

## 区块链

### 探秘灰度 GBTC: 比特币市场明牌“巨鲸”

灰度发起的比特币信托 GBTC 是交易所之外的“明牌”“巨鲸”。GBTC 于 2013 年开始募资，最新数据显示，金额上，GBTC 持有价值 36 亿美元的比特币 (BTC)，占 BTC 价值总额的 2%；数量上，GBTC 持有约 39 万个比特币，占 BTC 总数的 1.8%。BTC 持币地址匿名，GBTC 作为交易所之外、BTC 市场为数不多的“明牌”“巨鲸”（大户），交易行为对比特币价格或有一定影响。本报告旨在研究 GBTC 的运作模式、监管环境与发展概况。

**GBTC，首先是一种私募。**GBTC 根据美国《证券法》D 条例设立，该条例允许发行方不在美国证监会 (SEC) 注册也可融资，但仅能向高净值的合格投资者私募融资。这意味着，只有高净值的合格投资者可以认购 GBTC 的原始份额，这是 GBTC 二级市场份额与比特币 ETF 的主要区别（申购 ETF 原始份额有股票账户即可，GBTC 则需为合格投资者）。另外，GBTC 没有赎回机制，投资者持有 6 个月内也不能售出所持份额。GBTC 在 OTCQX 交易的份额中 37% 处于封闭期。

**登陆 OTCQX，GBTC 的高光时刻。**2015 年，GBTC 登陆美国层次最高的场外交易市场 OTCQX。从此，非合格投资者也可以购买 GBTC 份额，从而无需持有 BTC 本身，无需承担直接交易、存储 BTC 所需承担的风险（如私钥被盗、交易所跑路等），还能享有 BTC 价格高波动带来的投资机会。

**GBTC 持仓量 CAGR 25%，较 BTC 长期有溢价。**自 2013 年开始募资以来，GBTC 持有的比特币数量稳步增长，CAGR 高达 25%，GBTC 份额持有人数约在 65~184 之间波动（不包括在 OTCQX 买卖 GBTC 份额的个人），平均每个持有人持有的比特币数量在 658~2705 之间波动。GBTC 份额较 BTC 长期有溢价，最高时曾超过 140%（2015 年 5 月），最新溢价率为 10.4%（2020.7.9）。

围绕这种溢价，可考虑的交易策略包括：借入 BTC，申购 GBTC 份额，6 个月后再在二级市场卖出 GBTC 份额。当 BTC 借贷利率过高时，此策略失效。另外对投资者而言需要注意的是，GBTC 年管理费为 2%，以及持有 GBTC 私募份额需要缴税，在二级市场买卖 GBTC 份额则只需缴纳资本利得税。

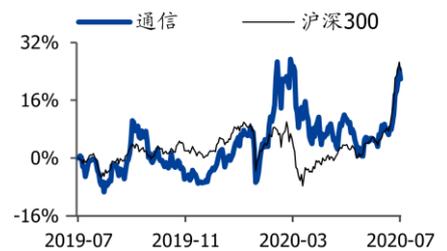
**GBTC 为何能存在？与美国监管环境的支持密不可分。**1) 投资：美国允许信托投向比特币、以太坊等加密资产，并允许此类信托份额登陆场外交易市场；2) 交易所：美国允许数字货币交易所合规运行，接受比特币的报价（GBTC 当前使用的报价方包括 Coinbase Pro、LMAX Digital、itBit、Kraken 和 Bitstamp，曾使用 Bittrex、Bitfinex、GDAX（Coinbase Pro 前身）等交易所的报价）；3) 托管：美国允许数字货币托管机构合规运行，GBTC 的托管机构 Coinbase Custody 是符合《纽约银行法》的受托人，也是符合美国《投资顾问法（1940）》206（4）-2（d）（6）条款所述目的的合格的托管方；4) 审计、法务等：有律所、审计师事务所愿意为 GBTC 提供服务。

**投资建议：**建议关注与比特币相关的部分标的：1) 比特币信托：GBTC；2) 比特币矿场股：Riot Blockchain、Marathon Patent；3) 比特币矿机厂商：嘉楠科技、亿邦国际。

**风险提示：**加密资产价格波动大、可能存在市场操纵与欺诈。

增持（维持）

#### 行业走势



#### 作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjjaji@gszq.com

研究助理 孙爽

邮箱：sunshuang@gszq.com

#### 相关研究

- 《通信：寻找 5G 流量革命中的阿尔法—2020 年中期策略》2020-07-13
- 《通信：光通信中报超预期，关注工业互联网产业加速发展》2020-07-12
- 《区块链：滴滴入局，央行数字货币向商户开放“朋友圈”》2020-07-08



## 内容目录

1 为什么要关注 GBTC?	3
1.1 持币 2%，已知较大比特币投资者	3
1.2 登陆场外交易市场 OTCQX，并向 SEC 报告，信披标准高	3
2 GBTC 的运作模式——私募，但份额已登陆二级市场	3
2.1 被动投资，封闭期 6 个月	4
2.2 私募年管理费：2%	4
2.3 投资者资质：私募仅合格投资者可购	4
2.4 其他服务：有法律顾问、有托管、有审计	6
3 GBTC 发展史：比特币持仓量 CAGR25%，持有人与人均持币数波动较大	6
4 监管视角：GBTC 为何能够存在?	6
5 投资者视角	7
5.1 GBTC 有何投资亮点?	7
5.1.1 无需亲自交易比特币，又能享有高波动	7
5.1.2 高管团队在传统金融与加密资产领域有较多积累	7
5.2 围绕 GBTC 溢价，有何套利机会?	7
5.3 与比特币相关，还有哪些合规的投资标的?	8
5.3.1 CME、Bakkt 比特币期货	8
5.3.2 比特币矿机股：嘉楠科技、亿邦国际	8
5.3.3 比特币矿场股：Riot、Marathon	8
5.4 买 BTC/矿机股/矿场股/GBTC，还是买 GBTC 二级份额?	8
投资建议	9
风险提示	9

## 图表目录

图表 1: GBTC 持仓量与比特币价格 (持仓量单位: 个; 价格单位: 人民币)	4
图表 2: GBTC 份额价格相对于比特币价格的溢价率 (金额单位: 人民币)	4
图表 3: RegD 允许发行人向合格投资者募资	5
图表 4: GBTC 持有的比特币数量与当期比特币价格 (金额单位: 千美元)	6
图表 5: GBTC 私募持有人数量与其人均持有的比特币个数	6
图表 6: GBTC 相较于 BTC 长期存在溢价	8
图表 7: 比特币 (BTC) 相关投资标的比较	9

## 1 为什么要关注 GBTC?

### 1.1 持币 2%，已知较大比特币投资者

- **金额上，GBTC 持有 2% 比特币。**比特币 2009 年上线，最新市值为 1711 亿美元 (Coinmarketcap,2020.7.8)，而灰度 (Grayscale, 全球最大加密货币资产管理者) 发起的比特币信托基金 (GBTC) 持有的比特币价值 36 亿美元，占比特币最新市值的 2% (Grayscale,2020.7.7)。
- **数量上，GBTC 持有 1.8% 比特币。**GBTC 份额约为 402941400，每份持有 0.00095938 个比特币，即 GBTC 约持有 386574 个比特币 (Grayscale,2020.7.7)，占比特币 2100 万个总量的 1.8%。

**GBTC 是交易所之外的“明牌”“巨鲸”。**比特币市场中的“大户”被称为“巨鲸”，而比特币持币地址匿名，除部分交易所公开了这一信息，其他“巨鲸”的身份难以识别。即便不知晓 GBTC 持币地址 (根据我们的了解，GBTC 未公布持币地址)，通过其公布的 AUM (资产管理规模)，可知 GBTC 是比特币市场为数不多的“明牌”“巨鲸”，对比特币价格或有一定影响。

