

## 按揭贷款违约系列报告一：违约客户特征

推荐 (维持)

2018年10月08日

## 重点公司

重点公司	18E	19E	评级
保利地产	1.65	2.00	买入
新城控股	4.05	5.73	买入
万科A	3.29	4.24	买入
招商蛇口	2.15	2.78	买入
世联行	0.67	0.92	买入

## 相关报告

《居民杠杆率国际比较研究系列三:美国篇》2018-09-18

《房地产行业系列深度报告之六:居民杠杆率国际比较研究》2018-07-10

《房地产行业系列深度报告之五:三四线房价再无周期》2017-07-22

分析师:

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

研究助理:

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

团队成员:

## 投资要点

- 我们分析不良按揭样本数据,发现违约客户有三大特征:1,小金额;2,低收入;3,三四线。其中,发放金额在50万以下的贷款笔数占比84.2%;借款人年收入在10万元以下的贷款笔数占比74.4%;三四线贷款笔数占比58.1%(按照产品发行说明书中的划分,未将边缘二线城市列入三四线城市)。
- 样本为某国有大行发行的不良个人住房抵押贷款支持证券,基础资产总计92亿元,而该银行2017年个人住房不良贷款余额127.89亿元。且该行对全国商行按揭都有很好代表性。
- 小金额按揭贷款是不良的主要构成。在不良按揭贷款样本中,发放金额在50万元以下的贷款金额占比57.7%,贷款笔数占比84.2%。未偿本息余额在50万元以下的贷款金额占比59.1%,贷款笔数占比85.6%。
- 低收入借款人是违约客户的主要构成。违约样本中,以年收入10万元以下的低收入群体为主。按贷款金额计算,占比为52.4%;按贷款笔数计算,占比为74.4%。
- 三四线是违约的主要构成。按抵押物所在地计算,三四线贷款金额占比49.4%,贷款笔数占比58.1%(以产品说明书中城市划分计算)。如果将部分非核心二线城市列为三四线城市,三四线城市占比更高,贷款金额占比高于60%,贷款笔数占比高于70%。
- 此外,不良贷款中以10-20年合同期限的为主,贷款金额占比58.8%,贷款笔数占比61.5%。初始抵押率以60%-70%为主,贷款金额占比为66.7%,贷款笔数占比为64.6%。借款人年龄集中在30-40岁,其中贷款金额占比41.9%,贷款笔数占比40.4%。借款人职业以行政机关及社会团体相关人员,商业和服务业人员,个体及小微企业相关人员,专业技术人员,生产和运输行业相关人员,贷款金额占比分别为30.6%、20.8%、14.6%、12.4%、5.2%,贷款笔数占比31.7%、22.3%、10.9%、14.2%、7.5%。

**投资建议:**居民杠杆率趋势难以改变,长期看好一二线城市基本面,地产公司集中度提升趋势延续,地产股“便宜”的特征明显,增量资金中长期将带来房地产核心资产的行情。持续推荐保利地产、招商蛇口、万科a、新城控股、绿地控股,受益标的还有华夏幸福。

**风险提示:**货币政策大幅收紧,核心城市房地产调控超预期严格,居民去杠杆力度超预期,房地产税出台超预期。



## 目 录

1、发放金额和未偿本息余额构成 .....	- 4 -
2、借款人收入分布 .....	- 6 -
3、抵押物区域分布 .....	- 6 -
4、贷款期限分布 .....	- 8 -
5、初始抵押率分布 .....	- 9 -
6、借款人年龄结构 .....	- 10 -
7、借款人职业分布 .....	- 10 -
图表 1、样本规模 .....	- 3 -
图表 2、该银行个人住房贷款五级分类情况（单位：亿元） .....	- 3 -
图表 3、该银行近五年个人住房（含商用房）贷款不良率统计 .....	- 3 -
图表 4、贷款发放金额分布 .....	- 4 -
图表 5、发放金额在 50 万元以下的贷款金额占比 .....	- 4 -
图表 6、发放金额在 50 万元以下的贷款笔数占比 .....	- 4 -
图表 7、未偿本息余额规模分布 .....	- 4 -
图表 8、未偿本息余额在 50 万元以下的贷款金额占比 .....	- 5 -
图表 9、未偿本息余额在 50 万元以下的贷款笔数占比 .....	- 5 -
图表 10、第一期产品贷款发放金额分布 .....	- 5 -
图表 11、第一期产品未偿本息余额分布 .....	- 5 -
图表 12、借款人收入分布 .....	- 5 -
图表 13、借款人收入结构——按贷款金额分 .....	- 6 -
图表 14、借款人收入结构——按贷款笔数分 .....	- 6 -
图表 15、三四线城市占比 .....	- 7 -
图表 16、基础资产省份分布 .....	- 7 -
图表 17、基础资产城市分布 .....	- 8 -
图表 18、贷款合同期限分布 .....	- 8 -
图表 19、贷款金额占比 .....	- 9 -
图表 20、贷款笔数占比 .....	- 9 -
图表 21、初始抵押率分布 .....	- 9 -
图表 22、初始抵押率分布——按贷款金额 .....	- 9 -
图表 23、初始抵押率分布——按贷款笔数 .....	- 9 -
图表 24、借款人年龄结构 .....	- 10 -
图表 25、借款人年龄结构——按贷款金额分 .....	- 10 -
图表 26、借款人年龄结构——按贷款笔数分 .....	- 10 -
图表 27、借款人职业分布 .....	- 10 -

## 报告正文

我们分析不良按揭样本数据，发现违约客户有三大特征：1，小金额；2，低收入；3，三四线。其中，发放金额在 50 万以下的贷款笔数占比 84.2%；借款人年收入在 10 万元以下的贷款笔数占比 74.4%；三四线贷款笔数占比 58.1%。（按照产品发行说明书中的划分，若将边缘二线城市列入三四线城市，占比更高。）

这些占比数据均为在不良住房抵押贷款中的占比，样本来自某国有大行发行的三期不良个人住房抵押贷款支持证券，基础资产总计 92 亿元，而该银行 2017 年个人住房不良贷款余额 127.89 亿元。鉴于该行在按揭发放的重要地位，这个数据对于全国按揭违约特征都很有代表性。

**基础资产是不良资产**，根据发行说明书的定义：“资产为不良资产（包括次级类、可疑类及损失类资产），存在着部分或全部不能回收的风险特性以及清收的困难性。”

**不良资产以购房按揭为主**。因为这里的个人购房抵押贷款具有久期长、新房占比高、抵押率高、贷款利率较低等特征，从这些数据特征来看，非购房按揭贷款占比很小，因此可以作为购房按揭客户特征分析的很好的基础数据。（1）从久期来看，合同期限在 10 年以下的贷款金额占比仅为 9.9%；（2）新房占比高，贷款金额占比 66.8%；（3）抵押率较高，抵押率在 60% 以上的贷款金额占比 84.6%；（4）贷款利率较低，三期产品加权贷款利率分别为 4.77%、4.86%、4.84%。

图表 1、样本规模

序号	发行时间	贷款笔数	未偿贷款金额 (万元)	预计可收回金额 (万元)
1	2016 年 9 月	7980	299,276.41	262,131.79
2	2017 年 9 月	8205	267,080.15	242,863.45
3	2018 年 9 月	11677	353,544.87	316,018.49
合计	-	27862	919,901.43	821,013.73

资料来源：中债网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、该银行个人住房贷款五级分类情况（单位：亿元）

	2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日		2015 年 12 月 31 日		2014 年 12 月 31 日		2013 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常	43505.88	99.31%	37404.89	99.24%	29274.9	99.19%	23975.06	99.30%	20129.88	99.41%
关注	173.73	0.40%	157.27	0.42%	133.26	0.45%	110.19	0.46%	80.56	0.40%
次级	63.51	0.14%	69.04	0.18%	64.9	0.22%	33.33	0.14%	19.36	0.10%
可疑	58.75	0.13%	52.85	0.14%	35.46	0.12%	21.6	0.09%	16.75	0.08%
损失	5.63	0.01%	7.61	0.02%	4.38	0.01%	2.99	0.01%	3.1	0.02%
合计	43807.51	100%	37691.66	100%	29512.9	100%	24143.17	100%	20249.66	100%

资料来源：中债网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、该银行近五年个人住房（含商用房）贷款不良率统计

	2017	2016	2015	2014	2013
不良贷款金额 (亿元)	127.89	129.5	104.73	57.92	39.21
不良贷款率	0.28%	0.34%	0.35%	0.24%	0.19%

资料来源：中债网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：不良贷款率的计算公式为，不良贷款率=期末不良贷款余额/期末个人住房不良（含商用房）贷款余额总额

## 1、发放金额和未偿本息余额构成

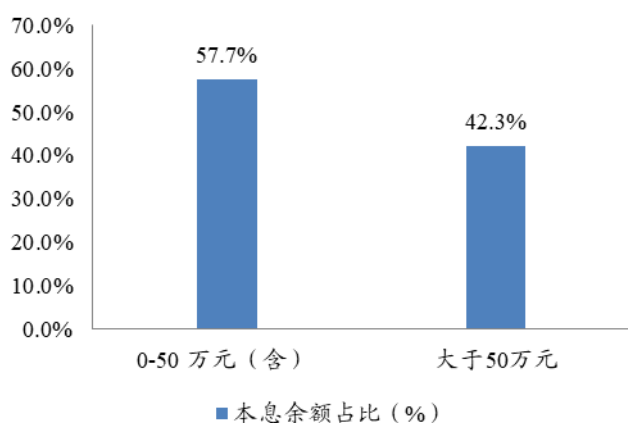
小金额贷款是不良的主要构成。样本中，发放金额在 50 万元以下的贷款金额占比 57.7%，贷款笔数占比 84.2%。

图表 4、贷款发放金额分布

贷款发放金额	本息余额 (万元)	本息余额占比	贷款笔数	贷款笔数占比
0-50 万元 (含)	530,634.89	57.7%	23,4730	84.2%
大于 50 万元	389,266.54	42.3%	4,389	15.8%
总计	919,901.43	100%	27,862	100%

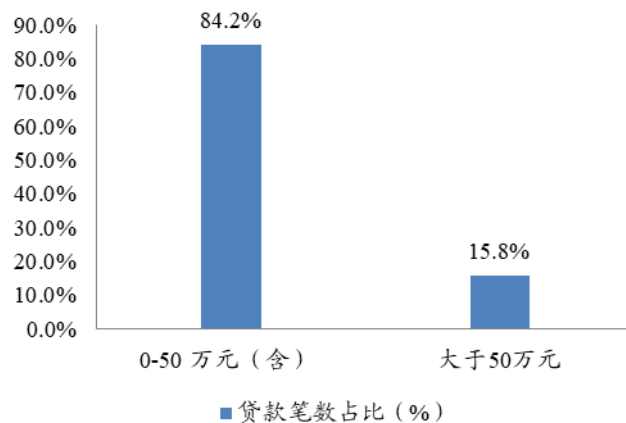
资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5、发放金额在 50 万元以下的贷款金额占比



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、发放金额在 50 万元以下的贷款笔数占比



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

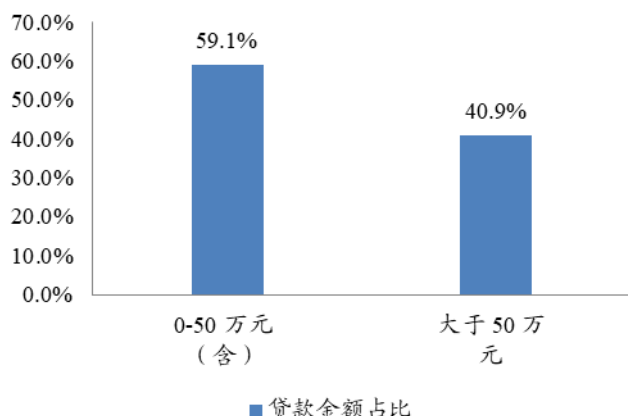
样本中，未偿本息余额在 50 万元以下的贷款金额占比 59.1%，贷款笔数占比 85.6%。

图表 7、未偿本息余额规模分布

未偿本息余额	本息余额 (万元)	本息余额占比	贷款笔数	贷款笔数占比
0-50 万元 (含)	543,672.64	59.1%	23,853	85.6%
大于 50 万元	376,228.8	40.9%	4,009	14.4%
总计	919,901.43	100.0%	27,862	100.0%

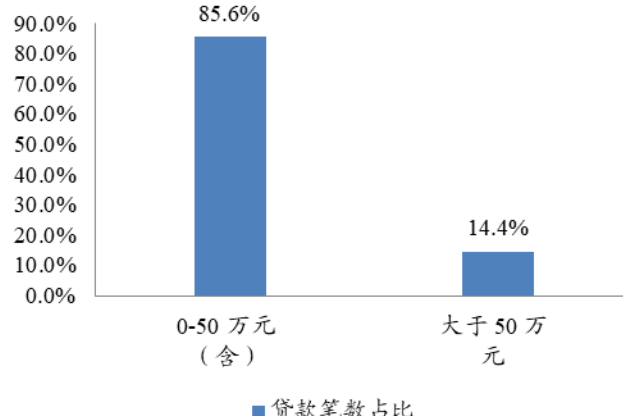
资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8、未偿本息余额在 50 万元以下的贷款金额占比



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9、未偿本息余额在 50 万元以下的贷款笔数占比



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

其中，第一期产品更加详细的拆分了 50 万元以下贷款的结构，发放金额 20 万元以下贷款笔数占比 22.37%，30 万元以下贷款笔数占比 48.32%。未偿本息余额 20 万元以下贷款笔数占比 30.55%，30 万元以下贷款笔数占比 53.66%。

图表 10、第一期产品贷款发放金额分布

贷款发放金额	本息余额 (万元)	本息余额占比 (%)	贷款笔数	贷款笔数占比 (%)
20 万元(含) 以下	21,774.27	<b>7.28</b>	1,785	<b>22.37</b>
20 万元~30 万元 (含)	45,891.83	<b>15.33</b>	2,071	<b>25.95</b>
30 万元~40 万元 (含)	49,338.99	<b>16.49</b>	1,530	<b>19.17</b>
40 万元~50 万元 (含)	37,931.34	<b>12.67</b>	910	<b>11.4</b>
50 万元~70 万元 (含)	49,389.08	<b>16.5</b>	874	<b>10.95</b>
70 万元以上	94,950.91	<b>31.73</b>	810	<b>10.15</b>
总计	<b>299,276.41</b>	<b>100</b>	<b>7,980</b>	<b>100</b>

资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11、第一期产品未偿本息余额分布

未偿本息余额	本息余额 (万元)	本息余额占比 (%)	贷款笔数	贷款笔数占比 (%)
20 万以下 (含)	31,739.49	<b>10.61</b>	2,438	<b>30.55</b>
20 万到 30 万 (含)	45,599.38	<b>15.24</b>	1,844	<b>23.11</b>
30 万到 40 万 (含)	46,839.71	<b>15.65</b>	1,349	<b>16.9</b>
40 万到 50 万 (含)	35,070.96	<b>11.72</b>	789	<b>9.89</b>
50 万到 60 万 (含)	25,046.57	<b>8.37</b>	458	<b>5.74</b>
60 万到 70 万 (含)	20,267.17	<b>6.77</b>	314	<b>3.93</b>
70 万以上	94,713.13	<b>31.65</b>	788	<b>9.87</b>
总计	<b>299,276.41</b>	<b>100</b>	<b>7,980</b>	<b>100</b>

资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、借款人收入分布

违约样本中，以年收入 10 万元以下的低收入群体为主。借款人年收入在 10 万元以下的贷款金额占比 52.4%，贷款笔数占比 74.4%。年收入 20 万以下的贷款金额占比 72.9%，贷款笔数占比 89.7%。

