

银行

2024年12月24日

利率变动的应对，行为特征与业绩影响

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

朱晓云（分析师）

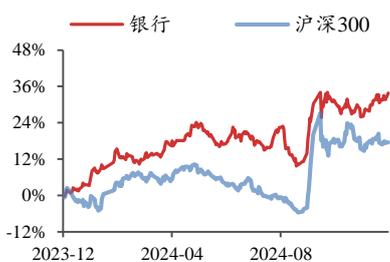
liuchengxiang@kysec.cn

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524070010

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《存款定期化改善，按揭需求修复—行业点评报告》-2024.12.18

《复苏脉络三重奏：存贷协调、风险缓释与价格拐点—银行业2025年投资策略》-2024.12.16

《政策驱动下的信用修复动能在累积—行业点评报告》-2024.12.14

● 以南京银行和宁波银行为例研究 2020 年利率 V 形走势下的银行投资行为

2020 年债市利率先快速下行后反转上行，呈现 V 形走势。我们以南京银行和宁波银行为例，观察银行自营投资行为变化及对经营业绩影响。2019 年末南京银行和宁波银行总资产、金融投资规模体量相当，金融投资占总资产比例均在 45% 左右，具有较强的代表性和可比性。但两者也有一些差异，如南京银行自营投资更侧重配置，AC 占比高，宁波银行相对偏向交易，FVTPL 占比高。

● 配置行为：两家银行 AC 占比与利率走势基本趋同

利率上行期提升配置盘占比，利息净收入提升。南京银行和宁波银行均在利率下行阶段压降 AC 占比，利率上行阶段提升。南京银行提升幅度更大，2020 年末较 2020Q1 提升 3.7pct，从业绩贡献上来看，南京银行债券投资利息收入占比提升 1pct；宁波银行则 AC 占比略降 0.3pct，债券投资利息净收入占比也是下降的。此外，利率上行时期，两家银行配置盘（AC 账户）投资期限均拉长。

● 交易行为：南京银行和宁波银行基金投资策略分化

第一阶段（利率快速下行），宁波银行 FVTPL 占比高，谨慎增持。2020Q1 债市利率大幅下行 50BP，南京银行加大 FVTPL 投资，Q1 增加 180 亿元；宁波银行则谨慎小幅增持。最终体现在业绩上，两家银行交易盘均贡献业绩，但由于两者投资结构差异，南京银行主要源于市值波动，宁波银行则主要是基金分红收入。
第二阶段（利率回调）：宁波银行赎回基金，南京银行增持。2020H1 宁波银行 FVTPL 市值波动占营收比例环比 Q1 下降 5pct；南京银行则下降 11.5pct。

第三阶段（利率继续上行）：宁波银行增持基金，南京银行赎回。2020 年下半年，宁波银行连续两个季度增持基金共 676 亿元，导致 2020 年公允价值变动净收益负增，占营收比例为 -3.17%，同比下降 9pct，可能是源于对利率走势的误判。南京银行连续两个季度赎回基金共 391 亿元，最终 2020 年公允价值变动净收益占营收比例为 0.00%，同比下降 3pct。

综合考虑公允价值变动净收益和投资净收益后，2020 年南京银行和宁波银行交易盘业绩贡献度较 2019 年分别下降 6pct 和 5pct。

● 2020 年银行自营投资行为对业绩影响的启示

1、银行公允价值变动净收益与利率变化密切相关，可观察上一期 FVTPL 规模变动情况来大体研判银行公允价值变动净收益走势。如 2020Q1 南京银行增持较多，在 Q2 利率上行时，其 FVTPL 市值波动就更大。2020Q3 宁波银行 FVTPL 账户增持较大，Q4 利率继续上行，其 FVTPL 市值下降也更多。

2、投资净收益的波动更难以预测，例如宁波银行投资净收益波动较大，主要源于贵金属业务损益波动较大。从投资净收益占营收比例来看，宁波银行波动较南京银行来说更大，主要源于投资净收益不仅来源于买卖债券价差收入和基金分红收入，还有贵金属业务。

● **风险提示**：宏观经济增速下行；债市利率大幅波动。

目 录

1、南京银行和宁波银行投资能力较强，行为具有参考性.....	3
2、配置行为：AC 占比与利率走势基本趋同.....	5
3、交易行为：南京银行和宁波银行基金投资策略分化.....	6
3.1、第一阶段（利率快速下行）：宁波银行 FVTPL 占比高，谨慎增持.....	6
3.2、第二阶段（利率回调）：宁波银行赎回基金，南京银行增持.....	7
3.3、第三阶段（利率继续上行）：宁波银行增持基金，南京银行赎回.....	8
4、小结.....	9
5、风险提示.....	10

图表目录

图 1：南京银行金融投资中 AC 占比高（2019）.....	4
图 2：宁波银行金融投资中 FVTPL 占比高（2019）.....	4
图 3：宁波银行 FVTPL 中基金和非标占比高（2019）.....	5
图 4：宁波银行 FVOCI 账户中政府债占比高（2019）.....	5
图 5：南京银行 AC 占比与利率走势基本一致.....	5
图 6：宁波银行 AC 占比与利率走势基本一致.....	5
图 7：2020 年南京银行债券投资利息收入占比提升.....	5
图 8：2020 年宁波银行债券投资利息收入占比下降.....	5
图 9：2020 年下半年利率上行，两家银行 AC 账户投资期限均拉长.....	6
图 10：2020 年利率先下后上过程中，宁波银行和南京银行 FVTPL 占比变动分化.....	6
图 11：宁波银行 2020Q1 增加 FVOCI 账户比例.....	7
图 12：南京银行 FVOCI 占比与利率走势基本一致.....	7
图 13：2020 年上半年宁波银行公允价值变动净收益波动较小，下半年变大.....	7
图 14：2020H1 宁波银行赎回基金，南京银行增持（亿元）.....	8
图 15：2020H2 宁波银行增持基金，南京银行赎回（亿元）.....	8
图 16：宁波银行和南京银行 2020 年交易盘投资业绩贡献度同比均下降.....	8
图 17：宁波银行投资净收益占营收比例波动更大.....	9
图 18：宁波银行投资净收益中贵金属业务占比高（亿元）.....	10
图 19：南京银行投资净收益主要源于 FVTPL（亿元）.....	10
表 1：南京银行和宁波银行金融投资业绩贡献度高（2024H1）.....	3
表 2：公允价值变动净收益与上期末 FVTPL 余额相关（亿元）.....	9

1、南京银行和宁波银行投资能力较强，行为具有参考性

从测算金融投资业绩贡献度来看，2024H1 南京银行和宁波银行占比较高，均在 40% 以上，其中南京银行超 50%。此外，从测算自营投资收益率的表现来看，宁波银行在上市银行中表现较佳。

(1) 交易盘投资收益率=投资净收益/交易性金融资产期初期末均值；

(2) 综合投资收益率=交易盘投资收益率*交易盘占比+配置盘投资收益率*配置盘占比；

(3) 金融投资业绩贡献度=(债券投资利息收入/利息收入总额*利息净收入+公允价值变动净收益+投资净收益)/营业收入

(4) 交易盘业绩贡献度=(公允价值变动净收益+投资净收益)/营业收入

表1：南京银行和宁波银行金融投资业绩贡献度高（2024H1）

银行名称	交易盘投资收益率（测算值）				综合投资收益率（测算值）				金融投资占比	交易盘占比	金融投资业绩贡献度		
	2022	2023	2024H1	均值	2022	2023	2024H1	均值			合计	交易盘	
国有行	工商银行	4.67%	4.69%	3.66%	4.34%	3.4%	3.4%	3.2%	3.4%	27.6%	7.7%	25.7%	7.1%
	建设银行	1.23%	1.26%	0.77%	1.08%	3.2%	3.1%	3.0%	3.1%	24.6%	6.1%	21.1%	3.5%
	农业银行	3.15%	7.99%	13.81%	8.31%	3.3%	3.6%	3.5%	3.5%	30.6%	4.3%	27.3%	5.6%
	中国银行	3.42%	2.78%	3.92%	3.37%	3.0%	3.1%	3.3%	3.1%	21.8%	8.2%	19.8%	5.8%
	交通银行	2.00%	2.35%	1.97%	2.11%	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%	28.4%	15.0%	27.7%	12.1%
	邮储银行	2.69%	2.49%	2.15%	2.44%	3.3%	3.1%	2.9%	3.1%	34.5%	18.5%	32.7%	10.4%
股份制行	招商银行	4.56%	3.83%	5.13%	4.51%	3.5%	3.3%	3.5%	3.4%	28.8%	18.1%	26.0%	12.6%
	兴业银行	2.90%	2.62%	3.74%	3.08%	3.4%	3.2%	3.5%	3.4%	30.6%	26.7%	37.4%	22.4%
	浦发银行	2.80%	2.21%	4.49%	3.16%	3.3%	3.1%	3.6%	3.3%	28.0%	23.5%	31.8%	18.1%
	中信银行	3.09%	3.24%	3.12%	3.15%	3.2%	3.1%	3.0%	3.1%	27.6%	24.4%	29.4%	17.6%
	民生银行	2.82%	2.40%	3.95%	3.06%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%	30.1%	14.3%	25.0%	8.9%
	平安银行	2.75%	3.27%	3.63%	3.22%	2.8%	3.2%	3.3%	3.1%	26.3%	41.3%	28.5%	19.0%
	光大银行	2.45%	2.62%	3.47%	2.85%	3.3%	3.2%	3.3%	3.2%	32.5%	20.5%	31.1%	14.8%
	华夏银行	2.05%	2.51%	4.74%	3.10%	3.3%	3.1%	3.6%	3.3%	36.8%	23.8%	40.8%	23.3%
	浙商银行	4.47%	4.14%	4.53%	4.38%	4.1%	3.7%	3.5%	3.8%	31.2%	22.4%	36.8%	21.2%
	北京银行	2.67%	2.78%	2.98%	2.81%	3.4%	3.2%	3.1%	3.2%	32.3%	27.0%	39.0%	22.0%
上海银行	2.25%	1.37%	2.94%	2.19%	3.0%	2.6%	3.1%	2.9%	42.0%	23.3%	49.8%	30.4%	
江苏银行	3.10%	2.91%	3.19%	3.07%	3.4%	3.2%	3.2%	3.3%	36.8%	44.3%	37.4%	24.3%	
	宁波银行	3.27%	3.79%	3.98%	3.68%	3.4%	3.5%	3.4%	3.4%	43.8%	27.0%	44.2%	24.6%
	南京银行	2.84%	3.17%	2.25%	2.75%	3.3%	3.3%	2.7%	3.1%	42.7%	50.3%	51.4%	41.5%
城商行	杭州银行	2.52%	2.29%	3.87%	2.89%	3.4%	3.2%	3.5%	3.4%	47.6%	27.3%	43.9%	26.7%
	长沙银行	3.08%	3.45%	2.26%	2.93%	3.5%	3.5%	2.9%	3.3%	41.1%	32.5%	36.0%	19.5%
	成都银行	3.65%	2.94%	3.67%	3.42%	4.2%	3.7%	3.5%	3.8%	26.1%	23.5%	35.7%	19.9%
	贵阳银行	3.74%	2.77%	3.00%	3.17%	3.5%	3.2%	3.1%	3.2%	39.2%	32.6%	32.8%	18.4%
	重庆银行	4.79%	4.53%	6.10%	5.14%	4.6%	4.0%	4.0%	4.2%	32.0%	10.3%	40.9%	19.0%
	郑州银行	2.91%	2.54%	2.94%	2.80%	3.8%	3.5%	3.3%	3.5%	29.5%	20.9%	30.7%	12.3%
	青岛银行	4.66%	2.45%	2.60%	3.24%	3.9%	3.1%	2.7%	3.2%	34.9%	27.7%	34.5%	18.2%
	苏州银行	2.44%	2.80%	3.38%	2.87%	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%	35.4%	36.1%	37.8%	23.6%

齐鲁银行	3.26%	3.86%	4.11%	3.74%	3.3%	3.3%	3.2%	3.3%	42.2%	15.9%	40.0%	18.4%
西安银行	2.85%	3.27%	1.97%	2.70%	3.5%	3.4%	3.0%	3.3%	40.7%	19.5%	47.9%	27.2%
厦门银行	3.72%	2.75%	5.92%	4.13%	3.2%	2.9%	3.4%	3.2%	30.4%	17.5%	38.8%	22.6%
兰州银行	4.08%	3.75%	3.02%	3.61%	4.0%	3.7%	3.4%	3.7%	29.4%	29.4%	27.6%	12.9%
渝农商行	3.16%	2.37%	3.57%	3.03%	3.6%	3.2%	3.2%	3.3%	41.0%	16.7%	42.0%	17.1%
沪农商行	2.72%	2.89%	4.27%	3.29%	3.3%	3.1%	3.2%	3.2%	35.6%	10.8%	33.0%	13.9%
青农商行	3.22%	3.46%	2.20%	2.96%	3.5%	3.4%	2.9%	3.3%	36.1%	29.7%	41.4%	27.1%
常熟银行	5.41%	5.18%	8.11%	6.23%	3.9%	3.8%	4.5%	4.1%	26.9%	23.4%	29.9%	16.8%
无锡银行	4.11%	5.63%	6.11%	5.28%	3.3%	3.3%	3.2%	3.3%	28.9%	14.0%	42.0%	27.1%
紫金银行	-2.32%	5.77%	1.92%	1.79%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%	18.4%	3.2%	25.2%	13.6%
苏农银行	7.04%	7.47%	8.81%	7.77%	3.9%	3.9%	4.6%	4.1%	31.3%	29.7%	50.3%	36.9%
张家港行	8.76%	4.12%	9.38%	7.42%	3.6%	2.9%	3.9%	3.5%	30.6%	24.9%	41.3%	28.9%
瑞丰银行	5.39%	7.57%	11.96%	8.30%	3.4%	3.6%	4.2%	3.7%	33.1%	13.9%	45.5%	28.6%
江阴银行	4.31%	4.37%	2.77%	3.82%	3.3%	3.6%	2.7%	3.2%	28.9%	18.4%	44.6%	28.2%

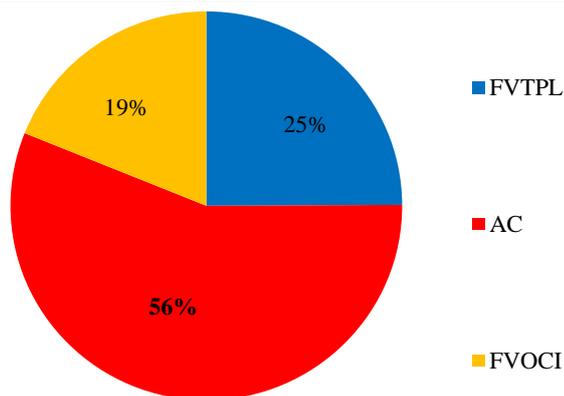
数据来源：Wind、开源证券研究所

2020 年伴随货币政策先松后紧，债市利率先快速下行后上行，呈现 V 形走势。在这个过程中，我们以南京银行和宁波银行为例，观察其金融市场投资行为变化。

2019 年末南京银行和宁波银行总资产规模体量相当，均在 1.3 万亿元左右，金融投资规模均在 6000 亿元左右，金融投资占总资产比例均在 45% 左右，金融投资业务占比较高，具有较强的代表性和可比性。具体来看，两者又有一些差异：

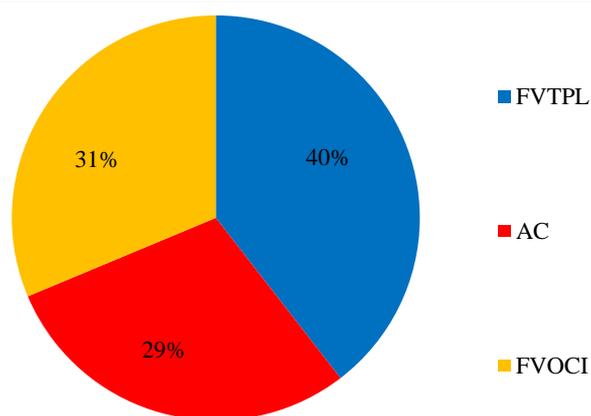
1、南京银行金融投资业务更侧重配置，AC 占比高，2019 年末为 56%。宁波银行则更侧重交易，FVTPL 占比高，为 40%。两家银行在 2020 年利率变化环境中，也表现出了截然不同的两种投资思路。

图1：南京银行金融投资中 AC 占比高（2019）



数据来源：Wind、开源证券研究所

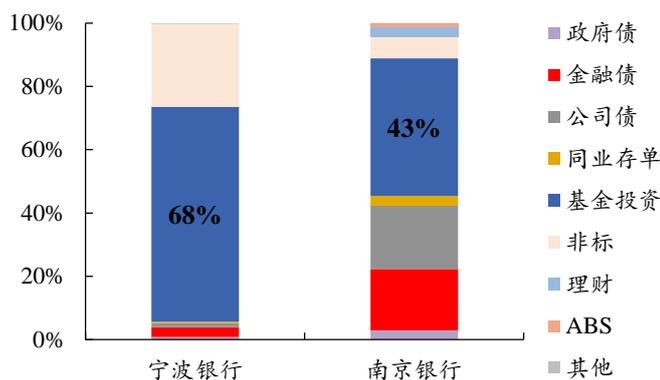
图2：宁波银行金融投资中 FVTPL 占比高（2019）



数据来源：Wind、开源证券研究所

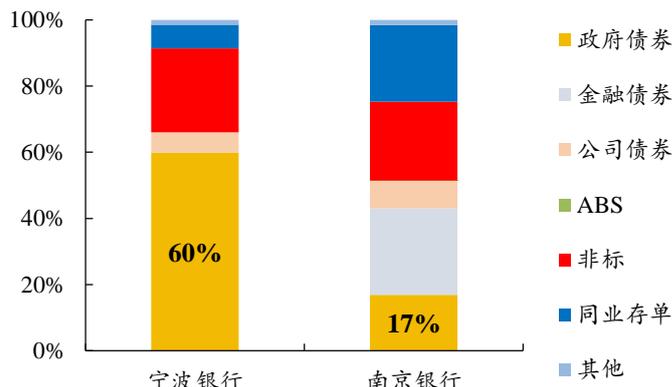
2、FVTPL 账户中，宁波银行以基金投资和非标为主，合计占比超 90%，债券交易规模不大；南京银行基金和非标投资占比为 50%。FVOCI 账户中，南京银行参与更多同业存单和金融债的投资，合计占在 50% 左右，宁波银行主要是政府债和非标投资。

图3: 宁波银行 FVTPL 中基金和非标占比高 (2019)



数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

图4: 宁波银行 FVOCI 账户中政府债占比高 (2019)

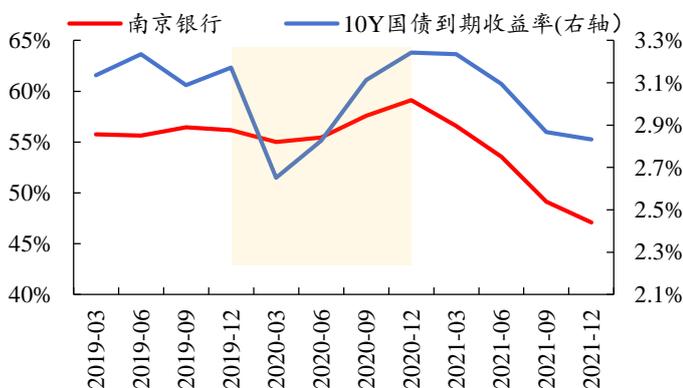


数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

2、配置行为: AC 占比与利率走势基本趋同

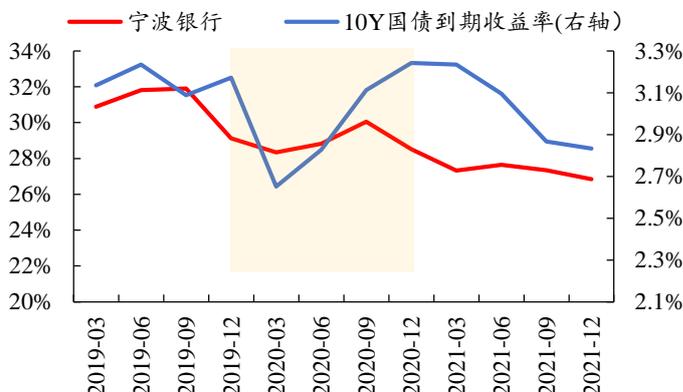
利率上行期提升配置盘占比, 利息净收入提升。从账户分布来看, 南京银行和宁波银行均在利率下行阶段压降 AC 占比, 利率上行阶段提升, 南京银行提升幅度更大, 2020 年末较 2020Q1 末提升 3.7pct, 因此从业绩贡献上来看, 南京银行债券投资利息收入占比提升 1 个百分点左右; 宁波银行则 AC 占比略降 0.3pct, 债券投资利息净收入占比也是下降的。

图5: 南京银行 AC 占比与利率走势基本一致



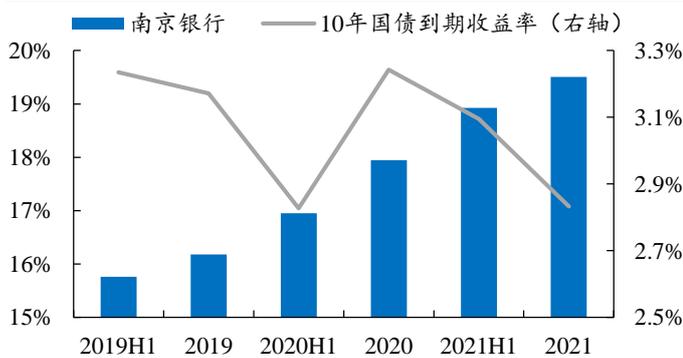
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 宁波银行 AC 占比与利率走势基本一致



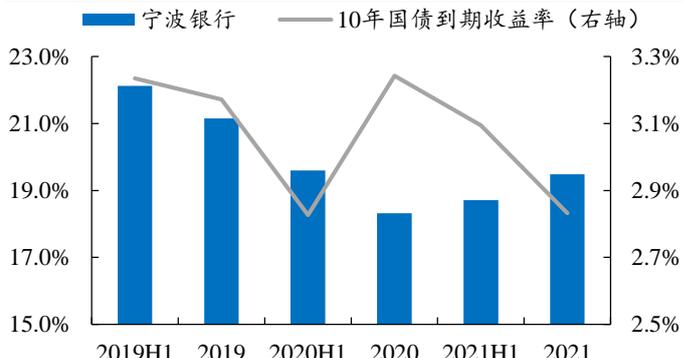
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2020 年南京银行债券投资利息收入占比提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

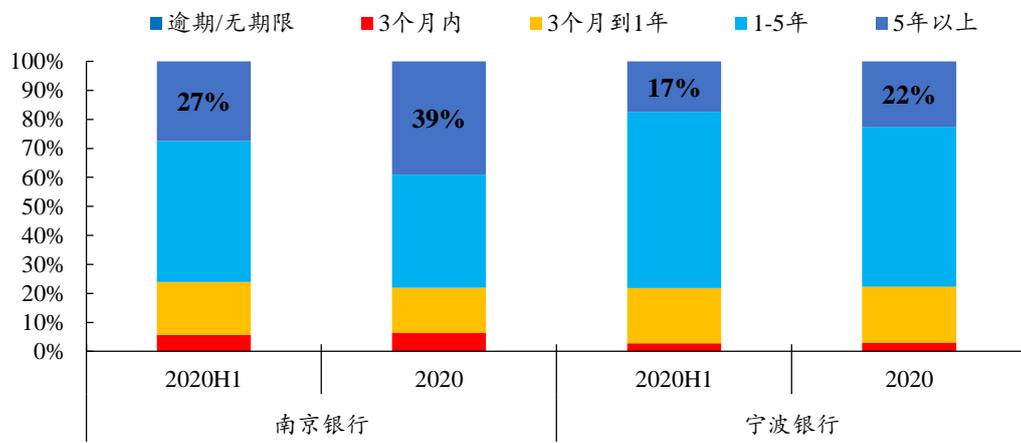
图8: 2020 年宁波银行债券投资利息收入占比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

此外，亦观察到利率上行时期，两家银行配置盘（AC 账户）投资期限均拉长。2020 年下半年南京银行和宁波银行均压降了 1-5Y 金融投资比例；5Y 以上投资占比提升，2020 年末分别为 39%和 22%，较 2020H1 分别提升 12 pct 和 5pct。

图9：2020 年下半年利率上行，两家银行 AC 账户投资期限均拉长



数据来源：Wind、开源证券研究所

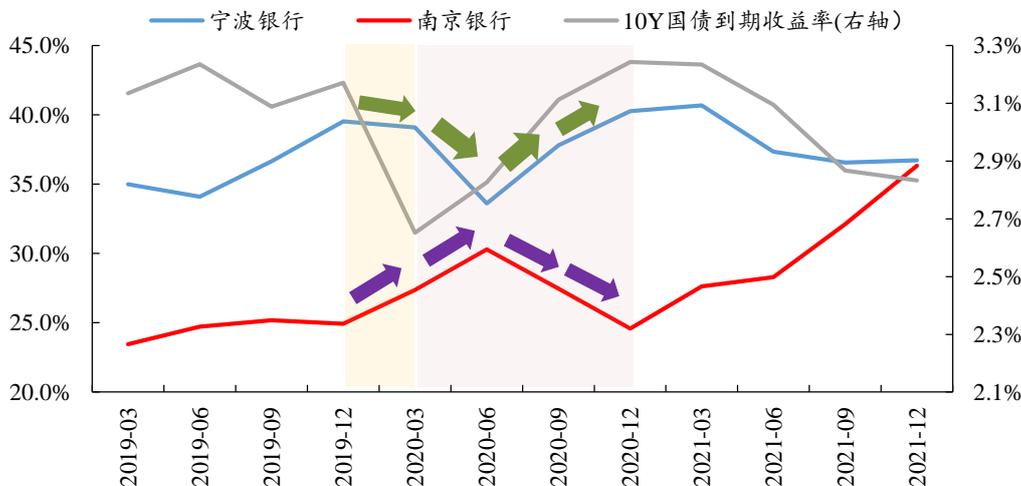
3、交易行为：南京银行和宁波银行基金投资策略分化

交易盘业绩贡献受债市利率扰动较大，也考验银行金融市场部对利率走势的判断。交易盘业绩主要有两部分构成：公允价值变动净收益（金融投资市值波动）、投资净收益（基金分红收入、处置金融资产产生的收益等）。

3.1、第一阶段（利率快速下行）：宁波银行 FVTPL 占比高，谨慎增持

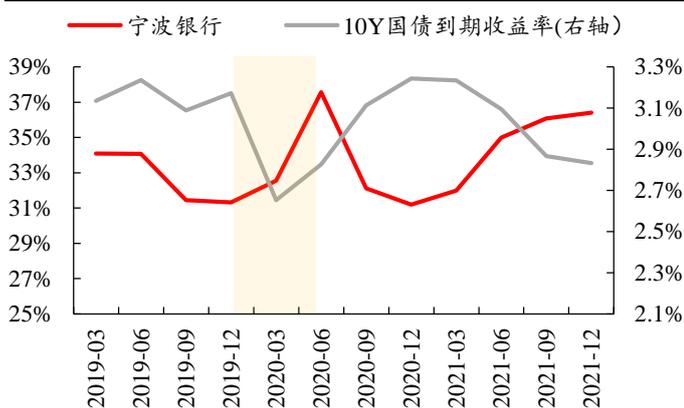
2020Q1 债市利率大幅下行 50BP，宁波银行和南京银行 FVTPL 账户投资出现分化。南京银行加大了 FVTPL 账户投资，Q1 增加了 180 亿元；宁波银行 FVTPL 账户投资规模小幅增加，或源于宁波银行 FVTPL 占比较高，再增加债券投资则会加剧当期损益的波动。

图10：2020 年利率先下后上过程中，宁波银行和南京银行 FVTPL 占比变动分化



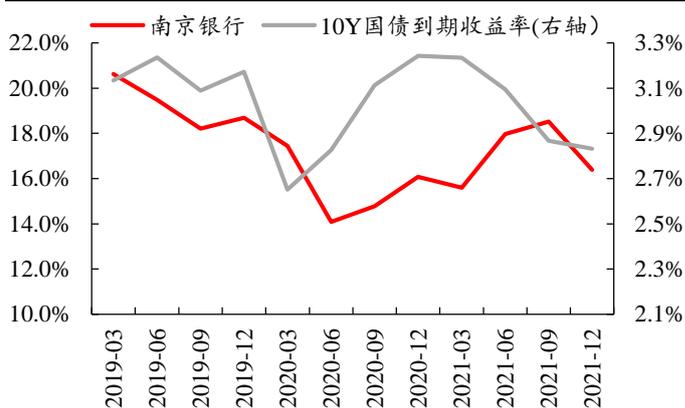
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 宁波银行 2020Q1 增加 FVOCI 账户比例



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 南京银行 FVOCI 占比与利率走势基本一致



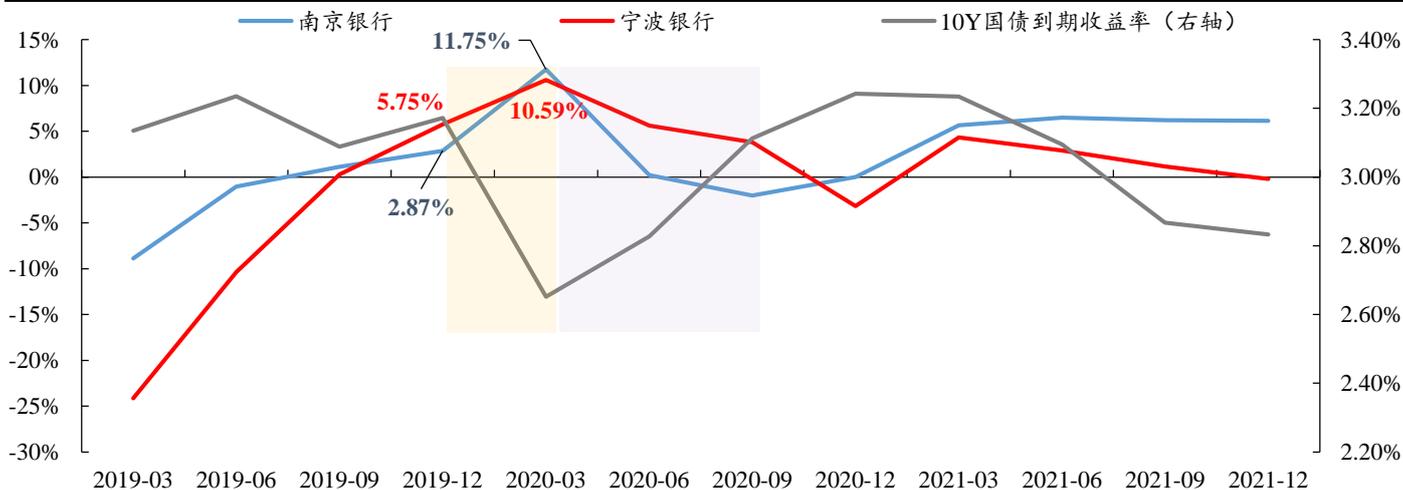
数据来源: Wind、开源证券研究所

最终体现在业绩上: 利率下行后, 两家银行交易盘均贡献业绩, 但由于两者投资结构差异, 南京银行主要源于市值波动, 宁波银行则主要是基金分红收入。

(1) 2020Q1 南京银行和宁波银行公允价值变动净收益均增加 11 亿元左右, 占营收比例分别较 2019 年提升 8.9pct 和 4.8pct, 虽然宁波银行 FVTPL 规模更大, 但其持仓基金中货基市值波动较小。

(2) 2020Q1 南京银行和宁波银行投资净收益占营收比例分别为 18.5% 和 25.7%, 较 2019 年分别提升了 0.76pct 和 7.01pct, 宁波银行基金分红收入增加, 贡献较多投资净收益。

图13: 2020 年上半年宁波银行公允价值变动净收益波动较小, 下半年变大



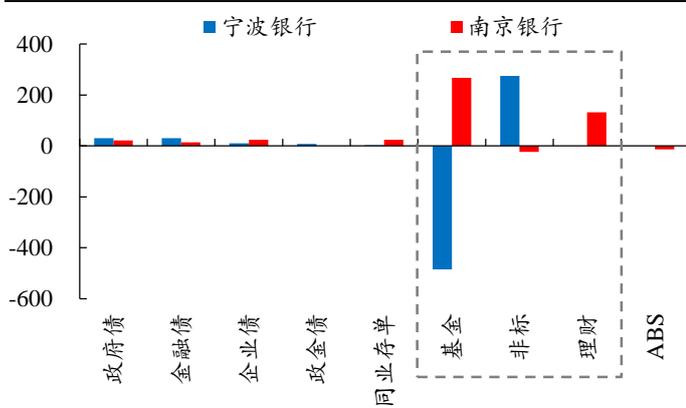
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、第二阶段 (利率回调): 宁波银行赎回基金, 南京银行增持

第二阶段 (利率开始回调): 2020Q2 债市利率回调 10BP 左右, 宁波银行 FVTPL 账户大规模赎回基金, 或是为了减少市值波动对当期损益的扰动。南京银行 FVTPL 账户继续增持基金和理财产品。最终体现在业绩上,

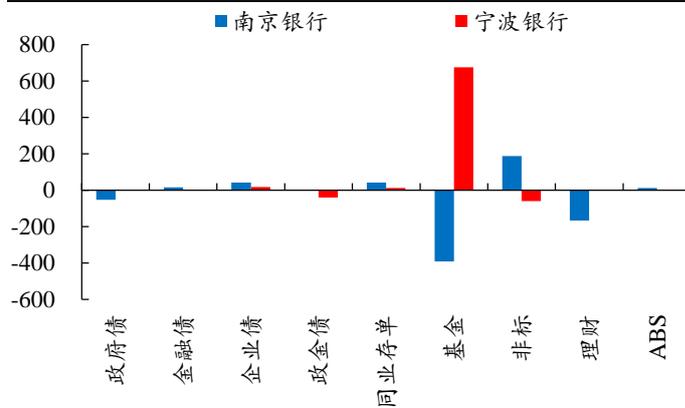
(1) 宁波银行 FVTPL 市值波动对业绩贡献度下降幅度可控, 环比下降了 5 个百分点左右; 南京银行业绩贡献度环比 Q1 则下降 11.5 个百分点。

(2) 南京银行投资净收益维持稳定，宁波银行或由于贵金属业务亏损导致投资净收益大幅下滑。

图14：2020H1 宁波银行赎回基金，南京银行增持(亿元)


数据来源：Wind、开源证券研究所

(注：FVTPL 账户规模变动，单位为亿元)

图15：2020H2 宁波银行增持基金，南京银行赎回(亿元)


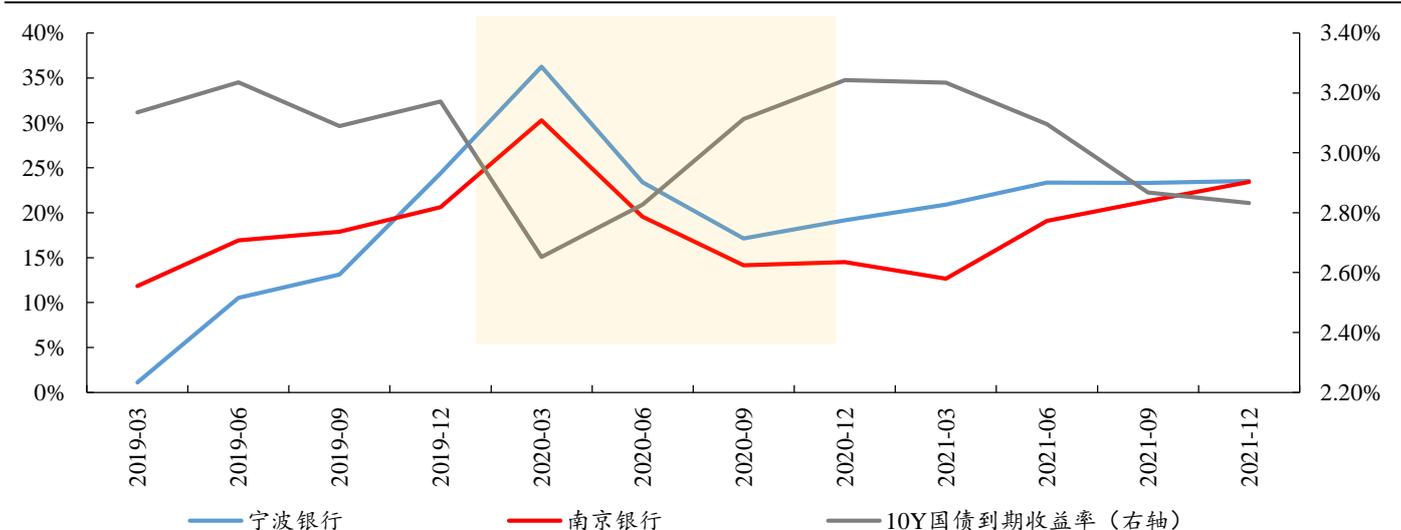
数据来源：Wind、开源证券研究所

(注：FVTPL 账户规模变动，单位为亿元)

3.3、第三阶段（利率继续上行）：宁波银行增持基金，南京银行赎回

2020年下半年，债市利率继续上行，宁波银行和南京银行基金投资行为延续分化。宁波银行连续两个季度增持基金共676亿元，导致2020年公允价值变动净收益负增，占营收比例为-3.17%，同比下降9pct，可能是源于对利率走势的误判。南京银行连续两个季度赎回基金共391亿元，最终2020年公允价值变动净收益占营收比例为0.00%，同比下降3pct。

综合考虑公允价值变动净收益和投资净收益后，2020年南京银行和宁波银行交易盘业绩贡献度较2019年分别下降6pct和5pct。

图16：宁波银行和南京银行2020年交易盘投资业绩贡献度同比均下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、小结

1、利率上行阶段，银行配置盘配债力度往往走强，充当“债市稳定器”，且通常伴随债券投资组合久期的拉长。

2、各家银行基金投资策略分化，跟 FVTPL 占比、对利率走势研判等因素相关。

3、银行公允价值变动净收益与利率变化密切相关，可观察上一期 FVTPL 规模变动情况来大体研判银行公允价值变动净收益走势。如 2020Q1 南京银行增持较多，在 Q2 利率上行时，其 FVTPL 市值波动就更大。2020Q3 宁波银行 FVTPL 账户增持较大，Q4 利率继续上行，其 FVTPL 市值下降也更多。

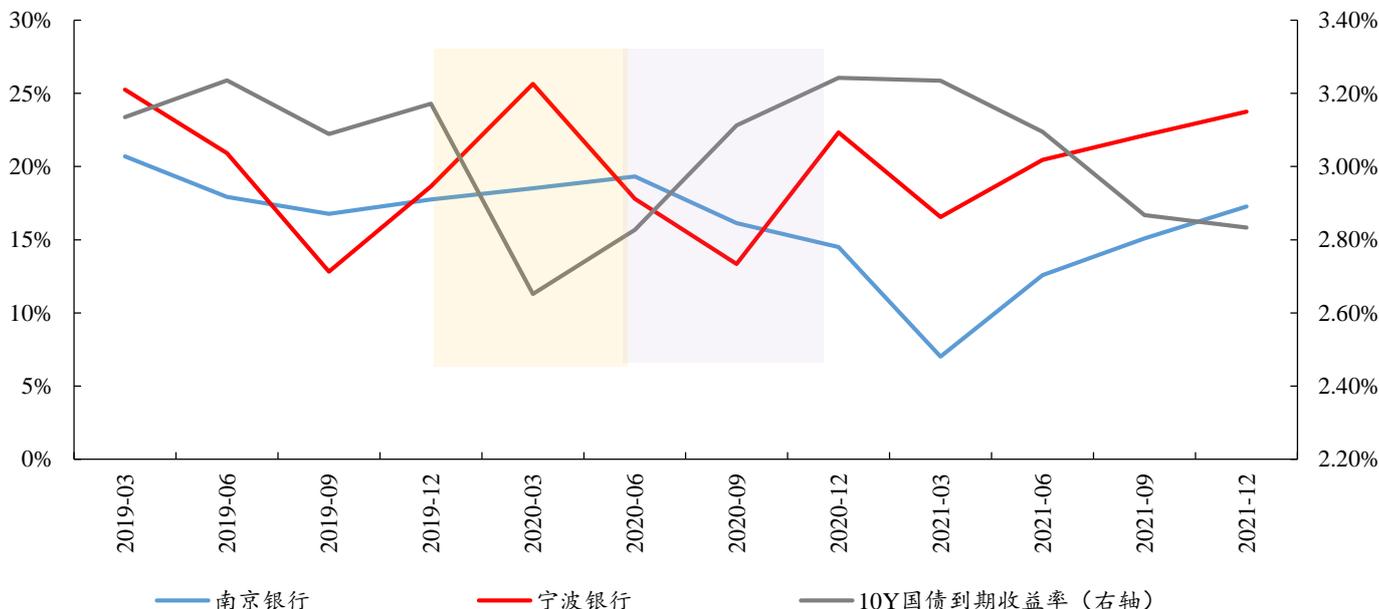
表2：公允价值变动净收益与上期末 FVTPL 余额相关（亿元）

项目	银行名称	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
公允价值变动净收益（单季）	南京银行	11.79	-11.42	-5.39	5.03
	宁波银行	11.50	-0.31	0.28	-24.50
FVTPL 变动规模	南京银行	180	226	-118	-203
	宁波银行	95	-219	348	343

数据来源：Wind、开源证券研究所

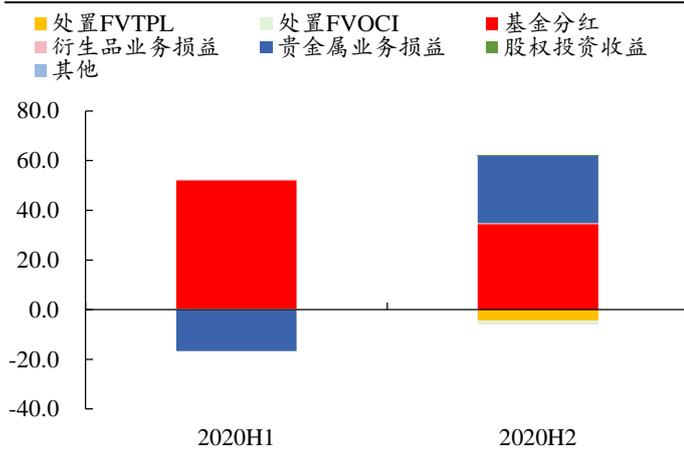
4、投资净收益的波动更难以预测，例如宁波银行投资净收益波动较大，主要源于贵金属业务损益波动较大。从投资净收益占营收比例来看，宁波银行波动较大，主要源于投资净收益不仅来源于买卖债券价差收入和基金分红收入，还有贵金属业务。

图17：宁波银行投资净收益占营收比例波动更大



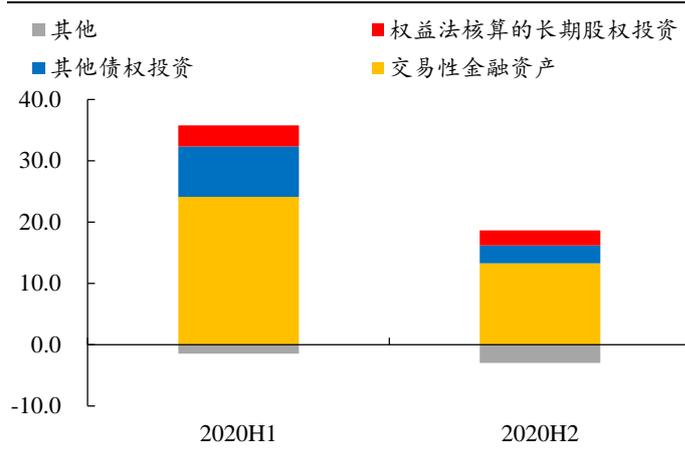
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18: 宁波银行投资净收益中贵金属业务占比高(亿元)



数据来源: 宁波银行财报、开源证券研究所

图19: 南京银行投资净收益主要源于FVTPL(亿元)



数据来源: 南京银行财报、开源证券研究所

5、风险提示

宏观经济增速下行: 高频数据仍反映有效需求处于修复阶段, 若宏观经济修复不及预期, 银行信贷投放受阻。

债券市场利率大幅波动: 银行金融投资业绩贡献度与利率环境高度相关, 若债市利率大幅波动, 银行业绩波动或将加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn