

基本面因素多空交织，反复震荡筑底或是主基调

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 8 月份以来，中美贸易摩擦接连升级，风险偏好显著下降，股指再次探底并开启超跌反弹。进入 9 月份，美国将对华 3000 亿美元部分商品加征关税，中国反制措施也将随之生效，中美贸易摩擦短期内难以出现实质性缓和，股指维持震荡筑底的可能性较大。
- ◆ 中国 7 月经济数据表现不佳，三季度经济仍有下行压力，宏观政策仍需加强逆周期调节，财政政策是发力的主要方向，重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板，财政支出有望加码。随着稳增长政策的逐步落实，经济悲观预期将逐渐修复，企业盈利有望进一步改善。
- ◆ 央行改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，有利于引导长期资金利率下行，降低企业融资成本。经济下行压力加大背景下，货币政策有望向稳增长方面倾斜，定向降准和结构性降息是可选项，分母端有利于提升股指的估值水平。
- ◆ 影响风险偏好的因素总体偏空。不利因素在于，中美贸易摩擦全面升级，短期内难以出现实质性缓和，全球经济衰退的担忧挥之不去，美股高位动荡加剧。有利于因素在于，全球央行开启新一轮降息周期，旨在对冲经济衰退的风险。
- ◆ 进入 9 月份，中美贸易摩擦短期内难以出现实质性缓和，风险偏好仍将受到抑制，股指维持震荡筑底的可能性较大。波动区间：IF 加权 3500-3900，上证 2700-3100，建议维持逢低偏多的思路。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

避险情绪回落叠加维稳预期支撑，超跌反弹有望延续（周报）

宏观风险扰动偏多，短期或反复探底并酝酿反弹（周报）

风险偏好有待修复，短期或维持反复探底（周报）

政策面释放维稳预期，股指估值修复有待企业盈利改善（月报）

中美贸易磋商重启，短期反弹有望延续（周报）

第一部分 基本面分析

对于股指的基本面分析，本文根据DDM估值模型，从估值驱动因素出发，定性或定量分析股指估值的边际变化。我们着重分析经济增长、无风险利率和风险溢价（或风险偏好）对股指估值的影响。

8月份以来，中美贸易摩擦接连升级，风险偏好显著下降，股指再次探底并开启超跌反弹。美国将于9月1日对华3000亿美元部分商品加征关税，中国反制措施也将随之生效，贸易摩擦短期难以出现实质性缓和，股指维持震荡筑底的可能性较大。基本面逻辑在于：第一，中国7月经济数据表现不佳，三季度经济仍有下行压力，宏观政策仍需加强逆周期调节，财政政策是发力的主要方向，重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板，财政支出有望加码。随着稳增长政策的逐步落实，经济悲观预期将逐渐修复，企业盈利有望进一步改善。第二，央行货币政策保持松紧适度，下半年有望向稳增长方面倾斜，定向降准和结构性降息是可选项，分母端有利于提升股指的估值水平。第三，影响风险偏好因素总体偏空，不利因素在于，中美贸易摩擦全面升级，短期内难以出现实质性缓和，全球经济衰退的担忧挥之不去，美股高位动荡加剧。有利于因素在于，全球央行开启新一轮降息周期，旨在对冲经济衰退的风险。

一、中国三季度经济仍有下行压力，企业盈利正在边际改善

中国7月经济数据表现不佳，投资、消费和工业增速全线回落，信贷和货币增速不及预期，暗示三季度经济仍有下行压力。下半年宏观政策仍需加强逆周期调节，积极的财政政策是发力的主要方向，重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板。货币政策保持松紧适度，根据经济形势相机抉择，不排除结构性降息的可能。

投资增速继续放缓。中国1-7月固定资产投资同比增长5.7%（前值5.8%），其中房地产投资同比增长10.6%（前值10.9%），连续3个月回落，新屋开工面积和土地购置面积增速同步放缓，待开发土地面积持续下降，表明房地产销售回暖背景下，去年堆积的地产项目在今年加快施工，房企并没有进一步拿地的积极性。今年7月中央政治局会议明确提出，“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，意味着房地产政策短期内不会放松，房地产企业贷款将在一定程度上受到限制，预计房地产投资增速将延续回落态势。基建投资同比增长3.8%（前值4.1%），随着地方专项债发行进度的加快，以及新一轮基建项目的落地，预计基建投资将显著回升。制造业投资同比增长3.3%（前值3%），连续3个月回升，表明随着减税降费政策的全面落实，企业盈利正在逐渐改善，有助于制造业投资企稳回升。综合以上分析，我们判断下半年房地产投资增速将延续调整，基建投资有望回暖，制造业投资将保持回升，固定资产投资整体将保持平稳增长。

消费增速再次回落，扩内需政策效果逐步显现。中国7月社会消费品零售总额同比增长7.6%（前值9.8%），1-7月消费品零售总额同比增长8.3%，为年内次高水平。受汽车、家电等耐用品销售增速放缓的拖累，7月消费增速再次回落，但整体保持平稳增长的态势。中汽协公布的数据显示，2019年7月我国乘用车销量同比下降3.9%（前值-7.8%），但降幅已连续3个月收窄。7月份家电和音响器材类销售同比增长3%（前值7.7%），创去年7月以来新低。随着我国经济结构的转型升级，消费正在成为拉动经济增长的主要动力，2019年为保持经济运行在合理区间，稳消费和扩内需政策将继续发力。在降低企业税费负担和扩大就业方面，企业增值税税率和社保费率下调分别于4、5月份实施，有利于增加居民收入和稳定消费。在促进消费升级方面，《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费 促进循环经济发展实施方案（2019-2020年）》正在征求意见中，《实施方案》将促进汽车消费

放在首要位置，包括有序推进老旧汽车报废更新、持续优化新能源汽车补贴结构、促进农村汽车更新换代等六个方面。随着减税降费、汽车家电下乡等政策的全面落实，消费增速有望企稳回升，整体保持平稳增长。

进口降幅继续收窄，出口增速由负转正。按美元计价，中国7月进口同比下降5.6%（前值-7.3%），降幅连续两个月收窄。出口同比增长3.3%（前值-1.3%），创今年4月以来新高。7月实现贸易顺差450.6亿美元（前值509.8），同比扩大63.9%。从前7个月数据来看，我国出口同比增长0.6%，低于去年同期11.7个百分点。进口同比下降4.5%，较去年同期大幅下降25.5个百分点。受全球经济增长放缓和中美贸易摩擦的影响，今年以来，我国进出口增速较去年显著下降，但出口降幅小于进口，对美贸易顺差进一步扩大。今年8月份以来，中美贸易摩擦再次升级，美国宣布将于9月1日起对华3000亿美元输美商品加征关税10%提高至15%，10月1日起将之前加征的2500亿美元商品关税由25%提高至30%，下半年出口下行压力将进一步加大，将在一定程度上拖累经济增长，稳外贸政策将继续实施。

综上，受全球经济增长放缓和中美贸易摩擦等因素的影响，三季度经济仍有下行压力，宏观政策仍需加强逆周期调节。预计随着减税降费政策的全面落实，以及新一轮基建项目的落地，经济增速有望回暖，全年或呈现前低后高的走势，企业盈利将逐渐改善。

二、货币政策存在边际宽松的倾向，有利于提升股指的估值水平

分母端无风险利率下降有利于提升股指的估值水平，反之则降低估值水平。下半年经济下行压力加大背景下，宏观政策仍需加强逆周期调节，央行改革完善贷款市场报价利率（LPR），有利于疏通货币政策传导机制，引导贷款资金利率下行，未来货币政策边际宽松的预期上升，定向降准和结构性降息是可选项。

央行二季度货币政策例会指出，内外部不确定不稳定因素有所增加，经济仍存在下行压力，稳健的货币政策要松紧适度，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。下一阶段将加强宏观政策协调配合，疏通货币政策传导，创新完善货币政策工具和机制，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，进一步降低小微企业融资实际利率。全球经济增长放缓，中美贸易摩擦升级，导致外部不确定性因素增加，下半年货币政策将向稳增长方面倾斜，定向调控是主要手段，定向降准、下调公开市场利率是可选项。

中国人民银行8月17日发布公告，决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，主要变化包括：报价方式改为按照公开市场操作利率加点形成，在原有的1年期一个期限品种基础上，增加5年期以上的期限品种，报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次。标志着我国在取消存贷款基准利率浮动限制后，在利率市场化改革方面又迈出了重要一步，未来银行贷款定价将不再以基准利率作为基础，而是以贷款市场报价利率为基础。8月20日，央行首次公布新的LPR利率，其中1年期LPR利率为4.25%，较之前下调6个基点，5年期LPR利率为4.85%。未来央行可以通过调整公开市场利率来引导LPR利率下行，从而降低企业融资成本。

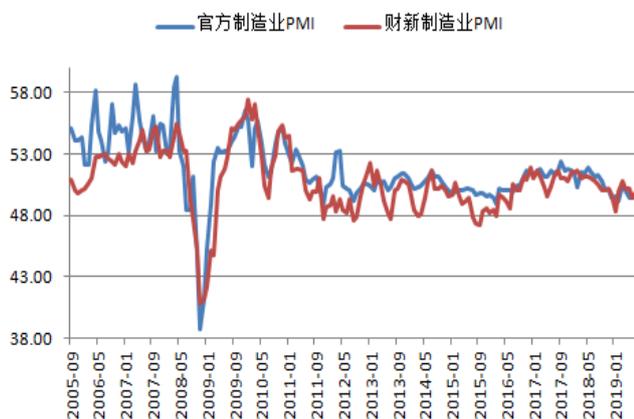
物价方面，中国7月CPI同比上涨2.8%（前值2.7%），创2018年2月以来新高，猪肉、鸡蛋、水果等食品价格涨幅扩大是拉动CPI上涨的主要原因。PPI涨幅同比下降0.3%，连续3个月下滑，为2016年9月以来首次出现负增长，主要受大宗商品价格下跌的影响。受非洲猪瘟的影响，猪肉价格居高不下，未来仍有上涨空间，是推升CPI的一大潜在因素。但进入三季度，随着蔬菜、水果供应旺季的到来，预计CPI涨幅将有所回落，通胀压力整体可控，不足以对货币政策形成掣肘。

中国7月新增人民币贷款1.06万亿元（前值1.66），社会融资规模增量为1.01万亿元（前值2.26），M2同比增长8.1%（前值8.5%），M1同比增长3.1%（前值4.4%）。从总量和结构来看，7月新增贷款和社融规模双双下降，对实体经济的贷款继续减少，货币增速全线回落。数据表明，在企业杠杆率明显上升的情况下，为防止企业过度负债，监管层对银行信贷进行了窗口指导，尤其是对房地产融资进行严格控制，重点为制造业、民营企业的中长期融资提供支持。

解决小微企业融资难融资贵的问题，除了降准释放流动性，让有企业能够融到资金之外，还需降低资金的使用成本，这就需要价格型的货币政策工具相配合。我们认为在保持存贷款基准利率不变的同时，降低逆回购、中期借贷便利、再贷款再贴现等结构性利率，能够保证不大水漫灌的前提下，实现定向调控、精准调控，有利于结构性降低实体经济融资成本。

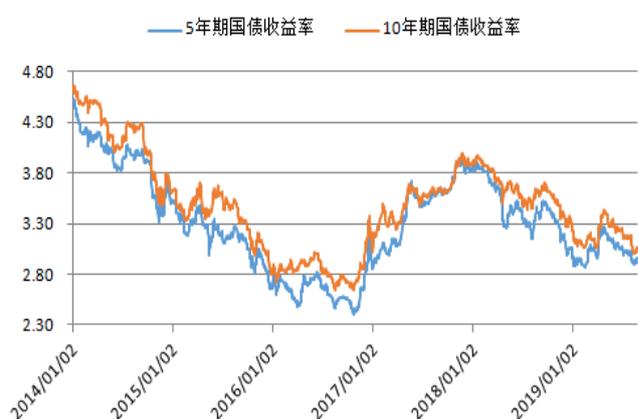
综上，全球经济增长放缓，中美贸易摩擦升级，我国经济下行压力加大，下半年宏观政策仍需加强逆周期调节。货币政策将向稳增长方面倾斜，根据经济增长和价格变化及时预调微调，不排除结构性降息的可能，分母端有利于提升股指的估值水平。

图1. 制造业PMI 低于扩张区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图2. 无风险利率下行空间有限



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

三、风险偏好分析

在股指的估值模型中，风险偏好提升、风险溢价下降将从分母端直接提升估值水平，反之将降低估值水平。当前阶段，风险偏好的变化是股指波动的主要驱动力之一，政策和风险事件等影响风险偏好的因素是我们分析的重点。

2019年8月23日，中美贸易摩擦全面升级，中国宣布对美国750亿美元商品实施反制措施后，美国威胁对华5500亿所有输美商品提高关税，并命令美国企业撤出中国。受此影响，全球开启避险模式，欧美股市大幅下跌，风险资产再次遭遇恐慌性抛售。进入9月份，美国对华3000亿美元部分商品加征关税将大概率落地，中美贸易磋商是否重启存在较大的不确定性，贸易摩擦短期内难以出现实质性缓和，风险偏好仍将受到抑制。综合而言，9月份影响风险偏好的因素总体偏空。

（一）风险偏好影响因素分析

(1) 影响风险偏好的不利因素包括：

1. 中美贸易摩擦全面升级。8月23日，国务院关税税则委员会决定对美国约750亿美元的商品加征10%、5%不等的关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施，作为回应美国对华3000亿美元商品加征关税的反击措施。8月24日凌晨，美国总统特朗普表示，将于9月1日起对中国3000亿美元商品加征的关税由10%提高至15%，10月1日起对之前2500亿美元商品加征的关税由25%提高至30%，并命令美国企业撤出中国。中国商务部新闻发言人表示，美方宣布将提高对约5500亿美元中国输美商品加征关税的税率，中方对此坚决反对。这种单边、霸凌的贸易保护主义和极限施压行径，违背中美两国元首共识，违背相互尊重、平等互利的原则，严重破坏多边贸易体制和正常国际贸易秩序，必将自食其果。中方强烈敦促美方不要误判形势，不要低估中国人民的决心，立即停止错误做法，否则一切后果由美方承担。今年5月份以来，中美贸易摩擦呈现越演越烈之势，短期内难以看到实质性缓和的迹象，风险偏好或将持续受到抑制。

2. 多国国债收益率曲线倒挂，全球经济陷入衰退的担忧加剧。2019年8月15日，美国2年期和10年期国债收益率2007年以来首次出现倒挂，欧美股市闻讯暴跌，风险资产再现恐慌性抛售，标准普尔500波动率指数（VIX）大幅上涨。除此之外，英国、加拿大等发达国家收益率曲线也出现金融危机以来的首次倒挂，加剧市场对全球经济陷入衰退的担忧。从美国经济基本面来看，特朗普财政刺激效应正在减弱，联邦基金利率上升对经济的抑制作用初步显现，美国经济在今年一季度短暂增长后再次回落，制造业PMI跌破枯荣线，消费者支出和零售销售增速同步放缓，表明企业盈利增长难以持续。

(2) 影响风险偏好的有利因素包括：

1. 全球新一轮降息周期开启，A股纳入MSCI比例扩容。国际贸易形势严峻，全球经济增长放缓背景下，2019年以来，共有近20家央行宣布降息，除美国、澳大利亚、新西兰等发达经济体以外，还包括印度、巴西、南非、俄罗斯等主要新兴市场国家，全球迎来新一轮降息潮。根据美林投资时钟理论，在经济下行、利率下行周期，股市具备长期投资价值。与国际水平相比，A股估值明显偏低。随着A股“入摩”和“入富”的比例提升，将吸引更多外资增加对A股的配置，有利于提升风险偏好。

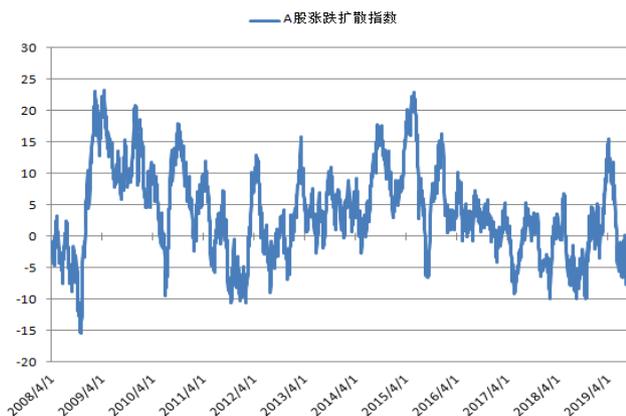
(二) 风险偏好量化分析

鉴于对风险偏好的分析往往局限于定性分析，缺少数据支撑，我们参考莫尼塔研究，选择一些指标对风险偏好进行量化分析。我们的结论是：量化指标显示，A股扩散指数、换手率高位回落，并接近历史底部区间，表明风险偏好触底回升的可能性增加。

1. 量化指标

(1) A股扩散指数接近历史底部区间。2019年4月以来，随着股市进入调整，A股扩散指数也呈现相应的回落态势。截止2019年8月26日，A股扩散指数为-4.03，接近-5至-10这一历史底部区间，表明风险偏好持续下降后存在修复的要求。

图 3. A 股扩散指数接近历史底部区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. A 股月换手率接近历史底部区域

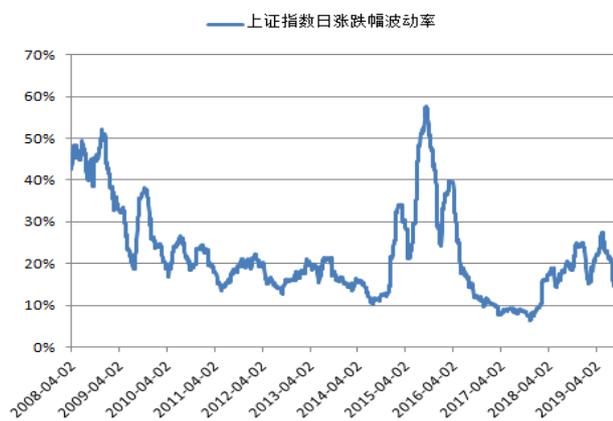


资料来源：WIND 新纪元期货研究所

(2) A 股月换手率持续回落，接近历史底部区间。A 股月换手率连续 5 个月下降，从 2019 年 3 月份的 39% 降至 8 月份的 14%，接近 10% 左右的历史底部区间，表明市场活跃度低于正常水平。

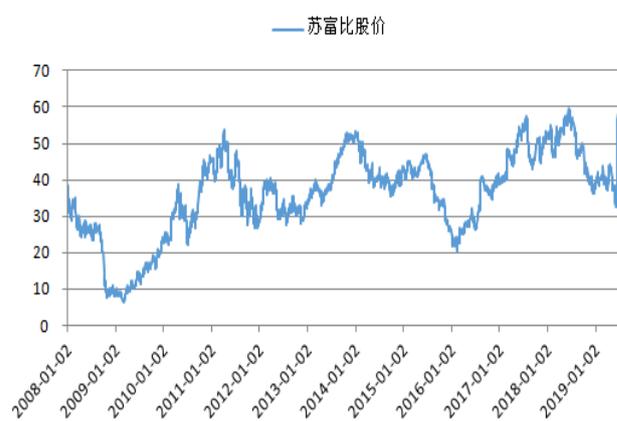
(3) 上证指数日涨跌幅波动率高位回落。2019 年 6 月以来，股市由快速下跌进入震荡调整阶段，股指波动率高位回落。截止 2019 年 8 月 26 日，上证指数的日涨跌幅波动率为 15%，明显低于 5 月份的 27%，未来仍有下降空间。

图 5. 上证指数日涨跌幅波动率高位回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 苏富比股价显示风险偏好大幅回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2. 苏富比股价

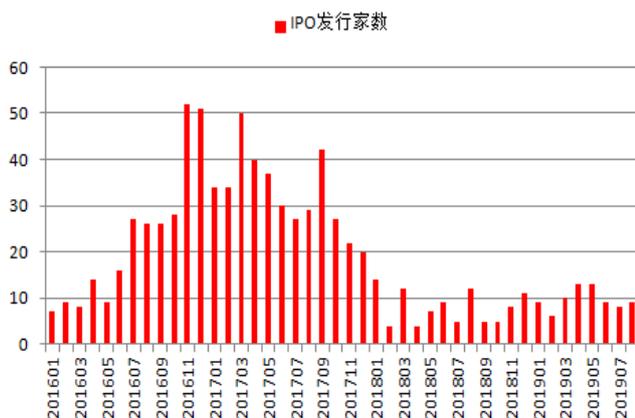
作为衡量全球风险情绪的指标之一，我们用苏富比公司的股价来反映市场的风险偏好情况。我们统计了 2008 年以来苏富比公司股票价格出现拐点的时间分别是，2008 年 12 月、2010 年 6 月、2012 年 10 月、2014 年 7 月，与我国股票市场出现底部拐点的时间基本吻合，期间对应股价区间为 20-30。截止 2019 年 8 月 26 日，苏富比股价为 58.1，与上月相比基本持平，表明全球风险偏好仍处于高位。

四、资金面分析

股票作为一种特殊的商品，其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，股票的需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。2018年证监会共核发102家IPO批文，实现总筹资规模约1300亿元，发行数量较2017年的401家大幅下降。十九大以来，新股发行审核日益趋严，IPO通过率明显下降，新股发行数量由之前的每周7-10家降至每周2-5家。截止2019年8月23日，证监会7月份共核发9家IPO批文，筹资总额未曾披露。2019年9月份限售股解禁市值约2311.87亿元，较上月的3232.72亿小幅下降。综上，新股发行数量维持低位，但9月限售股解禁规模小幅下降，将在一定程度上减轻资金面压力。

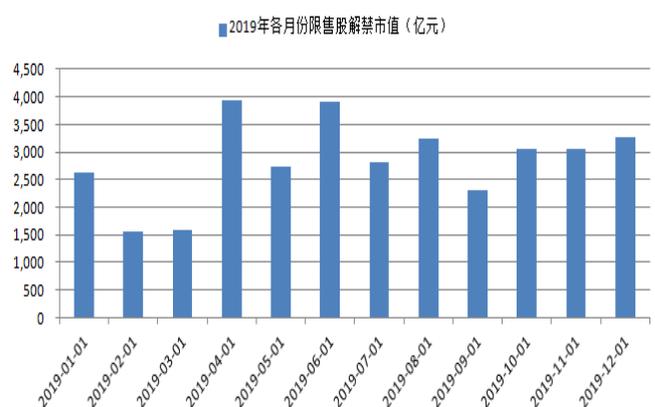
2019年8月8日，MSCI公布8月季度评议的最终决定，将中国大盘A股纳入因子从10%增加至15%，将在8月27日收盘后生效，届时MSCI新兴市场指数中A股的权重将升至2.46%。第三次扩容结果将于2019年11月公布，扩容后A股的纳入因子将提高到20%。8月24日，富时罗素公布2019年9月季度调整结果，如期将中国A股的纳入因子由5%提升至15%。公告显示，本次新纳入87只中国A股，其中大盘A股共14只、中盘A股15只、小盘A股50只以及微盘A股8只，预计将给A股直接带来40亿美元增量资金。A股“入摩”一周年之后进而开始“入富”，标志着A股国际化水平进一步提高，随着A股纳入国际化指数的比例不断提升，未来将吸引更多海外资金增加对A股的配置，长期有利于提升风险偏好。

图7. 2016-2019年新股发行家数



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图8. 2019年限售股解禁规模



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分 波动分析

一、趋势分析

从时间和空间的角度来看，2015年6月股指进入熊市周期，期间经历了两轮大跌和两轮反弹。我们以沪深300指数为例，2015年6月至2016年1月为第一浪下跌，累计跌幅为48%；2016年1月至2018年1月为第二浪反弹，累计涨幅为56%；2018年1月至2019年1月为第三浪下跌，累计跌幅为33%；2019年1月开始，沪深300

指数进入第四浪反弹，并于 4 月中旬到达阶段性高点 4126，即 2015 年高点 5380 与 2016 年低点 2821 之间 50% 的黄金分割位，期间累计涨幅为 40%。由此来看，自股指进入熊市周期以来，每一轮下跌和反弹的幅度都在缩小。

图 9. IF 加权月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 10. 上证指数月 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

从月线上来看，IF 加权回踩 40 月均线止跌反弹，多次在此处获得有效支撑，上方面临 2015 年 6 月高点 5392 与 2018 年 1 月高点 4430 连线压力，若能有效突破，则反弹空间进一步打开。IH 加权回踩 10 月均线企稳反弹，上方同样受到 2015 年 6 月高点与 2018 年 1 月高点连线的压制，关注能否有效突破。IC 加权跌破 6 月低点 4540 后迅速收回，站上 10 月均线，短期面临 7 月高点 5020 一线压力，若不能突破，需防范再次回落风险。上证指数在 2700 关口附近止跌反弹，收复 10 月均线，但上方受到 20 及 10 月均线的压制，充分震荡调整后有望向上突破。

图 11. IF 加权周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. 上证指数周 K 线



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

周线方面，IF 加权在 40 周线附近止跌反弹，站上 20 周线，短期面临 7 月高点 3922 一线压力，若能有效突破，则上升空间进一步打开。IH 加权连续三周反弹，收复 10、20 周线，短期有望挑战 7 月高点 2993 一线压力。IC 加权连续反弹后站上 40、60 周线，上方受到 20 周线的压制，关注能否有效突破。上证指数跌破 6 月低点 2822 后迅速收复，突破 40 及 60 周线压力，但上方面临 20 周线的压制，若能有效突破，则将挑战 7 月高点 3048 一线压力。

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用黄金分割率对股指回调和反弹的目标位进行测量。上证指数自 2019 年 1 月低点 2440 展开反弹，到达阶段性高点 3288 后开始进入调整，最低到达 2733 点，已完成年初以来涨幅的 38.2% 目标回撤。我们将 2440 至 3288 之间的上涨视为第一浪上升，3288 至 2733 之间的下跌视为二浪回调，未来若开启三浪上升，则目标位在 3579 点。

图 13. 黄金分割率测度



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第三部分 结论及建议

8 月份以来，中美贸易摩擦接连升级，风险偏好显著下降，股指再次探底并开启超跌反弹。美国将于 9 月 1 日对华 3000 亿美元部分商品加征关税，中国反制措施也将随之生效，贸易摩擦短期难以出现实质性缓和，股指维持震荡筑底的可能性较大。基本面逻辑在于：第一，中国 7 月经济数据表现不佳，三季度经济仍有下行压力，宏观政策仍需加强逆周期调节，财政政策是发力的主要方向，重点是落实落细减税降费和加大基础设施补短板，财政支出有望加码。随着稳增长政策的逐步落实，经济悲观预期将逐渐修复，企业盈利有望进一步改善。第二，央行货币政策保持松紧适度，下半年有望向稳增长方面倾斜，定向降准和结构性降息是可选项，分母端有利于提升股指的估值水平。第三，影响风险偏好因素总体偏空，不利因素在于，中美贸易摩擦全面升级，短期内难以出现实质性缓和，全球经济衰退的担忧挥之不去，美股高位动荡加剧。有利于因素在于，全球央行开启新一轮降息周期，旨在对冲经济衰退的风险。

综上所述，进入 9 月份，美国对华新一轮关税将大概率落地，贸易摩擦缓和之前，市场情绪或仍有反复，股指维持震荡筑底的可能性较大。波动区间：IF 加权 3500-3900，上证 2700-3100，建议维持逢低偏多的思路。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#