



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2018年12月11日

策
略
专
题

多措并举纾困民企 质押风险得到遏制

谷永涛 策略分析师

编号: S1500513080001

电话: +86 10 83326722

邮箱: guyongtao@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

李博喻 策略分析师

编号: S1500518020002

电话: +86 10 83326731

邮箱: liboyu@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

喻雅彬 研究助理

电话: +86 10 83326952

邮箱: yuyabin@cindasc.com

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

摘要

- 2015年以来，国内股权质押市场规模快速上升，截至2018年12月7日，两市共有3538家公司的股东参与了股权质押，占两市上市公司总数的99.55%，几乎“**无股不质押**”；全市场质押股份总市值为4.5万亿元，占上市公司总市值的10%。
- 大股东高比例质押股票的情况十分严峻。两市上市公司大股东质押总市值为**2.45万亿**，占全市场质押总市值的**约54%**。有**278只**股票的大股东质押股份比例达到**99%以上**，涉及质押市值为**4227亿元**，占全市场股票质押总市值的**9.28%**。
- 在融资人集中度普遍较高的前提下，年初以来A股市场持续大幅震荡下跌，股票质押的顺周期特性导致股权质押平仓风险快速上行。2018年10月21日，中央政治局会议强调，研究解决**民营企业、中小企业发展中遇到的困难**。
- 为了**守住金融领域不发生系统性风险的底线**，地方政府、金融机构和社会资本踊跃响应政策号召，多措并举驰援上市公司，群策群力**纾解股权质押困境**。目前北京、深圳等多地地方政府和金融机构共同出资成立的纾困基金已陆续落地，**股权质押风险短期得到一定遏制**。

- 一、极致防御行情下股市非理性下行，股权质押风险暴露
- 二、地方政府驰援上市公司，纾解股权质押风险
- 三、地方政府纾困股权质押模式一览

上市公司股权质押业务概述

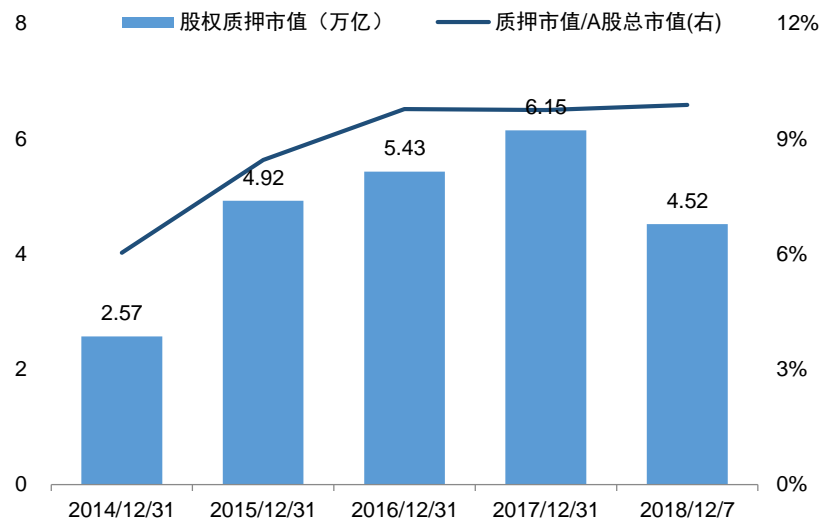
- 股权质押业务是指，公司股东将其持有股票，作为质押物向券商、银行等融入资金，并支付利息。
- 当出质人到期不能履行债务时，质押方可以依照约定将质押的股票进行处置，就其所得优先受偿。
- 2014年之后的牛市行情推动了股权质押业务迅猛增长，目前质押市值规模为4.5万亿。

公司股价下跌，触及平仓线引发平仓示意图



Source: 信达证券研发中心

股权质押市值规模

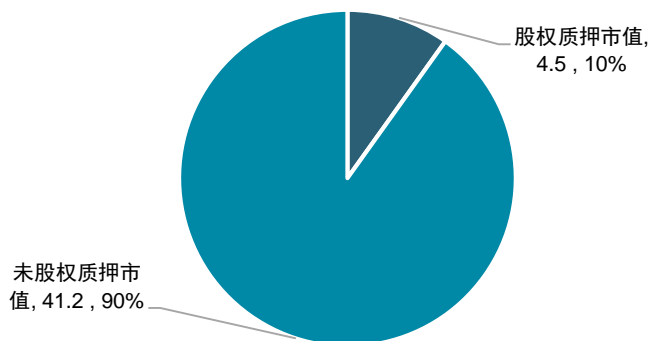


Source: Wind, 信达证券研发中心

股权质押的规模情况：A股几乎无股不压，总质押市值4.52万亿

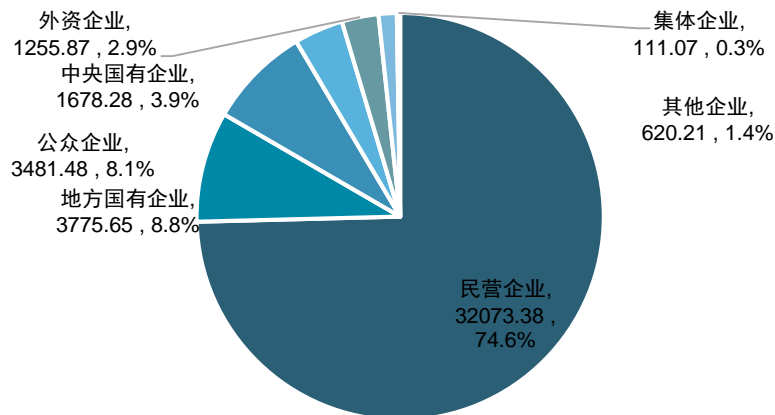
- 截至2018年12月7日，两市共有3538家公司的股东参与了股权质押，占两市上市公司总数的99.55%。
- 全市场质押股份总市值为4.5万亿元，占上市公司总市值的10%。
- 股权质押以民营企业为主，在全市场4.52万亿股权质押规模中，民营上市公司质押规模达到了3.2万亿，占比达75%。

