

危机第二波：罗马困兽犹斗（更新）



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件：

意大利总理西尔维奥·贝卢斯科尼(Silvio Berlusconi, 1936.9.29 -)承诺辞职，因为 11 月 9 日的预算案投票中，执政党仅获得 630 个席位中的 308 票，令他感到将在新的政府不信任案中败北。意大利的债务问题及解决引起重大争议和关注。

研究结论

- 我们发表《危机第二波——罗马困兽犹斗》（2011 年 9 月 1 日）以来，欧洲债务危机经历了云端地下的两个多月，随着总理贝卢斯科尼承诺辞职，意大利债务问题更加迫切地摆在市场面前，挑动人们紧张的神经。**是时候重新审视意大利和欧洲了。**
- 一如“危机第二波”系列中反复强调的，**欧洲的问题本质是深层次的增长问题**以及围绕着这一问题的人口结构、就业、移民等一些列结构性问题，目前围绕着“债务危机”做的文章只触及问题的表层，各种各样的措施和政策只是在拖延，欧洲的问题几乎是“无解”的，只能日本化或者以更激烈的方式走向衰退。
- 意大利可能走入“**财政紧缩 - 经济放缓 - 无力偿债 - 财政更紧缩**”的负反馈循环。一旦意大利出现违约，无论是欧盟-IMF-欧央行这“三驾马车”还是心不甘情不愿的新兴国家都没有办法保证全球金融体系的稳定，这将肯定成为**具有系统重要性的重大事件**，有可能引发全球经济“二次探底”。
- 欧元在周三和周四受到压制，24 个小时内从 1.38 以上跌至 1.35 以下，美元指数应声而起，市场看空欧元的声音因而大噪。我们认为短期可能出现欧元技术性回升，长期看来，随着欧债危机的步步恶化，欧元将持续承受压力。大宗商品价格也将维持稳定和略微下行。由于美国自身也面临着经济增长乏力、政府换届、“占领华尔街”运动等多重挑战，贵金属和非美货币等资产类别将是避险资金的好去处，最近日本央行已大手笔干涉日元上涨，瑞士央行也采取了压制瑞郎的行动。
- 对权益市场而言，周三欧美股市全面暴跌，周四旋即情绪平稳，出现恢复性技术反弹。在（上周）希腊飘摇时，中国股市可以华丽地无视之，按照自己的逻辑低开高走，节节反弹。**但意大利不是希腊，意大利是具有系统重要性的经济体，意大利如果出现情况，必然会撼动全球金融系统。**建议密切跟踪欧洲债务危机在核心国家的动态，谨慎对待全球系统性风险。本周周报《调整，主题胜》（11 月 7 日）中，我们已充分提示本周反弹结束的风险，并建议积极挖掘主题题材，当下意大利的危机巩固了这一观点。

报告发布日期

2011 年 11 月 11 日星期五

东方证券策略团队

梁宇峰 执业证书编号：S0860510120002

联系人

邵宇 8621-63326032
shaoyu@orientsec.com.cn

程刚 8621-63325888×6128
chenggang1@orientsec.com.cn

杨娜 8621-63325888×6253
yangna@orientsec.com.cn

王鹏 8621-63325888×6111
wangpeng@orientsec.com.cn

吴胜春 8621-63325888×6112
wushengchun@orientsec.com.cn

相关报告：

危机第二波：力竭斗牛士（9 月 26 日）

危机第二波：听其言，观其行（9 月 20 日）

危机第二波：就业第一（9 月 7 日）

危机第二波：马奇诺请求增援（9 月 6 日）

危机第二波：罗马困兽犹斗（9 月 2 日）

危机第二波：日本余震（8 月 31 日）

危机第二波：地方债务规模、风险与化解（7 月 26 日）

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。

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。

目 录

总论.....	3
往者.....	4
来者.....	4
往事.....	5
来势.....	7

图表目录

图 1： 从 9 月初以来意大利发生的重要事件.....	5
图 2： 意大利 PMI 大幅下行至后危机时代新低.....	8

总论

危机三段论：私人部门债务危机—公共部门债务危机—货币体系危机。

从全球宏观大图景的视野来看，从欧洲、到日本、再到美国，甚至中国，正在经历一次公共债务的危机，从欧洲边缘国家如希腊的债务违约和核心国家评级调整风险；到日本 200% 的债务比率和被下调评级；再到美国的债务上限争论和随后的评级下调，以及中国地方政府融资平台债务问题，概莫能外。

它既是 2008 年大金融危机的后遗症，也是危机的第二阶段——在这个时刻，危机的整个演化路径也就日益变得清晰，危机的第一阶段是私人部门资产负债表的崩溃，迅速去杠杆过程导致的突然死亡；危机之后本应该是虚拟财富消散（金融资产价格泡沫破灭）、产能消灭（企业破产、失业和“牛奶倒入河流”去库存）和资本修复的低潮阶段。各国政府力图避免周期的痛苦，在凯恩斯主义的需求管理指导下，积极的财政和货币政策大力救市，但总量刺激，特别是货币刺激对于全球化形成的失衡问题以及根植于各经济体内的多年积累的结构问题帮助有限。于是危机两年后，反危机时迅速扩张的公共部门的资产负债表在放缓的经济增长环境下不断遭到各评级机构和市场的质疑，并被对冲基金所攻击，这会使得它们在经济增长和去债务杠杆之间更加难以寻找到结合点，进而不断陷于评级下降和国内政治混乱的旋窝中难以自拔。

我们担心这会可能会引发危机的第三波——国际货币体系的稳定将彻底被颠覆。本系列报告（危机第二波）中，我们将提供跨国的比较视角，分析各主要发达经济体面临的问题，预测前景并提供相应的投资策略。

我们发表《危机第二波——罗马困兽犹斗》（2011年9月1日）以来，欧洲债务危机经历了云端地下的两个多月，随着总理贝卢斯科尼承诺辞职，意大利债务问题更加真切地摆在市场面前，挑动人们紧张的神经。**是时候重新审视意大利了。**

往者

富有传奇色彩的意大利明星总理、政坛不倒翁**西尔维奥·贝卢斯科尼(Silvio Berlusconi, 1936.9.29 -)**终于承诺辞职，因为前天（11月9日）的预算案投票中，执政党仅获得630个席位中的308票，令他感到将在新的政府不信任案中败北。这位曾排名全球第14富有、曾三度担任意大利总理、也不断有绯闻缠身的人。

1986年任AC米兰足球俱乐部主席

1994年1月创建中右翼政党意大利力量党

1994年5月当选为总理

2001年5月再次当选为总理

2008年第三次当选为总理

他因为善于讨好人和懂得妥协取得了意大利人民的信任，商政一体而大权在握，即使绯闻缠身也能屡屡有惊无险通过不信任案，然而，意大利每况日下的经济和财政状况终于不容他再主宰这个奇怪的国家。然而，领导人的更替或许仅能带来暂时的欣快，

来者

马里奥·德拉吉 (Mario Draghi, 1947.9.3 -)，人称“超级马里奥”，意大利著名经济学家、银行家，新晋欧洲央行行长，接替10月退休的法国人特里谢（Jean-Claude Trichet）。他的简历清晰而典型：麻省博士-哈佛教授-世行-高盛-意央行行长-欧央行行长，一条典型学而优则商、商而由则侍的经济学家之路。他严谨、保守而思路清晰，甫一上任便出人意料地祭出降息大招，显示出他对欧洲“债务问题”表象背后的围绕增长的各种深层问题的深刻洞察。对欧洲未来的谨慎态度上，我们站在“超级马里奥”一边，也就是我们在“危机第二波”系列中反复强调的，**欧洲的问题是深层次的增长问题以及围绕着这一问题的人口结构、就业、移民等一些列结构性问题，目前围绕着“债务危机”做的文章只触及问题的表层，各种各样的措施和政策只是在拖延，欧洲的问题几乎是“无解”的，只能日本化或者以更激烈的方式走向衰退。**

贝卢斯科尼之后，意大利热门的总理人选有三名，分别为前司法部长、贝卢斯科尼提名的最佳人选阿尔法诺、技术官僚蒙蒂和贝卢斯科尼的助手雷塔。

往事

从《危机第二波——罗马困兽犹斗》（2011年9月1日）到今天，意大利经历了主权债务下调评级、银行信用评级下调、欧盟峰会、G20峰会等一系列事件，取得了明里暗里各种支持，但仍难挡经济进一步下行、国债收益率进一步飙升的无奈命运。

图1：从9月初以来意大利发生的重要事件

日期	事件	详细内容
9月20日	标普下调意大利主权债务评级至 A/A-1	意大利是欧元区第三大经济体，但其债务总和已经占到了其 GDP 的 120%，仅好于希腊。8月7日，欧洲央行(ECB)表示，其将大量购进意大利债券，以期削减市场对意大利债务危机的担忧。但作为交换条件，ECB 要求意大利在 2013 年前实现预算平衡，控制债务规模。
9月21日	荷兰国际集团大幅减持意大利国债	荷兰国际集团今日在其网站上发布消息称，截至 9月15日该集团持有的意大利国债数量为 47 亿欧元，远远低于 6月底的 73 亿欧元。荷兰国际集团还表示，该集团也出售了所持有的部分西班牙国债，将其因持有西班牙国债而面临的风险敞口金额从 23 亿欧元降低至 17 亿欧元。总的来看，目前荷兰国际集团所持有南欧国家国债的数量在 77 亿欧元左右。
9月21日	意大利卷入降级潮 欧元区六国被降级	今年以来，西班牙、爱尔兰、希腊、葡萄牙和塞浦路斯等陷入债务危机的欧洲国家主权评级均被下调。意大利成为今年第六个被下调评级的欧元区国家。有分析认为，此次降级后意大利要想恢复市场对该国债务的信心只会更加困难，同时增加了欧元区的整体风险。
9月22日	标普又出刀 下调七家意大利银行信用评级	下调意大利主权信用评级之后，国际评级机构标准普尔公司周三又宣布，鉴于意大利的主权债务风险，该机构决定调降七家意大利银行的信用评级，前景展望为负面。
9月22日	消息人士：欧央行加大购买意西国债力度	息人士指出，欧央行购入意大利和西班牙国债，稳定欧元区价格。虽未说明购入规模，但称规模不小。或意味着欧央行对欧元区债务危机升级日益感到担忧。
9月27日	意大利前总理：解决欧债危机需欧元区联合债券	欧盟前主席、意大利前总理，他也是欧元区的创建人之一普罗迪指出，因为已经有了一个共同的货币，所以没有任何人愿意看到欧元区解体，因此大家面临的选择只有一个，就是一步一步继续往前走，更多地统一。
9月29日	意大利西班牙法国延长卖空禁令	北京时间 9月29日凌晨消息，欧洲证券与市场管理局周三表示，由于欧洲市场的持续波动，意大利与西班牙已决定延长卖空禁令。
9月29日	欧央行行长特里谢呼吁意大利改革促进经济增长	欧洲中央银行行长特里谢在意大利《晚邮报》28日刊登的专访中表示，意大利拥有巨大的经济潜能，然而目前该国经济增长与其整体实力并不相符，他鼓励意大利采取行动实现结构改革，促进经济增长。
9月30日	意大利二季度财政赤字与国内生产总值之比为 3.2%	意大利国家统计局 29日公布的数据显示，今年第二季度意大利财政赤字与国内生产总值(GDP) 的比例为 3.2%，比去年同期增长了 0.7 个百分点，略高于欧盟规定的 3%上限。
10月8日	意大利西班牙信用评级遭下调	新华社纽约 10月7日电 国际评级机构惠誉国际信用评级有限公司 7日宣布下调意大利和西班牙的主权信用评级。这一消息令纽约股市 7日尾盘跳水，三大股指最终以下跌报收，结束了此前连续三个交易日上涨的行情。

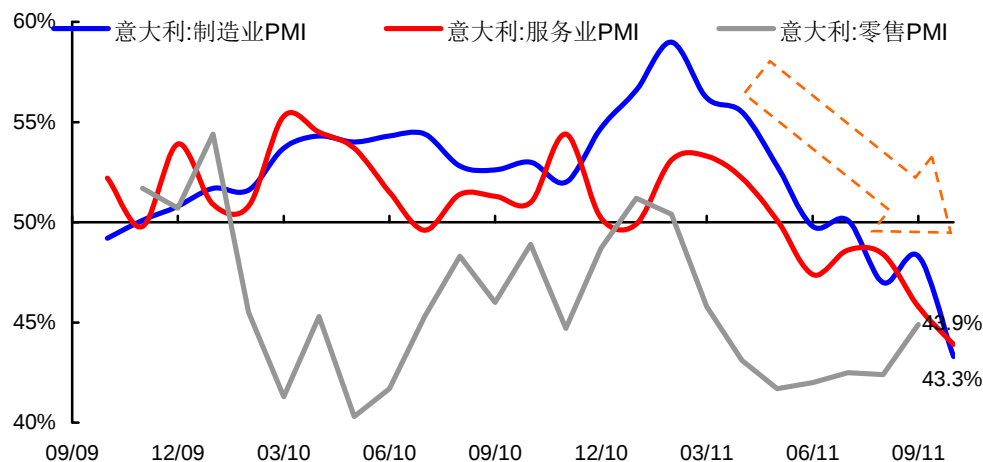
10月12日	惠誉下调意大利保险业评级前景至负面	惠誉将意大利人寿保险和非人寿保险业的评级前景从稳定下调至负面，因预计保险企业盈利和增长能力下降，该国GDP增长前景疲弱且家庭经济状况恶化。
10月14日	德拉吉呼吁意大利尽快促进经济增长	据外媒报道，意大利中央银行行长德拉吉日前呼吁意大利尽快采取有效措施，促进本国经济增长，稳固公共财政状况。（证券时报网快讯中心）
10月14日	意大利拍卖国债 总额61.85亿欧元	意大利周四（10月13日）进行意大利国债拍卖，拍卖总额61.85亿欧元，较预期有所下降，计划拍卖额65亿欧元。此次拍卖为穆迪和惠誉上周调降意大利主权评级后首次拍卖。
10月15日	意大利央行呼吁尽快推行改革措施	意大利央行表示，意大利迫切需要合适的经济政策，以稳固公共财政状况，弥补结构性缺陷，促进经济增长。尽管市场的紧张情绪增大了意大利银行获得信贷的难度，近日又连遭国际评级机构的降级“待遇”，但意大利银行的基础依然稳固。
10月18日	意大利国债价格持续下跌发出危险信号	对于欧元区拿出危机全面解决方案的期望推动股市走高，德国国债、美国国债等避险资产也遭到抛售。但最应该受此消息激励的意大利国债却似乎未能从市场风险偏好的复苏中获益，这发出了一个危险的信号
10月19日	标普调降意大利24家银行与金融机构评级	信评机构标普(Standard & Poor's)周二（10月19日）宣布调降24家意大利银行和金融机构的评级，主要原因是市场紧张情绪重新出现，该国经济增长前景不佳
10月24日	意大利经济发展法草案出台 2013年起逐渐实施	意大利总理西尔维奥-贝卢斯科尼与经济部长朱利奥-特雷蒙蒂、经济发展部长保罗-罗马尼、基础设施与运输部长阿尔泰罗-马泰奥利、自由人民党秘书长安杰里诺-阿尔法诺以及总理府国务秘书詹尼-莱塔进行了为时45分钟的会晤后，对外公布了这个经济发展法令草案。
10月25日	欧元区拟启动欧洲金融稳定工具购买意大利债券	目前，工作组正研究具体操作方案，以尽快启动欧洲金融稳定工具，回购意大利政府债券，以降低该国债券收益率。与此同时，欧元区领导人也向意大利总理贝卢斯科尼施压，要求他采取更为严厉的措施来削减赤字、促进经济增长。
10月27日	意大利成功拍卖105亿国债 收益率均显著提高	意大利周三（10月26日）成功拍卖总计105亿欧元的BOT国债和CTZ国债，符合预期。本次意大利国债拍卖收益率高于上次拍卖结果。
10月27日	欧盟峰会就三大议题达成协议 同意希腊债务减值50%	欧盟第二轮峰会已经落幕，但讨论仍在继续。据最新消息，经过多方努力，各方终于在三大议题，即EFSF扩容、银行业资本重组和希腊债务减计上取得了一致，但核心细节均推迟至11月7日财长会议。1、欧元区计划将EFSF救助基金以“几倍”杠杆化，但未给出具体数值，财长将在11月决定细节。但据CNBC报道，EFSF规模将扩大四倍，基数为2500-2750亿欧元，扩大之后规模为1万亿欧元左右。2、银行业资本重组方面，各国已经达成9%的一级资本充足率共识，欧元区银行需要在2012年6月前达到新的资本充足率要求，不过具体细节需要在11月欧盟各国财长会议上最终确定。、峰会未就希腊债务减计并没有达成协议。但在会后，各方继续谈判，据最新消息，银行业已经就希腊债务减计50%达成协议。
10月28日	意大利10年新债利率升至6.06% 为欧元区最高	意大利官方周五（10月28日）最新公布的数据显示，欧元区当局同意采取新措施应对欧债危机后，意大利10年新债得标利率升至欧元区成立以来的新高。意大利财政部周五共计发售79.35亿欧元中长期国债，在计划发债区间52.5-85亿欧元的中上区域。
10月28日	意大利财政部周五共计发售79.35亿欧元中长期国债，在计划发债区间52.5-85亿欧元的中上区域。	法国财政部长弗朗索瓦巴胡安10月28日表示，法国方面仍然认为欧洲央行进行更加直接的参与是解决欧元区债务危机的最佳应对方案。

10月28日	意大利财政部计划2012年发行4400亿欧元债券	意大利财政部债务管理机构主管 Maria Cannata 周五(10月28日)表示, 该国财政部计划在2012年共发行约4,400亿欧元债券, 2011年约为4,300亿欧元
11月2日	意大利10月制造业PMI降至28个月低点43.3	数据编撰机构 Markit 和驻意使馆经济协会以及意大利采购管理协会 (ADACI) 周三(11月2日)最新公布, 意大利10月制造业采购经理人指数 (PMI) 降至2009年6月以来最低水平, 已连续第三个月低于50的荣枯分水岭。
11月2日	“超级马里奥”上任 欧央行或开启降息周期	意大利人马里奥·德拉吉1日正式担任欧洲中央银行行长一职, 在欧债危机久治不愈、越陷越深的背景下, “超级马里奥”其素来的“鹰派”作风将面临更多考验。有分析人士认为, 欧洲央行在德拉吉执掌后会宣布开启降息周期。
11月4日	意大利官方消息人士否认意大利邀请 IMF 对其经济改革进展的监管。	意大利官方消息人士否认意大利邀请 IMF 对其经济改革进展的监管
11月7日	希腊、意大利政府更换无法扭转局势	丹斯克银行分析师 Anders Moller Lumholtz 表示, 希腊、意大利政府的改变并非是真的局势扭转, 但我们仍能看到若希腊和意大利政府下台, 市场的紧张情绪会有所缓解。现在看起来比较明确的是, 欧洲央行将仅采取必要的行动以防止意大利债券市场出现全面崩溃
11月8日	意大利国债收益率升至危险水平 一度攀至6.68%	意大利10年期债券收益率一度攀升至6.68%, 达到欧元时代最高位, 明显进入市场认为不可持续的区间。交易员们警告称, 若非 ECB 出手干预, 意大利债市的收益率可能已大幅飙升——正是这种局面迫使爱尔兰和葡萄牙接受紧急纾困。
11月8日	欧央行10月向意大利银行业提供1112.9亿欧元融资	欧洲央行10月向意大利银行业提供1112.9亿欧元融资, 9月末为1046.8亿欧元。
11月9日	意大利总理表示将在稳定法案通过后辞职	意大利总理贝卢斯科尼表示, 他将在意大利议会通过一项旨在稳定国内财政状况的法案之后宣布辞职。意大利总统府公布的一份声明说, 贝卢斯科尼已经明白当天众议院投票结果的意义, 同时认为有必要对欧洲各国关注的稳定法案作出及时回应。在稳定法案获得议会通过后, 贝卢斯科尼将向总统递交辞呈。
11月9日	发现欧洲央行买入意大利10年期国债	路透米兰11月9日电——两名交易商表示, 发现欧洲央行(ECB)周三买进10年期意大利政府国债。稍早, 关于意大利总理贝鲁斯科尼辞职承诺的不确定性令意大利国债受挫。
11月10日	总理下台利好转瞬即逝 意大利将欧元推向悬崖	11月10日电 据英国《金融时报》报道, 意大利总理贝卢斯科尼承诺辞职的消息, 只对金融市场产生了转瞬即逝的积极影响。周三上午, 意大利国债价格大幅下跌, 这一大幅震荡促使许多投资者认为, 欧元区危机也许已经达到了一个临界点。此轮抛售导致基准的意大利10年期国债收益率飙升至远高于7%的欧元时代新高。

数据来源：新闻媒体，东方证券研究所

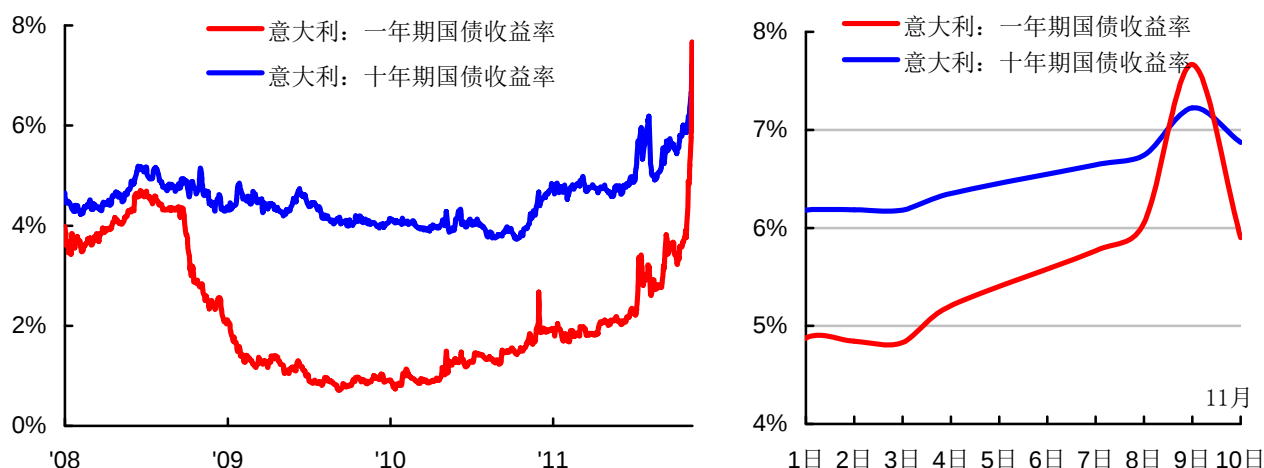
来势

在《危机第二波——罗马困兽犹斗》(2011年9月1日)中, 我们曾指出欧洲国家可能走入“**财政紧缩 - 经济放缓 - 无力偿债 - 财政更紧缩**”的负反馈循环, 现在看来, 不仅希腊这样的小国早已身陷其中, 意大利也不能幸免, 进入9月份以来, 意大利 PMI 出现加速下降, 目前制造业和服务业的景气 PMI 指数都已远低于50%, 达到43%附近, 而根据美国的经验, PMI 在43%以下就意味着经济进入衰退期。

图2：意大利 PMI 大幅下行至后危机时代新低


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

意大利是全球第八大经济体，欧元区仅次于德法的第三大经济，其债务规模达到 1.9 万亿欧元，比希腊、西班牙、葡萄牙和爱尔兰的总和还多。相对于意大利的体量，EFSF 规划中的 1 万亿元只能小巫见大巫，中国 3.2 万亿美元的外汇储备也显得不那么充足。目前仅仅是违约的担心已将意大利十年期国债收益率推升到 7% 以上，并出现短期收益率高于长期收益率的“倒挂”（backwardation）现象，使得意大利难以从债券市场融资偿还债务。一旦意大利出现违约，无论是欧盟-IMF-欧央行这“三驾马车”还是心不甘情不愿的新兴国家都没有办法保证全球金融体系的稳定，这将肯定成为具有系统重要性的重大事件，有可能引发全球经济“二次探底”。

图3：意大利十年期国债收益率突破 7% 警戒线，四年来首次出现“倒挂”（backwardation）现象


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

欧元在周三和周四受到压制，24 个小时内从 1.38 以上跌至 1.35 以下，美元指数应声而起，市场看空欧元的声音因而大噪。我们认为短期可能出现欧元技术性回升，长期看来，随着欧债危机的步

步恶化，欧元将持续承受压力。大宗商品价格也将维持稳定和略微下行。由于美国自身也面临着经济增长乏力、政府换届、“占领华尔街”运动等多重挑战，贵金属和非美货币等资产类别将是避险资金的好去处，最近日本央行已大手笔干涉日元上涨，瑞士央行也采取了压制瑞郎的行动。

对权益市场而言，周三欧美股市全面暴跌，周四旋即情绪平稳，出现恢复性技术反弹，中国股市亦不能避免影响。在（上周）希腊飘摇时，中国股市可以华丽地无视之，按照自己的逻辑低开高走，节节反弹。**但意大利不是希腊，意大利是具有系统重要性的经济体，意大利如果出现情况，必然会撼动全球金融系统。建议密切跟踪欧洲债务危机在核心国家的动态，谨慎对待全球系统性风险。本周周报《调整，主题胜》（11月7日）中，我们已充分提示本周反弹结束的风险，并建议积极挖掘主题题材，当下意大利的危机巩固了这一观点。**

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。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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