

存款进入相对稀缺时代

研究结论

- 我们需要一个新的存款（M2）模型。此前我们探讨存款少增、热钱流出的系列报告引起了市场的强烈共鸣，但也有观点质疑我们所提出的与市场主流差异很大的存款模型。我们之所以建立一个要素法的存款模型，因为认为（1）传统模型中货币乘数变化较大，边际与平均货币乘数有较明显偏离，且倒算出的漏损率同样有巨大的波动，从而削弱了货币乘数预测的可靠性。（2）传统模型将派生过程作为黑箱的一部分，但我们想要检测黑箱的具体运作过程，以避免不合理的隐含假设。我们采用年度和月度数据，对我们的存款模型进行了检验，认为检验结果基本符合经济现实。
- 目前热钱外流趋势已经逐步明朗化。我们在 11 月 16 日《若存款断流成为趋势会如何？》报告中提出了近期存款显著少增这个问题，并给出了我们认为的可能解释即热钱外流。从最近连续三个月的外汇占款环比下降的情况来看，热钱外流这个现象已经初步明朗化。热钱，可能还包括国内高净值人群的“冷钱”，近几个月呈现持续流出局面。我们测算，12 月份热钱流出规模约为 2300 亿左右，10-12 月份已经累计流出超过 5000 亿。
- 热钱的持续流入可能已发生逆转。热钱流出是一个短期现象吗？我们的观点是否定的。（1）美国房价可能进入一个上升周期，这意味着全球资产组合将会经历一个削减新兴市场国家投资比重、提高美国投资占比的再配置过程。目前美国 M1 增速已经创出 20 年来的新高，这意味着美国房价大概率上将会逐步复苏。（2）5000 亿热钱流出还只是国内热钱冰山的一角。我们用三种办法测算了国内自 2003 年以来囤积的热钱规模，结论是即使不考虑假 FDI 和假出口，目前国内的热钱规模也不低于 5.9 万亿。
- 热钱外流，存款进入相对稀缺时代。（1）在假设热钱既不外流也不内流的情况下，我们测算 2012 年 M2 增速为 12%，增量存贷比达到 85% 左右。若发生热钱较大规模外流，M2 增速可能降至 11% 以下。（2）当前的准备金率水平已难以持续。与过去 60+% 增量存贷比的情况不同，在 2012 年超过 80% 的增量存贷比环境下，银行的存款现金流已经不足以支持缴纳准备金和投放信贷的要求，降准备金将是一个持续的过程。降准备金一定会提高 M2 增速吗？未必。降准备金只意味着银行有钱了，但银行的钱怎么变成居民的钱？如果不能期待一个明显高于 8 万亿的信贷投放规模，或者信用债的净发行会明显放量，那么 M2 的改善将并不显著。（3）存贷比监管的放松只是时间问题。中国银行业的低存贷比并非历史常态，其实只是热钱流入下的阶段性现象。在热钱流入可能逆转的情况下，中国银行业的存贷比将持续上升。
- 继续坚定看好 2012 年银行股的绝对收益和相对收益，信心来源于 2012 年银行股明显偏低的估值和高于 A 股平均的利润增速。个股方面，加入兴业银行至组合，组合调整为“南京、华夏、民生、兴业”。兴业银行 2011 年利润基数较低，预计 2012 年 1 季度业绩增速可能达到 40% 左右。

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申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

金麟

8621-63325888 × 6084

jnlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

联系人

姚栋

8621-63325888 × 7541

yaodong@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

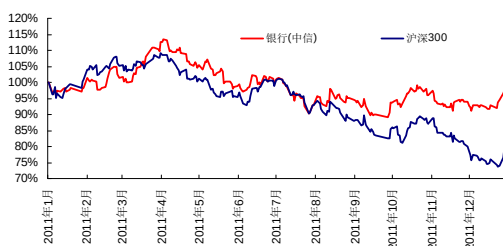
行业

银行

报告发布日期

2012 年 1 月 16 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
华夏银行	1.20	1.16	1.37	1.57	增持
南京银行	0.78	1.05	1.32	1.59	买入
民生银行	0.66	0.90	0.96	1.15	买入
兴业银行	3.09	2.24	2.59	3.11	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

低估值助银行股超越投资时钟	2011-12-8
热钱外流判断得到初步验证	2011-11-21
若存款断流成为趋势会如何？	2011-11-16

1、我们的存款（M2）模型的再说明

此前我们通过 2011 年 11 月 16 日以来的一系列报告探讨了存款少增现象，并据此预测了 2012 年 M2 增速可能下降至 12%。在最近两个月的时间中，我们就相关观点与投资者进行了大量的交流，不仅获得了非常多的肯定，而且也产生了新的碰撞。其中，很多投资者首先质疑的是，为什么我们要建立一个与市场主流差异很大的存款（基本上也就是 M2）模型？我们的这个模型是否有遗漏或者重复计算部分？

