

方正证券研究所证券研究报告

高送转事件专题研究

金融工程专题报告
2014. 12. 10

金融工程高级分析师：楼华锋
执业证书编号：S1220514080011
TEL: 021-50432679
E-mail: louhuafeng@foundersc.com

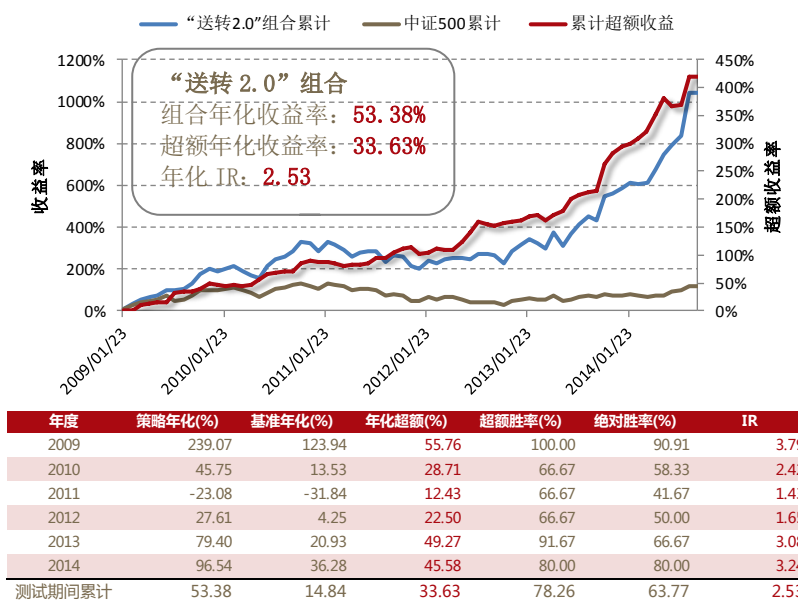
金融工程首席分析师：高子剑
执业证书编号：S1220514090003
TEL: 021-68386225
E-mail: gaozijian@foundersc.com

相关研究

报告摘要

- 对高送转事件的分析表明，预案公告日前后送转事件均能产生相对可观的超额收益（预案公告日前 120 个交易日内相对中证 500 超额收益最高 8.23%，后 120 个交易日内最高 7.55%）。牛市送转的超额收益较熊市更高，同时超额收益产生的时点并不固定。
- 我们可以通过因子打分的方式，在预案公告日后优选高超额收益事件进行投资，预案公告日后 120 个交易日内超额收益最高达 17.34%。
- **有别于市场的认识：**我们可通过打分的方式对预测高送转股票，得分最高的前 10% 个股高送转概率达 60%，每股平均送转比例达 0.53；然而预测送转概率大的股票并不能在事前带来显著的超额收益。
- **新思路：**引入成长因子后成长和送转预测因子产生了显著的共振，据此构建了月度调仓的“送转 2.0”组合，其在 2009 年至 2014 年三季度期间，组合年化收益率达 53.38%，年化超额收益率 33.63%，年化 IR 2.53，月超额胜率 78%；组合历年超额收益（相对中证 500）均高于 10%，大大提高了送转组合的收益和稳定性。

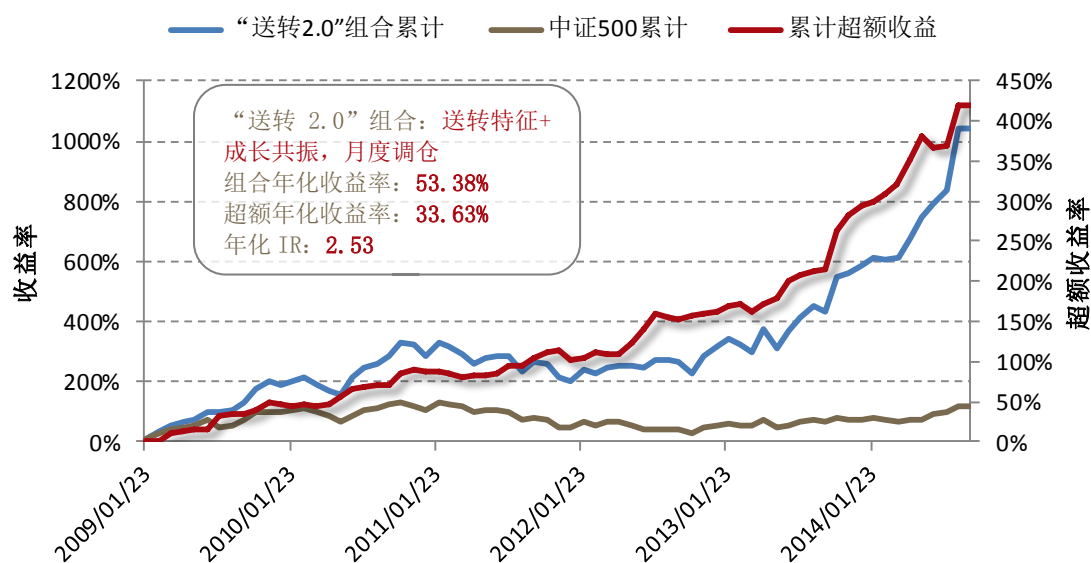
“送转 2.0”组合历史表现（2009.01.01-2014.09.30）



请务必阅读最后特别声明与免责条款



“送转 2.0”组合历史表现（2009.01.01-2014.09.30）



年度	策略年化(%)	基准年化(%)	年化超额(%)	超额胜率(%)	绝对胜率(%)	IR
2009	239.07	123.94	55.76	100.00	90.91	3.79
2010	45.75	13.53	28.71	66.67	58.33	2.42
2011	-23.08	-31.84	12.43	66.67	41.67	1.43
2012	27.61	4.25	22.50	66.67	50.00	1.65
2013	79.40	20.93	49.27	91.67	66.67	3.08
2014	96.54	36.28	45.58	80.00	80.00	3.24
测试期间累计	53.38	14.84	33.63	78.26	63.77	2.53

目 录

1. 送转事件发生前后均能够带来超额收益.....	4
2. 事后超额的把握：因子打分优选高超额收益事件.....	5
2.1 送转比例.....	6
2.2 流通市值.....	6
2.3 换手率及成交金额.....	7
2.4 综合打分提升超额回报.....	8
3. 事前超额的捕捉：高准确率不等于高超额收益.....	8
3.1 高送转事件的预测.....	9
3.2 高得分的送转事件并未带来超额收益.....	12
4. 新思路：送转与成长共振.....	14
4.1 案例分析：送转要挑高成长.....	15
4.2 组合分析：高成长送转超额收益显著.....	15
4.3 送转预测基础组合：送转成长共振实现收益稳定增长.....	16
4.4 “送转 2.0”组合：送转与成长共振，股价与业绩齐飞.....	17
5. 风险提示.....	18

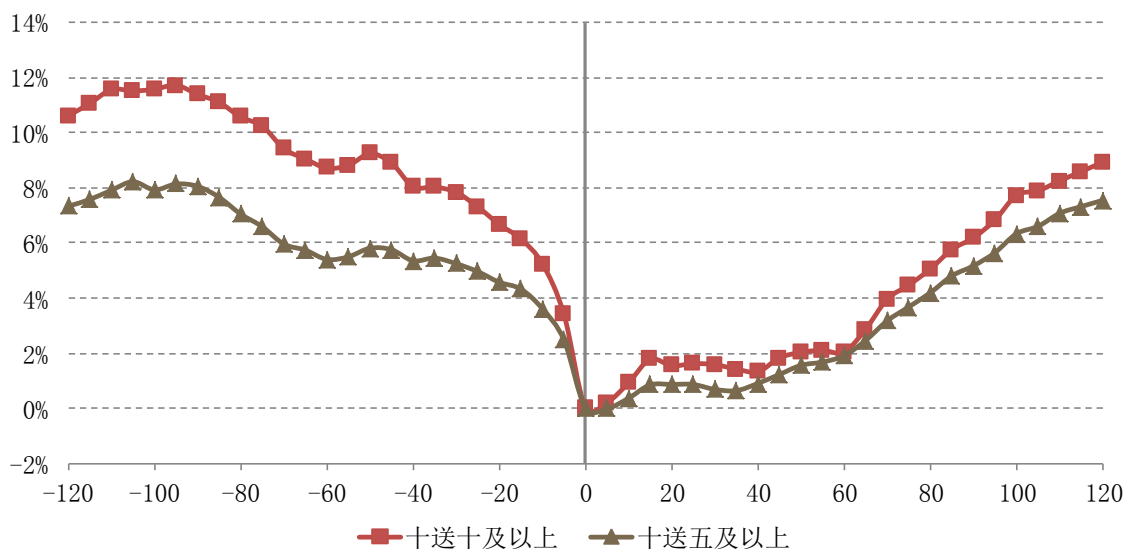
1. 送转事件发生前后均能够带来超额收益

在年报中报公布之前，高送转事件总能引起市场的关注。一方面，高送转反映了上市公司进行市值管理、维护股价的意愿，另一方面，投资者存在一定的行为偏差，对高送转个股存在偏好。因此我们有必要对送转事件进行关注。

在本文的研究中，我们将每 10 股送股或转增合计不低于 5 股的情况定义为高送转。我们针对 2009 年以来的送转事件进行了分析，以中证 500 指数作为比较基准，观察送转预案公布日前后事件所产生的超额收益，相关的结果可参见图表 1。以下如无特别注明，本文中所指的日期均为交易日。

对约 900 件 10 送 10 及以上的高送转事件分析显示，在预案公告日之前 95 日，组合平均能带来 11.72% 的超额收益，在预案公告日之后 120 日，组合最高能产生 8.93% 的超额收益。对约 1900 件 10 送 5 及以上的高送转事件的分析也得到了类似的结果，预案公告日之前 105 日起，组合平均能够产生 8.23% 的超额收益，预案公告日之后 120 日内，组合最高能产生 7.55% 的超额收益。由此可见，**预案公告日前后送转事件均能产生相对可观的超额收益**。从送转事件的进程看，预案公告至分配方案正式实施之间还需经历一段时间，在此段时间内高送转股票仍然会被持续炒作。

图表 1：高送转事件预案公告日前后累计超额收益

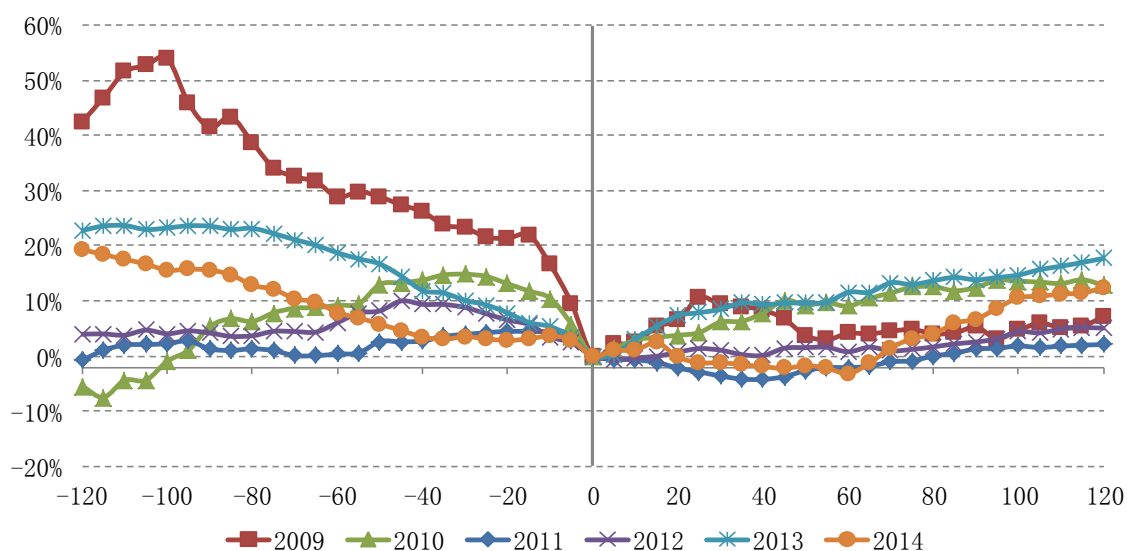


数据来源：方正证券研究所

我们也统计了历年送转预案公告前后的超额收益情况，结果参见图表 2 及图表 3。总体而言，**牛市送转的超额收益较熊市更高，同时超额收益产生的时点并不固定**。在类似于 2009 年大牛市以及 2013 年的结构性牛市之中超额收益相对较高，而在 2011 年震荡下行的熊市中超额收益较少（当然，2009 年的超高收益也与当年高送转样本较少有关）。主要的超额收益产生在预案公告前，然而开始

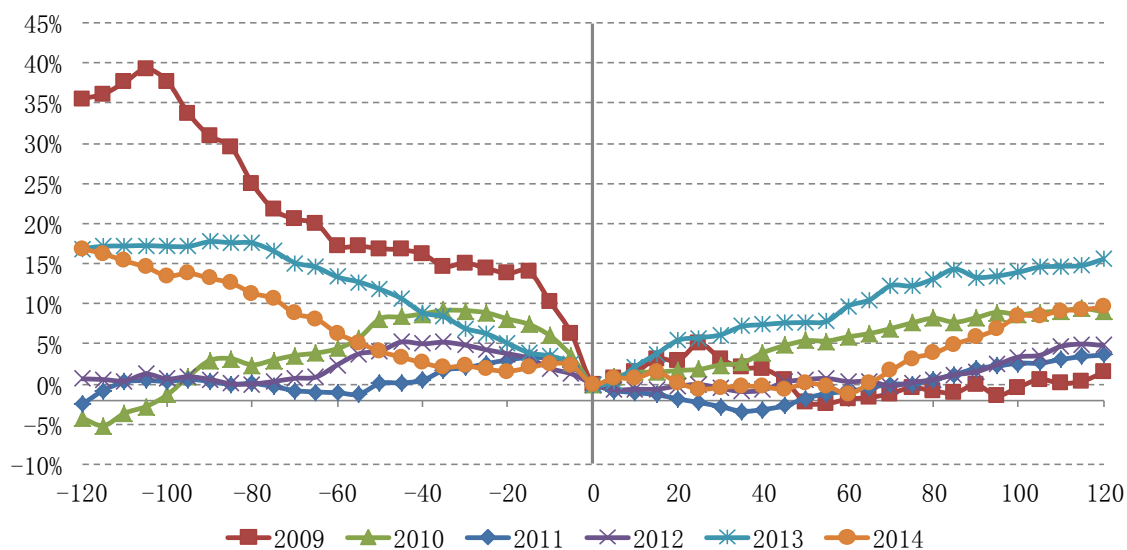
产生超额收益的时点并不固定，如 2009 年在预案公告日前 105 个交易日持有，到预案公告日能产生 39.25% 的收益率；而 2012 年预案公告日前的最高超额收益出现在预案公告日前 45 个交易日，持有至预案公告日能产生 5.22% 的超额收益。一般地，若预案公告日之前产生的超额收益较高，则预案公告日后的超额收益会相应地减小。

图表 2：历年高送转事件预案公告日前后累计超额收益（10 送 10 及以上）



数据来源：方正证券研究所

图表 3：历年高送转事件预案公告日前后累计超额收益（10 送 5 及以上）



数据来源：方正证券研究所

2. 事后超额的把握：因子打分优选高超额收益事件

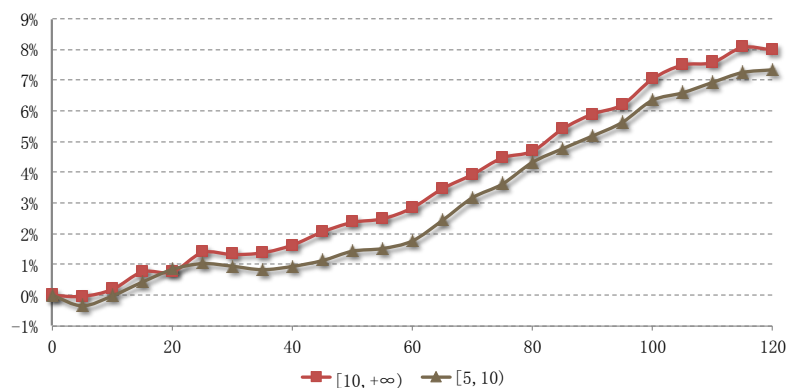
图表 1 的结果显示，在预案公告日之后，高送转事件能够带来

一定的超额收益。虽然预案后的超额收益较预案前相对较低，但由于预案已公布，我们可基于更多的信息进行判断。我们通过寻找有区分度的因子，进一步筛选能产生更高超额收益的事件。

2.1 送转比例

股票的送转比例无疑是十分重要的变量。高送转比例的个股能够吸引市场的目光，同时股价也较送转前大幅降低，容易引发填权效应。考虑到高送转以 10 送 5 以及 10 送 10 为主，而其他比例的样本较少，我们将全体高送转股票分按每 10 股送转比例分为两组，即送转比例 5-10 以及送转比例大于 10。图表 4 中的结果显示，在公告日后 60 日高送转比例组累计超额较低送转比例组高出约 1%。因此送转比例高的个股能够带来较高的超额收益。虽然如此，但送转比例在 5-10 之间的个股收益仍较为可观，因此下文的高送转分析中我们仍将其包含在内。

图表 4：不同送转比例的股票预案公告日后平均累计超额收益

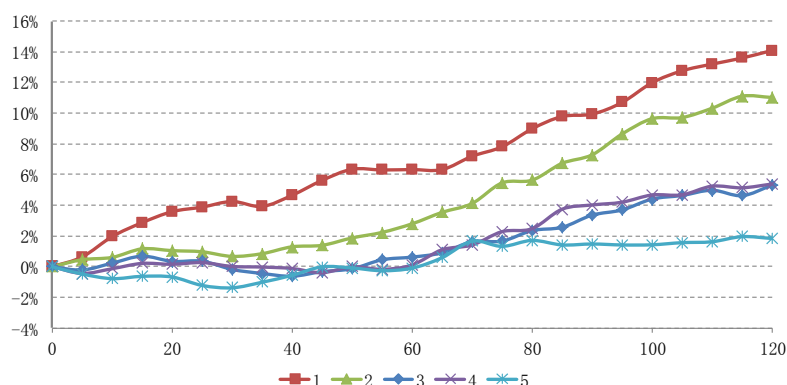


数据来源：方正证券研究所

2.2 流通市值

相对而言，小市值股票未来前景较好，发展空间巨大，具备更强的股本扩张能力。同时此类公司处于成长期，对于现金的需求更大，也更倾向于以送转的方式进行分配。分组分析的结果显示，流通市值最小的第 1 组个股预案公告日后 120 日的平均累计超额收益为 14.09%，而流通市值最大的第 5 组仅为 1.84%。因此流通市值低的个股能够带来较高的超额收益。

