

## 银行业深度研究报告

中性（维持）

## 短期贷款的周期特征与“空转”之辩

□ 银行的“空转”动力并不足。开票、贴现消耗资本是比较严重的。承兑、保证或质押均需要100%计提资本，贴现还要再消耗20-25%的资本。“空转”最终仅换来了高成本负债、低收益资产的结构和承兑手续费收益，这对银行来说并不是一个有吸引力的业务组合。央行也证实，票据套利资金只占相关业务的很小部分。

□ 银行的长、短期资产配置的此消彼长周期是与经济周期吻合的，而非套利驱动。作为高杠杆、高风险的资金融出方，银行的资产配置的逻辑是趋利避害，受经济周期强烈影响，有鲜明的顺周期特征：经济景气周期，银行风险偏好提高，中长期贷款增长快占比提升，相反，在经济不景气周期中，银行为限制风险，倾向于信贷短期化，尤其是贴现这类低风险业务占比会显著提升。

不能否认“空转套利”可能存在，但这种现象是嵌套在银行风险偏好周期的大框架内的，不能以动机论、以制度套利论，实际上绝大多数的企业、居民的短期贷款也是一样支持实体经济。

□ 1季度M1可能触底回升，与2012、2015年中类似。本轮周期中M1增速见顶回落已经有2年半的时间，与前两轮09-11、13-15时长大体相当。1月金融数据创历史新高，中长期贷款数据也有不错的表现，虽然M1增速继续探底，但存在春节错月效应的影响，M1很可能在1季度就可以触底回升。

与2012、2015年周期最大的不同，（1）借贷利率下行速度缓慢；（2）国有企业投资增速依然底部徘徊。二者实际的根源是同一个原因：国企/地方政府去杠杆的政策没有变化。

国企（基建及房地产）投资在长产业链条的末端，具有较强的产业需求拉动的属性。而民企（制造业）投资的需求端复杂，包括社会零售、制造业投资、基建地产投资等，需求端更多的跟随大的经济周期规律运动。受经济转型规律支配的私人部门投资增速一直是回落的，与国企部门（基建）2-4年周期的起落规律明显不同。

2017年以来随着去杠杆政策的深入，投资端呈现“国退民进”的趋势。这一方面造成了借贷利率迟迟不降，需求下行也可能造成信用扩张的后劲不足。

□ 银行业投资策略：顺势而为，紧盯数据。我们认为如果M1在1季度见底回升，2019年2-4季度银行的相对收益是可以乐观的。3季度宽松逻辑4季度中断后在金融数据确认后延续（类似2012），另一方面也有类似2015年“后流动性行情”中高防御性的地方。

对银行乐观的逻辑取决于对经济金融数据复苏的延续性，行情逻辑的指标：中长期贷款（融资）、M1，当二者持续回暖，银行逻辑不会差，行情强度的逻辑：国企固定资产投资、民企固定资产投资，当国企固定资产投资大幅回升，行情的强度会更乐观，民企固定资产投资效果相对要差。

在2018年多次报告中我们强调在经济早周期复苏逻辑中，中小银行的估值弹性远大于大型银行。配置中小银行相对大行多一份“经济复苏期权”，2019年至今，随着市场弹性的好转，“期权”开始兑现。

我们继续看好中小银行的弹性，继续推荐以招商银行、兴业银行为代表的优质股份行与宁波银行为代表的优质城商行的投资组合。

□ 风险提示：经济下行速度超预期。

## 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	31.74	3.17	3.61	10.01	8.79	1.67	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年02月28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

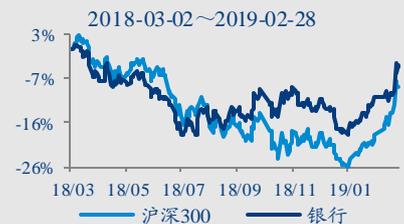
执业编号：S0360516090003

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	30	0.84
总市值(亿元)	102,910.39	17.57
流通市值(亿元)	65,198.17	15.38

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	7.67	23.35	7.34
相对表现	-6.94	13.31	16.14



## 相关研究报告

- 《12月金融数据点评：企业中长期融资仍弱》  
2019-01-16
- 《银行业深度研究报告：小微贷款是如何炼成的》  
2019-01-20
- 《1月金融数据点评：企业中长期融资回升》  
2019-02-15

# 目录

一、1月金融数据回暖，票据“空转”频见报道.....	3
二、目前存在周期底部拐点特征.....	3
（一）资产结构的周期特征.....	3
1、中长期企业融资的同向变化.....	4
2、按揭贷款的同向变化.....	4
3、短期贷款的反向变化.....	5
4、未贴现承兑汇票.....	6
5、总结.....	6
（二）历史上的经济触底，银行发生了什么？.....	6
1、2012年上半年.....	7
2、2015年上半年.....	8
（三）2018年下半年至今发生了什么？.....	9
（四）2019年中迎来M1的反转？.....	11
三、银行投资策略：顺势而为，紧盯数据.....	12
四、风险提示.....	13

## 一、1月金融数据回暖，票据“空转”频见报道

1月金融数据回暖，其中票据融资大规模增长，引起了诸多讨论：究竟这背后是实体企业的需求提升还是所谓“空转”呢？

有媒体从企业、银行、央行的各项利率差的角度提出了票据激增的“套利”说：

- 1、从企业角度，通过开票、贴现和结构性存款之间进行无风险套利交易——该假说中票据保证金以结构性存款抵押形式（这点很重要），通过结构性存款与贴现利率的利差来进行套利。
- 2、银行呢？“看似亏损，但却也在赚钱。因为，银行可以将收到的银票再贴现给央行，赚取盈利”。即再贴现利率与贴现利率的息差大于结构性存款与贴现的利差，即可盈利。

这种空转的逻辑看似完美——本质上无非是套央行再贴现低息的利——但却经不起推敲。

- 1、保证金为结构性存款是套利前提（否则企业端无法套利），银行成本过高。
- 2、结构性存款与贴现利率的利差对银-企双方利益相反，双方均获得可观利润的区间并不大。
- 3、最重要的是：开票、贴现消耗资本是比较严重的。承兑、保证或质押均需要100%计提资本，（银行承兑汇票）贴现还要再消耗20-25%的资本。最终仅换来了（转贴现、结构性存款）高成本负债、（票据贴现）低收益资产的结构和承兑手续费收益，这对银行来说并不是一个有吸引力的业务组合。

图表 1 票据业务资本占用

事项	银行承兑汇票	商业承兑汇票	占用时长
承兑	100%	-	
保证	被保证人为银行：按25%或20%	100%	承兑后
质押		100%	承兑后
贴现			
直贴	按25%或20%	100%	承兑后
转贴	按25%或20%	1、按直贴银行类型缓释计算；2、贴现买入由其他商业银行作为保证人的票据可按照保证人类型进行风险缓释后计量风险资产	承兑后

资料来源：票友君，华创证券

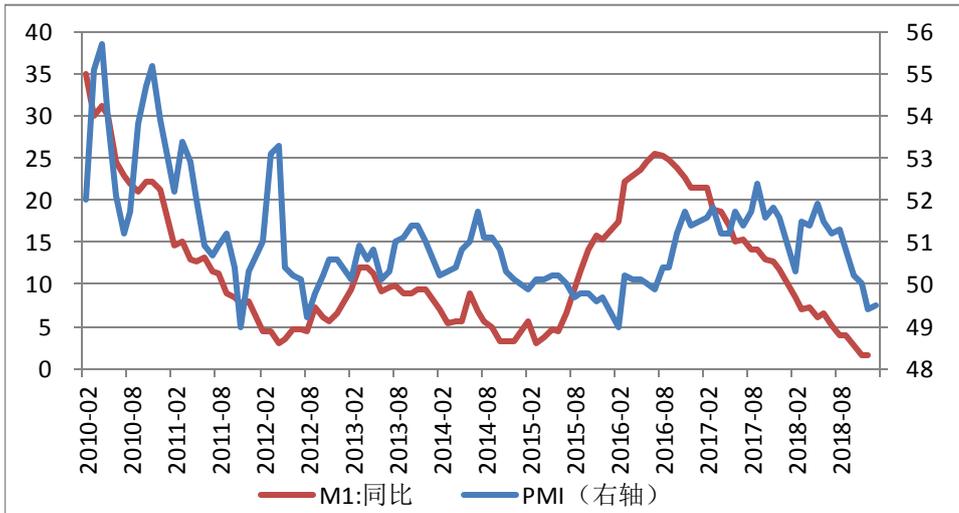
我们认为，所谓的“资金空转”并非套利驱动，央行也证实，票据套利资金只占相关业务的很小部分。那么，以票据为代表的短期融资的活跃的根源究竟是什么呢？

## 二、目前存在周期底部拐点特征

### （一）资产结构的周期特征

银行信用收缩时期，中长期对公融资增速下行，M1增速随之下行（《消失的活期存款》）。信用收缩与经济下行预期密切相关，M1的前三个低点：2012S1、2015S3、2018S4对应三轮PMI低于荣枯线的低点。M1相较PMI的优势（1）数据客观可靠，稳定性强；（2）具有一定的领先性（PMI是个偏滞后的经济指标），2015年初、2016年下半年的信用变化拐点明显领先PMI。在下文的分析中，我们以M1作为信用周期乃至经济周期的核心参照物。

图表 2 M1 领先 PMI，且更平滑 (%)



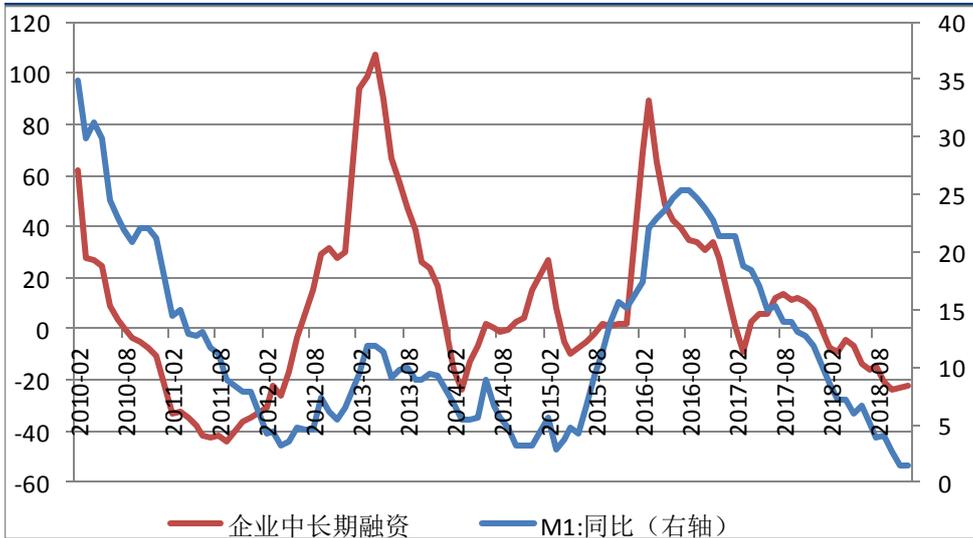
资料来源: wind, 华创证券

在 M1 增速变化的过程中，金融业资产负债表上会发生什么样的变化呢？

### 1、中长期企业融资的同向变化

《消失的活期存款》中解释了企业中长期融资与 M1 周期的逻辑关系，二者的联系是紧密的，逻辑也简单明了：经济上行周期企业资本开支扩大，银行风险偏好提升。

图表 3 M1 与企业中长期融资的相关性 (%)

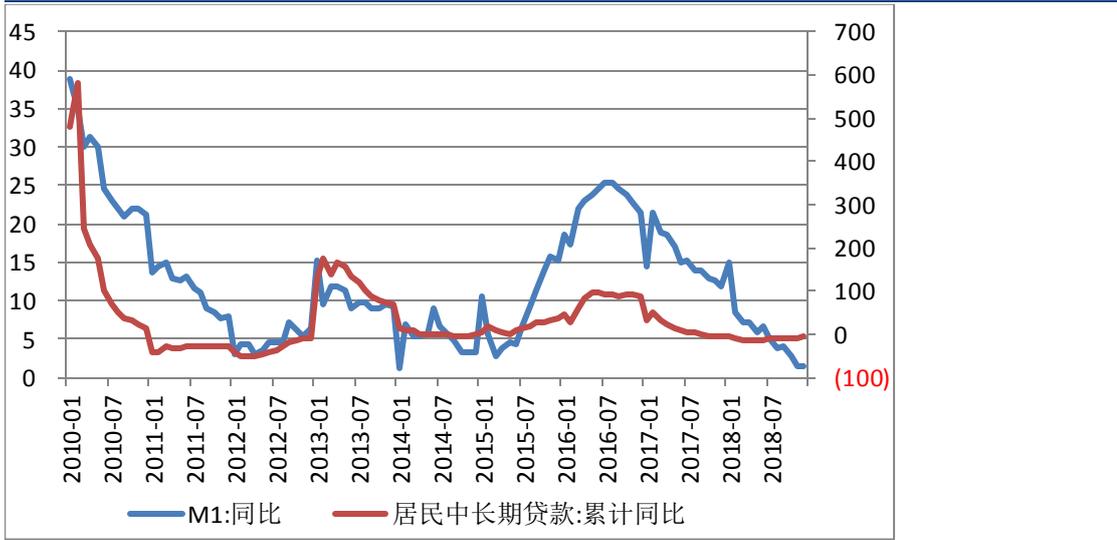


资料来源: wind, 华创证券 注: 企业中长期融资包括: 企业中长期贷款、信托贷款、企业债券融资、企业股权融资。

### 2、按揭贷款的同向变化

过去几轮经济的景气周期的驱动力量来自于负债（货币），故货币驱动的房地产周期与经济周期的重合度高，居民中长期贷款（按揭）与 M1 的变化也基本同步，由于基数越来越大，每一轮按揭的增速波动幅度在图中是越来越小的，但实际上按揭贷款的波动幅度远高于企业中长期融资。

图表 4 M1 与居民中长期贷款 (%)



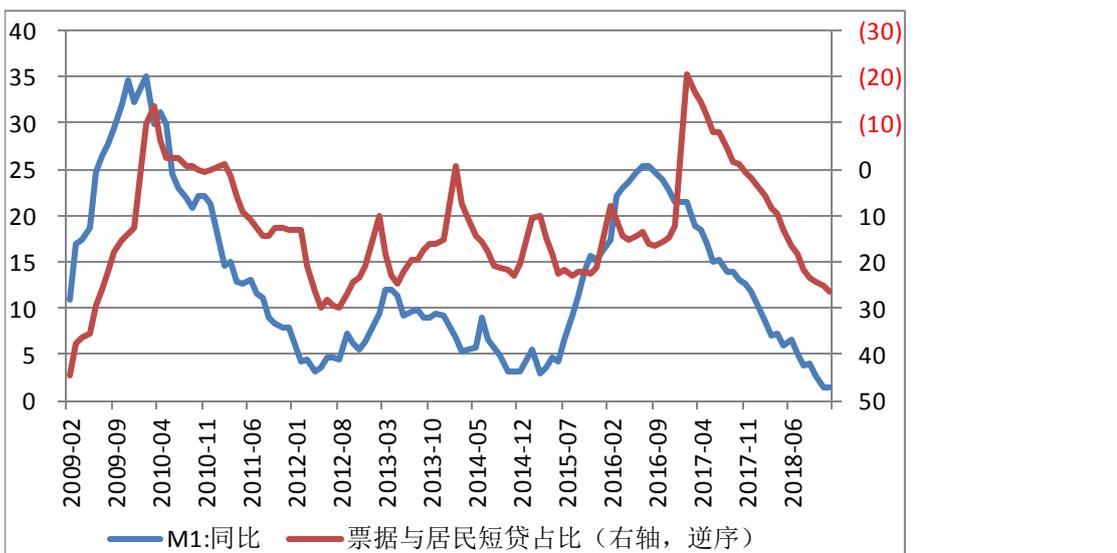
资料来源: wind, 华创证券

### 3、短期贷款的反向变化

抵押物充足的企业短期贷款（典型的如票据贴现）与居民短贷是银行信贷中较好的避险品种，但各有缺点：票据贴现收益率较低拖累息差、而居民短贷的成本较高。故在经济景气周期中，银行一般对公贷款在收益、风险和成本的平衡中占据更有利的位置，而在经济下行周期中，贴现与居民短贷的占比会上升。票据与居民短贷占比的高点与 M1 低点存在对应关系，M1 有一定的领先性（2016 年背离受农行票据案影响）。

