

行业研究

LPR 究竟该不该调？

——流动性观察第 80 期

本周流动性主要观点

定向测算：负债成本改善尚不足以驱动 LPR 下调 5bp，报价可能考虑了非市场化因素。综合降准置换 MLF、存款利率报价机制改革以及各类定向工具的影响来看：（1）若采用全成本法测算，近两次 LPR 出现下调期间（2020 年 4 月 20 日-2021 年 12 月 19 日），报价行综合负债成本改善幅度为-1.36bp；7 月份降准至今（2021 年 6 月 20 日-2021 年 12 月 19 日），改善幅度为 3.80bp。（2）若采用边际成本法测算，2021 年 11 月 20 日-2021 年 12 月 19 日期间，报价行综合负债成本改善幅度为 1.57bp。综合来看，尽管央行推出的各类支持政策，但若基于商业化原则，银行下调 LPR 报价的意愿并不充分，负债成本改善的累计效应不应触发 LPR 调整。**对于在 12 月 MLF 利率并未出现调整的情况下，1Y-LPR 依然出现 5bp 下调，我们认为：报价行在报价过程中可能考虑了非市场化因素，这种方式也会带来净息差的挤压，从而需要在未来进一步加强负债成本管控。**

5Y-LPR 报价予以调整的必要性强。在当前情况下，5Y-LPR 下调的必要性更大，理由有三点：（1）LPR 曲线已较为陡峭，5Y 与 1Y-LPR 利差不断扩大。我国 5Y-LPR 报价包含了较强的产业政策，即承担了一定的房地产市场调控职能，但弱化了 LPR 的市场化形成机制。（2）5Y-LPR 高位导致首套刚需贷款居民负担较重，可能影响居民合理住房需求。2017 年以后购房的首套“刚需”人群，是存量按揭贷款的主导力量，有超过 9 成的人群为首套置业。因此，5Y-LPR 贷款利率维持高位可能导致首套“刚需”人群受到误伤，从而可能影响居民合理住房需求。从满足居民合理住房需求角度来看，5Y-LPR 仍有必要下调。（3）**稳定房地产销售，是现阶段化解存量风险和防范增量风险的重要抓手。**从稳定房地产市场销售角度来看，有必要通过下调 5Y-LPR 促进销售回归常态，实现房地产企业杠杆向居民端迁徙。

稳定银行负债成本，OMO 利率存在下调空间。目前银行对公贷款利率为 4.60% 左右，已处于历史较低水平，对部分企业贷款的 EVA 趋近于 0，部分对公贷款投放已基本不创造经济价值，可能会降低部分负债成本偏高的银行的信贷投放意愿，在资产配置中更倾向于配置债券类资产。未来，让利实体经济的空间，很大程度上取决于负债成本的控制。在收益率曲线的短端，以 OMO 为基准锚的资金市场利率远高于高质量核心存款利率，需要通过下调 OMO 利率，并加强通知存款、协定存款等“类活期产品”的限额管理方式，降低银行综合负债成本。

市场影响。从 1Y-LPR 下调后的市场反应来看，无论是银行股还是债券市场，总体较为平淡：一是 MLF 利率并未下调，央行无意于进一步通过“价”释放宽松信号。二是 5Y-LPR 未调整，房地产融资并无“增量信息”。三是 LPR 曲线进一步陡峭化，短期内再度宽松的预期有所减弱。**对于银行股而言**，我们认为，本次下调 1Y-LPR 对股价影响相对有限。中央经济工作会议要求财政支出加快进度，首批 1.46 万亿地方政府专项债额度已下达，一揽子的稳增长政策正在推出，料后续基建投资有望触底反弹，有助于银行项目储备的恢复，2022 年按揭额度有望适度增加，开发贷“浮出水面”，宽信用进程逐步推进，利好银行股表现。**对于债券市场而言**，在 MLF 利率未动情况下，LPR 下调对利率并不形成利多效应，这一点在 12 月 20 日债券市场上表现较为明显，全天利率呈现震荡态势。未来需要综合关注：（1）房地产政策演绎情况，5Y-LPR 是否出现调整；（2）宽信用程度，特别是明年年初是否会出现“开门红”。

风险分析：宏观经济下行压力加大，宽信用力度不及预期。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

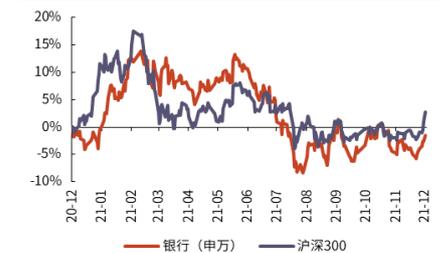
wangyf@ebscn.com

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

如何理解国常会加码的普惠小微支持工具？——流动性观察第 79 期

从银行视角看 2021 年中央经济工作会议——流动性观察第 78 期

如何理解准备金率“紧急迫降”？——流动性观察第 77 期

降准降息会“双箭齐发”吗？——流动性观察第 76 期

手把手教你测算 2022 年社融、信贷与 M2——流动性观察第 75 期

“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

12月20日，央行宣布新一期的LPR报价，其中1年期LPR为3.8%，较上月下调5bp，5年期以上LPR为4.65%，较上月维持不变。对此我们点评如下：

1、定向测算：负债成本改善不足以驱动LPR下调5bp，报价可能考虑了非市场化因素

部分投资者认为，此次1Y-LPR下调5bp，是央行连续两次降准并置换MLF、今年6月份存款利率报价机制改革、以及低成本再贷款工具较多使用等政策的叠加效力，推动了银行综合负债成本改善，进而驱动了LPR触发5bp步长调整。对此我们并不赞同。我们通过定量测算，对上述因素进行逐一分解：

一是降准置换MLF的影响。这一影响机制分为两个部分：**(1) 直接影响。**根据央行的表述，7月和12月两次降准分别降低金融机构资金成本每年约130、150亿，基本原理是以MLF作为机会成本测算，银行在损失法定存款准备金1.62%的收益的同时，减少了MLF 2.95%的利息支出。**(2) 间接影响。**两次降准共释放2.2万亿资金，通过置换部分MLF有助于释放质押的利率债，进而起到改善银行流动性监管指标，降低对NCD融资需求的效果，加之市场对后续流动性较为乐观，有助于引导金融市场端利率特别是中长端利率的下行，在银行同业负债到期重定价时，将改善银行广义同业负债成本。

二是存款利率报价机制改革的影响。今年6月份，央行对存款利率报价机制进行了改革，将存款定价模式由上浮调整为加点。改革后，活期存款和1Y期以内定期存款利率点差基本维持不变，但1Y以上定期存款、大额存单利率点差出现明显压降，利率较改革前下降约20-30bp。根据上市银行财务报告，截至2021年6月末，报价行在3M以内需要重定价的存款占比在65%左右。

三是再贷款工具的影响。今年下半年以来，央行推出了3000亿支小再贷款、碳减排支持工具以及2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，并将支农支小再贷款利率下调25bp。对于支农支小再贷款，申请机构一般为地方法人银行（如农商、农合、农信、村镇）以及在乡镇开设网点的农行和邮储银行，这就意味着大部分报价行并无申请支农支小再贷款的资质。对于碳减排支持工具，预计11-12月份月均申请规模在1500亿左右，后续每季规模约1000-2000亿，利率为1.75%，假定这部分负债资金的定价水平比照1Y-MLF，则对于LPR报价行负债成本改善幅度为 $3000 \text{ 亿} \times (2.95\% - 1.75\%) = 36 \text{ 亿}$ 。对于2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，我们尚无法判断银行申请情况，暂不做考虑。

目前，LPR报价行一共18家，其中国股银行11家，其他机构还包括部分城农商行、民营银行和外资银行。为了便于分析，我们主要选取11家国股银行作为样本进行测算，并作如下假设：

(1) LPR定价模型中，资金成本权重占比约为70%左右，是影响LPR报价最重要的原因，假定操作成本、资本成本及风险成本短期内不会出现显著变化。

(2) OMO期限主要为7天，且央行自3月份以来持续每日开展100亿OMO，即上市银行资产负债表中“向央行借款”科目可近似视为仅为MLF。

(3) 同业负债（不含NCD）主要包括同业存放、拆入资金以及卖出回购，其中同业存放占比将近80%，主要包括活期和定期两类，平均期限为3-4个月，属于同业负债的中端期限品种，定价市场化程度较低。而拆入资金和卖出回购市场化程度相对较高，假定其锚定DR007水平。

(4) 假设 LPR 的定价方式跟踪边际成本变化，我们选取三个时间段进行分析：

- 第一时段，2020 年 4 月 20 日-2021 年 12 月 19 日。主要是考虑上一次 1Y-LPR 调整时间为 2020 年 4 月 20 日，若采用全成本法，则应综合考虑近两次调整时间段内的情况。
- 第二时段，2021 年 6 月 20 日-2021 年 12 月 19 日。这段时期，主要是能够将 7 月和 12 月两次降准同时纳入分析。
- 第三时段，2021 年 11 月 20 日-2021 年 12 月 19 日，这一时段主要是便于采用边际成本法测算。

在三个时间段内：第一时段国股 NCD 利率提升幅度约 100bp；第二时段国股 NCD 利率降幅为 20bp；第三时段 NCD 利率基本维持不变。

(5) 5Y-LPR 具有较强的政策导向性，市场化程度相对较低，因此本文对 LPR 报价的测算主要针对 1Y-LPR。

表 1：国股行 LPR 报价测算（亿元）

机构	存款报价机制改革影响	置换 MLF 影响	再贷款影响	综合付息率改善 (bp)		
				2020 年 4 月 20 日 -2021 年 12 月 19 日	2021 年 6 月 20 日 -2021 年 12 月 19 日	2021 年 11 月 20 日 -2021 年 12 月 19 日
工行	57.52	3.29	9.91	0.92	2.63	0.58
农行	45.61	11.80	7.99	-1.63	4.24	1.71
中行	48.42	14.46	3.31	1.76	3.32	1.29
建行	59.11	14.77	7.18	2.11	3.87	1.44
交行	16.61	4.59	1.47	0.24	3.05	1.12
招商	10.20	4.00	1.01	-2.36	3.31	1.48
中信	9.67	3.12	1.47	-10.10	4.81	2.14
民生	0.99	2.54	0.33	-10.43	3.10	1.73
浦发	1.61	2.97	0.32	-13.93	3.96	2.18
兴业	11.24	2.80	2.99	-10.53	5.01	2.15
合计	267.10	78.68	36.00	-1.36	3.80	1.57

资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所测算整理。

测算结果显示，在以上三个不同时间段，银行综合负债成本改善幅度分别为 -1.36、3.80 和 1.57bp。这反映出：

一方面，在最近两次 1Y-LPR 调整时段内（第一时段），报价行综合负债成本并没有出现改善，反而有所提升。这意味着，若按照这一时间段情况测算，LPR 不应调整。

另一方面，2021 年 6 月 20 日-2021 年 12 月 19 日（第二时段）和 2021 年 11 月 20 日-2021 年 12 月 19 日（第三时段）期间，银行综合负债成本改善幅度分别为 3.8、1.57bp，同样不足以驱动 1Y-LPR 出现 5bp 步长调整。

需要说明的是：

第一，上述测算并未考虑 1Y 以内核心存款成本变化，实际上今年以来，商业银行特别是股份制银行存款增长较 2020 年明显放缓，核心存款成本依然高位运行，高质量负债稳存增存难度较大。

第二，测算也没有考虑同业高成本负债占比的提升。现阶段人民币一般贷款增速 11.7%，而存款增速为 8.6%，存贷增速差超过三个百分点，银行体系存贷

比、资负比恶化。银行体系增量存贷比超过 100%，维持贷款投放需要更多依赖广义同业负债。20H1 上市银行广义同业负债占比 17.30%，21Q3 占比为 17.64%，即银行体系负债结构仍在恶化，不利于负债成本控制。

综合来看，尽管央行推出了各类支持政策，包括 2 次降准、加大再贷款投放以及改革存款利率报价机制，但由于货币创造机制的变化以及存款脱媒影响，上述支持政策对于系统性改善银行体系负债成本仍然不足，因此若仅仅是基于商业化原则来看，银行下调 LPR 报价的意愿并不充分，负债成本改善的累计效应不应触发 LPR 调整。对于在 12 月 MLF 利率并未出现调整的情况下，1Y-LPR 依然出现 5bp 下调，我们认为：报价行在报价过程中可能考虑了非市场化因素，下一阶段短期贷款定价将有所下移，有利于推动金融继续支持实体经济。当然，这种方式也会带来净息差的挤压，从而需要在未来进一步加强负债成本管控。

2、5Y-LPR 报价予以调整的必要性强

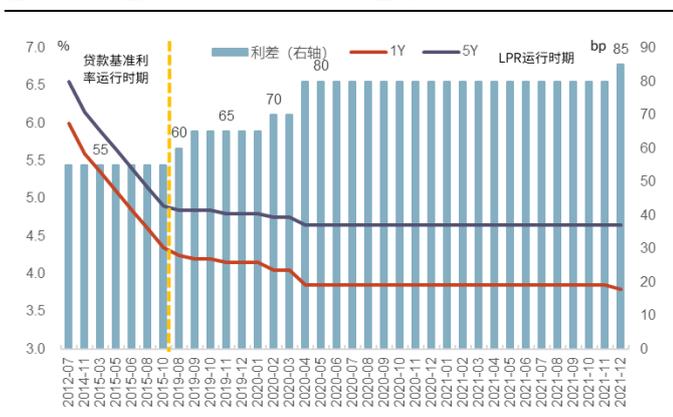
此次 LPR 报价再度出现非对称调整，1Y 下调 5bp，而 5Y 始终按兵不动，且 12 月份当月连续出现降准降息，对此，市场的解读也具有一定共性，即目前宏观经济下行压力较大，1Y-LPR 下调旨在引导非按揭类贷款利率下行，降低中小企业融资成本，而 5Y-LPR 按兵不动，传递出了监管无意于通过房地产市场刺激经济的信号。

但我们认为，还可以从另一个视角解释 5Y-LPR 下调的必要性强。主要理由如下：

(1) LPR 曲线已较为陡峭，5Y-LPR 与 1Y-LPR 利差不断扩大，LPR 作为贷款基准利率是否应包含特定产业政策存在争议。2019 年 8 月 LPR 改革以来，1Y-LPR 累计下调（不含第一次 6bp 调整）45bp，而 5Y-LPR 下调 20bp，两者的利差由 60bp 扩大至 85bp。对比 LPR 改革之前 1Y 和 5Y 以上贷款基准利率情况来看，2012 年以来始终维持在 55bp 的利差。现阶段 1Y-LPR 与 5Y-LPR 85bp 的利差导致收益率曲线更为陡峭。虽然我国 5Y-LPR 报价实际上包含了较强的产业政策，即承担了一定的房地产市场调控职能，但这实际上弱化了 LPR 的市场化形成机制。

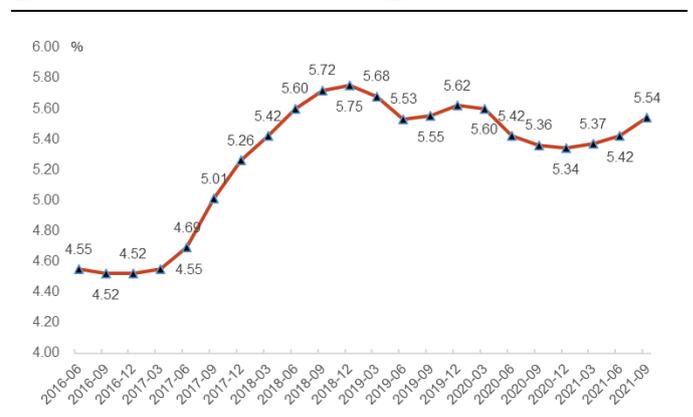
我们必须思考的是，**贷款基准利率期限利差处于多大范围是合理的？**未来在什么情况下 5Y-LPR 才会出现调整？虽然市场有声音认为本次成本下调仅仅触发了 1Y-LPR，是因为没有达到“双 5bp”幅度，但这种解释又不可避免地陷入了一种情况，即当每一次调整都仅涉及“单触发”，利率曲线会越来越陡峭。

图 1：贷款基准利率与 LPR 报价利差变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2017 年以来按揭利率持续高位运行



资料来源：Wind，光大证券研究所

(2) 5Y-LPR 高位导致首套刚需贷款居民负担较重，可能影响居民合理住房需求。主要理由为：①根据央行《货币政策执行报告》披露，2017 年以来，随着房地产调控的总体从严，住房按揭贷款利率大幅度上行，由 2017 年的 4.5% 提升至 2018 年的 5.7% 左右，提升幅度近 120bp，此后按揭利率一直维持在 5.5% 上下。②我们再进一步追踪之前历史按揭贷款价格，历史上新发放贷款利率高于原法定贷款利率的时间短暂。如果仅考虑贷款增量，2017 年以来按揭贷款增加 18 万亿，占全部按揭贷款余额 37 万亿的 49%；若再考虑按揭贷款的摊还和早偿，我们估计目前存量按揭有超过 3/4 的贷款在 2017 年之后投放。③根据银保监会披露的数据，在“认房又认贷”政策下，截至 2021 年 7 月末，我国按揭贷款首套房比例超过 90%。

从以上三点可以看出，2017 年以后购房的首套“刚需”人群，是存量按揭贷款的主导力量，而彼时住房调控已经较为严格，在严格的认定标准下，有超过 9 成的人群为首套置业。因此，5Y-LPR 贷款利率维持高位可能导致首套“刚需”人群受到误伤，从而影响居民合理住房需求。按揭利率高低也与“房住不炒”关系不大，“炒房”行为可以通过其他调控手段予以规范。从满足居民合理住房需求角度来看，5Y-LPR 仍有必要下调。

(3) 稳定房地产销售，是现阶段化解存量风险和防范增量风险的重要抓手。近几个月来，房地产市场信用违约风险持续发酵，投资和销售增速大幅回落，房企现金流压力加大，对上下游产业链经营性债权形成挤压，导致中小企业生产经营面临较大困难，企业员工、农民工以及灵活就业人群工资发放滞后。另一方面，近期积压的按揭贷款需求正在被快速满足，购房需求不足问题逐步暴露，居民持币观望一定程度上影响了房企现金流的回笼。而销售稳定是现阶段化解房企存量风险和防范增量风险的重要抓手。因此，从稳定房地产市场销售角度来看，有必要通过下调 5Y-LPR 促进销售回归常态，实现房地产企业杠杆向居民端迁徙。

诚然，我们承认如果 12 月 5Y-LPR 下调，由于明年初的集中重定价效应将导致银行净息差受到较大挤压。但展望未来，我们倾向于认为 5Y-LPR 存在下调必要。而且即便不下调 5Y-LPR，市场供需的力量也会导致按揭贷款“量增价降”。

3、稳定银行负债成本，OMO 利率存在下调空间

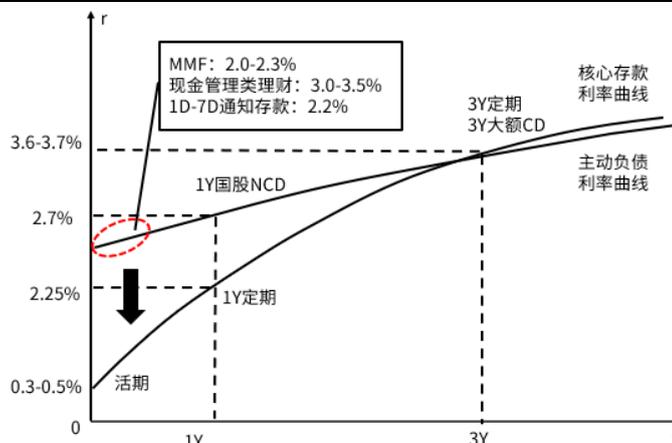
目前银行对公贷款利率为 4.60% 左右，已处于历史较低水平，对部分企业贷款的 EVA 趋近于 0，部分对公贷款投放已基本不创造经济价值，可能会降低部分负债成本偏高的银行的信贷投放意愿，在资产配置中更倾向于配置债券类资产。

我们认为，从资产端“降息”来倒逼银行让利实体经济之后，仍需要辅以负债端政策的配合，维持银行体系净息差大体稳定。维护银行体系以营收来处置风险、补充资本，做到“让利实体经济”和“防范金融风险”的平衡。

对“OMO—MLF”利率来说，本次降息打破了 MLF 和 LPR 间的直接关系，维持 OMO—MLF 利率水平不变有助于利率走廊形态的稳定。我们注意到，在收益率曲线的短端，以 OMO 为基准锚的资金市场利率远高于核心存款利率，这一方面驱动了资金脱媒和资金套利，现金管理类理财、MMF 快速发展；另一方面也导致创新型“类活期”存款大幅增加，如创新型通知存款、协定存款等。以上均推高了银行体系的负债成本。

未来,控制银行体系负债成本,很大程度上依赖对金融市场广谱利率的控制,即需要资金市场利率“锚”的下移,同时这一举措也有利于减缓“脱媒”行为的发生。我们认为“OMO—MLF”利率存在下移空间,这一下调实际可能发生在“宽信用”不及预期之时。

图 3: 银行存款利率曲线示意图



资料来源: 光大证券研究所绘制

4、市场影响

从 1Y-LPR 下调后的市场反应来看,无论是银行股还是债券市场,总体较为平淡。原因主要有三方面:

一是 MLF 利率并未下调,央行无意于进一步通过“价”释放宽松信号。本次 LPR 下调,是在 MLF 利率未调整的情况下实施的。MLF 作为金融市场中长端利率的基准锚,对于市场情绪、广谱利率的影响程度明显高于 LPR。政策利率与 LPR 的“一平、一降”,反映出央行货币政策操作无意于进一步宽松,而是“绕过”金融市场利率直接作用于实体端,旨在避免通过“OMO-MLF-LPR”方式再让利实体经济,造成金融市场广谱利率下行,刺激机构加杠杆行为。

二是 5Y-LPR 未调整,房地产融资并无“增量信息”。目前,无论是宏观经济下行压力的症结点,还是市场的核心关切点,均主要在于房地产市场,但本次 5Y-LPR 并未调整,传递出监管部门对于房地产市场的政策导向并未从需求端予以放松。对市场而言,此次 LPR 下调并未给房地产融资带来相应的“增量信息”,反应平淡也在情理之中。

三是 LPR 曲线进一步陡峭化,短期内再度宽松预期有所减弱。LPR 的非对称下调,使得利率曲线进一步陡峭化。在 5Y-LPR 依然维持刚性运行的情况下,市场会对 1Y-LPR 短期内再度下调的预期有所减弱。

对于银行股而言,我们认为,本次下调 1Y-LPR 对股价影响相对有限。中央经济工作会议要求财政支出加快进度,首批 1.46 万亿地方政府专项债额度已下达,一揽子的稳增长政策正在推出,料后续基建投资有望触底反弹,有助于银行项目储备的恢复,2022 年按揭额度有望适度增加,开发贷“浮出水面”,宽信用进程逐步推进,利好银行股表现。

因此,我们对后续银行板块表现并不悲观,对于银行股投资,主要遵循两条主线:

1) 底部效应。随着房地产市场悲观情绪得到修复，前期受房地产市场冲击较为明显的头部股份制银行经过调整，股价底部态势较为明显，未来有望获得超额收益。

2) 区位因素。我们一如既往推荐江浙地区优质上市银行，这些机构受益于区域经济环境的改善，未来信贷投放有望延续“量增、价稳”的同时，有望维持较优质的资产质量。

对于债券市场而言，在 MLF 利率未动情况下，LPR 下调对利率并不形成利多效应，这一点在 12 月 20 日债券市场上表现较为明显，全天利率呈现震荡态势。未来需要综合关注：(1) 房地产政策演绎情况，5Y-LPR 是否出现调整；(2) 宽信用程度，特别是明年年初是否会出现“开门红”。

5、风险分析

宏观经济下行压力加大，宽信用力度不及预期。

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