

收益率下行空间小，以静制动为主

——每周债券机构投资者视野 20090610

相关研究

《每周债券机构投资者视野 090603:

风险加大，谨慎操作》

发表日期 (2009/06/03)

■ 物价前低后高，但通胀形成可能小

未来美联储如果继续拉低利率，则很可能加大国债购买规模，进而造成更大的流动性过剩，未来全球流动性依然存在进一步泛滥的可能，且美元贬值进一步强化了资源价格上升的动力，(博时、农银汇理)造成实体经济的复苏过程更加缓慢，企业盈利复苏减缓。未来一个可能的结果是：在实体经济复苏需求和流动性过剩之间建立一定的平衡。(博时)

对于物价走势的判断是，全年物价将呈现“前低后高”格局：一方面，近期国际原油及其它大宗商品期货价格强劲反弹，下半年输入型压力可能加大；另一方面，国内各资源产品价格改革箭在弦上，将对非食品价格指数产生深远影响。下半年物价更多将表现为经济见底后的“通货复胀”，(诺安)而由于产能过剩，短期内中国难以形成通胀。世界经济虽然有复苏迹象，但是离正常水平依然遥远，所以大宗商品即使被短期炒作，也难以出现持续性的高位。在产出缺口为负、大宗商品难以大涨的情况下，信贷走高不能形成通胀。(长信)

■ 数据向好趋势仍在

预计数据显示经济复苏的趋势不会改变。投资方面，工业投资的下滑慢于预期，且房地产投资有所恢复，中央下调固定资产投资的资本金比例也对刺激投资裨益良多，(东吴)预期固定资产投资会继续攀升，(华商)未来整体社会投资的回落将慢于预期，从而导致经济反弹的力度和时间好于预期。(中海)出口方面，之前人民币跟随美元被动升值的压力得到释放；再考虑今年以来国家不断提高出口退税率、扩大退税范围，外部需求收缩的负面效应正在逐步减弱，中国出口形势的好转有望提前到来。(光大保德信、农银汇理、国投瑞银、中海)信贷方面，全年上半年的信贷放量对经济复苏产生巨大的推动作用，虽然下半年信贷可能回归常态，但是上半年积极影响会在今明两年继续影响经济运行。

我国经济运行再度创出新低的可能性不大，而更可能处于“U”型底部震荡徘徊的阶段。(南京银行)

■ 收益率下行空间有限，以静制动为主

市场资金面仍然十分充裕，(大成、光大保德信、国海富兰克林、金元比联、信达澳银、招商银行、中国银行)预计短期债券的利率有望小幅回落。但是市场成员对于长期利率的走势的预期仍相对悲观，整体而言，市场收益率下行空间较为有限。(大成、光大保德信)首先，IPO 的重启，债券短期收益率或会上升，(金元比联、诺安)中长期端债券收益率也会受到不同程度的影响，(金元比联)此外，对交易所中低评级债券也可能有所冲击；(大成)其次，5 月份的经济数据高于预期的可能性很大。经济前景出现鼓舞人心的改善可能会进一步增强投资

分析师

徐莹莹

(021) 6849 8581

xuyy@lhqz.com

者的风险偏好，债券市场的动能将很可能因此再次转弱（中国银行、上投摩根）；**再次**，中小金融机构维持了相当的资金需求，大行资金供给依然充裕。银行间拆放市场保持窄幅波动的稳定格局，资金拆放利率稳定。之前许多市场的主力买盘开始放慢了投资速度，变得相对谨慎，而市场做空力量逐渐抬头；（中国银行）**最后**，考虑到进一步降息的空间并不存在，目前的利率正处于最低位，中短期而言，债券市场处于弱势。（浦银安盛）

投资策略方面，建议以静制动，密切关注股市及资金面的变化可能给债市带来的影响。（中海）对于偏保守的投资者而言，市场调整的机会应该作为调整持仓结构的机会，压缩交易盘规模、缩短交易盘久期，主动应对未来市场可能出现的不利变化，即使为了博取市场交易性的机会，投资者也应坚持快进快出的策略。（南京银行）**投资品种方面**，信用类品种波动比较大，因此把握交易性机会比较重要。（国海富兰克林）适当增配中等级企业债，谨慎关注盯住货币市场利率的浮息债品种。（诺安）**期限配置方面**，建议缩短组合久期（诺安），关注 3-5 年中短期债券的配置机会。（招商银行）

附、各债券投资机构一周观点总汇	
博时基金	◇ 未来全球流动性依然存在进一步泛滥的可能。美联储希望通过购买长期国债来拉低长期利率的愿望并没有实现，截至目前，其购买了1400亿左右的美元国债，接近其目标3000亿美元的一半，但10年期国债收益率却上涨了100个基点，30年美国定息抵押按揭贷款利率上周也上升到5.3%左右，这对美国商业和房屋贷款都是较大的冲击，复苏过程减缓。未来美联储如果继续拉低利率，则很可能加大国债购买规模，进而造成更大的流动性过剩，推动大宗商品价格继续上涨，造成实体经济的复苏过程更加缓慢，企业盈利复苏减缓。未来一个可能的结果是：在实体经济复苏需求和流动性过剩之间建立一定的平衡。
长信基金	◇ 研究认为：由于产能过剩，短期内中国难以形成通胀，货币泛滥将反映在资产价格上，股票和地产等资产很可能在未来形成泡沫。从国内历史来看，决定通胀的三个因素分别是：产出缺口、货币活跃和输入型通胀；产出缺口指的是经济体中总需求大于总供给的部分，其形成原因可能是需求过度扩张，也可能是供给意外收缩。货币活跃主要是指流通中的货币超过了实体经济的需要。我们发现，M1对通胀有更好的预示性，而不是信贷和M2；输入型通胀主要指国际大宗商品涨价引致的国内通胀。产出缺口和国际大宗商品价格的影响至关重要，仅是货币因素，很难推动通胀；进入21世纪以后，中国的通胀具有非常明显的国际背景：中国 and 美国的PPI协同性非常高，其背后的推手，就是国际大宗商品价格。目前世界经济虽然有复苏迹象，但是离正常水平依然遥远，所以大宗商品即使被短期炒作，也难以出现持续性的高位。在产出缺口为负、大宗商品难以大涨的情况下，信贷走高不能形成通胀。
大成基金	◇ 目前市场收益率下行空间较为有限，本周将公布5月宏观经济数据，如果超出市场预期，将带动市场收益率上扬。在新股IPO重启之前，市场资金面宽松的状态很难改变，预计短期债券的利率有望小幅回落。 ◇ 目前经济复苏趋势明显，各项经济指标均不同程度好转，应关注新股IPO 重启对交易所中低评级债券的冲击。
东吴基金	◇ 我们认为现在投资者的风险偏好正在上升。中长期看，现在的这种投资者心态的变化将决定未来市场的走向，当然这种转变是在对经济基本面全面预期的情况下发生的。首先，经济指标在修复中，并且出现V型反弹的概率在增加。PMI指数已经是几个月在50 之上，而站稳50 是经济复苏的标志性事件。同时信贷依旧在放量过程中，有信息表明，四大行的信贷数量在2500亿元左右，整体5月新增贷款可能还在5000亿元左右甚至以上，全年上半年的信贷放量对经济复苏产生巨大的推动作用，竟然下半年信贷可能回归常态，但是上半年积极影响会在今明两年继续影响经济运行。其次固定资产投资可能会过热，不单单是4万亿元的投资已经开始运作，同时中央下调固定资产投资的资本金比例也对刺激投资裨益良多。金融危机引发的周期性调整使得国际经济严重萎缩，导致各国政府采取非常激进的货币和财政政策。正是这些政策使得国际上主要经济体目前逐渐出现止跌企稳的迹象，市场流动性有所恢复。
光大保德信	◇ 本周开始将陆续公布5月份的中国宏观数据，预计数据显示经济复苏的趋势不会改变，而且消费和出口数据均存在超预期的可能。预计5月份港口集装箱吞吐量环比上升，同比降幅较4月份缩窄，据此判断，5月份出口同比降幅可能缩窄。伴随美、日经济逐渐企稳，预计下半年中国出口将逐步改善。4月份以来的社会消费品零售总额实际增速、百强零售企业销售增速、消费者信心指数等指标均已显示出零售市场的向好迹象，而五一黄金周和端午节假日的销售增长将拉动5月消费市场增速较4月继续加快，消费复苏的趋势日益显现。另外，房地产市场可能复苏，房屋销售数据已经连续几个月出现反弹了，但新开工面积仍为负增长。

	◇ 上个交易周银行间债券市场继续维持整理态势，全周关键年期的收益率水平平均上行3-5个基点，市场波动性十分明显，虽然市场资金面仍然十分充裕，但是市场成员对于长期利率的走势的预期仍相对悲观，在这种情况下，投资帐户和交易帐户在交易行为上出现了很大的差异。 ◇ 本周证监会公布了新股发行制度改革方案，在新的新股发行制度下，预计对短期资金的冲击将不会超过2007年的水平，因此对短期收益率水平的影响预计也不会超过2007年的水平。本周即将公布各项经济数据，而这些经济数据也会在一定程度上影响对宏观经济走势的研判，在这种情况下，目前市场成员的观望心态十分明显。
国海富兰克林	◇ 短期内市场对于宏观经济的看法不一，但从油价、黄金价格的屡屡上涨，市场通胀预期略有上升，因此市场整体非常谨慎。交易所信用类品种整体弱于交易所国债，信用类品种波动比较大，因此把握交易性机会比较重要。国债指数全周先抑后扬，上周企业债指数运行冲高回落，表现稳健，技术上稳步平势整理可能较大。 ◇ 银行间市场上周发行依然较为密集。短融、中票、企业债、国债、金融债在4日就已经累计公布了19家了，其中不乏280亿元国债，150亿元农发浮息债等计划中的发行，发行节奏和融资规模并没有减缓。下周还有3.01亿元的地方政府债发行，融资发行压力不小，考虑到未来IPO重启，流动性宽裕还是可能延续的。 ◇ 因为上周央行于周四公开市场操作中发行了800亿元三个月央票，并没有同时进行正回购，使得上周仍然净投放资金80亿元。上周到期资金为1640亿元，其中央票到期840亿元。由于上周二进行了800亿元的正回购，加前一周四的央票，基本上对冲了到期的。短期内市场流动性宽松的态势不会有所改变。
国投瑞银	◇ 国际方面，6月1日，欧洲多个经济体公布5月PMI显示，PMI已从低谷反弹；6月1日，美国商务部等机构公布的最新消费开支、建筑开支等关键经济数据表明，美国经济下滑势头正在减缓，复苏迹象不断显现。西方经济体复苏的证据已经明显，其趋势如若延续，将有利于重新点燃中国经济增长的一大引擎——出口。
华商基金	◇ 虽然我们预期5月的经济数据整体仍然较弱，但是，我们相信部分数据将出现改善迹象。首先公布的CPI数据，我们预计将在-1.2%- -1%，较4月的-1.5%降幅有所收缩。另外，我们预计工业增加值数据会有小幅回升。而且，得益于政府的经济刺激措施以及前几个月银行贷款的快速增长，我们预期固定资产投资会继续攀升。最后，5月新增贷款我们估计将达到5000-5500亿元，虽然绝对量较4月有所下降，但是同比增速仍将达到30%。这些因素将有助于提振投资者对于经济复苏的信心。
金元比联	◇ 五月中下旬，在流动性充裕，信贷数据大幅收缩的行情下，推动债市走出一波反弹。但上周受IPO重启的影响，这波反弹并没有得到持续，市场出现了调整，上证国债指数整周表现持平。政策面上看，央行仍坚持适度宽松的货币政策，宽裕的资金面是目前支撑债市低收益率的主要因素。但随着IPO的渐行渐进，债券短期收益率或会上升，同时，中长期端债券收益率也会受到不同程度的影响。因此，后期债券上行仍有压力，短期机会较少。
摩根士丹利华鑫	◇ 近期中国宏观经济的指标大多出现明显的转好迹象，从PMI、零售额、高速公路车流量、房地产销售量、汽车销售额、港口集装箱吞吐量均给我们带来正面讯号，而发电量下降数据仍然令投资者有一丝担忧。长期来看，国内经济可能出现U形反转和国际经济渐次见底。
农银汇理	◇ 3月份以来，人民币跟随美元相对其他一揽子货币贬值幅度超过10%，这使得之前人民币跟随美元被动升值的压力得到释放；再考虑今年以来国家不断提高出口退税率、扩大退税范围，外部需求收缩的负面效应正在逐步减弱。基于上述两点，我们判断中国出口形势的好转有望提前到来。对于资源价格而言，美元贬值进一步强化了资源价格上升的动力，再结

	合全球经济逐步进入复苏轨道，我们判断资源价格上升动力仍然充沛，资源税的征收不会影响资源类企业业绩的继续改善。
诺安基金	◇ 收益率曲线短端的最大压力依然来自IPO重启，未来牛皮市结束之后的流动性管理将重新成为机构投资者的焦点。较长期限的央票停发已久，而财政部今年增发1年以内贴现式国债，后者将部分取代央票，成为主流的流动性管理工具之一。此外，1年及以上央票的稀缺性愈发突显，同期限的政策性银行债将成为最好的替代品种，享有免税优势的基金会加大其投资力度。 ◇ 全年物价将呈现“前低后高”格局：一方面，近期国际原油及其它大宗商品期货价格强劲反弹，下半年输入型压力可能加大；另一方面，国内各资源产品价格改革箭在弦上，将对非食品价格指数产生深远影响。食品占我国CPI构成的33%、且为亿万农民的主要收入来源，当局绝不会放任其持续跌价，必要时的国家收购行为将支撑物价稳定。下半年物价更多将表现为经济见底后的“通货复胀”，全年CPI同比增速可能处于1-2%的温和区间，恶性通胀则是小概率事件。鉴于市场通缩预期逐渐减弱、通胀迟早抬头，建议缩短组合久期，并适当增配中等级企业债，谨慎关注盯住货币市场利率的浮息债品种。
浦银安盛	◇ 从四月中旬开始的债券市场本轮反弹出现反转，我们认为主要原因有2点：1、市场对于经济复苏前景持乐观看法。在这种情况下，投资者风险偏好逐步提升，伴随着股市的强势，交易型机构进一步减持债券而去追逐风险更高的资产，因此给债券市场带来调整的压力。2、来自商业银行的投资需求导致最近几个月利率产品在1级市场的中标利率往往远低于市场预期，并低于2级市场的水平。但随着今年以来银行信贷规模快速增长，银行目前的超储利率已经降至2%左右的水平，银行体系流动性的宽裕程度已经大大降低。上周发行的5年期国债中标利率为2.26%，几乎等于目前1年期定期存款利率。考虑到进一步降息的空间并不存在，目前的利率正处于最低位，中短期而言，我们对债券市场持偏空的看法。
上投摩根	◇ 展望后市，经济前景出现鼓舞人心的改善可能会进一步增强投资者的风险偏好，债券市场的动能将很可能因此再次转弱。目前的债市情绪也略微偏空，短期内市场将承受一定压力。但根据我们前几周的分析，债券市场收益大幅下调的可能性不大。从上周的市场成交来看，在10年期国债收益回调至3.1%以上后，大行投资户纷纷出来接盘，说明充裕的流动性带来的银行配置压力对债市仍有较强的支撑作用。如果长债进一步下跌，反而会带来较好的投资机会。
信达澳银	◇ 中国物流与采购联合会采购经理指数（PMI）5月为53.1%，比上月回落0.4个百分点。里昂证券PMI5月份继续上升，印证经济反弹力度显著。上周，以SHIBOR和银行间质押式回购利率短期利率窄幅震荡，银行体系流动性整体依然宽松。上周，交易所指数和主要中债指数下跌为主。交易所指数方面，上证企债指数、企债指数分别下跌0.1%、0.21%，上证国债指数下跌0.02%。主要中债指数方面，长期债券指数领跌0.37%，表现差于中短期债券指数。 ◇ 展望：本周将公布宏观经济数据。预计数据将仍偏正面，对债券市场构成短期压力。但由于资金宽松、债券供求关系及经济长期增长趋势仍不确定，利率水平上行幅度应有限。
中海基金	◇ 5月份制造业PMI为53.1%，比4月下降了0.4个百分点，从对历史数据的分析来看，这应该主要与季节性因素相关。值得关注的是在主要细项指数回落的背景下，5月份新出口订单指数较上月出现小幅上升，结合5月港口吞吐量回升的数据，这似乎暗示中国出口显著恶化的过程可能正在稳定下来。在政府大力投资的拉动下，经济出现了反弹，更为乐观的是尽管政府投资、天量信贷难以持续是不争的事实，但工业投资的下滑却慢于预期，且房地产投资有所恢复，这些都使得未来整体社会投资的回落将慢于预期，从而导致经济反弹的力度和时间好于预期。但由于美国的消费已经有所调整，而中国的工业产能却仍在增长，因此经济再次下滑的风险依然存在，至于经济下滑的程度则取决于美国经济的变化。近期

