

## 证券研究报告—深度报告

### 金融工程

### 数量化投资

## 金融工程研究

2012年08月23日

### 专题报告

#### 相关研究报告:

《交易性数据挖掘系列报告: 价量联动的形态匹配择时策略》——2012-08-06  
 《金融工程专题研究: GARP 选股: 公司业绩的 Bayes 后验条件概率模型》——2012-08-02  
 《交易性数据挖掘系列报告: 均线回抽的超跌反弹选股策略》——2012-07-30  
 《金融衍生品专题研究: 期权系列报告之二——期权价值及投资性质的探讨》——2012-07-27  
 《金融工程专题报告: 时变夏普率的择时策略》——2012-07-26

#### 证券分析师: 戴军

电话: 0755-82133129

E-MAIL: daijun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120064

#### 联系人: 张璐楠

电话: 0755-82130833-1379

E-MAIL: zhanglun@guosen.com.cn

#### 联系人: 常叙

电话: 0755-82130833-701372

E-MAIL: changxu@guosen.com.cn

## 行业 ETF 和跨境 ETF 在国内发展探讨

### ● 行业 ETF 现状

行业 ETF 作为资本市场中比较重要的一个工具, 本世纪以来在美国迅速发展。我国行业 ETF 目前规模、种类都很少, 净资产占整个 ETF 比重较低, 属于起步阶段。目前, 市场对行业 ETF 有明显的需求, 现行 ETF 运行也比较稳定, 伴随做市规定的发布, 行业 ETF 流动性不再是问题, 因此行业 ETF 具有比较广阔的发展空间。

### ● 行业 ETF 标的选择

行业 ETF 标的主要考虑因素包括: 行业指数的宽度, 流动性, 行业本身的周期性, 产业链结构, 以及市场对 ETF 的限制条件, 同时应尽量避免已有 ETF 所标的的行业。根据分析, 我们认为目前情况下行业 ETF 应该首先从上证、深证行业指数选择, 尤其是深证能源, 材料, 地产指数。另外, 在跨市场 ETF 日趋成熟之后, 可以考虑用沪深 300, 中证, 申万的行业指数作为行业 ETF 的标的。我们认为沪深 300 行业指数作为标的, 有需求方面和配合股指期货方面的优势, 但是跨市场限制, 以及指数宽度方面仍然存在一定问题。

### ● 跨境指数的投资价值分析

境外(以美国和香港为例)的跨境 ETF 已进入成熟阶段, 在 ETF 市场占有重要地位。相比之下, 我国跨境 ETF 属于刚起步的阶段, 具有一定的发展空间。以香港作为跨境 ETF 的例子, 通过分析、对比恒生国企指数与其它指数近 5 年的走势, 港股与 A 股的财务估值, 以及恒生国企指数的行业结构特征, 我们认为境外 ETF 具有较好的长期投资价值和一定的行业风险。

### ● 跨境 ETF 与境外本地 ETF 的比较

通过比较易方达 H 股 ETF 和香港本地 ETF 的费用、流动性、信息披露等方面, 我们认为跨境 ETF 不存在明显优势, 然而对于国内投资者, 跨境 ETF 是目前最方便的境外投资工具。

#### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 内容目录

<b>国内外行业 ETF 现状</b>	<b>4</b>
我国行业 ETF 比重相对较低	4
我国行业 ETF 之间活跃度差异明显	4
行业 ETF 优势	5
美国行业 ETF 分析	6
<b>国内推出行业 ETF 的标的选择及可行性分析</b>	<b>9</b>
选择主要考虑因素	9
推荐行业 ETF 标的指数	10
全市场业指数 ETF 可行性分析	10
行业 ETF 面临问题及建议	11
<b>国内外跨境 ETF 发展现状</b>	<b>12</b>
国内跨境 ETF 刚刚起步	12
美国跨境 ETF 比较成熟	12
<b>跨境 ETF 的特征及其发行的可行性</b>	<b>13</b>
财务估值分析	13
国企指数成份	14
A+H 股差异	15
H 股 ETF 交易规则简介	15
恒生 H 股指数 ETF 风险分析	16
跨境 ETF 与境外本地 ETF 的比较	17
<b>结论</b>	<b>19</b>
<b>国信证券投资评级</b>	<b>20</b>
<b>分析师承诺</b>	<b>20</b>
<b>风险提示</b>	<b>20</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 2011 年美国 ETF 年换手率 .....	5
图 2: 2002-2011 年美国 ETF 数量 .....	7
图 3: 2002-2011 年美国 ETF 净资产 (十亿美元) .....	7
图 4: 2011 年美国行业 ETF 数量分布 .....	7
图 5: 美国行业 ETF 净资产分布 (十亿美元) .....	8
图 6: 美国行业 ETF 单支净资产分布 (百万美元) .....	8
图 7: 美国行业 ETF 日均成交额分布 (百万美元) .....	8
图 8: 美国行业 ETF 单支日均成交额分布 (百万美元) .....	8
图 9: 美国股票市场行业市值分布 .....	9
图 10: 投资组合宽度与信息率关系 .....	9
图 11: 美国跨境及其他 ETF 近年发展情况 .....	13
图 12: 恒生中国企业指数与其它指数的近 5 年走势对比 .....	13
图 13: 恒生中国企业指数行业比重 .....	14
图 14: H 股 ETF 的具体申购流程 .....	17
表 1: 2011 年 6 月我国行业 ETF 比重统计 .....	4
表 2: 2011 年 6 月美国国行业 ETF 比重统计 .....	4
表 3: 已发行行业 ETF 数据 .....	5
表 4: 美国 ETF 与开放式基金费用率对比 (单位: 基点) .....	6
表 5: 美国开放基金 2005-2009 年收益率低于基准数量 .....	6
表 6: 美国 2012 年跨境 ETF 规模 .....	12
表 7: 香港与国内指数市盈率及股息率对比 .....	14
表 8: 恒生 H 股指数与其它指数的相关系数 .....	15
表 9: 国内 ETF 及跨境投资工具交易 (管理) 费用 .....	18

## 国内外行业 ETF 现状

行业 ETF 作为 ETF 家族中的一个重要组成部分，在美国 ETF 市场占有很大的比重。我国近年来发行了一系列的 ETF，其中行业 ETF 只占有很小一部分，而且尚未覆盖所有的行业。2012 年 5 月，上交所已经发布了关于做市商的相关规定，从而解决了 ETF 流动性的问题，目前来看行业 ETF 在我国的发展空间很大。

### 我国行业 ETF 比重相对较低

目前国内的行业 ETF 一共 5 家，除下表的 4 家外，2012 年 4 月发行了博时上证自然资源 ETF。下表表明我国行业 ETF 的规模很小，属于起步阶段，其中净资产和日均成交量不足所有 ETF 的 5%，每支 ETF 的平均规模也较小，相当于其他 ETF 的 20%-30% 左右。

表 1: 2011 年 6 月我国行业 ETF 比重统计

	总量			平均每只 ETF	
	数量	净资产 (亿元)	日均成交量 (万手)	净资产 (亿元)	日均成交量 (万手)
所有 ETF	43	802.91	1565.11	21.13	41.187159
行业 ETF	4	25.38	35.40	6.34	8.8490486
行业 ETF 占所有 ETF 百分比	10.53%	3.16%	2.26%	30.03%	21.48%

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

而美国行业 ETF 净资产和成交额比重约为所有 ETF 的五分之一；数量上，行业 ETF 超过了所有 ETF 数量 40%。美国市场在上世纪末才推出的 ETF，在不到 20 年的时间迅速发展。

表 2: 2011 年 6 月美国国行业 ETF 比重统计

	总量			平均每只 ETF	
	数量	净资产 (十亿美元)	日均成交额 (十亿美元)	净资产 (十亿美元)	日均成交额 (十亿美元)
本地 ETF	533	51,776.70	526,698.90	97.14	988.17805
行业 ETF	231	10,759.70	125,013.80	46.58	541.18528
百分比	43.34%	20.78%	23.74%	47.95%	54.77%

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

### 我国行业 ETF 之间活跃度差异明显

我国目前发行的 5 支行业 ETF 的表现不尽相同，其中深 TMT50 ETF 成交量一直比较低，其中今年日成交额最低达 21289 元。而上证商品 ETF 自发行起，成交量一直居 ETF 前列。

**表 3: 已发行行业 ETF 数据**

代码	简称	发行日期	股票数量	覆盖率	年换手率	申购份额/ 末期份额 (年报)	赎回份额/ 末期份额 (年报)
159909.sz	深 T M T 50	2011-6-27	50	28.25%	0.32	86%	215%
510150.sh	上证消费 80	2010-12-8	80	37.21%	0.11	119%	138%
510230.sh	上证 180 金融	2011-3-31	28	90.32%	0.73	307%	386%
510170.sh	上证商品	2010-11-26	50	23.81%	5.42	1758%	1877%
510410.sh	上证自然 资源	2012-4-10	50	94.34%	4.30		

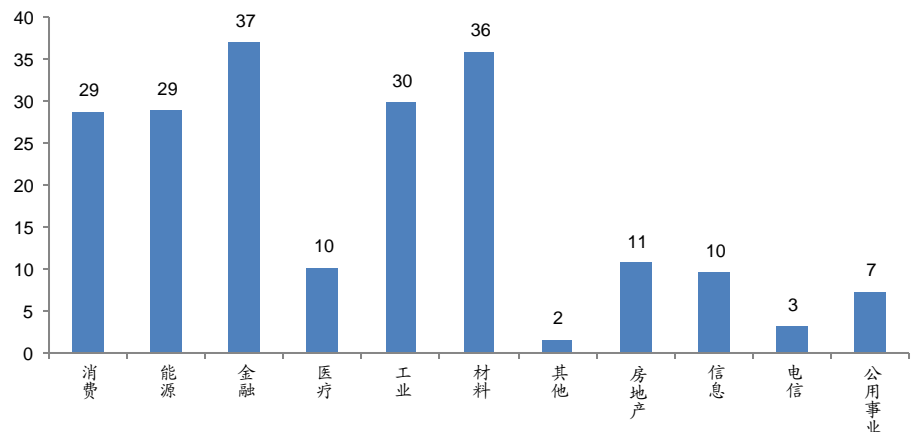
资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

通过上表可以看出每个行业 ETF 目前运行的特点:

首先, 这 5 个行业 ETF 都是选择固定数量的大市值股票, 可以保证 ETF 标的股票的流动性, 但无法保证覆盖率, 也就是行业指数的代表性可能会不足。比如深 T M T 50, 上证消费 80, 上证商品这三支 ETF 的覆盖率都不足 40%, 因此只能代表所标的行业中的大盘股。

其次, 有两支 ETF 的年换手率较低, 且申购/赎回所占基金份额比例不高。这两支 ETF 在市场的活跃程度较差, 我们认为主要原因是该行业指数本身吸引力不强, 另外也与其覆盖率不足有关。

再次, 上证商品 ETF 交易比较活跃, 年换手率超过 5 倍, 申购、赎回量都超过基金份额的 17 倍。其交易活跃原因可能是大宗商品的周期性较强, 且对于经济运行相关性较大。对比美国行业 ETF 换手率, 可见我国目前行业 ETF 交易比较冷淡。

**图 1: 2011 年美国 ETF 年换手率**


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

最后, 我国行业 ETF 的覆盖面较窄。只覆盖了少数行业, 并且对沪深两个市场的行业分开进行。行业 ETF 在将来会覆盖所有行业, 包括二级、三级等细化行业, 同时跨市场行业 ETF 也将会陆续推出。

## 行业 ETF 优势

传统 ETF 优势包括:

低管理成本, 下表可见美国 ETF 的费用率明显低于同类主动、被动开放基金。

**表 4：美国 ETF 与开放式基金费用率对比（单位：基点）**

基金种类	平均值
美国股票型 ETFs	44
美国跨境股票型 ETFs	58
全球股票型 ETFs	63
<b>股票型 ETFs 总计</b>	<b>50</b>
固定收益型 ETFs	27
商品型 ETFs	69
货币型 ETFs	61
<b>开放式基金</b>	
主动型管理的本国股票	145
主动型管理的国际股票	167
被动型（指数方式）管理的国内股票	70
被动型（指数方式）管理的国际股票	95
被动型（指数方式）管理的固定收益证券	43

资料来源：Morgan Stanley, MorningStar, 国信证券经济研究所整理

长期收益高，下表可见美国 5 年期收益率来看，只有大规模、价值型开放基金可以跑赢基准指数，即长期投资来说被动指数基金、ETF 收益率更好。

**表 5：美国开放基金 2005-2009 年收益率低于基准数量**

	价值型	混合型	增长型
大规模	48%	63%	71%
中等规模	64%	74%	76%
小规模	53%	68%	77%

资料来源：Morgan Stanley, 国信证券经济研究所整理

除此之外，ETF 还有低跟踪误差，做空方便，低税率（对于国外资本利得税）等优点，而行业 ETF 继承了传统 ETF 的优点，同时还具备了其独特的优点。

首先，行业 ETF 满足投资者对行业配置的要求。在我国，行业轮动一直都是研究的热点之一，目前很多投资产品只能通过行业部分个股配置来实现其行业配置的目的，而这种方法存在诸多缺陷：包括跟踪误差大，操作繁杂，交易较高（部分行业指数成份中的小市值股票的流通性较差，冲击成本和机会成本都较高），利用行业 ETF 可以解决这一问题。

其次，我国目前的股票市场的做空机制尚未完善，而 ETF 的融券业务将弥补这一缺陷。在以往的行业配置过程中，投资者最低只能给看空行业以 0 权重配置，行业 ETF 的出现可以实现负配置，充分满足一部分投资者的需求，给予其实现 Alpha 的可能性。

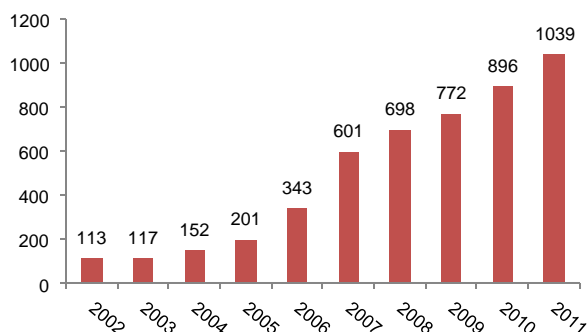
再次，多样化投资分散风险。近年来部分投资者的情绪和信心受到了一定的打击，主要原因是个股的非系统风险很高，而较少散户能够有效的分散非系统风险。指数非系统风险较低，其中全市场指数的系统风险几乎为零，所以散户们的比较合适的投资 ETF 包括行业 ETF。另外，相比于基金和理财产品等其他分散风险的投资工具，行业 ETF 管理费用较低，主动性强，也就是投资者可以根据自己的观点进行行业配置。

## 美国行业 ETF 分析

### 美国 ETF 市场发展迅速

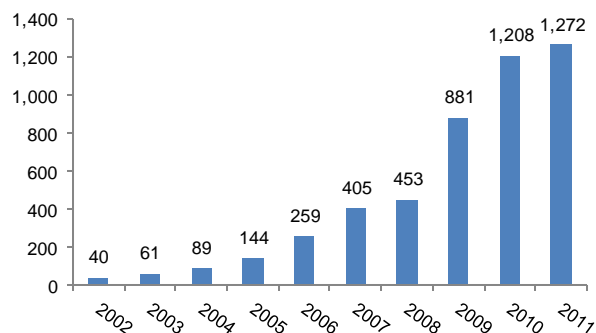
美国 ETF 近十年，增长迅速，数量从 2002 年的 113 支发展到 2011 年的 1039 支，净资产由 40 亿美元增加到 1272 亿美元，10 年内规模增加到原来的 30 倍。

图 2: 2002-2011 年美国 ETF 数量



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 3: 2002-2011 年美国 ETF 净资产 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

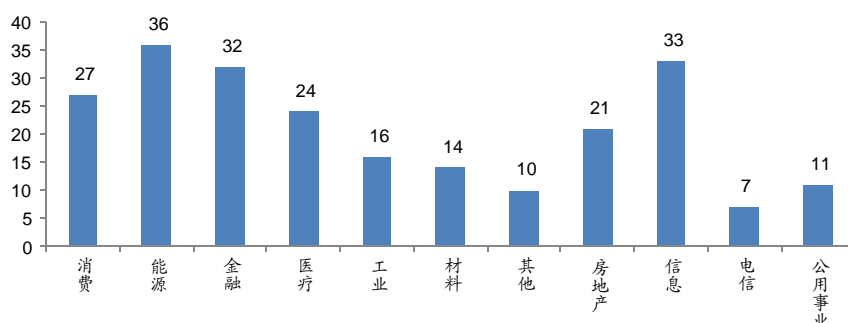
美国 ETF 持续增长的原因:

- 1、众多投资者关注越来越高: ETF 从一个新兴的金融产品逐步走向成熟, 成为投资者信赖、熟悉的金融产品。
- 2、券商提供针对 ETF 的多元服务, 包括在线培训, 定价服务, 与其他金融工具对比等。
- 3、部分券商对 ETF 提供无佣金网上交易服务。
- 4、共同基金为满足客户需求提高 ETF 持仓量。
- 5、ETF 覆盖面逐步拓宽, 进一步满足用户的需求。
- 6、大量 ETF 的投资模型, 研究报告提高了 ETF 投资的信息有效性。
- 7、ETF 发行商不断增加, 表明 ETF 市场处于扩张阶段。

美国行业 ETF 分布:

数量上看, 能源 ETF 数量最多, 占 16%; 信息、金融 ETF 次之; 电信 ETF 最少, 占 3%, 总体上分布比较均衡。

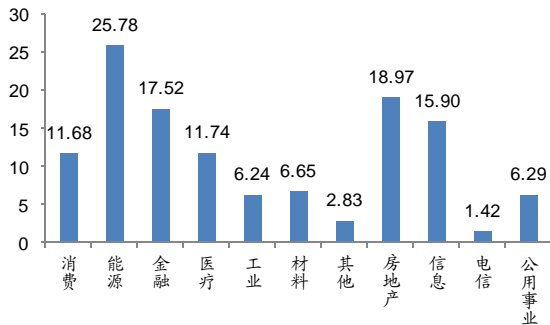
图 4: 2011 年美国行业 ETF 数量分布



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

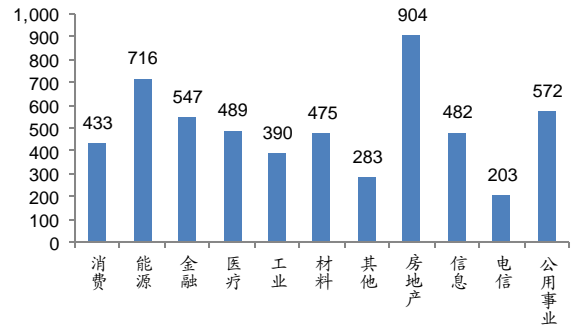
净资产方面, 能源、房地产、金融、信息行业排在前列, 可以看出强周期行业 ETF 规模较大, 其中规模最大的是能源 ETF, 其净资产是规模最少的电信 ETF 的 18 倍。而从单支 ETF 规模上看, 房地产行业 ETF 排名第一, 公用排名也有大幅提升, 其中房地产 ETF 平均规模是电信 (最低) 的 4.5 倍, 从单支 ETF 规模上看行业之间差距较小。

图 5: 美国行业 ETF 净资产分布 (十亿美元)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

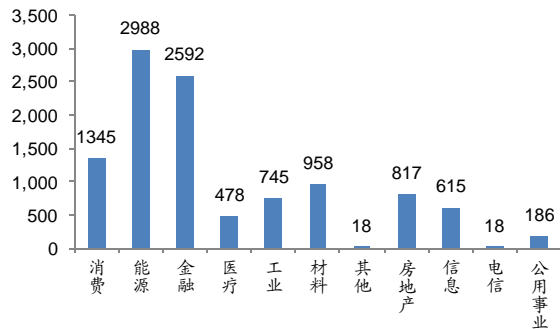
图 6: 美国行业 ETF 单支净资产分布 (百万美元)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

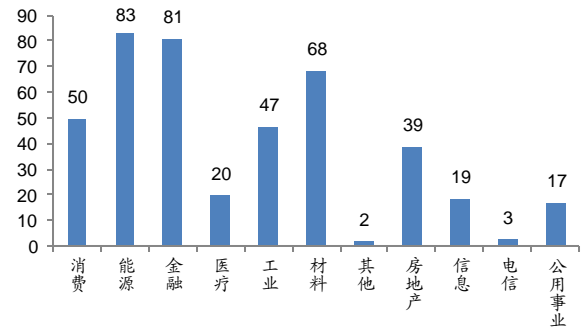
日均成交额方面能源、金融遥遥领先,排除行业细分种类差异的影响,在单支 ETF 成交额上看,材料 ETF 排名大幅提升,电信 ETF 成交额依旧比较低,可见强周期和产业链上游行业的交易比较活跃。

图 7: 美国行业 ETF 日均成交额分布 (百万美元)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 8: 美国行业 ETF 单支日均成交额分布 (百万美元)

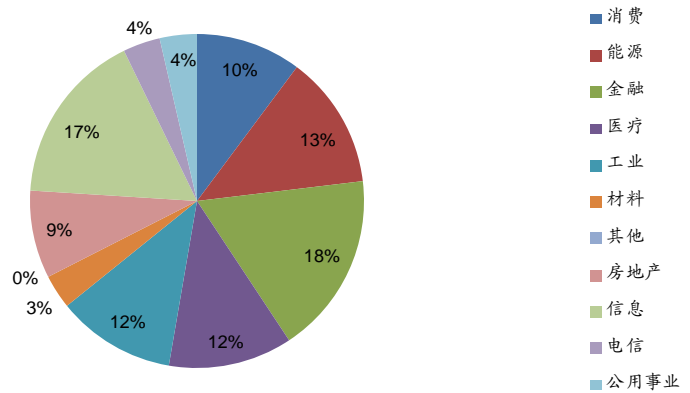


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

对比股票市场行业市值发现:材料 ETF 规模占整个行业 ETF 的 5.3%,而股票市场材料行业规模只占全市场的 3%,能源 ETF 规模占整个行业的 20%,而股票市场能源行业规模只占全市场的 13%,说明这两支行业 ETF 在指数投资需求上较高。



图 9: 美国股票市场行业市值分布



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

## 国内推出行业 ETF 的标的选择及可行性分析

### 选择主要考虑因素

**指数宽度:** 表示行业指数的代表性, 覆盖率=行业指数包括股票数量/行业内股票的数量, 覆盖率越高说明指数越能代表行业。同时, 根据 The Fundamental Law of Active, 信息率取决于主动选择的能力和投资组合的宽度, 即, 投资组合的宽度作为主动投资的杠杆, 可以扩大投资者的 Alpha, 指数宽度越高越受到投资者的喜爱。

图 10: 投资组合宽度与信息率关系

$$IR \approx IC \cdot \sqrt{IB}$$

其中 IR: 信息率

IC: 信息率系数, 表示投资者预测和真实情况的相关性

IB: 投资组合宽度。

资料来源: 国信证券经济研究所整理

**成份股流动性:** ETF 的申购和赎回都是一篮子股票, 篮子里面的股票如果流动性差, 就会额外增加交易成本, 因此指数成份股的流动性将决定 ETF 的交易成本。一般来讲, 流动性和指数宽度两者很难兼顾, 如果希望指数覆盖率高, 那么就会加入流动性较差的股票, 反之也是如此, 所以要选择好平衡点。一般来说覆盖率超过 70% 的指数基本上可以满足投资者对指数宽度的要求, 在此基础上选择流动性好 (高市值) 的股票。

**行业的周期性:** 周期性强的行业一般会受到主动投资者较多的关注, 由于 ETF 具有行业指数做空方便得特点, 投资者可以根据市场的周期做多或者做空强周

期行业。美国周期性行业 ETF 的比重较高，包括金融、能源、房地产等强周期行业的成交量和规模都比较大。在国信投资时钟系列报告中，挑选每个经济周期最具代表性的行业分别构建复苏指数、过热指数、滞胀指数、衰退指数。实证结果显示：A 股市场存在明显的经济周期循环，即复苏周期→过热周期→滞胀周期→衰退周期→复苏周期→过热周期。A 股中存在经济周期循环，所以对强周期性行业的预判相对明确，其 ETF 需求也较高。投资时钟报告列出了主要的强周期产业：汽车、房地产、煤炭、有色、券商。

产业结构：某些行业对国民经济影响较大，比如材料作为上游行业可以影响整个相关的产业链。这类行业 ETF 可以作为产业结构方面的投资工具，也会受到投资者的关注。比如某投资者持有下游行业的股票，为避免材料带来的利空消息（如原油价格、汇率变动等），该投资者可以做空上游行业的 ETF。另外，工业作为我国目前的支柱产业，代表了国民经济的发展情况，因此部分投资者也可以通过做多或者做空工业 ETF 来时间对经济发展前景的投资。

其他限制条件：跨市 ETF 相对于单市场 ETF 较复杂，也会增加相应的运营和交易成本。

### 推荐行业 ETF 标的指数

我们认为深圳行业指数的编制方法较好。首先，根据指数编制方法，深圳行业指数保证覆盖率达到 75%以上。其次流动性方面，除电信行业外，大多数行业成份股最低年换手率都在 50%以上，基本上不会因为成份股的流动性对行业 ETF 申购赎回成本产生显著影响。同时，该指数不存在跨市场的问题。

我们首先建议推出能源、材料、房地产行业ETF。原因如下：

- 1、这几个行业在美国行业ETF中成交量和净资产所占比重较高。
- 2、属于强周期行业。
- 3、市场上没有这些行业ETF。
- 4、能源、材料属于产业链上游行业。

### 全市场业指数 ETF 可行性分析

全市场行业指数代表性更好，避免了单一市场的束缚。投资者对其需求也较大，研究机构对于行业配置研究上一般都是基于申万，中证，沪深 300 等全市场行业指标。同时，全行业指数的流动性也更好。然而我国目前跨市场 ETF 仍属于起步阶段，市场本身的限制和风险大大削减了此类指数作为 ETF 标的的可行性。

### 有利因素

流动性优势：沪深 300 行业指数的成份股全部都是大盘股，高流动性保证了在行业 ETF 申购和赎回的过程中的交易成本相对较低。

配合股指期货：我国目前股指期货标的只有沪深 300 指数，而股指期货做空的优势，使得其在行业主动配置过程中成为最主要的对冲工具。沪深 300 股指期货与沪深 300ETF 标的同源，投资者可以使用行业 ETF 来产生 Alpha，同时使用沪深 300 指数期货准确的对冲系统风险。因为是沪深 300 里面的指数对应的 ETF，所以使用沪深 300 指数期货对冲系统风险，效果比采用中证 800 指数 ETF 来产生 alpha 的方式要好很多。

全市场指数：目前我国还有没有全市场行业 ETF，而很多行业配置的策略都是针对全市场的行业指数。。

## 不利因素

跨市场 ETF 的限制：目前我国的全市场 ETF 在申购和赎回上仍然受到很多限制。今年推出的两只沪深 300ETF 虽然已经开了先例，但是目前面临的问题仍然不少。目前跨市场 ETF 的主要申购赎回方式分为两种：T+2 和部分现金结算，两种方式各有利弊。针对于行业 ETF，现金结算是跨市场行业 ETF 目前唯一的可行方式，因为其定价不依赖于做空的机制（T+2 方式需要标的做空工具，例如股指期货，否则在冻结的 2 日，一、二级市场的套利空间无法消除）。

覆盖率不足：沪深 300 指数对全市场的覆盖率只有 12.43%，指数成份选择按照市值由高到低得顺序，因此只能代表高市值的股票，所以沪深 300 的行业指数也只能代表行业高市值股票的表现。投资者不单单关心行业大盘股，同时也会关注中小盘股，因此沪深 300 行业指数在全行业的应用上会有所缺陷。

## 行业 ETF 面临问题及建议

### 我国 A 股市场的特点

首先，2011 年开始，我国 A 股市场近期趋势不明显，长期处于调整过程中，大量的投资资金正在寻找更多的投资产品，不少投资者对股市前景并不乐观，投资者投资注意力已经从股票市场逐渐向股指期货，ETF（做空），债券市场等方向转移，可以说现在是推出行业 ETF 比较好的时机。

其次我国行业指数较为丰富，标的选择空间大，给发行行业 ETF 提供了必要条件。目前有上百种行业指数，其中上证、深证的行业指数更是瞄准了 ETF 市场，而近期发行的两只跨市场 ETF 也为全市场行业 ETF 提供了可行性的参考。

再次，行业轮动策略成为热点，众多投资机构希望通过配置行业实现 Alpha，为发行行业 ETF 提供了市场。同时大部分投资者无法承受个股的非系统风险，行业指数则是投资者们比较喜爱的，行业 ETF 是行业指数投资的有力工具。

### 主要问题

首先，流动性和需求问题。由于 ETF 在我国属于发展初期，很多投资者对 ETF 不够了解，而对于行业 ETF 更是会无人问津的现象。某些行业 ETF 日成交额经常不足十万，因此需求和流动性成为 ETF 最主要的问题。

其次，行业 ETF 运营成本较高。在美国“行业 ETF 基金的年度平均费用率为 0.56%，而这一费用水平要高于传统的 ETF 基金。基金跟踪的行业越窄，费用率越高。”（摘自《行业 ETF 精细化背后潜藏风险》，作者：Morningstar 晨星（中国）研究中心 王蕊）我国目前行业 ETF 管理费用与其它 ETF 一样，都是每年 0.6%，可以说对投资者是一大利好，然而事实上，行业 ETF 的运营成本确实要稍稍高于 ETF 平均水平，固定费用率会导致 ETF 运营的利润受到一定影响。

### 发行建议

1、交易机制：需要做市商为行业 ETF 交易提供流动性。目前我国 ETF 交易过程中有部分券商充当做市商，由于佣金方面没有优惠，因此做市利润较低甚至亏损。2012 年 5 月 25 日，上交所发布《上海证券交易所交易型开放式指数基金流动性服务业务指引》的通知，其中规定了做市商的义务和反佣条款，自此做市场可以双边报价，在盈利的同时为行业 ETF 提供流动性。

选择好做市商是发行行业 ETF 的一个关键步骤，不同的做市商的做市策略不尽相同，提供的流动性的能力也有所差异，目前大部分国内做市商都采用手动报价的方法，这种方法对于市场变化的反应较慢，在短时间内无法满足大量交易需求，有悖于做市商的义务。因此做市商的报价方法不能完全依靠手动操作，应该以程序化交易为主，人工监控可以作为辅助手段。

2、发行价格：目前 ETF 大多 0.5-2 元，由于最小价格变动单位的限制，导致冲击成本被提高，难以发挥 ETF 交易成本低廉的优势。比如，某 ETF 价格为 0.5 元，那么一次价格的波动带来可变成本为 0.2%，而买卖的成本就是 0.4%，再算上佣金，如此高的交易成本已经完全不能体现 ETF 在这方面的优势。因此建议提高单位净资产价格，最好超过 1 元。

3、行业 ETF 融券成本。ETF 具有的一个重要优势就是可以做空行业，目前市场上没有其它做空行业的工具。然而融券成本较高限制了 ETF 做空，转融通业务放开后，有望解决这一问题。

4、如果选择跨市场 ETF，建议采用现金申购赎回方式，该方式虽然会在一定程度上产生折价率，但是它具有不依赖做空标的的优点。T+2 的方式，在没有做空标的的工具的时候，无法调整二级市场溢价的现象。

## 国内外跨境 ETF 发展现状

### 国内跨境 ETF 刚刚起步

我国跨境 ETF 和行业 ETF 一样，尚属于起步阶段，市场上获批的跨境 ETF 只有易方达中国企业 ETF 和华夏恒指 ETF。从需求的角度上看，跨境 ETF 主要是针对想投资境外证券的投资者。目前，我国投资境外证券的主要途径包括投资境内 QDII 基金，投资者去境外开户，跨境 ETF，通过下表可以看出以上途径的差别。管理费方面，QDII 每年收取 1.85%，是跨境 ETF 的 3 倍以上（0.6%），QDII 的申购赎回费用也高于跨境 ETF，另外由于跨境 ETF 可以在二级市场上买卖，而交易费用为 0.3%，不到 QDII 申购赎回费用的一半。

### 美国跨境 ETF 比较成熟

在美国，跨境 ETF 数量占整体 ETF 数量的三分之一，属于重要的 ETF 类型；跨境 ETF 总规模占 ETF 总规模的 22.22%。

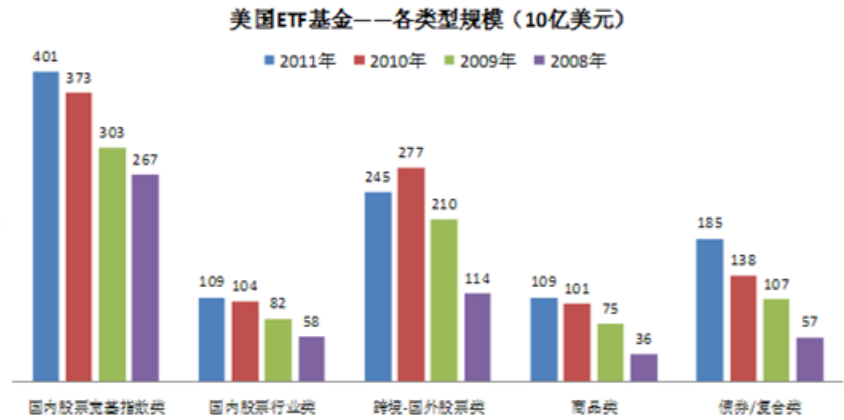
表 6: 美国 2012 年跨境 ETF 规模

	数量	规模 (百万美元)	单支规模 (百万美元)
所有 ETF	1212	1,115,516	920.39
跨境 ETF	404	247,854	613.5
跨境 ETF 占比	33.33%	22.22%	66.66%

资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

从下图可以看出：美国跨境 ETF 规模总体上呈上涨趋势，但是在 2011 年有所回调，而同期其他 ETF 稳步增长。我们猜测其主要原因是欧债危机的爆发，导致境外投资的需求减少。

图 11: 美国跨境及其他 ETF 近年发展情况



资料来源：ICI

## 跨境 ETF 的特征及其发行的可行性

对于中国内地投资者，目前主要的境外投资地区为香港。故下文将以易方达恒生中国企业指数 ETF 为例，分析跨境 ETF 的特征及其发行的可行性。下图是恒生中国企业指数、恒生指数、沪深 300 指数和上证综合指数的近五年历史走势对比图：

图 12: 恒生中国企业指数与其它指数的近 5 年走势对比



资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

从近五年的历史数据来看，恒生国企指数不仅与恒生指数高度相关，与 A 股市场相关性也比较高。五年来 H 股指数的表现要好于上证指数或沪深 300 指数。目前有很多大型国有企业在香港上市，香港股市已从以前美国股市的影子市场变为同时受美股和内地股市的双重影响，通过对香港国企指数，投资者可以很好的跟踪和分享中国经济发展的红利。

## 财务估值分析

市盈率指在一个考察期内，股票价格和每股收益的比例，股息率是股票派息与股价的比例，市盈率和股息率都是衡量企业是否具有投资价值的非常重要的财务指标。

表 7: 香港与国内指数市盈率及股息率对比

年份	平均市盈率 (倍数)			股息率 (%)		
	恒生国企指数	恒生指数	沪深 300	恒生国企指数	恒生指数	沪深 300
2009	19.88	19.57	18.34	2.2	2.99	1
2010	16.90	17.06	20.50	2.23	2.65	1.36
2011	9.56	10.16	15.53	3.2	3.53	1.85

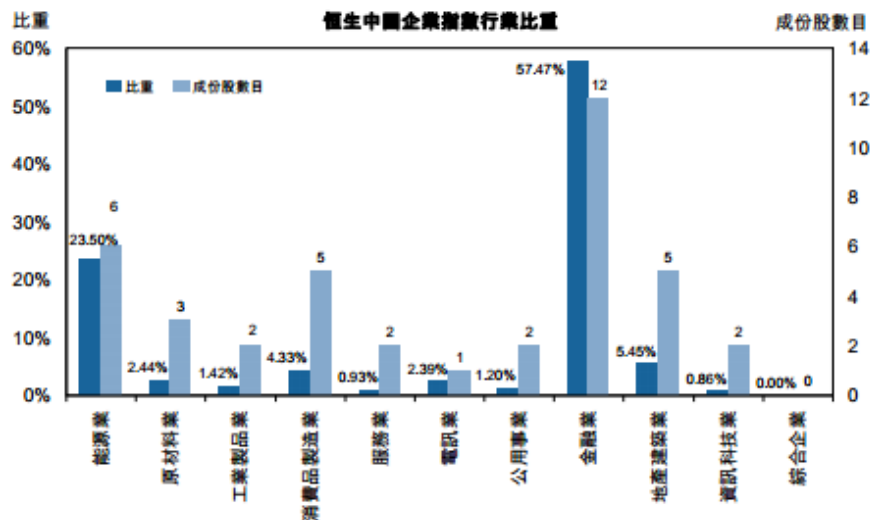
资料来源: 天软科技、国信证券经济研究所整理

近年来 A 股市场的市盈率不断下跌, 2011 年沪深 300 指数的平均市盈率约在 15.53 左右。可以看到, 港股的市盈率近几年也处于下跌的状态, 并且整体比沪深 300 指数更低, 恒生国企指数近三年的市盈率为 19.88, 16.9, 9.56, 而恒生指数则分别为: 19.57, 17.06, 10.16, 整体来看恒生国企指数的市盈率更低一些。恒生国企指数具有相对估值优势。就平均分红情况而言, 港股的股息率连续三年高于沪深 300, 可以看到, H 股有着较高的分红比例, 而且这一比例还在不断增加, 因此投资港股能获得更加稳定的红利收入。

### 国企指数成份

国企指数比重相当集中, 十大成份股已占指数总市值近 69%。指数行业分布亦集中于金融业, 占指数的 57.5%。其他主要行业包括能源(23.5%)、地产建筑业(5%)及消费品制造业(4%)。

图 13: 恒生中国企业指数行业比重



资料来源: 天软科技、国信证券经济研究所整理

恒生 H 股指数包含中国四大银行、中石油、中石化、中国远洋、中国铝业等行业龙头的蓝筹企业, 是投资 H 股市场好的选择。但是恒生指数中金融股权重过半, 有着比较大的行业风险, 指数受金融股的影响非常大。根据恒生指数公司的计算, 中国企业指数与恒生指数的相关性为 0.97, 与 H 股金融行业指数的相关性为 0.95, 如下表所示:



**表 8: 恒生 H 股指数与其它指数的相关系数**

	恒生指数	中国企业指数	H 股金融行业指数
恒生指数	1	0.97	0.95
中国企业指数	0.97	1	0.98
H 股金融行业指数	0.95	0.98	1

资料来源：国信证券经济研究所整理

由此可见，中国企业指数作为全市场价格指数，与金融行业指数相关性过强，存在较大的行业风险。温家宝总理今年提到将逐步取消国有资本的垄断地位，吸引民营资本进入市场，并推进利率的市场化改革，这将对银行业造成很大影响。中国企业指数中的银行股占到 44%，受到的影响会比较大。2012 年 1 月至 6 月，恒生国企指数涨幅为 0，远小于沪深 300 指数。

### A+H 股差异

根据国信证券博士后工作站刘英（2012.5）的研究，同时具有 A+H 股的中国企业股票有如下差异：

从 A+H 股收益率差异来看：① A 股市场的平均年化收益率低于 H 股市场的平均年化收益率，H 股市场的平均年化波动率高于 A 股市场的平均年化波动率；② 指数成份股的 A+H 股上市公司的平均年化收益率高于没有进入指数成份股的平均年化收益率；③ 金属、非金属是 A 股平均年化收益率最高的行业，采掘业是 H 股平均年化收益率最高的行业。

从 A+H 股价格差异来看：① 自 A+H 自双重上市以来，一直处于溢价状态的 A+H 股有 33 家，39 家在溢价与折价之间波动；② A+H 股双重上市公司，A 股平均价格均高于 H 股平均价格；③ 价格差异长期存在，但不是长期保持一个稳定的状态，而是处于不断变化之中。

A+H 股估值差异随着市场环境、资本流动、投资理念以及投资者结构的变化将会回归到合理水平，并且逐步缩小，但估值差异将会长期存在。整体上估值差异会逐步缩小，总体上是以 A 股的溢价回落为主。

总的来看，恒生国企指数近几年的收益相对稳定，与 A 股相关性较高，相比于沪深 300，恒生国企指数样本股票市盈率较低，股息率较高，有着较好的长期投资价值。涵盖银行、保险、能源、通讯等经济支柱行业，其成份股皆为国内大型优秀企业，有着很好的发展前景。但从行业结构来看，恒生国企指数行业集中度过高，与金融业的相关性过大，未能分散行业风险。

### H 股 ETF 交易规则简介

易方达 H 股 ETF 申购和赎回采用份额申购和份额赎回的方式，即申购和赎回均以份额申请。基金的申购对价、赎回对价包括现金替代、现金差额及其他对价。申购、赎回申请提交后不得撤销，遵守《上海证券交易所交易型开放式指数基金业务实施细则》的规定。

申购赎回对价以 T 日开盘前公布的“申购赎回清单”进行。恒生 H 股 ETF 的净值于 T 日计算。根据 T 日净值与指数权重等情况，管理人计算申购赎回清单，包括组合证券名称、数量、现金替代金额、溢价比例等内容。申购时全额现金替代，赎回时基金管理人代为卖券，申购赎回的对价均为现金。

T 日申购的 ETF 份额，T+1 日确认成功后，在 T+2 日可卖出。T+1 日中登公司逐笔核对申购 ETF 份额的对价是否充分，对价不足的份额交收确认失败，T 日

买入的基金份额可在当日赎回。

申购与赎回份额确认后，基金管理人进行申赎扎差，并对净申赎于 T+2 日代投资者在香港市场买入组合证券或卖出组合证券。买入或卖出组合证券的交易成本等费用由申赎投资者承担，每个申购投资者的单位补券金额一致，每个赎回投资者的单位卖券金额一致。基金管理人以 T+2 日收盘价附近为代买卖券的原则，扎差部分以 T+2 日收盘价结算。

申购赎回的大致流程如下：

T 日，盘中进行申购赎回；

T+1 日，确认申购赎回是否成功；

T+2 日，收盘附近代补券或卖券确定申购赎回的成本；同时进行现金差额的交收；申购成功的 ETF 份额可用；

T+4 日，完成申购 ETF 款的多退少补交收；

T+5 日，完成赎回 ETF 份额款项的交收。

### 恒生 H 股指数 ETF 风险分析

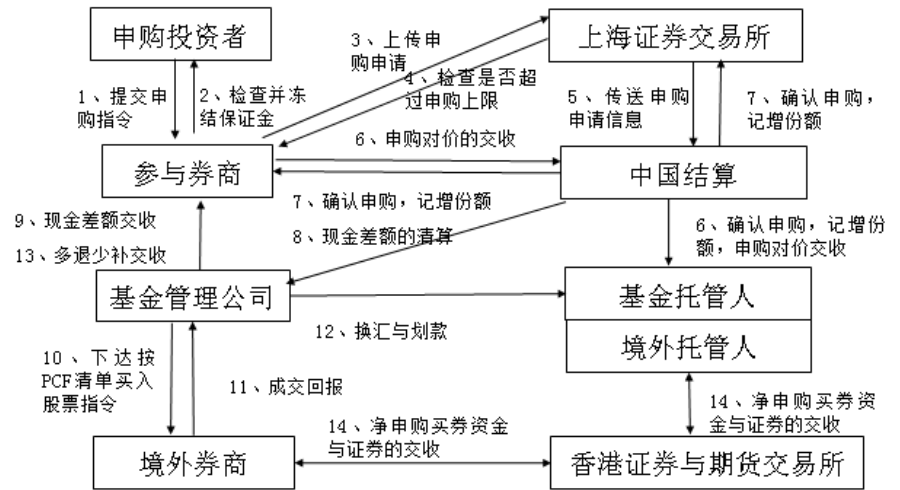
作为国内首批推出的跨境 ETF 产品，具有以下风险：

**汇率风险：**一般情况下，投资外币计价的资产时，人民币升值将会带来资产的缩水。H 股指数成分股均为内地注册的企业，它们在内地盈利，人民币升值将带动 H 股的股价上涨，从而一定程度上对冲掉汇率的风险，但汇率仍然是一个带来风险的重要的影响因素。人民币升值带来的资产缩水是直接的，由于 ETF 的投资标的是 H 股，因此境内投资者对 H 股 ETF 的投资效果会受到人民币汇率升值的负面影响。但是，人民币升值带来的业绩提升是间接的，与股价上涨没有必然联系。所以，对于恒生 H 股指数 ETF，由于其标的指数成分企业的营业收入源自中国内地，人民币升值将带动业绩的增长，能够对冲掉部分汇率的风险。但是股价能否及时反映这一影响存在大量不确定性因素。

**交易机制风险：**易方达 H 股指数 ETF 是国内第一支跨境 ETF 基金，其交易流程较国内 ETF 更为复杂，由此带来一定的投资风险。以申购环节为例，需要多达 14 个环节，风险较国内 ETF 或香港本地 ETF 都要更高



图 14: H 股 ETF 的具体申购流程



资料来源：天软科技、国信证券经济研究所整理

### 跨境 ETF 与境外本地 ETF 的比较

下文以对比投资易方达 H 股 ETF 与直接投资香港市场的费用、流动性、信息披露等方面为例，比较跨境 ETF 与境外本地 ETF 的区别。

易方达恒生 H 股指数 ETF 作为跟踪 H 股指数的交易性开放式基金，相比于香港市场非 H 股，它受到的汇率风险非常小；相比于直接投资 H 股市场，它有着分散化投资、管理费用低等特点。

目前在香港市场上已经有跟踪 H 股指数的恒生 H 股指数 ETF（2828），它同样有着上面的优点。相比之下，易方达 H 股 ETF 采用人民币计算净值和交易，汇率的影响包含在其中。对于内地投资者而言，香港市场的恒生 H 股指数 ETF 的收益不仅要考虑基金净值，还要考虑汇率的变化，而易方达 H 股 ETF 基金净值反应的是实际的投资收益情况，这对于内地投资者来说会更加方便。除此之外，还有如下几个方面不同：

#### 费用

下表统计跨境 ETF、香港 ETF、国内 ETF、QDII 费用，可见跨境 ETF 的申购赎回费用及管理费用都比 QDII 要低很多，这也是跨境 ETF 主要优势之一。但是跟香港本地 ETF 比较来说，跨境 ETF 没有优势。

**表 9：国内 ETF 及跨境投资工具交易（管理）费用**

产品类型	产品名称	认购费用	申购赎回费	管理费	托管费率	交易费用
跨境 ETF	易方达恒生中国企业指数 ETF	0 万 ≤ 金额 < 50 万 0.80% 50 万 ≤ 金额 < 100 万 0.50% 100 万 ≤ 金额 每笔 1000 元		0.60%	0.20%	0.30%
	华夏恒指 ETF	0 万 ≤ 金额 < 50 万 0.80% 50 万 ≤ 金额 每笔 1000 元		0.60%	0.15%	0.30%
香港 ETF	恒生 H 股 ETF	1 港元 ≤ 金额 ≤ 200 万港元 0.50%	0.51%	0.55%	0.05%	0.11%
		200 万港元 < 金额 ≤ 500 万港元 0.23%	0.24%			
		500 万港元 < 金额 ≤ 1000 万港元 0.14%	0.14%			
		1000 万港元以上 < 0.12%	0.13%			
国内 ETF	国内 ETF	0 万 ≤ 份额 < 50 万 1.00% 50 万 ≤ 份额 < 100 万 0.50% 100 万 ≤ 份额 每笔 1000 元	0.50%	0.50%	0.10%	0.30%
QDII	南方全球精选配置	0 万 ≤ 金额 < 100 万 1.60% 100 万 ≤ 金额 < 500 万 1% 500 万 ≤ 金额 < 1000 万 0.50% 1000 万 ≤ 金额 每笔 1000 元	0 年 ≤ 年限 < 1 年：0.5% 1 年 ≤ 年限 < 2 年：0.3% 2 年 ≤ 年限：0%	1.85%	0.30%	
	华夏全球股票精选	0 万 ≤ 金额 < 100 万 1.60% 100 万 ≤ 金额 < 500 万 1.30% 500 万 ≤ 金额 < 1000 万 0.90% 1000 万 ≤ 金额 每笔 1000 元	0.50%	1.85%	0.35%	

资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

### 流动性

易方达 H 股 ETF 还没开始正式发行，其发行后的流动性是一个需要考虑的问题。恒生 H 股指数 ETF 在 2012 年 5 月的日均成交金额为 24290 万港元，资产总值为 177 亿 2546 万港元。目前易方达深证 100ETF、上证中盘 ETF、创业板 ETF 这三只 ETF 的日交易额分别为 28681 万元、208 万元、11991 万元，资产总值分别为：196 亿 8543 万元、9 亿 6729 万元、4 亿 6167 万元。其中深证 100ETF 发行最早（2006 年），目前规模也最大，与恒生 H 股指数 ETF 相当。上证中盘 ETF 和创业板 ETF 发行的时间较短，规模也相对较小。易方达 H 股 ETF 开始发行时二级市场可能短期内会存在流动性问题，不及香港的恒生 H 股 ETF 市场。

### 信息披露

恒生 H 股指数上市 ETF 由恒生投资管理有限公司发行，恒生投资管理公司会每月公布所有基金的基金月报，每年年中和年末分别发布年度中期财务报告和年度财务报告。此外，在年中和年末，每半年发布一次股息通告。

易方达基金公司每个季度发布所有基金的季度报告，披露内容包括基金概况、财务指标、净值表现、管理人报告以及投资组合报告等。可以看到，恒生 H 股指数上市 ETF 的信息披露频率大体上要高于易方达基金公司。

但是内地投资者已经与内地基金公司建立了良好的合作关系，可能更加适应内地基金公司的服务模式。

## 结论

1、我国行业 ETF 属于起步阶段，种类较少，净资产占整个 ETF 比重较低，单个行业 ETF 的规模较小。行业 ETF 作为资本市场中比较重要的一个工具，在美国已经迅速的成长起来。我国行业 ETF 发展的空间很大，市场需求明显，现行 ETF 运行稳定，伴随做市规定的发布，行业 ETF 流动性不再是问题，因此行业 ETF 发展前景光明。

2、行业 ETF 主要考虑因素包括：行业指数的宽度，流动性；行业本身的周期性，重要性；以及市场对 ETF 的限制条件；同时应尽量避免已有 ETF 所标的的行业。

3、根据分析，我们认为目前情况下行业 ETF 应该首先从上证、深证行业指数选择，尤其是深证能源，材料，地产指数。其次，在跨市场 ETF 日趋成熟之后，可以考虑用中证，申万的行业指数作为行业 ETF 的标的。

4、通过分析沪深 300 行业 ETF 的可行性，我们认为该行业指数作为标的有需求上以及配合股指期货方面的优势。但是跨市场限制，以及指数宽度方面仍然存在一定问题。目前，对于能源，材料，工业 ETF 沪深 300 行业指数可以成为标的。

5、推出行业 ETF 的同时要选择好做市商。行业 ETF 的低流动性一直是阻碍其发展的最主要问题，随着做市商已经获准进入我国 ETF 市场，发行行业 ETF 关键的一个环节就是选择好做市商。

6、境外（以美国和香港为例）的跨境 ETF 已进入成熟阶段，在 ETF 市场占有重要地位。相比之下，我国跨境 ETF 属于刚起步的阶段，还存在一定的发展空间。在以香港地区为例的跨境 ETF 中，H 股 ETF 跟踪标的恒生国企指数成分股均为大盘蓝筹股，代表了中国各行业的龙头企业，具有低估值、高股息率的优势。但是该指数权重过于偏重金融业，行业风险未得到很好的分散。

7、跨境 ETF 的设立，给普通投资者提供了参与港股的机会，但是相比于直接投资港股或香港本地 ETF，没有明显的优势。对于已经具备港股投资资格并具有足够 QDII 额度的机构，并未具有明显的吸引力。

8、如果借助内地基金公司投资跨境 ETF，合作机构是已经建立合作关系的内地基金公司、券商通道，相比于在香港市场直接投资或者于香港的国际金融机构合作，内地机构的投资模式、服务模式已经经过磨合，不存在转换成本。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	侯慧梯	021-60875161	黄学军	021-60933142
崔 嵘	021-60933159	赵 婧	021-60875168	林丽梅	021-60933157
张 嫒	0755-82133259			技术分析	
李智能				闫 莉	010-88005316
沈 瑞	0755-82132998-3171				
<b>交通运输</b>		<b>机械</b>		<b>商业贸易</b>	
郑 武	0755-82130422	郑 武	0755-82130422	孙菲菲	0755-82130722
陈建生	0755-82133766	陈 玲	021-60875162	常 伟	0755-82131528
岳 鑫	0755-82130432	杨 森	0755-82133343		
糜怀清	021-60933167	后立尧	010-88005327		
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>		<b>房地产</b>	
左 涛	021-60933164	郑 东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
		陈 健	010-88005308	黄道立	0755-82133397
				刘 宏	0755-22940109
<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>		<b>计算机及电子元器件</b>	
刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396	段迎晟	0755-82130761
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82139908	高耀华	010-88005321
吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473	刘 翔	021-60875160
罗 洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263	欧阳仕华	0755-82151833
朱振坤	010-88005317	刘 勋	0755-82133400		
<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>		<b>电力及公共事业</b>	
陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909	谢达成	021-60933161
刘 明	010-88005319	龙 飞	0755-82133920		
		徐张红	0755-22940289		
<b>非银行金融</b>		<b>轻工</b>		<b>建筑工程及建材</b>	
邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565	邱 波	0755-82133390
田 良	0755-82130470	邵 达	0755-82130706	刘 萍	0755-82130678
童成墩	0755-82130513			马 彦	010-88005304
<b>家电及通信</b>		<b>电力设备与新能源</b>		<b>食品饮料</b>	
王念春	0755-82130407	杨敬梅	021-60933160	黄 茂	0755-82138922
		张 弢	010-88005311		
<b>旅游</b>		<b>农业</b>		<b>金融工程</b>	
曾 光	0755-82150809	杨天明	021-60875165	戴 军	0755-82133129
钟 满	0755-82132098			林晓明	0755-82136165
				秦国文	0755-82133528
				张璐楠	0755-82130833-1379
				周 琦	0755-82133568
				郑亚斌	021-60933150
				陈志岗	0755-82136165
				马璞清	0755-22940643
				吴子昱	0755-22940607
<b>基金评价与研究</b>					
杨 涛	0755-82133339				
康 亢	010-66026337				
李 腾	010-88005310				
刘 洋	0755-82150566				
潘小果	0755-82130843				
蔡乐祥	0755-82130833-1368				
钱 晶	0755-82130833-1367				

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
甄 艺	010-66020272 18611847166		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617		李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
陈孜譞	18901140709		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		梁 丹	15107552991	
			梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn				