

非银金融

专题！信托角度看信保新规，影响几何

评级：增持（维持）

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

分析师：戴志锋

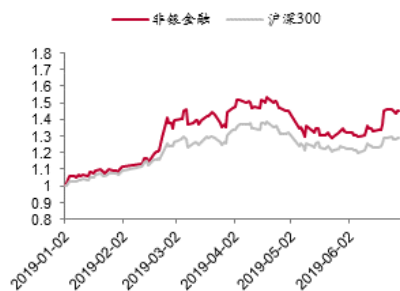
执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	71
行业总市值(百万元)	5135269
行业流通市值(百万元)	2310871

行业-市场走势对比



相关报告

<<科创板+沪伦通，资本市场改革持续推进 - 中泰金融非银周报-20190617>>2019.06.17

<<寿险估值关注点逐步转变，把握资本市场改革与开放机遇-非银金融 2019 年中期策略>>2019.06.10

<<【中泰金融】信托报酬率继续走高，季度利润增速由负转正-信托行业一季度数据深度解析-201906>>2019.06.10

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
经纬纺机	12.4	1.70	1.11	1.43	1.72	7.3	11.2	8.7	7.2	-	买入
爱建集团	9.58	0.58	0.72	0.90	1.06	16.6	13.3	10.7	9.0	-	未评级
中航资本	5.42	0.31	0.35	0.44	0.52	17.5	15.5	12.4	10.4	-	未评级
五矿资本	9.43	0.71	0.60	0.87	1.03	13.3	15.7	10.9	9.2	-	未评级
江苏国信	8.53	0.67	0.72	0.92	0.95	12.7	11.8	9.3	9.0	-	未评级

备注：未评级盈利预测取自 wind 一致预期

投资要点

■ 据中国证券报报道，近日银保监会向各信托公司发出《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》，原有 2014 年发布的《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》同时废止。信托角度看信保新规，影响几何，我们对比解析如下：

■ 新旧文件对比：

1、信托选择标准放宽，让原先被“三年”未受处罚规定挡在信保合作门外的信托公司，有机会重新进入“白名单”，利于信保合作继续拓展；

2、基础资产和信用要求方面，投向限于非标准化债权资产、非上市权益类资产，与旧规保持一致，所投非标底层资产信用评级要求由不低于 A 提升至不低于 AA，考虑到险资投非标大多为低风险高信用评级，变化不大；

3、重申禁止将资金信托作为险资投非标的通道，新增对于集合信托资金来源集中度要求（50%、80%），意在制约如以简单两人投资形成的“假集合真通道”形式；

另外，新规对于信息报送、流程监管方面提出了更高更详细的要求，可以预期信保业务后续会朝着更为规范的方向发展。

■ 信保合作历史与展望：

险资投资信托计划规模逐年上升。险资投资信托计划始于 2012 年，据中保登数据，截至 2018 年 10 月末，保险资金投资信托计划规模为 1.26 万亿元，占保险资金运用余额比例呈逐年上升趋势，由 2012 年的 0.42% 增长到 2018 年第三季度末的 7.91%，占信托总资产的 4.96%，占集合资金计划规模的 12.66%。

对信托和保险均有益。对信托来说，资管新规后银行理财等机构资金来源受限，险资长负债久期特性不受限于期限错配，重要性提升；对保险来说，其负债特性和对投资收益率的要求，信托计划成为重要投资品种。

投向和信用偏好方面。保险资金投资信托计划更偏好低风险、高信用等级产品。

信保合作中的信托通道。此前存在意义在于，相较于保险资金债权计划，审批更为灵活，时效性更强。这样的收益风险不匹配，并且让渡主动管理职责的情形是监管不愿意看到的。相信随着新规的执行，信保通道将会继续压缩，而发挥信托在非标资产方面的传统优势，回归主动管理将会被鼓励和支持。

■ 投资建议：总体来看，新规对于信托公司选择标准的放宽符合预期，利于信保合作的继续拓展，对于业务细节以及流程管理更高的要求，预期会使信保业务朝着更为规范的方向发展。保险资金的负债特性与信托在非标投资方面的优势正好契合，资管新规之后，险资正成为信托更重要的机构资金来源。建议关注主动管理能力出色、业务规范程度高的信托标的。

■ 风险提示：行业监管政策超预期变化；宏观经济下行压力增大；资本市场大幅波动。

内容目录

新旧文件对比	- 3 -
信保合作历史与展望	- 8 -
投资建议	- 10 -
风险提示	- 10 -

新旧文件对比

据中国证券报报道，近日银保监会向各信托公司发出《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》，原有 2014 年发布的《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》同时废止。信托角度看信保新规，影响几何，我们对比解析如下：

