

金融服务

金融科技行业月报（2018年08月）

- 持牌消费金融公司业绩分化，支付断直连低于预期

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：陆婕

执业证书编号：S0740518010003

电话：

Email: luje@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		

备注

投资要点

- 消费金融：部分持牌消费金融公司公布上半年业绩，分化加剧。**在 12 家公布上半年经营情况的消费金融公司中有 9 家实现盈利，招联消费金融和马上消费金融处于行业第一梯队中。由于消费金融公司仍处于发展初期，开业时间和业务进度存在较大差异，利润率水平层次不齐。在大量 P2P 平台和小贷公司退出消费金融市场之后，行业集中度提升，恶性竞争减少，稳健经营的消费金融公司有望在长跑中胜出。无论是分期业务还是现金贷业务，从场景获取客户是消费金融的核心能力。
- 第三方支付：第三方支付保持高增速，断直连任重道远。**2018 年第二季度非银行支付机构处理网络支付业务 1230 亿笔，金额 48 万亿元，同比分别增长 94%和 53%；2018 年上半年交易量达到 99.42 万亿元，已超过 2016 年全年。二季度网联平台处理的交易金额为 2.7 万亿元，交易笔数 81.46 亿笔，网联平台处理的交易金额在非银行支付机构处理网络支付中的占比仅为 5.59%，断直连的进度低于预期，预计后续监管部门将加大对断直连的推进力度。
- 互联网保险：2018H 互联网保险收入继续下降，健康险高增长。**2018 年上半年互联网保险收入为 1179 亿元，较去年同期减少 12.4%。互联网财产险收入结束负增长。2018 年上半年互联网财产险保费收入为 326 亿元，较去年同期增长了 37.3%；在非车险业务方面，科技型保险公司表现突出。互联网人身保险收入持续下降，健康险高增长。2018 年上半年互联网人身保险保费收入为 853 亿元，较去年同期减少 15.3%。健康保险实现保费收入 54 亿元，同比增长 85.9%，成为互联网保险的发展热点。
- 风险提示：宏观经济下行、金融监管趋严、金融科技发展不及预期**

内容目录

08 月核心观点	- 4 -
消费金融: 部分持牌消费金融公司公布上半年业绩, 分化加剧	- 4 -
第三方支付: 第三方支付保持高增速, 断直连任重道远	- 4 -
互联网保险: 2018H 互联网保险收入继续下降, 健康险高增长	- 5 -
监管动态	- 6 -
互金整治办: 下发《关于报送 P2P 平台借款人逃废债信息的通知》	- 6 -
金标委: 聚合支付标准即将出台, 准入门槛将提高	- 7 -
融资事件	- 7 -
金融科技一级市场融资活跃	- 7 -
行业动态	- 8 -
互联网保险: 互联网健康险高增长, 电销财险大幅下滑	- 8 -
第三方支付: 支付技术创新持续	- 8 -
消费金融: 首单互联网消费金融 ABN 债券通成功发行	- 9 -
网贷行业: 8 月行业景气度继续下降, 行业负面情绪有所好转	- 9 -
市场表现	- 11 -
上市公司动态	- 12 -
风险提示	- 13 -

图表目录

图表 1: 2018H 部分持牌消费金融公司经营情况.....	- 4 -
图表 2: 非银行支付机构网络交易量 (万亿元)	- 5 -
图表 3: 非银行支付机构网络支付笔均金额 (元)	- 5 -
图表 4: 网联处理的支付交易金额及笔数.....	- 5 -
图表 5: 互联网保险收入及同比增速.....	- 6 -
图表 6: 互联网保险收入占总保费收入比重 (%)	- 6 -
图表 7: 2018H 互联网人身保险渠道分布.....	- 6 -
图表 8: 2018H 互联网人身保险产品结构.....	- 6 -
图表 9: 一级市场主要融资事件.....	- 7 -
图表 10: 正常运营的网贷平台数量.....	- 10 -
图表 11: 网贷平台的贷款余额规模 (亿元)	- 10 -
图表 12: 网贷平台的投资人数和借款人数.....	- 11 -
图表 13: 互联网金融指数 vs. 沪深 300 指数	- 11 -
图表 14: 互联网金融指数今年以来的市场表现.....	- 12 -

08 月核心观点

消费金融：部分持牌消费金融公司公布上半年业绩，分化加剧

- **业绩分化明显。**目前已开业的持牌消费金融公司共有 22 家，其中银行系有 19 家，占比 86%。在 12 家公布上半年经营情况的消费金融公司中有 9 家实现盈利，招联消费金融和马上消费金融处于行业第一梯队中。由于消费金融公司仍处于发展初期，开业时间和业务进度存在较大差异，利润率水平层次不齐。

