

行业研究

信贷“狂飙”

——2023年1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@ebsecn.com

分析师：刘杰

执业证书编号：S0930522110002

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

12月对公中长期贷款为何高增？——2022年12月份金融数据点评

11月信贷“弱稳定”——2022年11月份金融数据点评

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

要点

事件：

2023年2月10日，央行公布了2023年1月份的金融统计数据，数据显示：

(1) M2 同比增长 12.6%，增速较 12 月末提升 0.8 个百分点；

(2) M1 同比增长 6.7%，增速较 12 月末提升 3 个百分点；

(3) 新增人民币贷款 4.9 万亿，同比多增 9227 亿；

(4) 新增社会融资规模 5.98 万亿，同比少增 1959 万亿，同比增速 9.4%，较 12 月末下降 0.2 个百分点。

点评：

一、1月份信贷投放经历了“三步曲”

在1月份金融数据公布之前，市场已对信贷投放保持了较为乐观的预期，最终实际新增人民币贷款规模高达4.9万亿超Wind一致预期，符合我们在《1月信贷或近五万亿——流动性周报（2023.01.30-2023.02.05）》报告中的判断。为何1月份信贷数据比市场预期更为乐观，1月份“天量”信贷的背后，又怎样的故事值得回味与总结。如果我们复盘1月份信贷投放节奏，大体经历了“三步曲”：

第一步：四大因素驱动春节前对公贷款投放节奏明显加快

一般来说，在早春月份，信贷投放会明显前置，加之1月10日央行召开2023年货币信贷形势分析会，明确指导“靠前发力”，导致信贷投放节奏进一步加快。特别是以国有大行和优质股份制银行为代表的机构，信贷发力较为迅猛，预计春节前同比多增幅度已经超过了万亿规模。

那么为什么春节前信贷投放力度如此之大呢？信贷资金都去哪了？归纳起来主要有四方面领域：

1、内卷化优质企业降价促投放，但不排除存在空转套利行为。一些机构为了争取对公项目资源，不惜通过大幅降价来促投放，并通过FTP来弥补分行亏损。同时，年初部分银行为营销消费贷和经营贷，利率水平较去年下半年进一步下行。在此情况下，预计1月份整体信贷利率或延续下行态势，这样一来，对于优质企业而言，获得的贷款利率会在LPR基础上大幅减点，甚至不排除部分大型央企获得对公中长期贷款利率在2-3%的超低水平，这就容易衍生资金空转和套利。

2、信用债置换形成的贷款。Wind统计数据显示：1月份企业债+公司债+中票+短融（CP、SCP）+项目收益票据+定向工具合计净融资规模仅为362亿，同比少增约4700亿。其中，扣除CP和SCP之后的信用债净融资仅为-976亿，同比少增约3900亿。这意味着，1月份企业发行的信用债，仍以期限较短的CP和SCP为主，一方面基于流动性管理诉求，如满足企业日常运营，另一方面认为信用债利率过高，发长期限债券会过早锁定成本。因此，预计1月份的贷债跷跷板效应依然较为明显，而且近期贷款利率有进一步下行态势，预计信用债的信贷化趋势短期内难以扭转。

3、制造业贷款景气度较高，但后续可能也会面临一定压力。1月份PMI再度恢复至50.1%的荣枯线上方，再叠加去年制造业中长期贷款和设备更新改造贷款高增长，预计年初制造业贷款投放强度仍大。特别是江浙地区的银行信贷投放情况较好，均实现同比多增，这些银行对公端主要以制造业和政府平台为主。但需要注意的是，考虑到今年海外需求的回落，以及陆续进入去库存周期，欧美制造业PMI近期都在荣枯线50%下方，这可能会对我国制造业投资形成一定拖累。另一方面，我国工业企业利润增速的放缓（2022年累计同比增速为-4%），也会导致制造业企业内生扩张动能受限。因此，2023年整体制造业贷款的增长，依然存在一定政策驱动效力。

4、大型传统基建贷款是投放主力。一方面集中在前期的政策性、开发性金融工具形成的配套融资，这些项目建设工期较长，授信额度批复和企业实际提款使用存在一定时间差。但年初以来，随着疫情放开，企业提款行为开始增多，且1月10日信贷工作座谈会要求及时跟进政策性开发性金融工具配套融资。数据显示：1月份对公中长期贷款新增3.5万亿，同比多增1.4万亿。但与去年11-12月份较为类似的是，高增的对公中长期贷款不排除存在银行“以短转长”虚增指标的情况，其中中长期流贷占比依然不低。另一方面，部分银行为稳定信贷投放，主动下沉了部分省市的城投平台准入标准，缓解地方政府债务压力，在春节前企业流动性压力较大时期，流动资金贷款增长较多。可以看到，1月份对公短贷新增1.51万亿，同比多增5000亿。

第二步：春节期间只收不贷信贷回落，但节后数据依然同比大幅多增

由于春节期间只有信贷到期，而没有新发放规模，会导致信贷数据趋于回落。根据过往规律，若1月份未早春，那么在春节期间，贷款一般会在前两旬基础上回落20-30%。但即便如此，我们也观察到，由于节前投放节奏过快，导致节后国有大行和全国性股份制银行新增人民币贷款规模依然大幅多增，并可能已经超出了央行合意目标区间。此时，央行会对部分机构进行窗口指导，要求适度控制信贷投放规模，通过这种机制的运行，旨在确保信贷投放的连续性、稳定性，避免出现忽高忽低、“寅吃卯粮”情况，连续的信用供给，对保障经济稳定运行、稳定各方预期具有积极意义。

第三步：临近月末银行压票控量

今年1月份春节之后，还有4个工作日，由于节前信贷节奏较快，从票据大幅负增长看，央行在临近月末很可能要求部分大行控制信贷规模，主要是通过压票据方式来实现。那么为什么我们看到1月末最后2天票据利率下行了呢？主要因为：① 开年以来因为春节因素开票量不大，票据供给量相对有限。以转贴+未贴现计算，1月新增-1164亿。② 央行合意贷款规模上限较高，没有出现系统性的压票控量。③ 收票行为本身具有经济性。一方面大行在1月上旬配置了部分票据资产，利率略高于1%，此后票据利率一直上行，这部分票据资产已出现浮亏，此时压票会坐实亏损。因此，对于出票行而言，希望能够在出票时弥补部分亏损，会适当抬高票据价格。但另一方面，机构之间的信贷投放呈现一定冷热不均态势，以中小行为代表的收票方，需要通过收票冲量，加之1M票据与同期限NCD利差一度走阔至60bp以上，也引致部分非银机构有一定配置需求。因此，整个票据的供需两端能够进行有效匹配，我们才会观察到月末票据利率下行。数据显示：1月份票据贴现融资新增规模-4127亿，同比少增5915亿。

表 1：2023 年 1 月份新增信贷规模与结构（亿元）

项目	当月新增				同比变动			
	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
人民币贷款	49000	14000	12100	6152	9200	2700	-600	-2110
居民户贷款	2572	1753	2627	-180	-5858	-1963	-4710	-4827
居民短期贷款	341	-113	525	-512	-665	-270	-992	-938
居民中长期贷款	2231	1865	2103	332	-5193	-1693	-3718	-3889
企（事）业单位贷款	46800	12637	8837	4626	13200	6017	3158	1525
企业短期贷款	15100	-416	-241	-1843	5000	638	-651	-1555
企业中长期贷款	35000	12110	7367	4623	14000	8717	3950	2433
票据融资	-4127	1146	1549	1905	-5915	-2941	-56	745
非银机构贷款	-585	-11	-99	1140	832	-564	265	557
境外人民币贷款	213	-379	735	566	1026	-790	687	635

资料来源：Wind，光大证券研究所

二、零售贷款表现相对较弱，按揭早偿压力有所加大，个人经营贷和消费贷料存在跑冒滴漏

与 1 月份对公贷款较高景气度形成鲜明对比的是，1 月份零售贷款表现相对弱。其中，居民短期贷款新增 341 亿，同比少增 665 亿，居民中长期贷款新增 2231 亿，同比少增 5193 亿。这反映出：

1、按揭贷款早偿压力较大，预计 1 月份居民中长期贷款结构延续前期“经营贷强、按揭弱”的特点。自年初央行、银保监会宣布建立首套住房贷款利率政策动态调整机制以来，目前已有多个城市下调首套房贷利率，部分城市阶段性取消首套房贷利率下限，部分城市新发放首套房贷利率进入“3”时代。伴随着新发放按揭利率的大幅下行，居民可替代性低成本融资的可得性也在大幅度增加，而资产端投资收益率却趋于下行，这些都与存量按揭利率形成鲜明对比，因此刺激了居民早偿意愿的提升，加之节前年终奖的发放，导致早偿率有所提高。根据央行披露的数据：2022 年 1-10 月份，按揭贷款合计到期规模约 4.3 万亿，即月均到期规模为 4300 亿，料 2022 年按揭贷款到期规模显著高于 17-21 年均值水平，2023 年 1 月份到期规模同样维持高位。

2、银行已采取多种措施控制按揭早偿现象。目前，伴随着各项贷款收益率的大幅下行，国股银行体系内，除信用卡透支年化收益率相对较高外，再难找到高收益信贷资产，而存量按揭由于高利率、低不良率、低资本占用特点，是银行表内最为优质的资产。为延缓和抑制按揭早偿压力，银行已采取的多种方式，比如：延长早偿审批周期，实现按揭贷款的“应留尽留”，同时将按揭贷款早偿审批权限，由支行上收到分行；适度提高有早偿意愿客群的存款利率；开展转贷业务等。

3、个人经营贷增长情况稍好。在过往居民中长期贷款结构中，一般按揭贷款占大头，17-21 年按揭与个人经营贷配比高达 7:3，但 2022 年逆转至 1:3，预计 1 月份或延续了去年失衡的结构。消费贷 1 月份投放情况尽管好于按揭，但依然出现同比少增，反映出居民目前扩表意愿仍不强以及春节因素的扰动。需要注意的是，无论是个人经营贷，还是消费贷，目前利率普遍位于 3.2-3.8% 的水平，与存量按揭存在较大利差，这意味着不排除存在跑冒滴漏进入房地产市场的情况，进而加剧了早偿压力。

三、信贷增长高度向头部机构集中，中小银行总体偏弱，近几个月明显加大了债券投资力度

尽管 1 月份信贷总量有望创历史单月新高，但高增的背后依然存在一些潜在问题和隐忧，主要是机构之间冷热不均状态比较明显：

1、信贷增长高度向头部机构集中。预计国股银行 1 月份同比多增幅度接近万亿体量，但驱动信贷高增的因素主要归结于内卷优质企业降价促投放以及信用债的信贷化，中小企业融资需求尚未完全恢复，整体信贷投放依然没有摆脱政策驱动的影子。

2、中小银行总体偏弱，近几个月明显加大了债券投资力度。股份制银行中，只有优质头部股份制银行信贷投放情况较好，1 月份均实现了同比多增，但弱资质股份制银行普遍同比少增。城农商行依然维持冷热不均状态，表现为江浙地区银行信贷景气度较好，但欠发达地区较为一般。值得注意的是，近期中小银行明显加大了债券投资力度，部分机构 1 月份债券投资规模甚至高于信贷规模。造成这种现象的原因：

一是中小银行对接的客户主要为弱资质企业和民营企业，这些企业经营压力依然较大，申请贷款缺乏议价权，银行对这些客户贷款定价普遍较高，融资需求有限，导致中小银行信贷项目储备明显不及大行和股份制银行。另一方面，1 月份以来，国股银行明显发力抢项目，抢占市场份额，贷款定价显著下降，一定程度上挤占了中小行的业务空间，导致中小行面临较大资产荒压力。

二是债券资产性价比进一步凸显。从去年 11 月份理财赎回负反馈开始，伴随着债券收益率的大幅上行，贷债 EVA 背离态势更加明显。由于中小银行稳信贷任务不如国股行重，其资产结构调整更为灵活，可以适度加大债券投资力度。

四、新增社融超预期，信用债的信贷化仍在延续

1 月新增社融 5.98 万亿，同比少增 1959 亿，同比增速 9.4%，较去年 12 月末下降 0.2 个百分点。从结构上看：

1、信用债的信贷化仍在延续。1 月份信用债净融资 1486 亿，同比少增 4352 亿，贷债跷跷板效应依然较为明显，即信用债利率高企导致部分企业转向贷款融资。1 月份企业发行的信用债，仍以期限较短的 CP 和 SCP 为主。

2、信贷与债券存在两个跷跷板效应：一是量层面，即信用债的信贷化，会导致信用债供给减少，有助于缓释利率上行压力。**二是价层面，**即随着贷款利率持续低位运行，甚至进一步回落，与债券利率 EVA 背离态势愈发明显，对于银行自营资金而言，债券资产的性价比更加凸显。特别是对于中小银行而言，由于国股大行“天量”信贷投放，一定程度上挤占了小行的业务发展空间，使其面临一定资产荒压力，在资产结构摆布中，适度加大了债券投资力度，近期农商行在这一方面表现较为明显，加大了对信用债、存单等资产的配置，预计 2023 年贷债在价层面的跷跷板效应将更加明显。

3、非标贡献力度较大。1 月委托+信托贷款合计新增 522 亿，同比多增 774 亿，其中信托贷款同比少减约 618 亿。未贴现票据新增 2963 亿，同比少增 1770 亿，表内外票据合计新增-1164 亿，同比少增 7685 亿，这既与国有大行月末压降票据规模较大有关。另一方面，1 月份票据到期规模比较大，2022 年 1 月份票据承兑发生额高达 2.9 万亿，创 2019 年至今新高，而今年开票量不足，造成存量票据增长规模有限，这也从侧面反映出整体供应链体系尚未完全恢复。

值的注意的是,1月份 M2 与社融增速差为 3.2%,较去年 12 月走阔 1 个百分点,创 2016 年来新高,反映出货币总增量充裕,货币活化情况仍有待提升,微观经济主体的贮藏性货币需求依然较强。

表 2: 2023 年 1 月份社融总量与结构 (亿元)

项目	当月新增				同比变动			
	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
社会融资规模	59800	13058	19837	9134	-1959	-10522	-6146	-7042
人民币贷款	49300	14401	11448	4431	7312	4051	-1573	-3321
外币贷款	-131	-1665	-648	-724	-1162	-1016	-514	-691
委托贷款	584	-101	-88	470	156	315	-123	643
信托贷款	-62	-764	-365	-61	618	3789	1825	1000
未贴现银行承兑汇票	2963	-554	191	-2156	-1770	865	574	-1270
企业债券融资	1486	-4887	604	2413	-4352	-7054	-3402	152
非金融企业股票融资	964	1443	788	788	-475	-408	-506	-58
政府债券	4140	2809	6520	2791	-1886	-8865	-1638	-3376

资料来源: Wind, 光大证券研究所

五、春节之后国股银行体系中长期稳定资金缺口扩大,导致流动性环境持续紧张, NCD 利率高位运行

1 月份 M2 同比增速为 12.6%,较去年 12 月末提升 0.8 个百分点。1 月份 M1 同比增速为 6.7%,较去年 12 月末提升 3 个百分点。M2 与 M1 剪刀差为 5.9%,较去年 12 月末收窄 2.2 个百分点。上述情况意味着:

1、由于去年春节位于 2 月 1 日,奖金发放位于 1 月末,但今年 1 月份居民存款新增规模高达 6.2 万亿,同比多增 7900 亿,与理财持续赎回造成资金回表后,1 月份并未显著转出有关。企业存款尽管出现季节性负增长(春节之前发放年终奖,新增规模为-7155 亿),但依然同比少减 6845 亿,若再考虑 1 月份对公短贷新增 1.51 万亿,同比多增 5000 亿,反映出 1 月份企业可能向银行申请了大量流贷用于维持日常经营和发放工资。

2、M1 增速改善幅度较大,与 M2 增速的剪刀差也有所收窄。我们推测,造成 M1 增速大幅抬升的原因,可能与去年 M1 属于低基数效应有关,同比增速仅为 -1.9%,新增规模-3.36 万亿(与 21 年形成春节错位+疫情导致货币定期化严重),当时 M2 与 M1 增速剪刀差高达 11.7%。若剔除春节错位带来的低基数效应影响,应采用 2022 年和 2023 年 1 月 M1 同比增速的平均值作为参考,约 2.4%,与 M2 平均值的剪刀差为 8.8%,较去年 12 月份反而扩大了 0.7 个百分点,这也与 1 月份房地产市场销售情况吻合。根据克而瑞披露的数据:1 月百强房企销售金额同比下降 32.5%,环比降幅达到 48.6%,但各地区存在一定分化,表现为一线城市因为春节因素相对疲软,三四线城市返乡置业有所恢复。

3、受 1 月份存款高增导致法定存款准备金大规模补缴、农民工返乡力度较大导致 M0 出现超季节性增长,以及存款在机构之间不均衡运动等因素影响,近期流动性环境较为紧张,DR001 和 DR007 均一度维持在 2.2%以上。随着央行连续通过大量 OMO 投放稳定流动性,短端资金面边际缓解,DR001 也回落至 1.6%左右,但 1YNCD 利率依然高位运行,且已上行至 2.65%附近。这背后反映出,当前银行缺的是“长钱”而非“短钱”,尽管 OMO 供给较为充裕,但无法弥补国股大行在节后出现的存款流失,即用短久期的市场类欠稳定资金,替代稳定的存款类资金,尽管总量上“管够”,但无法触及银行自身“痛点”。

4、一般来说农历正月十五过后，伴随着农民工陆续返程，会带来 M0 回流至银行体系，以及存款在机构之间不均衡运动的收敛，目前看春节之后农民工返城情况尚需改善。但我们仅从银行角度来看，即便是元宵节之后，银行体系存款增长情况仍不尽如人意，部分银行一方面开始通过上调 FTP 的方式加大定期存款吸收力度，另一方面也开始加大 NCD 的发行。

5、展望下一阶段，预计 2 月份资金面将维持紧平衡状态，下周将临近缴税高峰期，且 2 月份以来的对公贷款投放依然维持了一定强度，料 OMO 会持续放量助力流动性稳定。但更为重要的是，银行体系更需要中长期稳定负债的补充，在负债策略的摆布上，一方面，预计银行会通过上调存款 FTP 加大定期类存款吸收力度。另一方面，2 月 15 日 3000 亿 MLF 到期的同时，预计央行会大幅增量续作，为银行体系提供“长钱”，一定程度上有助于缓解同业存单利率上行压力。

表 3：2023 年 1 月份存款增长情况（亿元）

项目	当月新增				同比变动			
	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
人民币存款	68700	7242	29500	-1844	30400	-4358	18100	-9493
居民存款	62000	28903	22500	-5103	7900	10011	15192	6997
企业存款	-7155	824	1976	-11700	6845	-12846	-7475	-5979
财政存款	6828	-10857	-3681	11400	979	-555	3600	300
非银存款	10100	-5328	6680	2048	11936	-1485	6937	-10352

资料来源：Wind，光大证券研究所

六、风险提示

经济恢复节奏偏慢，地缘政治风险加剧。

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

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