



2025年01月06日

标配

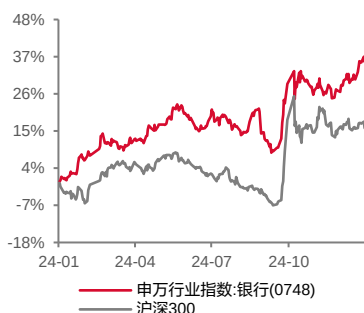
证券分析师:

王鸿行 S0630522050001
whxing@longone.com.cn

政策积极效果渐显，量价修复进行时

——存款形势研究（五）

投资要点:



相关研究

1. 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）
2. 存款结构分化映射宏观变迁——存款形势研究（二）
3. 存款增量与结构再平衡——存款形势研究（三）
4. 存款增长明显放缓，分化再度上升——存款形势研究（四）

- **政策效果渐显，信贷派生压力下存款向上修复。**2024下半年存款派生受对公信贷需求拖累继续下行，但在零售信贷改善、财政力度加强等积极因素支撑下，下行斜率趋于平缓。虽然派生面临压力，但受益于理财资金回流，8月以来存款增速仍逆势向上修复：一方面，治理“手工补息”后理财产品配置重回同业存款，另一方面，9月下旬债市调整触发理财阶段性赎回，资金由债市回流银行。存款结构也出现积极变化：虽信贷派生受需求影响明显放缓，但各月非金融企业存款新增规模由季节性下方修复至中上游。主要有两方面原因：一方面在于住房销售有所恢复，促进存款由居民向企业流动；另一方面在于隐债置换加快，专项债资金支出后沉淀至融资平台并进一步向其下游扩散形成企业存款。
- **自律管控疏通利率向存款市场传导渠道。**2024年政策利率（7天逆回购操作利率）、基准利率（DR、国债收益率、LPR）下降明显，向货币市场、债券市场、贷款市场传导较为通畅，但向存款市场传导仍面临一些堵点。在此背景下，自律组织加强对存款定价行为管理，通过治理“手工补息”、优化同业存款定价管理、在存款服务协议中引入利率调整兜底条款等措施，阻断存款市场多个套利渠道。受益于此，前期刚性较强的企业活期存款付息率步入下行通道。此外，国有行分别于7月与10月实施近年力度较大存款降息，与此前相比，该两次存款降息均实现与LPR同步，体现经营主体主动加强存款市场化定价。
- **存款量价或仍朝着积极方向演绎。**积极货币、财政、消费、房地产政策影响下，存款派生与循环具备改善潜力，或继续促进存款进一步修复。但仍需关注大资管扰动：包括理财在内的大资管市场与存款市场关联性较强，近年前者体量不断增长，其资产配置行为及股债市场表现仍可能引起存款超季节波动。与2024年不同的是，存款市场套利空间大幅压缩，认为监管因素对存款的扰动明显淡化，股债市场波动或将主导明年存款超季节波动。定价方面，规范同业存款及重定价影响下，存款利率将加快下行。2024年9月24日以来，国债收益率下行幅度明显大于同期政策利率，指向资产端仍有进一步下降空间。2024年存贷利率同步性连续验证，认为资产端下行压力加大将触发国有行新一轮存款挂牌利率调降。
- **关注稳定分红与复苏潜力投资主线。**2023年以来，无风险利率持续下行，叠加房地产及中小银行等重点领域风险可控被持续验证，资产配置视角的股息率优势亦成为基本面之外的重要定价因子。2024年12月以来国债收益率下行明显，板块股息率优势再度体现，国有行股续创历史新高。当前债市提前反映降息降准预期，认为行情经历快速上涨后将有所降温。从更长视角看，宏观政策空间依然具有想象力，消费与投资修复将缓解银行业零售风险上升、存款定期化加剧等痛点。这种情形下复苏逻辑占优，建议加大对中小银行的关注。
- **风险提示：个贷风险快速上升；贷款利率下行幅度明显大于存款利率导致息差明显收窄；中小银行风险快速上升。**

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1. 政策效果渐显，信贷派生压力下存款向上修复.....	4
2. 强化定价管理，对公存款付息率进入改善通道.....	8
3. 存款形势展望	10
3.1. 信贷派生压力减轻，量与结构或延续修复.....	10
3.2. 扰动因素或主要来自股债市场波动.....	11
3.3. 成本率下行或加快	13
4. 投资建议：关注稳定分红与复苏潜力投资主线.....	14
5. 风险提示	14

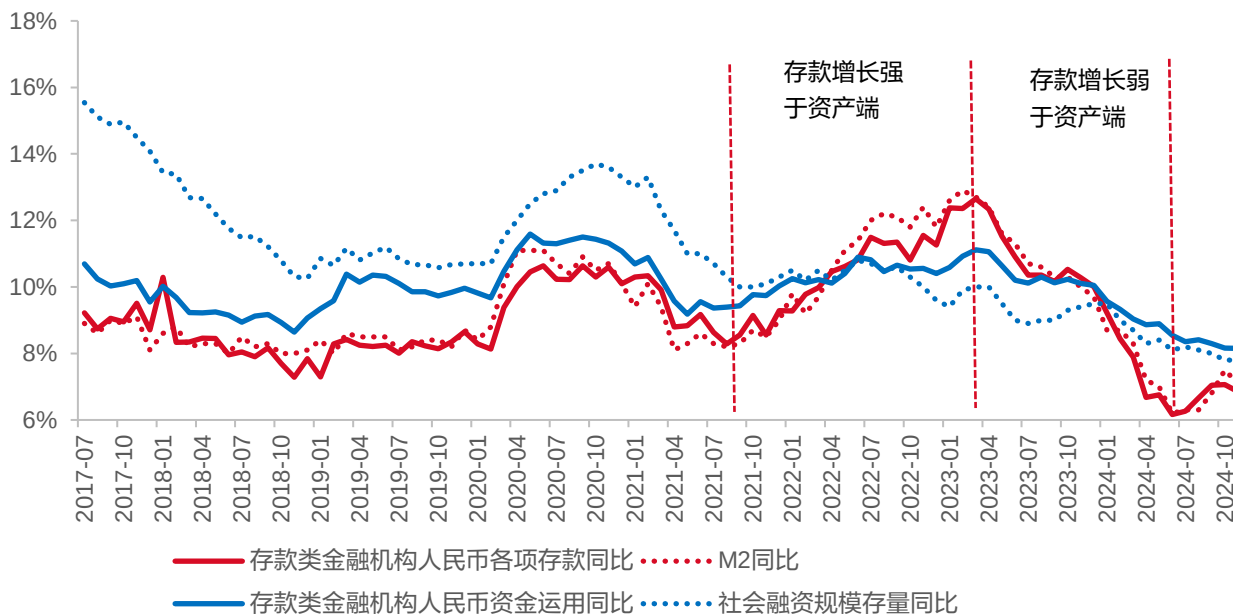
图表目录

图 1 2024 年存款增速快速下降后有所回升，波动大于银行资产端.....	4
图 2 2024 上半年个人与企业存款增速差扩大.....	4
图 3 2024 上半年活期存款与定期存款增速差扩大.....	4
图 4 2024 年 8 月存款类金融机构资产端新增规模强于季节性，单位：亿元.....	5
图 5 2024 年 8 月政府债新增规模创近年新高，单位：亿元.....	5
图 6 2024 年 8 月上旬与 9 月下旬，10 年期国债到期收益率快速上行，单位：%.....	6
图 7 2024 年 5 月-11 月企业贷款同比明显少增，单位：亿元.....	6
图 8 2024 年 8-9 月新增非银存款强于季节性，单位：亿元.....	7
图 9 2024 年 8 月、11 月新增政府存款强于季节性，单位：亿元.....	7
图 10 2024 年 10-11 月新增非金融企业存款高于 2023 年同期，单位：亿元.....	7
图 11 2024 年 10-11 月一手商品住房销售额同比由降转增，单位：亿元.....	7
图 12 2024 年推进存款利率市场化路线图.....	8
图 13 自律管控补齐漏洞，存款套利空间明显压缩，利率单位：%.....	8
图 14 上市银行企业存款利率进入下降通道.....	9
图 15 2024 上半年上市银行存款挂牌利率明显下降.....	9
图 16 工商银行存款挂牌利率，单位：%.....	9
图 17 2024 年 7 月、10 月工行存款利率调整幅度较大，单位：BPs.....	9
图 18 预计受政府债驱动、零售改善影响，社融有望同比明显多增，单位：万亿元.....	10
图 19 预计零售信贷从底部改善，对公信贷或仍面临下行压力.....	10
图 20 银行存款与理财关联性示意图.....	11
图 21 理财资产配置行为变化示意图.....	12
图 22 大资管市场规模持续增长，单位：亿元.....	12
图 23 工行历次存款降息重定价对存款成本的影响，单位：BPs.....	13
图 24 邮储银行历次存款降息重定价对存款成本的影响，单位：BPs.....	13
图 25 国债收益率走低指向新发贷款平均利率或进一步下行，单位：%.....	13
图 26 银行指数与沪深 300 指数区间涨幅.....	14
表 1 关注公司估值表.....	14

1.政策效果渐显，信贷派生压力下存款向上修复

在存款形势研究（四），我们复盘认为2024年1-5月存款增速随信贷派生放缓。叠加治理“手工补息”触发存款向理财搬家，存款增速回落幅度大于资产端（图1所示）。

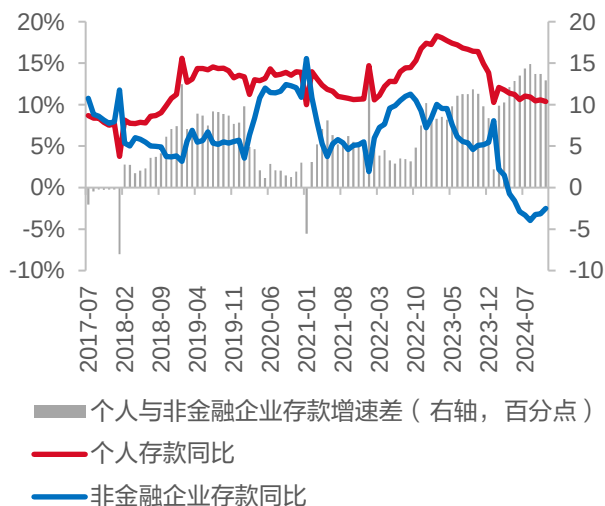
图1 2024年存款增速快速下降后有所回升，波动大于银行资产端



资料来源：人民银行，东海证券研究所

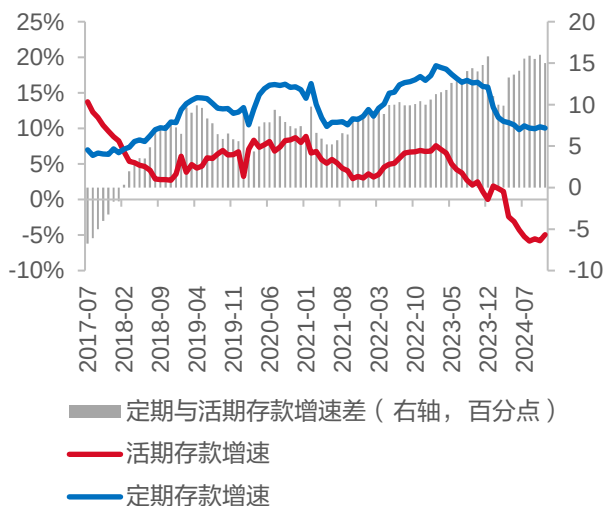
结构上来看，活期存款与企业存款在2024年1月短暂改善后再度明显走弱（图2-图3所示），一方面是由于通知、协定等类活期存款受治理“手工补息”负面影响更大，另一方面是由于房地产及消费恢复较慢，存款仍向居民部门沉淀。

图2 2024上半年个人与企业存款增速差扩大



资料来源：人民银行，东海证券研究所

图3 2024上半年活期存款与定期存款增速差扩大



资料来源：人民银行，东海证券研究所

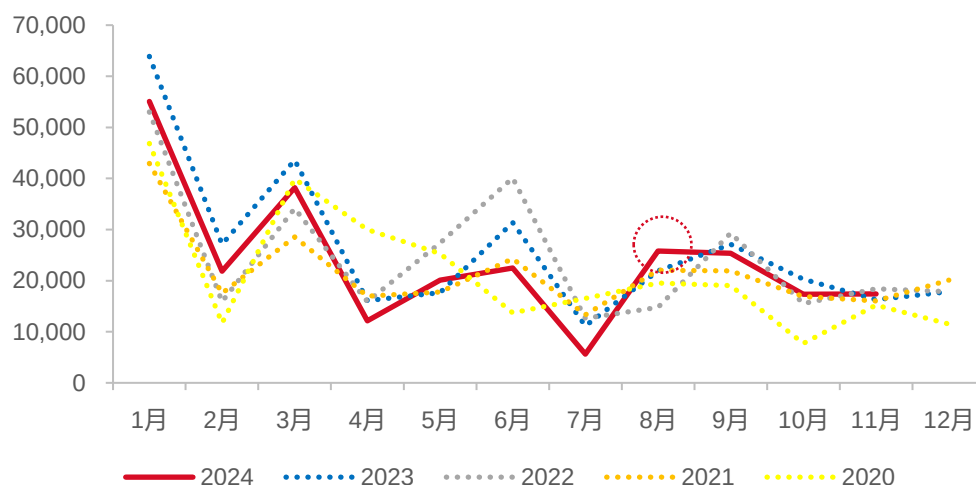
此外，受治理“手工补息”影响，非银存款波动加大。2024年4月，虽然存款搬家促进理财规模超季节回升，但理财等资管产品配置的高息存款亦受治理“手工补息”影响转投存单或短债，致非银存款增长明显弱于季节性。2024年5月理财资产配置由存单和短债回流同业存款，同时保费、债基较快增长带来部分增量，致非银存款增长强于季节性。

2024 年 6 月-7 月，受需求影响信贷派生继续放缓，叠加治理“手工补息”负面影响仍有残余¹，存款增速继续明显下行。截至 6 月末，年内累计新增存款 11.37 万亿元，较 2023 年同期少增值达到年内峰值 8.74 万亿元。结构上来看，治理“手工补息”影响叠加消费、住房需求改善不明显，企业与个人、定期与活期分化继续上升。

2024 年 8 月以来，财政及房地产支持力度持续加大，政策效果逐步显现，期间资本市场出现一波快速明显修复。以上因素影响下，存款形势较此前有所改善。

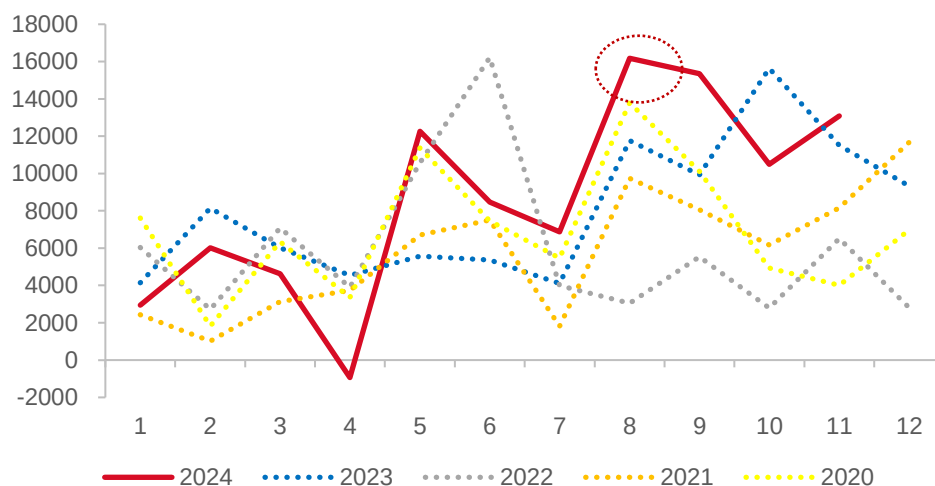
2024 年 8 月，政府债驱动银行资产端扩张强于季节性（图 4 所示），信贷派生边际改善。主要有两方面的原因：一方面，8 月本身是财政大月，叠加信贷需求偏弱背景下财政力度持续加大，当月政府债新增规模明显强于季节性创近年新高 1.62 万亿元（图 5 所示）；另一方面，8 月上旬债市受窗口指导阶段性调整（图 6 所示），银行或择机加大债券配置力度。

图4 2024 年 8 月存款类金融机构资产端新增规模强于季节性，单位：亿元



资料来源：人民银行， ， 东海证券研究所

图5 2024 年 8 月政府债新增规模创近年新高，单位：亿元



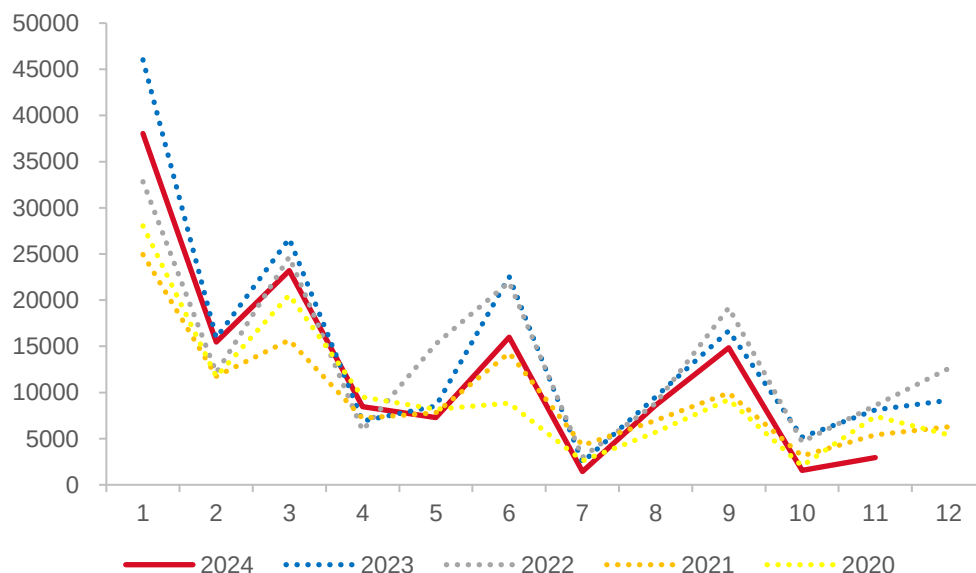
资料来源：人民银行， ， 东海证券研究所

¹ 如银行与存款人签订的存款服务协议与治理“手工补息”要求冲突，后者法律效力弱于前者，若双方无法按照治理“手工补息”要求在 4 月底协商一致，从而影响周期，但影响力随时间明显减弱。

图6 2024 年 8 月上旬与 9 月下旬，10 年期国债到期收益率快速上行，单位：%

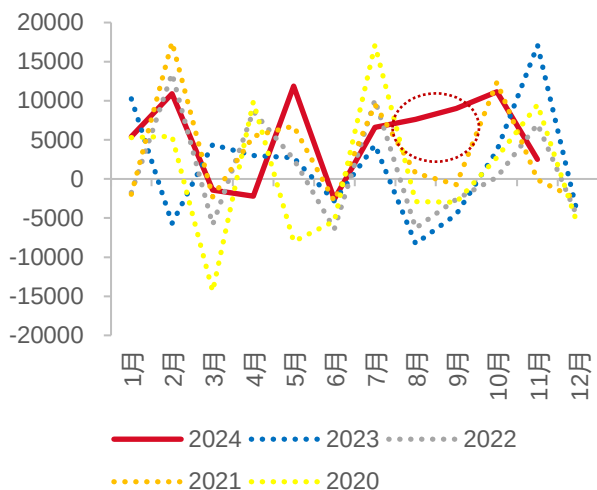

资料来源：中央结算公司， ， 东海证券研究所

结构上来看，2024 年 8 月非金融企业存款继续承压，主要有三方面原因：第一，受需求放缓影响，信贷派生持续低于 2023 年同期（图 7 所示）；第二，购房、消费、投融资放缓继续拖累存款向企业部门流动；第三，尽管政府债发行加大，但支出偏慢，短期未能转化为企业存款。截至 2024 年 8 月末，非金融企业存款累计减少 3.01 万亿元，较 2023 年同期少增值达到年内峰值 7.18 万亿元，对存款增速的拖累扩大至 2.57 个百分点。非银存款明显超季节性（图 8 所示），或是由于理财资产配置向同业存款倾斜，与 5 月情形类似；政府存款明显强于季节性（图 9 所示），一方面是因为派生力度较强，另一方面与支出滞后有关，情形与后续 11 月类似。

图7 2024 年 5 月-11 月企业贷款同比明显少增，单位：亿元


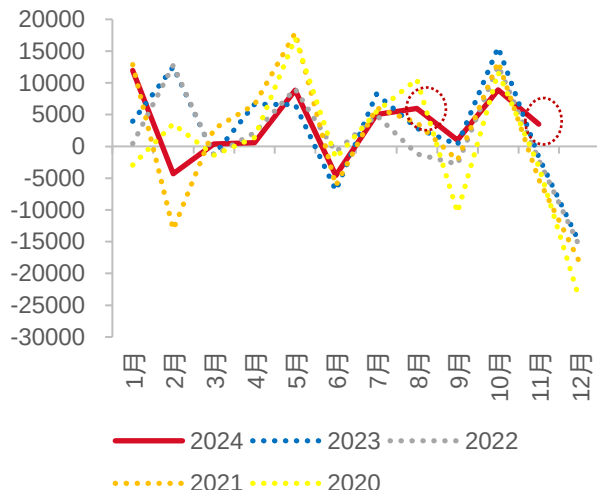
资料来源：人民银行， ， 东海证券研究所

图8 2024 年 8-9 月新增非银存款强于季节性，单位：亿元



资料来源：人民银行，东海证券研究所

图9 2024 年 8 月、11 月新增政府存款强于季节性，单位：亿元



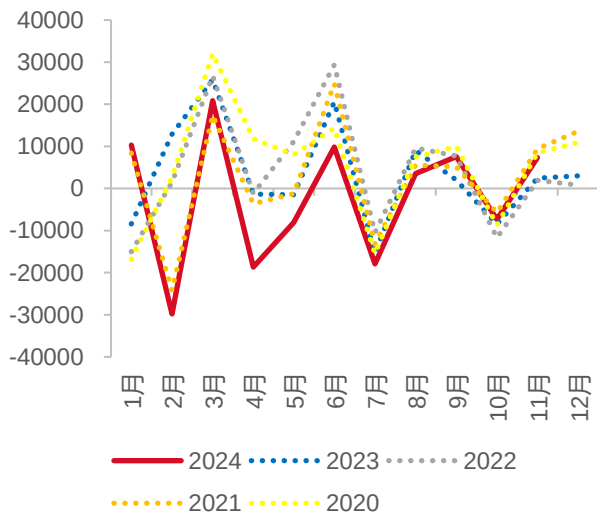
资料来源：人民银行，东海证券研究所

2024 年 9 月-11 月，受隐债置换及需求偏弱影响，对公信贷持续明显弱于季节性（图 7 所示），拖累派生再度向下。但由于政府债保持较大发行力度，同时，个人信贷受益于存量住房贷款利率下调与房地产宽松政策有所改善，派生斜率较 6-7 月逐步平坦化。

尽管派生下行，但存款增速在非银存款驱动下实现年内首次较明显修复，在 2024 年 9 月-10 月尤为明显。主要有方面原因：一方面是因为“9.24”股市快速回暖吸引表外资金流向资本市场，另一方面是因为同期债市快速调整触发理财赎回。在表现较强的 2024 年 8-10 月，非银存款累计增加 2.78 万亿元，较 2023 年同期比多增 3.69 万亿元，约提升存款增速 1.32 个百分点。

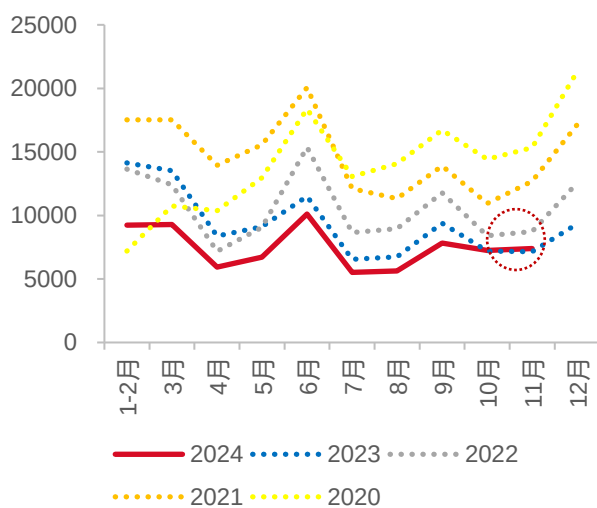
存款结构也出现积极变化：虽信贷派生受需求影响明显放缓，但各月非金融企业存款新增规模由季节性下方转为季节性中上游位置（图 10 所示）。一方面在于住房销售有所恢复（图 11 所示），促进存款由居民向企业流动；另一方面在于隐债置换加快，专项债资金支出后沉淀至融资平台及其上下游形成企业存款。截至 2024 年 11 月末，非金融企业存款累计减少 2.26 万亿元，较 2023 年同期少增 6.02 万亿元，少增值较 8 月峰值下降 1.16 万亿元，对存款增速的拖累由峰值 2.57 个百分点降至 2.16 个百分点。

图10 2024 年 10-11 月新增非金融企业存款高于 2023 年同期，单位：亿元



资料来源：人民银行，东海证券研究所

图11 2024 年 10-11 月一手商品住房销售额同比由降转增，单位：亿元



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

2.强化定价管理，对公存款付息率进入改善通道

2022-2023 年存款利率逆势而上，一方面是因为住房、消费、投资放缓产生的定期化效应，另一方面是因为银行业规模情结依然较重，在对公存款供给偏紧局面中通过“手工补息”或借助保险资管协议存款通道为公司或机构客户提供更高利率。此前较普遍的“手工补息”表明，虽然制度已完成市场化改革，但实践中商业银行存款市场化定价能力依然偏弱。

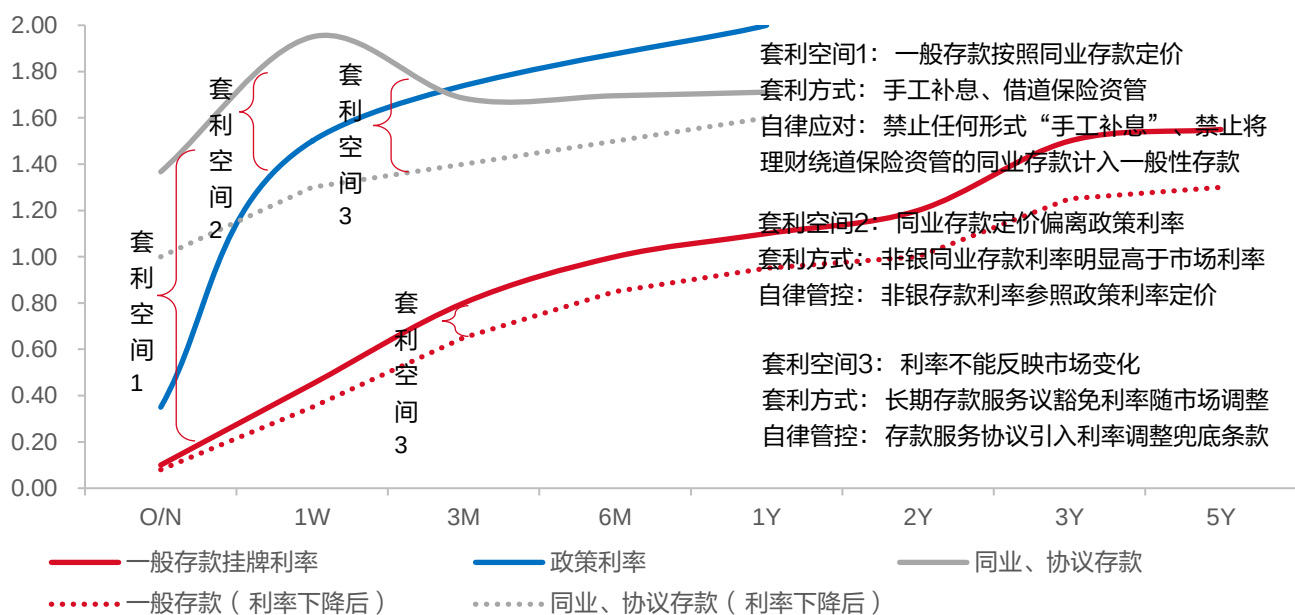
自律组织在推进利率市场化中仍扮演重要引导角色。2024 年政策利率（7 天逆回购操作利率）、基准利率（DR、国债收益率、LPR）下降明显，向货币市场、债券市场、贷款市场传导较为通畅，但向存款市场传导渠道仍面临一些堵点。为进一步疏通利率向存款市场传导机制，自律组织加强对存款定价行为管理（图12 所示）。这些措施将消除存款市场多个套利模式（图 13 所示），疏通利率向存款市场传导渠道。这对实体及银行业具有积极意义：促进社会融资成本下降，并降低银行利率风险、缓解息差压力。

图12 2024 年推进存款利率市场化路线图



资料来源：银行业协会，工商银行官网，，东海证券研究所

图13 自律管控补齐漏洞，存款套利空间明显压缩，利率单位：%

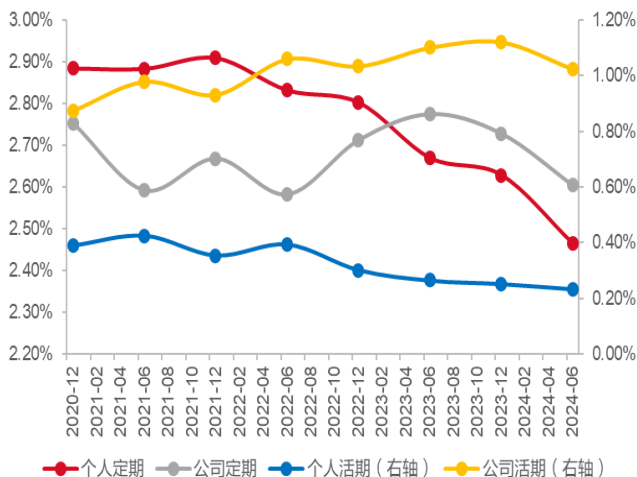


资料来源：工商银行，，东海证券研究所整理

注：（1）图中一般存款利率选取工商银行存款挂牌利率，同业、协议存款利率用SHIBOR 利率来代表，截至 2024/12/27；（2）虚线为降息情形假设后的利率水平。

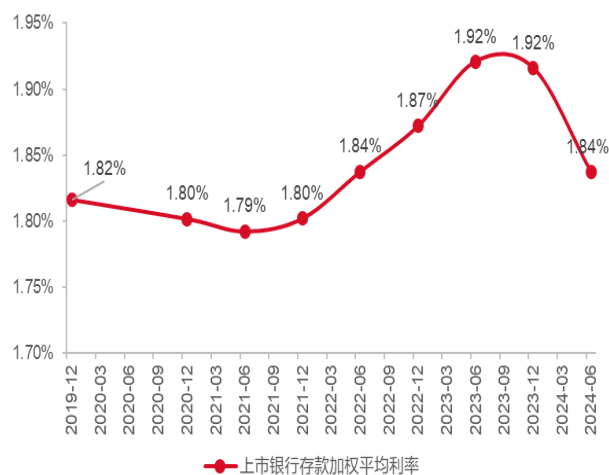
治理“手工补息”主要针对理财子、货币基金、保险资管、企业等议价能力较强群体持有的超过市场水平的存款品种，如通知存款、协定存款、协议存款等。这类存款经过补息后的利率水平达到或超过市场利率，治理“手工补息”后，该类存款利率明显下降至自律上限。受此影响，前期刚性较强的公司活期存款付息率从高点进入下行通道（图14所示）。叠加此前多轮存款降息重定价效果，上半年银行存款成本改善较为明显（图15所示）。

图14 上市银行企业存款利率进入下降通道



资料来源：上市银行公告，东海证券研究所

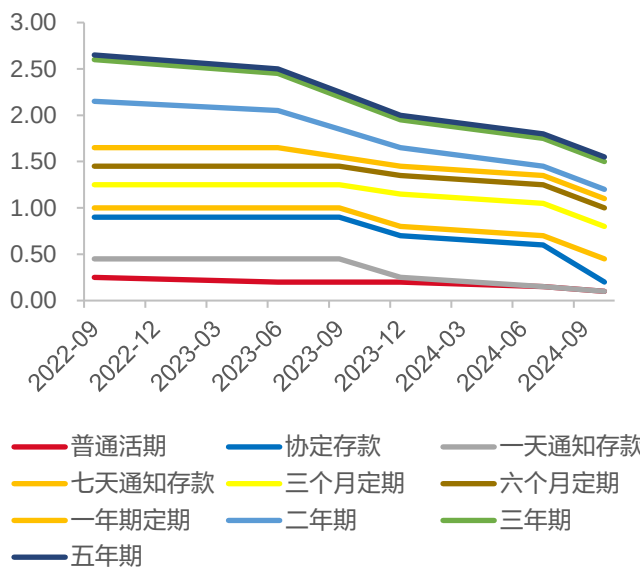
图15 2024上半年上市银行存款挂牌利率明显下降



资料来源：上市银行公告，东海证券研究所

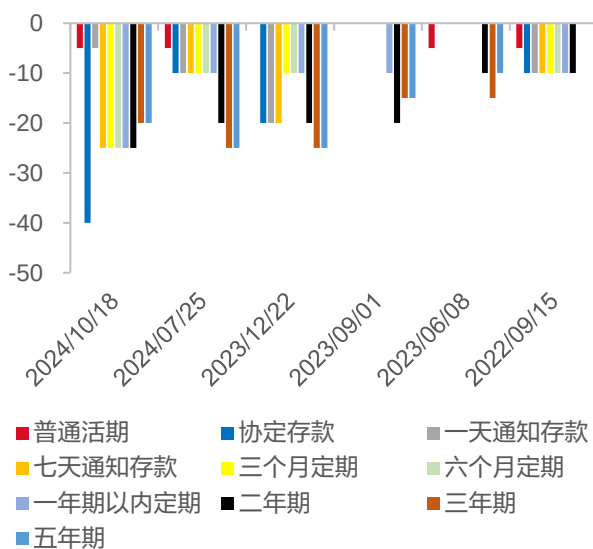
2024年7月国有行率先较大力度下调存款挂牌利率，10月再次实施近年单次最大力度存款降息（图16-图17所示）。与此前相比，该两次存款降息均实现与LPR同步，体现经营主体主动加强存款市场化定价。该两轮存款降息对当期及重定价周期内存款成本率的改善较为明显，有望明显缓冲LPR及存款住房贷款利率调降影响。

图16 工商银行存款挂牌利率，单位：%



资料来源：上市银行公告，东海证券研究所

图17 2024年7月、10月工行存款利率调整幅度较大，单位：BPs



资料来源：上市银行公告，东海证券研究所

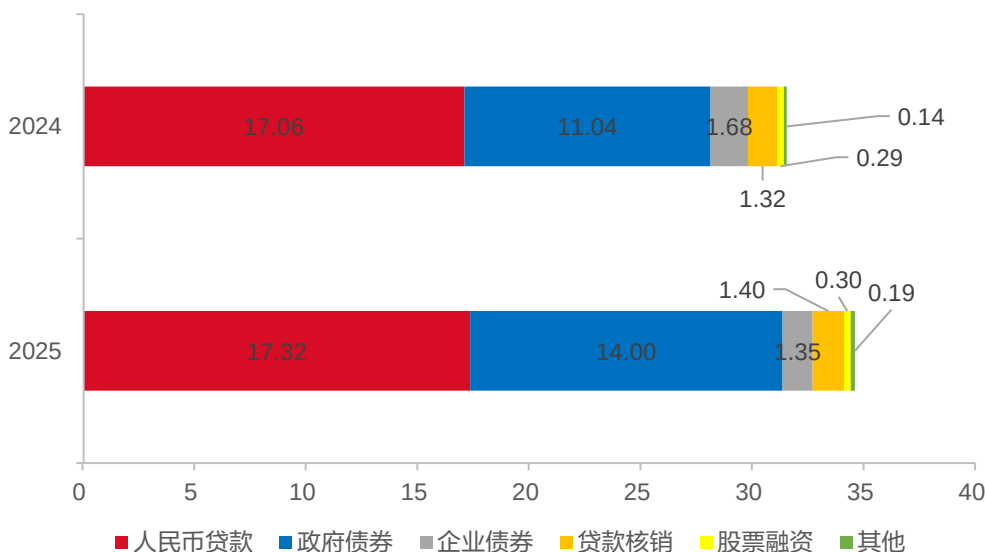
11月，自律组织优化同业存款利率管理，非银同业活期存款利率与政策利率建立联动关系。其中，金融基础设施机构的同业活期存款利率参考超额存款准备金利率合理确定利率水平，其他非银同业存款应该参考公开市场7天期逆回购操作利率合理确定利率水平。优化后，利率向同业存款传导渠道疏通，套利空间明显压缩。同时，自律组织建议商业银行在存款服务协议中引入利率调整兜底条款，这一举措将加强存款利率与市场利率同步性。

3.存款形势展望

3.1.信贷派生压力减轻，量与结构或延续修复

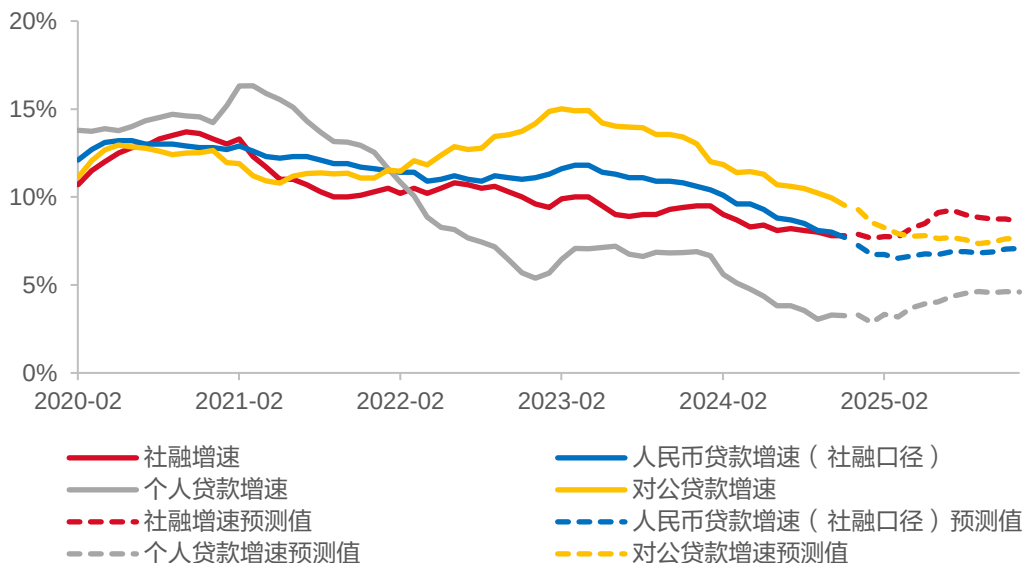
我们认为财政驱动和零售压力缓解将支撑派生端向上修复。分部门来看：受需求放缓及隐债置换影响，对公信贷预计承压；受益于稳地产、促消费政策，个人信贷压力预计缓解；受益于政府债扩容，投资端预计提速，对规模的驱动明显增强。预计 2025 年新增社融规模约 34.57 万亿元（图 18 所示），对应增速为 8.47%，较 2024 年提升 0.59 个百分点；其中，政府债、对公贷款、个人贷款分别新增 14、12.5、3.8 万亿元，对应同比增速分别约为 17.32%、4.59%与 7.36%（图 19 所示）。一方面由于息差压力因负债端下行缓解，另一方面由于银行规模考核淡化，预计银行扩表动机维持中性，这种情况下，银行资产增速与社融相近。

图18 预计受政府债驱动、零售改善影响，社融有望同比明显多增，单位：万亿元



资料来源：人民银行， ， 东海证券研究所

图19 预计零售信贷从底部改善，对公信贷或仍面临下行压力

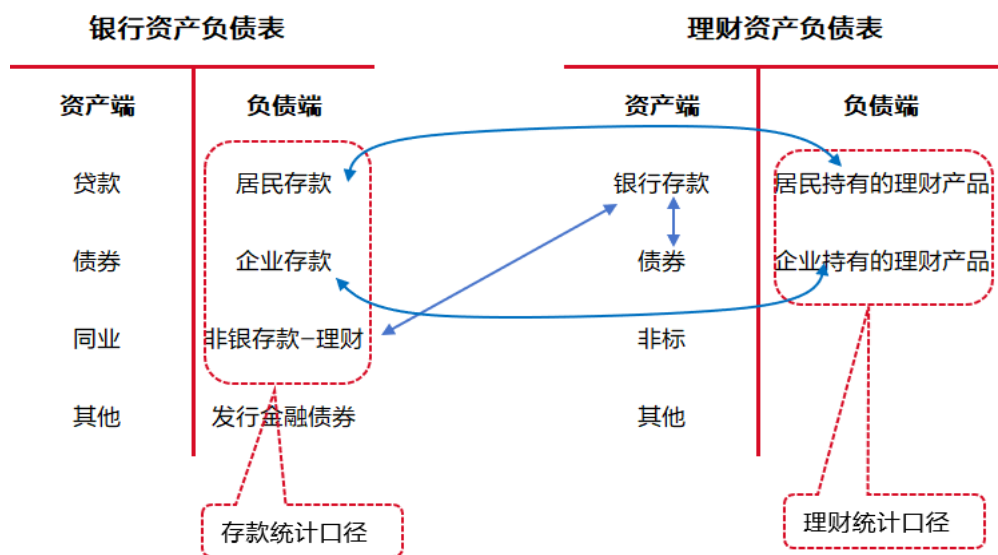


资料来源：人民银行， ， 东海证券研究所

3.2.扰动因素或主要来自股债市场波动

理财波动与存款波动存在较强关联性，实践中经常体现，如近年比较明显的两次波动分别是 2022 年 Q4 债市回调触发理财回流存款以及 2024 年 Q2 治理手工补息差触发存款流向理财。从机制上来看，理财资产端与负债端与存款市场联系紧密（图 20 所示）。资产端，理财产品期限较短，出于流动性管理需要，通常会配置部分银行存款（其中，现金管理类理财产品配置比例较高）。同时，配置比例会根据市场、监管等因素调整，截至 2024 年 6 月末，理财产品资产端存款占比约 25.3%，对应规模为 7.7 万亿元。负债端，居民或企业持有资管产品与银行存款账户互补。从体量上来看，当前理财规模已稳定在 30 万亿元左右，占金融机构人民币存款规模的比重达到 10% 左右，相对存款规模已经非常可观。

图20 银行存款与理财关联性示意图

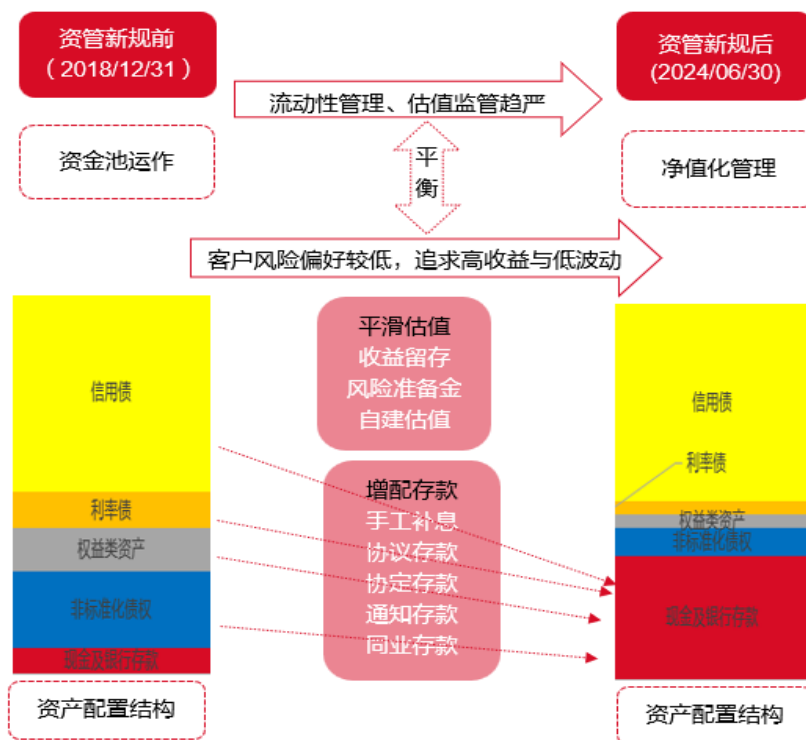


资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

理财资产存款配置力度明显加大，跨市场套利行为阻碍利率向存款市场传导。2022 年 Q4 债市调整触发的理财赎回潮表明，资管新规以来理财客户的风险偏好依然较低，理财产品相对存款产品的收益性以及低波动仍是理财产品的基础属性。赎回潮之后，理财产品管理人试图通过优化资产配置及估值方法，来降低理财产品的波动性并维持较高收益（图 21 所示）。资产配置方面，由于产品期限较短，在流动性管理要求下理财资金明显加大通知存款、协定存款配置比例。2022 年以来较紧对公存款供给格局滋生存款跨市场套利行为，如较大范围的“手工补息”及借道保险资管按照协定存款定价，以获取高于自律上限的利率水平。估值方法上，理财通过信托计划留存收益以丰补歉的方式，或自建估值方式，来平滑产品净值波动。以上套利行为阻碍了利率向存款市场传导渠道，很大程度导致 2022-2023 年对公存款利率逆势上行。

2024 年，为疏通利率向存款市场传导机制，自律组织加强存款市场调控。受治理“手工补息”、规范理财估值方法等监管因素影响，企业、居民及理财资产配置行为短期内快速变化，对 Q2 银行存款波动产生较大影响。

图21 理财资产配置行为变化示意图

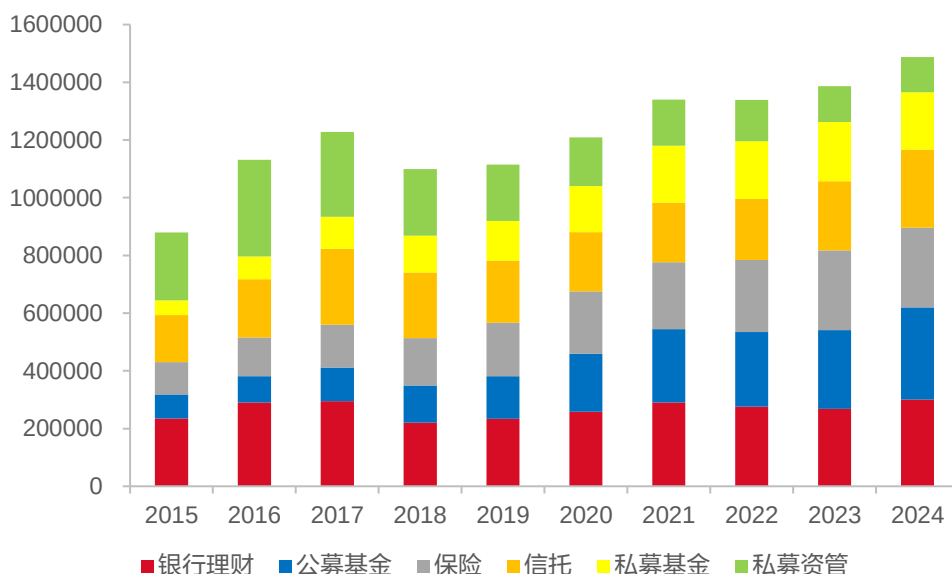


资料来源：中国理财网， ， 东海证券研究所

机制上与理财产品类似，基金、保险、信托等机构在管产品与存款市场联动性也较强。当前资管市场规模已接近 147 万亿元（图 22 所示）。庞大的资管市场足以对单月存款变动（尤其是一些传统存款小月，典型如2、5、7、10月）产生较大影响。市场波动下，管理机构仍会结合情况不断调整资管产品的资产配置，资管产品持有人也会根据市场情况加大或减少配置力度，这些因素均会对存款波动产生潜在影响。

与 2024 年不同的是，随着存款利率传导机制逐步完善，套利空间大幅度压缩，监管因素对存款的扰动明显淡化。认为市场波动或将主导明年存款波动，主要依据在于当前政策仍有较大想象空间，股债市场潜在波动或触发大资管市场进而波及存款市场。

图22 大资管市场规模持续增长，单位：亿元

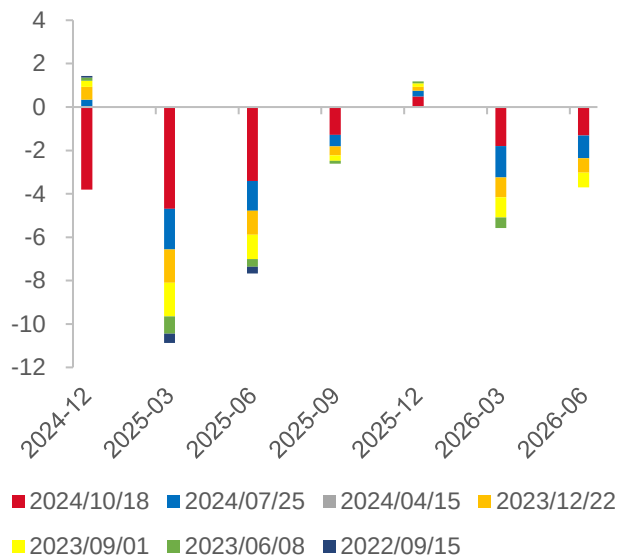


资料来源：普益标准，中国理财网，金管局，信托业协会，基金业协会， ， 东海证券研究所

3.3.成本率下行或加快

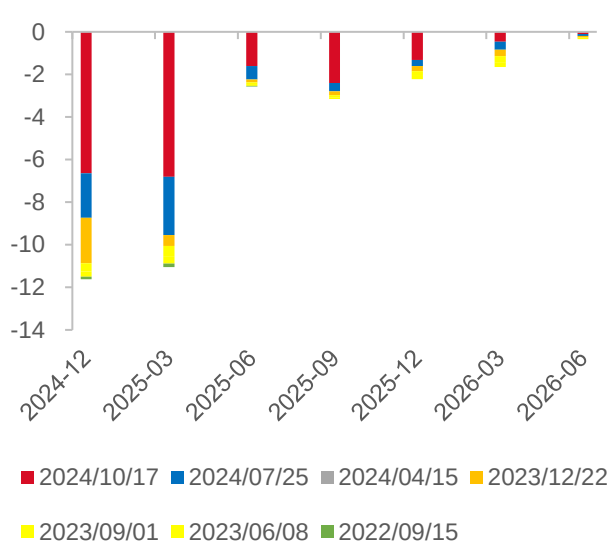
规范同业存款定价及重定价影响下，存款利率将进一步下行（图23-图24所示）。节奏上来看，明年上半年重定价比例较高，存款成本率下降较为明显。此外，若存款结构持续改善，定期化有望缓解，促进存款利率进一步向下。

图23 工行历次存款降息重定价对存款成本的影响，单位：BPs



资料来源：工商银行公告，，东海证券研究所

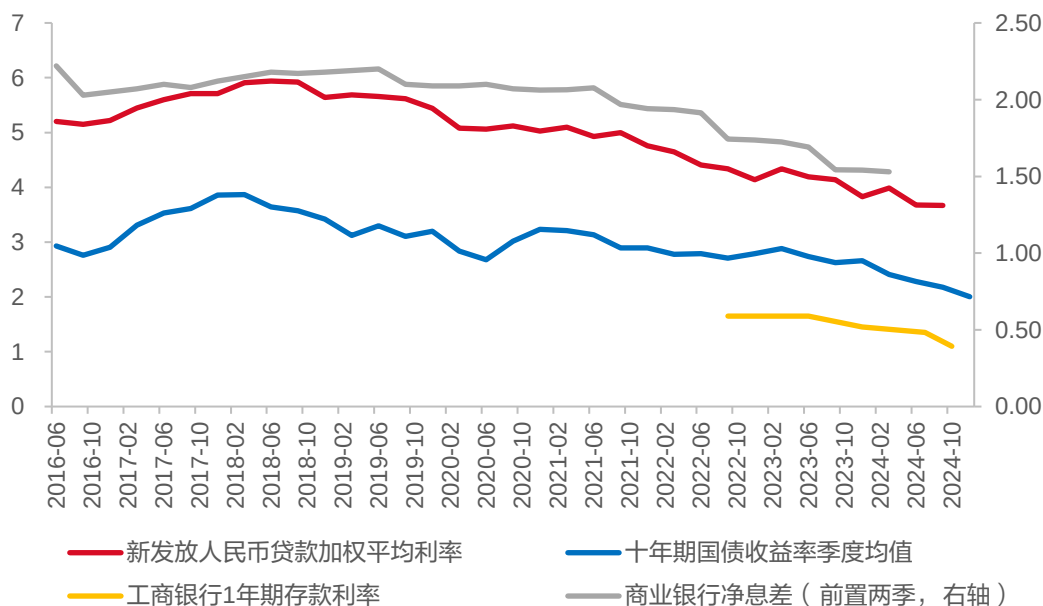
图24 邮储银行历次存款降息重定价对存款成本的影响，单位：BPs



资料来源：邮储银行公告，，东海证券研究所

前瞻性指标来看，9月24日至今，10年期国债收益率下行接近50BPs，而同期政策利率下降20BPs，指向政策利率及LPR仍有约30BPs降息预期（图25所示）。若国债收益率进一步下降，则预期降息空间更大。2024年大行存款挂牌利率连续两次与LPR同步调整，意味着存款利率与市场利率同步性较2023年明显增强。我们认为若LPR进一步下调，也将触发国有行新一轮存款挂牌利率调降。

图25 国债收益率走低指向新发贷款平均利率或进一步下行，单位：%



资料来源：人民银行，工商银行，金管局，，东海证券研究所

4.投资建议：关注稳定分红与复苏潜力投资主线

大部分时间，银行行情在宏观因素与整体市场情绪主导下与市场表现同步。部分时间，银行受监管因素和市场风格影响呈阶段性独立行情（图26所示）。2023年以来，无风险利率持续下行，资产配置视角的股息率优势亦成为基本面之外的重要定价因子。随着房地产及中小银行等重点领域风险可控被持续验证，市场对该定价因子的认可度亦提升。

12月以来国债收益率下行明显，银行板块股息率优势再度体现，国有行股续创历史新高。当前债市提前反映降息降准预期，认为行情经历快速上涨后将有所降温。从更长视角看，宏观政策空间依然具有想象力，消费与投资修复将缓解银行业零售风险上升、存款定期化加剧等痛点。这种情形下复苏逻辑占优，建议加大对中小银行的关注。

图26 银行指数与沪深300指数区间涨幅



资料来源：，东海证券研究所

表1 关注公司估值表

关注标的	最新价（元）	总市值（亿元）	最新	市净率 PB			每股净资产（元）			
				2024E	2025E	2026E	最新	2024E	2025E	2026E
工商银行	6.71	15998.76	0.70	0.67	0.63	0.59	9.55	10.08	10.73	11.40
邮储银行	5.49	4116.23	0.69	0.64	0.60	0.57	7.92	8.60	9.13	9.68
招商银行	38.66	6836.18	1.05	1.04	0.92	0.81	36.71	37.07	42.01	47.45
宁波银行	23.68	1287.70	0.89	0.78	0.70	0.64	26.71	30.24	33.59	37.19
常熟银行	7.20	172.95	0.80	0.77	0.68	0.61	8.99	9.39	10.52	11.78
江苏银行	9.60	1231.37	0.84	0.81	0.71	0.62	11.47	11.89	13.58	15.37
苏州银行	7.90	232.84	0.74	0.73	0.66	0.59	10.67	10.77	11.99	13.43

资料来源：iFinD，东海证券研究所，截至2025/1/3

注：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。

5.风险提示

个贷风险快速上升。受居民收入及就业放缓影响，消费贷、信用卡透支、经营贷等品种资产质量持续承压。若居民收入与就业形势进一步明显恶化，个贷风险或明显上升，相应减值损失计提压力上升，侵蚀盈利水平。

贷款利率下行幅度明显大于存款利率导致息差明显收窄。存贷款先后两次实现同步降息消除不对称降息风险。存贷同步降息是“息差压力将趋于平缓”的关键假设。若信贷需求不足、黑天鹅事件等因素对贷款利率造成冲击，而存款利率未能及时调整，息差下行压力将明显加大，影响盈利稳定性。

中小银行风险快速上升。中小银行数量众多，关乎金融体系稳定性。当前中小银行改革化险效果较好，高风险金融机构有序压缩。若因突发事件导致中小银行风险快速上升，可能引发风险传染的担忧。

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所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。

“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
 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
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089