

王群航 执业证书编号：S0570512070009
研究员 010-68085588-652
wangqunhang@mail.htsc.com.cn

完善市场风险配置与交易需求的突破性 标的

相关研究

——国泰上证 5 年期国债 ETF 投资价值评析

投资要点：

- ◆ **促进各类投资者做好基金资产风险配置的重要标的。**ETF 是我们长期推荐的必须关注类产品里的重中之重；端正理念，国泰上证 5 年期国债 ETF 同样能够给投资者带来较好的收益预期。
- ◆ **完善广大投资者对于低风险品种交易需求的重要标的。**国泰上证 5 年期国债 ETF 其实并不神秘；相比可以在交易所交易的各类低风险品种有着明显的差异、互补，以及优势；自成体系的创新与发展必将会有良好的全市场开放性和引导性。

正文目录

| | |
|--|---|
| 一、促进各类投资者做好基金资产风险配置的重要标的 | 3 |
| (一) 场内市场风险收益层级丰富与发展的脉络 | 3 |
| (二) ETF 是我们长期推荐的必须关注类产品里的重中之重 | 3 |
| (三) 端正理念，国泰上证 5 年期国债 ETF 同样能够给投资者带来较好的收益预期 | 4 |
| 二、完善广大投资者对于低风险品种交易需求的重要标的 | 5 |
| (一) 国泰上证 5 年期国债 ETF 其实并不神秘 | 5 |
| (二) 相比可以在交易所交易的各类低风险品种有着明显的差异、互补，以及优势 | 6 |
| (三) 自成体系的创新与发展必将会有良好的全市场开放性和引导性 | 7 |
| 三、风险提示 | 8 |

图表目录

未找到图形项目表。

未找到目录项。

继 2012 年度固定收益类公募基金产品大发展之后，截至 2013 年 2 月 7 日，固定收益类产品继续呈现出快速发展的良好势头。今年新公布的新基金的招募说明书已有 48 份，其中有 33 只是固定收益类产品，占比为 58.8%，在这些固定收益类产品里，纯债类的数量为 27 只，占全市场总量的比例为 56.3%。这些数据表明，纯债类基金产品继续是当前市场中的主流产品类别。作为固定收益类产品里的一项重大创新，国泰上证 5 年期国债 ETF 的面世，将成为完善市场风险配置与交易需求的突破性标的。

一、促进各类投资者做好基金资产风险配置的重要标的

资产配置理念是市场上人所共知的，但是，如何做好配置？是在不同的市场间做到配置，还是在一个市场里完成配置，是很多投资者没有刻意思考过的问题。就已有的市场格局来看，大家通常是在不同的市场间实现配置，这样的配置方式，由于它是随着市场的发展而渐进形成的，大家也就自然而然地习惯了，例如，股票市场，或者说场内市场，很多人就把它当成是一个高风险的市场。但是现在，随着技术的进步，以及创新理念的普及，场内市场的原本特性正在悄然地发生着转变。

（一）场内市场风险收益层级丰富与发展的脉络

转变的标志之一，就是分级基金的出现。正是因为有了分级基金，才使得场内市场可交易品种的风险收益层级得以丰富。广大投资者完全可以通过设立在券商处的一个交易账户，来实现对于具有不同风险收益层级的、各种类型可投资资产的配置，这将对个人财富管理的一个极大便利。当前的理财市场格局是：券商重点做高风险方面的，银行主要做低风险方面的。而分级基金的出现，将使得券商可以大一统市场，为投资者提供真正意义上的全方位投资理财服务。

当前，场内市场的交易品种主要是股票。在此，我们不妨先把这些股票看成为一个大大的集合，并假设这个股票大集合属于风险中性。而分级基金通常有 A、B 两类风险收益等级迥然不同的份额，A 类份额由于具有约定收益的性质，且实现约定的收益率都显著高于银行存款很多，因此可以被看成为较好的低风险类可交易品种；B 类份额由于带有杠杆性质，故可以被看成为高风险类品种，其杠杆效应的存在，等于是在让所有买卖该种份额的投资者都自动获得了融资融券交易的权力和待遇。

但是，即使是 A 类份额，由于其自身的内在特质，以及一些具体品种在条款设计细节上的差异，使得这些 A 类份额常常会遭遇如何准确定价的难题，包括很多专业的投资机构都在不停地交流和探索这方面的问题，有些定价模型有越做越复杂的趋势，这将会使得更多的普通投资者难以适应，并进而会使得一些基金的 A 类份额正在遇到曲高和寡、交易贫乏的窘境。

如何为场内市场提供种类更加丰富的、风险收益特质更加纯粹的低风险品种，一直是很多基金公司正在努力研发的课题，现在，国泰基金管理公司在这方面已经率先取得了新的突破，即发行国泰上证 5 年期国债 ETF。该基金在继续保持住了 ETF 这种投资工具所特有的流动性好、透明度高、交易成本低廉等一系列优点的基础上，辅之以国债这种传统的低风险标的，将会给场内市场带来一种全新的低风险投资标的和投资体验。

（二）ETF 是我们长期推荐的必须关注类产品里的重中之重

2009 年，我们开始推出对于各个类型基金的基本投资策略，其中，对于指数型基金，我们的表述是：必须配置。必须配置，目的商在于让广大投资者面对基础市场行情上涨的时候能够有一个大概率的、获取相当于特定市场标的集合之平均水平收益的机会，这一切，就

是在有了准确择时的操作基础上，能够即赚指数又有收益。

上述观点的产生，是基于我们对于指数型基金净值表现的长期跟踪观察。在具有主动型资产管理特征的股票型基金方面，虽然很多品种的背后都有着各家基金公司专业化资产管理的光环，但是，由于仓位的原因，当股票市场行情上涨的时候，股票型基金的平均净值增长率常常会表现的不如指数型基金。例如，在 2006 年和 2007 年，股票型基金的年度平均净值增长率分别为 121.41% 和 126.84%，而指数型基金的年度平均净值增长率分别为 125.87% 和 141.48%，后者高于前者较多。

指数化投资还有一个显著的特点，即旗下基金净值波动方向与幅度的高度一致性。还是以 2006 年和 2007 年度的行情为例，在过去的那两个股市大牛市行情中，所有指基当年的净值增长率都翻番；而作为当时以及现在都一直是市场上最大类别的股票型基金，在那两年分别只有 84.91% 和 88.31% 的产品净值翻番。这个统计数据可以给我们这样一个结论：在对基础市场行情发展趋势判断正确的情况下，选择指数型基金进行投资，获取较好收益的概率或将会更高一些。

2011 年下半年，基于 ETF 数量的快速增加和品种的日益丰富，我们提出了一个更加鲜明的观点，即在必须配置的指数型基金里，一定要以 ETF 为重点，即在确定要投资指数型基金的时候，只投资 ETF 即可。因为投资 ETF 不仅仅具有成本低、速度快等优点，更有跟踪效率高这个根本性的优势。评价指数型基金绩效的标准是跟踪误差，在日跟踪偏离度的绝对值和年跟踪误差这两项指标方面，常规指数型基金的标准通常是 0.35% 和 4%，而 ETF 则是 0.2% 和 2%。

未来，在正常情况下，作为明确的风险控制目标，国泰上证 5 年期国债 ETF 将会力争把对于标的指数的日跟踪偏离度的绝对值控制在 0.2% 以内，年化跟踪误差控制在 2% 以内。这样的定量标准是 ETF 的通行标准，只不过对于国泰上证 5 年期国债 ETF 来说，由于该产品的创新性和标的债券的流动性等客观因素，这样的标准可能具有一定的挑战性，但同时也表明了该公司量化管理团队的信心。

（三）端正理念，国泰上证 5 年期国债 ETF 同样能够给投资者带来较好的收益预期

我们建议广大投资者把国泰上证 5 年期国债 ETF 作为重要的资产配置对象，首先要请大家一个明确的投资理念是：此类产品作为固定收益类标的，其风险和收益特征必然无法与权益类产品相对比，并且，该基金又是在以国债这种利率产品作为标的，风险相对更低，收益预期更是在理论上低于信用类产品。因此，在策略性地配置此类标的，包括该 ETF 时，主要目的在于规避权益类市场的风险，然后才是为了尽量获取高于银行活期存款利率（税后）水平的收益。

基于上述被理性调整之后的收益预期，此时我们再来看看上证 5 年期国债指数（全价）的表现，就可以有一种较为平静的感觉：2008 年，该指数的收益率是 15.87%；2009 年，该指数的收益率是负的 1.33%；2010 年，该指数的收益率仅为 0.67%；2011 年，该指数的收益率上升为 6.41%；2012 年，该指数的收益率是 2.93%。总体来看，收益率表现较好，并且较为显著地表现出了与股票市场行情有反向波动的特征，而这恰好就是这类投资品种的多种重要价值所在。

1、配置价值。 国泰上证 5 年期国债 ETF 作为一个良好的低风险场内可交易品种，它能够同场内现有的数十只权益类 ETF 形成良好的风险收益特征互补，成为值得广大投资者重点关注的投资备选标的。并且，从风险收益特征和资金实力这两个角度出发，场内可交易基金将由此形成两大系列：ETF 系列；分级基金系列。ETF 系列更为适合资金实力为大、中型的投资者；分级基金系列更为适合资金实力为中、小型的投资者。这两个系列的、风险

收益层级较为完备的产品系列，可以使得各类投资者能够在良好的择时策略的基础上，让良好的流动性，配置良好的安全性。

2、持有价值。基于上述上证 5 年期国债指数（全价）的在过去五年时间里的收益率表现，以及国债这个品种本身的低风险性、安全性、收益性，以及 ETF 这种投资工具天然所具有的风险分散、透明度高、工具属性更强、对于基金经理主动性投资管理能力的依赖程度较低、交易费率相对更为低廉、无纸化交易相对更为方便等等一系列特性，把其作为一个更为长期的低风险类资产进行观察和配置，相对长期地持有，也一种值得参考的投资、投基策略。

3、现货价值。未来，固定收益类产品的二级市场将会大发展，其中一个可以肯定的事实是：国债期货将会上市。就目前已知的有关债券指数类可交易品种来看，有望或者能够与之相对应的、最为合适的现货标的当属国泰上证 5 年期国债 ETF。届时，国泰上证 5 年期国债 ETF 将会得到新的发展机遇和动力。

4、质押价值。为促进国债 ETF 市场的发展，更好地满足投资者的投资交易需求，上海证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司决定自 2013 年 3 月 25 日起，将国债 ETF 计入现有债券质押式回购质押库。根据相关规定，国债 ETF 的折扣系数目前暂定为 97%；回购标准券的使用率可以不超过 90%，回购放大倍数可以不超过 5 倍。如此一来，将可以大大提高相关投资者的资金使用效率。

二、完善广大投资者对于低风险品种交易需求的重要标的

券商曾经给很多投资者留下了一个深刻的、难以磨灭的印象：高风险。这种情况至今还在很多券商那里牢牢地保持着，他们给投资者提供的服务只是，或者说绝对多数地集中在股票买卖的通道代理方面。现在，行业内虽然已经开始逐渐重视对于客户的保证金管理这个方面的事宜，但是，从券商所开发并管理的相关产品的结构来看，低风险端的占比依然总体严重偏小。今后，借助基金，包括国债 ETF，券商应该能够在低风险产品交易服务方面找到新的抓手和突破的方式。

（一）国泰上证 5 年期国债 ETF 其实并不神秘

作为 2013 年度第一只具有重要创新意义的产品，国泰上证 5 年期国债 ETF 其实并不神秘，本质上，它就是一只常规的 ETF，之所以有带着创新的光环，与以往所不同的地方仅仅是债券，是成份国债。该基金将投资具有良好流动性的金融工具，包括上证 5 年期国债指数的成份国债及其备选成份国债，以及中国证监会允许基金投资的其它金融工具，其中，该基金对于上证 5 年期国债成份国债及其备选成份国债的投资比例将不低于基金资产净值的 90%，现金或者到期日在一年以内的政府债券将不低于基金资产净值的 5%。

上证 5 年期国债指数由中证指数公司编制和发布，其样本空间为 5 年期国债期货的可交割国债，具体为剩余期限在 4 年至 7 年、且托管在交易所市场和银行间市场的记账式国债。截至 2013 年 1 月 31 日，分布在上述两个市场且处于这个期限内的国债总量超过 2.35 万亿元，占全部市场 7.06 万亿元存量的比例为 33.21%，这样的容量与市场代表性均基本符合要求，能够充分满足该基金的投资运作需要。

国泰上证 5 年期国债 ETF 将主要按照优化抽样复制法来构建该基金的组合，即通过对所选定的标的指数中各成份国债的历史数据和相关指标进行分析，选择流动性较好的部分标的国债来构建投资组合，以期尽量准确地拟合标的指数的久期等指标，达到复制标的指数、

降低交易成本的目的。未来，该基金将会选择剩余期限为 4 至 7 年、平均久期为 5 年、且在银行间和交易所市场托管的 20 至 30 只记账式国债来构建组合。以往，在已有的国内市场权益类指数型基金当中，所有的产品都是在采取完全复制法来跟踪标的指数的，而该基金将使用优化选样法来跟踪标的指数，主要原因是在于某些标的国债本质上属于典型的长期投资品种，部分券种在二级市场上的流动性有时可能会难以满足需要。

由于国债的同质性较强，因此从理论上来看，优化抽样复制法只需要购入相对较少数量的标的证券便可以达到指数化投资的目的，根据对国内外市场具体情况的观察，由于优化抽样复制法对于量化技术和研究实力有着很高的综合性要求，总体来看使用这种方法的机构不是很多。国泰基金管理公司成立于 1998 年 3 月 5 日，作为国内的第一家规范化的基金公司，该公司的综合发展情况良好，它们的指数化投资团队是国内第一家最早同时管理了投资于国内、国外两个方面市场指数型基金的团队，拥有着较为丰富和全面的指数化投资管理经验，有着较为充分的自信心和实力来协助做好该基金的管理工作。

国泰上证 5 年期国债 ETF 的拟任基金经理张一格先生具有 6 年时间的证券从业经历，2006 年 6 月至 2012 年 8 月就职于兴业银行股份有限公司资金营运中心，任投资经理；2012 年 8 月加入国泰基金管理有限公司，12 月 26 日起担任国泰民安增利债券发起式基金的基金经理。由此来看，他过去的从业经验可能主要是集中在对于固定收益类产品的主动型投资管理方面。借助该公司积淀深厚的量化投资团队背景和支持，再加上他的过往经验，管理好这样一只具有独创意义的债券 ETF，把握性较大。

（二）相比可以在交易所交易各类低风险品种有着明显的差异、互补，以及优势

在二级市场做投资的人，不仅仅都是一门心思在高风险品种上追逐利润的，当股票市场行情不适合操作的时候，除了单调地把资金趴在账户上获取一些收益率稳定但极低的活期储蓄收益之外，绝大多数人同样需要一些匹配各自风险收益需求的低风险产品，国泰上证 5 年期国债 ETF 的面世，恰好可以给大家带来一个全新的投资感受，并且，该基金的优势也可以在与其它各类低风险产品的对比过程中凸显出来。

国泰上证 5 年期国债 ETF 将是一只具备完整意义 T+0 回转交易特质的品种，具体表现为：（1）当日买入的份额，当日可以卖出；（2）当日申购的份额，当日可以卖出；（3）当日买入的份额，当日可以赎回。（4）只要市场条件许可，上述各个交易流程理论上可以做多个来回。

1、货币市场基金。与只能够在场外做申购、赎回的货币市场基金相比，国泰上证 5 年期国债 ETF 最大的优势在于它的资金到账效率，即大家可以在场内实时买卖该基金。不看好股市，卖光了所有的股票，或者权益类 ETF 之后，可以立即买进该基金；看好股市行情，卖出该基金之后，只要报价合适，委托可以实时成交，资金可以实时到账，实时可以用于随后的相关交易。而申购、赎回货币市场基金，则完全做不到这些。

2012 年末，市场上开始陆陆续续出现了一些带有 T+0 交易特征的货币市场基金。与这些新式货基相比，国泰上证 5 年期国债 ETF 的最大优势首先在于其价格的波动特征理论上大概率地是与权益类产品呈反向运动的，也正是因为如此，收益率有可能会相对略高一些。其次，带有 T+0 交易特征的货币市场基金或由于每日限制申购量与赎回量，或由于收益率较为有限，或由于在某些券商处的交易成本较高等因素，总之，它们的现状与之前的市场乐观预计具有一定的差距。这些新货基作为创新产品，相关各方仍需要进行不断地探索与磨合，以综合性地提高这一小类产品的可投资价值。而这一切，若换个角度来看，则有可能是给其它类似的创新产品留出了发展的机会和空间。

2、短期理财债基。与短期理财债基相比，国泰上证 5 年期国债 ETF 最大的优势还是在于它良好的流动性，因为短期理财债基都带有一定的、长短时间不同的强制性封闭期限，现在已有的封闭期限种类有 7 天、14 天、21 天、28 天、一个月（对月对日）、两个月（对月对日）、一个季度（对月对日）、半年（对月对日）共八个档次。这八个档次其实就是短期理财债基可以被细分之后的八个子小类，无论长短，现在来看基本上都是绝对的封闭，这必将会影响到投资者资金的流动性，尤其是在对于权益类市场行情有误判的时候、当股票市场有突发性利好出现的时候，这个方面的风险更是要注意防范。

3、分级基金的 A 类份额。与分级基金的 A 类份额相比，国泰上证 5 年期国债 ETF 最大的优势在于它的交易容量，即该基金适合各个级别的资金运作。从场内的流动性特征来看，目前的分级基金 A 类份额绝大多数都只适合小规模资金的运作，仅有 2、3 个品种略微适合中等级别的资金运作，至于大资金，则基本上无法进入到这类产品中。以 2012 年第四季度的数据为例，日均成交金额在 1 亿元以上的品种仅有 1 只，日均成交金额在 1000 万元至 1 亿元的品种仅有 4 只，其它的都是些成交较少甚至稀少的品种，个别几只品种甚至会有全天无成交的情况出现。

4、其他。与可以在券商处买卖或认购、申购、赎回的其它类型品种相比，如券商理财、信托理财、银行理财，等等，只要遵循上述流动性与收益性相结合的分析方法，国泰上证 5 年期国债 ETF 的相对优势还是可以得到较为充分的凸显。由于这些品种目前的普及程度不高，这里就不再一一赘述。

作为 ETF，其二级市场流动性自然是大家最为关心的。回望国内基金市场近几年来的一些创新产品，二级市场的流动性严重不足，是困扰和制约这些创新及相关产品继续发展的瓶颈。同为债券类 ETF，可以是跟踪利率类产品的 ETF，即国债 ETF；也可以是跟踪信用类产品的 ETF，如公司债 ETF。从国际市场的经验来看，利率产品类 ETF 的二级市场流动性相对表现更好一些，有一个很典型的数据是：在套利机制的保驾下，利率类 ETF 的折溢价率可以控制住 0.7% 以内，而某些高收益类公司债 ETF 在极端情况下的溢价率曾经高至 10%，后者的套利机制当时几乎失效。

（三）自成体系的创新与发展必将会有良好的全市场开放性和引导性

每一个公司都会有自身的发展战略，所不同的只是目的、方向、大小、长短、优劣等等而已，表现在基金公司这里，发展战略里的核心部分之一就是产品。在国泰基金管理公司方面，较为鲜明的一个体现就是 ETF 类产品，除了最早在国内外市场做了布点之外，在国内市场方面，现有的两只产品与未来的国泰上证 5 年期国债 ETF 将会形成良好的、基于不同风险收益层面上的交易匹配。

作为国内市场上第一个只跟踪大金融这个单行业的 ETF，成立于 2011 年 3 月 31 日的国泰上证 180 金融 ETF 以其独特的价值特征和风险收益特征，深受广大投资者，尤其是各类专业性很强的机构投资者的密切关注。该基金成立以来对于大金融行业的平均资产配置比例是 99.11%，是大家指数化投资中国大金融行业的良好标的。而能够与之成为在权益类产品方面从大与小、价值与成长中这两个角度具有良好互补性对应的，其中之一便是国泰中小板 300 成长 ETF。

成立于 2012 年 3 月 15 日的国泰中小板 300 成长 ETF，运作至今，从行业配置来看有着较为鲜明的平均分布特征和行业稳定性特征，电子、食品饮料、批发零售贸易、石油化学塑胶塑料、建筑业这五个行业一直是它的前五大行业，前四个行业的配置比例都介于 10% 至 15% 之间，第五个行业的占比在 8% 左右。不过，该基金的最大特征还是在于它对于中小市值类高成长性股票的覆盖，并且，也正是由于它的成份股票数量较多，为 100 只（中小板

300 成长指数是以中小板 300 指数成分股为样本空间，以主营业务增长率、净利润增长率和净资产收益率为标准，挑选出最具成长因子的 100 只股票，指数长短收益率比中小板 300 指数、中小板指数等更优异)，才有了最初的两个特点。

国泰上证 180 金融与国泰中小板 300 成长这两只 ETF 都是市场特性十分活跃的权益类品种，但其再活跃也都有沉寂的时候和调整的时候，这时，值得考虑的一个替代性备选投资标的便是国泰上证 5 年期国债 ETF。不仅仅国泰基金管理公司已经为旗下的广大投资者安排好了如此相对完备的产品池，扩展到全市场的范围，广大投资者都可以把国泰上证 5 年期国债 ETF 作为对于其它高风险权益类 ETF 的低风险配置备选对象。

如果相关基金产品是追求绝对收益的，理论上讲，绝大多数都不需要择时。之所以这么说，从积极的角度来看，这样的产品风险小，都可以给大家赚到钱；而若从消极的或谨慎的角度来看，相关基金管理人的投资管理水平不同，对于风险的防范能力不同，当风险袭来的时候，处置的方法和措施及效果也会有很多的不同，最后的结果，那就是赚钱多与少的不同。如果有这么多的不同，那么，择时就是必需要考虑的事情。

如果相关基金产品是追求相对收益的，即像当前市场上所有的公募基金这样，则绝大多数是需要有一定程度的择时交易适当配合，因为现在这些公募基金的风险收益特征都已经为大家所共知。而 ETF 作为一种工具性特征十分显著的产品，则是更加需要有择时交易相配合的，此为一；基金的本质就是一种工具，每一种工具都具有自身鲜明的特性，做投资的职责，就是必须了解各种工具的特征，然后适时、适地、适量地用好它们，努力实现自身收益的最大化，此为二。因此说，国泰上证 5 年期国债 ETF 是一个完善市场风险配置与交易需求的突破性标的，值得广大投资者重点关注。

三、风险提示

(一) 基金的过往业绩并不代表未来表现，由于组合的构建一定程度上需参考历史业绩，因此组合中推荐的品种仅供参考；

(二) 基金的数据量庞大，数据质量不能完全由研究人员控制，本报告是基于历史数据的分析与推荐；

(三) 基金的投资业绩既与基础市场走势相关，也受到基金行业、基金公司、基金经理等因素的综合影响，并非本报告所能充分预期与提示。

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