

自发性消费增长的契机与前景

—2010 年第 20 周宏观周报



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

学术顾问

陆磊
(0755) 8249 2062
lulei@lhqz.com

分析师

张晶
SAC 执业证书编号: S1000208100156
(0755) 8249 2011
zhangjing@lhqz.com

陈勇

SAC 执业证书编号: S0850108072996
(021)2010 6011
chenyongsz@lhqz.com

联系人

蔡键
(0755) 8236 4415
caijian@lhqz.com

汪毅

(021) 6849 8613
wangyijis@lhqz.com

主要观点

- 政策刺激对消费增长动力的持续拉动是值得怀疑的。我们认为，自发性消费增长的源动力还是居民可支配收入的增长及其可持续的预期。尽管高额群众消费的时代是代表一个社会在技术上达到成熟和实际人均收入达到一定水平后可能选择的发展方向。但是经济体在技术上达到成熟和任何特定的人均消费水平之间，显然并没有固定的联系，这之中的可变因素主要取决于社会人口和资源的对比关系，以及这个经济体分配收入的政策。
- 人均 GDP 与人均可支配收入之间的差异由一国收入分配制度带来。我国人均 GDP 与人均可支配收入之间的“缺口”呈迅速扩大的趋势，这正是由我国以往资源向资本倾斜的经济发展模式所决定。随着经济可持续发展的迫切性，以及欧美经济增长缺乏内生性需求，将促使中国经济增长必须走向转型之路。未来城镇化的推进将给我国收入分配机制带来改善的契机。
- 根据罗斯托的经济成长的六个阶段理论，即便是从乐观估计，我国也处于第五阶段——高额群众消费阶段的初期至中期，该阶段耐用消费品为经济体的主导部门。我们研究了我国有代表性的居民收入与耐用消费品拥有量的相关数据，发现，传统的耐用消费品：彩色电视机饱和度已较高，空调的拥有率还有提升空间；新兴的耐用消费品：移动电话的饱和度也较高，而家用电脑的拥有率仍有提升空间。最有意思的是家用汽车，它作为一种标有奢侈品属性的耐用消费品，其东、中、西部的消费偏好存在明显差异。我们认为，随着城镇化的推进，收入分配制度的改善，将给中、西部的汽车消费带来较大的提升空间。
- 结合本周海内外相关经济走势，上周公布的一系列经济指标和事件显示在债务危机愈演愈烈之际，经济复苏疲弱依旧。
- 不过，最近国内一连串政策动向都值得投资者积极关注，包括促进民间投资新三十六条、中央项目投资加快拨付，以及住建部与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订 2010 年住房保障工作目标责任书。整体而言，我们对 2010 年固定资产投资变得乐观。虽然房地产调控政策将打压商品房开工建设，但保障房建设可以弥补商品房建设的大部分缺口，对上下游行业的拉动作用也将延续。基于政策对调结构的倾向性判断，我们暂时维持对全年 20% 固定资产投资增速预测。

目 录

本周专题：自发性消费增长的契机与前景	4
依赖政策刺激的消费增长不可持续.....	4
自发性消费增长的必要条件：可支配收入上升到一定阶段，并存在持续预期..	4
居民可支配收入增速加快的契机：“城镇化”推广将带来收入分配结构的改善.	5
消费亮点：经济成长的第五阶段，以耐用消费品为主导.....	6
中国各地区收入与耐用消费品的增长关系.....	7
本周观点：	10
海外经济：失业率仍处高位，经济复苏疲弱依旧.....	10
国内经济：政策在保增长和调结构之间维持平衡.....	11
未来一周可关注的经济数据	13

