



指数化投资与沪港通

# 开放与融合背景下的指数化投资

中信证券 研究部 金融工程与衍生品

提云涛 赵文荣 林永钦

关 博 李祖苑

2014年10月

# 主要内容

- 本报告探讨指数产品发展趋势及沪港通的影响。
- 海外指数化投资近年快速发展，正成为资产配置的新工具。指数化投资快速发展原因主要是：成本低廉，交易便捷；主动管理战胜指数较难；是海外资金跨境投资重要标的。
- 国内指数产品的发展将沿着“从宽基规模到行业主题、从行业主题到另类策略”的路径。
- “主动投资的被动化、被动投资的工具化、工具应用的多元化”将是后续指数发展的主要推动力。指数工具被用于融券、杠杆、套利对冲等多种投资交易。工具多元化应用对指数产品的推动作用将越来越明显。
- “沪港通”实施有助于国际资金流入。国际资金的流入将进一步推动宽基指数产品发展，市场代表性强、流动性好的ETF等指数产品将进一步成长；香港资金对行业主题的偏好可能催生指数与指数产品的创新。行业/主题指数产品的交易功能将越来越受关注，行业/主题指数将越来越活跃。

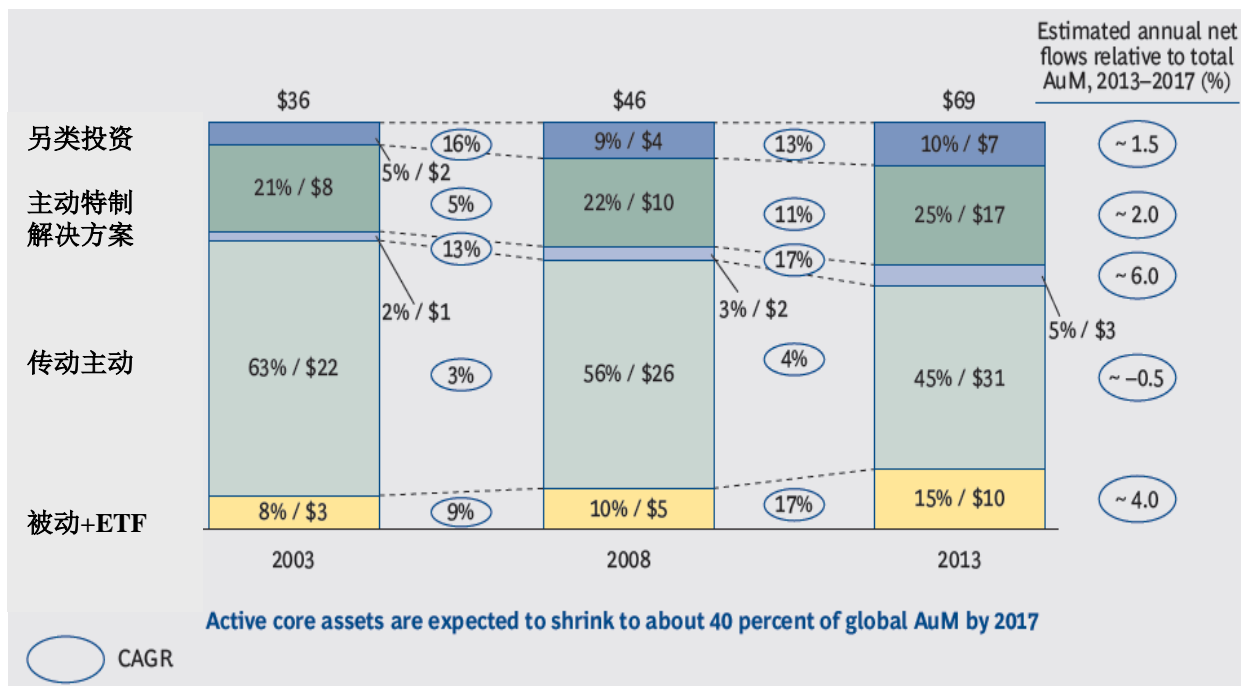
# 目录

1. 海外指数化投资：快速发展、资产配置的新工具
2. 沪港通：指数与指数产品的多元化

# 1.1 全球资产管理业的发展：规模增加、指数化占比上升

- 资产管理业2008年后重新走入一个上升轨道，规模创历史新高。
  - 2013年末全球资产管理公司管理总资产达68.7万亿美元，远超2007年56.2万亿美元。
- 指数投资和绝对回报产品挤压传统主动基金。
  - 2013年末指数和ETF基金占比达到15%，而主动基金份额从2003年的63%下滑至45%。

不同类型产品规模(万亿美元)与份额变动



注：

另类投资：包括对冲基金，PE，房地产和商品基金等

主动特制：包括海外、全球、发展中国家中小盘股、信用、高收益债、转债等

解决方案：绝对回报、波动基金、保本基金等

传统主动：主动大盘基金、债券、货币、混合、结构化产品等

被动+ETF：包括普通指数基金和ETF

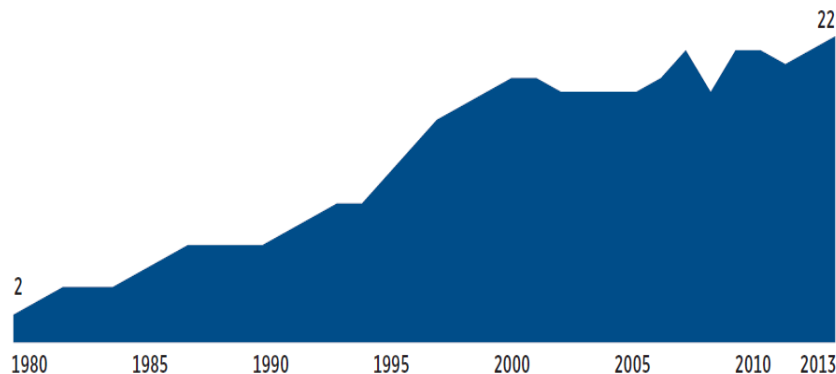
# 1.1 全球资产管理业的发展：居民投资的基金化与指数化

## ■ 居民持有基金在金融资产中占比不断上升。

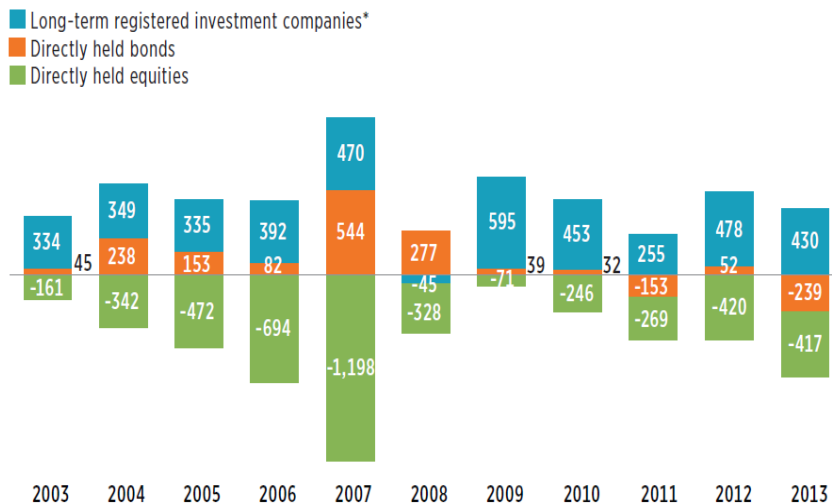
- 基金资产在养老金帐户中占比持续上升，2013年末DC Plan 中60%资金配置基金。

## ■ 指数基金+ETF，2007-2013年累计资金流入7950亿美元。

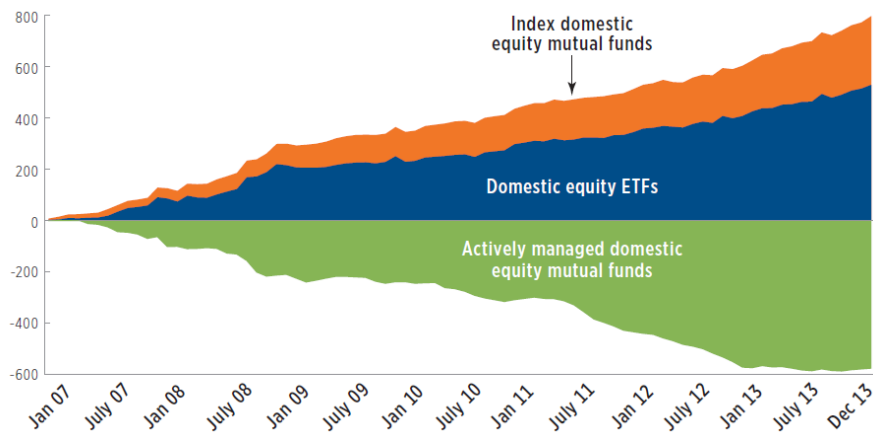
美国居民持有基金占金融资产比重



美国居民在不同金融资产中年净投资，10亿美元



股票基金投资资金从主动基金流向指数基金



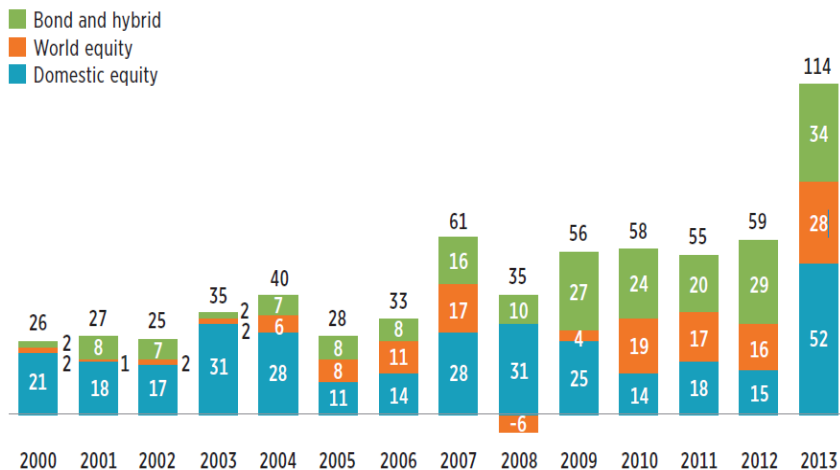
资料来源：ICI

4 注：基金口径为ICI注册投资公司发行产品，包括公募基金，封闭式基金，ETF，单位信托

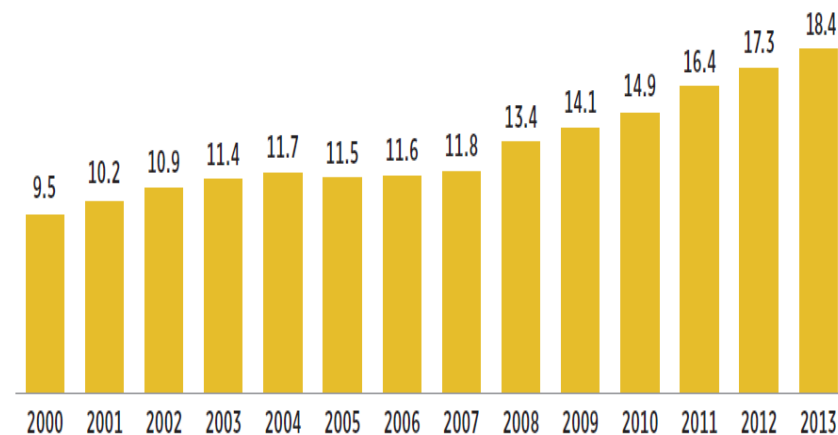
# 1.1 全球资产管理业的发展：居民投资的基金化与指数化

- **2013年美国43%家庭持有基金，30%的基金持有人持有指数基金。**
  - 1.7万亿指数基金（不含ETF），其中2013年资金净流入1140亿；ETF1.67万亿，2013年新发行ETF达到1800亿。
- **股票指数基金占股票基金比重持续攀升，2013年达到18.4%；加上ETF该占比接近31.1%。**

美国指数基金（不含ETF）资金净流入/十亿



股票指数基金（不含ETF）占股票基金资产比重



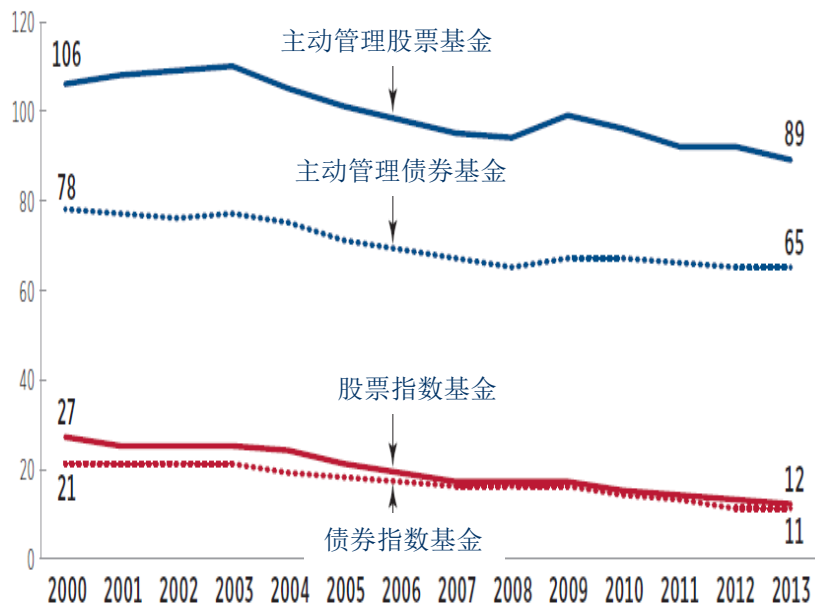
资料来源：ICI

注：指数基金与ETF分开统计，上述数据中均不包含ETF。

## 1.2 指数化投资快速发展原因：成本低廉，交易便捷

- 成本低廉：2013年主动股票基金约89BP、股票指数基金为12BP。
- 交易便捷：ETF在交易所上市交易，不仅可以T+0，也能融资融券。卖空比例高的超过50%。

不同基金费率比较



资料来源：ICI, Bloomberg

ETF卖空数量

name	AUM (US,M)	基金类型	回补天数	卖空股数	卖空比例
SPDR S&P 500 ETF TRUST	125,095	Blend	1.58	248,516,478	29.14%
ISHARES RUSSELL 2000	19,219	Blend	3.63	138,817,614	64.90%
FINANCIALSELECT SECTOR SPDR	10,853	Sector Funds	1.91	111,402,059	18.45%
ISHARES MSCI EMERGING MKT IN	50,758	Emerging Market	1.11	68,700,080	6.01%
ISHARES DJ US REAL ESTATE	5,425	Sector Funds	5.75	53,319,135	68.71%
POWERSHARES QQQ NASDAQ 100	30,908	Sector Funds	1.53	52,955,650	11.38%
SPDR S&P RETAIL ETF	981	Sector Funds	4.31	35,224,082	241.26%
IPATH S&P 500 VIX S/T FU ETN	1,077	Sector Funds	0.51	34,988,377	62.92%
ISHARES FTSE CHINA 25 INDEX	8,017	Geographically	1.72	34,065,250	16.87%
INDUSTRIALSELECT SECT SPDR	4,902	Sector Funds	2.94	33,460,714	27.35%
ENERGY SELECT SECTOR SPDR	7,563	Sector Funds	2.78	31,605,788	33.70%
SPDR S&P REGIONAL BANKING	1,330	Sector Funds	13.21	29,922,928	68.39%
ISHARES MSCI EAFE INDEX FUND	41,438	Geographically	1.22	29,826,979	4.50%
SPDR S&P OIL & GAS EXP & PR	912	Sector Funds	5.09	28,985,588	182.30%
HEALTH CARE SELECT SECTOR	6,306	Sector Funds	4.34	27,916,636	18.92%
SPDR BARCLAYS HIGH YIELD BD	12,067	Debt	4.85	26,336,240	8.81%
SPDR GOLD TRUST	64,042	Commodity	1.68	25,811,445	6.28%
CONSUMER STAPLES SPDR	6,161	Sector Funds	2.97	23,969,257	14.74%
ISHARES MSCI BRAZIL CAPPED I	8,376	Geographically	1.62	23,698,559	16.28%
ISHARES IBOXX H/Y CORP BOND	15,078	Total Return	5.38	23,042,354	14.04%

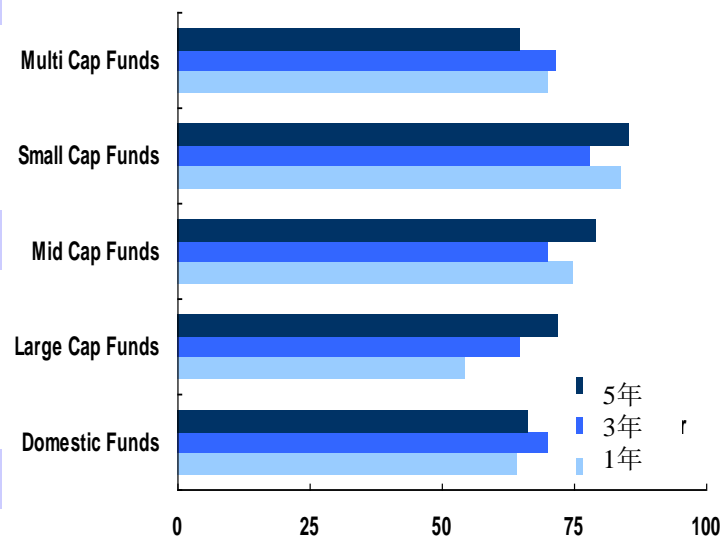
## 1.2 指数化投资快速发展原因：主动管理战胜指数较难

- 主动基金战胜指数基金的概率都不高，小盘基金战胜指数更难。
- 考核期间越长主动基金跑输指数比例越高，1年期、3年期和5年期，美国所有本土基金落后于指数的比例分别为64%、70%和66%。

主动基金跑输指数的比例 (%)

Fund Category 基金分类	04-08	99-03	08	00-02
All Large-Cap Funds 大盘股基金	71.90	53.41		
Large-Cap Growth Funds 大盘成长	80.51	43.40	90.0	49.4
Large-Cap Core Funds 大盘核心	77.55	55.12	52.0	53.4
Large-Cap Value Funds 大盘价值	53.19	54.96	22.2	36.5
All Mid-Cap Funds 中盘股基金	79.06	91.36		
Mid-Cap Growth Funds 中盘成长	76.58	95.50	89.0	82.4
Mid-Cap Core Funds 中盘核心	76.15	83.33	62.3	70.2
Mid-Cap Value Funds 中盘价值	79.17	93.02	67.1	82.8
All Small-Cap Funds 小盘股基金	85.45	69.38		
Small-Cap Growth Funds 小盘成长	95.58	69.86	95.5	87.5
Small-Cap Core Funds 小盘核心	81.36	62.94	82.5	70.8
Small-Cap Value Funds 小盘价值	69.51	61.95	72.6	58.3

主动基金跑输指数的比例 (%)

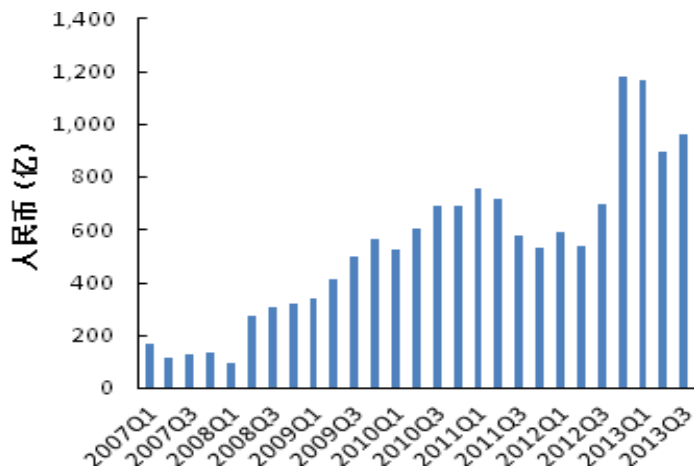




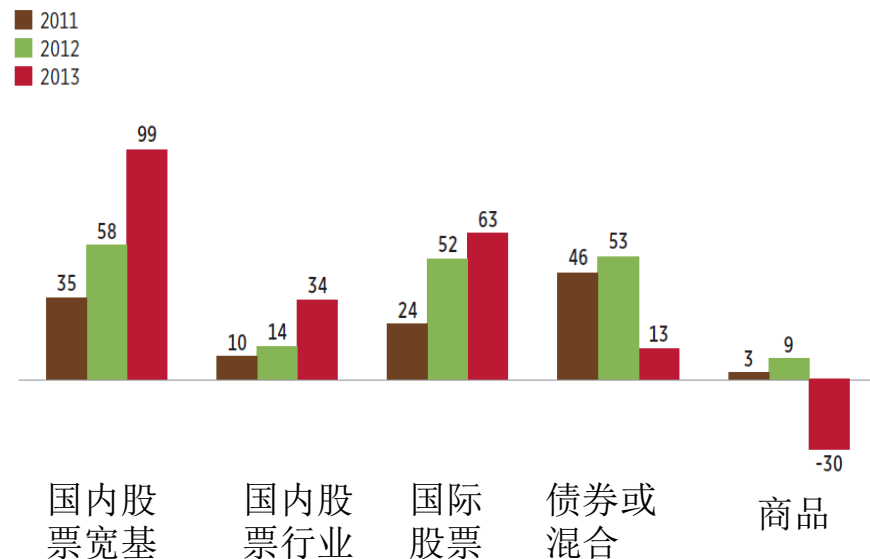
## 1.2 指数化投资快速发展原因：跨境投资重要标的

- 指数投资的优势：降低非系统性风险、提高组合透明度等使得跨境投资时，投资指数成为首选。
- 至2014年，共有50只追踪A股市场指数的ETF在境外上市，总市值超过1000亿人民币。
- 全球/国际指数ETF近几年资金流入显著。

海外上市A股指数ETF规模变动



美国ETF净申购额，10亿美元



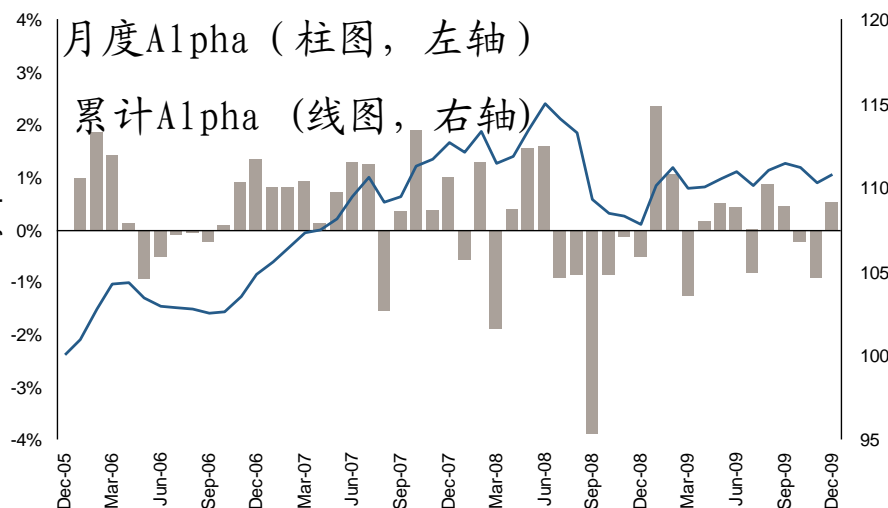
资料来源：中信证券研究部整理，Bloomberg，ICI

## 1.2 指数化投资快速发展原因：主动投资的被动化

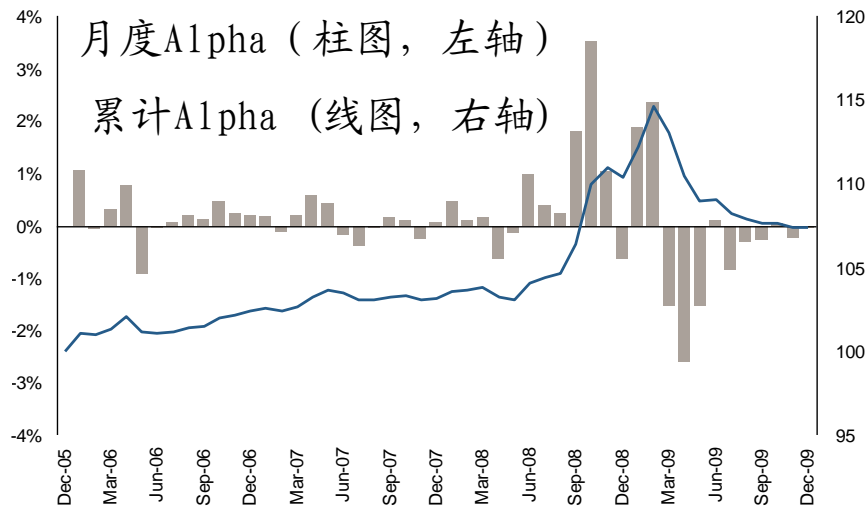
### ■ 养老基金、对冲基金等专业的使用指数工具进行资产配置、择时交易的机构发展促进了指数基金、ETF的增长。

- 过去15年 CS/Tremont L/S Index 75%的Alpha来自选股25%来自择时。
- 2006年以来 CS/Tremont L/S Index 60%的Alpha来自选股40%来自择时。

相对MSCI World指数Stock Selection Alpha



相对MSCI World指数Market Timing Alpha



资料来源：中信证券研究部整理，Bloomberg，CS

注：Stock selection alpha:  $\text{Manager return} - (\text{Manager Net Exposure} \times \text{Market Return})$

Market timing alpha:  $(\text{Actual Net Exposure} - \text{Average Net Exposure}) \times \text{Market Return}$

