

银行年报透露了哪些信息？

银行业 2018 年年报专题

摘要：

资产规模：2018 年全年银行资产增速趋于平稳，今年年初以来随着信贷加速投放，银行资产规模增速企稳回升。

资产配置：贷款占比继续提升，但证券投资占比并未继续下行。受监管冲击最大的股份行、城商行证券投资占比继续下滑，相对稳健的国有行显著扩张，农商行也有小幅增加。

贷款投向：公司贷款占比显著下降，而零售贷款和票据贴现占比上升。具体到零售贷款，目前银行主要发力方向依然是房贷和消费贷。

证券投资：银行普遍增持债券，国有行增持政府债券，其他银行更多地增持企业债券。银行整体增持公募基金和资产支持证券，减持理财、资管、信托。

银行理财：银行理财规模企稳，但当前监管环境下大规模扩张的可能性不大，预计将成为存量投资者，对债市边际影响下降。

负债结构：存款占比持续提升，同业负债占比下降。

负债成本和净息差：生息资产收益率并未和负债成本同步下行，商业银行净息差持续抬升，主要原因在于贷款利率居高不下。央行倾向于使用定向宽松的方式缓解中小银行负债压力，预计银行负债成本仍维持低位，中小银行下降更为明显。

资本充足率：银行加快补充资本，资本充足率明显改善，资本不足的实质性约束缓解。

LCR：LCR 考核压力明显缓解，客观上有利降低负债成本。

风险提示：外部形势变化，通胀压力加大。

证券研究报告
2019 年 05 月 16 日

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 联系人
chenbaolin@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：银行对公信贷有什么变化？——基建及租赁和商务服务业篇-信用债专题》 2019-05-14
- 2 《固定收益：机构持债偏好如何分化？-2019 年 4 月中债登和上清所托管数据点评》 2019-05-13
- 3 《固定收益：大跌之后转债性价比是否突显-可转债市场周报（2019.05.12）》 2019-05-12



内容目录

1. 资产规模重回扩张	4
2. 资产配置：继续增配贷款、证券投资分化	5
3. 贷款投向：个贷和票据支撑信贷	6
4. 证券投资：增持债券、公募基金、ABS	7
5. 银行理财成为存量投资者	9
6. 负债结构：存款占比持续提升	10
7. 负债成本下行、净息差抬升	11
8. 资本不足的实质性约束缓解	13
9. LCR 指标显著改善	14

图表目录

图 1：银行资产增速回升	4
图 2：上市银行资产规模增速	4
图 3：银行整体资产配置变化	5
图 4：国有行资产配置变化	5
图 5：股份行资产配置变化	5
图 6：城商行资产配置变化	5
图 7：农商行资产配置变化	5
图 8：公司贷款占比下降	6
图 9：零售贷款占比上升	6
图 10：票据贴现占比上升	6
图 11：去年下半年宽信用过程中企业贷款整体投放偏弱	6
图 12：国有行零售贷款结构变化	7
图 13：股份行零售贷款结构变化	7
图 14：城商行零售贷款结构变化	7
图 15：农商行零售贷款结构变化	7
图 16：商业银行普遍增加债券投资	7
图 17：除国有行略有增持外，其他银行继续减少资管产品投资	7
图 18：上市银行债券结构环比变动（18Q4-18Q2）	8
图 19：上市银行债券结构同比变动（18Q4-17Q4）	8
图 20：上市银行资管产品投资结构环比变动（18Q4-18Q2）	8
图 21：上市银行资管产品投资结构同比变动（18Q4-17Q4）	8
图 22：机构投资者增持货基和债基	8
图 23：个人投资者减持货基	8
图 24：理财规模明确趋稳	9
图 25：国有行理财规模逆势增长	9
图 26：上市银行非保本理财规模变化	9

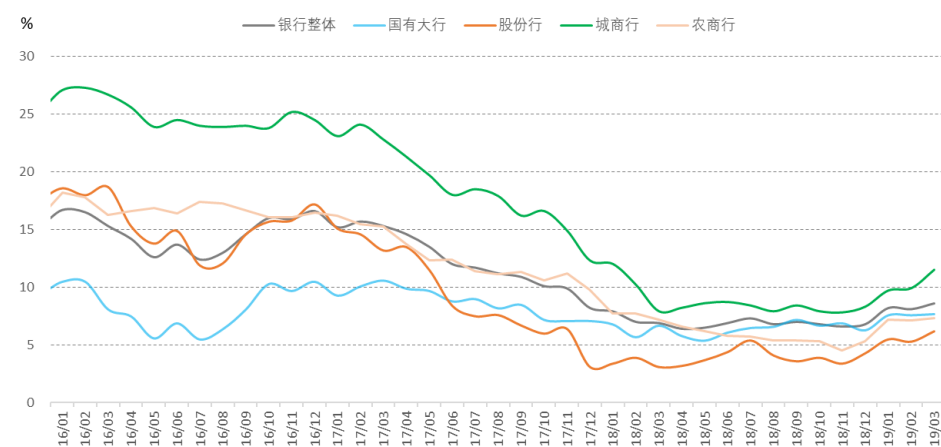
图 27：国有行计息负债结构变化	10
图 28：股份行计息负债结构变化	10
图 29：城商行计息负债结构变化	10
图 30：农商行计息负债结构变化	10
图 31：同业负债占比整体下降	11
图 32：商业银行净息差继续抬升	11
图 33：上市银行生息资产收益率变化	12
图 34：上市银行计息负债成本率变化	12
图 35：贷款收益率不降反升	12
图 36：一般贷款利率四季度才开始下行	12
图 37：结构性存款同比增速	12
图 38：一季度 Shibor 整体下行	12
图 39：一季度净息差继续上行	13
图 40：一季度小微贷款加快投放	13
图 41：上市银行一级资本充足率持续改善	13
图 42：LCR 指标显著改善	15
表 1：2018 年以来上市银行资本补充计划	14

上市银行年报业已披露完毕，本文结合上市银行年报和一季报，对商业银行资产配置、负债成本、监管指标等方面进行简要分析。

1. 资产规模重回扩张

经历了前期金融去杠杆规模收缩之后，随着监管进入稳杠杆阶段，2018 年全年银行资产增速趋于平稳，今年年初以来随着信贷加速投放，银行资产规模增速企稳回升。

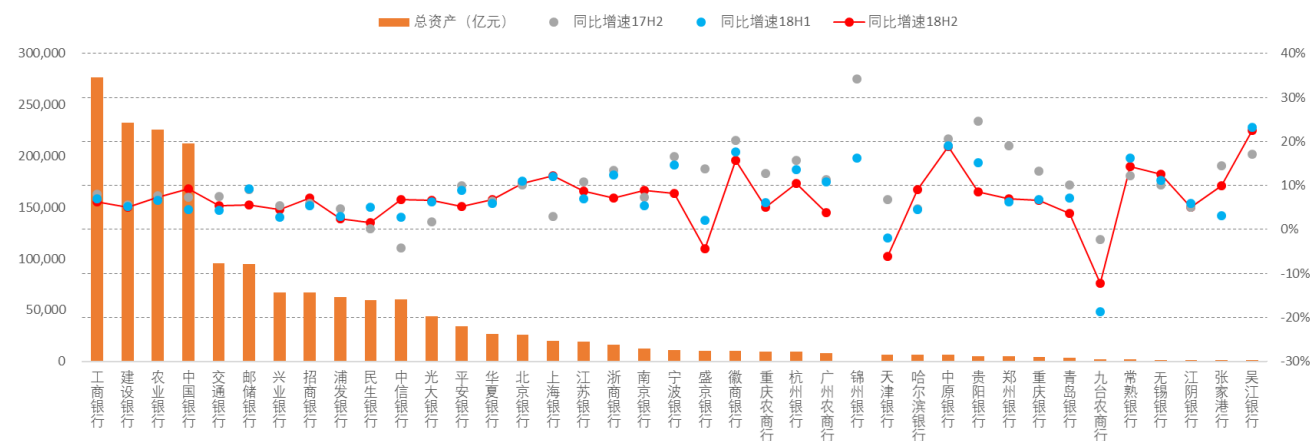
图 1：银行资产增速回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

