

银行

专题| 中小银行注资改革，如何评估？——托底 VS 估值提升

评级：增持（维持）

分析师 戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师 邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

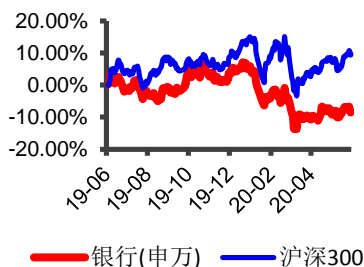
研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	36
行业总市值(百万元)	9,586,863
行业流通市值(百万元)	6,255,814

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E		
招商银行	34.5	3.19	3.62	3.99	4.44	10.80	9.54	8.64	7.78		增持
平安银行	12.9	1.39	1.41	1.61	1.82	9.31	9.23	8.06	7.15		增持
宁波银行	26.2	2.10	2.30	2.54	2.98	12.49	11.42	10.36	8.83		增持
常熟银行	7.32	0.66	0.65	0.74	0.83	11.15	11.24	9.95	8.81		增持

备注：

投资要点

- **事件：**据《财新》报道，地方政府拟为中小银行补充资本 2000 亿元，资金来自地方政府专项债券。
- **中小银行注资改革的核心内容。**根据《财新》的报道，**1、资金来源与金额。**地方政府专项债一定额度临时用于充实中小银行资本、让地方政府认购中小银行合格资本的补充工具；资金规模有可能在 2000 亿元左右。**2、地方专项债注资中小银行的原则：**市场化、法治化、到期退出原则。**3、具体操作：**预计 2000 亿额度在各省分配，是一省一策，由于纳入地方政府的债务，各家省市会综合考虑。注资银行的选择，一行一策：首先是全面评估风险；不同银行采取不同注资方案。
- **本轮中小银行注资改革的特点。****1、2000 亿的金额，**体现了“托底”的思路，而不是“兜底”。该金额相比中小银行的规模与资本，相对较小：我们估算，非上市中小银行的资本总额 4.1 万亿左右，核心一级资本为 3.26 万亿。2000 亿分别占比 4.9%和 6.1%。**2、地方政府作为注资方发挥股东作用，与中小银行的公司治理结构匹配。**1997 年四大行的注资是中央，本轮是地方政府，体现出地方政府与中小银行的责任与权力的对等。**3、本轮中小银行注资，会与中小银行持续深化改革互为配套；**公司治理、股权管理和补充资本会是深化改革的重点。
- **海外银行业救助和监管的的启示。**我们比较了美国、欧洲和日本相关经验，**1、是否引发系统性风险作为实施救助的必要条件，**是国外银行问题银行救助的共性：**不具备影响系统性风险的银行，市场化退出。**问题银行的恢复机制一般分三类，银行自救、政府救助和存款保险机构的处置。**2、日本的经验和教训具有很好的参考价值，**与我国相似点比较多：一方面，建立一套完善的银行监管和救助体系，对一个国家金融体制改革是很重要的；但必要配套经济结构调整，银行改革才会更有效（详见深度报告《深度|中小银行的海外救助和监管模式以及对投资影响》）。
- **对银行股投资的影响。****1、改革是提升中小银行估值的核心，注资是托底。**注资有助于缓解中小银行的系统性风险（大型银行的救助压力会有所缓解）；而中小银行竞争力的提升在于公司治理和业务结构转型，这需要观察未来难度较大的“深化改革”。**2、银行业的供给侧改革仍然会持续，分化也会持续。**中小银行改革就是银行业的供给侧改革，由于

约束条件多（金融稳定、影响宏观经济），会是缓慢的过程，中小银行注资就是“托底”。建议持有优质的银行：招商银行、宁波银行、平安银行和常熟银行。

- **风险提示事件：**经济下滑超预期。疫情影响超预期。方案未经官方发布，本文讨论基于一定的假设条件，实际方案内容以官方发布为准。

一、中小银行注资改革的内容

- 根据 6.13 财新《2000 亿元注资中小银行》报道，中小银行注资改革的内容有可能是：
- **资金来源与金额：**地方专项债发行，金额 2000 亿左右。拟将 2020 年地方政府专项债一定额度临时用于充实中小银行资本、让地方政府认购中小银行合格资本的补充工具；资金规模有可能在 2000 亿元左右。
- **地方专项债注资中小银行的原则：市场化、法制化、到期退出原则。**1、考虑救助的前提为中小银行自救失败，亦即部分净资产亏损（普通股先吸收损失），公司引战失败，地方政府不得不介入救助。**2、市场化操作，防范道德风险。**严格将专项债和中小银行真实可靠、价值可计量的资产对应，要有详细的偿债方案。**3、政府制定退出计划，**要有明确的政策期限和退出机制，确保到期后专项债能够市场化退出。专项债期限以 5-10 年为主。
- **地方专项债注资中小银行的具体操作。**1、预计 2000 亿额度在各省分配，是一省一策。预计各级省政府对辖内中小银行资本充足率、经营情况进行摸底，申请相应的额度。从财政角度看，是纳入地方政府债务之中，所以各家省市会综合考虑。**2、救助银行的选择，一行一策。**首先是**全面评估风险：**要对参与银行做风险评估和全面清产核资，摸清资产质量和风险状况心中有数；**不同银行采取不同方案：**根据银行的具体风险情况和处置需要制定实施方案，没有统一的模式。

图表：银行资本补充工具

	资本组成	资本补充手段
核心一级资本	实收资本或普通股、资本公积、盈余公积、一般风险准备、未分配利润、少数股东资本可计入部分	外源补充：配股、增发、可转债 内源补充：利润留存
其他一级资本	其它一级资本工具及其溢价（永续债、优先股）、少数股东资本可计入部分	永续债 优先股
二级资本	二级资本工具及其溢价、超额贷款损失准备	二级资本工具、超额贷款损失准备

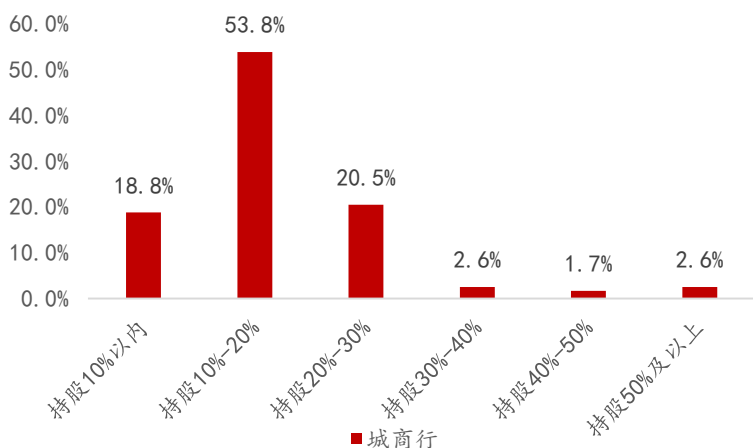
资料来源：银保监会，中泰证券研究所

二、本次中小银行注资方案的特点有哪些？

- 1、地方政府作为注资方发挥股东作用，与中小银行的公司治理结构匹配

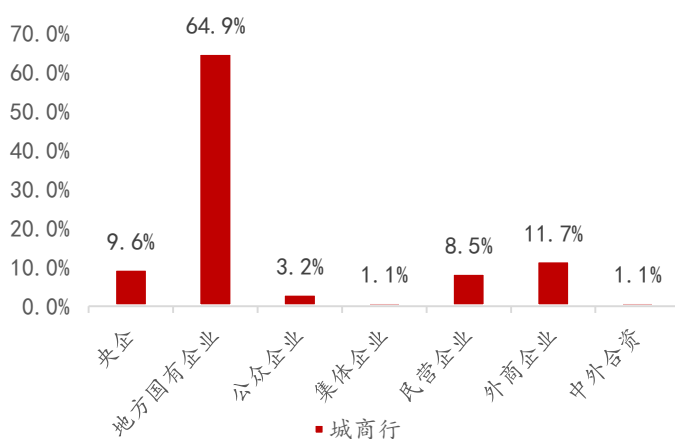
- **本轮与 1997 年注资大型银行的差异。**1997 年发行特别国债注资国有大行，相当于是中央作为股东，2003 年之后通过中央汇金公司行使股东权利。本轮如果地方政府专项债来注资中小银行，是地方政府成为股东。这种模式，地方政府债务显性化，地方政府对银行的权责更为清晰。这种模式是与中小银行的公司治理结构匹配。
- **中小银行的公司治理结构：城商行股权结构相对均衡、农商行则相对分散，与地方政府关联度高。**我国的中小银行与当地政府有千丝万缕的关系；以往中小银行有“地方第二财政”之称呼，商业银行市场化改革以来，已有所弱化；但平台业务和地产业务的高速增长，使得中小银行与地方经济关系更加紧密。
- **城商行股权结构相对均衡，第一大股东以地方政府居多：**我们统计的 117 家城商行中第一大股东持股比例在 10%-30% 的银行占比接近 75%，其中第一大股东为地方国企的占比 65%。地方政府是城商行发起设立的重要投资者且在较长时期处于主导地位，一般地方政府会以主要出资人的身份任命银行的高管，参与银行的经营管理。此后，城商行根据监管导向引入境内外战略投资者，地方政府持股比例有一定的稀释，但总体仍处于第一大股东地位。

图表：城商行第一大股东持股比例分布



资料来源：Wind，中泰证券研究所

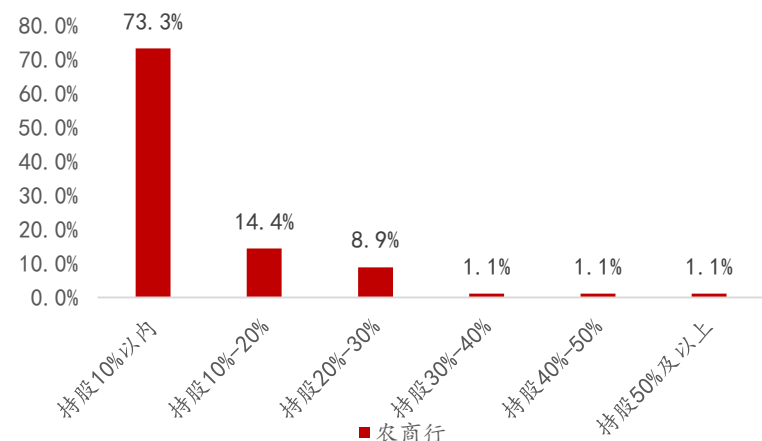
图表：城商行第一大股东性质占比



资料来源：Wind，中泰证券研究所

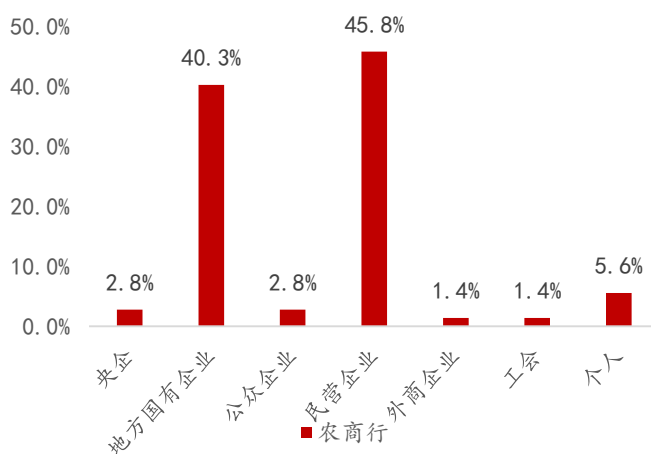
- **农商行股权结构相对分散，第一大股东以民企和地方政府为主，其中浙江地区的银行大部分为民营企业：**我们统计的 90 家发债农商行中第一大股东持股比例在 10% 以内的银行占比接近 74%，其中第一大股东为民营企业的占比为 46%、第一大股东为地方国企的占比 40%。农商行由农信社改制而来，个人股东较多，同时在改制的过程中面临股权集中度较严格的监管限制，因此呈现股权结构相对分散的结果。

图表：农商行第一大股东持股比例分布



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：农商行第一大股东性质占比



资料来源：Wind，中泰证券研究所

■ 2、2000 亿的金额，体现了“托底”的思路，而不是“兜底”

- **2000 亿的金额，相比中小银行的规模与资本，相对较小。**我们估算下来，非上市中小银行的资本总额 4.1 万亿左右，非上市中小银行核心一级资本为 3.26 万亿。2000 亿分别占比 4.9%和 6.1%，2000 亿金额并不多。截至 2020 年 4 月，城商行、农村金融机构资产规模分别为 39 万亿和 40 万亿，参考 1 季度金融统计数据发布会提及情况，目前 4005 家的中小银行，评级 7 级以上的 3400 多家，3400 多家资本充足率 10%以上，2400 多家是 13%以上。高风险机构大概有 532 家，主要是农信社，农村合作银行和村镇银行。

图表：非上市中小银行资本规模（1Q20，亿元）

	行业	上市	非上市	非上市占比行业
核心一级资本	172,407	139,801	32,606	18.91%
一级资本	189,275	155,959	33,316	17.60%
总资本	230,162	189,060	41,102	17.86%

资料来源：公司财报，Wind，中泰证券研究所

- **对中小银行救助的思路：只会是“托底”，而不是“兜底”。**由于总体金额不高，同时要纳入地方的债务，预计地方政府会有选择的救助，而不会采取大规模的救助。救助的前提是只有当中小银行自救失败以后，才会动用地方专项债注资中小银行。**救助标的的选择：中型银行或接管/重组，小银行兼并收购是大趋势。**对于系统性风险较高的银行预计是此次注资的重要对象，考虑规模因素、风险交叉传导因素，中型银行大概率由监管部门和地方政府合力牵头，对其进行接管或重组。而小银行或由其他机构兼并重组实现退出。

图表：问题银行处置案例

	包商银行	锦州银行	恒丰银行
介入机构	央行、银保监会、地方政府、存款保险基金、战略投资者、托管行	央行、银保监会、地方政府、战略投资者	央行、银保监会、汇金、地方政府、战略投资者
增资情况	成立蒙商银行，注册资本为200亿元，股份总额为200亿股，由存款保险基金管理有限责任公司会同建行子公司建信金融资产投资、徽商银行以及内蒙古财政厅等内蒙古自治区内的8家发起人共同发起设立。存款保险基金管理公司为该行最大股东，持股比例为27.5%；内蒙古财政厅和徽商银行分别为第二、三大股东，分别持股16.67%和15%。	1、向工银投资、信达投资和长城资产转让股份。2、定向增发，向成方汇达和辽宁金控发行62亿股募资约120.9亿元；出售锦州银行持有债权本金账面原值约为1500亿元的若干资产予成方汇达；认购本金金额约为750亿元的定向债务工具。	恒丰银行拟定增1000亿股普通股股份。其中，中央汇金投资有限责任公司拟认购600亿股，山东省金融资产管理股份有限公司拟认购360亿股，新加坡大华银行和其他股东拟认购40亿股。
流动性支持	19年发放SLF4161亿元；批准5家包商村镇银行动用法定存款准备金	公司同业存单发行由民营企业债券融资支持工具提供信用增进，支持工具由央行再贷款提供资金	央行专项借款
主要问题	大股东占款	内部人控制	内部人控制

资料来源：公开资料，中泰证券研究所

■ 3、本轮中小银行注资，会与中小银行持续深化改革互为配套

■ **公司治理和地方政府股权管理，会是中小银行深化改革的核心内容。**5月底，金融委办公室发布11条金融改革措施，其中出台《中小银行深化改革和补充资本工作方案》，进一步推动中小银行深化改革，加快中小银行补充资本，坚持市场化法治化原则，多渠道筹措资金，把补资本与优化公司治理有机结合起来。解决好中小银行在业务定位、公司治理、风险管理等方面的突出问题，逐步建立符合高质量发展要求的体制机制；压实地方责任，强化股权管理。

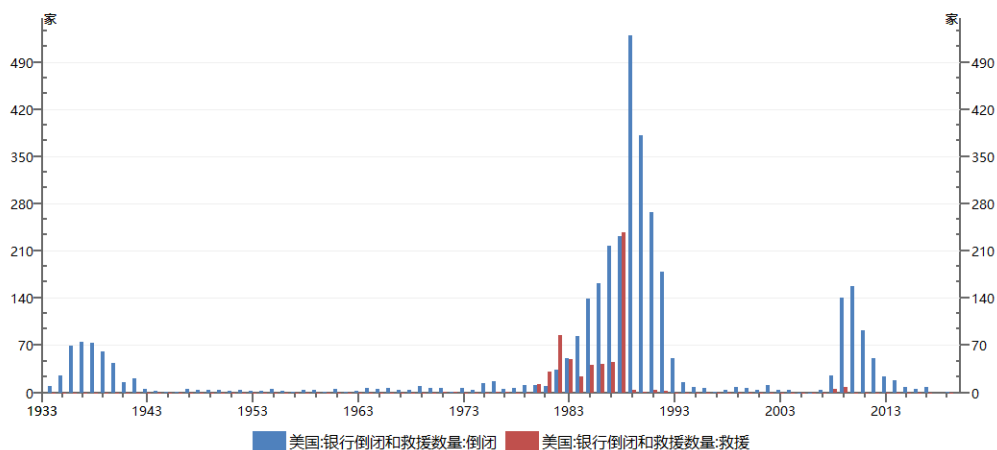
■ **中小银行风险聚集的原因，一是银行与地方财政和经济深度捆绑下的业务模式高度同质化，二是中小银行的公司治理缺失带来的行为异化。**首先从业务模式看，我国经济传统的发展模式主要靠地产、基建拉动经济；地方政府融资主要依靠银行，尤其是地方银行，使得中小银行风险主要集中在地方融资平台和房地产贷款领域。而由于有政府信用的隐形背书，中小银行的行为容易转向“寻租”、“套利”，2012-2016年大幅扩张（金融市场与贷款）就是典型。个体追求利益最大化的“套利”，导致我国金融系统性风险的增加。另外从公司治理模式看，银行业经营具有特殊性，需要“激励”与“约束”相配套的公司治理结构。一些中小银行被地方政府控制，沦为“地方第二财政”，风险集中及官僚化；一些民营银行行为非常短视。在这种治理模式下，结合过去的经济高速发展，牌照、利差和地方保护，使得银行粗放式经营追求规模扩张，同质性强导致产能过剩，行业个体缺乏竞争力。

三、海外银行业救助与监管的经验：救助系统性重要银行，

其余市场化

- **美国银行业救助和监管的经验：市场化为主的退出机制。**1、首先区分出系统性重要银行，如果是系统性重要银行，财政部和有序清算基金参与其中；如果不是，则市场化推出。2、美国中小银行退出市场是常态化事件，存款保险公司（FDIC）承担了主要责任，采用三种方式处理问题银行：市场化收购承接、政府经营救助、破产清算。其中收购承接占比达到 90%。3、美国能够实现中小银行常态化退出市场的基础是其“核心-外围”式的层级结构，能够实现中小问题银行的市场化的退出。

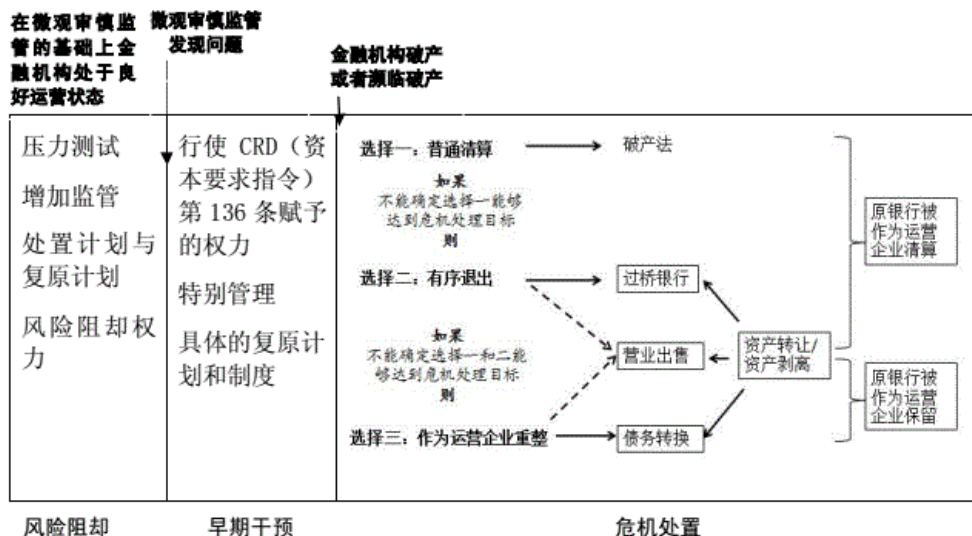
图表：美国银行倒闭和救援数量



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **欧洲银行业的经验：体系化的监管与救助。**1、08 年危机之后，欧洲银行业搭建了三支柱的监管体系，采取分层监管与“自救优先”的救助原则。对于系统重要性的大型银行，欧洲央行负责宏观与微观审慎监管，对中小型银行则采取统一监管的模式。欧洲的救助政策的原则：银行必须先自救（自救比例须达到总体问题债务比例 8%）。2、欧洲问题银行的救助模式：区分是否引起系统性风险，成立清算基金。对于有系统性风险的银行救助方面，欧盟成立清算基金，保证清算工作得以迅速开展；对于无系统性风险的银行，采取有序退出的方式：进行资产转让或者资产剥离，或部分资产或者业务转让给过桥银行或者出售等。3、化解欧洲银行业的基础性风险是良好救助的前提，核心是加强银行资本管理。

图表：欧洲问题金融机构的处置流程



资料来源：欧盟，中泰证券研究所

- 日本银行业：三个阶段经验与教训。1、第一阶段：“护送船队”时期：该阶段采取大银行兼并小银行的方式，对银行采取尽量保全的模式，但使得日本银行业风险进一步上升，三家大型金融机构于 1997 倒闭。2、第二阶段：“金融再生计划”时期：完善银行监管和救助制度：98 年日本推进“金融大爆炸”改革，改革金融体系和风险监管机构，不再对问题金融机构保护；同时扩大存款保险机构的职能；加大政府注入的救助资金。但由于根本问题尚未解决，银行业不良压力仍持续上升。3、第三阶段：“紧急经济对策”时期：该时期明确不良处置时间表，同时辅以经济结构调整，推行有限存款保护、少数银行施行国有化。

图表：日本银行不良处置经历的三个时期

	时间	特征
第一阶段	1991-1996 “护送船队”时期	日本政府仍寄望于经济好转，不良资产问题自动消解。对银行的处置方式是大并小，尽量保全。结果不良问题更加严重，大银行也深受拖累。
第二阶段	1997-2002 “金融再生计划”时期	从法律制度、监管机构、公共基金和市场化手段等多方面，引导不良资产处置向市场化、开放化、自由竞争的形式发展。处理态度仍相对温和，不良化解效果不佳。
第三阶段	2003-2006 “紧急经济对策”时期	坚决处置不良资产，力求尽快回复机构正常运营。2002 年开始对问题银行实施“国有化计划”，促使银行加快处理不良。银行股权投资额度不得高于净资产，动摇了主银行制度。同时对经济结构进行改革，力求杜绝新增不良。

资料来源：中泰证券研究所

- 国际银行业救助和监管的的启示：1、是否引发系统性风险作为实施救助的必要条件，是国外银行问题银行救助的共性：不具备影响系统性风险的银行，市场化退出。问题银行的恢复机制一般分三类，银行自救、

政府救助和存款保险机构的处置。2、日本的经验和教训具有很好的参考价值，与我国相似点比较多。一方面，不能一味让大型银行背负中小银行的风险，有可能会拖垮大型银行（第一阶段教训）；另一方面，建立一套完善的银行监管和救助体系，对一个国家金融体制改革是很重要的；这些体系，必要配套经济结构调整，才会更有效（第二阶段教训）。

- **经济结构调整与中小银行深化改革息息相关。**1、中小银行业务转型与中国经济转型关联度高。2、中小银行股权结构优化与优质股东匮乏的矛盾。现实情况中能够满足中小银行优质股东标准的企业少之又少，尤其在当前经济背景下，许多地方民营企业自身经营已自顾不暇，这些因素在很大程度成为中小银行优化股权结构的制约。

四、对银行股投资的影响

- **改革是提升中小银行估值的核心，注资只是托底。**2000 亿的注资有助于缓解中小银行的系统性风险，以及银行业的系统性风险（大型银行的救助压力会有所缓解）；但注资思路是“托底”的，而不是“兜底”；而中小银行竞争力的提升在于公司治理和业务结构转型，这需要观察未来难度较大的“深化改革”。
- **银行业的供给侧改革仍然会持续。**中小银行改革就是银行业的供给侧改革：由于要化解中小银行风险，会是持续的过程。而银行业改革，由于约束条件多（金融稳定、影响宏观经济），会是缓慢的过程，中小银行注资就是“托底”。**银行之间的分化还持续很长时间，优质银行的竞争优势会持续增强。**这个过程中，我们继续建议持有优质的银行：招商银行、宁波银行、平安银行和常熟银行。
- **风险提示：**经济下滑超预期。疫情影响超预期。方案未经官方发布，本文讨论基于一定的假设条件，实际方案内容以官方发布为准。

图表：银行估值表（交易价格：2020-06-12）

	PB			ROAE			股息率	
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E
工商银行	0.75	0.69	0.63	12.5%	11.8%	11.5%	5.03%	5.19%
建设银行	0.76	0.70	0.64	12.7%	12.2%	11.9%	5.02%	5.25%
农业银行	0.68	0.63	0.58	11.7%	11.4%	11.2%	5.38%	5.65%
中国银行	0.62	0.57	0.53	10.8%	10.1%	9.6%	5.49%	5.69%
交通银行	0.55	0.51	0.47	10.4%	9.9%	9.8%	6.18%	6.30%
邮储银行	0.82	0.75	0.68	12.0%	11.8%	11.8%	4.47%	4.95%
招商银行	1.51	1.34	1.19	16.1%	15.8%	15.7%	3.48%	3.53%
中信银行	0.56	0.52	0.48	10.1%	9.8%	9.8%	4.74%	5.26%
浦发银行	0.63	0.58	0.53	11.9%	11.4%	11.0%	5.69%	4.99%
民生银行	0.55	0.51	0.46	11.5%	10.7%	10.6%	6.51%	5.70%
兴业银行	0.68	0.61	0.55	13.1%	12.4%	12.0%	4.77%	4.91%
光大银行	0.63	0.57	0.52	10.6%	10.8%	11.4%	5.71%	4.18%
华夏银行	0.47	0.43	0.39	9.0%	8.9%	9.2%	3.96%	3.53%
平安银行	0.92	0.84	0.76	10.2%	10.2%	10.8%	1.68%	1.28%
浙商银行	0.75	0.69	0.63	11.4%	10.9%	11.1%	6.15%	5.17%
北京银行	0.55	0.51	0.47	10.7%	10.6%	10.4%	6.21%	5.46%
南京银行	0.85	0.75	0.66	15.1%	15.3%	15.1%	5.07%	5.36%
宁波银行	1.73	1.50	1.30	15.1%	14.5%	14.6%	1.90%	2.03%
江苏银行	0.61	0.56	0.50	11.4%	11.8%	11.9%	4.68%	4.71%
贵阳银行	0.72	0.62	0.53	15.7%	15.8%	15.5%	4.08%	5.01%
杭州银行	0.87	0.80	0.71	11.0%	11.5%	11.4%	3.93%	4.29%
上海银行	0.75	0.69	0.63	12.0%	11.9%	12.0%	4.83%	4.81%
成都银行	0.80	0.71	0.63	16.6%	16.2%	15.6%	5.32%	4.96%
郑州银行	0.74	0.67	0.61	8.7%	7.6%	6.7%	2.61%	3.08%
长沙银行	0.77	0.70	0.62	14.2%	13.3%	13.2%	4.09%	3.77%
青岛银行	1.01	1.20	1.09	8.0%	8.9%	10.1%	24.29%	4.61%
西安银行	0.98	0.90	0.82	12.3%	11.9%	11.9%	3.54%	3.15%
苏州银行	0.98	0.91	0.84	9.7%	9.6%	10.0%	2.44%	2.12%
江阴银行	0.71	0.69	0.64	9.1%	9.2%	9.5%	4.68%	2.63%
无锡银行	0.77	0.75	0.68	11.1%	11.8%	12.3%	3.70%	4.18%
常熟银行	1.19	1.10	1.00	12.0%	11.5%	11.9%	2.73%	2.90%
苏农银行	0.68	0.67	0.62	8.7%	8.8%	9.2%	3.47%	2.62%
张家港银行	0.94	0.89	0.82	9.3%	9.8%	10.4%	2.83%	2.53%
紫金银行	1.06	0.99	0.92	10.9%	11.1%	11.6%	2.52%	2.71%
青农商行	1.04	0.97	0.88	12.6%	12.4%	12.7%	3.28%	2.49%
渝农商行	0.64	0.58	0.53	12.3%	11.0%	10.5%	4.68%	4.09%
上市银行平均	0.81	0.75	0.68	11.7%	11.5%	11.5%	4.87%	4.14%
国有银行	0.70	0.64	0.59	11.7%	11.2%	11.0%	5.26%	5.51%
股份银行	0.74	0.68	0.61	11.5%	11.2%	11.3%	4.74%	4.28%
城商行	0.87	0.81	0.72	12.4%	12.2%	12.2%	5.62%	4.10%
农商行	0.88	0.83	0.76	10.8%	10.7%	11.0%	3.49%	3.02%

来源：公司财报，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。