

银行

证券研究报告

2019年09月06日

从银行中报看，上半年信贷放给了哪些行业？

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业研究简报:8月信贷增长平稳,社融增速略降》 2019-09-04
- 《银行-行业研究简报:9月策略:中报业绩较好,短期关注滞涨标的》 2019-09-01
- 《银行-行业研究周报:创设标准化票据加大对中小银行流动性支持》 2019-08-18

前7月信贷投放较多,但信贷需求难乐观

19年前7月信贷投放较多。19年前7月新增贷款10.73万亿元,同比多增0.25万亿;其中,住户贷款+4.27万亿,企业贷款+6.56万亿,企业贷款在前7月新增贷款中占比较高。19年前7月新增贷款量亦是历史同期新高。

新增信贷结构一般。19年前7月新增贷款10.73万亿,多增主要来自短贷和票据融资;对公与个贷来看,企业贷款为同比多增之主力,个贷4.27万亿与17/18年同期接近。深入去看,19年前7月新增贷款中企业中长期较18年同期略低,企业贷款多增主要是票据融资。

信贷投放以基建、房地产为主,上半年亦是如此

上半年信贷主要投向个人住房贷款、基建及房地产。1H19上市银行个贷增加2.48万亿,其中,个人住房贷款增加1.66万亿;对公贷款增加2.84万亿,增量排名前五行依次为:租赁和商业服务业(6188亿)、房地产(5949亿)、交通运输、仓储和邮政业(4175亿)、水利、环境和公共设施管理业(2732亿)、建筑业(2621亿),其中除房地产外,均与基建相关。

银行信贷投放中房地产占比高。1H19上市银行整体新增贷款5.9万亿中,个人住房贷款+1.66万亿,房地产业企业贷款+5949亿,合计占比达38%。

预计19年社融21.5万亿,社融增速9.9%

1H19涉房信贷投放占上市银行新增贷款的近40%,随着房地产融资政策显著收紧,预计信贷投放压力将明显增大。预计全年新增贷款16.2万亿,与18年接近。

随着信托通道业务收紧、年内专项债发行接近尾声及18Q4社融增量较大,我们预计后续社融增速延续回落,年底至9.9%左右。一般而言,考虑到社融增速之下行,未来经济或小幅下行。

投资建议:银行板块估值低,性价比较高

近期,随着房地产融资政策明显收紧,后续信贷投放压力加大。我们预计社融增速已阶段性见顶,年末下行至9.9%左右。银行息差预计将小幅收窄,盈利增速预计小幅承压但保持相对平稳。近期,政策再次提出加大逆周期调节力度,后续或有托底政策,防止经济明显下行。

当前银行板块估值低,低估值是很大的支撑;股息率较高,性价比较高。短期建议关注低估值且基本面较好的滞涨标的,如光大、工行、成都等,关注建行H股等。9月首推光大银行。中长期看好零售银行新龙头-平安银行。

风险提示: 贸易摩擦走向极端;资产质量大幅恶化;贷款利率显著下降等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-09-05	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601818.SH	光大银行	3.94	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	6.16	5.63	5.18	4.69
601398.SH	工商银行	5.50	增持	0.84	0.87	0.91	0.95	6.55	6.32	6.04	5.79
000001.SZ	平安银行	14.58	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	10.06	8.63	7.11	5.90
601838.SH	成都银行	8.36	买入	1.29	1.51	1.77	2.06	6.48	5.54	4.72	4.06
601166.SH	兴业银行	17.85	买入	2.92	3.14	3.54	3.98	6.11	5.68	5.04	4.48

