

总量研究

出生率下滑无法逆转，90后直面人口峭壁

——《人口峭壁》第一篇

要点

事件：

2月8日，公安部发布《2020年全国姓名报告》，新生儿户籍登记人数为1179万人，较2019年下降近15%。民政部部长李纪恒也曾表示，我国总和生育率已跌破警戒线。我国人口拐点何时到来？劳动力群体何时达到峰值？哪代人口直面人口峭壁？少子化能否逆转，老龄化进程何时加速？

核心观点：

疫情冲击、二胎政策效应减弱，导致2020年出生率加速下滑，不必过度解读。

2020年新生儿数量大幅下降，主因疫情抑制民众短期生育意愿、二胎政策效应边际减弱。中国的出生率在次贷危机时也出现了大幅下滑，从2008年的12.14%下降到2009年11.95%，但2012年又恢复到12%以上。出生率本身在各年份中存在波动，不需要过度解读。

总人口将在2026年达到峰值，提前于人口规划四年。

我们参考联合国对于生育率的假设，使用队列要素法预测我国的人口结构变动趋势。在中性情景下，我国人口会在2026年达到峰值14.19亿人，提前于2017年国务院发布的人口规划中提到的，中国将在2030年达到峰值14.5亿人。

青壮年劳动力峰值已过，人口结构从纺锤形演化为金字塔形。

建国后出现了两波婴儿潮：20世纪60年代的“建国一代”，及1985至1997年的“建国二代”。两代婴儿潮，推动劳动力规模在2010年前后达到峰值，成就了我国劳动密集型产业的快速发展，以及房地产长期牛市。向前看，未来十年，40岁至60岁阶段人口构成了中国的主要劳动力群体，而30-40岁人口规模则持续下滑，劳动力年龄结构逐步从纺锤形演化为金字塔形。

90后直面人口峭壁，00后劳动力塌陷。

由于2000年前后新生儿规模出现塌陷，导致未来十年，20-30岁人口快速下滑，下滑速度明显快于30-40岁人口。这也意味着，90后身后，将出现青年劳动力规模的塌陷，这代人口将直面“人口峭壁”，养老问题凸显。30岁以下人口占比快速下滑，也会引导消费结构切换，单身公寓、刚需住房等消费支出占比会逐步降低，改善型住房、医疗、度假、养老支出等消费支出占比上升。

适龄生育女性规模下降，新生儿规模下滑难以逆转。

新生儿数量的下滑，一方面来自于年轻人生育欲望减弱；另一方面，是源自于适龄生育女性（20岁到45岁）的总规模持续下滑，以及结婚率的下降，降低了生育的总基数。因此，仅提高生育率，难以逆转新生儿规模的下滑趋势。

2022年我国进入中度老龄化，2035年进入重度老龄化。

2022年，中国60岁以上老人2.88亿人，占全部人口20.4%，进入中度老龄化社会。2035年，中国60岁以上老年人约占30%，进入重度老龄化社会。2046年，中国60岁以上老年人约占35%，进入深度老龄化社会。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

开局充满火药味，中美关系未来如何演绎？——光大宏观周报（2021-03-21）

议息会议召开在即，美联储如何控制美债收益率美——2021年3月美联储议息会议前瞻（2021-03-16）

出口旺、地产强、社零暖，一季度继续强复苏——2021年1-2月实体经济数据点（2021-03-15）

美国通胀怎么看——光大宏观周报（2021-03-14）

信贷数据淡季不淡，企业融资需求旺盛——2021年2月金融信贷数据点评（2021-03-11）

通胀进入上行通道，但难以成为货币政策掣肘——2021年2月价格数据点评（2021-03-10）

欧美消费复苏快于生产，消费品出口继续上行——2021年1-2月贸易数据点评（2021-03-07）

1.9万亿法案参议院闯关成功，投向哪里，有何不同——《全球朱格拉周期开启》第四篇（2021-03-07）

两会亮点：实际财政超预期，推动基建强势反弹——2021年全国两会点评报告（2021-03-06）

“碳中和”下的中国方案——《全球朱格拉周期开启》第二篇（2021-03-01）

疫情冲击2月PMI数据，但业务活动预期大幅好转——2021年2月PMI数据点评兼光大宏观周报（2021-02-28）

全球朱格拉周期开启：碳中和、美国更新、供应链再造——2021年春季宏观策略报告（2021-02-23）

目 录

一、2020 年出生率真的大幅下滑了吗？	3
二、2026 年人口到达拐点，早于人口规划 4 年.....	4
三、中国何时面临人口峭壁？	5
1 青壮年劳动力峰值已过，人口结构从纺锤形演化为金字塔形.....	5
2 90 后直面人口峭壁，00 后劳动力塌陷	7
3 适龄生育女性规模下降，新生儿规模下滑难以逆转	8
4 2022 年进入中度老龄化，2035 年进入重度老龄化	8
四、队列要素法的进一步介绍.....	9

图目录

图 1：出生率本身存在一定波动.....	3
图 2：我国净迁入人口较少	3
图 3：队列要素法测算人口流程图	4
图 4：三种情况下，对于出生率的基本假设	5
图 5：三种情况下，对于总人口规模的预测	5
图 6：40-50 岁人群和 20-30 岁人群在 2010 年前后达到峰值	6
图 7：建国后，经历了两轮“婴儿潮”	6
图 8：20 岁至 60 岁劳动力规模在 2014 年达到峰值.....	6
图 9：女性生育年龄逐步后移	6
图 10：青壮年劳动力人口占比逐步下滑，退休人员占比快速上升（并且以女性居多）	7
图 11：90 后直面“人口峭壁”	8
图 12：不同年龄段人群对应不同支出类型	8
图 13：适龄生育妇女人数逐步下降	8
图 14：结婚率逐年下滑，离婚率逐年上升	8
图 15：预计 2050 年前后，65 岁老年人占比达到 30%.....	9
图 16：老龄化进程在 2020 年至 2030 年明显加快	9
图 17：队列要素法预测人口模型的具体步骤.....	10

一、2020 年出生率真的大幅下滑了吗？

2021 年 2 月 8 日，公安部发布《2020 年全国姓名报告》，截止到 2020 年 12 月 31 日，2020 年出生并登记户籍的新生儿共 1003.5 万，相较于 2019 年的新生儿户籍登记人数 1179 万人，同口径下降了 14.89%，降幅明显，一度引起热议。2020 年 12 月 1 日，民政部部长李纪恒也曾撰文表示，受多方影响，我国适龄人口生育意愿偏低，总和生育率已跌破警戒线。

2020 年，出生率真的出现如此大的下滑吗？这种下滑趋势是否会延续？

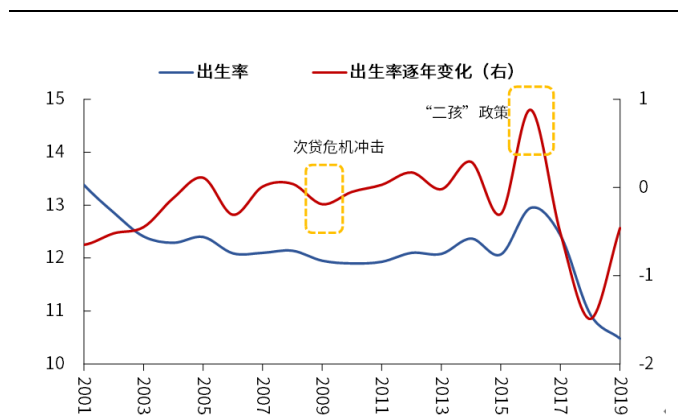
首先，疫情直接冲击下，未来经济、公共卫生安全的不确定性都大幅上升，抑制民众的生育意愿。事实上，在次贷危机冲击下，中国的出生率也曾出现过大幅下滑，从 2008 年的 12.14‰ 下降到 2009 年 11.95‰，至 2012 年恢复到 12‰ 以上。出生率本身在各年份中存在波动，不需要太过恐慌。

其次，二胎生育高峰逐步结束，也加速了出生率的边际回落。2016 年，我国“二胎政策”正式施行，前期积累的生育需求集中释放，出生率从 2015 年的 12.07‰ 快速上行至 2016 年的 12.95‰。到 2020 年，二胎政策刺激效应逐步回落，也会加速出生率的边际回落。

第三，公安部的户籍登记并不一定包括全部新生儿，尤其是 2020 年疫情防控形势较为严峻，可能也会影响一部分新生儿的户籍登记。

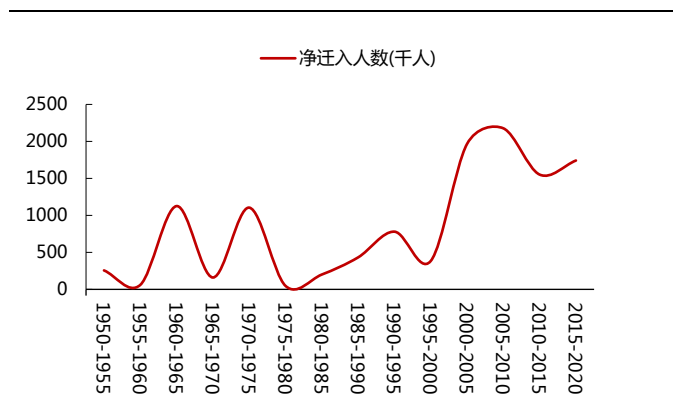
疫情冲击叠加二胎生育需求边际减弱，确实会推动 2020 年新出生人口出现边际加速回落。我们认为，参考 2009 年次贷危机时的经验，生育率在 2021 年，预计会随着疫苗接种持续推进，经济生产恢复正常，得到一定恢复。但是，不要高估短期的冲击，也不要低估长期的趋势，人口峭壁渐行渐近，可能会成为未来影响中国宏观经济和政策的最大变量。因此，我们采用了目前学术界通用的队列要素法 (cohort-component method)，并纳入本次新冠疫情对人口的冲击，对远景人口增长模型做最新预测。

