8 月金融数据点评：社融新增大超市场预期，M2 增速小幅回落

2020 年 09 月 13 日

证券分析师 李勇
执业证号：S0600519040001
010-66573671
liyong@dwzq.com.cn
研究助理 周璐
18928480318
zhoulu@dwzq.com.cn

事件

- **数据公布：**2020 年 9 月 11 日，央行公布 2020 年 8 月金融数据。8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。月末人民币贷款余额 167.47 万亿元，同比增长 13%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.6 个百分点。2020 年 8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 万亿元。8 月末社会融资规模存量为 276.74 万亿元，同比增长 13.3%。广义货币(M2)余额 213.68 万亿元,同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点。

观点

- **新增信贷：信贷增量不及市场预期，企业中长贷款占比上升。**2020 年 8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。我们分析如下：分部门看，住户部门贷款增加 8415 亿元，其中，短期贷款增加 2844 亿元，中长期贷款增加 5571 亿元；企（事）业单位贷款增加 5797 亿元，其中，短期贷款增加 47 亿元，中长期贷款增加 7252 亿元，票据融资减少 1676 亿元;非银行业金融机构贷款减少 1474 亿元。8 月实际信贷数值略低于市场预期，中长期贷款新增 5571 亿，信贷结构改善。信贷结构改善的主要原因为中长期贷款增量显著，首贷、信用贷拓展初现成效；为支持企业复工复产，银行对企业融资支持力度明显加大。今年以来，银行业金融机构加大对小微企业的金融服务力度，政策加紧引导建立敢贷、愿贷、能贷、会贷机制，小微企业信贷投放呈高速增长态势。从居民角度来看：8 月新增居民贷款 8415 亿元，较上月上升 837 亿元，中长贷占比上升，主要受房地产调控影响。从企业角度来看：企（事）业单位贷款增加 5797 亿元，环比增加 3152 亿元，中长贷款占比大幅上升，票融占比大幅下降。票据市场转贴利率 8 月有所下行，企业利用票据融资、短贷配置结构性存款的套利行为进一步回落。

- **社融：政府债支撑社融大增。**8 月份社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多增 1.39 万亿元。初步统计，8 月末社会融资规模存量为 276.74 万亿元，同比增长 13.3%。从数值上来看，企业债券净融资 3633 亿元，同比多 249 亿元；政府债券净融资 1.38 万亿元，同比多 8729 亿元；非金融企业境内股票融资 1282 亿元，同比多 1026 亿元。从存量的拉动情况来看，8 月社融存量增速为 13.3%，比上月增速略有上升。其中信贷 8 月对社融拉动达 7.99%，较 7 月下降 0.02 个百分点。同时 8 月企业债券对社融存量拉动达 1.95%，较上月上升 0.01 个百分点。政府债券对社融存量拉动为 2.80%，较上月上升 0.34 个百分点。社融增量 3.58 万亿元，高于市场平均预期的 2.45 万亿。社融同比多增 1.39 万亿元，主要来自地方债的拉动，人民币贷款同比多增 1156 亿元，以及未贴现银行承兑汇票同比多增 1284 亿元。8 月地方债发行量较高，地方债净融资规模高达 9424 亿，强势拉动社融。未贴现银行承兑汇票在去年同期低基数影响下维持增幅，委托贷款和信托贷款则同比分别少减 98 亿元和 342 亿元。

- **M2：增速小幅回落。**2020 年 8 月末，广义货币(M2)余额 213.68 万亿元，同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点，增速较上月有所回落。环比方面，8 月信贷投放力度较 7 月有所改善，政府债券和企业债券融资均上升，M1 增速保持上行态势，M1-M2 剪刀差略有收窄，主要系基数效应叠加货币政策边际趋缓。

- **风险提示：**货币政策趋缓，国际形势多变，海外疫情反复。

相关研究

1、《固收点评 20200910：新星转债：铝晶粒细化剂龙头企业，布局完整产业链—转债投资价值分析》2020-09-10
2、《固收深度报告 20200910：工欲善其事必先利其器——可转债选择逻辑 1:周期篇》2020-09-10
3、《固收点评 20200909：8 月物价数据点评：CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄》2020-09-09
4、《固收月报 20200909：债券托管量增速加快，投资者持仓结构微调》2020-09-09
5、《固收周报 20200908：债市维持净流入，股市转向净流出——股债资金流向双周报（2020 年第三期）》2020-09-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 新增信贷：信贷增量不及市场预期，企业中长贷款占比上升 3
2. 社融：政府债支撑社融大增 5
3. M2：M2 增速小幅回落 10
4. 后期展望 12
5. 风险提示 12