质押市值4.5万亿，占上市公司总市值的10%



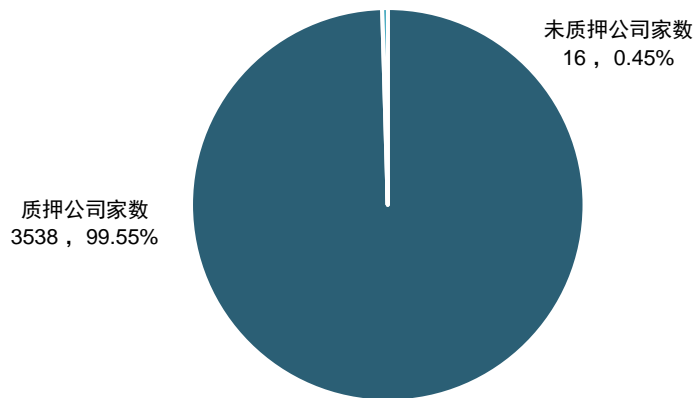
Source: Wind, 信达证券研发中心

股权质押以民营企业为主，质押规模占比达75%



Source: Wind, 信达证券研发中心

3538家公司涉及股权质押，数量占比99.55%

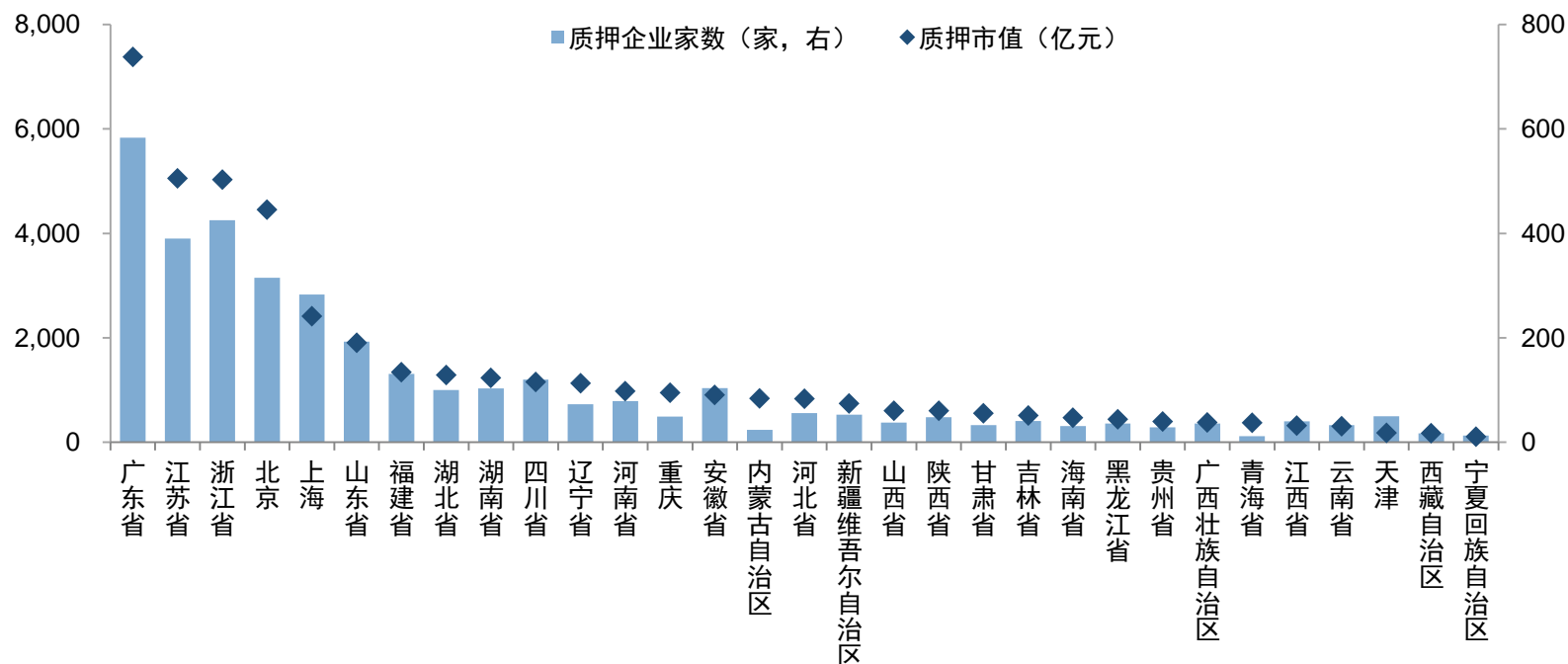


Source: Wind, 信达证券研发中心

股权质押的地域分布：经济发达、民营企业活跃省份规模居前

- 从地域上看，经济发达、民营经济活跃的省份上市公司股权质押规模居前。
- 全国各省市中，质押规模最大的依次为广东、江苏、浙江、北京。
- 以上四大省市股权质押规模占据全市场质押规模的50%。

股权质押规模-分省份

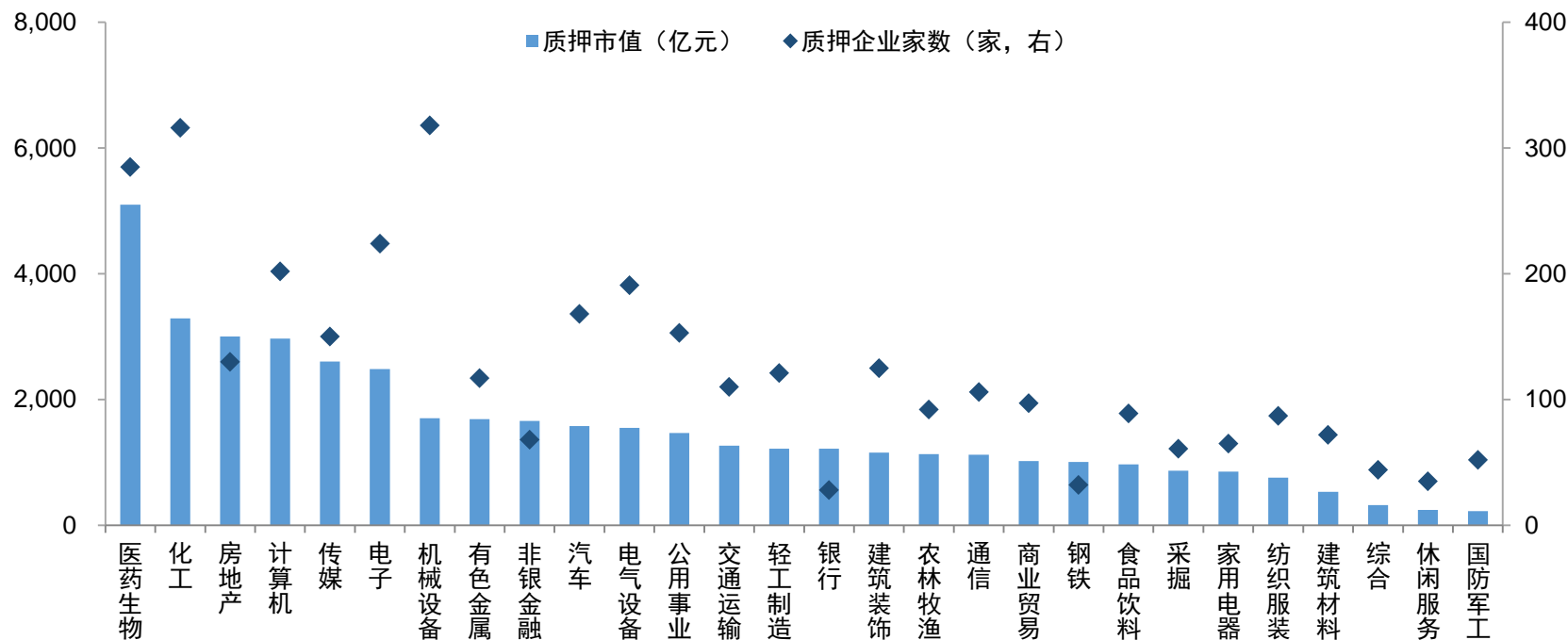


Source: Wind, 信达证券研发中心

股权质押的行业分布：新经济质押企业家数、规模占比较高

- 股权质押市值排名前五的行业分别为医药生物、化工、房地产、计算机及传媒行业。
- 质押集中度（质押市值/行业总市值）最高的行业依次为传媒、纺织服装、轻工、计算机和房地产。
- 机械设备、化工、医药、电子以及计算机行业质押公司家数最多。

股权质押规模-分行业

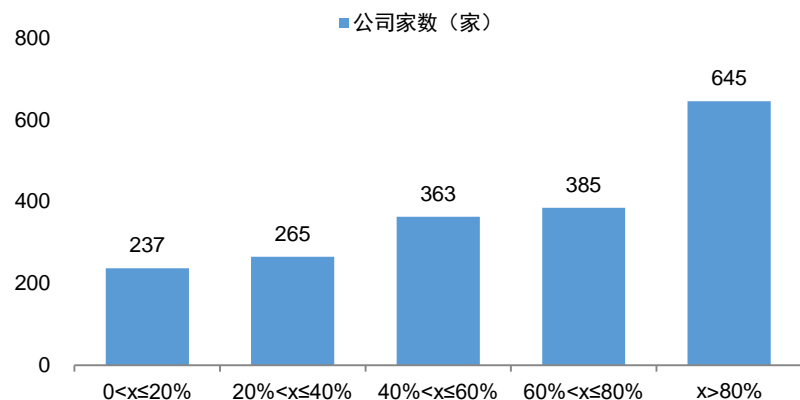


Source: Wind, 信达证券研发中心

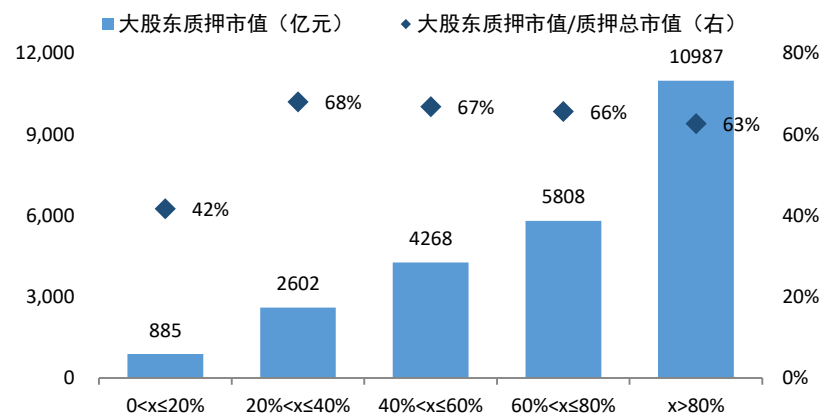
大股东质押集中度：高比例质押股票情况十分严峻

- 案例经验表明，质押人累计质押股份比例较高的个股，面临更高的平仓风险。
- 两市共有278只股票的大股东质押股份比例达到99%以上，涉及质押市值为4226.95亿元。

大股东质押比例达80%以上的公司有645家



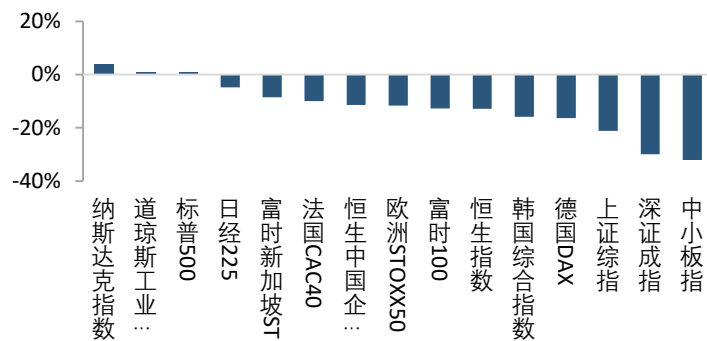
大股东质押比例达80%以上的公司，大股东质押规模近1万亿



Source: Wind, 信达证券研发中心

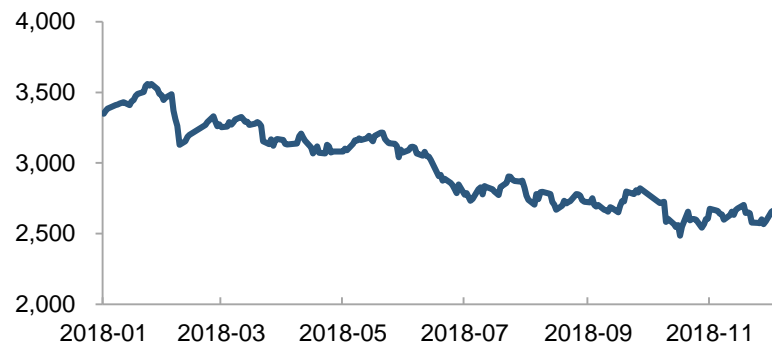
内外围因素冲击市场，极致防御行情下股市非理性下行

2018年初至今全球主要股指涨幅（截止至2018-12-7）



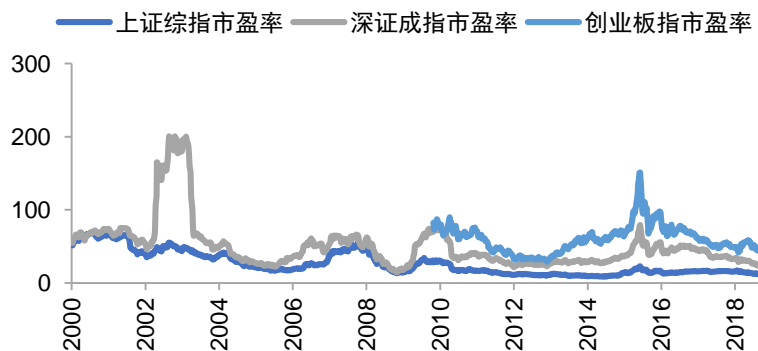
Source: Wind, 信达证券研发中心

2018年初至今上证综合指数走势（截止至2018-12-7）



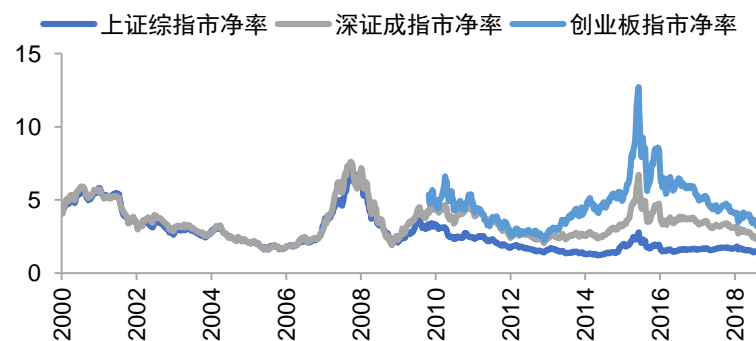
Source: Wind, 信达证券研发中心

A股主要指数历史市盈率水平（截止至2018-12-7）



Source: Wind, 信达证券研发中心

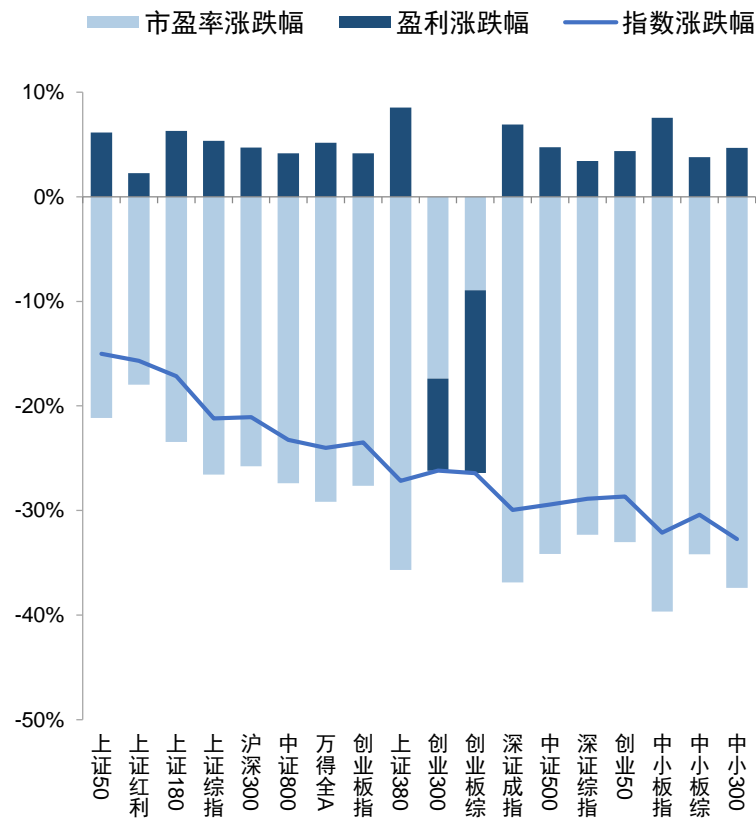
A股主要指数历史市净率水平（截止至2018-12-7）



Source: Wind, 信达证券研发中心

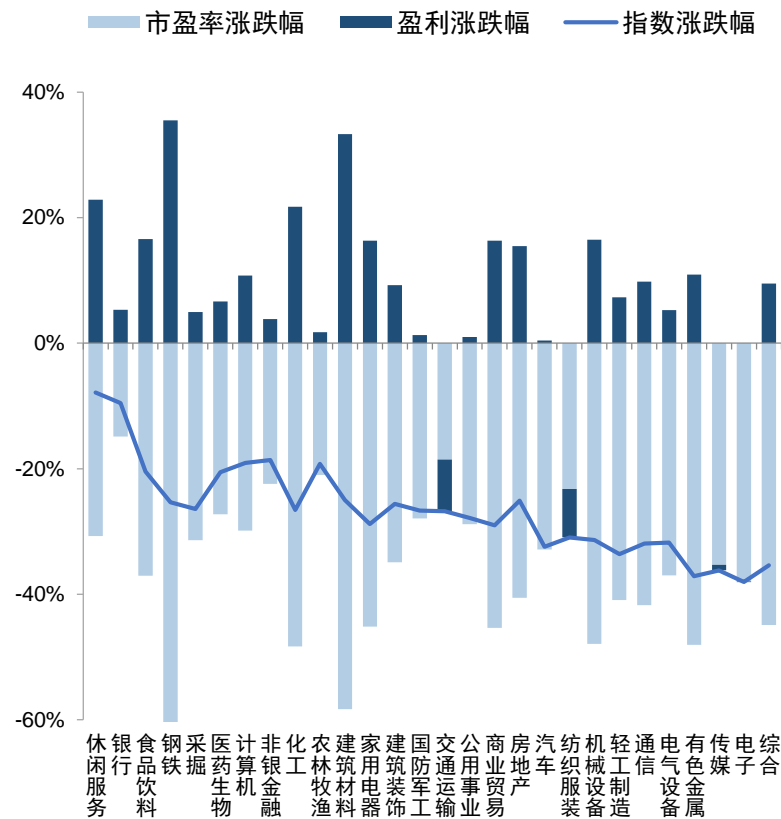
股市单边下行，股权质押风险暴露

A股主要指数年初至今涨幅因素拆分（2018-12-7）



Source: Wind, 信达证券研发中心

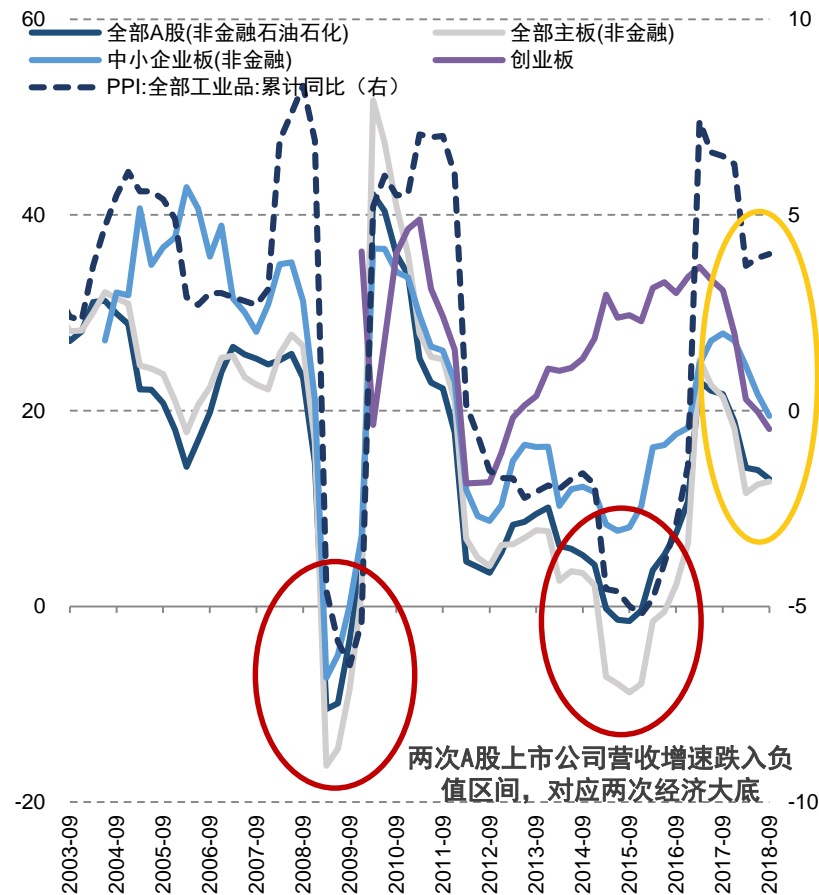
申万一级行业年初至今涨幅因素拆分（2018-12-7）



Source: Wind, 信达证券研发中心

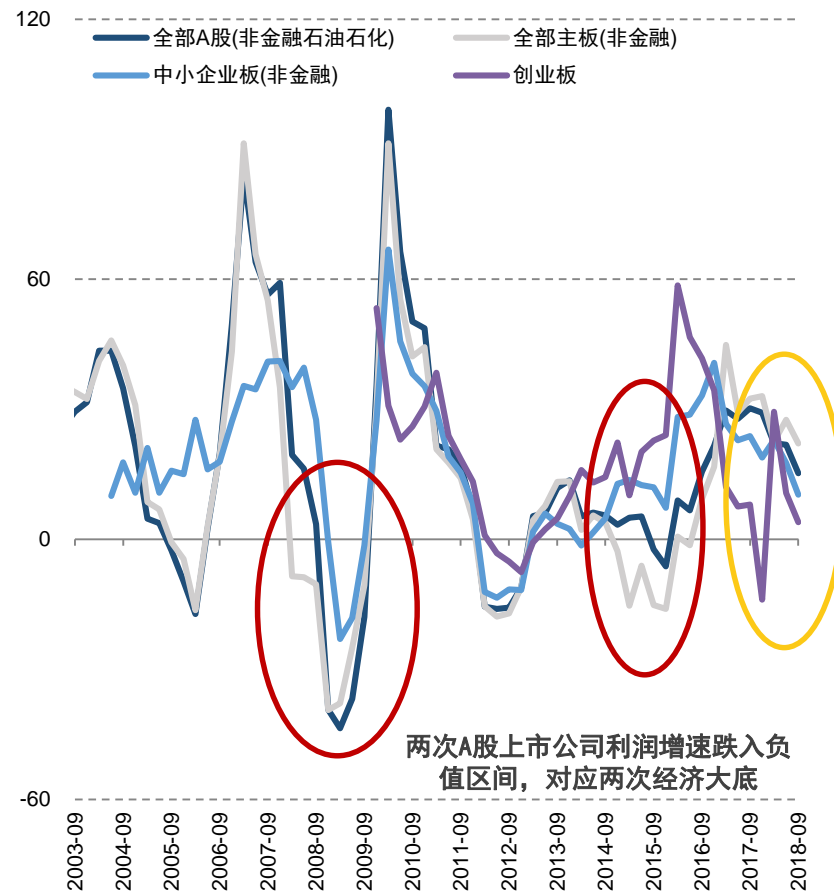
受需求走弱影响，上市公司营收和利润增长进入下行通道

上市公司营业收入累计同比增速 (%)



Source: Wind, 信达证券研发中心

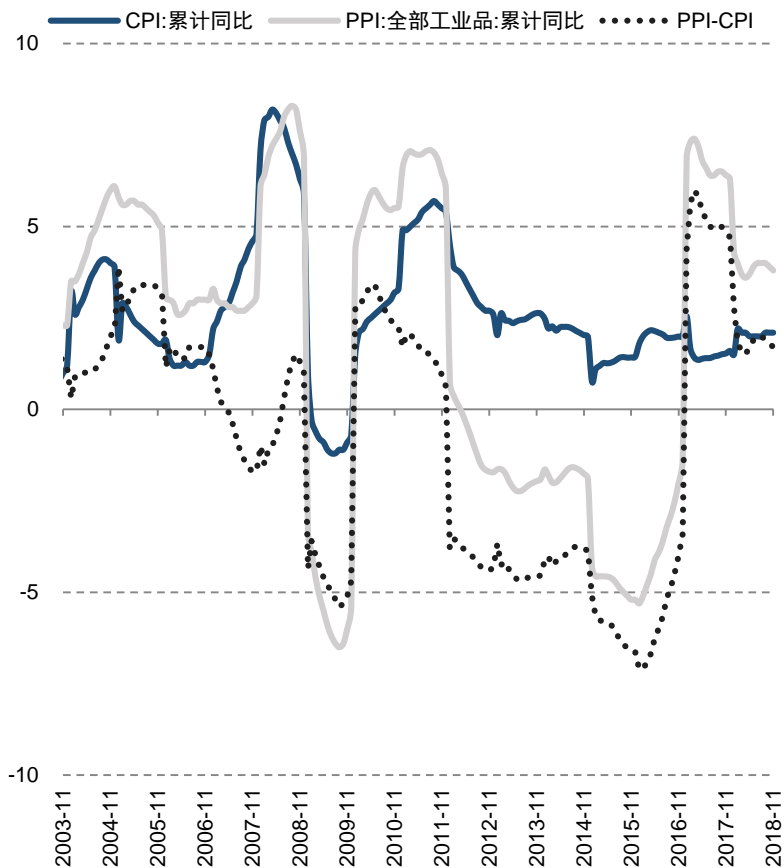
上市公司利润总额累计同比增速 (%)



Source: Wind, 信达证券研发中心

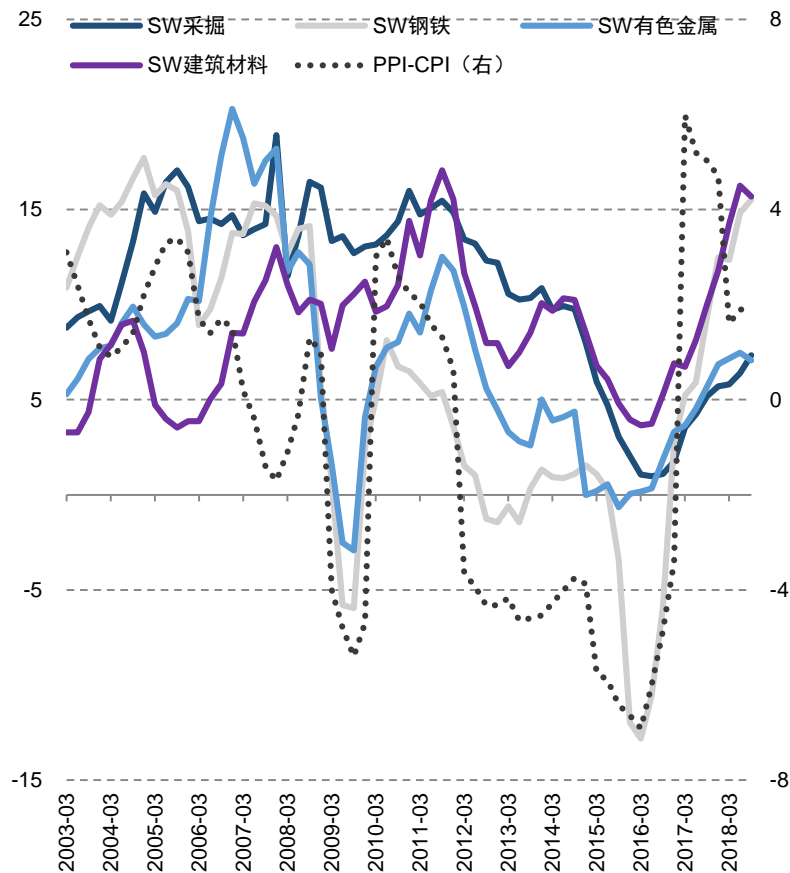
上游企业盈利能力受益于PPI-CPI的剪刀差

CPI和PPI的利差走扩(%)



Source: Wind, 信达证券研发中心

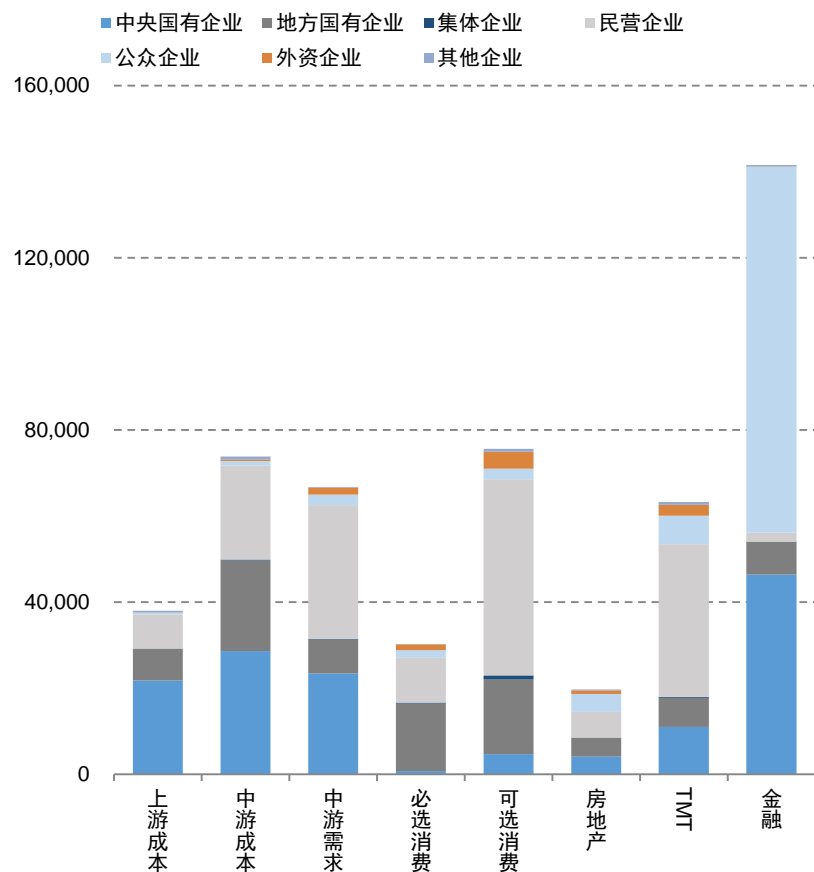
随着PPI和CPI的剪刀差扩大,上游行业ROE提升(%)



Source: Wind, 信达证券研发中心

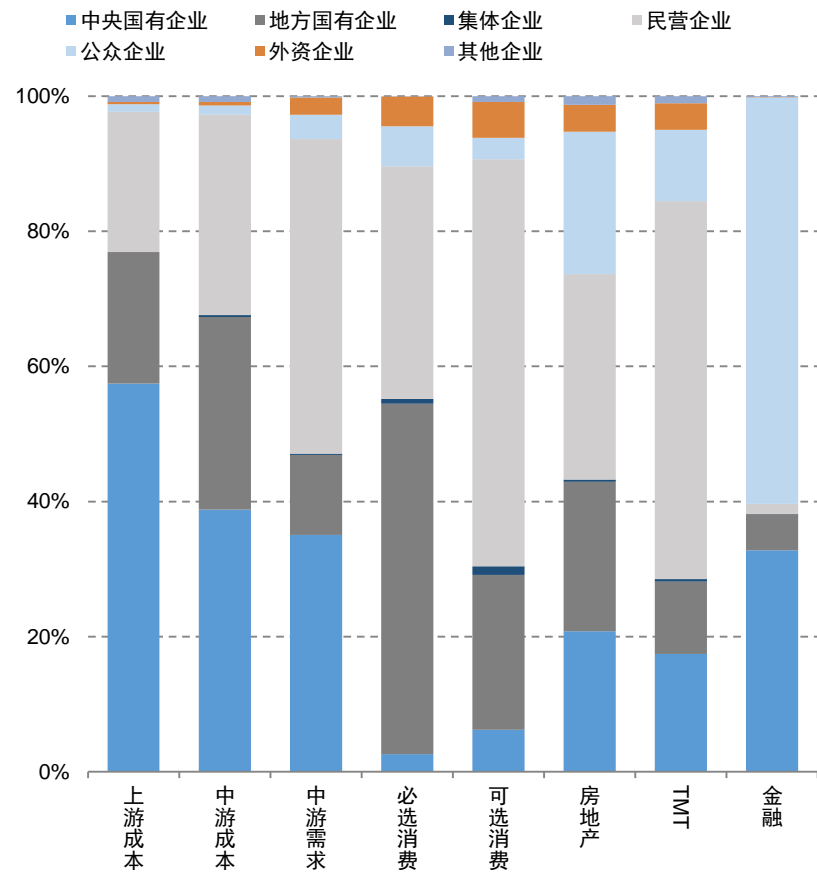
中游承压较大，民企占比规模较大

不同公司属性市值分布（亿元，截止2018年12月7日）



Source: Wind, 信达证券研发中心

不同公司属性市值占比分布（截止2018年12月7日）

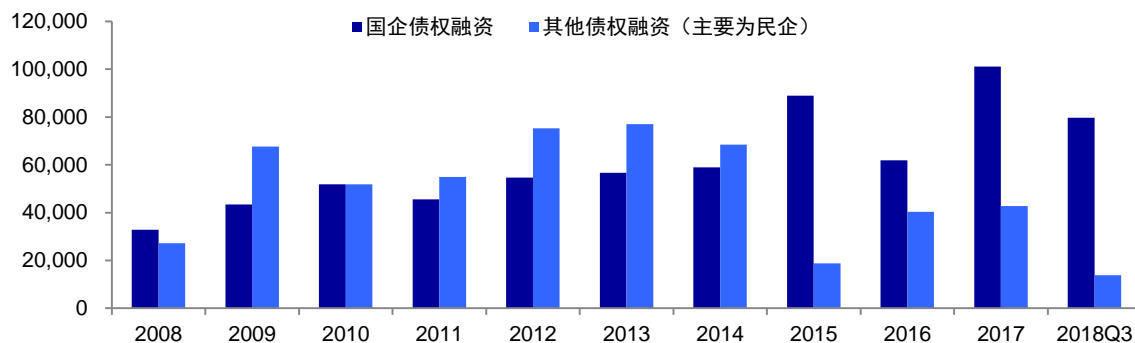


Source: Wind, 信达证券研发中心

民企债权融资规模收缩显著于国企

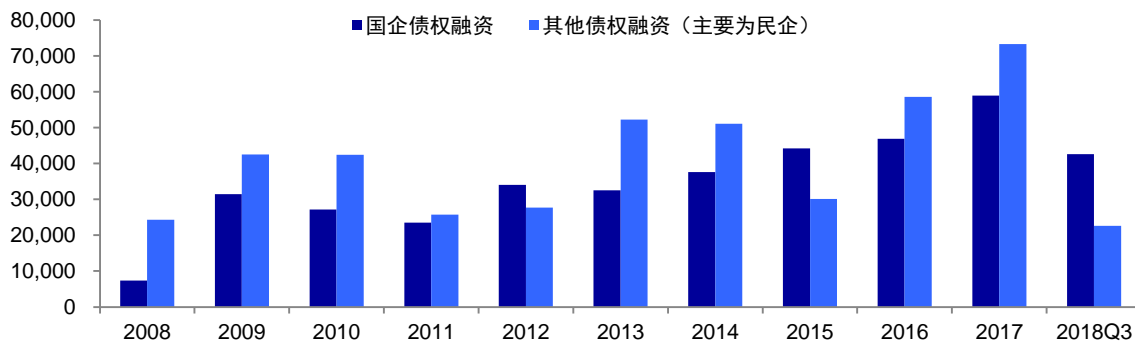
- 信达证券宏观组近似估算了2008年至今国企与民企债权融资情况。2018年前三季度，全部企业债权融资规模均有所收缩。受到去杠杆政策，以及金融机构风险偏好下降，民企长期融资显著恶化。
- 国企债权融资规模为2017年全年的79%，而民企债券融资规模仅为2017年全年的33%，民企融资情况明显更差。
- 2018年前三季度，国企中长期债权融资规模为2017年全年的72%，而民企仅为2017年全年的31%。
- 此外，2016、2017两年民企信托贷款、委托贷款规模均高达3万亿，而信托、委托贷款计划期限普遍为1-2年，我们推测**2019年民企偿债压力仍然较大。**

国企与民企债权融资规模比较（单位：亿元）



Source: 万得, 信达证券研发中心

国企与民企长期债权融资规模比较（单位：亿元）



Source: 万得, 信达证券研发中心

- 一、极致防御行情下股市非理性下行，股权质押风险暴露

- 二、地方政府驰援上市公司，纾解股权质押风险

- 三、地方政府纾困股权质押模式一览

中央高层和一行两会重点表态化解股权质押风险

银保监会主席 郭树清

银行业金融机构科学合理地做好股权质押融资业务风险管理，在质押品触及止损线时，质权人应当综合评估出质人实际风险和未来发展前景等因素，采取恰当方式稳妥处理

2018年10月21日，中央政治局会议强调，研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。

国务院副总理 刘鹤

鼓励地方政府管理的基金、私募股权基金帮助有发展前景的公司纾解股权质押困难

央行行长 易纲

推进民营企业股权融资支持计划，支持符合条件的私募基金管理人发起设立民营企业发展支持基金，为出现资金困难的民营企业提供股权融资支持

证监会主席 刘士余

鼓励地方政府管理的各类基金、合格私募股权投资基金、券商资管产品分别或联合组织新基金，帮助有发展前景但暂时陷入经营困难的上市公司纾解股票质押困境，促进其健康发展

北京市和深圳市政府出资数百亿，积极纾解股权质押风险

北京市海淀区

- ✓ 海淀区属国资和东兴证券发起设立了股权质押纾困专项基金，基金规模100亿元，首期20亿元已完成募资。
- ✓ 基金通过受让不超过上市公司总股本10%的股权，帮助民营科技上市公司化解股票质押风险。
- ✓ 10月26日，海科金集团在上交所发行首单纾困专项债，规模为8亿元，用于支持优质科技企业发展、纾解股权质押风险。
- ✓ 此外，北京市海淀区国有资本经营管理中心近期还计划发行总规模100亿的支持优质科技企业发展专项债券（公募债）。

深圳市

- ✓ 由市政府主要领导任组长，10个部门组成专项工作小组，安排数百亿资金，负责统筹协调化解股票质押风险。
- ✓ 深圳国资委旗下投资平台，发起设立优质上市公司股权投资专项基金，以股权收购方式缓解实际控制人资金流动性压力。
- ✓ 10月26日，深圳市投资控股有限公司在深交所发行纾困专项债，规模为10亿元。
- ✓ 专项债募集资金将用于出资成立专项股权投资基金，帮助深圳市经营状况良好上市公司化解股票质押难题。

各地政府积极响应国家有关部门号召，股债并举驰援上市公司

全国各地地方政府纾解股权质押措施一览表

时间	地区	政府参与方	规模	原则	具体措施
2018.09.	河南省	信阳华信投资集团 河南农投金控股份公司			以股权转让和股权合作为主救助本地上市公司。
2018.10.	深圳市	深圳国资委旗下的深圳市高新投保证担保有限公司、深圳市中小企业信用融资担保集团、深圳国资委旗下的鲲鹏基金等国资投资平台	数百亿	市场化运作原则，方式包括过桥贷款、委托贷款、债权收购、股权收购等	政府对相关利率的“指导价”为不超过9%，股权质押率为6-7折，已有部分上市公司拿到资金。
2018.10.	佛山市顺德区	发改、国资、金融等多部门联动			摸查上市公司股权质押情况和平仓风险。拟安排专项资金，从债权和股权两个方面入手，降低当地上市公司股票质押风险。
2018.10.	东莞市	发改、国资、金融等多部门联动			拟决策成立“东莞市上市莞企发展投资基金”，利用债券、股权、股债结合、股权约定回购等多重手段切实做好为东莞上市公司解决阶段性难题。
2018.10.	广东省	广东省有关方面、广东粤财投资控股有限公司	200亿元左右		该基金或将采取母子基金的模式，即先由粤财控股和广发证券子公司广发信德出资设立母基金，再通过母基金设立子基金，吸收更多社会资本参与，扩大基金规模。易方达主要发挥投顾的角色，遴选出优质上市公司标的，并提供合适的纾困方案。
2018.10.	北京市海淀区	海淀区属国资委、北京金融办、北京证监局、西城区政府	基金规模100亿元，首期20亿元；已发行8亿元纾困专项债；100亿元专项债券（公募债）正在筹备	市场化原则为主、坚持一企一策、支持优质民营科技上市公司发展。	受让不超过上市公司总股本10%的股权，帮助民营科技上市公司化解股票质押风险。预计下周海淀区将推出缓解民企股权质押风险的具体措施，目前还在周密的部署中。不排除引进社会资金一起纾困股权质押难题。
2018.10.	江门市	江门市金融投资控股有限公司		委托贷款、受让股票质押债权与受让股权等	江门金控将以双方约定的方式提供流动性支持，以化解短期资金风险。
2018.10.	汕头市	汕头国资企业	基金规模50亿元，首期规模10亿元		专项用于帮助有发展前景的汕头本地上市企业纾解股权质押困难。

