.30%	7.76%	21.71%	12.73%	14.00%
每股指标					
每股拨备前利润(元)	1.07	1.24	1.40	1.53	1.68
EPS(元)	0.48	0.51	0.57	0.64	0.73
BVPS(元)	4.04	4.43	4.70	5.19	6.20

资料来源：Wind，信达证券研发中心

研究团队简介、机构销售联系人

王小军：行业分析师。

金融行业分析师，9年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

关竹：行业分析师

2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究。

机构销售联系人

华北

袁泉 010-63081270 13671072405
yuanq@cindasc.com

张华 010-63081254 13691304086
zhanghuac@cindasc.com

巩婷婷 010-63081128 13811821399
gongtingting@cindasc.com

华东

王莉本 021-63570071 18121125183
wangliben@cindasc.com

文襄琳 021-61678569 13681810356
wenxianglin@cindasc.com

洪辰 021-61678568 13818525553
hongchen@cindasc.com

华南

袁泉 010-63081270 13671072405
yuanq@cindasc.com

国际

唐蕾 010-63080945 18610350427
tanglei@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。