

# 债券将进一步成为城投融资主渠道

——2013年1月固定收益策略报告



报告发布日期 2013年1月8日

## 研究结论

- **经济继续好转，地方政府债务扩张受限。** 尽管受出口增速下降的影响 11 月终端需求增速略有下滑，但工业企业库存调整推动经济形势继续好转，预计短期内经济仍将继续回升。但近期中央各部委纷纷发文加强土地融资管理、强化债券风险防范以及制止地方政府违法违规融资行为，未来地方政府资金压力将明显加大，今年基建类投资增速将受影响。
- **通胀压力明显上升，预计 12 月 CPI 同比或为 2.5%。** 在产能负缺口不明显情况下，近期经济持续好转将明显抬升通胀压力。12 月以来商务部公布食用农产品价格指数加速上涨，12 月各周蔬菜环比增速均较快。12 月天气转冷，肉类需求上升导致肉价持续上升。非食品方面，生产资料价格连涨两周，12 月非食品环比增速可能在历史均值附近。
- **1 月份央行或需通过公开市场操作滚动上万亿资金至 2 月到期。** 从目前测算的超储率结果来看，11 月、12 月和 1 月底金融机构超储率可能为 1.97%、2.24%和 1.05%。若 1 月底超储率达到 2.2%附近，则需央行通过公开市场操作滚动至少 1 万亿的资金至 2 月份到期。1 月份货币市场利率仍有可能上升至 4.5-5%。若 1 月份实现降准 1 次，仍需央行通过公开市场操作滚动 6000 亿左右的资金至 2 月份到期，届时 1 月底超储率可能在 2.23%附近。降准与否取决于央行态度，对银行间资金面的改善作用有限；而决定中短期货币市场利率走势的主要因素是央行逆回购操作的发行利率。
- **国债发行规模明显高于去年同期。** 财政部公布的 2013 年第一季度国债发行计划中，1 月份将发行 1 年、3 年、5 年和 7 年期记账式国债各一期，预计总规模为 1120 亿元，明显高于去年同期；国债净发行规模约 125 亿元。
- **近日政策面上关于城投平台融资进一步规范，债券将进一步成为城投新增融资的主要渠道。** 近日政策面上陆续发布《关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知》、《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》，城投平台融资进一步规范。对融资平台发债来讲，四部委文件与此前发改委规范平台债券融资的基本要求吻合。少数平台发债将受到一定限制，不过考虑到此次四部委的进一步规范对信托等影响明显更大，债券融资将进一步成为未来融资平台新增融资的主要渠道，预计融资平台债券 13 年的净发行规模可能较 12 年有所上升。从 12 年的情况看，融资平台债券净发行规模超过 7000 亿，融资平台信托净发行规模超过 2000 亿，信托通道的封锁可能对少数融资平台短期的流动性带来一定压力，这其中的少部分融资可能转向债券市场。
- **信用利差受信用事件影响可能小幅抬升。** 超日太阳董事长跑路传闻引发的企业信用危机引发市场担忧。目前董事长已回国，且已采取变卖电站等方式筹措资金。不过我们认为超日应收账款风险高、大股东持股已全部质押融资、企业持续大幅亏损等因素带来的信用风险很高，能否顺利度过难关有赖政府支持。受信用事件影响短期内信用利差有小幅抬升的压力。
- **1 月或出现配置性行情。** 考虑到配置型机构在 2013 年授信额度重置和春节后可能出现波段机会的情况下，1 月或有配置行情。国债的机会较小，建议优先配置短融、3-5 年期 AA 左右城投债，规避股东背景较弱的产业债。

## 风险提示

- **资金面偏紧、信用债供给偏大和信用违约风险事件上升。**

**证券分析师 邵宇**  
021-63326032  
shaoyu@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511110001

**孟卓群**  
021-63325888\*6113  
mengzhuoqun@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860510120014

**高子惠**  
021-63325888\*6106  
gaozihui@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860512060002

**联系人 周科**  
010-66210253  
zhouke@orientsec.com.cn

## 相关报告

刀锋战士：信用与通胀的切换	2012-12-19
资本新规对债市的影响较为有限	2012-11-30
供需结构改善，配置价值犹存	2012-10-31

## 目 录

一 12 月债券市场表现 .....	4
1 利率债收益率小幅上行 .....	4
2 信用利差先降后升 .....	5
二 经济形势继续好转，通胀压力明显上升 .....	8
1 需求增速低位震荡，但库存调整助推经济好转 .....	8
2 通胀压力明显上升 .....	9
三 对 1 月资金面的看法 .....	10
1 12 月央行或通过外汇占款投放基础货币 .....	10
2 1 月份央行需通过公开市场操作投放基础货币万亿 .....	11
四 债市策略 .....	13
1 国债发行规模明显高于去年同期 .....	13
2 1 月供给压力可能有所缓解 .....	13
3 债券将进一步成为未来城投新增融资主要渠道，部分城投流动性趋紧 .....	14
4 信用风险分析 .....	15
5 持有期收益测算 .....	20

## 图表目录

图 1：12 月利率债收益率变动 .....	4
图 2：利率债收益率与年内最高点比较 .....	4
图 3：12 月央票收益率变动 .....	5
图 4：利率债收益率与年内最低点比较 .....	5
图 5：12 月 AAA 企业债收益率变动 .....	5
图 6：12 月 AA+企业债收益率变动 .....	5
图 7：12 月 AA 企业债收益率变动 .....	6
图 8：12 月 AA-企业债收益率变动 .....	6
图 9：不同评级银行间企业债与金融债利差表现（%） .....	6
表 1：企业债、中票与金融债利差及利差变动 .....	7
表 2：企业债金融债利差与历史水平对比 .....	7
表 3：中票金融债利差与历史水平对比 .....	7
图 10：11 月终端需求增速略有下滑，但工业增加值名义增速继续回升 .....	8
图 11：工业企业进入被动去库存阶段 .....	9
图 12：被动去库存阶段工业增加值增速往往企稳回升 .....	9
图 13：食用农产品周变动 .....	10

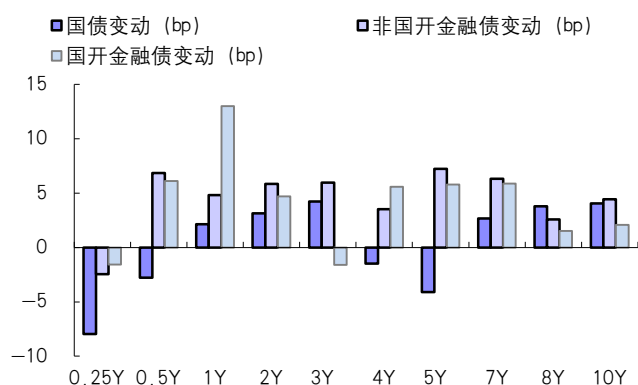
图 14: 去掉贸易顺差、FDI 与 ODI 之差后的“热钱”流出规模.....	11
图 15: 美元对人民币 12 月 NDF 与中间价之比.....	11
图 16: 中间价与 USDCNY 即期汇率.....	11
图 17: 银行间质押式回购利率月均值.....	12
表 4: 货币当局对其他存款性公司的债权 .....	12
表 5: 2013 年第一季度国债发行计划表 .....	13
图 18: 信用债月度净融资额.....	14
表 6: 各行业长短期偿债能力指标 .....	16
表 7: 各行业盈利能力指标.....	17
表 8: 各行业营运能力指标.....	18
表 9: 各行业现金、应收账款、存货在流动资产中占比 .....	19
表 10: 未来 1 个月持有期收益（未年化，未考虑资金成本） .....	20

## 一 12月债券市场表现

### 1 利率债收益率小幅上行

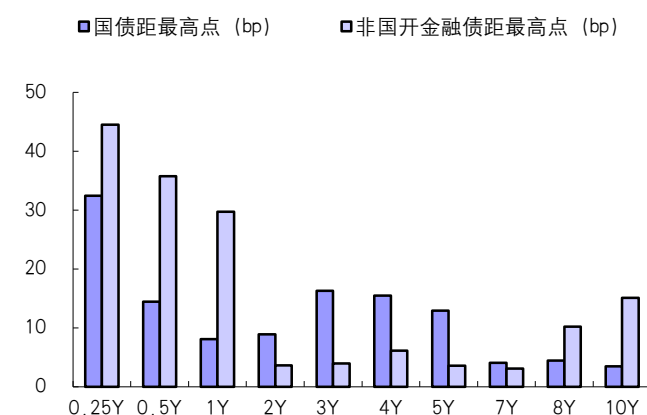
12月经济持续回暖推动10年期国债收益率从3.53%上升至3.61%，而12月20日前后银行间资金面持续宽松又推动10年期国债收益率下降至3.57%附近。10年期非国开债收益率基本为6月以来的最高点，而10年期国开债收益率的波动空间相对大些，从11月30日的4.44%上升至4.54%，而后又下降至4.47%附近。

图1：12月利率债收益率变动



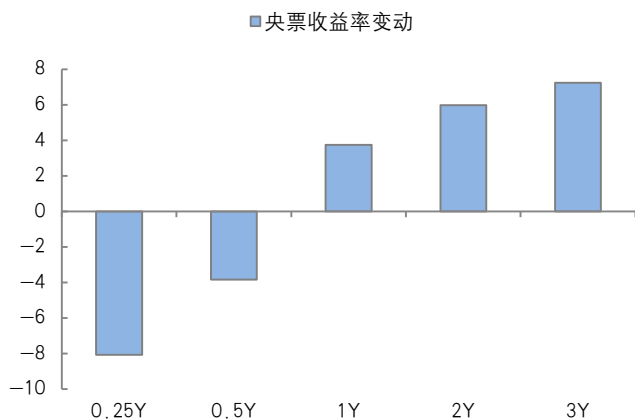
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

图2：利率债收益率与年内最高点比较

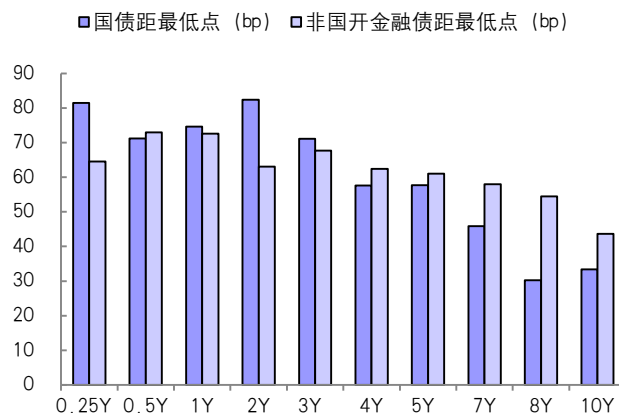


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

和年内各品种收益率最低点相比，1Y、3Y、5Y和10Y国债分别高出年内最低点75bp、71bp、58bp和33bp；1Y、3Y、5Y和10年期非国开金融债分别高出年内最低点73bp、68bp、61bp和44bp。

**图 3：12 月央票收益率变动**


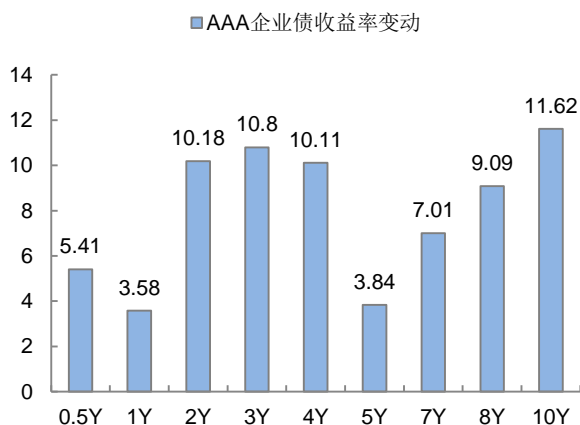
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

**图 4：利率债收益率与年内最低点比较**


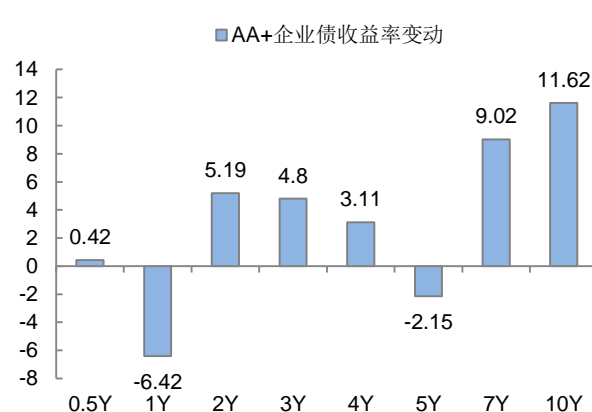
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

## 2 信用利差先降后升

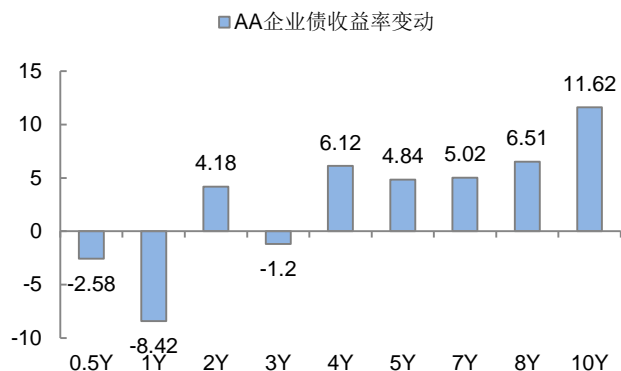
12 月高评级信用债收益率调整幅度相对较大，AAA 评级的企业债收益率调整幅度大于 AA+，并且期限越大，收益率调整幅度越大。由于 2013 年商业银行将开始实施资本新规，这对高评级信用债影响偏大。由于资金面较为宽松，1 年期以内 AA+ 以下评级的企业债收益率有所下降。

**图 5：12 月 AAA 企业债收益率变动**


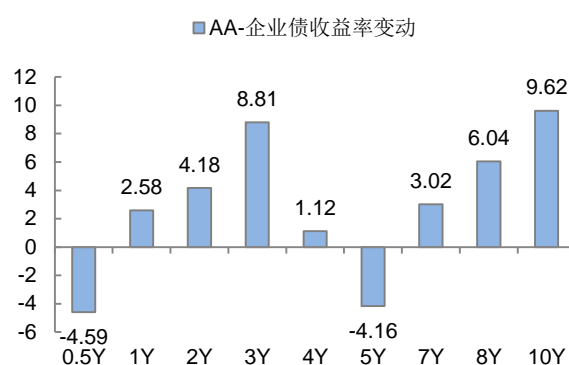
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

**图 6：12 月 AA+ 企业债收益率变动**


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

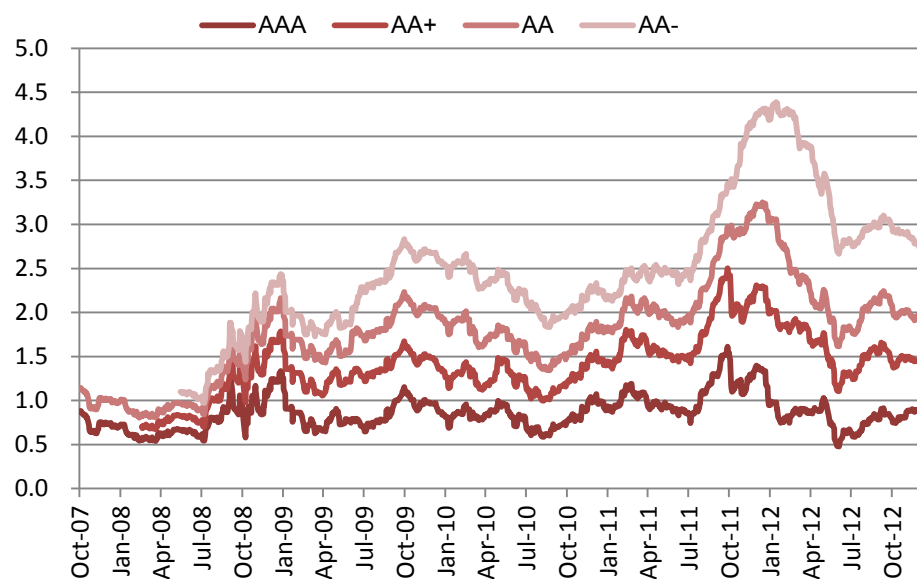
**图 7：12 月 AA 企业债收益率变动**


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

**图 8：12 月 AA-企业债收益率变动**


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

经济数据连续几个月企稳，经济反弹的趋势明显，加之股市一改一年来的颓势，在年末大幅反弹，这些因素均对债市产生一定压力，利率债有所调整，信用债也受到波及，不过利差方面的表现仍然较好，信用利差在 12 月份先是持续下降，特别是短融及 5 年期中票企业债利差降幅较大，3 年期债券有一定分化，12 月最后几个交易日，受资金面略紧、信用事件再度发酵等因素影响，利差低位小幅回升。

**图 9：不同评级银行间企业债与金融债利差表现 (%)**


资料来源：wind 东方证券研究所

**表 1：企业债、中票与金融债利差及利差变动**

企业债当前利差%(12月利差变动 bp)	1年	3年	5年	7年
AAA	1.07(-1.25)	0.79(4.84)	0.87(-3.4)	0.85(0.68)
AA+	1.44(-11.25)	1.27(-1.16)	1.39(-9.4)	1.51(2.68)
AA	1.64(-13.25)	1.58(-7.16)	1.92(-2.4)	2.04(-1.32)
AA-	2.04(-2.25)	2.34(2.84)	2.74(-11.4)	2.9(-3.32)
A+	3.34(-10.52)	3.67(4.84)	4.14(-3.37)	4.35(-8.32)
中票当前利差%(12月利差变动 bp)	1年	3年	5年	7年
超 AAA	1.01(1.09)	0.63(3.72)	0.69(-5.16)	0.66(-1.41)
AAA	1.1(-1.56)	0.81(4.92)	0.9(-4.37)	0.89(0.7)
AA+	1.2(-4.56)	0.99(4.92)	1.07(-5.37)	1.07(0.7)
AA	1.34(-11.56)	1.14(-1.08)	1.24(-10.37)	1.37(3.7)
AA-	1.5(-12.56)	1.39(-6.08)	1.78(2.63)	1.91(2.7)
A+	1.89(-4.56)	2.19(2.92)	2.56(-13.37)	

资料来源：wind 东方证券研究所

**表 2：企业债金融债利差与历史水平对比**

银行间企业债与金融债利差	当前水平			历史 1/4 分位数			历史中位数			四分之三分位数		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
AAA	1.07	0.79	0.87	0.48	0.59	0.65	0.61	0.67	0.80	0.77	0.84	0.91
AA+	1.44	1.27	1.39	0.89	1.08	1.21	1.03	1.21	1.40	1.35	1.47	1.58
AA	1.64	1.58	1.92	1.07	1.35	1.51	1.35	1.60	1.81	1.67	1.86	2.05
AA-	2.04	2.34	2.74	1.50	1.84	2.05	1.91	2.19	2.43	2.14	2.56	2.82
A+	3.34	3.67	4.14	2.62	3.07	3.42	3.36	3.64	3.82	3.81	4.11	4.33

资料来源：wind 东方证券研究所

**表 3：中票金融债利差与历史水平对比**

中票短融与金融债利差	当前水平			历史 1/4 分位数			历史中位数			四分之三分位数		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
超 AAA	1.01	0.63	0.69	0.51	0.54	0.67	0.71	0.65	0.79	0.90	0.80	0.91
AAA	1.10	0.81	0.90	0.45	0.67	0.83	0.57	0.82	0.93	0.82	0.99	1.03
AA+	1.20	0.99	1.07	0.59	0.81	1.01	0.73	0.95	1.14	1.00	1.15	1.24
AA	1.34	1.14	1.24	0.73	1.01	1.27	0.92	1.16	1.39	1.22	1.55	1.56
AA-	1.50	1.39	1.78	0.79	1.38	1.65	1.10	1.55	1.78	1.40	1.98	1.99
A+	1.89	2.19	2.56	1.20	1.74	2.05	1.47	2.12	2.32	1.96	2.58	2.77

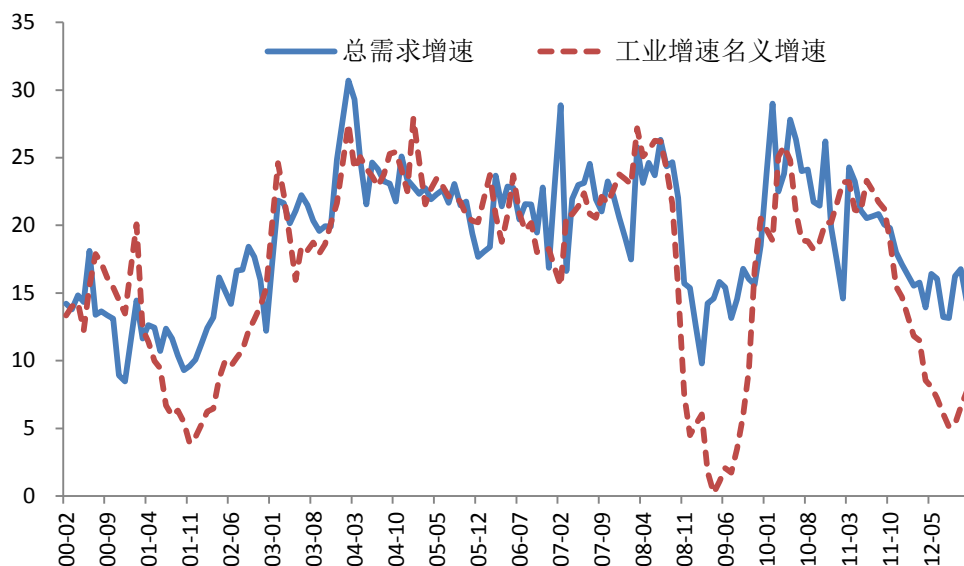
资料来源：wind 东方证券研究所

## 二 经济形势继续好转，通胀压力明显上升

### 1 需求增速低位震荡，但库存调整助推经济好转

出口增速明显下降造成终端需求增速有所下降。年初以来，我国终端需求增速一直在 13%—17% 的范围内低位震荡，其中出口增速大幅波动是终端需求增速变化的主要原因。11 月我国社会消费品零售额同比增长 14.9%，较上月提高了 0.4 个百分点；固定资产投资额累计增长 20.7%，与上月持平；但出口额同比增速较上月下降了 8.7 个百分点至 2.9%，出口增速大幅下降造成 11 月终端需求增速有所下滑。

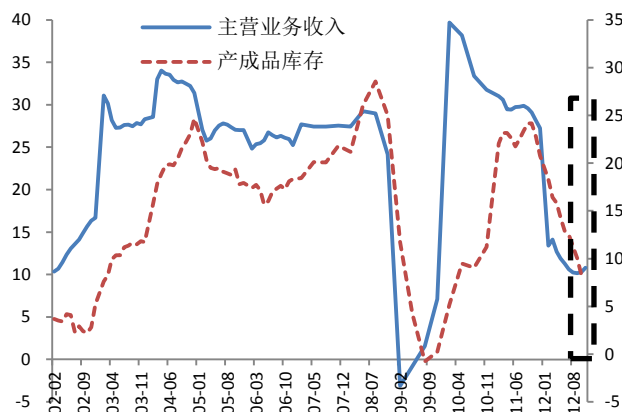
图 10：11 月终端需求增速略有下滑，但工业增加值名义增速继续回升



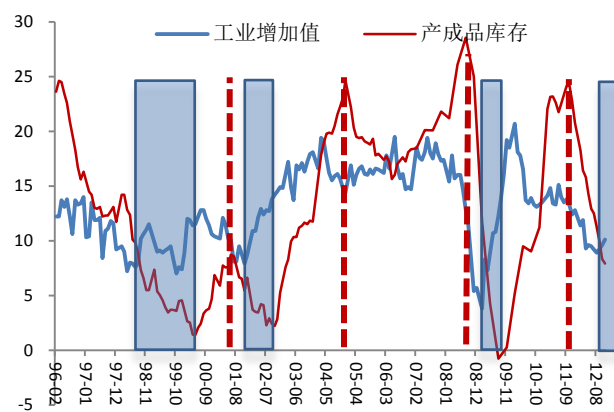
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

工业企业进入被动去库存阶段，经济形势继续好转。2012 年前 11 个月规模以上工业企业产成品库存同比增长了 7.9%，较 1—10 月份下降了 0.4 个百分点，工业企业产成品库存增速连续 13 个月下降。但是，11 月工业企业主营业务收入累计增长了 10.8%，较上月提高了 0.5 个百分点，连续两个月回升。在主营业务收入增速回升的情况下工业企业产成品库存增速进一步下滑说明当前工业企业处于被动去库存阶段。从历史情况来看，当工业企业处于被动去库存阶段时工业增加值增速往往会企稳回升。最近几个月经济形势明显好转，PMI 指数、固定资产投资增速、社会消费品零售额增速、工业增加值增速以及通货膨胀均持续回升。



**图 11：工业企业进入被动去库存阶段**


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

**图 12：被动去库存阶段工业增加值增速往往企稳回升**


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

未来终端需求难以大幅好转，但库存调整仍可推动经济短期回升。我国工业企业面临去产能压力，未来制造业固定资产投资增速仍面临下降压力；近期财政部等 4 部委发文制止地方政府违法违规的融资行为，预计未来地方政府的资金压力将明显增加，因此今年基建类固定投资面临较大压力。海外经济疲软和我国企业经营成本较高制约了出口增速难以持续大幅的回升。而社会消费品零售额增速波动幅度相对较小。总之，未来终端需求增速难以大幅好转。但考虑到工业企业已经进入被动去库存阶段，短期内经济仍将继续好转。因外主动去库存阶段企业为了消化库存往往会压缩生产规模，当前工业企业库存基本接近正常水平、企业主动去库存压力消失，未来企业将生产规模恢复至终端需求水平将带来经济明显好转。

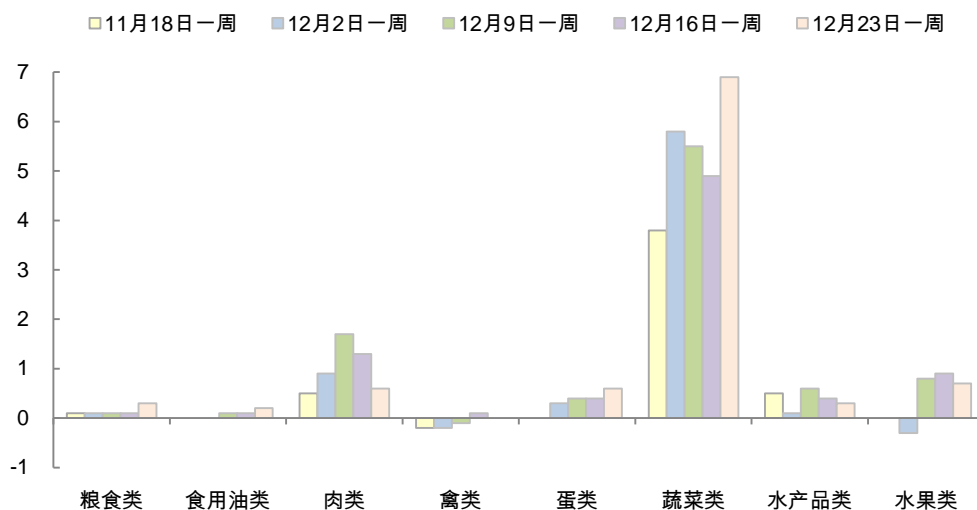
## 2 通胀压力明显上升

产能负缺口不明显情况下，经济持续好转明显抬升通胀压力。通过滤波法直接测算的产能缺口以及采用奥肯定律和菲利普斯曲线间接估计的产能缺口均显示，当前经济增速尚未明显低于潜在 GDP 增速，产出负缺口尚未明显。在未来几年内潜在经济增速仍将继续下降情况下，过去几个月以来经济持续好转将明显加大产出缺口的风险，未来几个月通货膨胀压力将显著抬升。

12 月以来商务部公布食用农产品价格指数加速上涨，12 月各周蔬菜环比增速均较快。气温降低，蔬菜生长周期延长，市场供应量减少，蔬菜价格涨幅较大。12 月天气转冷，肉类需求上升导致肉价持续上升，12 月 23 日一周猪肉周环比涨幅为 0.7%，比 2011 年同期下降 7.3%。历史经验表明 12 月份是猪肉年前消费旺季，过去 9 年中有 7 年均出现上涨，说明季节性上涨现象普遍存在，并且与过年时间关系不大。如 2007、2008、2010 年均于 2 月份过年，但前一年的 12 月份生猪价格仍然出现较大幅度攀升。2003 年、2010 年猪价均是在元旦前上涨，元旦和过年期间有所回调。由于养殖户均有在过年期间大量集中出栏的习惯，一旦 12 月份猪价出现较为明显的上涨，将导致养殖户压栏待涨，反而加大了市场在年初的供应，导致价格在真正的消费旺季来临之时反而下降。因此春节期间猪价有下降的可能。2013 年的猪价走势将与 2010 年有一定的相似度，猪价将在 2 季度末见底，3 季度末有望出现反弹，开始新一轮上涨周期。

非食品方面，生产资料价格连涨两周，在经济持续回升态势下，12月非食品环比增速可能在历史均值附近。12月CPI同比或为2.5%。受去年高基数的影响，1月份CPI同比有再次下降的可能。

图 13：食用农产品周变动



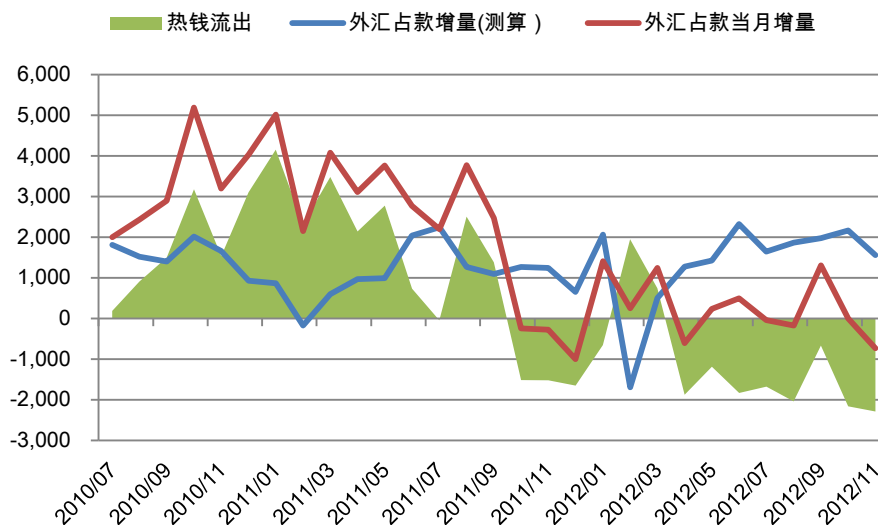
资料来源：WIND 资讯，商务部，东方证券研究所

## 三 对 1 月资金面的看法

### 1 12 月央行或通过外汇占款投放基础货币

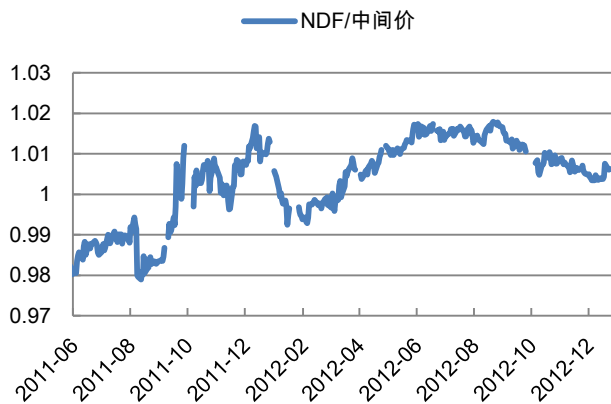
11月外汇占款增量为-736亿，去掉贸易顺差、外商直接投资和对外直接投资之差，11月“热钱”流出2290.6亿元，9月以后有扩大的迹象，这可能与民间资本流向海外有关。另外，银行间人民币即期汇率频繁涨停，而外汇占款却负增长，这主要由于企业和居民与商业银行结汇后，商业银行外汇头寸大幅增加，这时商业银行需要在银行间外汇市场进行平盘，以保证结售汇综合头寸在核定的限额之内，而央行并未通过大量购汇投放基础货币（9、10月份货币当局资产负债表中的外汇增量只有20.38和10.84亿美元），导致11月份人民币即期汇率经常无量涨停。从近期汇率走势来看，此种状况有所改善（12月10日以来人民币即期汇率打开持续涨停的局面），12月份外汇占款增量可能有所上升。

**图 14: 去掉贸易顺差、FDI 与 ODI 之差后的“热钱”流出规模**



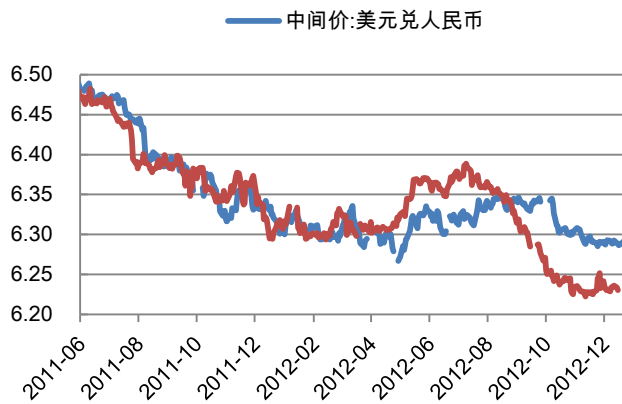
资料来源: WIND 资讯, 东方证券研究所

**图 15: 美元对人民币 12 月 NDF 与中间价之比**



资料来源: WIND、东方证券研究所

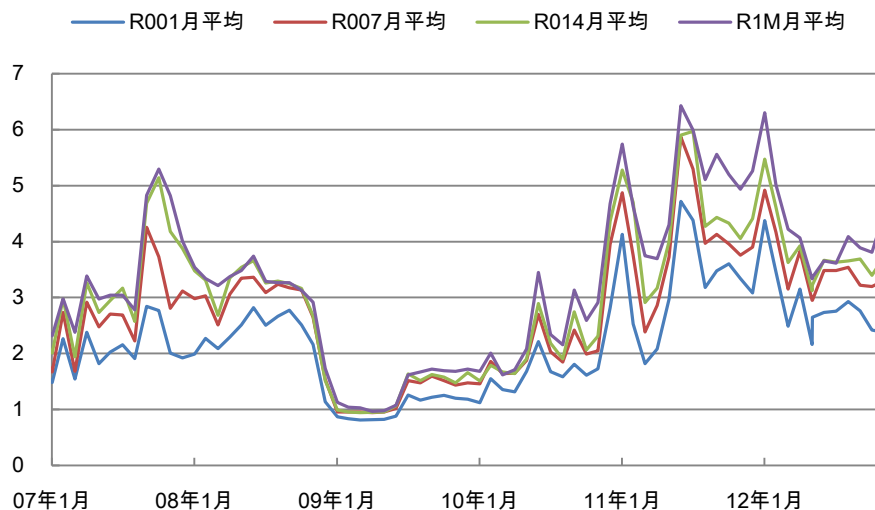
**图 36: 中间价与 USDCNY 即期汇率**



资料来源: WIND、东方证券研究所

## 2 1 月份央行需通过公开市场操作投放基础货币万亿

12 月份公开市场操作滚动 4980 亿资金至 1 月份到期。银行间 R001、R007、R014 和 R1M 均值分别为 2.44%、3.17%、3.39% 和 3.78%，较 11 月份均值分别上升 -4.5bp、10bp、32bp 和 68bp。从目前测算的超储率结果来看，11 月、12 月和 1 月底金融机构超储率分别为 1.97%、2.24% 和 1.05%。若 1 月底超储率达到 2.2% 附近，则需央行通过公开市场操作滚动至少 1 万亿的资金至 2 月份到期。这种情况是否可能发生呢？

**图 17：银行间质押式回购利率月均值**


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

2010 年以来春节前央行通过非公开的逆回购等方式向市场输入流动性的规模空前，2011 年和 2012 年 1 月份“货币当局对其他存款性公司的债权”分别增加 6427 亿元和 12278.20 亿元。在目前逆回购规模越滚越大的情况下，2013 年 1 月份逆回购规模可能超万亿，而保持超储率在 2.2% 以上，则需央行滚动至少万亿资金至 2 月份到期。春节前银行间货币市场利率的高点仍可能上升至 4.5-5% 附近。另外，12 月份股市反弹推升交易所资金价格，1 月份仍不排除这种可能。

**表 4：货币当局对其他存款性公司的债权**

时间	对其他存款性公司债权	时间	对其他存款性公司债权	时间	对其他存款性公司债权	时间	对其他存款性公司债权
2009.01	-54.44	2010.01	-32.42	2011.01	<b>6426.92</b>	2012.01	<b>12,278.20</b>
2009.02	6.12	2010.02	56.97	2011.02	-5434.57	2012.02	-12,223.47
2009.03	73.27	2010.03	1431.76	2011.03	-916.59	2012.03	249.23
2009.04	21.84	2010.04	97.43	2011.04	-58.79	2012.04	241.57
2009.05	33.50	2010.05	107.09	2011.05	-17.20	2012.05	255.16
2009.06	-1029.27	2010.06	143.75	2011.06	192.56	2012.06	2,255.49
2009.07	29.46	2010.07	59.22	2011.07	-39.65	2012.07	-1,483.39
2009.08	40.56	2010.08	65.14	2011.08	-69.18	2012.08	2,516.12
2009.09	38.19	2010.09	45.55	2011.09	-12.62	2012.09	3,565.35
2009.10	186.97	2010.10	-15.45	2011.10	3189.80	2012.10	2541.57
2009.11	973.70	2010.11	197.40	2011.11	-2336.56	2012.11	-3895.32
2009.12	-1590.49	2010.12	167.36	2011.12	-162.31		

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

若 1 月份实现降准 1 次，仍需央行通过公开市场操作滚动 6000 亿左右的资金至 2 月份到期，届时 1 月底超储率可能在 2.23% 附近。降准与否取决于央行态度，我们认为短期内降准的可能性不大，即使降准，也只是对冲外汇占款增量持续低位增长的状况。对银行间资金面的改善作用有限，而决定中短期货币市场利率走势的主要因素将是央行逆回购发行利率。

## 四 债市策略

### 1. 国债发行规模明显高于去年同期

财政部公布的 2013 年第一季度国债发行计划中，1 月份将发行 1 年、3 年、5 年和 7 年期记账式国债各一期，预计总规模为 1120 亿元，明显高于去年同期（去年 1 月份仅发行一支 1 年期国债）。1 月份国债到期规模为 995 亿，那么净发行规模为 125 亿元。

