

银行

证券研究报告
2021年12月24日

天风问答系列：银行四问四答

怎么解读 12 月降准降息？

这次降准降息充分考虑到银行的基本面问题。一方面降准释放政策利好，另一方面通过降息向实体经济传导红利，减轻了银行的让利负担。考虑银行的基本面仍然偏弱，后续可以预期银行的政策压力将继续保持在较小的水平。

无论是政治局会议和中央经济工作会议对货币政策的表述，还是人行在中央经济工作会议学习会议上的论述，都反映出未来政策将更重视短期信用调节效果。因此我们认为未来伴随宽信用，降准降息仍有一定空间。而且明年上半年基建落地节奏加快，为配合财政政策前置，货币政策也将加大实施力度。

如何理解 11 月社融？

11 月社融增量为 2.61 万亿元，略低于市场平均预测的 2.81 万亿元。但社融同比增速在下滑近一年后迎来实质性拐点。一定程度上反映了顶层的决心，用地方债对冲了贷款的颓势。在宽信用初期，我们不必苛求总量和结构的同步改善，更应该关注政策的领先信号。我们预计 12 月社融增速继续向上改善，明年财政“前置”叠加信贷放量，上半年的信用扩张值得期待。

2022 年是否会迎来宽货币？

相比于短期通胀问题，稳增长的政策诉求显然更为强烈。在银行的资产负债定价处于刚性状态的情况下，存款增长对资产扩张的贡献减弱，更需要宽松的流动性提供放贷资金。所以我们预计货币政策会加大和财政政策的协调联动，在明年上半年政策宽松将推动形成“宽货币”的市场环境，这样有利于疏通货币政策向实体经济的传导效果。

个股：怎么看零售银行明年的投资机会？

零售银行明年将继续享受超额投资收益，主要基于两个逻辑：1) 宽信用有利于零售银行的非息业务扩张。2) 信用风险分化利好低敞口的零售银行。基于此我们推荐招商银行、邮储银行、无锡银行、宁波银行。

【招商】在大财富管理价值循环链的带动下，财富管理业务对业绩贡献的飞轮效应愈发明显。维持目标价 66 元/股，维持“买入”评级。

【邮储】明年和共同富裕相关的农村金融、县域金融有望实现较快地发展，公司尤其受益。维持目标价 6.11 元/股，维持“买入”评级。

【无锡】明年小微在政策中的重要性不言而喻，公司积极开拓普惠小微业务，打开新的业绩增量空间。维持目标价 7.04 元/股，维持“买入”评级。

【宁波】目前公司有资本，有较大的资产配置空间，我们看好其业务发展空间和利润释放前景。维持目标价 49.45 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复，经济下行超预期，资产质量波动，政策出台超预期。

重点标的推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 2021-12-24 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 600036.SH | 招商银行 | 49.86 | 买入 | 3.86 | 4.64 | 5.44 | 6.27 | 12.92 | 10.75 | 9.17 | 7.95 |
| 601658.SH | 邮储银行 | 5.28 | 买入 | 0.74 | 0.82 | 0.91 | 1.02 | 7.14 | 6.44 | 5.80 | 5.18 |
| 600908.SH | 无锡银行 | 5.67 | 买入 | 0.71 | 0.82 | 0.92 | 1.03 | 7.99 | 6.91 | 6.16 | 5.50 |
| 002142.SZ | 宁波银行 | 38.39 | 买入 | 2.50 | 3.10 | 3.73 | 4.42 | 15.36 | 12.38 | 10.29 | 8.69 |

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030001

范清林 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080004
fanqinglin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《银行-行业深度研究:银行可转债一览之资本缺口怎么看》 2021-12-20
- 《银行-行业点评:1 年期 LPR 降息 5bp，政策组合拳纷至沓来》 2021-12-20
- 《银行-行业点评:如何看待此次碳减排支持工具的推出》 2021-11-09

内容目录

| | |
|---|---|
| 1. 月度问答：逐一解答 12 月银行板块焦点..... | 3 |
| 1.1. 怎么解读 12 月降准降息？ | 3 |
| 1.2. 如何理解 11 月社融？ | 4 |
| 1.3. 2022 年是否会迎来宽货币？ | 5 |
| 1.4. 个股：怎么看零售银行明年的市值空间？ | 6 |
| 从低风险和信用扩张的角度出发，我们推荐招商银行、邮储银行、无锡银行、宁波银行四个标的： | 7 |
| 1.4.1. 招商银行：零售 AUM，看好大财富管理战略 | 7 |
| 1.4.2. 邮储银行：零售大行业绩喜人，受益共同富裕逻辑 | 7 |
| 1.4.3. 无锡银行：发力普惠小微业务，带来增量业绩空间 | 7 |
| 1.4.4. 宁波银行：配股落地，扩张空间打开 | 7 |
| 2. 风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1：MLF 到期规模（亿元） | 3 |
| 图 2：大型存款类金融机构存款准备金率和 1 年期 LPR 走势（%） | 3 |
| 图 3：1 年期 MLF 操作利率已连续 20 个月未变（%） | 4 |
| 图 4：LPR1Y(季付)利率互换定盘曲线_报买:1Y（%） | 4 |
| 图 5：社融当月新增和社融存量同比增速 | 4 |
| 图 6：MLF 当月净投放（亿元） | 5 |
| 图 7：公开市场操作货币净投放（亿元） | 5 |
| 图 8：国债到期收益率走势（%） | 6 |
| 图 9：DR007 移动 7 天平均值与公开市场 7 天逆回购利率走势（%） | 6 |
| 图 10：支农支小再贷款余额与小微企业（普惠）贷款余额同比走势 | 6 |
| 表 1：新增社会融资规模结构 | 5 |

1. 月度问答：逐一解答 12 月银行板块焦点

本文着眼于当前市场对银行板块的关注点，力图对重点问题进行详细的梳理与解答。

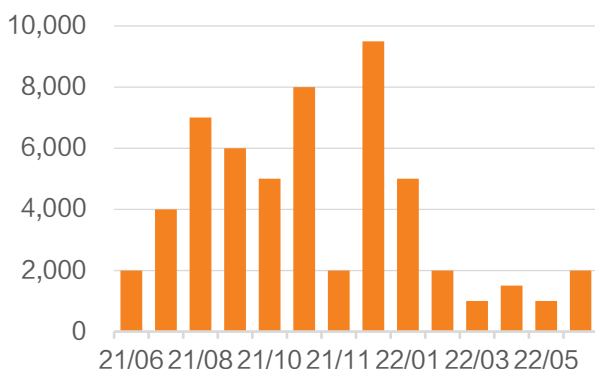
1.1. 怎么解读 12 月降准降息？

12 月降准降息组合拳出台。12 月 6 日人行宣布决定于 12 月 15 号下调金融机构存款准备金率 0.5pct，共计释放长期资金约 1.2 万亿元。12 月 20 日 LPR 报价，1 年期 LPR 下降 5bp 到 3.80%，5 年期 LPR 维持在 4.65% 不变。降息降准的时间点处在 6 日的政治局会议和 8 日的中央经济工作会议前后，足见这两次货币政策背后的政治意义。在经济下行压力加大、社融和信贷增速下滑的情况下，降准降息将分别从信贷供给和需求两端共同推动信用扩张。而且不同以往，降准降息态度更加积极，措施更为果断。12 月降准不只是普降 0.5 个百分点，还首次将每年年初的普惠金融考核降准前置，参加考核的金融机构统一执行最优惠档的存款准备金率。降息则是自 2020 年以后首次在 MLF 不变的情况下，实施 LPR 独立降息。

对银行影响中性。降准给银行释放长期流动性，减轻资金成本。降息压低银行贷款利率，减少利息收入。两者对银行的综合影响为中性。当前商业银行的净息差处于历史最低水平，截至 2021 年前三季度末只有 2.06%。银行负债端受投资消费活跃度下降以及资管产品发展的影响，负债成本处于刚性状态。所以银行资产端利率要继续下行会存在较大的商业阻力。这次降准降息充分考虑到银行的基本面问题。一方面降准释放政策利好，另一方面通过降息向实体经济传导红利，减轻了银行的让利负担。考虑银行的基本面仍然偏弱，后续可以预期银行的政策压力将继续保持在较小的水平，利好银行的基本面修复。

降准降息仍有空间。在中央经济工作会议之后，人行在学习会议上再次提出“持续释放贷款市场报价利率改革潜力，促进企业综合融资成本稳中有降”。措辞和 11 月发布的三季度货币政策执行报告有所不同。降低成本的对象从报告中的“小微企业”改为“企业”，范围进一步扩大化，降息的信号更加强烈。而且第三季度货币政策执行报告已经删除有关“闸门”的表述，以及政治局会议和中央经济工作会议对货币政策的表述都从之前的“灵活精准，合理适度”改为“灵活适度”，反映未来政策将更重视短期的信用调节效果。因此我们认为未来伴随宽信用，降准降息仍有一定的空间。而且考虑到明年上半年基建落地节奏加快，为配合财政政策前置，货币政策也将加大实施力度。从 1 年期 LPR 利率互换定盘曲线走势来看，在 LPR 降息之后市场还保持着贷款利率下行的预期，已经由 11 月中旬的 3.85% 左右跌至 12 月 22 日的 3.795%，

图 1：MLF 到期规模（亿元）



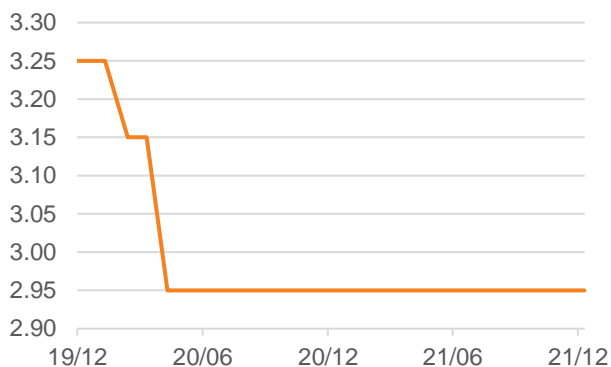
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：大型存款类金融机构存款准备金率和 1 年期 LPR 走势（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：1 年期 MLF 操作利率已连续 20 个月未变 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：LPR1Y(季付)利率互换定盘曲线 报买:1Y (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 如何理解 11 月社融?

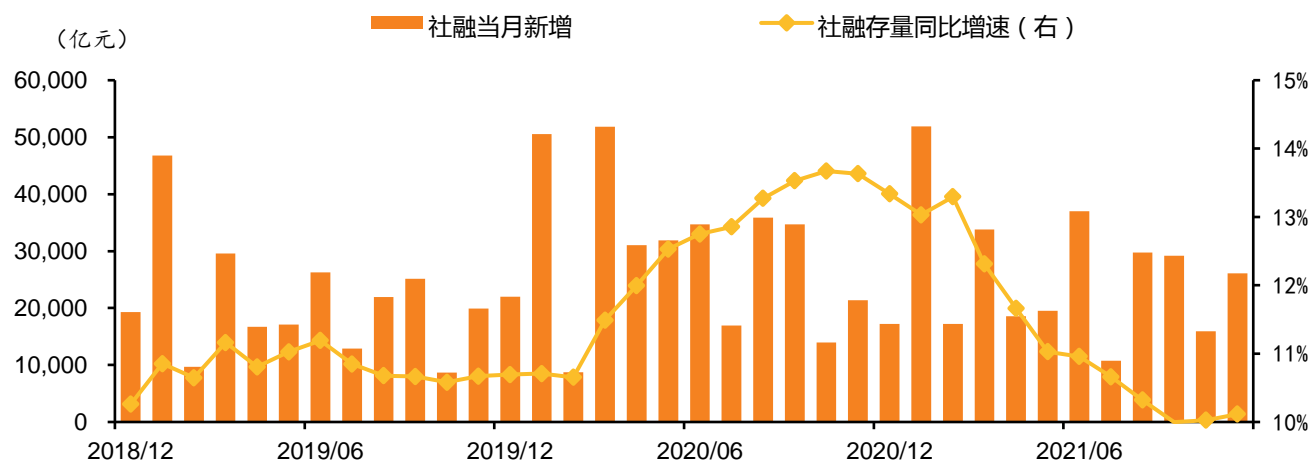
社融同比增速触底回升，预计 12 月延续向好趋势。11 月社融增量为 2.61 万亿元，略低于市场平均预测值的 2.81 万亿元。但社融同比增速在下滑近一年后迎来实质性拐点，预计 12 月社融增速继续向上改善。11 月社融存量同比增长 10.1%，较上月增加 0.1pct。社融增速提升主要得益于 11 月地方债加快发行，政府债券新增 8158 亿元，同比多增 4158 亿元。

政治局会议后将加快稳信用落地。新增贷款的结构反映出优质资产偏少。虽然政策要求银行多投放涉房贷款，但是银行却将贷款增量主要供应给低风险的个人住房贷款。银行对房地产对公贷款的投放意愿不足，加上年底项目较少，所以中长期贷款的增长暂时表现乏力。

由此看来 12 月初政治局会议的意义不言而喻。会议要求“促进房地产业健康发展和良性循环”。所谓“良性循环”，就是要处理好金融和房地产的关系，即加快化解房地产行业风险，恢复健康的房地产开发贷和个人住房贷款的投放。我们对未来房地产行业的信用修复以及全局性的稳信用较为乐观。明年财政“前置”叠加信贷放量，上半年的信用扩张值得期待。其实 11 月社融增速拐点向上，也一定程度上反映了顶层的决心，用地方债对冲了贷款的颓势。我们认为在宽信用初期，不必苛求总量和结构的同步改善，更应该关注政策的领先信号。

高频数据显示，从 12 月政治局会议和中央经济工作会议之后，宽信用已经渐行渐近。近期 3 个月国股行票据转贴现利率破纪录地降低至 0%附近，充分体现银行为争夺明年初的贷款额度，正在年底加快贷款投放。短期内因为年底项目开工较少以及银行风险偏好恢复较慢，所以利率过低。跨年后票据利率预计会随着项目开工有所提升。因为过去几个月贷款增速下行一直是拖累社融的主要因素，所以现在贷款投放加快将有利于社融增速实现企稳回升。

图 5：社融当月新增和社融存量同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 1：新增社会融资规模结构

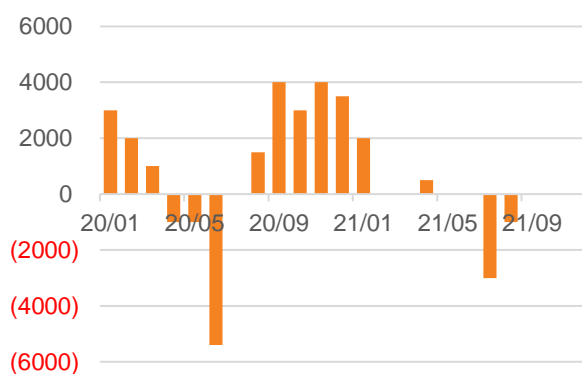
| 当月值（亿元） | 2021-06 | 2021-07 | 2021-08 | 2021-09 | 2021-10 | 2021-11 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 社会融资规模 | 37001 | 10752 | 29744 | 29165 | 15899 | 26100 |
| 人民币贷款 | 23182 | 8391 | 12713 | 17755 | 7752 | 13000 |
| 外币贷款 | 701 | (78) | 347 | (19) | (33) | (134) |
| 表外融资 | (1741) | (4038) | (1058) | (2106) | (2120) | (2538) |
| 直接融资 | 12376 | 5849 | 15716 | 10114 | 9043 | 13556 |
| 其他融资 | 2483 | 628 | 2026 | 3421 | 1257 | 2216 |
| 同比多增（亿元） | 2021-06 | 2021-07 | 2021-08 | 2021-09 | 2021-10 | 2021-11 |
| 社会融资规模 | 2320 | (6176) | (6109) | (5528) | 1970 | 4786 |
| 人民币贷款 | 4153 | (1830) | (1488) | (1416) | 1089 | (2288) |
| 外币贷款 | 497 | 446 | (50) | 283 | 142 | 313 |
| 表外融资 | (2595) | (1389) | (1768) | (2133) | 18 | (495) |
| 直接融资 | 702 | (3183) | (3013) | (2459) | 922 | 7945 |
| 其他融资 | (437) | (220) | 210 | 197 | (201) | (709) |

资料来源：WIND，天风证券研究所

1.3. 2022 年是否会迎来宽货币？

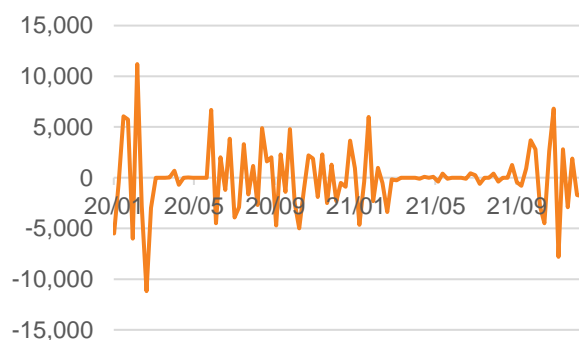
2021 年货币政策基调以稳为主。今年年初至春节前，货币政策趋严，资金面收紧导致短端利率出现快速上升。春节后至 7 月全面降准期间，货币政策回归中性。人行通过等量公开市场操作和平稳续作 MLF 方式，保持流动性处于合意范围内。短端利率回升并高于政策利率，表现为 DR007 移动 7 天平均利率大部分时间均在 OMO 7 天逆回购利率之上。虽然 7 月全面降准后，但是因为今年财政政策后置，下半年 MLF 到期量较大，所以流动性依然没有发生太大变化。人行于 12 月初再次宣布全面降准，保证 2021 年全年货币政策维持稳定。

图 6：MLF 当月净投放（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：公开市场操作货币净投放（亿元）



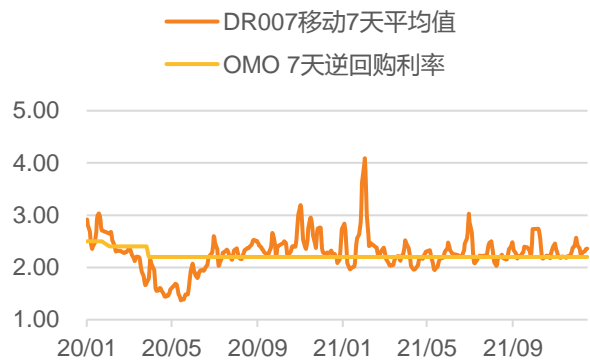
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：国债到期收益率走势（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

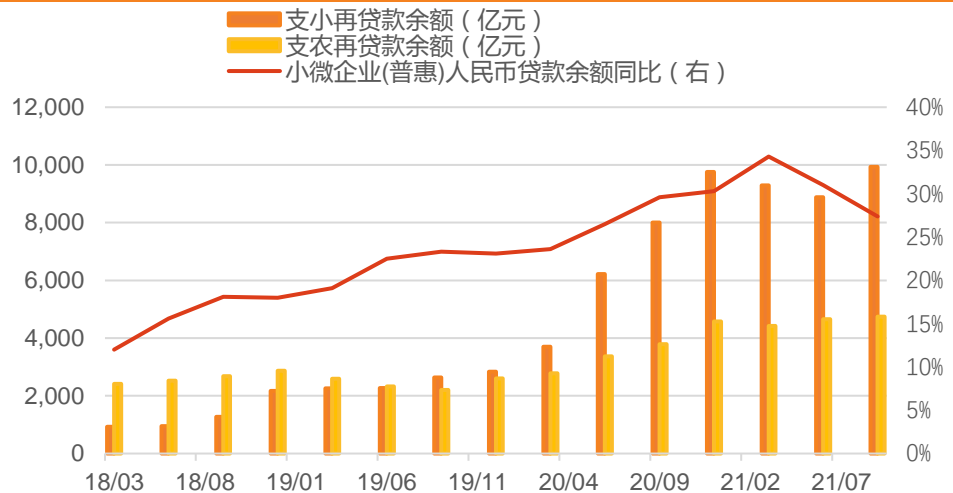
图 9：DR007 移动 7 天平均值与公开市场 7 天逆回购利率走势（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

“宽信用”环境下的“宽货币”。我们预期明年流动性保持“宽货币”的环境。虽然 PPI 增速仍然处于较高的水平，货币宽松的同时需要兼顾潜在的通胀压力；但是相比于短期通胀问题，稳增长的政策诉求显然更为强烈。在银行的资产负债定价处于刚性状态的情况下，存款增长对资产扩张的贡献减弱，更需要宽松的流动性提供放贷资金。所以我们预计货币政策会加大和财政政策的协调联动，在明年上半年政策宽松将推动形成“宽货币”的市场环境，这样有利于疏通货币政策向实体经济的传导效果。

图 10：支农支小再贷款余额与小微企业（普惠）贷款余额同比走势



资料来源：WIND，天风证券研究所

1.4. 个股：怎么看零售银行明年的投资机会？

我们认为零售银行明年将继续享受超额投资收益，主要基于两个逻辑：

1. **宽信用有利于零售银行的非息业务扩张。**在经济下行时出于稳增长的宽信用政策，将很难构成银行利息净收入增长的动力。虽然资产增速提升，但是宽信用初期偏弱的贷款需求将导致银行贷款利率出现更大的下行压力，所以银行以量补价的效果并不理想。比如 2020 年疫情期间的贷款扩张依然没有改变银行净利息收入增速持续下滑的趋势。但是非息业务完全不同。因为中间收入的手续费率处于较低水平，又相对稳定，所以资管规模的发展直接利好银行非息收入的扩张。而且阶段性“宽货币”环境还能给银行带来额外的债券投资收益。零售银行以非息业务见长，更能享受到宽信用带来的营收增益。

2. **信用风险分化利好低敞口的零售银行。**因为房地产政策方向没有发生大幅调整，继续坚持房住不炒，所以可以判断房地产信用修复仍然是以“稳信用”为主，不会“宽信用”。近期人行和银保监会下文支持房地产并购贷款，反映政策目标是推动房地产市场的结构转换，以市场化兼并收购的方式既提高行业集中度，又实现风险软着陆。因此房地产领域的

信用风险预计是“抓大放小”。大型房企的风险获得政策隐性兜底。小型房企可能仍然会出现偶发性、局部性地风险暴露。这样的风险结构一方面会加剧银行业内的资产质量分化，另一方面也有利于房地产风险敞口较小的零售银行保持稳健的资产质量。

从低风险和信用扩张的角度出发，我们推荐招商银行、邮储银行、无锡银行、宁波银行四个标的：

1.4.1. 招商银行：零售 AUM，看好大财富管理战略

公司作为零售转型最为成功的银行，截至 Q3 末零售客户 AUM 达 10.37 万亿元，站稳十万亿元大关。在大财富管理价值循环链的带动下，财富管理、资产管理、托管等业务收入多点开花，财富管理业务对业绩贡献的飞轮效应愈发明显。今年以来公司非息业务收入占营收比已经稳定在 40% 以上，其中手续费及佣金收入占比超过 30%。在明年稳增长的宽信用预期下，非息业务将继续支撑公司大财富管理发展。我们对公司业绩成长性保持乐观，预测 2021-2023 年归母净利润同比增速为 20.22%、17.16% 和 15.34%。维持目标价 66 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济恢复不及预期，信贷需求疲弱，资产质量波动，流动性降低。

1.4.2. 邮储银行：零售大行业绩喜人，受益共同富裕逻辑

公司坚守大型零售银行的战略定位，紧抓居民财富管理增长的战略机遇期，积极发展大零售业务。12 月的中央经济工作会议强调要“正确认识和把握实现共同富裕的战略目标和实践途径”，预计共同富裕的相关政策会陆续推出，而这将成为银行发展零售金融业务的新风口。我们认为实现共同富裕的关键在于缩小区域差异，城乡差距、收入差距。明年和共同富裕相关的农村金融、县域金融有望实现较快地发展。公司的客户基础扎实、网点渠道优势尤其突出，尤其受益共同富裕政策红利。我们看好公司未来发展，预测 2021-2023 年归母净利润同比增速为 10.52%、11.50% 和 12.30%。维持目标价 6.11 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动影响信贷需求和资产质量，政策红利不及预期。

1.4.3. 无锡银行：发力普惠小微业务，带来增量业绩空间

公司处苏南经济发达地区，坚守服务三农和小微企业市场定位。今年以来公司业务发展主动性明显提升，积极布局普惠小微业务。将原先个金部直营团队从普惠金融部剥离，同时推进市场化招聘，致力于做更下沉的小微客户。普惠小微业务的发力，将为公司明年带来新的业绩增量空间。同时从中央经济会议可以看出，在落实“六稳”“六保”政策下，普惠小微有望迎来政策加码。会议提出，“货币政策强调金融机构对具体领域和行业的支持，特别是小微企业、科技创新和绿色发展三个方向”，小微企业在明年政策中的地位不言而喻。我们看好公司业绩成长性，预测 2021-2023 年归母净利润同比增速为 16.00%、12.21% 和 11.92%。维持目标价 7.04 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：区域竞争激烈，小微业务风险暴露，揽储压力提升加大负债端压力。

1.4.4. 宁波银行：配股落地，扩张空间打开

公司配股落地，打开资产扩张空间。参考 2020 年公司在完成定增后，信贷投放高增速得到有效支撑，2020 年二/三/四季末公司发放贷款同比增速均维持在 30% 以上。这主要系公司地处长三角富庶地区，区域民营经济发达，经商环境浓厚，区域信贷需求仍然较为旺盛。目前公司有资本，有较大的资产配置空间，更有较强的风控能力，我们看好其业务发展空间和利润释放前景。同时近年来公司推进盈利来源多元化，大零售及轻资本业务盈利占比不断提升，为业绩可持续高增长打下坚实基础。预测公司 2021-2023 年归母净利润同比增速为 23.56%、20.65% 和 18.44%。维持目标价 49.45 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济疲弱导致信贷需求不足，财富管理业务开展不及预期，出台让利政策。

2. 风险提示

- 1) 疫情反复，影响宏观经济恢复
- 2) 经济下行超预期，信贷需求疲弱，信用风险暴露引起资产质量波动
- 3) 让利政策出台可能导致银行盈利承压

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 | 上海市虹口区北外滩国际 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 客运中心 6 号楼 4 层 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |