仅供内部参考，请勿外传！

2026 年 10 月 1 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

4Q 理财运行展望：负债降速 资产求变 养老谋远

——银行理财月度观察（2026 年 9 月）

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

021-52523339

wangyf@ebscn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

010-57378035

dongwx@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

要点

3Q 以来，权益市场震荡调整背景下，“固收+”理财增量贡献边际趋降。展望 4Q，理财资产负债两端可能有哪些新的变化和关注点？养老理财时隔三年再扩围，产品创新有何看点以及发展态势如何展望？

➢ 负债端：“固收+”理财增长动能边际趋弱，4Q 理财规模或有同比少增压力

权益市场震荡调整背景下，3Q“固收+”理财增量贡献边际趋降。根据《证券时报》披露的 14 家理财公司数据，我们测算 7-8 月全市场理财规模增量分别为+1.9 万亿、+0.3 万亿，合计同比少增约 0.4 万亿。9 月理财收益率运行于偏低水平，测算 9 月以来（截至 9 月 24 日）固定收益类理财样本近 1 个月/3 个月年化收益率均值分别为 1.32%、1.13%，收益率竞争力相对不足背景下，月内超过 2800 款理财产品发布产品费率调降公告，通过降费提振对客收益“以价补量”，预估理财规模延续同比偏弱走势。9 月受季末回表扰动理财规模通常季节性负增，测算 2023-25 年 9 月理财规模分别减少 0.9、0.7、1.1 万亿，规模较月初分别下降 3.2%、2.4%、3.3%。初步预估今年 9 月规模降幅或在 1.1 万亿左右。

从主要产品线规模变化看，上半年 14 家理财公司的“固收+”、固收纯债、现金管理类理财净增量分别为+1.4 万亿、-7000 亿、-6200 亿（注：14 家理财公司 26Q2 末市占率 76.2%，具有较强代表性），“固收+”产品为拉动理财规模增长的绝对主力。3Q 以来增长情况看，7 月受到资金跨季回流季节性因素影响，叠加权益市场阶段性调整加剧，理财规模增量主要来自固收纯债和现管类产品；8 月全市场 0.3 万亿规模增量中，测算“固收+”、纯债产品分别+1300 亿、+1400 亿。3Q 以来，“固收+”理财增量占比明显回落。

展望 4Q，理财规模或有同比少增压力。主要基于三方面考虑：

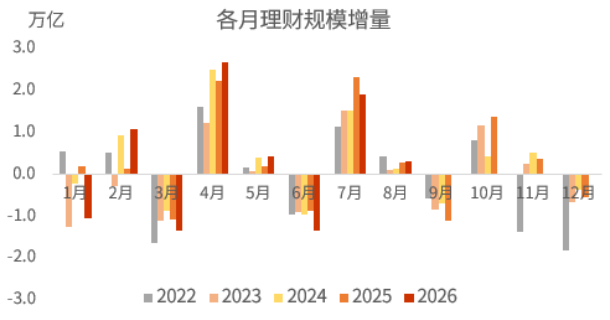
（1）理财收益率持续处于低位，比价优势相对不足。当前某股份行 6M/1Y/3Y 个人定期存款利率分别为 1.25%、1.35%、1.75%，而地方法人银行存款定价通常还会高于全国性银行，理财收益率竞争力相对不足，或导致规模扩张动能趋缓；

（2）严监管环境下，不排除理财行为进一步受规范，对通过“打榜”等方式拉动的规模增长形成“挤水分”。2026 年以来，理财与信托合作中的不规范行为持续受到监管关注，例如 7 月财联社报道上半年监管向多家信托公司下达《关于转发资管司 2025 年四季度通报内容的通知》，涉及信托公司与理财公司合作债券投资的净值化管理不到位等问题；8 月 21 世纪经济报道监管对多家理财公司重申不得通过外部合作机构不当估值、调节收益率。后续若信托“T-1”估值等手段进一步受约束，理财以小规模产品“打榜”粗放式拉升规模的路径或将受阻；同时，前期“打榜”产品开放申赎后，随着真实收益率回落，存量规模也可能面临“去虚火”压力；

（3）上年同期理财规模增量基数较高。2025 年，受存款“脱媒”资金外溢、估值整改“浮盈”释放、拓展含权产品增厚收益等多重因素提振，理财规模增长 3.34 万亿创新高。其中，25Q4 单季增加 1.2 万亿，测算较 24Q4、23Q4 分别多增 0.7、0.5 万亿。较高基数，叠加理财收益低位、严监管环境等因素，预估 4Q 理财规模或有同比少增压力。

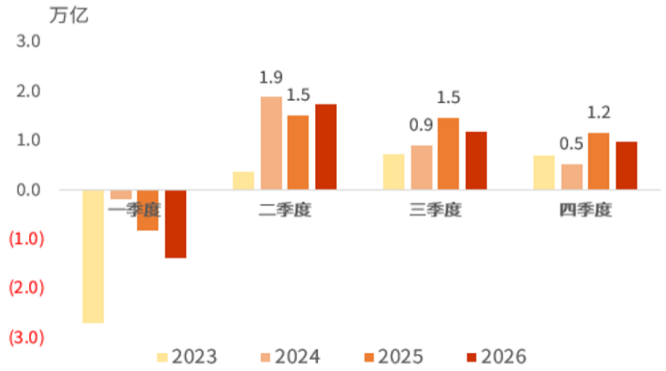
仅供内部参考，请勿外传！

图 1：7-8 月理财规模整体同比少增，9 月规模将再度季节性回落



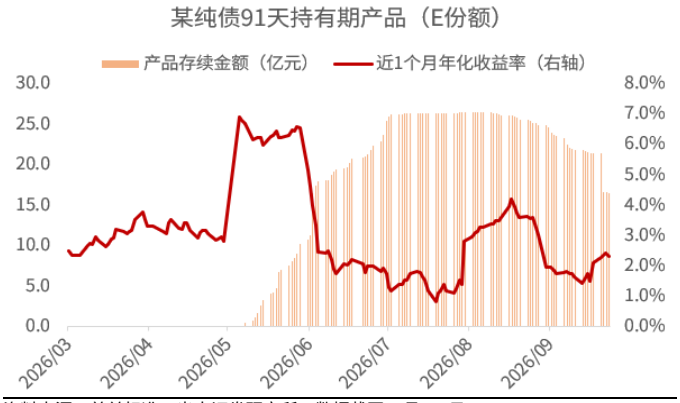
资料来源：普益标准，证券时报，光大证券研究所测算

图 2：较高基数下，预估 26Q4 理财规模或有同比少增压力



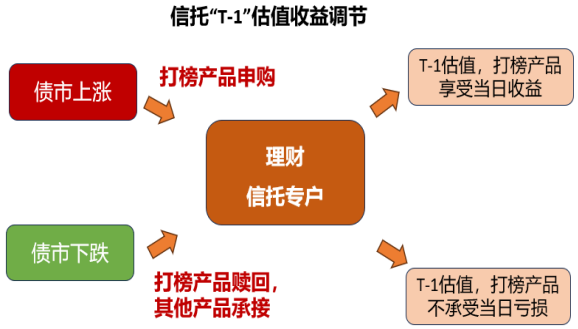
资料来源：银行理财登记中心，证券时报，光大证券研究所测算；26Q3-Q4 为预测值

图 3：“打榜”理财通常以小规模高收益粗放式拉升规模



资料来源：普益标准，光大证券研究所；数据截至 9 月 24 日

图 4：“T-1”估值为“打榜”理财产品调节收益提供了便利



资料来源：21 世纪经济报道，光大证券研究所

➢ 资产端：“增收益”与“稳净值”诉求并存，公募基金配置需求更趋多元

固收类资产收益中枢承压，“9.24”以来权益类资产成为增厚收益重要抓手。理财大类资产配置以固定收益类资产为主，根据银行理财登记中心数据，截至 26Q2 末，理财对债券（含存单）、存款类资产持仓占比分别为 50.2%、28.1%。但固定收益类资产收益中枢面临持续下行压力，一是广谱利率已至相对低位、呈偏震荡走势，债券综合收益承压；二是银行体系不断强化负债成本管控对存款类资产收益形成持续性拖累。相对有利的因素是，2024 年“9.24”会议后资本市场景气度提升，权益类资产成为理财增厚收益的重要抓手，即使是固收纯债理财也可以借助二级债基，以“微含权”博取收益增强。

现阶段理财资产端主要面临两大痛点：（1）渠道端对产品绝对收益水平有诉求，在权益市场“赚钱效应”不确定性增大背景下，如何增厚收益？（2）净值化运作不断规范背景下，在博收益增强的同时，如何有效控制回撤？**基于此，除传统债券类资产外，公募基金配置刚性将进一步凸显，需求也将更趋多元：**

年初以来，理财对公募基金保持较高配置强度，截至 26Q2 末，理财持有公募基金 2.52 万亿，季内大幅增加 5700 亿，较年初增加 7000 亿，规模占比升至 7%。3Q 以来整体呈现净申购状态。**当前理财配置公募基金主要基于两大核心逻辑：**

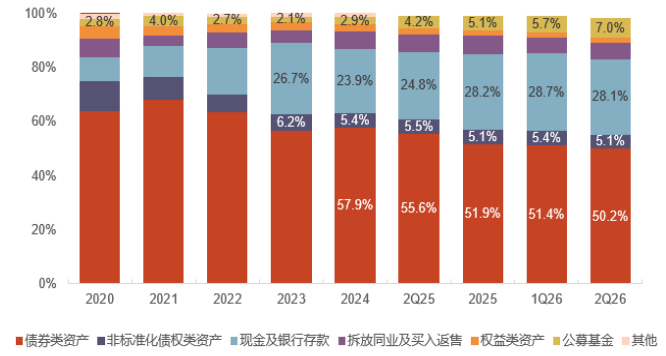
仅供内部参考，请勿外传！

一是增厚收益的重要方式，主要体现以下三个方面：**（1）获取合意权益风险敞口，**其中，**二级债基**配置需求具有较强韧性，尤其对大类资产配置相对受限的纯债理财体现更为明显，这也是 3Q 以来“固收+”理财增势放缓，但理财对二级债基仍保持净申购状态的重要影响因素。同时，理财对不同风险收益特征的二级债基具有差异化需求，例如，稳健型产品倾向对长期合作、收益相对稳定的专户保持持仓，部分短封闭产品随市场风格切换，对高锐度的二级债基灵活增减仓；**（2）中长期纯债基金**是理财填补资产配置缺口、灵活调节久期的工具型品种，3Q 以来申购意愿较强；**（3）打新策略产品、QDII 产品等承接收益增强功能的基金**，尤其在固收资产收益弹性有限、含权资产收益波动加大环境下，理财对通过多资产多策略增厚收益的诉求进一步提升。

二是稳定净值的有效抓手， 4Q 若“T-1”估值等手段受限，预估理财对于周度估值的定开债基、摊余债基等有助于平滑净值波动的特定品种配置需求会进一步增强，如果后续看空债市也可能考虑负久期产品对冲等选择。其中，摊余债基主要定位于存款替代类资产，可通过 SPV 架构缓解期限错配约束，主要适配于定位低波稳健的开放式产品线。

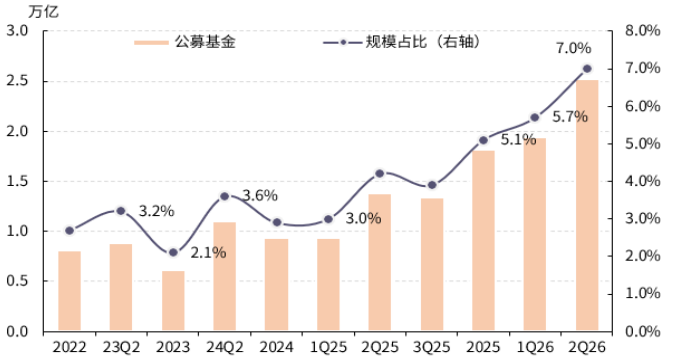
理财更加注重运用多资产多策略博取收益增强，也将面临更大的潜在净值波动压力。在此背景下，理财对存款类资产仍需维持一定配置强度。截至 26Q2 末，现金及银行存款持仓 10.12 万亿，较 1Q 增加 3100 亿，较年初增加 600 亿，规模占比 28.1%。预估 3Q 以来存款类资产配置规模稳中有进，同时，活期存款占比较年初有所提升。

图 5：理财持仓主要为固收类资产，债券和存款合计占比 78.3%



资料来源：银行理财登记中心，光大证券研究所

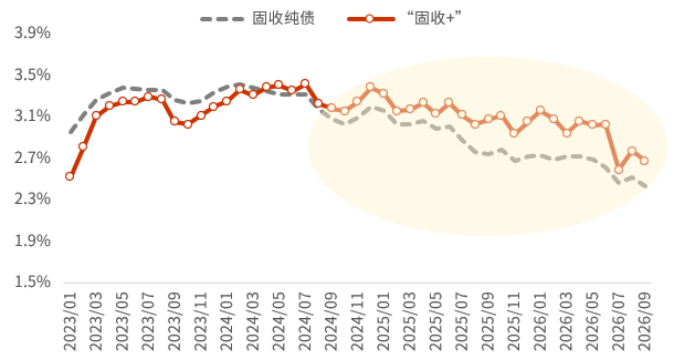
图 6：理财公募基金持仓规模及持仓占比呈现双升态势



资料来源：银行理财登记中心，光大证券研究所

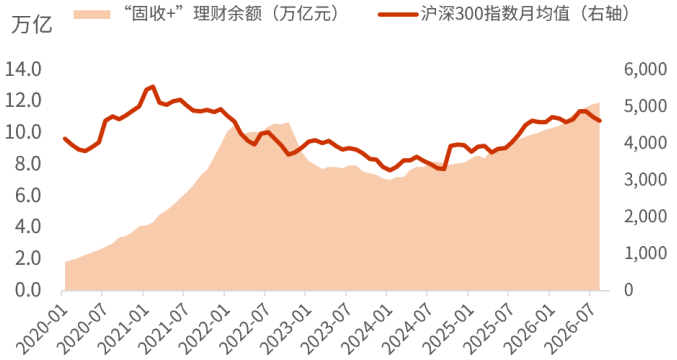
仅供内部参考，请勿外传！

图 7：9.24 以来，增配权益成为理财增厚收益重要抓手



资料来源：普益标准，光大证券研究所；收益率为成立以来年化收益率规模加权

图 8：“固收+”理财规模增势与资本市场景气度呈现正相关性



资料来源：普益标准，光大证券研究所，数据截至 2026 年 8 月末

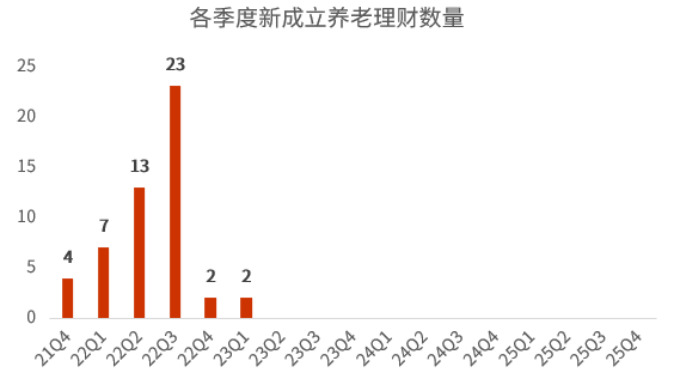
➢ 产品端：养老理财试点再扩围，后续产品拓展或仍延续“走小步、不停步”

据 21 世纪经济报道，时隔三年养老理财扩容窗口有望于近期重启，多家理财公司正在资质申请、筹备产品发行过程中。据此，养老理财试点机构和产品新一轮扩围很可能在 4Q 启动。我国养老相关理财产品主要划分为两个大类：

（1）基于养老金账户制的个人养老金理财。2022 年 10 月，人社部等五部委联合发布《个人养老金实施办法》，明确个人养老金实行个人账户制，资金账户封闭运行，年度缴存上限为 1.2 万元，可用于购买符合规定的存款、理财、商业保险、公募基金等产品，享受税收优惠。2023 年 2 月，首批 7 支个人养老金理财发布，此后产品发行有序分批推进。截至 26Q2 末，共 6 家理财公司发行产品 39 支，产品余额超 263 亿，均为开放式净值型理财产品；

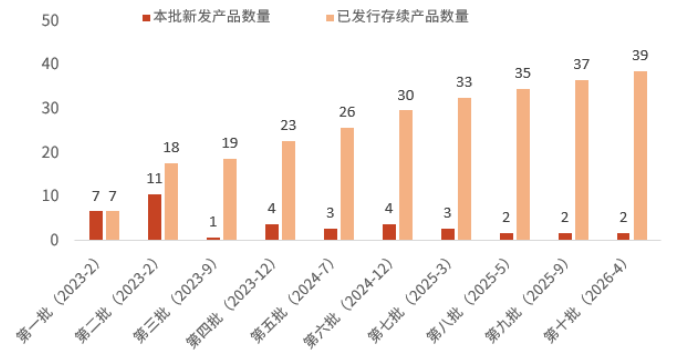
（2）非养老金账户制产品，基于产品层面创设的养老理财。养老理财试点始于 2021 年，2022 年扩大试点后产品发行数量显著提升，但 2023-25 年养老理财产品发行相对停滞。2025 年 10 月，金融监管总局发布《关于促进养老理财业务持续健康发展的通知》（简称《通知》），将养老理财产品试点地区扩大至全国，试点期限延长至 3 年，试点机构扩大至符合开业满 3 年、经营管理审慎等条件的理财公司。截至 26Q2 末，共发行产品 51 支，产品规模超 1066 亿元，以 5 年期封闭式理财产品为主。

图 9：养老理财发行在 23Q2 以来处于相对停滞状态



资料来源：中国理财网，光大证券研究所；单位：支

图 10：个人养老金理财自 2023 年以来逐批稳步推进



资料来源：中国理财网，光大证券研究所；单位：支

仅供内部参考，请勿外传！

结合《通知》政策安排，对此次养老理财扩围初步展望如下：

一是可能进一步强化与养老金账户制挂钩。《通知》体现了对养老理财与个人养老金制度的统筹衔接的政策考量，主要体现在：① 养老理财产品试点地区扩大至全国，与个人养老金制度实施范围一致；② 理财公司同时参与养老理财产品试点和个人养老金理财业务的，新发行的养老理财产品可以自动纳入个人养老金理财产品名单。9 月 9 日，银行理财登记中心发布公告称，农业银行和农银理财、光大银行和光大理财通过理财行业平台养老理财和个人养老金理财业务验收。此次扩容，符合条件的养老理财同步纳入个人养老金理财产品或有望落地。

二是部分养老产品期限可能适度拉长，在产品购买、赎回、分红等方面或将有更加灵活的设计安排。《通知》指出“鼓励试点理财公司发行 10 年期以上，或者最短持有期 5 年以上等长期限养老理财产品。对 10 年期以上养老理财产品规模占比较高的试点理财公司，在监管评级中予以适当加分。支持试点理财公司依法在养老理财产品购买、赎回、分红等方面进行灵活设计，更好匹配投资者个性化养老需求”。2026 年 3 月，金融监管总局发布《理财公司监管评级暂行办法》（简称《办法》），《办法》规定对不同等级的理财公司实施分类监管，其中，1、2 级理财公司优先支持开展养老理财等创新试点类业务。

三是试点扩围或仍延续“走小步、不停步”节奏。结合此前试点扩围节奏、当前产品存续情况等来看，本次扩围或仍延续小步推进节奏。主要基于三方面：

（1）从前期试点推进节奏看，试点额度仅 4 成左右。截至本次扩围前，养老理财试点发展主要经历了三个阶段：

①2021 年 9 月，养老理财在“四地四机构”进行试点。同年 12 月，工银理财、建信理财、招银理财和光大理财正式发行首批 4 支养老理财产品，首批产品在期限结构、收益平滑等方面凸显养老特色；

②2022 年扩大试点后产品发行数量显著提升。2022 年 3 月，养老理财试点范围进一步扩大至 10 个城市和 11 家理财公司，养老理财试点规模总上限升至 2700 亿元。养老理财产品在 2022 年迎来发行高峰期，但绝对增量仍相对有限。根据中国理财网，截至 2025 年 12 月末，共存续 51 支养老理财产品，其中 45 支为 2022 年新发产品，占比 9 成；

③23Q2 以来没有新增养老理财产品发行。截至 26Q2 末，存续规模也仅有 1000 亿出头，在 33.66 万亿理财余额中占比仅 0.3%左右。

（2）产品创设面临多重现实挑战，短期或难有明显突破。首批试点产品于 2021 年发行，在期限结构与收益平滑机制上凸显了养老特色，将于今年底集中到期；从四年多的运行情况看，可能存在以下问题待解：**①底层资产收益难以匹配业绩基准。**广谱利率中枢承压运行背景下，相对高息的债券、非标等资产获取难度加大，截至 9 月最新净值披露日，首批产品业绩比较基准下限为 5%—5.8%，但成立以来年化收益率位于 3.3%—4%，达基压力较大；**② 产品收益与普通理财区分度偏低，**削弱产品竞争力。根据普益数据，9 月全市场固收+、混合类理财成立以来年化收益率（规模加权）分别为 2.7%、3.1%，结合首批产品 5 年封闭期设置看，流动性补偿相对不足；**③收益平滑机制仍待优化，**主要体现为平滑基金在净值波动中消耗较快，有产品在 2025 年平滑基金账户余额已归零。

相对有利的因素在于， “9.24”以来资本市场回暖、美联储加息背景下境外资产配置机会等为养老理财提供了更多潜在收益增厚选择，但在博收益增强的同时，如何基于产品风险预算控制好净值回撤，适配居民对养老相关产品收益稳健性的诉求，也对资管机构提出了更高要求。

（3）与养老金账户制结合有助于扩大资金来源，但目前我国个人养老金缴存低，实现规模引流可能也尚需时日。短期看，总量层面，受制于居民养老储备意识不

仅供内部参考，请勿外传！

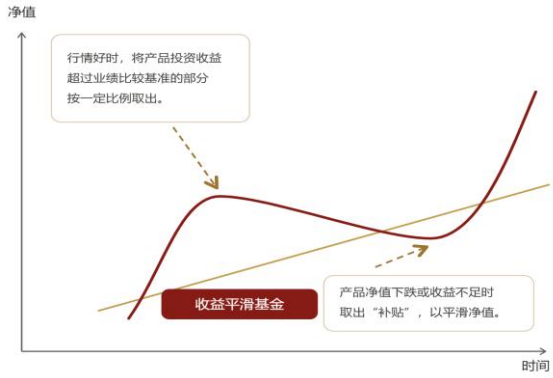
足、第三支柱规模偏小等因素，养老相关理财产品或难以明显上量；**结构层面，**个人养老金产品内部竞争也更趋激烈，9 月 28 日，新一批个人养老基金产品名录公布，含权二级债基、偏债混合基金两类“固收+”基金新增纳入，随着各类资管机构持续丰富养老相关产品线，资管产品间竞争压力也将加大。但**中长期来看，**理财公司有望依托母行在风险管控、项目获取、客群基础、品牌信誉、服务场景等诸多方面的资源，在养老金融领域有所突破。

图 11：截至本次扩围前，试点额度 2700 亿仅使用 4 成左右



资料来源：中国理财网，光大证券研究所

图 12：首批养老理财产品设置收益平滑基金增强净值稳定性



资料来源：中国理财网，光大证券研究所

表 1：首批试点养老理财产品要素

产品名称	存续期	业绩比较基准	投资性质	26Q2 末穿透后主要大类资产占比	是否有收益平滑机制
工银理财·颐享安泰固定收益类封闭净值型养老理财产品	2021/12/23-2026/12/24	5.0%—7.0%	固定收益类（固收+）	债券（46.6%）、非标资产（20%）、公募基金（17.5%）、现金及存款（9.2%）、权益类（5.7%）	是
招银理财招睿颐养睿远稳健五年封闭 1 号固定收益类养老理财产品	2021/12/21-2026/12/21	5.8%—8.0%	固定收益类（固收+）	债券（61.9%）、公募基金（20.6%）、现金及银行存款（7.4%）、QDII（6%）、权益类（3.1%）	是
颐享阳光养老理财产品橙 2026 第 1 期	2021/12/15-2026/12/15	5.8%	混合类	债券（61.1%）、公募基金（19.8%）、权益类（9.1%）、现金及存款（5.1%）、非标资产（3.8%）	是
建信理财安享固收类封闭式养老理财产品 2021 年第 1 期	2021/12/16-2026/12/15	5.8%—8.0%	固定收益类（固收+）	债券（76.4%）、非标资产（6.7%）、权益类（6.3%）、公募基金（6%）	是

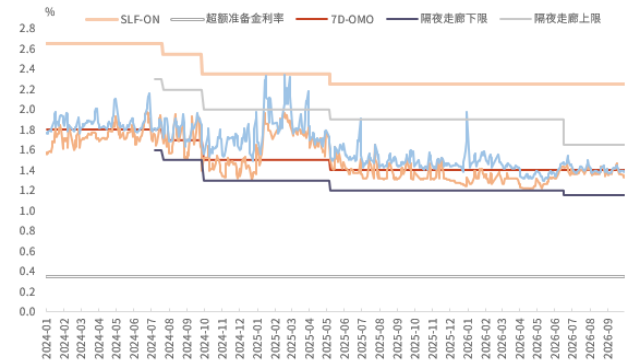
资料来源：普益标准，光大证券研究所；注：大类资产只展示占比在 3%的资产

仅供内部参考，请勿外传！

1、 理财产品收益率追踪

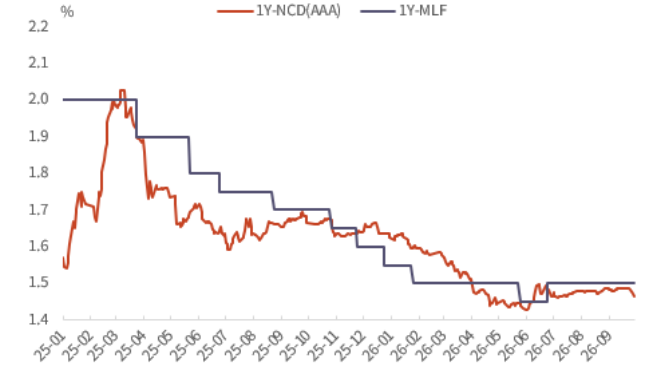
理财收益率整理运行于较低水平，纯债理财收益率阶段性占优。截至 9 月 24 日，（1）固定收益类理财样本近 1 个月/3 个月年化收益率分别为 1.32%/1.13%。其中，固收纯债、“固收+”理财近 1 个月年化收益率分别为 1.43%、1.14%；固收纯债、“固收+”理财近 3 个月年化收益率分别为 1.34%、0.76%；（2）现金管理类理财周内近 7 日年化收益率中枢稳定在 1.07%，随着临近季末货币市场基金收益走升，现管类理财与货基价差小幅倒挂 2bp 左右。

图 13：税期过后短端资金利率再度回落至政策中枢下方



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 9 月末

图 14：1Y-NCD 利率持续运行于 1.5%以下



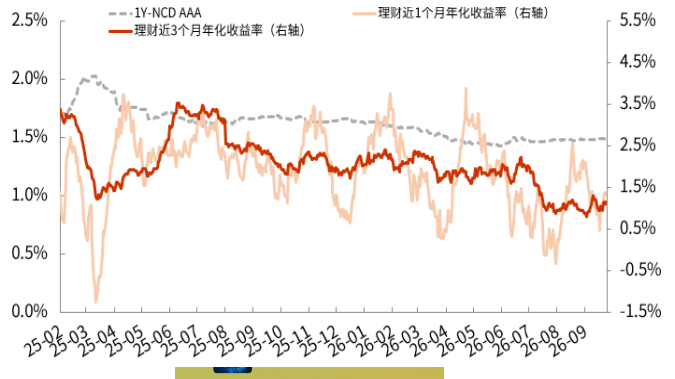
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 9 月末

图 15：10Y、30Y 中债国债收益率呈震荡下行走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 9 月末

图 16：固收类理财近 1 个月/3 个月年化收益率运行于偏低水平



资料来源：普益标准，光大证券研究所，样本共 5077 支固定收益类产品，截至 2026 年 9 月 24 日

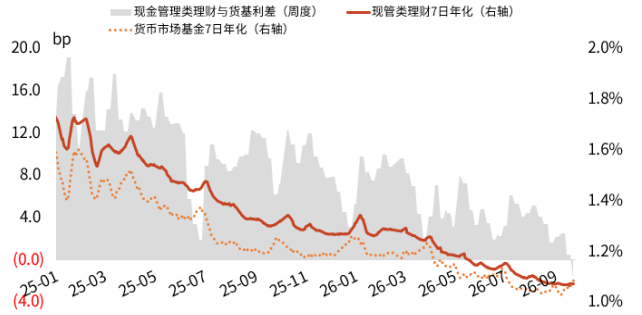
仅供内部参考，请勿外传！

图 17：纯债与“固收+”理财近 1 个月年化收益率震荡收敛



资料来源：普益标准，光大证券研究所，样本共 5077 支固定收益类产品，截至 2026 年 9 月 24 日

图 18：临近季末，现管类理财与货币市场基金利差小幅倒挂



资料来源：普益标准，光大证券研究所，样本共 1570 支产品，截至 2026 年 9 月 24 日

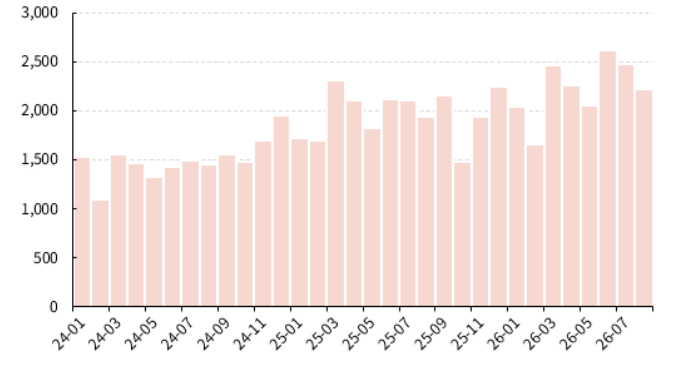
2、 理财产品发行景气度

8 月新发理财产品数量环比回落。8 月，理财公司共发行产品 2236 支，发行数量环比上月减少 253 支。其中：

新发封闭式产品 1582 支，较上月减少 222 支。期限结构上，新发封闭式产品以 1-3 年（含）为主，数量占比 39.9%，较上月-1.1pct；其次为 6 个月-1 年（含）以及 3-6 个月（含）期限产品，数量占比分别较上月变动-1.6pct、+1.8pct 至 30.2%、24.4%，三者合计占比达 94.5%。

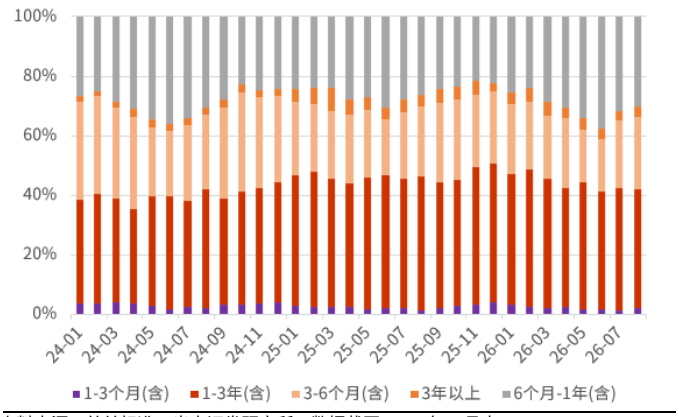
新发开放式产品 654 支，较上月小幅减少 31 支。从运作模式来看，新发产品仍主要为最小持有期型及每日开放型。其中，最小持有期型 386 支，数量占比较上月下降 2.9pct 至 59.0%；每日开放型 240 支，数量占比较上月提升 3.9pct 至 36.7%。开放式产品规模变化主要来自存续期内增量资金，而并非新产品发行当期，对于开放式产品募集资金能力要结合存续规模变化动态观察。

图 19：8 月理财公司新发产品数量环比上月略有回落



资料来源：普益标准，光大证券研究所，数据截至 2026 年 8 月末；单位：支

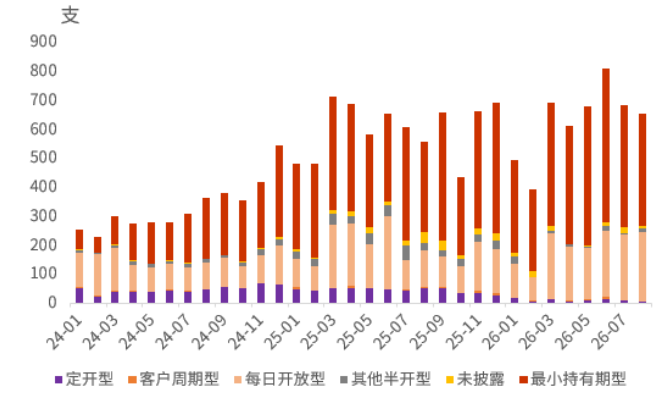
图 20：8 月新发封闭式理财产品以 1-3 年为主，数量占比近 40%



资料来源：普益标准，光大证券研究所，数据截至 2026 年 8 月末

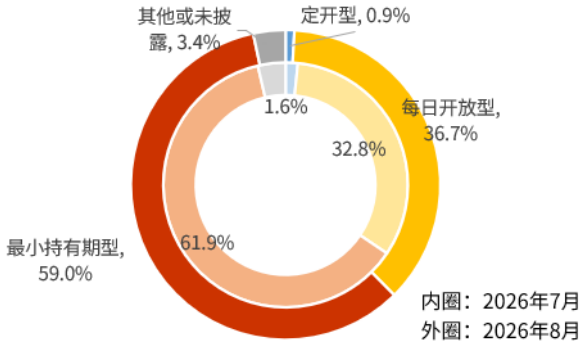
仅供内部参考，请勿外传！

图 21：8 月理财公司新发开放式产品月环比回落



资料来源：普益标准，光大证券研究所，数据截至 2026 年 8 月末

图 22：8 月理财公司新发开放式产品仍以最小持有期型为主

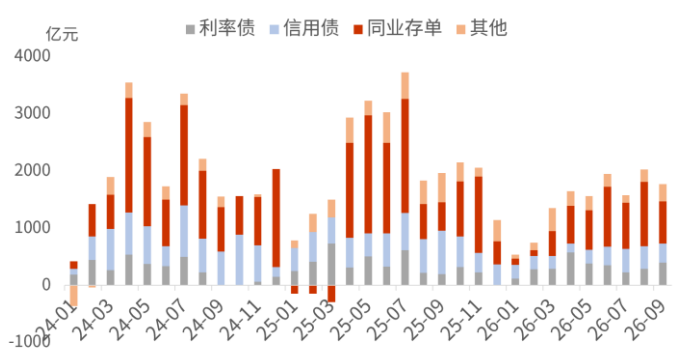


资料来源：普益标准，光大证券研究所，数据截至 2026 年 8 月末

3、 理财资产配置观察

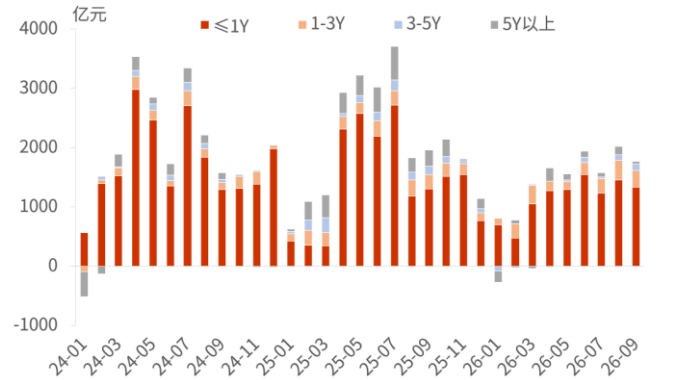
3Q 理财各月净买入规模相对平稳，10 月配置体量预估不会有脉冲式增长。3Q 各月理财子公司及产品在二级市场净买入规模相对平稳，7-9 月分别为 1577 亿、2026 亿、1771 亿。虽然从月末时点增量看，季初月理财规模通常受资金跨季回流支撑易于高增，但本质上只是跨越上个季末月和下个季初月过程中的资金重新分配。以 2023-25 年为例，测算 10 月理财规模增量分别为 1.1 万亿、0.4 万亿、1.4 万亿，9-10 月净增量分别为 0.2 万亿、-0.3 万亿、0.3 万亿，合并计算并无明显净增量。因此，通常不会出现脉冲式新增配置需求。此外，理财也会择机进行资产预配置，而非完全等待资金实际回流后再进行操作。

图 23：9 月理财二级市场净买入环比 8 月回落



资料来源：CFETs，光大证券研究所；数据截至 2026 年 9 月末

图 24：理财主要净买入中短债券，期限以 1Y 及以内为主



资料来源：CFETs，光大证券研究所；数据截至 2026 年 9 月末

仅供内部参考，请勿外传！

图 25：理财配置主要券种周度分期限净买入

主要券种期限分布（亿元）												
券种	期限	9.21-9.25	9.14-9.18	9.7-9.11	8.31-9.4	8.24-8.28	8.17-8.21	8.10-8.14	8.3-8.7	7.27-7.31	7.20-7.24	7.13-7.17
国债	≤1Y	-1.0	0.0	-0.4	0.5	0.0	0.6	-5.0	0.1	0.0	-0.5	0.0
	1-3Y	-3.8	-1.0	0.0	0.5	1.0	0.0	-0.9	-1.3	-0.5	3.5	0.0
	3-5Y	-0.7	1.4	1.8	0.5	-1.6	-2.8	0.0	-0.2	-1.1	0.0	-0.3
	5-7Y	8.1	1.5	0.0	-2.4	0.8	1.0	-0.4	-2.0	-2.8	-0.7	0.0
	7-10Y	-3.6	0.8	-1.0	-1.8	5.0	-1.1	-2.8	-3.2	6.1	-3.7	-3.3
	10Y以上	-24.0	14.4	50.7	-34.9	34.6	61.6	10.4	39.3	25.9	-54.3	9.8
政金债	≤1Y	25.6	55.9	145.9	148.8	47.4	34.6	58.2	13.4	38.6	30.6	23.2
	1-3Y	3.2	-0.1	9.1	-1.9	6.1	3.6	11.3	9.8	5.2	3.2	-0.9
	3-5Y	-0.6	1.8	0.0	-5.8	3.4	-11.0	-3.1	-3.0	-5.7	1.0	-3.5
	5-7Y	-0.1	1.6	-0.4	0.2	0.3	1.2	-0.9	-1.3	-3.3	-0.1	-1.2
	7-10Y	5.4	12.1	0.9	-0.2	-0.3	17.5	-5.1	-10.7	8.4	0.7	-0.7
	10Y以上	0.9	0.5	0.6	-1.6	-0.5	0.9	-0.3	-1.4	1.3	1.4	1.5
同业存单	≤1Y	84.7	305.8	194.3	123.4	275.9	295.5	260.3	231.7	215.8	136.6	179.8
信用债	≤1Y	24.0	43.2	24.8	41.8	54.7	43.7	39.4	58.5	60.5	44.8	43.9
	1-3Y	19.6	28.5	38.9	45.6	59.1	32.6	33.5	39.0	31.1	17.0	46.6
	3-5Y	12.4	3.0	9.7	14.0	6.2	2.9	8.1	3.6	15.6	8.8	0.0
	5Y以上	2.7	3.9	1.0	-0.5	0.3	1.9	1.8	0.3	1.0	2.1	-0.1

资料来源：CFETs，光大证券研究所；注：9.21-9.25 当周共 4 个交易日

4、风险提示

（1）理财市场运行态势受债券市场环境、投资者风险偏好等多重因素影响，展望分析主要基于当前时点的逻辑推演，可能与实际情况存在明显偏差；

（2）理财产品统计主要来自第三方机构，净值披露及规模数据依照样本数据，不同导出日期数据不完全相同，统计结果也可能与全市场整体有偏差；同时，由于理财产品新发或自然到期等因素，每期月报观测数据样本变化均为可比口径，但较往期不完全可比。

仅供内部参考，请勿外传！

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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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。

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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