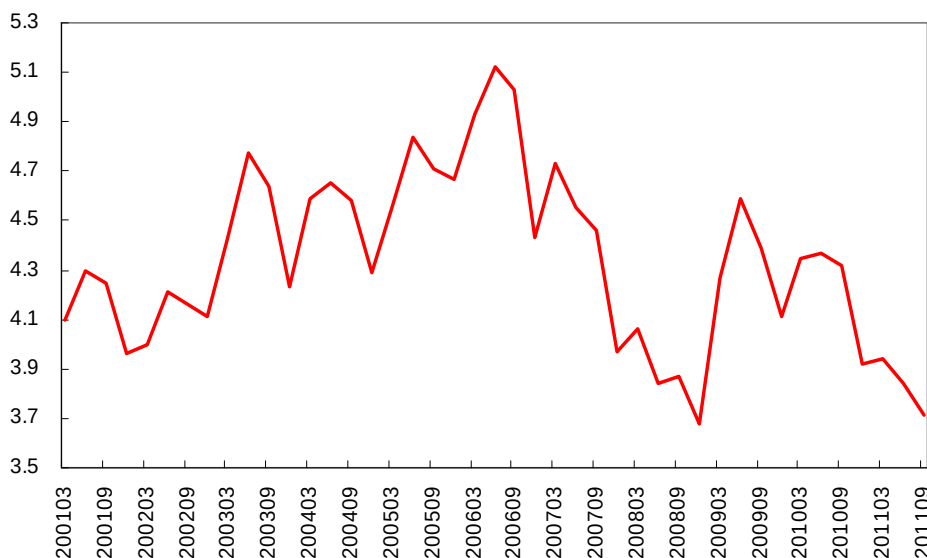
我们在 11 月 16 日探讨存款少增时，使用了“新增存款量—新增贷款量—外汇占款”这个指标来判断存款少增现象，实际上是建立了基于“贷款、外汇占款”这两个参数的存款模型。我们后面会谈到，由于更全面的存款模型中，其他项目大体抵消，因此过去贷款+外汇占款基本上与存款增量相符合。但简单模型的解释力毕竟有限，因此我们继续在 12 月份的年度策略报告《低估值助银行股超越投资时钟》中建立了一个更全面的存款模型。为什么要建立存款模型？因为我们认为，目前市场主流使用的基础货币—货币乘数的模型存在着两方面的缺陷，并且很难用于检验存款少增现象：要说明存款在“少增”，那至少我们得算算存款“应增”多少。所以我们先再次解释我们的方法论。

1.1 为什么我们需要一个新的存款（M2）模型？

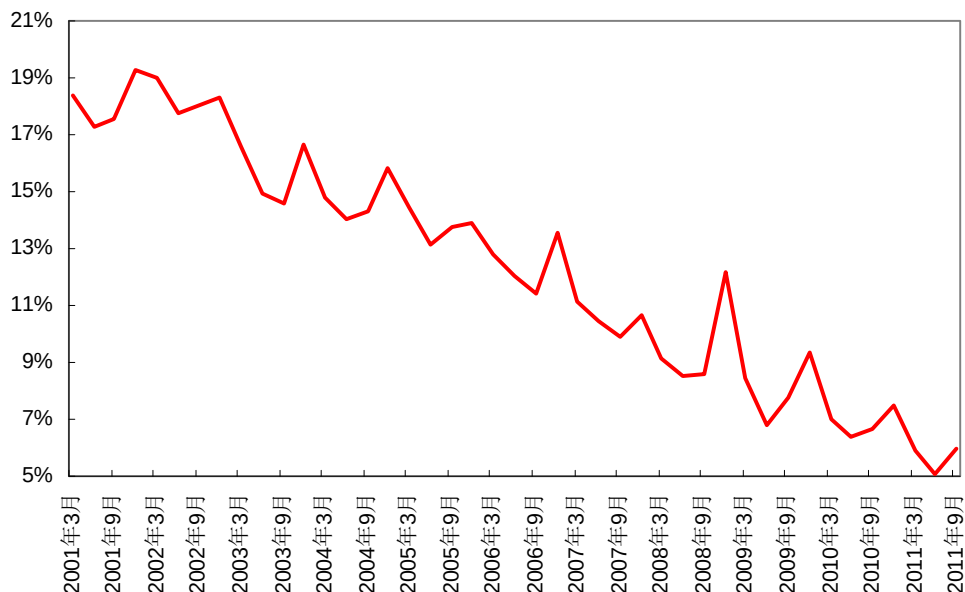
为什么我们需要一个新的存款（M2）模型？因为传统的基础货币—货币乘数模型在实际应用中存在着两方面缺陷。

（1）传统模型中，货币乘数变化较大，边际货币乘数与平均货币乘数有较明显偏离。而且，货币乘数的变化也并非完全由法定存款准备金率的变动引起，实际上，根据货币乘数与法定存款准备金率倒算的“超额存款准备金+现金”的漏损率，一直有着巨大的波动，这使得我们根据法定存款准备金率来预测货币乘数的行为变得不可靠。

图 1：货币乘数并不稳定，显示出边际货币乘数与平均货币乘数常常有明显的偏离



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 2：倒算出的漏损率稳定性非常差，很难提供有效的预测基础


资料来源：CEIC，东方证券研究所

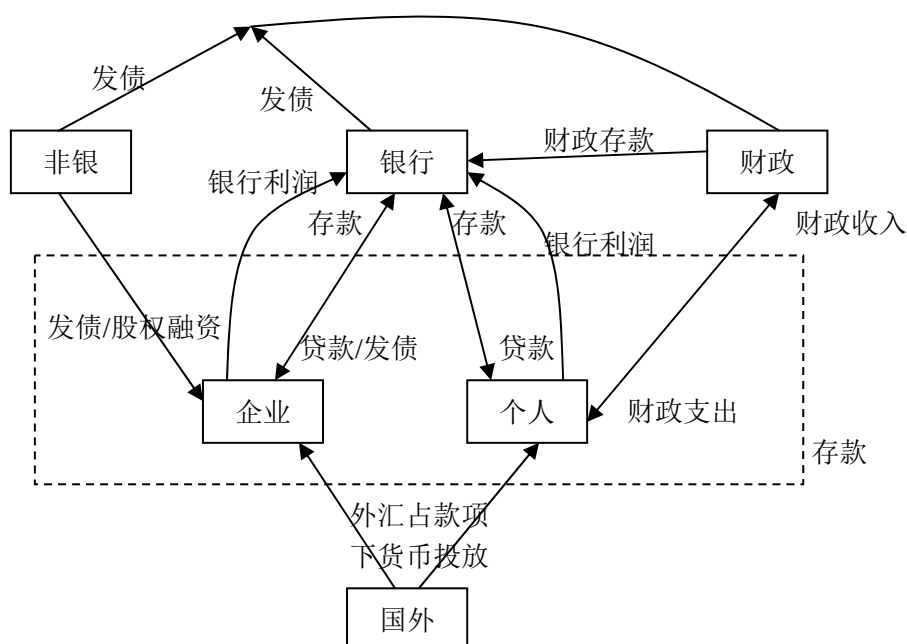
(2) 传统模型将信贷等派生过程作为黑箱的一部分，但我们想要检测黑箱的具体运作过程，以避免不合理的隐含假设。例如，目前有些观点认为，降低法定存款准备金率若干个百分点即可推动 2012 年货币乘数上升因此达到诸如 14% 之类的 M2 目标，其实我们可以据此推断出其隐含了 2012 年信贷投放 9-10 万亿这类的前提，而作为黑箱一部分的这种信贷假设，我们认为缺乏现实合理性。

1.2 我们所建立的基于要素法的存款模型

我们想要一个更“现实”的模型，特别是希望这个模型能够基于要素法，这样我们才能判断存款增量多少来自于贷款投放，多少来自于信用债的发行等等，而并非依赖于传统模型“银行有了钱一定会全额放贷款”这类的理想化假设。因此，我们的模型实际上是基于“存款从哪里来”的现金流状况的。在图 3 中，我们描述了产生存款变动的主要现金流。

我们解释一下围绕着存款展开的这个现金流示意图。经济的主体主要包括企业、个人（前二者是存款的最主要主体）、银行、非银行金融机构、财政和国外部门。银行向企业和个人投放贷款直接派生等量存款，这是目前存款的最大来源；而银行的利润主要来自于企业和个人部门，银行盈利的会计分录是负债转为股东权益，构成存款的漏出。此外，企业发债是银行和非银行金融机构的现金转换为存款的过程，也就是说信用债的净发行提供了一个金融市场流动性进入实体的渠道。贷款投放+信用债的净发行，大体上就可以理解为传统模型中的“派生”或者“乘数”过程。此外，非金融企业的股权融资也是同业流动性转化为居民部门流动性的过程，因此也产生存款。而就财政部门来说，由于目前财政赤字主要通过发债来支持，因此财政赤字形成一个银行间市场流动性转换为同业存款的机制。由于我们主要考察人民币存款，因此国外部门主要通过外汇占款项下的货币投放来增加居民部门的存款。此外，由于标示上的困难，还有一个因素没有在图上体现，即存款进入股市、基金、保险、银行理财产品等的负债脱媒过程。

图 3：我们的存款模型示意图



资料来源：东方证券研究所

因此，对企业和个人这两个部门框一个“存款”的框，与这个框相交的线条就是存款变动的主要因素，包括：（1）信贷派生；（2）外汇占款项下的货币投放；（3）信用债的净发行；（4）非金融企业的 IPO 与再融资；（5）财政赤字；（6）银行利润。此外，难以在该图中表示的是第七个因素，即存款与同业存款间的转换，或称负债脱媒，但这一因素缺乏公开的统计数据。其中，从现金流角度的银行利润，其实需要加回拨备（因为拨备不构成真实的现金流出），因此具体内容是拨备前利润扣减所得税率，或净利润+拨备，即 $PPOP-T$ 。

当然，这个模型有意忽略了一些因素，例如上市公司对股东的分红，又例如银行利润对非金融企业股东的分红。我们把这些因素，加上存款与同业存款间的转换，全部放入“其他”项目中。我们只需要跟踪“其他”项目的情况即可。

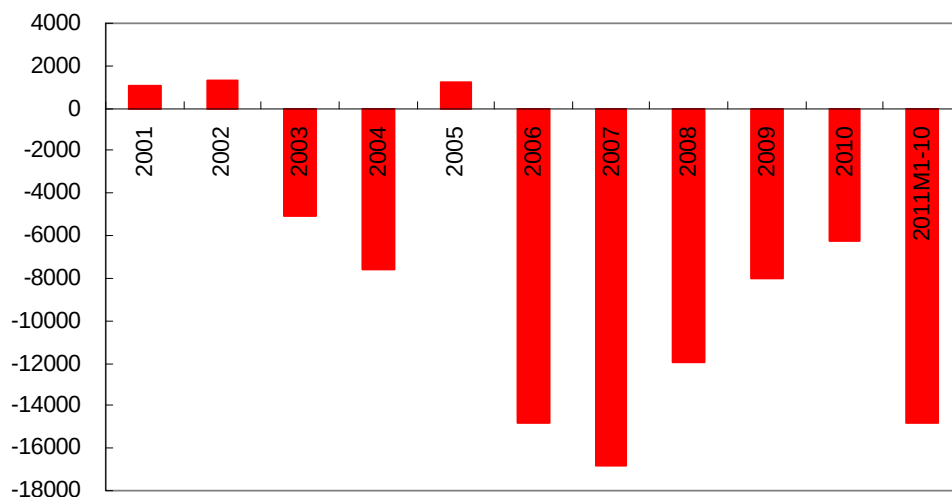
1.3 该模型的解释力较强

这个模型的解释力如何？我们整理了 2001 年以来的数据，发现模型的“其他”项目基本都可以得到合理解释，模型的解释力较出色。这里需要说明的是，“其他”项目不等于误差项，而是包括了负债脱媒因素。因此，2006—2007 年这样典型的存款进入股市的年份，“其他”项目出现的巨大负值其实反映的就是负债脱媒过程。除此之外，2008—2010 年的“其他”项目总和为 2.6 万亿，基本与表外理财产品 2010 年底约 2.6 万亿的规模相一致（数据来源于央行 2011 年 3 季度的《货币政策执行报告》），而后者主要是在 2008—2010 年积累起来的。

表 1：我们的存款模型解释力较强

单位：亿元	存款 增量 ①	信贷 投放 ②	外汇占款 项下货币 投放③	信用债 净发行 ④	非金融企 业股权融 资⑤	财政 盈余 ⑥	银行利润 PPOP-T ⑦	其他 ⑧=①-(②+③+ ④+⑤-⑥-⑦)
2001	19951	13000	3565	58	833	-2517	1078	1056
2002	27188	18001	5367	238	600	-3150	1471	1304
2003	35493	27984	11624	378	503	-2935	2892	-5038
2004	32260	22640	17744	286	546	-2090	3477	-7570
2005	43985	23455	18620	1996	315	-2281	3931	1250
2006	45360	31805	27769	2262	1583	-1663	4896	-14826
2007	47206	36337	29397	2289	4503	1540	6974	-16805
2008	76425	49036	40054	5407	3020	-1262	10399	-11956
2009	127166	95900	24681	12184	4268	-7782	9683	-7966
2010	117453	79500	32683	11153	6397	-6495	12571	-6204
2011 前 10 个月	56991	55791	29074	9670	4469	13292	13882	-14839
2011Q3	5779	15111	8438	1798	1350	258	4143	-16516

资料来源：东方证券研究所

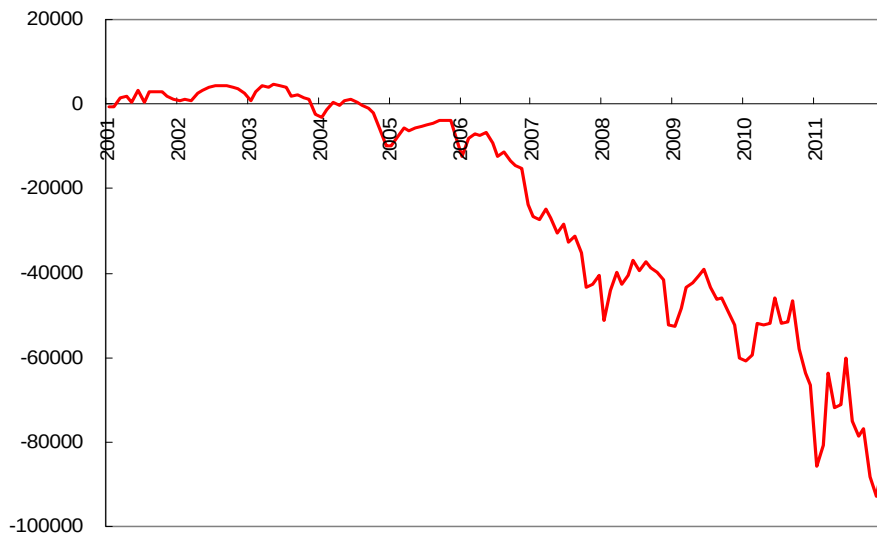
图 4：在负债脱媒不显著的年份，模型有高度吻合性；通胀年份“其他”项目显示出负债脱媒


资料来源：东方证券研究所

上述是我们在《低估值助银行股超越投资时钟》一文中采用年度数据的检验结果。进一步，我们采用月度数据对模型进行了检验，情况也大体吻合。为了更具有可观性，我们不采用“其他”项的月度数值而观察“其他”项的累积值。如图，可见 2003—2005 年的通胀造成了小幅度的负债脱媒，

而 2006—2007 年，显著的负债脱媒可以用存款流入股市来解释。而从 2011 年开始，我们又看到存款的显著少增现象。

图 5：在负债脱媒不显著的年份，模型有高度吻合性；通胀年份“其他”项目显示出负债脱媒



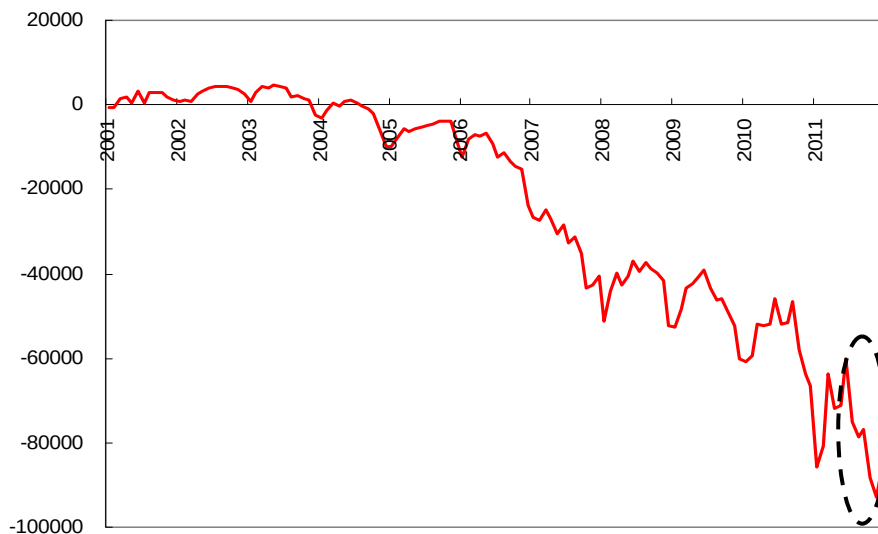
资料来源：东方证券研究所

二、存款近期明显少增可能源自热钱外流

2.1 2011 年下半年存款明显少增

新的模型的建立，并不改变我们在此前一系列报告中所提出的问题，即 3 季度以来，存款出现明显少增的现象。2011 年下半年，金融机构人民币存款增加了 3.41 万亿元，而同期信贷投放了 3.30 万亿元，外汇占款增加了 6909 亿元，财政存款释放了 1.78 万亿元。根据我们的上述模型，2011 年下半年存款少增了 2.53 万亿元，其中特别是 3 季度，存款少增幅度达到 1.69 万亿元。与 2006—2010 年高通胀下负债脱媒的形势不同，2011 年 3—4 季度负债脱媒的规模相对有限，只能解释 2.53 万亿元存款少增量的一小半。

图 6：在负债脱媒不显著的年份，模型有高度吻合性；通胀年份“其他”项目显示出负债脱媒



资料来源：东方证券研究所

2.2 热钱外流可能是存款少增的重要原因

钱都去了哪里？我们在 11 月 16 日的《若存款断流成为趋势会如何？》提出了三种解释，并认为热钱外流可能是最主要原因：

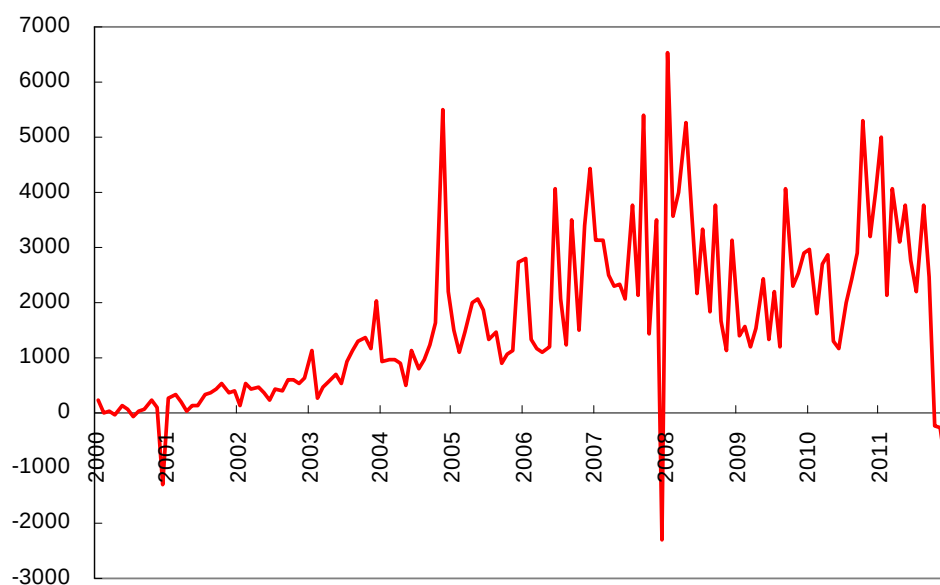
(1) 理财产品的发售。根据央行的《货币政策执行报告》，3 季度末银行表外理财产品余额 3.3 万亿元，比年初增长 9275 亿元。

(2) 表外项目转表内挤占额度，例如票据和信贷理财产品。

(3) 热钱外流。从各种草根证据和新闻报道来看，近年来国内高净值人群的移民和外流明显加剧。此外，2002 年以来持续流入国内的热钱也可能因为地产调控超预期而选择获利了结。我们认为，这一因素可能是主因。

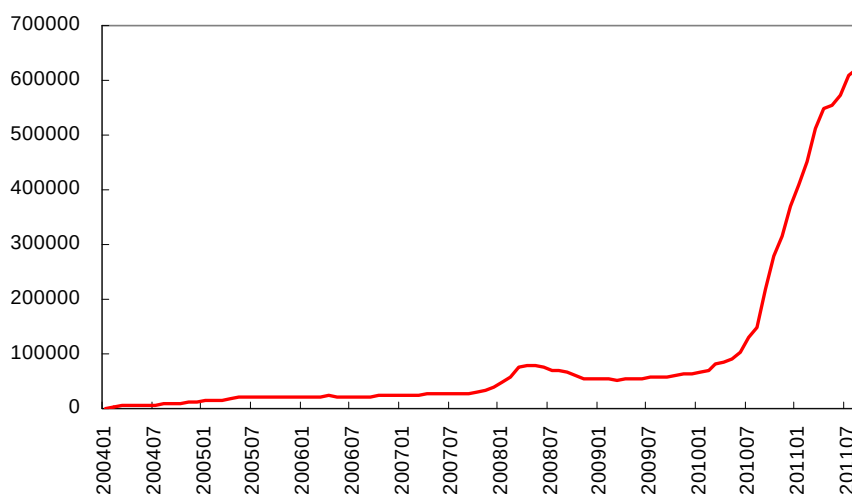
2.3 目前热钱外流趋势已经逐步明朗化

10—12 月份的外汇占款数据已经初步验证了我们对热钱外流的判断。2011 年 10—12 月份，外汇占款连续 3 个月环比下降，下降幅度分别为 249、279 和 1000 亿元，而此前仅仅在 2000 年 12 月份和 2007 年 12 月份发生过两次孤立的外汇占款项下货币投放环比负增长现象。

图 7：外汇占款项下货币投放罕见连续三个月负增长


资料来源：CEIC，东方证券研究所

另一个热钱外流的反映，是在港人民币存款快速增长。2010 年年底，在港人民币存款规模为 3149 亿元，但 9 个月之后，就已经达到 6222 亿元，一年不到基本翻番。

图 8：香港人民币存款自 2010 年下半年以来有非常显著的增长


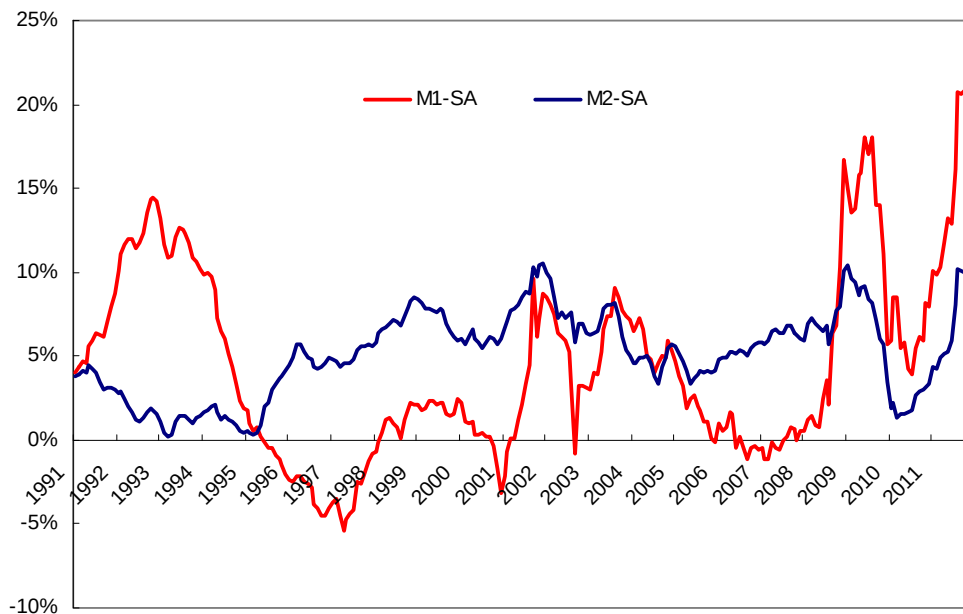
资料来源：CEIC，东方证券研究所

三、热钱的持续流入可能已发生逆转

3.1 美国房价可能进入一个向上周期

随着欧债危机的蔓延，全球资本回流美国的态势非常明显。特别是从 2011 年 7 月份开始，美国货币供应量同比增速开始迅速上升，特别是 M1 增速已经创出 20 年来的新高。这意味着美国房价大概率将开始复苏，而对于资本的全球配置来说，这代表着削减对新兴市场国家的投资而加大对美国房地产的配置比例。

图 9：美国的 M1 增速已经创下 20 年以来新高



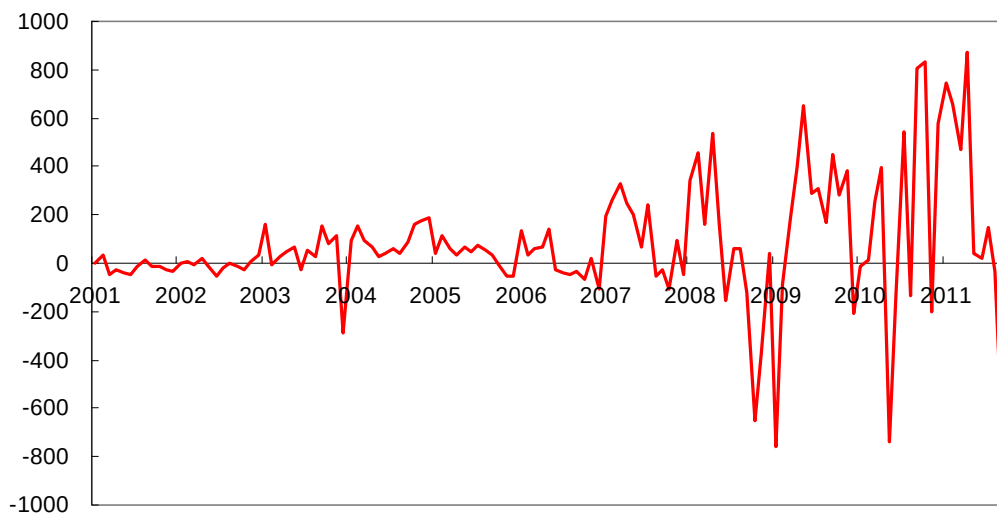
资料来源：CEIC，东方证券研究所

3.2 国内囤积的热钱估计超过 5.9 万亿

国内热钱的大规模流入，始于 2003—2004 年。经过这 8—9 年的时间，国内现在已经囤积了多少热钱？我们用三种方法进行估算。

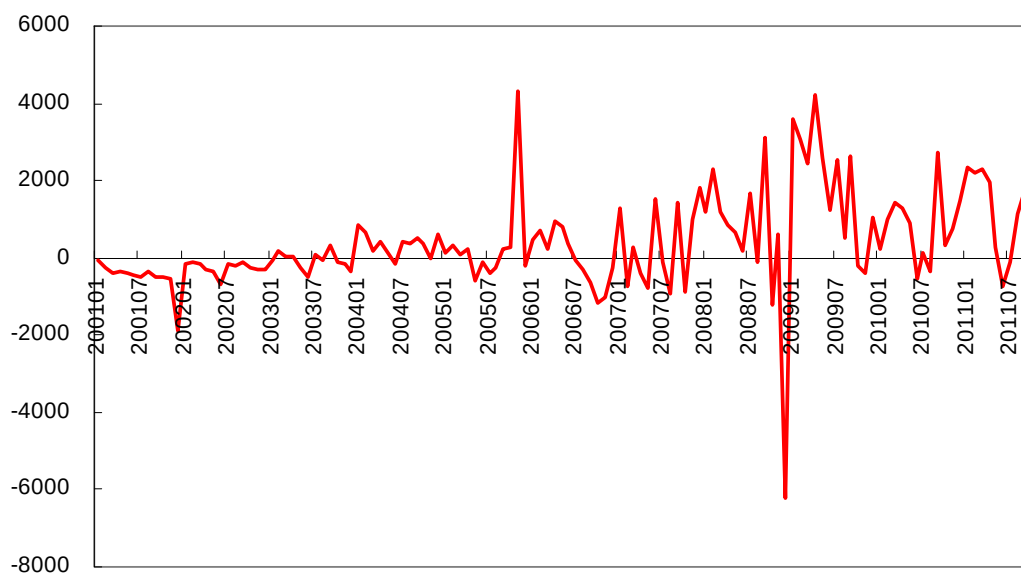
(1) 方法一：看外汇占款项下货币投放的增长量。若考虑到热钱流入可能采用假出口和假 FDI 的形式，我们最宽泛地考察外汇占款项下货币投放近年来的增量。目前外汇占款项下的货币投放规模已经从 2003 年初 2.32 万亿元增加至 2011 年底的 25.46 万亿元，9 年中增加了 23.14 万亿元。当然，这个口径可能存在明显高估。

(2) 看外汇储备不可解释的多增部分。我们计算（外汇储备月增量—贸易顺差—FDI+对外直接投资），该项目自 2003—2011 年 9 月份的累计额为 1.03 万亿美元，累计折合人民币为 7.42 万亿元。

图 10：自 2003 年以来，外汇储备增长的不可解释部分累计为 7.32 万亿人民币


资料来源：CEIC，东方证券研究所

(3) 方法三：计算外汇占款项下货币投放增量中的不能合理解释部分，即（外汇占款项下的货币投放月增量—FDI—贸易顺差+对外直接投资）。从 2003 年至 2011 年 9 月底，该项目累计值为 5.88 万亿人民币。

图 11：自 2003 年以来，外汇占款项下货币投放不可解释增量累计为 5.88 万亿元人民币


资料来源：CEIC，东方证券研究所

第一种方法最为宽泛，考虑了假 FDI 和假出口的影响；第二、三种都未考虑假 FDI 和假出口，其中第二种未能剔除外汇储备的投资增值影响。即使如此，第二、三种方法的计算结果基本接近。因此，总体判断国内热钱积累至少为 5.9 万亿人民币。若这些热钱发生趋势性外流，影响会非常大。

四、热钱外流，存款进入相对稀缺时代

4.1 预测 2012 年 M2 增速为 12%

若假设热钱不再内流，根据第一部分的模型我们测算出，2012 年存款或者说 M2 的增量为 94260 亿元左右，同比增速为 12.0%。其中，我们假设（1）通胀下行使得存款脱媒现象有所放缓，2012 年其他项目为-6000 亿。（2）2012 年信贷投放为 8 万亿；（3）财政赤字 8000 亿元；（4）信用债净发行 1.1 万亿；（5）非金融企业股权融资 6000 亿元；（6）银行业 PPOP 同比增长 15%；（7）热钱不再流入但也不流出，因此外汇占款项下的货币投放主要由贸易顺差+FDI-对外直接投资构成，并假设 2012 年外贸顺差同比增长 20%，FDI 增长 10%，中国对外直接投资增长 15%，则 2012 年外汇占款将达到 1.44 万亿。我们看到，输出结果是，2012 年存款增量为 94260 亿元，同比增速为 12.0%，即 2012 年存款和 M2 增速都会比 2011 年进一步略有下降。下降的直接原因在于我们假设热钱流入的利好将终结，另一个原因是银行业绩的高增长。

表 2：预测 2012 年存款增长 9.5 万亿

单位： 亿元	一般性存款增 量预测 ①=②+③+④+ ⑤-⑥-⑦+⑧	信贷 投放 ②	外汇占款 项下货币 投放 ③	信用债 净发行 ④	非金融 企业股 权融资 ⑤	财政 盈余 ⑥	银行 PPOP-T ⑦	其他 ⑧	增量存贷比
2011E	90598	75000	30000	11000	6257	-1000	16659	-16000	82.78%
2012E	95413	80000	14418	11000	6000	-8000	19158	-6000	84.87%

资料来源：东方证券研究所

即使我们在乐观的情景 1 中将相关参数放松，明年的存款增速仍然仅略高于 13%（情景 2 为基准情景）。而如果进一步考虑不大规模的热钱流出，2012 年的存款增速会进一步下降至 11% 左右。考虑到近期外汇占款的困难局面，情景 4、5 的可能性同样存在。

表 3：关于 2012 年存款增长的情景假设

单位： 亿元	信贷 投放 ①	外汇 占款 ②	信用债 净发行 ③	非金融企业 股权融资 ④	财政 盈余 ⑤	银行 利润 ⑥	其他 ⑦	存款⑦=① +②+③+④ -⑤-⑥+⑦	增速	增量存贷比
情景 1	80000	20000	14000	6000	-8000	19158	-4000	104842	13.39%	76.30%
情景 2	80000	14418	11000	6000	-8000	19158	-6000	94260	12.04%	84.87%
情景 3	80000	14418	11000	5000	-7000	19158	-7000	91260	11.65%	87.66%
情景 4	80000	10000	11000	5000	-7000	19158	-8000	85842	10.96%	93.19%
情景 5	75000	8000	11000	4000	-7000	19158	-9000	76842	9.81%	97.60%

资料来源：东方证券研究所

4.2 当前的准备金率和存贷比要求已难以持续

当前的存贷比要求已经难以持续。即使是在乐观的情景 1 之中，增量存贷比也在 75% 以上。而大概率场景下，增量存贷比普遍高于 84%，这将导致存量存贷比的进一步上行并逐步超过 75% 这一监管要求。

增量存贷比超过 80%，带来另一个后果，即考虑到缴存法定存款准备金并留存少量超额存款准备金的要求，存款的现金流将不足以支持信贷的增长。例如，在过去 65% 增量存贷比环境下，缴纳 15% 存款准备金之后，100 块钱存款还剩下 20 块钱可用于拆借。而当增量存贷比达到 85% 时，在缴纳了 20% 的存款准备金之后，100 块钱存款就不足以满足贷款的投放需求。这就意味着银行需要挤占一部分资金业务的负债来解决一部分贷款的现金流来源。2012 年还会继续有降低存款准备金率、为银行间市场补充流动性的要求。

不过，降低准备金率并不能直接提升银行的信贷投放能力。降准备金只意味着银行有钱了，但银行的钱怎么变成居民的钱（后这才算是存款和 M2）？一是通过信贷投放，二是通过银行直接或者间接购买信用债，三是通过国债融资支持的财政赤字。一来我们很难假设一个明显高于 8 万亿的信贷投放，二来目前也还看不到信用债的净发行规模会在 2012 年井喷，三来财政赤字达到 8000 亿其实就已经颇为不易。所以，即使银行因为降准备金率而有钱了，这些钱怎么变成居民的钱，我们还看不到。

因此，不论是存贷比还是准备金率，在 2012 年都有放松的要求。其中，若不能马上取消存贷比监管也无法放宽 75% 的监管要求，我们建议存贷比公式恢复至 2009 年之前，即剔除贴现。

4.3 低存贷比时代已将成为过去时

其实中国银行业的低存贷比并非历史常态。2000 年，金融机构人民币存贷比曾经接近 90%。后经过持续核销不良贷款（超过 2 万亿）以及热钱不断流入导致存款大增，增量存贷比维持在 65% 左右，才使得存量存贷比不断下行。但若未来热钱不再流入，2012 年的增量存贷比就将达到 85%，未来存贷比将不断上行。

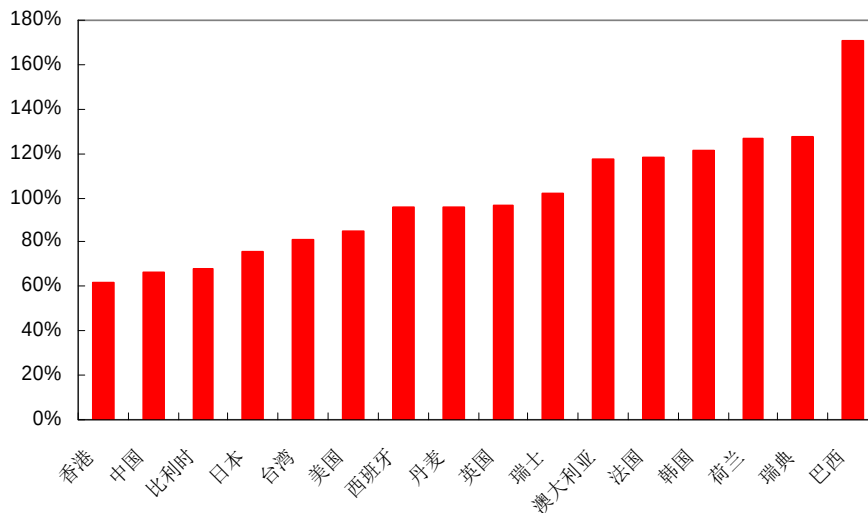
图 12：中国当前的低存贷比其实不是历史常态



资料来源：CEIC，东方证券研究所

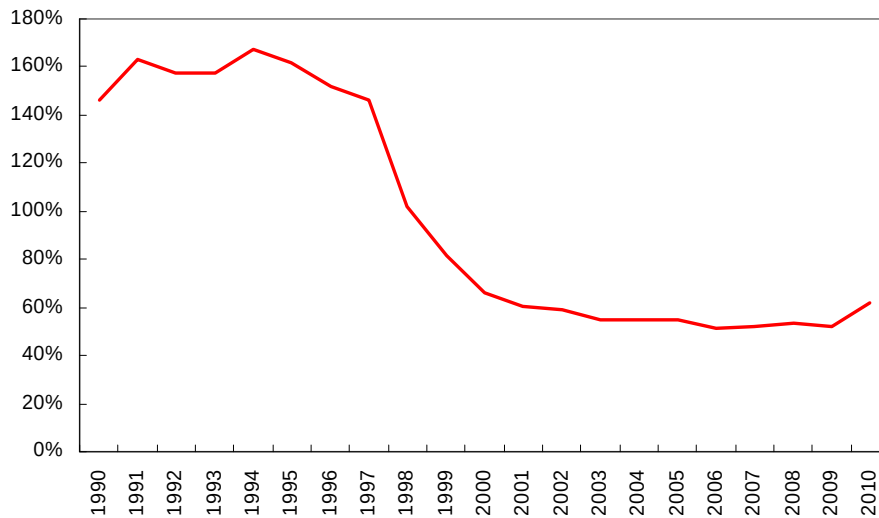
目前中国的存贷比在主要国家中最低的，仅略高于香港地区。而香港的存贷比其实也只是在 1997 年之后由于国际资本的涌入才迅速下降的。

图 13：中国当前的存贷比在主要国家中明显偏低



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 14：香港的存贷比也同样仅仅是阶段性现象



资料来源：CEIC，东方证券研究所

因此，我们的结论是，中国的低存贷比时代将会逐渐终结，存款将进入相对稀缺时代。

具体到投资建议，一方面我们看好 2012 年银行股的绝对收益和相对收益。绝对收益方面，目前银行股平均 2013 年 PB 为 0.97 倍，到了 2012 年年底，至少应该有 1 倍以上的动态 PB。相对收益方面，银行的相对 PE 仍然处在历史底部，有进一步纠错的要求，同时 2012 年银行股的利润增长速度仍然会较明显的高于 A 股其他板块，这两方面因素共同驱动 2012 年银行股将实现丰厚的相对收益。

个股方面，加入兴业银行至组合，组合调整为“南京、华夏、民生、兴业”。兴业银行 2011 年利润基数较低，预计 2012 年 1 季度业绩增速可能达到 40%左右。

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