

欧洲银行的问题有多大？



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:s1000511050001
(0755)8249 2011
caoyang@mail.htlhsc.com.cn

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044
(021)5010 6011
chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

张晶

SAC 执业证书编号:s1000510120033
(0755)8249 2011
zhangjing@mail.htlhsc.com.cn

联系人

杨斌

(0755)8277 6426
yangbin@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

宏观数据点评：《房地产调整之惑》，
19/10/2011

宏观数据点评：《软着陆可期》，19/10/2011

宏观专题：《通胀破晓》，11/09/2011

宏观专题：《投资增速为什么还会下降？》，25/07/2011

2011 年度中期宏观报告：《经济着陆与
周期定位》，20/06/2011

每周思考：欧洲银行的问题有多大？

- 随着欧债危机愈演愈烈，欧洲银行业面临的风险也不断升级。目前，欧洲银行业已经深陷主权债务危机的泥潭，解决难度不断增大。同时，银行业作为国民经济的支柱产业，具有举足轻重的作用。银行业危机对实体经济产生的负面影响，进一步加剧主权债务危机，形成恶性循环。
- 债务的交叉持有结构，影响欧元区金融体系的稳定。此外，尽管欧洲主要银行开始减持持有的主权债券，但存量依然很高。当金融市场出现单方向抛售时，债券收益率上升幅度很快，市场容易出现拥挤(crowded)，资产的流动性溢价会大幅上升。
- 从 2011 年 10 月的数据看，目前欧洲主要银行的债务头寸暴露中意大利国债持有比例很高。相比希腊更多国债由本国国内银行持有，一旦意大利国债出现问题，则对于整个欧元区银行体系的负向冲击难以估量。
- 欧盟峰会要求在 2012 年 6 月前将银行资本充足率要求提高到 9%，这意味着主要银行未来至少需要 1000 亿欧元以上的资金。在 G20 峰会上，金融理事会提出了 29 家系统性重要银行的资本补充要求。根据彭博统计，其资产总额大约在 48.7 万亿，那么意味着这些银行未来的资金需求大致在 4800 亿至 1.2 万亿之间。
- 我们认为欧元区银行业已经面临巨大的危机。根据之前的分析，我们预期未来欧洲银行业很难通过市场行为融资获得足够的资金，而向欧洲金融稳定工具(EFSF)求助或将是不可避免的选择。欧洲银行业危机或将成为后欧债危机时期的主要焦点。

一周观点：未来政策微调方向

- 我们认为未来政策面将以微调为主，具体将体现在三个方面：第一，总体流动性灵活适时松动，如果太紧，结构性金融风险有可能演变成整体金融风险；第二，尽量隔离消除风险点，如清理金融产权交易所、抑制地方银行跨区域扩张、加强信托和理财产品监管；第三，避免脆弱环节失控，影响稳定，如一些建设项目停工、中小企业困境和可能的就业问题，因此定向信贷支持可以预期。
- 我们认为对政策松动的速度和幅度不可预期过高。通胀下行还没有形成正利率、房地产调整才刚刚开始，政策在松动的路径上一定是边走边看，管理层需要不断试探经济对调控的反应，这一过程将以就业和物价稳定为底线。由于担心通胀和房地产市场的反复，政策松动的幅度也不会大。

目 录

每周思考：欧洲银行的问题有多大？	4
国内经济与政策	9
每周政策动态	9
货币市场	10
价格形势	11
海外经济	12
美国：房地产市场缓慢复苏，消费数据利好	12
欧洲：经济增长缓慢，通胀率持续高位	13
下周经济日历	15

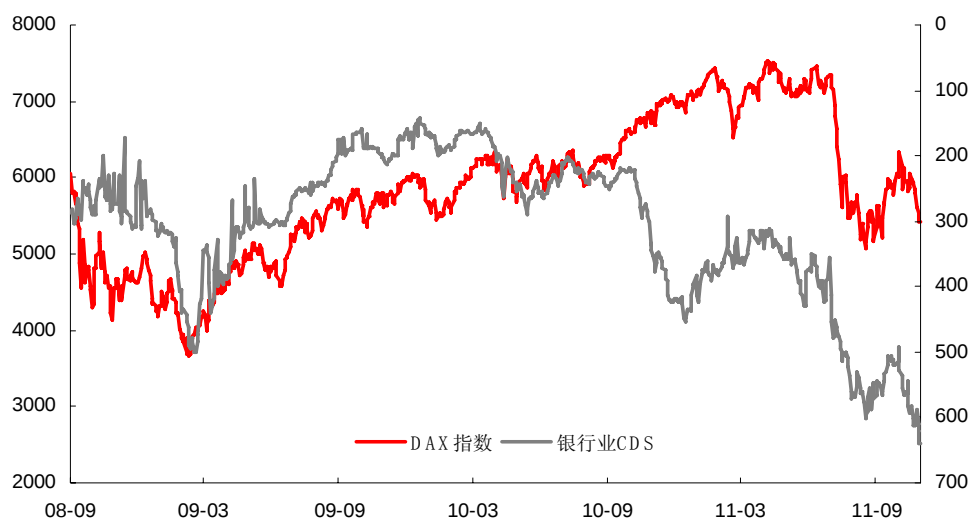
图表目录

图 1:	德国 DAX 指数和欧洲银行业 CDS 具有较强相关性	4
图 2:	银行持有意大利国债情况 (百万欧元)	5
图 3:	银行持有希腊国债情况 (百万欧元)	5
图 4:	欧洲银行的融资成本会很高	7
图 5:	全球 29 家重要银行资产规模 (万亿美元)	7
图 6:	7 天期银行拆借与回购利率持续低位(%).....	10
图 7:	票据贴现利率高位回落(%).....	10
图 8:	央票与正回购到期量继续下降.....	10
图 9:	一年期国债利率走低.....	10
图 10:	农产品价格明显回落	11
图 11:	猪肉价格继续滑落, 猪粮比高位回落.....	11
图 12:	黄金价格出现反弹.....	11
图 13:	国际油价快速反弹.....	11
图 14:	现房销售好于预期, 环比上涨.....	12
图 15:	耐用品订单小幅回升	12
图 16:	消费者信心指数底部反弹.....	13
图 17:	领取失业金人数均略有攀升	13
图 18:	消费者信心持续下跌.....	14
图 19:	工业新订单环比大幅回落.....	14
图 20:	欧元区 PMI 综合指数继续回落.....	14
图 21:	德国服务业 PMI 指数反弹.....	14

每周思考：欧洲银行的问题有多大？

随着欧债危机愈演愈烈，欧洲银行业面临的风险也不断升级。欧洲银行业已经深陷主权债务危机的泥潭，解决难度不断加大。同时，银行业作为国民经济的支柱产业，具有举足轻重的作用。银行业危机对实体经济产生的负面影响，进一步加剧主权债务危机，形成恶性循环。

图 1： 德国 DAX 指数和欧洲银行业 CDS 具有较强相关性



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

国家债务的交叉持有，银行业传染风险增加或加大金融市场波动

从目前欧债危机的情况来看，主权债务问题依然是 2012 年金融市场系统性风险所在，资产减记、银行补充资本的再融资压力将增加市场波动。其中意大利的经济放缓程度、财政紧缩有效性和再融资时点将最为重要，市场压力或集中在上半年。整体看，欧元区边缘国家经济走弱，导致市场对于赤字率下降、财政紧缩计划有效性仍有疑虑，这或将在 2012 年的年初影响市场。

债务的交叉持有结构，影响欧元区金融体系的稳定。此外，尽管欧洲主要银行开始减持持有的主权债券，但存量依然很高。当金融市场出现单方向抛售时，债券收益率上升幅度很快，市场容易出现拥挤(crowded)，资产的流动性溢价会大幅上升。

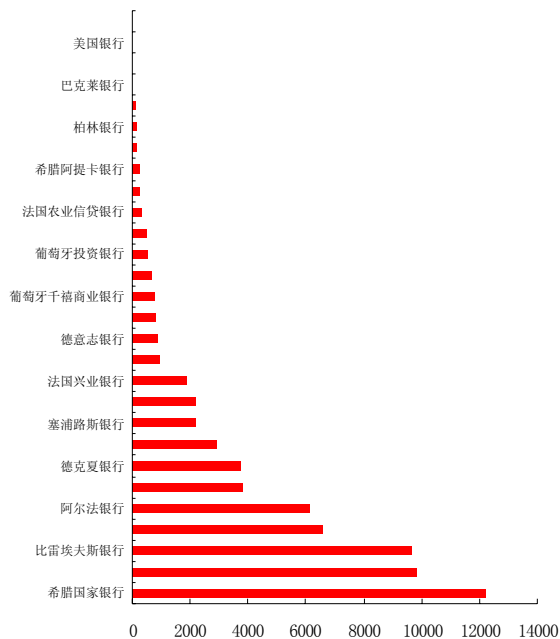
从 2011 年 10 月的数据看，目前欧洲主要银行的债务头寸暴露中意大利国债持有比例很高，其中法国巴黎银行、法国兴业银行、德意志银行等的意大利国债持有比例占到 40%—60%，相比希腊更多国债由本国国内银行持有，一旦意大利国债出现问题，则对于整个欧元区银行体系的负向冲击难以估量。

表格 1: 欧洲主要银行主权债务头寸曝露 (百万欧元, %)

	CAC 成分股						DAX 成分股			
	法国巴黎银行		法国农业信贷银行		法国兴业银行 (GLE)		德意志银行 (DBK)		德国商业银行 (CBK)	
	(BNP)		(ACA)							
爱尔兰	469.15	0.64	148.36	0.67	267.32	2.15	316.77	1.96	133.66	0.60
葡萄牙	2506.13	3.40	3054.13	13.88	400.98	3.23	-16.04	-0.10	1202.94	5.36
西班牙	4956.11	6.73	1416.80	6.44	2673.20	21.51	3051.46	18.84	4143.46	18.45
希腊	6744.48	9.16	2995.32	13.61	3608.82	29.03	2139.90	13.21	4099.80	18.26
	29284.9									
意大利	1	39.75	875.47	3.98	5480.06	44.09	10707.50	66.10	12965.02	57.74
	29705.9									
比利时	4	40.32	13519.71	61.43						
	73666.7									
总计	1	100.00	22009.79	100.00	12430.38	100.00	16199.59	0	22454.88	0

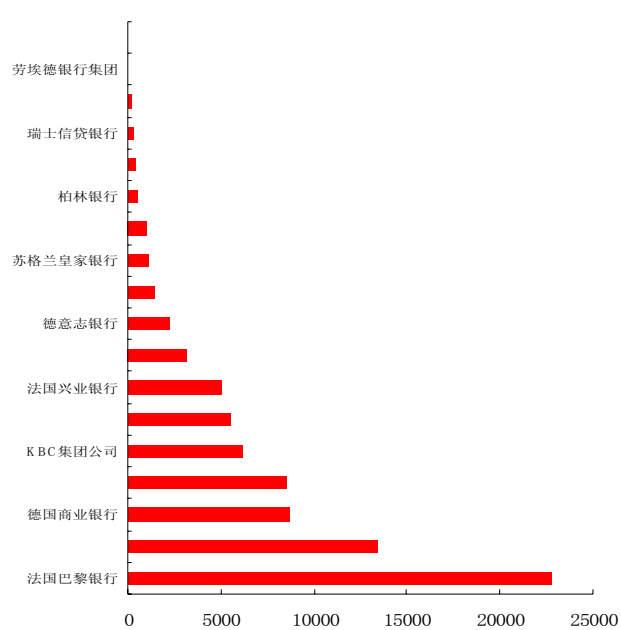
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所(2011 年 10 月数据)

图 2: 银行持有意大利国债情况 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3: 银行持有希腊国债情况 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

由于提高资本金的要求, 欧洲和全球银行业再融资压力大。欧盟峰会要求在 2012 年 6 月前将银行资本充足率要求提高到 9%, 这意味着主要银行未来至少需要 1000 亿欧元以上的资金。同时欧债危机使得法、德银行股价下挫引发的市净率大为下跌, 其中法兴银行的市净率仅为 0.50, 这进一步增加了银行在市场上顺利融资的压力。

在 G20 峰会上，金融理事会提出了 29 家系统性重要银行的资本补充要求，其资本金在巴塞尔协议三要求的 7% 以上需要增加 1—2.5%，根据彭博统计，其资产总额大约在 48.7 万亿，那么意味着这些银行未来的资金需求大致在 4800 亿至 1.2 万亿之间。

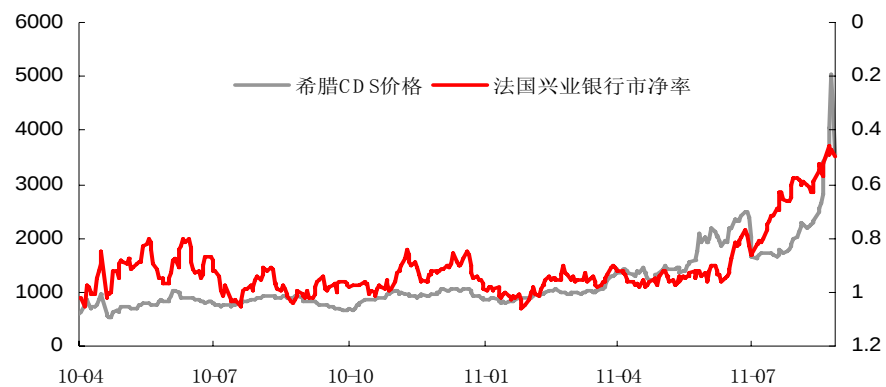
我们认为欧元区银行业已经面临巨大的危机。目前这种状况很大程度上是由于各国监管体系的不同，欧洲银行管理局无从了解各成员国银行的真实状况。而各国出于稳定金融市场的考虑，也不愿意公开国内银行的全部问题，造成问题越拖越严重。根据之前的分析，我们预期未来欧洲银行业很难通过市场行为融资获得足够的资金，而向欧洲金融稳定工具(EFSF)求助或将是不可避免的选择。欧洲银行业危机或将成为后欧债危机时期的主要焦点。

表格 2：欧元区银行的融资需求(百万欧元)

国家	估算的银行融资金额	主权债融资额
奥地利	2,938	224
比利时	4,143	5,634
塞浦路斯	3,587	3,085
德国	5,184	7,687
丹麦	47	35
西班牙	26,161	6,290
芬兰	0	3
法国	8,844	3,550
英国	0	0
希腊	30,000	—
匈牙利	0	43
爱尔兰	0	25
意大利	14,771	9,491
卢森堡	0	0
马耳他	0	0
荷兰	0	99
挪威	1,312	0
葡萄牙	7,804	4,432
瑞典	1,359	4
斯洛文尼亚	297	20
总额	106,447	

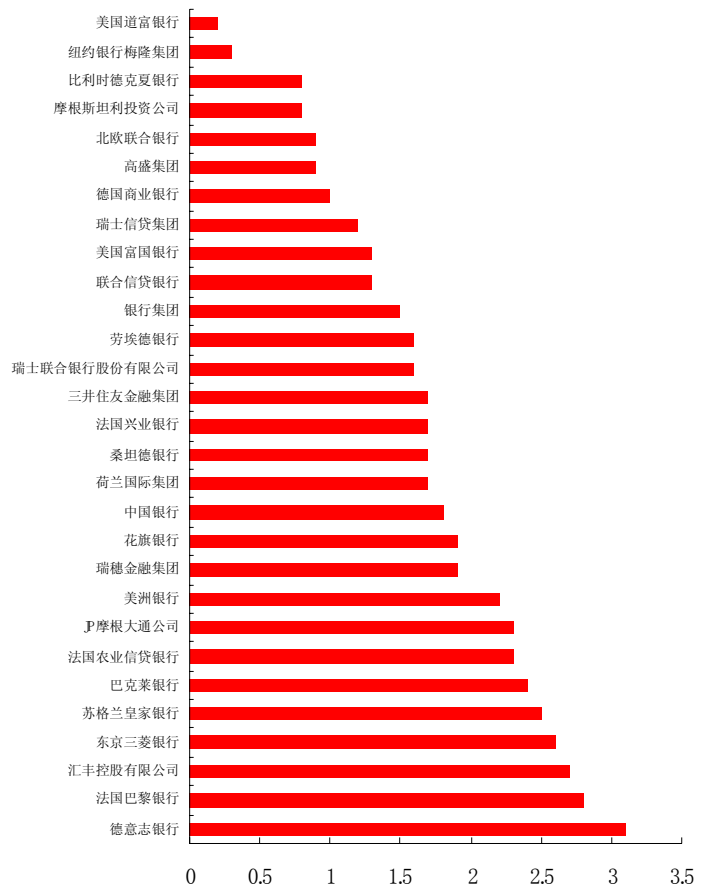
资料来源：EBA, 华泰联合证券研究所

图 4： 欧洲银行的融资成本会很高



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 5： 全球 29 家重要银行资产规模 (万亿美元)



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

国内经济与政策

每周政策动态

事件:

- 1、11月22日，胡晓炼在主持召开金融机构座谈会时指出，当前要继续坚持稳健货币政策的基调和取向，适时适度进行预调微调，巩固好宏观调控的成果；要在宏观审慎政策框架内，根据各金融机构资本充足率、经营稳健性状况以及执行国家信贷政策情况，对调控参数进行调整优化。
- 2、11月23日，人民银行对浙江省6家农村合作银行恢复执行16%的存款准备金率。

我们的看法:

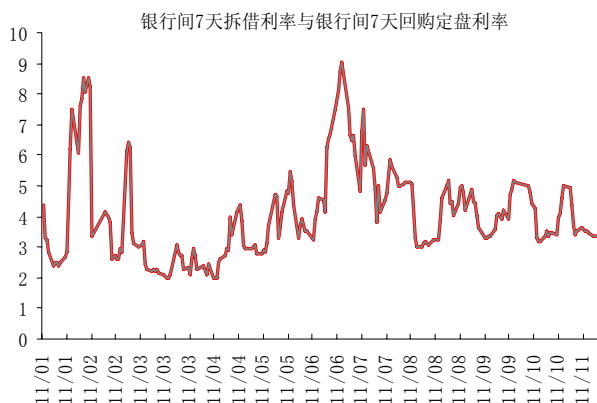
- 1、此次定向下调准备金率即是胡晓炼所谓“对调控参数进行调整优化”。该动作符合我们预期，从10月份开始，我们在分析政策放松时，就重点指出准备金率下调的可能性，而且可能从差额调整开始。
- 2、重申下调存款准备金率的理由：第一，通胀下行趋势形成，GDP增速即将下降到9%以下的历史较低水平，政策上无需维持极度紧缩的数量调控；第二，年底存在季节性的资本外流，在经济预期恶化、资产价格下跌的背景下，资本流出动机和规模更大，这将直接触发准备金率下调，刚刚公布的10月份外汇占款数据证实了这个想法；第三，一些银行的放贷能力受限，到期央票逐渐减少，单独公开市场操作已经不能完全满足央行数量操作需要。
- 3、仍可预期进一步的动作。就单次行动而言，我们仍然从政策校正或维稳的角度理解此动作。媒体称，“这些机构去年因为指标关系被调高,这次单独下调”。不过，随着经济形势变差，房地产风险逐渐暴露，我们相信还有后续的维稳动作，这一系列的维稳动作将形成一个政策松动的趋势。
- 4、对政策松动的速度和幅度不可预期过高。通胀下行还没有形成正利率、房地产调整才刚刚开始，政策在松动的路径上一定是边走边看，这种态势很有可能贯穿明年大部分时间，管理层需要不断试探经济对调控的反应，这一过程将以就业和物价稳定为底线，因此政策松动的步伐将是缓慢的。而且，由于担心通胀和房地产市场的反复，政策松动的幅度也不会大。

详情请关注《华泰联合证券每周政策动态》。

货币市场

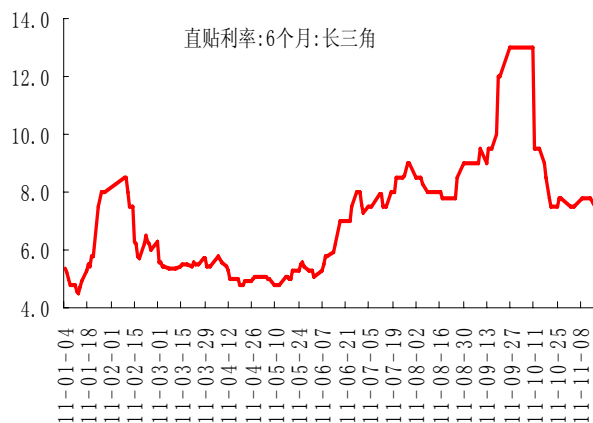
随着上周公开市场重启净回笼，市场流动性在本月以来首次出现了相对紧张的局面。此外，未来公开市场到期量较少，而最近的信贷增加导致派生存款增加，使得准备金上缴增多，也是造成资金面紧张的因素。就政策面而言，据相关渠道传出的信息，包括鄞州银行在内的浙江省农信系统多家机构获准定向下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点。从之前准备金率的连续多次上调，到部分金融机构获准下调，货币政策微调迹象日趋明显，不过这仅仅是一次政策结构性定向调整事件，市场不宜将之视为政策的全面转向。

图 6： 7 天期银行拆借与回购利率持续低位(%)



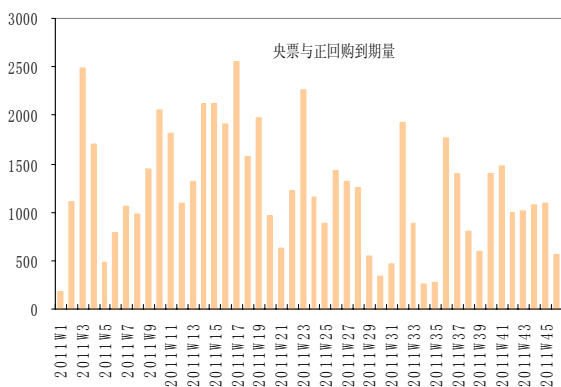
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 7： 票据贴现利率高位回落(%)



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 8： 央票与正回购到期量继续下降



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 9： 一年期国债利率走低

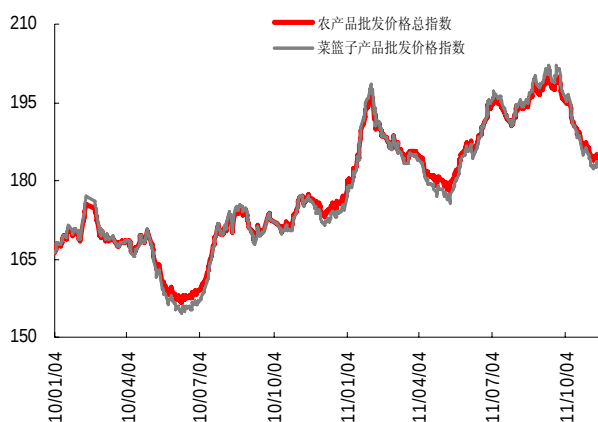


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

价格形势

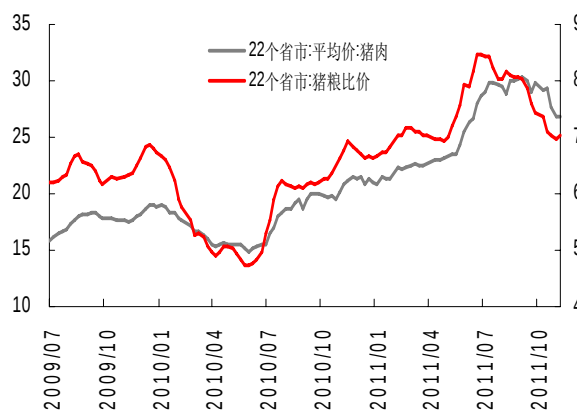
进入 11 月份以来，由于农产品生产的周期性，农产品价格出现明显回落，猪肉、鸡蛋、生姜、大蒜价格均出现不同程度的下跌，预计未来几个月农产品价格还可能继续下降。农产品价格下降已经成为普遍现象，并可能进入下跌周期。随着猪肉等农产品价格的下行，CPI 指数有望在未来的几个月里继续回落。国际市场上，原油价格始终徘徊在 100 美元之下，并未做出明确的方向性选择。伊朗问题和严冬将至使油价获得支撑，但全球经济放缓却打击了原油长期需求，预计未来一段时间油价仍将维持震荡格局。

图 10：农产品价格明显回落



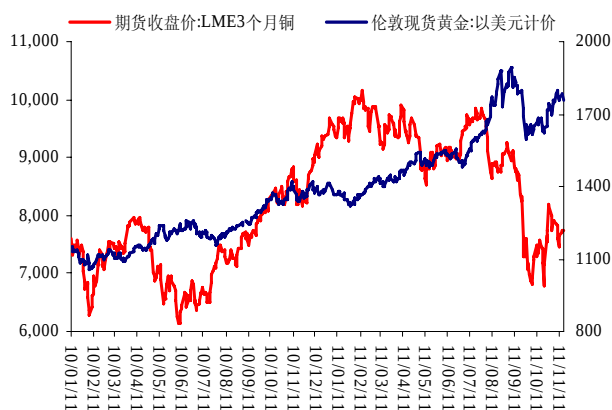
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 11：猪肉价格继续滑落，猪粮比高位回落



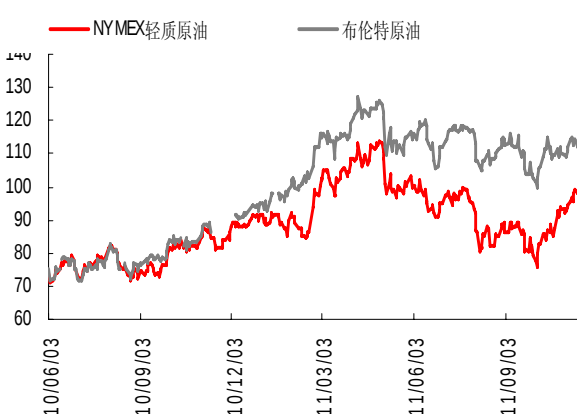
资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 12：黄金价格出现反弹



资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 13：国际油价快速反弹



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

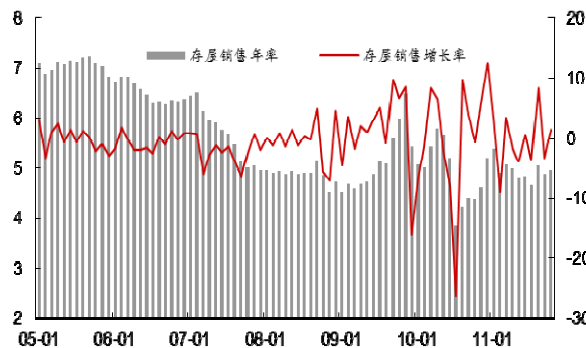
海外经济

美国：房地产市场缓慢复苏，消费数据利好

美国10月份成屋销量较9月份增长1.4%，折合成成年率为497万套。此前市场预计，10月份成屋销量下降2.2%，9月份成屋销量向下小幅修正后折合成成年率为490万套。10月份成屋销量较上年同期增加13.5%；10月份成屋售价中值为162,500美元，同比下跌了4.7%。10月份成屋销量好于预期，但成屋售价继续下跌，显示经济疲软、失业率高企和信贷标准趋紧使美国住房市场继续承压。

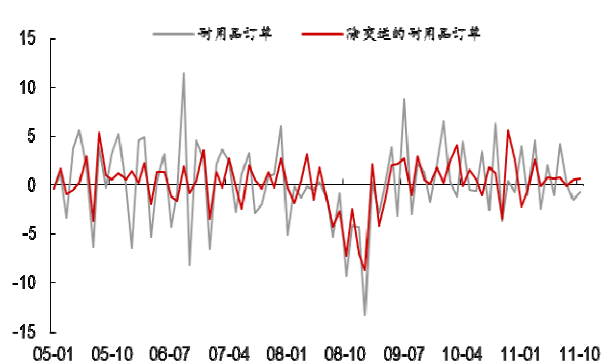
美国10月份耐用品订单较上月下降0.7%，至1976.8亿美元，降幅小于市场预期的下降1.5%。9月份耐用品订单降幅被大幅向下修正至1.5%，初值为下降0.6%。分类数据显示，10月份不包括运输设备的耐用品订单增长0.7%，9月份为增长0.6%；10月份商用飞机订单下降16.4%，9月份为下降26.8%；10月份不包括飞机的非国防资本品订单下降1.8%；10月份不包括国防类的耐用品订单增长0.2%，9月份为下降1.7%；10月耐用品发货量增加1.3%，库存增长0.5%，未交货订单增长0.2%。美国10月份耐用品订单下降幅度好于预期，主要是商用飞机订单降幅小于预期，预期，当前世界经济复苏缓慢，制造业增长也呈现疲弱态势。

图 14： 现房销售好于预期，环比上涨



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 15： 耐用品订单小副回升

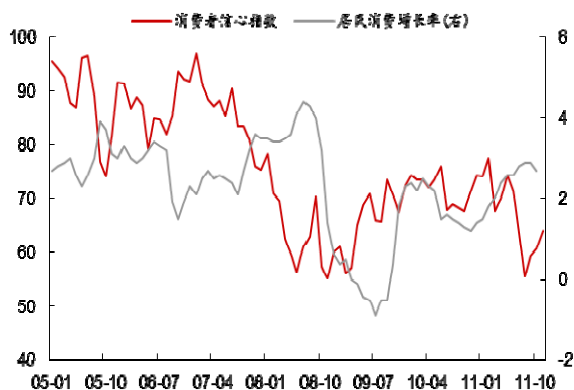


资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

11月底密歇根大学消费者信心指数为64.1，弱于预期的64.8，上月数值为60.9，相比大幅反弹。其中现状指数从月初的76.6升至77.6，预期指数从56.2降至55.4。此外，11月底消费者对未来一年通货膨胀率的预期仍为3.2%，较月初持平；对未来5-10年通货膨胀率的预期为2.7%。美国10月份消费者收入增加，环比增速达到了0.4%，创3月份以来最快增幅，但支出增速放缓仅为0.1%，消费支出不及预期，显示占比经济最大一部分的消费对复苏的贡献可能减少。但11月份消费者信心指数有所回升，表明美国民众对于消费的谨慎态度可能有所改变，随着四季度消费季节的到来，预示未来消费仍将是拉动经济复苏的主要因素。

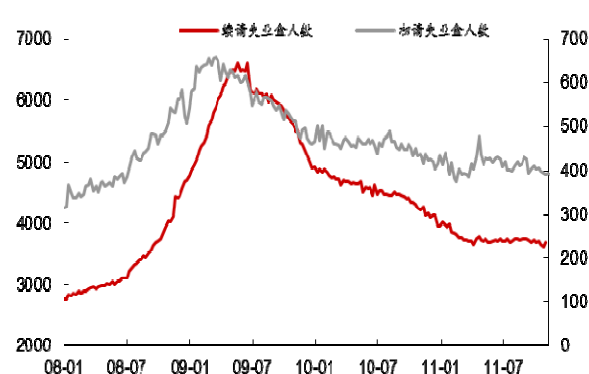
美国 11 月 19 日当周初请失业金人数小幅增加 0.2 万人，增至 39.3 万，高于市场预期的 39.0 万，前值由 38.8 万修正为 39.1 万。续请失业金人数增加 6.8 万人，至 369.1 万，预期为 361.0 万。此外，美国 11 月 12 日止当周保险失业率持平 2.9%。当周美国初请失业金人数小幅增加，但仍低于 40 万，保持低位运行，显示了美国就业市场的缓慢复苏。

图 16： 消费者信心指数底部反弹



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 17： 领取失业金人数均略有攀升



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

欧洲：经济增长缓慢，通胀率持续高位

欧元区 11 月消费者信心指数降至 -20.4，与 10 月的 -19.9 相比继续恶化；欧盟 11 月消费者信心则从 10 月的 -20.2 下滑至 -20.7。欧元区 11 月消费者信心指数继续下滑，消费者减少支出将影响欧元区的经济前景。

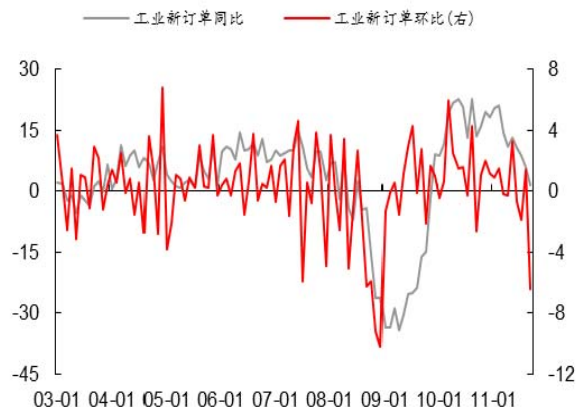
欧元区 9 月工业订单月率下降 6.4%，预期下降 2.5%，前值由上升 1.9% 修正为上升 1.4%；欧元区 9 月工业订单年率上升 1.6%，大幅低于预期的上升 8.0%，前值由上升 6.2% 修正为上升 5.9%。从国家来看，德国 9 月工业订单月率下降 4.4%，法国下降 6.2%，意大利下降 9.2%，西班牙下降 5.3%。欧盟 27 国 9 月工业订单月率下降 2.3%，前值下降 0.3%；年率上升 2.3%，前值上升 6.0%。欧元区 9 月份工业订单大幅下降，其中意大利降幅最大，显示了欧债危机影响进一步显现，且影响面波及实体经济，预计未来欧元区经济总体增长将几近停滞。

图 18: 消费者信心持续下跌



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

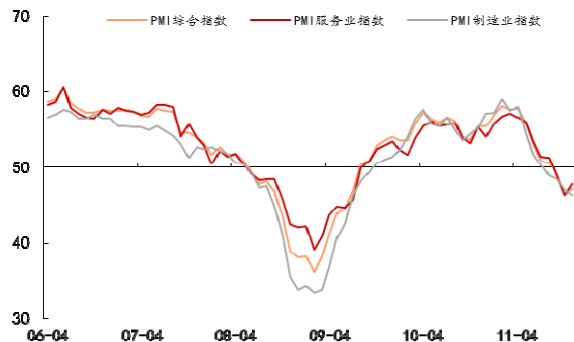
图 19: 工业新订单环比大副回落



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

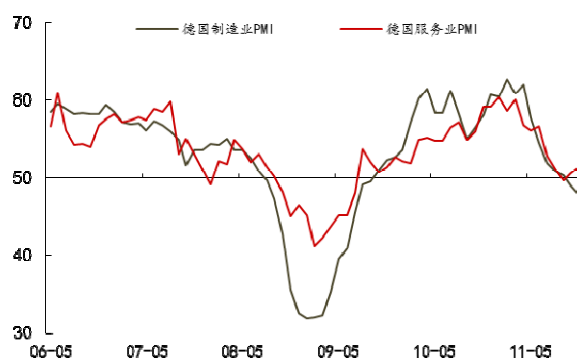
欧元区 11 月综合PMI初值从10月的低点46.5升至47.2。但制造业PMI 创出新低, 初值价值46.4, 为28 月来最低。服务业PMI 初值升至47.8, 好于预期值46.5, 10 月终值为46.4。德国11 月制造业PMI 初值降至47.9, 连续第二个月萎缩, 服务业PMI 初值升至51.4; 法国11 月制造业PMI 初值降至47.6, 为连续第四个月下滑, 服务业PMI 初值升至49.3。总体来看, 11 月份PMI综合指数仍处于荣枯水平线以下, 其中制造业指数连创新低, 虽然服务业景气度有所好转, 但我们认为欧元区总体经济处于下降通道, 且在明年上半年将难以改变。

图 20: 欧元区 PMI 综合指数继续回落



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 21: 德国服务业 PMI 指数反弹



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

下周经济日历

日期	事件	期间	预期值	前值
美国				
11/28/2011	新建住宅销售	OCT	310K	313K
11/29/2011	标普/CS 住宅价格指数	SEP	- -	142.84
11/29/2011	消费者信心	NOV	44.2	39.8
11/29/2011	住宅价格指数 月环比	SEP	- -	-0.10%
12/01/2011	ISM 制造业	NOV	51.7	50.8
12/02/2011	非农就业人数增减	NOV	112K	80K
欧元区				
11/28/2011	欧元区 M3 季节调整	OCT	- -	3.10%
11/29/2011	企业景气指标	NOV	- -	-0.18
11/30/2011	欧元区 失业率	OCT	- -	10.20%
12/01/2011	PMI 制造业	NOV F	- -	- -
12/02/2011	欧元区工业品出厂价指	OCT	- -	5.80%
德国				
11/28/2011	消费价格指数(同比)	NOV P	- -	2.50%
11/30/2011	失业率(季节调整)	NOV	- -	7.00%
12/01/2011	PMI 制造业	NOV F	- -	47.9
日本				
11/28/2011	失业率	OCT	- -	4.10%
11/28/2011	零售额同比	OCT	- -	-1.20%
11/29/2011	工业产值 (月环比)	OCT P	- -	-3.30%
12/01/2011	货币基础 (同比)	NOV	- -	- -
中国				
11/30/2010	领先指数	OCT	- -	100.43
11/30/2011	PMI 制造业	NOV	49.9	50.4
11/30/2011	汇丰银行制造业 PMI	NOV	- -	51
12/02/2011	中国非制造业采购经理指数	NOV	- -	57.7

**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

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@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。