2022 年 12 月 12 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

11 月信贷“弱稳定”

——2022 年 11 月份金融数据点评

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

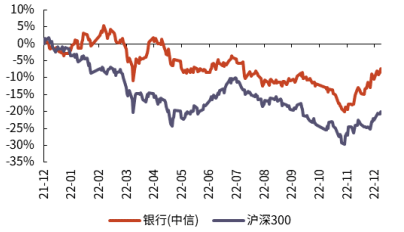
分析师：刘杰

执业证书编号：S0930522110002

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

10 月份信贷怎么了？——2022 年 10 月份金融数据点评

9 月超预期，10 月可持续——2022 年 9 月份金融数据点评

信贷形势分析会如何影响 8 月金融数据？——2022 年 8 月份金融数据点评

“上窜下跳”的社融——2022 年 7 月份金融数据点评

探究 6 月“天量”社融之谜——2022 年 6 月份金融数据点评

5 月信贷一改“颓势”的三大动力——2022 年 5 月份金融数据点评

4 月信贷超季节性下滑，5 月呢？——2022 年 4 月份金融数据点评

3 月社融缘何大超预期——2022 年 3 月份金融数据点评

2 月社融为何显著低于预期？——2022 年 2 月份金融数据点评

1 月份“天量”信贷背后的故事——2022 年 1 月份金融数据点评

12 月份贷款少增是为了“开门红”蓄力吗？——2021 年 12 月份金融数据点评

要点

事件：

2022 年 12 月 12 日，央行公布了 11 月份的金融统计数据，数据显示：

（1）M2 同比增长 12.4%，增速较 10 月末提升 0.6 个百分点；

（2）M1 同比增长 4.6%，增速较 10 月末下降 1.2 个百分点；

（3）新增人民币贷款 1.21 万亿，同比少增 600 亿；

（4）新增社会融资规模 1.99 万亿，同比少增 6109 亿，同比增速 10%，较 10 月末下降 0.3 个百分点。

点评：

一、年内三开“稳信贷”会议，11 月信贷投放“由弱转稳”

在分析 11 月份信贷数据之前，必须要提的 11 月 21 日召开的信贷工作座谈会，这是继 5 月 23 日、8 月 22 日之后，年内第三次召开的稳信贷相关会议。与前两次会议相比，“11.21”会议有共性也有差异：

共性：时间都选择在季中月份下旬。这三次会议的时点有较强共性，即均安排在季中月份下旬。这是因为这三次会议召开之前：**一是**经历季末月份信贷脉冲之后，季初月份因为疫情、前期储备项目投放过度透支等因素，新增人民币贷款均出现大幅下跌。**二是**季中月份以来，信贷并无好转迹象，若连续两个月出现信贷同比大幅少增，容易对市场预期造成过大扰动。因此，在季中月份下旬，央行召开稳信贷会议，旨在加大对银行督导力度，避免信贷“塌方”。

差异：与前两次有所不同，“11.21”会议重在落实既定政策。前两次会议均对各类型银行信贷投放均提出了明确要求，且总体基调更侧重于总量信贷稳定。因此我们看到5.23、8.22会议召开之后，5月、8月下旬银行信贷冲量力度较大，项目储备不足的银行则通过票据冲量，票据再度出现零利率行情，新增人民币贷款总量均出现同比多增，其中5月份同比多增3900亿。不同的是，本次会议之前，央行已经出台多项稳信贷工具，但实物工作量的形成情况和市场化需求的激活程度并不理想，这次会议总体基调既强调要落实好既定政策，也提出了一些新要求，包括对房地产金融政策系统性进行调整优化、对普惠小微和收费高速公路阶段性减息等政策，但对于信贷总量并未过多要求。加之临近年末，银行信贷投放意愿本就不强，在市场化项目储备有限情况下，更多聚焦2023年开门红。

因此，11月信贷投放总体呈现“弱稳定”特征。我们观察到11月份新增民币贷款1.21万亿，同比少增600亿，但考虑到11月份前两旬信贷投放情况较弱，在“11.21”会议之后，也有部分大行和股份制银行适度发力。同时，央行各地分行和中心支行也相继召开了信贷工作会议，就进一步加大信贷投放，保持总量同比稳步增长提出了要求，部分信贷增长距离年末时序目标仍有一定缺口的地方法人银行，在临近月末时点冲量力度有所加大，这有助于避免信贷连续两个月出现大幅同比少增。

表 1：年内三次稳信贷相关会议要求

会议名称	时间	参会银行	会议要求
主要金融机构货币信贷形势分析会	**5月23日**	24 家主要金融机构	☆**国家开发银行、政策性银行**要充分发挥补短板、跨周期调节的作用；**大型国有商业银行**要主动发力、多作贡献；**股份制银行**要充分挖掘潜力；**大型城商行**要发挥区位优势，共同加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持 ☆要聚焦重点区域、重点领域和重点行业，**围绕中小微企业、绿色发展、科技创新、能源保供、水利基建等**，加大金融支持力度。 ☆要落实政策要求，**保持房地产信贷平稳增长**，支持中小微企业、个体工商户、货车司机贷款和受疫情影响严重的个人住房、消费贷款等实施延期还本付息。 ☆要加快已授信贷款的放款进度。
部分金融机构货币信贷形势分析座谈会	**8月22日**	国开行、农发行、工、农、中、建、邮储	☆**国有大型银行**要充分发挥带头和支柱作用，**保持贷款总量增长的稳定性**。要增加对实体经济贷款投放，进一步做好对**小微企业、绿色发展、科技创新**等领域的信贷支持工作。**要保障房地产合理融资需求**。要依法合规**加大对平台经济重点领域**的金融支持。 ☆**政策性开发性银行**要用好政策性开发性金融工具，加大对网络型基础设施建设、产业升级基础设施建设、城市基础设施建设、农业农村基础设施建设、国家安全基础设施建设等重点领域相关项目的支持力度，尽快形成实物工作量，并带动贷款投放。
全国性商业银行信贷工作座谈会	**11 月 21 日**	国有银行、股份制银行	☆全国性商业银行要**用好政策性开发性金融工具，扩大中长期贷款投放，推动加快形成更多实物工作量。** ☆发挥好**设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力**，积极支持制造业和服务业有效需求。 ☆进一步加大对小微企业、个体工商户、货车司机等市场主体的支持力度，按照市场化原则积极支持符合条件的普惠小微企业贷款延期还本付息。 ☆因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求。保持房地产融资平稳有序，**稳定房地产企业开发贷款、建筑企业贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款、信托贷款等存量融资在保证债权安全的前提下合理展期。** ☆用好民营企业债券融资支持工具支持民营房企发债融资。 ☆完善保交楼专项借款新增配套融资的法律保障、监管政策支持等，推动“保交楼”工作加快落实。

资料来源：央行官网，光大证券研究所整理

表 2：2022 年 11 月份新增信贷规模与结构（亿元）

	当月新增	环比变动	同比变动
新增贷款	12100	5948	-600
票据融资	1549	-356	-56
居民短期贷款	525	1037	-992
居民中长期贷款	2103	1771	-3718
非金融企业短贷	-241	1602	-651
非金融企业中长期贷款	7367	2744	3950
非银贷款	-99	-1239	265

资料来源：Wind，光大证券研究所

二、预计政策性银行贡献中长期对公多增，国有大行票据冲量力度偏大

10 月份新增人民币贷款之所以大幅低于市场预期，仅新增 6000 亿出头，一是疫情导致零售贷款出现大幅下跌，二是在商业银行层面普遍偏弱情况下，政策性银行“头雁效应”减弱，同比多增幅度较弱。

11 月份政策性银行信贷投放较 10 月份好转，预计新增规模维持在 1000 亿以上，同比多增一倍，对中长期贷款多增形成正贡献。根据央行披露的数据，11 月份 PSL 新增 3675 亿，令市场一度预期政策性银行当月信贷会出现脉冲式增长，但需要注意的是，PSL 与信贷数据并没有直接相关性。这是因为：

1、9-11 月 PSL 分别新增 1082 亿、1543 亿和 3675 亿，但政策性银行新增贷款投放存在波动，11 月并非“大月”，信贷并未伴随着 PSL 的变化而等比例增长。

2、PSL 与再贷款的“先贷后借”模式不同，更多是对政策性银行提供中长期稳定资金，起到的是助力开发性金融工具配套融资以及保交房专项借款投放效果，两者存在一定时间错位，并非一一对应关系。

国有大行信贷投放较 10 月份改善偏弱，预计新增规模维持在 5000 亿左右，同比小幅少增，结构方面与 10 月份较为类似，即呈现“对公强、零售弱”特点，且对公中长期贷款仍为主要支撑，但票据融资占比或抬升，冲量力度较大，连续两个月维持高位。

股份制银行较上月有所改善，且同比基本持平，在“11.21”信贷工作座谈会召开之后，部分银行适度加大了冲量力度。股份制银行总体冷热不均，由于去年同期基数较低，部分银行全月为负增长，且在临近月末时点并未通过票据冲量。

城农商行预计同比继续少增。对于城商行而言，前三季度贷款完成情况并不好，离年终目标的时序缺口较大，四季度以来尽管有疫情的影响，但依然通过线上化的短期消费贷款以及对公经营贷确保信贷数据稳定，以完成省、市政府以及当地央行中心支行的要求，部分银行临近月末冲量，最终也只是实现了同比基本持平。农商行特别是非上市农商行情况相对更弱，由于客群差异化以及受疫情影响较大，10~11 月份投放压力较大。

三、“对公强、零售弱”格局仍在延续，中长期贷款维持高增，但也需要重视潜在问题

在监管推出一揽子稳信贷工具情况下，10-11 月份对公贷款维持了较高景气度，且主要为中长期贷款支撑，11 月新增规模 7367 亿，同比多增 3950 亿，10-11 月份合计新增 1.2 万亿，同比多增约 6400 亿。但客观来讲，对公领域信贷投放依然存在一些问题，表现为：

1、实物工作量形成效率有待提高。在市场化需求较弱情况下，银行对公贷款特别是中长期贷款投放，更多需要依靠发改委下达的重大项目清单来推动，或涵盖教育、医疗、基建、制造业等相关领域。在政策驱动下，银行与相关企业已达成授信意向，并通过贷审会给予了授信额度，但受制于受托支付和采购合同要求，相关贷款截至目前存在“签约多、提款少”的情况。

2、对公中长期高增也不乏“由短转长”虚增指标的情况。11 月份对公中长期贷款同比多增 3950 亿，10-11 月份合计同比多增 6400 亿，仅从数据表面上看，对公中长期贷款似乎景气度较高。但需要注意的是，1Y 以上的企业经营贷依然计入对公中长期统计口径，今年前三季度新增近 3.6 万亿，年化新增规模有望超过 4.5 万亿，这一水平显著高于过去 5 年平均水平。另一方面，监管对于银行中长期贷款有明确要求，比如要求 21 家全国性银行 2022 年制造业中长期贷款增速不低于 30%，不排除部分银行为了达标，将贷款投放“由短转长”。因此，在对公中长期贷款之中，可能依然存在虚增的情况。

11 月份零售贷款延续了低迷表现，居民短期贷款新增 525 亿，同比少增 992 亿，而居民中长期贷款新增 2103 亿，同比少增 3718 亿。今年 1-11 月，居民中长期贷款合计新增 2.29 万亿，同比少增 3.44 万亿。从目前情况看，按揭贷款恢复情况偏弱：

1、居民中长期贷款结构已发生显著变化。过去正常年份，居民中长期贷款中，按揭贷款占比超过 7 成，剩下的贷款主要为个人经营贷以及部分期限超过 1Y 的消费贷款。在今年结构中，个人经营贷占比超过 2/3，但前三季度按揭贷款新增仅 6000 亿+，预计 10-11 月份按揭贷款均为负增长，且高增的个人经营贷中，也不乏通过经营贷置换按揭贷款的情况。

2、按揭早偿压力加大，银行已采取多种措施避免按揭贷款持续下跌。根据央行披露的数据，1-10 月份新发放按揭贷款规模 4.8 万亿，而净增规模可能不到 6000 亿，意味着到期规模达到 4.2 万亿，月均规模为 4200 亿。而在正常年份，按揭贷款考虑每月摊还和适度早偿情况下，到期规模约 3000 亿左右，意味

着今年早偿率大幅提升，进一步加剧了按揭贷款的下跌。目前，居民资产负债表扩张乏力，对未来现金流预期尚未改善，加杠杆意愿和能力不足，新发放按揭贷款短期内难有起色，唯有从到期端入手稳定按揭，部分银行已采取相应举措，包括：将按揭早偿权限由支行上收分行、延长线上审批时间以及将还款时点延后至明年年初等。

四、11 月份票据利率大幅下行，12 月份以来一度逼近零利率，预计 12 月份贷款数据维持“不温不火”状态

在经历 10 月份票据零利率行情之后，11 月份票据利率尽管再度大幅下行，但尚未触及零利率。其中，1M 期品种最低降至 0.8%，较月内峰值下降超过 80bp，3M 期品种也降至 1%以下。

总体来看，11 月份票据利率中枢处于相对偏低水平，1M 期品种利率均值仅为 1.24%，甚至较 10 月份下降 20bp，也映射了信贷景气度偏弱。在收票机构中，国有大行是主力军，当月票据增量占比接近 50%，较 10 月份下降约 20 个百分点，但同比提升超过 30 个百分点。股份制银行收票意愿并不强，票据融资为负增长。

进入 12 月份以来，票据利率并未出现季节性反弹上行，而是继续走低，截至 12 月 8 日，1M 期品种已降至 0.15%，3M 期品种最低降至 0.3%。这反映出：

1、2021 年 12 月票据出现了零利率行情，而今年 12 月份票据利率下行斜率更为陡峭，触底时间更早，意味着银行在月初即开始加大收票力度，其中不排除有央行进行了窗口指导使得银行前瞻性布局。

2、继 11 月份上旬之后，在 12 月份相同时期，3M 期品种利率再度迎来大幅下行，考虑到该期限能够实现跨春节，这对于信贷投放而言并非一个积极信号，可能预示着一部分银行对明年年初信贷“开门红”的预期并不是太强，通过提前抢票来占据信贷额度。

展望 12 月份信贷，零售端难有明显改善，关键变量在于稳信贷各类政策工具的落地情况：

（1）对于开发性金融工具配套融资而言，截至 11 月末，开发性金融工具一共推出了 7400 亿，项目 2700 个，但银行参与的项目数量不足 3 成，配套融资签约合同规模 3.6 万亿，实际提款比例明显偏低。

（2）根据央行要求，国有大行涉房类融资四季度共需投放 6000 亿，部分股份制银行需投放 4000 亿，但目前银行压力较大。尽管 11 月份以来，国股银行与部分房企签订的授信意向，合计规模超过 3 万亿，但授信与放贷并不能简单划等号，这不仅取决于银行自身的风险偏好，以及对房地产市场景气度的预期，而且银行内部还需严格履行信贷审批流程，结合企业融资需求、项目具体情况（如区位，容积率，资本金，工程进度）等进行风险评估，真正落实到项目的信贷资金节奏会偏慢。在应投尽投要求下，对于合意的房地产融资需求，可能意味着：一是规模受指导的银行会对中小银行涉房类融资形成挤压，二是合意信贷、债券等资产定价将显著下行。

综合上述分析，预计 12 月份信贷能够做到同比基本持平或略微多增，基本能够符合央行考核要求，结构上与 10-11 月份大体趋同，维持“对公强、零售弱”格局，银行会更加聚焦 2023 年“开门红”的存贷款营销。

五、M2 与社融增速剪刀差进一步走阔至 2.4%，疫情降低了储蓄转化为投资的效率

11 月份新增社融 1.99 万亿，同比少增 6109 亿，增速为 10%，较 10 月份下滑 0.3 个百分点，基本符合我们的判断，但略低于市场预期。从结构上看，债券融资是主要拖累项，其中：

1、政府债券错位对社融增速形成拖累。地方政府专项债发行完毕之后，年内只剩国债和少许地方政府一般债，而 2021 年四季度是政府债券净融资高基数，这会导致 11-12 月份政府债券持续对社融形成拖累。11 月份净融资 6520 亿，同比少增 1638 亿，对社融增速形成约 0.06 个百分点的拖累，预计 12 月份政府债券净融资在 5500 亿左右，同比少增近 6000 亿，对社融增速形成约 0.18 个百分点拖累。

2、企业债净融资大幅萎缩。11 月份企业债净融资规模仅 596 亿，同比少增 3410 亿，对同样社融形成约 0.12 个百分点拖累。事实上，11 月份信用债市场取消发行规模较大。据 Wind 数据显示，11 月整体共有 103 只信用债（企业债、公司债、中票、短融、定向工具）取消发行，规模合计 799.4 亿元，已创年内取消发行新高。主要与 11 月份债市进入调整期，广义基金赎回压力增大，甚至出现强制“砍仓”的情况有关。信用债市场抛压加剧，导致企业融资成本边际上升。

值得注意的是，11 月份 M2 与社融增速差进一步走阔至 2.4%，创 2006 年以来新高，这反映出，疫情及封控举措影响下，微观经济主体风险偏好大幅下降，货币政策传导渠道不畅，货币贮藏性需求较高，从储蓄到投资转化效率偏低。

对于 12 月份社融走势，预计增速不排除进一步下滑至 10%以下：**（1）**随着开发性金融工具落地完毕，12 月份委托贷款难以延续正增长格局，对于非标融资增长形成拖累；（2）12 月初票据利率已出现大幅下行，预计本月票据融资规模较高，对存量票据形成消耗，料未贴现票据将维持负增长；**（3）**2023 年地方政府专项债将于明年年初发行，考虑到去年的高基数效应，12 月份政府债券的缩量净融资将对社融增速形成负向影响。

表 3：2022 年 11 月份社融总量与结构（亿元）

	当月新增	环比变动	同比变动
新增社会融资规模	19900	10821	-6109
人民币贷款	11400	6969	-1621
外币贷款	-648	76	-514
委托贷款	-88	-558	-123
信托贷款	-365	-304	1825
未贴现票据	190	2347	573
企业债券融资	596	-1729	-3410
非金融企业股票融资	788	0	-506
政府债券融资	19900	10821	-6083

资料来源：Wind，光大证券研究所

六、非银存款高增推高 M2 增速，M2 与 M1 剪刀差进一步扩大

11 月份 M2 同比增速为 12.4%，较 10 月末提升 0.6 个百分点。从结构层面看：

（1）财政存款新增-3681 亿，同比少减 3600 亿，也印证了四季度以来财政支出力度有所放缓。

（2）居民存款新增 2.25 万亿，同比多增 1.52 万亿，基本符合市场形势，即理财和广义基金的大规模赎回，导致居民存款大幅增长。

（3）企业存款新增 1976 亿，同比少增 7475 亿。一方面，是受疫情影响，部分企业生产经营停滞，但依然需要正常支付员工工资，导致现金流出现大幅萎缩，这也与 M1 增速下滑至 4.6%相呼应。另一方面，11 月份以来，随着债券市场大幅调整，企业债券融资规模也出现明显缩量，SCP、CP 当月净融资仅-204、-441 亿，同比少增 1292、1740 亿。这意味着，债券利率上行，也抑制了前期低利率环境形成的资金套利机制，企业资产负债表缩表，对应着对公短贷和企业存款均出现同比少增。

（4）非银存款新增 6680 亿，同比多增 6937 亿，对 M2 形成约 0.4 个百分点的正向贡献。之所以出现非银存款高增：一方面，与 11 月份理财和广义基金减配同业存单，转为增配同业存款（无估值波动）有关。另一方面，股票市场表现明显优于债券市场，也不排除部分居民赎回理财之后，购买了股票资产。

11 月 M1 增速为 4.6%，较 10 月份下滑 1.2 个百分点，与 M2 剪刀差为 7.8%，剪刀差较 10 月份提升 1.8 个百分点。反映出在疫情影响下，货币贮藏性需求进一步提升，房地产市场销售低迷，银行体系存款定期化现象依然较为严重，实体企业经营困难压力加大。这也从侧面映射出优化防疫策略的必要性增加。

表 4：2022 年 11 月份存款增长情况（亿元）

	当月新增	环比变动	同比变动
存款	29500	31344	18100
居民存款	22500	27603	15192
企业存款	1976	13676	-7475
财政存款	-3681	-15081	3600
非银存款	6680	4632	6937

资料来源：Wind，光大证券研究所

七、风险提示

2023 年开门红不及预期，经济下行压力依然加大。

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。

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 17 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