

行业研究

公募养老基金政策出台，长期资金有望入市

——《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》点评

要点

事件：2022年6月24日，证监会就《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》（以下简称《暂行规定》）向社会公开征求意见。主要内容包括：一是明确基金管理人、基金销售机构开展个人养老金投资基金业务的总体原则和基本要求；二是明确个人养老金可以投资的基金产品标准要求，并对基金管理人的投资管理和风险管理职责做出规定；三是明确基金销售机构的展业条件要求，并对基金销售机构信息提示、账户服务、宣传推介、适当性管理、投资者教育等职责做出规定。

点评：证监会出台关于个人养老账户购买符合税收优惠的基金产品的支持性政策，分别从产品管理、销售管理与信息服务、监督管理方面作出规定，规范个人养老金投资公开募集证券投资基金业务。

明确个人养老基金产品范围。《暂行规定》明确个人养老金可以投资的基金产品范围：1) 最近4个季度末规模不低于5千万元的养老目标基金；2) 适合个人养老金长期投资的股票、混合、债券基金、基金中基金和证监会规定的其他基金。试行结束后会纳入其他符合条件的各类基金。根据wind数据，目前养老目标基金产品共178支，共有86支养老目标基金产品符合要求，多为头部基金公司管理。

基金管理人、销售机构设置门槛，利好头部机构。《暂行规定》要求开展个人养老金基金销售相关业务的基金销售机构满足如下条件：1) 经营状况、财务指标良好，最近4个季度末股票+混合基金保有规模不低于200亿元；个人投资者持有的股票+混合基金规模不低于50亿元；2) 近三年无刑事处罚、重大行政处罚等；3) 与基金行业平台完成联网测试；4) 规定的其他条件。按照最近4个季度末股票基金和混合基金保有规模不低于200亿元的条件，共筛选出39家符合条件的机构，涵盖18家银行、15家券商及6家第三方机构。

（个人投资者持有的股票基金和混合基金规模未披露，不考虑个人投资者持有的股票基金和混合基金规模不低于50亿元的条件）

鼓励长期投资，注重维护投资者合法权益。《暂行规定》体现出鼓励长期投资的导向，提出对于基金管理人，建立长周期考核机制，不得短于5年。鼓励投资者长期投资，个人养老金不得收取销售服务费，可设置与个人养老金投资基金业务相匹配的机制安排，如收益分配方式为红利再投资、豁免申购限制等。同时，强化投资者适当性管理，建立健全风险管理机制和应急预案，注重信息提示，维护投资者合法权益，向投资者让利。

投资建议：证监会就个人养老金投资公募基金规则征求意见，是政府加大政策力度、资本市场改革内容不断丰富体现的体现，有望为资本市场带来新类型长期投资者、长期资金，提振资本市场信心，促进我国资本市场蓬勃发展。短期来看，此规定利好公募基金头部机构，公募基金头部机构有望受益。

投资建议：1) 券商：建议关注公募业务占比较高、受益于基金子公司快速发展的广发证券，公募基金行业龙头、在互联网财富管理领域具备差异化竞争力的东方财富。2) 保险：建议关注科技实力强大、内部资金雄厚、年金管理规模领先且经营相对平稳的大型保险公司中国平安、中国太保。

风险提示：宏观经济风险、行业竞争加剧、政策落地不及预期。

非银行金融

增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-5842066

wangyf@ebsec.com

分析师：郑君怡

执业证书编号：S0930521110002

010-57378023

zhengji@ebsec.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

《保险公司偿付能力监管规则（II）》点评：“偿二代”二期工程落地，保险业抗风险能力将提高（2022-01-09）

《关于规范和促进养老保险机构发展的通知》点评：正本清源专注养老，第三支柱市场待开拓（2021-12-27）

雄关漫道从头越——保险业2022年度投资策略（2021-11-06）

潜在规模庞大，未来成长可期——光大证券养老金系列报告五：第三支柱发展空间、入市规模及价值贡献测算（2021-10-19）

保险业拐点何时到来？——保险业2021年中期策略报告（2021-07-22）

养老金融改革加速，第三支柱养老金蓄势待发——光大证券非银行金融行业养老金系列报告三：国内养老金产品深度研究（2021-04-11）

1、个人养老金投资基金《暂行规定》内容解读

《暂行规定》共 6 章 30 条，主要规定以下三方面内容：1) 明确基金管理人、基金销售机构开展个人养老金投资基金业务的总体原则和基本要求；2) 明确个人养老金可以投资的基金产品标准要求，并对基金管理人的投资管理和风险管理职责做出规定；3) 明确基金销售机构的展业条件要求，并对基金销售机构信息提示、账户服务、宣传推介、适当性管理、投资者教育等职责做出规定。

1.1、个人养老基金产品：明确范围

《暂行规定》提出个人养老金可以投资的基金产品应当具备运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值等特征，并符合法律法规和中国证监会规定，涵盖：**1) 最近 4 个季度末规模不低于 5 千万元的养老目标基金；2) 适合个人养老金长期投资的股票、混合、债券基金、基金中基金和证监会规定的其他基金。**试行结束后会纳入其他符合条件的各类基金，股票基金、混合基金、债券基金、FOF 等。

根据 wind 数据，目前养老目标基金产品约为 178 支（基金全称包含“养老目标”），合计规模 1078.19 亿元。按照最近 4 个季度末规模不低于 5 千万元的条件筛选，共有 86 支养老目标基金产品符合要求，包括 39 支目标日期基金，47 支目标风险基金，规模合计 712.05 亿元，占当前总规模约 66%，多为头部基金管理。

此外，《暂行规定》提出，个人养老金基金应当针对个人养老金投资基金业务设立单独的份额类别，该份额类别不得收取销售服务费，可设置与个人养老金投资基金业务相匹配的机制安排，如收益分配方式为红利再投资、豁免申购限制、豁免申购费等销售费用、对管理费和托管费实施一定的费率优惠等，鼓励投资人长期投资行为。

1.2、基金销售机构：设置门槛

《暂行规定》要求开展个人养老金基金销售相关业务的基金销售机构满足如下条件：**1) 经营状况、财务指标良好，最近 4 个季度末股票+混合基金保有规模不低于 200 亿元；个人投资者持有的股票+混合基金规模不低于 50 亿元；2) 近三年无刑事处罚、重大行政处罚等；3) 与基金行业平台完成联网测试；4) 规定的其他条件。**

根据中基协数据，2022Q1，共有包括招商银行、蚂蚁基金在内的 49 家机构股票+混合公募基金保有规模超过 200 亿元。按照最近 4 个季度末股票基金和混合基金保有规模不低于 200 亿元的条件，共筛选出 39 家符合条件的机构，涵盖 18 家银行、15 家券商及 6 家第三方机构。（个人投资者持有的股票基金和混合基金规模未披露，不考虑个人投资者持有的股票基金和混合基金规模不低于 50 亿元的条件）

此外，《暂行规定》提出，基金管理人、基金销售机构应当主要以定期投资等方式引导投资人长期投资，不得向投资人主动推介超出其风险承受能力的个人养老金基金；基金管理人、基金销售机构应当为投资人提供便捷的个人信息查询服务，与基金行业平台建立系统连接。

1.3、基金管理人和投资者：鼓励长期投资

《暂行规定》体现出**鼓励长期投资**的导向。提出对于基金管理人，建立长周期考核机制，对个人养老金投资基金业务、产品业绩、人员绩效的考核周期不得短于

5年。为鼓励投资者长期投资，个人养老金不得收取销售服务费，可以设置与个人养老金投资基金业务相匹配的机制安排，如收益分配方式为红利再投资、豁免申购限制、豁免申购费等销售费用（法定应收取并计入基金资产的费用除外）、对管理费和托管费实施一定的费率优惠等。

据wind数据，全市场开放式基金在算术平均口径下的管理费率、托管费率、销售服务费率、最高申购费率、最高赎回费率分别为0.8463%、0.1633%、0.1377%、0.613%、1.1944%。wind口径下FOF基金投资目标分类板块，算术平均口径下的管理费率、托管费率、销售服务费率、最高申购费率、最高赎回费率分别为0.7945%、0.1704%、0.1130%、0.7291%、0.4848%，管理费率、销售服务费率、最高赎回费率显著低于基金市场平均水平，托管费率、最高申购费率略高。在个人养老金基金豁免申购费等销售费用、实行管理费和托管费费率优惠的导向下，养老FOF基金将进一步让利。

《暂行规定》**注重投资者合法权益保护，向投资者让利**。一方面，《暂行规定》强化投资者适当性管理；提出建立健全风险管理机制和应急预案，加强投资人的申购行为监测和管理；注重信息提示，基金销售机构对完成账户开立但30个工作日内未进行基金投资的投资者，应当及时予以提示。另一方面，除免收销售服务费、实行费率优惠、免收申购费等，《暂行规定》提出在参加人领取阶段，为鼓励长期、分期领取行为，基金管理人可以针对投资策略、收益分配、赎回机制、基金转换等方面做特别安排，包括但不限于定期分红、定期支付、定额赎回等。

整体来看，个人养老金费用低于普通公募基金，《暂行规定》鼓励投资者长期投资，设置相关优惠机制的同时注重保护投资者合法权益。

2、资本市场持续改革，长期资金有望入市

《暂行规定》与4月国务院办公厅发布的《关于推动个人养老金发展的意见》精神一脉相承，有助于推进多层次、多支柱养老保险体系建设，保障养老金投资运作安全规范，规范个人养老金投资公开募集证券投资基金业务，促进个人养老金事业高质量发展。

《暂行规定》是政府加大政策力度、资本市场改革内容不断丰富的体现，有助于在资本市场各方主体的参与下，将居民短期储蓄变成长期储蓄，逐步转移至资本市场，为资本市场带来新类型长期投资者、长期资金，同时增加公募基金的资金来源，有利于促进我国资本市场蓬勃发展。

短期来看，在保有规模门槛限制下，利好公募基金头部机构；在销售渠道方面，银行凭借天然账户开设优势，将成为养老金融服务的平台端口，其在个人养老金市场的参与度将获得提升。长期来看，个性化服务及投研能力依然是提升养老金融产品和服务质量的关键。

3、投资建议

证监会就个人养老金投资公募基金规则征求意见，是政府加大政策力度、资本市场改革内容不断丰富的体现，有望为资本市场带来新类型长期投资者、长期资金，提振资本市场信心，促进我国资本市场蓬勃发展。短期来看，此规定利好公募基金头部机构，公募基金头部机构有望受益。

投资建议：1) 券商：建议关注公募业务占比较高、受益于基金子公司快速发展的广发证券，公募基金行业龙头、在互联网财富管理领域具备差异化竞争力的东方财富。2) 保险：建议关注科技实力强大、内部资金雄厚、年金管理规模领先且经营相对平稳的大型保险公司中国平安、中国太保。

4、风险提示

宏观经济风险、行业竞争加剧、政策落地不及预期。

5、附录

表 1：近 4 个季度末规模不低于 5000 万元的养老目标基金

序号	产品名称	序号	产品名称
1	交银施罗德安享稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	44	博时颐泽稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)
2	民生加银康宁稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	45	长城恒康稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)
3	兴全安泰稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	46	易方达汇智稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)
4	嘉实民安添岁稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	47	华夏保守养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)
5	浦银安盛颐和稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	48	东方红颐和稳健养老目标两年持有期混合型基金中基金(FOF)
6	华安稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	49	农银养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)
7	富国鑫旺稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	50	工银瑞信养老目标日期 2050 五年持有期混合型基金中基金(FOF)
8	兴全安泰平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	51	中银安康稳健养老目标一年定期开放混合型基金中基金(FOF)
9	建信优享稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	52	天弘永裕稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)
10	华夏养老目标日期 2045 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	53	泰达宏利泰和稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)
11	中欧预见养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	54	稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)
12	南方养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	55	嘉实养老目标日期 2040 五年持有期混合型基金中基金(FOF)
13	华夏养老目标日期 2040 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	56	博时颐泽平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)
14	泰康福泰平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	57	南方养老目标日期 2030 三年持有期混合型基金中基金(FOF)
15	兴全安泰积极养老目标五年持有期混合型基金中基金(FOF)	58	华夏养老目标日期 2050 五年持有期混合型基金中基金(FOF)
16	交银施罗德养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	59	华商嘉悦平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)
17	招商和悦稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	60	天弘养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)
18	汇添富养老目标日期 2040 五年持有期混合型基金中基金(FOF)	61	国泰民安养老目标日期 2040 三年持有期混合型基金中基金(FOF)
19	汇添富养老目标日期 2030 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	62	天弘永裕平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)
20	工银瑞信养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	63	泰康福泽积极养老目标五年持有期混合型基金中基金(FOF)
21	平安养老目标日期 2025 一年持有期混合型基金中基金(FOF)	64	南方养老目标日期 2040 三年持有期混合型基金中基金(FOF)
22	南方富元稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	65	中欧预见养老目标日期 2025 一年持有期混合型基金中基金(FOF)
23	平安养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	66	万家养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)
24	鹏华养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	67	景顺长城稳健养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)
25	万家稳健养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	68	华安养老目标日期 2040 三年持有期混合型基金中基金(FOF)
26	易方达汇诚养老目标日期 2043 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	69	工银瑞信养老目标日期 2045 三年持有期混合型基金中基金(FOF)

27	民生加银康宁平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	70	华安平衡养老目标三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
28	广发均衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	71	海富通稳健养老目标一年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
29	工银瑞信稳健养老目标一年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	72	中加安瑞稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)
30	银华尊和养老目标日期 2035 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	73	上投摩根锦程稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)
31	华夏养老目标日期 2035 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	74	鹏华养老目标日期 2045 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
32	泰达宏利泰和平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	75	中信保诚养老目标日期2035 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
33	大成养老目标日期 2040 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	76	前海开源康颐平衡养老目标三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
34	广发稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	77	广发养老目标日期 2040 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
35	兴业养老目标日期 2035 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	78	嘉实养老目标日期 2050 五年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
36	平安稳健养老目标一年持有期混合型基金中基金(FOF)	79	工银瑞信养老目标日期2040 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
37	嘉实养老目标日期 2030 三年持有期混合型基金中基金(FOF)	80	富兰克林国海平衡养老目标三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
38	华安养老目标日期 2030 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	81	海富通平衡养老目标三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
39	长信颐天平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	82	农银养老目标日期 2045 五年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
40	东方红颐和平平衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	83	汇添富养老目标日期 2050 五年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
41	申万菱信稳健养老目标一年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)	84	中欧预见养老目标日期 2050 五年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
42	上投摩根锦程均衡养老目标三年持有期混合型基金中基金(FOF)	85	中银安康平衡养老目标三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)
43	东方红颐和积极养老目标五年持有期混合型基金中基金(FOF)	86	南方养老目标日期 2045 三年持有期混合型发起式基金中基金(FOF)

资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 2: 近 4 个季度股票+混合公募基金保有规模不低于 200 亿元的代销机构

机构名称	股票+混合公募基金保有规模 (亿元)			
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
招商银行股份有限公司	7535	7307	7910	6798
蚂蚁(杭州)基金销售有限公司	6584	6810	7278	6142
上海天天基金销售有限公司	4415	4841	5371	4639
中国工商银行股份有限公司	5471	5207	5356	4585
中国建设银行股份有限公司	4113	3948	4055	3437
中国银行股份有限公司	3334	3270	3366	2802
交通银行股份有限公司	2435	2651	2823	2407
中国农业银行股份有限公司	2467	2162	2183	1907
中国民生银行股份有限公司	163	1648	1658	1434
上海浦东发展银行股份有限公司	1738	1690	1722	1427
兴业银行股份有限公司	1396	1407	1417	1285
华泰证券股份有限公司	1079	823	850	1230
中信证券股份有限公司	1184	1095	1048	1163
中信银行股份有限公司	1195	121	1252	1088
平安银行股份有限公司	1100	1176	1197	1068
中国邮政储蓄银行股份有限公司	785	912	879	818
腾安基金销售(深圳)有限公司	800	883	913	817
中国光大银行股份有限公司	953	998	991	780

广发证券股份有限公司	785	736	702	770
招商证券股份有限公司	494	466	498	612
中信建投证券股份有限公司	543	594	567	578
上海基煜基金销售有限公司	311	448	580	566
中国银河证券股份有限公司	475	432	481	552
平安证券股份有限公司	265	268	305	490
珠海盈米基金销售有限公司	409	454	484	476
国泰君安证券股份有限公司	455	349	404	471
宁波银行股份有限公司	602	599	616	470
国信证券股份有限公司	492	394	400	445
华夏银行股份有限公司	449	518	455	421
兴业证券股份有限公司	469	442	399	400
东方证券股份有限公司	494	452	424	377
海通证券股份有限公司	372	361	273	365
上海银行股份有限公司	279	326	352	360
浙江同花顺基金销售有限公司	336	347	348	354
北京银行股份有限公司	226	298	319	281
长江证券股份有限公司	214	200	232	275
广发银行股份有限公司	218	240	305	259
申万宏源证券有限公司	284	272	314	244
方正证券股份有限公司	264	228	223	235

资料来源：中基协，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的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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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 24 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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