

加息、升值对市场 and 行业的影响



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

荀玉根 CIIA
SAC 执业证书编号: S1000210050052
021-5010 6029 xunyg@lhq.com

相关研究

- 1、《如果加息,这次与以往不同》, 2010/01/21
- 2、《通胀驱动力变化下的行业选择》, 2010/01/22
- 3、《“四条链”把脉农产品通胀投资策略》, 2010/10/08

核心结论:

近20年历史显示,加息周期源于通胀,05年后升值和加息共同随经济增速变化。加息不改变A股本身趋势,明显利好保险,只有在经济增速回落时才影响高带息债务率行业利润率。升值有助市场估值提升,受益明显的为航空、造纸、金融地产。根据宏观组判断年底前或不再加息、升值缓慢,11年上半年加息2次、升值望加速,届时加息、升值的相关投资机会或将更明显。

主要内容:

加息源于通胀,升值与加息有协同性。回顾近20年A股市场,此前经历了四次加息周期,一般出现在通胀比较明显之后。虽然不完全符合利率平价关系,05年后升值和加息共同随经济增速变化,从这个角度看,中国的利率政策和汇率政策存着一定的协同性,加息或预示着升值。

加息不改股指本身趋势,升值有助A股市场估值提升。前几次加息没改变市场趋势,2005年后只要CPI处于上升趋势,虽然加息使得实际利率上升,但无法改变储蓄搬家趋势,从而为股市提供资金支持。以人民币计价的股票资产,在本币升值的大背景下,会得到国际投资者的追捧,估值相应提升。1985-1990年日、德本币快速升值阶段市场估值均提升。

加息利好保险,经济回落时不利高债务率行业。加息会使债券收益率上升,保险公司直接受益,银行在加息周期下净息差通常扩大,但需同时观察信贷规模变化。加息对重债务行业净利率的影响取决于经济背景,经济增速上升阶段行业需求端旺盛、对成本端不敏感,加息不影响净利率,而经济增速回落阶段行业需求端疲软、对成本端敏感,加息使得净利率下降。

升值明显利好航空、造纸、金融地产,不利纺织服装。航空、造纸、钢铁、石油受益升值下成本下降和汇兑收益,其中航空、造纸销售净利率改善最明显。人民币升值将使得中国不可贸易的土地、房屋等资产价格重估,05年后人民币快速升值助推国内房价快速上涨。纺织服装、电子元器件、航运行业出口占收入比重较大,其中升值对纺织服装收入增长影响相对较大。

目 录

1. 加息与升值周期	5
1.1 加息周期源于通胀	5
1.2 升值和加息的协同：共同依赖经济	6
1.3 当前经济弱、通胀高：加息周期已开始，缓慢升值	7
2. 加息对市场和行业影响	8
2.1 加息不改变股指走势	8
2.2 加息对行业成本影响	9
2.3 加息对行业收入影响	11
2.4 本次加息对行业影响：与 06 年最类似	12
3. 汇率对市场和行业影响	13
3.1 升值有助市场估值提升	13
3.2 升值提升资产行业价值	13
3.3 升值降低原材料进口行业成本	14
3.4 升值影响出口行业收入	15
3.5 升值投资：后望加速	15
4. 结 论	17

图表目录

图 1 中国加息周期与通胀周期一致	5
图 2 93 - 94 年快速高通胀下大幅快速加息	6
图 3 03 - 04、06 - 08 年通胀周期下“点刹车”加息	6
图 4 中国的利率平价存着一个无序区域	6
图 5 人民币汇率和中美利差未反映利率平价线性关系	6
图 6 人民币走势与中美利差有背离	6
图 7 人民币升值预期与中美利差有背离	6
图 8 人民币实际升值幅度与利率趋势一致	7
图 9 人民币预期升值幅度与利率趋势一致	7
图 10 中国加息周期与通胀周期一致	7
图 11 粮食和猪肉价格将推动 CPI 上行	8
图 12 2011 年上半年 CPI 或将见高 4.5%	8
图 13 历次加息没改变股指趋势	9
图 14 储蓄搬家为股市提供资金支持	9
图 15 实际利率提高没改变储蓄搬家的趋势	9
图 16 CPI 高企时储蓄开始搬家	9
图 17 各行业带息债务率（2004）	10
图 18 各行业带息债务率（2006）	10
图 19 各行业带息债务率（2007）	10
图 20 04、06 年加息后重债务率行业净利率下降	10
图 21 2004 年加息后重债务率行业表现相对较弱	10
图 22 2006 年加息后重债务率行业表现相对较弱	10
图 23 2007 年加息后重债务率行业表现并不弱	11
图 24 加息周期国债和金融债收益率上升	11
图 25 加息周期下保险明显跑赢大盘	11
图 26 加息周期下银行净息差扩大	12
图 27 2004 年加息银行略差于大盘	12
图 28 2006 年加息银行明显跑赢大盘	12
图 29 2007 年加息银行略好于大盘	12
图 30 本次加息背景与 06 年 8 月更相似	12
图 31 警惕加息后带息债务率较高行业的成本压力	12
图 32 日本本币快速升值期股市估值提升	13
图 33 德国本币快速升值期股市估值提升	13
图 34 快速升值助推 A 股 PE 提升	13
图 35 升值预期上升助推 A 股 PE 提升	13
图 36 人民币快速升值助推国内房价快速上涨	14
图 37 航空、造纸业受益人民币升值较明显	15
图 38 各行业出口占比	15
图 39 纺织服装受人民币升值影响较明显	15
图 40 当前升值幅度和速度仍温和	16

图 41 如 2011 年上半年加息 2 次望使升值加速	16
图 42 07 年升值时航空、造纸、地产均大幅跑赢大盘	16
图 43 加息、升值价格传导链	17
表 1 近 20 年来中国加息周期	5
表 2 首次加息后股指及行业表现	8

央行三季度货币政策报告称“引导货币条件逐步回归常态”，预示着货币政策正在转向，未来利率和汇率工具的运用将更频繁，尤其是10月20日央行的突然加息，宣告加息周期或将开始。因此，我们有必要研究加息、升值对股市和行业的影响。

近20年历史显示，加息周期源于通胀，05年后升值和加息共同随经济增速变化。加息不改变A股本身趋势，明显利好保险，只有在经济增速回落时才影响高带息债务率行业利润率。升值有助市场估值提升，受益明显的为航空、造纸、金融地产。根据宏观组判断年底前或不再加息、缓慢升值，11年上半年加息2次、升值望加速，届时加息、升值的相关投资机会或将更明显。

1. 加息与升值周期

1.1 加息周期源于通胀

10月20日央行的突然加息，预示着货币政策的转向，新一轮的加息周期或将来临。回顾近20年A股市场，此前经历了四次加息周期，起始日分别为1993年5月15日、2004年10月29日、2006年8月19日、2007年3月16日。加息周期与通胀周期一致，20年来中国经历三次通胀周期，分别为1993-94年，2003-04年，2006-08年。

