

创新时代的另类参与机会与案例

## 固本开源、广辟蹊径

---



**中信证券股份有限公司**  
CITIC Securities Company Limited

中信证券研究部 金融工程与衍生品组

赵文荣

2013年12月16日

# 驻足被遗忘的角落

- 固本开源：离我们近的离别人也近
- 广辟蹊径：机会其实一直很多，只要我们多关注
- 另类机会：较低风险、较高收益、低相关性
- 收益来源：套利限制、参与门槛、容量限制

A股市场不仅仅是个股票市场



序号	日期	创新内容
A	2005/2/23	首只ETF上证50ETF上市
B	2005/6/16	首只指数LOF巨潮100上市
C	2007/9/21	首只分级瑞福上市
D	2010/3/31	6家券商融资融券业务试点
E	2010/4/16	股指期货上市
F	2011/10/11	上交所股票约定购回业务
G	2012/12/21	协会发布OTC业务规范
H	2013/3/13	6家券商试点场外衍生品业务
I	2013/4/3	杠杆与股指期货指数发布
J	2013/6/24	场内股权质押回购开闸

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

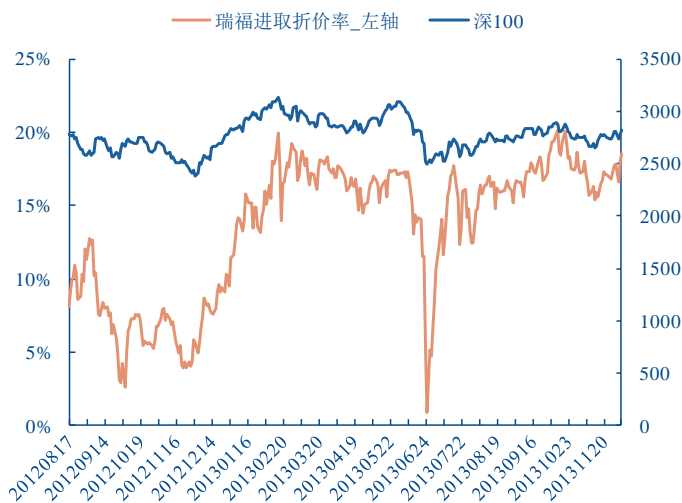
# 目录

1. 幸福源于比较：资产替代机会
2. 不择时而择“式”：“模式”创造价值
3. 刮目相看：丰富多彩的工具变相功能
4. 唯利“试”图：低风险参与机会
5. 熟能生巧：灵活运用市场工具

## 1.1 资产替代：选择“便宜”的同质资产增强收益

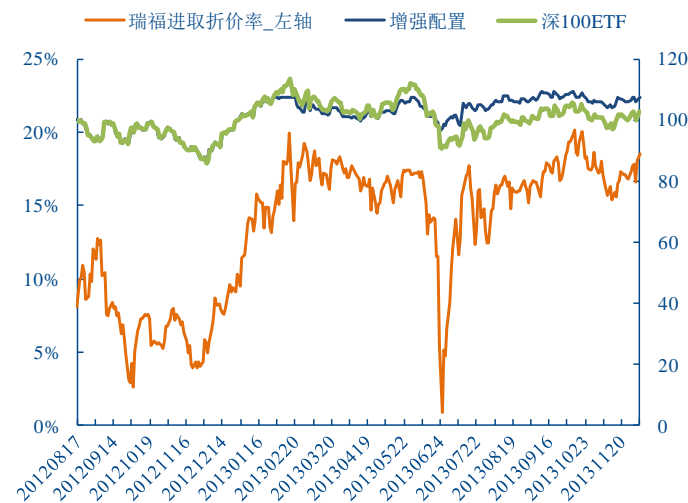
- 瑞福进取（150001）：3年到期（2015年8月14日），年化成本9%左右，2倍左右的杠杆，场内封闭交易，到期转LOF，折价率波动较大
- 资产替代示例：折价超过18%，将ETF替换为瑞福进取+现金，折价率回到10%以内换回ETF，交易成本双边0.4%，无印花税

瑞福进取折价率Vs.深100指数



资料来源：中信证券量化投资分析系统

深100ETF与瑞福进取增强配置效果

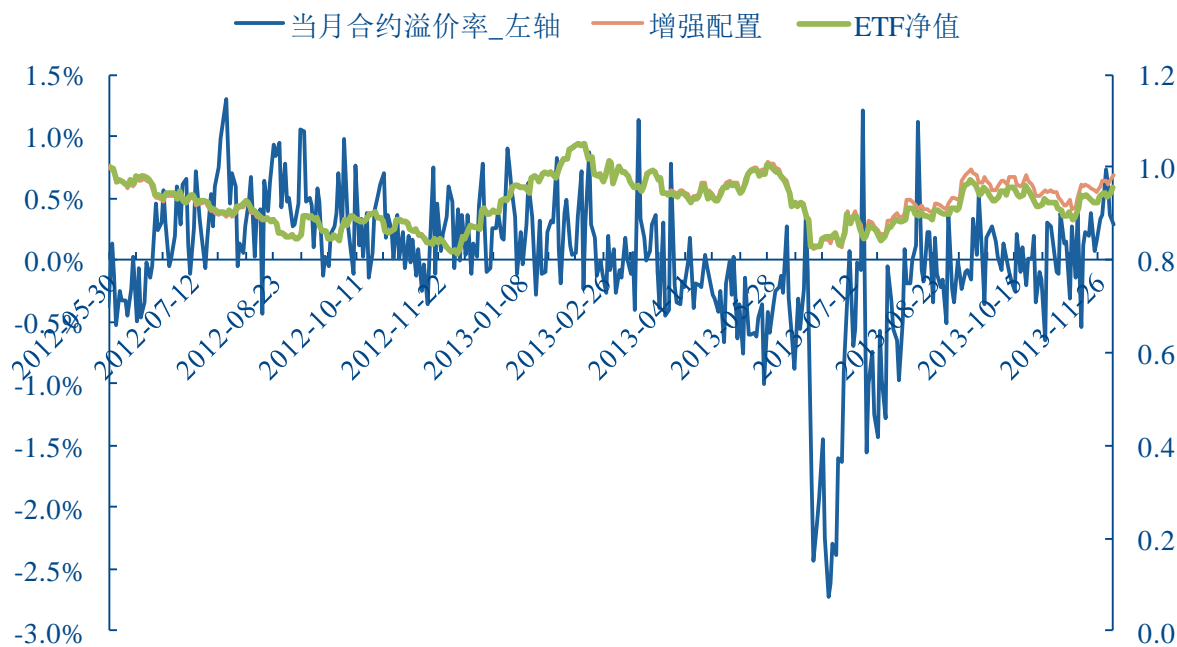


资料来源：中信证券量化投资分析系统

## 1.2 资产替代：选择“便宜”的同质资产增强收益

- 股指期货高折价为300指数化资产提供了增强机会
- 股指期货折价超过0.4%替换为期货，不做杠杆，折价消失或临近结算（小于5个交易日）则平仓。

沪深300ETF与股指期货高折价资产替代效果



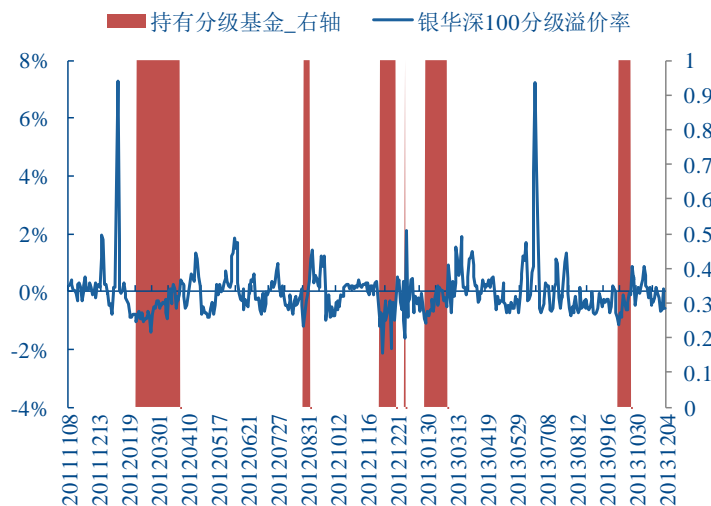
资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：扣除换仓成本单边0.2%

## 1.3 资产替代：选择“便宜”的同质资产增强收益

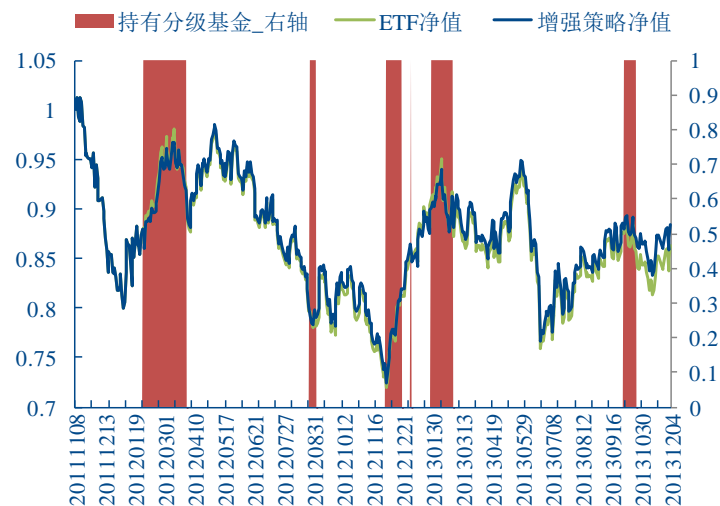
- 同标的的分级基金与ETF：当分级基金折价较大时以分级基金替代ETF
- 银华深100分级和易方达深100ETF示例：折价超过1%卖出ETF买入分级，溢价率超过0.4%卖出分级买入ETF，交易成本双边0.4%，无印花税

银华深100分级基金溢价率走势Vs.分级持仓



资料来源：中信证券量化投资分析系统

基于分级折溢价波动的指数增强效果

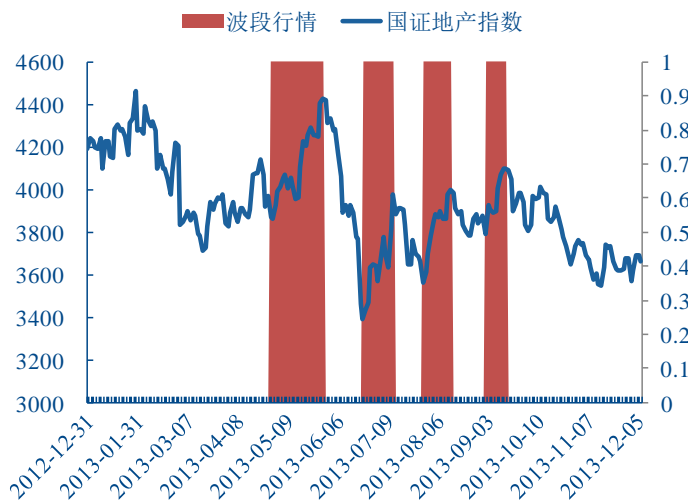


资料来源：中信证券量化投资分析系统

## 1.4 工具替代个股：“系统”行情机会首选板块工具

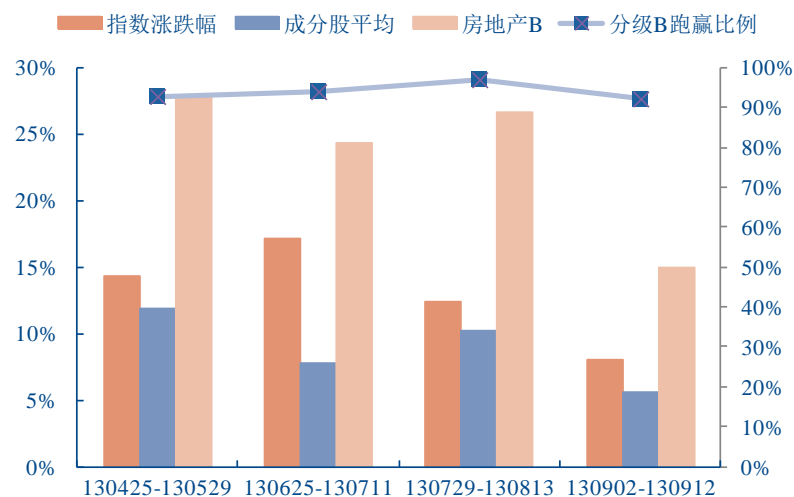
- 房地产板块的几次波段行情：业绩预告与年报、再融资预期等
- “板块工具”替代“个股”：房地产杠杆工具在波段行情中跑赢90%以上的个股；板块系统行情下选股不如选工具

2013年房地产板块的几个波段行情



资料来源：中信证券量化投资分析系统

基于分级折溢价波动的指数增强效果



资料来源：中信证券量化投资分析系统

## 1.4 工具替代个股：行业工具和市场工具

- 行业工具：资源、医药、房地产、金融；市场工具：沪深300、中证500、中证100、中小板、创业板、深成指、深100。

值得关注的板块杠杆工具

B代码	B份额名称	B总份额 (亿份)	净值杠杆	价格杠杆	日均成交额 (百万元)	类型	板块特征
150101	鹏华资源B	13.47	3.84	3.08	67.08	行业	煤炭、有色
150060	银华鑫瑞	17.22	3.11	2.87	39.26	行业	煤炭、有色
150118	国泰国证房地产B	4.42	2.20	2.29	17.96	行业	房地产
150131	国泰国证医药卫生B	1.93	2.01	2.07	7.35	行业	医药
150019	银华锐进	111.53	3.15	2.64	332.48	市场	大中盘（深100）
150013	国联安双禧B中证100	13.19	1.76	1.68	82.28	市场	大盘蓝筹、金融行业
150001	国投瑞银瑞福进取	36.46	2.10	2.56	62.80	市场	大中盘（深100）
150153	富国创业板B	3.55	2.29	2.12	58.94	市场	创业板
150023	申万菱信深成进取	34.59	11.56	3.31	27.28	市场	深成指
150086	申万菱信中小板B	2.56	2.03	2.04	14.96	市场	中小板

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：数据截止日为2013/12/6,日均指标为截止日前一个周的均值



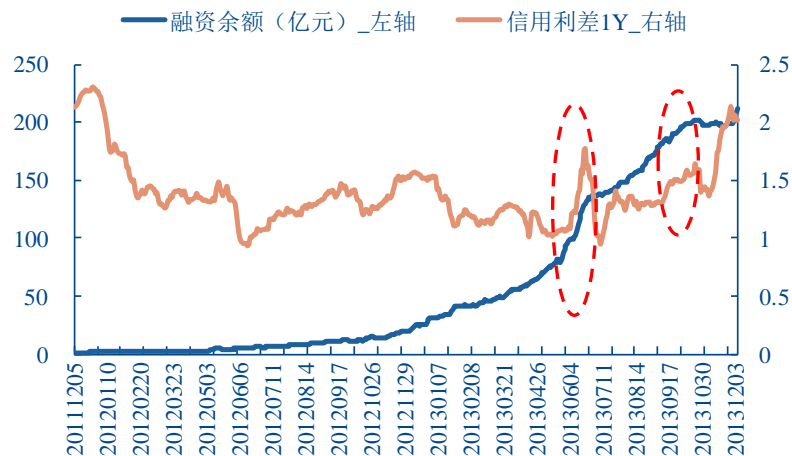
# 目录

1. 幸福源于比较：资产替代机会
2. 不择时而择“式”：“模式”创造价值
3. 刮目相看：丰富多彩的工具变相功能
4. 唯利“试”图：低风险参与机会
5. 熟能生巧：灵活运用市场工具

## 2.1 流动性管理：融资融券不仅仅是做方向的工具

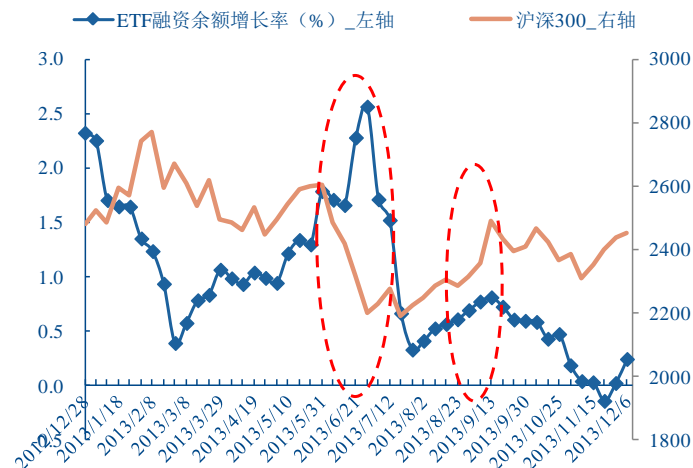
- **ETF可以变相T+0**：当日申购可以可卖出，当日买入当日可赎回
- **信用交易三个比例**：初始担保比例：**150%**、维持担保比例**130%**、自由操作担保比例：**300%**

ETF融资余额Vs.信用利差（AAA，1Y）



资料来源：中信证券量化投资分析系统

ETF融资余额日环比增长率Vs.沪深300

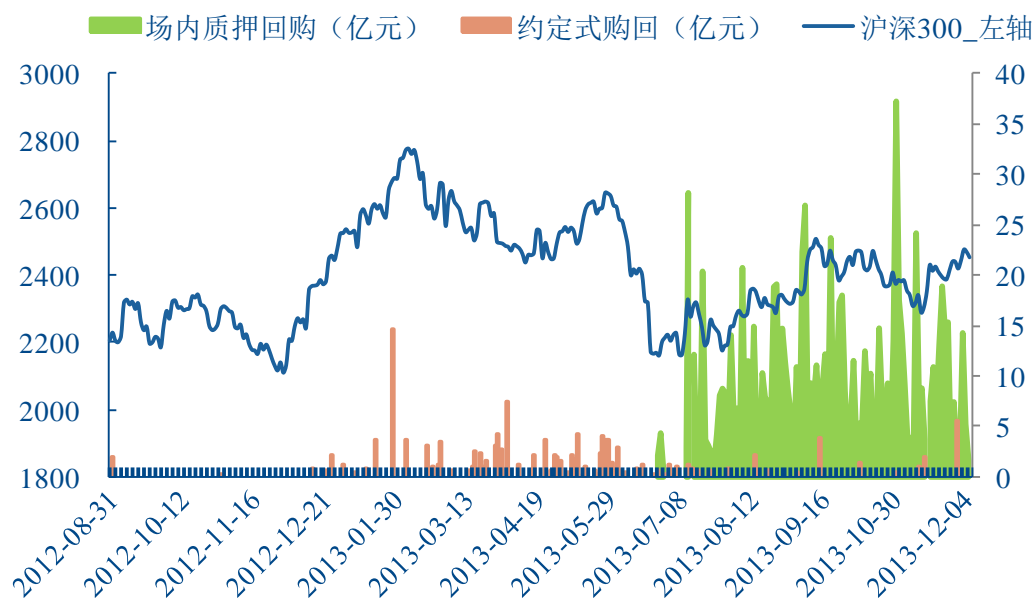


资料来源：中信证券量化投资分析系统

## 2.2 流动性管理：盘活存量资产，提高流动性

- 2011年10月上交所推出约定购回式证券交易业务，2012年10月修订；2013年1月14日，深交所约定购回业务开闸。
- 2013年6月24日，场内股权质押回购开闸。

券商约定式购回和场内质押回购标的券市值（按业务生效日统计）



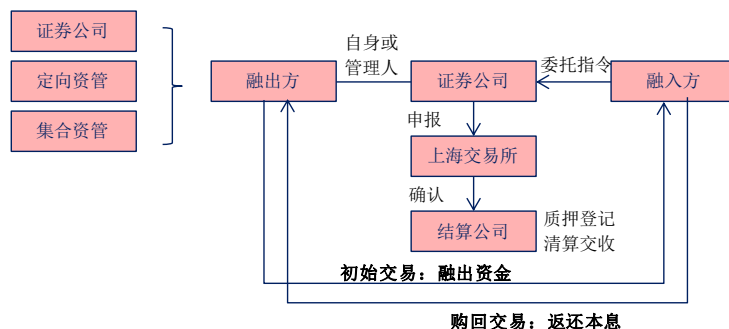
资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：样本为持股超过5%的上市公司股东披露数据

## 2.2 流动性管理：场内质押回购优势显著

- 场内质押回购优势突出：出资主体多样、快速融资、快速登记、快速处置。
- 期限：回购期限不超过3年，实际以半年到一年居多；交易时间同股票。

股权质押回购业务



各类常用股权质押业务对比

业务主体	法律形式	登记	融资	业务名称	快速登记	快速融资	快速处置	多种出资主体
银行	质押式（针对证券公司）	场内	场外	券商自营股票质押银行贷款	✓		✓	
银行	质押式（针对一般客户）	场外	场外	商业银行股票质押贷款				
信托	质押式	场外	场外	信托计划（质押式）		✓		✓
信托	买断式	-	场内	信托计划（买断式）	——		✓	✓
券商	买断式	-	场内	约定式购回	——	✓	✓	
券商	质押式	场外	场外	场外质押回购		✓		✓
券商	质押式	场内	场内	交易所质押回购	✓	✓	✓	✓

资料来源：中信证券研究部整理

## 2.3 减持绿色通道：ETF换购交易

- 股票换购ETF，是指在ETF募集期间，投资者可以用单只或多只股票办理网下股票认购ETF的手续。换购上限不超过5%，不需要公告。
- “规则红利”：ETF独特的现金、股票、组合或股票篮子认购方式
- 减持绿色通道：变相减持、改善流动性、改变风险-收益特征、交易成本低
- 比较适合的情形：停牌股、大小非、流动差、套牢股等
- 2013年4月初停牌股票出现“换购门”之后，换购条件变苛刻

部分募集申请通过尚未完成发行的ETF

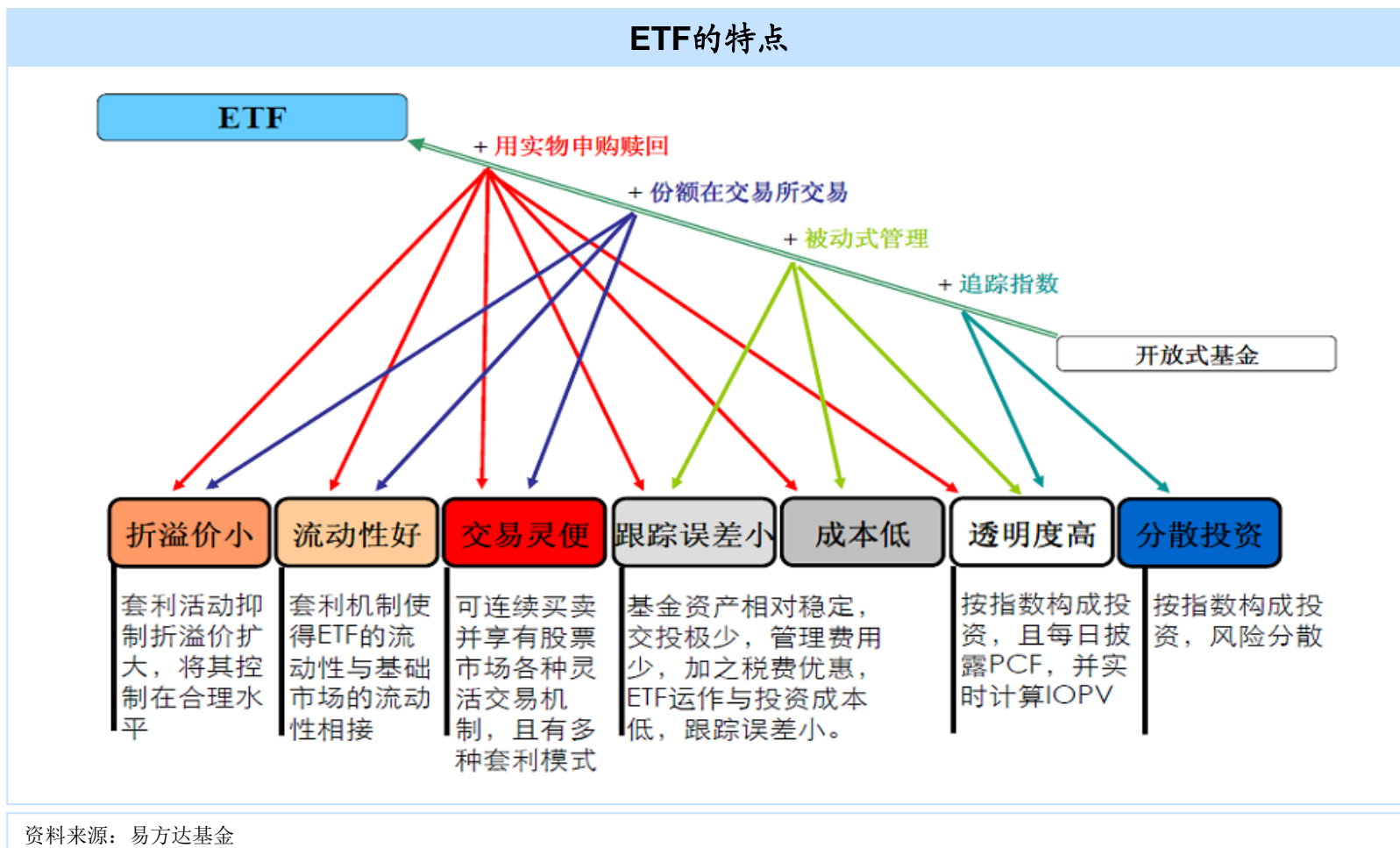
基金管理人	申请事项	类型	募集申请通过
大成	沪深300能源交易型开放式指数基金	行业ETF	2013/9/11
大成	沪深300医药卫生型开放式指数基金	行业ETF	2013/9/11
大成	沪深300金融地产型开放式指数基金	行业ETF	2013/9/11
华安	中证细分金融交易型开放式指数基金	行业ETF	2013/9/22
广发	中证全指主要消费交易型开放式指数基金	行业ETF	2013/9/29
广发	中证全指能源交易型开放式指数基金	行业ETF	2013/9/29
广发	中证全指金融地产交易型开放式指数基金	行业ETF	2013/9/29
广发	中证全指可选消费交易型开放式指数基金	行业ETF	2013/9/29
广发	中证全指医药卫生交易型开放式指数基金	行业ETF	2013/9/29
广发	中证全指原材料交易型开放式指数基金	行业ETF	2013/9/29
华安	沪深300交易型开放式指数基金及其联接基金	宽基ETF	2013/11/6
景顺长城	中证500交易型开放式指数基金	宽基ETF	2013/11/25
诺安	中证500交易型开放式指数基金及其联接基金	宽基ETF	2013/11/28

资料来源：证监会网站 中信证券研究部整理

注：景顺长城中证500ETF计划募集期为2013年12月3日至20日。

## 2.3 减持绿色通道：ETF的特点

### ■ 股票换购为ETF，属性发生很大变化



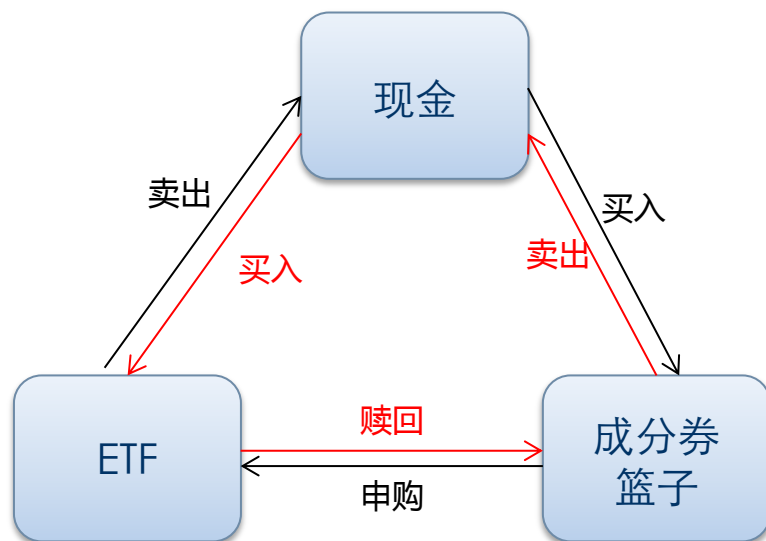
# 目录

1. 幸福源于比较：资产替代机会
2. 不择时而择“式”：“模式”创造价值
3. 刮目相看：丰富多彩的工具变相功能
4. 唯利“试”图：低风险参与机会
5. 熟能生巧：灵活运用市场工具

## 3.1 变相T+0: ETF日内回转和日内波段交易

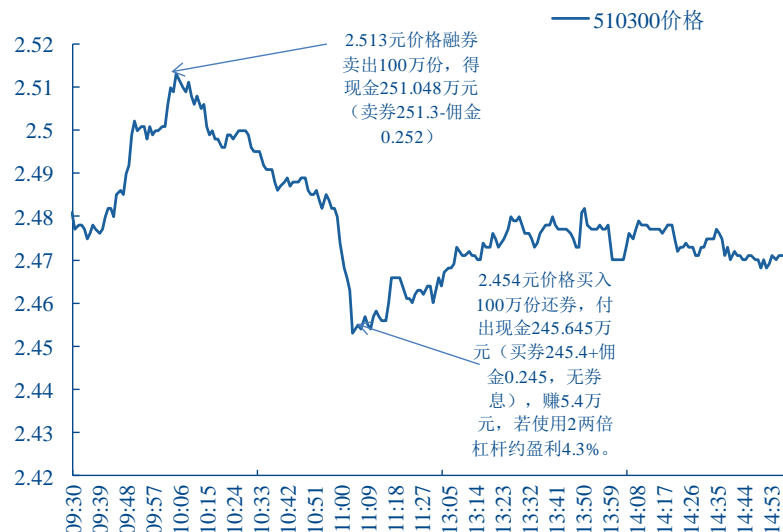
- **ETF单向交易法则**: 当日买入ETF当日可赎回但不可卖出; 当日申购ETF当日可卖出但不可赎回; 当日买入证券当日可申购ETF但不可卖出; 当日赎回证券当日可卖出但不可申购ETF。
- **ETF融资融券**: 当日借券还券无券息; 当日借钱还钱计息

ETF “蜕变” 式日内回转交易（正、反循环）



资料来源: 中信证券研究部

ETF+融券做日内波段 (IPO重启冲击行情)



资料来源: 中信证券量化投资分析系统

注: 2013年12月2日数据



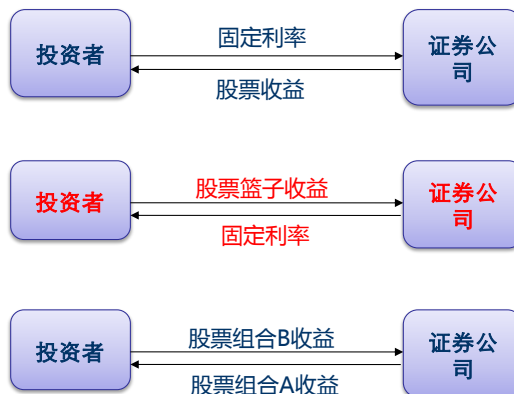
## 3.2 变相对冲：利用场外互换管理风险

- 对冲工具缺失：如中小板、创业板、行业板块
- 券商收益互换：与券商场外订立交易契约，根据合同约定在未来特定期限内针对特定股票、指数、转债、期货（股指、商品）等证券收益与固定利率进行现金流交换，是一种灵活定制（期限、券种）的柜台交易合约。
- 特点：场外契约成交、保证金交易，收益具有杠杆、要素设计灵活

几种常见的互换方式

模式	客户需求	实现效果	典型应用
固定换浮动	增加股票风险暴露	通过互换建立证券多头头寸	一、二级市场杠杆投资
浮动换固定	降低股票风险暴露	通过互换建立证券空头头寸	沽空限售股组合
浮动换浮动	获得Alpha收益	通过互换建立证券多空头寸	多空交易策略

互换交易模式示意图



保证金要求

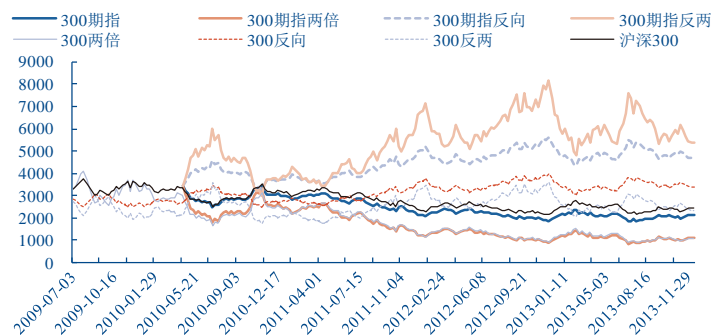
标的证券	初始保证金比率	维持保证金比率
ETF	15%-25%	10%-20%
沪深300成分股	20%-30%	10%-15%
其他	25%-35%	10%-15%

资料来源：中信证券研究部

### 3.3 变相杠杆：呼之欲出的新型杠杆工具

- 部分投资者参与范围受限：不能参与融资、股指期货；缺乏硬件系统支持；达不到资金门槛和专业管理水准。
- 2013 年4月3日起，中证指数发布沪深300杠杆指数和期货指数。

杠杆指数、股指期货指数系列走势Vs.沪深300



双向交易工具比较

	融资融券	股指期货	杠杆指数 ETF
主要用途	融资买入或融券卖出标的股票及 ETF	提供对股票指数的杠杆机制	提供对股票指数的杠杆机制
准入门槛	交易满 6 个月 普通账户人民币资产总值 50 万以上	50 万以上保证金余额，相关投资经验	具有沪深基金账户即可
资金到账	T+0	无	无
融资额度	资质评定决定客户最大授信额度	最大合约头寸限制	无显性额度限制
融资期限	每笔合约不超过六个月	交割根据合约确定，最长可达 6 个月	无期限限制，短期杠杆恒定，长期杠杆不稳定
融资利率	8%-9%	无	无显性成本
标的范围	上交所、深交所指定证券	沪深 300 指数	沪深 300 指数

资料来源：中信证券研究部整理

### 3.3 变相杠杆：突破门槛限制

- 产品包装突破准入限制：如机构投资者被限制参与股指期货和融资融券
- 专业管理“批发转零售”突破资金和管理技能门槛限制

基金公司竞相酝酿杠杆ETF和其他杠杆指数产品

管理人	申请事项	材料接收日	受理与否	最新
汇添富	沪深300反向1倍杠杆型交易型开放式指数发起式基金	2013/3/8	2013-3-18（受理）	2013/8/15（第一次反馈）
汇添富	沪深300正向2倍杠杆型交易型开放式指数发起式基金	2013/3/8	2013-3-18（受理）	2013/8/15（第一次反馈）
汇添富	沪深300反向2倍杠杆型交易型开放式指数发起式基金	2013/3/8	2013-3-18（受理）	2013/8/15（第一次反馈）
易方达	沪深300指数期货反向交易型开放式指数发起式基金	2013/4/3	2013-4-15（受理）	2013/8/29（第一次反馈）
易方达	沪深300指数期货两倍杠杆交易型开放式指数发起式基金	2013/4/8	2013-4-16（受理）	2013/8/29（第一次反馈）
易方达	沪深300指数期货反向两倍杠杆交易型开放式指数发起式基金	2013/4/8	2013-4-16（受理）	2013/8/29（第一次反馈）
华泰柏瑞	沪深300正向杠杆交易型开放式指数发起式基金	2013/9/9	2013-9-16（受理）	2013-9-16（受理）
申万菱信	沪深300指数期货两倍杠杆指数发起式基金	2013/5/6	2013-5-9（受理）	2013/11/8（第一次反馈）
申万菱信	沪深300指数期货反向两倍杠杆指数发起式基金	2013/5/6	2013-5-9（受理）	2013/11/8（第一次反馈）
国投瑞银	双倍沪深300指数发起式基金	2013/5/13	2013-5-20（受理）	2013/11/8（第一次反馈）

资料来源：中国证监会网站 中信证券研究部整理 注：截至2013年11月29日

### 3.4 变相质押：低风险资金管理+灵活出击

- 低风险但收益不具有长期吸引力，质押和加杠杆不灵活
  - 股票分级A、股权低风险投资
- 专户产品包装获得“质押资质”、场内质押回购交易获得灵活杠杆
  - 波段机会来临主动出击
- 优势：长线低风险稳定收益+灵活杠杆捕捉高收益
- 出资人：券商自营或客户

## 3.5 变相交易：通过ETF交易个股

### ■ “利空股” 短期停牌或跌停时

- 若该股票在ETF申购赎回清单内设置为“允许”，可买入一篮子股票（利空股无需买入，用现金替代）申购成ETF，立即卖出ETF，实现对“利空股”的卖空
- 如昌九生化（2013/11/4）、山东黄金（2013/4/3）

### ■ “利多股” 短期停牌或涨停时

- 若该股票在ETF申购赎回清单内设置为“允许”或“禁止”，可买入ETF，立即赎回，卖出“利多股”以外的股票
- 如万科A（2012/12/26）、美的电器（2013/4/1）

# 目录

1. 幸福源于比较：资产替代机会
2. 不择时而择“式”：“模式”创造价值
3. 刮目相看：丰富多彩的工具变相功能
4. 唯利“试”图：低风险参与机会
5. 熟能生巧：灵活运用市场工具

## 4.1 分级基金折溢价套利流程、成本与风险

折价套利：(A+B) 份基础份额净值 > A 份 A 份额 + B 份 B 份额

交易手续费  
与冲击成本  
0.1%+0.1%

配对转换费用  
0%

场内赎回费率  
0.5%

2个交易日基础份额净值波动的市场风险

T 日

T+1 日

T+2 日

T+3 日

溢价套利：(A+B) 份基础份额净值 < A 份 A 份额 + B 份 B 份额

2个交易日基础份额净值波动的市场风险

场内申购基  
础份额  
0.1%

配对转换费用  
0%

交易手续费  
与冲击成本  
0.1%+0.1%

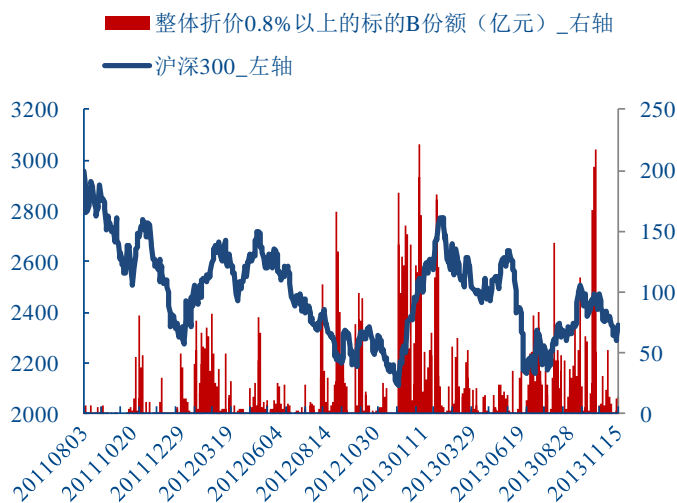
资料来源：中信证券研究部

注：A、B 为份额配比，股票型分级基金 A:B 为 5:5 或 4:6。

## 4.1 分级基金折溢价套利空间

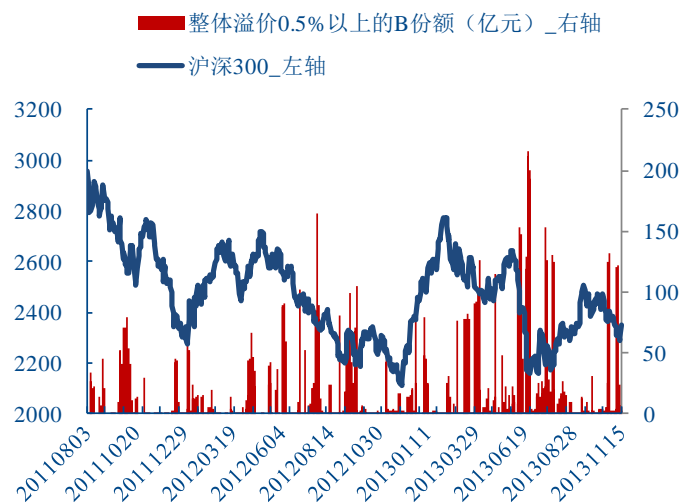
- 由于博弈空间大、波段交易频繁、定价效率偏低、缺乏对冲工具等因素，分级基金折溢价波动幅度大、套利机会多，但对套利操作要求也高。

显著折价 ( $<-0.8\%$ ) 标的的市值规模



资料来源：中信证券量化投资分析系统

显著溢价 ( $>0.5\%$ ) 标的的市值规模



资料来源：中信证券量化投资分析系统



## 4.1 分级基金折溢价套利案例

- 回避择时之短，巧用微观结构套利之长
- 通过频繁交易自行冲销（统计套利）；使用股指期货、融券卖空等空头工具（对冲策略）

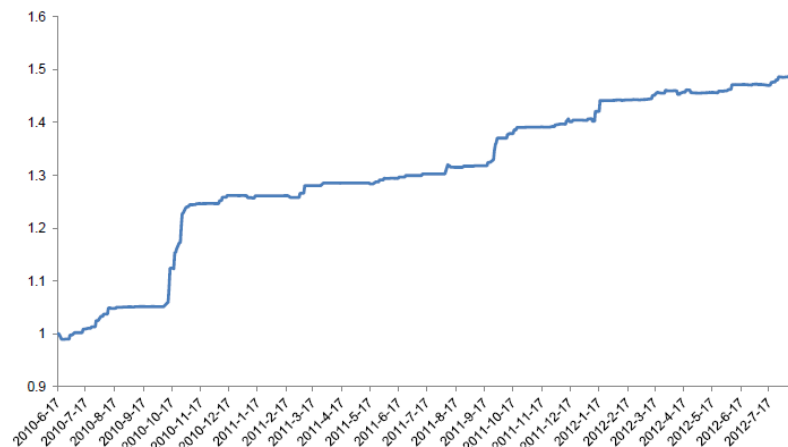
T+0整体溢价转换套利策略净值表现



资料来源：信诚基金

T+0整体溢价转换套利策略相对表现

分级基金套利策略/买入持有策略

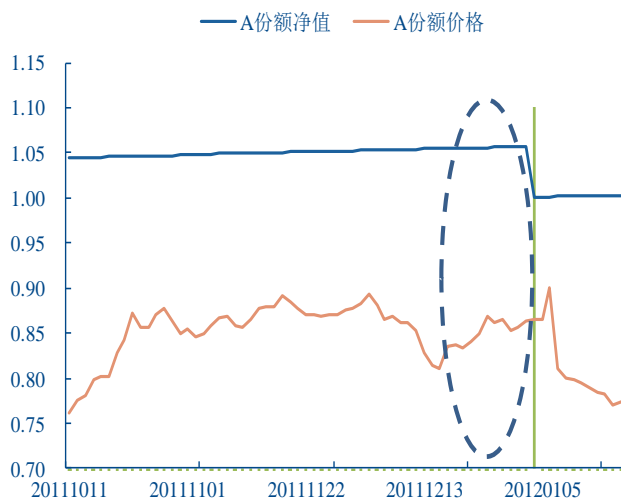


资料来源：信诚基金

## 4.2 分级基金定期与定点折算

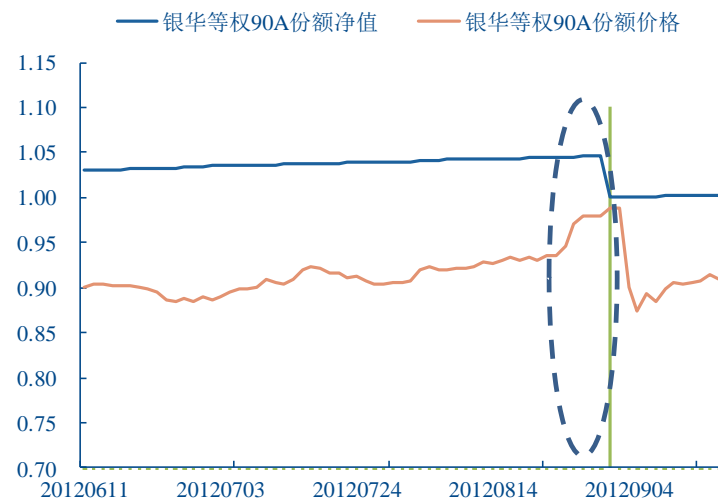
- **A份额折价显著的分级基金发生定期折算、下折算时存在低风险参与机会**
  - 2011年底定期折算促使A份额折价率大幅收窄
  - 2012年8月30日，银华鑫利跌至0.25元，银华等权90成为首只下折算的分级基金。

定期折算前后银华稳进价格表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

下折算前后银华金利价格表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

## 4.2 定点折算关注哪些标的？

### ■ 触发下折算隐含的母份额净值下跌空间

➢ 基础份额净值下跌幅度 =  $(B \text{ 净值} - B \text{ 阈值}) / \text{基础份额净值} / \text{初始杠杆}$

### ■ 触发下折算隐含投资A份额获利空间

➢ A收益率 =  $(A \text{ 净值} - B \text{ 阈值} + B \text{ 阈值} * A \text{ 的折价率}) / A \text{ 价格} - 1$

下折算预期较为强烈的产品

基金名称	A代码	B代码	B阈值 (元)	基金净值 (元)	A净值 (元)	B净值 (元)	A价格 (元)	A溢价率	下折算隐含基 金净值涨幅	A潜在获利 水平
银华内地资源	150059	150060	0.25	0.63	1.06	0.34	1.02	-4.25%	-8.16%	3.39%
鹏华A股资源	150100	150101	0.25	0.71	1.06	0.37	0.96	-8.90%	-8.54%	7.46%
银华深证100	150018	150019	0.25	0.77	1.06	0.49	0.96	-9.56%	-15.63%	8.07%
招商大宗商品	150096	150097	0.25	0.82	1.06	0.57	1.05	-1.41%	-19.77%	1.10%

资料来源：中信证券数量化分析系统

注：截至2013年12月6日

## 4.2 定期折算参与机会大不大？

### ■ 定期折算 值得关注吗？

- 催化剂作用不大：隐含收益率低于历史水平、机会成本高（3M协议存款达到7%）
- 剔除流动性较差（A的日均交易额小于100万元）的基金
- 假如折算后A的折价率不变，买入溢价状态的A折算后将遭受损失，尽量回避溢价的A
- 可以重点关注A的隐含收益率分位数高、折价率高的标的

**A日均交易额高于100万元近期将定期折算的股票分级**

A代码	A名称	预估折算基准日	A净值（元）	A价格（元）	A溢价率	A日均交易额（百万元）
150018	银华稳进	2014/1/2	1.06	0.96	-9.56%	86.47
150100	鹏华资源A	2014/1/2	1.06	0.96	-8.90%	41.27
150059	银华金瑞	2014/1/2	1.06	1.02	-4.25%	15.85
150152	富国创业板A	2014/1/2	1.02	0.95	-6.01%	13.85
150022	申万菱信深成收益	2014/1/2	1.06	0.80	-24.29%	13.27
150117	国泰中证房地产A	2014/1/2	1.06	1.08	1.89%	3.45
150130	国泰中证医药卫生A	2014/1/2	1.02	1.04	1.84%	2.27
150030	银华金利	2014/1/2	1.06	1.10	3.68%	1.47
150096	招商中证大宗商品A	2014/1/2	1.06	1.05	-1.41%	1.04

资料来源：中信证券数量化分析系统

注：截至2013年12月6日

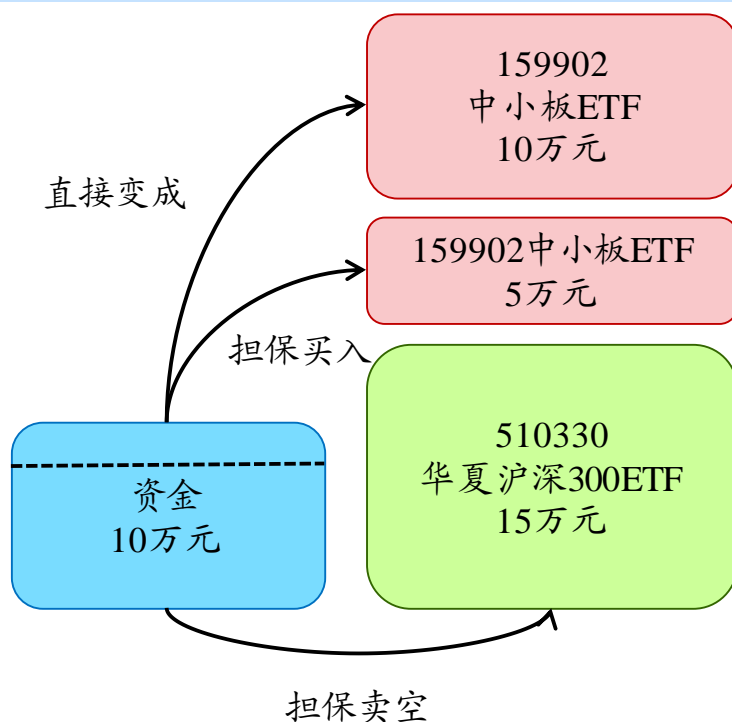
# 目录

1. 幸福源于比较：资产替代机会
2. 不择时而择“式”：“模式”创造价值
3. 刮目相看：丰富多彩的工具变相功能
4. 唯利“试”图：低风险参与机会
5. 熟能生巧：灵活运用市场工具

## 5.1 ETF+融资融券多空交易：最大化信用权限

- 两融信用交易担保比例三条线：150%、130%、300%
- 信用交易中最大化所有证券（含现金）的功能！

通过两融做ETF配对多空交易示例



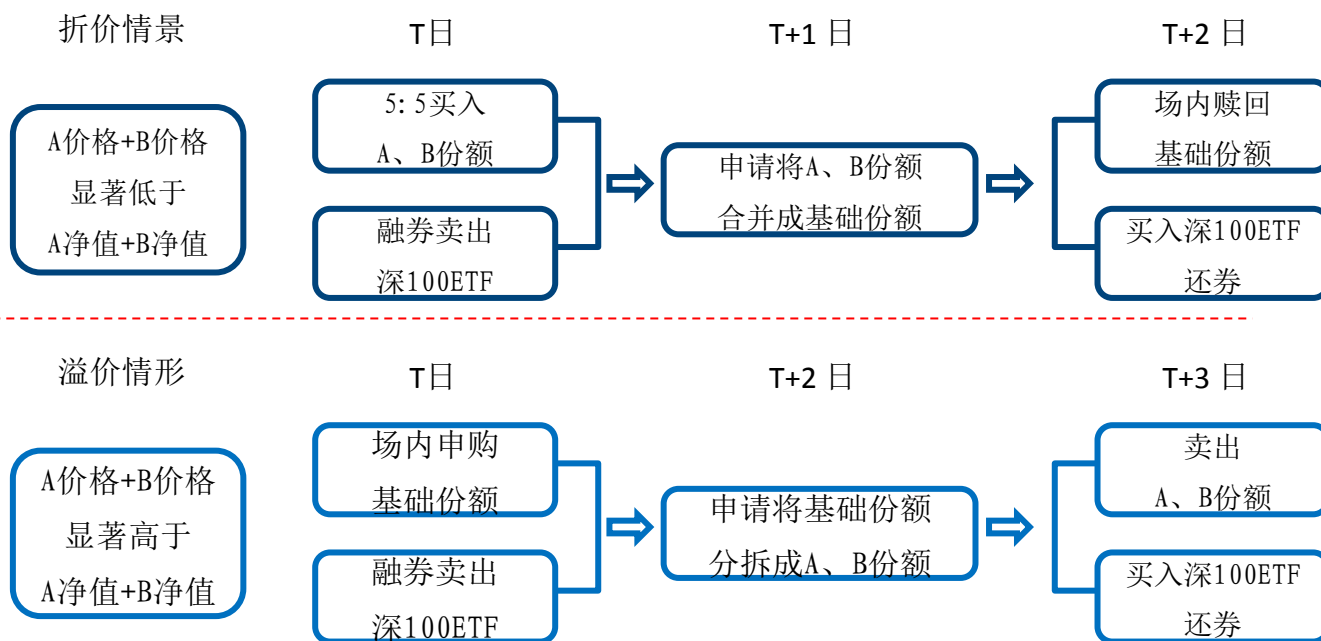
- 10万元现金做3X杠杆多空
  - 1、取得2X信用额度
  - 2、150%信用额度融券做空
  - 3、50%信用额度+本金做多
  - 4、多空1:1，担保比例约  $(300 \times 0.9 / 200 = 135\%)$

资料来源：华夏基金

## 5.2 分级基金+ETF折溢价套利

- 分级基金折溢价套利存在市场风险（折价2个交易日、溢价3个交易日）
- 融券对冲风险优势：可对冲标的多、可先融券多余券无成本
- 融券对冲缺陷：ETF可融券余额与同标的分级流动性不匹配

银华深100分级（150018/19）+易方达深100ETF套利流程



资料来源：易方达基金 中信证券研究部

## 5.3 ETF+分级基金套利：分级杠杆做多、ETF融券做空

- 分级基金另类特征：市场下跌、溢价扩大（前景理论：风险偏好不对称）
- **ETF**：成熟的套利机制，价格紧贴净值，套利空间很小
- 下跌市场中的独特投资机会！

分级基金杠杆份额在下跌行情中溢价上升



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

- 分级杠杆与ETF（融券标的）对
- **深100（150019/159901）**
- 中证500（150029/510500）
- 沪深300（150052/510300）
- 中小板100（150086/159902）
- 深成指（150023/159903）



致謝

中信证券研究部 金融工程与衍生品组

赵文荣

电话: 010-60836759

邮件: zhaowenrong@citics.com

执业证书编号: S1010512070002

# 免责声明

## 分析师声明Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

## 一般性声明

本报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司2013版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 评级说明

		评级	说明
1. 投资建议的比较标准	股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅20%以上；
		增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间；
		持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上；
		中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：	北京市朝阳区亮马桥路48号中信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道1568号中建大厦22楼 (200122)	深圳市福田区中心三路8号中信证券大厦 (518048)	香港中环添美道1号中信大厦 26楼

## Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934年美国证券交易法案》下的15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。