

非银金融

深度对比：科创板给券商带来了什么？

——资本市场改革系列研究之二

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qizq.com.cn

研究助理：高崧

Email: gaosong@r.qizq.com.cn

分析师：陆婕

执业证书编号：S0740518010003

Email: luje@r.qizq.com.cn

研究助理：邓美君

Email: dengmj@r.qizq.com.cn

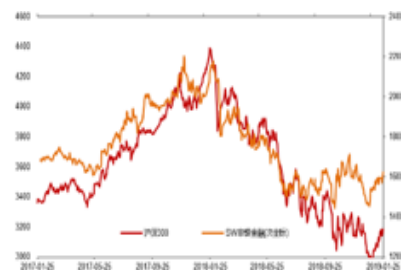
研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	71
行业总市值(百万元)	4744684
行业流通市值(百万元)	3103475

行业-市场走势对比



相关报告

- <<科创板+外资监管征求意见，多政策继续利好券商-中泰金融非银周报-20190212>>2019.02.12
- <<科创板加速推进，资本市场改革，建议关注券商-中泰金融非银周报-20190127>>2019.01.27
- <<中信证券：资产增速稳定，继续看好龙头综合实力提升-2018 业绩快报点评-20190124>>2019.01.24

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E		
中信证券	18.9	0.86	0.94	0.78	0.87	20.3	18.6	22.6	20.2	-	买入
华泰证券	19.8	0.88	1.30	0.98	1.11	22.6	15.2	20.1	17.8	-	未评级
国泰君安	17.4	1.21	1.11	1.01	1.76	14.4	15.7	17.3	9.92	-	未评级

备注：未评级盈利预测取 wind 一致预期

投资要点

- **对比研究科创板制度，核心变化有：**1、发行制度方面，试点“注册制”、上市标准的包容度提高；2、上市定价制度方面，强化了券商为代表的中介责任，强调定价有效性和市场化方向；3、退市制度方向，执行和程序更严、同时防止企业“空心化”；4、交易制度方面，增加日常交易的灵活性，但对投资者门槛和减持要求更为严格。5、信息披露方面，强调机构的督导责任，强调科创企业的差异化。
- **科创板的宏观高度：连接中国的创新与改革两大主题。**科创板是中国资本市场近年来重大的一次局部增量改革+阶段性试点推进工程。从更宏观的角度，科创板促进资本市场和中国经济深层次的改革。一方面科技创新、产业升级等新兴经济的发展则需要融资模式的创新，科创板等资本市场制度的创新，正符合中国经济转型的融资要求。另一方面，科创板将推动资本市场改革。作为增量改革的前沿试点，其机制在不断改善成熟后，将延伸至 A 股市场的存量领域。
- **对券商的影响：直接融资占比提升，成为真正的投资银行。**1、科创板试点注册制提升直接融资效率，社会整体的直接融资占比会提升，有助于券商传统投行规模回升。2、券商迎来转型变革机遇：科创板推动现代化投资银行转型发展，审核重点转变弱化“牌照通道”效用，资金实力+研究能力+合规风控能力+机构服务能力等综合实力均有望提升。一方面，通道红利弱化，倒逼投行模式转型，建立多业务协作，提升综合实力。另一方面，科创板打造机构市场，机构客户质量与黏性将成为核心竞争力。
- **继续看好券商板块投资价值。**去年 4 季度我们提出券商的经营环境发生重大变化，券商的政策面会持续暖风，详见《重磅深度：“政策底”是如何传导到“市场底”》，《金融政策转向“核心逻辑”：弱刺激+强改革》。科创板对资本市场和投资者信心修复作用重大，资本市场改革不断推进，券商高 beta 具有配置价值。建议关注市场化程度高的龙头券商中信证券、华泰证券等。
- **风险提示：**二级市场持续低迷；金融监管发生超预期变化。

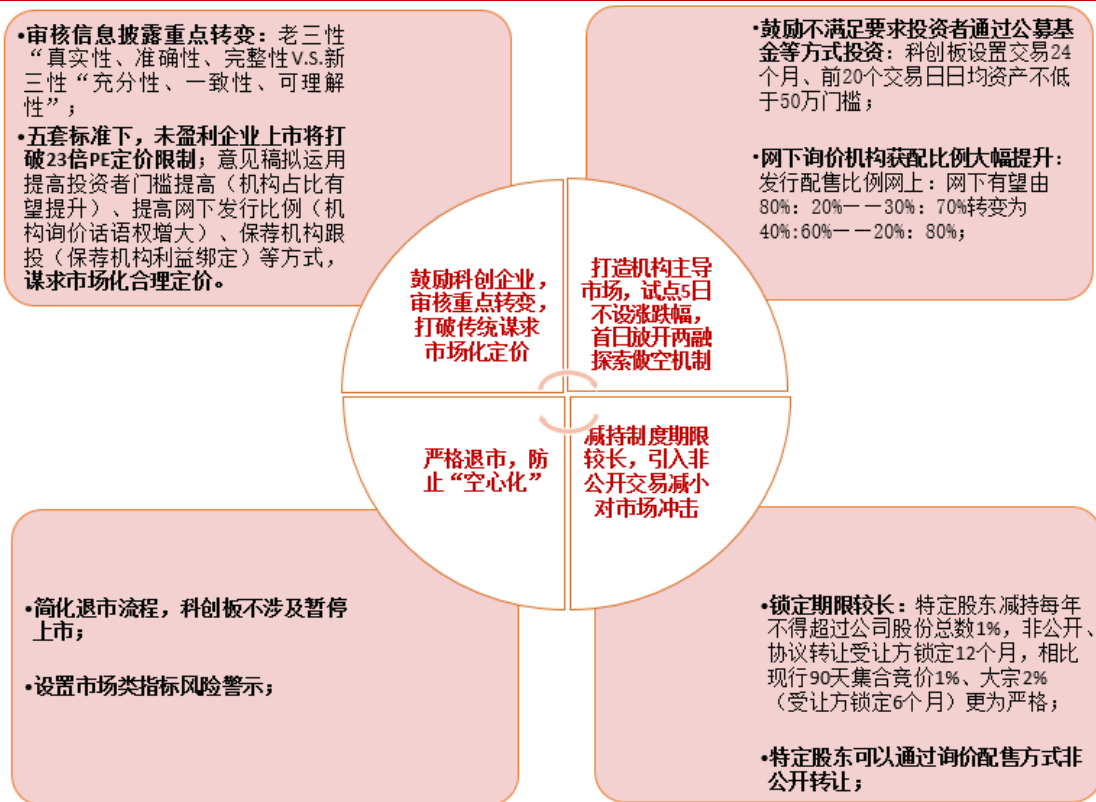
1 内容目录

一、需要从更高的角度看科创板：连接中国的创新与改革两大主题	- 3 -
二、科创板制度与主板、中小板和创业板等的比较研究	- 4 -
1、发行制度的变化：注册制和包容性原则	- 4 -
2、定价制度变化：券商等机构为主体的市场化	- 5 -
3、退市制度的变化：执行和程序更严、关注“空心化”企业	- 6 -
4、交易制度的变化：增强市场活力与保护投资者中的平衡	- 7 -
5、信息披露制度变化：明确机构责任、更具弹性	- 8 -
三、对券商影响：直接融资效率提升，推动现代化投资银行转型发展	- 9 -
四、投资建议	- 11 -
风险提示	- 11 -

一、需要从更高的角度看科创板：连接中国的创新与改革两大主题

- 科创板是中国资本市场近年来重大的一次局部增量改革+阶段性试点推进工程。一方面科创板服务于我们经济新旧动能转换相关，将上海打造成全球科创中心，另一方面，科创板推行注册制、放宽交易限制，对资本市场改革提振市场信心、提升市场活跃程度都有积极意义。

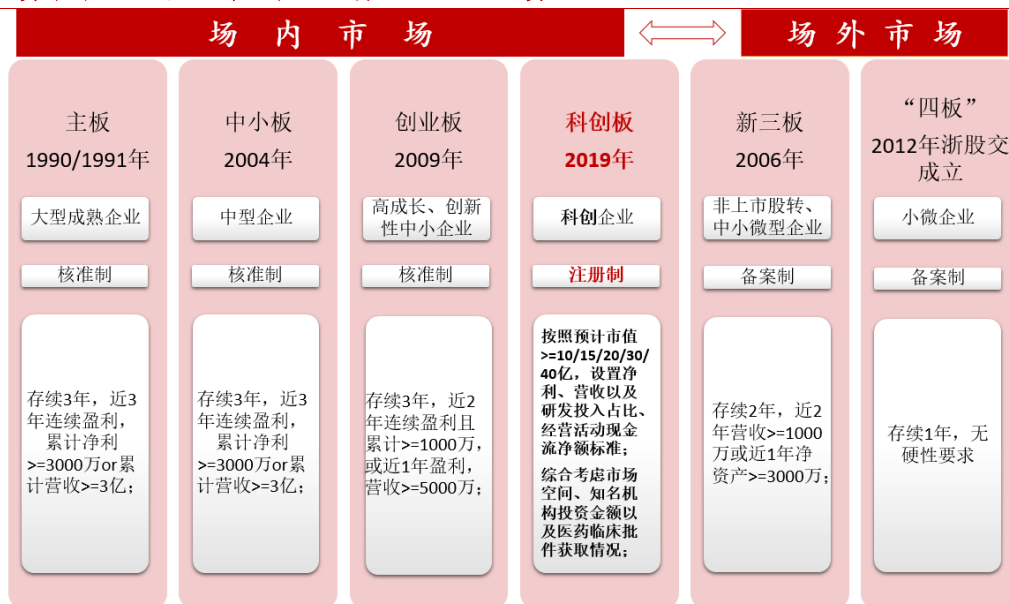
图表：科创板制度创新亮点



资料来源：证监会、沪深交易所，中泰证券研究所

- 从更宏观的角度，科创板促进资本市场和中国经济深层次的改革。一方面，传统的以银行为核心的融资体系利于传统工业和地产基建经济发展，科技创新、产业升级等新兴经济的发展则需要融资模式的创新，科创板等资本市场制度的创新，正符合中国经济转型的融资要求。另一方面，科创板将推动资本市场改革。作为增量改革的前沿试点，其机制在不断改善成熟后，将延伸至A股市场的存量领域，如创业板、中小板和主板，使得资本市场活力进一步增强。

图表：多层次资本市场体系日渐完善，服务企业直接融资



资料来源：证监会、沪深交易所，中泰证券研究所

二、科创板制度与主板、中小板和创业板等的比较研究

1、发行制度的变化：注册制和包容性原则

- **科创板试点注册制。**企业上市由上交所审核、证监会注册。目前初步预期的审核周期在6-9个月，证监会在上交所审核通过后20个工作日内完成注册。这与目前香港的制度较为类似，提升了企业注册发行上市的效率。同时设置科创板上市委员会与科技创新咨询委员会。发挥监督制衡作用、提供专业咨询意见，可以健全我国多层次资本市场结构，淘汰劣质空壳企业、优化资本市场投资效率。

图表：注册制有望提高企业发行上市效率



资料来源：证监会、沪深交易所，香港证监会，联交所，wind，中泰证券研究所

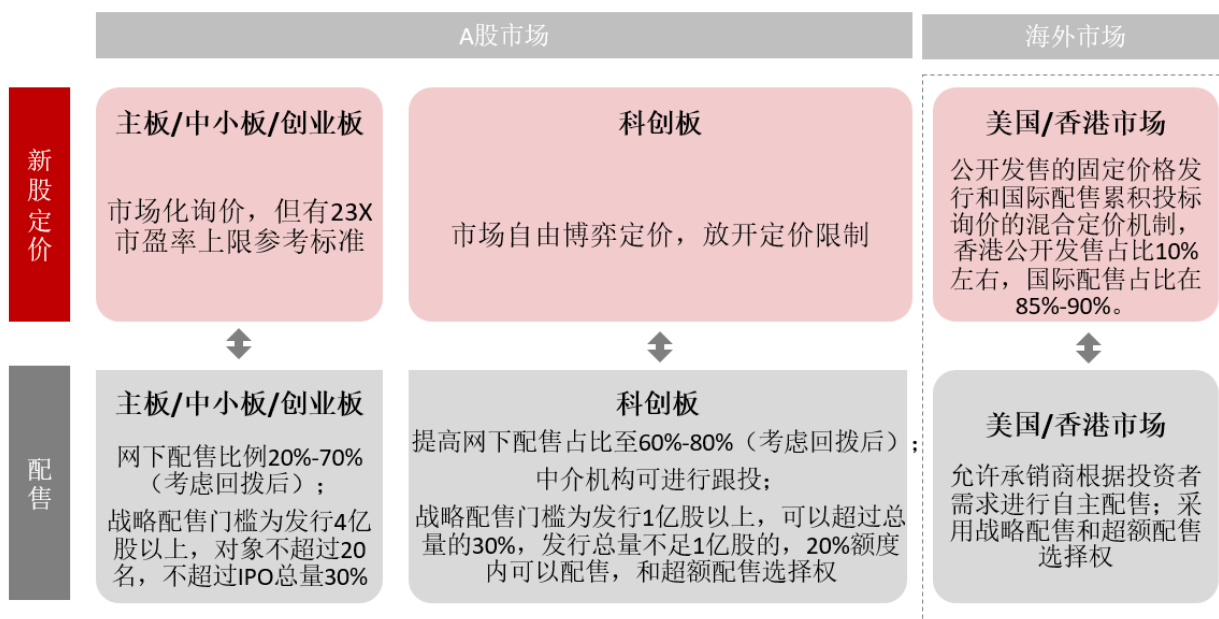
- **从上市制度角度看：秉承“包容性原则”。**科创板上市秉承“包容性原

则”，针对科创企业的特质制定差异化 5 套差异化上市标准，强调以市值为核心的指标体系和财务指标经营条件；同时允许尚未盈利或存在累计未弥补亏损的优质企业在科创板上市；允许同股不同权企业上市；允许红筹企业通过发行 CDR 的方式上科创板；上市公司子公司可分拆上科创板。多样化兼具包容性的上市标准可以畅通市场入口、充分激发创新企业活力。相较于主板、创业板，科创板针对主体类型主要是成长性科创企业，在财务方面，科创板要求较主板创业板更加灵活包容

2、定价制度变化：券商等机构为主体的市场化定价

- **科创板强调定价有效性，强化中介的责任。**首先通过市场化定价询价，强调定价有效性，同时鼓励战略投资者和发行人高管、核心员工参与战略配售，引入市场稳定增量资金。本次科创板新股定价机构投资者为参与主体，首次公开发行询价对象限定在证券公司、基金公司等七类专业机构，同时放宽战略配售实施条件，首次公开发行股票数量在 1 亿股以上的，允许发行人高管与员工通过专项资产管理计划，引入发行人和承销商的绿鞋机制，增强参与一级市场认购的投资者信心，有望实现新股股价由一级市场向二级市场的平稳过渡。

图表：科创板优化定价、配售机制



资料来源：沪深交易所，中泰证券研究所

- **中介机构“保荐+跟投”，推动中介机构谨慎定价、保荐和审慎，防止短期套利冲动。**科创板试行保荐人相关子公司的“跟投”制度，中介机构可通过子公司使用自有资金进行跟投。当前海外资本市场只有韩国引入了这一机制。通过中介机构资本约束方式，可以消除发行人和主承销商之间的利益捆绑，杜绝发行价格虚高情况，促进市场价格稳定。同时可以迫使券商在承销时更加认真、审慎，倒逼券商提高自身的资金实力、研究能力、合规风控能力。

3、退市制度的变化：执行和程序更严、关注“空心化”企业

- 退市制度更加严格。**第一、退市的标准。科创板吸收了最新的退市改革成果，执行严格退市制度，标准方面综合考虑市场与财务指标，改善此前单一联系亏损导致的退市效率不足，促进市场优胜劣汰，健康发展。第二、程序的变化。在程序上明确科创板不适用于暂停及恢复上市、重新上市，并对第一年风险警示标的实施第二年直接退市，相比 18 年 11 月退市新规更为严格；第三，科创板专门强调对于营收主要来源与主营业务无关的企业退市处理（“空心化”企业），如果有证据表明其丧失持续经营能力的，将启动退市程序，“壳”资源价值下降。

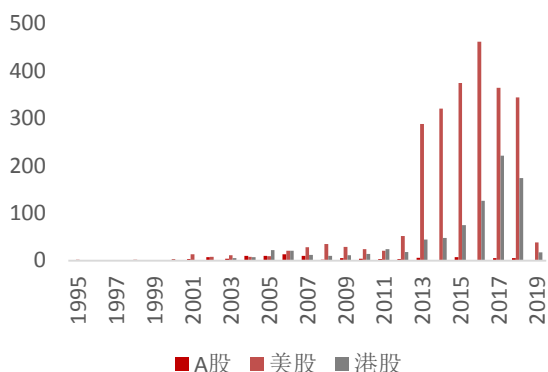
图表：科创板退市体系更为全面、简化流程、严格执行解决“空心化”难题

主板、中小板、创业板	科创板
退市风险警示 <ul style="list-style-type: none"> 财务类退市风险警示：主板2年连续亏损、1年净资产为负、2年营收低于1000万元 交易类退市风险警示：不涉及 规范类风险警示：1年审计报告为否定或无法表示意见、2个月未纠正差错或未在法定期限内披露 	退市风险警示指标体系更为全面 <ul style="list-style-type: none"> 财务类退市风险警示周期缩短：指标周期为近1年，新增营业收入来源与主营业务是否具有实质关联，研发型上市公司主营业务、产品、基础技术是否被禁止使用。 新增交易类退市风险警示：连续90个交易日成交量低于150万股、连续10个交易日每股收盘价低于面值、每日市值低于3亿、股东数量低于400人 规范类风险警示基本一致
警示-暂停上市-终止上市 <ul style="list-style-type: none"> 财务类退市：警示指标期限2倍 交易类退市：主板连续120个交易日累计成交量低于500万股（中小板300万股、创业板110万股）、连续20个交易日收盘价低于面值 合规类退市：警示指标期限约为2.5-3倍 	简化流程、严格程序以及执行 <ul style="list-style-type: none"> 财务类判定明显丧失持续经营能力：以主营业务规模、经营资产、营收是否具有商业实质以及无主营业务有关为标准 交易类退市低于主板：连续120个交易日累计成交量低于200万股，股价、市值、股东人数周期为警示指标2倍 合规类退市：警示指标期限约为2倍

资料来源：沪深交易所，中泰证券研究所

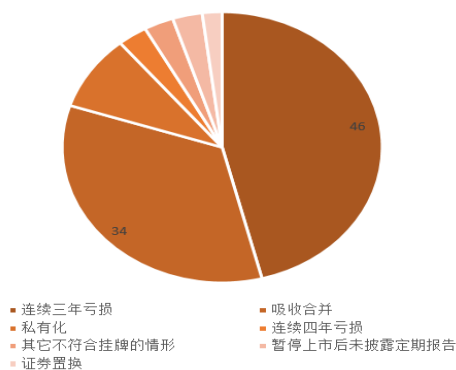
- 退市机制对于中国资本市场的资产定价以及财富管理均有十分重要的意义。**1、配合注册制，畅通“入口”“出口”，有利于构建更为平给的资本市场供给体系；2、“空心化”企业“壳”价值见底，有利于遏制恶意投机，引导投资者的投资理念也趋于理性。3、退市制度的严格执行，有利于促进市场与国际接轨，吸引企业通过 CDR 境内上市，增强对 MSCI、富时罗素等外资吸引力。
- 国际对标来看，现行退市制度存在进一步完善空间。**2014-2018 年，A 股市场累计退市企业 19 家，而美股、港股同期累计退市数量分别为 1863 和 644 家。指标方面进行对比发现，美股、A 股市场退市标准均采取量化及非量化指标相结合的方式，而港股市场仅采用非量化退市标准，进一步对量化指标对比，美股侧重于在市值、股东人数及股价方面市场类数据，而 A 股主要关注单一连续亏损，从非量化指标来看，美股、港股均采用多维度考虑，科创板对退市制度创新、完善，A 股国际化更进一步。

图表: A股与美股、港股相比退市数量仍然较少



来源: wind, choice, 中泰证券研究所

图表 1: A股退市原因以亏损、吸收合并为主



来源: wind, 中泰证券研究所

4、交易制度的变化: 增强市场活力与保护投资者中的平衡

- **与主板、创业板等的比较: 投资者门槛和减持更为严格。** 科创板对于投资者的资金量和交易年限有明确的要求; 创业板有一定要求, 但不强制; 主板的要求最低, 但对于沪伦通设有持有金融资产大于 300 万限制; 对于减持方面, 科创板进一步趋严, 限售期最长 5 年、集合竞价、大宗每年转让公司股份总数比例 1% 小于 90 天集合 1%、大宗 2%, 同时设置非公开、协议转让 12 月锁定期, 大于现行大宗 6 个月锁定期, 有利于股权结构稳定。

图表: 科创板投资者适当性与主板、创业板的比较

		主板	创业板	科创板
投资者适当性	投资者要求	无	具备两年交易经验, 设置两个交易日的冷静期; 不足两年会员应当进行劝导, 设置五个交易日的冷静期。	明确规定个人投资者的适当性条件, 要求申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元, 并且参与证券交易 24 个月以上。未满足适当性要求的投资者, 可通过购买公募基金等方式参与科创板。
	会员职责	一般风险提示	投资者本人临柜办理, 会员当面提示风险, 投资者签署风险揭示书, 并抄录有关声明。 会员进行交易权限管理, 持续跟踪投资者交易情况, 至少两年进行一次风险评估。	会员应当对投资者是否符合科创板股票投资者适当性条件进行核查, 并对个人投资者的资产状况、知识水平、风险承受能力和诚信状况等进行综合评估。 动态跟踪和持续了解个人投资者交易情况, 至少每两年进行一次风险承受能力的后续评估。 会员应当通过适当方式, 向投资者充分揭示科创板股票交易风险事项, 要求首次委托买入科创板股票的客户, 以纸面或电子形式签署科创板股票风险揭示书, 风险揭示书应当充分揭示科创板的主要风险特征。

资料来源: 证监会, 沪深交易所, 中泰证券研究所

- 交易制度更加灵活：制度在保护投资者和增强市场活力两方面寻找平衡。**科创板进行必要的交易机制创新，个人投资者 20 个交易日证券账户及资金账户的资产不低于人民币 50 万元并参与证券交易满 24 个月参与交易与沪港通标准类似，科创板适当放宽涨跌幅限制至 20%，新股上市后的前 5 个交易日不设涨跌幅限制，首日放开融券，对“单边市”关注度提升，有利于防控过度投机、保障市场流动性、为主板交易机制改革积累经验。交易制度整体向国外成熟的资本市场逐步靠近，有利于发挥市场功能，改善单向交易带来的波动增大，有利于中长期资金入市，引导价值投资。

图表：科创板交易制度更加灵活

	主板、中小板、创业板	科创板	沪港通	沪伦通	纳斯达克
交易方式	竞价交易、大宗交易	竞价交易、大宗交易、盘后固定价格交易（以当日收盘价）	竞价交易、大宗交易	竞价交易、大宗交易	做市商制度（盘后交易以市价，时间16:00-20:00）
成交机制	T+1 单笔申报应为100股或其整数倍 最小申报价格变动0.01RMB	T+1 单笔申报应不小于200股，可按1股为单位递增 最小申报价格变动根据股价高低不同	沪股通T+1、每股手数同A股 港股通T+0 每手手数自由决定100股、500股或1000股等	T+1	T+0 单笔申报数量无限制 最小申报价格多为0.01美金，满足条件为0.05美金
涨跌幅	10%，ST股票交易日涨跌幅限制5%。	20%，上市前5个交易日不受限	沪股通同A股，港股通不设涨跌幅	10%，但全天休市达到或者超过7个自然日的，其后首个交易日的涨跌幅比例放宽至20%	无限制，但设有熔断机制，暂停交易5分钟
两融	在交易所上市交易超过3个月	首日开放两融	允许沪股通投资者在香港市场开展沪股通股票保证金交易	-	可做空全部股票
减持	特定股东集合竞价90天内不得超过股份总数1%、大宗不得超过总股份2%；大宗交易受让方6个月内不得转让；	特定股东集合竞价、大宗交易每年不得超过公司股份总数1%；非公开、协议转让受让方12个月内不得转让；未盈利不得减持（5年后不适用）；	-	-	-

资料来源：沪深交易所，纳斯达克，中泰证券研究所

- 为什么不实行 T+0。**部分市场人士对科创板没有实施 T+0 回转交易提出了一定质疑，我们的理解是，资本市场改革分轻重缓急，取消涨跌停板和 T+1 都是可以考虑的方案，但任何制度设计都是双刃剑，相比其他制度改革，这两个交易制度还谈不上最迫切的改革议题。

5、信息披露制度变化：明确机构责任、更具弹性

- 科创板下信息披露制度更加完善。**保荐人、中介机构对发行人的信息披露承担把关责任。科创板采用更加严格的保荐机构持续督导职责。细化对于上市公司重大异常情况的督导和信息披露责任。在满足公平交易、保护广大投资者合法权益的前提下，保持科创企业的商业竞争力。明确发行人是信息披露第一责任人，应当保证信息披露的真实性、准确性和完整性，交易所将从充分性、一致性和可理解性的角度，对发行上市申请文件进行信息披露审核，以督促发行人及其保荐人、证券服务机构真

实、准确、完整地披露信息。

图表：科创板信息披露制度与主板、创业板的比较

	主板	创业板	科创板
信息披露	信息披露基本规范	<p>比主板市场更为严格的信息披露要求。</p> <p>创业板临时报告实行实时披露制度，定期报告采取业绩快报制，提高信息披露的及时性。</p> <p>强调要披露内控制度检查意见及募集资金专项审核报告。</p> <p>遵守公平信息披露原则。</p> <p>针对创业板部分科技型企业对核心技术的依赖程度较高的特点，创业板特别强调了上市公司应充分披露核心技术变化可能造成的影响及风险。</p>	<p>一是确立信息披露的基本规范。强调了信息披露应当遵循的真实、准确、完整、及时、公平“五大基本原则”。在确保公平披露的前提下，提升了上市公司董监高人员接受媒体采访的灵活度，便利科创企业开展商业活动。</p> <p>二是强化行业信息披露。通过定期报告和临时公告，披露行业发展状况及技术趋势、公司经营模式及核心竞争力、研发团队和研发投入等重要信息。特别规定方面，强调了公司进入新行业或主营业务发生变更的专项披露要求。</p> <p>三是突出经营风险披露。针对科创类上市公司日常经营过程中可能遭遇的重大经营风险，提出相应的披露要求。</p> <p>四是增加股权质押高风险情形的披露。要求质押比例较高的股东，全面披露质押股份的基本情况、质押金额的用途、自身财务状况、控股股东质押对控制权的影响等内容。</p> <p>五是优化重大交易与关联交易的披露及决策程序。针对科创板公司上市时可能尚未盈利的情况，规定未盈利企业重大交易豁免适用利润类指标。从严监管关联交易，适度扩展了关联人的认定范围，并对关联交易披露及审议指标予以适当调整。将现行的成交金额/净资产指标，调整为成交金额/总资产或市值。</p>

资料来源：证监会，沪深交易所中泰证券研究所

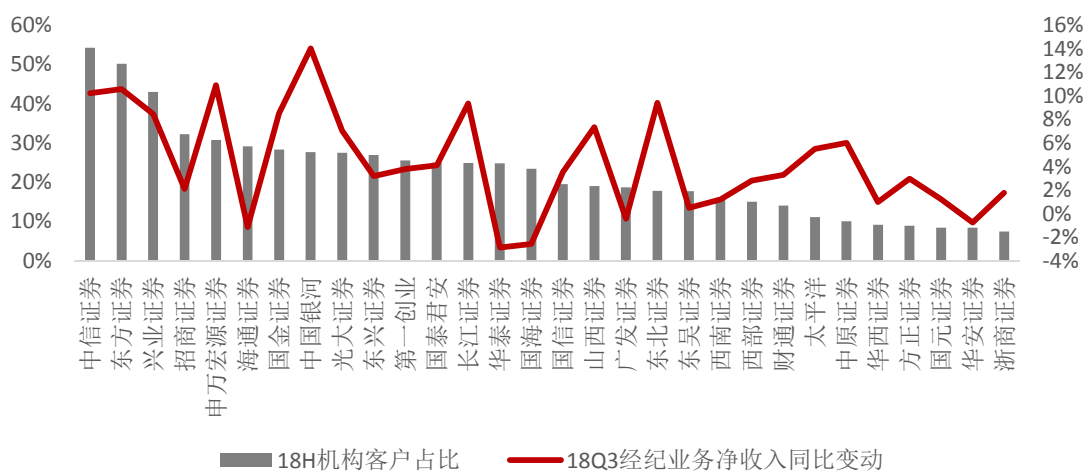
- **与主板、创业板等的比较：更适合科技企业。**科创板针对科创企业特点，作了差异化和更具弹性的规定，例如强调上市公司应充分披露核心技术变化可能造成的影响及风险。

三、对券商影响：直接融资效率提升，推动现代化投资银行转型发展

- **迎来转型变革机遇：科创板推动现代化投资银行转型发展，审核重点转变弱化“牌照通道”效用，资金实力+研究能力+合规风控能力+机构服务能力等综合实力均有望提升。**首先，通道红利弱化，倒逼投行模式转型，建立多业务协作，提升综合实力。科创板审核“新三性”与“老三性”结合，券商在承担“看门人”把关责任同时，需站在投资者的角度市场化询价，并可出资跟投，以上分别对投行的资源储备、(一二级)研究能力、(直投、信用、做市)资本实力提出挑战，券商打破现有同质化竞争格局，需加速打造直投、投行、信用、财富管理、做市等多业务协作体系，打造投行品牌，提升竞争力；其次，制度创新带来风控挑战，

金融科技发展或将形成助力。科创板发行、上市、交易各个环节均进行创新，券商作为中介机构需持续提升对风险的识别、把控能力，合规发展，保护投资者利益；**第三，科创板打造机构市场，机构客户质量与黏性将成为核心竞争力。**投资者适当性方面设置一定门槛，并在发行环节提升网下占比，有助于提高机构参与的积极性，对券商而言，**发行与承销办法明确规定承销商应收取一定比例新股配售经纪佣金，上市规则规定特定股东减持可通过中介结构进行非公开方式转让，市场参与者机构以及费率溢价空间导向下，券商在对机构客户服务能力重要性将持续提升。**

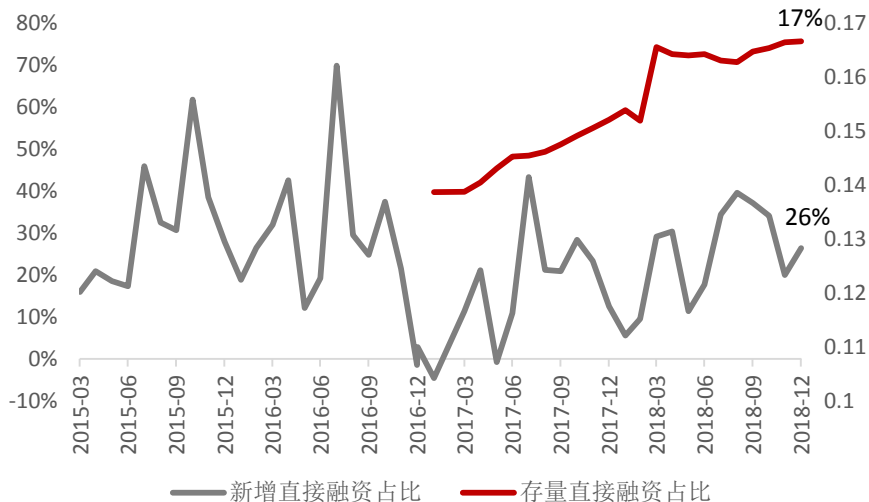
图表：上市券商代理买卖证券款中机构部分占比 (%)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **传统业务中长期受益：科创板试点注册制提升直接融资效率，后续推广有助于券商传统投行规模回升。**科创板精简优化现有发行条件，试点注册制，健全市场化询价定价机制，有助于实现公开、透明、高效、便捷的股票发行，从而提升直接融资效率，后续科创板试点有望向其他板块推广，2018年以来，A股IPO发行受审核持续趋严影响，规模同比-39%，我们认为，中长期传统投行业务存在规模回升空间。

图表：社融中直接融资占比情况 (%)



来源：央行，中泰证券研究所

四、投资建议

- **继续看好板块投资价值：科创板对资本市场和投资者信心修复作用重大，资本市场改革不断推进，券商高 beta 具有配置价值。**科创板是对于过去 28 年中国资本场所出现的种种问题的一种改革、一种纠正，有望提振投资者信心，提升市场活跃程度，同时科创板征求意见稿发布后，证监会相继对 QFII、RQFII 合并监管、放宽准入与投资范围以及券商交易接口对外放开征求意见，并拟取消两融平仓线、研究放宽券商权益证券风险准备计提比例，资本市场改革与对外开放持续推进，券商经纪、信用、自营业务环境均有望边际呈现改善，继续看好板块配置价值。标的建议关注具备资源优势、资本实力雄厚、创新执行力突出的龙头券商中信证券、华泰证券等。

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。

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。