

DR001 下行至 1.68%

2024年07月13日

7.15-7.19 资金面关注因素:

(1) 逆回购到期 100 亿元; (2) MLF 到期 1030 亿元; (3) 政府债净缴款 1778 亿元; (4) 同业存单到期 5712 亿元; (5) 15 日是主要税种申报截止日, 16-17 日将迎走款高峰期, 关注税期扰动。

7.8-7.12 公开市场情况:

7.8-7.12, 公开市场净投放 0 元。 7 天逆回购投放 100 亿元, 到期 100 亿元。

7.8-7.12 货币市场利率变动:

货币市场利率走势: (1) DR001 下行 8.7BP 至 1.68%, DR007 下行 0.4BP 至 1.8%, R001 下行 8.4BP 至 1.72%, R007 下行 2.2BP 至 1.83%; (2) CD:1M 下行 1.6BP 至 1.85%, CD:3M 上行 2.6BP 至 1.92%, CD:6M 上行 9.4BP 至 2.04%, CD(股份行):1Y 上行 4BP 至 1.98%。

银行间质押式回购日均成交额 70351 亿元, 比 07/01-07/05 增加 3978 亿元。 其中, R001 日均成交额 63052 亿元, 平均占比 89.6%; R007 日均成交额 6370 亿元, 平均占比 9.1%。**上交所新质押式国债回购日均成交额为 17206 亿元, 比 07/01-07/05 减少 773 亿元。** 其中, GC001 日均成交额 14723 亿元, 平均占比 85.7%; GC007 日均成交额 1820 亿元, 平均占比 10.5%。

7.8-7.12 同业存单一级市场跟踪:

07/08-07/12 四类主要银行同业存单发行总额为 5159 亿元, 净融资额为 782 亿元, 对比 07/01-07/05 主要银行发行总额 2224 亿元, 净融资额 932 亿元, 发行规模增加, 净融资额减少。**分主体来看,** 城商行发行规模最大, 城商行净融资额最高。**分期限看,** 1Y 存单发行规模最大, 1Y 存单净融资额最高。**从发行成功率来看,** 国有行、1M、AAA 发行成功率最高, 分别为 100%、89%、86%。

各期限发行利率分化, 1M、3M、6M、9M (股份行)、1Y (股份行) 发行利率分别变动-1.6BP、2.6BP、9.4BP、6.8BP、4BP 至 1.9%、1.9%、2%、2%、2%。**各主体发行利率上行,** 股份行、国有行、城商行、农商行 1Y 同业存单发行利率分别变动 4BP、3.4BP、1.3BP、1.8BP 至 2%、2%、2.1%、2.1%。

各主体发行利差收窄, 各期限利差分化, 此外, 股份行 1Y CD 与 R007 的利差变动 6.2BP 至 14.83BP, 1Y CD 与 R001 的利差变动 12.37BP 至 26.23BP。1Y CD-1 年期 MLF 利差变动 3.96BP 至 -51.71BP。

7.8-7.12 同业存单二级市场跟踪:

1M、3M、6M、9M、1Y 存单收益率分别变动 0BP、0.24BP、0.48BP、-0.13BP、0.25BP 至 1.79%、1.81%、1.9%、1.95%、1.95%。股份行、国有行、农商行 1Y 存单收益率分别变动 0.22BP、0.12BP、0.74BP 至 1.96%、1.95%、2.02%。

主体利差分化、等级利差分化、期限利差分化。此外, “1Y CD-1Y MLF” 利差变动 0.22BP 至 -53.59BP, “1Y CD-10Y 国债” 利差变动 1.72BP 至 -29.63BP。

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

邮箱: tanyiming@mszq.com

研究助理 郎赫男

执业证书: S0100122090052

邮箱: langhenan@mszq.com

研究助理 何楠飞

执业证书: S0100123070014

邮箱: henanfei@mszq.com

相关研究

- 1.利率专题: 三季度政府债供给如何? -2024/07/12
- 2.城投随笔系列: 有哪些新发债城投? ——一份全新的城投名单-2024/07/11
- 3.可转债打新系列: 振华转债: 铬化学品生产龙头企业-2024/07/11
- 4.城投随笔系列: 含调整票面利率选择权的城投债, 怎么看? -2024/07/11
- 5.可转债打新系列: 严牌转债: 国内过滤材料生产龙头企业-2024/07/10

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

下周资金面关注因素有：

- (1) 逆回购到期 100 亿元；
- (2) MLF 到期 1030 亿元；
- (3) 政府债净缴款 1778 亿元；
- (4) 同业存单到期 5712 亿元；
- (5) 15 日是主要税种申报截止日，16-17 日将迎走款高峰期，关注税期扰动。

图1：下周资金面主要关注因素（亿元）

单位：亿元		周一 7月15日	周二 7月16日	周三 7月17日	周四 7月18日	周五 7月19日	合计	
公开市场	逆回购到期	20	20	20	20	20	到期100亿	
	MLF/TMLF到期			1030			到期1030亿	
	国库定存到期						到期0亿	
政府债	国债发行					550	发行550亿	净发行550亿
	地方债发行		334	54	510	231	发行1130亿	净发行49亿
	合计发行	0	334	54	510	781	合计发行1680亿	合计净发行599亿
	国债缴款	1680					缴款1680亿	净缴款1680亿
	地方债缴款	280		334	54	510	缴款1179亿	净缴款98亿
合计缴款	1960	0	334	54	510	合计缴款2859亿	合计净缴款1778亿	
同业存单	存单到期	849	311	634	1426	2492	到期5712亿	
其他		缴税截止日						

资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：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 2024 年 2 月-2024 年 7 月的月度超储率如下。

图2：月度超储预测（亿元，%）

单位：亿元	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月
外汇环比	848	501	-231	-190	-20	10
对其他存款性公司债权环比	-12892	-6684	-8294	1208	3743	-5575
减：M0环比	-389	-3799	100	-248	150	450
减：政府存款环比	-5643	-6461	-1595	5486	-6200	9000
减：缴准	-5510	22330	-6960	-4609	3100	-1300
变动合计	-502	-18252	-70	389	6673	-13715
当月超储	58763	40512	40441	40831	47504	33788
超储基数	2840367	2895035	2892018	2911980	2962787	2955594
超储率	2.07%	1.40%	1.40%	1.40%	1.60%	1.14%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

2024 年 5 月到 7 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	5.20-5.24	5.27-5.31	6.3-6.7	6.11-6.14	6.17-6.21	6.24-6.28	7.1-7.5	7.8-7.12
公开市场净投放	680	6040	-6040	-20	2650	3520	-7400	0
逆回购	-20	6040	-6040	-20	3900	3520	-7400	0
MLF/TMLF	0	0	0	0	-550	0	0	0
国库定存	700	0	0	0	-700	0	0	0
减：财政收支差额	-313	-313	-2774	-2219	-2774	-2774	573	573
减：政府债净缴款	2296	5559	1898	2963	2249	1601	1368	1739
减：缴准	238	238	816	653	816	816	-283	-283
减：缴税	16645	0	0	0	12542	0	0	0
变动合计	-18186	556	-5979	-1416	-10183	3878	-9059	-2030

资料来源：wind，民生证券研究院预测

3 公开市场操作情况

7.8-7.12, 公开市场净投放 0 元。7 天逆回购投放 100 亿元, 到期 100 亿元。

7.15-7.19, 公开市场到期 1130 亿元。7 天逆回购到期 100 亿元, MLF 到期 1030 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)
7.1-7.5	投放	逆回购	2024-07-01	20	1.80	--	7
		逆回购	2024-07-02	20	1.80	0.00	7
		逆回购	2024-07-03	20	1.80	0.00	7
		逆回购	2024-07-04	20	1.80	0.00	7
		逆回购	2024-07-05	20	1.80	0.00	7
	到期	逆回购到期	2024-07-01	500	1.80	--	7
		逆回购到期	2024-07-02	3000	1.80	0.00	7
		逆回购到期	2024-07-03	2500	1.80	0.00	7
		逆回购到期	2024-07-04	1000	1.80	0.00	7
		逆回购到期	2024-07-05	500	1.80	0.00	7
净投放				-7400			
7.8-7.12	投放	逆回购	2024-07-08	20	1.80	--	7
		逆回购	2024-07-09	20	1.80	0.00	7
		逆回购	2024-07-10	20	1.80	0.00	7
		逆回购	2024-07-11	20	1.80	0.00	7
		逆回购	2024-07-12	20	1.80	0.00	7
	到期	逆回购到期	2024-07-08	20	1.80	--	7
		逆回购到期	2024-07-09	20	1.80	0.00	7
		逆回购到期	2024-07-10	20	1.80	0.00	7
		逆回购到期	2024-07-11	20	1.80	0.00	7
		逆回购到期	2024-07-12	20	1.80	0.00	7
净投放				0			
7.15-7.19	到期	逆回购到期	2024-07-15	20	1.80	--	7
		逆回购到期	2024-07-16	20	1.80	0.00	7
		逆回购到期	2024-07-17	20	1.80	0.00	7
		MLF到期	2024-07-17	1030	2.65	--	366
		逆回购到期	2024-07-18	20	1.80	0.00	7
		逆回购到期	2024-07-19	20	1.80	0.00	7
到期				1130			

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

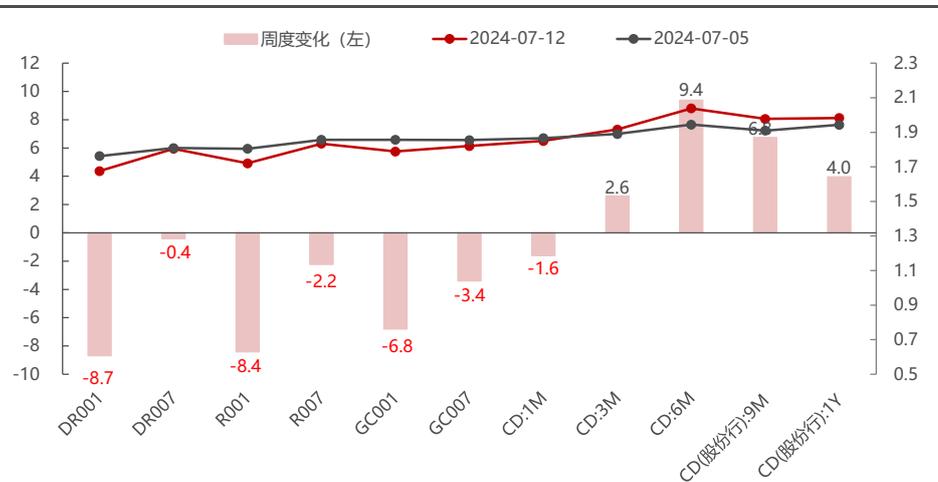
4 货币市场跟踪

7.8-7.12 货币市场相关利率走势：

(1) 资金利率下行：DR001 下行 8.7BP 至 1.68%，DR007 下行 0.4BP 至 1.8%，R001 下行 8.4BP 至 1.72%，R007 下行 2.2BP 至 1.83%；

(2) 同业存单利率分化：CD:1M 下行 1.6BP 至 1.85%，CD:3M 上行 2.6BP 至 1.92%，CD:6M 上行 9.4BP 至 2.04%，CD(股份行):9M 上行 6.8BP 至 1.98%，CD(股份行):1Y 上行 4BP 至 1.98%。

图5：货币市场利率变动情况 (BP, %)

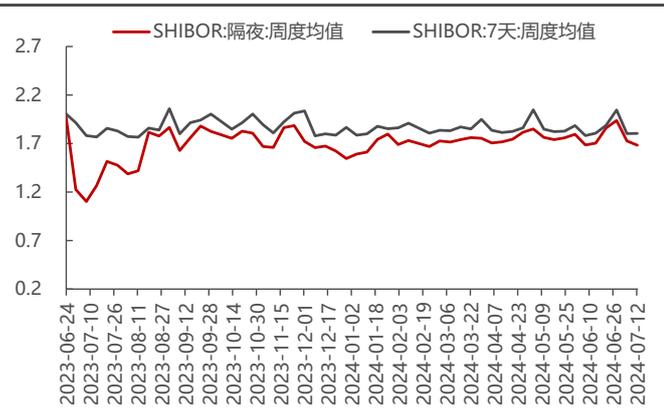


资料来源：iFinD，民生证券研究院

(3)SHIBOR 利率:隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动-4.34BP、0.24BP 至 1.68%、1.81%;

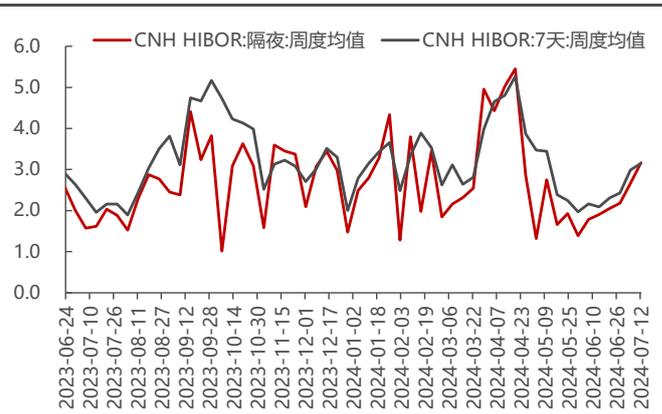
(4) CNH HIBOR 利率:隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动 50.02BP、16.38BP 至 3.16%、3.15%。

图6: SHIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图7: CNH HIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)

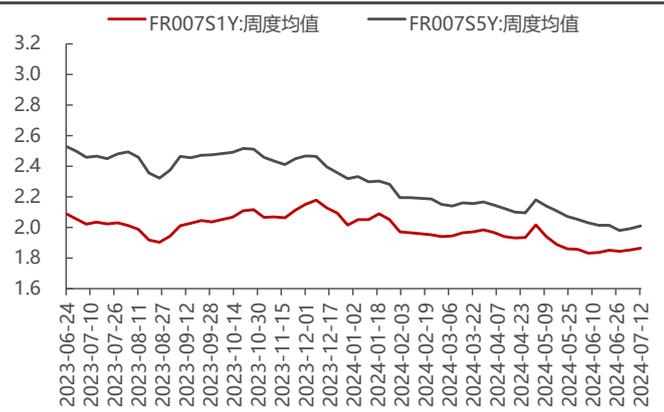


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

(5) 利率互换收盘利率:FR007S1Y、FR007S5Y 利率周度均值分别较上周变动 1.17BP、1.66BP 至 1.86%、2.01%。

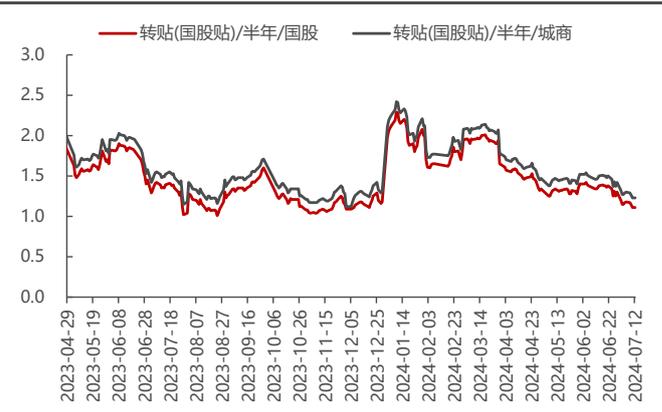
(6) 票据利率:半年国股转贴利率、半年城商转贴利率分别较上周变动-4.2BP、-4.2BP 至 1.13%、1.25%。

图8: FR007S1Y、FR007S5Y (周度均值) (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图9: 票据利率 (%)

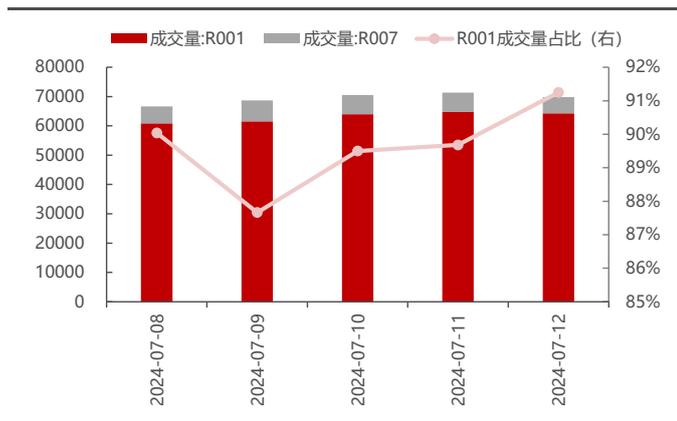


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

银行间质押式回购日均成交额 70351 亿元，比 07/01-07/05 增加 3978 亿元。其中，R001 日均成交额 63052 亿元，平均占比 89.6%；R007 日均成交额 6370 亿元，平均占比 9.1%。

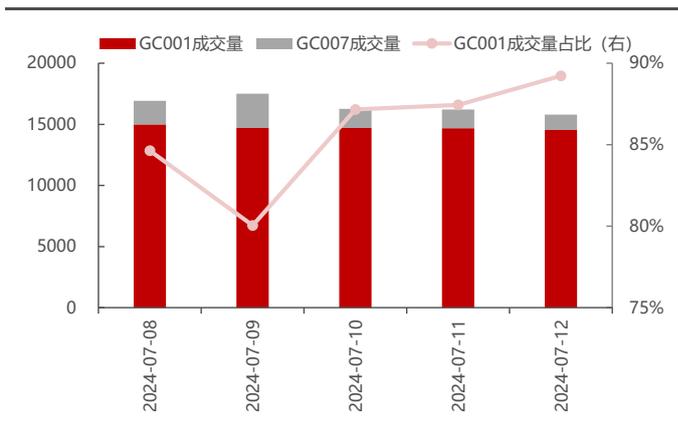
上交所新质押式国债回购日均成交额为 17206 亿元，比 07/01-07/05 减少 773 亿元。其中，GC001 日均成交额 14723 亿元，平均占比 85.7%；GC007 日均成交额 1820 亿元，平均占比 10.5%。

图10：银行间质押式回购成交情况（亿元，%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：上交所新质押式回购成交情况（亿元，%）

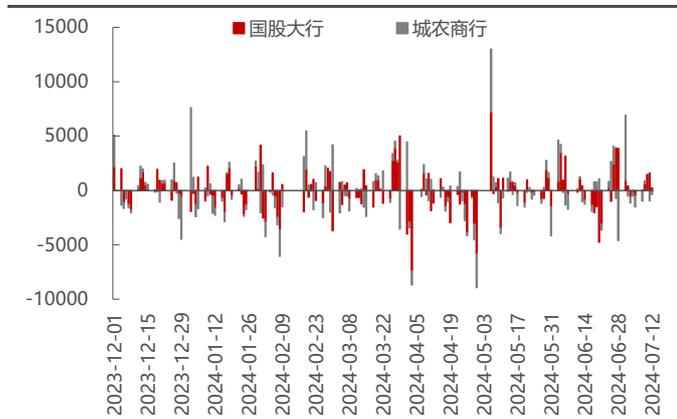


资料来源：iFinD，民生证券研究院

07/08-07/12，银行体系资金净融出（考虑到期）共计 1893 亿元，较 07/01-07/05 变动-1730 亿元。其中，国股大行净融出 3964 亿元，较 07/01-07/05 变动 3826 亿元，城农商行净融出-2071 亿元，较 07/01-07/05 变动-5556 亿元。

从净供给水平来看，07/08-07/12 银行体系净供给平均 3.77 万亿元，较 07/01-07/05 变动-1154 亿元，周内净供给水平增加，07/08 较 07/12 变动 2834 亿元至 3.88 万亿元。

图12：银行体系每日净融出（亿元）



资料来源：idata，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：idata，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

07/08-07/12 四类主要银行同业存单发行总额为 5159 亿元,净融资额为-782 亿元,对比 07/01-07/05 主要银行发行总额 2224 亿元,净融资额 932 亿元,发行规模增加,净融资额减少。

分主体来看,城商行发行规模最大,城商行净融资额最高。国有行、股份行、城商行、农商行分别发行 1627 亿元、1210 亿元、1896 亿元、427 亿元,占比分别为 32%、23%、37%、8%;净融资额分别为-375 亿元、-553 亿元、139 亿元、7 亿元。

分期限看,1Y 存单发行规模最大,1Y 存单净融资额最高。1M、3M、6M、9M、1Y 期限发行规模分别为 1097 亿元、610 亿元、524 亿元、431 亿元、2580 亿元,占比分别为 21%、12%、10%、8%、49%;净融资额分别为 795 亿元、-1946 亿元、-929 亿元、386 亿元、929 亿元。

从发行成功率来看,国有行发行成功率最高,城商行、股份行、国有行、农商行发行成功率分别为 75%、94%、100%、92%;1M 发行成功率最高,1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单发行成功率分别为 89%、86%、81%、84%、83%;AAA 发行成功率最高,AA、AA+、AAA 同业存单发行成功率分别为 81%、81%、86%。

5.1.2 同业存单发行利率跟踪

从不同期限发行利率来看,07/08-07/12 各期限发行利率分化,1M、3M、6M、9M(股份行)、1Y(股份行)发行利率分别变动-1.6BP、2.6BP、9.4BP、6.8BP、4BP 至 1.9%、1.9%、2%、2%、2%。

从不同银行发行利率来看,07/08-07/12 各主体发行利率上行,股份行、国有行、城商行、农商行 1Y 同业存单发行利率分别变动 4BP、3.4BP、1.3BP、1.8BP 至 2%、2%、2.1%、2.1%。

5.1.3 同业存单发行利差跟踪

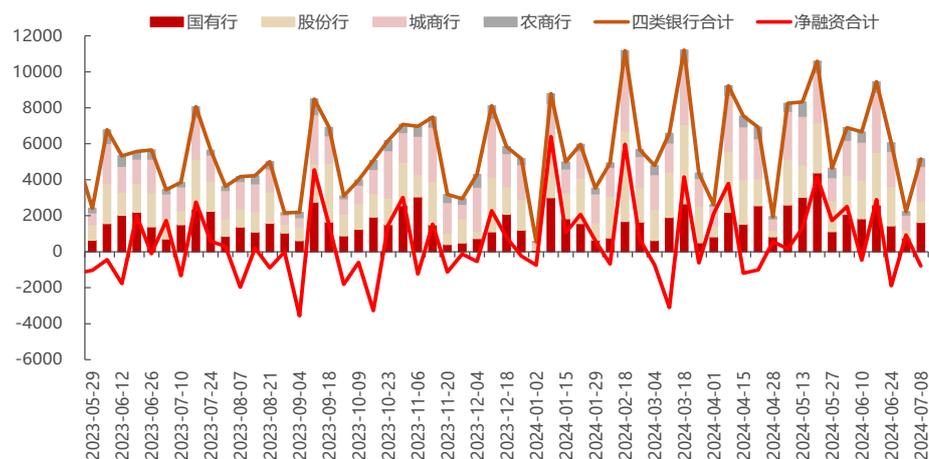
07/08-07/12 主体发行利差收窄,国有行 1Y-股份行 1Y、城商行 1Y-股份行 1Y、农商行 1Y-股份行 1Y 同业存单发行利差分别变动-0.6BP、-2.7BP、-2.1BP 至-1.7BP、14.7BP、8.1BP。

07/08-07/12 期限利差分化,1Y-1M、1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M 同业存单

发行利差分别变动 1BP、1.2BP、2.2BP、-2.8BP 至 20.3BP、12.5BP、4.5BP、0.5BP。

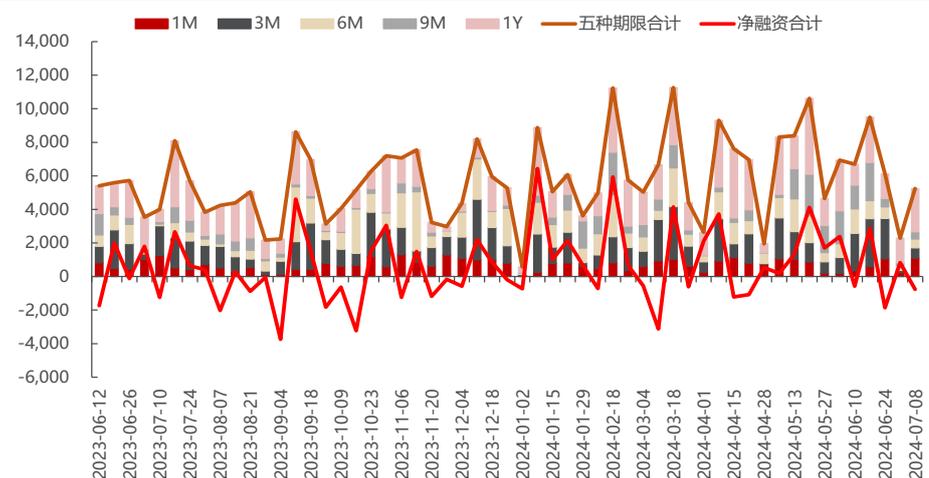
此外，股份行 1Y CD 与 R007 的利差变动 6.2BP 至 14.83BP，1Y CD 与 R001 的利差变动 12.37BP 至 26.23BP。1Y CD-1 年期 MLF 利差变动 3.96BP 至 51.71BP。

图14：主要银行同业存单发行情况（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图15：不同期限同业存单发行情况（亿元）



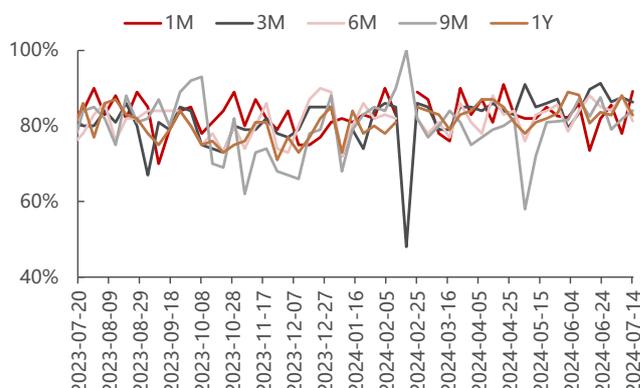
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图16: 不同银行 CD 发行成功率 (%)



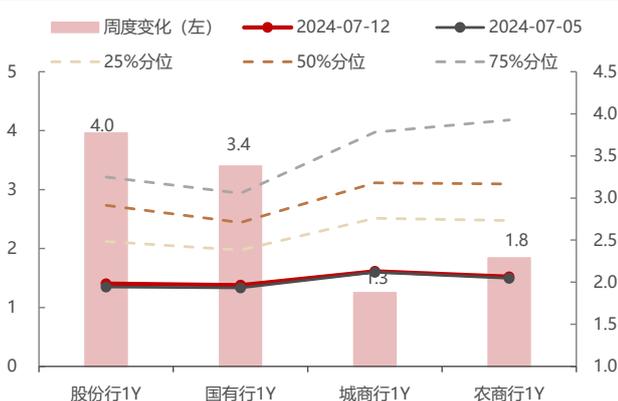
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图17: 不同期限 CD 发行成功率 (%)



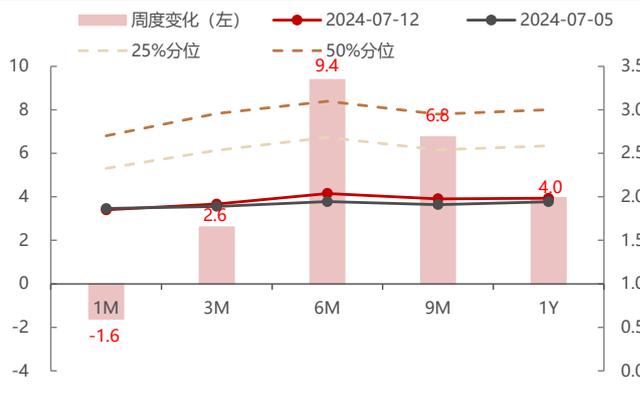
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图18: 不同银行 CD 发行利率一周变动 (BP, %)



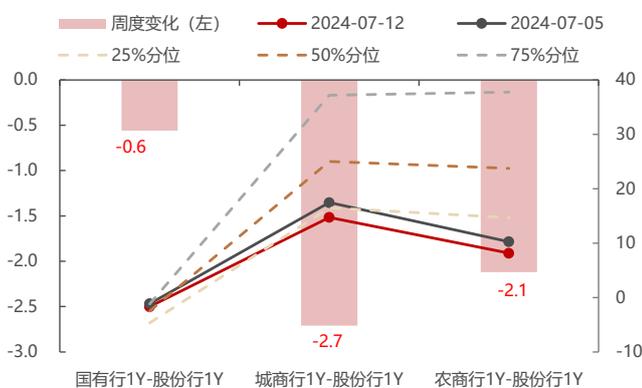
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图19: 不同期限 CD 发行利率一周变动 (BP, %)



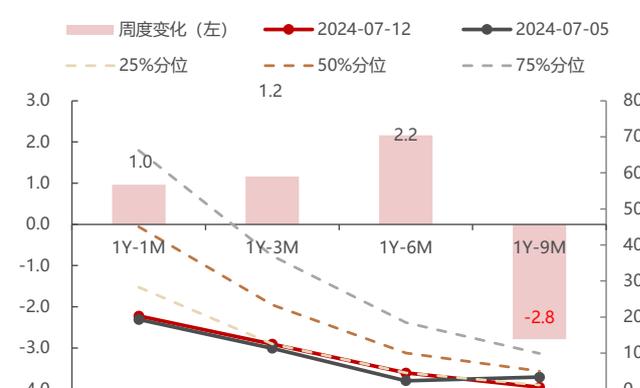
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图20: 主体发行利差一周变动 (BP, BP)

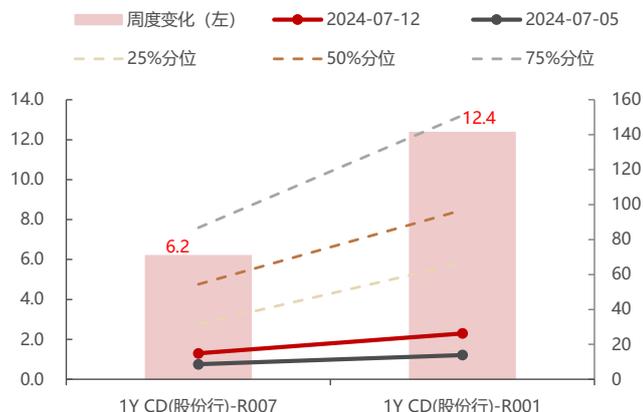


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

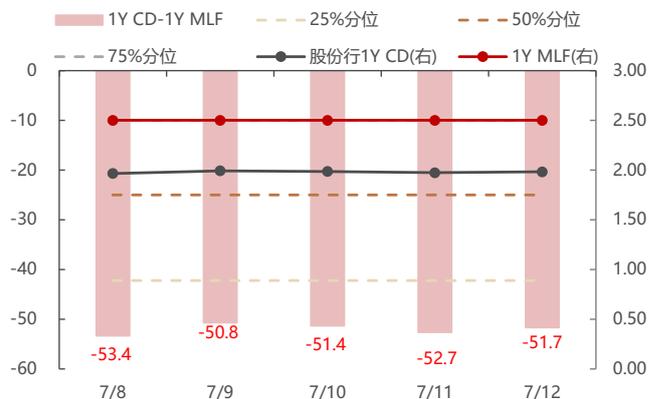
图21: 期限发行利差一周变动 (BP, BP)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图22: 1YCD与资金利率发行利差 (BP, BP)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图23: 1YCD与1YMLF发行利差 (BP, %)


资料来源: iFinD, 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

分期限看, 07/08-07/12 各期限存单收益率分化。1M、3M、6M、9M、1Y存单收益率分别变动0BP、0.24BP、0.48BP、-0.13BP、0.25BP至1.79%、1.81%、1.9%、1.95%、1.95%。

分主体看, 07/08-07/12 各主体存单收益率上行。股份行、国有行、农商行1Y存单收益率分别变动0.22BP、0.12BP、0.74BP至1.96%、1.95%、2.02%。

分等级看, 07/08-07/12 各等级存单收益率分化。AAA、AA+、AA等级1年期存单收益率分别变动0.25BP、0.25BP、-0.75BP至1.95%、2.01%、2.07%。

5.2.2 同业存单收益率利差跟踪

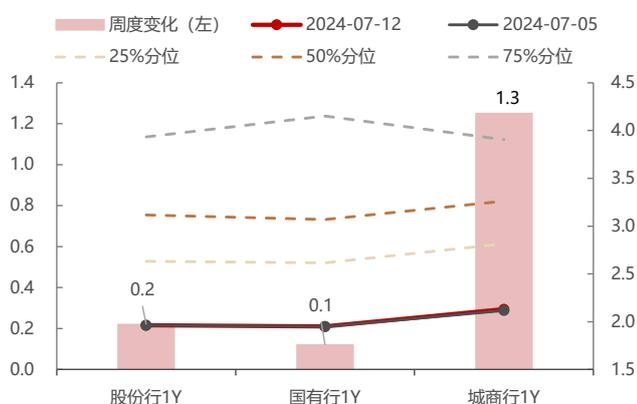
07/08-07/12, 主体利差分化。国有行1Y-股份行1Y、农商行1Y-股份行1Y存单利差分别变动-0.1BP、0.52BP至-1.32BP、5.7BP。

07/08-07/12, 等级利差分化。AA+(1Y)-AAA(1Y)、AA(1Y)-AAA(1Y)存单利差分别变动0BP、-1BP至6BP、12BP。

07/08-07/12, 期限利差分化。1Y-1M、1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M存单利差分别变动0.25BP、0.01BP、-0.23BP、0.38BP至16.25BP、14.58BP、5.12BP、0.75BP。

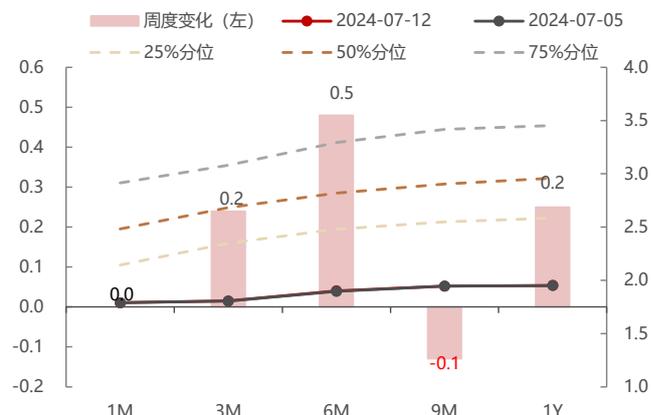
此外, “1Y CD-1Y MLF” 利差变动0.22BP至-53.59BP, “1Y CD-10Y 国债” 利差变动1.72BP至-29.63BP。

图24: 不同银行 CD 收益率一周变动 (BP, %)



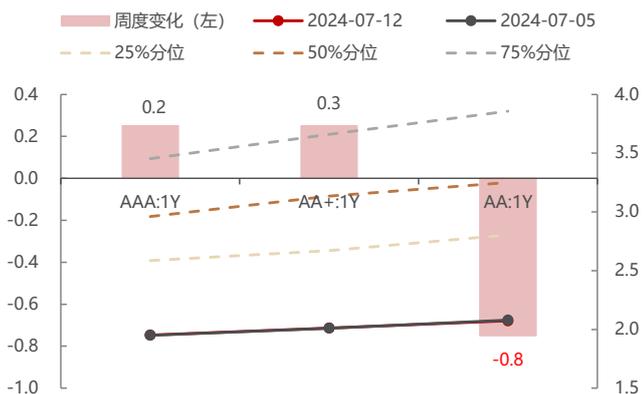
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图25: 不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)



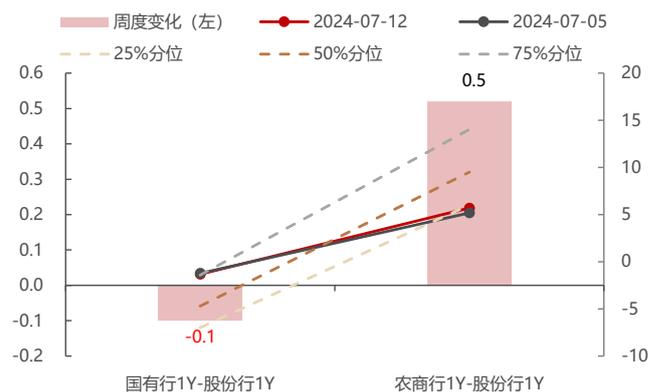
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图26: 不同等级 CD 收益率一周变动 (BP, %)



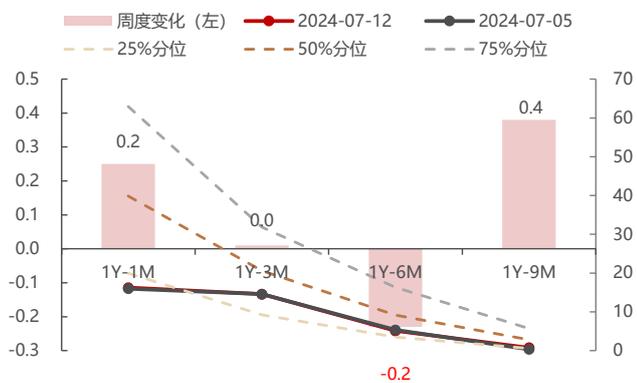
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图27: 主体利差一周变动 (BP, BP)



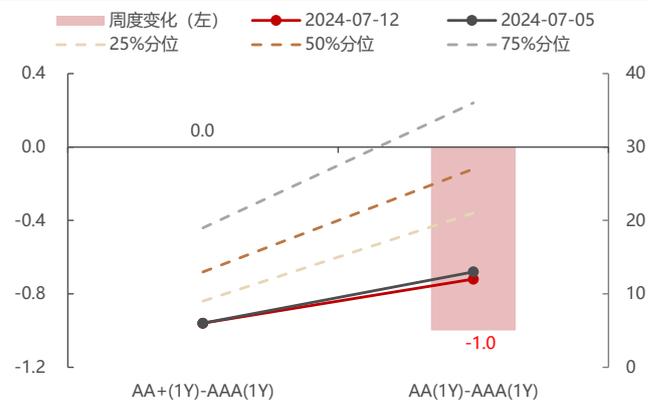
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图28: 期限利差一周变动 (BP, BP)



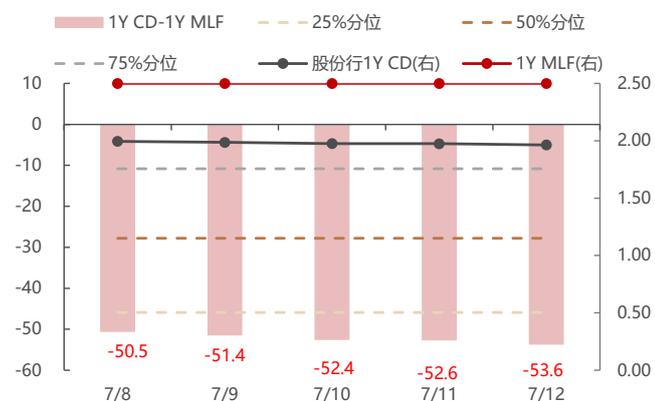
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图29: 等级利差一周变动 (BP, BP)



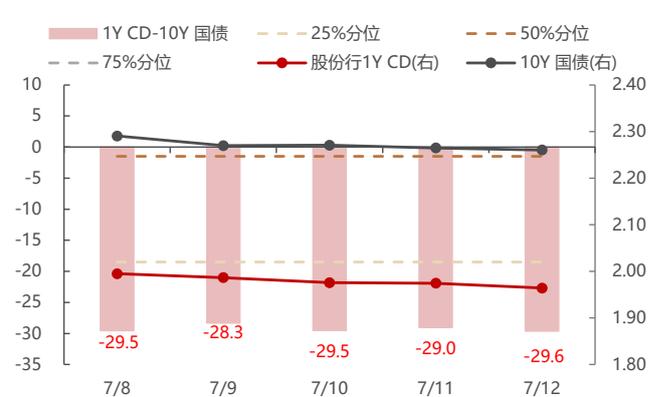
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图30: 1YCD与1YMLF利差一周变动 (BP, %)



资料来源: iFinD, 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: iFinD, 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。	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
	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