

## 行业研究

## 同业存单利率还能上行多久？

——流动性周报（2021.2.22-2021.2.28）

## 要点

**商业银行 2021 年 NCD 备案额度较 2020 年有所提升。**国有银行、股份行和主要城商行 NCD 备案额度 2021 年合计 13.91 万亿，较 2020 年提升 1.81 万亿，这既与今年外币 NCD 发行占用备案额度有关，也反映出银行对 NCD 发行需求提升。

**年初以来银行存款增长并不理想，整体负债端压力有所加大。**1 月份贷款与 M2 增速剪刀差进一步上行至 3.3%，较 2020 年 4 月份波谷提升 1.3 个百分点，显示银行存贷板块资金来源与运用不匹配程度加剧。为此，银行加大了结构性存款吸收力度，1 月份新增 5757 亿，预计后续仍将维持正增长。

**银行体系负债稳定性下降，LCR 和 NSFR 指标开始承压。**（1）年初新发基金规模较大，造成零售存款逆市负增长。进入 2 月份，偏股型基金发行力度不减，对公存款存在季节性压力，而零售存款继续向非银存款迁徙。（2）活期、普通定期等核心负债增长较为乏力，大额存单、协议存款等高成本负债增长较快，部分行 LCR 和 NSFR 指标开始承压，并适度加大了 9M 和 1Y 期限 NCD 吸收力度。

**机构间不平衡有所加剧，股份制银行负债或面临系统性压力。**（1）受春节效应影响，资金从大城市向农村地区流动，国有大行存款增长较好，特别是网点下沉力度较大的邮储银行，以及农商行、农信社在 2 月份存款料出现大幅增长。（2）全国性股份制银行整体受制于网点限制、正月“十五”前企业开工不足影响，预计对公存款增长明显偏弱，2 月份存款流失现象较为普遍，部分行 1-2 月份一般存款可能录得负增长，造成司库压力加大。

**下一阶段 NCD 利率“易上难下”维持高位运行。**（1）货币供给“总闸门”偏紧，存贷款增速差较大，收益率曲线中端价格受到持续挤压。（2）预计 2 月份 M2 同比增速维持在 9.4-9.5% 左右，但信贷增速仍维持在 12.5-12.7% 左右，存贷比并未得到改善，银行负债端压力依然较大。（3）3 月份 NCD 到期规模超过 2 万亿，且恰逢季末月份，司库也有提前摆布负债的考虑，NCD 价格可能存在进一步上行压力。（4）4-8 月份 NCD 单月到期规模也在 1 万亿以上，同时考虑到届时地方债发行放量形成的挤出效应，NCD 价格可能依旧承压。

**美债收益率上行可能会对国内债市有一定扰动，但并不构成硬约束。**（1）美联储延续鸽派论调，宽松周期远长于紧缩周期，当前失业率仍高达 6% 以上，宽松政策不会迅速退出。（2）中美两国债市收益率存在一定相关性，但近年来，我国货币政策独立性显著增强，受美联储掣肘明显减弱。（3）中美利差安全边际较高。在通胀预期推动下，美债收益率可能还有进一步上行空间，点位可能位于疫情前的 1.8-2.0%，较当前提升 30-50bp。若仅按照 0.25 的相关性系数计算，理论上我国国债收益率上行空间上限为 7-10bp。若以最近一轮债市运行周期看，美债上行幅度为 170bp，下行幅度为 260bp。而我国国债上行幅度为 130bp，下行幅度为 150bp，即我国债市波动幅度要明显更小。

**我国债市运行仍取决于国内基本面和政策面情况。**目前，基本面对债市并不友好，但考虑到今年地方专项债发行工作尚未启动，期间债市大概率维持在 3.3% 上下震荡运行，而且当前点位也与 2019 年 10 月份“猪通胀”期间水平大体相当。后续来看，随着专项债发行的启动，叠加 4-5 月份通胀高点，债市可能阶段性突破 3.3% 点位，需要观察 1-2 月份合计的经济数据是否会出现超预期。对于配置盘而言，跌出来即是机会，轻仓机构可逐步布局、逢高配置。

**风险分析：**通胀压力超预期，货币政策持续收紧。

## 银行业

## 买入（维持）

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

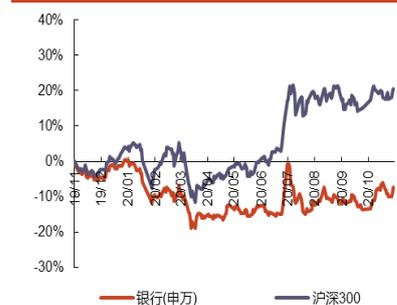
010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

liujie9@ebscn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

观察公开市场操作岂能“量”“价”分离？——流动性周报（2021.2.18-2021.2.21）

外汇占款会成为基础货币投放新渠道吗？——流动性周报（2021.2.1-2021.2.7）

以史鉴今：钱荒之后会发生什么——流动性周报（2021.1.25-2021.1.31）

不宜对 1 月份信贷投放过度乐观——流动性周报（2021.1.18-2021.1.24）

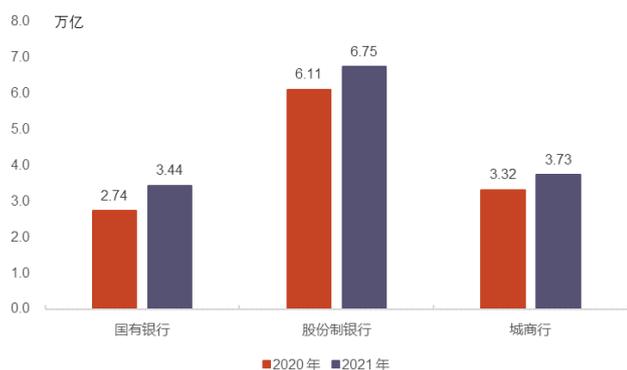
从“晚春效应”看 1 月中下旬信贷和流动性形势——流动性周报（2021.1.11-2021.1.17）

隔夜利率为何总是上蹿下跳——流动性周报（2021.1.4-2021.1.8）

## 1、热点透析——同业存单利率还能上行多久？

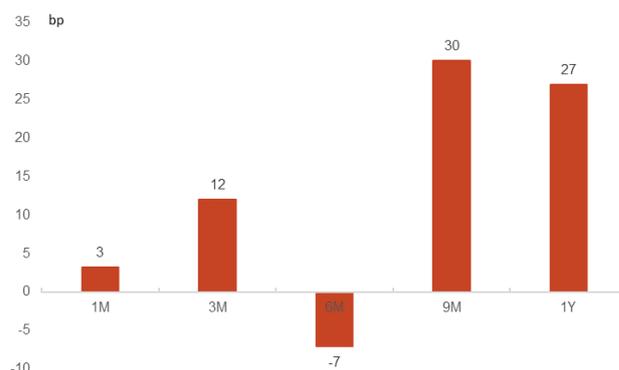
今年以来，NCD 利率持续上行。一级市场看，近期发行的国股银行 NCD 中，9M 和 1Y 期品种上行幅度近 30bp，1Y 期品种利率已上行至 3.17%，而短端品种上行则相对有限。二级市场看，截至 2 月 26 日，AAA 级 1YNCD 估值较年初上升 16BP 至 3.09%。我们认为，NCD 特别是长端品种利率的大幅上行，反映出银行负债端压力的加大：

图 1：主要商业银行 2021 年 NCD 备案额度明显提升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020-2021 年

图 2：今年以来一级市场 NCD 长端品种利率上行幅度较大



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 12 月 31 日-2021 年 2 月 26 日

**一是商业银行 2021 年 NCD 备案额度较 2020 年有所提升。**从备案额度看，国有银行、全国性股份制银行和主要城商行 2021 年合计 13.91 万亿，较 2020 年提升 1.81 万亿，这其中既与今年外币 NCD 发行会占用备案额度有关，也反映出银行对 NCD 的发行需求提升。

**二是年初以来银行存款增长并不理想，整体负债端压力有所加大。**随着货币政策回归正常化，影子银行业务萎缩，信用体系增长进一步呈现收敛态势。1 月份贷款与 M2 增速剪刀差进一步上行至 3.3%，较 2020 年 4 月份波谷提升 1.3 个百分点，显示银行存贷板块资金来源与运用不匹配程度加剧。

为此，银行加大了结构性存款吸收力度，1 月份新增 5757 亿，一改 2020 年 5-12 月份持续负增长态势。由于现阶段监管层面对于结存并未提出明确压降目标，而结存加权平均利率已降至 2.8-2.9%，增量吸收结存性价比较 NCD 更为突出，在没有其他政策控制下，预计后续仍将维持正增长。

**三是银行体系负债稳定性有所下降，LCR 和 NSFR 指标开始承压。**银行体系负债稳定性的下降，主要表现为一般存款与同业负债的“跷跷板效应”，核心存款增长乏力。这一点可以从两方面来观察：

(1) 年初新发基金规模较大，造成 1 月份零售存款逆市负增长，并向非银存款迁徙。进入 2 月份，偏股型基金发行力度不减，零售存款增长料仍存在压力。虽然理论上，春节前后零售存款增长应较好，和对公存款也存在此消彼长的“跷跷板效应”，但是由于资本市场活跃，预计稳定型资金增长发力，对公存款存在季节性压力，而零售存款向非银存款迁徙。

(2) 活期、普通定期等核心负债增长较为乏力，大额存单、协议存款等高成本负债增长较快，并推高了银行综合负债成本。

受此影响，部分银行 LCR 和 NSFR 指标开始承压，并适度加大了 9M 和 1Y 期限 NCD 吸收力度。

**四是机构间不平衡有所加剧，股份制银行负债或面临系统性压力。**在银行体系整体负债压力加大的同时，存在在机构间分布的不平衡现象有所加剧，这主要是由于：

(1) 受春节效应影响，资金从发达城市向农村地区流动，国有大行存款增长较好，特别是网点下沉力度较大的邮储银行，以及农商行、农信社在 2 月份存款预估出现大幅增长。

(2) 全国性股份制银行整体受制于主要集中于发达地区的网点限制、正月“十五”前企业开工不足影响。预计对公存款增长明显偏弱，2 月份存款流失现象较为普遍，部分股份制银行可能 1-2 月份一般存款录得负增长，造成司库压力加大。

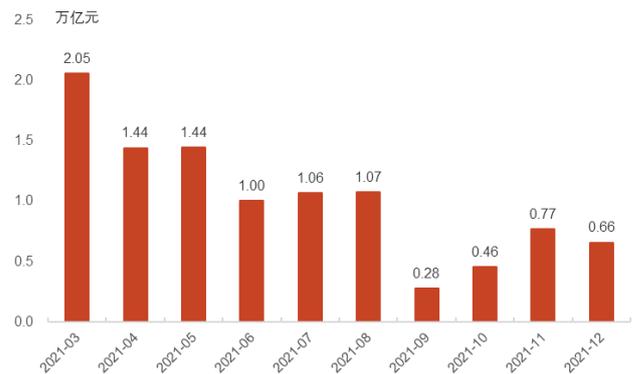
因此，**尽管现阶段短端资金利率大体稳定，但银行普遍缺长钱，流动性监管指标有所承压，对主动负债的吸收需求较大。**可以看到，2 月份 NCD 净融资规模约 3300 亿，创 2020 年 8 月份以来新高，部分缺存款的国股银行对 NCD 需求较为旺盛，在市场持续提高报价，也推高了 NCD 利率。

图 3：1 月份结构性存款新增 5757 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 1 月

图 4：2021 年 3 月份 NCD 到期量超过 2 万亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月-2021 年 12 月

