

# 美国经济强劲增长能否持续？



华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES

## 分析师

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044

## 联系人

汪毅

(021)6849 8613

wangyijys@mail.htlhsc.com.cn

- 金融危机后，美国政府采取了扩张性的财政政策与扩张性的货币政策的组合，经济增速先后在库存，设备投资，消费，几大引擎的驱动下，走上了复苏的道路，这种强劲的增长在 2011 年上半年能否延续？美国政府在 QE2.0 后是否会采取新的宏观经济政策？本篇报告试图讨论上述两个问题。
- 研究美国经济各增长动力未来的消长情况，我们的结论是：2011 年上半年美国的经济增速将不低于去年四季度，其中：消费增速可能出现小幅回落，但整体依然保持较高增速；库存对 GDP 的增速贡献将明显上升；固定资产投资增速较四季度上升；净出口的贡献将减弱；财政刺激的影响偏中性。
- 2011 年上半年经济增长的积极因素：消费具有稳固的增长基础：居民可支配收入持续上升，债务与个人收入比例下降；汽车销售趋势良好；新一轮房地产周期可能开始，房市呈现量价分离的趋势，与上轮房产周期开端相似；上半年企业增加库存的动力将明显好于去年第四季度。
- 政府继续实施大规模财政刺激方案的空间已经很小，中期内，美国政府可能加入欧元区国家实施财政巩固的行列。主要理由：第一，2010 美国政府债务与 GDP 之比已超过 90%，可以动用的空间很小，解决政府债务问题上升为经济企稳后首要的问题；第二，共和党重新占据众议院，奥巴马财政刺激方案的继续推行受到了严重的阻碍。
- QE2.0 到期后，美联储的紧缩将会是缓慢渐进的。主要原因：第一，核心通胀 2011 年依然处于可控的水平；第二，立即的紧缩对美国的出口不利，对美国经济复苏的持续性也将产生影响；第三，欧债及中东危机等一系列事件使全球经济复苏的持续性更加复杂；第四，两党在财政刺激上的分歧将使维持宽松的货币环境尽量长的时间成为最优选择。

## 目 录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>美国宏观经济前景与动力分布.....</b>         | <b>4</b>  |
| 美国宏观经济增长前景与动力分布 .....             | 4         |
| 消费可能出现小幅回落，但仍保持较高增速 .....         | 5         |
| 库存对 GDP 增速贡献将上升 .....             | 12        |
| 固定资产投资将增长 .....                   | 14        |
| 净出口的贡献将减弱 .....                   | 16        |
| 财政刺激对 GDP 的影响偏中性 .....            | 17        |
| <b>美国宏观经济政策前瞻.....</b>            | <b>18</b> |
| 财政政策可动用的空间较小 .....                | 18        |
| 货币政策-QE2.0 结束后，联储的紧缩将是缓慢渐进的 ..... | 19        |

## 图表目录

|       |                                      |    |
|-------|--------------------------------------|----|
| 图 1:  | 四大因素美国 GDP 增速的贡单位: %.....            | 4  |
| 图 2:  | 消费对美国 GDP 增速的贡献单位: %.....            | 5  |
| 图 3:  | 居民可支配收入稳步增长单位: %.....                | 5  |
| 图 4:  | 债务占个人收入比例不断下降单位: % .....             | 6  |
| 图 5:  | 标准普尔指数.....                          | 6  |
| 图 6:  | 消费三大项占比变化 .....                      | 7  |
| 图 7:  | 消费各项环比折年率单位: %.....                  | 7  |
| 图 8:  | 消费各分项对 GDP 增速的贡献单位: %.....           | 7  |
| 图 9:  | 耐用品消费主要组成 .....                      | 8  |
| 图 10: | 汽车销量变化单位: 量 .....                    | 8  |
| 图 11: | 家具, 建材, 电器销售额单位: 十亿美元 .....          | 9  |
| 图 12: | 非耐用品消费主要组成 .....                     | 9  |
| 图 13: | 食品, 加油站, 服装类消费额单位: 十亿美元 .....        | 10 |
| 图 14: | 服务消费主要组成.....                        | 10 |
| 图 15: | CPI-房屋价格指数 (包括租金及水, 电, 天然气消费等) ..... | 11 |
| 图 16: | 医疗及个人保健品消费同比 .....                   | 11 |
| 图 17: | 服务消费环比折年率单位: %.....                  | 11 |
| 图 18: | 美国各行业就业人数增长趋势.....                   | 12 |
| 图 19: | 私人投资及其主要因素对 GDP 增速的贡献 .....          | 13 |
| 图 20: | 美国 PMI 制造业新订单指数 vs 制造业新订单同比 .....    | 13 |
| 图 21: | 美国制造业库存总数 .....                      | 13 |
| 图 22: | 美国库存增速同比 vs 环比 .....                 | 14 |
| 图 23: | 美国制造业库存/销售比 .....                    | 14 |
| 图 24: | 房屋销售出现量价分离 .....                     | 15 |
| 图 25: | 上轮房地产周期开端时销量及价格对比 .....              | 15 |
| 图 26: | 新屋价格同比 vs 初次购买力指数 (1992).....        | 15 |
| 图 27: | 新屋价格同比 vs 初次购买力指数 (2010).....        | 15 |
| 图 28: | 不良贷款占比 vs Foreclosure 占比 .....       | 16 |
| 图 29: | Less than 90 vs Foreclosure 占比 ..... | 16 |
| 图 30: | 出口净额 (季度数据) .....                    | 16 |
| 图 31: | 美元指数短期趋势.....                        | 17 |
| 图 32: | 原油价格一季度迅速上升 .....                    | 17 |
| 图 33: | 政府支出对 GDP 增速的贡献.....                 | 18 |
| 表格 1: | 主流机构对美国经济增速的预测单位: % .....            | 4  |
| 表格 2: | 美国贸易数据单位: 十亿美元 .....                 | 17 |
| 表格 3: | 主要贸易逆差国数据单位: 十亿美元 .....              | 17 |

## 美国宏观经济前景与动力分布

1990 年至 2006 年，美国 GDP 年均增长率达到 3.0%，受次贷危机爆发影响，2007-2009 年美国 GDP 增速分别下降至 1.9%、0 与 -2.6%。美国经济复苏的持续性是未来 2 年全球最重要的问题。几类主流机构对美国经济 2011 年的最新预测为：

**表格 1：主流机构对美国经济增速的预测**

单位：%

|                 | 2011    | 2012    |
|-----------------|---------|---------|
| IMF             | 3.0     | 2.7     |
| 美联储最新声明         | 3.4-3.9 | 3.5-4.4 |
| Bloomberg 市场平均值 | 3.2     | 3.2     |

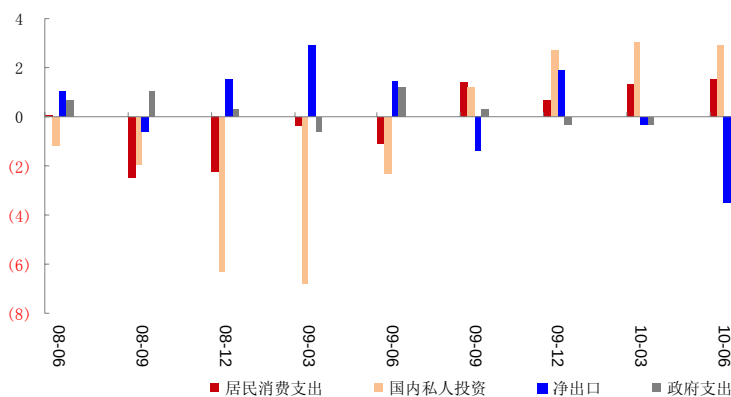
资料来源：Bloomberg, IMF, BEA, 华泰联合证券研究所

次贷危机爆发以来，美国政府采取了扩张性的财政政策(汽车刺激，购房刺激等)与扩张性的货币政策（QE1.0-2.0）的组合，经济增速先后在补库存，增加设备投资，消费，几大引擎的驱动下，走上了复苏的道路，但其经济增速的持续性如何？美国政府在 QE2.0 后是否会采取新的宏观经济政策？本篇报告试图讨论上述问题。报告第一部分讨论美国宏观经济增长前景与动力分布，第二部分分析美国政策可能进一步实施的宏观经济政策。

### 美国宏观经济增长前景与动力分布

**图 1：四大因素美国 GDP 增速的贡献**

单位：%



资料来源：BEA, 华泰联合证券研究所

我们对 2011 年上半年美国经济各增长动力消长情况的判断为：第一，消费增速可能出现小幅回落，但整体依然保持较高增速；第二，库存及投资对 GDP 的增速贡献将明显上升；第三，净出口的贡献减弱；第四，财政刺激的影响偏中性。

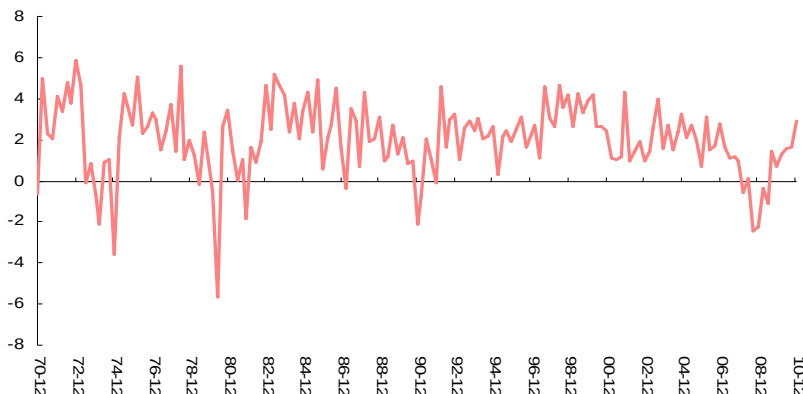
在四大增长动力的共同作用下，美国一二季度的 GDP 增速将不低于 2010Q4 水平，其中，一季度的 GDP 增速为 2.8-3.2%。

## 消费可能出现小幅回落，但仍将保持较高增速

2009 年第四季度开始，消费对 GDP 的贡献率逐季增加，截至 10 年四季度，累计已达 5 个季度。从消费对 GDP 贡献率的历史数据来看，年均贡献率为 2.17（1940-2010），2.03（1970-2010）。

图 2： 消费对美国 GDP 增速的贡献

单位：%



资料来源：华泰联合证券研究所

## 消费的根本决定因素分析

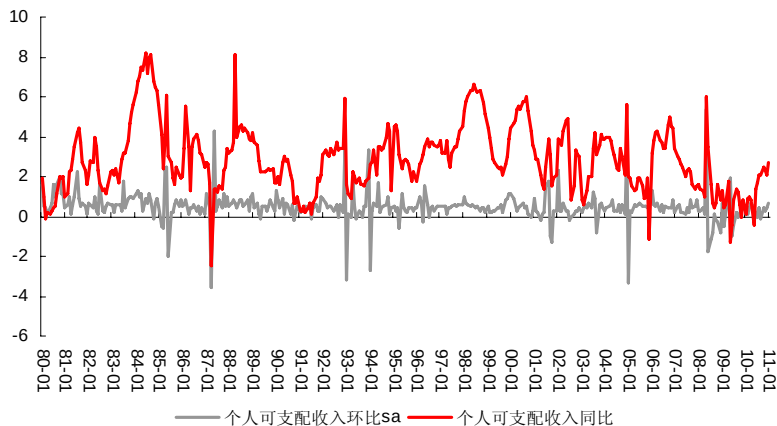
消费最根本的增长因素取决于居民可支配收入及未来预期收入的增长情况。我们认为 2011 年上半年美国的消费是具有较好的增长基础的。

首先，美国的失业率向下的方向确定，居民可支配收入稳定增长，居民债务占个人收入的比例不断下降。最新的居民可支配收入同比增长 2.7%，债务占个人收入比例下降至 2005 年初的水平。

其次，美国资本市场一直延续着良好的表现。主要受益于宽松流动性及企业盈利的缓慢复苏，即便 QE2.0 到期，核心通胀仍然达不到长期目标水平，美联储回收流动性的步伐将是缓慢渐进的过程。而银行充裕的流动性一直在逐渐的流入实体经济中，企业盈利恢复的态势将延续，资本市场将维持良好的表现。

图 3： 居民可支配收入稳步增长

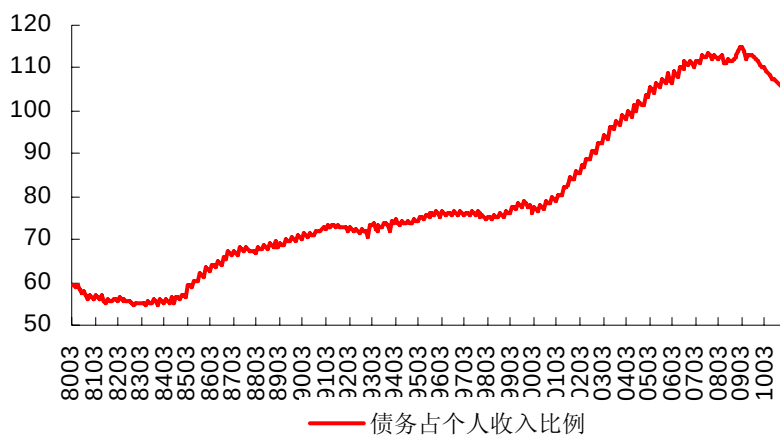
单位：%



资料来源：华泰联合证券研究所

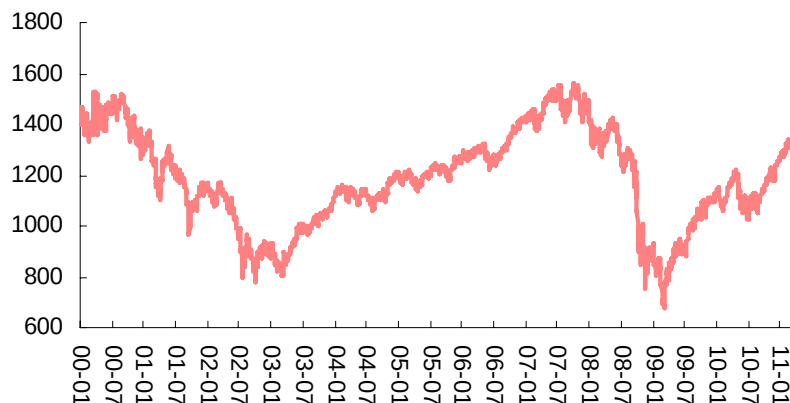
图 4： 债务占个人收入比例不断下降

单位：%



资料来源：华泰联合证券研究所

图 5： 标准普尔指数

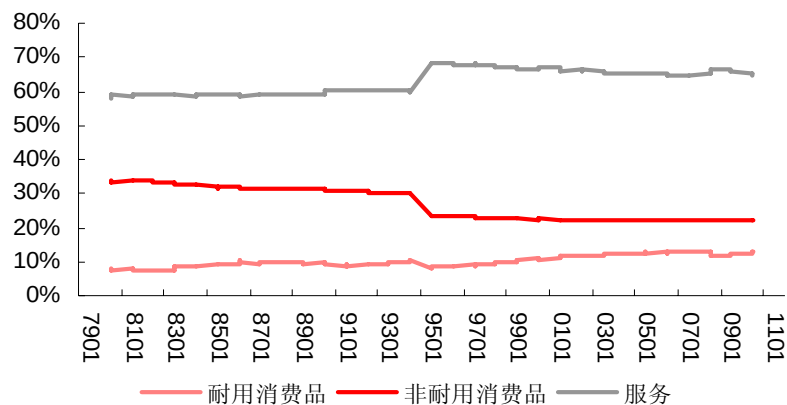


资料来源：华泰联合证券研究所

## 消费的结构分析

GDP 中消费的最新组成比例：耐用品消费占比大约为 13.1%，非耐用品消费占比为 22.3%，服务的占比为 64.6%。2010 年四季度消费超预期复苏的主要动力来自于耐用品消费的大幅增长，其对 GDP 的贡献为 1.44，而非耐用品和服务的贡献分别为 0.68 和 0.76。

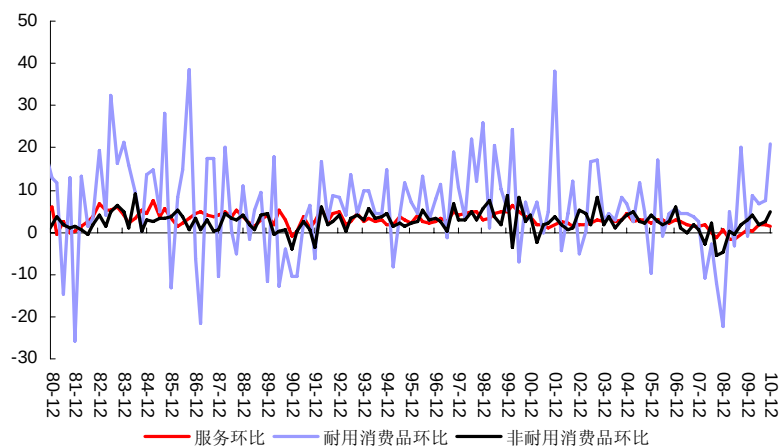
图 6: 消费三大项占比变化



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 7: 消费各项环比折年率

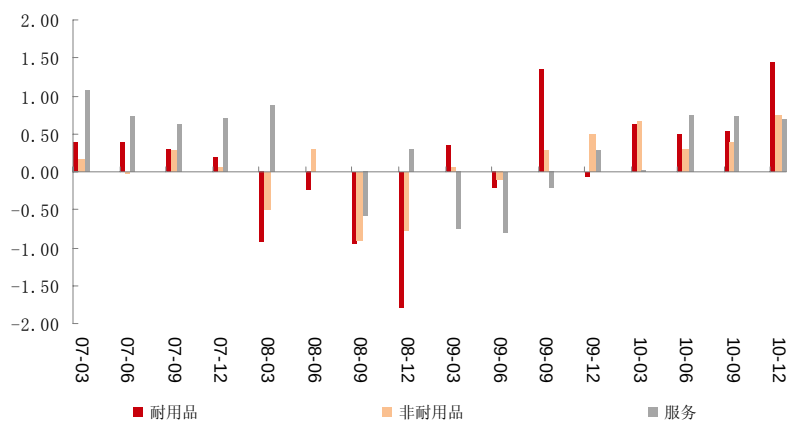
单位: %



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 8: 消费各分项对 GDP 增速的贡献

单位: %



资料来源: 华泰联合证券研究所

2011 年上半年消费增速能否维持去年四季度的水平？逐项分析各主要影响因素：

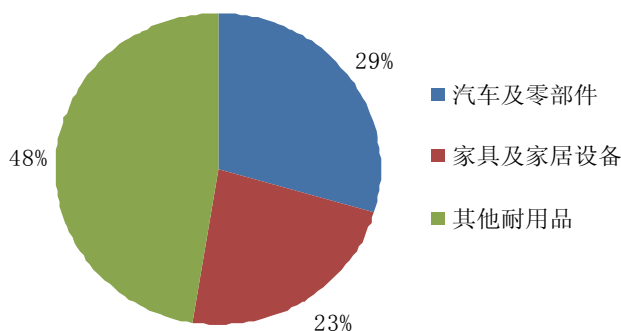
### 1. 耐用品消费增速维持 2010Q4 水平

耐用消费品的主要组成：汽车及零部件占比达到 29%，家具及家居设备占比达到 23%，其他耐用品占到 48%。

汽车销量数据显示，2010-12，2011-1，2011-2 三个月的环比增速同 2003-2007 平均水平一致，远远好于 2009，2010 年同期。2011 年一季度汽车销量继续延续去年四季度的良好表现，且目前的汽车销量增速已经回归正常年份水平。

家具，建材，电器消费，参考月度公布的商品零售数据，销售总额 1 月略低于 12 月，其中，家电销售上升，家具和建材略有下降，这和天气因素有一定的关系。根本上，这三类耐用品均和房地产市场紧密的联系，而成屋销售从 2010-10 开始连续 4 个月上升，新屋开工因寒冷天气离去而有所好转，所以我们对 11 年上半年的家具建材和电器类的消费依然看好。

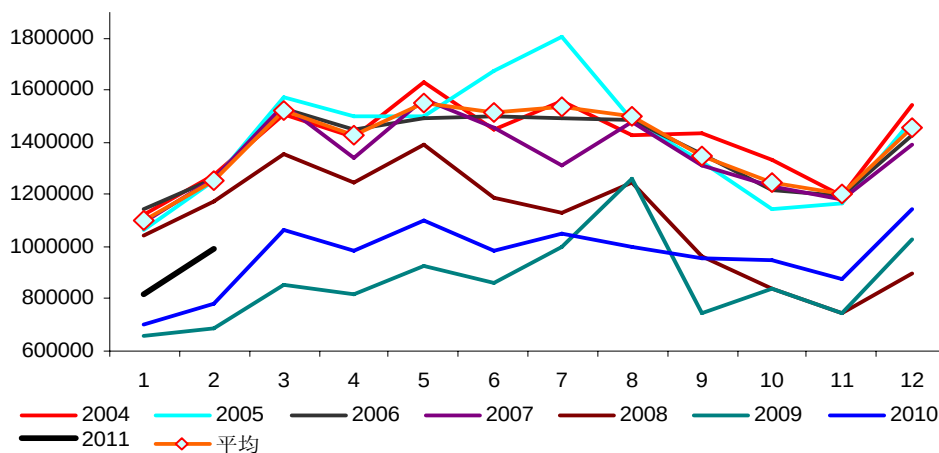
图 9： 耐用品消费主要组成



资料来源：华泰联合证券研究所

图 10： 汽车销量变化

单位：量

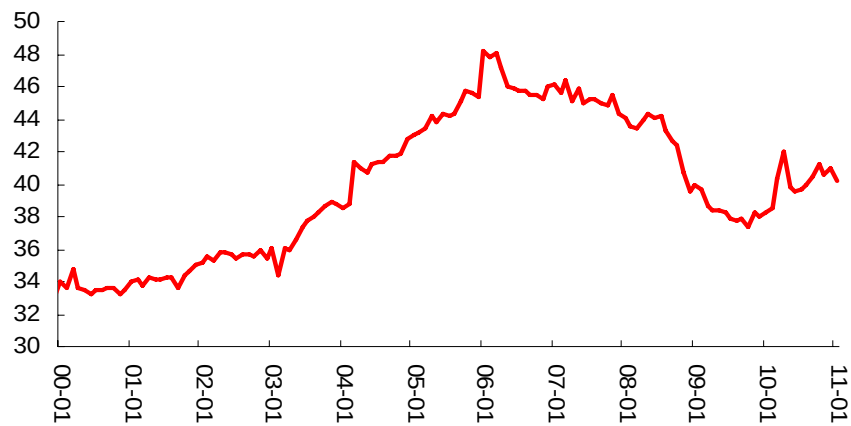


资料来源：华泰联合证券研究所



图 11: 家具, 建材, 电器销售额

单位: 十亿美元



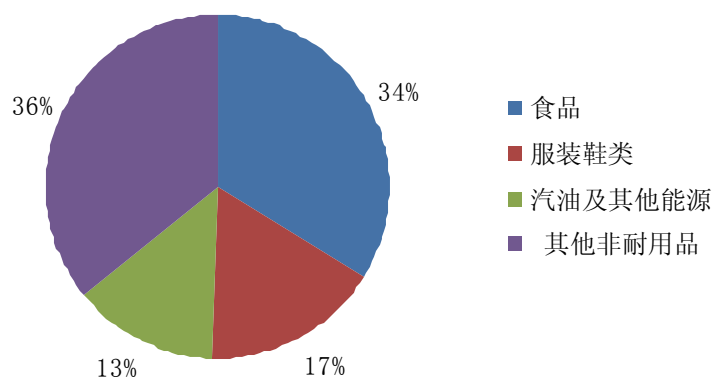
资料来源: 华泰联合证券研究所

## 2. 非耐用品消费增速小幅回落

非耐用品消费的主要组成: 食品 34%, 服装类 17%, 汽车及其他能源类 13%, 其他非耐用品 36%。

月度零售销售数据显示, 2011 年 1 月食品, 原油, 服装类零售总额已经达到金融危机前 (2008 年 1 月) 的水平, 且自 2010 年下半年开始, 这几类非耐用品销售的环比增速也和 03-07 年的平均趋势一致。其中, 四季度的消费增速 4.8% (有一定的季节因素), 虽然 11 年上半年季节因素已经弱化, 但仍将保持正常年份的增速。

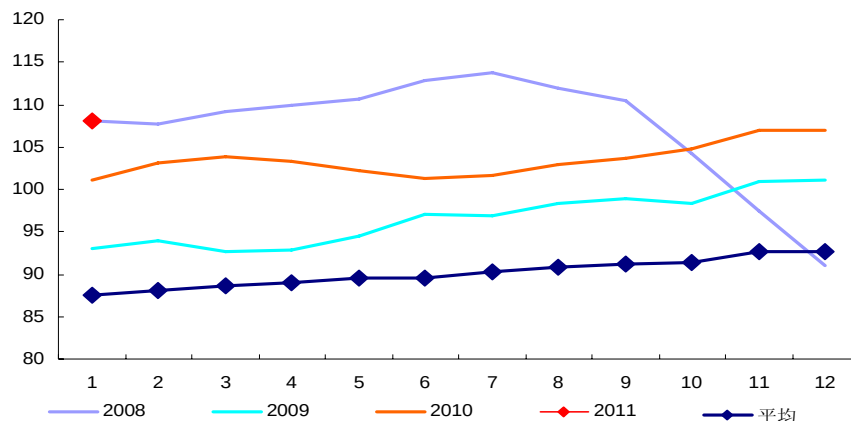
图 12: 非耐用品消费主要组成



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 13： 食品，加油站，服装类消费额

单位：十亿美元



资料来源：华泰联合证券研究所

### 3. 服务类消费继续稳定增长

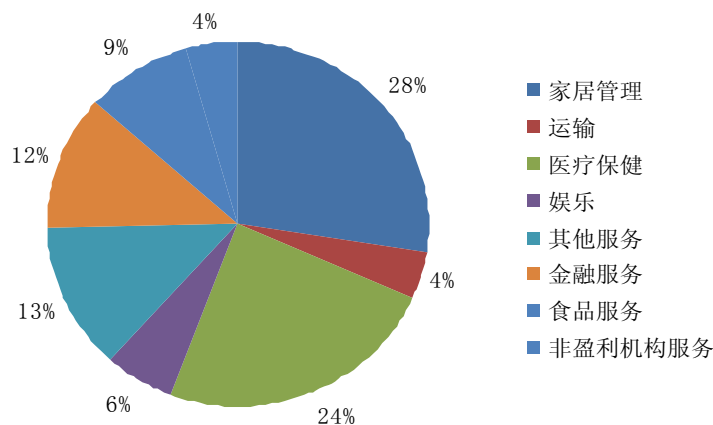
服务消费的组成部类比较多，主要有家居管理（28%,包括房租等），医疗保健（24%），金融服务（12%），娱乐服务（6%），运输服务（4%）等。

家具管理类服务取决于房租及水电天然气等费用的变化，CPI 中房屋价格指数显示，房租及各类公共事业费处于稳定上升趋势中；与此同时，月度零售数据中的医疗及个人保健品消费数据则呈现迅速增长的趋势。