图表 5：不同流通市值的股票预案公告日后平均累计超额收益



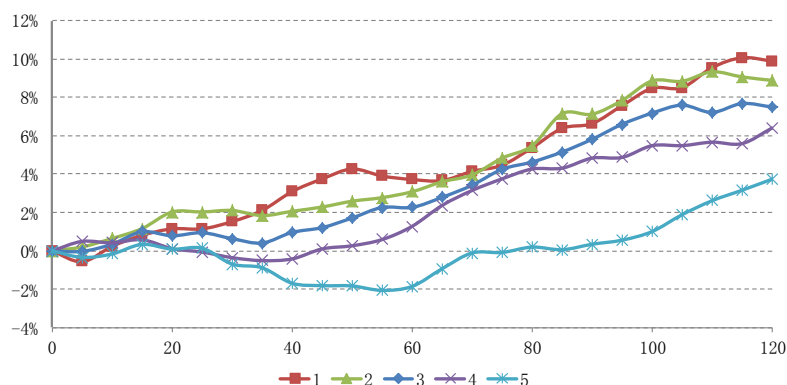
注：本图中第 1 组为高送转股票中流通市值最小的股票组合，第 2 组次之，依此类推，第 5 组最大。

数据来源：方正证券研究所

2.3 换手率及成交金额

换手率较高的个股往往其高送转行为已被市场充分预期，事前已产生了较高的超额收益，因而未来的上涨空间可能已被透支，也意味着更大的股价波动与风险。图表 6 中分组的结果显示了良好的单调性，换手率最低的第 1 组个股预案公告日后 120 日平均超额收益达 9.89%，而换手率最低的第 5 组个股平均超额收益仅 3.73%。成交金额因子兼具低换手及小盘特征，两者结合产生了更好的结果。图表 7 中成交金额分组的结果显示，成交金额最低的第 1 组个股预案公告日后 120 日平均超额收益达 12.68%，而成交金额最高的第 5 组个股平均超额收益仅 1.94%。因此低换手率及低成交金额的个股能够带来较高的超额收益。

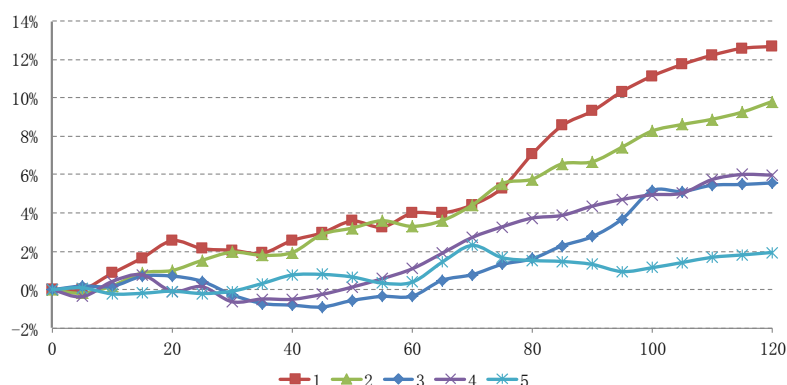
图表 6：不同换手率的股票预案公告日后平均累计超额收益



注：本图中第 1 组为高送转股票中换手率最低的股票组合，第 2 组次之，依此类推，第 5 组最高。

数据来源：方正证券研究所

图表 7：不同成交金额的股票预案公告日后平均累计超额收益



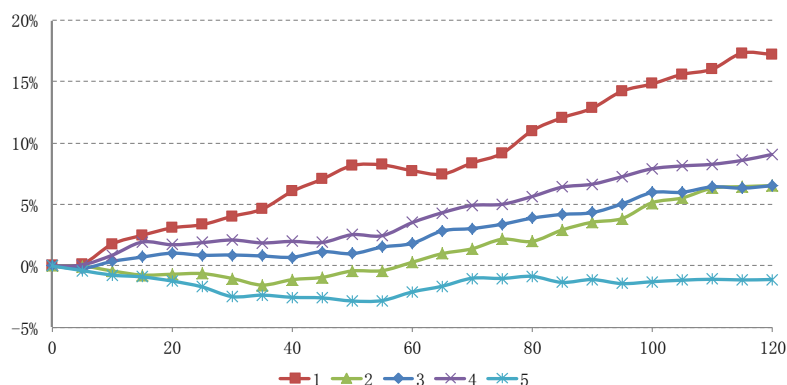
注：本图中第 1 组为高送转股票中成交金额最低的股票组合，第 2 组次之，依此类推，第 5 组最高。

数据来源：方正证券研究所

2.4 综合打分提升超额回报

基于以上各节的发现，我们选取送转比例、流通市值、换手率及成交金额等因子进行综合打分，打分的结果如图表 8 所示。在我们的打分方案下，得分最高的第 1 组同得分最低第 5 组之间的超额收益存在显著的差别，第 1 组预案公告日后 120 日的平均超额收益提升至 17.24%，高于之前全部因子的第 1 组平均超额收益；而第 5 组的平均超额收益仅-1.10%，低于之前全部因子的第 5 组平均超额收益。由此可见，我们的打分方案取得了预期的效果，我们可以在预案公告日之后采取综合打分的方式优选送转事件进行投资。

图表 8：不同综合得分的股票预案公告日后平均累计超额收益



注：本图中第 1 组为高送转股票中综合得分最高的股票组合，第 2 组次之，依此类推，第 5 组最低。

数据来源：方正证券研究所

3. 事前超额的捕捉：高准确率不等于高超额收益

在预案公告日之前，我们难以事先确定送转的比例，因此将对

超额收益的捕获带来相当大的困难。一种普遍使用的方法是，通过一些与送转相关的指标对可能的高送转进行预测，以捕捉事件发生之前的超额收益。这样的思路可取吗？**我们的有别于市场的认识是：我们能够通过打分的方式对高送转的股票进行预测，然而预测送转概率大（即因子打分得分高）的股票并不能在事前带来显著的超额收益。**得分高的股票在预案公布之前就已包含了较高的送转预期，因而产生超额收益的时点并不固定，前期股价可能已被过度炒作，因此超额收益不再显著。相反，藏身于低得分股票之中的高送转个股，在预案公告日前后，方显示出黑马本色，伴随着市场对其认识的深入，逐步累积起较高的超额收益。

3.1 高送转事件的预测

关于高送转股票的预测，市场很早就已进行了研究，并已得到一些结果。我们依然采取经典的路线，寻找具有预测能力的指标，并根据这些指标进行综合打分，筛选出具有预测能力的个股。常用的送转预测指标可参见图表 9。

图表 9：送转预测常用指标

指标名称	逻辑解释
总股本	股本较小的股票具备更强的扩张能力和意愿，可通过多次送转逐步做大市值。
股价	股价较高的股票可通过高送转的方式降低股票的单价，吸引更多的投资者参与投资。
每股净资产	较高的每股净资产对应着更多的股东权益，意味着高送转的可能。
每股资本公积金	资本公积金主要用于转增资本，较高的资本公积金意味着较大的转增可能性。
每股未分配利润	未分配利润代表着留存未分配的利润，较高的未分配利润意味着较大的送股可能性。

数据来源：方正证券研究所

我们采用分组的方法对以上因子的预测能力进行分析。在 2009 年至 2013 年度，我们在前一年的 11 月初（季报公布后）计算以上因子指标，并分析各个分组中股票次年的送转情况。在评判因子的预测能力时，我们主要参考以下的指标：

- **每组高送转概率：**各组中高送转股票占比；
- **每组平均送转比例：**各组中个股每股送转比例的简单平均（未送转股票送转比例为 0）；
- **查全率：**各组中高送转股票数量占全部高送转股票的比例。

如果一项因子的各个分组在上述三个指标上均体现出较好的单调性，则我们可以认定此项因子具有较好的区分度。

我们将以上五个指标在测试期间的样本分成 10 组进行测试，各组所得的结果如图表 10 所示。分组测试结果显示，**总股本、股价、每股净资产及每股资本公积金具有极佳的预测能力，每股未分配利润有一定的预测能力**。总股本、股价及每股资本公积金三指标第 1 组的高送转概率超过 50%，每股净资产第 1 组高送转概率也达到了 46%。总股本及股价两指标第 1 组平均送转比例达到了 10 送 5 的水平，而每股资本公积金及每股净资产第 1 组平均送转比例也达到了 10 送 4 的水平。四个指标前两组 20% 数量的样本中高送转个组占全部高送转个股比例均超过了 40%，也显示出了极佳的区分能力。

图表 10：送转预测指标分组分析结果

总股本			
分组排名	每组高送转概率	每组平均送转比例	查全率
1	57.20%	0.50	27.97%
2	33.47%	0.30	16.81%
3	27.49%	0.24	13.22%
4	21.79%	0.19	10.70%
5	15.23%	0.14	7.51%
6	14.65%	0.15	7.18%
7	11.76%	0.11	5.78%
8	9.16%	0.09	4.52%
9	6.78%	0.07	3.32%
10	4.92%	0.05	2.39%

股价			
分组排名	每组高送转概率	每组平均送转比例	查全率
1	55.75%	0.50	27.38%
2	36.89%	0.33	18.14%
3	28.53%	0.25	13.95%
4	24.90%	0.22	12.23%
5	19.59%	0.18	9.63%
6	16.02%	0.14	7.91%
7	9.78%	0.10	4.78%
8	6.88%	0.07	3.39%
9	3.51%	0.04	1.73%
10	1.76%	0.03	0.86%

每股净资产			
分组排名	每组高送转概率	每组平均送转比例	查全率
1	46.14%	0.42	22.66%
2	36.22%	0.32	17.81%
3	24.02%	0.22	11.76%
4	21.38%	0.19	10.50%
5	21.24%	0.18	10.43%

6	15.48%	0.14	7.64%
7	13.35%	0.12	6.51%
8	11.54%	0.11	5.71%
9	8.51%	0.08	4.19%
10	5.68%	0.08	2.79%

每股资本公积金

分组排名	每组高送转概率	每组平均送转比例	查全率
1	51.69%	0.47	25.38%
2	37.97%	0.33	18.67%
3	26.79%	0.24	13.16%
4	21.08%	0.19	10.37%
5	18.78%	0.16	9.24%
6	14.61%	0.13	7.18%
7	8.65%	0.08	4.25%
8	8.93%	0.09	4.39%
9	8.25%	0.09	4.05%
10	6.76%	0.07	3.32%

每股未分配利润

分组排名	每组高送转概率	每组平均送转比例	查全率
1	21.38%	0.20	10.50%
2	26.49%	0.24	13.02%
3	27.20%	0.24	13.36%
4	24.86%	0.22	12.23%
5	23.27%	0.21	11.43%
6	22.97%	0.20	11.30%
7	18.24%	0.16	8.97%
8	16.10%	0.14	7.91%
9	12.43%	0.11	6.11%
10	10.55%	0.12	5.18%

数据来源：方正证券研究所

根据图表 10 的结果，我们引入总股本、股价、每股净资产以及每股资本公积金进行综合打分，构建送转预测因子。图表 11 所示的分组分析结果显示，送转预测因子得分最高的第 1 组高送转概率达 60%，每股平均送转比例达 0.53，查全率近 30%，均高于之前各指标第 1 组的值。前两组查全率近 50%，已囊括近半高送转个股。由此可见，送转预测因子具备对高送转个股的区分能力，送转预测因子得分高的股票进行高送转的概率更大。

图表 11：送转预测因子分组分析结果

送转预测因子

分组排名	每组高送转概率	每组平均送转比例	查全率
1	59.68%	0.53	29.30%
2	39.59%	0.36	19.47%
3	31.71%	0.27	15.55%

4	21.59%	0.20	10.63%
5	16.62%	0.14	8.17%
6	12.75%	0.11	6.25%
7	8.91%	0.09	4.39%
8	7.43%	0.08	3.65%
9	4.06%	0.05	1.99%
10	1.22%	0.02	0.60%

数据来源：方正证券研究所

根据 11 月底的送转预测因子打分，我们得到 2014 年高送转个股前 20 名的预测名单，见图表 12。

图表 12：2014 年高送转股票预测

编号	代码	名称	编号	代码	名称
1	300321	同大股份	11	300223	北京君正
2	002315	焦点科技	12	600436	片仔癀
3	300294	博雅生物	13	002706	良信电器
4	002356	浩宁达	14	002536	西泵股份
5	300139	福星晓程	15	002695	煌上煌
6	300295	三六五网	16	300282	汇冠股份
7	300348	长亮科技	17	002661	克明面业
8	300382	斯莱克	18	002558	世纪游轮
9	002667	鞍重股份	19	002712	思美传媒
10	300346	南大光电	20	002680	黄海机械

数据来源：方正证券研究所

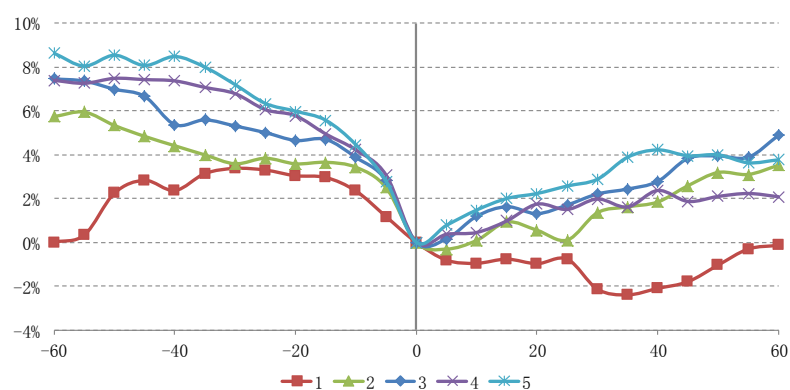
3.2 高分的送转事件并未带来超额收益

多数的研究到上一节就已戛然而止，似乎所有的问题都已解决。然而送转的世界里并非万里无云。对高送转个股的事件分析得到了不一样的结论。

我们在第 1 节中已经讨论过，高送转事件在预案公告日之前能够产生超额收益，而高送转预测因子得分的个股具备高送转特征，似乎也应获得超额收益。然而事实并非如此。我们将所有的高送转事件按预案公告日的送转预测得分进行分组，分析各组的收益情况，所得结果见图表 13。我们看到，送转预测得分最高的第 1 组个股在预案公告日前及预案公告日后的超额收益都是各组中最低的，而第 5 组在预案公告日前后的超额收益反而最高。所以**真正具备产生超额收益能力的是高送转股票中送转预测得分较低的股票，而具备高送转特征并不意味着高超额收益**。易被识别的高送转个股产生超额收益的时点并不稳定，由于市场存在持续的预期，高送转的收益可能很早之前就已反映于股价之中。

天下没有免费的午餐。好预测的没收益，有收益的不好找。

图表 13：不同送转预测得分的股票预案公告日前后平均累计超额收益

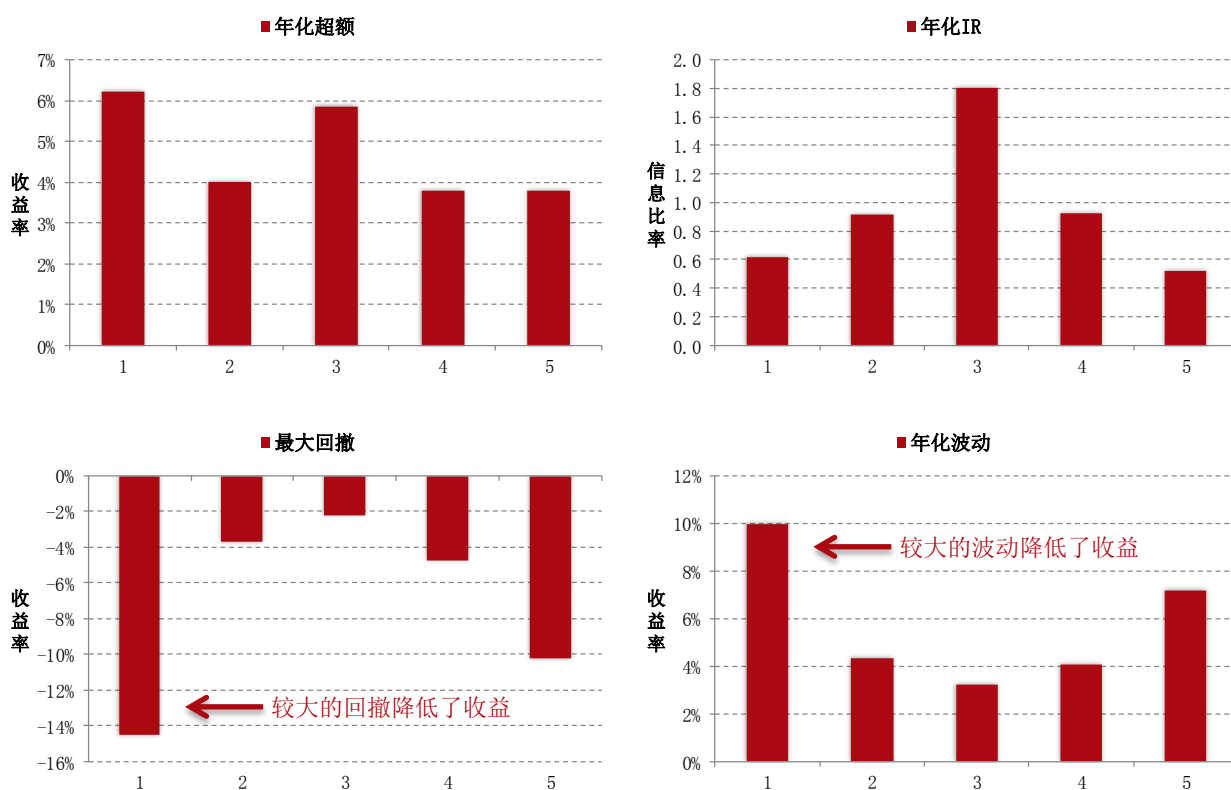


注：本图中第 1 组为送转预测得分最高的股票组合，第 2 组次之，依此类推，第 5 组最低。

数据来源：方正证券研究所

事实上，对于送转事件而言，预案公告的时点各自不同，公告日前产生超额收益的时点也并不统一。有鉴于此，我们还可以从另一个角度分析送转预测因子，不再将其视为事件因子，而是从组合的角度进行分析。我们以中证全指成份股作为样本股票池，每月按股票的送转预测因子得分进行分组，分析各组的超额收益情况，所得结果见图表 14。第 1 组个股超额收益最高，但超额收益的回撤和波动也是最大的。第 1 组股票虽然具备高送转特征，但短期战胜指数之后往往迅速回落，因而波动和回撤较大，同时组合的超额收益并不显著，组合的年化 IR 也处于较低的水平。因此送转预测因子不适合单独使用，我们有必要结合其他的因子，以提高超额收益的稳定性。

图表 14：个股按送转预测因子得分分组收益分析图



4. 新思路：送转与成长共振

在之前的章节中，我们主要以事件分析的方法进行研究。由于送转事件集中于年初的部分时点，送转事件策略只能在特定的时点奏效，无法形成连续的策略。在此我们考虑一个新的思路，希望能够构造出一个贯穿全年的组合，既保留高送转股票的特征，又能在全年持续产生超额收益。

第3节中的讨论已经表明，送转预测因子具备很好的预测能力，因子得分较高的股票的确具备高送转的特征。然而事件分析和组合测试的结果均表明，单个送转预测因子并不能带来超额收益。究其原因我们认为，高送转股票受自身业绩影响以及送转预期影响较大，个股的高波动性导致超额收益并不显著。因此，我们有必要寻找相对稳定的标的。

A股投资者追逐高送转的原因之一，在于上市公司有意愿通过股本扩张显示其快速成长的能力。送转行为本身不会对公司的基本面产生直接的影响，只有外在的扩张意愿与内在的成长能力相匹配，高送转的投资逻辑才能发挥价值。因此一种自然的思路即为寻找兼具送转特征及成长能力的个股，此类股票的成长性为其估值提供了支撑，同时高成长能力也为累积盈余、持续送转创造了条件。

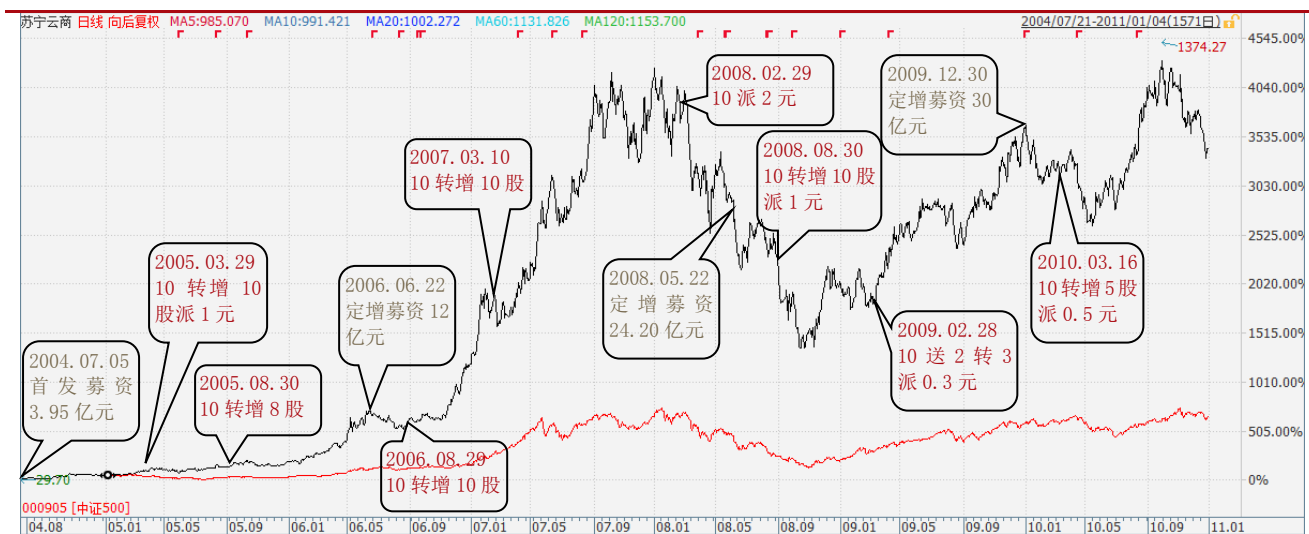
4.1 案例分析：送转要挑高成长

案例：苏宁云商(002024)2004-2010

苏宁云商即更名后的苏宁电器，为国内3C家电零售巨头之一，于2004年7月21日登陆中小板。在首发募资以及2006至2009年间的三次定增的资金支持之下，苏宁电器门店连锁扩张的经营模式得到了淋漓尽致的发挥。快速扩张带来了公司业绩的强劲增长，2004至2007年公司净利润几乎连年翻倍，2008至2010年的净利润增长率仍维持在30%之上的水平。伴随着高成长的另一面，是苏宁电器持续的送转和填权。上市前三年，公司于2004年年报、2005年中报、2006中报及年报四次高送转，其中三次10转10、一次10转8。此后公司还有多次高送转行为，包括2008年中报10转10。在高成长和高送转的双重因素推动之下，苏宁被易方达基金等众多机构投资者重仓持有，股价也节节高升，最终缔造了6年7次高送转、4次完美填权、上市后最高涨幅超40倍的投资神话。

苏宁云商的案例说明，如果股本扩张同业绩成长能够形成良性互动，两者相互作用，相得益彰，则很可能实现股价和业绩的共同增长。

图表 15：案例 苏宁云商(002024)

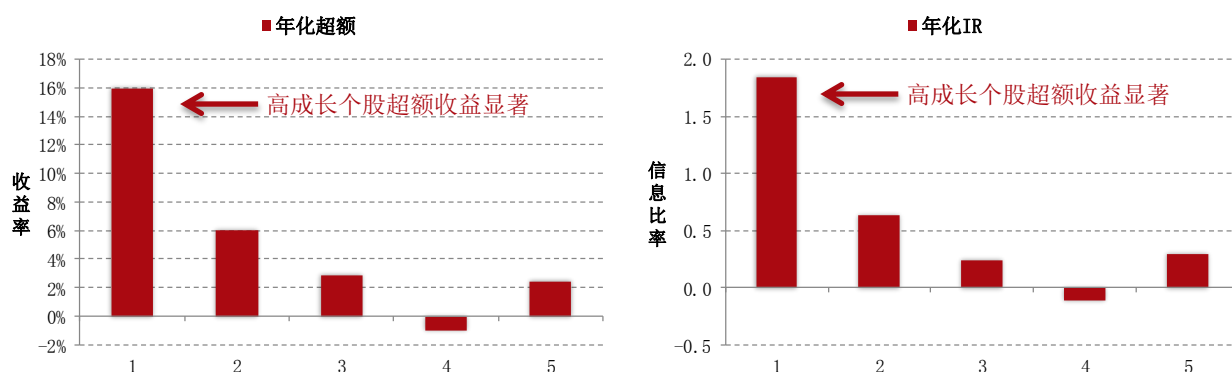


数据来源：Wind 资讯，方正证券研究所

4.2 组合分析：高成长送转超额收益显著

分组分析的结果也支持我们的观点。我们将高送转预测得分的个股按成长性分为5组，并观察各组的收益情况，所得结果见图表16。我们发现，成长性最高的第1组年化超额收益率达15.96%，年化信息比率达1.85，远超其余四组。我们认为，第1组显著的高超额收益，不仅来源于成长因子自身的区分能力，也是送转和成长两个因素共同作用的结果。从这个意义上说，送转特征与业绩成长实现了共振。

图表 16：高送转预测得分个股按成长性分组收益分析图



注：本图中第1组为成长因子得分最高的股票组合，第2组次之，依此类推，第5组最低。

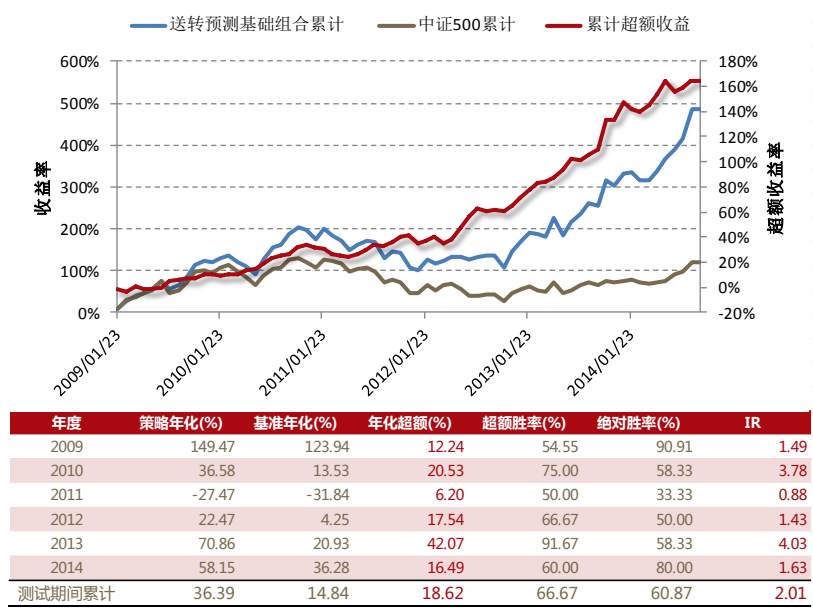
数据来源：方正证券研究所

4.3 送转预测基础组合：送转成长共振实现收益稳定增长

我们以中证全指股票池作为基础股票池，每月更新持仓。在各期我们选取送转预测得分位居前并且流通市值较小的股票，在此基础上再筛选短期业绩增速较高的股票，并以等权的方式构建**送转预测基础组合**。组合以中证 500 指数作为比较基准，组合买入和卖出的成本设定为 0.1%。

图表 17 显示了测试的结果。测试期间，组合累计收益达 484.25%，折合年化收益 36.39%，超额收益为 18.62%。期间组合月度超额胜率达 67%，年化信息比率为 2.01。在各年组合都实现了正超额收益，除 2011 年外，组合历年超额收益均超 10%，年化 IR 均高于 1。由此可见，**送转预测基础组合实现了超额收益的稳定增长**。

图表 17：送转预测基础组合收益表现



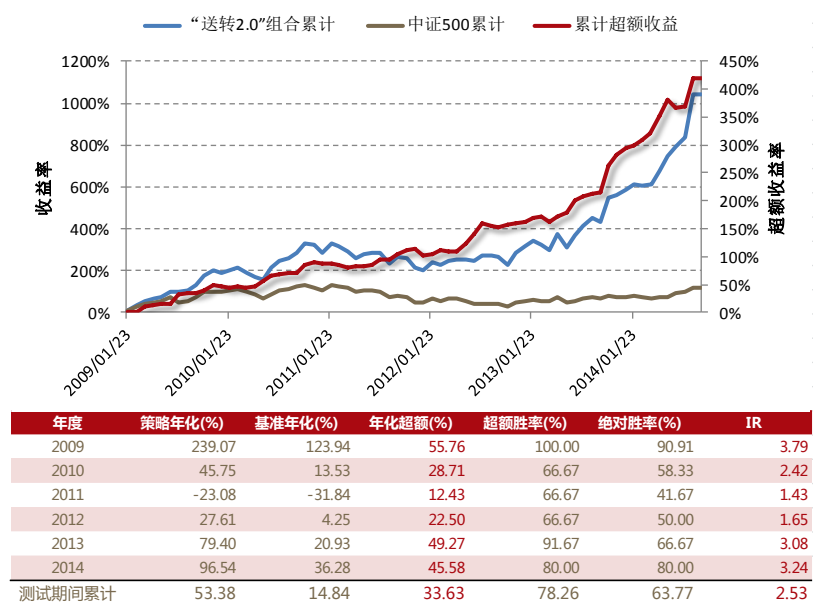
数据来源：方正证券研究所

4.4 “送转 2.0” 组合：送转与成长共振，股价与业绩齐飞

在上述送转预测基础组合之上，我们继续引入量价指标，继续优化投资组合。组合按月进行调仓，在各期我们根据送转预测因子打分以及量价指标，优选 20 只个股进行投资。我们将此组合命名为“送转 2.0”组合，因其与过往的做法不同，引入了送转成长的新思路，可以视为送转预测研究的升级版。

图表 18 展示了测试的结果。测试期间，组合累计收益达 1039.32%，对应年化收益 53.38%，年化超额收益为 33.63%。期间组合月超额胜率为 78%，年化 IR 为 2.53。组合历年超额收益均超 10%，2009 年月超额胜率达 100%，半数年度年化 IR 超过 3，显示出较佳的稳定性。组合年化换手率为 4.83 倍，对应每期平均更换约 40%的股票，处于可以接受的范围之内。

图表 18: “送转 2.0” 组合收益表现



数据来源：方正证券研究所

“送转 2.0”组合至此已构建完毕,但这并非我们探索的终点。我们相信送转预测因子化的技术还有更多的潜力可以发掘,因子增强方面也有诸多改进的空间,未来“送转 3.0”、“送转 4.0”等更多组合也将指日可待。

5. 风险提示

- “送转 2.0”组合倾向于选择小盘成长风格的股票,虽然历史回测结果较佳,但如果市场发生风格转换,组合短期可能面临负的绝对收益和相对收益。
- 单个高送转个股受业绩及预期影响,具有较高不确定性,股价波动性更高。此类风险可通过组合投资的方式部分分散,但仍请投资者注意组合持仓本身的风险以及持仓个股趋同走弱的可能。
- 过往收益不代表将来收益,样本外策略模型存在失效的可能。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com