

2012 年 02 月 07 日

证券研究报告--专题报告

2011 年全球 ETF 市场回顾

向外看 新的方向

分析师：方奕逾

执业证书编号：S0890511100001

电话：021-68778236

邮箱：fangyiyu@cnhbstock.com

联系人：毛雪梅

电话：021-68778039

相关研究报告

◎投资要点：

◆**行业总揽：**截止 2011 年末全球 ETF 市场已发展成为总数量 1379 只，总规模超过 1.06 万亿美元（较 2010 年末增长 5%）的创新型投资品种。根据“地理区域”、“投资理念”、“资产类别”以及“杠杆/方向”四个不同角度，我们对全球 ETF 市场进行了简单的梳理。就 2011 年度而言，尽管全球资本市场愁云惨淡，ETF 市场整体年度资金净流入 1180 亿美元（连续 5 年资金净流入超过 1000 亿美元），依然有超过 300 只 ETF 产品投放市场（较 2010 年末增长 25%）。伴随着市场的急剧变动，传统的基本面“自下而上”投资方式正在逐步被“自上而下”投资为主的新型模式所取代，而在这一过程中，ETF 的市场地位正在逐步获得重视。

◆**关注重点：**就 2011 年全球 ETF 市场存量资金流动情况而言，主要存在四大热点区域，分别是：高分红 ETF、固定收益型 ETF、非美国本土股票 ETF、商品期货 ETF。尽管以回溯的眼观分析，2011 年资金主流光顾品种，除却美国本土债券型 ETF 以及黄金类 ETF 等子品种表现优异外，多数品种跌幅较大，但是通过关注存量资金的变动情况，有利于国内投资者明了业态的发展态势。

◆**最新动态：**就 2011 年新发 ETF 而言，依然可以归纳出八大趋势，分别为：特定投资策略型 ETF、非美国本土债券 ETF、美国本土行业 ETF、差别化投资 ETF、生产期货企业 ETF、新兴市场行业 ETF、免交易费 ETF、货币对冲股票型 ETF。总体而言，未来全球 ETF 市场的发展态势主要从广度和深度两个方向不断拓展，在许多方面值得国内的 ETF 发行机构学习和参考。

◆**收益率归总：**2011 年全球资本普跌，但是单就 ETF、尤其是海外 ETF 市场而言，依然不乏表现极为优异的品种，通过杠杆放大，区间收益率客观，主要集中在：杠杆型做多美国长端国债 ETF、杠杆型做多黄金 ETF、杠杆型做空基础金属 ETF、做空新兴市场 ETF 以及杠杆型做多美国公用事业型 ETF。

正文目录

1. 全球 ETF 市场简介	3
2. 2011 年存量 ETF 市场前四大资金净流入领域	4
2.1. 高分红 ETF	4
2.2. 固定收益型 ETF	4
2.3. 非美国本土股票 ETF	4
2.4. 商品期货 ETF 成为热点	5
3. 2011 年新发 ETF 产品八大趋势	5
3.1. 特定投资策略型 ETF	5
3.2. 非美国本土债券 ETF	5
3.3. 美国本土行业 ETF	7
3.4. 差异化投资 ETF	7
3.5. 生产期货企业 ETF	9
3.6. 新兴市场行业 ETF	9
3.7. 免交易费 ETF	9
3.8. 货币对冲股票型 ETF	10
4. 2011 年全球收益率最高 ETF 类别统计	10

1.全球 ETF 市场简介

自 1989 年第一只跟踪标准普尔 500 的 Index Participation Shares 在美国证交所交易以来，ETF 市场发展迅速，截止 2011 年末已发展成为总数量 1379 只，总规模超过 1.06 万亿美元（较 2010 年末增长 5%）的创新型投资品种。根据“地理区域”、“投资理念”、“资产类别”以及“杠杆/方向”四个不同角度，我们对全球 ETF 市场进行了简单的梳理。就 2011 年度而言，尽管全球资本市场愁云惨淡，ETF 市场整体年度资金净流入 1180 亿美元（连续 5 年资金净流入超过 1000 亿美元），依然有超过 300 只 ETF 产品投放市场（较 2010 年末增长 25%）。伴随着市场的急剧变动，传统的基本面“自下而上”投资方式正在逐步被“自上而下”投资为主的新型模式所取代，而在这一过程中，ETF 的市场地位正在逐步获得重视。

表 1 全球上市 ETF 分类

地理区域		投资理念		资产类别		杠杆/方向	
合计数量	1379	合计数量	1379	合计数量	1379	合计数量	1379
美国	688	被动指数	1054	股票	930	无杠杆	1121
全球	331	增强指数	278	债券	187	杠杆型	110
国际（美国除外）	88	主动管理	41	期货	134	反向无杠杆	52
区域	62	社会责任	6	货币	37	反向杠杆型	96
特殊国别	837			地产	34		
新兴市场	61			跨资产	49		
				混合	8		

合计资产规模=1.06 万亿美金 平均管理费=0.6% 数据来源：全球 ETF 协会

下表列示了全球最大的 10 家发行机构相关信息，从中可以得出的结论有两条：首先，其管理资产规模占全球 ETF 总规模的 95.6%；其次，其发行 ETF 数量占全部 ETF 总量的 62.1%。

表 2 全球前十大 ETF 发行机构

发行人	管理资产规模（亿美元）	总规模占比（%）	产品数量	数量占比（%）
iShares	4483.5	42.2%	220	16.0%
SSgA	2664.6	25.1%	106	7.7%
Vanguard	1700.2	16.0%	64	4.6%
Invesco/PowerShares	447.4	4.2%	118	8.6%
Van Eck	234.8	2.2%	43	3.1%
Proshares	231.1	2.2%	126	9.1%
Wisdom Tree	121.8	1.1%	47	3.4%
Deutsche Bank	119.8	1.1%	21	1.5%
Rydex	77.2	0.7%	52	3.8%
Direxion	66.9	0.6%	60	4.4%
全美 ETF 资产总水平	10612.3	100.0%	1379	100.0%

数据来源：全球 ETF 协会

2.2011 年存量 ETF 市场前四大资金净流入领域

2.1.高分红 ETF

伴随着市场的剧烈震荡，ETF 投资者对于高分红 ETF 的热情与日俱增，根据全美 ETF 协会的跟踪，大蓝筹价值型股票型 ETF（Large Cap Value Equities）整体，2011 年资金净流入达 152.67 亿美元。在这一大类下，先锋红利增利股票型基金资金净流量排名首位，高达 37.23 亿美元，年化收益 5%。

表 3 高分红 ETF					
产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	分红率	PE/PB
VIG	先锋红利增利股票型 ETF	6.29%	92.2 亿美元	2.41%	14.23/3.68
数据来源：雅虎财经					

2.2.固定收益型 ETF

除了直接购买中端固定收益产品外，借道 ETF 进行债券投资成为越来越多投资者的共同选择，根据全美 ETF 协会的跟踪，全市场债券投资型 ETF（Total Bond Market）整体，2011 年资金净流入达 94.32 亿美元。在这一大类下，先锋巴克莱全债 ETF 资金净流量排名首位，高达 44.21 亿美元。与此同时，专门投资于公司企业债的 ETF 也受到了市场的热衷，其中资金净流入排名首位的 iShares iBoxx 投资等级公司债 ETF 录得 28.91 亿美元新增资金。

表 4 固定收益型 ETF				
产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	分红率
BND	先锋巴克莱全债型 ETF	7.06%	147 亿美元	3%
LQD	iShares iBoxx 投资等级公司债 ETF	4.05%	176 亿美元	4%
数据来源：雅虎财经				

2.3.非美国本土股票 ETF

尽管 2011 年美国市场一枝独秀的同时，非美国股票市场腥风血雨，愁云惨淡，站在投资者的角度，依然将非美国本土股票市场最为必备的分散化投资领域，整个大类全年吸收资金超过 84.9 亿美元，细化来看，先锋 MSCI 新兴市场 ETF 排名首位，录得新增资金超过 77.03 亿美元。iShares MSCI 欧澳远东 ETF 紧随其后，录得新增资金超过 44.19 亿美元。

表 5 非美国本土股票 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	分红率	PE/PB
VWO	先锋 MSCI 新兴市场 ETF	-16.18%	449 亿美元	2.3%	14.72/2.81
EFA	iShares MSCI 欧澳远东 ETF	-13.79%	368 亿美元	2.3%	14.93/2.38

数据来源：雅虎财经

2.4.商品期货 ETF 成为热点

尽管以回溯的眼光而言，非黄金类商品市场出现了趋势性的大跌，但是就商品 ETF 而言，越来越多的投资者正逐步从纯粹的商品期货领域，转向 ETF 投资，2011 年全年商品 ETF 获得的分流资金高达 74.46 亿美元。就其中的子类而言，出乎市场预料的，全年录得资金量最大的 ETF 是 Market Vector 农业企业 ETF，资金量为 38.14 亿美元。

表 6 商品期货 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	分红率	PE/PB
MOO	Market Vector 农业企业 ETF	-10%	58 亿美元	0.6%	13.12/2.19

数据来源：雅虎财经

3.2011 年新发 ETF 产品八大趋势

3.1.特定投资策略型 ETF

过去几年以来，ETF 市场一个全新的衍化方向是发行机构逐步将市场流行的交易策略（诸如“高/低 beta”、“高/低 P/E”、“高/低波动率”、“高速/中速/低速增长”、“高分红”、“反向交易”等）同 ETF 产品固有的优势（流动性好，透明度高以及税率优惠）相结合，开创了一番新的天地。就 2011 年而言，Powershares 标准普尔 500 低波动率 ETF（核心指标是跟踪定点购买标准普尔指数中在过去 12 个月波动率最低的股票组合）自 2011 年 5 月 5 日上市以来，在市况惨淡的大背景下，一举录得 9.8 亿美元的初始规模，这也预示着低波动、稳定回报将是未来全球市场的主题。

3.2.非美国本土债券 ETF

自 2007 年 10 月 2 日第一只非美国本土债券 ETF——SPDR 巴克莱资本海外国债 ETF 成立以来，专注于投资于全球不同国家的固定收益 ETF 发展速度有所减缓，但是 2011 年不断有新的产品加入该板块。从细化子项来划分，主要可分为“海外政府债券 ETF”、“海外通胀保护债券 ETF”、“新兴市场债券 ETF”、“海外公司债 ETF”、“拉丁美洲及亚洲债券 ETF”、“特殊国别债券”，下面罗列的是其中较具代表性的品种：

表 7 海外政府债券 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	主要投资区域	久期	到期收益率
BWX	SPDR 巴克莱国际政府债	3%	15 亿美元	日本/意大利/法国	6.5 年	2.90%
BWZ	SPDR 巴克莱短期海外政府债	0%	2 亿美元	日本/德国/瑞典	1.78 年	2.09%
IGOV	标准普尔/花旗海外政府债	0%	3 亿美元	日本/法国/德国/澳大利亚	8.4 年	3.70%
ISHG	标准普尔/花旗短期海外政府债	-4%	2 亿美元	日本/意大利/德国	2 年	3.40%

数据来源：雅虎财经

上表列示的是主要投资于发达国家（非美国，主要集中在欧洲及亚洲）各期限国债的 ETF，就其 2011 年的表现而言，伴随着国家信用危机的蔓延，其收益率的高低取决于 ETF 资产配置针对欧洲国家的覆盖度，涉及越深，亏损越严重。

表 8 海外通胀保护政府债券 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	主要投资区域	久期	到期收益率
WIP	SPDR 巴克莱通胀保护国际政府债基	3%	12 亿美元	英国/法国/日本	9.5 年	2.80%
ITIP	iShares 海外通胀保护债基	-2%	0.4 亿美元	英国/法国/巴西	11 年	2.30%
GTIP	iShares 全球通胀保护债基	1%	0.2 亿美元	全球	11 年	2.40%

数据来源：雅虎财经

上表列示的是添加通胀保护功能的投资于发达国家各期限国债的 ETF，相比较单纯的“海外国债投资 ETF”，其基本锁定了通胀因素对债券价值的负面影响。

表 9 新兴市场债券 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	主要投资区域	久期	到期收益率
EMB	摩根大通新兴市场债基	6%	35 亿美元	菲律宾/土耳其/俄罗斯	6.5 年	5.20%
PCY	PowerShares 新兴市场债基	7%	13 亿美元	哥伦比亚/印度尼西亚/卡塔尔	8.6 年	5.99%
ELD	WisdomTree 新兴市场债基	0%	11 亿美元	印度尼西亚/马来西亚/墨西哥	4.6 年	5.90%
EMLC	Market Vectors 新兴市场债基	-4%	5 亿美元	巴西/波兰/南非/墨西哥	4.7 年	6.62%
EBND	SPDR 巴克莱新兴市场债基	-2%	1 亿美元	南韩/巴西/俄罗斯	4.6 年	5.90%

数据来源：雅虎财经

尽管 2011 年新兴市场估值出现了普遍的回调，以美元标价的新兴市场债券 ETF 的收益率运营情况基本令人满意，相比较国内唯一的海外债基“富国全球债券基金”-4.3%的年度收益率，直接投资于新兴市场债券 ETF 有可能是更好的选择。

表 10 海外公司债 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	主要投资区域	久期	到期收益率
PICB	PowerShares 海外公司债基	1%	0.8 亿美元	英国/法国/加拿大	5.9 年	4.45%
IBND	SPDR 巴克莱海外公司债基	0%	0.6 亿美元	美国/法国/德国	4.3 年	3.50%

数据来源：雅虎财经

前面提起的海外债券型 ETF，其投资的重点主要集中在相关国家的各期限国债，尽管从安全性角度来看，值得肯定。但是从中长期收益率来看，投资级别的公司债，其稳定性堪比国债，同时其收益率要高于对应国家的国债，以此为基础，各类专注投资高评级公司债的 ETF 初步涌现，表 10 列举了两只主要投资于“非美国”公司债。

表 11 拉丁美洲及亚洲债券 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	主要投资区域	久期	到期收益率
ALD	Wisdom Tree 亚洲债基	0%	4 亿美元	韩国/马来西亚/菲律宾	2.73 年	3.25%
BONO	Van Eck 拉丁美洲债基	0%	0.07 亿美元	巴西/墨西哥/哥伦比亚	5.9 年	13.5%

数据来源：雅虎财经

表 11 和表 12 中列示的是投资于特定区域或者国家的债券 ETF 产品，由于以上投资均为非保本型债券 ETF，最终收益情况拒绝于投资者对于上述国别的全局性分析。

表 12 特定国别债券 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	主要投资区域	久期	到期收益率
BUNL	PowerShares 德国国债债基	13%	0.9 亿美元	德国	9 年	/
JGBL	PowerShares 日本国债债基	2%	0.8 亿美元	日本	9 年	/
ITLY	PowerShares 意大利国债债基	-3%	0.7 亿美元	意大利	9.5 年	/

数据来源：雅虎财经

3.3.美国本土行业 ETF

表 13 新发行业 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模(万美元)	分红率	PE/PB
FONE	纳斯达克智能手机基金	-0.86%	1300	1%	20.47/2.64
BDCS	小型风险投资基金	-19.33%	900	/	/
SOIL	杀虫剂基金	-0.79%	2400	1%	17.26/3.05
SKYY	云计算基金	-1.95%	6100	0%	32,08/5.93

数据来源：雅虎财经

表 13 列示的是 2011 年新发的行业 ETF 中具有一定特色的新型 ETF，包括“智能手机”以及“云计算”在内的社会热门领域正在逐步被 ETF 发行机构吸收为新型 ETF 的载体。

3.4.差别化投资 ETF

伴随着全球一体化的深入，过去传统投资品之间的相关性越来越强，换言之，过去 20 年对冲基金引以为傲的差别化投资机会正在逐步稀缺。于此同时，立志于挖掘新型差别化投资的策略正在逐步涌现。就 2011 年本身而言，该方面的努力主要集中在了包括“市场波动 ETF”、“多空对冲期货 ETF”以及“市场中性 ETF”。

表 14 市场波动 ETF

产品代码	产品名称	资产规模(万美元)	2011 年收益	2011 年最高点收益
VIXY	PowerShares 短期 VIX 基金	2860	-3.48%	53%
VIXM	PowerShares 中期 VIX 基金	9080	-4.61%	13%

数据来源：雅虎财经

PowerShares 作为一家专职发布各类杠杆型 ETF 的机构，针对芝加哥期货交易所波动性指数，即 CBOE Volatility Index 发行的短、中期跟踪 ETF 是 2011 年 ETF 创新领域的最新进展。其核心交易逻辑是，以跟踪标准普尔 500 指数波动率为基础标的的波动率越大，即市场环境越发恶劣，VIX 指标走势越高。换言之，在预计到市场环境由牛转熊的大前提下，通过投资该 ETF，投资者可以较好的对冲不利市场环境对投资组合的负面影响。

表 15 多空对冲期货 ETF

产品代码	产品名称	资产规模(亿美元)	2011 年收益	2011 年最高点收益
WDTI	Wisdom Tree 差别化投资基金	2.5	-8.57%	8%

数据来源：雅虎财经

该 ETF 是 2011 年 ETF 市场针对成熟对冲基金策略的重要尝试，根据宣传资料，结合跨品种套利以及跨期限套利的全市场期货套利策略在全美主流机构中普遍性不断提高，涉及资金份额从 2000 年的不足 500 亿美元逐步提升至 2011 年末的 3500 亿美元。该 ETF 的作用是将先前由专业投资机构独自操作的对冲策略大众化，使得一般的小额投资者也可以参与其中。根据其报告中的回溯性测试，即使在 2008 年标准普尔指数下跌 37% 的大环境下，通过采取该策略，全年收益率为 10.41%。不过就 2011 年的结果而言，该 ETF 的运行出现了无法完全对冲风险的情况，导致最终收益率不尽如人意，未来我们会持续跟踪诸如此类高阶对冲策略的运行情况。

表 16 市场中性 ETF

产品代码	产品名称	资产规模(万美元)
QLT	QuantShares 美国市场中性质量基金	1196
SIZ	QuantShares 美国市场中性规模基金	756
CHEP	QuantShares 美国市场中性价值基金	529
BTAH	QuantShares 美国市场中性高 beta 基金	525
NOMO	QuantShares 美国市场中性反动量基金	495
MOM	QuantShares 美国市场中性动量基金	465
BTAL	QuantShares 市场中性反 beta 基金	446

数据来源：雅虎财经

由 QuantShares 发行的 7 只市场中性 ETF，考虑到发行时间为 2011 年 9 月中旬，站在目前时点考察其效果为时尚早，但是就其核心投资理念而言，对于投资者存在长久的吸引力。

3.5.生产期货企业 ETF

正如在先前 2.4 部分提到的，一方面传统的期货市场策略正在逐步降温，与此同时，越来越多的投资者正在从终端投资品为纯粹的期货 ETF 向生产相关期货产品的股票转移，即期货股票型 ETF 转移。就现存营运资金规模而言，Market Vectors 的两只基金以及 iShares 的一只排名前三位，占整个板块总资金规模的 70%，板块集中度较为集中。

表 17 生产期货企业 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	分红率	PE/PB
GDX	Market Vectors 黄金开采商 ETF	-2.89%	71 亿美元	0.28%	19.79/2.30
MOO	Market Vectors 农业企业 ETF	-10.00%	59 亿美元	0.60%	13.12/2.19
GDXJ	iShares GSSI 自然资源 ETF	-21.15%	19 亿美元	1.42%	25.89/3.44

数据来源：雅虎财经

3.6.新兴市场行业 ETF

最近两年一个值得注意的 ETF 趋势是，专注于行业综合水平的 ETF 逐步涌现，先期的产品主要集中在美国本土，目前该趋势有向新兴市场拓展，发行机构 EG Shares 走在了前面，下表罗列了其自 2009 年月以来推出的专注投资于新兴市场特定行业的 ETF 基金中规模较大的 6 只。

表 18 新兴市场行业 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	主要投资区域	PE/PB
EMT	EGShares 新兴市场金属采掘 ETF	-35%	299 亿美元	南非/中国/巴西	8.6/1.8
OGEM	EGShares 新兴市场能源 ETF	-18%	730 亿美元	俄罗斯/中国/印度	9.0/1.4
FGEM	EGShares 新兴市场金融 ETF	-26%	777 亿美元	中国/巴西/印度	9.1/1.7
IGEM	EGShares 新兴市场工业 ETF	-23%	83 亿美元	印度/中国/印度尼西亚	10.8/1.7
UGEM	EGShares 新兴市场公用事业 ETF	-19%	103 亿美元	巴西/智利/印度	13.7/1.4
GGEM	EGShares 新兴市场消费 ETF	1%	227 亿美元	印度/巴西/墨西哥	17.1/3.8

数据来源：雅虎财经

3.7.免交易费 ETF

长期以来，ETF 产品之所以相较传统的共同基金显示出优势的地方在于其不断趋降的收费模式。自 2010 年 Charles Schwab 推出第一只免交易费 ETF 以来，越来越多的网上交易平台同发行机构合作，推出了仅收最低管理费而免收交易费模式 ETF，目前其数量有超过 250 只，合计基金规模超过 5000 亿美元，下表罗列了其中规模最大的 5 只基金。

表 19 免交易费 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益	资产规模	分红率	PE/PB
VWO	MSCI 新兴市场 ETF	-14.77%	459 亿美元	2.25%	14.72/2.81
EFA	iShares MSCI 欧澳远东 ETF	-12.27%	372 亿美元	0.60%	14.93/2.38
IVV	iShares 标准普尔 500 指数 ETF	2.08%	277 亿美元	2.37%	16.51/3.59
TIP	iShares 巴克莱通胀保护债券 ETF	14.03%	227 亿美元	2.45%	
VTI	先锋美股 ETF	1.25%	202 亿美元	2.18%	16.71/3.29

数据来源：雅虎财经

3.8. 货币对冲股票型 ETF

近年来国际资本市场出现的一个新趋势是汇率风险正在逐步扩大。这对跨国投资者如何保证异地投资的本金安全提出了新的考验，以此为契机，2011 年 ETF 市场的发行机构顺势推出了货币对冲下的股票型 ETF，通过远期外汇套期保值，基本锁定了货币大幅波动的风险。下表列示的是其中的代表基金。

表 20 外币对冲型股票 ETF

产品代码	产品名称	2011 年收益率 (%)	资产规模(万美元)	分红率	PE/PB
DBEF	MSCI 欧澳远东货币对冲股票 ETF	-13.56%	3234	0.82%	15.3/2.29
DBEM	MSCI 新兴市场货币对冲股票 ETF	-11.61%	452	5.24%	15.65/2.73
DBBR	MSCI 巴西市场货币对冲股票 ETF	-11.17%	483	3.59%	13.38/3.12
DBJP	MSCI 日本市场货币对冲股票 ETF	-13.17%	443	1.55%	18.92/1.26
DBCN	MSCI 加拿大市场货币对冲股票 ETF	-9.54%	460	2.48%	18.14/2.25

数据来源：雅虎财经

4.2011 年全球收益率最高 ETF 类别统计

下表列示了 2011 年全球收益率最好的交易所投资品种，从大类上又可细分为“美国国债”、“印度股指”、“基本金属”、“新兴市场”以及“行业主题”。尽管 2011 年市场普跌，但是，以下罗列的品种都取得了不俗的收益。市场起伏之间，既有危中有机，不缺的是机会，缺的是一双慧眼。

表 21 2011 年收益率最高 ETF 类别

产品代码	产品名称	2011 年初始至最高点收益率 (%)
TMF	三倍做多 20 年以上美国国债基金	112
UGL	两倍做多黄金基金	70
BOM	德意志银行 2 倍做空基础金属基金	54
EMSA	MSCI 新兴市场增加做空基金	65
UPW	两倍杠杆美国公用事业类股指基金	26

数据来源：雅虎财经

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测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做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。