

银行

证券研究报告
2021年06月20日

NCD 发行利率环比上升，募集成功率上升：银行债务融资周报（6.12-6.18）

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

朱于歆 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:理财收益率环比上升，理财子浮动管理费率最低：银行理财周报（6/07-6/13）》2021-06-17
- 《银行-行业研究简报:公平竞争——现金类理财管理正式稿点评》2021-06-14
- 《银行-行业研究简报:NCD 发行利率环比下降，净融资额再转负：银行债务融资周报（6.5-6.11）》2021-06-13

NCD 实际发行平均利率环比上升，短期限信用利差普遍扩大

本期（6.12-6.18）同业存单发行平均票面利率为 2.88%，较上期（6.5-6.11）上升了 1BP。1) 分评级：AAA 级存单利率为 2.77%，环比上升 3BP；AA+ 级存单利率为 2.95%；AA 级存单利率为 3.19%，环比上升了 1BP。2) 分主体：国有行\股份行\城商行\农商行存单发行利率分别为 2.70%\2.66%\2.94%\2.81%，国有行存单实际发行利率较上期上升幅度较大。3) 分期限结构：1M\3M\6M\9M\1Y 期存单利率分别为 2.55%\2.68%\2.89%\3.14%\3.16%，1M\3M\6M\9M\1Y 期限存单利率均较上期有小幅上升。

3 月、1 年期存单利差普遍扩大。本期（6.12-6.18）3 月期 AAA\AA+ \AA\AA- 级存单信用利差分别为 65BP\82BP\110BP\110BP，AA+\AA 分别下降了 2BP\3BP，AAA\AA- 分别上升了 1BP\33BP。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 46BP\51BP\81BP\73BP，其中，国有行维持不变，股份行\城商行\农商行均较上期上升了 2BP。

NCD 发行量上升，6M 存单发行量占比有所上升

本期同业存单实际发行量为 2864.7 亿元，环比增加 425.7 亿元。同业存单到期量为 4006.7 亿元，环比下降 749.9 亿元；同业存单净融资额为-1142 亿元，环比上升 1175.6 亿元。1) 分评级：AAA 级发行占比为 87.03%，AA+ 级存单发行占比为 10.04%，AAA 级存单发行占比减少。2) 分主体：国有行\股份行\城商行\农商行同业存单发行量分别为 203.9 亿元\768.3 亿元\1344.9 亿元\513.4 亿元，其中国有行同业存单发行量占比有所下降。国有行\股份行\城商行\农商行同业存单发行占比为 7.12%\26.82%\46.95%\17.92%，国有行存单发行量降幅较大。3) 分期限结构：1 月\3 月\6 月\9 月\12 月期存单发行占比分别为 19.17%\27.39%\28.81%\4.98%\19.65%，1M\6M 存单发行量占比升幅较大。

NCD 发行笔数减少，募集成功率上升

本期（6.12-6.18）同业存单总计发行 546 笔，较上期减少 42 笔。其中，AAA 级同业存单发行 310 笔，AA+ 级发行 150 笔；国有行\城商行\农商行发行存单 8 笔\296 笔\156 笔，分别环比减少 2 笔\35 笔\8 笔，股份行发行 62 笔，较上期增加 1 笔。同业存单总体募集成功率 81%，高于上期 4%；AA+ 级存单募集成功率 63%，环比上升 3pct；从主体看，浙商银行存单发行量第一、交通银行存单到期量为第一、浦发银行存单余额第一。

商业银行债信用利差持平，转债多数下跌

本期 6 家商业银行共发行 6 只其他类型债券，其中，4 家银行发行了次级债。本期上清所 AAA 级商业银行债 10Y-3Y 信用利差为 62BP，与上期基本持平。本期可转债多数下跌，苏银转债、紫银转债下调了转股价。

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。

内容目录

1. NCD 实际发行利率环比上升，短期限信用利差扩大.....	4
1.1. 整体同业存单发行利率有所上升.....	4
1.2. 3 月期、1 年期各主体发行的存单利差普遍扩大.....	5
2. 同业存单融资额上升，6M 存单发行量占比上升.....	6
2.1. 本期同业存单发行量上升、到期量下降、融资额上升.....	6
2.2. 本期国有行发行量占比下降，农商行外各类银行净融资额均为负.....	7
3. 同业存单发行笔数、募集成功率下降.....	7
3.1. 国有行\城商行\农商行同业存单发行笔数略减.....	8
3.2. 浙商银行存单发行量第一、交通银行存单到期量第一.....	8
4. 广义基金 21M5 同业存单持有量大幅上升.....	9
5. 商业银行债信用利差持平，转债整体下跌.....	10
5.1. 本期 6 家银行发行债券.....	10
5.2. 商业银行债信用利差与上期持平.....	10
5.3. 本期转债多数下跌.....	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较上期有所上升（%）.....	4
图 2：本期国有行同业存单实际利率有所上升（%）.....	4
图 3：本期所有期限同业存单实际发行利率均有所上升（%）.....	4
图 4：本期 AA+级各期限存单利差均有所下降（%）.....	5
图 5：3 月、1 年期各主体发行存单利差普遍扩大（%）.....	5
图 6：本期同业存单发行量上升、到期量下降（亿元）.....	6
图 7：本期股份行、城商行存单发行量上升（亿元）.....	7
图 8：本期除农商行外各类银行净融资额均为负（亿元）.....	7
图 9：本期 6 月期同业存单发行占比最大.....	7
图 10：上期 3 月期同业存单发行占比最大.....	7
图 11：本期浙商银行存单发行总额第一.....	8
图 12：本期交通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 5 月末）.....	9
图 15：股份行、农商行减持同业存单（亿元）.....	9
图 16：上清所 AAA 级商业银行债信用利差与上期持平（%）.....	10
图 17：本期商业银行转债转股溢价率涨跌互现（%）.....	11
图 18：苏银转债相对股性较强（截至 6 月 18 日）.....	12
表 1：本期 AAA 存单占比上升.....	6

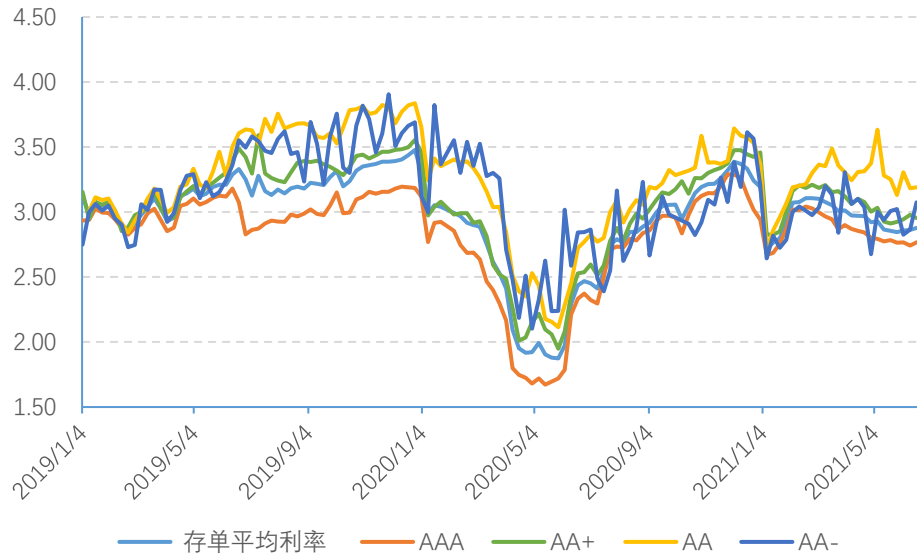
表 2: 本期同业存单整体发行笔数较上期略减 (笔)	8
表 3: 本期 AA 级以上同业存单募集成功率比上期上升	8
表 4: 本期商业银行共发行了 6 支债券	10
表 5: 本期转债整体呈下跌趋势	11
表 6: 本期苏银转债、紫银转债下调了转股价格	12

1. NCD 实际发行利率环比上升，短期限信用利差扩大

1.1. 整体同业存单发行利率有所上升

本期整体同业存单实际发行利率较上期有所上升。本期（6.12-6.18）所有实际发行同业存单的平均票面利率为 2.88%，较上期（6.5-6.11）上升了 1BP。从评级来看，AAA\AA+\AA-\AA-级同业存单平均票面利率为 2.77%\2.95%\3.19%\3.07%。本期 AAA 级\AA 级\AA-级同业存单实际发行利率较上期分别上升 3BP\1BP\21BP，AA+级存单较上期下降 2BP。

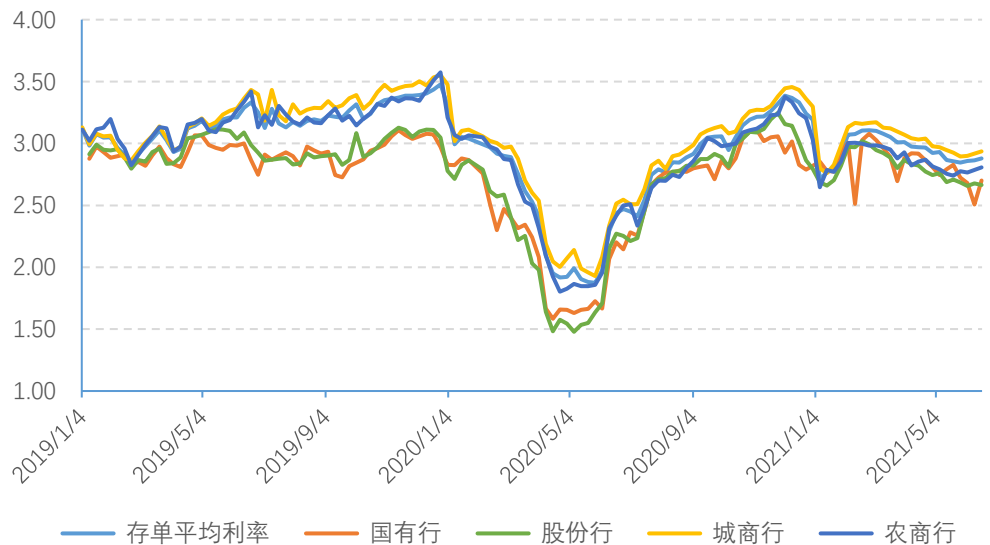
图 1：本期整体同业存单实际发行利率较上期有所上升（%）



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有所上升（含所有期限）。本期（6.12-6.18）国有行\股份行\城商行\农商行同业存单发行利率为 2.70%\2.66%\2.94%\2.81%，国有行存单实际发行利率较上期上升 19BP，上升幅度较大。城商行\农商行均上升 2BP，股份行存单利率环比下降 1BP。

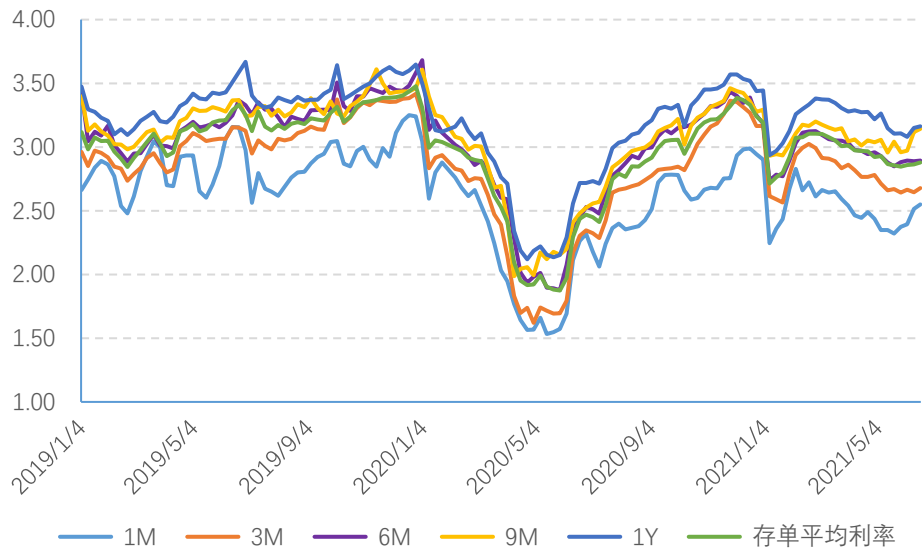
图 2：本期国有行同业存单实际利率有所上升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

本期所有期限同业存单实际发行利率均有所上升。本期（6.12-6.18）1月\3月\6月\9月\12月期同业存单发行平均票面利率为 2.55%\2.68%\2.89%\3.14%\3.16%。1月\3月\6月\9月\12月期同业存单实际发行利率环比上升 4BP\3BP\1BP\2BP\1BP。

图 3：本期所有期限同业存单实际发行利率均有所上升（%）

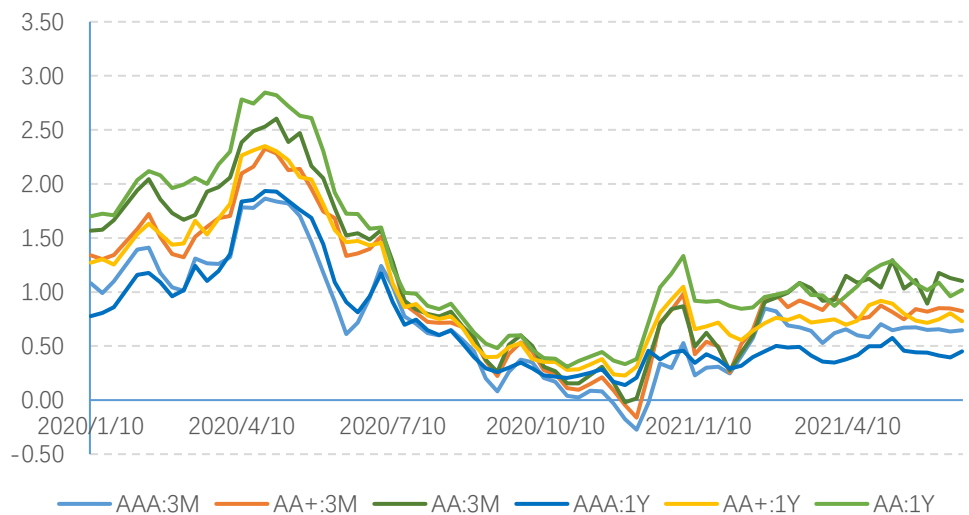


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 3 月期、1 年期各主体发行的存单利差普遍扩大

本期 AA+级 3M、1Y 存单利差均有所下降。本期（6.12-6.18）3 月期 AAA\AA+\AA\AA- 级存单信用利差分别为 65BP\82BP\110BP\110BP，其中，AA+\AA 分别下降了 2BP\3BP，AAA\AA- 分别上升了 1BP\3BP。1 年期 AAA\AA+\AA\AA- 级存单信用利差分别为 45BP\73BP\102BP\102BP，其中 AAA\AA\AA- 均较上期上升了 6BP，AA+下降了 7BP。

图 4：本期 AA+级各期限存单利差均有所下降（%）

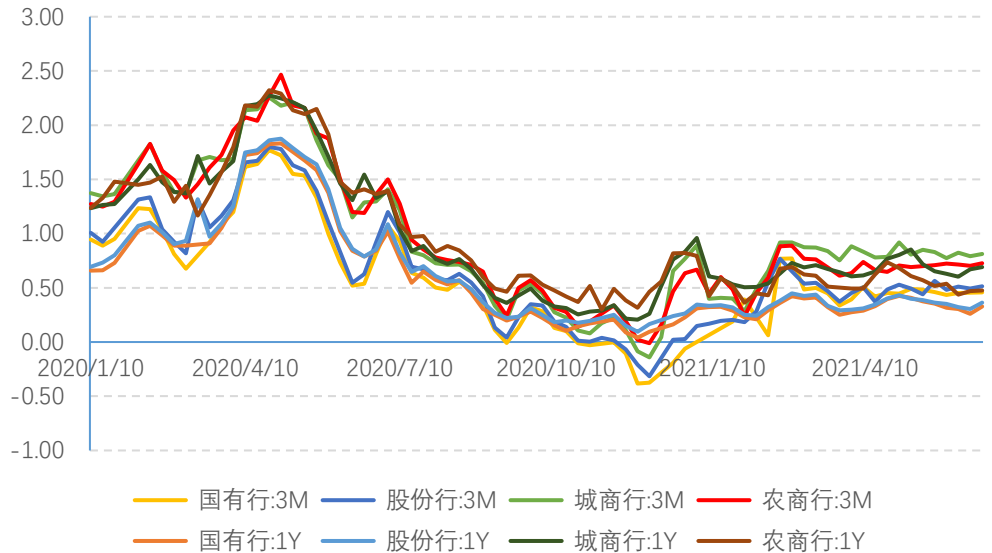


资料来源：WIND，天风证券研究所

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开债到期收益率

3 月、1 年期各主体发行存单利差普遍扩大。本期（6.12-6.18）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 46BP\51BP\81BP\73BP，其中，国有行维持不变，股份行\城商行\农商行均较上期上升了 2BP。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\36BP\69BP\48BP，其中，国有行\股份行\城商行\农商行分别较上期上升 7BP\6BP\2BP\1BP。

图 5：3 月、1 年期各主体发行存单利差普遍扩大（%）



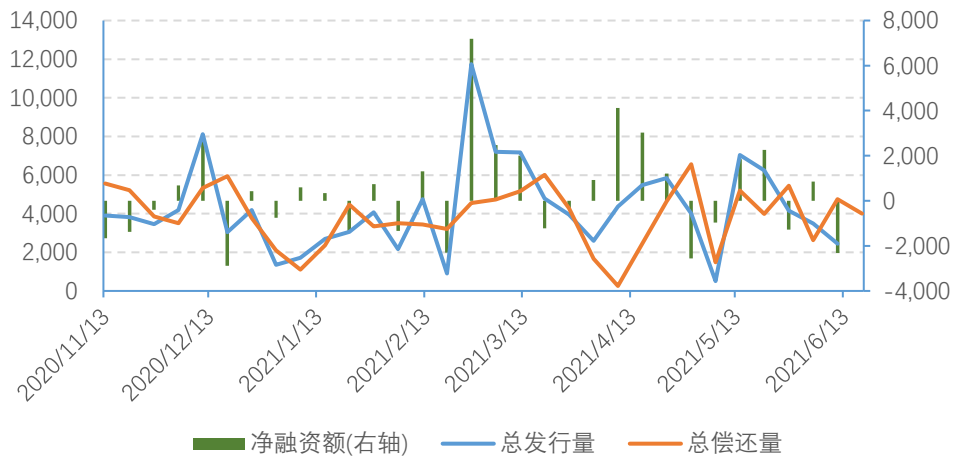
资料来源: WIND, 天风证券研究所

2. 同业存单融资额上升, 6M 存单发行量占比上升

2.1. 本期同业存单发行量上升、到期量下降、融资额上升

本期同业存单发行量上升、到期量下降。本期同业存单实际发行量为 2864.7 亿元, 环比增加 425.7 亿元; 同业存单到期量为 4006.7 亿元, 环比下降 749.9 亿元; 同业存单净融资额为 -1142 亿元, 环比上升 1175.6 亿元。

图 6: 本期同业存单发行量上升、到期量下降 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

本期 AAA 存单占比上升。本期 AAA 级同业存单发行量为 2492.7 亿元, 总量比例为 87.03%, 环比增加 417.4 亿元; AA+级存单发行量为 287.5 亿元, 占发行总量比例为 10.04%, 环比下降 0.82pct, AA+以上的存单发行量占比处于较高水平; AA 级及以下发行量为 84 亿元, 占发行总量比例为 2.93%, 环比下降 1.11pct。

表 1: 本期 AAA 存单占比上升

	6.12-6.18	占比	6.5-6.11	占比	环比	
AAA	2492.7	87.03%	2075.3	85.10%	1.93%	417.4
AA+	287.5	10.04%	264.7	10.85%	-0.82%	22.8

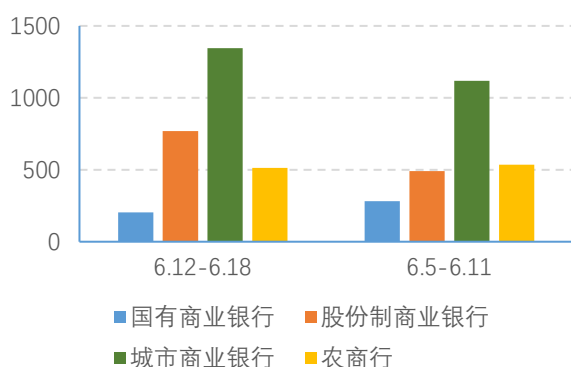
AA 及以下	84	2.93%	98.6	4.04%	-1.11%	-14.6
AA	57	1.99%	69.1	2.83%	-0.84%	-12.1
AA-	16.9	0.59%	15.3	0.63%	-0.04%	1.6
A+	8.1	0.28%	11.7	0.48%	-0.20%	-3.6
A	2	0.07%	1.5	0.06%	0.01%	0.5
A-	0	0.00%	1	0.04%	-0.04%	-1
BBB	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	0
合计	2864.2	100.00%	2438.6	100.00%		

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.2. 本期国有行发行量占比下降，农商行外各类银行净融资额均为负

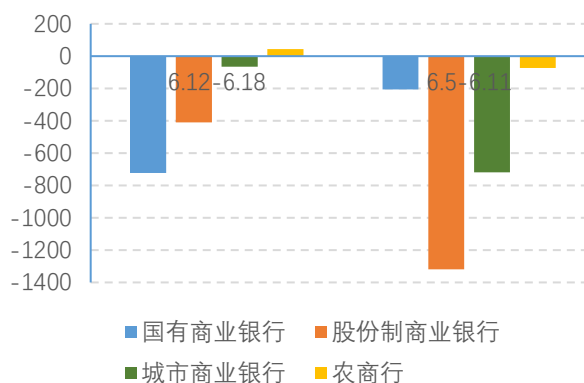
本期国有行存单发行量占比有所下降。本期国有行\股份行\城商行\农商行同业存单发行量分别为 203.9 亿元\768.3 亿元\1344.9 亿元\513.4 亿元，其中国有行同业存单发行量占比有所下降。股份行\城商行同业存单发行量分别环比增加 277.9 亿元\226.5 亿元。国有行\股份行\城商行\农商行净融资额为-722.6 亿元\ -409.7 亿元\ -65.1 亿元\43.2 亿元。本期农商行外净融资额均为负。

图 7：本期股份行、城商行存单发行量上升（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

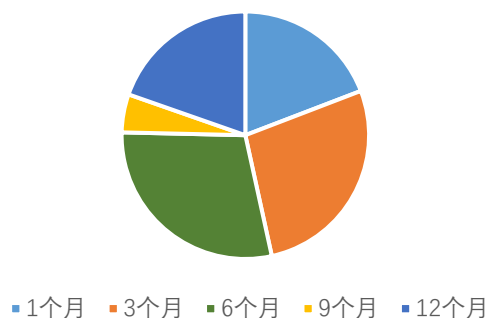
图 8：本期除农商行外各类银行净融资额均为负（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

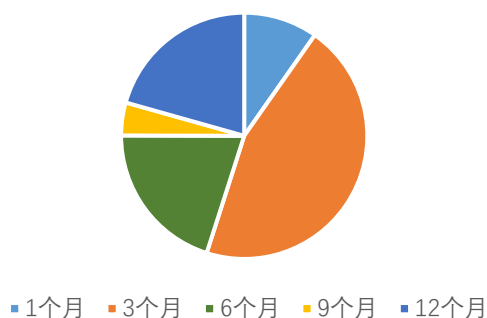
本期 6 月期同业存单发行占比最大。本期 1 月\3 月\6 月\9 月\12 月期存单发行占比分别为 19.17%\27.39%\28.81%\4.98%\19.65%。本期 1M\6M\9M 期限同业存单发行量占比上升，分别较上期上升 9.43%\8.70%\0.67%，3M\12M 存单发行占比下降 17.81%\0.99%。

图 9：本期 6 月期同业存单发行占比最大



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：上期 3 月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、募集成功率下降

3.1. 国有行\城商行\农商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减少。本期总计发行同业存单 546 笔，较上期减少 42 笔。其中，AAA 级存单发行 310 笔，环比减少 27 笔，AA+级存单发行 150 笔，环比减少 13 笔，AA 级及以下存单发行 86 笔，环比减少 2 笔。国有行\股份行\城商行\农商行存单发行笔数分别为 8 笔\62 笔\296 笔\156 笔。

表 2：本期同业存单整体发行笔数较上期略减（笔）

	合计	AAA	AA+	AA 及以下	国有行	股份行	城商行	农商行
6.12-6.18	546	310	150	86	8	62	296	156
6.5-6.11	588	337	163	88	10	61	331	164
5.29-6.4	532	340	133	59	18	51	336	107
5.22-5.28	650	395	175	80	21	74	383	146
5.15-5.21	704	430	197	77	21	86	419	158

资料来源：WIND，天风证券研究所

本期 AA 级以上同业存单募集成功率比上期上升。本期总计同业存单募集成功率为 81%，比上期增加 4%。其中，AAA 级存单募集率为 84%，比上期增加 4pct；AA+级存单募集成功率为 63%，环比上升 3pct；AA 级及以下的成功率为 59%。国有商业银行\股份行\城商行\农商行存单募集成功率为 100%\85%\75%\84%。

表 3：本期 AA 级以上同业存单募集成功率比上期上升

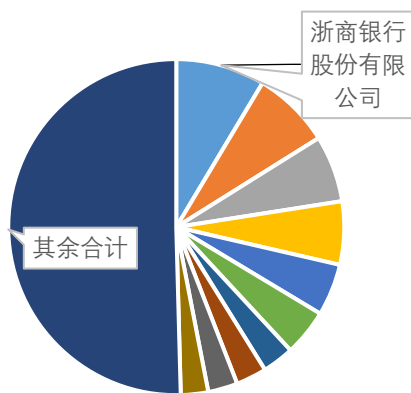
	合计	AAA	AA+	AA 及以下	国有行	股份行	城商行	农商行
6.12-6.18	81%	84%	63%	59%	100%	85%	75%	84%
6.5-6.11	77%	80%	59%	70%	100%	75%	71%	85%
5.29-6.4	87%	88%	79%	91%	100%	94%	79%	92%
5.22-5.28	86%	88%	75%	88%	100%	92%	78%	87%
5.15-5.21	91%	92%	77%	82%	100%	93%	83%	94%

资料来源：WIND，天风证券研究所

3.2. 浙商银行存单发行量第一、交通银行存单到期量第一

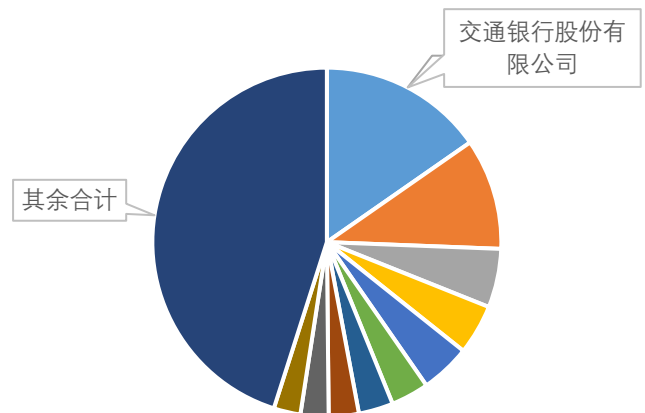
本期浙商银行存单发行总额第一、交通银行存单到期总额第一。本期（6.12-6.18）同业存单发行量前三的银行为浙商\渤海\上海银行，分别发行 236.9 亿元\207.3 亿元\177.2 亿元。本期上海银行同业存单到期额为 600.5 亿元，占本期到期总额的 15.32%。

图 11：本期浙商银行存单发行总额第一



资料来源：WIND，天风证券研究所

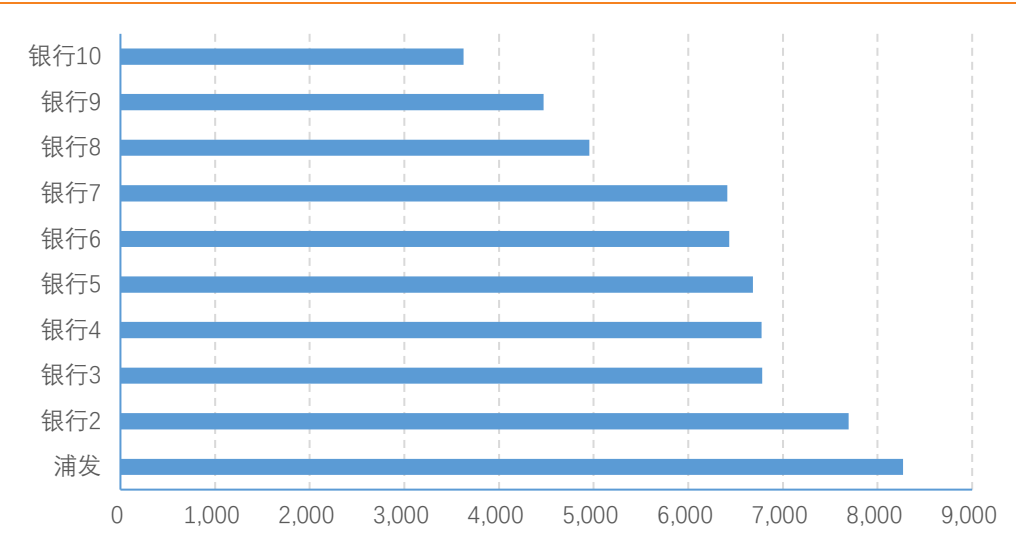
图 12：本期交通银行存单到期额第一



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 6 月 18 日，同业存单总余额中，上海浦东发展银行存单余额第一，为 8269.5 亿元。华夏银行同业存单余额位列第十，同业存单余额为 3624.7 亿元。

图 13：浦发银行同业存单余额第一（亿元）

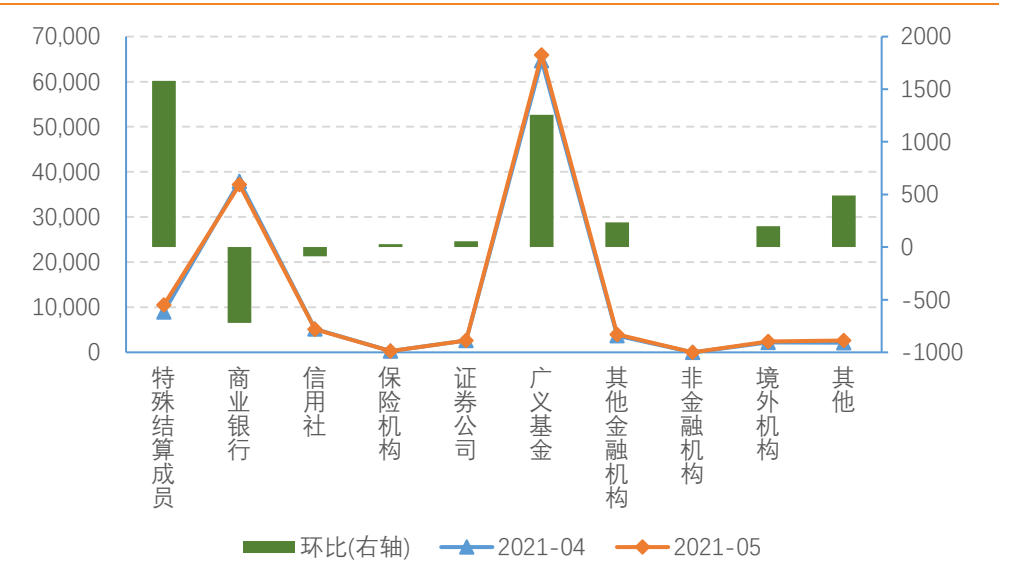


资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 广义基金 21M5 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 5 月底，上清所同业存单托管总量为 125426 亿元，较 4 月底增加 2051 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 5 月广义基金持有同业存单 65940 亿元，环比上升 1255 亿元，托管量上升；特殊结算成员\商业银行\信用社存单持有量为 10533 亿元\37166 亿元\5095 亿元，环比变动为 1579 亿元\ -721 亿元\ -87 亿元，商业银行存单持有量大幅下降。

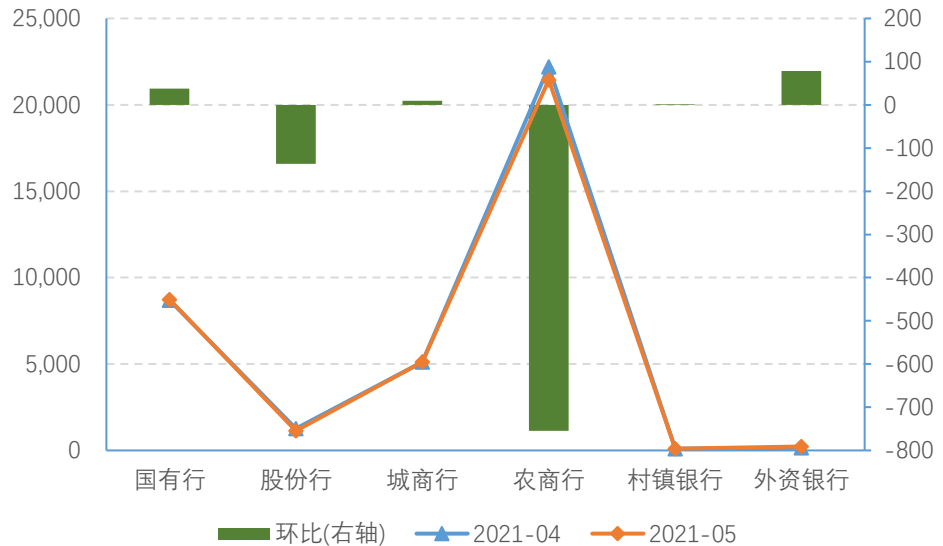
图 14：广义基金存单持有量大幅上升（亿元，截至 21 年 5 月末）



资料来源：WIND，天风证券研究所

股份行、农商行减持同业存单。截至 21 年 5 月底，商业银行中，国有行持有存单 8736 亿元，环比上升 38 亿元。股份行\城商行\农商行存单持有量为 1128 亿元\5123 亿元\21447 亿元，其中股份行和农商行存单持有量环比大幅下降，分别减少 137 亿元\755 亿元。

图 15：股份行、农商行减持同业存单（亿元）



资料来源: WIND, 天风证券研究所

5. 商业银行债信用利差持平, 转债整体下跌

5.1. 本期 6 家银行发行债券

本期有 6 家商业银行共发行 6 支债券 (除同业存单)。其中, 张家港农商行、汉口银行、无锡农商行、湖北银行发行的为次级债。民泰商行和潍坊银行发行的为小微债。

表 4: 本期商业银行共发行了 6 支债券

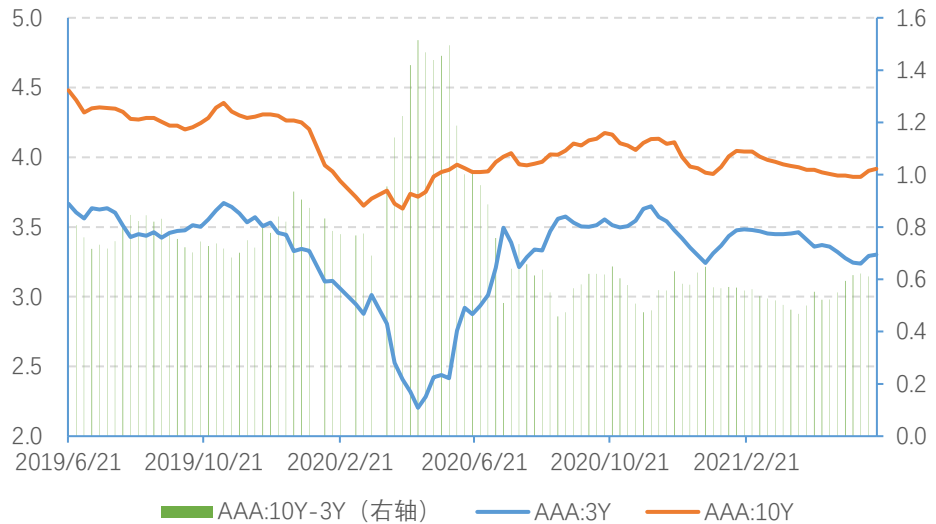
发行起始日	代码	证券简称	发行额(亿)	期限(年)	发行截止日
2021-06-18	j21061503.IB	21 民泰商行小微债 01	7.00	3.0000	2021-06-22
2021-06-18	j21061502.IB	21 张家港农商行永续债	20.00	5.0000	2021-06-22
2021-06-18	j21061501.IB	21 汉口银行永续债 01	20.00	5.0000	2021-06-22
2021-06-17	2120053.IB	21 潍坊银行小微债 01	20.00	3.0000	2021-06-22
2021-06-16	2121029.IB	21 无锡农商永续债	5.00	5.0000	2021-06-18
2021-06-16	2120051.IB	21 湖北银行二级 01	20.00	10.0000	2021-06-18

资料来源: WIND, 天风证券研究所

5.2. 商业银行债信用利差与上期持平

上清所 AAA 级商业银行债信用利差较上期有所缩小。本期 AAA 级 3 年期商业银行债平均收益率为 3.3%, 比上期增加 1BP, AAA 级 10 年期商业银行债平均收益率为 3.92%, 比上期增加 1BP, 商业银行债利率有所回升。AAA 级商业银行债信用利差为 62BP, 与上期基本持平。

图 16: 上清所 AAA 级商业银行债信用利差与上期持平 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

5.3. 本期转债多数下跌

本期转债整体呈下跌趋势。本期正股多数下跌，共有两家正股实现上涨，其中，南京银行\苏州银行较上期收盘分别上涨 4.26%\3.59%，涨幅较大。杭州银行下跌最多，较上期收盘下跌 12.87%。本期可转债涨幅最大的是苏行转债，较上期收盘上涨 7.17%。转债中只有四只上涨，分别是苏行转债、上银转债、苏银转债、中信转债。

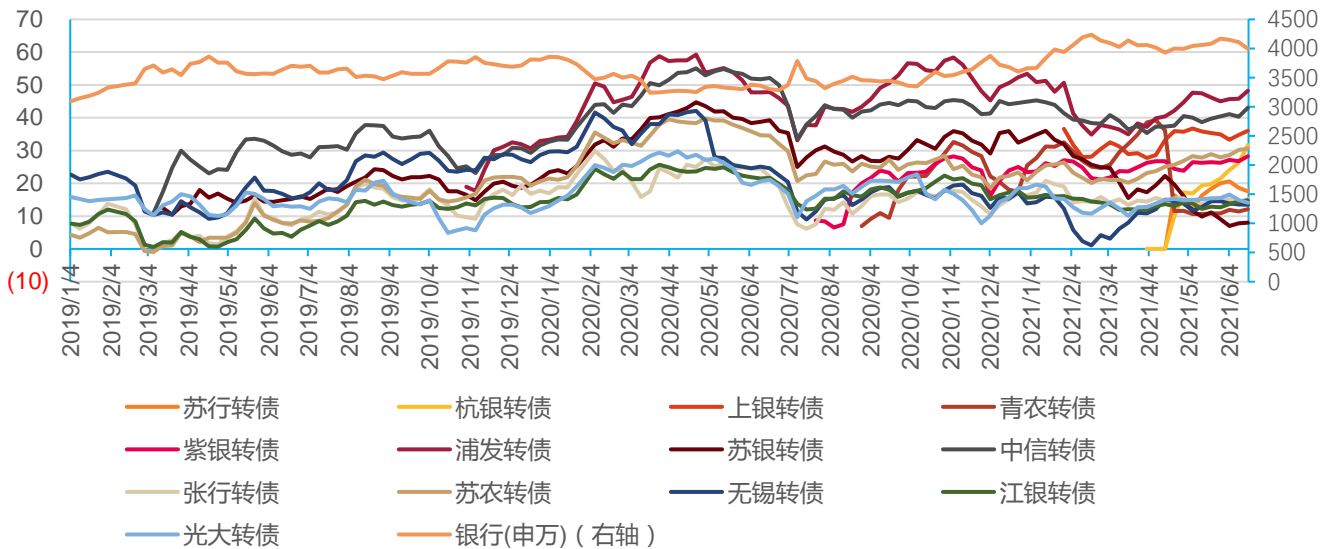
表 5：本期转债整体呈下跌趋势

发行公告日期	名称	正股简称	正股涨幅	债券涨幅	转股溢价率	转股溢价率变动
2021-06-10	南银转债	南京银行	4.26%	—	-1.75%	-1.75%
2021-04-08	苏行转债	苏州银行	3.59%	7.17%	18.64%	0.59%
2021-03-25	杭银转债	杭州银行	-12.87%	-3.08%	33.31%	13.50%
2021-01-21	上银转债	上海银行	-1.78%	0.31%	36.99%	2.90%
2020-08-21	青农转债	青农商行	-4.04%	-1.98%	11.91%	2.37%
2020-07-21	紫银转债	紫金银行	-5.13%	-0.36%	27.94%	3.52%
2019-10-24	浦发转债	浦发银行	-0.88%	-0.07%	47.25%	1.30%
2019-03-12	苏银转债	江苏银行	-0.55%	0.67%	7.28%	-3.89%
2019-02-28	中信转债	中信银行	-3.57%	0.17%	44.09%	5.57%
2018-11-08	张行转债	张家港行	-3.70%	-1.88%	15.83%	2.25%
2018-07-31	苏农转债	苏农银行	-6.52%	-0.99%	30.87%	3.99%
2018-01-26	无锡转债	无锡银行	-6.96%	-6.27%	14.02%	0.95%
2018-01-24	江银转债	江阴银行	-4.61%	-2.09%	15.27%	3.08%
2017-03-15	光大转债	光大银行	-1.80%	-2.83%	13.52%	-1.02%

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涨跌互现。6.12-6.18 报告期内，银行（申万）指数平均报价 3996 点，环比下跌 112.42 点。本期浦发转债平均转股溢价率最高，为 47.25%，南银转债转平均转股溢价率最低，为 -1.75%。

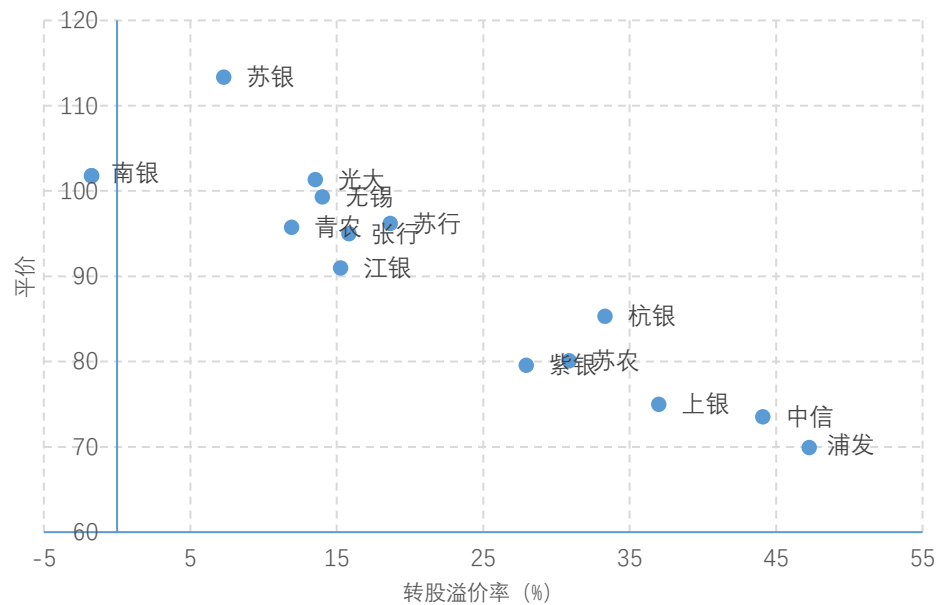
图 17：本期商业银行转债转股溢价率涨跌互现（%）



资料来源: WIND, 天风证券研究所

苏银转债相对股性较强。截至 6 月 18 日, 偏债型可转债中, 浦发转债平价价格为 69.90 元, 平价底价溢价率-31.75%, 债性较强。平衡型可转债中, 苏银转债平价价格为 113.34 元, 平价底价溢价率为-6.48%, 股性相对较强。

图 18: 苏银转债相对股性较强 (截至 6 月 18 日)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

本期苏银转债、紫银转债下调转股价。根据修正条款, 截至 6 月 18 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、紫银转债有 4 个交易日正股收盘价低于当前转股价的 80%。苏银转债因为正股的 10 派 3.16 元, 下调了转股价格到 6.37 元。紫银转债因为正股 10 派 1 元, 下调转股价到 4.65 元。

表 6: 本期苏银转债、紫银转债下调了转股价格

债券简称	当前转股价	低于转股	高于转股	历史转股价	是否变动
		价 80%	价 130%		
		(天)	(天)		
127032.SZ 苏行转债	8.1	0	0	8.1	否
110079.SH 杭银转债	17.06	0	0	17.06	否

113042.SH	上银转债	11.03	30	0	11.03	否
128129.SZ	青农转债	4.47	0	0	4.47	否
113037.SH	紫银转债	4.65	4	0	4.75	是
110059.SH	浦发转债	14.45	30	0	14.45	否
110053.SH	苏银转债	6.37	0	0	6.69	是
113021.SH	中信转债	6.98	30	0	6.98	否
128048.SZ	张行转债	5.76	0	0	5.76	否
113516.SH	苏农转债	5.37	0	0	5.37	否
110043.SH	无锡转债	5.79	0	0	5.79	否
128034.SZ	江银转债	4.32	0	0	4.32	否
113011.SH	光大转债	3.76	0	0	3.76	否
113050.SH	南银转债	10.1	0	0	10.1	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