分银行类型来看，不同类型银行资产规模增速分化并不大，47 家上市银行¹中仅 3 家 2018 年资产规模同比负增长。大行和股份行增速相对平稳，城商行和农商行增长相对较快。

图 2：上市银行资产规模增速



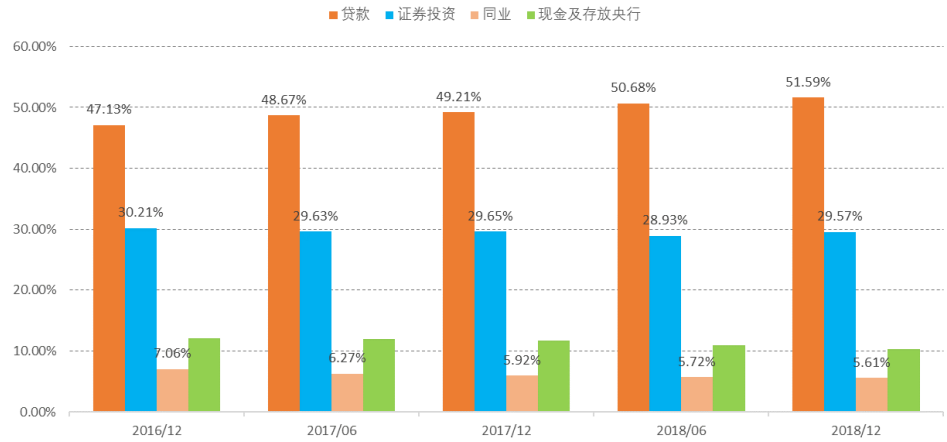
资料来源：Wind，天风证券研究所

¹锦州银行年报未披露。

2. 资产配置：继续增配贷款、证券投资分化

2017 年以来银行资产配置的总体趋势是同业和证券投资（含债券、资管产品）占比下降、而贷款占比持续提升。2018 年下半年贷款占比继续提升，但证券投资占比并未继续下行。

图 3：银行整体资产配置变化

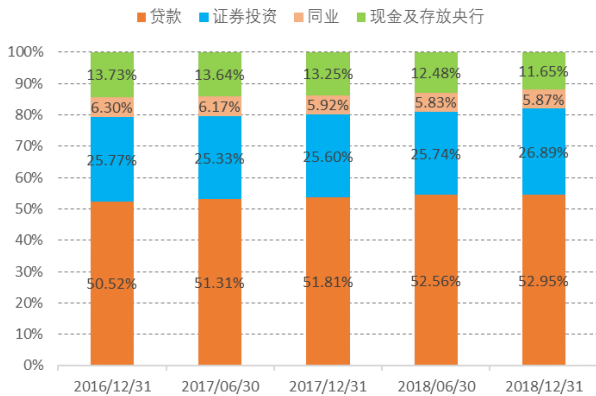


资料来源：Wind，天风证券研究所

具体来看，各类银行贷款占比均明显提升，银行资产扩张主要依靠信贷投放，显示银行整体回归本源。证券投资在不同银行之间出现分化：受监管冲击最大的股份行、城商行证券投资占比继续下滑，相对稳健的国有行显著扩张，农商行也有小幅增加。

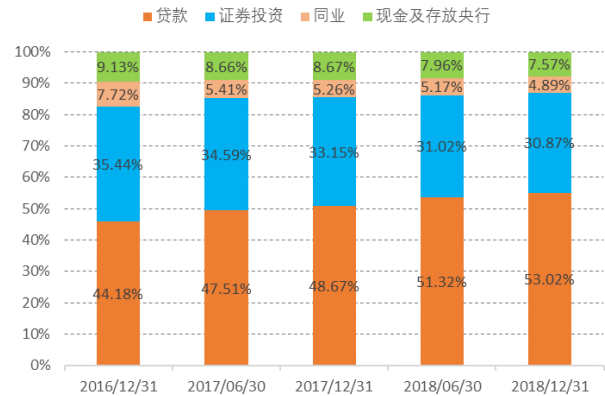
下面我们主要围绕贷款和证券投资两个主要科目，对银行的资产配置作进一步分析。

图 4：国有行资产配置变化



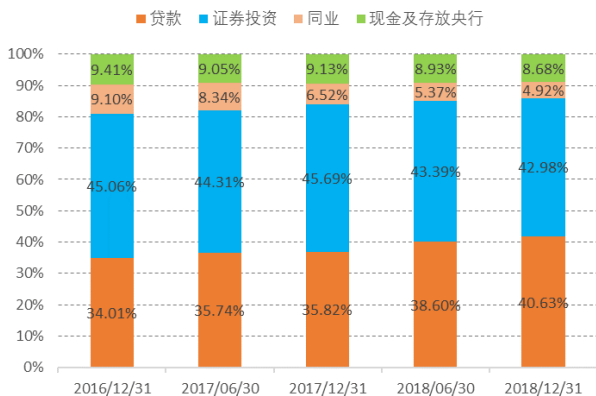
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：股份行资产配置变化



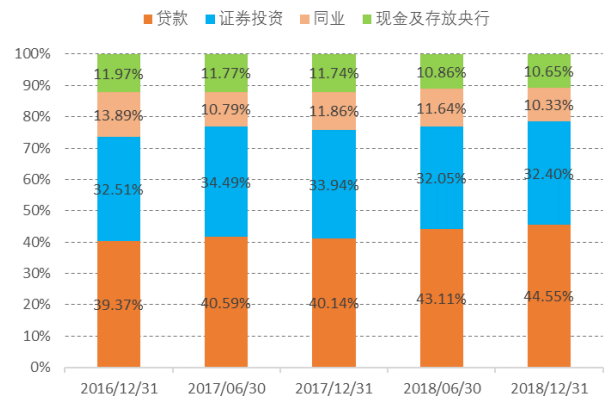
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：城商行资产配置变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：农商行资产配置变化

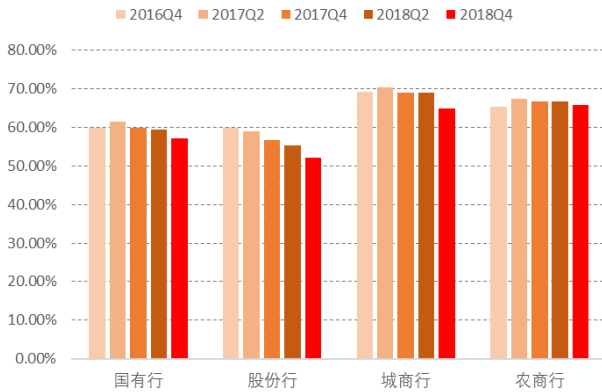


资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 贷款投向：个贷和票据支撑信贷

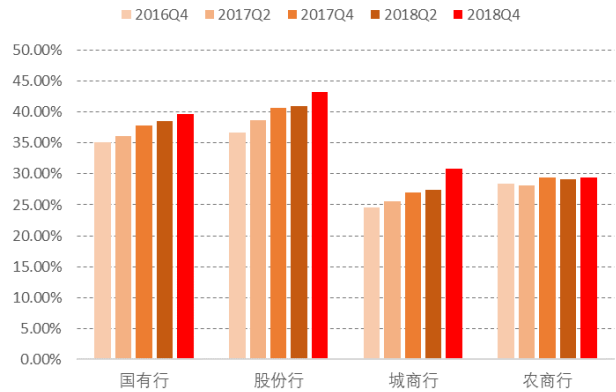
从贷款类型来看，公司贷款占比显著下降，而零售贷款和票据贴现占比上升。值得注意的是，下半年大行和中小银行贷款结构的变化方向完全一致。背后对应的事实是，2018年下半年宽信用过程中，银行信贷投放主要靠票据和个人贷款支撑，而企业贷款由于实体需求不足而整体疲弱。

图 8：公司贷款占比下降



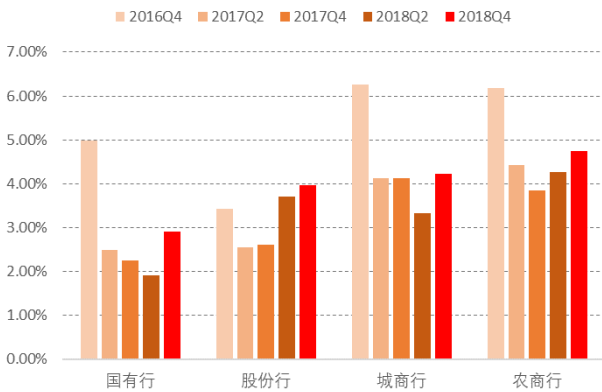
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：零售贷款占比上升



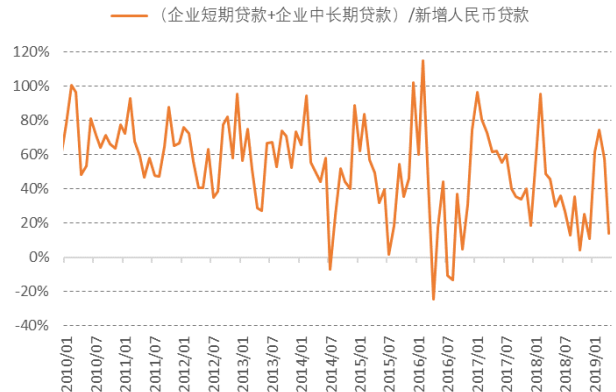
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：票据贴现占比上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

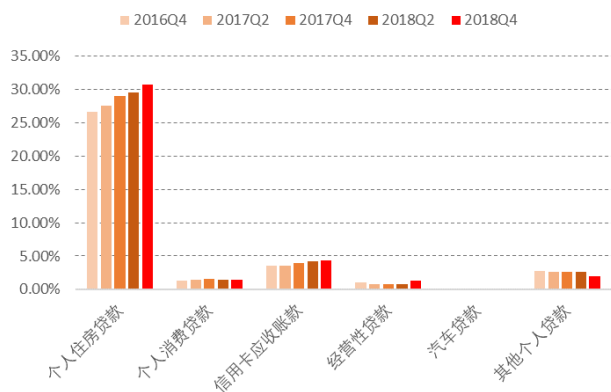
图 11：去年下半年宽信用过程中企业贷款整体投放偏弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

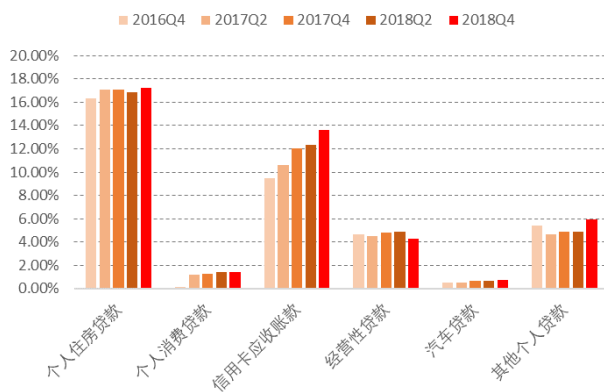
具体到零售贷款，目前银行主要发力方向依然是房贷和消费贷。国有行、股份行、城商行个人住房贷款占比进一步提升，股份行的信用卡分期、城商行的消费贷均有显著增长。国有行和农商行的经营性贷款也有改善，可能主要是小微贷款投放所致。

图 12：国有行零售贷款结构变化



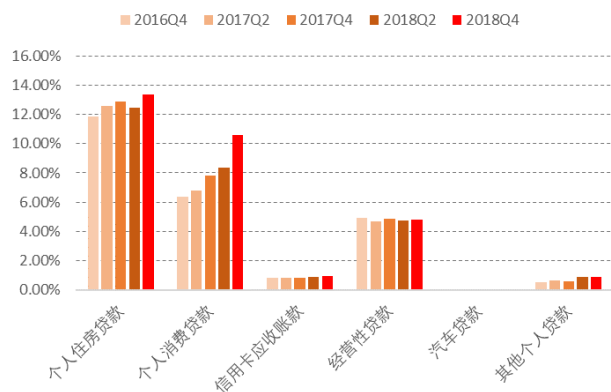
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：股份行零售贷款结构变化



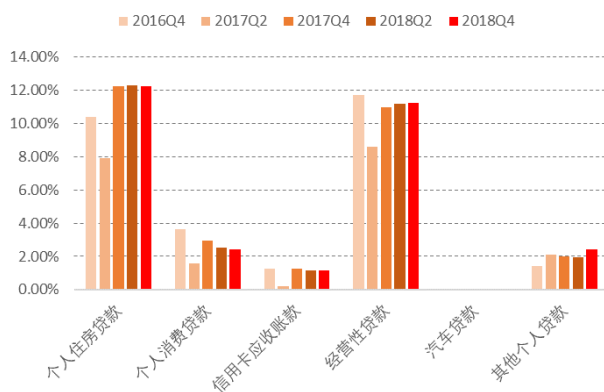
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：城商行零售贷款结构变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：农商行零售贷款结构变化



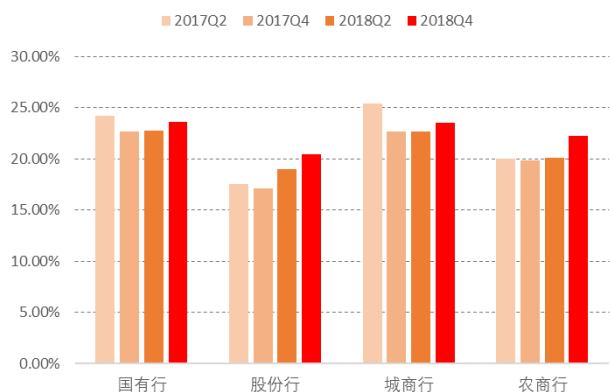
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 证券投资：增持债券、公募基金、ABS

证券投资主要包括两类：一是直接的债券投资，二是对资管产品投资（如公募基金、理财、资管计划、ABS等，统称结构化主体）。

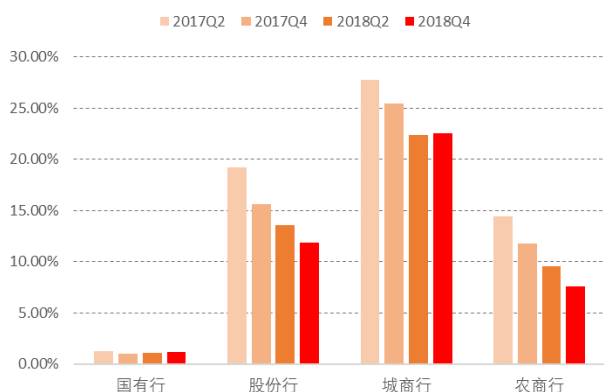
整体来看，各类银行普遍增加了标准化债券的投资。资管产品除国有行略有增持外，其他银行投资占比继续下滑。银行自营减持资管产品，除了回归本源之外，去年5月发布的《商业银行大额风险暴露管理办法》也是重要因素，资管产品的投资严格受制于一级资本规模和授信额度，对于中小银行而言构成较大的约束。

图 16：商业银行普遍增加债券投资



资料来源：Wind，天风证券研究所

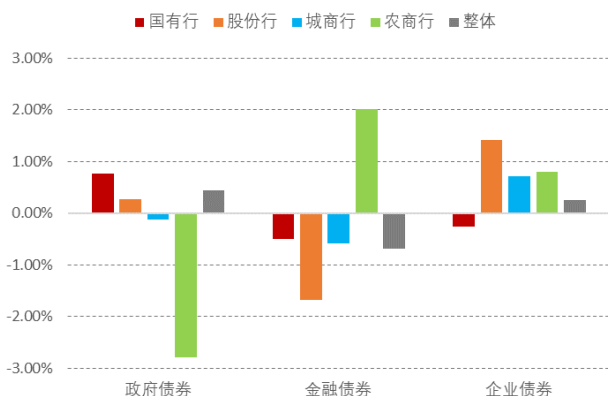
图 17：除国有行略有增持外，其他银行继续减少资管产品投资



资料来源：Wind，天风证券研究所

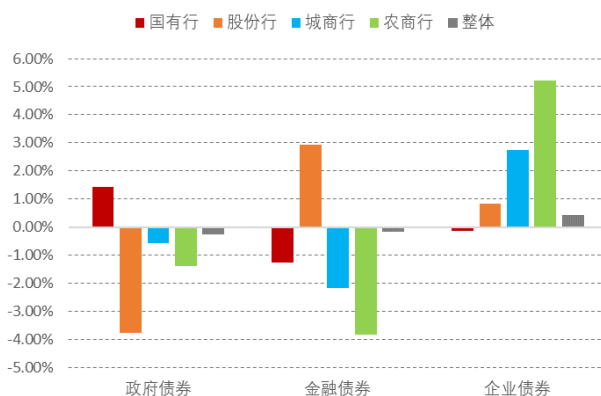
债券配置方面，商业银行整体增持政府债券，减持金融债券和企业债券；具体而言，国有行主要增持政府债券，主要缘于下半年地方债放量发行；其他银行则更多地增持企业债券。

图 18：上市银行债券结构环比变动（18Q4-18Q2）



资料来源：Wind，天风证券研究所

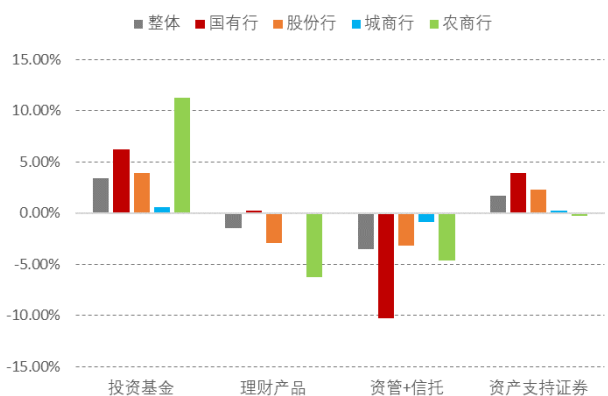
图 19：上市银行债券结构同比变动（18Q4-17Q4）



资料来源：Wind，天风证券研究所

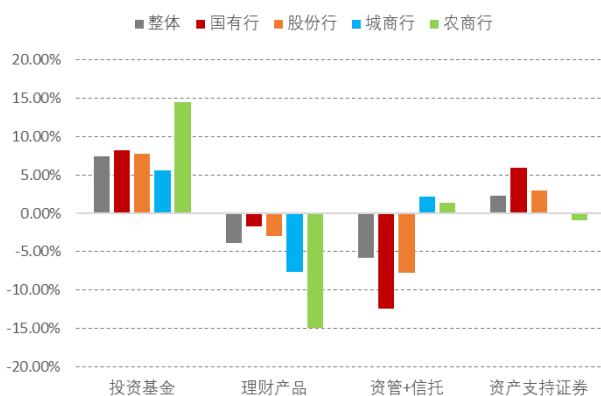
资管产品方面，各类银行整体增持公募基金和资产支持证券，减持理财、资管、信托，延续前期去通道化的趋势。

图 20：上市银行资管产品投资结构环比变动（18Q4-18Q2）



资料来源：Wind，天风证券研究所

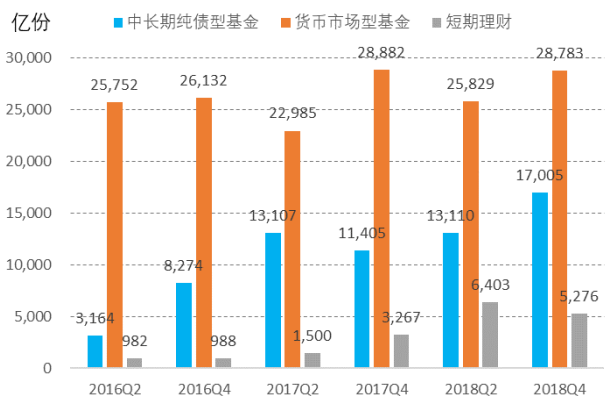
图 21：上市银行资管产品投资结构同比变动（18Q4-17Q4）



资料来源：Wind，天风证券研究所

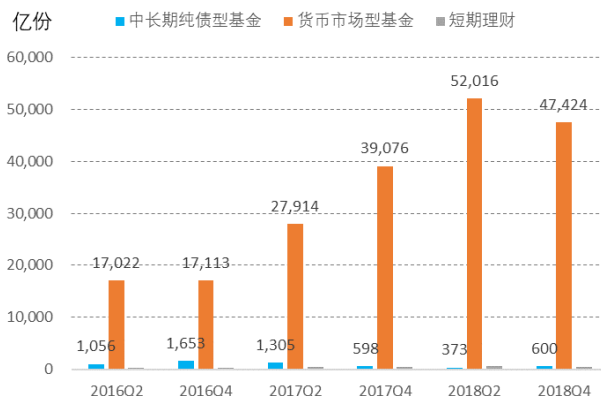
银行增持货基、债基。从公募基金的持有者结构可以看出，尽管下半年货基收益率显著下行，但由于免税优势和流动性管理需求，以银行为代表的机构投资者依然增持货基，对债基的大幅增持则主要缘于债市环境下的高收益率。与之相对的是，个人投资者明显减持货基，资金可能主要流向银行类货币产品。

