

2024年09月25日

## 吹响稳增长号角——924“货币大礼包”解读

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

沈美辰（联系人）

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790122110036

**事件：**9月24日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，潘功胜行长、李云泽局长、吴清主席出席，中国人民银行公布了一系列政策。

● **货币政策组合拳落地，总体超预期**

央行宣布降低存款准备金率50bp和政策利率20bp。

(1) **四季度前降准体现缓解银行压力，从而更好实现信用扩张的态度。**市场预期四季度降准对冲近3.7万亿的MLF到期。赶在四季度前降准，体现了央行发力推动信用环境改善，稳增长态度坚决。值得注意的是，潘行长“预告”降准，或体现决策层加强预期管理，意图提振信心，强化积极预期。

(2) **稳增长重要性提高促成降息落地。**潘行长在发布会提到当前货币政策制定的考量因素，按顺序分别为稳增长、抬升物价、保银行、汇率，以及与财政的协同。可以推测当前汇率对货币宽松的掣肘弱化、稳增长重要性提升。

(3) **对银行的影响如何量化？**静态测算下，假设1年期、5年期LPR下降20BP，则对上市银行净息差影响约-12bp。调降存量房贷利率未来一年的影响约为-5.5bp（2024、2025年对上市银行息差的影响分别为-1.2、-4.3bp）。而负债端，降准50bp约为商业银行增加1.6bp净息差，假设存款利率调降20-25bp，未来一年约增加商业银行净息差4.9bp。综合考虑资产和负债端，则2024-2025年对上市银行净息差的总影响为-11bp。

● **地产：存量房贷降息有望拉动消费和地产563亿元**

本次地产政策宽松，主要包括降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、保障性住房再贷款央行支持比例由60%提高到100%等。

(1) **存量房贷下调幅度符合我们预期，预计每年减少借款人利息支出1500亿元。**潘行长指出本次降幅平均为50bp左右，接近此前我们报告测算的下限，同时与银行财报相吻合，2024Q2五大行加权平均存量个贷利率3.91%，测算存量房贷利率约3.96%-4.01%（参考建行财报，个人房贷通常高出个贷利率5-10BP）、与新发房贷的利差为51-56BP。

(2) **预计存量房贷降息对消费和地产的拉动系数为40%左右，拉动总规模为563亿元。**测算2023年9月至12月社零、商品住宅销售额的ttm两年复合增速分别提高了0.7、0.4个百分点，对应边际拉动为472、119亿元，粗略得到存量房贷降息对经济的拉动系数约40%，本轮调降年均减少居民利息支出1500亿元，或拉动社零449亿元、提高增速0.1个百分点，拉动商品住宅销售额114亿元、提高增速0.11个百分点。

● **资本市场：多重刺激有望利好股市**

1、**央行创设两项新工具：一是证券、基金、保险、互换便利。**这本质上是鼓励非银机构借券投资股市，预计利好股市。具体运作推测可能为：机构使用低流动性资产，比如长久期债券、权益类资产等作为抵押，向央行换得偏债资产后可以作为抵押物融资，资金用于投资权益市场。**二是股票回购、增持再贷款。**央行向商业银行提供再贷款，商业银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购和增持上市公司股票。一般来说，经营较好、股息率较高的上市公司或有较高融资需求，有望增加回购或增持力度。

2、证监会吴清主席的讲话强调了**推动长钱入市、做好市值管理、深化并购重组。**

● **政策展望：“货币大礼包”或只是开始，更多增量政策可期**

本次金融地产大礼包将利好经济和股市，我们认为这只是开始，更多稳增长增量政策或可期，市场聚焦财政接力。

(1) **提升已发布的财政政策效果和资金使用效率。**加快专项债资金使用，观察专项债使用范围扩容，例如化债，或用作资本金领域。加强超长期特别国债的落地使用，可观察会否进一步在消费等领域扩容，以及“两新”补贴力度加码等。

(2) **观察增量财政资金的可能性。**可关注10月会否增发国债，可能是兜底刚性领域，或是参考2023年明显提振年末的基建增速。此外，更多的财政扩张政策可以关注年底的中央经济工作会议相关表述，推测2025年继续扩财政概率较大。

(3) **其他可能的加码政策包括**地产端的收储加码（财政贴息等）、各地进一步放开限购；消费端，出台刺激服务消费政策等；以及化债相关的增量政策。

● **风险提示：**经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

### 相关研究报告

《黄金价格再创历史新高——宏观周报》-2024.9.22

《加大宏观调控力度——宏观周报》-2024.9.22

《财政政策仍有发力空间——宏观经济点评》-2024.9.21

## 目 录

1、 货币政策组合拳落地，总体超预期 .....	3
2、 地产：存量房贷降息有望拉动消费和地产 563 亿元.....	5
3、 资本市场：多重刺激有望利好股市 .....	7
3.1、 央行：创设两大支持资本市场的货币政策工具.....	7
3.2、 证监会：推动长钱入市、做好市值管理、深化并购重组.....	8
4、 政策展望：“货币大礼包”只是开始，更多增量政策可期.....	8
5、 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1： 四季度 MLF 到期量较大 .....	4
图 2： 货币政策组合拳对上市银行净息差影响测算.....	5
图 3： 两轮存量房贷降息对比 .....	6
图 4： 存量和新发房贷利差约 51-56BP .....	6
图 5： 2023 年 9-12 月，存量房贷降息拉动社零 472 亿元、拉动商品住宅销售额 119 亿元.....	6
表 1： 9.24 国新办新闻发布会要点梳理 .....	3
表 2： 历史上三轮存量房贷降息政策梳理 .....	7

## 1、货币政策组合拳落地，总体超预期

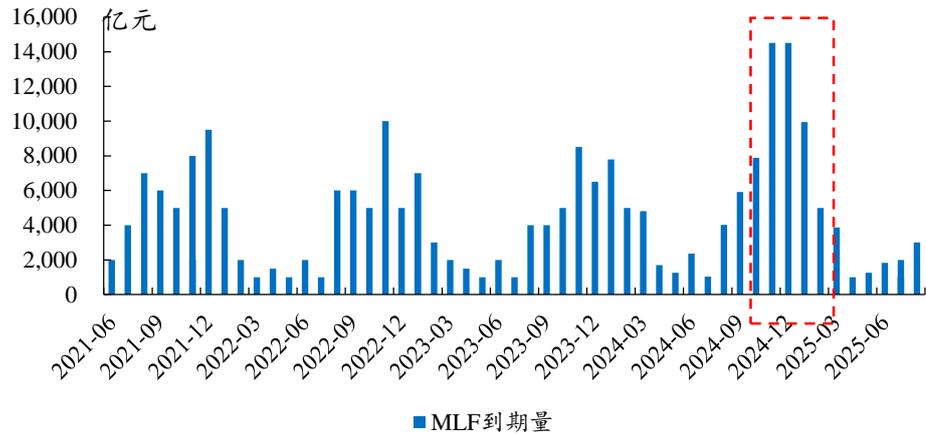
央行宣布降低存款准备金率和政策利率。其中存款准备金率调降 50bp，7 天逆回购利率调降 20bp。

**1、四季度前降准体现缓解银行压力，从而更好实现信用扩张的态度。**由于降准的空间较为充足，市场早有预期，争议在于时点。四季度将有 36890 亿 MLF 到期，若是对冲 MLF 到期，四季度降准即可。赶在四季度前降准，或体现了央行发力推动信用环境改善，稳增长的态度坚决。另外此次不同的是，潘行长首次在发布会提前预告了后续可能的降准。潘行长表示“到年底之前还有三个月时间，我们也会根据情况，有可能进一步再下调 0.25-0.5 个百分点”。我们认为，若后续经济持续承压，进一步降准的概率较大。央行首次“预告”降准或体现决策层对于预期管理的加强，意图提振信心，强化积极预期。

表1：9.24 国新办新闻发布会要点梳理

国新办新闻发布会要点		
货币：	房地产：	市场/金融：
下调存款准备金率 0.5%，年底前择机再降 0.25-0.5%	降低存量房贷利率 0.5%左右	发布促进中长期资金入市的意见和促进并购重组的六条措施
下调七天逆回购利率 0.2%	统一房贷最低首付比例至 15%	指定推进中长期资金入市的指导意见
创设股票回购增持再贷款，支持上市公司与主要股东回购增持股票，首期 3000 亿元，若效果良好后续可能继续追加。	保障性住房再贷款央行资金支持比例由 60%提升至 100%	进一步优化权益类基金产品注册
创设证券、基金、保险公司互换便利，支持以债券、股票 ETF、沪深 300 成分股向央行抵押，首期 5000 亿，若效果良好后续可能追加。	研究允许政策性银行、商业银行支持有条件的企业市场化收购房企土地	对六家大型商业银行增加核心一级资本
完善商业银行按揭贷款机制		多措并举提高上市公司质量和上市公司投资价值
初期本行内实施转按揭		拟扩大银行系金融资产投资公司股权投资试点范围
		完善全国社保基金、基本养老保险资金投资政策制度
		未来拟适当放宽股权投资金额和比例限制

资料来源：国新网、开源证券研究所

**图1：四季度 MLF 到期量较大**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**2、稳增长重要性提高促成降息落地。**一方面，美联储9月降息50BP放松了国内政策的外部约束，人民币汇率压力相对减轻。另一方面，伴随着负债端存款利率、MLF和OMO下调，以及前几次降存款利率的重定价效应显现，商业银行利润冲击被压到较低水平。预计后续MLF将下调0.3个百分点，LPR利率或将跟随下调0.2个百分点，存款利率或下行0.2-0.25个百分点不等。

**潘行长在发布会上提到了当前货币政策制定的考量因素**，按顺序分别为稳增长、抬升物价、保银行、汇率，以及与财政的协同。可以推测当前汇率对货币政策宽松的掣肘弱化、稳增长重要性提升。多个宽松政策同时大幅度落地，为历史少见，降低融资成本的同时释放扩大内需的积极政策信号。

**3、对银行的影响如何量化？**综合924的一系列货币政策，我们测算其对于上市商业银行息差的影响。静态测算下，假设1年期、5年期LPR下降20BP，则对上市银行净息差影响约-12bp。调降存量房贷利率未来一年的影响约为-5.5bp，2024、2025年对上市银行息差的影响分别为-1.2、-4.3bp。而负债端，降准50bp约为商业银行增加1.6bp净息差，假设存款利率调降20-25bp，未来一年约增加商业银行净息差4.9bp。综合考虑资产和负债端，则2024-2025年对上市银行净息差的总影响为-11bp。

图2：货币政策组合拳对上市银行净息差影响测算

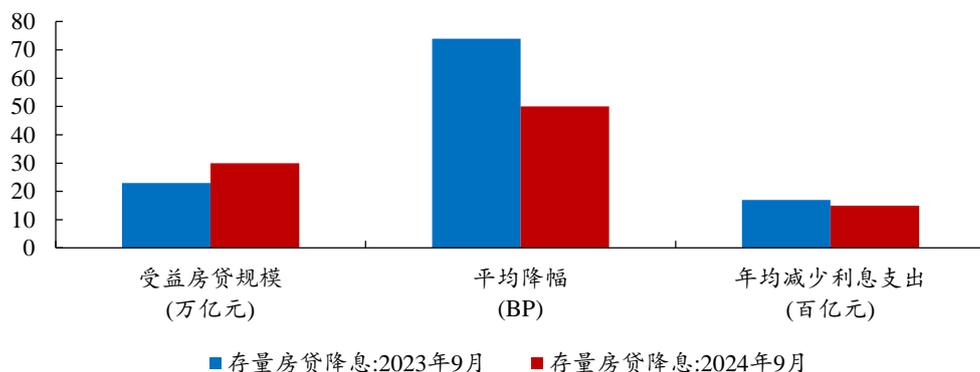
一系列政策对银行净息差影响		资产端			负债端			合计
		{假设}1年期、5年期LPR下降20BP	调降存量房贷利率		{假设}存款利率下降20-25BP		降准50BP	资产端+负债端
类型	上市银行	(BP)	2024年	2025年	2024年	2025年	(BP)	净息差影响(将2024、2025年相加近似于静态影响)
国有行	工商银行	-12.5	-1.4	-4.8	2.6	2.7	0.8	-12.5
	建设银行	-12.6	-1.5	-5.5	2.5	2.1	0.8	-14.3
	农业银行	-12.0	-1.2	-4.3	2.6	2.0	0.8	-12.1
	中国银行	-13.6	-1.4	-5.2	2.7	2.2	0.9	-14.5
	交通银行	-11.8	-1.0	-3.6	2.1	1.9	0.9	-11.6
	邮储银行	-11.4	-1.5	-5.2	4.0	4.6	0.9	-8.6
股份行	招商银行	-12.3	-1.2	-4.5	3.1	2.1	1.0	-11.9
	兴业银行	-12.2	-1.1	-4.0	2.0	1.7	0.7	-13.0
	浦发银行	-12.5	-1.0	-4.0	2.5	1.8	0.7	-12.5
	中信银行	-13.6	-1.2	-4.4	2.5	1.7	0.7	-14.3
	民生银行	-12.5	-0.7	-2.8	2.2	1.9	0.9	-11.0
	平安银行	-13.1	-0.6	-2.2	2.4	2.2	1.0	-10.3
	光大银行	-11.7	-0.9	-3.2	2.2	2.4	1.1	-10.1
	华夏银行	-10.8	-0.7	-2.7	2.1	1.9	0.7	-9.6
	浙商银行	-12.5	-0.5	-1.6	2.3	2.4	0.9	-9.1
城商行	北京银行	-12.0	-0.9	-3.1	2.3	2.6	0.7	-10.4
	上海银行	-10.2	-0.6	-2.2	2.3	2.3	0.6	-7.7
	江苏银行	-11.9	-0.7	-2.6	2.0	2.0	0.9	-10.4
	宁波银行	-11.4	-0.3	-1.1	2.2	2.0	0.9	-7.7
	南京银行	-12.6	-0.4	-1.4	2.3	3.2	1.0	-7.9
	杭州银行	-10.0	-0.5	-1.8	2.4	1.9	0.8	-7.2
	长沙银行	-10.8	-0.7	-2.3	2.3	2.1	1.0	-8.4
	成都银行	-13.2	-0.8	-2.5	2.2	2.4	0.9	-11.0
	贵阳银行	-10.4	-0.3	-1.1	1.9	2.0	1.0	-6.9
	郑州银行	-12.9	-0.6	-2.1	2.1	2.6	1.3	-9.5
	青岛银行	-11.9	-0.8	-3.1	2.3	2.8	1.4	-9.4
	苏州银行	-11.5	-0.6	-2.1	2.1	2.5	0.9	-8.7
	西安银行	-9.3	-0.6	-1.9	1.7	2.4	1.0	-6.7
农商行	常熟银行	-13.9	-0.4	-1.2	2.1	2.4	1.6	-9.4
	无锡银行	-12.6	-0.5	-2.0	2.6	3.0	-0.7	-10.2
	苏农银行	-13.1	-0.4	-1.4	2.5	2.5	-0.7	-10.5
	张家港行	-12.5	-0.5	-1.7	2.4	2.9	1.0	-8.4
	江阴银行	-12.9	-0.4	-1.6	2.7	2.8	0.9	-8.6
	渝农商行	-9.7	-0.6	-2.4	2.4	2.5	0.7	-7.2
青农商行	-11.8	-0.7	-2.5	2.4	3.3	0.9	-8.4	
上市银行合计		-12.4	-1.2	-4.3	2.6	2.3	1.6	-11.4

数据来源：Wind、开源证券研究所；选取35个上市银行样本，单位均为BP

## 2、地产：存量房贷降息有望拉动消费和地产563亿元

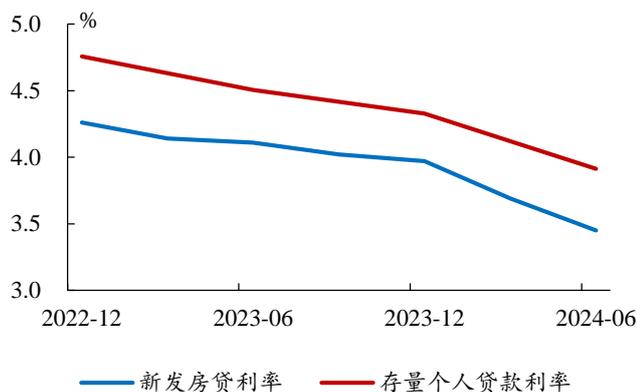
本次地产政策宽松，主要包括降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、保障性住房再贷款央行支持比例由60%提高到100%等。

存量房贷下调幅度符合我们预期，预计每年减少借款人利息支出1500亿元。2023年9月和2024年9月对比来看，受益规模分别为23、30万亿元，平均下调幅度为74、50BP，每年减少借款人利息支出1700、1500亿元。本次降幅基本符合预期，接近此前我们报告测算的下限，同时与银行财报相吻合，2024Q2五大行加权平均存量个贷利率3.91%，测算存量房贷利率约3.96%-4.01%（参考建行财报，个人房贷通常高出个贷利率5-10BP）、与新发房贷的利差为51-56BP。另外，从央行披露数据我们进一步明确了房贷的大致构成，2024Q2房贷余额为37.8万亿元，其中存量首套、存量非首套、新发贷款约23、7、7.8万亿元，分别占比61%、19%、21%。

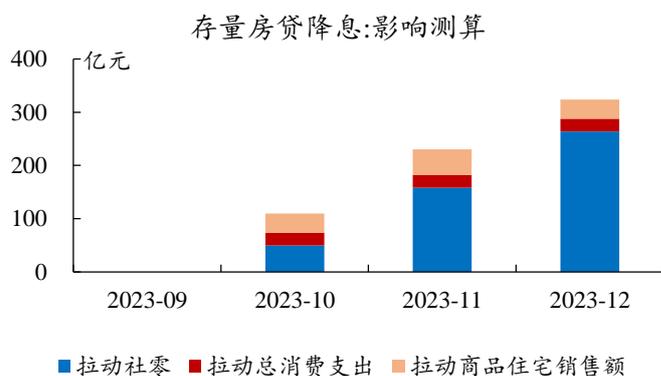
**图3：两轮存量房贷降息对比**


数据来源：央行、开源证券研究所

预计存量房贷降息对消费和地产的拉动系数为40%左右，拉动总规模为563亿元。测算2023年9月存量首套房降息后，9月至12月社零、商品住宅销售额的ttm两年复合增速分别提高了0.7、0.4个百分点，对应边际拉动为472、119亿元，粗略得到存量房贷降息对经济的拉动系数约40%，本轮调降年均减少居民利息支出1500亿元，或拉动社零449亿元、提高增速0.1个百分点，拉动商品住宅销售额114亿元、提高增速0.11个百分点。

**图4：存量和新增房贷利率差约51-56BP**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：2023年9-12月，存量房贷降息拉动社零472亿元、拉动商品住宅销售额119亿元**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表2：历史上三轮存量房贷降息政策梳理**

轮次	时间	部门	政策明细
第 1 轮	2008-10-23	央行答记者问	金融机构自主决定存量住房贷款利率调整
	2009-01-03	四大国有银行	2008 年 10 月 27 日前执行基准利率 0.85 倍优惠、无不良信用记录的优质客户， <b>原则上都可以申请七折优惠利率</b>
第 2 轮	2023-08-31	央行、国家金融监督管理总局	自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。
	2023-10-13	央行新闻发布会	9 月 25 日到 10 月 1 日政策实施首周，有 98.5% 符合条件的存量首套房贷利率完成下调，合计 4973 万笔、 <b>21.7 万亿元人民币</b> 。调整后的加权平均利率为 4.27%， <b>平均降幅 0.73 个百分点</b> 。
	2024-02-09	央行 2023 年第四季度中国货币政策执行报告	新发放个人住房贷款加权平均利率为 3.97%，较上年同期低 0.29 个百分点， <b>超过 23 万亿元存量首套房贷款利率平均下调 0.73 个百分点</b> ，每年减少借款人利息支出约 1700 亿元。
第 3 轮	2024-09-24	国新办新闻发布会	预计平均下降幅度在 <b>0.5 个百分点左右</b> 。将惠及 5000 万户家庭，1.5 亿人口，平均每年减少家庭 <b>利息支出 1500 亿元左右</b> 。

资料来源：央行、开源证券研究所

### 3、资本市场：多重刺激有望利好股市

#### 3.1、央行：创设两大支持资本市场的货币政策工具

**1、第一项工具是证券、基金、保险公司互换便利。**面向主体是符合条件的证券、基金、保险公司，可以使用他们持有的债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产。非银机构置换得到高流动性资产后或可以进行变现，央行规定获取的资金只能用于投资股票市场。

我们认为，**这项工具本质上是鼓励非银机构借券投资股市，预计利好股市。**具体运作细则央行还未发布，推测可能为：机构或使用低流动性资产，比如长久期债券、权益类资产等作为抵押，向央行换得偏债类资产后可以在二级市场作为抵押物融资，资金用于投资权益市场。通过这种方式非银机构可以盘活低流动性资产，提高其融资便利性，活跃资本市场。首批规模为 5000 亿，后续有加码的可能。

**2、第二项工具是股票回购、增持再贷款。**直接主体是商业银行，央行向商业银行提供再贷款，商业银行向上市公司和主要股东提供贷款，用于回购和增持上市公司股票。大多数情况下，企业回购资金来源都是“自有资金”，较小比例的是“超募资金”和“发行债券募集”，银行贷款资金回购的情况极少，且此前央行从未有过相关再贷款支持。此次再贷款工具为股东提供 2.25% 的融资利率，或引导上市公司加大回购力度，特别是经营较好、股息率较高的上市公司或有较高融资需求，有望增加回购或增持力度。

总结来看，两项工具作为货币支持资本市场发展的创新举措，一方面形式上有所突破，既缓解金融机构流动性压力，又鼓励长期资金入市，带动股市财富效应。另一方面，规模上有较大想象空间，5000亿+3000亿，且二者皆有加码可能，体现中央层面支持资本市场的决心和力度。

### 3.2、证监会：推动长钱入市、做好市值管理、深化并购重组

证监会吴清主席的讲话主要有三方面重点。总体上呈现激发市场活力、提高监管包容性、推动资本市场支持高质量发展等特征。

一是推动中长期资金入市。证监会等相关部门制定了《关于推动中长期资金入市的指导意见》，近日将会印发。具体包括大力发展权益类公募基金、完善“长钱长投”的制度环境，提高对中长期资金权益投资的监管包容性、持续改善资本市场生态等内容。

二是加强上市公司市值管理。证监会已会同相关部委研究制定了上市公司市值管理指引。要求上市公司积极运用并购重组、股权激励、大股东增持等市值管理工具提升投资价值；将推动建立上市公司股份回购的市场化激励约束机制。

三是研究制定《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》。大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级，积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购。积极鼓励上市公司加强产业整合。进一步提高监管包容度，将在进一步遵守规则的同时，尊重市场规律、经济规律、创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争、关联交易等事项进一步根据实际情况提高包容度。

## 4、政策展望：“货币大礼包”或只是开始，更多增量政策可期

9.24 出台的货币地产金融刺激政策从效果和预期层面将利好经济和股市。本次金融地产政策“大礼包”或只是开始，稳增长增量政策或可期待，市场聚焦财政接力。

**1、提升已发布的财政政策效果和资金使用效率。**一方面，今年专项债发行节奏偏滞后，8-9月开始提速，但资金支出效率有待提高。除了加快推动资金用于项目之外，可观察专项债券使用范围的扩容，例如化债，或用作资本金领域的扩容。另一方面，加强超长期特别国债的落地使用，可观察会否进一步扩大资金投向范围。9月各地已开始利用超长期特别国债资金支持设备更新和消费品以旧换新，后续可关注国债资金会否进一步在消费领域扩容，以及“两新”补贴力度加码等。

**2、观察增量财政资金的可能性。**若增发国债，可关注10月全国人大常委会的进一步安排，可能是兜底刚性领域，或是参考2023年明显提振年末的基建增速。此外，更多的财政扩张政策可以到2024年底的中央经济工作会议再进行规划，据此推测2025年继续扩财政的概率较大。

其他可能的加码政策包括地产端的收储加码（财政贴息等）、各地进一步放开限购；消费端，出台刺激服务消费政策等；以及化债相关的增量政策。

## 5、风险提示

经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

## 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3层  
邮编：200120  
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

### 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

### 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