图表 1：2018H 部分持牌消费金融公司经营情况

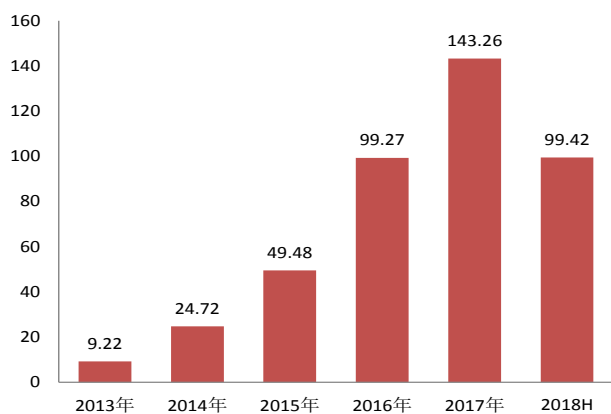
	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
招联消费金融	30.4	6.04
马上消费金融	41.07	3.66
兴业消费金融	8.69	2
中邮消费金融	N/A	0.76
北银消费金融	N/A	0.62
海尔消费金融	5.23	0.61
四川锦程消费金融	0.89	0.37
哈银消费金融	N/A	0.19
杭银消费金融	0.81	0.06
上海尚诚消费金融	N/A	-0.16
苏宁消费金融	3.71	-0.29
河南中原消费金融	1.57	N/A

来源：中泰证券研究所、新流财经、公司公告

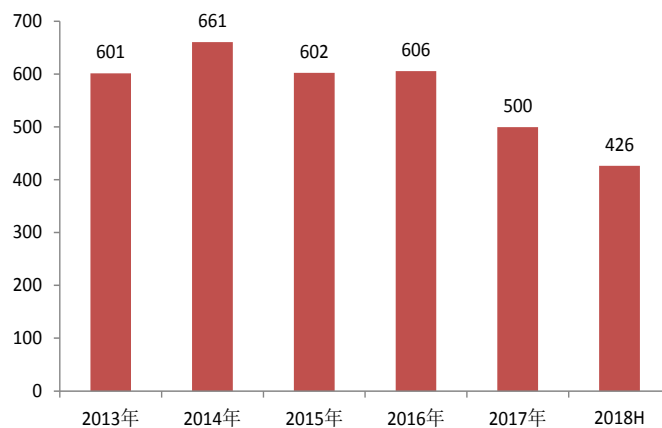
- **行业经历阵痛期，剩者为王。**经历了 2016 年至 2017 年消费金融的爆发式增长，行业风险逐渐显现，随着监管部门对消费金融行业加强监管以及对现金贷业务的整治，大量中小平台被自然淘汰，其他平台也不同程度受到波及，逾期率和不良率有所上升，贷款增速放缓。在大量 P2P 平台和小贷公司退出消费金融市场之后，行业集中度提升，恶性竞争减少，稳健经营的消费金融公司有望在长跑中胜出。
- **场景优势凸显。**无论是分期业务还是现金贷业务，从场景获取客户是消费金融的核心能力，一方面可有效获取目标客户，降低欺诈风险；另一方面有助于信贷产品的结构设计和定价，降低信用风险。持牌消费金融公司除了资金成本优势之外，银行股东可提供风控模型和网点客户资源支持，产业股东提供丰富的线上及线下消费场景，在此基础上加强自身运营能力及风控能力建设，消费金融业务的持续发展可期。

第三方支付：第三方支付保持高增速，断直连任重道远

- **第三方支付交易量保持高增速。**2018 年第二季度非银行支付机构处理网络支付业务 1230 亿笔，金额 48 万亿元，同比分别增长 94% 和 53%。2018 年上半年交易量达到 99.42 万亿元，已超过 2016 年全年。从笔均金额来看，呈现出小额特征，并处于下降通道，这表明移动支付仍在不断提升渗透率，替代现金交易，满足日常生活支出需求。

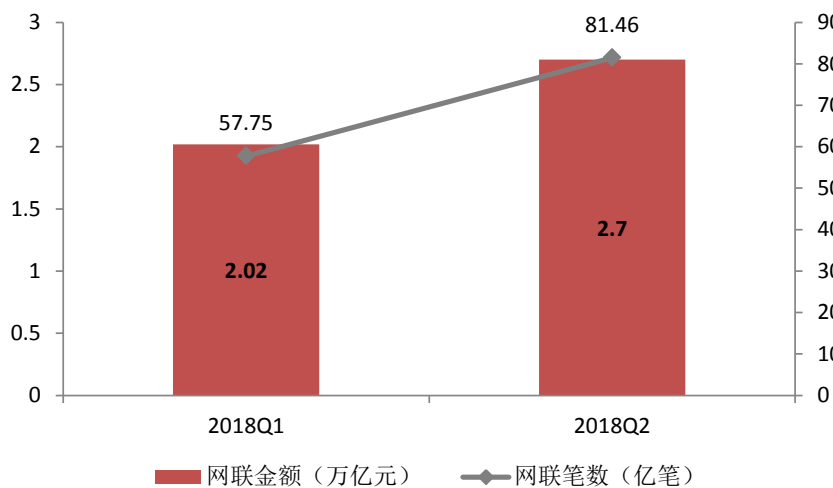
图表 2: 非银行支付机构网络交易量 (万亿元)


来源: 中泰证券研究所、支付清算协会

图表 3: 非银行支付机构网络支付笔均金额 (元)


来源: 中泰证券研究所、支付清算协会

- 网联正常试运行, 断直连任重道远。**支付系统已连续两个季度公布网联平台数据。二季度网联平台处理的交易金额为 2.7 万亿元, 交易笔数 81.46 亿笔, 笔均 331.45 元。交易金额环比上升 33.66%, 笔数环比上升 41.06%。网联平台处理的交易金额在非银行支付机构处理网络支付中的占比仅为 5.59%, 断直连的进度低于预期, 预计后续监管部门将加大对断直连的推进力度。

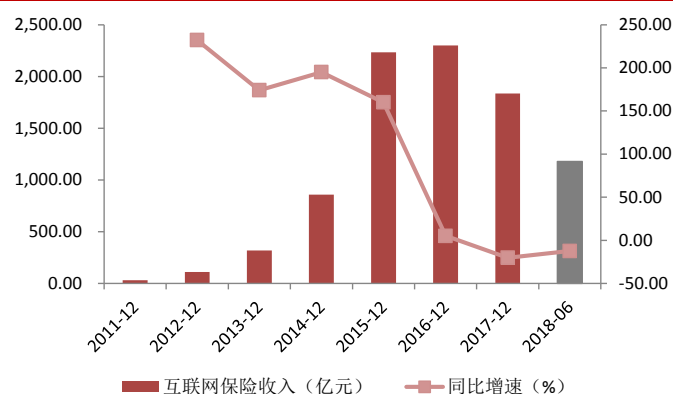
图表 4: 网联处理的支付交易金额及笔数


来源: 中泰证券研究所、支付清算协会

互联网保险: 2018H 互联网保险收入继续下降, 健康险高增长

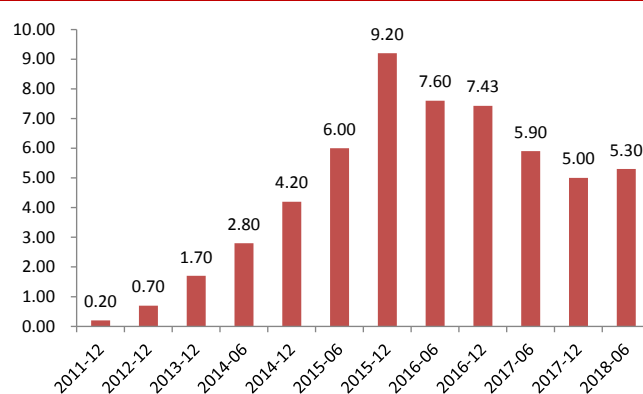
- 上半年互联网保险收入同比下降。**2018 年上半年互联网保险收入为 1179 亿元, 较去年同期减少 12.4%。互联网保险收入占总保费收入比较去年有所回升, 达到 5.3%, 主要原因是上半年人身保险总保费收入同比出现下降。

图表 5: 互联网保险收入及同比增速



来源: 中泰证券研究所、wind

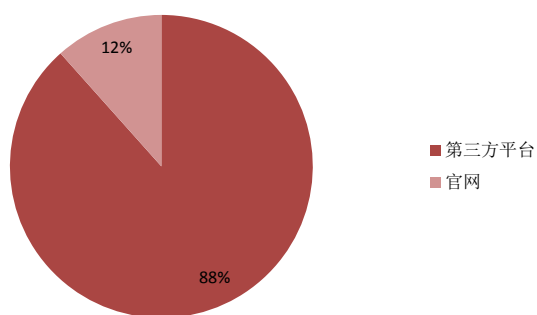
图表 6: 互联网保险收入占总保费收入比重 (%)



来源: 中泰证券研究所、wind

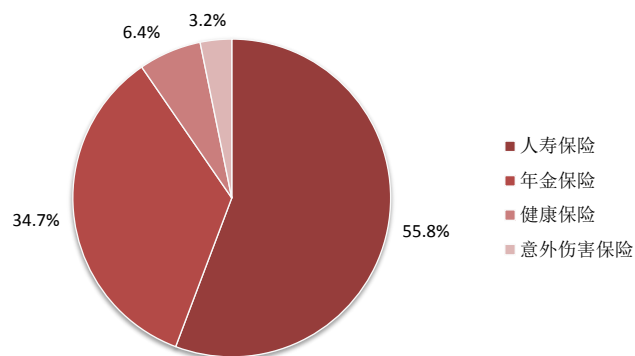
- **互联网财产险收入结束负增长。2018 年上半年互联网财产险保费收入为 326 亿元，较去年同期增长了 37.3%。**财产险在互联网保险中的占比为 28%。在非车险业务方面，科技型保险公司表现突出，保费收入位居前三位的分别是众安在线、国泰产险和人保财险，3 家公司上半年互联网非车险合计保费 71.84 亿元，占据市场份额共计 49.19%。
- **互联网人身保险收入持续下降，健康险高增长。**2018 年上半年互联网人身保险保费收入为 853 亿元，较去年同期减少 15.3%。人身险在互联网保险中的占比为 72%。从渠道来看，第三方平台时销售互联网人身保险的主要渠道，保费收入占比为 88%。从产品结构来看，人寿保险排名第一，收入占比为 55.8%，其次是年金保险；健康保险实现保费收入 54 亿元，同比增长 85.9%，成为互联网保险的发展热点。

图表 7: 2018H 互联网人身保险渠道分布



来源: 中泰证券研究所、中国保险行业协会官网

图表 8: 2018H 互联网人身保险产品结构



来源: 中泰证券研究所、中国保险行业协会官网

监管动态

互金整治办: 下发《关于报送 P2P 平台借款人逃废债信息的通知》

- 8 月 8 日，网传互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室下发《关于报送 P2P 平台借款人逃废债信息的通知》。通知称，近期 P2P 网贷机构风险频发，部分借款人借机“恶意逃废债”，逾期不还款，等待 P2P

平台资金链断裂倒闭,从而逃脱还款义务,加剧了 P2P 平台的风险爆发。通知指出,为严厉打击 P2P 平台借款人的恶意废债行为,要求各地根据前期掌握的信息,上报借本次风险事件恶意逃废债的借款人名单。下一步,整治办将协调征信管理部门将上述逃废债信息纳入征信系统和“信用中国”数据库,对相关逃废债行为人形成制约。(网贷之家)

金标委: 聚合支付标准即将出台, 准入门槛将提高

- 8月2日,全国金融标准化技术委员会发布关于征求《聚合支付安全技术规范》(征求意见稿)的通知,目前该规范正处于委员会投票阶段,或不久将对外公布。该规范提出了聚合技术平台的基本框架,规定了聚合支付系统实现、安全技术、安全管理、风险控制等要求。适用于从事聚合支付系统建设、服务运营的聚合技术服务商。规范在各个方面对聚合支付进行了较高的要求。(移动支付网)

融资事件

金融科技一级市场融资活跃

- 8月金融科技领域的融资依旧活跃,细分行业分布分散,覆盖区块链、网贷、不良资产处置、供应链金融、支付、金融大数据等。

图表 9: 一级市场主要融资事件

时间	公司	细分领域	融资阶段	融资金额	投资方
8月4日	比特大陆	区块链	Pre-IPO	10 亿美元	腾讯、软银和中金
8月7日	资产 360	不良资产处置	C 轮	数亿元	峡资本领投, SIG 等老股东跟投
8月7日	点融网	网贷	E 轮	4000 万美元	大连金融产业投资集团有限公司
8月8日	慧安金科	金融大数据	A 轮	1 亿元	创新工场领投, 高瓴资本、丹华资本、长风智清等投资机构跟投
8月9日	熊猫优惠	支付	战略投资	未透露	汇付网络技术(上海)有限公司、朗程资本
8月9日	同城票据网	供应链金融	A 轮	数千万元	由唐竹资本与上市公司联塑集团共同投资
8月9日	付费通	支付	战略投资	未透露	拼多多
8月9日	芝马新车	汽车金融	A 轮	千万元	团车网领投
8月17日	盛立金融	金融 IT	A 轮	5000 万元	越榕资本、元禾华创
8月17日	今日投资	金融大数据	战略投资	数千万元	招商致远资本
8月22日	小黑鱼科技	消费金融	A+轮	5000 万美元	光速美国、Rakuten Ventures、华创资本和沸点资本投资, 光速中国、晨兴资本、集富亚洲、戈壁创投、丰盛集团和小黑鱼科技管理团队跟投
8月24日	米车宝	汽车金融	Pre-A 轮	数千万元	StarVC 领投, 鼎翔资本跟投

来源: 中泰证券研究所、零壹财经

行业动态

互联网保险：互联网健康险高增长，电销财险大幅下滑

- 8月23日，中国保险行业协会下发的2018年上半年互联网人身保险市场经营数据显示，今年上半年，健康险依然为互联网保险的热点，上半年实现规模保费54.1亿元，同比增长85.9%，在互联网人身保险年度累计规模保费中的占比约为6.4%，同比增长3.5%。中保协表示，随着消费者保障需求的不断提升和监管政策的不断收紧，健康保障性产品将成为下个互联网保险“爆发窗口”。（来源：中国证券网）
- 8月22日，中保协对外通报2018年上半年度电话销售财产险业务数据，受到市场环境的直接影响，电销财产险业务同比负增长60.72%，呈现持续性的断崖式下滑。具体来看，今年上半年，累计电销财产险保单数量996万单，同比负增长60.72%，保费收入173.89亿元，占产险公司上半年所有渠道累计原保险保费收入6024.18亿元的2.89%，较同期下降6.59个百分点，同比负增长65.20%。（来源：北京商报）
- 定制保险平台「保准牛」宣布已于今年7月完成B+轮融资，投资方为招商局创新投资基金，具体金额尚未透露。关于本轮融资，创始人兼CEO晁晓娟表示将用于前端销售团队的扩大、核心科技平台的升级、更多保险创新模式的探索以及理赔服务体验的升级上。保准牛也会与本轮投资方招商局在线下场景进行合作，打通更多领域，以进行保险的创新。（来源：36氪）

第三方支付：支付技术创新持续

- 8月28日，华为在上海举办Huawei Pay两周年暨华为钱包生态媒体沟通会，公布了Huawei Pay的最新发展情况及未来生态战略。目前Huawei Pay已支持绑定78家银行发行的银联卡进行刷手机消费；支持11张公共交通卡绑定，覆盖160多个城市公交地铁刷卡；并创新推出了手机盾、应用内支付、碰一碰、门钥匙和身份电子证照等功能，覆盖移动支付、交通、出行等应用场景。截至2018年7月，累计接入银行78家，其中借记卡应用72家，贷记卡应用61家。Huawei Pay支持的设备，包括手表在内已经达到24款。线下已有超过1600万台POS终端支持Huawei Pay。相比2017年同期，2018年截至目前Huawei Pay发卡量同比增长300%，交易流水同比增长350%，交易笔数同比增长400%。（移动支付网）
- 8月21日，在第四届中国智慧城市国际博览会现场，深圳地铁与腾讯、广电运通共同发布了拥有生物识别、无感支付等功能的“生物识别+信用支付”地铁售检票系统解决方案。“生物识别+信用支付”地铁售检票系统解决方案具备单人脸模式、人证合一模式和人脸加指静脉三种识别认证模式，可以满足地铁乘客出行的不同业务场景。系统上线后，可支持65岁以上的老人刷脸加身份证免注册与免费乘坐；可支持普通乘客注册人脸信息及支付账户后，生物识别过闸，信用支付；可支持工作人员直接刷脸无感进出站。深圳地铁与腾讯合作的乘车码自今年5月8日上线以来，总开通用户数已超过661万，日均使用客流已经超过100

万人次。生物识别闸机上线后，不仅可支持在线开通刷脸乘车功能，还能为市民提供刷脸无感乘车，“先享后付”的体验。（移动支付网）

消费金融：首单互联网消费金融 ABN 债券通成功发行

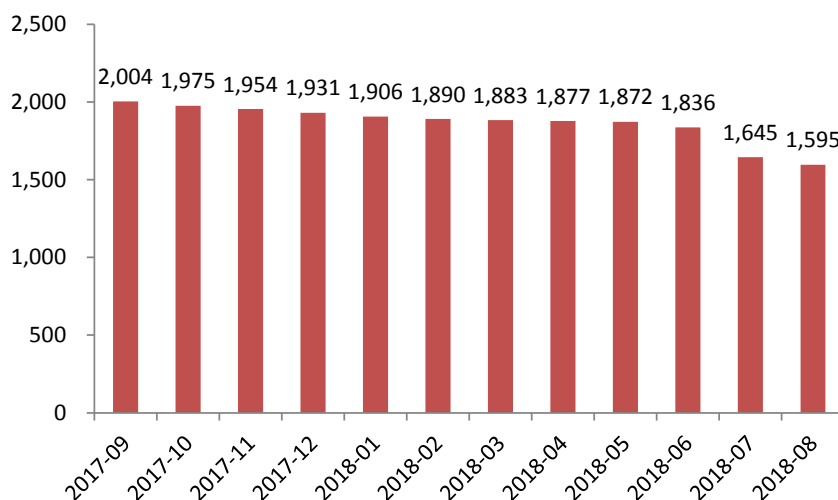
- 银行间市场清算所官网显示，8月8日，由中国银行承销的首单互联网消费金融 ABN 债券通“北京京东世纪贸易有限公司 2018 年度第一期资产支持票据（债券通）”成功发行。这也是国内首单互联网金融债券通 ABN 试点项目，以京东白条应收账款为基础资产，由京东金融担任资产服务机构、汇丰银行担任财务顾问，募集金额 10 亿元。国际三大评级机构之一的惠誉（Fitch）对该项目的优先 A 级资产支持票据作出了“A+”的国际评级，这是目前国内同类型资产获得的最高评级，体现了国际投资人和评级机构对于京东白条资产质量以及京东金融资产服务能力的充分认可。（零壹财经）
- 8月11日，最高人民法院发布了《关于依法妥善审理民间借贷案件的通知》。《通知》表示，对“套路贷”的设局犯罪行为，如果诈骗者通过恶意制造违约，收取高额费用，法院不仅要审查交付凭证，比如借据、收据、欠条，还要审查交易习惯、经济能力、财产变化情况，查明事实真相。对刑事判决认定出借人构成“套路贷”诈骗等犯罪的，人民法院如果已经按普通民间借贷纠纷作出的判决，应当及时予以纠正。（零壹财经）
- 8月7日，易鑫集团宣布间接全资附属公司鑫车投资与微众银行订立汽车融资合作框架协议，鑫车投资及微众银行同意合作向客户提供汽车融资服务，微众银行将向鑫车投资支付服务费作为合作对价。汽车融资合作框架协议的期限为自 2018 年 8 月 7 日起至 2019 年 12 月 31 日，订约方同意在汽车融资合作框架协议届满前三个月协商续订。与微众银行订立汽车融资合作框架协议后，易鑫集团可增加汽车融资合作伙伴及渠道、服务更多汽车融资客户及增加贷款促成服务收益。（零壹财经）

网贷行业：8月行业景气度继续下降，行业负面情绪有所好转

- 新增问题平台数量环比大幅下降。根据网贷之家的不完全统计，8月停业及问题平台数量为 63 家，其中问题平台 58 家（提现困难 44 家、跑路 8 家、经侦介入 6 家），停业转型平台 5 家，无新上线平台。相比上月，爆雷情况有所缓解。
- 投资人和借款人数量持续大幅下降。8月 P2P 网贷行业的活跃投资人数、活跃借款人数分别为 260.53 万人、301.75 万人，其中活跃投资人数环比下降 22.08%，活跃借款人数环比下降 19.57%。投资人开始谨慎投资，观望情绪弥漫；而借款人这端，由于不少投资人选择债转退出，部分成交资金与债转进行撮合，导致平台借款端业务撮合的规模下降，导致借款人数也出现较大下降。截至 2018 年 8 月底，P2P 网贷行业贷款余额降至 9032.84 亿元。P2P 网贷行业正常运营平台数量下降至 1595 家，相比 7 月底减少了 50 家。
- 网贷行业综合收益率上升，平均借款期限持续拉长。2018 年 8 月，网贷行业综合收益率为 10.02%，环比上升 26 个基点，达到近一年内网贷综合收益率的最高水平。主要是因为部分平台债转项目较多，且债转利率

一般高于其他项目，致使部分平台收益率提高，再加上不少平台为增加投资人续投率，进行了加息活动，综合原因使得本月综合收益率继续走高。8月网贷行业平均借款期限为14.59个月，环比拉长1.6个月，同比拉长了5.49个月。本月平均借款期限延续近半年拉长趋势，并连续创P2P网贷行业历史新高。（网贷之家）

