



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

金融主体布局，行业/条款博弈 ——2024金融债中期投资策略

首席分析师：颜子琦 (S0010522030002, 13127532070)

研究助理：林虎 (S0010122060038, 18162614133)

2024年5月20日

华安证券研究所



2024年金融债中期投资策略：金融主体布局，行业/条款博弈

➤ 报告摘要：

● 金融债：还有哪些有效策略？

金融债还有哪些有效策略？与城投债不同，金融债没有母子套利、事件博弈、担保策略等，但除久期/下沉策略外，还存在①行业策略：行业下沉、②主体策略：管理风格分类、③条款策略。

行业下沉策略：从流动性与信用定价的角度出发，可从国有大行→券商→保险/中小银行→租赁→amc的定价逻辑进行择券，目前收益率高于3%的金融债板块集中于城商行二永、农商行二级、保险资本补充债。

管理风格分类策略：可关注如市场化程度较高、管理风格统一的省份，广东、浙江、重庆。

条款策略：按属性划分，银行、保险、全国性amc、金租更偏向金融，一般含有减记条款，而券商、地方amc、担保、商租偏产业，条款略松。从条款层面，可关注券商、保险次级债配置价值，另外可依据银行次级债（利息来自于可分配项目）与保险次级债的付息条款进行挖掘。

● 信用视角下的负债成本率择券

信用角度来看，价方面，城商行负债成本与债券估值正相关，农商行关联程度不明显，可通过存款付息率来更高频判断银行揽储动机/成本端变化；量方面，同业负债占比波动可能是风险暴露的先行指标。

2023年，中小银行报表有何变动？不良率被动下降、资本充足率被动提升。一方面，“大行放贷、小行买债”逻辑下贷款/新增不良资产减少，不良率被动下降；另一方面，配债资本占用低于放贷，银行资本充足率被动提升。

如何衡量银行参与化债的力度？资产增速降低×贷款占比提高类银行参与城投化债或较多，择券方面重点关注资产增速降低+贷款占比降低类银行。

2024年金融债中期投资策略：金融主体布局，行业/条款博弈

➤ 报告摘要：

● 保险债：日本利差损、保险新规对择券有何启示？

2024年保险债供给预计缩量，规模在700亿元左右。从批文的批复节奏上看，23Q2、23Q3、23Q4、24Q1批文下发金额分别为206亿元、440亿元、602亿元、0亿元，年初至今仅人保财险获批120亿元，预计全年保险债发行金额在700亿元左右。

保险债投资的三座大山【之一】：利差损风险。参照日本经验，寿险公司相较于财险公司更易面临利差损风险（日本9家实质风险险企中7家为寿险、2家为财险），中型保险公司更易面临利差损风险（日本10家中型寿险公司中6家于1997-2001年间破产）。从处置手段上看，日本通过①调整预定利率，且允许下调有效保险合同的预定利率、②股份制改革、③行业并购重组、④依据偿付能力分档管理、⑤建立投保人保护制度的方式应对利差损风险。

保险债投资的三座大山【之二】：19&17新规有何影响。2023年一季报起，上市险企/非上市但与外资上市股东有并表需求的保险公司应采用新的保险合同会计准则IFRS17和IFRS9，非上市2026年实施。2023年保险公司其他综合收益大幅波动，一方面可能源于19实施下记入其他综合收益的金融资产一次性转入损益，另一方面可能源于精算假设变化对于保险合同金融变动的调整。

保险债投资的三座大山【之三】：险企资产投向哪里。人身险公司：银行存款（8.56%）、债券（45.96%）、股票（7.21%）、证券投资基金（5.38%）、长期股权投资（9.15%）、其他（23.75%）；财产险公司：银行存款（18.09%）、债券（37.82%）、股票（6.26%）、证券投资基金（8.84%）、长期股权投资（6.47%）、其他（22.52%）。

风险提示：数据统计与处理产生的误差。



择券策略：行业-主体-条款三维度择券框架

银行债：信用视角下的负债成本率择券

保险债：日本利差损、保险新规对择券有何启示？

金融债行情走到了哪一步？

➤ 哪些金融板块还有收益？

- 收益率高于2.7%。城商行永续债、城商行二级债、农商行二级债、保险资本补充债。
- 收益率高于3%。城商行永续890亿元、城商行二级666亿元、农商行二级628亿元、保险资本补充债455亿元。

➤ 金融债还有哪些策略？

- 母子套利策略(×)、事件博弈策略(×)、担保策略(×)、久期/下沉策略(√)、行业：行业下沉策略(√)、主体：管理风格分类策略(√)、债项：条款策略(√)。

金融板块债券收益率（截至2024年4月末，单位：亿元，%）

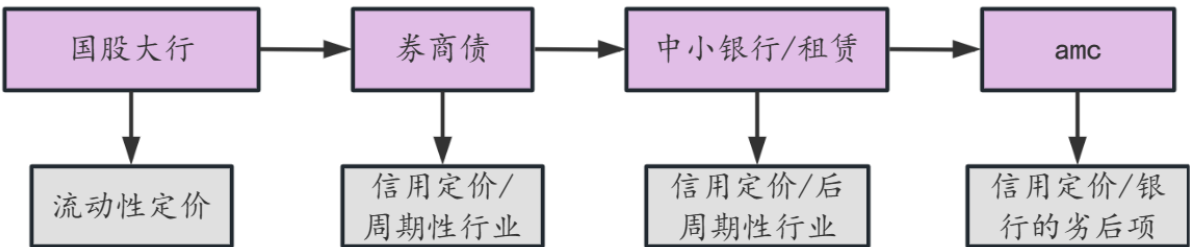
	债券类型	收益率高于2.7%	收益率高于3%	总金额	收益率高于2.7%占比	收益率高于3%占比
银行	国有银行 二级债	-	-	21,800	0%	0%
	国有银行 普通债	-	-	5,580	0%	0%
	国有银行 永续债	-	-	12,415	0%	0%
	股份行 二级债	-	-	5,425	0%	0%
	股份行 普通债	-	-	12,900	0%	0%
	股份行 永续债	-	-	6,360	0%	0%
	城商行 二级债	1,025	666	4,113	25%	16%
	城商行 普通债	-	-	9,078	0%	0%
	城商行 永续债	1,747	890	3,860	45%	23%
	农商行 二级债	731	628	1,545	47%	41%
	农商行 普通债	3	2	1,458	0%	0%
	农商行 永续债	218	22	433	50%	5%
民营银行	永续债	40	40	40	100%	100%
	普通债	-	-	40	0%	0%
	永续债	10	10	10	100%	100%
其他银行	永续债	10	10	10	100%	100%
	普通债	5	0	185	3%	0%
证券	次级债	42	11	2,783	2%	0%
	普通债	87	44	17,335	1%	0%
	永续债	25	-	2,561	1%	0%
全国性amc	二级债	40	-	170	24%	0%
	普通债	120	-	1,710	7%	0%
	永续债	100	100	420	24%	24%
地方amc	普通债	43	16	826	5%	2%
	永续债	27	10	50	54%	20%
保险	永续债	103	-	358	29%	0%
	资本补充债	613	455	2,489	25%	18%
租赁	金租	16	16	739	2%	2%
	商租	316	131	3,099	10%	4%

条款策略，有何挖掘点？

➤ **银行、保险、全国性amc、金融偏金融；券商、地方amc、担保、商租偏产业**

- 对于永续债，各金融行业包含赎回条款、不包含回售条款，仅银行、保险、全国性AMC包含减记条款与无利率跳升。
- 对于次级债，券商无赎回条款，保险含利率重置条款。

行业策略：各类金融债主体下沉顺序



条款策略：各类金融债主要条款整理

次级债	银行	券商	保险	amc (全国性amc二級資本債)	担保	租赁 (金融)
次级条款	本期债券本金的清偿顺序和利息支付顺序均在存款人和一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前。	债券本金和利息的清偿顺序在发行人的普通债之后、先于发行人的股权资本。	债券本金和利息的清偿顺序在发行人保单责任和其他普通负债之后、先于发行人的股权资本等核心资本。	债券本金的清偿顺序和利息支付顺序在一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前。	-	本次债券本金和利息的清偿顺序在发行人的一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前。
减记条款	当无法生存触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下，在其他一级资本工具全部减记或转股后，将本期债券的本金进行部分或全部减记。	无	无	当触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下自触发事件发生日次日起不可撤销的对本期债券以及已发行的本金减记型其他一级资本工具的本金进行全额减记。	-	当无法生存触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下，在其他一级资本工具全部减记或转股后，将本次债券的本金进行部分或全部减记。
利率重置条款	无利率跳升机制	无利率跳升机制	含利率跳升机制	无利率跳升机制	-	无利率跳升机制
赎回条款	有	无	有	有	-	有
回售条款	无	无	无	无	-	无
递延支付条款	无	无	无	无	-	无
永续债	银行	券商	保险	amc	担保	租赁 (商租)
次级条款	债券的受偿顺序在存款人、一般债权人和处于高于本次债券顺位的次级债务之后，发行人股东持有的所有类别股份之前。	债券本金和利息的清偿顺序位于发行人的普通债之后、先于发行人的股权资本。	清偿顺序在发行人保单责任、其他普通负债和附属资本工具之后，先于发行人的核心一级资本工具。	债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。	债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务，优先于普通股股东。	本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于发行人普通债务。
减记条款	当无法生存触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下将本次债券的本金进行部分或全部减记。	无	当无法生存触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下，将本期债券的本金进行部分或全部减记。	当无法生存触发事件发生时，发行人有权在无需获得债券持有人同意的情况下，将本期债券的本金进行部分或全部减记。（全国性amc）	无	无
利率重置条款	无利率跳升机制	含利率跳升机制	无利率跳升机制	含利率跳升机制	含利率跳升机制	含利率跳升机制
赎回条款	有	有	有	有	有	有
回售条款	无	无	无	无	无	无
递延支付条款	有	有	有	有	有	有
普通债	银行	券商	保险	amc	担保	租赁 (商租)
次级条款	无	无	-	无	无	无
减记条款	无	无	-	无	无	无
利率重置条款	无利率跳升机制	无利率跳升机制	-	无利率跳升机制	无利率跳升机制	无利率跳升机制
赎回条款	无	有	-	有	有	有
回售条款	无	有	-	有	有	有
递延支付条款	无	无	-	无	无	无

资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

商业银行：付息条款边际放松

➤ 银行二级债合格标准进行新修订。

- 2024年以前对于二级资本债票面利率的条款要求为“派息来自于可分配项目，且派息不与发行人自身的评级挂钩，也不随着评级变化而调整”；2024年以来条款变为“派息不与发行人自身的评级挂钩，也不随着评级变化而调整”。
- 如何理解“派息来自于可分配项目”？可能有两点解释。一是利润表中每年的净利润；二是资产负债表中所有者权益项下的未分配利润。

哪些银行2022年净利润、未分配利润为负数（单位：亿元）

名称	类型	资产	净利润	名称	类型	资产	未分配利润
银行A	城商行	2,249	-29.3	银行G	股份行	13,316	-351.9
银行B	农商行	1,318	-7.8	银行H	城商行	2,279	-47.3
银行C	农商行	184	-4.3	银行I	城商行	3,207	-42.8
银行D	农商行	111	-1.7	银行J	城商行	2,249	-42.4
银行E	农商行	424	-0.7	银行K	农商行	111	-7.7
银行F	农商行	846	-0.2	银行L	农商行	184	-4.3
				银行M	农商行	2,298	-3.6
				银行N	民营银行	969	-2.3
				银行O	农商行	173	-2.0
				银行P	农商行	424	-0.5
				银行Q	农商行	223	-0.4

23农行二级资本债03A：票面利率条款

票面利率

Interest Rate of the Notes

本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券不含有利率跳升机制及其他赎回激励。派息来自于可分配项目，且派息不与发行人自身的评级挂钩，也不随着评级变化而调整。本期债券的派息将遵守监管当局现时有效的监管规定。

24农行二级资本债01A：票面利率条款

票面利率

Interest Rate of the Notes

本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券不含有利率跳升机制及其他赎回激励。派息不与发行人自身的评级挂钩，也不随着评级变化而调整。本期债券的派息将遵守监



保险公司：保险债+担保，担保效力如何实施？

➤ 2022年偿二代二期实施，对附属一级资本的非强制性有了新的表述。

- 付息条件方面，2022年后发行的保险债满足偿付能力充足率不低于监管要求，才能偿付本期债券的本金或利息，否则利息递延（资本补充债）、取消（永续债）。
- 梳理存续的有担保保险债，共计125亿元，其中仅利安人寿为专业担保公司担保，其余均为股东担保。

有担保存续保险债梳理（单位：亿元）

债券代码	债券简称	发行人	担保人
2023022. IB	20北部湾保险01	北部湾财险	广西金融投资集团有限公司
2223007. IB	22北部湾保险01	北部湾财险	广西金融投资集团有限公司
2023013. IB	20吉祥人寿	吉祥人寿	湖南财信投资控股有限责任公司
1923008. IB	19泰康养老	泰康养老	泰康保险集团股份有限公司
2123003. IB	21泰康养老	泰康养老	泰康保险集团股份有限公司
2223004. IB	22国联人寿	国联人寿	无锡市国联发展(集团)有限公司
1523008. IB	15幸福人寿	幸福人寿	中国信达资产管理股份有限公司
2023009. IB	20中华联合人寿	中华联合人寿	中华联合保险集团股份有限公司
272380009. IB	23联合人寿资本补充债01	中华联合人寿	中华联合保险集团股份有限公司
272380003. IB	23利安人寿资本补充债01	利安人寿	中证信用融资担保有限公司

2022年前，保险债条款

本期债券设定1次发行人选择提前赎回的权利。在行使赎回权后发行人的偿付能力充足率不低于100%的情况下，经报中国人民银行和中国银保监会备案后，发行人可以选择在本期债券第5个计息年度的最后一日，按面值全部赎回本期债券。发行人选择行使赎回权之前，将至少在第5个付息日之前的1个月通知本期债券持有人，通知债券持有人有关赎回执行日、赎回金额、赎回程序、付款方法、付款时间等具体安排，并通知中央国债登记结算有限责任公司。具体操作办法详见届时中央国债登记结算有限责任公司的通知。

2022年后，保险债条款

（二十一）还本付息方式

本次债券按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。根据法律法规和监管机构要求，发行人仅在确保偿付本次债券本金或利息后，偿付能力充足率不低于监管要求的前提下，才能偿付本次债券的本金或利息；否则对应本金或利息将被递延支付，并在确保支付后的发行人偿付能力充足率不低于监管要求的前提下，才能支付被递延的对应本



择券策略：行业-主体-条款三维度择券框架

银行债：信用视角下的负债成本率择券

保险债：日本利差损、保险新规对择券有何启示？



能否根据负债端择券——价的角度

➤ 负债成本与债券估值正相关

- 城商行计息负债排名1~15、16~30、31~45的二级资本债估值均值分别为3.42%、3.18%、3.00%；
- 农商行计息负债排名1~15、16~30、31~45的二级资本债估值均值分别为4.45%、4.48%、4.67%。（注：剔除异常值）

➤ 哪些城商行债券估值低而负债成本高？

- 以计息负债成本÷二级债估值来看。浙江某城商行负债成本3.6%而债券估值3.07%、四川某农商行负债成本3.3%而债券估值3.43%。

部分银行计息负债成本与债券估值（单位：%）

银行名称	银行类型	省份	计息负债成本2022	二级债	普通债	永续债	银行名称	银行类型	省份	计息负债成本2022	二级债	普通债	永续债
银行A	城商行	辽宁	3.71	3.90			银行AT	农商行	天津	3.53	4.54		
银行B	城商行	浙江	3.60	3.07	2.47	3.34	银行AU	农商行	贵州	3.37	5.04		
银行C	城商行	四川	3.30	3.43			银行AV	农商行	吉林	3.21	3.87		
银行D	城商行	四川	3.15	3.70	2.36	3.84	银行AW	农商行	辽宁	3.06	5.33		
银行E	城商行	辽宁	3.13	4.24			银行AX	农商行	贵州	2.96	4.66		
银行F	城商行	新疆	3.12	4.01	2.72		银行AY	农商行	河北	2.91	3.35		
银行G	城商行	广东	3.02	3.95	2.51	3.86	银行AZ	农商行	吉林	2.90	3.78		
银行H	城商行	四川	2.93	4.07	2.83		银行BA	农商行	福建	2.90	3.58		
银行I	城商行	福建	2.87	3.01	2.45	2.89	银行BB	农商行	贵州	2.86	5.00		
银行J	城商行	黑龙江	2.85	3.47			银行BC	农商行	湖北	2.85	5.77		
银行K	城商行	重庆	2.85	2.69	2.45	3.04	银行BD	农商行	贵州	2.85	4.63		
银行L	城商行	广西	2.81	2.61	2.37	3.15	银行BE	农商行	山东	2.80	5.23		
银行M	城商行	山东	2.80	3.59	2.49	4.22	银行BF	农商行	福建	2.77	2.93	2.34	
银行N	城商行	广东	2.80	2.75	2.40	2.74	银行BG	农商行	湖南	2.76	5.43		
银行O	城商行	广西	2.79	2.83	2.34	2.88	银行BH	农商行	浙江	2.73	3.63		
银行P	城商行	河北	2.78	3.98			银行BI	农商行	河北	2.71	4.17		
银行Q	城商行	河北	2.78	3.57		3.40	银行BJ	农商行	吉林	2.70	5.05		
银行R	城商行	天津	2.77	3.08			银行BK	农商行	浙江	2.69	3.09		
银行S	城商行	四川	2.74	3.23	2.59		银行BL	农商行	湖南	2.67	5.56		
银行T	城商行	浙江	2.73	2.70	2.31	3.00	银行BM	农商行	浙江	2.64	4.10	2.48	4.99
银行U	城商行	山东	2.72	2.84	2.55	2.88	银行BN	农商行	湖南	2.62	5.84		
银行V	城商行	山东	2.70	3.76	2.43	3.37	银行BO	农商行	湖北	2.61	4.34		
银行W	城商行	山东	2.69	3.38		3.32	银行BP	农商行	浙江	2.61	3.96		
银行X	城商行	吉林	2.69	3.08			银行BQ	农商行	江苏	2.60	2.56	2.58	2.92
银行Y	城商行	河北	2.67	3.64		4.99	银行BR	农商行	河北	2.58	4.51		
银行Z	城商行	河北	2.67	3.13			银行BS	农商行	浙江	2.58	3.65		
银行AA	城商行	浙江	2.66	2.92	2.60	3.34	银行BT	农商行	湖北	2.57	5.14		
银行AB	城商行	浙江	2.65	2.99	2.49	2.93	银行BU	农商行	浙江	2.57	4.02		
银行AC	城商行	广东	2.64	2.67	2.35	2.75	银行BV	农商行	山西	2.56	5.88		
银行AD	城商行	陕西	2.63	2.66			银行BW	农商行	湖南	2.56	5.32		
银行AE	城商行	贵州	2.61	2.45	2.39		银行BX	农商行	四川	2.55	2.65	2.32	2.97
银行AF	城商行	四川	2.58	3.77		4.27	银行BY	农商行	浙江	2.55	2.56	2.21	3.01
银行AG	城商行	山东	2.56	3.37	2.55	2.79	银行BZ	农商行	湖北	2.53	5.10		
银行AH	城商行	山西	2.56	2.74			银行CA	农商行	吉林	2.51	5.52		
银行AI	城商行	浙江	2.54	2.95	2.43	3.08	银行CB	农商行	浙江	2.50	5.31		
银行AJ	城商行	福建	2.53	2.95	2.34	2.90	银行CC	农商行	安徽	2.49	5.72		
银行AK	城商行	湖北	2.52	3.13	2.37	2.95	银行CD	农商行	湖北	2.49	5.44		
银行AL	城商行	浙江	2.51	4.44			银行CE	农商行	湖南	2.49	5.31		
银行AM	城商行	浙江	2.51	2.70	2.45	3.20	银行CF	农商行	山东	2.48	5.60		
银行AN	城商行	福建	2.50	2.71	2.52	3.29	银行CG	农商行	江苏	2.48	2.59	2.44	2.97
银行AO	城商行	山西	2.49	3.19			银行CH	农商行	浙江	2.47	4.15		
银行AP	城商行	福建	2.47	2.64	2.40	2.73	银行CI	农商行	安徽	2.46	5.58		
银行AQ	城商行	山东	2.45	2.79		3.74	银行CJ	农商行	浙江	2.46	3.96		
银行AR	城商行	江苏	2.42	2.38	2.35	2.46	银行CK	农商行	湖北	2.45	5.29		
银行AS	城商行	云南	2.41	2.83			银行CL	农商行	山东	2.45	5.29		

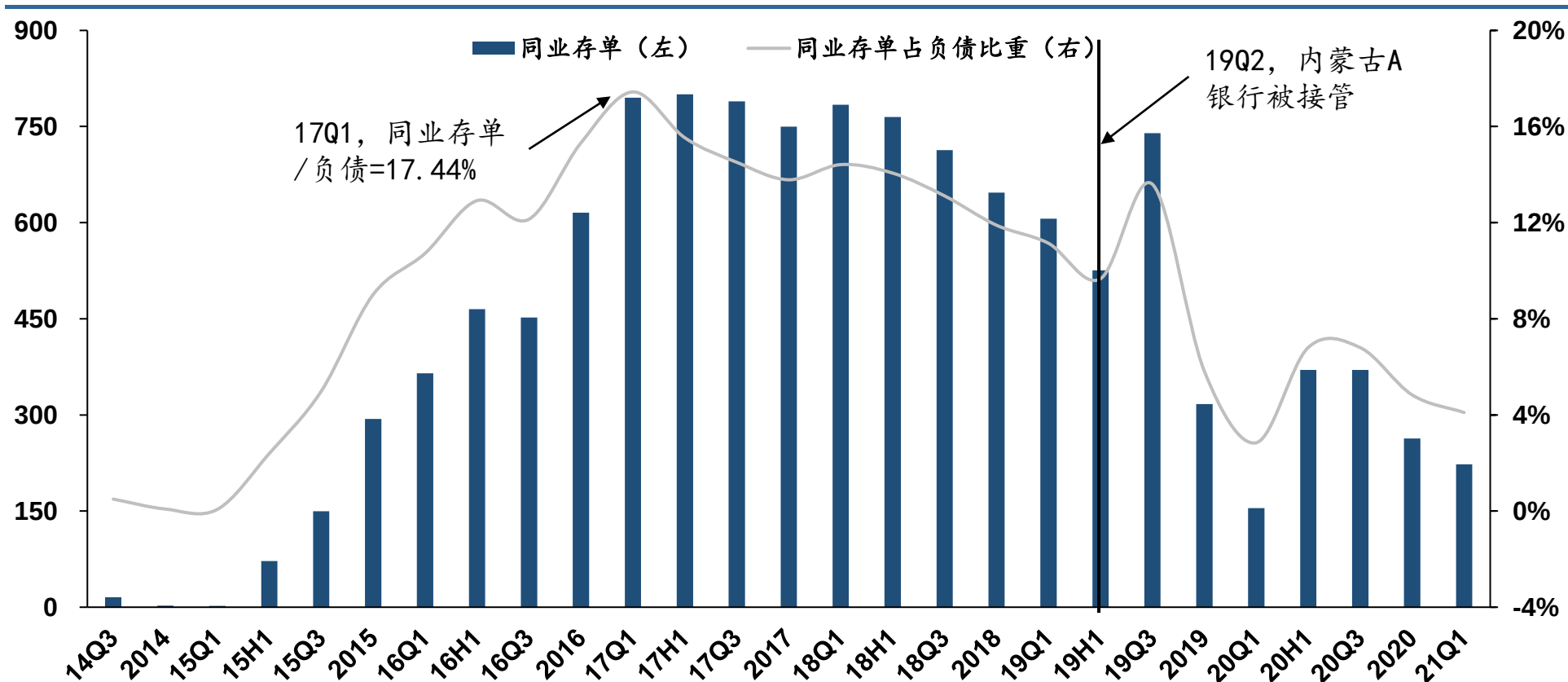


能否根据负债端择券——量的角度

➤ 内蒙古A银行

- 2017Q1，内蒙古A银行同业存单规模达到阶段性高峰，占比17.44%，2019年5月内蒙古A银行被接管。

内蒙古A银行存单及存量存单占比（单位：亿元，%）



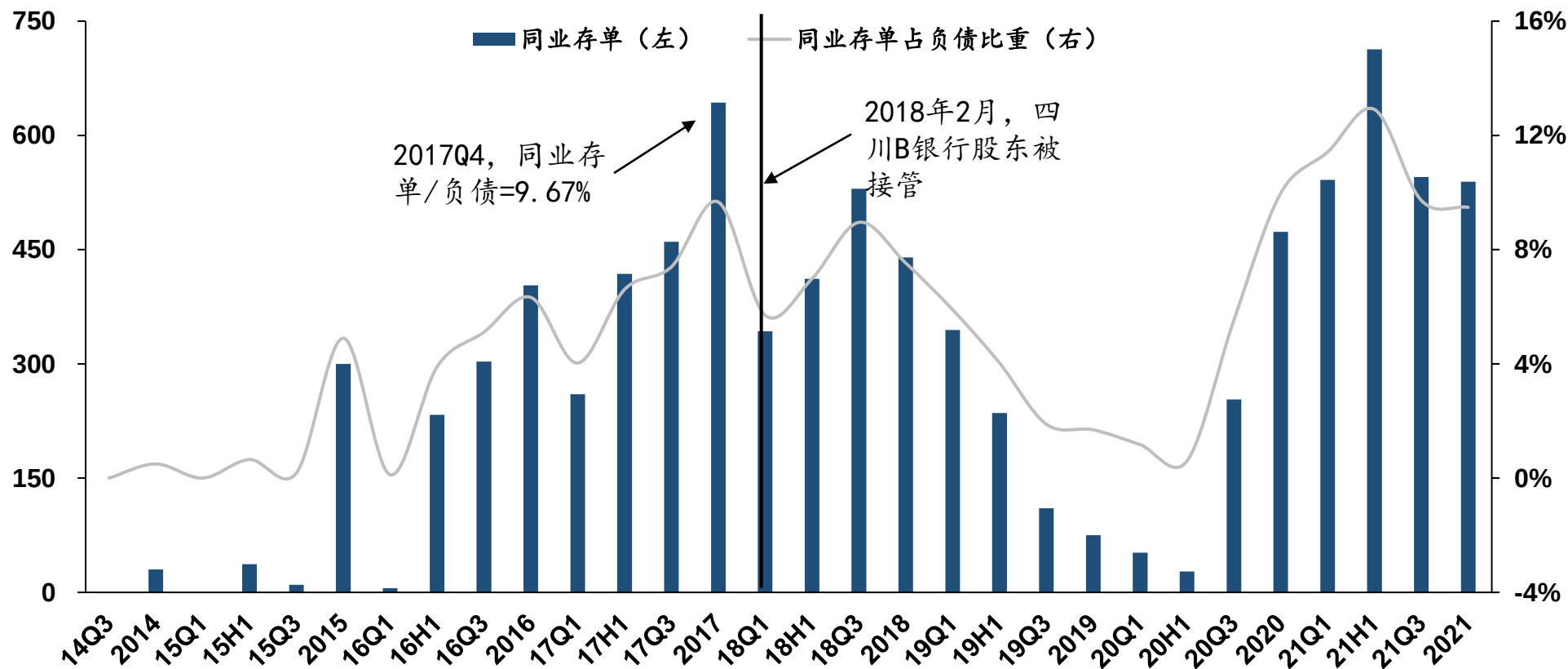


能否根据负债端择券——量的角度

➤ 四川B银行

- 2017Q4，四川B银行同业存单规模达到阶段性高峰，占比9.67%，2018年2月其股东被接管。

四川B银行存单及存量存单占比（单位：亿元，%）



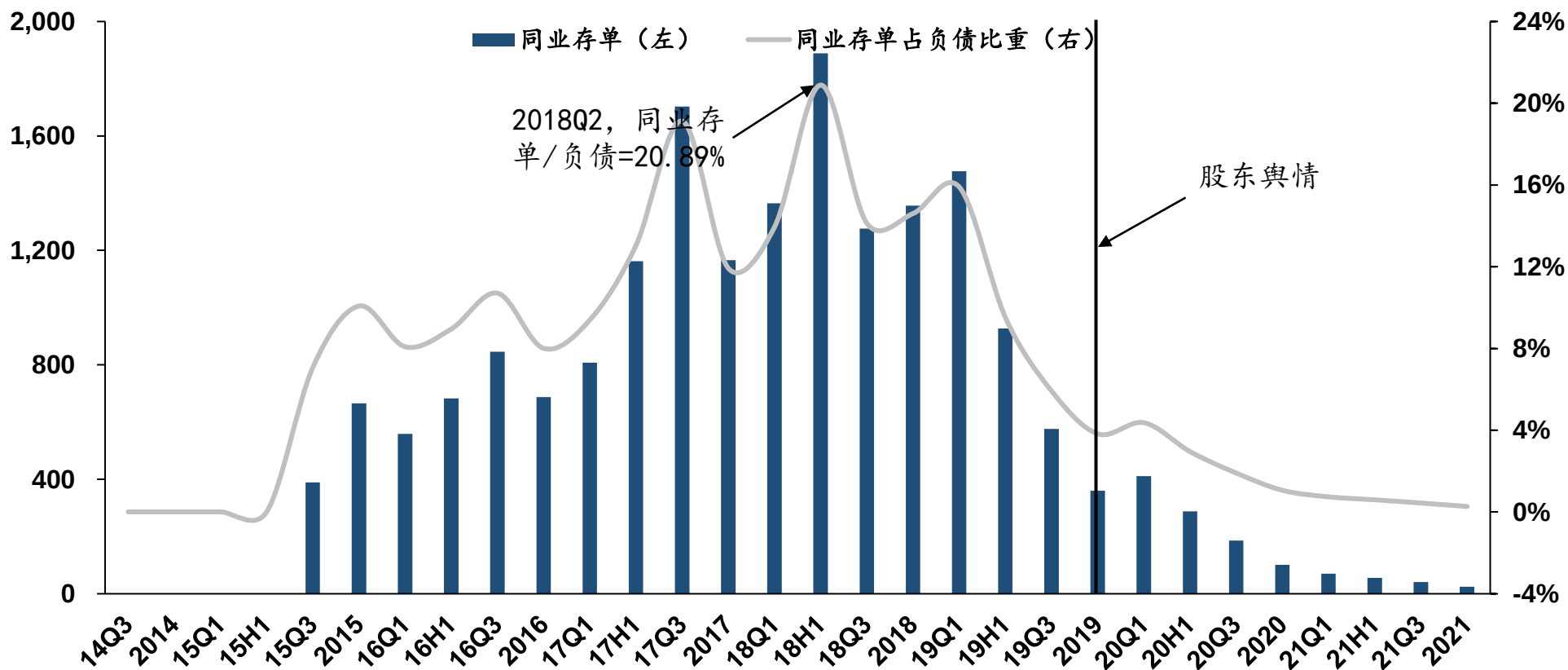


能否根据负债端择券——量的角度

➤ 辽宁C银行

- 2018Q2，辽宁C银行同业存单规模达到阶段性高峰，占比20.89%，2019年12月股东舆情。

辽宁C银行存单及存量存单占比（单位：亿元，%）



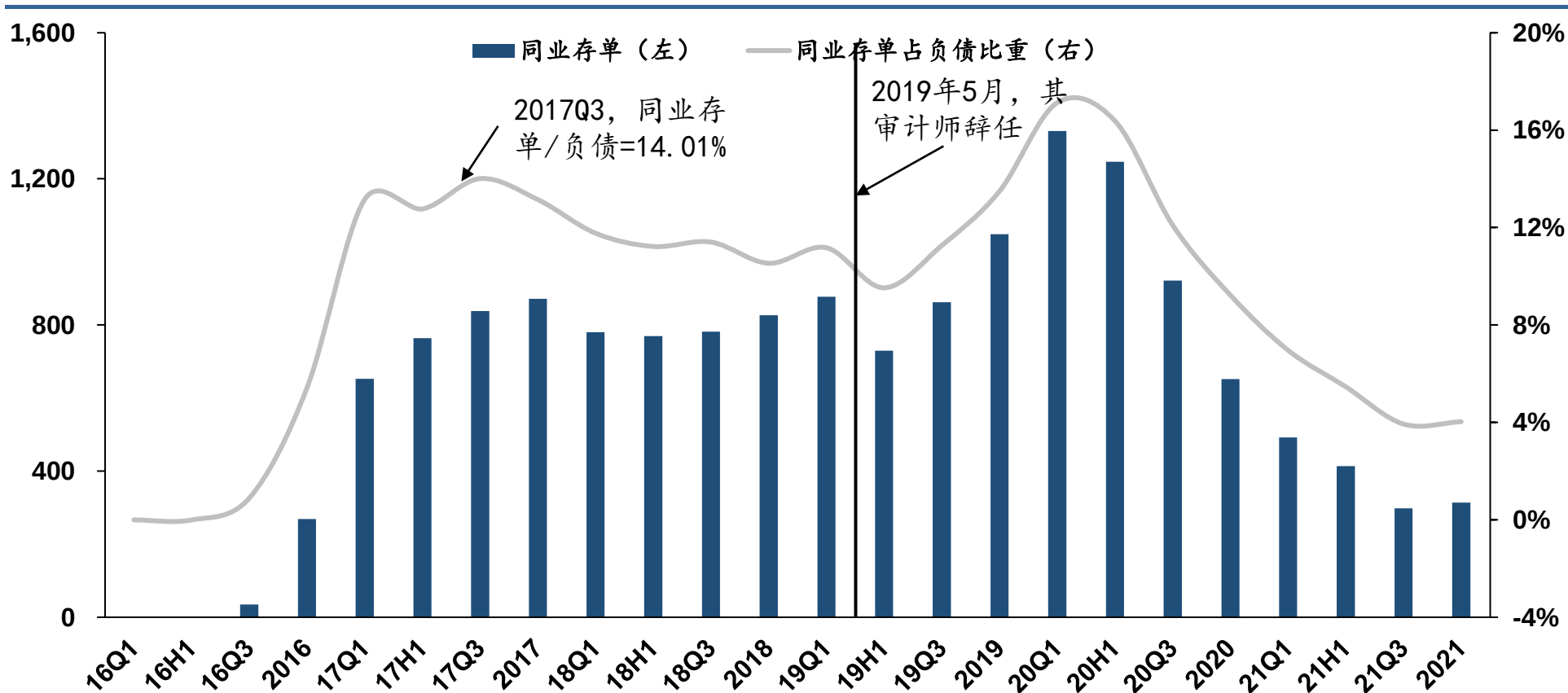


能否根据负债端择券——量的角度

➤ 辽宁D银行

- 2017Q3，辽宁D银行同业存单规模达到阶段性高峰，占比14%，2019年5月其审计师辞任。

辽宁D银行存单及存量存单占比（单位：亿元，%）





2023年银行年报：资产质量被动好转

➤ 银行新增不良资产多为存量贷款转化

- 资产增速10%，大行放贷+小行买债，新贷款质量较好，地产+民营+小微资产质量划分标准不构成影响。
- 分银行来看，资产规模超1000亿元银行中93家银行资产质量好转，占比69%，资产规模超5000亿元银行中46家资产质量好转，占比79%。
- 分省份来看，16省内不良率下降（针对资产大于5000亿银行），占比76%，14省不良率下降（针对资产介于1000-5000亿银行），占比67%。

哪些银行不良率变动较大？（单位：亿元，%）

公司名称	省份	类型	资产总额	不良率：2023	变动
银行A	河北	城商行	3,417	2.01	-0.99
银行B	新疆	城商行	2,116	0.92	-0.66
银行C	四川	城商行	1,037	0.94	-0.61
银行D	山西	城商行	3,563	1.74	-0.59
银行E	吉林	城商行	6,684	1.39	-0.55
银行F	辽宁	城商行	10,801	2.68	-0.54
银行G	山东	城商行	1,396	1.33	-0.50
银行H	山东	城商行	1,149	1.22	-0.48
银行I	江西	城商行	2,761	1.81	-0.46
银行J	山东	城商行	4,679	1.81	-0.38
银行K	广东	城商行	3,063	2.57	-0.34
银行L	内蒙古	城商行	1,945	3.21	-0.30
银行M	新疆	城商行	4,304	1.29	0.31
银行N	广东	农商行	7,089	1.23	0.33
银行O	浙江	民营银行	4,521	2.28	0.34
银行P	吉林	农商行	2,698	2.34	0.36
银行Q	广东	农商行	3,052	1.49	0.36
银行R	广东	城商行	4,382	1.57	0.45
银行S	福建	城商行	11,204	1.96	0.70

各省份银行资产质量（单位：%）

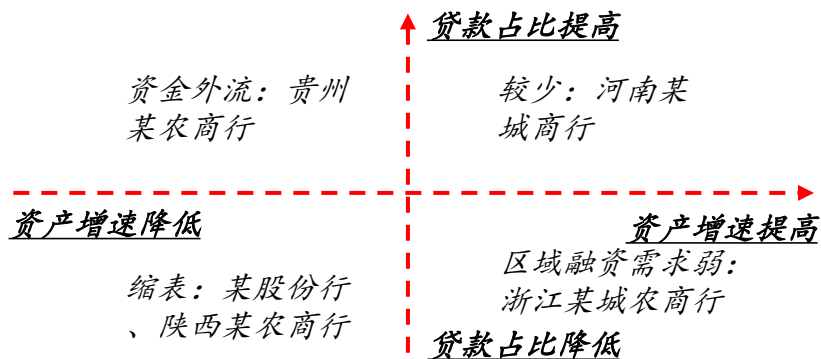
	资产小于1000亿：不良率			资产1000亿~5000亿：不良率			资产大于5000亿：不良率		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
安徽	3.04	2.49	2.42				1.78	1.49	1.26
北京				1.55	1.48	1.36	1.38	1.34	1.29
福建	1.31	1.51	1.72	1.33	1.44	1.42	1.08	1.18	1.52
甘肃				1.89	1.86	1.87			
广东	0.83	0.93	1.07	1.14	1.45	1.61	1.22	1.40	1.39
广西				1.54	1.48	1.56	1.69	1.59	1.65
贵州	3.81	3.63	3.43				1.30	1.46	1.64
海南				1.36	1.65	1.62			
河北	3.94	3.62	3.27	2.08	2.22	2.00	1.77	1.52	1.31
河南							2.02	1.91	1.96
黑龙江							2.88	2.89	2.87
湖北	3.10	2.66	2.47	1.11	1.72	1.85	2.87	2.64	2.61
湖南	2.66	2.58	2.72				1.52	1.53	1.45
吉林	1.75	1.61	1.61	1.88	1.98	2.34	1.79	1.94	1.39
江苏	1.56	1.35	1.30	1.06	0.93	0.91	1.11	0.94	0.92
江西	3.21	3.21	2.98	1.73	2.01	1.86	1.44	2.00	2.13
辽宁				4.24	3.59	3.55	3.28	3.22	2.68
内蒙古	2.13	2.91	3.37	4.15	3.51	3.21			
宁夏	2.30	2.28	2.25	3.08	2.73	2.49			
青海	1.40	2.23	2.23						
山东	2.08	2.01	2.04	1.79	1.78	1.60	1.60	1.44	1.39
山西	1.99	1.61	1.51	2.57	2.07	1.76			
陕西				1.87	1.66	1.75			
上海	1.67	1.86	1.66				1.32	1.27	1.25
四川	2.44	2.10	1.92	1.87	1.77	1.58	1.32	1.13	0.94
天津		1.69	1.54	2.60	2.60	2.62	2.09	1.79	1.74
西藏	1.14	1.22	1.15						
新疆	0.84	1.17	1.90	1.40	1.25	1.04			
云南				0.56	0.96	1.03			
浙江	0.78	0.76	0.85	1.06	1.03	1.03	0.96	1.03	0.98
重庆	1.45	1.47	1.43	1.33	1.77	1.60	1.28	1.30	1.27

2023年银行年报：如何衡量银行参与化债的力度？

➤ 2023年为何扩表？

- 哪些区域融资需求走弱？吉林、辽宁、山西。
- 哪些区域融资需求走强？广西、贵州、江西。
- 四象限角度。①资产增速降低×贷款占比提高：或因参与城投化债较多、②资产增速降低×贷款占比降低：重点关注、③资产增速提高×贷款占比降低：大部分银行、④资产增速提高×贷款占比提高：较少银行。

资产增速&贷款占比四象限



各省份银行增速及贷款占比（单位：%）

	资产1000亿~5000亿：增速&贷款占比				资产大于5000亿：增速&贷款占比			
	增速:2022	增速:2023	占比:2022	占比:2023	增速:2022	增速:2023	占比:2022	占比:2023
安徽	10%	17%	50%	51%	14%	14%	46%	47%
北京	22%	16%	74%	71%	9%	10%	54%	54%
福建	8%	8%	55%	55%	8%	6%	54%	54%
甘肃	7%	4%	53%	54%				
广东	9%	10%	50%	50%	9%	8%	56%	56%
广西	16%	12%	56%	57%	12%	9%	57%	59%
贵州	13%	5%	58%	64%	6%	7%	48%	50%
海南	13%	7%	48%	50%				
河北	11%	10%	51%	53%	11%	9%	60%	59%
河南					38%	4%	52%	53%
黑龙江	6%	12%	42%	40%	10%	14%	38%	38%
湖北	19%	10%	46%	47%	8%	6%	54%	58%
湖南	6%	9%	55%	55%	14%	13%	46%	46%
吉林	10%	4%	63%	63%	15%	19%	67%	63%
江苏	12%	12%	61%	61%	14%	12%	50%	51%
江西	11%	9%	60%	64%	3%	6%	57%	59%
辽宁	5%	4%	38%	37%	8%	0%	58%	46%
内蒙古	6%	6%	42%	45%				
宁夏	7%	10%	52%	50%				
青海	0%	5%	56%	56%				
山东	11%	13%	57%	57%	9%	14%	50%	50%
山西	10%	9%	53%	49%				
陕西	19%	8%	49%	47%	16%	15%	58%	57%
上海	2%	3%	42%	40%	8%	6%	49%	48%
四川	15%	20%	55%	55%	18%	17%	50%	52%
天津	10%	10%	51%	51%	5%	7%	51%	50%
新疆	19%	14%	50%	51%				
云南	5%	6%	49%	48%				
浙江	16%	15%	57%	57%	19%	18%	51%	51%
重庆	9%	15%	51%	50%	9%	9%	47%	48%



择券策略：行业-主体-条款三维度择券框架

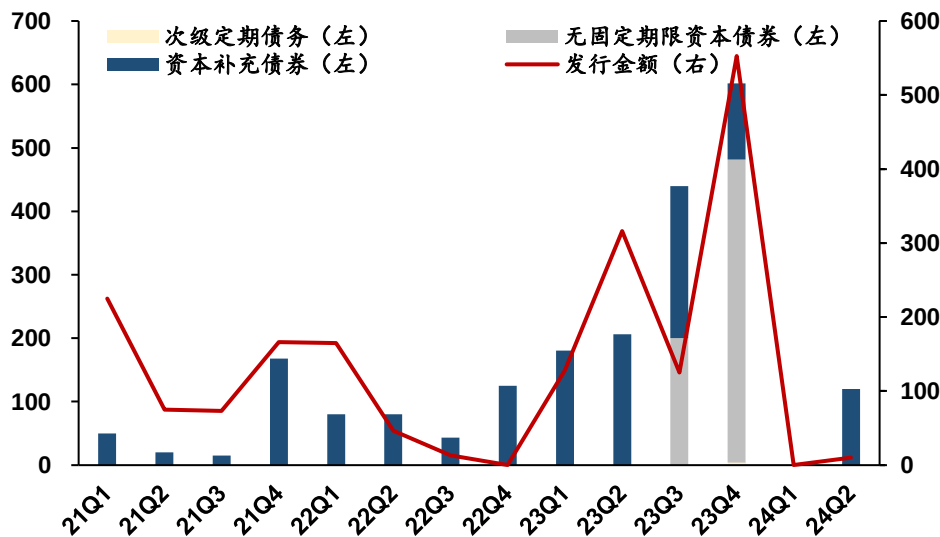
银行债：信用视角下的负债成本率择券

保险债：日本利差损、保险新规对择券有何启示？

保险债：2024年，保险债供给规模有多大？

- **保险债券实际供给受制于在手批文情况。**截至2024年4月30日，目前下发的保险债批文，资本补充债券剩余额度615.5亿、永续债剩余额度340亿、次级定期债务剩余额度4亿元。从批文的批复节奏上看，23Q2、23Q3、23Q4、24Q1批文下发金额分别为206亿元、440亿元、602亿元、0亿元。
- **发行规模未看到进一步放量可能性，预计2024年资本补充债券发行额在700亿元左右。**保险债实际供给为批文的“滞后指标”，分季度来看，2024年1-4月保险债下发批文仅为120亿元，预计二季度整体供给规模不大；分月度来看，季末月份出于资本补充诉求，保险债发行规模一般较大；分年度来看，2021年-2023年保险债发行额为539亿元、225亿元、1122亿元，预计2024年保险债发行700亿左右。

保险债发行节奏（单位：亿元）



哪些保险公司还有债券批文额度（单位：亿元）

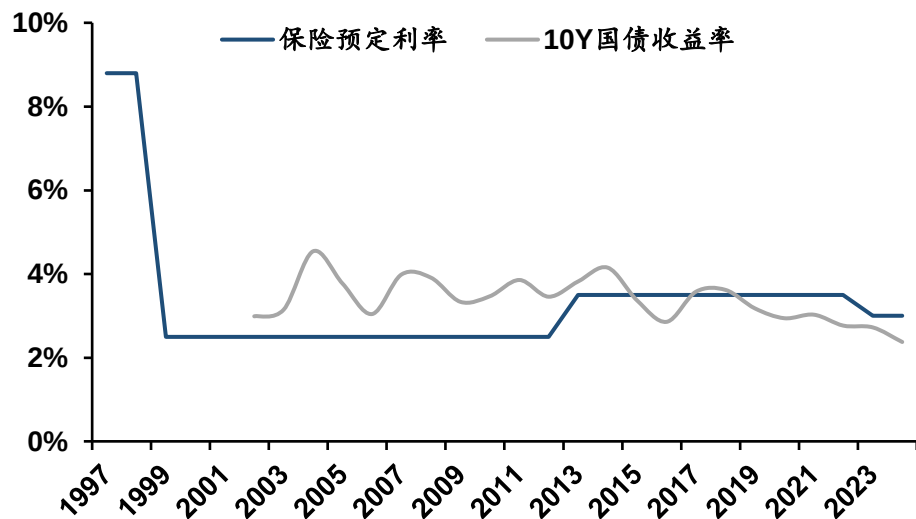
简称	债券类型	银保监会批复时间	批复金额	剩余额度
人保财险	资本补充债券	2024/4/9	120	120
海保人寿	次级定期债务	2023/12/27	4	4
太平人寿	无固定期限资本债券	2023/12/20	200	110
太保寿险	无固定期限资本债券	2023/11/7	200	80
阳光人寿	资本补充债券	2023/11/2	120	50
泰康人寿	无固定期限资本债券	2023/9/13	200	150
新华保险	资本补充债券	2023/7/24	200	100
紫金财险	资本补充债券	2023/4/6	30	5
信美相互	资本补充债券	2023/2/1	5.5	5.5
中邮保险	资本补充债券	2022/11/17	80	80
民生人寿	资本补充债券	2022/11/15	30	30
海保人寿	资本补充债券	2022/7/19	10	10
利安人寿	资本补充债券	2022/4/25	50	30
国富人寿	资本补充债券	2021/12/17	8	8
太平人寿	资本补充债券	2021/10/25	150	100
北京人寿	资本补充债券	2021/8/10	15	7
人保再保险	资本补充债券	2021/6/2	20	20
阳光财险	资本补充债券	2021/2/1	50	50

保险债投资的三座大山【之一】：利差损风险

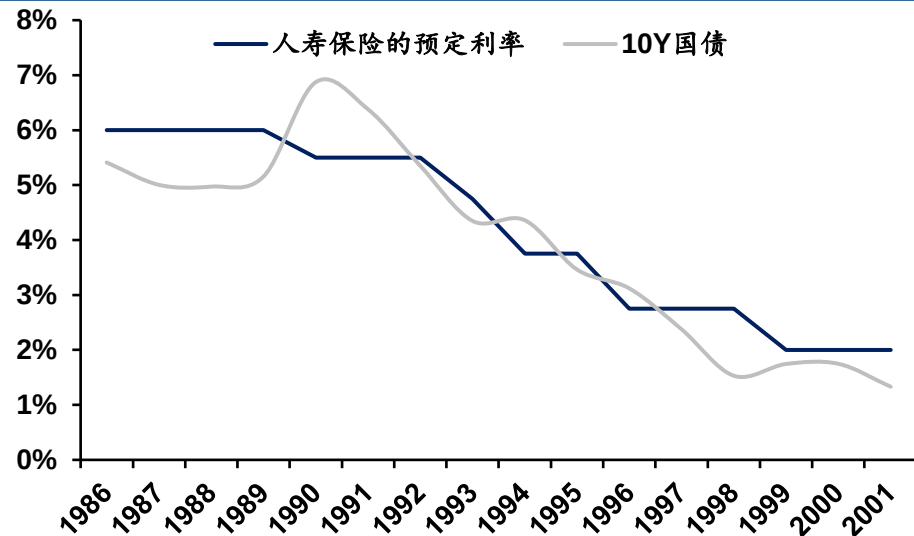
➤ 预定利率&10Y国债收益率。

- 我国：1998年以前，保险产品预定利率约8.8%左右；1999年6月，《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》规定寿险保单预定利率调整为不超过2.5%；2013年8月，《中国保监会关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》，预定利率调整至3.5%；2023年7月，普通型人身险预定利率调整至3%。
- 日本：1991年起保险行业投资收益率低于新单预定利率，预定利率也与1986年的6%同步降至1999年的2%。由于预定利率下调导致保费增速下滑，1997年增速达-3.74%，1999年起连续5年负增长。

我国保险预定利率及10Y国债利率（单位：%）



日本保险预定利率及10Y国债利率（单位：%）



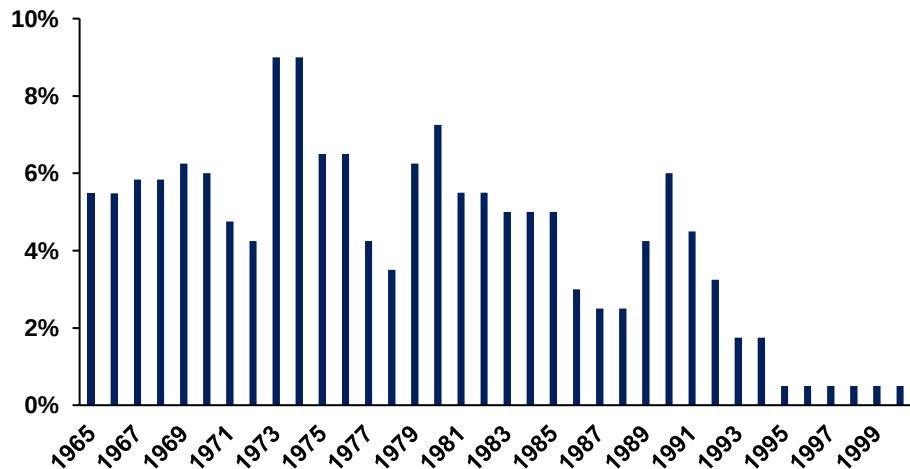


保险债投资的三座大山【之一】：利差损风险

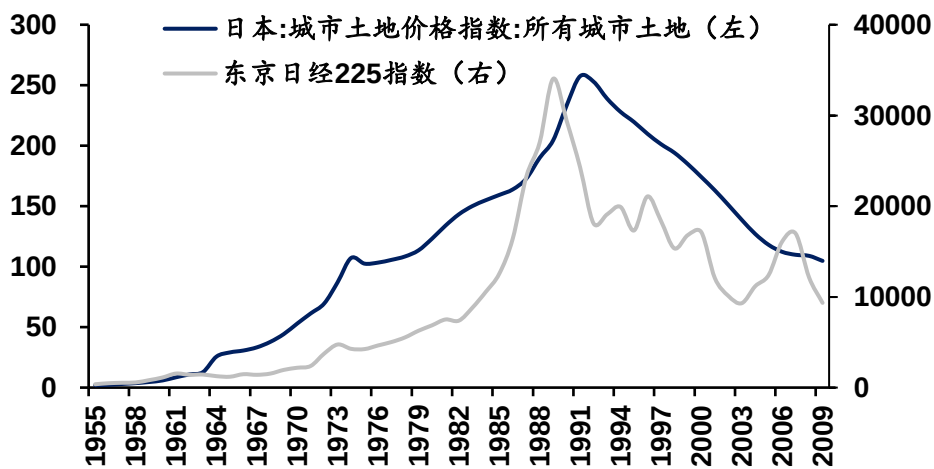
➤ 日本保险公司概况。

- ①日元升值：1985年《广场协议》与1987年《卢浮宫协议》后日元升值，日元兑美元比例由1985年初的251降至1990年初的144。
- ②资金流入股市&房地产：日本政府实施扩张性货币政策与积极财政政策，过剩资本流入股票、房地产等领域，土地价格与日经指数均有较大涨幅。
- ③泡沫破裂+贴现率连续下调：1990年3月，大藏省出台《金融机构不动产融资总量限制》，对金融机构提出：房地产融资的增长率不得超过总贷款增长率，金融机构必须报告对房地产、建筑、非银的贷款情况等要求，该文件成为刺破泡沫的导火索。1991-1995年连续9次下调贴现率至0.5%。

日本贴现率 (单位: %)



日本土地价格指数与日经指数



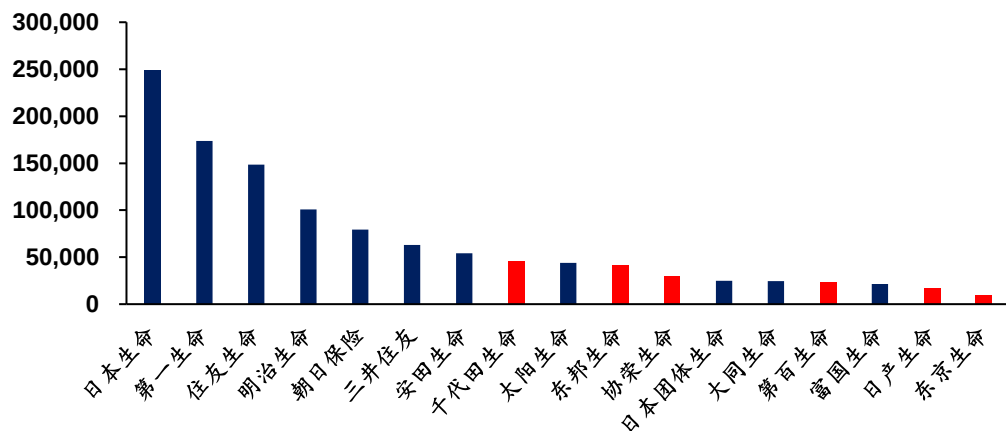


保险债投资的三座大山【之一】：利差损风险

➤ 日本保险公司经验。

- 由于金融泡沫破灭、地产与利率快速下行，20世纪末日本保险业曾面临严峻的利差损风险，期间共9家保险公司破产。
- 按类型来看，9家破产保险公司包括7家寿险与2家财险；按规模划分，10家中型寿险公司中6家于1997-2001年间破产；按属性划分，包含7家相互保险公司与2家股份制保险公司。

部分寿险公司总资产（单位：亿日元）



1997-2001年，日本7家破产寿险公司情况（单位：%）

名称	Nissan	Toho	Daihyaku	Taisho	Chiyoda	Kyoei	Tokyo
公司名称	日产生命	东邦生命	第百生命	大正生命	千代田生命	协荣生命	东京生命
公司类型	相互制	相互制	相互制	股份制	相互制	股份制	相互制
成立时间	1909	1898	1915	1914	1904	1935	1895
破产时间	Apr-97	Jun-99	May-00	May-00	Oct-00	Oct-00	Mar-01
总资产（万亿日元）	1.82	2.19	1.3	0.15	2.23	3.73	0.69
净资产（万亿日元）	-0.32	-0.65	-0.32	-0.03	-0.6	-0.69	-0.07
偿付能力充足率	-	154	305	68	263	211	447
披露时间	-	1998	1999	2000	2000	2000	2000
破产前平均预定利率	3.75%-5.5%	4.79%	4.46%	4.05%	3.70%	4.00%	4.20%
破产后预定利率	2.75%	1.50%	1.00%	1.00%	1.50%	1.75%	2.60%
破产时业务久期	7年	8年	10年	10年	10年	8年	10年



保险债投资的三座大山【之一】：利差损风险

➤ 日本保险公司经验。

- 险企规模增速快：日本寿险公司总资产增长迅速，1970-1990年复合总资产增速达16.8%。
- ②日本和台湾：通过大比例配置海外债券提升投资回报。
- ③美国险企：依托其深度的固定收益市场，通过固定收益类资产品种的多元化配置和信用下沉提升收益。
- ④英国、新加坡等采取高配权益方式

日本寿险业“利差损益”（1999-2001年，单位：亿日元）

损益	1999年度	2000年度	2001年度
费差损益	11433	9999	7898
死差损益	25177	25195	27067
利差损益	-13993	-14706	-15198
其他损益	-4633	-10910	-13291
损益余额	17984	9578	6476

日本保险业资产配置（单位：%）

年份	现金和存款	通知存款	货币信托基金	证券	贷款	房地产	其他
1950	8%	1%		37%	30%	17%	7%
1960	1%	1%		25%	62%	9%	3%
1970	1%	1%		22%	67%	9%	0%
1980	2%	1%		30%	60%	6%	1%
1990	6%	1%	4%	44%	38%	6%	2%
1994	6%	2%	3%	44%	38%	5%	2%
1995	5%	2%	2%	47%	36%	5%	1%
1996	4%	2%	2%	50%	35%	5%	2%

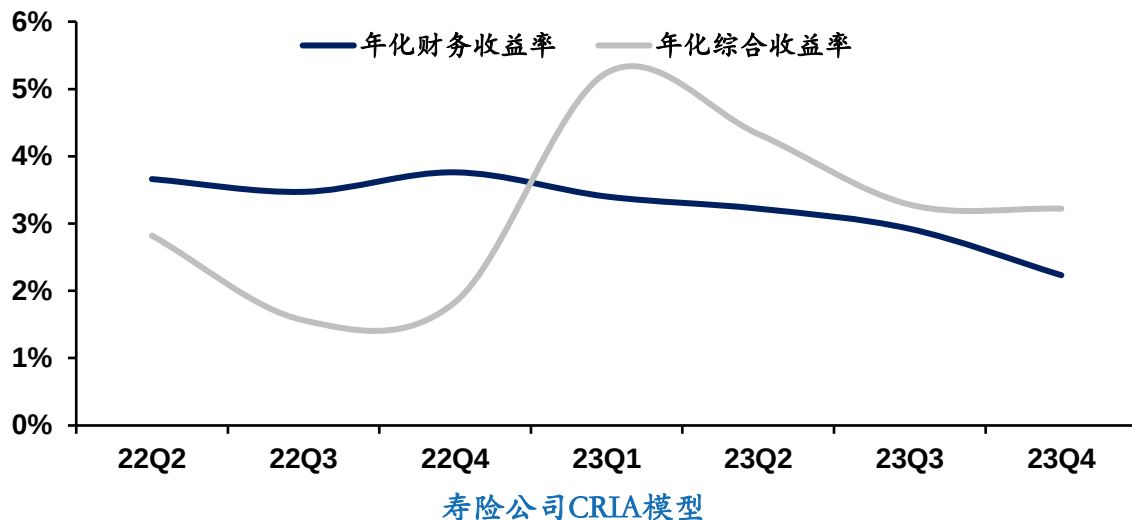


保险债投资的三座大山【之一】：利差损风险

➤ 日本如何应对保险公司破产？

- ①调整预定利率：如日本预定利率由1986年的6%下调至2001年的2%，且允许下调有效保险合同的预定利率。
- ②股份制改革：如大和生命、大同生命、太阳生命保险公司由相互制转制成为股份制保险公司。
- ③行业并购重组：如日本1996年、1997年两次修改存款保险条例，允许保险机构以收购资产方式，向濒临破产金融机构融资。
- ④依据偿付能力分档管理。
- ⑤建立投保人保护制度。1999年12月，日本金融厅引入投保人保护制度，分别设立人寿保险、财产损害保险的投保人保护机构，旨在保护投保人利益。

保险公司年化财务收益率与年化综合收益率（单位：%）



$$\text{盈利} = \text{【投资收益率 - 负债成本】} \times \text{投资资产}$$

影响
因素

1.资产配置结构；
2.权益投资灵活性；
3.寻找风险可控且投资收益率较高的项目

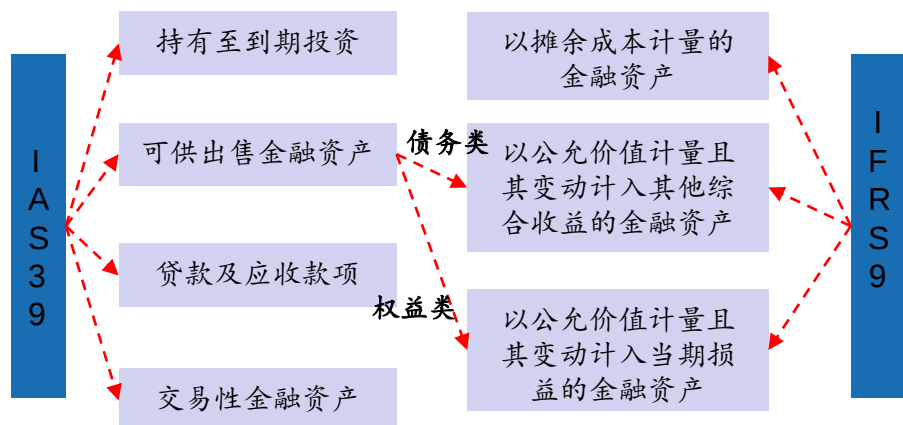
1.渠道结构；
2.产品策略；
3.投资端投资收益率

1.由业务增长带来的投资资产增长；
2.投资资产增值；

保险债投资的三座大山【之二】：I9&I17新规有何影响？

- 2023年一季报起，上市险企/非上市但与外资上市股东有并表需求的保险公司应采用新的保险合同会计准则IFRS17和IFRS9，非上市2026年实施。
- IFRS9主要变化集中在金融工具的分类和计量方法、信用损失模型的应用和套期会计三个部分。
- IAS39准则下，金融资产的按持有目的可分为以交易为目的(FVTPL)、以持有到期为目的(HTM)、持有目的不明确或者难以划分到其他类别的AFS和无法公允计量LR。IFRS9准则下，可重新归为三类：FVOCI与IAS39下的AFS对应、FVTPL和IAS39下的FVTPL对应、AC与IAS39下的HTM、LR对应。

IAS39和IFRS9对资产的划分区别



某保险公司新老规定下，保险公司资产划分标准（单位：%）

IAS 39 (2017)		IFRS 9 (2018)	
HTM (摊余成本, 41%)		摊余成本 (60%)	
应收款项投资 (摊余成本, 28%)		FVOCI权益 (6%)	FVOCI债权 (9%)
AFS权益 (18%)	AFS债 (7%)	FVPL权益 (19%)	
交易类-权益 (3%)	债	债 (5%)	

保险债投资的三座大山【之二】：I9&I17新规有何影响？

➤ 2023年一季报起，上市险企/非上市但与外资上市股东有并表需求的保险公司应采用新的保险合同会计准则IFRS17和IFRS9，非上市2026年实施。

● 精算假设对于其他综合收益的影响。新保险会计准则下，保险合同金融变动=保险合同负债的利息增值+期末折现率变动导致的保险合同负债变动。对于寿险，期末折现率的较小变化可能引起保险合同负债账面价值较大变动，进而引起保险合同金融变动的较大变化。新保险会计准则允许保险公司采用某种分摊方法确定计入合同组剩余保险期限内各个期间保险财务损益的金额，并将其与保险合同金融变动的差额计入其他综合收益。

● IFRS9实施下，其他综合收益转损益的影响。

保险公司其他综合收益情况（单位：亿元）

公司名称	债券余额	其他综合收益:2023	其他综合收益:2022	公司名称	债券余额	其他综合收益:2023	其他综合收益:2022	公司名称	债券余额	其他综合收益:2023	其他综合收益:2022
保险A	260	-334.10	-80.46	保险P	60	-15.16	-23.52	保险AE	20	1.01	-0.09
保险B	230	-510.93	-35.78	保险Q	55	-1.06	3.86	保险AF	20	-1.08	-1.19
保险C	200	-169.57	116.66	保险R	50	33.45	-9.08	保险AG	15	0.80	0.49
保险D	160	17.13	-177.42	保险S	50	-19.18	-34.41	保险AH	15	-0.46	0.34
保险E	150	68.00	57.35	保险T	48	-0.29	-2.29	保险AI	15	-3.15	-3.11
保险F	150	-89.86	-35.48	保险U	45	-5.44	5.35	保险AJ	14	-5.26	-3.28
保险G	140	21.63	-18.59	保险V	42.7	7.34	1.25	保险AK	13	-0.47	-0.91
保险H	120	-50.10	-17.21	保险W	40	11.65	1.52	保险AL	12	1.81	0.86
保险I	100	14.42	6.92	保险X	39	-5.81	-0.54	保险AM	11	-18.94	-9.67
保险J	80	131.71	160.59	保险Y	30	0.79	-2.09	保险AN	10	3.91	-7.08
保险K	80	-1.86	-3.90	保险Z	30	-12.11	-5.71	保险AO	10	-6.62	-4.35
保险L	70	22.24	5.67	保险AA	30	-16.66	0.52	保险AP	8	-1.92	-1.81
保险M	60	4.59	-12.03	保险AB	29	-9.46	-10.07	保险AQ	5	9.05	7.14
保险N	60	-0.17	-8.97	保险AC	25	11.10	0.05				
保险O	60	-5.54	-0.39	保险AD	24.3	-3.48	-6.74				

保险债投资的三座大山【之二】：I9&I17新规有何影响？

- 2023年一季报起，上市险企/非上市但与外资上市股东有并表需求的保险公司应采用新的保险合同会计准则IFRS17和IFRS9，非上市2026年实施。
- 精算假设对于其他综合收益的影响。新保险会计准则下，保险合同金融变动=保险合同负债的利息增值+期末折现率变动导致的保险合同负债变动。对于寿险公司，期末折现率的小幅变化往往会导致期末保险合同负债账面价值发生巨大的变化，进而引起保险合同金融变动的大幅变化。新保险会计准则允许保险公司采用“其他综合收益选择权”，即采用某种分摊方法确定计入合同组剩余保险期限内各个期间保险财务损益的金额，并将其与保险合同金融变动的差额计入其他综合收益。
- IFRS9实施下，其他综合收益转损益的影响。

保险公司A其他综合收益变动（单位：百万）

	本集团及本公司				
	2022年 12月31日	会计 政策变更	2023年 1月1日	2023年 增减变动	2023年 12月31日
其他债权投资公允价值变动	不适用	570	570	1,050	1,619
其他债权投资信用减值准备	不适用	17	17	26	43
外币报表折算差额	38	-	38	13	51
权益法下可转损益的其他综合收益	-	-	-	-	-
可供出售金融资产公允价值变动	(17,869)	17,869	不适用	不适用	不适用
可供出售金融资产公允价值变动对 保险责任准备金的影响	89	(89)	不适用	不适用	不适用
其他综合收益合计	(17,742)	18,366	624	1,089	1,713

保险公司B其他综合收益变动（单位：百万）

六、其他综合收益的税后净额	40	(14,575)	(12,894)	(14,352)	(12,857)
归属于母公司股东的其他综合收益的 税后净额		(14,575)	(12,894)	(14,352)	(12,857)
(一)不能重分类进损益的其他综合收益		116	-	110	-
其他权益工具投资公允价值变动		121	不适用	115	不适用
不能转损益的保险合同金融变动		(5)	-	(5)	-
(二)将重分类进损益的其他综合收益		(14,691)	(12,894)	(14,462)	(12,857)
其他债权投资公允价值变动		7,345	不适用	7,313	不适用
其他债权投资信用损失准备		(3)	不适用	(4)	不适用
可转损益的保险合同金融变动		(22,241)	6,641	(21,974)	6,641
可转损益的分出再保险合同金融变动		154	180	154	180
可供出售金融资产公允价值变动		不适用	(19,381)	不适用	(19,323)
权益法下可转损益的其他综合收益		49	(355)	49	(355)
外币财务报表折算差额		5	21	-	-

保险债投资的三座大山【之二】：I9&I17新规有何影响？

➤ 2023年一季报起，上市险企应采用新的保险合同会计准则IFRS17和IFRS9。

- 利润表：保费收入=预期赔付支出+预期费用+预期利润。旧准则下，保费收入的确认由等式左边出发：在保险公司收到保费收入后，减去提取未到期责任准备金，得到已赚保费。新准则下，保费收入的确认是从等式右边出发：实际赔付发生时，能够确认赔付支出和保费收入。
- 资产负债表：不再列示原有的应收保费、应付手续费及佣金、准备金等科目。保险/再保险合同资产或保险/再保险合同负债在合同组合层面汇总，借方正数，计入保险合同资产、分出再保险合同资产；贷方正数，计入保险合同负债、分出再保险合同负债。

新旧准则下，保险公司资产负债表科目变动

老准则下资产负债表		新准则下资产负债表	
资产：	负债：	资产：	负债：
应收保费	预收保费	保险合同资产	保险合同负债
应收分保账款	应收手续费及佣金	分出再保险合同资产	分出再保险合同负债
应收分保未到期责任准备金	应付分保账款		
应收分保未决赔款准备金	保户储金及投资款		
应收分保寿险责任准备金	未到期责任准备金		
应收分保长期健康险责任准备金	未决赔款准备金		
独立账户资产	寿险责任准备金		
	长期健康险责任准备金		
	独立账户负债		

新旧准则下，保险公司利润表科目变动

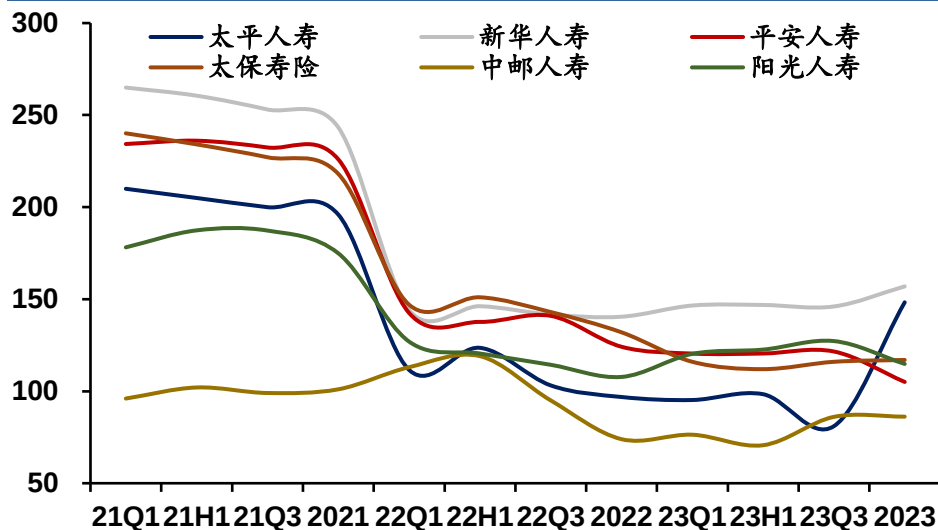
老准则下的利润表科目	正负	新准则下的利润表科目	正负
已赚保费(保险业务收入-分出保费-提取未到期责任准备金)	+	保险服务收入	+
投资收益-资产公允价值变动损益	+	保险服务费用	-
营业收入	±	分出保险的分摊	-
退保金、赔付、保单红利	-	摊回保险服务费用	+
手续费佣金、业务及管理费	-	保险服务业绩(承保利润)	±
摊回赔付、摊回分保费用	+	投资收益、资产公允价值变动损益	+
提取保险责任准备金	-	承保财务损益	-
摊回保险责任准备金	+	分出再保险财务损益	+
营业支出	-	投资业绩(净利息或利差收益)	±
其他损益、所得税等	-	其他损益、所得税等	-
净利润	±	净利润	±
计入其他综合收益的资产公允价值变动	+/-	计入其他综合收益的资产公允价值变动	+/-
计入其他综合收益的负债变动	+/-	计入其他综合收益的保险合同负债变动	+/-
综合收益合计	±	综合收益合计	±



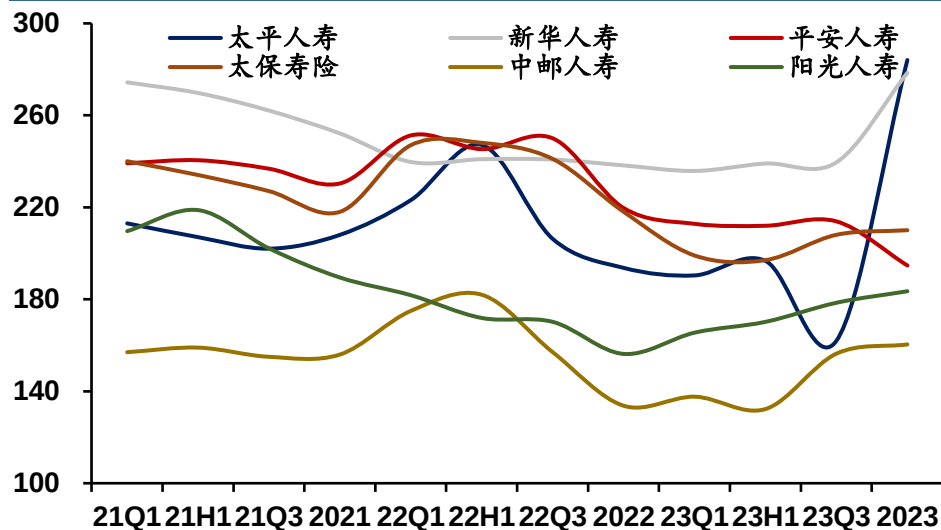
保险债投资的三座大山【之二】：偿付能力新规

- 7·24 政治局会议后，证监会协同多部委，号召以保险资金为代表的长期资金积极入市。2023年9月《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》实施差异化调节最低资本要求以及优化资本计量标准和风险因子，一定程度缓解了保险公司的偿付能力压力。主要包括：①实施差异化资本监管，②优化资本计量标准，引导保险公司回归保障本源，③优化风险因子，引导保险公司服务实体经济和科技创新。
- 负债端拉久期、资产端增配权益。偿二代二期工程下，保险公司需要根据保单剩余期限，按照剩余年份期限 $[30, +\infty]$ 、 $[10, 30)$ 、 $[5, 10)$ 、 $(0, 5)$ 的划分标准，对保单未来盈余进行资本工具分级。

核心偿付能力充足率（单位：%）



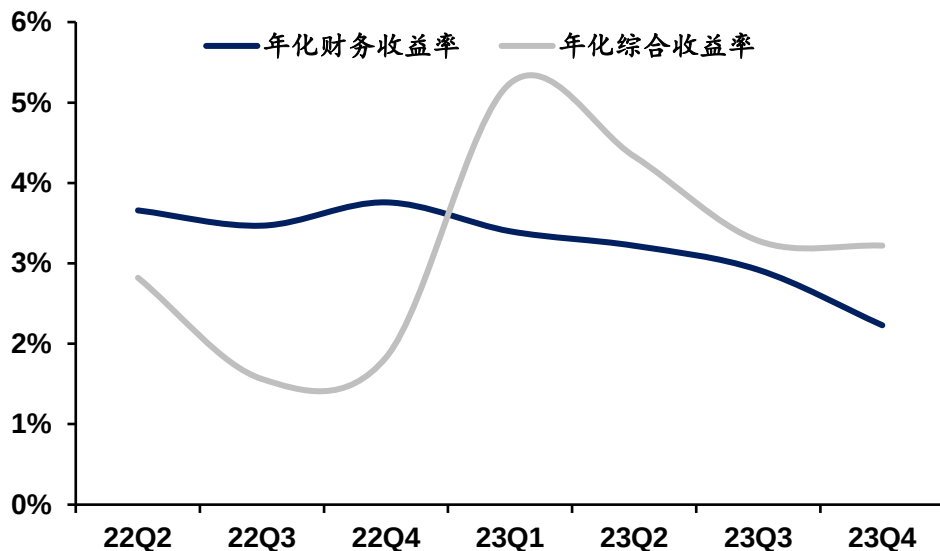
综合偿付能力充足率（单位：%）



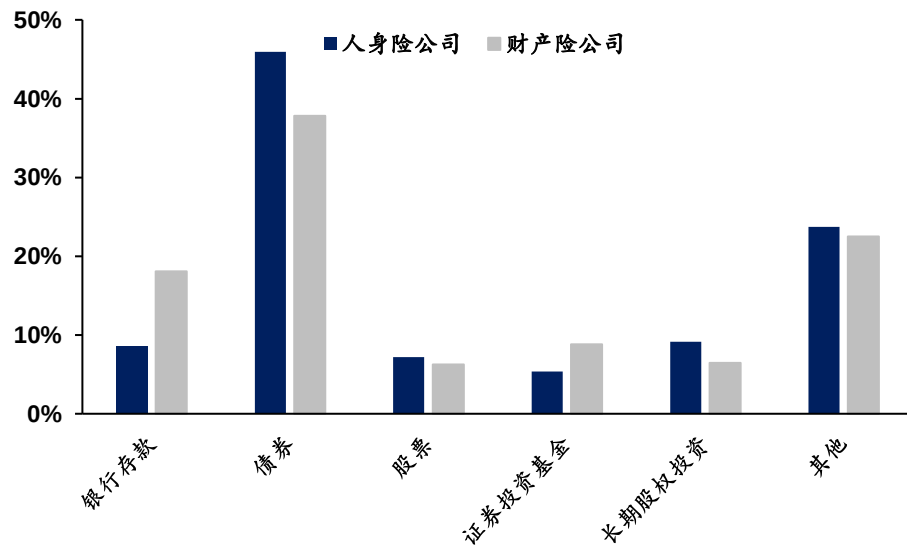
保险债投资的三座大山【之三】：险企资产投向哪里？

- **资产端收益率有多少？** 23Q4保险公司年化财务收益率为2.23%、年化综合收益率为3.22%。分机构类型来看，人身险公司年化财务收益率为2.29%、年化综合收益率为3.37%；财产险公司年化财务收益率为2.93%、年化综合收益率为2.87%。
- **保险公司资产投资结构来看。** 人身险公司：银行存款（8.56%）、债券（45.96%）、股票（7.21%）、证券投资基金（5.38%）、长期股权投资（9.15%）、其他（23.75%）；财产险公司：银行存款（18.09%）、债券（37.82%）、股票（6.26%）、证券投资基金（8.84%）、长期股权投资（6.47%）、其他（22.52%）。
- **报表端保险公司投资科目。** 定期存款、可供出售金融资产、持有至到期投资、贷款及应收款类投资、长期股权投资、投资性房地产。

保险公司资产端收益率（单位：%）



保险公司资产投资结构（单位：%）





华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

30

华安研究·拓展投资价值

风险提示

数据统计与处理产生的误差。



分析师及研究助理介绍

颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，7年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2021年入围水晶球（公募）榜单，2023年获WIND金牌分析师第四名。

林虎，华安固收研究助理，中央财经大学金融硕士，2年卖方固收研究经验。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。