



# “货币信用” 分析框架： 长趋势是收缩、何时能扩张

**戴志锋 CFA** 中泰证券银行首席分析师

SAC执业证书编号： S0740517030004

中泰证券研究所

2018年9月10日

中泰证券研究所  
专业|领先|深度|诚信


## 核心要点:

- 研究背景——金融环境的目前核心矛盾：宽货币没有传导到信用。
- 我们构建的“货币信用”分析框架：货币和金融监管政策如何；金融机构对应的行为变化；前面两者的合力形成了我国的“信用”环境。
- “货币信用”分析框架解释近期金融环境的变化：1、我国“货币信用”环境变化的三个阶段；2、金融监管下，银行等金融机构的行为变化；3、近期为什么调整货币政策和金融监管政策。
- “货币信用”分析框架展望未来：1、核心关注基建的力度。2、大概率是基建是稳经济；政策与金融机构行为的合力，改变不了经济下滑的趋势、改变不了“信用收缩”的趋势；政策能改变是斜率、速率（平稳回落）；3、我们信用收缩的模式：时间换空间，斜率较小（与美国相比）。
- “货币信用”何时能再度扩张？1、信用收缩的出清点：市场对打破刚兑、隐形担保有基本共识。2、未来信用扩张的核心：市场主体风险偏好的提升；提升来自于：一是市场主体的杠杆降到合适位置、二是制度红利的释放。



## 目录:

- 1、我国“货币信用”分析框架
- 2、“货币信用”分析框架解释近期变化：信用环境变化的三阶段
- 3、“信用环境”分析框架展望未来：趋势与斜率
- 4、“货币信用”环境“出清”，何时再次扩张？
- 5、银行股投资建议

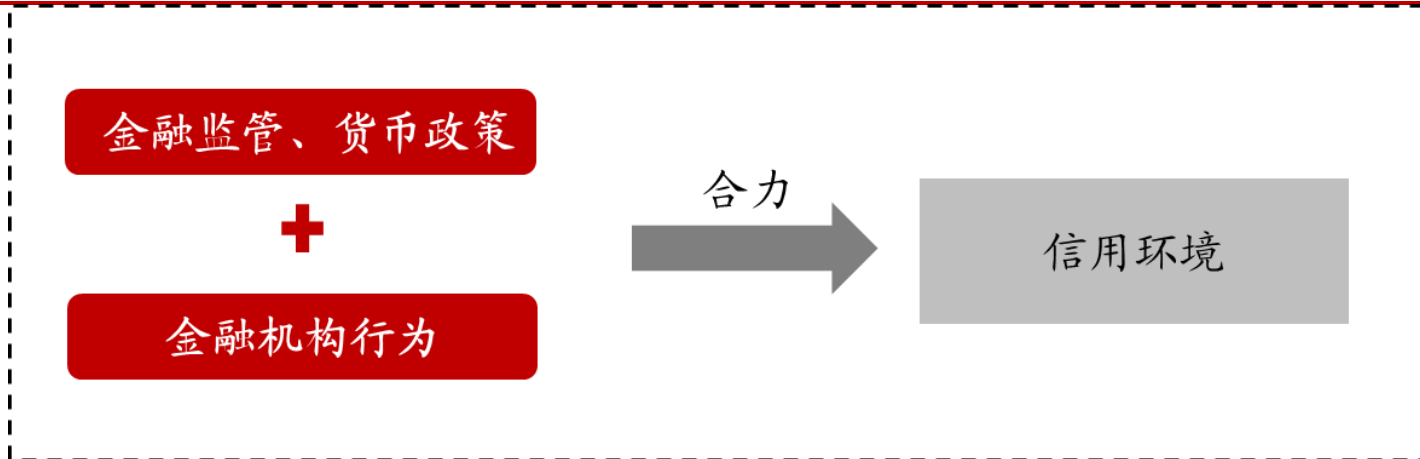


## 1、我国“货币信用”分析框架

## 货币信用的分析框架

- 1、货币政策、金融监管政策是怎样的？
- 2、金融机构（尤其是银行）的行为是如何变化的？
- 3、政策与金融机构的行为合力，构成“信用环境”

图表：信用环境的分析框架



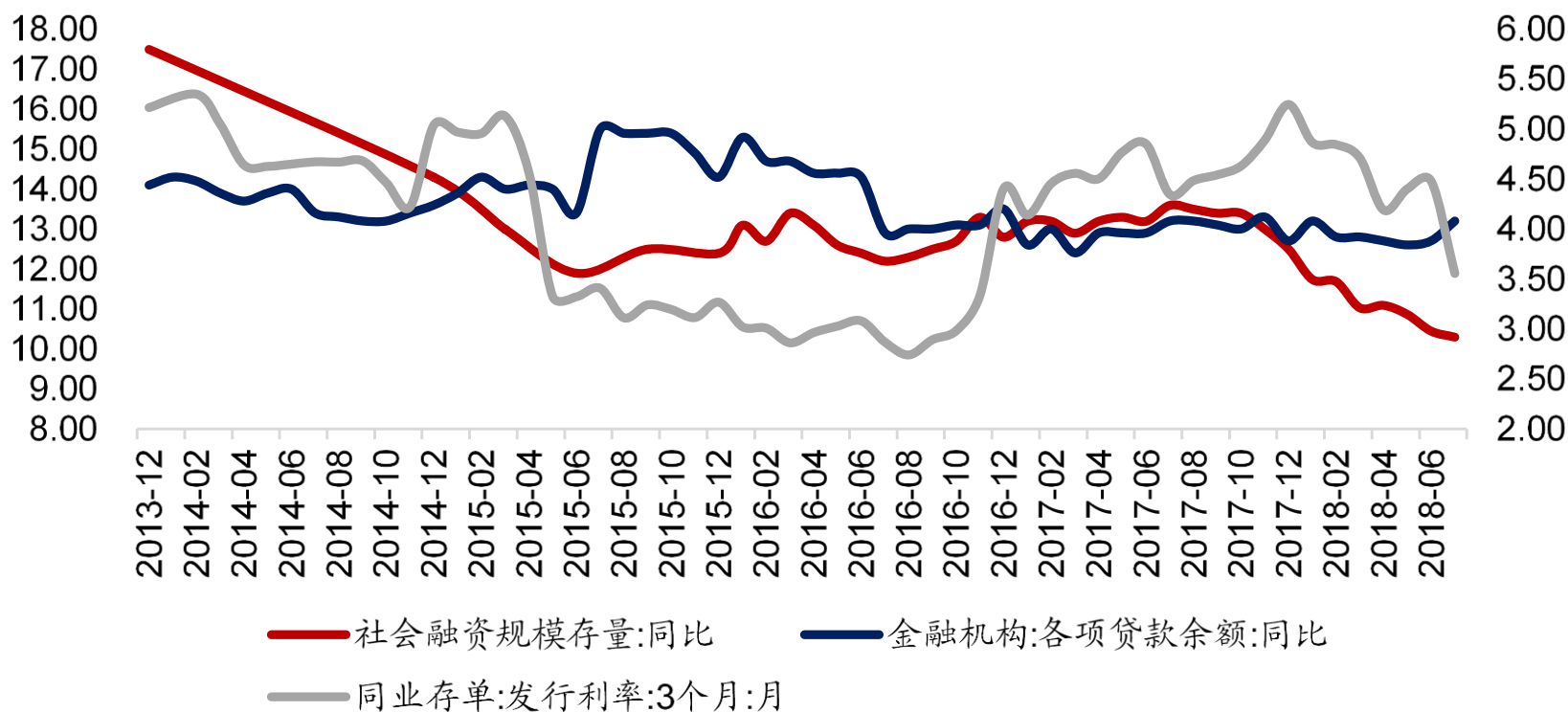
资料来源：中泰证券研究所

## 难点：如何从宽货币到“信用结构优化”？

➤以往每次的特点：宽货币必然带来宽信用

➤本次的特点：货币的宽松迟迟传导不到信用。

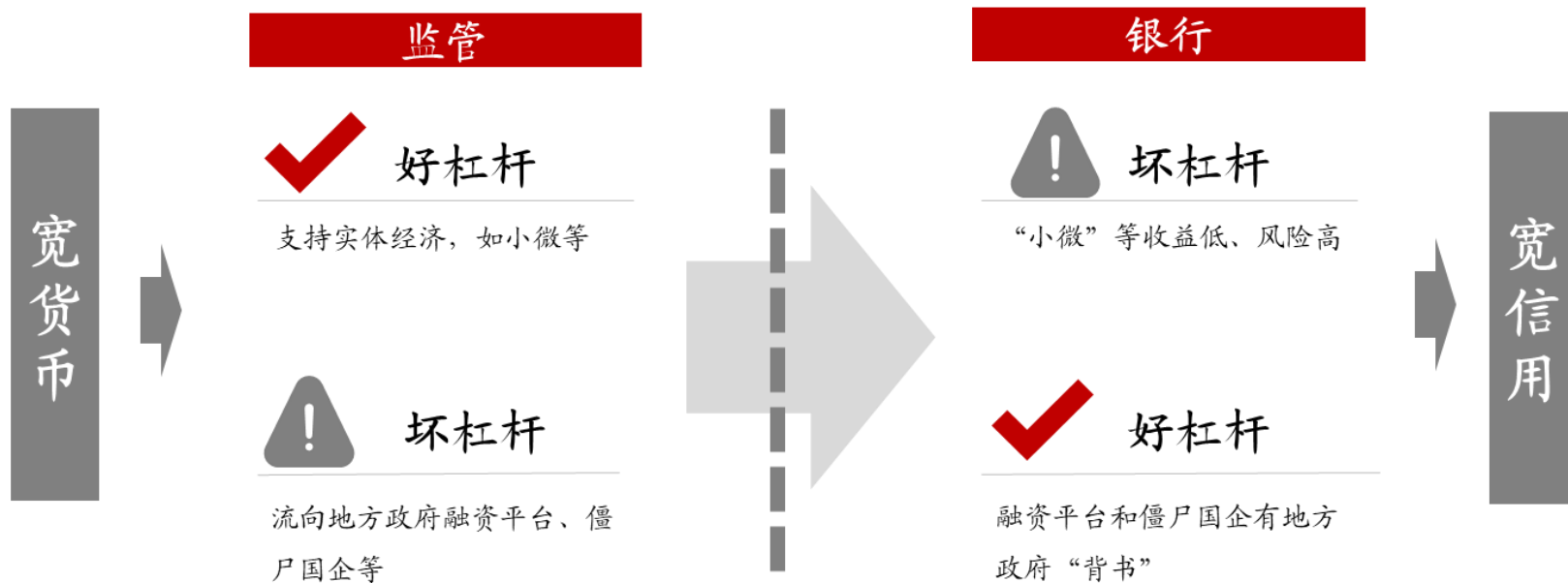
图表：金融利率与贷款、社融增速的关系



## 为什么宽货币传导不到“信用”？

- ▶ 监管的框架：“好杠杆”与“坏杠杆”
- ▶ 银行的行为也分成：“好杠杆”与“坏杠杆”
- ▶ 双方行为的矛盾：卡住了信用的扩张。

图表：宽货币传导至宽信用受到阻碍



资料来源：中泰证券研究所



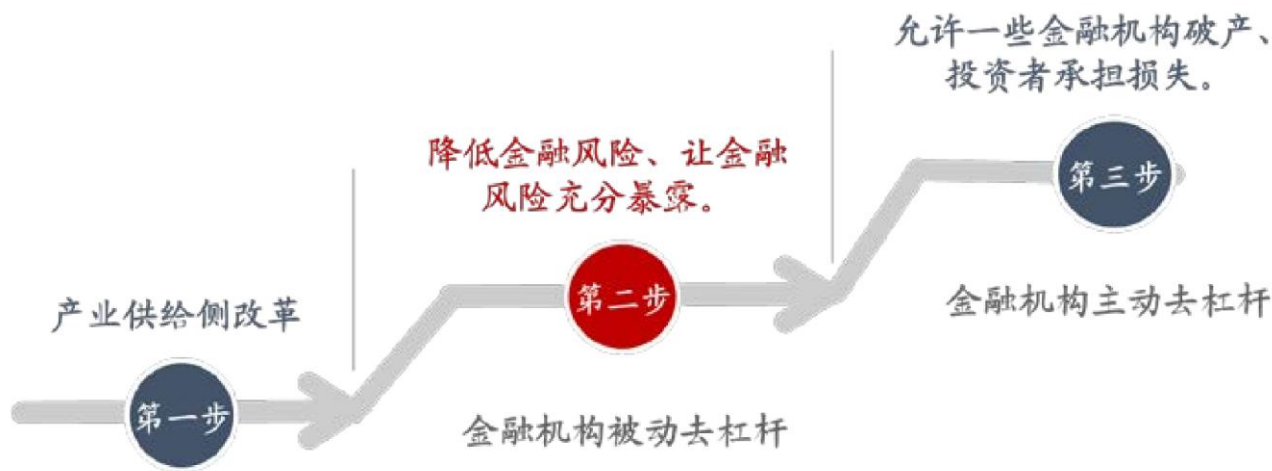
## 2、“货币信用”分析框架解释近期变化：信用环境变化的三阶段



## 本轮金融监管周期的步骤：三个步骤

- 最终目的：打破政府对金融机构的隐形兜底、打破金融机构的刚性兑付
- 第一步：通过产业的供给侧改革，排除实业的“雷”，为金融监管创造前提条件。
- 第二步：降低金融风险、让金融风险充分暴露。在隐形担保、刚兑未打破前，会采取行政手段，所谓金融强监管。
- 第三步：让某些金融机构破产、投资者承担损失。所以未来2-3年，我们会看到，某些高风险融资平台、某些国有僵尸企业也可能发生违约，所有类型的金融机构都有可能被重组，乃至破产。

图表：本轮金融监管周期三步走



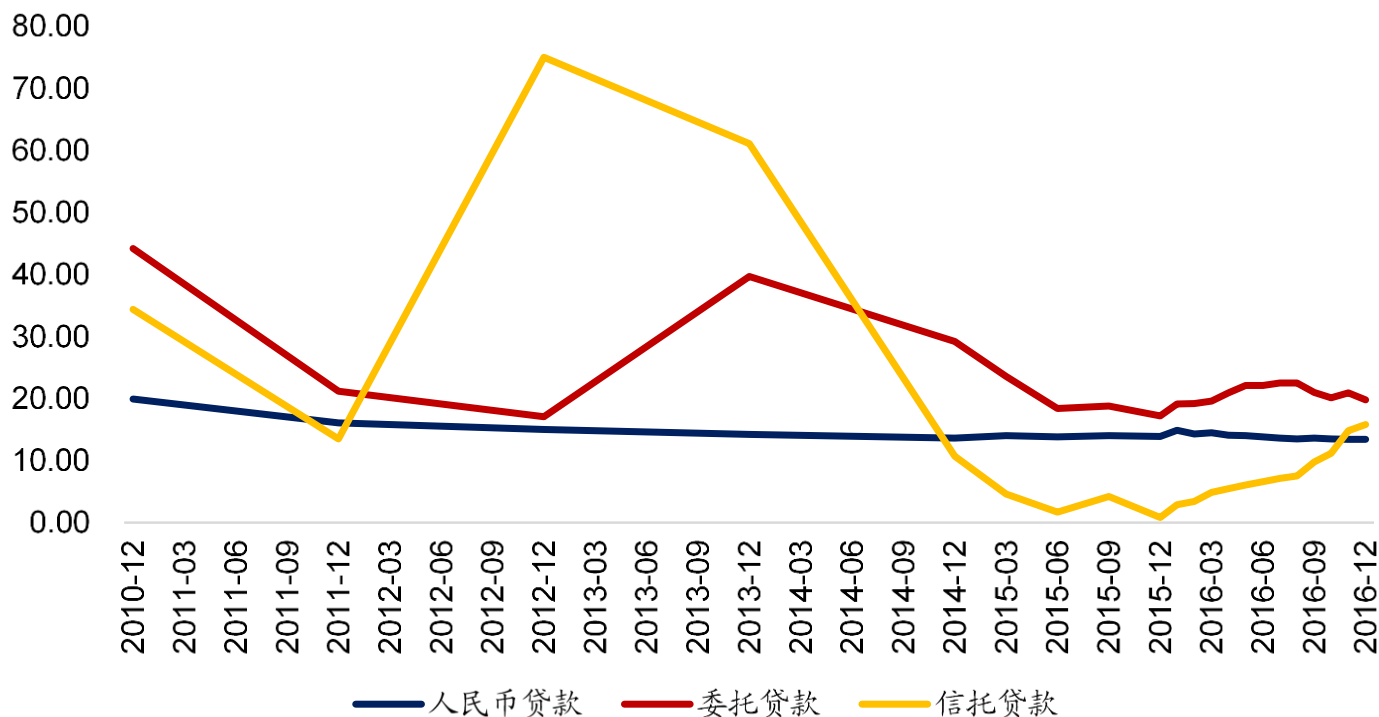
资料来源：中泰证券研究所

## 第一阶段“信用”环境：通过“影子银行”持续信用扩张

► **金融机构的行为特征：“无所畏惧”，持续扩张。** 实业的“雷”排除之前，银行仍会寻求监管套利空间，所以通过“影子银行”逃避监管，此时的金融监管是无效的。

► **时间段：2016年下半年以前**

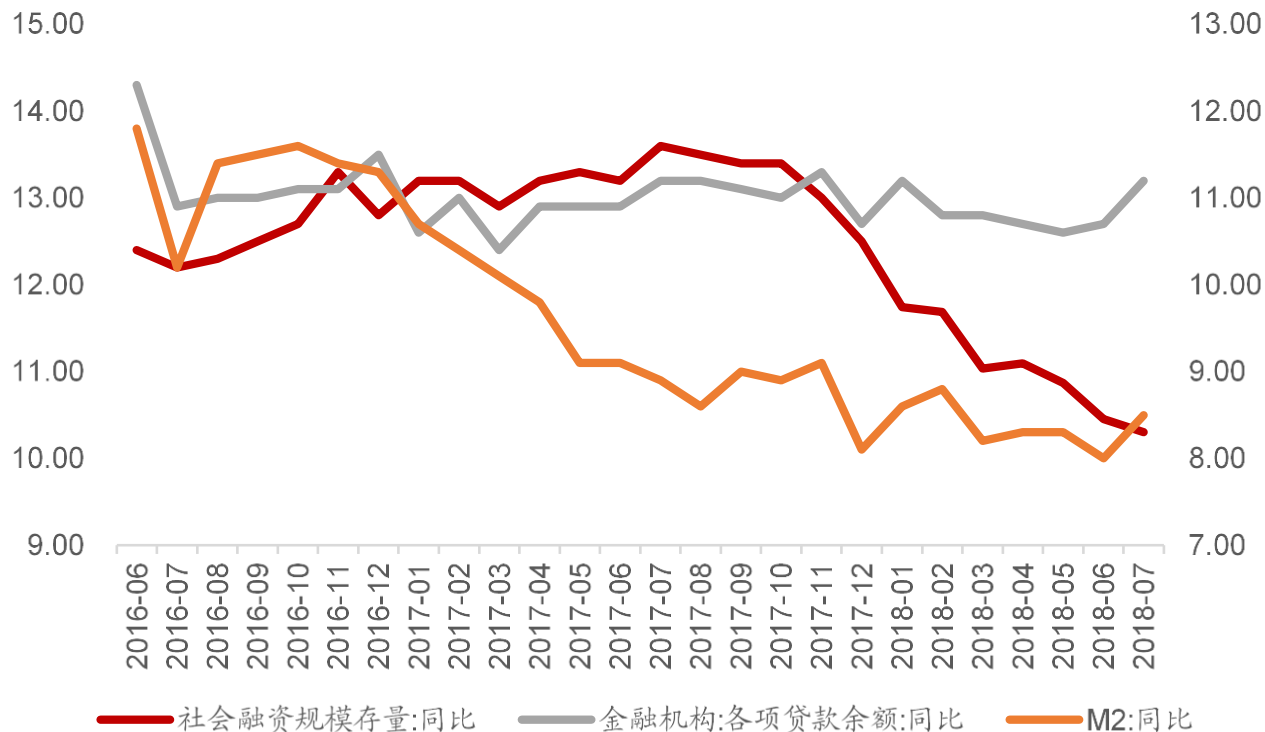
图表：第一阶段“信用”环境表外融资同比高增



## 第二阶段“信用环境”：金融机构“被动”信用收缩

- ▶什么是“被动”信用收缩？银行知道监管是来真的，采取的是“被动信用收缩”的模式：即监管要求压缩10%的非标，我就压缩10%，但压缩不会超过10%，因为信仰、预期还在。
- ▶信用收缩的状态：线性、可控、平稳
- ▶时间段：2016年下半年-2018年上半年

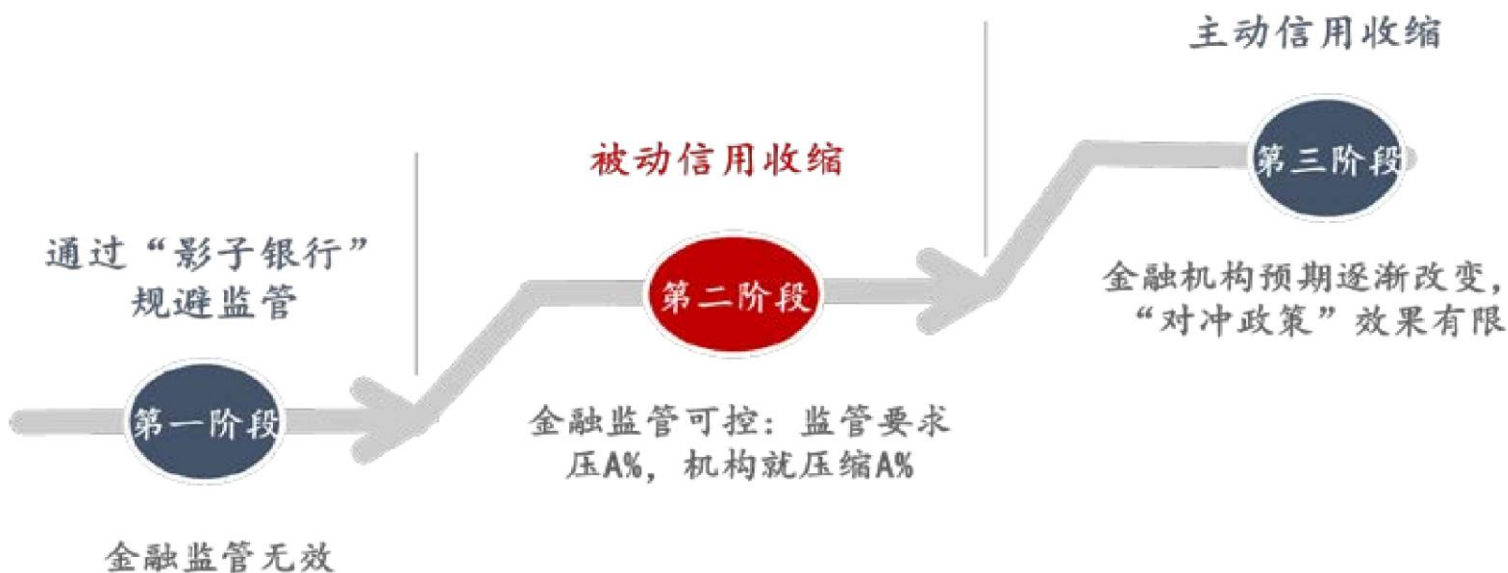
图表：第二阶段金融机构“被动信用”收缩



## 第二阶段信用收缩状态：线性、可控、平稳

- ▶ 监管政策和金融机构的“被动”信用收缩的合力：使得信用收缩的状态是线性、可控、平稳。
- ▶ 这是金融监管政策比较舒服的状态。

图表：银行在三个阶段的行为变化

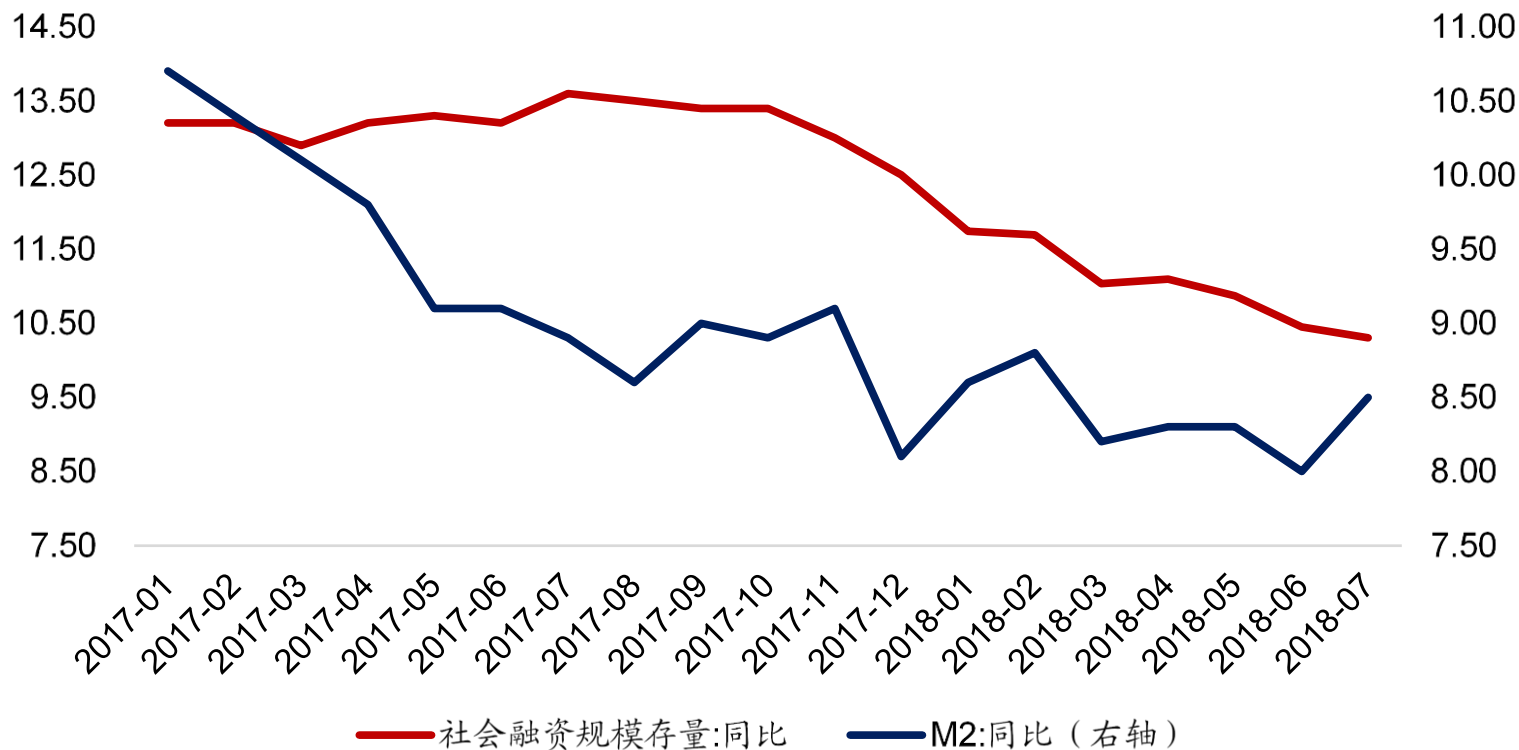


资料来源：中泰证券研究所

## 第二阶段 (part-1) : 去年, 金融机构之间的杠杆“被动”收缩

► **金融监管还在第二阶段。**去年通过金融市场利率的提升、打击金融产品空转等, 导致货币的派生乘数下降; 去年的监管结果就是“负债荒”, 体现在M2增速明显下降。去年资产端监管力度不算大, 体现在贷款和社融增速保持较高速。

图表: 17年M2增速下降明显



## 第二阶段 (part-1) :今年, 金融机构对实体经济的杠杆被动收缩

- ▶今年, 资产端的直接行政监管。从即将落地的资管新规, 到前期颁布的银信合作、委托贷款监管文件来看, 今年监管的重点是在银行资产端 (表内+表外), 手段是行政控制方式, 目的是压缩“影子银行”, 会体现在社融的增速明显下降。不同于负债端传导机制 (通过成本间接传导), 资产端监管对经济和流动性的传导更为直接和显著。
- ▶我们降杠杆: 分步骤、分节奏。

**图表: 去年年底系列文件打击“影子银行”**

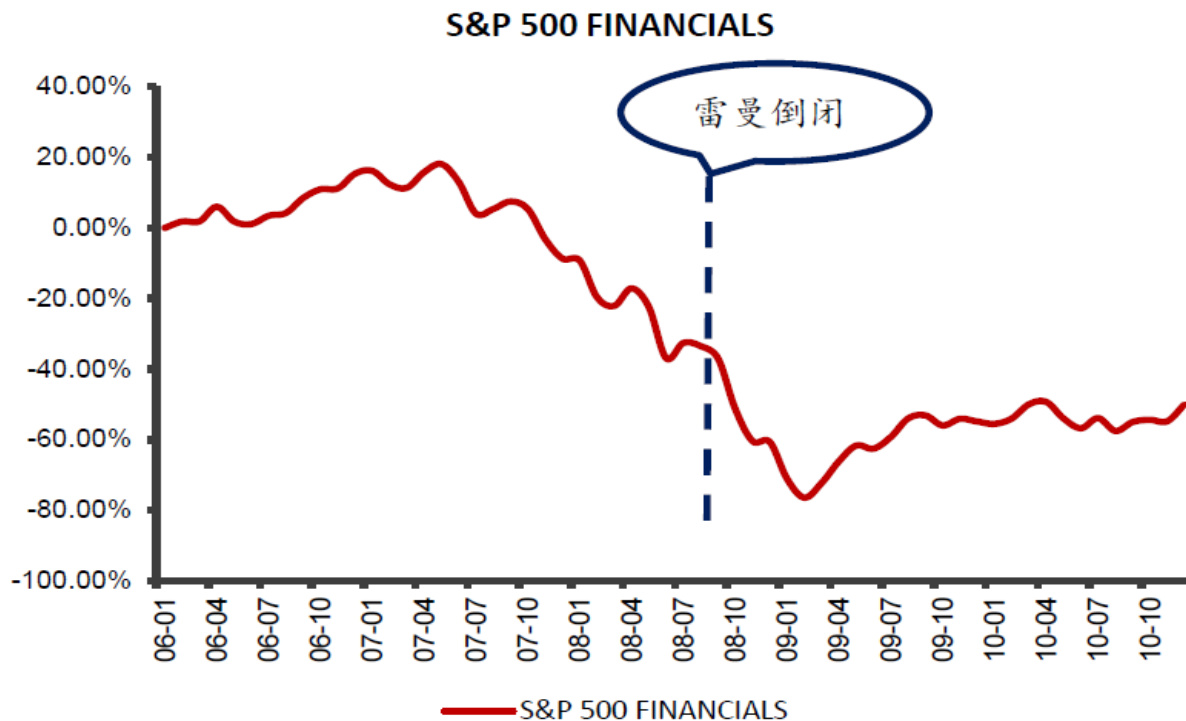
金融监管政策	相关针对业务	政策公布日期
《关于规范金融机构资产管理业务的资管新规(征求意见稿)》	表外理财	2017. 11. 17
《商业银行流动性风险管理办法(修订征求意见稿)》	同业业务(包括表内非标)	2017. 12. 6
《关于规范银信类业务的通知》(55号文)	表内银信合作	2017. 12. 22
《规范债券市场参与者债券交易业务的通知》(302号文)	同业业务	2018. 1. 4
《商业银行大额风险暴露管理办法(征求意见稿)》	同业资产	2018. 1. 5
《商业银行委托贷款管理办法》	表外通道业务	2018. 1. 6
《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	8个维度、22个方面市场乱象	2018. 1. 13

来源: 中泰证券研究所

## 第三阶段：金融机构“主动”信用收缩

- ▶什么是“主动”信用收缩？第三阶段，金融机构的预期会逐渐改变，信仰会一点点瓦解；此时的金融机构会体现为主动去杠杆，“对冲政策”效果有限。
- ▶信用收缩的状态：非线性、不可控、负向
- ▶时间段：2018年下半年

图表：雷曼倒闭时金融机构“主动”信用收缩

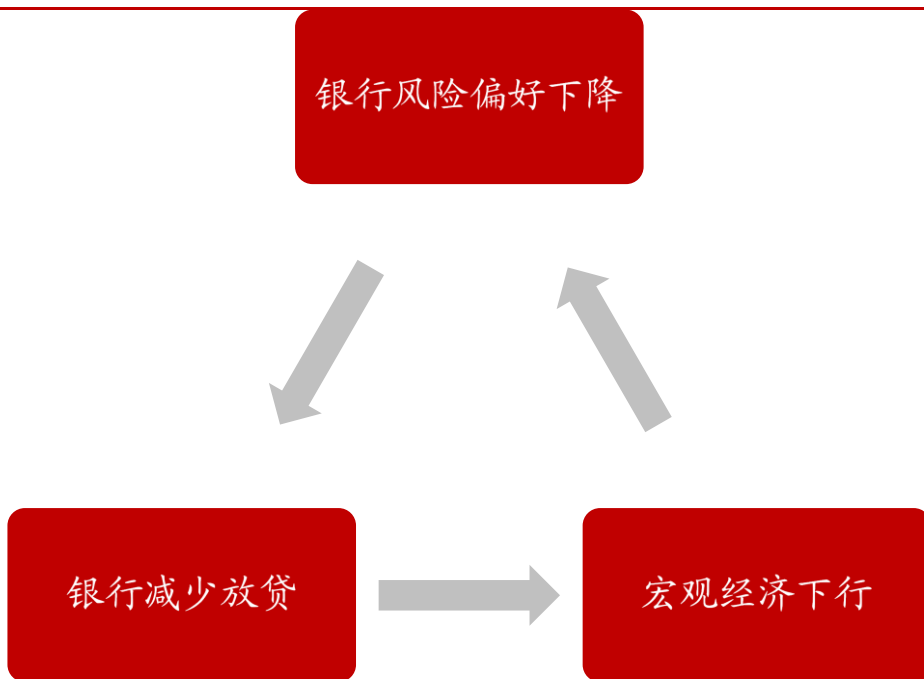


资料来源：Wind，中泰证券研究所

## “主动”信用收缩解释了近期的“宽货币和稳杠杆”

- 监管政策和金融机构的“主动”信用收缩的合力：收缩是非线性、不可控、负向循环
- 主动信用收缩具有负向循环关系：负向机理见下图，容易造成金融风险的不可控，所以政策必须调整。

图表：主动信用收缩负向循环机理



资料来源：中泰证券研究所



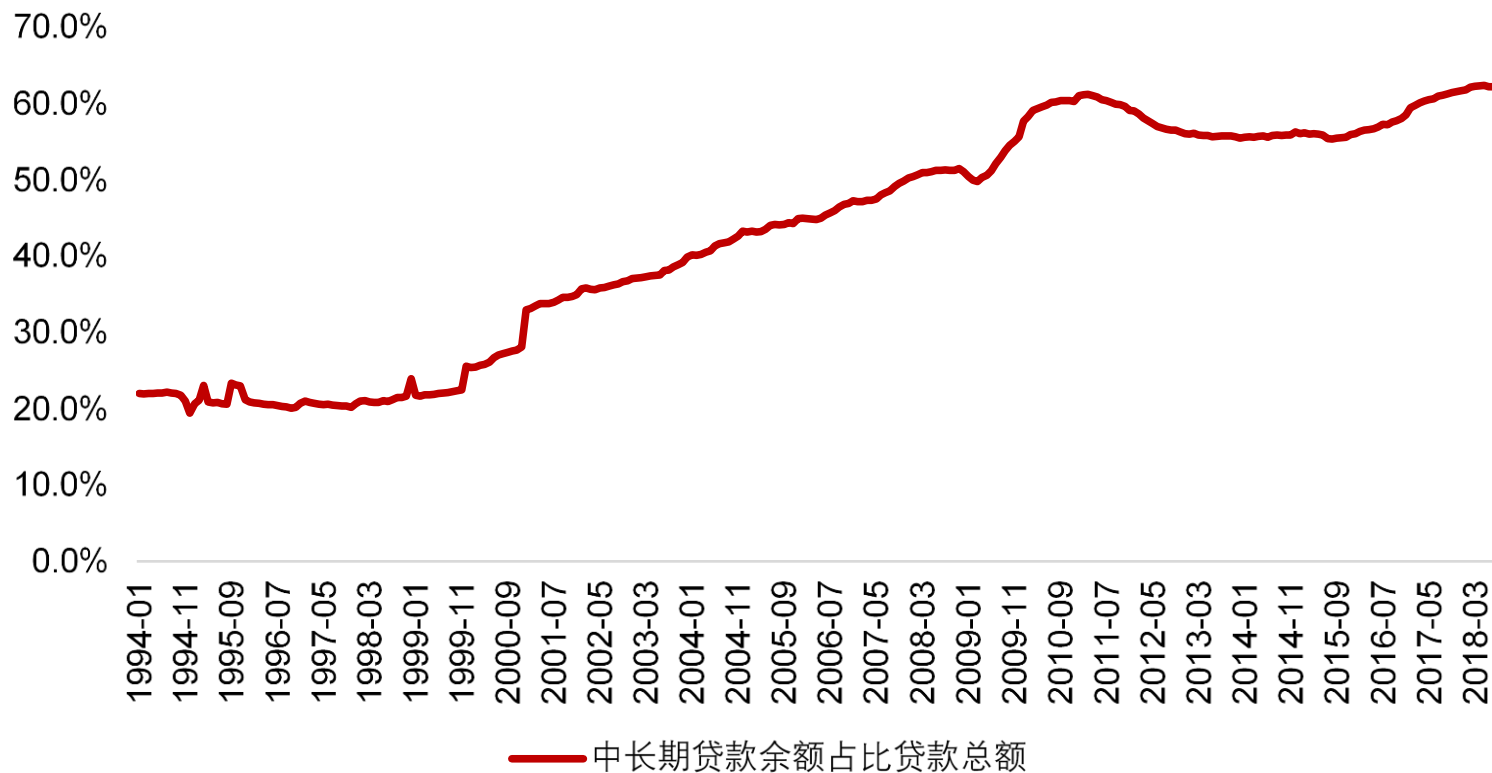


### 3、“信用环境”分析框架展望未来：趋势与斜率

## 基建大投入：信用扩张再启

- “宽信用”主要看对基建的宽松程度：基建大放，银行重启信用扩张之路。
- 银行风险偏好上升，监管与金融机构行为的合力：重启扩张之路

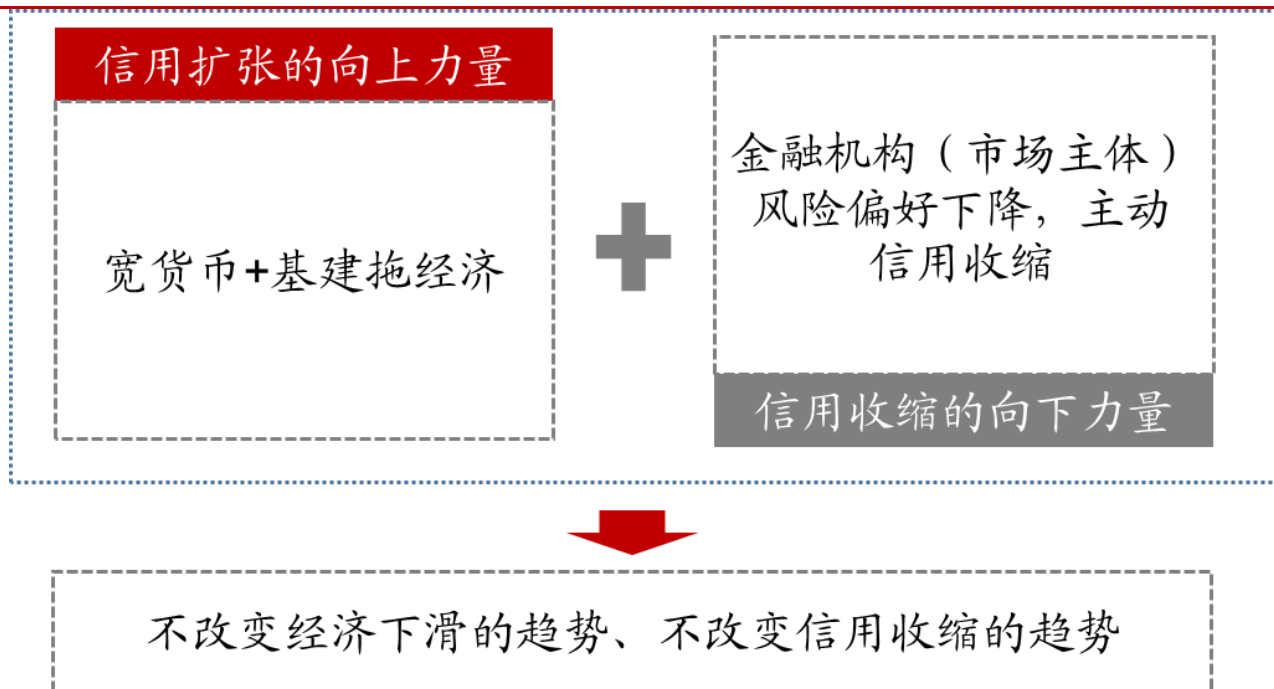
图表：中长期贷款余额占比总贷款



## 基建“小松”：两种力量的博弈

- 信用扩张的向上力量：宽货币、基建拖经济
- 信用收缩的向下力量：金融机构（市场主体）风险偏好下降，主动信用收缩
- 政策与金融机构合力的结果：不改变经济下滑的趋势，不改变信用收缩的趋势，改变的速度和斜率

图表：信用环境两种力量的合力



## 基建“小松”是大概率：不改变趋势，改变的速度和斜率

- 我们预计金融政策是“小松”，不是“大松”：理解政策的底层思维的差异。
- 政策能做到的：平稳向下的趋势。金融机构的风险厌恶度开始上升，信用主动收缩还在初期。金融监管力度的调整会缓解压力，对市场和经济有短期修复作用，但不改变总体收缩的趋势。

图表：中国政府部门债务规模、结构与负债率（亿元）

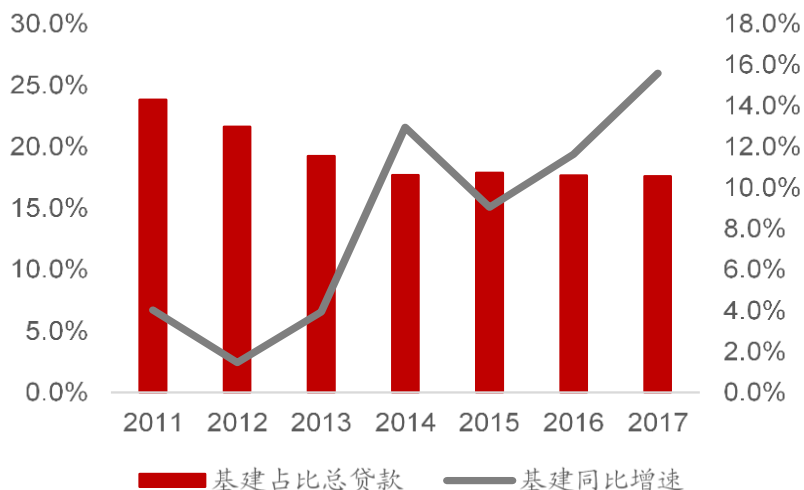
年份	中央政府债务		地方政府显性债务		地方政府隐性债务		政府部门总债务	政府部门总负债率
	总额	占比	总额	占比	总额	占比		
2012年	77566	33.09%	88379	37.70%	68484	29.21%	234429	43.38%
2013年	86747	31.50%	105990	38.49%	82667	30.02%	275404	46.27%
2014年	95655	30.74%	121554	39.06%	94002	30.21%	311211	48.33%
2015年	106600	29.16%	150765	41.25%	108142	29.59%	365507	53.04%
2016年	120067	25.01%	166026	34.58%	194042	40.41%	480135	64.57%
2017年	134770	24.23%	185838	33.40%	235718	42.37%	556326	67.26%

资料来源：《中国政府债务规模究竟几何》，中泰证券研究所

## 未来信用趋势判断：基建的投入情况

- 未来，银行贷款投向：高等级基建、小微企业。
- 基建是未来银行贷款业务的重头，大中型银行又是其中主力（中小银行受限于资本和风险暴露）。中央财政支持的项目，是大型银行优先选择，其次是省级（计划单列市）；低等级的基建，银行资金支持力度有限。
- 小微企业融资会超高速增长，行政力量作用大，预计未来贷款户数会超预期，贷款类型以3个月-6个月流动性贷款为主（避免资金漏损）。但小微金融对贷款总量贡献，比不上基建（单个金额小）。

图表：基建贷款占比及增速



图表：小微企业贷款占比及增速



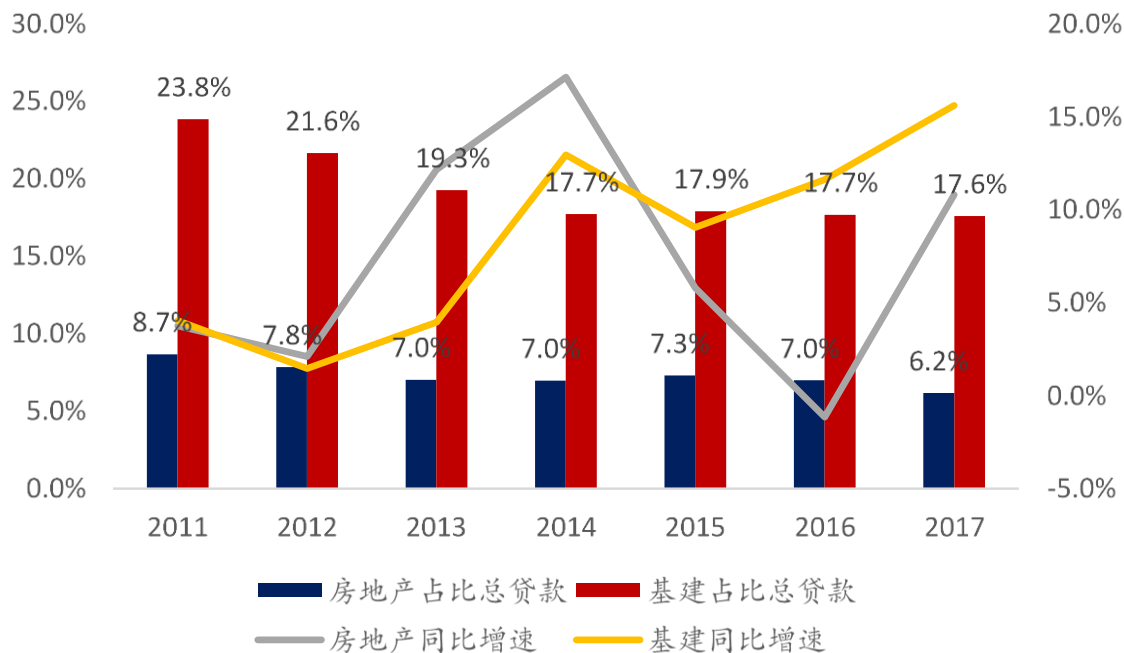
来源：银监会，中泰证券研究所

来源：银监会，中泰证券研究所

## 定向是前提，宽松是基调

- “宽松”鼓励放贷。央行提供宽松的货币政策，银监“逼着”银行为实体经济提供贷款。
- 政策前提是“定向”。政策会严控资金流入地产和低级别地方政府平台，否则会导致畸形的经济结构，未来隐含更大的风险。
- 如果“定向”不成功，“宽松”就得放弃。政策空间有限，必须要求“精准调控”。

图表：房地产、融资平台的贷款增速和占比（老16家上市银行表内数据）



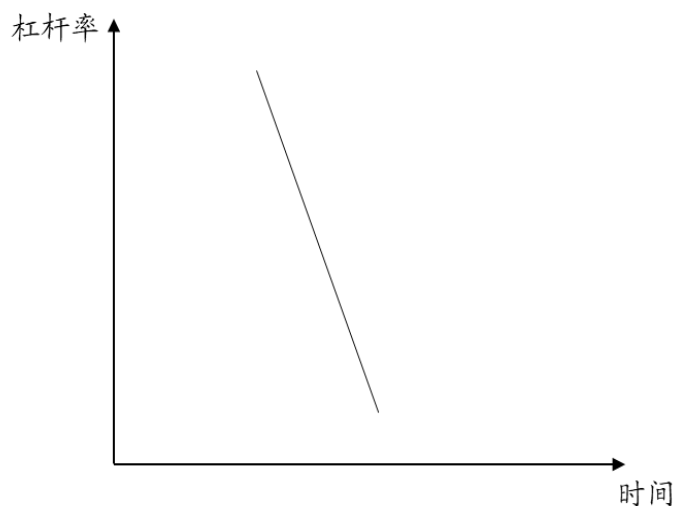
注：基建为水利+交运+电力

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

## 我们去杠杆的模式与美国比较：时间换空间

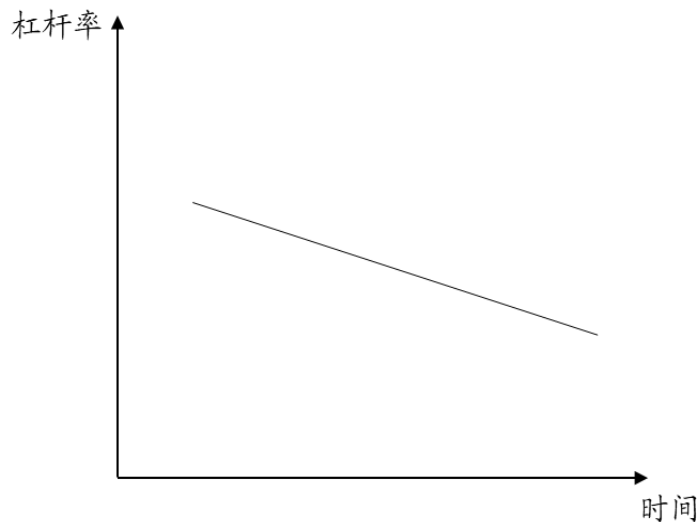
- 美国**07-08年**去杠杆的模式：快速市场化出清（优点），短期惨烈而痛苦（缺点）
- 我们去杠杆的模式：时间换空间。相对比较平稳（优点），时间会比较长（缺点）

图表：美国去杠杆模式（07-08年）




来源：中泰证券研究所

图表：中国去杠杆模式（未来）



来源：中泰证券研究所



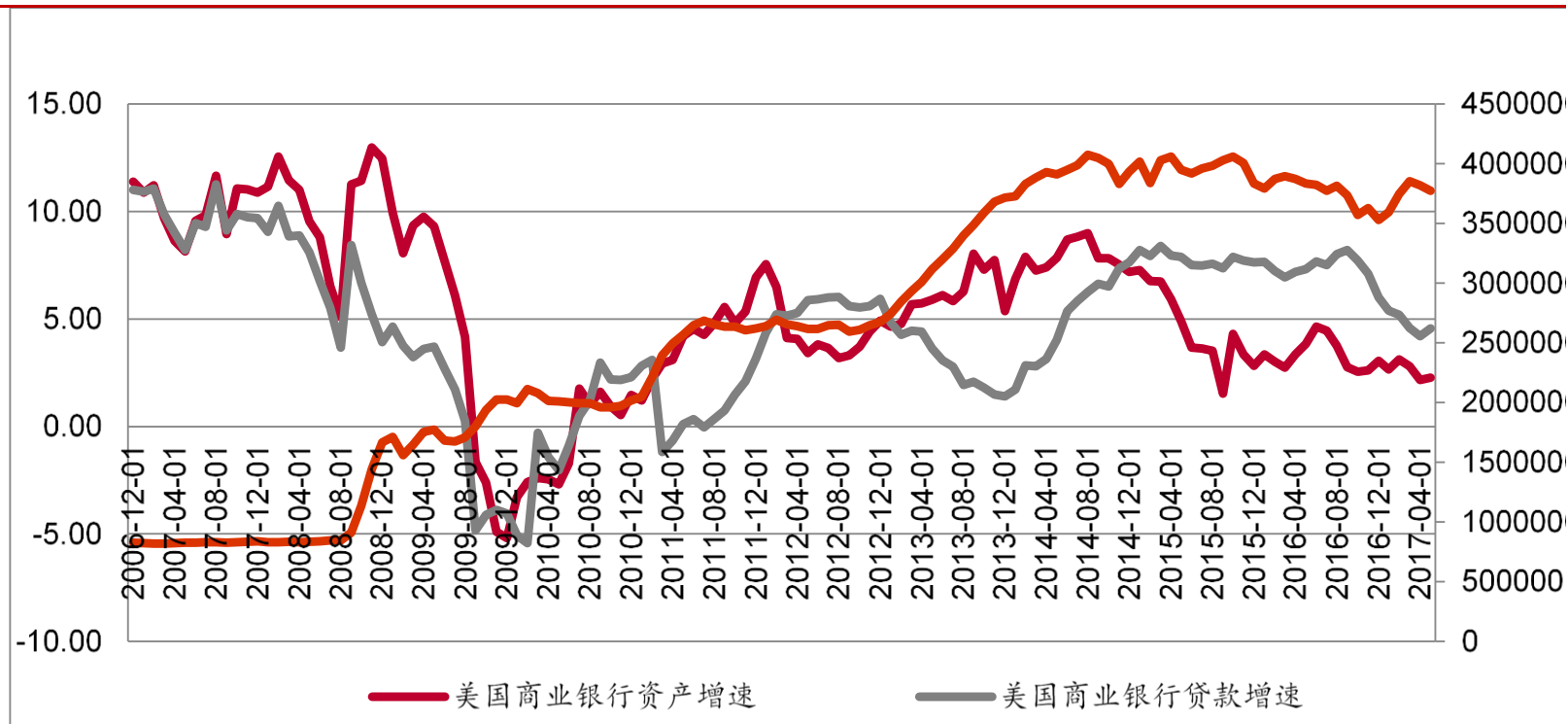
4、“货币信用”环境“出清”，何时再次扩张？



## 国际比较看商业模式：次贷危机后，美国的银行业表现

- ▶与美国类比：美国金融危机后货币基础余额猛增，但商业银行资产增速较低。
- ▶作为市场化的商业主体，美国银行业在经济偏弱时，不会主动的进行资产负债表的扩张。

图表：美国商业银行资产规模扩张速度有限

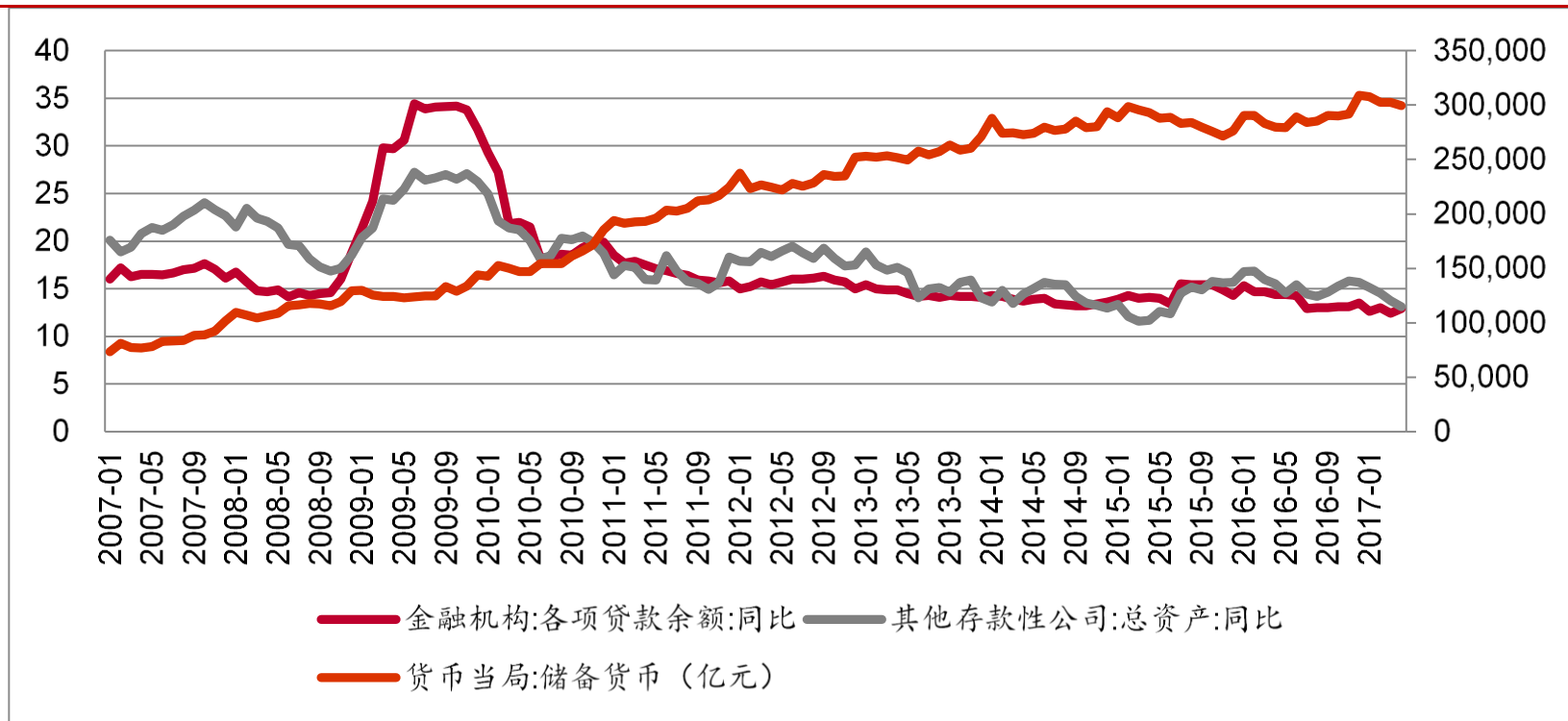


资料来源：Wind，中泰证券研究所

## 次贷危机后，我国的银行业持续加杠杆？

▶ **三轮加杠杆**：第一轮在08-09年，受经济刺激政策影响，银行资产规模攀升，主要由政府和地方融资平台逆市场融资带动；（**政府推动**）第二轮在12-13年，绕开表内非标监管，以买入返售为代表的同业业务扩张带动资产扩张；（**大中型银行推动**）第三轮在14-16年，以同业存单-同业理财-非银委外的同业链条创新带动银行资产规模扩张（**中小银行、非银金融机构推动**）

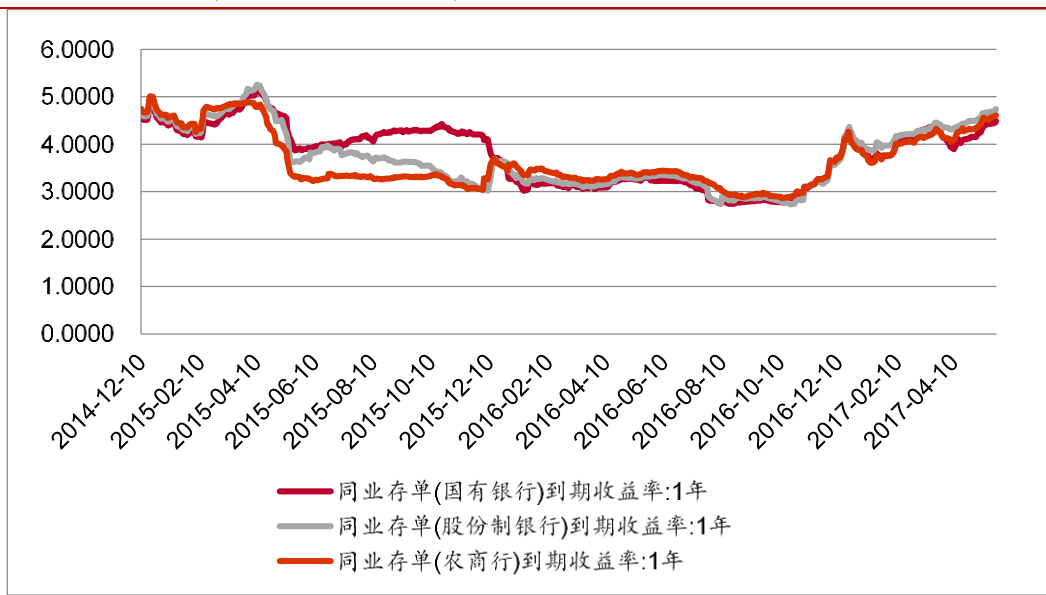
图表：中国金融机构资产持续扩张



## 我们银行商业模式：基于政府的隐形担保的加杠杆

- 资管产品为何大规模扩张？政府隐形担保，使得银行和非银机构都默认交易对手无风险。
- 中小银行为何通过大额存单主动负债？政府信用担保，使得大银行和中小银行在同业存单发行利率接近。
- 资金为什么最终流向集中？资金多数流向房地产、国有企业和融资平台（政府信用背书）。

图表：大银行和中小银行 CD 发行利率接近



资料来源：Wind，中泰证券研究所

理财资金行业配置情况

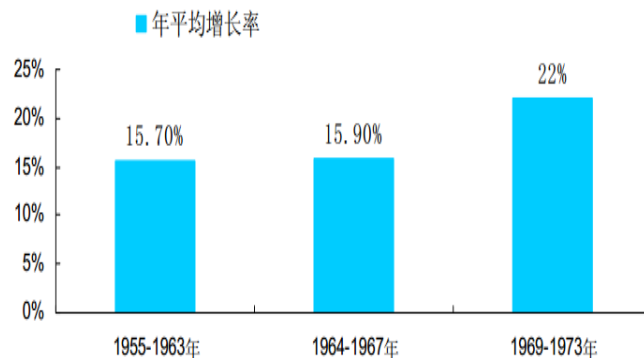
	2015	1H16
土木工程建筑业	12.79%	14.21%
公共设施管理业	12.30%	11.68%
房地产业	9.68%	13.06%
道路运输业	6%	5.68%
电力、热力生产和供应业	5.65%	6.78%

# 长时间维度的国际比较：才能看清“担保”金融模式的周期

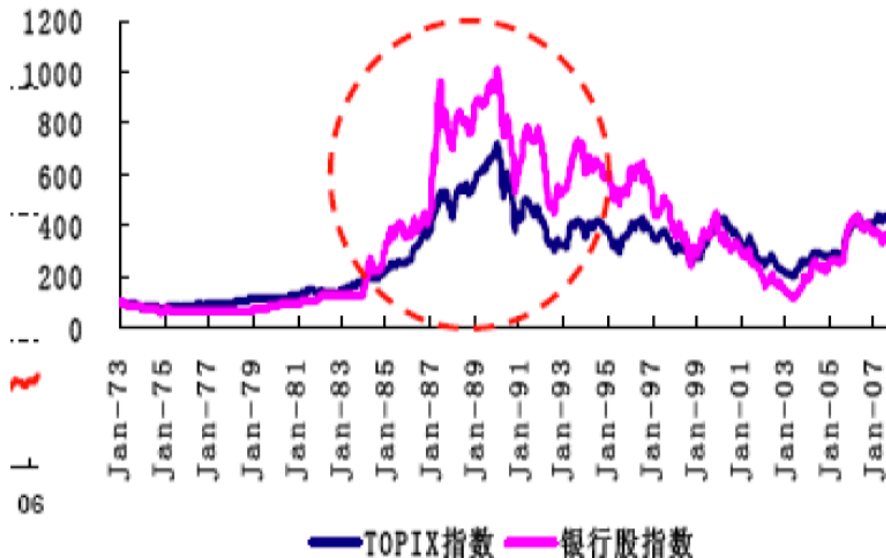
▶未来看清这种“担保”模式的周期，我们比较了欧美银行业和东亚银行业一百多年的发展历史。

▶日本二战后到90年之前的银行业模式与我们有些相像。

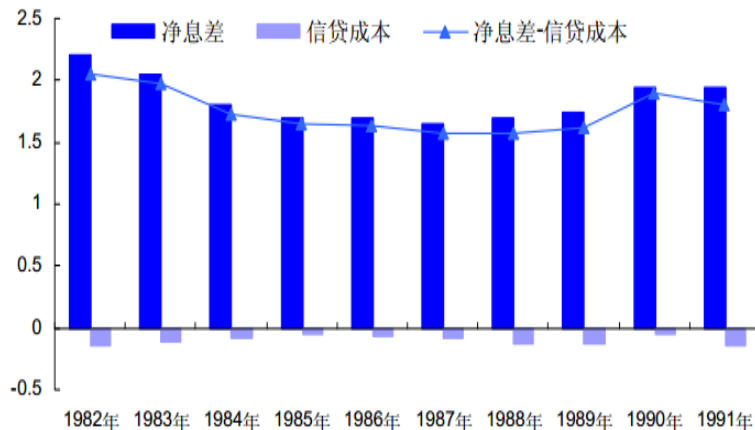
50年代至70年代初 ----- 高利润高增长阶段



日本银行股和大盘走势比较图



70年代中期至80年代末-----利差开始下降、低信贷成本阶段

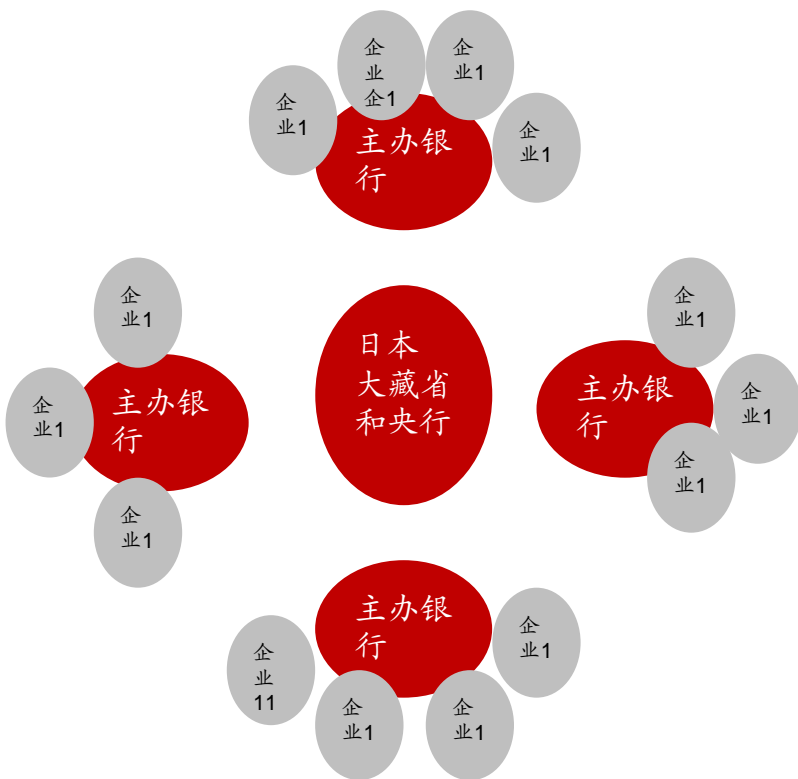


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

# 日本银行业的90年代金融制度与我们的相似：互相担保

日本担保的金融制度分析：银行是“主办银行”；政府是“金融护卫队”

## 日本主银行制



## 日本利率市场化和金融自由化

表：日本银行业的金融自由化和利率市场化进程

1975年	创办的可转让定期存款。
1978年	开始采用公募拍卖方式来发行国债。国债成为一种重要的自由利率金融商品。
1980年	允许外汇交易自由化，企业开始通过海外债券筹资。
1985年	10亿日元以上大宗定期存款利率自由化，创办的市场利率联动型存款。
1987年	企业允许发行商业票据，1990年末其余额达到了15.7万亿日元。
1989年	引入小额浮动利率定期存款（MMC），将浮动利率定期存款的金额限制下降到300万日元
1994年	结算帐户存款以外的所有活期和定期存款利率都实现自由化

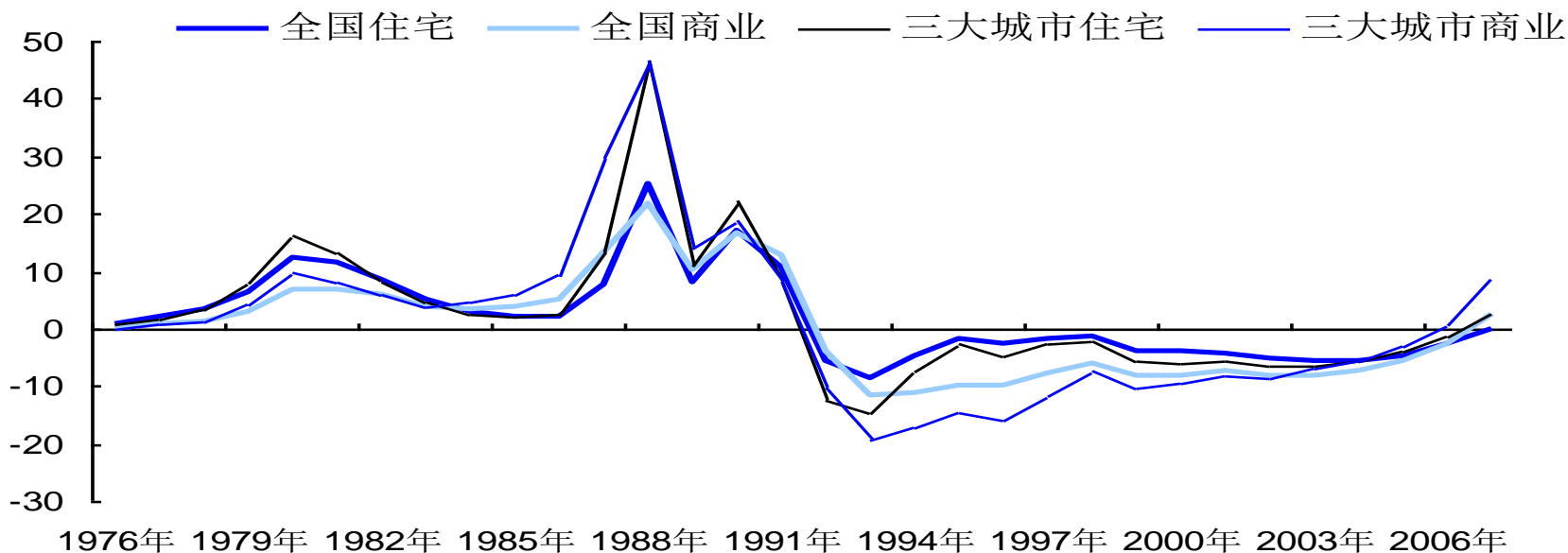
29

## 日本银行业这个周期三个特点

### ➤ 该类体制的特点:

- 1、有小风险，大家互相支持，能共渡难关；发展持续的时间比较长（日本四十多年）
- 2、有隐形兜底后，该类体制会在某方面做到极致（日本是房地产：东京片区买下美国）
- 3、系统性风险来时，谁也躲不掉。而且，发展持续时间越长，蕴含的风险就越高，危机导致危害就越大。（日本是“迷失的十年”）

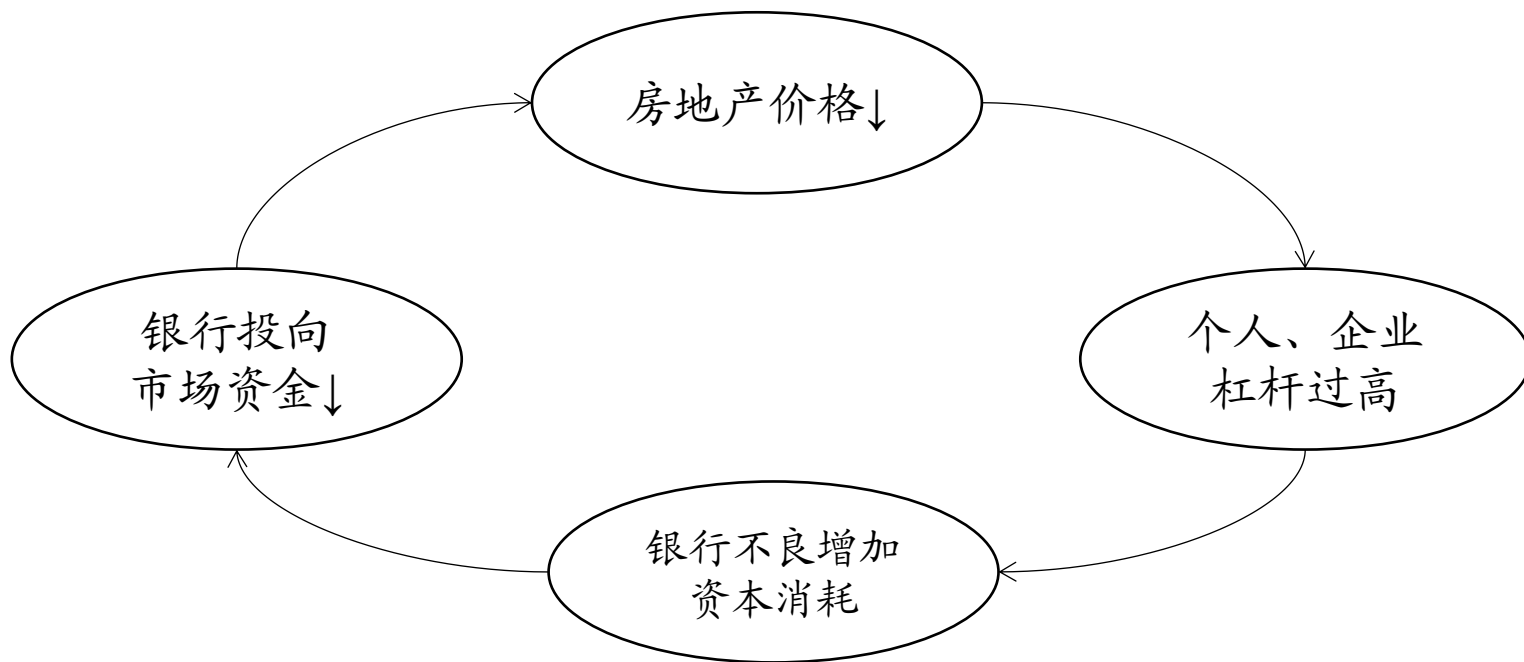
### 日本土地价格：东京地区买下整个美国区域



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

## 日本系统性风险的崩塌：这就是“灰犀牛”、这就是“明斯基”

- 利率上升是催化剂，杠杆率过高是前提
- 个人、企业资产负债表恶化；银行资产负债表恶化
- 恶性循环导致系统性风险爆发



## 什么时候是“信用收缩”环境“出清”？

- 市场有基本共识：一切类型的企业都是有可能违约的，包括国企、融资平台。
- 市场有基本共识：一切类型的金融机构都不是政府“兜底”的。
- 杠杆率降到多少不重要，重要的是打破“套利”的机制。

“做生意是要有本钱的”

“借钱是要还的”

“投资是要承担风险的”

“做坏事是要付出代价的”

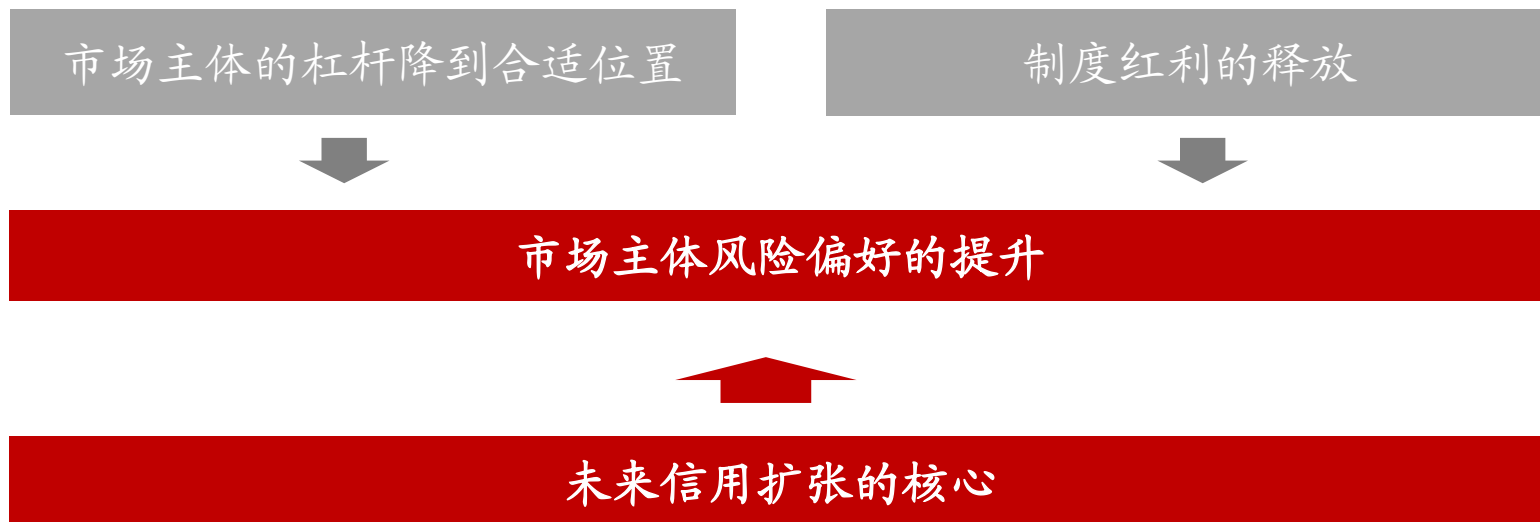
——“健全系统性金融风险防范体系”专题协商会





## “货币信用”何时再度扩张？

- 未来信用扩张的核心：市场主体风险偏好的提升。
- 市场主体风险偏好提升来自于两点：一是市场主体的杠杆降到合适位置、二是制度红利的释放。



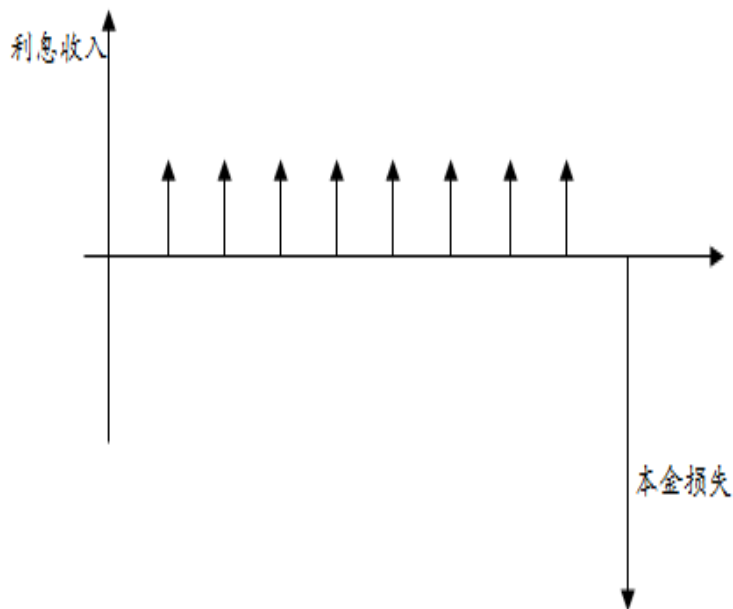


## 5、银行股投资建议

## “大放”对银行股“短多长空”

► “大放”对银行股“短多长空”：银行股短期跟随周期股上涨，但对于中长期资产质量担忧，会抑制其中长期上涨。银行投资逻辑：更看重中长期的宏观经济。

图表：违约时银行收益图



资料来源：中泰证券研究所

图表：工行贷款重定价（2016年，单位：百万元）

	逾期即时偿还	1个月内	1-3个月	3个月-1年	1-5年	5年以上	无期限	合计
余额	62,087	874,345	774,633	2,785,447	2,970,082	5,144,336	156,404	12,767,334
占比	0.49%	6.85%	6.07%	21.82%	23.26%	40.29%	1.23%	100%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

# 基建“小放”对银行股：安全边际高

- 1、对银行股短期利好不明显，但低估值给银行很高安全边际。
- 2、如果中国经济经过压力测试，由于折价的银行估值包含了对经济很悲观预期；届时，银行股会迎来估值修复行情。

	PB(17年)	隐含的不良率(18年)	实际不良率(2017)	关注+不良(2017)
工商银行	0.94	8.16%	1.55%	5.50%
建设银行	0.98	6.86%	1.49%	4.32%
农业银行	0.86	11.01%	1.81%	5.08%
中国银行	0.74	13.09%	1.45%	4.36%
交通银行	0.67	15.13%	1.46%	4.39%
招商银行	1.57	-5.97%	1.61%	3.21%
中信银行	0.79	10.75%	1.68%	3.82%
浦发银行	0.80	11.15%	2.14%	5.42%
民生银行	0.58	16.85%	1.71%	5.77%
兴业银行	0.81	13.92%	1.59%	3.90%
光大银行	0.69	14.10%	1.59%	4.56%
华夏银行	0.65	13.53%	1.76%	6.36%
平安银行	0.77	10.85%	1.70%	5.40%
北京银行	0.91	9.84%	1.24%	2.80%
南京银行	1.07	6.95%	0.86%	2.50%
宁波银行	1.64	-9.69%	0.82%	1.50%
江苏银行	0.79	11.89%	1.41%	3.95%
贵阳银行	1.11	7.35%	1.34%	4.53%
杭州银行	0.70	16.85%	1.59%	4.44%
上海银行	0.69	21.55%	1.15%	3.23%
成都银行	1.15	4.47%	1.70%	4.44%
江阴银行	1.09	4.55%	2.39%	/
无锡银行	1.42	-5.66%	1.38%	2.87%
常熟银行	1.21	1.59%	1.14%	3.80%
吴江银行	1.12	2.65%	1.64%	7.85%
张家港行	1.26	-1.79%	1.78%	8.20%
上市银行	<b>0.96</b>	<b>7.55%</b>	<b>1.59%</b>	<b>4.67%</b>
国有行	<b>0.84</b>	<b>10.86%</b>	<b>1.56%</b>	<b>4.80%</b>
股份行	<b>0.83</b>	<b>10.86%</b>	<b>1.73%</b>	<b>4.63%</b>
城商行	<b>1.01</b>	<b>7.50%</b>	<b>1.23%</b>	<b>3.20%</b>
农商行	<b>1.22</b>	<b>0.18%</b>	<b>1.61%</b>	/

## 银行估值表

	P/E		P/B		ROE		股息率	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
工商银行	6.46	6.12	0.82	0.75	13.2%	12.5%	4.71%	4.98%
建设银行	6.56	6.22	0.87	0.79	13.5%	13.0%	4.59%	4.89%
农业银行	6.24	5.80	0.77	0.70	13.1%	12.4%	4.92%	5.29%
中国银行	5.89	5.50	0.65	0.60	11.6%	11.2%	5.32%	5.69%
交通银行	5.84	5.45	0.62	0.57	10.6%	10.4%	5.36%	5.72%
招商银行	8.70	7.80	1.36	1.20	15.6%	15.7%	3.48%	3.94%
中信银行	6.72	6.43	0.71	0.65	10.3%	9.9%	3.83%	4.00%
浦发银行	5.45	5.18	0.70	0.62	12.4%	11.5%	1.14%	1.19%
民生银行	5.10	4.78	0.63	0.56	12.8%	12.2%	2.96%	3.16%
兴业银行	5.37	5.17	0.70	0.63	13.2%	12.3%	4.42%	4.59%
光大银行	6.06	5.61	0.66	0.60	10.6%	10.5%	3.45%	3.71%
华夏银行	4.90	4.65	0.57	0.51	11.5%	10.9%	2.13%	2.24%
平安银行	7.17	6.69	0.76	0.69	10.6%	10.3%	1.45%	1.55%
北京银行	7.40	6.80	0.82	0.74	10.9%	10.8%	3.02%	3.27%
南京银行	5.64	4.89	0.89	0.77	15.4%	15.4%	3.69%	4.23%
宁波银行	7.47	6.37	1.28	1.10	17.8%	17.7%	2.73%	3.20%
江苏银行	5.89	5.27	0.70	0.62	11.4%	11.4%	3.13%	3.47%
贵阳银行	5.60	4.85	0.91	0.78	19.0%	18.5%	3.55%	4.11%
杭州银行	9.36	7.93	0.85	0.77	8.9%	8.7%	2.66%	3.04%
上海银行	7.22	6.62	0.91	0.81	11.5%	12.0%	3.47%	3.98%
成都银行	6.86	6.03	1.01	0.89	16.3%	15.7%	3.36%	3.82%
江阴银行	11.37	10.69	0.98	0.92	8.1%	8.0%	1.64%	1.72%
无锡银行	11.82	10.76	1.29	1.18	11.3%	11.3%	2.28%	2.51%
常熟银行	9.04	7.87	1.12	1.01	12.9%	13.3%	3.47%	3.99%
吴江银行	10.86	9.47	0.99	0.91	9.4%	10.0%	1.87%	2.14%
张家港银行	12.15	10.90	1.09	1.01	9.3%	9.4%	1.87%	2.09%
<b>上市银行平均</b>	<b>7.35</b>	<b>6.69</b>	<b>0.87</b>	<b>0.78</b>	<b>12.4%</b>	<b>12.1%</b>	<b>3.25%</b>	<b>3.56%</b>
<b>国有银行</b>	<b>6.20</b>	<b>5.82</b>	<b>0.78</b>	<b>0.68</b>	<b>12.4%</b>	<b>11.9%</b>	<b>4.98%</b>	<b>5.31%</b>
<b>股份银行</b>	<b>6.18</b>	<b>5.79</b>	<b>0.76</b>	<b>0.68</b>	<b>12.1%</b>	<b>11.7%</b>	<b>2.86%</b>	<b>3.05%</b>
<b>城商行</b>	<b>6.93</b>	<b>6.09</b>	<b>0.92</b>	<b>0.81</b>	<b>13.9%</b>	<b>13.8%</b>	<b>3.20%</b>	<b>3.64%</b>
<b>农商行</b>	<b>11.05</b>	<b>9.94</b>	<b>1.09</b>	<b>1.01</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.4%</b>	<b>2.22%</b>	<b>2.49%</b>

## 风险提示

---

- 宏观经济下滑超预期。
- 金融监管超预期。
- 金融机构风险偏好下降超预期。

# 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。

谢谢!

戴志锋

S0740517030004

daizf@r.qlzq.com.cn