

海通国际研究

胡一帆
852-3926 8928
yf.hu@htisec.com

Alexis Garatti
852-3926 8916
a.garatti@htisec.com

欧元区飘摇度苦夏

7月欧洲主权债券面对来自市场的压力再次达到沸点。西班牙10年期利率升至7%的关键水平以上，意大利与德国债券利差创下历史新高。对欧洲经济与货币联盟瓦解的预期促使欧洲各国领导人迅速采取行动。欧洲央行管理委员会主席德拉吉澄清他将会“采取任何行动”以稳定欧洲主权债券市场。在面临融资困难的国家申请来自欧洲金融稳定基金（EFSF）的援助时，上述承诺将以欧洲央行的新一轮量化宽松政策的形式加以辅助，此举将完善并强化EFSF的火力。此种干预措施获得各主要欧洲国家领导人的一致支持，各国领导人重申其奉行财政整合和结构性改革进程的意愿。该干预措施在未来几天内也许会平抑市场情绪，但此种减缓措施可能又是一次短期举措。

周边国家的短期融资需求较高，欧洲衰退加剧以及新稳定机制的不确定性，这些因素将导致8月底市场担忧再次升温。

- 希腊方面，重新协商最新救助条件的局势将非常紧张，但我们预计新联合政府将设法延长财政整合过程的截止时间。
- 西班牙方面，质疑是否有必要请求普遍救助的问题将持续存在，但9月建立坏账银行将是西班牙在稳定期银行业方面的一项重要举措。
- 意大利方面，即将于2013年4月举行的大选以及贝卢斯科尼可能回归的预期将动摇市场情绪。
- 一旦EFSF-ESM的附加条件被明确，意大利和西班牙政府将启用这一新工具，并恢复重启结构性改革。欧洲金融稳定基金和欧洲央行最快可能会在9月下半个月出手干预政府债券市场，从而为维护欧洲经济与货币联盟的统一作出重大贡献。

除对政府债券二级市场的干预之外，欧洲央行可能会放宽其货币政策，放松与银行间业务有关的担保条件，9月则有可能再次下调再融资利率。放宽货币政策以及对主权债券二级市场采取干预措施可能会在9月底至10月中旬降低长期利率所面临的压力。然而衰退日益深化、意大利的政治不确定性、欧洲稳定机制运行时间延后、其银行许可证遭拒、有关建立银行业联盟的谈判举步维艰、周边国家的融资需求依然居高不下，所有这些将使9月至10月的喘息之机变得非常短暂。2013年下半年债务与赤字企稳可能预示着财务状况更趋稳定，周边国家主权债券压力下降，以及安全天堂国家主权债券收益率上升。

夏季高烧重回欧洲

2012年6月28日至29日欧洲峰会之后的缓和情况只是暂时的。此次峰会宣布了欧洲稳定机制将购买政府债券及建立欧洲银行业联盟的可能性。然而这些措施不足以消弭市场担忧。一周后公共政府债券面临的压力再次显著上升。尽管6月底所做的决策被明确，并且在2012年7月9日欧元集团峰会（欧元区国家财长会议）期间宣布为西班牙提供新的支持性措施，但未能打断7月份金融市场波动和总体状况恶化的趋势，长期利率仍保持在不可持续的水平，并导致欧元兑美元急剧贬值，重回2010年1.2的低位。



