

行业研究

从产品线视角拆解近期理财运作态势

——规模变化、产品创设与资产配置

要点

春节前后，在理财净值持续修复、渠道端加强投资者沟通等多重努力下，银行理财规模逐步呈现涨跌互现、震荡筑底态势。后续如果能够观测到理财资金整体持续一周以上净流入，相对来说企稳态势将更加明确。

从产品线看理财规模变化，大体呈“三升一降”。整体规模筑底趋稳的同时，**1) 现金管理类理财跨越季末因素与整改影响，规模逐步回稳预期较强。**现金管理类理财是银行规模稳定的压舱石，跨过 2022 年末时点后，2023 年 1 月份现金管理类理财受整改过渡期结束、信贷“开门红”等因素影响仍延续承压态势，但进入 2 月份，随着净值修复规模有望逐步企稳回升；

2) 随着净值的修复，以最小持有期为代表的开放式产品线逐渐呈现净流入。赎回压力冲击过后，低风险偏好客户逐步退出，留存客户风险承受能力相对更强；叠加债市企稳环境下净值的修复并展示给客户更好的滚动收益表现，该产品线自 1 月中下旬以来已有多个交易日呈现小幅净流入状态；

3) 使用摊余成本法的封闭式产品加速发力，成为重要蓄客产品线。2022 年 11 月以来净值波动压力加大、投资者风险偏好显著下降，可有效平滑估值波动的摊余成本法产品成为市场关注的热点之一。随着各家行产品排期的增加，有助于承接部分客户对低波稳健的投资需求，成为特殊时期重要的蓄客产品；

4) 定开产品线赎回压力进一步趋缓。2022 年 12 月份以来打开的定开产品及封闭式产品到期遭到了较强赎回压力，客户行为具有一定长尾特征。现阶段不同期限定开产品累积规模涨跌幅逐步走平，但尚未观测到资金转为净增。

中性预期下，2023 年银行理财规模增量或在 2-3 万亿，逐步收复失地。但疫后复苏过程中，债市不确定性增强或对理财规模形成阶段性扰动。

摊余成本法产品市场关注度提升，实际发展空间或相对有限。12 月份以来，摊余成本法成为稳定估值表现、增强客户粘性的重要营销工具，产品发行力度显著提升。后续看，**随着市场逐步回归常态，开放式产品线仍是最主要的理财产品形态，封闭式产品线很难持续强大，**主要基于以下方面因素：1) 封闭式产品发行对理财公司运营能力的消耗决定了其难以做大做强；2) 封闭式发行受到市场环境和投资者偏好的较大约束；3) 摊余成本法资产范围相对有限，同时摊余成本法本身并非监管鼓励方向。

现阶段理财投资整体偏防御，随着现金管理类、最小持有期等产品线逐步有资金流入，对存单等配置需求有所增加。银行理财本质上是偏负债端驱动的资管产品，现阶段整体还是偏防御的状态，在久期和杠杆上延续偏谨慎策略，同时具体产品线之间有一定差异性。例如日开产品线仍将流动性作为重要考量，在资产配置上更偏好存单、利率、短期限二永债等相对高流动性的资产，其中，以短期限最小持有期产品为代表的产品，作为“活钱理财”类产品，更强调低波稳健的特征，部分产品要求久期控制在 0.3 左右。

理财规模企稳回升后，二永债仍将是重要配置品种。从银行理财角度，二永债比较容易上量且收益中枢相对合意的优势是其他资产难以替代的，二永债通常比较适合配置在长期限定开和封闭式产品中，同时部分最小持有期产品线出于久期调节、短期负债端快速上规模等需求也会进行二永债配置。随着理财规模企稳回升，相应的资产配置需要将会相应加大。

风险分析：第三方数据可能有统计偏差；市场环境及投资者行为具有不确定性。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：董文欣

010-57378035

执业证书编号：S0930521090001

dongwx@ebsecn.com

联系人：黄怡婷

huangyiting@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

赎回压力下，银行理财的新叙事——2022 年银行理财赎回复盘与 2023 年展望(2023.1.4)

理财赎回压力几何？——产品特征、规模测算与未来展望（2022.11.22）

规模稳步迈向 30 万亿，风险偏好小幅下降——《中国银行业理财市场半年报告（2022 年上）》点评（2022.08.21）

迈向全面净值化——上市银行 2021 年暨 2022 年开年以来理财运行分析（2022.5.11）

深化转型，蝶变跃升——银行理财 2021 年回顾与 2022 年展望（2022.2.16）

理财估值强化“真净值”影响几何？——理财业务估值从摊余成本法到公允价值法切换点评（2021.9.3）

理财转型关键期，特色业务正当时——2021 年上半年上市银行理财发展及后续展望（2021.9.14）

八问现金管理类理财——对现金管理类理财正式稿的点评（2021.6.15）

目 录

1、理财规模震荡趋稳，产品线呈差异化	3
1.1、从产品线看理财规模变化，大体呈“三升一降”	3
1.2、2023 年理财规模展望：待从头，收拾旧山河	5
2、摊余成本法产品热度提升，实际发展空间或相对有限	6
2.1、12 月份以来，摊余成本法产品发行力度显著提升	6
2.2、封闭式特征决定了摊余成本法很难成为主力品种	8
3、赎回冲击过后，理财投资端的边际变化.....	9
4、风险提示.....	9

2023 年春节前后，随着部分产品线呈现资金小幅净流入态势，银行理财规模是否已然企稳？混合估值理财能否成为 2023 年主力产品线？当前理财资产配置较 2022 年 11-12 月赎回潮前后将有哪些边际变化？

1、理财规模震荡趋稳，产品线呈差异化

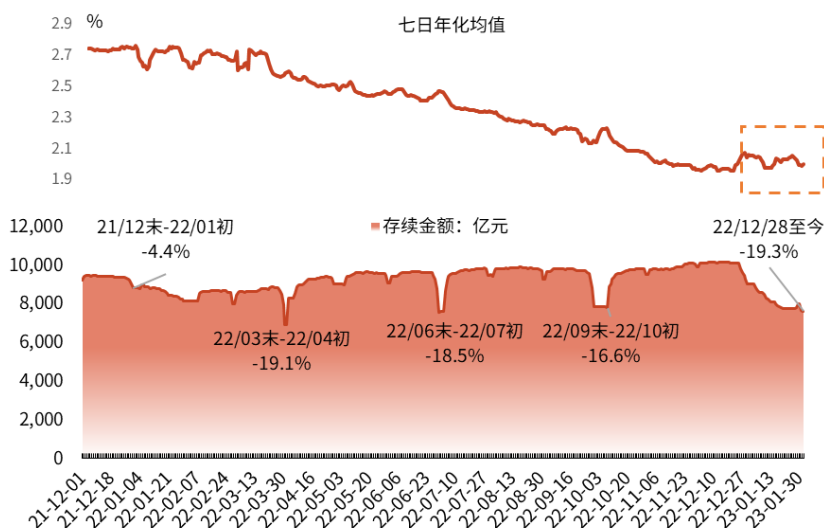
春节前后，在理财净值持续修复、渠道端加强投资者沟通、产品端增配低波稳健资产等多重努力下，银行理财规模日间变化涨跌互现、逐步呈现筑底趋稳态势。

1.1、从产品线看理财规模变化，大体呈“三升一降”

整体规模筑底的同时，不同理财产品线之间呈现差异性，如现金类产品、封闭式产品、最小持有期产品等大体进入稳中略增状态，定开产品线仍相对承压，后续如果能够观测到整体理财资金持续一周以上净流入，相对来说企稳态势将更加明确。从当前银行理财主要产品线的变化情况看：

- 1) **现金管理类理财跨越季末因素与整改影响，规模逐步回稳预期较强。**现金管理类理财是银行规模稳定的压舱石，同时也季末月参与银行表内外资金运动的重要产品线。跨过 2022 年末时点后，2023 年 1 月份现金管理类理财延续承压态势还有一些特定因素，一是部分理财公司将现金类理财 T+0 快速赎回限额生效日期放在了 12 月末，相应部分赎回压力进一步延伸至 1 月份；二是 1 月银行信贷“开门红”表现强势，以国股行为代表银行信贷投放同比大幅多增，一些银行存在理财驰援表内存款的诉求。进入 2 月份，随着这些因素消退，叠加净值表现有所修复，现金类规模将逐步回归稳中有升。

图 1：剔除季末时点等因素，现金管理类理财规模较为平稳，净值修复有助规模回升

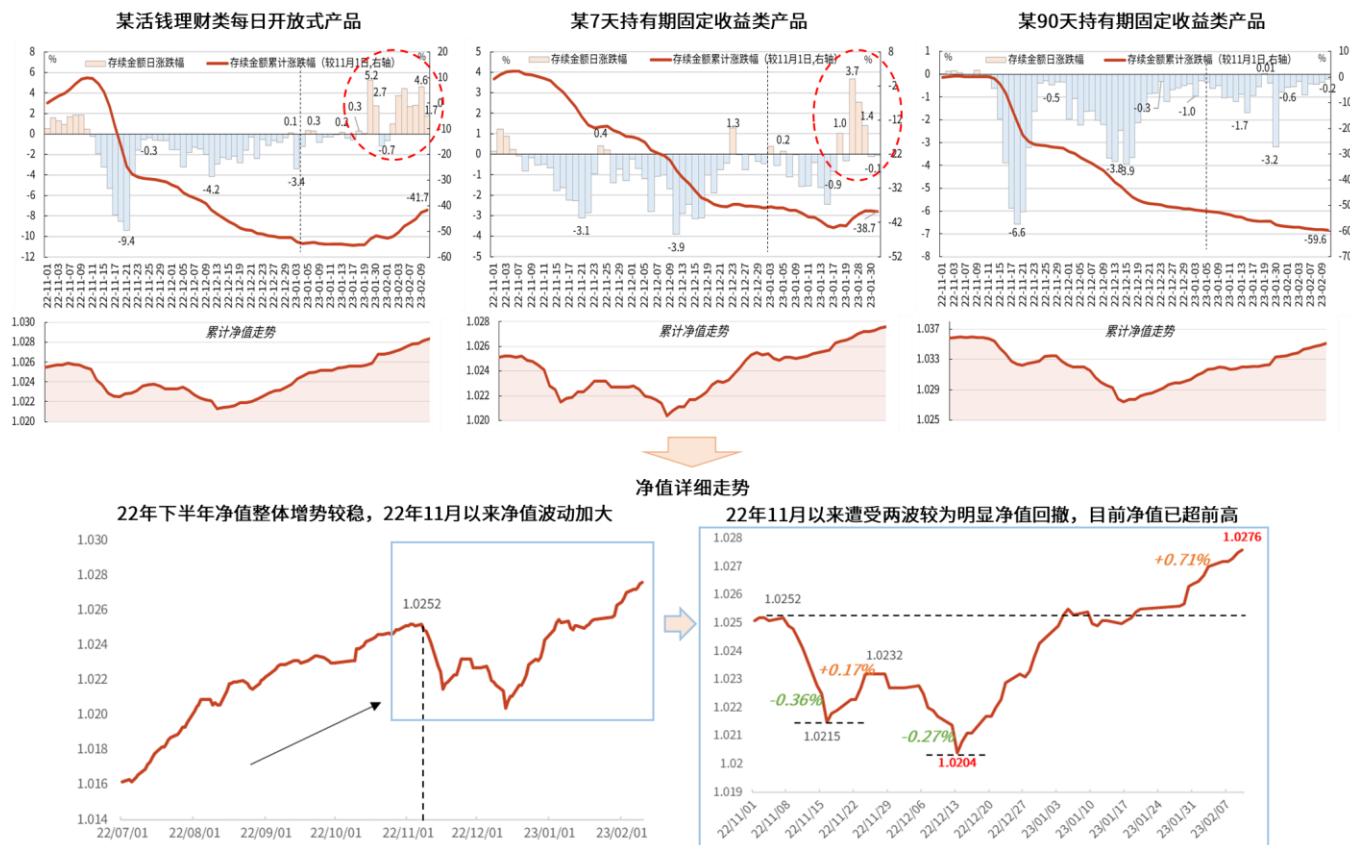


资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所，注：观测样本由 7 款产品合成，规模数据截至 2023 年 2 月 1 日，单位亿元；七日年化收益率数据截至 2023 年 2 月 13 日

- 2) **随着净值的修复，以最小持有期为代表的开放式产品线初步呈现正流入。**开放式产品线规模变化与净值表现呈高度相关性，在 2022 年 11 月中旬左右，资金市场利率快速波动上行阶段，以最小持有期型产品为代表的市值法每日可申赎产品遭受较强赎回压力。随着赎回压力冲击下，低风险偏好客户逐步退出，留存

客户风险承受能力相对更强。与此同时，随着债市企稳环境下净值的修复并展示给客户更好的滚动收益表现，日频观测样本显示，该产品线自1月中下旬以来已有多个交易日呈现小幅净流入状态。

图 2：以最小持有期产品为代表的开放式产品线规模和净值呈现高度相关性，随着净值超过前高，逐步呈现资金净流入状态

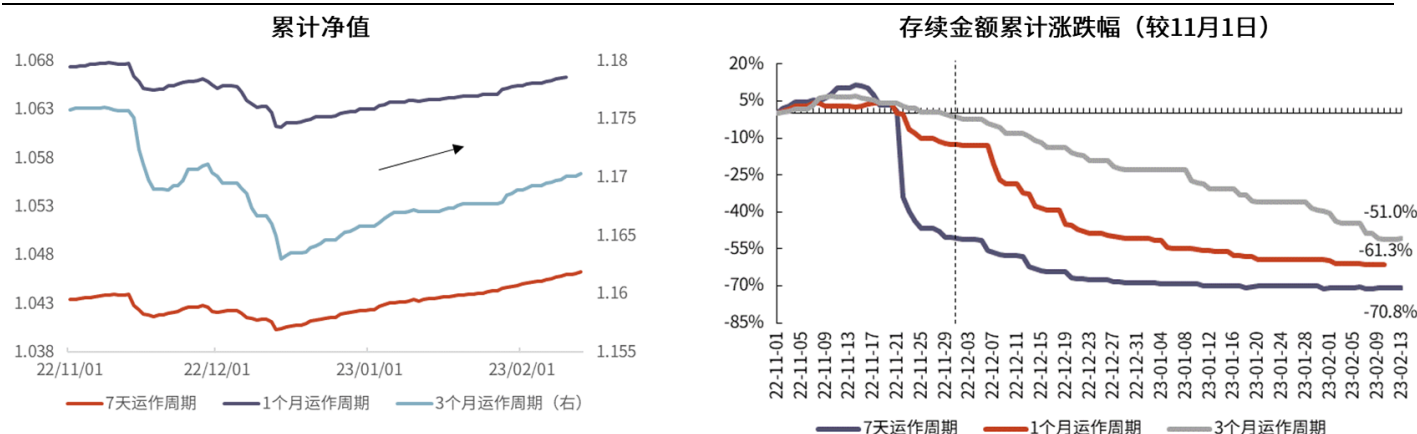


资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所，注：活钱理财及90天持有期样本时间截至2023/2/10；7天持有期样本规模时间截至2023/1/31，净值时间截至2023/2/10

3) 封闭式产品加速发力，成为重要蓄客产品线。随着2022年11月以来净值波动压力加大、投资者风险偏好显著下降，可有效平滑估值波动的摊余成本法产品成为市场关注的热点之一。整体来看，封闭式产品虽然单只规模较小，通常在几亿至十几亿左右，部分产品可达几十亿量级，但是随着各家行产品排期的增加，有助于承接部分客户对低波稳健的投资需求，成为特殊时期重要的蓄客产品。

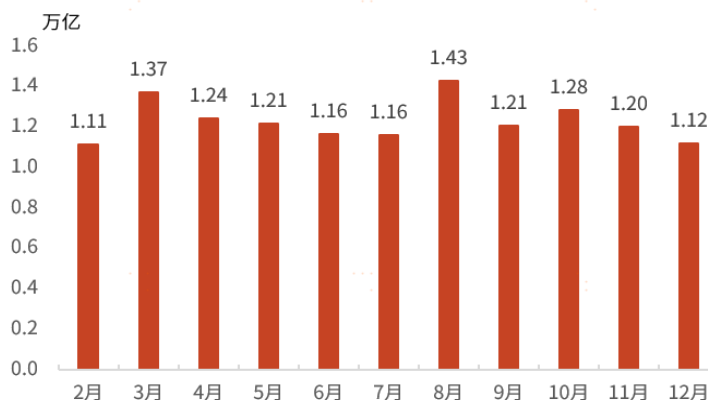
4) 定开产品线赎回压力进一步趋缓。2022年12月份以来打开的定开产品及封闭式产品到期遭到了较强赎回压力，客户行为具有一定长尾特征。随着净值的修复，不同期限产品累计规模涨跌幅逐步走平。定开产品线尚未观测到资金转为净增，预计主要囿于两方面因素：1) 结合日频观测样本看，净值尚未升破前期高点，客户风险偏好修复仍需一定时间；2) 部分投资者在持有期间遭遇理财净值大幅回撤，更倾向于在产品打开时进行应激赎回操作。从银行理财角度，定开产品排期设计相对均衡，自然情况下，不太存在个别月份集中到期压力较大的情况。结合当前净值走势及市场情绪看，初步预计定开产品线有望在1Q逐步企稳。

图 3：随着净值企稳，不同期限定开产品累计规模涨跌幅趋于走平；囿于净值仍未超过前高等因素，资金仍处于小幅净流出状态



资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所，注：7天、1个月及三个月数据分别截至 2023/2/13、2023/2/10、2023/2/13

图 4：观测样本显示由于定开产品排期相对均衡，2023 年每月到期打开规模大体平稳



资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所整理，注：样本筛选自截至 2023 年 2 月 8 日存续理财产品中运作周期在 90 天及以上、22Q4 以来有最新存续规模的封闭式及定开产品，假设样本每次到期后继续滚续。

1.2、 2023 年理财规模展望：待从头，收拾旧山河

2023 年银行理财规模有望逐步收复失地。理财公司作为商业银行全资子公司，为全行提供托管费、代销费等中收贡献，母行在年初经营计划的时候通常会从做的角度去规划，并借助强大的渠道能力给予必要的销售支持。结合过去三年银行理财规模的自然增长、暂时回表的资金可能部分回流理财等因素，中性预期下，2023 年银行理财规模增量或在 2-3 万亿，逐步修复 2022 年的规模净流失。

与此同时，在疫后复苏逻辑下，债市不确定性增强或对理财规模形成扰动，可能的影响包括但不限于：债市震荡调整对最小持有期产品线净值表现及规模稳增长的拖累、股市超预期走强可能对部分“活钱理财”类资金形成替代、净值回撤对客户预期企稳的影响时间超预期等。

2、摊余成本法产品热度提升，实际发展空间或相对有限

2.1、12 月份以来，摊余成本法产品发行力度显著提升

债市短期大幅调整带动银行理财、公募债基等资管产品净值遭遇较强回撤压力，在此背景下，摊余成本法成为稳定估值表现、增强客户粘性的重要营销工具。

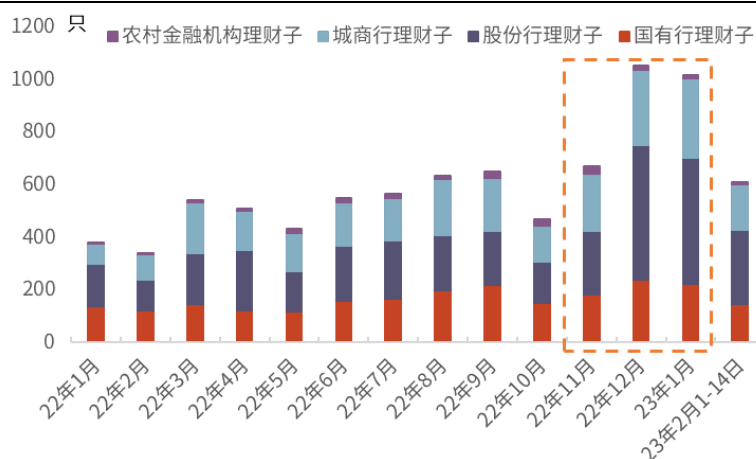
资管新规框架下，目前银行理财能够使用摊余成本法的产品主要有两大产品线，

1) 现金管理类理财，规模受到《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》约束，即：同一商业银行采用摊余成本法核算的现金管理类产品不得超过全部理财月末资产净值的 30%，同一银行理财子公司采用摊余成本法核算的现金管理类产品不得超过准备金月末余额的 200 倍；叠加 2022 年末是现金管理类理财整改过渡期最后时限，各家行现金管理类理财规模占比基本接近顶格达标水平，规模进一步增长空间相对有限。

2) 封闭式产品且所投资产满足摊余成本法使用要求，一是封闭式产品且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期，需同时满足会计准则相关要求；二是封闭式产品且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。

银行理财加大使用摊余成本法的封闭式产品发行，以承接客户需求、稳定规模。2022 年 12 月以来，摊余成本法封闭式产品发行力度显著提升是受多重因素推动的，一方面，市值法产品净值显著回撤对客户风险偏好形成较大冲击，摊余成本法产品可有效平抑估值波动，对于到期打开的定开及封闭式产品形成一定承接；另一方面，12 月信用债市场的大幅调整也为持有至到期策略提供了有利的配置时点。从普益标准数据看，封闭式产品发行数量近一段时间显著提升，2 月前两周已近似过往全月的发行数量，这些产品主要以摊余成本法估值为主，既有 100% 摊余成本法产品，也有摊余成本法为主，适当配有市值法资产的产品。

图 5：赎回压力影响下，封闭式理财发行力度显著提升，目前仍维持较高发行强度



资料来源：普益标准金融数据平台，光大证券研究所；注：样本筛选自 2023 年 2 月 14 日存续产品

2023 年 1 月份以来，混合估值理财成为新增卖点。摊余成本法封闭式产品主要配置持有至到期资产，但随着债市逐步企稳修复，做高业绩表现也受到一定约束。

在此背景下，部分产品在持有到期资产采用摊余成本法基础上，进一步通过适当的市值法交易仓位资产博收益增强。

2023 年 1 月，工银理财推出旗下首只混合估值理财产品——恒睿睿益固收增强封闭式产品，该产品仓位主要由三部分构成，1) 60-80%仓位持有固收资产并持有到期，采用摊余成本法估值，作为稳定净值的基石；2) 20-40%资产以交易为目的，采用市值法估值，在获取票息收入的同时，博取潜在的资本利得机会；3) 0-10%仓位配置权益及衍生品类资产，遵循绝对收益投资思路，以低波优先股作为优质打底资产。同期，招银理财、平安理财、浦银理财、兴银理财等机构也相应推出混合估值产品。事实上，混合估值产品并非新生事物，当前更主要的功能在于作为理财产品营销卖点。例如浦银理财在 2020 年 2 月发行的“鑫盈利系列 1 年定开 12 号理财产品”宣传材料中提及“混合估值，以摊余成本法估值为主，策略稳健”；光大理财在 2021 年 6 月发行的“阳光金 18M 丰利增强 1 期”产品介绍中提到“封闭式产品摊余成本法与市价法混合估值，降低波动”。

表 1：摊余成本法成为新发封闭式产品的重要宣传卖点

募集开始日	发行机构	产品名称	期限与业绩基准	摊余成本法相关表述	参考大类资产配置
2022 年 12 月 20 日	建信理财	睿鑫固收类封闭式产品 2022 年第 352 期	398 天 3.6%-4.0%	摊余成本法估值封闭式产品，持有至到期策略 拟配置银行存款和期限匹配的债券	非标准化债权、纯债≥80% 股票仓位≤20%
2022 年 12 月 22 日	工银理财	鑫得利固定收益类封闭式理财产品 22GS2658	484 天 3.5%-3.7%	主要投资存款、存单、高等级信用债等期限匹配的固定收益率资产，采用摊余成本法估值	存款及货币市场工具类 0-50% 利率债 0-50% 信用债 50-100% 债券型基金 0-80%
2022 年 12 月 23 日	招银理财	招睿系列金鼎十八月封闭 7 号	543 天 3.4%-3.7%	主投期限匹配债券资产	固定收益类资产≥80%（其中标准化债权资产占净资产 0-49%） 权益类、衍生金融工具≤20%
2022 年 12 月 27 日	光大理财	阳光金丰利 13 期	265 天 2.8%-3.3%	使用“摊余成本法+存款配置”策略	固定收益类资产≥80% 金融衍生品类资产 0-20%
2022 年 12 月 27 日	兴银理财	稳利封闭 2022 年 45 期 D	264 天 3.54%	低波货币类资产与持有到期债券加持，合理采用摊余成本法	100%投资固收资产
2023 年 1 月 3 日	农银理财	“农银匠心·灵珑”2023 年第 1360 期人民币理财产品	360 天 3.3%-3.8%	产品采用摊余成本法估值 遵循资产与产品期限匹配并持有到期	固定收益类资产≥80%，主要投资于货币市场工具、债券、非标
2023 年 1 月 19 日	工银理财	恒睿睿益固收增强封闭式理财产品（23GS6008）	511 天 4.15%-4.65%	混合估值理财产品 60-80%仓位持有固收资产并持有到期，采用摊余成本法估值； 20-40%资产以交易为目的，采用市值法估值，在获取票息收入的同时，博取潜在的资本利得机会； 0-10%仓位配置权益及衍生品类资产	存款及货币市场工具类 0-100% 利率债 0-50% 信用债及债券基金 0-100% 股票型基金 0-5% 混合型基金 0-10% 优先股 0-10% 商品及金融衍生品 0-5%
2023 年 1 月 31 日	招银理财	招睿稳泰封闭 4 号	18 个月 3.5%-4.0%	混合估值理财产品 主要投资期限匹配并持有至到期固定资产	固定收益类资产≥80%（其中标准化债权资产占净资产 0-49%） 衍生金融工具合计 0-5%
2023 年 2 月 1 日	工银理财	鑫得利固定收益类封闭式理财产品 23GS2012	476 天 3.3%-3.5% (A) 3.35%-3.55% (B)	主要投资存款、存单、高等级信用债等期限匹配的固定收益率资产，采用摊余成本法估值	存款及货币市场工具类 0-50% 利率债 0-50% 信用债 50-100% 债券型基金 0-80%
2023 年 2 月 3 日	浦银理财	悦恒利稳 10 号	390 天 3.75%-3.85% (A&C) 3.85%-3.95% (B)	债券部分资产 80%以上使用摊余成本法估值	均投资于固定收益类资产
2023 年 2 月 7 日	中邮理财	安鑫投·鸿运封闭式 2023 年第 6 期	400 天 3.7% (A) 3.8% (B)	摊余成本法估值的封闭式产品	固定收益类资产≥80%，主要投资于货币市场工具、债券等

资料来源：光大证券研究所根据各理财公司微信公众号整理

2月初,首批5只混合估值债基面向市场发售,大的逻辑上与混合估值理财近似,主要分为摊余成本法估值和市值法估值两类资产,从已发行的混合估值产品看,具体资产配置上的差异主要体现在以下方面:

- 1) 混合估值债基摊余成本法资产占比在 50%-80%,但混合估值理财相对更为灵活,摊余成本法资产占比并无明确规定;
- 2) 混合估值理财可以配置非标准化债权等公募债基不能配置的资产;
- 3) 混合估值债基期限以月为单位,而混合估值理财期限设计相对更加灵活并设定业绩比较基准供客户投资参考;
- 4) 混合估值债基明确了所投信用债(含资产支持证券)外部信用评级不低于 AA+,且投资 AA+信用债的比例不超过信用债资产的 30%;其中采用摊余成本法估值的信用债外部评级不低于 AAA。混合估值理财暂无信用债评级及持仓比例要求。

表 2: 首批发行的 5 只混合估值债基主要产品要素

基金代码	基金简称	基金发行日	产品期限	主要投资策略与大类资产配置
017798.OF	易方达恒固 18 个月 A	2023-02-02	18 个月	主要投放策略, 根据估值方法不同, 实施分单元管理: 1) 持有到期型单元 , 本单元投资的债券以收取合同现金流量为目的采用买入并持有至到期的投资管理策略, 该单元内的资产采用摊余成本法估值; 2) 交易型单元 , 基金管理人可根据投资管理的需要和对市场的判断, 对该单元内的资产采用灵活的投资管理策略, 采用市价法估值。 为确保上述两类债券的严格隔离, 基金管理人在购买债券伊始即根据投资目的对其分别标记为市价法估值债券品种和摊余成本法估值债券品种, 并分别计入上述两个单元进行运营管理。 大类资产配置: 1) 债券资产比例不低于基金资产的 80% ✓ 采用摊余成本法估值的债券资产不低于基金净资产的 50% ✓ 采用交易策略、相应以市价法估值的债券资产不低于基金净资产的 20% 2) 可转换债券及可交换债券的合计比例不超过基金资产的 10%
017790.OF	鹏华永瑞一年 A	2023-02-02	12 个月	
017807.OF	南方恒泽 18 个月 A	2023-02-02	18 个月	
017800.OF	招商恒鑫 30 个月	2023-02-02	30 个月	
017803.OF	富国汇诚 18 个月 A	2023-02-03	18 个月	

资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.2、封闭式特征决定了摊余成本法很难成为主力品种

虽然特定市场环境下,摊余成本、混合估值等产品发行热度显著增强,但随着市场逐步回归常态,开放式产品线仍是最主要的理财产品形态,封闭式产品线很难持续强大,主要基于以下方面因素:

- 1) **封闭式产品发行对理财公司运营能力的消耗决定了其难以做大规模。**2018 年 4 月资管新规落地实施以来,随着净值化转型加速,“三单管理”模式下,封闭式产品囿于耗费运营能力、发行受市场环境约束较强等因素,规模占比逐步降至 2022 年 6 月末的 16.7%。
- 2) **封闭式发行受到市场环境和投资者偏好的较大约束。**在债市环境相对友好的阶段,银行理财可以较好的借助票息和骑乘来获取收益,若封闭式产品业绩展示没有显著优势,客户相对更倾向于购买流动性更好的开放式产品。
- 3) **摊余成本法资产范围相对有限,同时摊余成本法本身并非监管鼓励方向。**一方面,理财所投资资产需要符合资管新规及会计准则 SPPI 测试相关要求,可选券种有限,例如商业银行二永债等理财偏好品种不符合配置要求;另一方面,资管新规明确提出金融资产坚持公允价值计量原则,鼓励使用市值计量;随着过渡期的结束,半年以上定开适用摊余成本法估值的情形已被废止,同时对使用摊余成本法的现金管理类理财规模做了严格约束。

3、赎回冲击过后，理财投资端的边际变化

整体偏防御，随着现金管理类、最小持有期等产品线逐步有资金流入，对存单等配置需求有所增加。银行理财本质上是偏负债端驱动的资管产品，回顾 2022 年 11-12 月，赎回压力冲击之下，理财降杠杆、增强流动性备付、渠道等方式加以应对。现阶段在理财规模逐步震荡触底阶段，**整体还是偏防御的状态，在久期和杠杆上延续偏谨慎策略，同时具体产品线之间有一定差异性。**例如日开产品线仍将流动性作为重要考量，在资产配置上更偏好存单、利率、短期限二永债等相对高流动性的资产，其中，以短期限最小持有期产品为代表的产品，作为“活钱理财”类产品，更强调低波稳健的特征，部分银行代销渠道对其大类资产配置提出了进一步的约束，如产品久期要控制在 0.3 左右。从近期同业存单交易情况看，农商行及银行理财是重要买入力量，银行理财需求的增加主要来自现金类理财和以最小持有期为代表的日开产品线增量资金。

理财规模企稳回升后，二永债仍将是重要配置品种。二永债在理财资产端总规模占比 10-20%。2022 年 12 月赎回压力冲击下，二永债遭受了较强抛压，当前理财边际配置力度仍偏弱，包括对城投债、产业债等也是类似的情况。但从银行理财角度，二永债比较容易上量且收益中枢相对合意的优势是其他资产难以替代的，二永债通常比较适合配置在长期限定开和封闭式产品中，同时部分最小持有期产品线也出于久期调节、短期负债端快速上规模等需求也会进行配置。现阶段银行理财的相对低配，主要由于账户层面可配资金较少，后续随着理财规模企稳回升，相应的资产配置需要将会相应加大。

4、风险提示

- 1) 理财产品统计主要来自普益标准金融数据平台，因为净值披露及规模数据样本有限性，统计结果可能与全市场整体行情有较大偏差；
- 2) 2023 年疫后复苏的节奏及资本市场走势具有较强不确定性，投资者行为与理财规模变化很有可能超预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
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 Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE