

银行

证券研究报告

2021年04月18日

1年期存单占比维持高位，机构3月份CD配置量大增：银行债务融资周报（4.10-4.16）

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

郭其伟

分析师

SAC执业证书编号：S1110521030001

朱于敏

分析师

SAC执业证书编号：S1110518090006
zhuyutian@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:理财收益率平稳：银行理财周报（4/5-4/11）》2021-04-15
- 《银行-行业研究简报:3月金融数据点评：紧信用如约而至》2021-04-13
- 《银行-行业研究简报:如何从新视角评估农商行的信用风险》2021-04-13

NCD实际发行利率平稳，短期限信用利差收窄

本期（4.10-4.16）所有实际发行同业存单的平均票面利率为3.00%，与上期（4.3-4.9）持平。1）分评级：AAA级存单利率为2.86%，环比下降2BP；AA+级存单利率为3.14%，较上期上升5BP；AA级存单利率为3.31%，环比上升4BP。2）分主体：国有行\股份行\城商行\农商行存单发行利率为2.92%\2.79%\3.06%\2.87%，国有行存单实际发行利率较上期下降6BP。3）分期限结构：1M\3M\6M\9M\1Y期存单利率为2.46%\2.78%\3.00%\3.08%\3.30%，1M\3M\9M\1Y期限存单利率较上期有小幅下降。

短期限同业存单信用利差大幅收窄。本期3月期AAA\AA+级同业存单信用利差分别为58BP\79BP，分别较上期下降7BP\8BP；3月期国有行\股份行\城商行\农商行同业存单信用利差分别为42BP\28BP\80BP\68BP，分别较上期下降9BP\22BP\4BP\6BP，短期限存单信用利差收窄。

NCD发行量小幅上升，1Y存单发行量占比保持较高水平

本期同业存单实际发行量为5549.5亿元，环比增加107.5亿元。同业存单到期量为3153.5亿元，环比增加575.8亿元；同业存单净融资额为2396.1亿元，环比减少468.3亿元。1）分评级：AAA级发行占比为91.17%，AA+级存单发行占比为6.73%，AA+级存单发行占比提高。2）分主体：国有行\股份行\城商行\农商行同业存单发行占比为15.13%\33.95%\41.05%\8.67%，国有行\股份行存单发行量降幅较大。3）分期限结构：1M\3M\6M\9M\1Y期同业存单占比分别为7.53%\11.57%\14.95%\2.78%\63.15%，1M\6M\9M存单发行量占比上升，1Y存单发行量占比仍旧最高。

NCD发行笔数略降，募集成功率小幅下降

本期（4.10-4.16）同业存单总计发行729笔。其中，AAA级同业存单发行396笔，AA+级发行221笔；城商行\农商行发行存单449笔\132笔，环比增加84笔\16笔。同业存单总体募集成功率88%，较上期下降3pct；AA+级存单募集成功率58%，环比下降2pct。

广义基金21M3同业存单持有量大幅上升

截至3月底，上清所同业存单托管总量119462亿元，存单持有前三的机构为商业银行\广义基金\特殊结算成员，分别持有28946\60329\8068亿元。3广义基金存单持有量大增，商业银行中，股份行和城商行存单持有量下降。

商业银行债信用利差扩大，转债整体下跌

本期商业银行共发行7只其他类型债券，九江银行/民生银行发行永续债。本期转债整体下跌，上银转债、浦发转债、中信转债已达到转股价下修条件，青农转债下修转股价格至4.47元/股。

风险提示：负债成本大幅上升；信用利差大幅上升；流动性收紧过快。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-04-16	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020A/E	2021E	2022E	2019A	2020A/E	2021E	2022E
601658.SH	邮储银行	5.49	买入	0.71	0.69	0.75	0.86	7.73	7.96	7.32	6.38
000001.SZ	平安银行	20.26	买入	1.45	1.49	1.75	1.98	13.97	13.60	11.58	10.23
600036.SH	招商银行	49.74	买入	3.68	3.86	4.45	5.03	13.52	12.89	11.18	9.89
601128.SH	常熟银行	7.29	买入	0.65	0.66	0.73	0.84	11.22	11.05	9.99	8.68

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价\EPS

内容目录

1. NCD 实际发行利率平稳，短期限信用利差收窄	4
1.1. 整体同业存单发行利率与上期持平	4
1.2. 短期限同业存单信用利差收窄	5
2. 同业存单发行量小幅上升，6M 存单发行量占比持续上升	6
2.1. 本期同业存单发行量、到期量双升	6
2.2. 6 月期同业存单发行占比上升	7
3. 同业存单发行笔数略增，募集成功率小幅下降	7
3.1. 国有行同业存单发行笔数略减	7
3.2. 平安银行存单发行量、兴业银行存单到期量第一	8
4. 广义基金 21M3 同业存单持有量大幅上升	9
5. 商业银行债信用利差小幅扩大，转债多数下跌	10
5.1. 本期 2 家银行发行永续债	10
5.2. 商业银行债信用利差扩大	10
5.3. 本期转债大多数小幅下跌	11
6. 风险提示	13

图表目录

图 1: 本期整体同业存单实际发行利率与上期持平 (%)	4
图 2: 本期国有行同业存单实际发行利率小幅下降 (%)	4
图 3: 本期 3M\9M 期限同业存单实际发行利率下降幅度较大 (%)	4
图 4: 本期短期限同业存单信用利差下降幅度较大 (%)	5
图 5: 本期短期限商业银行存单信用利差收窄 (%)	5
图 6: 本期同业存单发行量、到期量均有小幅上升 (亿元)	6
图 7: 本期国有行\股份行同业存单发行量下降幅度较大 (亿元)	7
图 8: 本期仅农商行净融资额为负 (亿元)	7
图 9: 本期 6 月期同业存单发行占比上升	7
图 10: 上期 1 年期同业存单发行占比最大	7
图 11: 本期平安银行存单发行总额第一	8
图 12: 本期兴业银行存单到期额第一	8
图 13: 浦发银行同业存单余额第一 (亿元)	9
图 14: 广义基金存单持有量大幅上升 (亿元, 截至 21 年 3 月末)	9
图 15: 股份行、城商行减持同业存单 (亿元)	9
图 16: 上清所 AAA 级商业银行债信用利差较上期小幅扩大 (%)	10
图 17: 本期商业银行转债转股溢价率整体上升 (%)	11
图 18: 青农转债相对股性较强 (截至 4 月 16 日)	12
表 1: 本期 AAA 级同业存单量发行量占比保持较高水平 (亿元)	6

