

# 上证指数编制调整和 T+0 交易制度会带来哪些投资机会？

——A 股制度研究系列



东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 研究结论

- **研究引入单次“T+0”交易本质上揭示了监管层对于完善市场基础制度，特别是完善交易制度的支持。**未来值得期待的制度改革包括：（1）完善期权等对冲工具；（2）T+0 交易制度、盘前盘后稳定股价交易制度；（3）做空机制；（4）完善退市制度；（5）发布更加详细、完善和更多层次的上市公司监管制度、投资者保护制度；（6）进一步推广注册制。
- **全球股市“T+0”梳理：美股最为完善和严格，日本股市类似“单次 T+0”。**我们预计未来 A 股科创板单次 T+0 制度也会采用日本模式，以及会对于相应账户的资金规模、保证金、T+0 操作次数、投资者入市经验等作出硬性要求。
- **上证指数编制存在一些客观的问题：**一、无法客观反映出投资者的偏好、市场风格的转换和宏观经济结构转型。二、总市值加权的编制方法，会增加指数的波动性。特别是大市值的公司上市之后，若采取总市值加权，会在上涨时夸大收益率，而在下跌时夸大损失的规模。三、金融占指数权重过高，达到 30%，若再算上两桶油，权重占比更是高达 33.3%，无法准确反映实体经济，特别是消费升级、制造业升级、互联网信息技术发展的客观变化。作为对比，标普 500 较好地反映了美国整体经济发展的脉络：1990 年以工业、非必需消费品、能源和必需消费品为主，而到了 2007 年则是以金融、信息技术、保健、工业和能源为主要权重行业；到了 2010 年开始，信息技术行业权重占比开始一路从 15% 提升至当前的 26.3%。当然，上市公司本身利润和市值成长是行业权重变化最重要的原因，随着后续大市值、新产业的中概股回归科创板，那么上证指数的各行业权重也可以更为真实地反映出中国实体经济的真实面貌。
- **前瞻：上证指数编制调整和引入 T+0 交易机制正式落地，会带来哪些投资机会？**

**一、科技和互联网（特别是科创板）板块会持续受到资金关注。**随着中概股回归预期的发酵，的确会有更多优质的海外、港股上市公司回归沪市，那么相应的上证指数权重中会有更多的科技和互联网板块公司，从而使得上证指数本身对于被动类的和主动类配置资金的吸引力都会提升，反过来也会推动包括科创板上市公司在内的科技和互联网板块的热度。

**二、业绩稳定增长的消费和制造业龙头股依然受益。**首先，从美股的经验来看，1990-2020 年 30 年当中，消费（必需+可选）在标普 500 指数中的权重保持在 20% 附近，较为稳定，这意味着资金对其配置长期看也会比较稳定。其次，客观来讲，目前指数权重最大的金融（特别是银行）整体 ROE 处于下行通道，而消费整体的 ROE 则较为稳健，且消费 ROE（25%）整体要高于金融板块的 ROE（11%）水平，因此从回报率上来看，消费龙头吸引力更强。

**三、金融科技类公司值得关注。**短期来看，T+0 等交易制度的引入，意味着很多资管类交易系统需要作出相应的改变或者调整；长期来看，A 股制度的改革和开放的深化在未来几年都是政策发力的重点，对于服务于金融机构的金融 IT 公司是巨大机遇。

**四、券商的业绩弹性或会提升。**

## 风险提示

- 1、资本市场制度改革推进不及预期，带来相关板块超预期的估值调整
- 2、宏观经济下行超预期，带来制度改革推进低于预期

报告发布日期

2020 年 06 月 01 日

证券分析师

薛俊

021-63325888\*6005

xuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100002

证券分析师

蒋晨龙

021-63325888\*6073

jiangchenlong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100004

## 相关报告

结构性行情持续演绎	2020-05-31
两会召开，A 股后市展望	2020-05-24
增速诚可贵，ROE 和现金流价更高	2020-05-05
疫情影响机构投资者预期，一季度“抱团”确定性	2020-04-23

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，据此开展发布证券研究报告业务。

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

前言：“深改十二条”有望继续落地 .....	4
海外股市 T+0 制度比较 .....	5
全球股市“T+0”梳理：美股最为完善和严格，日本股市类似“单次 T+0” .....	6
上证指数编制修订会如何影响市场？ .....	8
上证指数编制存在一些客观的问题 .....	8
美股指数的行业构成如何？——以标普 500 为例 .....	10
前瞻：上证指数编制调整和引入 T+0 交易机制正式落地，会带来哪些投资机会？ .....	10
一、科技和互联网（特别是科创板）板块会持续受到资金关注 .....	10
二、业绩稳定增长的消费和制造业龙头股依然受益 .....	11
三、金融科技类公司值得关注 .....	11
四、券商的业绩弹性或会提升 .....	11
风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1：上证指数各行业 2020 年的贡献点情况 .....	8
图 2：深证成指各行业 2020 年的贡献点情况 .....	9
图 3：上证指数的行业权重构成，% .....	9
图 4：中国 GDP 贡献率拆解，% .....	9
图 5：标普 500 指数的行业权重构成，% .....	10
图 6：标普 500 指数的行业权重历史变化，% .....	10
图 7：标普 500 指数消费行业的权重，% .....	11
图 8：沪深 300 金融和消费风格的 ROE 对比，% .....	11
 表 1：深改 12 条梳理 .....	 4
表 2：我国证券交易制度的演变过程 .....	5
表 3：美股 T+0 交易制度 .....	6
表 4：全球部分市场的 T+0 交易制度梳理 .....	7

## 前言：“深改十二条”有望继续落地

一、2019年9月，“深改十二条”正式发布。其中1-6条由于涉及到制度改革和资本市场开放，尤为受到市场关注。按照目前进展来看，其中的注册制改革、再融资改革、分拆上市、资本市场开放以及新《证券法》的实施等事件已经正式落地。

表 1：深改 12 条梳理

序号	涉及领域	关键内容	进展
1	注册制和市值制度	保持改革定力，稳步实施注册制，完善市场基础制度	1、创业板注册制改革文件已于 2020 年 4 月出台，年内有望落地 2、T+0 交易机制正式被上交所提上日程
2	上市公司提高质量	充分发挥资本市场并购重组主渠道作用，畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点	1、重组新规已于 2019 年 10 月落地 2、再融资新规于 2020 年 2 月中旬落地 3、上市公司已达 3800+家，首例 A 拆 A 分拆上市有望落地
3	创业板改革	补齐多层次资本市场体系的短板。推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点	1、新三板改革细则出台 2、创业板注册制有望在年内真正落地
4	高质量投资银行	狠抓中介机构能力建设。加快建设高质量投资银行，完善差异化监管举措	
5	资本市场开放	加快推进资本市场高水平开放	在 2020 年逐步取消证券公司、基金管理公司、期货公司外商持股比例限制
6	中长期资金入市	推动更多中长期资金入市	养老金归集委托投资稳步推进
7	化解风险	切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险	2018 年下半年以来股权质押风险逐步化解
8	法治	进一步加大法治供给	新《证券法》2020 年 3 月落地实施
9	投资者保护	加强投资者保护。推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。探索建立行政处罚没款优先用于投资者救济的制度机制。推动修改或制定虚假陈述和内幕交易、操纵市场相关民事赔偿司法解释	新《证券法》2020 年 3 月落地实施
10	执法	提升稽查执法效能。强化案件分层分类分级管理，集中力量查办欺诈造假等大要案，提升案件查办效率	新《证券法》2020 年 3 月落地实施
11	简政放权	大力推进简政放权	新《证券法》2020 年 3 月落地实施
12	金融科技监管	加快提升科技监管能力。推进科技与业务深度融合，提升监管的科技化智能化水平	

数据来源：Wind，东方证券研究所

二、研究引入单次“T+0”交易本质上揭示了监管层对于市场基础制度完善，特别是交易制度完善的支持。5月29日，上交所在回应2020年全国两会期间代表委员关于资本市场的建议时，表示将“研究引入单次T+0交易”。目前来看，和海外成熟市场相比，我们A股还未充分接轨的制度包括：

- (1) 完善的期权等对冲工具
- (2) T+0 交易制度、盘前盘后稳定股价交易制度
- (3) 做空机制
- (4) 完善的退市制度
- (5) 更加详细、完善和更多层次的上市公司监管制度、投资者保护制度
- (6) 更成熟的上市制度（注册制）

其中，1-3 为交易制度和交易工具层面，4-6 为制度层面。“T+0”制度若能逐步推行落地，将会是交易制度完善所迈出的重要一步。

## 海外股市 T+0 制度比较

T+0 交易是我国证券市场参与者之间的一种通俗叫法，正式名称为“当日回转交易”。事实上，A 股也曾成立初期对股票实行 T+0 交易。

1992 年 5 月 21 日，上海证券交易所开始实行自由竞价交易制度，并同时取消了涨跌幅和对日内回转交易的限制，开始实行 T+0。1993 年 11 月 11 日，深圳证券交易所跟随上海证券交易所的步伐也开始允许日内回转交易。但是由于当时股票市场尚处于萌芽期，各项监管措施不完备，股票标的较少且投资者的投资理念不够成熟，T+0 交易制度的实施引发了严重的投机炒作现象。出于防范风险、保护投资者权益的考虑，在实行 T+0 仅仅两年多时间后，1995 年 1 月 1 日沪深两市的 A 股和基金交易重新由 T+0 更改为 T+1 交易，2001 年 12 月 1 日将 B 股也调整至 T+1 交易，一直沿袭至今。

**表 2：我国证券交易制度的演变过程**

	A 股	B 股	可转债
1990 年	T+1		
1992 年 5 月-1993 年 11 月	T+0	T+0	
1995 年 1 月	T+1	T+0	T+1
2001 年 12 月	T+1	T+1	T+0
2005 年 8 月			T+0

数据来源：上交所，东方证券研究所

## 全球股市“T+0”梳理：美股最为完善和严格，日本股市类似“单次 T+0”

目前全球主要成熟的股票市场均采用有条件的 T+0 交易制度。以下主要以美国和日本为例：

一、纽约交易所、纳斯达克股票交易市场，根据投资者股票交易账户属性的不同，有非常严格的区别性的监管规则：

（1）现金账户（Cash Account）：现金账户 12 个月内不超过 3 次。现金账户一般低于 2000 美元。一般来讲，现金账户在上一笔交易已经交割完成的情况下才可以动用这笔资金再次进行交易。此外，当账户发生第四次“诚信违规操作”时，账户将会面临 90 天冻结；若没有补足足够资金偿付首笔买入交易的资金，则为“不担风险获利”违规（Free Riding Violation），投资者账户将直接面临 90 天的冻结。

（2）普通融资融券账户（Margin Account）：普通融资融券账户 5 天内给予 3 次“T+0”机会。为总值位于 2000-25000 美元之间的账户，该类型账户可以开展普通的融资融券交易，可以进行期权买卖。投资者在 5 个交易日内有 3 次日内回转交易机会。若超过 3 次，该账户会被禁止交易直到资金交割，资金交割后会自动转为现金账户，并在现金账户状态维持 90 天，90 天后重新申请成为融资融券账户。

（3）日内回转交易账户（Day Trading Account）：日内回转交易账户允许“T+0”。具体来看，如果回转交易账户在 5 个交易日内进行过 4 次或 4 次以上回转交易，且 T+0 回转交易次数占比达到同期交易总额的 6%以上则会被定义为典型回转交易账户。该类账户均必须遵守账户最低净值 25000 美元的规定，一旦低于该数值，账户会立即被冻结 90 天，直到净值补充到 25000 美元为止；且如果 90 天内没有“T+0”交易，会自动转为普通融资融券账户。

表 3：美股 T+0 交易制度

美股“T+0 交易制度”（回转交易）			
账户类型	金额限制/美元	是否允许 T+0	监管措施
现金账户	<2000	12 个月最多 3 次	每个投资者可以被允许在连续 12 个月发生最多 3 次，当账户发生第四次“诚信违规操作”时，账户将会面临 90 天冻结
融资融券账户	2000-25000	5 日内 3 次“T+0”	投资者在 5 个交易日内有 3 次日内回转交易机会。若超过 3 次，该账户会被禁止交易直到资金交割，资金交割后会自动转为现金账户，并在现金账户状态维持 90 天，90 天后重新申请成为融资融券账户。
回转交易账户	>25000	允许“T+0”	允许进行“T+0”回转交易，如果回转交易账户在 5 个交易日内进行过 4 次或 4 次以上回转交易，且 T+0 回转交易次数占比达到同期交易总额的 6%以上则会被定义为典型回转交易账户。该类账户均必须遵守账户最低净值 25000 美元的规定，一旦低于该数值，账户会立即被冻结 90

天，直到净值补充到 25000 美元为止；且如果 90 天内没有“T+0”交易，会自动转为普通融资融券账户。

数据来源：纽交所、纳斯达克，东方证券研究所

表 4：全球部分市场的 T+0 交易制度梳理

全球主要股票市场 “T+0 制度”（回转交易）		
国家/地区	允许/禁止	回转交易的执行情况
美国	允许（分帐户监管）	不同类型账户，有不同的交易限制和监管，结算 T+2
加拿大	允许	由 QSC 根据监管细则对回转交易进行特别监管
英国	允许	回转交易占比重较低
荷兰	允许	荷兰证券委员会进行监管
德国	允许	联邦金融服务监管局制定回转交易指引细则
中国香港	允许	股票结算为 T+2，股票交易 T+0
韩国	允许	但禁止保证金交易
马来西亚	允许	1991 年 1 月允许外资汇出回转交易所获收益
台湾	允许	2014 年允许现金账户的 T+0 制度
日本	允许	仅允许每只股票日内回转交易一次
印度	个人允许/机构禁止	SEBI 引入逐日差额计算和日内交易限额两项监管措施，前者限制投资者的每日头寸，后者限制投资者的日内成交量

数据来源：各国交易所网站，东方证券研究所

二、日本股市仅允许每只股票日内回转交易一次。简单来讲，当日投资者买入股票后，可以在当日对该股票进行一次卖出交易。交易完成后，将不得对同一股票再次进行 T+0 操作。而对于其它股票，仍可以进行 T+0 交易，是一种较为折中的 T+0 制度，即提供当日买卖的流动性，又可以一定程度防止过度投机。

我们预计未来 A 股科创板单次 T+0 制度也会采用日本模式，以及会对于相应账户的资金规模、保证金、T+0 操作次数、投资者入市经验等作出硬性规定要求。



## 上证指数编制修订会如何影响市场？

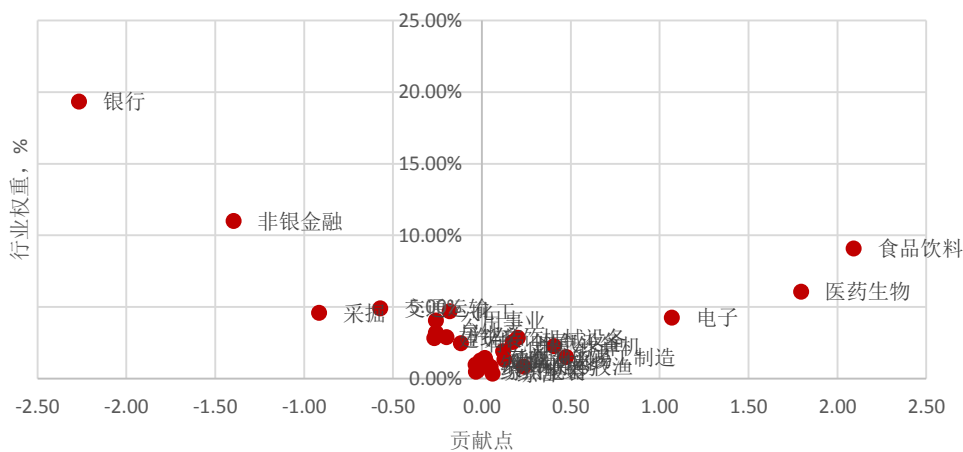
### 上证指数编制存在一些客观的问题

上证指数编制的修订正在越来越近。上交所于 5 月 29 日公开表态，“下一步，上交所在研究上证综指编制方法的完善方案时，将充分听取市场各方意见并借鉴国际最佳实践经验，在修订指数表征功能的同时，应尽量保证与现有指数无缝衔接，保证指数的连续性和稳定性，维护正常的交易秩序。”

客观来讲，在 A 股 30 年的历史当中，上证指数在大部分时间都起到了经济晴雨表的作用，较为客观地反映了中国经济结构的演进。但随着宏观经济结构转型升级的步伐加快，A 股市场规模在快速发展壮大的同时，股市内在结构发生了深刻变化，从而出现了指数短期失真的情况。具体表现为：

一、无法客观反映出投资者的偏好、市场风格的转换和宏观经济结构转型。从 2020 年看，我们以行业占指数权重\*2020 年初至今涨跌幅作为贡献点（其他指数同），可以看到上证指数今年行业的贡献点和权重呈现明显“V”字型分布：大部分行业的权重和贡献点集中于“V”型底部，即可以认为大部分行业对指数均没有超额的涨跌幅贡献。食品饮料和医药、电子，虽然行业权重在 10% 以下，却为指数提供了明显的超额贡献点；另一方面，银行、非银以及采掘权重非常大，但贡献点却为负。对比深成指的行业和权重则呈现“√”型分布，高权重医药的正贡献点也最高，另外计算机板块也对指数起到了较大的正贡献。

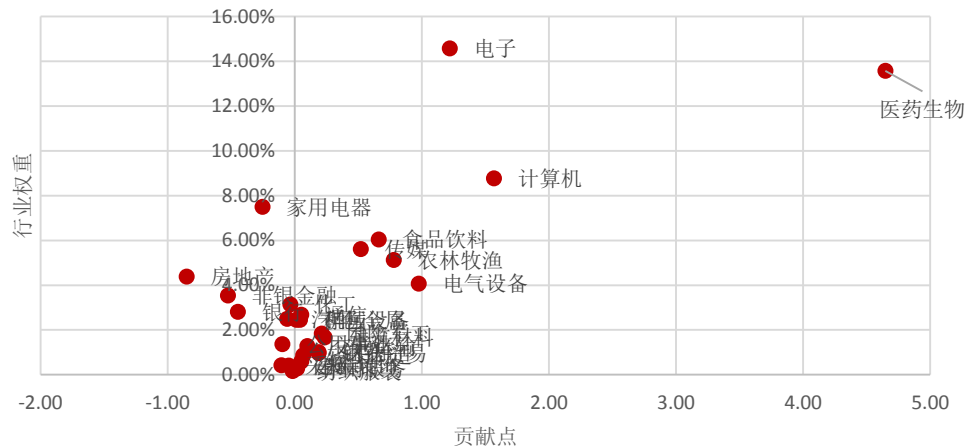
图 1：上证指数各行业 2020 年的贡献点情况



数据来源：Wind，东方证券研究所



图 2：深证成指各行业 2020 年的贡献点情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

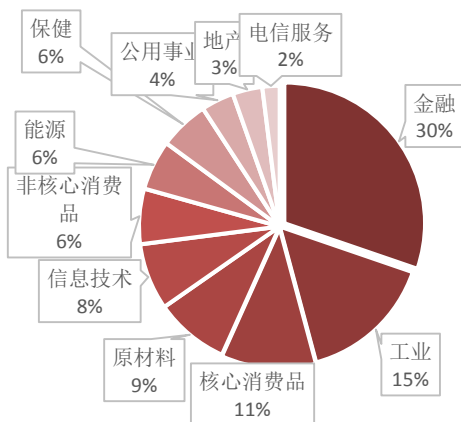
这样导致的结果是：

- (1) 今年全 A 指数涨幅收正，而上证综指的涨幅依然为负
- (2) 无法客观反映出市场主流资金的偏好（如外资和国内机构投资者的持仓偏好）
- (3) 无法真实反映经济结构转型的客观事实

二、总市值加权的编制方法，会增加指数的波动性。特别是大市值的公司上市之后，若采取总市值加权，会在上涨时夸大收益率，而在下跌时夸大损失的规模。

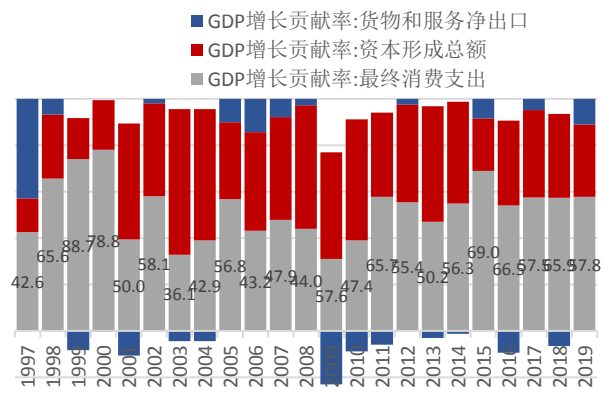
三、金融占指数权重过高，达到 30%，若再算上两桶油，权重占比更是高达 33.3%，无法准确反映实体经济，特别是消费升级、制造业升级、互联网信息技术发展的客观变化。

图 3：上证指数的行业权重构成，%



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：中国 GDP 贡献率拆解，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

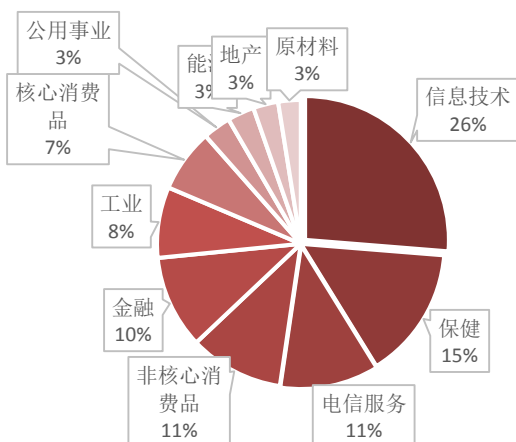
## 美股指数的行业构成如何？——以标普 500 为例

一、根据可比口径对比上证指数和美国标普 500 指数发现，上证综指权重最大的前五位行业是金融（30%）、工业（15%）、核心消费品（11%）、原材料（9%）、信息技术（8%），标普 500 指数前五位分别为信息技术（26%）、保健（15%）、电信服务（11%）、非核心消费（11%）、金融（10%）。上证指数的构成更体现金融和传统制造业的权重，而标普 500 相对比较均衡，科技、医药卫生、消费等为主要构成。

二、从历史来看，标普 500 较好地反映了美国整体经济发展的脉络：1990 年以工业、非必需消费品、能源和必需消费品为主，而到了 2007 年则是以金融、信息技术、保健、工业和能源为主要权重行业；到了 2010 年开始，信息技术行业权重占比开始一路从 15% 提升至当前的 26.3%。

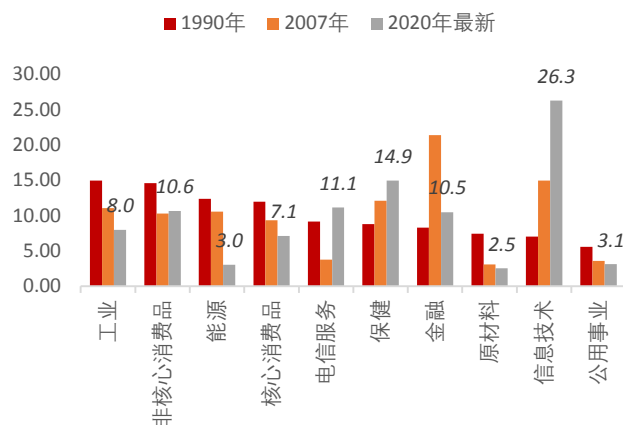
三、当然，上市公司本身利润和市值成长是行业权重变化最重要的原因，随着后续大市值、新产业的中概股回归科创板，那么我们认为上证指数的行业权重也可以更为真实地反映出中国实体经济的真实面貌。

图 5：标普 500 指数的行业权重构成，%



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 6：标普 500 指数的行业权重历史变化，%



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

## 前瞻：上证指数编制调整和引入 T+0 交易机制正式落地，会带来哪些投资机会？

### 一、科技和互联网（特别是科创板）板块会持续受到资金关注

上证指数的编制调整预计涉及到两方面：一是本身加权方式的变化和成分股的筛选，包括删除和剔除某些行业的个股，采用流通市值加权等；二是通过吸引更多科技、互联网、新消费等代表未来行业结构转型方向的公司“入驻”沪市，客观地改变行业市值权重格局。

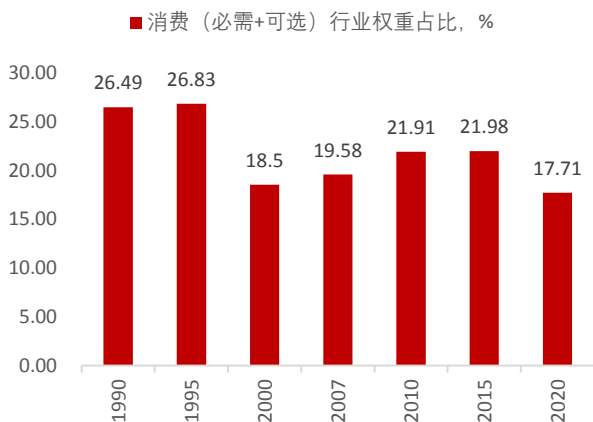
在第二种情况下，随着中概股回归预期的发酵，的确会有更多优质的海外、港股上市公司回归沪市，那么相应的上证指数权重中会有更多的科技和互联网板块公司，从而使得上证指数本身对于被动类的和主动类资金的吸引力都会提升，反过来也会推动包括科创板上市公司在内的科技和互联网板块的热度。

## 二、业绩稳定增长的消费和制造业龙头股依然受益

首先，从美股的经验来看，1990-2020 年 30 年当中，消费（必需+可选）在标普 500 指数中的权重保持在 20%附近，较为稳定。这意味着资金对其配置长期看也会比较稳定。

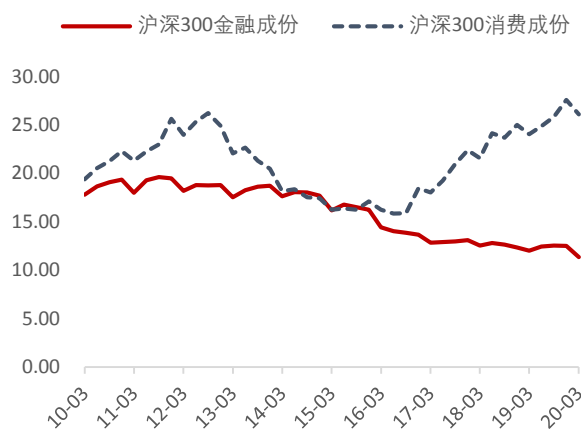
其次，客观来讲，目前指数权重最大的金融（特别是银行）整体 ROE 处于下行通道，而消费整体的 ROE 则较为稳健，且消费 ROE 整体要高于金融板块的 ROE 水平，因此从回报率上来看，消费龙头吸引力更强。

图 7：标普 500 指数消费行业的权重，%



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 8：沪深 300 金融和消费风格的 ROE 对比，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 三、金融科技类公司值得关注

短期来看，T+0 等交易制度的引入，意味着很多资管类交易系统需要作出相应的改变或者调整；长期来看，A 股制度的改革和开放的深化在未来几年都是政策发力的重点，这对于服务于金融行业的金融科技、金融 IT 类公司，将会是巨大的机遇。我们认为值得关注相关领域的龙头公司。

## 四、券商的业绩弹性或会提升

资本市场制度改革和金融开放，对于头部券商来讲更为有利。虽然引入 T+0 等交易制度不会一蹴而就，且预计初期会有较多的限制，但综合来看，依然是券商业绩可以提升的机遇。

## 风险提示

- 1、资本市场制度改革推进不及预期，带来相关板块超预期的估值调整
- 2、宏观经济下行超预期，带来制度改革推进低于预期

## 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

本证券研究报告（以下简称“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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

