

非银金融

股指期货松绑释放信号，券商创新业务趋势回暖

-资本市场改革专题之一-

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

研究助理：高崧

Email: gaosong@r.qizq.com.cn

重点公司基本状况

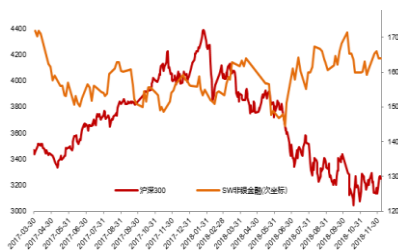
简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017A	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
中信证券	17.4	0.86	0.94	0.93	1.01	18.9	17.3	18.6	17.0	-	买入
华泰证券	18.0	0.88	1.30	0.98	1.11	20.6	13.9	18.4	16.2	-	未评级
国泰君安	16.6	1.21	1.11	0.95	1.04	13.7	14.9	17.5	16.0	-	未评级
广发证券	13.7	1.05	1.13	0.78	0.94	15.3	14.2	15.11	12.5	-	买入
招商证券	14.2	0.91	0.78	0.65	0.75	15.6	18.3	21.8	18.8	-	未评级

备注

基本状况

上市公司数	68
行业总市值(百万元)	4206649
行业流通市值(百万元)	3050465

行业-市场走势对比



相关报告

<<2019年保险行业投资策略-基于新业务驱动归因和长端利率复盘角度-20181128>>2018.11.29

<<纾困持续落地，看好龙头券商-中泰金融非银周报-20181126>>2018.11.26

<<财险主业突出，品牌悠久卓越的综合保险集团——中国人保首次覆盖深度报告>>2018.11.23

投资要点

- 股指期货再次松绑，释放资本市场创新发展，进一步对外开放信号，券商创新业务趋势回暖。此次继续降低交易成本将提振投资者情绪，单日开仓限额提升超市场预期，对冲非套保规模扩大至5亿元，利好对冲策略，有利于发挥股指期货稳定器作用，并吸引国内外资金入场，股指期货回归常态化发展，券商期货子公司、IB业务、自营业务均有望收益，创新业务趋势回暖。
- 对股指期货后续展望，日内开仓是核心变量，套保资金入场可期。目前三大股指期货流动性低迷，对比前两次调整，日内开仓限额提升流动性改善作用更为显著，预计为后续核心变量；从多空策略角度分析，基差贴水结构修复叠加流动性改善预期，空头套保、量化对冲产品资金入场可期。
- 对券商直接收入贡献有限，创新趋势回暖，IB、衍生品具有空间。直接利润贡献有限：31家券商期货子公司净利润贡献平均10%，且股指期货成交额占比较低，政策放松对券商直接利润预计在1%左右；间接影响可观：期货公司居间人模式下，券商IB业务有望受益，深交所此前表态将尽快推出深市ETF期权，衍生品标的丰富度提升，个股期权回归常态化，券商创新业务有望趋势回暖，ROE存在改善预期。
- 他山之石：多层次资本市场建设带来的标的丰富度与客户规模扩大。借鉴全球经验，我们认为，国内衍生品未来可以关注：1、标的资产进的进一步丰富，短期关注深市EFT期券、科创板试点注册制，标的增多带来的客户需求提升2、客户基础的扩大，除现有银行、基金、私募客户外，关注实体企业以及保险、社保基金等衍生品需求。
- 持续关注政策落地情况，“政策底”看好券商beta属性：1) 股票质押风险缓解：金融机构+地方政府资金纾困资金已超8000亿元，券商信用业务压力有所减缓；2) “政策底”确认，市场风险偏好提升，券商beta属性强估值具有提升空间：可关注中小券商如国元、东兴以及次新股等；3) 券商创新业务趋势回暖，中长期有望受益于资本市场对外开放程度提升以及制度改革：a. 股指期货松绑，券商IB业务、自营业务均有望收益，个股期权业务回归常态发展，有望成为券商业绩新增长点；b. 对外开放持续推进，沪伦通开通在即，券商在发行、跨境转换与做市、经纪等三大业务均有机遇；c. 科创板试点注册制，优化并购重组审批，投行定价能力提升，创收多元化发展，龙头改善可期待，建议持续关注中信、华泰、中金、国君、广发、招商等龙头券商。
- 风险提示：二级市场持续低迷；金融监管发生超预期变化；各项政策、改革推进不及预期。

## 内容目录

股指期货再次松绑，吸引更多资金入场 .....	- 3 -
对券商直接收入贡献有限，创新趋势回暖，IB、衍生品具有空间 .....	- 4 -
他山之石：海外衍生品发展经验借鉴 .....	- 6 -
衍生品发展起源于对冲，市场规模大 .....	- 6 -
多层次资本市场建设衍生品业务需求有望提升 .....	- 7 -
关于衍生品发展与对冲策略的展望 .....	- 8 -
风险提示 .....	- 10 -

## 图表目录

图表 1: 股指期货主交易调整回顾 .....	- 3 -
图表 2: 股指期货持仓量于 2015 年 7 月断崖式下跌 .....	- 3 -
图表 3: 股指期货日成交量于 2015 年 9 月下跌至万手附近，维持至今 .....	- 3 -
图表 4: 股指期货主要参与者与运行机制 .....	- 4 -
图表 5: 券商期货子公司对合并净利润贡献 .....	- 5 -
图表 6: 个股期权新增名义本金逐步回升（亿元） .....	- 6 -
图表 7: 全球 OTC 衍生品市场 .....	- 6 -
图表 8: 20 世纪 70 年代-21 世纪出美国场外市场架构 .....	- 7 -
图表 9: 海外能源市场常用简单衍生品以及复杂衍生品一览 .....	- 8 -
图表 10: 海外常用简单 Greek 对冲 .....	- 9 -
图表 11: 海外主要衍生品需求 .....	- 10 -
图表 12: 海外衍生品市场主要参与机构 .....	- 10 -

## 股指期货再次松绑，吸引更多资金入场

- 股指期货再次松绑，释放金融创新+资本市场对外开放信号。** G20 中美贸易谈判之际，中金所 12 月 2 日公告，稳妥有序调整股指期货交易安排，继续下调三类股指期货最低保证金比例、及交易手续费，提升单日开仓数量且标准由单个品种(涉及 4 个不同期限合约)变更为单个合约，我们认为，此次调整整体超过市场预期，
  - 降低交易成本将有效提振投资者情绪，改善流动性：**在 MSCI、富时罗素等外资指数纷纷纳入 A 股的预期之下，海内外量化资金参与热情有望提升，市场流动性改善；
  - 开仓幅度放开利好对冲策略，发挥稳定器作用：**我们估算，开仓幅度扩大到单个合约 50 手之后，三大品种可对冲非套保规模将从此前的 5000 万大幅提升至 5 亿元以上，对股票质押风险纾解、金融机构稳定收益率提升起到正向作用；
  - 释放资本市场创新发展，进一步对外开放信号：**股指期货作为目前唯一与国际接轨、实行单边持仓、交易的期货品种，其稳步回归常态化发展，有助于资本市场进一步对外开放。

图表 1: 股指期货主交易调整回顾

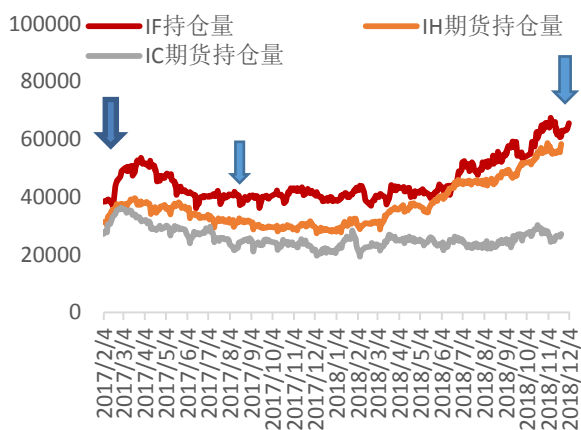
	2010年4月16日 IF上市	2011年-2015年4月 IH、IC上市	2015年7月	2015年8月	2015年9月	2017年2月	2017年9月	2018年12月
交易手续费	0.0050%	0.0025%	0.0023%	0.015%	0.23%	0.092%	0.069%	0.046%
保证金比例	10%	10%	10%	非套保30% 套保10%	非套保40% 套保20%	IF /IH 20% IC 30% 套保20%	IF /IH 15% IC 30% 套保20%	IF /IH 10% IC 15%
单日开仓数量	无限制	无限制	无限制	非套保: 单个品种600手, 同月下降至100手)	非套保: 单个品种10手	非套保: 单个品种20手	非套保: 单个品种20手	非套保: 单个合约 50手(分别具有4个 不同期限合约,假 设全部持有,限额 合计200手)

来源: 中金所, 中泰证券研究所

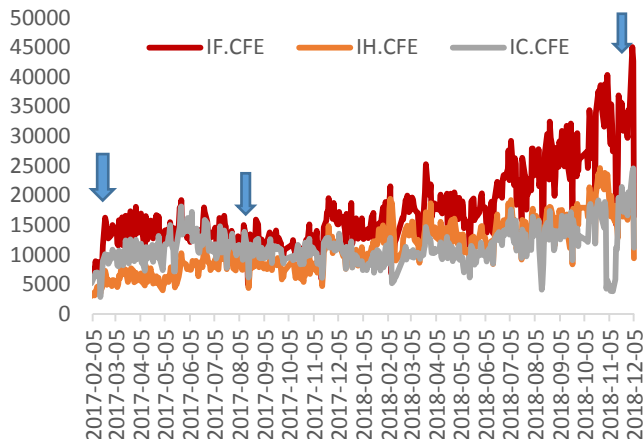
- 针对后续调整，我们认为日内开仓是核心变量。**我们认为，改善流动性低迷是股指期货松绑效果的关键点，目前 IF/IC/IH 成交持仓比分别为 0.34/0.45/0.29，中枢依然小于 1，从高频日内 Tick 数据角度看，成交手数集中 1 手左右，流动性处于低迷状态，从前两次调整对比来看单日开仓的限制提升对流动性的刺激较为显著，17 年 2 月将单一品种日内开仓调整至 20 手，持仓量以及成交量均呈现明显提升，而 9 月并未对开仓限制进行调整，持仓量呈环比下滑趋势。对于后续，日内开仓相比 15 年 8 月 600 手仍有较大空间，常态化发展期待改善。

图表 2: 股指期货持仓量于 2015 年 7 月断崖式下跌

图表 3: 股指期货日成交量于 2015 年 9 月下跌至万手附近，维持至今



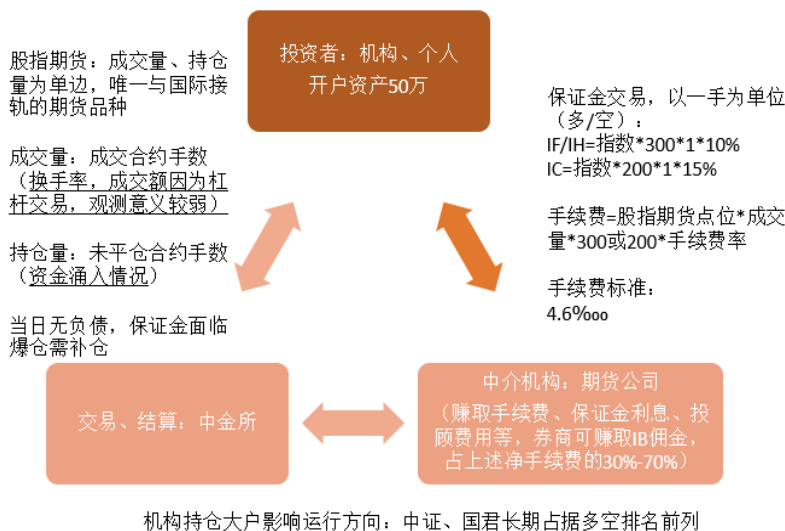
来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

- **多空策略角度分析，基差贴水结构修复，套保资金有望持续入场。**以 IF 为代表的远期贴水结构基本修复，流动性改善的预期下，空头套保资金损失降低，后续有望持续入场；对多头而言收益空间趋窄，虽 2018 年以来新设立相关增强型产品数量同比-36%，但短期被动指数型基金持仓贡献较为稳定，同时后续空头资金进入，日内开仓最大市值容量提升至 5 亿，量化对冲产品数量有望增多，整体市场容量有望提升。

图表 4: 股指期货主要参与者与运行机制



来源: 中泰证券研究所

### 对券商直接利润贡献有限，创新趋势回暖，IB、衍生品具有空间

- **券商期货子公司利润贡献平均 10%，股指期货成交额占比较低，放松直接收入贡献有限。**我们统计了 31 家上市券商对应的 32 家期货子公司利润贡献情况，取平均值约 10%，同时对收入最大的永安期货 17 年经纪业务结构进行拆分，其三大股指期货代理交易量、代理交易金额分别占其总量的 0.3%、5.69%，因此，股指期货对券商直接收入贡献预计不

足 1%，影响较小。

**图表 5：券商期货子公司对合并净利润贡献**

上市券商简称	期货子公司	持股比例	期货子公司净利润 (亿元)	对合并净利润 贡献
山西证券	格林大华期货	100%	0.86	78%
东吴证券	东吴期货	93.80%	0.10	34%
财通证券	永安期货	33.50%	5.53	32%
方正证券	方正中期期货	90.62%	0.50	22%
国海证券	国海良时期货	83.84%	0.23	19%
东北证券	渤海期货	96%	0.43	17%
浙商证券	浙商期货	100%	0.53	13%
长江证券	长江期货	93.56%	0.49	12%
光大证券	光大期货	100%	0.89	9%
中国银河	银河期货	83.32%	1.32	8%
华安证券	华安期货	92.04%	0.22	8%
兴业证券	兴证期货	97.18%	0.50	7%
申万宏源	申银万国期货	96.22%	1.15	5%
	宏源期货	100.00%	0.49	2%
东方证券	东证期货	100%	0.36	5%
第一创业	第一创业期货	100%	0.03	4%
国泰君安	国泰君安期货	100%	1.74	4%
东兴证券	东兴期货	100%	0.25	4%
中信建投	中信建投期货	100%	0.71	4%
招商证券	招商期货	100%	0.74	4%
海通证券	海通期货	66.67%	1.70	4%
中原证券	中原期货	51.36%	0.10	4%
国元证券	国元期货	98.41%	0.09	4%
中信证券	中信期货	93.47%	1.85	3%
华西证券	华西期货	100%	0.16	3%
西南证券	西南期货	100%	0.09	3%
国金证券	国金期货	100%	0.15	3%
广发证券	广发期货	100%	0.69	2%
华泰证券	华泰期货	60%	1.00	2%
南京证券	南证证券	79.60%	0.04	2%
国信证券	国信证券	100%	-	-
西部证券	西部证券	100%	-0.06	-2%

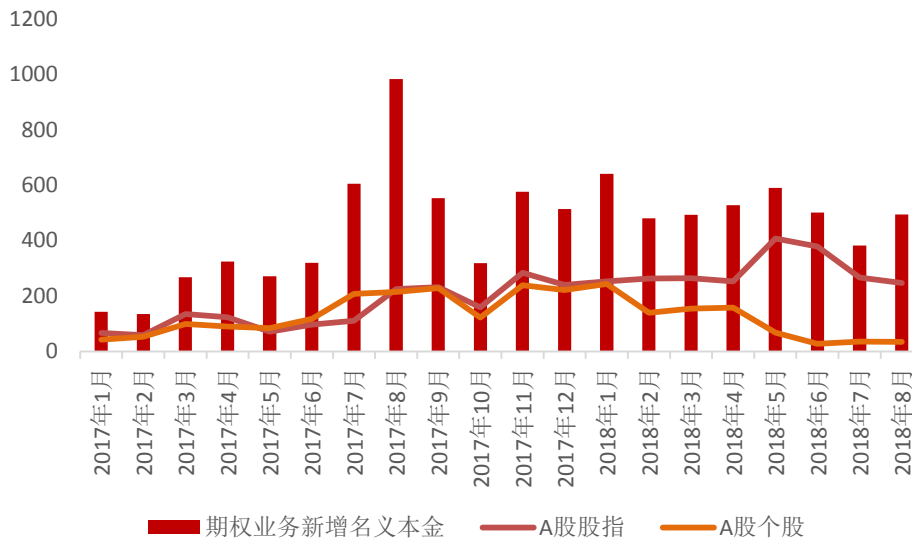
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 间接影响可观，营业部资源丰富券商 IB 业务发展，自营衍生品等创新业务回暖。期货公司采用居间人的模式，借助包括证券公司营业部在内的渠道，拓宽客户资源，券商 IB 主要赚取返佣分成，比例 30%-70%不



等，衍生品市场流动性改善间接利好 IB 业务发展；其次深交所此前表态将尽快推出深市 ETF 期权，衍生品标的丰富度提升，券商自营业务均有望收益，8 月个股期权一、二级交易商确认以来，交易小幅回升，我们认为，券商创新业务有望趋势回暖，ROE 存在改善预期。

图表 6: 个股期权新增名义本金逐步回升 (亿元)



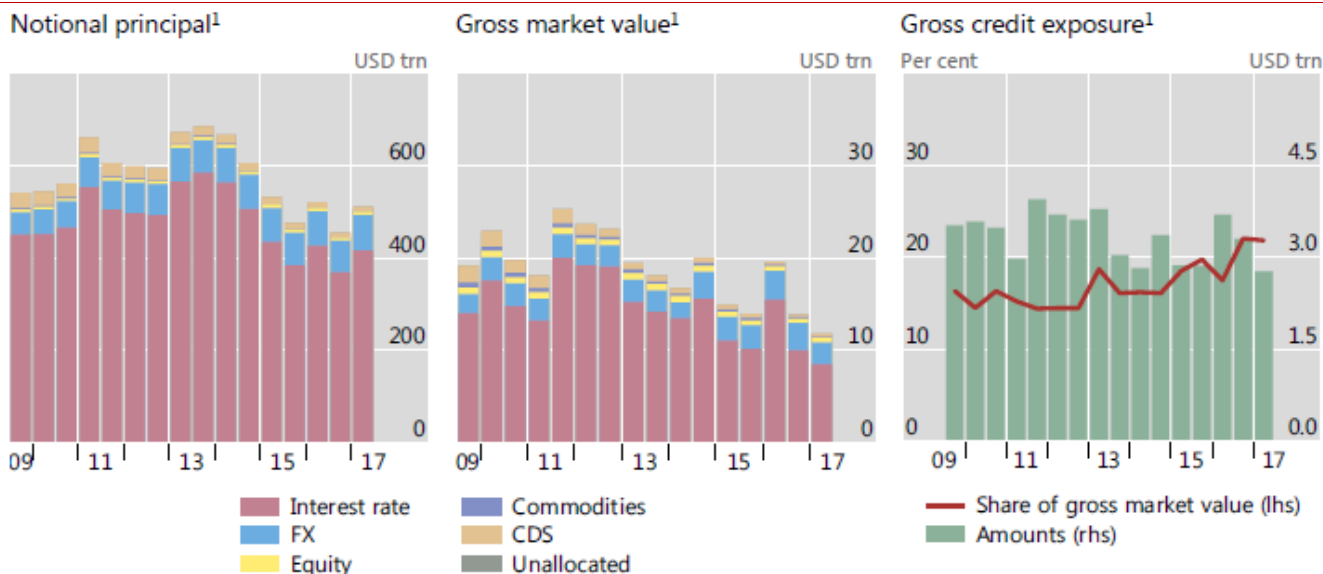
来源：中证协，中泰证券研究所

## 他山之石：海外衍生品发展经验借鉴

### 衍生品发展起源于对冲，市场规模大

- **20 世纪 90 年代以来全球衍生品市场发展迅猛，市场规模大。**70 年后，随着全球资本市场标的日渐丰富，风险对冲催化衍生品市场发展，据 FIA 和 BIS 数据，1991 年两市场的期末未到期合约金额总量分别为 3.5 万亿美元和 6 万亿美元，至金融危机前 2007 年 6 月末，交易所市场总量达到 95 万亿美元，增长约 26 倍，OTC 市场合约金额总量 516 万亿美元，增长 85 倍，随着 08 年金融危机的爆发与蔓延，衍生品市场规模下降，2012 年交易所市场规模 52 亿元，OTC 市场 633 亿元，截止 17 年 6 月 OTC 规模回落至 542 万亿美元，但规模仍然为场内市场 8 倍左右。我们认为，交易所金融衍生品交易主要反映了机构投资者对流动性风险对冲的需求，而 OTC 市场交易大规模则主要迎合了对风险转移型的需求，总体来看衍生品的发展起源于流动性风险对冲，规模增长过程中风险转移需求催化作用不断增强，这也对券商作为中介的风险控制能力提出更高要求。

图表 7: 全球 OTC 衍生品市场



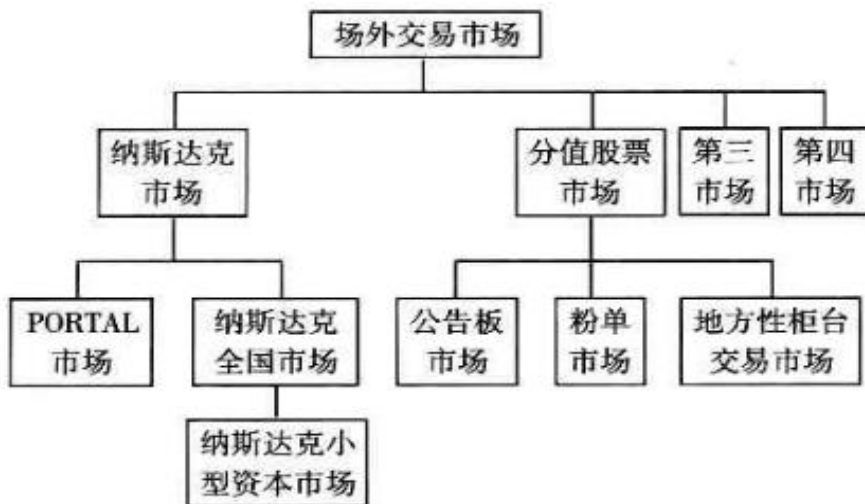
来源：国际清算银行，中泰证券研究所

- **借鉴海外：新兴市场与欧美发展路径各异，股指衍生品为合理突破口。**从全球市场产品发展路径来看，欧美一般顺序先行推出汇率、利率为先，股指、商品、股票等衍生品随后，主要原因在于布雷顿森林体系的瓦解后，美元为核心的国际货币体系受到冲击，催化汇率、利率等货币价格衍生品发展需求，随后随着价格波动传导，各类衍生品市场均得到发展。新兴市场发展过程则与欧美相反，以股指、商品、股票为先，主要受制于利率、汇率市场化、全球化参与程度。

**多层次资本市场建设衍生品业务需求有望提升**

- **现代场外市场：纳斯达克报价系统启动成为现代场外市场形成标志。**1939年，全美证券交易商协会(简称NASD)在美国证监会(简称SEC)注册成立，1968年，为解决场外市场的市场分割和股票报价信息混乱问题，进一步提高场外市场效率，NASD创建“全美证券商协会自动报价系统”，即NASDAQ系统，并于1971正式启动，成为现代场外交易市场形成的标志。

图表 8: 20 世纪 70 年代-21 世纪出美国场外市场架构



来源：金融教学与研究，中泰证券研究所

- **借鉴海外：纳斯达克多层次发展有效推动衍生品市场需求提升。** 纳斯达克市场的多元化以及报价交易模式的不断创新，使得成长迅速，21世纪初期，纳斯达克证券成长为仅次于纽约证券交易所的美国第二大、同时也是世界第二大的证券交易市场，随着其企业融资需求的增多，有效推动了场内、外衍生品业务发展。我们认为，随着国内多层次资本市场配套的逐步完善，以及报价系统互联互通的进一步落地（2018年1月19日，证监会发布《证券期货业场外市场交易系统接口》金融行业系列标准），衍生品需求将逐步提升。

**关于衍生品发展与对冲策略的展望**

- **简单衍生品与复杂衍生品：** 海外市场除受益于丰富的标的、可做空做多得标的策略孕育了投资者旺盛的需求外，衍生品结构的多样化，复杂的需求往往大于简单，同时定制化程度较高，这也是海外场外衍生品规模较大原因之一。金融类股指、个股期权外，利率、汇率衍生品在全球化背景下需求持续旺盛，大宗商品衍生品受到海外能源机构的青睐，我们以能源衍生品为例，下图列示海外市场常用衍生品结构，可以看到，其中复杂衍生品居多，我们认为，随着对外开放全球化市场参与程度的提升，国内诸如利率、能源大宗商品等风险对冲需求将有所提升，参与机构将进一步拓宽至实体企业、保险、养老金等机构，衍生品市场发展前景广阔。

**图表 9：海外能源市场常用简单衍生品以及复杂衍生品一览**

Plain Vanilla	Exotic
Futures	American Cash or Nothing Options
Forwards	Perpetual American Options
Swaps	Asian Options <input type="checkbox"/> Fixed Strike Asian Call Options <input type="checkbox"/> Average Price Options
European Options	Swing Options
American Options	Barrier Options
	Digital Options
	Swaptions
	Refineries as Real Options
	Multi-asset Options <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Compound Options</li> <li>▪ Baskets</li> <li>▪ Best-of</li> <li>▪ Worst-of</li> <li>▪ Spread Options</li> </ul>
	Spread Options <ul style="list-style-type: none"> <li>• Spark Spreads</li> <li>• Crack Spreads</li> <li>• Basis Spreads</li> <li>• Natural Gas Transportation as a Locational Spread</li> <li>• Generation Assets as Strips of Spark Spreads</li> <li>• Natural Gas Storage as a Basket of Calendar Spreads</li> </ul>
	Load Following
	Tolling

来源：Energy Trading Strategy (Iris Mack)，中泰证券研究所



- 期权对冲策略：除 Delta 外，进行各类 Greek 对冲：**我们在上面提到，国内目前多以平价期权为主，但平价期权的 grmma 最高，使得 delta 对冲的成本和频率增大，难度提升，为缓解这一问题，一般会考虑引入 grmma 对冲，降低整体对冲成本。另外常用的 Greek 对冲手段还包括 Cross 对冲，即用两种相关度较高的标的对某一期权进行对冲，以及 Vega 对冲，即直接对冲标的资产的波动率。我们认为，关于更多 greek 的对冲策略的探索仍旧依赖于衍生品市场的不断发展，标的的丰富性是探索更多技巧的基础，国内衍生品市场创新的稳健发展，潜力较大。

**图表 10：海外常用简单 Greek 对冲**

Option Greek	Definition	Mathematical Formulation
Delta	Sensitivity of the derivative price relative to changes in the price of the underlying asset.	$\Delta = \frac{\partial V}{\partial S}$
Lambda	Percentage change in the option value per percentage change in the underlying price. Lambda, also known as omega, is a measure of leverage (sometimes called <i>gearing</i> ).	$\lambda = \frac{\partial V}{\partial S} \times \frac{S}{V}$
Rho	Rate of change of the option value with respect to changes in the interest rate.	$\rho = \frac{\partial V}{\partial r}$
Theta	The “time decay” theta is a measure of the sensitivity of the value of the derivative to the passage of time.	$\theta = -\frac{\partial V}{\partial \tau}$
Vega	Sensitivity of the derivative price with respect to volatility.	$v = \frac{\partial V}{\partial \sigma}$
Charm	The “delta decay” measures the instantaneous rate of change of delta over the passage of time.	$Charm = -\frac{\partial \Delta}{\partial \tau} = \frac{\partial \theta}{\partial S} = -\frac{\partial^2 V}{\partial S \partial \tau}$
Gamma	Rate of change (curvature) in the delta with respect to changes in the price of the underlying asset.	$\Gamma = \frac{\partial \Delta}{\partial S} = \frac{\partial^2 V}{\partial S^2}$
Vanna	Sensitivity of the option delta with respect to the change in volatility.	$Vanna = \frac{\partial \Delta}{\partial \sigma} = \frac{\partial v}{\partial S} = \frac{\partial^2 V}{\partial S \partial \sigma}$
Vera	This is a measurement of the rate of change in $\rho$ with respect to volatility.	$Vera = \frac{\partial \rho}{\partial \sigma} = \frac{\partial^2 V}{\partial \sigma \partial r}$

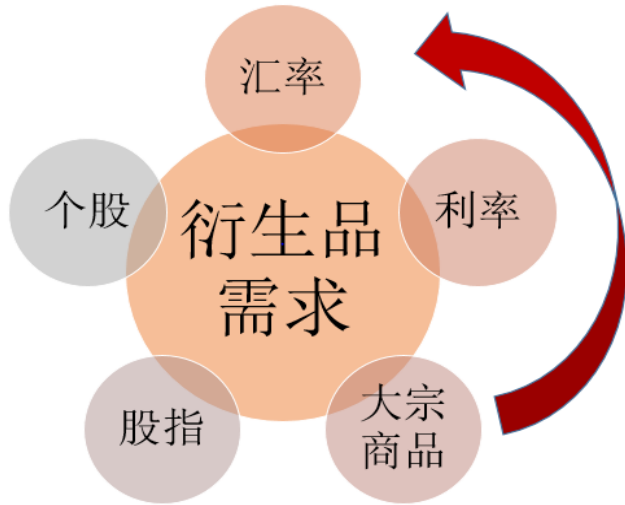
Where  $V$  = the value of the option  
 $S$  = price of the underlying asset

来源：Energy Trading Strategy (Iris Mack)，中泰证券研究所

- 总结与展望：**国内衍生品市场发展有望充分受益于多层次资本市场建设推进，从风险控制角度来看，大券商协作优势较为显著，规模效应形成壁垒短时间仍然较高。未来可以关注：1、考虑标的以及收益率，现有标的资产期权中，个股期权收入相对可观，随着 IPO 审批改善、科创板试点注册制，标的丰富度提升，客户需求有望随之提升，考虑到对冲成本以及效率，开展业务较早的大券商具有相对优势，建议关注中信证券，中金公司；2、考虑到客户基础，大券商客户资源稳定，规模化效应形成壁垒，在个股期权方面，新进入者 PB 业务优势券商相对收益，建

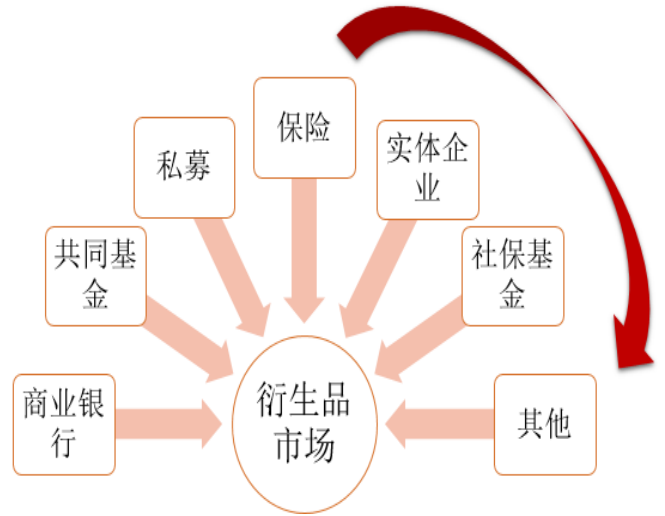
议关注招商证券等。

图表 11: 海外主要衍生品需求



来源: BIS, 中泰证券研究所

图表 12: 海外衍生品市场主要参与机构



来源: BIS, 中泰证券研究所

## 投资建议

- **持续关注政策落地情况，“政策底”看好券商 beta 属性：**1) **股票质押风险缓解：**今年以来，全市场股票质押业务规模持续收缩，随着多重政策持续推动下金融机构+地方政府资金纾困资金逐步落地，股票质押市场+流动性风险逐步缓解，券商信用业务压力有所减缓；2) **“政策底”确认，市场风险偏好提升，券商 beta 属性强估值具有提升空间：**中小券商如国元、东兴、次新股等预计反弹较为显著；3) **券商创新业务趋势回暖，中长期有望受益于资本市场对外开放程度提升以及制度改革：**
  - a. 股指期货松绑，券商 IB 业务、自营业务均有望收益，个股期权业务回归常态发展，有望成为券商业绩新增长点；
  - b. 对外开放持续推进，沪伦通开通在即，券商在发行、跨境转换与做市、经纪等三大业务均有机遇，近期，中金（英国）完成跨境转换备案；
  - c. 科创板试点注册制、优化并购重组审批，投行定价能力提升，创收多元化发展，龙头改善可期待，建议持续关注中信、华泰、中金、国君、广发、招商等龙头券商。

## 风险提示

- **二级市场持续低迷。**券商基本面以及保险投资端与二级市场相关程度高，若二级市场持续低迷将对行业产生负面影响。
- **金融监管发生超预期变化。**监管政策的变化会对非银金融机构业务开展等产生较大影响。
- **包括纾困资管计划、中长期制度改革推进低于预期。**

**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。