资料来源:天风证券研究所,注:PE=收盘价/EPS



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 前 7 月信贷投放较多，但信贷需求不乐观.....	3
2. 上半年信贷究竟放给了哪些行业?	4
2.1. 上半年贷款放给了哪些行业?	4
2.2. 信贷投放行业变迁.....	6
3. 信贷投放节奏或放缓，社融增速回落.....	7
3.1. 预计下半年信贷投放略放缓，全年新增贷款 16.5 万亿.....	7
3.2. 预计全年社融 21.5 万亿，社融增速 9.9%.....	7
4. 投资建议：银行板块估值低，性价比较高	9
5. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：自 2007 年以来，19 年前 7 月新增贷款创新高（每年前 7 月新增贷款，亿元）.....	3
图 2：19 年前 7 月住户新增贷款同比接近（亿元）	3
图 3：19 年前 7 月企业贷款增量中票据融资贡献大幅上升（亿元）	3
图 4：A 股上市银行 2018 年及 1H19 新增贷款情况（亿元）	4
图 5：上市银行 1H19 新增贷款情况（亿元）	5
图 6：最新口径社融所包含的各项目.....	7
图 7：预计社融增速已经阶段性见顶，19Q4 社融增速回落	9
表 1：A 股上市银行整体新增贷款行业分布情况（亿元）	5
表 2：A 股上市银行整体贷款行业变迁（亿元）	6
表 3：自 2012 年以来，A 股上市银行整体贷款行业分布变迁	7
表 4：19 年 8-12 月各月份社融分项预测（亿元）	8

信贷是投资的主要资金来源，在债务驱动的经济体中，投资对经济增长格外重要。因而，信贷对经济增长的影响很大。在我国，市场参与者经常通过分析信贷及社融数据来窥测经济当前情况以及并借以预测未来。

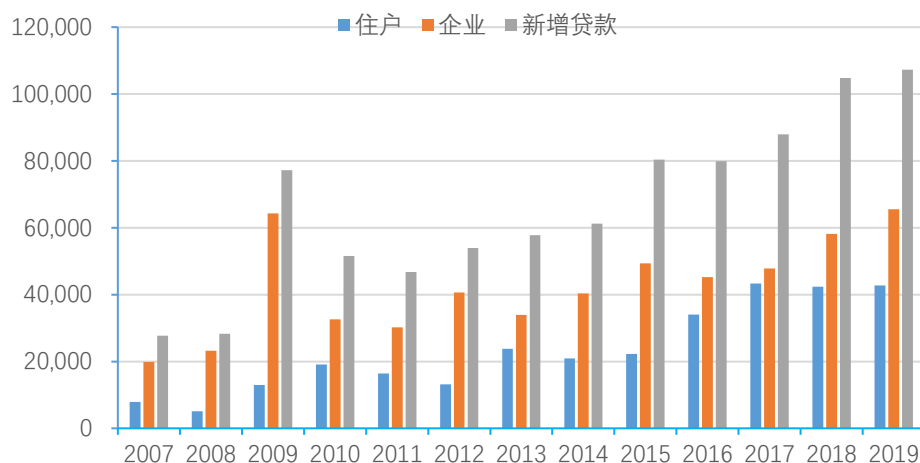
不过，随着经济转型，新经济、新产业对信贷融资的容纳量有限，且伴随着企业融资从间接融资转向直接融资，企业贷款增速下滑难以避免。

在货币政策偏宽松的大背景下，信贷投放的关键在于实体融资需求旺盛与否（及银行风险偏好）。尽管前7月信贷投放较多，但由于一般企业信贷需求不强，叠加房地产融资政策进一步收紧，未来信贷投放压力加大。

1. 前7月信贷投放较多，但信贷需求不乐观

19年前7月信贷投放较多。19年前7月新增贷款10.73万亿元，同比多增0.25万亿；其中，住户贷款+4.27万亿，企业贷款+6.56万亿，企业贷款在前7月新增贷款中占比较高。19年前7月新增贷款量亦是历史同期新高，绝对量很大。

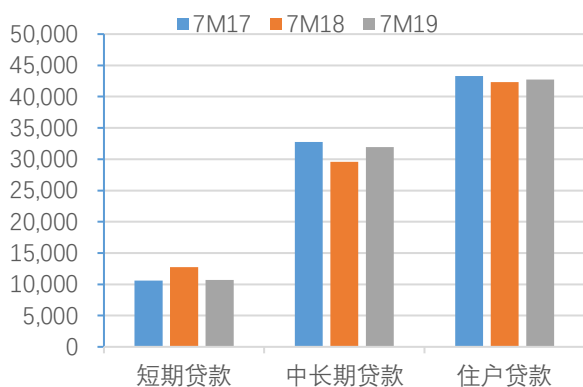
图1：自2007年以来，19年前7月新增贷款创新高（每年前7月新增贷款，亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

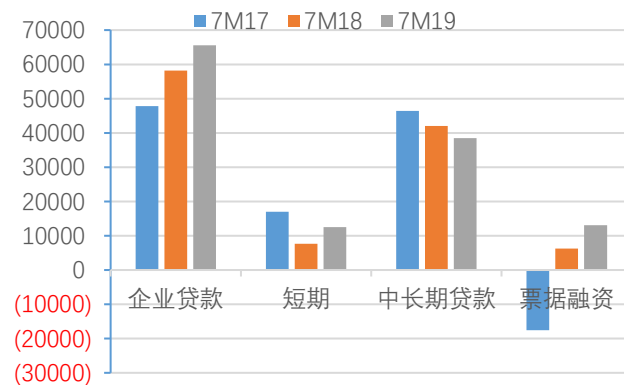
新增信贷结构一般。19年前7月新增贷款10.73万亿，多增主要来自短贷和票据融资；对公与个贷来看，企业贷款为同比多增之主力，个贷4.27万亿与17/18年同期接近。深入去看，19年前7月新增贷款中企业中长期较18年同期略低，企业贷款多增主要是票据融资。一般而言，企业中长期贷款对应投资需求，短期贷款与票据融资对应日常经营资金需求。

图2：19年前7月住户新增贷款同比接近（亿元）



资料来源：人民银行官网，天风证券研究所

图3：19年前7月企业贷款增量中票据融资贡献大幅上升（亿元）



资料来源：人民银行官网，天风证券研究所

票据融资与企业短期贷款存有一定替代关系，票据融资成本较低，有利于降低实体经济融资成本。由于票据融资计入信贷，经常被银行当做信贷规模的“调节器”。一般来说，当企业融资需求不足、信贷额度充足时，银行会通过增加票据融资先把额度占上，待融资需求强劲、信贷额度紧缺时，可以通过减少票据融资来腾挪信贷额度，以增加一般企业贷款投放。

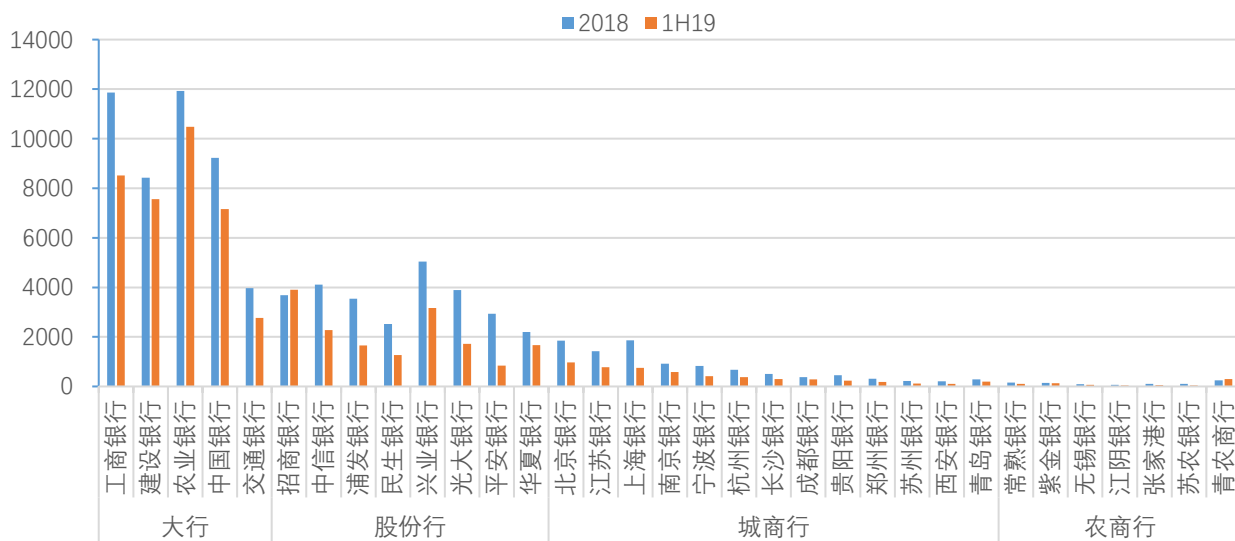
由于货币政策的逆周期性，经济下行压力大时为了托底经济，监管往往鼓励银行加大信贷投放，信贷额度较充裕。19年前7月新增贷款总量虽高，但其结构中企业中长期贷款同比少增，票据融资占比高反映出企业融资需求不够旺盛。

2. 上半年信贷究竟放给了哪些行业？

目前，A股共有上市银行33家，包括四大行及多数股份行及部分城商行和农商行。A股上市银行整体19H1贷款余额达92.72万亿元，占19年6月末的金融机构贷款145.97万亿的63.5%；1H19新增贷款达5.90万亿元，占同期金融机构新增贷款9.67万亿的61%。可以说，上市银行整体数据具有很强的代表性。

大行信贷投放力度较大。1H19五大行新增贷款3.65万亿，为2018年全年新增贷款的80.3%，信贷投放节奏明显提前；其中，农行上半年新增贷款达1.05万亿元，为所有银行之首。1H19上市股份行合计新增贷款1.65万亿，为18年全年增量的59%，投放节奏正常；上市城农商行合计新增贷款6029亿元，为18年全年增量的56%，节奏略慢。

图4：A股上市银行2018年及1H19新增贷款情况（亿元）



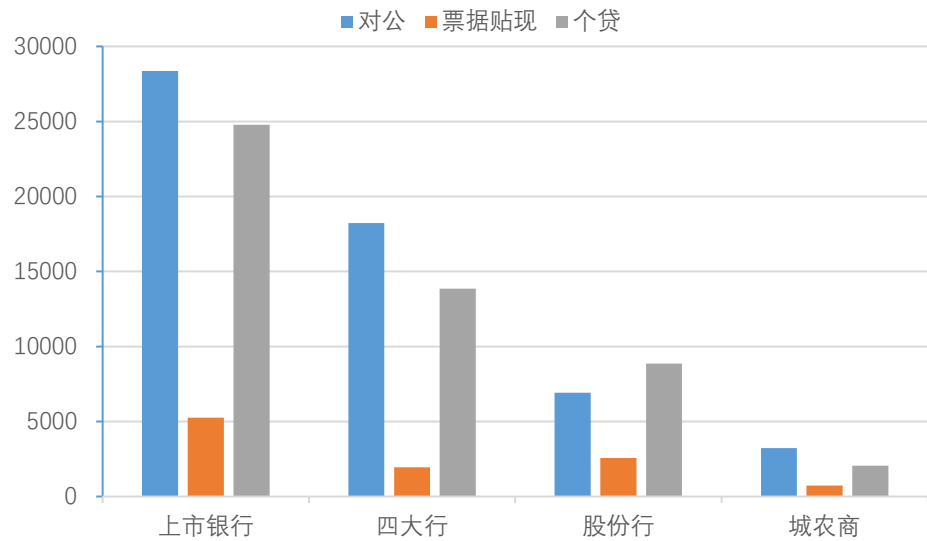
资料来源：WIND，天风证券研究所

2.1. 上半年贷款放给了哪些行业？

那么，上半年贷款究竟放给了哪些行业？

上半年A股上市银行新增贷款合计达5.9万亿，其中，对公贷款+2.84万亿，个贷+2.48万亿，票据贴现+0.53万亿。具体来看，四大行上半年新增贷款3.37万亿，对公占比较高；而上市股份行新增贷款1.65万亿中，个贷高于对公，这也与很多股份行大力推动零售转型相关。

图 5：上市银行 1H19 新增贷款情况（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

上半年信贷主要投向住房按揭、基建及房地产。1H19 上市银行个贷增加 2.48 万亿，其中，个人住房贷款增加 1.66 万亿；对公贷款增加 2.84 万亿，增量排名前五行依次为：租赁和商业服务业（6188 亿）、房地产（5949 亿）、交通运输、仓储和邮政业（4175 亿）、水利、环境和公共设施管理业（2732 亿）、建筑业（2621 亿），其中除房地产外，均与基建相关。租赁和商业服务业贷款主要是给融资平台公司的。

制造业贷款恢复增长。2018 年，上市银行整体制造业贷款下降 762 亿元，1H19 则增加 1909 亿，这与监管鼓励加大制造业贷款投放力度有关，制造业贷款增量主要来自四大行。

银行信贷投放中房地产占比高。1H19 上市银行整体新增贷款 5.9 万亿中，个人住房贷款 +1.66 万亿，房地产业企业贷款 +5949 亿，合计占比达 38%。考虑到个人消费贷及经营贷可能部分流向房地产，新增贷款中涉及房地产的占比接近 40%。

表 1：A 股上市银行整体新增贷款行业分布情况（亿元）

	2018	1H19	17 年末不良率
制造业	(762)	1909	4.20%
批发和零售	(3348)	(56)	4.70%
交通运输、仓储和邮政业	5961	4175	0.70%
房地产业	8123	5949	1.10%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1856	902	0.50%
建筑业	2192	2621	1.80%
采矿业	(1166)	(215)	3.70%
信息传输、软件和信息技术服务	189	216	1.10%
金融业	3884	2066	0.30%
水利、环境和公共设施管理业	4428	2732	0.10%
租赁和商务服务业	5530	6188	0.60%
对公合计	27,237	28,431	
个贷合计	49,871	24,788	
信用卡	11,320	3,479	
个人住房贷款	29,807	16,579	
贴现	9,563	5,251	

资料来源：WIND，天风证券研究所

19Q4 信贷投放压力加大。房地产在银行信贷投放中占比较高，特别是个人住房按揭贷款，

风险低而利率较高，性价比高。随着房地产融资政策进一步大幅收紧，银行涉房贷投放受影响较大，预计后续信贷投放压力明显加大，资产荒加剧。

2.2. 信贷投放行业变迁

随着中国经济由高速发展阶段进入中高速阶段，经济下行之下，制造业及批发零售业不良大量爆发，损失巨大，使得银行对这两个行业的信贷投放趋于审慎。另外一方面，优质制造业发债增加，由间接融资转向直接融资。自 2012 年以来，上市银行整体对制造业和批发零售业贷款增长陷入停滞。1H19 上市银行整体制造业贷款约 9.36 万亿元，跟 12 年末相差不多；批发零售业贷款 3.36 万亿，与 12 年末差不多。

与之相反的是，随着居民收入增长，零售银行重要性与日俱升，商业银行出于商业考虑，纷纷加大零售转型，个贷增长明显提速。特别是，1H19 上市银行整体个人住房贷款达 24 万亿，较 12 年末的 7.28 万亿增加了 2 倍多。

新经济新产业信贷容纳量较小。由于计算机等新产业股权融资较多，且体量不大，信贷容纳量与传统的房地产等相差巨大。1H19 上市银行信息传输、软件和信息技术服务业贷款余额 2382 亿元，较 12 年末翻倍，但信贷融资体量与传统产业相差甚远。

表 2：A 股上市银行整体贷款行业变迁（亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
制造业	88190	94676	96896	96429	92622	92428	91666	93575
批发和零售	34308	41308	43293	42476	39522	37033	33684	33629
交通运输、仓储和邮政业	42945	47159	52702	57970	63636	71036	76997	81172
房地产业	31993	36482	42035	44621	43809	48690	56813	62762
电力、热力、燃气及水生产和供应业	25527	25814	28348	31105	34248	39852	41708	42610
建筑业	13039	15768	17937	18681	18466	19776	21968	24589
采矿业	13179	14909	16704	17328	16693	16448	15283	15067
信息传输、软件和信息技术服务	1175	941	767	912	1715	1977	2167	2382
住宿和餐饮业	1566	2770	3062	3116	850	801	779	736
农、林、牧、渔	473	1661	2118	2036	1993	1761	2068	2173
金融业	1854	2499	5574	9439	17363	13983	17867	19933
水利、环境和公共设施管理业	985	16777	18822	20040	23939	30744	35171	39575
租赁和商务服务业	1893	31451	37731	43109	51334	65097	70627	76815
教育	105	995	1102	1089	1078	1007	969	1040
对公合计	322,489	357,781	390,958	412,339	434,310	475,001	499,392	527,760
个贷合计	116,571	142,317	164,087	192,492	241,346	291,560	341,431	366,218
信用卡	12,826	18,306	23,292	28,317	34,970	46,953	58,273	61,753
个人住房贷款	7,284	84,508	98,610	120,760	162,484	193,857	223,663	240,242
贴现	11,304	9,794	15,462	25,684	31,501	17,539	27,102	32,353

资料来源：WIND，天风证券研究所

除制造业、房地产外，对公贷款主要投向了交通运输、仓储和邮政业、租赁和商务服务业、水利、环境和公共设施管理业、建筑业等与基建密切相关的行业。可以说，对公贷款主要投向是基建、房地产和制造业。

随着经济转型，由投资驱动走向消费驱动，基建投资、房地产等式微，银行企业贷款投放面临需求萎靡之局面。新兴产业直接融资占比高，间接融资占比低。此外，叠加直接融资对间接融资之替代，企业贷款增速或面临长时间下行。

伴随着产业变迁和融资结构的变化，银行信贷结构也在发生很大的变化：1) 制造业和批发零售业贷款占比大幅下降；2) 个贷崛起，特别是个人住房贷款占比显著提升；3) 与消

费相关的信用卡贷款占比提升显著。

表 3：自 2012 年以来，A 股上市银行整体贷款行业分布变迁

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
制造业	19.57%	18.57%	16.98%	15.29%	13.10%	11.79%	10.56%	10.09%
批发和零售	7.61%	8.10%	7.59%	6.74%	5.59%	4.72%	3.88%	3.63%
交通运输、仓储和邮政业	9.53%	9.25%	9.24%	9.19%	9.00%	9.06%	8.87%	8.75%
房地产业	7.10%	7.15%	7.37%	7.08%	6.20%	6.21%	6.54%	6.77%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	5.66%	5.06%	4.97%	4.93%	4.84%	5.08%	4.80%	4.60%
建筑业	2.89%	3.09%	3.14%	2.96%	2.61%	2.52%	2.53%	2.65%
采矿业	2.92%	2.92%	2.93%	2.75%	2.36%	2.10%	1.76%	1.62%
信息传输、软件和信息技术服务	0.26%	0.18%	0.13%	0.14%	0.24%	0.25%	0.25%	0.26%
农、林、牧、渔	0.10%	0.33%	0.37%	0.32%	0.28%	0.22%	0.24%	0.23%
金融业	0.41%	0.49%	0.98%	1.50%	2.46%	1.78%	2.06%	2.15%
水利、环境和公共设施管理业	0.22%	3.29%	3.30%	3.18%	3.39%	3.92%	4.05%	4.27%
租赁和商务服务业	0.42%	6.17%	6.61%	6.84%	7.26%	8.30%	8.13%	8.28%
对公合计	71.56%	70.17%	68.53%	65.40%	61.42%	60.58%	57.52%	56.92%
个贷合计	25.87%	27.91%	28.76%	30.53%	34.13%	37.18%	39.32%	39.50%
信用卡	2.85%	3.59%	4.08%	4.49%	4.95%	5.99%	6.71%	6.66%
个人住房贷款	16.16%	16.57%	17.28%	19.15%	22.98%	24.72%	25.76%	25.91%
贴现	2.51%	1.92%	2.71%	4.07%	4.45%	2.24%	3.12%	3.49%

资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 信贷投放节奏或放缓，社融增速回落

3.1. 预计下半年信贷投放略放缓，全年新增贷款 16.5 万亿

企业信贷需求不乐观。地方隐性债务严控，国企控资产负债率，贸易形势不明确使得企业投资动力不强。另外，高风险机构处置影响外溢可能使得部分中小行同业负债以及企业存款吸收能力下降，负债的被动下降或使得其信贷投放受到一定影响。

此外，个贷俨然成为不少银行信贷投放重心，但当前住户部门杠杆率已明显上升，与互联网平台合作的消费贷款政策亦有收紧之可能，个贷风险也有所暴露，个贷虽能维持较快增长，但高增的压力隐现。

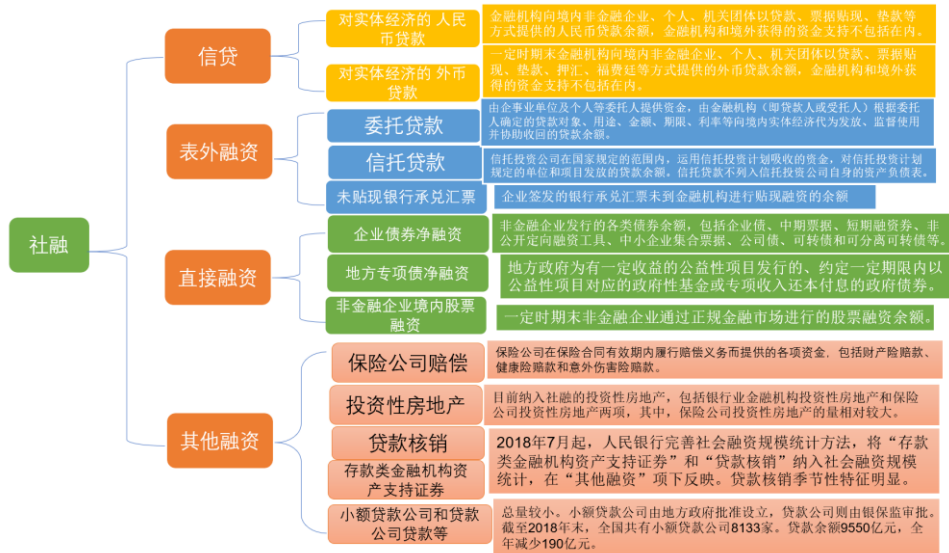
1H19 涉房信贷投放占上市银行新增贷款的近 40%，随着房地产融资政策显著收紧，预计信贷投放压力将明显增大。

总而言之，我们认为，后续信贷投放节奏将放缓，预计全年新增贷款 16.2 万亿（18 年为 16.2 万亿）。由于前 7 月新增贷款达 10.73 万亿，预计 8-12 月新增贷款约 5.5 万亿，同比略微少增。

3.2. 预计全年社融 21.5 万亿，社融增速 9.9%

M2 是立足金融机构负债端来统计指标，而社融则由资产端出发。2011 年央行开始按季度披露社融增量数据，从 2012 年改为按月发布。期间，社融口径有所变化，央行适时拓展了社融的统计范围。最新口径的社融可分为四大块：信贷、表外融资、直接融资、其他；可进一步细分 13 小项。

图 6：最新口径社融所包含的各项目



资料来源：央行官网，盛松成等《社融融资规模理论与实践（第三版）》，天风证券研究所

随着信托同业通道业务收紧，强监管延续，信托贷款降幅预计扩大，表外融资负增长延续。

我们预计 19 年社融 21.5 万亿，社融增速 9.9%。其中，对实体经济贷款（含外币贷款）16.2 万亿，表外融资-1.75 万亿，直接融资 5.15 万亿（其中专项债 2.15 万亿），其他融资（贷款核销等）1.9 万亿。

19 年前 7 月社融 14.23 万亿，月均 2.03 万亿；预计余下 8-12 月月均社融 1.45 万亿。

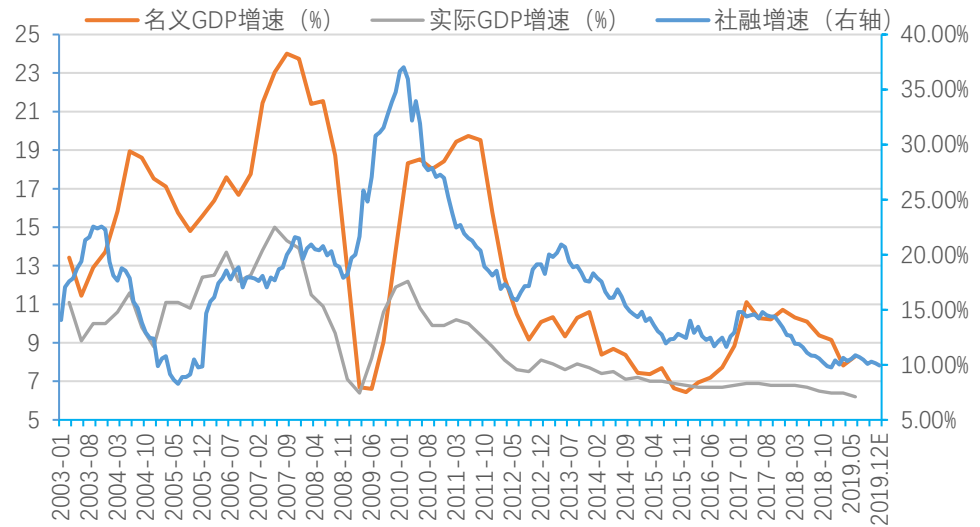
表 4：19 年 8-12 月各月份社融分项预测（亿元）

	社融	RMB 贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现	企业债券	股票融资	专项债	贷款核销	社融增速
2019.01	46400	35700	343	-699	345	3786	4990	293	1088		10.39%
2019.02	7030	7641	-105	-508	-37	-3103	805	119	1771		10.03%
2019.03	28600	19591	3	-1070	528	1366	3276	118	2532		10.64%
2019.04	13600	8733	-330	-1199	129	-357	3574	262	1679		10.35%
2019.05	14000	11900	191	-631	-52	-770	476	259	1251		10.54%
2019.06	22600	16718	-4	-827	15	-1311	1291	153	3579		10.86%
2019.07	10100	8086	-221	-987	-676	-4563	2240	593	4385		10.68%
2019.08E	17038	11500	-100	-700	-1300	0	2500	400	3500	407	10.47%
2019.09E	16603	12500	-100	-500	-1000	100	2000	400	1300	1712	10.10%
2019.10E	12036	10000	-100	-400	-1000	100	1500	400	500	545	10.30%
2019.11E	13842	11000	-100	-400	-800	100	2000	400	100	829	10.16%
2019.12E	12771	9000	-100	-400	-800	100	1000	400	100	2618	9.93%

资料来源：央行官网，天风证券研究所

预计年末社融增速回落至 9.9%左右。18 年 8 月社融达 1.94 万亿，基数较高，由于 8 月社融同比少增，预计 8 月社融增速环比降至 10.5%，社融增速拐点进一步明确。随着年内专项债发行接近尾声及 18Q4 社融增量较大，我们预计后续社融增速延续回落，年底至 9.9%左右。一般而言，考虑到社融增速之下行，未来经济或小幅下行。

图 7：预计社融增速已经阶段性见顶，19Q4 社融增速回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 投资建议：银行板块估值低，性价比较高

银行对公信贷主要投向基建、房地产和制造业；个贷则主要是住房按揭贷款和消费贷款（含信用卡）。随着经济转型，房地产及基建投资式微，预计企业贷款需求将面临长期下滑，零售贷款占比仍将持续上升。

近期，随着房地产融资政策明显收紧，后续信贷投放压力显著加大，资产荒加剧。我们预计社融增速已阶段性见顶，年末下行至 9.9% 左右。信贷需求一般，经济下行压力加大，银行息差预计将小幅收窄，盈利增速预计小幅承压但保持相对平稳。近期，政策再次提出加大逆周期调节力度，后续或有托底政策，防止经济明显下行。

当前银行板块估值低，低估值是很大的支撑；股息率较高，性价比较高。短期建议关注低估值且基本面较好的滞涨标的，如光大银行、工商银行、成都银行等，关注建行 H 股等。9 月首推光大银行。中长期看好零售银行新龙头-平安银行。

5. 风险提示

贸易摩擦走向极端；资产质量大幅恶化；贷款利率显著下降等。

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