

固定收益研究/动态点评

2020年07月23日

20200722 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：20200721 信用债日常跟踪》2020.07

2 《固定收益研究：20200720 信用债日常跟踪》2020.07

3 《固定收益研究：20200717 信用债日常跟踪》2020.07

核心观点

2020年7月22日利率债收益率走势分化，信用债收益率普遍下行，信用利差多数下行。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28条信用新闻，其中评级调整共7条，桂林银行主体及债项评级上调。

收益率曲线：利率债收益率走势分化，信用利差多数下行

2020年7月22日利率债收益率走势分化，1Y、3Y利率债收益率上行，其中1Y国债收益率上行幅度最大达到2.8BP，5Y、7Y、10Y利率债收益率下行，其中7Y国债收益率下行幅度最大达到5.0BP。信用债收益率普遍下行，其中5Y城投债收益率下行幅度最大达到6.9BP，仅1Y的AAA+中短票收益率上行0.2BP。信用利差多数下行，其中1Y、3Y中短票和城投债信用利差下行幅度较大，仅5Y的AA、AA-级中短票和10Y城投债信用利差上行。

一级发行：信用债发行规模上升，票面利率较低

7月22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22日统计到信用债发行37期，其中超短融23期、短融4期、中票9期、公司债1期，发行规模总计444亿元。发行主体评级以AAA为主；一级发行的票面利率较低，37期信用债中，28期票面利率不高于4%，21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以AAA为主，成交量排名前三的省份是江苏、浙江和天津，成交期限集中在1-3年；地产债成交量前十的主体多为AAA，其中地产债AAA总成交规模达到23.34亿元，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16.80亿元，成交期限集中在1-3年。

信用新闻：桂林银行主体及债项评级上调

7月22日我们搜集到28条信用新闻，其中评级调整共7条，违约及后续进展2条。评级调整方面大公国际上调桂林银行主体及相关债券信用评级，东方金诚上调嘉兴银行主体及“16嘉兴银行二级”信用等级，大公国际上调六安农银行主体及相关债券信用评级。违约及后续方面，北金所称到期违约债券“17永泰能源CP005”公开转让，河南众品10月2日前向管理人申报债权，10月16日召开第一次债权人会议。

风险提示：数据口径偏差、公开信息披露不全。

收益率曲线：利率债收益率走势分化，信用利差多数下行

2020年7月22日利率债收益率走势分化，1Y、3Y利率债收益率上行，其中1Y国开债收益率上行幅度最大达到2.8BP，5Y、7Y、10Y利率债收益率下行，其中7Y国债收益率下行幅度最大达到5.0BP。信用债收益率普遍下行，其中5Y城投债收益率下行幅度最大达到6.9BP，仅1Y的AAA+中短票收益率上行0.2BP。信用利差多数下行，其中1Y、3Y中短票和城投债信用利差下行幅度较大，仅5Y的AA、AA-级中短票和10Y城投债信用利差上行。

图表1：利率债收益率普遍下行，信用利差普遍上行

一、利率债收益率和波动

中债国开债						中债国债					
期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
收益率(%)	2.54	2.96	3.14	3.47	3.33	收益率(%)	2.26	2.47	2.63	2.89	2.89
波动(BP)	2.8	0.5	-3.0	-1.4	-2.5	波动(BP)	1.0	0.1	-0.7	-5.0	-1.5

二、信用债收益率(%)

中债中短期票据						中债城投债					
期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	2.82	3.36	3.61	3.75	3.91	AAA	2.93	3.56	3.88	4.02	4.20
AAA	2.88	3.50	3.84	4.00	4.13	AA+	3.09	3.75	4.07	4.21	4.42
AA+	3.06	3.71	4.11	4.33	4.49	AA	3.23	3.93	4.32	4.53	4.76
AA	3.36	4.06	4.49	4.74	4.90	AA(2)	3.41	4.15	4.64	4.95	5.20
AA-	5.53	6.23	6.66	--	--	AA-	4.30	5.79	6.59	6.93	7.18