图表目录

图 1：金融机构新增贷款（单位：亿元） 4
图 2：非金融机构新增贷款（单位：亿元） 5
图 3：社融规模（单位：亿元） 6
图 4：社融几类分项同比增速（单位：%） 7
图 5：社融新旧 3 次口径调整之后同比增速对比（单位：%） 7
图 6：M2-M1 剪刀差（单位：%） 11
图 7：新增存款（单位：亿元） 11

表 1：人民币贷款细项拉动情况（单位：%） 4
表 2：社融新旧口径的对比（单位：万亿、%） 8
表 3：政府债拉动的分析（单位：万亿、%） 9
表 4：社融存量分项的拉动情况（单位：%） 10
表 5：M2 拆分分项的拉动情况（单位：%） 12

事件：央行公布 8 月金融数据

2020 年 9 月 11 日，央行公布 2020 年 8 月金融数据。8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。月末人民币贷款余额 167.47 万亿元，同比增长 13%，增速与上月末持平，比上年同期高 0.6 个百分点。2020 年 8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 万亿元。8 月末社会融资规模存量为 276.74 万亿元，同比增长 13.3%。广义货币(M2)余额 213.68 万亿元,同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点。

对此，我们的点评如下：

1. 新增信贷：信贷增量不及市场预期，企业中长贷款占比上升

2020 年 8 月份人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。我们分析如下：分部门看，住户部门贷款增加 8415 亿元，其中，短期贷款增加 2844 亿元，中长期贷款增加 5571 亿元；企（事）业单位贷款增加 5797 亿元，其中，短期贷款增加 47 亿元，中长期贷款增加 7252 亿元，票据融资减少 1676 亿元;非银行业金融机构贷款减少 1474 亿元。

综合来看：8 月实际信贷数值略低于市场预期，中长期贷款新增 5571 亿，信贷结构改善。信贷结构改善的主要原因为中长期贷款增量显著，首贷、信用贷拓展初现成效；为支持企业复工复产，银行对企业融资支持力度明显加大。今年以来，银行业金融机构加大对小微企业的金融服务力度，政策加紧引导建立敢贷、愿贷、能贷、会贷机制，小微企业信贷投放呈高速增长态势。2020 年 8 月 6 日，央行发布第二季度中国货币政策执行报告，新增了“精准导向”的表述，强调结构性货币政策工具的完善，在 8 月 3 日召开的下半年工作电视会议中也表明要重点落实好 1 万亿再贷款再贴现政策和两项直达工具。

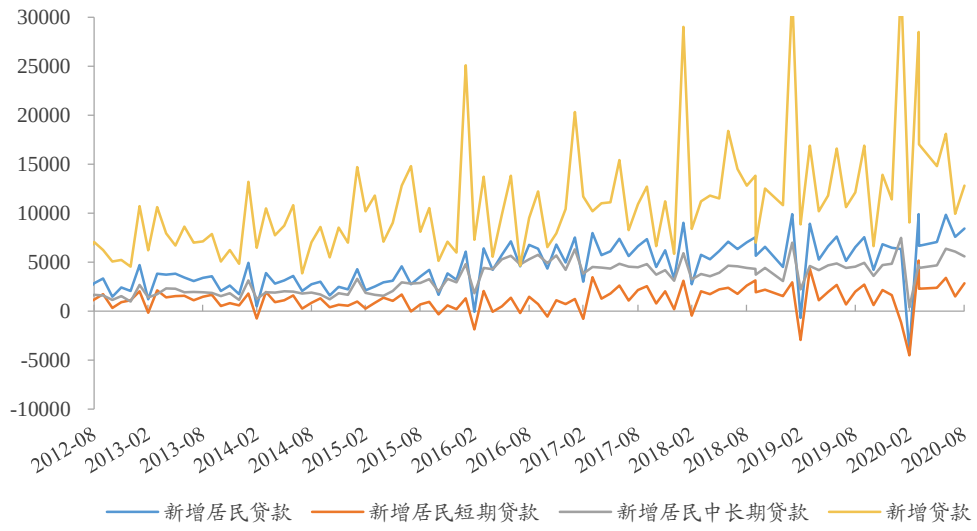
从居民角度来看：8 月新增居民贷款 8415 亿元，较上月上升 837 亿元，中长贷占比上升，主要受房地产调控影响。从结构上来看：（1）居民中长贷的增长主要受房地产调控影响。8 月房地产企业销售继续稳定增长，百强房企实现全口径销售金额 11174.7 亿元，环比增长 2.8%，同比增长 29.2%。（2）8 月份汽车销量增速达到两年多来最快，为中国汽车市场下半年的复苏增添动力，拉动居民短期贷款上升。根据乘联会公布的数据，8 月份国内狭义乘用车市场销量达 170.3 万辆，同比增长 8.9%，环比增长 6.5%，连续两个月录得同比增幅。

从企业角度来看：企（事）业单位贷款增加 5797 亿元，环比增加 3152 亿元，其中，短期贷款增加 47 亿元，中长期贷款增加 7252 亿元，票据融资减少 1676 亿元;非银行业金融机构贷款减少 1474 亿元。中长贷款占比大幅上升，票融占比下降。从结构上看：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（1）需求继续恢复，供需循环逐步改善，市场逐步好转，出口总体向好。从数据来看，制造业 PMI 略有回落至 51.0%，但仍在荣枯线上，且高于去年同期水平，较前值下降 0.1%，连续 6 个月高于荣枯线；非制造业 PMI 为 55.2%，比上月上升 1.0 个百分点，连续 6 个月位于临界点以上。新出口订单指数为 49.1%，高于上月 0.7 个百分点。（2）新增短期贷款本月录得正增长，环比较上月增加 2468 亿元，受季节性回暖的影响。8 月以来，银行信贷投放情况好于 7 月。（3）票据融资减少 1676 亿元，主要原因系票据市场转贴利率 8 月有所下行，企业利用票据融资、短贷配置结构性存款的套利行为进一步回落。除此之外，银行受政策引导加大信贷支持力度，缓解了融资难的问题，企业非标融资的意愿减弱。

图 1：金融机构新增贷款（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从拉动情况来看：非金融企业、非银金融机构和票据融资拉动下降，拉动值分别为-5.92 个百分点、-4.37 个百分点和-33.90 个百分点：主要原因为金融监管力度加大，及票据市场转贴利率降低的影响。

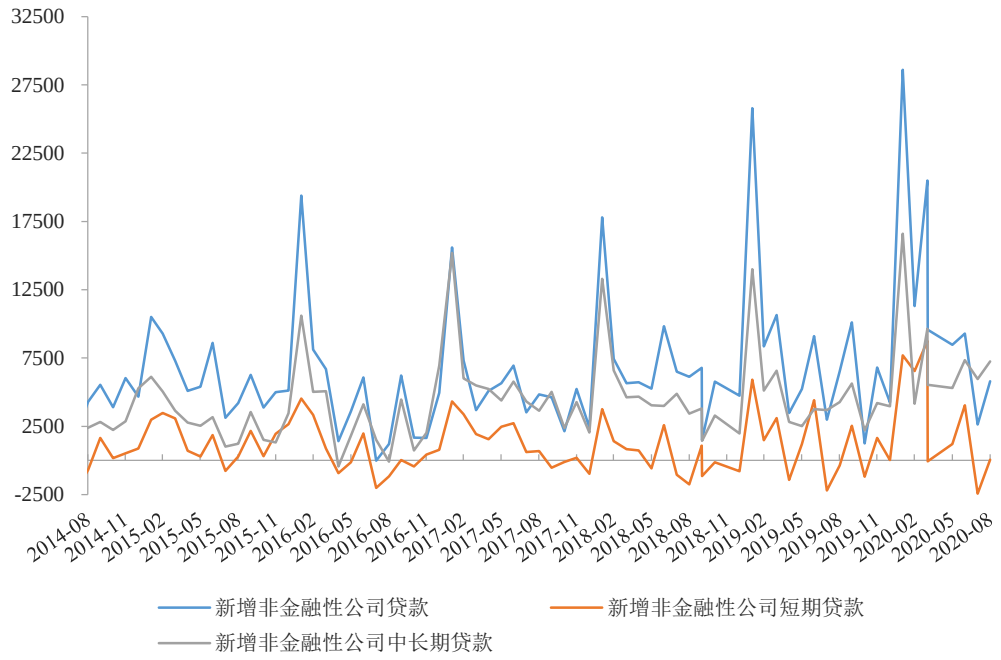
表 1：人民币贷款细项拉动情况（单位：%）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年份	2019 年									2020 年							
月份	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
新增信贷同比	-13.56	2.61	-9.78	-26.90	-5.47	22.46	-5.12	11.20	5.56	3.41	2.25	68.64	66.67	25.42	9.04	-5.98	5.79
居民部门	-0.22	4.19	2.96	-8.50	-3.70	0.04	-20.46	2.17	18. 10	-11.01	-38.69	5.82	13.83	7.53	13.24	23.36	15.51
非金融企业	-19.11	-0.27	-3.88	-24.32	3.02	24.21	-3.46	8.24	-4.53	8.67	33.40	58.23	59.73	3.54	1.04	-3.12	-5.92
非银金融机构	6.2	-0.73	-9.83	5.14	-3.95	-0.41	19.96	-0.02	-9.32	5.63	6.38	4.53	-9.93	-6.08	-3.79	-24.51	-4.37
票据融资	15.69	-2.74	-10.79	-7.61	-13.07	0.34	-15.27	-18.73	-29.01	-15.98	/	/	19.96	-6.08	-18.46	-21.83	-33.90

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：非金融机构新增贷款（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 社融：政府债支撑社融大增

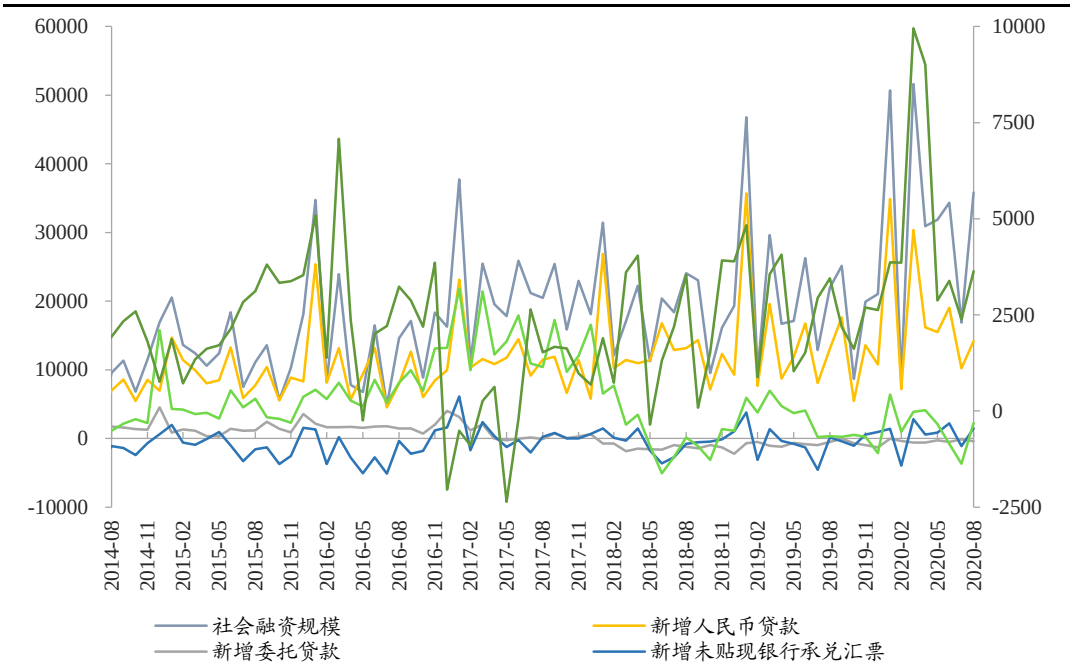
8 月份社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多增 1.39 万亿元。初步统计，8 月末社会融资规模存量为 276.74 万亿元，同比增长 13.3%。

从数值上来看，企业债券净融资 3633 亿元，同比多 249 亿元；政府债券净融资 1.38 万亿元，同比多 8729 亿元；非金融企业境内股票融资 1282 亿元，同比多 1026 亿元。

从存量的拉动情况来看，8 月社融存量增速为 13.3%，比上月增速略有上升。其中信贷 8 月对社融拉动达 7.99%，较 7 月下降 0.02 个百分点。同时 8 月企业债券对社融存量拉动达 1.95%，较上月上升 0.01 个百分点。政府债券对社融存量拉动为 2.80%，较上月上升 0.34 个百分点。

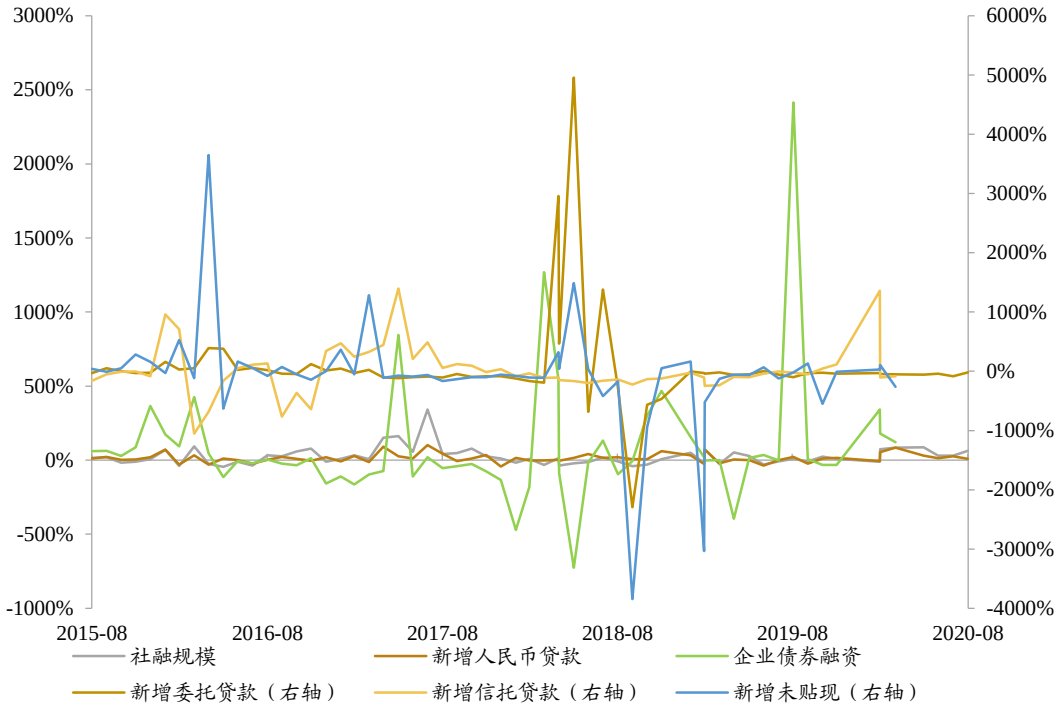
社融增量 3.58 万亿元，高于市场平均预期的 2.45 万亿。社融同比多增 1.39 万亿元，主要来自地方债的拉动，人民币贷款同比多增 1156 亿元，以及未贴现银行承兑汇票同比多增 1284 亿元。从存量来看，除委托贷款、信托贷款同比下降外，对实体经济发放的人民币贷款、非金融企业境内股票融资、企业债券、政府债券等均同比上升。政府债券方面，8 月地方债发行量较高，地方债净融资规模高达 9424 亿，强势拉动社融；8 月企业类债券净融资额在 3000 亿左右，较 7 月有所恢复，与 6 月基本持平。未贴现银行承兑汇票在去年同期低基数影响下维持增幅，委托贷款和信托贷款则同比分别少减 98 亿元和 342 亿元。受益于股票市场火热的影响，股票融资规模攀升，对社融增长做出一定贡献。

图 3：社融规模（单位：亿元）



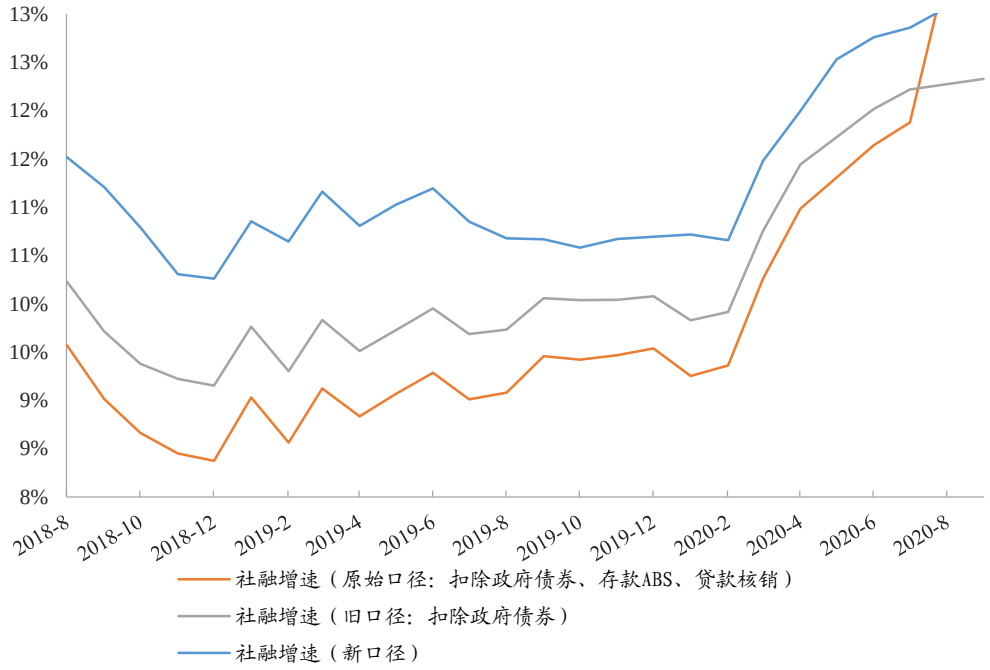
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：社融几类分项同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：社融新旧 3 次口径调整之后同比增速对比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：社融新旧口径的对比（单位：万亿、%）

指标名称	社融（1 次调整）	社融（2 次调整）	社融（3 次调整）	增速（1 次调整）	增速（2 次调整）	增速（3 次调整）
2018 年 1 月	178.03	180.73	208.88	11.43	11.90	13.43
2018 年 2 月	179.17	181.88	210.05	11.37	11.84	13.39
2018 年 3 月	180.39	183.27	211.62	10.68	11.17	12.69
2018 年 4 月	181.85	184.83	213.72	10.65	11.23	12.65
2018 年 5 月	182.59	185.66	214.81	10.40	10.99	12.20
2018 年 6 月	183.71	186.98	216.78	9.94	10.56	11.76
2018 年 7 月	184.59	187.88	218.49	9.74	10.40	11.49
2018 年 8 月	185.88	189.27	220.74	9.57	10.23	11.52
2018 年 9 月	186.88	190.52	222.90	9.01	9.71	11.21
2018 年 10 月	187.36	191.06	223.75	8.66	9.38	10.79
2018 年 11 月	188.69	192.58	225.24	8.45	9.22	10.31
2018 年 12 月	189.74	194.03	227.04	8.38	9.15	10.26
2019 年 1 月	194.10	198.37	231.55	9.03	9.76	10.85
2019 年 2 月	194.51	198.80	232.41	8.56	9.30	10.65
2019 年 3 月	196.85	201.29	235.24	9.12	9.83	11.16
2019 年 4 月	197.92	202.42	236.81	8.84	9.51	10.81
2019 年 5 月	199.15	203.71	238.50	9.07	9.73	11.03
2019 年 6 月	200.77	205.58	241.05	9.29	9.95	11.19
2019 年 7 月	201.22	206.08	242.19	9.01	9.69	10.85
2019 年 8 月	202.76	207.69	244.31	9.08	9.73	10.68
2019 年 9 月	204.56	209.68	246.68	9.46	10.06	10.67
2019 年 10 月	205.02	210.24	247.42	9.42	10.04	10.58
2019 年 11 月	206.56	211.92	249.27	9.47	10.04	10.67
2019 年 12 月	207.84	213.58	251.31	9.54	10.08	10.69
2020 年 1 月	212.06	217.87	256.36	9.25	9.83	10.72
2020 年 2 月	212.72	218.51	257.18	9.36	9.92	10.66
2020 年 3 月	217.05	222.93	262.24	10.26	10.75	11.48
2020 年 4 月	219.67	225.58	265.22	10.99	11.44	12.00
2020 年 5 月	221.66	227.60	268.38	11.31	11.73	12.53
2020 年 6 月	224.14	230.28	271.80	11.64	12.01	12.76
2020 年 7 月	225.12	231.26	273.33	11.88	12.22	12.86
2020 年 8 月	233.29	233.29	276.74	15.05	12.33	13.28

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 3：政府债拉动的分析（单位：万亿、%）

指标名称	社会融资规模存量（单位：万亿）	社会融资规模存量:政府债券（单位：万亿）	社会融资规模:政府债券:当月值（单位：亿）	政府债的拉动（单位：%）
2018/8/31	195.71	31.47	8,651.34	2.65
2018/9/30	197.7	32.38	9,108.11	2.79
2018/10/31	198.32	32.68	3,032.04	2.68
2018/11/30	199.81	32.66	-247.20	2.34
2018/12/31	201.3	33.01	3,451.75	2.36
2019/1/31	205.75	33.18	1,699.77	2.40
2019/2/28	206.35	33.61	4,346.70	2.59
2019/3/31	209.09	33.95	3,412.18	2.65
2019/4/30	210.39	34.39	4,432.70	2.58
2019/5/31	211.81	34.78	3,856.72	2.62
2019/6/30	214.03	35.47	6,867.27	2.61
2019/7/31	214.97	36.11	6,427.32	2.52
2019/8/31	216.9	36.62	5,058.97	2.33
2019/9/30	219.04	36.99	3,776.97	2.07
2019/10/31	219.6	37.18	1,870.89	2.01
2019/11/30	221.28	37.35	1,715.96	2.08
2019/12/31	251.31	37.73	3,738.20	2.08
2020/1/31	256.36	38.49	7,627.09	2.29
2020/2/29	257.18	38.67	9437	2.18
2020/3/31	262.24	39.31	3300	2.28
2020/4/30	265.22	39.64	3357	2.21
2020/5/31	162.00	40.78	11400	2.52
2020/6/30	271.80	41.52	7400	2.51
2020/7/31	273.33	42.07	5459	2.46
2020/8/31	276.74	43.45	13800	2.80

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 4：社融存量分项的拉动情况（单位：%）

年份	2019 年							2020 年							
月份	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
人民币贷款	7.81	7.53	7.45	7.52	7.42	7.43	7.43	7.26	7.21	7.58	7.85	7.95	7.96	8.01	7.99
外币贷款(折合人民币)	-0.14	-0.15	-0.12	-0.12	-0.10	-0.07	-0.04	-0.02	0.01	0.07	0.11	0.11	0.11	0.09	0.07
委托贷款	-0.60	-0.60	-0.56	-0.49	-0.48	-0.46	-0.41	-0.37	-0.37	-0.34	-0.31	-0.29	-0.28	-0.24	-0.24
信托贷款	-0.19	-0.16	-0.16	-0.15	-0.12	-0.13	-0.15	-0.15	-0.17	-0.19	-0.19	-0.20	-0.23	-0.26	-0.25
未贴现银行承兑汇票	-0.19	-0.27	-0.22	-0.21	-0.24	-0.21	-0.20	-0.31	-0.34	-0.28	-0.24	-0.17	-0.02	0.12	0.17
企业债券	1.10	1.16	1.15	1.26	1.29	1.25	1.21	1.19	1.32	1.59	1.79	1.88	1.97	1.94	1.95
非金融企业境内股票	0.11	0.12	0.13	0.13	0.13	0.14	0.15	0.17	0.18	0.18	0.18	0.18	0.20	0.22	0.26
政府债券	2.61	2.52	2.33	2.07	2.01	2.08	2.08	2.29	2.18	2.28	2.21	2.52	2.51	2.46	2.80

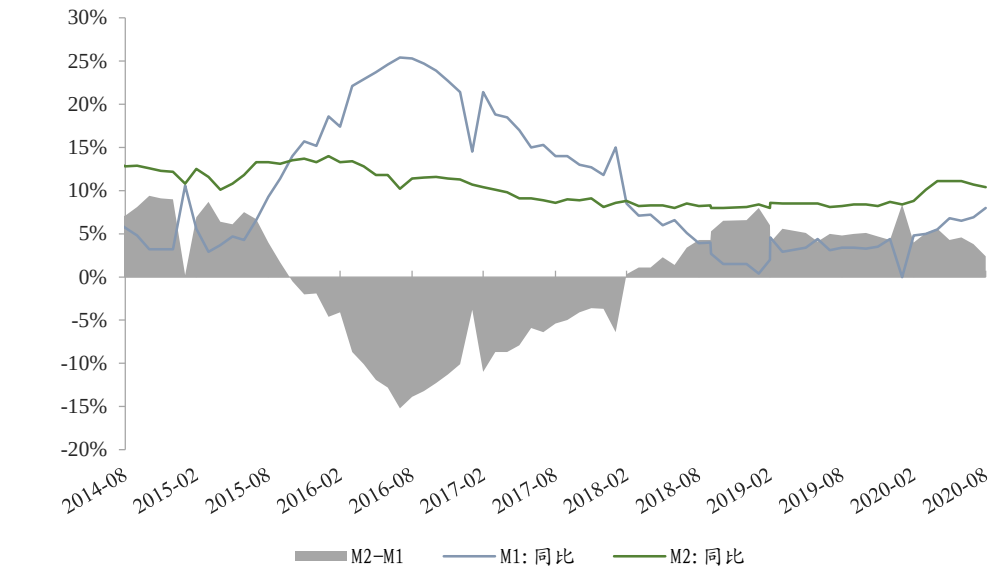
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. M2：M2 增速小幅回落

2020 年 8 月末，广义货币(M2)余额 213.68 万亿元,同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点，增速较上月有所回落。环比方面，8 月信贷投放力度较 7 月有所改善，政府债券和企业债券融资均上升，M1 增速保持上行态势，M1-M2 剪刀差略有收窄，主要系基数效应叠加货币政策边际趋缓。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

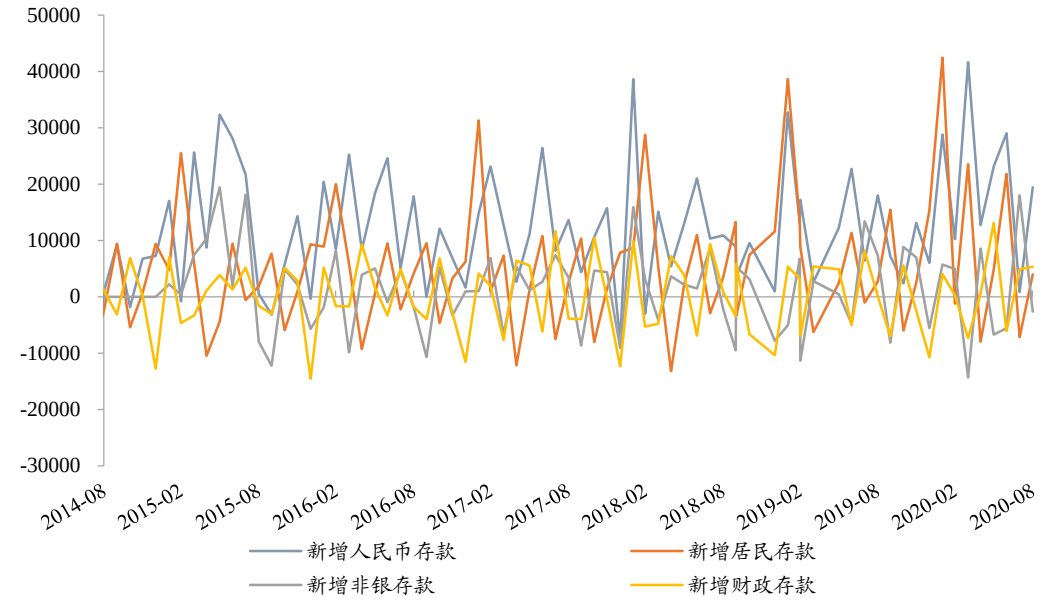
图 6：M2-M1 剪刀差（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从已公布细项上分析来看，活期存款的拉动力度有所上升，由 7 月 1.61 个百分点拉动上升至 1.95 个百分点，M0 拉动力度 0.35%，较上月有所下降。8 月相关数据尚未公布完整。

图 7：新增存款（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 5：M2 拆分分项的拉动情况（单位：%）

年份	2019 年										2020 年							
月份	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
活期存款	1.26	0.73	0.86	1.17	0.75	0.84	0.87	0.82	0.86	1.11	-0.31	0.90	1.03	1.17	1.58	1.54	1.61	1.95
定期存款	1.52	1.72	1.65	1.57	1.53	1.40	1.36	1.39	1.39	1.28	1.52	1.24	1.65	2.15	2.10	1.92	1.81	/
个人存款	5.18	5.59	5.59	5.52	5.61	5.54	5.62	5.49	5.16	5.34	5.40	4.65	5.38	5.31	5.42	5.88	5.57	/
M0	0.13	0.14	0.17	0.17	0.18	0.19	0.16	0.18	0.19	0.22	0.31	0.47	0.43	0.40	0.36	0.36	0.38	0.35
对其他金融性公司负债	-0.42	-0.48	-0.46	-0.74	-0.42	0.13	0.19	0.38	0.69	0.80	1.52	1.38	1.24	1.59	1.20	1.07	1.21	/
M2 增速	8.60	8.46	8.50	8.54	8.06	8.21	8.36	8.35	8.17	8.74	8.42	8.75	10.13	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 后期展望

预计下半年信贷结构将持续优化，货币政策更加强调稳健适度。我们认为三季度金融数据将延续增长趋势，斜率可能有所放缓。（1）信贷方面：一方面，8 月中长期贷款增量显著，短贷重新回到正增长，总体不及预期主要是由于票融的萎缩，三季度，受“金九银十”影响，居民贷款需求可能将有所上升；监管层继续鼓励信贷精准投放实体经济，企业贷款需求将继续保持旺盛。另一方面，货币政策逐渐趋缓也会对信贷增速造成影响。7 月 10 日，央行在上半年金融统计数据发布会上提出货币政策要更加稳健适度，包括总量和价格适度，信贷投放节奏有所放缓。同时，近期房地产监管力度加大，住建部、央行召开重点房企座谈会，主管部门以“三道红线” 严控房企高负债扩张，融资收紧对房企未来发展战略形成约束。（2）社融方面：此前央行行长易纲公开表示将带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元，今年 1-7 月新增人民币贷款累计已发放 13.1 万亿，因此预计年内贷款增速将维持稳定。在政府债券方面，前 8 个月专项债券累计发行 28969 亿元，完成全年计划的 77.3%，由于财政部要求力争 10 月底前发行完毕政府专项债，预计社融增量在 10 月前维持增长势头，但增速低于上半年水平。（3）M2 方面：2020 年下半年货币政策宽松力度和节奏较上半年明显降低，货币政策逐渐回归常态，但从支持经济恢复的角度来看，M2 预计将维持高位。

5. 风险提示

货币政策趋缓，国际形势多变，海外疫情反复。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn