

证券研究报告—深度报告

信托行业

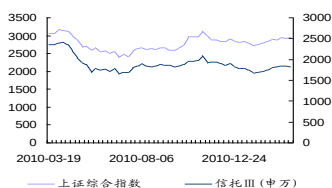
信托行业系列报告之一

暂不评级

(首次评级)

2011年3月16日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

证券分析师: 邵子钦

电话: 0755-82130468

E-mail: shaozq@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业证书编码:
 S0980510120052

证券分析师: 田良

电话: 0755-82130470

E-mail: tianliang@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业证书编码:
 S0980510120041

行业专题报告

分享财富管理市场的盛宴

● 全球财富增速最快在亚太, 亚太增速最快是中国

2009年末中国家庭金融资产规模5.4万亿美元, 位居亚太第二; 最近5年复合增长率22.45%。预计未来3年复合增长率15%以上。中国45.8%的财富集中在0.2%的高净值家庭, 财富集中度很高。

● 中国富人资产七成配置于股票和不动产, 未来有望调整

2009年中国富人资产配置结构中, 股票占42%, 不动产占27%, 合计占比69%。与全球比较, 未来有望提高固定收益、现金存款、另类投资的比例。从2011年具体情况来看, 高收益的结构化产品吸引力加大, 源于房产调控、股市缺乏赚钱效应、通胀预期下存款、债券吸引力趋弱。

● 信托产品具有风险收益优势

信托产品定位于高风险高收益。与风险度较低的定存、国债, 以及风险度居中的银行理财产品, 乃至风险度较高的股权类投资相比, 信托公司发行的产品具有收益率优势(2010年预计年化收益率8.09%、2011年8.54%)。

● 分业监管为信托业发展预留了空间

信托业正处于转型期。2010年信托手续费收入占比升至59%, 在资本金增加的情况下ROE稳定在13%左右。理财市场上的其他竞争主体: 私人银行有客户无产品, 证券公司局限于股票市场, 保险公司主打保障和稳健, 基金公司公募规模停滞, 第三方理财规模尚小。这些都为信托发展预留了空间。

● 2011年面临的挑战

①银信合作年底出清。②房地产信托窗口指导。③新设证券账户暂停审批和《证券投资基金法》修订。④净资本管理办法年底执行。⑤专业能力和管理水平有待提高。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘(元)	EPS		PE	投资评级
				2010	2011E		
000666	经纬纺机	9,425	13.36	0.35	0.53	25.21	暂不评级
000563	陕国投A	3,964	11.30	0.23	0.23	49.69	暂不评级

资料来源: 公司资料和国信证券预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资摘要

关键结论

长期看，随着家庭财富的快速增长，信托业具有广阔的发展空间；短期看，紧缩环境下的 2011 年受到一定制约。需要寻找兼具产品创新能力、风险控制能力和客户服务能力的公司。

核心假设

1. 中国内地财富管理市场未来 3 年复合增长率 15%。
2. 信托业跨市场运作依然没有政策障碍。
3. 房地产信托窗口指导逐步放松。

与市场预期的不同之处

市场普遍从微观层面分析，本文侧重从财富管理角度进行分析，包括：

1. 理财市场前景：全球财富增速最快在亚太，亚太增速最快是中国。中国家庭财富位居亚太第二，最近 5 年复合增长率 22.45%。预计未来 3 年复合增长率 15% 以上。中国财富 45.8% 的财富集中在 0.2% 的高净值家庭，财富集中度很高。
2. 资产配置现状：2009 年中国富人资产配置结构中，股票占 42%，不动产占 27%，合计占比 69%。与全球比较，未来有望提高固定收益、现金存款、另类投资的比例。
3. 信托产品优势：信托产品定位于高风险高收益。与风险度较低的定存、国债，以及风险度居中的银行理财产品，乃至风险度较高的股权类投资相比，信托公司发行的预计年化收益率 2010 年 8.09%、2011 年 8.54% 的产品具有优势。从 2011 年具体情况来看，高收益的结构化产品吸引力加大。源于房产调控、股市缺乏赚钱效应、通胀预期下存款债券吸引力趋弱。
4. 金融监管环境：分业监管为信托预留空间。信托业正处于转型期。2010 年信托手续费收入占比升至 59%。理财市场上的其他竞争主体：私人银行有客户无产品，证券公司局限于股票市场，保险公司主打保障和稳健，基金公司公募规模停滞，第三方理财规模尚小。这些都为信托发展预留了空间。
5. 2011 年政策环境：面临以下五个挑战：①银信合作年底出清。②房地产信托窗口指导。③新设证券账户暂停审批和《证券投资基金法》修订。④净资本管理办法年底执行。⑤专业能力和管理水平有待提高。

股价变化的催化因素

通胀预期下，信托产品旺销，信托资产规模和利润增速超预期，且信托资产风险可控。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、调控政策长期化。
- 2、资产泡沫破灭导致行业下行周期。

内容目录

全球财富增速最快在亚太，亚太增速最快是中国	5
中国财富规模位居亚太第二	5
财富增速最快在亚太，亚太增速最快是中国	5
预计未来 3 年复合增长率 15% 以上	5
43.5% 的财富集中在 0.2% 的高净值家庭	6
中国富人资产七成配置于股票和不动产，未来有望调整	7
现状：股票和不动产占比达七成	7
2011 年高收益的结构化产品吸引力加大	8
信托产品具有风险收益优势	9
信托产品的分类和占比	9
信托产品定位高风险高收益	9
分业监管为信托业发展预留了空间	10
转型中的信托行业	10
信托业需要准确的客户定位和产品定位	11
2011 年面临的挑战	12
银信合作年底出清	13
房地产信托窗口指导	13
新设证券账户暂停审批和《证券投资基金法》修订	14
净资本管理办法年底执行	14
专业能力和管理水平有待提高	15

