

债券研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街9号

院1号楼6层

李建朋

投资咨询执业证书编号：

S1500510120011

010-63081267

lijianpeng@cindasc.com

相关报告

2011_09_22

债券熊市或有“下半场”

2011_08_05

通胀拐点难寻 债市依然偏空

2011_06_28

通胀“顽固”，债市“三高”

2011_03_30

数量工具“两手抓”，价格工具或

联动

2011_03_08

冲击过后，债市暂处平复期

2011_02_16

从利率市场化看连续加息

2011_01_17

2011年的“第一场雪”

2010_12_23

难以承受的全面通胀之重

基本面利好有限 债市面临三重压

二〇一一年四季度投资策略

2011年10月12日

摘要：

■ 发达国家深陷债务危机，经济增长乏力，从前期实践来看，这一政策压制了失业率的上涨，又没有引发高通胀，宽松货币政策形成的低利率环境还有效的节省了债务融资成本，发达国家关于退出的计划早已搁浅，取而代之的是讨论如何进一步实施宽松货币政策。

■ 我们年初提出年内通胀具有成本推动型特征，通胀压力将持续较长的时间。虽然今年四季度CPI同比增速可能有所平复，理由是大宗商品价格阶段性回落、翘尾因素减弱等；但是基于同样的原因，我们认为通胀的压力依然存在，CPI增速难以持续回落，高位震荡的可能性更大。

■ 理由如下：首先，大宗商品价格的回落很可能是暂时的，继续推行宽松货币政策意味着流动性的“阀门”没有关闭，流动性随时可能卷土重来推动大宗商品价格再度回升；其次，翘尾因素的回落是季节性的，明年一季度翘尾因素可能再度攀升至3%左右，而新涨价因素往往在四季度高涨；最后，今年作为“十二五”规划（2011-2015）开头之年，如果通胀压力有所缓和，煤、电、油、气、水、矿产等多种资源性产品价格改革将抓住时机推进，资源品价格改革基本上意味着涨价，全面的资源品价格改革对物价的压力是不言而喻的。

■ 我国货币政策很可能“以静制动”，维持目前的紧缩力度，既不主动放松也不进一步收紧。货币政策“转身”显然远不如大宗商品价格灵活，由大宗商品价格上涨带来的输入型通胀压力，很可能如08-09年，快速消失又快速回归。

■ 我们在8月初着重指出“资金面可能缓释，短期利率有望回落”，已经连续两个月回落的货币市场利率说明市场资金面确实有所改善，预计四季度资金面将继续保持适度宽松，一是货币政策将从上半年的“主动出击”转为“以静制动”；二是新增外汇

请务必阅读最后一页重要的免

责声明及信息披露

占款和政府存款下降将带来新的资金流入。继续改善的资金面，使债券投资者免于遭受类似上半年的源于资金面的冲击。

■ 债券市场整体上依然偏空，主要面临三个方面的压力：一是需求下降，保险机构保费收入大幅下降，最新数据 8 月份同比增速-0.28%，为近十年来首次出现负增长，商业银行可投资债券市场的资金同比增速-10.21%，创 09 年以来的新低；二是供给不减，发行人对于资金的渴求度超过了对于成本的敏感度，后续债券市场面临的供给压力依然巨大，以上市公司的为例，今年 8 月份已通过董事会预案但尚未发行的中短期票据和公司债券高达 665 亿元，仅次于 3 月份的 1104 亿元；

■ 三是信用风险继续高涨，过度的债券发行消减了企业的偿债能力，发行成本的上升加剧了发债主体信用恶化，今年截至 9 月底，已有 36 只债券的发行主体遭遇信用评级下调，而 2007-2009 年 3 年仅有 4 只债券的主体信用评级被下调，信用债的“盛宴”早已散去，投资者要求的信用风险补偿大幅上升，目前 10 年期 AAA 级企业债券和国债的利差在从节前的 220 多个基点上升到 230 多个基点。

■ 利率产品的投资尤其是短期利率产品或许是相对较好的选择，宏观政策面的波动减少和资金面的适度改善，使得利率产品主要面临的系统性风险大为下降，前期短期利率大幅上升以致收益率曲线极度扁平，修复的过程很可能是长期利率上升和短期利率的适度回落。

目 录

1. 数量宽松不止，通胀压力或将长期存在	5
1.1 发达国家深陷债务危机	5
1.2 货币政策可能长期宽松	7
1.3 国内通胀尚未根本性改观	9
2. 货币政策“以静制动”，资金面有所改善	12
2.1 货币政策或“以静制动”	12
2.2 短期利率如期回落，资金面有所改善	12
3. 债市供需两面受压，且信用风险高涨	14
3.1 需求下降的压力	14
3.2 供给不减的压力	16
3.3 信用债“盛宴”已散	19
4. 投资建议	20

图 表

图表 1: MARKIT ITRAXX 主权信用违约互换指数连创新高	5
图表 2: ZEW 经济景气指数快速下行	6
图表 3: PMI 采购经理指数达到临界值	6
图表 4: 美国基础货币和广义货币供应量 M1、M2	7
图表 5: 欧盟和日本的基础货币同样爆发式增长	7
图表 6: CPI 同比仅恢复到长期水平	8
图表 7: 失业率长时间保持稳定且略有回落	8
图表 8: 美、日、欧央行长时间维持极低利率	9
图表 9: 美国、日本和欧盟公债收益率大幅下行	9
图表 10: 初级产品价格回落对 PPI、CPI 上涨压力的缓释	10
图表 11: CPI 同比中的翘尾因素季节性下降	10
图表 12: 发改委成品油价格历次调整	11
图表 13: 大宗商品价格跌回去年加速上涨前的水平	12
图表 14: SHIBOR 月均值高位出现回落	13
图表 15: 2011 年前 8 个月外汇占款大增	14

图表 16: 新增政府存款四季度很可能转为负值	14
图表 17: 货币供给量同比增速	15
图表 18: 保险公司保费收入下降, 而银行存款明显上升	15
图表 19: 商业银行可投资债券资金量同比负增长	16
图表 20: 今年前三季度累计债券发行量 (除央票)	17
图表 21: 短期融资券发行利率	17
图表 22: 短期融资券发行热度不减	18
图表 23: 今年以来上市公司已通过董事会预案 (尚未发行) 的债券 (累计值)	18
图表 24: 发债主体评级调低的债券统计	19
图表 25: 企业债与国债利差节节攀升	19
图表 26: 现券与回购成交额同比增速大幅下滑	20

1. 数量宽松不止，通胀压力或将长期存在

主要发达国家深陷囹圄，数量宽松似无止境，一旦发达国家经济不再恶化，回落不久的大宗商品价格可能再度上升，国内资源品价格、劳动力等各种成本因素累积叠加。在上述背景之下，通胀之“猛兽回笼”还需要过程，过早的寄希望于通胀即刻遁形或不现实。

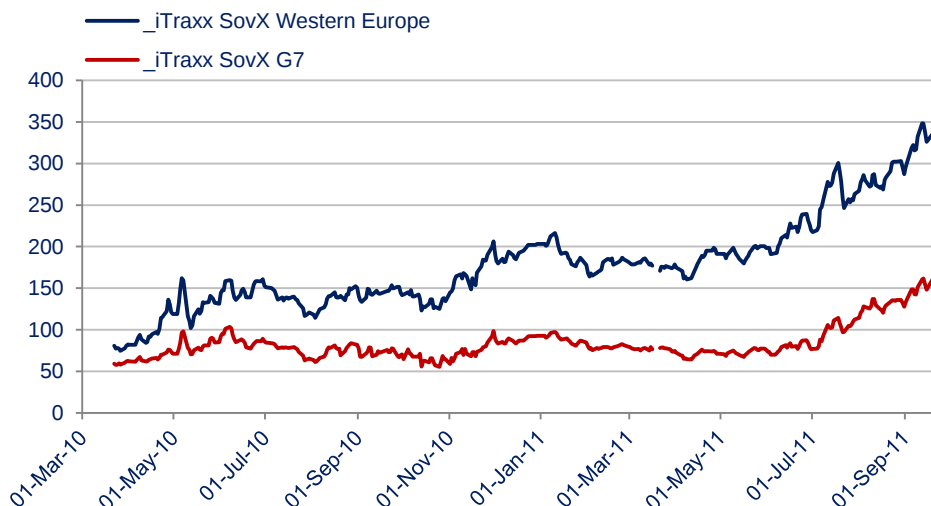
1.1 发达国家深陷债务危机

主权债务危机远未结束且有扩散的势头。最早发端于冰岛，最终由希腊、西班牙和葡萄牙引爆的主权债务危机，目前从一个国家的问题扩展到整个欧洲的问题，甚至可能发展成为全球主权债务危机。

数据上看，如图表 1，Markit iTraxx SovX 西欧指数和七大工业国指数达到历史新高，其上升意味着发债主体信用资质下降，债务违约风险上升。

与债务危机密切相关的主权信用评级，下调如“瘟疫”一般“传出”了欧洲。8 月 6 日标普将美国长期主权信用评级由“AAA”下调至“AA+”，评级展望负面，美国首次丧失“AAA”主权信用评级。8 月 24 日穆迪将日本长期主权信用评级由“Aa2”下调至“Aa3”。根据标普提供的数据，如果政策不发生改变，更多国家的主权信用评级可能下调，2030 年以后长期主权信用评级为“AAA”的国家可能消失殆尽。

图表 1：Markit iTraxx 主权信用违约互换指数连创新高

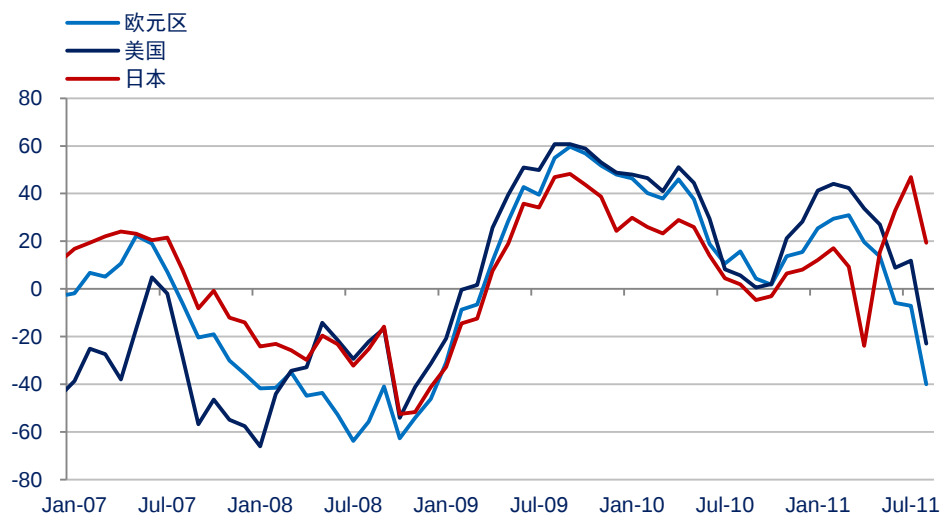


数据来源：信达证券研发中心、Markit

然而，主要发达国家经济前景暗淡，所谓“屋漏偏逢连夜雨”，希望通过经济增长来化解债务危机，很可能力不从心。欧洲经济研究中心（ZEW）公布的最新数据显示（图表 2），今年以来欧元区和美国的经济景气指数均持续下降，8 月份分别为-40 和-22.9，

创 2009 年以来的新低。日本在经历 3 个月的短暂反弹之后，从 7 月份的 46.9 大幅回落 27.5 点至 19.4。

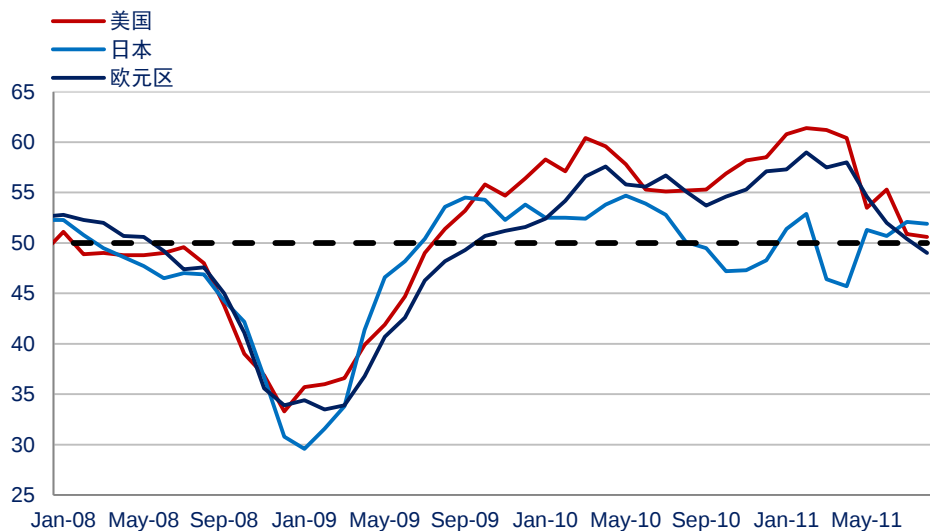
图表 2：ZEW 经济景气指数快速下行



数据来源：信达证券研发中心、WIND

PMI 采购经理指数发出了类似的衰退信号。如图表 3，2011 年以来，美、日、欧的 PMI 指数急速下降，最新 8 月数据分别较前月下降了 0.3、0.2 和 1.4 个百分点，其中欧元区降到 50% 以下。作为经济的“晴雨表”，PMI 指数显示经济再次转“阴”。

图表 3：PMI 采购经理指数达到临界值

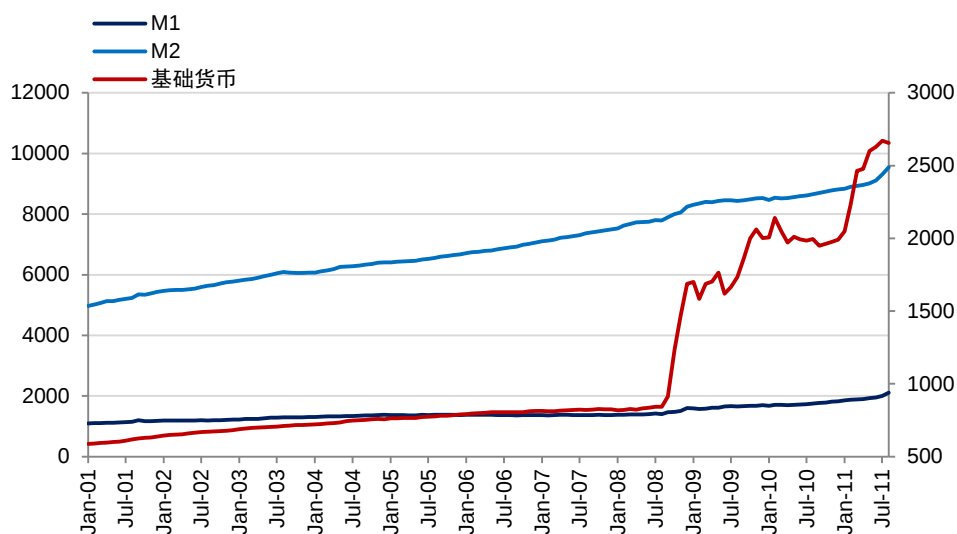


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

1.2 货币政策可能长期宽松

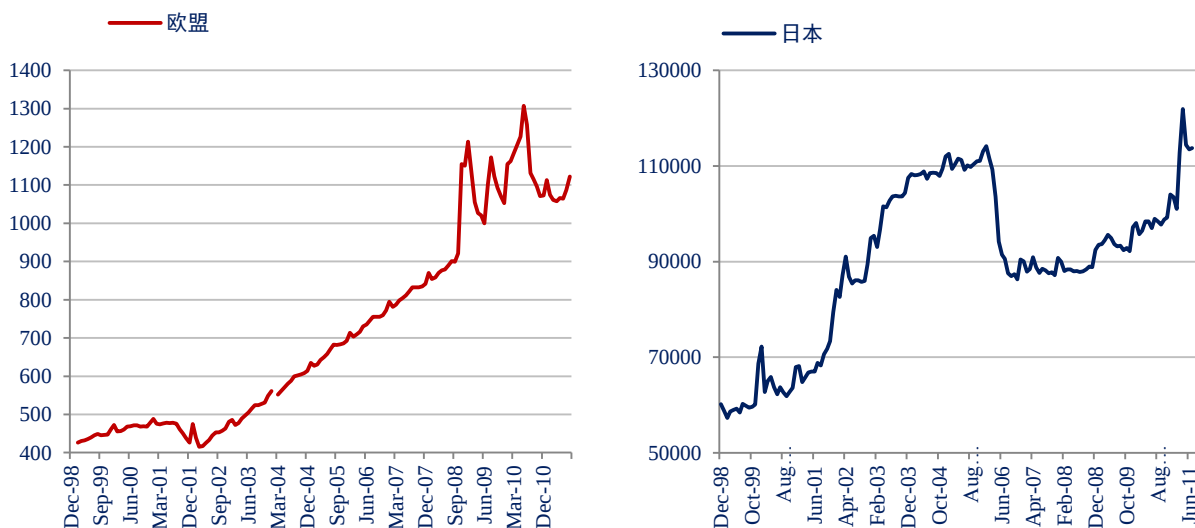
继续实施宽松的货币政策。今年以来，美国基础货币规模再度大幅扩张，图表 4 显示，截至 2011 年 8 月底，美国基础货币规模已经突破 2.6 万亿美元，比 2010 年年底增加 33%，比 2008 年 7 月增加 215%。美联储 9 月 21 日宣布采取“卖短买长”的“扭转操作”调整国债组合，似乎表明了其在宽松货币政策上“打持久战”的决心。欧盟和日本基础货币规模同样经历了爆发式增长，如图表 5。

图表 4：美国基础货币和广义货币供应量 M1、M2



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

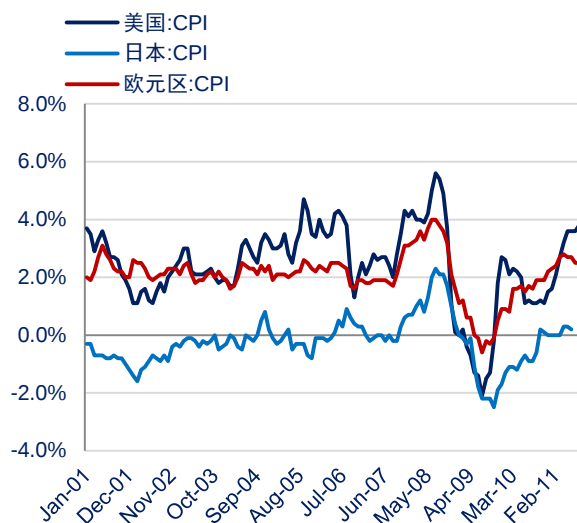
图表 5：欧盟和日本的基础货币同样爆发式增长



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

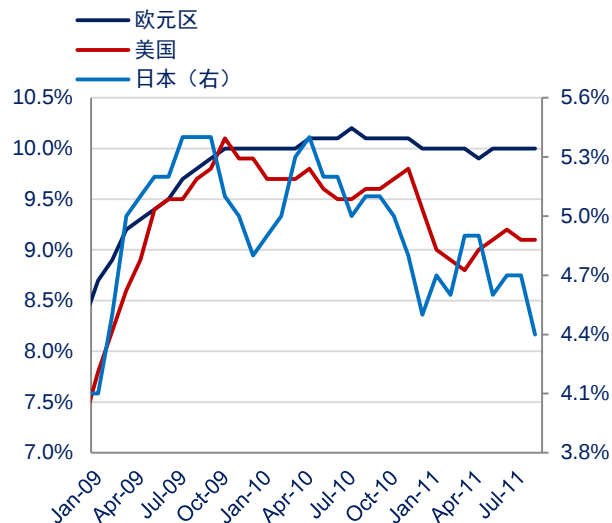
前期实践表明，发达国家从实施宽松货币政策中得到的好处更多：一方面，实施宽松货币政策并没有“引火烧身”，没有导致高通胀的后果，如图表 6，美国和欧盟的 CPI 增速距离历史高位甚远，日本尚在 0 附近徘徊；另一方面，失业率不再大幅上升，甚至出现小幅回落，如图表 7，美国、日本和欧元区的失业率在 2009 年达到高点后均有不同程度的回落，且这一趋势没有打破。这使得这些国家在推行宽松货币政策时更加“有恃无恐”。

图表 6：CPI 同比仅恢复到长期水平



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 7：失业率长时间保持稳定且略有回落



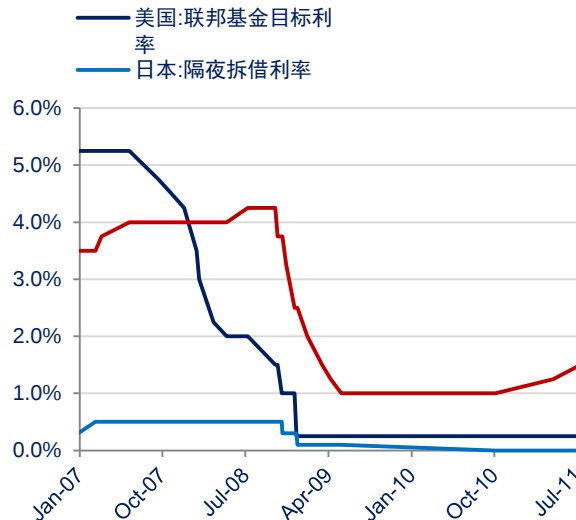
数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

在实行数量型宽松货币政策的同时，美国、日本和欧元区等发达国家还维持接近 0 的基准利率（图表 8），以降低发债的成本。

如图表 9，美国、日本和欧盟的国债收益率，不仅没有因为主权债务危机大幅上升，反而加速下降，其中，美国和欧盟的公债收益率双双创出历史新低。这似乎有悖于常识，一般地，发债主体的资质和债券收益率反方向变动，当发债主体资质下降时，其债券收益率将上升。

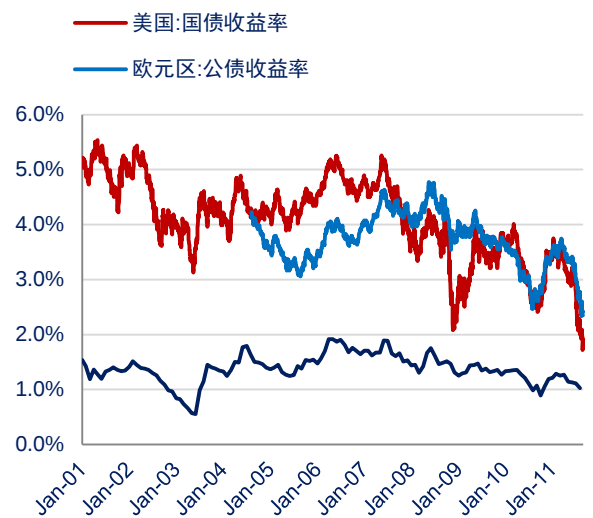
对于目前二者同向变动，一个较为合理的解释是，随着发债资质的下降，加上经济形势未现转机，投资者一方面增加了继续实施宽松货币政策、保持低利率环境的预期，另一方面减少了退出宽松货币政策、利率水平上行的担忧，同时，以日本长期极低利率水平为参照，争相购入美欧公债。

图表 8：美、日、欧央行长时间维持极低利率



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 9：美国、日本和欧盟公债收益率大幅下行



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

1.3 国内通胀尚未根本性改观

今年年初，我们提出年内通胀具有成本推动型特征，这种通胀波及范围广，持续时间往往较长，且可能形成螺旋式上涨态势。对于成本推动型通货膨胀，物价上涨的主要推力源于生产和流通成本增加，即使产品供求关系基本平衡、甚至供过于求也无法对抗其价格上涨。

我们不排除 CPI 同比在今年四季度可能有所平复，理由是大宗商品价格阶段性回落、翘尾因素减弱等。从数据所表现的趋势来看，如图表 10 和图表 11，初级产品价格指数在今年 4 月份达到高点后一路下滑，PPI 和 CPI 均在 8 月份出现小幅下滑；同时，翘尾因素也预示 CPI 同比下降的可能性更大。

但是，通胀压力没有明显缓解，CPI 增速难以持续回落，高位震荡的可能性更大。

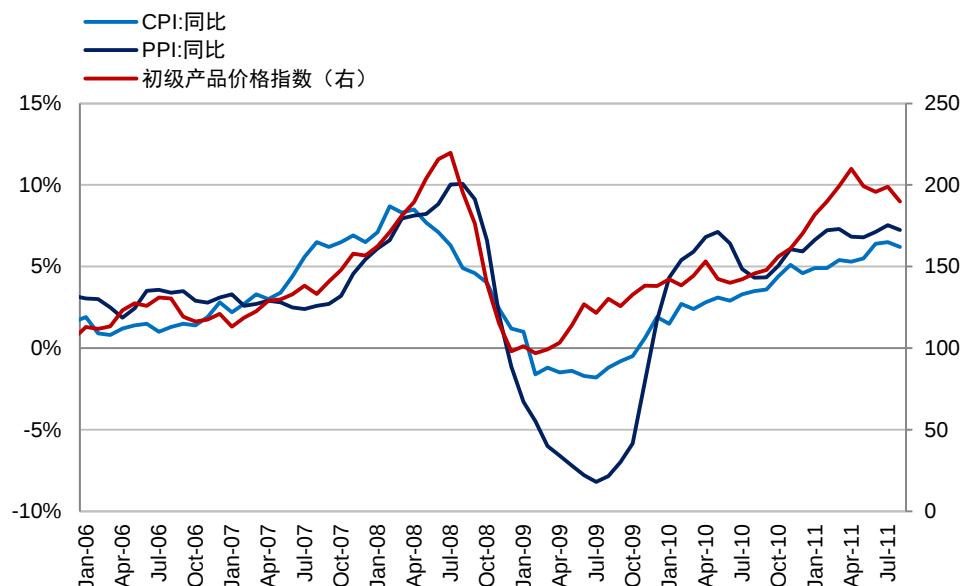
首先，大宗商品价格的回落很可能是暂时的。如前文所述，发达国家深陷债务危机，将继续推行宽松货币政策，全球流动性的“阀门”不仅没有得到限制反而可能加大释放流动性的力度，而流动性恰恰是推动大宗商品价格创出历史新高的主要因素。

近两个月大宗商品价格的高位回落，主要在于投资者对美、欧等发达国家经济衰退的担忧加剧，流动性从收益性风险资产撤出转而持有货币等高流动性资产，一旦这些国家经济在宽松货币政策的作用下稍有起色，更大的流动性将涌入收益性风险资产，推动大宗商品价格快速回升。

其次，翘尾因素的回落是季节性的，根据我们估算，明年一季度翘尾因素可能再度攀升至 3%左右，也就是说，翘尾因素难以促使 CPI 增速趋势性回落。此外，新涨价因素

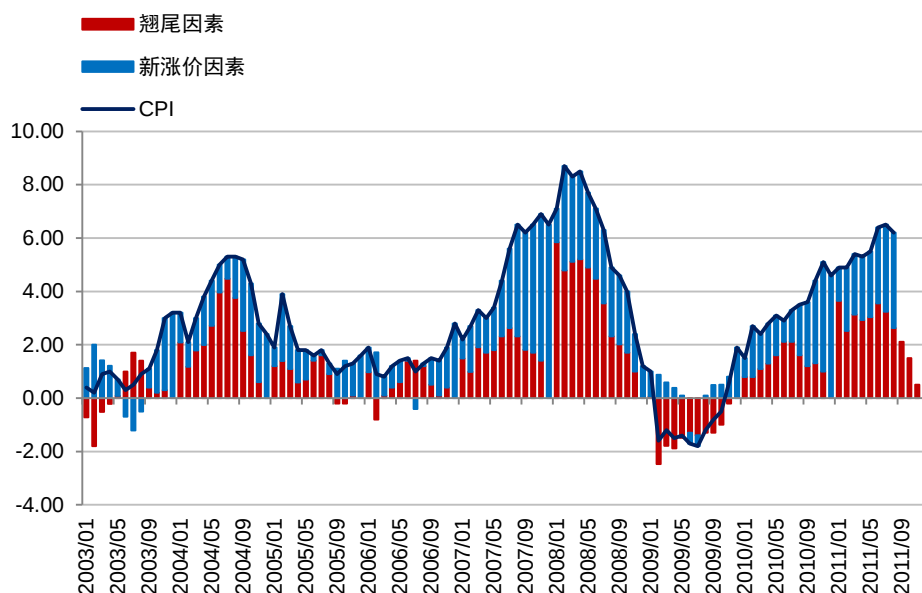
往往在四季度高涨，2003 年至今，四季度新涨价因素平均值为 2.6%，而前三季度依次为 1.5%、1.3%和 1.5%。

图表 10：初级产品价格回落对 PPI、CPI 上涨压力的缓释



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 11：CPI 同比中的翘尾因素季节性下降



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

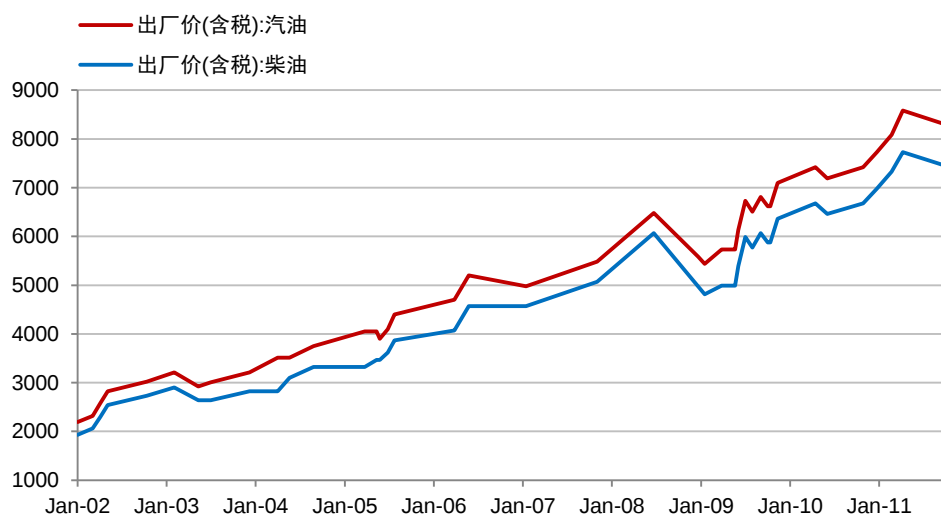
最后，从政策层面来看，根据“十二五”规划（2011-2015），今年开始要进一步深化资源性产品价格改革，全面涉及煤、电、油、气、水、矿产等多种资源类产品价格，这可能导致具有稀缺属性的资源性产品价格上涨。

今年5月份公布的《关于2011年深化经济体制改革重点工作的意见》，明确要求推进成品油、电和天然气等资源性产品价格改革，并要求择机实施居民用电阶梯电价。国家发改委表示，成品油定价机制以及阶梯电价、水价等资源性产品价格改革将在年内推出。其中，《关于居民生活用电实行阶梯电价的指导意见》早在去年10月即已公布征求意见，水价改革则被看作2011年资源品价格改革的切入点。

在我国，能源价格改革基本上意味着涨价，虽然国内成品油价格刚刚下调，但是时隔16个月的首次下调没有改变成品油价格改革以来快速上涨的大势（图表12）。

今年只剩下不到3个月的时间，假设通胀压力确实有所缓解，水、电、成品油和天然气等资源品价格的改革很可能抓住这个时机加快推进，而这些产品价格的上涨对CPI的压力是不言而喻的。

图表 12：发改委成品油价格历次调整



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

2. 货币政策“以静制动”，资金面有所改善

2.1 货币政策或“以静制动”