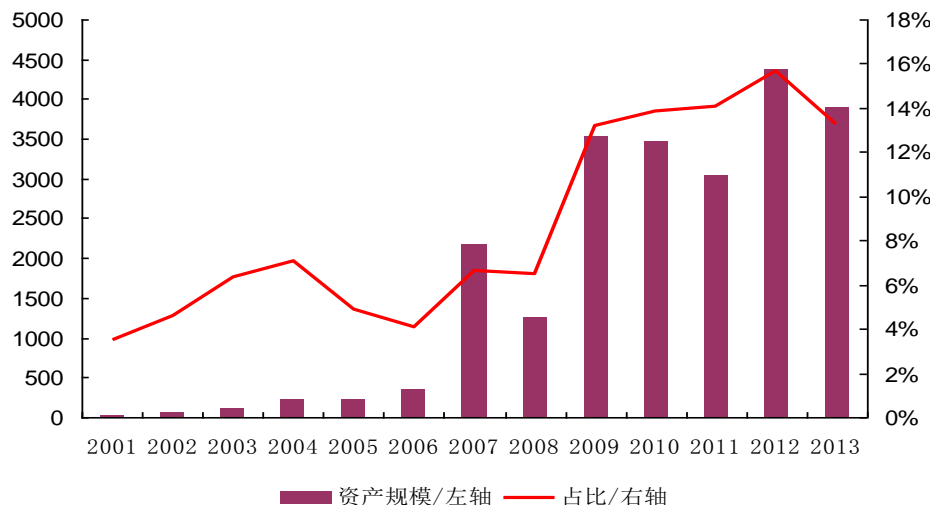
# 目录

1. 海外指数化投资：快速发展、资产配置的新工具
2. 沪港通：指数与指数产品的多元化

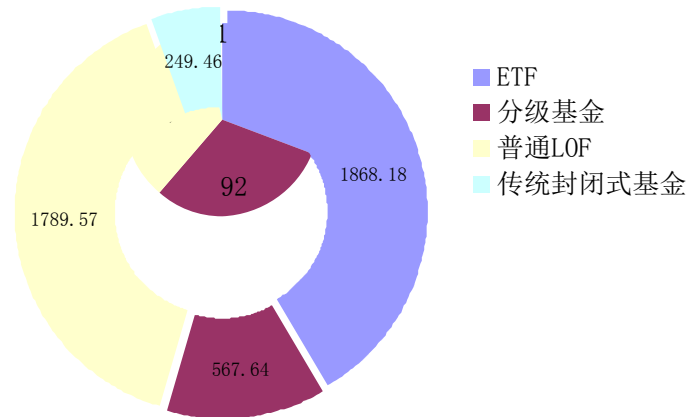
## 2.1 当前沪深市场的指数化投资：规模增长、类型丰富

- 指数型基金占有所有股票基金的比例呈上涨趋势。
  - 2007大牛市获得了大幅度的净申购；2008大熊市仍略有净申购。
- 已经形成普通指数基金、ETF、分级指数基金等三大产品序列。
  - 国内ETF资产规模过去5年复合增长率为34%。
  - 分级基金短短5年规模超千亿，占交易所交易基金12.7%。
- 与美国相比，国内指数基金占比偏低，发展空间很大，尤其是ETF。

国内指数基金规模及在全部基金中占比



场内交易基金数量与市值分布



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

## 2.2 沪港通带来的改变：加快国际化融合进程

### ■ 加速资本市场国际化进程。

- 有助于A股入选MSCI新兴市场指数, MSCI新兴市场指数拥有1.5万亿美元的投资规模

### ■ 国际化将带来投资理念的融合。

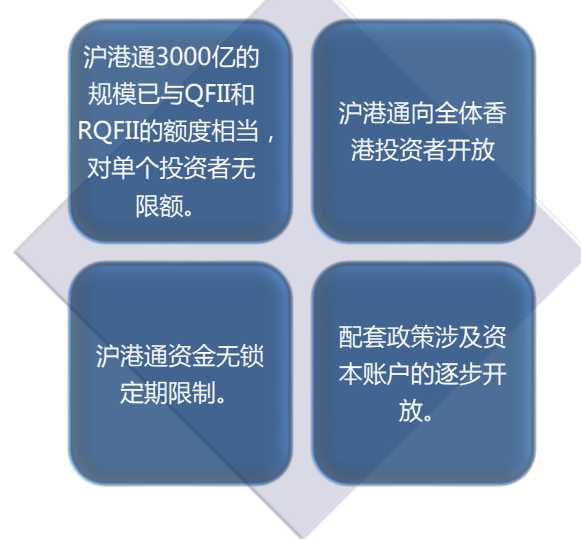
- 主动投资被动化、被动投资工具化、工具应用多元化;
- 做大宽基/规模、发展行业/主题。

A股未纳入MSCI原因



资料来源：中信证券研究部整理

沪港通弥补QFII/RQFII不足



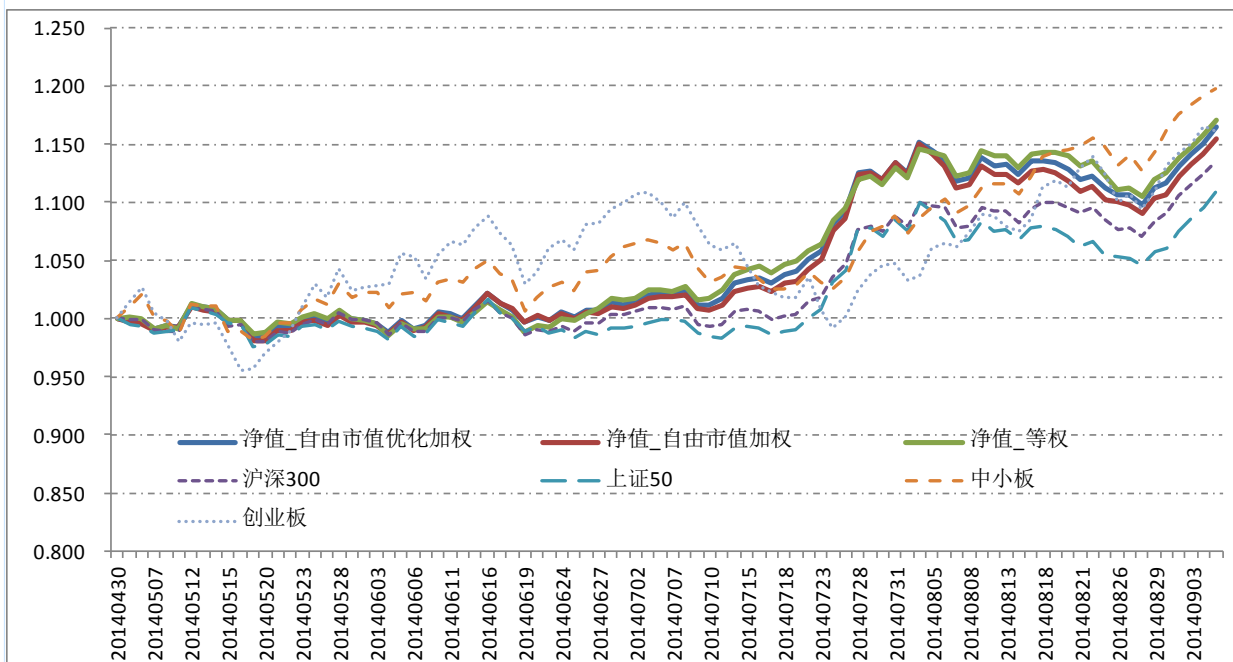
资料来源：中信证券研究部整理

## 2.2 沪港通带来的改变：加快国际化融合进程

### ■ “沪港通”概念组合有更好的收益/风险比。

- “价差收敛”、“相对低估”、“高股息率”概念股票组合

沪港通概念组合表现（2014.4.30-2014.9.5）



	日均收益	日收益率标准差	年化收益/年化波动率
净值_自由市值优化加权	0.17%	0.85%	3.25
净值_自由市值加权	0.16%	0.88%	2.95
净值_等权	0.18%	0.82%	3.50
沪深300	0.15%	0.84%	2.73
上证50	0.12%	0.89%	2.12
中小板	0.21%	1.01%	3.26
创业板	0.18%	1.36%	2.05

资料来源：中信证券数量化投资分析系统；关于“沪港通”概念组合构建方法及名单见《“沪港通”量化主题组合的分析与构建——兼谈与市场创新的共振》，2014年4月18日

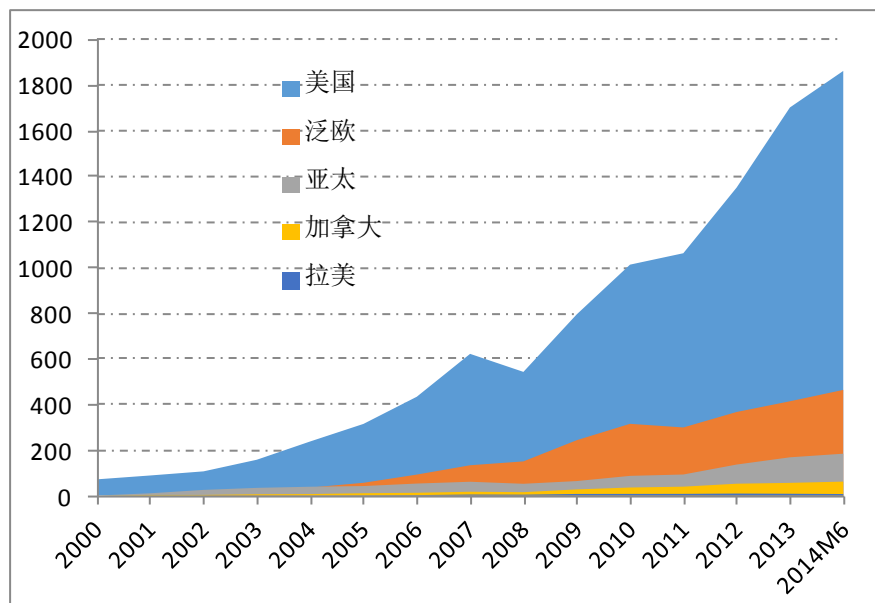
## 2.2 沪港通带来的改变：指数基金及ETF的配置工具作用更明显

- 从海外看，ETF越来越成为国际资金的资产配置工具。
- 沪港通有助于A股纳入MSCI全球指数。
  - A股ETF逐渐成为国际资本的资产配置工具

沪港通基本情况

	沪股通	港股通
总额度	人民币3,000亿元	人民币2,500亿元
每日额度	人民币130亿元	人民币105亿元
试点股票	上证180、上证380、 香港上海A+H	恒生大盘、恒生中盘、香港上海 A+H
剔除	风险警示板股票、 不以人民币交易的 股票	H股对应的A股处于风险警示板， 其他版块上市的A+H股票，不以港 币交易的股票
总股票数量	568	264
市值占比	90%	82%
换手率占比	80%	78%

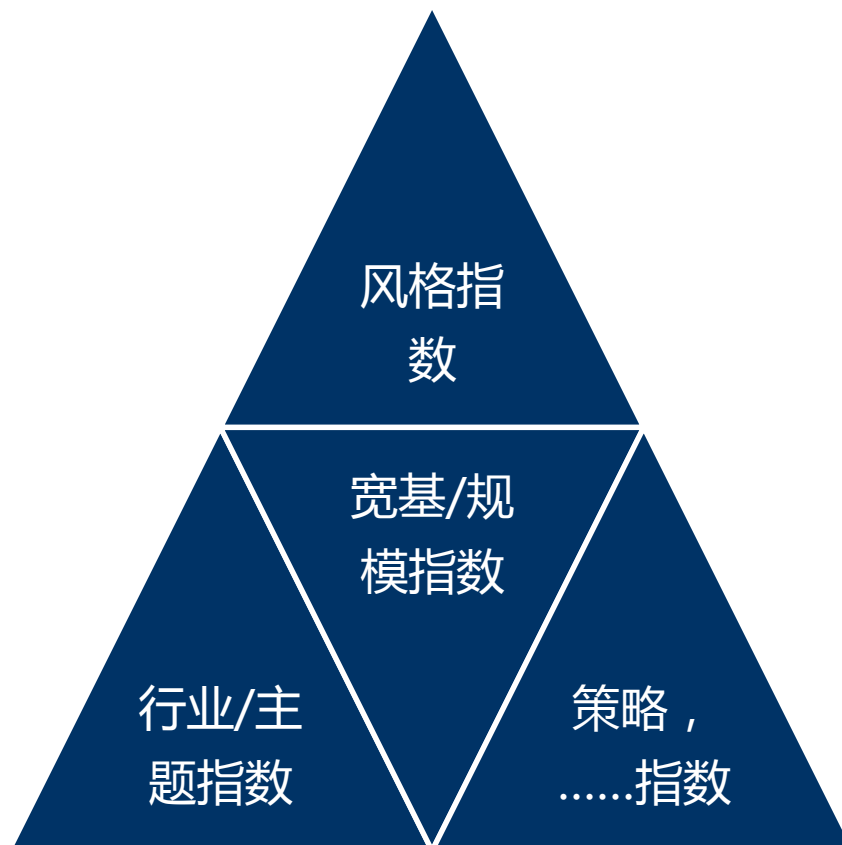
全球ETF的发展（单位：10亿美元）



资料来源：证监会，BlackRock，中信证券研究部整理

## 2.2 沪港通带来的改变：促进指数与指数化投资多元化发展

- 进一步推动被动投资的工具化和主动投资的被动化。
  - 国际资金的流入将进一步推动宽基指数产品发展。
  - 由配置工具向交易工具扩展。
- 指数进一步从“宽基/规模”向“行业/主题”演化。
- 行业/主题指数之后另类指数可能是新的选择。
  - 各种主题指数将进一步丰富，加快被动投资丰富的进程。

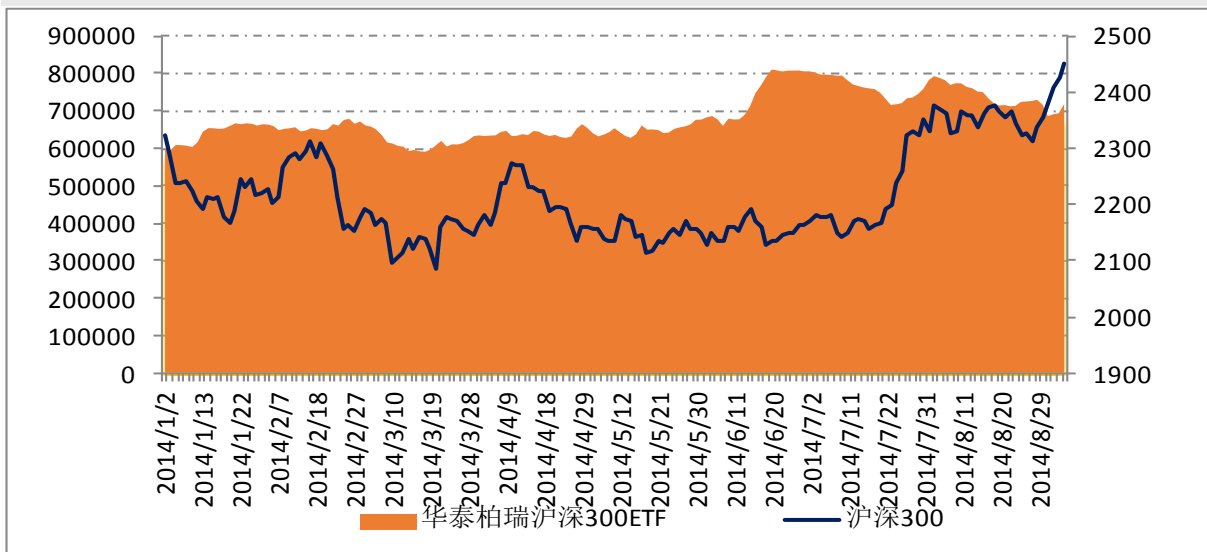




## 2.3 沪港通与指数化投资：宽基/规模指数产品进一步发展

- 国际资金的流入将进一步推动宽基指数产品发展。
  - 市场代表性强、流动性好的ETF等指数产品将进一步成长。
- 海外A股指数相关衍生品将进一步与A股指数产品互动发展。
  - 华夏沪深300ETF、富时A50指数ETF的港币份额、人民币份额权证。
  - 富时A50期货成交持仓都不小。

2014年以来的华泰柏瑞沪深300ETF



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

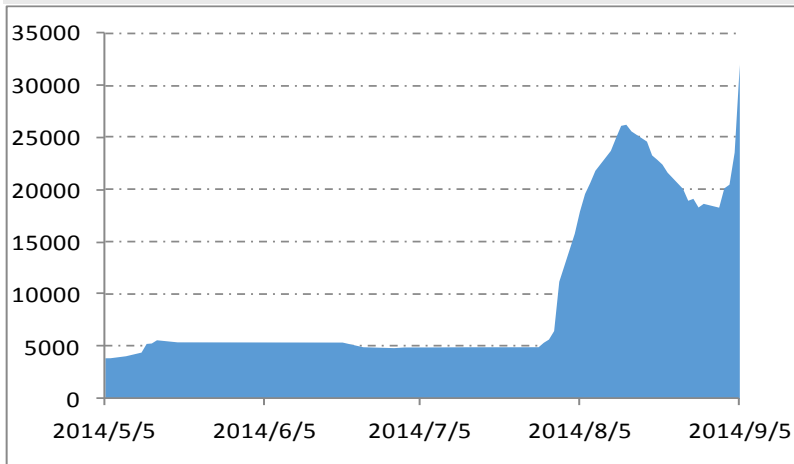
## 2.3 沪港通与指数化投资：推动主题/行业指数的创新

- 香港资金对行业主题的偏好可能催生指数与指数产品的创新。
- 行业/主题指数产品的交易功能将越来越受关注，行业/主题指数将越来越活跃。

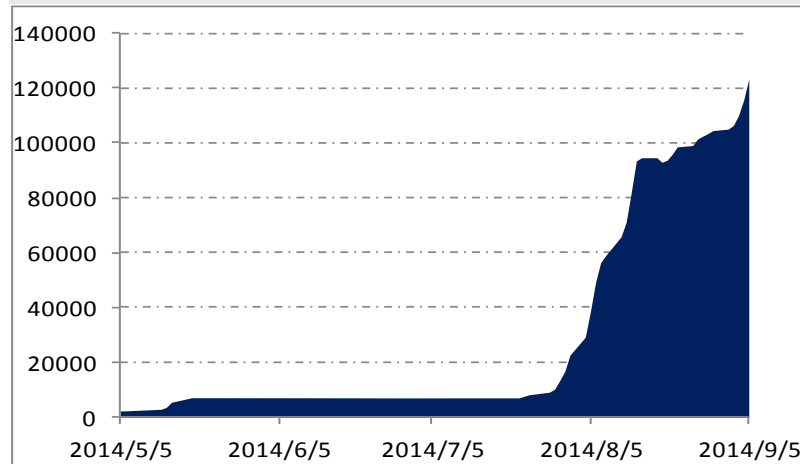
香港上市A股相关ETF数量分布



富国军工分级A的份额



申万菱信证券分级A的份额

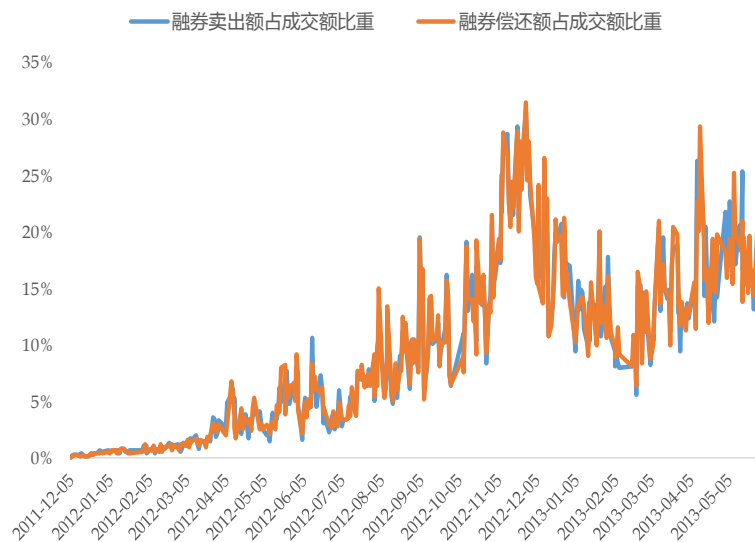


资料来源：根据wind、香港交易所数据整理；分级基金A的单位为“万份”。

## 2.3 沪港通与指数化投资：多种工具化应用催生新需求

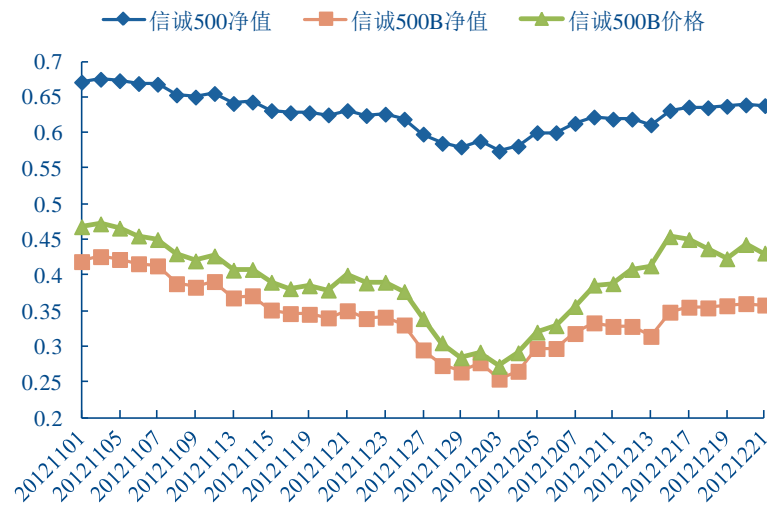
- 利用交易工具加快周转，提高资金效率：ETF融券交易活跃，持仓周期仅在1日附近。
- 杠杆基金放大波段收益：7月22至8月4日的反弹中，涨幅超过30%的分级基金B超过13只，涨幅超过10%的有43只。

ETF融券交易占ETF成交额比重



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

杠杆基金放大收益（信诚500B为例）



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

## 2.4 其他：交易机会增加之成份股调整效应

### ■ 沪港通的A股。

- 沪港通的A股来自上证180、上证380、香港“A+H”的A股。

### ■ 指数成份股带来指数基金被动调仓，短期影响成份股价格。

- 上证180、上证380指数成份股调整效应可能更加明显；
- 还有A50的调仓 ☺ ☹ ☺

上证180、上证380、恒生综合大型指数、恒生综合中型指数样本股调整规则

指数	样本空间	选择方法	指数计算	定期调整
上证180	剔除上市不满一个季度和暂停上市股票	按照一级行业自由流通市值比例分配各行业样本股只数，行业内按照总市值和成交金额综合排名选取靠前的股票	派许加权法计算，自由流通市值加权	每年6月和12月第二个周五下一交易日
上证380	剔除上证180样本股、最新一期财报中未分配利润为负和最近5年未分红或送股的公司	按照二级行业自由流通市值比例分配各行业样本股只数，行业内按照营业收入增长率、净资产收益率、总市值和成交金额综合排名选取靠前的股票	派许加权法计算，自由流通市值加权	每年6月和12月第二个周五下一交易日
恒生综合大型指数	恒生综合指数	恒生综合指数成分股按照从大到小排列，选取覆盖恒生综合指数成分股总市值前80%的股票	流通市值加权	每年3月和9月第一个周五下一交易日
恒生综合中型指数	恒生综合指数	恒生综合指数成分股按照从大到小排列，选取覆盖恒生综合指数成分股总市值前80%之后紧接着的15%的股票	流通市值加权	每年3月和9月第一个周五下一交易日

资料来源：中信证券数量化投资分析系统 根据上交所、港交所网站资料整理

## 2.4 其他：交易机会增加之海外指数相关产品影响

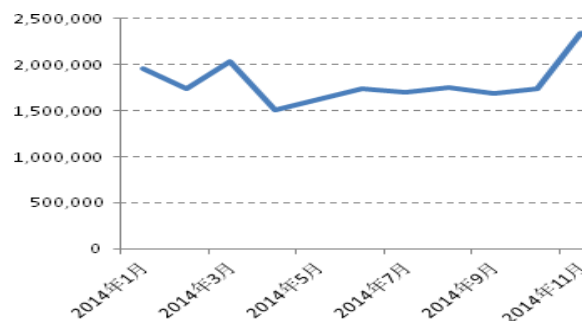
- 海外上市指数产品与相关衍生品的联动在增强。
- 关注衍生品与现货的交互影响和作用。

香港上市内地ETF期权7月成交持仓

主要 HKATS 代號	相關股票		期權成交量			期權未平倉合約*
	股票名稱 (編號)	成交金額 (百萬港元)	成交量 (合約張數)	大手交易量 (合約張數)	總成交金額 (百萬港元)	
TRF	盈富基金 (2800)	18,759	7,303	--	2	10,234
CSA	南方A50 (2822)	22,748	59,720	340	87	46,517
A50	X安碩A50中國 (2823)	32,776	313,988	68,525	409	271,725
CS3	X標智滬深300 (2827)	172	39	--	0	658
AMC	華夏滬深三百 (3188)	4,261	18,208	--	18	15,373

资料来源: Bloomberg

富时A50期货成交量



# 致謝

## 中信证券 研究部 金融工程与衍生品

### 提云涛

电话: 021-20262148  
邮件: tiyuntao@citics.com  
执业证书编号: S1010514030003

### 关 博

电话: 010-60836754  
邮件: guanbo@citics.com  
执业证书编号: S1010514030004

### 赵文荣

电话: 010-60836759  
邮件: zhaowenrong@citics.com  
执业证书编号: S1010512070002

### 李祖苑

电话: 010-60838026  
邮件: lizuyuan@citics.com  
执业证书编号: S1010514030004

### 林永钦

电话: 021-20262149  
邮件: linyongqin@citics.com  
执业证书编号: S1010514070003



# 免责声明

2014年10月8日 证券研究报告

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(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。

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与CLSA Singapore的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第33条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第25条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第34条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第27条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第35条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第36条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员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。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看<https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖CLSA group, CLSA Americas及CA Taiwan的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系compliance\_hk@clsa.com。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系CSI-USA和CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK)发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的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，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2014版权所有。保留一切权利。

