



中国 银行: 6月份社会融资规模: 因政策支持而出现环比回升; 影子银行治理加速

6月份月度新增社会融资规模环比增长55%（同比下降33%但归因于去年基数较高），从5月份的疲弱水平增至人民币1.2万亿元。推动因素是近期及时的政策举措（如降准和鼓励银行放贷的其他监管性窗口指导措施）带动贷款强劲增长、债券发行正常化。但由于影子银行治理加速、信托/委托贷款大幅下降，整体社会融资规模同比增速进一步放缓至9.8%（今年5月份增速为10.3%，去年6月份为12.9%）。

1. 贷款增长强劲，债券发行正常化：6月份月度新增贷款环比增长47%至人民币1.67万亿元。我们看到，这是继2009年以来除1月份（通常受春节效应影响）以外的最高月度增幅。6月份债券发行量从5月份的人民币430亿元净偿还反弹至1,300亿元净发行。我们认为近期降准等及时的政策举措可能推动了债券发行，并缓解了市场对于债券违约事件增多的担忧。

2. 影子银行清理加速：月度委托贷款和信托贷款分别净减少人民币1,640亿元和1,620亿元。信托贷款月度净降幅达到历史峰值。鉴于清理影子银行的监管措施将以2020年为目标时点，我们认为这一趋势或将持续并成为新常态。这应会在中长期内有助于消减系统性风险，但短期内的挤出效应或将令信贷利差保持在较宽水平。决策层可能会推出更多定向举措以支持实体经济，尤其是中小企业领域。

3. 企业存款增速放缓：非银企业存款同比增速从今年5月份的5.9%降至3.7%。原因可能是总体企业融资（企业贷款+影子银行+企业债）走弱（同比增速从今年5月份的8.1%放缓至7.5%）。

4. 零售贷款增速持续稳健：今年6月份总体零售贷款规模同比增长18%，受到消费贷款同比增长17.7%和房贷同比增长18.0%的双重推动。正如我们在今年早些时候发表的主题报告中所述，我们认为零售贷款将成为中国银行业新的增长推动力。

陆天, CFA

+852-2978-0748 | tian.lu@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

杨硕, Ph.D

执业证书编号:S1420518050001
+86(10)6627-3463 | shuo.yang@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

唐伟城, CFA

执业证书编号:S1420517010001
+86(10)6627-3487 |
weicheng.tang@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

李雯

+852-2978-1537 | wen.li@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

赵成希

+65-6654-5722 | chengxi.zhao@gs.com
高盛（新加坡）私人公司

图表 1: 6 月份社会融资规模环比增速反弹, 但因清理影子银行活动而依然疲弱

New addition, Rmb bn											
	2016	2017	Apr-17	May-17	Jun-17	Apr-18	May-18	Jun-18	6M18	6M17	6M18 yoy
Rmb loans	12,437	13,843	1,081	1,178	1,447	1,099	1,140	1,674	8,760	8,210	7%
Forex loans	(564)	2	(28)	(10)	7	(3)	(23)	(36)	(13)	47	-126%
Entrusted loans	2,185	777	(5)	(28)	(3)	(148)	(157)	(164)	(801)	599	-234%
Trust loans	859	2,256	147	181	248	(9)	(90)	(162)	(186)	1,311	-114%
Bank acceptances	(1,953)	536	34	(125)	(23)	145	(174)	(365)	(272)	567	-148%
Corporate bonds issue	2,999	450	50	(249)	(17)	392	(43)	130	1,020	(366)	N.M.
Non-FI equities	1,242	873	77	46	49	53	44	26	251	431	-42%
Others	597	706	32	69	63	45	65	77	340	330	3%
Total social financing	17,802	19,443	1,388	1,063	1,772	1,575	761	1,179	9,100	11,129	-18%
yoy (%)	16%	9%	78%	57%	8%	13%	-28%	-33%			
Capex financing (L-t loan+trust+corp bond)	8,299	9,421	749	398	817	880	306	359			
yoy (%)	22%	14%	189%	97%	15%	17%	-23%	-56%			
WC financing (S-T corp loans + bills)	(305)	518	(8)	(24)	92	221	(88)	(239)			
yoy (%)	NM	NM	-94%	-93%	-203%	NM	263%	-360%			
46.9%											
Balance											
Total financing(balance)	155,990	173,596	164,145	165,167	166,920	181,402	182,136	183,315			
yoy (%)	12.9%	12.5%	12.7%	12.9%	12.8%	10.5%	10.3%	9.8%			
Total debt financing(balance)	149,150	165,867	156,937	157,892	159,541	173,420	174,104	175,180			
yoy (%)	12.5%	12.4%	12.4%	12.6%	12.5%	10.5%	10.3%	9.8%			
Total debt financing adj. by muni-bonds	159,025	180,067	167,611	169,115	171,276	188,174	189,213	190,644			
yoy (%)	16.6%	14.4%	15.2%	15.3%	14.8%	12.3%	11.9%	11.3%			
Shadow banking as % of total debt financing(flow)	6.8%	20.0%	13.8%	3.1%	13.4%	(0.8%)	(64.7%)	(64.3%)			
Shadow banking as % of total debt financing(stock)	14.6%	13.5%	16.2%	16.1%	16.1%	15.4%	15.1%	14.6%			
			4.2%	0.7%	5.7%	(0.3%)	(12.4%)	(21.6%)			

资料来源: 央行、高盛全球投资研究

图表 2: 企业贷款与存款增速错配, 表明影子银行信贷被取代; 零售贷款增速保持稳健

Rmb bn	Balance			Monthly addition				Balance MoM (%)		Balance YoY (%)	
	2018-04	2018-05	2018-06	2017-05	2017-06	2018-05	2018-06	2018-05	2018-06	2018-05	2018-06
Loans	126,159	127,311	129,150	1,112	1,537	1,152	1,839	0.9%	1.4%	12.6%	12.7%
Monthly net incremental loans	1,177	1,152	1,839								
(1) Retail loans	42,802	43,416	43,776	611	746	614	360	1.4%	0.8%	19.3%	17.9%
S-T loans	12,030	12,252	12,362	178	261	222	110	1.8%	0.9%	19.6%	17.7%
M/L-T loans	30,772	31,164	31,414	433	483	392	250	1.3%	0.8%	19.2%	18.0%
(2) Loans to non-FI corporates	82,188	82,713	83,230	566	700	526	517	0.6%	0.6%	9.4%	9.1%
Short term	28,337	28,279	28,366	247	275	(59)	87	-0.2%	0.3%	3.2%	2.5%
Discounted bills	3,834	3,978	4,017	(147)	(160)	145	39	3.8%	1.0%	-1.6%	3.5%
S-T and discounted bills	32,171	32,257	32,383	100	115	86	126	0.3%	0.4%	2.6%	2.7%
Mid to long term loans	50,017	50,456	50,847	466	585	439	391	0.9%	0.8%	14.3%	13.7%
(3) Loans to non-bank FIs	689	703	727	(11)	30	14	23	2.1%	3.3%	4.3%	3.2%
Liabilities (Rmb bn)											
Deposits	169,717	171,020	173,120	1,108	2,644	1,303	2,100	0.8%	1.2%	8.9%	8.4%
Retail	67,358	67,575	68,001	125	1,065	217	426	0.3%	0.6%	7.9%	6.7%
Non-FI corps and other sectors	53,478	53,492	53,521	107	1,068	14	30	0.0%	0.1%	5.9%	3.7%
Retail and non-FI corps/other sectors	120,836	121,067	121,522	232	2,133	230	456	0.2%	0.4%	7.0%	5.4%
Non-bank FIs' deposits	15,768	15,982	16,203	116	265	214	221	1.4%	1.4%	18.8%	18.1%
Fiscal deposits	4,804	5,190	5,229	555	(616)	386	39	8.0%	0.7%	13.4%	32.0%
Loan/deposits	74.3%	74.4%	74.6%								

资料来源: 央行、高盛全球投资研究

信息披露附录

申明

我们，陆天, CFA、杨硕, Ph.D, 在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分分析师，除非另有说明。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们的覆盖范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的标准化排名计算。随后取这些指标标准化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算，请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在这三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

陆天, CFA：中国金融。

中国金融：Agricultural Bank of China (A)、Agricultural Bank of China (H)、Bank of China (A)、Bank of China (H)、Bank of Communications (A)、Bank of Communications (H)、Bank of Nanjing、Bank of Ningbo、China CITIC Bank (A)、China CITIC Bank (H)、China Construction Bank (A)、China Construction Bank (H)、China Everbright Bank (A)、China Everbright Bank (H)、China Merchants Bank (A)、China Merchants Bank (H)、Chongqing Rural Commercial Bank、Hua Xia Bank、ICBC (A)、ICBC (H)、Industrial Bank、LexinFintech Holdings、Ping An Bank Co.、Postal Savings Bank of China Co.、Shanghai Pudong Development Bank。

高盛信息披露

评级分布/投资银行关系

高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	35%	53%	12%	63%	56%	51%

截至2018年07月1日，高盛全球投资研究部对2,851种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据FINRA的披露要求，这些评级分别对应买入、持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究行业及评级和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发售，担任董事，担任股票做市及／或专家的角色。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突：高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬：分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。分析师担任高级职员或董事：高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。非美国分析师：非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及持有交易证券的限制。

评级分布：见上文评级分布披露。价格表：见上文价格表，其中包括之前的评级变化和价格目标的变化，若为电子报告，或本报告分析对象包含多家公司，请参阅高盛网站：<http://www.gs.com/research/hedge.html>。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。澳大利亚: Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构(1959年《银行法》所定义),因此不在澳大利亚境内提供银行服务,也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发给根据澳大利亚公司法定义的“批发客户”,在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间,Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下,如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理,此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议,则该建议仅为一般建议,且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前,应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。巴西:与CVM Instruction 483相关的信息披露请参阅<http://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。根据CVM Instruction 483第16条,在适用的情况下,对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者,除非报告末另有说明。加拿大: Goldman Sachs Canada Inc.是高盛集团的关联机构,因此被包含在高盛相关的特定公司信息披露中(定义见上文)。如果Goldman Sachs Canada Inc.向其客户分发该研究报告,则Goldman Sachs Canada Inc.已批准本报告,并同意承担有关责任。香港:可从高盛(亚洲)有限责任公司获取有关本报告中研究公司的证券的额外资料。印度:可从高盛(印度)证券私人有限公司(分析师 印度证券交易委员会(SEBI)编号INH000001493,地址951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001)获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券(1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义)的1%或更高比例。日本:见下文。韩国:可从高盛(亚洲)有限责任公司首尔分公司获取有关本研究报告所研究公司的证券的额外资料。新西兰: Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的“批发客户”,在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。俄罗斯:在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告,而是不以产品推广为主要目的的信息和分析,也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。新加坡:可从高盛(新加坡)私人公司(公司编号: 198602165W)获取有关本报告中研究公司的证券的额外资料。台湾:本信息仅供参考,未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险,投资结果由投资者自行负责。英国:在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告,并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料复本,以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟:与欧盟指令2003/125/EC第四章(1)(d)和第六章(2)有关的披露信息可参见<http://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>,其中列明了欧洲在管理投资研究方面利益冲突的政策。

日本:高盛证券株式会社是依据《金融工具与交易法》、在关东财务局注册(注册号: No. 69)的金融工具交易商,同时也是日本证券业协会和日本金融期货业协会的会员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露,请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出:分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级(即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票)的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单;但是,在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外,每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单,该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报:代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度,包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级:每个行业研究的所有股票名单可登陆<http://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投资前景的看法。具吸引力(A):未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。中性(N):未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。谨慎(C):未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR):在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下,投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。暂停评级(RS):由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标,或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制,我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效,因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS):我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC):我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA):此资料不存在或不适用。无意义(NM):此资料无意义,因此不包括在报告内。

全球产品; 分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的股票研究,以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897)分发;在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发; Ombudsman Goldman Sachs Brazil: 0800 727 5764和/ou ouvidoriagoldmansachs@gs.com。工作日(假期除外)上午9点至下午6点。Ouvidoria Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou ouvidoriagoldmansachs@gs.com。Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h;在加拿大由Goldman Sachs Canada Inc或高盛集团分发;在香港由高盛(亚洲)有限责任公司分发;在印度由高盛(印度)证券私人有限公司分发;在日本由高盛证券株式会社分发;在韩国由高盛(亚洲)有限责任公司首尔分公司分发;在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited分发;在俄罗斯由高盛OOO分发;在新加坡由高盛(新加坡)私人公司(公司号: 198602165W)分发;在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国和欧盟分发。

欧盟:高盛国际(由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管)已批准本研究报告在英国和欧盟分发; Goldman Sachs AG和Goldman Sachs International Zweigniederlassung Frankfurt(由联邦金融监管局监管)可能也会在德国分发。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露,本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息,但我们不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日,且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究,但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外,绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。高盛全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC的成员(<http://www.sipc.org>)。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论,或在本报告中讨论交易策略,其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件,该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级,此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

我们以及我们的关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆<http://360.gs.com>。

披露信息可以查阅<http://www.gs.com/research/hedge.html>或向研究合规部索取，地址是200 West Street, New York, NY 10282。

高盛版权所有 © 2018年

未经高盛集团公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。

高华证券信息披露

相关的股票研究范围

杨硕, Ph.D.: 中国金融。唐伟城, CFA: A股券商、中国券商。

A股券商: China Galaxy Securities Co. (A)、China Merchants Securities Co. (A)、CITIC Securities Co. (A)、Everbright Securities Co. (A)、GF Securities Co. (A)、Guotai Junan Securities Co. (A)、Haitong Securities Co. (A)、Huatai Securities Co. (A)、Orient Securities Co. (A)。

中国券商: China Galaxy Securities Co. (H)、China International Capital Corp.、China Merchants Securities Co. (H)、CITIC Securities Co. (H)、CSC Financial Co.、Everbright Securities Co. (H)、GF Securities Co. (H)、Guotai Junan Securities Co. (H)、Haitong Securities Co. (H)、Huatai Securities Co. (H)、Orient Securities Co. (H)。

中国金融: Agricultural Bank of China (A)、Agricultural Bank of China (H)、Bank of China (A)、Bank of China (H)、Bank of Communications (A)、Bank of Communications (H)、Bank of Nanjing、Bank of Ningbo、China CITIC Bank (A)、China CITIC Bank (H)、China Construction Bank (A)、China Construction Bank (H)、China Everbright Bank (A)、China Everbright Bank (H)、China Merchants Bank (A)、China Merchants Bank (H)、Chongqing Rural Commercial Bank、Hua Xia Bank、ICBC (A)、ICBC (H)、Industrial Bank、LexinFintech Holdings、Ping An Bank Co.、Postal Savings Bank of China Co.、Shanghai Pudong Development Bank。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过<http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2018年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。