图表目录

图 1: 2009 年亚太地区家庭金融资产总额	5
图 2: 全球财富管理市场规模增速最快在亚太	6
图 3: 亚太家庭金融资产总额增长最快在中国内地	6
表 1: 2009 年全球百万美元家庭数量 (千) 排名	7
图 4: 2009 年全球百万美元资产家庭普及率	7
图 5: 中国内地富裕人士资产配置结构变化	7
表 2: 2009 年全球富裕人士资产配置	8
图 6: 2010 年末全国商品房销售价量增速均趋缓	9
图 7: 历史经验表明通胀预期将导致存款增速放缓	9
图 8: 债券难以跑赢通胀	9
图 9: 信托产品按照规模分类	10
图 10: 信托产品定位于高风险高收益	10
图 11: 2010 年新发行集合信托产品预期收益率	10
表 3: 信托行业财务指标	11
图 12: 按排名计算的信托行业集中度	11
图 13: 信托公司股东分类	11
图 14: 公募基金规模	12
图 15: (股票型+混合型) 基金规模占比流通 A 股市值	12
表 4: 新发行银信合作产品数量	13
图 16: 2010 年大量集合信托资金流向房地产市场	14
图 17: 房地产信托窗口指导后发行规模显著下降	14
图 18: 2009 年以来证券投资类信托发行统计	14
图 19: 信托业人员学历分布	15
图 20: 基金业人员学历分布	15

全球财富增速最快在亚太，亚太增速最快是中国

中国财富规模位居亚太第二

2009 年末中国内地家庭金融资产总额 5.4 万亿美元，规模仅次于日本（14.9，单位为万亿美元，下同），领先于澳大利亚（2.2）、台湾（2.0）、香港（1.8）、韩国（1.7）等发达经济体，也遥遥领先于同为发展中国家的印度（1.9）。

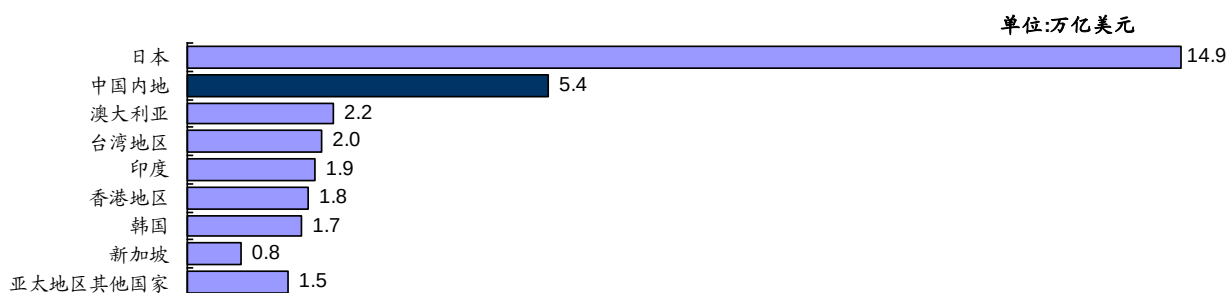
财富增速最快在亚太，亚太增速最快是中国

2004-2009 年全球财富管理市场规模最快增速地区为亚太地区，5 年复合增长率达到 13%；亚太地区来看，家庭金融资产总额增速最快在中国内地，5 年符合增长率 22.45%。即使在全球性金融危机的 2008 年，中国内地家庭金融资产非但没有下降，反而实现了 5% 的增速，2009 年增速高达 29%。

预计未来 3 年复合增长率 15% 以上

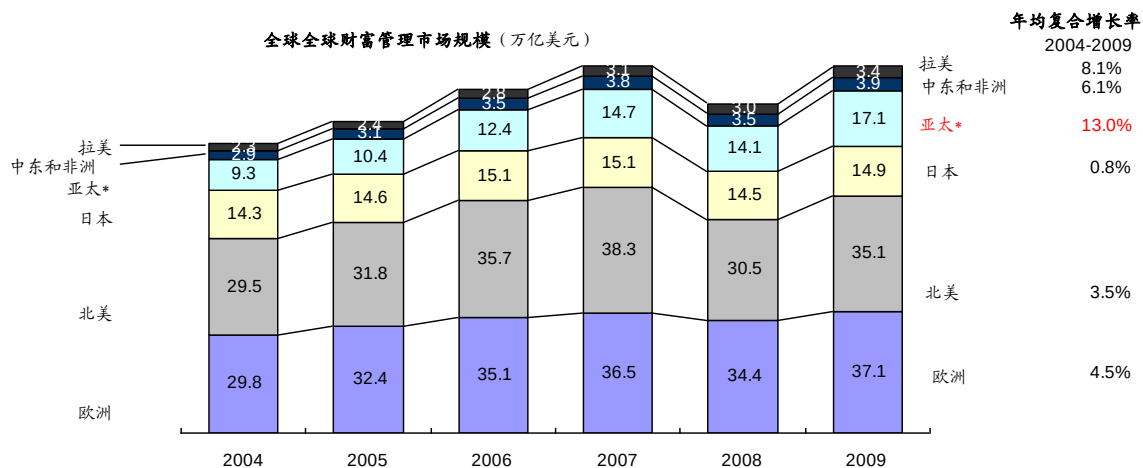
尽管中国经济正在步入转型期，经济增速有所放缓，但随着刘易斯拐点的提前到来，收入水平提升很快，加上根深蒂固的储蓄文化，将带来家庭财富较快的累积速度。预计未来 3 年家庭金融资产复合增长率 15% 以上。

图 1：2009 年亚太地区家庭金融资产总额



资料来源：BCG，国信证券经济研究所

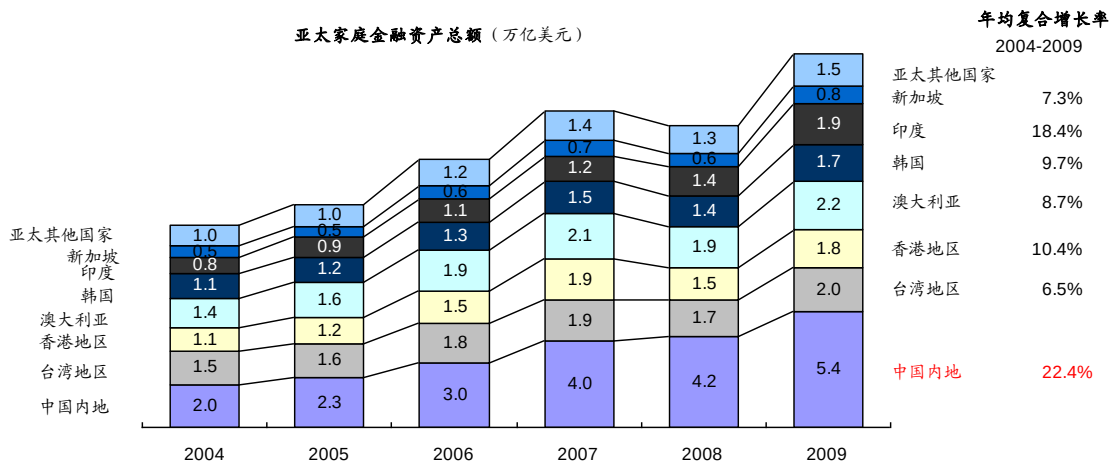
图 2：全球财富管理市场规模增速最快在亚太



注：亚太*不含日本

资料来源：BCG，国信证券经济研究所

图 3：亚太家庭金融资产总额增长最快在中国内地



资料来源：BCG，国信证券经济研究所

43.5%的财富集中在 0.2%的高净值家庭

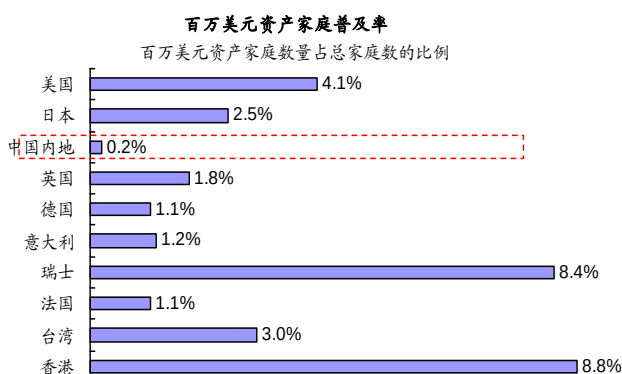
2009 年中国拥有百万美元资产的家庭数量为 67 万个，占家庭总数的 0.2%，而这些高净值家庭的资产总额为 2.35 万亿美元，占比高达 43.5%，财富高度集中在富人手上。从资金来源划分，这些高净值客户主要是：企业家、管理人员及专业人士、专业投资者和独立型富人。所谓独立型富人，是指继承父母财产或接受家庭成员赠予财产的富人。随着大股东限售股解禁、私募股权基金的发展，中国财富集中度很难下降。从区域上看，高净值家庭一半以上集中在广东、上海、浙江、北京、江苏和山东六大地区。

表 1:2009 年全球百万美元家庭数量（千）排名

排名	国家/地区	家庭数量
1	美国	4,715
2	日本	1,230
3	中国内地	670
4	英国	485
5	德国	430
6	意大利	300
7	瑞士	285
8	法国	280
9	台湾	230
10	香港	205

资料来源：BCG，国信证券经济研究所

图 4: 2009 年全球百万美元资产家庭普及率



资料来源：BCG，国信证券经济研究所

中国富人资产七成配置于股票和不动产，未来有望调整

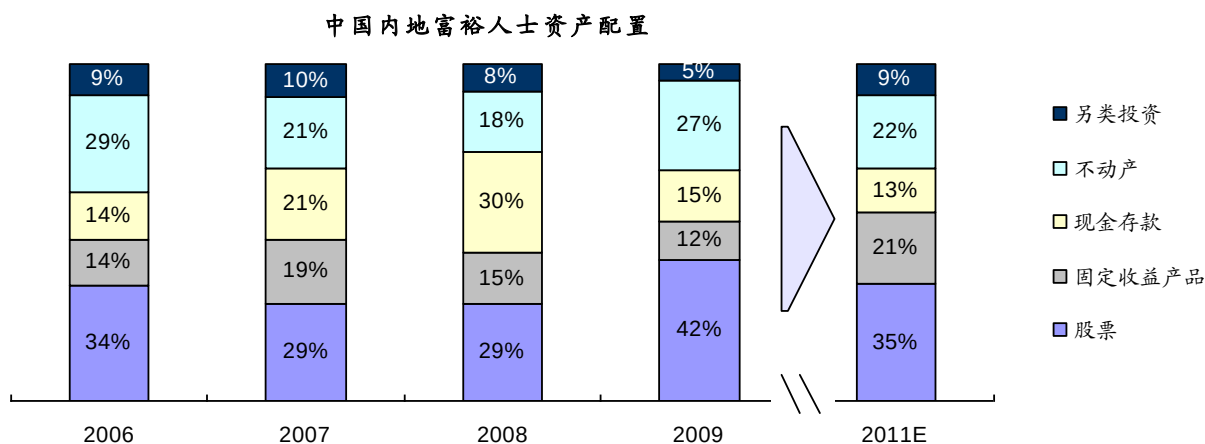
现状：股票和不动产占比达七成

2009 年中国富人资产配置结构中，股票占 42%、不动产占 27%、现金存款占 15%、固定收益产品占 12%、另类投资占 5%。

在亚太区内，中国富人配置股票所占比例排名第 1，不动产所占比例排名第 5，二者合计占比为亚太地区最高。

与全球平均相比，中国富人不动产占比较均值高 9%，股票高 13%，固定收益低 19%，现金低 2%，另类投资低 1%。

图 5: 中国内地富裕人士资产配置结构变化



注：富裕人士指拥有 100 万美元金融资产(不包括其主要居所)之人士，另类投资包括：结构性产品、避险基金、衍生产品、外汇、商品、私募股权、创投，不动产包括：商业不动产、房地产投资信托基金(REIT)、住宅不动产(不包括主要居所)、未开发用地、农田和“其他”

资料来源：MLGWM，国信证券经济研究所

表 2： 2009 年全球富裕人士资产配置

	澳大利亚	中国内地	香港	印度	印尼	日本	马来西亚	新加坡	南韩	台湾	亚太	全球	中国-全球
另类投资	4%	5%	6%	8%	10%	4%	3%	5%	1%	4%	5%	6%	-1%
不动产	40%	27%	29%	22%	22%	23%	22%	34%	37%	23%	26%	18%	9%
现金存款	18%	15%	24%	13%	33%	29%	23%	19%	19%	26%	22%	17%	-2%
固定收益	14%	12%	18%	25%	16%	25%	22%	16%	22%	26%	20%	31%	-19%
股票	25%	42%	23%	32%	19%	19%	30%	25%	21%	20%	27%	29%	13%

注：富裕人士指拥有 100 万美元金融资产(不包括其主要居所)之人士，另类投资包括：结构性产品、避险基金、衍生产品、外汇、商品、私募股权、创投，不动产包括：商业不动产、房地产投资信托基金(REIT)、住宅不动产(不包括主要居所)、未开发用地、农田和“其他”

资料来源：MLGWM、国信证券经济研究所

2011 年高收益的结构化产品吸引力加大

高通胀是目前面临的最大的不确定性

近三个月的 CPI 同比增幅分别为 5.10%、4.60%和 4.90%，通胀预期强烈，抗通胀成为投资的首要目标。

通胀预期下的配置选择

A. 房地产调控政策将令不动产的配置比例下降

包括限购令在内的房地产调控政策初见成效，全国商品房销售面积的同比增长率已经由 2009 年底的 50%以上，降至 2010 年底的 10%以内，全国商品房销售价格同比增长率已由 2009 年底的 20%以上，降至 2010 年底 10%以内，房地产投资的黄金期已过。

B. 股市缺乏赚钱效应

2010 年上证指数跌幅 14.31%，沪深 300 跌幅 12.27%，市场的深幅度调整使得股市的赚钱效应逐渐削弱。2011 年宏观调控导致的流动性紧缩、经济增速放缓、中小市值股票估值泡沫等因素为市场走势带来了不确定性。

C. 现金、储蓄存款的增速将放缓

比较 2007 年以来的历史数据，“CPI 同比增幅”与“居民储蓄同比增幅”呈现了明显的负向相关关系，当 CPI 同比上升时居民储蓄同比增幅将显著减少。目前银行多以高利率的理财产品吸引客户，但期限比较短。

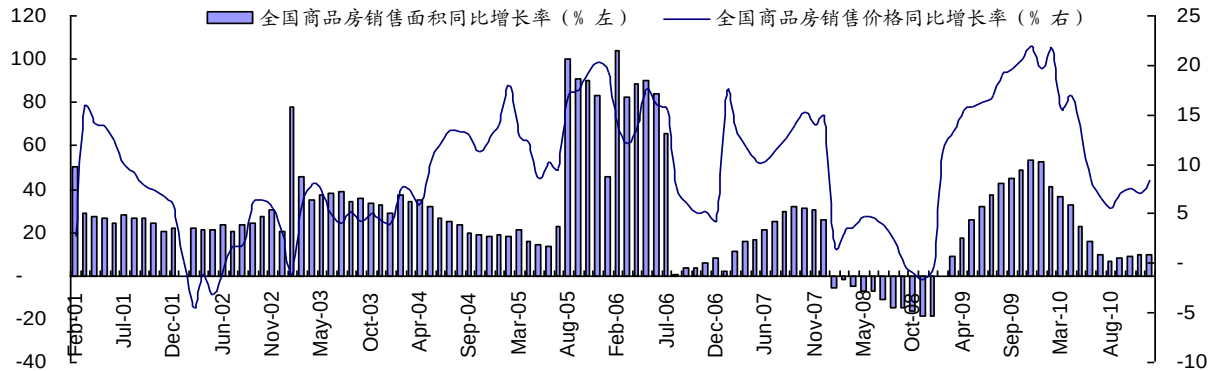
D. 债券难以跑赢通胀

2011 年 1 月 CPI 同比增幅为 4.9%，同期交易所国债（1 年期）和企业债（1 年期）收益率分别为 2.76%和 3.91%，债券收益率难以跑赢通胀。在通胀预期下，投资者对于债券的配置积极性将有所下降。

E. 高收益的结构化产品吸引力加大

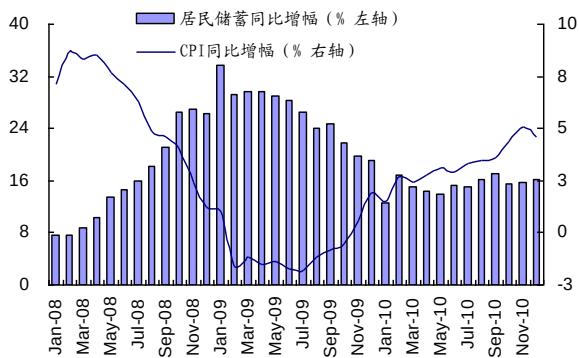
在加息初期，投资者配置债券的积极性不高。但高收益的结构化产品吸引力越来越大。信托公司因横跨资本市场、货币市场和产业投资市场，结构化产品设计方面的优势非常突出。

图 6：2010 年末全国商品房销售价格增速均趋缓



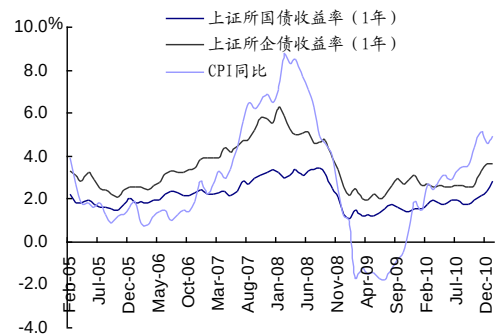
资料来源：国信证券经济研究所

图 7：历史经验表明通胀预期将导致存款增速放缓



资料来源：国信证券经济研究所

图 8：债券难以跑赢通胀



资料来源：国信证券经济研究所

信托产品具有风险收益优势

信托产品的分类和占比

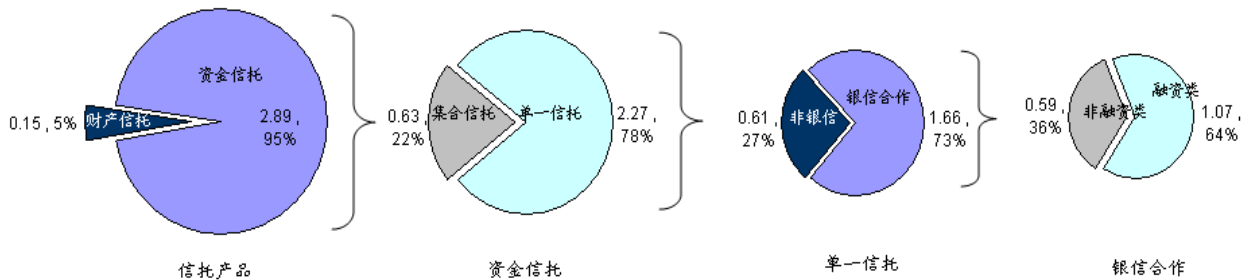
截至 2010 年末信托产品总规模 3.04 万亿，其中资金信托 2.89 万亿，财产信托 0.15 万亿。资金信托中，集合信托 0.63 万亿，银信合作占比 1.66 万亿，非银行单一信托 0.61 万亿。

信托产品定位高风险高收益

目前，风险度较低的 1 年期定存和 1 年期国债的利息率分别达到 2.75% 和 2.81%；风险度居中的银行理财产品 30 天期和 1 年期的收益率分别达到 3.50% 和 4.50%；风险度较高的股票型基金、券商集合理财产品，受 2010 年股票市场下跌影响，近 12 个月收益率分别为 2.09% 和 0.82%。

2010 年全年新发行集合信托产品的预期年化收益率为 8.09%，2011 年 1 月新发行集合信托产品预期年化收益率升至 8.54%，创出新高。

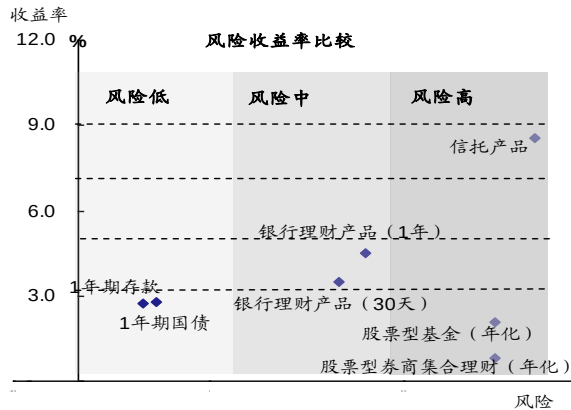
图 9: 信托产品按照规模分类



注: 2010 年末数据

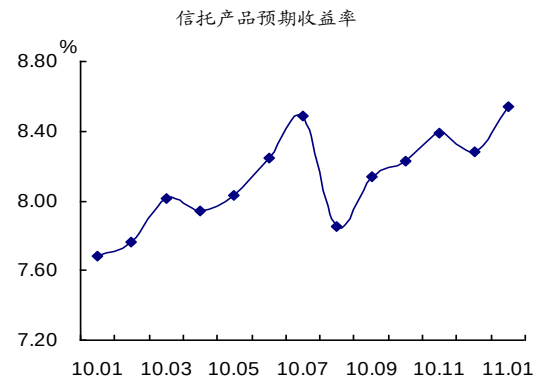
资料来源: 国信证券经济研究所 信托业协会

图 10: 信托产品定位于高风险高收益



资料来源: 国信证券经济研究所

图 11: 2010 年新发行集合信托产品预期收益率



资料来源: 国信证券经济研究所

分业监管为信托业发展预留了空间

转型中的信托行业

银信合作带动的信托资产扩张年底出清

截至 2010 年底信托业总资产 1483 亿元，近 4 年复合增长率为 16%。但 2010 年底信托资产规模高达 3.04 万亿，近 4 年复合增长率 72%，主要影响因素是银信合作，该项业务将于 2011 年底回归银行表内，信托资产也将回归本来面目。

信托手续费收入在营业收入中的占比持续提升

从收入结构看，2010 年全行业实现营业收入 284 亿元，其中信托手续费收入 167 亿元，占比 58.8%。4 年来信托手续费收入增长率为 51%，远高于营业收入 29% 的复合增长率。

受资本金增加的影响 ROE 相对平稳

截至 2010 年底信托业净资产 1320 亿元，较 2006 年底的 505 亿元增加 1.6 倍，

复合增长率为 27%，与净利润 34%的复合增长率基本同步，ROE 均值为 13%。

TOP10 拥有垄断地位

以 2009 年底信托业年鉴数据口径,信托行业共有 54 家公司, TOP10 拥有行业 55% 的信托资产、64%的总资产、54%的净资产以及 59%的净利润。

股东集中于金融控股集团、央企、地方政府、地方国企四类

目前信托行业股东分为金融集团控股、央企控股、地方政府控股、地方国企控股和其他控股五类，除其他控股类规模较小外，其余四类平分秋色。

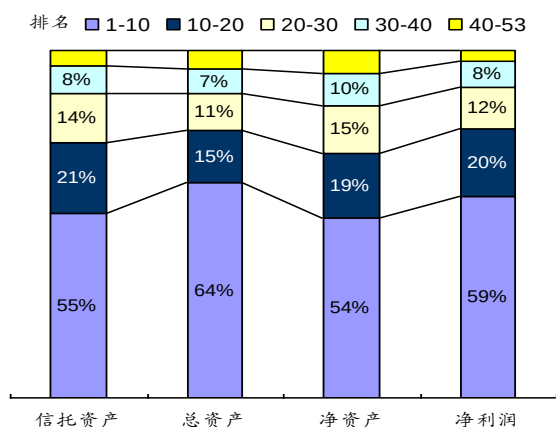
表 3: 信托行业财务指标

亿元	2006	2007	2008	2009	2010E	CAGR
总资产	821	1,166	1,116	1,682	1,483	16%
净资产	505	727	853	1,137	1,320	27%
营业收入	103	301	228	333	284	29%
其中：信托手续费净收入	32	74	130	139	167	51%
投资收益+公允价值变动损益	32	140	55	82	82	27%
利息净收入	13	19	12	22	30	23%
其他收入	26	69	31	90	5	-34%
净利润	42	159	121	152	137	34%
ROE	8%	22%	14%	13%	10%	13%*
ROA	5%	14%	11%	9%	9%	10%*
净利润率	41%	53%	53%	46%	48%	48%*
信托资产总额	3,506	9,358	12,365	20,406	30,405	72%

注：*为算数平均值

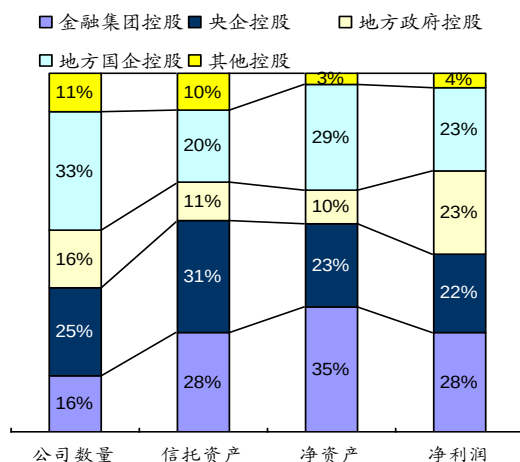
资料来源：信托业协会，国信证券经济研究所

图 12: 按排名计算的信托行业集中度



资料来源：信托业协会，国信证券经济研究所

图 13: 信托公司股东分类



资料来源：信托业协会，国信证券经济研究所

信托业需要准确的客户定位和产品定位

虽然中国家庭财富增长迅速，但理财服务能力没能跟上，存在较大提升空间。目前参与财富管理市场竞争的主体，除信托公司外还有：私人银行、证券公司、保险公司、基金公司、第三方理财顾问公司等。各主体在客户和产品定位上有较大差异。受分业监管限制，各类理财机构都存在一定的局限性，同时也为信托公司发展预留

了广阔的空间。但信托公司需要对产品和客户做出准确的定位。

私人银行——有客户无产品

私人银行网点和客户优势突出，拥有最全面的客户资料、客户粘度和忠诚度。但由于银监会“要求银行理财资金不得直接投资二级市场公开交易的股权，并严禁其直接或间接投资于未上市公司股权和上市公司非公开发行或交易的股份”（参见《关于规范银行理财的通知》），银行缺乏投资回报具有竞争力的产品。

证券公司——局限于股票市场

证券公司经纪业务局限于二级市场投资，资产管理业务规模尚小。PE、产业基金等目前以自有资金为主，公开发行产品较少。

保险公司——主打保障和稳健

保险公司的银保和投连偏重理财功能，个险渠道的分红和万能偏重保障功能。从长期来看，保险的核心竞争力在于提供保障功能和现金流管理功能，还有养老险的避税功能。

基金公司——公募规模停滞不前

由于考核激励机制不合理，公募基金规模停止不前。截至 2010 年底公募基金规模 2.5 万亿，其中股票型+混合型合计 1.9 万亿，自 2007 年以来公募基金规模占流通市值的比例持续下降。

图 14：公募基金规模

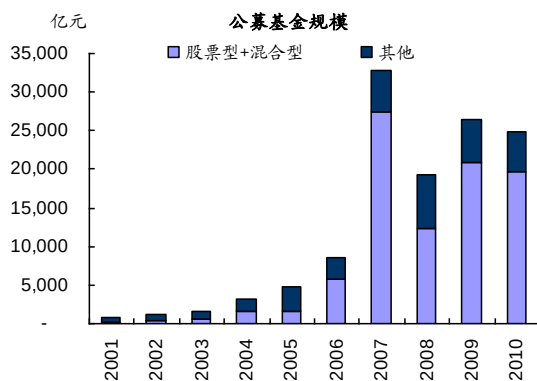
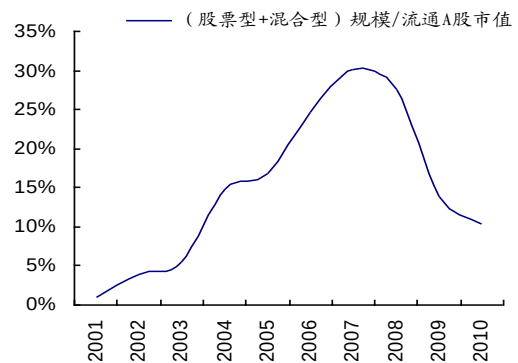


图 15：（股票型+混合型）基金规模占比流通 A 股市值



资料来源：信托业协会，国信证券经济研究所

资料来源：信托业协会，国信证券经济研究所

第三方理财顾问公司——方兴未艾

近年来以诺亚财富为代表的第三方理财服务商崭露头角。但规模很小，2010 年资产配置总额为 144 亿元，其中固定收益产品占 41%，私募股权基金占比 57.3%，证券投资类和投资保险类产品占比 1.7%。

上述理财机构的局限性，为信托业发展预留了广阔的空间。但同时需要信托公司对产品和客户做出准确的定位。

2011 年面临的挑战

银信合作年底出清

据用益信托不完全统计，2008-2010 年银信合作发行规模分别为 0.74、0.88、3.54 万亿，实现爆发式增长，导致银行贷款表外化，加大了监管难度。

2010 年 8 月银监会下发了《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》，要求融资类银信合作信托余额占银信合作余额的比例不得高于 30%。2010 年末银信合作余额为 1.66 万亿，融资类信托约 1.07 万亿，占比 65%，显著超出监管底线。

紧接着 2011 年 1 月 13 日银监会又下发了《进一步规范银信理财合作业务通知》，要求银信合作贷款余额按照每季至少 25%的比例予以压缩。对未转入表内的银信合作贷款按 10.5%的比例计提风险资本，信托赔偿准备金低于银信合作不良信托贷款余额 150%或低于银信合作信托贷款余额 2.5%的，信托公司不得分红。

今年人民银行开始监测社会融资总量指标，将非银行金融机构的融资纳入跟踪范围，预计在通胀预期下监控力度不会减弱。

社会融资总量=人民币各项贷款+外币各项贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他

表 4：新发行银信合作产品数量

单位：只	2008	2009	2010	2011.01
融资类信托	2250	2944	1543	46
其中：信托贷款	1041	1331	1322	
信贷资产	1025	1572	180	
证券投资	184	41	41	
权益投资	69	128	98	25
票据投资	793	133	74	
债券投资	114	145	261	67
组合投资	59	850	3271	466

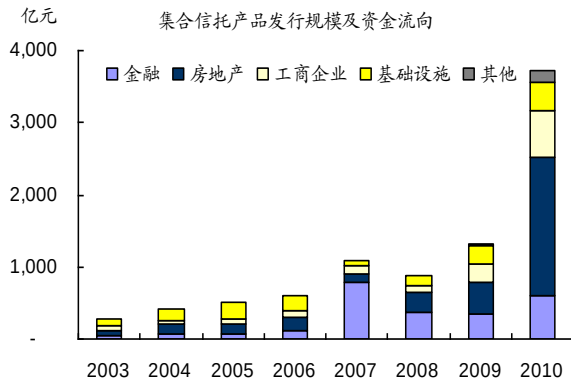
资料来源：用益信托工作室

房地产信托窗口指导

2010 年 11 月银监会发布《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》，要求各信托公司开展自查。

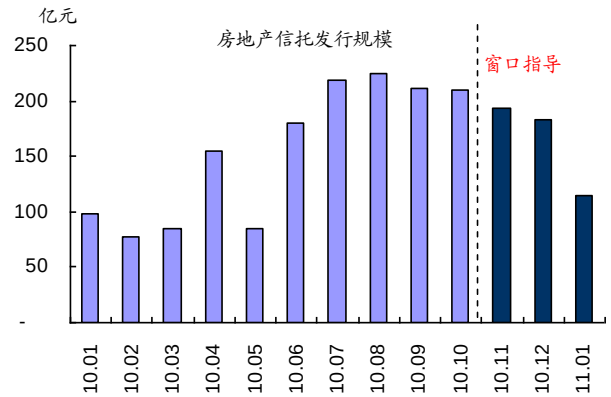
2011 年 1 月下发的信托公司净资本计算标准中，将非公租廉租房的集合性房地产融资类信托风险资本系数定为 3%，风险系数为各类集合信托中最高的。窗口指导以来的 3 个月，房地产信托发行规模呈现下滑趋势。

图 16: 2010 年大量集合信托资金流向房地产市场



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 17: 房地产信托窗口指导后发行规模显著下降

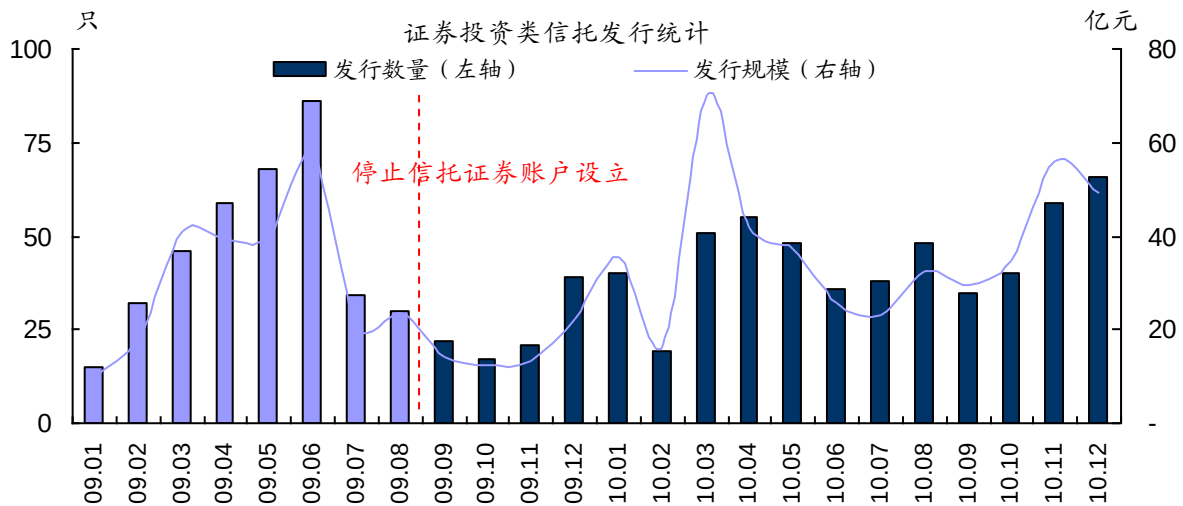


资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

新设证券账户暂停审批和《证券投资基金法》修订

2009 年 9 月暂停了信托公司所有的证券投资开户申请, 至今未恢复。3 月中旬,《证券投资基金法》(修订草案) 将交由人大财经委全会审议。此次修法最大突破是将私募基金纳入基金法。基金的组织形式可以是契约型、公司型、有限合伙型。可以通过非公开方式募集基金, 运用基金财产进行股权、股票、债券等证券及其衍生品投资。若此法审议通过, 则将对现有通过信托公司发行阳光私募产品构成一定冲击。

图 18: 2009 年以来证券投资类信托发行统计



资料来源: 国信证券经济研究所

净资本管理办法年底执行

2010 年 8 月银监会下发《信托公司净资本管理办法》，要求信托业以净资本为监管核心指标，规定：

- ① 信托公司净资本不得低于人民币 2 亿元；
- ② 净资本不得低于各项风险资本之和的 100%；

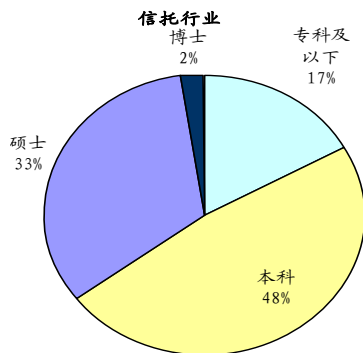
③ 净资本不得低于净资产的 40%。

2011 年 2 月下发了《关于信托公司净资本计算标准的通知》，明确固有业务、信托业务各类型的风险资本计算标准，并要求各信托公司确保在 2011 年底前达到净资本监管要求。补充资本金是全行业的共同课题。

专业能力和管理水平有待提高

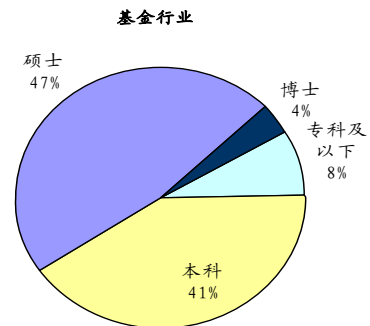
作为专业的理财构，信托公司需具备高素质的财富管理队伍，但从目前情况来看，国内信托公司人员素质参差不齐。信托行业本科以下学历占比 17%，高于同为资产管理行业的基金业 9 个百分点。信托公司从业人员合计 5237 人，平均每家公司 97 人，这样的人力规模很难在产品创新和客户服务方面专业到位。

图 19：信托业人员学历分布



资料来源：国信证券经济研究所

图 20：基金业人员学历分布



资料来源：国信证券经济研究所

综上所述，长期看，随着家庭财富的快速增长，信托业具有广阔的发展空间；短期看，紧缩环境下的 2011 年受到一定制约。需要寻找兼具产品创新能力、风险控制能力和客户服务能力的公司。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	