

2024年03月14日

## 标配

## 证券分析师

王鸿行 S0630522050001  
whxing@longone.com.cn



## 相关研究

- M2与社融增速差逆转前后的形势及逆转原因复盘——存款形势研究（一）
- 宁波银行（002142）：营收增速提升，信用成本或仍体现弹性——存款形势研究（二）
- 存款重定价有望缓释资产端压力——银行业“量价质”跟踪（二）

## 存款增量与结构再平衡

——存款形势研究（三）

## 投资要点：

**核心观点：**在存款形势研究（一）与（二），我们分别解释了2022-2023上半年存款快速增长及结构分化的原因。近月，存款增速明显回落，结构分化明显收敛。本报告结合社融与信贷形势分析近月存款形势变化的原因，并结合宏观政策对未来存款形势进行展望。

- **资管产品回表及银行扩表力度较大，2022年-2023上半年存款明显提速。**资管产品回表方面，受资管新规及市场波动影响，部分资管产品赎回后沉淀为银行存款。值得注意的是，由于银行表内资产端配置与资管产品明显不同，回表过程中存款增速快于资产增速。从银行经营角度看，这意味着存款供给较为充裕，一定程度上为2023年多轮存款降息创造了适宜条件。银行扩表方面，商业银行加大信贷投放与政府债券配置力度，资产增速快于社融。由于银行扩表会同步派生存款，因此，扩表力度加大也会提升存款增速。
- **2023Q2以来存款增速逐步回落，Q4以来企业活期存款与住户定期存款分化收敛。**由于资管回表与银行扩表影响明显淡化，商业银行存款增速逐步放缓。2024年1月，存款增速进一步明显收窄。一方面是受高基数影响。另一方面则是增量与结构再平衡信贷导向下，社融结构明显不同于去年同期：1月贷款同比少增，指向银行扩表影响进一步淡化。此外，注意到2023Q4以来，企业活期存款与住户定期存款分化有所收敛，其中，2024年1月收敛更为显著。基数原因以外，前期房地产市场积极政策或也对存款结构改善产生了一定驱动力。2023年8月以来，认房不认贷、核心城市“双限”解除、超大特大城市积极推进城中村改造、存量住房贷款利率与5年期LPR下调等政策相继推出。这些政策效果在居民信贷中有所体现，2023年9-12月，住户消费信贷连续四月同比多增，2024年1月，作为开门红关键之月，居民信贷明显改善。这些数据改善均对缓解存款分化有积极意义。
- **存款供给端或有所收紧，但对成本约束不明显。**盘活存量要求下，低效投资到期后会自然退出。结合近期一些地方基建项目投入放缓，我们认为低效投资领域制约年内信贷增长潜力，信贷增速中枢或回落。这意味着派生存款增速也将回落。叠加资管产品市场表现改善会对存款形成一定分流效应，2022-2023年存款供给相对充裕的局面或将边际收紧，这可能对潜在存款降息空间产生约束。考虑到当期银行息差较低，且监管对存款利率市场化及稳定存款市场秩序持支持态度，我们认为存款供给边际收紧对存款降息空间的约束不明显，后续LPR下调产生的息差压力依然能通过存款降息有效缓冲。
- **关注积极宏观政策推进对存款结构的积极意义。**2024年前两个月宏观表现较为正向，PMI企稳、进出口回升、CPI转正对存款结构改善有积极影响。展望未来，随着两会期间稳增长政策逐步落实，存款结构有望进一步从中受益。居民端，2月5年期LPR大幅下降，推动汽车、家电、家装厨卫等消费品以旧换新，推动服务消费等政策有利于释放消费潜力，促进居民与企业存款账户之间的良性循环。企业端，大规模设备更新，超长期特别国债发行，城镇化推进等政策的推进有利于提升企业活期存款表现。
- **投资建议：**2023年标杆行估值溢价大幅下降，意味着市场对悲观情绪的反应更充分。稳增长、稳资本市场政策驱动下，银行经营环境有望改善：1）稳增长政策对存款结构影响正面，叠加存款重定价逐步渗透，负债端压力或缓解；2）资本市场回暖，中间业务收入弹性将明显体现。3）积极宏观有望促进PMI改善，当前PMI仍处于底部，是较好配置窗口；4）防范化解风险持续推进，重点领域风险有望缓解。我们建议标杆零售银行及区域经济发达、客户基础优良的中小银行，如招商银行、宁波银行、常熟银行、江苏银行、苏州银行。
- **风险提示：**地产领域风险明显上升；宏观经济快速下行；区域经济明显转弱。

## 正文目录

1. 回顾：双因素驱动存款高增长 .....	4
2. 变化一：存款增速明显回落 .....	7
3. 变化二：存款结构分化有所收敛 .....	8
4. 展望：增量与结构再平衡或临近 .....	12
5. 投资建议 .....	15
6. 风险提示 .....	16

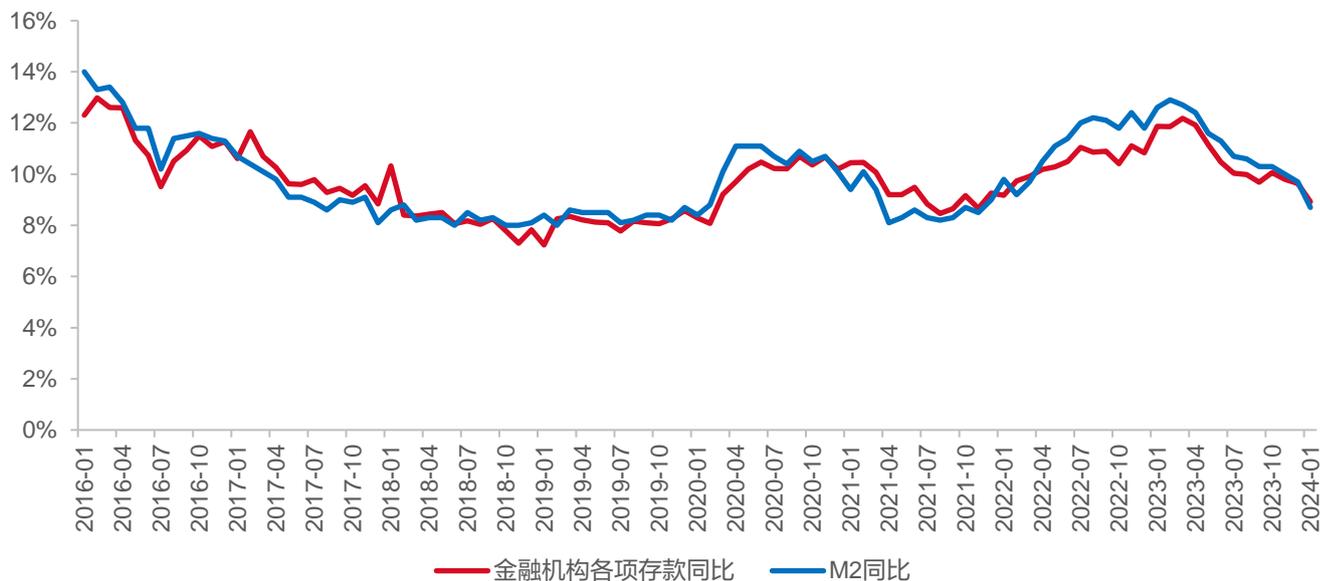
## 图表目录

图 1 M2 与存款增速高度一致.....	4
图 2 2022 年 4 月-2023 年 12 月，M2 增速快于社融.....	4
图 3 2022 年金融机构新增存款占资金运用的比重明显上升.....	5
图 4 2022 年至 2023 年上半年，M2 增速提升幅度明显高于金融机构资金运用.....	6
图 5 2022 年以来，金融机构资产增速明显快于社融增速.....	6
图 6 2022 年 9 月以来，金融机构贷款增速高于社融增速.....	7
图 7 2022 年 Q4 至 2023 年 Q2，银行债券投资增量占社融债券增量的比重明显提升.....	7
图 8 2024 年 1 月社融分项同比多增情况与去年同期明显不同，单位：亿元.....	8
图 9 2022-2023 年，居民定期存款与企业活期存款增速分化，2024 年 1 月分化收敛.....	9
图 10 2022-2023 年，M1 与 M2 增速分化，2024 年 1 月分化收敛.....	9
图 11 2022 年以来，上市银行存款成本率上行.....	10
图 12 居民贷款与居民定期存款增速负相关.....	10
图 13 2023 年 9 月-12 月，居民消费贷款同比多增.....	11
图 14 2024 年 1 月，居民贷款同比多增，对公贷款及票据融资同比少增，单位：亿元.....	11
图 15 2024 年 1 月住户经营性贷款同比明显多增，单位：亿元.....	12
图 16 2023 年下半年以来，社融与人民币贷款增速差有所收敛.....	12
图 17 住户定期存款增速与沪深 300 指数存在一定程度负相关，单位：点（右轴）.....	13
图 18 银行业净息差持续收窄.....	13
图 19 2020 年以来我国居民部门杠杆率走平，与日本、美国的差距明显缩小.....	14
图 20 2024 年 2 月，5 年期 LPR 下降 25BP.....	14
图 21 2018 年以来，企业活期存款与制造业 PMI 相关性增强.....	15
表 1 关注公司估值表.....	15

## 1.回顾：双因素驱动存款高增长

商业银行存款项目在 M2 中统计口径中占绝对优势，二者趋势基本一致(如图 1 所示)。因此，M2 总量和结构特点可在很大程度上体现商业银行存款总量和结构特点，在存款形势系列报告中，我们会借助 M2 来分析商业银行存款特征。

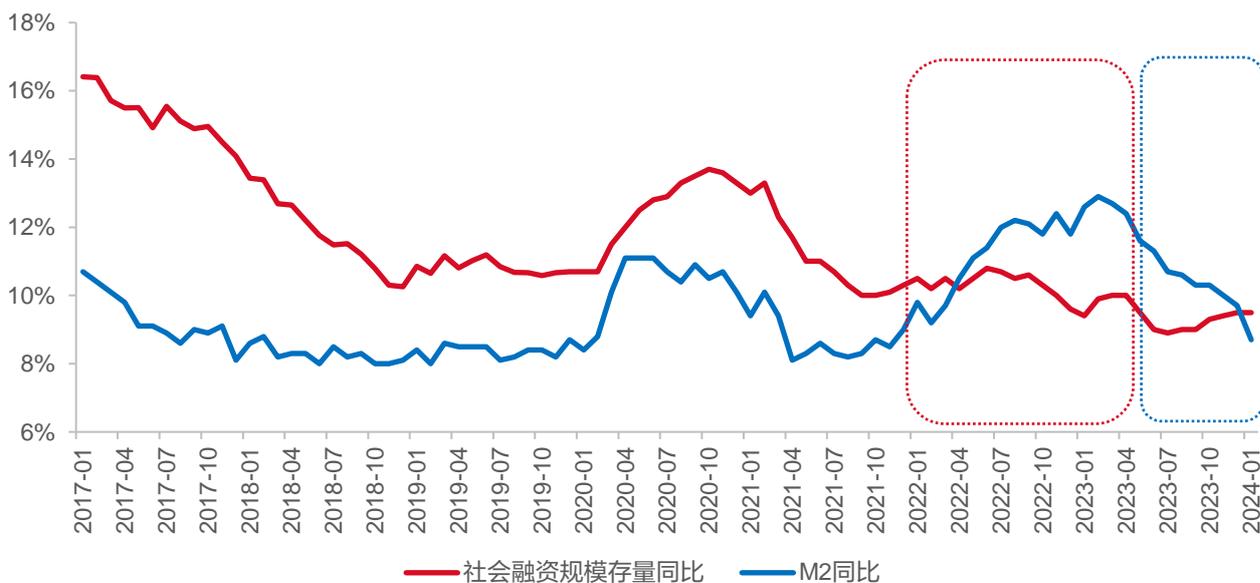
图1 M2 与存款增速高度一致



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

总量层面，社融与 M2 分别体现“信用派生货币”原理的信用端和货币端，二者具有很强一致性。然而，短期内一些特殊原因会导致二者变动明显不一致。最近一次不一致发生在 2022 至 2023 上半年，期间 M2 增速明显提升而社融增速有所放缓（如图 2 红框所示）。

图2 2022 年 4 月-2023 年 12 月，M2 增速快于社融



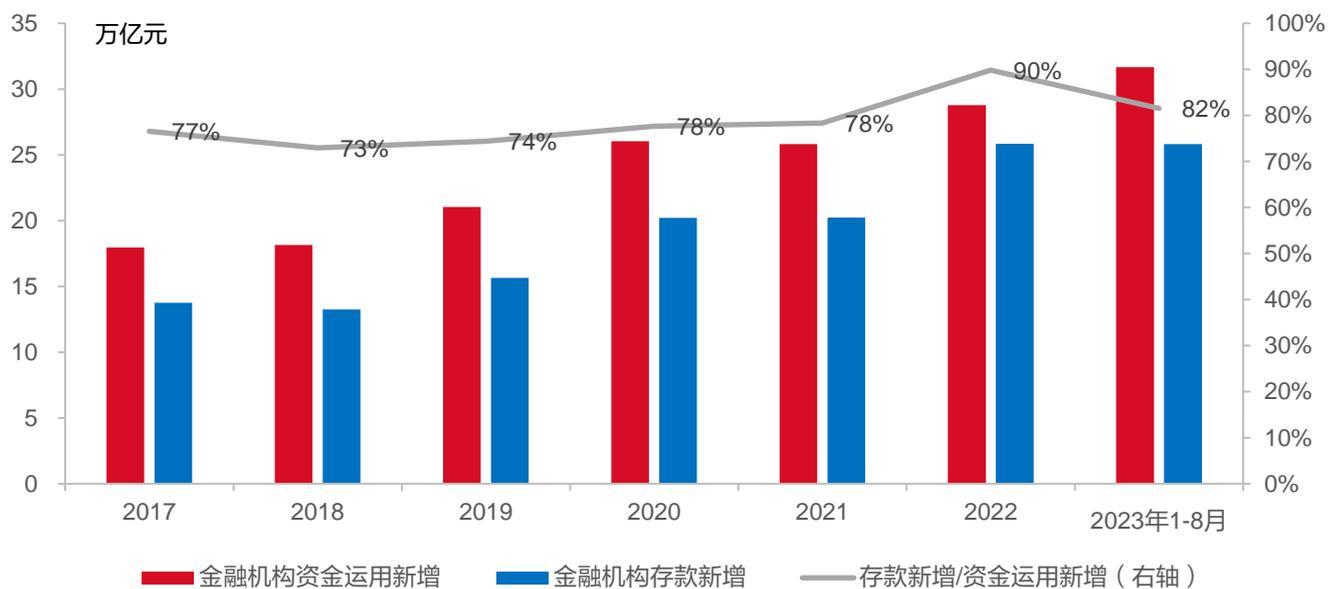
资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

在存款形势研究（一），我们分析认为，2022年-2023上半年资管产品回表及银行扩表力度较大，银行存款明显提速，导致 M2 增速明显高于社融。

资管产品回表方面，受资管新规及市场波动影响，部分理财、基金、信托等资管产品赎回后沉淀为银行存款。与此同时，银行资产端承接资管产品赎回时出售的资产，银行资产负债表因此实现扩张。这个过程主要影响存量市场，效果上来看，社融影响受到的影响较小<sup>1</sup>但 M2 受到的影响较大<sup>2</sup>，导致 M2 增速明显快于社融。

值得注意的是，由于银行表内资产端配置风格与资管产品明显不同，资管回表过程中，资产端扩张节奏慢于存款。这种情况下，存款增量与资产增量之比明显上升（如图 3 红框所示），指向银行存款增速快于资产增速，可引申为 M2 增速快于银行资产增速（如图 4 红框所示）。从银行经营角度看，这意味着存款供给较为充裕、揽储压力减轻，一定程度上为 2023 年三轮存款降息创造了适宜条件。

**图3 2022 年金融机构新增存款占资金运用的比重明显上升**



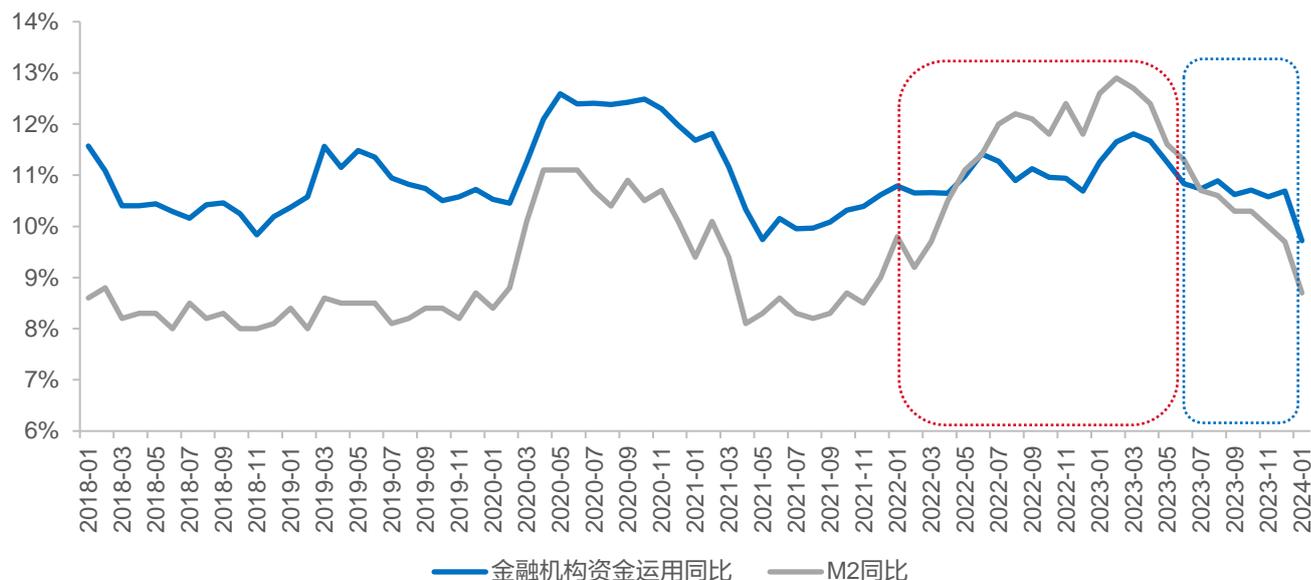
资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

注：2024 年 1 月存款增量占资金运用的比重上升反映季节性特点，体现银行开门红期间较强揽储力度。一般情况下，该指标在一季度占比较高，会在年内逐步回落。

1 社融口径较 M2 更广，覆盖各类资管产品资产端，因此，资管产品回表再投对存量社融影响小。

2 M2 统计口径主要包括大部分银行存款和部分流动性较强的货币基金，未计入 M2 统计口径的理财产品、基金等资管产品回表会影响存量 M2。

图4 2022 年至 2023 年上半年，M2 增速提升幅度明显高于金融机构资金运用



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

银行扩表方面，当扩表力度加大时，贷款投放与债券积极性较高，银行资产增速会快于社融（如图5红框所示）。由于银行资产扩张会同步派生M2，因此扩表力度加大会导致M2增速快于社融。2022-2023年货币政策与财政政策积极，商业银行相应加大信贷投放与政府债券配置力度。此外，由于息差下行压力大，商业银行自身也存在较强以量补价动机。以上两个因素对银行资产扩张形成较大推力。贷款方面，金融机构各项贷款增速明显高于社融增速（如图6红框所示）；债券投资方面，金融机构债券投资增量占社融债券增量的比重明显上升（如图7红框所示）。值得注意的是，银行扩表力度加大之际，信托贷款、委托贷款、企业债券受市场因素影响增长较慢<sup>3</sup>，拖累社融，进一步拉大了M2与社融的增速差。

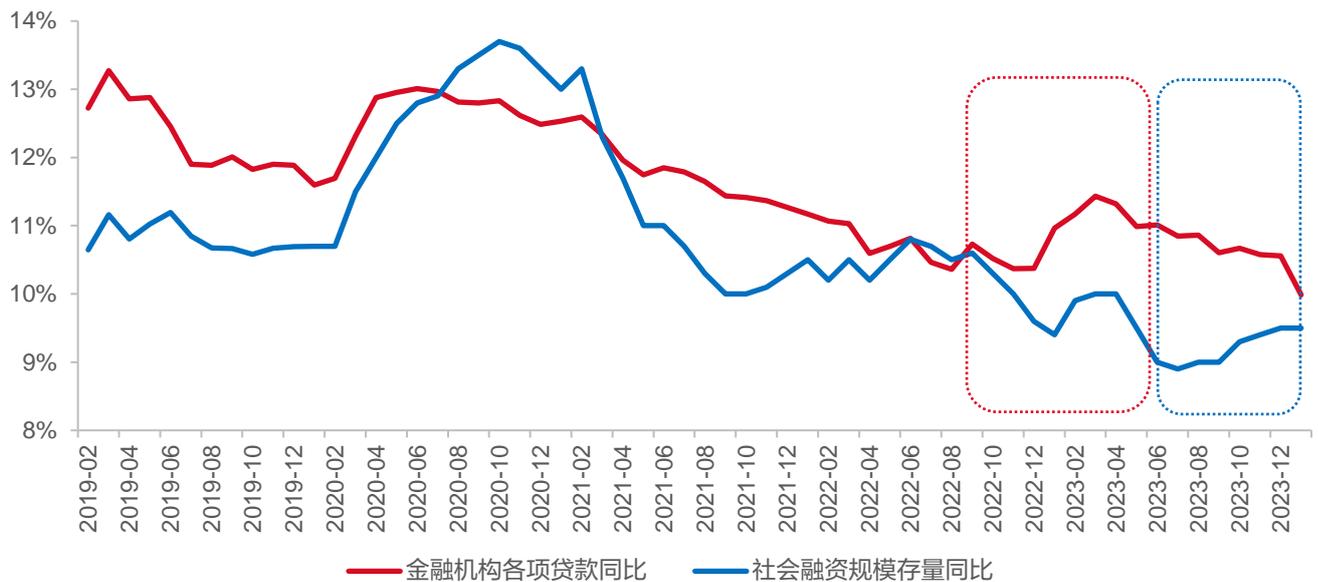
图5 2022 年以来，金融机构资产增速明显快于社融增速



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

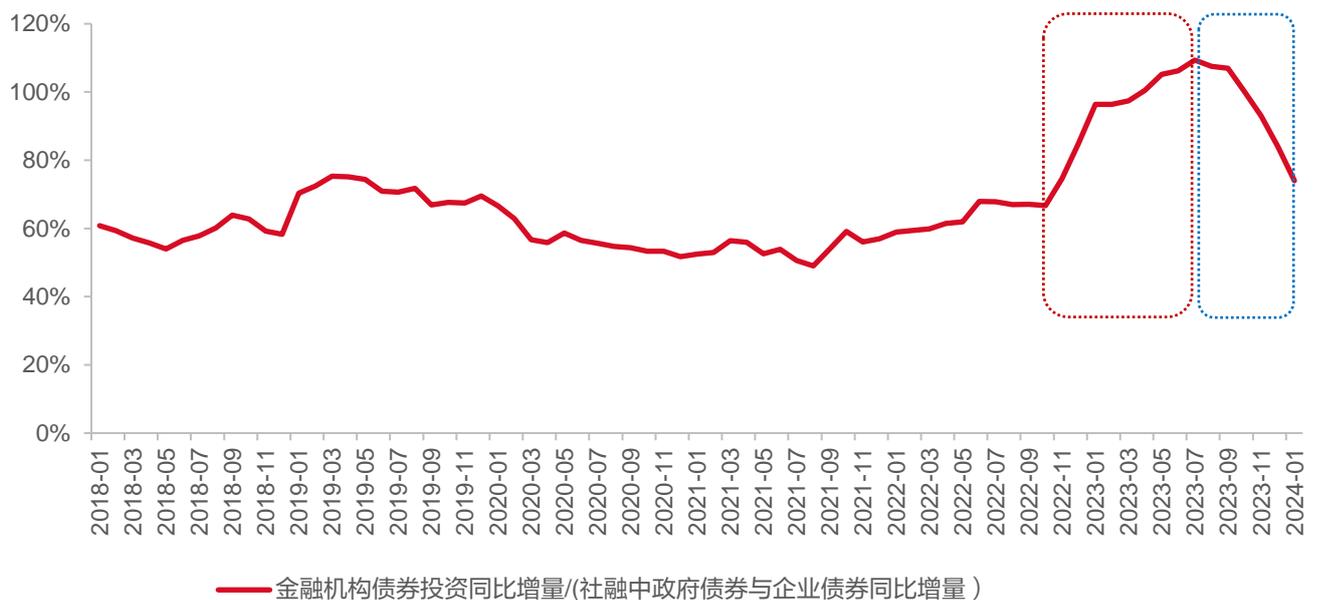
<sup>3</sup> 信托贷款、委托贷款增长乏力主要是由于该业务受资管新规约束，以及房地产与融资平台领域需求下降。企业债券增长乏力或是受融资平台需求下降及中长期贷款替代效应影响。

图6 2022年9月以来，金融机构贷款增速高于社融增速



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

图7 2022年Q4至2023年Q2，银行债券投资增量占社融债券增量的比重明显提升



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

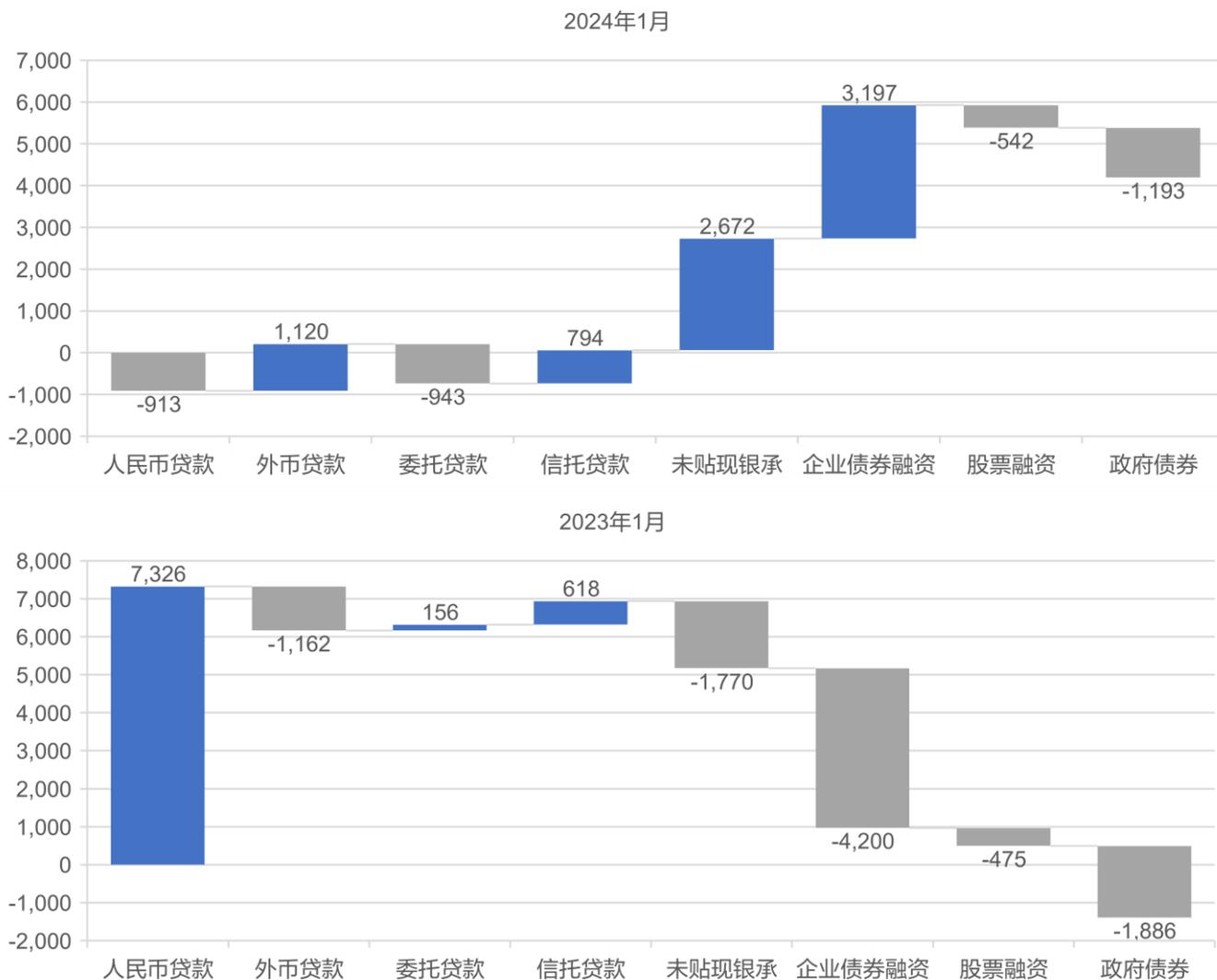
## 2. 变化一：存款增速明显回落

2023年下半年以来，资管回表与银行扩表影响明显淡化（如图2-图7蓝框所示），社融中信托贷款、委托贷款等表外项逐步企稳。相应地，M2增速于2023年上半年达到高点后逐步放缓，与社融增速差逐步收窄（如图1蓝框所示）。

2024年1月，M2与社融增速进一步明显收窄，M2增速自2022年4月以来再度回到社融下方。一方面受高基数影响，M2增速被动明显降低。另一方面则是增量与结构再平衡导向下，社融结构明显不同于去年同期。具体而言，贷款同比少增，指向银行扩表影响进

一步淡化；而企业债券、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比明显多增（如图 8 所示），对社融的影响由负面转为正面。这一结构导致社融增速提升而银行资产增速放缓（如图 6 蓝框所示），后者会同步派生 M2，故该过程也会表现为社融增速提升而 M2 增速放缓。

图8 2024年1月社融分项同比多增情况与去年同期明显不同，单位：亿元

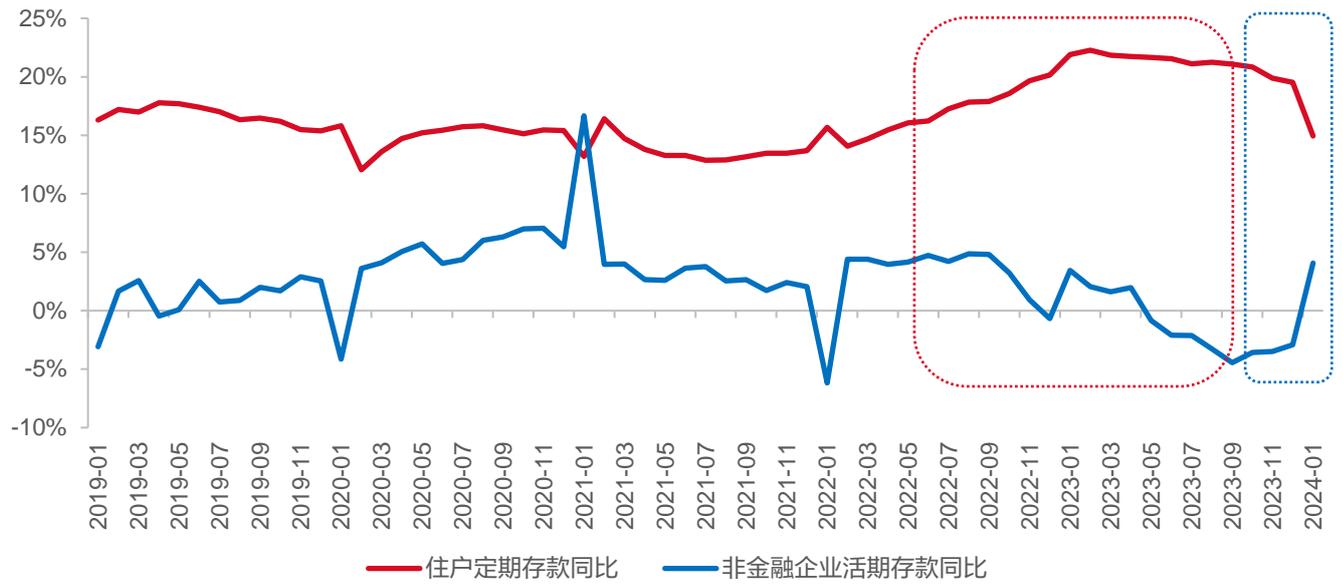


资料来源：中国人民银行，iFinD，东海证券研究所

### 3.变化二：存款结构分化有所收敛

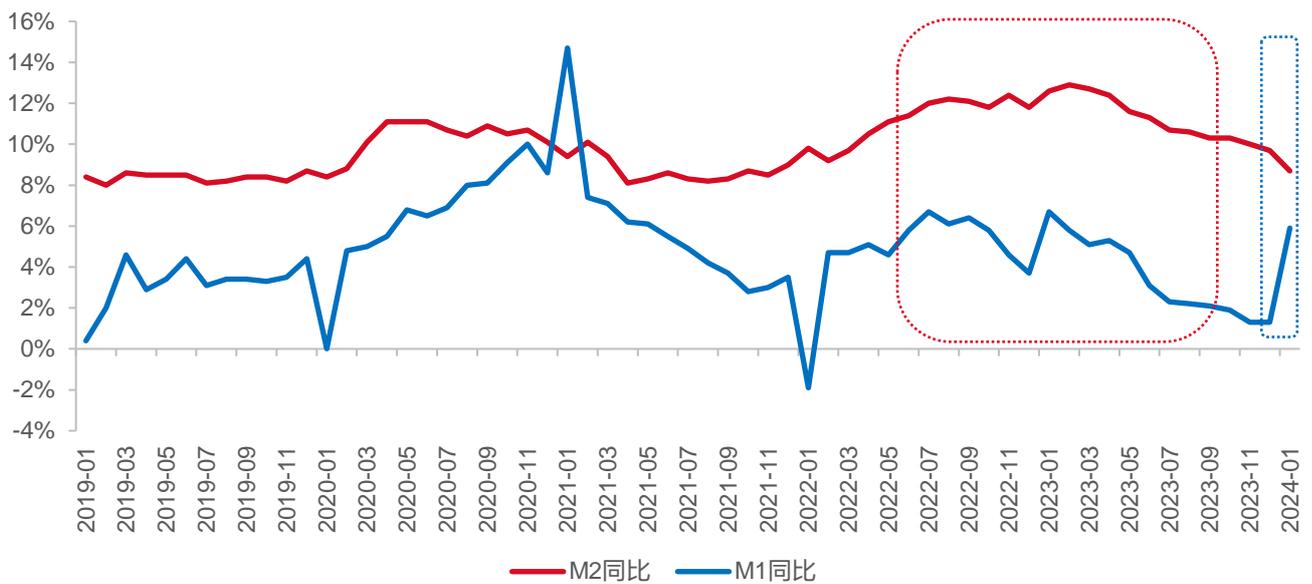
2022年Q3-2023年Q3，受住房与消费需求明显放缓影响，居民信贷表现较弱。这一过程抑制存款从居民部门向企业部门流动，倾向于提升居民定期存款表现而抑制企业活期存款表现。叠加资管产品回表进一步提升居民存款增速，居民定期存款与企业活期存款之间分化逐步加大（如图 9 红框所示），二者分化也一定程度上体现为 M2 与 M1 的分化（如图 10 红框所示）。存款结构关乎存款成本率，居民定期存款占比上升、企业存款供给偏紧是 2022 年以来银行业存款成本率逆势而上（如图 11 所示）的重要原因。

图9 2022-2023 年，居民定期存款与企业活期存款增速分化，2024 年 1 月分化收敛



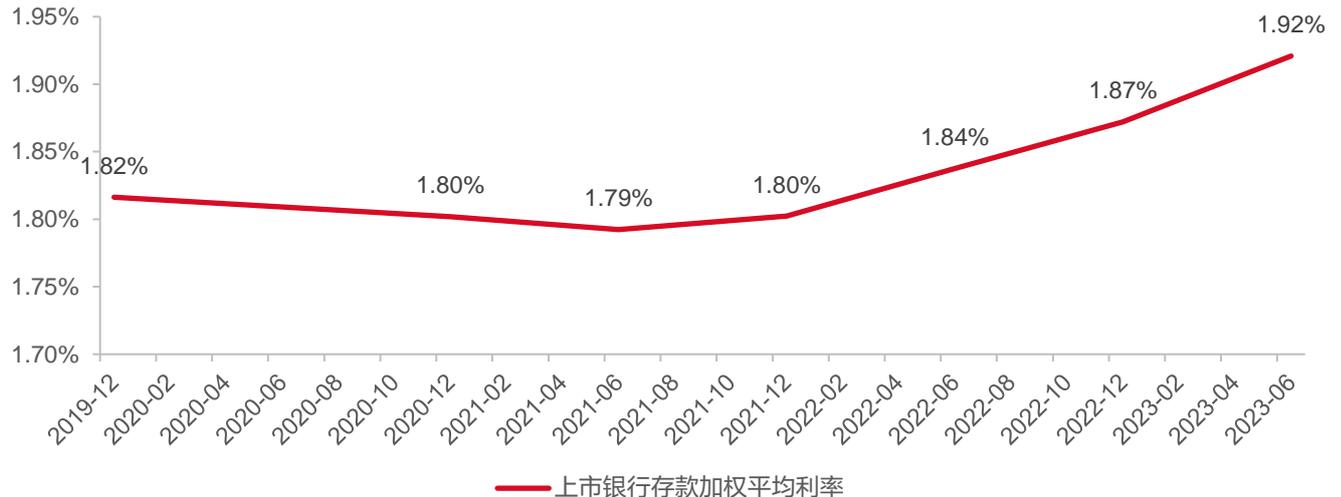
资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

图10 2022-2023 年，M1 与 M2 增速分化，2024 年 1 月分化收敛



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

图11 2022 年以来，上市银行存款成本率上行

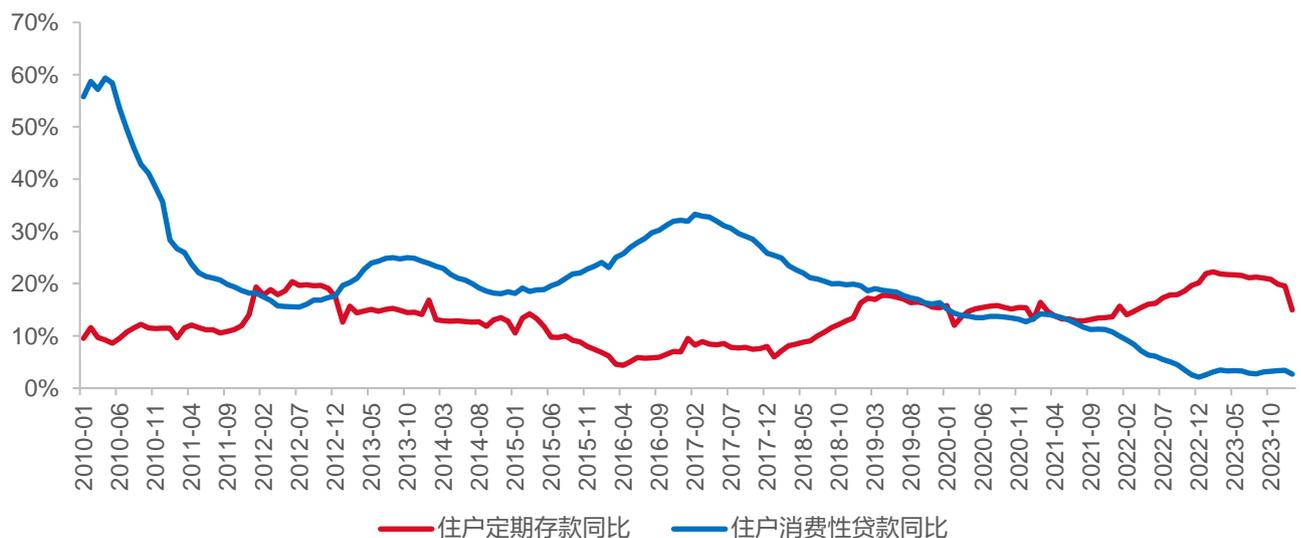


资料来源：上市公司公告，东海证券研究所

2024 年 1 月，企业活期存款与住户定期存款分化明显收敛，前者从-2.91%明显提升至 4.06%，后者则从 19.53%明显放缓至 14.94%。一定程度上体现为 M1 与 M2 增速差收敛（如图 9 蓝框所示），M1 自 1.30%明显提升至 5.90%，M2 增速自 9.70%放缓至 8.7%（如图 10 蓝框所示）。基数或是主要原因：一方面，去年企业向年终奖支出更多可能发生在 1 月，而今年可能有一部分发生在 2 月，对应企业活期存款支出力度低于去年；另一方面，去年 1 月理财回表形成较高居民存款增量，M2 基数较高。

相对于基数原因，我们更关心存款结构改善的内在驱动力。在存款形势研究（二），我们分析指出，居民消费在存款从居民部门向企业部门的循环中发挥重要作用，经验上看，居民消费贷款与居民定期存款负相关（如图 12 所示）。2023 年 8 月以来，认房不认贷，核心城市“双限”解除，超大特大城市积极推进城中村改造，存量住房贷款利率与 5 年期 LPR 下调等政策相继推出。这些政策效果在居民信贷中有所体现，2023 年 9-12 月，住户消费信贷连续四月同比多增（如图 13 所示），有利于促进居民定期存款支出，对缓解存款分化有正向作用。实际来看，2023Q4 居民定期与企业活期存款分化确实有所收敛（如图 9 蓝框所示）。

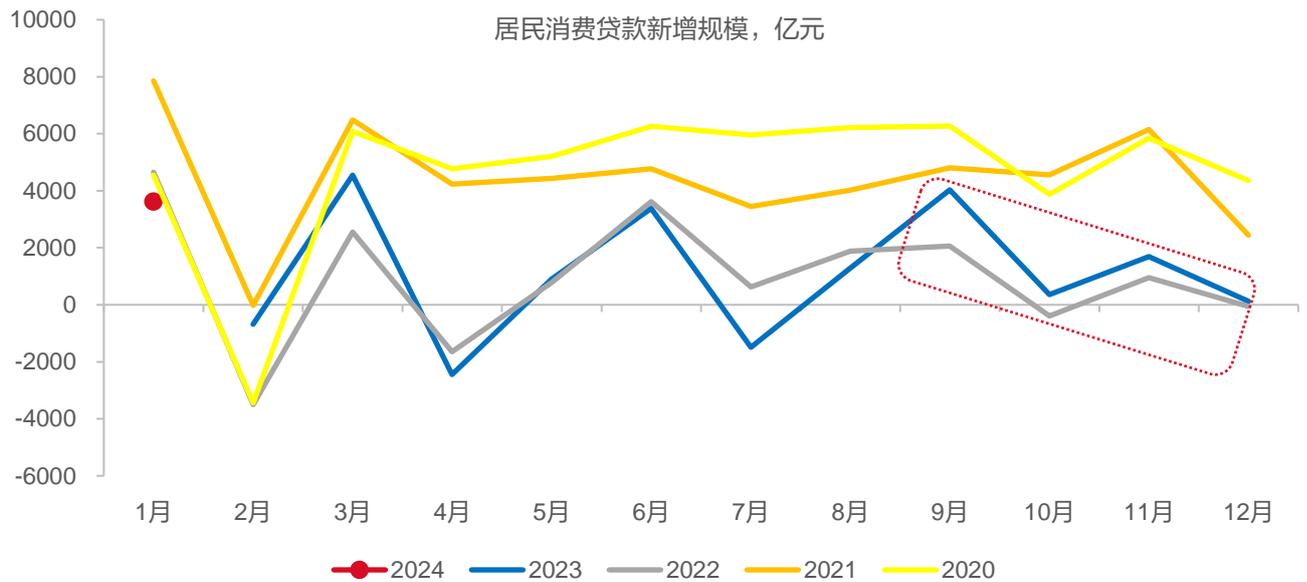
图12 居民贷款与居民定期存款增速负相关



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

注：根据金融信贷收支表口径，此处消费性贷款包括住房贷款

图13 2023年9月-12月，居民消费贷款同比多增

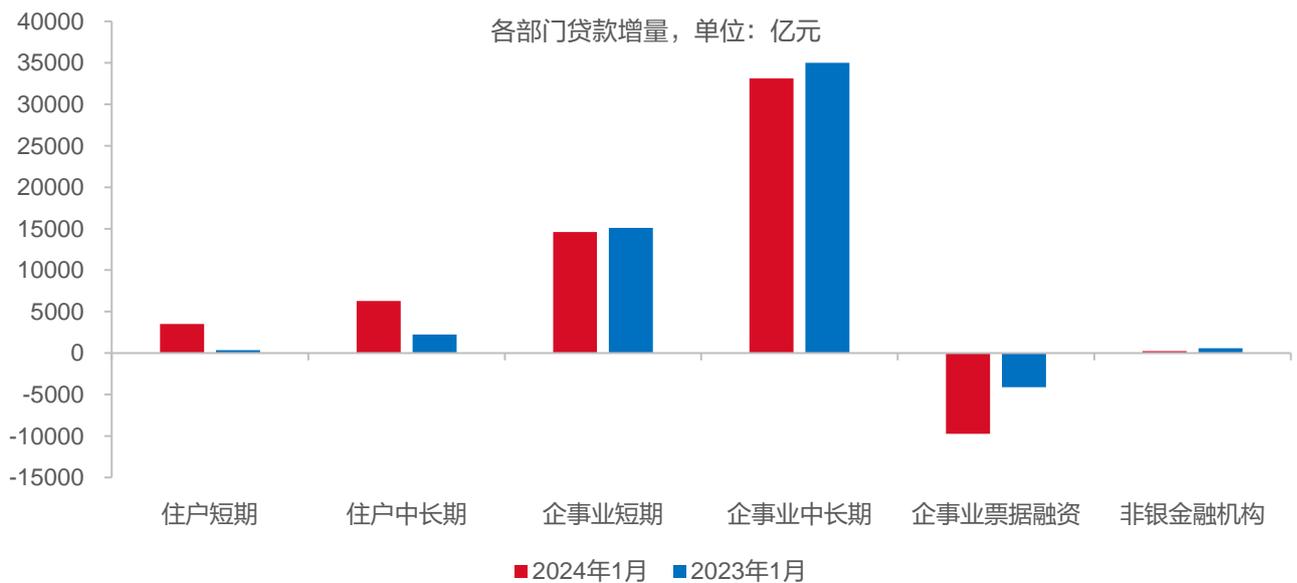


资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

注：1、根据金融信贷收支表口径，此处消费性贷款包括住房贷款；2、2023年1月金融机构信贷收支表机构统计口径调整，故2023年1月前后数据不可比。此外，由于口径调整，2023年1月居民消费贷款新增规模不可观测。

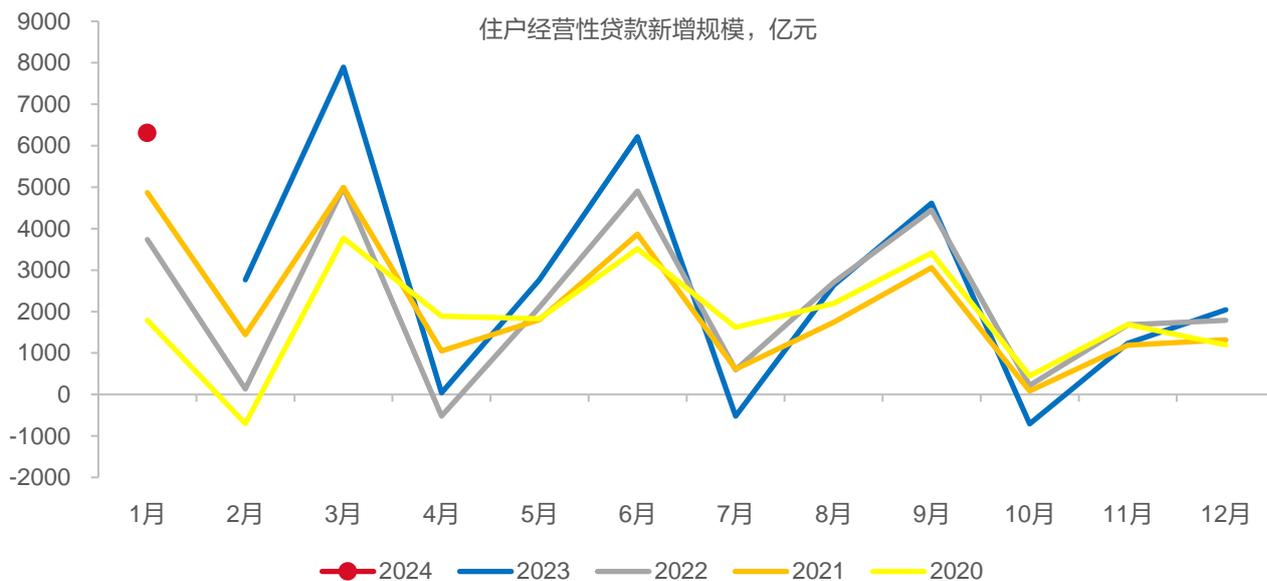
2024年1月，作为开门红关键之月，居民信贷明显改善，这在2023年9-12月基础上进一步强化了对存款结构的正向作用。具体来看，2024年1月，住户短期贷款和中长期贷款分别增加3528与6272亿元（如图14所示），较2023年1同期明显改善。改善动力或是来源于三个方面：1）低基数；2）春节错位，今年1月工作日明显多于去年；银行消费贷、个人经营贷力度投放力度大，对居民贷款有较大贡献（如图15所示）；3）一线城市限购进一步放松，二手房成交边际回暖，住房贷款相应改善。

图14 2024年1月，居民贷款同比多增，对公贷款及票据融资同比少增，单位：亿元



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

图15 2024年1月住户经营性贷款同比明显多增，单位：亿元

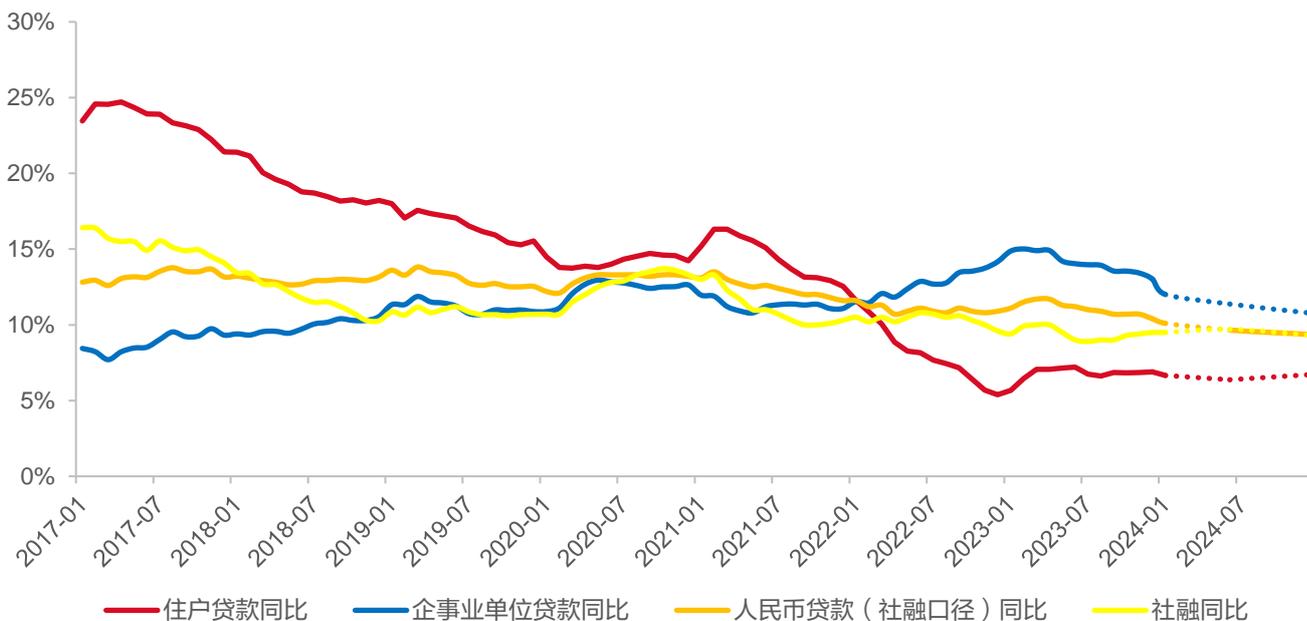


资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

## 4.展望：增量与结构再平衡或临近

增量与结构再平衡导向下，信贷增速与实体经济名义增速更匹配。2024年1月信贷增速明显下行表征银行扩表进一步减弱。盘活存量要求下，低效投资到期后自然退出。同时结合近期一些地方基建项目投入放缓，我们认为年内低效投资领域信贷增长面临压力，或将持续制约年内信贷增长。我们维持此前观点，认为贷款增速将有所放缓，与社融增速将趋于一致(如图16所示)，预计2024年人民币贷款(社融口径)与社融分别增长9.37%与9.33%，这与2023年前者明显高于后者的局面有所不同。

图16 2023年下半年以来，社融与人民币贷款增速差有所收敛

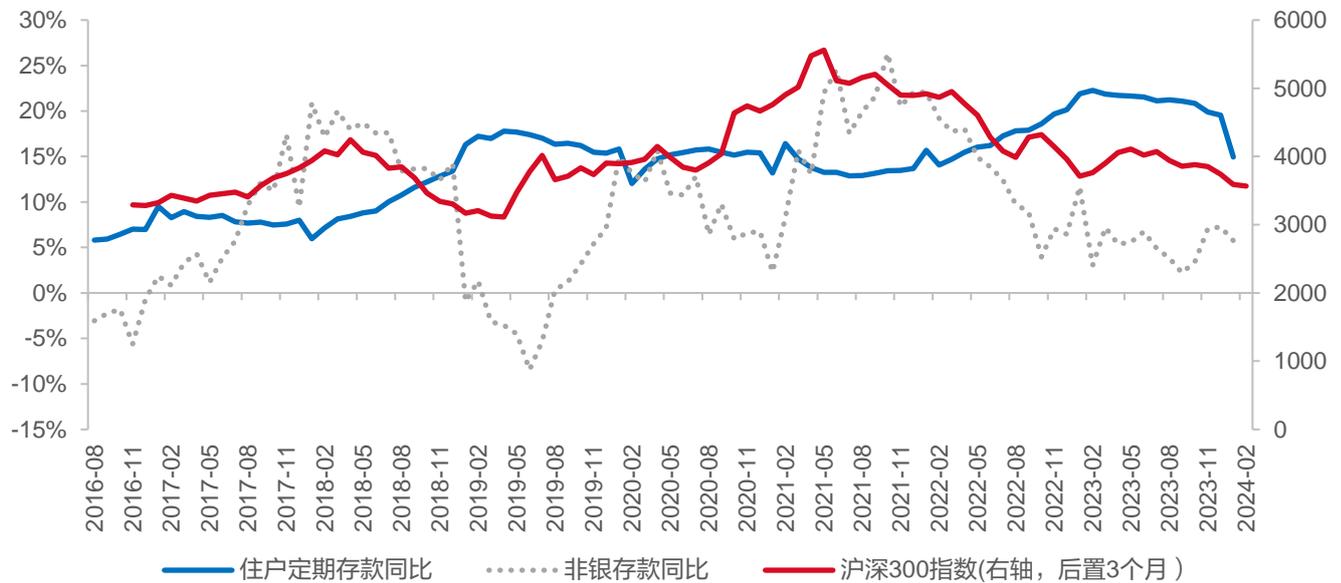


资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

注：虚线为预估值。

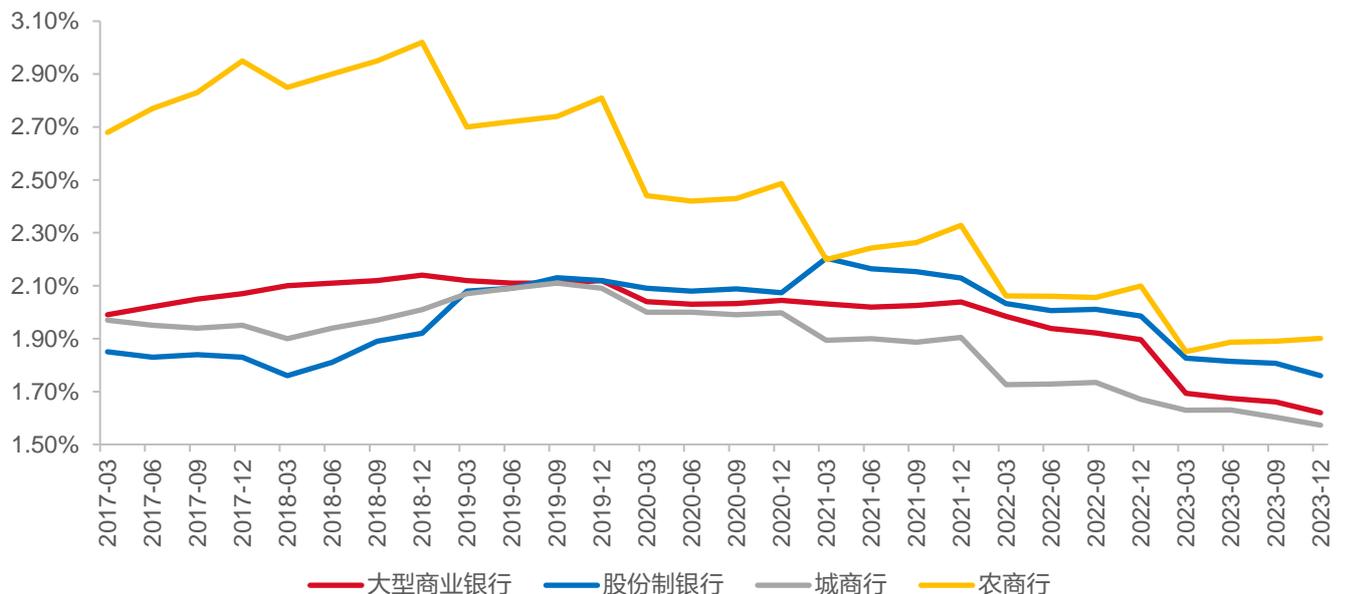
根据信用派生货币原理，信贷增速回落意味着存款增速也将回落。叠加理财、基金等资管产品市场表现改善也会分流一部分居民定期存款(如图17所示，住户定期存款与沪深300指数负相关)，2022-2023年存款供给相对充裕的局面或将边际收紧，这可能对存款潜在降息空间产生约束。考虑到当期银行息差较低(如图18所示)，且监管对存款利率市场化及稳定存款市场秩序持支持态度，我们认为存款供给边际收紧对潜在存款降息空间的约束不明显，后续LPR下调产生的息差压力依然能通过存款降息有效缓冲。

图17 住户定期存款增速与沪深300指数存在一定程度负相关，单位：点（右轴）



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

图18 银行业净息差持续收窄



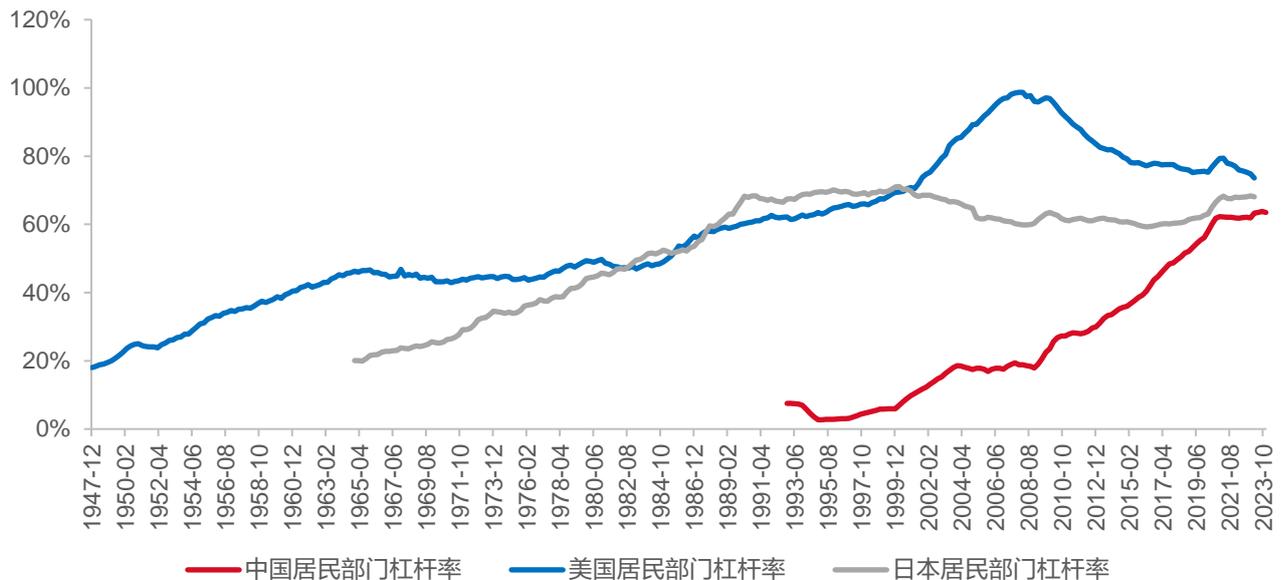
资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

在存款形势研究（二），我们指出，2022年下半年以来居民住房与消费需求偏弱、金融资产配置风险偏好降低抑制居民存款向企业存款的良性循环，导致居民定期存款沉淀较多。2023年Q2以来，企业投资与经营效益变弱，企业活期存款受到的负面影响较为明显。这

些因素作用下，企业活期存款与居民定期存款明显分化。2024年2月宏观数据较为正向，PMI企稳、进出口回升、CPI转正，叠加两会期间稳增长政策加码，存款结构有望从中受益。

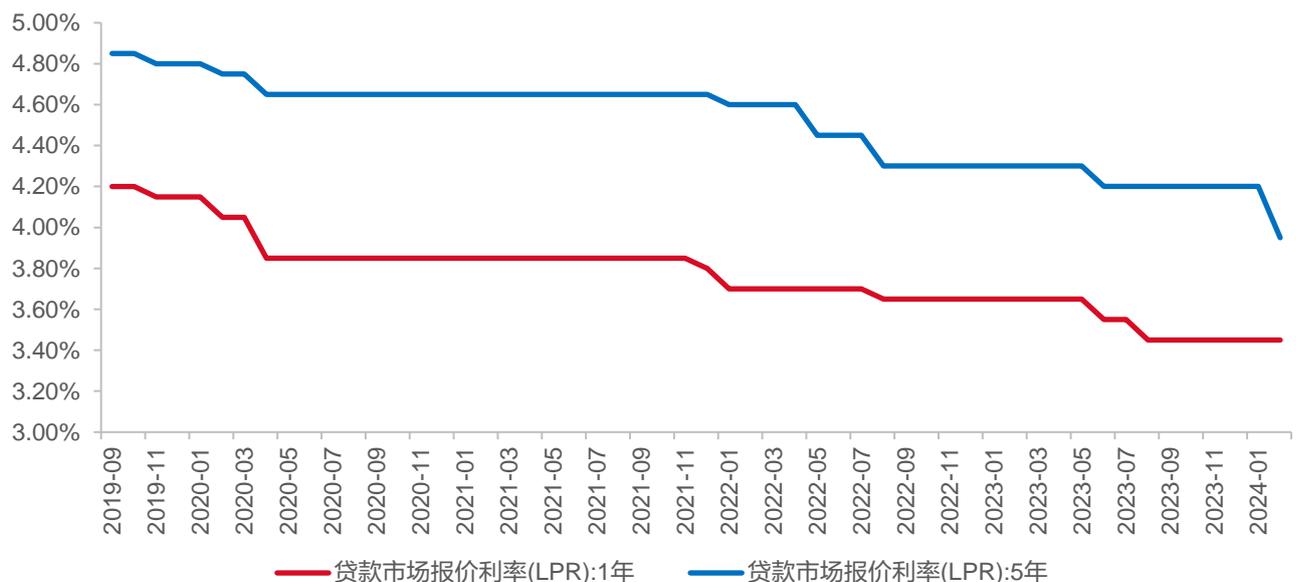
居民住房消费方面，中长期视角来看居民杠杆率提升空间有限（如图19所示），认为住房销售相对平淡的局面或仍持续，我们关注重心在于其能够保持稳定性。2023年12月以来核心城市地产政策进一步放松，2024年2月5年期LPR下降幅度较大（如图20所示）有利于住房销售企稳。居民非住房消费方面，商务部今年将推动汽车、家电、家装厨卫等消费品以旧换新，推动服务消费，有利于持续释放消费潜力。以上政策有利于促进居民定期存款向企业活期存款账户的良性循环，进而缓解存款定期化压力。

**图19 2020年以来我国居民部门杠杆率走平，与日本、美国的差距明显缩小**



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

**图20 2024年2月，5年期LPR下降25BP**

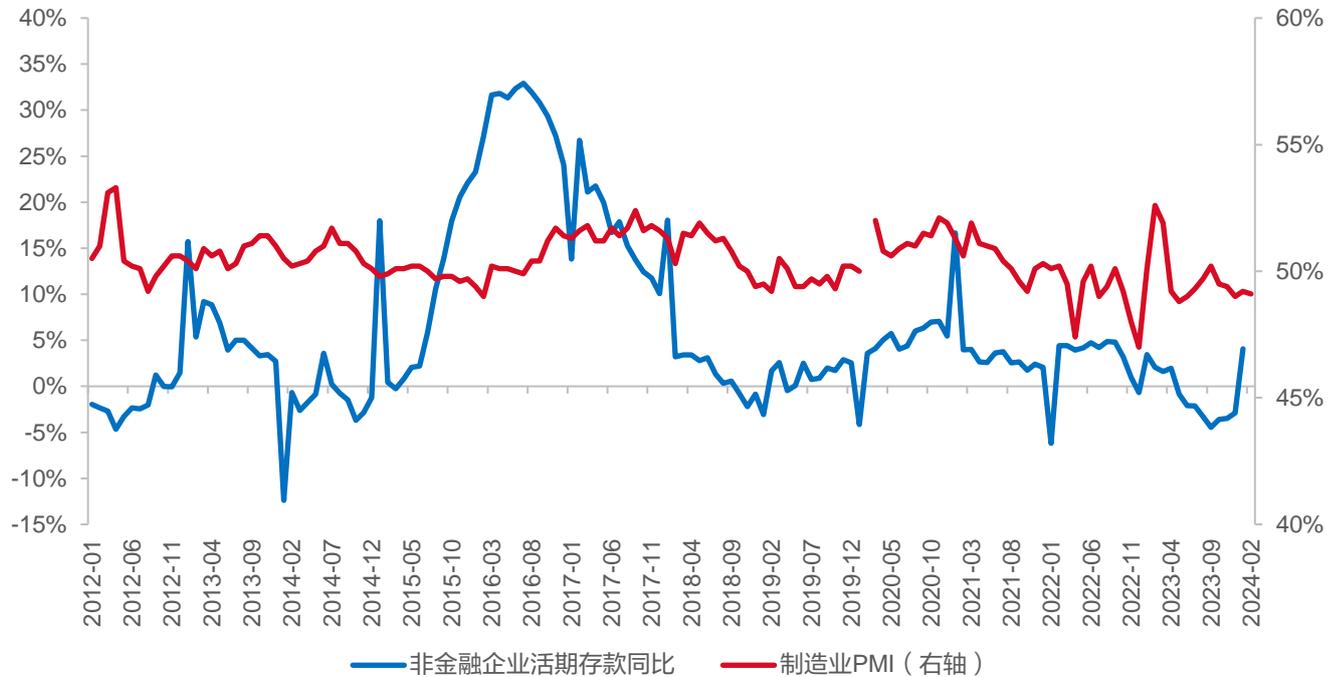


资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

企业端，企业活期存款需求很大程度上取决于企业融资、投资、生产经营活动，数据上表现为PMI与企业活期存款的强相关性（如图21所示）。2023年10-12月，制造业PMI连

续下降，2024 年以来有所企稳。现阶段产业、财政、货币等宏观政策积极，有望促进企业投融资及生产经营活动，对企业活期存款改善有积极作用。这些积极政策包括：1）推动大规模设备更新，据发改委初步估算，设备更新需求将是年规模 5 万亿以上的巨大市场；2）财政适度加力，拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元，拟发行超长期特别国债 1 万亿元；3）推进城镇化还有较大提升空间，促进房地产平稳发展政策加码；4）货币政策工具箱依然丰富，后续仍然有降准空间。

图21 2018 年以来，企业活期存款与制造业 PMI 相关性增强



资料来源：中国人民银行，Wind，东海证券研究所

## 5. 投资建议

2023 年标杆行估值溢价大幅下降，意味着市场对悲观情绪的反应更充分。认为随着稳增长、稳资本市场政策驱动下，银行经营环境有望改善：1）稳增长政策对存款结构影响正面，叠加存款降息重定价逐步渗透，负债端压力或缓解；2）资本市场回暖，中间业务收入弹性将明显体现；3）积极政策有望促进 PMI 改善，当前 PMI 仍处于底部，是较好配置窗口；4）防范化解风险持续推进，重点领域风险缓解。我们建议标杆零售银行及区域经济发展、客户基础优良的中小银行，如招商银行、宁波银行、常熟银行、江苏银行、苏州银行。

表1 关注公司估值表

关注标的	最新价 (元)	总市值 (亿元)	市净率 PB				每股净资产 (元)			
			最新	2023E	2024E	2025E	最新	2023E	2024E	2025E
招商银行	31.52	7796.67	0.89	0.86	0.76	0.68	35.36	36.73	41.36	46.51
宁波银行	21.67	1431.00	0.84	0.82	0.73	0.65	25.81	26.52	29.73	33.43
常熟银行	6.80	186.38	0.78	0.74	0.66	0.59	8.68	9.20	10.24	11.48
江苏银行	7.53	1381.85	0.67	0.64	0.56	0.50	11.18	11.70	13.42	15.16
苏州银行	6.97	255.57	0.67	0.65	0.58	0.52	10.39	10.74	11.95	13.38

资料来源：iFinD，东海证券研究所

注：截至 2024 年 3 月 13 日；最新每股净资产为公告值；招商银行、江苏银行、苏州银行每股净资产预测值为 iFinD 一致预测。

## 6.风险提示

地产领域风险明显上升：市场需求依然较弱，房地产行业信用风险压力仍存在。若房地产开发商及个人按揭贷款违约率明显上升将引起银行业资产质量明显恶化。

宏观经济快速下行：政策引导下，银行业对三农、中小微企业、服务业等市场薄弱主体的信贷支持力度较大，这类主体抗风险能力较弱，宏观经济快速下行将影响其还款能力。

区域经济明显转弱：标的选择建立较强的区域经济基础之上，若地方信贷需求明显转弱、企业经营大幅走弱，则导致本地银行业绩驱动力明显减弱。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089