2020 年 11 月 12 日

非标收缩的压力

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **疫情背景下，非标收缩放缓对信用派生形成支持，防风险下非标变化不容忽视**

本轮信用扩张，除了债券和贷款，非标融资收缩显著放缓的贡献也不应忽视，或与资管新规过渡期延长等因素有关。年初以来，社融持续放量，前 10 个月新增融资同比多增超 9 万亿元，其中，贷款、政府债券均同比多增超 2.9 万亿元，企业债券多增 1.7 万亿元，非标融资少收缩 1.1 万亿元。非标融资收缩放缓，或与疫情冲击下，资管新规过渡期延长、债务延期偿付和货币流动性宽松等措施有关。**伴随政策对防范化解风险重视度提升、监管细则落地，非标收缩压力或趋于加大。**尽管资管新规过渡期延长至 2021 年底，不涉及相关监管标准和方向的变化。随着资金空转现象等凸显，央行、银保监会等加强金融风险防控，资金信托、标准化债权等资管新规配套细则加快落地。按照资管新规及配套细则等要求，抑制通道业务、限制非标投资比例、打破刚兑、期限匹配等或是非标调整的主要驱动力。

● **随着资管新规过渡期临近到期，以通道为主的老产品收缩，或加速非标收缩**

资管新规实施后，通道业务持续收缩、收缩任务约完成一半左右。主要资管产品中，券商定向资管、单一资金信托、基金子公司等以通道业务为主的产品持续收缩。截至 2020 年 6 月，通道余额或超 13.5 万亿元、较 2017 年底压缩约 51%，其中券商、信托和基金子公司通道分别为 5.9 万亿元、4.7 万亿元和 2.9 万亿元。**中性情景下，资管产品收缩，或导致一年半内非标融资收缩约 3.5 万亿元。**通道业务，大多直接或间接投资非标资产，其规模收缩或加大非标融资收缩压力。随着 2021 年底资管新规过渡期到期临近，中性情景下，通道收缩或加速，券商、和信托等合计收缩规模或占当前通道余额的 80%左右，对应非标融资收缩约 3.5 万亿元；悲观情况下，通道全部收缩完，对应非标融资收缩可能超过 5 万亿元。

● **非标融资收缩可能拖累 2021 年信用环境，关注房地产、城投平台等信用风险**

非标融资收缩，或拖累 2021 年信用环境、加速信用风险的暴露。在贷款等变化相对平稳时，非标融资可能成为影响信用环境的重要因素，例如，2018 年委托和信托贷款收缩 2.3 万亿元、拖累社融增速超 1 个百分点。展望 2021 年，中性情景，非标融资可能收缩 3 万亿元左右，拖累社融增速约 1 个百分点。随着信用收缩逐渐显现，企业现金流和偿债压力上升，或出现类似 2018 年债务违约的大增。**未来可能需要关注，债务压力较大、同时非标债务较多的，如房地产、商业贸易等行业和部分城投平台的信用风险。**若以资产负债率来衡量债务压力，以非标债务占总体债务的比重来衡量非标融资的影响，上市公司半年报显示，房地产、公用事业、商业贸易等行业债务压力居前，受非标融资收缩的影响也相对较大。此外，作为城投平台重要渠道，非标融资的收缩可能加大对其依赖较高的平台风险。

● **风险提示：**金融监管升级，测算过程中的偏误和遗漏。

相关研究报告

《宏观经济专题-2021 年，或为信用“收缩”之年》-2020.11.11

《宏观深度报告-美国通胀或将归来》-2020.11.10

《宏观经济专题-同业存单利率上行的原因》-2020.11.8

目 录

1、 非标收缩，还有多大压力？ 3
2、 研究结论：非标融资收缩，或拖累 2021 年信用环境 8
3、 风险提示 8

图表目录

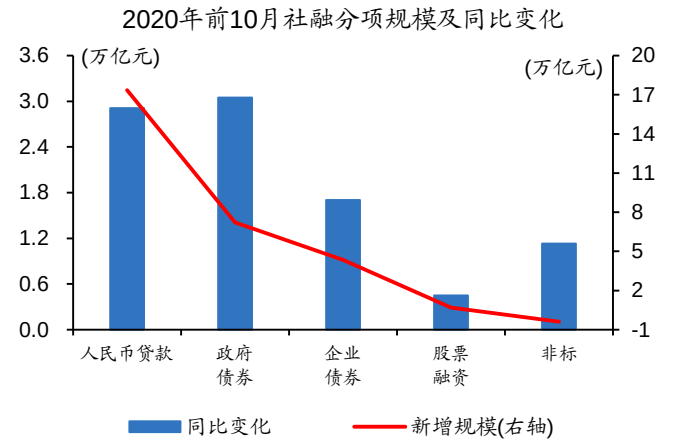
图 1： 前 10 个月非标融资收缩规模明显小于 2019 年同期 3
图 2： 前 10 月委托贷款收缩放缓、表外票据实现净增 3
图 3： 资管新规及配套细则陆续落地 4
图 4： 资管产品多层嵌套 5
图 5： 基金子公司主要投向非标资产 5
图 6： 券商通道业务主要投向非标资产 5
图 7： 券商定向资管、单一资金信托等规模收缩 6
图 8： 理财投资非标资产占比小幅降至 2019 年的 15.6% 6
图 9： 通道业务非标占比较高、面临较大的收缩压力 6
图 10： 2018 年以来，委托和信托贷款持续收缩 6
图 11： 2018 年非标收缩拖累社融增速回落 7
图 12： 2018 年开始，信用债违约明显增多 7
图 13： 房地产、公用事业等负债率、非标占比均较靠前 7
图 14： 租赁、房地产、水利环境等行业信托余额居前 7

表 1： 2 月以来，融资支持和缓解债务压力的政策措施陆续落地 3
表 2： 政策对防范化解金融风险重视度提升 4
表 3： 标准债权认定及非标投资约束 5
表 4： 非标收缩规模情景分析（单位：万亿元） 6

1、 非标收缩，还有多大压力？

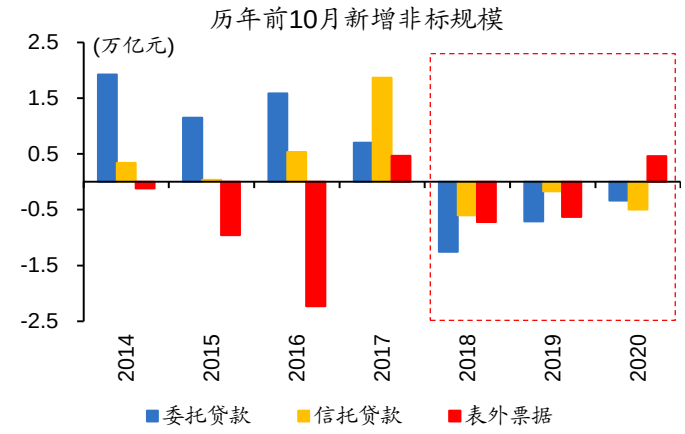
本轮信用扩张，除了债券和贷款，非标融资收缩显著放缓的贡献也不应忽视。年初以来，社融持续放量，10 月社融存量增速较 2019 年底抬升 3 个百分点，前 10 个月新增融资较 2019 年同期多增超 9 万亿元；其中，贷款、政府债券均同比多增超 2.9 万亿元，企业债券多增 1.7 万亿元，非标融资净收缩 3788 亿元、远低于 2019 年同期的 1.5 万亿元，尤其是委托贷款和表外票据融资、均显著好于 2019 年同期。

图1：前 10 个月非标融资收缩规模明显小于 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：前 10 月委托贷款收缩放缓、表外票据实现净增



数据来源：Wind、开源证券研究所

非标融资收缩放缓，或与特殊时期资管新规过渡期延长、融资条件放松等因素有关。按照资管新规原定计划过渡期是 2020 年底结束，而实际上部分机构已预计年内较难完成所有老产品调整、主动调整的积极性不高；疫情对经济金融的冲击，进一步推升了过渡期延长的预期，资管业务调整节奏放缓，券商资管、资金信托、基金子公司专户等收缩规模均低于 2019 年同期。为缓解疫情冲击而采取的债务延期偿付、货币流动性宽松等措施，也使得委托贷款、表外票据等收缩压力缓解。

表1：2 月以来，融资支持和缓解债务压力的政策措施陆续落地

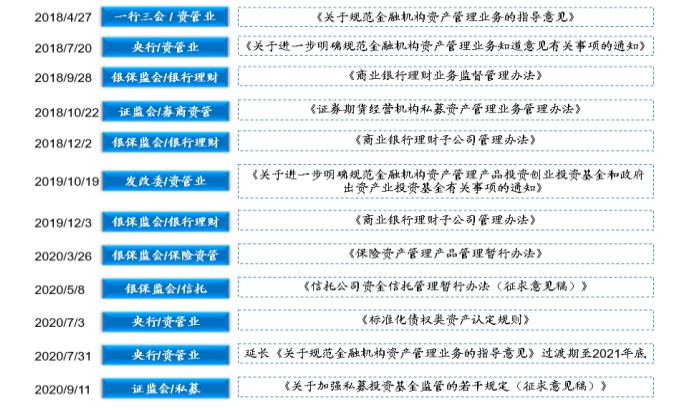
时间	文件/会议	主要内容
2020/2/3	债务融资工具注册发行“绿色通道”——疫情防控债十问十答	**鼓励和支持具备良好盈利能力及偿债能力的企业通过注册发行双创专项债务融资工具、并购票据等创新产品**，募集资金通过投债联动的模式，**为疫情时期暂时遇到困难的中小企业提供资金支持，解决流动性困难。**
2020/2/8	关于疫情防控期间做好企业债券工作的通知	**允许企业债券募集资金用于偿还或置换前期因疫情防控工作产生的项目贷款**。鼓励信用优良企业发行小微企业增信集合债券，为受疫情影响的中小微企业提供流动性支持。允许债券发行人使用不超过 40%的债券资金用于补充营运资金。
2020/2/25	国常会	**增加再贷款、再贴现额度 5000 亿元**，重点用于中小银行加大对中小微企业信贷支持，并**下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。**
2020/3/1	关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知	对于 2020 年 1 月 25 日以来到期的困难中小微企业贷款本金，以及 2020 年 1 月 25 日至 6 月 30 日中小微企业需支付的贷款利息，银行业金融机构应根据企业申请，**给予企业一定期限的临时性延期还本付息安排。还本付息日期最长可延至 2020 年 6 月 30 日，免收罚息。**

2020/3/27	中央政治局会议	充分发挥再贷款再贴现、**贷款延期还本付息**等金融政策的牵引带动作用，疏通传导机制，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。
2020/3/31	国常会	增加中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步实施对中小银行**定向降准**。
2020/4/3	央行	**定向下调存款准备金率 1 个百分点**，共释放长期资金约 4000 亿元。**超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%**。
2020/5/26	易纲行长在“两会”期间就金融保市场主体等问题接受记者采访	对于 2020 年底前到期的中小微企业贷款本金、2020 年底前存续的中小微企业贷款应付利息，还本付息日期最长可延至 2021 年 3 月 31 日。同时，**要求金融机构对于普惠小微贷款实行应延尽延。**
2020/6/1	关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知	对于 2020 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间到期的普惠小微贷款本金，银行业金融机构应根据企业延期还本申请，结合企业受疫情影响情况和经营状况，**通过贷款展期、续贷等方式，给予企业一定期限的延期还本安排。还本日期最长可延至 2021 年 3 月 31 日。**
2020/7/31	央行	为平稳推动资管新规实施和资管业务规范转型，**资管新规过渡期延长至 2021 年底。**

资料来源：中国人民银行、银保监会、开源证券研究所

伴随政策对防范化解风险重视度提升、监管细则落地，非标收缩压力或趋于加大。尽管资管新规过渡期延长至 2021 年底，不涉及相关监管标准的变动和调整，并不改变资管统一监管方向。随着国内经济逐步修复、资金空转等问题凸显，当局对防范化解风险的重视度提升，银保监会主席强调，打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，资金信托、标准化债权等资管新规配套细则加快落地。

图3：资管新规及配套细则陆续落地



资料来源：中国人民银行、银保监会、发改委、开源证券研究所

表2：政策对防范化解金融风险重视度提升

时间	文件/会议	主要内容
5月22日	《政府工作报告》	支持企业扩大债券融资。**加强监管，防止资金“空转”套利**，打击恶意逃废债。金融机构与贷款企业共生共荣，鼓励银行合理让利。
6月24日	《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》	要巩固减负清费成果，严查违规收费或附加不合理贷款条件变相抬高企业融资成本。**要加强相关资金流向监测，依法严厉打击资金空转和违规套利行为。**
7月11日	银保监会发言人答记者问	督促引导资金“脱虚向实”。**深入开展市场乱象整治“回头看”，依法严厉打击资金空转和违规套利行为。**当前特别要强化资金流向监管，规范跨市场资金往来和业务合作，严禁银行保险机构违规参与场外配资，**严查乱加杠杆和投机炒作行为**，防止催生资产泡沫，确保金融资源真正流向实体经济中最需要的领域和环节。
7月30日	中央政治局会议	完善宏观调控跨周期设计和调节，**实现稳增长和防风险长期均衡**。
8月14日	《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》	金融资源有可能再次向高风险领域集中。提升金融服务质效…**有序处置重点领域突出风险，实现稳增长和防风险长期均衡**。
8月25日	国务院政策例行吹风会	货币政策需要以更大的确定性应对各种不确定性，保持“三个不变”保持灵活适度的操作要求不变，**既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来。**
9月25日	货币政策委员会第三季度例会	**打好防范化解重大金融风险攻坚战**，守住不发生系统性金融风险的底线，**实现稳增长和防风险长期均衡**。
10月14日	第三季度金融统计数据新闻发布会	“要把握好**稳增长和防风险的平衡**，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。”
10月21日	2020金融街论坛	“要把握好**稳增长和防风险的平衡**，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来…”
10月24日	王岐山在第二届外滩金融峰会上致辞	“要坚持金融服务于实体经济…**中国金融不能走投机赌博的歪路，不能走金融泡沫自我循环的歧路，不能走庞氏骗局的邪路**……要坚持防范化解金融风险…有序处置风险，守住不发生系统性风险的底线…要坚持金融创新与加强监管并重。”
11月6日	国务院政策例行吹风会	“资金去哪里？要去实体经济，**不要去玩“钱生钱”的游戏**…”

资料来源：中国人民银行、新华社、开源证券研究所

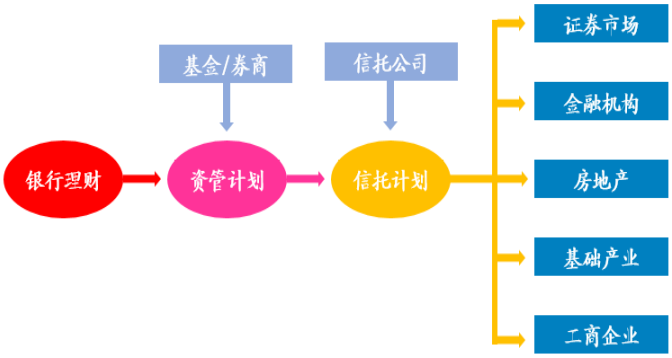
按照资管新规及配套细则等要求，抑制通道业务、限制非标投资比例等或是非标调整主要驱动力。按照非标类债权认定标准，理财直接融资工具、北金所债权融资计划、票交所票据类产品等均属于非标，比此前市场预期的非标范围大。资管新规关于非标相关要求主要集中在打破刚兑、期限匹配、不得多层嵌套、禁止资金池和规避监管的通道业务等，其中通道业务和期限匹配的要求对非标的直接影响较为显著。理财、券商资管、信托等细则进一步限制了投资非标的比例，理财和券商资管投资非标不得超过净资产的 35%，集合信托比例上限相对较高、不得超过实收信托的 50%。

表3：标准债权认定及非标投资约束

时间	文件	对象	规定
2020/7/3	《标准化债权类资产认定规则》	/	"标"：①依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券，主要包括央票、政府债券、金融债券、公司债券、企业债券、同业存单、证券交易所挂牌交易的资产支持证券等。②满足等分化、可交易；信息披露充分；集中登记；公允定价；在银行间市场、交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易等五个认定条件的债权类资产。③由满足条件的基础设施服务机构向央行申请认定通过的债权类资产。 "非标"：不符合①、②、③所列的债权类资产，但存款(含大额存单)以及债权逆回购、同业拆借等形成的资产除外。主要包括理财直接融资工具、信贷资产流转和收益权转让相关产品、债权融资计划、收益凭证、债权投资计划和资产支持计划以及票交所流通的相关产品；公募银行理财、资金信托计划等。
2020/5/8	《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》	集合信托	投资于同一债务人及其关联方非标规模≤净资产30% 任何时点投资非标合计金额≤实收信托50%
2020/3/26	《保险资产管理产品管理暂行办法》	保险资管	任何时点同一保险资管产部组合类产品投资非标余额≤组合类产品净资产35%
2018/12/2	《商业银行理财子公司管理办法》	理财子公司	任何时点全部理财产品投资于非标余额≤理财产品净资产35%
2018/10/31	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	券商资管	投资非标资金≤资管计划净资产35% 同一证券期货经营机构的全部资管计划投资同一非标资金≤300亿元
2018/9/28	《商业银行理财业务监督管理办法》	银行理财业务	投资于同一债务人及其关联方非标规模≤净资产10% 任何时点投资非标合计金额≤理财产品净资产35% 任何时点投资非标合计金额≤上一年度总资产4%

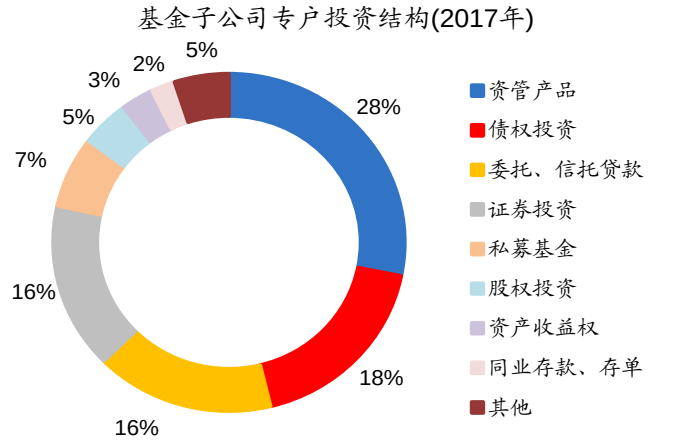
资料来源：中国人民银行、银保监会、证监会、开源证券研究所

图4：资管产品多层嵌套



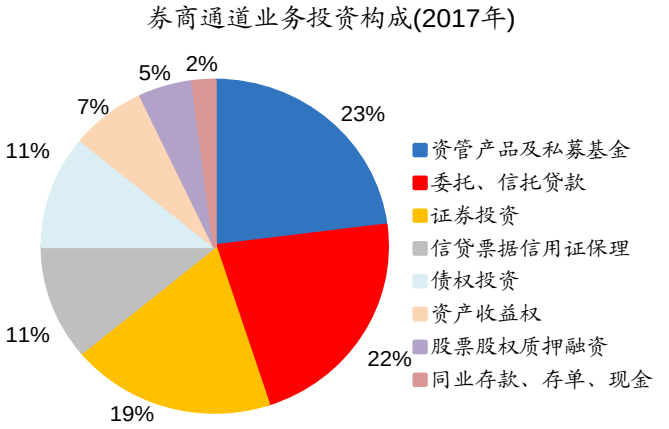
资料来源：开源证券研究所

图5：基金子公司主要投向非标资产



数据来源：资管行业统计年鉴、开源证券研究所

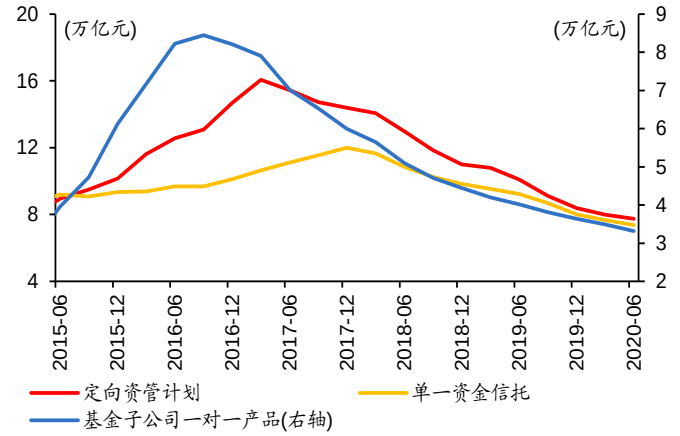
图6：券商通道业务主要投向非标资产



数据来源：资管行业统计年鉴、开源证券研究所

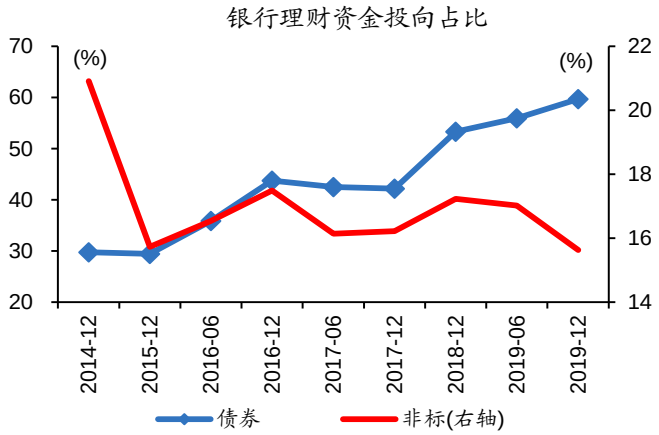
资管新规实施后，通道业务持续收缩、收缩任务约完成一半左右。主要资管产品中，券商定向资管、单一资金信托和基金子公司专户一对一等以通道业务为主的产品规模持续收缩，2020 年 6 月末分别较 2017 年末下降 6.7 万亿元、4.6 万亿元和 2.7 万亿元；表外理财在 22-24 万亿元附近变化，投向非标资产占比小幅降至 2019 年的 15.6%、低于监管限制。结合相关资管产品估算，截至 2020 年 6 月，通道余额或超 13.5 万亿元、较 2017 年底压缩约 51%，其中券商、信托和基金子公司通道余额分别为 5.9 万亿元、4.7 万亿元和 2.9 万亿元。

图7：券商定向资管、单一资金信托等规模收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

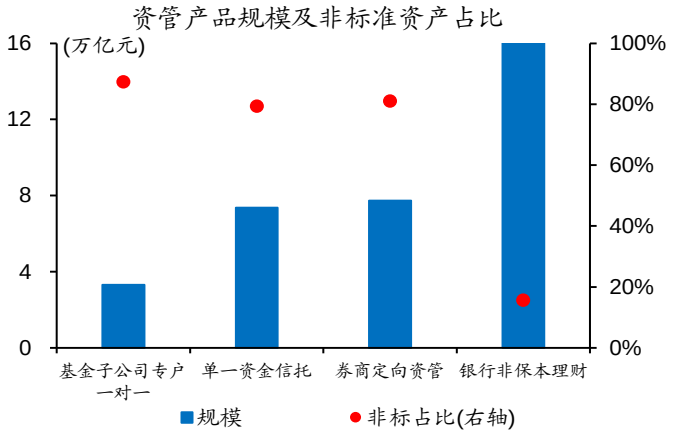
图8：理财投资非标资产占比小幅降至 2019 年的 15.6%



数据来源：银行理财年报和半年报、开源证券研究所

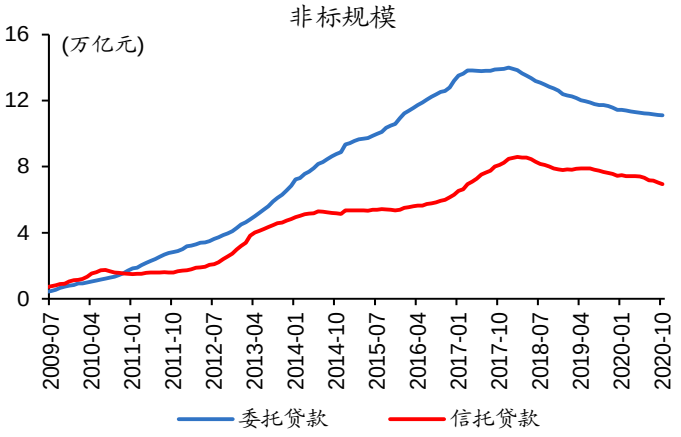
中性情景下，资管产品收缩，或导致一年半内非标融资收缩约 3.5 万亿元。通道业务，大多直接或间接投资非标类资产，其规模收缩或加大非标融资收缩压力。随着 2021 年底资管新规过渡期到期临近，中性情景下，通道收缩或加速，券商、信托和基金子公司通道分别收缩 5 万亿元、4 万亿元和 2 万亿元，合计收缩规模或占当前通道余额的 80%左右，对应非标融资收缩规模约 3.5 万亿元；悲观情况下，通道全部收缩完，对应非标融资收缩规模可能超过 5 万亿元。

图9：通道业务非标占比较高、面临较大的收缩压力



数据来源：Wind、资管行业统计年鉴、开源证券研究所

图10：2018 年以来，委托和信托贷款持续收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

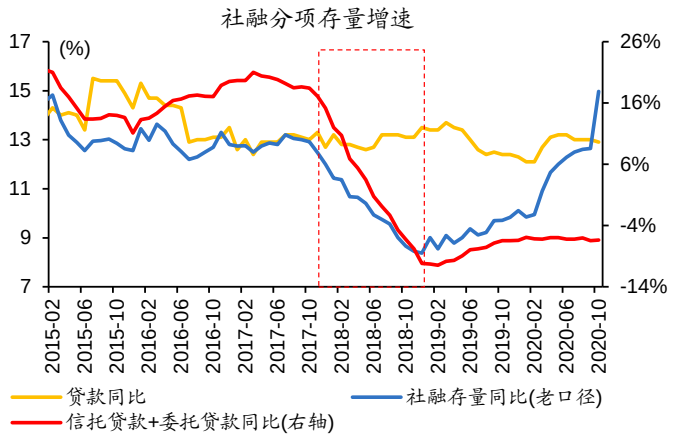
表4：非标收缩规模情景分析（单位：万亿元）

产品类型	2020 年 6 月规模	产品收缩规模			对应非标融资收缩比例			非标融资收缩规模		
		乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
信托通道	4.7	3.0	4.0	4.7	25%	30%	35%	0.8	1.2	1.7
券商通道	5.9	4.0	5.0	5.9	25%	30%	35%	1.0	1.5	2.1
基金子公司通道	2.9	1.5	2.0	2.9	35%	40%	45%	0.5	0.8	1.4
合计	13.5	8.5	11.0	13.5				2.2	3.5	5.2

数据来源：资管行业统计年鉴、开源证券研究所

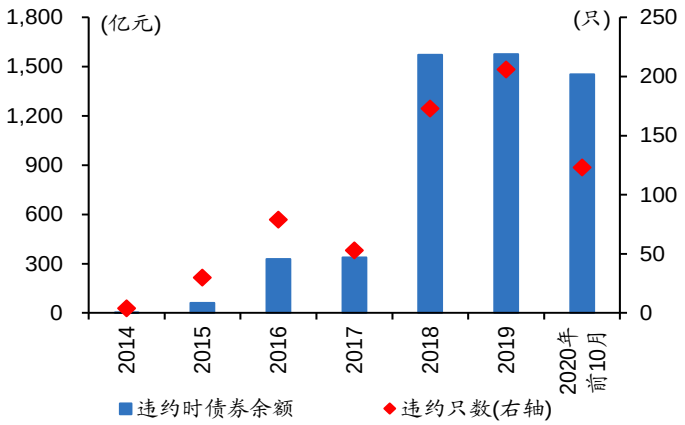
非标融资收缩，或拖累 2021 年整体信用环境、加速信用风险的暴露。在贷款等变化相对平稳时，非标融资可能成为影响信用环境的重要因素，例如，2018 年委托和信托贷款收缩 2.3 万亿元、拖累社融增速超 1 个百分点。展望 2021 年，中性情景，非标融资可能收缩 3 万亿元左右，拖累社融增速约 1 个百分点。随着信用收缩逐渐显现，企业现金流和偿债压力上升，或出现类似 2018 年债务违约的大增。

图11：2018 年非标收缩拖累社融增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

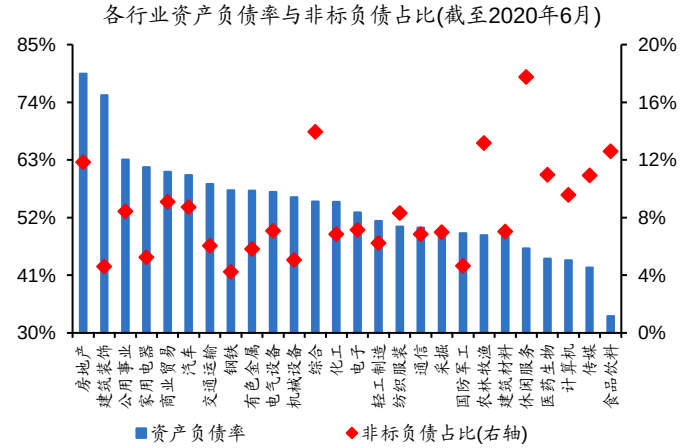
图12：2018 年开始，信用债违约明显增多



数据来源：Wind、开源证券研究所

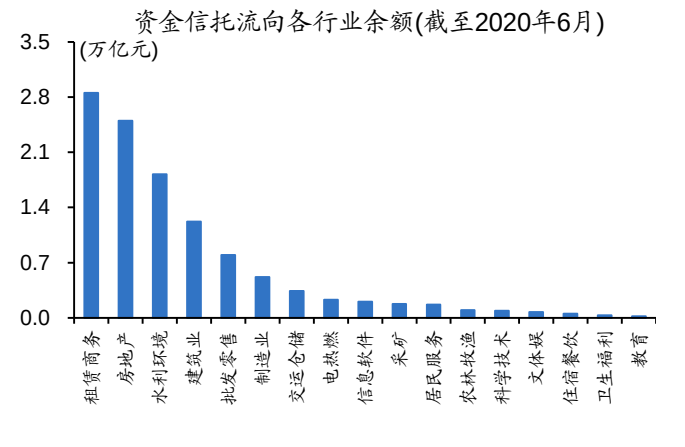
未来可能需要关注，债务压力较大、同时非标债务较多的，如房地产、商业贸易等行业和部分城投平台的信用风险。若以资产负债率来衡量债务压力，以非标债务占总体债务的比重来衡量非标融资的影响，上市公司半年报数据显示，房地产、公用事业、商业贸易和汽车等行业债务压力居前，受非标融资收缩的影响也相对较大。此外，作为城投平台重要渠道，非标融资的收缩可能加大对其依赖较高的平台风险。

图13：房地产、公用事业等负债率、非标占比均较靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：租赁、房地产、水利环境等行业信托余额居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：非标融资收缩，或拖累 2021 年信用环境

（1）本轮信用扩张，除了债券和贷款，非标融资收缩显著放缓的贡献也不应忽视，或与资管新规过渡期延长等因素有关。伴随政策对防范化解风险重视度提升、监管细则落地，非标收缩压力或趋于加大。

（2）资管新规实施后，以通道为主的券商定向资管等产品规模持续大幅收缩。随着资管新规过渡期临近到期，通道相关产品的收缩，或加速非标融资收缩。

（3）非标融资收缩，或拖累 2021 年信用环境、加速信用风险的暴露。未来可能需要关注，债务压力较大、同时非标债务较多的行业，及部分城投平台的信用风险。

3、 风险提示

金融监管升级，测算过程中的偏误和遗漏。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn