

## 银行

2024年04月26日

## 存款成本高企背后

### ——防资金空转视角的观察

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（联系人）

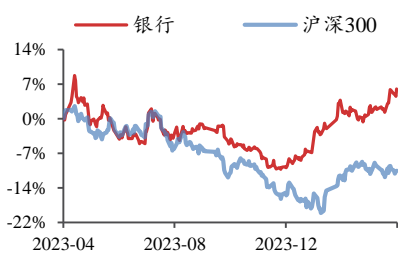
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790123060009

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《多面平衡中的调整与布局—2023年上市银行经营盘点之金融投资篇（上）》-2024.4.16

《融资需求尚待修复，关注特别国债发行进展—行业点评报告》-2024.4.13

《存款定价监管跟踪观察—简评“手工补息”》-2024.4.12

#### ● 现象：银行存款定期化，负债成本不降反升

近年部分银行对公活期存款成本率逐年上升、3M和6M存款利率亦明显上升，背后或是高息揽储行为并未完全消失：

#### ● 存贷定价视角，资金空转可能有几种形式

存贷利差收窄时，易催生资金空转，阻碍政策利率传导，大量流动性供给体现为高息定期存款。存贷利差倒挂，使银行净息差承压、M2-M1增速差走阔。

##### （1）小行开银承+高息保证金存款+大行贴票，2024Q1票据融资规模收缩

企业在中小银行存入一笔保证金定期存款（比例最高为100%），并以此在同一家银行开出银票，再去另一家大行将票据贴现，贴现出的资金再存入银行赚取存款收益。由于存款利率>票据贴现利率，企业赚取存贷价差。监管已有所收束，2023-12至2024-02中小行保证金存款连续3个月负增长。

##### （2）企业开信用证，银行表内买入福费廷

类似地，福费廷贴现融资凭借更长的期限（可长达一年，而银票最多不超过6个月），也被企业用作存贷套利。

##### （3）大企业享受溢价权，推测对公活期中隐含超自律存款，手工补息

手工补息原本是对业务操作失误的勘误环节，但部分银行通过该方式变相突破存款利率授权上限，以高息揽储留住企业大客户。这些企业通常仅选择国有行和股份行进行现金管理。我们测算上市行“手工补息”存款约占总存款11%。

##### （4）理财绕道保险，存入银行协议存款，趴账活期

协议存款利率较高（3Y通常在3%-3.5%），但只针对保险、社保、养老金三类资金开放，故理财借道“组合类保险资管产品”间接配置协议存款。2024年2月协议存款新规出台，预计银行后续吸收协议存款意愿减弱，或使协议存款“量价双降”；此外，借道保险还可配置“手工补息”通知存款，我们测算全市场理财中通知存款占3.4%，规模约0.9万亿元，且主要存在于现金管理类产品中。

##### （5）债券市场融资利率低，通过超短融获取资金，转手买理财

近年来实体融资需求较弱，企业融资成本明显下降，部分大型企业通过在债券公开市场以较低的利率发行超短融，转而存入银行或购买银行理财，赚取利差。2023年末企业理财产品7日年化收益率为2.4%，高于部分超短融的发行利率。

#### ● 2024年《政府工作报告》指出“避免资金沉淀空转”，近期监管也动作不断

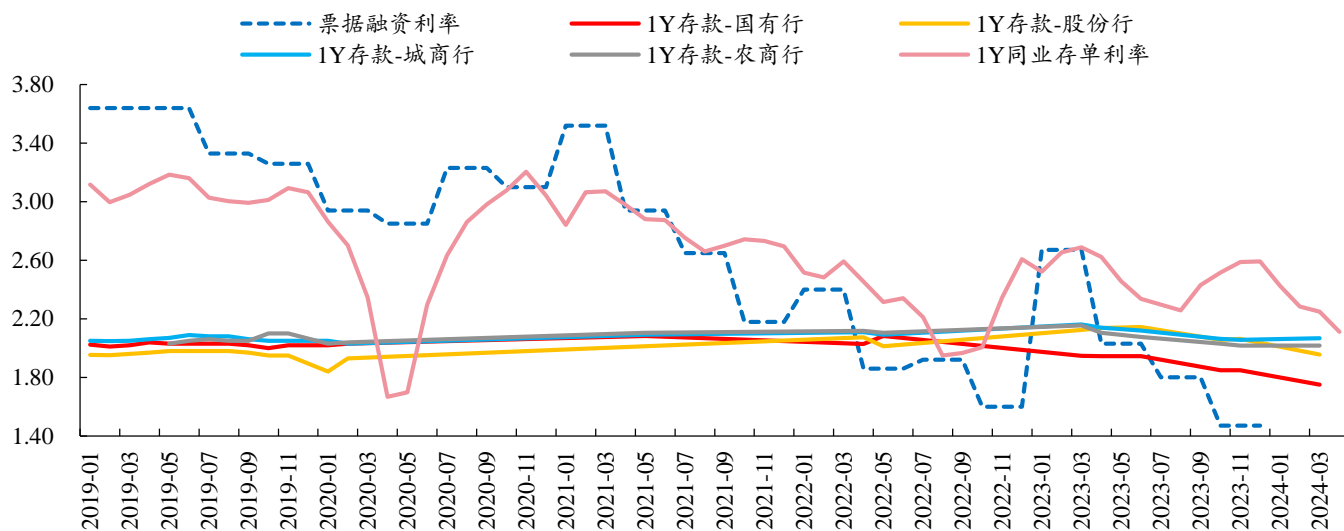
《政府工作报告》强调避免资金沉淀空转，近期存款监管动作不断：2023年12月底开始收紧票据的开立；2024年2月和4月，监管分别对协议存款、手工补息存款进行严格约束。据证券时报，金融管理部门目前正从存贷两端对利率水平加以规范性引导。我们预计2024年存款挂牌利率或有多轮调降，不排除自律机制定价上限压降的可能。这将切实压降银行存款成本，根据我们测算，若取消手工补息，上市行存款成本率有望下降5BP，但现金管理类理财产品收益率或下降约11BP，对产品业绩或形成一定压力，理财或增配存单、中短债等资产。

#### ● 投资建议：

高息揽储行为迎来新规，存款监管更为精细，银行存款成本有望切实下降，更为利好存款成本压降空间较大的银行，推荐**中信银行、光大银行**，受益标的有**农业银行、交通银行**等。

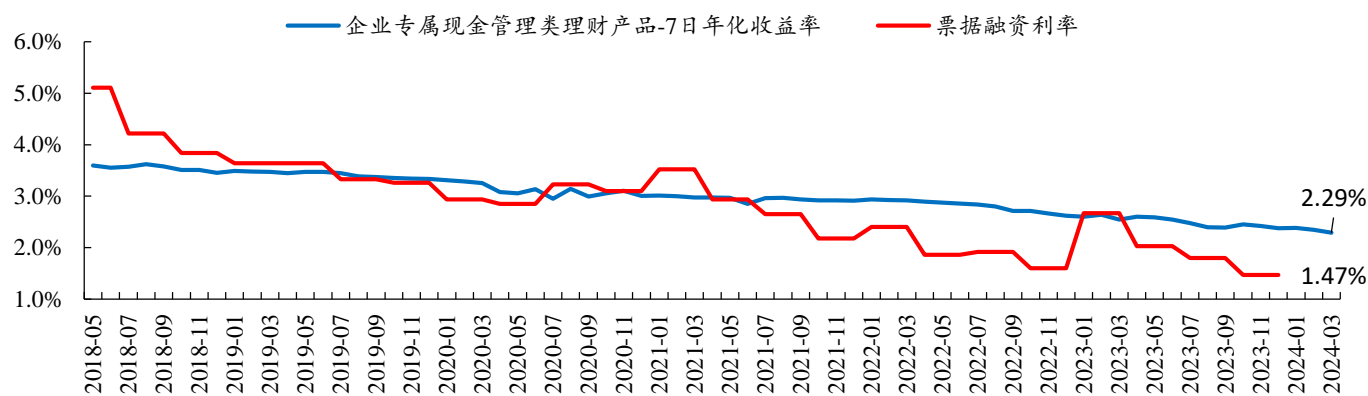
#### ● 风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

附图 1：2022-2023 年票据利率与 1Y 存款、同业存单利率倒挂，形成套利空间



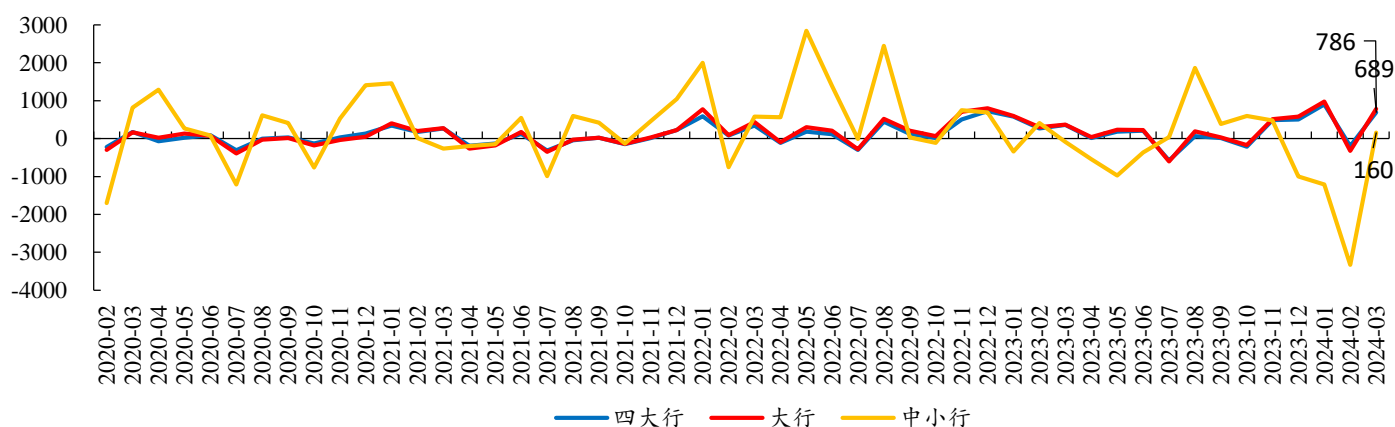
数据来源：Wind、融 360、开源证券研究所

附图 2：企业票据融资利率和企业理财产品利率倒挂，形成套利空间



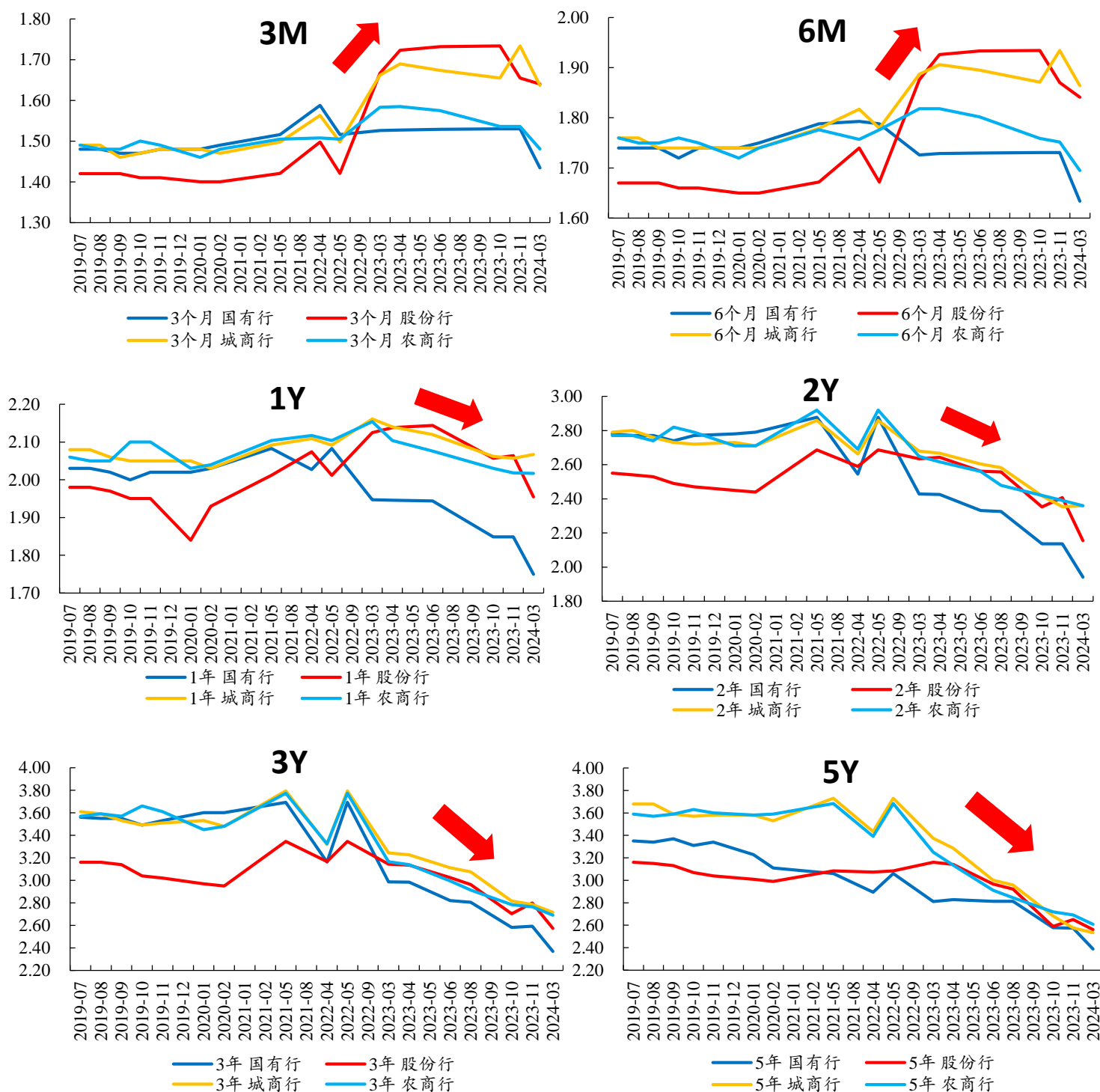
数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

附图 3：信贷收支表的“单位保证金存款”当月值来看，2023-12 以来中小行该项存款下滑明显（亿元）



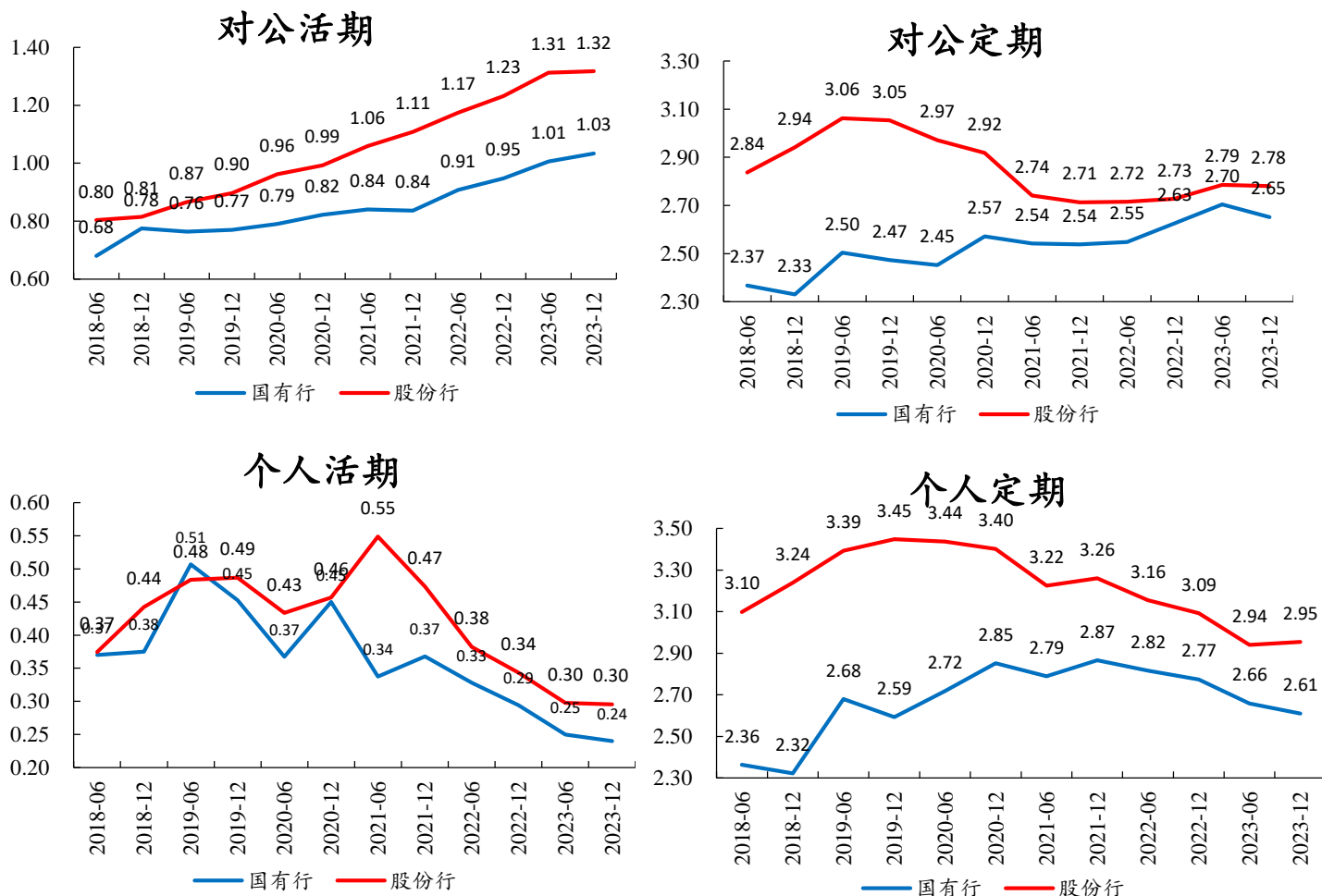
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：四大行为工农中建，全国性大型银行指四大行+交通银行+邮储银行+国开行，全国性中小型银行指除了六大国有行和政策行以外的所有银行，包括股份行、城商行、农商行等）

附图 4：2023 年初起，部分银行 3M、6M 存款利率显著上升 (%)



数据来源：融 360、开源证券研究所

附图 5：近年上市银行对公活期存款成本率持续上升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

附表 1：通知存款规模占全部理财产品的 2%~4%

| 全部理财产品              |              |              |
|---------------------|--------------|--------------|
| 23Q3 前十持仓中：         | 理财子 A        | 理财子 B        |
| 通知存款规模（亿元）          | 111          | 10           |
| 前十持仓总规模（亿元）         | 2,696        | 351          |
| <b>通知存款占比</b>       | <b>4.10%</b> | <b>2.76%</b> |
| 敏感性测算               |              |              |
| 通知存款占比（取均值）         | 3.43%        |              |
| 通知存款原利率             | 2.00%        |              |
| 通知存款利率下降至           | 1.45%        |              |
| 假设杠杆率               | 120%         |              |
| <b>产品收益率变动 (BP)</b> | <b>2</b>     |              |

数据来源：普益标准、开源证券研究所

附表 2：通知存款规模占现金管理类产品的 11%~21%

| 现金管理类理财             |               |               |
|---------------------|---------------|---------------|
| 23Q3 前十持仓中：         | 理财子 A         | 理财子 B         |
| 通知存款规模（亿元）          | 75            | 10            |
| 前十持仓总规模（亿元）         | 647           | 47            |
| <b>通知存款占比</b>       | <b>11.66%</b> | <b>20.59%</b> |
| 敏感性测算               |               |               |
| 通知存款占比              | 16.12%        |               |
| 通知存款原利率             | 2.00%         |               |
| 通知存款利率下降至           | 1.45%         |               |
| 假设杠杆率               | 120%          |               |
| <b>产品收益率变动 (BP)</b> | <b>11</b>     |               |

数据来源：普益标准、开源证券研究所

**附表 3：2023 年底主要银行的存款挂牌利率再次下调**

| 序号 | 银行   | 调整日期       | 活期(%) | 变动<br>(BP) | 整存整取(%) |            |      |            |      |            |      |            |      |            | 通知存款(%) |            |      |            | 协定存款(%) |            |          |            |
|----|------|------------|-------|------------|---------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|---------|------------|------|------------|---------|------------|----------|------------|
|    |      |            |       |            | 3M      | 变动<br>(BP) | 6M   | 变动<br>(BP) | 1Y   | 变动<br>(BP) | 2Y   | 变动<br>(BP) | 3Y   | 变动<br>(BP) | 5Y      | 变动<br>(BP) | 1D   | 变动<br>(BP) | 7D      | 变动<br>(BP) | 协定<br>存款 | 变动<br>(BP) |
| 1  | 工商银行 | 2023-12-22 | 0.20  | 0          | 1.15    | -10        | 1.35 | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -20        | 1.95 | -25        | 2.00    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 2  | 农业银行 | 2023-12-22 | 0.20  | 0          | 1.15    | -10        | 1.35 | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -20        | 1.95 | -25        | 2.00    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 3  | 中国银行 | 2023-12-22 | 0.20  | 0          | 1.15    | -10        | 1.35 | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -20        | 1.95 | -25        | 2.00    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 4  | 建设银行 | 2023-12-22 | 0.20  | 0          | 1.15    | -10        | 1.35 | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -20        | 1.95 | -25        | 2.00    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 5  | 交通银行 | 2023-12-22 | 0.20  | 0          | 1.15    | -10        | 1.35 | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -20        | 1.95 | -25        | 2.00    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 6  | 邮储银行 | 2023-12-23 | 0.20  | 0          | 1.15    | -10        | 1.36 | -10        | 1.48 | -10        | 1.65 | -20        | 1.95 | -25        | 2.00    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 7  | 招商银行 | 2023-12-22 | 0.20  | 0          | 1.15    | -10        | 1.35 | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -20        | 1.95 | -25        | 2.00    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 8  | 中信银行 | 2023-12-25 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.70 | -20        | 2.00 | -25        | 2.05    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 9  | 光大银行 | 2023-12-25 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.80 | -20        | 2.00 | -25        | 2.05    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 10 | 兴业银行 | 2023-12-25 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.80 | -40        | 2.00 | -25        | 2.05    | -25        | 0.50 | -20        | 1.05    | -20        | 0.85     |            |
| 11 | 华夏银行 | 2023-12-25 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.80 | -20        | 2.00 | -25        | 2.05    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 12 | 平安银行 | 2023-12-25 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.90 | -20        | 2.00 | -25        | 2.05    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     |            |
| 13 | 民生银行 | 2023-12-25 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.75 | -20        | 2.00 | -25        | 2.05    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     |            |
| 14 | 浙商银行 | 2023-12-25 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.90 | -20        | 2.25 | -25        | 2.30    | -25        | 0.50 | -20        | 1.05    | -20        | 0.85     | -20        |
| 15 | 浦发银行 | 2023-12-25 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.80 | -20        | 2.00 | -25        | 2.05    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 16 | 北京银行 | 2024-01-10 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.90 | -20        | 2.00 | -25        | 2.05    | -25        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 17 | 上海银行 | 2023-12-25 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.75 | -25        | 2.00 | -20        | 2.05    | -20        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 18 | 江苏银行 | 2023-12-28 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.55 | -10        | 1.85 | -20        | 2.15 | -25        | 2.15    | -25        | 0.80 | 0          | 1.20    | -15        | 1.10     | 0          |
| 19 | 宁波银行 | 2023-09-11 | 0.20  | 0          | 1.32    | 0          | 1.59 | 0          | 1.77 | -10        | 2.05 | -20        | 2.30 | -25        | 2.35    | -25        | 0.45 | -25        | 1.05    | 0          | 1.00     | 0          |
| 20 | 南京银行 | 2023-12-29 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.55 | -20        | 1.85 | -20        | 2.15 | -20        | 2.15    | -25        | 0.80 | 0          | 1.10    | 0          | 1.10     | 0          |
| 21 | 杭州银行 | 2024-01-05 | 0.20  | 0          | 1.20    | 0          | 1.45 | 0          | 1.67 | -10        | 1.85 | -20        | 2.15 | -25        | 2.15    | -25        | 0.65 | 0          | 1.10    | 0          | 1.05     | -5         |
| 22 | 长沙银行 | 2024-01-03 | 0.20  | 0          | 1.40    | -10        | 1.60 | -10        | 1.80 | -10        | 2.00 | -20        | 2.35 | -25        | 2.35    | -25        | 0.60 | -20        | 1.15    | -20        | 0.90     |            |
| 23 | 成都银行 | 2024-02-19 | 0.20  | -18.5      | 1.65    | -10        | 1.85 | -10        | 2.00 | -10        | 2.25 | -20        | 2.60 | -25        | 2.60    | -25        | 1.00 | 0          | 1.55    | 0          | 1.17     | 0          |
| 24 | 贵阳银行 | 2024-04-01 | 0.20  | 0          | 1.43    | 0          | 1.70 | 0          | 1.95 | 0          | 2.25 | -20        | 2.65 | -20        | 2.75    | -15        | 0.88 | 0          | 1.41    | 0          | 1.26     | 0          |
| 25 | 重庆银行 | 2024-03-09 | 0.20  | 0          | 1.15    | -10        | 1.35 | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -20        | 1.95 | -25        | 1.95    | -30        | 0.26 | -74        | 1.05    | -50        | 1.05     | -10        |
| 26 | 郑州银行 | 2024-01-04 | 0.20  | 0          | 1.40    | 0          | 1.65 | 0          | 1.85 | -5         | 2.00 | -25        | 2.30 | -35        | 2.30    | -40        | 0.35 | -45        | 1.10    | -25        | 1.15     |            |
| 27 | 青岛银行 | 2024-01-06 | 0.20  | 0          | 1.15    | -10        | 1.40 | -10        | 1.50 | -10        | 1.75 | -20        | 2.00 | -25        | 2.15    | -25        | 0.38 | -20        | 0.85    | -20        | 0.90     | -20        |
| 28 | 苏州银行 | 2023-12-29 | 0.20  | 0          | 1.30    | -10        | 1.50 | -10        | 1.65 | -5         | 1.90 | -20        | 2.15 | -25        | 2.15    | -25        | 0.55 | 0          | 0.90    | -20        | 0.80     |            |
| 29 | 齐鲁银行 | 2024-01-06 | 0.20  | 0          | 1.20    | -10        | 1.45 | -10        | 1.55 | -10        | 1.80 | -20        | 2.10 | -25        | 2.05    | -25        | 0.35 | -20        | 0.85    | -20        | 1.00     | -20        |
| 30 | 西安银行 | 2024-01-21 | 0.20  | 0          | 1.35    | -10        | 1.60 | -10        | 1.80 | -20        | 1.95 | -47        | 2.35 | -65        | 2.40    | -65        | 0.50 | -20        | 1.25    | 0          | 1.00     | 0          |
| 31 | 厦门银行 | 2024-02-01 | 0.25  | -10        | 1.30    | -10        | 1.60 | -10        | 1.80 | -15        | 2.20 | -25        | 2.50 | -30        | 2.50    | -40        | 0.80 | -20        | 1.35    | -20        | 0.90     | 0          |
| 32 | 兰州银行 | 2024-01-08 | 0.25  | 0          | 1.54    | 0          | 1.82 | 0          | 2.00 | -10        | 2.10 | -20        | 2.45 | -25        | 2.50    | -25        | 1.00 | 0          | 1.55    | 0          | 1.35     | 0          |
| 33 | 渝农商行 | 2024-01-01 | 0.20  | 0          | 1.15    | -20        | 1.35 | -20        | 1.45 | -30        | 1.65 | -35        | 1.95 | -35        | 2.00    | -45        | 0.26 | -19        | 1.05    | 5          | 0.85     | -5         |
| 34 | 沪农商行 | 2023-12-26 | 0.20  | 0          | 1.25    | -10        | 1.45 | -10        | 1.65 | -10        | 1.75 | -25        | 2.05 | -25        | 2.00    | -45        | 0.25 | -20        | 0.80    | -20        | 0.70     | -20        |
| 35 | 常熟银行 | 2023-01-01 | 0.15  | 0          | 1.31    | -10        | 1.55 | -10        | 1.70 | -10        | 1.90 | -20        | 2.30 | -25        | -       |            | 0.55 | 0          | 1.15    | 0          | 1.15     | 0          |
| 36 | 无锡银行 | 2023-09-21 | 0.10  | -10        | 1.30    | 0          | 1.55 | 0          | 1.65 | -10        | 2.05 | -20        | 2.40 | -25        | 2.40    | -25        | 0.55 | 0          | 1.10    | 0          | 1.15     | 0          |
| 37 | 苏农银行 | 2024-01-01 | 0.10  | -5         | 1.35    | 0          | 1.55 | 0          | 1.80 | 0          | 2.05 | -5         | 2.40 | -15        | 2.40    | -15        | 0.30 | -15        | 0.85    | -15        | 0.80     | -10        |
| 38 | 张家港行 | 2024-01-09 | 0.10  | 0          | 1.40    | 0          | 1.60 | -5         | 1.70 | -10        | 1.90 | -20        | 2.20 | -35        | 2.20    | -35        | 0.55 | 0          | 1.10    | 0          | 1.05     | 0          |
| 39 | 瑞丰银行 | 2023-09-12 | 0.20  | 0          | 1.40    | -5         | 1.65 | -5         | 1.80 | -10        | 2.20 | -20        | 2.55 | -35        | 2.55    | -35        | 0.80 | 0          | 1.35    | 0          | 1.15     | 0          |
| 40 | 青农商行 | 2023-01-06 | 0.35  | 15         | 1.10    | -15        | 1.30 | -20        | 1.50 | -10        | 1.75 | -20        | 2.00 | -25        | 2.15    | -25        | 0.40 | -22        | 0.90    | -20        | 0.90     | -20        |
| 41 | 紫金银行 | 2023-09-23 | 0.20  | 0          | 1.30    | 0          | 1.55 | 0          | 1.75 | -5         | 2.05 | -25        | 2.40 | -30        | 2.40    | -30        | 0.50 | 0          | 1.00    | 0          | 1.10     | 0          |
| 42 | 江阴银行 | 2024-01-06 | 0.10  | 0          | 1.35    | 0          | 1.60 | 0          | 1.70 | 0          | 2.05 | -5         | 2.35 | -15        | 2.45    | -10        | 0.50 | -5         | 1.50    | 40         | 1.15     | 0          |

数据来源：各银行官网、开源证券研究所



## 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R3（中风险），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

|      | 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（underperform） | 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（underperform） | 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，属于商业秘密材料，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

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
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

### 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