直接融资占比提升推动社融延续高增长，资管新规大概率延期

——央行 6 月金融数据点评

行业点评

● **贷款总量保持快速增长，结构出现显著改善。**6 月当月人民币贷款新增 1.81 万亿元，同比多增 1500 亿元，贷款余额同比增长 13.2%，增速较上月持平。从贷款结构来看，中长期贷款占比持续回升，信贷结构继续改善。其中，6 月当月中长期贷款总额为 13697 亿元，占全部贷款比重为 75.67%，较 2020 年 5 月环比回升 8.3 个百分点，高于 2019 年同期 23.8 个百分点。分部门来看，企业部门中长期贷款增幅较大，受监管套利政策影响票据融资出现回落；居民部门信贷同比增幅创年内新高，不仅中长期住房贷款规模有所增加，短期消费贷款也显著回升，表明居民生活消费持续修复，同时不排除通过消费贷流向股市和房地产的可能。

● **非标、信贷和债券融资增加推动社融增速继续回升，资管新规落地大概率延期一年。**2020 年 6 月社会融资规模增量为 3.43 万亿元，较 2019 年同期多 8057 亿元，新口径下，社融存量增速回升至 12.8%，增速较 5 月末和 2019 年同期高 0.3 个和 1.61 个百分点，创 2018 年 3 月以来新高。非标融资连续 4 个月实现正增长，银行承兑汇票大幅回升，随着资管产品风险进一步收敛，叠加受疫情冲击，资管新规落地肯定会延期，但不可能延太长，大概率一年。

● **M2 与社融增速差拉大，随着 M1 增速回落，M1M2 剪刀差走阔：**2020 年 6 月末，M2 余额同比增长 11.1%，增速继续创近三年新高；但是 M2 与社融增速差扩大，主要原因在于随着监管部门加强套利行为监管，虽然货币派生速度不变，但是银行间充裕的流动性开始流入实体经济，推动社融保持高增长。M1 同比增长 6.5%，增速较上月末回落 0.3 个百分点，回落的主要原因在于高基数背景下，政府加大了让利幅度，财政存款大幅下降，居民存款依然保持快速增长，值得注意的是，居民新增存款在四月出现回落，并在 5 月、6 月持续回升，说明疫情之下居民的消费习惯或有所改变，更愿意将手中的现金存起来，也侧面反应消费支出相对疲软；随着居民开始赎回债基、货基和理财，逐步加大对股市和地产的配置，有助于推动 A 股市场继续走强。

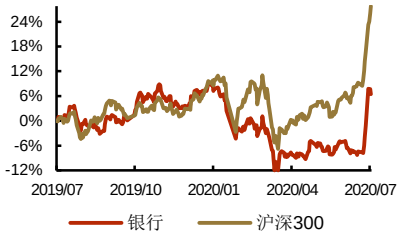
● **投资建议：下半年货币政策将呈现总量适度、价格适当下行但也不可能过低，整体边际收紧的迹象。**随着国内疫情的回暖，央行货币政策的立场更加强调灵活适度，意味着央行下半年流动性投放的空间并不大：**一是总量上适度，**下半年信贷的投放将和经济复苏的节奏相匹配，下半年信贷投放总量将会控制在 8 万亿元左右，环比上半年增幅下降 4 万亿元，增速也将从 13%左右下降至 10.7%左右，信贷增速整体呈现前高后低的趋势。**二是价格上也将更加适度。**央行一方面要引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。国务院也有 1.5 万亿元让利的要求，具体拆分为三块：贷款利率下行，包括债券利率的下行，最终会实现大概约 9300 亿元的让利；银行减少收费 3200 亿元；直达实体经济的两项货币政策工具加上前期延期还款付息政策工具大约让利 2300 亿的规模。因此央行认为利率适当下行并不是利率越低越好，利率过低也是不利的，利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题。因此，下半年利率适当下行但也不可能过低。对于权益市场，将会迎来居民存款的万亿增量，同时央行综合利用各种货币政策工具，尤其是通过专项债补充中小银行资本金，利好城商行和农商行龙头。

风险提示：资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；疫情超市场预期

推荐（维持评级）

郑嘉伟（分析师）
zhengjiawei@xsdzq.cn
证书编号：S0280519040001

行业指数一年走势



相关报告

《专项债助力中小银行，提高信用投放能力》2020-03-21

《向零售转型和综合化经营是商业银行长期发展趋势》2020-03-21

《财政收入降幅改善，收支缺口有所收窄》2020-03-21

《压降结构性存款怎么看？》2020-03-21

《社融增速继续回升，结构持续改善，M1M2 剪刀差收窄》2020-06-10

目 录

1、 信贷总量保持快速增长，结构出现显著改善.....3
2、 非标、信贷和债券融资增加推动社融增速继续回升，资管新规落地大概率延期一年.....6
3、 M2 与社融增速差拉大，随着 M1 增速回落，M1M2 剪刀差走阔.....8
4、 投资建议.....9
5、 风险提示.....10

图表目录

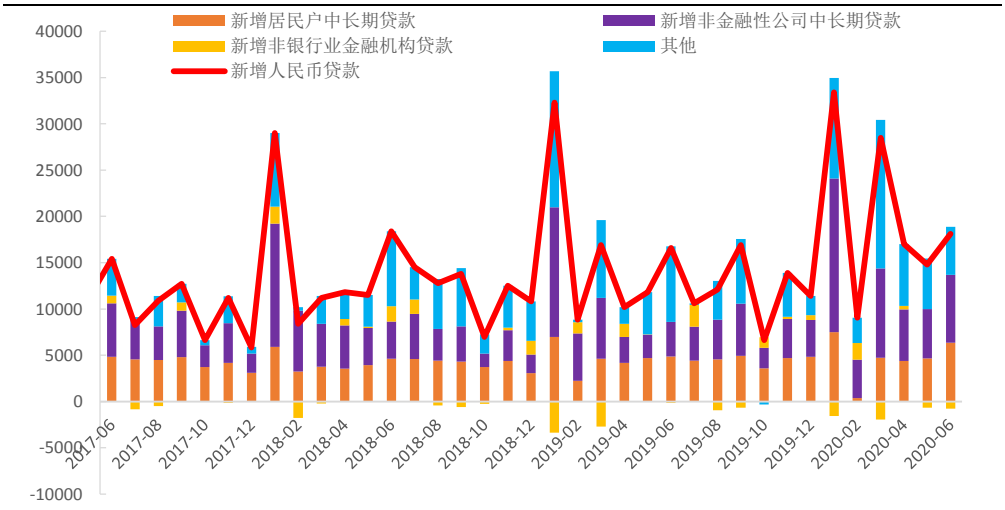
图 1: 6 月人民币贷款同比多增 1500 亿元.....3
图 2: 6 月企业中长期贷款多增 3595 亿元.....5
图 3: 6 月企业中长期贷款多增 3595 亿元.....5
图 4: 新增短期贷款及票据融资（%）.....6
图 5: 6 月社融同比多增 8057 亿元.....7
图 6: 社融增量分解（亿元）.....7
图 7: 非标融资拆解（亿元）.....8
图 8: 社融增速环比回升 0.3 个百分点（%）.....8
图 9: M2 增速较 2019 年同期高 2.6 个百分点（%）.....9
图 10: M2 增速较 2019 年同期高 2.6 个百分点（%）.....9

事件：2020 年 07 月 10 日，央行公布 6 月金融数据，6 月当月人民币贷款增加 1.81 万亿元，同比多增 1500 亿元，符合市场预期；6 月社会融资规模增量为 3.43 万亿元，比 2019 年同期多 8099 亿元，同比增长 12.8%，环比上月继续回升 0.3 个百分点；整个上半年人民币贷款增加 12.09 万亿元，同比多增 2.42 万亿元；社会融资规模增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期多 6.22 万亿元。6 月末，广义货币(M2)余额 213.49 万亿元，同比增长 11.1%，增速与上月末持平，比 2019 年同期高 2.6 个百分点；M1 同比增长 6.5%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比 2019 年同期高 2.1 个百分点；M0 同比增长 9.5%，当月净投放现金 2270 亿元。

1、 信贷总量保持快速增长，结构出现显著改善

贷款总量保持快速增长，结构出现显著改善。6 月支持疫情之后的复产复工，央行加大了逆周期调节力度，当月人民币贷款新增 1.81 万亿元，同比多增 1500 亿元，贷款余额同比增长 13.2%，增速较上月持平。**从贷款结构来看，中长期贷款占比持续回升，信贷结构继续改善**。其中，6 月当月中长期贷款总额为 13697 亿元，占全部贷款比重为 75.67%，较 2020 年 5 月环比回升 8.3 个百分点，高于 2019 年同期 23.8 个百分点。整体来看，6 月信贷投放不仅总量显著增加，而且企业和居民的中长期贷款也在增加，结构呈现改善迹象。根据央行对全国 1 万家实体企业调查数据显示，随着企业复产复工进度加快，截至 2020 年 6 月 15 日，我国工业企业设备利用率已经达到或者是超过 2019 年二季度的平均水平，工业企业产能利用率显著推升，同时受疫情冲击较大的第三产业服务业开工率已经回升到了 90.7%的水平。预计下半年，我国消费将呈现边际改善迹象，出口增长虽然可能下滑，但和主要经济体相比，我国出口状况相对较好，物价方面 PPI 跌幅由负转正，表明生产投资、制造业的形势在进一步好转，总之，下半年以及下一阶段我国经济运行会继续维持向好态势。在住房贷款、基建和制造业贷款拉动下，中长期贷款占比继续将继续回升。

图1： 6 月人民币贷款同比多增 1500 亿元



资料来源：Wind，新时代证券研究所

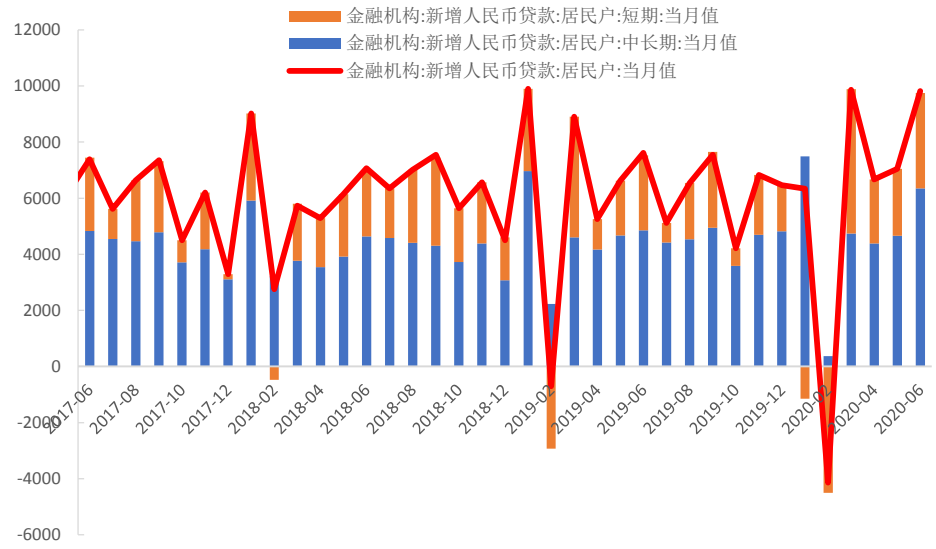
分部门来看，企业部门中长期贷款增幅较大，受监管套利政策影响票据融资出现回落。6 月企业部门贷款同比增加 9278 亿元，其中，中长期贷款增加 7348 亿元，比 2019 年同期多增 3595 亿元，央行通过创设两个直达实体经济的货币政策工具，对小微企业提供支持，拉动企业部门贷款。票据融资出现负增长，6 月企业通过票据融资减少 2104 亿元，比 2019 年同期多减 3065 亿元，较 5 月环比回落 3690 亿元。主要是监管部门通过压降结构性存款规模，降低企业套利行为。随着票据融资回落，

企业短期贷款大幅增加，6 月企业短贷新增 4051 亿元，较 5 月环比显著回升 2840 亿元。由于票据融资成本较低，容易形成对短期贷款替代，但随着 6 月中国银保监会窗口指导部分股份制商业银行，要求对结构性存款“压量控价”，打击票据-结构性存款的套利行为，一定程度上压降票据融资规模，企业票据融资显著放缓，开始回归表内显著增加短贷规模，其中 6 月短期贷款及票据融资占新增人民币贷款之比降至 24.02%，环比下行近 10 个百分点。6 月非银行业金融机构资金较为紧张，尤其是随着同业拆解利率和质押式回购利率回升，贷款减少 790 亿元，较 2019 年同期减少 629 亿元，其中，6 月份同业拆借的加权平均利率分别比 5 月和 2019 年同期高 0.6 和 0.15 个百分点；质押式回购加权平均利率分别比 5 月和 2019 年同期高 0.6 和 0.15 个百分点。

居民部门信贷同比增幅创年内新高。居民部门贷款大幅增加 9815 亿元，同比多增 2198 亿元，创 2019 年以来单月最大增幅，不仅中长期住房贷款规模有所增加，短期消费贷款也显著回升，表明居民生活消费持续修复。在消费的拉动下，居民部门短期贷款增加 3400 亿元，较 2019 年同期多增 733 亿元，居民消费意愿显著回暖，同时不排除通过消费贷流向股市和房地产的可能；中长期贷款增加 6349 亿元，较 2019 年同期多增 1491 亿元，可见居民购房意愿和需求已经逐步回升至疫情前的水平。同时监管部门也明确表示严禁银行等机构违规参与场外配资、严厉打击资金空转和违规套利，督促引导资金“脱虚向实”，因此居民通过消费贷流入房地产和股市的规模将会显著下降。

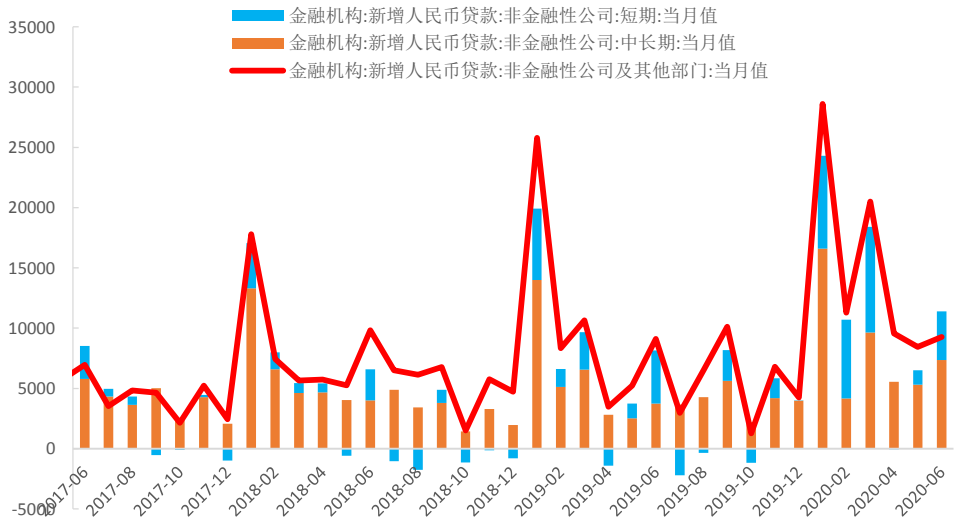
下半年信贷增速保持平稳，略有下降，整体呈现前高后低的趋势。总体来看，2020 年上半年新增人民币贷款 12.1 万亿元，同比多增 2.42 万亿元，创出历史新高；6 月末人民币各项贷款增速是 13.2%，比 2019 年同期高了 0.2 个百分点。从贷款的结构上来看，上半年企事业单位的贷款增长是 8.77 万亿，占各项贷款新增量的 72.6%，可见人民币贷款绝大部分都投向了实体经济。其中，银行当前已经审批的企业贷款规模大体上超过了去年的前三季度，企业的资金需求也比较旺盛，提款率比去年要高 5.1 个百分点；中小企业的贷款提款率比去年上升了 7.1 个百分点，基础设施行业的贷款提款率比去年上升了 6.5 个百分点。截至 5 月末，普惠小微贷款余额是 12.9 万亿，同比增长了 25.4%，增速高于人民币各项贷款的增速 12.2 个百分点；制造业的中长期贷款余额是 4.28 万亿，同比增长 19.6%，比全部贷款增速高出 7 个百分点，这个增长速度创 2011 年 2 月以来新高，高技术的制造业中长期贷款同比增速 40.9%，延续了过去几年的高速增长态势，和 2019 年同期相比增速提高了 2.5 个百分点；房地产融资增速 10.3%，这个增速比同期的社会融资规模的增速要低 2.2 个百分点，占各项贷款增量的比例从 43-44%下降至 25%，如果按照易纲行长说的全年信贷新增 20 万亿元左右，那么下半年信贷增量将为 8 万亿元，环比上半年增幅下降 4 万亿元，增速也将从 13%左右下降至 10%左右，信贷增速整体呈现前高后低的趋势。

图2： 6 月企业中长期贷款多增 3595 亿元



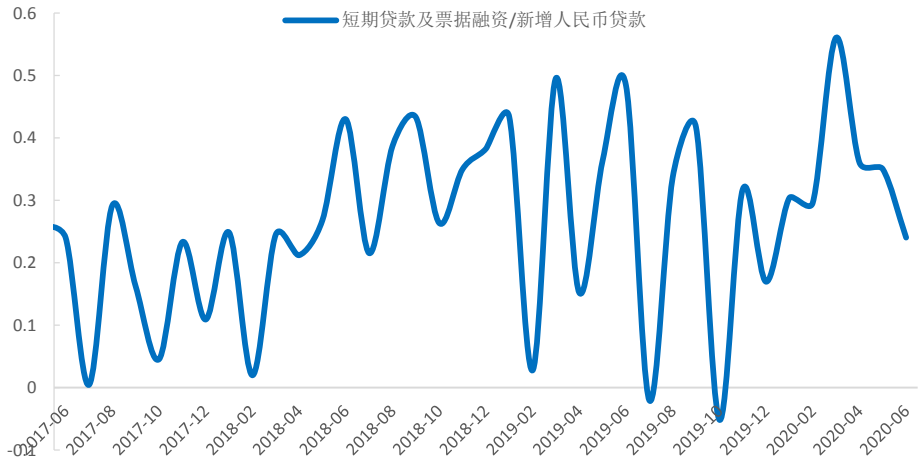
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 6 月企业中长期贷款多增 3595 亿元



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 新增短期贷款及票据融资（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 非标、信贷和债券融资增加推动社融增速继续回升，资管新规落地大概率延期一年

非标、信贷和企业债和政府债券融资增加推动 6 月社融增速创 2018 年 3 月以来新高。2020 年 6 月社会融资规模增量为 3.43 万亿元，较 2019 年同期多 8057 亿元，新口径下，社融存量增速回升至 12.8%，增速较 5 月末和 2019 年同期高 0.3 个和 1.61 个百分点，创 2018 年 3 月以来新高。上半年社会融资规模增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期多 6.22 万亿元。

非标融资连续 4 个月实现正增长，银行承兑汇票大幅回升，资管新规大概率延期一年。2020 年 6 月非标融资增加 853 亿元，较 2019 年同期增加 2975.96 亿元，其中，作为票据市场的主力，6 月银行承兑汇票大幅回升，增加 2189 亿元，同比多增 3499.97 亿元，是非标回升的主要动力，与票据低成本融资和打压“票据-结构性存款套利”密切相关，也显示了监管部门防止套利，部分企业票据融资从表内转移到表外；新增委托贷款减少 484 亿元，同比少减 343 亿元；新增信托贷款减少 852 亿元，同比多减 867 亿元。根据央行数据显示，截至 2020 年 5 月末，资管产品包括银行的非保本理财、信托公司资管产品、证券公司及其子公司资管产品、基金管理公司及其子公司专户、期货公司及其子公司资管产品、保险资管产品、金融资产投资公司资管产品和公募基金资管产品汇总的资产总量是 90.1 万亿元，比年初增加了 4 万亿，同比增长 3.5%。其中，资管产品的同业资金来源占其全部资金来源的比重 49.8%，比年初下降了 1.2 个百分点；资管产品的杠杆率平均为 107.7%，这比年初回落了 0.9 个百分点；净值型产品占比持续上升，5 月末净值型产品募集资金占全部资管产品募集资金的余额是 60.3%，比年初高了 4.9 个百分点；非标准化的债权规模在持续减少，5 月末资管产品投资的非标准化的债权类资产规模同比下降 7.6%，比年初多下降 1.2 个百分点。可见，资管产品的风险整体上在进一步收敛，因此，关于资管新规延期，受疫情的冲击，资管新规落地肯定会延期，但不可能延太长，延一年是比较合适的。

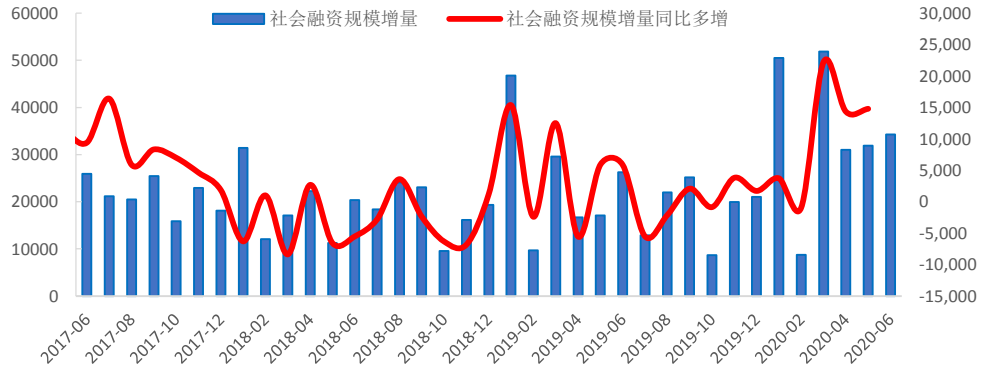
信贷显著回升。6 月社融口径下，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.904 万亿元，同比多增 2306 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 205 亿元，同比多增 209 亿元；上半年金融机构对实体经济发放的人民币贷款新增量是 12.33 万亿元，这也是历史上最高的水平，这个水平比去年同期多增了 2.31 万亿元；对

实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 52.9%，同比低 9.4 个百分点，可见社融的结构在改善，直接融资对实体经济的贡献在提升。

上半年金融市场对实体经济提供的债券、股票等直接融资支持幅度大幅度增长，占比提升了 7.7 个百分点。其中，6 月，新口径下企业债券净融资 3311 亿元，同比多增 1872 亿元；非金融企业境内股票融资 537 亿元，同比多增 384 亿元。上半年企业债的净融资是 3.33 万亿元，已经接近 2019 年全年水平，比 2019 年同期多了 1.76 万亿元；非金融企业境内股票融资是 2461 亿元，几乎比 2019 年翻一番，比去年同期多增 1256 亿元。直接融资在社会融资规模增量中的比重就达到了 19%，这个水平比去年同期高了 7.7 个百分点，下半年随着新三板创新层和创业板注册制改革的进一步推进，直接融资将继续推动资本市场持续发力，不断提升直接融资对社融和实体经济贡献。

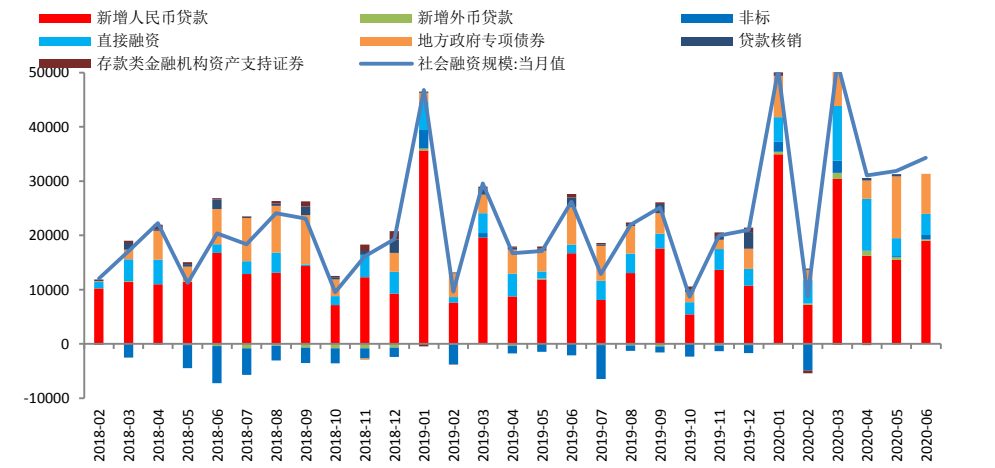
6 月份特别国债的发行，导致当月国债净融资是 2019 年同期三倍多。2020 年 6 月政府债券净融资 7400 亿元，同比多增 533 亿元。6 月-7 月我国将发行 1 万亿抗疫特别国债，随着 6 月共计发行规模为 2100 亿，6 月份特别国债的发行，对当月政府债券融资形成拉动，当月国债净融资 4392 万亿，是去年同期的三倍多，7 月特别国债发行规模达到 7100 亿，将继续抬升社融增速。整个上半年地方政府专项债的净融资是 2.22 万亿元，比上年同期多 1.03 万亿元。

图5： 6 月社融同比多增 8057 亿元



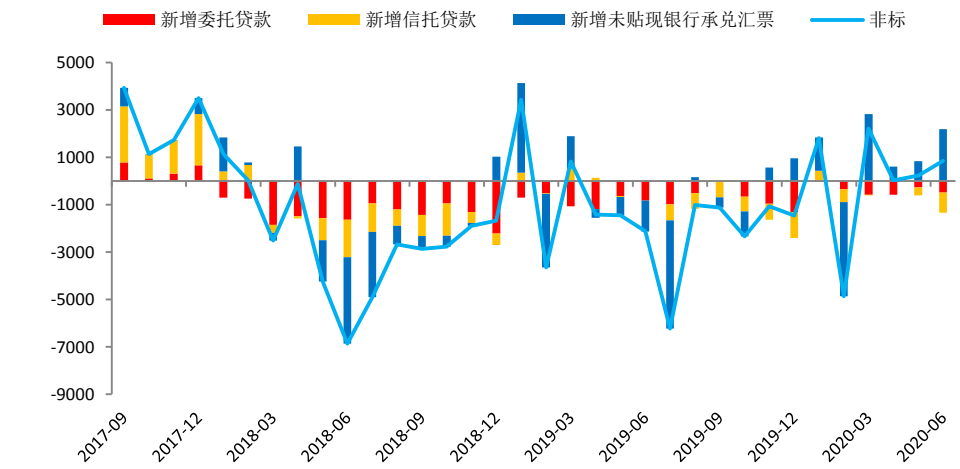
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 社融增量分解（亿元）



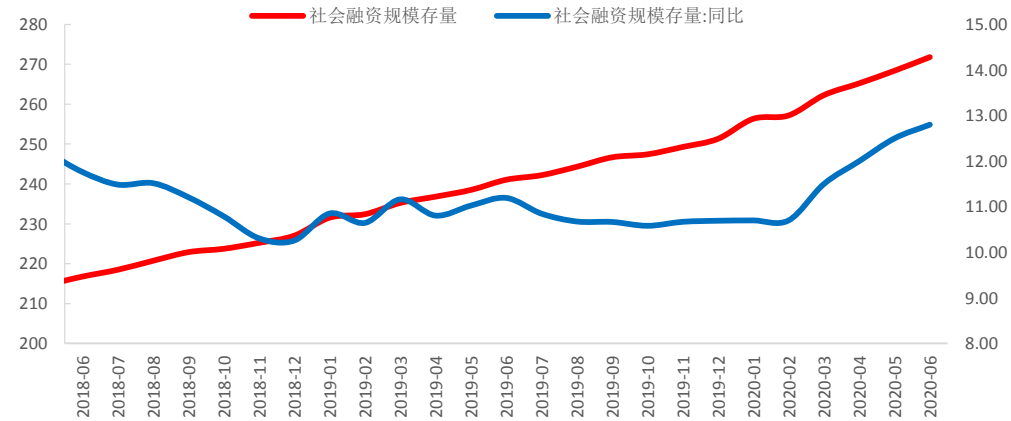
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 非标融资拆解（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 社融增速环比回升 0.3 个百分点（%）



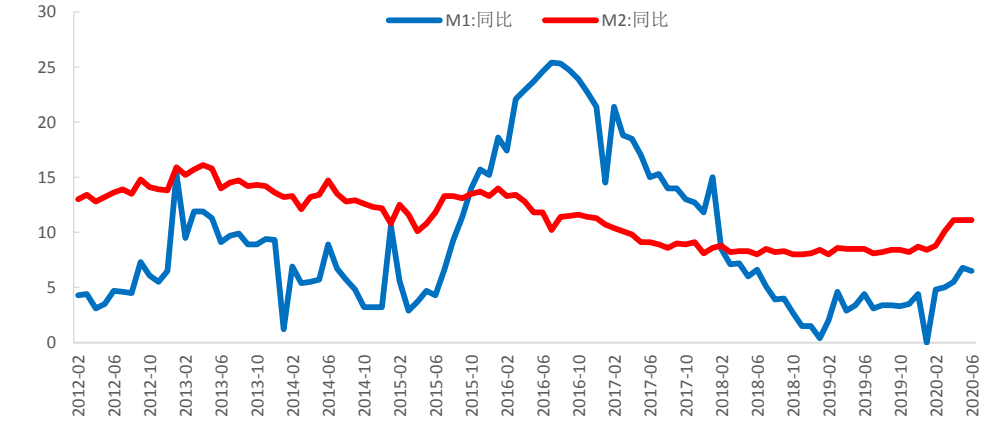
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 M2 与社融增速差拉大，随着 M1 增速回落，M1M2 剪刀差走阔

2020 年 6 月末，M2 余额同比增长 11.1%，增速继续创近三年新高，增速与 5 月末持平，比上年同期高 2.6 个百分点；但是 M2 与社融增速差扩大，主要原因在于随着监管部门加强套利行为监管，虽然货币派生速度不变，但是银行间充裕的流动性开始流入实体经济，推动社融保持高增长。M1 同比增长 6.5%，增速较上月末回落 0.3 个百分点，比上年同期高 2.2 个百分点。回落的主要原因在于高基数背景下，政府加大了让利幅度，财政存款大幅下降，居民和企业存款依然保持快速增长，6 月新增存款 29000 亿元，同比多增 6371 亿元，其中主要是居民存款增量较大，占比达到 75%以上。居民新增存款 21777 亿元，同比多增 10446 亿元。值得注意的是，居民新增存款在四月出现回落，并在 5 月、6 月持续回升，说明疫情之下居民

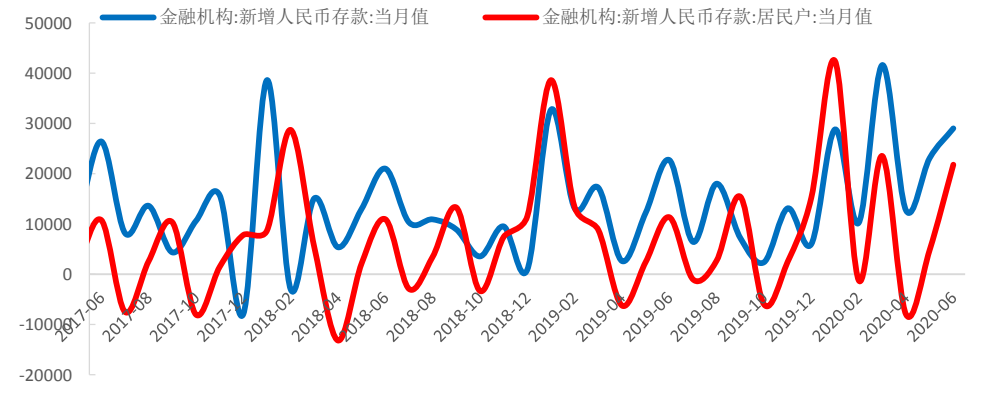
的消费习惯或有所改变，更愿意将手中的现金存起来，也侧面反应消费支出相对疲软；随着居民开始赎回债基、货基和理财，逐步加大对股市和地产的配置，有助于推动 A 股市场继续走强。M0 同比增长 9.5%，增速与 5 月末持平，比上年同期高 2.1 个百分点，说明央行在保持货币政策整体稳定的基础上，开始主动回笼基础货币，6 月当月央行净回笼现金 5600 亿元。

图9： M2 增速较 2019 年同期高 2.6 个百分点（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： M2 增速较 2019 年同期高 2.6 个百分点（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 投资建议

下半年货币政策将呈现总量适度、价格适当下行但也不可能过低，整体边际收紧的迹象。随着国内疫情的回暖，虽然央行货币政策的立场仍然是稳健的，但是货币政策更加强调灵活适度，适度意味着央行在国内疫情得到控制，经济回暖的背景下，下半年流动性投放的空间并不大：

一是总量上适度，下半年信贷的投放将和经济复苏的节奏相匹配，下半年信贷投放总量将会控制在 8 万亿元左右，环比上半年增幅下降 4 万亿元，增速也将从 13%左右下降至 10.7%左右，信贷增速整体呈现前高后低的趋势。央行认为如果信贷投放节奏过快，快于经济复苏就会产生资金淤积，产生信贷资金没法有效使用将会产生套利行为，因此信贷将成为下半年社融高增长的拖累。

二是价格上也将更加适度。央行一方面要引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。国务院也有 1.5 万亿元让利的要求，具体拆分为三块：贷款利率下行，包

括债券利率的下行，最终会实现大概约 9300 亿元的让利；银行减少收费 3200 亿元；直达实体经济的两项货币政策工具加上前期延期还款付息政策工具大约让利 2300 亿的规模。因此央行认为利率适当下行并不是利率越低越好，利率过低也是不利的，利率如果**严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题**。因此，下半年利率适当下行但也不可能过低。对于权益市场，将会迎来居民存款的万亿增量，同时央行综合利用各种货币政策工具，尤其是通过专项债补充中小银行资本金，利好城商行和农商行龙头。

5、 风险提示

经济增速下行压力加大，企业偿债能力大幅下降，资产质量大幅恶化：银行资产质量受经济增速下行影响较大，一旦企业偿还能力弱化，信用风险将会集中暴露；如果宏观经济持续出现低迷和超预期下滑，势必造成整个行业资产质量承压，以及影响不良贷款反弹，从而影响行业利润增速。

金融监管超预期：2020 年资管新规进入过渡期最后一年，目前银保监会表态会根据实际情况进行调整，如果调整幅度低于市场预期，将会影响理财业务发展，影响银行表外资产收益。

中美贸易摩擦超预期：中美虽然第一阶段达成初步协议，但是后续谈判依然不在不确定，贸易摩擦对经济的拖累，可能带来局部的信用风险暴露。

疫情发展超市场预期。海外疫情处于爆发期，对资本市场冲击较大。

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐:	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性:	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避:	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/