

高管增持的红利

—— 增持投资策略分析及应用



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论：

- 股东增持是公司产业资本运作的一种手段，事件本身对公司的经营及业绩没有影响，但增持行为本身含有信息。一种可能代表高管掌握了公司未来发展或者业绩的内部信息（业绩超预期的增长，资产重组，新项目上马，股权激励等等）；另一种可能，作为博弈的双方，当股价跌幅巨大之时，高管会采取增持行动而稳定股价。我们的研究表明无论公司股东基于何种原因增持，高管增持投资策略都可以为投资者带来绝对收益。
- 公司增持公告之后，特别是高管增持公告之后一段时间，常伴随着公司业绩或经营状况的改善和提升。两则案例分析我们发现京新药业（图1,2,3）和澳洋顺昌（图4,5,6）的高管增持行为是公司高管释放给投资者的一个利好信号，两个上市公司无一例外在增持事件之后，业绩出现了超预期的增长，或者公司经营走上了新的轨道。
- 高管增持事件具有最强以及最持久的超额收益。通过对2000年以来的公司股东增持事件的研究，我们发现在增持的三类股东（个人，公司法人，高管）中，高管增持上市公司股票能够产生非常显著的超额收益，并且超额收益平均来看能持续一个季度以上。（图7,8）
- 高管增持比例是判断高管增持信心强弱的重要因子。数据研究发现，增持比例高的股票组合的超额收益显著好于增持比例低的股票组合。高增持比例组合的收益一般不会短期反映，而会在未来的一段时间内逐步体现；而低增持比例组合的收益一般反映非常快，但长期来看，股票的超额收益不具有持续性。（图9,10）
- 投资建议：今年一共发生了14次高管增持事件，根据增持比例排序，近3个月排名前5名分别是洋河股份、美盈森、浙富股份、兴发集团、中兴通讯。其中建议重点关注兴发集团（未评级）、中兴通讯（买入），同时建议关注美盈森（增持）长期投资价值。

绝对收益策略团队

胡卓文

金融工程高级分析师

021-63325888-6117

huzhuowen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209100200

联系人

周静（博士）

021-63325888-5152

jingzhou@orientsec.com.cn

楼华峰

021-63325888-6114

louhuafeng@orientsec.com.cn

报告发布日期

2011年7月12日



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。

目录

高管增持红利—案例分析	3
案例一：京新药业。增持时间：2010-1-29；高管增持比例：6.29%.....	3
案例二：澳洋顺昌。增持时间：2010-11-22；高管增持比例：1.55%.....	4
高管增持红利—策略研究	5
高管增持才是王道	5
增持比例决定超额收益的高低	6
近期的投资建议.....	6
附录.....	8
近期增持事件推荐股票的经营以及业绩情况	8
案例分析中上市公司增持前后的经营以及业绩情况	10
市场增持事件的特征统计及收益分析.....	11

图表目录

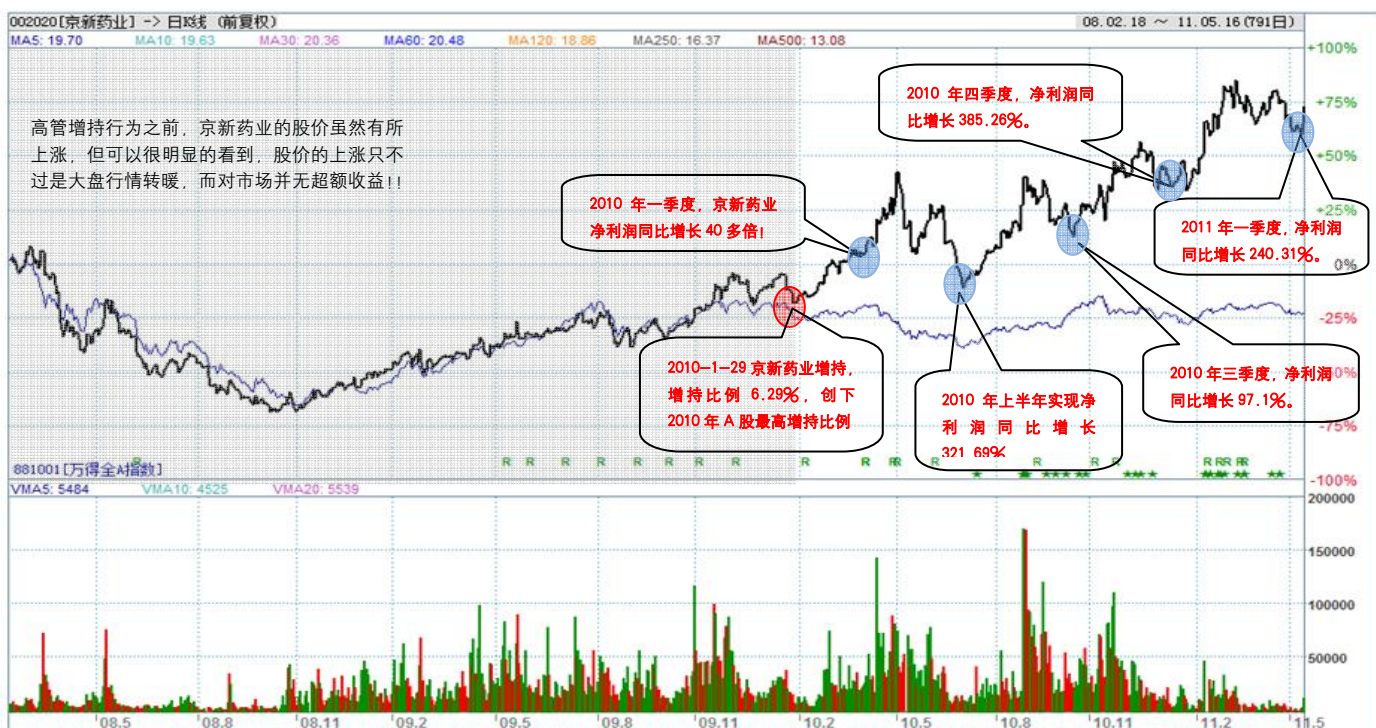
图 1：京新药业（案例一）在增持前后股价表现及其业绩情况	3
图 4：澳洋顺昌（案例二）在增持前后股价表现及其业绩情况	4
图 5,6：澳洋顺昌增持前后业绩对比及超额收益	4
图 7,8：不同主题的增持行为对股价的影响（超额收益和累计收益）	5
图 9,10：不同高管增持比例下的超额收益（左）与累计收益（右）	6
附图 1,2：增持事件分布,全部样本（左）和高管增持（右）	11
附图 3：不同高管增持比例分组下的 PE_TTM.....	12
附图 4：牛市高管增持超额收益情况（20050729-20071031，20081031-20090731）	12
附图 5：熊市高管增持超额收益情况（20010629-20050728，20071031-20081031）	13
附图 6：震荡市高管增持超额收益情况（20090731-20101231）	13

随着近期市场的快速下探，上市公司的增持行为又成为大家讨论的话题。理论上讲，增持行为能够改变股东的价值，但是对于公司的经营情况以及业绩，却不能带来任何影响。但我们又屡屡在市场上发现，高管的增持行为成为了股价的分水岭，之前是一潭死水，之后却扶摇直上，超额收益持续超过一个季度，甚至超过半年。这是为什么？我们先来看两则增持案例。

高管增持红利—案例分析

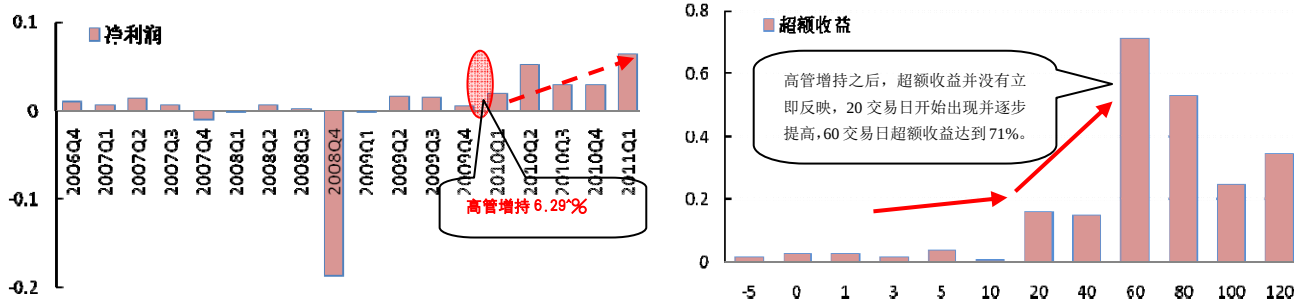
案例一：京新药业。增持时间：2010-1-29；高管增持比例：6.29%

图 1：京新药业（案例一）在增持前后股价表现及其业绩情况



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

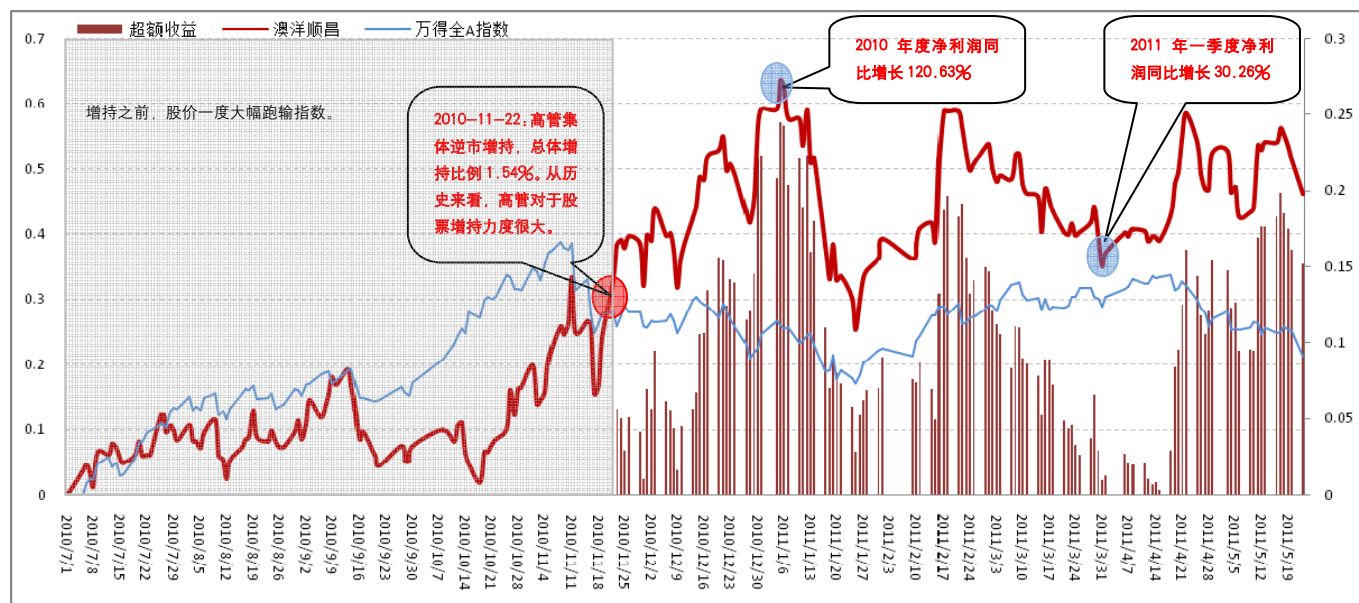
图 2,3：京新药业增持前后业绩对比及超额收益



资料来源：东方证券研究所

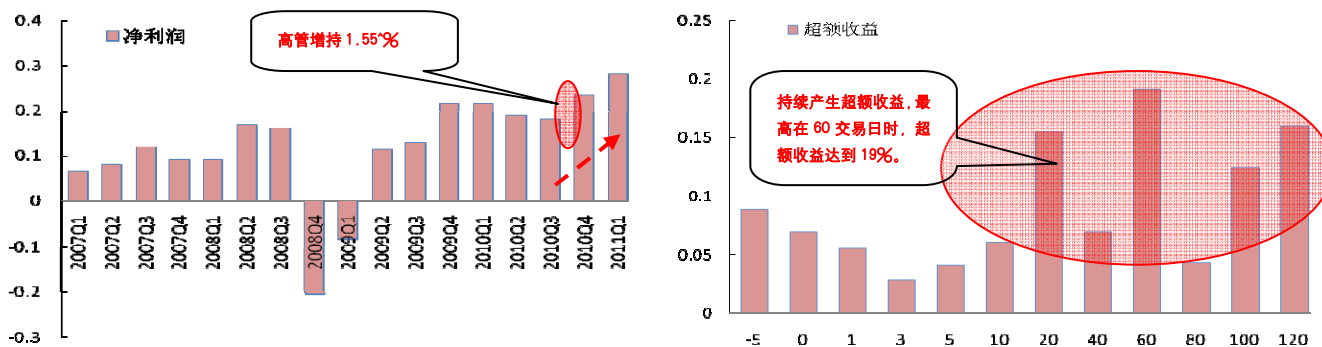
案例二：澳洋顺昌。增持时间：2010-11-22；高管增持比例：1.55%

图 4：澳洋顺昌（案例二）在增持前后股价表现及其业绩情况



资料来源：东方证券研究所

图 5,6：澳洋顺昌增持前后业绩对比及超额收益



资料来源：东方证券研究所

由此两则案例分析，我们可以很明确的看到，高管增持行为的确对股价产生了促进作用。增持之后，股票的对万得全 A 指数都产生了持续的超额收益，京新药业（案例一）的超额收益最高达到了 71%，澳洋顺昌（案例二）的超额收益最高达到了 19%；另外，高管增持之后的超额收益能够持续比较长的时间，两则案例的超额收益都持续了 60 个交易日以上。

前面我们提到，高管的增持行为并不能改善上市公司本身的经营情况以及业绩，但通过这两则案例我们都发现了上市公司在高管增持之后公司经营情况或者业绩迅速改善的情况。其中京新药业在增持之后其净利润同比每个季度都基本保持了 200% 以上的增长，而澳洋顺昌的增持时间之后，不久

之后公司就陆续公告，掀开了期多元化发展战略，同时业绩也出现了同比超预期增长。（具体的公司增持前后的基本面情况请参考附录）

这里选取的案例具有典型的特征，从这两则高管增持事件对股价的促进作用，我们能窥探到背后的增持逻辑。增持行为只不过是一个事件，但是作为一位理性的高管，他不会无缘无故地增持。一种可能代表高管掌握了公司未来发展或者业绩的内部信息（股权激励，资产重组，新项目上马，业绩超预期的增长等等）；另一种可能，作为博弈的双方，当股价跌幅巨大之时，高管会采取增持行动而稳定股价。

当然，每一个上市公司都有自己的独特的个性，其增持事件背后都有其独特的逻辑，我们通过案例分析无法为各位一一展现，而且通常很难事先预测哪家上市公司会进行增持的公告，但我们的研究表明公司增持公告之后，利用某些因子的筛选，可以让我们大概率的找到持续，稳定的超额收益。

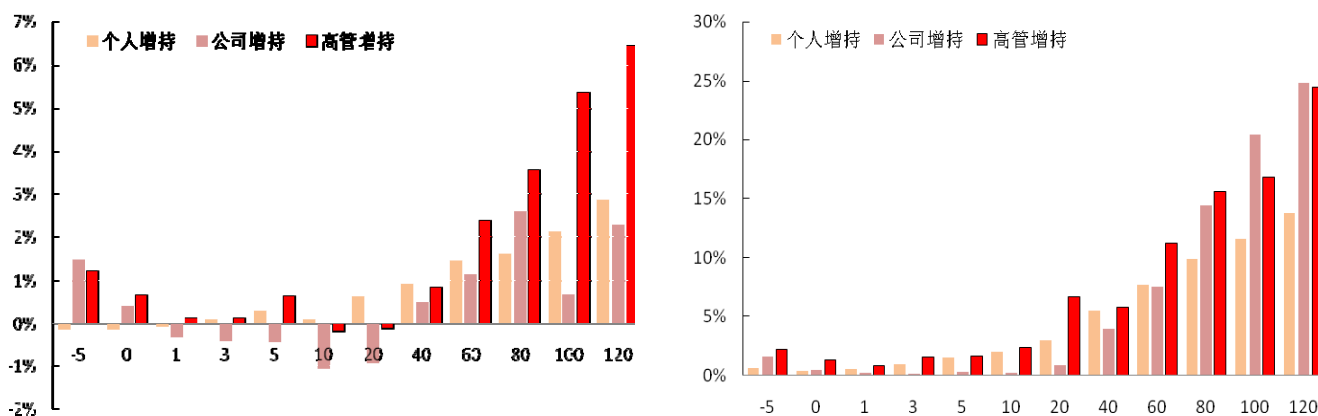
高管增持红利—策略研究

下面我们运用事件研究的方法，对增持事件按照几个不同的维度进行收益上的统计分析，我们发现了增持事件对股价产生积极作用的两个因素。其一是增持的主题，其二是增持的比例。

高管增持才是王道

我们对三类不同的增持主体（个人，公司法人，高管）分别分析了事件前后的股价累计收益（右图）以及超额收益（左图）情况。显而易见，高管增持事件能够给投资者带来最高以及最持久的超额收益，并且可以发现，超额回报平均在 40 个交易日左右开始显现；其次是个人的增持，它也能给投资者带来不错的超额收益，并且也具有一定的持久性，通过检查样本，我们发现很多个人增持与高管是有关联的，比如很多个人就是高管，或者是高管的亲戚朋友；而三者中表现最差的是公司法人增持。

图 7.8：不同主题的增持行为对股价的影响（超额收益和累计收益）



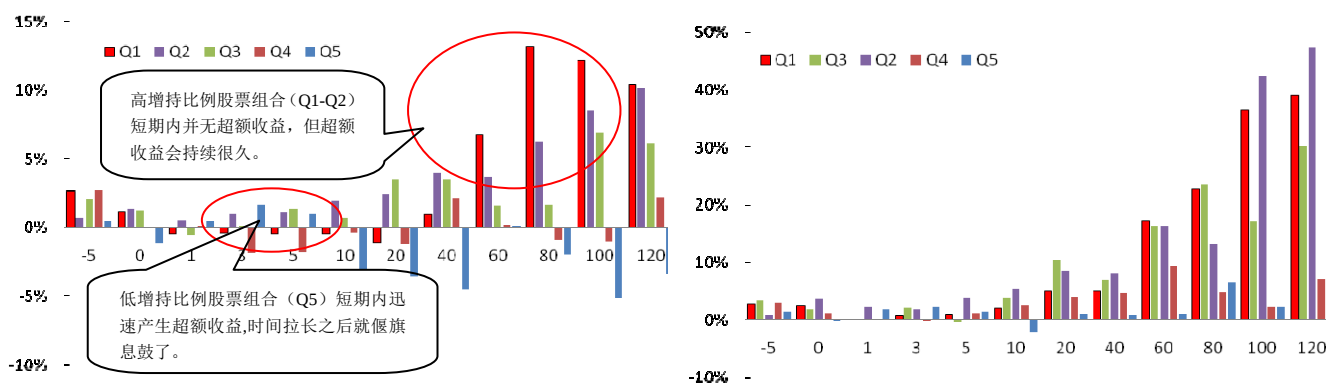
资料来源：东方证券研究所

增持比例决定超额收益的高低

在增持公告中有一项公告内容，那就是增持的股份占流通股的比例，我们认为，高的增持比例说明高管有很大的可能掌握的公司的内部信息，或者说对于公司的未来非常有信心；而低的增持比例则可能存在猫腻的嫌疑，高管借增持事件以稳定股价。下面我们按照高管增持的比例分组，分别研究了不同的高管增持比例下的股票超额收益（左图）以及累计收益（右图）的情况。

可以很明确的看到，高增持比例下（Q1-Q2）股票组合的收益显著高于其他四组（Q3-Q5），并且收益与增持比例呈现比较明显的反相关关系。并且基本验证了我们上面的猜想，高增持比例的股票说明高管对公司的长远发展有信心，从而能够使股价获得长期的支撑，适合长期投资者。而低增持比例的股票组合在增持事件之后的短期内能迅速产生超额收益，但长期来看这是负的超额收益，此种情况下，高管的增持行为可能仅仅是为了稳定股价，比较适合短线操作。

图 9,10：不同高管增持比例下的超额收益（左）与累计收益（右）



注 1：这里我们按照高管增持比例由高到低分为五组（Q1-Q5）。Q1：0.178%-6.29%；Q2：0.033%-0.174%；Q3：0.0076%-0.033%；Q4：0.0015%-0.0076%；Q5：0.0001%-0.0015%。案例中的两支股票，京新药业与澳洋顺昌的高管增持比例都属于 Q1。

注 2：具体的超额收益率参考附表 5。

资料来源：东方证券研究所

近期的投资建议

根据以上的结论，我们主要关注今年以来**增持比例较高的高管增持事件**，今年一共发生了 14 次高管增持事件，涉及的上市公司共有 11 家，其中东方海洋、美盈森、兴发集团有过两次高管增持事件。（具体信息参考下面表 1）

根据上面我们对于增持比例对超额收益影响的研究，我们选取高管增持排名处于历史 Q1-Q2（0.033%-6.29%）的股票，分别是洋河股份、美盈森、浙富股份、兴发集团、中兴通讯。

通过研究这五只股票的基本面以及经营情况，我们重点推荐**兴发集团、中兴通讯**，并且建议关注**美盈森的长期投资价值**。洋河股份高管增持比例虽然超过了 0.1%，但是该交易有媒体报道涉嫌内幕交易，可能有一定合规风险，不做推荐。浙富股份由于增持时间（2011-3-23）已经过去近 4 个月，考虑到上面的事件研究中，超额收益能持续 60 个交易日，所以浙富股份也不在此次推荐之列。

具体的公司基本面情况请参考附录！

表 1：今年以来高管增持情况

交易代码	简称	公告日	变动数量(万股)	增持比例(%)	增发至今涨跌幅(%)	超额收益(%)
002304	洋河股份	2011-6-30	16.25	0.101	5.61	2.18
000063	中兴通讯	2011-6-28	106.61	0.047	5.18	2.78
002086	东方海洋	2011-6-24	4.52	0.019	7.43	4.52
002303	美盈森	2011-6-22	29.88	0.664	8.35	1.42
600141	兴发集团	2011-5-12	1.65	0.005	-0.65	0.46
600141	兴发集团	2011-5-6	17.26	0.048	4.35	4.79
600428	中远航运	2011-5-5	43.90	0.026	-3.34	-3.07
002168	深圳惠程	2011-4-22	0.60	0.003	-9.54	-3.66
002266	浙富股份	2011-3-23	5.75	0.086	-3.68	-0.43
002086	东方海洋	2011-3-4	3.00	0.013	-10.15	-7.64
000545	*ST 吉药	2011-2-15	0.11	0.001	31.70	33.72
002177	御银股份	2011-1-21	11.96	0.076	-8.37	-13.22
600380	健康元	2011-1-18	14.39	0.011	-13.84	-18.83
002303	美盈森	2011-1-13	0.06	0.001	-7.71	-8.10

资料来源：Wind，东方证券研究所

附录

近期增持事件推荐股票的经营以及业绩情况

美盈森：长期投资品种

美盈森主要从事包装一体化服务。其控股股东王海鹏于 6 月 20 日通过深交所证券交易系统增持公司 29.88 万股，平均价格 34.118 元，占公司股份总额的 0.16%。上述增持后，王海鹏持有公司 8887.44 万股，占公司股份总额的 49.71%。此外王海鹏还计划在未来 12 个月视市场情况继续增持不超过公司总股本 2% 的股份，增持方式包括但不限于集中竞价和大宗交易。

虽然增持比例在近期发布增持报告的个股中是最大的，但通过查阅公司的相关公告，我们知道，在增持之前的 2011-5-31 发布股权激励的草案，股权激励内容涉及到比较严格的行权条件，规定 2011-2013 的净利润同比增长不少于 20%，70%，180%。但是对于 2011 年来说，此行权条件偏松。我们猜想，股权激励草案公告发布之时，股价处于高位，而股权激励涉及锁定 2011 年利润增长为 20%，因此当时的股价或许已透支当年利润，之后股价应声下跌，并且跌破 36.93 元的行权价，高管为稳定股价，于 2011-6-22 做出增持。

从历史的研究来看，高管增持比例比较高一般代表高管看好公司的未来的业绩增长，但业绩增长反应的速度有快有慢，这也是这类股票能够带来持续超额收益的原因。这是大概率的规律，但是每个股票有自己的情况，需要具体问题具体分析。通过对美盈森股票基本面的研究，我们认为短期（2011 年）由于股权激励的原因，业绩超预期的可能性不大，但由于 2012-2013 的股权激励业绩增长要求比较严格，能够为公司带来不错的利润增长，并且高管增持也显示了对公司发展的信心，因此我们建议投资者关注美盈森的长期投资价值。



兴发集团

兴发集团是我国最大的精细磷酸盐生产企业，全球最大的六偏磷酸钠生产企业，是目前磷矿储量最丰富的上市公司。5 月 5 日，包括董事长李国璋、总经理舒龙在内的 13 名董事、高级管理人员以奖励基金从二级市场购入公司股票，总计增持 17.26 万股，成交价格 20.3 元至 20.62 元之间。5 月 11 日，董事长李国璋、副总经理吴辉庆以个人自有资金从二级市场购入公司 16459 股，成交价格 21.36 元至 21.50 元之间，其中李国璋购入 13259 股，累计持有 20059 股，吴辉庆购入 3200 股，累计持有 10000 股，两次增持比例合计 0.053%。

公司属于磷化工行业龙头，坐拥矿山以及电力资源，因此股票具有资源优势，并且由于磷矿属于国内战略资源，而且价格长期低于国际价格，因此国内磷矿资源价格有望稳步上升，同时工信部 3 月底发布《磷铵生产准入条件（征求意见稿）》使得磷化工下游扩张受限，而公司近些年积极拓展下游精细化业务，实现多元化反战模式。综合以上信息，我们认为公司未来的几年内应该能够实现业绩的稳步增长。

在此时点，高管增持也再次表明了高管对公司发展的信心，因此我们认为投资者可以持有兴发集团，我们认为此股票能够获取持久的超额收益。



中兴通讯

中兴通讯是全球领先的综合性通信制造业上市公司。公司 6 月 24 日公告，公司共 15 位高管以个人自有资金以市场价格从二级市场购入公司 A 股股票，增持数量合计 106.6 万股，增持比例为 0.047%，其中 13 位是公司的高级副总裁或执行副总裁，另外 2 位是监事。

中兴作为一家优秀的通信设备、终端和整体解决方案供应商，其高管增持的行为进一步强化了我们对于公司未来发展前景的信心。我们认为，公司未来的增长来自三个方面：移动终端市场的爆发式需求，且终端业务的盈利能力更佳；通信主设备市场的份额的稳步提升；公司向企业网、云计算等新领域的迈进。



案例分析上市公司增持前后的经营以及业绩情况

京新药业

通过卖方报告查阅了下这次高管增持的事件。从卖方报告来看（wind 的资源，可能不全），增持之前，只有一家券商发布过报告（2008-6），但给予的评级偏中性。统计单季度公司的净利润（归属母公司）就可以看到，在增持事件之前，公司的业绩不好。增持之后，公司业绩 2010 年一季度大幅改善，而之所以业绩同比有几倍的提升，业绩改善幅度大幅超越市场预期。主要原因来自于前期基数比较低，另一个原因是公司的业务稳步增长。公司的主要传统业务是原料药和制剂，2010 年业绩开始改善的主要原因来自于其核心业务原料药在销售收入和毛利率上双双提升，提升的原因不是因为原料药价格的上涨，而是产能的扩张以及原料价格的下降，另外 2010 年的公司的制剂业务得到了稳步的增长，尤其是心血管类试剂业务，这类产品能贡献 70%左右的毛利率水平，另外一些营业外收入，物业出租业务也能带来稳定的利润。

通过百度，发现这个公司还有一个比较有意思的地方，公司只有 CEO 一个人在增持，其他人都在减持，这包括公司的副总经理，公司的二股东，即使如此，高管还是处于净增持状态，并且增持比例创下了 2010 年 A 股增持比例之最。2010 年公司正处于探索调整经营结构的关键时期，许多调整对公司的业绩可能会产生正面的影响，现在看来确实如此。

公司高管增持事件发生之时，其 PE（TTM）大于 270 倍，医药行业 PE（TTM）37 倍。

澳洋顺昌

公司高管增持事件（2010-11-22）前后的公告，我们发现公司正处于转型的论证以及市场调研阶段。从业绩上来看，2010 年四季度净利润环比上升 30%，2010 年度较 2009 年大幅度上升，达到 120.6%，一季度净利润环比增长 19.6%，同比增长 30%。当时公司的主要业务增长点来自于下游行业景气恢复（电子家电消费升级，同时公司在钢板、铝板、铝合金方面的新增产能逐步投产，其中广东润盛 1 万吨铝合金项目将于 2010 年 12 月份正式投产）以及小额信贷/创投业务贡献利润。

在高管增持的未来 6 个月里，公司发生了几件事情，拉开了公司多元化发展的序幕，并且一些产能扩张项目开始投产，我们认为这是高管增持的主要原因。

2010 年 12 月 28 日公告成立能源技术公司，专门从事合同能源管理业务及相关技术的研发、应用。澳洋顺昌将持有新公司 90%的股权，公司正式进军节能减排产业；

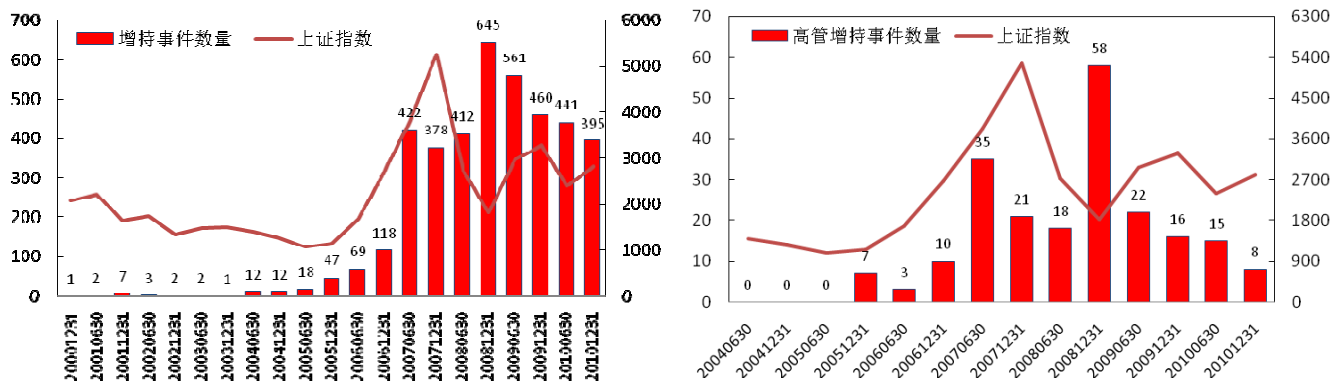
2011 年 2 月 22 日发布公告，拟投资 LED 项目。总投资额度为 10 亿元人民币，项目公司注册资本 2.5 亿元人民币，将投入 30 台 MOCVD 外延炉，进行大功率蓝、绿光 LED 外延片及芯片研发与制造，并且澳洋顺昌的 LED 芯片项目赶上补贴政策的末班车，从而获得了分享 LED 行业长期红利的机会；

2011 年 4 月 8 日公司公告称欲以人民币 2908 万元收购 SK Networks Co.,Ltd.旗下子公司爱思开钢铁（东莞）有限公司 45%的股权，待交易完成后，公司共持有东莞爱思开 75%股份，成为其控股股东，2011 年将其纳入合并报表范围，此举表明公司对于主业也是希望能保障其稳步增长。

公司在高管增持事件发生之时，股票所属二级行业物流 II 的 PE_TTM 为 49.98X，澳洋顺昌是 37.1X，低于所属二级行业平均水平。

市场增持事件的特征统计及收益分析

附图 1,2: 增持事件分布,全部样本 (左) 和高管增持 (右)



资料来源: 东方证券研究所

附表 1: 增持数量及比例统计

	个人增持	公司增持	高管增持	总数
事件数量	3074	721	213	4008
平均增持比例	0.18%	2.81%	0.17%	0.65%
牛市增持比例	0.17%	3.97%	0.14%	
熊市增持比例	0.25%	2.36%	0.12%	
震荡市增持比例	0.14%	1.15%	0.35%	

资料来源: 东方证券研究所

附表 2: 增持比例统计 (分牛熊市不同区间)

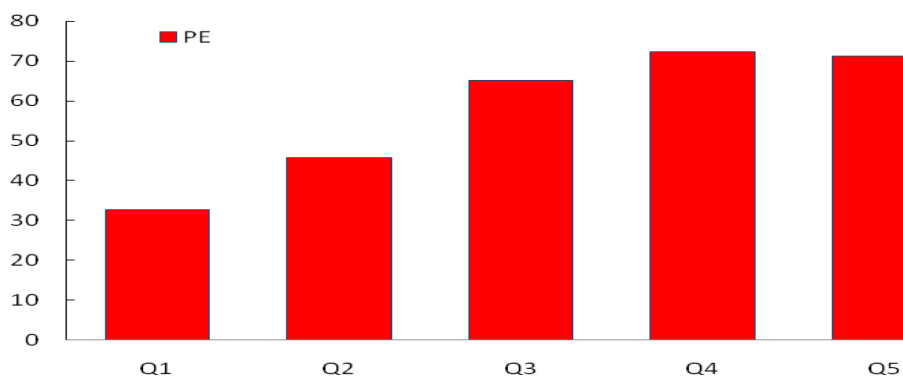
增持比例分市场统计			个人增持	公司增持	高管增持	平均
牛市	19991230	20010629	0	0	0	0
熊市	20010629	20050728	0.02%	3.93%	0.05%	3.74%
牛市	20050729	20071031	0.12%	4.86%	0.08%	1.19%
熊市	20071031	20081031	0.25%	1.85%	0.12%	0.56%
牛市	20081031	20090731	0.21%	2.26%	0.22%	0.47%
震荡市	20090731	20110101	0.14%	1.15%	0.35%	0.28%

资料来源: 东方证券研究所

附表 3：增持数量统计（分牛熊市不同区间）

增持事件分市场统计			个人增持	公司增持	高管增持	总次数
牛市	19991230	20010629	0	0	0	0
熊市	20010629	20050728	1	60	2	63
牛市	20050729	20071031	655	211	72	938
熊市	20071031	20081031	686	183	54	923
牛市	20081031	20090731	722	110	47	879
震荡市	20090731	20110101	1010	156	38	1204

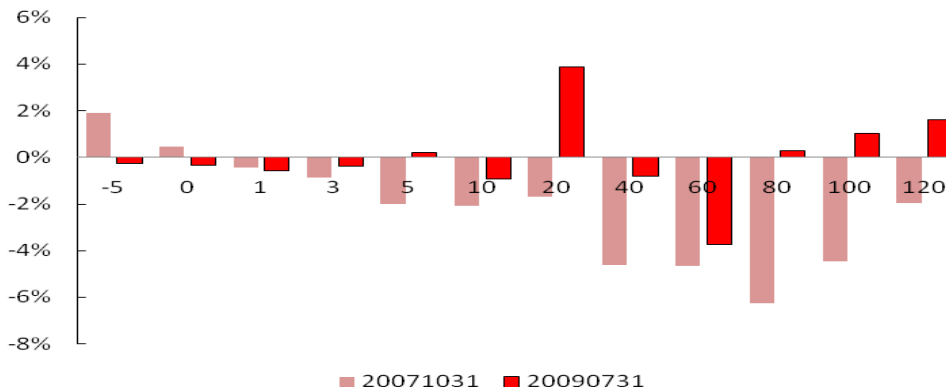
资料来源：东方证券研究所

附图 3：不同高管增持比例分组下的 PE_TTM


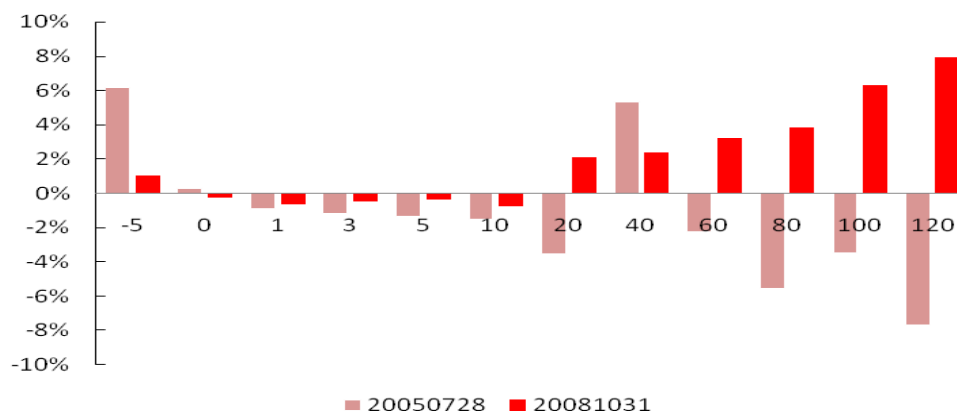
这里我们按照高管增持比例由高到低分为五组（Q1-Q5）。Q1：0.178%-6.29%；Q2：0.033%-0.174%；Q3：0.0076%-0.033%；Q4：0.0015%-0.0076%；Q5：0.0001%-0.0015%。

按照增持水平分组，PE 水平基本按照分组递增，增持比例最高的股票 PE_TTM 水平最低。

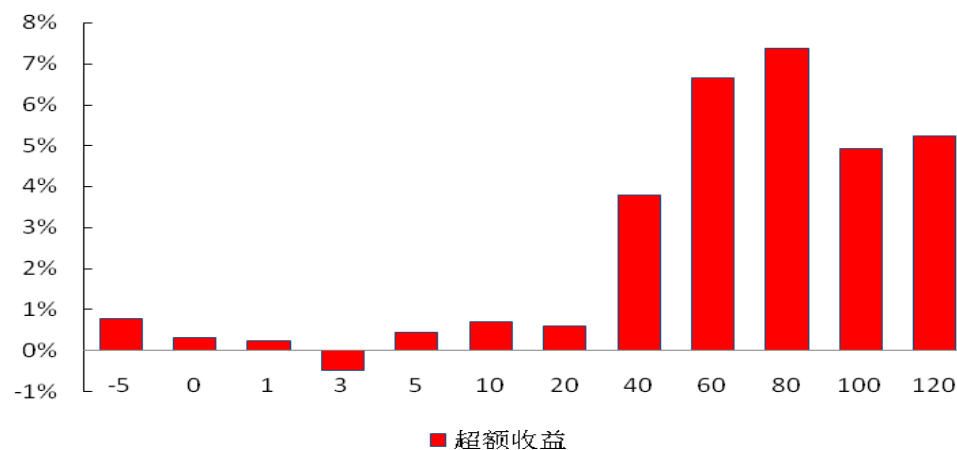
资料来源：东方证券研究所

附图 4：牛市高管增持超额收益情况（20050729-20071031，20081031-20090731）


资料来源：东方证券研究所

附图 5：熊市高管增持超额收益情况（20010629-20050728，20071031-20081031）


资料来源：东方证券研究所

附图 6：震荡市高管增持超额收益情况（20090731-20101231）


资料来源：东方证券研究所

附表 4：不同增持比例区间下的超额收益率情况

	Q5	Q4	Q3	Q2	Q1
-5	0.44%	2.71%	2.11%	0.73%	2.69%
0	-1.15%	-0.03%	1.28%	1.45%	1.21%
1	0.44%	0.10%	-0.62%	0.59%	-0.49%
3	1.64%	-1.91%	0.11%	1.06%	-0.46%
5	1.07%	-1.83%	1.42%	1.18%	-0.50%
10	-3.10%	-0.40%	0.73%	1.95%	-0.51%
20	-3.55%	-1.24%	3.50%	2.47%	-1.14%
40	-4.45%	2.16%	3.49%	3.94%	1.01%

60	0.15%	0.18%	1.58%	3.68%	6.81%
80	-2.01%	-0.92%	1.65%	6.25%	13.22%
100	-5.15%	-1.06%	6.94%	8.57%	12.17%
120	-3.37%	2.22%	6.20%	10.17%	10.41%

资料来源：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