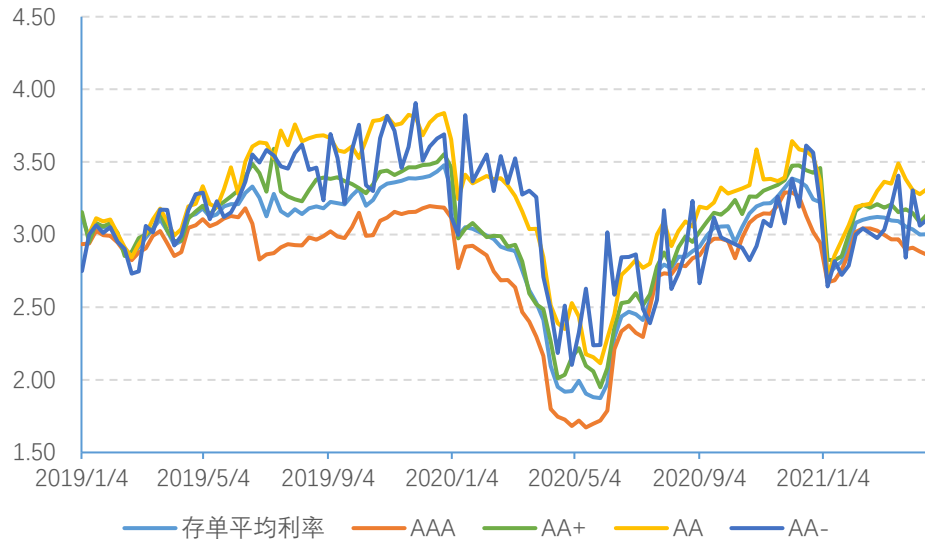
表 2：本期同业存单整体发行笔数较上期略增（笔）	8
表 3：本期整体同业存单募集成功率较上期小幅下降	8
表 4：本期商业银行共发行 7 支其他类型债券	10
表 5：本期转债整体呈下跌趋势	11
表 6：本期青农商行下调转股价	12

1. NCD 实际发行利率平稳，短期限信用利差收窄

1.1. 整体同业存单发行利率与上期持平

本期整体同业存单实际发行利率与上期持平。本期（4.10-4.16）所有实际发行同业存单的平均票面利率为 3.00%，与上期（4.3-4.9）持平。从评级来看，AAA\AA+\AA\AA-级同业存单平均票面利率为 2.86%\3.14%\3.31%\3.10%。本期 AA+\AA\AA-级同业存单实际发行利率较上期分别上升 5BP\4BP\4BP，AAA 级存单发行利率较上期下降 2BP。

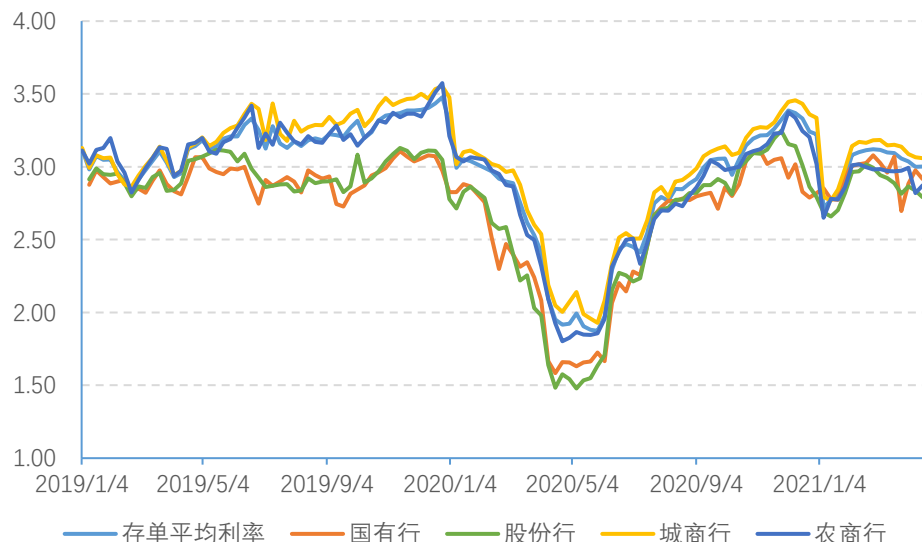
图 1：本期整体同业存单实际发行利率与上期持平（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

本期国有行同业存单实际发行利率小幅下降（含所有期限）。本期（4.10-4.16）国有行\股份行\城商行\农商行同业存单发行利率为 2.92%\2.79%\3.06%\2.87%，国有行存单实际发行利率较上期下降 6BP，较上期小幅下降。股份行\城商行\农商行存单利率环比 -5BP\ -1BP\ +5BP，农商行存单实际发行利率小幅上升。

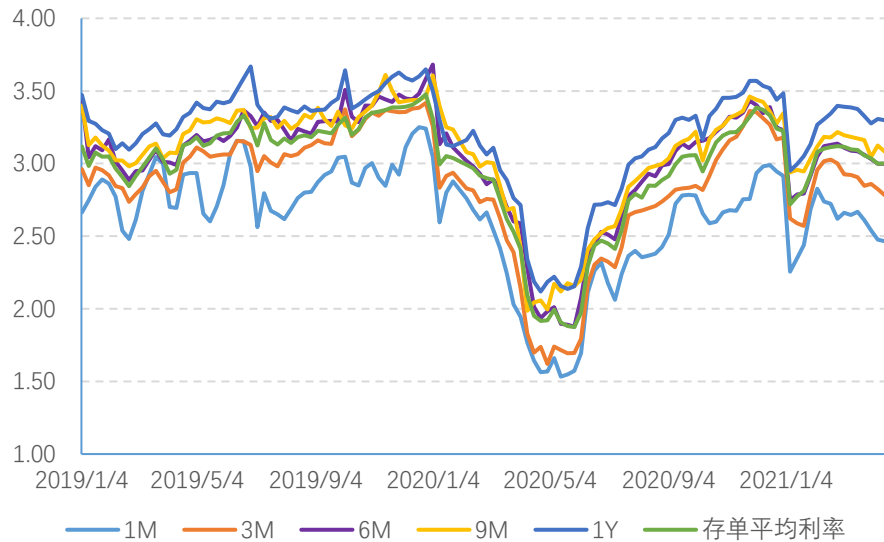
图 2：本期国有行同业存单实际发行利率小幅下降（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

本期 3M\9M 期限同业存单实际发行利率下降幅度较大。本期（4.10-4.16）1月\3月\6月\9月\12月期同业存单发行平均票面利率为 2.46%\2.78%\3.00%\3.08%\3.30%。3月\9月同业存单实际发行利率均环比下降 4BP，其余期限存单实际发行利率基本较上期持平。

图 3：本期 3M\9M 期限同业存单实际发行利率下降幅度较大（%）

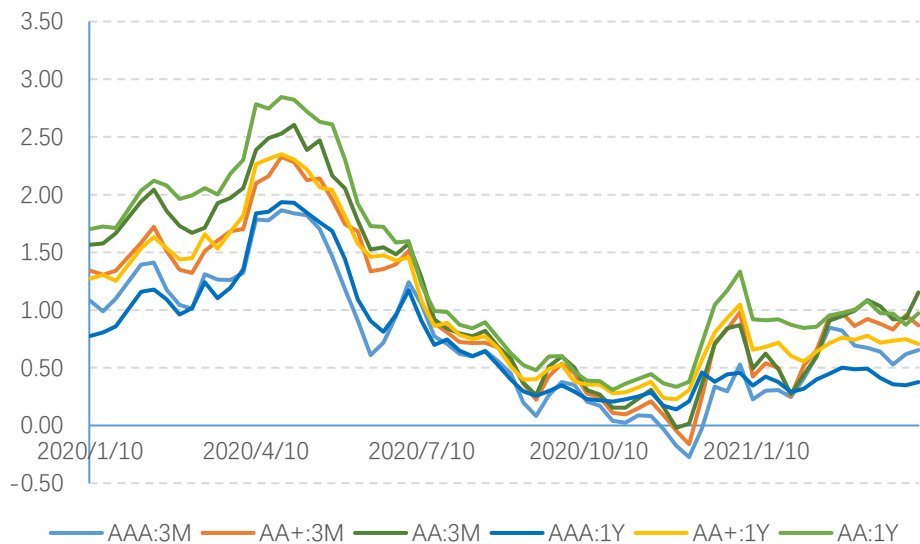


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 短期限同业存单信用利差收窄

本期短期限同业存单信用利差下降幅度较大。本期（4.10-4.16）3 月期 AAA\AA+\AA 级存单信用利差分别为 58BP\79BP\110BP, 分别较上期下降 7BP\8BP\5BP, 信用利差降幅较大。1 年期 AAA\AA+\AA 级存单信用利差分别为 42BP\75BP\107BP, 1 年期 AAA\AA+\AA 级存单利差环比上升 4\4\1BP。

图 4：本期短期限同业存单信用利差下降幅度较大（%）

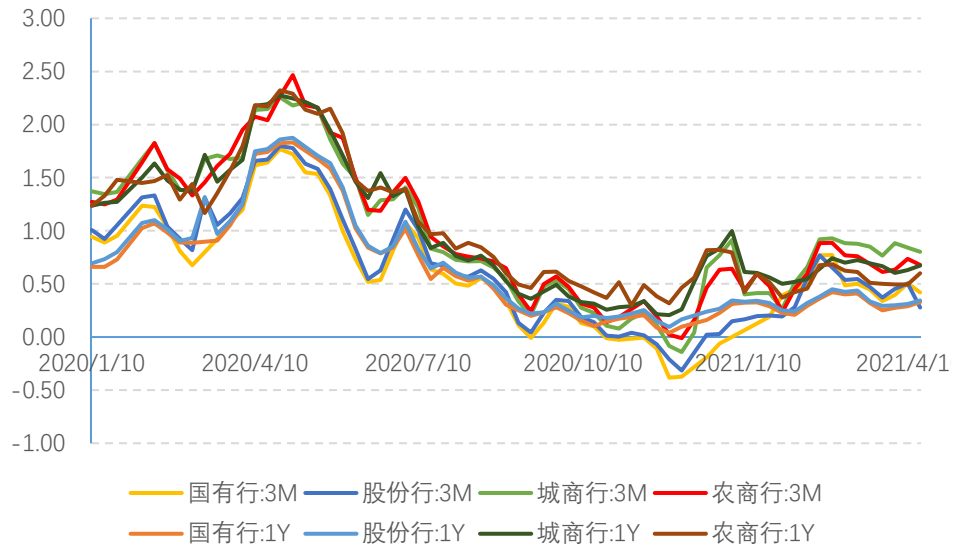


资料来源：WIND，天风证券研究所

注：本报告信用利差均为 NCD 到期收益率减去对应期限中债国债到期收益率

本期短期限同业存单信用利差收窄。本期（4.10-4.16）3 月期国有行\股份行\城商行\农商行同业存单信用利差分别为 42BP\28BP\80BP\68BP，分别较上期下降 9BP\22BP\4BP\6BP。1 年期国有行\股份行\城商行\农商行同业存单信用利差分别为 33BP\35BP\67BP\60BP，分别较上期上升 4BP\4BP\4BP\10BP。4 月以来，央行进行小额逆回购操作，银行间资金面整体平衡，短期限同业存单信用利差持续收窄。

图 5：本期短期限商业银行存单信用利差收窄（%）



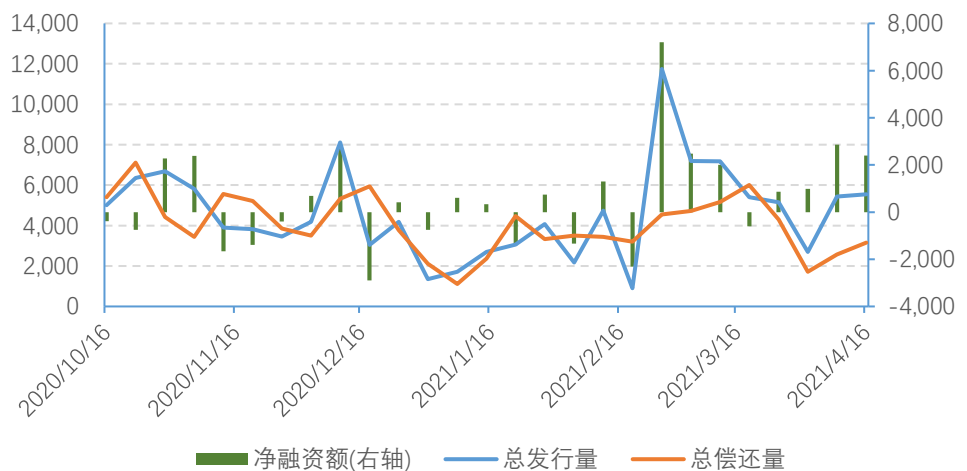
资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 同业存单发行量小幅上升，6M 存单发行量占比持续上升

2.1. 本期同业存单发行量、到期量双升

本期同业存单发行量、到期量均有小幅上升。本期同业存单实际发行量为 5549.5 亿元，环比增加 107.5 亿元；同业存单到期量为 3153.4 亿元，环比增加 575.8 亿元；同业存单净融资额为 2396.1 亿元，环比减少 468.3 亿元。

图 6：本期同业存单发行量、到期量均有小幅上升（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

本期 AAA 级同业存单发行量占比保持较高水平。本期 AAA 级同业存单发行量为 5059.4 亿元，占发行总量比例为 91.17%，环比增加 44.2 亿元；AA+级存单发行量为 373.6 亿元，占发行总量比例为 6.73%，环比上升 0.74pct；AA 级及以下发行总量为 116.5 亿元，占发行总量比例为 2.10%，环比上升 0.25pct。

表 1：本期 AAA 级同业存单量发行量占比保持较高水平（亿元）

	4.10-4.16	占比	4.3-4.9	占比
AAA	5059.4	91.17%	5015.2	92.16%
AA+	373.6	6.73%	325.9	5.99%

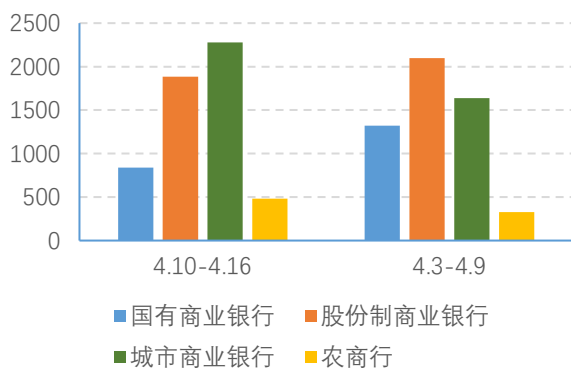
AA 及以下	116.5	2.10%	100.9	1.85%
AA	69.7	1.26%	78.1	1.44%
AA-	31.9	0.57%	12.8	0.24%
A+	13.9	0.25%	9.5	0.17%
A	0.5	0.01%	0.5	0.01%
A-	0.5	0.01%	0	0.00%
BBB	0	0.00%	0	0.00%
合计	5549.5	100.00%	5442	100.00%

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.2. 6 月期同业存单发行占比上升

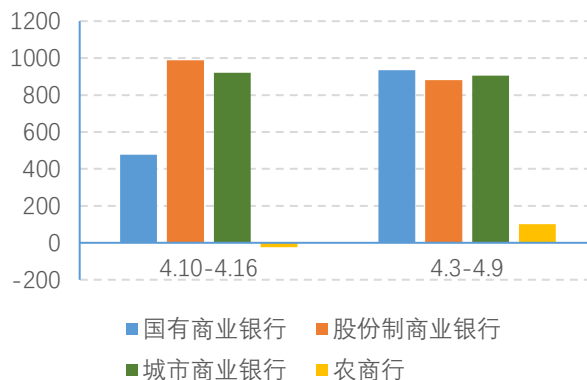
本期国有行\股份行同业存单发行量下降幅度较大。本期国有行\股份行\城商行\农商行同业存单发行量分别为 839.4 亿元\1883.8 亿元\2277.9 亿元\481 亿元，其中国有行同业存单发行量占比大幅下降。城商行同业存单发行量占比达 41.05%，超过股份行。国有行\股份行\城商行\农商行净融资额为 477.3 亿元\987.5 亿元\920.7 亿元\24.1 亿元。本期仅农商行同业存单净融资额为负。

图 7：本期国有行\股份行同业存单发行量下降幅度较大（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

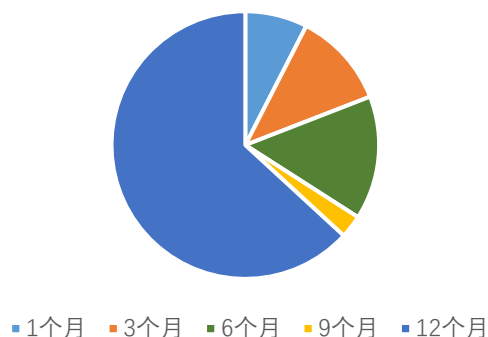
图 8：本期仅农商行净融资额为负（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

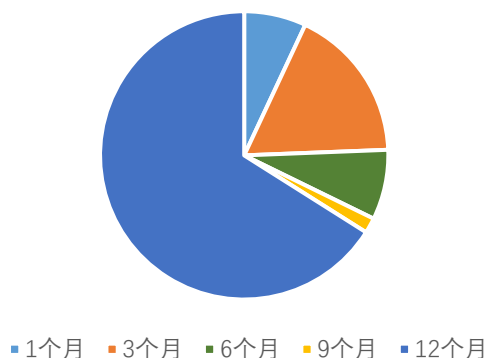
本期 6 月期同业存单发行占比上升。本期 1 月\3 月\6 月\9 月\12 月期存单发行占比分别为 7.53%\11.57%\14.95%\2.78%\63.15%。本期 1M\6M\9M 期限同业存单发行量占比上升，分别较上期上升 0.57%\7.09%\1.06%，12 月期存单发行占比保持较高水平。

图 9：本期 6 月期同业存单发行占比上升



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：上期 1 年期同业存单发行占比最大



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 同业存单发行笔数略增，募集成功率小幅下降

3.1. 国有行同业存单发行笔数略减

本期同业存单整体发行笔数较上期略增。本期总计发行同业存单 729 笔。其中，AAA 级存单发行 396 笔，环比增加 73 笔，AA+级存单发行 221 笔，环比增加 23 笔，AA 级及以下存单发行 112 笔，环比增加 17 笔。国有行\股份行\城商行\农商行存单发行笔数分别为 16 笔\83 笔\449 笔\132 笔。

表 2：本期同业存单整体发行笔数较上期略增（笔）

	合计	AAA	AA+	AA 及以下	国有行	股份行	城商行	农商行
4.10-4.16	729	396	221	112	16	83	449	132
4.3-4.9	616	323	198	95	17	73	365	116
3.27-4.2	478	275	151	52	15	80	277	90
3.20-3.36	724	370	222	132	21	107	459	118
3.13-3.19	791	416	217	158	24	107	494	132

资料来源：WIND，天风证券研究所

本期整体同业存单募集成功率较上期小幅下降。本期总计同业存单募集成功率为 88%，较上期下降 3pct。AAA 级存单募集率为 92%，环比下降 2pct；AA+级存单募集成功率为 58%，环比下降 2pct；AA 级及以下存单募集成功率有所回升。国有商业银行\股份行\城商行\农商行存单募集成功率为 100%\95%\81%\86%，城商行同业存单募集成功率有小幅上升。

表 3：本期整体同业存单募集成功率较上期小幅下降

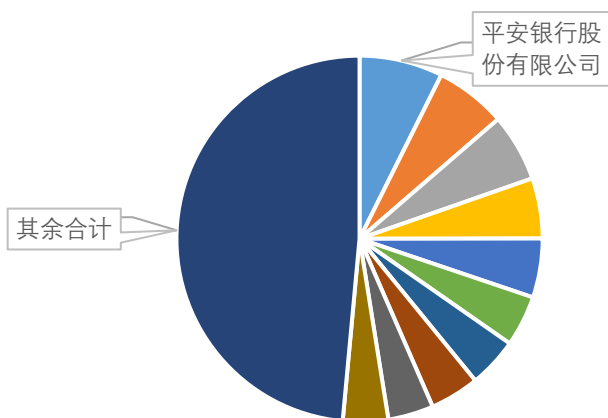
	合计	AAA	AA+	AA 及以下	国有行	股份行	城商行	农商行
4.10-4.16	88%	92%	58%	68%	100%	95%	81%	86%
4.3-4.9	91%	95%	60%	65%	100%	98%	80%	87%
3.27-4.2	87%	88%	77%	71%	100%	90%	77%	94%
3.20-3.36	88%	92%	79%	42%	100%	93%	78%	94%
3.13-3.19	86%	91%	80%	25%	100%	92%	72%	88%

资料来源：WIND，天风证券研究所

3.2. 平安银行存单发行量、兴业银行存单到期量第一

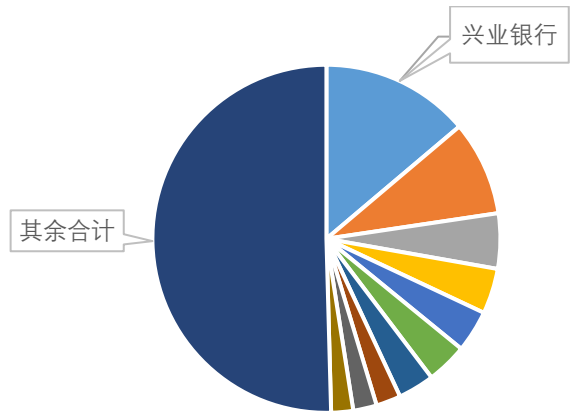
本期平安银行存单发行总额、兴业银行存单到期总额第一。本期（4.10-4.16）同业存单发行量前三的银行为平安\兴业\交通银行，分别发行 397.9 亿元\339.6 亿元\323 亿元。上期（4.3-4.9），华夏发行量为 250.3 亿元，排第六名。本期兴业银行同业存单到期额为 410.3 亿元，占本期到期总额的 14%。

图 11：本期平安银行存单发行总额第一



资料来源：WIND，天风证券研究所

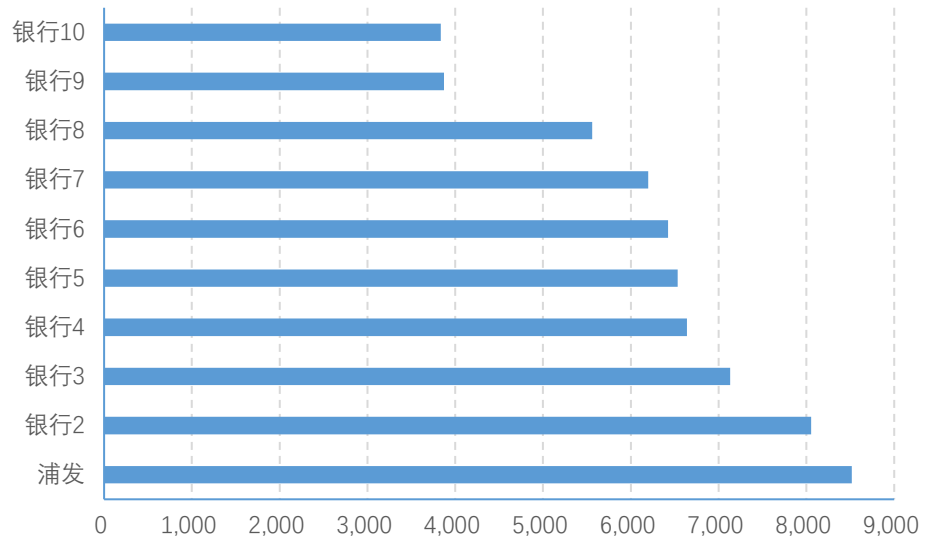
图 12：本期兴业银行存单到期额第一



资料来源：WIND，天风证券研究所

浦发银行同业存单余额第一。截至 4 月 16 日，同业存单总余额为 123189.3 亿元，其中上海浦东发展银行存单余额第一，为 8518.9 亿元。江苏银行同业存单余额跌出前十，同业存单余额为 3777.1 亿元。

图 13: 浦发银行同业存单余额第一 (亿元)

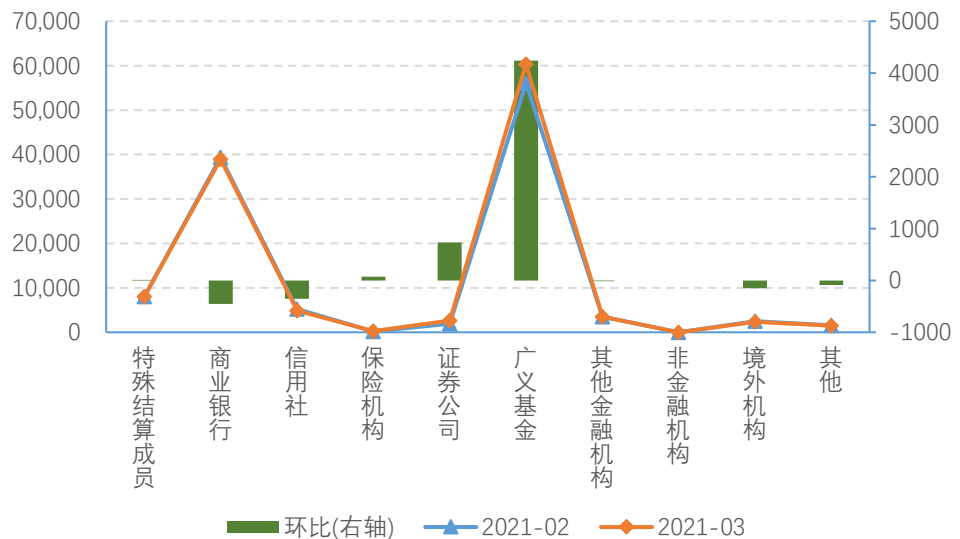


资料来源: WIND, 天风证券研究所

4. 广义基金 21M3 同业存单持有量大幅上升

广义基金同业存单持有量大幅上升。截至 21 年 3 月底, 上清所同业存单托管总量为 119462 亿元, 较 2 月底增加 4169 亿元。根据上清所债券投资者结构分类, 广义基金包括基金公司和非法人类产品, 21 年 3 月广义基金持有同业存单 60329 亿元, 环比上升 4238 亿元, 托管量大幅上升; 特殊结算成员/商业银行/信用社存单持有量为 8068 亿元/38946 亿元/4857 亿元, 环比变动为 12 亿元/-450 亿元/-356 亿元, 商业银行存单持有量小幅下降。

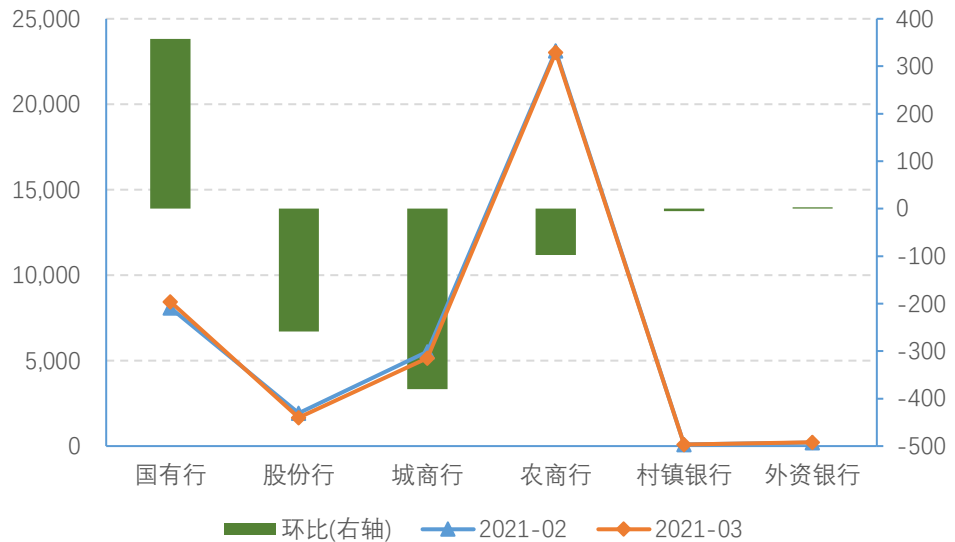
图 14: 广义基金存单持有量大幅上升 (亿元, 截至 21 年 3 月末)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

股份行、城商行减持同业存单。截至 21 年 3 月底, 商业银行中, 国有行持有存单 8440 亿元, 环比上升 358 亿元。股份行/城商行/农商行存单持有量为 1673 亿元/5148 亿元/23034 亿元, 其中股份行和城商行存单持有量环比降幅较大, 分别减少 259 亿元/380 亿元。

图 15: 股份行、城商行减持同业存单 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

5. 商业银行债信用利差小幅扩大，转债多数下跌

5.1. 本期 2 家银行发行永续债

本期商业银行共发行 7 支其他类型债券（除同业存单）。共 4 支商业银行债和 3 支商业银行次级债。苏州农商行发行规模为 5 亿、利率为 4.8% 的普通债，北部湾/华润/北京银行发行规模为 15/15/60 亿的小微债。本期九江银行/民生银行发行永续债，九江银行发行利率为 4.8%，民生银行永续债发行规模 300 亿元。

表 4：本期商业银行共发行 7 支其他类型债券

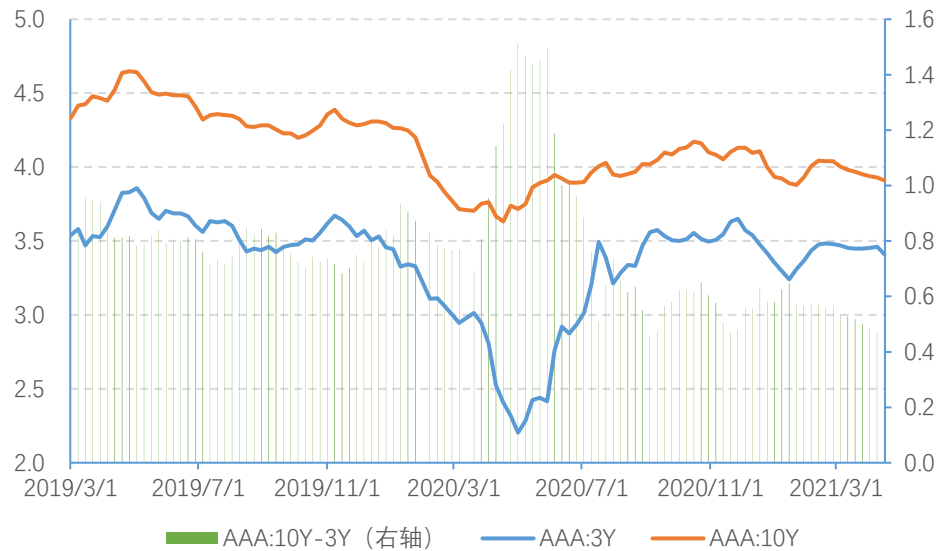
发行起始日	代码	证券简称	发行额(亿)	期限(年)	发行利率(%)
2021-04-12	2120032.IB	21 北部湾银行小微债 01	15.00	3.0000	3.65
2021-04-13	2120031.IB	21 九江银行永续债 02	40.00	5.0000	4.80
2021-04-14	2120030.IB	21 华润银行小微债	15.00	3.0000	3.50
2021-04-15	2121016.IB	21 苏州农商二级 01	5.00	10.0000	4.80
2021-04-19	j21041401.IB	21 民生银行永续债 01	300.00	5.0000	
2021-04-21	j21041602.IB	21 北京银行小微债 02	40.00	3.0000	
2021-04-21	j21041601.IB	21 北京银行小微债 03	20.00	3.0000	

资料来源: WIND, 天风证券研究所

5.2. 商业银行债信用利差扩大

上清所 AAA 级商业银行债信用利差较上期小幅扩大。本期 AAA 级 3 年期商业银行债平均收益率为 3.41%，较上期下降 5BP，AAA 级 10 年期商业银行债平均收益率为 3.91%，较上期下降 2BP，长周期商业银行债利率继续下降。AAA 级商业银行债信用利差为 50BP，较上期上升 3BP，利差小幅扩大。

图 16：上清所 AAA 级商业银行债信用利差较上期小幅扩大 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

5.3. 本期转债大多数小幅下跌

本期转债大多数呈下跌趋势。本期正股大多数小幅下跌, 上海银行\青农商行较上期收盘分别下跌 3.15%\2.03%, 跌幅较大。紫金银行\江阴银行较上期收盘上涨 2.10%\0.96%。本期可转债涨幅最大的是上银转债, 较上期收盘上涨 0.06%。无锡转债和光大转债跌幅分别为 -1.11%/-0.55%。

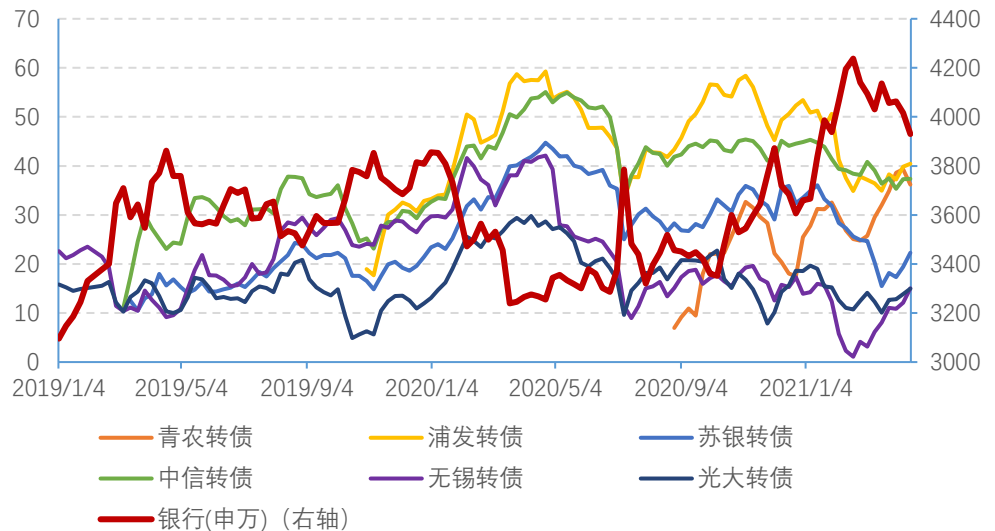
表 5: 本期转债整体呈下跌趋势

发行公告日期	名称	正股简称	本期正股涨幅	本期债券涨幅	本期末转股溢价率	转股溢价率变动
2021-01-21	上银转债	上海银行	-3.15%	0.06%	34.89%	4.34%
2020-08-21	青农转债	青农商行	-2.03%	-0.26%	11.37%	-29.10%
2020-07-21	紫银转债	紫金银行	2.10%	-0.02%	24.57%	-2.64%
2019-10-24	浦发转债	浦发银行	-0.47%	-0.03%	41.36%	0.64%
2019-03-12	苏银转债	江苏银行	-0.48%	-0.17%	22.07%	0.42%
2019-02-28	中信转债	中信银行	0.37%	-0.10%	36.37%	-0.61%
2018-11-08	张行转债	张家港行	0.73%	-0.20%	13.85%	-1.03%
2018-07-31	苏农转债	苏农银行	-1.27%	-0.53%	25.14%	0.96%
2018-01-26	无锡转债	无锡银行	-1.79%	-1.11%	14.26%	0.81%
2018-01-24	江银转债	江阴银行	0.96%	-0.26%	12.51%	-1.35%
2017-03-15	光大转债	光大银行	-1.26%	-0.55%	15.31%	0.86%

资料来源: WIND, 天风证券研究所

本期商业银行转债转股溢价率整体上升。4.10-4.16 报告期内, 银行(申万)指数平均报价 3930 点, 环比下跌 87 点。本期浦发转债平均转股溢价率最高, 为 40.41%, 江银转债平均转股溢价率最低, 为 13.64%。

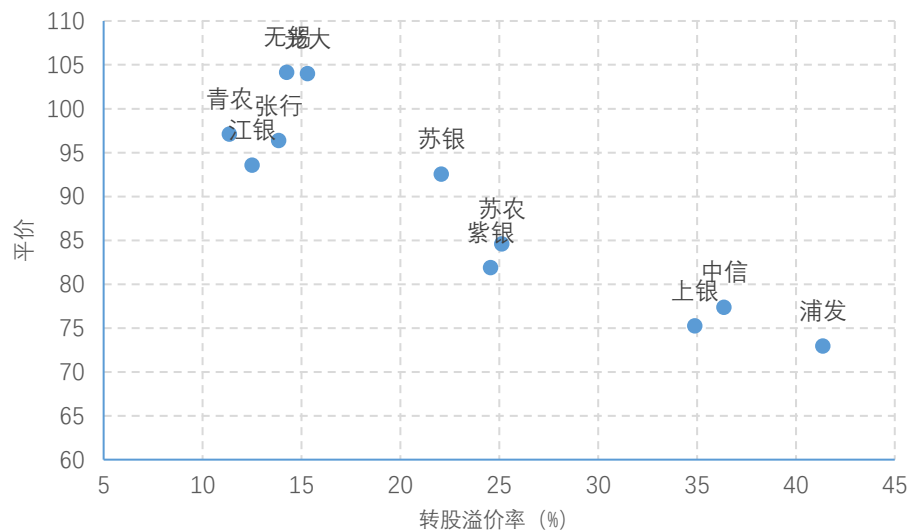
图 17: 本期商业银行转债转股溢价率整体上升 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

青农转债相对股性较强。截至 4 月 16 日, 偏债型可转债中, 浦发转债平价价格为 72.94 元, 平价底价溢价率-29.00%, 债性较强。平衡型可转债中, 青农转债平价价格为 97.09 元, 平价底价溢价率为-10.10%, 股性相对较强。

图 18: 青农转债相对股性较强 (截至 4 月 16 日)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

本期青农商行下调转股价。根据修正条款, 截至 4 月 16 日, 上银转债、浦发转债、中信转债在连续 30 个交易日内已有 30 个交易日股价低于当前转股价, 已达到下修条件。目前无可转债达到强赎条件。青农商行在 4 月 16 日发布公告, 下修青农转债转股价格为 4.47 元/股。

表 6: 本期青农商行下调转股价

债券简称	转股价 (元)	收盘价小于转股价 *0.8(天)	收盘价大于转股价 *1.3(天)	转股价较上期是否变动
113042.SH 上银转债	11.03	30	0	否
128129.SZ 青农转债	4.47	0	0	是
113037.SH 紫银转债	4.75	2	0	否
110059.SH 浦发转债	14.45	30	0	否
110053.SH 苏银转债	6.69	0	0	否
113021.SH 中信转债	6.98	30	0	否

128048.SZ	张行转债	5.76	0	0	否
113516.SH	苏农转债	5.52	0	0	否
110043.SH	无锡转债	5.79	0	2	否
128034.SZ	江银转债	4.5	0	0	否
113011.SH	光大转债	3.76	0	0	否

资料来源： WIND，天风证券研究所

6. 风险提示

负债成本大幅上升；信用利差大幅上行；流动性收紧过快。

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