

刘煜辉

首席经济学家 (0755)8249 2062

张晶

研究员

执业证书编号：S0570512070064

(0755)8249 2011

zhangjing@mail.htsc.com.cn

杨斌

研究员

执业证书编号：S0570513030001

(0755)8277 6426

yangbin@mail.htsc.com.cn

崔新元

联系人

执业证书编号：S0570112070010

(021)6849 8618

cuixy@mail.htsc.com.cn

袁华涛

研究员

执业证书编号：S0570512070073

(0755)2380 5937

yuanhuatao@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 宏观周报：期待更多政策红利 (20130318)
- 2 宏观周报：通胀近期高点，经济动能减弱 (20130311)
- 3 宏观专题：“经济的内外矛盾及近期数据解读”电话会议纪要 (20130311)

估算地方政府债务

——2013年第13周宏观周报

投资要点：

◆ **一周宏观视角：估算地方政府债务**

我们估算 2011-2013 年的地方政府债务情况。我们从债务来源的角度，测算 2010 年以后的地方政府债务组成情况，主要有平台贷款、城投债、中央代发地方债、信托公司的政信合作余额、保险资金基础设施债权投资、券商资管和私募合作的 BT 代建债务融资、上级财政借款、其他借款等。

2012 年底，平台贷款 9.3 万亿，城投债存量 1.77 万亿，信政合作 5016 亿，保险资金基础设施债权投资 3240 亿，中央代发地方债 6500 亿，上级财政借款 6800 亿，其他借款 1.59 万亿。

结果发现，地方政府债务金额 2011 年为 13.2 万亿，2012 年达到 15.3 万亿，2013 年预计在 16.3 万亿。而在此基础上，我们算出地方政府债务余额占 GDP 比重 2010 年在 27 左右，11 年为 28,12、13 年占比大约是 29 的水平。

◆ **价格形势：** 蔬菜、农产品价格继续回落。猪肉价格、猪粮比继续回落趋势。原油、黄金、基本金属价格微涨。国内煤炭价格走平，水泥、钢材价格继续回落。

◆ **货币市场：** 央行节后连续第五周回笼资金，上周共回笼资金 470 亿。流动性在资金回笼之下仍然宽松，本周有 50 亿到期正回购，流动性的宽裕可能使央行继续加大正回购力度来回收过多的流动性。

◆ **外汇市场：** 上周五人民币兑美元中间价收于 6.2711。

◆ **经济指标：** 六大电厂日耗煤量上周继续回升至 69.65 万吨，3 月上旬粗钢产量重点钢企产量略有回落，全国预估产量继续上升。

◆ **海外经济：** 美国 2 月份新屋开工数增长 0.8%，折合年率达到 91.7 万套；美国 2 月份存屋销量增长 0.8%，折合年率为 498 万，为 2009 年 11 月以来最高。市场预期中值为 500 万。住房需求增长，加上市场供给有限，推高了房价，引导家庭信心升高和财富增长，进而支撑了消费开支。美国劳工部周四公布，截至 3 月 16 日当周的首次申领失业救济人数增加 2 千，总数达到 33.6 万，市场预期中值为 34 万。周四的数据确认了美联储决策者们关于劳动力市场开始显现好转迹象的看法。

欧元区 3 月份综合 PMI 从 2 月份的 47.9 下降至 46.5。市场预期中值为 48.2，数据远低于预期值。德国 3 月份 PMI 指数从 2 月份的 50.3 下降至 48.9，服务业 PMI 从 54.7 下滑至 51.6，市场预期的制造业和服务业 PMI 的预估分别为 50.5 和 55.0。总体看来，欧元区经济已连续五个季度出现萎缩，预计欧元区经济今年第一季度预计将萎缩 0.1%。

正文目录

一周宏观视角：估算地方政府债务.....	4
价格形势.....	6
货币市场.....	8
外汇市场.....	9
经济指标.....	10
每周政策焦点.....	11
海外经济.....	13
美国：.....	13
欧洲：.....	14
下周经济日历.....	15

图表目录

图 1： 中国城投债余额 亿元.....	4
图 2： 地方政府债务测算结果 亿元.....	5
图 3： 农产品及菜篮子批发价格指数.....	6
图 4： 猪肉价格（元/千克）与猪粮比（右轴）.....	6
图 5： CBOT 大豆、玉米价格（美分/蒲式耳）.....	6
图 6： CRB 期货及现货价格指数.....	6
图 7： WTI 及 BRENT 原油价格（美元/桶）.....	7
图 8： 伦敦现货黄金价格（美元/盎司）.....	7
图 9： LME 铜、铝价格（美元/吨）.....	7
图 10： 国内煤价（元/吨）.....	7
图 11： 国内钢材平均价格（元/吨）.....	7
图 12： 国内水泥平均价格（元/吨）.....	7
图 13： 央行公开市场操作（亿元）.....	8
图 14： 公开市场到期情况（亿元）.....	8
图 15： SHIBOR 和回购定盘利率（%）.....	8
图 16： 银行间回购与同业拆解加权利率（%）.....	8
图 17： 票据直贴利率（%）.....	8
图 18： 国债到期收益率（%）.....	8
图 19： 美元兑人民币中间价及一年期 NDF.....	9
图 20： 1 年外汇掉期（人民币/美元）.....	9
图 21： 欧元、日元兑人民币汇率.....	9
图 22： 美元指数与 VIX 指数.....	9

图 23:	六大电厂日耗煤及煤库存 (万吨)	10
图 24:	重点钢企及全国预估日均粗钢产量 (万吨/天)	10
图 25:	15 个城市住宅成交面积 (平方米)	10
图 26:	15 个城市住宅成交面积总数 (平方米)	10
图 27:	美国 2 月新屋开工持续好转	13
图 28:	美国 2 月建筑许可创出新高	13
图 29:	美国 2 月存屋销售继续上涨	13
图 30:	美国失业人数持续下降	13
图 31:	欧元区 3 月份 PMI 指数下降	14
图 32:	德国 3 月份 PMI 指数下降	14

一周宏观视角：估算地方政府债务

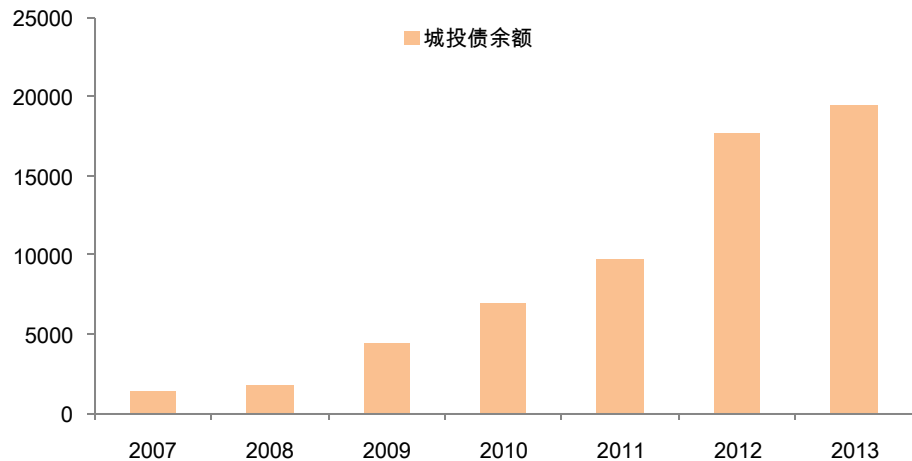
我们估算 2011-2013 年的地方政府债务情况。从债务来源的角度测算 2010 年以后的地方政府债务组成情况，主要有平台贷款、城投债、中央代发地方债、信托中的政信合作、保险资金基础设施债权投资、券商资管和私募合作的 BT 代建债务融资、上级财政借款、其他借款等。

1、融资平台贷款

地方政府融资平台贷款余额。2011 年为 9.1 万亿（据《中国证券报》报告，截至 2011 年 9 月末，全国共有地方政府融资平台 10468 家，平台贷款余额 9.1 万亿，均较银监会 2010 年同期数据有所回升）。而最近银监会公布的数据显示，截至 2012 年末，地方政府融资平台贷款为 93035 亿元。

银监会日前下发了《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（讨论稿），指出要继续坚持总量控制。各银行在年度信贷计划安排上不得新增平台贷款规模，平台贷款余额较 2011 年末不得增加；同时，严格控制平台贷款占全部人民币贷款的比重，确保该占比不超过本行 2012 年末水平。我们预计 2013 年底融资平台贷款为 91000 亿。

图 1： 中国城投债余额 亿元



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2、城投债

城投债仅是一类概念性债券，而非一类单独券种。按照我们债务组的计算，在历史上所有已发行的 1.72 万亿元的城投债中，企业债的占比最高，达到 54.09%；随后是中票和短融，占比分别为 22.70% 和 21.98%；公司债、可分离转存债和资产支持债券占比则均不足 1%。中国城投债余额（截止到 2013 年 3 月 19 日）为 19437.28 亿元，而在 2010 年底，城投债余额为 6900 亿，2011 年增加到 9781 亿，2012 年大幅增加到 17698 亿。从 2008 年开始，城投债发展迅速，每年新增 2400 多亿，2012 年城投债新增近 8000 亿，今年净增规模预计会在 5700 到 9200 亿之间，这样看，到年底余额可能在 25000 亿。

3、中央代发地方债

今年政府工作报告中指出，中央代地方发债 3500 亿，在此基础上我们估算年底代发地方政府债余额 9000 亿。

4、政信合作

中国信托业协会的数据显示，2010年信托公司中政信合作余额为3563亿，2011年为2537亿，2012年5016亿。今年保守预计在6000亿。

5、保险资金基础设施债权投资

所谓保险资金基础设施债权投资计划，是指保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人，面向委托人发行受益凭证，募集资金以债权方式投资基础设施项目，按照约定支付预期收益并兑付本金的金融产品。据保监会副主席陈文辉透露，截至去年12月末，保险机构累计发售83项基础设施投资计划、11项不动产债权计划，备案金额3025亿元。在2012年4月底，保险行业七家资产管理公司共发行保险资金基础设施债权投资计划52项、备案投资金额1937亿元。2月1日，保监会正式发布了《关于债权投资计划注册有关事项的通知》，对保险资管公司发行基础设施债权投资计划实行注册制。这意味着债权发行的效率将会更高，也会有更多的保险资金进入债权投资领域。我们预计今年达到4000亿。

6、券商资管和私募合作的BT代建债务融资等

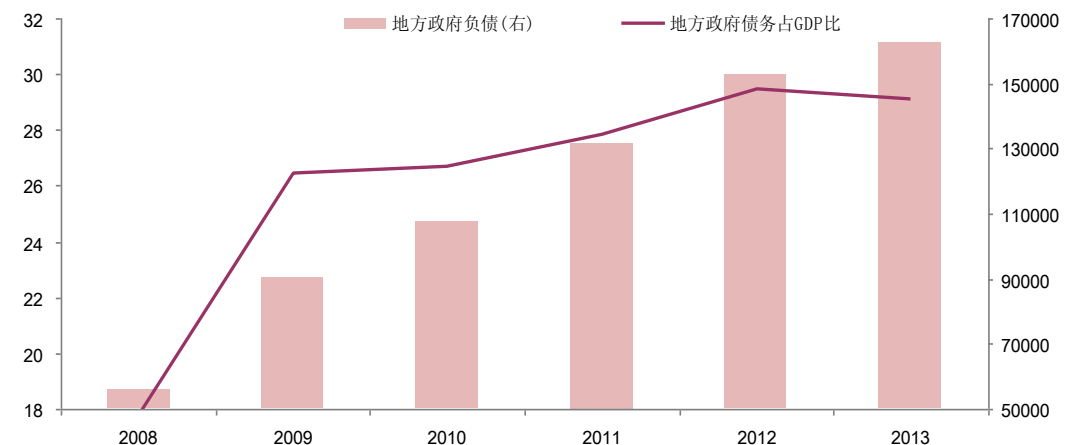
2012年券商资管规模爆发式增长，从2011年底的2819亿增加到2012年底的1.89万亿。租赁、基金和私募和地方政府合作的BT代建项目融资，最近两年增长很快（无法统计）。由于数据信息不全，我们无法准确估算这些非银金融机构目前已经提供的债务规模（剔除通道业务），假定为5000亿。

7、上级财政借款、其他借款

根据《全国地方政府债务审计结果》，从借款来源看，2010年底地方政府性债务余额中，银行贷款为84679.99亿元，占79.01%，上级财政借款4478亿，这部分占比4.18%，其他单位和个人借款10450亿，相应的占比为9.75%，发行债券占比7.06%

1994年以来，地方财政一直收不抵支，到2010年，地方政府收支差额累积为-16.5万亿。然后，我们算出2010年上级财政借款占地方累积赤字的比重为2.71%，其他单位和个人借款占地方赤字的比重为6.32%。假定这种占比维持下去，我们据此推算出后面几年的上级财政借款、其他借款。

图 2： 地方政府债务测算结果 亿元



资料来源：华泰证券研究所整理

注：2008-2010年数据来自审计署报告，比2011-2013统计口径略窄。

通过对上述7部分加总，我们算出地方政府债务金额2011年为13.2万亿，2012年达到15.3万亿，2013年预计在16.3万亿。而在此基础上，我们算出地方政府债务余额占GDP比重2010年在27左右，11年为28，12、13年占比大约是29的水平。

价格形势

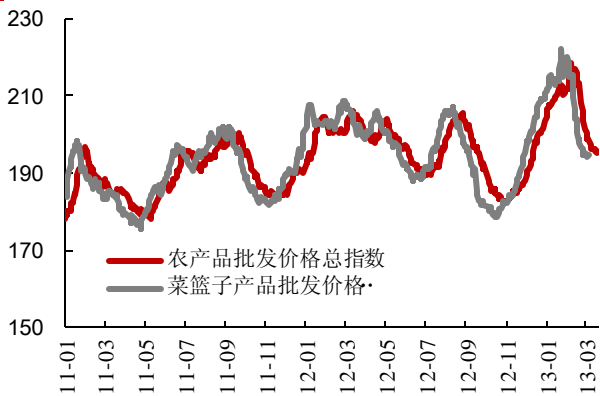
蔬菜、农产品价格继续回落。蔬菜、农产品价格指数春节后继续季节性回落。国际农产品价格方面，大豆上周仍处回落趋势，NOFA大豆压榨数据利空及需求放缓使大豆价格承压，玉米价格继续回升，市场仍担心玉米的供应紧张。

猪肉价格、猪粮比继续回落趋势。猪肉价格继续回落，生猪、仔猪价格也继续回落。国内玉米价格略降、豆粕价格微升，使猪粮比加速回落。

原油、黄金、基本金属价格微涨。上周美元指数在82-83之间震荡，WTI原油价格出现分化，WTI原油价格微升，基本维持在92-93美元/桶，但BRENT原油价格继续回落。黄金及基本金属价格铜、铝价格略有回升。

国内煤炭价格走平，水泥、钢材价格继续回落。上周煤炭价格继续走平，水泥、钢材价格因产量上升价格继续回落。

图 3: 农产品及菜篮子批发价格指数



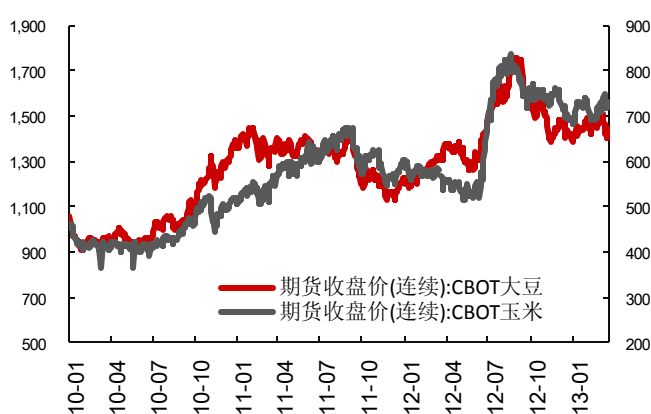
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 4: 猪肉价格(元/千克)与猪粮比(右轴)



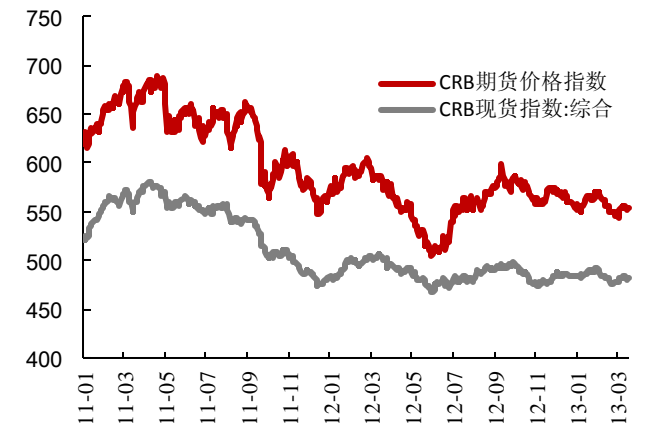
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 5: CBOT 大豆、玉米价格(美分/蒲式耳)



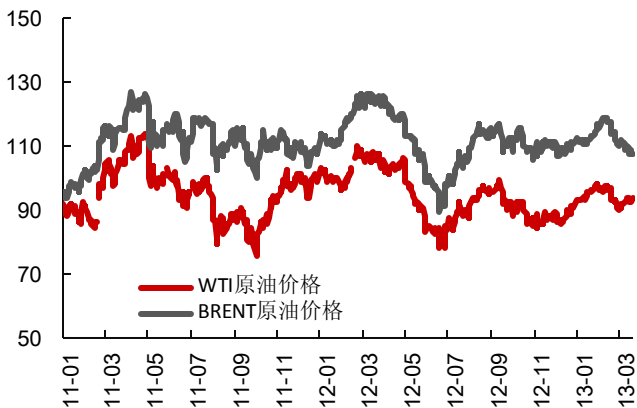
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 6: CRB 期货及现货价格指数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 7: WTI 及 BRENT 原油价格 (美元/桶)



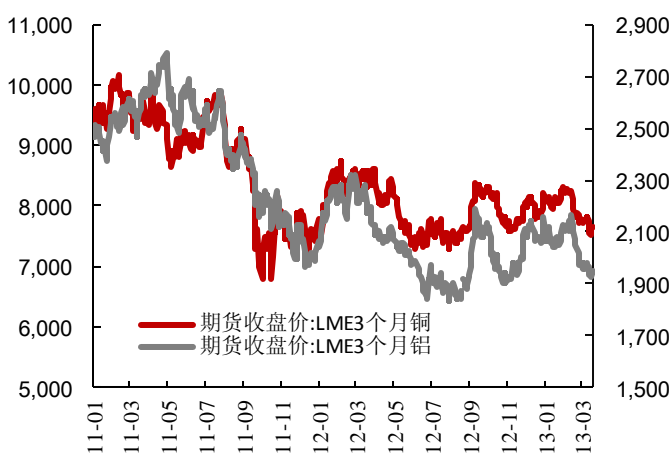
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 8: 伦敦现货黄金价格 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 9: LME 铜、铝价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 10: 国内煤价 (元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 11: 国内钢材平均价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 12: 国内水泥平均价格 (元/吨)

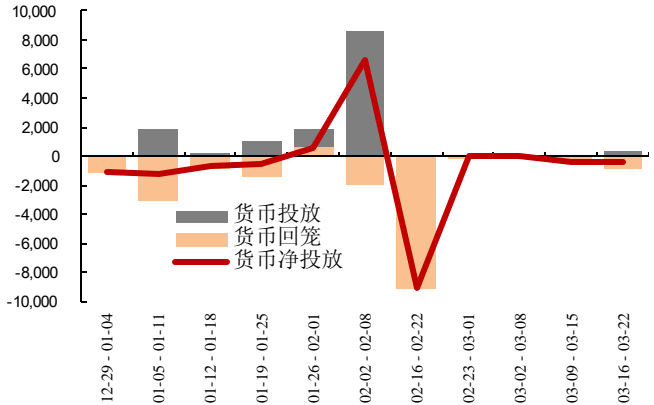


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

货币市场

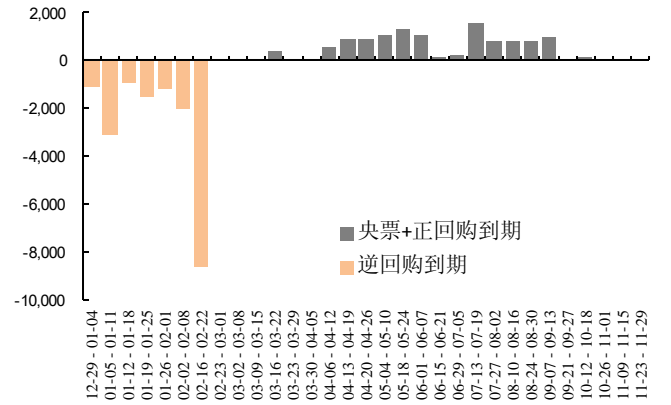
上周公开市场到期正回购 400 亿元，央行周二、周四分别正回购 28 天期 390 亿和 480 亿，中标利率与之前相同。央行节后连续第五周回笼资金，上周共回笼资金 470 亿。流动性在资金回笼之下仍然宽松，银行间利率 7 天期 SHIBOR 上周内略有回升后周五又回落至 3% 以下，但票据直贴利率也无起色。总体来看，资金流动性仍然宽松。本周有 50 亿到期正回购，流动性的宽裕可能使央行继续加大正回购力度来回收过多的流动性。

图 13: 央行公开市场操作 (亿元)



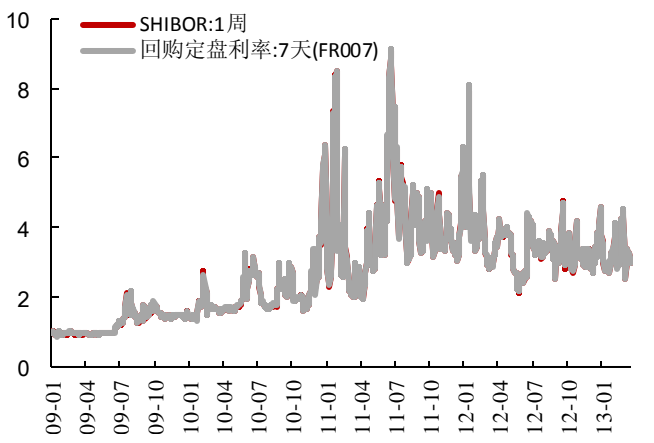
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 14: 公开市场到期情况 (亿元)



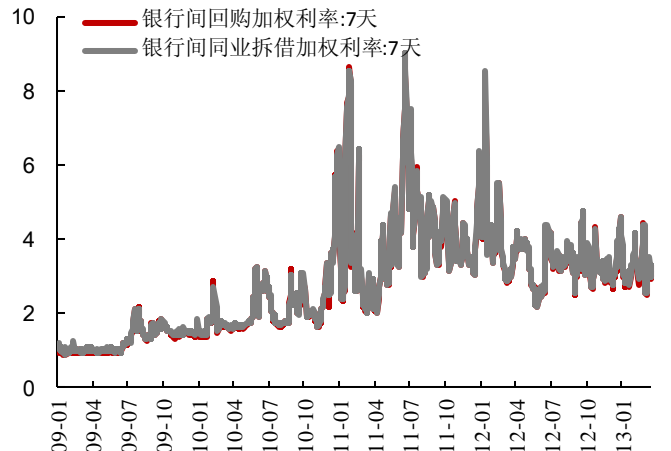
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 15: SHIBOR 和回购定盘利率 (%)



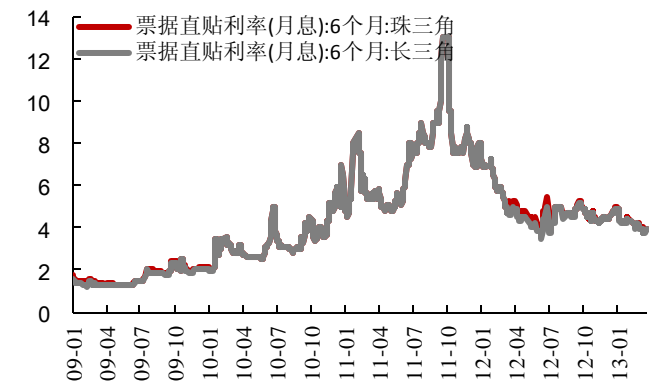
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 16: 银行间回购与同业拆解加权利率 (%)



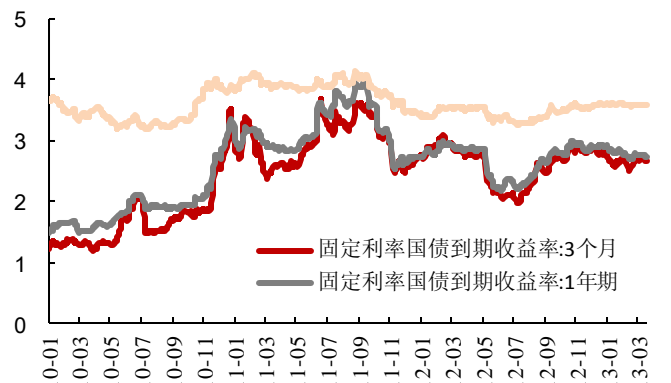
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 17: 票据直贴利率 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 18: 国债到期收益率 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

外汇市场

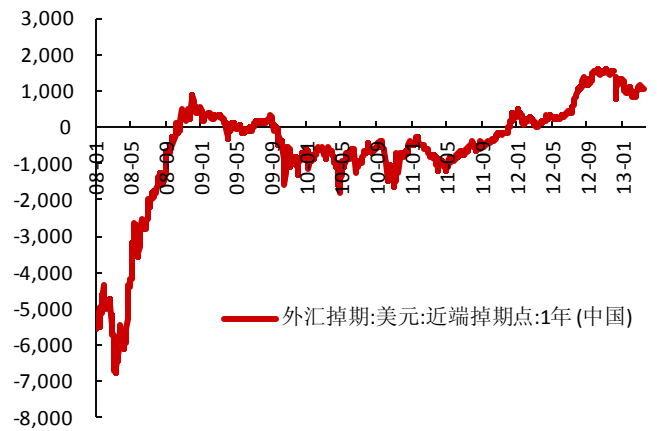
上周五人民币兑美元中间价收于 6.2711。

图 19: 美元兑人民币中间价及一年期 NDF



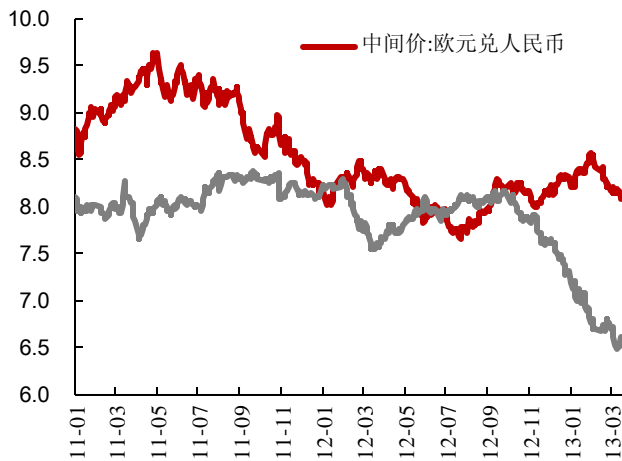
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 20: 1 年外汇掉期 (人民币/美元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 21: 欧元、日元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 22: 美元指数与 VIX 指数



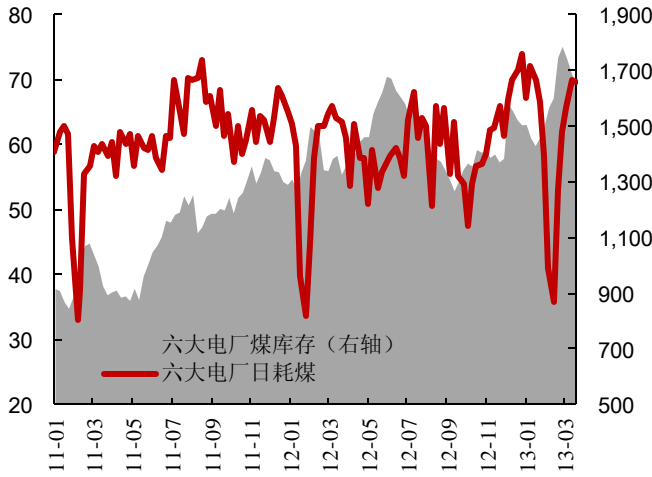
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

经济指标

六大电厂日耗煤量上周继续回升至 69.65 万吨，电厂煤炭库存量继续回落。

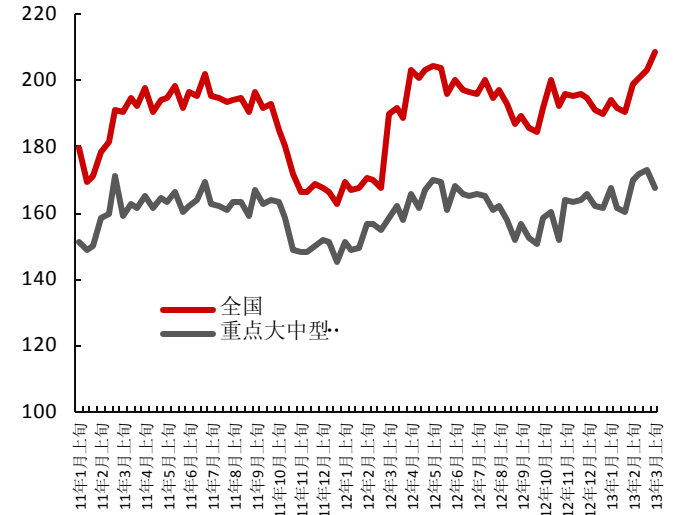
粗钢产量方面，3月上旬粗钢产量重点钢企产量略有回落，全国预估产量继续上升。

图 23: 六大电厂日耗煤及煤库存 (万吨)



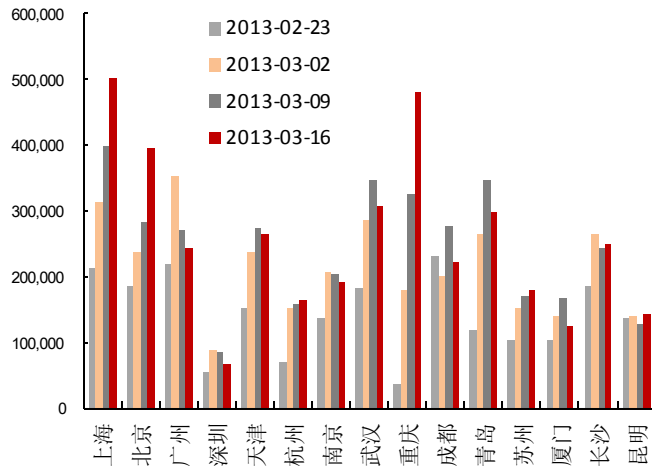
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 24: 重点钢企及全国预估日均粗钢产量 (万吨/天)



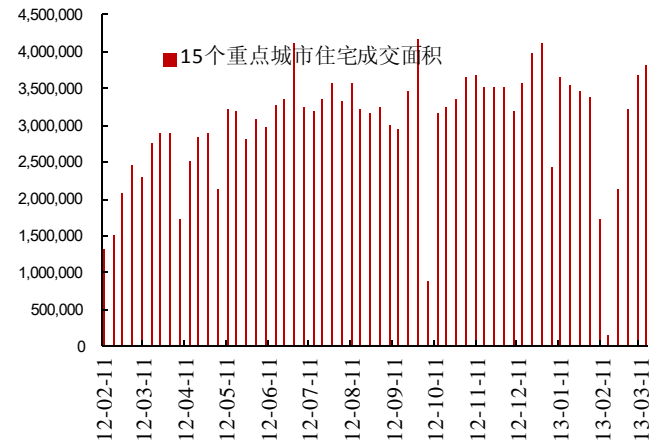
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 25: 15 个城市住宅成交面积 (平方米)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 26: 15 个城市住宅成交面积总数 (平方米)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

每周政策焦点

事件:

1、3月20日，国务院总理李克强主持召开新一届国务院第一次全体会议，指出中国经济不转型难以为继。

2、3月17日，新华社授权发布《2013年国民经济和社会发展计划报告》。

我们的看法:

1、经济升级版启动。 李克强总理指出，通过“稳”和“进”两方面的措施持续发展经济：一是稳增长、防通胀、控风险；二是稳中求进，“进”关键要靠经济转型，打造中国经济的升级版；这意味着经济增长要有质量和效益的支撑，能够保证就业和提高收入，是能源资源环境可以匹配的增长。对于风险的认识，我们认为从外部看，风险点有世界经济增长乏力，潜在通胀压力加大，发达经济体财政金融风险居高不下，贸易投资保护主义进一步强化，这制约外需有好的起色；从内部看，经济处于弱复苏，去产能继续进行，财政收支压力较大，金融领域存在潜在风险，地方政府债务较高，生态环境形势严峻，社会矛盾明显增多。经济升级版的其他看点：改善民生方面，会加大在教育、医疗、住房、养老等基本民生保障上的投入，打造一张覆盖全民的保障基本民生的安全网；落实机构改革方案，构建法治、廉洁政府，减少三公支出，约法三章；财税、金融、价格、土地管理、户籍制度等领域的改革有望加速推进。

2、增长看重内需。 我们通过对比去年和今年的国民经济计划，从目标看，物价预期值调低0.5个点；消费预期增长提高0.5个点；投资增速提高2个点，中央预算内投资增加了350亿；外贸目标调低2个点，至8%；交通运输方面，预期目标弱于去年：预期新建铁路投产里程5200公里以上、新建公路8万公里、沿海港口万吨级以上泊位100个、运输机场10个左右（2012年，预期新增铁路营业里程6366公里、公路通车里程10万公里、运输机场4个）；但是城镇化相关的基础设施投资会加大，如提出“增强城镇综合承载能力；推动城市群基础设施一体化建设和网络化发展，加强综合交通运输网络与城镇化布局的衔接；落实全国城市饮用水安全保障规划，加改革快城镇供暖设施建设与改造，强化城市地下管网设施、排水与暴雨内涝防治综合体系建设”。

期待的改革措施： 城镇化方面，出台城镇化发展规划，控制大城市规模，增强中小城市和小城镇功能，培育发展城市群；建立可持续的市政建设投融资机制；加快户籍制度和社会管理体制的改革，完善土地管理制度。民间投资方面，全面清理不利于民间投资发展的投资审批事项和管理法规，使民间投资进入能源、铁路、金融等重点领域。价格改革方面，继续推进成品油价格、天然气价格改革、电煤市场化改革等。改革完善铁路运输价格形成机制；深化财政、金融、收入分配改革等。

上周其他政策动态:

- 1、3月18日, 李克强主持召开国务院常务会议 重点研究推进政府职能转变事项。
- 2、3月19日, 习近平接受金砖国家媒体联合采访, 阐述政策主张。
- 3、3月20日, 国务院总理李克强20日上午主持召开新一届国务院第一次全体会议, 并发表重要讲话: 中国经济不转型难以为继。
- 4、3月15日, 国资委副主任:未来国企改革着手推进股权多元化。
- 5、3月18日, 国家发改委城市和小城镇改革发展中心主任李铁表示, 城镇化发展规划正在研究中, 并没有具体的出台时间表。
- 6、3月20日, 农业部、财政部联合印发《2013年农产品产地初加工补助项目实施指导意见》, 投资5亿元在14个省区开展农产品产地初加工补助项目。
- 7、3月21日, 外汇局: RQFII境内证券投资本金锁定期为1年。
- 8、3月21日, 银监会要求银行明确战略定位 理财不能沦为调节工具。
- 9、3月21日, 银监会近期将统一下发理财产品风险检查指导方案, 全面排查银行理财产品风险, 重点检查银行理财的产品设计、产品销售、信息披露、收益核算、资金池、代销产品、资金流向等七个项目。
- 10、3月19日, 2013年至2015年, 北京市将实施第二阶段“城南行动”计划, 总投资约3960亿元。
- 11、3月20日, 广东已正式印发《广东省企业投资管理体制改革方案》, 取消省管权限内企业投资项目核准, 改为备案制, 最大限度减少政府对微观经济的过度干预。
- 12、3月21日, 西宁市将投资15.3亿元用于城市排水管网建设等。

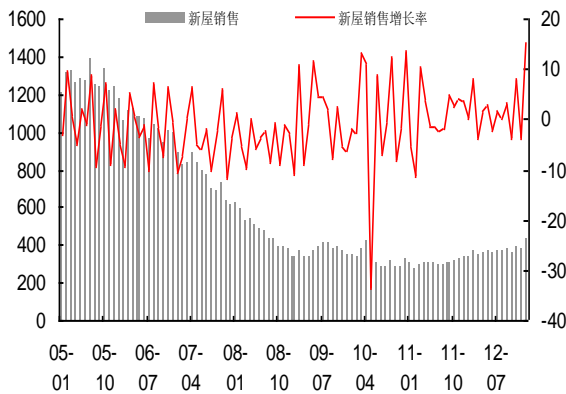
详细内容请参见《华泰证券-每周政策动态-20130315-20130321》

海外经济

美国:

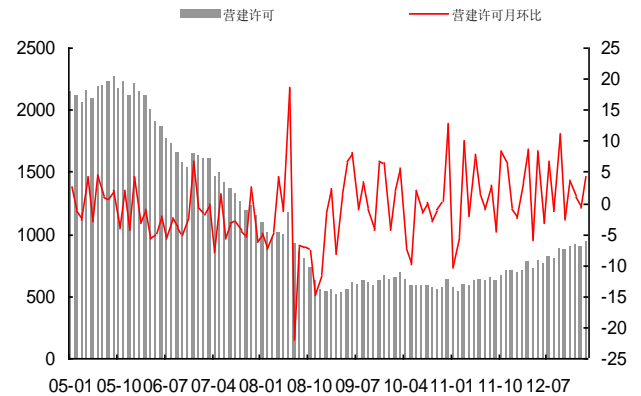
美国2月份新屋开工数增长0.8%，折合年率达到91.7万套；1月份修正后为91万套，高于初报值。衡量未来建筑活动的建筑许可增加4.6%至94.6万套，为2008年6月以来最强水平。随着房价趋稳、就业前景好转以及抵押贷款利率徘徊在创纪录低点附近，住宅市场信心再现。银行贷款状况放松将有助于让更多人能够拥有住房，并推动住宅建筑活动更大增长。

图 27: 美国 2 月新屋开工持续好转



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图 28: 美国 2 月建筑许可创出新高

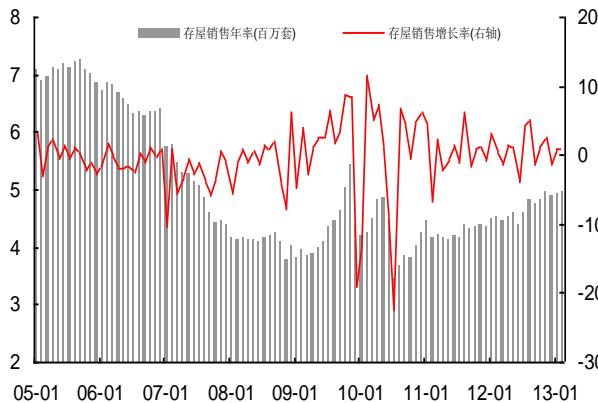


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

美国2月份存屋销量增长0.8%，折合年率为498万，为2009年11月以来最高。市场预期中值为500万。美国2月份二手房销量增至逾3年最高水平，继续保持反弹走势，也支撑着美国经济增长。住房需求增长，加上市场供给有限，推高了房价，引导家庭信心升高和财富增长，进而支撑了消费开支。

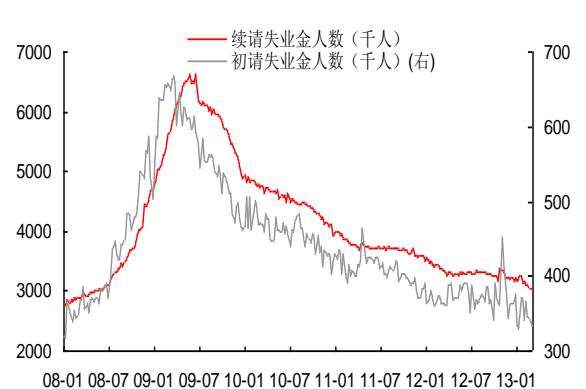
美国劳工部周四公布，截至3月16日当周的首次申领失业救济人数增加2千，总数达到33.6万，市场预期中值为34万。波动较小的月度均值降至2008年2月以来最低水平。美国上周首次申领失业救济人数增加不及预期，表明美国劳动力市场依然保持近来的好转趋势。随着雇主维持人员数量来满足来自企业客户以及消费者增长的需求，裁员自2012年底以来下降。周四的数据确认了美联储决策者们关于劳动力市场开始显现好转迹象的看法。

图 29: 美国 2 月存屋销售继续上涨



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图 30: 美国失业人数持续下降



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

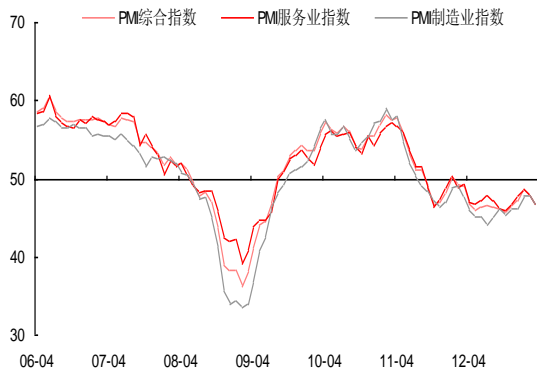
欧洲：

欧元区3月份综合PMI从2月份的47.9下降至46.5。市场预估中值为48.2，数据远低于预期值。欧元区经济第一季度的萎缩幅度可能会有所收窄，欧元区3月份服务业和制造业产出萎缩幅度超出进一步表明欧元区经济仍难以摆脱衰退。欧洲经济仍然非常脆弱，未来几个月，可能稍有风吹草动就会让经济复苏陷于停滞。

德国3月份PMI指数从2月份的50.3下降至48.9；服务业PMI从54.7下滑至51.6。市场预期的制造业和服务业PMI的预估分别为50.5和55.0。德国央行预计，德国经济在去年第四季度萎缩0.6%后本季度料实现增长。

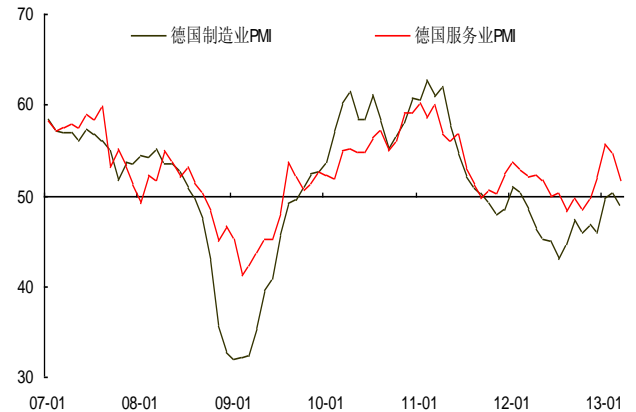
总体看来，欧元区经济已连续五个季度出现萎缩，预计欧元区经济今年第一季度预计将萎缩0.1%。根据欧洲央行的预测，欧元区经济今年将萎缩0.5%。欧洲央行行长德拉吉曾表示，欧元区今年晚些时候将逐渐走出四年来的第二次衰退。不过，对塞浦路斯银行崩盘和意大利政局动荡的担忧扰乱了金融市场，打击人们的信心，并可能导致欧元区经济复苏脱离正轨。

图 31: 欧元区 3 月份 PMI 指数下降



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图 32: 德国 3 月份 PMI 指数下降



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

下周经济日历

日期	事件	期间	预期值	前值
美国				
03/26/2013	耐用品订单	Feb	3.80%	-5.20%
03/26/2013	标普/CS 住宅价格指数	Jan	--	145.95
03/26/2013	消费者信心	Mar	69	69.6
03/28/2013	首次失业人数	Mar 23	338K	336K
03/28/2013	持续领取失业救济人数	Mar 16	--	3053K
欧元区				
03/27/2013	欧元区经济信心	Mar	91.2	91.1
03/27/2013	企业景气指标	Mar	--	-0.73
03/27/2013	欧元区工业信心	Mar	-12	-11.2
03/28/2013	欧元区 M3 季节调整	Feb	3.20%	3.50%
德国				
25-28 MAR	零售销售额(同比)	Feb	--	2.40%
03/28/2013	失业率(季节调整)	Mar	6.90%	6.90%
日本				
03/27/2013	零售额同比	Feb	-1.30%	-1.10%
03/28/2013	工业产值同比%	Feb P	-8.30%	-5.80%
03/29/2013	汽车产量 (同比)	Feb	--	-9.90%
03/29/2013	住宅动工量 (同比)	Feb	-1.70%	5.00%
03/29/2013	建设订单 (同比)	Feb	--	-3.70%
中国				
03/27/2013	工业利润 年迄今 同比	Feb	--	5.30%
27-31 MAR	领先指数	Feb	--	100.5

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2013年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

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

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

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 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 / 传真：86 10 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层 / 邮政编码：200120

电话：86 21 50106028 / 传真：86 21 68498501

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn