



联讯证券

## 联讯证券专题研究

## 威权主义、财阀与金融危机：反思韩国模式

2018年09月20日

## 投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

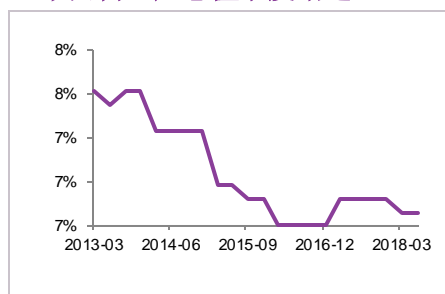
邮箱：liqilin@lxsec.com

研究助理：张德礼

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@lxsec.com

## 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

## 相关研究

《长租公寓融资工具深度解析》

2018-09-03

《看不见的滞胀》2018-09-05

《地产韧性到几时？》2018-09-10

《没那么美好的社融》2018-09-12

《银行资本金的“衰退陷阱”》2018-09-18

## ✧ 威权主义、财阀与金融危机：反思韩国模式

韩国创造了经济增长奇迹，但是在发展的前二十几年，过度依赖政府的信用担保和政策导向作用。在这个过程中，政府、银行和财阀之间打造的“铁三角”关系，扼杀了其他中小企业的发展空间，对经济长期增长形成了结构上的弊端。

政府扶持下，拥有得天独厚优势的财阀集团，虽然支撑了经济发展，但同时也成为大而不强、负债率奇高的巨型怪物，资产规模扩张的同时是相当低下的盈利能力。缺乏内生动力和核心竞争力，而过分依赖高投入换来的GDP，是建立在浮沙上的，一旦稳增长措施退出，增长就会面临较大的放缓压力，如同风一吹沙便会散去。

在一国经济发展过程中，政府固然需要承担着战略性的角色，适当的政策引导和干预，有助于遏制和化解危机。但长期依靠政府信用担保和资金投入，试图通过不断加杠杆来维持高增长，发展出大而不强的巨型企业，是拔苗助长之举，注定难以持久。与此同时，长期打破社会发展的均衡，强行将资金配置给目标企业，造成财富和收入的不公平和寻租腐败，也会刺痛经济的长期发展。

从韩国的经验看，要让经济长期可持续发展，需要建立健全的金融监管体系和均衡的市场结构，戒掉企业对政府信贷担保的病态依赖，及时整治和处理不良资产。与此同时，要鼓励技术的创新和良性的竞争，打破垄断和寻租腐败，是推动经济内生动力增长所必须的。

## ✧ 风险提示：外部环境恶化



## 目 录

一、出口主导与朴正熙的野望 .....	4
（一）出口主导经济模式的形成 .....	4
（二）过度信贷下的危机 .....	5
二、重化工与财阀的“绑架式”增长 .....	7
（一）重化工业发展 .....	7
（二）财阀绑架经济，加剧金融体系脆弱性 .....	8
三、金融自由化与亚洲金融危机 .....	10
（一）自由化的呼声 .....	10
（二）被财阀利用的“自由” .....	11

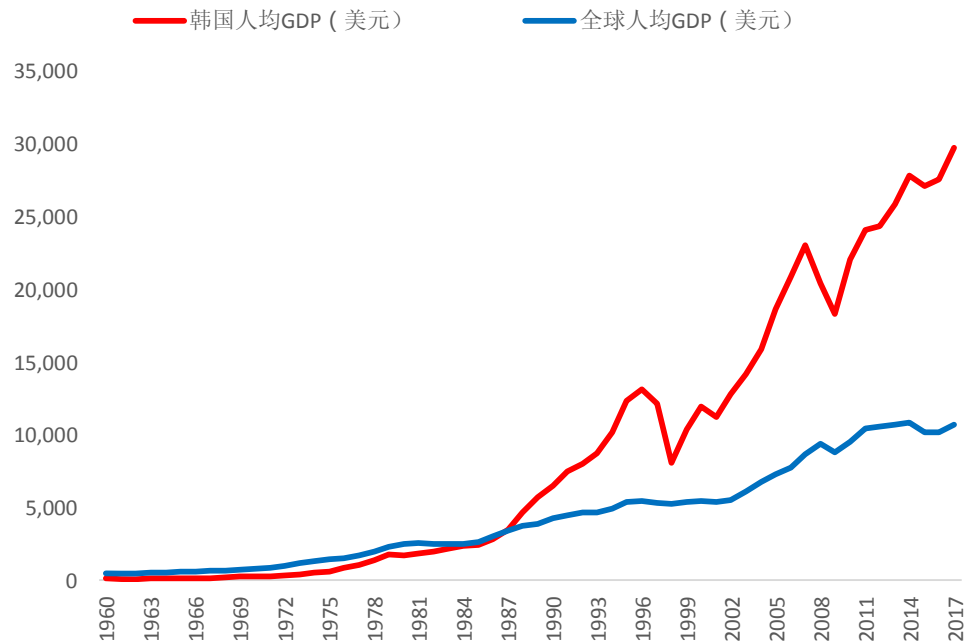
## 图表目录

图表 1: 二战后，韩国经济快速发展，创造了“汉江奇迹” .....	3
图表 2: 韩国进出口占国民总收入比例（%） .....	5
图表 2: 长期低汇率给韩国带来了输入性通胀压力 .....	6
图表 3: 上世纪 60 年代后期，韩国信贷高速扩张 .....	7
图表 4: 上世纪 70 年代一批大型韩国重工业企业成立 .....	8
图表 5: 在政策引导下，韩国炼油产业快速发展 .....	8
图表 6: 1973 年开始，韩国外债规模飙升 .....	10
图表 7: 亚洲金融危机爆发前，不少韩国财阀杠杆率处于高位 .....	11
图表 8: 1997 年开始商业银行不良贷款规模激增 .....	11



在二战后发展起来的国家中，韩国是为数不多的翻越高收入之墙成为发达国家的经济体，创造了媲美西德“莱茵河奇迹”的“汉江奇迹”。然而在上世纪 50 年代初，韩国还是一个在贫困线挣扎的小国，数以百万的韩国国民在贫困和失业的泥潭中挣扎，短短几十年，就摇身变成高收入发达国家。

图表 1: 二战后，韩国经济快速发展，创造了“汉江奇迹”



资料来源：联讯证券，世界银行

在韩国崛起过程中，威权主义政府起到了显赫的作用。60 年代威权政府利用韩国自身的优势，把握住全球经济扩张的良机，大力发展出口主导的外向型经济。70 年代，政府主导的模式再一次彰显，引领韩国重工业从无到有。1960 年至 1980 年间，韩国国内生产总值年均增长 8.9%，创造了世界经济增长史的奇迹，其发展经验更被誉为“东亚模式”。

威权政治和强势政府的主导力量带领韩国走上了经济增长的快车道，但也滋生了不少高负债、高信贷、低盈利的财阀企业，成为了韩国经济血液里的隐性病菌。70 年代初和 80 年代初，韩国经济都曾因过度借贷和偿债无力处在危机的边缘，靠着政府一次次的兜底和挽救化险为夷。但是政府的信用兜底，并没有彻底根治疾病，经济结构的脆弱性进一步发酵，坏账率一路飙升。80 年代末 90 年代初，改革的诉诸增强，威权面临前所未有的压力，但转型没有促进市场结构的均衡化，失去政府束缚的韩国财阀进一步控制和垄断了韩国经济。

90 年代初韩国开放资本账户后，外资以银行贷款为主要方式进入韩国。韩国企业不仅向国内银行举债，也从外资银行贷款。1997 年亚洲金融危机后，到期的外国债务无力偿还，而境外债权人拒绝给韩国企业和金融机构信用展期。韩国财阀如泥塑巨人般轰然倒塌，大型工业企业接二连三地破产，前三十家财阀有六家宣告破产。当年 12 月底，外汇储备急降到不足 100 亿美元的韩国政府已无力回天，被迫接受 IMF 的苛刻条件来获得其贷款援助。

韩国的确创造了经济增长奇迹，但是在发展的前二十几年，过度依赖政府的信用担



保和政策导向作用。在这个过程中，政府、银行和财阀之间打造的“铁三角”关系，扼杀了其他中小企业的发展空间，对经济长期增长形成了结构上的弊端。

政府扶持下，拥有得天独厚优势的财阀集团，虽然支撑了经济发展，但同时也成为大而不强、负债率奇高的巨型怪物，资产规模扩张的同时是相当低下的盈利能力。缺乏内生动力和核心竞争力，而过分依赖高投入换来的 GDP，是建立在浮沙上的，一旦稳增长措施退出，增长就会面临较大的放缓压力，如同风一吹沙便会散去。

在一国经济发展过程中，政府固然需要承担着战略性的角色，适当的政策引导和干预，有助于遏制和化解危机。但长期依靠政府信用担保和资金投入，试图通过不断加杠杆来维持高增长，发展出大而不强的巨型企业，是拔苗助长之举，注定难以持久。与此同时，长期打破社会发展的均衡，强行将资金配置给目标企业，造成财富和收入的不公平和寻租腐败，也会刺痛经济的长期发展。

从韩国的经验看，要让经济长期可持续发展，需要建立健全的金融监管体系和均衡的市场结构，戒掉企业对政府信贷担保的病态依赖，及时整治和处理不良资产。与此同时，要鼓励技术的创新和良性的竞争，打破垄断和寻租腐败，是推动经济内生动力增长所必须的。

## 一、出口主导与朴正熙的野望

### （一）出口主导经济模式的形成

60 年代以前，韩国一度被认为是没有希望的国家。二战和朝鲜战争的创伤使原本就资源匮乏、贫困落后的韩国一筹莫展，传统的农业基础无力支撑整个国家的发展和建设，“美援”依赖型经济模式相当脆弱。

1961 年朴正熙发动军事政变成为总统，怀揣着振兴韩国的梦想，他确立了以“经济第一、增长第一、出口第一”为目标的外向型经济发展战略。军国政府的集权主义下，在加强基础设施建设、扩大出口改善国际收支平衡、建立经济能够自我持续发展的基础等方面取得了诸多成效，韩国的产业结构和经济体制也迎来了一次彻底的变革。

为了推行出口主导的经济发展战略，韩国采取了一系列政策与措施。

1. 韩元贬值，实行单一汇率制。战后初期，韩国币值高估状况较为严重，韩国政府为了增强本国产品的出口竞争能力，大幅调低韩元对美元的汇率。1964 年 5 月韩元对美元汇率从 130:1 大幅贬值至 255:1，并且一直保持这一趋势到 1965 年。按照朴正熙政府的说法，韩元汇率持续贬值的目的，是使韩元回归其“真实”价值，并以此促进出口和经济增长。

2. 1961 年，政府将商业银行收归国有后进行利率管制，通过提高利率的方式将私人部门资金吸引至银行。朴正熙政府高度重视对金融部门的控制，1962 年明确规定政府可以直接控制中央银行。通过提高利率，政府将私人部门的资金大量吸引进了银行，个人储蓄占 GDP 比例从 60 年代的 1-2% 提升至 70 年代的 7%，全国总储蓄率从 14% 提升至 23.1%。

政府控制的金融体制和大量的资金为政府信用担保铺好了道路，自此韩国银行发放贷款的基本原则不是市场需求而是政府指令。



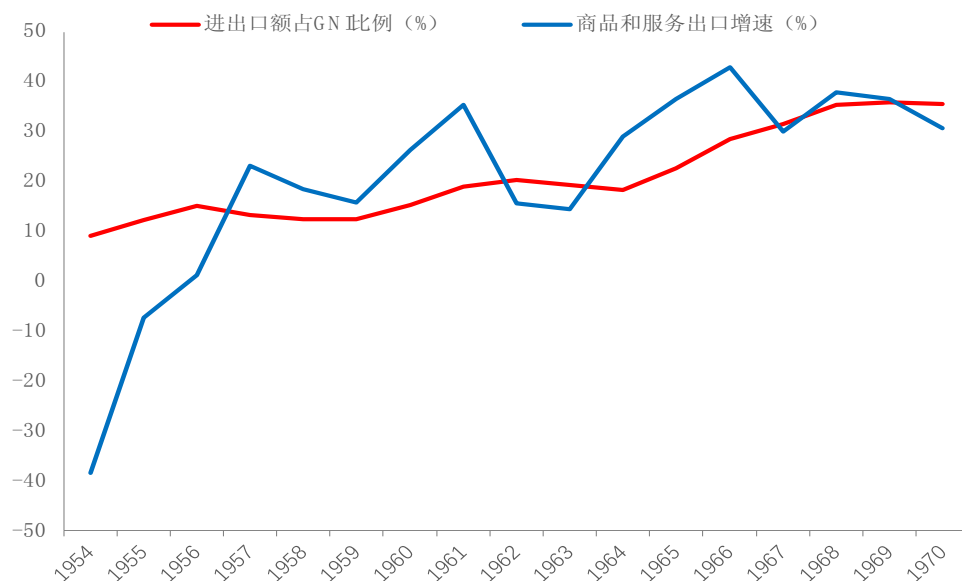
3. 为鼓励出口，政府以国家信用，为出口企业和企业外债提供背书担保。一方面，政府为私营企业的外债偿付提供全额信用担保，以提高企业举借外债的能力。另一方面，政府根据出口企业的业绩表现，给出口业绩表现优异的企业提供低息信用担保，正向激励企业的出口行为。

在实施出口导向型发展战略的初期，韩国成本低廉的劳动力是其走外向型经济发展道路上不可比拟的优势。1960 年，制造业中美国工人的平均月工资为 385 美元，新加坡为 55 美元，香港为 30 美元，台湾为 20 美元，而韩国仅 5 美元，是美国工人的 1/77。

二战后美国推行贸易自由化。1947 年《关税和贸易总协定》落地，进口限制被取消，全球贸易加快。韩国确立出口导向型经济战略后，顺利乘上全球经济扩张和贸易自由的东风，“韩国制造”出口迅速腾飞。1962 年韩国的出口额仅为 0.54 亿美元，1964 年出口额突破 1 亿美元，到 1970 已突破 10 亿美元大关。

外向型经济发展战略的推进，大大改善了韩国经济状况和国民生活水平。人均 GDP 从 1961 年的 94 美元，提高到了 1971 年的 301 美元，10 年时间增长了 2 倍多。出口的发展，也为工业和服务业创造了广阔的就业空间，1970 年出口相关制造业的就业人数占总就业人数的 29.6%。

图表 2: 韩国进出口占国民总收入比例 (%)



资料来源：联讯证券，Wind

战后美日对韩国的投资与技术合作，在为韩国出口导向型发展战略创造条件的同时，也促进了“三星”、“现代”、“大宇”等数十家规模庞大的世界级企业集团成立。加之有政府的大力支持，迅速成长，这形成了韩国财阀的雏形。

## (二) 过度信贷下的危机

出口主导的战略，的确是韩国经济起飞的基础，也具有强大的推动作用。但是这种模式的缺陷和风险也不容忽视。

首先，政府挑选了一些成功企业向其提供资金援助和政策支持，以发展资本技术密





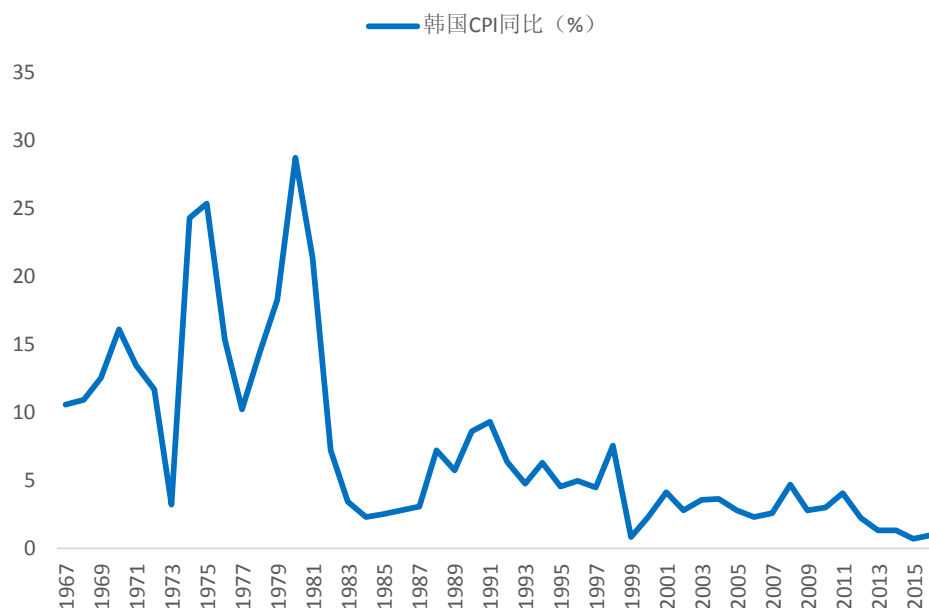
集型的出口产业，导致韩国企业间的资源配置十分不平衡，缺乏良性的竞争。前 30 的大财阀占据了过半的资金，挤压中小企业的生存空间，很多新生企业被扼杀在襁褓之中。

其次，以国家信用为出口企业担保的结果是过度举债。出口的财阀企业享受着融资、信贷、税收等多重优待，形成了规模扩张的惯性，商业借款成为其主要资金来源，金融机构成为财阀的加油站。

但在数量型扩张的同时，并没有质量型的提高，宏大规模的外表下孕育了高负债，而高负债又带来了低盈利。企业净利润率从 1965 年的 7.9% 滑落至 1970 年的 3.3%。这些企业往往需要较高的增长率来实现盈利，在经济高速增长阶段，这些高负债经营的企业尚有可能实现预期利润。但一旦到了出口产业周期性需求下降时，许多企业便陷入了经营危机。

最后，长期压低汇率带来了输入型的通胀，上世纪 60 年至 80 年韩国 CPI 同比一直处于高位。通胀压力下，韩国政府被动紧缩，信贷增速从 1969 年的 45% 压缩至 1970 年的 11%。信贷收紧使得大量高负债率的企业无法信贷展期，接近崩溃的边缘，无奈转向场外拆借市场来解决融资需求。1970 年场外借贷利率飙升至 50%，而一般正规渠道贷款利率是 24%。

图表 2: 长期低汇率给韩国带来了输入性通胀压力



资料来源: 联讯证券, Wind

与此同时全球经济衰退，信贷收缩、融资成本的攀升叠加出口增速的放缓和盈利率的下降导致企业负债恶化，银行坏账率飙升，系统性金融风险一触即发。

政府出面化解危机，兑现了担保的承诺。1972 年韩国政府正式决定通过信贷展期和优惠利率的方式对深陷债务危机的企业进行救助。企业债务强制暂停偿还，所有的场外债务全部被展期至 5 年期信贷，在市场利率超 40% 的情况下给予优惠利率为 16.2%，被强制展期的短期信贷高达 30%。

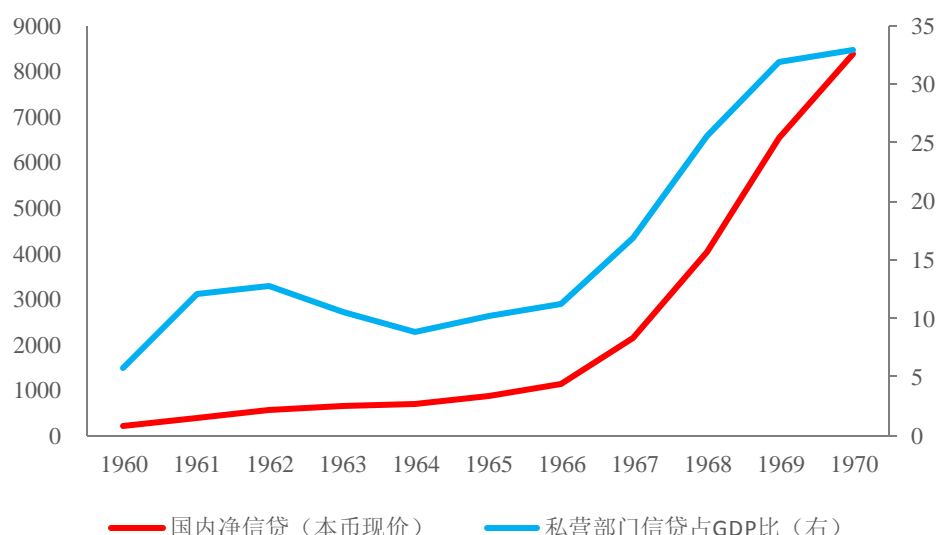
央行出面购买了商业银行为企业债务重组发行的特别债券，将企业从生死线上拉了回来。但是救助的成本最终还是债权人和居民部门来承担，政府的赤字也明显上升，达



到 2 千亿韩元。

虽然韩国经济在政府的信用兜底稳定了下来，但是银行过度信贷、企业过度借贷和投资的顽疾尚在。危机的平稳度过也导致政府层面没有意识到之前宽松信贷的决策失误，继续为符合发展其社会目标的企业提供信用担保等支持手段，滋生了大型企业有恃无恐、以政府为靠山的道德风险。

图表 3: 上世纪 60 年代后期，韩国信贷高速扩张



资料来源：联讯证券，国际货币基金组织

## 二、重化工与财阀的“绑架式”增长

### (一) 重化工业发展

出口导向型的外向经济发展战略，让韩国走出贫困的泥沼。但由于国内资源匮乏，最基础的原料基本都依赖于进口，恰逢全国经济滑坡，进口的盈利空间压缩。加之在上世纪 70 年代，其它国家和地区的制造业陆续兴起，韩国国内劳动力成本优势不再，单纯的轻工业出口导向型经济已难以为继。

为提高对外经济竞争力和加强自主国防，朴正熙政府在第三个五年计划时期调整了政策方向，把推进重化工业发展、提高经济自主性为主要目标。1973 年韩国发表《重化学工业宣言》，利用进口原料、燃料，集中人力、物力、财力开始重点发展重工业。

但韩国所面临的问题是，国内资源缺乏，相关技术水平也比较落后。而重工业建设与发展需要大量的资金、原料和技术，而且回收周期长，发展重工业有诸多风险。因此小企业根本没有能力参与，大的企业也不敢轻易涉足。

这个时候，政府主导模式的优点再一次彰显。为引导资源配置，朴正熙政府对银行体系进行了重组，通过优惠贷款等措施来实施总的信贷控制，通过银行直接控制对企业的信贷供给。政府为一些大型企业提供金融支持和信用担保，鼓励其发展重工业。被政府大力支持发展重工业的财阀获得的金融机构贷款占比超 70%，有权利以相当低的利率获取大量资金。70 年代韩国企业借款成本低于通货膨胀率，实际贷款利率几乎为负值，政策性贷款利率更是低于一般银行贷款。



在政策鼓励和扶持下，70年代韩国工业有了突破性进展。各大财阀纷纷成立相关的重化工业或是军工工厂，三星、SK、LG、韩华、乐天先后完成相关工厂的建设。

为了摆脱对石油的完全依赖，政府鼓励韩国企业进入中东市场。在银行担保以及减免企业所得税50%的政策导向下，从1973年到1981年，韩国企业获得了413亿美元的建设订单。三星、现代、SK等公司，大规模进入中东能源输出国市场，参与了中东地区众多国家的大型能源设施建设。

而为了运输原材料和能源产品，韩国的造船业和航运业迅速发展，也进一步协助了韩国海外建设事业的进行，构成了一个能源保障网。1977年三星造船成立，1973年现代造船重工成立，是当时全球最大船舶发动机工厂。现代集团更是在1976年成立亚洲商船，运营韩国至中东的不定期航运业务。

图表 4: 上世纪 70 年代一批大型韩国重工业企业成立

建设时间	建设项目
1970 年	浦项钢铁
1971 年	龟尾电子工业园
1971 年	仁川热电厂
1973 年	现代造船重工
1973 年	乐天机械工业
1974 年	三星重工
1976 年	现代威亚
1976 年	乐喜精密工作
1976 年	鲜京化学
1976 年	亚洲商船
1977 年	三星建设
1978 年	乐喜石化

资料来源：联讯证券整理

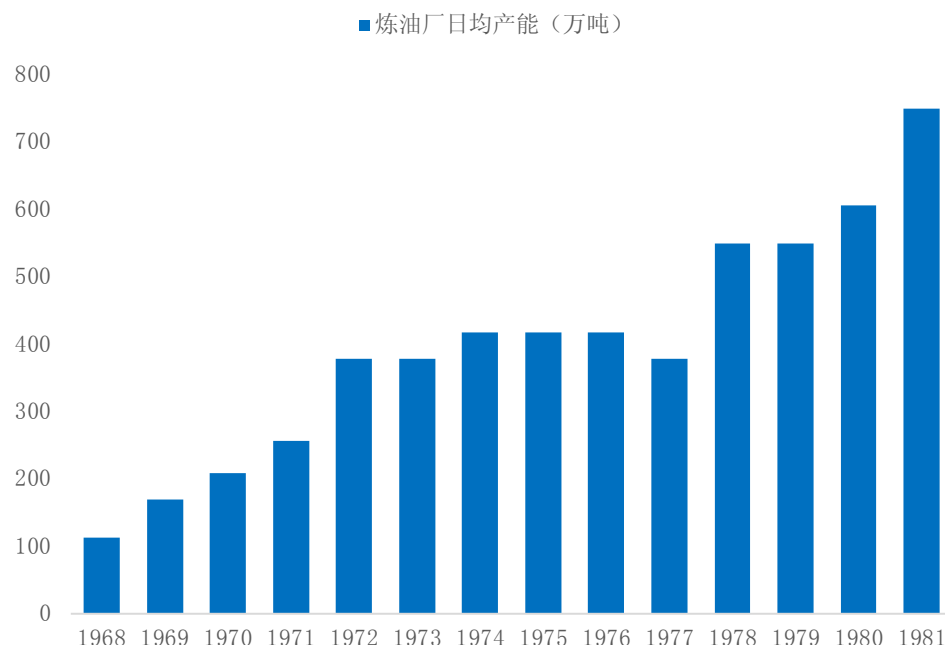
## （二）财阀绑架经济，加剧金融体系脆弱性

在政府信用担保的庇佑下，韩国重工业实现了从无到有，再到繁荣的过程，一些企业也迅速成长为全球闻名的大财阀。韩国经济完成了从劳动密集型模式向资本密集型模式的转型，再一次创造了经济的奇迹，1972年至1979年间，韩国每年的经济增长率都超过10%。

同期制造业增长更快，复合年化增速达到了16.6%。以炼油为例，日均产能从1970年的209万桶，快速提高到了1981年的751万桶。1980年，重化工业在整个制造业的比重达到了54%。

图表 5: 在政策引导下，韩国炼油产业快速发展





资料来源：联讯证券，Wind

但韩国走的是一条与自身要素禀赋不符的重工业之路，在取得成就的同时，也留下了不少隐患。

这段时期，政府给予特定产业、企业以低息贷款和补贴，培养出了一批符合发展重工业目标，但富可敌国的财阀集团。1975 年政府对具有一定规模的企业赋予综合商社的名称，对他们进行税收、金融的支持和行政支援。综合商社基本只有财阀能够设立，大量陷入生存危机的中小企业被少数综合商社所并购，恶化了社会财富不均匀分配的现象。加之政府的优惠政策和资金全部集中于这些财阀，小企业发展经营的空间进一步萎缩。

1980 年前十大财阀产值占 GDP 比 48.1%，排名第一的财阀三星集团创造的产值更是占据了韩国全国 GDP 的 1/3。然而庞然大物在支撑韩国经济的同时，也绑架了韩国经济，还加剧了金融体系的脆弱性。财阀挑起发展重化工业的大任，支撑着国内的经济命脉，但是依靠着政府担保和大量举债才得以运营的，盈利能力相当低下。

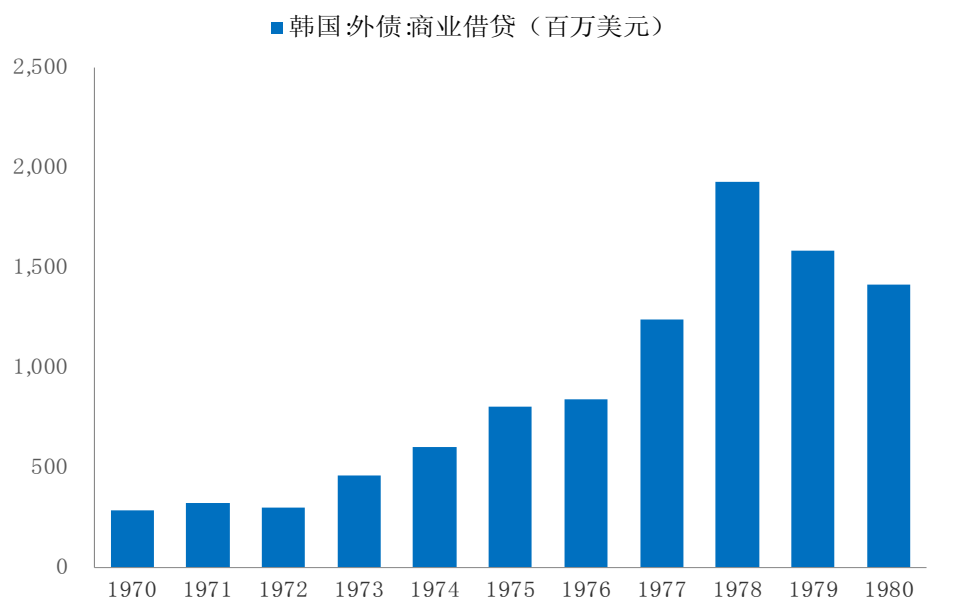
信用担保和信贷链条断或者不断都将引发系统性的风险。链条断裂意味着韩国的经济主体危在旦夕，庞然大物一旦倒下，韩国也面临着破产。而延续以政府为背书的信贷政策，又将继续豢养高负债低盈利的畸形大物，纵容其绑架韩国经济，1980 年韩国企业的杠杆率（即债务权益比）飙升至 400%。

宏观经济失衡也是全力发展重工业的代价。扩张性的财政政策引发大量预算赤字，政策性贷款增加和外资涌入推动货币供给持续扩张，通货膨胀持续恶化。1970 年至 1980 年的十年间，韩国平均通货膨胀超 14%。

而由于韩国财阀在重化工业发展的时期，为了占有自身对企业的控制权，再加上政府对外商直接投资（FDI）的限制政策，财阀企业多数采用债务型融资而非股权融资。这导致韩国整体欠下了巨额的外债，1980 年外债占 GDP 超过 30%，这是韩国前所未有的宏观经济的失衡。



图表 6: 1973 年开始，韩国外债规模飙升



资料来源: 联讯证券, Wind

### 三、金融自由化与亚洲金融危机

#### (一) 自由化的呼声

1960-1980 年代的韩国，实际上是“被管制的市场”，政府在其中占据了主导地位。然而在后期，外债和银行坏账率的不断上升，财阀垄断导致的不平等加剧，以及一直存在的高通胀和高税负压力，政府主导经济发展的模式开始遭受质疑，改革的声音初现。

1979 年第二次石油危机爆发，国际原油价格从 1979 年的每桶 15 美元左右最高涨到 1981 年 2 月的 39 美元，使得之前大力发展重化工业的韩国经济陷入困境。

同时，美国为首的发达国家经济不景气，对韩国出口商品的需求下降，使韩国以出口为主的经济发展空间日益减少。

此外，一些参与贸易市场的发展中国家凭借低廉的劳动力成本和低价的商品迅速占据市场，对韩国的出口也形成了冲击。1980 年韩国经济遭遇了 3.7% 的负增长，对于向来重视增长的韩国来说无疑是当头一棒。

威权主义的政府似乎再也站不住脚了，改革派认为韩国需要更自由的市场，应该减少政府对金融市场的过度干预，建立如同西方国家市场一般不受政府左右的金融体系。

80 年代初，全斗焕政权上台，提出了“稳定经济、减少政府干预、向‘民主化’过渡”的经济改革路线。政府采取的金融自由化措施有：抛售商业银行股份实现商业银行的非国有化；调整银行利率结构，提高银行存款利率，使实际利率为正，废除了优惠的贷款利率制度；放松对非银行的金融部门的监管，鼓励非银行金融部门发展以及各金融机构之间的竞争；开放货币市场和资本市场，开放外汇。



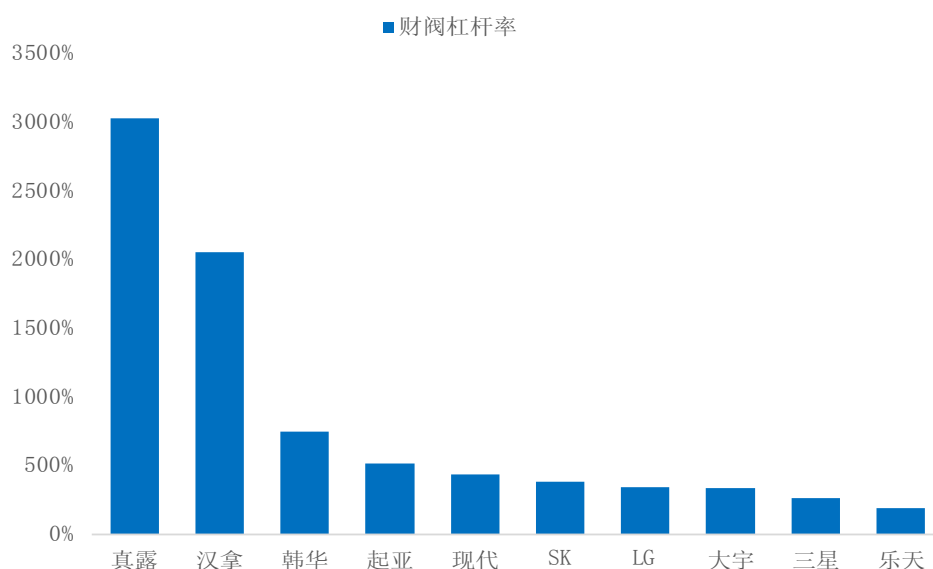
## （二）被财阀利用的“自由”

改革派的动机是美好的，但是过早的开放了金融市场，滋生了道德风险。事实证明，所谓的自由，只是财阀的“自由”而已。

政府对市场放松监管，但相应的自由化制度和监管措施却没有到位，推行得最快的金融自由化沦为了财阀的融资工具，它们变本加厉地举债融资来做大规模。与此同时，韩国国内劳动力成本上升，而其他新兴市场国家的制造业发展又给韩国带来冲击，为了维持较高的投资率，外债进一步增加。

“金融自由化”后，韩国企业高负债、低盈利这一顽疾不仅没有得到解除，大企业的坏账率反而不断上升。1997 年亚洲金融危机时，韩国前三十的财阀杠杆率平均突破 500%，而同时期的美国为 154%，日本为 193%，台湾为 86%，可见当时韩国财阀的财务结构十分畸形。

图表 7: 亚洲金融危机爆发前，不少韩国财阀杠杆率处于高位



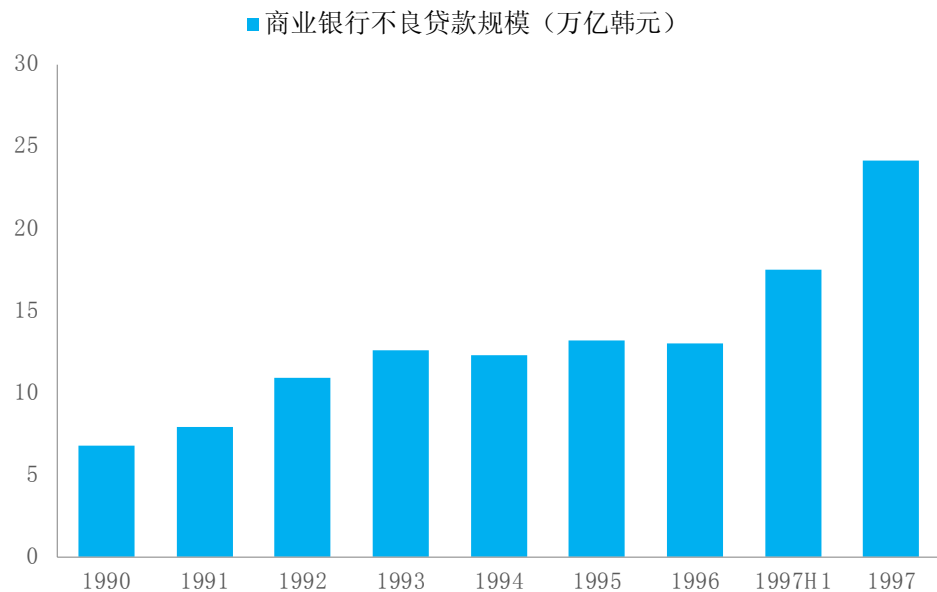
资料来源：联讯证券，王钰（2009）

一路上行的负债率也未能阻止财阀扩张的野心。当时财阀的触角已经深入到韩国各个领域，自由化的改革最终浮在了表面，没能撼动财阀捆绑的地位。

90 年代之前，财阀企业被禁止涉足金融业和保险业。经济自由化以后，财阀监管得到放松，用 5000 多亿韩元控制了 78 家韩国金融和保险公司的股份，全面掌控住了韩国的金融体系。

1995 年韩国政府启动“全球化战略”，推动了大企业财阀的投资和规模进一步扩张，前 30 家的大企业平均拥有 20 个子公司。韩国最大的 30 家工业公司占工业产值的 1/3 和总投资的 1/3，而其中的三星、现代、大宇和 LG（乐喜金星）四大企业集团在国内销售总额中占 1/3，在韩国出口额中占 1/2。任由畸形的泥塑巨人继续膨胀，为后来危机的爆发埋下了导火索。

图表 8: 1997 年开始商业银行不良贷款规模激增



资料来源：联讯证券，Wind

另一方面，韩国实行的浮动汇率政策以美元为主要钉住货币，尽管便于国际贸易结算、吸引外资以及控制通胀，但是进入 90 年代中期，美国经济开始强劲复苏，美联储提高利率，美元逐步坚挺进入新一轮强势周期，导致韩国实际汇率被高估，出口增长受阻，国际收支恶化，外汇储备不足以弥补短期外债，到 1997 年第三季度，韩国短期外债已经是储备货币的 323%。

于是，亚洲金融危机的盖子，再也遮不住了。



## 分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席宏观研究员，证书编号：S0300517030002。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；  
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；  
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；  
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；  
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com