除了看好 2011 年上半年服务类消费的稳定增长外，我们对中期服务类消费的复苏也比较乐观，主要原因是：第一，服务消费 2010 年四季度环比增速为 1.4%，而历史平均水平为 2.8%，二者仍有相当大的距离。

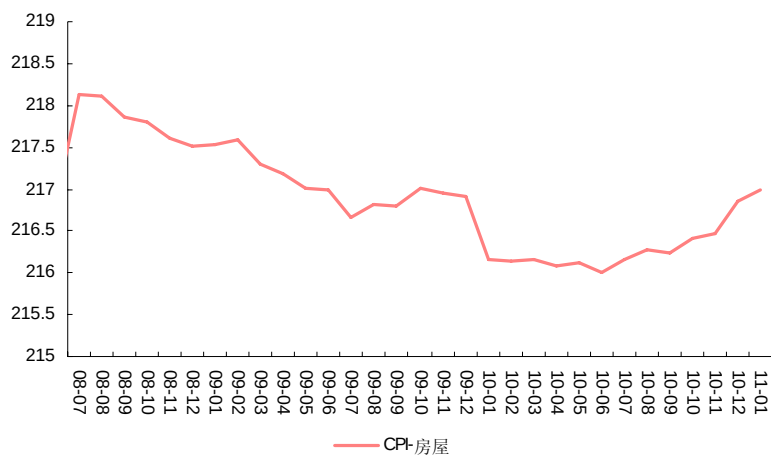
第二，1980-2010 年美国的分行业就业人数显示，以医疗教育为代表的行业就业人数飞速增长，其次是：专业及商业服务；娱乐业；零售服务业；金融保险地产；交通运输行业，均为服务业相关行业。（详细的内容请参考我们 2010 年 12 月 7 号的报告：消费新引擎已经启动--写在美国圣诞消费前）。

图 14： 服务消费主要组成



资料来源：华泰联合证券研究所

图 15: CPI-房屋价格指数（包括租金及水，电，天然气消费等）



资料来源：华泰联合证券研究所

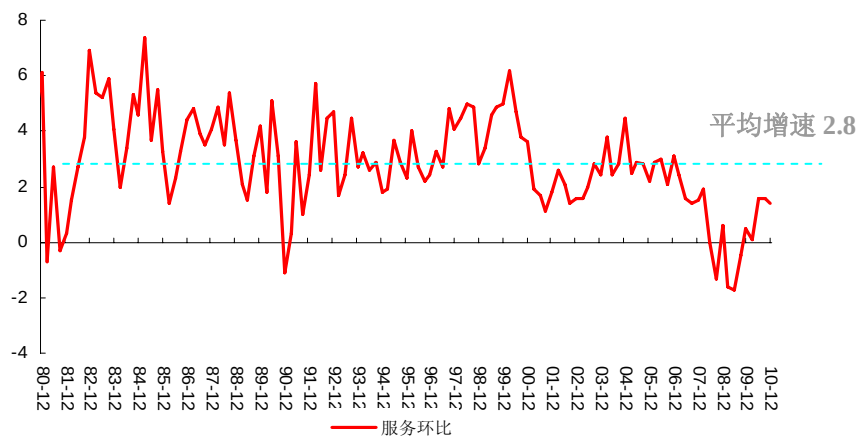
图 16: 医疗及个人保健品消费同比



资料来源：华泰联合证券研究所

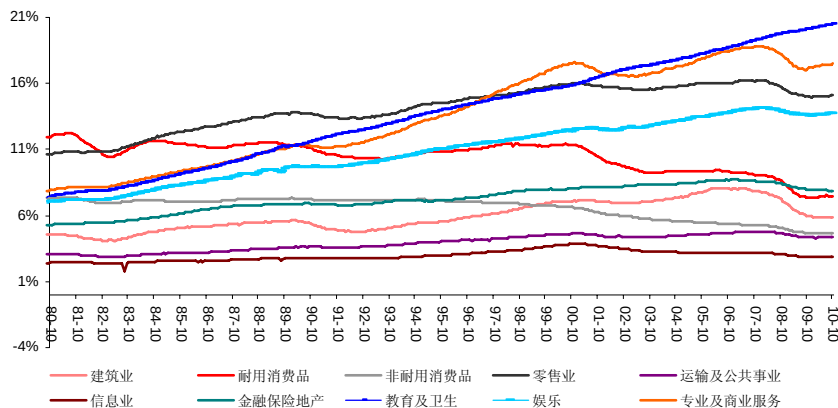
图 17: 服务消费环比折年率

单位：%



资料来源：华泰联合证券研究所

图 18： 美国各行业就业人数增长趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

## 库存对 GDP 增速贡献将上升

2010 年四季度私人投资对 GDP 增速的贡献为-3.13，主要是由于库存负拉动 GDP-3.7 个百分点。2011 年一、二季度，库存对 GDP 的贡献将较 10 年四季度上升。

### 库存贡献率将上升

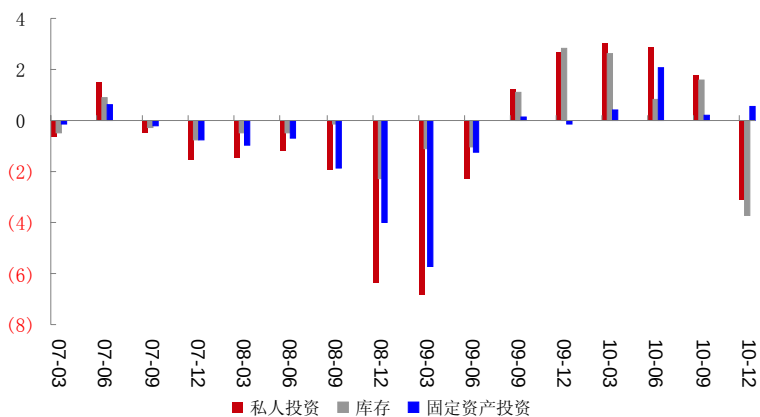
目前，美国的库存同比增速已经接近历史高位，由于基数效应，库存同比增速未来将会出现下降，但环比增速仍将保持正常年份的水平。主要原因是需求端的稳定增长及供给端 2010Q4 增长较弱。

需求端，制造业新订单增长强劲，同比增速连续 4 个月保持在 8-10%之间，1 月的环比增速更是大幅超去年四季度水平。另一个指标是制造业 PMI 指数中的新订单分项，1 月和 2 月已经连续上升，我们判断未来一段时间会持续处于高位。

供给端，四季度再库存的力度偏弱，月均环比增速比三季度下降 0.4%，造成了库存对 GDP 增速的拖累及库存销售比的下降，目前企业普遍盈利复苏良好，现金流充裕，随着时间推移，银行体系内的流动性将不断进入到实体经济，企业未来增加库存的动力十足。

