



## 海外市场专题

# 谷歌反垄断案冲击几何？

## ——精卫填“海”系列（十）

证券分析师

薛威

资格编号：S0120523080002

邮箱：xuewei@tebon.com.cn

谭诗吟

资格编号：S0120523070007

邮箱：tansy@tebon.com.cn

### 投资要点：

- 近期谷歌反垄断案开始引发关注，市场或担忧此次反垄断调查对谷歌乃至整个科技板块的影响。本文对美国历史反垄断周期进行总结，并对三个反垄断经典案例进行回顾剖析，进而对谷歌以及美国数字科技行业面临的后续可能情景进行推演。
- **美国反垄断历史：反垄断周期的本质是效率与公平的博弈。**美国反垄断大致经历了四个阶段，从反垄断初步兴起，到哈佛学派引领反垄断高峰，再到芝加哥学派崛起后的反垄断退潮。2016 年以来，沉寂已久的反垄断思潮有卷土重来的迹象。回顾历史，可以看到反垄断周期的本质是经济效率和社会公平之间的博弈与制衡。在贫富差距较大的时期，反垄断思想更容易传播扩散。在经济萧条和社会动荡的时期，市场更加注重生产效率，反垄断思想往往呈现退潮。
- **美国两党与反垄断：民主党坚定，共和党相对宽松，但近年来两党态度逐渐趋同。**美国两党的态度差异可能会导致反垄断呈现小周期波动的特征。从历史上看，民主党对反垄断的态度更加坚定，民主党党纲中提及“反垄断”一词的次数较共和党明显偏多。但如今随着美国社会的撕裂越发严重，贫富差距再度达到历史高位（上一次高位正是 20 世纪 40 年代反垄断高峰开启之时），两党在反垄断方面的意见开始趋同，民主党对反垄断的态度严厉，2016 年大选后的特朗普任期内“时松时紧”。今年的总统大选并未谈及太多反垄断话题，目前预计两名候选人可能会延续各党派上一任的风格，哈里斯或延续拜登的严厉反垄断执法，特朗普可能会继续当前的科技反垄断执法案件，但会为科技并购开绿灯。
- **反垄断案例回顾：微软，反复拉扯后的“幸免于难”。**微软在反垄断案中态度较为“刚硬”，因此过程显的颇为曲折。从市场影响来看，2000 年 4 月法院的结论成为互联网泡沫破裂的直接导火索。从个股表现来看，除个别关键时点对股价形成负面冲击外，反垄断案与股价关联度有限。从盈利来看，反垄断案进入后期阶段时，微软与标普 500 的 EPS 比值确实有所放缓，在 2001 年 9 月明确公司不需要拆分后，EPS 比值再创新高。**IBM，主动妥协后的安全着陆。**IBM 在整个反垄断过程中一直采取妥协的态度，这为行业上下游提供了更为友好的发展空间，微软、英特尔等 IBM 上游公司自 80 年代中期后盈利持续提升。从 IBM 本身来看，反垄断案对其盈利和股价的影响并不直接，但耗时极长的反垄断纠纷耗费了公司许多的钱财与精力，间接导致了 IBM 发展滞缓。**AT&T，一分为八后的轻装上阵。**AT&T 在 1984 年正式拆分后，新 AT&T 继承并专注于长途电话业务，反而得到了较好的发展，从相对股价和业绩来看，新 AT&T 在分拆后的很长一段时间内持续保持向上的发展。
- **谷歌后续情景推演：参考微软案例，取消某些独家协议的概率较大。**后续谷歌可能会面临两种情形：一是取消某些独家协议，让用户更容易切换至其他搜索引擎，类似于 IBM 和微软解除捆绑销售；二是将安卓操作系统和 Chrome 浏览器业务部门进行分拆。当前法院认为谷歌案与当初的微软案颇为相似，因此可以参考微软的结论。我们认为谷歌的情况好于当初的微软，一是源于法院大概率会吸取微软案时的教训，避免做出争议较大的判决；二是谷歌同样会吸取教训，增加与监管部门的沟通。但无论如何，在美国贫富差距再度达到高位、美国两党对反垄断的意见趋同的背景下，谷歌等大型科技公司大概率会迎来更为严苛的反垄断环境。本次谷歌反垄断案直接影响到其核心的广告业务，可能会导致后续连锁反应，市场或担忧其收入增速下滑，影响 AI 投入力度，进而导致市场风险偏好下降，引发科技板块调整。
- **风险提示：**科技板块风险偏好受制；全球经济景气不及预期；地缘局势升级超预期。

