

从汇率的视角看港股的投资机会

——大类资产配置研究系列报告之港股篇

研究结论

- 香港是一个高度开放型的经济体系，香港证券市场资金自由进出、交投活跃，是国际资本进行全球资产配置的一个重要场所。并且，香港实行与美元挂钩的联系汇率制度，美联储货币政策的溢出效应对香港证券市场具有更强的影响。另一方面，目前在香港交易所上市的公司中，内地企业市值占香港股市总值约 80%，港股的走势实际上也反映了国际投资者对人民币资产的看法。香港证券市场的以上这些特质，使得港股更容易受到美元流动性变动的影响，同时也与内地经济发展变化紧密相关。汇率是一个观察和理解这些影响和变化的一个非常好的切入点，本文基于一个至上而下的框架，试从汇率的视角提供一个分析港股的框架。
- 在联系汇率制度下，当资金流入—港元触及强方保证水平—金管局卖港元买美元—基础货币扩张、市场流动性充裕—利率下降。这一过程中，资金流入、利率下降、港元流动性充裕，导致港股估值重心上移。反之，当资金流出—港元触及弱方保证水平—金管局买港元卖美元—基础货币收缩、市场流动性降低—利率上行。这一过程中，资金流出、利率上行、港元流动性降低，导致港股估值重心下移。从历史经验来看，但港元触及强方保证水平或弱方保证水平往往具有很强的指示意义，分别意味着港股强势和弱势。更进一步，香港作为一个高度开放型经济体，叠加与美元挂钩的联系汇率制度，港元走势的背后反映的是美元的强弱。从历史经验来看，美元指数变化也与香港恒生指数变化高度负相关，背后其实主要反映了因美元强弱而导致的国际资本流动对港股的影响。
- 另外一方面，由于在香港交易所上市的股票中，内地企业（包括 H 股、红筹股、内地民营企业）市值占比接近 80%，美元兑人民币汇率对港股走势也具有很强的解释力，特别是 2015 年 8 月 11 日汇改之后。以美元对人民币汇率表征国内资产对海外资金的吸引力，当国内经济发展形势良好、人民币升值时，内地资产对海外资金吸引力增强，海外资金增配内地资产，港股是其配置内地资产的一个重要场所。反之，当人民币贬值时，海外资金减配内地资产。
- 基于以上讨论，“美元指数走弱+人民币强”组合是最有利于港股上行的宏观条件；而“美元指数走强+人民币弱”组合是一种最不利于港股的宏观条件。从历史上看，“美元指数走弱+人民币强”组合出现的典型时间段分别有“2006 年 1 月初—2008 年 5 月中旬”、“2017 年 1 月底—2018 年 5 月中旬”、“2020 年 5 月初—2021 年三月底”，期间恒生指数分别上涨 70%、40%、23% 左右。“美元指数走强+人民币弱”组合出现的典型时间段分别在“2014 年 5 月底—2016 年 12 月底”、“2018 年三月中旬—2020 年 3 月初”、以及“2022 年 2 月中旬—现在”，期间恒生指数分别下跌 18%、17%、18% 左右。
- 从今年二月份以来，由于俄乌冲突、叠加美联储激进加息策略，美元指数显著走强；同时，国内经济受新冠疫情冲击、叠加房地产信用条件不断恶化，人民币大幅贬值。港股处于“美元指数强+人民币弱”的最不利的宏观条件。展望后续，一方面，尽管美联储仍处在加息的通道，但衰退的风险在不断积累，美联储最鹰派的时期可能即将过去；且目前美债收益率十年期与两年期已经出现倒挂，从历史经验来看，当出现美债收益率倒挂时，美元指数不久开始逐渐走弱。另一方面就国内而言，新冠疫情的影响逐渐消退，叠加政府对房地产行业更为积极的救助政策，市场信心开始恢复、国内经济缓慢复苏，中美利差从倒挂到重新收敛。以上这些因素可能意味着继续人民币继续贬值的空间可能有限。综上分析，“美元指数强+人民币弱”对港股的冲击可能接近尾声、叠加估值处于低位，港股逐渐迎来最佳配置机会。

风险提示

一、美国通胀持续高位，引致美联储超预期加息；二、国内房地产企业流动性风险、金融条件内生性收紧；三、地缘政治危机持续升温，欧洲经济因能源危机遭受进一步冲击。

报告发布日期

2022 年 07 月 28 日

证券分析师

张志鹏	zhangzhipeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522020002
薛俊	021-63325888*6005 xuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100002
蒋晨龙	021-63325888*6073 jiangchenlong@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517100004 香港证监会牌照：BQP133
张书铭	021-63325888*5152 zhangshuming@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517080001

相关报告

七月份大类资产配置策略	2022-07-07
以我为主，守正出奇：——大类资产配置	2022-06-15
2022 年中期策略	
稳增长提振市场信心：五月份大类资产配置策略	2022-05-03
如何理解当前黄金价格的驱动逻辑：——	2022-04-14
大类资产配置研究之黄金篇	
2022 年二季度大类资产配置展望	2022-04-01

目 录

引言	4
联系汇率制度	4
联系汇率制度历史演变	4
联系汇率制度运作机制	4
港元汇率、美元指数与港股	6
美元兑人民币汇率与港股	7
美元强+人民币弱组合最不利港股	8
后续展望	9
风险提示	10

图表目录

图 1：港元/美元兑换范围	5
图 2：香港金管局货币调节机制	5
图 3：美元兑港元汇率与香港同业拆借利率（1 个月）	6
图 4：当港元触及强方保证或弱方保证时，往往分别指向港股强势或弱势	6
图 5：美元指数与恒生指数高度负相关	7
图 6：内地企业在香港市场份额（包括主板和创业板）	7
图 7：人民币汇率与恒生指数	8
图 8：美元指数与人民币汇率不同组合与港股走势	9
图 9：美债收益率倒挂指向美元指数将逐渐走弱	10
图 10：人民币汇率与中美利差	10
图 11：全球主要市场风险溢价比较	10
图 12：恒生指数 PE 估值历史比较	10

引言

香港是国际金融中心、是一个高度开放型的经济体系，香港证券市场容许资金自由进出、交投活跃，是世界极具深度的国际资本市场，也是国际资本进行全球资产配置的一个重要场所。同时，香港实行与美元挂钩的联系汇率制度、自身没有独立的货币政策，美联储货币政策的溢出效应以及相关的国际资本流动对香港证券市场具有更强的影响。

另一方面，目前在香港交易所上市的公司中，超过一半为内地企业，占香港股市总值约 80%，香港证券市场承载着全中国内地大量最有代表性的反映经济增长新动能的优质的资产，某种程度上是人民币资产国际化的代表，港股的走势实际上也反映了国际投资者对人民币资产的看法，是国际资本配置人民币资产的桥头堡。

香港证券市场的以上这些特质，使得港股更容易受到美元流动性变动的影响，同时也与内地经济发展变化紧密相关。而汇率是一个观察和理解这些影响和变化的一个非常好的视角，本文基于一个至上而下的框架，试从汇率的视角提供一个分析港股的框架。

联系汇率制度

联系汇率制度历史演变

香港于 1983 年开始实行与美元挂钩的联系汇率制度。从 1983 年 10 月 17 日起，发钞银行一律以 1 美元兑换 7.8 港元的比价，事先向外汇基金缴纳美元，换取等值的港元“负债证明书”后，才增发港元现钞。同时政府亦承诺港元现钞从流通中回流后，发钞银行同样可以用该比价兑回美元。香港的联系汇率制度是一个逐渐发展和完善的过程：

首先，1998 年正值亚洲金融危机，香港金融市场承受了巨大的投机压力，银行同业拆借利率飙升。金管局于 1998 年 9 月及时推出了七项巩固货币发行局制度的技术性措施：其中两项主要的措施是：提供总结余的弱方兑换保证，即金管局保证在港元转弱至指定水平时，可以按固定汇率把港元兑换为美元；另一项是调整贴现窗机制，贴现窗指银行向金管局卖出证券，以借出金管局隔夜港元的机制，过程中双方协定将由银行按照协定价格及日期回购该证券。这些措施有效地抑制了利率过度波动及由此造成的不利影响。

其次，2003 年底到 2005 年期间，由于美元疲弱，同时市场估计人民币升值及香港经济强劲复苏，大量资金流入香港。虽然在相当长的时间内港元利息均低于同期美元利息，仍无明显的资金流出。为了加强利率调节功能，金管局于 2005 年推出三项优化联系汇率制度运作的措施，包括：

