



Research and
Development Center

季末资金分层加剧 存单利率降至 2.6%

—— 流动性与机构行为周度跟踪

2023 年 4 月 2 日

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮 箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

流动性与机构行为周度跟踪

2023年4月2日

- **货币市场:** 本周央行公开市场净投放资金 8110 亿元, 跨季前资金面出现了明显的分化, 银行间流动性相对宽松, 但非银跨季价格偏贵, R007 与 DR007 利差扩大, 跨季前一日 R007 创下年内新高, 交易所资金价格更是大幅走高。但周五跨季当日午盘后资金面转松, 机构平稳跨季。
- **质押式回购成交金额高位回落, 余额也在周三达到新高后大幅下滑。**或因前期信贷大规模投放, 为满足 NSFR、LMR 等监管指标的要求, 理财资金在一季度末大规模回表, 银行融出与非银融入规模上半周均出现了大幅上升, 这就造成了银行与非银资金分层的加剧, 新口径季调后的缺口指数也有所上升。但在下半周, 尽管银行融出大幅下滑, 但理财产品正回购并未如 2021 年同期类似的大幅上升, 可能反映在经历去年末的赎回后, 银行一般存款的压力有所减轻, 尽管周五跨季当日新口径资金缺口指数升至 4620, 但仍显著低于 2 月跨月同期。3 月机构跨季进度相较于 21 与 22 年同期偏缓, 但在周四明显提速, 在周五跨季当日, 资金面总体平稳, 机构整体实现了平稳跨季。
- **下周公开市场到期规模较大, 且有上旬缴准扰动, 但考虑季初资金需求相对有限, 以及理财负债有望进一步趋稳, 预计跨季后资金面或将明显转松, 流动性分层的现象也有望趋于缓和。**
- **存单市场:** 1Y 期 Shibor 利率下行至 2.67%。AAA 级 1 年期同业存单二级利率下行 6.5BP 至 2.595%。同业存单发行规模与到期规模均有所下降, 存单净偿还规模维持在 3000 亿以上, 各类银行均为净偿还; 存单发行以 3M 为主, 占比 35%, 而 1Y 期占比约 26%。随着货币基金对存单的配置需求逐步释放, 本周存单供需相对强弱指数震荡回升, 全周上行 3.1pct 至 18.0%, 正逐步向中性水平靠拢。尽管跨季后资金面有望转松, 但考虑机构或已提前交易这一预期, 短期存单利率或仍将维持震荡。
- **票据利率:** 本周票据利率震荡回升, 全周来看 6M、1Y 期票据利率分别较 3 月 24 日上行 16BP、23BP 至 2.60%、2.53%。
- **现券二级交易跟踪:** 本周非银机构在二级市场净买入债券规模继续下降, 主要是减少净买入信用债、二永债, 增加净卖出存单所致。基金公司对存单的净卖出规模增加, 减少净买入中票、短融券和二永债, 但对利率债和企业债的净买入规模增加; 证券公司转为净买入国债, 减少净卖出存单, 对政金债、中票的净卖出规模增加; 理财对存单、中票、企业债转为净卖出, 对二永债的净卖出规模有所增加; 保险公司增加净买入国债、政金债、二永债, 但对存单转为净卖出, 并减少净买入地方债。期限方面, 基金公司转为净买入 1 年以内利率债, 以及 7-10 年国债、5-7 年政金债; 证券公司转为净买入 1 年以内和 5-7 年国债, 以及 7-10 年政金债。
- **风险因素:** 货币政策不及预期、资金面波动超预期。

目录

一、货币市场	4
1.1 货币资金面	4
1.2 同业存单	7
1.3 票据市场	10
二、现券二级交易跟踪	10
风险因素	11

图目录

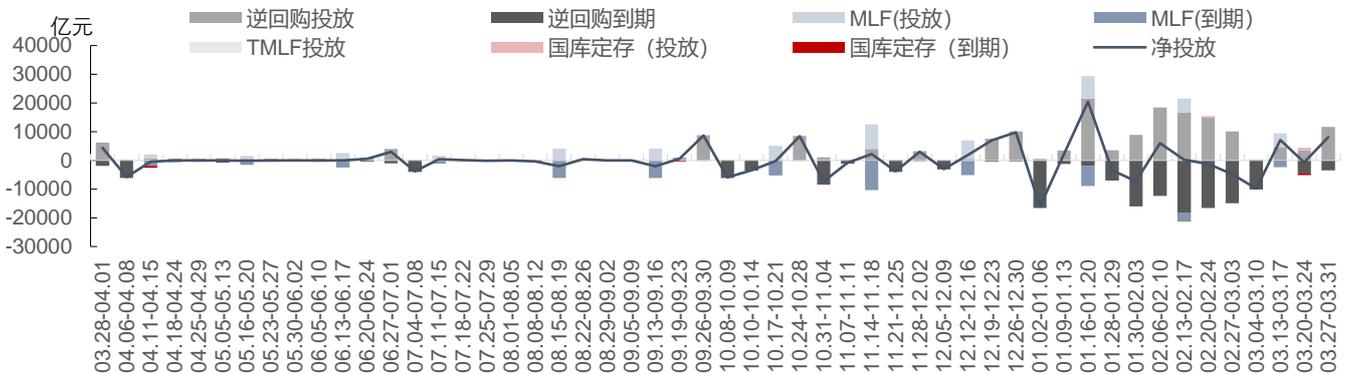
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元)	4
图 2: 资金利率表现 (单位: %、BP)	4
图 3: 质押回购成交量走势 (单位: 亿元)	4
图 4: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元; %)	5
图 5: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元; %)	5
图 6: 银行净融出规模 (单位: 亿元)	6
图 7: 3 月各机构资金跨季进度慢于往年同期	6
图 8: 3 月其他非银资金跨季进度慢于往年同期	6
图 9: 3 月基金公司资金跨季进度慢于往年同期	6
图 10: 3 月理财产品资金跨季进度明显慢于往年同期	6
图 11: SHIBOR 利率走势 (单位: %)	7
图 12: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)	7
图 13: 分银行类型存单发行规模分布	8
图 14: 分银行类型存单净融资规模分布	8
图 15: 存单发行规模期限分布	8
图 16: 各类型银行存单发行成功率	8
图 17: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅收窄	8
图 18: 存单供需相对强弱指数	9
图 19: 货币基金一级认购与二级净买入比例	9
图 20: 基金产品一级认购与二级净买入比例	9
图 21: 理财产品一级认购与二级净买入比例	9
图 22: 股份行一二级买入比例与其存单发行规模比较	9
图 23: 所有期限存单的需求结构占比	9
图 24: 1 年期存单的需求结构占比	9
图 25: 分期限存单供需相对强弱指数	10
图 26: 国股转贴现票据利率走势	10
图 27: 各机构主要现券二级市场净买入情况 (亿元)	11
图 28: 上周主要非银机构国债二级市场净买入期限分布	11
图 29: 本周主要非银机构国债二级市场净买入期限分布	11
图 30: 上周主要非银机构政金债二级市场净买入期限分布	11
图 31: 本周主要非银机构政金债二级市场净买入期限分布	11

一、货币市场

1.1 货币资金面

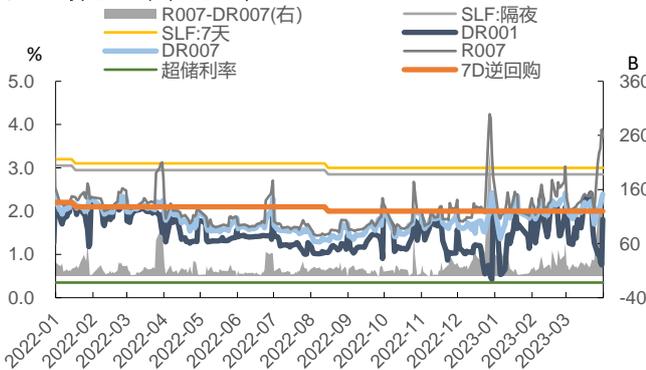
本周央行公开市场净投放资金 8110 亿元，跨季前资金面出现了明显的分化，银行间流动性相对宽松，但非银跨季价格偏贵，R007 与 DR007 利差扩大，跨季前一日 R007 创下年内新高，交易所资金价格更是大幅走高。但周五跨季当日午盘后资金面转松，机构平稳跨季。本周共有 3500 亿逆回购到期，央行于周一至周五分别开展 2550 亿、2780 亿、2000 亿、2390 亿、1890 亿逆回购操作，全周净投放流动性 8110 亿元。本周降准落地有望补充中长期流动性，叠加央行公开市场净投放，银行间资金价格明显转松，但资金面分层的状态愈发严重，非银跨季价格偏贵，R007 与 DR007 利差扩大，跨季前一日 R007 创下年内新高，交易所资金价格更是大幅上行。但周五跨季当日午盘后资金面转松。截至 3 月 31 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 3 月 24 日上行 126.9BP、54.3BP、171.0BP、69.0BP 至 2.64%、1.81%、3.71%、2.39%，R007-DR007 利差较上周五大幅走阔 102BP 至 132BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



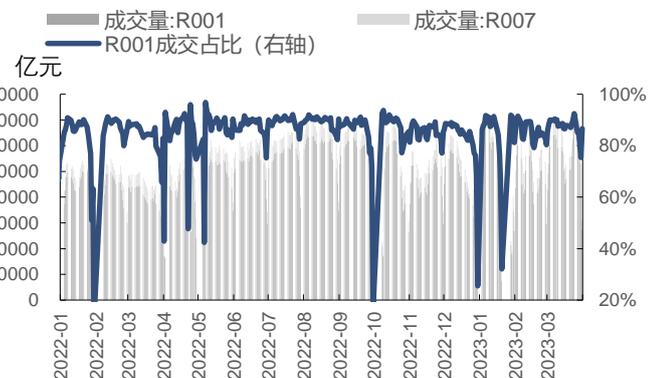
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：资金利率表现（单位：%、BP）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：质押回购成交量走势（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

质押式回购成交金额高位回落，余额也在周三达到新高后大幅下滑。或因前期信贷大规模投放，为满足 NSFR、LMR 等监管指标的要求，理财资金在一季度末大规模回表，银行融出与非银融入规模上半周均出现了大幅上升，这就造成了银行与非银资金分层的加剧，新口径季调后的缺口指数也有所上升。但在下半周，尽管银行融出大幅下滑，但理财产品正回购并未如 2021 年同期类似的大幅上升，可能反映在经历去年末的赎回后，银行一般存款的压力有所减轻，尽管周五跨季当日新口径资金缺口指数升至 4620，但仍显著低于 2 月跨月同期。

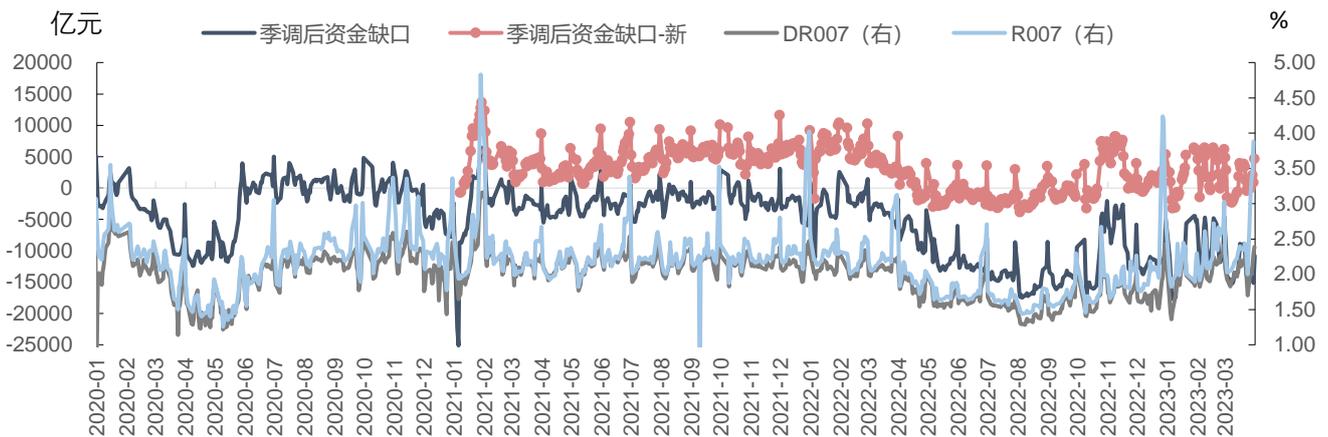
上半周质押式回购成交金额维持在 7 万亿以上的高位，但随着机构更多融入跨季的长期限资金，叠加资金回表现象告一段落，周三后成交规模大幅下降，周五降至 3.1 万亿，全周日均成交金额环比下降 0.49 万亿

至 5.96 万亿；质押式回购余额在周三创下 11.37 万亿的新高后大幅回落，周五已降至 9.74 万亿，较前一周下降约 1.34 万亿。

由于 MPA 考核对于 LMR、NSFR 以及广义信贷等监管指标的要求，使得商业银行季末通常会压缩一些流动性好、久期较短的同业资产，理财资金通常会出现回表的现象。由于非银机构的负债端受到的扰动是暂时性的，往往会加大短期资金的融入以维持原有的资产结构，这就使得这些机构的正回购通常自季末前 5-6 个工作日即开始明显上升。商业银行在进行相关赎回后满足监管指标的压力降低，拆出资金意愿通常也会上升。此外，NSFR 指标对于回购资产设定了 15% 的所需稳定资金要求，而城商行与股份行存在满足这一指标的压力，因此其通常也会在跨季前最后 1-2 个交易日减少融出。我们在对资金缺口指数进行季节性调整时都会将这些因素剔除。

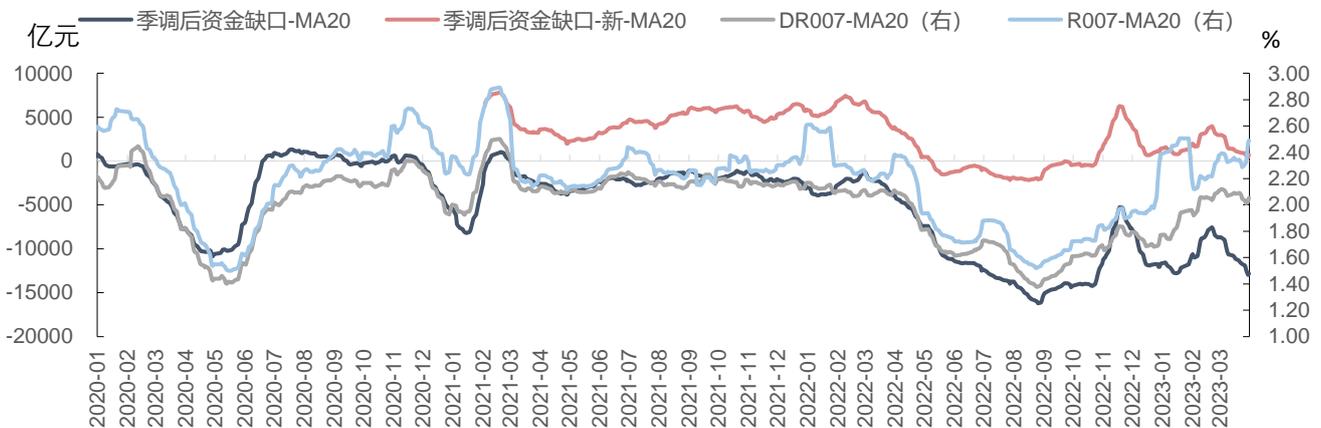
今年一季度末，在前期大规模信贷投放后，银行为满足监管考核的要求一般存款的压力可能更大，因此在跨季前 2-6 日表外资金回表的现象加剧。反映在机构行为上，上半周银行融出大幅提高，周三绝对规模首次突破 5 万亿，非银融入规模同样大幅向上，季调后新口径的资金缺口数据也在周二至周三持续回升。这可能也造成了银行与非银资金的分层加剧。但在下半周，城商行与股份行的融出均大幅下滑，但理财产品正回购并未如 2021 年同期类似的大幅上升，可能反映在经历去年末的赎回后，银行一般存款的需求有所减轻，尽管周五跨季当日新口径资金缺口指数升至 4620，但仍处于去年 12 月以来跨月的最低水平，也显著低于 2 月跨月的情况。

图 4：刚性资金缺口走势（单位：亿元；%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势（单位：亿元；%）

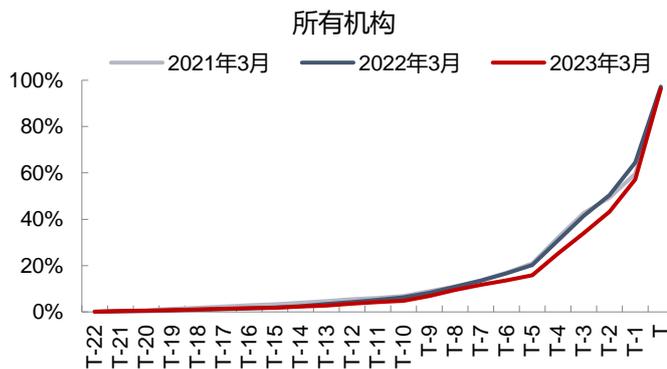


资料来源：万得，信达证券研发中心

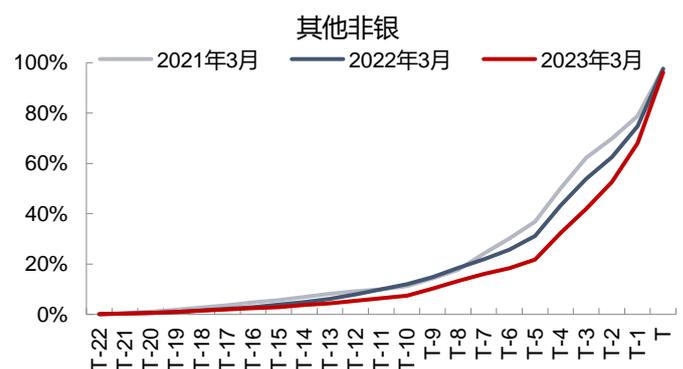
图 6：银行净融出规模（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

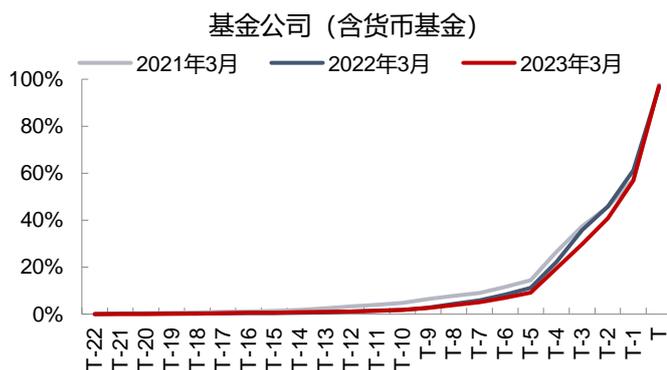
从跨季进度来看，3月各机构跨季进度相较于21与22年同期明显偏缓，但在周四跨季前一日，跨季进度明显提速，在周五跨季当日，资金面总体平稳，机构整体实现了平稳跨季。

图 7：3月各机构资金跨季进度慢于往年同期


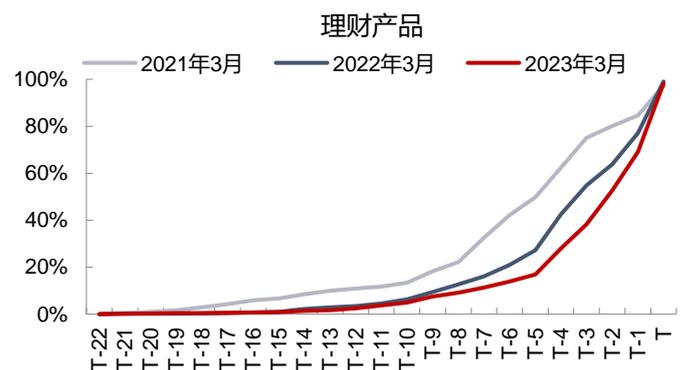
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：3月其他非银资金跨季进度慢于往年同期


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：3月基金公司资金跨季进度慢于往年同期


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：3月理财产品资金跨季进度明显慢于往年同期


资料来源：万得，信达证券研发中心

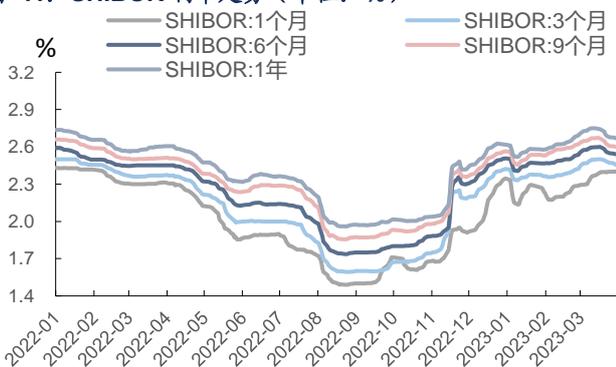
下周公开市场到期规模较大，且有上旬缴准扰动，但考虑季初资金需求相对有限，以及理财负债有望进一步趋稳，预计跨季后资金面或将明显转松，流动性分层的现象也有望趋于缓和。公开市场方面，下周有11610亿元逆回购到期；政府债缴款规模降至1987亿元，考虑到期993亿元后，政府债缴款净额约994亿元，较本周下降165亿元；此外，周四（4月6日）为上旬缴准日。尽管有缴准与逆回购到期的影响，但考虑到季初资金需求相对较小，且理财负债有望进一步趋稳，预计跨季后资金面或将明显转松，流动性分层现象也有望趋于缓和。

1.2 同业存单

本周 Shibor 利率走低，1Y 期 Shibor 利率下行 1.2BP 至 2.67%。截至 3 月 31 日，3M、6M、9M、1Y Shibor 利率分别较 3 月 24 日下行 2.5BP、0.9BP、0.7BP、1.2BP 至 2.45%、2.54%、2.60%、2.67%，而 1M Shibor 利率小幅上行 0.1BP 至 2.40%。

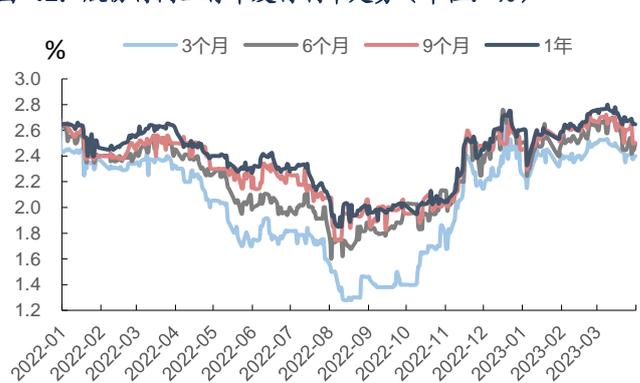
1 年期股份行存单发行利率下行 2.4BP 至 2.65%，AAA 级 1 年期同业存单二级利率下行 6.5BP 至 2.595%。本周短期存单发行利率回升，3M、6M 期股份行存单发行利率分别较 3 月 24 日上行 0.2BP、5.0BP 至 2.40%、2.50%，而 9M、1Y 期股份行存单发行利率分别下行 10.0BP、2.4BP 至 2.50%、2.65%。此外，AAA 级 1 年期存单到期收益率累计下行 6.5BP 至 2.595%。

图 11: SHIBOR 利率走势 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

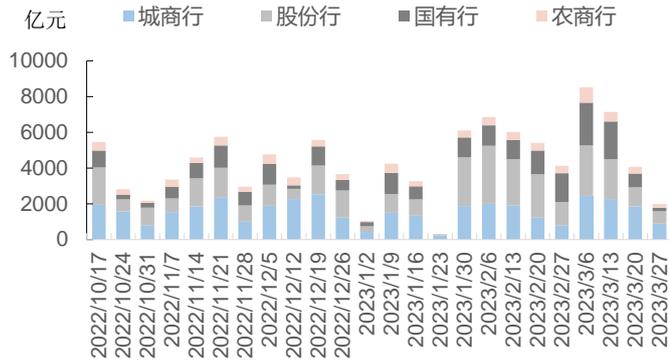
图 12: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)



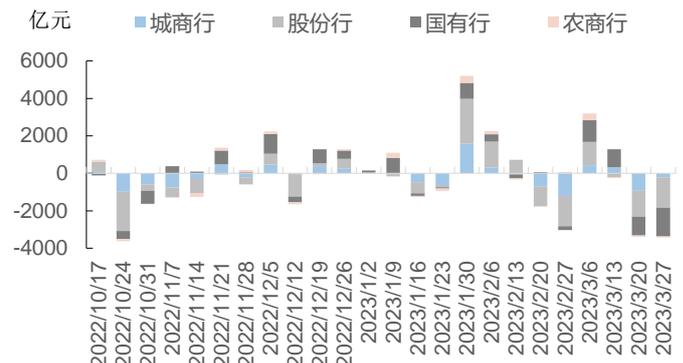
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

本周同业存单发行规模与到期规模均有所下降，存单净偿还规模维持在 3000 亿以上。分银行类型看，各类银行均为净偿还，其中股份行净偿还规模最大；存单发行以 3M 为主，占比 35%，而 1Y 期占比约 26%。本周，同业存单发行规模较上周减少 2077.8 亿元至 2002.0 亿元，而偿还规模减少 2057.8 亿元至 5443.9 亿元，当周存单净偿还 3421.9 亿元（上周为净偿还 3401.9 亿元）。分银行类型来看，城商行、国有行、股份行、农商行存单发行规模分别较上周减少 970 亿元、576 亿元、370 亿元、153 亿元；从净融资分布来看，股份行、国有行、城商行、农商行存单分别净偿还 1617 亿元、1531 亿元、221 亿元、47 亿元。本周存单发行以 3M 为主，占比 35%，而 1Y 期占比大幅回落至 26%。

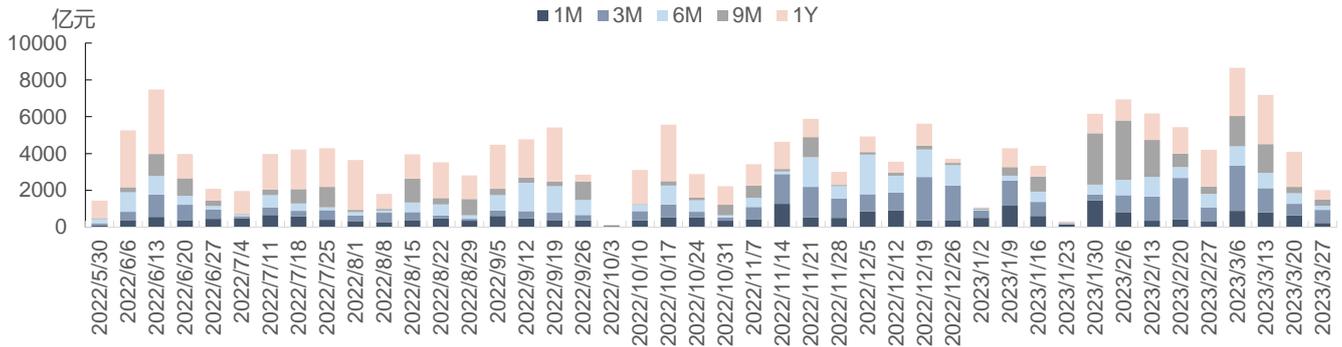
各类银行存单发行成功率均有所回落，已降至近一年均值水平以下；城商行-股份行 1Y 存单发行利差略有收窄。截至 3 月 31 日，国有行、农商行、城商行、股份行存单发行成功率分别较上周下行 16.8pct、9.8pct、8.7pct、2.2pct，均降至近一年均值水平以下。城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅收窄 0.1BP 至 18.8BP，位于 2018 年以来 18%分位数水平。

图 13: 分银行类型存单发行规模分布


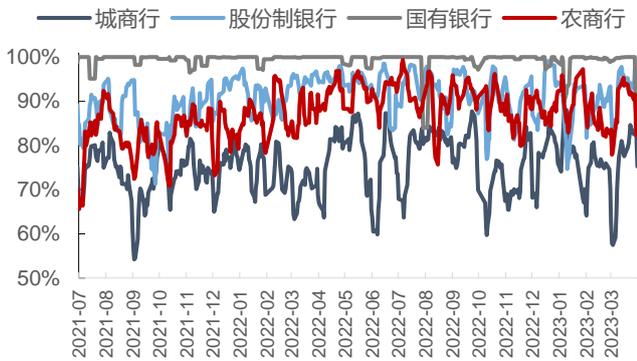
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 分银行类型存单净融资规模分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 存单发行规模期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

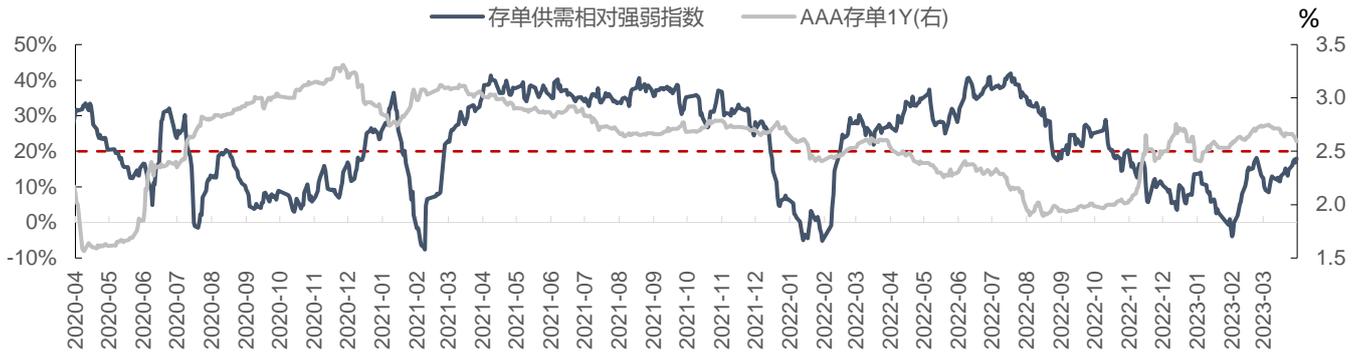
图 16: 各类型银行存单发行成功率


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

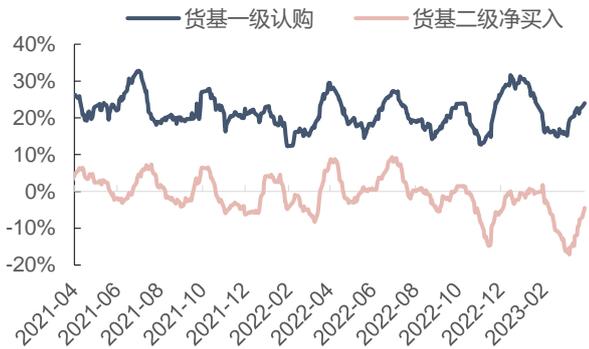
图 17: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅收窄


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

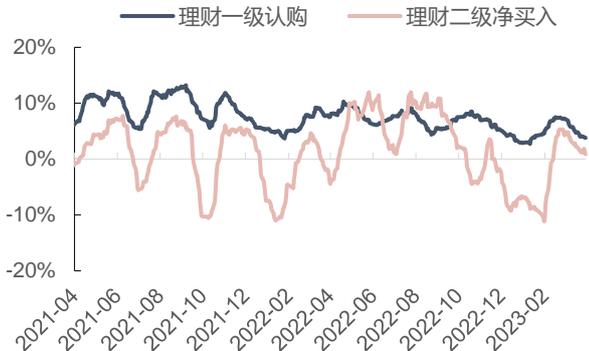
随着货币基金对存单的配置需求逐步释放, 本周存单供需相对强弱指数震荡回升, 全周上行 3.1pct 至 18.0%, 正逐步向中性水平靠拢。尽管跨季后资金面有望转松, 但考虑机构或已提前交易这一预期, 短期存单利率或仍将维持震荡。本周理财产品净买入比例略有下降, 但货币基金在一二级市场净买入存单的占比持续上行, 存单供需相对强弱指数震荡回升, 全周累计上行 3.1pct 至 18.0%, 逐步趋近中性水平。尽管跨季后资金面或将出现一段宽松期, 但前期存单利率的下行或已反映了对于跨季后资金宽松的预期, 因此短期内存单利率或将维持震荡格局, 其进一步回落需要观察资金利率中枢进一步下移的证据。

图 18: 存单供需相对强弱指数


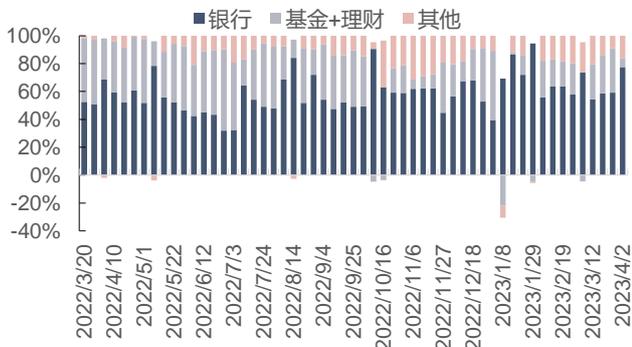
资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 19: 货币基金一级认购与二级净买入比例


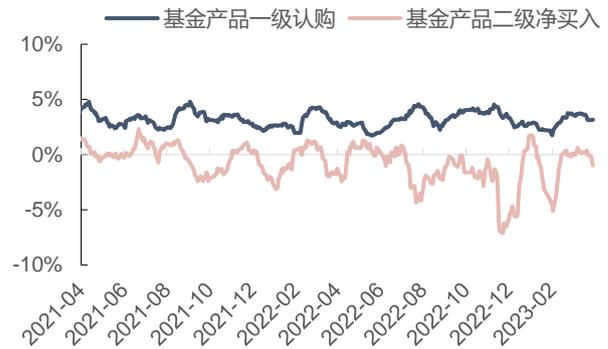
资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 21: 理财产品一级认购与二级净买入比例


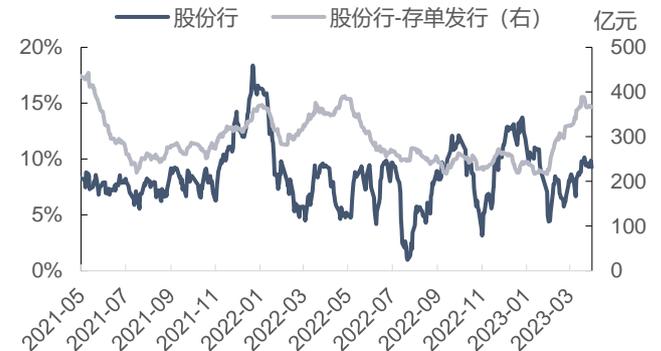
资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 23: 所有期限存单的需求结构占比


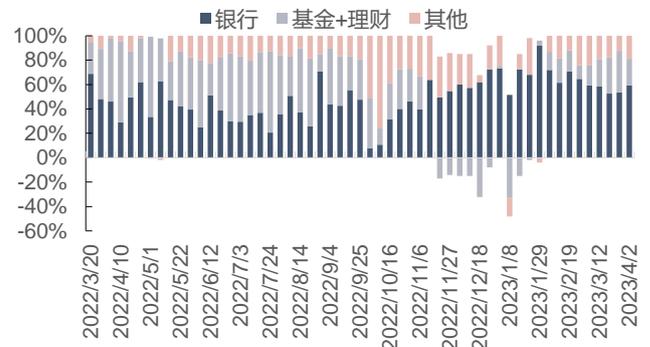
资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 20: 基金产品一级认购与二级净买入比例


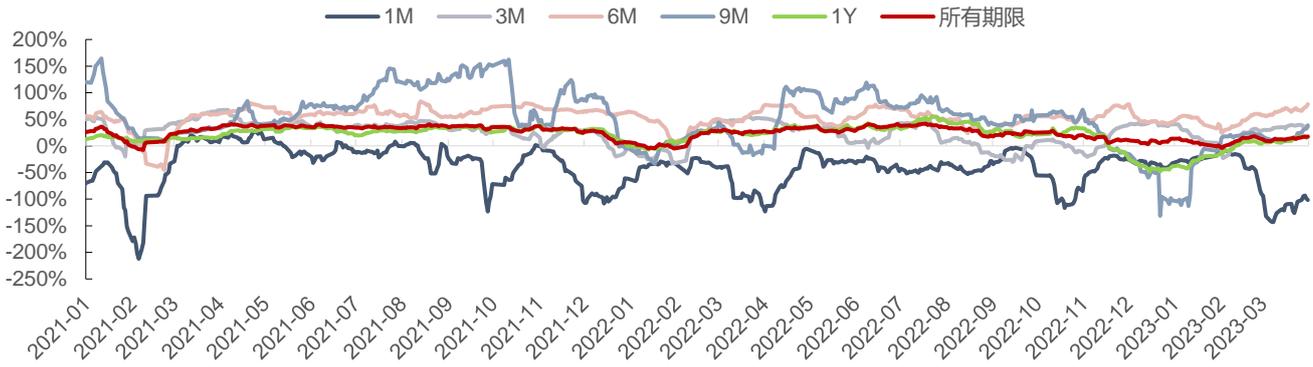
资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 22: 股份行一二级买入比例与其存单发行规模比较


资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 24: 1 年期存单的需求结构占比


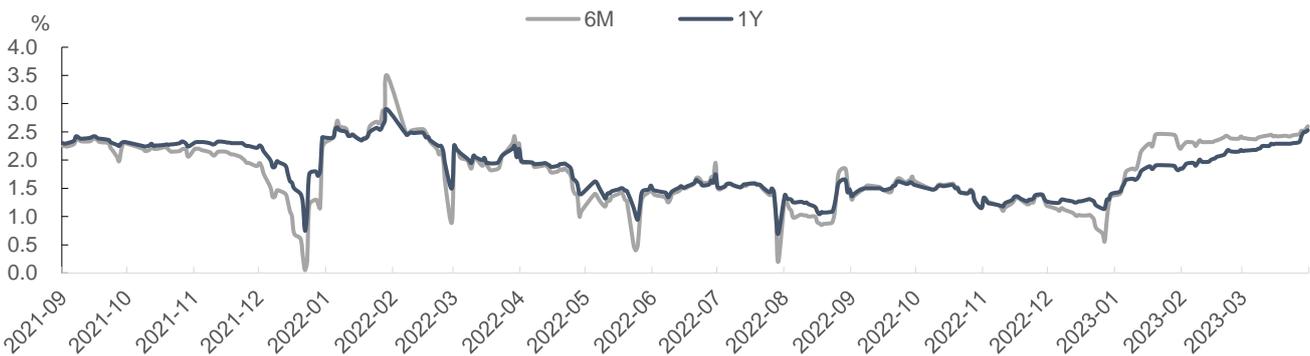
资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 25: 分期限存单供需相对强弱指数


资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

1.3 票据市场

本周票据利率震荡回升, 全周来看 6M、1Y 期票据利率分别较 3 月 24 日上行 16BP、23BP 至 2.60%、2.53%。周一周二市场交投活跃, 国股大行以出票为主, 部分机构进场高价收票, 票据利率持续上行; 周三短期票据供不应求, 导致票价冲高回落; 周四周五卖盘出票需求依然旺盛, 但买盘需求整体减弱, 票据利率再度回升。截至 3 月 31 日, 6M、1Y 期票据利率分别较 3 月 24 日上行 16BP、23BP 至 2.60%、2.53%, 均创下今年 1 月中旬以来的新高。

图 26: 国股转贴现票据利率走势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、现券二级交易跟踪

本周非银机构在二级市场净买入债券规模继续下降, 主要是减少净买入信用债、二永债, 增加净卖出存单所致。具体来看, 基金公司对存单的净卖出规模增加, 减少净买入中票、短融券和二永债, 但对利率债和企业债的净买入规模有所增加; 而证券公司转为净买入国债, 减少净卖出存单, 但对政金债、中票的净卖出规模增加; 理财产品对存单、中票、企业债转为净卖出, 对二永债的净卖出规模有所增加; 保险公司增加净买入国债、政金债、二永债, 但对存单转为净卖出, 并减少净买入地方债。从期限上看, 基金公司转为净买入 1 年以内国债和政金债, 以及 7-10 年国债、5-7 年政金债, 但减少净买入 7-10 年政金债; 证券公司转为净买入 1 年以内和 5-7 年国债, 以及 7-10 年政金债, 转为净卖出 1-3 年国债、政金债以及 3-5 年政金债。

银行端, 国有行、股份行、城商行净卖出债券规模均有所减少, 但农商行转为净卖出债券。具体来看, 国有行对政金债、地方债、短融券的净卖出规模减少, 对存单的净买入规模大幅增加, 但对国债和二永债的净卖出规模也有所增加; 股份行减少净卖出政金债、地方债、存单和二永债, 对中票转为净买入; 城商行减少净卖出存单、短融券和中票, 增加净买入地方债, 但对国债和二永债转为净卖出; 农商行对存单的净买入规模大幅减少, 增加净

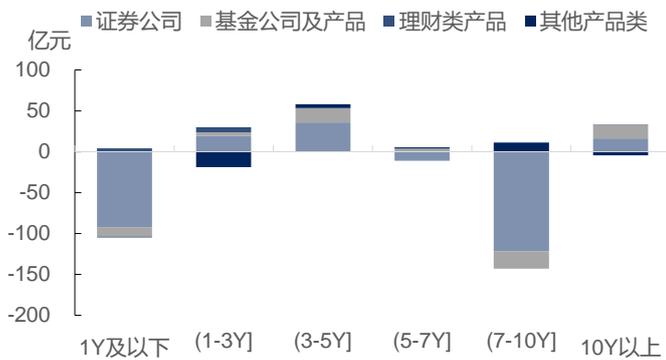
卖出国债，但对二永债的净买入规模略有增加。

图 27: 各机构主要现券二级市场净买入情况 (亿元)

债券类型	周度	大型银行	股份行	城商行	外资行	农商行	证券公司	保险公司	基金公司及产品	理财类产品	其他产品类	其他	货币基金
国债	03.27-04.02	-475	52	-63	94	-260	56	183	77	6	13	284	33
	03.20-03.26	-89	16	57	127	-74	-154	74	10	10	-7	-31	62
	03.13-03.19	-182	-2	13	39	-278	88	48	75	-13	48	159	5
政金债	03.27-04.02	-22	-252	-581	26	-64	-213	143	816	47	67	59	-27
	03.20-03.26	-178	-470	-357	-38	-69	-120	76	766	67	72	14	238
	03.13-03.19	-6	-254	-380	17	-525	3	36	862	36	19	14	179
地方政府债	03.27-04.02	-119	-164	70	9	14	44	99	37	0	12	-2	0
	03.20-03.26	-201	-204	44	4	60	30	245	19	2	3	-2	0
	03.13-03.19	-273	-267	67	1	121	71	268	9	3	-3	2	0
中票	03.27-04.02	-14	3	-33	-2	-3	-106	16	113	-2	-11	8	30
	03.20-03.26	11	-59	-52	-2	-7	-89	-6	126	19	21	-9	46
	03.13-03.19	27	-40	-46	-1	31	-159	31	186	-34	-4	3	5
短融	03.27-04.02	-109	-355	-96	2	18	-12	13	98	86	54	7	294
	03.20-03.26	-204	-345	-138	1	26	-38	42	144	139	49	6	318
	03.13-03.19	-225	-379	-130	0	6	6	19	175	197	95	3	233
企业债	03.27-04.02	0	-2	-6	0	-1	-10	5	9	-4	7	0	2
	03.20-03.26	2	-5	-4	0	-3	2	2	2	1	4	0	0
	03.13-03.19	2	-10	-6	0	8	-3	2	8	1	-1	0	0
同业存单	03.27-04.02	417	-116	-7	57	233	-223	-74	-178	-325	-108	329	-6
	03.20-03.26	46	-212	-349	62	742	-566	2	-78	34	-131	296	154
	03.13-03.19	124	14	-679	35	646	-503	95	-5	307	37	263	-333
其他	03.27-04.02	-99	-118	-20	8	26	-78	128	41	-53	162	-3	6
	03.20-03.26	-42	-139	10	-4	8	-79	44	172	-37	1	5	59
	03.13-03.19	-89	-164	-29	-2	28	-9	104	217	83	-118	1	-23
合计	03.27-04.02	-421	-952	-735	195	-36	-541	513	1013	-245	195	683	332
	03.20-03.26	-656	-1418	-791	149	683	-1014	477	1162	236	14	280	878
	03.13-03.19	-623	-1102	-1190	89	37	-506	603	1527	580	72	446	66

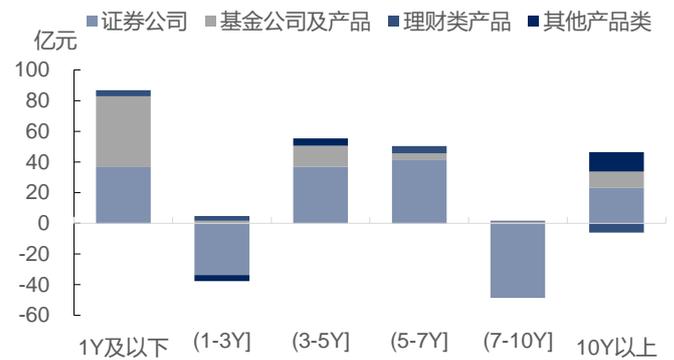
资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 28: 上周主要非银机构国债二级市场净买入期限分布



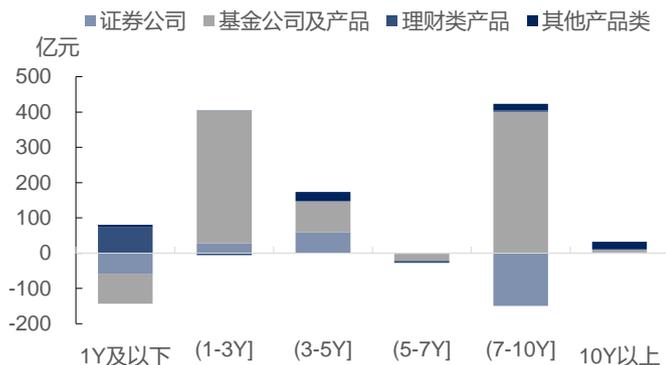
资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 29: 本周主要非银机构国债二级市场净买入期限分布



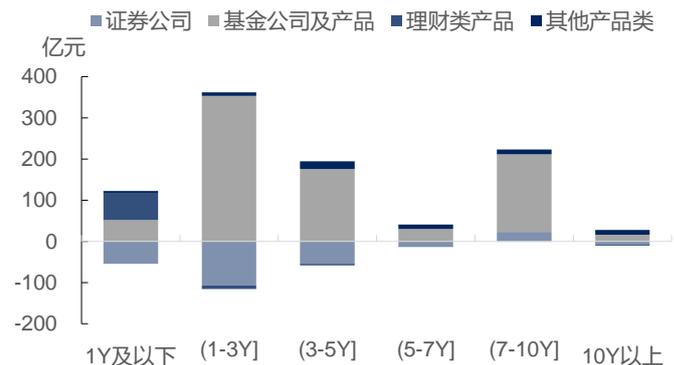
资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 30: 上周主要非银机构政金债二级市场净买入期限分布



资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

图 31: 本周主要非银机构政金债二级市场净买入期限分布



资料来源: CFETS, 信达证券研发中心

风险因素

货币政策不及预期、资金面波动超预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，8年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

王明路，南开大学保险硕士，曾供职于长江证券、苏宁金融、平安普惠等从事研究与投资工作。

朱金保，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

沈扬，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

张弛，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

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。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在地市场。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了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。