## 内容目录

1. 美国反垄断的周期特征 .....	4
1.1. 反垄断的历史演变：脱胎于贫富差距，消弭于经济萧条 .....	4
1.2. 美国两党与反垄断：民主党坚定，共和党多变 .....	5
2. 美国反垄断经典案例回顾 .....	6
2.1. 微软：反复拉扯后的“幸免于难” .....	6
2.2. IBM：主动妥协后的安全着陆 .....	7
2.3. AT&T：一分为八后的轻装上阵 .....	8
3. 谷歌面临的后续情景推演 .....	9
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 19 世纪 40 年代, 美国前 10% 的富人占据了近 50% 的收入.....	4
图 2: 历史上民主党党纲提及“反垄断”一词的次数更多 .....	5
图 3: 微软相对于纳斯达克的股价比值 .....	7
图 4: IBM 相对于标普 500 的股价与反垄断案相关性有限.....	7
图 5: 80 年代中期开始, IBM 与标普 500 的 EPS 比值震荡下行 .....	8
图 6: 微软、英特尔等公司 80 年代中期后盈利能力持续提升 .....	8
图 7: Baby Bells 分布 .....	8
图 8: 新 AT&T 相对于标普 500 的股价比值震荡上行 .....	9
图 9: 新 AT&T 相对于标普 500 的业绩呈向上趋势 .....	9

## 1. 美国反垄断的周期特征

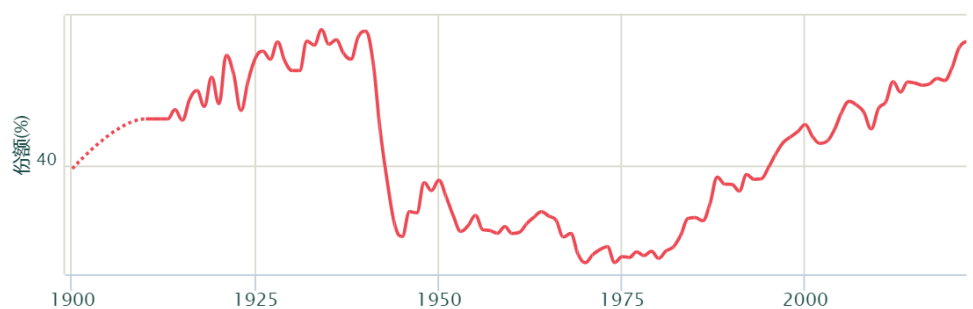
### 1.1. 反垄断的历史演变：脱胎于贫富差距，消弭于经济萧条

从大周期的角度来看，我们认为美国反垄整体经历了以下四个阶段，本质是社会公平与效率的博弈：

**第一阶段：19 世纪末-20 世纪 30 年代，反垄断初期，政策基调相对宽松，反垄断活动较少。**19 世纪末，美国在经历了镀金时代的快速发展后，越来越多的人开始对垄断表现出担忧，一方面，人们认为垄断会人为的抬高物价，导致经济动荡。美国经济自 1873 年起频繁波动，每隔 5-6 年便会出现严重危机。另一方面，对新生富人阶层的反感也进一步强化了反垄断的意愿。1890 年，《谢尔曼反托拉斯法》通过；1911 年，美国最高法院裁决标准石油公司违反垄断法，下令将其分解成 90 个独立的公司；1914 年《克莱顿反托拉斯法》通过。但整体来看，该阶段的反垄断还处于初期阶段，20 世纪初，法院将理性原则适用于反垄断案件，即如果某些贸易限制是合理的，那它们是可以被允许的，政策基调相对较为宽松。20-40 年代间反垄断活动较少，尤其是在 1929 年大萧条之后，罗斯福新政更倾向于经济规划和公平竞争的行业准则，新政还放弃了反托拉斯诉讼，政府通常更倾向于与行业进行合作，而不是强有力的反垄断执法。

**第二阶段：20 世纪 40 年代-70 年代，美国贫富差距扩大并达到历史高位，进入反垄断高峰期。**随着美国贫富差距不断加大和大萧条影响的逐渐消弭，反垄断的思想卷土重来并较此前进一步强化。1940 年美国前 10% 的富人占据了近 50% 的收入，几乎达到 1900 年以来的最高水平。1938 年，罗斯福任命瑟曼·w·阿诺德到司法部反托拉斯处，从而恢复了反托拉斯法。40 年代初，最高法院放松了联邦政府在反垄断方面的监管限制。在这个阶段中，哈佛学派的思想占主导，其遵从结构-行为-绩效范式，认为市场结构起决定性作用，如果市场结构高度集中，则必然存在反竞争的企业行为，因此哈佛学派倾向于对垄断行为采取干预，强调法院构建规则来防止反竞争行为。期间关注度比较高的反垄断包括 1969 年美国司法部起诉 IBM，1974 年起诉 AT&T 公司等。

图 1：19 世纪 40 年代，美国前 10% 的富人占据了近 50% 的收入



资料来源：world inequality database, 德邦研究所

**第三阶段：20 世纪 70 年代末-2015 年，反垄断退潮。**该阶段又可分为两部分，20 世纪 70 年代-90 年代，芝加哥学派崛起，反垄断政策和执法力度开始下降。70 年代，美国持续的通货膨胀、日益降低的生产效率、不断增加的财政赤字使公众的注意力转移至经济效率，对于政府过多地干预经济开始产生质疑，也直接导致了反垄断思想的转变。最具代表性的是芝加哥学派，其主要观点有二：一是反垄断法应该以经济效率，也就是消费者福利最大化为目标；二是相信市场自身的效率，而政府的干预往往是无效率的。20 世纪 90 年代-2016 年，在哈佛学派

和芝加哥学派中寻找平衡。自 20 世纪 90 年代以来，美国最高法院承认芝加哥学派的反垄断观念存在局限性，新的思想借鉴了芝加哥学派的理论和实证工作，更多是在芝加哥学派与哈佛学派之间寻找新的平衡。

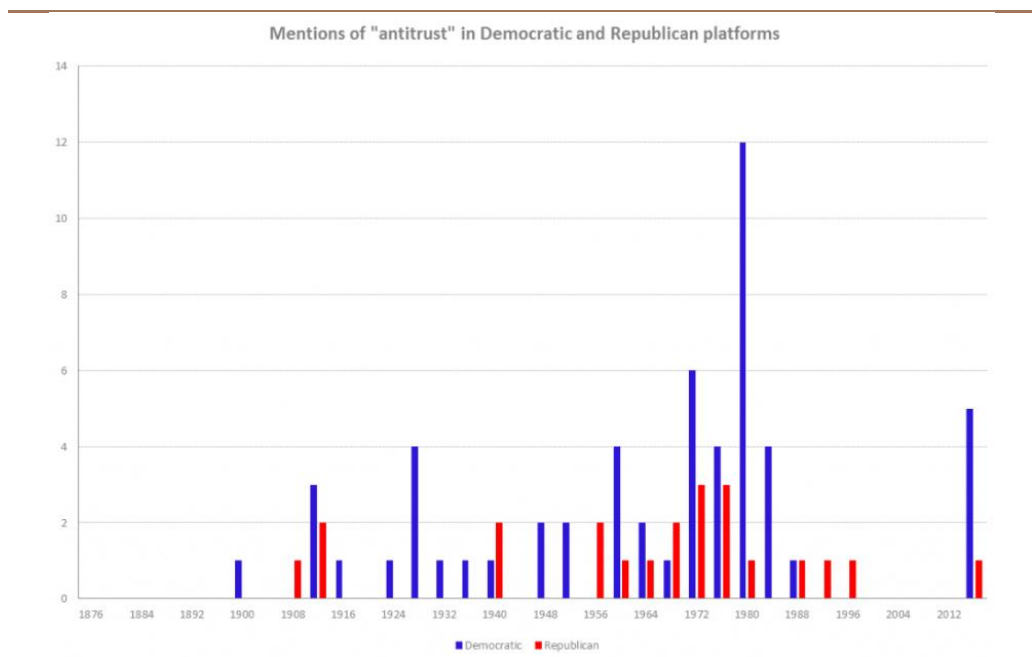
**第四阶段：2016 年至今，反垄断卷土重来。**随着美国贫富差距再度扩大，反垄断的思想在 2016 年左右开始重新升温，从图 2 可以看到，在美国两党的党纲中，2016 年之前的 28 年均没有再提及“反垄断”，直到 2016 年民主党党纲再度出现该词。2020 年，全球范围内均出现强化反垄断的趋势，2020 年 10 月美国司法部对谷歌发起诉讼，指控其利用反竞争策略保持或扩大在网络搜索服务领域的垄断地位；同年，我国公布《反垄断法》修订草案。

总结上述反垄断的演变，可以看到其本质是经济效率和社会公平之间的博弈与制衡。在贫富差距较大的时期，反垄断思想更加深入人心。在经济萧条和较为动荡的时期，市场更加注重生产效率，反垄断思想退潮。

## 1.2. 美国两党与反垄断：民主党坚定，共和党多变

美国两党对反垄断的态度差异可能会导致反垄断呈现小周期波动的特征。从历史上看，民主党对反垄断的态度更加坚定，民主党党纲中提及“反垄断”一词的次数较共和党明显偏多。

图 2：历史上民主党党纲提及“反垄断”一词的次数更多



资料来源：PROMARKET，德邦研究所

但如今随着美国社会的撕裂越发严重，两党在反垄断方面的意见开始趋同，反垄断似乎已经成为一种政治正确的符号。特朗普在上一届任期时，当选不久便阻止了 AT&T 和时代华纳的并购。但特朗普任期中的反垄断行为“时松时紧”，例如美国司法批准了迪士尼收购 21 世纪福克斯娱乐资产的交易，特朗普政府司法部反垄断部门负责人马坎·德拉希姆曾在 Sprint 和 T-Mobile 合并时努力确保交易顺利进行。民主党则秉承一直以来坚持反垄断的态度，2023 年拜登的监管机构发起了创纪录的 50 起反垄断执法行动，并购数量降至 10 年来的最低水平。

今年的总统大选并未谈及太多反垄断话题，目前市场预计两名候选人可能会延续各党派上一任的风格，哈里斯可能会延续拜登的严厉反垄断执法，特朗普可能会继续推进当前的科技反垄断执法案件，但会为科技并购开绿灯。



## 2. 美国反垄断经典案例回顾

### 2.1. 微软：反复拉扯后的“幸免于难”

首先回顾一下微软反垄断案的前因后果，整体来看该案可分为三个阶段，对市场的影响逐级加深。

**第一阶段（1991-1995年）：达成调解协议。**早在1991年，联邦贸易委员会就开始对微软公司是否有将磁盘操作系统与应用软件捆绑销售的行为进行调查。1993年7月该委员会就是否正式对微软提出起诉进行表决，5名委员会中有一人因与此案有潜在利益关系而申请回避，表决结果陷入2比2的僵局。之后联邦司法部接手此案，并于1994年7月与微软达成调解协议。1995年8月得到法庭批准，成为调解裁决，对微软公司的视窗操作系统许可证的发放做出了一些限制。

**第二阶段（1997-1998年）：联邦司法部第一次诉讼，微软胜诉。**随后在英特网的发展中，微软在产品销售中把Internet Explorer浏览器作为个人计算机制造商申请视窗95使用许可证的条件，配备在操作系统软件中推出。此举引起联邦司法部关注，1997年10月20日，联邦司法部提起诉讼，指控微软公司违反1995年的调解裁决，司法部长要求判处微软在违法期间每天100万美元罚款。法庭于1997年12月17日以“证据不足”的理由驳回了对微软处以罚款的请求。但在1998年初，联邦地区法院作出正式裁决，认为微软违反了调解协议，命令该公司从视窗95操作系统中拆除Explorer浏览器。随后微软公司向哥伦比亚特区巡回法院提出上诉，1998年6月23日，巡回法院作出终审裁决，微软赢得本次官司。

**第三阶段（1998-2001年）：联邦司法部第二次诉讼，微软败诉并面临拆分，后达成和解协议。**1998年5月18日，在巡回法院作出部分裁决之后，联邦司法部联合19个州再次向哥伦比亚特区联邦地区法院提起诉讼，指控微软公司违反联邦反托拉斯法；1999年11月5日，地区法院公布事实认定书，认定微软公司是一家垄断公司，认定书是正式判决的重要依据；2000年4月1日，双方宣布调解失败；2000年4月3日，法院公布结论，认为微软确实违反了《谢尔曼反托拉斯法》；同年6月7日，法院作出正式判决，命令微软公司一分为二，一部分运营操作系统业务，另一部分运营其它软件业务；微软提起上诉，2001年6月，上诉法院以7:0的投票结果推翻了地区法院的判决；2001年9月6日，司法部宣布将不再寻求微软的拆分；2001年11月2日，联邦司法部与微软就案件达成了和解，微软与第三方公司共享API，承诺放弃可能危害竞争的排他性交易。

**市场表现：**从市场整体影响来看，2000年4月3日法院对微软反垄断案的结论成为互联网泡沫破裂的直接导火索，当日纳斯达克指数跌超7%，当然该案更多是“压死骆驼的最后一根稻草”，真正导致互联网泡沫破裂是积蓄已久的估值风险。从个股表现来看，反垄断案过程中的大多负面因素似乎与股价关联度有限，除了1998年6月微软胜诉后微软/纳指的相对价格快速上涨、1999年11月法院认定微软是垄断公司后相对价格的快速下挫以外，其余事件冲击对于相对价格的影响有限，体现为事件发生时点与股价波动的咬合不紧密。这或许可以理解为，在整个行业蓬勃发展+公司盈利能力不断增强+市场情绪高涨之际，普通的事件性冲击对股价的影响相对有限。从公司盈利来看，在反垄断案进入第三阶段后，微软与标普500的EPS比值确实有所放缓，在2001年9月明确公司不需要拆分后，EPS比值再创新高。

长期来看，微软反垄断案确实使得谷歌等诸多公司受益。1999年微软的Internet Explorer浏览器市占率达到了99%，达成和解协议之后，IE浏览器的份额开始下降，2010年降至50%以下。期间许多竞争者相继入场争夺“浏览器蛋糕”，Opera、Safari、Google Chrome等，其中谷歌的Chrome浏览器在各大竞争中脱颖而出，截止2024年，根据市场调查机构Statcounter的最新报告，2024年2月谷歌Chrome浏览器以65.38%的市场份额稳居全球浏览器份额第一，苹果Safari浏览器以18.31%位居第二、微软Edge浏览器以5.07%位居第三。

图 3：微软相对于纳斯达克的股价比值



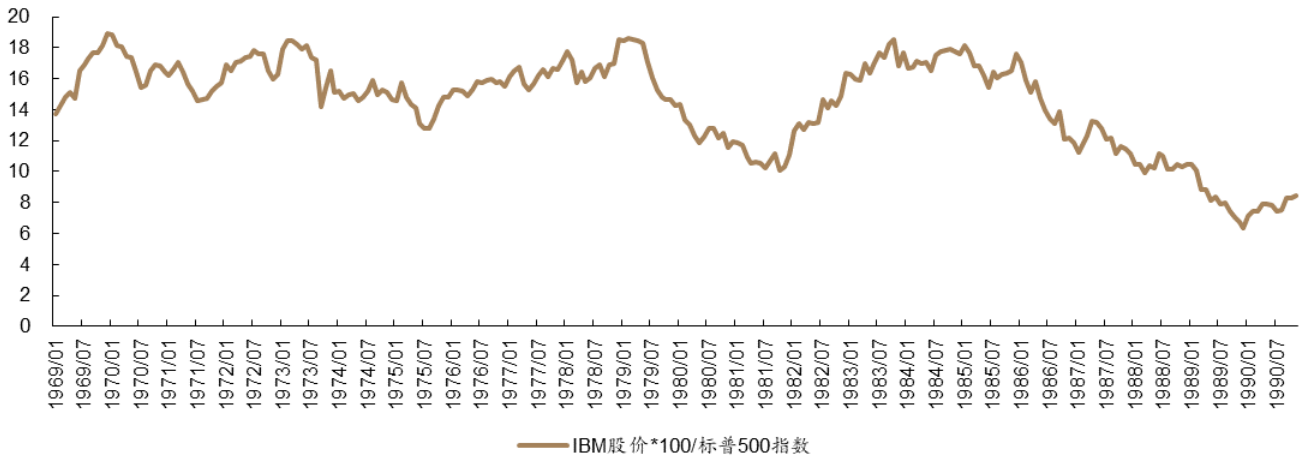
资料来源：《微软垄断案解析》胡国成，Wind，德邦研究所  
注释：红色代表对公司有利，灰色代表对公司影响偏负面

## 2.2. IBM：主动妥协后的安全着陆

回顾 IBM 的反垄断历程，IBM 于 1952 年推出了第一台计算机，并在 20 世纪 60 年代和 70 年代占据了 70% 的市场份额。1969 年 1 月 17 日，美国司法部提起针对 IBM 的诉讼，称 IBM 垄断或试图垄断通用电子数字计算机系统市场，特别是主要为商业设计的计算机，违反了《谢尔曼反托拉斯法》，并试图将其拆分为可相互竞争的较小的公司。被起诉后，IBM 宣布将捆绑式销售软件和服务的模式改为分别计价销售，意味着 IBM 在策略性服软。随后 IBM 又改变过去软硬件生态闭环的做法，CPU 采购自英特尔，操作系统由微软编写，同时开放软硬件技术标准，允许中小企业制造 IBM/PC 兼容机。但这场官司仍然旷日持久，最终在 1982 年 1 月 8 日，助理司法部长威廉·巴克斯特宣布该案“毫无根据”，并撤销了指控。

从市场表现来看，IBM 股价\*100/标普 500 指数的价格比值在 1969-1979 年间整体宽幅震荡，并没有明显受到反垄断案的影响。1979 年-1981 年相对价格的下跌也很难被归因于反垄断案。但耗时极长的反垄断纠纷耗费了公司许多的钱财与精力，间接导致了 IBM 发展滞缓，80 年代中期开始公司盈利能力放缓，EPS 震荡下行。长期来看，IBM 的妥协为行业上下游提供了更为友好的发展空间，微软、英特尔等 IBM 上游公司自 80 年代中期后盈利持续提升，相对于标普 500 的 EPS 比值上行。

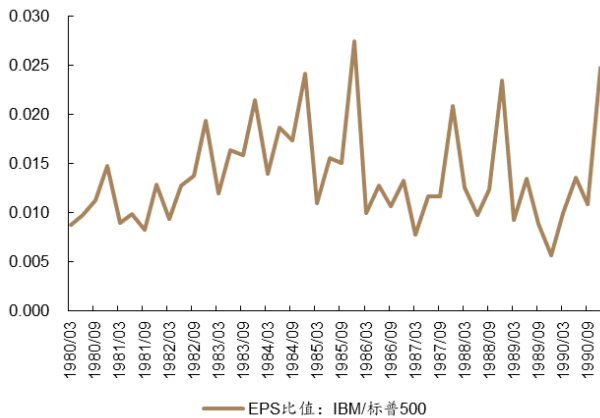
图 4：IBM 相对于标普 500 的股价与反垄断案相关性有限



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

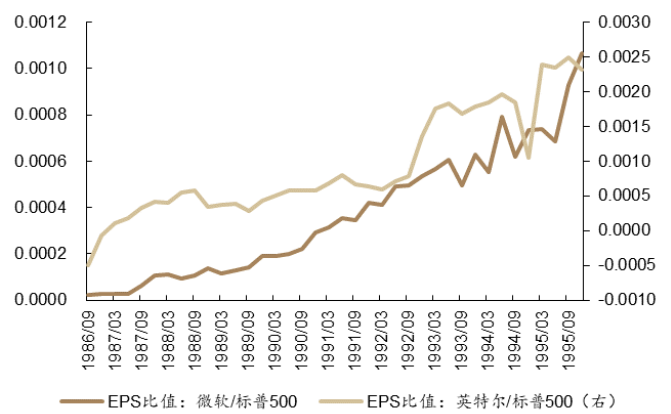
注：由于纳斯达克指数时间区间有限，上图的股价比值的分母采用标普 500 指数

图 5：80 年代中期开始，IBM 与标普 500 的 EPS 比值震荡下行



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 6：微软、英特尔等公司 80 年代中期后盈利能力持续提升



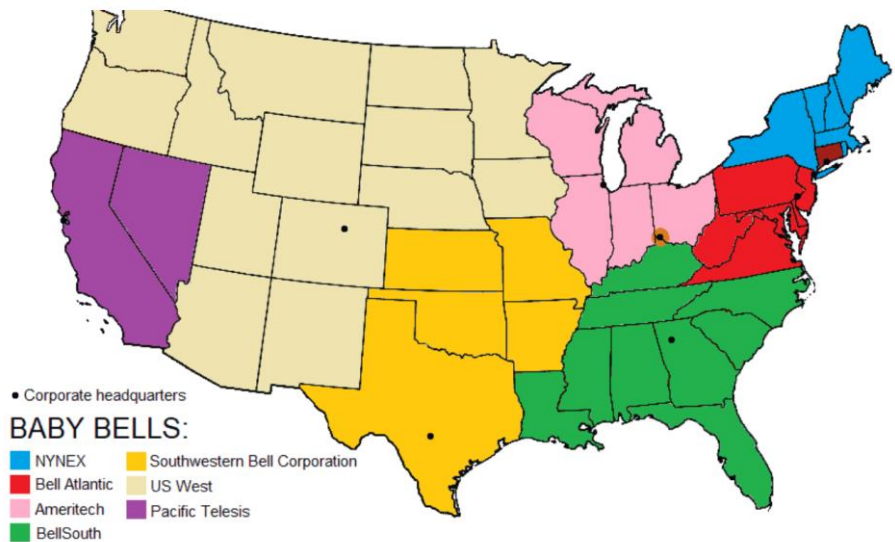
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

### 2.3. AT&T：一分为八后的轻装上阵

1885 年，美国电话电报公司（AT&T）成立，为全美提供长途服务。AT&T 是一家垂直整合的组织，多年来利用强大的实力收购较小的地区性公司。在整个 20 世纪，AT&T 都在努力巩固对全国电话系统的控制，因此成为多起反垄断诉讼的目标。1913 年，在美国司法部的威胁下，AT&T 同意出售其在西联汇款的控股权，并在收购更多独立电话公司之前寻求政府批准。在之后的日子里，AT&T 继续发展其电话业务，最终覆盖了美国 90% 的家庭。1974 年，美国司法部起诉 AT&T，要求解散组织。1982 年 1 月，为结束这场持续近八年的诉讼，AT&T 同意将业务拆分为七家规模较小的地区运营公司，即“Baby Bells”。到 1984 年，AT&T 仅保留了长途业务、贝尔实验室和西部电气。

图 7：Baby Bells 分布

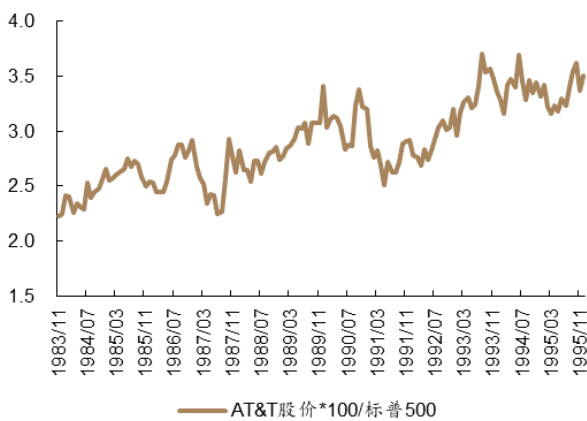




资料来源：HISTORY FACTORY，德邦研究所

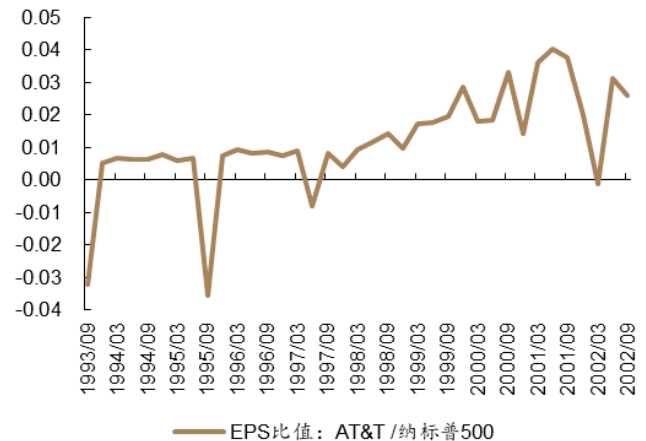
拆分后，新 AT&T 继承并专注于长途电话业务，反而得到了较好的发展，从相对股价和业绩来看，新 AT&T 在分拆后的很长时间内一直保持向上的趋势。

图 8：新 AT&T 相对于标普 500 的股价比值震荡上行



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 9：新 AT&T 相对于标普 500 的业绩呈向上趋势



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

### 3. 谷歌面临的后续情景推演

回顾此次谷歌反垄断案的事件前后：2020 年 10 月 20 日，美国司法部联合 11 个州向谷歌提起了诉讼，指控谷歌通过签署排他性协议非法维持其在通用搜索服务市场、搜索广告市场和通用搜索文本广告市场的垄断地位。同年 12 月，以科罗拉多州为首的 38 个州的检察长提起诉讼，对谷歌提出了更多的补充指控。2021 年 1 月，哥伦比亚特区联邦地区法院将上述两个案件合并审理。2021-2023 年间法院进行了充分的案件调查，并于 2023 年 9 月 12 日开启庭审，2023 年 11 月 16 日庭审结束。2024 年 8 月 5 日，法院裁决，认定谷歌搜索业务违反了美国反垄断法。法院宣布，将于 2024 年 9 月 4 日将举行另一场审判，来讨论和决定应该如何处理谷歌的垄断行为。

参考之前美国的反垄断案，谷歌后续大致会面临两种情形：一是取消某些独

家协议，让用户更容易切换至其他搜索引擎，类似于此前 IBM 和微软解除捆绑销售；二是将安卓操作系统和 Chrome 浏览器业务部门进行分拆。

谷歌反垄断案与当初的微软案有诸多相似之处，但我们认为谷歌能够充分吸取微软的教训，因此第一种情形的概率更大。此次宣判的法官梅塔在裁决中指出，本案的最终裁决与微软浏览器市场案的结论颇为相似，意味着谷歌反垄断案可以很大程度上参考微软当初的情形。但我们认为谷歌当前的情况好于微软案，原因有二：第一，虽然微软曾被判决一分为二，但该判决也引发了很大争议，最终被上诉法院推翻。如今美国司法部预计也会吸取当初的教训，大概率不会做出争议较大的判决。第二，微软在整个诉讼过程中一直采取“对抗”的态度，比尔盖茨不愿承认微软有不恰当的行为，其在法庭上的傲慢态度也进一步激化了舆论的不满，为微软增加诸多负面影响。在 2020 年，盖茨给陷入反垄断官司的谷歌、苹果等公司提出的建议是多和监管机构沟通。此次谷歌的反垄断案如果能够充分吸收微软的教训，那么整个诉讼过程大概率不会如此坎坷，也不会引发如微软当初那般的公关危机。

但无论如何，在当前美国贫富差距再度达到历史高位、美国两党对反垄断的意见趋同的背景下，谷歌等大型科技公司大概率会迎来更为严苛的反垄断环境。本次谷歌反垄断案直接影响到其核心业务——广告业务，可能会导致一系列的连锁反应，例如公司收入增速下滑，间接影响到其在 AI 产业的投入力度。又或是像 IBM 那样，在漫长的诉讼中不断分散精力和做出妥协，从而影响到公司中长期发展。

市场影响方面，我们认为谷歌的反垄断案带来的影响路径并不明晰。如果反垄断案的判决结果相对温和，则当前的产业趋势可能不会受到太大冲击；但若判决结果超出市场预期，在当前美股科技板块交易拥挤度偏高的背景下，容易造成市场风险偏好回落，进而引发市场调整与剧烈波动。

#### 4. 风险提示

1) 科技板块风险偏好受制。若谷歌反垄断案进展不顺利，判决结果的负面程度超出市场预期，则可能会导致市场对科技板块的风险偏好降低。

2) 全球经济景气度不及预期。美国经济呈现转弱迹象，若全球经济进入下行周期，市场也将迎来负面冲击。

3) 地缘政治局势超预期。如果巴以、伊朗或俄乌冲突升级，将引发全球避险情绪升温，带动市场剧烈波动。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

薛威，德邦证券海外市场研究组长，资深分析师。深耕海外市场多年，作为团队核心成员获得过金麒麟菁英分析师第二，多次获得 Wind 年度金牌分析师前三，在《财经》、《国际金融》、《中国外汇》等期刊发表文章多次，兼具“自上而下”和“自下而上”的视角，践行“上下求索，慎思笃行”。

谭诗吟，海外市场分析师。具有国内国际双重视野，作为团队核心成员多次获得 Wind 金牌分析师前五，在《新财富》、《中国证券报》等期刊与媒体上多次发表文章，对美股、港股、新兴市场、黄金等投资理解深刻。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；  <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明	
	股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
			增持	相对强于市场表现 5%~20%；
			中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
			减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
			中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。