图表目录

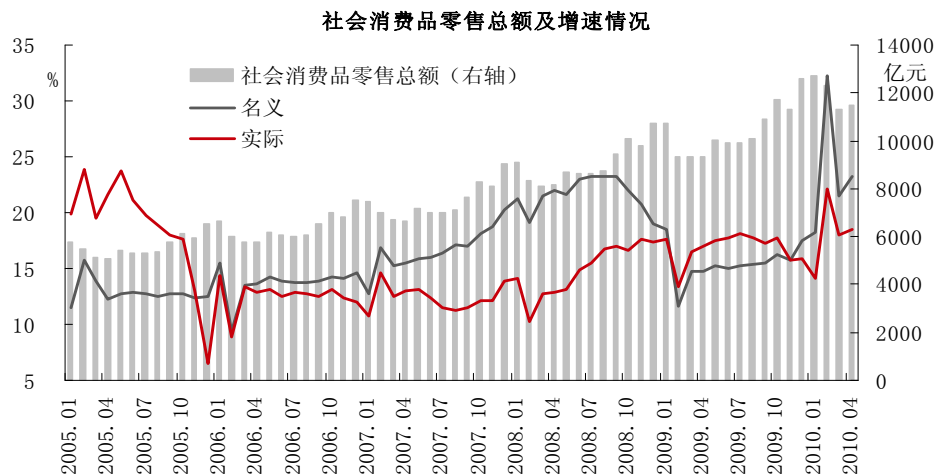
图 1、我国社会消费品零售总额及增速情况.....	4
图 2、我国人均 GDP 与人均可支配收入的差异逐渐扩大.....	4
图 3、美国人均 GDP 与人均可支配收入间差异不大.....	5
图 4、我国城镇居民人均可支配收入实际增速仍在下降.....	5
图 5、我国各地区城镇居民人均全年可支配收入 7 年来的变化.....	8
图 6、收入与耐用消费品拥有量的线性关系：移动电话与家用电脑.....	8
图 7、收入与耐用消费品拥有量的线性关系：彩色电视机与空调机.....	9
图 8、收入与耐用消费品拥有量的线性关系：家用汽车.....	9
图 9、我国汽车消费相当于美国 1915-1918 年间水平.....	10
图 10、我国汽车消费相当于日本 1965-1968 水平.....	10
表 1、罗斯托经济成长的六个阶段.....	7
表 2、未来一周可关注的经济数据及指标.....	13

本周专题：自发性消费增长的契机与前景

依赖政策刺激的消费增长不可持续

今年一季度社会消费品零售总额名义增速创新高，但实际增速已出现疲弱姿态。对于消费而言，如果未来增长动力仍然来自于政策刺激，则其持续性是值得怀疑的。

图 1 我国社会消费品零售总额及增速情况

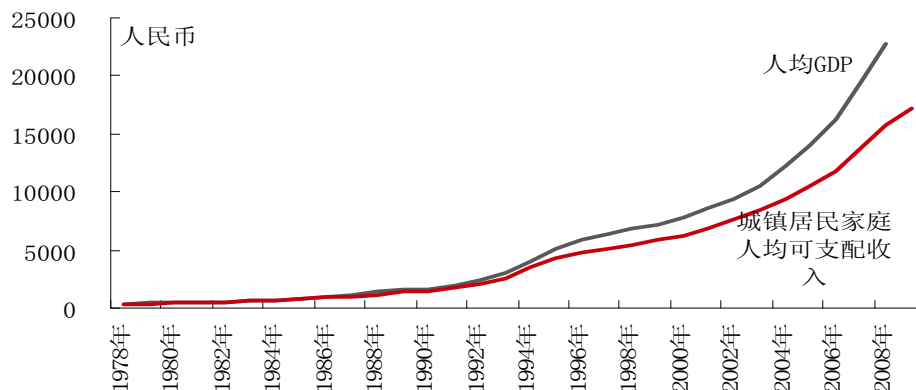


数据来源：WIND、华泰联合证券研究所。

自发性消费增长的必要条件：可支配收入上升到一定阶段，并存在持续预期

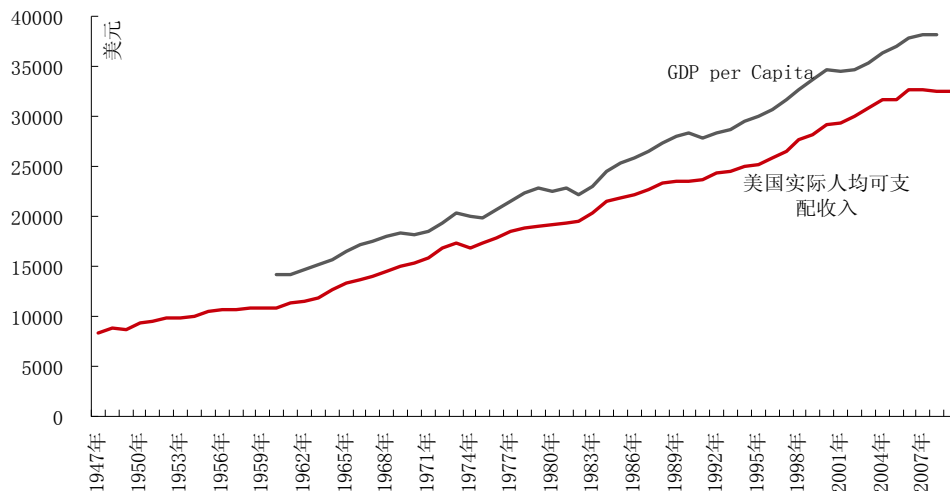
人均 GDP 的增长，意味着人的经济生存环境的改善、信息资源的扩大，从而导致人们对消费满足感的要求提高。因此，研究者通常用人均 GDP 水平达到多少水平来衡量一个经济体是否面临向消费社会转型。但是我们发现，人均 GDP 与居民可支配收入之间，存在着分配结构带来的差异化。图 2、图 3 的比较中可看出，不同发展模式下人均可支配收入与人均 GDP 的差异性是较为明显的。因此，消费增长最终依赖的，还是居民实际可支配收入的增长，及其可持续的预期。

图 2 我国人均 GDP 与人均可支配收入的差异逐渐扩大



数据来源：BLOOMBERG、WIND、华泰联合证券研究所。

图 3 美国人均 GDP 与人均可支配收入间差异不大



数据来源: BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所。

居民可支配收入增速加快的契机: “城镇化” 推广将带来收入分配结构的改善

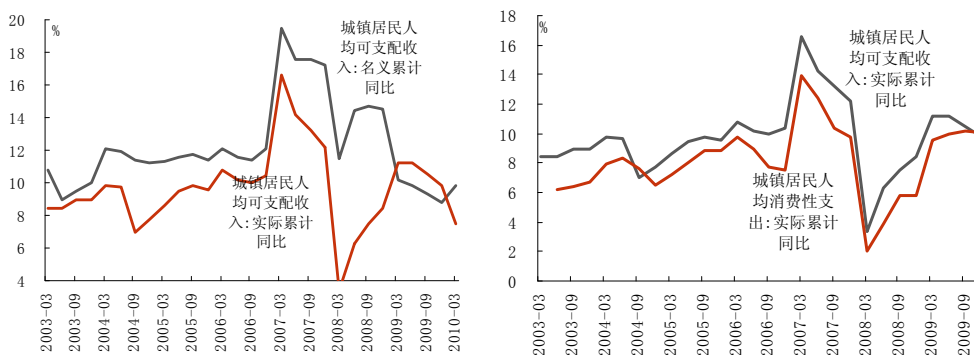
“城镇化” 的经济背景

- 1、经济可持续发展的迫切性, 将要求资本从重工业向轻工业与服务业的倾斜;
- 2、欧美经济增长缺乏内生性需求, 促使中国经济增长必须走向转型之路。

因此, “城镇化” 不是对现有城市经济发展规模的简单扩大, 它带来的也不仅仅是城市人口的增加, 更重要的, 是经济发展方向的调整与改善, 给经济注入多样性的元素。

“城镇化” 推广, 在增加居民可支配收入的同时, 还将改善收入分配结构, 构成收入可持续发展的预期。

图 4 我国城镇居民人均可支配收入实际增速仍在下降



数据来源: WIND, 华泰联合证券研究所。

消费亮点：经济成长的第五阶段，以耐用消费品为主导

罗斯托的经济成长阶段理论，将经济发展历史分为了六个阶段：传统社会阶段、为起飞创造前提阶段、起飞阶段、向成熟推进阶段、高额群众消费阶段以及追求生活品质阶段。

高额群众消费的时代是代表一个社会在技术上达到成熟和实际人均收入达到一定水平后，可能选择的发展方向。虽然在向成熟推进时人均收入将会增加，人均消费通常也会增加，可是在技术上达到成熟和任何特定的人均消费水平之间，显然并没有固定的联系，这之中的可变因素主要取决于社会人口和资源的对比关系，以及这个经济体分配收入的政策。而在资源全球配置效率逐渐提高的背景下，一国收入分配制度对消费增长的影响就显得尤其重要。

尽管经济成长的过程提高了人均收入，但它不一定就会使各国人均收入都一致，也甚至不会使一个国家内各区域的人均收入一致。比如加拿大等国家，甚至还有些社会在技术上还没有达到成熟阶段之前就已经进入高额群众消费时代了。

尽管我国不同区域之间存在较大差异，不过即便乐观估计，我国也应该处于高额群众消费阶段初期至中期。该阶段经济的主导部门转向耐用消费品的生产，社会对高额耐用消费品的使用普遍化，人们的生活方式发生了较大变化。我国未来消费升级带来的经济转变，仍将是汽车为代表的耐用消费品行业为主导。

同样的经济增长速度，经济结构不同，就业情况大不一样。在高额群众消费时代，由于投资集中于以不断扩大的消费为基础的工业和服务业。这在某种意义上，需要用充分就业来维持充分就业，因为如果不把消费水平提高，消费品工业的产能及其上游原料供应部门的产能就会出现过剩，因而刺激投资的力量也就会减弱。

表 1 罗斯托经济成长的六个阶段

经济成长阶段	阶段特点	主导部门
传统社会阶段	资源过多配置在农业，而非工业；在社会组织中起主导作用的是家族和氏族；生产力水平很低，人均实际收入仅够维持生存。	农业
为起飞创造前提阶段	金融业开始发展；商业随着交通运输业的改进而正在扩大；农业的发展具有基础性的作用，农业产量的增长具有重要意义，它决定着此过渡时期持续时间的长短；人均实际收入缓慢增长。	食品、饮料、烟草、水泥等工业部门
起飞阶段	阻碍经济增长的问题得到解决，增长成为各部门的正常现象。达到此阶段必须具备三个条件：一是要有较高的积累比例，使积累占国民收入的 10% 以上；二是要建立起飞的主导部门，使它发展较快并带动其它部门增长；三是要有制度上的改革，即建立一种能够保证“起飞”的制度，以推动经济的扩张。此阶段农业劳动力逐渐从农业中解脱出来，进入城市劳动，人均收入大大提高。	非耐用消费品的生产部门（如纺织）和铁路运输业
向成熟推进阶段	经济中已经有效地吸收了当时技术的先进成果，并有能力生产自己想要生产的产品。铁路建筑、钢铁工业以及大量使用钢铁的通用机械、采矿设备、化工设备、电力工业和造船工业等部门的发展，是一国经济“成熟”的标志。在向成熟阶段推进的过程中，成长所依靠的是对供给方面的投资，也就是靠对工业设备部门的投资，并由此带动了经济成长。此阶段对外贸易的作用加强，农业劳动力占全社会劳动者的比重下降。	重化工和制造业
高额群众消费阶段	工业高度发达，经济的主导部门转向耐用消费品的生产，社会对高额耐用消费品的使用普遍化。越来越多的资源用来生产耐用消费品；技术工人和城市人口的比重都比前阶段有一定提高；用来供社会福利和保障之用的一部分资源逐渐增大；人们的生活方式发生了较大变化。	耐用消费品工业（如汽车）
追求生活质量阶段	以服务业为代表的提高居民生活质量的有关部门（包括教育、卫生保健、文化娱乐、市政建设、环境保护等）成为主导部门。这些部门的特点是提供劳务，而非生产物质产品。居民追求时尚与个性，消费呈现出多样性和多变性，人类社会将不再只以物质产量的多少来衡量社会的成就，而还包括以劳务形式、环境状况、自我实现的程度所反映的“生活质量”的高低程度。	服务业部门（如旅游、文教、卫生等）

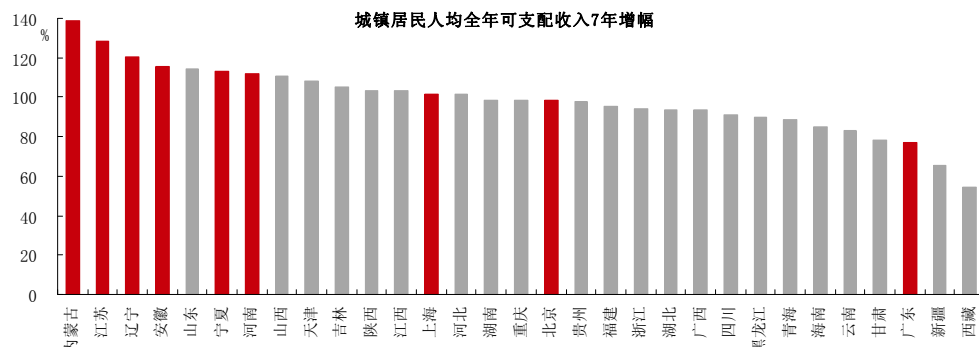
资料来源：罗斯托《经济成长的阶段》

中国各地区收入与耐用消费品的增长关系

去过 7 年里，东、中、西部地区收入增幅最大的前两个地区分别是：江苏、辽宁、安徽、河南、内蒙古、宁夏。

因此，我们将选择这 6 个地区，再加上北京、上海、广东 3 个传统的高收入地区，一共 9 个地区的收入与消费的数据来分析其中暗含的规律和变化。而耐用消费品方面，我们挑选了较有代表性的商品：传统的耐用消费品彩色电视机与空调机，新兴的耐用消费品移动电话与电脑，以及拥有一定奢侈品属性的家用汽车。

图 5 我国各地区城镇居民人均全年可支配收入 7 年来的变化

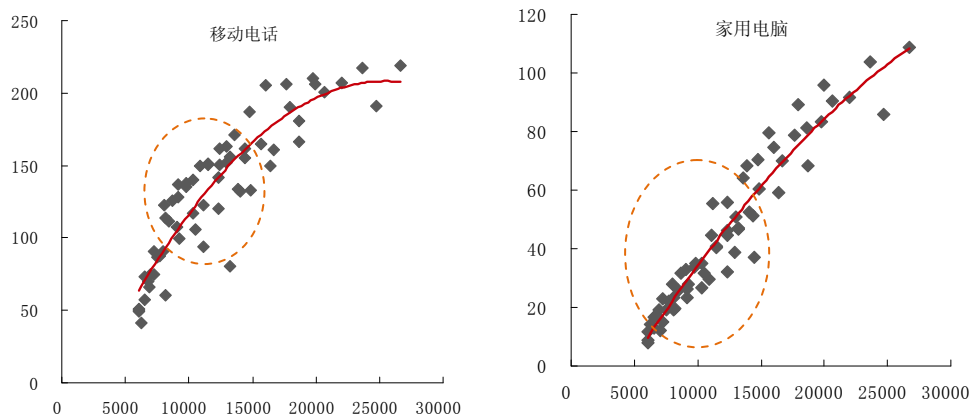


数据来源: WIND, 华泰联合证券研究所。

移动电话与家用电脑作为信息传播的重要媒介,其拥有量与人均实际可支配收入之间的线性关系十分明显。这代表着人们对信息的需求提升,而信息的推广将在很大程度上改变人们的生活方式(详见华泰联合研究所前期研究报告《中国消费社会分析——“由俭入奢”易不易?》)。

值得注意的是:(1)移动电话的家庭拥有率集中在 100-180%间,未来消费的跳跃式提升空间已十分有限;(2)家用电脑目前的家庭拥有率在 20-60%,仍有相当的提升空间。

图 6 收入与耐用消费品拥有量的线性关系:移动电话与家用电脑



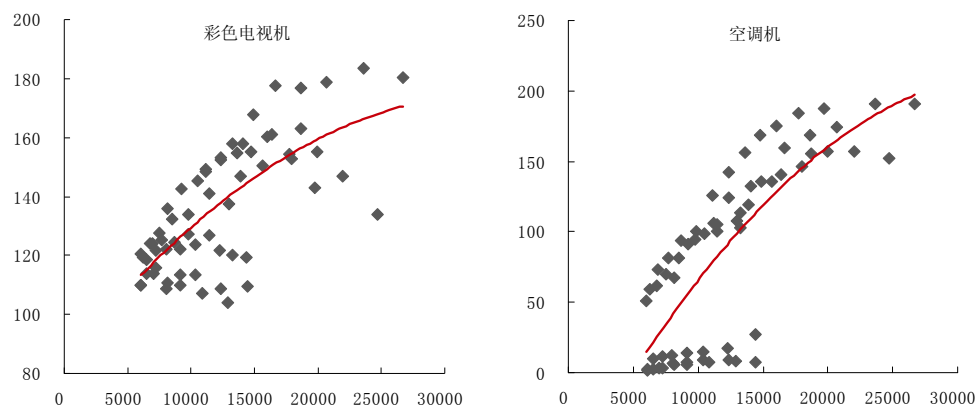
数据来源: WIND, 华泰联合证券研究所。

样本选择: 上海、北京、广东、江苏、辽宁、安徽、河南、内蒙古、宁夏 9 地区数据

彩色电视机作为一种传统的耐用消费品,其推广时间久、程度深,目前我国城镇居民家庭的拥有率已显著超过 100%,故而人均实际可支配收入与拥有量之间的线性关系稍弱。

空调机方面的数据则显示其拥有量与收入之间的线性关系较为突出,但因存在南北地域的天气差异问题,居民的消费偏好不同,因此存在一定的异常散点。但整体而言,其拥有率集中在 50-120%,仍有提升空间。

图 7 收入与耐用消费品拥有量的线性关系：彩色电视机与空调机

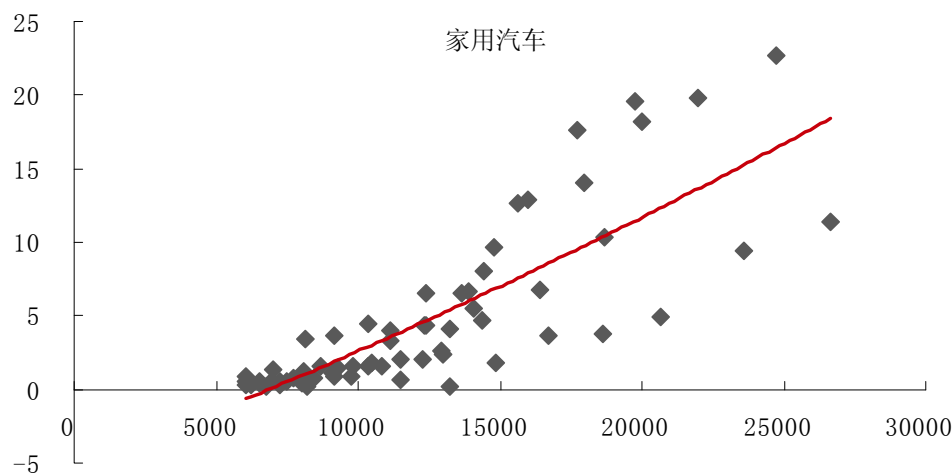


数据来源：WIND，华泰联合证券研究所。

样本选择：上海、北京、广东、江苏、辽宁、安徽、河南、内蒙古、宁夏9地区数据

在我们选择的耐用消费品样本中，最有意思的是家用汽车：家用汽车作为一种标有奢侈品属性的耐用消费品，其东、中、西部的消费偏好存在明显差异。我们认为，随着城镇化的推进，收入分配制度的改善，将给中、西部的汽车消费带来较大的提升空间。

图 8 收入与耐用消费品拥有量的线性关系：家用汽车

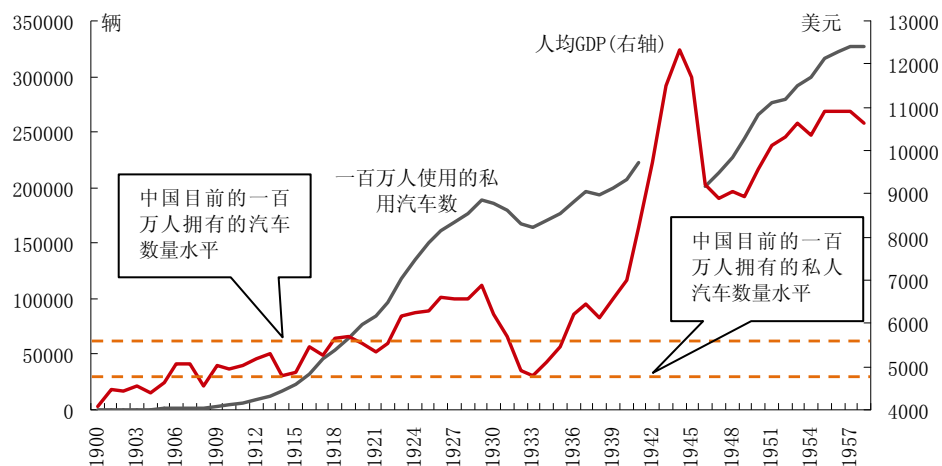


数据来源：WIND，华泰联合证券研究所。

样本选择：上海、北京、广东、江苏、辽宁、安徽、河南、内蒙古、宁夏9地区数据

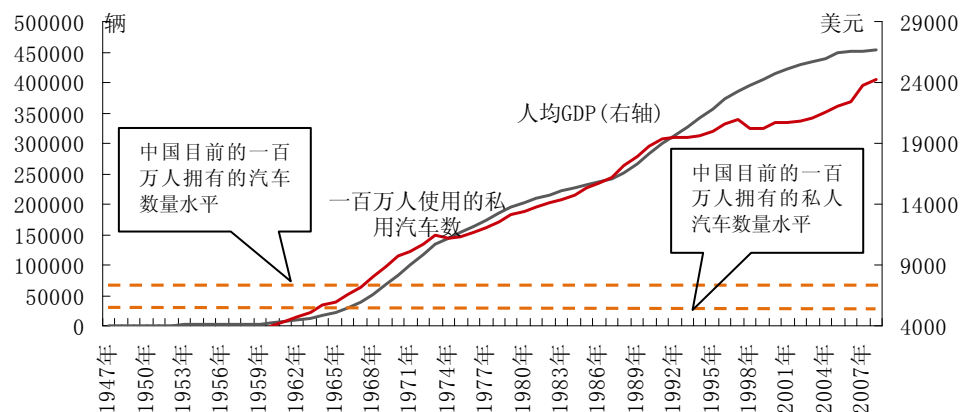
另外可作为中国汽车消费增长仍有较大空间的佐证是两组国际比较数据：我国汽车消费量相当于美国 1915 - 1918 年间的水平，相当于日本 1965 - 1968 年间的水平。这两个时期分别是美国与日本社会向高额消费时代迈进的起步时期。我们期待着收入分配机制变化带来的自发性消费增长的飞跃。

图 9 我国汽车消费相当于美国 1915-1918 年间水平



数据来源: WIND, 华泰联合证券研究所。

图 10 我国汽车消费相当于日本 1965-1968 水平



数据来源: WIND, 华泰联合证券研究所。

本周观点:

海外经济: 失业率仍处高位, 经济复苏疲弱依旧

上周公布的一系列经济指标和事件可谓是交错复杂, 总体上, 目前的市场情绪没有 4 月份那么乐观。

美国房市抵押贷款违约率创逾 10 年高点, 上周初请失业金人数不降反升, 日前公布的澳洲消费者信心指数也意外大幅下降... 系列指标显示在债务危机愈演愈烈之际, 经济复苏疲弱依旧。

与此同时, 美联储公布了 4 月 27, 28 号 FOMC 会议上对美国 2010 年经济增速的评估, 上调了 2010 年 GDP 的预测值, 从 1 月份的 2.8-3.5 上升到 3.2-3.7; 但是我们认为这个判断更多的是基于一到四月份的经济指标, 而目前的情况显然没有 4 月份那么

乐观。

目前，美国就业市场情况：私人企业非农就业人数增加，每周平均工作时间增加，显示出就业市场在逐渐的恢复，而随着经济的逐渐好转，人们对于就业的期望也在上升，从而劳动力参与度逐月在提高，之前选择自愿失业的人口又重新回到了就业大军中，部分人可能是因为财务遇到了困难。一般而言，就业仍然比较困难，且平均失业的时间增加了。最终产生的结果反映在经济指标上就是，非农就业人数在上升，但是失业率仍会在高位徘徊，同时，上周的周首次失业人数上升 2.5 万就印证了这个观点

银行信贷情况：尽管银行调查显示，大部分银行有较强的意愿给消费者发放贷款，但是实际情况是商业银行对贷款的标准仍然很严格。

同步指标走势：工业产值，产能利用率还会进一步上升，温和的补库存进度带动制造业的扩张，同时，外需的增长也对美国的工业产值增长起到了拉动作用，预计制造业的扩张会在二，三季度带动美国经济进一步复苏

库存情况：一季度库存的回补比去年四季度下降了很多，虽然各行业的库存情况不同，但是库存总量和销售总量正趋于一个合适的比例。

汇市上，因包括欧洲央行行长特里谢在内的诸多欧洲官员出言力挺欧元，加之市场猜测欧洲央行可能会出手干预汇市，纽约市场周五（5 月 21 日）连续第三个交易日上涨，且为 6 周来首度周线收高。此外，德国议会批准了向欧盟的 7500 亿欧元救助计划提供资金的议案，这也对欧元构成了一定支撑。

国内经济：政策在保增长和调结构之间维持平衡

本周国内经济方面主要有两件值得关注的事件：一是进入 5 月，中央公共投资资金下达开始加速。据财政部 5 月 14 日公告，近日，中央财政向四川、甘肃、陕西下拨地震灾后恢复重建基金 248 多亿元，重点支持灾后城乡基础设施、公共服务、防灾减灾、产业重建等方面 4000 余个项目恢复重建。至此，中央财政地震灾后恢复重建基金提前半年全部下拨。二是住房城乡建设部 19 日与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订 2010 年住房保障工作目标责任书，要求确保完成 2010 年工作任务。

中央公共投资资金下达加速的措施反映了管理层的政策动向。即，在房地产严厉政策调控的背景下，管理层仍然试图在保增长和调结构之间保持某种平衡。不过，2010 年全部中央项目投资计划为 9927 亿元，即便考虑配套资金，这一规模占全年约 27 万亿的总投资规模仍然较小，因为中央项目投资所占比重仅为 9% 左右。从保增长的角度，我们仍然能观察到调结构的主基调。比如，从促进民间投资的角度实现总需求接力棒的转移，促进投资主体从政府和国有部门转移到私人部门，而今年以来的中央投资项目主要集中在保障房、节能、水利、污水处理等民生工程 and 公益性项目。

而关于 2010 年保障性住房的工作目标，我们假设该计划在今年完全实施，经测算：

- 1、该建设计划占 2009 年新开工的 36%，预计拉动固定资产投资 7755 亿元，新增投资 4099 亿元。
- 2、施工面积上，政策调控造成商品房建设减少，保障房建设可以弥补 73%。
- 3、不考虑土地成本，保障房建设将使房地产投资增速上升 5.5%，全部投资增速上升 1.1%。

故而，该项政策使我们对 2010 年固定资产投资变得乐观。虽然房地产调控政策将打压商品房开工建设，但保障房建设可以弥补商品房建设的大部分缺口，对上下游行业的

拉动作用也将延续。

整体而言，我们暂时维持对全年固定资产投资增速预测：第一，从调结构角度看，政策对总投资增长依然是抑制的，考虑基数效应，20%的投资增长规模仍然巨大；第二，中央仍在“铁腕”抑制产能过剩和推行节能减排，房地产调控和地方负债清理使得地方投资扩张受到限制；第三，即便最近政策向保增长倾斜，主基调仍然是调结构：促进民间投资而不是政府投资和国有企业投资，中央项目投资集中于民生工程。我们难以准确量化正反两方面因素的影响。

未来一周可关注的经济数据

表 2 未来一周可关注的经济数据及指标

国家	经济指标	数据时间	发布时间	指标类型	上一期
台湾	GDP	Q1 2010	May 28, 2010 / 05:30PM	% Change (Y/Y)	0.0
美国	Chicago PMI	May. 2010	May 28, 2010 / 01:45PM	Index	63.8
美国	居民收入	Apr. 2010	May 28, 2010 / 12:30PM	% Change (M/M)	0.3
美国	居民消费	Apr. 2010	May 28, 2010 / 12:30PM	% Change (M/M)	0.6
加拿大	经常账户	Q1 2010	May 28, 2010 / 12:30PM	CAD M	-9,767.0
意大利	PPI	Apr. 2010	May 28, 2010 / 09:00AM	% Change (M/M)	0.5
日本	零售销售	Apr. 2010	May 27, 2010 / 11:50PM	% Change (Y/Y)	0.0
日本	失业率	Apr. 2010	May 27, 2010 / 11:30PM	%	5.0
日本	储蓄率	Apr. 2010	May 27, 2010 / 11:30PM	%	-2.4
新西兰	建筑许可	Apr. 2010	May 27, 2010 / 10:45PM	% Change (Y/Y)	0.0
美国	GDP (第二次修改)	Q1 2010	May 27, 2010 / 12:30PM	Annual Rate	-
加拿大	企业利润	Q1 2010	May 27, 2010 / 12:30PM	% Change (Y/Y)	47.6
台湾	领先指标	Apr. 2010	May 27, 2010 / 08:00AM	% Change (M/M)	0.3
日本	贸易余额	Apr. 2010	May 26, 2010 / 11:50PM	% Change (Y/Y)	-558.8
韩国	经常账户余额	Apr. 2010	May 26, 2010 / 11:00PM	USD M	1,690.3
新西兰	贸易余额	Apr. 2010	May 26, 2010 / 10:45PM	M	567.2
韩国	外汇储备	Apr. 2010	May 26, 2010 / 09:00PM	USD M	272,331.0
美国	新屋销售	Apr. 2010	May 26, 2010 / 02:00PM	Actual K	411.0
加拿大	就业数据	Mar. 2010	May 26, 2010 / 12:30PM	% Change (M/M)	0.1
加拿大	每周薪水	Mar. 2010	May 26, 2010 / 12:30PM	% Change (Y/Y)	2.8
美国	建筑许可	Apr. 2010	May 26, 2010 / NTS	Actual K	0.0
美国	新开工	Apr. 2010	May 26, 2010 / NTS	Actual K	0.0
美国	耐用品订单	Apr. 2010	May 26, 2010 / 12:30PM	% Change (M/M)	0.0
德国	CPI (Harmonised Final)	Apr. 2010	May 26, 2010 / 12:00PM	% Change (Y/Y)	0.0
法国	新屋开工	Apr. 2010	May 26, 2010 / 07:45AM	% Change (Y/Y)	0.0
法国	商业信心	May. 2010	May 26, 2010 / 06:45AM	Index	97.0
德国	进口价格指数	Apr. 2010	May 26, 2010 / 06:00AM	% Change (Y/Y)	5.3
德国	出口价格指数	Apr. 2010	May 26, 2010 / 06:00AM	% Change (Y/Y)	2.0
德国	GfK 消费者信心指数	Jun. 2010	May 26, 2010 / 06:00AM	Index - Diffusion	-
新加坡	工业产值	Apr. 2010	May 26, 2010 / 05:00AM	% Change (Y/Y)	41.7
菲律宾	贸易余额	Mar. 2010	May 26, 2010 / 01:00AM	USD K	-336,235.0
美国	消费者信心	May. 2010	May 25, 2010 / 02:00PM	Index	57.9
美国	S&P/Case-Shiller 20 城市房屋价格	Mar. 2010	May 25, 2010 / 01:00PM	% Change (Y/Y)	0.6
意大利	零售销售	Mar. 2010	May 25, 2010 / 09:00AM	% Change (M/M)	0.1
台湾	M2	Apr. 2010	May 25, 2010 / 08:00AM	% Change (Y/Y)	-
意大利	消费者信心	May. 2010	May 25, 2010 / 07:30AM	Index	107.9
中国	中美战略和经济双边对话		May 25, 2010 / NTS	-	-
加拿大	财政赤字	Mar. 2010	May 24, 2010 / 03:00PM	% Change (Y/Y)	-
美国	成屋销售	Apr. 2010	May 24, 2010 / 02:00PM	Actual K	5,350.0
台湾	失业率	Apr. 2010	May 24, 2010 / 08:00AM	%	5.6
台湾	工业产值	Apr. 2010	May 24, 2010 / 08:00AM	% Change (Y/Y)	0.0
泰国	GDP	Q1 2010	May 24, 2010 / 02:30AM	% Change (Y/Y)	0.0

资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com