图 22：机构投资者增持货基和债基



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：个人投资者减持货基

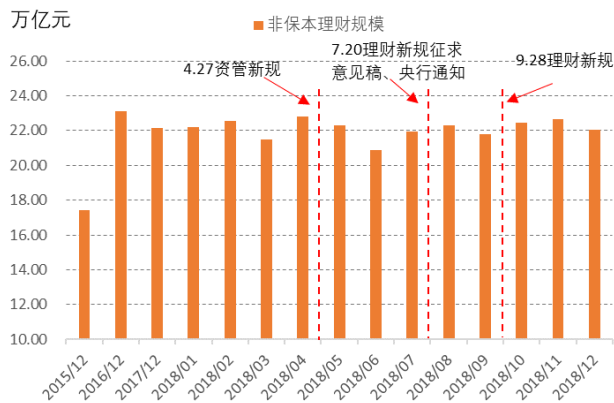


资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 银行理财成为存量投资者

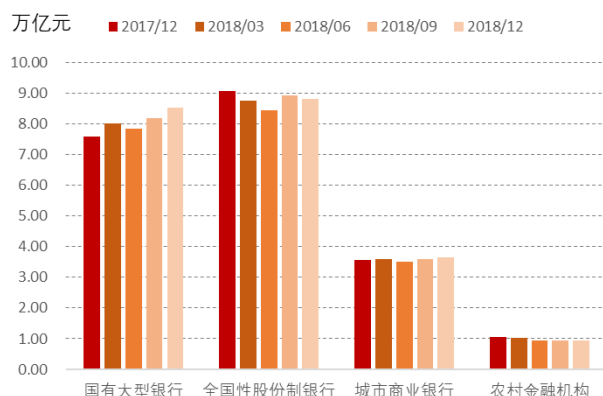
银行理财规模趋稳。2018 年年底非保本理财存续余额 22.04 万亿，基本与 2017 年持平（22.17 万亿）。资管新规发布之后，银行理财规模一度显著下滑，随着监管边际放松，银行理财短期整改压力明显缓解，非保本理财规模目前基本稳定在 22 万亿左右。

图 24：理财规模明确趋稳



资料来源：Wind，中国理财网，天风证券研究所

图 25：国有银行理财规模逆势增长

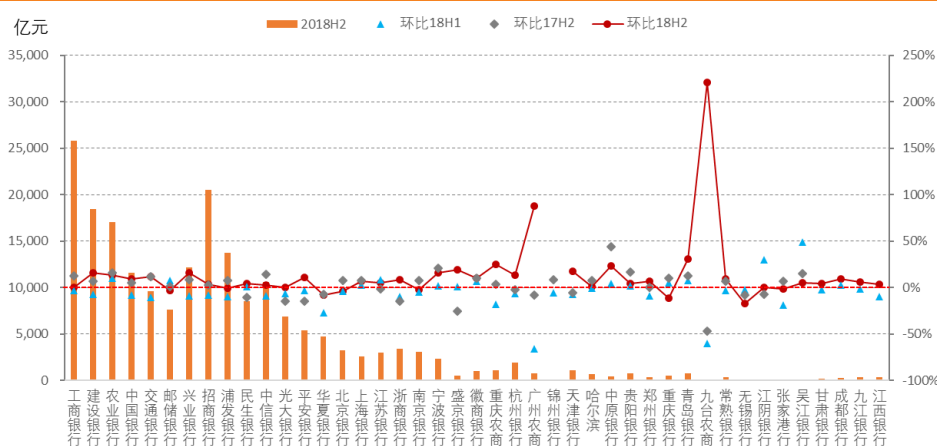


资料来源：Wind，中国理财网，天风证券研究所

上市银行年报也反映出上述趋势，42 家上市银行²2018 年中报有 28 家非保本理财规模环比下降，而到 2018 年年报时仅有 11 家，大多数银行理财规模有所恢复。本轮监管扰动中国有银行受到的冲击较小，理财规模逆势增长。

银行理财成为存量投资者。尽管银行理财转型紧迫性缓解，规模也明确企稳，但三年过渡期并不遥远，老产品仍然需要持续压降，以类货币理财为代表的新产品可能只能维持理财规模稳定至多小幅增长，当前的监管环境之下理财再度大规模扩张的可能性不大，同时也不符合稳定宏观杠杆率的政策导向。因而，对于债市而言，银行理财至少在过渡期之前仍然主要是存量投资者，对债市的边际影响下降。

图 26：上市银行非保本理财规模变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

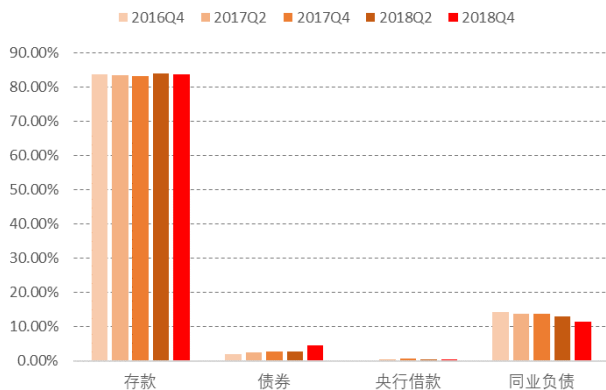
²不含新上市的长沙银行、泸州银行、紫金银行、西安银行、青农银行以及未披露 18 年年报的锦州银行。

6. 负债结构：存款占比持续提升

2018 年银行计息负债结构最明显的变化是存款占比持续上升。存款占比上升一方面缘于同业投资占比下滑（更多地使用同业负债/存单对接，2017 年年报已显示出存款占比上升的势头），同时流动性监管下银行也有提升存款比例的动力。

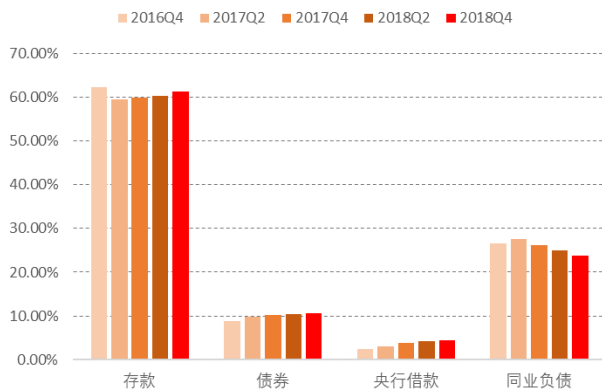
债券牛市过程中银行也积极发行债券，主要是大行同业存单发行量显著提升，股份行和城商行债券占比亦小幅增加。

图 27：国有行计息负债结构变化



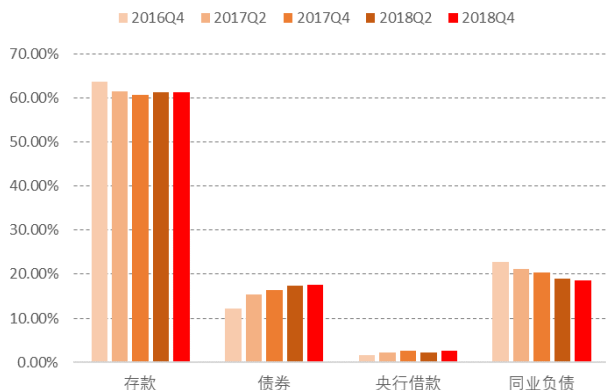
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：股份行计息负债结构变化



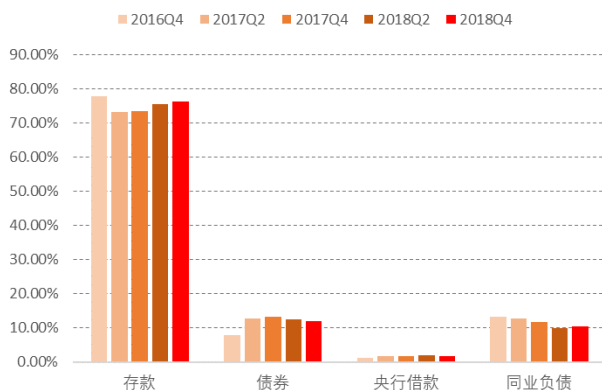
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：城商行计息负债结构变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

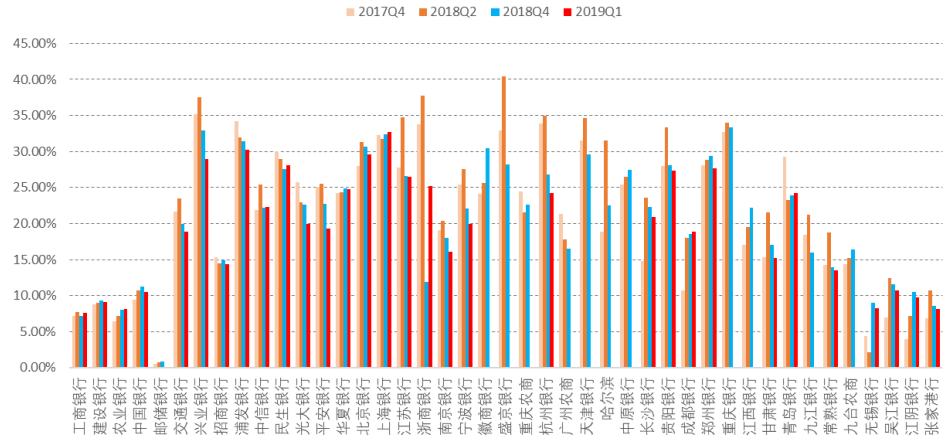
图 30：农商行计息负债结构变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

同业负债占比整体下降。含存单和不含存单的同业负债占比均出现了下降，特别是同业负债占比比较高的部分股份行、城商行降幅最为明显。同业负债占比在一季度继续下行，与此同时同业存单发行量和净融资额显著走低，一定程度上也表明银行负债压力有所缓解。

图 31：同业负债占比整体下降



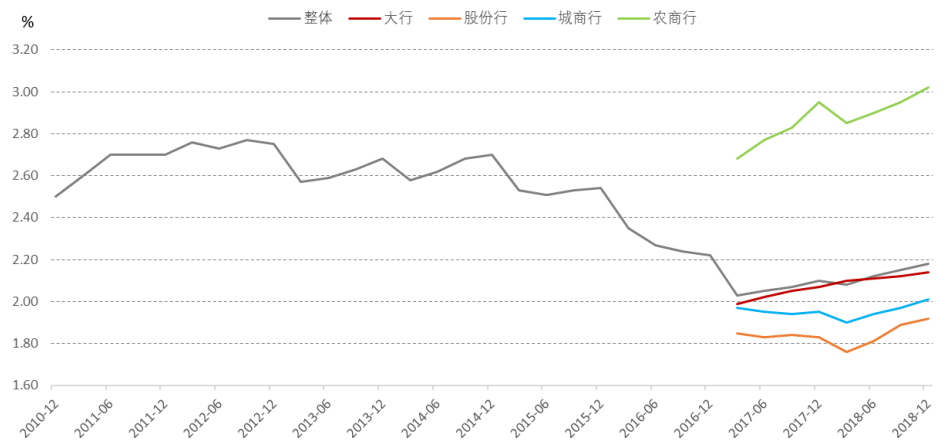
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：（同业存放+同业拆入+同业存单）/总负债，测算值与监管口径可能有偏差，仅观察变化趋势。

7. 负债成本下行、净息差抬升

商业银行净息差持续抬升。净息差从一季度末的 2.08% 升至年末的 2.18%，各类银行净息差均出现了不同程度的上行。

图 32：商业银行净息差继续抬升

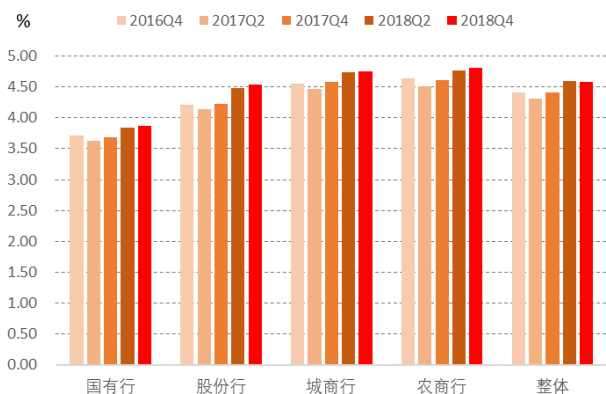


资料来源：Wind，天风证券研究所

生息资产收益率并未和负债成本同步下行。18 年下半年货币市场利率显著走低，银行负债成本也有较大的幅度的下降，但生息资产收益率反而继续走高，由于净息差 $\approx$ 生息资产收益率-计息负债成本率³，因而净息差也继续抬升。

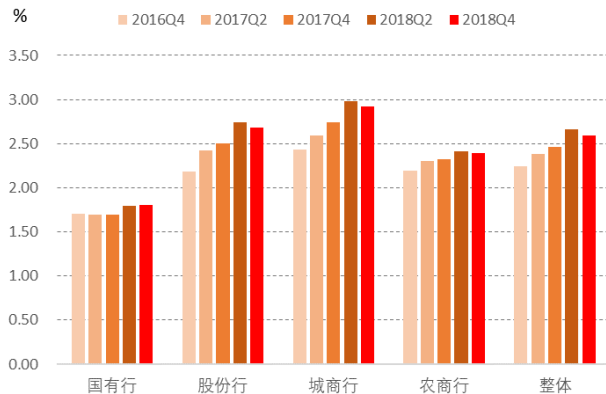
³净息差的准确定义是利息净收入/生息资产。

图 33：上市银行生息资产收益率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

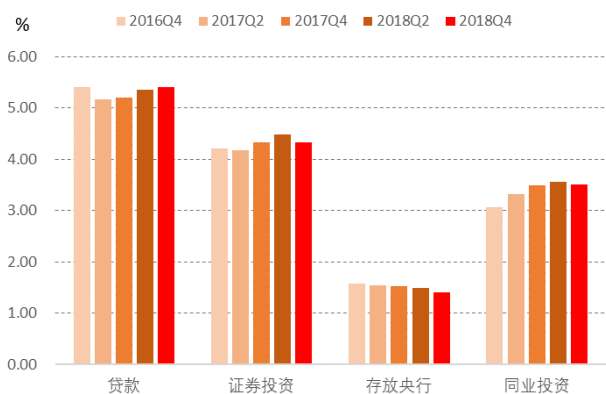
图 34：上市银行计息负债成本率变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

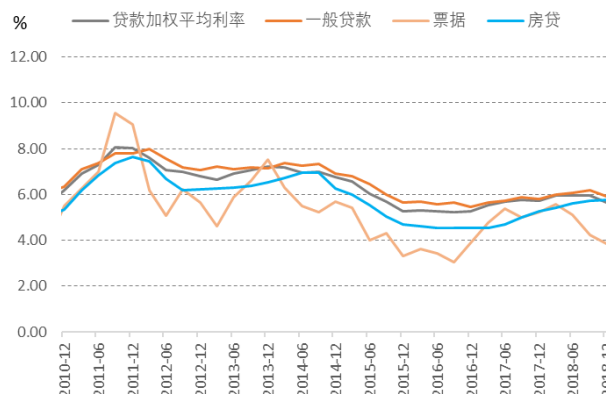
贷款利率依然较高。市场利率普遍走低的情况下，证券投资、同业投资的收益率均出现下行⁴，而贷款利率继续上升。可以看到，与货币市场利率联系较强的票据贴现利率下半年迅速走低，而一般贷款利率直到四季度才开始缓慢下行。而贷款利率较高，“除了无风险利率以外，主要是风险溢价比较高造成的”，这也是当前央行降成本的重心所在。

图 35：贷款收益率不降反升



资料来源：Wind，天风证券研究所

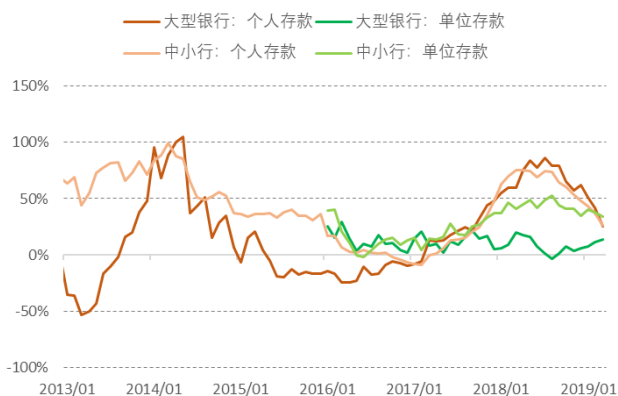
图 36：一般贷款利率四季度才开始下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

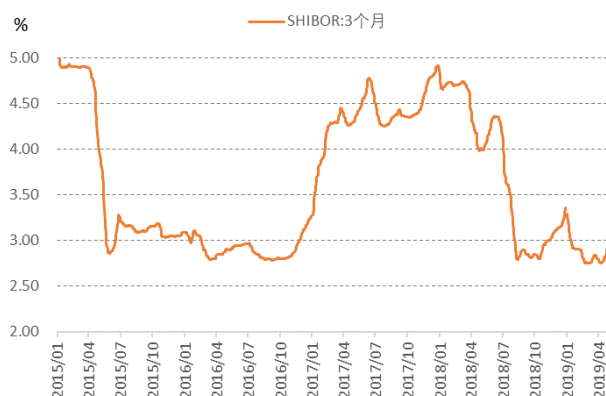
一季度银行负债成本继续下行。央行通过降准、TMLF 投放长期低成本资金，叠加 LCR 考核因素减弱，银行负债压力明显缓解。Shibor3M 整体回落，同时作为揽储利器的结构性存款同比增速也迅速下降。

图 37：结构性存款同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：一季度 Shibor 整体下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

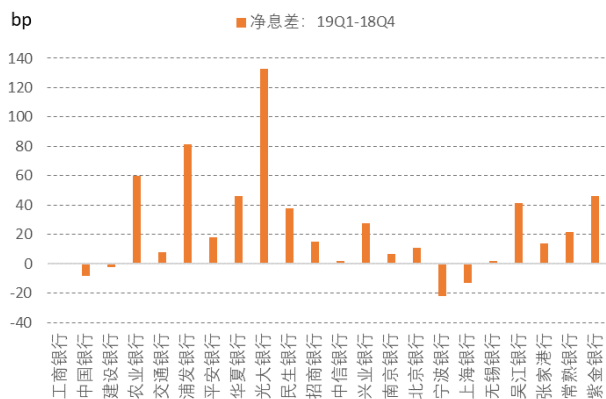
从部分上市银行一季报披露的数据来看，多数银行的净息差继续上行，但已经开始出现分

⁴存放央行收益率下降可能是因为降准之后法定准备金下降而超额准备金增加，从而平均利率下降。

化。注意到，国有行净息差整体下降或持平，主要原因可能在于一季度超过一半的小微贷款由国有行投放，贷款利率也较四季度下降 0.13 个百分点。国有行负债成本本身较低，并没有太大的下降空间，因而净息差开始出现下行。股份行、中小银行在负债成本显著下降的同时，贷款利率依然较高，从而导致净息差继续抬升。

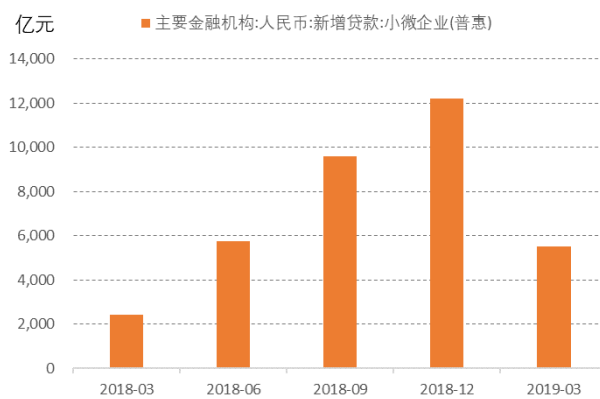
净息差和负债成本预计小幅下行。随着央行开始着力解决风险溢价较高的问题，贷款利率预计将出现较明显的回落，净息差可能会有小幅压缩。负债端方面，央行更偏向定向宽松的方式来缓解中小银行的负债压力，商业银行整体负债成本如此前大幅下行的可能性不大，不过至少不会显著上行，预计整体仍会维持相对低位，中小行负债成本可能会有更明显的下降。

图 39：一季度净息差继续上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：一季度小微贷款加快投放

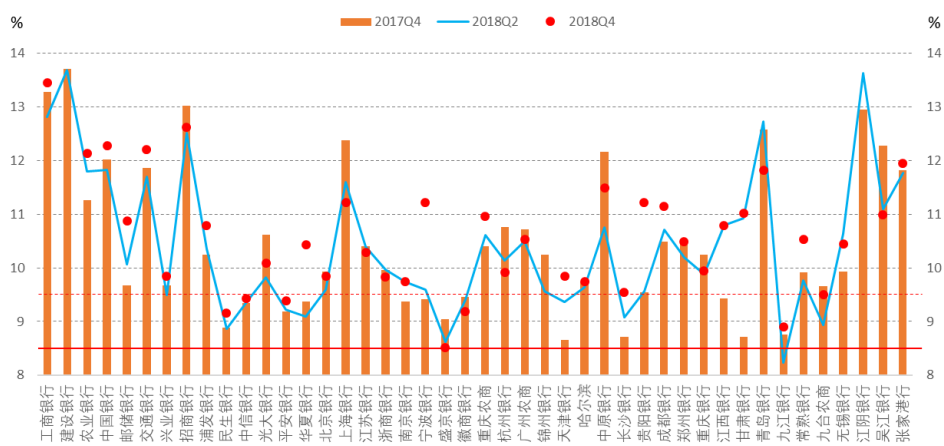


资料来源：Wind，天风证券研究所

8. 资本不足的实质性约束缓解

银行资本充足率持续改善。《商业银行资本管理办法（试行）》过渡期至 2018 年年底结束，随着过渡期的临近，各类资本补充工具近年来均有较多发行。到 2018 年年底，商业银行资本充足率进一步提升，银行缺资本的状况有所改善。

图 41：上市银行一级资本充足率持续改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

政策支持银行补充一级资本。我们在前期报告《银行是否缺资本？》指出，银行主要缺一级资本。央行创设 CBS 为银行永续债提供流动性支持，银保监会也放开了保险机构投资银行永续债的限制。中国银行已成功发行 400 亿永续债，民生银行也获批发行永续债。

资本不足的实质性约束将得到缓解。2018 年以来多家上市银行披露了补充资本计划，资本工具主要集中在永续债、可转债、优先股等能够补充一级资本的品种。随着银行加速推进资本补充，资本不足的实质性约束将有所缓解，对下一阶段的信贷投放提供有效支撑。

表 1：2018 年以来上市银行资本补充计划

代码	名称	拟发行数量（亿元）	资本工具	董事会预案公告日	方案进度
000001.SZ	平安银行	260	可转债	2018/05/29	实施
000001.SZ	平安银行	500	永续债	2019/04/24	董事会预案
002142.SZ	宁波银行	80	定增	2018/03/29	股东大会通过
002142.SZ	宁波银行	400	二级资本债	2018/12/08	股东大会通过
002936.SZ	郑州银行	100	永续债，二级资本债	2019/03/29	董事会预案
600000.SH	浦发银行	500	可转债	2018/08/30	股东大会通过
600016.SH	民生银行	150	二级资本债	2018/01/12	董事会预案
600036.SH	招商银行	200（已完成）	二级资本债	2018/03/24	实施
600919.SH	江苏银行	200	可转债	2018/02/03	实施
600919.SH	江苏银行	200	二级资本债	2018/12/22	股东大会通过
600926.SH	杭州银行	100	二级资本债	2018/08/31	股东大会通过
600926.SH	杭州银行	100	永续债	2019/04/26	董事会预案
601009.SH	南京银行	140	定增	2018/06/16	发审委未通过
601166.SH	兴业银行	300	优先股	2018/04/25	实施
601166.SH	兴业银行	300	永续债	2019/04/30	董事会预案
601288.SH	农业银行	1,200	永续债	2019/03/30	董事会预案
601328.SH	交通银行	1,300	永续债	2019/03/30	董事会预案
601328.SH	交通银行	600	可转债	2019/04/30	证监会核准
601398.SH	工商银行		优先股	2018/08/31	银监会批准
601398.SH	工商银行	800	永续债	2019/03/29	董事会预案
601577.SH	长沙银行		优先股	2018/12/11	银监会批准
601818.SH	光大银行		优先股	2019/01/11	证监会核准
601818.SH	光大银行	400	永续债	2019/03/28	董事会预案
601838.SH	成都银行	120	二级资本债	2018/10/31	股东大会通过
601860.SH	紫金银行	45	可转债	2019/03/30	股东大会通过
601988.SH	中国银行	1200（已发行 400 亿永续债）	永续债，二级资本债	2018/04/28	实施
601988.SH	中国银行		优先股	2018/10/30	银监会批准
601988.SH	中国银行	1,100	永续债，二级资本债	2019/03/30	董事会预案
601998.SH	中信银行	400	可转债	2018/12/14	实施
601998.SH	中信银行		优先股	2018/12/14	股东大会通过
601998.SH	中信银行	400	永续债	2019/03/27	董事会预案
603323.SH	苏农银行	25	可转债	2018/07/05	实施

资料来源：Wind，天风证券研究所

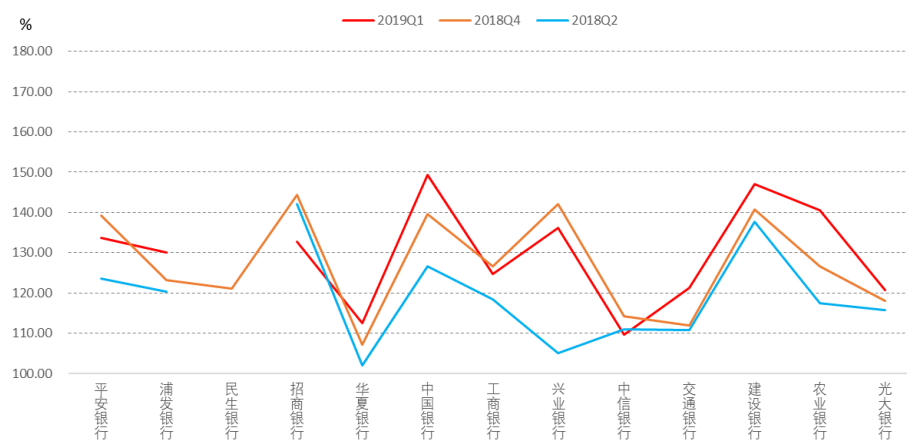
9. LCR 指标显著改善

2018 年 5 月 25 日银保监会发布《商业银行流动性管理办法》，整体思路是抑制银行资产负债期限错配行为，鼓励更长期限的负债和更短期限的资产配置。《商业银行流动性管理办法》过渡期相对较长，2018 年需要硬性达标的监管指标主要是流动性覆盖率（LCR）。LCR 考核压力对商业银行资产负债行为造成了较大的扰动：LCR 对零售存款的高度偏好是导致银行竞争高成本结构性存款的重要原因；我们在前期报告《逆回购连续暂停意味着什么？》已进行过分析，去年年底 Shibor3M 走高部分缘于 LCR 考核下银行资产配置行为的改变。

LCR 考核压力明显缓解，客观上有利降低负债成本。LCR 考核压力较大的主要是股份制银行，城商行农商行普遍在 130%以上。2018 年年底股份行 LCR 较年中出现明显改善，19 年 1 季度整体仍然继续上升，目前股份行 LCR 基本均在 110%以上，和前期相比考核压力显著缓解。LCR 指标改善有助于降低银行负债成本，如前文所述商业银行对结构性存款的依赖

也显著降低。

图 42：LCR 指标显著改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com