

包商银行事件持续发酵，中小银行流动性管理压力加大

——流动性周报第6期

行业周报

◆核心观点：

1. 包商银行事件持续发酵，央行加大维稳力度平抑市场波动

包商银行作为新世纪以来首家被接管的中型金融机构，具有特殊性，应视为孤立事件。短期看，包商银行事件对流动性冲击相对较大，市场自循环“正反馈”需要“减压阀”；中期看，一是促使中小金融机构同业业务回归本源，二是金融机构信用利差长期扩大，三是资金在不同机构间“量”“价”再分配，引导无风险利率向下，控制负债成本是关键。

2. 央行设立的存款保险基金管理公司，着力救助问题金融机构

存款保险基金公司成立标志着存款保险基金进入独立化运作阶段，未来除对投保机构采取早期纠正举措外，还将参与对问题机构的风险处置中去。不过，问题金融机构处置，往往涉及多方利益协调，问题复杂度高，往往需要监管机构、地方政府、托管机构、AMC等其他市场主体多方参与、多措并举进行问题化解。

3. 央行高层就金融供给侧结构性改革与支持中小银行稳健经营发表观点

5月30日，央行高层在“2019金融街论坛年会”上，就深化金融供给侧结构性改革与支持中小银行稳健经营等问题发表了相关观点。总体而言，货币政策重在结构性调控，通过一揽子工具箱、完善“三档两优”的法准率体系以及破解机构内部约束等方式，加大对民营小微企业信贷支持力度。

4. 央行加大维稳力度，大行资金供给显著缩量，跨月利率进一步上行

本周在包商银行事件影响下，市场情绪相对审慎，大行资金供给明显降低，资金利率一度大幅上行，特别是跨月7天利率上行幅度明显。伴随着央行加大流动性投放维稳市场，表观资金利率随后趋于回落。

5. 存单发行“量缩价升”，6月到期续作面临较大压力

本周商业银行存单发行呈现“量缩价升”特点：一是存单发行实际规模占计划规模比重大幅下滑；二是城商行存单价格明显上行；三是6月存单到期为年内第二高，后期续作压力较大。

5. 5月信贷投放预计保持中性，向零售领域转型加速推进

从5月商业银行存贷款增长情况看，预计主要呈现两方面特点：一是信贷投放依然向零售领域转型明显；二是一般存款稳步增长，但结构性存款占比仍大。随着年初项目储备逐步消耗，对公信贷利率趋于回落，后续银行息差将面临收窄压力。目前，制约银行业务发展的主要因素为相对充裕的资金来源与资金运用渠道不足的矛盾，在一般存款增长保持平稳的情况下，优质项目储备的不足，以及临时性风险事件的影响，商业银行信贷投放可能加速向零售领域转型。

◆风险分析：经济复苏态势未确认，银行资产质量风险再度承压

买入（维持）

分析师

王一峰(执业证书编号：S0930519050002)

