

长期的成长股

—— 证券行业长期价值系列报告之一

研究结论

- **海外同业长期表现出成长股特征：**通过比较美国、韩国及日本证券公司股价走势，我们发现尽管短期内海外同业股价呈现明显的高 Beta 特征，但从长期看，大多远远跑赢各自大盘指数，表现出明显的成长股特征。而从美国同业情况来看，尽管佣金率不断下滑，不过高盛、摩根士丹利和嘉信理财等公司依托各自不同的业务优势，长期业绩同样呈现良好的成长性。
- **与海外同业相比，内地券商股在业务层面仅处于起步阶段：**目前内地证券公司以经纪业务为主，业务结构单一。而从美国同业情况看，不断的业务创新丰富了美国证券公司的业务收入结构，帮助其抵御了 1975 年以后佣金率不断下滑带来的冲击。未来新三板、国际板、做市业务、债券期货、代销保险产品、另类投资、大宗交易、金融衍生品等诸多创新业务及现有传统业务拓展等带来的增量收入有望抵消佣金率长期下滑的影响，使我国证券业真正成为长期成长的行业。
- **业务结构升级将塑造证券公司核心竞争力：**近两年经纪业务佣金率大幅下滑反映了中国证券公司核心竞争力薄弱的窘境。在原有政策壁垒完全丧失后，证券业通过粗放的规模扩张来实现增长的商业模式已走到尽头。证券公司必须改造原有商业模式以重新建立核心竞争力。预计未来几年我国证券公司将在微观层面谋求业务结构升级，或通过创新商业模式、组织架构、管理方法，或通过提升高壁垒业务占比等方式，培育核心竞争力。
- **行业内兼并整合将提升行业议价能力，利好优质券商：**随着佣金率继续下滑及成本收入比的不断提升，我国证券公司整体 ROE 长期将向社会平均回归，这意味着券商股权对实业资本的吸引力将显著降低。证券公司之间将出现兼并收购。有核心竞争力的券商通过兼并弱势券商，提升其 ROE 和内在价值。通过桑迪韦尔上世纪 70 年代整合美国多家证券公司的案例可以看出，证券业的兼并整合往往发生在行情低谷，且拥有核心竞争优势的收购方将更有可能最终成功。我们认为，未来我国证券行业内部的兼并整合将有效提升行业内的议价能力，同时利好具有核心竞争力的证券公司。
- 我们认为，依托新业务的不断推出、证券公司自身的转型升级以及行业内部的兼并整合，我国证券公司从长期来看具备良好的成长性。已启动业务结构升级和拓展且资本充足的券商有望成为长期的赢家。因此从长期角度看，我们建议关注中信证券（未评级）、华泰证券（买入）、光大证券（未评级）和海通证券（买入）。

注：我们的系列报告更多为投资者提供一个长期视角，中短期的投资建议可关注我们日常的动态跟踪和行业更新报告。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王鸣飞

银行与证券行业分析师

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511040001

行业评级

看好 中性 看淡 **(维持)**

国家/地区

中国/A 股

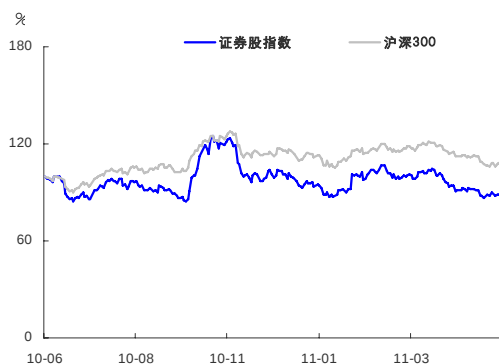
行业

证券

报告发布日期

2011 年 6 月 13 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009	2010	2011E	2012E	评级
华泰证券	0.79	0.61	0.64	0.73	买入
海通证券	0.55	0.45	0.50	0.58	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

序言	3
海外同业长期表现出成长股特征	3
海外同业股价表现大多长期跑赢指数	3
美国案例	3
韩国案例	4
日本案例	5
美国同业业绩具有良好成长性	6
高盛	6
摩根士丹利	7
嘉信理财	7
内地券商长期成长性突出	8
与海外同业相比，内地券商股在业务层面仅处于起步阶段	8
业务结构升级将塑造证券公司核心竞争力	11
行业内兼并整合将提升行业议价能力，利好优质券商	13
投资策略	14

序言

中国的券商股是成长股还是周期股？在目前经纪业务佣金率长期下降趋势难改的背景下，中国券商股的长期价值何在？内地证券股是否还有足够的业务空间供其发展？哪类券商可能最终会形成自身特色并为投资者带来长期超额收益？……

以上问题的答案或许不如多数人想象的那么直白。以第一个问题为例，倘若将视线局限在月度或季度的频率，那不可否认，无论中国内地证券股亦或是海外同业，均是典型的高 Beta 品种。但如果将考察的区间拉长，无论从股价还是业绩表现上看，海外同业均表现出了长期的成长性。