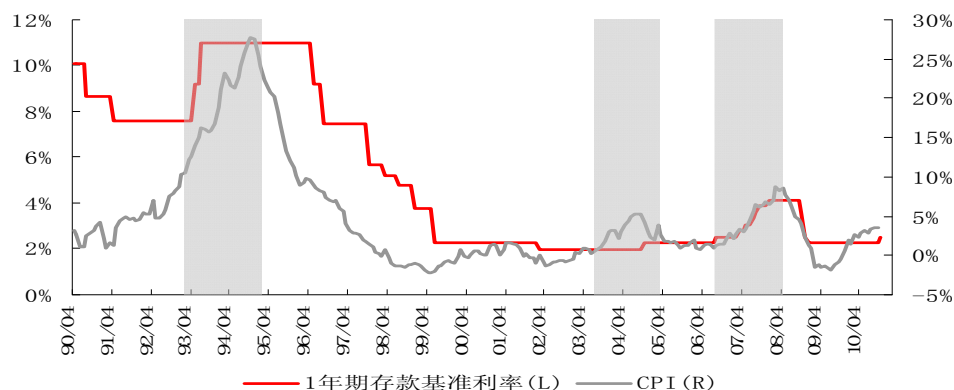
加息一般出现在通胀比较明显之后，即CPI超过3%。其中，1993年我国物价改革步伐较大，价格放开程度加大，短缺经济背景下商品价格合理调整连同乱涨价使整个市场的物价水平明显上升，加息属于“急刹车”，次数少但幅度很大。而之后的三次加息周期，总体上都是“点刹车”式的。

表 1 近 20 年来中国加息周期

通胀周期	加息起始日	加息终止日	首次加息基点	当月 CPI	加息次数	累计加息基点
1993-94 年	1993 年 5 月 15 日	1993 年 7 月 11 日	162BP	14.00%	2 次	342BP
2003-04 年	2004 年 10 月 29 日	2004 年 10 月 29 日	27BP	4.30%	1 次	27BP
2006-08 年	2006 年 8 月 19 日	2006 年 8 月 19 日	27BP	1.30%	1 次	27BP
	2007 年 3 月 16 日	2007 年 12 月 21 日	27BP	3.30%	6 次	162BP
2010-?	2010 年 10 月 20 日	?	25BP	3.60%	?	?

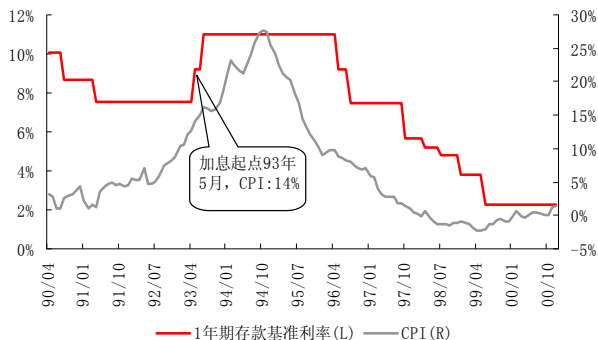
数据来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 1 中国加息周期与通胀周期一致



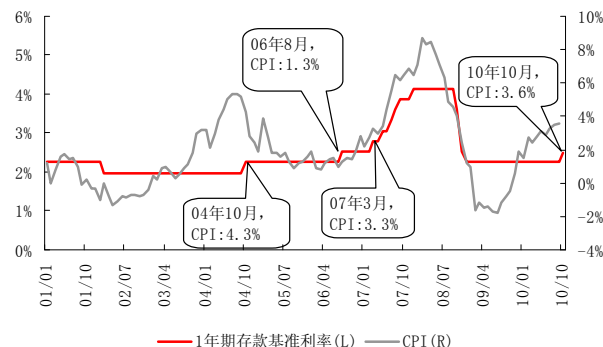
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图2 93-94年快速高通胀下大幅快速加息



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图3 03-04、06-08年通胀周期下“点刹车”加息

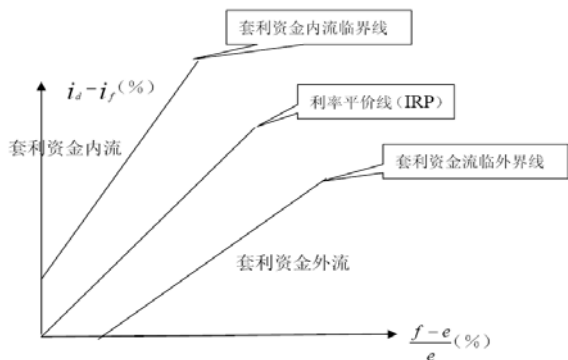


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

1.2 升值和加息的协同：共同依赖经济

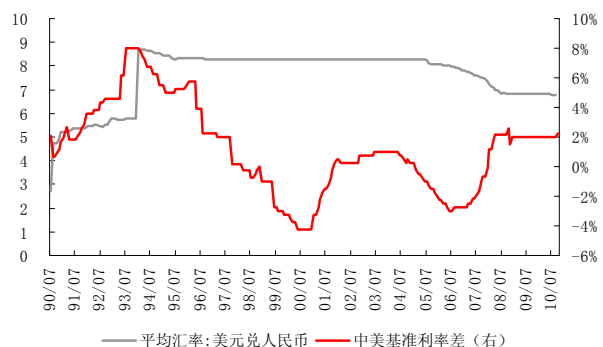
利率平价的线性关系失效。理论角度看，利率与汇率的传导关系表现为“利率平价模型”，荀玉根（2007）在《利率平价理论在中国的表现及修正》中对这个问题做了详细分析。基本结论是：由于短期资本流动的有限性、外汇市场缺乏效率、交易成本很大，在中国利率与汇率的关系并非简单的线性，而是存着一个无序关系的区域。历史数据同样显示，人民币汇率和中美利差并未完全反映出利率平价的线性关系。

图4 中国的利率平价存着一个无序区域



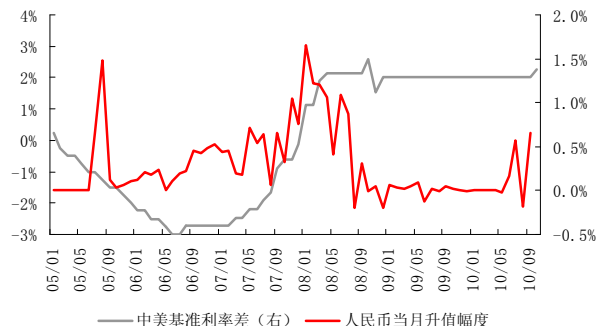
资料来源:《利率平价理论在中国的表现及修正》

图5 人民币汇率和中美利差未反映利率平价线性关系



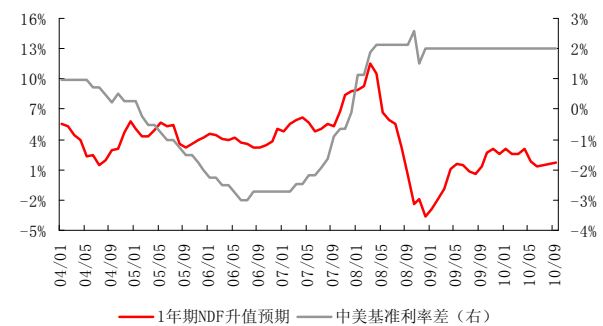
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图6 人民币走势与中美利差有背离



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

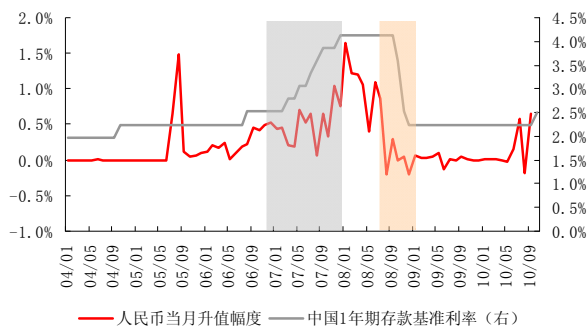
图7 人民币升值预期与中美利差有背离



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

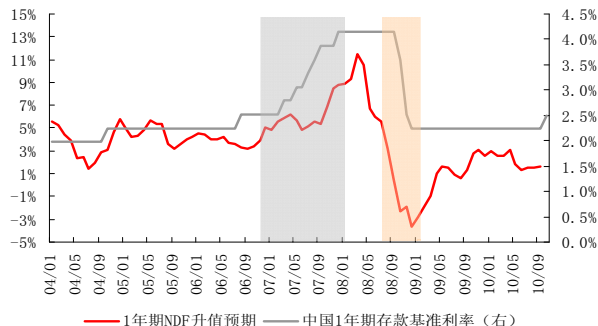
05年后升值和加息的协同：共同依赖经济。虽然人民币汇率与中美利差不完全符合利率平价模型中的线性关系，但考察2005年汇改后中国利率和人民币走势，我们发现，人民币的实际和预期升值幅度都与基准利率的趋势一致。

图8 人民币实际升值幅度与利率趋势一致



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

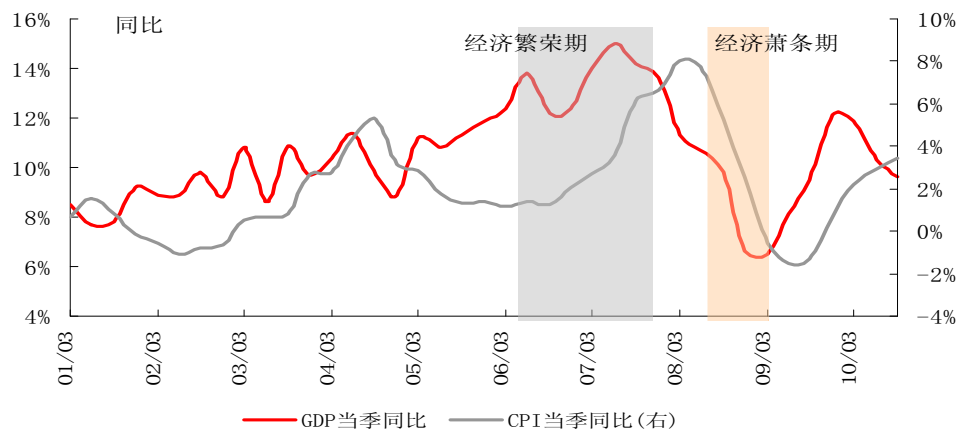
图9 人民币预期升值幅度与利率趋势一致



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

这主要源于，加息和升值根本上共同依赖经济增长这一根本因素，2005-2007年整体经济处于繁荣阶段，尤其是2007年后经济的增长带动了通胀的上升，从而出现了加息和升值。而2008年4季度到2009年1季度经济处于萧条周期，经济增速和物价均快速下滑，从而出现了降息和贬值。从这个角度看，中国的利率政策和汇率政策存着一定的协同性，加息或预示着升值。

图10 中国加息周期与通胀周期一致



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

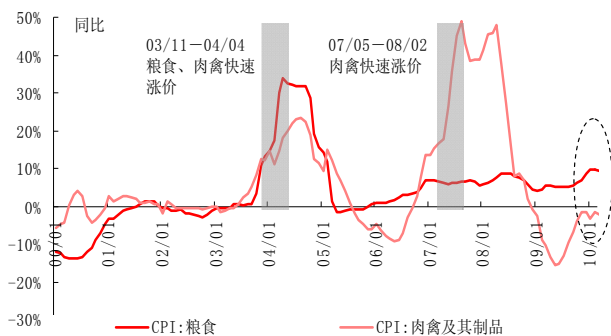
1.3 当前经济弱、通胀高：加息周期已开始，缓慢升值

10月19日的上调准备金率和10月20日的加息表明，中国宽松的货币政策已告终结，“控通胀”成了现阶段政策调控的首要目标。17-17.5%的存款准备金率为近三年高点，而加息意味着最关键的标志性工具已经动用。

根据宏观组判断，10月份CPI创新高后，11月、12月会回落，因此四季度再次加息的可能较低，而2011年上半年CPI将重新上升，并出现当月4%以上的涨幅，届时还将出现两次加息——这说明中国进入了加息通道。

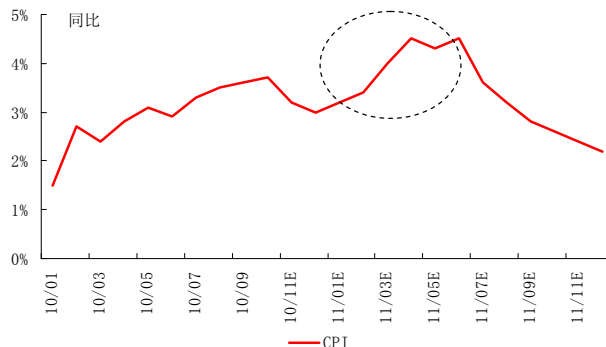
不过,这并不意味着四季度的后两个月人民币升值加速。一方面,中国出口增速放缓,经常项目顺差可能持一个收窄态势,这会压低人民币升值的预期。另一方面,美元指数虽然整体呈弱势,但我们预测的下行空间有限,四季度美元大概率在低位振荡。因此,我们认为人民币会上升,但不会快速上升。

图 11 粮食和猪肉价格将推动 CPI 上行



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 12 2011 年上半年 CPI 或将见高 4.5%



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

2. 加息对市场 and 行业影响

2.1 加息不改变股指走势

加息不改变股指本身趋势。由于 1993 年资本市场规模和格局与现在差异比较大,参考价值不大,我们统计了近三次加息后市场指数及各行业表现。从市场表现来看,首次加息后一般不会改变市场趋势。2004 年小幅调整,2006、2007 年没有改变市场上升趋势。取均值看,加息后 1 周、1 个月、3 个月上证综指涨幅分别为: 1.26%、28.01%、53.87%。

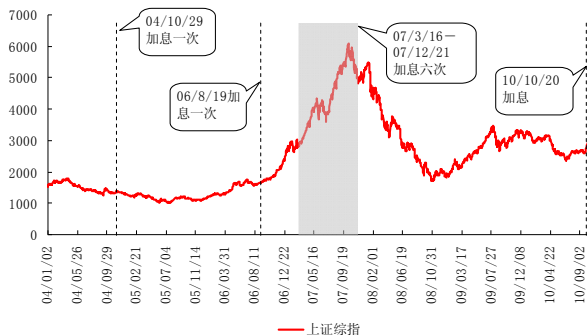
表 2 首次加息后股指及行业表现

加息 周期	上证综指涨跌幅(%)			涨幅居前的几大行业		
	1 周	1 个月	3 个月	1 周	1 个月	3 个月
2004 年	-2.73	1.12	-9.54	金融、交通运输、轻工、医药、纺织服装	电子信息、轻工、医药、餐饮旅游、机械设备	钢铁、信息服务、交通运输、地产、餐饮旅游
2006 年	1.57	7.70	23.39	有色、餐饮旅游、金融、交运设备、信息服务	餐饮旅游、金融、地产、信息服务、交通运输	金融、钢铁、地产、餐饮旅游、食品饮料
2007 年	4.15	19.19	40.02	化工、有色、交通运输、轻工、医药	纺织服装、有色、机械设备、建筑建材、医药	纺织服装、采掘、地产、有色、商贸
2010 年	1.65	?	?	有色、家电、农业、采掘、交运设备	?	?
平均	1.26	28.01	53.87	有色、金融、交通运输	餐饮旅游、医药、机械设备	钢铁、地产

数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

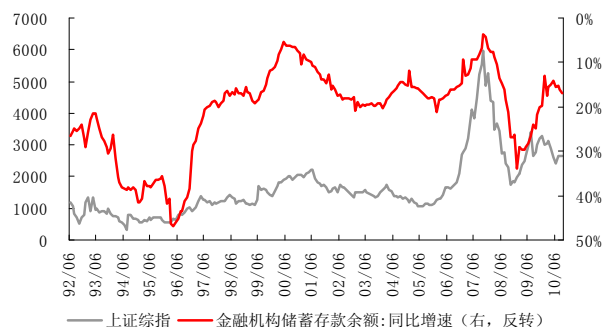
CPI 上升期出现储蓄搬家, 加息不改变趋势。由于投资理念更新和股市吸引力增加, 2005 年后的数据显示, 只要 CPI 处于上升趋势, 虽然加息使得实际利率上升, 但其值仍较低, 因此无法改变储蓄搬家的趋势, 从而为股市提供资金支持。

图 13 历次加息没改变股指趋势



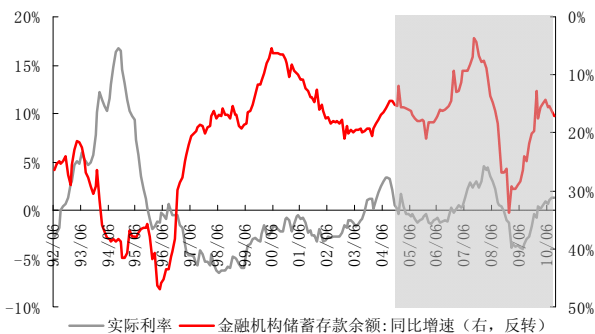
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 14 储蓄搬家为股市提供资金支持



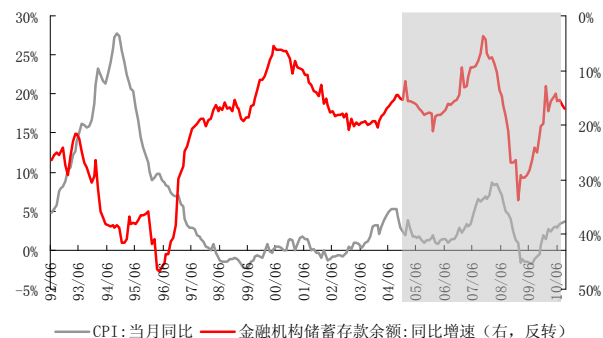
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 15 实际利率提高没改变储蓄搬家的趋势



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 16 CPI 高企时储蓄开始搬家



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

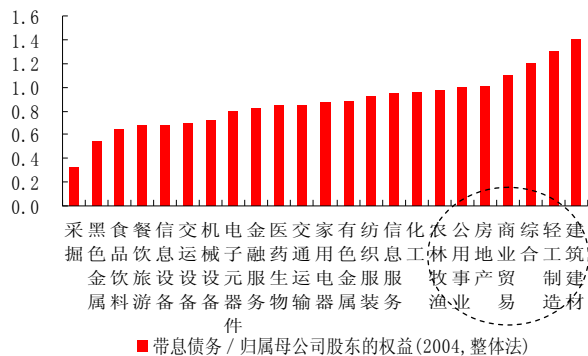
2.2 加息对行业成本影响

加息对重债务行业净利率的影响取决于经济背景。从成本角度看，加息会增加带息债务率高行业的成本，2004、2006、2007年的加息周期中，带息债务率较高的行业均为公用事业、建筑建材、轻工制造、房地产，结果显示，经济增速上升阶段加息不影响净利率，而经济增速回落阶段加息使得这些行业净利率下降。

2004年10月和2006年8月加息后，重债务率行业的销售净利率明显下降，而同阶段的整体A股销售净利率上升，二者背离。2007年6次加息后，重债务率行业和整体A股的销售净利率均上升。

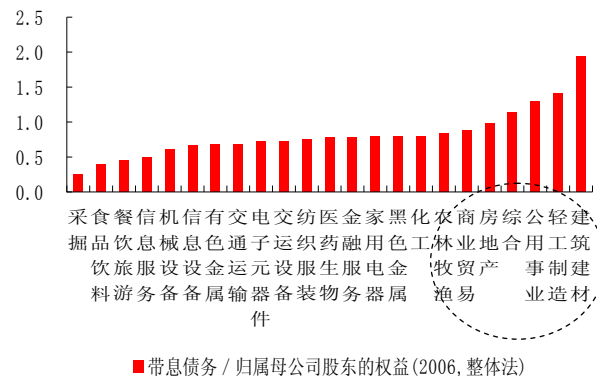
我们认为，这主要源于，2004年10月和2006年8月加息的背景均是经济增速回落阶段，因此行业的需求端疲软，从而对成本端敏感，而2007年3月后的6次加息背景均是经济增速上升阶段，因此行业的需求端旺盛，从而对成本端不敏感。

图 17 各行业带息债务率（2004）



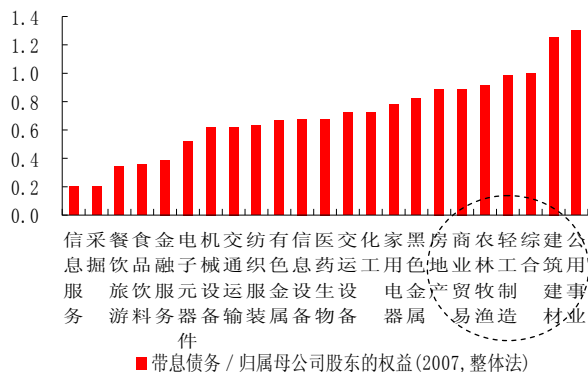
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 18 各行业带息债务率（2006）



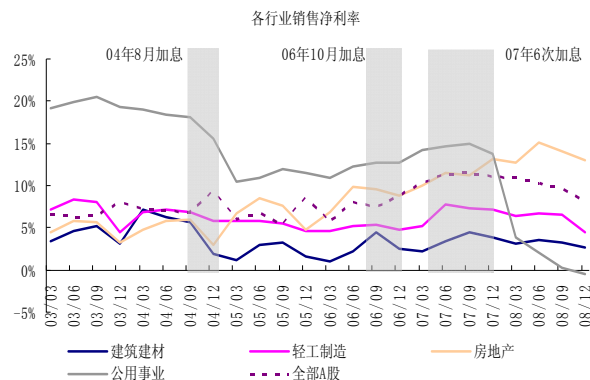
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 19 各行业带息债务率（2007）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

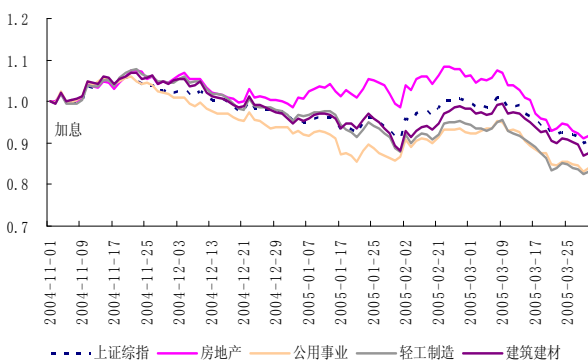
图 20 04、06 年加息后重债务率行业净利率下降



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

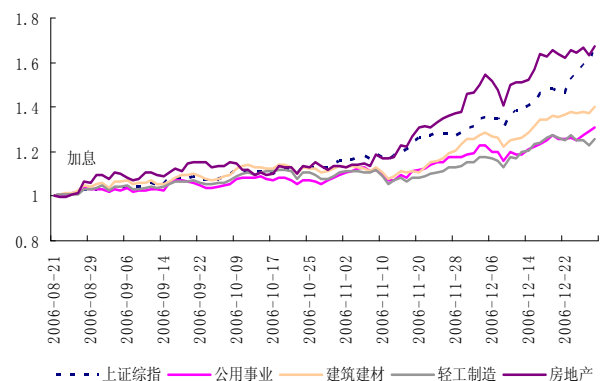
从A股市场行业表现看，不同阶段这些行业表现与销售净利率的变化趋势一致，即2004年10月和2006年8月加息后，重债务率行业表现弱于大盘，而2007年3月后的6次加息，这些行业并未明显落后大盘。

图 21 2004 年加息后重债务率行业表现相对较弱



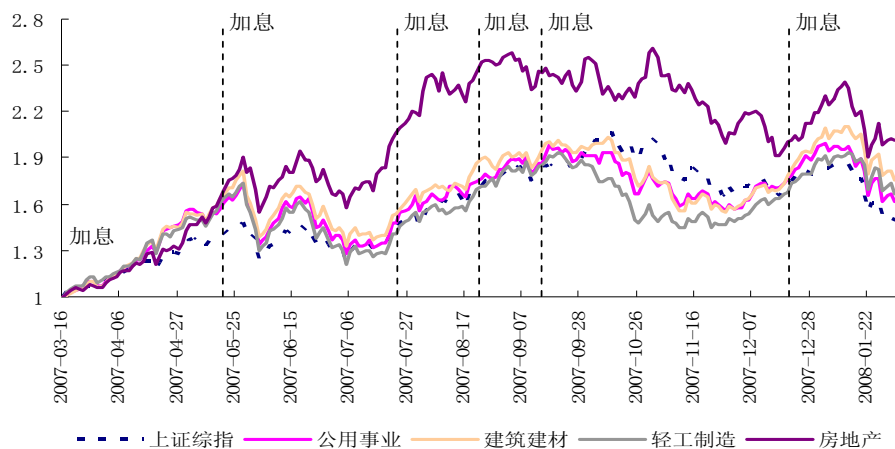
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 22 2006 年加息后重债务率行业表现相对较弱



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 23 2007 年加息后重债务率行业表现并不弱

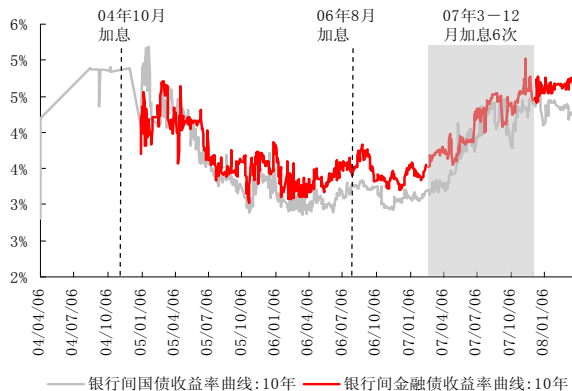


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

2.3 加息对行业收入影响

加息周期扩大保险固定收益。从收益角度看，加息会使债券收益率上升，而保险公司固定收益投资主要集中在5年、10年、15年期国债和金融债，加息周期下保险公司收益增加，从A股表现看，加息周期下保险股明显跑赢大盘（只有07年后的样本数据）。

图 24 加息周期国债和金融债收益率上升



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

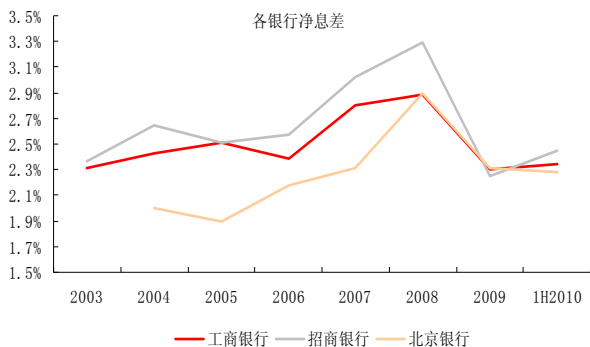
图 25 加息周期下保险明显跑赢大盘



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

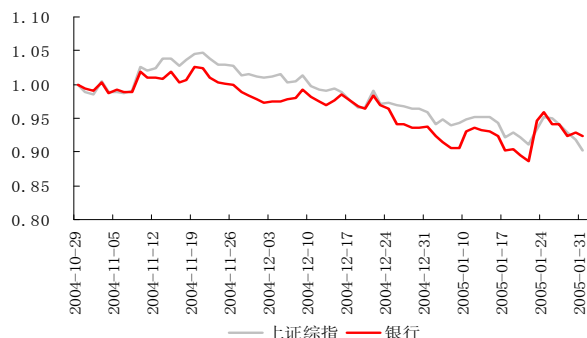
加息周期银行息差扩大，总体表现较好。加息周期下银行净息差扩大，但加息周期通常伴随数量型管理政策，因此新增信贷规模或下降。从历次加息后银行相对大盘的表现来看，2004年加息银行略差于大盘，2006年加息银行明显跑赢大盘，2007年加息银行略好于大盘，总体是银行跑赢大盘的概率大。

图 26 加息周期下银行净息差扩大



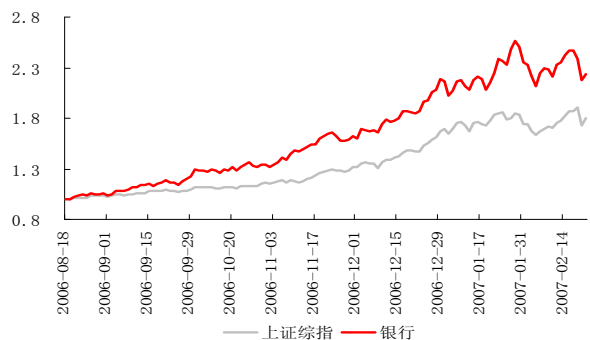
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 27 2004 年加息银行略差于大盘



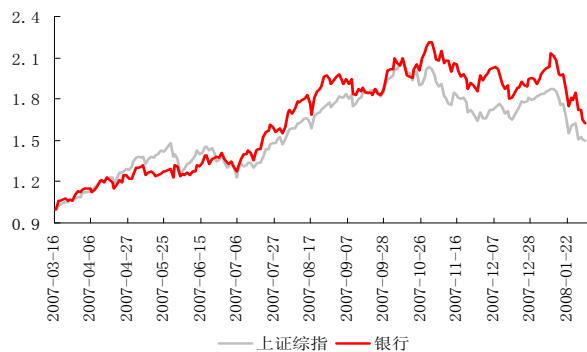
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 28 2006 年加息银行明显跑赢大盘



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 29 2007 年加息银行略好于大盘



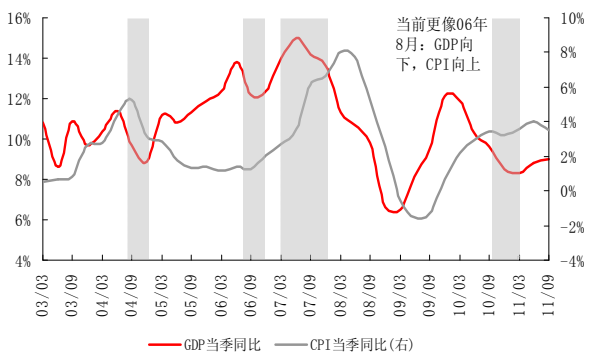
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

2.4 本次加息对行业影响: 与 06 年最类似

对比前四次加息的宏观背景, 本次与 2006 年 8 月更相似: 第一, 经济增速处于回落阶段, 但之后回升; 第二, CPI 已经回升, 并将继续上涨。区别在于: 当前经济增速和 CPI 均难以达到当时的高度。

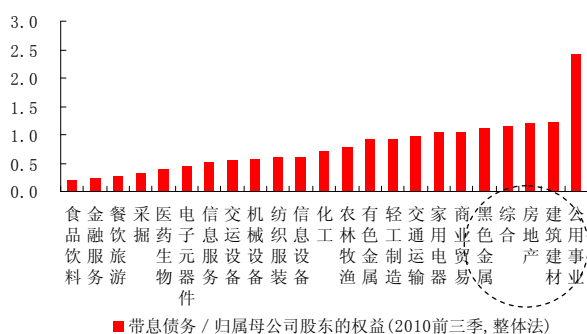
行业方面, 需警惕加息对高债务率行业的成本冲击, 2010 年前三季带息债务率较高行业为: 公用事业、建筑建材、房地产、钢铁。同时, 保险行业受益。

图 30 本次加息背景与 06 年 8 月更相似



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 31 警惕加息后带息债务率较高行业的成本压力



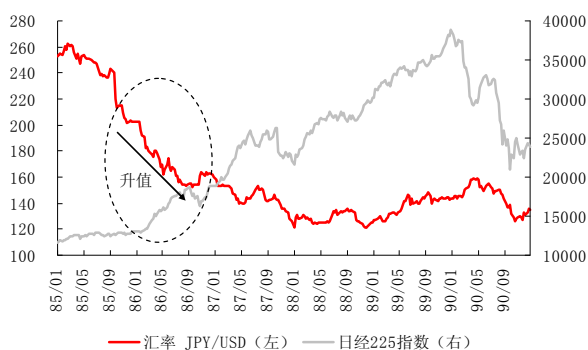
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

3. 汇率对市场和行业影响

3.1 升值有助市场估值提升

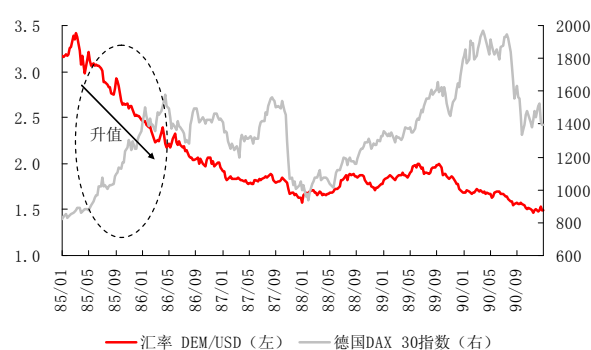
人民币升值有助 A 股市场估值提升。以人民币计价的股票资产，在本币升值的大背景下，会得到国际投资者的追捧，估值相应提升。1985 - 1990 年日、德本币快速升值阶段市场估值均提升，2007 年人民币快速升值时 A 股 PE 也出现上升。

图 32 日本本币快速升值期股市估值提升



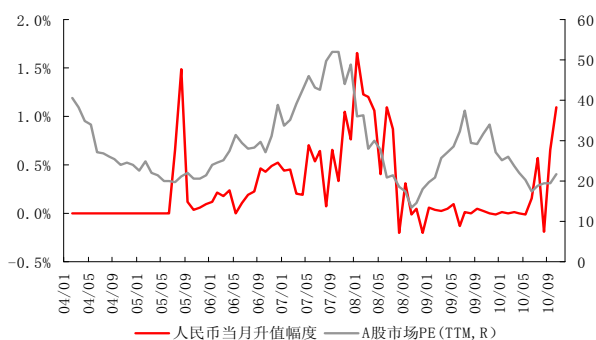
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 33 德国本币快速升值期股市估值提升



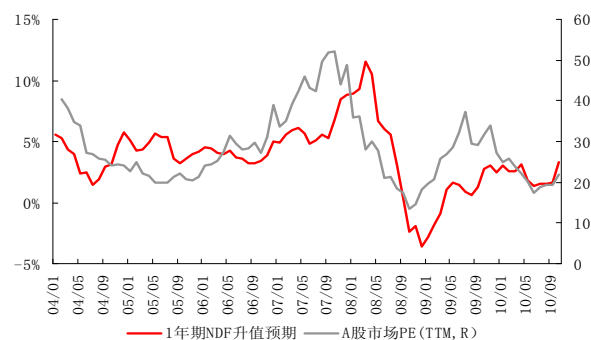
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 34 快速升值助推 A 股 PE 提升



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 35 升值预期上升助推 A 股 PE 提升

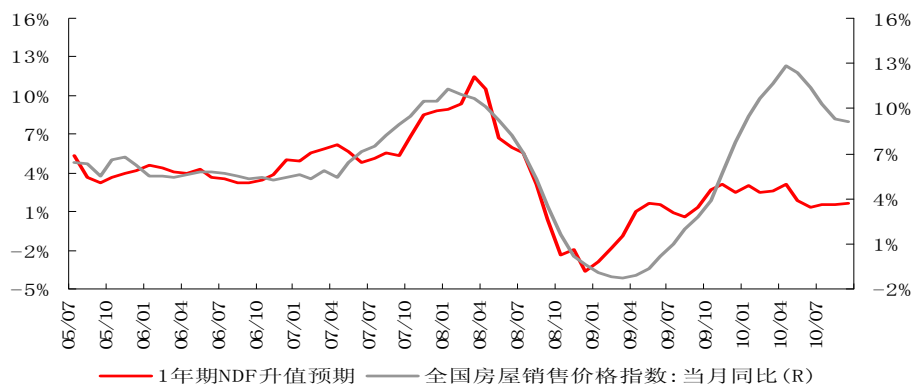


资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

3.2 升值提升资产行业价值

资产类行业主要指的是地产、银行、保险等金融类股。一方面，人民币升值将使得中国不可贸易的土地、房屋、股票等资产价格重估，从上一次升值的经验看，人民币快速升值助推国内房价快速上涨。另一方面，人民币升值预期下，热钱流入 A 股时比较偏好流动性较高的金融等大盘股，从而使金融股获得流动性溢价。

图 36 人民币快速升值助推国内房价快速上涨



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

3.3 升值降低原材料进口行业成本

航空: 由于其高负债和运营成本中美元成本较多, 是人民币升值获益最大的板块之一。航空公司的经营成本中, 以美元计价的占比近 50%, 包括航油、经营性租赁和部分维修成本, 人民币升值将使得该部分成本减少。此外, 航空公司普遍拥有巨额的外币债务, 主要是美元, 人民币升值将带来比较大的汇兑收益。

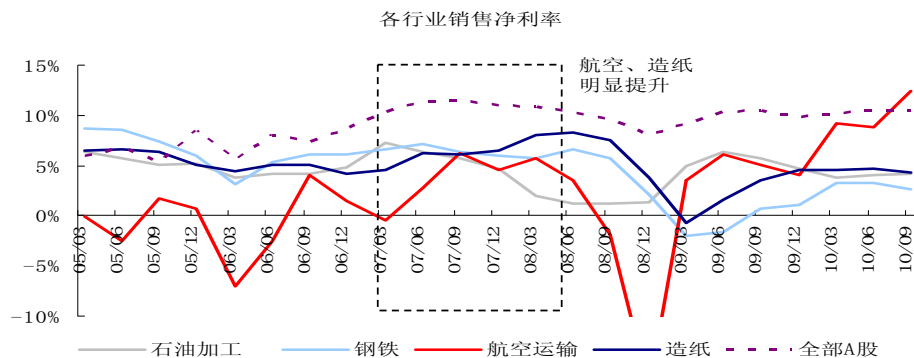
造纸: 第一, 造纸企业成本比例最大的原料中 60% 的木浆和超过 40% 的废纸需要进口, 人民币升值会降低原料成本; 第二, 造纸上市公司有较多的外币负债, 随着人民币升值, 将为部分企业带来汇兑差额计入当期损益; 第三, 目前我国造纸上市公司绝大部分大型纸机依靠进口, 人民币购买力增强降低外购设备成本。虽然成品纸出口会因人民币升值受损, 但上市公司中除晨鸣纸业外占比均很小。

石油加工: 石油公司在海外购买原油, 国内销售成品油, 本币升值将降低成本, 其中中石化外购原油占比 70%, 受益较大, 不过国内成品油价格, 受国际原油价格和国内政府调控影响较大, 毛利率波动与人民币升值不一定协同。

钢铁: 一方面人民币升值降低海外购买铁矿石成本, 另一方面使得出口钢材价格上升影响销量。由于钢铁本来是过剩的, 出口是调节供求关系的重要一环, 而矿石的定价权在国外, 升值影响总体中性偏负面。

2007 年人民币快速升值阶段各行业的销售净利率趋势显示, 航空、造纸相比 2006 年明显提升, 钢铁平稳, 石油加工由于国际原油价格大幅上涨而国内价格管制销售净利率出现下滑。由此看来, 人民币升值从成本角度受益最明显和直接的为航空和造纸。

图 37 航空、造纸业受益人民币升值较明显



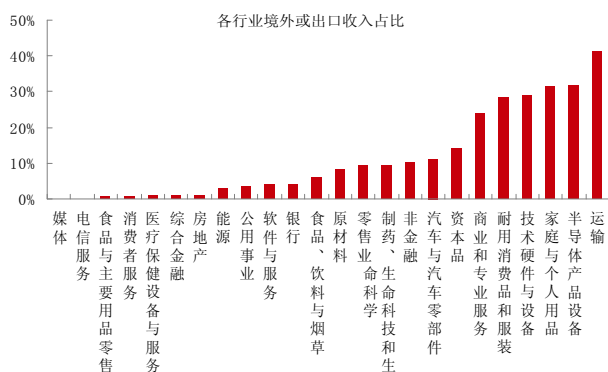
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

3.4 升值影响出口行业收入

境外或出口收入占比较大的行业包括运输（主要是航运）、半导体产品与设备、家庭与个人用品、技术硬件与设备、耐用消费品和服装等行业，这些行业境外或者出口收入占比在 30% 左右甚至更高，即受人民币升值负面影响较大的行业集中在纺织服装、航运、电子。其中航运行业中集装箱和散货有区别，升值不利于中国的产成品出口，对集运公司不利，但进口散货如铁矿石和煤炭会增加，有利于散货运输公司。

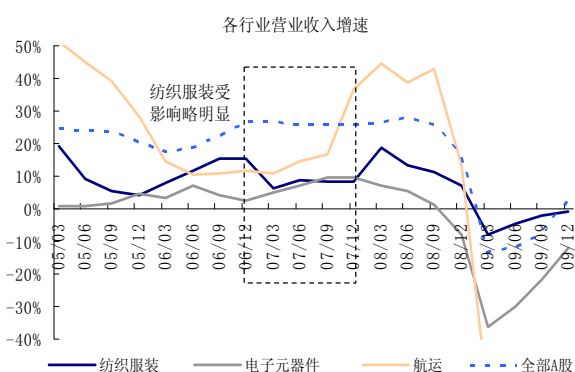
比较 2007 年人民币快速升值阶段各收入增速变化，仅纺织服装有所回落，电子元器件、航运比较平稳甚至有所上升，由此可见，纺织服装行业受人民币升值影响相对较大。

图 38 各行业出口占比



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 39 纺织服装受人民币升值影响较明显



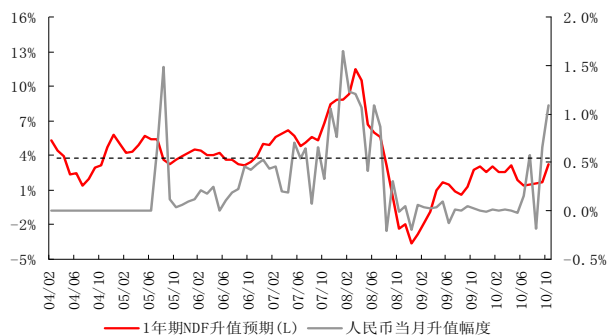
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

3.5 升值投资：后望加速

当前升值温和，连续加息后望加速。当前人民币升值仍较温和，与 07 年 9 月快速升值之前相当，基于宏观组对年内不加息、贸易顺差收窄和美元下行空间有限的判断，年内人民币大幅升值概率不大。不过，根据宏观组预计 2011 年上半年 CPI 将重新上升，将出现两次加息，届时人民币升值速度望加快。

由此，人民币升值促发的投资机会还需等待，尤其 2011 年上半年经济增速见底回升和连续加息望刺激人民币升值加速，重点关注航空、造纸和金融地产。

图 40 当前升值幅度和速度仍温和



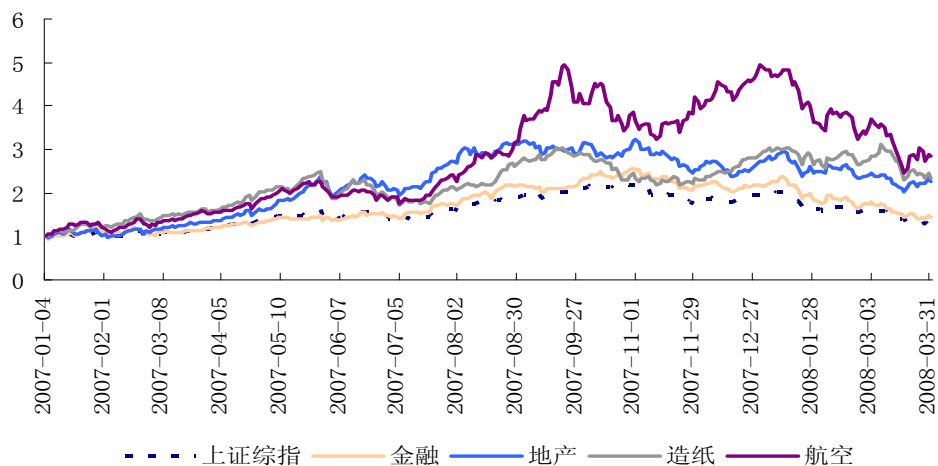
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 41 如 2011 年上半年加息 2 次望使升值加速



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 42 07 年升值时航空、造纸、地产均大幅跑赢大盘



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

4. 结论

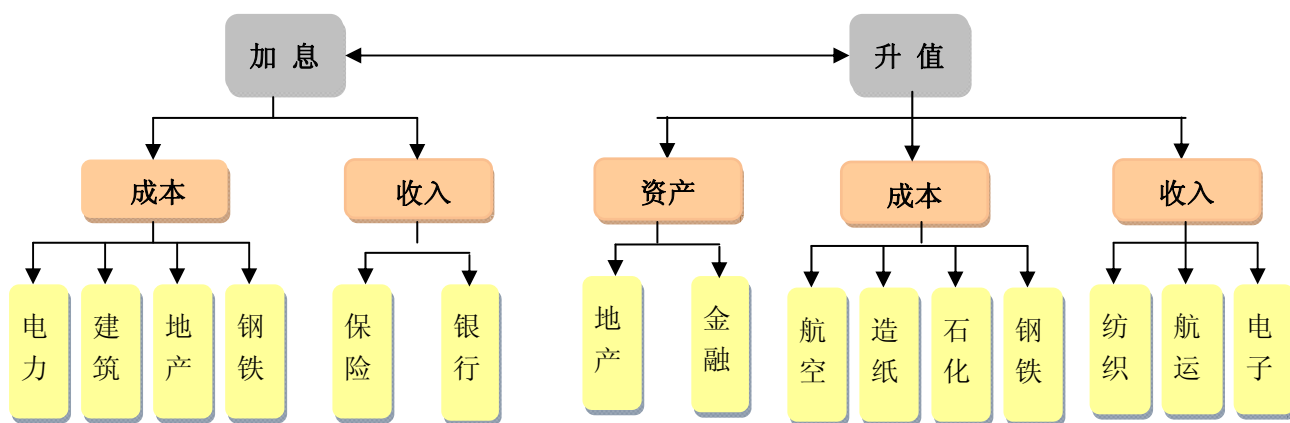
第一，加息周期源于通胀，05年后升值和加息共同随经济增速变化，根据宏观组判断年底前或不再加息、升值缓慢，11年上半年2次加息、升值望加速。

第二，加息不改变市场本身趋势，明显利好保险，只有在经济增速回落时才影响高带息债务率行业利润率。

第三，升值有助市场估值提升，受益明显的为航空、造纸、金融地产。

第四，加息、升值的相关投资机会在11年上半年或将更明显。

图 43 加息、升值价格传导链



资料来源：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@lhqz.com

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@lhqz.com