



中信证券研究部

核心观点



肖斐斐

首席银行分析师  
S1010510120057



冉宇航

银行分析师  
S1010516100001



联系人：彭博

银行业

评级 强于大市（维持）

一季度社融“早投放早回稳”，银行“早投放早收益”配合，全年社融增速能够顺利达到央行合意区间。我们对于社融采取二分法分析，显示与基建地产等实体经济相关性高的融资稳定转暖，与资产价格效应和宽松流动性相关性高的融资加速反弹。目前来看，即使后续季度社融各项科目维持中性假设，全年增速也能抬升到 11% 以上。能否继续超过这一数据，取决于监管对于信贷资金投向的管理及非标放松的进度。

■ **社会融资：3 月数据超预期主要由于短期贷款高增和非标超季节改善。**当月新增社融 2.86 万亿，远高于市场 2 万亿的预期值，源于：①短贷高增：受季末考核因素、线上消费贷上量影响，当月对公、居民短贷分别增 3101 亿/4294 亿（同比+2272 亿/+2262 亿）。②非标超季节性改善：此前市场普遍预计委托、信托贷款在季末月将出现千亿元以上降幅，但得益于信托贷款 528 亿净增长，两项净下降仅为 542 亿，表明非标监管在执行层面或有局部放松。

■ **宽信用评估：与基建地产等实体经济相关性高的“核心”项目稳定转暖，与资产价格效应和宽松流动性相关性高的“弹性”项目加速反弹。**对社融进行拆分：①“核心”项目（包括中长期贷款、委托与信托贷款、直接融资）：3 月增速回稳至 10.2%（尚未现大幅反弹），主要是基建加码、地产回暖带动企业和个人中长期融资需求修复；②“弹性”项目（短期贷款、表内外票据）：一季度合计投放 2.47 万亿，创历史新高（过去五个季度分别为 1.13 万亿/0.96 万亿/0.99 万亿/1.08 万亿/2.47 万亿），判断一定程度受到资产价格和流动性的正向驱动。

■ **社融前瞻：一季度投放高基数下，预计全年社融增速区间高位运行。**由于去年同期非标大幅压降带来的低基数效应，预计今年二季度社融增速有望达 11%-11.5% 区间，对应增量 5.5 万亿-6 万亿。后续信用投放在中性预期下，即能实现超过 11% 以上的社融同比增速，因此社融同比增速是否更高（比如达到 12%）取决于监管对于信贷资金投向的管理及非标放松的进度。

■ **存款货币：对公个人“双改善”利于 M2 增长，存款重返活期化助推 M1 走高。**①个人存款增量再创新高：一季度增量 6.07 万亿再创历史同期新高（次高为 2018 年 4.27 亿），判断非银理财转回及个税调整为主因；②对公存款修复明显：3 月大幅增长 1.92 万亿后，一季度增量已明显高于 2018 年同期（追平 2017 年），料后续仍将受益于信用派生和财政转移。此外，3 月单位活期存款增 2.5 万亿，创历史最高水平，后续 M1 增速存在进一步上行空间，幅度取决于基建加码力度和非标监管方向。

■ **风险因素：宏观经济超预期下滑；资产质量改善趋势不及预期。**

■ **投资策略：我们年初以来预测银行基本面对三大约束条件缓解，正在逐月得到落地。**银行资产负债同步修复：社融数据显示银行扩表加速，存款大增和同业利率下降，表明银行负债压力确定性缓解，同时宽信用有利于信用风险修复。当前行业估值偏低，在前期市场指数修复过程中属于落后品种（个别强势个股除外），4 月份在市场波动加大预期下，存在相对价值（没涨）和绝对价值（便宜）的统一（从超短期来看，大行性价比更高）。投资组合优选基本面持续乐观的招商银行，2019 年出现业绩拐点的平安银行、兴业银行、南京银行，以及低估值、受益长线配置型资金青睐的工商银行、中国银行、建设银行。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

| 简称   | 收盘价 (元) | BVPS (元) |       |       | PB (倍) |       |       | 评级 |
|------|---------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
|      |         | 2017A    | 2018A | 2019E | 2017A  | 2018A | 2019E |    |
| 招商银行 | 34.80   | 16.06    | 18.21 | 20.58 | 2.17   | 1.91  | 1.69  | 买入 |
| 平安银行 | 13.42   | 11.77    | 12.82 | 14.30 | 1.14   | 1.05  | 0.94  | 增持 |
| 兴业银行 | 18.98   | 18.82    | 21.07 | 22.14 | 1.01   | 0.90  | 0.86  | 增持 |
| 南京银行 | 8.85    | 6.78     | 7.73  | 8.85  | 1.31   | 1.14  | 1.00  | 增持 |
| 工商银行 | 5.73    | 5.73     | 6.34  | 6.95  | 1.00   | 0.90  | 0.82  | 买入 |
| 中国银行 | 3.87    | 4.74     | 5.14  | 5.58  | 0.82   | 0.75  | 0.69  | 增持 |
| 建设银行 | 7.22    | 6.80     | 7.59  | 8.33  | 1.06   | 0.95  | 0.87  | 增持 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 4 月 12 日收盘价

## 目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 3 月社融数据远超预期，主要原因何在？ ..... | 1 |
| 信贷结构改善是否可以持续？ .....       | 1 |
| 非标数据改善后续是否将延续？ .....      | 2 |
| 如何理解评估宽信用的力度？ .....       | 3 |
| 后续社融增长如何判断？ .....         | 4 |
| 如何看待存款与货币数据的改善趋势？ .....   | 5 |
| 近期资金市场利率波动的背后及预测？ .....   | 7 |
| 银行一季度基本面的变化及后续趋势如何？ ..... | 8 |
| 风险因素 .....                | 9 |
| 投资建议 .....                | 9 |

## 插图目录

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| 图 1：2017 年后居民短贷增长明显加速 .....           | 2 |
| 图 2：2018 年下半年以来卡透支、消费贷相关监管政策 .....    | 2 |
| 图 3：重分类下，社融增量的结构划分 .....              | 3 |
| 图 4：重分类下，社融增量结构占比情况 .....             | 4 |
| 图 5：重分类下，社融各部分余额增速情况 .....            | 4 |
| 图 6：2018 年 3 月后非标大幅净下降将带来低基数效应 .....  | 5 |
| 图 7：后续季度社融季度增长预测 .....                | 5 |
| 图 8：个人存款延续了 2018 年以来的较好增势 .....       | 6 |
| 图 9：对公存款年内增长有望比照 2017 年节奏 .....       | 6 |
| 图 10：3 月单位活期存款月增量创历史最高值 .....         | 6 |
| 图 11：M1 同比及环比增长情况 .....               | 7 |
| 图 12：参照主要经济体的总准备金率，国内降准空间已较为有限 .....  | 8 |
| 图 13：TMLF 和 PSL 是较好的长期限基础货币投放工具 ..... | 8 |
| 图 14：2019 年上市银行归母净利润增速仍有望保持平稳 .....   | 8 |

## 表格目录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 表 1：社融主要项目 3 月同比、环比数据 ..... | 1 |
|-----------------------------|---|

4 月 12 日，人民银行公布 3 月份金融数据，社融信贷、存款货币等指标均大幅超出市场预期，社会融资结构亦有明显改善。如何解读此次金融数据的内涵，如何看待后续信用的演绎，如何判断对银行股走势的影响，我们此篇报告通过“八问八答”的方式，重点回答市场关注的系列问题。

## 3 月社融数据远超预期，主要原因何在？

**核心观点：3 月社融超预期主要是短期贷款增长超预期，加之非标超季节性改善。**

3 月社融增量 2.86 万亿（余额增速环比上月大幅提高 0.6pct 至 10.7%），增量为历史同期最高水平。社融增量远高于此前市场预计的 1.9 万亿-2 万亿水平，主因：

**(1) 短期品种高增致贷款表现超预期。**3 月央行各项贷款口径信贷增量为 1.69 万亿，远高于此前 Wind 一致预期（1.27 万亿）。拆分看，主要是短期贷款同比多增明显，居民、对公短贷分别增加 4294 亿/3101 亿（同比+2262 亿/+2272 亿）。为确保实体贷款投放，当月非银贷款净压降腾挪 2714 亿额度，使得当月实体贷款增量高达 1.96 万亿（同比多 8166 亿）。

**(2) 非标超季节性改善。**去年以来，非标项目呈现出明显的季末下降特点。从 3 月情况看，得益于信托贷款当月 528 亿元净增长，两项净下降仅为 542 亿，表明非标监管的执行层面或有一定程度放松。

表 1：社融主要项目 3 月同比、环比数据（单位：亿元）

|        | 社融增量    | #人民币贷款  | #委托    | #信托  | #未贴银承  | #企业债   | #股票  | #专项债   | #其他    |
|--------|---------|---------|--------|------|--------|--------|------|--------|--------|
| 2018M3 | 15,864  | 11,425  | -1,850 | -357 | -323   | 3,455  | 404  | 662    | 2,447  |
| 2019M2 | 7,030   | 7,641   | -508   | -37  | -3,103 | 805    | 119  | 1,771  | 343    |
| 2019M3 | 28,600  | 19,591  | -1,070 | 528  | 1,366  | 3,276  | 118  | 2,532  | 2,259  |
| 同比     | +12,736 | +8,166  | +780   | +885 | +1,689 | -179   | -286 | +1,870 | -189   |
| 环比     | +21,570 | +11,950 | -562   | +565 | +4,470 | +2,471 | -1   | +761   | +1,916 |

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 信贷结构改善是否可以持续？

**核心观点：对公中长期、按揭贷款转暖有望延续，对公、个人短贷可持续性有待观察。**

3 月，贷款数据的脱虚向实情况明显。对公中长期、短期贷款分别增 6573 亿/3101 亿，同比均有 2000 亿左右改善；居民中长期、短贷分别增 4605 亿/4294 亿，同比多增 835 亿/2262 亿。而票据及非银贷款+978 亿/-2714，亦从侧面反映银行通过压降相关贷款额度占用来确保实体贷款投放。我们认为：

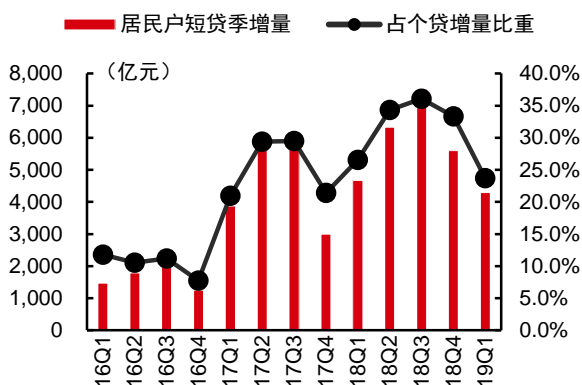
**(1) 受益于基建发力，对公中长期贷款增长仍有空间。**3 月对公中长期贷款增长 6573 亿，同比多增 1958 亿。我们判断，财政支出、地方专项债出库资金均在加大对基建领域的支持（当月财政存款同比多降为 2126 亿为佐证），相应配套的贷款投放亦在增加。上述因素在二季度仍有望持续拉动对公中长期贷款增长。

(2) 年后房市成交转暖，有望持续带动居民中长期贷款走高。当月居民中长期贷款增长 4605 亿，同比多增 835 亿。年后一二线城市房产成交回暖，考虑到按揭放款一般滞后网签约 1-2 个月，预计二季度按揭贷款持续走强较有保障。

(3) 3 月时点特性显著，对公短贷持续性有待观察。3 月对公短贷增长 3101 亿，同比、环比分别多增 2272 亿/1621 亿。从了解情况看，今年监管对总行、总行对分支行均加大了小微、民企等考核力度，季末月逢重要考核时点，部分经营行明显加大冲业绩力度。预计时点因素过后，银行投放意愿将回归。

(4) 居民短贷高增，用途更需重视，监管思路决定增长空间。3 月居民短贷增 4294 亿(2 月净下降 2932 亿)，除 2 月春节因素外，主要银行在 3 月明显加大了对线上消费贷品种的量价支持(目前一年期优惠利率基本在 5.2%-5.5% 区间)。股市、楼市复苏背景下，不排除部分资金已转投高收益资产领域。监管机构是否对于消费贷多头授信、消费贷资金用途加强监测和管理，成为居民短贷是否继续高增的关键。

图 1: 2017 年后居民短贷增长明显加速



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 2: 2018 年下半年以来卡透支、消费贷相关监管政策

| 时间       | 监管事件   |
|----------|--|
| 2018年12月 | 上海银保监局通报辖内部分银行信用卡授信管理、总授信额度风险控制问题，强化对“刚性扣减”要求的执行         |
| 2018年4月  | 银保监会安排各地银保监局排查摸底各地区消费金融等在内的机构所存在的共债风险特征，并要求对当前共债风险程度进行预估 |

资料来源: 根据 Wind 新闻整理, 中信证券研究部

## ■ 非标数据改善后续是否将延续?

**核心观点: 当前非标监管在执行层面或已有局部放松, 后续政策仍利于非标增长恢复。**

**监管执行层面或已有所放松。**今年前三月，委托+信托贷款月增量分别为-354 亿/-545 亿/-542 亿，较去年下半年月均 2000 亿+的降幅有明显收窄。特别是信托贷款在去年同期仍有增长的情况下恢复增长，我们认为除业务到期量减少因素外，业务监管的执行层面或也有所放松（原 2017 年 55 号文框架下，信托通道投向地产、融资平台领域的限制或已有局部、酌情放松）。

**后续非标认定配套政策落地，委托、信托贷款或将进一步恢复增长。**根据此前央行金融稳定局的记者会表态，后续标准化债权资产的认定规则仍将进一步发文明确。我们判断，后续文件将在资管新规关于标准化债权资产“5 条标准”的基础上进一步细化和说明，认定标准将避免“一刀切”，非标转标方式亦有望更加灵活。

## 如何理解评估宽信用的力度？

**核心观点：托底政策下，与经济强相关的“核心”项目正在企稳，而社融增速短期大幅反弹与“弹性”项目放量亦有较大关系。**

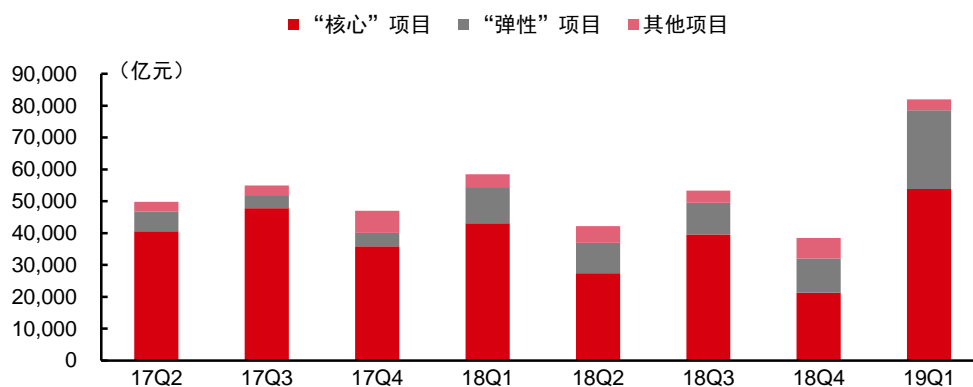
为借社融数据合理评估宽信用力度，我们根据与实体经济的相关程度，对社融项目进行重分类：①经济强相关的“核心”项目：包括中长期贷款、非金融企业债券融资、非金融企业股票融资、地方政府专项债；②与资产价格和流动性相关的“弹性”项目：包括居民短贷、企业短贷(含票据融资)、未贴现银承；③剩余项目，包括信贷 ABS、贷款核销等。

基于上述分类，当前社融数据可以看出：

(1) 经济托底政策对信用扩张也起到了托底作用：剔除春节因素后，与经济强相关的“核心”项目在 3 月增速回稳至 10.2%（尚未现大幅反弹），主要是基建加码、地产回暖分别带动了企业和个人中长期融资的修复。以居民+企业中长期贷款为例，18Q1-19Q1 五个季度增量分别为 3.74 万亿/2.48 万亿/2.54 万亿/1.79 万亿/3.95 万亿，今年一季度企稳趋势确定；

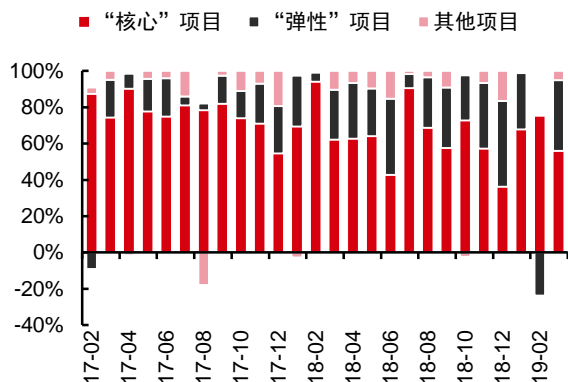
(2) 社融增速短期大幅反弹与“弹性”项目有较大关系。以短期贷款、表内外票据为代表的“弹性”项目，一季度合计投放 2.47 万亿，创历史新高（过去五个季度分别为 1.13 万亿/0.96 万亿/0.99 万亿/1.08 万亿/2.47 万亿）。这反映了货币宽松快于总需求修复进程，在此过程中银行投向选择了于自身风险较低、而于经济能效较低的品种。

图 3：重分类下，社融增量的结构划分



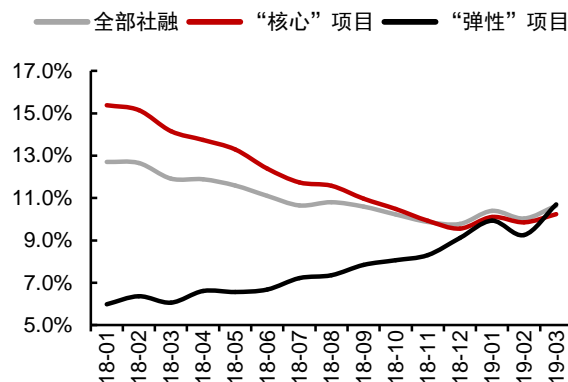
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：重分类下，社融增量结构占比情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：由于新口径社融数据仅回述至 2017 年 1 月，上述增量结构数据自 2017 年 2 月起

图 5：重分类下，社融各部分余额增速情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：(1) 由于新口径社融数据仅回述至 2017 年 1 月，上述余额增速数据自 2018 年 1 月起；(2) 受 2018 年加大不良资产处置的影响，其他项目增速较高(20%左右，上图未展示)，拉高了全部社融增速

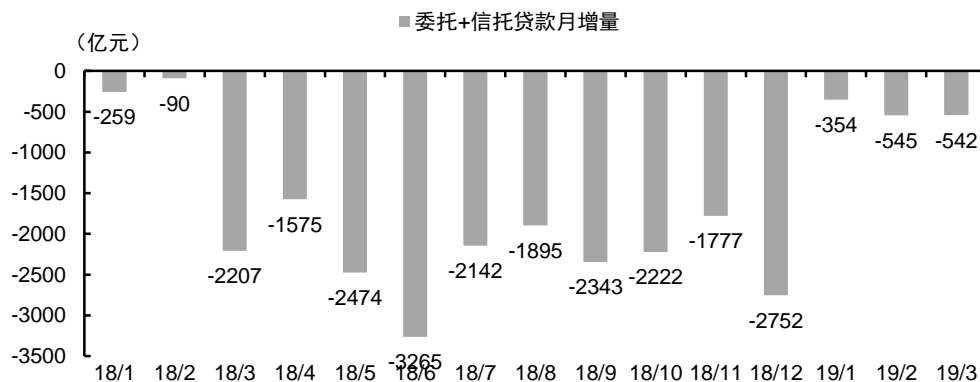
## ■ 后续社融增长如何判断？

**核心观点：**在一季度投放高基数下，央行全年社融目标实现无忧。由于 2018 年 2 季度非标压降带来的低基数效应，今年二季度社融增速即有望反弹至 11%-11.5% 区间；全年社融同比增速是否更高（比如达到 12%）取决于监管对于信贷资金投向的管理及非标放松的进度。

**总量：**预计全年社融增速区间高位运行。一季度高基数投放下（社融、信贷增量已分别达 8.2 万亿/6.3 万亿），社融全年达到预期目标无忧。去年同期非标大幅压降带来的低基数效应，预计二季度社融增速有望达 11%-11.5% 区间，对应增量 5.5 万亿-6 万亿。我们认为，后续信用投放在中性预期下，即能实现超过 11% 以上的社融同比增速，因此社融同比增速是否更高（比如达到 12%）取决于政策引导力度。

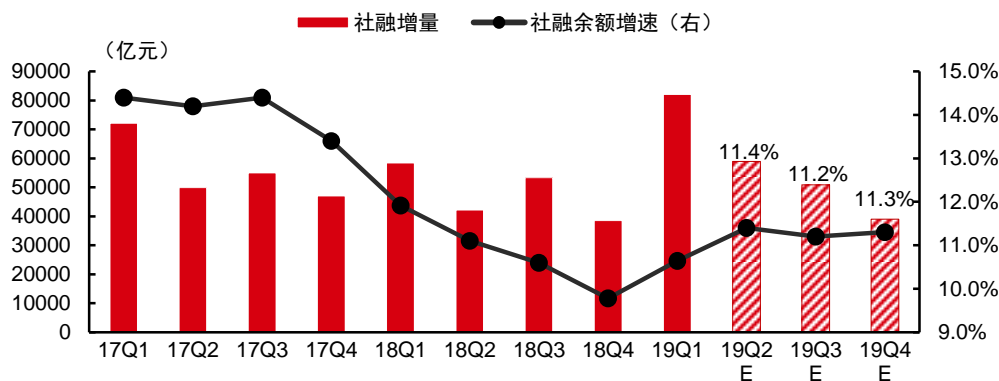
**节奏：**信贷及社融在一季度月间的大幅波动受春节因素影响较大，二季度往后预计信贷投放基本延续同比稳定或小幅多增基调，预计 4 月社融、实体贷款增量分别为 1.7 万亿-1.8 万亿/1.1 万亿-1.2 万亿。

图 6：2018 年 3 月后非标大幅净下降将带来低基数效应



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：后续季度社融季度增长预测



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：社融数据为新口径

## 如何看待存款与货币数据的改善趋势？

**核心观点：看好年内个人、对公存款的持续改善以及存款重返活期化进程；后续 M1 增速存在进一步上行空间，幅度取决于基建加码力度和非标监管方向。**

受益于全社会资产端的信用派生改善，负债端存款货币数据 3 月亦有显著改善。当月 M2 增速环比提高 0.6pct 至 8.6%，为 18M3 以来的最高值；M1 增速亦大幅提高 2.6pct 至 4.6%。我们对全年存款信用派生和存款活期化保持乐观：

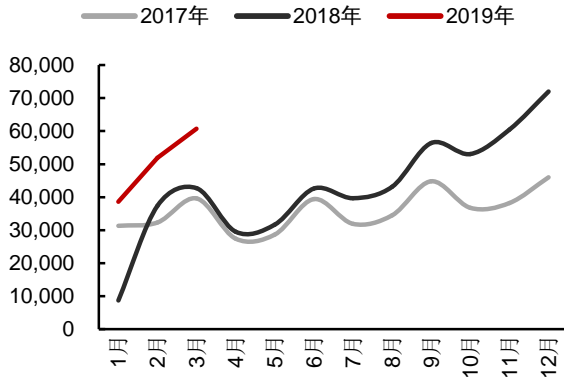
### (1) 个人、对公存款“双改善”趋势有望贯穿全年

①个人存款：2018 年个人存款的明显多增，主要归因于银行表外负债的回表（表外理财压降，结构性存款高增）。今年前 3 月个人存款大幅增长 60700 亿再创历史同期新高（次高为 2018 年 42700 亿），在个贷表现中规中矩的背景下，我们认为主要原因有二：一是非银理财资金回流（收益率持续低位，部分货基资金回归银行存款，一季度非银存款大降 9671 亿为侧面印证）；二是个税税负降低（起征点提升、专项附加扣除等）带来居民可支配收入的增加。



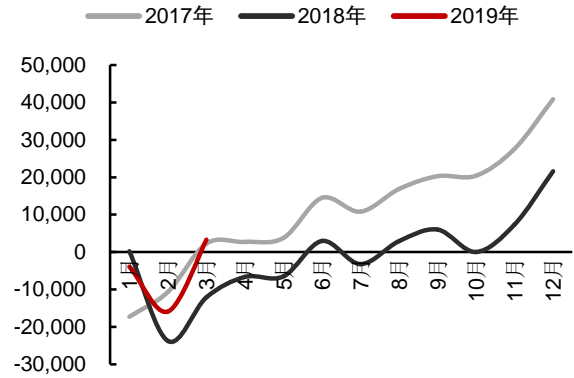
②对公存款：3月大幅增长 19239 亿后，一季度增量已明显高于 2018 年同期（追平 2017 年）。下阶段，对公存款改善受益于两条线：一是社融同比多增趋势不变，信用派生存款亦将同步丰富；二是财政支出加码，财政存款有望持续向对公存款转化。

图 8：个人存款延续了 2018 年以来的较好增势（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

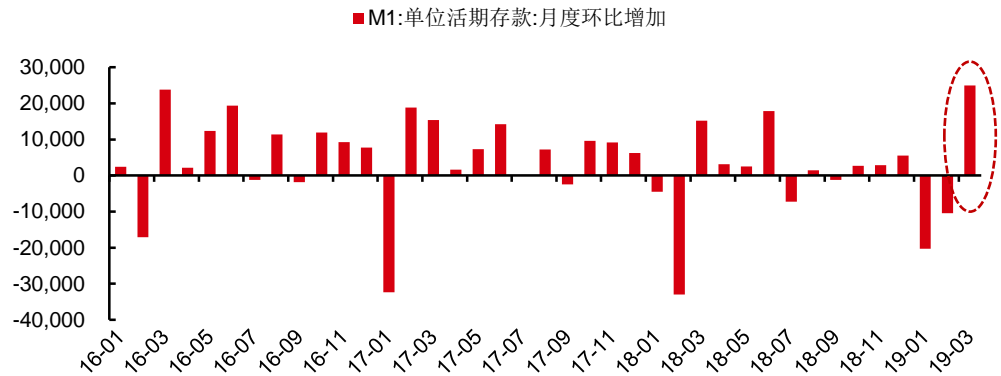
图 9：对公存款年内增长有望比照 2017 年节奏（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

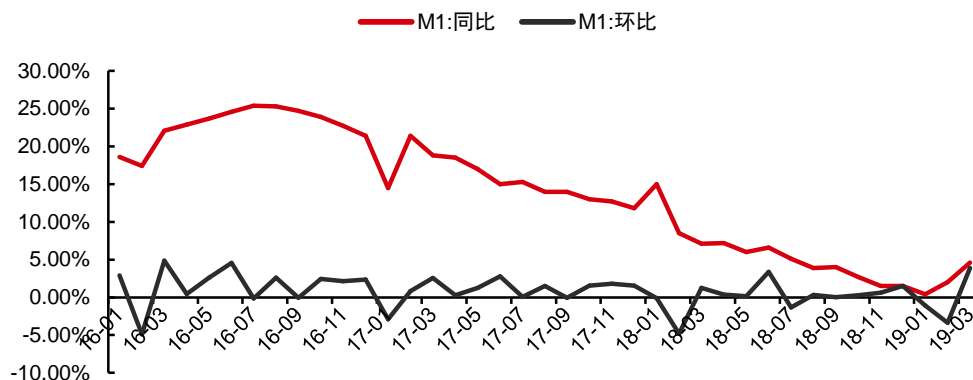
**(2) 存款有望重返活期化进程。**3月单位活期存款增加 24994 亿，创历史最高水平。目前看，一方面基建恢复成为对公活期存款乃至 M1 增速恢复的重要推手，另一方面部分工业企业基于投融资的持现意愿亦在加强。受益于此，我们预计年内 M1 增速仍有进一步上行空间，上行程度取决于基建加码力度和非标监管方向。

图 10：3 月单位活期存款月增量创历史最高值（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11: M1 同比及环比增长情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## ■ 近期资金市场利率波动的背后及预测?

**核心观点: 货币政策进入观察期, 二季度降准概率大幅降低, 低成本、长期限货币工具将补位。**

4 月货币市场波动上行, 反映央行货币政策进入观察期。自 3 月 19 日以后, 央行未开展任何公开市场操作。特别是 4 月以来 DR007 利率明显走高, 4 月 10 日 DR007 利率已升至 7 天逆回购利率水平以上 (一季度仅在税期或月末出现)。我们判断, 在外围压力减小和国内经济数据好于预期的环境下, 央行货币政策正试探性地向稳健回归。

**社融数据超预期后, 降准的必要性进一步下降。**降准作为逆周期货币政策中的一项“剂量”较重工具, 在金融数据优于预期, 货币政策进入观察期的情况下, 其使用的必要性大幅降低。此外, 根据两会期间央行行长易纲的发言, 参照海外主要经济体的总准备金率, 国内降准空间本身已大幅收窄 (对应 2-3 次 100bp 降准空间), 预计央行未来也将更加“珍惜”和谨慎使用降准工具。

**其他货币工具补位, 兼具长期限、低成本的 TMLF 或为较优选择。**4 月 17 日 3675 亿 MLF 到期, 4 月 18 日为缴税截止日, 4 月中旬市场流动性仍有脉冲式影响。为了延续结构化和降成本的思路, 我们预计央行在续作部分 MLF 的同时, 或将同时开展 TMLF 操作。此外, 今年政策性银行探索参与地方隐性债务化解工作, PSL 加量亦是长期基础货币投放的可选项。

图 12: 参照主要经济体的总准备金率, 国内降准空间已较为有限

|    | 法定存款准备金率  | 超额存款准备金率 | 合计     |
|----|---|----------|--------|
| 中国 | 中小型机构11.5%  | 2%左右     | 约13.5% |
| 美国 | 1600万美元以下: 0%<br>1600-12230万美元: 3%<br>12230万美元以上: 10% | 10%左右    | 约12%   |
| 日本 | -   | -        | 超过20%  |
| 欧盟 | 约1.16%  | 约11%左右   | 约12%   |

资料来源: Bloomberg, 央行记者发布会, 中信证券研究部

图 13: TMLF 和 PSL 是较好的长期限基础货币投放工具

| 货币政策工具      | 期限                |
|-------------|-------------------|
| 逆回购         | 7天、14天、28天、63天    |
| SLF         | 隔夜、7天、1个月         |
| MLF         | 3个月、6个月、1年        |
| <b>TMLF</b> | <b>3年 (1+1+1)</b> |
| <b>PSL</b>  | <b>预计3-5年</b>     |
| 降准          | 无期限               |

资料来源: 中信证券研究部整理

## ■ 银行一季度基本面的变化及后续趋势如何?

**核心观点: 一季度业绩表现具备比较优势, 全年盈利增速平稳。**

预计一季度盈利平稳, 业绩表现具备比较优势。从年报看, 18 家已披露银行的四季度营收保持平稳 (全年营收同比+7.75%, Q4 单季+7.71%), 拨备增加计提小幅拉低盈利 (前三季度、全年分别为+6.53%/+5.15%)。预计一季度银行营收、盈利仍将保持平稳 (业绩增速有望保持+5%以上), 主要受益于: 1) 社融和银行资产配置节奏的大幅提前; 2) 一季度同业利率中枢的进一步走低。

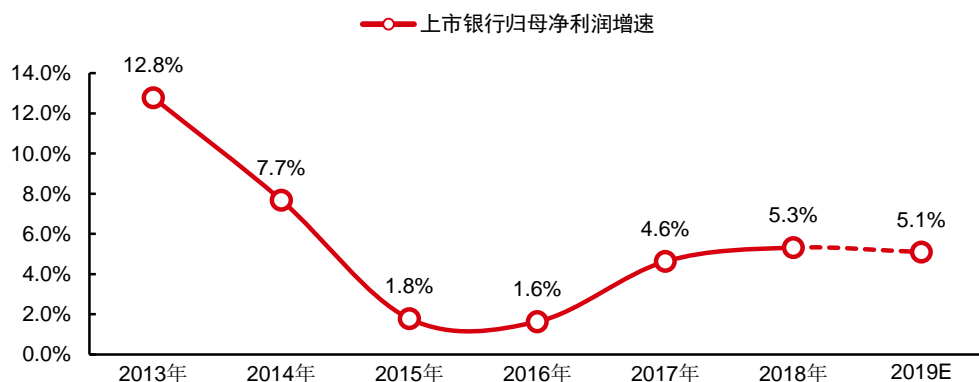
展望全年, 预计 2019 年 16 家上市银行归母净利润增长 5.1%, 整体保持稳定:

(1) 规模: 融资与货币增速企稳回升, 银行扩表速度有望小幅改善, 预计 2019 年上市银行业总资产增速 7.7% (小幅上升 0.6pct);

(2) 息差: 小幅下降, 预计 2019 年上市银行业净息差小幅下行 3bp 至 2.01%;

(3) 风险: 资产质量保持稳定格局, 预计信用成本维持 1.1%的水平。

图 14: 2019 年上市银行归母净利润增速仍有望保持平稳



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 上述数据包括 16 家 A 股上市银行

## ■ 风险因素

宏观经济超预期下滑；银行资产质量改善趋势不及预期。

## ■ 投资建议

我们年初以来预测银行基本面三大约束条件缓解，正在逐月得到落地。银行资产负债同步修复：社融数据显示银行扩表加速，存款大增和同业利率下降，表明银行负债压力确定性缓解，同时宽信用有利于信用风险修复。当前行业估值偏低，在前期市场指数修复过程中属于落后品种（个别强势个股除外），4 月份在市场波动加大预期下，存在相对价值（没涨）和绝对价值（便宜）的统一（从超短期来看，大行性价比更高）。投资组合优选基本面持续乐观的招商银行，2019 年出现业绩拐点的平安银行、兴业银行、南京银行，以及低估值、受益长线配置型资金青睐的工商银行、中国银行、建设银行。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级   | 说明                             |
|---|------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；        |
|   |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间    |
|   |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间   |
|   |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；        |
|   | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；        |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间； |
|   |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上         |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。