由于7月欧元区脆弱的程度达到空前水平，形势变得非常紧急。此种脆弱程度在各个层面都是显而易见的：

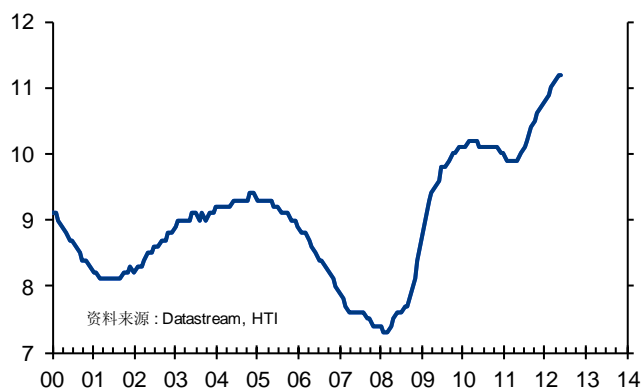
- 长期利率和相关风险溢价分歧严重
- 各国银行间体系内的资金流动呈下降态势
- 欧元区各成员国的信贷方式仍缺乏对称性
- 欧元区内贸易持续下滑
- 财政政策紧缩程度达到高度差异化的水平
- 失业率走势不对称
- 经济困难局面从周边国家向核心国家蔓延
- 各国金融机构在其与欧洲央行的回购操作中使用的担保品性质差异明显
- 地处欧洲各国的母公司和子公司之间的资金转移处于低位
- 欧洲各国领导人的沟通以及对6月协议的不同解读反映了协调性的缺乏
- 德国领导人再次批评希腊政府

令市场信心受损的一系列因素

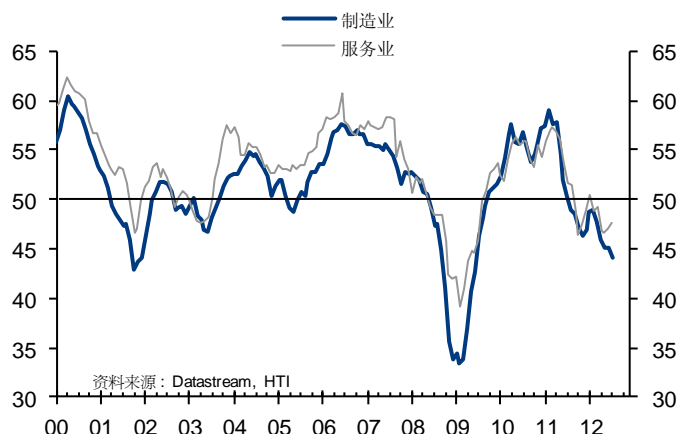
数个因素共同作用使得全球投资者信心恶化，并使欧元区的脆弱性加剧。

- 对希腊政府是否能继续承担支付剩余债务并坚持最近的 1300 亿欧元救助措施所附带的整合计划时间表的质疑不断增多。目前“三巨头”有关该计划的重新谈判过程中，数位欧洲领导人表达出他们对希腊仍留在欧元区的能力的质疑，这是自此次危机开始以来的第一次，德国大多数民众在民意调查中表示倾向于希腊退出的结果；
- 西班牙议会对新一轮总计 650 亿欧元的紧缩措施进行投票表决，引发了暴力罢工。西班牙银行体系 1000 亿欧元救助措施的实施存在些许质疑和延期。政府强硬地拒绝设想对经济进行普遍救助；
- 穆迪在 2012 年 7 月 13 日下调意大利公共债务评级；
- 穆迪将核心国家（如德国、荷兰和卢森堡）公共债务列入负面观察名单，由于其通过与 EFSF-ESM 有关的承诺使自身风险敞口不断扩大所致。而该评级机构已下调 EFSF 的评级；
- 欧元区总体宏观经济状况恶化，制造业 PMI 表明 2012 年第二季度衰退加剧。2012 年第二季度西班牙和英国经济衰退深化；
- 欧洲各国领导人强有力承诺的缺乏激化了市场疑虑。在市场预期获得欧洲政府部门强有力承诺之际，推动建立银行业联盟面临停滞，公共债务池化构想化为泡影。7 月欧洲央行重申其无意在二级市场干预公共债务，以及拒绝向欧洲稳定机制发放银行许可证。

欧元区失业率 (%)



欧元区 PMI



信用评级修订						
国家	评级机构	类别	信用评级改变	当前评级	先前评级	修订时间
意大利	Moody's	主权信用展望	首次发布	负面	-	07/12/12
		本国货币计价长期债券	↓	Baa2	A3	07/12/12
		外国货币计价长期债券	↓	Baa2	A3	07/12/12
塞浦路斯	S&P	本国货币计价长期债券	↓	BB	BB+	08/02/12
		外国货币计价长期债券	↓	BB	BB+	08/02/12
	Fitch	主权信用展望	首次发布	负面	-	06/25/12
		本国货币计价长期债券	↓	BB+	BBB-	06/25/12
西班牙	Moody's	外国货币计价长期债券	↓	BB+	BBB-	06/25/12
		本国货币计价长期债券	↓	Baa3	A3	06/13/12
	Fitch	外国货币计价长期债券	↓	Baa3	A3	06/13/12
		主权信用展望	首次发布	负面	-	06/07/12
		本国货币计价长期债券	↓	BBB	A	06/07/12
外国货币计价长期债券	↓	BBB	A	06/07/12		
德国	Moody's	主权信用展望	-	负面	-	07/23/12
荷兰	Moody's	主权信用展望	首次发布	负面	-	07/23/12
卢森堡	Moody's	主权信用展望	首次发布	负面	-	07/23/12

资料来源: Bloomberg, HTI

欧洲政府总动员

为防止陷入解体过程，欧洲各政府部门必须迅速回应。欧洲央行首先展示出赞成欧元区统一的强有力承诺。在欧洲央行管理委员会月度会议前一周，德拉吉指出，欧洲央行已做好准备，采取“一切可以采取的措施”保持欧元区的稳定性，并补充道，“相信我，这就够了”。他通过这些话表示，欧洲央行愿意设想加大公共债券二级市场的干预力度。但是，在 2012 年 8 月初，欧洲央行行长并未宣布启动此种干预措施，再次让市场颇感失望。欧洲央行购买政府债券的可能性得到确认，但要遵循特定条件。各国政府激活 EFSF-ESM 的援助已成为欧洲央行在债券市场任何购买行动的必要前提。而重要的是，要获得 EFSF 的援助都需要稳定机制的任何潜在受益人实施财政整合改革。

市场认为有助于欧洲央行的决定具有负面影响。实际上它并未缓解长期利率水平过高的担忧，从而使危险债务持续存在，特别是在西班牙和意大利政府直截了当拒绝考虑进一步限制其预算的情况下更是如此。不过长期来看，这一条件将有利于欧元区稳定，原因如下：

- 公共债务无条件全面货币化将导致各国政府出现道德风险举动；
- 这种新的有条件量化宽松政策的框架将促使各国政府追求自身的结构性改革和财政巩固；
- 它也会促使欧洲各国政府加速欧洲稳定机制改革，从而使该稳定机制直接干预公共债务一级或二级市场；
- 它将阻止各国政府对货币政策有过高预期。长期利率稳定必然会使其巩固措施获得回报，而非人为回应货币操纵。

最重要的一些欧洲领导人一致欢迎欧洲央行的决策。他们重申进行结构性改革、实施紧缩措施、在不危及债务稳定性的前提下支持经济增长以及将希腊留在欧洲经济与货币联盟内的必要性。西班牙和意大利政府表达了对激活 EFSF 必要性的部分保留意见，这一举动旨在新框架的细节敲定前为两国政府争取时间。

希腊：退出欧洲经济与货币联盟仍不太可能

“三巨头”和希腊之间的谈判还会非常紧张。安东尼奥·萨马拉斯（Antonio Samaras）在承诺就涉及最近 1300 亿欧元救助计划过于严苛的条件重新进行谈判的基础上当选。作为延期两年实施财政巩固计划的交换，萨马拉斯政府提出重启结构性改革，以加快私有化进程，兼并购止部分公共机构。希腊几乎已无缓和余地，因为希腊政府正等待支付救助计划中的 315 亿欧元部分，若该资金救助没有或延期支付希腊将面临快速违约。为批准救助支付的延续性，“三巨头”要求 2013 年和 2014 年进一步节约 115 亿欧元资金。同时，希腊经济陷入自由落体式衰退，2012 年第一季度 GDP 同比下降 6.2%，2012 年 4 月失业率升至 22.5%。未来几个月，我们预计：

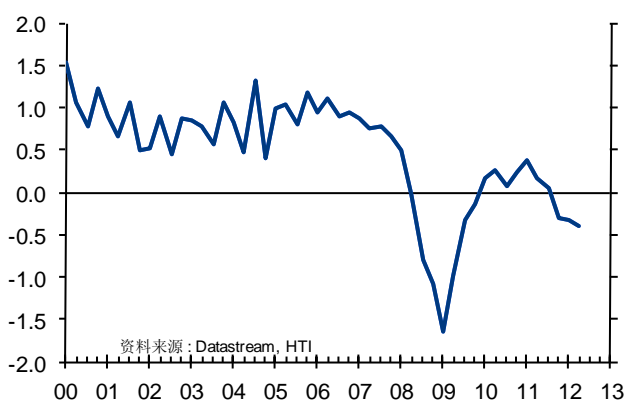
- “三巨头”和希腊政府将就延期两年实施公共账户巩固措施达成协议。总额 115 亿欧元的新增节约资金目标必须在 2013 年至 2016 年（而非 2013 年至 2014 年）期间实现；
- 公共部门私有化和合理化步伐将会加快；
- 将宣布面向希腊的部分结构性资金配置与 1200 亿欧元的增长方案有关；
- 将宣布新一轮紧缩政策，以满足欧盟要求；
- 希腊仍将留在欧洲经济与货币联盟内，原因是鉴于显著的蔓延风险以及随后该货币联盟有可能解体，希腊退出的成本过高，欧元区也将付出沉重代价。

西班牙：宏观经济状况持续恶化可能促使政府寻求全面救助

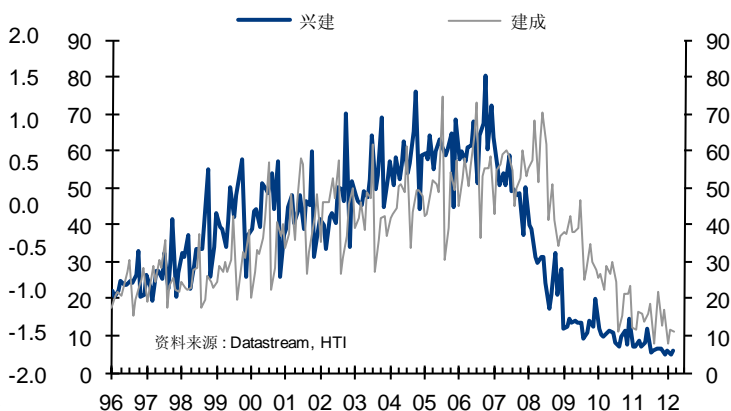
2012 年第二季度西班牙 GDP 季度环比下降 0.4%，而 2012 年第一季度和 2011 年第四季度 GDP 季度环比均下降 0.3%。国内层面的紧缩政策，以及外部层面的欧洲贸易伙伴需求大幅下降的不利影响，导致西班牙经济衰退进一步深化。由于议会在 2012 年 7 月 11 日投票表决实施新一轮 650 亿欧元的紧缩措施，未来几个月这种形势不会有任何好转。新措施如下：

- 将增值税从 18% 上调至 21%
- 减少失业救济金
- 停止为购房者提供的退税优惠
- 取消公共部门员工的年终奖金
- 削减公务员和国家议会成员的薪酬
- 进一步巩固地方政府公共账户
- 削减 20% 的工会和政党的公共融资
- 新一轮私有化
- 削减能源费用补贴

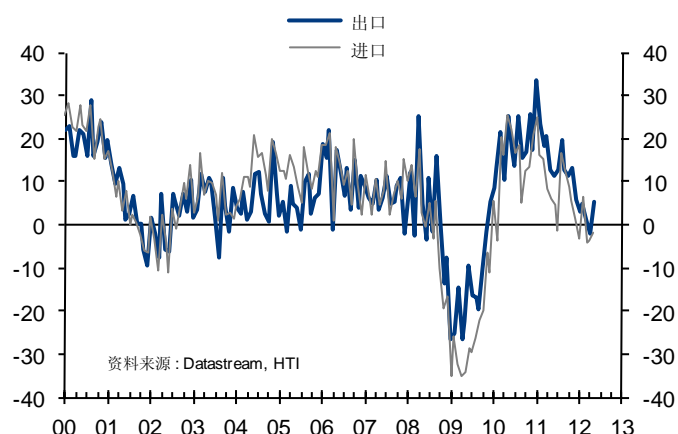
西班牙GDP（季度环比%）



西班牙兴建与建成住房（千）



西班牙对外贸易（同比%）



西班牙政府固执地拒绝“普遍”救助，料将带来与之前其拒绝救助银行体系需求相同的后果。西班牙公共债务的长期利率创下历史新高，这是由于市场对西班牙政府承担债务支付的能力缺乏信心所致。目前仍在继续的恶性循环如下。必要但过于严苛的财政紧缩政策严重打压国内需求，导致财政收入过低，赤字进一步累积。预期的债务累积导致风险溢价上升，由此导致公共债务利率升高。债务的利息负担过重，从而使公共账户形势恶化。在缺少外部增长支持的情况下，西班牙政府的唯一方法是寻求救助。我们认为，这不只是几周便可得出结论的问题。欧洲央行和 EFSF 料将出手干预欧洲公共债券一级市场和二级市场，并促使长期利率暂时下降。但是，鉴于 2012 年和 2013 年欧元区总体缺乏新增长源泉，并且鉴于短期融资需求依然过高，西班牙将出现无法满足其短期承诺的局面，并极有可能在今年年底前请求全面救助。

发达经济体总融资需求（GDP占比%）

	2012			2013			2014		
	到期债务	预算赤字	总融资需求	到期债务	预算赤字	总融资需求	到期债务	预算赤字	总融资需求
日本	49.1	10	59.1	50.8	8.7	59.5	50	7.9	57.9
意大利	26.4	2.4	28.7	22.4	1.5	23.9	22.6	1.6	24.2
葡萄牙	22.2	4.5	26.7	16.7	3	19.7	18	2.3	20.4
美国	17.7	8.1	25.8	19.9	6.3	26.2	20.1	4.9	25
西班牙	14.9	6	20.9	15.8	5.7	21.5	14.7	5.2	20
比利时	16.4	2.9	19.3	17.3	2.2	19.5	16.9	1.3	18.1
法国	13.6	4.6	18.2	15.6	3.9	19.5	15	3.1	18.1
加拿大	12.5	3.7	16.1	14.9	2.9	17.8	15.7	2.1	17.8
爱尔兰	3.6	11.7	15.3	6.1	8.6	14.7	8.1	5.7	13.8
荷兰	10.4	4.5	14.9	11.4	4.9	16.4	12.3	4.7	17.1
英国	6.9	8	14.8	7.3	6.6	13.9	9.1	5	14.2
德国	8.1	0.8	8.9	8	0.6	8.5	5.5	0.3	5.8
芬兰	7.2	1.4	8.6	7.2	0.8	8	7.5	0.3	7.9
澳大利亚	2.4	2.5	4.9	2.9	0.6	3.6	3	0.3	3.3
瑞典	4.4	0.1	4.5	2.4	-0.5	1.9	5.1	-1.3	3.8
加权平均值	19.2	6.5	25.7	20.5	5.2	25.7	20.4	4.2	24.6

资料来源: Bloomberg, IMF

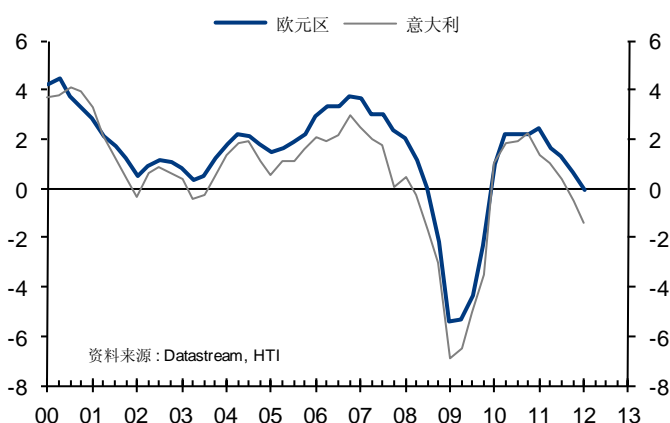
为满足向西班牙银行体系提供 1000 亿欧元救助所附带的条件，蒙蒂将批准在 2012 年 8 月 24 日建立所谓的“坏账银行”。该机构将负责管理西班牙 14 家最大型银行资产负债表内的不良资产（主要是房地产资产）。预计“坏账银行”将在 2012 年 11 月前最终敲定。可能性最高的安排救助的方式是，直接为西班牙政府重组基金（FROB）提供欧洲金融稳定基金债券。FROB 将把这些债券配置到“坏账银行”和上述 14 家银行。重组过程的第一步包括评估覆盖不良资产的资金需求。自 8 月初以来已在着手进行这一过程，预计到 9 月中旬完成。确定并定价不良资产后，“坏账银行”将购买这 14 家银行的问题资产。“坏账银行”的资金需求目前估计为 250 亿欧元。剩余 750 亿欧元将供这 14 家银行重组之用。这些银行可将欧洲金融稳定基金债券用作从欧洲央行借入资金的担保品。创建“坏账银行”将是西班牙银行体系巩固过程的坚实一步。这将有助于问题银行摆脱不良贷款，而这正在束缚他们的贷款能力。投资者对旨在稳定西班牙银行的这一正确方向的举措表示欢迎，因此也成为稳定公共账户的一种方式。

意大利：下一个需要救助的国家

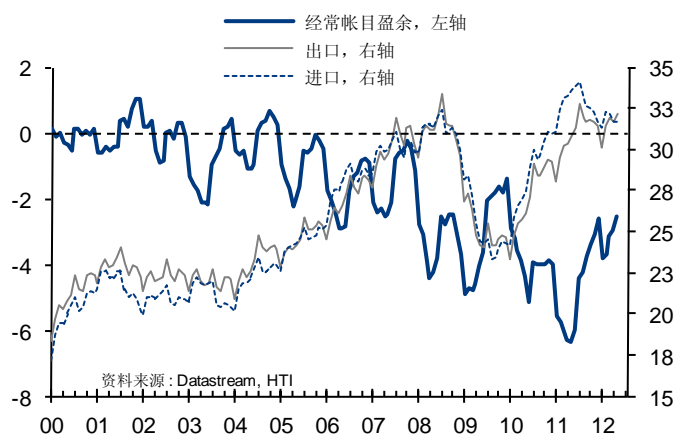
穆迪在 7 月 16 日将意大利公共债务的评级从 A3 下调至 Baa2。穆迪指出，下调评级的决定主要基于三个理由：融资成本预计会上升、宏观经济环境恶化、结构性改革步伐放缓。我们认为在穆迪公布上述决定前，西班牙公共债务的融资成本已经达到不可持续的水平。穆迪再次没有及时指出西班牙和希腊蔓延的风险升高。我们并不认为在欧洲强化稳定框架、希腊新联合政府选举、宣布为西班牙银行业体系提供 1000 亿欧元救助之后，穆迪的这种观点具有说服力。

穆迪的第二个理由更加中肯。2012 年第一季度意大利 GDP 季度环比下降 0.8%，2011 年第 4 季度 GDP 季度环比下降 0.7%，而同期欧元区 GDP 分别季度环比增长 0% 和下降 0.3%。2012 年第 2 季度意大利 GDP 季度环比下降 0.7%。2012 年 5 月失业率从 2011 年 5 月的 8.2% 升至 10.1%。这些经济困境使意大利政府将预算平衡时间从 2013 年推迟到 2014 年。与欧洲其他国家类似，欧元贬值（伴随国内需求急剧下滑）令经常账赤字下降。不过在贸易收支层面的升幅较小，使得从外部需求中获得正面支持的希望渺茫。

GDP 增长（同比%）



意大利对外贸易（十亿欧元，6个月平均移动）



穆迪的第三个理由提到结构性改革速度放缓，结构性改革也许已失去动力。穆迪认可蒙蒂技术官僚政府所付出的努力以及所取得的进展，如连续三个财政巩固方案的实施、养老金制度日益强化、从 2014 年起用财政规定规划均衡预算。但是劳动力市场改革遭到民众的强烈反对，上调增值税的时间已推迟到 2013 年。穆迪对民众的改革疲劳感到担忧，并强调预算巩固过程中存在停滞风险。此外贝卢斯科尼在政治上东山再起的可能意味着，改革的延续性可能再次受到沉重打击，并有可能使整个意大利面临稳定性风险。市场信心不足实际上可能会导致融资成本大幅上升，从而使债务失去可持续性。下一次大选将于 2013 年 4 月举行。即将举行的大选将影响改革步伐，并使蒙蒂技术官僚政府的稳定性越来越脆弱。

在此种背景下，穆迪下调意大利债券评级可能会给债务稳定性施加自我实现的影响。由此导致的信心不足令融资成本上升，并使债务失去可持续性。近期的一项研究显示，与此次危机之前的时期相比，各评级机构在此次危机之后采用了更为严格的标准。越来越严格可能已导致其转达的信息可以自我实现，在急剧下调其评级之后，任何国家都无法经受长期利率上升的考验。

2012年下半年和2013年将会发生什么？

欧洲市场的不稳定性将持续到今年年底。8月底前，希腊、西班牙或意大利公共债务的紧张局势依然突出，而这也是新欧洲金融稳定基金-欧洲央行工具运行所需的时间。9月下半个月，西班牙和意大利政府可能会受到鼓励，要求并获得欧洲金融稳定基金和欧洲央行的干预，从而稳定其债务的融资状况。将由欧盟委员会提出呈送欧洲各国的欧洲银行业联盟初步草案将于9月12日公布。西班牙将在8月底创建坏账银行。欧洲组织框架取得明显进展，欧洲金融稳定基金和欧洲央行联手干预主权债券市场，以及全球层面的货币政策日趋宽松，这些在9月和10月将有利于大大降低市场对周边国家长期利率的压力。

然而就银行业联盟和针对欧洲稳定机制的银行许可证达成协议面临重重困难，这将再次削弱市场信心。与西班牙坏账银行类似，欧洲稳定机制切实运行所需的时间可能会超过预期，2013年年初以前也许无法实现这一目标。同时欧元区总体宏观经济表现欠佳，周边国家尤为如此，周边国家再融资需求旺盛、有关意大利政府稳定性的不确定性，这些因素将促使较高的风险规避情绪重新抬头。2013年，欧元区经济增长依然偏低。但是与财政巩固过程有关的初期正面影响，即贸易逆差下降、单位劳动成本下降趋势应会明朗化。最先注意到的公共债务和赤字下降信号应出现在2013年下半年。债务企稳以及稳定框架强化将导致周边国家的长期利率显著下降。而核心国家的长期利率将会上升，其公共债务的避险天堂作用也日益削弱。

部分已发表报告

标题	类型	日期
美国制造业回巢之于中国：昙花一现还是星火燎原？	新兴金融市场瞭望(8月号)	8-2-12
贸易保护主义死灰复燃	全球市场月报(8月号)	8-1-12
欧盟峰会：阶段性战役告捷但全面胜利为时尚早	热点追踪	7-3-12
洛斯卡沃斯 G20 峰会明确刺激需求的政策立场	热点追踪	6-21-12
有形的手：政策引领全球经济 2H12 - 2013	半年度報告	6-20-12
揭开希腊大选背后的逻辑	热点追踪	6-15-12
爱尔兰公投：说“是”以外别无他选	热点追踪	6-4-12
对西班牙的质疑陡增强化了紧急救助的可能性	热点追踪	6-1-12
拆弹：走出中国养老金制度的困境	主题报告	5-22-12
法国和希腊选举反映权利从单纯减缩政策拥护者转移	热点追踪	5-10-12
页岩气：为中国未来助力？	新兴金融市场瞭望(5月号)	5-3-12
欧洲银行能否重获新生？	全球市场月报(5月号)	5-2-12
西班牙重陷泥潭	热点追踪	4-13-12
西班牙预算与 EFSF-ESM 的结合：更强大的框架但欧元区风险不会降低	热点追踪	4-3-12
持有人民币：各国央行新趋势	新兴金融市场瞭望(4月号)	4-2-12
2012 年油价走势预测	全球市场月报(4月号)	4-2-12
美国预算案之争集体动员	热点追踪	3-23-12
中国已成为了一个真正的超级大国吗	主题报告	3-5-12
西进：习近平访美开启中美合作新篇章	新兴金融市场瞭望(3月号)	3-2-12
债务危机下的贸易战与绿色战？	新兴金融市场瞭望(2月号)	2-3-12

免责声明

本文件由从事证券及期货条例（香港法例第 571 章）中第 4 类（就证券提供意见）受规管活动之持牌法团海通国际资料研究有限公司（「海通国际资料研究」）所发行，并准许由海通国际证券有限公司（「海通国际证券」）及 / 或海通国际投资服务有限公司（「海通国际投资服务」）（两者均为从事第一类（证券交易）受规管活动之持牌法团）在香港派发。

本文件所载资料和意见乃根据被认为可靠之资料来源及以真诚编制，惟海通国际资料研究、海通国际证券、海通国际投资服务或海通国际证券集团任何其他成员公司（「海通国际证券集团」）并不就此等内容之准确性、完整性或正确性作出明示或默示之保证。本文件内表达之所有意见均可在不作另行通知下作出更改。本文件纯粹用作提供资讯，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，而本文件亦并非及不应被解作提供明示或默示的买入或沽出证券的要约。本文件所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本文件所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明，此外任何价格并不一定能够反映海通国际证券的内部账册和记录或以理论模型为基础的估值，并且可能是基于若干假设。由海通国际资料研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，请阁下注意本文件所载的投资建议并非特别为阁下而设。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并（如适用）咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其他专业顾问，以评估投资建议是否合适。

海通国际证券集团和本集团的关联公司、高级职员、董事和雇员（不包括负责本文件内容的分析员）将不时于本文件中提及的证券或衍生工具（如有）持有长仓或短仓、作为主事人，以及进行购买或沽售。

海通国际证券的销售人员、交易员及其他专业人员或会向有关客户及海通国际证券之成员公司提供可能与本文件所表达意见不同的口头或书面市场评论或买卖策略。海通国际证券或会作出与本文件所述投资建议或见解不符的投资决定。海通国际资料研究并无责任向接收本文件的任何人士提供该等其他买卖意见或建议。

海通国际证券集团或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载资料而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本文件只供指定收件人使用，未获海通国际资料研究事先书面同意前，不得复印、派发或发行本文件作任何用途。

分析员保证：

每名主要负责撰写本研究文件内容的分析员均为根据证券及期货条例注册的持牌人士，此等人士就每个包括在本文件的证券或发行人保证：

- (1) 所表达之意见准确地反映分析员对该等证券及 / 或发行人的个人见解，并以独立方式编制（包括涉及有关海通国际证券集团的意见）；及
- (2) 分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本文件内发表的具体建议或意见概无直接或间接关连。

投资建议的评级标准

	评级	说明
股票 (12个月)	强烈买入	目标价相对目前股价超过+20%潜在升幅
	买入	目标价相对目前股价的潜在升幅介乎 +10%至 +20%
	持有	目标价相对目前股价的潜在升幅介乎-10% 至 +10%
	沽售	目标价相对目前股价的潜在跌幅介乎 -10% 至 -20%
	强烈沽售	目标价相对目前股价的潜在跌幅超过-20%
行业	看好	相对目前股价涨幅等同 10%或以上
	中性	相对目前股价涨幅介于-10% 至 +10%
	看淡	相对目前股价涨幅等同 -10%或以上

Address: 22/F, Li Po Chun Chambers,
189 Des Voeux Road Central, Hong Kong

Telephone: (852) 3723 2918

Fax: (852) 2869 7737

Email research@htisec.com

地址: 李寶椿大廈 22 樓
香港中環德輔道中 189 號

電話: (852) 3723 2918

傳真: (852) 2869 7737

電郵 research@htisec.com