三、信用债收益率波动(BP)

中债中短期票据						中债城投债					
期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	0.2	-3.6	-4.5	-4.9	-2.0	AAA	-3.3	-4.9	-6.9	-4.1	-2.0
AAA	-0.8	-4.5	-4.9	-4.9	-2.0	AA+	-1.3	-3.9	-6.9	-4.1	-2.0
AA+	-1.8	-4.5	-4.9	-4.9	-2.0	AA	-1.3	-2.9	-6.9	-4.1	-2.0
AA	-2.8	-2.5	-2.9	-2.9	0.0	AA(2)	-1.3	-2.9	-6.9	-4.1	-2.0
AA-	-2.8	-2.5	-2.9	--	--	AA-	-3.3	-2.9	-6.9	-4.1	-2.0

四、信用债信用利差(BP, 基于国开债)

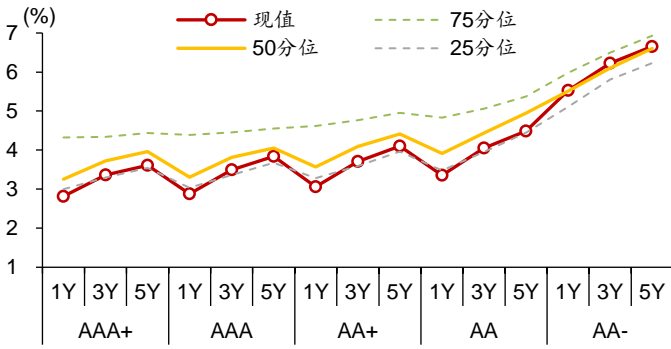
中债中短期票据						中债城投债					
期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	27	40	47	27	58	AAA	38	60	74	55	87
AAA	34	54	70	52	80	AA+	54	79	93	74	109
AA+	52	75	97	85	116	AA	68	97	118	106	143
AA	82	110	135	126	157	AA(2)	86	119	150	148	187
AA-	299	327	352	--	--	AA-	175	283	345	346	385

五、信用利差变化(BP)

中债中短期票据						中债城投债					
期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	-2.6	-4.1	-1.5	-3.5	0.5	AAA	-6.1	-5.4	-3.9	-2.7	0.5
AAA	-3.5	-5.0	-1.9	-3.5	0.5	AA+	-4.1	-4.4	-3.9	-2.7	0.5
AA+	-4.5	-5.0	-1.9	-3.5	0.5	AA	-4.1	-3.4	-3.9	-2.7	0.5
AA	-5.5	-3.0	0.1	-1.5	2.5	AA(2)	-4.1	-3.4	-3.9	-2.7	0.5
AA-	-5.5	-3.0	0.1	--	--	AA-	-6.1	-3.4	-3.9	-2.7	0.5

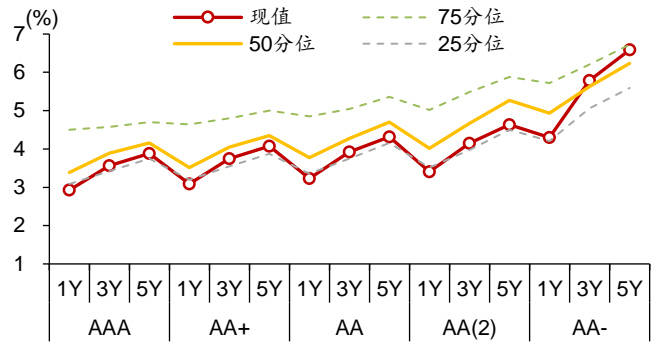
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：中短期票据收益率多数位于25分位值以上



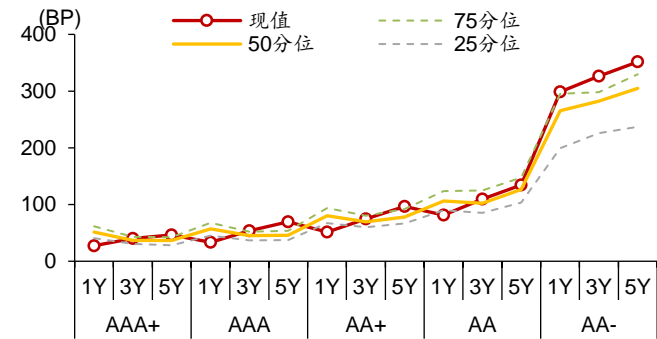
注：图表2、3、4、5历史分位值起点均为2015年1月
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表3：城投债收益率多数位于25分位值以上



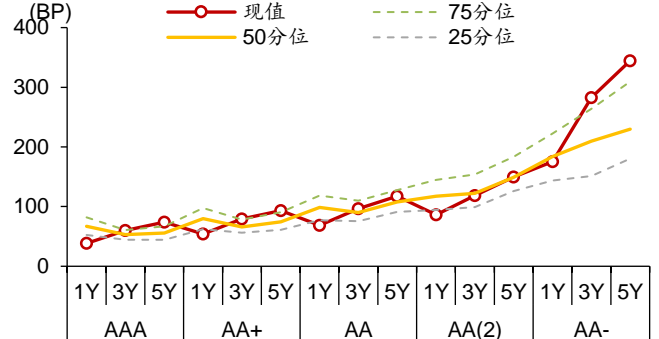
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表4：中长期、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：中长期、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22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22日统计到信用债发行37期，其中超短融23期、短融4期、中票9期、公司债1期，发行规模总计444亿元。发行主体评级以AAA为主；一级发行的票面利率较低，37期信用债中，28期票面利率不高于4%，21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大唐新能 SCP003	1.25	20	-55	AAA/--	央企	大唐新能源	51D	电力
20深航空 SCP018	1.25	5	-74	AAA/--	央企	深圳航空	93D	交通运输
20宁沪高 SCP019	1.40	4	-60	AAA/--	国企	宁沪高速	107D	交通运输
20中电路桥 SCP005	1.48	10	-36	AAA/--	央企	中国电建	60D	建筑工程
20厦门国贸 SCP003	1.59	5	-42	AAA/--	国企	国贸控股	150D	商业贸易
20越秀集团 SCP006	1.60	15	-49	AAA/--	国企	越秀集团	240D	综合
20东航股 SCP026	1.65	30	-36	AAA/--	央企	东方航空	177D	交通运输
20国航 SCP010	1.65	10	-34	AAA/--	央企	中国国航	98D	交通运输
20伊利实业 SCP016	1.70	10	4	AAA/--	公众企业	伊利股份	30D	食品饮料
20华电股 SCP001	1.75	15	-25	AAA/--	央企	华电国际	120D	电力
20中材科技 SCP003	1.75	4	-25	AAA/--	央企	中材科技	120D	化工
20滨建投 SCP003	2.00	15	-1	AAA/--	国企	滨海建投	150D	城投
20铁塔股份 SCP007	2.30	30	17	AAA/--	公众企业	中国铁塔	268D	通信
20中铝国工 SCP005	2.30	10	32	AA+/-	央企	中铝国际	90D	建筑工程
20鲁国资 SCP003	2.40	5	39	AAA/--	国企	山东国投	150D	综合
20广新控股 SCP023	2.65	7	81	AAA/--	国企	广新集团	60D	商业贸易
20沪电力 SCP012	2.88	17	87	AAA/--	央企	上海电力	177D	电力
20闽漳龙 SCP004	3.20	8	106	AA+/-	国企	漳龙集团	269D	城投
20宿州城投 SCP001	3.23	8.5	109	AA+/-	国企	宿州建投	270D	城投
20涪陵新城 SCP001	3.30	3	116	AA+/-	国企	涪陵新城	270D	城投
20阳煤 SCP007	3.30	10	125	AAA/--	国企	阳煤集团	219D	煤炭
20京电子城 SCP001	3.78	7	164	AA+/-	国企	电子城	270D	城投
20鲁商 SCP012	5.30	4	316	AA+/-	国企	鲁商集团	270D	商业贸易
二、短融								
20光大证券 CP010BC	2.55	20	57	AAA/A-1	央企	光大证券	90D	非银金融
20申万宏源 CP005BC	2.55	40	56	AAA/A-1	央企	申万宏源证券	91D	非银金融
20兴业证券 CP001	2.55	30	58	AAA/A-1	国企	兴业证券	85D	非银金融
20天风证券 CP005	2.85	10	86	AAA/A-1	公众企业	天风证券	91D	非银金融
三、中票								
20北京国资 MTN002	3.52	20	106	AAA/AAA	国企	国资公司	3	综合
20蓉城轨交 MTN004	4.00	10	154	AAA/AAA	国企	成都轨道集团	3+N	城投
20远东租赁 MTN003	4.00	10	154	AAA/AAA	央企	远东租赁	3	租赁
20天宁建设 MTN002	4.10	5	164	AA+/AA+	国企	天宁建设	3	城投
20盐城城南 MTN001	4.18	5	172	AA+/AA+	国企	城南开投	3	城投
20建德国资 MTN003	4.43	11	180	AA/AA	国企	建德国资公司	3+2	城投
20太仓资产 MTN001	4.49	5	186	AA+/AA+	国企	太仓资产经营公司	5	城投
20红四方 MTN001	6.28	5	382	AA/AA	央企	中盐红四方	3	化工
20华远地产 MTN001	6.48	10	407	AA/AA	国企	华远地产	2	房地产
四、企业债								
暂无								
五、公司债								
20粤港 01	3.50	10	104	AAA/AAA	国企	广州港	3	交通运输
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以AAA为主，成交量排名前三的省份是江苏、浙江和天津，成交期限集中在1-3年；地产债成交量前十的主体多为AAA，其中地产债AAA总成交规模达到23.34亿元，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16.80亿元，成交期限集中在1-3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	18津城建 MTN001	0.49	3.06	1.18	AAA/AAA	天津
交通集团	20陕交建 SCP002	0.64	2.95	0.94	AAA/--	陕西
苏交通	20苏交通 MTN002	4.77	3.90	3.08	AAA/AAA	江苏
海淀国资	20海淀国资 MTN001	2.62	3.80	2.75	AAA/AAA	北京
陕西高速集团	16陕高速 MTN001	0.50	3.24	38.66	AAA/AAA	陕西
华发集团	20华发集团 SCP016	0.42	2.79	-3.32	AAA/--	广东
交投集团	18川交投 MTN001	0.55	3.22	33.65	AAA/AAA	四川
云投集团	20云投 SCP015	0.04	3.00	12.42	AAA/--	云南
广州地铁	19广州地铁 SCP004	0.09	2.37	2.85	AAA/--	广东
天恒置业	19天恒置业 SCP003	0.15	2.97	1.31	AA+/-	北京
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
中交房地产集团	19中交房产 MTN001	1.65	3.33	-0.07	AAA/AAA	央企
招商蛇口	20招商蛇口 MTN001A	2.63	3.45	-0.07	AAA/AAA	央企
万达商业	20大连万达 MTN003	1.97+1	5.35	26.62	AAA/AAA	民企
华远地产	17华远地产 MTN001	0.24+2	4.58	-10.47	AA/AA	国企
中天金融	20中天金融 MTN002	2.98	7.50	-341.89	AA+/AA+	民企
华润置地	18华润置地 MTN001	0.63	2.88	4.37	AAA/AAA	央企
融创地产	16融地 01	0.5+2	4.69	-45.93	AAA/AAA	民企
滨江集团	20滨江房产 MTN001	2.58	4.18	-4.81	AAA/AAA	民企
金地集团	18金地 MTN003	1.09	3.10	-5.07	AAA/AAA	公众企业
新城控股	20新城控股 SCP002	0.26	5.22	4.97	AAA/--	民企
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
万达商业	20大连万达 MTN003	1.97+1	5.35	26.62	AAA/AAA	房地产
吉利控股集团	20吉利债 02	4.63	4.69	6.95	AAA/AAA	汽车
红狮	20红狮 SCP004	0.67	3.65	30.31	AAA/--	建筑材料
中天金融	20中天金融 MTN002	2.98	7.50	-341.89	AA+/AA+	房地产
均瑶	18均瑶 MTN002	1.29	6.28	19.98	AA+/AA+	综合
百业源	20百业源 MTN001	1.73	4.14	0.08	AA+/AA+	医药生物
融创地产	16融地 01	0.5+2	4.69	-45.93	AAA/AAA	房地产
滨江集团	20滨江房产 MTN001	2.58	4.18	-4.81	AAA/AAA	房地产
宁德时代	20CATL01	2.49+2	3.88	15.12	AAA/AAA	电气设备
富通集团	19富通 MTN001	1.72+2	7.99	63.82	AA+/AA+	通信

资料来源：Wind，华泰证券研究所

7月22日，高估值成交主体以中高评级为主，18新宇01成交偏离估值较高；高收益成交共有18只债券，以中高等级国企为主，15吉林铁投PPN001成交收益率达到472.55%，其余绝大部分成交收益率在8%-25%之间。

图表8：高收益成交中17富兴PPN001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						
新宇建投	18新宇01	5.07	15.98	653.44	AA/AA	国企
冀中能源	15冀中MTN002	0.27	9.94	409.13	AAA/AAA	国企
沿海建设	15营口沿海债	1.51	12.00	368.30	AA/AA	国企
荆州城投	19荆州城投PPN002	0.5+1	7.75	358.00	AA/--	国企
遂宁天泰	18天泰实业PPN002	1.37+2	9.92	336.09	AA/--	国企
云南城投集团	18云城投MTN002	0.75	9.99	282.90	AAA/AAA	国企
东南资产	18东南投资PPN001	0.97	7.06	280.19	AA+/-	国企
镇江国投	17镇江国投MTN002	0.26	6.34	273.11	AA+/AA	国企
河南投资集团	18豫投资MTN001	0.68	5.10	234.01	AAA/AAA	国企
云南城投集团	18云城投MTN004	0.78	9.29	210.18	AAA/AAA	国企
二、低估值成交						
凯撒旅业	17凯撒03	0.36+2	14.59(到期)	-3330.72	BBB/BBB	民企
中国万达集团	17万集01	1.51	7.94	-2148.66	AA+/AA+	民企
紫光集团	17紫光05	0.28+2	25.04	-497.47	AAA/AAA	央企
中天金融	20中天金融MTN002	2.98	7.50	-341.89	AA+/AA+	民企
国信控股	15渝信02	0.33+2	10.30	-306.77	AAA/AAA	公众企业
阳煤集团	19阳煤CP010	0.15	1.65	-134.13	AAA/A-1	国企
成都文旅	18蓉城文化MTN001	1.12	2.72	-72.39	AA+/AA+	国企
冀中能源	19冀中能源PPN001	0.62	5.88	-68.18	AAA/--	国企
阳江恒财	15阳江债	1.73	3.15	-61.92	AA/AA	国企
怀化水业	17怀化水投MTN001	0.09+2	5.52(到期)	-60.49	AA/AA	国企
三、高收益成交						
吉林铁投	15吉林铁投PPN001	0.02	472.55	90.15	AA+/-	国企
紫光集团	17紫光05	0.28+2	25.04	94.70	AAA/AAA	央企
新宇建投	18新宇01	5.07	15.98	82.50	AA/AA	国企
凯撒旅业	17凯撒03	0.36+2	14.59	90.40	BBB/BBB	民企
沿海建设	15营口沿海债	1.51	12.00	37.98	AA/AA	国企
吉林铁投	15吉林铁投PPN002	0.07	10.53	99.68	AA+/-	国企
国信控股	15渝信02	0.33+2	10.30	98.00	AAA/AAA	公众企业
云南城投集团	18云城投MTN002	0.75	9.99	96.71	AAA/AAA	国企
冀中能源	15冀中MTN002	0.27	9.94	98.63	AAA/AAA	国企
遂宁天泰	18天泰实业PPN002	1.37+2	9.92	96.95	AA/--	国企
龙翔集团	19龙翔投资PPN002	1.68	9.88	96.40	AA+/-	国企
新宇建投	18新宇建投债01	5.07	9.50	96.35	AA/AA	国企
山东宏桥	14宏桥债02	1.08	9.44	98.01	AA+/AA+	外企
云南城投集团	18云城投MTN004	0.78	9.29	97.52	AAA/AAA	国企
山东宏桥	16宏桥03	0.52	9.11	98.80	AA+/AA+	外企
蓝光发展	19蓝光MTN001	0.97	8.90	98.73	AA+/AA+	民企
医药城控股集团	19东方医药PPN001	1.65+2	8.45	98.53	AA/--	国企
石榴集团	19石榴01	0.48+3	8.06	100.03	AA/AA	民企

资料来源：Wind，华泰证券研究所

信用新闻：桂林银行主体及债项评级上调

7月22日我们搜集到28条信用新闻，其中评级调整共7条，违约及后续进展2条。评级调整方面大公国际上调桂林银行主体及相关债券信用评级，东方金诚上调嘉兴银行主体及“16嘉兴银行二级”信用等级，大公国际上调六安农银行主体及相关债券信用评级。违约及后续方面，北金所称到期违约债券“17永泰能源CP005”公开转让，河南众品10月2日前向管理人申报债权，10月16日召开第一次债权人会议。

图表9：桂林银行主体及债项评级上调

一、评级调整及评级展望调整

- 1、嘉兴银行：东方金诚上调嘉兴银行主体及“16嘉兴银行二级”信用等级
- 2、六安农商行：大公国际上调公司主体及相关债券信用评级
- 3、桂林银行：大公国际上调主体及相关债券信用评级
- 4、云水投资：联合资信上调主体及相关债项信用评级至AA+
- 5、神州租车：穆迪将公司评级列入上调观察名单
- 6、国泰世华银行：标普调整公司评级展望为“负面”
- 7、国联水产：中诚信国际将公司主体评级展望由稳定调整为负面

二、评级公司关注

- 8、中静新华：联合评级关注公司涉及重大诉讼及资产被冻结
- 9、云南水务：联合资信关注云公司董事长发生变动
- 10、天安人寿：中债资信关注银保监会对天安人寿依法实施接管
- 11、中环股份：东方金诚关注中环股份控股股东混合所有制改革
- 12、天安财险：大公关注银保监会依法对天安财险等六家机构实施接管
- 13、兖矿集团：东方金诚关注兖矿集团有限公司筹划战略重组
- 14、TCL科技：中诚信国际关注TCL科技集团成为天津中环电子信息集团100%股权收购最终受让方

三、重要事项公告

- 15、九旅集团：涉及重大仲裁事项
- 16、广西建工集团：公司涉及多项重大诉讼进展情况
- 17、华诚医学：公司受限资产情况
- 18、安信证券：涉及重大诉讼进展情况
- 19、东海证券：公司涉及仲裁
- 20、拉萨城投：2020年累计新增借款占上年末净资产的24.45%
- 21、秀山工投：8月14日召开“16秀山工投债”持有人会议
- 22、东丽城投：7月30日召开“15东丽债”持有人会议
- 23、昆山创控：“19昆山创业MTN001”持有人会议的议案

四、资产重组与股权划转

- 24、梅山公司：实际控制人发生变更
- 25、山东发展：控股股东发生变更
- 26、国药租赁：股东发生变更

五、违约及后续进展

- 27、永泰能源：北金所称到期违约债券“17永泰能源CP005”公开转让
- 28、河南众品：10月2日前向管理人申报债权，10月16日召开第一次债权人会议

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