

## 行业研究

## 手把手教你测算 2022 年社融、信贷与 M2

## ——流动性观察第 75 期

## 主要观点

**2022 年信贷预测：新增规模维持在 20-21 万亿，同比增速维持在 10.5-10.8%**

在跨周期调控下，政策的出台更加着眼于对经济发展的中长期优化，更加注重稳增长和防风险的统筹推进。MPA 考核对于广义信贷增速和信贷投放节奏进行考核，其中信贷投放节奏要求：“当期各项贷款比年初增量占比偏离前 5 年同期各项贷款平均比年初增量占比”在正负 10 个百分点之内。这意味着，无论是货币政策还是信贷政策，都不会出现前期的“大开大合”和“信贷脉冲”，总体信用投放将更加平滑，按揭贷款投放进一步增加，开发贷增速有望“回正”。

基于此，预计今年 Q4 新增人民币贷款有望实现小幅同比多增，2021 年维持在 20-20.5 万亿，增速在 11.9% 左右。**2022 年信贷投放维持与 2021 年较为相似的强度，新增规模在 20-21 万亿区间，同比增速维持在 10.5-10.8%。**

**2022 年社融预测：新增规模维持在 32-33 万亿，增速维持在 10.3%-10.5%**

社融口径信贷融资新增 21 万亿。一般而言，银行全年信贷投放节奏，大体按照季度“3322”原则执行。因此，我们取 2020 和 2021 年各季度表内信贷融资（不含非银贷款）增量占比的均值，作为 2022 年的参考，进而测算出各季度增量。

政府债券净融资上限 7 万亿。在发行节奏方面，2022 年大概率既不会出现类似于 2021 年的滞后情况，也不会出现 2020 年发行节奏过快而造成资金闲置，因此不妨取 2019 年政府债券的发行节奏，进而测算出各季度政府债券净融资规模。

非标融资压降 1.5 万亿。今年以来，监管对非标融资仍处于高压态势，明确 2021 年融资类信托“两压一降”目标，要求继续压降信托通道业务规模，逐步压缩违规融资类业务规模，加大对表内外风险资产的处置。对于后续情况，我们认为土地前融业务放松可能性不大，这意味着房地产信托渠道融资仍将处于严监管状态。基于此，**预计 2022 年非标融资会延续压降态势，考虑到 2019、2020 年“委托+信托贷款”降幅分别为 1.3、1.5 万亿，2021 年大幅多于 2020 年，假定 2022 年“委托+信托贷款”降幅在 1.5 万亿左右。**

企业债券净融资 3.3 万亿。2020 年疫情期间利率处于较低水平下，企业通过票据、SCP 等方式购买银行理财或结构性存款进行套利，所以 2020 年企业债存在一定虚增情况。今年企业债发行已回归正常化，因此我们取 2019 和 2021 年均值作为 2022 年的参考，即 2022 年企业债净融资规模维持在 3.3 万亿。

基于此，综合考虑社融其他子项情况，**预计 2021 年新增社融规模有望维持在 30-31 万亿，增速为 10.5-10.8%，较 2020 年回落约 2.5-3 个百分点左右。预计 2022 年新增社融在 32-33 万亿左右，增速维持在 10.3-10.5%。**

**2022 年 M2 预测：同比增速维持在 8.5-9%。**基于广义货币增速与名义 GDP 增速基本匹配的原则判断，2022 年 M2 增速理论上应维持在 8-9% 的水平。根据 M2 的信用派生来源：（1）代客结售汇净额新增 1.5 万亿；（2）新增人民币贷款（央行口径）20.5 万亿；（3）政府存款新增 2.9 万亿；（4）广义同业新增-1.7 万亿；（4）企业债净融资 3.3 万亿。

综合上述分析，**2021 年全年 M2 增速有望维持在 9% 左右，2022 年 M2 增速为 8.95%，与名义 GDP 增速基本匹配。**

**风险分析：**宽信用力度不及预期，房地产企业信用违约风险加大。

## 银行业

## 买入（维持）

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

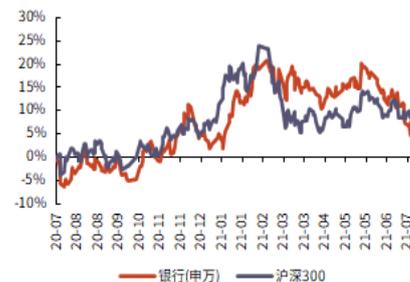
wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebscn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

