

## 中泰时钟：股市之风格轮动

分析师：李迅雷

执业证书编号：S0740517010007

电话：021-20315185

邮箱：lixl@r.qlzq.com.cn

联系人：王晓东（首席顾问）

电话：021-20315176

邮箱：wangxd@r.qlzq.com.cn

分析师：唐军

执业证书编号：S0740517030003

电话：021-20315202

邮箱：tangjun@r.qlzq.com.cn

### 相关报告

1. 中泰时钟：股市的春夏秋冬

### 投资要点

风格轮动是股市的重要特征，也是超额收益的重要来源。秉承自上而下宏观视角和多维度分析框架，中泰时钟构建了A股市场的风格轮动模型。回测表明，中泰时钟风格轮动策略效果良好：2005年至今，相对基准的年化超额收益率为12%；且超额收益分布相对均匀，十二年间仅有一年（2011年）的超额收益为负（-0.1%）。

#### 中泰时钟风格轮动模型的特点：

##### ■ 特有的风格板块划分——基于行业属性

基于中泰特有的细分行业标准，划分为上游、中游、下游、成长、大消费五个风格板块，更具基本面的逻辑，更契合中泰时钟之自上而下的宏观视角。

中泰的细分行业划分，综合考虑了公司业务的周期属性、所处产业链的位置、重资产/轻资产属性等各个方面，力求同一行业内的公司具有较高的同质性。

##### ■ 风格指数构建——更为客观

为更真实客观地反映风格板块的表现，1) 风格指数采用等权的编制方法；2) 剔除了停牌、长时间停牌后连续涨跌停等诸多异常情形。

##### ■ 个性化的指标数据处理——坚持“模糊的正确”

宏观指标与股市的关系并不是一个新课题，业界已有诸多尝试和努力，而得到满意的成果似乎并不容易。中泰汇集宏观、策略和量化的研究力量，提出了自己的解决方案。

1) 通过自身逻辑、相关指标关联等各种路径提升数据质量；2) 系统全面地梳理各指标间的逻辑关系、对众多指标如何刻画宏观基本面有更清晰和全貌的认识；3) 在对指标充分理解的基础上，对不同指标采用个性化的数据处理方法，遵循的原则是坚持“模糊的正确”：即处理后的指标数据能较正确地刻画指标大体所处水平阶段和变化趋势。

##### ■ 两条主线评估指标影响——更合理、更现实

影响股票价格的因素错综复杂，不容易得到明显而稳健的宏观指标与股价间的直接关联规律。中泰时钟从两条主线评估各维度指标对风格指数的影响：第一，宏观指标影响上市公司的业绩，从而最终影响股价；第二，宏观指标通过改变投资者的预期而直接影响股价。

#### 中泰时钟对当前市场的判断：

中泰时钟风格轮动模型的最新评分结果表明，大消费板块得分最高，其次是中游（钢铁、建材、工程机械等）板块。

结合前期相对涨幅（前期涨幅在一定程度上衡量了股价对基本面变化已反映的程度），中泰时钟目前推荐**大消费板块**。

## 内容目录

一. 中泰时钟风格指数.....	- 4 -
1.1 风格轮动是超额收益的重要来源.....	- 4 -
1.2 A 股市场风格板块的划分方法.....	- 4 -
1.3 中泰时钟 A 股风格板块划分结果.....	- 5 -
1.4 中泰时钟 A 股风格指数构建.....	- 6 -
1.5 中泰时钟风格板块划分及风格指数构建的特色.....	- 6 -
二. 中泰时钟风格轮动模型的构建.....	- 7 -
2.1 从宏观基本面维度把握风格轮动的规律.....	- 7 -
2.2 个性化的指标分析和筛选方法——坚持“模糊的正确”.....	- 7 -
2.3 两条主线评估各维度指标对不同风格板块的影响.....	- 8 -
2.4 各维度对不同风格板块的解释效果.....	- 9 -
三. 中泰时钟风格轮动模型的历史效果.....	- 10 -
3.1 上游.....	- 10 -
3.2 中游.....	- 10 -
3.3 下游.....	- 11 -
3.4 成长.....	- 11 -
3.5 大消费.....	- 12 -
3.6 风格轮动策略回测效果.....	- 12 -
四. 中泰时钟对当前市场风格的判断.....	- 13 -

## 图表目录

图表 1: A 股大小盘风格轮动现象.....	- 4 -
图表 2: 美国股市大小盘风格轮动现象.....	- 4 -
图表 3: 中泰时钟 A 股风格板块划分结果.....	- 5 -
图表 4: 周期、成长、大消费板块相对走势.....	- 6 -
图表 5: 周期上游、中游、下游板块相对走势.....	- 6 -
图表 6: 两条主线评估各维度指标对不同风格板块的影响.....	- 8 -
图表 7: 上游板块相对走势与相对 ROE.....	- 9 -
图表 8: 中游板块相对走势与相对 ROE.....	- 9 -
图表 9: 下游板块相对走势与相对 ROE.....	- 9 -
图表 10: 成长板块相对走势与相对 ROE.....	- 9 -
图表 11: 大消费板块相对走势与相对 ROE.....	- 9 -
图表 12: 风格轮动模型对上游板块的评分与上游相对走势.....	- 10 -
图表 13: 风格轮动模型对中游板块的评分与中游相对走势.....	- 11 -
图表 14: 风格轮动模型对下游板块的评分与下游相对走势.....	- 11 -
图表 15: 风格轮动模型对成长板块的评分与成长相对走势.....	- 12 -
图表 16: 风格轮动模型对大消费板块的评分与大消费相对走势.....	- 12 -
图表 17: 轮动策略绝对收益和相对收益的走势.....	- 13 -
图表 18: 中泰时钟风格轮动策略年度超额收益率.....	- 13 -
图表 19: 风格轮动模型最新评分以及各板块前期相对涨跌幅.....	- 13 -

## 一. 中泰时钟风格指数

### 1.1 风格轮动是超额收益的重要来源

风格轮动是股市的重要特征，风格属性通常有大/小盘、价值/成长、周期/非周期等。以大/小盘风格为例，A股中小板指数与代表大盘股的沪深300指数走势的相对强弱就呈现出明显的阶段性特征（见图表1），美国股市中代表大盘股的S&P500指数与代表小盘股的S&P SmallCap 600指数之间也有明显的轮动现象（见图表2）。

不同风格板块在不同阶段的表现差异较大，而且持续的周期相对较长。因而研究风格轮动的规律从而把握各个阶段相对强势的风格板块是超额收益的重要来源。

图表1: A股大小盘风格轮动现象



来源: wind, 中泰证券研究所

图表2: 美国股市大小盘风格轮动现象



来源: wind, 中泰证券研究所

### 1.2 A股市场风格板块的划分方法

研究风格轮动的规律首先需要对风格板块进行定义和划分，将具有某些共性的股票归类，从而形成不同的风格板块。中泰时钟划分风格板块遵循以下两个标准：

- 风格板块具有较明确的经济意义  
中泰时钟是基于宏观基本面视角的，风格板块具有较明确的经济意义，使用中泰时钟的研究框架才具有合理性和逻辑性。
- 不同板块的市场表现有较大的阶段性差异，同一板块内的股票表现相对较为同步  
板块划分是为了研究市场风格轮动的规律，从而把握不同阶段相对较强的风格板块，以获得超额收益。因此板块间的差异性和板块内的同质性是研究风格轮动的前提。

基于上述两个标准，中泰时钟从细分行业入手，根据行业的周期属性及在产业链中的位置，结合各细分行业中股票走势的相关性，将市场划分为5个风格板块：周期-上游、周期-中游、周期-下游、成长、大消费。

## 1.3 中泰时钟 A 股风格板块划分结果

图表 3: 中泰时钟 A 股风格板块划分结果

风格	行业	行业划分说明	风格	行业	行业划分说明
上游	基本金属	含铜、铅、锌、铝	成长	通信	
	小金属	含一些金属新材料		电子	
	煤炭			软件	
	石油化工			计算机设备	
	油气设备与服务			互联网	
中游	钢铁			传媒	含广电、平面、广告等
	水泥			影视动漫	
	玻璃			化学新材料	电子化学制品、新型材料等
	其他建材			工业自动化	含电网自动化、工控自动化、智能仪表等
	工程机械	含重卡		医疗器械	
	化学原料		大家电	含冰箱、洗衣机、空调、彩电等	
	化工-纺织	与纺织行业相关的，如化纤、染料染剂等	小家电		
化工-基建	与基建相关的化工制品	日化用品			
下游	房地产		化肥农药		
	园区开发		轻工制造		
	建筑施工	含装修装饰	中药		
	铁路设备		化学制药		
	输变电设备		生物技术	含血液制品、基因技术、疫苗等	
	电力设备	含发电设备、电厂电站其他设备	医药商业	药品销售	
	新能源	含风电、太阳能、核电等	白酒		
	汽车	含小型乘用车和客车，不含卡车	其他饮料	含啤酒、黄酒等其他饮料	
	汽车零部件		食品		
	航空		商贸零售		
	航运		农林牧渔		
物流		纺织服装			
		旅游酒店	含餐饮		

来源：中泰证券研究所

5 个风格板块中，周期类板块是指与宏观经济周期相关性较高的传统行业，根据所处产业链的位置，周期类板块进一步划分为上游、中游、下游 3 个风格板块。

成长风格板块是指受益于科技快速进步的新兴行业。与根据业绩增速或估值高低来划分成长股的通常做法不同，中泰时钟根据行业属性来划分成长板块，板块的经济意义更明确。

大消费板块是指与人们生活密切相关的泛消费类行业，如食品饮料、生物医药、商贸零售等。

为使每一板块更具明确的意义和鲜明的风格，中泰时钟的风格板块没有涵盖所有的个股。如金融行业虽然体量大，但其独有的属性不适合归入到 5 个风格板块中任意一个。目前，中泰时钟风格指数涵盖的个股为全部 A 股的 90% 左右。

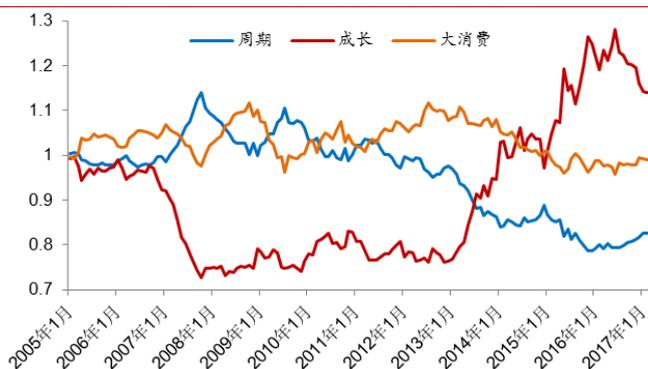
### 1.4 中泰时钟 A 股风格指数构建

在确定各风格板块的细分行业和成分股的基础上，中泰时钟构建了独有的 A 股风格指数。

构建方法：

- 采用等权的指数编制方法  
首先，等权指数不会因为个别大市值股票的影响太大而失真，能更灵敏和客观地刻画市场风格的变化。其次，等权指数编制方法相对简单，计算和维护过程中更直观，不容易出错。
- 每半年调整一次成分股  
每半年调整一次成分股，与中泰自有的行业划分的更新频率保持一致。
- 计算等权风格指数涨跌幅时剔除异常情形  
为了更真实客观地反映风格板块的表现，计算风格指数涨跌幅时剔除异常情形，如停牌、长时间停牌后连续涨跌停的个股情形，以及一些个股特有原因引起的连续涨跌停且不能代表板块整体趋势的情形。

图表 4：周期、成长、大消费板块相对走势



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 5：周期上游、中游、下游板块相对走势



来源：wind, 中泰证券研究所

### 1.5 中泰时钟风格板块划分及风格指数构建的特色

中泰时钟对市场风格板块的划分和风格指数的构建，有以下特色：

- 从细分行业入手划分为五个风格板块，更具基本面的逻辑  
现有对市场风格的研究大多是基于市值大小、估值高低等角度。虽然也有比较明显的轮动现象，但各板块的基本面属性相对不够明确，难以从自上而下的宏观角度进行研究。  
中泰时钟从行业属性入手，将市场风格划分为五个板块，更适合投资时钟的研究框架，且风格板块划分更精细，能更好地把握风格轮动的机会。为了确保各风格板块具有明确的基本面含义，风格属性不明显的行业没有纳入到任何板块。

- 中泰证券特有的细分行业标准  
划分风格板块过程中使用的行业标准是中泰证券特有的行业划分标准，每半年更新一次成分股。中泰证券的细分行业划分综合考虑了公司主营业务的周期属性、所处产业链的位置、重资产/轻资产属性等各个方面，力求同一行业内的公司具有较高的同质性。
- 构建风格指数时剔除了异常情形  
为了更真实客观地反映风格板块的表现，计算风格指数涨跌幅时剔除了停牌、长时间停牌后连续涨跌停等异常个股情形。

## 二. 中泰时钟风格轮动模型的构建

### 2.1 从宏观基本面维度把握风格轮动的规律

秉承中泰时钟多维度的研究框架，风格轮动模型从以下维度筛选有效因子对风格轮动规律进行刻画和预判：

**产出：**如工业增加值、发电量等反映经济产出水平的指标。为了更好地刻画对上、中、下游的影响差异，产出维度的指标归为靠近上游和靠近下游两大类别来评估和测算指标的有效性。

**通胀：**CPI、PPI 及其各分项指标，以及原油等各种反应物价水平的指标。为了考察对处于产业链不同位置的影响差异，通胀类指标分为生产资料价格和生活资料价格来分别评估指标的有效性。

**政策：**分为货币政策和财政政策两大类，如基准利率、信贷增速等反映货币政策的指标，以及财政支出等反映财政政策的指标。

**其他大类资产：**如汇率、房地产、大宗商品等其他资产类别的指标。

### 2.2 个性化的指标分析和筛选方法——坚持“模糊的正确”

产出、通胀、政策以及其他大类资产等四个维度对应数量繁多的各种指标，指标遴选至关重要。

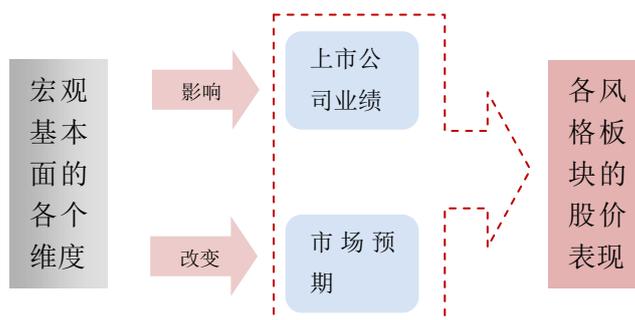
从繁杂的宏观数据中挖掘各类指标与股市的关系应该不是一个新课题，业界已有各种尝试和努力，但得到满意的成果似乎并不容易，究其原因可能有：  
首先，宏观基本面指标对股市的影响本身就是相对模糊的，对数据细微变化的各种解读和试图找到一一对应的规律是不可取的，追求“模糊的正确”可能是更好的方案；  
其次，单个指标对股市的影响可能不是线性或者单调的，可能需要与其他指标结合起来才能更正确地评估其影响，这种结合需要对宏观指标的深入理解和较高的数据处理和分析能力。中泰时钟汇集宏观、策略和量化的研究力量，提出自己的解决方案。

中泰时钟分析和筛选有效指标主要分以下几个步骤：

- 从指标代表的宏观意义入手进行初步的筛选  
首先通过宏观和策略研究团队对各指标所代表的经济含义以及可能对股市的影响进行分析，初步筛选出风格轮动模型可能用到的因子库。
- 提升指标的数据质量是第二步  
数据质量是指标可采用和有效的前提。中泰时钟通过对指标的自身逻辑、相关指标的关联逻辑等各种路径来提升数据质量。
- 系统全面地梳理分析指标间的逻辑关系  
中泰时钟对众多指标如何刻画宏观基本面的各个阶段有了更清晰和全貌的认识，进而根据指标的重要性进行筛选并赋以不同权重。
- 对指标进行个性化的数据处理——坚持“模糊的正确”  
中泰时钟对指标的数据处理是建立在对指标意义以及与其他指标间关系等方面深入分析的基础上的，对不同指标采用个性化的数据处理方法。遵循的原则是坚持“模糊的正确”：即处理后的指标数据能较正确地刻画指标大体所处水平阶段和变化趋势。

### 2.3 两条主线评估各维度指标对不同风格板块的影响

**图表 6：两条主线评估各维度指标对不同风格板块的影响**



来源：中泰证券研究所

中泰时钟从两条主线评估各维度指标对风格指数走势的影响：

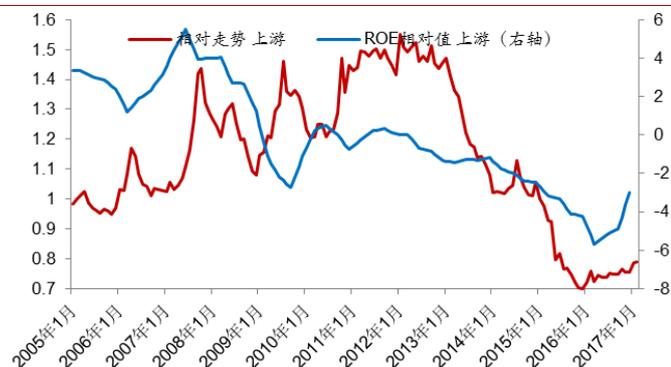
第一，各维度指标对上市公司业绩产生影响，从而最终影响股价表现。通过分别评估和测算 ROE、营业收入增速、毛利率、净利率等四方面的影响来确定指标对上市公司业绩的影响程度。

第二，各维度指标通过改变投资者对未来市场的预期而直接影响股价。考虑到股价的表现有可能领先于上市公司业绩表现，宏观指标可能通过影响投资者预期、资金面等对股价产生直接影响。

当然，除了上市公司的业绩以及未来业绩的预期等基本面因素，股价的波动（尤其是短期的波动）还受市场情绪、投机氛围等因素影响，但这些短期因素不适用于自上而下的宏观研究视角，不在中泰时钟的研究范畴。

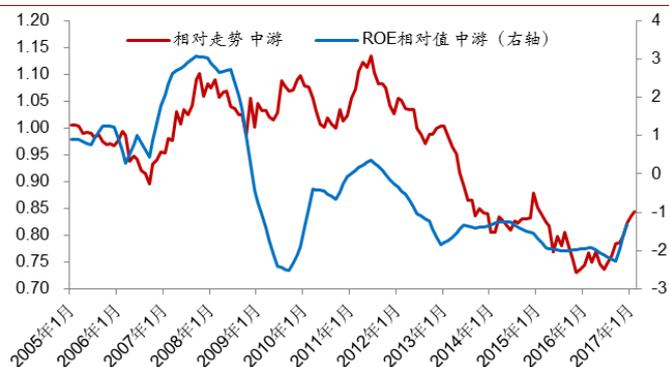
关于股价表现与公司业绩的关系，我们以 ROE 为例，可以看到风格指数的相对走势与风格板块的相对 ROE（即板块 ROE 减整体 ROE 水平）存在明显的关联。

**图表 7：上游板块相对走势与相对 ROE**



来源：wind, 中泰证券研究所

**图表 8：中游板块相对走势与相对 ROE**



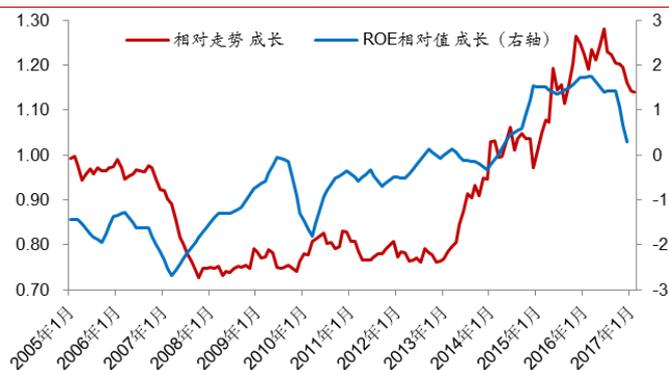
来源：wind, 中泰证券研究所

**图表 9：下游板块相对走势与相对 ROE**



来源：wind, 中泰证券研究所

**图表 10：成长板块相对走势与相对 ROE**



来源：wind, 中泰证券研究所

**图表 11：大消费板块相对走势与相对 ROE**



来源：wind, 中泰证券研究所

## 2.4 各维度对不同风格板块的解释效果

产出维度的指标对上市公司业绩的解释力度较大，而且偏上游的指标对上、中游的影响较大，偏下游的指标与下游、成长、大消费的业绩相关性较强。

通胀维度和政策维度对市场预期的影响较大，对股价的影响更直接，对公司业绩也有一定解释力度。通胀维度中生产资料的价格与生活资料的价格对公司股价影响有时存在较大的差异。政策维度中，货币政策指标的影响总体上大于财政政策。

其他大类资产在某些时间段具有明显的影响和解释力，需要结合宏观、策略等基本分析，选取特定阶段有效的指标。

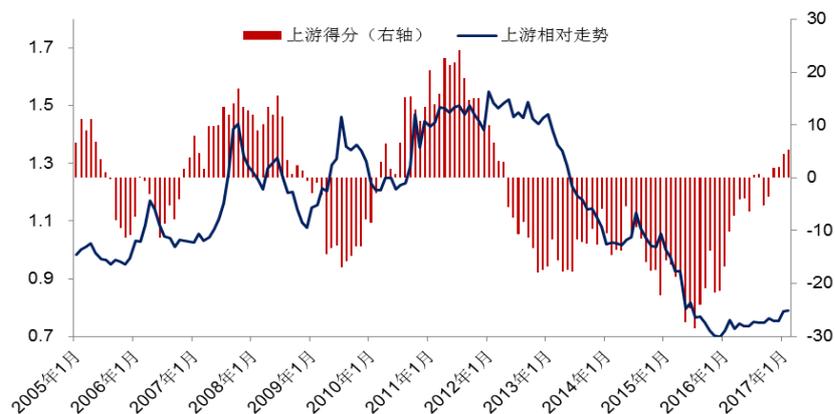
### 三. 中泰时钟风格轮动模型的历史效果

#### 3.1 上游

风格轮动模型对上游相对走势的大趋势有较好的刻画和预判效果。上游板块成分股多为高 Beta 个股，股价弹性较大，因此上游风格指数的波动较大。中泰时钟风格轮动模型是基于自上而下的宏观视角，对太短期的波动相对缺乏解释力度。

在四个维度中，产出指标（尤其是靠近上游的产出指标）和其他大类资产中大宗商品、外汇等解释力度较强，所占权重较大。

**图表 12：风格轮动模型对上游板块的评分与上游相对走势**



来源：wind, 中泰证券研究所

#### 3.2 中游

中游风格指数相对走势的波动幅度明显小于上游，风格轮动模型对较大的趋势阶段有较好的判断，对较小的短期波动刻画能力亦不足。

比较各维度指标的贡献，中游板块与上游一样，贡献较大的指标是产出和其他大类资产，不一样的地方是：产出指标中刻画水平高低的指标对上游的影响大，而刻画方向趋势的指标对中游的影响大。

**图表 13: 风格轮动模型对中游板块的评分与中游相对走势**



来源: wind, 中泰证券研究所

### 3.3 下游

下游板块的相对走势与风格轮动模型的评分贴合得相对差一些。仔细观察各板块的相对走势图和相对 ROE 的变化曲线会发现一个有意思的现象——下游的 ROE 的相对值变化趋势与非周期类（成长和大消费）相对接近，而股价走势与周期类上、中游比较接近。

对下游板块相对走势解释力度较大的是产出指标和政策指标（尤其是货币政策）。

**图表 14: 风格轮动模型对下游板块的评分与下游相对走势**



来源: wind, 中泰证券研究所

### 3.4 成长

风格轮动模型对成长板块相对走势的强弱有较好的刻画和预判。对成长板块解释力度相对较大的指标是政策和通胀指标，产出指标中偏下游的指标也贡献较大。其中通胀指标对成长板块的相对走势是负向的，即低通胀对成长板块相对走势有利，而通胀中生产资料价格对上游、大消费板块的影响是正向的。

**图表 15: 风格轮动模型对成长板块的评分与成长相对走势**

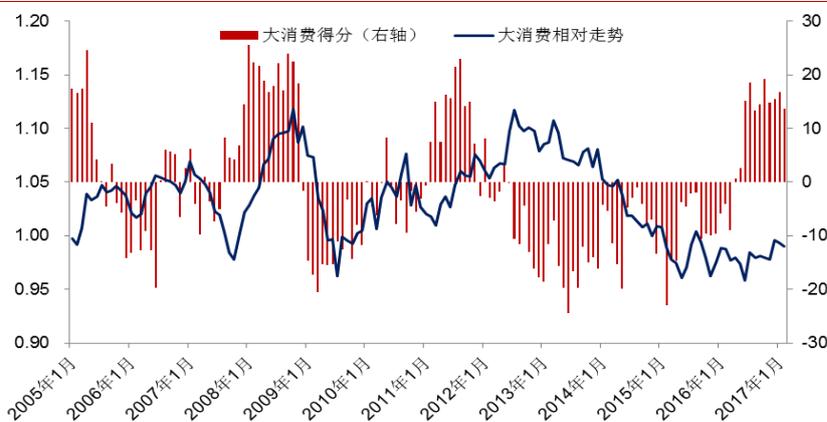


来源: wind, 中泰证券研究所

### 3.5 大消费

大消费板块的相对走势波动幅度较小,但与风格轮动模型的评分贴合较好。大消费板块相对走势解释力度最大的是通胀维度的指标,其次是产出维度中偏下游的指标。通胀维度中,生产资料价格和生活资料价格指数对大消费板块相对走势都有正向贡献,即高通胀有利于大消费板块。

**图表 16: 风格轮动模型对大消费板块的评分与大消费相对走势**



来源: wind, 中泰证券研究所

### 3.6 风格轮动策略回测效果

根据中泰时钟风格轮动模型的评分结果,每个月配置得分最高的风格板块,以等权风格指数计算风格板块的收益率,以全体成分股的平均收益率作为比较基准。

回测结果表明,中泰时钟风格轮动模型对强势风格板块具有较好的预判和把握能力,轮动策略获得了稳健的超额收益。2005年至2016年期间,风格轮动策略的绝对收益为年化29.3%,相对基准的年化超额收益率为12%,且超额收益分布较为均匀,十二年间仅有一年(2011年,这一年五大风格板块的涨跌幅差异很小)超额收益为负0.1%,其余年份超额收益都为正。

**图表 17: 轮动策略绝对收益和相对收益的走势**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 18: 中泰时钟风格轮动策略年度超额收益率**

2005	2006	2007	2008	2009	2010
4.6%	0.9%	8.5%	7.9%	9.6%	22.7%
2011	2012	2013	2014	2015	2016
-0.1%	11.1%	23.9%	17.0%	21.8%	1.4%

来源: wind, 中泰证券研究所

## 四. 中泰时钟对当前市场风格的判断

中泰时钟风格轮动模型的最新评分表明, 大消费板块得分最高, 说明当下宏观之基本面各维度的综合影响对大消费板块相对最有利。

得分仅次于大消费板块的是中游, 在周期类板块中, 中游(钢铁、建材等)的得分明显高于上游和下游, 说明当前宏观基本面相对有利于中游。前文的分析指出产出维度对上、中、下游影响都较大, 但产出指标的水平高低对上游影响更大, 而相比之下产出指标的变化趋势对中游影响更大, 另外政策维度对下游的影响相对较大。

结合各风格板块的评分, 以及前期相对涨幅(前期涨幅在一定程度上衡量了股价对基本面变化已反映的程度), 中泰时钟目前推荐大消费板块。

**图表 19: 风格轮动模型最新评分以及各板块前期相对涨跌幅**

	上游	中游	下游	成长	大消费
当前评分	5	13	-12	-20	14
过去半年相对涨跌幅	5.5%	11.1%	1.7%	-6.7%	1.1%
过去一年相对涨跌幅	4.2%	10.1%	0.0%	-4.3%	0.2%

来源: wind, 中泰证券研究所

**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。