



Research and
Development Center

9 月跨季进度明显偏缓 配置盘持债意愿有所恢复

—— 流动性与机构行为周度跟踪

2023 年 9 月 24 日

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮 箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

9月跨季进度明显偏缓 配置盘持债意愿有所恢复

2023年9月24日

- **货币市场:** 本周央行公开市场净投放流动性 5520 亿元, 1 个月国库定存利率升至 2.5%。在税期走款影响下, 上半周资金面仍有收紧, 隔夜与 7 天资金均升至 2% 上方, 而随着央行逆回购投放的增大, 下半周内资金转松, 但跨季资金价格仍然偏贵, 非银跨季的 21 天逆回购仍在 3% 以上。
- 本周质押式回购成交规模先降后升, 周五升至 7.15 万亿, 全周均值下降 0.14 万亿至 6.94 万亿; 质押式回购余额周三后同样上升, 周五升至 11.06 万亿, 较前一周回升 0.42 万亿。上半周银行净融出规模继续下降, 尽管非银增加融出减少融入, 但新口径资金缺口指数仍持续回升至 3667; 而周三银行刚性净融出持续增加, 周五升至 4.5 万亿以上, 季调前资金缺口指数再度转负; 但若考虑跨季因素, 由于非银产品户融入资金的增幅小于季节性规律, 导致剔除这部分影响的季调后资金缺口指数升至 6179, 已在中性水平以上, 但如果这反映了非银在近期资金收敛的状态下主动降杠杆, 那么对这样的上升则不用过度担忧。
- **本周资金跨季进度 21.8%, 大幅低于 20-22 年同期均值 14.1pct。**这一方面是由于国庆后第一个工作日为周六, 非银跨季所需资金期限偏长, 更多非银机构等待 9 月最后一周融入 14 天资金跨季; 但另一方面中秋与国庆假期叠加, 9 月最后一周仅 4 个工作日。跨季进度偏缓, 叠加缴准、政府债缴款以及季末资金需求增大的影响, 可能对季末资金面带来一定的扰动, 因此 9 月末可能仍然需要央行大规模的净投放。出于稳健的考虑, 建议非银机构合理把握跨季节奏。
- **存单市场:** 本周 AAA 级 1 年期同业存单二级利率持平上周于 2.44%。存单净融资规模环比下降 3049.1 亿元至 1564.2 亿元。除城商行外, 其余银行均为净融资; 本周 3M 期存单发行占比最高为 40%, 1Y 期存单发行占比回落至 31%。股份行、国有行、农商行存单发行成功率均小幅回落, 但仍在近一年均值水平附近; 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔。尽管理财产品一二级市场净卖出存单规模收窄, 股份行净买入存单规模下滑, 但货币基金和基金公司净买入存单规模同样有所回落, 存单供需强弱指数震荡回落, 近一周累计下行 1.0pct 至 9.1%, 仍在需求偏弱区间。
- **票据利率:** 本周票据利率震荡回升, 全周来看 3M、6M 期票据利率分别较 9 月 15 日上行 16BP、9BP 至 1.81%、1.44%。
- **现券二级交易跟踪:** 本周交易盘对债券的增持规模小幅增加, 而主要配置机构对债券整体转为增持。以基金公司为代表的交易型机构对短融券、二永债转为净买入, 对存单的净买入规模增加, 减少净卖出中票, 但对国债、政金债的净买入规模均下降, 在利率债期限上主要转为净卖出 7 年以上国债和 7-10 年政金债。配置型机构中, 农商行对债券的减持规模较上周有所下降, 而保险公司和理财产品增持规模均小幅增加。农商行对 3 年以上国债转为净买入, 对 7-10 年政金债的净卖出规模大幅下降, 理财产品对存单转为净买入, 但减少净买入中票、短融券, 保险公司增加净买入超长期国债和短期政金债, 对 5-7 年政金债的净卖出规模下降。
- **风险因素:** 货币政策不及预期、资金面波动超预期。

目录

一、货币市场	4
1.1 货币资金面	4
1.2 同业存单	6
1.3 票据市场	10
二、现券二级交易跟踪	10
风险因素	11

图目录

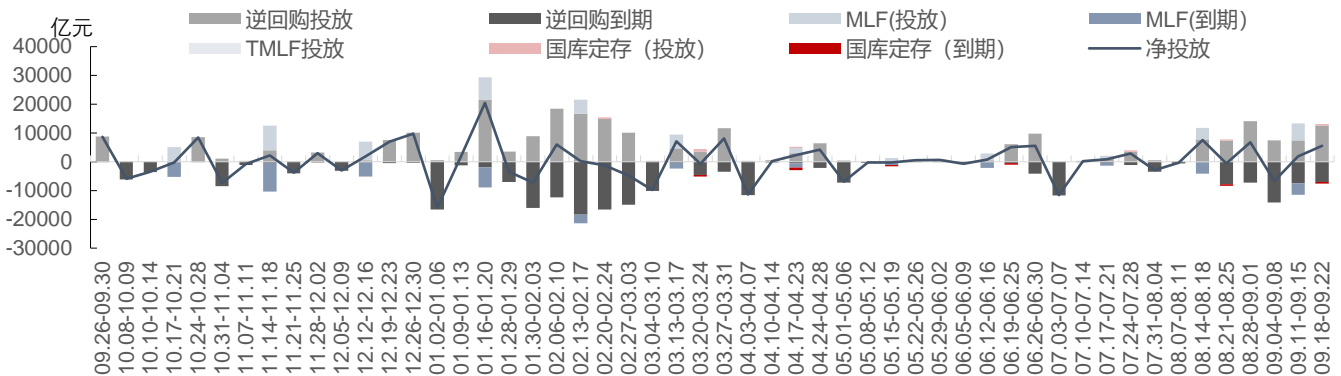
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元)	4
图 2: 资金利率表现 (单位: %、BP)	4
图 3: 质押回购成交量走势 (单位: 亿元)	4
图 4: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元; %)	5
图 5: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元; %)	5
图 6: 银行净融出规模 (单位: 亿元)	5
图 7: 2023 年 9 月各机构资金跨季进度较往年同期偏慢	6
图 8: 2023 年 9 月其他非银机构资金跨季进度较往年同期偏慢	6
图 9: SHIBOR 利率走势 (单位: %)	7
图 10: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)	7
图 11: 分银行类型存单发行规模分布	7
图 12: 分银行类型存单净融资规模分布	7
图 13: 存单发行规模期限分布	8
图 14: 各类型银行存单发行成功率	8
图 15: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔	8
图 16: 存单供需相对强弱指数	8
图 17: 货币基金一级认购与二级净买入比例	9
图 18: 基金产品一级认购与二级净买入比例	9
图 19: 理财产品一级认购与二级净买入比例	9
图 20: 股份行一二级买入比例与其存单发行规模比较	9
图 21: 所有期限存单的需求结构占比	9
图 22: 1 年期存单的需求结构占比	9
图 23: 分期限存单供需相对强弱指数	9
图 24: 国股转贴现票据利率走势	10
图 25: 各机构主要现券二级市场净买入情况 (亿元)	11
图 26: 上周主要机构国债二级市场净买入期限分布	11
图 27: 本周主要机构国债二级市场净买入期限分布	11
图 28: 上周主要机构政金债二级市场净买入期限分布	11
图 29: 本周主要机构政金债二级市场净买入期限分布	11

一、货币市场

1.1 货币资金面

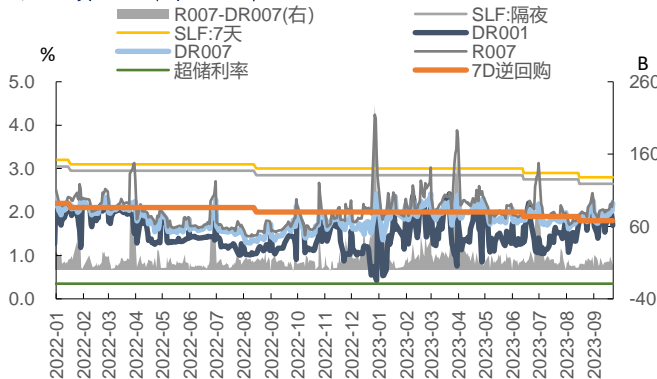
本周央行公开市场净投放流动性 5520 亿元，1 个月国库定存利率升至 2.5%。在税期走款影响下，上半周资金面仍有收紧，隔夜与 7 天资金均升至 2% 上方，而随着央行逆回购投放的增大，下半周月内资金转松，但跨季资金价格仍然偏贵，非银跨季的 21 天逆回购仍在 3% 以上。本周共有 7040 亿元逆回购、500 亿国库现金定存到期，央行于周一至周五分别开展 2440 亿元、2680 亿元、2910 亿元、2510 亿元、2020 亿元逆回购，并于周一开展 500 亿国库现金定存操作，全周净投放流动性 5520 亿元。周一 1 个月国库定存利率升至 2.5%，较上月的 2% 明显回升。本周在税期走款影响下，上半周资金面持续收紧，周三隔夜利率与 DR007 均升至 2% 上方，但随着央行逆回购净投放规模的不断增大，周四后月内资金明显转松，但跨季资金仍然偏贵，非银跨季的 21 天逆回购仍在 3% 以上。截至 9 月 22 日，R001、DR001 分别较 9 月 15 日下行 4.9BP、6.1BP 至 1.79%、1.69%，而 R007、DR007 上行 23.1BP、28.8BP 至 2.26%、2.20%，R007-DR007 利差收敛 5.7BP 至 6.0BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



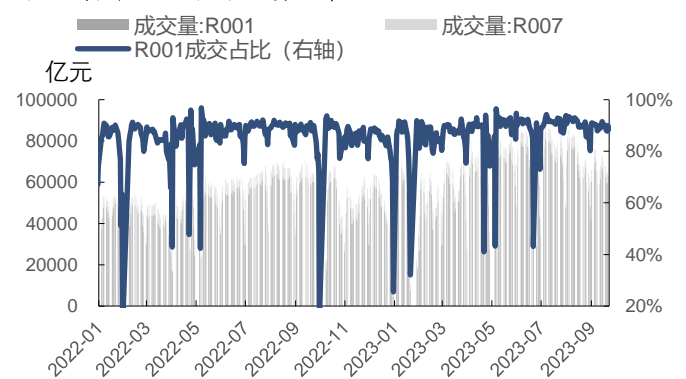
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：资金利率表现（单位：%、BP）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：质押回购成交量走势（单位：亿元）

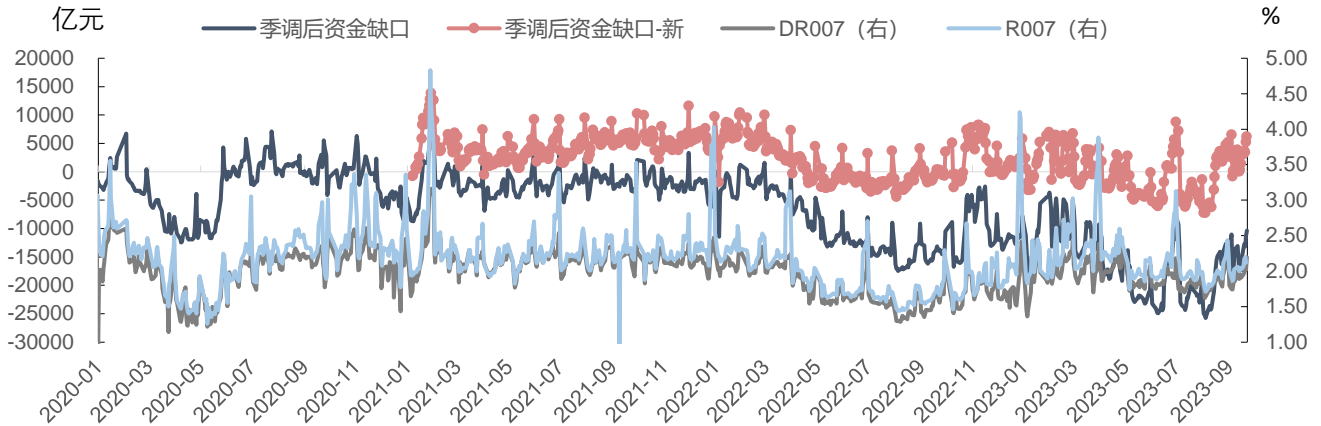


资料来源：万得，信达证券研发中心

本周质押式回购成交规模先降后升，周五升至 7.15 万亿，全周均值下降 0.14 万亿至 6.94 万亿；质押式回购余额周三后同样上升，周五升至 11.06 万亿，较前一周回升 0.42 万亿。上半周银行净融出规模继续下降，尽管非银增加融出减少融入，但新口径资金缺口指数仍持续回升至 3667；而周三银行刚性净融出持续增加，周五升至 4.5 万亿以上，季调前资金缺口指数再度转负；但若考虑跨季因素，由于非银产品户融入资金的增幅小于季节性规律，导致剔除这部分后的季调后资金缺口指数升至 6179，已在中性水平以上，但如果这反映了非银在近期资金收敛的状态下主动降杠杆，那么对这样的上升则不用过度担忧。本周前三日质押式回购成交规模逐日下降，周三降至 6.76 万亿，而周四后回购金额再度回升，周五升至 7.15 万亿，全周均值下降 0.14 万亿至 6.94 万亿；质押式回购余额同样先降后升，周五约 11.06 万亿，较前一周回升 0.42 万亿。分机构来看，周一周二银行融出规模继续下降，尤其是大行和股份行降幅较大，银行刚性净融出整体降至 3.58 万亿，尽管非银方面，货币基金

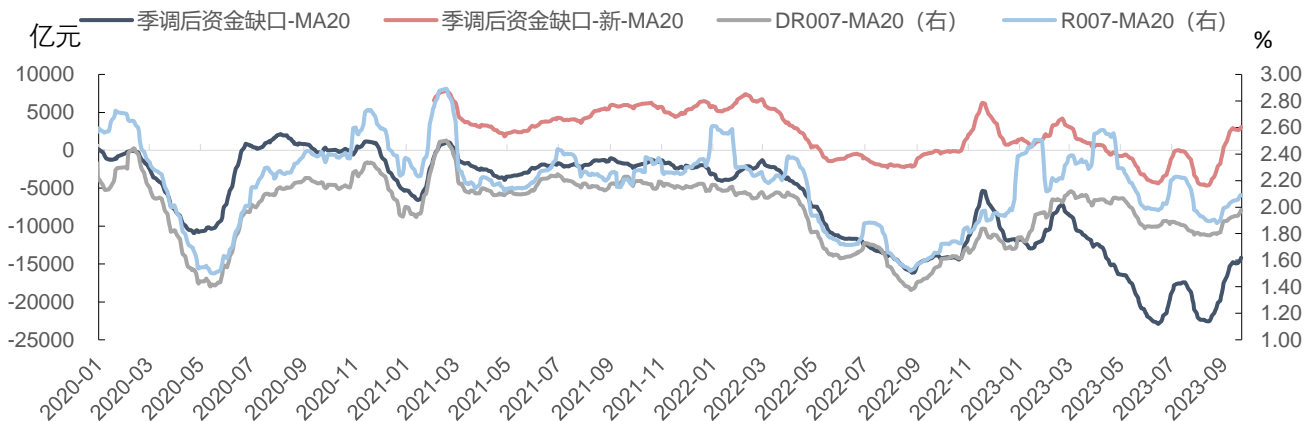
与理财产品融出规模持续增加，证券、基金、其他非银机构正回购规模整体略有下降，但新口径资金缺口指数仍持续回升至 3667；但周三开始各类银行融出规模开始持续增加，截止周五银行刚性净融出再度升至 4.5 万亿，尽管非银融出规模下降、融入规模上升，但季调前新口径资金缺口指数仍降至-139；但从历史上看，季末表外资金回表会造成理财、基金等产品户融入和银行融出的双双抬升，因此我们会在跨季期间剔除这部分因素影响计算季调后资金缺口，下半周银行融出明显抬升，但理财或基金等非银产品户融入的增幅小于季节性，这使得季调后新口径的资金缺口指数回升至 6179，已在中性水平之上，但如果这反映了非银在近期资金收敛的状态下主动降杠杆，那么对这样的上升则不用过度担忧。

图 4：刚性资金缺口走势（单位：亿元；%）



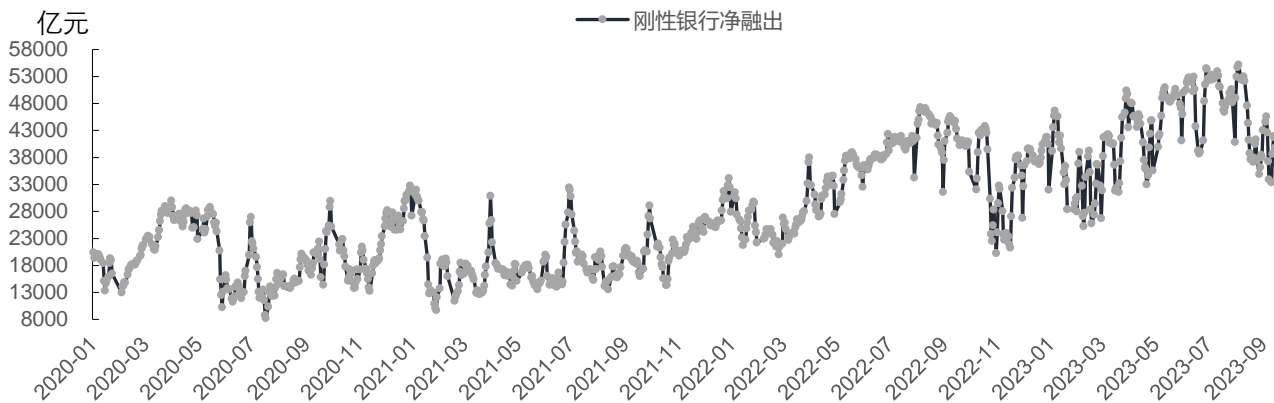
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势（单位：亿元；%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

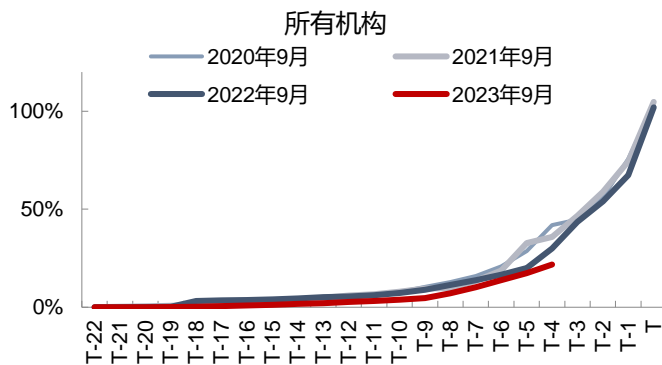
图 6：银行净融出规模（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

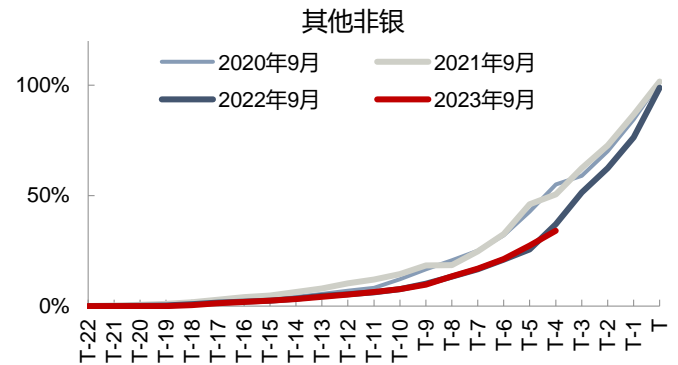
本周资金跨季进度 21.8%，大幅低于 20-22 年同期均值 14.1pct。这一方面是由于国庆后第一个工作日为周六，非银跨季所需资金期限偏长，更多非银机构等待 9 月最后一周融入 14 天资金跨季；但另一方面中秋与国庆假期叠加，9 月最后一周仅 4 个工作日。跨季进度偏缓，叠加缴准、政府债缴款以及季末资金需求增大的影响，可能对季末资金面带来一定的扰动，因此 9 月末可能仍然需要央行大规模的净投放。出于稳健的考虑，建议非银机构合理把握跨季节奏。下周有 7660 亿元逆回购到期；政府债缴款规模升至 5470 亿元，考虑到期 2035 亿元后，政府债缴款净额约 3435 亿元，较本周增加 1125 亿元，且主要集中在下周一；此外，下周一（9 月 25 日）为下旬缴准日。截至本周五，机构资金跨季进度 21.8%，大幅低于 20-22 年同期均值 14.1pct，这受到了两方面因素的影响。首先 20/21 年国庆节后首个工作日为周五，而 22 年和今年均为周六，非银机构跨季所需资金期限偏长，更多非银机构等待 9 月最后一周以 14 天资金跨季；但另一方面，受中秋与国庆假期重叠的影响，9 月最后一周仅 4 个工作日，这使得今年 9 月跨季进度仍然慢于 22 年同期 8.2pct。跨季进度总体偏慢，叠加缴准、政府债缴款以及季末资金需求增大的影响，可能对季末资金面带来一定的扰动，因此月末可能仍然需要央行大规模的净投放。出于稳健的考虑，建议非银机构合理把握跨季节奏。

图 7：2023 年 9 月各机构资金跨季进度较往年同期偏慢



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：2023 年 9 月其他非银机构资金跨季进度较往年同期偏慢

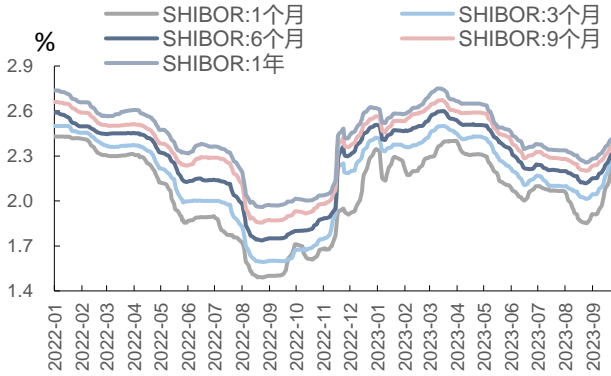


资料来源：万得，信达证券研发中心

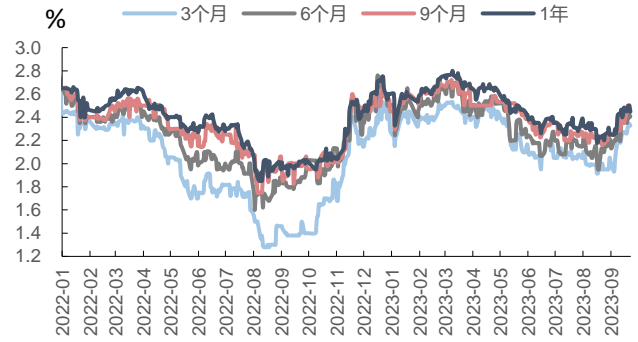
1.2 同业存单

本周 Shibor 利率整体上行，1Y 期 Shibor 利率上行 5.1BP 至 2.41%。截至 9 月 22 日，1M、3M、6M、9M、1Y 期 Shibor 利率分别较 9 月 15 日上行 12.8BP、10.8BP、7.3BP、6.1BP、5.1BP 至 2.21%、2.27%、2.31%、2.37%、2.41%。

1 年期股份行存单发行利率下行 3.7BP 至 2.45%，AAA 级 1 年期同业存单二级利率持平上周于 2.44%。本周 3M、6M、9M 期股份行存单发行利率分别较 9 月 15 日上行 5.5BP、2.5BP、10.8BP 至 2.33%、2.41%、2.46%，而 1Y 期股份行存单发行利率下行 3.7BP 至 2.45%。此外，AAA 级 1 年期存单到期收益率持平上周于 2.44%。

图 9: SHIBOR 利率走势 (单位: %)


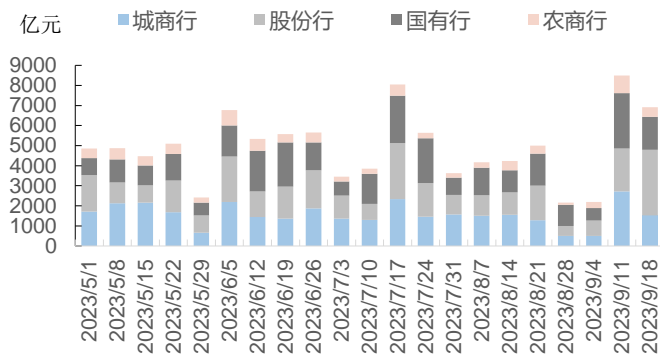
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 10: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)


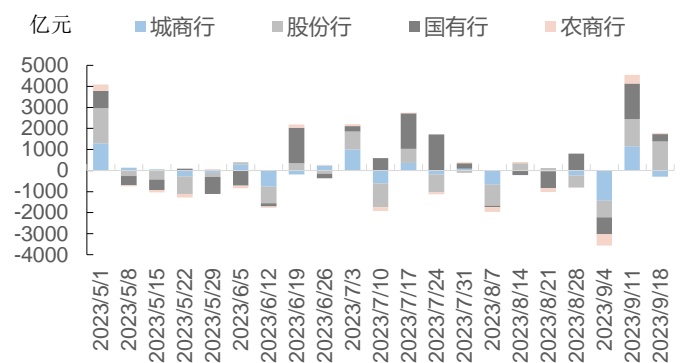
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

本周同业存单发行规模较上周下降, 且到期规模有所上升, 存单净融资规模环比下降 3049.1 亿元至 1564.2 亿元。分银行类型来看, 除城商行外, 其余银行均为净融资; 本周 3M 期存单发行占比最高为 40%, 1Y 期存单发行占比回落至 31%。本周, 同业存单发行规模较上周下降 1615.4 亿元至 7010.6 亿元, 而偿还规模上升 1433.7 亿元至 5446.4 亿元, 当周存单净融资 1564.2 亿元 (上周为净融资 4613.3 亿元)。分银行类型来看, 城商行、国有行、农商行存单发行规模分别较上周下降 1206 亿元、1104 亿元、406 亿元, 而股份行存单发行规模较上周上升 1141 亿元; 从净融资分布来看, 城商行、国有行、农商行存单分别净融资 1386 亿元、342 亿元、48 亿元, 而城商行存单净偿还 288 亿元。本周 3M 期存单发行占比最高, 为 40%, 1Y 期存单发行占比较上周小幅回落 5pct 至 31%。

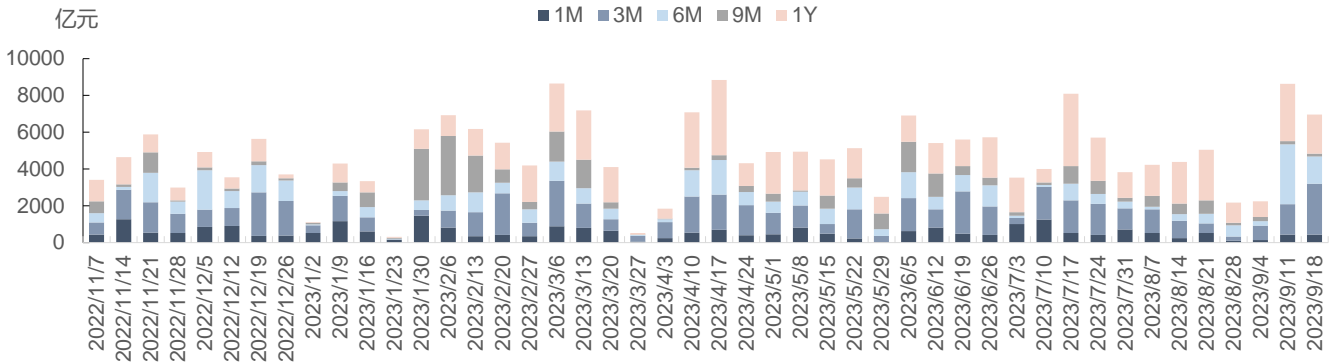
本周股份行、国有行、农商行存单发行成功率均小幅回落, 但仍在近一年均值水平附近; 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔。截至 9 月 22 日, 城商行存单发行成功率较上周上行 5.5pct, 而股份行、国有行、农商行存单发行成功率分别较上周下行 2.7pct、2.5pct、0.8pct, 但仍在近一年均值水平附近。城商行-股份行 1Y 存单发行利差上行 1.8BP 至 15.68BP, 位于 2018 年以来 12%分位数水平。

图 11: 分银行类型存单发行规模分布


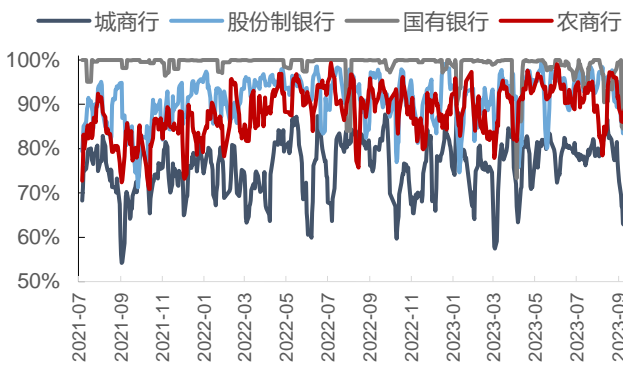
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12: 分银行类型存单净融资规模分布


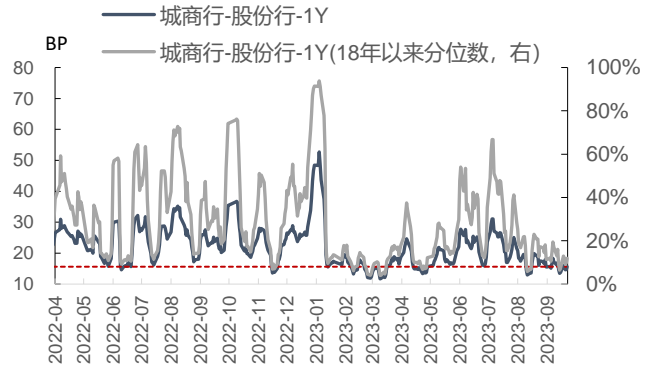
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 存单发行规模期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 各类型银行存单发行成功率


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

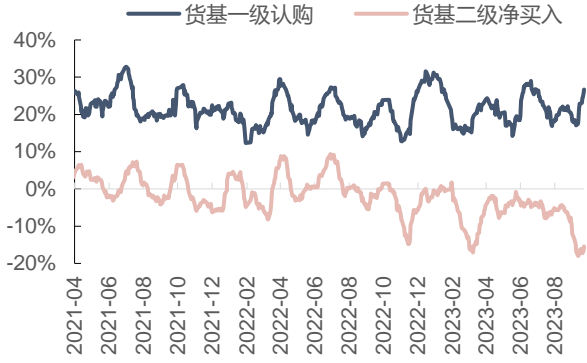
图 15: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

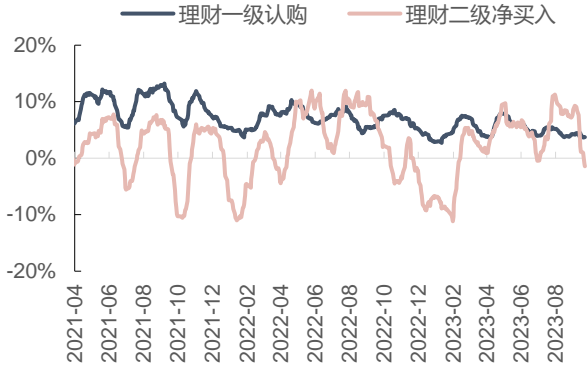
尽管理财产品一二级市场净卖出存单规模收窄, 股份行净买入存单规模下滑, 但货币基金和基金公司净买入存单规模同样有所回落, 存单供需强弱指数震荡回落, 近一周累计下行 1.0pct 至 9.1%, 仍在需求偏弱区间, 非银机构配置意愿的恢复可能还需要一定的时间。本周理财产品一二级市场净卖出存单规模收窄, 股份行净买入存单规模有所下滑, 但货币基金和基金公司一二级市场净买入存单规模均从高位回落, 存单供需相对强弱指数较 9 月 15 日下行 1.0BP 至 9.1%, 仍在需求偏弱的区间, 显示在跨季资金偏贵的状态下, 非银机构存单配置的意愿恢复可能还需要一定的时间。从分期限的强弱指数来看, 本周 3M、6M、9M 期限品种的供需指数回升, 而其余期限均有所回落。

图 16: 存单供需相对强弱指数

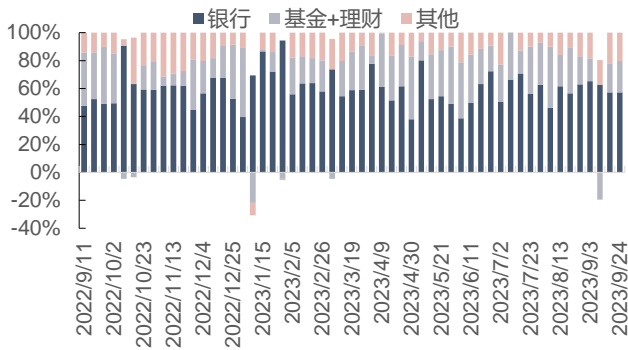

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 货币基金一级认购与二级净买入比例


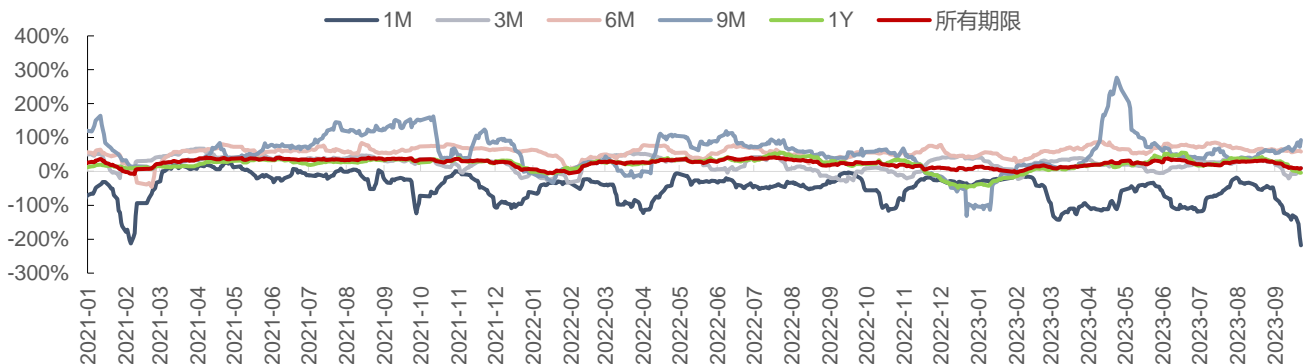
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 理财产品一级认购与二级净买入比例


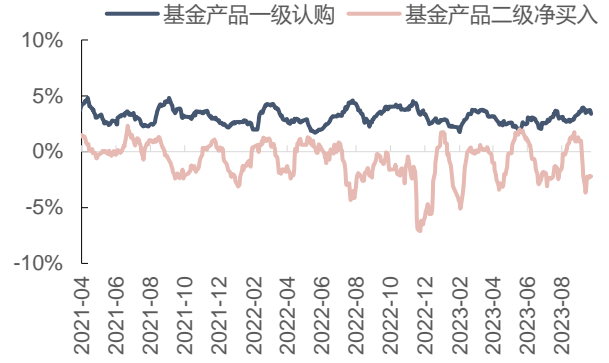
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 所有期限存单的需求结构占比


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 分期限存单供需相对强弱指数


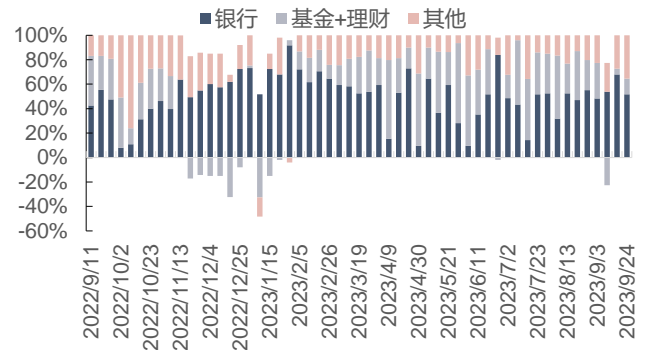
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 基金产品一级认购与二级净买入比例


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 股份行一二级买入比例与其存单发行规模比较


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

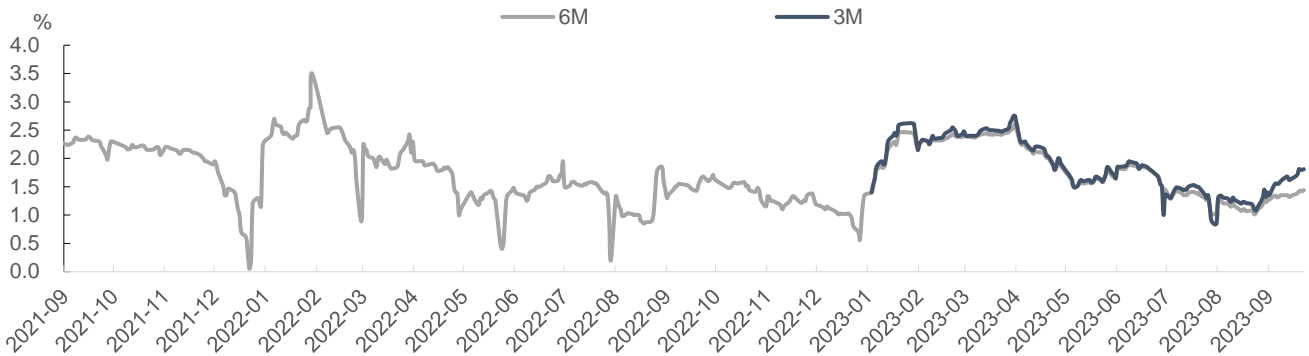
图 22: 1 年期存单的需求结构占比


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.3 票据市场

本周票据利率震荡回升，全周来看 3M、6M 期票据利率分别较 9 月 15 日上行 16BP、9BP 至 1.81%、1.44%。周一周二，受资金面收紧影响，卖盘出票积极，而买盘观望情绪较浓，票据利率大幅回升；周三之后，随着票据利率回升，买盘配置需求有所释放，而卖盘出票继续增加，票据利率高位震荡。截至 9 月 22 日，3M、6M 期票据利率分别较 9 月 15 日上行 16BP、9BP 至 1.81%、1.44%。

图 24：国股转贴现票据利率走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

二、现券二级交易跟踪

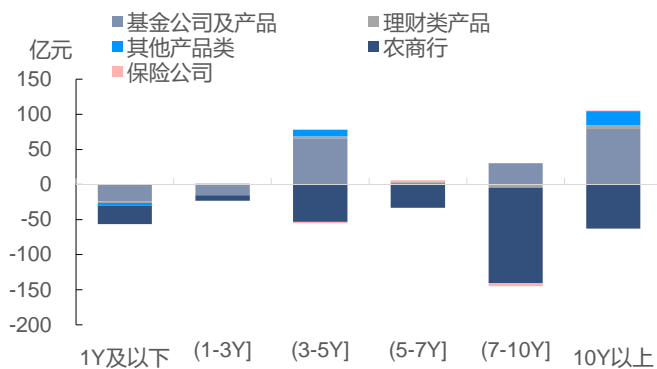
本周交易盘对债券的增持规模小幅增加，而主要配置机构对债券整体转为增持。以基金公司为代表的交易型机构对短融券、二永债转为净买入，对存单的净买入规模增加，减少净卖出中票，但对国债、政金债的净买入规模均下降，在利率债期限上主要转为净卖出 7 年以上国债和 7-10 年政金债。而其他产品转为净卖出政金债，对各类信用债的净买入规模均减少，但对存单和二永债的净买入规模小幅上升，在利率债期限上主要减少净买入 10 年以上国债，转为净卖出 7-10 年政金债。

配置型机构中，农商行对债券的减持规模较上周有所下降，而保险公司和理财产品增持规模均小幅增加。农商行对 3 年以上国债转为净买入，对 7-10 年政金债的净卖出规模大幅下降，理财产品对存单转为净买入，但减少净买入中票、短融券，保险公司增加净买入超长期国债和短期政金债，对 5-7 年政金债的净卖出规模下降。具体来看，农商行对政金债的净卖出规模大幅减少，转为净买入国债，但对存单转为净卖出；理财产品对存单转为净买入，但减少净买入中票、短融券；保险公司转为净买入国债、政金债，但对二永债的净买入规模下降，对中票的净卖出规模小幅增加。从期限上看，农商行对 3 年以上国债转为净买入，对 7-10 年政金债的净卖出规模大幅下降；理财产品转为净买入 7-10 年国债，对 1 年及以下政金债的净买入规模小幅增加；保险公司增加净买入 10 年以上国债和 1 年及以下政金债，对 5-7 年政金债的净卖出规模下降。

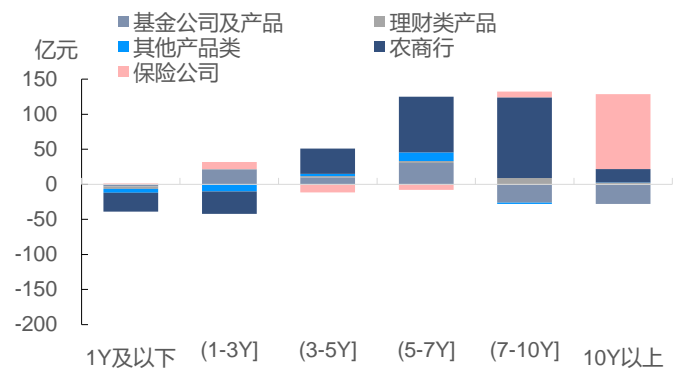
图 25: 各机构主要现券二级市场净买入情况 (亿元)

债券类型	周度	大型银行	股份行	城商行	外资行	农商行	证券公司	保险公司	基金公司及产品	理财类产品	其他产品类	其他	货币基金
国债	09.18-09.24	-9	69	-269	20	191	-134	107	5	12	-1	23	-15
	09.11-09.17	238	-215	-302	137	-320	331	-2	137	4	27	-55	18
	09.04-09.10	160	133	-205	91	480	-445	51	-238	8	-108	-87	161
政金债	09.18-09.24	250	66	-352	-12	-90	-109	32	252	44	-17	-70	7
	09.11-09.17	164	47	-287	28	-627	51	-109	565	9	109	-14	63
	09.04-09.10	129	-247	-27	-21	644	81	-31	-698	133	-35	27	45
地方政府债	09.18-09.24	-93	44	-17	6	-10	17	53	-1	2	-2	1	0
	09.11-09.17	-180	105	-4	7	-60	19	50	28	2	15	19	0
	09.04-09.10	-18	46	14	0	3	-206	178	-19	5	3	-6	0
中票	09.18-09.24	2	29	12	1	-29	-23	-53	-22	23	48	12	-1
	09.11-09.17	-16	-28	5	2	-19	-51	-1	-187	159	90	10	37
	09.04-09.10	116	27	34	-2	11	-21	-12	-352	164	27	4	6
短融	09.18-09.24	-60	-58	-95	6	7	-2	6	106	89	59	12	-69
	09.11-09.17	-206	-118	-126	1	7	33	7	-164	294	112	12	147
	09.04-09.10	-78	-130	-67	1	10	-40	6	31	175	33	31	28
企业债	09.18-09.24	1	1	1	1	-4	-9	-6	11	-3	8	1	-1
	09.11-09.17	1	-4	0	0	-1	-5	6	-3	-2	8	-1	0
	09.04-09.10	1	1	-7	0	-1	-4	-1	1	7	4	0	0
同业存单	09.18-09.24	506	-91	-1249	51	-237	-286	84	239	56	178	401	348
	09.11-09.17	202	53	-392	44	465	-355	44	32	-402	141	450	-283
	09.04-09.10	127	-196	227	26	974	-281	-33	-428	181	-126	526	-997
其他	09.18-09.24	-12	44	-30	6	6	-51	38	7	-72	62	-15	16
	09.11-09.17	-161	32	55	-3	65	-85	114	-142	0	52	8	64
	09.04-09.10	2	9	122	-2	64	61	234	-546	53	-24	1	26
合计	09.18-09.24	585	103	-1999	78	-167	-596	261	598	152	334	365	286
	09.11-09.17	43	-127	-1051	217	-490	-62	109	268	65	553	430	46
	09.04-09.10	438	-357	92	93	2184	-855	390	-2250	724	-225	496	-731

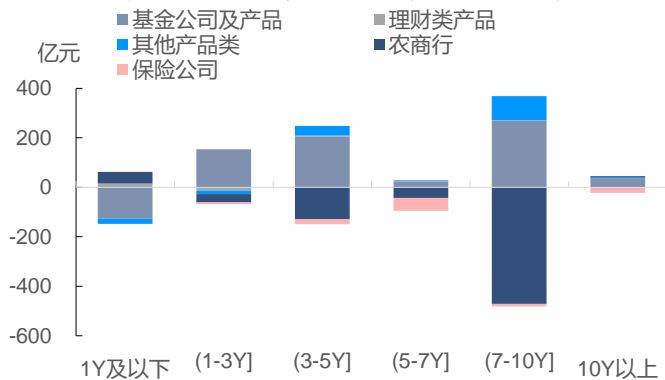
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 26: 上周主要机构国债二级市场净买入期限分布


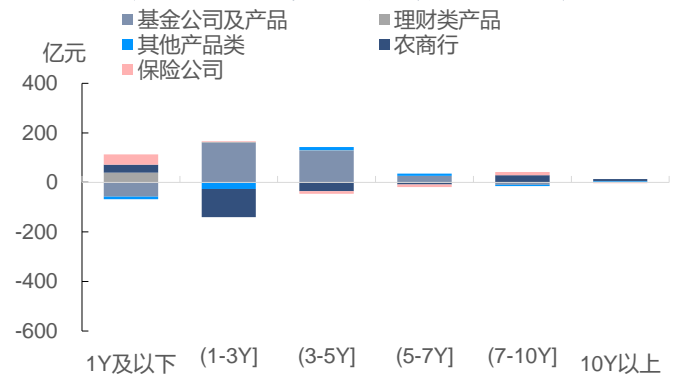
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 本周主要机构国债二级市场净买入期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28: 上周主要机构政金债二级市场净买入期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 29: 本周主要机构政金债二级市场净买入期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

货币政策不及预期、资金面波动超预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，8年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

王明路，南开大学保险硕士，曾供职于长江证券、苏宁金融、平安普惠等从事研究与投资工作。

朱金保，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

沈扬，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

张弛，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

芦静，南开大学金融硕士，曾供职于评级机构、资管机构、方正证券从事信用研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在地市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。