

总量研究

限售股大规模解禁的市场影响

——策略周专题（2021年6月第1期）

要点

周度专题：限售股大规模解禁的市场影响

本周市场将迎来今年限售股解禁规模最大的一周，其中本周四解禁压力最大。
 2021年A股市场限售股解禁规模预计为5.47万亿元，其中本周解禁规模为4706亿元，本周四解禁规模为4300亿元。

宁德时代首发股份大规模解禁是导致本周A股解禁规模较高的主要原因。本周宁德时代将有9.52亿首发股份解禁，解禁市值约为4116亿元，占本周A股解禁总规模的比重约为87.5%，这导致本周创业板、电气设备板块解禁压力较大。

整体上看，限售股大规模解禁对市场涨跌并无明显影响。一方面，2010年以来，A股周解禁规模占全A流通市值比重与沪深300周涨跌幅之间相关系数仅为-0.078，二者相关性不明显；另一方面，回溯历史上解禁压力大于本周的时期，2010年以来共有8周解禁压力大于本周，在此期间，沪深300指数有4次上涨，平均涨幅为5.04%，4次下跌，平均跌幅为3.79%。

对于行业指数而言，短期较大的解禁压力也并不意味着其会出现明显下跌。回溯近两次周解禁压力较大的时期，在此期间，解禁市值占行业流通市值比例较高的行业并未出现明显下跌，多数解禁压力较大行业反而仍跑赢同期沪深300指数。

限售股大规模解禁对个股影响更为明显。限售股解禁对个股股价影响具有以下三个特点：（1）相较于首发股份解禁，定增股份解禁更有可能对个股短期表现产生负面影响；（2）对于首发股份，只有当其解禁压力达到一定程度后，其才会明显压制个股短期表现，而对于定增股份，随着解禁压力提升，其个股短期表现也越来越差；（3）对于过去一段时间内股价涨幅过高或者持续低迷的个股，当限售股解禁后，其短期表现也会明显承压。

市场观点与配置建议：

对于全年的A股市场，我们仍然持乐观态度。整体来看，今年盈利强+流动性弱的整体格局仍然没有明显的变化。从以往的经验来看，只要经济整体仍然能保持稳健，市场还是会有持续上行的空间。我们预计2021年上证综指仍然有望上涨10%-15%左右。

风格上，我们更加偏好“龙头”。一方面，当前并非所有的龙头都偏“贵”，龙头仍然是各个行业最为优质的资产，也仍然是整体最值得投资者关注和配置的资产，而且长期来看，贵的资产未来可能会便宜，但是好的资产则可能始终稀缺；另一方面，在市场企稳反弹过程中，龙头股股价往往具备更高的价格弹性，这意味着短期投资于龙头股仍将大概率获得超额收益。

配置上，我们认为一季度ROE明显改善但基金持仓比例未明显提升的行业或许值得重点关注，这些行业主要集中在科技制造板块，包括电子、电气设备、机械、通信等。

风险分析：通胀超预期回升；海外市场波动加大。

作者

分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001
 021-52523806
 zhangys@ebscn.com

分析师：巩健

执业证书编号：S0930521040002
 gongji@ebscn.com

联系人：刘芳

021-52523677
 liuf@ebscn.com

联系人：吴云杰

010-57378028
 wuyunjie@ebscn.com

目 录

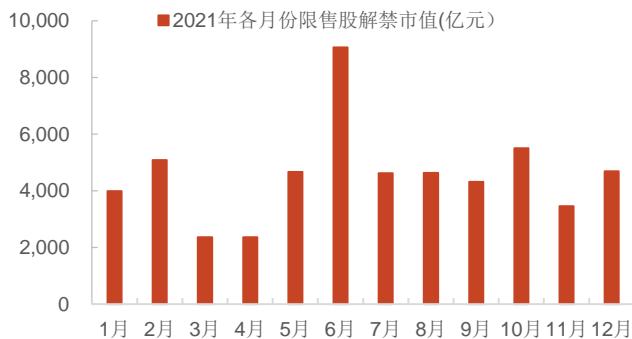
1、周度专题：限售股大规模解禁的市场影响	3
1.1、本周 A 股市场将迎来限售股解禁高峰	3
1.2、限售股解禁对市场及行业影响较小	4
1.3、限售股大规模解禁对个股有着更明显影响	6
1.4、市场观点与配置建议	7
2、市场表现与核心数据	9
2.1、市场表现回顾	9
2.2、资金与流动性概览	11
2.3、板块盈利与估值	13
3、未来一周须知	14
4、风险提示.....	15

1、周度专题：限售股大规模解禁的市场影响

1.1、本周 A 股市场将迎来限售股解禁高峰

6月是今年解禁规模最大的一个月份，而本周则是今年限售股解禁规模最大的一周。据统计，2021年A股市场限售股解禁规模预计为5.47万亿元，其中6月份解禁规模约为9060亿元，本周解禁规模为4706亿元，本周是今年限售股解禁规模最大的一周。

图1：2021年6月，A股将迎来年内限售股解禁小高峰



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：已解禁股票按解禁当日收盘价计算解禁规模，未来解禁股票按照上周五（20210604）收盘价估算解禁规模，下同。

图2：本周是今年限售股解禁规模最大的一周

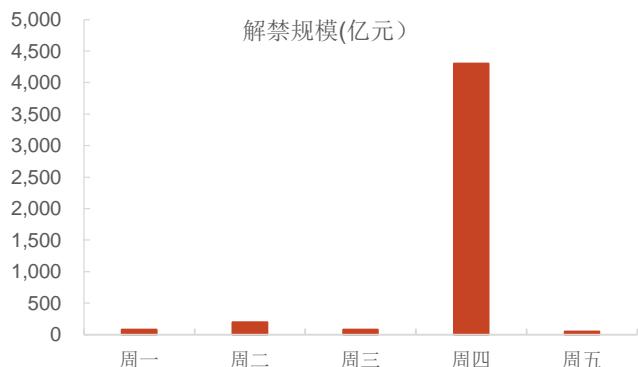


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：已解禁股票按解禁当日收盘价计算解禁规模，未来解禁股票按照上周五（20210604）收盘价估算解禁规模，下同。

宁德时代首发股份大规模解禁是导致本周A股解禁规模较高的主要原因。本周四，宁德时代将有9.52亿首发股份解禁，解禁市值约为4116亿元，占本周A股解禁总规模的比重约为87.5%。

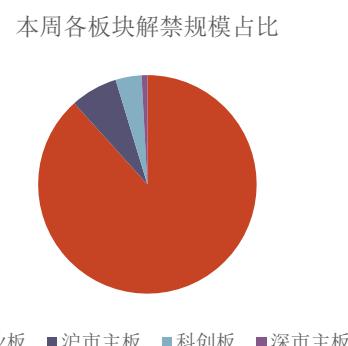
周四将是本周市场解禁压力最大的时候。从限售股解禁节奏上看，由于宁德时代将于本周四解禁，因而本周市场解禁压力主要集中在周四，其余四个交易日，A股单日解禁规模均不足200亿元。从各板块解禁压力上看，创业板解禁压力最大，其他板块解禁压力相对较小。从解禁股来源上看，约95.1%解禁股来自于IPO首发股份解禁，约4.7%解禁股来源于定增股份解禁，股权激励解禁股占比约为0.2%。从各行业解禁压力上看，本周电气设备行业解禁压力最大，此外，公用事业、机械设备行业也存在一定解禁压力。

图 3：本周四 A 股解禁压力最大



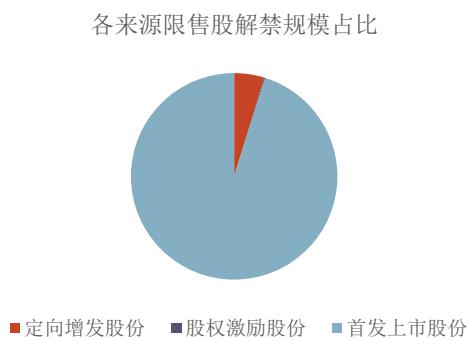
资料来源：Wind，光大证券研究所，解禁规模按照上周五(20210604)各支股票收盘价进行估计

图 4：本周，创业板解禁压力最大



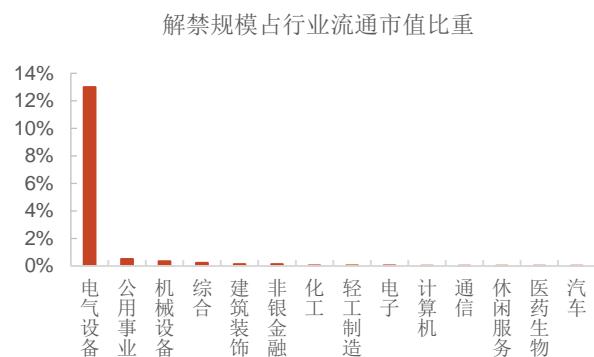
资料来源：Wind，光大证券研究所，解禁规模按照上周五(20210604)各支股票收盘价进行估计

图 5：本周解禁的股份绝大部分来自于 IPO 首发股份解禁



资料来源：Wind，光大证券研究所，解禁规模按照上周五(20210604)各支股票收盘价进行估计

图 6：本周，电气设备行业解禁压力较大



资料来源：Wind，光大证券研究所，解禁规模按照上周五(20210604)各支股票收盘价进行估计

1.2、限售股解禁对市场及行业影响较小

整体上看，限售股大规模解禁对市场并无明显影响。考虑到 A 股总市值规模在不断增长，我们以限售股解禁规模/全部 A 股流通市值来衡量每周 A 股解禁压力的大小。我们统计了 2010 年以来每周限售股解禁规模占 A 股流通市值比例与该周沪深 300 指数的周涨跌幅，统计结果表明，二者相关系数为-0.078，二者负相关性并不显著。

与本周类似解禁压力的时候市场并未显著下跌。由于本周 A 股解禁规模占 A 股流通市值比例为 0.69%，我们筛选出了 2010 年以来限售股规模占 A 股流通市值比例大于等于 0.69% 的交易周，共有 8 周符合该条件，在此期间，沪深 300 指数有 4 次上涨，平均涨幅为 5.04%，4 次下跌，平均跌幅为 3.79%，限售股解禁压力较大时，市场并未表现出明显的下跌压力。

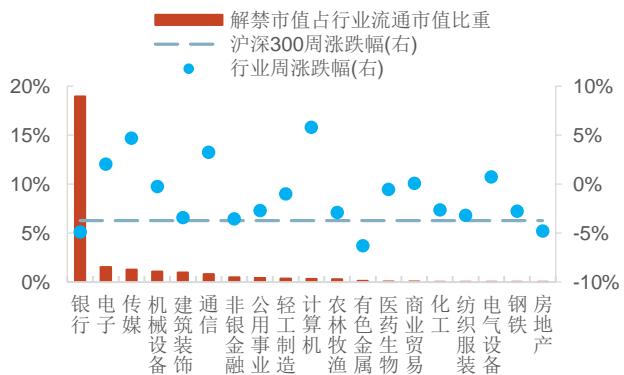
图 7：2010 年以来，限售股解禁压力与沪深 300 指数涨跌幅之间并无明显相关关系



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止 2021/6/5

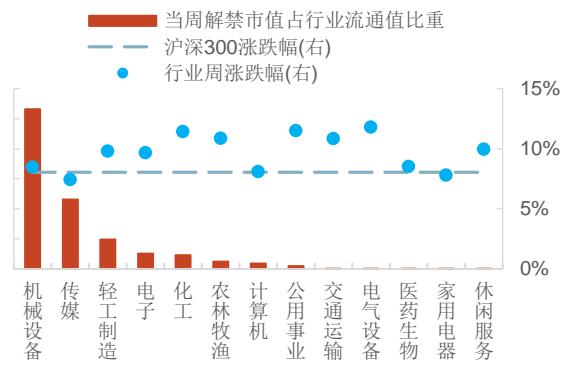
类似地，对于行业指数而言，短期较大的解禁压力也并不意味着其会出现明显下跌。如前所述，2010 年以来，共有 8 周的解禁压力大于本周，我们以最近两个解禁压力大于本周的交易周为研究对象，来研究限售股解禁对行业指数的影响。20130715-20130721 期间，该周 A 股解禁规模占 A 股流通市值的比例为 3.89%，其中银行、电子、传媒等行业解禁压力相对更大，但在当时解禁压力较大的行业中，除银行外，其余行业周涨幅均大于同期沪深 300 指数，解禁压力较大行业并未出现明显下跌；20150601-20150607 期间，该周 A 股解禁规模占全 A 流通市值规模的比重为 0.87%，其中机械、传媒、轻工等板块解禁压力较大，但同样地，在上述解禁压力较大的行业中，除传媒外，其余行业均跑赢了同期沪深 300 指数，较大的解禁压力并未使得行业整体出现明显下跌。

图 8：20130715-20130721 期间，行业解禁压力与行业涨跌幅



资料来源：Wind，光大证券研究所。行业采用申万一级行业分类，个股解禁规模采用解禁日当天收盘价进行计算

图 9：20150601-20150607 期间，行业解禁压力与行业涨跌幅



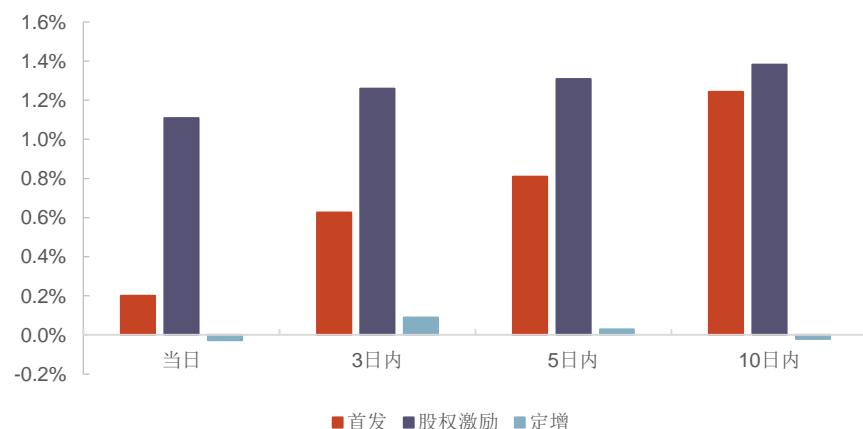
资料来源：Wind，光大证券研究所。行业采用申万一级行业分类，个股解禁规模采用解禁日当天收盘价进行计算

1.3、限售股大规模解禁对个股有着更明显影响

相较于首发股份解禁，定增股份解禁对个股短期表现会产生明显压制。我们统计了2010年以来所有限售股解禁后的市场表现，统计结果表明，首发及股权激励股份解禁后，相关个股股价不会受到明显压制，其甚至仍能够产生短期超额收益。但相反的，定增股份解禁后，在解禁当天，个股平均超额收益为负值，而在解禁后10日内，其股价表现也仍相对低迷。

不同类型的股份解禁后行为并非完全一致。不同类型的股票对于市场影响不一致，其背后的逻辑是，对于首发股份，其持有人大多是公司创始人或实际控制人，其在股份解禁后的减持意愿通常较低，这意味着首发股份解禁在短期内并不会给个股带来较大的抛压。对于股权激励股份，其往往以期权形式存在，只有当上市公司满足一定条件后（通常是实现了一定盈利及成长目标后），其才会被激活，这部分股票解禁意味着上市公司相关盈利及财务目标已经实现，这其实是利好公司长期发展的，同时，股权激励所授予的股份数量通常占比较低，其解禁后对个股流通性不会造成太大冲击。而对于定增股份，由于持有人往往不属于上市公司实际控制人或其他直接利益相关人，所以其在解禁后的减持意愿往往更加强烈，这就使得相关个股股价在短期内有所压制。

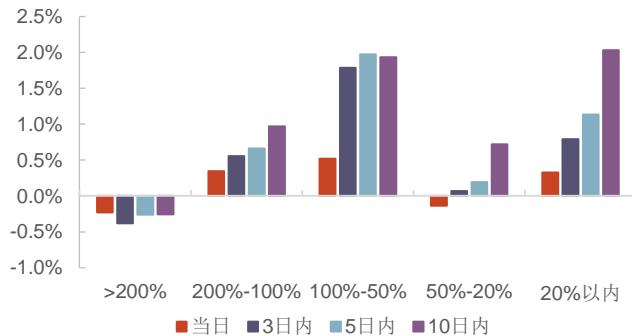
图10：不同类型限售股解禁后，其平均超额收益（以沪深300为参照基准）



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：图中“当日”代表解禁当日，“3日内”代表解禁后三个交易日之内，其他以此类推

从解禁股份数量占个股原有流通股份的比重上看，解禁比例越高则越容易压制个股短期表现，但对于不同类型股份，其影响程度会有差异。对于首发股份，如果解禁股份数量占流通股比例过高（>200%），短期内相关个股股价将会受到一定压制；对于定增股份，解禁股份数量占其流通股比重越高，则短期其表现往往越差。其背后逻辑是，首发股份持有人减持意愿往往较低，只有当首发股份解禁规模过高时，市场才可能因担心流动性冲击而压制个股短期表现。相对地，定增股份持有人减持意愿往往更加强烈，因而其定增股份解禁规模越大，则意味着个股未来所面临的抛压越大，个股短期表现受压制就越明显。

图 11：只有当解禁股份数量占解禁前流通股数量比例较高时，首发股份解禁才会对个股股价造成下跌压力



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：图中“当日”代表解禁当日，“3 日内”代表解禁后三个交易日之内，“>200%”意味着解禁股份数量占解禁前流通股数量比例超过 200%，其他以此类推，图中涨跌幅为个股相对于同期沪深 300 指数的平均超额收益，

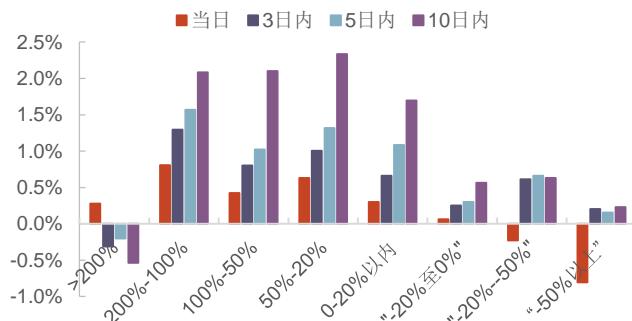
图 12：对于定增股份，解禁股份数量占流通股比例越高，则相关个股短期下行压力越大



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：图中“当日”代表解禁当日，“3 日内”代表解禁后三个交易日之内，“>200%”意味着解禁股份数量占解禁前流通股数量比例超过 200%，其他以此类推，图中涨跌幅为个股相对于同期沪深 300 指数的平均超额收益，

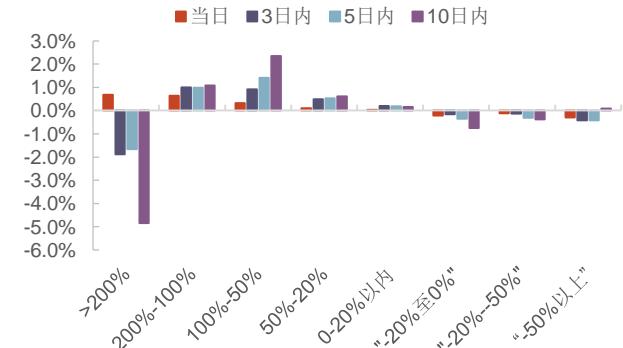
除此之外，过去一段时间个股涨跌幅也是影响解禁后个股股价表现的重要因素。过去一段时间内股价涨幅过高或者持续低迷，限售股解禁后，其短期表现可能会明显承压。其背后逻辑是，当个股前期涨幅较大时，股份持有人减持动力来自于将既有收益“落袋为安”，而如果过去一段时间个股股价持续低迷，那么股份持有人的减持动力将来自于尽快卖出个股解套，这两种预期都会压制个股短期市场表现。

图 13：当过去一年个股股价大幅上涨或持续下跌时，首发股份解禁会对短期内个股表现产生压制



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：图中“当日”代表解禁当日，“3 日内”代表解禁后三个交易日之内，“>200%”意味着个股过去一年涨幅超过 200%，其他以此类推，图中涨跌幅为个股相对于同期沪深 300 指数的平均超额收益，

图 14：当过去一年个股股价大幅上涨或持续下跌时，定增股份解禁会对短期内个股表现产生压制



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：图中“当日”代表解禁当日，“3 日内”代表解禁后三个交易日之内，“>200%”意味着个股过去一年涨幅超过 200%，其他以此类推，图中涨跌幅为个股相对于同期沪深 300 指数的平均超额收益，

1.4、市场观点与配置建议

预计七一前后市场仍然会有不错的表现。相较于常规的七一或者十一前后的表现，逢五逢十的重大庆祝活动前，市场表现整体更好，这或许说明可能存在一定程度的“维稳效应”。预计今年七一前后，市场也仍然将有不错表现。

对于全年的 A 股市场，我们仍然持乐观态度。整体来看今年盈利强+流动性弱的整体格局仍然没有明显的变化。从以往的经验来看，只要经济整体仍然能保持稳健，市场还是会有持续上行的空间。我们预计 2021 年上证综指仍然有望上

涨 10%-15%左右。短期市场面临经济增长以及流动性的双重扰动，但最终决定市场走势的还是实际经济数据，预计在经历了二季度的数据验证之后，市场可能会重新稳步上涨。

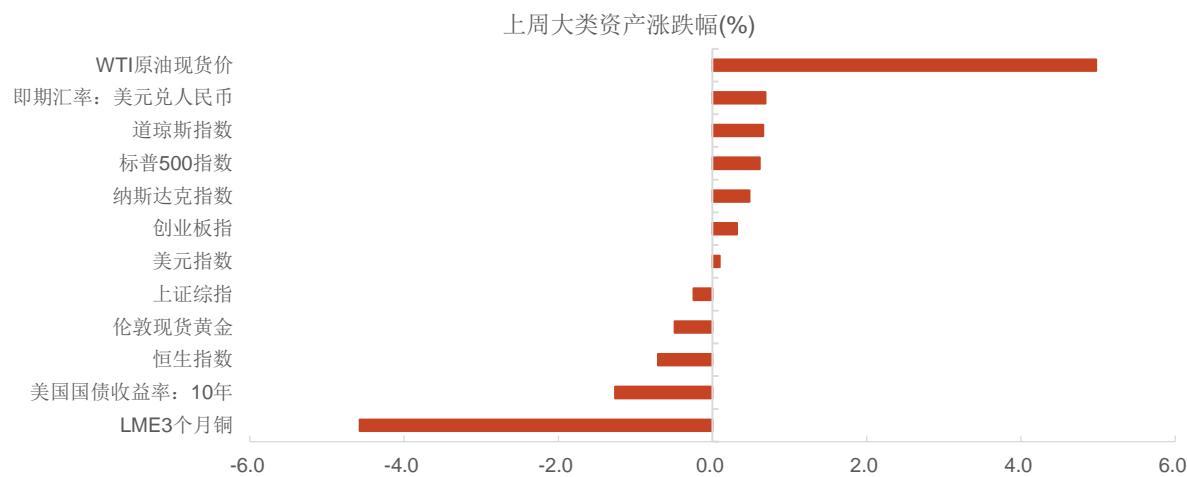
风格上我们更加偏好“龙头”。核心资产仍是市场的高 BETA 组合。无论从过往热门股的经验来看，还是当前的资产质量来看，“核心资产”都将在市场上涨过程中扮演重要角色，特别地，核心资产的高 BETA 属性使得其在市场上涨过程中值得被重点关注。

结合配置情况来看，科技制造值得重点关注。结合配置情况来看，我们可以将行业分为三类。第一类，盈利改善，市场认可，如化工、医药、轻工等行业；第二类，盈利改善，但市场并没有相应加仓，例如机械、有色、汽车、家电、电气设备等；第三类，业绩有波动，但投资者有明显加仓，典型代表如银行。其中，业绩改善幅度显著超过基金加仓幅度的行业或许值得重点关注，主要集中在科技制造板块之中，包括电子、电气设备、机械、通信等。

2、市场表现与核心数据

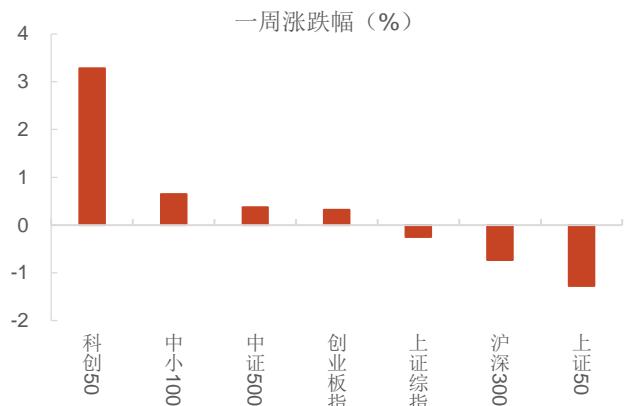
2.1、市场表现回顾

图 15：上周原油价格大幅反弹，美股普涨，A股、港股表现分化



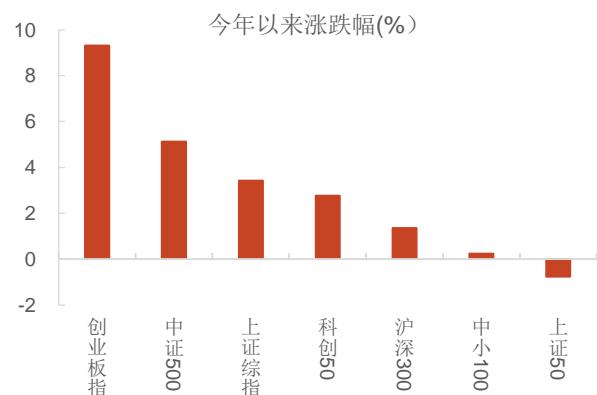
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 16：上周科创 50 指数领涨 A 股



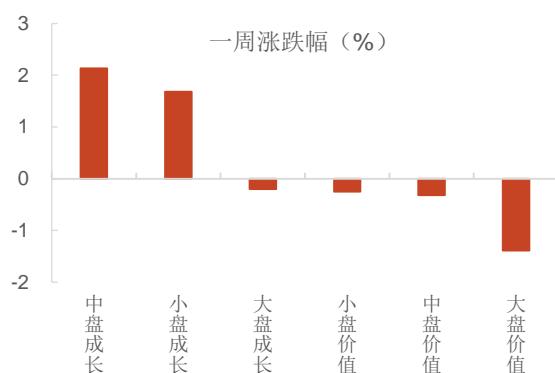
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 17：今年以来创业板指和中证 500 表现最好



