

行业研究

见微知著：流动性收敛的“三个细节”

——流动性周报（2021.6.7-2021.6.13）

要点

6月份跨月后的上月时段，市场流动性延续了5月下旬以来的中性略偏紧格局，我们可以通过“三个细节”进行观察：

细节一：DR001 一度持续高于 GC001。6月3-9日期间，我们观察到：（1）DR001 上行幅度明显高于 GC001，持续时间为5天，两者利差一度高达27bp。（2）DR001 在6月7日为2.31%，创今年2月2日以来新高。（3）6月1日-11日期间，DR001 和 DR007 均值分别为2.08%和2.18%，其中 DR001 均值已创年内新高，DR007 均值较4月份抬升7bp。

综合今年以来 DR001 持续高于 GC001 的三段时期市场表现看，该现象：一是出现在政府债券供给量较大时点，银行作为一级市场政府债券承接的主要机构，其超储规模在此期间消耗力度较大。二是 DR001 高于 GC001 期间，R001 成交量会出现缩量，即前期偏高杠杆操作使得银行体系资金面脆弱性增强，叠加政府债券供给放量影响，推高了 DR 利率水平。初步测算，5月末银行体系超储率已降至 0.9-1% 水平，6月份以来政府债券净融资量的加大，可能继续冲击超储率。

细节二：6月份隔夜利率跨月后回落幅度偏小。我们观察到：（1）6月份 DR001 跨月后的最大回落幅度为43bp，明显低于3月份和5月份，仅略高于4月份约5bp。（2）2019和2020年6月份跨月后，DR001 的回落幅度分别约64bp和63bp，明显高于2021年6月份水平。（3）3月份 DR001 月末冲高幅度不足，最后5天 DR001 均值仅为1.88%，4-5月份逐步抬升，最后5天 DR001 上行幅度分别为1.94%和2.14%。

从这些细节我们可以看到，6月份以来流动性正在出现微妙的变化，隔夜利率中枢已逐月抬升，6月份第一波回落幅度偏小的情况，随着后续政府债券供给的逐步加大，叠加分红缴税的来临，资金利率易呈现震荡上行态势。

细节三：1M 国库定存中标利率较上一期提升 25bp。6月9日，财政部、央行开展了新一期国库定存操作，期限为1M，金额为700亿，中标利率3.35%，较上一期提升25bp，反映出三方面问题：一是银行整体稳存增存压力持续加大。今年一般存款增长不理想，非银存款持续高增，加剧了银行稳存增存压力，而6月为半年末，银行有冲存款和稳定流动性监管指标的需要，会导致国库定存利率上行。二是本次操作对象以股份制银行为主，这也与其今年一般存款增长较为疲软相吻合。三是银行预防性流动性需求增加。2020年，1M 国库定存投放时点基本在20-30日之间，2021年投放时间明显前置，特别是6月份投放时点在9日，反映出银行预防性备付需求提升，且已提前开始储备跨半年资金。

市场启示。短期来看：本周国债+地方债合计发行4122亿，到期2032亿，净融资2090亿，较上周略有缩量，但规模依然较大。目前，银行超储率已处于低位水平，且本周面临缴税高峰期，届时央行货币政策操作将是重要观测变量，特别是6月15日有2000亿MLF到期，即便等量操作，或对市场表现出利空影响。**全年来看：**1-5月份银行存在较强欠配，6-12月份政府债券供给上限为5.4万亿，若按照65%的承接空间，银行理论承接上限为3.4万亿，但若后续供给量不及预期情况下，全年银行或延续欠配，这将为利率债形成一定支撑。随着现金管理类理财政策（正式稿）的落地，信用债体系期限溢价和风险溢价都将有拉大态势。

风险分析：海外热钱涌入加大，人民币汇率持续升值。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

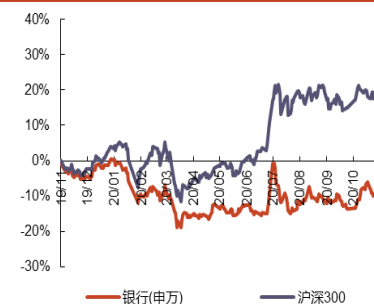
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

流动性会“变盘”吗？——流动性周报（2021.5.31-2021.6.6）

“缴税高峰”下资金面为何如此平静？——流动性周报（2021.4.19-2021.4.25）

“三大利率”阶段性见底了吗？——流动性周报（2021.4.12-2021.4.18）

“利率走廊”亟待从1.0版升级至2.0版——流动性周报（2021.4.6-2021.4.11）

票据利率“逆季节性走低”的背后——流动性周报（2021.3.29-2021.4.5）

利率向下拐点真的来了吗？——流动性周报（2021.3.22-2021.3.28）

一文读懂普惠金融定向降准——流动性周报（2021.3.15-2021.3.21）

美债收益率破1.6后怎么看？——流动性周报（2021.3.8-2021.3.14）

两会后流动性将如何演绎？——流动性周报（2021.3.1-2021.3.7）

1、热点透析——流动性收敛的“三个细节”

我们在6月初流动性周报《流动性会“变盘”吗？》的报告提示市场，需要关注流动性的“静水深流”，未来流动性可能会面临“三大扰动”，即人民币汇率单边升值预期扭转下央行贷方地位的逐步恢复、政府债券“供给潮”的来临以及偏高杠杆下资金面的脆弱性。

在6月份跨月后的上旬时段，流动性并如市场所预期的那般转为宽松，而是延续了5月下旬以来的中性略偏紧格局，一定程度上印证了我们的判断。本篇周报，我们计划通过“三个细节”来进行观察。

1.1、 细节一：DR001 一度持续高于 GC001

6月初回购利率在跨月后短暂下行，自6月3日开始出现反弹。我们观察到几个现象：

(1) DR001 上行幅度明显高于 GC001，持续时间为5天，两者利差一度高达27bp。

(2) DR001 在6月7日为2.31%，创今年2月2日以来新高。

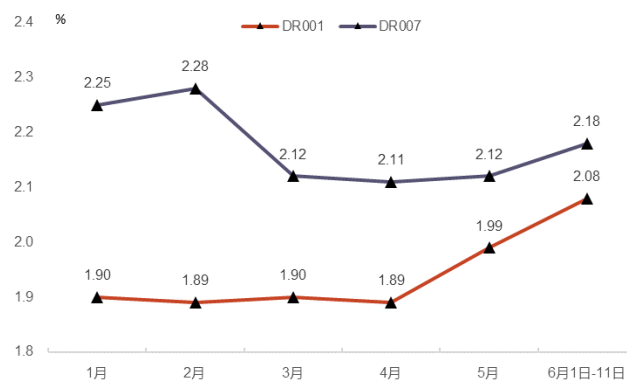
(3) 5月份以来，DR利率中枢已出现抬升，6月1日-11日期间，DR001和DR007均值分别为2.08%和2.18%，其中DR001均值已创年内新高，DR007均值较4月份抬升7bp。

图1：6月以来DR001一度持续高于GC001



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年6月1日-6月11日

图2：今年5-6月份DR利率中枢已出现抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1-5月月度均值，6-11日均值

我们重点观测DR001与GC001的分化。我们知道，DR为银行间市场存款类机构质押式回购利率，参与成交主体以银行为主，GC为交易所质押式回购利率，参与者主要为券商、基金等非银主体和资管机构。我国流动性的传导链条大致为：

央行→一级交易商（以大行为主）→中小银行和非银机构

在此传导链条下，DR利率一般应低于GC利率。但也有少数时期，会出现DR高于GC的情况，这往往反映出银行间市场资金面较交易所市场有所偏紧。

回顾今年以来的情况，3月份以来整体流动性较为充裕，尤以非银机构更为明显，尽管银行体系一般性存款与同业负债之间存在“跷跷板”效应，但这只会

对流动性监管指标造成负向影响，日间流动性总体稳定，DR 利率绝大部分时间均低于 GC 利率。而 **DR001 高于 GC001 比较具有代表性的时间段为：3 月 9-19 日、4 月 7-13 日以及 6 月 3-9 日，持续时间均超过 5 天。**对比来看：

(1) 3 月 9-19 日期间，DR001 与 GC001 利差均值为 21bp，分化持续时间为 9 天，期间央行 OMO+MLF 净投放 0，政府债券净融资 4042 亿，而 3 月份政府债券净融资 3112 亿，即 3 月份政府债券供给基本集中在 9-19 日。同时，期间 R001 日均成交量为 3.3 万亿，较前三天下降 0.3 万亿。

(2) 4 月 7-13 日，DR001 与 GC001 利差均值为 10bp，分化持续时间为 5 天，弱于 3 月 9-19 日。期间央行 OMO+MLF 净投放 0，政府债券净融资 236 亿，占 4 月份比重不足 10%，但 4 月份为缴税大月，政府存款增量为 7035 亿。同时，期间 R001 日均成交量为 3.3 万亿，较前三天下降 0.08 万亿。

(3) 6 月 3-9 日 DR001 与 GC001 中枢较前两个时段均有所抬升，利差为 17bp，略弱于 3 月 9-19 日。期间，央行 OMO+MLF 延续 0 净投放，政府债券净融资 1935 亿，且 6 月 2 日当日已有 856 亿净融资。同时，期间 R001 日均成交量为 3.58 万亿，较前三天下降 0.16 万亿。

表 1：今年 DR001 高于 GC001 三个时间段的市场表现

	持续天数 (天)	DR001 均值 (%)	GC001 均值 (%)	利差均值 (BP)	期间政府债券净融资 (亿元)	当月政府债券净融资 (亿元)	当月政府存款增量	期间 R001 成交量日均值 (万亿)	前三天 R001 成交量日均值 (万亿)
3 月 9-19 日	9	1.99	1.78	21	4042	3112	-5686	3.30	3.60
4 月 7-13 日	5	1.78	1.68	10	236	3691	7035	3.57	3.65
6 月 3-9 日	5	2.14	1.97	17	1935	4684	--	3.58	3.74

资料来源：Wind，光大证券研究所；6 月 3-9 日当月政府债券净融资为 6 月 1-11 日的总额；前三天 R001 成交量日均值分别为 3 月 6-8 日、4 月 4-6 日、5 月 31-6 月 2 日

今年 DR001 持续高于 GC001 的市场表现有一定共性：

一是一般出现在政府债券供给量较大时点，银行作为一级市场政府债券承接的主要机构，其超储规模在此期间消耗力度较大，进而使得 DR 与 GC 出现“倒挂”现象。

二是 DR001 高于 GC001 期间，R001 成交量会出现缩量，即前期高杠杆操作使得银行体系资金面脆弱性增强，叠加政府债券供给放量影响，推高了 DR 利率水平。

初步测算，5 月末银行体系超储率已降至 0.9-1% 水平，6 月份以来政府债券净融资量的加大，使得银行超储率进一步下滑。后续需要关注央行是否会一改每日 100 亿 OMO 的操作并适度放量，以及 6 月 15 日到期 2000 亿 MLF 是否会超额续作。

1.2、 细节二：6 月份隔夜利率跨月后回落幅度偏小

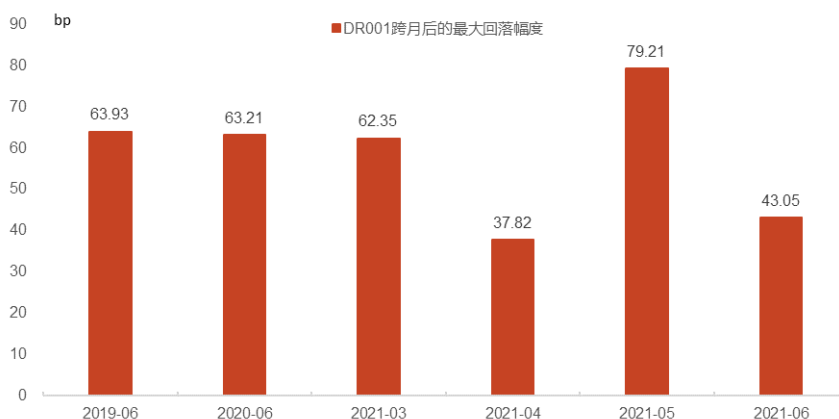
资金市场利率一般会呈现“月末上行、月初回落”的运行特点。但观察 6 月份隔夜利率运行情况，跨月后的最大回落幅度明显偏小（本月最大回落幅度=上月月末利率-跨月后利率第一波下行的最低水平）：

(1) 今年 3 月份以来流动性较为充裕，我们首先观察 3-6 月份的情况。可以看到，6 月份 DR001 跨月后的最大回落幅度为 43bp，明显低于 3 月份和 5 月份，仅略高于 4 月份约 5bp。

(2) 对比历史同期看，2019 和 2020 年 6 月份跨月后，DR001 的回落幅度分别约 64bp 和 63bp，明显高于 2021 年 6 月份水平。

(3) 3 月份整体流动性环境较为宽松，DR001 月末冲高幅度不足，最后 5 天 DR001 均值仅为 1.88%，明显低于 4 月份 1.94% 和 5 月份 2.14% 的水平，即 3 月末和 4 月初 DR001 运行相对稳定，这也是造成 4 月跨月后 DR001 回落幅度不足的原因。

图 3：DR001 跨月后最大回落幅度



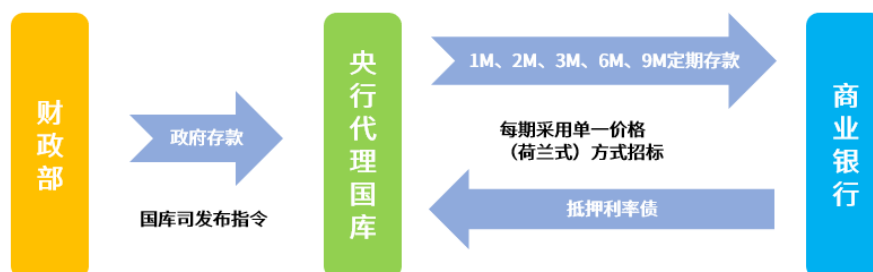
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 6 月、2020 年 6 月、2021 年 3-6 月

从这一细节所反映出，6 月份以来流动性正在出现微妙的变化，隔夜利率中枢已逐月抬升，6 月份第一波回落幅度偏小的情况，随着后续政府债券供给的逐步加大，叠加分红的来临，资金利率可能继续承压而呈现震荡上行态势。

1.3、 细节三：国库定存中标利率大幅抬升 25bp

6 月 9 日，财政部、央行以利率招标方式进行了 2021 年中央国库现金管理商业银行定期存款（三期）招投标，期限为 1M，金额为 700 亿，中标利率 3.35%，较上一期（2021 年 5 月 20 日）提升 25bp。

图 4：国库定存操作模式



资料来源：光大证券研究所整理

根据 2009 年发布的《中央国库现金管理暂行办法》，国库定存是财政部通过招标形式，将国库现金存放在商业银行。商业银行以国债为质押获得存款并向财政部支付利息的交易行为。国库定存是财政资金从央行资产负债表迁徙到商业银行表内的过程，商业银行一般性存款。国库定存基本要素如下：

(1) **操作对象**：国债承销团和公开市场业务一级交易商中的商业银行总行。根据《2021-2023 年中央国库现金管理商业银行定期存款参与银行团成员名单》，目前共 54 家机构获得资格。

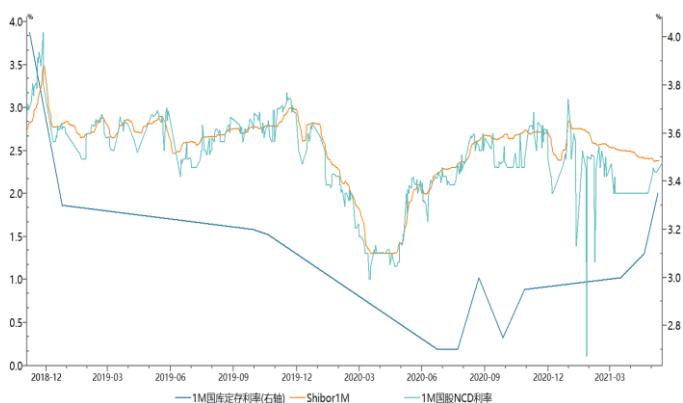
(2) **定价规则**：国库定存中标利率是市场化定价，由参与投标的银行随行就市投标决定，每期采用单一价格（荷兰式）方式招标，边际中标利率即为当期中央国库现金定期存款的利率。

(3) **金额确定**：由成员银行参与投标，每家投标额不得超过当期招标额的 20%。

(4) **发行期限**：包括 1M、2M、3M、6M、9M，2019 年以来主要以 1M 为主。

(5) **质押品**：以可流通国债现券作为质押，质押国债的面值数额为存款金额的 120%。

图 5：1M 国库定存与 Shibor1M、1M 国股 NCD 利率相关性



资料来源：Wind，光大证券研究所；2018 年 12 月-2021 年 6 月

图 6：3M 国库定存与 Shibor3M、3M 国股 NCD 利率相关性



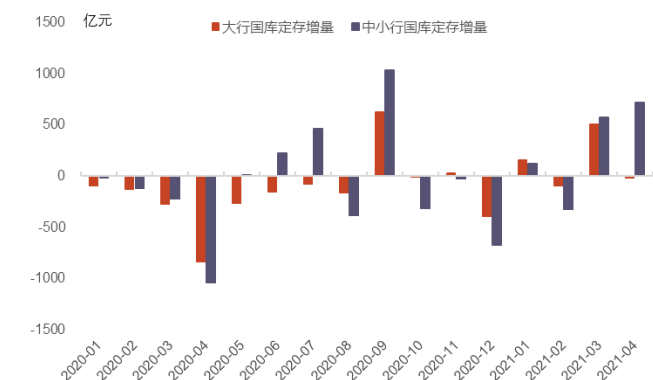
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2006 年 12 月-2021 年 6 月

需要强调的是，国库定存招标利率并非由央行决定的，而是随行就市形成的结果，主要取决于市场流动性松紧度、银行一般存款余缺状况，这一点有别于 OMO 和 MLF 等货币政策工具所反映的政策性利率。一般情况下，**国库定存利率与同期限 Shibor 以及国股银行 NCD 发行利率均存在较强相关性，是市场资金面松紧的一个反映渠道。**

本次 1M 国库定存招标利率较上一次上调 25bp，间隔时间仅为 19 天，价格上涨具有随行就市的特征，反映出三方面问题：

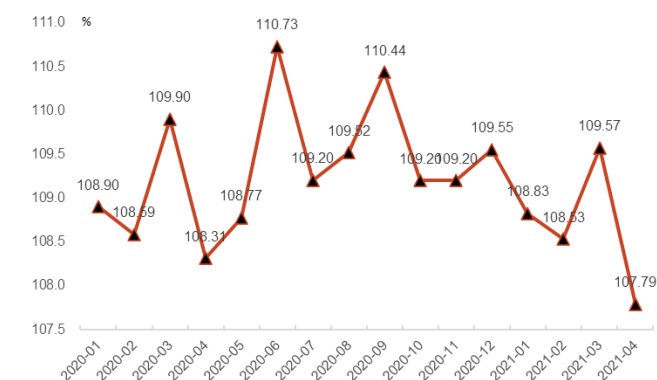
一是银行整体稳存增存压力依然较大。国库定存计入银行一般性存款，需要交纳法定存款准备金。自去年下半年以来，在结构性存款压降过程中，银行核心负债增长难度加大，部分银行加大了同业负债吸收力度，稳存增存压力开始显现，国库定存利率也触底反弹。今年以来，银行体系一般行存款情况持续不理想，非银存款连月高增，进一步加剧了银行体系稳存增存压力。而 **6 月为半年末月份，银行有冲存款和稳定流动性监管指标（今年以来 NFSR 指标有所下滑）的诉求，一定程度上导致了国库定存利率随行就市的加速上行。**

图 7：大行与中小行国库定存增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 4 月

图 8：今年银行 NSFR 指标有所下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算；时间：2020 年 1 月-2021 年 4 月

二是本次操作对象以股份制银行为主。根据金融机构信贷收支表披露的数据，4 月份大型银行国库定存新增-20 亿，中小行新增 717 亿。其中，中小行为 2008 年资产规模低于 2 万亿的银行，包括股份制银行、城农商行等。根据今年以来银行存款增长情况来看，我们推断近期国库定存的主要操作对象为股份制银行，这也与其今年一般存款增长较为疲软相吻合。

三是银行预防性流动性需求增加。2020 年，1M 国库定存投放时点基本在 20-30 日之间，但 2021 年投放时间明显前置，特别是 6 月份投放时点在 9 日（6 月 17 日到期 700 亿），反映出银行预防性备付需求提升，已提前开始储备跨年资金。从绝对价格的角度看，本次国库定存利率 3.35%，显著高于同期限 OMO 利率和国股 NCD 利率，除反映出一般性存款增长压力外，对于跨半年的流动性安排也是重要考虑因素。

总体来看，在今年一般存款增长承压的情况下，银行对国库定存的需求依然较大，特别是在季末月份，国库定存招标利率或维持在高位水平。

1.4、市场启示

在前文中，我们重点分析了近期流动性收敛的“三大细节”，总体来看，未来流动性恐难现今年 3-5 月份的宽松格局，货币市场价格波动可能加深：

(1) 6 月份流动性扰动因素将逐步显现，短端资金利率中枢较 3-5 月份小幅上行，且波动性有所上升。7-8 月份压力依然存在，但考虑到 7 月份是重大敏感时间点，市场将进入维稳阶段，央行可能会加大对冲力度。

(2) NCD 年内可能存在一定供需缺口，后续随着资金面边际收敛，NCD 利率存在回调空间，但配置需求的旺盛也意味着 NCD 利率顶部特征较为显著，将总体维持在 3% 上下震荡。

对于债券市场而言，上周利率上行的推动力，一是流动性的边际收敛，二是上周五 30 年国债招标续发并不理想，中标利率 3.6457%，高于市场预期的 3.62-3.63%，打破近期该期限招标利率低于二级市场的趋势，进而带动长端利率走高。

短期来看：本周国债+地方债合计发行 4122 亿，到期 2032 亿，净融资 2090 亿，较上周略有缩量，但规模依然较大。目前，银行超储率已处于低位水平，且本周面临缴税高峰期，届时央行货币政策操作将是重要观测变量，**特别是 6 月 15 日有 2000 亿 MLF 到期，即便等量操作，对基础货币缺口补充相对有限，或对市场表现出利空影响。**

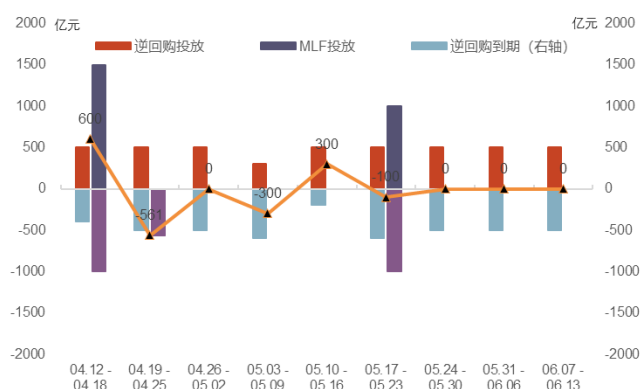
全年来看：1-5 月份银行存在较强欠配，6-12 月份政府债券供给上限为 5.4 万亿，若按照 65% 的承接空间，银行理论承接上限为 3.4 万亿，但若后续供给量不及预期情况下，**全年银行或延续欠配压力，这将为利率债形成一定支撑。随着现金管理类理财政策（正式稿）的落地，信用债体系期限溢价和风险溢价都将有拉大态势。**

2、上周市场流动性回顾

2.1、资金市场回顾

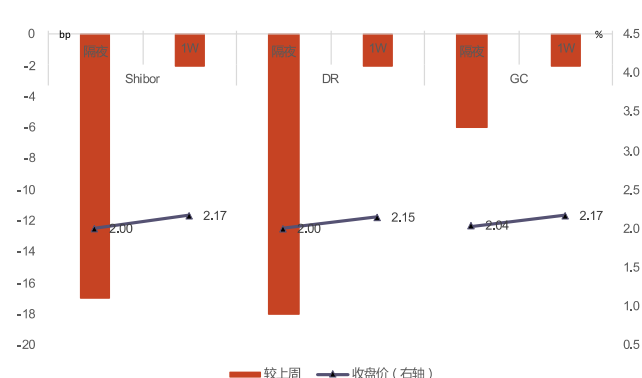
央行持续每日净投放为 0。上周，央行开展 500 亿元逆回购，到期 500 亿元。截至 6 月 13 日，MLF 余额为 5.40 万亿元，6 月 15 日 MLF 到期 2000 亿。

图 9：央行持续每日净投放为 0



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 12 日-2021 年 6 月 13 日

图 10：短端资金利率有所下行

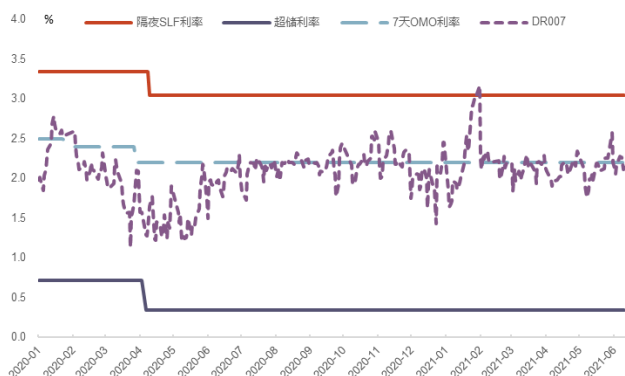


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月 7 日-2021 年 6 月 11 日

短端资金利率有所下行，截至 6 月 11 日：

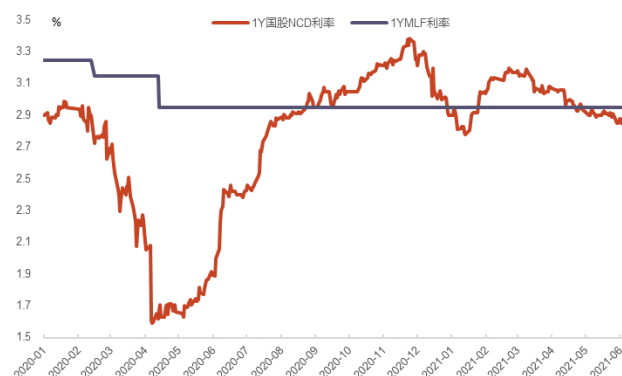
- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 2.00%和 2.17%，较前一周分别上行 -17bp 和-2bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 2.00%和 2.15%，较前一周分别上行-18bp 和-2bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.04%和 2.17%，较前一周分别上行-6bp 和-2bp。

图 11：短端利率走廊形态持续稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月2日-2021年6月11日

图 12：1Y 国股 NCD 利率小幅上行

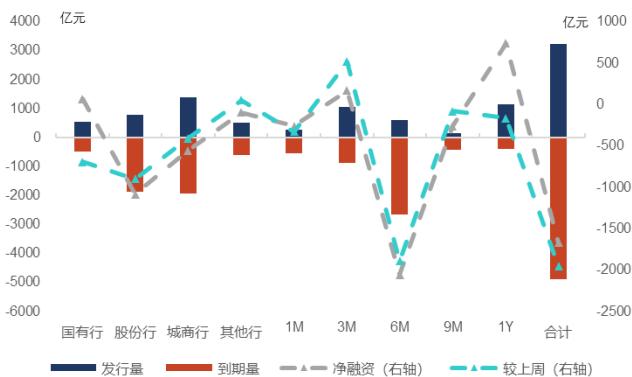


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月3日-2021年6月11日

短端利率走廊形态持续稳定，中长端 1Y 国股 NCD 利率小幅上行。上周 DR007 仍围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，短端利率走廊形态持续稳定。截至 6 月 11 日，1Y 国股 NCD 价格报 2.91%，高于 1Y-MLF 利率-4bp。

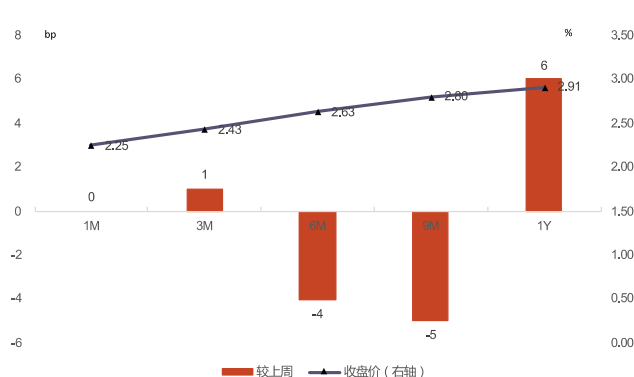
NCD 净融资额为-1669 亿，较前一周增长-1955 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 66、-1083 和-556 亿，较前一周上升-693、-901 和-411 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资-258、169、-2058、-260 和 737 亿，较前一周分别增加-329、517、-1895、-83 和-166 亿。

图 13：NCD 净融资规模有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年6月7日-2021年6月13日

图 14：各期限国股 NCD 价格涨跌不一



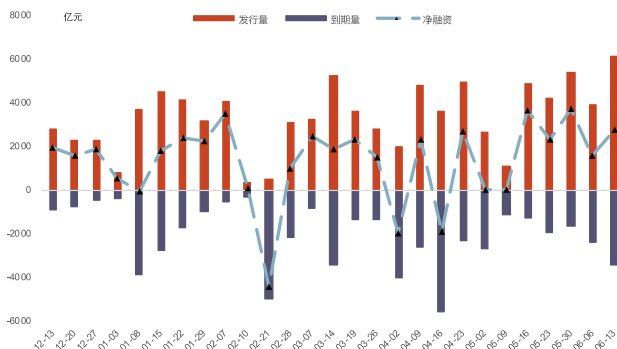
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年6月7日-2021年6月11日

1M 期国股 NCD 价格有所上涨。截至 6 月 11 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.25%、2.43%、2.63%、2.80%和 2.91%，较前一周分上行 0bp、1bp、-4bp、-5bp 和 6bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.48%、2.68%、2.95%、3.15%和 3.28%，较前一周分别上行 4bp、-1bp、5bp、17bp 和 17bp。

2.1、利率债市场回顾

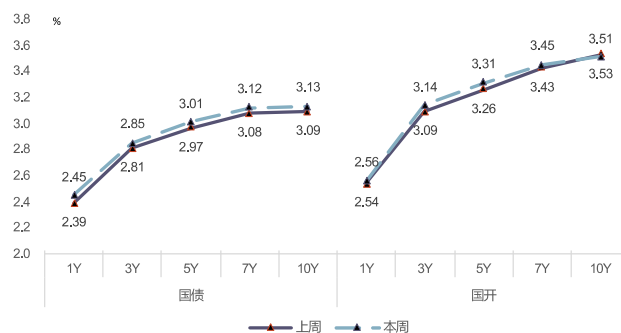
地方债净融资规模明显增加。截至6月13日，国债净融资1054亿，较前一周上升-151亿；国开债净融资-411亿，较前一周上升-739亿；地方债净融资2169亿，较前一周上升2081亿。

图 15：地方债净融资规模明显增加



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年12月13日-2021年6月13日

图 16：各期收益率整体上行

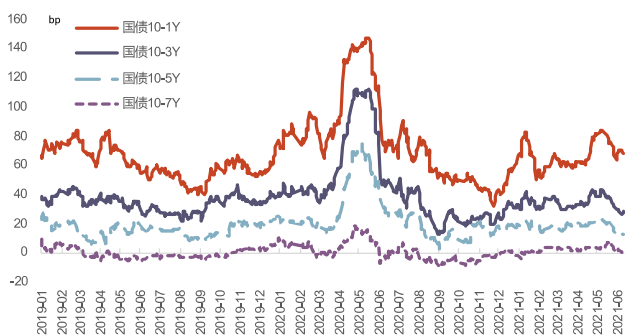


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年6月7日-2021年6月11日

各期限收益率整体上行。截至6月11日，国债1Y、3Y、5Y、7Y、10Y收益率分别为2.45%、2.85%、3.01%、3.12%和3.13%，较前一周分别上行6bp、4bp、4bp、4bp和4bp。国开债1Y、3Y、5Y、7Y、10Y收益率分别为2.56%、3.14%、3.31%、3.45%和3.51%，较前一周分别上行2bp、5bp、5bp、2bp和-2bp。

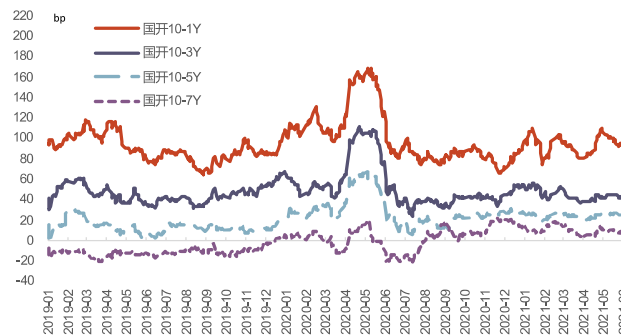
国开债期限利差平稳运行。截至6月11日，国债10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y利差分别为68bp、28bp、12bp和1bp，国开债10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y利差分别为95bp、37bp、20bp和6bp。

图 17：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3日-2021年6月11日

图 18：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3日-2021年6月11日

3、风险分析

海外热钱涌入加大，人民币汇率持续升值。

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会与，不与，也将不会与本报告中的具体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所载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。

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