**对于下一阶段 NCD 利率走势，我们认为在稳存增存压力下，司库对于 NCD 发行需求较为旺盛，NCD 利率“易上难下”维持高位运行。判断依据如下：**

(1) 货币供给“总闸门”偏紧，存贷款增速差较大，收益率曲线中段价格受到持续的挤压。

(2) 预计 2 月份信贷投放景气度较高，“就地过年”减弱了资金跨区域跨机构移动，企业生产状况好于往年春节期间。预估 2 月信贷规模增长稳定，这会导致信用债配置力度较弱。同时考虑政府存款和非标变化情况，预计 2 月份 M2 同比增速维持在 9.4-9.5% 左右，与 1 月份大体持平，但信贷增速仍维持在 12.5-12.7% 左右，存贷比并未得到改善，银行负债端压力依然较大。

(3) 进入 3 月份，NCD 到期规模超过 2 万亿，且恰逢季末月份，司库也有提前摆布负债的考虑，预计 NCD 价格可能存在进一步上行压力。

(4) 4-8 月份 NCD 单月到期规模也在 1 万亿以上，同时考虑到届时地方债发行放量形成的挤出效应，NCD 价格可能依旧承压。

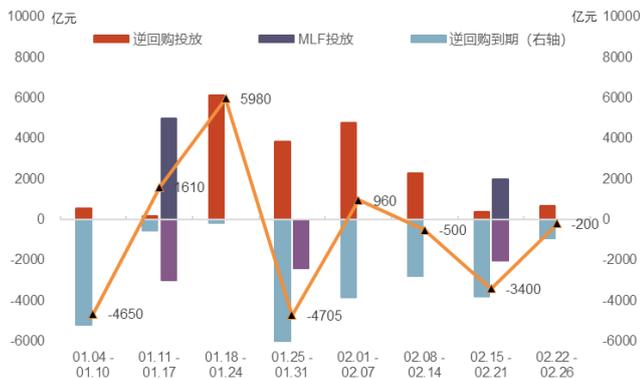
综合上述分析，我们认为，3 月份可能是 NCD 压力的峰值点，NCD 利率存在进一步上行空间，4-8 月份银行负债压力改善相对有限，使得 NCD 利率难有明显回落空间，在核心负债成本同样承压的情况下，今年银行综合负债成本较 2020 年存在进一步提升的压力。

## 2、上周市场流动性回顾

### 2.1、资金市场回顾

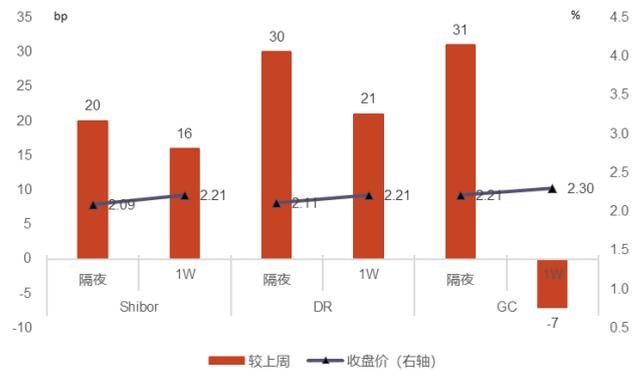
公开市场操作延续净回笼态势，货币投放依然较为克制。2 月份最后一周，央行公开市场累计开展了 700 亿逆回购操作，到期 900 亿，实现资金净回笼 200 亿，且连续三周呈现净回笼。上周央行未开展 MLF 操作，截止 2 月 26 日，MLF 余额为 5.35 万亿元。

图 5：公开市场操作延续净回笼



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-2021 年 2 月 26 日

图 6：银行间市场资金利率有所抬升



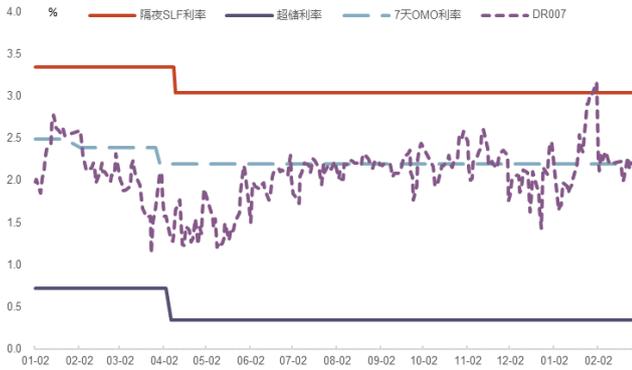
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 22 日-2021 年 2 月 26 日

上周临近月末，短端资金利率有所抬升，隔夜利率上行幅度明显。截止 2 月 26 日：

- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 2.09% 和 2.21%，较上周分别上行 20bp 和 16bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 2.11% 和 2.21%，较上周分别上行 30bp 和 21bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.21% 和 2.30%，较上周分别上行 31bp 和 -7bp。

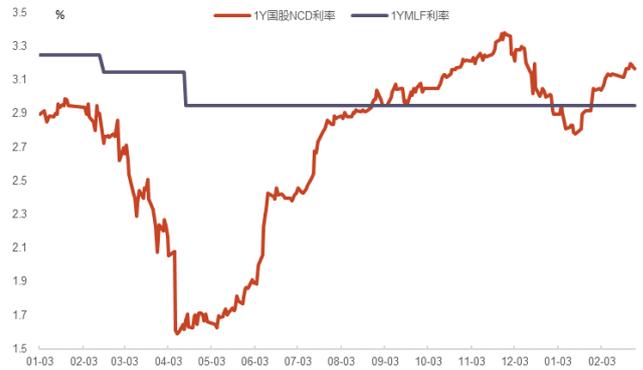
短端利率走廊基本稳定，1Y 国股 NCD 利率延续上行趋势。上周 DR007 仍围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，短端利率走廊形态基本稳定。截止 2 月 26 日，1Y 国股 NCD 价格报 3.17%，高于 1Y-MLF 利率 22bp。

图 7：短端利率走廊基本稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月2日-2021年2月26日

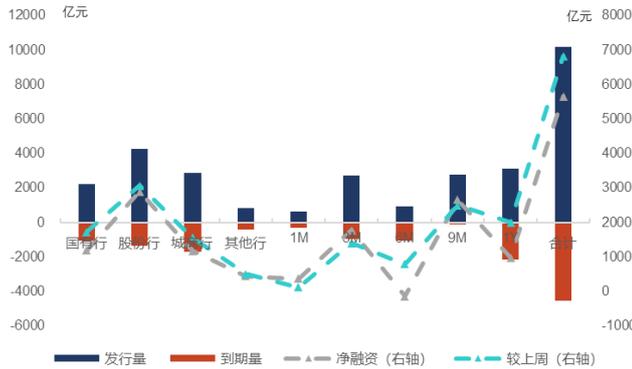
图 8：1Y 国股 NCD 利率持续偏离 1Y-MLF 利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月3日-2021年2月26日

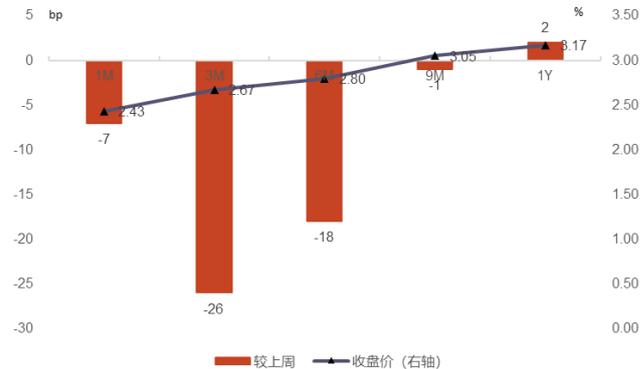
上周 NCD 净融资额达 5655 亿，较前一周上升 6831 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 1191、2892 和 1182 亿，较前一周增加 1726、3074 和 1569 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资 366、1776、-135、2665 和 981 亿，较上周分别增加 124、1399、800、2501 和 2005 亿。

图 9：NCD 净融资规模大幅增长



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年2月22日-2021年2月26日

图 10：1Y 国股 NCD 利率进一步上行



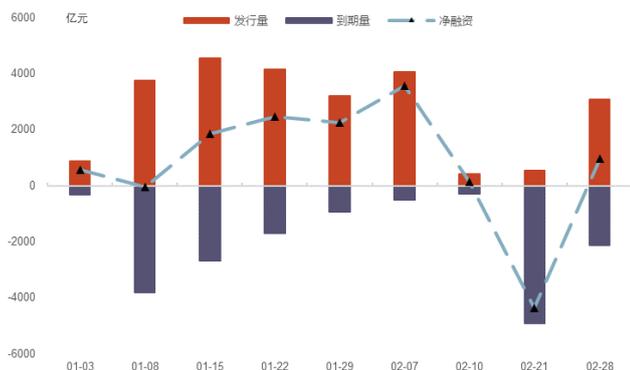
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年2月22日-2021年2月26日

短端 NCD 利率有所回落，但长端品种价格持续上行。截至 2 月 26 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.43%、2.67%、2.80%、3.05% 和 3.17%，较前一周分下行 7bp、-26bp、-18bp、-1bp 和 2bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.62%、3.02%、3.12%、3.29% 和 3.47%，较前一周分别上行 -10bp、-4bp、-2bp、5bp 和 6bp。

## 2.2、利率债市场回顾

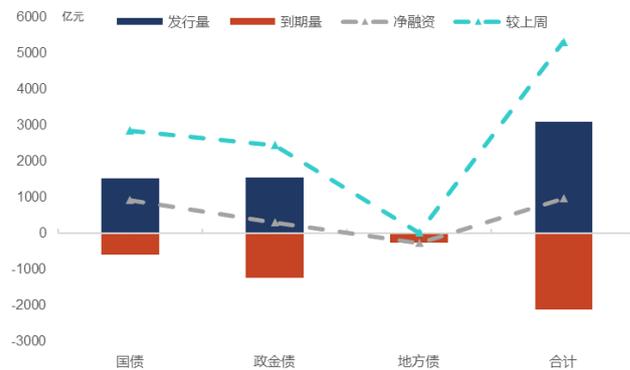
利率债净融资规模上升。上周国债净融资 930 亿，较前一周增加 2854 亿；国开债净融资 311 亿，较前一周增加 2451 亿；地方债净融资 -267 亿，较前一周增加 18 亿。

图 11：利率债净融资规模大幅提升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 3 日-2021 年 2 月 26 日

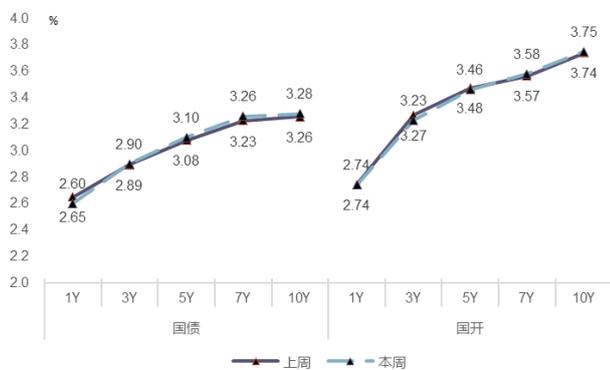
图 12：政金债净融资规模下行较大



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 22 日-2021 年 2 月 26 日

受通胀预期压制，长端利率小幅上行。截至 2 月 26 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.60%、2.90%、3.10%、3.26%和 3.28%，较上周分别上行-5bp、1bp、2bp、3bp 和 2bp。政金债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.74%、3.23%、3.46%、3.58%和 3.75%，较上周分别上行 0bp、-4bp、-2bp、1bp 和 1bp。

图 13：长端收益率小幅上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 22 日-2021 年 2 月 26 日

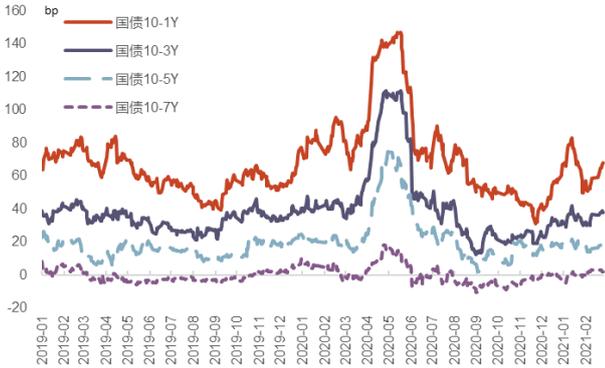
图 14：国债收益率运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月 1 日-2021 年 2 月 26 日

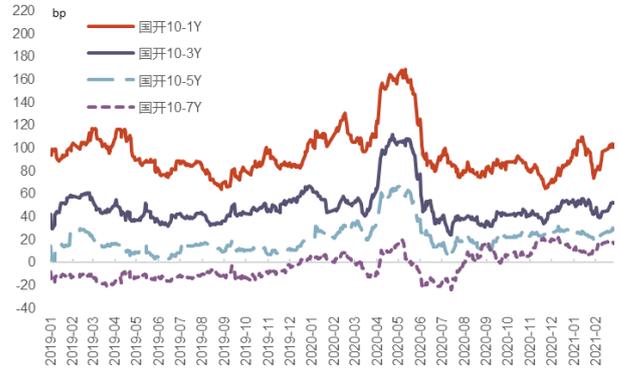
收益率曲线趋于陡峭化。截至 2 月 26 日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 68bp、38bp、18bp 和 2bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 101bp、52bp、29bp 和 17bp。

图 16：国债期限利差情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月 1 日-2021 年 2 月 26 日

图 16：国开债期限利差情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月 1 日-2021 年 2 月 26 日

### 3、下一阶段市场展望及投资建议

上周海外市场出现剧烈调整，受大宗商品价格特别是有色品种大涨的影响，全球通胀预期快速推升，10 年期美债收益率大幅上行，并一度连续击穿 1.5%、1.6% 整数关口。受此影响，美股出现大幅下挫，道琼斯、纳斯达克以及标普 500 指数 25-26 日累计跌幅超过 3%，并引发 A 股市场的调整。同时，美联储主席鲍威尔在国会听证会上，连续两日释放鸽派信号，强调美债收益率上涨是美国经济健康的标志，美国可能需要 3 年以上的时间才能达到关键通胀目标，以稳固市场对宽松货币政策延续的预期，并压制通胀预期的高涨，随后美债收益率出现回调并站稳 1.5% 的点位。

上周，我国债市长端利率在 3.3% 略偏下方持续震荡徘徊，在盘中阶段性突破 3.3% 后即开始回撤。从近期市场情况看，市场普遍热议美债收益率上行可能会对我国债市造成牵引作用，其逻辑是全球大宗商品价格上涨引发通胀预期，以及中美利差的收窄。我们认为，**美债收益率上行可能会对国内债市有一定扰动，但并不构成硬约束，我国债市运行仍取决于国内基本面和政策面情况。**

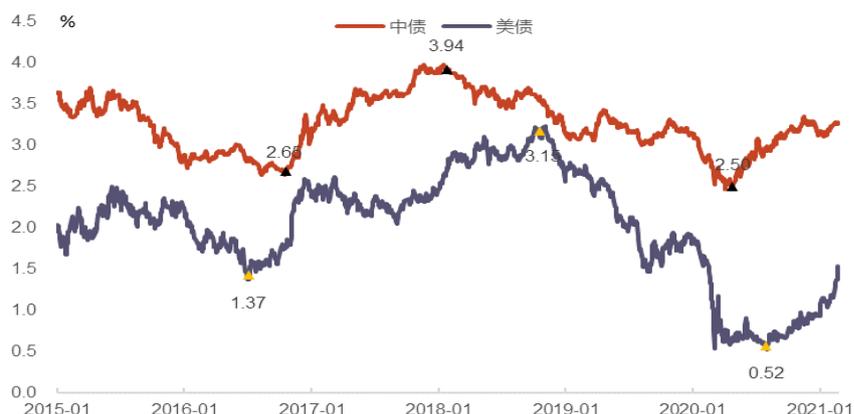
**一是美联储的鸽派论调。**事实上，为避免货币政策被通胀约束，主要发达经济体央行均倾向于盯住核心通胀目标。而目前美国核心 PCE 指数仅为 1.4%，在平均通胀目标框架下，也不难理解为何鲍威尔会强调“美国可能需要 3 年以上的时间才能达到关键通胀目标”。

**二是美联储宽松周期远长于紧缩周期。**美联储自 2007 年 9 月启动降息，2008 年 12 月联储将 FFR 降至 0.25% 后，直到 2015 年 12 月才启动加息进程，期间宽松周期长达 8 年左右。而加息周期仅持续了 3 年左右即停止，并再度启动新一轮降息周期。因此，预计美联储宽松货币政策不会迅速退出。

**三是美联储以就业为主要目标。**目前，美国失业率依然高达 6% 以上，高于疫情前 3-4% 的水平，1 月份新增非农就业人数仅 4.9 万，劳动参与率也有待回升，就业压力也成为美联储持续鸽派表态的核心依据。

**四是中美两国债市收益率相关性下降。**中美两国债市收益率存在一定相关性，2006 年至今相关系数为 0.32。但近年来，我国货币政策独立性显著增强，受美联储掣肘明显减弱。例如，2020 年下半年我国货币政策在全球经济体中率先回归正常化，而美联储依然在宽松道路上前行。数据显示，2020 年至相关系数进一步降至 0.25。

图 17：10Y 美债波动幅度明显高于我国



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 1 月-2021 年 2 月

**五是中美利差安全边际较高。**尽管近期美债收益率持续上行，但中美利差依然维持在 200bp 左右，安全边际非常高。这一点，与 2018 年的情况截然不同。2018 年美联储正处于加息周期中，而我国社融增速出现大幅下挫，经济下行压力加大，货币政策开启了新一轮逆周期调控，使得中美利差一度收窄至 50bp。因此，当前美债收益率上行对我国债市的牵扯力量不及此前。

我们认为，在通胀预期推动下，美债收益率可能还有进一步上行空间，上行点位可能位于疫情前的 1.8-2.0% 水平，较当前提升 30-50bp。这对于我国国债的影响：

(1) 若仅按照 0.25 的相关性系数计算，理论上我国国债收益率上行空间上限为 7-10bp。

(2) 以最近一轮债市运行周期看，美债上行幅度为 170bp，下行幅度为 260bp。而我国国债上行幅度为 130bp，下行幅度为 150bp。可以看到，随着美债收益率的大幅波动，我国债市的波动幅度要明显更小。

基于上述分析，美国国债收益率上行可能会对我国债市造成一定扰动，但这种扰动并不构成硬约束，我国债市运行主要取决于基本面和政策面。目前，基本面对债市并不友好，货币政策总量维持不松不紧，收益率曲线陡峭化。但考虑到今年地方专项债发行工作尚未启动，期间债市大概率维持在 3.3% 上下震荡运行，而且当前点位也与 2019 年 10 月份“猪通胀”期间水平大体相当。

后续来看，随着专项债发行的启动，叠加 4-5 月份通胀高点，届时债市将有所承压，并可能阶段性突破 3.3% 点位，需要观察 1-2 月份合计的经济数据是否会出现超预期。对于配置盘而言，长端利率类债券跌出来即是机会，当前债市安全边际依然较高，轻仓机构可逐步布局，逢高配置。

## 4、风险分析

通胀压力超预期，货币政策持续收紧。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------