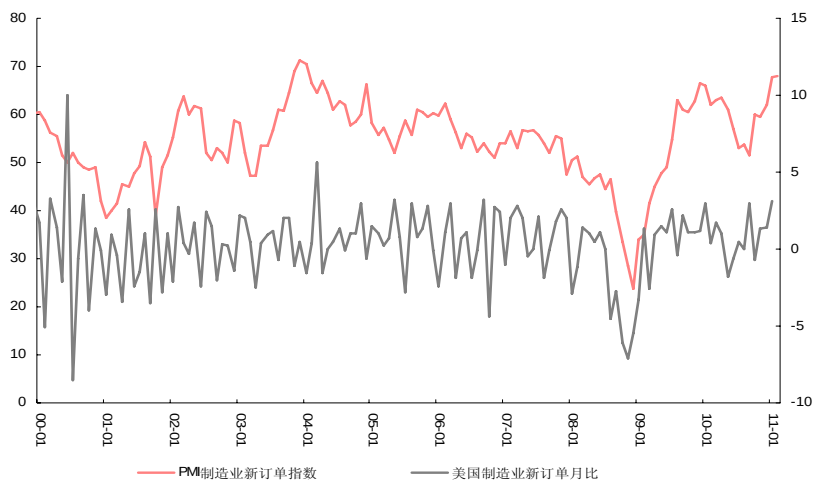
综合上面的分析，我们认为一季度库存对 GDP 的贡献将较 10 年四季度有较好的增长。

图 19： 私人投资及其主要因素对 GDP 增速的贡献



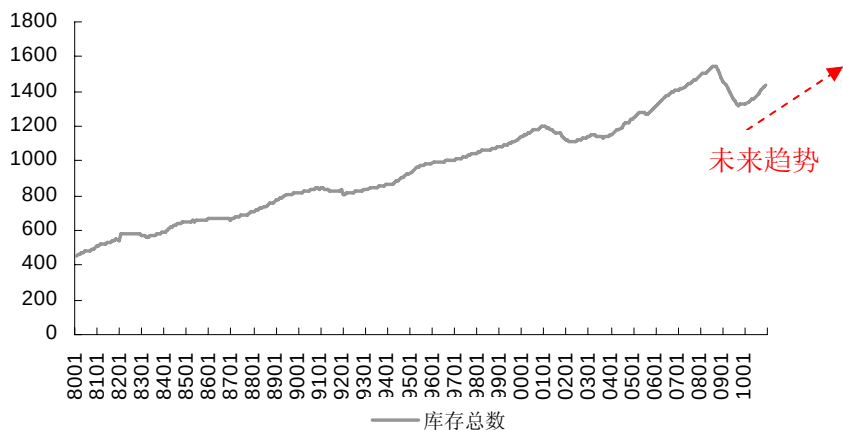
资料来源：华泰联合证券研究所

图 20： 美国 PMI 制造业新订单指数 vs 制造业新订单同比



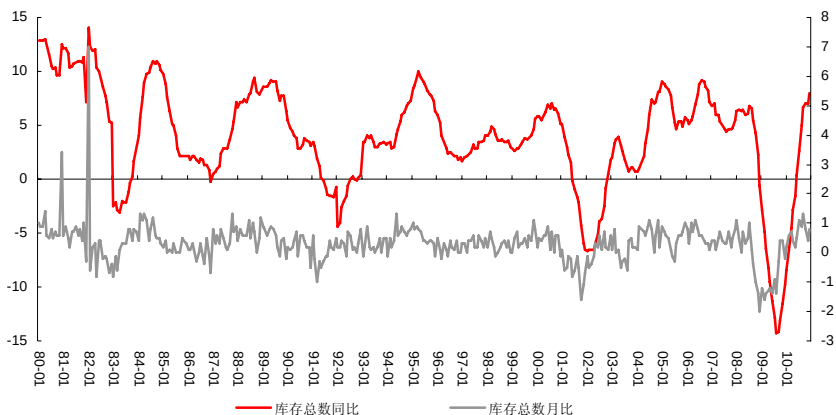
资料来源：华泰联合证券研究所

图 21： 美国制造业库存总数



资料来源：华泰联合证券研究所

图 22： 美国库存增速同比 vs 环比



资料来源：华泰联合证券研究所

图 23： 美国制造业库存/销售比



资料来源：华泰联合证券研究所

## 固定资产投资将增长

固定资产投资分居民投资和非居民投资，二者的比例大致为 1: 4.37。其中，非居民投资主要包括建筑投资和设备投资。其中，建筑投资和房地产关系较密切，而设备投资则遵循一定的投资周期。我们看好房地产市场在 2011 年复苏，带动建筑投资增长。

## 房地产新周期可能开始

固定资产投资和房地产市场紧密相关，房市销量，新屋开工数等指标都是固定资产投资的重要参考指标。

目前美国的房地产市场正呈现出一种销量和价格背离的局面，特别是占比非常大的二手房市场。历史上出现这种量价分离的情况有两种：一是在 2009 年下半年，主

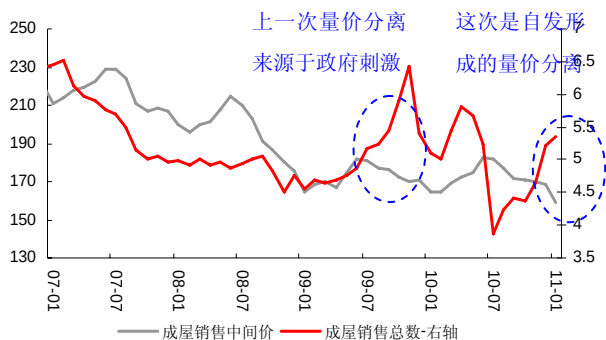
要是因为政府的政策刺激致销量大幅上升；另一是 1992 年上一轮房地产周期初期的时候，房地产市场自发的量价分离，新一轮房地产周期开始。

那么这次出现的量价分离是否预示着新一轮房地产周期的开始呢，我们发现还有其他的指标进行佐证，美国初次购房者住宅购买力指标显示，在 1993 年上轮地产周期启动初期，该指标连续 17 个季度上升，在 93 年 12 月到达顶点 89.4，随后开始下降。而新房价格指数在这么长的时间内一直处于低位震荡的趋势。在 93 年 12 月之后新屋价格开始走出一波明显的上升趋势。目前，初次购房者住宅购买力指标连续上升了 18 个季度，达到了 122.1 的历史高位，而在这段时间内新房价格指数始终处于底部震荡的趋势。

从不良贷款占总贷款的比重来看，已经连续 3 个月下降；从 foreclosure 占比来看，从 2010-06 增速放缓开始，仍未出现下降的趋势，但是违约期小于 90 天的贷款占比处在缓慢下降的通道中，这说明了，未来几个月中，foreclosure 类房屋的数目下降可期待，房屋价格未来回升的概率较大。

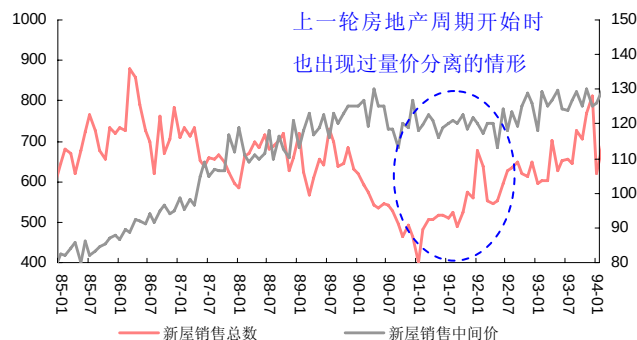
以上三点均预示了新一轮房地产周期的可能开始。提醒投资者密切关注。

图 24： 房屋销售出现量价分离



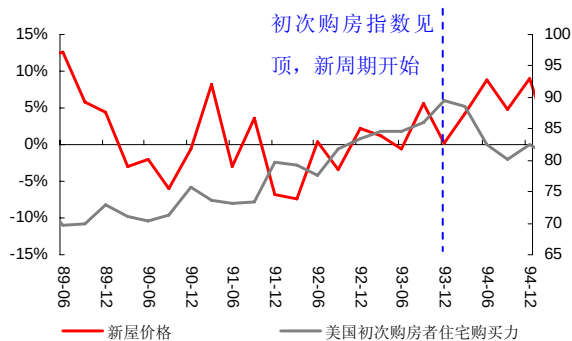
资料来源：华泰联合证券研究所

图 25： 上轮房地产周期开端时销量及价格对比



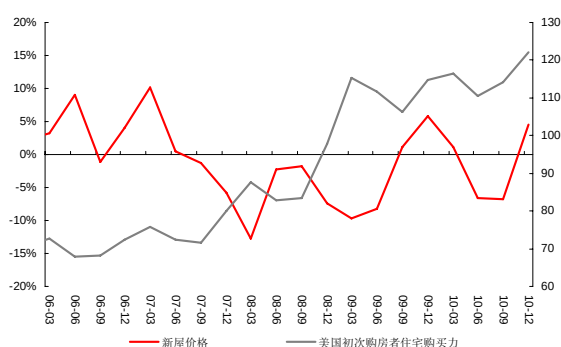
资料来源：华泰联合证券研究所

图 26： 新屋价格同比 vs 初次购买力指数 (1992)



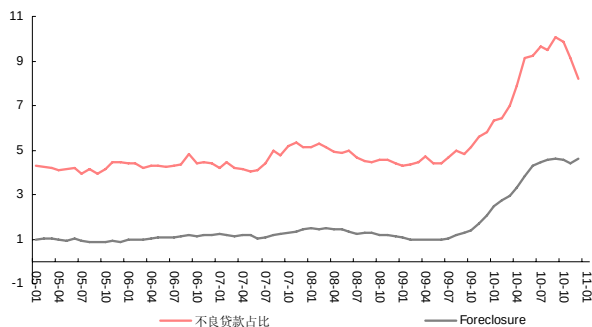
资料来源：华泰联合证券研究所

图 27： 新屋价格同比 vs 初次购买力指数 (2010)



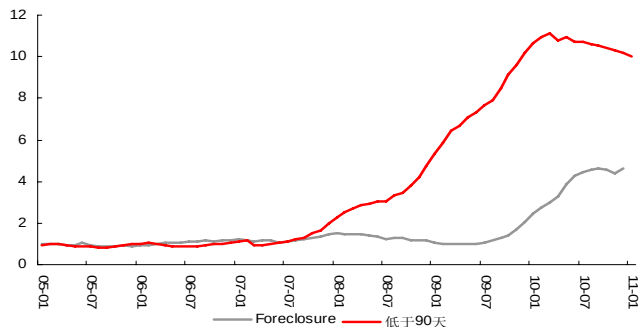
资料来源：华泰联合证券研究所

图 28： 不良贷款占比 vs Foreclosure 占比



资料来源：华泰联合证券研究所

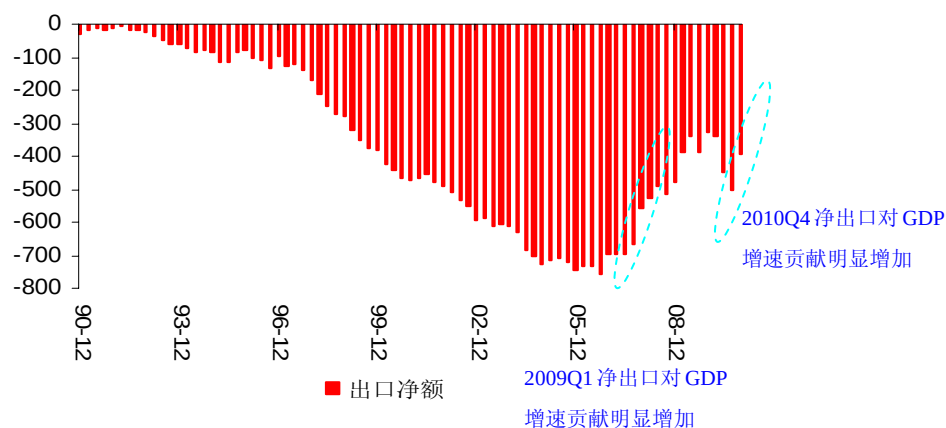
图 29： Less than 90 vs Foreclosure 占比



资料来源：华泰联合证券研究所

## 净出口的贡献将减弱

图 30： 出口净额（季度数据）



资料来源：华泰联合证券研究所

主要从三方面分析：

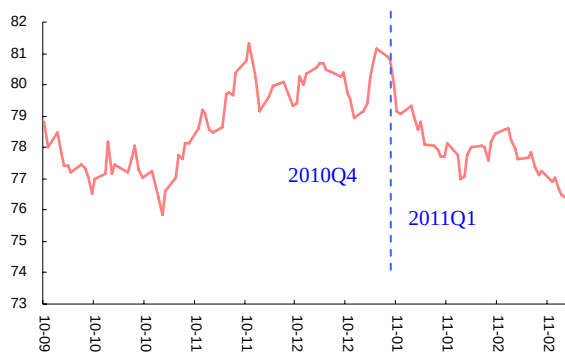
一，对原油价格的判断；中东危机事件势必引起原油价格维持在高位一段时间；

二，美元指数走势；欧元区加息预期超过美国经济基本面对美元的利好，美元指数上半年维持弱势；

以上两点对美国一季度的进出口增速都有积极作用，我们认为对进口增速的提高会多于出口增速。所以贸易逆差继续收窄的概率小于继续扩大的概率。

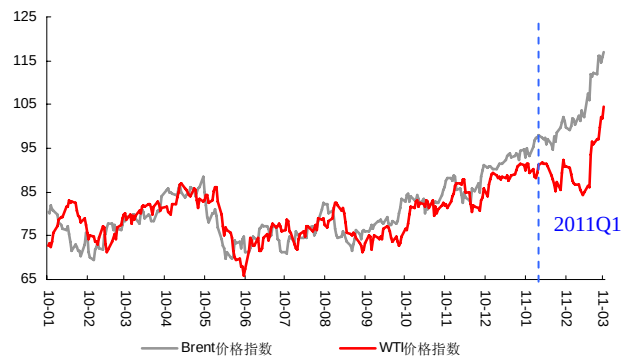


图 31: 美元指数短期趋势



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 32: 原油价格一季度迅速上升



资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 2: 美国贸易数据

单位: 十亿美元

|        | Oct-10 | Nov-10 | Dec-10 |
|--------|--------|--------|--------|
| 商品和服务  | -38.3  | -38.3  | -40.6  |
| 出口     | 158.6  | 160.1  | 163    |
| 飞机     | 2.3    | 2.6    | 2.8    |
| 进口     | 196.9  | 198.5  | 203.5  |
| 汽车及配件  | 19.3   | 18.9   | 19.1   |
| 原油类    | 25.4   | 27.2   | 31.7   |
| 商品项目余额 | -50.9  | -51.3  | -53.6  |
| 服务项目余额 | 12.6   | 13     | 13     |

资料来源: 华泰联合证券研究所

三, 美国主要贸易逆差国需求的变化情况; 四季度对中国, 欧盟, 日本, 北美的逆差额如下表, 目前: 中国国内经济增速在治理通胀及房地产背景下仍在缓慢下滑通道。 欧盟内部发展不平衡, 带头国德国经济处在高增长, 高通胀阶段, 二季度可能开始逐渐紧缩。

表格 3: 主要贸易逆差国数据

单位: 十亿美元

|     | Oct-10 | Nov-10 | Dec-10 |
|-----|--------|--------|--------|
| 加拿大 | -1.2   | -1.7   | -3.9   |
| 墨西哥 | -5.7   | -5.6   | -5     |
| 欧盟  | -7.1   | -7.1   | -6.6   |
| 中国  | -25.5  | -25.6  | -20.7  |

资料来源: 华泰联合证券研究所

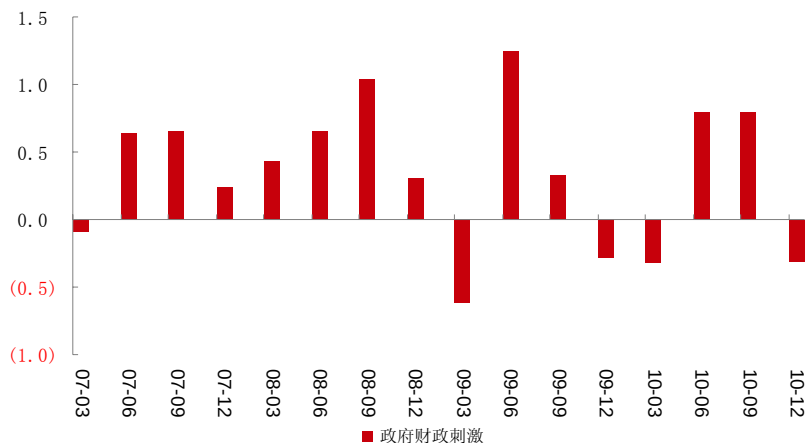
以上几点因素均不支持美国的贸易逆差在一, 二季度继续收窄。我们认为净出口因素在 2011 年上半年会减弱。

### 财政刺激对 GDP 的影响偏中性

美国的财政支出在这轮金融危机后已经运用了很多, 后面可以使用的空间越来越小, 且最近的共和党削减高达 40 亿美元支出的议案正陷入僵局, 虽然 2011 年可能呈

现出季度性的财政支出不均衡状况，但是可以预期的是，其刺激规模都将小于 2009 和 2010 年，我们觉得 2011 年上半年财政刺激对 GDP 的影响偏中性。

图 33： 政府支出对 GDP 增速的贡献



资料来源：华泰联合证券研究所

## 美国宏观经济政策前瞻

### 财政政策可动用的空间较小

从美国次贷危机爆发至今，美国政府先后实施了五次大规模的财政刺激政策；一是小布什在 2008 年 10 月出台的规模为 1680 亿美元的减税方案；二是 2008 年 10 月出台的规模为 7000 亿美元的问题资产纾困方案；三是奥巴马政府在 2009 年 2 月出台的规模为 7870 亿美元的美国复苏与再投资法案；四是奥巴马政府在 2010 年 9 月出台的规模为 3500 亿美元的企业减税与基础设施投资方案；五是奥巴马政府在 2010 年 12 月宣布将布什政府的减税方案延长期 2 年，规模约为 8500 亿美元。以上五项刺激性政策的支出合计超过 3 万亿美元。

虽然以上财政刺激方案有效的稳定了金融市场与实体经济，但也使联邦政府财政赤字由 2008 年财年的 4586 亿美元攀升至 2010 年财年的 12941 亿美元。2010 年末，美国财政赤字与 GDP 之比高达-8.6%，政府债务与 GDP 之比超过 90%。

90% 的政府债务与 GDP 比率是一个危险的门槛值，瑞因哈特和罗格夫指出，当政府债务与 GDP 之比低于 90% 时，经济增长与政府债务之间的关系并不显著，而一旦政府债务与 GDP 之比高于 90% 时，样本国家的中位数增长率将会降低 1%。高政府债务一方面将导致经济增长率下降，另一方面将引发投资者对债务可持续性的担忧，从而要求更高的风险溢价，这意味着美国的国债收益率的上升。

因此，我们认为，在美国经济增速复苏企稳后，美国政府未来会对财政赤字与政府债务的进一步上升有所控制，特别是共和党重新占据众议院之后，奥巴马的一系列财政刺激方案均受到非议。这也意味着，美国政府继续实施大规模财政刺激方案的空间已经很小。甚至在中期内，美国政府可能加入欧元区国家实施财政巩固的行列。

## 货币政策-QE2.0 结束后，联储的紧缩将是缓慢渐进的

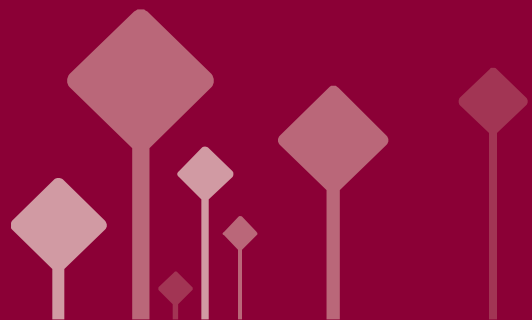
市场一致预期，QE2.0 到期后，不会有第三轮量化宽松。与此同时，我们认为紧缩预期出现，但联储的行动将是缓慢渐进的，主要原因：

第一，美国的核心通胀依然处于较低的水平，美联储最新的预测认为 2011 年美国核心通胀率为 1.3%；

第二，目前由于欧元区加息预期较强，美元在底部徘徊，一旦 QE2.0 结束后美国立即启动紧缩政策，将导致美元的趋势性反弹，对美国出口形成不利，进而对美国经济复苏的持续性产生影响。

第三，金融危机后欧债危机，中东危机等一系列情形出现，使全球经济复苏的形势更加复杂。会不会有后续危机，联储一定会谨慎的采取措施。

第四，美国财政刺激的力度有限，两党在财政刺激上的分歧将使货币手段的使用维持较长的时间。



#### 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 2011 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@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