下载日志已记录，仅供内部参考

政策类

政策半月报告

证券研究报告

ESG 的长期主义：人力资本积累创造竞争优势

■ —可持续投资·半月观（第 5 期）

祁新洲(分析师)
021-38038032
qixinzhou2@gtht.com
登记编号 S0880526070001

王佳(分析师)
010-83939781
wangjia7@gtht.com
登记编号 S0880524010001

董琦(分析师)
021-38674711
dongqi@gtht.com
登记编号 S0880520110001

本报告导读：

ESG 的长期价值有很多呈现形式，企业对员工知识与协作能力的持续投入也算是其中一种。合理分享经营成果有助于保留这些积累，使其支持未来盈利；技术提效能否形成持续利润，还需结合企业自身能力与竞争环境判断。

投资要点：

- **全国碳市场：**9 月 14 日至 30 日，CEA 成交 1923.74 万吨、17.89 亿元，量额较上期增加 26.16%、25.80%，加权均价 92.99 元/吨。CCER 成交 105.74 万吨，加权均价 92.99 元/吨。两市场日均成交量分别增加 5.13%和 31.61%。
- **欧盟 EUA 市场：**9 月 30 日，ICE EUA Dec-26 与 Dec-27 期末价格分别为 85.09 和 88.49 欧元/吨，较上期末下降 0.50%和 0.51%。EEX 现货结算价 84.58 欧元/吨，本期成交 526.30 万吨。
- **ESG 与绿色产业指数（9 月 14—24 日）：**六只 ESG 指数中五只跑赢母指数，沪深 300 ESG 领先取得 0.75 个百分点超额收益。四只绿色产业指数均下跌，光伏、新能源汽车、绿色生态和绿色电力分别下跌 0.28%、1.42%、2.41%和 2.70%。
- **可持续投资基金（9 月 14—24 日）：**主动权益、被动权益、主动固收和被动固收本期有效样本分别为 34、23、13 和 8 只，收益中位数分别为-0.64%、-1.86%、0.12%和 0.12%。权益类样本中位数为负，固收类为正。
- **政策与产业前瞻：**碳计量审查结果将供排放核查采信；北京拟通过有偿竞价发放 60 万吨地方配额；浦东气候投融资项目库办法公开征求意见。产业方面，海水制氢系统利用电解废热联产淡水，达拉特熔盐储能系统已供给工业蒸汽，昌江 3 号机组投入商运，煤氢混燃完成 4 兆瓦平台连续试验。
- **地方碳资产开发观察：**鄂尔多斯完成 22 吨林业碳票跨盟市交易，购买方为锡林浩特市机关，用于自愿抵消办公运行排放。
- **风险提示：**政策推进不及预期；碳市场及相关资产价格波动；技术示范与商业化进展不及预期；ESG、基金及人力资本信息口径差异影响可比性。

相关报告

中美元首会晤，构建建设性战略稳定关系 2026.09.30
网信“1+4+2”框架落地，呈现六大亮点 2026.09.01
离岸金融：制度型开放的新突围 2026.08.01

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 本期思考：ESG 的长期主义：人力资本积累创造竞争优势 3
2. 市场与投资观察 3
2.1. 碳市场跟踪 3
2.1.1 全国碳排放权交易市场 3
2.1.2 全国温室气体自愿减排交易市场 4
2.1.3 欧盟碳市场 6
2.2 可持续投资跟踪 7
2.2.1 ESG 与绿色产业指数 7
2.2.2 可持续投资基金 9
3. 政策与产业前瞻 11
3.1. 政策解读 11
3.2 产业趋势 12
3.3 地方碳资产开发观察 12
4. 风险提示 12

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 本期思考：ESG 的长期主义：人力资本积累创造竞争优势

2026 年 9 月 24 日，国际可持续准则理事会（ISSB）将“人力资本”研究项目更名为“劳动力相关披露”。我们认为，ESG 所倡导的长期主义，在企业内部可以体现为对人力资本的持续积累。企业支付薪酬、组织培训，员工在共同工作中积累知识与协作经验，部分回报要在后续经营中逐步实现。对依赖研发、复杂工艺和客户服务的企业，仅凭当期人工费用率评价效率，容易把增强竞争力所需的投入视为可以压缩的成本。

员工与企业共同形成的能力具有积累性。竞争对手可以购买相近的设备、招聘类似资历的人才，但复制一个团队处理工艺异常和理解客户需求的经验，仍需要磨合。员工为掌握企业特有的流程付出了时间，企业也承担了培养和试错的成本。知识依附于个人，企业难以像控制设备一样控制这些能力。因此，合理的薪酬和成果分享有助于员工留任，使企业保有长期积累。

员工关系所反映的企业能力，也可能未被当期估值充分吸收。Edmans 于 2011 年发表的研究发现，1984—2009 年，美国“最适宜工作的 100 家公司”对应的市值加权组合，年化四因子模型超额收益为 3.5%，相对行业基准的年化超额收益为 2.1%。我们认为，人员稳定若能减少返工、缩短交付周期，并使新增订单无需同比例增加人员，就有可能提高单位人工支出创造的收入，支持未来盈利。

AI 的不断盛行也扩大了既有知识的应用广度。Brynjolfsson 等人在 2025 年发表的研究基于 5,172 名客服人员的样本发现，获得生成式 AI 助手支持后，员工每小时解决问题数量平均提高 15%。熟练员工的经验可借助技术被更多员工使用。**值得一提的是，效率改善不能直接推导为持续的超额利润，**如果竞争者也使用相同工具，那新增效率可能通过降价让渡给客户。因此，对企业自身来说，日益积累的业务知识，以及把工具用于具体流程的能力，才可能使相同的技术投入产生不同的经营效益。

我们认为，人力资本的长期回报还涉及收益如何分配。企业通过更好的产品与服务创造增量收入，员工通过报酬分享成果，股东获得扣除成本后的剩余收益。所以，合理的员工报酬有助于维持知识积累，人员投入长期快于业务增长则会压低资本回报。从企业战略和竞争环境进一步分析可知，能够留住关键团队、重复利用经验并扩大业务的企业，较高的当期人员投入方可支撑较为持久的盈利；但主要依靠通用技能、难以形成差异化服务的业务，若仅凭培训投入或员工满意度则很难给予估值溢价。

2. 市场与投资观察

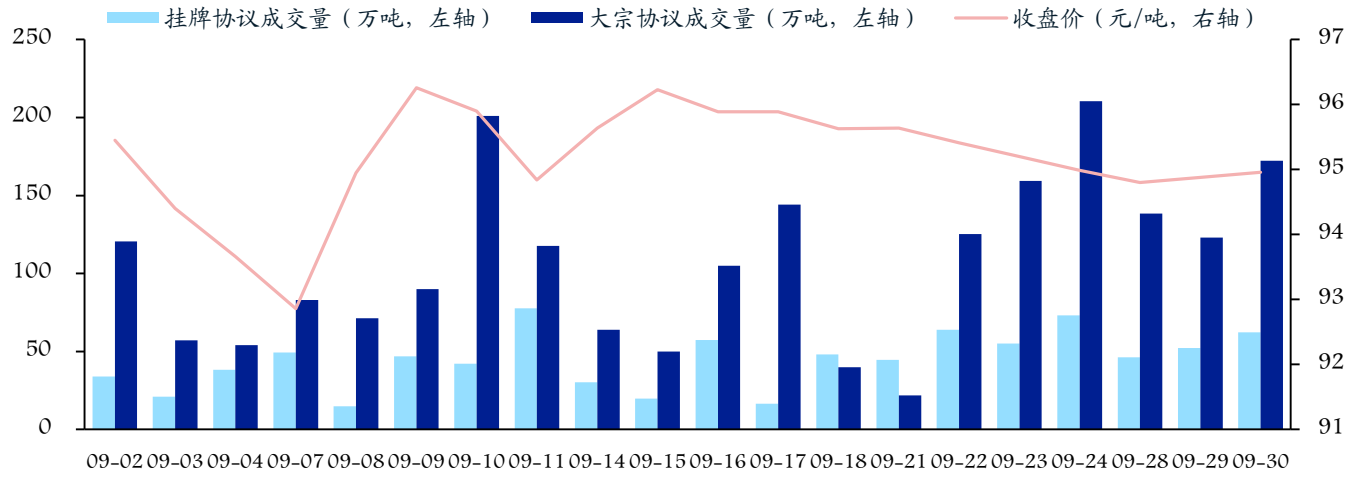
2.1. 碳市场跟踪

2.1.1 全国碳排放权交易市场

本期全国碳市场成交量回升，价格保持稳定。9 月 14 日至 30 日，CEA 成交 1923.74 万吨、17.89 亿元，较上期分别增加 26.16%和 25.80%；成交加权均价 92.99 元/吨，下降 0.29%。9 月 30 日收盘价为 94.96 元/吨，较 9 月 11 日上涨 0.13%。本期交易日由上期的 10 个增加至 12 个，日均成交量增加 5.13%。

下载日志已记录，仅供内部参考

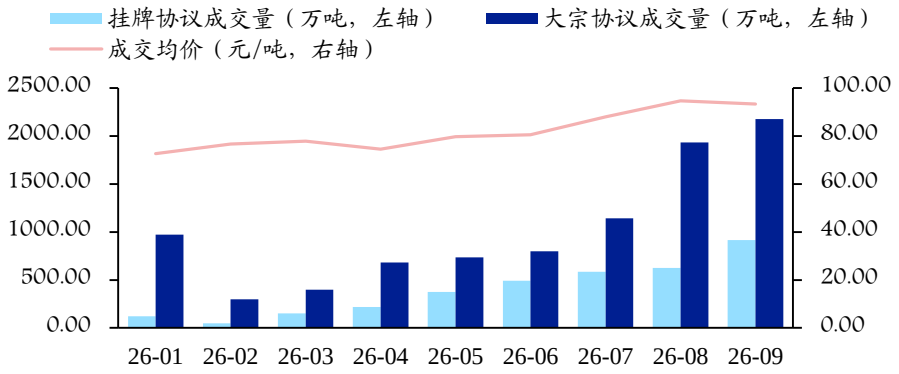
图 1：近 20 个交易日 CEA 成交量和收盘价



资料来源：上海环境能源交易所，国泰海通证券研究。

大宗协议交易占本期成交量的 70.38%。挂牌协议与大宗协议分别成交 569.85 万吨和 1353.88 万吨。9 月累计成交 3093.94 万吨，成交加权均价 93.35 元/吨。年内累计成交 1.27 亿吨、109.24 亿元；自市场启动以来累计成交 9.92 亿吨、685.87 亿元。

图 2：2026 年 CEA 月度成交量和成交均价



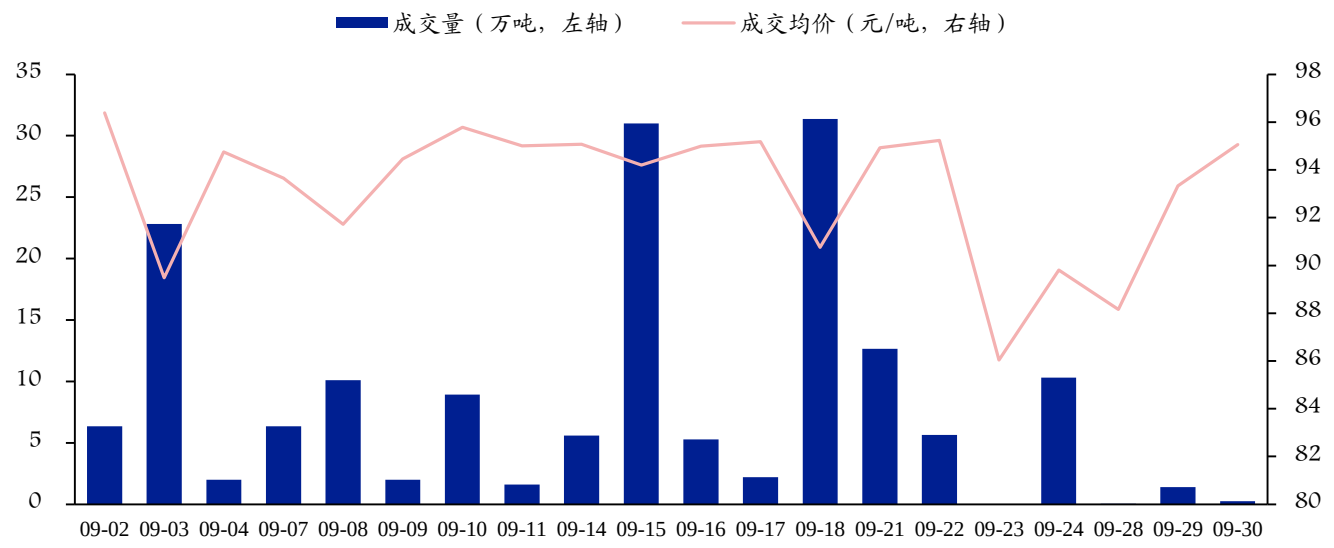
资料来源：上海环境能源交易所，国泰海通证券研究。

2.1.2 全国温室气体自愿减排交易市场

CCER 成交量回升，成交加权均价变化较小。本期成交 105.74 万吨、9832.61 万元，较上期分别增加 57.93%和 58.17%；成交加权均价 92.99 元/吨，上涨 0.15%。按实际交易日计算，日均成交 8.81 万吨，较上期增加 31.61%。9 月 30 日单日成交均价为 95.06 元/吨，较 9 月 11 日上涨 0.06%。

下载日志已记录，仅供内部参考

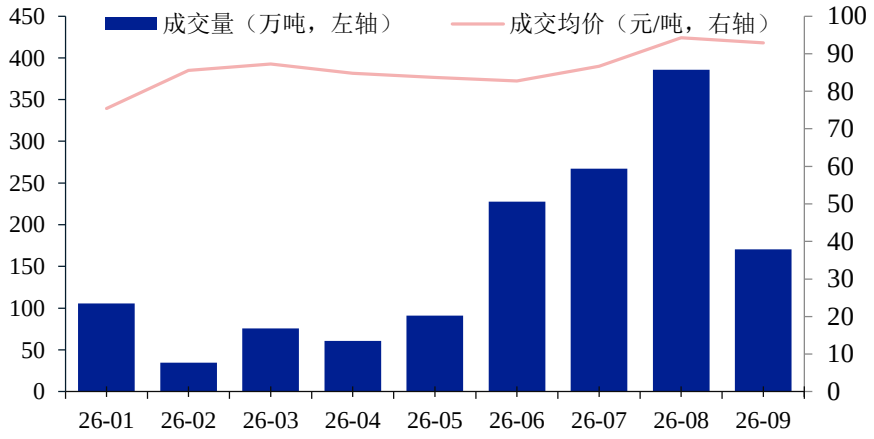
图 3：近 20 个交易日 CCER 成交量和成交均价



资料来源：全国温室气体自愿减排交易系统，国泰海通证券研究。

9 月 CCER 累计成交 170.58 万吨，成交加权均价 92.89 元/吨。年内累计成交 1419.32 万吨、12.45 亿元；自市场启动以来累计成交 2341.26 万吨、18.95 亿元。

图 4：2026 年 CCER 月度成交量和成交均价



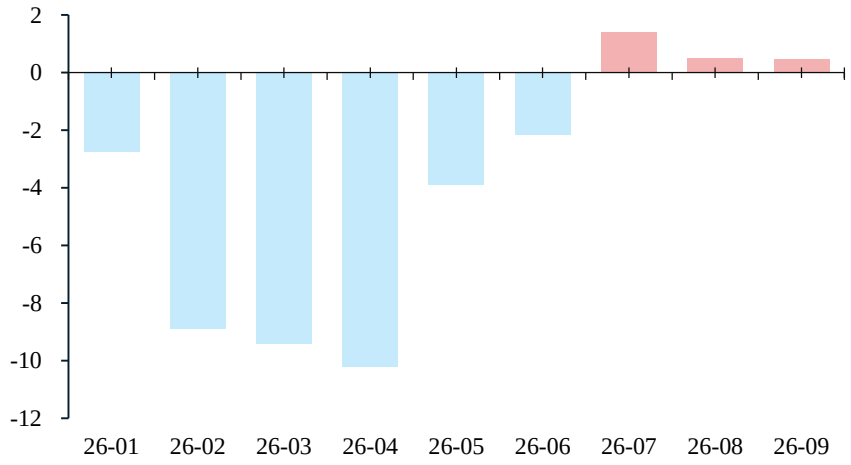
资料来源：全国温室气体自愿减排交易系统，国泰海通证券研究。

9 月 CEA 成交加权均价为 93.35 元/吨，CCER 成交加权均价为 92.89 元/吨，CEA 比 CCER 高 0.46 元/吨。



下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：2026 年 CEA 与 CCER 月度成交均价差（元/吨）

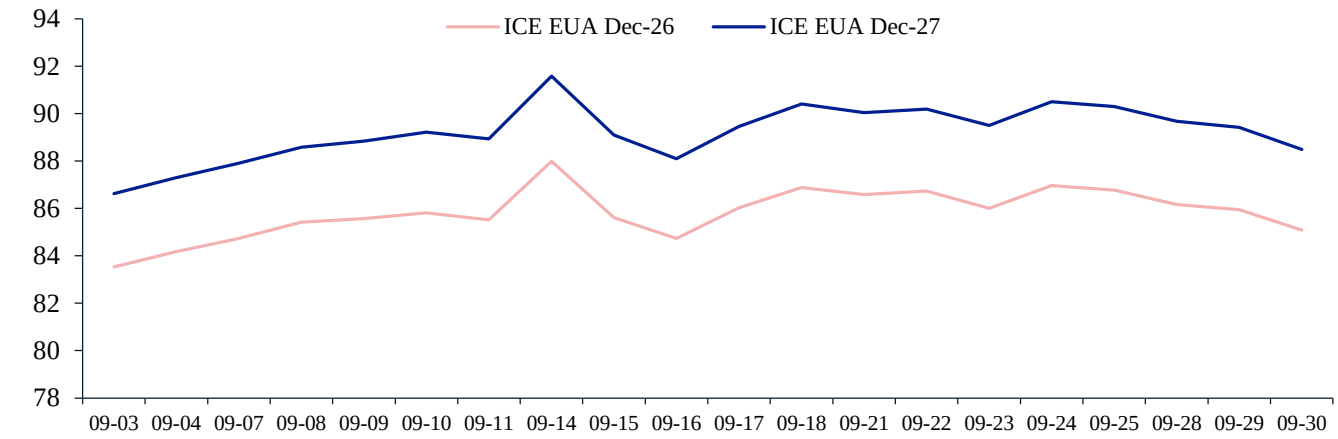


资料来源：上海环境能源交易所，全国温室气体自愿减排交易系统，国泰海通证券研究。

2.1.3 欧盟碳市场

欧盟碳配额期货价格小幅下降。9 月 30 日，ICE EUA Dec-26 和 Dec-27 期末价格分别为 85.09 欧元/吨和 88.49 欧元/吨，较 9 月 11 日下降 0.50%和 0.51%。两合约价差由 3.42 欧元/吨缩小至 3.40 欧元/吨。

图 6：ICE EUA Dec-26 和 Dec-27 价格（欧元/吨）

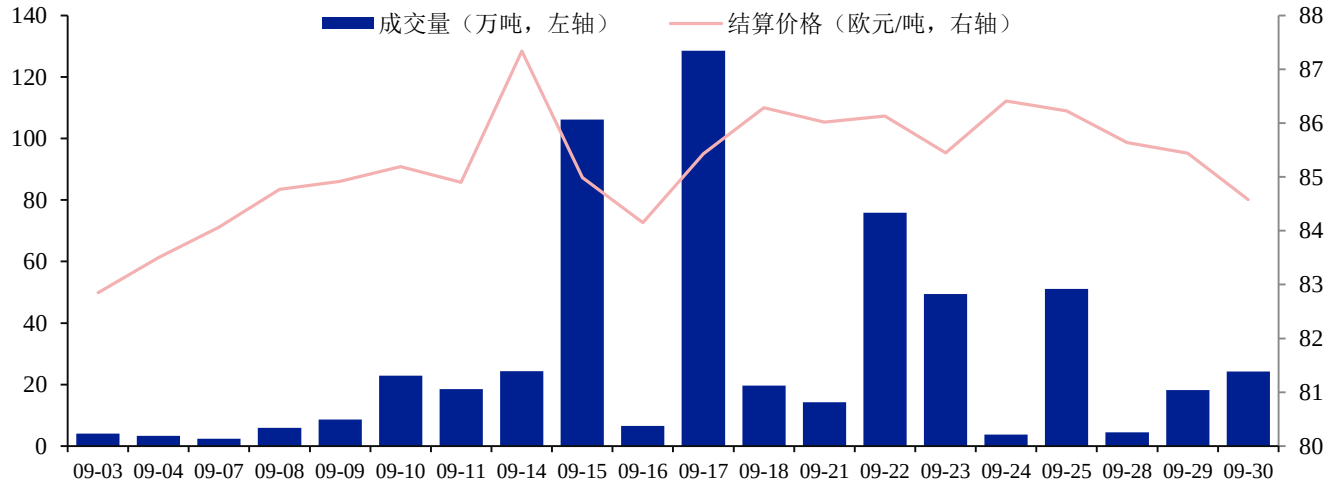


资料来源：ICE，国泰海通证券研究。

EEX 碳配额二级现货成交量增加。9 月 30 日，EEX EUA 现货结算价为 84.58 欧元/吨，较 9 月 11 日下降 0.38%；本期成交 526.30 万吨，较上期 83.70 万吨增加 528.79%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：EEX EUA 现货结算价和成交量



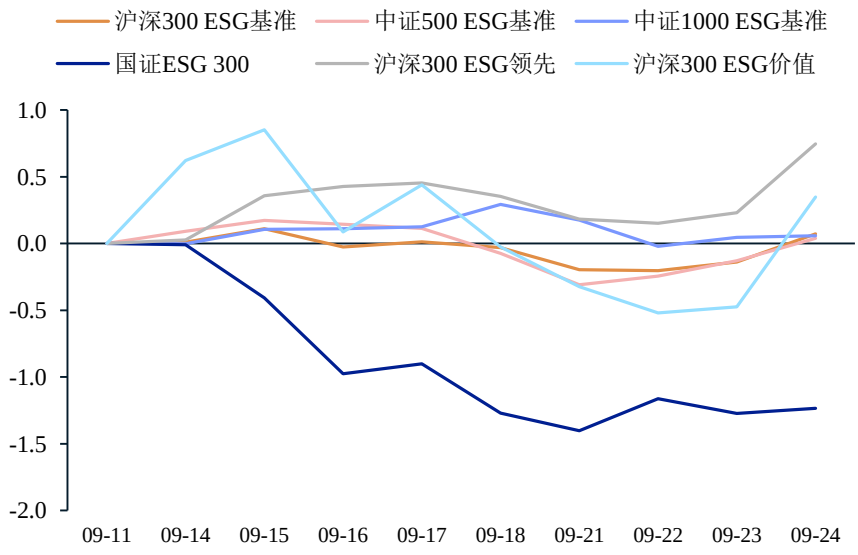
资料来源：EEX，国泰海通证券研究。

2.2 可持续投资跟踪

2.2.1 ESG 与绿色产业指数

截至 9 月 24 日，六只 ESG 指数中，五只本期跑赢各自母指数。沪深 300 ESG 领先和 ESG 价值指数分别取得 0.75 和 0.35 个百分点超额收益；沪深 300、中证 500、中证 1000 ESG 基准指数的超额收益分别为 0.07、0.04 和 0.06 个百分点。国证 ESG 300 指数落后母指数 1.23 个百分点。

图 8：本期主要 ESG 指数累计超额收益（百分点）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究。

绝对收益方面，本期中证 500 ESG 基准和中证 1000 ESG 基准指数分别上涨 0.61%和 1.98%，其余四只 ESG 指数下跌。年初以来，沪深 300 ESG 领先指数相对沪深 300 的超额收益为 4.59 个百分点，在六只跟踪指数中居前。

下载日志已记录，仅供内部参考

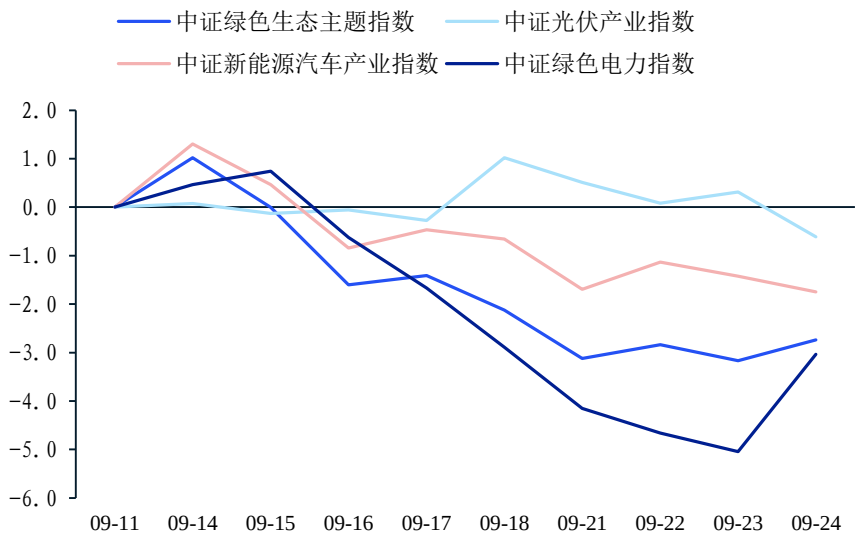
表 1：主要 ESG 指数多期限超额收益

指数名称	比较基准	本期超额（百分点）	年初至今（百分点）	近 1 年（百分点）	近 3 年（百分点）	近 1 年最大回撤（%）
沪深 300 ESG 基准	沪深 300	0.07	0.16	-0.47	-3.75	-12.40
中证 500 ESG 基准	中证 500	0.04	2.11	2.20	6.15	-17.77
中证 1000 ESG 基准	中证 1000	0.06	1.03	0.08	2.25	-22.42
国证 ESG 300	国证 1000	-1.23	-3.72	-3.31	-7.88	-13.10
沪深 300 ESG 领先	沪深 300	0.75	4.59	3.54	0.27	-12.34
沪深 300 ESG 价值	沪深 300	0.35	0.33	0.22	-1.89	-7.18

资料来源：Wind，国泰海通证券研究。

四只绿色产业指数本期均下跌，并落后中证全指。光伏、新能源汽车、绿色生态、绿色电力指数分别下跌 0.28%、1.42%、2.41%和 2.70%，同期中证全指上涨 0.33%。光伏指数跌幅较小，绿色电力指数跌幅较大。

图 9：本期主要绿色产业指数累计超额收益（百分点）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究。

绿色电力指数年初以来仍保有 2.97 个百分点超额收益，绿色生态、光伏和新能源汽车指数同期超额收益均为负。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：绿色产业指数多期限超额收益

指数名称	比较基准	本期超额（百分点）	年初至今（百分点）	近 1 年（百分点）	近 3 年（百分点）	近 1 年最大回撤（%）
中证绿色生态主题指数	中证全指	-2.74	-16.83	-13.80	-16.90	-26.89
中证光伏产业指数	中证全指	-0.61	-16.12	-13.92	-46.09	-34.14
中证新能源汽车产业指数	中证全指	-1.75	-20.89	-18.63	-16.82	-34.65
中证绿色电力指数	中证全指	-3.04	2.97	0.95	-15.65	-20.33

资料来源：Wind，国泰海通证券研究。

2.2.2 可持续投资基金

9 月 14 日至 24 日，可持续投资相关基金的权益类收益中位数为负，固收类为正。沿用 80 只代表份额样本，剔除两只此前已终止的产品后，主动权益、被动权益、主动固收和被动固收有效样本分别为 34、23、13 和 8 只；本期收益中位数分别为-0.64%、-1.86%、0.12%和 0.12%。

表 3：可持续投资相关基金多期限表现

类别	样本/有效（只）	本期中位数（%）	年初至今（%）	近 1 年（%）	近 3 年（%）
主动权益	36（34）	-0.64	1.47	-1.21	28.56
被动权益	23（23）	-1.86	-1.82	-0.62	17.74
主动固收	13（13）	0.12	1.47	2.07	8.47
被动固收	8（8）	0.12	1.64	2.27	—

资料来源：Wind，国泰海通证券研究。

主动权益样本的正收益占比为 41.2%。嘉实绿色主题 A、金鹰责任投资 A 和建信社会责任 A 本期分别上涨 6.03%、4.93%和 3.03%，列该组前三；本组收益中位数为-0.64%，产品间表现分化。

被动权益样本中，2 只产品取得正收益，正收益占比 8.7%。汇添富中证环境治理 A 和交银中证环境治理 A 本期分别上涨 0.06%和 0.04%；本组其余产品均下跌。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：权益类可持续投资相关基金本期收益前五产品

类别	产品名称	规模（亿元）	本期收益（%）	年初至今（%）	近 1 年（%）	近 3 年（%）	近 1 年最大回撤（%）
主动权益	嘉实绿色主题 A	33.74	6.03	76.14	57.20	186.31	-32.08
主动权益	金鹰责任投资 A	0.29	4.93	2.62	-11.53	4.41	-34.23
主动权益	建信社会责任 A	5.93	3.03	43.13	57.27	144.93	-38.14
主动权益	创金合信气候变化 A	0.69	3.02	1.80	-1.53	52.58	-41.07
主动权益	博时 ESG 量化选股 A	6.41	2.36	-6.12	-15.04	56.93	-24.78
被动权益	汇添富中证环境治理 A	1.61	0.06	-8.01	-8.70	9.45	-23.81
被动权益	交银中证环境治理 A	0.71	0.04	-7.37	-8.13	9.52	-23.56
被动权益	融通中证诚通央企 ESGETF	2.54	-0.96	13.44	16.44	—	-10.59
被动权益	富国沪深 300ESG 基准 ETF	0.98	-1.40	-1.22	1.23	29.39	-11.71
被动权益	工银中证 180ESGETF	0.41	-1.41	-1.34	1.55	24.52	-9.15

资料来源：Wind，国泰海通证券研究。

主动固收样本本期收益中位数为 0.12%。中航瑞华 ESG 一年定开 A 收益约 0.32%，列该组第一；中航瑞融 ESG 一年定开债 A 和富国绿色纯债 A 收益均约 0.19%。

被动固收样本本期收益中位数为 0.12%。中航中债-投资级公司绿色精选指数 A 与嘉实中债绿色普惠主题金融优选指数 A 本期收益分别约 0.26%和 0.19%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：固收类可持续投资相关基金本期收益前五产品

类别	产品名称	规模（亿元）	本期收益（%）	年初至今（%）	近 1 年（%）	近 3 年（%）	近 1 年最大回撤（%）
主动固收	中航瑞华 ESG 一年定开 A	10.33	0.32	3.59	3.93	11.46	-0.60
主动固收	中航瑞融 ESG 一年定开债 A	10.91	0.19	2.59	3.20	8.47	-0.38
主动固收	富国绿色纯债 A	1.97	0.19	2.80	3.52	10.57	-0.25
主动固收	南方 ESG 纯债 A	2.39	0.18	1.47	1.96	8.50	-0.31
主动固收	银华绿色低碳	23.26	0.17	1.82	2.57	7.44	-0.09
被动固收	中航中债-投资级公司绿色精选指数 A	1.17	0.26	2.86	3.67	—	-0.22
被动固收	嘉实中债绿色普惠主题金融优选指数 A	26.41	0.19	1.90	2.52	—	-0.26
被动固收	招商 CFETS 银行间绿色 A	61.64	0.15	1.67	2.21	—	-0.13
被动固收	路博迈 CFETS0-5 年期气候变化债券指数	38.18	0.13	1.62	2.33	—	-0.16
被动固收	宏利中债绿色普惠金融优选指数 A	13.46	0.11	1.59	2.05	—	-0.24

资料来源：Wind，国泰海通证券研究。

3. 政策与产业前瞻

3.1. 政策解读

碳排放计量审查结果将与碳核查衔接。9 月 23 日，生态环境部公布市场监管总局办公厅、生态环境部办公厅联合部署的重点排放单位计量审查摸底安排，评估企业碳计量管理体系、计量器具配备管理和使用、数字化智能化升级等情况。市场监管部门的审查结果可供生态环境部门在排放核算、报告、核查和日常监管中采信，减少重复检查和多头填报。对评价为 A 级的企业，实行计量器具配备溯源情况免予现场核查等激励政策。

北京公布配额有偿竞价安排。北京市生态环境局 9 月 22 日公开通告，拟于 10 月 26 日有偿竞价发放 2025 年度碳排放配额 60 万吨，由北京绿色交易所组织实施。本次采用单轮竞价，底价为 2026 年 1—8 月所有交易日公开交易加权均价的 1.15 倍，按价格优先、时间优先原则成交，并以发放总量内的最低申报价格统一结算。新增配额用于调节北京试点市场供求、支持年度清缴，竞买所得配额有效期截至该市规定的清缴截止日。

浦东拟完善气候投融资项目入库管理。浦东新区生态环境局 9 月 23 日就项目库管理办法公开征求意见，意见征集至 10 月 21 日。草案提出，对申报项目开展主体合规性、项目符合性审核及气候效益评价，审核通过后纳入浦东项目库，并同步推送上海市绿色项目库；对实施库项目定期跟踪气候效益等表现。入库结果仅供金融机构判断气候效益参考，金融机构须独立评估商业可持续性和金融风险。按照草案设计，环境部门提供项目气候效益评价，金融机构据此开展融资对接并自主审贷。

节水项目金融支持着重匹配建设期限。水利部发展研究中心 9 月 18 日公开水利部办公厅、农业银行办公室联合印发的通知，力争在“十五五”时期向节水供水相关领域提供 3000 亿元意向性信用额度；纳入国家相关规划的重点节水项目贷款期限最长不超过 45 年，省级规划项目最长不超过 35 年。通知同时支持在依法合规、风险可控前提下探索用水权抵质押、水效挂钩激励贷款等模式，并要求落实还款来源。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 产业趋势

9 月 16 日，中国科学院大连化物所披露 250 千瓦级海水制氢联产淡水系统的运行研究。团队将电解制氢与负压低温蒸馏耦合，利用电解过程中产生的低品位废热淡化海水，产水同时满足电解装置用水与额外淡水供给。该系统每小时产出 48 标方氢气、联产 32 千克淡水，氢气纯度达到 99.9999%，稳定运行超过 40 天；相较传统碱性电解水制氢，系统电能利用率提高 14.4%。废热回收减少了独立淡化和冷却环节的能源需求。该装置已于 2024 年 8 月建成开车，本期披露的是运行成果，工程规模仍为 250 千瓦级。

9 月 17 日，华能昌江核电二期项目 3 号机组正式投产商运。项目采用自主知识产权“华龙一号”三代压水堆技术，二期规划建设两台 120 万千瓦机组，设备国产化率达到 98.1%。本次商运对应其中的 3 号机组，新增核电产能开始提供商业电力供应。华能预计，二期项目全部建成后年发电量可达 180 亿千瓦时，每年可节约标准煤超过 632 万吨、减少二氧化碳排放约 1160 万吨。

9 月 17 日，华能北方公司增量配电网绿色供电项目的 61 兆瓦／244 兆瓦时熔盐储能系统投运，开始向达拉特经济开发区用户供应工业蒸汽。系统以电加热器将电能转换为热能，并利用模块化熔盐装置储热，再按工业用户需求释放热量产生蒸汽，使电力消纳时段与供汽时段可以分开安排。项目将光伏、输配电网、熔盐储能与 32 兆瓦／128 兆瓦时电化学储能联动，分别满足工业热负荷和电力调节需求。华能于 9 月 22 日公布这一进展，预期整个绿色供电项目每年减少二氧化碳排放约 68 万吨，涵盖整体系统。

9 月 24 日，华能披露西安热工院依托 4 兆瓦燃煤掺氢燃烧试验平台完成 240 小时连续运行。试验在煤粉与氢气 0—100%热量比范围内实现稳定燃烧，煤粉燃尽率超过 99%，覆盖纯煤粉与全氢燃烧工况；最低稳定燃烧负荷降至额定出力的 10%以下，并完成快速升降负荷测试。掺氢与燃烧控制共同扩大低负荷稳定运行范围，可为煤电机组深度调峰提供技术支持。

3.3 地方碳资产开发观察

9 月 17 日，鄂尔多斯市林草局披露，伊金霍洛旗国有林场将“新街治沙站阿鲁图作业区”林业碳票中的 22 吨减排量，通过内蒙古产权交易中心转让给锡林浩特市巴彦宝拉格苏木人民政府，用于抵消机关办公运行阶段的碳排放。这是鄂尔多斯林业碳票首笔自治区内跨盟市交易，林场的购买方范围扩大至市域之外，机关自愿碳抵消构成了具体需求。该笔交易延续当地此前探索的“绿色电力证书 + 林业碳票”近零碳机关建设模式。

同一林场的碳票开发已形成明确的核算和转让安排。2026 年 6 月，内蒙古产权交易中心发布该作业区 3400 吨二氧化碳当量碳票转让公告，披露林场负责造林和管护，项目依据伊金霍洛旗林业碳票方法学及审核报告核算，总减排量为 34838.61 吨二氧化碳当量，经旗林草局批复。公告列示此前已交易 6359.24612 吨，本次挂牌 3400 吨，转让底价 26.86 万元，折合 79 元／吨。该价格对应 6 月挂牌底价，本期 22 吨跨盟市交易未公布成交单价。

6 月公告要求受让方一次性支付价款，因林场属于行政事业单位，转让价款直接缴至旗财政，由财政开具非税发票；交易中心收到合同、付款凭证和服务费后出具交易凭证。公告同时明确，碳票仅用于自愿履行减排责任，其应用范围和效力遵循地方主管部门规定，不得替代全国碳市场配额清缴，也不具有 CCER 的全国性抵销效力。

4. 风险提示

政策推进不及预期；碳市场及相关资产价格波动；技术示范与商业化进展不及预期；ESG 及基金样本、统计口径变化影响可比性；人力资本披露不充分或口径差异影响经营判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666