	债市更可能的是维持一个阶段性平衡的态势，在投资上我们选择以静制动，同时密切关注股市及资金面的变化可能给债市带来的影响。
南京银行	◇ 实体经济依旧维持“U”型底部徘徊，但资本市场向好行情鼓舞投资者乐观情绪。实体经济明显反弹的迹象仍不是很明显。参照发电量对企业工业增加值的预测性，预期5月份工业增加值仍维持底部震荡徘徊，即到5月份为止，二季度第二产业对于GDP的贡献并没有发生很明显改善。但考虑到从4月份开始我国出口形势的微幅好转，以及系列刺激消费政策的影响，我国经济运行再度创出新低的可能性也不大，而更可能处于“U”型底部震荡徘徊的阶段。但资本市场持续向好的行情显然鼓舞了投资者乐观情绪，投资者对于经济复苏的预期已经越来越强烈。 ◇ 5月PMI微幅回调，不改上升趋势。5月PMI为53.1%，比上月回落0.4个百分点，尽管出现回落，但总体上各种指标均在收缩与扩张临界点50%以上，PMI的微幅回调不改上升趋势。 ◇ 现券投资策略：既然通胀预期如影随形，而经济的复苏似乎也在不远的将来，那么判断债券市场会如何演绎，可能还需要从历史经验中寻找启示。我们通过对2001~2002年债券市场行情演绎的回顾发现，由于从衰退到复苏市场矛盾必然存在，经济增长反复的过程的确能为债市带来一定循环往复的机会，但这种机会的把握难度较大而且承受的风险越往后可能也越大。目前投资者对于未来物价仍会在一段时期内维持负区间运行已经形成统一预期，而央行更一直强调“近防通缩远防通胀”的观点，因此央行货币政策的重点只能是维持经济增长必要的货币供给量。市场关注的焦点则更多是对基本面的判断，因为目前做空债市的动能似乎较为明显，未来如果经济出现反复一定会像02年四季度那样为债市走出反弹创造机会，但反弹的空间以及持续的时间较难判断，这应该会取决于经济反复的程度以及外围经济的走势。整体来看，我们坚持前期的建议，对于偏保守的投资者而言，市场调整的机会应该作为调整持仓结构的机会，压缩交易盘规模、缩短交易盘久期，主动应对未来市场可能出现的不利变化，即使为了博取市场交易性的机会，投资者也应坚持快进快出的策略。
招商银行	◇ 二级市场方面，受IPO重启及通胀预期上升的影响，上周债市遭受一波调整，中长期收益率有较大幅度的上扬，预计本周随着5月份CPI等经济数据的出台，债券收益率还将震荡上扬。 ◇ 中国物流与采购联合会公布的PMI数据显示，5月份制造业采购经理指数（PMI）降至53.1，比上月回落0.4个百分点，终结了此前连续五个月的升势，表明5月份经济持续回暖的速度有所减缓。官方PMI与里昂证券PMI再次出现分歧。里昂证券的PMI继4月份首次回升到50.1之后，5月份再次攀升1.1个点，达到51.2。两个机构得出的PMI调查结果再次出现分歧，未来制造业及经济前景走势尚待进一步观察。对于此次的PMI回调，正如我们4月份所预测的一样，每年3-4月份均为PMI指数的高峰期，前两个月的持续高涨并不代表制造业及未来经济前景已经开始好转，同理，5月份的此次回调也不代表制造业增速后继乏力，还有可能来源于季节性的影响。但从纵向对比来看，09年PMI指数处于05年以来的最低值，表明即使在行业高峰期的3、4月，制造业依然处于低迷期。从各分项指标来看，除了新出口订单小幅上涨1个点之外，其余大部分指标均有所回落。积压订单依然维持在低于50的水平，但生产（56.90）及新订单指数（56.20）均较4月份小幅下滑0.5及0.4个点，增速出现放缓势头。从采购与库存的关系来看，采购量依然处于50以上水平，小幅下滑0.4个点，表明采购量依然处于扩大趋势，但产成品库存指数（46.20）较4月份上涨了1.4个点。采购增速出现下滑但库存减缓速度有所放缓，表明5月份制造业需求并没有明显提升。从业人员指数冲高回落，在4月份达到50.3之后，从业人员指数再次下滑到50以下，表明制造业就业尚未回稳，未来制造业前景有待观察。

	◇ 市场普遍预计5月新增信贷有可能持续回落，最多持平于4月份水平，相对于第一季度有较大幅度下滑，下滑原因有可能是来源于1季度的票据融资的大量到期。5月前30天四大行新增信贷量预计为2500亿，按照四大行信贷增额为全国的一半的“惯例”，5月份新增信贷预计最多为5000亿，远远低于1-3月份的信贷增量，但相对于历史同期水平，依然保持较高的增幅。从信贷结构看，预计5月份依然延续4月份的结构调整，票据融资将持续萎缩，有可能出现零增长；而由于房地产市场的回暖，个人贷款及对公中长期贷款将持续保持较高的占比，成为拉动信贷的主要力量。 ◇ 上周公布的制造业PMI指标出现小幅回调，表明我国经济回暖的基础尚未牢固，而5月份新增信贷预计仍将维持下滑趋势，目前市场观望气氛较为浓厚。本周是经济运行数据集中公布的一周，未来经济走势有望进一步明朗。受IPO重启及通胀预期上升的影响，二级市场有所调整，中长期收益率小幅上扬；一级市场方面，上周发行的5年期国债受到市场热捧，显示投资机构配置需求依然较大。目前市场投资心态渐趋谨慎，投资方面，建议关注3-5年中短期债券的配置机会。
中国 银行	◇ 银行间现券市场——交投清淡：周一，银行间市场交投清淡，收益率变化不大。受到周五美国国债收益大幅上涨的影响，IRS市场大幅上行，虽说对于债券市场的影响有限，但却是债市的警示。市场机构买盘明显减少，而卖盘有明显增加。5月份的经济数据高于预期的可能性很大，市场传信贷数据也要超过6000亿，种种迹象对于中国的债券市场都不是利好消息，短期内债券市场下跌的压力很大。 ◇ 交易所债券市场——缩量整理：周一，交易所债券市场延续了此前的缩量整理趋势。上证国债指数收盘点数与上周五基本持平。最高上探至121.55点，最低下行至121.5点，尾盘报收在121.51点。全天的成交金额为3.1亿，交投清淡，与前一交易日相当。市场仍在等待5月份的经济数据公布，但是好于预期的可能性较大，交易所债券也面临较大的调整压力。 ◇ 利率互换市场——收益率大幅走高：周一，利率互换市场收益率全线走高，曲线呈陡峭化。市场上有传言本次利率上行是因为上周五美国国债收益率大涨。由于美国经济数据好于预期，年底加息的可能性很大，这使得外资银行均上调了报价。REPO市场1年期报1.43%，3年期报2.06%上涨10个BP，5年期报2.62%上涨10个BP。SHIBOR市场也全线均有报价，1年期报1.71%，3年期报2.54%，5年期报3.16%。 ◇ 银行间资金市场——价稳量升：周一，银行间质押式回购和拆借市场共成交4421亿元，较前一交易日增加379亿元。市场传言5月份信贷增长超过6000亿，其中中小银行的增长占比约60%。传言验证了目前市场供需两旺流动性格局的部分成因：中小金融机构维持了相当的资金需求，大行资金供给依然充裕。银行间拆放市场保持窄幅波动的稳定格局，资金拆放利率稳定。 ◇ 后市预测：之前许多市场的主力买盘开始放慢了投资速度，变得相对谨慎，而市场做空力量逐渐抬头，短期内债市或面临调整。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: 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
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。