### 1.2 登陆场外交易市场 OTCQX，并向 SEC 报告，信披标准高

GBTC 2015 年 3 月在美国层次最高的场外交易市场 OTCQX 上市 (代码为 GBTC)，2017~2019 年连续三年被评为 OTCQX Best 市场表现最好的 50 只标的之一。投资者可通过 OTCQX 的经纪人、交易员 (broker-dealer) 网络投资 GBTC。

另外，GBTC 于 2019 年 11 月提交表格 10 (Form 10)。根据美国《证券法》，提交表格 10 意味着提交公司成为向美国证券交易委员会 (SEC) 报告的公司。2020 年 1 月 21 日，GBTC 的表格 10 生效，GBTC 成为 SEC 报告公司，按照 SEC 标准披露年度报告与财务报表表格 10-K、季度报告与财务报表 10-Q 与当前报告 8-K。在成为 SEC 报告公司之前，GBTC 的信披标准是 OTCQX 运营公司——OTC 市场集团 (OTC Market) 的替代报告标准 (ARS)，披露年度与季度的报告和财务报表。如此一来，GBTC 遵循的信披标准与其他上市公司或基金，如苹果、SPDR 黄金信托 (全球最大的黄金 ETF 基金) 等标的遵循的披露标准相同，在某种程度上，GBTC 提高了合规度，与主板交易市场更为接近。

## 2 GBTC 的运作模式——私募，但份额已登陆二级市场

GBTC 首先是私募信托，仅合格投资者可以投资。GBTC 的发起机构为数字货币集团 (DCG, Digital Currency Group) 全资控股的灰度\*。GBTC 于 2013 年 9 月 25 日首次募资，定期发售，无法赎回，投资者 12 个月内无法售出所持份额，在 GBTC 成为美国证监会 (SEC) 报告公司后缩短为 6 个月。

\*灰度不止发起了 GBTC 这一产品，还发起了投资于 BCH、ETH、ETC、LTC、XRP、Zcash、Horizen、Stellar Lumens 等加密资产的信托，和一只主动管理基金数字大市值基金 (GDLV，每季度调仓一次)。其中，灰度发起的 ETH、ETC、GDLV 也已在 OTCQX 挂牌交易。

其次，GBTC 私募信托的份额可以在二级市场购买，2015 年 3 月在 OTCQX 公开交易，

此时其投资者无需为合格投资者。美国个人退休账户（IRA，支取资金时才需交税）亦可投资 GBTC 在 OTCQX 交易的份额。

## 2.1 被动投资，封闭期 6 个月

GBTC 不对比特币的投资择时，投资策略被动，旨在跟踪比特币本身的走势。

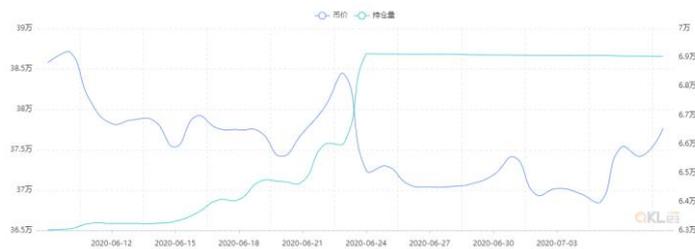
GBTC 定期发售，持有者不得赎回，6 个月封闭期内不得转售。正因为封闭期的存在，GBTC 份额对应的 BTC 的价格与数字货币交易中 BTC 现货的价格不一定严格对应，可能存在溢价或折价。

最新数据（2020.7.9）是，GBTC 在 OTCQX 可交易的份额，即 GBTC 当前全部份额为 402941400 份，其中 37% 处于封闭期，其持有人无法售出所持份额。

需要特别说明的是，GBTC 与 ETF 有相似之处，例如投资者可在二级市场买卖其份额而无需申购其份额本身、买卖份额都没有封闭期限限制。但 GBTC 并非比特币 ETF\*，两者的区别在于：仅合格投资者可申购 GBTC 的私募份额，而所有在交易所开户了的投资者均可购入股票后申购 ETF 份额。

\*美国证监会（SEC）尚未批准比特币 ETF 上市，拒绝了多个比特币 ETF 产品上市的应用，原因是 SEC 认为加密货币市场缺乏足够的透明度和流动性以及有效的托管，难以确保该市场不存在市场操纵。我们认为，SEC 不认为比特币是证券可能也是原因之一。

图表 1: GBTC 持仓量与比特币价格 (持仓量单位: 个; 价格单位: 人民币)



资料来源: QKL123, 国盛证券研究所

图表 2: GBTC 份额价格相对于比特币价格的溢价率 (金额单位: 人民币)



资料来源: QKL123, 国盛证券研究所

## 2.2 私募年管理费: 2%

GBTC 收取 2% 年管理与保管费，每日计提。相较于灰度其他产品的管理费率（2.5~3%），GBTC 的最低；相较于中国信托产品披露的管理费（0.5-2.5%，wind），GBTC 的较高。

## 2.3 投资者资质: 私募仅合格投资者可购

GBTC 是根据美国《证券法》D 条例 506 (c) 条款设立的。D 条例允许发行人无需向美

国证监会 (SEC) 注册即可向投资者募集资金，被称为私募发行条例，但 506 (c) 条款下发行人仅能接受合格投资者投资。

图表 3: RegD 允许发行人向合格投资者募资

	D 504	D 506 (b)	S	A+ Tier1 (第一层)	A+ Tier2 (第二层)	CF (Crowd Funding)
投资者地域限定	全球	全球	美国境外	全球	全球	全球
是否限定为合格投资者	是 (最多可有 35 个非合格投资者, 此为 Reg D505 增加的内容)	是 (最多可有 35 个非合格投资者)	是	否	否	否 (但需年满 18 周岁)
募资金额上限 (万美元)	500 (12 个月内)	无		2000 (12 个月内)	5000 (12 个月内, 合格投资者只能投资年收入或净资产的 10%, 以较□者为基准)	100
是否需要 SEC 审核	否	否		是 (还需在州登记)	是	否
是否可以公开/面向不特定对象宣传	有限允许	否 (向合格投资者进行私募发行时可, 此为 Reg D 506 (c) 增加的内容)	是 (美国境内除外)	是	是	是
披露标准	向投资人披露与 RegA 或注册时一致的披露文件 (包括财报), 必要时需要第三方审计	向非合格投资者提供符合 Reg A 的信息或者等同于 SEC 注册的信息。		向 SEC 提交发行说明书, 披露上一年度未经审计的财报	提供上□财年经审计的财报, 并继续提供经审计的半年报和年报	

资料来源: 美国《证券法》, 国盛证券研究所

美国认定的合格投资者指的是以下人群: 1、最近两年中的任何一年, 个人收入均超过 20 万美元, 或与配偶收入之和超过 20 万美元, 当前年份的收入水平也能达到该水平, 或者: 2、个人净资产, 或与配偶的净资产之和超过 100 万美元 (除开个人的主要房产和与该房产相关的债务); 3、银行、合伙企业、公司、非盈利机构、信托等实体也可能是合格投资者: 如果 (1) 信托的总资产超过 500 万美元, 不熟悉购买灰度产品的特定目的, 但作出投资决策的是对投资、金融与商务有充足的知识经验的人; (2) 该实体中所有的权益的拥有者都是合格投资者。相较于中国信托产品对合格投资者的要求\*, 美国的要求较高。

\*根据中国《信托公司集合资金信托计划管理办法》(第六条), 合格投资者, 是指符合下列条件之一, 能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人: (一) 投资一个信托计划的最低金额不少于 100 万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织; (二) 个人或家庭金融资产总计在其认购时超过 100 万元人民币, 且能提供相关财产证明

的自然人；(三)个人收入在最近三年内每年收入超过20万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过30万元人民币，且能提供相关收入证明的自然人。

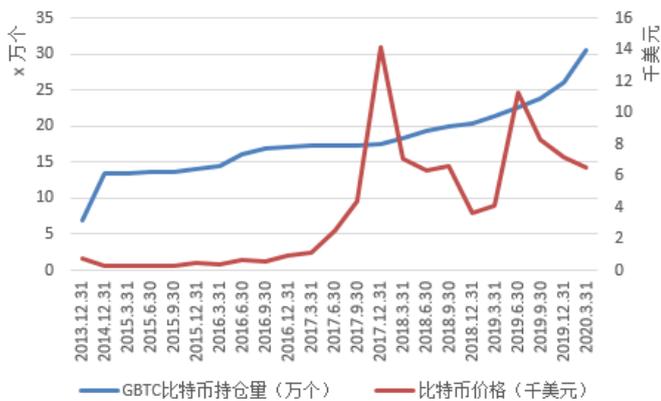
## 2.4 其他服务：有法律顾问、有托管、有审计

GBTC的法律顾问方是美国达维律师事务所 Davis Polk&Wardwell (有限合伙企业，创立于1849年)，财务报告每年由 Friedman(有限合伙企业)审计(2017年9月，该事务所曾辅助USDT发行方Tether证实Tether具备偿付能力，2018年1月退出与Tether的合作)。GBTC的资产——比特币存储在Coinbase托管信托有限责任公司的线下“冷”钱包。该托管公司是符合《纽约银行法》的受托人，也是符合美国《投资顾问法(1940)》206(4)-2(d)(6)条款所述目的的合格的托管方。

## 3 GBTC发展史：比特币持仓量CAGR25%，持有人与人均持币数波动较大

GBTC2013年开始募资，当年年底持有比特币69735个，2019年底，GBTC持有261192个，CAGR高达25%，2020Q1超过了30万个。尽管比特币在2013~2020年间波动较大，但GBTC持仓量稳步上升。而GBTC份额的持有人数与人均持有比特币的个数波动较大。

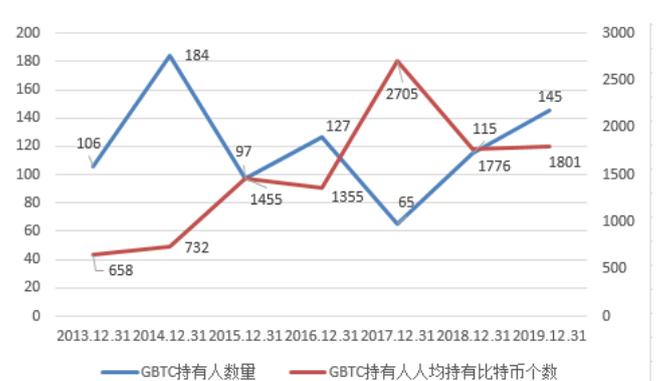
图表4: GBTC持有的比特币数量与当期比特币价格(金额单位:千美元)



注：比特币价格来自当期GBTC确认为主要交易所的交易所的报价。

资料来源：GBTC年报、季报，国盛证券研究所

图表5: GBTC私募持有人数量与其人均持有的比特币个数



资料来源：GBTC年报、季报，国盛证券研究所

## 4 监管视角：GBTC为何能够存在？

GBTC的存在与美国监管环境密不可分：

- 1、投资：美国允许信托投向比特币、以太坊等加密资产，并允许此类信托份额登陆场外交易市场；
- 2、交易所：美国允许数字货币交易所合规运行，接受比特币的报价（GBTC当前使

- 用的报价方包括 Coinbase Pro、LMAX Digital、itBit、Kraken 和 Bitstamp，曾使用 Bittrex、Bitfinex、GDAX (Coinbase Pro 前身) 等交易所的报价)；
- 3、 托管: 美国允许数字货币托管机构合规运行, GBTC 的托管机构 Coinbase Custody 是符合《纽约银行法》的受托人, 也是符合美国《投资顾问法 (1940)》206 (4) -2 (d) (6) 条款所述目的的合格的托管方；
  - 4、 审计、法务等: 有律所、审计师事务所愿意为 GBTC 提供服务。

## 5 投资者视角

### 5.1 GBTC 有何投资亮点？

#### 5.1.1 无需亲自交易比特币，又能享有高波动

购入 GBTC，在享有比特币价格高波动性带来的投资机会的同时，无需承担自行交易比特币可能存在的若干风险：

- 1、 在数字货币交易所开户，存在信息泄露风险；
- 2、 在数字货币交易所买卖比特币，存在交易所深度不够而交易滑点大、市场操纵、提币困难、交易所“跑路”的风险；
- 3、 自行存储比特币，存在遗忘私钥（相当于遗忘银行卡密码而无法向银行挂失）、被盗、被黑客攻击的风险；

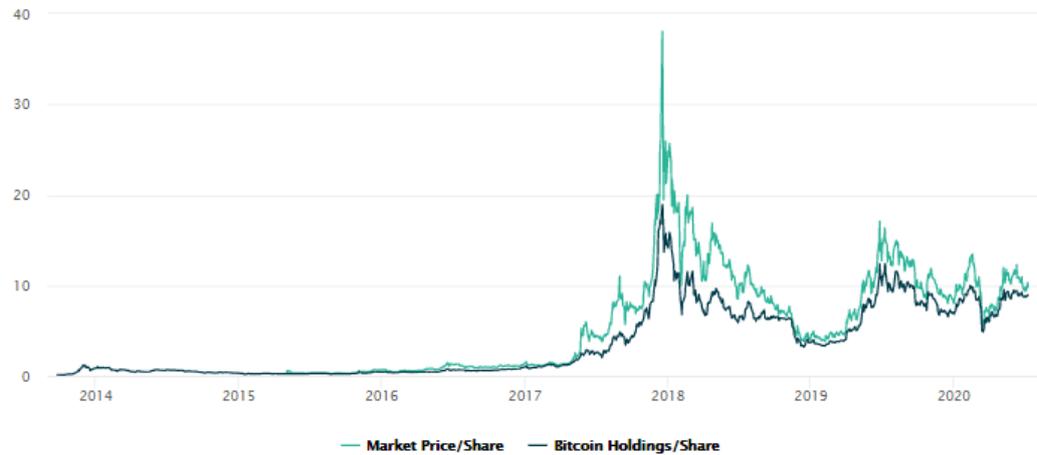
#### 5.1.2 高管团队在传统金融与加密资产领域有较多积累

GBTC 信托的发起人是灰度 (Grayscale)，灰度是数字货币集团 (DCG) 的全资子公司。灰度与 DCG 的创始人兼 CEO 均为 Barry Silbert。DCG 的子公司还包括知名区块链媒体 Coindesk。Silbert 从 2012 年开始投资比特币，2015 年创立了 DCG，DCG 迄今投资了超过 30 个国家的 150 家区块链公司，包括 Coinbase、Ripple、Chainalysis 等知名公司。在创立 DCG 之前，Silbert 是 SecondMarket 的创始人兼 CEO，该技术公司后来被纳斯达克收购。更早之前，Silbert 是一名投资银行家。部分其他已披露的灰度高管也有较多加密资产领域经验，其中，Simcha Wurtzel 2007 到 2015 年在 SecondMarket 担任财务与运营负责人，2013 年至今任灰度财务副总裁；Michael Sonnenshein 曾在 JP 摩根巴克莱资管与分别担任财务顾问、分析师，2014 年起在灰度历任客户经理、商务拓展总经理、董事总经理。

### 5.2 围绕 GBTC 溢价，有何套利机会？

自 GBTC 2015 年 3 月在 OTCQX 公开交易以来，其份额价格相对于 BTC 本身长期存在溢价，例如其公布的最新净值 (NAV, 2019 年第三季度) 为 8.07 美元，同期每份额对应的比特币的价格约为 7.86 美元，溢价率为 3%，最高时曾超过 140% (2015 年 5 月)，最新溢价率为 10.4% (2020.7.9)。围绕这种溢价，可考虑的交易策略包括：借入 BTC，申购 GBTC 份额，6 个月后在二级市场卖出 GBTC 份额。使用该策略，假设 GBTC 份额较 BTC 仍有溢价，则 6 个月后卖出 GBTC 份额所得的资金高于买入这些份额所对应的 BTC 的需付出的资金，则可用卖出所得，购入对应数量的 BTC，还掉此前为申购 GBTC 份额买入的 BTC 及其利息，价差即为所得利润。该策略的成本还包括需缴纳给灰度的管理费 (年化 2%)。当 BTC 借贷利率过高时，此策略失效。

图表 6: GBTC 相较于 BTC 长期存在溢价



资料来源: Grayscale, 国盛证券研究所

### 5.3 与比特币相关，还有哪些合规的投资标的？

#### 5.3.1 CME、Bakkt 比特币期货

芝加哥商品交易所 CME 的比特币期货获批上线于 2017 年 12 月 18 日，纽交所兄弟公司 Bakkt 的比特币期货获批上线于 2019 年 9 月，两者的主要不同是前者以现金结算，初始保证金为 35%，后者以比特币实物结算，初始保证金为 3900 美元（对冲产品）、4290 美元（投机产品）。

#### 5.3.2 比特币矿机股：嘉楠科技、亿邦国际

比特币矿机厂商嘉楠科技、亿邦国际先后在 2019 年、2020 年登陆美股，最新市值分别为 3.02 亿美元、5.44 亿美元（2020.7.9）。

#### 5.3.3 比特币矿场股：Riot、Marathon

比特币矿场概念股的 Riot Blockchain、Marathon Patent 最新市值分别为 8082.68 万美元、2043.03 万美元（2020.7.9）。

### 5.4 买 BTC/矿机股/矿场股/GBTC，还是买 GBTC 二级份额？

比较与比特币相关的投资标的可以发现，GBTC 在 OTCQX 的投资门槛较低、入金方式选择多、缴税方式简单，是值得考虑的投资比特币的方式。

图表7: 比特币 (BTC) 相关投资标的比较

投资标的	投资者门槛	入金方式	交易时间	税务	成本、风险或其他事项
BTC	无限制	法币、 虚拟货币	7*24 小时	需缴税	交易所大量购入滑点大, 钱包、交易所可能跑路; 自行存储私钥, 或遗忘、丢失;
GBTC 份额	仅合格投资者可申购, 5 万美元起投, 不可赎回, 买入后 6 个月内不得转售	法币、 虚拟货币	申购期	需缴税 (虚拟货币入金本身是非税行为)	2% 年管理费 (每日计提, 用产品的底层资产支付给灰度)
OTCQX 上的 GBTC 份额	有 OTCQX 账户 (IRA 可投)	法币	交易所 交易时间	资本利得税	可获得符合 SEC 10-Q 报告标准的年报、季报、当前报告
CME、Bakkt BTC 期货	有 CME、Bakkt 账户	法币、 虚拟货币 (Bakkt)	交易所 交易时间	资本利得税	
BTC 矿机/ 矿场股	有美股账户	法币	交易所 交易时间	资本利得税	矿场本身的合规风险
灰度	资金量未知	未知	无限制	作为委托人信托 (grantor trust), 无需交税	向 OTCQX、律所、会计师事务所、托管方等机构交费; 编制年报、季报、当前报告

资料来源: Grayscale 网站、国盛证券研究所

## 投资建议

建议关注与比特币相关的部分标的: 1) 比特币矿机厂商: 嘉楠科技、亿邦国际; 2) 比特币矿场股: Riot Blockchain、Marathon Patent; 3) 比特币信托: GBTC。

## 风险提示

加密资产价格波动大、可能存在市场操纵与欺诈。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com