

固定收益研究/动态点评

2020年07月29日

20200728 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：20200727 信用债日常跟踪》2020.07

2《固定收益研究：地产有韧性，政策有定力》2020.07

3《固定收益研究：20200723 信用债日常跟踪》2020.07

核心观点

2020年7月28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。信用债发行规模下降，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26条信用新闻，其中评级调整共6条，违约及后续进展4条，东方金诚上调深圳立业主体及“15立业债”信用等级。

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28日利率债收益率普遍上行，国开债和国债收益率均上行，其中7Y国债收益率上行幅度最大，达到4.9BP。信用债收益率走势分化，5Y中短票、7Y中短票收益率上行，5Y城投债、10Y城投债收益率下行，其余期限信用债收益率走势分化。信用利差普遍下行，除1Y的AAA+和3Y的AAA+中短票外，其余中短票和城投债信用利差均下行，其中10Y中短票和城投债信用利差下行幅度较大。

一级发行：信用债发行规模下降，票面利率较低

7月28日信用债一级发行规模下降，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28日统计到信用债发行21期，其中超短融9期、短融3期、中票6期、公司债3期，发行规模总计217亿元。发行主体评级以AAA为主；一级发行的票面利率较低，21期信用债中，16期票面利率不高于4%，9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、江西和天津，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20.36亿元，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11.92亿元，成交期限集中在0-0.5年。

信用新闻：东方金诚上调深圳立业主体及“15立业债”信用等级

7月28日我们搜集到26条信用新闻，其中评级调整共6条，违约及后续进展4条。评级调整方面东方金诚将深圳立业主体及“15立业债”的信用等级由AA上调为AA+，大公将西宁城投主体及“15西宁城投MTN001”信用等级由AA上调为AA+。评级公司关注方面，联合资信关注常州新港涉及重大诉讼。违约及后续方面，“17宜华企业MTN002”未按期足额兑付本息，“14宁宝塔MTN001”、“14宁宝塔MTN002”公布违约后续。

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28日利率债收益率普遍上行，国开债和国债收益率均上行，其中7Y国债收益率上行幅度最大，达到4.9BP。信用债收益率走势分化，5Y中短票、7Y中短票收益率上行，5Y城投债、10Y城投债收益率下行，其余期限信用债收益率走势分化。信用利差普遍下行，除1Y的AAA+和3Y的AAA+中短票外，其余中短票和城投债信用利差均下行，其中10Y中短票和城投债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(%)	2.62	3.00	3.19	3.42	3.38	收益率(%)	2.26	2.48	2.68	2.90	2.92
波动(BP)	3.1	3.2	4.0	3.0	4.7	波动(BP)	1.0	0.4	4.8	4.9	4.2

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+	2.82	3.29	3.53	3.70	3.83	AAA	2.92	3.46	3.77	3.94	4.12
AAA	2.87	3.40	3.74	3.90	4.06	AA+	3.03	3.64	3.96	4.13	4.34
AA+	3.03	3.60	4.02	4.23	4.42	AA	3.16	3.83	4.21	4.45	4.68
AA	3.30	3.93	4.41	4.64	4.83	AA(2)	3.30	4.04	4.55	4.87	5.12
AA-	5.45	6.08	6.58	--	--	AA-	4.17	5.68	6.50	6.85	7.10

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+	4.3	3.7	2.4	0.2	-1.0	AAA	1.9	0.6	-0.5	0.2	-1.0
AAA	2.6	-0.2	0.2	0.2	-1.0	AA+	-0.2	0.6	-0.5	0.2	-1.0
AA+	1.6	-1.2	0.2	0.2	-1.0	AA	-1.1	-0.4	-0.5	0.2	-1.0
AA	-0.4	-1.2	1.2	0.2	-1.0	AA(2)	-1.1	-1.4	-0.5	0.2	-1.0
AA-	-0.4	-1.2	1.2	--	--	AA-	-2.1	-1.4	-0.5	0.2	-1.0

四、信用债信用利差(BP, 基于国开债)

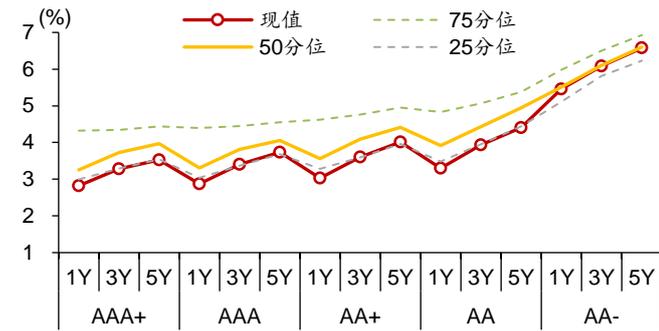
期限	中债中短期票据					期限	中债城投债				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y		1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	21	29	34	28	45	AAA	31	46	58	52	74
AAA	26	40	55	48	67	AA+	42	64	77	71	96
AA+	42	60	83	81	103	AA	55	83	102	103	130
AA	69	93	122	122	144	AA(2)	69	104	136	145	174
AA-	284	308	339	--	--	AA-	156	268	331	343	372

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+	1.2	0.5	-1.6	-2.9	-5.8	AAA	-1.2	-2.7	-4.5	-2.9	-5.7
AAA	-0.5	-3.4	-3.8	-2.9	-5.7	AA+	-3.2	-2.7	-4.5	-2.9	-5.7
AA+	-1.5	-4.4	-3.8	-2.9	-5.7	AA	-4.2	-3.6	-4.5	-2.9	-5.7
AA	-3.5	-4.4	-2.8	-2.9	-5.8	AA(2)	-4.2	-4.7	-4.5	-2.9	-5.7
AA-	-3.5	-4.4	-2.8	--	--	AA-	-5.2	-4.7	-4.5	-2.9	-5.8

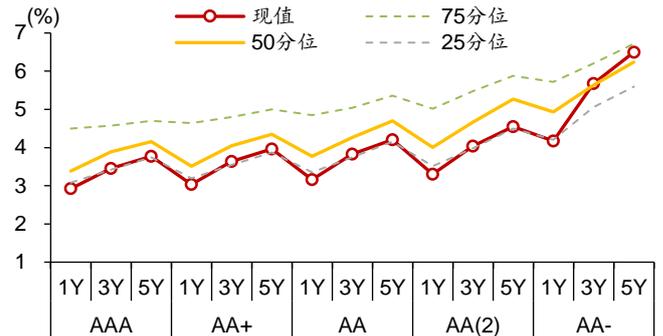
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：中短期票据收益率多数位于25分位值以上



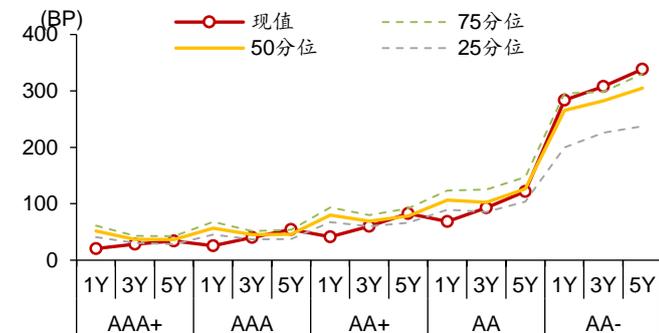
注：图表2、3、4、5历史分位值起点均为2015年1月
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：城投债收益率多数位于25分位值以上



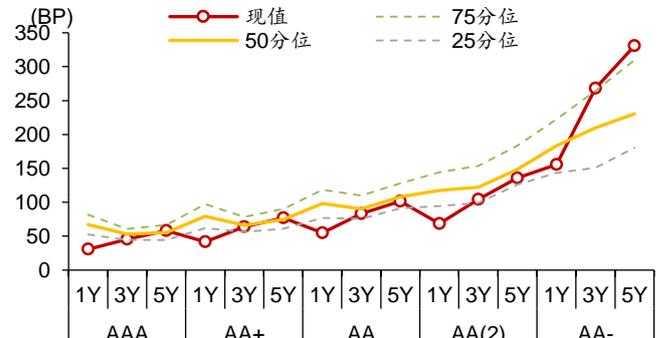
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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：信用债发行规模下降，票面利率较低

7月28日信用债一级发行规模下降，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28日统计到信用债发行21期，其中超短融9期、短融3期、中票6期、公司债3期，发行规模总计217亿元。发行主体评级以AAA为主；一级发行的票面利率较低，21期信用债中，16期票面利率不高于4%，9期信用利差不高于100BP。

图表6：信用债发行规模下降，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国航SCP011	1.65	20	-30	AAA/--	央企	中国国航	98D	交通运输
20厦翔业SCP013	1.85	10	-16	AAA/--	国企	翔业集团	178D	交通运输
20天成租赁SCP008	2.00	5	-18	AAA/--	央企	华能天成租赁	270D	租赁
20广物控股SCP004	2.09	10	-9	AAA/--	国企	广物控股	270D	商业贸易
20椒江国资SCP001	2.70	5	82	AA+/-	国企	椒江国资	30D	城投
20渝康资产SCP002	2.98	6	80	AAA/--	国企	渝康公司	270D	城投
20思明国控SCP002	3.14	4	96	AA/--	国企	思明控股	268D	建筑工程
20漯河城投SCP002	3.95	4	177	AA/--	国企	漯河城投	270D	城投
20渝兴永SCP001	4.46	3	228	AA/--	国企	兴永公司	270D	城投
二、短融								
20乌高新CP001	3.20	5	95	AA+/A-1	国企	高新集团	1	城投
20新盛投资CP001	3.57	5	132	AA+/A-1	国企	新盛投资	1	城投
20宿迁经开CP001	4.50	5	225	AA+/A-1	国企	宿迁经开	1	城投
三、中票								
20齐鲁交通MTN002	3.54	10	106	AAA/AAA	国企	齐鲁交通	3	交通运输
20金华城投MTN001	3.75	8	112	AA+/AA+	国企	金华城投	3+2	城投
20兴创投资MTN001	3.82	10	119	AA+/AA+	国企	兴创投资	3+2	城投
20大连万达MTN004	5.38	35	290	AAA/AAA	民企	万达商业	2+1	房地产
20遂宁发展MTN001	6.50	7	402	AA/AA	国企	遂宁发展集团	3	城投
20广元投资MTN001	6.95	5	443	AA/AA	国企	广元投控	1.5+1+1	城投
四、企业债								
暂无								
五、公司债								
20中建G1	3.48	20	100	AAA/AAA	央企	中国建筑国际	3	建筑工程
20银河F6	3.50	30	112	AAA/AAA	央企	中国银河	2	非银金融
20兴投02	3.80	10	132	AAA/AAA	国企	兴港投资	3	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、江西和天津，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 20.36 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 11.92 亿元，成交期限集中在 0-0.5 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
贵州交建	20 贵州交通 MTN002	2.72	3.49	-28.00	AA+/AAA	贵州
滨海建投	20 滨建投 SCP003	0.39	3.27	1.39	AAA/--	天津
深圳地铁	20 深圳地铁 MTN002	2.98	3.46	1.34	AAA/AAA	广东
上栗投资	18 上栗债 01	4.84	6.54	0.97	AA/AA	江西
江西高速	20 赣高速 SCP006	0.11	2.50	-4.03	AAA/--	江西
天津港集团	20 天津港 SCP001	0.63	3.16	0.14	AAA/--	天津
天津城投集团	18 津城建 MTN011A	0.77	3.21	-5.53	AAA/AAA	天津
国资公司	20 徐州经开 SCP001	0.48	3.00	0.46	AA+/-	江苏
镇江城建	20 镇江城建 MTN002	2.72	5.07	-33.43	AA+/AA+	江苏
衡阳城投	18 衡阳城投 MTN003	0.99+2	3.18	0.54	AA+/AA+	湖南
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	3.44	-28.00	AAA/AAA	央企
招商蛇口	20 招商蛇口 SCP006	0.69	2.89	-1.31	AAA/--	央企
世茂股份	20 沪世茂 MTN001	2.45	3.94	-6.55	AAA/AAA	外企
浦东金桥	20 金桥开发 SCP002	0.72	2.98	-0.96	AAA/--	国企
宝龙实业	17 宝龙 MTN001	0.09	4.85	-22.70	AA+/AA+	外企
光明地产	20 光明房产 MTN002	2.66	4.31	20.00	AA+/AA+	国企
华远地产	17 华远地产 MTN001	0.23+2	4.35	-37.56	AA/AA	国企
国贸地产	20 国贸地产 SCP001	0.59	3.32	-4.97	AA/--	国企
房政置业	16 连房政	0.75	4.95	68.98	--/AA+	国企
联发集团	19 联发 PPN001	0.51	3.66	-7.50	AA+/-	国企
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
长城汽车	20 长城汽车 SCP002	0.08	2.62	-5.22	AAA/--	汽车
万达商业	15 大连万达 MTN002	0.30	4.39	-1.07	AAA/AAA	房地产
荣盛集团	20 荣盛 SCP001	0.17	4.12	-0.48	AAA/--	化工
五江	20 五江轻化 CP001	0.77	6.38	-99.27	AA+/A-1	化工
均瑶	20 均瑶 SCP005	0.61	5.90	-2.72	AA+/-	综合
协鑫新能源	17 协鑫 G2	0.34	7.11	40.25	AA/AA	公用事业
碧水源	17 碧水源 MTN003	0.27	5.85	2.29	AA+/AA+	公用事业
恒力集团	18 恒力集 MTN001	0.41+1	7.42	-2.18	AAA/AAA	化工
阳光城	18 阳光 04	0.31+1	7.24	-51.28	AAA/--	房地产
华夏幸福	17 幸福基业 MTN001	1.82	5.10	-0.17	AAA/AAA	房地产

资料来源：Wind，华泰证券研究所

7月28日，高估值成交主体以中高评级国企为主，“19海国鑫泰 MTN005”成交偏离估值较高；高收益成交共有21只债券，以中高等级为主，“15紫光 PPN003”成交收益率达到49.63%，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紫光PPN003”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	19海国鑫泰 MTN005	1.25+1	31.06	2506.37	AAA/AAA	国企
冀中能源	16冀中能源 MTN001	0.48	28.41	2217.94	AAA/AAA	国企
海国鑫泰	19海国鑫泰 MTN002	1.66	25.60	1940.32	AAA/AAA	国企
海伦堡地产	18海伦 02	0.41+2	22.72	1590.09	AA+/AA+	民企
青岛国资	15青岛投 MTN001	2.81	36.27	1091.24	AA+/AA+	国企
山东宏桥	14宏桥债 02	1.07	16.57	687.89	AA+/AA+	外企
中交投资	17中交投 MTN001	0.22+3+N	8.09(到期)	480.83	AAA/AAA	央企
新黄浦	16黄浦置业 MTN001	1.21	17.37	391.90	AA-/AA-	国企
城发集团	18城发投资 PPN001	0.05+1	6.18(到期)	193.82	AA+/-	国企
泰州华信	17泰华信 MTN001	1.57+5+N	8.01	131.53	AA+/AA+	国企
二、低估值成交						
中国万达集团	17万集 01	1.49	7.94	-2103.43	AA+/AA+	民企
太安堂集团	16太安 01	0.48	7.66	-980.57	AA/AA	民企
新湖中宝	17新湖中宝 MTN001	0.28	9.47	-705.18	AA+/AA+	民企
保集集团	18保集 01	0.86	0.59	-675.51	AA/AA	民企
春华水务	16春华水务 MTN002	1.09	18.94	-229.73	AA/AA	国企
国美电器	16国美 01	0.45+1	15.32	-227.47	AA+/AA+	外企
同煤集团	18大同煤矿 PPN002	0.52	3.13	-145.34	AAA/--	国企
兰花集团	20兰花 SCP001	0.42	6.25	-119.59	AA+/-	国企
焦煤集团	18晋焦煤 MTN001	0.49	1.73	-114.24	AAA/AAA	国企
五江	20五江轻化 CP001	0.77	6.38	-99.27	AA+/A-1	民企
三、高收益成交						
紫光集团	15紫光 PPN003	0.08+5+N	49.63	96.38	AAA/--	央企
青岛国资	15青岛投 MTN001	2.81	36.27	50.40	AA+/AA+	国企
紫光集团	16紫光 02	0.69	31.16	85.00	AAA/AAA	央企
海国鑫泰	19海国鑫泰 MTN005	1.25+1	31.06	76.00	AAA/AAA	国企
冀中能源	16冀中能源 MTN001	0.48	28.41	90.00	AAA/AAA	国企
海国鑫泰	19海国鑫泰 MTN002	1.66	25.60	74.80	AAA/AAA	国企
海伦堡地产	18海伦 02	0.41+2	22.72	94.00	AA+/AA+	民企
春华水务	16春华水务 MTN002	1.09	18.94	86.20	AA/AA	国企
吉林铁投	15吉林铁投 PPN001	0.01	17.90	99.93	AA+/-	国企
新黄浦	16黄浦置业 MTN001	1.21	17.37	86.91	AA-/AA-	国企
山东宏桥	14宏桥债 02	1.07	16.57	91.67	AA+/AA+	外企
国美电器	16国美 01	0.45+1	15.32	96.50	AA+/AA+	外企
吉林铁投	15吉林铁投 PPN002	0.05	11.47	99.70	AA+/-	国企
清华控股	15清控 MTN003	0.17+5+N	11.17	98.86	AAA/AAA	央企
新宇建投	18新宇建投债 01	5.05	9.59	96.17	AA/AA	国企
新湖中宝	17新湖中宝 MTN001	0.28	9.47	99.15	AA+/AA+	民企
株洲循环经济	19株循 01	2.32+2	8.93	98.01	AA/--	国企
恒大地产	19恒大 01	0.77+2	8.91	97.98	AAA/AAA	民企
二建集团	PR南二建	0.95	8.27	19.96	AA+/AA+	民企
中交投资	17中交投 MTN001	0.22+3+N	8.09	100.50	AAA/AAA	央企
泰州华信	17泰华信 MTN001	1.57+5+N	8.01	97.37	AA+/AA+	国企

资料来源：Wind，华泰证券研究所

信用新闻：东方金诚上调深圳立业主体及“15 立业债”信用等级

7月28日我们搜集到26条信用新闻，其中评级调整共6条，违约及后续进展4条。评级调整方面东方金诚将深圳立业主体及“15 立业债”的信用等级由AA上调为AA+，大公将西宁城投主体及“15 西宁城投 MTN001”信用等级由AA上调为AA+。评级公司关注方面，联合资信关注常州新港涉及重大诉讼。违约及后续方面，“17 宜华企业 MTN002”未按期足额兑付本息，“14 宁宝塔 MTN001”、“14 宁宝塔 MTN002”公布违约后续。

图表9：东方金诚上调深圳立业主体及“15 立业债”信用等级

一、评级调整及评级展望调整

- 1、深圳立业：东方金诚将公司主体及“15 立业债”的信用等级由AA上调为AA+
- 2、西宁城投：大公将公司主体及“15 西宁城投 MTN001”信用等级由AA上调为AA+
- 3、西藏金融租赁：联合资信公司主体长期信用等级由AA下调至A+
- 4、商投集团：联合资信将公司主体长期信用等级由AA下调至AA-
- 5、复兴国际：穆迪将公司的企业家族评级(CFR)从“Ba2”下调至“Ba3”。同时，将 Fortune Star (BVI) Limited 发行债券的高级无抵押评级从“Ba2”下调至“Ba3”。评级展望已从列入评级观察名单改为“负面”。
- 6、广田集团：大公将公司主体长期信用等级和 18 广田 MTN002”的信用等级由AA+下调至AA，列入信用观察名单

二、评级公司关注

- 7、常州新港：联合资信关注公司涉及重大诉讼
- 8、常州滨开投：联合资信关注子公司涉及重大诉讼
- 9、海正药业：新世纪评级关注公司拟发行股份，可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项
- 10、中合担保：联合评级关注公司总经理变动
- 11、公用资产：东方金诚关注子公司股权转让

三、重要事项公告

- 12、兴业证券：涉及重大诉讼进展
- 13、山东国投：子公司涉及重大诉讼(仲裁)
- 14、港发集团：承继“16 武汉新港 MTN001”等债券
- 15、鄂旅投：中诚信国际迟披露公司 2020 年度跟踪评级报告
- 16、中国建投：涉及重大诉讼、仲裁
- 17、昆山创控：“19 创控 01”持有人会议议案《关于“昆山创业控股集团有限公司子公司股权转让事项”的议案》未通过
- 18、高创投资：当年累计新增借款超过上年末净资产的 22.58%
- 19、安徽外经：延期披露 2019 年年度报告及 2020 年一季度报进展
- 20、中庚集团：“18 中庚 G1”债券偿债保障措施发生变更的公告

四、资产重组与股权划转

- 21、西南水泥：控股股东中国建材水泥资产建议重组
- 22、南方水泥：控股股东中国建材水泥资产建议重组

五、违约及后续进展

- 23、宝塔石化集团：“14 宁宝塔 MTN001”、“14 宁宝塔 MTN002”违约后续
- 24、安徽外经：债务融资工具违约后续进展
- 25、新光控股：“17 新光控股 CP001”等三只短融违约后续工作进展情况
- 26、宜华集团：“17 宜华企业 MTN002”未按期足额兑付本息

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