各地政府积极响应国家有关部门号召，股债并举驰援上市公司（续）

时间	地区	政府参与方	规模	原则	具体措施
2018.10.	浙江省	浙江省国有资本运营有限公司、农银金融资产投资有限公司、中国农业银行浙江省分行；浙江省财政	规模100亿，首期规模20亿元；另有50亿元组建省融资担保公司	综合运用老股受让和定增入股等股权投资形式。“入股还债”提供流动性支持，不以控股“拿壳”为目的	采取政府基金、私募股权基金、保险资金战略投资和财务投资等多种方式，纾解平仓风险。
2018.10.	成都市	金融监管机构、相关市级、各区（市）县部门	100亿元上市公司帮扶基金	依法依规、政府引导、市场化运作、分类施策。	采取股权、债权等方式向上市公司及实际控制人提供资金支持，化解上市公司或实际控制人流动性风险。
2018.10.	中山市	中山市金融局，中山市国资委等相关部门	50亿元左右		各职能部门正有序推进相关工作，支持上市公司的方案正在研究和制定中，具体的细节及实施时间尚未确定。
2018.10.	湖南省	湖南省政府及相关部门，财信金控	总规模或将超过百亿元		湖南省政府已经开始上市公司的援助筛选，要求是“三优”：优势产业、优势企业、优秀团队。
2018.10.	北京市西城区	市区两级政府	目标规模100亿元，首期规模40亿元	政府引导、市场运作、社会参与。	针对上市企业的实际经营情况，设计科学合理的投资方案，不谋求控股权，不干预企业正常经营活动，阶段性持股，一旦企业化解流动性危机后将适时退出。同时，制定严格风控机制，保障资金安全，有效防范道德风险。
2018.10.	通化市	市县两级政府共同参与	拟发起设立50亿元规模的支持上市公司发展基金	不谋求控股权，不干预企业正常经营活动。	针对每家上市企业的实际经营情况，制定科学合理的投资方案，不谋求控股权，不干预企业正常经营活动，阶段性持股，一旦企业化解流动性危机后将适时退出。
2018.10.	福建省	福建国资委，福建省电子信息(集团)有限责任公司			福建省电子信息(集团)有限责任公司将以不低于32.19亿元价格受让合力泰4.69亿股股份，成为合力泰新控股股东。
2018.11.	厦门市	厦门市金融办，财政局，国资委	拟设立多个百亿级专项基金	以“股债联动”的方式，为上市公司特别是民营企业“雪中送炭”。	该组合式专项基金将包括财政出资为主导、社会资本参与的“纾困基金”、市场化运作的“共促发展股权（债券）基金”、国资国企牵头组建的“国企战略发展基金”等，将优先对厦门市的A股上市公司采取驰援措施。
2018.11.	上海市	市委市政府等	100亿元上市公司纾困基金；100亿元信用贷款和担保贷款；100亿元政策性融资担保基金		11月3日出台《关于全面提升民营企业活力大力促进民营经济发展的若干意见》，增加关键重点民营企业流动性，帮助企业渡过难关。

各地政府积极响应国家有关部门号召，股债并举驰援上市公司（续）

时间	地区	政府参与方	规模	原则	具体措施
2018.11.	福建省	省属国企与金融机构	150亿元纾困基金（首期规模20亿元），20亿元纾困专项债（首期10亿元）	市场化、专业化方式运作	重点支持省内实体经济领域上市公司，被帮扶上市公司应具备符合产业政策、生产经营状况和发展前景较好、实际控制人无重大违法违规和重大失信记录等条件。
2018.11.	浙江省	台州金融投资有限责任公司，浙商证券	5亿元		支持缓解上市公司流动性压力
2018.11.	北京市	市、区和社会资金基金	总规模超过350亿元		支持上市企业开展股权融资，鼓励北京地区符合条件的平台和机构，在沪深交易所发行纾困专项债，支持民营企业进行债券融资。
2018.11.	山东省	山东省国资委，山东国惠	首期规模约40亿元	由债权、股权两类基金组成	债权基金主要化解上市公司大股东股票质押风险，股权基金用于上市公司健康发展，也用于通过协议受让、大宗交易受让大股东股份。建立“资金+投行+资源”综合支持服务体系，既能为企业提供资金支持，还能提供财务顾问、投资银行、兼并重组、业务资源等各类服务
2018.11.	苏州市	苏州高新区管委会组织各参与方	总规模不超过25亿的专项基金，先期不超过5亿元专项基金		先期设立不超过5亿元专项基金，拟给予控股股东降低股权质押率。拟设立专项基金不超过20亿，并积极筹措资金，协调有效的增信手段。胜利精密属于首批重点支持企业之一。
2018.11.	海南省	央企、地方国企、金融投资机构、大型民营企业集团	600亿元纾困基金	政府发挥引导作用，银行、证券保险各金融机构参与，纾解民营企业融资难、融资贵的问题	海南省地方金融监管局出台十条措施支持民营经济发展
2018.11.	常州市	常州市国资委、东海证券	30亿元	市场化基金运作模式，支持上市公司解决流动性问题，增加公司的控股权	通过对接银行、保险、国有企业和政府平台等资金，设立多个子基金，帮助有发展前景的民营上市公司纾解股权质押风险，促进企业稳定经营和高质量发展。
2018.11.	深圳市	深圳市投资控股有限公司与建信信托、鲲鹏资本、国信证券、中信证券	170亿元	市场化原则	全国首批按照市场化原则设立的上市公司纾困私募基金。
2018.11.	北京市通州区	中泰证券与通州区政府	拟设立百亿基金	支持北京城市副中心高科技民营企业发展	拟设立百亿优质科技企业纾困发展基金,支持北京城市副中心高科技民营企业发展。

各地政府积极响应国家有关部门号召，股债并举驰援上市公司（续）

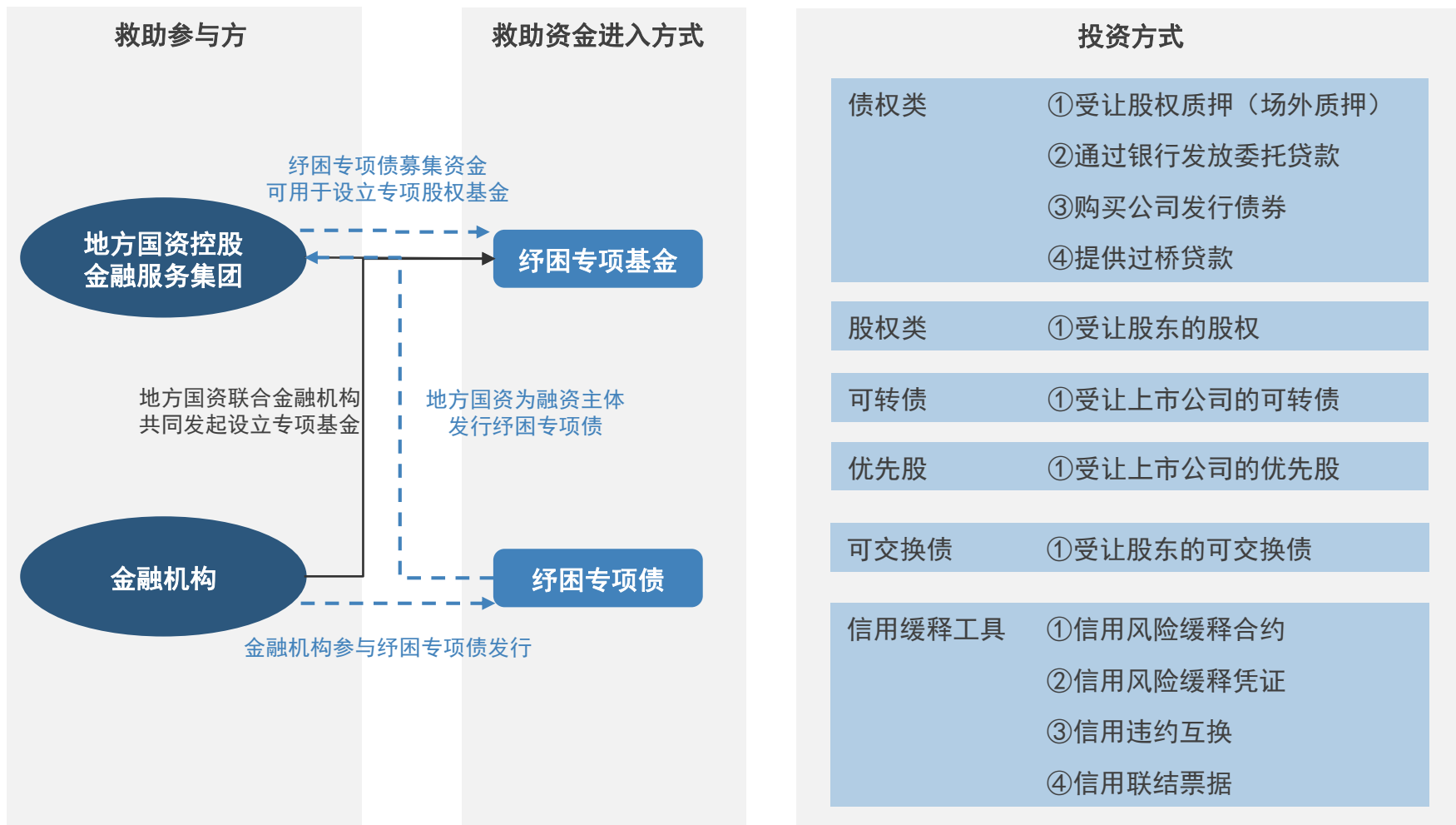
时间	地区	政府参与方	规模	原则	具体措施
2018.11.	安徽省		100亿元以上		对符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业进行必要财务救助，不允许盲目停贷、压贷、抽贷、断贷。
2018.11.	山西省	省财政厅、省地方金融监督管理局、山西银保监局、各市政府	50亿元	市场化推动解决上市民营企业和重点民营企业的流动性问题，化解上市公司股权质押平仓风险，避免发生企业所有权恶性转移	各市县要自筹资金，为本区域内骨干民营企业提供低成本“接续还贷”服务，各市新增应急还贷资金原则上不少于2亿元，各县（市、区）建立应急还贷资金不少于2000万元，省市县共形成50亿元接续还贷周转资金。加强企业还贷应急资金的使用和管理，在防范风险的同时减免还贷应急资金使用成本。
2018.11.	江西省	江西国控公司、江西省发展升级引导基金和其他省属企业	100亿元（首期30亿元）	实施多渠道的一揽子解困方案	基金采取母子基金的运作方式，母基金对战略性新兴产业、重大项目和优质民营企业在内的重要企业进行市场化投资和重点帮扶。母基金下设若干子基金，专注不同领域，充分发挥资本配置功能。
2018.11.	湖北省	湖北省联投、省交投、省高投、兴楚国资等	100亿元（首期40亿元）	采取股债并举、成立救助基金等办法，以市场化、专业化的方式驰援民营企业。	实施“三个100亿”措施，设立100亿元县域发展引导基金、100亿元上市公司纾困基金、100亿元担保再担保资金等。
2018.11.	甘肃省	甘肃证监局，甘肃省地方金融监管局等相关部门	目标规模100亿元（首期规模30亿元）		
2018.12.	南京市	南京市国资混改基金公司	首期总规模30亿元，远期总规模200亿元	标的为注册在南京市民营上市企业及拟上市企业。其中，对上市企业可采取定增资产、可转债、可交债、现有股东转让股份的方式进行投资。	帮助民营企业防范流动性风险，并对符合经济结构优化升级方向、有前景、有市场、有技术创新优势的民营企业进行支持。
2018.12.	烟台市	烟台市财金公司	不低于30亿元	不改变实际控制人对上市公司的控制权，不干预企业正常经营活动，根据约定协议实现退出。	针对上市公司实际情况，从股权、债权、股债结合等多方面着手，设计科学合理的借款、投资方案，既可以通过债权方式支持，直接化解上市公司实际控制人平仓危机，也可以通过股权方式支持，间接化解平仓危机。
2018.12.	苏州市	国发集团、苏州资管	30亿元	积极发挥政府调控引导作用，着力化解上市公司及其控股股东流动性风险	面向苏州市范围内因控股股东股权质押出现流动性风险，且已尽责自救仍不能化解风险的优质上市公司。

随着各地政府应急解困政策的纷纷出台，综合来看受助企业有如下特点



- 一、极致防御行情下股市非理性下行，股权质押风险暴露
- 二、地方政府驰援上市公司，纾解股权质押风险
- 三、地方政府纾困股权质押模式一览

纾困股权质押的救助模式选择：纾困专项基金、纾困专项债



Source: 信达证券研发中心整理

纾困专项债

- 上交所、深交所均推出纾困专项债，专门用于化解上市公司股票质押风险：
 - ✓ 鼓励具备条件的主体发行并购重组债券、股债结合产品
 - ✓ 发挥行业龙头企业在产业重组中的积极作用
 - ✓ 专项债审批开通绿色通道，适用即报即审政策，发行效率高
- 目前市场已发行专项债的案例，呈现出如下特点：
 - ✓ 债券发行主体以地方政府控股国有资本投资公司为主
 - ✓ 主体信用评级强，实现较低成本筹措资金
 - ✓ 募资资金可用于出资成立专项股权投资基金

纾困专项债基本要素一览

发行起始日	2018/10/26	2018/10/26
债券简称	18海专项	18深纾01
发行人	北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司	深圳市投资控股有限公司
发行人性质	地方国有企业	地方国有企业
上市地点	上交所	深交所
发行方式	私募	公募
债券类型	私募债	一般公司债
发行规模(亿)	8	10
发行期限(年)	3年(2+1)	5年(3+2)
债券评级	-	AAA
主体评级	-	AAA
票面利率(%)	-	3.97
增信方式	北京市海淀区国有资本经营管理中心(AAA评级)提供无条件不可撤销连带责任保证担保	
募集资金用途	拟用于支持优质科技上市公司及其股东融资、缓解上市公司及其股东流动性压力(包括但不限于购买上市公司应收帐款等各种方式)	用于设立专项股权投资基金,以帮助深圳市立足主营业务,经营状况良好的A股上市公司的实际控制人化解因股票质押而出现的流动性困难问题

Source: 信达证券研发中心整理

纾困政策密集出台，市场情绪逐渐转好

主要券商、保险及地方政府纾困政策一览（单位：亿元）

发起人	总规模	发起人	总规模
天风证券	11	太平资产	80
国泰君安	25	阳光资产	100
国信证券	20	新华资产	100
广发证券	10	人保资产	300
海通证券	50	深圳	10
中信证券	25	北京海淀	100
招商证券	20	北京西城	100
申万宏源	20	浙江	100
中信建投	20	成都	100
东兴证券	8	贵州	200
银河金汇	20	湖南	拟超百亿
国元证券	60	福建	150
银河证券	600	四川	100
西部证券	100	上海	100
国寿资产	200	广东	200

Source: 信达证券研发中心整理

研究团队简介

陈嘉禾：首席策略分析师。

2005年本科以一等荣誉毕业于英国赫尔大学经济系，2006年研究生毕业于英国牛津大学历史系。

同年加入平安资产管理公司任固定收益研究员，2008年加入信达证券并购重组部任高级经理，2009年起任信达证券研发中心策略分析师，2012年起任首席国际市场分析师，2014年起任首席策略分析师，2015年起任首席策略分析师、执行总监、研究开发中心管理委员会委员，直接管理股票策略、固定收益、国际市场方面研究，并分管金融、地产行业研究。

同时，自2010年起兼任中央电视台英语频道财经评论员、证券时报专栏作者、中国证券报、证券市场周刊特邀作者，自2012年起至兼任CNBC特邀嘉宾，自2013年起兼任Channel News Asia特邀嘉宾，自2014年起兼任第一财经特邀嘉宾，并长期接受国际媒体采访，包括路透社、美联社、法新社、彭博社、埃菲通讯社、英国经济学人杂志、澳洲金融评论、印度经济时报、联合早报、文汇报等。

谷永涛：策略分析师。

2011年毕业于北京大学物理学院，理学硕士，同年加入信达证券研究开发中心，任金融工程研究员，主要负责股票量化策略以及股指期货对冲产品的研究开发。

2013年起开始研究国际市场、及与A股市场的比较。2014年6月加入宏观策略组，任策略分析师，负责股票策略、国际市场方面研究。自2015年起兼任新华社中国金融台财经评论员、证券时报特邀作者。

胡佳妮：策略分析师。

2012年毕业于中国人民大学，金融学硕士，同年7月加入信达证券研发中心策略组，负责股票市场和流动性策略研究，2014年6月起负责资产配置和债券市场研究。

李博喻：策略分析师。

2015年硕士毕业于美国纽约大学房地产专业，2012年本科毕业于中央财经大学财政学专业。2016年初加入信达证券研究开发中心，主要负责宏观策略、国际市场、固定收益方面的研究。

喻雅彬：研究助理。

2017年研究生毕业于中央财经大学产业经济学专业，同年7月加入信达证券研究开发中心，负责策略研究支持。

李曼：研究助理。

2017年研究生毕业于财政部财政科学研究所财政学专业，2013年本科毕业于中南财经政法大学税务专业。2017年7月加入信达证券研究开发中心，负责宏观经济、固定收益研究。

机构销售联系人

华北

袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com

华东

王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com

华南

袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
-----	--------------	-------------	-------------------

国际

唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com
-----	--------------	-------------	---------------------

免责声明

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。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。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。

评级说明

投资建议的比较标准

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。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。