

2.0 业务打造新恒生

研究结论:

- 公司将受益于资本市场新一轮 IT 投资周期。国内资本市场的 IT 系统投资一般以 3-5 年为一个周期,而且一般都在大牛市后一年左右。上一次 2006-2007 年的大牛市,带动了券商和基金在 2007、2008 年的 IT 投资热潮,因此我们判断明年开始资本市场将开始新一轮的 IT 系统投资周期。而股指期货和融资融券等创新金融产品的推出将进一步推动券商、基金和机构投资者的 IT 投资。
- 公司正全力从 1.0 业务模式转向 2.0 业务模式。公司将传统的卖应用软件产品或为客户提供定制化的软件开发定义为“恒生 1.0 业务模式”,目前正全力转向以收取服务费或客户业务收益的利润分成为主的“恒生 2.0 业务模式”。目前已开发或正在开发的有算法交易系统、聚源的资讯数据库和金融工作站、力铭的“票据供应链融资系统”、针对个人投资者的投资赢家产品、数米基金网等。
- 我国资本市场巨大前景给公司 2.0 业务带来巨大业绩想象空间。2.0 业务的最大特点是按客户对产品的使用量(或频率)收取服务费,或者基于客户业务收益的利润分成。由于恒生电子的客户以证券公司以及基金等机构投资者为主,中国资本市场巨大的发展前景和机构投资者比重的不断提高,将使得客户对产品的使用量以及客户的业务收益具有巨大的发展前景,也给公司带来了巨大的业绩想象空间。
- 公司在基金市场的领先地位使其有望成为类似微软的操作系统平台运营商。随着我国资本市场对外开放的深化和金融创新的推进,国外券商和金融服务企业进入国内市场是大势所趋。对于这些企业来说,机构投资者特别是基金是最优质的客户,而国情差异和对行业情况的不熟悉使得他们迫切需要在中国寻找熟悉基金行业的业内公司开展合作。恒生电子在基金投资交易系统领域接近垄断的地位将使其成为国外相关企业合作的首选。由于公司的投资交易系统已经遍布各基金公司,预计国外企业和公司的合作将以在公司的 IT 系统上附加功能模块的形式出现。这意味着公司的产品相当于基金投资交易领域的操作系统,国外企业的产品相当于运行在操作系统上的应用软件,应用软件的丰富将进一步增强操作系统对用户的吸引力。因此这种合作将更加稳固公司领先的行业地位,并吸引更多国外企业和客户与公司开展合作,从而形成良性循环。
- 我们预计公司 2010、2011、2012 年的每股收益分别为 0.41 元、0.58 元和 0.75 元,考虑公司未来增长潜力和行业领先地位,给予公司 2011 年 40 倍 PE,目标价 23.2 元,首次给予“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

陈刚 军工电子行业首席分析师
执业证书编号: S0860208110155

童卓 联系人
tongzhuo@orientsec.com.cn

张乐 联系人
8621 × 63325888-6086
zhangle@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2010年11月3日) 17.96 元

目标价格 23.20 元

总股本/A股(万股) 62375/62375

国家/地区 中国

行业 电子行业

报告日期 2010年11月3日

股价表现



财务预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	730	930	1157	1442
同比(%)	9%	27%	24%	25%
归属母公司净利润	206	259	359	466
同比(%)	53%	26%	39%	30%
毛利率(%)	70.7%	74.7%	78.0%	80.2%
ROE(%)	25.4%	20.8%	22.5%	22.6%
每股收益(元)	0.33	0.41	0.58	0.75
P/E(倍)	62.34	49.58	35.67	27.53

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司将是资本市场新一轮 IT 投资周期的最大受益者	4
1、公司是金融软件服务市场的寡头之一	4
2、资本市场新一轮 IT 投资周期推动公司增长加速	4
二、向 2.0 业务的战略转型打开未来成长想象空间	5
1、公司正全力从 1.0 业务模式向 2.0 业务模式转型	5
2、我国资本市场光明前景将给公司 2.0 业务带来巨大的业绩想象空间	6
三、公司在基金市场的领先地位使其有望成为类似微软的操作系统平台商	9
四、盈利预测和估值	10

图表目录

图 1：2007-2009 年证券行业收入和利润（单位：百万元）	5
图 2：沪深两市总成交金额快速增长.....	7
图 3：我国的资本证券化率.....	7
图 4：韩国 1996 年推出股指期货后现货成交额显著放大	8
图 5：香港 1986 年推出股指期货后现货成交额显著放大	8
图 6：深市机构投资者成交金额占比.....	9
图 7：恒生算法交易系统	10
表 1：2010-2012 分项收入预测表（百万元）	11
附表：财务报表预测与比率分析	12

一、公司将受益于资本市场新一轮 IT 投资周期

1、公司是金融软件服务市场的寡头之一

公司是国内金融软件服务行业的寡头垄断者之一，面向金融行业的软件服务业务是公司的主要业务，2009 年金融软件服务业务收入为 4.37 亿元，在营业总收入中占比为 59.92%。在这一领域中，公司的客户主要来自于证券、银行和基金公司三个方面。

公司面向证券行业的软件产品主要提供核心业务的解决方案，包括交易处理、客户营销、企业内控等。公司目前在证券集中交易系统的市场占有率约为 42%，资产管理及投资系统的市场占有率约为 83%，风控系统的市场占有率约为 61%；

公司在基金 IT 系统市场处于绝对垄断地位，在基金投资交易系统的市场占有率高达 90%以上，其中开放式基金市场占有率为 82%，封闭式基金的市场占有率接近 100%；

公司在银行领域有五条产品线。其中最主要的是面向个人银行业务的财富管理业务系统和面向银行对公业务的现金管理业务系统。公司在这两个细分市场有较为明显的优势，财富管理的市场占有率在 50% 以上，现金管理市场由于起步不久，目前还没有明显的竞争对手。

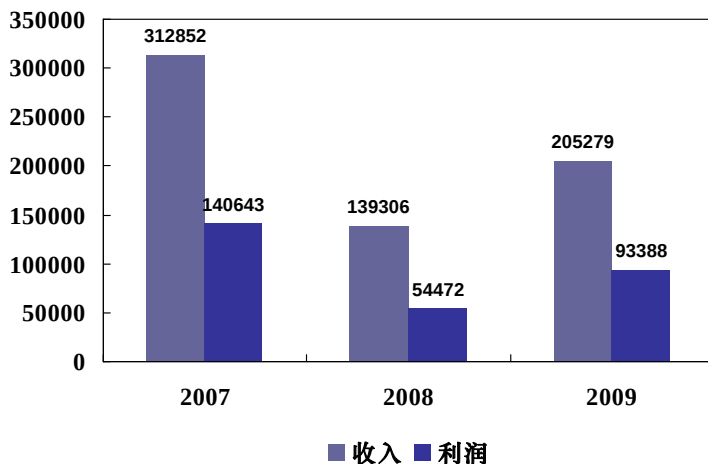
2、资本市场新一轮 IT 投资周期推动公司增长加速

我们认为，国内资本市场新一轮 IT 系统投资周期正在临近，理由如下：

第一，国内资本市场的 IT 系统投资一般以 3—5 年为一个周期，而且一般都在大牛市后一年左右。上一次 2006—2007 年的大牛市，带动了券商和基金在 2007、2008 年的 IT 投资热潮，因此我们判断明年开始资本市场将开始新一轮的 IT 系统投资周期。

第二，股指期货和融资融券等创新金融产品的推出将进一步推动券商、基金和机构投资者的 IT 投资，从产品模块上看，股指期货的基本交易模块可能所有客户都会有需要，而套保模块基金和保险公司比较需要，还有基金的专户、券商的自营、私募客户会对股指期货的套利模块有需求。总体来看，股指期货和融资融券的推出给公司带来了未来良好的发展机会。

根据中国证券业协会于 2008 年 9 月发布的《证券期货经营机构信息技术治理工作指引》，证券期货经营机构的 IT 投入原则上不少于最近三个财政年度平均净利润的 6%或不少于最近三个财政年度平均营业收入的 3%。根据国内证券公司 2007 至 2009 之间的收入和利润，证券行业 2010 年的 IT 投入约为 57.7 至 65.7 亿元，由于 2010 年证券行业收入和利润预期将低于 2007 年，我们预计 2011 年证券行业的 IT 投入约为 53—60 亿元。

图 1：2007-2009 年证券行业收入和利润（单位：百万元）


资料来源：东方证券研究所

二、向 2.0 业务的战略转型打开未来成长想象空间

1、公司正全力从 1.0 业务模式向 2.0 业务模式转型

公司传统的业务模式是直接面向机构客户，以卖自主知识产权的应用软件产品或为客户提供定制化的软件开发为主、以代理销售第三方的软硬件产品为辅，同时还提供软硬件相关的项目实施服务和售后服务，公司把这一业务模式定义为“恒生 1.0”的业务模式，这种业务模式的缺陷在于：由于金融机构客户数毕竟是有限的，其每年的业务创新和新增金融机构数也是有限的，因而难以给人爆发性增长的想象空间。

因此，公司提出开拓“恒生 2.0 业务模式”的思路。在 2.0 业务模式下，公司的收入主要来源将转变为：应用软件 License 费、项目开发费、第三方产品差价、项目实施和服务费、年维护费等。公司的 2.0 业务模式包括以下特点：

- 1、客户对象上，在关注已有机构客户的同时，还要关注“客户的客户”，即将终端的个人投资者和小的机构投资者也作为公司的客户对象。
- 2、收费方式上，从传统的卖软件产品收费，转向更稳定的按年或月支付并基于用户数的服务费或使用费，基于业务流量的过路费，或者是基于客户业务收益的利润分成；以及其它与浏览客户数或者注册客户数相关的广告费、会员费等。
- 3、产品形式上，尽量能集中统一部署或者由客户自行下载安装，而不必要由公司针对每个客户来单独部署。这样一方面大大降低了交付和维护成本，更重要的是：公司可以在少数几款核心产品上不断研发新的功能、提高系统性能和安全性，同时可以引入应用系统运营支撑需要的各种静态及动态资讯数据和其它第三方内容提供商提供的各种客户需要的内容，从而进一步提高竞争壁垒。

公司目前已经开发出或者正在开发的 2.0 业务产品有：

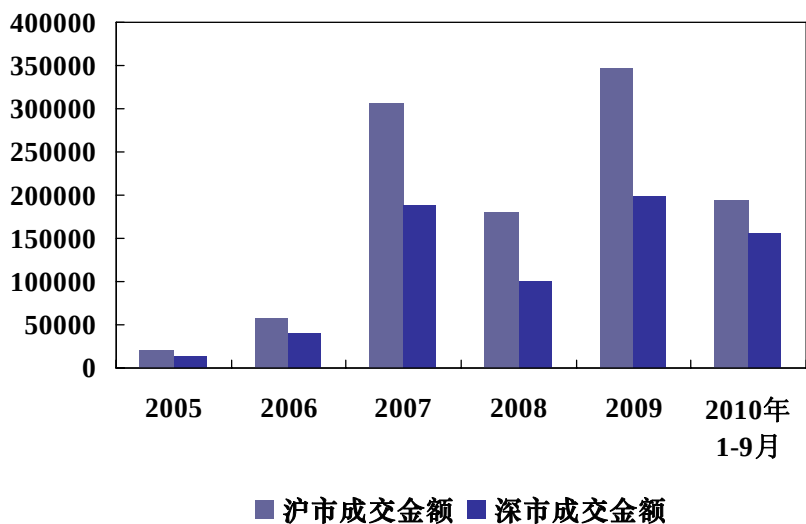
- 证券事业部：
 - 投资赢家产品：按客户中的手机版用户为基数进行无线运营，跟运营商收入分成。
- 基财事业部：
 - 算法交易系统：预计按照客户使用算法的交易量作为计费的基础。
- 金融事业部：
 - 上海聚源的数据库和金融工作站：由客户自行下载安装的完成，按年以用户数为基础收取使用费；
 - 力铭的"票据供应链融资系统"：是一个 SaaS 形式的运营平台，将向中小的会员银行收取年使用费；
 - "手机银行财富通"：模式类似于"投资赢家"手机版。
- 公司投资的数米基金网也是纯粹的 2.0 业务，面向终端的个人投资者，收取广告费、流量费或利润分成。

2、我国资本市场光明前景将给公司 2.0 业务带来巨大的业绩想象空间

2.0 业务的最大特点是按客户对产品的使用量（或频率）收取服务费，或者基于客户业务收益的利润分成。由于恒生电子的客户以证券公司以及基金等机构投资者为主，中国资本市场巨大的发展前景和机构投资者比重的不断提高，将使得客户对产品的使用量以及客户的业务收益具有光明的发展前景，也给公司带来了巨大的业绩想象空间。

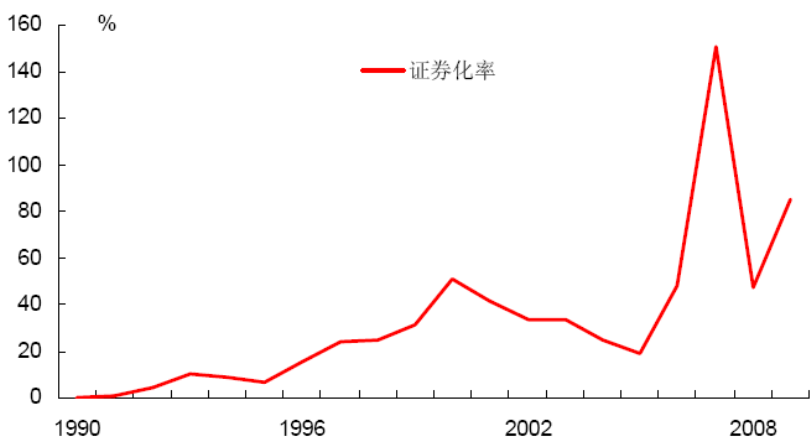
1) 我国资本市场具有光明的发展前景

据世界交易所联合会（WFE）的最新统计，2009 年 1 至 11 月，上交所股票成交金额达 45947.4 亿美元，仅次于纳斯达克市场（268008.9 亿美元）和纽交所（164823.2 亿美元），一举超越东京交易所（36592.1 亿美元）和伦敦交易所（32041.7 亿美元），排名亚洲第一、全球第三。2009 年 1 至 11 月，深交所股票成交金额也达到历史性高点，为 24789.5 亿美元，在全球各大证券交易所中排名第六。2009 年沪深两市的总成交金额达到 53.26 万亿元。

图 2：沪深两市总成交金额快速增长


资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，东方证券研究所整理

从宏观上看,我国经济转型和培育新兴产业的需求将凸显资本市场对于新兴产业优质中小企业的融资作用,而我国的资产证券化率目前只有 85%,和发达国家相比还有较大的提升空间;从微观上看,我国人均 GDP 正处于对财富管理需求最大的 4000 美元附近,居民有着旺盛的投资理财需求。以上两方面决定了我国资本市场有着巨大的发展前景。

