

评级：增持（维持）

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

重点公司基本状况

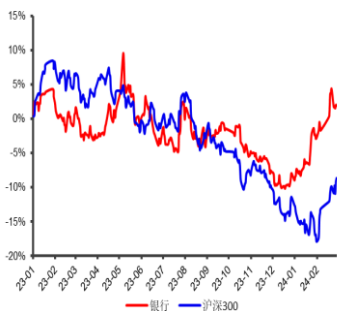
简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
江苏银行	7.69	1.72	1.65	1.92	2.18	4.56	4.76	4.09	3.60		买入
农业银行	4.16	0.71	0.73	0.74	0.75	5.86	5.70	5.62	5.55		增持
招商银行	31.18	5.41	5.75	6.03	6.22	6.10	5.74	5.47	5.31		增持
宁波银行	21.16	3.38	3.78	4.13	4.53	6.80	6.08	5.56	5.07		增持
苏州银行	7.03	1.07	1.26	1.39	1.53	6.88	5.84	5.29	4.81		买入

备注：估值对应最新收盘价 2024/03/15

基本状况

上市公司数	42
行业总市值(百万元)	10,727,490
行业流通市值(百万元)	7,311,186

行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 2 月社融新增 1.52 万亿，较去年同期少增 1.64 万亿元，新增规模低于万得一致预期的 2.42 万亿。1-2 月社融合计新增 8.1 万亿，较去年同期下降 1.1 万亿元。存量社融同比增 9.0%，较 1 月同比增速环比下降 0.5 个百分点。
- 1、表内信贷情况。综合 1-2 月份来看，预计季度平滑节奏要求、银行主要平滑在 2 月、单 2 月同比少增 8411 亿，完成 1-2 月合计信贷投放同比少增。2 月新增人民币贷款 9773 亿元，1-2 月合计新增 5.82 万亿元，1-2 月合计同比少增 9324 亿元。2、表外信贷情况。与去年同期相比变化不大。1-2 月表外融资合计新增 2720 亿元，同比减少 685 亿元。其中未贴现银行承兑汇票合计新增 1948 亿元，同比少增 946 亿元；信托融资合计为 1303 亿，同比继续多增 1299 亿，委托贷款合计减少 531 亿元，同比多减 1038 亿元。3、政府债融资增速降低。1-2 月合计新增政府债融资 8958 亿，同比少增 3320 亿。一方面去年财政较为前置，另一方面预计跟今年提前批额度下发较晚有关。4、企业债融资同比高增，股票融资同比少增。1-2 月合计新增企业债融资 6592 亿，同比多增 1292 亿，预计一方面是由于 2022 年末债市波动造成的影响一直延续到了 2023 年一季度，使得去年同期发债规模不高，形成了较低的基数，另一方面是由于本月债券利率持续降低，10 年期国债到期收益率降至 2.3% 左右，处于历史低位，企业发债成本下降，因此发债规模有所上升；股票融资合计新增 536 亿，同比少增 999 亿，预计与持续优化 IPO 和再融资政策有关。
- 1-2 月合计新增贷款 6.37 万亿元，在 2023 年同期高基数下少增 3400 亿元。2 月单月新增贷款 1.45 万亿，略高于万得一致预期的 1.43 万亿元，非银贷款投放有比较大的支撑。信贷余额同比增长 10.1%，增速环比下降 0.3 个百分点。
- 1、居民贷款情况：1 月高增之下需求有一定透支。1-2 月居民短贷、中长贷合计分别增长-1340 和 5234 亿元，分别同比变化-2899 和+2140 亿。2 月单月的短期和中长期贷款均出现了比较大的下降，分别少增 4868 和 1038 亿元，这可能是由于 1 月份的高增透支了部分信贷需求。2、企业贷款情况：企业中长期贷款表现不弱，票据融资收缩规模较大。1-2 月企业短贷、中长期贷款、票据净融资合计分别变化 1.99、4.6 和-1.25 万亿，增量较 2023 年同期分别减少 985, 100 和 7384 亿。在去年的高基数和化债等背景下企业中长期贷款表现依然不弱。3、非银信贷增加 4294 亿，较 2023 年同期增加 4706 亿。

- **2月、3月按揭贷款需求景气度跟踪：**10大和30大城市商品房1月和2月合计成交面积分别为19.62和40.08万平方米，均低于往年同期水平，包括2020年疫情期间。而3月上半月10大和30大城市商品房成交面积分别为9.14和20.11万平方米，较2月有所上升，不过考虑到去年同期的高基数，今年楼市的小阳春还需进一步观察。
- **1、M2同比增速持平，M2-M1剪刀差扩大。**2月M0、M1、M2分别同比增长8.7%、1.2%、12.5%，较上月同比增速变化0、-4.7和+6.6个百分点。M2-M1为7.5%，增速差较前值增加4.7个百分点，预计主要是由于去年基数以及季节性的影响。**2、存款同比增8.4%，较1月同比增速环比继续下降0.8个百分点。**1-2月合计新增存款6.44万亿，在去年同期的高基数下同比少增3.24万亿。**1) 居民存款：**1-2月居民存款增加5.73万亿，不过去年理财净值波动下，理财往存款转移、形成了较高的基数，而今年在债市不断走牛的情况下存款往理财转移，因此在这种结构性差异造成的高基数下今年1-2月同比少增1.26万亿。**2) 企业存款：**1-2月企业存款合计减少1.85万亿元，较2023年同期同比少增2.42万亿，与企业贷款同比少增的情况相匹配。**3) 财政存款：**1-2月财政存款增加4806亿元，较上年同期减少6580亿。**4) 非银存款：**1-2月合计增加1.71万亿元，较上年同期多增1.22亿元。
- **投资建议：经济决定银行选股逻辑，经济弱与强的复苏对应不同的标的品种，银行股具有稳健和防御属性，详见我们年度策略《稳健中有生机——宏观到客群，客群到收入》。**1、**优质城农商行的基本面确定性大，选择估值便宜的城农商行。**我们持续推荐江苏银行，受益于区域beta，各项资产摆布能力较强，另外消费金融三驾马车驱动，弥补息差。**常熟银行**，依托小微特色基本盘，做小做散，受化债、存量房贷影响小，资产质量维持优异。**瑞丰银行**，深耕普惠小微、零售转型发力，以民营经济发达的绍兴为大本营，区域经济确定性强。**同时推荐渝农商行、沪农商行、南京银行和齐鲁银行。**二是**经济弱复苏、化债受益，高股息率品种，选择大型银行：**农行、中行、邮储、工行、建行、交行等)。三是**经济复苏预期强，选择银行中的核心资产：**宁波银行、招商银行和平安银行。
- **风险提示事件：**经济下滑超预期，经济恢复不及预期。

## 内容目录

一、社融增速同比增 9.0%，信贷投放节奏平滑 .....	- 3 -
二、信贷情况：企业中长期贷款投放不弱，票据继续少增 .....	- 8 -
三、M2 同比增速持平，剪刀差扩大 .....	- 13 -
四、银行投资建议 .....	- 15 -

## 图表目录

图表 1: 新口径社融同比增速 .....	- 4 -
图表 2: 新增社融较 2023 年同期增加情况 (亿元) .....	- 5 -
图表 3: 2023 与 2024 年 1 月+2 月社融结构及变化情况 (亿元) .....	- 5 -
图表 4: 10 年期国债到期收益率下行 (%) .....	- 5 -
图表 5: 新增表内外票据融资及企业短贷占比新增社融 (亿元) .....	- 6 -
图表 6: 新增社融结构占比 .....	- 7 -
图表 7: 人民币贷款增加额与人民币贷款余额同比增速 (亿, %) .....	- 8 -
图表 8: 新增贷款同比增加 (亿元) .....	- 9 -
图表 9: 2023 与 2024 年 1 月+2 月贷款结构及变化情况 (亿元) .....	- 10 -
图表 10: 剔除非银和票据的新增贷款情况 (亿元) .....	- 10 -
图表 11: 新增贷款结构占比 .....	- 11 -
图表 12: 10 大城市商品房月均成交面积 (万平方米) .....	- 12 -
图表 13: 30 大中城市商品房月均成交面积 (万平方米) .....	- 12 -
图表 14: M2 及 M1 同比增速 (%) .....	- 13 -
图表 15: M2 与 M1 增速差 (%) .....	- 13 -
图表 16: 人民币存款增加额与人民币存款余额同比增速 (亿, %) .....	- 14 -
图表 17: 新增存款同比增加 (亿元) .....	- 14 -

### 一、社融增速同比增 9.0%，信贷投放节奏平滑

- 2 月社融新增 1.52 万亿，较去年同期少增 1.64 万亿元，新增规模低于万得一致预期的 2.42 万亿。1-2 月社融合计新增 8.1 万亿，较去年同

期下降 1.1 万亿元。存量社融同比增 9.0%，较 1 月同比增速环比下降 0.5 个百分点。

**图表 1：新口径社融同比增速**

	新增社融 (亿)	比去年同期增加 (亿)	同比增速
2021/1/31	51,884	1,349	13.00%
2021/2/28	17,243	8,506	13.30%
2021/3/31	33,762	-18,076	12.30%
2021/4/30	18,570	-12,457	11.70%
2021/5/31	19,522	-12,344	11.00%
2021/6/30	37,017	2,336	11.00%
2021/7/31	10,752	-6,176	10.70%
2021/8/31	29,893	-5,960	10.30%
2021/9/30	29,026	-5,667	10.00%
2021/10/31	16,176	2,247	10.00%
2021/11/30	25,983	4,628	10.10%
2021/12/31	23,580	6,388	10.30%
2022/1/31	61,759	9,875	10.50%
2022/2/28	12,170	-5,073	10.20%
2022/3/31	46,565	12,803	10.50%
2022/4/30	9,327	-9,243	10.20%
2022/5/31	28,415	8,893	10.50%
2022/6/30	51,926	14,909	10.80%
2022/7/31	7,785	-2,967	10.70%
2022/8/31	24,712	-5,181	10.50%
2022/9/30	35,411	6,385	10.60%
2022/10/31	9,134	-7,042	10.30%
2022/11/30	19,837	-6,146	10.00%
2022/12/31	13,231	-10,349	9.60%
2023/1/31	59,956	-1,803	9.40%
2023/2/28	31,610	19,440	9.90%
2023/3/31	53,867	7,302	10.00%
2023/4/30	12,249	2,922	10.00%
2023/5/31	15,560	-12,855	9.50%
2023/6/30	42,265	-9,661	9.00%
2023/7/31	5,366	-2,419	8.90%
2023/8/31	31,279	6,567	9.00%
2023/9/30	41,326	5,915	9.00%
2023/10/31	18,441	9,307	9.30%
2023/11/30	24,554	4,717	9.40%
2023/12/31	19,326	6,095	9.50%
2024/1/31	65,364	5,408	9.50%
2024/2/29	15,211	-16,399	9.00%

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- 社融结构分析：1、新增投放情况。信贷占比下降，政府债占比上升。** 2 月新增的贷款/政府债占比分别 64.2%和 39.5%（1 月占比 75.6%和 4.5%），分别较上月变化了-11.4 和+35.0 个百分点。
 **2、新增较 2023 年同期比较。2 月单月社融规模同比减少 1.64 亿元，1-2 月合计少增 1.1 万亿元，主要是由于贷款和政府债同比少增所致。** 由于春节错位，我们将 1-2 月数据合并计算，具体来看，表内融资方面，不含非银的人民币贷款在 2023 年同期的高基数下同比少增 9324 亿元，预计有季度平滑信贷投放节奏的要求；表外融资方面，整体变化不大，委托贷款同比少

增 1038 亿元，信托类非标融资同比多增 1299 亿元，新增未贴现的银行承兑汇票同比少增 946 亿元。而 1-2 月合计企业债融资同比增加了 1292 亿元，一方面是由于去年基数较低，另一方面近来债券利率不断下降，企业债融资成本降低，因此发债有所增加；股票融资在 IPO 和再融资政策持续收紧的背景下同比继续少增 999 亿元；在去年财政较为前置的背景下政府债融资同比少增 3320 亿元。

图表 2：新增社融较 2023 年同期增加情况（亿元）

	社融	人民币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	债券融资	股票融资	政府债券	Abs	核销
2021/1/31	1,349	3,258	117	-1,274	3,499	-50	382	-5,176	-506	114
2021/2/28	8,506	6,211	256	-396	4,600	-2,538	244	-807	372	107
2021/3/31	-18,076	-2,879	546	-1,770	-5,114	-6,124	585	-3,213	638	-37
2021/4/30	-12,457	-3,399	366	-1,351	-2,729	-5,613	499	382	376	-4
2021/5/31	-12,344	-1,208	-135	-958	-1,762	-3,956	364	-4,661	335	-35
2021/6/30	2,336	4,153	10	-194	-2,411	241	418	58	-8	-265
2021/7/31	-6,176	-1,830	1	-204	-1,186	733	-277	-3,639	723	-479
2021/8/31	-5,960	-1,488	592	-1,046	-1,314	990	196	-4,050	-40	-117
2021/9/30	-5,667	-1,416	295	-939	-1,489	-179	-369	-2,050	202	-285
2021/10/31	2,247	1,089	1	-186	203	-2	-81	1,236	-333	-191
2021/11/30	4,628	-2,288	66	-803	242	3,166	523	4,158	-528	-91
2021/12/31	6,388	-1,108	143	67	797	1,731	725	4,548	-559	-598
2022/1/31	9,875	3,806	337	162	-169	1,921	448	3,589	-187	-76
2022/2/28	-5,073	-4,329	26	185	-4,867	2,254	-108	1,705	124	-113
2022/3/31	12,803	4,780	149	1,532	2,583	-57	175	3,943	-579	504
2022/4/30	-9,243	-9,224	211	713	-405	28	352	173	-390	28
2022/5/31	8,893	3,936	276	676	-142	1,443	-425	3,881	-438	109
2022/6/30	14,909	7,358	94	218	1,287	-1,581	-367	8,708	0	-19
2022/7/31	-2,967	-4,303	240	1,173	-428	-2,131	499	2,178	-338	752
2022/8/31	-5,181	631	1,578	890	3,359	-3,137	-227	-6,693	-264	99
2022/9/30	6,385	7,931	1,530	1,907	118	-792	250	-2,533	-834	7
2022/10/31	-7,042	-3,321	643	1,000	-1,270	152	-58	-3,376	7	-22
2022/11/30	-6,146	-1,573	-123	1,825	574	-3,402	-506	-1,638	-975	43
2022/12/31	-10,349	4,051	315	3,789	865	-7,054	-408	-8,865	-770	-1,342
2023/1/31	-1,803	7,326	156	618	-1,770	-4,200	-475	-1,886	-118	108
2023/2/28	19,440	9,100	-3	817	4,159	52	-14	5,416	-226	110
2023/3/31	7,302	7,196	68	214	1,505	-393	-344	-1,059	-48	-349
2023/4/30	2,922	815	85	734	1,212	-712	-173	636	-160	-36
2023/5/31	-12,855	-6,011	167	922	-727	-2,510	461	-5,011	-158	29
2023/6/30	-9,661	1,873	324	674	-1,757	-97	111	-10,845	-3	16
2023/7/31	-2,419	-3,724	-81	628	781	330	-651	111	61	-619
2023/8/31	6,567	68	-1,658	251	-2,357	1,276	-215	8,714	-139	-29
2023/9/30	5,915	-317	-1,300	593	2,265	305	-696	4,387	20	287
2023/10/31	9,307	406	-899	454	-380	-1,235	-467	12,847	-2,398	101
2023/11/30	4,717	-328	-298	562	11	784	-429	4,992	-1,122	117
2023/12/31	6,095	-3,309	58	1,111	-1,311	2,146	-935	6,515	-126	963
2024/1/31	5,408	-913	-943	794	2,673	3,312	-542	-1,193	130	162
2024/2/29	-16,399	-8,411	-95	505	-3,619	-2,020	-457	-2,127	0	0

注：最新月份暂未披露 abs 和核销数据

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

图表 3：2023 与 2024 年 1 月+2 月社融结构及变化情况（亿元）

	社融	人民币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	债券融资	股票融资	政府债券	Abs	核销
2023 年 1 月+2 月	91,566	67,498	507	4	2,894	5,300	1,535	12,278	-612	679
2024 年 1 月+2 月	80,575	58,174	-531	1,303	1,948	6,592	536	8,958	-413	962
同比变动	-10,991	-9,324	-1,038	1,299	-946	1,292	-999	-3,320	199	283

注：最新月份暂未披露 abs 和核销数据

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

图表 4：10 年期国债到期收益率下行（%）





资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 细项来看:** 1、表内信贷情况。综合 1-2 月份来看, 预计季度平滑节奏要求、银行主要平滑在 2 月、单 2 月同比少增 8411 亿, 完成 1-2 月合计信贷投放同比少增。2 月新增人民币贷款 9773 亿元, 1-2 月合计新增 5.82 万亿元, 1-2 月合计同比少增 9324 亿元。2、表外信贷情况。与去年同期相比变化不大。1-2 月表外融资合计新增 2720 亿元, 同比减少 685 亿元。其中未贴现银行承兑汇票合计新增 1948 亿元, 同比少增 946 亿元; 信托融资合计为 1303 亿, 同比继续多增 1299 亿, 委托贷款合计减少 531 亿元, 同比多减 1038 亿元。

图表 5: 新增表内外票据融资及企业短贷占比新增社融 (亿元)

	新增票据融资	新增未贴现银行承兑汇票	合计	新增票据+未贴现银行承兑汇票占比新增社融	新增企业短贷	新增企业短贷占比社融
2021/1/31	-1,405	4,902	3,497	6.7%	5,755	11.1%
2021/2/28	-1,855	639	-1,216	-7.1%	2,497	14.5%
2021/3/31	-1,525	-2,296	-3,821	-11.3%	3,748	11.1%
2021/4/30	2,711	-2,152	559	3.0%	-2,147	-11.6%
2021/5/31	1,538	-926	612	3.1%	-644	-3.3%
2021/6/30	2,747	-221	2,526	6.8%	3,091	8.4%
2021/7/31	1,771	-2,316	-545	-5.1%	-2,577	-24.0%
2021/8/31	2,813	127	2,940	9.8%	-1,149	-3.8%
2021/9/30	1,353	14	1,367	4.7%	1,826	6.3%
2021/10/31	1,160	-886	274	1.7%	-288	-1.8%
2021/11/30	1,605	-383	1,222	4.7%	410	1.6%
2021/12/31	4,087	-1,419	2,668	11.3%	-1,054	-4.5%
2022/1/31	1,788	4,733	6,521	10.6%	10,100	16.4%
2022/2/28	3,052	-4,228	-1,176	-9.7%	4,111	33.8%
2022/3/31	3,187	287	3,474	7.5%	8,089	17.4%
2022/4/30	5,148	-2,557	2,591	27.8%	-1,948	-20.9%
2022/5/31	7,129	-1,068	6,061	21.3%	2,642	9.3%
2022/6/30	796	1,066	1,862	3.6%	6,906	13.3%
2022/7/31	3,136	-2,744	392	5.0%	-3,546	-45.5%
2022/8/31	1,591	3,486	5,077	20.5%	-121	-0.5%
2022/9/30	-827	132	-695	-2.0%	6,567	18.5%
2022/10/31	1,905	-2,156	-251	-2.7%	-1,843	-20.2%
2022/11/30	1,549	191	1,740	8.8%	-241	-1.2%
2022/12/31	1,146	-554	592	4.5%	-416	-3.1%
2023/1/31	-4,127	2,963	-1,164	-1.9%	15,100	25.2%
2023/2/28	-989	-69	-1,058	-3.3%	5,785	18.3%
2023/3/31	-4,687	1,792	-2,895	-5.4%	10,815	20.1%
2023/4/30	1,280	-1,345	-65	-0.5%	-1,099	-9.0%
2023/5/31	420	-1,795	-1,375	-8.8%	350	2.2%
2023/6/30	-821	-691	-1,512	-3.6%	7,449	17.6%
2023/7/31	3,597	-1,963	1,634	30.5%	-3,785	-70.5%
2023/8/31	3,472	1,129	4,601	14.7%	-401	-1.3%
2023/9/30	-1,500	2,397	897	2.2%	5,686	13.8%
2023/10/31	3,176	-2,536	640	3.5%	-1,770	-9.6%
2023/11/30	2,092	202	2,294	9.3%	1,705	6.9%
2023/12/31	1,497	-1,865	-368	-1.9%	-635	-3.3%
2024/1/31	-9,733	5,636	-4,097	-6.3%	14,600	22.3%
2024/2/29	-2,767	-3,688	-6,455	-42.4%	5,300	34.8%

来源：人民银行，中泰证券研究所

- 债券和股权融资分析。**1、**政府债融资增速降低。**1-2月合计新增政府债融资8958亿，同比少增3320亿。一方面去年财政较为前置，另一方面预计跟今年提前批额度下发较晚有关。2、**企业债融资同比高增，股票融资同比少增。**1-2月合计新增企业债融资6592亿，同比多增1292亿，预计一方面是由于2022年末债市波动造成的影响一直延续到了2023年一季度，使得去年同期发债规模不高，形成了较低的基数，另一方面是由于本月债券利率持续降低，10年期国债到期收益率降至2.3%左右，处于历史低位，企业发债成本下降，因此发债规模有所上升；股票融资合计新增536亿，同比少增999亿，预计与持续优化IPO和再融资政策有关。

图表 6: 新增社融结构占比

	新增信贷	表外融资	直接融资	政府债	abs	核销
2021/1/31	75.7%	8.0%	9.5%	4.7%	-0.1%	0.5%
2021/2/28	80.5%	-2.3%	11.9%	5.9%	-1.0%	2.1%
2021/3/31	82.3%	-12.2%	13.6%	9.3%	1.4%	3.2%
2021/4/30	67.7%	-19.9%	23.9%	20.1%	0.9%	2.5%
2021/5/31	73.3%	-13.5%	-1.8%	34.3%	1.3%	1.9%
2021/6/30	64.5%	-4.7%	13.2%	20.3%	-0.1%	4.8%
2021/7/31	77.3%	-37.6%	37.5%	16.9%	-0.2%	2.5%
2021/8/31	43.7%	-3.5%	20.5%	32.6%	0.9%	1.8%
2021/9/30	61.1%	-7.3%	6.6%	27.8%	2.2%	5.2%
2021/10/31	47.7%	-13.1%	19.2%	38.1%	-0.9%	2.2%
2021/11/30	49.6%	-9.8%	20.4%	31.4%	2.9%	2.2%
2021/12/31	41.1%	-27.1%	17.0%	49.5%	2.6%	11.6%
2022/1/31	69.7%	7.3%	11.8%	9.8%	-0.3%	0.3%
2022/2/28	78.6%	-41.5%	34.5%	22.4%	-0.4%	2.1%
2022/3/31	69.9%	0.3%	10.1%	15.2%	-0.2%	3.4%
2022/4/30	30.6%	-34.0%	51.7%	41.9%	-2.3%	5.2%
2022/5/31	63.3%	-6.4%	2.3%	37.2%	-0.7%	1.7%
2022/6/30	58.3%	-0.3%	5.7%	31.2%	0.0%	3.4%
2022/7/31	37.9%	-39.2%	30.8%	51.4%	-4.6%	13.1%
2022/8/31	50.7%	19.3%	11.2%	12.3%	0.0%	2.5%
2022/9/30	70.5%	4.1%	3.9%	15.6%	-0.5%	4.3%
2022/10/31	40.6%	-19.1%	35.0%	30.6%	-1.4%	3.6%
2022/11/30	54.4%	-1.3%	7.0%	32.9%	-1.2%	3.2%
2022/12/31	96.3%	-10.7%	-26.0%	21.2%	-1.1%	10.5%
2023/1/31	82.0%	5.8%	4.3%	6.9%	-0.6%	0.5%
2023/2/28	58.5%	-0.3%	13.4%	25.7%	-0.9%	1.2%
2023/3/31	74.1%	3.6%	7.4%	11.2%	-0.3%	2.3%
2023/4/30	33.6%	-9.3%	32.1%	37.1%	-3.1%	3.7%
2023/5/31	76.4%	-9.4%	-8.9%	35.8%	-2.2%	3.3%
2023/6/30	76.2%	-2.1%	7.0%	12.7%	-0.1%	4.2%
2023/7/31	0.5%	-32.1%	38.7%	76.6%	-5.5%	7.5%
2023/8/31	42.2%	3.2%	12.2%	37.6%	-0.4%	1.9%
2023/9/30	60.0%	7.3%	2.4%	24.0%	-0.4%	4.4%
2023/10/31	27.1%	-13.9%	8.1%	84.8%	-13.7%	2.3%
2023/11/30	43.8%	0.1%	7.1%	46.9%	-5.5%	3.0%
2023/12/31	54.1%	-8.1%	-11.6%	48.2%	-1.4%	12.1%
2024/1/31	75.6%	9.2%	8.2%	4.5%	-0.3%	0.7%
2024/2/29	64.2%	-21.6%	11.5%	39.5%	-1.4%	3.2%

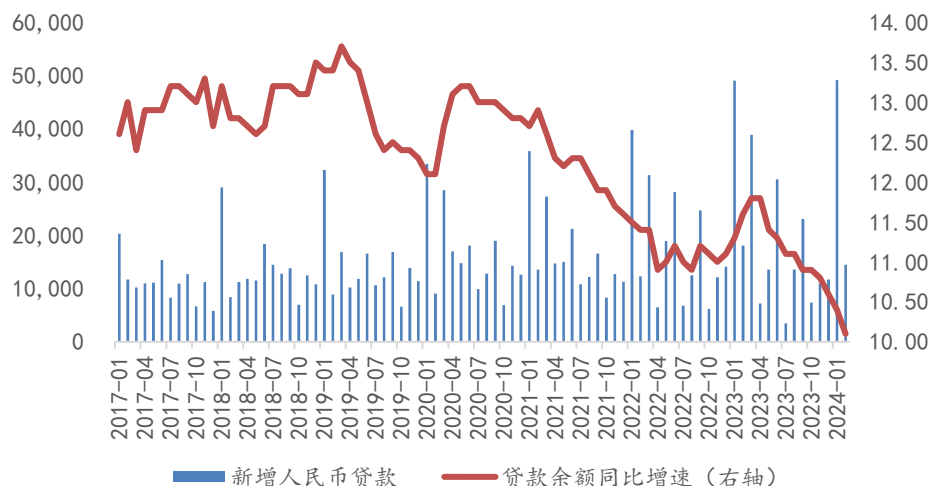
资料来源：人民银行，中泰证券研究所

## 二、信贷情况：企业中长期贷款投放不弱，票据继续少增

- 1-2月合计新增贷款6.37万亿元，在2023年同期高基数下少增3400亿元。2月单月新增贷款1.45万亿，略高于万得一致预期的1.43万亿元，非银贷款投放有比较大的支撑。信贷余额同比增长10.1%，增速环比下降0.3个百分点。

图表 7：人民币贷款增加额与人民币贷款余额同比增速（亿，%）





资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- 信贷结构分析：1、新增贷款投放结构。居民端占比下降，企业端占比提升，票据融资占比仍较低。**2月新增企业中长贷、企业短贷和票据分别占比 89.0%、36.6%和-19.1%（上月为 67.3%、29.7%和-19.8%），新增居民短贷、中长贷占比分别为-33.6%和-7.2%（上月为 7.2%和 12.7%）。
- 2、1-2月合计新增贷款较2023年同期比较：居民中长期贷款同比有所提高，企业中长期贷款投放不弱；冲规模的票据有所压降。**1-2月新增贷款较2023年同期少增3400亿，其中居民短贷、中长贷分别同比变化-2899和+2140亿。企业短贷和企业中长贷分别同比减少985和100亿；票据下降7384亿。

图表 8：新增贷款同比增加（亿元）

	人民币贷款	居民	企业	中长期	短期	居民短期	居民中长期	企业短期	企业中长期	票据融资	非银机构
2021/1/31	2,400	6,359	-3,100	5,757	2,483	4,427	1,957	-1,944	3,800	-5,001	-425
2021/2/28	4,543	5,554	700	10,585	-2,239	1,813	3,742	-4,052	6,843	-2,489	-1,606
2021/3/31	-1,200	1,614	-4,500	5,158	-4,906	98	1,501	-5,004	3,657	-3,600	1,678
2021/4/30	-2,300	-1,386	-2,011	1,587	-4,000	-1,915	529	-2,085	1,058	-1,199	1,128
2021/5/31	200	-811	-402	987	-2,430	-575	-236	-1,855	1,223	-48	1,284
2021/6/30	3,100	-1,130	5,313	-174	-860	100	-1,193	-960	1,019	4,851	-1,116
2021/7/31	905	-3,519	1,689	-3,124	-1,581	-1,425	-2,093	-156	-1,031	2,792	2,044
2021/8/31	-600	-2,660	1,166	-3,349	-2,544	-1,348	-1,312	-1,196	-2,037	4,489	793
2021/9/30	-2,400	-1,721	345	-5,427	377	-175	-1,695	552	-3,732	3,985	-679
2021/10/31	1,364	316	766	-1,761	703	154	162	549	-1,923	2,284	201
2021/11/30	-1,600	-197	-2,133	-1,698	-1,293	-969	772	-324	-2,470	801	678
2021/12/31	-1,300	-1,919	667	-2,941	1,058	-985	-834	2,043	-2,107	746	-121
2022/1/31	4,000	-4,270	8,100	-1,424	2,073	-2,272	-2,024	4,345	600	3,193	575
2022/2/28	-1,300	-4,790	400	-10,520	1,394	-220	-4,572	1,614	-5,948	4,907	1,610
2022/3/31	4,000	-3,940	8,800	-2,356	2,947	-1,394	-2,504	4,341	148	4,712	-184
2022/4/30	-8,246	-7,453	-1,768	-9,185	-2,022	-2,221	-5,232	199	-3,953	2,437	-153
2022/5/31	3,900	-3,344	7,243	-4,356	3,320	34	-3,379	3,286	-977	5,591	-163
2022/6/30	6,900	-203	7,525	5,141	4,597	782	-989	3,815	6,130	-1,951	250
2022/7/31	-4,042	-2,842	-1,457	-3,966	-1,323	-354	-2,488	-969	-1,478	1,365	-298
2022/8/31	300	-1,175	1,787	537	1,454	426	-1,601	1,028	2,138	-1,222	256
2022/9/30	8,100	-1,383	9,370	5,329	4,560	-181	-1,211	4,741	6,540	-2,180	-50
2022/10/31	-2,110	-4,827	1,525	-1,456	-2,493	-938	-3,889	-1,555	2,433	745	557
2022/11/30	-600	-4,710	3,158	232	-1,643	-992	-3,718	-651	3,950	-56	265
2022/12/31	2,801	-1,963	6,017	7,024	368	-270	-1,693	638	8,717	-2,941	-564
2023/1/31	9,200	-5,858	13,200	8,807	4,335	-665	-5,193	5,000	14,000	-5,915	832
2023/2/28	5,800	5,450	3,700	7,370	5,803	4,129	1,322	1,674	6,048	-4,041	-1,617
2023/3/31	7,600	4,908	2,200	9,865	4,972	2,246	2,613	2,726	7,252	-7,874	75
2023/4/30	734	-241	1,055	3,175	1,450	601	-842	849	4,017	-3,868	755
2023/5/31	-5,300	784	-6,742	2,784	-2,144	148	637	-2,292	2,147	-6,709	143
2023/6/30	2,400	1,157	687	1,899	1,175	632	463	543	1,436	-1,617	-306
2023/7/31	-3,331	-3,224	-499	-2,905	-1,305	-1,066	-2,158	-239	-747	461	694
2023/8/31	1,100	-658	738	-1,965	118	398	-1,056	-280	-909	1,881	67
2023/9/30	-1,600	2,082	-2,339	1,070	-704	177	2,014	-881	-944	-673	-914
2023/10/31	1,232	-166	537	-420	-468	-541	375	73	-795	1,271	948
2023/11/30	-1,200	298	-616	-2,679	2,015	69	228	1,946	-2,907	543	-108
2023/12/31	-2,401	468	-3,721	-3,901	653	872	-403	-219	-3,498	351	105
2024/1/31	200	7,229	-8,200	2,141	2,687	3,187	4,041	-500	-1,900	-5,606	834
2024/2/29	-3,600	-7,988	-400	-101	-6,571	-6,086	-1,901	-485	1,800	-1,778	3,872

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

图表 9：2023 与 2024 年 1 月+2 月贷款结构及变化情况（亿元）

	人民币贷款	居民	企业	中长期	短期	居民短期	居民中长期	企业短期	企业中长期	票据融资	非银机构
2023年1月+2月	67,100	4,653	62,900	49,194	22,444	1,559	3,094	20,885	46,100	-5,116	-412
2024年1月+2月	63,700	3,894	54,300	51,234	18,560	-1,340	5,234	19,900	46,000	-12,500	4,294
同比变动	-3,400	-759	-8,600	2,040	-3,884	-2,899	2,140	-985	-100	-7,384	4,706

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

图表 10：剔除非银和票据的新增贷款情况（亿元）

	剔除非银 的新增贷 款	剔除非银和票 据的新增贷款	剔除非银比去 年同期	剔除非银和票 据比去年同期
2021/1/31	37,792	39,197	2,825	7,826
2021/2/28	13,420	15,275	6,149	8,638
2021/3/31	27,570	29,095	-2,878	722
2021/4/30	13,168	10,457	-3,428	-2,229
2021/5/31	14,376	12,838	-1,084	-1,036
2021/6/30	23,106	20,359	4,216	-635
2021/7/31	9,058	7,287	-1,139	-3,931
2021/8/31	12,881	10,068	-1,393	-5,882
2021/9/30	17,480	16,127	-1,721	-5,706
2021/10/31	7,679	6,519	1,163	-1,121
2021/11/30	13,064	11,459	-2,278	-3,079
2021/12/31	10,747	6,660	-1,179	-1,925
2022/1/31	41,217	39,429	3,425	232
2022/2/28	10,510	7,458	-2,910	-7,817
2022/3/31	31,754	28,567	4,184	-528
2022/4/30	5,075	-73	-8,093	-10,530
2022/5/31	18,439	11,310	4,063	-1,528
2022/6/30	29,756	28,960	6,650	8,601
2022/7/31	5,314	2,178	-3,744	-5,109
2022/8/31	12,925	11,334	44	1,266
2022/9/30	25,630	26,457	8,150	10,330
2022/10/31	5,012	3,107	-2,667	-3,412
2022/11/30	12,199	10,650	-865	-809
2022/12/31	14,112	12,966	3,365	6,306
2023/1/31	49,585	53,712	8,368	14,283
2023/2/28	17,927	18,916	7,417	11,458
2023/3/31	39,279	43,966	7,525	15,399
2023/4/30	5,054	3,774	-21	3,847
2023/5/31	12,996	12,576	-5,443	1,266
2023/6/30	32,462	33,283	2,706	4,323
2023/7/31	1,289	-2,308	-4,025	-4,486
2023/8/31	13,958	10,486	1,033	-848
2023/9/30	24,944	26,444	-686	-13
2023/10/31	5,296	2,120	284	-987
2023/11/30	11,107	9,015	-1,092	-1,635
2023/12/31	11,606	10,109	-2,506	-2,857
2024/1/31	48,951	58,684	-634	4,972
<b>2024/2/29</b>	<b>10,455</b>	<b>13,222</b>	<b>-7,472</b>	<b>-5,694</b>

注：非银贷款包含非银同业拆借，不稳定性较大，因而剔除非银来看票据对新增信贷的贡献

来源：人民银行，中泰证券研究所

- 细项来看：**
  - 居民贷款情况：**1月高增之下需求有一定透支。1-2月居民短贷、中长贷合计分别增长-1340和5234亿元，分别同比变化-2899和+2140亿。2月单月的短期和中长期贷款均出现了比较大的下降，分别少增4868和1038亿元，这可能是由于1月份的高增透支了部分信贷需求。
  - 企业贷款情况：**企业中长期贷款表现不弱，票据融资收缩规模较大。1-2月企业短贷、中长期贷款、票据净融资合计分别变化1.99、4.6和-1.25万亿，增量较2023年同期分别减少985、100和7384亿。在去年的高基数和化债等背景下企业中长期贷款表现依然不弱。
  - 非银信贷增加4294亿，较2023年同期增加4706亿。**

图表 11：新增贷款结构占比

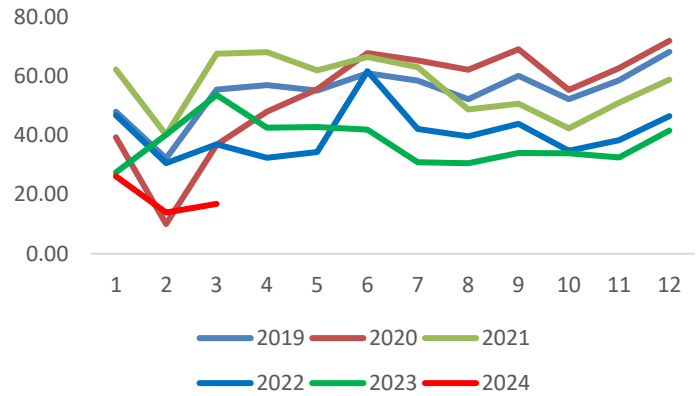
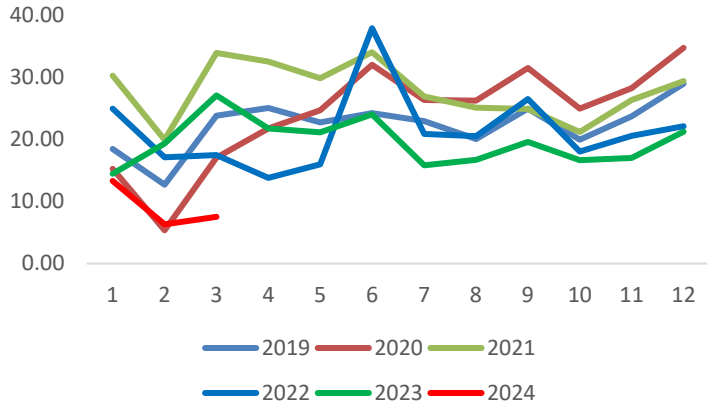
	居民	企业	中长期	短期	居民短期	居民中长期	企业短期	企业中长期	票据融资	非银机构
2021/1/31	35.5%	71.2%	83.4%	25.2%	9.2%	26.4%	16.1%	57.0%	-3.9%	-5.6%
2021/2/28	10.4%	88.2%	111.1%	-1.4%	-19.8%	30.2%	18.4%	80.9%	-13.6%	1.3%
2021/3/31	42.0%	58.6%	71.6%	32.9%	19.2%	22.9%	13.7%	48.7%	-5.6%	-1.0%
2021/4/30	35.9%	51.4%	78.4%	-12.1%	2.5%	33.5%	-14.6%	44.9%	18.4%	10.4%
2021/5/31	41.5%	53.7%	73.0%	7.7%	12.0%	29.5%	-4.3%	43.5%	10.3%	4.2%
2021/6/30	41.0%	68.8%	63.8%	31.1%	16.5%	24.3%	14.6%	39.5%	13.0%	-9.0%
2021/7/31	37.5%	40.0%	82.3%	-23.0%	0.8%	36.7%	-23.8%	45.6%	16.3%	16.4%
2021/8/31	47.2%	57.1%	77.7%	2.8%	12.3%	34.9%	-9.4%	42.7%	23.1%	-5.6%
2021/9/30	47.5%	59.1%	70.0%	30.4%	19.4%	28.1%	11.0%	41.9%	8.2%	-5.3%
2021/10/31	56.2%	37.5%	77.6%	1.7%	5.2%	51.1%	-3.5%	26.5%	14.0%	7.1%
2021/11/30	57.8%	44.7%	72.7%	15.2%	11.9%	45.8%	3.2%	26.9%	12.6%	-2.9%
2021/12/31	32.9%	58.6%	61.5%	-7.9%	1.4%	31.5%	-9.3%	30.0%	36.2%	4.9%
2022/1/31	21.2%	84.4%	71.4%	27.9%	2.5%	18.7%	25.4%	52.8%	4.5%	-3.6%
2022/2/28	-27.4%	100.8%	37.3%	9.8%	-23.7%	-3.7%	33.4%	41.1%	24.8%	14.6%
2022/3/31	24.1%	79.2%	54.9%	38.1%	12.3%	11.9%	25.8%	43.0%	10.2%	-1.5%
2022/4/30	-33.6%	89.6%	36.2%	-58.9%	-28.8%	-4.9%	-30.2%	41.1%	79.8%	21.4%
2022/5/31	15.3%	81.0%	34.9%	23.7%	9.7%	5.5%	14.0%	29.4%	37.7%	2.4%
2022/6/30	30.2%	78.7%	66.4%	39.8%	15.2%	14.8%	24.6%	51.6%	2.8%	-5.9%
2022/7/31	17.9%	42.4%	72.8%	-56.2%	-4.0%	21.9%	-52.2%	50.9%	46.2%	21.7%
2022/8/31	36.6%	70.0%	80.1%	14.4%	15.4%	21.3%	-1.0%	58.8%	12.7%	-3.4%
2022/9/30	26.3%	77.6%	68.6%	38.9%	12.3%	14.0%	26.6%	54.6%	-3.3%	-3.8%
2022/10/31	-2.9%	75.2%	80.5%	-38.3%	-8.3%	5.4%	-30.0%	75.1%	31.0%	18.5%
2022/11/30	21.7%	73.0%	78.3%	2.3%	4.3%	17.4%	-2.0%	60.9%	12.8%	-0.8%
2022/12/31	12.4%	89.6%	99.1%	-3.8%	-0.8%	13.2%	-3.0%	85.9%	8.1%	-0.1%
2023/1/31	5.2%	95.5%	76.0%	31.5%	0.7%	4.6%	30.8%	71.4%	-8.4%	-1.2%
2023/2/28	11.5%	89.0%	66.1%	38.7%	6.7%	4.8%	32.0%	61.3%	-5.5%	1.0%
2023/3/31	32.0%	69.4%	69.5%	43.5%	15.7%	16.3%	27.8%	53.2%	-12.0%	-1.0%
2023/4/30	-33.5%	95.1%	76.7%	-32.7%	-17.5%	-16.1%	-15.3%	92.8%	17.8%	29.7%
2023/5/31	27.0%	62.9%	69.0%	17.2%	14.6%	12.4%	2.6%	56.6%	3.1%	4.4%
2023/6/30	31.6%	74.8%	67.4%	40.5%	16.1%	15.2%	24.4%	52.2%	-2.7%	-6.4%
2023/7/31	-58.0%	68.7%	59.0%	-148.0%	-38.6%	-19.4%	-109.4%	78.4%	104.0%	62.7%
2023/8/31	28.8%	69.8%	59.2%	14.1%	17.1%	11.8%	-2.9%	47.4%	25.5%	-2.6%
2023/9/30	37.2%	72.9%	78.0%	38.5%	13.9%	23.7%	24.6%	54.3%	-6.5%	-8.0%
2023/10/31	-4.7%	69.9%	61.4%	-38.2%	-14.3%	9.6%	-24.0%	51.8%	43.0%	28.3%
2023/11/30	26.8%	75.4%	62.3%	21.1%	5.4%	21.4%	15.6%	40.9%	19.2%	-1.9%
2023/12/31	19.0%	76.2%	86.1%	1.1%	6.5%	12.5%	-5.4%	73.6%	12.8%	0.8%
2024/1/31	19.9%	78.5%	80.0%	36.8%	7.2%	12.7%	29.7%	67.3%	-19.8%	0.5%
2024/2/29	-40.7%	108.3%	81.8%	3.0%	-33.6%	-7.2%	36.6%	89.0%	-19.1%	27.9%

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- 2月、3月按揭贷款需求景气度跟踪：**10大和30大城市商品房1月和2月合计成交面积分别为19.62和40.08万平方米，均低于往年同期水平，包括2020年疫情期间。而3月上半月10大和30大城市商品房成交面积分别为9.14和20.11万平方米，较2月有所上升，不过考虑到去年同期的高基数，今年楼市的小阳春还需进一步观察。

图表 12: 10大城市商品房月均成交面积(万平方米)

图表 13: 30大中城市商品房月均成交面积(万平方米)



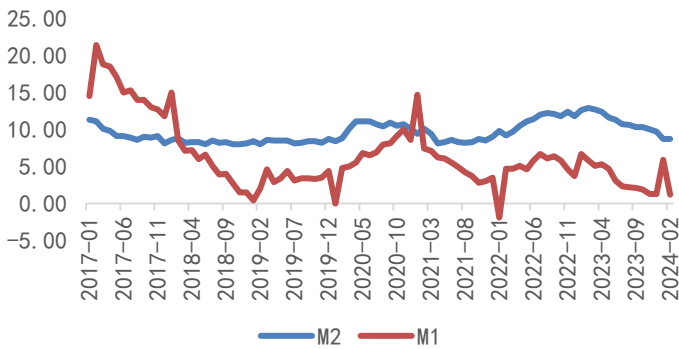
来源：Wind，中泰证券研究所

来源：Wind，中泰证券研究所

### 三、M2 同比增速持平，剪刀差扩大

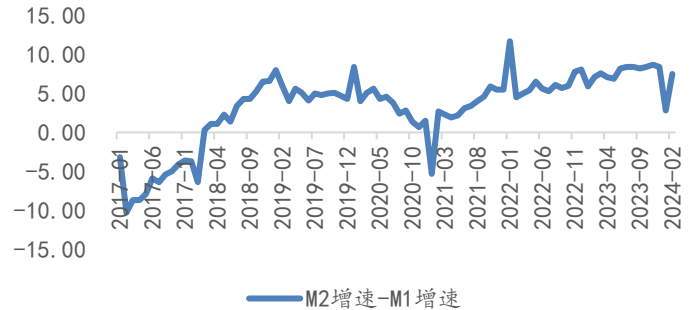
- **M2 同比增速持平，M2-M1 剪刀差扩大。**2月M0、M1、M2分别同比增长8.7%、1.2%、12.5%，较上月同比增速变化0、-4.7和+6.6个百分点。M2-M1为7.5%，增速差较前值增加4.7个百分点，预计主要是由于去年基数以及季节性的影响。

图表 14: M2 及 M1 同比增速 (%)



来源：人民银行，中泰证券研究所

图表 15: M2 与 M1 增速差 (%)

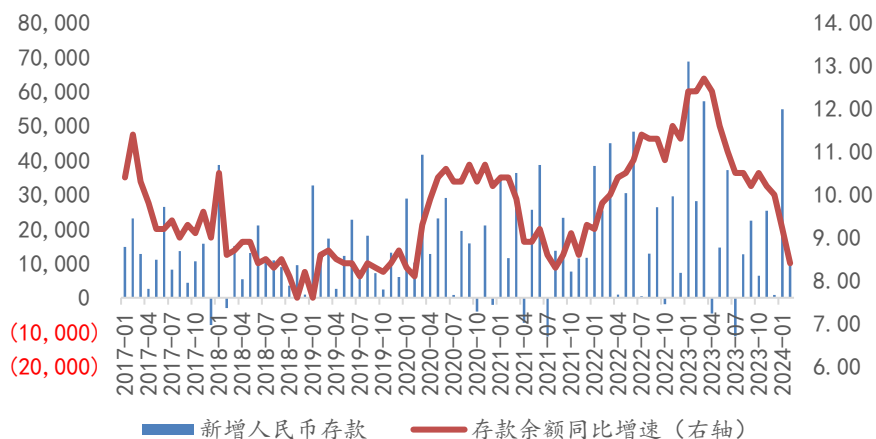


来源：人民银行，中泰证券研究所

- **存款同比增 8.4%，较 1 月同比增速环比继续下降 0.8 个百分点。**1-2 月合计新增存款 6.44 万亿，在去年同期的高基数下同比少增 3.24 万亿。**1、居民存款：**1-2 月居民存款增加 5.73 万亿，不过去年理财净值波动下，理财往存款转移、形成了较高的基数，而今年在债市不断走牛的情况下存款往理财转移，因此在这种结构性差异造成的高基数下今年 1-2 月同比少增 1.26 万亿。**2、企业存款：**1-2 月企业存款合计减少 1.85 万亿元，较 2023 年同期同比少增 2.42 万亿，与企业贷款同比少增的情况相匹配。**3、财政存款：**1-2 月财政存款增加 4806 亿元，较上年同期减少 6580 亿。**4、非银存款：**1-2 月合计增加 1.71 万亿元，较上年同期多增 1.22 亿元。



**图表 16: 人民币存款增加额与人民币存款余额同比增速 (亿, %)**



资料来源: 人民银行, 中泰证券研究所

**图表 17: 新增存款同比增加 (亿元)**

	人民币存款	居民	企业	财政存款	非银
2021/1/31	6,900	-27,600	25,584	7,698	-6,821
2021/2/28	1,300	33,800	-27,040	-8,687	11,176
2021/3/31	-5,300	-4,100	-14,570	2,499	11,058
2021/4/30	-19,952	-7,704	-15,256	5,248	-3,303
2021/5/31	2,500	-3,747	-9,294	-3,843	14,566
2021/6/30	9,600	551	10,276	2,100	2,670
2021/7/31	-12,103	-6,405	2,400	1,136	-8,424
2021/8/31	-5,700	-635	-1,883	-3,615	3,605
2021/9/30	7,500	1,240	-4,917	3,286	2,508
2021/10/31	11,620	-2,531	2,921	2,050	9,482
2021/11/30	-9,600	974	968	-5,424	-8,773
2021/12/31	13,693	2,157	2,711	-762	1,756
2022/1/31	2,600	39,300	-23,484	-5,851	-716
2022/2/28	13,900	-35,523	25,589	14,481	-2,200
2022/3/31	8,600	7,623	9,221	-3,571	-3,040
2022/4/30	8,161	8,668	2,346	-5,367	1,448
2022/5/31	4,800	6,321	12,240	-3,665	-5,262
2022/6/30	9,700	2,411	4,588	-365	-2,617
2022/7/31	11,747	10,220	2,700	-1,145	-1,531
2022/8/31	-900	4,948	3,943	-4,296	-5,346
2022/9/30	3,000	3,232	2,457	231	-2,136
2022/10/31	-9,493	6,997	-5,979	300	-10,352
2022/11/30	18,100	15,192	-7,475	3,600	6,937
2022/12/31	-4,330	10,011	-12,846	-555	-1,485
2023/1/31	30,400	7,900	6,845	979	11,936
2023/2/28	2,700	10,849	11,511	-1,444	-19,063
2023/3/31	12,200	2,051	-456	13	9,370
2023/4/30	-5,518	-4,968	-198	4,618	-3,804
2023/5/31	-15,800	-2,029	-12,393	-3,223	653
2023/6/30	-11,200	1,997	-8,709	-6,129	2,195
2023/7/31	-11,647	-4,713	-4,900	4,215	-3,915
2023/8/31	-200	-409	-661	2,484	-2,969
2023/9/30	-3,900	1,422	-5,639	2,673	-3,845
2023/10/31	8,290	-1,266	3,048	2,300	3,020
2023/11/30	-4,200	-13,411	511	388	9,020
2023/12/31	-6,402	-9,123	2,341	1,636	2
2024/1/31	-13,900	-36,700	18,555	1,776	-4,574
2024/2/29	-18,500	24,074	-42,800	-8,356	16,737

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

#### 四、银行投资建议

- 经济决定银行选股逻辑，经济弱与强的复苏对应不同的标的品种，银行股具有稳健和防御属性，详见我们年度策略《稳健中有生机——宏观到客群，客群到收入》。1、优质城农商行的基本面确定性大，选择估值便宜的城农商行。我们持续推荐江苏银行，受益于区域 beta，各项资产摆布能力较强，另外消费金融三驾马车驱动，弥补息差。常熟银行，依托小微特色基本盘，做小做散，受化债、存量房贷影响小，资产质量维持优异。瑞丰银行，深耕普惠小微、零售转型发力，以民营经济发达的绍兴为大本营，区域经济确定性强。同时推荐渝农商行、沪农商行、南京银行和齐鲁银行。二是经济弱复苏、化债受益，高股息率品种，选择大型银行：农行、中行、邮储、工行、建行、交行等）。三是经济复苏预期

强，选择银行中的核心资产：宁波银行、招商银行和平安银行。

- 风险提示：经济下滑超预期，经济恢复不及预期。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。