这次降准有什么不一样？

——附十年降准影响复盘

方正证券研究所证券研究报告

行业专题报告　　行业研究

银行行业　　2020.03.15/推荐

首席分析师： 杨仁文

执业证书编号： S1220514060006

E-mail： yangrenwen@foundersc.com

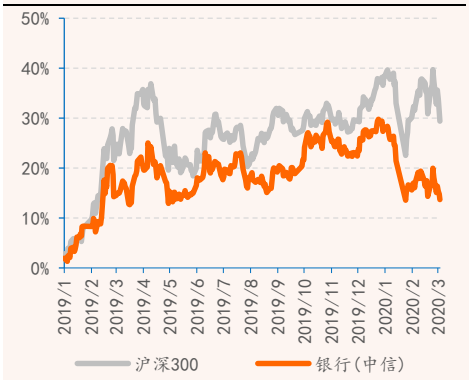
联系人： 余金鑫

E-mail： yujinxin@foundersc.com

重要数据：

上市公司总家数	36
总股本(亿股)	18141.85
销售收入(亿元)	37919.83
利润总额(亿元)	18423.49
行业平均 PE	9.30
平均股价(元)	8.06

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《邮储银行永续债获批：IPO 再迎永续债，资本“弹药”充足》2020.03.05

《贵阳银行定增公告点评：有效补充资本，摊薄效应有限》2020.03.03

《宁波银行 2019 年业绩快报点评：规模较快扩张，利润增速超预期》2020.03.03

《房贷要不要转换为 LPR 定价?》2020.03.02

《商业银行经营全景扫描：——详解银保监会 19Q4 监管数据》2020.02.20

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件： 3 月 13 日，央行公告将于 3 月 16 日实施普惠金融定向降准；此外对符合条件的股份行，再额外定向降准 1 pct，支持发放普惠金融领域贷款。共将释放长期资金 5500 亿。

本次降准的几处特殊，传达出政策加码信号

1）日期与此前不同。一般在 1 月下旬实施，而本次是 3 月中旬公布并实施。表明央行在根据疫情的进展，适时适度做动态调整，在应对疫情的货币政策上储备充足。**2）力度边际加强，对部分股份行额外降准。**本次降准，对达到普惠考核的银行释放 4000 亿资金；而对股份行额外定向降准的 1500 亿，并不在传统普惠金融考核框架内。本次降准传达了逆周期政策加码的信号，或开启新一轮的货币宽松。**3）以往的普惠降准是“先做后给”，这次是“先给后做”。**20 年年初把降准优惠提前给你，但这笔优惠的钱，你要用来投放小微，所以当下你不做也得做。因此，股份行 20 年的小微投放，一定程度上也带有了政策要求的意味。

哪些银行边际上受益较多？

招商银行、兴业银行、光大银行或成为股份行额外定向降准的受益者，净息差的正贡献可达 1.0BP、0.8BP、1.0BP。另外，**工商银行、中国银行、交通银行** 18 年考核仅获得 0.5 pct 的优惠，19 年考核均升级为 1.5 pct，测算对其净息差的正贡献可达 1.2BP、1.1BP、0.9BP。

十年复盘，降准对行情的影响如何？

11 年至今是一个大的降准周期。观测期间万得全 A 和银行(中信)指数累计涨跌幅的情况，发现：**多数情况下，降准之后会伴随行情上涨；期间银行板块的获益往往不输大盘。**7 个降准阶段中，共有 5 次股市出现了普遍上涨现象，仅 1 次下跌，1 次先跌后涨。其**内在逻辑**是：**1）降准是为宽信用准备弹药的**，如果搭配降息、额外信贷额度、放松监管考核等，并成功带动经济复苏、供需两旺，对股市可形成全面拉升；2）单就**银行来说**，降准一来可以**降低付息成本**，二来可以**提供扩张空间**，双线利好。

投资建议：逆周期政策加码，银行补涨或开启

强烈建议关注**平安银行、邮储银行、常熟银行**，战略明晰、成长逻辑好、alpha 属性强；**兴业银行、光大银行**估值较低，在本次降准中受益较大，经营持续改善，叠加市值管理诉求；此外，**招行银行**在本次降准中受益较大，且因疫情调整，性价比提升。

风险提示：疫情控制或复工进度不及预期；疫情全球扩散加重；实体企业财务状况恶化范围扩大。

目录

1 “三档两优”的法定存款准备金框架 4
2 本次降准有几处特别，传达出政策加码信号 5
3 银行如何从中受益，哪些银行受益较大？ 7
4 十年复盘，降准对股市的影响多大？ 8
5 银行板块的配置价值空前提高 10
6 投资建议：逆周期政策加码，银行补涨或开启 11
7 风险提示 12

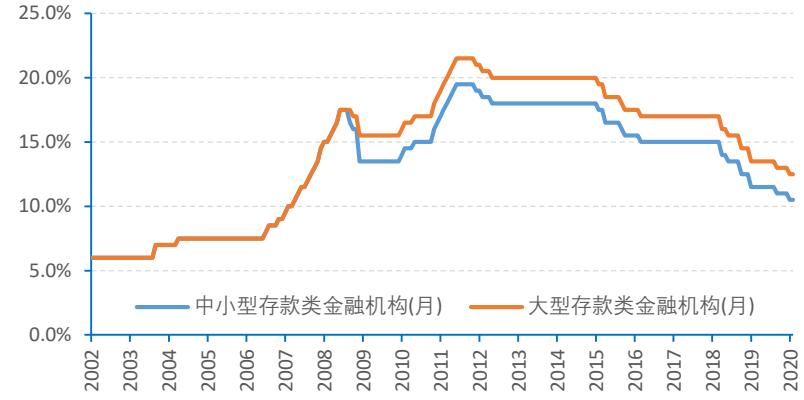
图表目录

图表 1： 2002 年以来，法定存款准备金率基准水平调整历史 4
图表 2： 我国目前“三档两优”法定存款准备金框架 5
图表 3： 历年定向降准考核实施日期及配套政策 5
图表 4： 近年来，各季度央行降准操作释放的资金量 6
图表 5： 本次定向降准对大行和股份行的影响测算（亿元） 7
图表 6： 2011 年以来，大盘与银行指数涨跌幅与降准公告日 8
图表 7： 11 年来的大降准周期中，银行指数与万得全 A 的表现 9
图表 8： 年初至今银行板块涨幅倒数第三，降准及复工催化补涨 10
图表 9： 18 年以来，银行板块相对收益处于低位，补涨行情可期 11
图表 10： 银行 PB 处于历史极低值，配置价值凸显 11
图表 11： 截至 3 月 13 日收盘，银行板块 PB-ROE 水平 12

1 “三档两优”的法定存款准备金框架

先了解下**“三档两优”法定存款准备金率框架**。首先是“**三档**”，该框架把银行业金融机构分为三档，各自对应着一个法定存款准备金率的**基准水平**（截至 20 年 3 月 14 日，三档机构的基准水平分别为 12.5%、10.5%、7.0%）。如果这个基准水平下降了，就是“**全面降准**”，影响范围较广。

图表1： 2002 年以来，法定存款准备金率基准水平调整历史



资料来源：WIND，方正证券研究所

因此，央行又开发了“**定向降准**”，即对满足一定条件的部分银行，单独调降法定存款准备金率，以实现定向投放流动性的效果。定向降准的判断依据，就是“**两优**”，有两套评价标准来评判该给谁优惠。

其一是“**普惠金融定向降准**”，针对**第一档**、**第二档**的机构（上市银行基本都包括在内）。其规则是，对上年考核中，符合宏观审慎经营要求，且普惠金融贷款增量或余额占比达到 1.5%的银行，本年度的法定存款准备金率考核要求，可以比基准水平低 0.5 pct；如果达到 10%，就可以低 1.5 pct。为方便，可以称之为**优惠一级**、**优惠二级**。

其二是“**当地贷款优惠**”，针对**第三档**的机构（县域农商行等农村金融机构）。其规则是，如果新增存款一定比例用于当地贷款，其法定存款准备金率考核要求，可以比基准水平低 0.5 pct。其实对第二档机构，还有一个“**本地城商行优惠**”。规则是，如果其仅在省内经营，就可以享受到额外 1 pct 的优惠。与“两优”不同的是，该优惠不依托于考核过程；但“**两优**”是要看年度考核结果的，**去年能享受的优惠今年就不一定能享受到**。

图表2： 我国目前“三档两优”法定存款准备金框架

机构类型	现行法定准备金框架	19 年中	20 年 3 月
六大行	基准水平	13.5%	12.5%
	优惠一级：符合宏观审慎经营要求且普惠金融贷款增量或余额占比达到 1.5%，下调 0.5 pct	13.0%	12.0%
	优惠二级：符合宏观审慎经营要求且普惠金融贷款增量或余额占比达到 10%，下调 1.5 pct	12.0%	11.0%
股份行 城商行 非县域农商行 外资行	基准水平	11.5%	10.5%
	优惠一级：符合宏观审慎经营要求且普惠金融贷款增量或余额占比达到 1.5%，下调 0.5 pct	11.0%	10.0%
	优惠二级：符合宏观审慎经营要求且普惠金融贷款增量或余额占比达到 10%，下调 1.5 pct	10.0%	9.0%
	本地城商行优惠：仅在省内经营，下调 1 pct（可与上述优惠叠加）	10.0%	9.5%
县域农商行/农村合作银行/农信社/村镇银行	基准水平	8.0%	7.0%
	当地贷款优惠：新增存款一定比例用于当地贷款，下调 1.0 pct	7.0%	6.0%

资料来源：中国人民银行，方正证券研究所

注：宏观审慎经营要求：上年三个季度（含）以上宏观审慎评估（MPA）评级均在 B 级（含）以上。

因此，在现行“三档两优”框架下，金融机构**实际适用**的法定存款准备金率为：**基准水平+定向降准优惠**。这是旬度的考核要求，年初定下来之后，一年之内，银行按旬满足该标准。

2 本次降准有几处特别，传达出政策加码信号

1）普惠金融定向降准的日期与此前不同。从以往经验来看，一般会在 1 月初公布，1 月下旬实施，而本次是 3 月中旬公布并实施。一来，疫情推迟复工复产，若过早实施定向降准，可能造成流动性淤积；二来，推迟一点，可据疫情的进展，适时适度做动态调整（央行副行长刘国强 2 月 27 日表示“普惠金融定向降准近期也将进行年度动态调整”）。表明央行在**应对疫情的货币政策上游刃有余，政策工具储备充足**。

图表3： 历年定向降准考核实施日期及配套政策

年份	春节日期	实施日期	考核名目	配套政策
2015 年	2 月 19 日	2 月 16 日	定向降准	全面降准 0.5 pct
2016 年	2 月 8 日	2 月 25 日	定向降准	-
2017 年	1 月 28 日	2 月 27 日	定向降准	临时流动性便利 TLF
2018 年	2 月 16 日	1 月 25 日	普惠金融定向降准（500w 以下）	临时准备金动用安排 CRA
2019 年	2 月 5 日	1 月 25 日	普惠金融定向降准	全面降准 1

			（1000w 以下）	pct、TMLF
2020 年	1 月 25 日	3 月 16 日	普惠金融定向降准（1000w 以下）	全面降准 0.5 pct

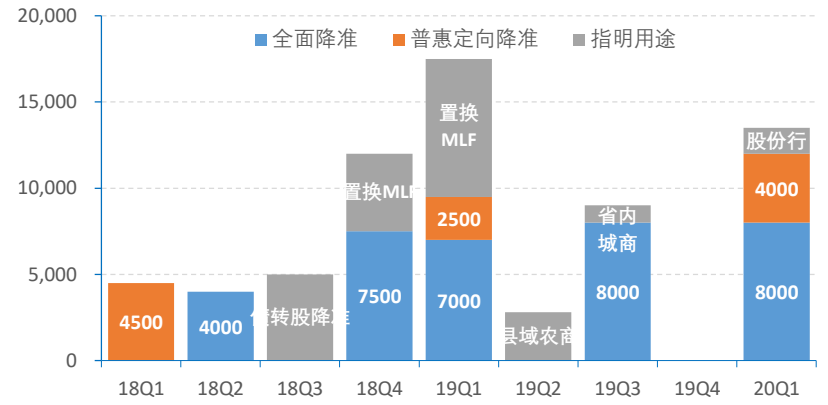
资料来源：WIND，方正证券研究所

2）力度边际加强，对部分股份行额外降准。本次降准，对达到“普惠金融定向降准”考核的银行，所释放的资金是 4000 亿。而对符合条件的股份行额外定向降准的 1500 亿，并不在传统普惠金融考核框架内。据答记者问推断，这里的“条件”很可能指，在 19 年的考核中只得到 0.5 pct 的优惠。也即，19 年的普惠金融考核，六大行已经都达到优惠二级，享受 1.5 pct 优惠；但部分股份行只能达到优惠一级。央行所作的**动态调整**，就是将这部分股份行的优惠临时加到 1.5 pct。

我们知道，**这种优惠是每年评定的，不存在叠加。**如果一家银行去年享受了 1.5 pct 的优惠，今年即使继续达标，最多也只能继续保持这种优惠，不会有边际上的增加。因此，伴随着**越来越多的主要银行获得 1.5 pct 的优惠，后面边际上的释放空间会越来越小。**18 年初首次开始普惠金融定向降准考核，边际上所释放的资金达到 4500 亿之多，而 19 年就只有 2500 亿（3 家大行获优惠二级），20 年的 4000 亿主要是另外 3 家大行从优惠一级升到二级。

因此，动态调整给股份行额外的 1500 亿，相当于**提前预支了以后的空间**。大行和股份行都给到 1.5%的优惠上限，相当于普惠定向降准的力度也快推到底了，后续大概率只收不放。所以我们说，本次降准**传达了逆周期政策加码的信号，或开启新一轮的货币宽松。**

图表4： 近年来，各季度央行降准操作释放的资金量



资料来源：WIND，方正证券研究所

3）以往的普惠降准是“先做后给”，这次是“先给后做”。“先做后给”，这就是说银行今年小微投放较多并达标，明年全年享受定向降准优惠。19 年的情况是，除了大行在政策性要求下，必须满足小微增速 30%，其他银行并无此硬性要求，一定程度上要看机构自身意愿。如果某银行觉得小微业务增量或存量占比超 10%，不太适合自己，那就不做那么多了，明年降准优惠我直接不要了可以吧？而“先给后做”，就成了，20 年年初把降准优惠提前给你，但这笔优惠的钱，你要用来投放小微，所以当下你不做也得做。因此，**股份行 20 年的小微投放，一定程度上也带有了政策要求的意味。**

3 银行如何从中受益，哪些银行受益较大？

为什么是股份行？因为其他银行力度都给足了。截至 19 年三季末，大行和股份行的存款规模在所有存款类金融机构中占比 62%，其中大行 46%，股份行 16%。经过 19 年普惠金融考核，**六大行的优惠水平都达到优惠二级**，顶到了 1.5 pct 的上限。19 年，县域农商行并入第三档机构，目前适用的法定存款准备金率基准水平是 7%（下调了 3.5 pct 之多），并有可能获得 1 pct 的优惠；仅在省内经营的城商行获得了额外 1 pct 的优惠，且该优惠可以与普惠金融定向降准幅度叠加。可以说，**城商行、农商行该降的也都降到位了**。现在部分股份行，在 0.5 pct 的优惠下，适用的法定存款准备金率，还停留在 10.0%的较高水平。

为什么可以节省 85 亿的付息成本？假设一种情景，银行现在想要做 5500 亿的投放，需要负债端有对应的 5500 亿资金与之匹配。只考虑**来源为央行的资金**：如果没有降准，银行需要借 MLF，当前利率是 3.15%；而降准相当于把存在央行的钱取出来使用，机会成本就是存放央行的收益率，一般为 1.62%左右。因此，无论扩表所投放的是什么资产，单从负债端来讲，节省的付息成本就是约 85 亿。

哪些银行边际上受益较多？12 家股份行中，已知有 6 家在 18 年考核中获得了优惠二级，4 家仅获得优惠一级，2 家无公开数据。目前虽无法获知其在 19 年的普惠小微投放情况，但有理由认为，**18 年小微增速较高的，19 年相对更容易维持**。试对这 6 家在 18 年考核中仅获得 0.5 pct 优惠的银行做下测算，发现按照其 19 年三季末的存款规模，额外 1 pct 的定向降准，释放出的资金量为 1441 亿，与央行公开的 1500 亿数额接近。因此，**招商银行、兴业银行、光大银行或成为本次降准的受益者，净息差的正贡献可达 1.0BP、0.8BP、1.0BP**。

另外，央行明确，本次降准将使大型银行都获得 1.5 pct 的优惠等级。在 18 年的考核中，**工商银行、中国银行、交通银行**仅获得 0.5 pct 的一级优惠，**19 年考核升级为二级**，也将成为受益者，测算对其**净息差的正贡献可达 1.2BP、1.1BP、0.9BP**。

图表5： 本次定向降准对大行和股份行的影响测算（亿元）

银行名称	19Q3 存款	18 年考核	19 年考核	下降幅度	释放资金	节省成本	息差影响
工商银行	233,682	一级	二级	-1.0%	2,337	35.8	1.2BP
建设银行	182,692	二级	二级				
农业银行	185,029	二级	二级				
中国银行	157,725	一级	二级	-1.0%	1,577	24.1	1.1BP
交通银行	59,688	一级	二级	-1.0%	597	9.1	0.9BP
邮储银行	91,655	二级	二级				
招商银行	47,638	一级	额外	-1.0%	476	7.3	1.0BP
兴业银行	37,153	一级	额外	-1.0%	372	5.7	0.8BP
浦发银行	36,679	二级					
中信银行	40,175	二级					
民生银行	34,081	二级					

光大银行	29,627	一级	额外	-1.0%	296	4.5	1.0BP
平安银行	22,912	二级					
华夏银行	16,619	二级					
浙商银行	10,898	二级					
广发银行	15,458	无数据	额外	-1.0%	155	1.0	-
恒丰银行	7,621	无数据	额外	-1.0%	76	1.2	-
渤海银行	6,561	一档	额外	-1.0%	66	2.4	-
大行合计	**910,472**				**4511**	**69.0**	
股份合计	**305,421**				**1441**	**22.0**	

资料来源：WIND，方正证券研究所

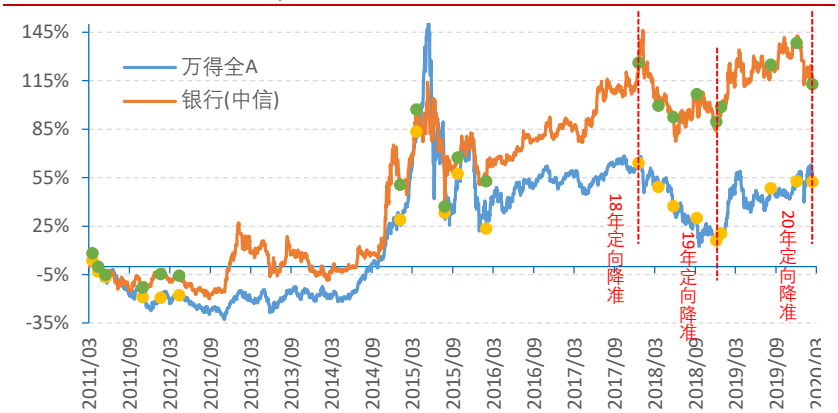
注1、法定存款准备金缴存基数用19年三季末的存款总额时点值，与央行的考核口径可能存在出入；

注2、一级、二级，分别指在普惠金融定向降准考核中，可以得到0.5 pct、1.5 pct优惠的情形。

4 十年复盘，降准对股市的影响多大？

11年至今，我们正在经历一个大的降准周期。2011年6月以来，我国大型银行法定存款准备金率从21.5%逐步降到20年初的12.5%。以此为观测窗口，看万得全A和银行(中信)指数累计涨跌幅的情况，发现：**多数情况下，降准之后会伴随行情上涨**；期间**银行板块的获益往往不输大盘**。

图表6： 2011年以来，大盘与银行指数涨跌幅与降准公告日



资料来源：WIND，方正证券研究所

注：图中蓝色和绿色的点，表示央行官方发布降准公告的日期，并非降准具体实施的日期。

这种现象之所以发生，其**内在逻辑**是：**1）降准是为宽信用准备弹药的**，如果搭配降息、额外信贷额度、放松监管考核等一系列措施，并成功带动起经济复苏、供需两旺，**对股市可以形成全面拉升作用**；**2）**单就**银行来说**，降准一来可以降低付息成本，二来可以提供扩张空间，**从息差改善和规模扩张两条逻辑上均形成利好**。

这一轮长达9年的**大的降准周期，可以分割为8个阶段**。观察到，降准公告发布之后，A股及银行板块的行情大多表现出**较确定的趋势**。除了20年初的降准的完整效果目前无法完整观测外，另外7个阶段中，共有5个阶段股市出现了普遍上涨现象，仅1个阶段出现了下跌，1个阶段出现行情的逆转。

图表7： 11 年来的大降准周期中，银行指数与万得全 A 的表现

行情区间	区间涨跌幅 银行	区间涨跌幅 万得全 A	降息
（一）11 年 6 月-12 年 5 月，累计降准 1.5 pct			
12 年 5 月-12 月	-11%	-18%	-0.5%
12 年 12 月-13 年 2 月	+45%	+25%	
（二）15 年 2 月-4 月，累计降准 1.5 pct			
15 年 2 月-6 月	+27%	+77%	-0.75%
（三）15 年 9 月，降准 0.5 pct			
15 年 9 月-12 月	+32%	+36%	-0.25%
（四）16 年 2 月，降准 0.5 pct			
16 年 2 月-18 年 1 月	+48%	+33%	
（五）18 年年初-19 年年初，累计降准 2.5 pct+普惠定向降准			
18 年 1 月-19 年 1 月	-16%	-29%	
（六）19 年 1 月，降准 0.5 pct+普惠定向降准			
19 年 1 月-4 月	+23%	+37%	
（七）19 年 9 月，降准 0.5 pct			
19 年 9 月-12 月	+6%	+3%	-0.10%
（八）20 年 1-3 月，降准 0.5 pct+普惠定向降准			
20 年 1 月-	?	?	?

资料来源：WIND，方正证券研究所

（一）11 年 6 月-12 年 5 月，累计降准 1.5 pct。尽管降准周期从 11 年 6 月就开始了，而且是密集连续降准操作，但万得全 A 在横盘之后，仍然走出了下行趋势，12 年 5 月-12 月累计下跌 18%。12 年 6 月开启了降息周期，1 年期存贷款基准利率年内下行 0.5 pct。降息叠加降准，经过 1 年半的时间，经济企稳预期确立，13 年初大盘掉头向上，12 年 12 月-13 年 2 月，万得全 A 涨 25%，银行指数涨 45%。

（二）15 年 2 月-4 月，累计降准 1.5 pct。在较短的时间内，全面降准 1.5 pct。同时，临近降息周期的末尾，力度也明显加大。15 年 2 月-6 月，累计降息 0.75 pct。在如此之短的时间窗口内，降息降准的幅度高于其他各阶段，造就了万得全 A 在 2 月-6 月的区间涨幅达到 77%之高，银行指数涨幅 27%。但在市场过热、配资杠杆过度使用的情况下，万得全 A 在 6 月触顶回落，基本上在 9 月前跌掉了全部的前期涨幅。

（三）15 年 9 月，降准 0.5 pct。在近乎“股灾”的局面下，15 年四季度继续降息 0.25 pct、降准 0.5 pct，股市出现回暖：到年底，万得全 A 涨 36%，银行指数涨 32%。而这些涨幅在 16 年初又尽数跌回，形成了 2 月中旬所谓的“熔断底”。

（四）16 年 2 月，降准 0.5 pct。之后是长达数年的经济企稳复苏，A 股也迎来了长达 2 年时间的慢牛，基本面和业绩支撑下的持续回升。当然这和 0.5 pct 的降准的关联就没那么大了。

（五）18 年 1 月-19 年 1 月，累计降准 2.5 pct。随着严监管逐步推进、去杠杆进入深水区，18 年下半年债券违约频发、信用收紧，加强了市

场对经济的悲观预期。尽管这 1 年里政策频出，累计降准幅度达 2.5 pct，高于其他各阶段，但万得全 A 仍下跌了 29%。但是，18 年 7 月份的降准，开启了一系列的宽信用政策序列，却使银行指数开始逆大盘而向上，在 18 年 7-10 月里，实现了 17%的阶段涨幅。

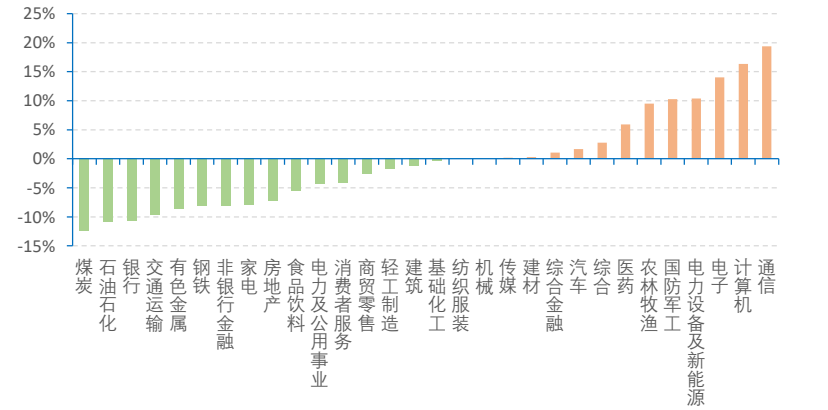
（六）19 年 1 月，降准 0.5 pct，叠加普惠金融定向降准。降准叠加一季度社融数据的乐观，催生了“开门红”行情。19 年 1 月-4 月，万得全 A 涨 37%，银行指数涨 23%。

（七）19 年 9 月，降准 0.5 pct。尽管作为新基准的 LPR 在 8 月份推出，并在首月即调降 1 年期 LPR，使市场对银行的让利担忧，降准催化之下，四季度银行板块依然表现出 6%的涨幅，期间万得全 A 涨 3%。

5 银行板块的配置价值空前提高

19 年年底以来，**银行股的滞涨**，主要出于**三种隐忧**：1）银行让利可能加大；2）延后复工或对资产质量产生不可逆的影响；3）疫情迟迟不散，导致实体融资需求走低。相应的，**银行股的补涨**，也可能由**三种催化剂**触发：A. 复工、基建投资加快，经济运行较快恢复常态；B. 逆周期的货币政策加码，比如存款基准利率下调、存款准备金率下调等；C. 逆周期的财政政策加码。而当前，**催化剂 A 已由 0304 政治局会议、0311 国常会周密部署、一再力推；催化剂 B 中的降准目前已经来到，存款基准利率调整也作为保留曲目，相机而发。**

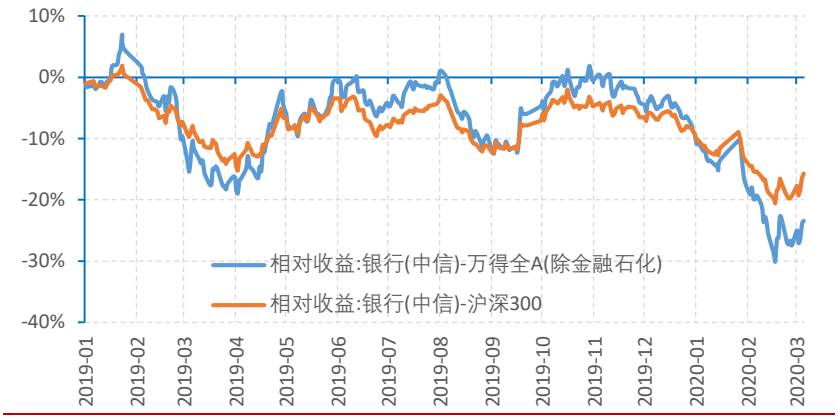
图表8： 年初至今银行板块涨幅倒数第三，降准及复工催化补涨



资料来源：WIND，方正证券研究所

19 年初至今，银行指数对沪深 300 的**相对收益为-20%，大幅跑输**。经验表明，银行**可能短暂跑输，但后续均能追回**。银行股的相对收益，19 年 1-2 月向下偏离沪深 300，3-5 月走回水平线。19 年 7-8 月下探，9-10 月走回水平线。10-12 月下探，1 月正要走回，2 月 3 日被打断，下探加深，直至-20%。该幅度**比 19 年 3 月的-15%更深，回补的动力理应更强**。

图表9： 18 年以来，银行板块相对收益处于低位，补涨行情可期



资料来源：WIND，方正证券研究所

3 月 5 日午盘，**银行(中信)PB 达到 0.77 倍的历史低位，已充分低估。**2 月份 LPR 下行幅度不多，当前让利程度为预期之内；疫情专项贷款额度或支撑起信贷需求；尽管部分小微企业可能延期还息，但占比较小。因此，疫情对银行 **20 年一季度的经营影响或不大。后续 LPR 下行或将搭配存款基准利率下调**，类似“**对称降息**”的模式。据历史经验，“对称降息”可在对息差影响较小的前提下，有力推动经济复苏，使银行资产质量和信贷投放均得到强化，对板块行情**利多大于利空**。

图表10： 银行 PB 处于历史极低值，配置价值凸显

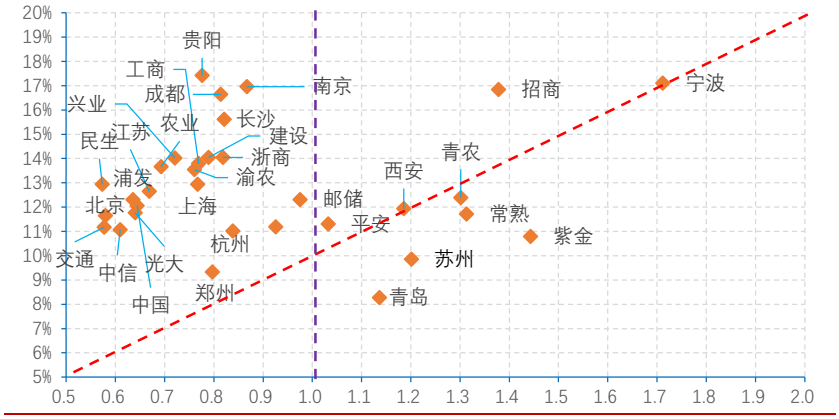
资料来源：WIND，方正证券研究所

6 投资建议：逆周期政策加码，银行补涨或开启

据十年间的历史经验：**1）降准是为宽信用准备弹药**的，如果搭配降息、额外信贷额度、放松监管考核等一系列措施，并成功带动起经济复苏、供需两旺，**对股市可以形成全面拉升作用；2）**单就**银行板块**来说，降准一来可以降低付息成本，二来可以提供扩张空间，**从息差改善和规模扩张两条逻辑上均形成利好。**

强烈建议关注**平安银行、邮储银行、常熟银行**，战略明晰、成长逻辑好、alpha 属性强；**兴业银行、光大银行**估值较低，在此次定向降准中受益较大，经营持续改善，叠加市值管理诉求；此外，穿越周期的核心资产，**招行银行**在本次降准中受益较大，且因疫情调整，性价比有所提升。

图表11：　　截至 3 月 13 日收盘，银行板块 PB-ROE 水平



资料来源：WIND，方正证券研究所

7　风险提示

疫情控制或复工进度不及预期；疫情全球扩散加重；实体企业财务状况恶化范围扩大。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com