推出 1 美元兑换 7.75 港元的强方兑换保证，即金管局保证在港元转强至指定水平时，可以按固定的汇率把美元兑换为港元；将弱方兑换保证的汇率定为 7.85 港元；金管局可在兑换范围内（即 7.75 ~ 7.85 之间）进行符合货币发行局原则的市场操作。

实行联系汇率制度后，香港金管局的首要政策目标是维护汇率稳定。在联系汇率制度的架构内，通过稳健的外汇基金管理、货币操作及其他适当的措施，维持汇率稳定。

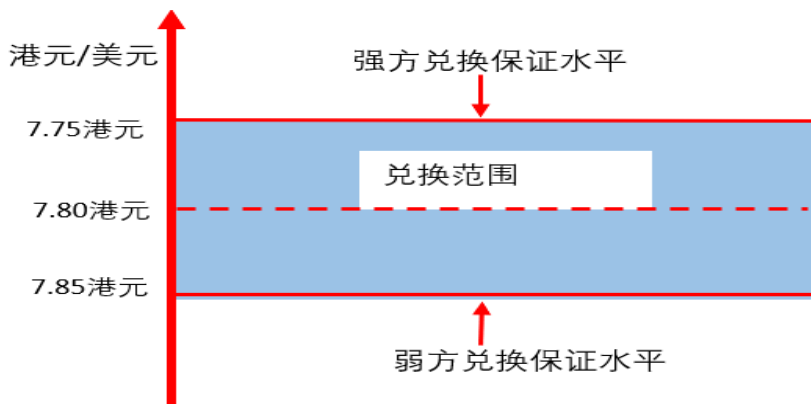
联系汇率制度运作机制

联系汇率制度属于货币发行局制度。在货币发行局制度下，货币基础得到美元资产的十足支持，货币基础的任何变动都必须有美元资产按固定汇率计算的相应变动完全配合。在这个制度下，货币基础的流量和存量必须有充足的外汇储备支持，透过严谨和稳健的货币发行局制度得以实施。

香港并没有真正意义上的中央银行，纸币大部分由 3 家发钞银行即汇丰银行、渣打银行、中国银行（香港）发行。法例规定发钞银行发钞时，需按 7.80 港元兑 1 美元的汇率向金管局提交等值美元，并记入外汇基金的帐目，以购买负债证明书，作为所发钞纸币的支持。相反，回收港元纸币时，金管局会赎回负债证明书，银行则自外汇基金收回等值美元。由政府经金管局发行的纸币和硬币，则由代理银行负责储存及向公众分发，金管局与代理银行之间的交易也是按 7.80 港元兑 1 美元的汇率以美元结算。

金管局提供兑换保证，承诺在 7.75 港元兑 1 美元的强方兑换保证水平，按银行要求卖出港元，并在 7.85 港元兑 1 美元的弱方兑换保证水平，按银行要求买入港元。金管局透过自动利率调节机制及履行兑换保证的坚决承诺来维持港元汇率的稳定。

图 1：港元/美元兑换范围

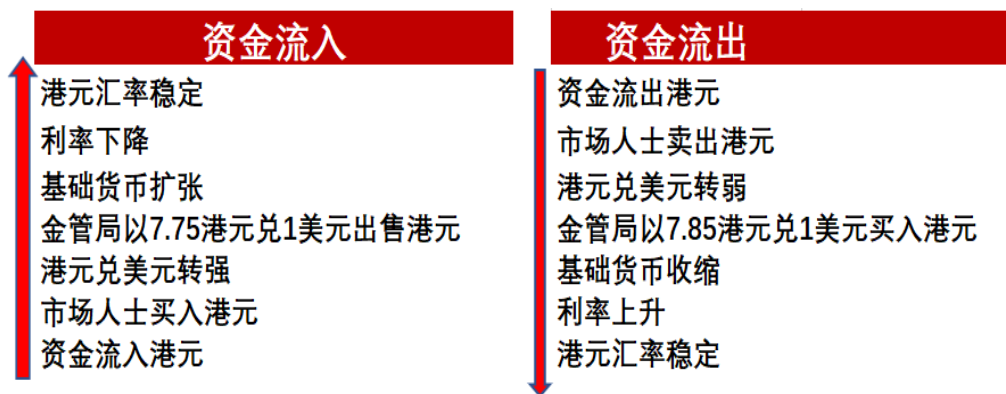


数据来源：香港金管局 东方证券研究所

资金流入港元：若市场对港元的需求大过供应，令市场汇率转强至 7.75 港元兑 1 美元的强方兑换保证汇率，金管局随时准备向银行沽出港元、买入美元，使总结余（货币基础的一个组成部份）增加及港元利率下跌，从而令港元汇率从强方兑换保证汇率水平回复至 7.75 到 7.85 的兑换范围内。

资金流出港元：若港元供过于求，令市场汇率转弱至 7.85 港元兑 1 美元的弱方兑换保证汇率，金管局随时准备向银行买入港元，使总结余（货币基础的一个组成部份）减少及推高港元利率，港元汇率随之由弱方兑换保证汇率水平回复至兑换范围内。

图 2：香港金管局货币调节机制



数据来源：香港金管局 东方证券研究所

港元汇率、美元指数与港股

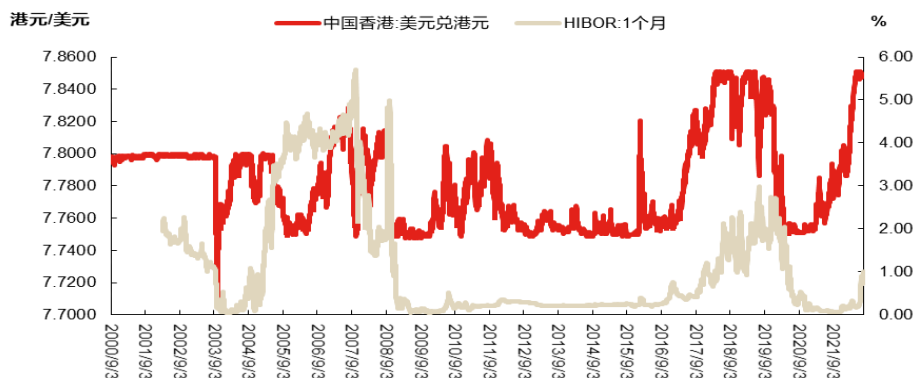
香港是一个高度开放型经济体，香港证券市场是一个资本进出非常自由的市场。在联系汇率制度下，当资金流入—港元触及强方兑换保证水平—金管局卖港元买美元—基础货币增加、市场流动性扩张—利率下降。这一过程中，资金不断流入、利率下降、港元流动性充裕，导致港股估值重心上升。

反之，当资金流出—港元触及弱方兑换保证水平—金管局买港元卖美元—基础货币收缩、市场流动性降低—利率上行。这一过程中，资金不断流出、利率上行、港元流动性降低，往往导致港股估值重心下移。

从历史经验来看，但港元触及强方保证水平或弱方保证水平往往具有很强的指示意义，分别意味着港股表现强势和弱势（参见图4）。

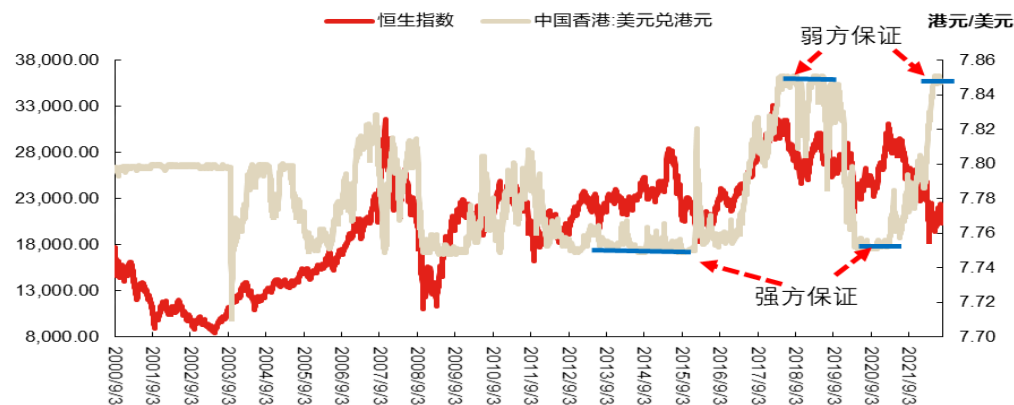
从今年年初以来，港元汇率不断走弱，并在4月中旬开始一直在7.85港元/美元弱方兑换保证水平徘徊。5月12日，港元触及7.85弱方兑换保证，香港金管局宣布在市场买入15.86亿港元，这也是香港金管局时隔3年首次入市买港元。截至7月21日，自5月12日凌晨起，香港金管局已23度买进港元，共1726.38亿港元。

图3：美元兑港元汇率与香港同业拆借利率（1个月）



数据来源：Wind 东方证券研究所

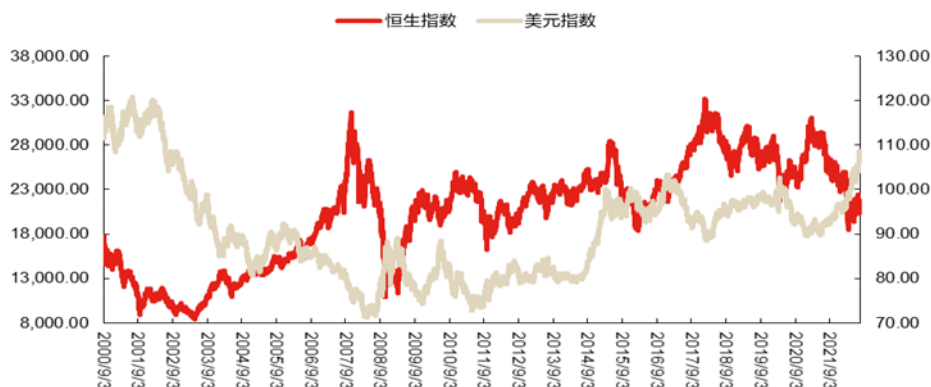
图4：当港元触及强方保证或弱方保证时，往往分别指向港股强势或弱势



数据来源：Wind 东方证券研究所

更进一步，香港作为一个高度开放型经济体，叠加与美元挂钩的联系汇率制度，港元的走势的背后反映的是美元的强弱，美元走势对香港证券市场具有非常大的影响。从历史经验来看，美元指数变化也与香港恒生指数变化高度负相关，背后主要反映了因美元强弱而导致的国际资本流动对港股的影响。

图 5：美元指数与恒生指数高度负相关



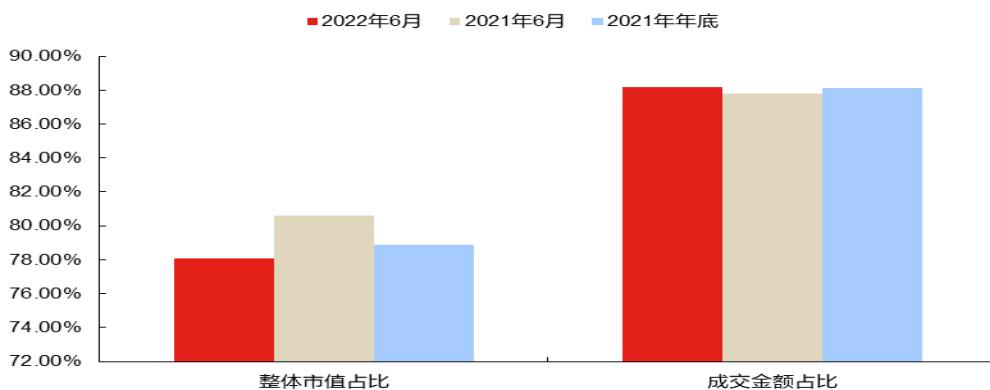
数据来源：Wind 东方证券研究所

美元兑人民币汇率与港股

另一方面，尽管香港在货币上美元挂钩，但香港经济和金融市场却受内地经济的影响越来越大。在香港证券交易所上市的股票中，截止 2022 年 6 月底，内地企业（H 股、红筹股、内地民营企业）在港交所总市值（包括主板和创业板）占比 78.10%，成交额占比 88.20%。恒生指数成分股共有 69 家企业，其中中资股占 42 家，合计权重为 63.5%，包括腾讯、阿里巴巴、美团、工商银行、中国平安、中国移动、中国银行、比亚迪、小米、京东集团、招商银行等知名企业。市值占比接近八成的上市企业，其核心业务、业务结算都在内地，受内地宏观政策、经济周期影响更大。

换言之，从公司的角度而言，港股其实也表征了内地资产。当外资看好国内资产时，由于港股资金进出方便，是海外资金配置人民币资产的桥头堡。

图 6：内地企业在香港市场份额（包括主板和创业板）



数据来源：香港交易所网站 东方证券研究所

如果以美元对人民币汇率离岸汇率表征国内资产对海外资金的吸引力，当国内经济发展形势良好、人民币升值时，内地资产对海外资金吸引力增大，海外资金增配内地资产，而港股是海外资金配置内地资产的一个重要场所；反之，当人民币贬值时，海外资金减配内地资产。

从图 7 可以看到，美元兑人民币汇率与恒生指数走势具有很强相关性，尤其是在 2015 年 8 月 11 日汇改之后。2015 年 8 月 11 日，中国人民银行启动了包括调整人民币对美元汇率中间价报价机制、加大参考一篮子货币力度等多项内容的改革。此次汇改被认为是人民币汇率市场化改革的重要一步。“811”汇改后，人民币汇率市场化程度明显上升，直接体现就是人民币对美元汇率的波动性明显加大，人民币汇率走势更能反映经济基本面变化、货币政策差异、市场供需以及汇市情绪波动等因素驱动。

图 7：人民币汇率与恒生指数



数据来源：Wind 东方证券研究所

美元强+人民币弱组合最不利港股

综合以上分析，香港作为一个高度开放型经济体，资本流动便捷，叠加其与美元挂钩的联系汇率制度安排，以及上市公司构成中以内地企业为主，汇率视角提供了一个很好的分析港股的框架。

当美元流动性收紧，美元指数上行，资本从港股市场流出，港股估值重心下移；反之，当美元流动性扩张，美元指数下行，资本流入港股市场，港股估值重心上移。特别是，当资本流出或流入触及港元汇率的弱方保证或强方保证时，金管局就有义务买进港元（弱方保证）或卖出港元（强方保证），这导致基础货币的收缩或扩张，市场流动性进一步收紧或扩张。当港元汇率触及弱方保证或强方保证时往往具有很强的指向意义，分别对应着港股的明显弱势和强势。

另外一方面，由于在香港交易所上市的股票中，内地企业（包括 H 股、红筹股、内地民营企业）市值占比接近 80%，美元兑人民币汇率对港股走势也具有很强的解释力，特别是 2015 年 8 月 11 日汇改之后。以美元对人民币汇率离岸汇率表征国内资产对海外资金的吸引力，当国内经济发展形势良好、人民币升值时，海外资金增配内地资产，港股是其配置内地资产的一个重要场所。反之，当人民币贬值时，海外资金减配内地资产。

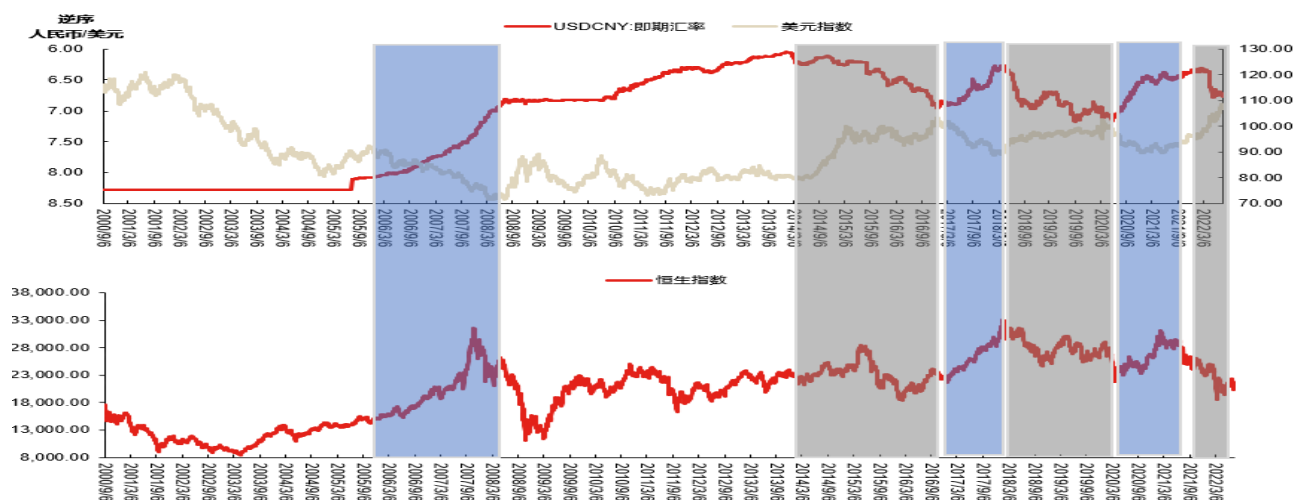
某种程度上，我们可以理解为美元指数的变动反映的是对港股估值端的影响，或者说是定价模型中分母端对港股的影响；而美元兑人民币汇率反映的是国内经济基本面相对海外经济的强弱对比，从定价模型角度而言，反映的是分子端对港股的驱动力强弱。

基于以上讨论，“美元指数走弱+人民币强”组合是最有利于港股上行的宏观条件；而“美元指数走强+人民币弱”组合是一种最不利于港股的宏观条件。

从历史上看，“美元指数走弱+人民币升值”组合出现的典型时间段分别有“2006年1月初——2008年5月中旬”、“2017年1月底——2018年5月中旬”、“2020年5月初——2021年三月底”，期间恒生指数分别上涨70%、40%、23%左右。

“美元指数走强+人民币走弱”组合出现的典型时间段分别在“2014年5月底——2016年12月底”、“2018年三月中旬——2020年3月初”、以及“2022年2月中旬——现在”，期间恒生指数分别下跌18%、17%、18%左右。

图8：美元指数与人民币汇率不同组合与港股走势



数据来源：Wind 东方证券研究所

后续展望

自俄乌冲突爆发以来，特别是3月中旬美联储开启激进加息以来，美元指数显著走强，该指标由2022年2月23日的96.19点一度上升至2022年7月22日的106.55点，最高曾达到109点，创出近20年的新高。在此期间，港元汇率也开始不断走弱，并在4月中旬开始一直在7.85港元/美元弱方兑换保证水平徘徊。5月12日，港元触及7.85弱方兑换保证，香港金管局宣布在市场买入15.86亿港元，这也是香港金管局时隔3年首次入市买港元。截至7月21日，自5月12日凌晨起，香港金管局已23度买进港元，共1726.38亿港元。

同时，国内由于受到新冠疫情的冲击，叠加房地产行业信用条件不断恶化、风险不断积累，美元兑人民币汇率从3月初的6.30元/美元左右一路贬值到6.80元/美元左右，贬值幅度-7.3%左右。

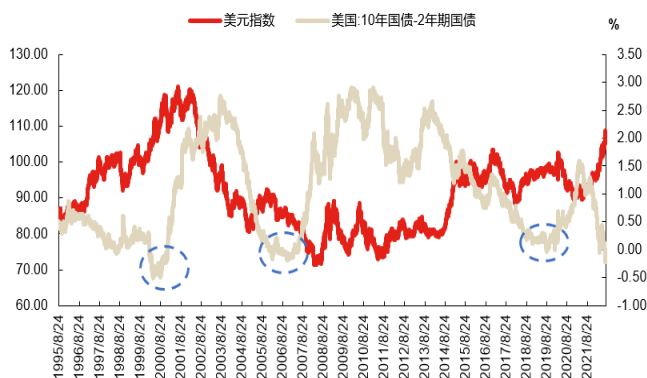
综合上述分析，从二月份以来，港股实际上处于一个“美元指数强+人民币弱”的最不利的宏观条件，走势疲弱。

展望后续，一方面，尽管由于美国通胀高企，美联储仍处在加息的通道，但由于衰退的风险在不断积累，美联储最鹰派的时期可能即将过去。目前美债收益率十年期与两年期已经出现倒挂，从历史经验来看，当出现美债收益率十年期与两年期倒挂，美元指数不久逐渐开始逐渐走弱。

另一方面就国内而言，新冠疫情的影响逐渐消退，叠加政府对房地产行业更为积极的救助政策，包括对最近发生的停贷事件的积极应对，市场信心开始恢复、国内经济缓慢复苏，中美国债利差从倒挂-70个基点到重新收敛0附近。以上这些因素可能意味着继续人民币继续贬值的空间可能有限。

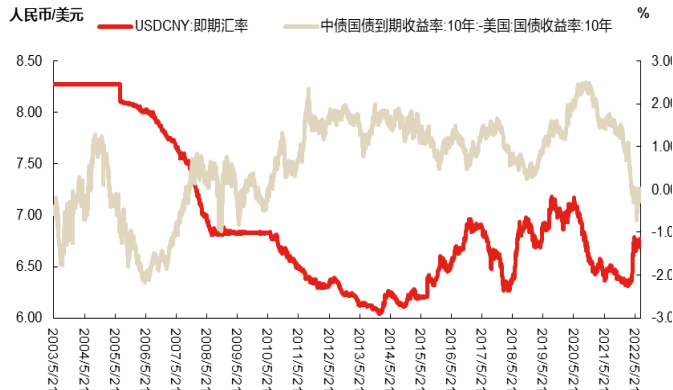
综上分析，“美元指数强+人民币弱”组合对港股的冲击可能接近尾声，叠加港股自身估值处于历史低位，港股逐渐迎来最佳配置机会。

图 9：美债收益率倒挂指向美元指数将逐渐走弱



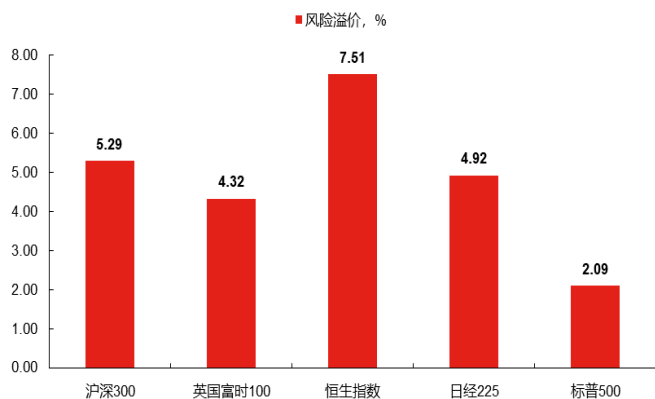
数据来源：Wind 东方证券研究所

图 10：人民币汇率与中美利差



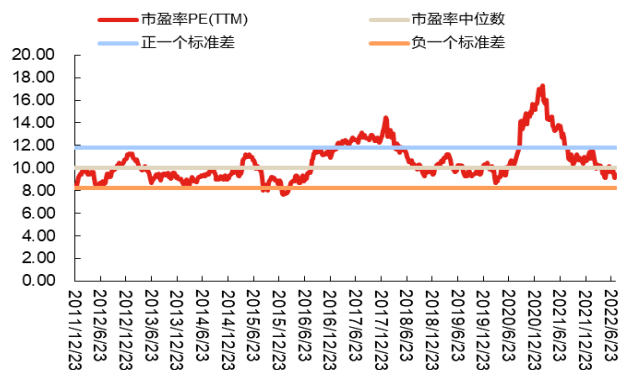
数据来源：Wind 东方证券研究所

图 11：全球主要市场风险溢价比较（截止 7 月 26 日）



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 12：恒生指数 PE 估值历史比较



数据来源：Wind 东方证券研究所

风险提示

一、美国通胀持续高位，引致美联储超预期加息

目前美国通胀依然维持高位，若下半年美国通胀持续上行超预期，那么可能导致美联储超预期加息，从而带来美债利率的再次上行，美元指数走强。

二、国内房地产企业流动性风险、金融条件内生性收紧

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

港股整体盈利周期受到国内经济情况影响明显；一旦国内房地产企业出现流动性、金融条件内生性收紧，国内宏观经济复苏不及预期，人民币继续有贬值压力。

三、地缘政治危机持续升温，欧洲经济遭受进一步冲击

俄乌冲突导致地缘政治危机若进一步升温，特别是今年冬天时，欧洲可能面临的天然气短缺，经济将遭受进一步冲击，避险情绪升温，美元流动性收紧，美元走强。

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