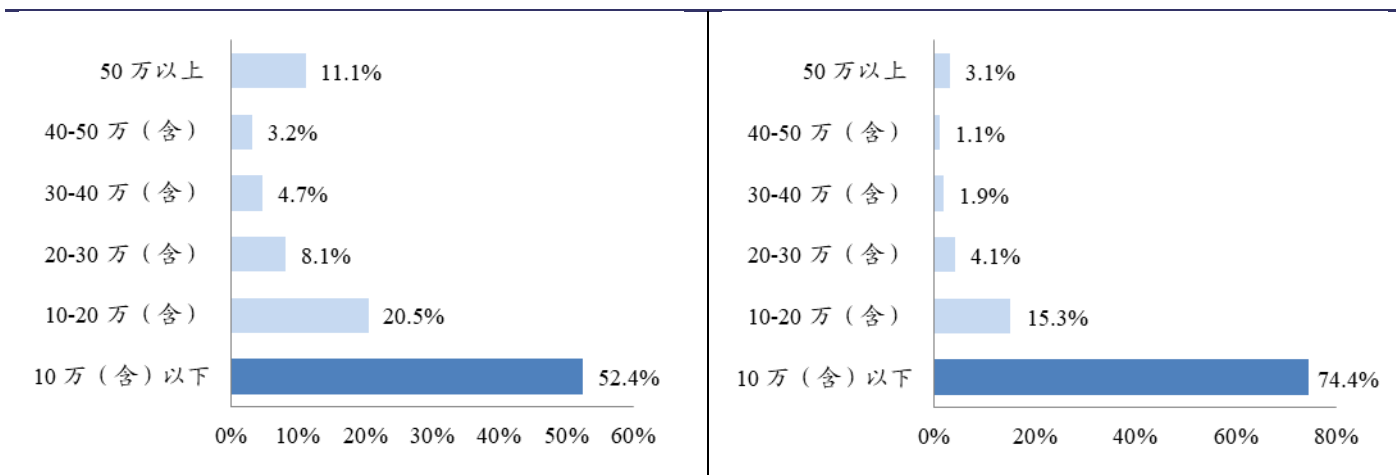
图表 12、借款人收入分布

借款人年收入	本息余额(万元)	本息余额占比	贷款笔数	贷款笔数占比
10 万(含)以下	482,354.82	52.4%	20,737.00	74.4%
10-20 万(含)	188,582.21	20.5%	4,259.00	15.3%
20-30 万(含)	74,129.08	8.1%	1,144.00	4.1%
30-40 万(含)	42,973.51	4.7%	542.00	1.9%
40-50 万(含)	29,314.37	3.2%	312.00	1.1%
50 万以上	102,547.44	11.1%	868.00	3.1%
总计	919,901.43	100.0%	27,862.00	100.0%

资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13、借款人收入结构——按贷款金额分

图表 14、借款人收入结构——按贷款笔数分



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

## 3、抵押物区域分布

抵押物分布中，三四线城市占比较高。按抵押物所在地计算，三四线贷款金额占比 49.4%，贷款笔数占比 58.1%。（注：此处按照产品发行说明书中的划分，一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市：天津、石家庄、太原、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、南京、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、南昌、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、南宁、海口、重庆、成都、贵阳、昆明、西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐。）

如果将其中部分非核心二线城市列为三四线城市，三四线城市占比更高，贷款金



额占比高于 60%，贷款笔数占比高于 70%。

**图表 15、三四线城市占比**

城市类别	本息余额(万元)	占比	贷款笔数	占比
一线城市	44010.27	4.8%	324	1.2%
二线城市	421733.59	45.8%	11354	40.8%
三四线城市	454157.58	49.4%	16184	58.1%
合计	919901.44	100%	27862	100%

资料来源：中债网，兴业证券经济与金融研究院整理

(注：按产品说明书中城市划分规则。一线城市：北京、上海、广州、深圳；二线城市：天津、石家庄、太原、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、南京、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、南昌、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、南宁、海口、重庆、成都、贵阳、昆明、西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐。)

从省份分布来看，以三四线城市为主的省份占比较高。未偿本息余额占比较高的是陕西(11.8%)、辽宁(6.9%)、广东(6.8%)、重庆(6.0%)、河北(5.5%)；贷款笔数占比较高的是辽宁(9.5%)、陕西(8.9%)、湖南(6.8%)、重庆(5.7%)、安徽(5.3%)。