在这里，我们不考虑所谓票据业务的套利特征，即使存在套利现象，与银行将其视为避险资产配置也并不矛盾。

图表 5 M1 与短期贷款 (%)



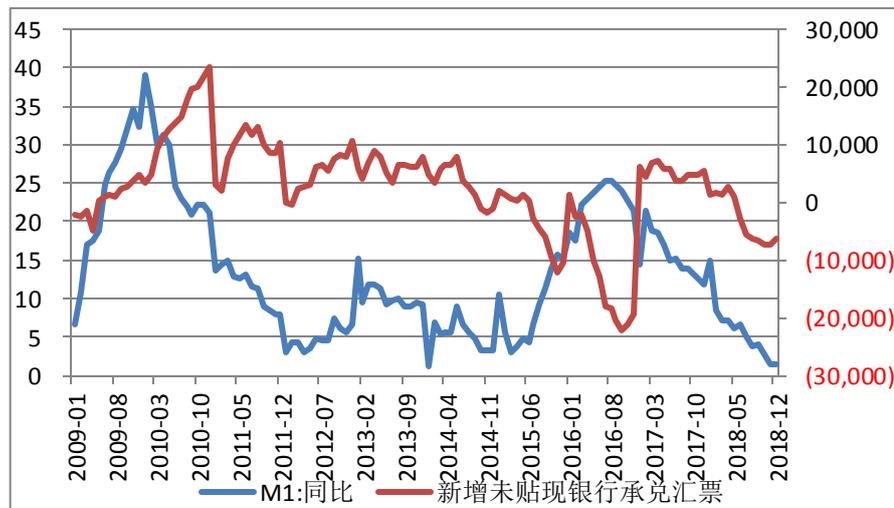
资料来源: wind, 华创证券 注: 农行票据案发于 2016 年 1 月, 对票据行业的影响贯穿 2016 年全年

#### 4、未贴现承兑汇票

“空转”论者将 1 月未贴现承兑汇票的季节性活跃也纳入了“空转”的讨论范畴。实际上在大多数时间未贴现承兑汇票与票据贴现的走势是完全相反的（2016 年背离受农行票据案影响）。

- (1) 未贴现票据与贴现逻辑上有此消彼长的关系；
- (2) 虽然有保证金制度保障部分风险，票据承兑毕竟是资本占用 100% 的高风险业务，与经济景气周期同向波动更符合银行的利益逻辑。

图表 6 M1 与未贴现承兑汇票（%）



资料来源：wind，华创证券 注：农行票据案发于 2016 年 1 月，对票据行业的影响贯穿 2016 年全年

#### 5、总结

作为高杠杆、高风险的资金融出方，银行的资产配置的商业逻辑是趋利避害，受经济周期强烈影响，有鲜明的顺周期特征：经济景气周期，银行风险偏好提高，中长期贷款增长快、占比提升，相反，在经济不景气周期中，银行为限制风险，倾向于信贷短期化，尤其是贴现这类低风险业务占比会显著提升。

不能否认“空转套利”可能存在，但这种现象是嵌套在银行风险偏好周期的大框架内的，不能以动机论、以制度套利论，实际上绝大多数的企业、居民的短期贷款也是一样支持实体经济。

图表 7 银行资产配置与经济周期

时期	企业中长贷	居民中长贷	票据承兑	企业短贷、贴现	居民短贷
经济上行期	扩张	扩张	扩张	收缩	收缩
经济下行期	收缩	收缩	收缩	扩张	扩张

资料来源：华创证券整理

#### （二）历史上的经济触底，银行发生了什么？

本轮周期中 M1 增速见顶回落已经有 2 年半的时间，与前两轮 09-11、13-15 时长大体相当。1 月金融数据创历史新高，中长期贷款数据也有不错的表现，虽然 M1 增速继续探底，但存在春节错月效应的影响，M1 很可能在 1 季度就可以触底回升。

## 1、2012 年上半年

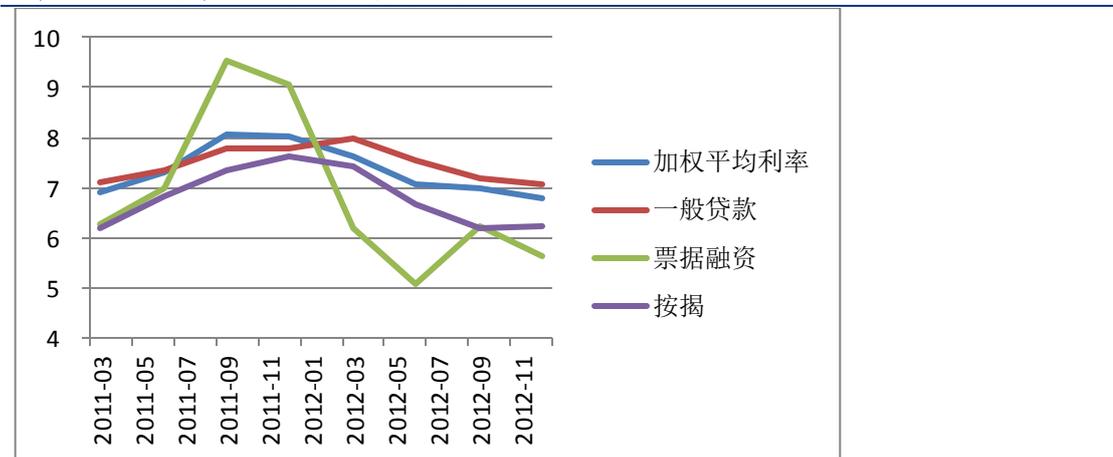
(1) 货币政策：“稳健的货币政策，引导货币信贷适度增长，保持合理的社融规模”，实际偏宽松。期间两次下调存款准备金率 0.5 个百分点（2011 年 12 月也有一次降准），同时积极通过再贷款、逆回购等手段补充市场流动性，加强支农、小微等领域金融支持力度。

(2) 中长期贷款增速有所回升。虽然上半年中长期贷款比年初增加 1.6 万亿元，同比少增 7166 亿元；但 **6 月末增速为 9.3%，比上月提高 0.2 个百分点，为 2010 年以来首次回升**；5、6 月份增量占比持续超过 30%；**6 月份中长期贷款新增 2783 亿元，同比多增 687 亿元。**

中长期贷款的增长仍不及短期贷款，上半年票据融资在内的短期贷款比年初增加 3.1 万亿元，同比多增 1.3 万亿元。

(3) 贷款利率水平持续下降。2012 年 6 月，贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月下降 0.56 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 7.55%，比 3 月下降 0.42 个百分点。延续了 1 季度的快速下行趋势。

图表 8 MI 与未贴现承兑汇票 (%)



资料来源：wind，华创证券

(4) 信贷主力：国有大行与地方银行是信贷增量的主力军，全国性中小银行（股份行为代表）信贷增量相对低迷。

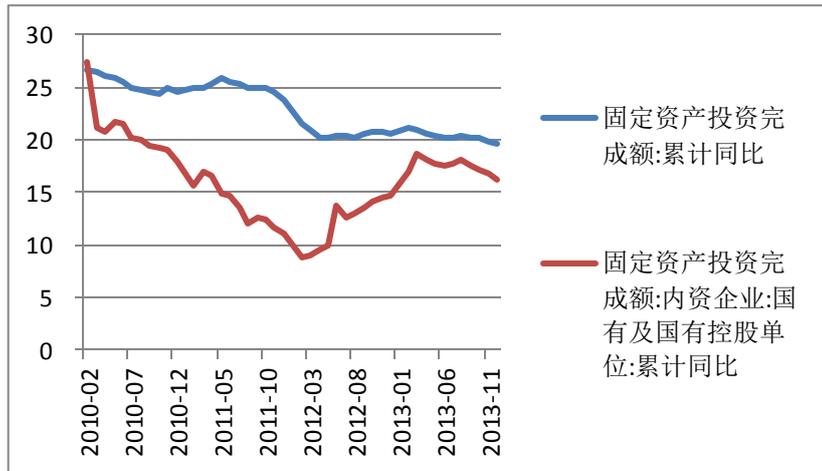
图表 9 2012 年上半年分机构人民币贷款情况

	2012 年上半年		2011 年上半年	
	新增额	同比多增	新增额	同比多增
全国性大型银行	22145	1902	20143	-4039
全国性中小银行	13271	-356	13636	994
区域性中小银行	6808	4240	2567	-223
农村合作金融机构	8590	1559	7031	-571

资料来源：中国人民银行，华创证券

(5) 货币扩张的流向：国有企业。货币扩张政策下大型银行（中央投资紧密）、区域银行（地方政府投资紧密）成为输出主力军，资金流向自然也偏向国有部门。从后续固定资产投资的完成情况看，国有及国有控股部门的回升增速明显快于平均水平。支撑了 2013 年的上升周期。

图表 10 国有部门投资显著回升 (%)



资料来源: wind, 华创证券

## 2、2015 年上半年

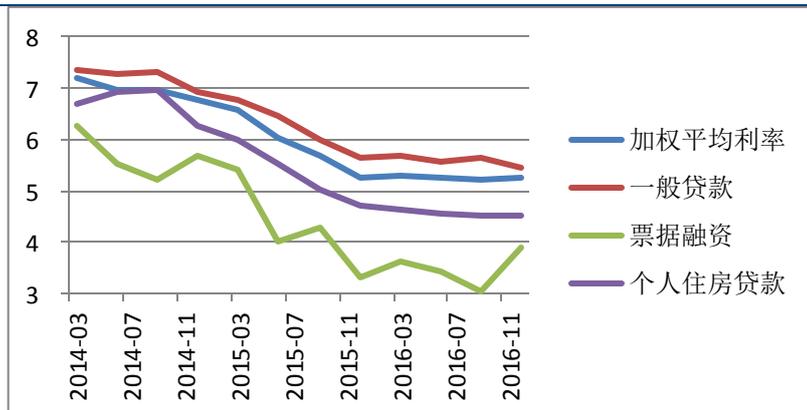
(1) 货币政策: “继续实施稳健的货币政策, 注重预调微调, 营造中性适度的货币环境”, 实质明显宽松。3、5、6 月连续三次降息, 2 月、4 月两次普降与定向降准相结合的准备金率政策。公开市场操作投放流动性加大, 累计公开市场操作投放流动性近万亿元, SLO 投放流动性 1800 亿元。

(2) 中长期贷款开始回升, 中长期贷款比年初增加 3.7 万亿元, 同比多增 3847 亿元, 增量占比为 55.8%。

包含票据融资在内的短期贷款比年初增加 2.7 万亿元; 其中, 票据融资比年初增加 8692 亿元, 同比多增 6256 亿元。

(3) 贷款利率持续下降。非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.04%, 比 3 月下降 0.51 个百分点。其中, 一般贷款加权平均利率为 6.46%, 比 3 月下降 0.32 个百分点。

图表 11 贷款利率全面下行 (%)



资料来源: wind, 华创证券

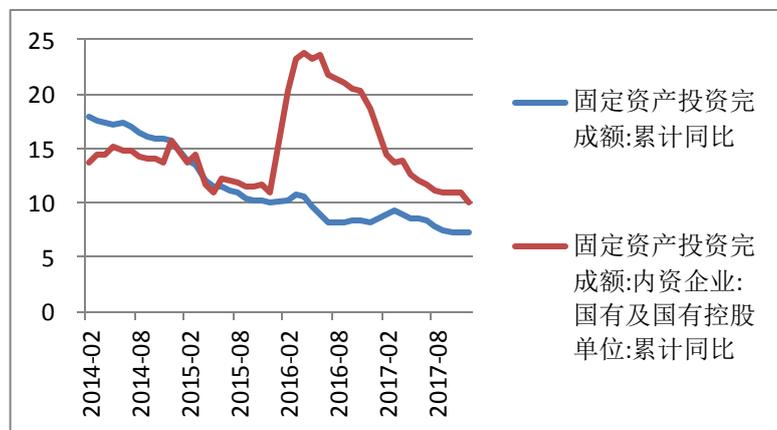
(4) 信贷主力: 2015 年央行货币政策执行报告中不区分中小银行的“全国性”、“区域性”, 我们用上市股份制银行作为全国性中小银行的代表。2015 年银行业主体都在扩张信贷, 与 2012 年的明显反差不同。

**图表 12 2015 年上半年分机构人民币贷款情况**

	2015 年上半年	
	新增额	同比多增
大型银行	31549	1111
中小银行	32558	6046
上市股份制银行	16940	1884
小型农村金融机构	9109	-505

资料来源：中国人民银行，上市公司年报，华创证券

(5) 货币扩张的流向。从事后固定资产投资的增长看，货币扩张主要流向国有及国有控股部门。

**图表 13 国有部门投资暴涨 (%)**


资料来源：wind，华创证券

### (三) 2018 年下半年至今发生了什么？

(1) 货币政策。“稳健的货币政策，前瞻性地采取了一系列逆周期调节措施，激励引导金融机构加大对实体经济尤其是对小微企业和民营企业的支持力度”，实质为宽松。4 月和 10 月，两次普降存款准备金率各 1 个百分点，7 月，普降存款准备金率 0.5 个百分点。2019 年 1 月下调金融机构存款准备金率，调整普惠金融定向降准考核标准，完成普惠金融定向降准动态考核。2018 年，累计开展 MLF 49510 亿元，均为 1 年期。虽然降准置换 MLF1.35 万亿，但其年终余额仍比年初增加 4100 亿元。

(2) 2018 年下半年中长期贷款新增 4.33 万亿元，同比少增 3200 亿元，也不及 2016 年同期水平，为近年来最弱。包含票据融资在内的短期贷款比年中增加 3.8 万亿元；同比多增近 3 万亿元。仍表现出显著的衰退特征。

2019 年 1 月发生明显变化，中长期融资在信贷、债券的带领下创出了历史新高。

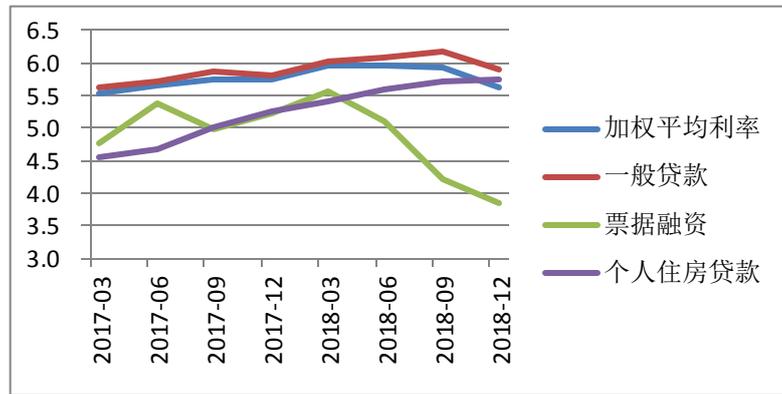
**图表 14 中长期融资创新高**

时间	企业中长期贷款	居民户:中长期	信托贷款	企业债券融资
2016 年 1 月	10600	4783	552	5083
2017 年 1 月	15200	6293	3174.65	-510.38
2018 年 1 月	13300	5910	454.84	1222.28
2019 年 1 月	14000	6969	345	4990

资料来源：wind，华创证券

(3) 贷款利率下降缓慢。12月，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.63%，比9月下降0.31个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为5.91%，比9月下降0.28个百分点。虽然没有降息，但货币政策宽松流动性充裕，无风险利率早于2018年初即大幅下行，信贷利率在票据利率的带动下4季度才见顶回落，相比过去两轮底部滞后。

图表 15 贷款利率居高不下 (%)

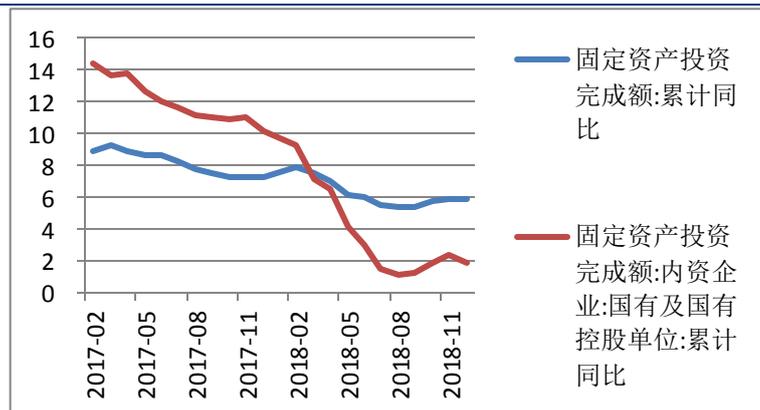


资料来源: wind, 华创证券

(4) 信贷主力: 根据央行银行信贷收支表。2018年下半年大型银行与中小银行信贷分别增长2.7万亿、4.5万亿, 增量分别较同期高0.6万亿、1.4万亿。2019年1月大型银行与中小银行信贷分别增长1.3万亿、1.9万亿, 以近年来平均的比率看较为均衡。

(5) 固定资产投资: 固投总量增速与国企增速均处于低位, 国企增速甚至接近0增长, 拖累整体增速, 为近年来少见。

图表 16 国企固投拖累整体 (%)



资料来源: wind, 华创证券

#### （四）2019 年中迎来 M1 的反转？

货币政策的宽松经过利率传导的过程通常可以带来中长期信贷/融资的增长，奠定 M1/宏观经济的复苏。2018 年 3 季度当货币政策转向时我们看好的逻辑就在此。

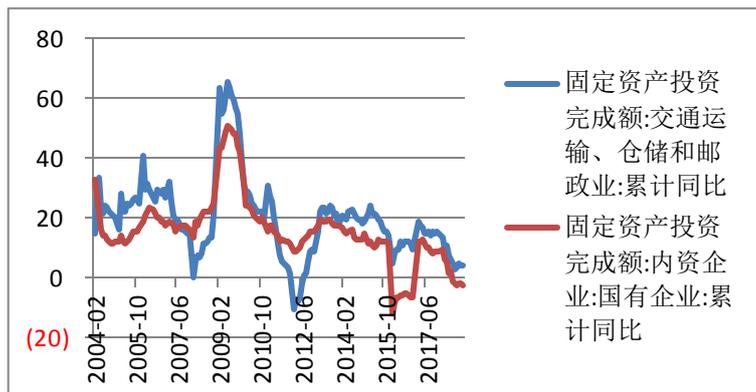
4 季度信贷利率下行速度低于我们预期（《消失的活期存款》，国企投资低迷造成整体的信用利差居高不下、银行对公信贷短期化），M1 持续探底，银行估值调整。2019 年以来政策面向企业中长期融资倾斜的声音明显加强，除了金融监管部门外，发改委等也提出了具体的要求。1 月金融数据有明显的改善，带动了 A 股的市场情绪。

（1 月）发改委新闻发言人孟玮表示，将从三方面着力，做好企业债券的发行管理工作。第一方面，聚焦重点领域，发挥企业债券对国家战略对国家规划的支持作用。二是扩大发行规模，鼓励银行向民营企业发放三年以上的中长期贷款，协调推进发展前景较好的民营企业。第三方面着力优化服务，要主动上门对接，优化服务流程，加快核准进度。

我们注意到，在鼓励银行发放中长期贷款的过程中更强调“民营企业”。这是与 2013、2016 年经济复苏中国企投资一马当先不同的。

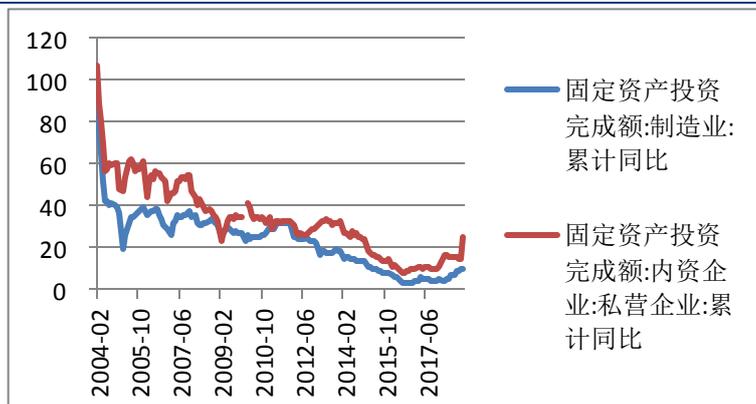
从新增固定资产投资来看，国有部门与私营部门固定资产投资金额与占比是接近的。但是国企投资与民企投资的行业性质是截然不同的。比如，国企投资与基建的关系紧密，而私营部门投资偏好制造业。从下图上看其中的差异是很明显的。

图表 17 国企偏好基建（%）



资料来源: wind, 华创证券

图表 18 民企偏好制造业 (%)



资料来源: wind, 华创证券

基建及房地产投资在长产业链条的末端，为上、中游企业提供直接的需求，具有鲜明的消费属性，具有较强的产业需求拉动的属性。而制造业投资的需求端复杂，包括社会零售、制造业投资、基建地产投资等，需求端更多的跟随大的经济周期规律运动。当我国工业化、城市化走向成熟后，固定资产投资、居民消费等核心需求增速不断下台阶，私营部门（制造业）投资的增速也是同步下降的。与国企部门（基建）2-4年周期的起落规律明显不同。

2017年以来随着去杠杆政策的深入，投资端呈现“国退民进”的趋势。这一方面造成了借贷利率迟迟不降，需求下行也可能会造成投资/信用扩张的后劲不足。

我们认为，如果2019年的信用扩张仍由国企（基建）、地产驱动，带来社会总需求的扩张，那么金融体系的信用扩张更具备持久力，且借贷利率的下行速度会加快。反之国有部门与地产部门缺位的情况下，宽松货币政策的效果会打折扣。

图表 19 2019 年的两种情形假设

	货币政策	借贷利率	企业中长期贷款	按揭	资金需求方
2012 年中	宽松	快速下行	扩张	扩张	国企、地产
2015 年中	宽松	快速下行	扩张	扩张	国企、地产
2019 情形 1	宽松	快速下行	扩张	扩张	国企、地产
2019 情形 2	宽松	缓慢下行	持平	持平	民企、小微

资料来源: wind, 华创证券

### 三、银行投资策略：顺势而为，紧盯数据

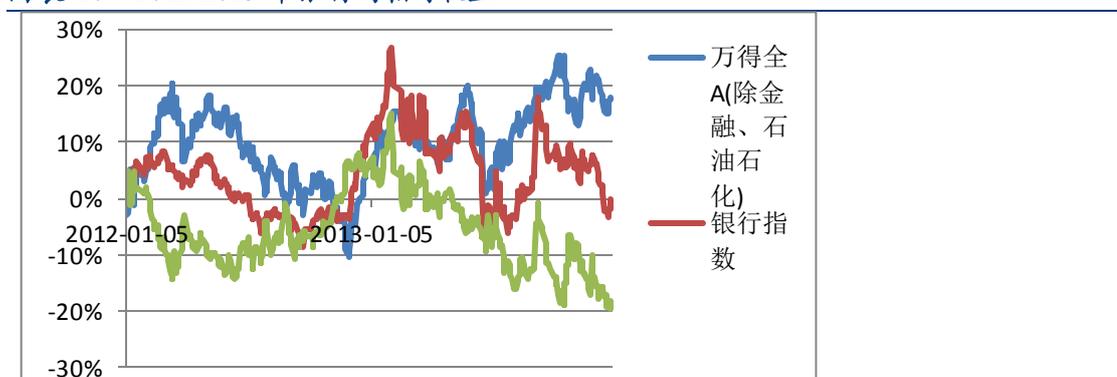
(1) 宽松进入实质阶段，M1 拐点后银行相对收益乐观。

从2012、2015年M1拐点后银行相对收益的表现来看，银行板块会进入一段较长的相对收益时期。2012年2-3季度起银行有3个季度的相对收益，幅度约20%。2015年受股灾影响，银行相对收益更明显，即使排除股灾影响拉长来看，2015年下半年-2016的银行相对收益也是上升的。

2012与2015年的相对收益逻辑并不相同，2012年货币政策效果显现确认经济拐点预期，更像2014年底/2018年3季度。而2015年的相对收益不仅源自经济基本面确认反转对银行估值的支撑，同时也是对2015年流动性牛市逻辑的修正。

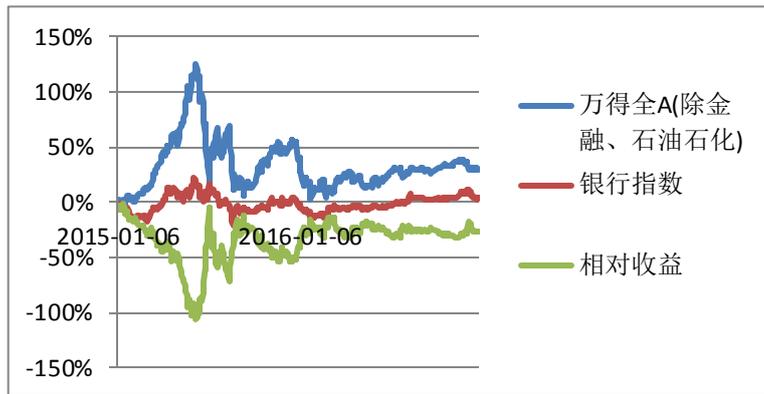
我们认为如果M1在1季度见底回升，2019年2-4季度银行的相对收益是可以乐观的。3季度宽松逻辑4季度中断后在金融数据确认后延续（类似2012），另一方面也有类似2015年“后流动性行情”中高防御性的地方。

图表 20 2012-2013 年银行的相对收益



资料来源: wind, 华创证券

图表 21 2015-2016 年银行的相对收益



资料来源: wind, 华创证券

(2) 紧盯数据: 中长期贷款(融资)、M1、国企固定资产投资、私企固定资产投资。

对银行乐观的逻辑取决于对经济金融数据复苏的延续性, 行情逻辑的指标: 中长期贷款(融资)、M1, 当二者持续回暖, 银行逻辑不会差, 行情强度的逻辑: 国企固定资产投资、私企固定资产投资, 当国企固定资产投资大幅回升, 行情的强度会更乐观, 私企固定资产投资效果相对要差。

市场中有观点认为, 政府在 2017-2018 年已经将去杠杆逻辑及方式理清, 宽货币甚至宽信用是阶段性稳增长、稳预期的措施, 有利于稳定国内市场与对外贸易谈判, 在国内外压力减轻的情况下政府支持信用扩张(尤其国企)的动力会减弱。这种情绪下对月度数据的跟踪更加重要。

(3) 选择高弹性股份、城商行组合。

在 2018 年多次报告中我们强调在经济早周期复苏逻辑中, 中小银行的估值弹性远大于大型银行。配置中小银行相对大行多一份“经济复苏期权”, 2019 年至今, 随着市场弹性的好转, “期权”开始兑现。

截至 2 月底, 今年以来银行板块涨幅中, 大中型银行中表现最好依次为: 平安、招行、兴业、浦发、中信。张家港、吴江、江阴等小型银行表现更强势, 而国有大行表现排名最后。

我们继续看好中小银行的弹性, 继续推荐以招商银行、兴业银行为代表的优质股份行与宁波银行为代表的优质城商行的投资组合。

#### 四、风险提示

经济下行超预期。

## 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
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
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@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