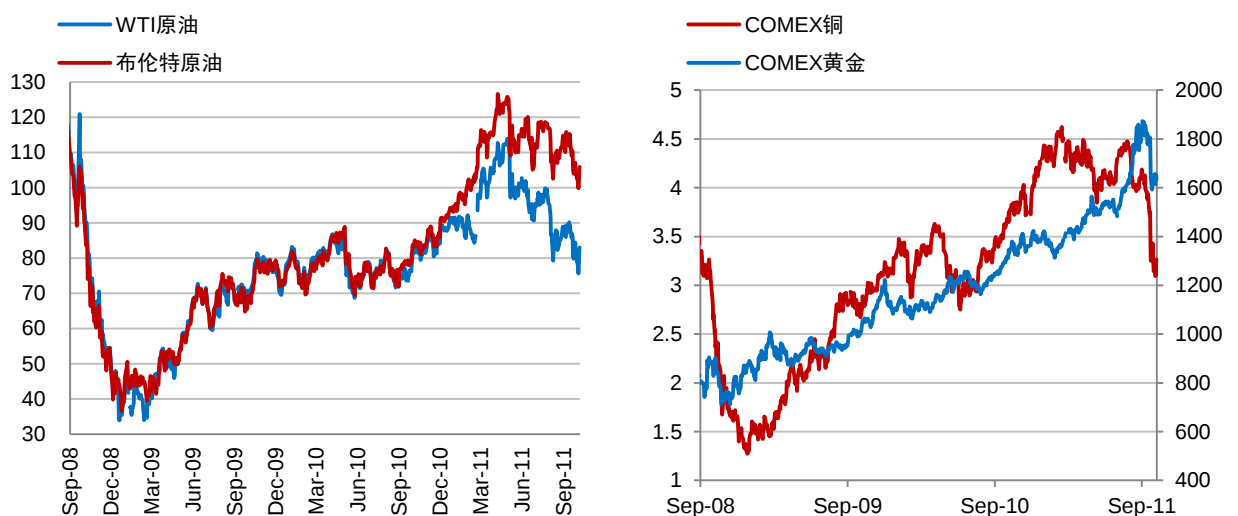
如上文所述，发达国家不会轻易结束极度宽松的货币政策，近期大宗商品价格的大幅下跌只是源于投资者对这些国家经济的担忧加剧从而撤出资金，而流动性的总“阀门”没有关闭，一旦经济稍有改善，大量资金将再次推高大宗商品价格。

这就是说，主要由大宗商品价格上涨带来的输入型通胀压力，很可能如 2008-2009 年一样，快速消失又快速回归。

货币政策“转身”显然远不如大宗商品价格灵活，这在刚刚经历通胀-通缩-通胀的转换中深有体会。

我们认为，我国货币政策很可能“以静制动”，维持目前的紧缩力度，既不主动放松也不进一步收紧。一方面大宗商品价格虽已下跌，但才回到加速上涨前的水平，与 08 年对比依然处于高位；另一方面流动性“阀门”未关，一旦经济稍有改善，大量资金将再度推动大宗商品价格回升。

图表 13：大宗商品价格跌回去年加速上涨前的水平



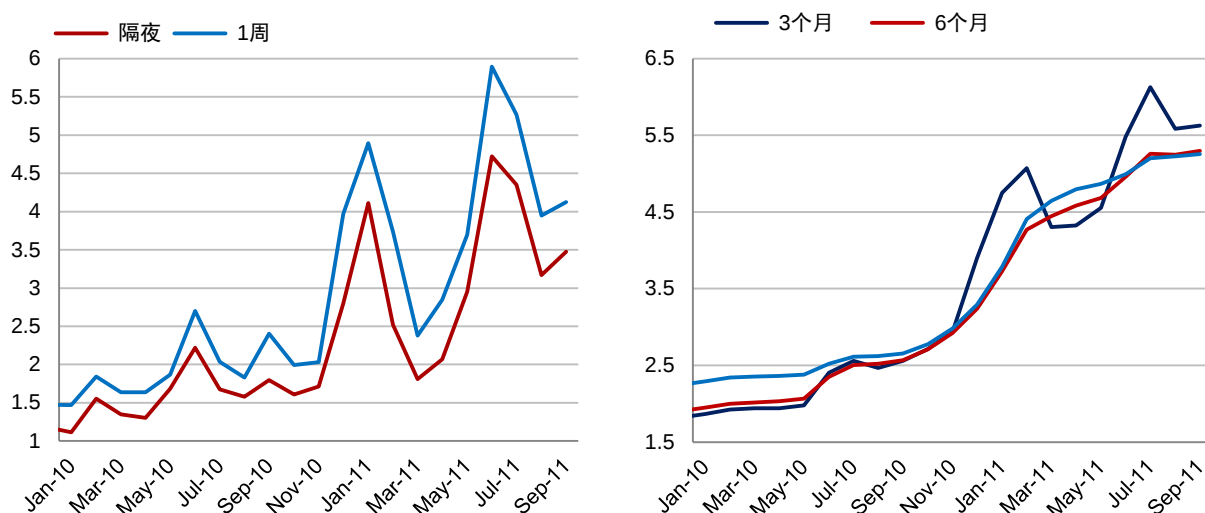
数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

2.2 短期利率如期回落，资金面有所改善

在 8 月份的债券月报中，我们着重指出“资金面可能缓释，短期利率有望回落”。图表 14 显示，隔夜 SHIBOR 从 6-7 月份的 4% 以上回落到 8-9 月份的 3% 附近，1 周 SHIBOR 从 5% 以上回落到 4% 附近，回落幅度均在 100 个基点左右。

货币市场利率连续两个月回落，说明市场资金面确实有所改善。四季度，货币市场利率将保持回落态势，不过回落的幅度预计不大，隔夜 SHIBOR 将保持在 2.5%以上，1 周 SHIBOR 在 3.5%以上。

图表 14：SHIBOR 月均值高位出现回落

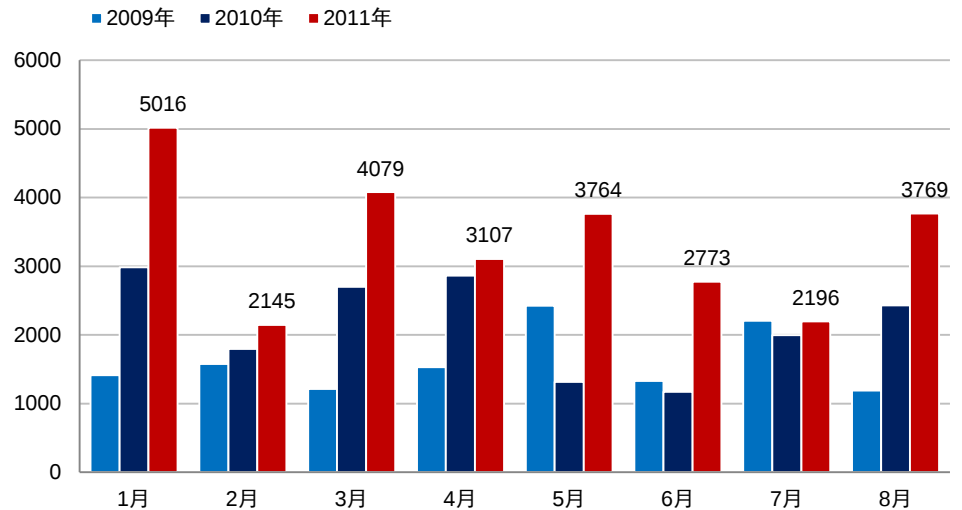


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

预计四季度资金面将继续保持适度宽松。一方面，货币政策将从上半年的“主动出击”转为“以静制动”，前期拧紧的资金“阀门”不会轻易放松但也不会继续收紧，由于市场冲击减少，资金的供求将渐趋平衡；

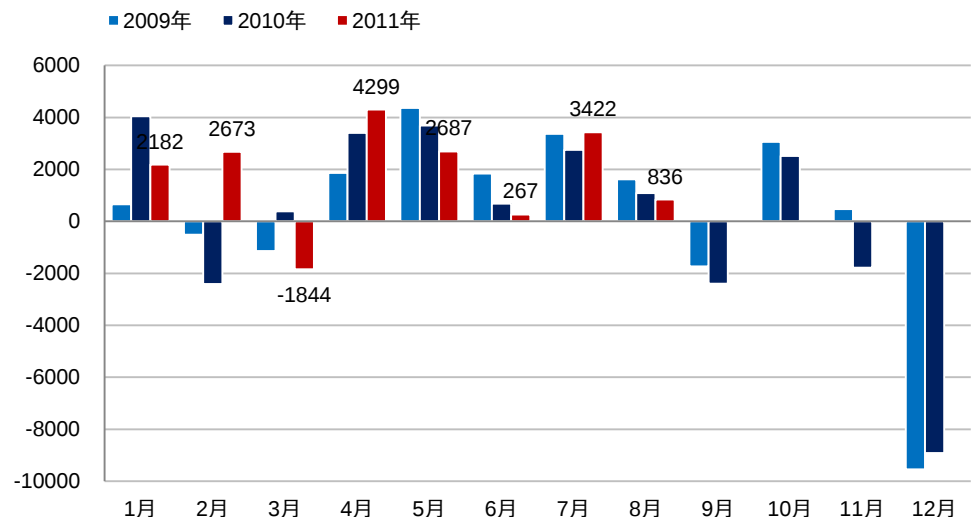
另一方面，新的资金将持续流入，一是新增外汇占款，如图表 15，年初以来每个月新增外汇占款均高于 09-10 年同期，8 月份新增量仅次于 1 月和 3 月；二是政府存款变动，图表 16 显示新增政府存款 8 月份仅为 836 亿元，根据往年数据和政府收支特点，四季度尤其是 11-12 月，新增政府存款往往为负数，这意味着投放基础货币。

图表 15：2011 年前 8 个月外汇占款大增



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 16：新增政府存款四季度很可能转为负值



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

3. 债市供需两面受压，且信用风险高涨

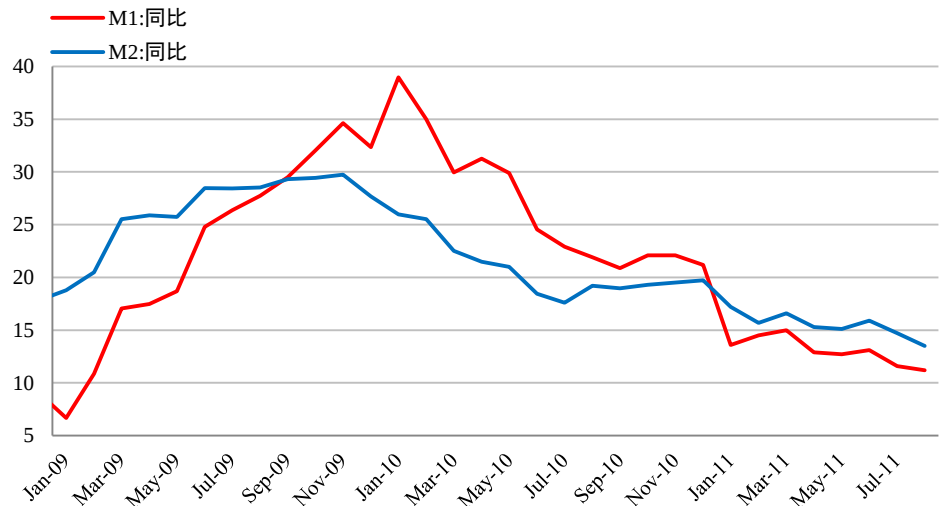
3.1 需求下降的压力

根据 CHINABOND 的最新统计，保险机构主要债券品种的持有量连续三个月下降，7-9 月份合计减持 777 亿元；商业银行主要债券品种的增持力度下降，8-9 月份分别增持 1534 亿元和 1286 亿元，与 6-7 月相比（分别为 2388 亿元和 2383 亿元）下降幅度较大。

货币政策持续偏紧是造成上述现象的深层次原因之一。经过 5 次上调基准利率、12 次上调法定存款准备金率以及近期扩大准备金缴存范围，资金面整体上不再宽裕：广

义货币供应量（M2）同比增速 8 月份仅为 13.5%，创 04 年 11 月以来的新低；超额存款准备金率今年二季度仅为 0.8%，为 2001 年 1 季度以来的最低值。

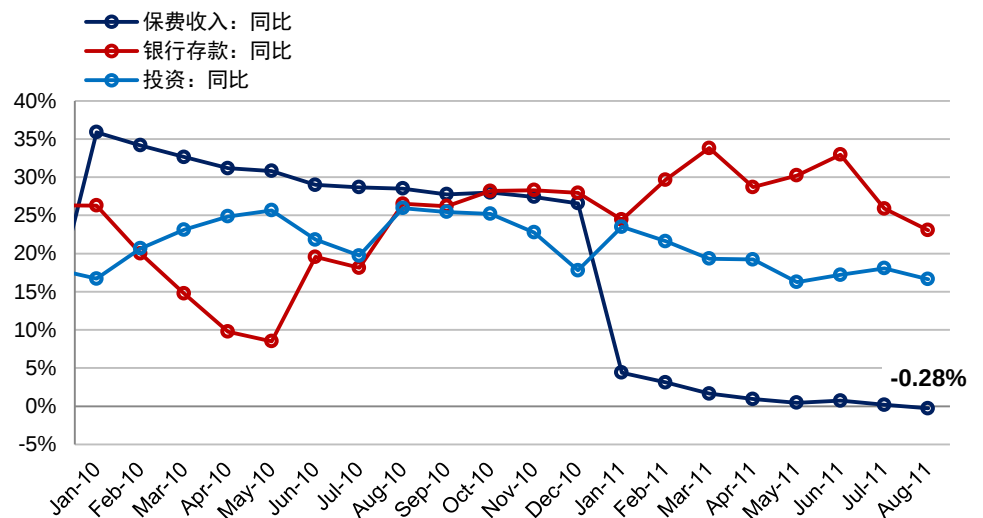
图表 17：货币供给量同比增速



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

直接原因在于保险和银行可投资债券市场的资金下降。首先，保险机构的保费收入增速大幅下滑，而银行存款增速却大幅上升，今年以来保费收入同比增速“断崖式”下滑，最新数据 8 月份同比增速为-0.28%，近十年来首次出现负增长；与此同时，保险机构投资上似乎更为谨慎，今年以来，保险公司的银行存款同比快速增长，前 8 个月的同比增速均在 23%以上，最高达到 33.8%。“一降一升”之间牺牲的很可能是保险机构对债券的投资需求，与其债券持有量连续三个月下滑的数量相呼应。

图表 18：保险公司保费收入下降，而银行存款明显上升

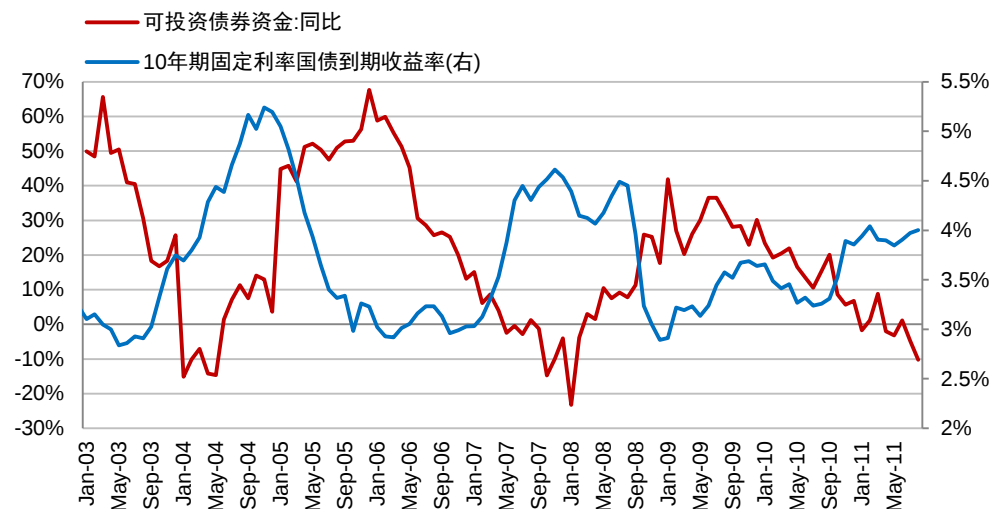


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

其次,商业银行可投资债券市场的资金同比负增长,今年 8 月份同比增速为-10.21%,前 8 个月同比增速为负数的有 5 个月。

银行可投资债券市场资金的同比增速,与 10 年期国债收益率走势表现出较强的负相关性,相关系数为-0.5,从图表 19 上看,在银行可投资债券市场资金负增长的阶段,10 年期国债收益率均处于上升通道之中。预期在存款准备金率下调之前,可投资债券资金量难有大的增长,商业银行的债券需求将受到持续压制。

图表 19: 商业银行可投资债券资金量同比负增长



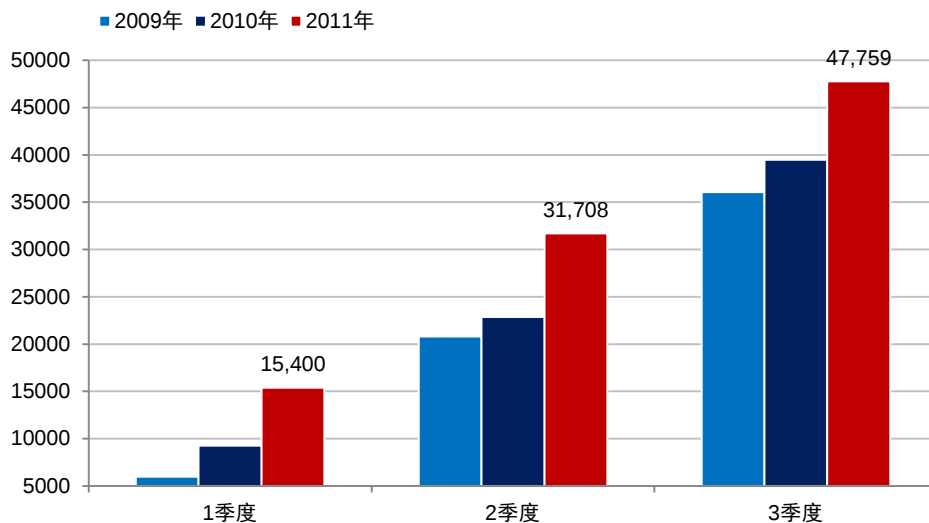
数据来源: 信达证券研发中心、WIND 资讯

3.2 供给不减的压力

债券发行的脚步难以停止,这一观点我们已经多次重申。总的来看,今年前三季债券发行量(扣除央票发行量),与前两年同期相比,不仅没有因为紧缩政策和利率高企而下降,反而惯性上行,如图表 20。

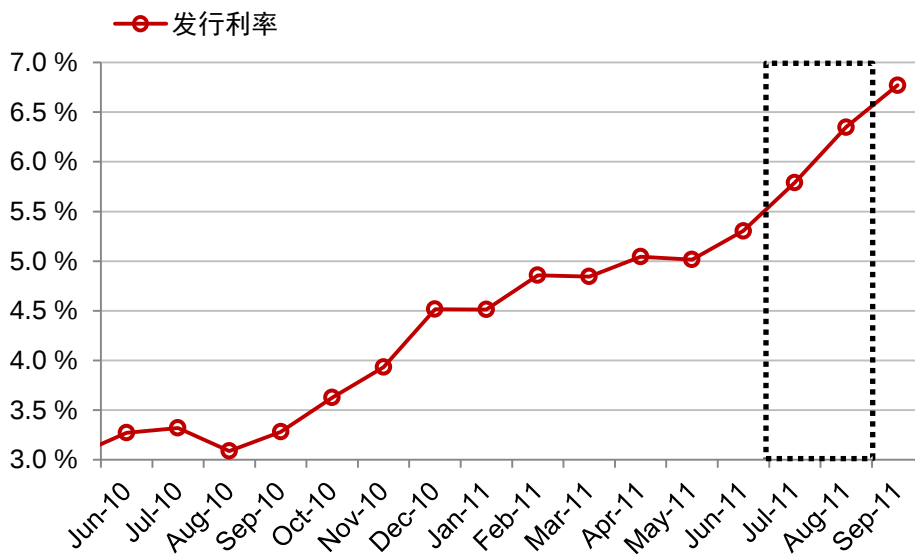
这在中短期票据的发行上表现尤为明显。以短融为例,图表 21 显示,今年 7-8 月份短融发行利率加速大幅上行,每月上升幅度均在 50 个基点左右;然而,如图表 22,短融的发行步伐不仅没有因为成本的上升而停止,反而跟随利率上升加快了,季度来看,今年三季度的短融发行量是第二季度的 1.2 倍,分别是 2008-2010 年的同期 2.2、1.7 和 1.3 倍。

图表 20：今年前三季度累计债券发行量（除央票）



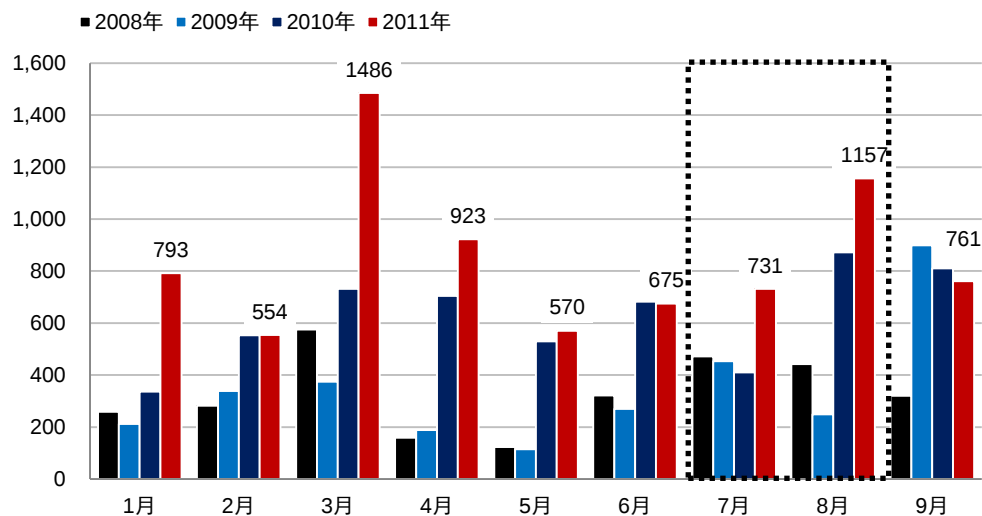
数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 21：短期融资券发行利率



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

图表 22：短期融资券发行热度不减

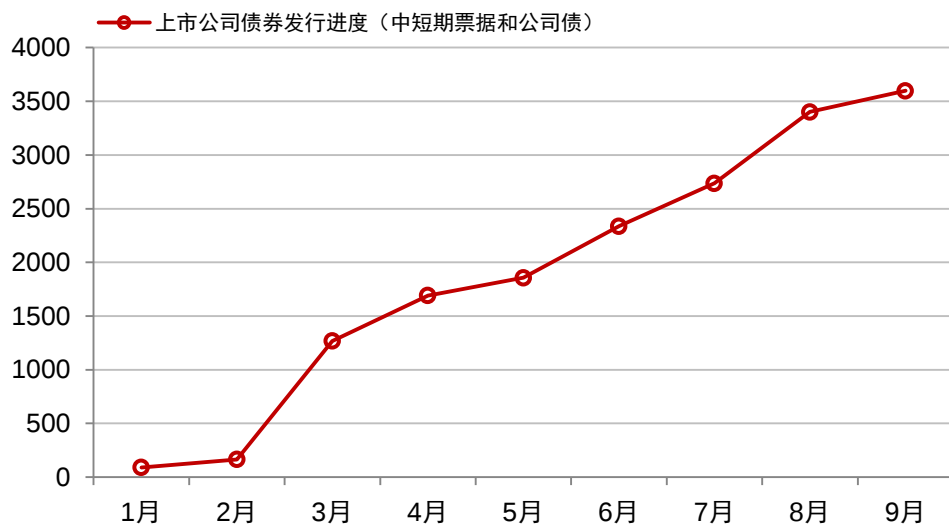


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

可见，发行人对于资金的渴求度超过了对于成本的敏感度，加上预期货币政策明显放松的可能性较低，后续债券市场面临的供给压力依然巨大。

以发行人是上市公司的为例，图表 23 是今年以来已通过董事会预案（包含通过股东大会、证监会批准、发审委批准）但尚未发行的中短期票据和公司债券的计划发行额，截至 9 月底，累计已超过 3500 亿元，其中 8 月份新增量高达 665 亿元，仅次于 3 月份的 1104 亿元。

图表 23：今年以来上市公司已通过董事会预案（尚未发行）的债券（累计值）

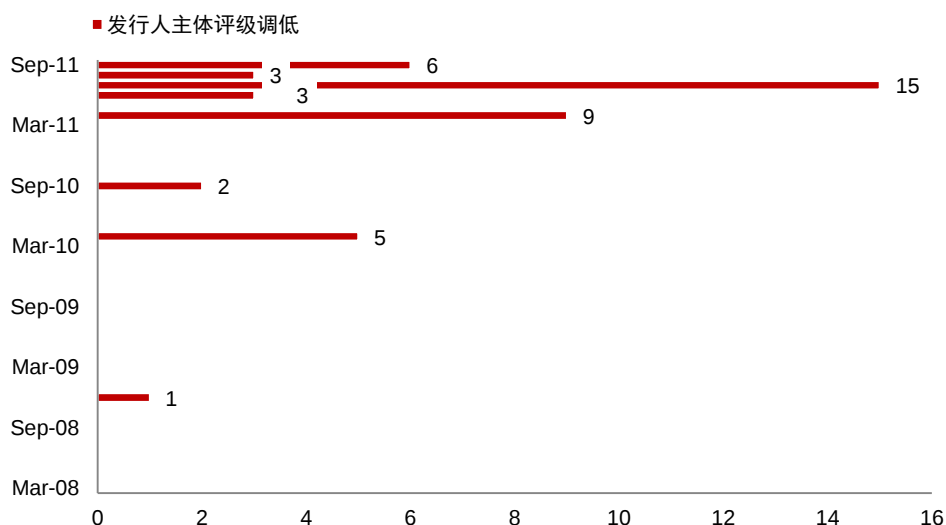


数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

3.3 信用债“盛宴”已散

过度的债券发行消减了企业的偿债能力，发行成本的上升加剧了发债主体信用恶化。根据 WIND 统计（图表 24），截至 9 月底已经有 36 只债券的发行主体遭遇信用评级下调。尤其是今年 6-9 月份，每个月都有债券发行主体的信用评级被下调，其中 9 月有 6 只，而 2007-2009 年 3 年仅仅有 4 只债券的主体信用评级被下调。

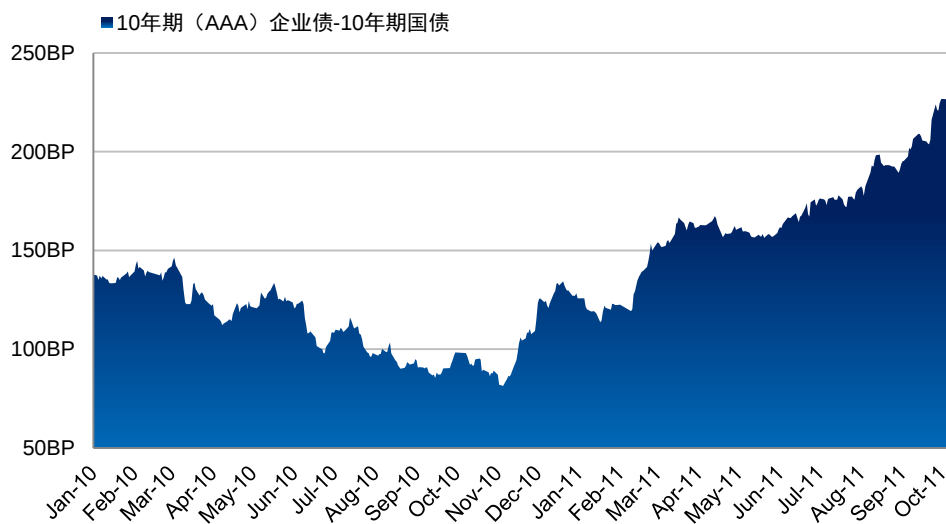
图表 24：发债主体评级调低的债券统计



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

市场对于信用风险的担忧达到了前所未有的高度，信用债的“盛宴”早已散去，投资者要求的信用风险补偿大幅上升。以 10 年期 AAA 级企业债券和国债为例，二者的利差在 10 月份开始的 3 个交易日即从节前的 220 多个基点上升到 230 多个基点，投资者并没有因为假期而放松对于信用债风险的担忧。

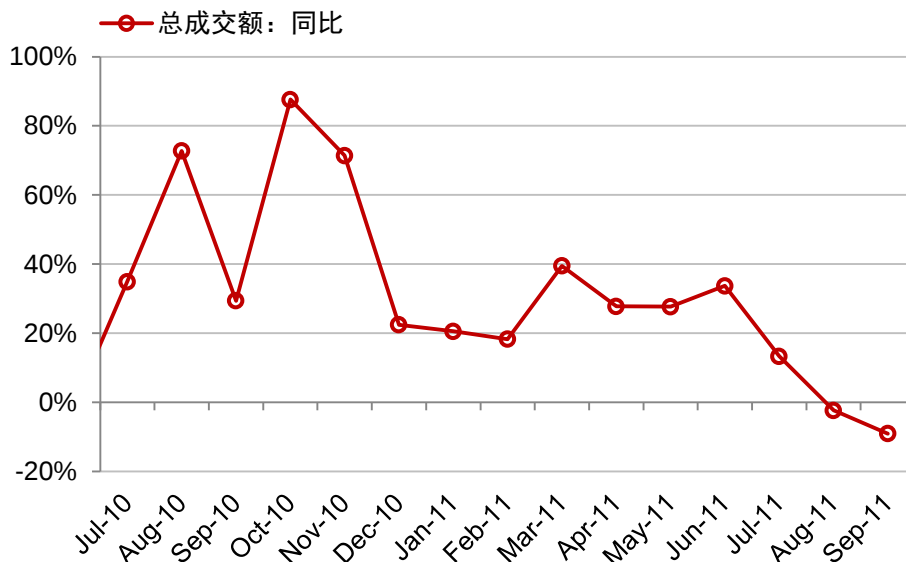
图表 25：企业债与国债利差节节攀升



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

投资者变得极为谨慎，交投活跃度大幅下降，市场成交低迷。如图表 26，现券和回购总成交额同比增速从 6 月份开始加速下滑，目前已经连续两个月同比负增长。

图表 26：现券与回购成交额同比增速大幅下滑



数据来源：信达证券研发中心、WIND 资讯

4. 投资建议

债券市场整体上依然偏空。通胀的阴霾挥之不去，货币政策也可能“以静制动”，主要的利好在于，资金面的如期改善并可能继续保持，使债券投资者免于遭受类似上半年的源于资金面剧烈波动的冲击。

利率产品的投资尤其是短期利率产品或许是相对较好的选择，宏观政策面的波动减少和资金面的适度改善，使得利率产品主要面临的系统性风险大为下降，前期短期利率大幅上升以致收益率曲线极度扁平，修复的过程很可能是长期利率上升和短期利率的适度回落。

信用债券方面，过度的债券发行消减了企业的偿债能力，发行成本的上升加剧了发债主体信用恶化，债券发行主体的信用评级今年 6 月份以来被前所未有的频繁下调，市场对于信用风险的担忧达到了前所未有的高度，投资者对于高风险的关注超过了高收益，信用债的“盛宴”早已散去。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102