“碳减排”支持工具影响几何？——流动性观察第 74 期

从 RMBS 重启看房地产政策“松绑”——流动性观察第 73 期

“宽信用”的沙盘推演——流动性观察第 72 期

如何看待央行缩表近万亿？——流动性观察第 71 期

从超低票据利率看 7 月贷款增长——流动性观察第 70 期

8 月份利率会迎来拐点吗？——流动性观察第 69 期

定量测算：为什么 LPR 报价维持不变？——流动性观察第 68 期

从银行视角看 2021 年政府工作报告——流动性观察第 67 期

从银行视角看 2020 年中央经济工作会议——流动性观察第 66 期

资本会成为信贷投放的“硬约束”吗？——流动性观察第 65 期

# 1、2022 年信贷：新增 20-21 万亿，增速 10.5-10.8%

今年 Q2 以来，宏观经济下行压力有所加大，房地产和城投平台隐性债务监管的从严，信用体系扩张进程放缓。叠加能耗双控、拉闸限电以及国内疫情零散性出现等因素，实体经济融资需求趋弱。数据显示，21Q3 信贷需求指数为 68.3%，环比 Q2 下降 2.2 个百分点。进入三季度，房地产企业现金流风险加大，信用风险上行，对金融市场造成了冲击，金融机构风险偏好更趋审慎。

在此情况下，人民银行在 8 月份的信贷形势座谈会上，提出“增强信贷总量增长的稳定性”，释放了加大信贷投放力度的信号。同时，为缓解房企现金流压力，阻断风险传染，自 9.29 房地产金融工作座谈会后，监管部门高频发声，强调维护房地产市场平稳健康发展，从“三稳”到“两维护”，推动落实“保交楼、保民生、保稳定”，释放了房地产各项合规融资政策“松绑”信号，也成为未来一段时间“稳信用”的重要抓手。

表 1：监管部门对房地产市场的表态

时间	场合	监管部门/人员	内容
11 月 12 日	传达学习贯彻党的十九届六中全会精神	央行、银保监会	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 坚决遏制金融服务业领域的垄断和资本无序扩张，维护房地产市场平稳健康发展。</li> <li>● 稳地价、稳房价、稳预期，遏制房地产金融化泡沫化倾向，健全房地产调控长效机制，促进房地产业稳定健康发展。</li> </ul>
10 月 21 日	三季度银行业保险业数据信息暨监管重点工作发布会	银保监会统计信息与风险监测部负责人刘忠瑞	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 保障好刚需群体信贷需求，在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持。房地产调控要因城施策，指导派出机构配合地方政府做好房地产调控，促进各地房地产市场平稳健康发展。</li> </ul>
10 月 20 日	金融街论坛	副总理刘鹤	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，<b>房地产市场健康发展的整体态势不会改变。</b></li> </ul>
		外管局局长潘功胜	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 近期我国的房地产市场及相关的金融市场出现一点波动，这是市场主体在个别企业违约事件出现之后的应激反应。在金融管理部门的预期引导下，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。</li> </ul>
10 月 20 日	2021 年 G30 国际银行业研讨会	央行行长易纲	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 恒大风险是个案风险，应对措施方面，一是要避免恒大的风险传染至其他房地产企业。二是要避免风险传导至金融部门。总体上恒大事件对金融行业的外溢性可控。</li> <li>● 我们应对恒大事件的原则是，严格按照法律规定的受偿顺序，充分尊重并保护债权人和产权人的合法权益。在此过程中，尤其是要保护好已购房消费者的合法权益。我们将坚持法治化的原则，确保所有债权人和利益相关方的正当合法权益得到公平对待。</li> </ul>
10 月 15 日	央行第三季度金融统计数据新闻发布会	人民银行金融市场司司长邹澜	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 近期，个别大型房企风险暴露，金融机构对房地产行业的风险偏好明显下降，出现了一致性的收缩行为，房地产开发贷款增速出现较大幅度下滑，这种短期过激反应是正常的市场现象。</li> <li>● 部分金融机构对于 30 家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，将要求“红档”企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款，企业销售回款偿还贷款后，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款，也一定程度上造成了一些企业资金链紧绷。</li> <li>● 恒大风险对金融行业的外溢性可控。目前，相关部门和地方政府正在按照法治化、市场化原则，依法依规开展风险处置化解工作，督促恒大集团加大资产处置力度，加快恢复项目建设，维护住房消费者合法权益。</li> <li>● 受个别房地产企业债券违约等风险事件的影响，境外房地产企业美元债价格出现了较大幅度的下跌，这是市场在违约事件出现后的自然反应，历史上也有很多案例。目前，相关部门将敦促发债企业及其股东，严格遵守市场纪律和规则，按照市场化、法治化原则，妥善处理好自身的债务问题，积极履行法定偿债义务。我们也注意到，一些中资房地产企业已经开始回购境外债券，这体现了企业对自身发展前景的信心，预计对于缓解市场紧张情绪、恢复市场信心将起到积极作用。</li> </ul>
	中房协召集 10 家房企在京座谈	中国房地产业协会	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 会议听取各家房企对近期房地产运营情况的观点，主要诉求集中在希冀调控政策在坚持“房住不炒”的前提下适当松绑，包括稳定市场预期、支持刚需购房及调整土地价格等。</li> </ul>
9 月 29 日	房地产金融工作座谈会	央行、银保监会、住建局	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，持续落实好房地产长效机制。按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同落实“两维护”，维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。</li> </ul>
9 月 24 日	货币政策三季度例会	人民银行	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 会上首提“两维护”：维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。</li> </ul>

资料来源：央行、银保监会、中房协官网

目前，表外影子银行体系仍处于压降通道，但监管鼓励银行加大信贷投放的意图较为明确，对于面临较大现金流风险的房地产行业，予以“精细化松绑”，以“保交房、保民生、保稳定”为核心，通过适度放宽按揭额度和 RMBS 的增量发行等方式，稳定房企的销售回款，缓解企业现金流压力。对于开发贷而言，政策强调涉房类贷款投放不搞“一刀切”，在落实封闭资金管理前提下，可以予以支持，未来开发贷有望“稳中有升”。从实际情况看，10 月份新增人民币贷款 8262 亿，同比多增 1364 亿，扭转了 8-9 月份同比少增态势，央行也“罕见”披露了个人住房贷款数据，10 月份银行业金融机构个人住房贷款新增 3481 亿，同比多增 1013 亿，预计 11-12 月份按揭贷款投放较 10 月份进一步回暖。

对于后续信贷投放，我们认为，在“跨周期”调控基调下，政策的出台更加着眼于对经济发展的中长期优化，更加注重稳增长和防风险的统筹推进。根据 MPA 考核规则，对于广义信贷增速和信贷投放节奏进行考核。这意味着，信贷投放将更加平滑，不会出现前期的“大开大合”和“信贷脉冲”。

基于此，预计今年 Q4 新增人民币贷款有望实现小幅同比多增，2021 年维持在 20-20.5 万亿，增速在 11.9% 左右。对于 2022 年信贷投放，预计维持与 2021 年较为相似的强度，新增规模在 20-21 万亿区间，同比增速维持在 10.5~10.8% 区间。

图 1：2022 年信贷测算结果



资料来源：Wind，光大证券研究所测算；2021 年 Q4-2022 年 Q4 是测算值

## 2、2022 年社融：新增 32-33 万亿，增速 10.3%~10.5%

对于 2022 年社融增速，我们可以对各个分项指标，按季做一个大致测算：

**社融口径信贷融资新增 21 万亿。**一般而言，银行全年信贷投放节奏，大体按照季度“3322”原则执行。因此，我们取 2020 和 2021 年各季度表内信贷融资（不含非银贷款）增量占比的均值，作为 2022 年的参考，进而测算出各季度增量。

**政府债券净融资上限 7 万亿。**2021 年国债、地方政府一般债、地方政府专项债净融资额度分别为 2.75、0.82 和 3.65 万亿，合计 7.22 万亿，较 2020 年下降 1.29 万亿。

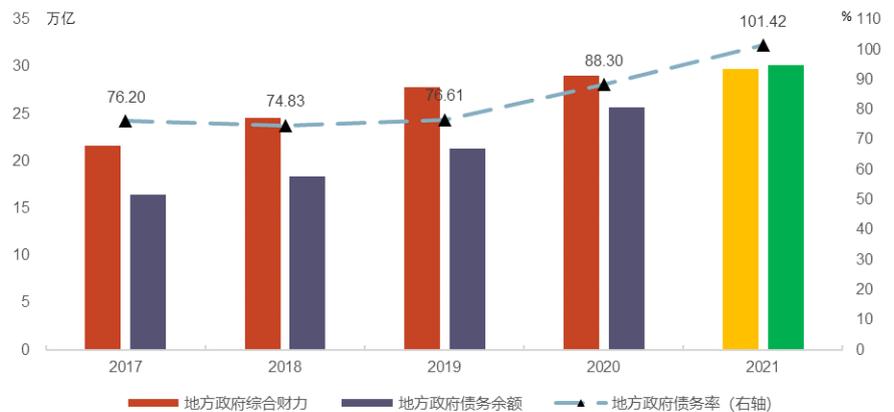
国债和地方政府一般债要纳入财政一般预算和政府赤字管理，我国采取的是余额管理制，由国务院确定并报全国人大或其常委会批准，理论上每年国债净融

资应与中央财政赤字预算规模相当，而地方政府一般债净融资应与地方财政赤字预算规模相当。对于地方政府专项债，按照对应的政府性基金项目来发行，纳入政府性基金预算管理，其偿还通过对应的政府性基金或专项收入进行，不计入财政赤字。

对于 2022 年政府净融资规模上限。可以做如下判断：

**(1) 国债和地方政府一般债。**2021 年政府工作报告明确赤字率为 3.2%，随着今年 Q4 以来房地产融资政策的精细化“松绑”，“宽信用”有望逐步推进，加之 2022 年“二十大”的召开，将更加注重“稳增长”和“防风险”的平衡，假定 GDP 增速维持在 5% 左右。在此情况下，预计 2022 年财政赤字率可能较 2021 年小幅下降，但在跨周期调控政策导向下，基建领域的发力也需要维持既定的财政支出强度，假定 2022 年赤字率维持在 3% 左右。由此可以测算出，中央+地方政府财政赤字为 3.5 万亿左右，即国债+地方政府一般债净融资上限维持在 3.5 万亿以内。

图 2：2021 年地方政府债务率已超过 100%



资料来源：Wind、《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告（摘要）》，光大证券研究所；2021 年数据为测算值

**(2) 对于地方政府专项债，主要基于地方政府的财政实力进行判断。**为此，构建地方政府债务率指标：

$$\text{地方政府债务率} = \text{地方政府债务余额} / \text{地方政府综合财力}$$

指标反映的是地方政府的财政实力能否有效实现对其债务的覆盖。其中：

$$\text{地方政府综合财力} = \text{地方本级财政收入} + \text{中央对地方转移支付和税收返还} + \text{地方财政调入资金} + \text{地方政府本级基金性收入}$$

测算结果显示：2017-2019 年我国地方政府债务率大体维持在 75% 左右，但从 2020 年开始显著上行至 88.3%，2021 年则突破了 100%。我们认为，100% 可以视作对地方政府财政可持续运行的临界点，当地方政府债务率突破 100% 时，意味着地方政府财政实力已不足以覆盖债务压力，且已面临“超负荷”运行，那么后续政府加杠杆能力也会受到相应约束。

基于这一分析，2022 年地方政府专项债额度可能会较 2021 年有所缩量，假定维持规模在 3-3.5 万亿水平，预计 2022 年政府债券净融资规模上限 7 万亿左右。在发行节奏方面，2022 年大概率既不会出现类似于 2021 年的滞后情况，也不会出现 2020 年发行节奏过快而造成资金闲置，因此不妨取 2019 年政府债券的发行节奏，进而测算出各季度政府债券净融资规模。

(3) **非标融资压降 1.5 万亿左右。**今年以来，监管对非标融资仍处于高压态势，明确 2021 年融资类信托“两压一降”目标，要求继续压降信托通道业务规模，逐步压缩违规融资类业务规模，加大对表内外风险资产的处置。1-10 月份，“委托+信托贷款”下降 1.46 万亿，同比多减近 6300 亿。对于后续情况，我们认为土地前融业务放松可能性不大，这意味着房地产信托渠道融资仍将处于严监管状态。基于此，**预计 2022 年非标融资会延续压降态势，考虑到 2019、2020 年“委托+信托贷款”降幅分别为 1.3、1.5 万亿，2021 年大幅多于 2020 年，假定 2022 年“委托+信托贷款”降幅在 1.5 万亿左右。**

(4) **企业债券净融资 3.3 万亿。**2019 年企业债净融资 3.34 万亿，而 2020 年高达 4.45 万亿，主要与疫情期间利率处于较低水平下，企业通过票据、SCP 等方式购买银行理财或结构性存款进行套利，所以 2020 年企业债存在一定虚增情况。今年企业债发行已回归正常化，1-9 月份企业债净融资 2.34 万亿，较 2019 年 1-9 月份仅少增 1000 亿，2021 年全年企业债净融资规模或与 2019 年较为接近。因此，**我们取 2019 和 2021 年均值作为 2022 年的参考，即 2022 年企业债净融资规模维持在 3.3 万亿。**

基于此，综合考虑社融其他子项情况，预计 2021 年新增社融规模有望维持在 30-31 万亿，增速为 10.5-10.8%，较 2020 年回落约 2.5-3 个百分点左右。**预计 2022 年新增社融在 32-33 万亿左右，增速维持在 10.3-10.5%。**

图 3：2022 年社融测算结果



资料来源：Wind，光大证券研究所测算；2021 年 Q4-2022 年 Q4 是测算值

### 3、2022 年 M2 同比增速在 8.5-9%

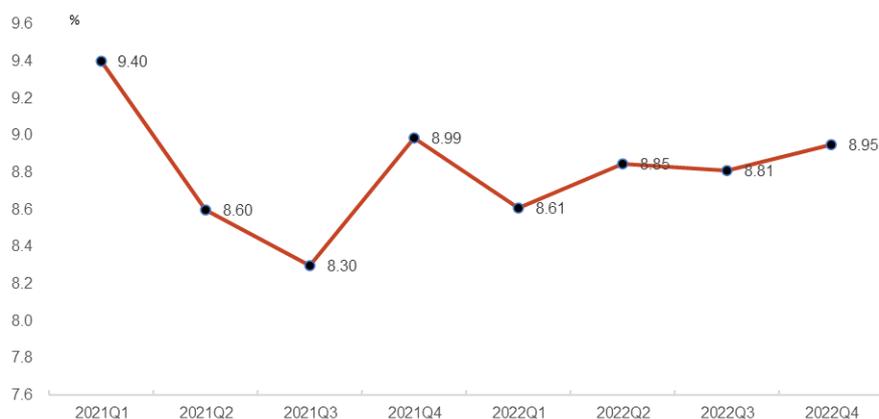
对于 M2 增速的判断，大的方向还是遵循央行提出的“广义货币增速与名义 GDP 增速基本匹配”的原则。

今年下半年以来，在地产去杠杆、能耗双控、极端天气、拉闸限电以及疫情零散性出现等因素影响下，宏观经济有所承压，融资需求走弱，Q3 单季 GDP 增速录得 4.9%，前三季度 GDP 累计增速为 9.8%。根据 Wind 一致性预期，预计全年 GDP 增速有望维持在 7-8% 水平，两年平均维持在 5-5.2%。对于 2022 年 GDP 增速，考虑到今年的高基数效应（特别是 Q1 基数较高），加之地产投资预期不稳，土地市场深度冻结，若海外疫情好转、供应链出现恢复，国内出口增速能否延续高增依然面临不确定性，2022 年 Q1 GDP 增长压力较大，全年可能维持在 5% 左右的水平。

2021 年受供应链限制和下游需求不足影响，通胀呈现高 PPI 和低 CPI 的分化，两者传导并不通畅。目前，母猪和生猪存栏增速已趋于回落，预计猪肉价格将在 2022 年上半年探底，叠加今年的大宗商品价格上涨会逐步传导至非食品项 CPI，使得整体 CPI 在 2022 年存在一定上行风险。预计 2021 年 CPI 维持在 1.5-2%，2022 年 CPI 增速可能会进一步上行至 2% 以上。

基于广义货币增速与名义 GDP 增速基本匹配的原则判断，**2022 年 M2 增速理论上应维持在 8~9% 的水平。**

图 4：2022 年 M2 同比增速测算结果



资料来源：Wind，光大证券研究所测算；2021 年 Q4-2022 年 Q4 是测算值。

然而，上述判断更多基于对未来宏观经济的简单展望。我们可以对 M2 进行分解，来进一步细化对 2022 年 M2 增速的展望。根据 M2 的信用派生来源，大体可以分为外汇、信贷、财政、信用债以及广义同业。

(1) **代客结售汇净额新增 1.5 万亿。**市场对于外汇因素，一般选择外汇占款作为替代指标。然而，企业或居民向银行进行结汇后，银行未必一定向央行进行结汇，而是可能选择在银行间市场进行平盘操作，即“客户——银行——央行”之间的结汇传导链条并非一一对应关系，特别是央行近年来已显著弱化外汇占款工具使用的情况下，若选择外汇占款作为替代指标，可能会低估外汇因素对 M2 派生的贡献率。

事实上，今年前三季度，外汇占款累计增量仅为 838 亿，而受益于较好的出口形势，银行代客结售汇净额为 1.36 万亿，两者之间存在较大差异。因此，我们可以选择银行代客结售汇净额作为替代指标。

对于 2022 年银行代客结售汇净额，我们主要考虑出口增长。短期来看，疫情影响下的全球供应链修复尚需时日，中美贸易关系缓和，也将为我国出口形成支撑。不过，世界卫生组织的目标是到 2022 年末全球能完成 70% 人口接种疫苗，随着疫苗接种率的提高以及抗疫的常态化，我国出口面临的竞争或将加剧，全球供应链修复也会使得我国出口替代效应减弱。

人民币汇率方面，根据 2013 年的经验，在 Taper 落地之后，料美债利率会在 2022 年上半年趋于回落，中美利差安全边际依然充足，**人民币汇率仍将维持偏强势状态。**下半年则存在一定不确定性，届时需要综合观察美国劳动力市场、通胀来对加息预期进行重定价。因此，2022 年出口增速或较 2021 年边际放缓。

考虑到 2020、2021 年（年化值）银行代客结售汇净额分别为 9740、1.8 万亿，假定 2022 年银行代客结售汇净额为 1.5 万亿左右。其中上半年出口依然维持较高景气度，结售汇净额与 2020 年基本持平，下半年有所回落。

(2) **政府存款新增 2.9 万亿。**对于政府存款测算，市场普遍选用“央行资产负债表：政府存款”科目，然后基于近年来单月的季节性变化来大致推算。但这种方法较为粗放，因为：

财政性存款变化=公共财政收支净额+政府性基金收支净额+国有资本经营收支净额+社保基金经营收支净额+政府债券净融资。

其中，财政性存款包括存放在央行的政府存款和存放在商业银行的政府存款，比例大致为 5:1，而存放在商业银行的政府存款，有超过 90%为国库定存，剩余为待结算财政存款和财政专用基金。

因此，政府存款变化对于 M2 的影响渠道有四：

- (a) 财政支出增加——政府存款下降——一般存款增加；
- (b) 缴税增加——政府存款增加——一般存款下降；
- (c) 政府债券发行——非银机构配债——非银存款下降；
- (d) 政府债券发行——银行自营配债——对信贷投放形成“挤出效应”——一般存款派生减弱。

根据这一规律，我们可以近似用“公共财政收支净额+政府债券净融资”替代政府存款，其中公共财政收支净额主要为税收收入与财政支出的轧差，其季节性效应遵循“1、4、5、7、10”作为缴税大月的原则，而政府债券净融资则不存在这一季节性效应，每季增量参考前文对社融的预测。基于此，预计 2022 年政府存款新增 2.9 万亿。

(3) **广义同业新增-1.7 万亿。**广义同业主要是银行与非银之间开展的业务，包括回购交易、同业投资等。对 M2 的影响渠道有二：

- (a) 银行与非银做一笔买入返售业务，形成非银存款；
- (b) 银行自营购买一个资管计划或信托产品，形成非银存款。非银机构向实体经济投放资金，非银存款减少，一般存款增加。

根据前文在社融预测中对非标融资的分析，预计 2022 年非标融资会低于 2021 年水平。2021 年广义同业增量在-2.2 万亿左右，2019-2020 年在-1.2 万亿。因此，2022 年广义同业增量取 2021 与 2020 年的均值，约为-1.7 万亿。

综合上述分析，我们可以对 2021 年全年和 2022 年各季度 M2 增速作一个初步测算。结果显示：**2021 年全年 M2 增速有望维持在 9%左右，2022 年 M2 增速为 8.95%，与名义 GDP 增速基本匹配。**

## 4、风险分析

宽信用力度不及预期，房地产企业信用违约风险加大。

## 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。

## 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