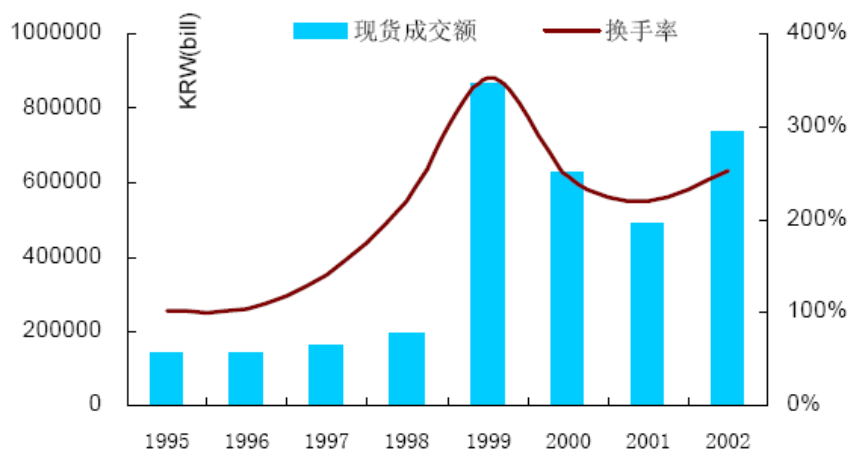
图 3：我国的资本证券化率


资料来源：东方证券研究所整理

2) 股指期货推出将显著放大现货交易。

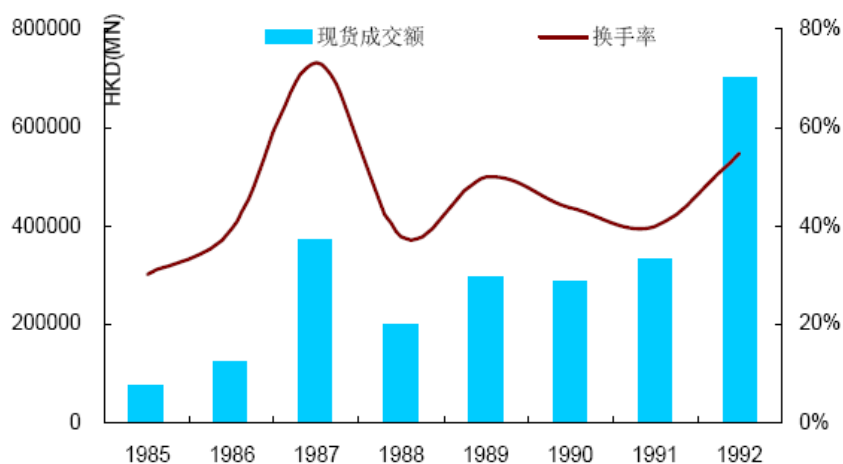
伴随着国内外经济走出低谷，证券市场逐步趋稳，新业务和新市场的推出渐入佳境。先是去年 10 月创业板推出，今年 4 月股指期货和融资融券又同时推出。根据海外市场的实际情况，包括融资融券、股指期货等在内的新业务未来发展空间巨大，并且对传统业务也有促进作用。比如，根据香港地区和韩国的经验，两地在推出股指期货后，由于套期保值资金和投机资金的涌入，随后几年现货交易量也出现了明显放大。

图 4：韩国 1996 年推出股指期货后现货成交额显著放大



资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

图 5：香港 1986 年推出股指期货后现货成交额显著放大

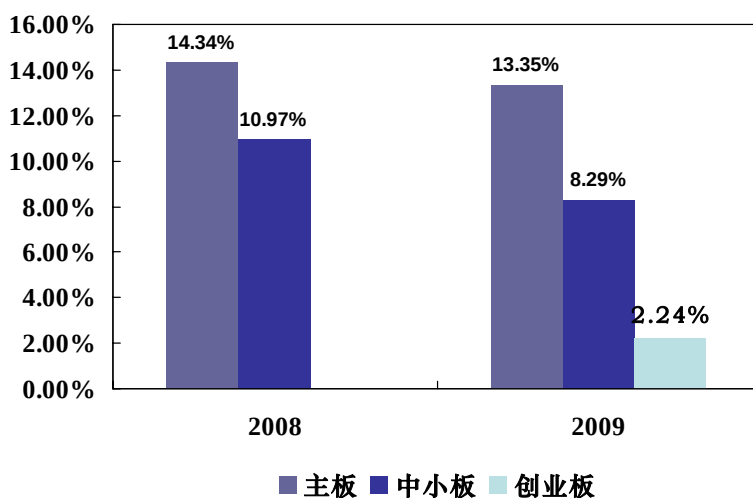


资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

3) 机构投资者的发展空间巨大。

欧美等成熟资本市场上机构投资者是绝对的主力，占市场成交额的 80%以上，而我国深市 A 股主板、中小企业板和创业板的成交金额中机构投资者分别占了 13.35%、8.29%和 2.24%，其中基金所占比例最重（7.63%和 4.41%），和国外相比有巨大的差距，也反映了未来我国机构投资者仍有巨大的发展空间。

图 6：深市机构投资者成交金额占比



资料来源：《2009 年度股票市场绩效报告》，东方证券研究所

三、公司在基金市场的领先地位使其有望成为类似微软的操作系统平台商

随着我国资本市场对外开放的深化和金融创新的推进，国外券商和金融服务企业进入国内市场是大势所趋。对于这些企业来说，机构投资者特别是基金是最优质的客户，而国情差异和对行业情况的不熟悉使得他们迫切需要在中国寻找熟悉基金行业的业内公司开展合作。恒生电子在基金投资交易系统领域接近垄断的地位将使其成为国外相关企业合作的首选。由于公司的投资交易系统已经遍布各基金公司，**预计国外企业和公司的合作将以在公司的 IT 系统上附加功能模块的形式出现。这意味着公司的产品相当于基金投资交易领域的操作系统，国外企业的产品相当于运行在操作系统上的应用软件，应用软件的丰富将进一步增强操作系统对用户的吸引力。**因此这种合作将更加稳固公司领先的行业地位，并吸引更多国外企业和客户与公司开展合作，从而形成良性循环。

目前公司已经开始了这种合作，我们在公司网站上发现，公司已经联合 UBS 开发了恒生统一部署式算法交易系统，在恒生 O32 系统中，可以直接选择使用 UBS 的各类算法交易模型，设置算法交易的参数，由算法交易服务器自动完成交易的过程。算法交易系统是典型的 2.0 业务，根据客户使用算法的交易量收费，将给恒生带来稳定而巨大的收入。未来随着金融创新的推进，公司将合作开发出更多的创新产品。不断提升公司竞争优势。

[illegible]

资料来源：恒生电子公司网站，东方证券研究所

我们的盈利预测基于如下假设:

- 证券和基财业务：从明年起基金公司和保险、私募等机构将陆续更新与股指期货和融资融券相关的基本交易、套期保值、套利等模块，同时恒生新开发的“经纪业务运营平台 2.0”等新产品也将陆续替代券商正在使用的老一代产品，因此未来两年证券业务和基财业务将保持 30% 以上的增长，由于新产品相比老产品将有一定的提价，毛利率会相应上升。同时部分 2.0 业务（资讯产品、算法交易等）将从 2011 年起陆续产生业绩贡献。
- 银行业务：从 2011 年起，力铭的“票据供应链融资系统”将开始投入市场，带动银行业务稳定增长；
- 通信、科技和互联网业务：通信和科技业务由于竞争激烈导致毛利率下降，今年会出现较大的降幅，随着公司逐渐放弃低毛利率的外包业务，向高毛利率的服务转型，预计从 2011 年开始业务将稳定增长。

综上，我们预计 2010—2012 年公司主营业务收入分别为 9.30、11.52、14.42 亿元，净利润分别为 2.59、3.59、4.66 亿元，EPS 分别为 0.41、0.58、0.75 元。考虑到公司未来巨大的发展空间和领先的行业地位，给予 2011 年 40 倍 PE，目标价为 23.2 元。

表 1: 2010-2012 分项收入预测表 (百万元)

业务	指标	2009	2010E	2011E	2012E
证券业务	营业收入	171.61	329.49	451.40	609.39
	同比增长率		92.00%	37.00%	35.00%
	营业成本	21.33	50.31	55.30	70.39
	毛利率	87.57%	84.73%	87.75%	88.45%
基财业务	营业收入	146.07	198.66	270.17	364.73
	同比增长率		36.00%	36.00%	35.00%
	营业成本	9.45	9.30	9.40	11.45
	毛利率	93.53%	95.32%	96.52%	96.86%
银行业务	营业收入	119.71	118.27	123.00	130.38
	同比增长率		-1.20%	4.00%	6.00%
	营业成本	7.10	9.04	9.23	10.61
	毛利率	94.07%	92.36%	92.50%	91.86%
通信、科技、互联网科技业务	营业收入	138.37	121.77	126.64	132.97
	同比增长率		-12.00%	4.00%	5.00%
	营业成本	116.72	105.45	109.92	115.95
	毛利率	15.65%	13.40%	13.20%	12.80%
其他业务	营业收入	148.28	161.45	185.66	204.23
	同比增长率		8.88%	15.00%	10.00%
	营业成本	58.69	60.87	70.55	77.61
	毛利率	60.42%	62.30%	62.00%	62.00%
合计	营业收入	724.04	929.63	1156.88	1441.71
	同比增长率		28.40%	24.44%	24.62%
	营业成本	213.29	234.96	254.40	286.01
	毛利率	70.54%	74.73%	78.01%	80.16%

资料来源：东方证券研究所整理

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	939	1334	1626	2117	营业收入	730	930	1157	1442
现金	491	747	1034	1476	营业成本	214	235	254	286
应收账款	70	87	102	131	营业税金及附加	21	27	34	42
其它应收款	10	15	18	22	营业费用	131	167	208	260
预付账款	2	0	0	0	管理费用	215	281	342	421
存货	297	328	307	321	财务费用	-2	0	-2	-2
其他	67	157	167	166	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	399	434	514	547	公允价值变动收益	12	-4	-3	-2
长期投资	197	233	284	311	投资净收益	25	18	21	20
固定资产	97	117	135	150	营业利润	185	234	339	453
无形资产	18	13	8	4	营业外收入	48	58	64	68
其他	86	72	87	81	营业外支出	1	1	0	0
资产总计	1337	1768	2140	2664	利润总额	233	291	403	521
流动负债	356	364	377	433	所得税	23	29	39	52
短期借款	0	11	10	7	净利润	210	263	363	470
应付账款	95	113	104	126	少数股东损益	4	4	4	4
其他	261	240	263	300	归属于母公司净利润	206	259	359	466
非流动负债	57	59	58	58	EBITDA	198	241	345	461
长期借款	52	52	52	52	EPS (元)	0.33	0.41	0.58	0.75
其他	5	7	6	6	主要财务比率				
负债合计	413	423	435	491	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	925	929	933	937	成长能力				
股本	446	624	624	624	营业收入	9.1%	27.4%	24.4%	24.6%
资本公积	57	57	57	57	营业利润	82.4%	26.3%	44.7%	33.8%
留存收益	306	564	924	1389	净利润	53.3%	25.7%	39.0%	29.6%
归属母公司股东权益合计	808	1242	1599	2062	获利能力				
负债和股东权益	1337	1768	2140	2664	毛利率	70.7%	74.7%	78.0%	80.2%
现金流量表					净利率	14.0%	28.2%	27.8%	31.1%
单位:百万元					ROE	25.4%	20.8%	22.5%	22.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	116.2%	107.9%	167.6%	223.8%
经营活动现金流	113	205	374	466	偿债能力				
净利润	210	263	363	470	资产负债率	30.9%	23.9%	20.3%	18.4%
折旧摊销	15	7	8	9	净负债比率				
财务费用	-2	0	-2	-2	流动比率	2.64	3.66	4.31	4.89
投资损失	-25	-18	-21	-20	速动比率	1.80	2.76	3.50	4.15
营运资金变动	-76	-49	27	9	营运能力				
其它	-8	3	-2	-0	总资产周转率	0.65	0.60	0.59	0.60
投资活动现金流	86	-40	-78	-23	应收账款周转率	12	11	12	12
资本支出	14	25	25	23	应付账款周转率	3.45	2.26	2.34	2.49
长期投资	105	19	68	23	每股指标 (元)				
其他	205	5	15	23	每股收益	0.33	0.41	0.58	0.75
筹资活动现金流	86	90	-9	-0	每股经营现金流	0.18	0.33	0.60	0.75
短期借款	-2	11	-1	-2	每股净资产	1.30	1.99	2.56	3.31
长期借款	17	0	0	0	估值比率				
普通股增加	149	178	0	0	P/E	62.34	49.58	35.67	27.53
资本公积增加	-73	0	0	0	P/B	15.86	10.32	8.02	6.22
其他	-4	-99	-8	2	EV/EBITDA	47	39	27	20
现金净增加额	285	256	287	443					

资料来源：东方证券研究所整理

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn