

全球宏观视野下的朝鲜经济基本面



研究结论

- 本篇报告作为系列开篇，主要分析阐述朝鲜经济的基本面情况，提供一个由历史入现实的视角。
- 自上世纪 90 年代以来，朝鲜经济呈现明显的封闭化特征，令全球多个国家和地区认为其是全球化时代的“孤儿”。今年以来，朝鲜半岛的和平进程持续推进。在中朝两国领导人的共同努力、其他各方的促进下，朝鲜半岛局势出现显著缓和。在实际弃核工作方面，北部核丰溪里试验场、西北部的东仓里“西海卫星发射场”均已进行分期拆除工作。
- 朝鲜自身的重心也调整到发展经济、改善民生上来。在 9 月 9 日举行的朝鲜建国 70 周年庆祝活动中，朝鲜再次释放除了向经济建设的重心转移、对外开放的信号。这次阅兵相比往年较为低调，除了数十个方阵以及装甲车、坦克、火箭炮等武器装备接受检阅外，外界关注的洲际导弹等敏感武器并未出现。花车上也写着“集中力量进行经济建设”的标语、以及象征朝鲜经济建设突飞猛进的千里马，代表着朝鲜国内思潮和战略重心的调整。尽管朝鲜经济存在诸多问题，然而，一旦在制度建设和资金等支持上有所突破，取得跨越式发展并非不可能。
- 国际社会对朝鲜的未来又重新给予了极大关注，且关注的角度也发生较大变化，由以往侧重于地区安全的考量，转为对其经济与社会的前景有所期待。目前尽管朝鲜经济体量小，存在诸多问题，但朝鲜经济具有发展潜力。尤其在全球增长可能放缓背景下，朝鲜可能吸引更多资本关注。
- 朝鲜铁矿石、煤炭等自然资源丰富，但受限于目前的技术水平和经济体制，效率偏低。开放其资源市场，朝鲜有能力成为一个非典型的大宗商品资源国。较为年轻的人口结构和良好的教育水平奠定了朝鲜经济潜力的基础，经济理论的多个流派指向教育水平的提高与工业增加值高度正相关，朝鲜当前阶段在教育方面已经拥有一定积累，未来有望转化为有效的生产力。
- 我们认为，朝鲜的经济与产业政策可采取“两条腿走路”。一方面，利用丰富的大宗商品资源作为本市的主要担保物，形成出口创汇的能力，稳定的大宗出口和相对较低的内需水平可显著缓解目前经常账户持续走弱的局面，对于朝鲜货币走势起到较强支撑，在货币币值相对稳定的基础上，才能实施进一步的改革政策；另一方面，利用外资加快资本累积，发挥朝鲜人口方面的比较优势，承接低端产业的转移，发展转口贸易和来料加工等初级产业。

风险提示

- 美朝关系出现反复的风险；美国极限施压导致半岛局势再次紧张的风险。
- 缺乏现代化信贷系统的风险。此前由于高度计划的体制，朝鲜币值大幅波动，通胀奇高，基本不存在信贷体系要求的环境。一旦选择对外开放哪怕是有条件开放，朝鲜就必须放松对于物价的管制，这可能造成初期的经济自我修正带来的混乱。
- 粮食问题掣肘朝鲜经济发展的风险。
- 数据不全面风险。鉴于朝鲜信息披露方式有别于发达经济体与发展中国家，公开可见数据和信息或有不完备之处。随着朝鲜将路线转至发展经济与改善民生，未来数据与信息完备性、开放度都将利于修正完善有关朝鲜经济基本面的研究。

报告发布日期

2018 年 09 月 30 日

证券分析师

孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S086051805000

联系人

曹靖楠

021-63325888-3046

caojingnan@orientsec.com.cn

相关报告

| | |
|-----------------------------------|------------|
| 市场流动性跟踪：理财新规正式稿落地，助力 A 股反弹延续 | 2018-09-29 |
| 日美贸易摩擦的细节复盘与历史镜鉴之三——日元升值与泡沫时代 | 2018-09-29 |
| 日美贸易摩擦的细节复盘与历史镜鉴之二——美国决策机制与双方谈判策略 | 2018-09-29 |
| 美国对伊朗的制裁能否见效？——战略国别研究中东篇之三 | 2018-09-29 |
| 决胜中期选举：减税、贸易战，与 LGBT 的复仇 | 2018-09-28 |
| 日美贸易摩擦的细节复盘与历史镜鉴 | 2018-09-28 |

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。

本篇报告作为系列开篇，主要分析阐述朝鲜经济的基本面情况，提供一个由历史入现实了解朝鲜的视角。

自上世纪 90 年代以来，朝鲜经济呈现明显的封闭化特征，令全球多个国家和地区认为其是全球时代化的“孤儿”。今年以来，朝鲜半岛的和平进程显著推进。在中朝两国领导人的共同努力、其他各方的促进下，朝鲜半岛局势出现较大缓和。在实际弃核工作方面，北部核丰溪里试验场、西北部的东仓里“西海卫星发射场”均已进行分期拆除工作。

朝鲜自身的重心也已逐步调整到发展经济、改善民生上来。根据新华社等权威媒体披露的信息，朝鲜最高领导人金正恩近三个月来密集视察涉及国计民生的企业和施工现场，包括工厂、农村、建筑工地、疗养院、发电站施工现场、海水养殖场等地，主要是具体了解生产情况并进行现场指导。

在 9 月 9 日举行的朝鲜建国 70 周年庆祝活动中，朝鲜再次释放除了向经济建设的重心转移、对外开放的信号。这次阅兵相比往年较为低调，除了数十个方阵以及装甲车、坦克、火箭炮等武器装备接受检阅外，外界关注的洲际导弹等敏感武器并未出现。花车上也写着“集中力量进行经济建设”的标语、以及象征朝鲜经济建设突飞猛进的千里马，代表着朝鲜国内思潮和战略重心调整。

尽管朝鲜经济存在诸多问题，然而，一旦在区域合作、制度建设和资金等支持上有所突破，取得跨越式发展并非不可能。

温故知新，朝鲜经济的历史与现状

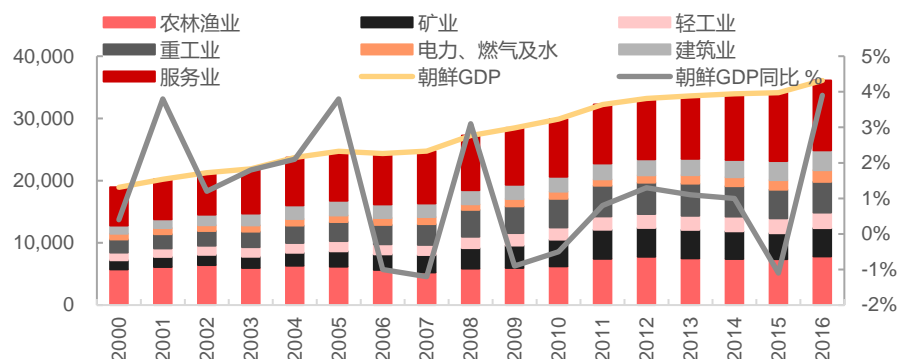
朝鲜经济从 1980 年代后开始出现滑坡，此后，随着苏联的解体，朝鲜失去了对外贸易 70% 所依赖的社会主义市场，经济受到重创。进入上世纪 90 年代，天灾频发：

1993 年遭遇冻灾；1995 年和 1996 年连续两年发生特大洪灾；1997 年遭遇高温干旱；1998 年遭遇海啸。仅 1995 年的洪灾就导致 100 万吨库存粮食遭遇损失。自然灾害频发，直接导致了严重的饥荒，加上能源供给和资金技术的不足，国内基础设施建设停滞不前，经济活动萎缩，造成了 90 年代朝鲜经济惨淡的光景。

另一个原因是，在苏联解体后，朝鲜一方面失去了在社会主义国家间进行经济协作的空间，等于失去了外部市场，另一方面失去了稳定的原材料提供者，经济从外部的代偿切换到主要依靠自己。

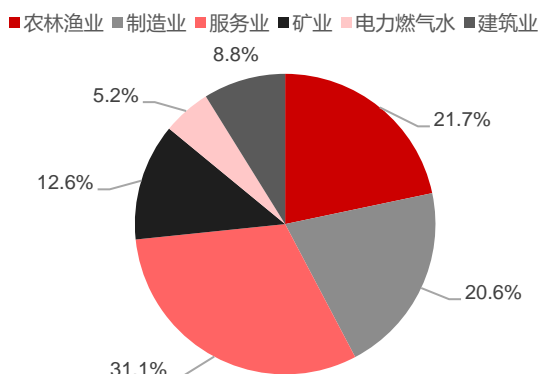
由于朝鲜基本上被排除在全球贸易分工体系之外，朝鲜经济进入了非常痛苦的时代，在整个 90 年代，经济增速都普遍处于明显萎缩状态，体量减小。与此同时，农业问题愈发突出，整个 90 年代朝鲜的粮食作物产量非常不稳定。

从经济结构来看，朝鲜经济目前仍只能定性为内向型经济。朝鲜一、二、三产业占比相对平衡，这并非说明朝鲜产业结构合理，而是因为缺乏技术和资金难以实现完整的工业化，导致第二产业占比偏低，第三产业主要集中在低端服务业。

图 1：朝鲜 GDP 概况（单位：十亿韩元）


数据来源：Wind、东方证券研究所

相对工业化国家而言，第一产业占比偏高，韩国的农业占比仅占 GDP 的 2%，而朝鲜一直稳定在 20% 以上。但同时，朝鲜也具有一定的工业基础，制造业占 GDP 的比重与韩国相近，但制造业主要集中在低端的劳动力密集型产品，从整体来看朝鲜目前还处于传统社会阶段。

图 2：朝鲜产业构成


数据来源：Wind、东方证券研究所

尽管不同经济学家对工业化所需的条件有不同的理论，但从产业结构角度而言，朝鲜的首要努力方向，是为开放市场建立一套适宜的制度体系，促进工业化之路。

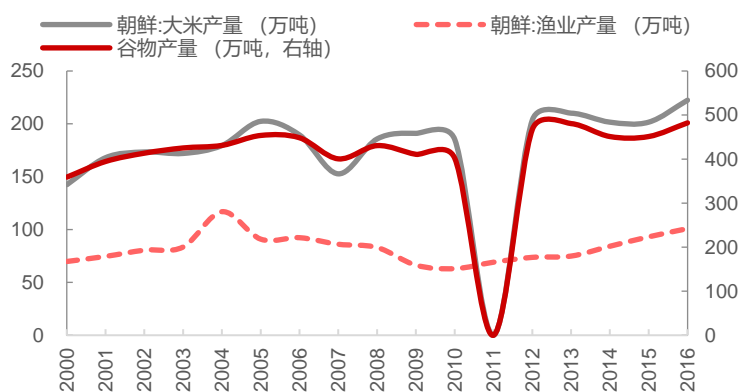
一个可参照的实践过程就是韩国。分析韩国的产业结构调整 and 经济发展，可见其大致经历了四个阶段：（1）上世纪 50 年代中后期，内向型经济发展为主；（2）60 年代初期，从进口替代转向出口导向；（3）70 年代，大力发展资本密集型产业；（4）80 年代之后，重点发展技术密集型产业。在 60 年代，韩国的第一产业占比约 37%，甚于现在的朝鲜；随着产业结构的调整，农业占比不断下降，制造业和服务业占比持续上升，这是朝鲜可以借鉴的路径之一。

表 1: 朝鲜产业结构 (占 GDP 比重, %)

| 行业类别 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 韩国 |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 农业、林业、渔业 | 21.2 | 21.6 | 20.9 | 20.8 | 23.1 | 23.4 | 22.4 | 21.8 | 21.6 | 21.7 | 2.1 |
| 矿业&制造业 | 31.3 | 34.6 | 34.8 | 36.3 | 36.5 | 35.9 | 35.7 | 34.4 | 32.7 | 33.2 | 32.1 |
| 矿业 | 11.4 | 12.1 | 12.7 | 14.4 | 14.6 | 14.0 | 13.6 | 13.1 | 12.2 | 12.6 | |
| 制造业 | 20.0 | 22.5 | 22.1 | 21.9 | 21.9 | 21.9 | 22.1 | 21.3 | 20.4 | 20.6 | |
| 轻工业 | 6.5 | 6.7 | 7.0 | 6.6 | 6.5 | 6.7 | 6.8 | 6.9 | 7.0 | 6.9 | |
| 重工业 | 13.5 | 15.8 | 15.2 | 15.3 | 15.4 | 15.2 | 15.4 | 14.4 | 13.4 | 13.7 | |
| 水、电、气 | 4.6 | 3.4 | 4.1 | 3.9 | 3.1 | 3.5 | 4.1 | 4.3 | 4.5 | 5.2 | 2 |
| 建筑业 | 8.8 | 8.3 | 8.0 | 8.0 | 7.9 | 7.8 | 7.8 | 8.2 | 9.0 | 8.8 | 4.98 |
| 服务业 | 34.1 | 32.2 | 32.1 | 31.0 | 29.4 | 29.4 | 30.0 | 31.3 | 32.2 | 31.1 | 58.8 |
| GDP | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

数据来源: 韩国央行 (韩国数据为 2018Q1)、东方证券研究所

2000 年以后, 朝鲜经济基本面逐渐发生了一些变化。中国加入 WTO 后, 朝鲜经济和国力也受益于此, 出现了显著增长, 中国以及国际社会对于朝鲜的支援和扶持也显著增加。朝鲜的粮食产量取得较大回升, 在农业稳定的情况下, 朝鲜经济逐步走出 90 年代的负增长局面, 经济增速出现了正增长。但是, 由于政策上的不稳定以及经济对外开放幅度有限, 经济增长呈现高波动性。

图 3: 朝鲜粮食产量在 2000 年后稳步提高


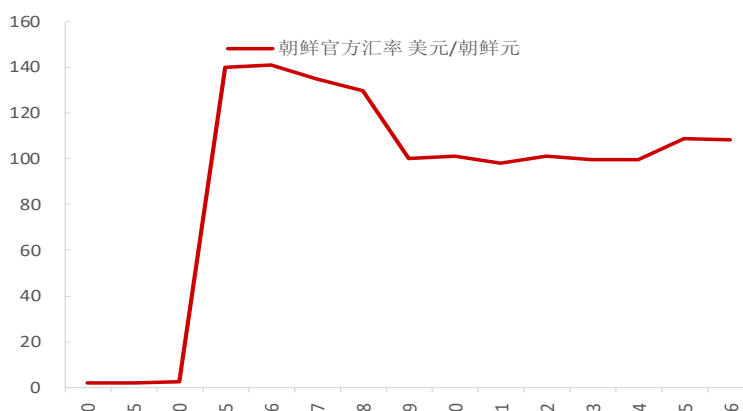
数据来源: Wind、东方证券研究所

一般而言, 朝鲜为了维持其整体上的稳定, 必然在某些领域实施经济资源的有限分配, 据此可分析推断, 朝鲜的军费支出和政府支出占 GDP 的比重较高, 但是由于朝鲜经济增速极不稳定, 整体依旧处于较低水平, 从而朝鲜的政府赤字也会在高位。因此, 我们可

以得出朝鲜经济还有一个明显特征，即国内存在非常高的通胀水平以及本币汇率的明显贬值倾向。

从朝鲜给出的官方汇率来看，朝鲜在 2000 年对于美元兑本币的指导价由 2.2 提高至 2005 年的 140，此后官方一直维持这种汇率操作，但考虑到朝鲜在 2010 年实施了币制改革，实际上的汇率可能会变动非常明显。从已知的朝鲜通胀数据来看，朝鲜通胀处于非常高的水平。从朝鲜的币值不稳定和通胀高企可以得出，朝鲜在封闭的环境下，很难得到经济的有效发展。

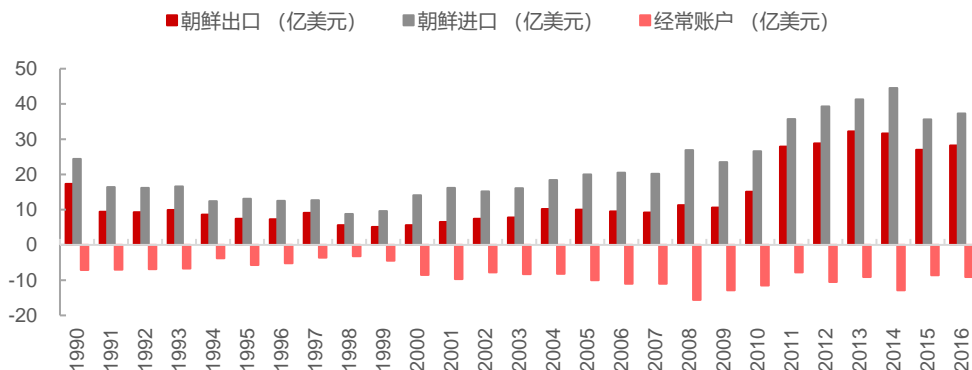
图 4：朝鲜实际汇率极不稳定



数据来源：韩国统计局、东方证券研究所

朝鲜外贸部门的规模非常小，整体上进口大于出口，表明朝鲜因为工业化水平较低以及必要的粮食和能源的刚性需求，导致结果就是经常账户一直处于逆差的状态。持续的逆差对于经济的负面影响是明显的，减少了朝鲜经济发展必须的积累，也使得本币面临明显的贬值压力。

图 5：朝鲜贸易额在 2000 年后持续扩大但一直处于逆差状态



数据来源：Wind、东方证券研究所

2000 年左右，朝鲜还拥有一批贸易伙伴，在统计不包括韩朝贸易的情况下，中国（约 30%）、日本（约 20%）、印度（约 7%）、泰国（约 5.8%）、新加坡（约 5%），德国（约 4.6%），中国香港（约 3.6%），俄罗斯（3%）。美国对朝鲜经济制裁后，目前朝鲜的主要贸易伙伴只剩下中国，与中国的贸易总额占朝鲜对外贸易总额的 90%以上，其次是俄罗斯、巴基斯坦、印度。

图 6：朝鲜主要贸易伙伴

| | | | |
|---------|------------|-------------|-----------|
| 朝鲜主要进口国 | 中国 (94.3%) | 俄罗斯 (2.1%) | 印度 (1.4%) |
| 朝鲜主要出口国 | 中国 (90.8%) | 巴基斯坦 (1.6%) | 印度 (1.4%) |

数据来源：KOTRA（时间截止 2017 年，未包含韩朝贸易），东方证券研究所

影响朝鲜贸易结构的主要因素有：

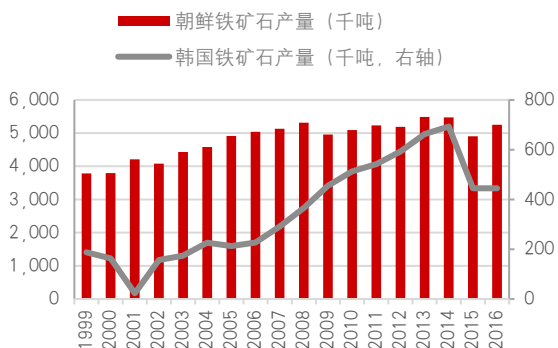
- 1) 政治经济体制及政策导向，朝鲜的经济政策决策机制还处于从“指令型计划经济”向“指导型计划经济”转变的阶段，对外贸易主要是作为弥补国内供给关系的工具；
- 2) 产业结构还需完善，生产力水平有待提高；
- 3) 贸易法制还需完善；
- 4) 对外关系构建上，尚未给外资进入提供良好国际政治关系环境的长期稳定预期。

朝鲜发展经济的优势与潜力分析

朝鲜经济此前存在诸多问题，这也从另一个角度意味着朝鲜经济的潜力巨大。一旦在制度建设上和资金上得到突破，取得跨越式发展并非不可能。

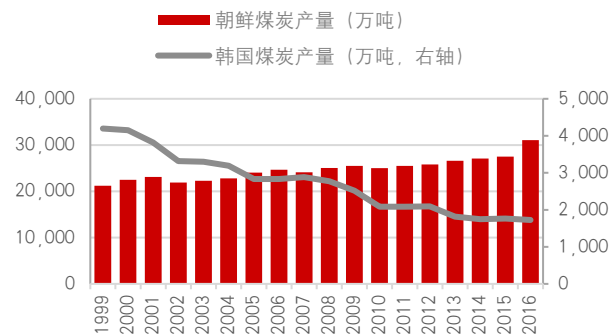
朝鲜自然资源丰富，尤其是矿产资源，铁矿石、煤炭资源。将朝鲜和典型的大宗商品资源国巴西比较发现，两者都是具有丰富铁矿石资源的国家；据产业组织统计，朝鲜的铁矿石主要由以茂山铁矿为首的 13 个矿山进行生产，铁矿石储量接近世界前十位。这意味着在大宗商品资源方面，朝鲜富有潜力。

图 7：朝鲜铁矿石产量远高于邻国韩国

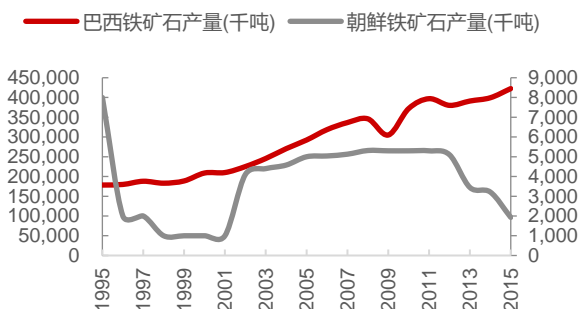


数据来源：韩国统计局、东方证券研究所

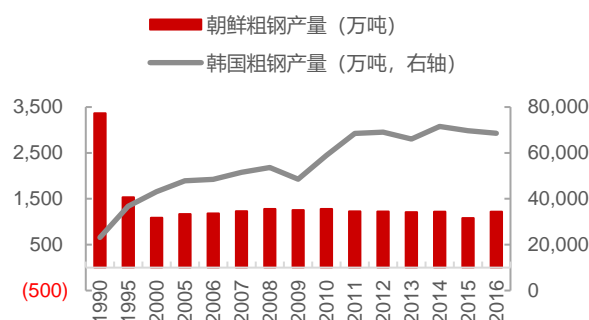
图 8：朝鲜煤炭产量远高于邻国韩国



数据来源：韩国统计局、东方证券研究所

图 9：朝鲜铁矿石资源丰富


数据来源：韩国统计局、东方证券研究所

图 10：朝鲜粗钢产量有很大提升空间


数据来源：韩国统计局、东方证券研究所

和邻国韩国相比，虽然目前朝鲜的铁矿石和煤炭的产量远高于韩国，然而受限于目前的技术水平和经济体制，开发使用效率偏低。目前朝鲜的钢铁产量只有韩国的 1/50。储量丰富的资源与低工业化水平，构成了朝鲜经济的一个基本特征。

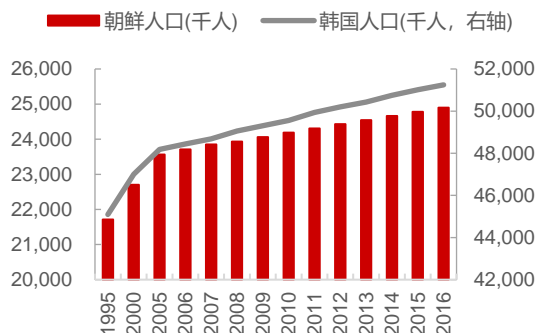
从人口指标看，朝鲜的人口也是一项宝贵资源，人口总量为 2500 万人左右，约为韩国人口总量的一半。虽然朝鲜的人口年龄结构出现一些老龄化迹象，但人均教育水平较高，这主要得益于朝鲜几十年来不断推进教育，普及义务教育——

- 1) 从 1946 年到 1949 年，开展扫盲运动，使 230 万人走出了文盲状态。
- 2) 在 1956 年就开始全面实施 4 年义务教育，1958 年开始实施 7 年义务中等教育，自 1967 年起推行义务职业技术教育。
- 3) 1959 年开始，朝鲜实施免费义务教育，各类教育中也都取消了收费制度。
- 4) 1972 年开始实施 11 年免费义务教育，5-16 岁儿童可享受 11 年免费义务教育，包括 1 年学前教育、4 年初等教育和 6 年中等教育。
- 5) 到 1989 年末，朝鲜全体人民平均受教育程度基本达到了中等教育水平。

在基础教育达到较持续的稳定水平后，近年来，朝鲜围绕教育继续开展了一系列改革，主要包括：改革教育内容和教学方法、加强信息技术教育、加强教师培养和培训工作、加强教育科研、改善办学条件等。最近，金正恩在金策工业综合大学建校 70 周年之际到访该校，重点强调学校应培育创新型人才，贯彻朝鲜劳动党科技强国、人才强国战略构想，服务于国家科技发展和经济建设。

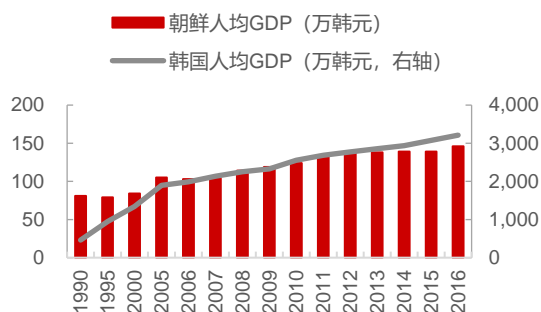
较突出的整体受教育水平，意味着朝鲜拥有大量可以转化为优质劳动力的人力资源。同时，引入收入指标分析可见，与人口总量之间的差距形成强烈对比的是，朝鲜人均收入水平仅为韩国的 5%。

图 11: 朝鲜人口总量约为韩国一半



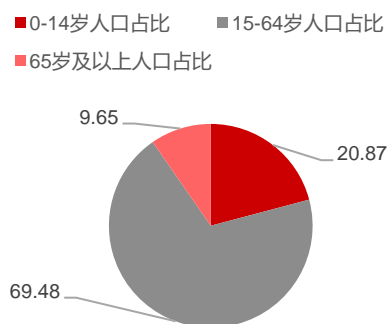
数据来源: 韩国统计局、东方证券研究所

图 12: 朝鲜人均收入水平约为韩国 5%



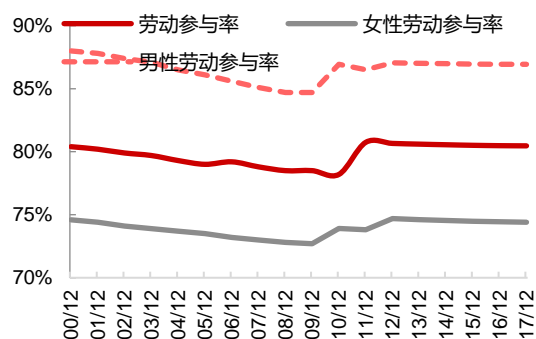
数据来源: 韩国统计局、东方证券研究所

图 13: 朝鲜人口年龄构成 (%)



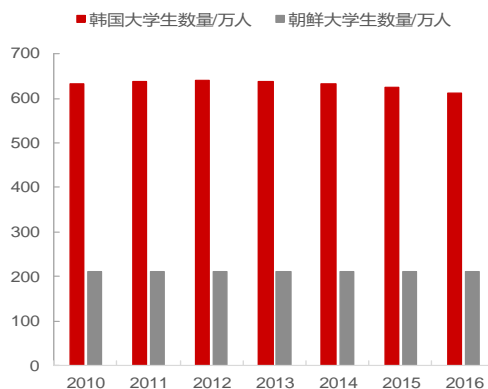
数据来源: 韩国统计局、东方证券研究所

图 14: 朝鲜人均收入水平约为韩国 5%



数据来源: 韩国统计局、东方证券研究所

图 15: 朝鲜人口受教育水平较为突出



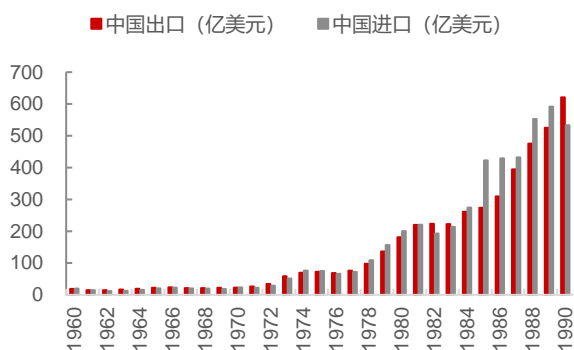
数据来源: 韩国统计局、东方证券研究所

资源丰富、工业化水平低、人口教育水平整体较高、人均收入极低，这一组指标所传递的讯息，可在台湾地区、韩国、中国等后发经济体发展工业的过程中找到映射，也可解释无论是理论界还是资本与实体近年来都渐将更多目光投向朝鲜的关键原因之一。学界已有较多论述，朝鲜完全具有承接劳动密集型产业和初级外贸加工产业的人力资源基础。

比照中国的经验，开启改革开放并恢复高考后，高校在校人数都有了明显增加，在时间轴上也清晰可见，高校在校人数的扩张先于中国制造业的全面腾飞。经济理论的多个流派指向归一的一点，即教育水平的提高与工业增加值高度正相关，朝鲜当前阶段在教育方面已经拥有一定的积累，未来有望转化为有效的生产力。

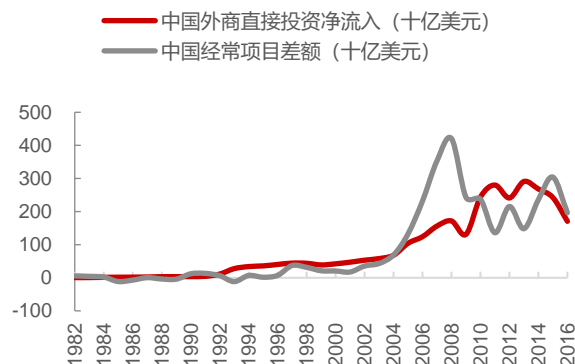
中国在改革开放后，依托劳动力方面的优势，经济得到迅速发展，外商投资不断流入，尤其在加入 WTO、获得广大的外部市场之后。

图 16：改革开放后，中国进出口贸易量迅猛增加



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 17：中国对外开放为朝鲜提供先例



数据来源：Wind、东方证券研究所

有投资者担忧，朝鲜当下面临的全球市场空间，与中国改革开放初期所面临的外部环境开放程度存在差异。当前全球化确实遭遇一些“逆风”，但总体仍处于非常高的程度，全球经济总量相对于中国改革开放初期的全球总量水平而言，可谓巨变。同时，根据延边大学等学术机构的研究，朝鲜的市场经济意识比中国改革开放初期强。因此，朝鲜若有机遇参与全球产业分工体系，经济将有望在更大的范围内得到发展。

在具体的经济尝试的方案选择上朝鲜可采取和中国改革开放以及韩国开放相似的路径与节奏。

一方面，朝鲜可引入外部资金。朝鲜的货币币值稳定性差，引入外资有助于朝鲜提高货币环境的稳定性。甚至不排除可以选择和主要经济体货币实施绑定，这一举措的弊端在于失去货币政策的独立性，但是，鉴于朝鲜货币政策的非良好过往，想要真正发展经济，货币信用问题就十分关键。后续可观察朝鲜在货币制度方面的改革信号，在开放初期，对于朝鲜而言，实施在引入外资的同时维持固定汇率的做法或具有可行性。

以泰国为例，跨国资金的流入与经济增长呈现正相关关系，外资的流入对经济增长有较鲜明的促进作用。上世纪 90 年代，泰国的外资流入量开始增加，虽然国际资本的流入流

出对于亚洲金融危机有不可推脱的责任，但也要看到，危机之后，外资的流入对经济增长的作用同样明显。由此而来的一点启示是，在合理控制外债水平的情况下，引入外资对朝鲜未来的发展是非常重要的。90年代初期，伴随着巴西雷亚尔兑美元的贬值，巴西的通货膨胀经历了一轮剧烈的暴涨暴跌，直到巴西雷亚尔开始盯住美元，通货膨胀才稳定下来。朝鲜的通货膨胀数据较难取得并较难多维度检验，但根据朝鲜元汇率的变化可以推演，朝鲜也同样经历过几轮明显的超级通货膨胀。

朝鲜难以像巴西一样进行完全的市场化货币政策改革，但可以选择逐渐将目前的官方汇率和市场汇率靠拢，在具体的幅度上与外资的流入，外债的控制之间构建平衡。

另一方面，朝鲜可采取“两条腿走路”的经济与产业政策：

1、通过大宗商品和初级产业创收外汇。利用丰富的大宗商品资源作为本市的主要担保物，形成出口创汇的能力，稳定的大宗出口和相对较低的内需水平可显著缓解目前经常账户持续走弱的局面，对于朝鲜货币走势起到较强支撑，在货币币值相对稳定的基础上，实施进一步的改革政策。

2、发展劳动密集型产业，完成初步积累。目前朝鲜人民收入水平相对于东北亚其他国家非常低，这意味着朝鲜劳动力具有高性价比，可参考中国改革开放的经验，发挥朝鲜人口方面的比较优势，结合利用外资，通过劳动密集型产业完成初步积累，以及逐渐融入全球市场。通过引入外部资金，快速积累资本，朝鲜有能力承接低端产业的转移，发展来料加工等初级产业和转口贸易。

风险提示

- 美朝关系出现反复的风险；美国极限施压导致半岛局势再次紧张的风险。
- 缺乏现代化信贷系统的风险。此前由于高度计划的体制，朝鲜币值大幅波动，通胀奇高，基本不存在信贷体系要求的环境。一旦选择对外开放哪怕是有条件开放，朝鲜就必须放松对于物价的管制，这可能造成初期的经济自我修正带来的混乱。
- 粮食问题掣肘朝鲜经济发展的风险。解决朝鲜人民吃饭的问题，根本办法还在于工业化的粮食生产，在工业化前景本身不确定的条件下，破解粮食问题仍存在不可忽视的困难。
- 数据不全面风险。鉴于朝鲜信息披露方式有别于发达经济体与发展中国家，公开可见数据和信息或有不完备之处。随着朝鲜将路线转至发展经济与改善民生，未来数据与信息完备性、开放度都将利于修正完善有关朝鲜经济基本面的研究。

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

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