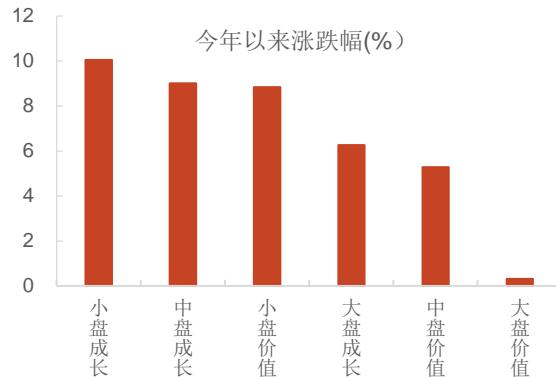
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 18：上周成长风格表现优于价值风格



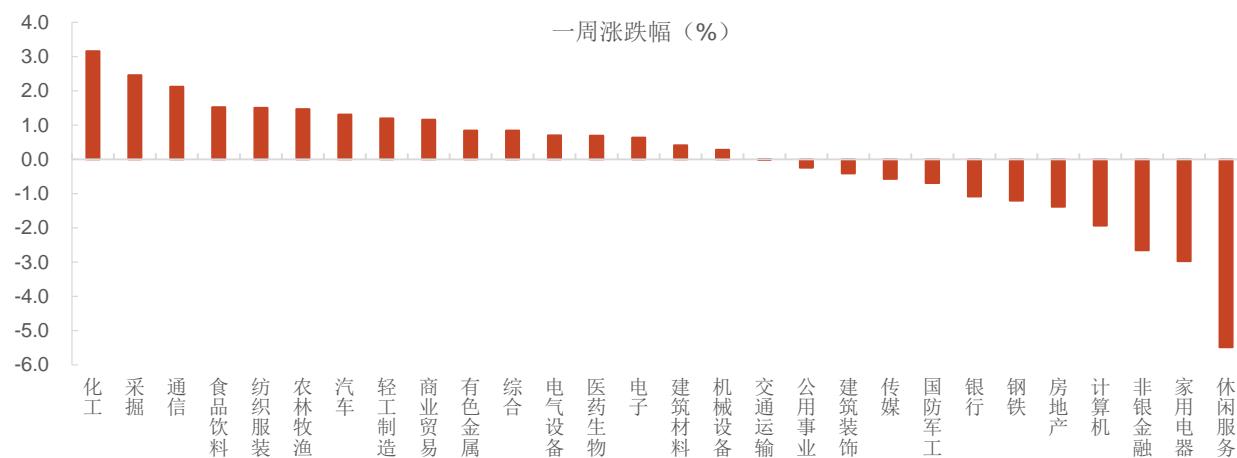
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 19：今年以来中小盘股表现优于大盘股



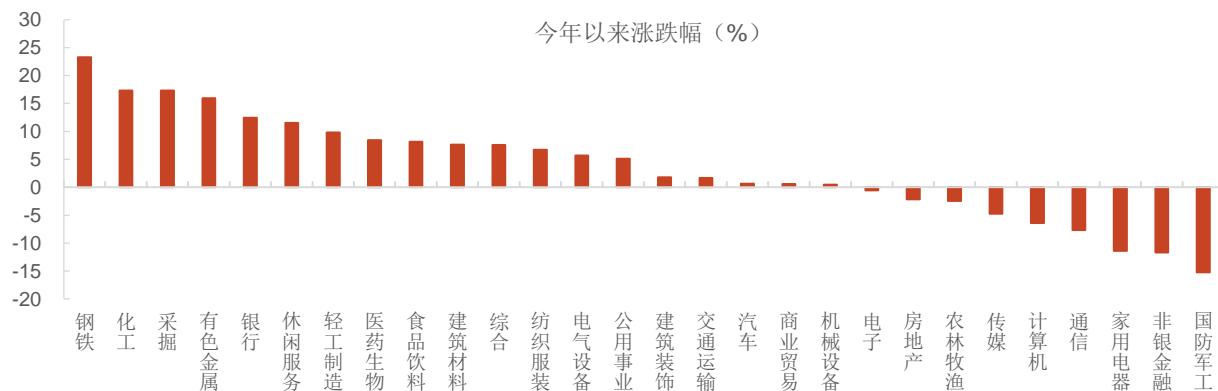
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 20：上周周期、成长、消费表现较好，休闲服务、金融有所回调



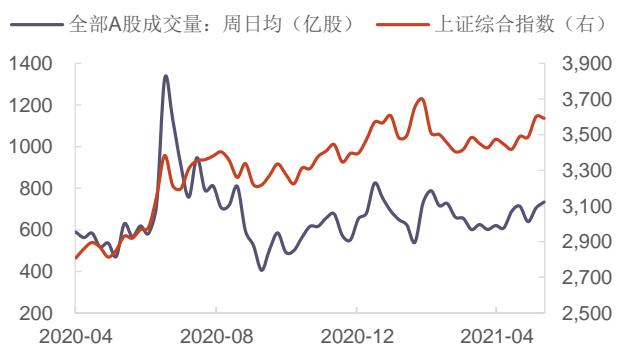
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 21：今年以来顺周期板块领涨，军工、TMT 跌幅较大



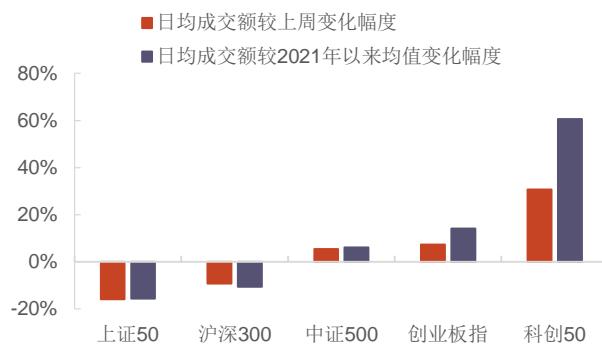
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 22：上周 A 股日均成交量小幅回升