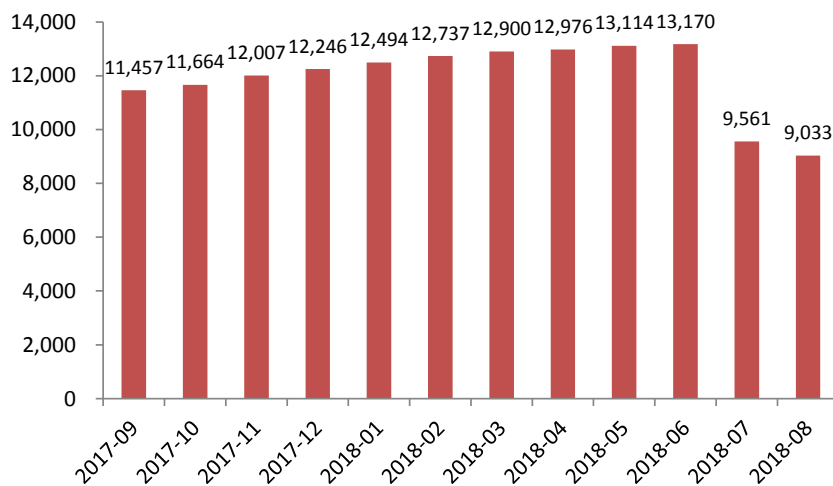
图表 10: 正常运营的网贷平台数量



来源：中泰证券研究所、网贷之家

备注：本月对历史数据作回溯处理，因此导致历史正常运营平台数量和累计停业及问题平台数量有所调整。

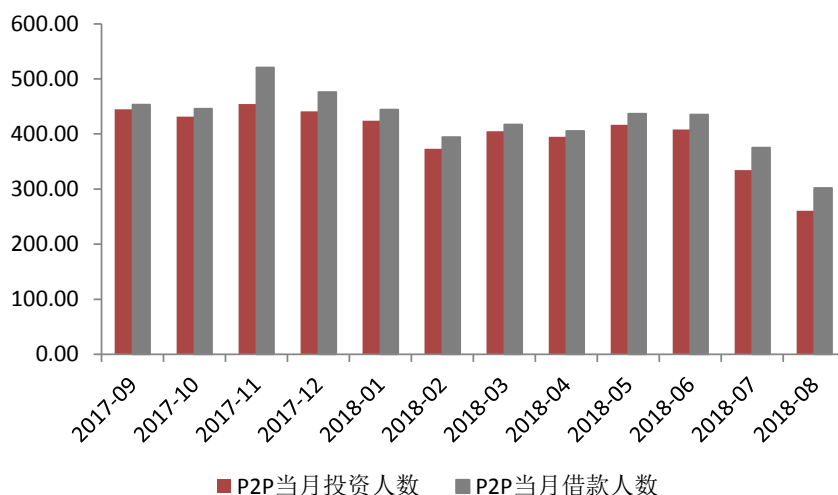
图表 11: 网贷平台的贷款余额规模 (亿元)



来源：中泰证券研究所、网贷之家

备注：从7月起统计口径将更改为计算行业中正常运营平台的待还本金变化，剔除已出现问题或停业的平台数据，且将提前还款数据一并进行计算。

图表 12: 网贷平台的投资人数和借款人数

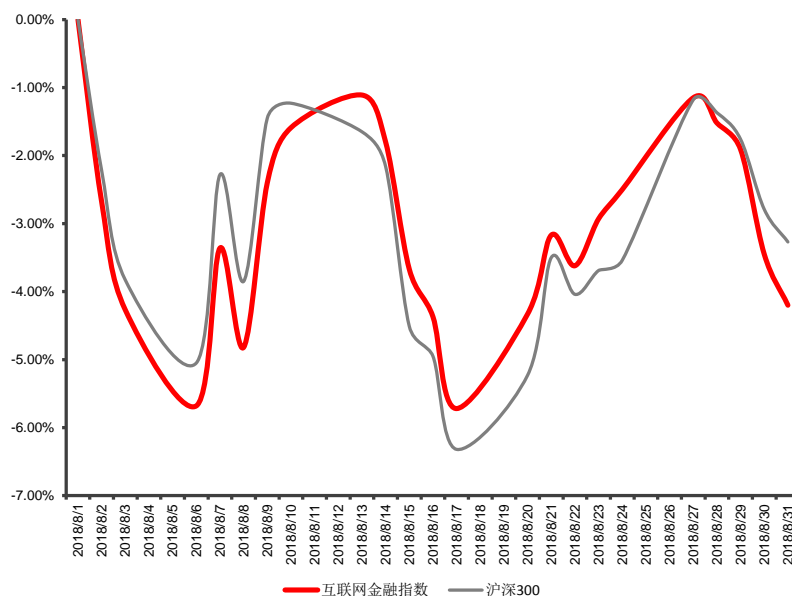


来源：中泰证券研究所、网贷之家

市场表现

- 8月互联网金融指数大幅下跌4.2%，与同期沪深300指数走势接近。

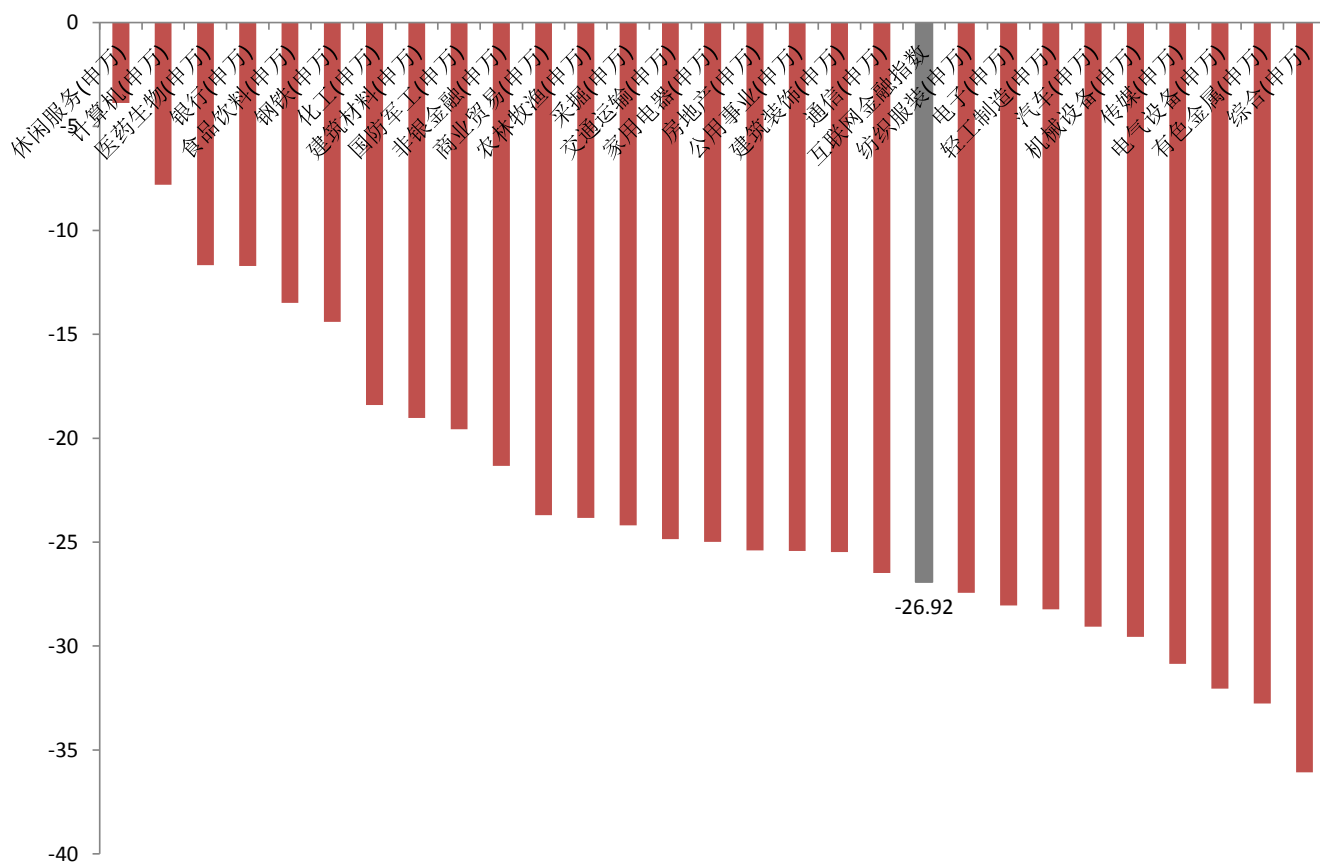
图表 13: 互联网金融指数 vs. 沪深300 指数



来源：中泰证券研究所、wind

- 今年以来，互联网金融指数下跌26.92%，在行业指数中的排名较上月有所上升，排名第20位。

图表 14: 互联网金融指数今年以来的市场表现



来源: 中泰证券研究所、wind

上市公司动态

- 同花顺 (300033):** 公司发布半年报。报告期内, 公司实现营业总收入 56,660.69 万元, 同比减少 6.33%; 实现营业利润 22,429.02 万元, 同比减少 29.41%; 实现利润总额 22,382.85 万元, 同比减少 35.40%; 实现归属上市公司股东的净利润 19,109.62 万元, 同比减少 33.28%。报告期内营业利润、利润总额及归属于上市公司股东的净利润均较去年同期有所下降, 主要原因为: (1) 投资者对金融资讯信息服务的需求有所减少; (2) 2017 年年末预收款项有所下降, 导致 2018 年上半年度满足条件后确认的营业收入同比有一定程度的下降。
- 赢时胜 (300377):** 公司发布半年报。2018 年上半年, 公司主营业务收入和归属于上市公司股东的净利润实现了快速的增长, 公司实现营业收入 30,673.67 万元, 较上年同期 19,561.59 万元增长 56.81%; 实现营业利润 8,756.76 万元, 较上年同期 5,971.27 万元增长 46.65%; 归属于母公司所有者的净利润 7,569.02 万元, 较上年同期 5,009.90 万元增长 51.08%。报告期内, 随着金融行业营改增持续推进和金融监管政策调整, 资管产品开征增值税、流通受限股票估值新规、流动性风险管理新规、资产管理新规等一系列金融新政和金融监管新规有效地促进了金融机构相应的信息化系统建设需求的持续增加, 公司经营情况良好, 公司主营业务收入实现快速稳定增长。

风险提示

- 宏观经济下行
- 金融监管趋严
- 金融科技发展不及预期

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。