

➤ **11.27-12.1 资金面关注因素:**

(1) 逆回购到期 21670 亿元; (2) 政府债净缴款 2764 亿元; (3) 同业存单到期 3497 亿元。

➤ **11.20-11.24 公开市场情况:**

公开市场净投放 **4460 亿元**。7 天期逆回购投放 21670 亿元, 到期 17610 亿元; 国库现金定存投放 900 亿元, 到期 500 亿元。

➤ **11.20-11.24 货币市场利率变动:**

货币市场利率走势: (1) DR001 利率下行 5.0bp 至 1.8%, DR007 上行 16.2bp 至 2.2%, R001 下行 7.0bp 至 1.9%, R007 上行 68.9bp 至 2.9%; (2) 1 月期 CD 利率上行 0.6bp 至 2.3%, 3 月期 CD 利率上行 2.9bp 至 2.7%, 6 月期 CD 利率上行 4.0bp 至 2.7%, 9 月期 CD (股份行) 利率上行 1.0bp 至 2.6%, 1 年期 CD (股份行) 利率下行 0.8bp 至 2.6%。

银行间质押式回购成交额日均为 66610 亿元, 比 11.13-11.17 增加 694 亿元。其中, R001 日均成交额 57626 亿元, 平均占比 86.5%; R007 日均成交 6750 亿元, 平均占比 10.1%。

上交所新质押式国债回购日均成交额为 16088 亿元, 比 11.13-11.17 减少 106 亿元。其中, GC001 日均成交额 13739 亿元, 占比 85.5%, GC007 日均成交额 1712 亿元, 占比 10.5%。

➤ **11.20-11.24 同业存单一级市场跟踪:**

主要银行同业存单发行 3178 亿元, 净融资额为-1131 亿元, 对比 11.13-11.17 主要银行同业存单发行 7484 亿元, 净融资额 1526 亿元, 发行规模减少, 净融资额减少。城商行、3M 存单发行占比最高, 分别为 53%、34%; 国有行、3 月期、AA 存单的发行成功率最高, 分别为 89%、77%、75%。

同业存单各主体的发行利率分化, 股份行、国有行、农商行 1Y CD 发行利率分别下行 0.8bp、0.5bp、3.2bp, 城商行 1Y CD 发行利率上行 5.2bp。各期限的发行利率分化, 1 月期、3 月期、6 月期、9 月期 (股份行) 发行利率分别上行 0.6bp、2.9bp、4.0bp、1.0bp, 1Y 期 (股份行) 发行利率下行 0.8bp。

主体发行利差方面, 农商行与股份行 1 年期存单发行利差下行 2.3bp 至 10.0bp; 期限利差方面, 1Y-1M 利差下行 10.0bp 至 42.0bp。此外, 股份行 1Y CD 与 R007 的利差下行 69.7bp 至-31.5bp, 1Y CD 与 R001 的利差上行 6.2bp 至 68.5bp, “1Y CD-1 年期 MLF” 利差下行 0.8bp 至 12.0bp。

➤ **11.20-11.24 同业存单二级市场跟踪:**

同业存单收益率普遍上行。其中, 股份行 1 年期同业存单收益率上行 5.2bp, 1 月期同业存单收益率上行 5.5bp, AA+级 1 年期同业存单收益率上行 3.5bp。**主体利差方面, 农商行与股份行 1 年期存单利差下行 0.7bp 至 8.9bp; 期限利差方面, 1Y 与 1M CD 的利差下行 7.3bp 至 29.9bp; 等级利差方面, AA+(1Y)-AAA(1Y)存单利差下行 2.0bp 至 9.0bp。此外, “1Y CD-1Y MLF” 利差上行 5.2bp 至 12.4bp, “1Y CD-10Y 国债” 利差下行 0.1bp 至-8.2bp。**

➤ **风险提示:** 政策不确定性; 基本面变化超预期。



分析师 谭逸鸣

执业证书: S0100522030001

电话: 18673120168

邮箱: tanyiming@mszq.com

研究助理 郎赫男

执业证书: S0100122090052

电话: 15618988818

邮箱: langhenan@mszq.com

研究助理 谢瑶

执业证书: S0100123070021

电话: 13761602770

邮箱: xieyao@mszq.com

相关研究

- 1.利率专题: 存单, 何以解忧? -2023/11/24
- 2.可转债打新系列: 欧晶转债: 石英坩埚龙头-2023/11/23
- 3.城投信用事件专题: 化债行情下, 有哪些信用事件? -2023/11/21
- 4.城投择券策略系列: 2024, 城投择券胜负手-2023/11/21
- 5.利率专题: 债基久期高频跟踪: 优化与应用-2023/11/20

目录

1 下周资金面关注因素	3
2 超储情况跟踪	4
3 公开市场操作情况	5
4 货币市场跟踪	6
5 同业存单周度跟踪	9
5.1 同业存单一级市场跟踪	9
5.2 同业存单二级市场跟踪	12
6 风险提示	15
插图目录	16

1 下周资金面关注因素

11.27 -12.1 资金面关注因素有：

- (1) 逆回购到期 21670 亿元；
- (2) 政府债净缴款 2764 亿元，低于 11.20-11.24 政府债净缴款 4628 亿元；
- (3) 同业存单到期 3497 亿元，低于 11.20-11.24 同业存单到期额 4192 亿元。

图1：下周资金面主要关注因素（亿元）

单位：亿元		周一 11月27日	周二 11月28日	周三 11月29日	周四 11月30日	周五 12月1日	合计	
公开市场	逆回购到期	2050	3190	4600	5190	6640	到期21670亿	
	MLF/TMLF到期						到期0亿	
	国库定存净投放						净投放0亿	
政府债	国债发行					520	发行520亿	净发行-21亿
	地方债发行	39	374	110	105	70	发行698亿	净发行653亿
	合计发行	39	374	110	105	590	合计发行1218亿	合计净发行632亿
	国债缴款	1950					缴款1950亿	净缴款1409亿
	地方债缴款	764	39	374	118	105	缴款1400亿	净缴款1355亿
合计缴款	2714	39	374	118	105	合计缴款3350亿	合计净缴款2764亿	
同业存单	存单到期	1462	233	392	875	535	到期3497亿	

资料来源：wind，民生证券研究院

注 1：国债数据不含储蓄国债；下周到期规模含本周末（除调休日外）的到期数据。

2 超储情况跟踪

我们预测 2023 年 8-11 月的月度超储率如下。

图2：月度超储预测（亿元，%）

单位：亿元	2023年8月	2023年9月	2023年10月	2023年11月
外汇环比	-151	421	907	130
对其他存款性公司债权环比	11053	11321	5081	2717
减：M0环比	386	2738	-688	800
减：政府存款环比	-449	-728	16581	1400
减：缴准	4058	1988	-1127	1000
变动合计	6906	7744	-8778	-353
当月超储	51283	51343	42565	42212
超储基数	2724933	2746475	2735530	2759724
超储率	1.88%	1.87%	1.56%	1.53%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

2023 年 10-11 月周度超储影响因素变动预测如下。

图3：周度超储预测（亿元）

单位：亿元	10.30-11.3	11.6-11.10	11.13-11.17	11.20-11.24
公开市场净投放	-9260	-6480	11110	4460
逆回购	-9260	-6480	5110	4060
MLF/TMLF	0	0	6000	0
国库定存	0	0	0	400
减：财政收支差额	-3891	-1530	-1530	-1530
减：政府债净缴款	853	2113	3491	4680
减：缴准	18	227	227	227
减：缴税	0	0	9126	0
变动合计	-6240	-7290	-204	1083

资料来源：wind，民生证券研究院预测

3 公开市场操作情况

11.20-11.24, 公开市场净投放 4460 亿元。其中, 7 天期逆回购投放 21670 亿元, 到期 17610 亿元; 国库现金定存投放 900 亿元, 到期 500 亿元。

11.27-12.1, 7 天期逆回购到期 21670 亿元。

图4: 近一个月公开市场情况

时间段	发行/到期	名称	发生日期	规模(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)	期限(天)	
11.13-11.17	投放	逆回购	2023-11-13	1130	1.80	0.00	7	
		逆回购	2023-11-14	4240	1.80	0.00	7	
		MLF(投放)	2023-11-15	14500	2.50	0.00	366	
		逆回购	2023-11-15	4950	1.80	0.00	7	
		逆回购	2023-11-16	3770	1.80	0.00	7	
		逆回购	2023-11-17	3520	1.80	0.00	7	
	到期	逆回购到期	2023-11-13	180	1.80	0.00	7	
		逆回购到期	2023-11-14	3530	1.80	0.00	7	
		逆回购到期	2023-11-15	4740	1.80	0.00	7	
		MLF(到期)	2023-11-15	8500	2.75	0.00	365	
		逆回购到期	2023-11-16	2020	1.80	0.00	7	
		逆回购到期	2023-11-17	2030	1.80	0.00	7	
	净投放				11110			
	11.20-11.24	投放	逆回购	2023-11-20	2050	1.80	0.00	7
逆回购			2023-11-21	3190	1.80	0.00	7	
国库现金定存			2023-11-22	900	2.50	0.00	28	
逆回购			2023-11-22	4600	1.80	0.00	7	
逆回购			2023-11-23	5190	1.80	0.00	7	
逆回购			2023-11-24	6640	1.80	0.00	7	
到期		逆回购到期	2023-11-20	1130	1.80	0.00	7	
		国库现金定存到期	2023-11-21	500	2.50	0.00	28	
		逆回购到期	2023-11-21	4240	1.80	0.00	7	
		逆回购到期	2023-11-22	4950	1.80	0.00	7	
		逆回购到期	2023-11-23	3770	1.80	0.00	7	
		逆回购到期	2023-11-24	3520	1.80	0.00	7	
净投放				4460				
11.27-12.1		到期	逆回购到期	2023-11-27	2050	1.80	0.00	7
	逆回购到期		2023-11-28	3190	1.80	0.00	7	
	逆回购到期		2023-11-29	4600	1.80	0.00	7	
	逆回购到期		2023-11-30	5190	1.80	0.00	7	
	逆回购到期		2023-12-01	6640	1.80	0.00	7	
	净投放				-21670			

资料来源: wind, 民生证券研究院

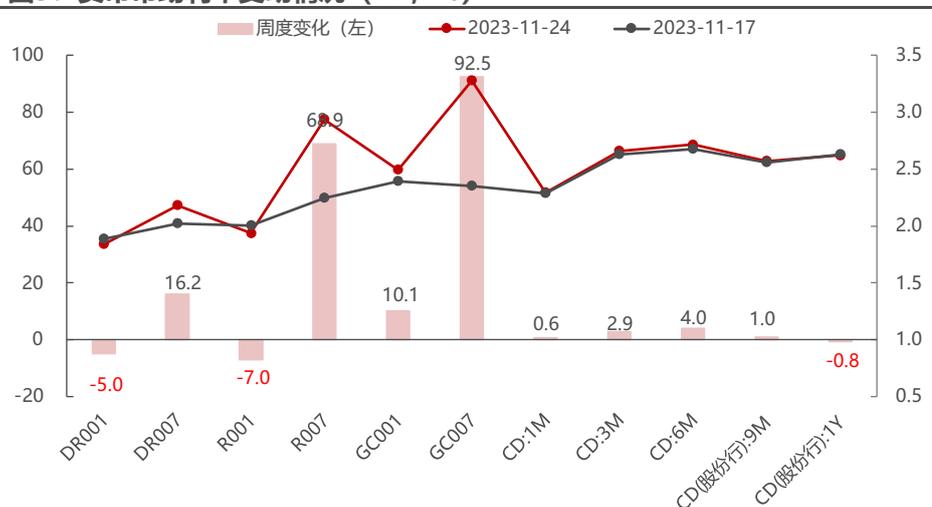
4 货币市场跟踪

11.20-11.24 货币市场相关利率走势：

(1) 资金利率分化：DR001 利率下行 5.0bp 至 1.8%，DR007 上行 16.2bp 至 2.2%，R001 下行 7.0bp 至 1.9%，R007 上行 68.9bp 至 2.9%；

(2) 同业存单发行利率分化：1 月期 CD 利率上行 0.6bp 至 2.3%，3 月期 CD 利率上行 2.9bp 至 2.7%，6 月期 CD 利率上行 4.0bp 至 2.7%，9 月期 CD (股份行) 利率上行 1.0bp 至 2.6%，1 年期 CD (股份行) 利率下行 0.8bp 至 2.6%。

图5：货币市场利率变动情况 (BP, %)



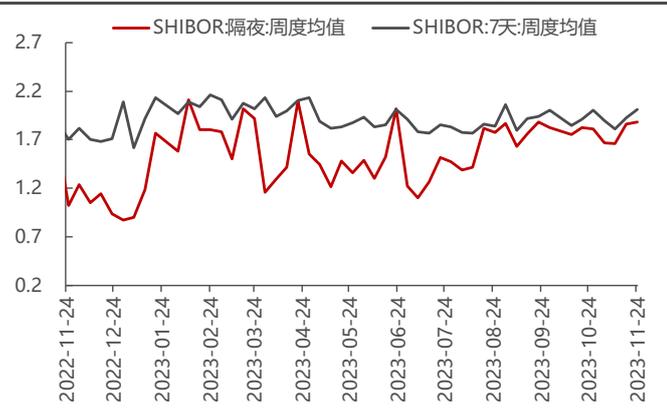
资料来源：wind，民生证券研究院

注：11.24 CD(股份行):9M 缺失，由前值代替。

(3) SHIBOR 利率：隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动 2BP、9BP 至 1.88%、2.01%；

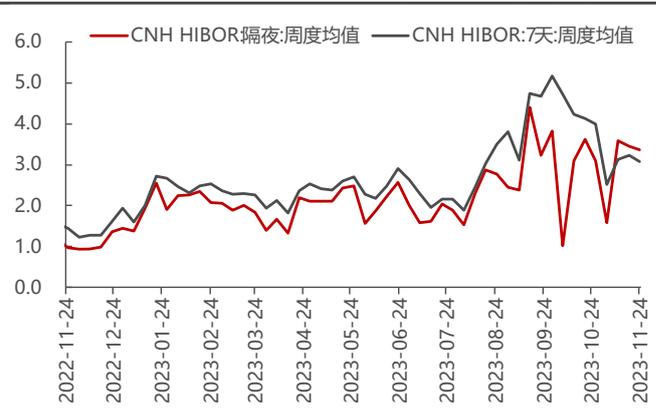
(4) CNH HIBOR 利率：隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动-8BP、-14BP 至 3.37%、3.08%；

图6: SHIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: CNH HIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)

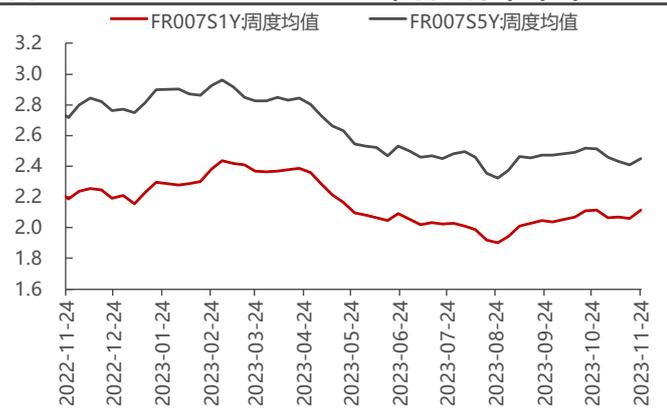


资料来源: wind, 民生证券研究院

(5) 利率互换收盘利率：FR007S1Y、FR007S5Y 利率周度均值分别较上周变动 5BP、4BP 至 2.11%、2.45%。

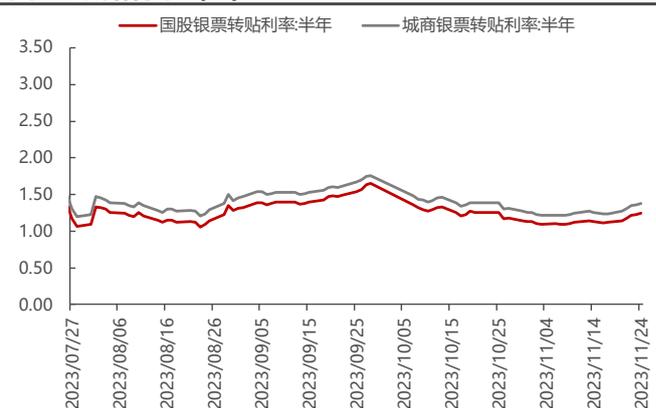
(6) 票据利率：国股银票转贴利率、城商银票转贴利率分别较上周变动 8.0BP、8.2BP 至 1.20%、1.33%。

图8: FR007S1Y、FR007S5Y (周度均值) (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 票据利率 (%)

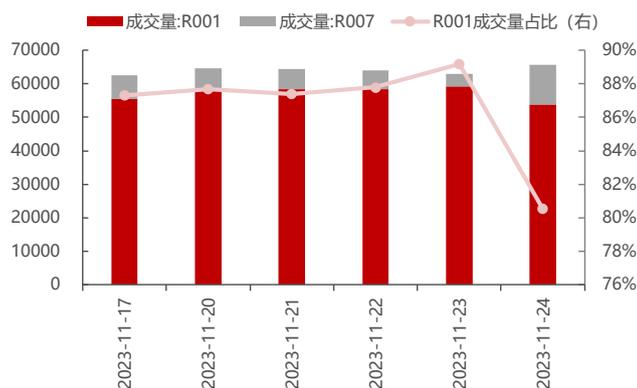


资料来源: wind, 民生证券研究院

银行间质押式回购成交额日均为 66610 亿元，比 11.13-11.17 增加 694 亿元。其中，R001 日均成交额 58626 亿元，平均占比 86.5%；R007 日均成交 6750 亿元，平均占比 10.1%。

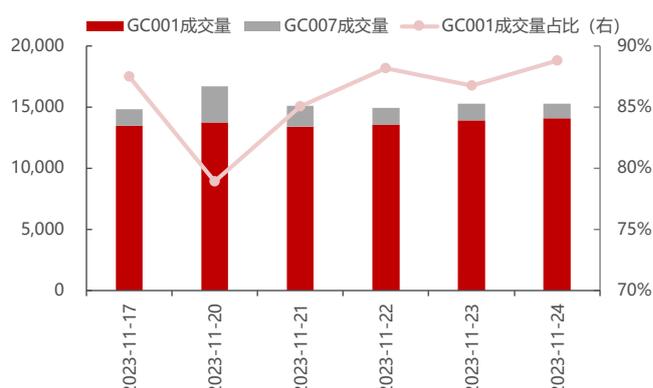
上交所新质押式国债回购日均成交额为 16088 亿元，比 11.13-11.17 减少 106 亿元。其中，GC001 日均成交额 13739 亿元，占比 85.5%，GC007 日均成交额 1712 亿元，占比 10.5%。

图10：银行间质押式回购成交情况（亿元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：上交所新质押式回购成交情况（亿元，%）

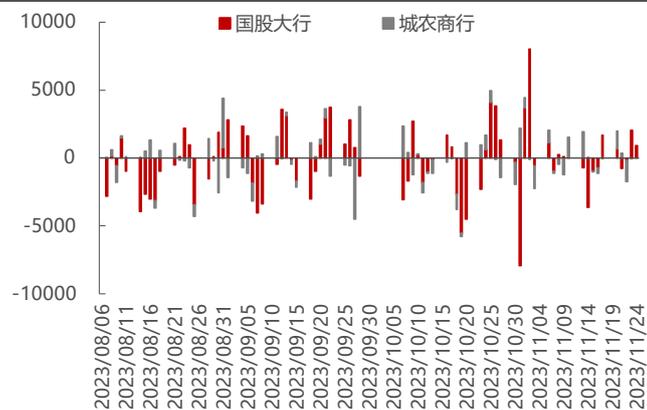


资料来源：wind，民生证券研究院

11.20-11.24，银行体系资金净融出（考虑到期）共计 2710 亿元，较 11.13-11.17 增加 4118 亿元，其中，国股大行净融出 2688 亿元，较 11.13-11.17 增加 7073 亿元，城农商行净融出 23 亿元，较 11.13-11.17 减少 2955 亿元。

从净供给水平来看，11.20-11.24，银行体系净供给平均 3.98 万亿元，较 11.13-11.17 增加 1367 亿元，周内净供给水平上行，11.24 较 11.20 增加 0.21 万亿元至 4.10 万亿元。

图12：银行体系每日净融出（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：净融出=逆回购交易金额-正回购交易金额-（当日到期逆回购-当日到期正回购）

图13：银行体系日均资金净供给（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：净供给=逆回购余额-正回购余额

5 同业存单周度跟踪

5.1 同业存单一级市场跟踪

5.1.1 同业存单发行和净融资

11.20-11.24 主要银行同业存单发行 3178 亿元，净融资额为-1131 亿元，对比 11.13-11.17 主要银行同业存单发行 7484 亿元，净融资额 1526 亿元，发行规模减少，净融资额减少。

分主体来看，城商行发行规模最大，农商行净融资规模最大。国有行、股份行、城商行、农商行分别发行 404 亿元、638 亿元、1694 亿元、442 亿元，占比分别为 13%、20%、53%、14%；净融资额分别为-443 亿元、-51 亿元、-616 亿元、-21 亿元。

分期限看，3 月期存单的发行规模和净融资额最高。1M、3M、6M、9M、1Y 期限发行规模分别为 625 亿元、1103 亿元、700 亿元、214 亿元、585 亿元，占比分别为 19%、34%、22%、7%、18%；净融资额分别为-2 亿元、384 亿元、-678 亿元、-393 亿元、-491 亿元。

从发行成功率来看，国有行发行成功率最高为 89%，城商行、股份行、农商行发行成功率分别为 68%、80%、80%；期限方面，3 月期发行成功率最高为 77%，1 月期、6 月期、9 月期、1 年期存单发行成功率分别为 77%、72%、63%、70%；AA 级发行成功率最高为 75%，AA+级、AAA 级存单发行成功率分别为 72%、73%。

5.1.2 同业存单发行利率跟踪

从不同银行发行利率来看，11.20-11.24 各主体的发行利率分化。股份行、国有行、农商行 1Y CD 发行利率分别下行 0.8bp、0.5bp、3.2bp 至 2.6%、2.6%、2.7bp，城商行 1Y CD 发行利率上行 5.2bp 至 2.8%。

从不同期限的发行利率来看，11.20-11.24 各期限的发行利率分化。1 月期、3 月期、6 月期、9 月期 CD（股份行）发行利率分别上行 0.6bp、2.9bp、4.0bp、1.0bp 至 2.3%、2.7%、2.7%、2.6%，1 年期 CD（股份行）发行利率下行 0.8bp 至 2.6%。

5.1.3 同业存单发行利差跟踪

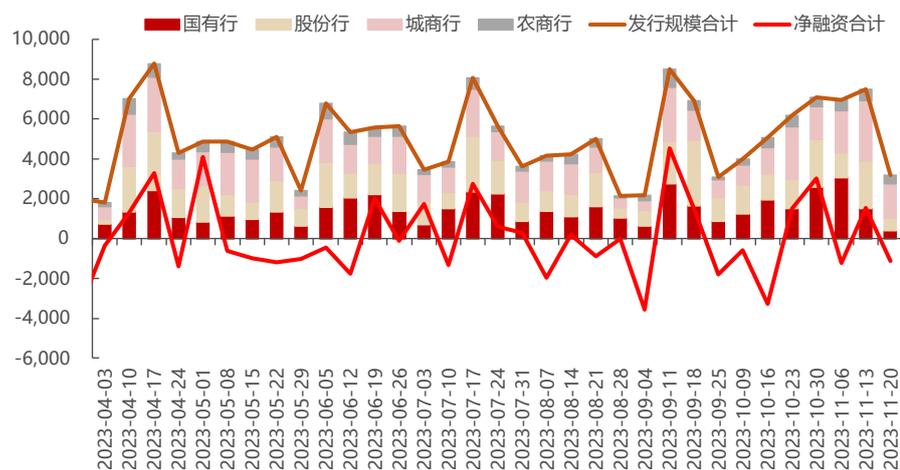
11.20-11.24 主体发行利差分化，国有行与股份行、城商行与股份行 1 年期存单发行利差分别上行 4.3bp 和 6.0bp 至-1.5bp、21.1bp，农商行与股份行 1 年期存单发行利差下行-2.3bp 至 10.0bp。

期限利差方面，1Y-1M、1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M 利差分别下行 10.0bp、

2.9bp、0.8bp、0.8bp至42.0bp、8.3bp、7.0bp、6.0bp。

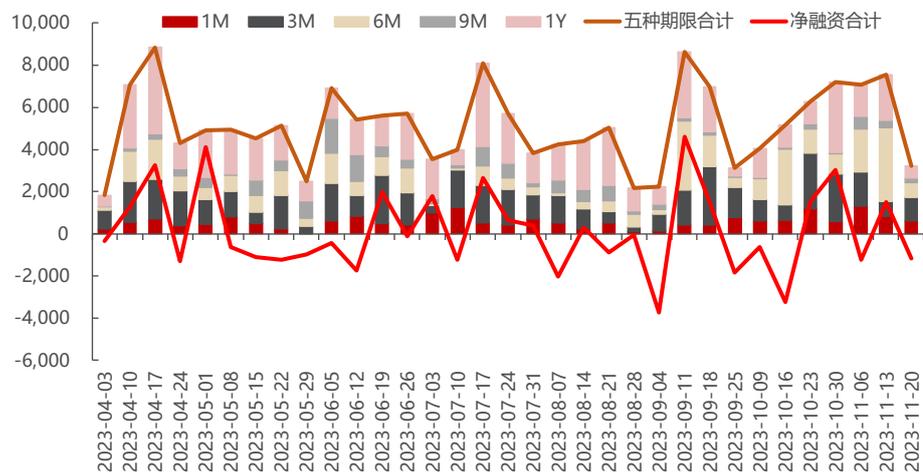
此外，股份行 1Y CD 与 R007 的利差下行 69.7bp 至-31.5bp，1Y CD 与 R001 的利差上行 6.2bp 至 68.5bp，“1Y CD-1 年期 MLF”利差下行 0.8bp 至 12.0bp。

图14：主要银行同业存单发行情况（亿元）



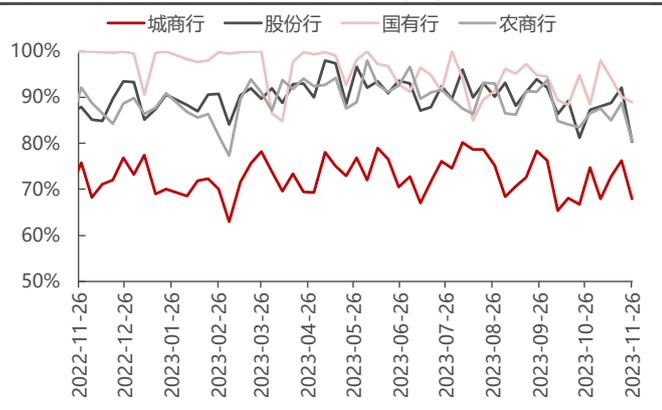
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：不同期限同业存单发行情况（亿元）



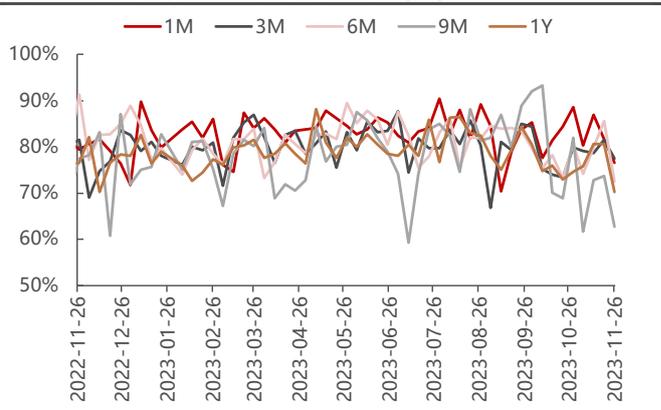
资料来源：wind，民生证券研究院

图16: 不同银行 CD 发行成功率 (%)



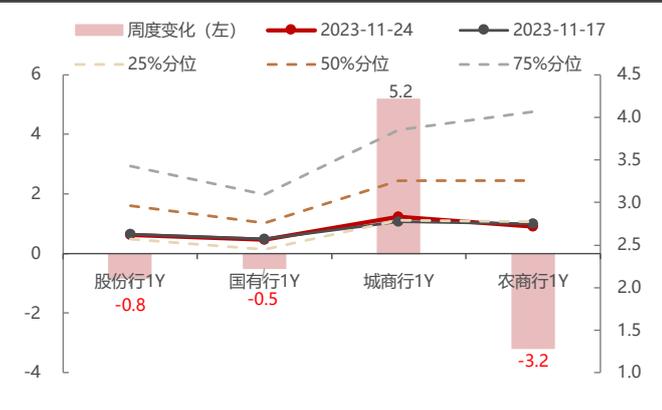
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 不同期限 CD 发行成功率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

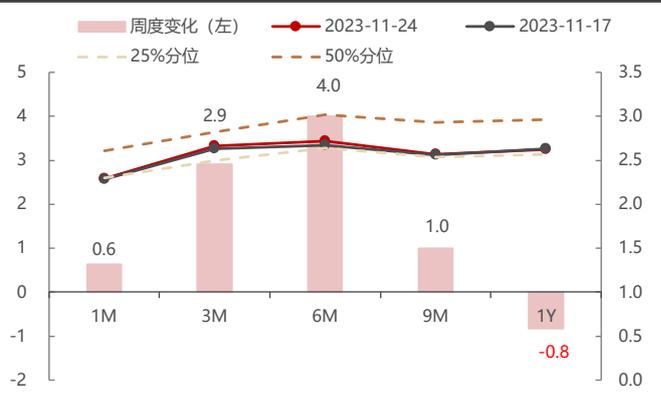
图18: 不同银行 CD 发行利率一周变动 (BP, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 11.24 国有行 1Y 发行利率缺失, 由前值代替。

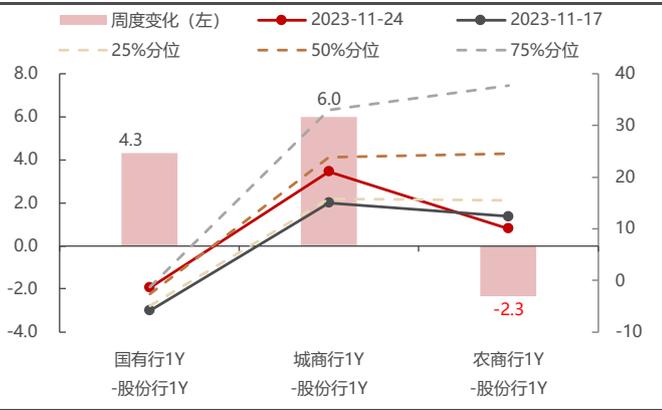
图19: 不同期限 CD 发行利率一周变动 (BP, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 11.24 9M 发行利率缺失, 由前值代替。

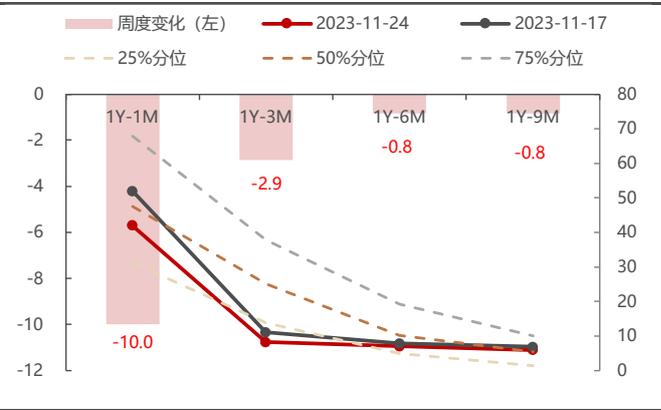
图20: 主体发行利差一周变动 (BP, BP)



资料来源: wind, 民生证券研究院

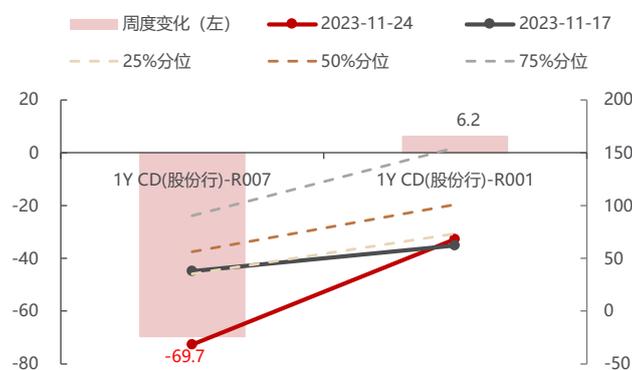
注: 11.24 国有行 1Y-股份行 1Y 数据缺失, 由前值代替。

图21: 期限发行利差一周变动 (BP, BP)

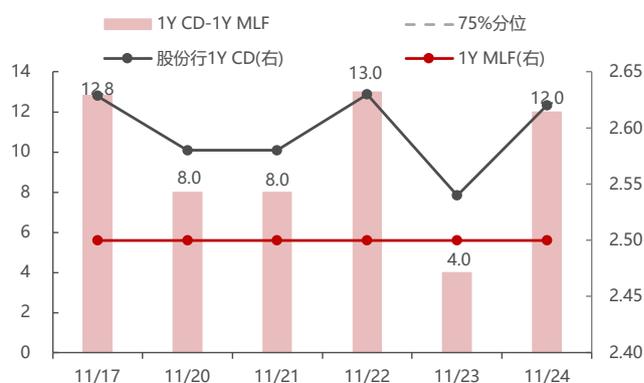


资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 11.17 1Y-1M CD 发行利差数据缺失, 11.24 9M 发行利率缺失, 由前值代替。

图22：1YCD 与资金利率发行利差 (BP, BP)


资料来源：wind，民生证券研究院

图23：1YCD 与 1YMLF 发行利差 (BP, %)


资料来源：wind，民生证券研究院

5.2 同业存单二级市场跟踪

5.2.1 同业存单收益率跟踪

11.20-11.24 同业存单收益率普遍上行。

分主体看，各主体存单收益率普遍上行。股份行、国有行、城商行 1 年期存单收益率分别上行 5.2bp、4.9bp、5.2bp 至 2.6%、2.6%、2.8%。

分期限看，不同期限存单收益率普遍上行。1M、3M、6M、9M、1Y 期限存单收益率分别上行 12.8bp、10.2bp、6.7bp、6.0bp、5.5bp 至 2.3%、2.6%、2.6%、2.6%、2.6%。

分等级看，各等级同业存单收益率普遍上行。AAA、AA+、AA 等级 1 年期存单收益率分别上行 5.5bp、3.5bp、1.5bp 至 2.6%、2.7%、2.8%。

5.2.2 同业存单收益率利差跟踪

11.20-11.24 国有行与股份行存单利差，农商行与股份行 1 年期存单利差均下行，国有行与股份行 1 年期存单利差下行 0.3bp 至 1.8bp，农商行与股份行 1 年期存单利差下行 0.7bp 至 8.9bp。

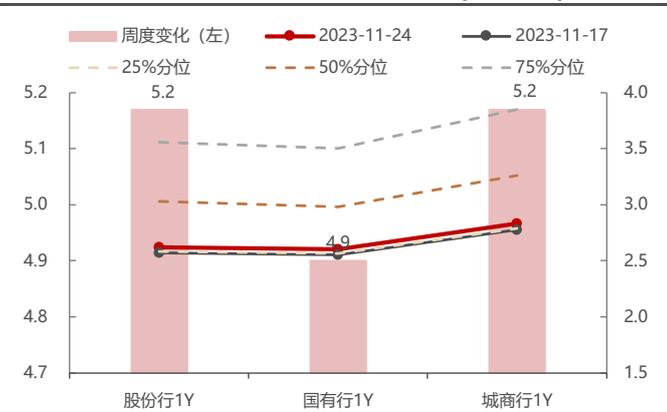
1 年期与 1 月期存单利差下行，1 年期与 1 月期存单利差下行 7.3bp 至 29.9bp，1 年期与 3 月期存单利差下行 4.7bp 至 2.8bp，1 年期与 6 月期存单利差下行 1.3bp 至 0.8bp，1 年期与 9 月期存单利差下行 0.5bp 至 0.7bp。

等级利差方面，AA+(1Y)-AAA(1Y)存单利差下行 2.0bp 至 9.0bp，AA(1Y)-AAA(1Y)存单利差下行 4.0bp 至 20.0bp。

此外，“1Y CD-1Y MLF”利差上行 5.2bp 至 12.4bp，“1Y CD-10Y 国债”

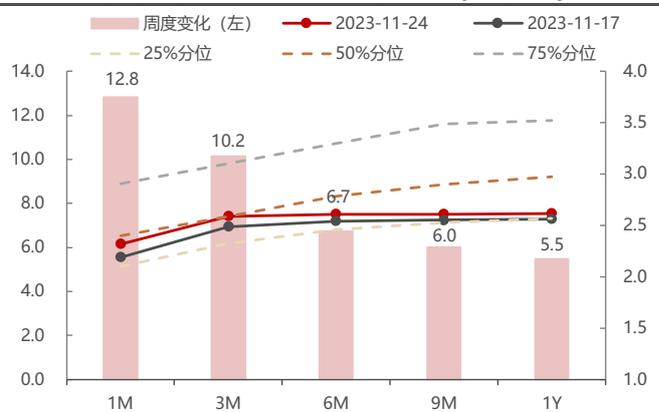
利差下行 0.1bp 至 -8.2bp。

图24: 不同银行 CD 收益率一周变动 (BP, %)



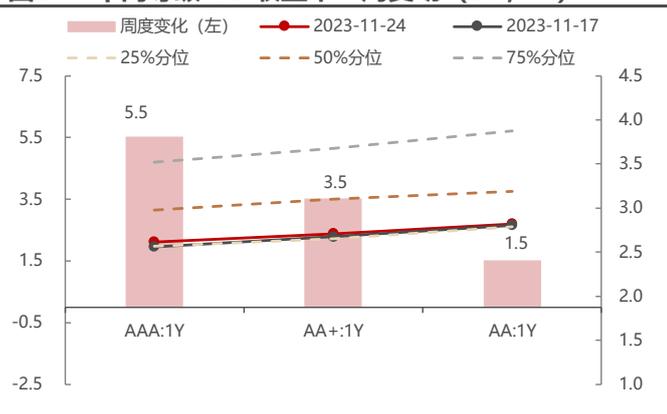
资料来源: wind, 民生证券研究院

图25: 不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)



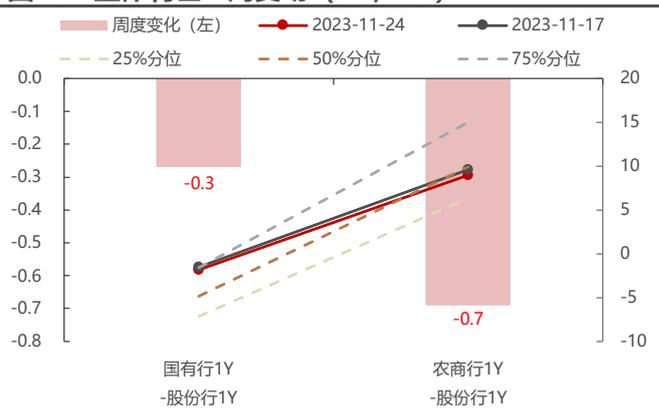
资料来源: wind, 民生证券研究院

图26: 不同等级 CD 收益率一周变动 (BP, %)



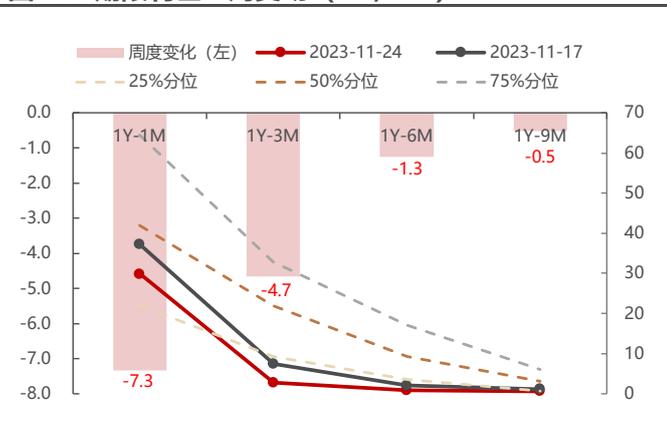
资料来源: wind, 民生证券研究院

图27: 主体利差一周变动 (BP, BP)



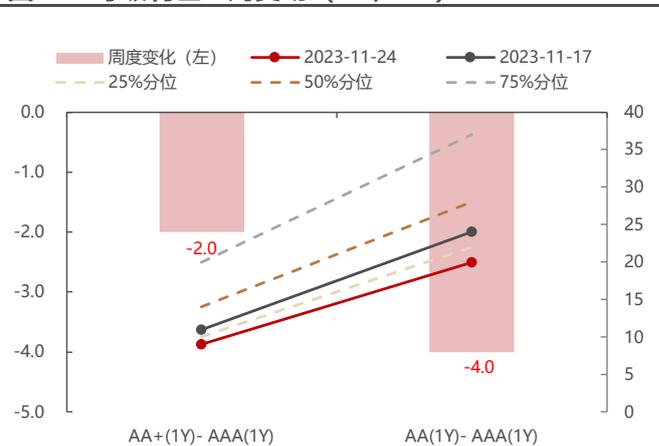
资料来源: wind, 民生证券研究院

图28: 期限利差一周变动 (BP, BP)



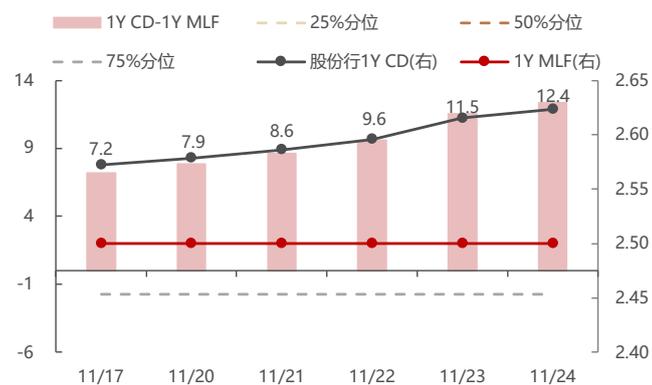
资料来源: wind, 民生证券研究院

图29: 等级利差一周变动 (BP, BP)



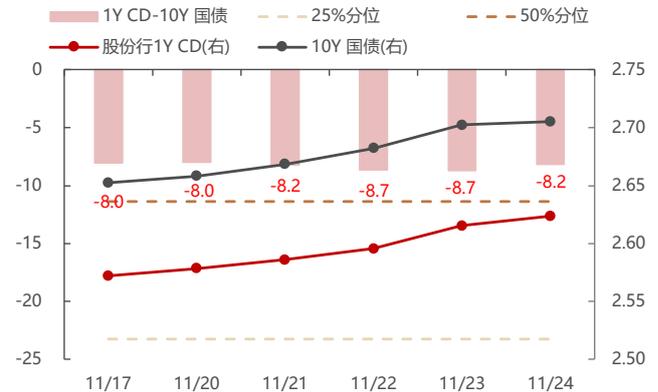
资料来源: wind, 民生证券研究院

图30: 1YCD与1YMLF利差一周变动 (BP, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图31: 1YCD与10Y国债利差一周变动 (BP, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

6 风险提示

- 1) **政策不确定性**：货币政策、财政政策可能超预期变化；
- 2) **基本面变化超预期**：经济基本面变化可能超预期。

插图目录

图 1: 下周资金面主要关注因素 (亿元)	3
图 2: 月度超储预测 (亿元, %)	4
图 3: 周度超储预测 (亿元)	4
图 4: 近一个月公开市场情况	5
图 5: 货币市场利率变动情况 (BP, %)	6
图 6: SHIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)	7
图 7: CNH HIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)	7
图 8: FR007S1Y、FR007S5Y (周度均值) (%)	7
图 9: 票据利率 (%)	7
图 10: 银行间质押式回购成交情况 (亿元, %)	8
图 11: 上交所新质押式回购成交情况 (亿元, %)	8
图 12: 银行体系每日净融出 (亿元)	8
图 13: 银行体系日均资金净供给 (亿元)	8
图 14: 主要银行同业存单发行情况 (亿元)	10
图 15: 不同期限同业存单发行情况 (亿元)	10
图 16: 不同银行 CD 发行成功率 (%)	11
图 17: 不同期限 CD 发行成功率 (%)	11
图 18: 不同银行 CD 发行利率一周变动 (BP, %)	11
图 19: 不同期限 CD 发行利率一周变动 (BP, %)	11
图 20: 主体发行利差一周变动 (BP, BP)	11
图 21: 期限发行利差一周变动 (BP, BP)	11
图 22: 1YCD 与资金利率发行利差 (BP, BP)	12
图 23: 1YCD 与 1YMLF 发行利差 (BP, %)	12
图 24: 不同银行 CD 收益率一周变动 (BP, %)	13
图 25: 不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)	13
图 26: 不同等级 CD 收益率一周变动 (BP, %)	13
图 27: 主体利差一周变动 (BP, BP)	13
图 28: 期限利差一周变动 (BP, BP)	13
图 29: 等级利差一周变动 (BP, BP)	13
图 30: 1YCD 与 1YMLF 利差一周变动 (BP, %)	14
图 31: 1YCD 与 10Y 国债利差一周变动 (BP, %)	14

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026