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 23：上周成长及中小市值板块交易情绪持续升温



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

2.2、资金与流动性概览

图 24：上周长端利率平稳，短端利率明显下行



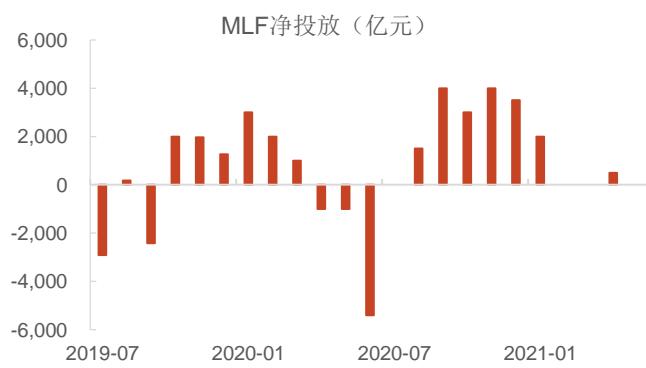
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 25：上周央行公开市场净投放资金 0 亿元



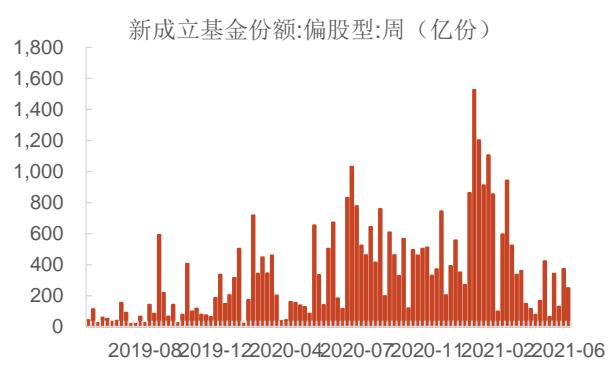
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 26：MLF 净投放金额环比持续下降



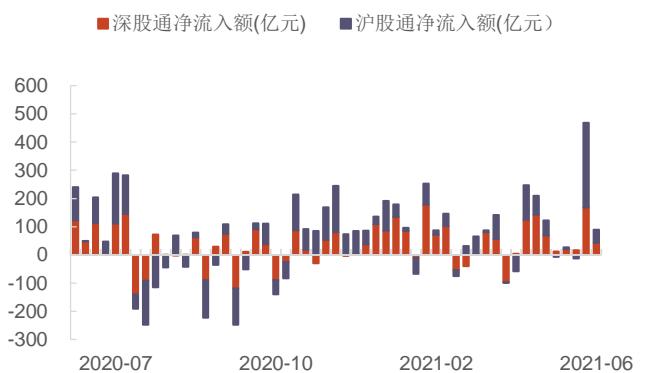
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 27：上周偏股型公募基金发行有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 28：上周北向资金净流入 88.88 亿元



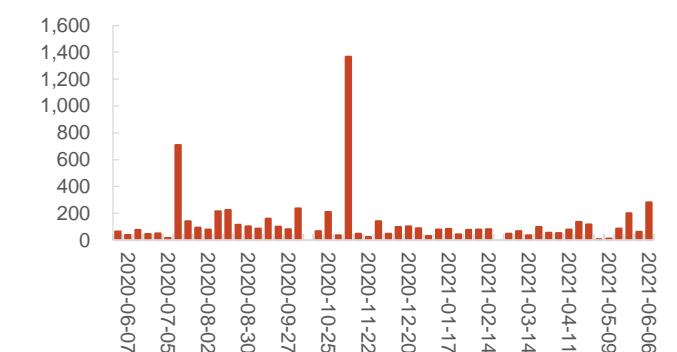
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 29：A 股融资余额继续快速上升



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 30：上周 IPO 缴款 281 亿元，缴款压力较大



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 31：上周增发募资额为 20 亿元



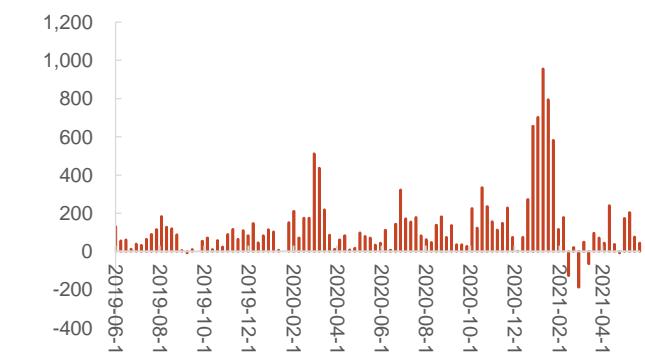
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 32：上周重要股东二级市场净减持 62.2 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

图 33：上周南向资金净流入 43.78 亿港币



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 6 月 5 日

2.3、板块盈利与估值

图 34：万得全 A 最新 PE(TTM) 估值分位为 75%，估值持续回落



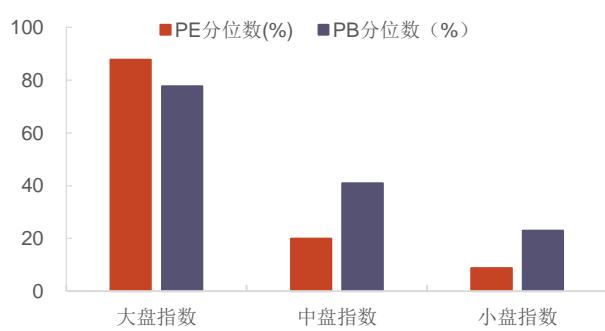
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/6/5

图 36：A 股股债性价比有所回升，最新分位为 34%



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/6/5

图 38：大盘股估值位于历史高位，中小盘股估值位于历史低位



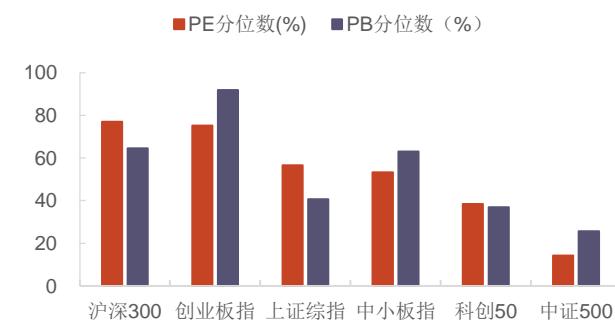
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/6/5

图 35：万得全 A 最新 PB 估值分位为 58%，位于历史中等水平



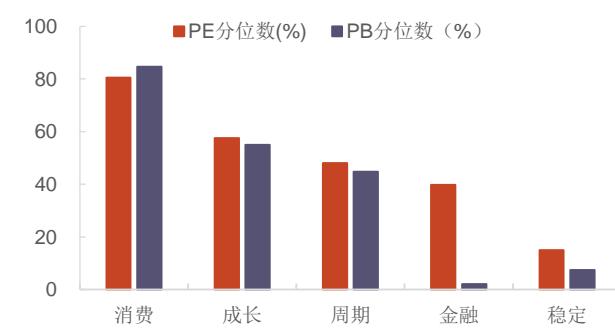
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/6/5

图 37：沪深 300、创业板指估值相对较高，中证 500 指数估值位于历史低位



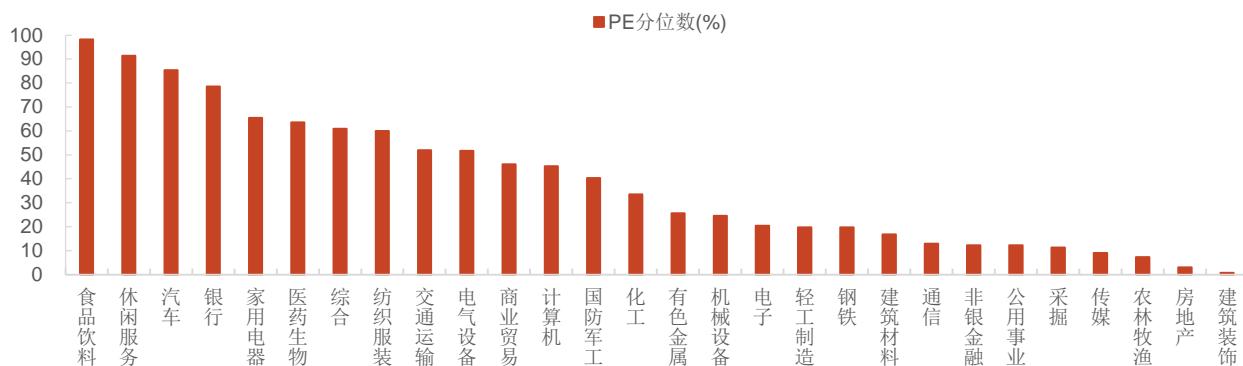
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/6/5

图 39：消费风格估值位于历史高位，成长、周期、金融估值位于历史中等水平



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/6/5

图 40：消费行业 PE 估值位于历史高位，周期板块 PE 估值位于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/6/5

图 41：消费行业 PB 估值位于历史高位，金融、地产估值位于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据区间为 2010/1/1-2021/6/5

3、未来一周须知

表 1：本周国内外重要经济数据或事件

国家	日期	重要数据/重要事件
中国	2021/6/7	5 月外汇储备(亿美元)
	2021/6/9	5 月 CPI:同比(%)
	2021/6/9	5 月 PPI:同比(%)
	2021/6/10	5 月 M0:同比(%)
	2021/6/10	5 月 M1:同比(%)
	2021/6/10	5 月 M2:同比(%)
	2021/6/10	5 月社会融资规模:当月值(亿元)
	2021/6/10	5 月新增人民币贷款(亿元)
美国	2021/6/9	6 月 04 日 EIA 库存周报:商业原油增量(千桶)

	2021/6/10	5月 CPI:季调:环比
	2021/6/10	5月 CPI:同比(%)
	2021/6/10	5月核心 CPI:季调:环比
	2021/6/10	5月核心 CPI:同比(%)
	2021/6/10	6月 05 日当周初次申请失业金人数:季调(人)
欧盟	2021/6/8	6月欧元区:ZEW 经济景气指数
	2021/6/8	第一季度欧元区:GDP(终值):环比:季调(%)
	2021/6/8	第一季度欧元区:实际 GDP(终值):同比:季调(%)
	2021/6/10	6月欧洲央行公布利率决议
	2021/6/10	6月欧洲央行行长拉加德召开新闻发布会

资料来源：Wind，光大证券研究所。

4、风险提示

1、通胀超预期回升；2、海外市场波动加大。

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曾与，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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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以通知。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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE