

固定收益研究/动态点评

2020年07月30日

20200729 信用债日常跟踪

程晨 执业证书编号: S0570519080002
研究员 chengchen@htsc.com

肖乐鸣 执业证书编号: S0570519110005
研究员 xiaoleming@htsc.com

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

赵天彤 执业证书编号: S0570519070002
研究员 zhaotiantong@htsc.com

相关研究

1 《固定收益研究: 供给压力仍待解, 利率下行存约束》2020.07

2 《固定收益研究: 20200728 信用债日常跟踪》2020.07

3 《固定收益研究: 20200727 信用债日常跟踪》2020.07

核心观点

2020年7月29日利率债收益率普遍上行, 信用债收益率走势分化, 信用利差普遍下行。信用债发行规模上升, 票面利率较低。二级成交中, 活跃成交以中高等级、中短期、国企为主。信用新闻方面, 我们搜集到30条信用新闻, 其中评级调整共8条, 违约及后续进展4条, 中诚信国际调升“17紫金科技 PRN001”的债项信用等级为AAA。

收益率曲线: 利率债收益率普遍上行, 信用利差普遍下行

2020年7月29日利率债收益率普遍上行, 其中10Y国开债收益率上行幅度最大, 达到3.8BP。信用债收益率走势分化, 1Y、3Y和10Y中短票, 3Y、5Y和10Y城投债收益率上行, 7Y中短票和7Y城投债收益率下行。信用利差普遍下行, 其中5Y中短票信用利差下行幅度较大。

一级发行: 信用债发行规模上升, 票面利率较低

7月29日信用债一级发行规模上升, 发债主体以AAA为主, 发行利率较低。仅统计主要非金融企业信用债品种: 超短融、短融、中票、企业债、公司债, 7月29日统计到信用债发行26期, 其中超短融8期、短融3期、中票8期、企业债2期, 公司债5期, 发行规模总计263亿元。发行主体评级以AAA为主; 一级发行的票面利率较低, 26期信用债中, 17期票面利率不高于4%, 10期信用利差不高于100BP。

二级成交: 活跃成交主体以中高等级、中短期、国企为主

活跃成交主体以中高等级、中短期、国企为主。分类型来看, 城投债成交量前十主体评级多为AAA, 成交量排名前三的省份是江苏、天津和四川, 成交期限集中在1-3年; 地产债成交量前十的主体以AAA为主, 其中地产债AAA总成交规模达到38.8亿元, 成交期限集中在1-3年; 民企债成交多为AAA, 其中民企债AAA总成交规模达到11.2亿元, 成交期限集中在0.5-1年。

信用新闻: 中诚信国际调升“17紫金科技 PRN001”的债项信用等级

7月29日我们搜集到30条信用新闻, 其中评级调整共8条, 违约及后续进展4条。评级调整方面中诚信国际调升“17紫金科技 PRN001”的债项信用等级为AAA, 上海新世纪上调江宁经开主体及“19江宁经开 MTN002”信用等级至AAA。评级公司关注方面, 东方金诚关注金贵银业2020年半年度业绩预告大幅亏损等事项。违约及后续方面, 建设银行公告“17沪华信 SCP002”违约后续进展。

风险提示: 数据口径偏差、公开信息披露不全。

收益率曲线：利率债收益率普遍上行，信用利差普遍下行

2020年7月29日利率债收益率普遍上行，其中10Y国开债收益率上行幅度最大，达到3.8BP。信用债收益率走势分化，1Y、3Y和10Y中短票，3Y、5Y和10Y城投债收益率上行，7Y中短票和7Y城投债收益率下行。信用利差普遍下行，其中5Y中短票信用利差下行幅度较大。

图表1：利率债收益率普遍上行，信用利差普遍下行

一、利率债收益率和波动

期限	中债国开债					期限	中债国债				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y		1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
收益率 (%)	2.64	3.03	3.23	3.43	3.42	收益率 (%)	2.25	2.51	2.68	2.92	2.94
波动 (BP)	1.9	3.2	4.0	1.3	3.8	波动 (BP)	-1.1	2.6	0.7	2.0	2.0

二、信用债收益率 (%)

期限	中债中短期票据					期限	中债城投债				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y		1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	2.86	3.33	3.53	3.69	3.83	AAA	2.93	3.50	3.78	3.93	4.13
AAA	2.91	3.45	3.72	3.90	4.06	AA+	3.04	3.66	3.98	4.13	4.35
AA+	3.07	3.63	4.00	4.23	4.42	AA	3.16	3.84	4.22	4.45	4.69
AA	3.32	3.93	4.39	4.64	4.83	AA(2)	3.30	4.05	4.56	4.87	5.13
AA-	5.47	6.08	6.56	--	--	AA-	4.17	5.69	6.51	6.85	7.11

三、信用债收益率波动 (BP)

期限	中债中短期票据					期限	中债城投债				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y		1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	3.3	4.3	0.5	-0.4	0.3	AAA	0.5	4.5	0.4	-1.1	0.3
AAA	3.8	5.0	-1.2	-0.5	0.3	AA+	0.5	2.5	1.4	-0.1	0.3
AA+	3.8	3.0	-1.2	-0.5	0.3	AA	-0.5	0.5	1.4	-0.1	0.3
AA	1.8	0.0	-1.2	-0.5	0.3	AA(2)	-0.5	0.5	1.4	-0.1	0.3
AA-	1.8	0.0	-1.2	--	--	AA-	-0.5	0.5	1.4	-0.1	0.3

四、信用债信用利差(BP, 基于国开债)

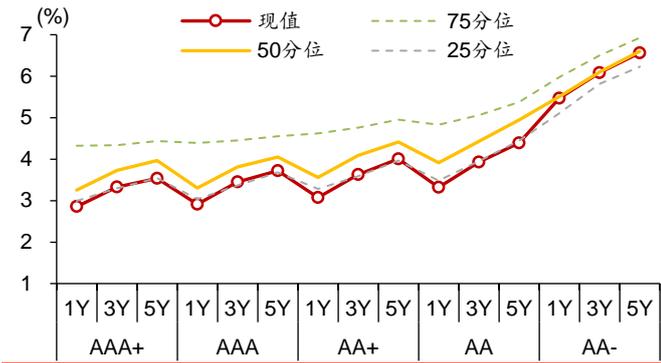
期限	中债中短期票据					期限	中债城投债				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y		1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	22	30	30	26	41	AAA	29	47	55	50	71
AAA	28	42	49	47	64	AA+	40	63	75	70	93
AA+	44	60	77	80	100	AA	52	80	99	102	127
AA	69	90	116	121	141	AA(2)	66	101	133	144	171
AA-	284	305	333	--	--	AA-	153	265	328	342	369

五、信用利差变化(BP)

期限	中债中短期票据					期限	中债城投债				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y		1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	1.4	1.1	-3.5	-1.7	-3.5	AAA	-1.4	1.3	-3.6	-2.3	-3.4
AAA	1.8	1.8	-5.2	-1.7	-3.4	AA+	-1.4	-0.7	-2.6	-1.3	-3.5
AA+	1.8	-0.2	-5.2	-1.7	-3.5	AA	-2.4	-2.7	-2.6	-1.3	-3.5
AA	-0.2	-3.2	-5.2	-1.7	-3.5	AA(2)	-2.4	-2.7	-2.6	-1.3	-3.4
AA-	-0.2	-3.2	-5.2	--	--	AA-	-2.4	-2.7	-2.6	-1.3	-3.4

资料来源：Wind，华泰证券研究所

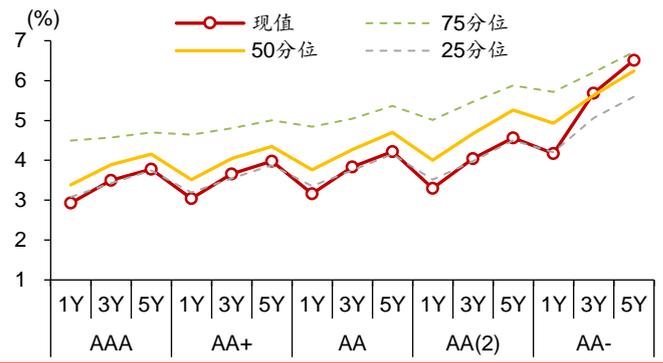
图表2：中短期票据收益率多数位于25分位值以上



注：图表2、3、4、5历史分位值起点均为2015年1月

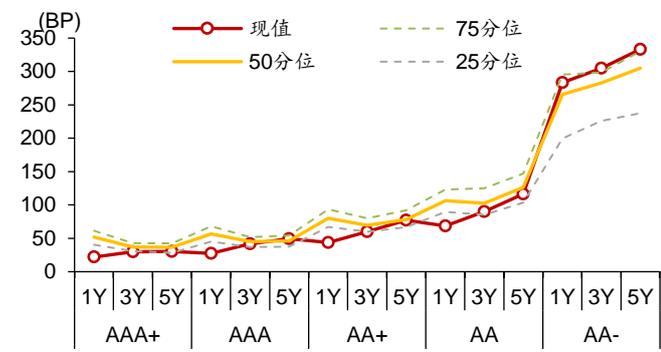
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：城投债收益率多数位于25分位值以上



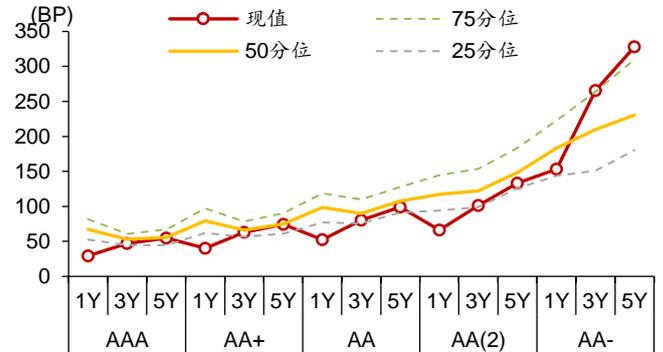
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：低等级中短期票据信用利差处于较高历史分位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：低等级城投债信用利差处于较高历史分位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

一级发行：信用债发行规模上升，票面利率较低

7月29日信用债一级发行规模上升，发债主体以AAA为主，发行利率较低。仅统计主要非金融企业信用债品种：超短融、短融、中票、企业债、公司债，7月29日统计到信用债发行26期，其中超短融8期、短融3期、中票8期、企业债2期，公司债5期，发行规模总计263亿元。发行主体评级以AAA为主；一级发行的票面利率较低，26期信用债中，17期票面利率不高于4%，10期信用利差不高于100BP。

图表6：信用债发行规模上升，票面利率较低

债券简称	票面利率(%)	发行规模(亿)	利差(BP)	主体/债项评级	企业性质	发行人简称	发行期限	行业
一、超短融								
20广物控股 SCP005	1.37	10	-64	AAA/--	国企	广物控股	92D	商业贸易
20伊利实业 SCP018	1.58	30	-29	AAA/--	公众企业	伊利股份	30D	食品饮料
20锡产业 SCP016	1.90	5	-13	AAA/--	国企	无锡产发	180D	城投
20武进经发 SCP001	2.30	2	27	AA+/-	国企	武进经发	180D	城投
20椒江国资 SCP001	2.70	5	83	AA+/-	国企	椒江国资	30D	城投
20山西建投 SCP001	2.83	5	83	AAA/--	国企	山西建投	90D	建筑工程
20晋路桥 SCP001	3.30	10	110	AA+/-	国企	路桥集团	270D	建筑工程
20钟楼经开 SCP001	3.80	4	160	AA/--	国企	钟楼经投	270D	城投
二、短融								
20乌高新 CP001	3.20	5	94	AA+/A-1	国企	高新集团	1	城投
20潞安 CP002	3.27	20	101	AAA/A-1	国企	潞安集团	1	煤炭
20蓝光 CP001	6.50	7	424	AAA/A-1	民企	蓝光发展	1	房地产
三、中票								
20粤海 MTN002	3.50	10	82	AAA/AAA	国企	粤海	5	综合
20齐鲁交通 MTN002	3.54	10	106	AAA/AAA	国企	齐鲁交通	3	交通运输
20鄂长投 MTN001	3.56	10	108	AAA/AAA	国企	长投集团	3	综合
20合肥滨湖 MTN001	3.65	10	97	AA+/AA+	国企	合肥滨投	3+2	城投
20兴创投资 MTN001	3.82	10	114	AA+/AA+	国企	兴创投资	3+2	城投
20陕煤化 MTN003	4.15	20	167	AAA/AAA	国企	陕西煤业化工集团	3+N	煤炭
20西安高新 MTN008	6.00	10	352	AAA/AAA	国企	高新控股	3+N	城投
20豫能化 MTN001	6.50	20	402	AAA/AAA	国企	河南能源化工集团	2+1	煤炭
四、企业债								
20安溪城建债	5.09	8	219	AA/AAA	国企	安溪城建	7	城投
20广安全财债	5.99	6.7	309	AA/AAA	国企	广安全财	7	城投
五、公司债								
20浦土 02	3.58	10	90	AA+/AAA	国企	浦东土控	3+2	城投
20GLP01	3.88	2	140	AAA/AAA	外企	普洛斯中国	3	房地产
20HBIS02	4.20	15	152	AAA/AAA	国企	河钢股份	5	钢铁
20鞍钢 Y4	4.28	13	180	AAA/AAA	央企	鞍山钢铁	3+N	钢铁
20晋旅 Y1	6.50	5	402	AA+/AAA	国企	山西文旅	3+N	城投
六、取消发行								
暂无								

资料来源：Wind，华泰证券研究所

二级成交：活跃成交主体以中高等级、中短期、国企为主

活跃成交主体以中高等级、中短期、国企为主。分类型来看，城投债成交量前十主体评级多为AAA，成交量排名前三的省份是江苏、天津和四川，成交期限集中在1-3年；地产债成交量前十的主体以AAA为主，其中地产债AAA总成交规模达到38.8亿元，成交期限集中在1-3年；民企债成交多为AAA，其中民企债AAA总成交规模达到11.2亿元，成交期限集中在0.5-1年。

图表7：活跃成交主体以中高等级、中短期、国企为主

一、城投债成交量前十主体						
发行人简称	活跃债券简称	剩余期限(年)	成交收益率(%)	偏离估值(BP)	主/债评级	省份
天津城投集团	20津城建 SCP004	0.37	3.01	-7.59	AAA/--	天津
贵州交建	20贵州交通 MTN002	2.72	4.04	28.00	AA+/AAA	贵州
豫资公司	20中原豫资债 01	4.98	4.00	3.88	AAA/AAA	河南
云投集团	19云投 PPN001	0.58+1	4.53(到期)	-8.68	AAA/--	云南
滨海建投	20滨建投 SCP003	0.39	3.27	0.58	AAA/--	天津
金坛国发	20金坛国发 PPN001	1.62+3	6.08	-49.90	AA/--	江苏
鹤壁经投	14鹤投资债	1.01	4.12	-0.09	AA/AA	河南
川高公司	18川高速 MTN002	2.75	3.60	2.44	AAA/AAA	四川
西航投	17航天城投 PPN002	2.33	6.13	47.17	AA/--	陕西
上饶投资集团	18上饶投资 PPN004	1.39	3.64	-59.99	AAA/--	江西
二、地产债成交量前十主体						
发行人简称	活跃债券简称	剩余期限(年)	成交收益率(%)	偏离估值(BP)	主/债评级	企业性质
保利地产	20保利发展 MTN002	2.71+3+N	3.99	28.00	AAA/AAA	央企
招商蛇口	20招商蛇口 SCP006	0.69	2.88	-0.87	AAA/--	央企
中交房地产集团	19中交房产 MTN001	1.64	3.21	-0.09	AAA/AAA	央企
电建地产	16电建地产 MTN002	1.38+5+N	4.92	15.99	AA+/AA+	央企
华润置地	20华润控股 MTN002B	4.77	3.71	-11.40	AAA/AAA	央企
华夏幸福	17幸福基业 MTN001	1.82	5.10	2.86	AAA/AAA	民企
华鑫置业	20华鑫置业 MTN001	2.92	4.05	-5.86	AA/AA+	国企
信达地产	15信达地产 MTN002	0.08	2.86	-0.35	AA+/AA+	央企
新城控股	18新城控股 MTN002	0.14+1	5.04	-3.78	AAA/AAA	民企
富力地产	16富力 01	0.45	22.57	910.13	AAA/AAA	外企
三、民企债成交量前十主体						
发行人简称	活跃债券简称	剩余期限(年)	成交收益率(%)	偏离估值(BP)	主/债评级	行业类别
恒逸集团	20恒逸 SCP002	0.60	5.75	-69.13	AA+/-	化工
三一集团	20三一 MTN001	2.57	3.76	-4.59	AAA/AAA	机械设备
华夏幸福	17幸福基业 MTN001	1.82	5.10	2.86	AAA/AAA	房地产
苏宁	18苏电 01	0.14+2	6.87	-45.19	AAA/--	商业贸易
友阿股份	16阿波罗 MTN001	0.65	24.69	1736.61	AA/AA	商业贸易
长城汽车	20长城汽车 SCP002	0.08	2.66	-1.70	AAA/--	汽车
华为投资	19华为 MTN002	2.28	3.54	-0.88	AAA/AAA	通信
新城控股	18新城控股 MTN002	0.14+1	5.04	-3.78	AAA/AAA	房地产
五江	19五江轻化 MTN001	2.25	8.29	46.93	AA+/AA+	化工
物美	20物美科技 SCP001	0.16	3.80	-0.15	AAA/--	商业贸易

资料来源：Wind，华泰证券研究所

7月29日，高估值成交主体以中高评级国企为主，“15海国鑫泰 MTN001”成交偏离估值较高；高收益成交共有27只债券，以中高等级为主，“15海国鑫泰 MTN001”成交收益率达到45.71%，其余绝大部分成交收益率在8%-40%之间。

图表8: 高收益成交中“15海国鑫泰 MTN001”成交收益率较高

发行人简称	债券简称	剩余期限(年)	成交收益率(%)	偏离估值(BP)	主/债评级	企业性质
一、高估值成交						
海国鑫泰	15海国鑫泰 MTN001	0.23	45.71	4026.44	AAA/AAA	国企
冀中能源	20冀中能源 CP001	0.56	29.08	2283.31	AAA/A-1	国企
冀中能源	16冀中能源 MTN001	0.48	28.53	2201.00	AAA/AAA	国企
冀中能源	15冀中 MTN002	0.25	25.21	1870.37	AAA/AAA	国企
友阿股份	16阿波罗 MTN001	0.65	24.69	1736.61	AA/AA	民企
紫光集团	18紫光 04	1.37+2	42.86	1545.88	AAA/AAA	央企
永煤控股	20永煤 SCP004	0.32	16.00	1022.11	AAA/--	国企
青海国资	15青海投 MTN001	2.81	34.81	917.42	AA+/AA+	国企
安顺国资	16安顺国资债	2.97	17.40	916.35	AA/AA+	国企
富力地产	16富力 01	0.45	22.57	910.13	AAA/AAA	外企
二、低估值成交						
魏桥铝电	16魏桥 01	0.61	11.06	-236.65	AA+/AA+	外企
富和公司	16富和建设 MTN001	0.65	2.79	-136.62	AA/AA	国企
吉林城建	19吉林城建 PPN001	0.49+1	8.16	-126.00	AA+/-	国企
晋城煤业集团	18晋煤 GN002	0.61	2.07	-110.01	AAA/AAA	国企
国信控股	15渝信 02	0.31+2	12.31	-108.04	AAA/AAA	公众企业
均瑶	20均瑶 CP001	0.66	4.90	-103.03	AA+/A-1	民企
长江口	20长江开发 PPN001	2.89	5.50	-96.90	AA/--	国企
瀚瑞控股	20瀚瑞投资 SCP005	0.24	4.20	-86.47	AA+/-	国企
苏宁易购	18苏宁 04	0.97	7.11	-78.91	AAA/AAA	民企
湖南兴湘投资控股集团	15兴湘投控 MTN001	0.27	3.99	-71.08	AA+/AA+	国企
三、高收益成交						
海国鑫泰	15海国鑫泰 MTN001	0.23	45.71	91.00	AAA/AAA	国企
紫光集团	18紫光 04	1.37+2	42.86	65.88	AAA/AAA	央企
青海国资	15青海投 MTN001	2.81	34.81	51.88	AA+/AA+	国企
冀中能源	20冀中能源 CP001	0.56	29.08	87.67	AAA/A-1	国企
冀中能源	16冀中能源 MTN001	0.48	28.53	90.00	AAA/AAA	国企
冀中能源	15冀中 MTN002	0.25	25.21	95.10	AAA/AAA	国企
友阿股份	16阿波罗 MTN001	0.65	24.69	88.99	AA/AA	民企
南山集团	16南山 01	0.62	23.33	90.00	AAA/AAA	集体企业
富力地产	16富力 01	0.45	22.57	93.30	AAA/AAA	外企
安顺国资	16安顺国资债	2.97	17.40	48.20	AA/AA+	国企
山东宏桥	18鲁宏桥 MTN004	0.75	16.92	93.07	AA+/AA+	外企
山东宏桥	18鲁宏桥 MTN005	0.75	16.92	93.17	AA+/AA+	外企
永煤控股	20永煤 SCP004	0.32	16.00	96.40	AAA/--	国企
国信控股	15渝信 02	0.31+2	12.31	97.51	AAA/AAA	公众企业
魏桥铝电	16魏桥 01	0.61	11.06	97.20	AA+/AA+	外企
新宇建投	18新宇建投债 01	5.05	9.63	96.07	AA/AA	国企
如皋经开	17如皋经开 MTN001	0.15+3+N	9.30	101.14	AA+/AA	国企
兰花集团	18兰花 MTN001	0.63	8.77	99.33	AA+/AA+	国企
中南建设	19中南 02	0.91+2	8.31	99.50	AA+/-	民企
五江	20五江轻化 CP001	0.77	8.30	98.61	AA+/A-1	民企
五江	19五江轻化 MTN001	2.25	8.29	97.30	AA+/AA+	民企
恒驰实业	17连云恒驰 01	4.15	8.28	98.44	AA/AA	国企
遵义经开投	17遵经开项目债	4.05	8.19	98.74	AA/AA	国企
红花岗	17红花岗停车场债 01	3.99	8.18	77.95	AA/AA	国企
吉林城建	19吉林城建 PPN001	0.49+1	8.16	99.54	AA+/-	国企
云南城投集团	19云城投 MTN002	1.61	8.13	96.97	AAA/AAA	国企
怀化工投	20怀化工投 MTN001	2.47+2	8.04	98.99	AA/AA	国企

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

信用新闻：中诚信国际调升“17紫金科技 PRN001”债项信用等级

7月29日我们搜集到30条信用新闻，其中评级调整共8条，违约及后续进展4条。评级调整方面中诚信国际调升“17紫金科技 PRN001”的债项信用等级为AAA，上海新世纪上调江宁经开主体及“19江宁经开 MTN002”信用等级至AAA。评级公司关注方面，东方金诚关注金贵银业2020年半年度业绩预告大幅亏损等事项。违约及后续方面，建设银行公告“17沪华信 SCP002”违约后续进展。

图表9：中诚信国际调升“17紫金科技 PRN001”的债项信用等级为AAA

一、评级调整及评级展望调整

- 1、未来城：中诚信国际调升“17紫金科技 PRN001”的债项信用等级为AAA
- 2、深农集团：中诚信国际将公司主体信用等级由AA调升为AA+
- 3、江宁经开：上海新世纪上调江宁经开主体及“19江宁经开 MTN002”信用等级至AAA
- 4、浙江泰隆商业银行：中诚信国际上调泰隆商行主体及相关债项评级至AAA
- 5、铜陵有色：联合资信上调集团主体及相关债券信用等级至AAA
- 6、建投新能源：中诚信国际上调公司主体及相关债券的信用等级至AA+
- 7、吉林交投：中诚信国际下调集团主体及“16吉林交投 MTN001”的信用等级至A+
- 8、晨鸣融资：中诚信国际将山东晨鸣融资租赁评级展望由稳定调整为负面

二、评级公司关注

- 9、金贵银业：东方金诚关注金贵银业2020年半年度业绩预告大幅亏损等事项
- 10、鄞城集团：东方金诚关注宁波市鄞城集团有限责任公司对外担保情况
- 11、湘投集团：联合资信关注公司法定代表人、董事等发生变更
- 12、宿迁新城：东方金诚关注公司董事、监事和总经理变更
- 13、公用资产：中诚信国际关注南京江北新区公用资产投资发展有限公司调整南京新北建设发展有限公司股权
- 14、华晨汽车：大公关注华晨汽车集团控股有限公司下属子公司股份冻结
- 15、西南水泥：联合资信关注西南水泥控股股东中国建材水泥资产建议重组事项

三、重要事项公告

- 16、南国置业：债券持有人会议通过相关议案
- 17、中航国际：债券持有人会议审议通过相关议案
- 18、桑德工程：持有人会议审议通过两项议案
- 19、北控水务集团：涉及仲裁情况
- 20、国盛证券：公司被接管
- 21、东百集团：公司涉及重大诉讼
- 22、安信证券：涉及重大诉讼进展情况
- 23、联合光伏(常州)：下属子公司重大诉讼及其进展

四、资产重组与股权划转

- 24、路桥公投：公司股东变动
- 25、海盐国资：控股股东无偿划转公司股权
- 26、滨城投资：公司控股股东与实际控制人变更

五、违约及后续进展

- 27、上海华信：建设银行公告“17沪华信 SCP002”违约后续进展
- 28、中融新大集团：集团公告“18中融新大 MTN002”处置进展
- 29、川煤集团：农业银行关注“12川煤炭 MTN1”违约后续进展
- 30、宜华集团：光大银行计划召开第三次持有人会议

资料来源：评级公司公告，公司公告，Wind，华泰证券研究所

风险提示

数据口径偏差。本文中一级发行数据只选取了超短期融资券、短期融资券、中期票据、企业债、一般公司债五个信用债品种，且由于一级发行数据时效性较强，数据可得性较弱，可能存在遗漏；二级成交数据只统计了超短期融资券、短期融资券、中期票据、企业债、定向工具、一般公司债、私募公司债七个品种，并剔除了成交量在200万以下的成交记录；收益率曲线用中债国债、中债国开债收益率曲线1、3、5、7、10Y代表无风险利率，用中债中短期票据和中债城投债收益率曲线，1、3、5、7、10Y和AAA、AA+、AA、AA-等评级代表信用债收益率，由于数据选取存在主观性，可能存在数据不全，不能反映全市场的情况。

公开信息披露不全。信用新闻披露根据评级公司公告、公司公告、Wind新闻等渠道进行统计，可能存在信息披露不全、信息披露滞后的风险。

免责声明

分析师声明

本人，程晨、肖乐鸣、张继强、赵天彤，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师程晨、肖乐鸣、张继强、赵天彤本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司