- **信托公司选择标准放宽。**旧规要求近三年公司及高管未发生重大刑事案件且未受监管机构行政处罚，将大部分信托公司挡在“信保”业务的门外，截至 2018 年末，68 家信托公司中符合净资产不低于 30 亿元的有 57 家，而经过近三年未受处罚标准筛选之后的信托公司所剩无几。近两年行业内对放宽准入标准的呼声较多，一来对于信托公司而言，资管新规之后机构资金来源变窄，原来银行表外资金因期限匹配和净值化要求被动收缩，而险资通常负债久期较长，可以较好匹配非标期限，对信托公司而言是重要的机构资金来源；对保险公司而言，另类近年来另类投资占比不断提升，也符合险资的收益风险要求，信保合作“白名单”扩大也利于险资筛选主动管理能力突出的信托公司。
- **基础资产投向与旧规基本一致。**新规要求保险资金投资的集合资金信托基础资产限于非标准化债权资产、非上市权益类资产以及银保监会认可的其他资产，这一条与 2014 年旧规一致，只不过在表述上旧规要求基础资产限于融资类资产和风险可控的非上市权益类资产。根据资管新规对于非标资产定义，标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产，在内涵上与旧规的融资类资产是一致的。
- **信用评级要求有所提升，但影响不大。**新规要求对于基础资产为非标准化债权资产的集合资金信托，应进行外部信用评级，且信用等级不得低于符合条件的国内信用评级机构评定的 AA 级或者相当于 AA 级的信用级别，较旧规 A 级提高了，但实际影响可能不大，险资尤其大型保险公司对非标债权类资产的信用评级要求本身较高，如中国人寿披露截至 2018 年底，存量固收类非标资产外部评级 AAA 级占比超过 98%。另外，中国人寿截至 2018 年底存量固收类非标资产投资规模超过 4100，占 3.1 万亿的总投资资产比例约 13.2%，占比已经不低，对险资资产负债特性和对投资收益要求来说，6%左右的非标债券资产收益率已经相当可观，遴选产品时候对安全性的考量比重会更高，偏好低风险、高信用等级产品，也没有必要做太多的信用下沉。
- **新增并明确对非标资产增信要求。**包括要求信用增级方式与融资主体还款来源相互独立，比如应收账款收益权类产品，融资主体还款来源即应收账款未来产生的现金流兑付，那么应收账款质押就不能重复作为增信措施。另外，新规对保证担保、抵质押等增信措施分别提出细化要求，规定不得由金融机构提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺，以及融资主体信用等级为 AAA 级可免于增信的条件等做了明确。

- **强调禁止将资金信托作为险资投非标的通道。**再次明确资金信托不得为险资提供通道服务，资金信托应当由受托人自主管理，承担产品设计、项目筛选、尽职调查、投资决策、实施及后续管理等主动管理责任。险资不得投资单一信托，这条与旧规一致，因为险资作为单一委托人的项目往往信托只是提供通道服务。另外，新规新增了资金来源的 50%、80% 的集中度要求，即除信用等级为 AAA 级的集合资金信托外，保险集团(控股)公司或保险公司投资同一集合资金信托的投资金额，不得高于该产品实收信托规模的 50%，保险集团(控股)公司、保险公司及其关联方投资同一集合资金信托的投资金额，合计不得高于该产品实收信托规模的 80%，我们认为也是对通道业务的一种限制，比如对于此前的“假集合真通道”业务形成一定制约。
- **新老划断。**保险机构投资分期发行产品的，可以继续投资予以衔接，但新增投资的集合资金信托应按照新规执行，意在维护市场稳定，确保平稳过度。
- **总体来看，新规对于信托公司选择标准的放宽符合预期，利于信保合作的继续拓展，加强并细化了对于非标债权资产信用评级和增信的要求和措施，继续强调禁止信保业务中的通道形式，并以集中度要求形成制约。另外，新规对于信息报送、流程监管方面提出了更高更详细的要求，可以预期信保业务后续会朝着更为规范的方向发展。**

图表 1: 信托公司净资产情况 (截至 2018 年末)

单位: 万元	公司名称	净资产 (2018)
1	平安信托有限责任公司	3,746,831.43
2	中信信托有限责任公司	2,520,925.51
3	重庆国际信托股份有限公司	2,289,983.63
4	华润深国投信托有限公司	2,028,156.98
5	中融国际信托有限公司	1,852,047.47
6	华能贵诚信托有限公司	1,847,023.33
7	江苏省国际信托有限责任公司	1,779,080.48
8	中诚信托有限责任公司	1,705,124.74
9	兴业国际信托有限公司	1,623,604.52
10	上海国际信托有限公司	1,493,971.92
11	建信信托有限责任公司	1,344,336.40
12	昆仑信托有限责任公司	1,283,268.81
13	中国对外经济贸易信托有限公司	1,258,865.02
14	五矿国际信托有限公司	1,236,204.20
15	华信信托股份有限公司	1,205,707.73
16	渤海国际信托股份有限公司	1,203,323.95
17	安信信托股份有限公司	1,201,194.91

18	中航信托股份有限公司	1,179,390.44
19	交银国际信托有限公司	1,106,641.77
20	中国民生信托有限公司	1,072,747.46
21	陕西省国际信托股份有限公司	1,041,485.82
22	山东省国际信托股份有限公司	954,069.20
23	华融国际信托有限责任公司	924,423.97
24	光大兴陇信托有限责任公司	897,175.60
25	中铁信托有限责任公司	890,355.18
26	华宝信托有限责任公司	882,491.82
27	北京国际信托有限公司	876,296.42
28	新时代信托股份有限公司	845,297.55
29	中原信托有限公司	841,232.73
30	四川信托有限公司	812,778.29
31	百瑞信托有限责任公司	779,453.88
32	湖南省信托有限责任公司	751,500.07
33	雪松国际信托股份有限公司	744,688.87
34	中建投信托股份有限公司	739,704.80
35	安徽国元信托有限责任公司	656,122.18
36	华鑫国际信托有限公司	653,711.70
37	长安国际信托股份有限公司	650,655.11
38	上海爱建信托有限责任公司	648,856.05
39	中海信托股份有限公司	627,647.74
40	广东粤财信托有限公司	627,250.05
41	国投泰康信托有限公司	610,505.91
42	国通信托有限责任公司	555,108.04
43	东莞信托有限公司	541,782.81
44	天津信托有限责任公司	513,788.62
45	厦门国际信托有限公司	501,329.00
46	陆家嘴国际信托有限公司	487,792.47
47	国联信托股份有限公司	471,506.00
48	西部信托有限公司	455,372.06
49	苏州信托有限公司	443,041.71
50	中泰信托有限责任公司	435,122.05
51	北方国际信托股份有限公司	434,808.97
52	中粮信托有限责任公司	432,163.04
53	杭州工商信托股份有限公司	407,492.00
54	中国金谷国际信托有限责任公司	401,297.68
55	华澳国际信托有限公司	382,518.18
56	紫金信托有限责任公司	382,469.49
57	吉林省信托有限责任公司	359,159.75
58	万向信托股份公司	293,884.75

59	云南国际信托有限公司	261,932.08
60	国民信托有限公司	255,999.99
61	西藏信托有限公司	224,492.66
62	浙商金汇信托股份有限公司	207,126.07
63	山西信托股份有限公司	187,928.74
64	大业信托有限责任公司	184,974.06
65	华宸信托有限责任公司	99,135.35
66	长城新盛信托有限责任公司	91,544.46

来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：新旧文件主要内容对比

	新规 《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》 银保监办发〔2019〕144号	旧规 《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》 保监发〔2014〕38号
信托公司选择标准	(一) 具有完善的公司治理、良好的市场信誉和稳定的投资业绩，上年末经审计的净资产不低于30亿元人民币； (二) 近一年 公司及高级管理人员未发生重大刑事事件，未受监管机构 重大 行政处罚。	(一) 近三年 公司及高级管理人员未发生重大刑事事件且未受监管机构行政处罚； (二) 承诺向保险业相关行业组织报送相关信息； (三) 上年末经审计的净资产不低于30亿元人民币。
基础资产投向	保险资金投资的集合资金信托基础资产限于 非标准化债权资产、非上市权益类资产以及银保监会认可的其他资产 ，投资方向应当符合国家宏观政策、产业政策和监管政策。保险资金不得投资基础资产属于国家及监管部门明令禁止的行业或产业的资金信托，融资主体须承诺资金不用于国家及监管部门明令禁止的行业或产业。	基础资产限于 融资类资产和 risk 可控的非上市权益类资产 ；
信用评级	对于基础资产为非标准化债权资产的集合资金信托，应进行外部信用评级，且信用等级不得低于符合条件的国内信用评级机构评定的 AA级 或者相当于AA级的信用级别。	固定收益类的集合资金信托计划，信用等级不得低于国内信用评级机构评定的 A级 或者相当于A级的信用级别；
信用增级	(一) 信用增级方式与融资主体还款来源相互独立。 (二) 信用增级采用以下方式或其组合： 1. 设置保证担保的，应当为本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保人信用等级不低于被担保人信用等级，担保行为履行全部合法程序，且同一担保人全部对外担保金额占其净资产的比例不超过50%。由融资主体母公司或实际控制人提供担保的，担保人净资产不得低于融资主体净资产的1.5倍。 2. 设置抵押或质押担保的，担保财产应当权属清晰，质押担保办理出质登记，抵押担保办理抵押物登记，经评估的担保财产价值不低于待偿还本	

	息。 3.银保监会认可的其他合法有效的信用增级方式。 (三) 不得由金融机构提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺。 (四) 融资主体信用等级为 AAA 级, 且符合下列条件之一的, 可免于信用增级: 1.上年末净资产不低于 150 亿元; 2.最近三年连续盈利; 3.融资主体募投项目为经国务院或国务院投资主管部门核准的重大工程。	
信托通道	保险资金投资集合资金信托, 应当在信托合同中明确约定权责义务, 禁止将资金信托作为通道 。资金信托应当由受托人自主管理, 并承担产品设计、项目筛选、尽职调查、投资决策、实施及后续管理等主动管理责任。信托公司管理资金信托聘请第三方提供投资顾问服务的, 应遵守银保监会的有关规定, 不得将主动管理责任让渡给投资顾问等第三方机构, 不得为保险资金提供通道服务。	
单一、集合规定	保险资金不得投资单一资金信托, 不得投资结构化集合资金信托的劣后级受益权。	不得投资单一信托, 不得投资基础资产属于国家明令禁止行业或产业的信托计划。
集中度	除信用等级为 AAA 级的集合资金信托外, 保险集团(控股)公司或保险公司投资同一集合资金信托的投资金额, 不得高于该产品实收信托规模的 50%, 保险集团(控股)公司、保险公司及其关联方投资同一集合资金信托的投资金额, 合计不得高于该产品实收信托规模的 80%。	
需报告情形	保险机构投资集合资金信托, 存在以下情形之一的, 应当于投资后 15 个工作日内向银保监会报告: (一) 未直接投向具体基础资产, 存在一层嵌套的; (二) 基础资产涉及的不动产等项目不在直辖市、省会城市、计划单列市等具有明显区位优势的地域, 且融资主体或者担保主体信用等级低于 AAA 级; (三) 基础资产所属融资主体为县级政府融资平台, 且融资主体或者担保主体信用等级低于 AAA 级; (四) 信托公司或基础资产所属融资主体与保险机构存在关联关系; (五) 银保监会认定的其他情形。	保险机构投资集合资金信托计划, 存在以下情形之一的, 应当于投资后 15 个工作日内向中国银保监会报告: (一) 信托公司募集资金未直接投向具体基础资产, 存在两层或多层嵌套; (二) 基础资产涉及的不动产等项目不在直辖市、省会城市、计划单列市等具有明显区位优势的地域, 且融资主体或者担保主体信用等级低于 AAA 级; (三) 基础资产所属融资主体为县级政府融资平台, 且融资主体或者担保主体信用等级低于 AAA 级; (四) 信托公司或基础资产所属融资主体与保险机构存在关联关系; (五) 投资结构化集合资金信托计划的劣后级受益权; (六) 中国保监会认定的其他情形。

新老划断	为维护市场稳定，保险机构投资集合资金信托实行“新老划断”确保平稳过渡。 保险机构投资分期发行产品的，可以继续投资予以衔接，但新增投资的集合资金信托应按照本通知执行。
-------------	---

来源：银保监会，互联网资料，中泰证券研究所

信保合作历史与展望

- **险资投资信托计划始于 2012 年。**保险资金被允许投资信托计划，始于 2012 年的 91 号文《关于保险资金投资有关金融产品的通知》。文件中，保险资金被允许投资包括银行理财和集合信托计划在內的五大金融产品。
- **险资投资信托计划规模逐年上升，是信托计划重要资金来源。**根据 2018 年底由中国保险资产管理业协会主办的“资管新规下保险与信托业务合作探讨圆桌论坛”的披露，据中保登数据显示，截至 2018 年 10 月末，保险资金投资信托计划规模为 1.26 万亿元，占保险资金运用余额比例呈逐年上升趋势，由 2012 年的 0.42% 增长到 2018 年第三季度末的 7.91%。从规模来看，保险资金投资信托计划规模增速高于信托资产增速，其投资规模占信托总资产的 4.96%，占集合资金计划规模的 12.66%。保险资金已成为信托计划重要资金来源。
- **资管新规使得银行理财投信托受限，保险资金来源重要性提升。**资管新规之后，对于信托计划来说原先重要的机构资金来源之一，银行理财资金，在期限匹配以及净值化要求之下，对接信托计划大幅受限，呈被动收缩态势。而险资的长久期负债特性，能够更好匹配非标资产期限，基本不存在期限错配问题，险资投资信托计划无需期限错配且资产易穿透，将促使保信合作更加紧密。
- **信托计划已经成为保险资金投资的重要品种。**根据保险负债特性以及对固收类资产收益率的要求，投资于低风险、高信用评级的非标资产能够在保证资金安全性的基础上提升投资资产整体收益率。信托计划已经成为保险公司固收类另类资产配置中的重要品种，上市保险公司中，新华保险 2018 年报披露其投资资产中投向信托计划的规模为 662.81 亿元，占非标总投资规模的 29.3%，占公司总投资资产比例为 9.5%。平安、国寿、太保将它与理财产品或债权金融产品放在一起披露，根据比例情况看，投资于信托计划的规模亦较大。

图表 3: 上市保险公司投资资产中信托计划占比

单位: 百万元	信托投资*占比		
新华保险	信托计划	总投资资产	占比
	66,281	699,826	9.5%
中国平安	理财产品投资*	总投资资产	占比
	285,663	2,794,620	10.2%
中国太保	理财产品*	总投资资产	占比
	103,683	1,233,222	8.4%
中国人寿	债权型金融产品*	总投资资产	占比
	351,276	3,105,790	11.3%

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

注: 除新华保险外, 其他公司均未单独披露投资资产中信托计划规模;

中国平安理财产品投资包括信托公司信托计划、保险资产管理公司产品、商业银行理财产品等;

中国太保理财产品包括商业银行理财产品、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划及银行业金融机构信贷资产支持证券等;

中国人寿债权型金融产品包括债权投资计划、股权投资计划、信托计划、项目资产支持计划、信贷资产支持证券、专项资管计划、资产管理产品等;

- **保险资金投资融资类信托计划更偏好低风险、高信用等级产品。**根据“资管新规下保险与信托业务合作探讨圆桌论坛”内容, 目前保险资金投资信托计划主要呈现以下特征: 一、投资区域集中在北京、上海等一线发达城市; 二、信托计划期限以 1-3 年期为主; 三、AAA 级产品投资规模占比逐步提高至目前的 83.27%; 四、信托计划平均预期收益率水平与信用等级基本呈负相关, 截至 2018 年 10 月末, 新增产品平均预期收益率为 5.75%。
- **信保合作中的信托通道。**过去的信保合作中, 有一定比例的通道业务, 即保险公司找非标资产, 并且提供投资资金, 信托计划在这里只提供通道服务, 赚取固定的通道费用。**对保险公司, 是有动力找信托通道对接的, 原因在于走信托通道投资非标资产, 相较于保险资金债权计划, 审批更为灵活, 时效性更强。**但在这其中, 信托公司作为法定意义上的受托人, 资金信托实际并不由信托公司自主管理, 也不实际承担产品设计、项目筛选、尽职调查、投资决策等管理责任, 这样的收益风险不匹配, 并且让渡主动管理职责的情形是监管不愿意看到的, 因此在信保合作规定中禁止将资金信托作为通道, 并对资金来源集中度新增要求。事实上,

在资管新规前后，已经对信保合作中的通道业务进行了相应的清理，并且随着中保登（中保保险资产登记交易系统公司）的成立，监管部门能够更好监测保险资金投资信托计划的数据登记，实现全面覆盖和深度穿透，对产品要素和业务识别更为容易，不符合有关规定要求的产品将变得难以隐匿。相信随着新规的执行，信保通道将会继续压缩，发挥信托在非标资产方面的传统优势，回归主动管理将会被鼓励和支持。

投资建议

- 总体来看，新规对于信托公司选择标准的放宽符合预期，利于信保合作的继续拓展，对于业务细节以及流程管理更高的要求，预期会使信保业务朝着更为规范的方向发展。保险资金的负债特性与信托在非标投资方面的优势正好契合，资管新规之后正成为信托更重要的机构资金来源。建议关注主动管理能力出色、业务规范程度高的信托标的。

风险提示

- 行业监管政策超预期变化。信托行业属于政策较敏感行业，若政策收紧或超预期变化可能导致业务开展难度加大以及规模下降；
- 宏观经济下行压力增大，资本市场大幅波动。影响融资类、投资类信托需求，包括地产、基础产业、工商企业、金融机构等。

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。