**图表 16、基础资产省份分布**

省份	未偿本息余额(万元)	占比	贷款笔数	占比
辽宁	63535	6.9%	2658	9.5%
陕西	108188	11.8%	2492	8.9%
湖南	43548	4.7%	1885	6.8%
重庆	55301	6.0%	1592	5.7%
安徽	36757	4.0%	1486	5.3%
四川	43034	4.7%	1453	5.2%
广西	42212	4.6%	1448	5.2%
广东	62397	6.8%	1322	4.7%
山东	37296	4.1%	1297	4.7%
河南	30688	3.3%	1159	4.2%
河北	50205	5.5%	1153	4.1%
江苏	38175	4.1%	1112	4.0%
湖北	35047	3.8%	1043	3.7%
黑龙江	20261	2.2%	1036	3.7%
内蒙古	20326	2.2%	883	3.2%
大连	31550	3.4%	826	3.0%

资料来源：中债网，兴业证券经济与金融研究院整理

从城市分布来看，三四线城市和边缘二线城市占比高。未偿本息余额占比较高的是重庆(6.0%)、西安(5.7%)、榆林(5.7%)、沈阳(5.5%)、大连(5.3%)、鄂尔多斯(3.3%)，贷款笔数占比较高的是沈阳(6.6%)、重庆(5.7%)、大连(4.7%)、榆林(4.7%)、西安(3.8%)、鄂尔多斯(3.7%)。

图表 17、基础资产城市分布

城市	未偿本息余额 (万元)	占比	贷款笔数	占比
沈阳市	50323.25	5.5%	1841	6.6%
重庆市	55300.63	6.0%	1592	5.7%
大连市	48617.93	5.3%	1317	4.7%
榆林市	52702.6	5.7%	1298	4.7%
西安市	52792.02	5.7%	1056	3.8%
鄂尔多斯市	30399.28	3.3%	1031	3.7%
成都市	29577.02	3.2%	871	3.1%
武汉市	22571.44	2.5%	480	1.7%
昆明市	23687.92	2.6%	477	1.7%
哈尔滨市	12188.4	1.3%	454	1.6%
青岛市	15649.14	1.7%	448	1.6%
南宁市	17393.07	1.9%	435	1.6%
长春市	11656.39	1.3%	415	1.5%
长沙市	13394.67	1.5%	354	1.3%
株洲市	9211.97	1.0%	351	1.3%
合肥市	10640.12	1.2%	324	1.2%
娄底市	5484.22	0.6%	319	1.1%
银川市	6897.43	0.7%	306	1.1%
廊坊市	26949.12	2.9%	274	1.0%
惠州市	9743.05	1.1%	269	1.0%

资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、贷款期限分布

不良贷款中以 10-20 年合同期限为主，贷款金额占比 58.8%，贷款笔数占比 61.5%。而小于 10 年的贷款金额占比 9.9%，贷款笔数占比 19.9%；20-30 年的贷款金额占比 31.3%，贷款笔数占比 18.6%。

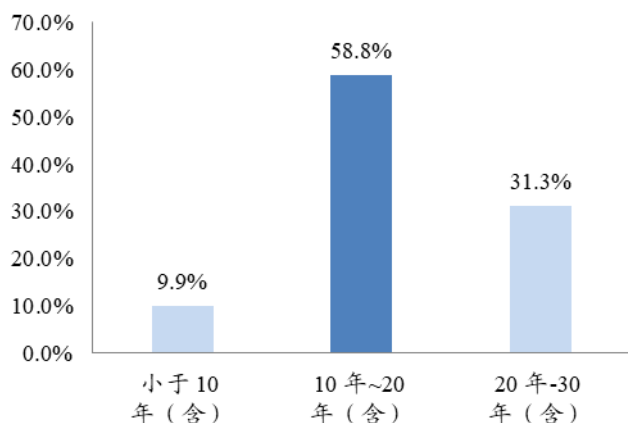
图表 18、贷款合同期限分布

贷款合同期限	本息余额(万元)	本息余额占比	贷款笔数	贷款笔数占比
小于 10 年(含)	90,990	9.9%	5,547	19.9%
10 年~20 年(含)	540,939	58.8%	17,134	61.5%
20 年-30 年(含)	287,973	31.3%	5,181	18.6%
合计	919,901	100.0%	27,862	100.0%

资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

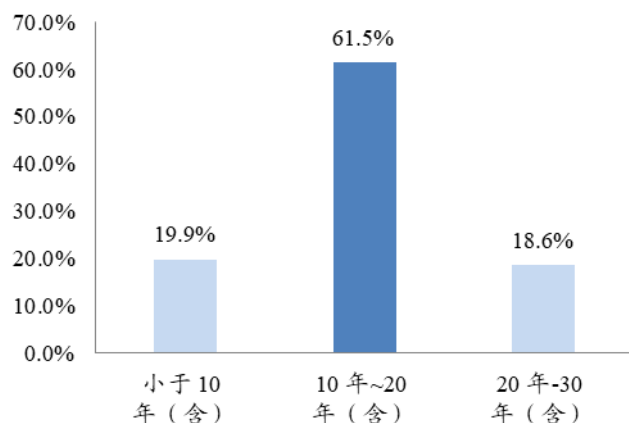


图表 19、贷款金额占比



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20、贷款笔数占比



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、初始抵押率分布

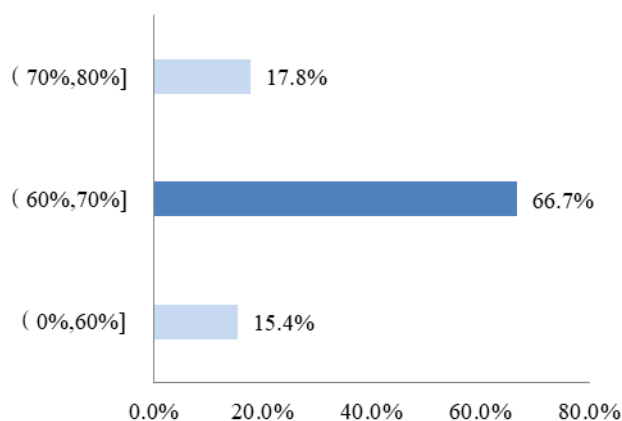
初始抵押率以 60%-70% 为主。样本中初始抵押率在 60%-70% 之间的贷款金额占比为 66.7%，贷款笔数占比为 64.6%。初始抵押率高于 60% 的贷款金额合计占比 84.6%，贷款笔数合计占比 79.3%。

图表 21、初始抵押率分布

初始抵押率	本息余额 (万元)	本息余额占比	贷款笔数	贷款笔数占比
(0%,60%]	141,766.36	15.4%	5,756	20.7%
(60%,70%]	614,012.73	66.7%	18,005	64.6%
(70%,80%]	164,122.32	17.8%	4,101	14.7%
合计	919,901.43	100.0%	27,862	100.0%

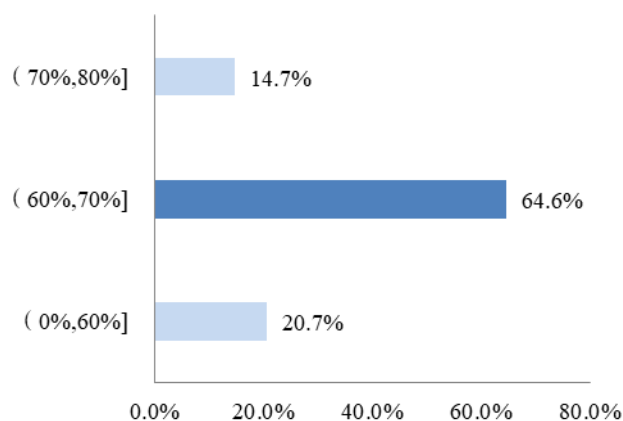
资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22、初始抵押率分布——按贷款金额



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 23、初始抵押率分布——按贷款笔数



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、借款人年龄结构

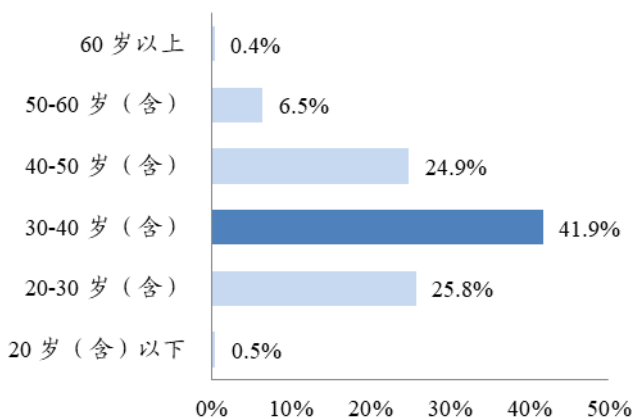
不良样本中，借款人年龄集中在 30-40 岁，其中贷款金额占比 41.9%，贷款笔数占比 40.4%。20-30 岁和 40-50 岁的借款人占比也较高，贷款金额占比分别为 26%、25%，贷款笔数占比分别为 26%、25%。

图表 24、借款人年龄结构

借款人年收入	本息余额(万元)	本息余额占比	贷款笔数	贷款笔数占比
20岁(含)以下	4,986	0.5%	177	0.6%
20-30岁(含)	237,106	25.8%	7,290	26.2%
30-40岁(含)	385,200	41.9%	11,248	40.4%
40-50岁(含)	229,199	24.9%	6,889	24.7%
50-60岁(含)	59,697	6.5%	2,121	7.6%
60岁以上	3,714	0.4%	137	0.5%
总计	919,901	100.0%	27,862	100.0%

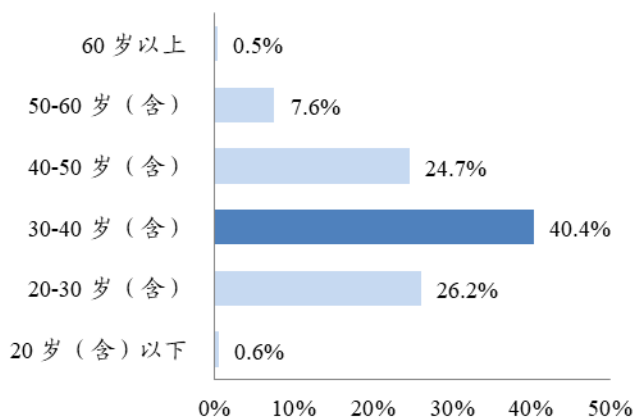
资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 25、借款人年龄结构——按贷款金额分



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26、借款人年龄结构——按贷款笔数分



资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

## 7、借款人职业分布

样本中，借款人职业以行政机关及社会团体相关人员，商业和服务业人员，个体及小微企业相关人员，专业技术人员，生产和运输行业相关人员，贷款金额占比分别为 30.6%、20.8%、14.6%、12.4%、5.2%，贷款笔数占比 31.7%、22.3%、10.9%、14.2%、7.5%。

图表 27、借款人职业分布

职业	本息余额(万元)	本息余额占比(%)	贷款笔数	贷款笔数占比(%)
行政机关、社会团体相关人员	281,796.19	30.6%	8,826.00	31.7%
商业、服务业人员	190,924.52	20.8%	6,214.00	22.3%
个体、小微企业相关人员	134,165.62	14.6%	3,038.00	10.9%
专业技术人员	114,362.93	12.4%	3,945.00	14.2%
生产、运输行业相关人员	48,202.74	5.2%	2,077.00	7.5%
其他	150,449.43	16.4%	3,762.00	13.5%

资料来源：中债网、兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：**居民杠杆率趋势难以改变，长期看好一二线城市基本面，地产公司集中度提升趋势延续，地产股“便宜”的特征明显，增量资金中长期将带来房地产核心资产的行情。持续推荐保利地产、招商蛇口、万科 a、新城控股、绿地控股，受益标的还有华夏幸福。

**风险提示：**货币政策大幅收紧，核心城市房地产调控超预期严格，居民去杠杆力度超预期，房地产税出台超预期。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn