

2012 年 05 月 25 日

西班牙救助在所难免

——国际金融市场风险监控 2012 年 5 月 25 日

总体判断：

- 5 月 23、24 日，风险资产触底后有所反弹，避险情绪有所下降，西班牙 10 年期国债降至 6.16%，但西班牙股市今年至今的跌幅高达近 25%。
- 从目前的形势分析来看，IMF、欧盟、欧央行这“三驾马车”对于希腊、爱尔兰和葡萄牙的救助，蔓延至意大利和法国的概率还很小。但值得警惕的是，救助西班牙的可能性大幅上升，已超过 50%，最终实施的救助形式可能是欧央行通过 SMP 在二级市场购买债券，并由“三驾马车”提供资金，支持西班牙在本国实行财政和银行整顿，以及结构性改革。
- 首先，缺乏可持续融资能力是希腊、爱尔兰和葡萄牙请求救助的一个重要原因。可以观察 10 年期国债收益率这项关键指标，因为在救助希腊、爱尔兰和葡萄牙前，该国 10 年期国债收益率均出现大幅攀升，持续高于 7% 的时间分别为 17 日、20 日和 63 日。相比而言，西班牙、意大利和法国二级市场的融资能力尚可，国债拍卖也差强人意。截至 2012 年 5 月 24 日，意大利 10 年期国债收益率为 5.57%，西班牙 10 年期国债收益率已持续 14 日超过 6%，接近 7% 这一不可持续的水平，最有可能请求救助。
- 从经济层面来看，欧猪三国请求救援时，经济处于衰退或复苏乏力的阶段，而西班牙和意大利的经济已陷入衰退，而且下滑速度较快，如果形势进一步恶化，则需要请求救助。希腊、葡萄牙在请求救助时，经济均处于衰退期，爱尔兰请求救助时，经济复苏也呈放缓趋势。尽管救助后，这三个国家经济未能扭转之前的趋势，但避免了经济硬着陆。相比而言，西班牙、意大利经济近期也呈下滑趋势，目前已陷入衰退。今年第一季度，意大利的 GDP 同比增速为 -1.3%，超过爱尔兰和葡萄牙请求救助当季的增速（分别为 0.1% 和 -0.98%）；而西班牙今年一季度 GDP 同比增速也为 -0.4%，好于救助时的葡萄牙但差于爱尔兰，值得警惕。如果意大利和西班牙经济形势恶化，而且丧失二级市场的融资能力，则可能请求救助。
- 总体来看，西班牙的救助不可避免，目前停留在国家救助的层面，未来很可能需要欧央行、欧盟乃至 IMF 的救助。从必要性来看，自从西班牙房地产泡沫破灭后，房地产业一蹶不振。银行一系列问题导致融资能力下降，且存款流失严重。自 2010 年 1 月以来西班牙银行存款的流失金额位居欧元区第一，甚至高于希腊。而正在或即将进行的救助包括：（1）将第三大银行 Bankia 国有化，（2）推动四家银行合并形成总资产达到 2700 亿欧元的西班牙第五大银行，（3）未来，欧央行可能动用 EFSF 或今年 7 月 1 日即将诞生的 ESM，来进行西班牙银行业的资产重组，并稳定其房地产和金融市场，改善货币政策的传导。如果西班牙再度出现收益率大幅上升并持续高于 7%，那么欧央行可能重启暂停已久的 SMP 购买该国二级市场政府债券。
- 综上所述，目前来看，救助西班牙的概率最大，超过 50%，政府已采取一些救助银行业的措施，未来三驾马车很可能参与救助；而意大利的形势还未恶化到需要救助的水平，而且经济实体太大难以救助；法国经济和融资能力均强，不需要救助。

相关研究

关注希腊退出欧元区的风险

2012 年 5 月 15 日

警惕希、西黑天鹅

2012 年 5 月 10 日

警惕：希腊危机升级，风险资产大跌

2012 年 5 月 9 日

全球制造业 PMI 上升，但欧洲每况愈下

2012 年 5 月 3 日

美国第一季度经济放缓，但 4 月 PMI 走强

2012 年 5 月 2 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉

xiewy@swsresearch.com

钟嘉妮

zhongjin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484

zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

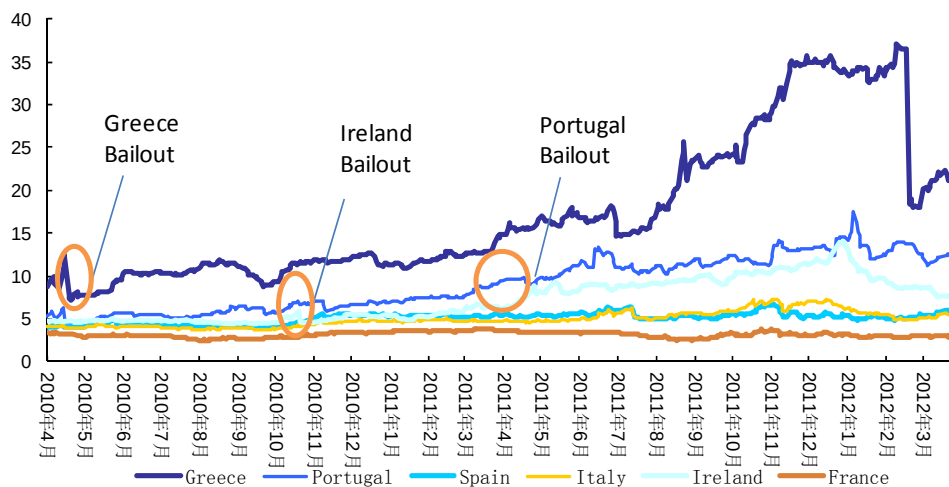
电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