图 1：出生率本身存在一定波动



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位：‰

图 2：我国净迁入人口较少

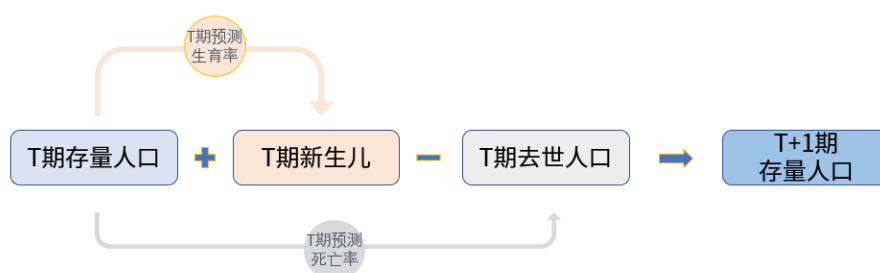


资料来源：Wind，光大证券研究所

二、2026 年人口到达拐点，早于人口规划 4 年

队列要素法 (cohort-component method) 是学界中进行人口预测的主要方法之一，先估算每一期的新生人数、死亡人数及净迁入人数，之后滚动向前计算。考虑我国每年的净迁入人数较少，且预测难度较大，故暂且忽略不计每年的移民人口变化。

图 3：队列要素法测算人口流程图



资料来源：光大证券研究所

核心设定、假设及参考：

第一，人口规模的计算基期为 2019 年，出生男女性别比自 1.11 逐步下降至 2031 年的 1.07 后维持不变。

第二，我们的基本假设，参考联合国人口司于 2019 年 6 月发布的《世界人口展望（2019）》报告。报告参考各国人口增长的历史规律，对中国 2020-2100 年期间各年龄段人群，乐观、中性及悲观三种情况下，生育率、死亡率以及出生性别比做出了详细预测。

第三，联合国给出了乐观、中性、悲观三种生育率预测，中性情形下，总和生育率约为 1.7‰。但是，民政部部长李纪恒于 2020 年 12 月表示，“中国总和生育率已跌破 1.5‰的警戒线”。因此，我们认为联合国的乐观情况过于乐观，将联合国的中性预测（总和生育率 1.7‰）作为乐观预测，将联合国的悲观预测（总和生育率 1.25‰）作为悲观预测，取两者均值作为中性预测。

第四，针对 2020 年的疫情冲击，我们将 2020 年生育率的中性预测下调为原本的悲观情形，并对其他两种情形进行相应的调整。

最终，我们得到了三种情景下中国人口的远景预测结果。

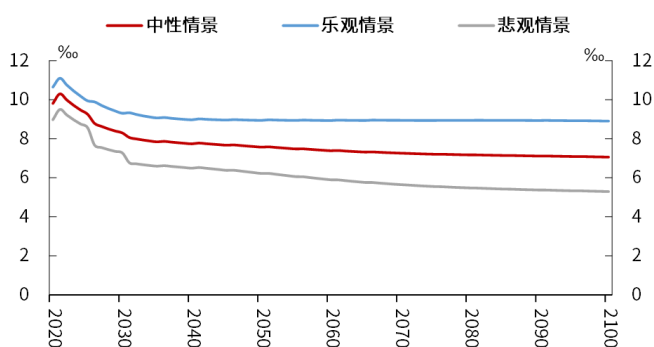
情形 1：中性情形，生育意愿受到新冠疫情冲击，出生率自 2019 年的 10.48‰ 下滑至 2020 年的 9.8‰，并且在 2021 年小幅恢复至 10.3‰，之后持续下滑。人口在 2026 年达到峰值 14.19 亿人。

情形 2：乐观情形，经济快速复苏提振生育意愿，出生率在 2021 年达到高峰 11.10‰，之后持续下滑。人口在 2028 年达到峰值 14.29 亿人。

情形 3：悲观情形，生育意愿受到新冠疫情冲击，出生率在 2021 年小幅恢复，达到峰值 9.50‰，之后就持续下滑。人口在 2024 年达到峰值 14.11 亿人。

可以看出，无论是哪一种假设，人口拐点的来临，都早于 2017 年国务院印发的《国家人口发展规划（2016—2030 年）》。2017 年的人口规划中提到，人口总量将在 2030 年前后达到峰值 14.5 亿人。我们认为人口拐点可能会先于人口规划来临，一方面是因为我们参考民政部部长李纪恒的表态，认为近期总和生育率已经出现了大幅下滑，另一方面，2020 年的疫情冲击也对人口总数造成了影响。

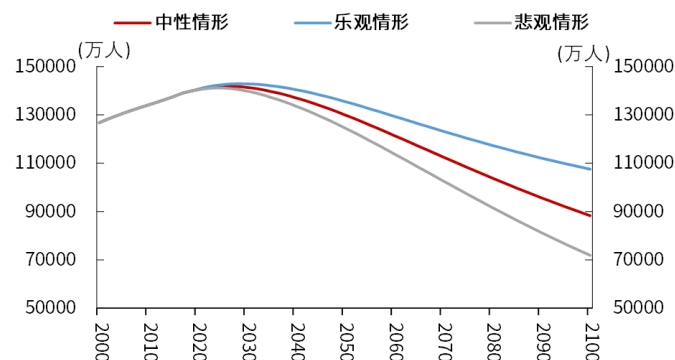
图 4：三种情况下，对于出生率的基本假设



资料来源：《World Population Prospect 2019》，光大证券研究所

备注：2019 年后为光大证券预测值

图 5：三种情况下，对于总人口规模的预测



资料来源：Wind，《World Population Prospect 2019》，光大证券研究所

备注：2019 年后为光大证券预测值

三、中国何时面临人口峭壁？

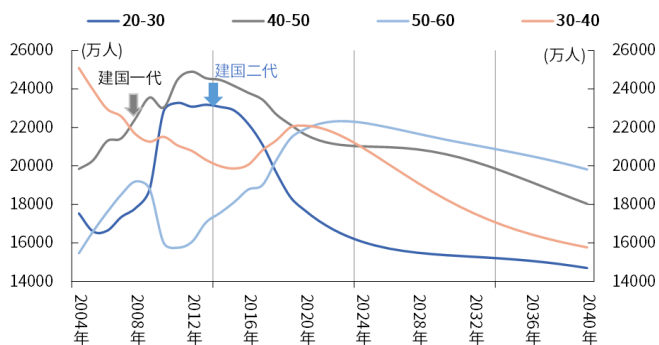
1 青壮年劳动力峰值已过，人口结构从纺锤形演化为金字塔形

相对于人口总量的下滑，预测青壮年劳动力人口何时到达峰值，何时快速下滑，更为关键，因青壮年劳动力人口数量会直接影响房地产销售、工业生产、消费结构等方方面面。

观察 21 世纪前 10 年的人口规模走势，我们发现，40-50 岁人群和 20-30 岁人群数量自 2000 年后持续上升，在 2010 年前后达到峰值。这两个年龄段出现人口高峰，是因为 20 世纪 60 年代出现了一轮生育高峰，我们将其称之为“建国一代”。“建国一代”在 1985 年至 1997 年进入生育年龄，带来了第二波婴儿潮，即为“建国二代”。在 21 世纪前十年，40-50 岁人群（“建国一代”）和 20-30 岁（“建国二代”）人群快速增长，恰逢中国加入 WTO，劳动密集型产业快速增长，推动中国经济腾飞。

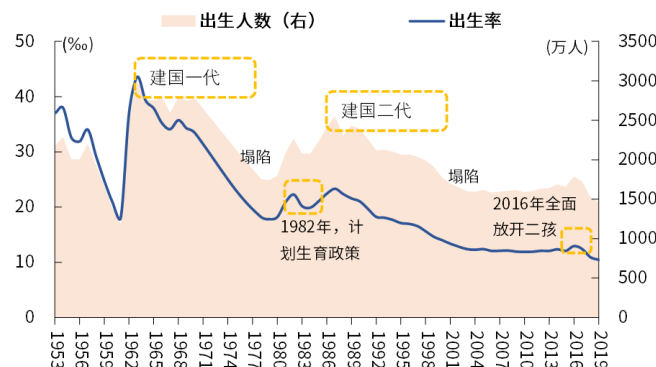
但是，在这个期间（2000-2010 年），我们可以看到 30-40 岁人口规模在持续缩减。这是因为 1970 年至 1980 年，新出生人口出现了塌陷。直到进入 2016 年，随着“建国二代”逐渐迈向壮年，30-40 岁人口规模才持续回升，并且到 2020 年前后达到峰值。配合限购政策在 2014 年及 2015 年的放松，30-40 岁人群人口的购房需求快速释放，配合二胎政策放开，推升了一轮波澜壮阔的房地产大牛市。

图 6：40-50 岁人群和 20-30 岁人群在 2010 年前后达到峰值



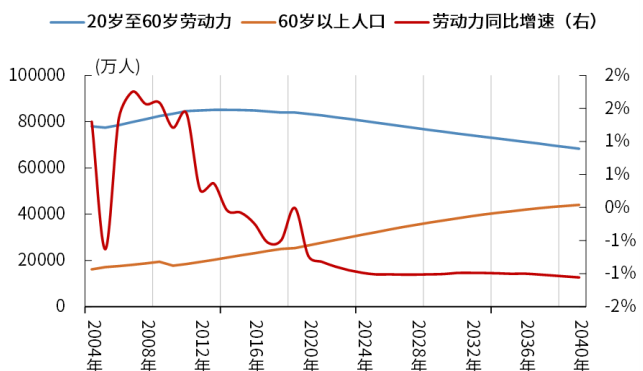
资料来源：光大证券研究所 备注：2019 年后为光大证券预测值

图 7：建国后，经历了两轮“婴儿潮”



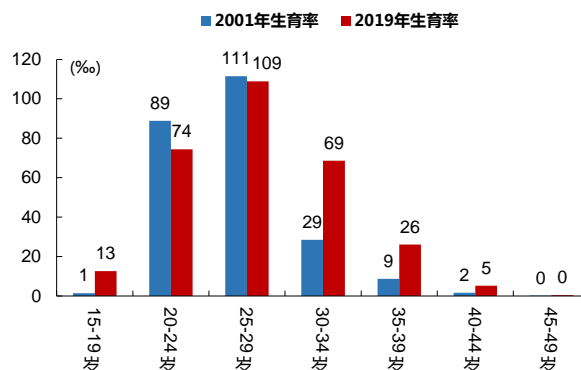
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 8：20 岁至 60 岁劳动力规模在 2014 年达到峰值



资料来源：光大证券研究所 备注：2019 年后为光大证券预测值

图 9：女性生育年龄逐步后移



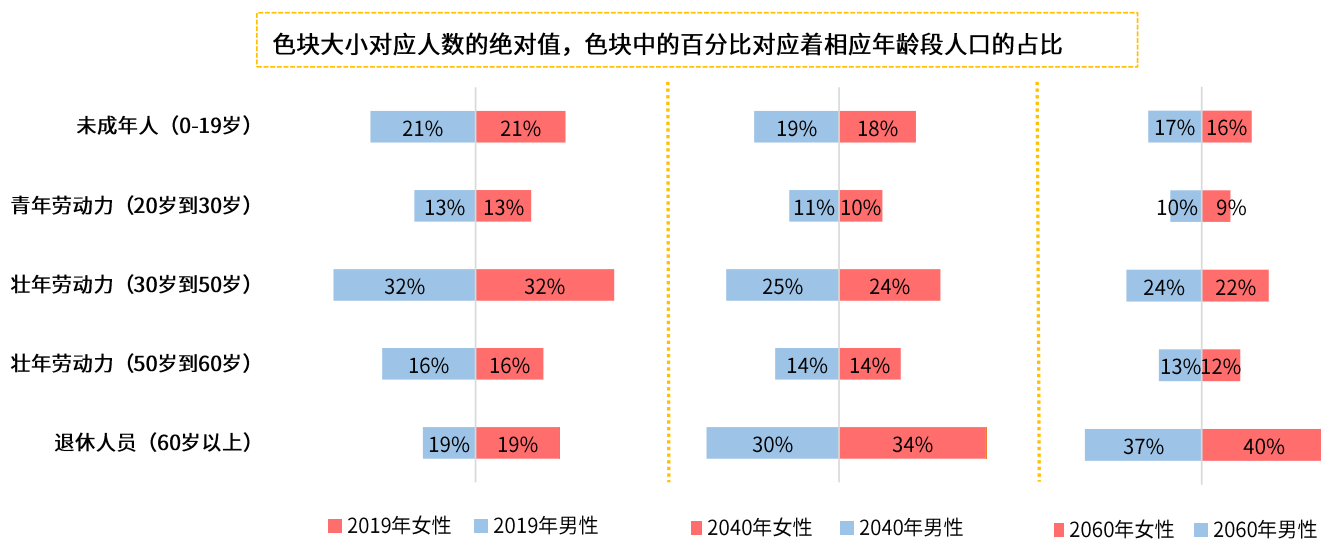
资料来源：Wind, 光大证券研究所

可以说，“建国一代”和“建国二代”，在 21 世纪初规模快速增长，给中国的制造业发展带来了重大贡献，同时也享受了经济发展的红利。在这两代人之后，生育率持续下滑，这也使得随着“建国一代”和“建国二代”年纪增长，中国在 2014 年达到了青壮年劳动力高峰之后，劳动力同比增速持续快速下滑。

向前看，青壮年劳动力（20-60 岁）规模的下滑趋势无法扭转，不过，在 21 世纪 20 年代，30-40 岁人口和 50-60 岁群体依然能维持在峰值左右，形成庞大的劳动力资源。但是，由于 20-30 岁人群规模在 2016 年至 2020 年加速下滑、到达低位，这导致随着“建国一代”和“建国二代”之后，再难以出现大规模的人口波峰。新生儿出生占比的下降，会使得人口年龄分布结构从 2019 年的纺锤形

(30-50岁的青壮年劳动力占比最大)，逐步演化成为2060年的金字塔形，青壮年劳动力占比持续下滑，劳动力群体内部年龄结构老化。

图 10：青壮年劳动力人口占比逐步下滑，退休人员占比快速上升（并且以女性居多）



资料来源：光大证券研究所 备注：色块的大小对应人数的绝对值，而色块中的百分比对应着相应年龄段人口的占比 备注：2019年后为光大证券预测值

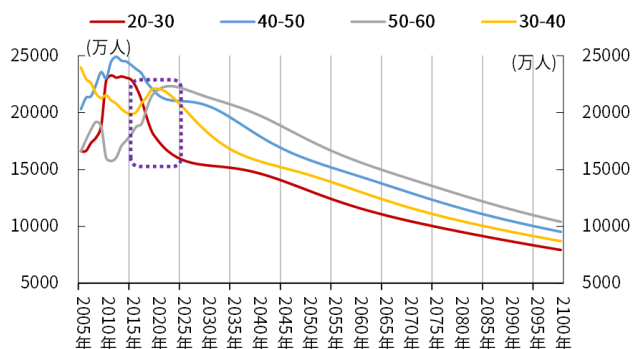
2 90 后直面人口峭壁，00 后劳动力塌陷

2000 年后，新生儿数量出现塌陷。1982 年，我国将计划生育政策定为基本国策。但是因为“建国一代”人口基数庞大，新生儿出生数量在 1985 年至 1997 年均保持了较高规模，也即“建国二代”。进入千禧年后，一方面，因为 1970 年至 1980 年出现了一轮新生儿数量快速下滑，适龄生育妇女人员基数较小；另一方面，“建国二代”受到计划生育政策、教育年限提高、城市住房问题开始显现等多重因素的影响，生育意愿下降，导致新出生人口在 2000 年后出现了塌陷（参考图 7）。

千禧年的出生人口塌陷，也导致 20-30 岁人口自 2015 年达到峰值后，在 2015 年至 2025 年出现快速下滑。与此同时，30-40 岁人口规模还在增长，与 20-30 岁人口呈现相反趋势。这表明，90 后身后，出现了青年劳动力规模的塌陷，这代人口将直面“人口峭壁”，养老问题凸显。80 后虽然也面临了同样的问题，但 80 后身后依然还有较为庞大的 90 后群体，所面临的“人口峭壁”问题没有 90 后那么严峻。

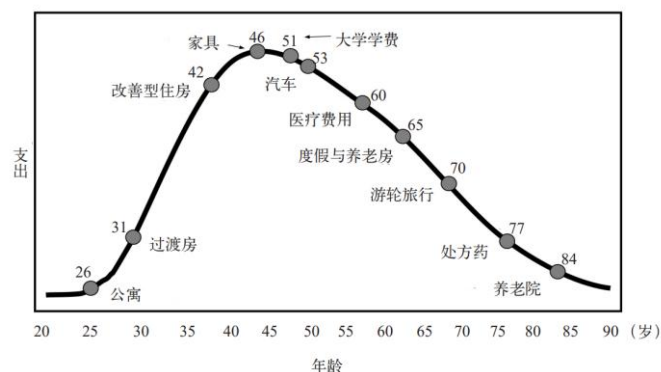
青年劳动力率先塌陷，不仅导致我们看到沿海地区出现越来越多的“用工荒”问题，还会导致消费结构出现切换。比如，青年人口对于医疗、度假、养老支出较少，但是对于单身公寓、刚需性住房的需求相对较多，中老年人口则相反。而随着青年人口（20-30 岁）规模率先出现回落，也会推动消费结构的切换。

图 11: 90 后直面“人口峭壁”



资料来源: 光大证券研究所 备注: 2019 年后为光大证券预测值

图 12: 不同年龄段人群对应不同支出类型

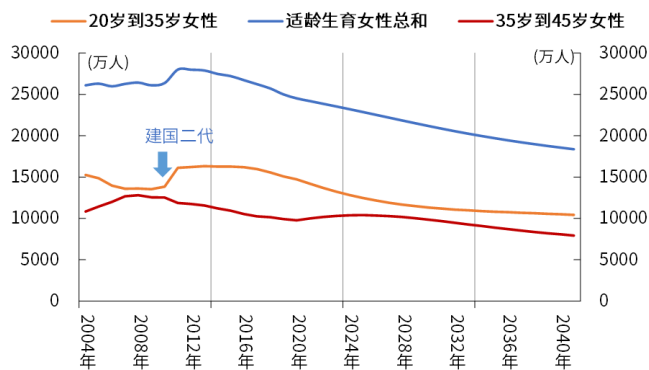


资料来源: 《人口峭壁》

3 适龄生育女性规模下降, 新生儿规模下滑难以逆转

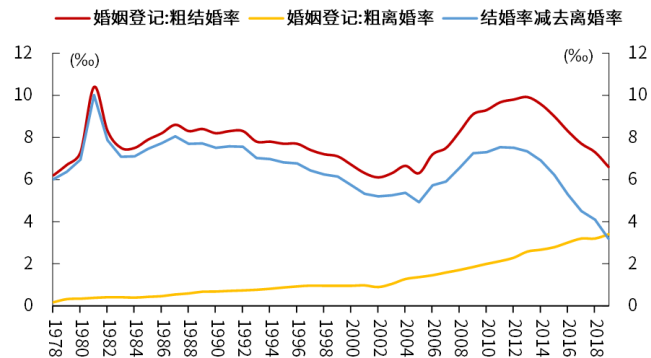
新生儿数量的下滑, 一方面来自于年轻人生育欲望减弱, 另一方面, 是源自于适龄生育女性的总规模持续下滑, 以及结婚率的下降, 拖累了生育的总基数。从政策角度来看, 单纯的提高生育率, 难以逆转新生儿规模的下滑趋势。

图 13: 适龄生育妇女人数逐步下降



资料来源: 光大证券研究所 备注: 2019 年后为光大证券预测值

图 14: 结婚率逐年下滑, 离婚率逐年上升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

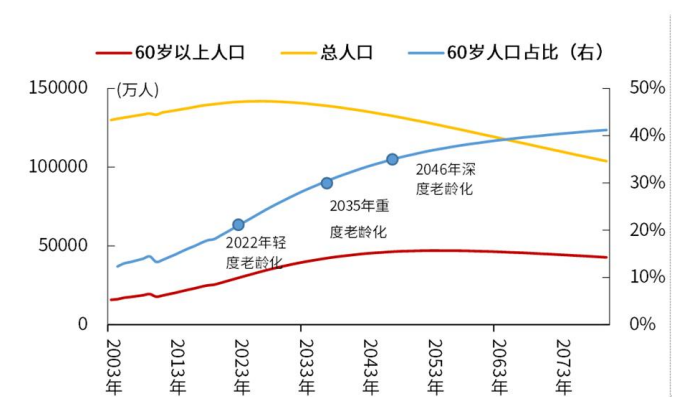
4 2022 年进入中度老龄化, 2035 年进入重度老龄化

根据 1956 年联合国《人口老龄化及其社会经济后果》确定的划分标准, 当 65 岁及以上老年人口数量占总人口比例超过 7% 时, 则意味着这个国家或地区进入老龄化。当 60 岁以上人口占总人口比重超过 10%, 表示进入轻度老龄化社会, 超过 20% 为中度老龄化, 超过 30% 为重度老龄化, 超过 35% 为深度老龄化。

根据我们的预测，2022年，中国60岁以上老人将会达到2.88亿人，占全部人口20.4%，我国正式进入中度老龄化社会。2024年，中国60岁以上的老年人就会超过3亿人，占全部人口22%。2035年，中国60岁以上老年人约为4.1亿人，占全部人口30%，我国正式进入重度老龄化社会。2046年，中国60岁以上老年人约为4.6亿人，占全部人口35%，我国正式进入深度老龄化社会。

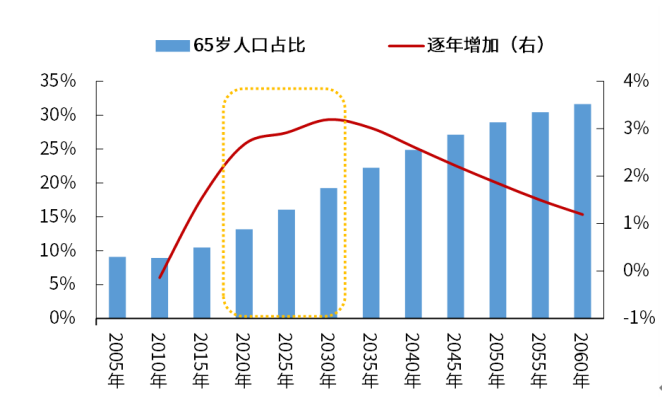
在2020年至2030年，也就是“十四五”至“十五五”期间，老龄化进程（65岁以上占比）会明显加快。一个很重要的原因就是“建国一代”（1960年至1970年婴儿潮）开始在这个阶段进入60岁的老年阶段。而在之后，由于1970年至1980年出生人口出现“塌陷”，叠加1985至1997年的“建国二代”婴儿潮的高度明显低于“建国一代”，使得后期老龄化进程出现放缓。

图 15：预计 2050 年前后，65 岁老年人占比达到 30%



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：2019 年后为光大证券预测值

图 16：老龄化进程在 2020 年至 2030 年明显加快



资料来源：Wind，光大证券研究所 备注：2019 年后为光大证券预测值

四、队列要素法的进一步介绍

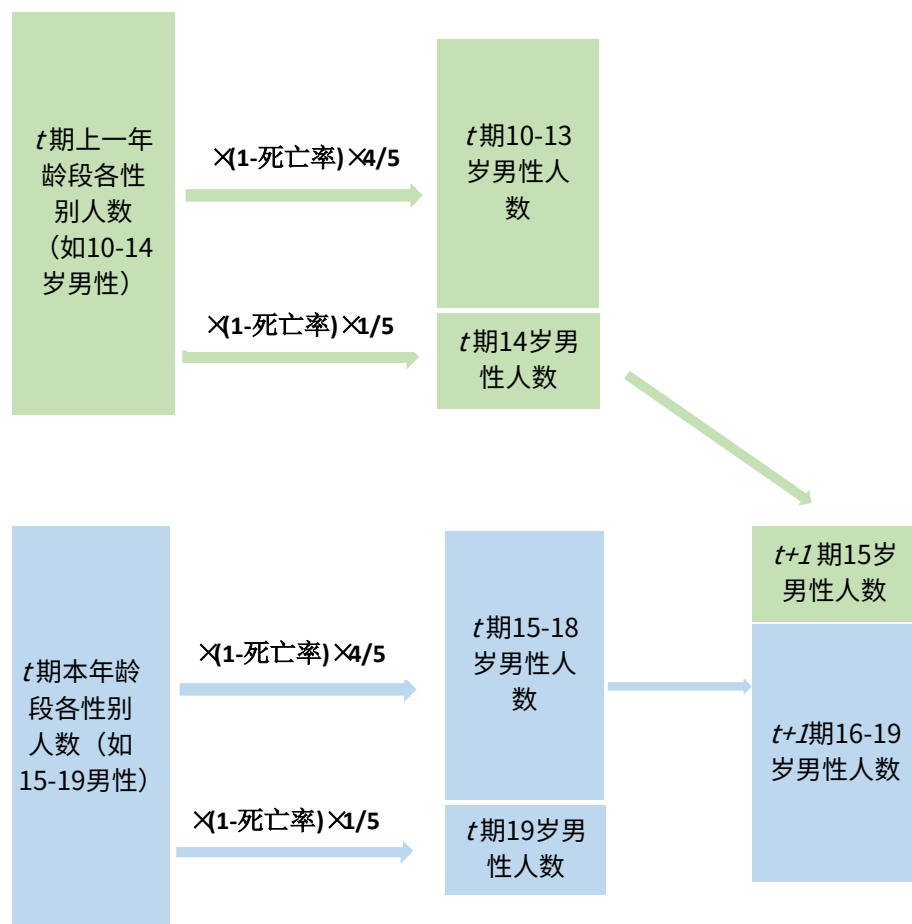
队列要素法，人口增长预测过程为：

第一步，预测 t 期各年龄段女性的生育率和该年度的出生性别比例，结合 t 期 15~49 岁的女性人口结构数据，计算 t 期的新生儿数及新生儿的性别比例。

第二步，由预测的各年龄段的死亡率和 t 期的人口结构，计算 t 期各年龄段各性别的存量人数。

第三步，根据出生人数以及 t 期各年龄段各性别存量人数，按下述公式计算 $t+1$ 期的人口结构；之后重复上述步骤，滚动计算各年度的预测结果。

图 17: 队列要素法预测人口模型的具体步骤



$t+1$ 期0~4岁各性别人数= t 期0~4岁各性别人数 $\times(1-\text{死亡率}) \times 4/5+t$ 期出生人数 \times 各性别出生比例

$t+1$ 期本年龄段各性别人数= t 期本年龄段各性别人数 $\times(1-\text{死亡率}) \times 4/5+t$ 期前一年龄段各性别人数 $\times(1-\text{死亡率}) \times 1/5$

资料来源: 光大证券研究所

因此还需要预测各年度15~49岁女性的生育率、各年龄段各性别的死亡率以及新生儿性别比例。报告中,我国女性生育高峰期由25~29岁逐渐后移至30~34岁,总和生育率稳定在1.5(即每位女性在生育年龄段内的平均育儿数),出生男女性别比由2020年的1.11逐渐下降至1.07并维持稳定。

表 1: 生育率中性预测(‰)

	15-19岁	20-24岁	25-29岁	30-34岁	35-39岁	40-44岁	45-49岁	总和生育率
2020	6.6	94.6	100.6	55.6	22.2	10.6	0.9	1.45
2021-2025	7.1	102.8	109.2	60.4	24.1	11.5	1.0	1.58
2026-2030	6.8	92.6	104.1	59.4	25.4	14.1	0.9	1.52
2031-2035	6.6	84.4	100.4	59.3	27.1	17.0	0.9	1.48
2036-2040	6.5	79.0	99.6	61.0	29.5	20.2	0.9	1.48
2041-2045	6.5	74.0	98.8	63.1	32.0	23.2	0.9	1.49

2046-2050	6.4	69.1	97.7	65.3	34.4	25.6	0.9	1.50
2051-2055	6.3	64.6	96.6	67.9	36.9	27.3	0.9	1.50
2056-2060	6.3	60.3	95.6	70.8	39.4	28.1	0.9	1.51
2061-2065	6.2	56.4	94.7	74.1	41.9	27.9	0.8	1.51
2066-2070	6.2	52.8	93.9	78.0	44.5	26.8	0.8	1.51
2071-2075	6.1	49.3	92.9	82.0	46.9	24.9	0.8	1.51
2076-2080	6.1	46.1	92.0	86.6	49.3	22.4	0.8	1.52
2081-2085	6.1	43.0	91.0	91.5	51.7	19.7	0.7	1.52
2086-2090	6.0	40.0	89.7	96.5	53.9	16.9	0.7	1.52
2091-2095	6.0	37.2	88.3	101.7	56.0	14.3	0.7	1.52
2096-2100	5.9	34.6	86.6	106.9	57.9	11.9	0.7	1.52

资料来源:《World Population Prospect 2019》,光大证券研究所

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
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------