010-58452066

wangyf@ebcn.com

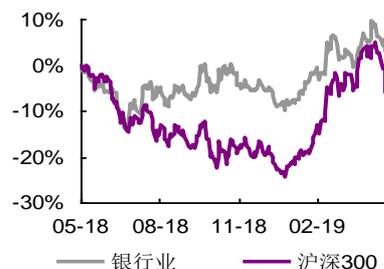
联系人

周鸿运

021-52523659

zhouhongyun@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

问题金融机构处置或影响流动性结构——流动性周报第5期

央行延续呵护市场操作，“稳预期”重要性提升——流动性周报第4期

2019-05-27

内外部扰动加大，“稳流动性”成为题中之意——流动性周报第3期

2019-05-19

TMLF投放低于预测值，彰显央行流动性管控意图——流动性周报第2期

2019-05-12

货币政策释放微调信号，资金面宽松空间收窄——流动性周报第1期

2019-04-28

2019-04-22

目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 包商银行事件持续发酵，央行加大维稳力度平抑市场波动.....	3
1.2、 央行设立的存款保险基金管理公司，着力救助问题金融机构.....	5
1.3、 央行高层就深化金融供给侧结构性改革与支持中小银行稳健经营发表观点.....	5
2、 资金市场利率运行.....	6
2.1、 央行加大维稳力度，大行资金供给显著缩量，跨月利率进一步上行.....	6
2.2、 存单发行“量缩价升”，后续到期续作面临较大压力.....	7
3、 银行业存贷款情况.....	8
3.1、 5月信贷投放预计保持中性，向零售领域转型加速推进.....	8
4、 风险提示.....	9

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、包商银行事件持续发酵，央行加大维稳力度平抑市场波动

5月24日，央行、银保监会联合发布公告称，鉴于包商银行出现严重信用风险，自2019年5月24日起对其实行接管，接管期限一年。在随后的几天里，央行、银保监会负责人和新闻发言人相继就接管包商银行问题答记者问，内容涉及包商银行个人储蓄存款、对公和同业债权人的资金兑付。5月28日，央行公告在风险处置中打破同业刚兑的消息引发市场高度关注，长久以来形成的同业业务刚兑信仰开始松动，风险情绪上升，金融市场出现明显波动，资金利率和债券市场收益率一度大幅上行。

表 1：包商银行事件动态索引

时间	包商银行事件动态索引
5月24日	央行、银保监会发布联合公告：鉴于包商银行出现严重信用风险，由央行、银保监会组建接管组，对包商银行实施接管，接管期为一年。自接管之日起，接管组全面行使包商银行经营管理全，并委托建设银行托管包商银行业务。
5月24日	央行、银保监会负责人就接管包商银行问题答记者问，要点包括： 1. 人民银行、银保监会和存款保险基金对个人储蓄存款本息全额保障，个人存取自由，没有任何变化。 2. 接管后，包商银行个人理财各项业务不受影响，原有合同继续执行，无需重签。银行卡照常使用，具有银联标识的银行卡可继续在各家银行通存通兑，网上银行业务照常运营，不受影响。 3. 接管后，包商银行正常经营，个人存、贷、汇等各项业务照常办理，无需个人配合做任何工作。
5月26日	央行、银保监会新闻发言人就接管包商银行问题答记者问，要点包括： 1. 接管后，包商银行事实上获得了国家信用，储蓄存款本息得到了全额保障，企业存款也得到了充分保障。新增的个人储蓄存款、对公存款和同业负债本息，由央行、银保监会和存款保险基金全额保障，各项业务照常办理。 2. 5000万元（含）以下的对公存款和同业负债，本息全额保障；5000万元以上的对公存款和同业负债，由接管组和债权人平等协商，依法保障。 3. 央行和银保监会将通过提供流动性支持、及时调拨充足现金、确保支付系统运行通畅等措施，保持包商银行正常经营。
5月28日	据上海证券报报道，目前的安排是，5000万元以内的同业负债施行全额兑付；5000万-1亿元的同业负债仅兑付本金；1-20亿元的同业负债兑付90%本金；20-50亿元的同业负债兑付80%本金；超过50亿元的同业负债兑付70%本金。有上述兑付需求的客户应于6月10日前签约。
5月29日	国家企业信用信息公示系统5月29日信息显示，5月24日，央行设立了存款保险基金管理有限责任公司，注册资本100亿元，经营范围包括：进行股权、债权、基金等投资；已发管理存款保险基金有关资产，直接或者委托收购、经营、管理和处置资产；依法办理存款保险有关业务；资产评估；国家有关部门批准的其他业务。
5月31日	包商银行公告，存款保险公司对于5月24日前的承兑汇票，对同一持票人持有合法承兑汇票金额在5000万元（含）以下的，存保公司全额保障；对5000万元以上的，存保公司对承兑金额提供80%保障，剩余20%的票据权利，BSB协助持票人依法追索。另据上海证券报报道，目前所有持票人中全额保障的占比为94%，其中持票人为企业的，全额保障占比为99%。

资料来源：光大证券研究所整理

包商银行作为新世纪以来首家被接管的中型金融机构，事件带来的风险厌恶情绪上升，并对市场产生一系列的连锁反应：

短期看，流动性冲击相对较大，市场自循环“正反馈”需要“减压阀”。包商银行事件发生后，由于同业业务刚性兑付被原则性打破，资金市场流动

性出现冻结迹象，传统的资金融出机构迅速调整业务策略，紧急梳理同业风险敞口和修订授信规则，对民企金控子公司、低信用评级主体、高风险运营主体资金支持大幅下降，信用融出减少，存单质押式回购规模受到控制。受此影响，中小银行资金可得性下降，同业存单发行困难，自营及定制化产品被动压缩，甚至出现了非银机构存款赎回，多级备付机制被触发的压力。上周，CD 发行规模较前周萎缩 60%，AA 评级以下存单发行缩量更为严重。当前，流动性结构不均衡现象十分明显，中小机构被迫提高备付金水平。依目前的演化态势看，市场悲观情绪仍在上升，部分中小机构流动性问题进入“正反馈”自循环（直接涉及包商银行事件的机构压力突出），市场压力上升迫切需要开启外部“减压阀”来缓解结构性矛盾。6 月份，NCD 到期量大，为避免流动性风险事件发生和上升，避免不必要的资产抛售和市场扰动，监管层有必要通过定向注入流动性来稳定市场。

中期看，包商银行事件引发的金融体系结构性调整将更深远，大致包括以下几个方面：

一是促使中小金融机构同业业务回归本源。近些年，同业业务逐步脱离了资金余缺调剂的本源，转而追逐价差盈利。虽然监管层也在一再规范同业业务，如 2018 年 MPA 考核机制要求同业业务（含同业存单）占比不超过总负债的 1/3，对同业业务规范在一定程度上减轻了包商银行事件的冲击，控制了影响范围。但是，目前仍存在“同业存款+货币市场基金”税收套利和“同业套期交易”严重错配，部分中小机构同业业务量级与其自身流动性管理能力并不匹配。历经本次冲击，中小银行同业降杠杆、同业占比收缩、同业业务向本源回归具有趋势性。

二是金融机构信用利差可能长期扩大。包商银行事件打破同业刚兑，将对市场产生深远影响，不同评级的金融机构信用利差很可能长期扩大。在同存、CD、金融债、资本债券等负债端，低等级机构融资难度、融资成本均将提高，存量金融债券也面临重定价压力。在市场找到新估值中枢前，这一再平衡过程涉及风险定价体系的重塑，所产生的摩擦成本将是巨大的，并有可能推动 CDS 市场的发展。

三是资金在不同机构间“量”“价”再分配，无风险利率向下，控制负债成本是关键。包商银行事件很可能在中期驱动资金在不同机构间运动，形成“马太效应”，大型金融机构因此受益，中小金融机构经营压力加大。结合当前经济金融运行态势，由于风险定价体系面临重塑，风险资产定价将从金融业传导至实体经济，届时，无风险利率存在向下的要求。保持金融体系整体负债利率水平相对可控，既是防范资源在高风险领域积累，优化金融资源配置的需要；也有助于银行业做实资产、增加拨备、充实资本，为防范化解金融风险，保持金融体系稳健，增强可持续发展能力，提供了内在保证。

面临风险情绪持续发酵及其连锁反应，央行本周加大了流动性呵护，市场情绪有所平复，资金利率趋于回落。

表 2：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/5/20-2019/5/24 (上周)	2019/5/27-2019/5/31 (本周)	2019/6/3-2019/6/7 (下周)
逆回购投放	-	1000	-
逆回购到期	500	-	1000
MLF (TMLF) 投放	2000	-	-
MLF (TMLF) 到期	1560	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所

在包商银行事件持续发酵的同时，市场即将迎来年中资金大考，银行间市场资金面临集中到期压力，资金利率季节性波动将对银行流动性管理带来非常大的挑战。一方面，6-8月MLF到期量约1.88万亿元，财政部已提出9月前完成全年发行任务，按照前期发行节奏估算，预计6-8月将有超过1万亿的地方债发行。另一方面，仅6月当月，市场存单到期量高达1.7万亿元，在包商事件影响下，中小机构到期再融资将面临较大的不确定性。我们认为，在包商事件持续发酵以及年中资金大考即将来临时点，央行在保持货币政策稳健基础上，将采取适当的定向调控措施（如加大OMO、MLF投放，加大TMLF供给力度等），特别是针对“三档两优”的法定存款准备金制度，不排除通过下调中小金融机构法准率的方式，提升机构资金可得性，以更好的应对资金缺口压力和包商事件带来的负面影响。也可以通过SLF、定向再贷款等定向注入流动性，还可以通过优化“两优”标准来加大对中小机构投放力度。结合各类货币政策工具特点与历史操作情况，我们推测6月份需要多种工具共同协调保障平稳跨过年中。

1.2、央行设立的存款保险基金管理公司，着力救助问题金融机构

包商银行被央行接管事件反映出，部分问题金融机构将是今年金融风险防范的重点工作，也是金融业供给侧结构性改革的应有之义。在这一背景下，存款保险基金公司成立标志着存款保险基金进入独立化运作阶段，未来除对投保机构采取早期纠正举措外，还将参与到对问题机构的风险处置中去。从已建立存款保险制度的国家和地区的经验看，存款保险机构有可能主导问题机构的风险处置，多数情况下是先使用存款保险基金支持其他合格的投保机构对出现问题的投保机构进行“接盘”，收购或者承接其业务。同时，也可能是存款保险机构先行接管，推动持续运营，再寻求后续退出。

不过，从目前的制度安排看，存款保险基金尚不足以完全应对问题金融机构的退出。一方面，目前存款保险基金规模尚小，不足以全额保障较大规模的银行存款，虽然每年存款保险基金能够获得300亿元左右的充实，但如果对于存量问题机构进行集中处置，基金规模不足。另一方面，从国际经验看，存款保险基金不足以全面控制风险蔓延，对于保险限额也并非一成不变，也存在提供全额保障的案例，当前包商银行对于个人存款也是全额保障安排。

总体而言，问题金融机构处置，往往涉及多方利益协调，问题复杂度高，往往需要监管机构、地方政府、托管机构、AMC等其他市场主体多方参与、多措并举进行问题化解。

1.3、央行高层就深化金融供给侧结构性改革与支持中小银行稳健经营发表观点

5月30日，由北京市人民政府主办的“2019金融街论坛年会”在北京举行。主题为深化金融供给侧结构性改革，推动经济高质量发展。会上，央行高层就深化金融供给侧结构性改革与支持中小银行稳健经营等问题发表了相关观点。

易纲行长表示，“民营和小微企业的融资难融资贵的问题从根本上说是金融的供给，不适合经济转型和高质量发展的需要，是金融供给和需求矛盾的具体体现。下一步，要确保实现今年国有大型银行小微企业贷款余额同比增长30%以上，小微企业信贷综合的融资成本降低1%的目标”。

潘功胜副行长表示，“中小银行是服务中小微企业和普惠金融的主力军，支持中小银行的健康发展是我国金融供给侧结构性改革的重要内容。央行将对中小银行继续执行较低的存款准备金率，扩大再贷款、再贴现等工具规模，鼓励发行中小金融债券和资本补充债券，进一步提高中小银行服务中小微企业的能力。”

孙国峰司长表示，“相对慢一点的货币增速，可以满足经济运行保持在合理区间的需要。同时，货币政策也通过更多建立激励相容机制，运用市场化手段调动银行积极性，提升金融服务实体经济的意愿、能力和效率”。

从央行高层观点来看，在保持货币总量与名义经济增速基本匹配的前提下，如何将央行的政策红利和流动性活水顺利引导至民营和小微企业，是当前货币政策亟待解决的重要问题。“相对慢一点的货币增速”，意味着大水漫灌式的总量操作恐难再现。货币政策重在结构性调控，通过一揽子工具箱、完善“三档两优”的法准率体系以及破解机构内部约束等方式，加大对民营小微企业信贷支持力度。

2、资金市场利率运行

2.1、央行加大维稳力度，大行资金供给显著缩量，跨月利率进一步上行

本周在包商银行事件影响下，市场情绪相对审慎，大行资金供给明显降低，资金利率一度大幅上行，特别是跨月7天利率上行幅度明显。伴随着央行加大流动性投放力度维稳市场，资金利率随后趋于回落。其中，隔夜、7天、14天期Shibor较上周分别上行-15bp、6bp、4bp至2.19%、2.65%、2.80%。隔夜、7天和14天D-Repo较上周分别上行-18bp、8bp、-6bp至2.16%、2.63%、2.67%。交易所资金利率隔夜、2天、3天、4天和7天利率较上周分别下行29bp、29bp、23bp、19bp和23bp。

图 1: Shibor 价格运行 (%)

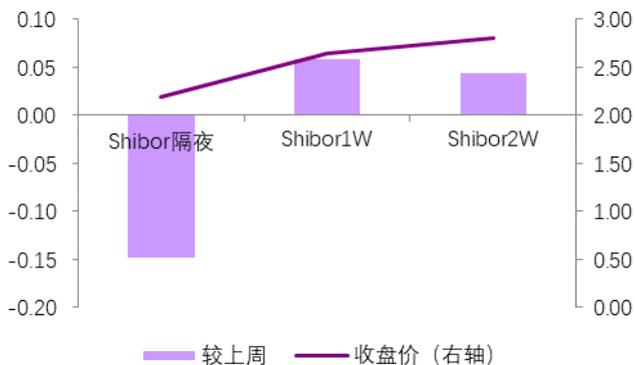
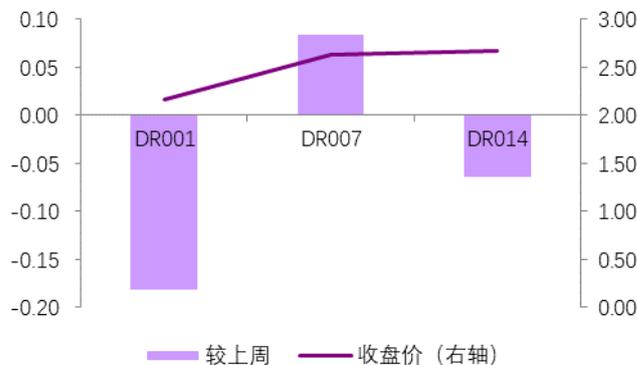


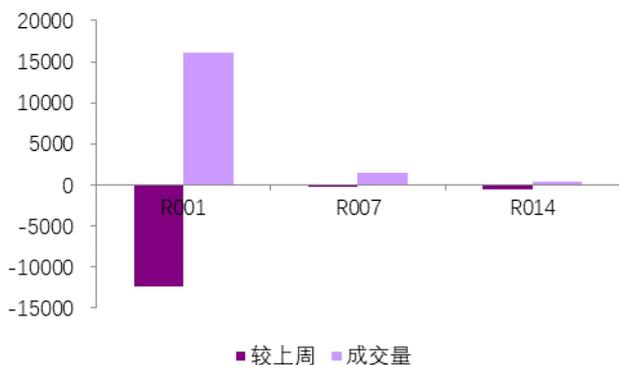
图 2: D-Repo 价格运行 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 5 月 31 日

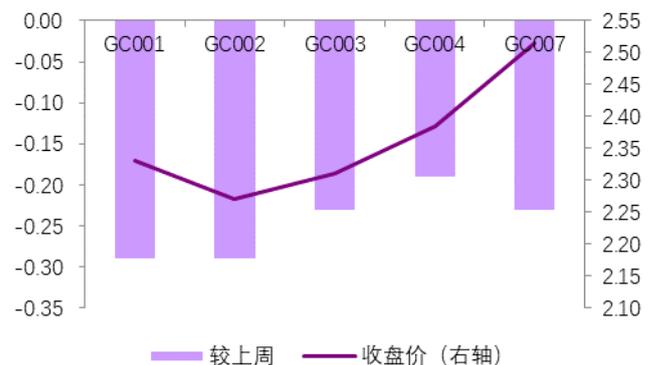
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 5 月 31 日

图 3: Repo 成交量 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 5 月 31 日

图 4: GC 价格运行 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 5 月 31 日

尽管本周央行加大了资金投放力度,但我们可以看到,跨月 7 天资金利率较上周末依然出现上行,隔夜、7 天市场成交量进一步萎缩。这表明,包商银行事件的持续发酵,风险情绪上升,大行对于民营企业控股的中小银行和非银机构融出业务适度控制了资金仓位,风控进一步趋严,低信用评级 CD 发行难度显著增加,中小金融机构流动性管理面临较大的压力。

2.2、存单发行“量缩价升”，后续到期续作面临较大压力

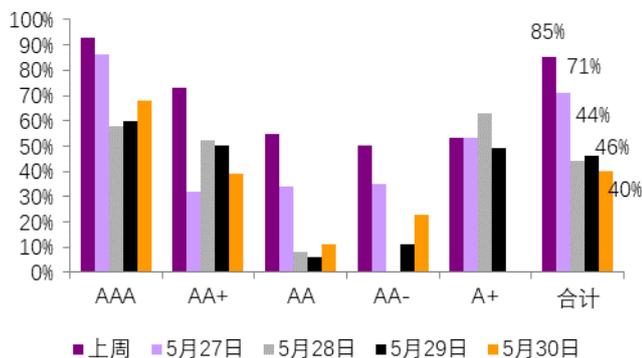
受包商银行事件影响,本周商业银行存单发行呈现“量缩价升”特点,具体而言:

一是存单发行实际规模占计划规模比重大幅下滑。本周商业银行累计发行存单 3415 亿元,较上周下降 1200 亿元。同时,存单实际发行规模占计划规模比重大幅下滑,由上周末 85% 降至 40%。

二是城商行存单价格明显上行。受包商银行事件影响,传统资金供给行资金融出较为审慎,风险控制趋于严格,导致城商行等中小银行存单发行难度加大,资金价格被动提升,二级市场机构持有的中小行存单价格大幅走高,金融机构配置意愿明显降低,非银机构套利空间较大。

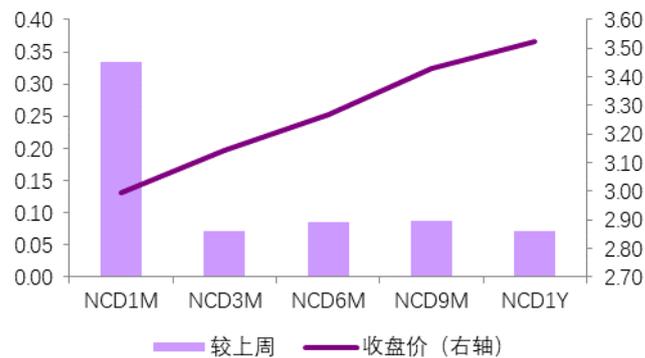
三是 6 月存单到期为年内第二高,后期续作压力较大。根据 wind 数据显示,6 月市场存单到期量超过 1.7 万亿元,仅次于 3 月为年内第二高。从信用评级分布看,AAA 级存单到期 1.3 万亿元,AA+ 级到期 2889 亿元,其他存单到期近 2000 亿元。目前,受包商银行事件影响,信用评级相对较低的城商行、农商行存单发行呈现“量缩价升”态势,同时 6 月末为传统资金偏紧时点,叠加风险事件冲击,中小行流动性管理压力进一步加大。

图 5：本周存单实际发展占计划发行比重



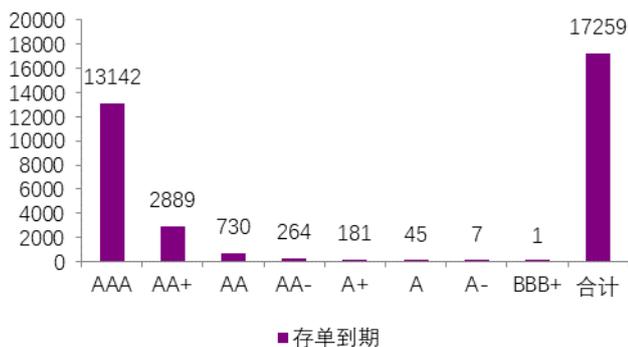
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：本周城商行存单发行价格（单位：%）



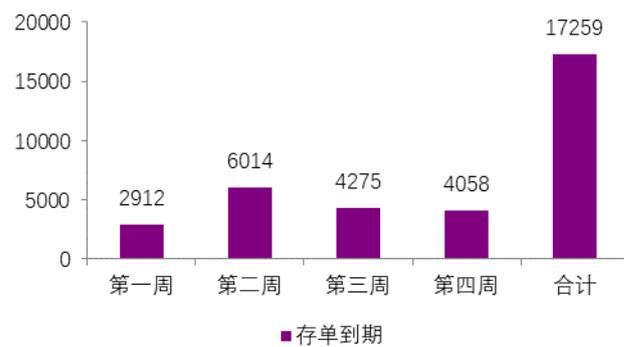
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：6 月存单到期情况（按信用评级,单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：6 月存单到期情况（按期限,单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、银行业存贷款情况

3.1、5 月信贷投放预计保持中性，向零售领域转型加速推进

从 5 月商业银行存贷款增长情况看，我们预计主要呈现以下特点：

一是信贷投放继续向零售领域转型明显。5 月已公布的高频经济数据不支持对公贷款增长出现回暖，预计月末冲量态势依然明显。与之不同的是，短期消费金融、信用卡等领域增长态势良好，月日均值始终保持合意水平。

二是预计一般存款稳步增长，存款结构不尽理想。今年年初以来，央行金融数据显示存款增速良好，我们预计 5 月一般存款总量保持这一良好增长态势，但预计增量中主动负债占比依然较高，核心存款增长较为乏力，月末对公信贷冲量令核心存款短暂提升，但跨月后将面临一定流失压力。目前监管机构对于结构性存款、智慧存款、乃至现金管理类理财都采取了更为严格的监管举措，我们认为未来存款成本能够被较好的控制，传统存款优势银行更加受益。

一季度，商业银行经营业绩表现良好，主要是：一是去年下半年业绩持续提升带来的改善效应；二是存贷业务规模大幅增长，资金市场价格维持低位，“以量促价”推动息差改善；三是同业负债成本降低，市场类业务账面利差大幅提升。不过，随着年初项目储备逐步消耗，对公信贷利率趋于回落，后续银行业息差将面临收窄压力。目前，制约银行业务发展的主要因素为相对充裕的资金来源与资金运用渠道不足的矛盾，在一般存款增长保持平稳的情况下，优质项目储备的不足，以及临时性风险事件频发的影响，商业银行信贷投放将加速向零售领域转型。

4、风险提示

宏观经济复苏态势未确认：

如若宏观经济复苏弱于预期，银行规模增长将受到拖累，重点领域资产质量将在政策“逆周期”调节下承压，信用成本企稳下降的进程或放缓。

银行资产质量再度承压：

消费金融、小微领域坏账周期性波动和内外部市场不确定性因素均可能致使银行资产质量面临较严峻的考验，银行或为此收紧信用偏好，额外增加计提，影响到净利润。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