

# 营收利润双改善

## ——2021年半年度上市银行财报综述

行业评级：看好

2021年9月11日

作者 梁凤洁  
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn  
电话 021-80108037  
证书编号 S1230520100001

联系人 陈建宇

作者 邱冠华  
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn  
电话 021-80105900  
证书编号 S1230520010003

联系人 徐安妮

## 1、回顾：营收利润双回升

- **盈利增速全面向好。**21H1净利润同比+13%，增速环比+8pc，营收同比+6%，增速环比+2pc，主要贡献因素是减值压力改善和非息收入高基数效应消退；主要拖累因素是息差环比下行。子行业中，国有行利润增速环比+10pc至12%，超市场预期。
- **盈利有望维持快增。**预计上市银行2021年营收增速较21H1回升1.7pc至7.6%；利润增速较21H1下行2.5pc至10.5%，主要归因低基数效应消退。

## 2、关键：值得关注的议题

- **规模：资本压力加大，预计规模增速持平。**①**制约因素：资本压力加大。**上市银行21H1核心一级资本充足率9.85%，环比-16bp。考虑即将落地的系统重要性银行监管，银行资本压力加大。②**支撑因素：货币信用双宽。**降准释放宽货币和宽信用信号，信贷增速有望小幅回升。
- **息差：预计息差环比趋稳，同比降幅收敛。**①**资产端：**贷款需求较弱，资产收益率预计下行。边际向好因素是零售贷款投放力度加大，支撑息差。②**负债端：**宽货币下，负债端成本率稳中趋降。主要改善因素为存款定价基准改革和中长期存款加点压降；宽松下主动负债成本率下降。
- **中收：基数效应+转型压力，增速或下降。**预计21A中收增速较21H1下降1pc至7.3%。①**基数效应：**2020年中收增速前低后高。②**转型压力：**理财转型压力仍较大，下半年净值型占比需提升22pc，转型节奏加快（上半年仅提升12pc）；现金理财新规落地，预计对中收影响较小。
- **不良：预计不良继续向好，减值压力改善。**预计21A信用成本同比-10bp至1.29%。考虑三点：①**资产质量做实，**21H1末逾期90+偏离度62%，保持在历史低位。②**经济增长平稳，**预计后续货币政策转宽，支撑经济平稳增长。③**不良生成改善，**制造业等行业结构性宽信用，相关不良生成压力有望继续改善。地产、城投领域结构性紧信用，不良生成压力或小幅上升，但我们预计政策有望实现平稳过渡。

## 3、投资建议

- **宽货币+宽信用+新“财富”=买财富银行。**重点推荐兴业|平安+邮储/南京/光大/浦发，此外还推荐招行、宁波。

# 目录

CONTENTS

## 01

### 回顾：营收利润双回升

盈利全面向好 | 未来盈利展望

## 02

### 关键：值得关注的议题

- ①规模：银行资本是否充足？
- ②息差：下行趋势是否延续？
- ③中收：资管新规会否影响？
- ④不良：向好趋势是否持续？

# 01

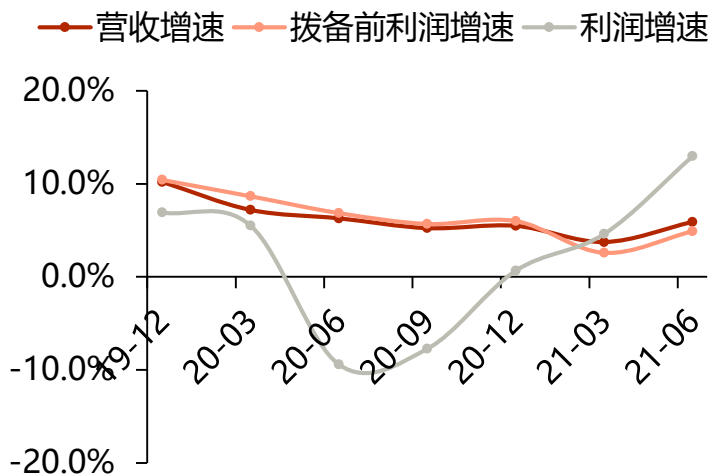
回顾

营收利润双回升

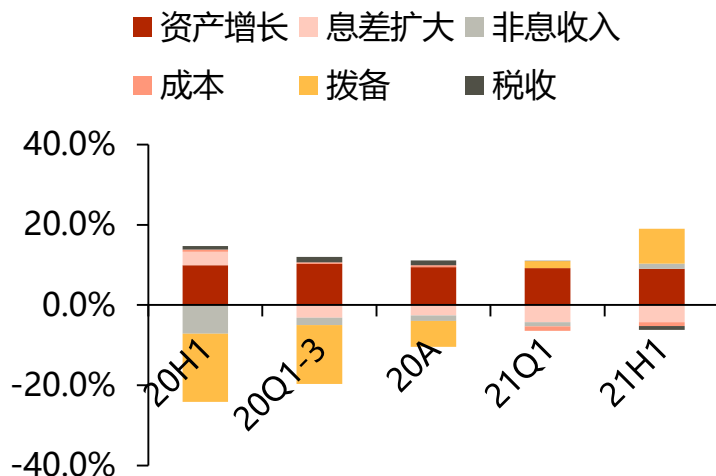
**2021年上半年上市银行盈利全面向好。**21H1上市银行净利润同比+13%，增速环比+8pc；营收同比+6%，增速环比+2pc；拨备前利润同比+4.9%，增速环比+2pc。利润增速回升幅度超出此前预期，尤其是国有行。21H1国有行、股份行、城商行、农商行净利润同比+12%、15%、15%、12%，增速分别环比+10pc、6pc、5pc、6pc。

- **贡献因素：(1) 减值压力改善。**背后本质是：①20Q2以来经济动能修复下，银行资产质量向好；②2020年表内外不良大幅夯实，银行风险底数出清。**(2) 非息收入从拖累转为贡献。**21H1非息为利润增速的提升贡献2pc，归因高基数效应的消退（20Q1债市大行情）。子行业中，股份行、城商行投资收益的占比较大，因此非息贡献改善幅度较大。
- **拖累因素：息差拖累延续，**21Q2上市银行净息差环比-5bp。子行业中，国有行和农商行息差拖累边际好转，21H1国有行、农商行息差拖累分别环比改善1pc、3pc。

### 上市银行盈利全面回升



### 减值是盈利修复的最大支撑项



### 子行业盈利驱动拆解情况

	国有行		股份行		城商行		农商行	
	21H1	Δ	21H1	Δ	21H1	Δ	21H1	Δ
<b>资产增长</b>	8.6%	-0.1pc	9.2%	-0.5pc	12.3%	-0.1pc	13.1%	0.3pc
<b>息差扩大</b>	-3.6%	0.8pc	-6.8%	-1.4pc	0.8%	-1.9pc	-9.2%	2.5pc
<b>非息收入</b>	1.3%	1.1pc	1.6%	4.2pc	-0.3%	7.7pc	1.4%	0.0pc
<b>成本</b>	-0.6%	-0.1pc	-1.5%	0.8pc	-1.4%	0.4pc	-1.4%	0.1pc
<b>拨备</b>	7.3%	9.2pc	12.4%	3.2pc	7.2%	-2.1pc	11.8%	5.1pc
<b>税收</b>	-1.2%	-1.6pc	0.0%	0.3pc	-2.5%	1.1pc	-3.0%	-3.0pc
<b>净利润</b>	11.7%	9.3pc	15.0%	6.5pc	16.1%	5.2pc	12.8%	5.0pc

数据来源：wind，浙商证券研究所。统计方式为加权平均，数据样本不包含新股厦门银行、沪农商行、重庆银行、齐鲁银行、瑞丰银行。

银行类型	银行	21H1累计盈利增速				21Q2单季盈利增速				资产增速		中收		息差(单季)		不良率		拨备覆盖率		关注率	
		净利润	Δ	营收	Δ	净利润	Δ	营收	Δ	21H1	Δ	21H1	Δ	21Q2	Δ	21H1	Δ	21H1	Δ	21H1	Δ
国有行	邮储银行	21.8	16pc	7.7	1pc	46.0	41pc	8.3	1pc	11.4	1pc	37.9	-14pc	2.18	-8bp	0.83	-3bp	421	4pc	0.48	n.a.
	交通银行	15.1	13pc	5.6	0pc	33.3	31pc	6.1	1pc	7.0	0pc	2.8	3pc	1.44	0bp	1.60	-4bp	149	6pc	1.38	n.a.
	农业银行	12.4	10pc	7.8	4pc	26.4	24pc	12.2	12pc	8.2	-1pc	8.8	-3pc	2.01	0bp	1.50	-3bp	275	10pc	1.57	n.a.
	中国银行	11.8	9pc	6.0	-1pc	21.7	19pc	5.5	5pc	9.0	1pc	11.9	-6pc	1.65	-6bp	1.30	0bp	185	-5pc	1.53	n.a.
	建设银行	11.4	9pc	7.0	4pc	23.6	21pc	11.2	8pc	7.9	0pc	6.8	-2pc	2.03	-3bp	1.53	-3bp	222	7pc	2.80	n.a.
	工商银行	9.9	8pc	4.3	1pc	20.9	19pc	5.5	2pc	6.1	-1pc	0.5	-1pc	1.99	-2bp	1.54	-4bp	192	9pc	1.93	n.a.
股份行	平安银行	28.5	10pc	8.1	-2pc	45.2	27pc	6.2	-4.0	13.0	2pc	20.4	0pc	2.60	-9bp	1.08	-2bp	260	14pc	0.96	-10bp
	兴业银行	23.1	9pc	8.9	-2pc	40.1	26pc	7.1	-3.7	7.5	0pc	23.9	-10pc	1.78	-13bp	1.15	-3bp	257	9pc	1.35	8bp
	招商银行	22.8	8pc	13.7	3pc	32.5	17pc	17.1	6.4	10.6	-1pc	23.6	0pc	2.29	-6bp	1.01	-1bp	439	1pc	0.70	n.a.
	光大银行	22.2	16pc	6.8	3pc	45.0	39pc	10.2	6.4	7.1	0pc	6.2	0pc	2.00	-6bp	1.36	-1bp	184	0pc	1.90	n.a.
	华夏银行	17.6	7pc	1.1	1pc	25.1	14pc	2.1	2.1	7.7	-4pc	-13.6	-25pc	2.31	-6bp	1.78	-1bp	158	-4pc	3.27	-10bp
	中信银行	13.7	5pc	3.5	3pc	20.8	13pc	6.3	5.5	10.4	0pc	18.2	-6pc	1.90	-8bp	1.50	-4bp	189	4pc	2.16	n.a.
	浦发银行	3.0	-5pc	-4.0	7pc	-3.9	-12pc	4.0	14.7	8.0	-2pc	-10.0	5pc	1.72	0bp	1.64	-2bp	151	-3pc	2.26	-26bp
	浙商银行	0.0	-1pc	3.0	6pc	0.0	-1pc	10.5	13.9	8.2	-4pc	-21.3	-7pc	2.02	0bp	1.50	-3bp	180	5pc	1.64	n.a.
	民生银行	-6.7	5pc	-10.5	2pc	0.1	11pc	-8.3	4.3	-1.0	-2pc	-12.9	-2pc	1.87	-14bp	1.80	0bp	143	2pc	2.86	n.a.
城商行	江苏银行	25.2	2pc	22.7	6pc	27.8	5pc	28.8	12pc	14.7	1pc	28.4	-20pc	1.85	0bp	1.16	-8bp	282	5pc	1.25	-6bp
	成都银行	23.1	5pc	25.3	5pc	28.4	10pc	30.8	11pc	19.8	-5pc	55.5	0pc	1.90	2bp	1.10	-9bp	371	38pc	0.64	-5bp
	杭州银行	23.1	7pc	15.7	2pc	30.7	14pc	17.4	3pc	20.1	2pc	19.5	-128pc	1.66	-14bp	0.98	-7bp	530	31pc	0.49	0bp
	宁波银行	21.4	3pc	25.2	3pc	24.6	6pc	29.3	7pc	21.4	2pc	-0.7	-3pc	1.75	-33bp	0.79	0bp	510	2pc	0.39	3bp
	长沙银行	21.2	16pc	17.3	16pc	39.6	35pc	36.1	35pc	16.7	-2pc	34.3	32pc	2.18	7bp	1.20	-1bp	297	4pc	2.56	21bp
	青岛银行	17.4	1pc	-12.5	-10pc	18.1	2pc	-21.5	-19pc	13.9	-6pc	-26.2	-34pc	1.58	-18bp	1.49	-2bp	175	1pc	1.08	-6bp
	南京银行	17.1	8pc	14.1	12pc	25.5	16pc	30.3	29pc	13.6	4pc	32.1	-26pc	1.63	-16bp	0.91	0bp	395	1pc	1.11	-18bp
	厦门银行	12.6	7pc	-10.9	6pc	21.0	16pc	-4.8	12pc	15.6	1pc	19.2	-6pc	1.49	6bp	0.92	-6bp	365	15pc	0.49	-7bp
	齐鲁银行	11.9	4pc	17.0	3pc	16.1	8pc	19.6	5pc	22.6	1pc	48.6	n.a.	1.80	-4bp	1.39	-1bp	220	4pc	2.15	n.a.
	上海银行	10.3	4pc	9.0	3pc	14.1	8pc	12.6	7pc	10.1	-2pc	39.7	17pc	1.53	1bp	1.19	-2bp	324	1pc	1.86	-6bp
	北京银行	9.3	6pc	0.6	4pc	17.3	14pc	5.0	8pc	6.1	-3pc	-25.9	-9pc	1.67	-8bp	1.45	-1bp	228	2pc	0.96	n.a.
	西安银行	5.2	13pc	5.6	-2pc	22.9	31pc	3.4	-4pc	8.4	-2pc	8.3	-21pc	1.94	-9bp	1.19	-1bp	263	-11pc	3.37	9bp
	贵阳银行	3.2	-1pc	-9.4	5pc	1.9	-2pc	-3.8	11pc	4.4	-2pc	-18.0	-9pc	2.28	4bp	1.51	-1bp	283	9pc	2.87	3bp
农商行	苏农银行	20.9	16pc	4.9	6pc	25.8	21pc	3.3	4pc	13.5	5pc	90.2	89pc	2.00	-23bp	0.98	-27bp	417	98pc	2.87	-29bp
	张家港行	20.9	7pc	4.9	-2pc	30.7	16pc	3.3	-3pc	17.5	1pc	135.1	-8pc	2.37	-7bp	0.98	-14bp	417	76pc	1.62	-5bp
	无锡银行	15.8	10pc	11.5	8pc	25.9	20pc	20.7	17pc	13.7	1pc	93.2	-10pc	1.79	-3bp	0.93	-5bp	438	34pc	0.39	3bp
	常熟银行	15.5	11pc	7.7	3pc	30.8	26pc	10.4	5pc	14.8	-3pc	52.8	-139pc	2.85	12bp	0.90	-5bp	522	34pc	0.96	-15bp
	江阴银行	15.4	7pc	-2.0	2pc	22.6	14pc	0.5	5pc	9.4	0pc	63.4	15pc	1.87	6bp	1.48	-4bp	284	10pc	0.96	-5bp
	青农商行	12.1	5pc	9.1	15pc	19.2	12pc	28.5	35pc	14.6	-6pc	77.7	-15pc	1.94	1bp	1.59	-3bp	272	19pc	3.65	-64bp
	渝农商行	10.6	5pc	9.0	2pc	18.2	13pc	10.5	3pc	14.1	1pc	-8.7	5pc	2.17	-7bp	1.28	-1bp	313	6pc	2.27	n.a.
紫金银行	2.7	1pc	-14.4	8pc	3.2	1pc	-5.3	17pc	7.9	-3pc	-57.7	-12pc	1.71	-10bp	1.67	-1bp	218	3pc	1.14	12bp	

数据来源: wind, 浙商证券研究所。统计方式为加权平均。注: 单位为%, Δ为21H1指标-21Q1指标。

### 展望2021年下半年：预计上市银行2021年营收增速回升、利润增速高位小幅回落。

- 预计2021年上市银行营收增速较21H1小幅回升1.7pc至7.6%。
- 预计2021年上市银行利润增速较21H1小幅回落2.5pc至10.5%，主要是低基数效应消退导致。

简化利润表	核心因素	20A	21Q1	21H1	21E	预测思路
利息净收入	规模增速	10.3%	8.7%	8.3%	8.3%	资本压力逐渐显现，宽松背景下预计下半年规模增速平稳、信贷增速回升。
	×					
	净息差	2.07%	1.99%	1.97%	1.96%	预计息差下半年环比趋稳，同比降幅收敛。①资产端：整体贷款需求较弱，资产收益率预计下行。边际向好因素是零售贷款投放力度加大，起到支撑作用。②负债端：宽货币下，负债端成本率稳中趋降。主要改善因素在于存款定价基准改革和中长期存款加点压降；宽松下主动负债成本率下降。
+ 非息收入	中收增速	7.0%	11.1%	8.3%	7.3%	中收增速下降：①高基数效应；②资管新规到期、理财转型。
	其他非息增速	-5.8%	-9.5%	9.3%	29.9%	其他非息收入增速回升：主要得益于债市牛市叠加低基数效应。
营业收入	营收增速	5.5%	3.7%	5.9%	7.6%	
- 管理费用	成本收入比	33.2%	30.4%	30.8%	33.3%	
- 拨备计提	信用成本	1.39%	1.33%	1.32%	1.29%	信用减值压力继续减轻：①不良生成预计稳中有降；②优质银行非信贷减值较为充分。
- 所得税	实际税率	17.4%	18.5%	18.2%	17.3%	
≈ 净利润	归母净利润增速	0.7%	4.6%	13.0%	10.5%	

数据来源：wind，浙商证券研究所。统计方式为加权平均，数据样本为我们有模型的30家银行。

# 02

## 关键 值得关注的议题

**规模：银行资本是否充足？**

**息差：下行趋势是否延续？**

**中收：资管新规会否影响？**

**不良：向好趋势是否持续？**

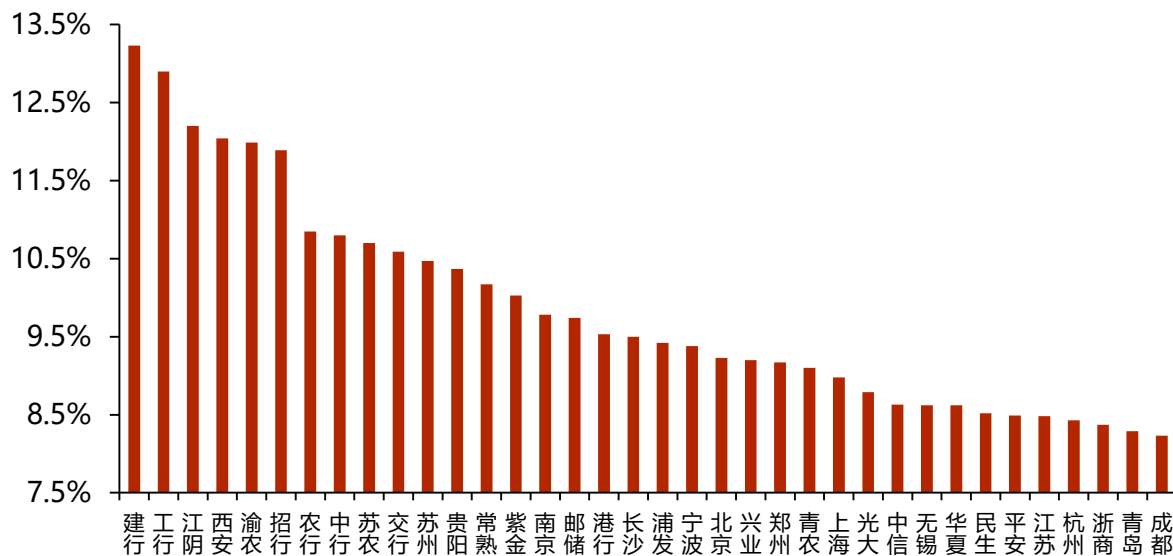


21H1规模增长趋缓，预计全年规模增速较21H1持平于8.3%。

1) **制约因素：资本压力加大。**截至21H1末，上市银行核心一级资本充足率9.85%，环比-16bp，距离监管红线的平均差距为2pc。考虑到即将落地的系统重要性银行监管，银行资本压力加大，规模扩张的能力趋弱。静态测算，21H1末股份行、城商行资本水平可支撑的资产增长空间仅16%、18%，显著低于国有行、农商行的33%、43%。

2) **支撑因素：货币信用双宽。**7月央行降准释放宽货币和宽信用信号，信贷增速有望小幅回升。

21H1末上市银行核心一级资本充足率



股份行和城商行资本压力较大

	21H1核心一级资本充足率	假设附加资本要求	附加要求下，距离监管红线差距	测算可支撑规模增长空间
国有行	11.7%	1-1.5pc	2.6pc	33%
股份行	9.2%	0.5pc	1.1pc	16%
城商行	9.2%	0.25pc	1.7pc	18%
农商行	10.7%	0pc	2.8pc	43%

数据来源：wind，浙商证券研究所。核心一级资本充足率的统计方法为加权平均。距离监管红线差距统计方法为简单平均。假设RWA/总资产不变，测算可支撑规模增幅= (核心一级资本净额/监管红线要求-RWA) /RWA。

21Q2息差环比下行，预计下半年息差环比稳中略降，对盈利的拖累有望趋稳。

1) 上半年息差为何下行？21Q2上市银行净息差（期初期末）环比-5bp至1.97%，资产负债两端均有压力。21Q2资产收益率环比-3bp至3.97%，负债端成本率环比+3bp至2.22%。

- **资产端：贷款利率下行拖累。**①**利率**：21H1贷款利率较20H2下降8bp，拖累资产收益率。注意到，虽然农商行半年度贷款利率下行幅度较大，但21Q2资产收益率已边际上行，推测是Q1受LPR重定价等影响，贷款利率降幅较大，Q2农商行贷款利率降幅已企稳。②**结构**：资产结构改善部分缓解利率下行压力。21H1上市银行贷款环比+2%，增速较总资产快1pc。
- **负债端：主动负债成本上行。**①**利率**：21H1债券、同业负债利率较20H2分别+12bp、19bp，拖累负债成本率，符合市场预期。归因前期低利率的主动负债逐步到期后，2020年5月起市场利率上行的影响逐步显现。存款利率环比微降，21H1存款成本较20H2下降2bp。②**结构**：存款占比小幅下降，拖累负债成本。21H1上市银行存款环比+1%，增速较总负债慢1pc。

上市银行净息差继续下降（单季变化）

	单季净息差		单季资产收益率		单季负债成本率	
	21Q2	Δ1	21Q2	Δ1	21Q2	Δ1
国有行	1.88%	-3bp	3.43%	-1bp	1.75%	2bp
股份行	2.05%	-7bp	4.10%	-6bp	2.26%	1bp
城商行	1.81%	-6bp	4.01%	-3bp	2.42%	4bp
农商行	2.14%	-3bp	4.20%	2bp	2.30%	5bp
上市银行	1.97%	-5bp	3.97%	-3bp	2.22%	3bp

主要资产负债利率情况（半年度变化）

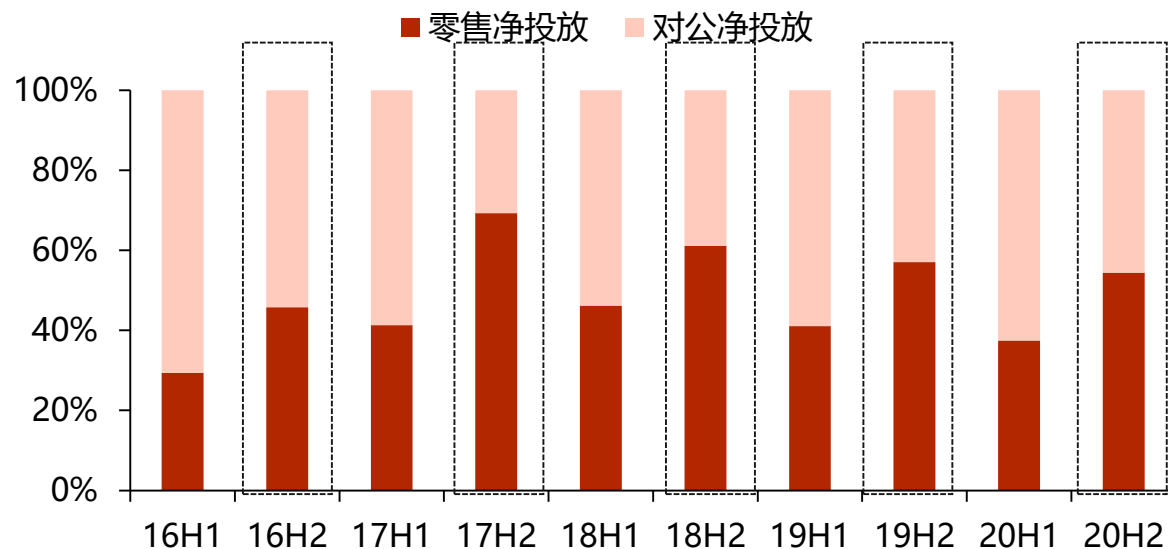
	资产端						负债端					
	贷款利率		债券利率		同业利率		存款利率		债券利率		同业利率	
	21H1	Δ2	21H1	Δ2	21H1	Δ2	21H1	Δ2	21H1	Δ2	21H1	Δ2
国有行	4.23%	-9bp	3.31%	-7bp	1.93%	-8bp	1.67%	2bp	3.01%	10bp	1.78%	7bp
股份行	5.18%	-1bp	3.66%	-7bp	2.02%	3bp	2.02%	-8bp	3.05%	10bp	2.39%	17bp
城商行	5.30%	-11bp	3.99%	-11bp	2.45%	21bp	2.14%	-2bp	3.11%	15bp	2.51%	9bp
农商行	5.45%	-15bp	3.66%	-6bp	1.98%	11bp	2.01%	1bp	3.10%	14bp	2.66%	66bp
上市银行	5.05%	-8bp	3.69%	-8bp	2.13%	7bp	1.99%	-2bp	3.07%	12bp	2.34%	19bp

数据来源：wind，浙商证券研究所。统计方式为简单平均，数据样本为我们有模型的31家银行。半年度指标中，因数据可及性，样本不包含江阴、港行、无锡。Δ1=21Q2指标-21Q1指标。Δ2=21H1指标-20H2指标。

2) 下半年息差如何展望？预计下半年息差将环比趋稳。考虑2020年息差前高后低的走势，息差对盈利的拖累有望趋稳。子行业中，股份行、城商行更受益于主动负债成本下行，息差有望稳中趋升。

- **资产端：信贷需求趋弱，预计资产收益率下行。**①**拖累因素：信贷需求趋弱。**随着涉房信贷、地方政府平台融资等领域的监管逐步趋严，有效信贷需求趋弱，预计对公贷款利率将继续下行，拖累资产收益率；②**支撑因素：零售投放发力。**一般下半年银行零售投放力度将会较上半年加大。预计下半年银行零售信贷占比有望提升，支撑息差。
- **负债端：货币环境转宽，预计负债成本率下行。**①**货币环境转宽。**我们预计在经济下行压力加大下，下半年货币环境将转宽，市场利率下行，带动主动负债成本下降。子行业中，主动负债占比高的股份行、城商行将更受益。②**存款成本平稳。**存款定基准改革（由倍数改为加点）后中长期存款定价下行，同时监管引导银行压降高息存款，预计下半年存款成本将维持平稳。

一般下半年零售投放力度加大



市场利率走势情况



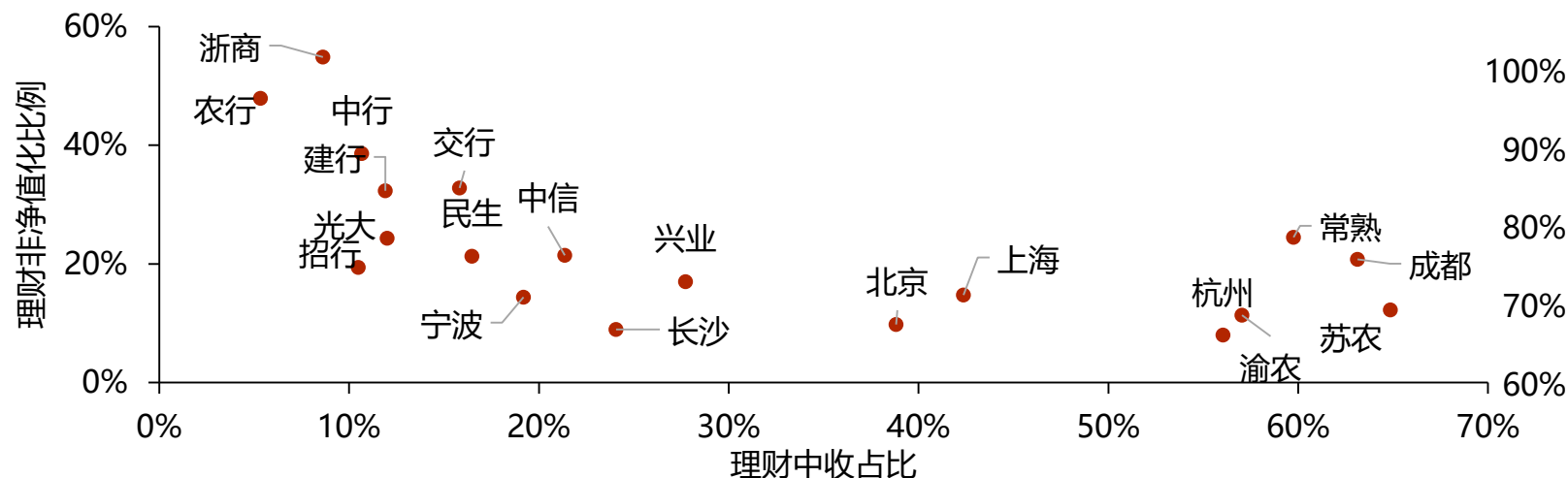
数据来源：wind，浙商证券研究所。零售和对公投放占比数据来源央行信贷收支表。市场利率的单位为%，时间截至2021年9月6日。

21H1中收增速趋缓，预计2021年全年中收增速较21H1下降1.0pc至7.3%。主要考虑两点：

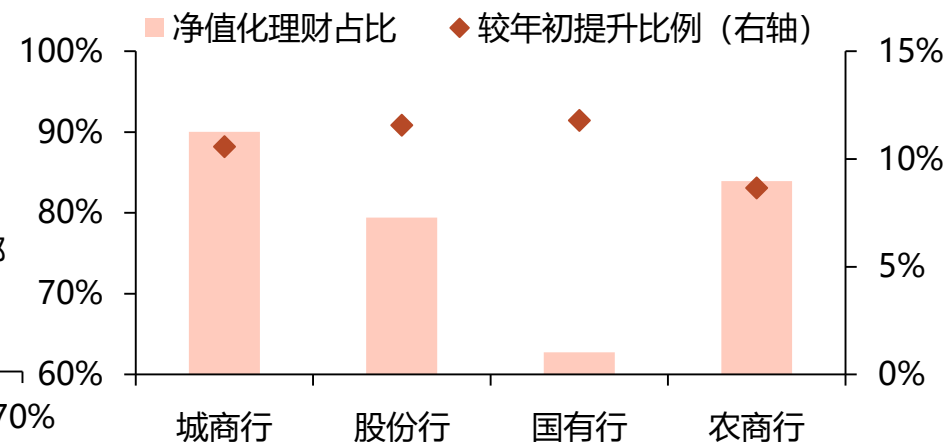
1) **高基数效应的影响**。因疫情影响消退和财富业务发力，2020年中收增速前低后高。基数效应下，预计2021年中收增长小幅放缓。

2) **理财转型小幅拖累**。①**理财转型压力较大**，21H1末上市银行净值型理财占比78%，较年初提升12pc。如需2021年末整改到位，则下半年净值型占比仍需提升22pc，节奏较上半年进一步提速，理财转型压力仍较大。预计理财非净值化比例和理财中收占比越高的银行，理财净值化转型对其中收的拖累作用越大。②**现金类规模将承压**。现金理财新规落地后，预计现金理财规模将承压，但预计对中收的影响较小。根据银行理财市场报告，截至6月底现金理财规模约8万亿元，占全部理财规模的30%，假设现金理财管理费率为30bp，测算21H1现金理财收入117亿元，仅相当于21H1上市银行中收的2.5%。

上市银行理财非净值化比例&amp;理财中收占比



各类型银行理财净值化转型情况



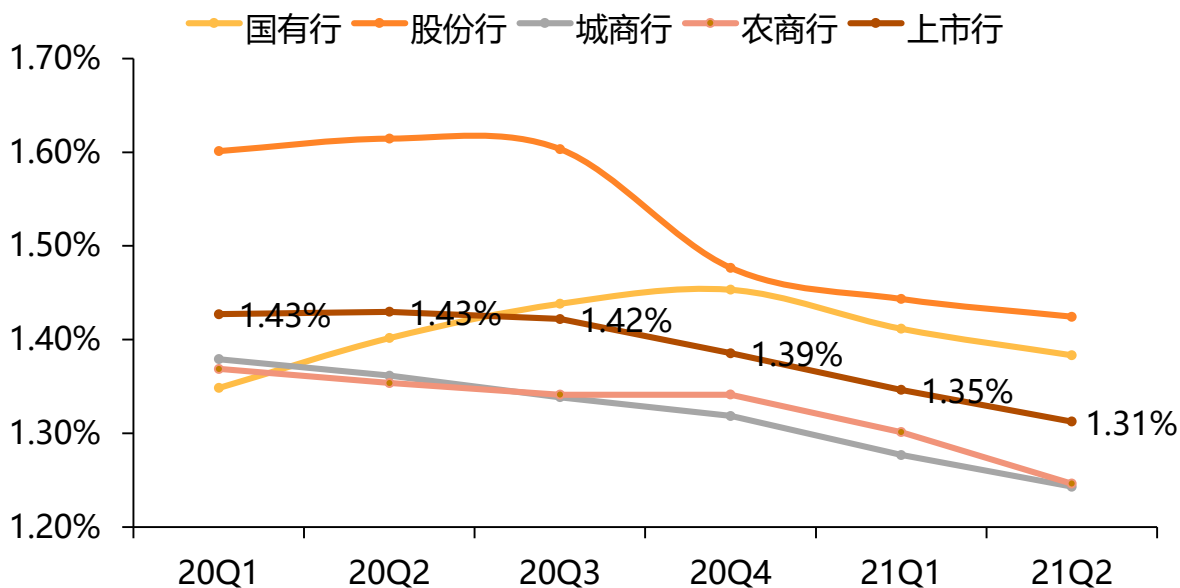
数据来源：公司财报，浙商证券研究所，理财净值化比例优先按照银行披露理财净值化比例统计，若数据缺失则按净值型理财规模/表外非保本理财规模测算；理财收入按披露的理财中收或表外理财收入计算，理财中收占比按手续费及佣金收入计算（为未扣除手续费及佣金支出口径）。根据上海证券报报道，现金管理类产品费率在30bp左右。

21H1不良继续向好，预计下半年不良生成稳中有降，减值拖累继续消退，全年信用成本同比下降10bp至1.29%。

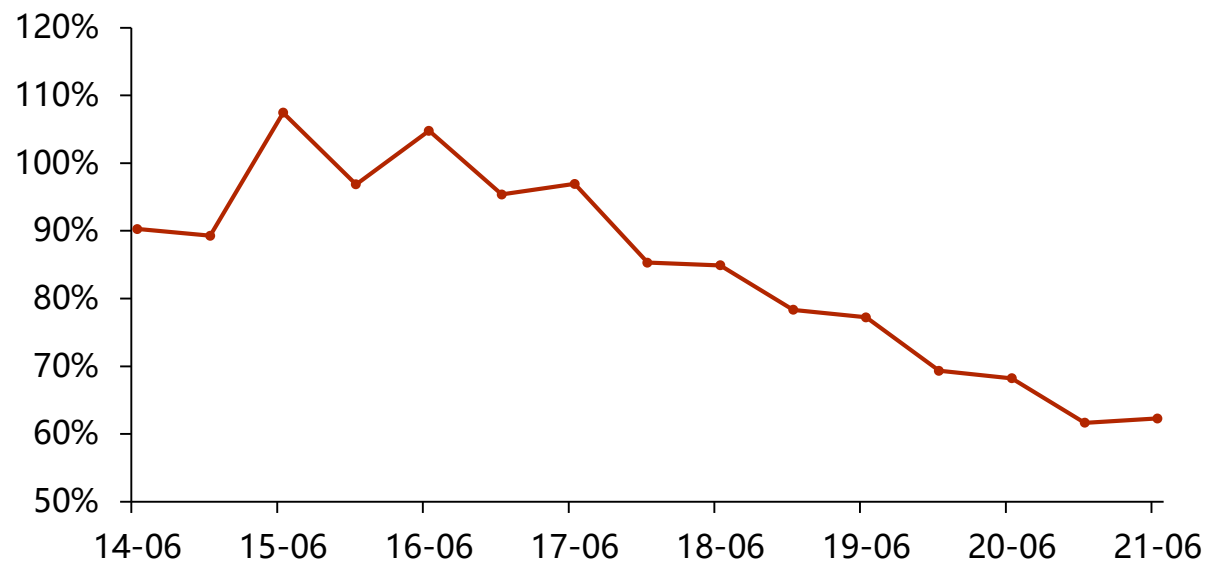
1) 上半年资产质量向好。上市银行21H1不良率环比下降3bp。城、农商行逾期率有所波动，较20A分别+23bp、+13bp。判断归因延期政策即将到期，部分延期贷款出现逾期，属短期扰动。预计随着风险实质改善，逾期率将边际向好。

2) 减值压力将继续改善。主要考虑三点：①**资产质量做实**，21H1末，老十六家上市银行逾期90+偏离度较年初持平于62%，保持在历史低位；②**经济增长平稳**，当前经济下行压力加大（8月PMI回落至50.10），但我们预计后续货币政策将转向宽松，托底经济，经济发展有望保持平稳；③**不良生成改善**，当前信用环境的结构性特征明显。制造业等行业结构性宽信用，相关不良生成压力有望继续改善。地产、城投领域结构性紧信用，不良生成压力或小幅上升，但我们预计政策有望实现平稳过渡。

### 21H1上市银行不良率持续改善



### 逾期90+偏离度处于历史低位



数据来源：wind，浙商证券研究所。不良率统计方法为简单平均；逾期90+偏离度统计方法为加权平均，统计口径为老十六家上市银行。



# 风险提示

宏观经济失速，不良大幅暴露。



## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>