下载日志已记录，仅供内部参考

AI 投资的时间错配：产业兑现与信用约束

报告发布日期 2026 年 10 月 14 日

证券分析师
孙英超 执业证书编号：S0860526080004
香港证监会牌照：BRH843
sunyingchao@orientsec.com.cn
0755-82819271
张陈 执业证书编号：S0860526010004
zhangchen2@orientsec.com.cn
021-63326320

研究结论

- **二季度美国五大云厂（微软、谷歌、亚马逊、Meta、甲骨文）合计自由现金流基本归零，市场对 AI 产业的关注从扩张切换到现金流。经营现金流不足以覆盖持续扩张的资本开支时，融资能力取代收入增长成为决定后续路径的核心变量。**
- **资本开支的隐含转化率正在收敛，加码的动机是防御性而非进攻性。**五家云厂 2026 至 2030 年合计彭博一致预期资本开支从 1.59 万亿美元升至 5.49 万亿美元，但上修集中于财报窗口，很大程度属于被动跟随指引；同期远期经营现金流的覆盖并不全面，只预测支出而不预测收入本身即是对回报的质疑。2026 至 2028 年隐含转化率收敛在 0.3 至 0.4，产业端每单位 H100 等效算力对应约 3.4 万美元建设成本且不随规模下降，加码无法通过规模摊薄改善单位回报。
- **自由现金流转负之后，融资取代内生现金流成为重要路径，压力落在债券市场。**AI 业务收入与算力租赁回流虽然可以补充资本开支，但其规模与节奏取决于产业兑现进度，难以提前锁定，因此本报告重点讨论确定性更高的融资侧约束。五家云厂 2025 年以来已融资约 4500 亿美元，其中债务融资约 2500 亿美元。量的维度上，云厂发债占美国投资级发债比重已升至 11.1%；价的维度上，五家的利差极差由 70 个基点扩大至 185 个基点，走阔幅度与各自缺口占经营现金流的比重对应。值得注意的是甲骨文利差自 2025 年 12 月起持续高于高收益基准达 10 个月而评级仍为投资级，融资条件的收紧正由价格约束向评级约束过渡，后者是台阶式的，没有缓冲区间。
- **云厂发债规模大幅提升后，信用问题已不容忽视。**五家云厂发债占所有公司债比重已达 9.56%，与科网周期的峰值水平相当；发行利差为 81bp，低于科网相应时期的 267bp，考虑到两轮资本开支周期发债主体评级水平差异，这意味着当前发债规模进一步提高时，信用体系脆弱性可能更高。
- **AI 产业的长期前景当前无法证伪，但产业逻辑的成立与否，和融资结构能否撑到验证的那一天，是两个独立的问题。**产业侧的兑现路径以年计，债务侧的到期与起租时点在合同层面已经锁定，两者的时间表存在错位。因此当前需要跟踪的不是 AI 产业能否成功，而是产业现金流的爬坡速度能否快过表外义务的入表速度，可观测的指标可以跟踪经营现金流增速、未起租转入表内的时点分布与发行利差的变动。
- **过往投资周期的经验表明，市场对于产业和信用端错配的容忍是有限度的。**当前 AI 投资周期或已经进入中后期阶段，投资强度仍在上行，但已接近历史上的峰值时间节点，留给产业现金流的验证窗口并不长。如果 AI 商业化进展不及预期，投资回落，利差走阔和评级下调可能在短时间相互强化，并通过债券市场传导至更广泛的金融市场，造成较大扰动。

风险提示

AI 产业发展、商业化进度不及预期；统计方法基于历史数据，历史数据不代表未来走势，预测结果可能出现偏差；美国宏观经济和货币政策变化，利率路径偏离预期导致预测结果出现偏差。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

从增长定价到现金流定价 4
资本开支隐含转化率收敛 5
打破均衡只能靠债券市场 8
跟踪信用周期 10
小结 11

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：2026 年二季度云厂自由现金流基本归零....4
图 2：预计云厂 2026 年自由现金流最低点尚未到来....4
图 3：云厂股价走势与纳指 100 和半导体脱钩....4
图 4：远期资本开支规模一致预期收敛....5
图 5：远期一致预期经营现金流覆盖不全面....5
图 6：隐含资本开支转化效率收敛于 0.3-0.4 之间....6
图 7：数据中心建设规模经济效应较低....6
图 8：预期自由现金流向零轴收敛....6
图 9：美股软件行业内部走势分化....7
图 10：AI 渗透率进入瓶颈....7
图 11：Anthropic ARR 增速不及预期....7
图 12：囚徒困境下资本开支加码动机源于被动防御....8
图 13：2028 年自由现金流改善源于资本开支增速回落....8
图 14：云厂股价与投资级公司债相关性增强....8
图 15：云厂发债占投资级公司债比重极速飙升....9
图 16：2026 年以来 Aa、A 级利差走阔幅度高于 Baa 级....9
图 17：甲骨文债券利差持续高于高收益级债券基准水平....9
图 18：本轮 AI 产业发债占比已与科网时期相当....10
图 19：本轮 AI 产业发债利差尚低于科网时期....10
图 20：AI 正接近投资占比峰值时间节点....11

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

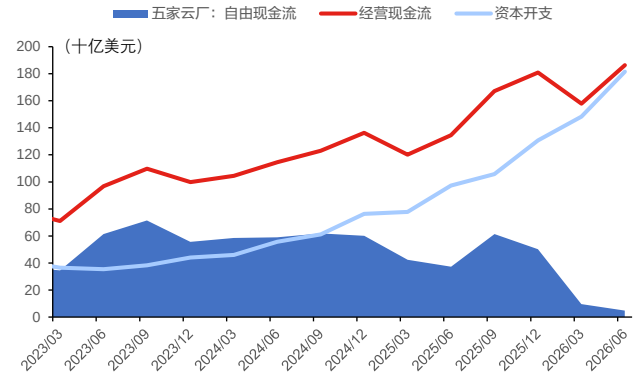
从增长定价到现金流定价

2026 年二季度美国五大云厂（微软、谷歌、亚马逊、Meta、甲骨文）自由现金流基本归零，市场对 AI 基建的定价逻辑从增长切换到现金流，买科技不再等于买云厂。

二季度五家云厂合计自由现金流基本归零，外部资金从可选变成必选。自由现金流是经营现金流扣除资本开支后的余额，五家云厂的经营现金流已经不足以覆盖持续扩张的资本开支。现金流归零之后，融资能力取代收入增长，成为决定云厂后续路径的核心变量。

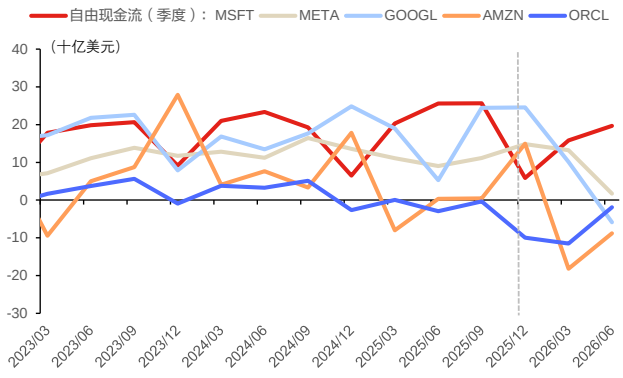
考虑到五家云厂自由现金流多数有季节性规律，2026 年的最低点大概率还没有到来。判断自由现金流的走向，关键不在资本开支，资本开支本身是中性的。真正的问题在于经营现金流能否跟上，经营现金流不足以覆盖开支而需要外部融资，才是负面信号。当前高利率环境压制美国企业端的 IT 支出和广告预算，而这两项恰恰是几家云厂经营现金流的主要来源，经营现金流在年内仍有继续恶化的空间，自由现金流的最低点因此尚未出现。

图 1：2026 年二季度云厂自由现金流基本归零



数据来源：Bloomberg 东方证券研究

图 2：预计云厂 2026 年自由现金流最低点尚未到来



数据来源：Bloomberg 东方证券研究

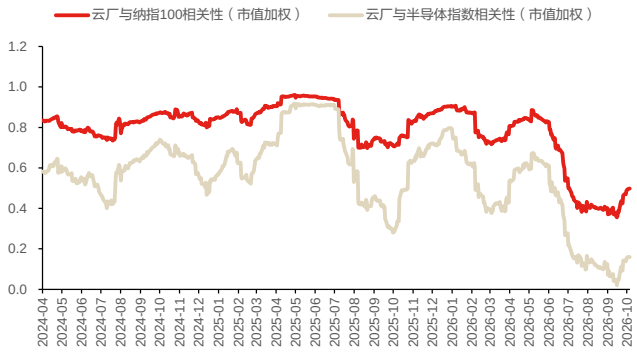
自由现金流持续恶化的预期已经反映到股价定价，云厂与纳斯达克 100 指数的相关性跌破数学下限，买科技不再等于买云厂。五家云厂在纳斯达克 100 指数中的合计权重约四分之一，数学上隐含的相关性下限是 0.45，6 月市值加权相关性一度跌破 0.4，低于这一下限意味着云厂的走势与其他成分股已经脱钩。

云厂与半导体的相关性回落得比对纳斯达克更彻底，资本开支的买卖同源链条正在松动。半导体指数以英伟达为核心权重，五家云厂是其 GPU 的主要买家，高相关的基础是资本开支的买卖同源，相关性回落意味着这一链条正在松动。相关性走弱的原因可能有二，其一是云厂直采在英伟达收入中的占比下降，需求由 Neocloud 与主权算力接续，其二是算力采购经表外实体与租赁间接化。

图 3：云厂股价走势与纳指 100 和半导体脱钩

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。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：Bloomberg 东方证券研究

整体而言，云厂资本开支继续扩大对股价的意义已经转变成负面，相关性走弱意味着市场不再把资本开支扩张解读为成长动能，而是担忧经营现金流跟不上开支节奏，同样的开支规模从支撑股价的因素变成了压制股价的因素。

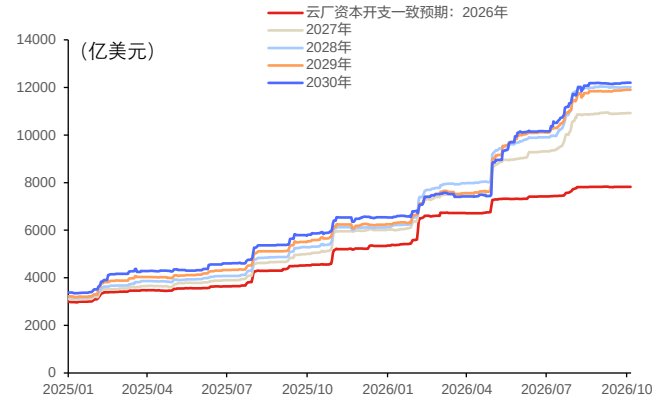
资本开支隐含转化率收敛

资本开支的隐含转化率正在收敛，卖方对开支的上修是被动跟随而非前瞻判断，加码停不下来，最终导致产业不同层级自由现金流各走各路。

市场对云厂资本开支的预期在规模上大幅膨胀，但上修的方式决定了其含义有限。五家云厂 2026 年至 2030 年合计彭博一致预期资本开支规模从 2025 年初的 1.59 万亿美元膨胀至 5.49 万亿美元，增长 3.4 倍。上修高度集中在财报窗口，属于卖方被动跟随指引而非主动前瞻，因此不宜解读为需求的确定性。尤其是 2028 年至 2030 年三条曲线收敛于 1.2 万亿美元附近，表明市场对资本开支想象力的空间止步于此。

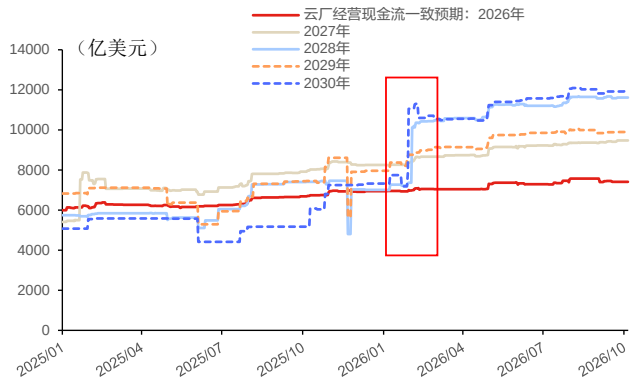
相较资本开支，远期经营现金流的覆盖并不全面，覆盖缺失本身就是对投入回报的质疑。2029 年及 2030 年经营现金流的上调是因为市场加入了对微软的覆盖，并非经营现金流预期的本质提升，且这两年经营现金流均不包含谷歌及甲骨文。同一个市场、同一批分析师、同样的年份，只预测要花多少钱而不预测收入，这本身就是对投入回报的怀疑。资本开支可以依托产业发展线性外推，但经营现金流需要对 AI 到底能变现多少有一个独立判断。

图 4：远期资本开支规模一致预期收敛



数据来源：Bloomberg 东方证券研究

图 5：远期一致预期经营现金流覆盖不全面



数据来源：Bloomberg 东方证券研究

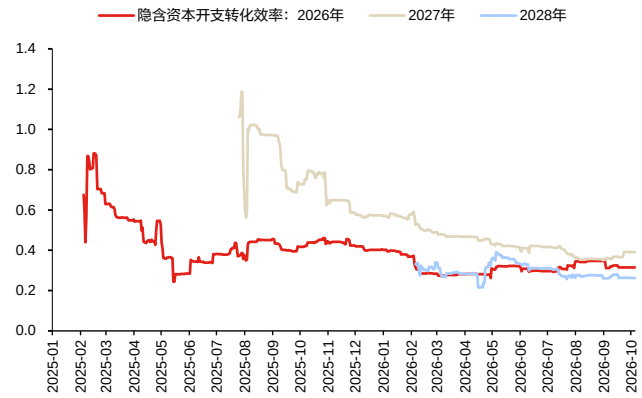
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 至 2028 年 AI 相关资本开支的隐含转化率（隐含资本开支转化率=ΔOCF÷ΔCapEx，Δ 为观察基点以来的增量）收敛在 0.3 至 0.4，表明规模效应并不存在。隐含资本开支转化率以自基点以来的增量计算，衡量的是本轮 AI 增量投入的转化效率。数据显示市场一度相信云厂开支最早在 2027 年就会有起色，然而现在定价 2028 年之前资本开支效率不会有任何改变。转化率收敛意味着市场并不预期效率改善，加码开支只能带来规模扩张而不改善单位回报。

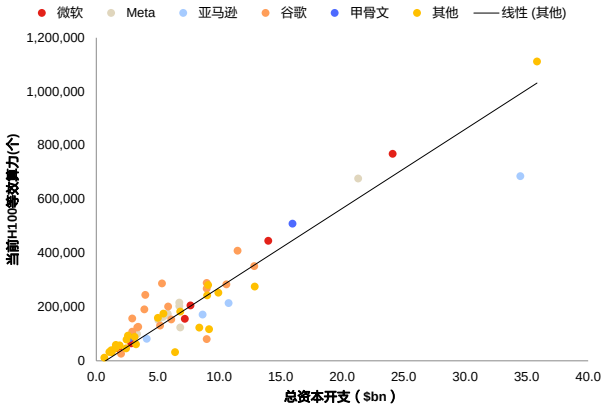
产业端数据同样指向资本开支转化为算力的规模经济效应较低，加码开支的动机是防御性而非进攻性。美国几十个数据中心的统计结果显示，每单位 H100 等效算力对应的建设资本成本约为 3.4 万美元，且这一成本不随数据中心规模下降，云厂能决定的只有资本开支规模。既然单位成本不随规模下降，加码资本开支就无法通过规模摊薄改善回报，其动机只能解释为不掉队的被动防御。

图 6：隐含资本开支转化效率收敛于 0.3-0.4 之间



数据来源：Bloomberg 东方证券研究

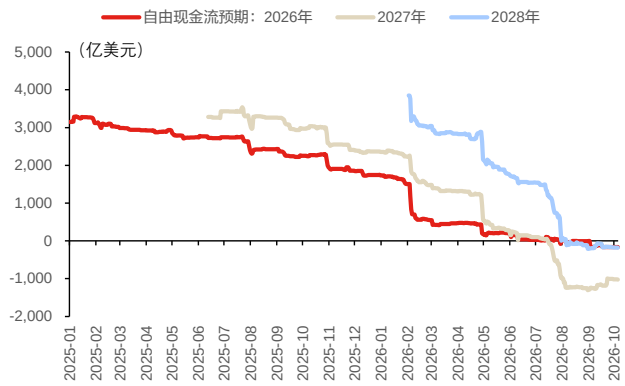
图 7：数据中心建设规模经济效应较低



数据来源：Epoch 东方证券研究

效率被常数化之后，自由现金流规模一侧三条线全部向零轴收敛，转负在路径上基本确定。自由现金流预期下修全部集中在几个财报日的垂直跳变上，说明卖方不做前瞻判断，只等公司把开支指引报出来再被动跟随，只要开支还在上修，这条线的下修就不会停。2028 年预期自由现金流改善并非效率更优，其转化率反而最低，只是进入预测视野最晚、开支上修的累积尚未走完。

图 8：预期自由现金流向零轴收敛



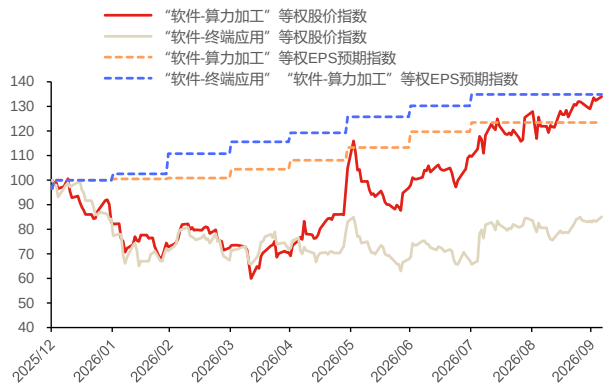
数据来源：Bloomberg 东方证券研究

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

软件内部的算力加工板块与终端应用板块定价出现分化，市场没有按盈利改善给这批公司定价。将美股软件行业按照资金是否源于产业链内循环分成算力加工层和终端应用层，两层的等权盈利预期指数均单向上修，等权股价指数却出现背离，说明市场对两类公司的定价逻辑区分对待。算力加工层以 ServiceNow、Snowflake、Cloudflare、Atlassian、Datadog 为代表，收入随算力消耗计量，资金来源与云厂资本开支同源，应用层以 Palantir、AppLovin、Shopify、Reddit、Duolingo 为代表，收入来自广告、订阅和替代人工的支出，属于产业循环外部的新钱。二者的分化走势表明市场愿意为已经承诺的资本开支付钱，对尚未验证的终端付费意愿打折。

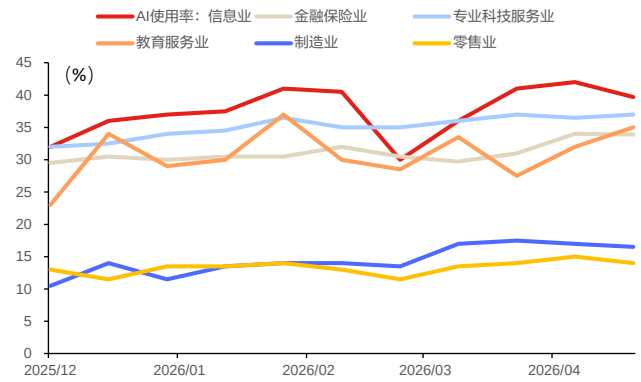
图 9：美股软件行业内部走势分化



数据来源：Bloomberg 东方证券研究

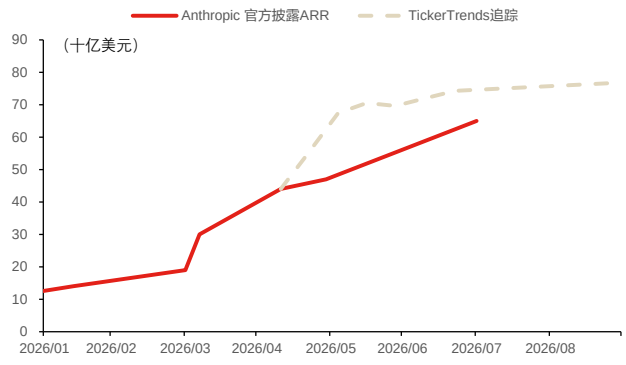
AI 应用端的变现进度落后于市场预期，渗透率和 ARR 增速两条线索指向同一个结论。AI 渗透率在 2026 年以来进入瓶颈期，没有显著提升，用户侧的应用扩散不再加速。渗透率不提升，扩散很难加速，而变现的最有效路径是扩散。扩散一旦停滞，应用层的收入增长就失去了基数支撑。应用端代表公司 Anthropic 的 ARR 增速也未达市场预期，作为本轮变现叙事里被寄予期望最高的标的之一，其产品力和商业化能力处于行业第一梯队。Anthropic 的 ARR 增速不及预期，很大程度上说明这不是某一家公司的执行问题，而是整个场景供给的问题，即缺乏足够多的新场景承接增量预期。

图 10：AI 渗透率进入瓶颈



数据来源：BTOS 东方证券研究

图 11：Anthropic ARR 增速不及预期



数据来源：Anthropic TickerTrends 东方证券研究

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

云厂加码开支难以放缓，最终自由现金流各走各路。博弈论角度看，无论对手选择克制减速还是继续加码，本公司加码均优于克制，加码成为占优策略，任何单方面减速都会让出份额与算力，困境因此无法在内部自解。由此加码的动机不是单位成本的规模经济，而是不掉队的被动防御。持续加码的结果是算力供应商与云厂的自由现金流路径走向分化，算力供应商的现金流随云厂资本开支扩张而改善，云厂的自由现金流则因资本开支扩张而持续承压，同一条资本开支链条上，供给方与需求方的现金流方向相反。

图 12：囚徒困境下资本开支加码动机源于被动防御



数据来源：东方证券研究

打破均衡只能靠债券市场

自由现金流转负之后，融资是云厂获得现金流的主要路径，市场预期的 2028 年自由现金流转正可能性较低，压力最终落在融资端。当前自由现金流转负在即，远期经营现金流的上修空间有限，应用端的 ARR 增速未达预期，两条内生改善路径均难走通。虽然市场预期 2028 年自由现金流改善，但考虑到公司本身并不给出 2028 年的资本开支预期，所谓转正只是现有基础上的线性外推。**拆开来看，2028 年的自由现金流转正，靠的是分母端资本开支的回落，若无法如期实现，自由现金流不会修复，股东回报承诺、外部融资规模与信用评级依次承压。**因此问题的终点不在于 AI 何时盈利，而在于谁先无法维持当前的支出速度，支出速度由融资能力决定，判断的对象也将从公司的资产负债表转向债券市场对它们的定价。（边际转化率=ΔOCF÷ΔCapEx，Δ 为相邻年度的同比增量。）

图 13：2028 年自由现金流改善源于资本开支增速回落

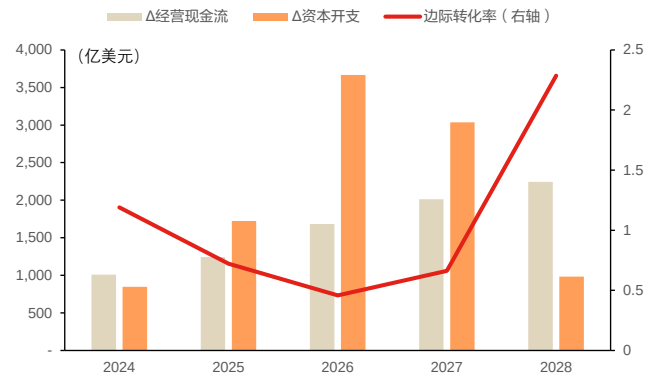
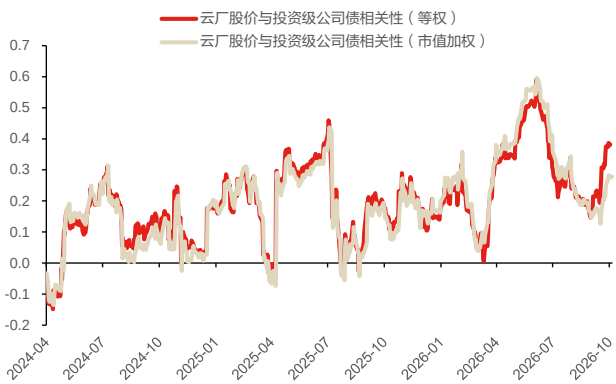


图 14：云厂股价与投资级公司债相关性增强



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。

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：Bloomberg 东方证券研究

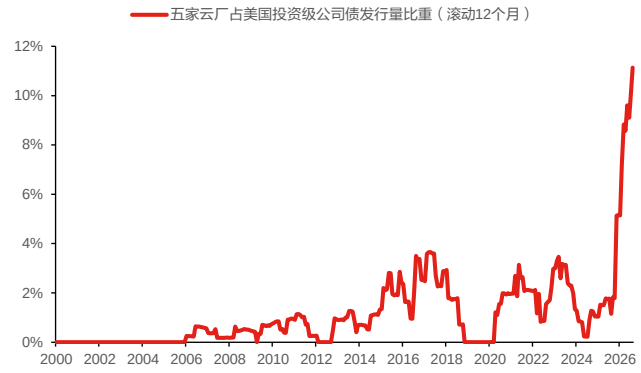
数据来源：Bloomberg 东方证券研究

五家云厂 2025 年以来已融资约 4500 亿美元，债务融资是主体。从融资结构看，债务融资约 2500 亿美元，股权融资 900 亿美元，包含谷歌 847.5 亿美元股权融资以及甲骨文 50 亿美元可转优先股。表外融资不完全统计约 1100 亿美元，包含 Meta 的 Hyperion 项目 273 亿美元与德州 SPV 约 130 亿美元，以及甲骨文系列 SPV 中的 Abilene 约 130 亿美元、德州与威斯康星债务包 380 亿美元、新墨西哥贷款 180 亿美元。

从“量”的维度看，云厂发债占美国投资级发债比重已经大幅攀升至 11.1%。2025 年以来，云厂在美国投资级信用债市场上，从资金的供给方变成了资金的需求方。在此之前，这几家公司是净现金流入状态，是市场上的资金富余方，发债更多是为了优化资本结构。现在已经整体转变成净融资方，发债是为了填补现金流缺口，发债占比的提升是自由现金流恶化的直接表现。

从“价”的维度看，融资比重上行迫使市场收紧融资条件，且收紧正在按现金流缺口分别定价。一方面，26 年以来 Aa、A 级利差走阔幅度高于 Baa 级，另一方面，五家云厂的利差极差从 70 个基点扩大至 185 个基点，这不是板块整体的重定价，而是市场在给五家分别定价。走阔幅度与各自缺口占经营现金流的比重完全对应。

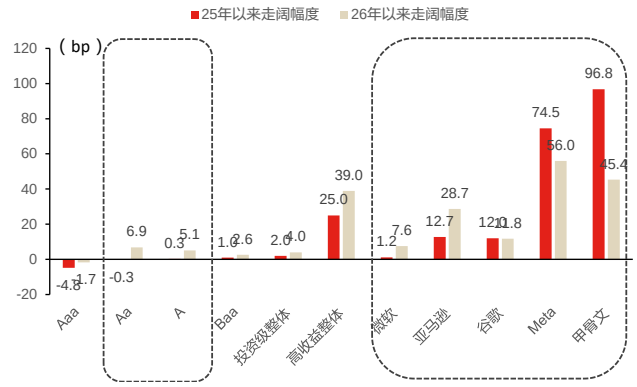
图 15：云厂发债占投资级公司债比重极速飙升



数据来源：Bloomberg 东方证券研究

注：数据截至 2026 年 8 月

图 16：2026 年以来 Aa、A 级利差走阔幅度高于 Baa 级



数据来源：Bloomberg 东方证券研究

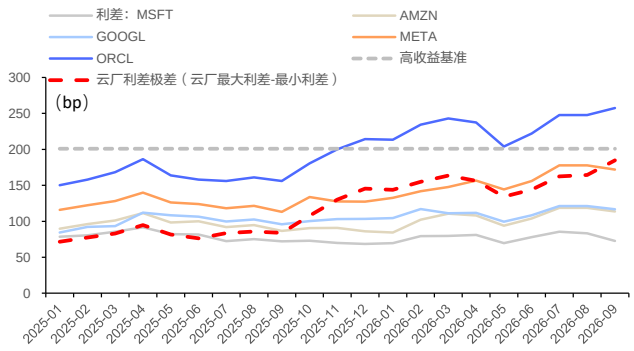
注：数据截至 2026 年 8 月

值得注意的是，甲骨文债券利差自 2025 年 12 月起持续高于高收益基准已达 10 个月，而评级仍为投资级，这意味着融资条件收紧已经在由价格约束向评级约束过渡。价格约束是连续的，利差多走十个基点，公司承担的边际成本相对可控。评级约束是不连续的，一旦评级被下调到投资级以下，一大批买方基于合规要求必须卖出，这种冲击是台阶式的，没有缓冲区间。

图 17：甲骨文债券利差持续高于高收益级债券基准水平

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

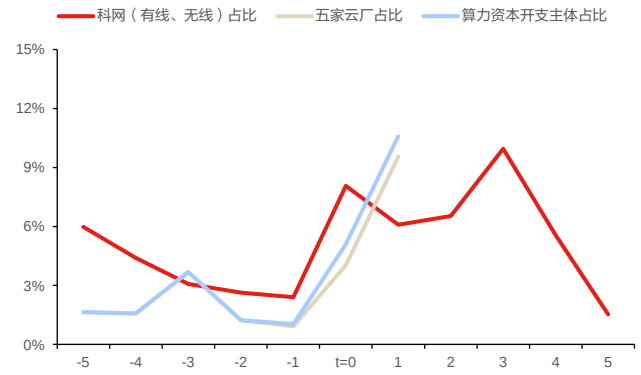


数据来源：Bloomberg 东方证券研究

跟踪信用周期

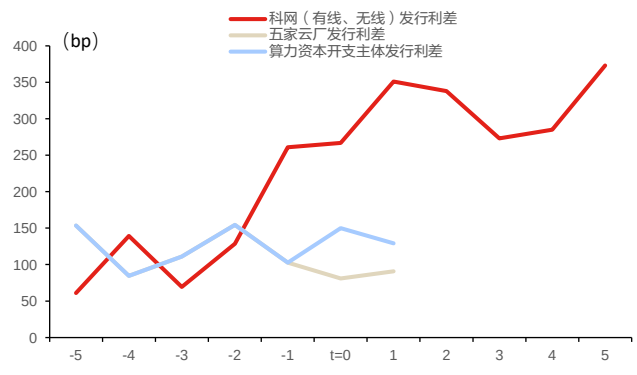
金融资本循环的核心信号在债券市场，五家云厂发债占比已经与科网时期有线、无线两个行业的占比相当。科网主体的发行占比在 t=-1 为 2.4%，t=0 升至 8.1%，t=3 见顶于 10.0%，此后回落至 t=5 的 1.5%；五家云厂在 t=1 为 9.6%，已达到科网周期的峰值水平。利差方面，科网时期的发债主体包括很多低评级公司，利差起点自身就高，以 t=0 对齐，科网发行利差为 267bp，五家云厂为 81bp。而当前云厂的评级普遍为投资级，这一差异意味着当前发债占比达到同等水平时，信用体系的脆弱性反而更高。综合来看，本轮 AI 开支周期发行规模的扩张进展迅速，利差的重定价尚未正式启动。这一时点差正是表外承诺尚未入表的镜像，当前利差反映的是已确认的负债，而非已签约的义务。（t=0 分别对应科网投资周期 1998 年，AI 投资周期 2025 年。数据截至 2026 年 8 月，2026 年数据未年化处理。）

图 18：本轮 AI 产业发债占比已与科网时期相当



数据来源：Bloomberg 东方证券研究
注：t 为年度周期；算力开支主体包括五大云厂及新进入算力租赁商（CoreWeave、TeraWulf、Core Scientific、Cipher Mining 和 Applied Digital）

图 19：本轮 AI 产业发债利差尚低于科网时期



数据来源：Bloomberg 东方证券研究
注：t 为年度周期；算力开支主体包括五大云厂及新进入算力租赁商（CoreWeave、TeraWulf、Core Scientific、Cipher Mining 和 Applied Digital）

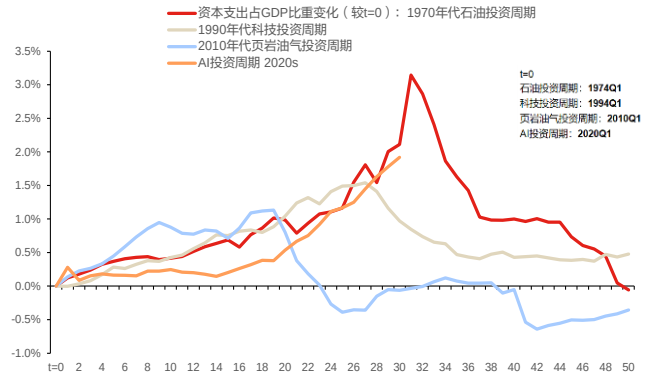
相较其他重要投资周期，AI 投资的起步并非最快，但在第 20 个季度后加速，形态更像一轮基础设施重构，而非短期设备补库。2010 年代页岩油气周期在前 20 个季度的斜率最陡，t=9 即达 1.0%，t=18 见顶于 1.1%；AI 周期在同期明显平缓，t=14 仅为 0.2%，t=20 之后斜率陡峭化，t=30 达到 1.9%，已高于 1990 年代科技周期 1.5%与页岩油气周期 1.1%的峰值，仅次于 1970 年代石油周期 t=31 的 3.1%，且尚未出现拐头。起步慢而后段加速的形态，对应的是产能建设周期长、

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

单体投资规模大、前期以土建与电力为主的支出结构，这与设备补库型周期的先快后平不同。历史上第 30 个季度附近往往是投资周期的峰值时间，1990 年代科技周期在 t=27 见顶后随即回落，页岩油气周期在 t=24 后转为负增长，石油周期在 t=31 见顶后六个季度内回落幅度超过一半。AI 正接近投资占比峰值时间节点，但是尚未出现拐点信号。（数据截至 2026 年 8 月，2026 年数据未年化处理。）

图 20：AI 正接近投资占比峰值时间节点



数据来源：BEA 东方证券研究
注：t 为季度周期

小结

AI 产业的长期前景当前无法证伪，模型能力仍在提升，算力需求也没有出现见顶信号，看空相关产业的逻辑支撑并不充足。但是产业逻辑的成立与否，和融资结构能否撑到验证的那一天，是两个独立的问题。当前的自由现金流是“美化”后的结果，2.6 万亿美元的表外承诺尚未进入任何一项披露口径，随着合同陆续起租与履约，这部分义务将在未来若干年内逐步转入表内，同期利息支出与再融资规模同步上升。产业侧的兑现路径以年计，债务侧的到期与起租时点是合同层面已经锁定的，两者的时间表并不同步。

因此当前需要跟踪的不是 AI 产业能否成功，而是产业现金流的爬坡速度能否快过表外义务的入表速度。判断的落点是两者的相对节奏而非产业方向本身，可观测的指标是经营现金流增速、未起租转入表内的时点分布与发行利差的变动，一旦现金流爬坡不及预期，企业可调整的空间比市场预期的要小。

风险提示

AI 产业发展、商业化进度不及预期。本文对经营现金流的测算参考彭博一致预期，隐含 AI 业务收入持续放量的假设。若应用付费渗透或算力租赁价格低于预期，自由现金流缺口扩大，云厂对债务融资的依赖加深和利差走阔幅度可能影响测算结果。

统计方法基于历史数据，历史数据不代表未来走势，预测结果可能出现偏差。本文对投资周期阶段和发债规模的判断，参照了石油、科技与页岩油气等历史周期，各周期的产业结构、主体评级与货币环境存在差异，进而导致预测结果可能出现偏差。

美国宏观经济和货币政策变化，利率路径偏离预期导致预测结果出现偏差。若降息节奏慢于预期或长端利率上行，云厂再融资压力将提前显现。若宏观走弱带动整体信用利差走阔，以利差衡量行业融资条件的方法可能高估行业自身的信用风险。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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。

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。

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

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。