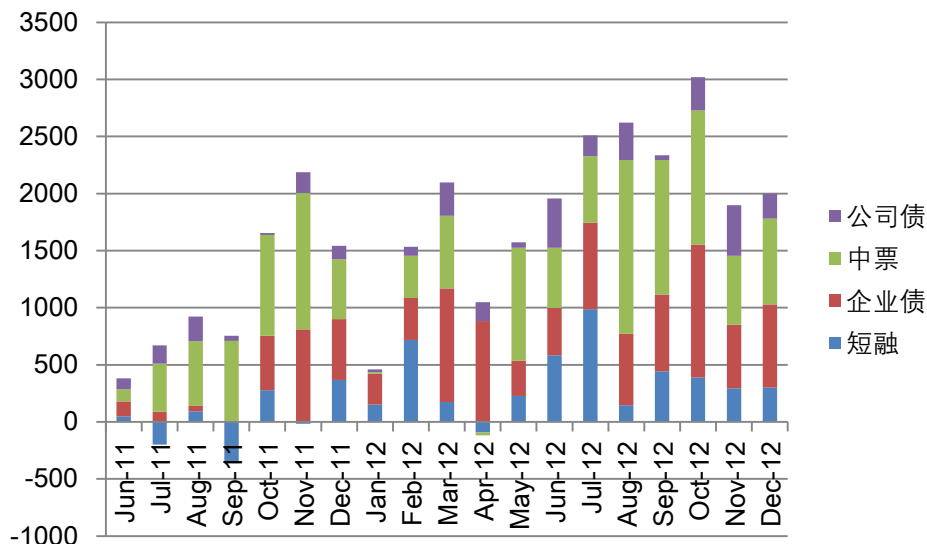
**表 5：2013 年第一季度国债发行计划表**

品种	月份	招标日/发行起始日	期限 (年)	新发/续发	付息方式
记账式国债	1 月	1 月 9 日	5	新发	按年付息
		1 月 16 日	1	新发	按年付息
		1 月 23 日	7	新发	按年付息
		1 月 30 日	3	新发	按年付息
	2 月	2 月 20 日	10	新发	按半年付息
		2 月 27 日	7	续发	按年付息
	3 月	3 月 6 日	5	续发	按年付息
		3 月 13 日	7	续发	按年付息
		3 月 20 日	10	续发	按半年付息
储蓄国债（凭证式）	3 月	3 月 10 日	3	-	到期一次还
			5	-	本付息

资料来源：Chinabond，东方证券研究所

### 2 1 月供给压力可能有所缓解

12 月企业债及中票净供给环比 11 月有所上升，带动 12 月信用债的净融资规模较 11 月略有上升。从目前的交易商协会注册情况看，中票短融的注册量均有明显下降，1 月份的供给压力可能有所缓解，到期方面 1 月份短融的到期量大幅减少超过 450 亿，中票企业债的到期规模整体与 12 月差别不大。公司债方面国航、东航、大唐等公司债已过会，1 月份的公司债供给可能环比上升。

**图 18：信用债月度净融资额**


资料来源：Wind 资讯 东方证券研究所

### 3 债券将进一步成为未来城投新增融资主要渠道，部分城投流动性趋紧

四部委发文规范城投融资，债券将进一步成为未来城投新增融资主要渠道，部分城投流动性趋紧。近日政策面上关于城投的融资进一步规范。

**12月20日发改委发布《关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知》。**对企业债负债率做出要求，（一）资产负债率在65%至80%之间的发债申请企业，在审核工作中对偿债风险实行“重点关注”。（二）资产负债率在80%至90%之间的发债申请企业，原则上必须提供担保措施。（三）资产负债率超过90%，债务负担沉重，偿债风险较大的企业发债，不予核准发债。部分行业要求适度放宽。城投类企业主体评级在AA-及以下的，应采取签订政府（或高信用企业）回购协议等保障措施或提供担保。进一步规范企业债券担保行为：（一）禁止发债企业互相担保或连环担保。（二）对发债企业为其他企业发债提供担保的，在考察资产负债率指标时按担保额一半计入本企业负债额。（三）政府投融资平台公司及其他企业发行债券提供担保的，按担保额的三分之一计入该平台公司已发债余额。加强对城投公司注入资产及重组的管理。（一）注入资产必须为经营性资产。政府办公场所、公园、学校等纯公益性资产不得注入城投公司。（二）作为企业注册资本注入的土地资产除经评估外，必须取得土地使用权证，属于划拨、变更土地使用权人的，应证明原土地使用证已经注销。

目前城投类公司发企业债的较多，且今年发行的企业债中大部分为城投债，上述规定较多的针对城投。不过已经发债的城投公司多数负债率不高；主体评级在AA-以下的，绝大多数已经采取担保增信措施，债项评级提升至AA及以上；12年发行的城投债中采用不可撤销连带责任担保的占比在20%左右，其中互保及连环担保的比例更低；年内发行城投已经不再将公益性资产注入城投，也就是说上述规定中多数已在12年发债的过程中已经开始实施，故对城投发企业债的影响总体相对有限。



另外近日四部委联合发布《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》，主要强调的几点包括：1、除公租房、公路等不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务。2、地方政府对融资平台公司注资必须合法合规，不得将政府办公楼、学校、医院、公园等公益性资产作为资本注入融资平台公司。严格执行《土地管理法》等有关规定，地方政府将土地注入融资平台公司必须经过法定的出让或划拨程序。以出让方式注入土地的，融资平台公司必须及时足额缴纳土地出让收入并取得国有土地使用证；以划拨方式注入土地的，必须经过有关部门依法批准并严格用于指定用途。3、地方各级政府不得将储备土地作为资产注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源。4、融资平台公司因承担公共租赁住房、公路等公益性项目建设举借需要财政性资金偿还的债务，不得通过金融机构中的财务公司、信托公司、基金公司、金融租赁公司、保险公司等直接或间接融资。

四部委发文规范地方政府违法违规融资，是在 12 年融资平台融资渠道多样化后违法违规融资抬头的情况下及时出台的。上述通知明确了可以采用 BT 模式融资的条件，仅限于公共租赁住房、公路，对于其他各类公益类项目，则予以禁止。政府办公楼、学校、医院、公园等公益性资产无法变现，不能作为企业的经营性资产注入平台。政府将土地资产，注入平台，必须走法定的程序。出让获得的土地，平台必须及时足额缴纳土地出让收入并取得国有土地使用证。而过去政府将储备土地直接注入平台，平台再拿土地去融资。新的办法要求平台通过出让方式获得土地，应足额缴纳土地出让收入，禁止了平台空手融资的行为。而划拨获取的土地，由于具有非常明确的非商业用途，将无法以此获取高额融资。另外目前城投利用信托等融资方式通常的作法是政府将储备土地注入平台，平台通过土地抵押融资，并通过土地出让收入还款，融资资金用于城市建设、土地拆迁安置补偿等，本次规定出台后平台融资路径被严格限制，预计未来融资平台信托等融资规模将显著萎缩。

对融资平台发债来讲，四部委文件与此前发改委规范平台债券融资的基本要求吻合。少数平台发债将受到一定限制，不过考虑到此次四部委的进一步规范对信托等影响明显更大，债券融资将进一步成为未来融资平台新增融资的主要渠道，预计融资平台债券 13 年的净发行规模可能较 12 年有所上升。从 12 年的情况看，融资平台债券净发行规模超过 7000 亿，融资平台信托净发行规模超过 2000 亿，信托通道的封锁可能对少数融资平台短期的流动性带来一定压力，这其中的少部分融资可能转向债券市场。

## 4 信用风险分析

9 月份以来经济开始企稳回升，但企业微观状况往往滞后于宏观经济的企稳。按照申万行业分类，考察 23 个行业的长短期偿债能力、盈利能力、营运能力和现金状况来对上市公司的财务资质进行比较。

2012 年 3 季度比 2 季度，短期偿债能力上升的行业有 10 个行业，其中食品饮料、采掘、综合等行业改善幅度较大；短期偿债能力下降的行业有 7 个，其中电子、交运设备、信息设备、医药生物、金融服务和信息服务等行业有一定的降幅。从绝对水平看，采掘、化工、黑色金属、公用事业、交通运输和信息服务等行业的短期偿债能力较低。

长期偿债能力上升较大的行业有食品饮料、餐饮旅游等；长期偿债能力下降较大的行业有采掘、钢铁等。从绝对水平看，钢铁、有色、建筑建材、机械设备、信息设备、综合等行业长期偿债能力依然较低。

**表 6：各行业长短期偿债能力指标**

	流动比率		速动比率		资产负债率 (%)		经营活动产生的现金流量净额/负债		已获利息倍数	
	2012Q2	2012Q3	2012Q2	2012Q3	2012Q2	2012Q3	2012Q2	2012Q3	2012Q2	2012Q3
农林牧渔	1.27	1.27	0.75	0.76	48.36	48.79	0.04	0.05	7.18	6.30
采掘	0.99	1.01	0.69	0.75	45.43	46.43	0.07	0.16	12.39	9.89
化工	0.93	0.91	0.53	0.54	55.39	55.28	0.03	0.09	8.56	8.07
黑色金属	0.79	0.77	0.45	0.45	64.60	65.20	0.03	0.05	3.19	6.40
有色金属	1.12	1.12	0.70	0.68	56.94	56.69	0.03	0.05	5.29	5.16
建筑建材	1.18	1.19	0.72	0.72	76.99	77.23	-0.02	-0.01	5.55	6.81
机械设备	1.56	1.57	1.15	1.15	55.18	54.96	-0.02	-0.01	14.61	17.55
电子	2.01	1.95	1.63	1.57	40.47	41.14	0.02	0.04	12.47	9.31
交运设备	1.30	1.30	1.01	0.99	58.37	58.65	0.00	0.01	77.29	15.65
信息设备	1.56	1.51	1.19	1.14	55.96	57.15	-0.05	-0.06	21.23	11.42
家用电器	1.27	1.27	1.01	1.02	63.17	64.26	0.09	0.10	10.70	7.56
食品饮料	1.70	1.82	1.20	1.29	40.75	37.70	0.19	0.35	165.87	129.83
纺织服装	1.60	1.61	0.94	0.93	47.74	47.09	0.05	0.07	21.87	18.08
轻工制造	1.29	1.30	0.83	0.85	54.63	54.60	0.04	0.06	-5.24	4.71
医药生物	1.82	1.80	1.42	1.39	42.44	42.37	0.06	0.07	33.20	21.90
公用事业	0.54	0.55	0.45	0.45	71.34	70.47	0.05	0.09	5.54	7.48
交通运输	0.87	0.91	0.73	0.74	59.59	58.60	0.03	0.07	12.79	13.87
房地产	1.63	1.61	0.42	0.43	72.72	73.57	0.01	0.02	20.50	59.03
金融服务	1.22	1.04	0.87	0.84	93.50	93.22	0.04	0.03	8.20	69.20
商业贸易	1.12	1.11	0.70	0.71	63.30	63.72	0.01	0.07	27.94	34.56
餐饮旅游	1.51	1.49	1.17	1.23	37.42	37.19	0.08	0.16	28.83	23.07
信息服务	0.79	0.77	0.65	0.63	46.60	46.23	0.09	0.16	80.34	23.88
综合	1.17	1.20	0.56	0.60	62.67	63.84	-0.01	-0.01	1.30	-0.96

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

2012 年三季度环比二季度，食品饮料、公用事业和交通运输等行业盈利能力上升较大。采掘、钢铁、信息设备等行业盈利能力有所下降。从绝对水平看，钢铁、有色等行业盈利能力依然较低。



**表 7：各行业盈利能力指标**

	销售毛利率				净资产收益率			
	2011	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2011	2012Q1	2012Q2	2012Q3
农林牧渔	13.84	12.90	12.53	12.02	9.66	1.65	3.52	5.16
采掘	28.72	27.97	26.39	25.70	15.29	4.03	7.16	9.78
化工	16.16	14.15	14.17	14.39	13.67	2.02	3.83	6.33
黑色金属	7.10	4.92	5.38	4.98	3.91	-0.43	0.67	-0.70
有色金属	12.82	10.71	9.96	9.32	12.16	1.96	3.33	4.45
建筑建材	13.01	12.25	12.48	12.22	14.92	1.85	5.06	7.77
机械设备	21.66	21.35	21.53	21.28	12.54	2.05	4.78	6.24
电子	19.91	17.89	18.95	19.25	8.63	1.08	2.66	4.57
交运设备	16.32	15.87	15.94	15.55	15.35	3.20	6.29	8.66
信息设备	19.75	19.56	19.48	18.47	8.90	1.06	2.83	2.92
家用电器	19.26	20.57	21.08	21.55	17.58	3.30	8.01	12.38
食品饮料	41.26	45.74	44.52	45.81	23.22	7.82	14.51	21.66
纺织服装	23.81	23.41	22.87	22.71	11.94	2.14	4.62	6.72
轻工制造	18.27	16.29	17.20	17.09	6.79	1.25	2.79	3.95
医药生物	27.59	27.23	27.77	27.73	13.27	3.08	6.36	9.25
公用事业	14.96	15.42	17.38	19.86	7.35	1.05	3.40	6.92
交通运输	17.73	16.20	16.45	17.68	8.88	1.21	3.10	6.05
房地产	39.04	40.59	39.01	37.99	14.32	1.89	5.04	7.20
金融服务	22.43	21.37	25.94	25.42	19.66	5.36	10.71	15.26
商业贸易	11.89	12.99	12.14	11.82	12.97	3.23	5.67	7.20
餐饮旅游	35.92	36.54	36.93	35.34	9.67	2.01	5.35	9.20
信息服务	31.10	29.54	31.29	31.52	8.57	1.47	3.76	5.61
综合	15.75	12.39	13.05	13.52	12.23	1.07	2.55	4.02

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

三季度存货和应收账款周转率环比二季度均有不同程度的上升。采掘、化工、公用事业、交通运输、餐饮旅游和信息服务存货周转率明显提升。钢铁、食品饮料和商业贸易的应收账款周转率提升幅度较大。这些行业的营运能力环比有所提高。

**表 8：各行业营运能力指标**

	存货周转率				应收账款周转率			
	2011	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2011	2012Q1	2012Q2	2012Q3
农林牧渔	4.49	0.96	2.07	3.30	24.24	4.95	10.11	15.35
采掘	9.75	2.14	4.43	7.00	32.08	6.40	13.14	18.39
化工	9.85	2.19	4.67	7.15	35.96	6.96	14.14	20.88
黑色金属	5.85	1.31	2.75	4.18	61.70	11.28	21.78	32.41
有色金属	4.97	1.11	2.46	3.78	31.48	5.91	12.83	19.28
建筑建材	3.44	0.56	1.27	1.97	6.89	1.17	2.78	4.35
机械设备	2.83	0.54	1.23	1.80	3.92	0.68	1.47	2.13
电子	4.81	1.02	2.15	3.29	4.75	1.01	2.05	3.07
交运设备	6.19	1.33	2.75	4.02	12.89	2.47	4.55	6.54
信息设备	4.84	0.91	2.05	3.05	4.73	0.88	1.93	2.84
家用电器	5.95	1.23	2.77	4.21	14.23	2.76	5.60	8.47
食品饮料	3.16	0.78	1.54	2.24	44.96	11.42	22.27	32.69
纺织服装	2.10	0.46	0.96	1.46	12.84	2.50	5.16	7.52
轻工制造	3.16	0.72	1.49	2.28	9.44	2.17	4.19	6.10
医药生物	4.52	1.16	2.28	3.39	7.42	1.64	3.29	4.76
公用事业	12.71	2.84	5.29	7.93	9.45	2.12	4.25	6.57
交通运输	10.69	2.18	4.56	6.70	19.50	4.37	8.71	13.63
房地产	0.26	0.03	0.09	0.13	20.32	3.12	8.25	12.84
金融服务	5.52	1.18	2.36	3.57	1.66	0.30	0.64	1.00
商业贸易	7.11	1.55	3.22	4.73	52.62	12.01	22.93	33.96
餐饮旅游	5.55	1.20	2.52	4.86	19.05	4.09	8.07	13.00
信息服务	9.78	2.24	4.53	6.68	10.03	2.22	4.31	6.18
综合	1.71	0.36	0.78	1.11	14.28	3.09	6.23	9.10

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

现金是企业流动性最好而盈利最差的资产，若行业销售规模大且收现能力强，则现金在资产中的占比较高，为偿债提供较好的保护。2012Q3 和 2011 年相比，信息服务、电子、信息设备、医药生物、交运设备、电子的货币资金在流动资产中占比降幅最大，这可能与近年高速投资有关；同比增加的只有公用事业、房地产、食品饮料和家用电器。食品饮料、信息服务、餐饮旅游、交通运输的货币资金在流动资产中的绝对占比最高。

理论上，在经济处于下滑周期中，企业应当收紧开支，降低投资，主动增加现金存量，但从去年四季度以来的数据看，企业的现金存量持续下降，这和部分行业投资具有惯性，产能仍然较高有关。比如：黑色金属、机械设备和有色金属。而食品饮料、家用电器现金占比的小幅提升，对偿债能力是一个明显提高。另外，大部分行业现金在流动资产中的占比降幅小于现金在总资产中的占比，这是由于流动资产在总资产中的占比上升所致。流动资产占比提升主要有两个原因：一是存货增加，二是应收账款增加。流动资产占总资产比重提升，表明企业资产流动性更好，但如果流动资产增加

主要由于存货和应收账款增加带来，在经济下滑时属于销售不畅，被动占用资金，资产的弹性反而是负面的。

从 2012 年 Q3 报表来看，大部分行业继续减库存，其中家用电器、黑色金属、化工、采掘、轻工制造降幅最大，而建筑建材、电子、信息服务、综合的库存仍在上涨。房地产、综合、纺织服装、黑色金属、化工的库存都维持在高位。

从应收账款来看，大部分行业 2012Q3 较 2011 年有所上升。其中信息服务、交运设备、医药生物、化工、机械设备、电子、信息设备升幅较大，而公用事业、建筑建材和房地产的应收账款有所减少。从绝对水平来看，信息设备、机械设备、电子、公用事业、医药生物、信息服务的应收账款占流动资产的比重较高。应收账款若不能较快周转，则降低了资金的使用效率，加大运营负担。应收账款不同于存货可以通过折价等销售方式主动降低，应收账款的冲销只能计入坏账损失，账期越长，风险越大。

**表 9：各行业现金、应收账款、存货在流动资产中占比**

	货币资金/流动资产			货币资金/总资产			应收账款/流动资产			存货/流动资产		
	2011	2012Q3	变动	2011	2012Q3	变动	2011	2012Q3	变动	2011	2012Q3	变动
黑色金属	22.69%	20.54%	-2.14%	8.98%	8.16%	-0.82%	4.63%	7.05%	2.42%	44.79%	41.57%	-3.21%
轻工制造	31.14%	29.04%	-2.10%	16.02%	14.98%	-1.03%	14.27%	18.07%	3.80%	37.19%	34.93%	-2.26%
公用事业	35.56%	35.85%	0.29%	5.30%	5.48%	0.18%	26.81%	25.38%	-1.43%	17.41%	17.23%	-0.18%
交通运输	52.20%	49.15%	-3.05%	13.19%	13.22%	0.03%	10.08%	11.30%	1.22%	17.86%	18.07%	0.21%
商业贸易	39.28%	37.58%	-1.71%	25.03%	23.72%	-1.32%	5.59%	5.95%	0.37%	36.88%	35.78%	-1.10%
综合	26.28%	24.30%	-1.98%	14.88%	14.21%	-0.67%	6.84%	7.33%	0.49%	49.46%	50.55%	1.09%
信息服务	55.34%	44.73%	-10.61%	16.69%	13.91%	-2.78%	18.74%	24.65%	5.92%	13.09%	14.25%	1.16%
餐饮旅游	50.76%	46.04%	-4.72%	22.27%	19.66%	-2.61%	8.85%	12.20%	3.36%	19.62%	17.20%	-2.42%
房地产	13.61%	14.54%	0.92%	11.73%	12.64%	0.91%	1.33%	1.16%	-0.17%	74.50%	73.51%	-0.99%
纺织服装	29.61%	28.40%	-1.22%	18.54%	18.03%	-0.51%	9.60%	11.75%	2.15%	43.52%	41.89%	-1.63%
医药生物	40.86%	35.27%	-5.59%	26.31%	22.31%	-4.00%	19.64%	24.84%	5.20%	23.01%	22.38%	-0.64%
建筑建材	23.18%	20.69%	-2.49%	16.32%	14.68%	-1.64%	19.47%	18.86%	-0.61%	34.47%	39.18%	4.71%
机械设备	30.11%	25.63%	-4.48%	21.40%	17.93%	-3.47%	26.09%	30.83%	4.74%	26.57%	26.66%	0.08%
电子	47.58%	39.35%	-8.24%	25.17%	20.99%	-4.18%	22.83%	27.23%	4.40%	18.31%	19.49%	1.18%
交运设备	38.95%	33.65%	-5.30%	24.66%	21.22%	-3.44%	14.15%	20.06%	5.91%	23.49%	23.68%	0.19%
农林牧渔	35.06%	32.12%	-2.93%	18.80%	17.05%	-1.75%	9.24%	10.76%	1.52%	41.80%	39.90%	-1.90%
化工	21.14%	17.90%	-3.25%	7.51%	6.31%	-1.21%	14.35%	19.22%	4.87%	43.62%	40.96%	-2.67%
有色金属	30.73%	27.49%	-3.24%	14.38%	12.64%	-1.73%	7.70%	9.26%	1.57%	39.73%	39.23%	-0.51%
采掘	34.50%	33.75%	-0.75%	8.95%	9.44%	0.49%	12.16%	15.29%	3.13%	28.46%	25.94%	-2.51%
食品饮料	52.27%	53.02%	0.75%	32.26%	31.95%	-0.31%	3.52%	3.93%	0.41%	30.28%	29.09%	-1.19%
家用电器	30.73%	33.15%	2.42%	22.70%	24.23%	1.53%	12.04%	14.63%	2.59%	23.09%	19.34%	-3.75%
信息设备	33.51%	26.19%	-7.32%	25.20%	19.37%	-5.83%	28.44%	32.77%	4.32%	21.50%	24.92%	3.42%

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

## 5 持有期收益测算

美国财政悬崖问题暂时告一段落，短期国内经济将继续反弹，12月份CPI将会上升至2.4-2.5%附近，资金面可能比12月略微紧张，但央行逆回购操作将随时补充市场流动性缺口，资金面不会过分紧张。无从经济基本面、通胀还是资金面来看，都可能对利率债和高评级信用债构成不利影响，但我们不能忽视**风险偏好**对投资风格的影响，近期在11超日债的影响下，信用风险或成为债市走势的主导因素。整体来看，我们估计1月份债券收益率将小幅上行。

我们估计未来一个月个券的持有期收益。假设高评级债券收益率上升5-7bp，1年期短融收益率上升5bp，3年期AA评级信用债收益率上升10bp，AA-评级信用债收益率上升15bp，则1个月后3年AA-评级的中票和1年AA-短融持有期收益最高；其次是5年AA评级企业债。**5年期AAA评级企业债的持有期收益不及1年期AA评级的短融**。利率债方面，7年期国开债持有期收益高于非国开债，10年期非国开债持有期收益高于国开债，国债的持有期收益最低。

**表 10：未来 1 个月持有期收益（未年化，未考虑资金成本）**

	期初	期末	久期	持有期收益率（年化，%）
7 年期国债	3.47	3.52	6.24	3.16
10 年期国债	3.57	3.63	8.47	3.06
7 年期国开债	4.39	4.44	6.2	4.08
10 年期国开债	4.47	4.54	8.31	3.89
7 年期非国开债	4.26	4.3	6.18	4.01
10 年期非国开债	4.31	4.35	8.26	3.98
1 年 AA 短融	4.86	4.9	1	4.82
1 年 AA-短融	5.25	5.3	1	5.20
3 年 AA 中票	5.3	5.4	2.85	5.02
3 年 AA-中票	6.1	6.25	2.82	<b>5.68</b>
5 年 AAA 企业债	5	5.05	4.38	4.78
5 年 AA 企业债	5.88	6.05	4.34	5.14

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)