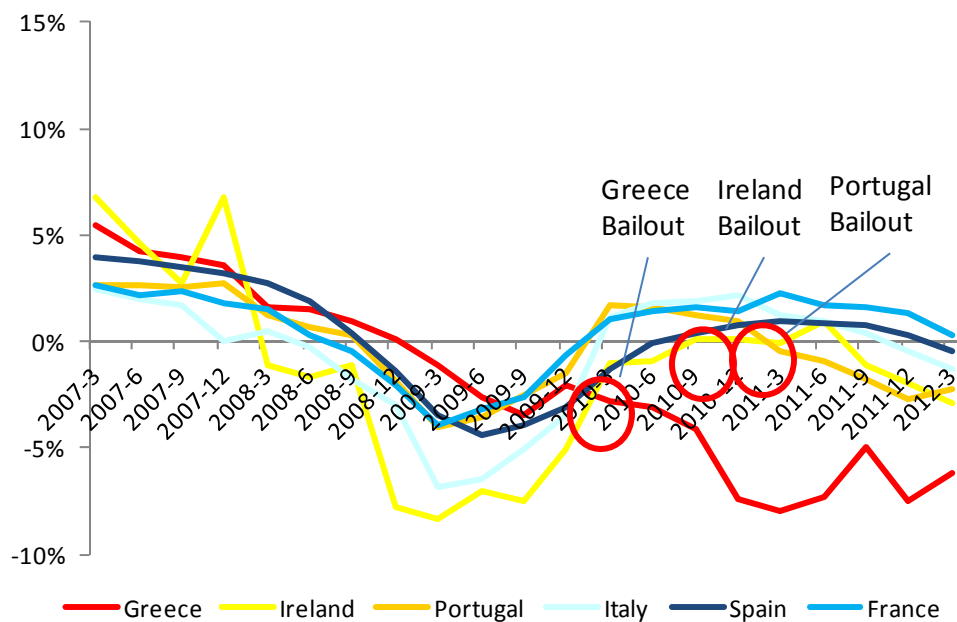
本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

图 1.1：救助希腊、爱尔兰和葡萄牙均是在 10 年期国债收益率持续高于 7% 时触发的。



资料来源：CEIC，申万研究

图 1.2：希腊、葡萄牙在请求救助时，经济均处于衰退期，爱尔兰请求救助时，经济复苏也呈放缓趋



资料来源：CEIC，申万研究

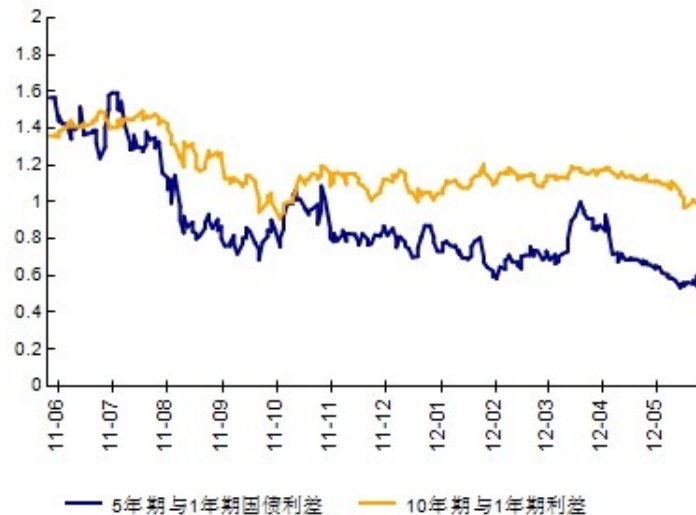
1. 美国首次失业人数和耐用品订单数据符合预期，美元美股上涨

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



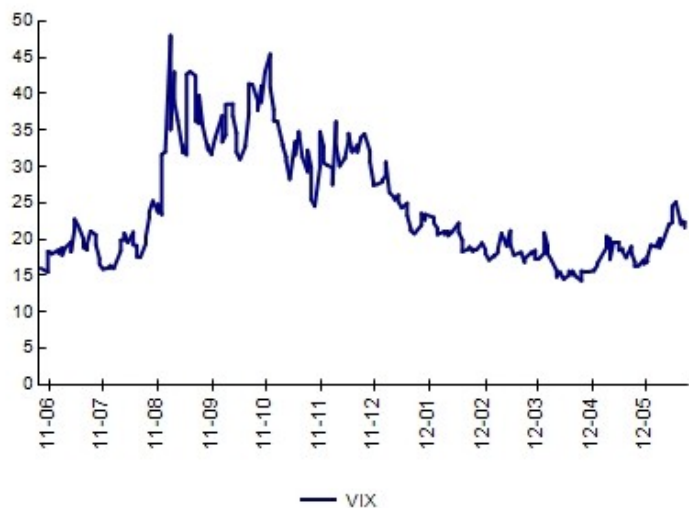
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所缓和。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅下滑，显示股市波动风险有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 持续上涨，对美国债务违约风险的担忧有所增加。



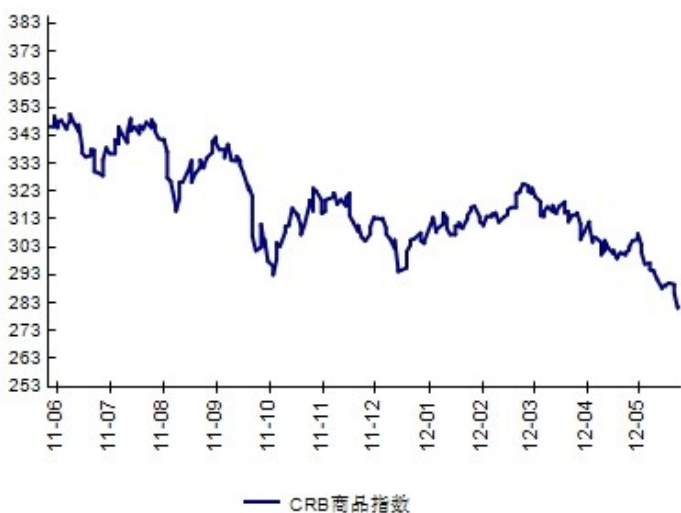
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元上升, 由于首次失业人数和耐用品订单数据均符合市场预期。



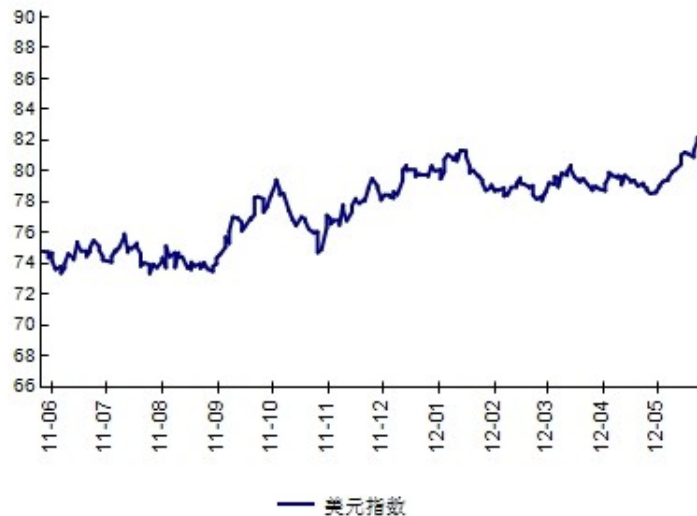
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上涨, 由于金属原油价格小幅上扬。



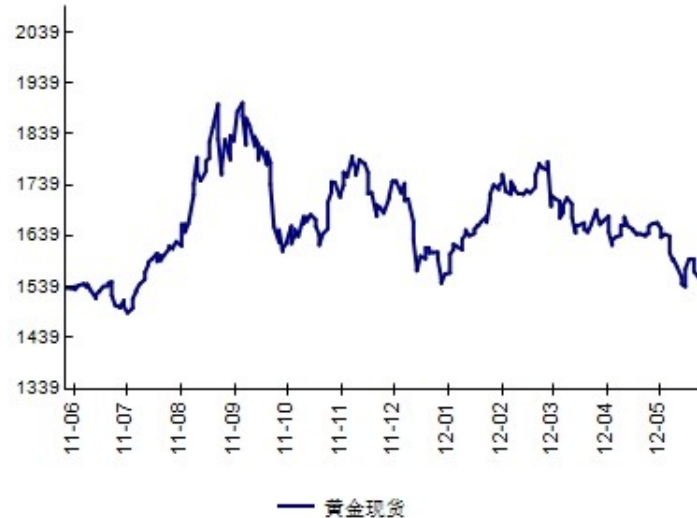
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数继续上升, 由于法德 PMI 数据不如意, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 对美元需求上升。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9: 原油价格微涨, 由于美国首次失业人数和耐用品订单数据符合市场预期。



— 原油

图 10: 铜价与金价比上升, 由于市场预期铜产量无法满足中国需求导致铜价反弹。

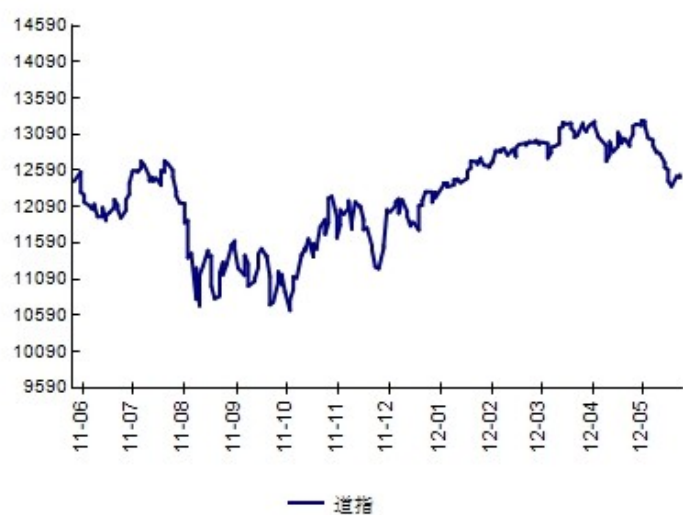


— 铜价/金价

资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 11: 道指小幅上涨, 由于意大利总理表示希腊很可能继续留在欧元区, 且大部分成员国支持发行联合债券。



