

## 银行业深度研究报告

## 消失的活期存款

中性（维持）

- 企业活期存款增速趋势逆转带来了巨大的负债成本压力。2018年中上市银行存款成本率达1.6%，较2017年上行10BPs，同期信贷收益率上行16BPs，活期存款的流失很大程度上抵消了今年资产端重定价对息差的拉动。
- 企业中长期融资能力下滑是造成企业活期存款下降的主要原因。与企业（活期）存款关系最紧密的是企业中长期贷款，短期贷款相关性低。
- 经济结构扭曲或是根本症结。当前的问题在于企业部门中长期借贷的意愿较低，在几大类行业中，赚钱上游的被供给侧政策限制产能扩张，中下游工业、消费类公司持续承压或预期下行，房地产业也面临融资政策收紧与行业下行的压力。融资大户工业企业大量借款并非为产能扩张所致，对银行活期存款贡献很小。

银行并非完全不能接受息差的收窄。但2018年来经济下行压力逐渐加大，上游垄断造成的经济结构扭曲与经济地产化带来的消费衰退加深了中期悲观预期，资金的供给方需要信用利差补偿，实际利率长期维持在高位。

- 政策关注“治本”，“治标”政策有松有紧。在中央对经济下行有清醒认识、且将供给改善（高端制造）、需求拉动（扩大内需）、制度红利（改革开放）作为应对重点，对于
- 从根本上缓解结构性问题是对症下药——改善中下游行业基本面及其预期才能激活其投融资积极性。

但在快速起效的“治标”政策上，基建—国企投资链条相较3季度明显淡化，而影子银行—中小房企链条的政策可能会有所放松。

- 维持“复苏推迟”的行业策略判断。经济下行数据确认而信用扩张路径未明的时间段，银行板块大概率维持2018年8月、10月的震荡，绝对收益有限而相对收益取决于市场风格（增量资金、投机活跃等）。当实际利率下行，（中长期）信用扩张路径明朗时，银行板块的绝对、相对收益会很明显，预计其时间段将推后至2018年末至2019年上半年。建议投资者在银行低潮期加大战略配置。

周期早期阶段中小银行相较大行弹性更大，有望表现更好。持续推荐招商银行、宁波银行、中信银行、兴业银行等中小型银行。

- 风险提示：经济快速下行导致银行不良资产回升。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)		PE(倍)		PB	评级
		2018E	2019E	2018E	2019E		
招商银行	28.33	3.17	3.61	8.99	7.9	1.5	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2018年12月14日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师：张明

电话：010-66500833

邮箱：zhangming@hcyjs.com

执业编号：S0360516090003

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	28	0.79
总市值(亿元)	93,204.56	18.3
流通市值(亿元)	59,342.53	16.24

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.1	7.97	1.67
相对表现	-0.86	24.37	24.02



## 相关研究报告

《10月降准点评：利好社融，配合地产宽松效果更佳》

2018-10-07

《银行业深度研究报告：借贷利率拐点前后是银行投资好时段》

2018-10-17

《银行业2019年度投资策略：基本面向下，估值向上》

2018-11-22

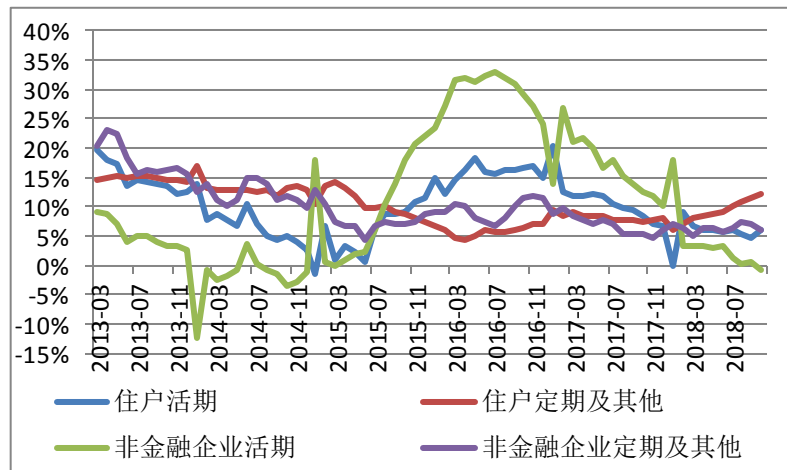
# 目 录

一、企业存款走弱拖累银行负债端.....	3
二、对企业活期存款走弱的解释.....	4
(一) 企业盈利下降.....	4
(二) 房地产销售下滑.....	5
(三) 企业中长期融资下滑.....	6
三、结构性问题带来的困难.....	7
(一) 企业投资走低的结构性原因.....	7
(二) 银行的现实压力.....	9
(三) 金融政策的着力点.....	10
(四) 中央经济工作会议逆周期调控的路径决定未来走向.....	11
四、投资建议.....	12
(一) 重视社融中企业中长期融资.....	12
(二) 重视基建与国企投资风向.....	12
(三) 影子银行与房地产政策的变化.....	12
(四) 维持“复苏推迟”的行业策略判断.....	12
五、风险提示.....	12

## 一、企业存款走弱拖累银行负债端

上市银行的息差在 2018 年仍面临负债端成本上行的压力。压力来自两方面：一方面，存款的绝对增速下降，同比在 7% 以下徘徊，另一方面，低成本的活期存款增速快速下行，尤其企业端活期存款下行最显著。

图表 1 银行存款压力来自于企业存款，尤其企业活期存款增速的快速下降

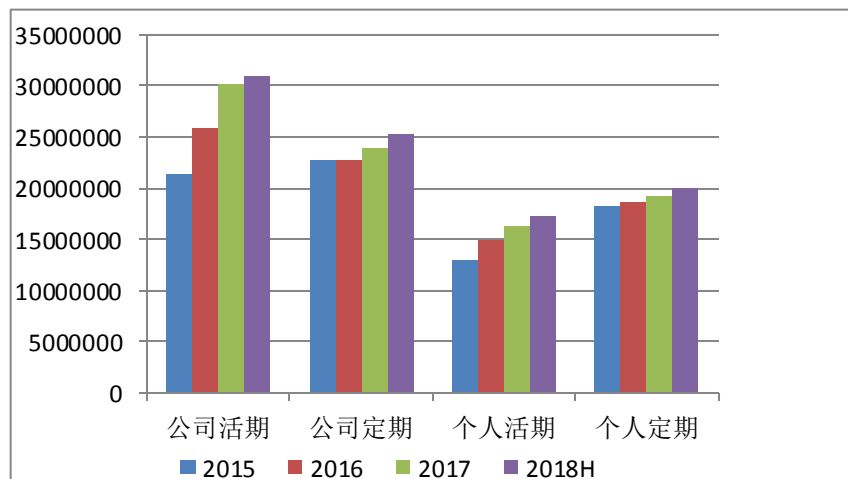


资料来源: wind, 中国人民银行, 华创证券

上市银行中报也表现出了相同的特征，上半年上市银行活期存款平均余额 48.4 万亿，同比增长 3.7%，小于 2017 年 13.7% 和 2016 年的 17.8%。其中，公司活期存款的影响占主导地位，2018 年中公司活期存款同比增加 1.5 万亿(5%)，小于 2017、2016 年度的 4.2 万亿(16%)、4.5 万亿(21%)。

活期存款增速趋势逆转带来了巨大的负债成本压力，2018 年中上市银行存款成本率达 1.6%，较 2017 年上行 10BPs，同期信贷收益率上行 16BPs，活期存款的流失很大程度上抵消了今年资产端重定价对息差的拉动。

图表 2 上市银行对公活期存款增长停滞



资料来源: wind, 上市公司年报, 华创证券

## 二、对企业活期存款走弱的解释

市场上的宏观研究对企业活期存款下降有几种解释（解读 M1 数据下降）：

- 1、经济下行，工业企业盈利能力下降；
- 2、房地产政策偏紧、地产需求走弱造成居民部门存款流向企业部门减弱；
- 3、地方政府现金流收紧（与 M1:机关团体存款关系更大）；
- 4、信贷与社融增长较弱。

### （一）企业盈利下降

2018 年 1-10 月份，全国规模以上工业企业利润总额增长 13.6%，累计同比上看保持较快增长。虽然从 10 月份利润增长 3.6% 的数据来看，企业盈利的下滑势头很快，但与上半年企业活期存款增长的下降关系较远（上半年工业企业利润同比增 17.2%）。上市公司口径上看，2018 上半年主板(非金融)营业收入和利润总额同比增速分别为 12.45% 和 27.58%，较一季度分别提升了 0.89 和 5.06 个百分点，与国家统计局口径一致性较强。

上市公司经营现金流方面，非金融上市公司 2018 年中报经营现金净流量达 4000 亿，同比增 46%。但是，工业企业的经营现金净流量却持续萎靡，经营现金流的改善主要集中于上游的能源、材料行业（供给侧改革？）将上游行业剔除后，企业经营现金流为-944 亿元，转为负值。

从工业企业经营现金流的分解来看，有鲜明的成本推动迹象（图表 4，对应 2016-2017PPI 上穿 CPI）。购买商品、接受劳务的现金流出在 2017-2018 年增长超过 30%，而同期营业利润增速则由去年高位跌至 2015 年上半年水平，难以支持其购买商品、接受劳务的现金流出系主动补库存的结果（2017 年可能有这种因素存在）。

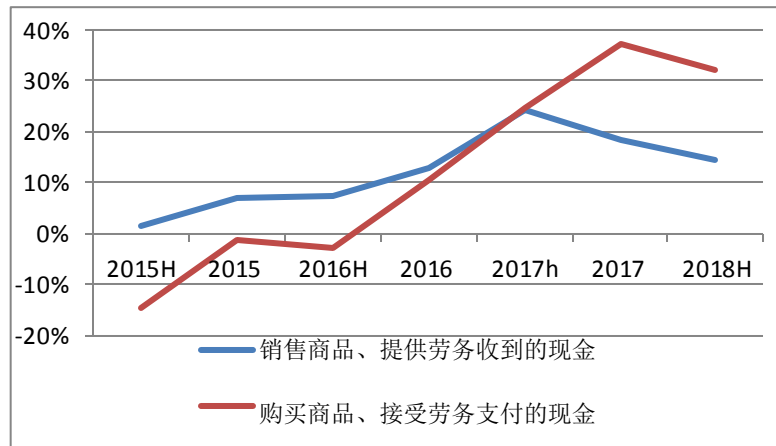
从总量上看，企业总体盈利（现金流）并没有显著恶化，即使工业企业现金流持续恶化，但在 2017 年已经发生，并没有显著的影响 2017 年企业活期存款的高增长。活期存款流失与企业盈利的关系不大。

图表 3 上市公司经营现金净流量（亿元）

行业	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
能源	2390.38	2214.49	2443.27	2854.94	3080.06
材料	1208.28	919.24	999.87	741.50	1917.35
工业	-967.53	-355.04	-202.33	-1849.99	-2237.37
可选消费	860.72	1119.19	663.08	129.26	-56.13
日常消费	205.20	411.42	607.76	303.91	505.78
医疗保健	185.40	179.92	248.86	169.72	221.01
信息技术	-128.49	-69.49	-137.71	-285.46	-217.04
公用事业	1307.53	1575.77	1423.39	1009.35	1111.11
房地产	-1025.30	-513.41	392.29	-291.61	-271.78
合计	4036.18	5482.08	6438.49	2781.60	4053.00
同比		36%	17%	-57%	46%
除能源、材料合计	437.53	2348.35	2995.35	-814.84	-944.41

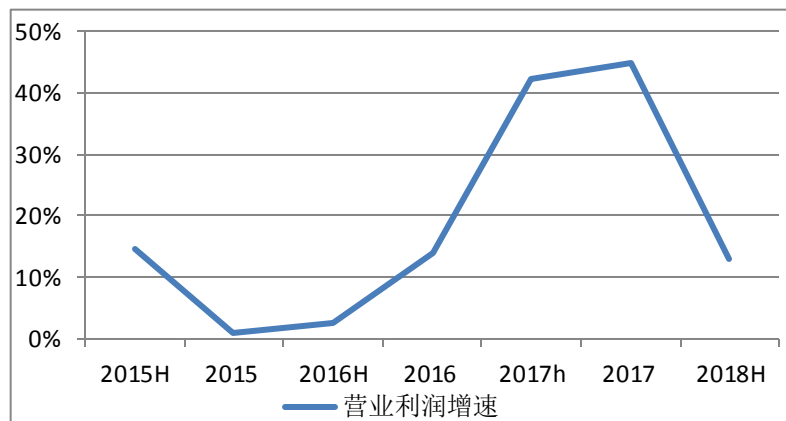
资料来源：wind，华创证券

图表 4 工业板块现金流 2017-2018 经营现金流恶化为成本推动



资料来源: wind, 华创证券

图表 5 工业板块利润增速下降不支持存货扩张逻辑

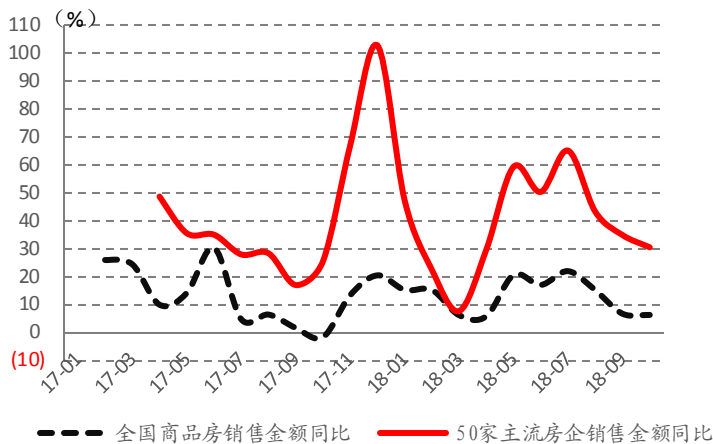


资料来源: wind, 华创证券

## (二) 房地产销售下滑

存款由居民部门向企业部门的导入源自一手商品房销售。总体来看, 2018 年 1-10 月累计销售金额 62,568 亿元, 同比+38%, 1-10 月累计销售面积为 46,590 万方, 同比+35%。从图表 4 中可以看出, 其销售额增速在近年来并非“小年”, 2018 年上半年尤其如此, 从房企“销售商品及劳务的现金”来看(图表 7), 也是正常波动的范畴, 并没有出现大幅下降的情形。

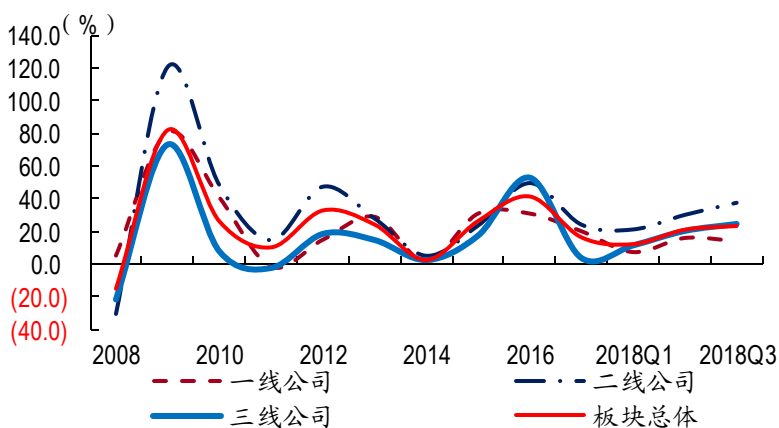
图表 6 全国销售额、50 家主流房企销售金额同比



资料来源：克尔瑞、国家统计局，华创证券

注：50 家主流房企采用固定房企名单。

图表 7 2010-2018Q3 板块销售商品及劳务的现金流入累计同比



资料来源：wind，华创证券

### （三）企业中长期融资下滑

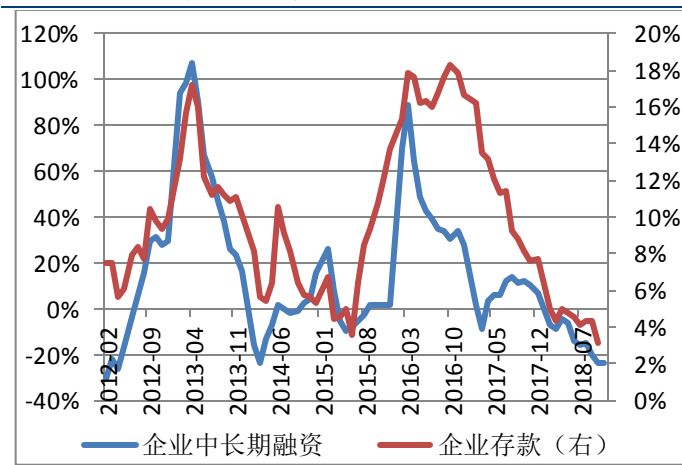
企业中长期融资能力下滑是造成企业活期存款下降的主要原因。

在企业的融资结构中我们做了区分，委托贷款、未贴现承兑汇票并未增加企业现金，而短期贷款主要系解决企业流动资金缺口为目的，企业现金管理到位的情况下通常不会形成由短期贷款激增带来的企业活期头寸的大幅上升。故在“企业长期融资”的口径上选取了非金融企业中长期贷款、信托贷款、企业债券融资、企业股票融资四大类。

从图表 8-9 上看企业中长期融资与企业（活期）存款有较明显的相关性，多数情形下，企业中长期融资在拐点处略领先。

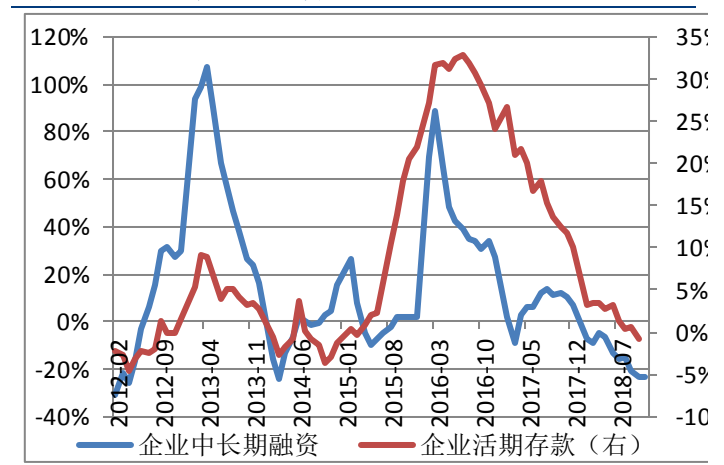
在图表 10 中，我们在企业融资中加入了企业短期贷款，可以看到在 2017 年 1 季度起，企业融资是有大幅改善的，却无法为银行派生相应的企业（活期）存款。

图表 8 企业中长期融资（累计同比）与企业存款



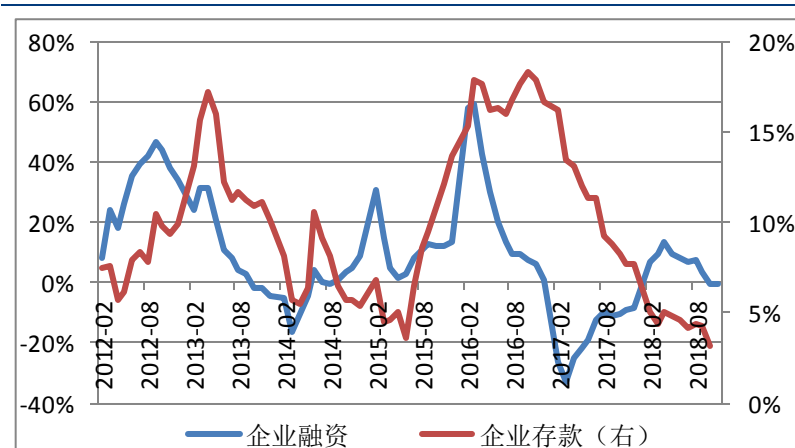
资料来源: wind (剔除每年1月份), 华创证券

图表 9 企业中长期融资（累计同比）与企业活期存款



资料来源: wind (剔除每年1月份), 华创证券

图表 10 加上企业短期贷款后的情形



资料来源: wind (剔除每年1月份), 华创证券

### 三、结构性问题带来的困难

企业中长期融资不振的问题有两个层面需要解答：（1）企业中长期借款（投资）需求为什么萎缩？（2）金融机构的中长期借款意愿为何不高（信用利差高企）？

#### （一）企业投资走低的结构性原因

我们用上市公司筹资现金流来反映企业中长期融资的结构问题（图表 11），考虑到 A 股整体股息率不高，对数据影响有限。

- （1）企业整体的筹资现金净流量走低，同比下降 34%。
- （2）上游的能源材料行业筹资现金流为负，在偿还融资。
- （3）工业部门仍然是市场最大的融资主体，占 70%。
- （4）消费部门（需求下行）、房地产部门（政策约束）的筹资下降明显。



**图表 11 上市公司融资现金净流量 (亿元)**

行业	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
能源	906.30	818.93	-484.87	-677.30	-1201.10
材料	289.42	662.76	162.75	565.62	-164.04
<b>工业</b>	<b>2498.26</b>	<b>2116.91</b>	<b>2534.46</b>	<b>2862.80</b>	<b>3500.66</b>
可选消费	128.10	766.34	1885.52	1268.19	681.89
日常消费	82.65	75.58	-97.59	86.83	-212.25
医疗保健	72.28	202.74	365.21	196.76	199.37
信息技术	599.95	577.96	1386.85	1041.40	477.34
公用事业	-318.99	-389.94	108.16	157.26	86.47
房地产	1412.82	1035.53	1362.60	2088.02	1645.21
合计	5670.78	5866.81	7223.08	7589.58	5013.55
同比		3%	23%	5%	-34%
除能源、材料合计	4475.07	4385.12	7545.21	7701.26	6378.68

资料来源: wind, 华创证券

投资现金净流量上看基本保持稳定, 可选消费的投资有明显的下滑, 与 3 季度后出现的可选消费品大幅负增长有一定的领先性。

**图表 12 上市公司投资现金净流量 (亿元)**

行业	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
能源	-2437.84	-2190.82	-1477.28	-1338.04	-1252.64
材料	-1159.42	-1437.79	-1221.42	-1179.07	-1520.39
工业	-1911.77	-1922.04	-2667.00	-2634.02	-2829.82
可选消费	-808.96	-1417.82	-2293.90	-1437.41	-1139.66
日常消费	-261.09	-323.99	-351.04	-394.25	-347.01
医疗保健	-255.54	-299.85	-402.78	-410.78	-475.33
信息技术	-464.17	-689.05	-1318.02	-1347.52	-1386.14
公用事业	-808.93	-926.76	-1451.39	-1141.51	-1090.12
房地产	-376.21	-355.32	-720.07	-1385.54	-1176.18
合计	-8483.94	-9563.44	-11902.90	-11268.15	-11217.29
同比		13%	24%	-5%	0%
除能源、材料合计	-4886.67	-5934.83	-9204.20	-8751.04	-8444.26

资料来源: wind, 华创证券

由于近两年投资现金流的相对稳定, 我们用“经营现金流+筹资现金流”可以解释企业货币资金的变化, 实际上数据也是接近的 (图表 13), 从中可以看出明显的结构性问题。

- (1) 上游的能源、材料行业是经营状况最好的, 但其融资策略却是收缩的。
- (2) 工业企业经营环境在恶化, 大量的融资现金流用于补充经营现金流带来的营运资金缺口, 近年来大量增加的短期融资可能原因在此。
- (3) 消费行业经营现金流一般, 筹资现金流下降明显, 行业预期下行。
- (4) (优势) 房地产企业经营与融资行为高位回落。



(5) 非金融上市公司总体货币资金增速由 19% 降至 11%，非上市公司资金恶化可能更明显。

图表 13 各行业上市公司现金流与货币资金（亿元）

能源、材料	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
经营现金流	3598.66	3133.73	3443.14	3596.44	4997.41
筹资现金流	1195.72	1481.69	-322.13	-111.68	-1365.14
货币资金增加		1002.69	704.79	2695.03	2789.52
货币资金增加 (%)		12%	8%	28%	22%
工业	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
经营现金流	-967.53	-355.04	-202.33	-1849.99	-2237.37
筹资现金流	2498.26	2116.91	2534.46	2862.80	3500.66
货币资金增加		913.46	2946.13	2202.40	1101.33
货币资金增加 (%)		7%	21%	13%	6%
消费（日常、可选）	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
经营现金流	1065.92	1530.60	1270.85	433.16	449.66
筹资现金流	210.75	841.92	1787.93	1355.02	469.64
货币资金增加		1135.39	1378.23	2031.89	991.17
货币资金增加 (%)		13%	14%	18%	7%
房地产	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
经营现金流	-1025.30	-513.41	392.29	-291.61	-271.78
筹资现金流	1412.82	1035.53	1362.60	2088.02	1645.21
货币资金增加		1009.30	2148.90	1922.96	1536.74
货币资金增加 (%)		28%	46%	28%	18%
非金融企业合计	2014H	2015H	2016H	2017H	2018H
经营现金流	4036.18	5482.08	6438.49	2781.60	4053.00
筹资现金流	5670.78	5866.81	7223.08	7589.58	5013.55
货币资金增加		4901.97	8860.69	10218.48	7024.05
货币资金增加 (%)		12%	20%	19%	11%

资料来源：wind，华创证券

总结：在几大类行业中，赚钱上游的被供给侧政策限制产能扩张，中下游工业、消费类公司持续承压或预期下行，房地产业也面临融资政策收紧与行业下行的压力，中长期借款意愿低迷，融资大户工业企业大量借款并非为产能扩张所致，对银行活期存款贡献很小。

## （二）银行的现实压力

### （1）储蓄成本推动，信贷利率价格刚性强

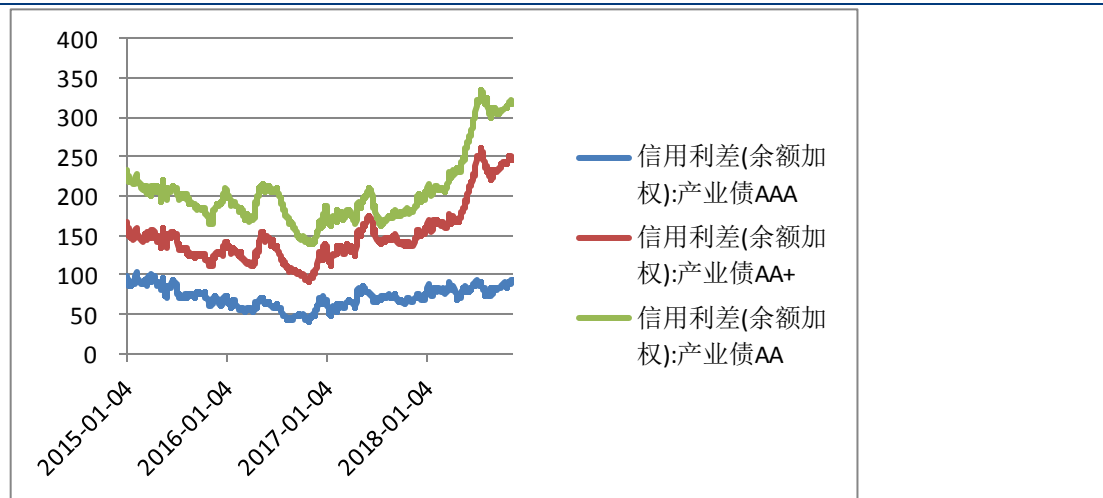
如前文所述，企业中长期贷款低迷造成活期存款流失，上市银行存款成本上行 10BPs（由于存款中一半为活期，上行幅度很大），结构性存款等高息负债进一步拉升负债成本率，信贷加权利率的下行空间受到限制。

### （2）经济开启下行短周期，信用利差扩大

银行并非完全不能接受息差的收窄，事实上，2018 年以来票据贴现的出现了显著的量升价跌的现象，说明在低风险前提下银行可以接受息差的一定损失。2018 年来经济下行压力逐渐加大，上游垄断造成的经济结构扭曲与经济地产

化带来的消费衰退加深了中期悲观预期，资金的供给方需要信用利差补偿。

图表 14 信用利差上行 (%)

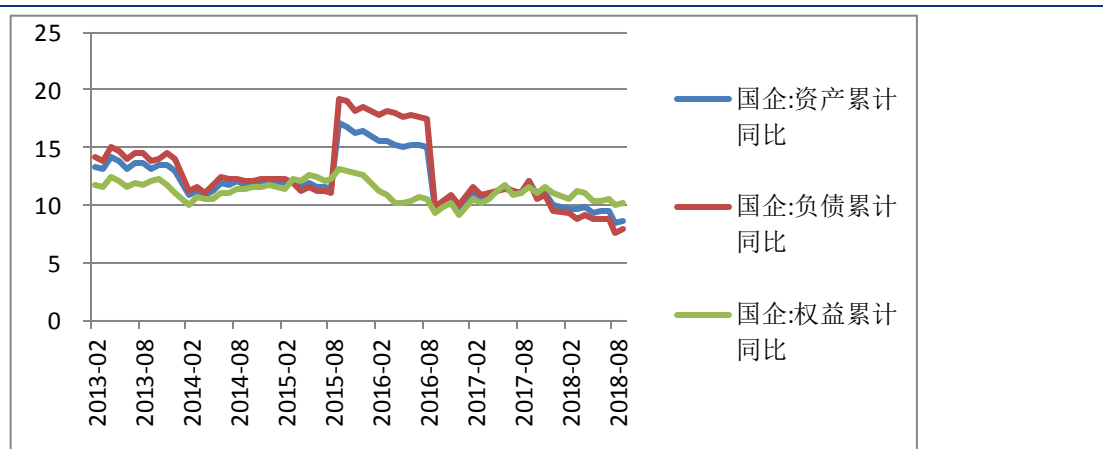


资料来源: wind, 华创证券

### (3) 国企收缩，企业融资客户的加权风险上升

去杠杆大背景下，低风险国企投资意愿低迷，银行融资客户的加权风险上升。

图表 15 国有企业去杠杆效果持续 (%)

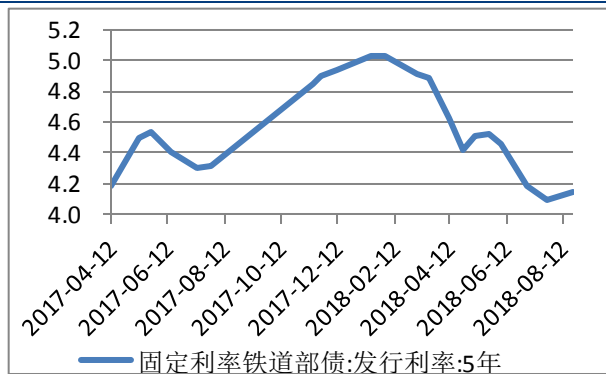


资料来源: wind, 华创证券

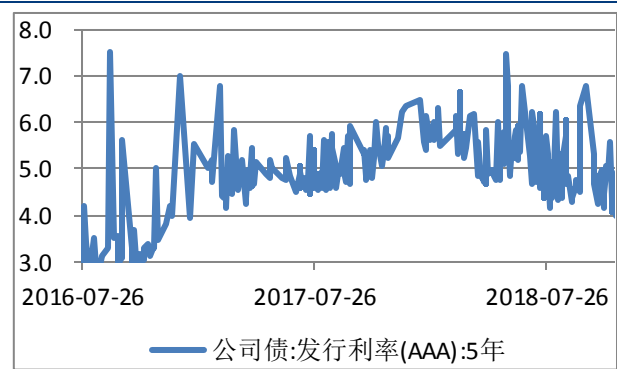
### (三) 金融政策的着力点

从 2018 年以来金融政策的着力点来看，政策既要保住前期供给侧改革与去杠杆政策的成果——国企负债率下降、上游国企资产负债表改善，又试图通过金融手段激活中下游企业投融资积极性，同时遏制房地产上行预期，避免在经济下行周期中发生系统性金融风险。

- (1) 宽松货币政策压低无风险利率，无论从资金市场还是高评级债券市场都可以看到利率的下行；
- (2) 力图缩减信用利差，尤其是民营企业的信用利差，以 11 月 6 日“易纲三箭”最为典型，后续郭树清主席的“一二五”信贷政策与银企命运共同体的表述对金融机构配合民企融资提出了更具体的量化要求，通过增信的方式或者指标的方式将中长期资金挤向民营企业。

**图表 16 铁路债发行利率下行**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 17 公司债发行利率下行**


资料来源: wind, 华创证券

政策布局长远,没有走过去强刺激的老路,希望用市场化的改革取代过去的国企—地产链条,除了金融支持政策外,国家还通过各种减税降费等措施提高居民消费意愿与企业投资意愿,以拉动投资。但是,仅有政策是不足的,从目前的情况来看银行对公信贷增长增量主要集中于风险较低的短期贷款(尤其票据融资),经济周期性下行动力由投资开始转为消费的情况下,银行与企业的融资意愿均很低迷,没有内生增长的动力。根据前文分析,过得好的和能活下来的在韬光养晦,而希望融资的多数是为了续命,真实信用利差是很难降下来的。

**汽车数据:** 11月,汽车生产249.84万辆,同比下降18.89%;销售254.78万辆,同比下降13.86%。2018年1-11月,汽车产销2532.52万辆和2541.97万辆,同比下降2.59%和1.65%。

**手机数据:** 11月,国内手机市场整体出货量3537万部,同比下降18.2%。2018年前11个月,国内手机整体累计出货量达到3.79亿部,同比减少了15.6%。

**空调数据:** 10月份产销数据:当月总产量772.60万台,同比下滑20.42%,内销495.32万台,同比下滑24.05%,1-10月累计产销数据:累计总产量12876.30万台,同比增长4.60%,内销8098.75万台,同比增长5.69%。

#### (四) 中央经济工作会议逆周期调控的路径决定未来走向

中央政治局12月13日召开会议,分析研究19年经济工作,作为中央经济工作会议的前奏:

##### (1) 判断经济下行,经济稳字当头

10月31日会议就提出“经济下行压力有所加大”,本次会议“保持经济运行在合理区间”更加谨慎,且“六个稳”中,稳就业、稳金融、稳外贸的前三稳反映了增长压力在复杂的国际环境下加大。

##### (2) 以改革开放促进发展,把握战略机遇

本次会议指出要“增强忧患意识,继续抓住并用好我国发展的重要战略机遇期”,“努力实现最优政策组合和最大整体效果”。在高端制造、扩大内需、改革开放三大领域发力,把握新的发展机遇,而“去杠杆”已经被淡化。

在中央对经济下行有清醒认识、且将供给改善(高端制造)、需求拉动(扩大内需)、制度红利(改革开放)作为应对重点,对于从根本上缓解结构性问题是对症下药——改善中下游行业基本面及其预期才能激活其投融资积极性。

中央经济工作会议周期调控的具体路径就很重要,决定短期银行板块走向。

## 四、投资建议

### （一）重视社融中企业中长期融资

我们建议在信贷—社融经济数据的解读中，更加重视企业中长期融资数据，该数据与银行负债端的相关性强且可以作为经济复苏的先行观察指标。一般意义上的社融、信贷、利率等指标在当前存在一定的失真。

### （二）重视基建与国企投资风向

3季度的政治局会议中多次提到发挥基建在稳增长中的作用，4季度基建发力的预期淡化，尤其12月13日政治局会议中并没有出现基建字样。我们认为，基建-国企投资受行业景气预期与银行风控策略的影响较小，仍然是快速改善经济结构性问题对企业部门投融资困境的有效手段，如果在后续中央经济工作会议或其他场合重新将基建作为稳增长重要手段，对银行板块而言依然是重大利好。

### （三）影子银行与房地产政策的变化

连续两次政治局会议没有提到房地产，易纲提出：影子银行是金融市场的重要补充。在政策上，过去数年处于高政策压力下的影子银行—（中小）房地产商的融资链可能会有一定的回复，对于连续失血的信托贷款等中长期企业融资是一个良好的补充。

### （四）维持“复苏推迟”的行业策略判断

经济下行数据确认而信用扩张路径未明的时间段，银行板块大概率维持2018年8月、10月的震荡，绝对收益有限而相对收益取决于市场风格（增量资金、投机活跃等）。当实际利率下行，（中长期）信用扩张路径明朗时，银行板块的绝对、相对收益会很明显，预计其时间段将推后至2018年末-2019年上半年。建议投资者在银行低潮期加大战略配置。

周期早期阶段中小银行相较大行弹性更大，有望表现更好。持续推荐招商银行、宁波银行、中信银行、兴业银行等中小型银行。

## 五、风险提示

经济下行超预期导致银行不良贷款快速上升。

## 银行组团队介绍

组长、高级分析师：张明

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2016年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500