在线小微经营者贷款支撑互联网贷款 20 万亿市场空间

——非银金融行业周报

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

市场回顾：

自 10 月 26 日至 11 月 1 日收盘，非银金融板块下跌-5.75%，沪深 300 指数下跌-0.49%，非银金融板块相对沪深 300 指数落后 5.26pct。从板块排名来看，与其他板块相比，非银金融行业本周涨跌幅为-5.75%，在申万 28 个板块中位列倒数第一，本周大幅回调。从 PB 估值来看，非银金融行业整体近期开始调整，当前 1.87 水平，再度跌破 2。

- 子板块周涨跌幅分别为：证券-5.51%，保险-6.41%，多元金融-4.01%。
- 股价涨幅前五名分别为方正证券、国泰君安、华西证券、国信证券、财通证券。
- 股价跌幅前五名分别为光大证券、中银证券、湘财股份、国盛金控、第一创业。

每周一谈：在线小微经营者贷款支撑互联网贷款 20 万亿市场空间

助贷业务得到法律支持

《商业银行互联网贷款管理暂行办法》肯定了助贷合作机构的角色。当下互联网贷款模式以轻资本为主，银行负责自主授信决策、承担风险，并 100%出资。

在线化率提升驱动经营者信贷增速远高于消费贷增速

我们分别结合在线化率、小微企业数量和每家融资金额对 2018 年和 2019 年在线小微经营者信贷增速拆分，结果显示，在线化率的快速提升是其主要驱动因素。

- **小微企业信贷线上化趋势明显。**中小微企业“融资难”的主要原因是小微企业通常没有抵押，难以满足传统金融机构风控体系的硬性要求。但小微企业对于贷款的要求呈现出“短、小、急、频”等区别于大型企业的特点，因此随着金融科技的发展，互联网信贷日趋成势。
- **小微企业数量年增速 11%。**2018 年末，我国共有微型企业 1543.9 万家，比 2013 年末增加 929.1 万家，增长 151.1%，复合增长率 11%比 2013 年末提高了 12.4 个百分点。微型企业数量庞大，生存能力强，推陈出新快，随着我国经济体量持续扩大，营商环境不断改善，仍有较大的增长空间。
- **小微企业融资金额将逐步提升。**小微企业由于增信措施不足的原因，获得传统银行的贷款支持概率较低，即使通过审批，初始额度也较低，导致小微企业整体融资金额不高。互联网贷款构造企业信用画像的方式，有助于小微企业获得贷款，随着信用数据的积累，融资金额能够逐步提升。

未来监管仍存在不确定性

人民银行向商业银行下发《关于开展线上联合消费贷款调查的紧急通知》，调查的内容主要包括联合消费贷款规模、利率以及不良率。其中，对“花呗”、“借呗”额外单独统计。部分城商行需要对照新规条款整改存量业务或出于对监管政策风险的考虑，暂停了与蚂蚁集团的新增联合贷款。

投资策略及重点推荐：我们认为下一阶段券商板块将呈现震荡行情。在全面注册制的背景下，头部券商仍是配置的最优选择。我们建议投资者继续把握中信证券、华泰证券等头部券商的长期机会。

风险提示：资本市场监管加强的风险；市场竞争加剧的风险；疫情控制不及预期。

评级 增持(维持)

2020 年 11 月 1 日

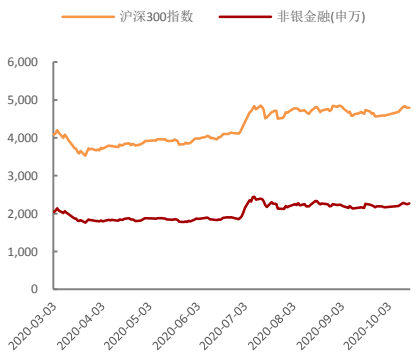
曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

行业基本资料

股票家数	85
行业平均市净率	1.87
市场平均市净率	1.89

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

1. 在线小微经营者贷款支撑互联网贷款 20 万亿市场空间

1.1 助贷业务得到法律支持

2020 年 7 月 17 日，银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，界定了互联网贷款的定义，即“商业银行运用互联网和移动通信等信息通信技术，基于风险数据和风险模型进行交叉验证和风险管理，线上自动受理贷款申请及开展风险评估，并完成授信审批、合同签订、贷款支付、贷后管理等核心业务环节操作，为符合条件的借款人提供的用于消费、日常生产经营周转等的个人贷款和流动资金贷款。”。

《商业银行互联网贷款管理暂行办法》肯定了助贷合作机构的角色，包括与商业银行在营销获客、共同出资发放贷款、支付结算、风险分担、信息科技、逾期清收等方面开展合作的各类机构。可以分成三类（1）持放贷牌照类助贷机构，包括新型民营银行、消费金融公司和小额贷款公司等；（2）非持牌类助贷机构，包括电子商务公司、非银行支付机构、信息科技公司等非金融机构；（3）增信牌照类助贷机构，包括保险公司和融资担保公司。

当下互联网贷款模式以轻资本为主。按合作机构的参与程度，可分为两种模式：一是助贷模式。此种模式下，合作机构负责协助银行获客和风控，不参与放款；银行负责自主授信决策、承担风险，并 100%出资，因此是“轻资本模式”。二是联合贷模式。此种模式下，合作机构具备放贷资质和一定的资金实力，除了在获客和风控方面提供支持外，还与银行共同出资，根据出资比例共担风险，放贷资金收益的超额收入。助贷模式是当下监管最支持的模式，目前做助贷“轻资本模式”的公司有：蚂蚁集团、微众银行、京东数科、度小满金融、翼支付、360 金融、乐信等。

实践中，较有实力的平台才能开展“轻资本模式”的业务，实力体现在助贷平台的流量、风控水平和催收能力等，如京东数科由金融机构进行直接放款或已实现资产证券化的比例合计约为 96%，蚂蚁集团则为 98%。否则，需要采取增信措施，增信方式包括保证金、引入担保和保险、采取信托分级模式，如维信金科助贷业务中涉及四种模式，其中信用增级贷款占比最大，达 60%。

表1：互联网贷款增信方式汇总

	保证金模式	担保公司/保险公司模式	信托模式
资金来源	银行	银行	信托计划
贷款发放流程	银行对助贷机构数据质量进行评估，根据坏账率等指标要求，在还款出现逾期后优先用保证金担保代偿。	银行对借款人进行独立的授信审查，对于通过风险评估的借款人发放贷款。	信托公司对借款人进行独立的授信审查，对于通过风险评估的借款人以信托计划的名义向借款人发放信托贷款。
增信方式	助贷机构提供交 5%-10%的保证金	助贷机构委托融资性担保公司向资金方就推荐借款客户还款进行担保/购买保险公司以资金方为受益人的信用保证保险	助贷机构认购劣后级产品

表1：互联网贷款增信方式汇总

	保证金模式	担保公司/保险公司模式	信托模式
违约处置	金融机构直接扣收保证金，由助贷平台进行贷后催收，发起诉讼或仲裁	融资担保公司/保险公司向金融机构进行代偿，并进行贷后催收，发起诉讼或仲裁	按照优先级、劣后级顺序进行偿付

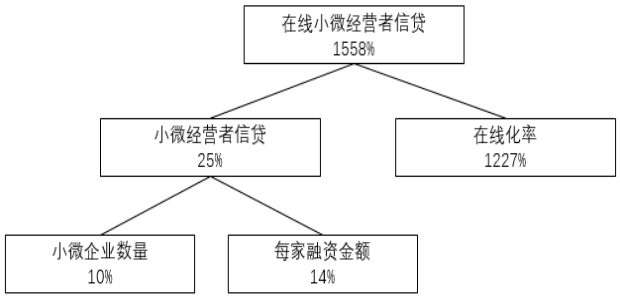
表2：维信金科助贷结构

	2020H1		2019H1	
	金额（百万）	占比	金额（百万）	占比
直接贷款	69.7	0.50%	215.4	1.50%
信托贷款	5,049.40	37.90%	5,056.90	35.10%
信用增级贷款	8,055.10	60.50%	7,757.50	53.90%
纯贷款撮合	139.2	1.10%	1,373.10	9.50%
总计	13,313.40	100.00%	14,402.90	100.00%

1.2 互联网贷款市场空间将于 2023 年超 20 万亿

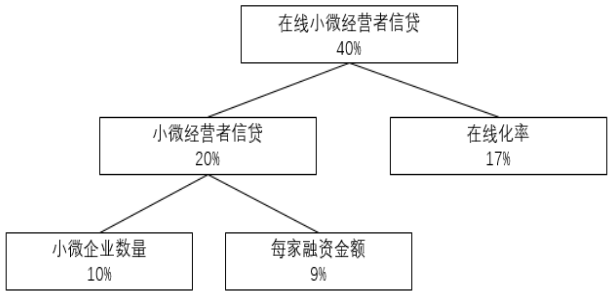
需求角度：在线化率提升驱动经营者信贷增速远高于消费贷增速。本研究重点讨论通过纯线上方式获得 50 万元以下的在线小微经营者贷款。我们分别结合在线化率、小微企业数量和每家融资金额对 2018 年和 2019 年在线小微经营者信贷增速拆分，结果显示，在线化率的快速提升是其主要驱动因素。参考奥纬咨询数据，2019 年在线小微经营者信贷和在线消费信贷分别为 2 万亿元和 6 万亿。分析在线化率、小微企业数量和每家融资金额未来趋势，我们预计未来 3 年复合增长率分别为 40.8%和 20.4%，将于 2023 年达到 7.9 万亿和 12.6 万亿元的规模，届时互联网贷款市场空间将超 20 万亿。互联网贷款的结构也随之改变，在线小微经营者信贷的占比由 25%提升至 39%。

图1：2018 年在线小微经营者信贷增速拆分



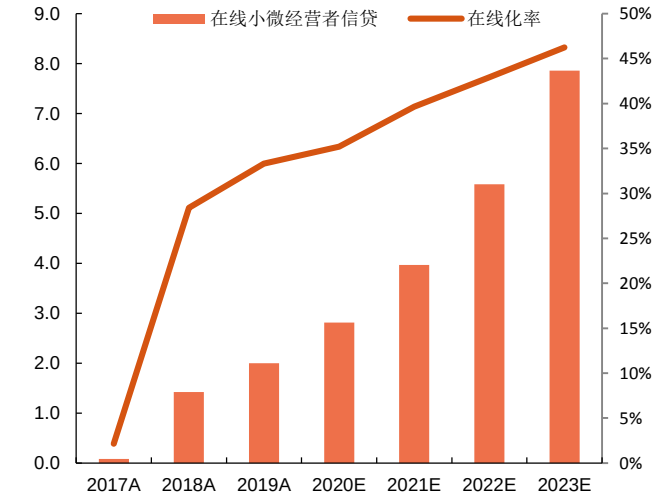
资料来源：奥纬咨询，申港证券研究所

图2：2019 年在线小微经营者信贷增速拆分



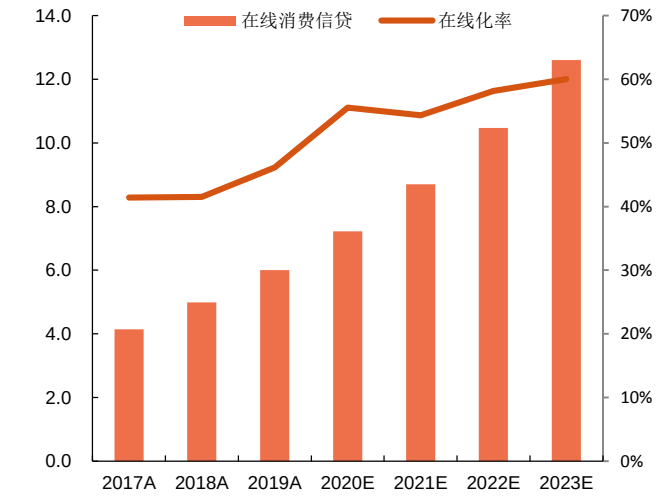
资料来源：奥纬咨询，申港证券研究所

图3：在线小微经营者信贷未来 CAGR 为 40.8%



资料来源：奥纬咨询，申港证券研究所

图4：在线消费信贷未来 CAGR 为 20.4%



资料来源：奥纬咨询，申港证券研究所

◆ **小微企业信贷线上化趋势明显。**小微企业“融资难”的主要原因是小微企业通常没有抵押，难以满足传统金融机构风控体系的硬性要求。但小微企业对于贷款的要求呈现出“短、小、急、频”等区别于大型企业的特点，因此随着金融科技的发展，互联网信贷日趋成势：

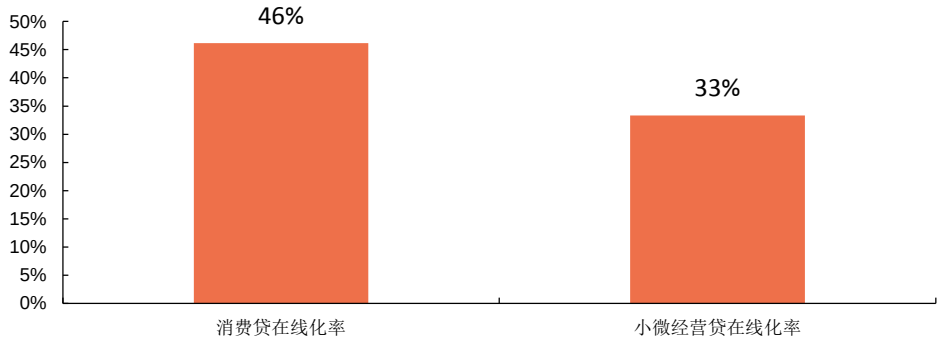
1）互联网金融行业乱象逐渐出清。互联网金融于 2014 年开始发展，但存在诸多乱象，尤其是在投资端，虚构标的、增设资金池、非法集资等违法违规现象频发。监管自 2017 年开始化解互联网金融所产生的风险，并在 2019 年颁布了针对互联网金融的转型政策，至此行业乱象得以控制。

2）金融科技的快速发展打下基础。互联网贷款的核心环节是线上风控和大数据风控，通过风控分析出长尾客户的信用水平，区别于传统抵押等增信措施，小微企业的信用水平能够满足其短期融资需求。

3）新冠疫情加速了互联网贷款发展的进程。一方面，疫情期间受防控影响，线下传统银行网点金融供给能力大幅削弱，为“无接触”互联网贷款创造机会；另一方面，疫情促使小微企业更加依赖互联网开展日常经营，从而可以通过线上得到小微企业生产、营销、进货等方面的数据，以更好地构造企业的信用画像，完成小微企业的融资覆盖。

4）目前小微经营贷在线率仅三成。相对比消费贷的 46%在线化率，小微企业经营贷存在进一步提升空间。全国工商联发布的《2019-2020 小微融资状况报告》显示，疫情发生以来，有融资需求的‘长尾小微’经营者中，已有超四成（40.5%）通过互联网银行获得信用贷款融资。预计小微企业未来将更加依赖互联网贷款模式，在线化率有望持续提升。

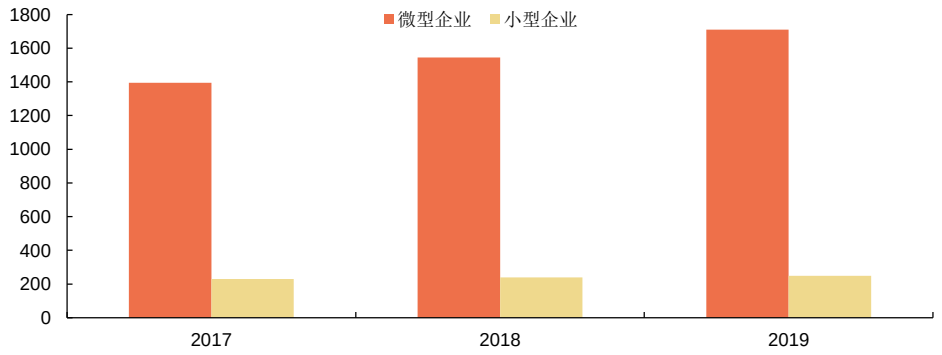
图5：2019 年小微经营贷在线化率仅三成



资料来源：奥纬咨询，申港证券研究所

- **小微企业数量年增速 11%。**中国国家统计局第四次全国经济普查显示，2018 年末，我国共有微型企业 1543.9 万家，比 2013 年末增加 929.1 万家，增长 151.1%，复合增长率 11%，是 2013 年末的 2.5 倍，占全部企业的比重为 85.3%，比 2013 年末提高了 12.4 个百分点。中型企业比 2013 年末增长 1.3%，小型企业比 2013 年末增长 18.3%，都远低于微型企业增速。微型企业数量庞大，生存能力强，推陈出新快，随着我国经济体量持续扩大，营商环境不断改善，仍有较大的增长空间。

图6：2017-2019 年小微型企业数量



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

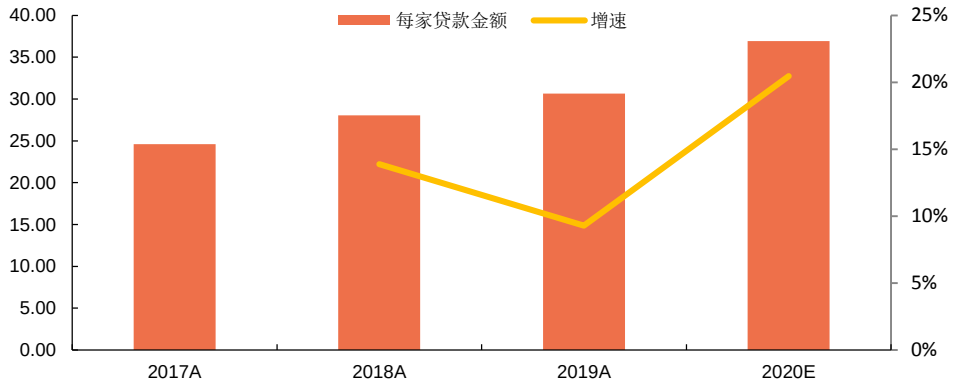
1）改善民营企业营商环境的政策持续出台。2019 年 12 月 22 日，《中共中央国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革》发展的意见》对外发布，强调优化公平竞争的市场环境、健全平等保护的法治环境，未来将出台针对民企的减税降费+股权融资+债券融资+信贷支持的政策包。

2）经济全球化创造更多商业机会。改革开放 40 年来，我国企业数量从改革开放初期的 49 万户，增长到 2018 年 11 月底的 1.09 亿户，增长了 222 倍。2020 年以来，我国国际影响力持续提升，全球化趋势下，将创造更多营商机遇。

- **小微企业融资金额将逐步提升。**小微企业由于增信措施不足的原因，获得传统银行的贷款支持概率较低，即使通过审批，初始额度也较低，导致小微企业整体融资金额不高。互联网贷款构造企业信用画像的方式，有助于小微企业获得贷款，随着信用数据的积累，融资金额能够逐步提升。

1）全国工商联等发布的《2019-2020 小微融资状况报告》，小微经营者贷款资金需求主要集中在 20 万元以内，每笔贷款周期平均在 3 个月左右呈现出“小额、高频”的特点。

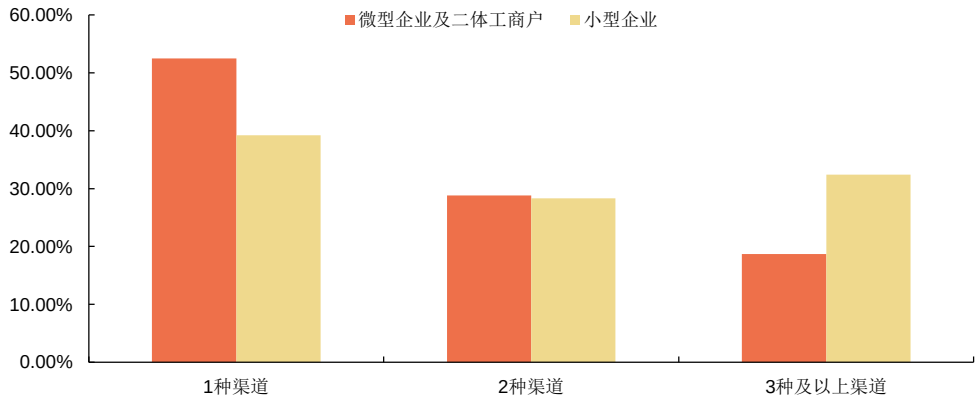
图7：小微企业贷款金额在 50 万元以内



资料来源：全国工商联，申港证券研究所

2）长尾小微企业经营者融资渠道较为单一。2019 年小型企业中，39.2%仅使用一种融资渠道，近三分之一使用过三种及以上融资渠道，然而微型企业及个体经营者中，超过一半仅使用一种融资渠道，仅有 18.7%的企业使用过三种及以上的融资渠道。

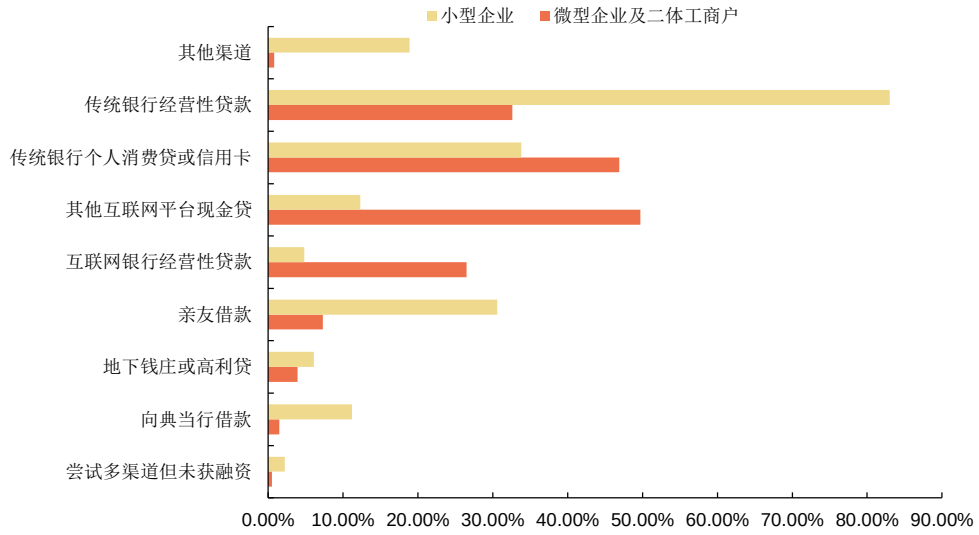
图8：2019 年小微企业使用融资渠道数量占比



资料来源：全国工商联，申港证券研究所

3）互联网贷款将成为服务小微企业主要方式之一。工商联数据显示，目前小微企业融资方式比较复杂，往往成本较高且时间不及时。互联网贷款作为匹配小微“小额、高频”的融资方式，将逐渐成为小微企业主要融资方式。随着小微企业对于互联网贷款的依赖程度的不断提升，整体每家贷款金额将提升。

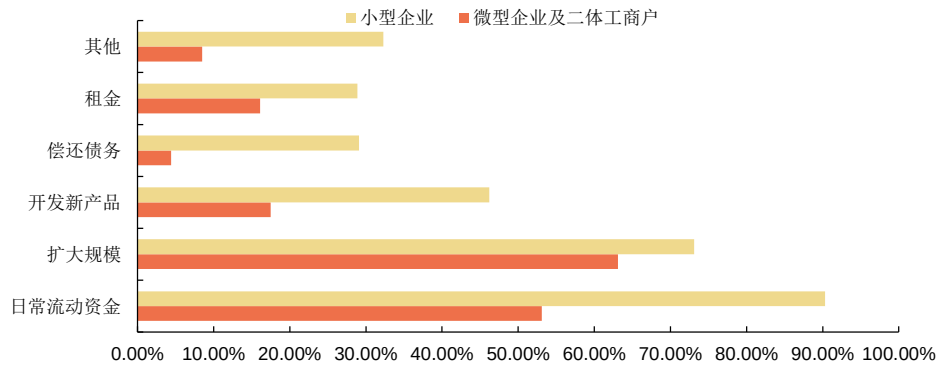
图9：2019 年小微企业融资方式统计



资料来源：全国工商联，申港证券研究所

- **小微企业愿意并能够承受在线经营贷款资金成本。**一方面，小微企业作为长尾客户，获得传统银行贷款综合成本也较高。草根调研显示，无抵押小微企业单独申请银行贷款成功率不高，往往需要通过委托财务顾问公司，引进担保公司增信，综合成本远高于银行贷款利率，同时，整个贷款周期较长。考虑整个过程的综合成本和时间成本，小微企业愿意参与在线经营贷款。另一方面，贷款资金主要用于运营，产生的利润能够覆盖成本。全国工商联发布的《2019-2020 小微融资状况报告》显示，小微经营者贷款用途大多与扩大生产、提高效率、维持流动性相关，2019 年我国小型企业融资中 90.3%将资金用于日常运营。调研数据显示，70%获得贷款的微型企业和个体经营者认为，“在线经营贷”有效促进了经营回暖——小微经营者每支付 1 块钱的利息，能产生约 2.23 块钱利润。

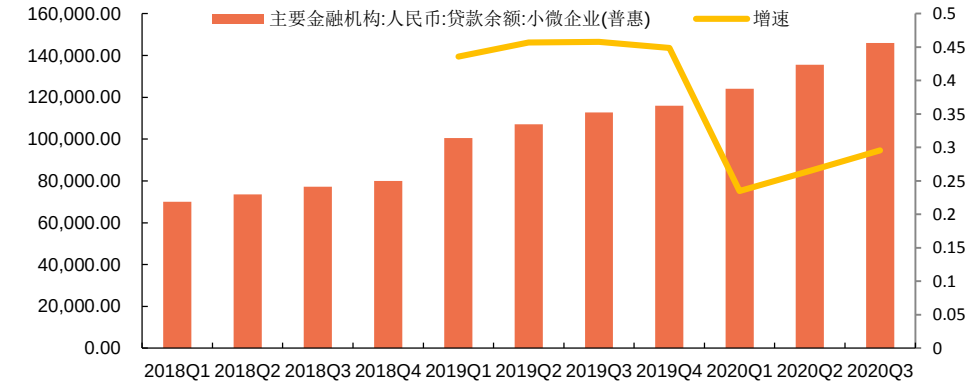
图10：2019 年小微企业融资资金用途占比



资料来源：Wind，申港证券研究所

供给角度：普惠金融国家战略确保资金充足。国务院印发的《推进普惠金融发展规划（2016-2022）》，首次树立了普惠金融的国家战略，重点服务对象包括小微企业，普惠小微贷款增长将持续加快。

图11：普惠金融支持下小微企业贷款余额高速增长



资料来源：全国工商联，申港证券研究所

逾期率短期内不会大幅提升。近几年互联网公司不断涌入长尾客户，包括支付宝、微信、京东等，由于平台间贷款费率差异较小，消费者更多的依靠对平台依赖程度决定在哪个平台贷款。在线经营者信贷行业增速快，我们认为在该领域需要两种优势：一是拥有大量商家用户，营销能力强；二是能把控商家数据，风控能力强。互联网平台能够掌握企业较多数据，风控水平强，同时促成的贷款增速较快，逾期率和不良率短期内不会大幅提升。

1.3 未来监管仍存在不确定性

2020 年 7 月 28 日，人民银行向商业银行下发《关于开展线上联合消费贷款调查的紧急通知》，调查的内容主要包括联合消费贷款规模、利率以及不良率。其中，对“花呗”、“借呗”额外单独统计。部分城商行需要对照新规条款整改存量业务或出于对监管政策风险的考虑，暂停了与蚂蚁集团的新增联合贷款。

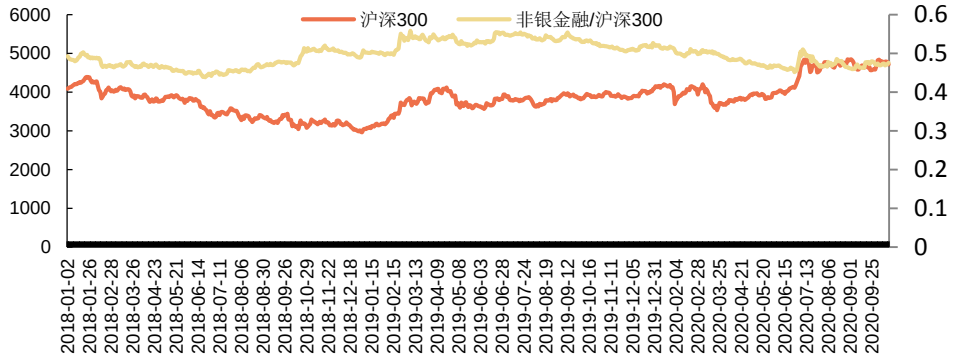
2020 年 9 月 24 日，央行副行长范一飞在“第九届中国支付清算论坛”上表示，一些互联网企业利用旗下机构将支付与信贷业务等，与其他金融业务交叉嵌套、形成业务闭环，业务过程难以被穿透，极易引发风险跨市场蔓延。下一步要加强宏观审慎管理，建立商业银行、互联网联合贷款专项统计制度，将该类业务纳入商业银行宏观审慎评估（MPA），将符合条件的互联网企业纳入金融控股公司监管。

我们可以判断未来监管将规范互联网贷款资金流和信息流，有助于互联网贷款的长久发展。

2. 市场回顾

自 10 月 26 日至 11 月 1 日收盘，非银金融板块下跌-5.75%，沪深 300 指数下跌-0.49%，非银金融板块相对沪深 300 指数落后 5.26pct。

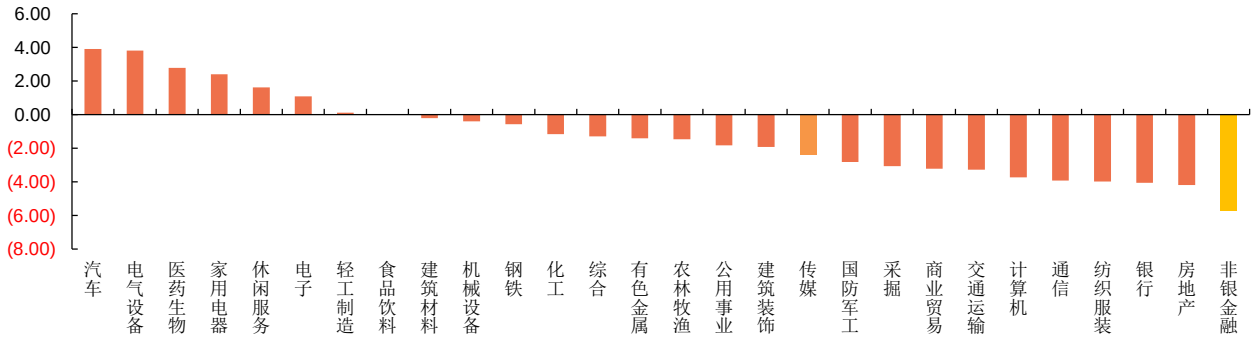
图12：非银行金融行业指数 vs 沪深 300 指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

从板块排名来看，与其他板块相比，非银金融行业本周涨跌幅为-5.75%，在申万 28 个板块中位列倒数第一，本周大幅回调。

图13：各板块周涨跌幅对比

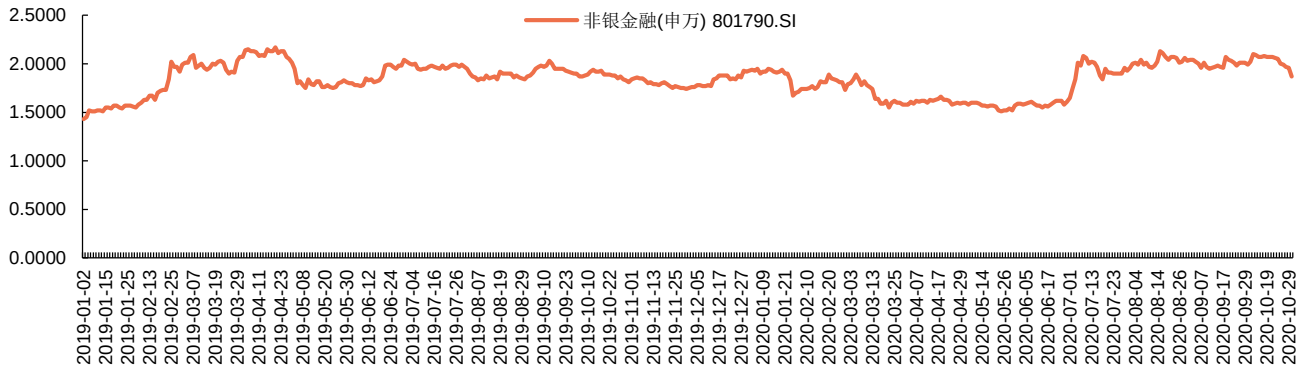


资料来源：Wind，申港证券研究所

子板块周涨跌幅分别为，证券-5.51%，保险-6.41%，多元金融-4.01%。

从 PB 估值来看，非银金融行业整体近期开始调整，当前 1.87 水平，再度跌破 2。

图14：非银行金融行业 PB 估值水平再度跌破 2

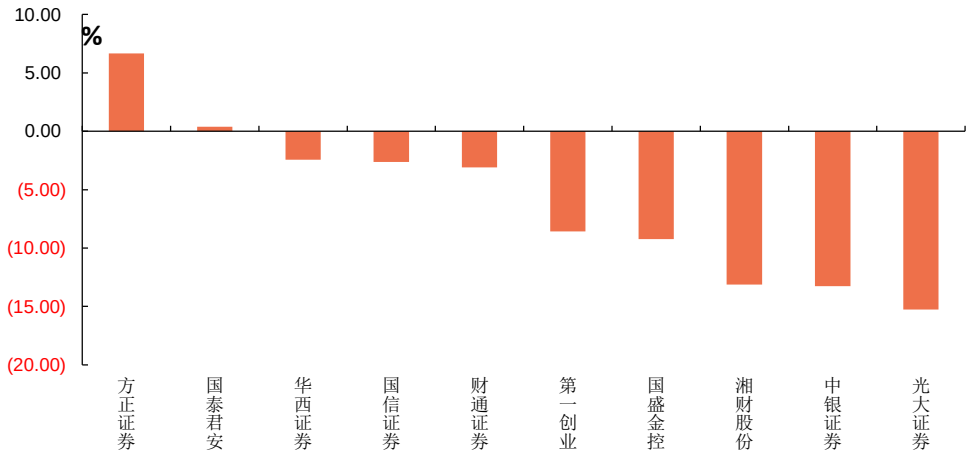


资料来源：Wind，申港证券研究所

股价涨幅前五名分别为方正证券、国泰君安、华西证券、国信证券、财通证券。

股价跌幅前五名分别为光大证券、中银证券、湘财股份、国盛金控、第一创业。

图15：行业涨跌幅前十名公司



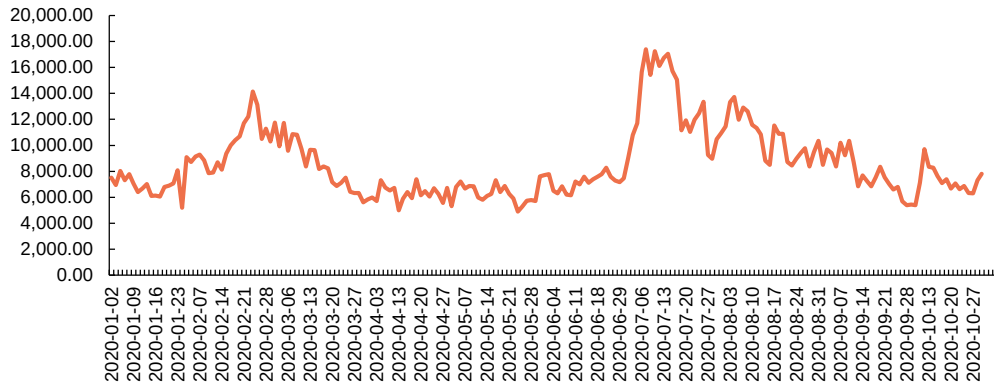
资料来源：Wind，申港证券研究所

3. 市场数据追踪

3.1 经纪业务

10 月 26 日至 10 月 30 日，日均交易额达到 6,943.88 亿元。本周市场整体回调，成交量低迷，自国庆节后持续降低。

图16：股市每日成交额（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2 投行业务

股权方面，2020 年 9 月，募集家数 115 家，募集资金共 1,600.96 亿元。债权方面，企业债和公司债共募集资金 4120.56 亿元。

- IPO，募集家数 67 家，募资 530.443 亿元，同比增长 400%，环比降低 15.9%。
- 增发，募集家数 27 家，募资 673.750 亿元，同比降低 25.7%，环比降低 36%。
- 一般企业债，募集资金 572.50 亿元，同比增长 88%，环比增长 39%。
- 公司债，募集资金 3,548.06 亿元，同比增长 31%，环比增长 22%。

图17：债券募集资金规模

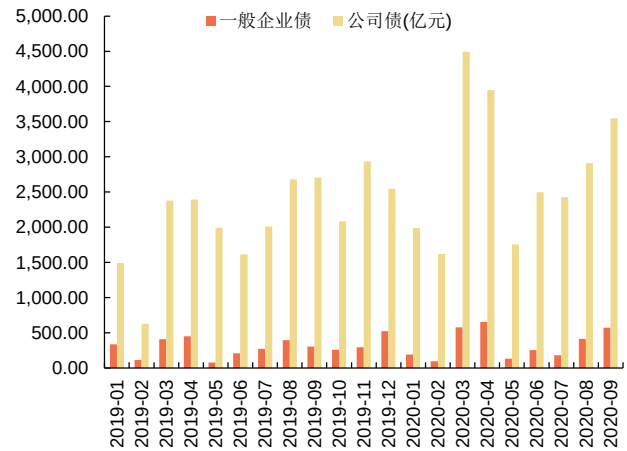


图18：IPO：募集资金规模及单家规模

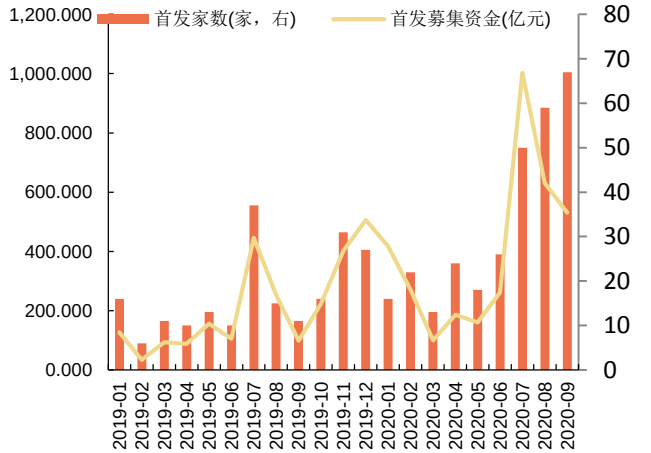
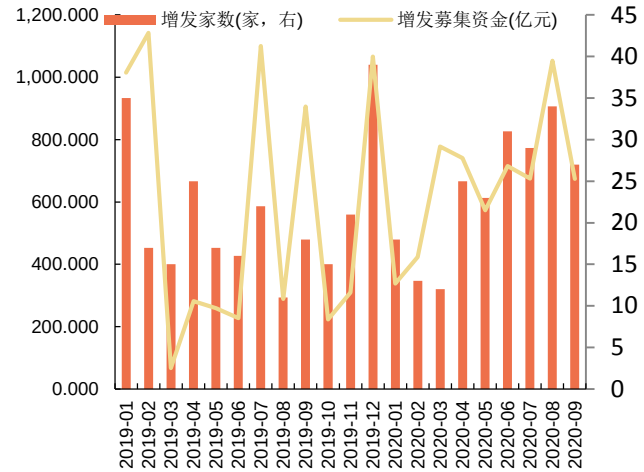
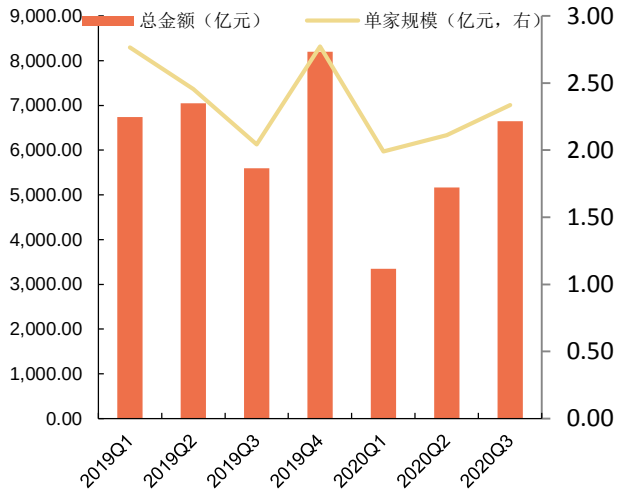


图19：增发募集资金规模及单家规模



资料来源：Wind，申港证券研究所

图20：并购募集资金规模及单家规模

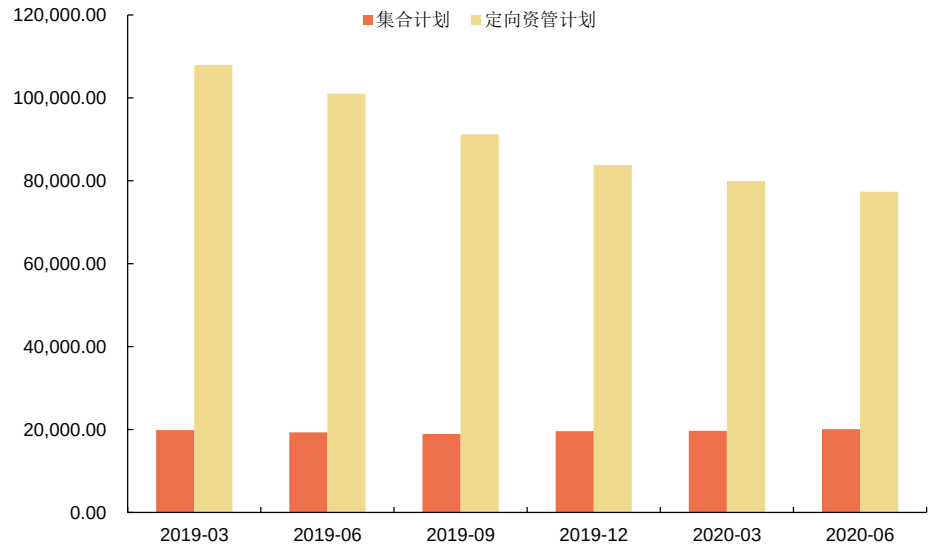


资料来源：Wind，申港证券研究所

3.3 资管业务

2020 年 6 月，证券公司集合计划 20,073.93 亿元，定向资管计划 77,413.93 亿元。

图21：资管规模走势趋稳

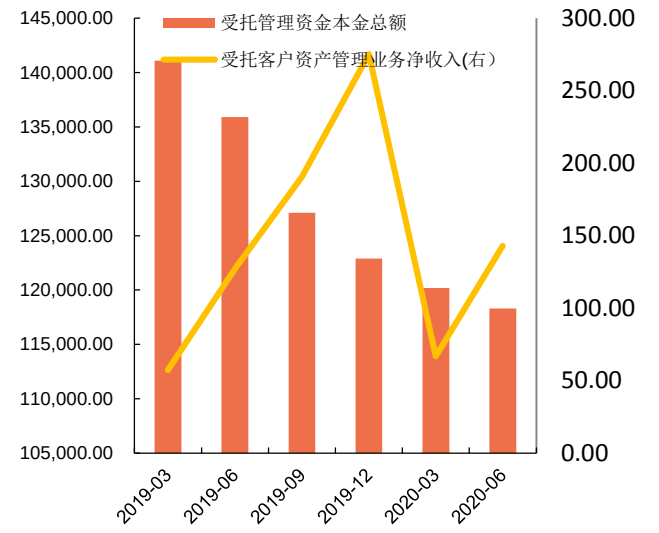


资料来源：Wind，申港证券研究所

3.4 自营业务

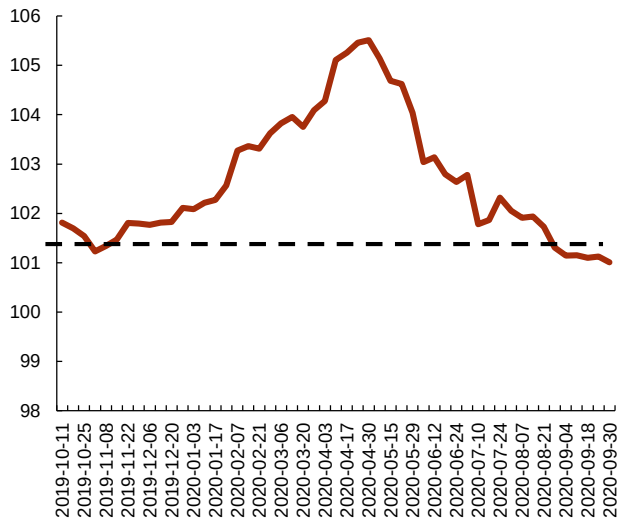
2020 年 6 月，证券公司受托管理资金本金总额为 118,300.00 亿元，同比降低 13%。实现净收入 142.91 亿元，同比增长 12%。

图22：管理规模及投资收益



资料来源：Wind，申港证券研究所

图23：中证全债指数

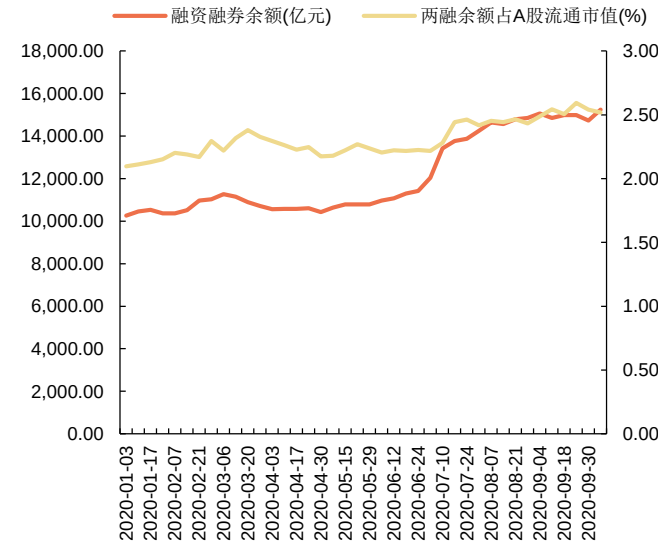


资料来源：Wind，申港证券研究所

3.5 资本中介

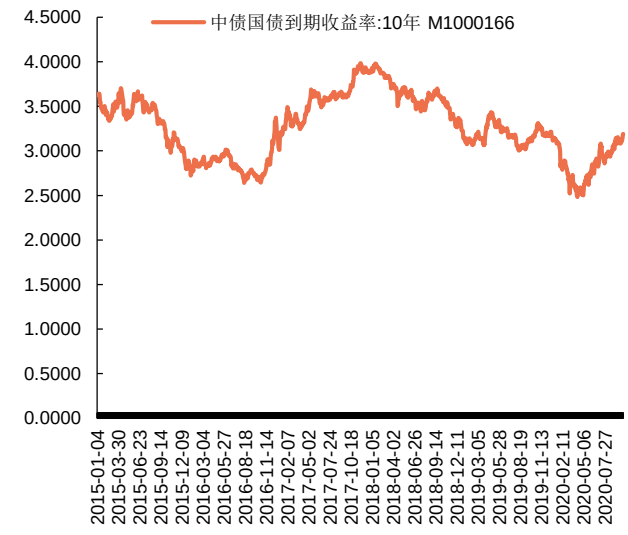
2020 年 10 月 29 日，两融余额为 15,260.57 亿元，占 A 股流通市值为 2.55%，处在本年高点。同期 10 年期国债收益率达到本年度高点。

图24：融资融券余额规模趋稳(亿元)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图25：10 年期国债收益率(%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 行业新闻

2020 年 10 月 31 日国务院金融稳定发展委员会召开专题会议

中国证监会党委传达学习贯彻党的十九届五中全会精神：一是着眼于提高直接融资比重，加快完善多层次资本市场体系，进一步畅通直接投融资入口，不断完善有利于扩大直接融资、鼓励长期投资的制度安排。二是把支持科技创新放在更加突出位置，加快建成优质创新资本中心，更好发挥科创板、创业板、新三板、私募股权投资基金支持创新的功能作用，完善市场化激励约束机制，引导各类创新要素集聚，助力打好关键核心技术攻坚战。三是以注册制和退市制度改革为抓手，带动发行承销、交易、持续监管、投资者保护等各环节关键制度创新，全面加强资本市场基础制度建设。

年内地方债发行规模突破 6 万亿元

今年以来截至 10 月 28 日，地方债发行规模突破 6 万亿元，达 60259.5 亿元，同比增长 41%。其中，新增债券发行 44283.5 亿元，再融资债券发行 15976 亿元。新增债券完成全年发行计划（47300 亿元）的 93.6%。这意味，再发行 3016.5 亿元的新增债券，就完成了全年的新增地方债发行任务。

年内第 36 只百亿元级新发基金诞生

截至 10 月 26 日，今年以来已经成立 1191 只新基金，募集资金合计已超 2.47 万亿元，基金数量与规模均刷新年度新发基金市场的历史纪录。内公募基金新发市场的发行速度似乎在 10 月份有所缓和，远远不及前几个月的发行规模。今年 10 月份以来，仅有 29 只新基金成立，首募规模仅为 1274.28 亿元，而今年 9 月份新成立基金数量达 160 只，首募规模超 3000 亿元。

A 股市场投资者结构优化 机构持股市值占比上升

随着资本市场全面深化改革的持续推进，A 股市场投资者的持股结构也发生了新变化。近日，有两组数据值得关注：一是中国结算发布最新数据显示，9 月份新增投资者数量为 154.13 万。目前市场投资者总数(包括 A 股账户和 B 股账户)达到 17350.59 万，其中，自然人投资者数量为 17309.95 万，非自然人投资者数量为 40.64 万。另一组数据是国金证券研究所发布的报告显示，流通市值口径下，2020 年二季度 A 股市场个人投资者及一般法人持股市值占比较 2020 年一季度下降，境内专业机构及外资持股市值占比均上升。

5. 上市公司重要公告

5.1 重大资产重组、业务变动

10-31

中信证券：2020 年 1-9 月，公司计提信用资产减值准备合计人民币 50.27 亿元，超过公司 2019 年度经审计净利润的 10%。较 2019 年有所增加，主要由于股票质押式回购和约定式购回项目信用风险上升，公司审慎评估项目风险，足额计提减值准

备；公司融资融券、其他债权投资规模较上年末有较大增长，资产减值准备相应增加

10-30

国金证券：国金证券股份有限公司决定撤销成都华润路证券营业部。

10-28

国海证券：董事会同意公司出资人民币 10 亿元设立资产管理子公司，从事中国证监会批准的证券资产管理业务，资产管理子公司注册地为上海市；同意公司在资产管理子公司成立后，减少“证券资产管理”的经营范围并撤销证券资产管理分公司，公司“证券资产管理”业务由设立后的资产管理子公司承继，公司不再从事证券资产管理业务。

5.2 发行债券、减持

10-26

申万宏源：公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）（以下简称“本期债券”）完成发行工作，本期债券实际发行规模人民币 79 亿元，其中品种一发行规模为人民币 22 亿元，期限 375 天，票面利率为 3.16%；品种二发行规模为人民币 57 亿元，期限 3 年，票面利率为 3.68%。

10-27

广发证券：公司完成 2020 年非公开发行公司债券（第五期）的发行。本期债券名称为“广发证券股份有限公司 2020 年非公开发行公司债券（第五期）”，债券简称为“20 广发 06”，债券代码为“114841”，发行规模为人民币 50 亿元，票面利率为 3.50%，期限为 366 天。

表3：短期融资券发行统计

序号	发行主体	发行规模（亿元）	债券期限（天）	票面利率（%）	发行时间
1	中国银河	40	90	2.98	2020/10/29
2	国联证券	10	88	3.2	2020/10/26

5.3 人事变动

10-30

中泰证券：股东莱芜钢铁集团有限公司推荐李峰先生为公司第二届董事会董事候选人、董事长人选，李玮先生将不再担任公司第二届董事会董事、董事长职务及相关委员会委员、法定代表人；兖矿集团推荐冯艺东先生为公司第二届董事会董事候选人，孟庆建先生将不再担任公司第二届董事会董事职务及相关委员会委员。

6. 风险提示

- 资本市场监管加强的风险；
- 市场竞争加剧的风险；
- 疫情控制不及预期。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上