因此为深入探讨以上问题，我们计划推出一系列针对证券行业长期价值的报告，力争结合海外和中国实际情况，就我国证券行业的长期价值进行研究。值得指出的是，我们这份系列报告更多为投资者提供一个长期视角，而中短期的投资建议可更多关注我们日常的动态跟踪和行业更新报告。

海外同业长期表现出成长股特征

海外同业股价表现大多长期跑赢指数

为了研究海外同业的股价表现，我们从美国、日本、韩国的证券行业中选取最具代表性的公司作为样本来分析（主要按照流通市值和业务特色选取）。在美国同业中，我们选取摩根士丹利、高盛和嘉信理财，这三家美国知名证券公司业务种类多样化，各自拥有独具特色的业务模式。

美国案例

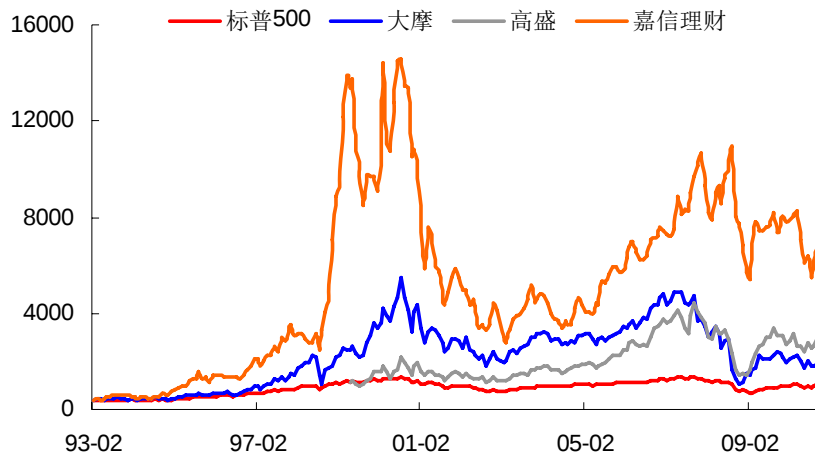
美国自 1975 年后开始了佣金率市场化改革，历经多年的起伏，涌现出大摩、高盛、嘉信理财等各具特色的行业翘首。从近二十年的表现来看，无论是纯经纪商模式的嘉信理财，还是以投行业务为主的大摩和高盛等公司的股价均远远跑赢大盘指数（标普 500 指数）。

1993 年至 2010 年期间，大摩、高盛、嘉信理财的股价涨幅分别是美国标普 500 指数的 2.1 倍、3.4 倍和 9.8 倍。尤其是嘉信理财，在过去二十多年间涨幅惊人。我们在后续专题报告中也会深度阐述这家折扣经纪商独特的业务模式对中国证券行业发展的借鉴意义。

当然，受 2000 年互联网泡沫破裂以及 2008 年金融危机影响，美国证券公司股价波动明显。2000 年互联网泡沫破裂后，大摩、高盛和嘉信理财的股价从最高点下跌 30%—80% 之间。而在 2008 年全球金融危机期间，三大证券公司从高点回落的幅度也在 50% 左右，在两轮危机期间，三家公司的股价跌幅均是远超大盘指数跌幅。

由此可见，美国同业在短周期也具有相当强的周期性。但从长期来看，有鲜明业务特色的美国证券股均大幅跑赢大盘指数，具备良好的成长性。

图 1 美国券商股股价与标普 500 指数比较



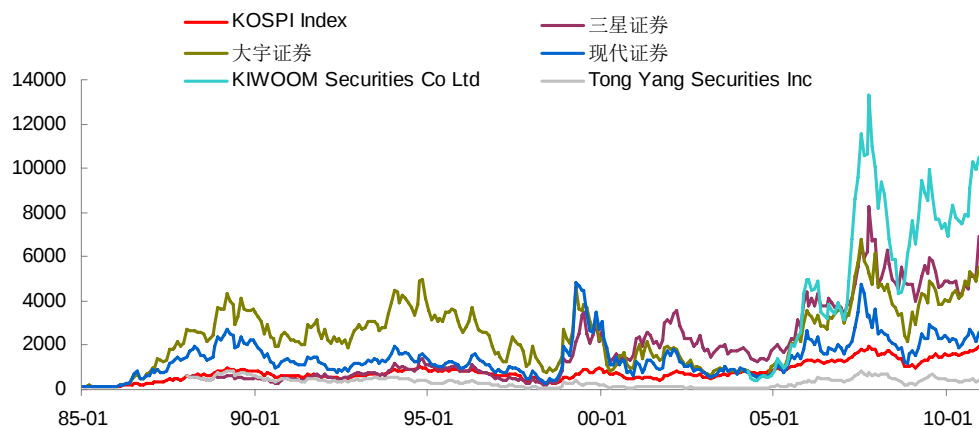
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

韩国案例

类似美国市场，自上世纪 80 年代以来，韩国同业的股价也大幅跑赢韩国 KOSPI 指数（图 2）。1985 年至 1995 年期间，大宇证券和现代证券的股价涨幅分别是大盘指数的 6.8 倍和 2.1 倍。之后韩国金融业在亚洲金融危机之后进行了大刀阔斧的改革，原先股价表现趋同于 KOSPI 指数的 KIWOOM 证券和三星证券逐渐崭露头角，大幅飙升，从 1985 年起至 2010 年，股价涨幅分别是大盘指数的 12 倍和 8.6 倍，表现后来居上，超越大宇证券和现代证券。尤其是 KIWOOM 证券，作为线上经纪商的代表，其股价飙升 10 倍以上，增幅为行业之最。总体来看，韩国证券公司股价的整体表现也远超大盘指数。

当然，1997 年亚洲金融危机、2000 年互联网泡沫破裂以及 2008 年全球金融危机期间，韩国证券股无一例外的遭遇集体下跌，且跌幅也大于大盘指数。由此可见，韩国证券业在短周期内也具有较强的周期性。但从长期来看，除 Tong Yang 证券外，其他券商股股价均大幅跑赢大盘指数

图2 韩国券商股股价与韩国 KOSPI 指数比较

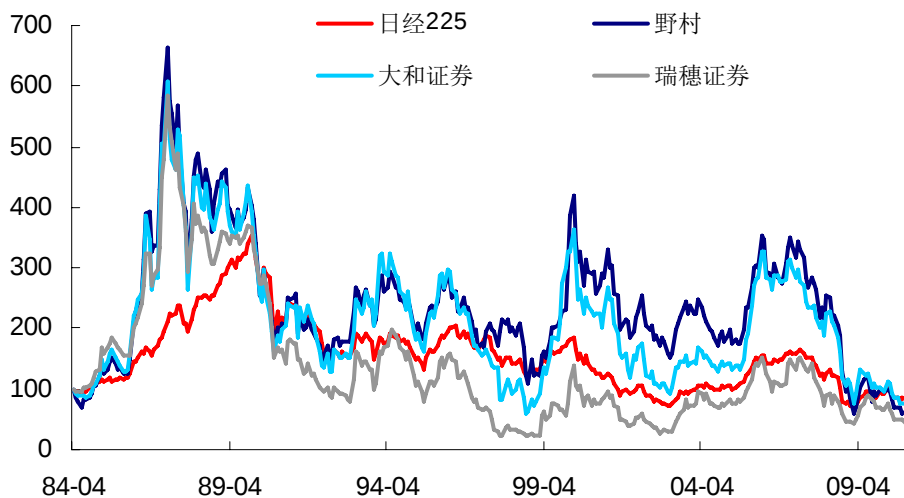


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

日本案例

日本是证券业发展较早的国家，其证券行业经过高速发展已经处于成熟阶段。日本在上世纪 80 年代经济泡沫破灭之前，券商股股价均大幅跑赢日经 225 指数，5 年内最高涨幅为大盘的 3.5 倍，幅度惊人，然而泡沫破灭后，券商股股价大幅下跌，之后随大盘大幅波动，在 1999 年和 2005 年又大幅跑赢大盘指数。从长期而言，股价与大盘表现基本同步。

图3 日本券商股股价与日经 225 指数比较



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

总体而言，中短期内，以上市场的样本公司股价均表现出远高于市场的波动性，即典型的周期股，这与目前我们对内地券商股的感觉一致。不过在一个长周期内，绝大部分海外同业的股价均大幅跑赢大盘指数。因此至少在股价层面，海外证券公司在长周期内表现出了成长股的特征。

美国同业业绩具有良好成长性

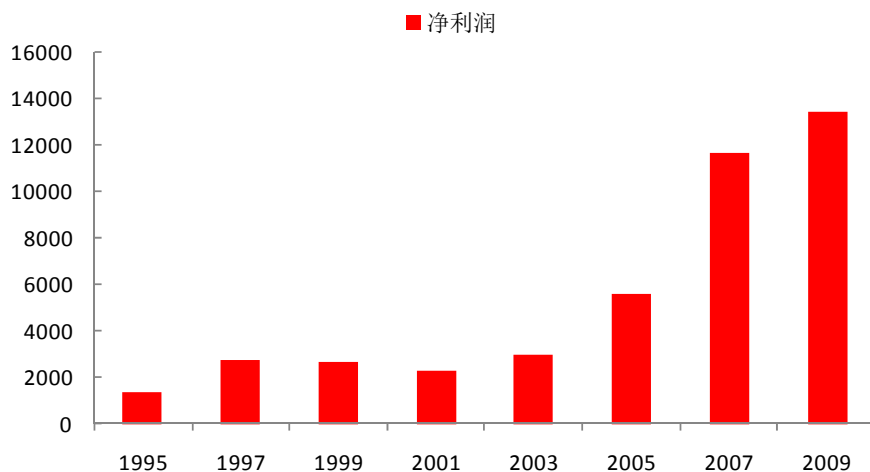
以上我们仅从股价角度阐述了海外证券股的成长性，下文中我们将具体结合美国同业的案例，从业绩角度展示海外同业的长期成长性。

高盛

高盛是全球历史最悠久、规模最大的投行之一。公司在上世纪 60 年代依靠机构销售业务迅速做大，70 年代抓住“反恶意收购”的契机在投行界异军突起，80 年代收购 J·阿朗公司，进入期货和衍生品市场，而 90 年代公司又大量开拓资本中介业务和资产管理业务等，逐步发展成全球著名的综合性金融服务公司。（关于该公司的发展历程和竞争优势我们未来会专门发布报告介绍）

图 4 显示，随着其业务结构的不断调整优化、业务种类的不断丰富，高盛公司的净利润由 1995 年的 13.48 亿美元增长到 2009 年的 133.85 亿美元，增幅接近 10 倍。

图 4 高盛历年净利润变化图



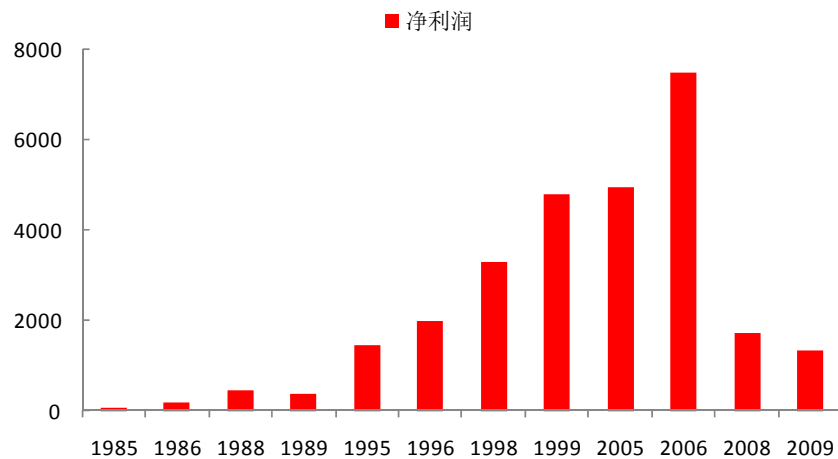
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

摩根士丹利

摩根士丹利由 JP 摩根的投行部发展过来，早年一直致力于拓展其投行业务，后来逐渐扩展其业务范围，从单纯的投资银行和公司贷款业务拓展到兼并收购等财务咨询服务、场外市场交易、融资和做市服务和全球大型机构的财富管理服务，成为全球领先的综合性金融服务公司。

图 5 显示，随着业务的不断拓展，其历年净利润增加迅猛，从 1985 年的 9285 万元增长到 2006 年的 74.72 亿美元，涨幅接近 80 倍。但受金融危机影响，其 08 年净利润大幅下滑至 17.07 亿美元，09 年净利润继续下滑至 13.46 亿美元。由此可见，从长周期看，摩根士丹利净利润呈现出良好的成长性，不过短期内也会受到市场波动的影响。

图 5 摩根士丹利历年净利润变化



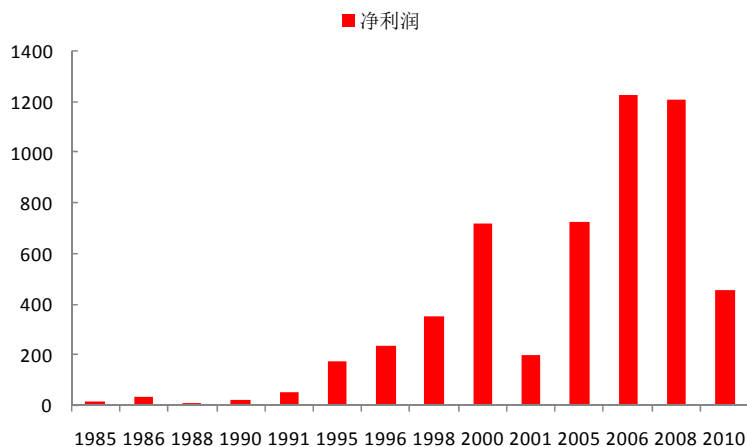
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

嘉信理财

相比于高盛、摩根士丹利等投行而言，嘉信理财的历史较短。其于 1971 年作为一家传统的小型经纪商注册。公司抓住上世纪 70 年代美国佣金率自由化的机遇，利用电话交易和网上交易系统，发展低成本经纪业务。90 年代以后，公司也开始尝试资产管理、投资咨询等其他业务，但仍以经纪业务为主。由于这几类业务在技术、市场和管理方面有很强的关联性，公司的经纪业务得以不断壮大。

从图 6 看出，公司从上世纪 80 年初开始盈利，其后净利润快速增长，从 1985 年的 1100 万美元增长到 2008 年 12.1 亿美元，年复合增长率为 22.7%，连续 20 年以上保持 20% 以上的复合增长率。发展至今，嘉信理财已成为一家不可小觑的金融服务公司之一。

图 6 嘉信理财历年净利润变化图



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

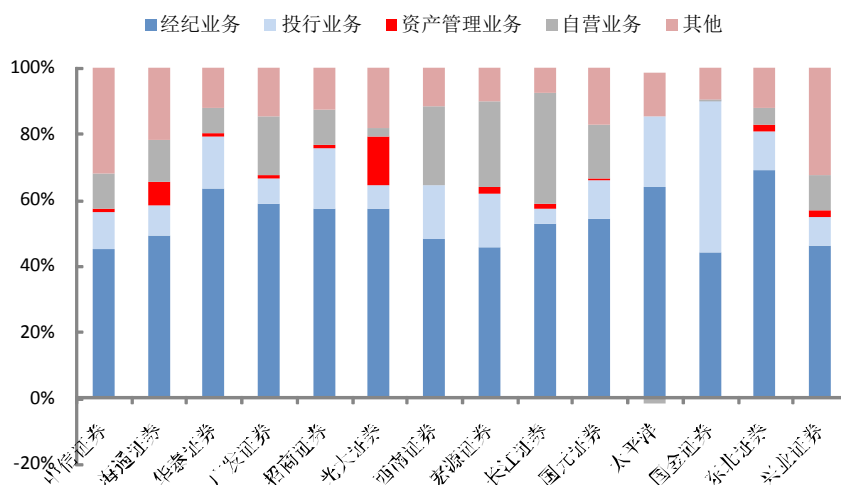
由此来看，尽管短期内海外同业的业绩和股价波动很大，呈现出明显周期股的特征，不过在长期内大多数公司均表现出明显的成长股特性。

内地券商长期成长性突出

与海外同业相比，内地券商股在业务层面仅处于起步阶段

当前，中国内地证券公司从事的业务主要包括经纪、投行、资产管理、自营业务等，约占上市券商收入的 80%以上，其中经纪业务佣金收入更是占据证券公司业务收入的半壁江山。而融资融券、股指期货、直投等新业务由于推出时间较短，对整个证券业的贡献还不明显。

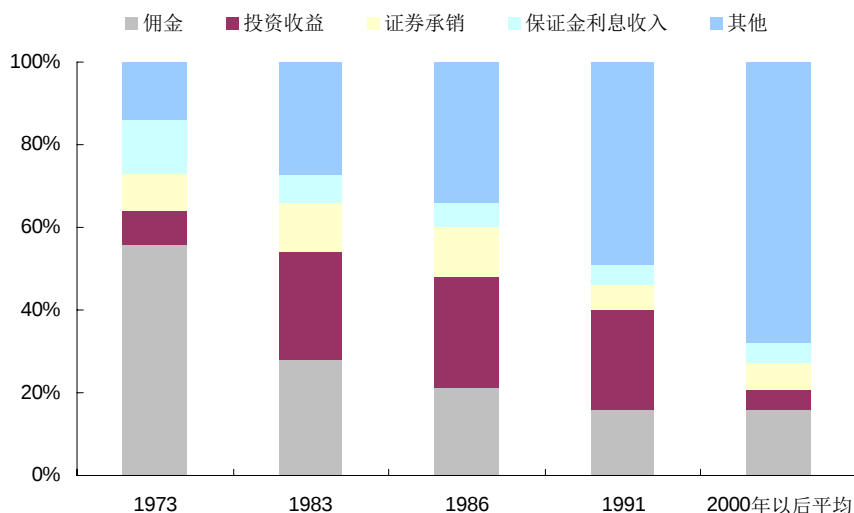
图 7 上市券商股业务收入结构



资料来源：Wind，东方证券研究所

相比中国内地券商，美国同业的业务种类繁多，业务收入结构更为多元化。2000 年以后，佣金收入、投资收益、证券承销、融资融券等收入合计仅占到美国证券公司业务收入的 40% 不到。其余 60% 的业务收入来自多项业务，包括做市业务、大宗交易、资产管理、基金代销等等。以下我们结合高盛的案例，就创新业务对该公司乃至整个美国证券业的发展进行简要分析。

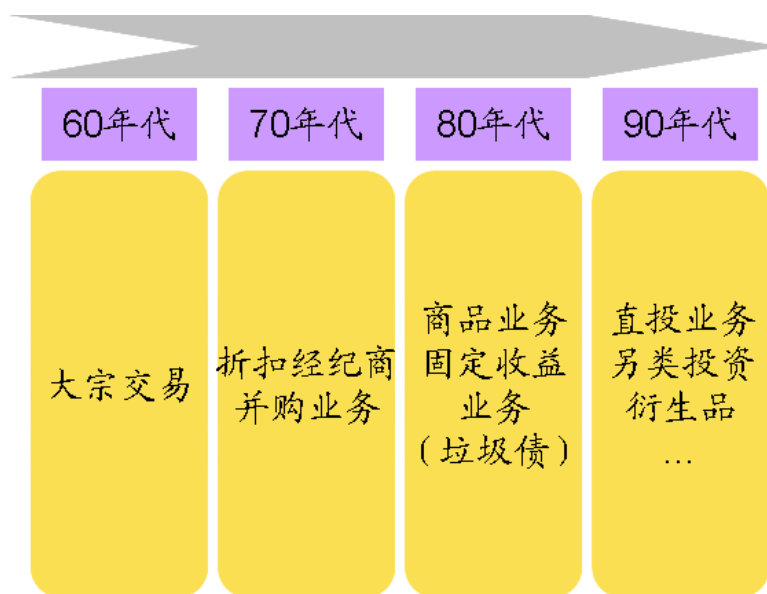
图 8 1973 年至 2000 年以后美国证券行业业务结构变化



资料来源：SIFMA，东方证券研究所

从高盛的发展历程来看，上世纪 60 年代，高盛在机构业务快速增长的背景下，依托原有的投行销售队伍，大力发展大宗交易业务和研究业务。70 年代，高盛利用其良好的投行品牌和资源，发展并购和反恶意收购业务，将投行业务由单纯的证券承销拓展到了收购兼并及咨询领域。80 年代，高盛在商品期货大发展和垃圾债迅猛扩张的背景下，依靠收购商品期货公司等方式发展商品及固定收益业务。90 年代，高盛转变商业模式，介入资本中介业务，加大了对包括直投、衍生品投资、另类投资等领域，同时其资产管理业务也得到了很大的发展。

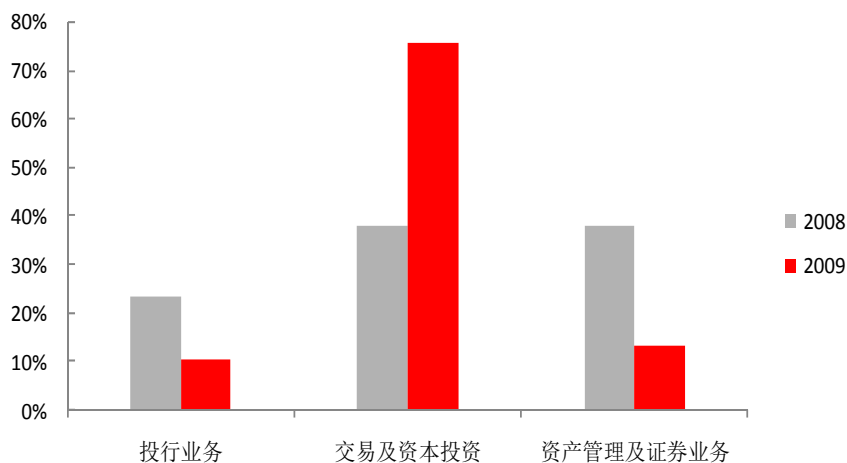
图 9 美国证券业业务发展概览



资料来源：Wind，东方证券研究所

时至今日，高盛的业务主要分为三块：投资银行、交易及本金投资和资产管理及证券业务。2009 年交易及本金投资业务收入占比达到 76%，是高盛业务中占比最大的一块；投资银行业务收入、资产管理及证券业务收入则各占 10%左右。倘若将高盛公司这三块业务进一步拆细，可以发现其业务范围相比国内券商要广泛的多，而其佣金收入占比极低（具体的拆分详见后续报告）。

图 10 高盛各项业务占比



资料来源：Wind，东方证券研究所

整体看，美国券商股的业务结构更为合理，不再简单依赖传统的经纪业务收入。高盛、大摩、美林等作为美国传统大型投行，投行业务收入一直占据很大的比重。随着业务结构的调整，美国券商股财富和资产管理业务收入占比逐渐增加；同时这类公司的自营业务收入占比也不容忽视，且多是资本中介业务，而非自担风险的自营股票买卖；向骄傲而言，传统经纪业务收入则仅占美国证券公司收入的极小比重。即使是以低成本经纪业务闻名的嘉信理财，其佣金收入占比也比国内券商低很多。

从狭义角度讲，未来两年推出的创新业务将持续为证券行业带来增量收入，一定程度上改变证券业以往靠天吃饭的窘境。更宏观的看，我国证券业未来可开拓的业务还有很多，包括新三板、国际板、做市业务、债券期货、代销保险产品、另类投资、大宗交易、金融衍生品等。从海外情况看，**新业务及原有业务拓展带来的收入将能完全抵消佣金率长期下滑的影响，使得我国证券业真正成为长期成长的行业。**

业务结构升级将塑造证券公司核心竞争力

近两年，我国证券公司经纪业务佣金率大幅下滑，成为市场关注焦点之一。但事实上，我国证券公司面临的更深层次挑战在于，在监管放松、原有的政策壁垒保护完全丧失后，券商可能将不得不考虑改造原有商业模式、重新建立自身的核心竞争力。

过去 20 多年中，由于政策保护，我国证券行业的快速成长基本建立在相对粗放的规模扩张上。一家普通券商只要获准新设网点，吸引（甚至只是等待）客户交易，就能坐享交易佣金。然而随着当前营业网点数的不断增加，预计处在完全竞争环境下的经纪业务佣金率可能难逃长期下滑的局面，而证券公司原本依赖规模扩张的增长模式在毛利率迅速下降的势头下已行不通。

我们认为，结合海外及我国证券公司实际情况，预计我国证券行业未来几年将在微观层面谋求产业升级，以改变原有盈利模式，建立全新的竞争力，我们将这场变革称之为“业务结构升级”。与产

业结构升级的方式类似，我们认为证券公司的业务结构升级同样包含两层意思。第一，利用全新的商业模式、组织架构、管理方法等，提高原有业务的竞争力。以经纪业务为例，相比简单收取通道收入，券商通过在投资咨询服务上加大投入，培育竞争力，能够有效地做到差异化服务，达到自身经纪业务的升级，美林证券是一个比较好的案例。第二，进行业务转移，提升高壁垒、高附加值业务占比，即证券公司结合自身优势，在发展过程中对能形成核心竞争优势的业务加大投入，逐步提高某项或某几项壁垒高的业务收入占比。

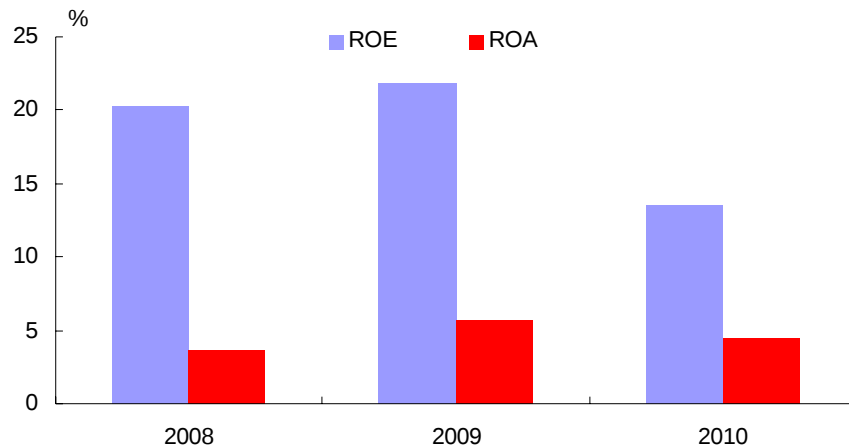
图 11 证券公司各业务竞争力分解



资料来源：Wind，东方证券研究所

总体来看，目前我国证券公司在进行业务结构升级方面仍处于比较主动的位置，未来几年来自经纪业务的垄断利润还不会马上消失，资产收益率仍维持在比较高的位置。证券公司依然能够通过原有经营模式下的收入贴补创新、升级所需花费的成本。同时，直投业务、融资融券、股指期货，乃至金融衍生产品等各种创新业务的推出也使证券公司在一个更大的舞台上找准自己定位，选择适合自己的升级方式。

图 12 上市券商 ROE 和 ROA 水平



资料来源：Wind，东方证券研究所

有兴趣的读者可参见我们前期发布的《走出低谷 谋求升级——2011 年证券行业年度策略报告》，其中对证券公司业务结构升级有更为详尽的叙述。

行业内兼并整合将提升行业议价能力，利好优质券商

在谈及中国证券业未来可能发生的兼并整合之前，不妨让我们先看一个小案例。

1960 年，日后成为花旗集团缔造者的桑迪·威尔和三个朋友合伙开办了自己的经纪公司 Carter, Berlind, Potoma & Weill。十年之后的 1970 年春，纽约股票市场出现大跌，共有一百多家纽约证券交易所的会员公司被清算或兼并，这是自 20 世纪 30 年代以来华尔街最糟糕的时期，但同时也是兼并整合的大好机会。桑迪·威尔盯上了已经具有 78 年历史的海登·斯通，其拥有八十多家营业部，16 家海外机构，在华尔街和全美雇用了几百个经纪人。对 CBWL 而言，兼并海登·斯通这么大规模的公司不仅可以增加自己的零售业务网点，还可以纳入一家卓有信誉的投资银行。CBWL 最大的优势在于拥有良好的后台整合和成本控制能力。最终 CBWL 购买了 28 家海登·斯通的营业部，接管 500 名经纪人以及这些经纪人的五万个客户。在这个多层次的金融交易中，CBWL 获得 600 万美元现金，而且不必承担海登·斯通的大笔债务。新公司命名为 CBWL—海登·斯通，净资产 2000 万美元，其中包括 CBWL 的 900 万资本。一转眼，桑迪威尔和他的合伙人开始管理起一家拥有几百名经纪人和员工的公司。

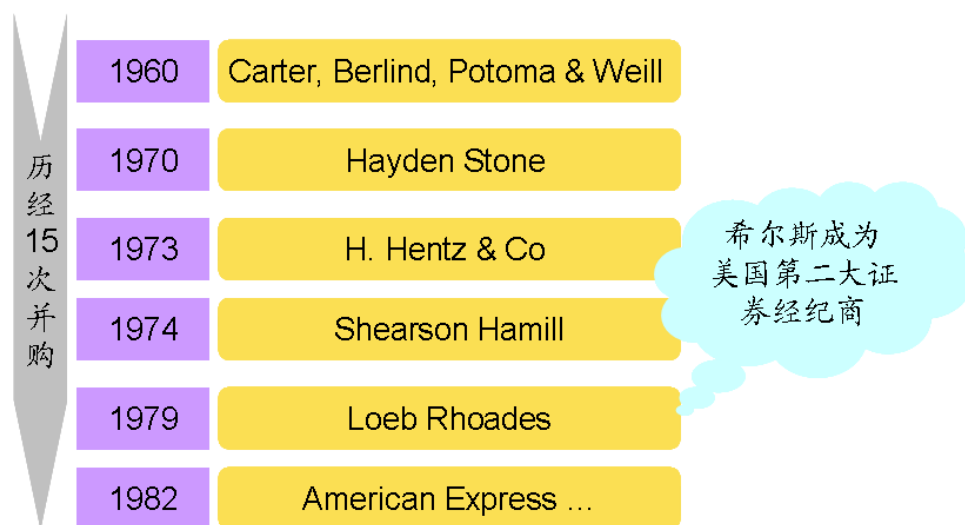
1973 年，又有一家老牌公司西尔森·汉密尔难以为继，给桑迪威尔提供了再次使公司规模翻倍的机会。海登·斯通兼并西尔森，前者拥有 49 家国内营业部，后者拥有 65 家。新公司有 1500 名销售人员，它已真正步入美林、贝奇和赫顿这样重量级的公司之列。公司更名为西尔森—海登·斯通，成为华尔街上第十大经纪公司。

1979 年，西尔森公司在兼并了纽约最古老的公司利博·洛兹后，规模又扩大了一倍。西尔森有 5000 名员工，利博·洛兹有 5800 名，联合后的公司有 3500 名经纪人。西尔森在国内拥有 130 家营业部，

海外有 14 家；利博·洛兹在国内有 150 家营业部，海外有 11 家。两家公司合起来资本达到 2.5 亿美元，这是当时华尔街历史上最大的一桩合并。西尔森－利博·洛兹成为位居美林之后的华尔街第二大经纪公司。而到了 1982 年，西尔森－利博·洛兹最终并入美国运通。

从桑迪·韦尔的兼并案例中，我们至少可以得到两个启示。第一，证券业的兼并整合多发生在股票市场状况不佳之时，此时拥有资本的证券公司将能买到足够便宜的资产；第二，兼并方必须具有自身的核心竞争力，如桑迪·韦尔最大的优势在于其对证券公司后台系统的把控及成本的控制。

图 13 桑迪·韦尔的并购历程



资料来源：Wind，东方证券研究所

随着佣金率不断下滑及成本收入比的不断提升，我国证券公司整体 ROE 正在向社会平均 ROE 回归，这意味着未来券商股权对实业资本的吸引力将显著降低。证券公司可能会出现兼并收购。行业内优势证券公司通过对弱势证券公司进行战略、管理、执行等多方面的改造，有望产生巨大的协同效应，并最终提高弱势公司的 ROE。

那么哪类券商会在未来行业中的并购整合中收益呢？我们倾向于认为，战略领先、积极推动业务结构升级，同时手中拥有资本的证券公司将可能成为其中的赢家。我们案例中桑迪·韦尔的企业正是既有资本（当时成功完成上市）又具有核心竞争力（后台完善、整合能力超强）的企业。

以上仅是我们对中国证券业未来兼并整合的一番抛砖引玉式的阐述，我们后续会就这一专题再发布深度报告。

投资策略

我们认为，依托新业务的不断推出、证券公司自身的转型升级以及行业内部的兼并整合，我国证券公司从长期来看具备良好的成长性。已启动业务结构升级和拓展且资本充足的券商有望成为长期的

赢家。因此从长期角度，我们建议关注中信证券（未评级）、光大证券（未评级）、华泰证券（买入）和海通证券（买入）。

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

分析师声明

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