— 道指

图 12: Libor-OIS 利差下降, 银行信贷压力有所缓和。



— LIBOR/OIS利差

资料来源: Bloomberg, 申万研究

资料来源: Bloomberg, 申万研究

近一周已公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
05/16/2012 21:15	制造业(SIC)产值	APR	--	0.60%	-0.20%
05/16/2012 22:00	房贷拖欠	1Q	--	7.40%	7.58%
	MBA Mortgage				
05/16/2012 22:00	Foreclosures	1Q	--	4.39%	4.38%
	Minutes of FOMC				
05/17/2012 02:00	Meeting				
05/17/2012 20:30	首次失业人数	MAY 12	365K	370K	367K
05/17/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 5	3225K	3265K	3229K
05/17/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 13	-38	-43.6	-40.4
05/17/2012 21:45	彭博经济预期	MAY	--	-1	-3
05/17/2012 22:00	费城联储商业前景指数	MAY	10	-5.8	8.5
05/17/2012 22:00	领先指标	APR	0.10%	-0.10%	0.30%
	Revisions: Factory				
05/18/2012 20:30	Orders				
	Revisions: Durable				
18-19 MAY	Goods Benchmarks				
	芝加哥联储全美活动指数				
05/21/2012 20:30		APR	--	0.11	-0.29
05/22/2012 22:00	里士满联储制造业指数	MAY	11	4	14
05/22/2012 22:00	现房销售	APR	4.61M	4.62M	4.48M
05/22/2012 22:00	旧宅销售 月环比	APR	2.90%	3.40%	-2.60%
05/23/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 18	--	3.80%	9.20%
05/23/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	MAR	0.30%	1.80%	0.30%
	House Price Purchase				
05/23/2012 22:00	Index QoQ	1Q	0.10%	0.60%	-0.10%
05/23/2012 22:00	新建住宅销售	APR	335K	343K	328K
05/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	APR	2.10%	3.30%	-7.10%
05/24/2012 20:30	耐用品订单	APR	0.20%	0.20%	-4.20%
	耐用消费品 (除运输类)				
05/24/2012 20:30		APR	0.80%	-0.60%	-1.10%
	非国防资本货物订单				
05/24/2012 20:30	(飞机除外)	APR	0.80%	-1.90%	-0.80%
	非国防资本货物出货				
05/24/2012 20:30	(飞机除外)	APR	-1.00%	-1.40%	2.60%
05/24/2012 20:30	首次失业人数	MAY 19	370K	370K	370K
	持续领取失业救济人				
05/24/2012 20:30	数	MAY 12	3250K	3260K	3265K
05/24/2012 20:58	Markit 美国 PMI 初值	MAY	--	53.9	--
05/24/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 20	--	-42	-43.6
	堪萨斯城联储制造业				
05/24/2012 23:00	活动指数	MAY	5	9	3

本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
05/25/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	MAY F	77.8	--	77.8
05/29/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	MAR	0.10%	--	0.15%
05/29/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	MAR	-2.70%	--	-3.49%
05/29/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数同比%	1Q	--	--	-4.03%
05/29/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	MAR	--	--	134.2
05/29/2012 21:00	标普/CS 美国住宅价格指数	1Q	--	--	125.67
05/29/2012 22:00	消费者信心	MAY	69.8	--	69.2
05/29/2012 22:30	达拉斯联邦储备银行制造业活动指数	MAY	1.5	--	-3.4
05/30/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAY 25	--	--	3.80%
05/30/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	APR	-0.10%	--	4.10%
05/30/2012 22:00	待定住宅销售 同比	APR	--	--	10.80%
05/31/2012 19:30	挑战者企业裁员人数 同比	MAY	--	--	11.20%
05/31/2012 20:00	加拿大皇家银行消费者前景指数	JUN	--	--	47.6
05/31/2012 20:15	ADP 就业变动指数	MAY	135K	--	119K
05/31/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	1Q S	1.90%	--	2.20%
05/31/2012 20:30	个人消费	1Q S	2.90%	--	2.90%
05/31/2012 20:30	GDP 价格指数	1Q S	1.50%	--	1.50%
05/31/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	1Q S	2.10%	--	2.10%
05/31/2012 20:30	首次失业人数	MAY 26	--	--	370K
05/31/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAY 19	--	--	3260K
05/31/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	MAY	57.3	--	56.2
05/31/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAY 27	--	--	-42
05/31/2012 22:00	密尔沃基采购经理指数	MAY	--	--	52.9
05/31/2012 06/01	ICSC 连锁店销售 同比	MAY	--	--	0.60%
06/01/2012 20:30	非农就业人数增减	MAY	150K	--	115K
06/01/2012 20:30	非农私企就业人数增减	MAY	170K	--	130K

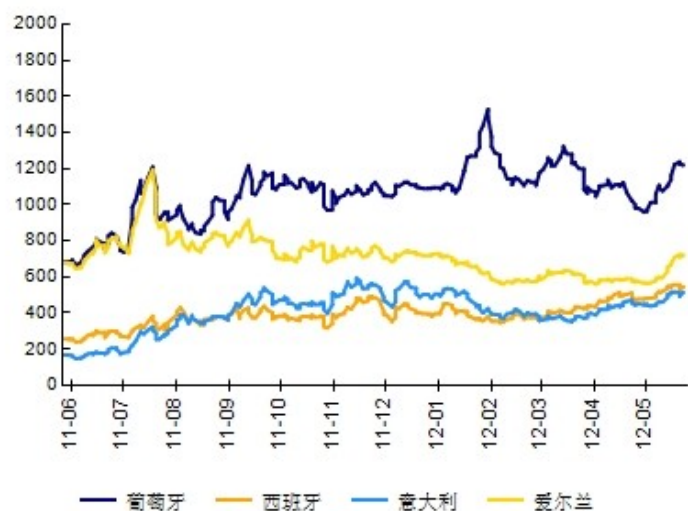
2. 欧元区挽留希腊且大部分成员国呼吁发行联合债券，欧股上涨

图 13：除西班牙和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



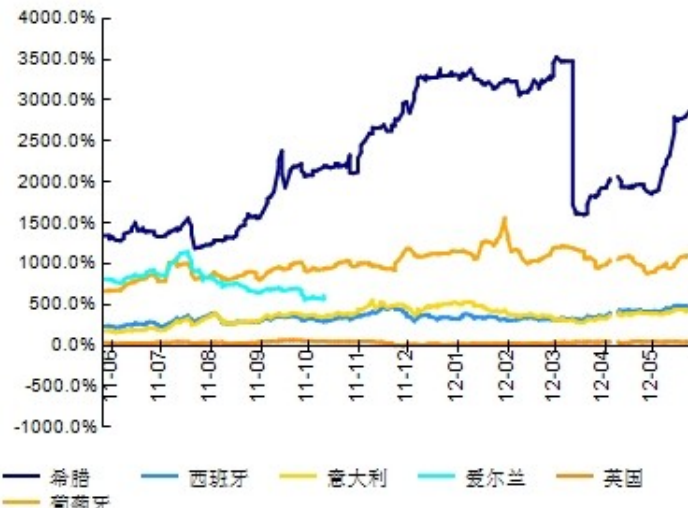
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除意大利外，其他欧猪五国 CDS 均上涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除希腊、葡萄牙和爱尔兰外，其他国国债利差均下降，对经济担忧情绪依然强劲。



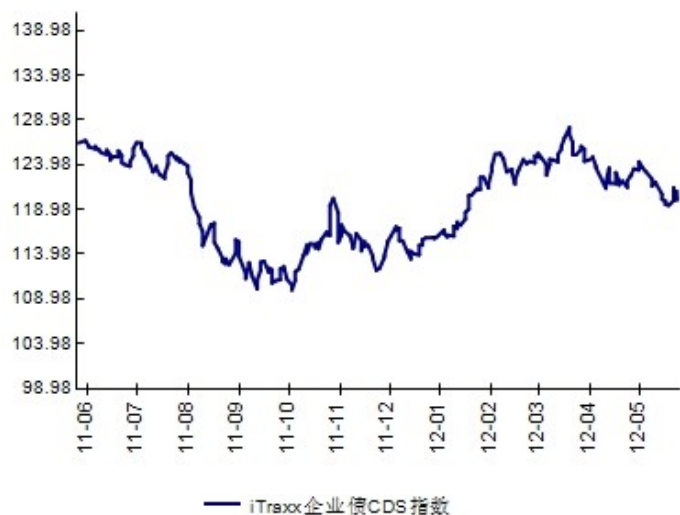
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：核心国 CDS 均回落，对债务违约风险担忧情绪有所收敛。



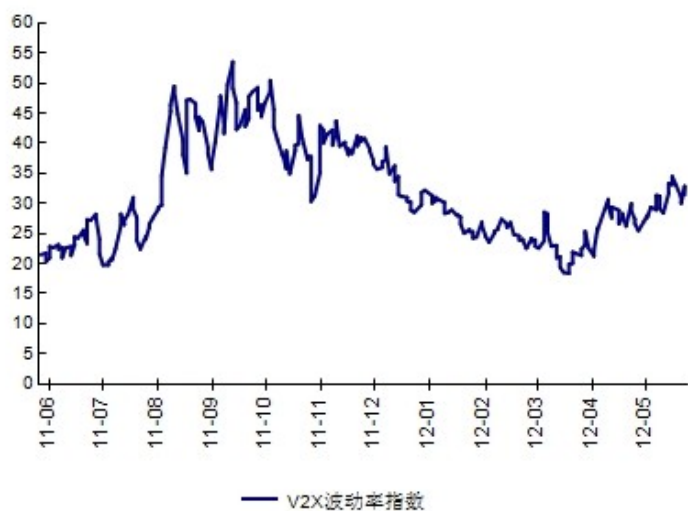
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17: 企业债 CDS 上升, 对企业违约风险情绪加剧。



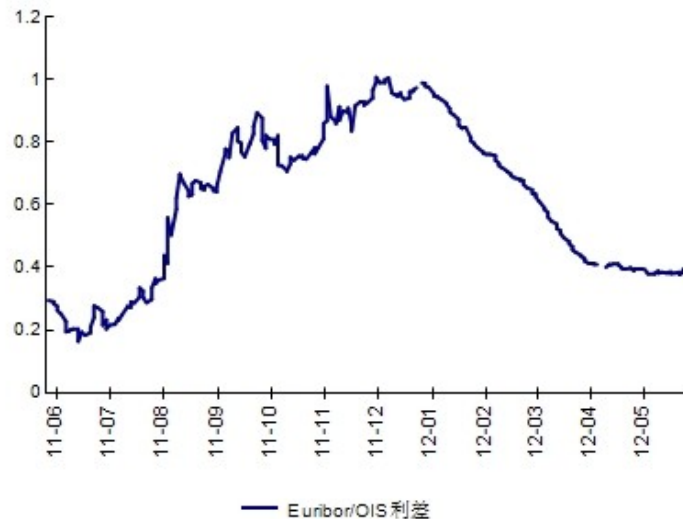
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 19: 欧洲市场波动下降, 股市波动风险减缓。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 18: Euribor-OIS 利差小幅上涨, 显示银行信贷压力有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 20: 欧元继续下跌, 由于法德的 PMI 数据下滑, 不如市场预期。



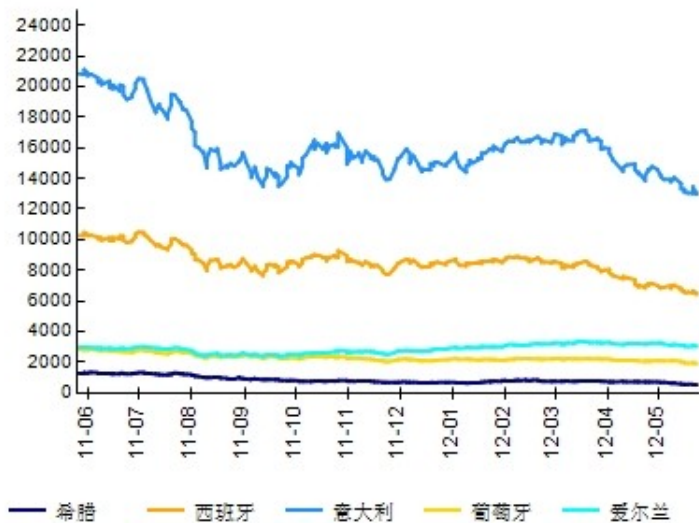
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



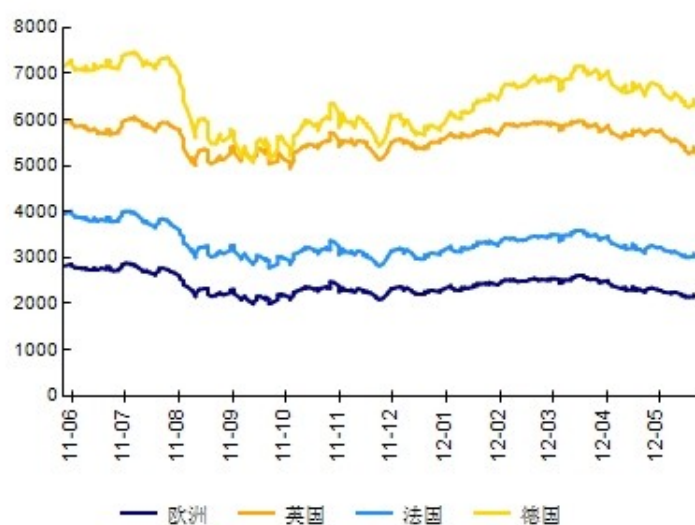
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊外, 其他欧猪五国股市均上升。



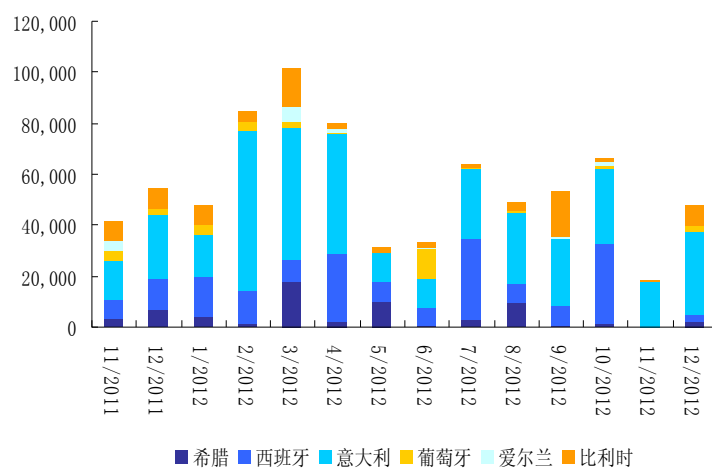
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅上涨, 由于欧元区挽留希腊。



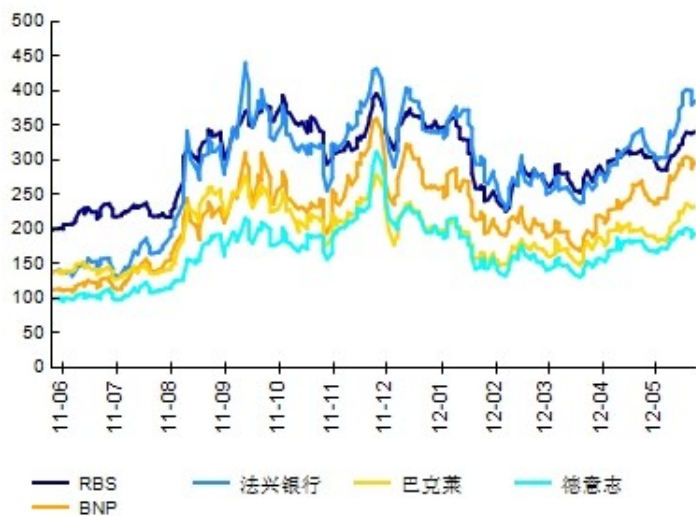
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月是偿债高峰



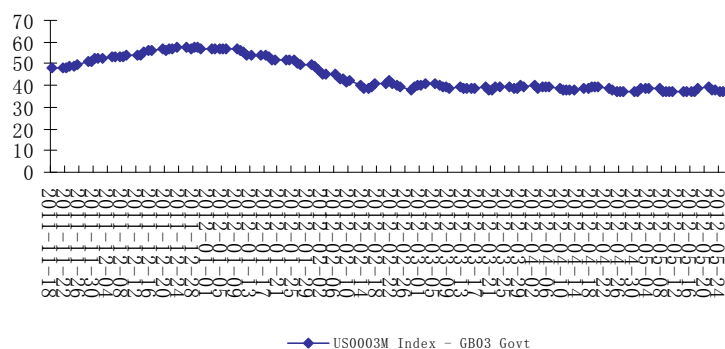
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25: 银行 CDS 均回落。



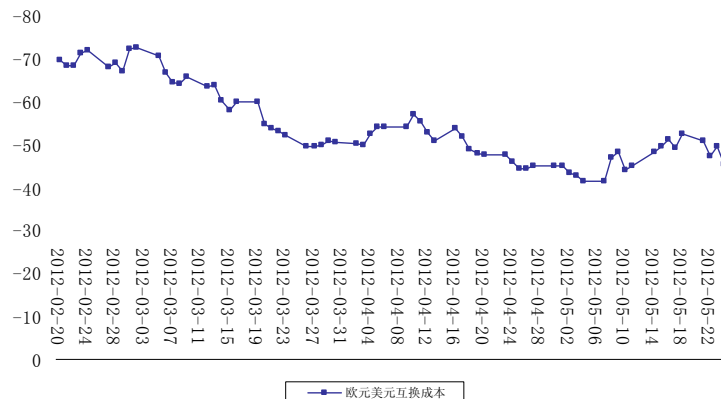
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 27: TED3 下降, 资金趋缓。



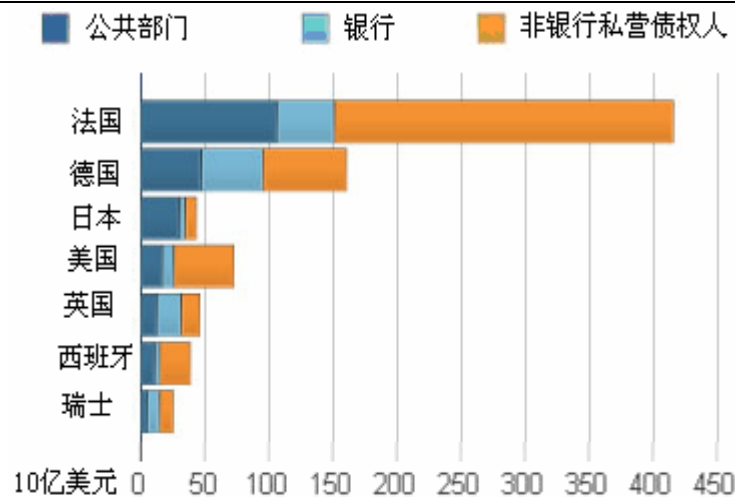
资料来源: 申万研究

图 26: 欧元美元互换成本回落。



资料来源: ECB, 申万研究

图 28: 银行持有的意大利债务的国别分布



资料来源: 国际清算银行 (截至 2011 年 6 月)

表 1：欧债时间表——2012 年欧元区大事日程
(黄色为政治和欧央行事件，红色为债务到期，黑体为重要事件)

3 月	IMF 审查葡萄牙和希腊
3 月底	希腊出售 70 亿欧元资产，50 亿欧元援助发放期
4 月 4 日	欧央行公布利率决议
4 月 12 日	意大利国债拍卖
4 月 15-16 日	意大利和西班牙分别 251 亿、151 亿欧元债务到期
4 月 18 日	爱尔兰 230 亿欧元债务到期
4 月 22 日	法国首轮选举
4 月 26-27 日	意大利国债拍卖
4 月 30 日	意大利和西班牙分别 208 亿、123 亿欧元债务到期
4 月	希腊大选，总理 Papademos 面临考验
5 月 3 日	欧央行公布利率决议
5 月 6 日	法国第二轮选举
5 月 15 日	欧元集团会议、欧元区财长会议
5 月 18 日	希腊 84 亿欧元债务到期
5 月	IMF 审查希腊
6 月 6 日	欧央行公布利率决议
6 月 14-16 日	葡萄牙 411 亿欧元债务到期
6 月 18-19 日	G20 峰会(墨西哥)、欧元集团会议
6 月 21 日	欧央行理事、会员会议
6 月底	IMF 审查葡萄牙，希腊 100 亿欧元援助发放期
7 月 5 日	欧央行公布利率决议
7 月 30 日	西班牙 135 亿欧元债务到期
8 月 2 日	欧央行公布利率决议
8 月 20 日	希腊 80 亿欧元债务到期
9 月 6 日	欧央行公布利率决议
10 月 4 日	欧央行公布利率决议
10 月 15 日	意大利和葡萄牙分别 258 亿、250 亿欧元债务到期
10 月 18 日	爱尔兰 249 亿欧元债务到期
10 月 31 日	西班牙 159 亿欧元债务到期
11 月 8 日	欧央行公布利率决议
12 月 6 日	欧央行公布利率决议
12 月 15 日	意大利 189 亿欧元债务到期

表 2：欧洲主要国家债务相关情况

国家	债务(百万欧元)	5年CDS	标普	穆迪	惠誉	2010年赤字/GDP%	2010年政府债务/GDP%	GDP同比	季度GDP环比
希腊	345,153	8066.51	CC	Ca	CCC	-10.6	142.7	-5.5	0.2
葡萄牙	162,778	1058.85	BBB-	Ba2	BBB- *	-9.8	93	-1.7	-0.4
爱尔兰	110,012	710	BBB+	Ba1	BBB+	-31.3	94.9	2.3	1.6
意大利	1,592,506	528.31	Au	A2	A+	-4.6	119.1	0.8	0.3
西班牙	654,281	458.38	AA-	A1	AA-	-9.3	60.1	0.8	0
比利时	317,075	325	AA+u	Aa1 *	AA+	-4.1	100.7	1.8	0
法国	1,309,491	221.61	AAAu	Aaa	AAA	-7.1	82.4	1.6	0.4
德国	1,262,987	95.16	AAAu	Aaa	AAA	-4.3	83.4	2.6	0.5

资料来源: Bloomberg, 申万研究

表3: 欧洲边缘国家的月度未到期债务(单位: 百万欧元)

	希腊	西班牙	意大利	葡萄牙	爱尔兰	比利时	欧猪五国合计
3/2012	17,451	9,421	51,426	1,861	6,209	15,390	86,368
4/2012	2,068	26,512	46,789	1,011	1,303	1,811	77,683
5/2012	9,946	7,861	11,312	18		1,979	29,137
6/2012	988	6,827	10,954	12,053	639	2,096	31,461
7/2012	3,048	31,490	27,232	1,054		1,071	62,824
8/2012	9,679	7,544	28,004	368	5	3,172	45,600
9/2012	1,019	7,237	26,245	611	19	18,388	35,131
10/2012	1,177	31,656	29,103	1,774	1,201	1,338	64,911
11/2012	87	206	17,703	52		31	18,048
12/2012	2,335	2,351	33,104	1,476	36	8,564	39,302

表4: 截至2011-12银行业所持其他国债务(单位: 亿美元)(prelim)

	比利时银行业	法国银行业	德国银行业	意大利银行业	西班牙银行业	英国银行业	美国银行业	日本银行业	欧洲银行业
比利时		2239.28	278.78	37.11	53.45	177.40	206.57	147.50	4074.39
希腊	7.22	443.53	133.55	21.86	9.69	105.37	44.55	9.35	904.73
爱尔兰	218.61	274.62	953.29	154.57	78.44	1273.80	443.03	186.45	3304.32
意大利	123.88	3323.45	1339.54		309.70	593.56	365.88	305.07	6451.33
葡萄牙	27.65	217.60	302.08	31.83	759.51	209.40	45.27	12.00	1640.06
西班牙	131.23	1147.02	1460.96	277.26		831.29	458.50	216.91	5129.44
德国	138.33	2099.96		2344.34	544.89	1877.55	1752.37	1318.49	10946.39
法国	583.91		1748.62	430.13	53.45	177.40	206.57	147.50	4074.39

资料来源: BIS, 申万研究

表5: 欧洲主权债务评级与展望

	穆迪			标普			惠誉		
	调整日期	评级	评级展望	调整日期	评级	评级展望	调整日期	评级	评级展望
希腊				12-05-02	CCC	稳定	12-5-17	CCC	负面
	12-03-02	C	负面	12-02-27	SD(选择性违约)	负面	12-02-22	C	负面

	11-07-25	Ca	负面	11-07-27	CC	负面	11-07-13	CCC	负面
	11-06-01	Caa1	负面	11-05-09	B*-	负面	11-05-20	B+*-	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-05-14	BB+	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	11-05-09	B1*-	负面	11-03-29	BB*-	负面	11-01-14	BB+	负面
	11-03-07	B1	负面	11-03-29	BB*-	负面	10-12-21	BBB*-	负面
	10-12-16	BA1*-	负面	10-12-02	BB+*-	负面	10-04-09	BBB-	负面
	10-06-14	BA1	负面	10-04-27	BB+	负面	09-12-08	BBB+	负面
	10-04-22	A3*-	负面	10-03-16	BBB+	正面	09-10-22	A-	负面
	09-12-22	A2	负面	09-12-16	BBB+*-	负面			
	09-10-29	A1*-	负面	09-12-07	A*-	负面			
法国	88-09-28	AAA	正面	12-01-13	AA+	负面	95-10-26	AAA	正面
				92-07-27	AAA	正面			
德国	93-04-29	AAA	正面	92-03-17	AAA	正面	95-10-26	AAA	正面
爱尔兰							12-01-27	BBB+	负面
	11-07-12	BA1	负面	11-04-01	BBB+	负面	11-04-14	BBB+	正面
	2011-4-15	BAA3	负面	11-02-02	A*-	负面	11-04-01	BBB+*-	负面
	2010-12-17	BAA1	负面	10-11-23	A*-	负面	10-12-09	BBB+	负面
	10-10-05	AA2*-	负面	10-08-24	AA-	负面	10-10-06	A+	负面
	10-07-19	AA2	负面	09-06-08	AA	负面	09-11-04	AA-	负面
	09-07-02	AA1	负面	09-03-30	AA+	负面	09-04-08	AA+	负面
	09-04-17	AAA*-	负面				09-03-06	AAA*-	负面
意大利							12-01-27	A-	负面
	11-06-17	Aa2	负面	12-01-13	BBB+	负面	11-10-07	A+	负面
	02-05-15	AA2	正面	11-09-19	A	负面	06-10-19	AA-	负面
				11-02-17	A+	负面	06-10-19	AA-	负面
葡萄牙				12-01-13	BB	负面			
	11-07-05	BA2	负面	11-03-29	BBB-	负面	11-11-25	BB-	负面
	11-04-05	BAA1*-	负面	11-03-29	BBB-	负面	11-04-01	BBB*-	负面
	11-03-15	A3	负面	11-03-24	BBB*-	负面	11-04-01	BBB*-	负面
	10-12-21	A1*-	负面	10-11-30	A*-	负面	11-03-24	A*-	负面
	10-07-13	A1	负面	10-04-27	A-	负面	10-12-23	A+	负面
	10-05-05	AA2	负面	09-01-13	AA-	负面	10-03-24	AA-	负面
				09-01-12	A+	负面	98-06-04	AA	正面
西班牙				12-04-26	BBB+	负面	12-01-27	A	负面
	11-07-29	Aa2*-	负面	12-01-13	A	负面	11-10-07	AA-	负面
	11-03-10	Aa2	负面	11-10-13	AA-	负面	10-05-28	AA+	负面
	10-09-30	AA1	负面	10-04-28	AA	负面	03-12-10	AAA	正面
				09-01-19	AA+	负面			

	10-06-30	AAA*-	负面	09-01-12	AAA*-	负面			
	01-12-13	AAA	正面						
匈牙利	11-11-25	Ba1	负面						
	10-12-06	BAA3	负面	09-03-30	BBB-	负面	10-12-23	BBB-	负面
	10-07-23	BAA1*-	负面				08-11-10	BBB	负面
	09-03-31	BAA1	负面						

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。