

银行

证券研究报告

2019年03月28日

“非标转标”走向何方？

“非标转标”从何而来？

后四万亿时代，信贷收缩而融资热情未退，非标兴起。复杂结构之中，暗含期限错配、杠杆高企等风险，故银监会8号文出手制约，给出非标的**正面定义**，即“未在银行间市场及证券交易所交易的债权类资产”，并规定非标限额为理财总规模的35%和本行资产规模4%中孰低者。众商业银行为实现不良出表、优化资本占用、理财达标、做高理财收益，“**非标转标**”应运而生。

自此以后，主要出现过四种“非标转标”模式。1) 2014年，上交所允许证券和基金子公司的**资产管理计划**份额在交易所市场交易，此时银行理财持有的相关份额是否非标的界定就不那么明显了；2) 2016年，银监会办公厅82号文规定，在**银登中心挂牌转让的信贷资产受益权**，其相关资产不计入非标债权，从银监会的层面肯定了该“非标转标”模式；3) 2017年，银行间交易商协会发文将**北金所债权融资计划**纳入银行间市场品种，又产生了一个界定非标的模糊地带；4) 除了以上三种带有例外性质的转标方式外，**资产证券化**一直是监管鼓励的方向，但出于种种原因，扩容一直较慢。

“非标转标”的未来

资管新规是非标的重大转折点。2017年11月资管新规（征求意见稿）开始提出从**反面**界定标准化债权的思路，即“其他债券类资产均为非标准化债权类资产”，由“标”定“非标”。2018年4月，资管新规正式稿对“标”的要件增添为5个，对交易场所的要求从“国务院和金融监督管理部门批准”改为“国务院同意设立”。但这毕竟还不是最终认定规则，“具体认定规则由人民银行会同金融监督管理部门另行制定”，在当前时点，该细则的制定不得不考虑到**存量非标的消化**，以及**新准则与稳经济目标的相容性**。

强监管之下，上交所资产计划份额转让业务日渐萎缩，无法成为转标的主阵地。资产证券化是转标“正门”，但目前扩容较难；监管态度审慎导致时效性不足、公司信贷资产风险过于集中、可选底层资产范围较窄等问题。剩下的两种方式有望获监管放行。**银登中心模式**在82号文中得到了银保监会的直接认可，加之其流动性尚可，并与第三方估值公司合作每日披露估值，与资管新规界定“标”的五原则更为贴切，继续保持“标”的身份的可能性较大。**北金所债权融资计划**已被纳入银行间市场品种，其发行时效性较好、准入门槛相对低，其“转标”功能也有望保留。

投资建议：“非非标”有望获监管放行，影子银行收缩或告一段落

展望19年，标准化债权资产认定细则呼之欲出，在当前稳经济的大背景下，“非非标”业务有望得到官方正名，影子银行收缩或告一段落，对19年融资可更乐观，经济有望提前企稳。**长期**主推零售逻辑较好的**招商/平安**；**短期**力推低估值、ROE较高、基本面或迎拐点的：**兴业/南京/贵阳/江苏**。

风险提示：标准化债权资产认定细则趋向严格；实体融资需求不佳等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001.SZ	平安银行	12.38	买入	1.45	1.61	1.95	2.37	8.54	7.69	6.35	5.22
601166.SH	兴业银行	17.63	买入	2.75	2.92	3.17	3.50	6.41	6.04	5.56	5.04
601009.SH	南京银行	7.72	增持	1.14	1.26	1.51	1.75	6.77	6.13	5.11	4.41
600036.SH	招商银行	32.40	买入	3.19	3.58	3.99	4.47	10.16	9.05	8.12	7.25
600919.SH	江苏银行	7.01	增持	1.03	1.13	1.24	1.34	6.81	6.20	5.65	5.23

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

余金鑫 联系人
yujinxin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业专题研究:为何对融资可以乐观?》2019-03-15
- 《银行-行业点评:小微政策差异化考核明确,大行为“头雁”》2019-03-14
- 《银行-行业点评:2月金融数据点评:季节性走低,但结构改善》2019-03-10

内容目录

1. 历史中的“非标转标”	4
1.1. 非标的由来	4
1.2. 为何需要“转标”	4
1.3. “转标”的典型模式	5
1.4. 资管新规是转折点	5
2. “非标转标”的具体操作详解	7
2.1. 银登中心：信贷资产受益权转让	7
2.2. 北金所：债权融资计划	9
2.3. 上交所：资管计划份额转让	12
2.4. 资产证券化	13
3. “非标转标”走向何方	16
3.1. 认定规则的政策考量	16
3.2. 认定细则可能照顾“非非标”	16
4. 投资建议：非非标有望获监管放行，影子银行收缩或告一段落	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：13 年（原）银监会 8 号文对非标债权的定义	4
图 2：后四万亿时代，商业银行不良率攀升、拨备覆盖率下降	5
图 3：银行理财 G06 报表（2017 年 12 月修订）	6
图 4：2018 年 4 月资管新规对非标债权的定义	7
图 5：信贷资产收益权转让流程	7
图 6：信贷资产收益权转让的交易结构	8
图 7：近年来银登中心信贷受益权流转笔数	9
图 8：2018/5-2019/3 银登中心信贷受益权转让类型（个）	9
图 9：银登中心建立信贷资产财产权信托受益权转让的第三方估值体系	9
图 10：北金所股权结构图	10
图 11：债券融资计划的发行结构	10
图 12：北京金隅集团 2018 年第二期债权融资计划	12
图 13：16 年后资管计划份额交易量持续收缩，18-19 年交易量已非常低（亿元）	13
图 14：一个典型的信贷类资产证券化流程（底层资产为公司类贷款）	14
图 15：0427 资管新规后，信贷 ABS 发行明显放量（亿元）	15
图 16：以公司信贷和不良贷款为底层资产的信贷 ABS 体量较小	15
图 17：2015-2018 年企业 ABS 发行大幅放量（单位：亿元）	15
图 18：2018 年以信托受益权为底层资产的企业 ABS 发行量不高	15
表 1：1104 报表之 G06 理财业务报表中债券和非标债权的相关科目	6
表 2：银登中心 2016 年 9 月以来信贷资产收益权流转清单（不完全收录）	8

表 3: 广州银行债权融资计划业务介绍	11
表 4: 债权融资计划与其他产品比较	11
表 5: 上交所官网展示资管计划份额挂牌信息 (部分)	12
表 6: 官网展示资管计划份额成交情况 (2019 年 2 月 15 日-3 月 24 日)	12
表 7: 主要的资产证券化模式	14
表 8: 资管新规五原则对照表	16

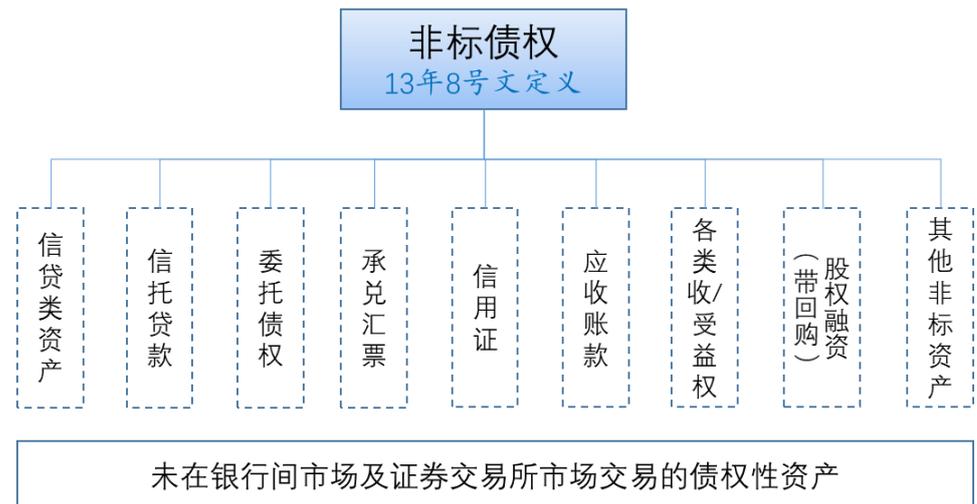
1. 历史中的“非标转标”

1.1. 非标的由来

后四万亿时代，非标作为贷款替代物应运而生。09年“四万亿”之后，货币政策的骤然收紧，旺盛的融资需求急需贷款以外的形式对接。“非标”作为金融创新的产物，可满足实体融资缺口，迎来了一段蓬勃发展的时期。本质上接近信贷，但却有信贷不具备的优势。体现在：1) 规避贷款的门槛要求；2) 规避信贷额度管理，不占用银行信贷额度，规模可快速扩大；3) 通过多层嵌套实现跨监管部门套利，规避贷款资金投向限制；4) 规避了贷款拨备严格计提要求，可调节利润等。

2013年8号文从正面直接定义非标。2013年银监会发布的8号文《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，引入非标准化债权的概念，其中规定“非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等”。**该定义的问题在于**，仅限于对“非标”的定义，而没有对“标”的定义，那么是否就意味着没有归类为“非标”的都应该归为“标”？实操上存疑的资产既不纳入非标债权，又未算作债券，于是形成“非非标”。另外，8号文非标定义的两个要件，可能出现冲突，比如2014年上交所开启的资管计划份额转让业务。

图 1：13年（原）银监会 8 号文对非标债权的定义



资料来源：银保监会，天风证券研究所

1.2. 为何需要“转标”

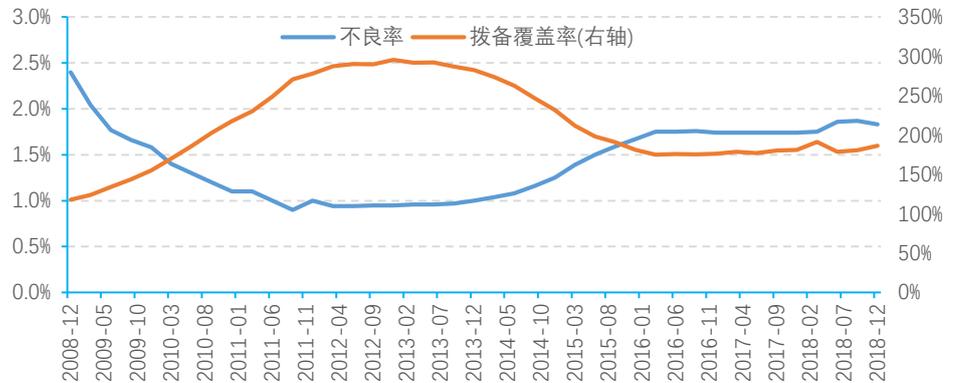
13年8号文规定理财投非标的限额。即，理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限。该比例限制在2018年的资管新规和理财细则中仍然保留。监管约束之下，非标自然产生了“转标”的冲动，其目的主要体现在三个方面：

一、不良出表。后四万亿时代，银行业不良压力持续上升。截至2016年9月末，商业银行不良贷款率上升到1.76%的阶段高点，较2012年底上升0.81个百分点，拨备覆盖率从2012年底的296%下降到2016年9月底的176%，大降120个百分点。不良贷款的处置压力在加大。

二、理财达标。8号文对商业银行理财资金对接非标资产做出限额管理，其第五条明确规定“商业银行应当合理控制理财资金投资非标准化债权资产的总额，理财资金投资非标准化债权资产的余额在**任何时点**均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限”。

三、做高理财收益。由于非标资产的收益水平相对较高，非标资产的占比与其理财资产的盈利能力密切相关。如果能够借道银登中心实现理财资产“非标转标”，就可以在符合监管要求的前提下，加大非标准化债权资产配置，提高理财资产收益水平。对于商业银行而言，尤其是理财资产配置中非标资产占比较大的中小银行，“非标转标”无疑是维持和提升理财收益水平的利器。

图 2：后四万亿时代，商业银行不良率攀升、拨备覆盖率下降



资料来源：WIND，天风证券研究所

1.3. “转标”的典型模式

(一) 在上交所交易的资产管理计划份额。2014年，上海证券交易所发布《上海证券交易所资产管理计划份额转让业务指引》(上证发[2014]19号)，允许其在中国上海证券交易所交易。一方面，在上交所交易，属于8号文所说的标准化债权资产；另一方面，管理计划份额/收益权又属于银监8号文列举的非标债权之一，这就出现了模糊地带。银监会后续并未公开发文规范，以至于各地银监局在执行上有区别，部分银监局默认了其辖区内的机构以此方式实现“非标转标”。

(二) 在银登中心挂牌的由信贷资产转让而形成的信托计划受益权。2016年，《中国银监会办公厅关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》(银监办发[2016]82号)。其中规定“符合上述规定的合格投资者认购的银行理财产品投资信贷资产收益权，按本通知要求在银登中心完成转让和集中登记的，相关资产不计入非标准化债权资产统计，在全国银行业理财信息登记系统中单独列示。”银监会官方给出绝佳的“非标转标”通道后，一时间，银登中心成了整个市场上非标转标的圣地。

(三) 在北金所发行的债权融资计划。2010年北金所成立，银行间市场交易商协会持股29%。2017年6月，银行间交易商协会发布了关于同意《北京金融资产交易所债权融资计划业务指引》的通知，并将北金所的债权融资计划纳入银行间市场品种开展业务。如此一来，又多了一个所谓“非非标”渠道，因为北金所的债务融资工具是在银行间市场交易的，也实现了对银监8号文的原则有一些突破。

(四) 资产证券化

2014年年底，随着银监会《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》、证监会《资产支持专项计划备案管理办法》等陆续出台，资产证券化业务逐步完成了从事前行政审批制向事后备案制、注册制的转变。此后信贷资产证券化发展进入快车道，但信贷ABS的基础资产多为零售信贷，以公司贷款为底层资产的ABS发行量仍然较小，企业ABS中以非标债权为底层资产的产品发行量也不高。

1.4. 资管新规是转折点

资管新规与 82 号文对非标的界定并不冲突。按 0427 资管新规的说法，银登中心不属于“银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场”之列，在其上交易的资产应该不属于标准化资产，但 82 号文却不将其计入非标债权，这中间存在冲突么？从 82 号文的表述看，银监会只是规定了在银登中心交易的相关资产不纳入非标数额统计，并没有明确指出该部分资产是否转化为标准化，所谓“非非标”实质也只是对**非标限额**的豁免。因此，82 号文或与《资管新规》不构成实质冲突，而是银监会为了鼓励银行通过银登中心平台转让信贷资产收益权，特别规定的**非标限额豁免待遇**。

图 3：银行理财 G06 报表（2017 年 12 月修订）



资料来源：1104 报表，天风证券研究所

银登中心“非非标”体现在，“**信贷资产流转项目**”单独列示。理财 G06 报表将“信贷资产流转”科目单列，既没有放到“1.7 非标准化债权资产”项下，也没有放到“1.4 债券”项下。因此，不能说按照 82 号文，“信贷资产流转项目”就已经是“标”了，实际上按资管新规的五要件，其仍属于非标准化性质的债权，而所谓的“非标转标”功能，主要是指其享受**非标限额豁免**而言的。

表 1：1104 报表之 G06 理财业务报表中债券和非标债权的相关科目

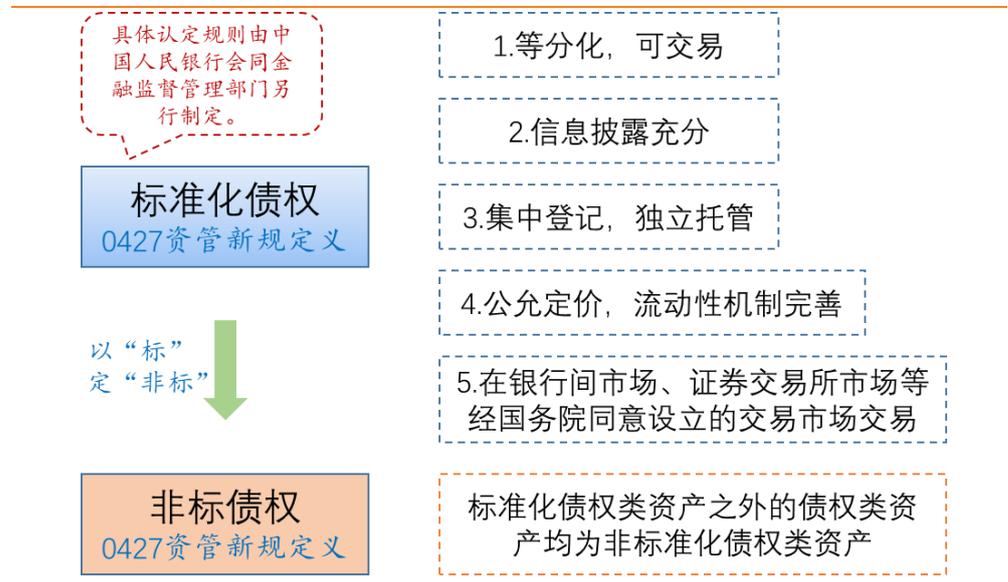
1.7 非标准化债权类资产	1.4 债券
1.7.1 票据类；1.7.2 信用证；1.7.3 信托贷款；1.7.4 委托贷款；1.7.8 应收账款；1.7.9 带回购条款的股权性融资；1.7.11 其他非标准化债权类投资	1.4.1 国债；1.4.2 地方政府债；1.4.3 央票；1.4.4 政策性金融债；1.4.5 政府支持机构债券；1.4.6 商业性金融债；1.4.7 企业债券；1.4.8 公司债券；1.4.11 外国债券(不含 QDII 债券)；1.4.12 其他债券
1.7.10 债权融资类产品	1.4.9 企业债务融资工具
是指在银行间债券市场、沪深证券交易所市场本级平台以外的交易场所登记、备案、挂牌或转让交易的金融产品，其实质为向融资人提供融资的各类债权融资类产品，包括但不限于以信贷资产、票据、信用证、应收账款、各类资产管理产品和收（受）益权等为基础资产的结构化或非结构化融资产品，企业债权融资类产品，各类收益凭证，私募债权等。	指经银行间市场交易商协会同意，由境内具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场发行的，约定在一定期限内还本付息的有价证券。包括在银行间债券市场发行的企业短期融资券、中期票据、项目收益票据、中小企业集合票据、非公开定向债务融资工具等。
1.7.6 收/受益权	1.4.10 资产支持证券
是指交易双方通过订立合同，享受基础资产经过管理或者处理后的收/受益权利。基础资产包括除票据类、信用证以外的非标准化债权类资产，如信贷资产转让、信托贷款、委托贷款、委托债权、应收账款、带回购条款的股权性融资、私募债权、融资融券、证券公司收益凭证等。	指填报机构持有的由境内机构发行的，以基础资产构建资产池所产生的现金流支付投资者本息的债券性质的金融工具。其中，境内的资产支持证券须经银监会、证监会、交易商协会等部门登记或审批，并在银行间债券市场、沪深证券交易所市场本级平台发行或交易的信贷资产支持证券、企业资产支持证券或非金融企业资产支持票据。
1.7.5 信贷资产转让	1.6 新增可投资资产
是指以存量贷款合同为基础、以认可的信贷资产为标的、金融机构协商后以约定的价格、在约定的期限内转让信贷资产。	1.6.1 信贷资产流转项目
1.7.7 委托债权	1.15 资产管理产品
是指在经过有权机构批准的区域性资产交易所挂牌交易的特定项目的固定收益类债权。特定项目一般都是实体企业债权性固定收益类投资项目。	1.15.1 信托产品；1.15.2 券商资产管理计划；1.15.3 基金资产管理计划；1.15.4 期货资产管理计划；1.15.5 保险资产管理计

资料来源：1104 报表，天风证券研究所

资管新规（征求意见稿）是非标监管的重大转折点。2017 年 11 月资管新规（征求意见稿）开始提出从正面界定标准化债权的思路，“其他债券类资产均为非标准化债权类资产”。并对标准化债权初步提出两个要件：1）在银行间市场、证券交易所市场等国务院和金融监督管理部门批准的交易市场交易；2）具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产。“具体认定规则由人民银行会同金融监督管理部门另行制定。”在由“标”定“非标”的思路下，原来的“非非标”就有理由重新归入非标。

0427 资管新规对“标”的要求更加明确。相比征求意见稿，正式稿对标准化资产的定义增加了等分化、可交易，信息披露充分，集中登记、独立托管，形成了五个方面的标准。特别地，去掉了“金融监督管理部门批准的交易市场”，仅保留了银行间市场、证券交易所市场和“经国务院同意设立的交易市场”。“标”的范围可能进一步缩窄，“非非标”未来的命运会如何，需要我们仔细比对资管新规对“标”的初步定义和这几种资产的运作模式。

图 4：2018 年 4 月资管新规对非标债权的定义



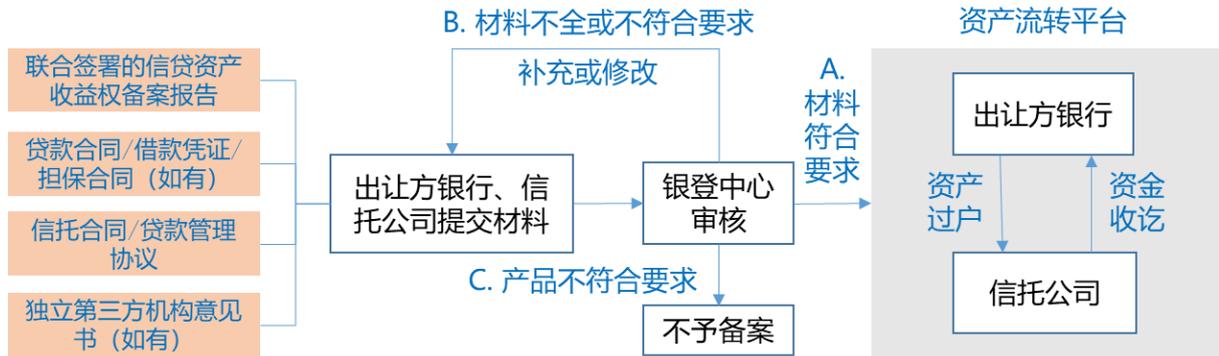
资料来源：资管新规，天风证券研究所

2. “非标转标”的具体操作详解

2.1. 银登中心：信贷资产受益权转让

银登中心归银监会管理。经财政部同意、银监会批准，银登中心于 2014 年 6 月成立，业务上接受银监会管理。其任务重点为信贷资产及银行业其他金融资产提供登记、托管、流转和结算服务。**银监会亲自发文确认其“非标转标”的功能。**2016 年 4 月，银监会发布《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》（银监办发〔2016〕82 号，以下简称 82 号文），提出“符合上述规定的合格投资者认购的银行理财产品投资信贷资产收益权，按本通知要求在银登中心完成转让和集中登记的，相关资产不计入非标准化债权资产统计，在全国银行业理财信息登记系统中单独列示”，正式认可了银登中心非标转标的功能。

图 5：信贷资产收益权转让流程



资料来源：银登中心，天风证券研究所

信贷资产收益权流转。具体操作是，出让方银行拿出一批贷款，组成信贷资产包，并在银登中心登记。出让方银行与信托公司达成流转意向之后，向银登中心提交相关材料，银登中心给出是否备案的反馈，材料审核通过后予以备案，出让方银行和信托公司再资产流转平台上完成资产过户和资金收讫。目前官网仅披露了不良贷款的流转的情况。

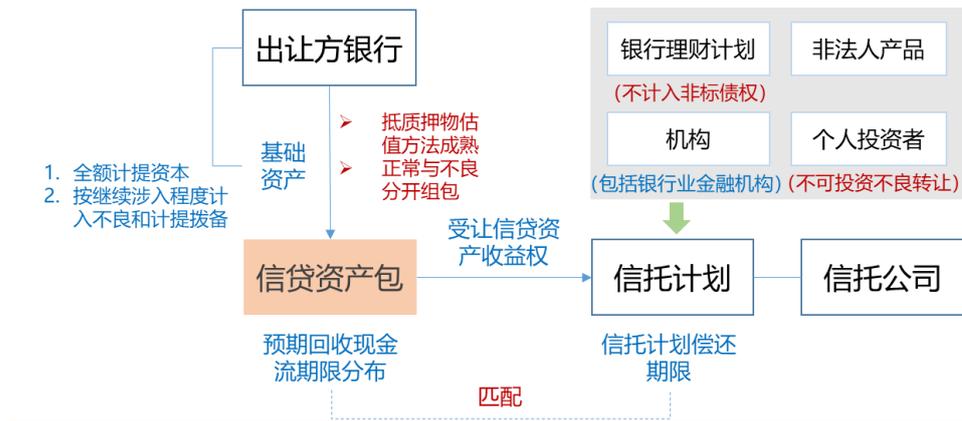
表 2：银登中心 2016 年 9 月以来信贷资产收益权流转清单（不完全统计）

出让方	受让方	资产原值 (亿元)	折扣 比例	交易日期	贷款五级分类	贷款种类	户数 (户)
广发银行	华润深国投信托有限公司	30.39	11%	2019/3/20	次级、可疑、损失	个人信用卡贷款	146209
重庆三峡银行	平安信托有限责任公司	28.15	57%	2018/10/30	次级、可疑	对公贷款、个人贷款、承兑汇票垫款	728
江苏紫金农村商业银行	华能信托·紫诚 2018 年第一期不良资产收益权转让单一资金信托	2.78	22%	2018/6/29	次级、可疑、损失	流动资金贷款、个人经营性贷款等	145
重庆银行	中航信托股份有限公司	12.42	39%	2018/3/30	次级、可疑、损失	流动资金贷款、垫款、个人经营性贷款	263
贵州银行	华能贵诚信托有限公司	31.27	100%	2017/10/18	次级、可疑、损失	流动资金贷款、固定资产贷款、银行承兑汇票垫款	34
中国光大银行	中信信托有限责任公司	0.45	100%	2017/3/28	次级	住房	64
山东禹城农村商业银行	长安宁-银行信贷资产收益权转让 16 号单一资金信托	0.60	50%	2016/12/29	次级、可疑	个人贷款	614
贵阳银行	华能贵诚信托有限公司	9.97	29%	2016/12/29	次级、可疑、损失	流动资金贷款	170
兴业银行	兴业 2016 年第一期不良资产收益权转让集合资金信托计划	8.74	100%	2016/12/28	次级、可疑、损失	个人贷款	234
日照岚山农村商业银行	长安宁-岚山信贷资产收益权转让 1 号单一资金信托	1.65	86%	2016/12/27	次级、可疑	流动资金贷款	103
广东顺德农村商业银行	中航信托股份有限公司	16.44	65%	2016/11/29	次级、可疑	流动资金贷款、固定资产贷款	29
中国光大银行	中信信托有限责任公司	0.49	100%	2016/11/9	次级	商用房贷	85

资料来源：银登中心，天风证券研究所

财产权信托受益权交易。基于受让的信贷资产包，信托公司成立信贷资产财产权信托，即以 SPV 的形式将信贷资产包标准化分割，由银登中心规定的合格投资者认购，包括银行理财产品、非法人产品、机构投资者（包括银行业金融机构）、个人投资者。一般来说，出让方银行是该信托计划受益权份额的主要持有方，这样就实现了“非标转标”。该信托受益权交易也在银登中心实现。

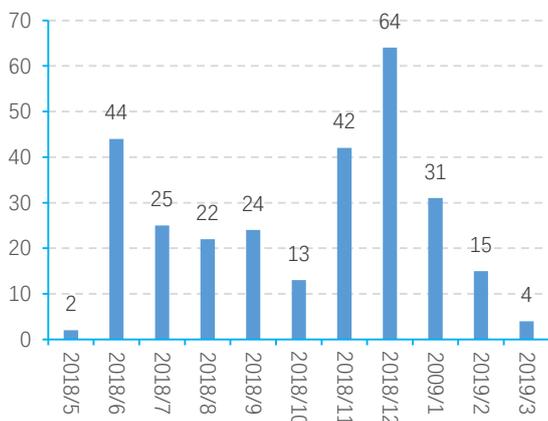
图 6：信贷资产收益权转让的交易结构



资料来源：银登中心，天风证券研究所

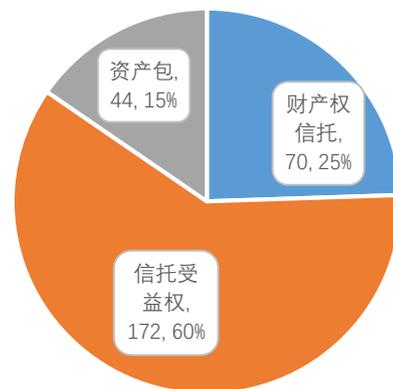
半年末和年末的成交笔数较高，表明服务于银行的报表调节。银登中心官网披露了 2018 年 5 月至今的流转明细，共发生交易 286 笔，其中信托受益权发生 172 笔。从交易笔数的分布来看，2018 年 6 月、12 月均达到高点，是半年报和年报的统计节点，这正表明信贷受益权流转业务目前多服务于年末季末的报表调节。

图 7：近年来银登中心信贷受益权流转笔数（单位：笔）



资料来源：银登中心，天风证券研究所

图 8：2018/5-2019/3 银登中心信贷受益权转让类型（个）



资料来源：银登中心，天风证券研究所

引入第三方估值，增强挂牌价的公允性。银登中心官网交易日逐日披露挂牌的信托计划受益权的估值、应计利息、估值收益率，该估值由中债金融估值中心有限公司与银登中心联合发布。基于备案材料、引入第三方机构合作估值，为交易尚不活跃的资产份额提供相对合理的定价参考，也是为了弥补非标资产定价的不确定性和信息不透明的缺点，使其离标准化债权类资产更进一步。

图 9：银登中心建立信贷资产财产权信托受益权转让的第三方估值体系

中债银登估值									
估值日期: <input type="text"/> - <input type="text"/>		资产代码: <input type="text"/>		<input type="button" value="查询"/>		<input type="button" value="重置"/>			
资产简称	原始权益人	预期收益率(%)	评级公司 资产评级	剩余期限 (年)	剩余期限 (年)类型	估值全价 (元/百份)	估值净价 (元/百份)	应计利息 (元/百份)	估值收益 率(%)
悦微2018年第四期优先A3	浙江网商银行股份有限公司	6.5	AAA	0.3452	按照预期到期日计算	106.2968	100.2776	6.0192	4.9506
悦微2018年第四期优先B	浙江网商银行股份有限公司	6.55	AA+	0.3452	按照预期到期日计算	106.4087	100.3433	6.0655	5.1335
微车贷2018年第二期优先C	深圳前海微众银行股份有限公司	7.9	A+	1.5863	按照预期到期日计算	101.2735	101.2519	0.0216	7.2364
微车贷2018年第二期优先C	深圳前海微众银行股份有限公司	7.9	A+	4.0	按照法定到期日计算	101.2735	101.2519	0.0216	7.2364

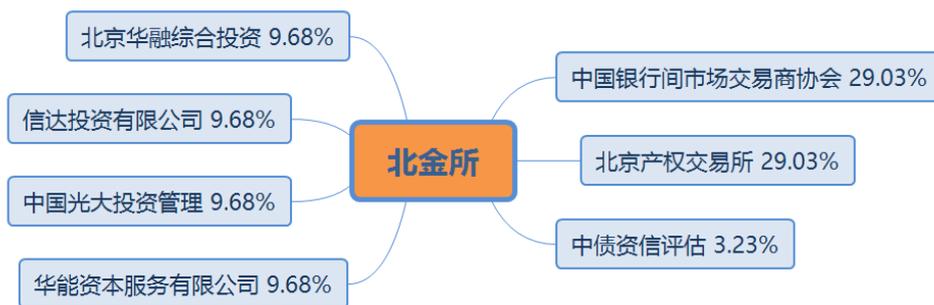
资料来源：银登中心，天风证券研究所

2.2. 北金所：债权融资计划

北金所是债权融资类资产的交易平台。2010年5月30日，北京金融资产交易所（以下简称“北金所”）正式揭牌运营。其功能定位是：在交易商协会的领导下，北金所为市场提供**债券发行与交易、债权融资计划、委托债权投资计划、企业股权、债权和抵债资产交易**等服务，为各类金融资产提供从备案、挂牌、信息披露、信息记载、交易到结算的一站式直通式服务。北金所的主要股东为，银行交易商协会和北京产权交易所，分别持股29.03%。

不足以被称为“国务院批准”的交易所。从官网介绍来看，北金所是经北京市人民政府、中国人民银行批准的，银行间市场交易商协会指定交易平台，属于国务院37号文所说的“省级人民政府批准设立的交易所”。虽然是经过国务院37号文整治之后保留了“交易所”的名称，但还不足以据此被称为“国务院批准”的交易所，因此，若按0427资管新规的标准，北金所交易的资产不应被算作标准化资产。**北金所与非标相关的业务有两项：委托债权投资交易业务、债权融资计划。**

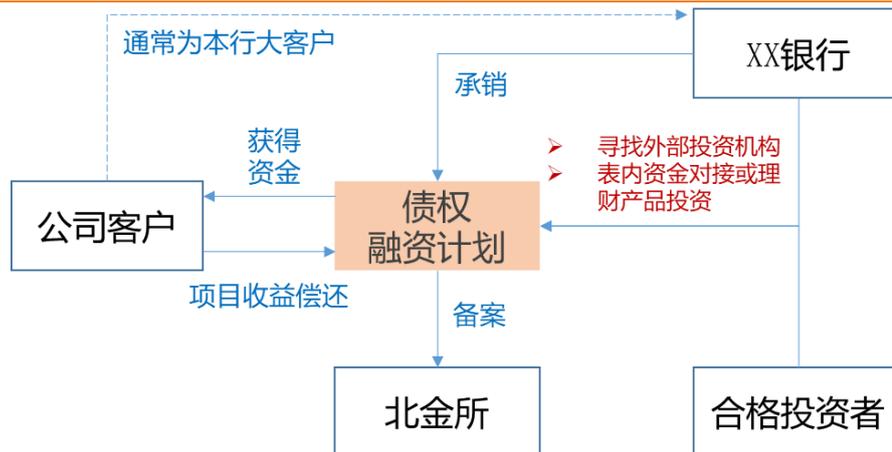
图 10：北金所股权结构图



资料来源：天眼查，天风证券研究所

业务一：委托债权投资交易。其业务的结构是：融资人（通常是银行对公客户）与经办分行签订融资顾问协议，再向北金所申请挂牌；银行理财产品作为委托人，委托银行、信托、企业财务公司等金融机构作为受托人（一般都是本行总行有权部门），承担投资管理职能；在北金所的交易系统中，挂牌项目和银行理财之间完成撮合、成交、撤牌，银行理财实现了在总行的支持之下对本行客户的融资。归类到G06报表的“1.7.7 委托债权”项下，**比较明确地属于非标债权类资产。**

图 11：债券融资计划的发行结构



资料来源：北金所，天风证券研究所

业务二：债权融资计划。根据《北京金融资产交易所债权融资计划业务指引》，债权融资计划发行由以下特征：**1) 私募类，必须非公开发行，每期合格投资者不超过200人；2) 备案制，挂牌速度较快，北金所在接受备案材料10个工作日内出具《接受备案通知书》，首次挂牌应在备案后6个月内；3) 类似债券的交易结构，需要融资人、承销商、担保人，必要时还可聘请第三方评估机构；4) 挂牌文件与债券类似，要求募集说明书、法律意见书、最近一年财务报表和最近一期会计报表、信用评级报告（如有）。**

表 3：广州银行债权融资计划业务介绍

产品要素	相关要求
产品定价	根据产品与资金实际供求情况，市场化定价。
期限	一般 1-3 年，注册期限 2 年。
融资比例	不受净资产规模限制。
适用客户	对时效性要求较高、融资成本敏感度相对较低的各类大中型企业；拥有无瑕疵的收费权、应收账款、经营性物业等各类收益权类资产，有变现需求的贸易型、生产型、服务型等企业；有融资需求，但发债额度已经超过净资产 40% 的大中型企业。
产品优势	扩宽企业融资渠道，优化融资结构；降低企业融资成本，满足企业融资灵活需求；提高融资效率，操作简便；满足企业大额融资需求，所需融资一次性到位；解决企业单一客户所占银行贷款比例过高问题；备案发行无强制性外部评级要求，原则上评级在 BBB（含）以上的企业均可。
操作流程	请提交企业基础证照、报表材料、中介机构出具的专业意见报告/意见书、发行交易文件等资料，并联系我行网点办理。

资料来源：广州银行官网，天风证券研究所

债权融资计划是“非标转标”模式之一。尽管 8 号文规定未在银行间市场和证券交易所交易的品种均为非标，但 2017 年 6 月，银行间交易商协会发布关于同意《北京金融资产交易所债权融资计划业务指引》的通知，将债权融资计划作为银行间市场品种开展业务。债权融资计划尽管在北金所交易，但却像债券一样纳入银行间市场品种，模糊地带便由此产生。21 世纪经济报道记者采访多地银行人士获悉，对于债权融资计划，各地银监局的认定不一，但多数地区目前将其认定为非标。

表 4：债权融资计划与其他产品比较

产品种类	债权融资计划	非公开定向债务融资工具 (PPN)	资产支持证券 (ABS)
发行人	非金融企业	非金融企业	金融企业/非金融企业
受评主体	债权融资计划份额	定向工具	资产支持证券
基础资产	无特殊定义，可依靠企业整体现金流情况或能够产生可预测现金流的资产	-	符合法律规定、权属明确，能够产生可预测现金流的资产
发行方式	非公开发行	非公开发行	公开发行/非公开发行
发行额度	备案规模比较自由	无具体要求，不受净资产 40% 的比例限制	无具体要求
还款来源	基础资产现金流或发行人整体信用偿付	发行人整体信用偿付	基础资产现金流

资料来源：北金所，银行间市场交易商协会，天风证券研究所

举例：北京金隅集团债权融资计划。公司 2018 年 6 月收到北金所的《接受备案通知书》，2018 年 6 月 25 日即成功发行。考虑到从递交材料到接受备案的过程在 10 天内，总的来看，从提交材料到成功发行也就一个月左右的时间，**时效性突出**。金隅集团 2017 年公告拟发行不超过 50 亿债权融资计划，2018 年第一期是 5 亿，2018 年第二期 25 亿，金额可大可小，**足见其灵活性**。

图 12：北京金隅集团 2018 年第二期债权融资计划

基础信息			
名称	北京金隅集团股份有限公司 2018 年度第二期债权融资计划	简称	18 京金隅 ZR002
产品代码	18CFZR0358	期限	3 年
起息日	2018 年 6 月 25 日	到期日	2021 年 6 月 25 日
实际挂牌总额	25 亿元	挂牌价格	6.30%
计息信息			
票面利率	6.30%	利率形式	付息固定
利息分配方式	按实际天数分配	付息频率	3 个月/次
计息天数	365/365（非闰年） 按实际天数计息（闰年）	首次付息日	2018 年 9 月 25 日
承销机构全称	华夏银行股份有限公司		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 上交所：资管计划份额转让

上交所 2013 年 8 月 19 日，上海证券交易所发布《关于为资产管理计划份额提供转让服务的通知》，规定三类资管计划份额可以在上交所转让：证券公司集合资产管理计划份额、基金管理公司特定客户资产管理计划份额、上交所认可的其他资产管理计划份额。因为 8 号文界定非标为“未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产”，资管计划份额在上交所交易，本身就具备了成为标准化资产的潜质。

表 5：上交所官网展示资管计划份额挂牌信息（部分）

证券代码	证券简称	成立日期	到期日期	可否提前结束	资产管理机构
ABPH00002934	稳鑫添利 26	2018/09/11	2023/09/11	可展期	鹏华资产管理有限公司
AAHT00002932	投融共赢 9 号	2018/08/24	2019/09/02	可展期	华泰证券（上海）资产管理有限公司
ABXJ00002890	先锋鲁中 1 号	2018/08/09	-	可展期	先锋基金管理有限公司
AAHJ00002918	多策略 1 号	2018/08/09	-	是	华金证券股份有限公司
ABPH00002945	稳鑫添利 25	2018/08/03	2023/08/03	是	鹏华资产管理有限公司
ABXJ00002886	先锋鹏伟稳健	2018/07/30	2020/08/30	是	先锋基金管理有限公司
ABXJ00002885	先锋收益增长	2018/07/25	-	可展期	先锋基金管理有限公司
AAHT00002931	投融共赢 8 号	2018/07/24	2019/07/29	可展期	华泰证券（上海）资产管理有限公司
ABPH00002944	稳鑫添利 24	2018/07/20	2023/07/20	是	鹏华资产管理有限公司
AAHT00002930	投融共赢 7 号	2018/07/10	2019/07/15	可展期	华泰证券（上海）资产管理有限公司

资料来源：上交所官网，天风证券研究所

交易方式上参照成熟证券品种，又让其离“标”更近一步：1) 上交所同意份额转让后，将为其分配证券代码；2) 每个交易日交易时段接受协议转让申报，申报计价单位为每 100 元面值资产管理计划份额的价格；3) 每个交易日上午 9:00 前披露资产管理计划上一交易日单位净值、总份额等信息；4) 每个交易日结束后向市场公布证券代码、转让简称、成交价、成交量等信息。

表 6：官网展示资管计划份额成交情况（2019 年 2 月 15 日-3 月 24 日）

证券代码	证券全称	成交日期	成交数量（万份）	成交价格（元/百元面值）	成交金额（万元）
AAMS00002	民生证券民泰 2 号集合资产管理	2019/03/06	58,000	101	58,580

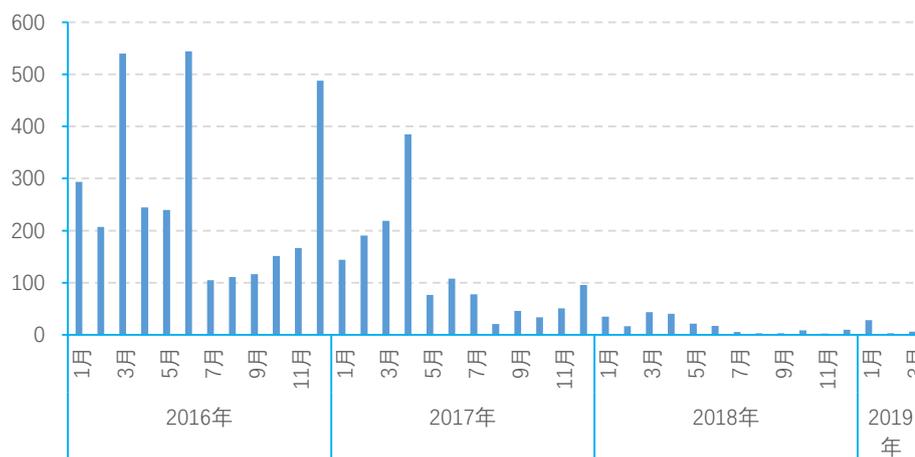
417	计划份额				
ABHL00002980	华富资管-华融湘江4号专项资产管理计划G类份额	2019/03/06	140	100	140
ABHL00002980	华富资管-华融湘江4号专项资产管理计划G类份额	2019/03/06	100	100	100
ABPA00002304	平安汇通平安金橙财富宜居75号专项资产管理计划份额	2019/02/25	118	100	118
AATQ00002199	天风证券天宏28号集合资产管理计划份额	2019/02/25	152	100.34	153
ABCA00002976	长安信雪债券3号资产管理计划份额	2019/2/20	100	101.5	102
AAZQ00002177	浙商金惠安心3号2期集合资产管理计划份额	2019/2/18	100	100	100
AAHE00002710	海通海蓝量化增强集合资产管理计划份额	2019/2/15	535	100	535

资料来源：上交所，天风证券研究所

(原)银监会窗口指导，认定其为“非标”。据中国证券报2013年8月23日报道，记者向银行相关部门负责人确认，银监会已通知各家银行，证券公司、基金公司及其资管子公司等资管机构设立的所有资管计划，均属非标债权资产，不论是否进入上交所进行份额转让，均不能视为“标准化”债权。但因并未统一发文规范，仍然不排除部分地方银监局仍允许当地银行借此实现“非标转标”的可能性。

通道监管、理财禁止多层嵌套，17年后资管计划份额交易量大幅收缩。表内来看，2017年以来，银信、银证、银基、银保通道均受到不同程度的限制。表外来看，2016年7月(原)银监会《商业银行理财业务监督管理办法》(征求意见稿)规定，理财产品所投资的SPV不得直接或间接投资于非标准化债权资产，不能简单地充当资金通道；2017年11月资管新规征求意见稿禁止多层嵌套。这项业务如今已不成规模，2018年全年仅205亿元，即使监管放开，其作为“非标转标”渠道的作用也不大了。

图 13：16年后资管计划份额交易量持续收缩，18-19年交易量已非常低(亿元)



资料来源：上交所官网，天风证券研究所

2.4. 资产证券化

我国信贷资产证券化大致经过四个阶段。1) 试点，我国直到2005年才开始资产证券化业务相关试点，起步较晚；2) 停滞，2008年金融危机中，信贷资产证券化模式被广为诟病，国内资产证券化业务被紧急叫停，其后的四年多时间里一直处于停滞状态；3) 重启，2012年5月，人民银行、银监会和财政部联合发布了《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，标志着我国资产证券化试点工作在经历08国际金融危机后正式重新启动；4) 行政审批向备案注册转变，2014年年底，随着银监会《关于信贷资产证券化备案登记

工作流程的通知》、证监会《资产支持专项计划备案管理办法》等陆续出台，资产证券化业务逐步完成了从事前行政审批制向事后备案制、注册制的转变。此后发展进入快车道。

我国资产证券化市场格局。我国目前的资产支持证券（ABS）市场格局为：在银行间市场发行的信贷 ABS（也叫“场外 ABS”）、在证券交易所发行的企业 ABS；以及私募 ABS（也叫“场外 ABS”），在其他场所发行或无发行场所；此外，还有一些类 ABS 结构的产品，包括在银登中心发行的信贷资产财产权信托受益权和在北金所发行的债权融资计划。通过这些 ABS 模式，银行可以将表内的贷款、非标资产，或理财持有的非标资产，转成标准化债权或“非非标”。

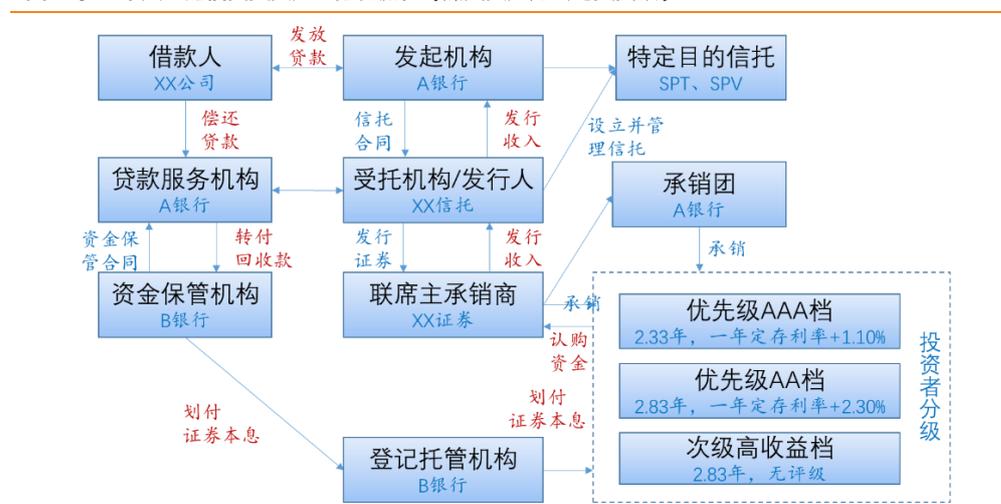
表 7：主要的资产证券化模式

	信贷 ABS	企业 ABS	类 ABS		私募 ABS (也叫“场外 ABS”)
			信贷资产收益权	债权融资计划	
发行/交易场所	银行间市场	证券交易所	银登中心	北金所	其他场所或无场所
可入池资产范围	信贷类资产	非标资产为主，不允许融资平台，有集中度要求；负面清单管理	自营贷款、非标均可，不能为平台贷款	各类非标资产	基本无要求
监管主体	央行、银保监会	证监会	银保监会	银行间交易商协会	各地金融办等
发行流程	央行注册、银保监会备案，地方性银行还需地方银监局审批，首次发行较难	券商将材料报交易所，得到交易所的无异议函后，报基金业协会备案，之后在交易所挂牌	银登中心审核材料后准予备案，之后便可挂牌流转	北金所备案后即可挂牌	券商设立专项计划之后，到特定交易场所挂牌（地方金融资产交易所、互联网金融资产交易等平台）或者不挂牌，将产品报基金业协会备案
产品投资性质	标准化债权			标准化债权	
产品资本占用	AA-及以上(绝大部分优先级符合)风险占用 20%	非监管认定的 ABS，目前参考 ABS 计算资本占用			
发行方式	面向银行间投资者/定向	私募发行（合格投资者数量不超过 200）	私募发行（合格投资者数量不超过 200）	私募发行（合格投资者数量不超过 200）	交易双方私下撮合

资料来源：银保监会，上海证券交易所，深圳证券交易所，银登中心，北金所，天风证券研究所

公司信贷类资产证券化的交易结构。银行作为项目的主导方、财务顾问或承销商，主要完成前期的客户营销、资产组织等工作；券商或基金子作为管理人与商业银行共同完成产品交易结构设计、与各中介机构的沟通、交易所材料报送沟通等工作，负责完成发行及投后管理事宜。银行持有 ABS 的优先级，再找到合格投资者持有劣后级。

图 14：一个典型的信贷类资产证券化流程（底层资产为公司类贷款）

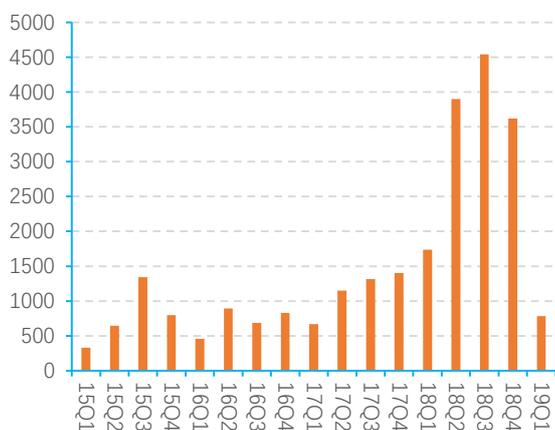


资料来源：银保监会，天风证券研究所

18 年信贷 ABS 放量，而以公司信贷为底层资产的不多。2018 年资产证券化产品共发行 2.01 万亿元，其中信贷 ABS 发行 0.93 万亿，同比增长 56%，扩容明显。但公司信贷类 ABS 仅

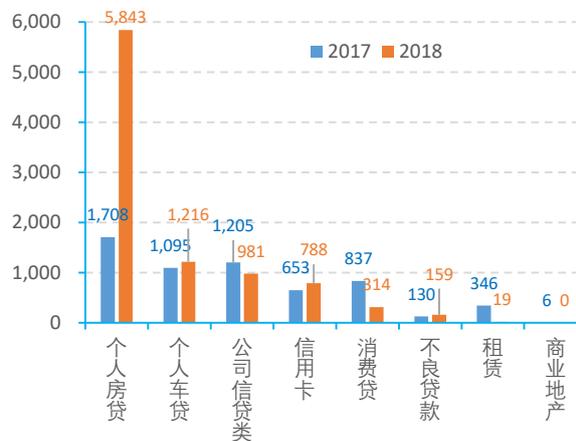
发行 981 亿，相对于银行体系非标资产的体量而言，仍然是杯水车薪。公司信贷类 ABS 扩容缓慢的原因主要是：1) 审批时效差、准入门槛高，监管目前态度仍然比较审慎；2) 企业类的 ABS 通常风险集中度较高，无法像零售资产包可以内部分散风险，资管新规之下，ABS 劣后级不能由本行理财对接，导致劣后级难以销售；3) 利率倒挂风险使发行范围缩窄，公司信贷类 ABS 发行利率与市场利率相关，当其上行时，可能与基础资产收益率（即贷款利率）倒挂，为避免倒挂，可选的信贷类资产范围缩窄。

图 15：0427 资管新规后，信贷 ABS 发行明显放量（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

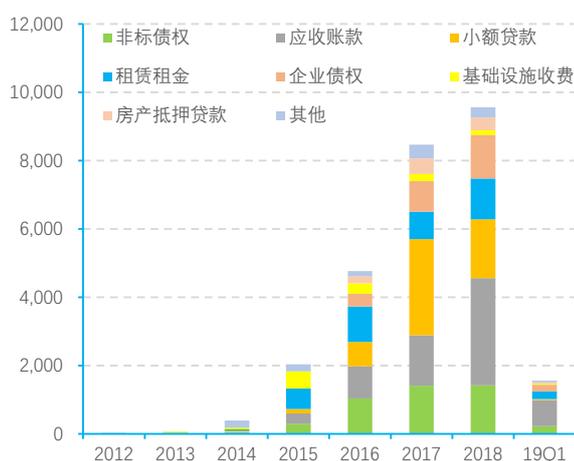
图 16：2018 年以公司信贷为底层资产的信贷 ABS 发行量较小（亿元）



资料来源：中债登，天风证券研究所

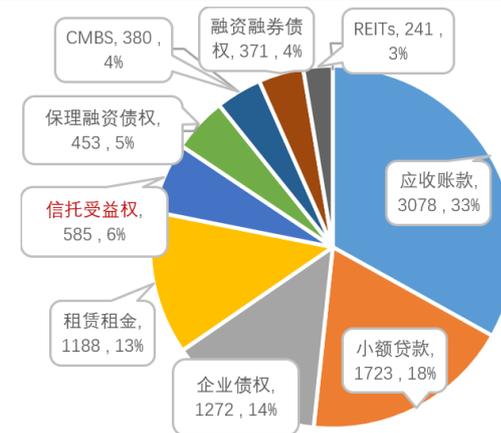
企业 ABS 中以非标债权类为底层资产的也不多。近年来，企业 ABS 迅速扩容，年发行量从 2013 年的 74 亿增长到 2018 年的 9564 亿，主要是底层资产为应收账款和小额贷款的企业 ABS 增长较快。底层资产为信托收益权、保理融资债权等非标债权的企业 ABS，其发行人有可能是银行，2018 年以非标债权为底层资产的企业 ABS 发行量是 1424 亿，其中以信托受益权为底层资产的企业 ABS 发行了 585 亿。这与银行体系内的非标资产体量相比几乎可以忽略不计，故其目前还远远无法满足银行“非标转标”的需求。

图 17：2015-2018 年企业 ABS 发行大幅放量（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 18：2018 年以信托受益权为底层资产的企业 ABS 发行量不高



资料来源：中央结算公司，天风证券研究所

未来 ABS 在银行“非标转标”上发挥的作用将越来越大。1) 表内来看，信贷类资产发行 ABS，再以投资对接，可以避免贷款的种种约束、优化流动性监管指标、节省 RWA 占用；2) 表外来看，银行理财投资 ABS，可被认定为标准化债券资产，将原有的非标资产转到母行表内，再进行资产证券化，以理财子公司的理财资金对接，可以完成“非标转标”的操作，减轻过渡期内非标处置压力。

3. “非标转标” 走向何方

3.1. 认定规则的政策考量

（一）资管新规过渡期内存量非标化解的压力。资管新规对于非标期限与产品匹配有着严格的要求，“非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”。过渡期到 2020 年底，结束后，资管产品要按照新规要求全面规范。存在相当一部分非标是要到 2020 年之后才到期的，为尽可能减少 2020 年底集中处置而对经济造成的冲击，要么延长过渡期，要么缩小非标资产的认定范围，要么提前想办法让一部分非标以标来接续。

（二）中短期内稳经济的考量。2019 年政府工作报告以“稳增长”为优先考虑，适度弱化了防风险的目标，减税降费、投资加强、实体供给侧改革来托底经济，搭配以多措并举的稳信用政策，扩大信贷投放、修复信用链条、降低融资成本，非标是社会融资的重要组成部分，其监管思路也将与整个稳信用的思路相合。

（三）长期内化解金融风险。

长期来看，监管还是希望能够打好防范化解重大金融风险攻坚战。具体体现在以下思路：1) 引导推动成立**理财子公司开展理财业务**，打破刚兑，禁止多层嵌套；2) **制定标准化债权的认定细则**，限制非标债权的占比，也是为了引导非信贷的融资方式逐渐向标准化发展，增加业务的监管透明度，并有效分散风险；3) **为理财投资 ABS 大开绿灯**，0928 理财细则明确，在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券，属于理财产品的投资范围。

3.2. 认定细则可能照顾“非非标”

允许“非非标”存在，是稳信用的需要

公募 ABS 扩容较慢，上交所资管计划份额转让聊胜于无。在当前时点，标准化债权资产认定细则的制定，不得不考虑到存量非标的消化，以及新准则与稳经济目标的相容性。在银证、银基等通道整治和资管新规禁多层嵌套之后，上交所资产计划份额转让业务日渐萎缩，无法成为转标的主阵地。企业公募 ABS 当然是当仁不让的转标“正门”，但暂难以回避的是：监管态度审慎导致时效性不足、公司信贷资产风险过于集中、发行利率与市场利率挂钩使可选底层资产范围较窄等问题。

银登中心和北金所模式，具备成为标准化资产的素质。剩下的两种方式将会是具体认定规则的重点。银登中心模式因为在 82 号文中得到了银保监会的直接认可，再加上其流动性尚可，并与第三方估值公司合作每日披露估值，对资管新规界定“标”的五原则更为贴切，继续保持“标”的身份的可能性较大。北金所债券融资计划已被纳入银行间市场品种，其发行时效性和准入门槛相对低，其“转标”功能也有望保留。

表 8：资管新规五原则对照表

资管新规原则	银登中心信贷收益权	北金所债权融资计划
1. 等分化, 可交易	已实现	已实现
2. 价值公允, 流动性高	做成信托受益权之后流动性尚可, 与第三方中债估值合作每日披露估值	主要是银行理财资金参与, 目前流动性不高
3. 集中登记, 独立托管	可实现	可实现
4. 信息披露充分	信息披露细则(试行)	参照债券发行的披露标准
5. 在银行间、交易所或国务院同意设立的交易所	在银登中心交易, 但银监会特许其不纳入非标资产	在北金所交易, 严格来说属于省政府同意设立, 但交易商协会将其纳入银行间品种

资料来源：北金所，银登中心，天风证券研究所

认定细则呼之欲出，监管尺度可能放松

19年1月26日，央行举办媒体见面会，为推动资管新规稳妥有序实施，央行金融稳定局副局长陶玲称，针对非标回表所面临的约束，下一步将会有三方面措施。一是帮助银行补充资本，完善MPA考核，这需要根据实际情况进行观察和调整；**二是央行正在制定标准化债权资产的认定规则，会在存量非标转标等方面妥善处理**；三是发改委正在根据资管新规的要求制定政府出资产业投资基金、创业投资基金管理办法，将明确理财资金如何投资这类长期限资金。

两会期间，全国人大代表、中国人民银行金融稳定局局长王景武接受上证报记者专访时表示，“评估资管业务整改和发展情况，及时分析总结新情况，推出**标准化债权类资产认定细则**，推动金融机构发行符合资管新规的新产品，推动银行理财子公司尽快设立和运行，推进资管新规稳妥有序实施。”

我们认为，央行或将很快推出标准资产的认定规则，由于经济下行，该标准或有所放松，部分“非非标”可能会在一定时期内认定为标准资产，使得银行理财可以期限错配去配置，“非非标”规模或迎来较大增长，助力宽信用；此外，银行理财或将能投资产业基金，扭转产业基金规模大幅下降之局面。

展望2019年，随着监管缓和，影子银行收缩或告一段落，对经济的负面影响将大幅减弱。标准化资产认定细则呼之欲出，在当前稳经济的大背景下，“非非标”业务有望得到官方正名，允许理财资金适当绕开期限匹配地严格要求，支持实体经济力度加大，因此对19年融资可以乐观点。

4. 投资建议：非非标有望获监管放行，影子银行收缩或告一段落

截至2019年3月27日收盘，银行（中信）指数估值仅0.88倍PB（LF），政策与资金驱动下，板块估值上看1倍19PB，估值存较大上行空间。银行板块大幅滞涨，强烈推荐。年初至今银行板块涨幅仅14%，大幅同期WIND全A的28%涨幅，显著滞涨，补涨空间大。

随着宽信用政策逐步发挥效果，银行资产质量或将企稳，业绩有望保持平稳。长期主推零售逻辑较好、受政策影响较小的招商、平安。短期力推具备低估值、较高ROE、基本面拐点特征标的：兴业，受益于监管缓和和市场利率走低，房地产调控放松，亦明显利好，兴业房地产非标做的多；南京及贵阳，受益于地方隐性债务风险缓和。江苏，估值低、基本面稳健且偏次新概念，受普惠小微利率压降影响小，业绩增速较高。

板块估值处于历史较低水平，大幅滞涨

银行板块较年初至今涨幅仅14%，大幅跑输同期WIND全A的28%涨幅，明显滞涨。当前板块估值仅0.88倍PB（LF），6.74倍PE（TTM），估值处于A股各板块低位；纵向比较，亦处于银行历史PB估值的低位。

息差与不良或维持平稳，基本面预期不必过于悲观

1) 监管鼓励银行多渠道补充资本，叠加宽信用政策之下，19年银行规模增速有望维持较高；2) 市场利率维持低位，仍可缓解部分行1H19负债成本压力；而新投放信贷利率下行对19年资产端利率影响或不明显，息差或维持平稳；3) 过去连续5年大力核销处置不良资产，叠加近2年向零售倾斜的信贷结构调整，19年融资向好，经济或企稳，支撑资产质量平稳或向好；4) 资管新规对银行中收影响的最大时期或已过去。综合来看，对银行基本面预期不必过于悲观，也不该简单类比08-09年宽松周期带来的后续银行风险暴露问题。

资金面利好明显，外资、险资等中长线资金布局力度或将加大

年初以来北上资金净流入银行板块规模居前，持续青睐大盘蓝筹股，伴随海外指数纳入A股程度不断提升，我们预计年内为银行板块带来较多增量资金。在切换至IFRS9新会计准则下，保险资金权益投资更倾向于增持低估值高分红标的，以平抑对利润表波动的影响。

险资、外资等中长线资金在未来两年布局力度的加大，将对基本面平稳的银行板块估值构成较强支撑。

5. 风险提示

标准化资产认定细则趋向严格；实体融资需求不佳等。

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