

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

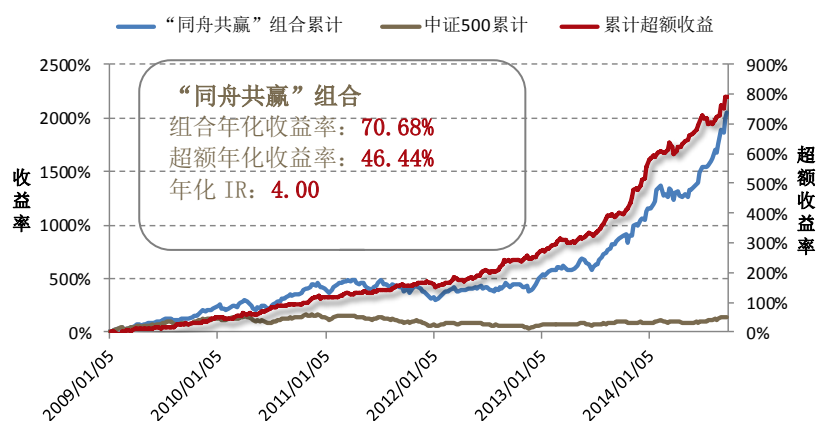
金融工程首席分析师：高子剑
执业证书编号：S1220514090003
TEL: 021-68386225
E-mail: gaozijian@foundersc.com

相关研究

报告摘要

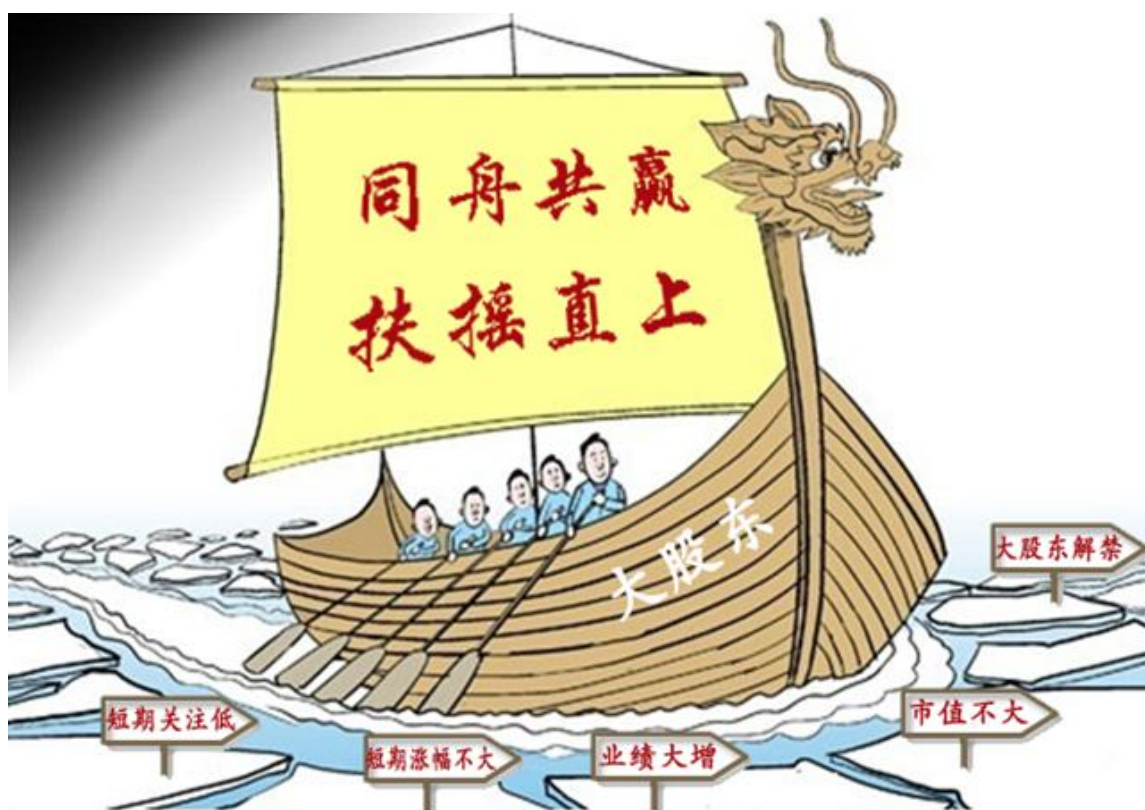
- 全流通时代以来，上市公司市值管理的需求大大增加，大股东解禁前后进行运作的意愿更强；统计表明，自大股东解禁前一年起，解禁个股能够持续产生超额收益，平均超额收益在解禁后一年时达到最大值 30%。
- 对流通市值、企业性质和短期业绩三个方面的因素的深入研究有助于提高解禁股组合的超额收益：
 - ◆ 小市值公司未来空间更大
 - ◆ 民营企业动力充足
 - ◆ 靓丽财报驱动股价上涨
- 借助大股东解禁东风，我们构建了“同舟共赢”组合，其在 2009 年至 2014 年三季度期间，组合年化收益率达 70.68%，年化超额收益率 46.44%，年化 IR 4.00，周胜率达 70%；组合历年超额收益（相对中证 500）均高于 26%，兼具超高收益水平以及良好的稳定性。

“同舟共赢”组合历史表现（2009.01.01-2014.09.30）

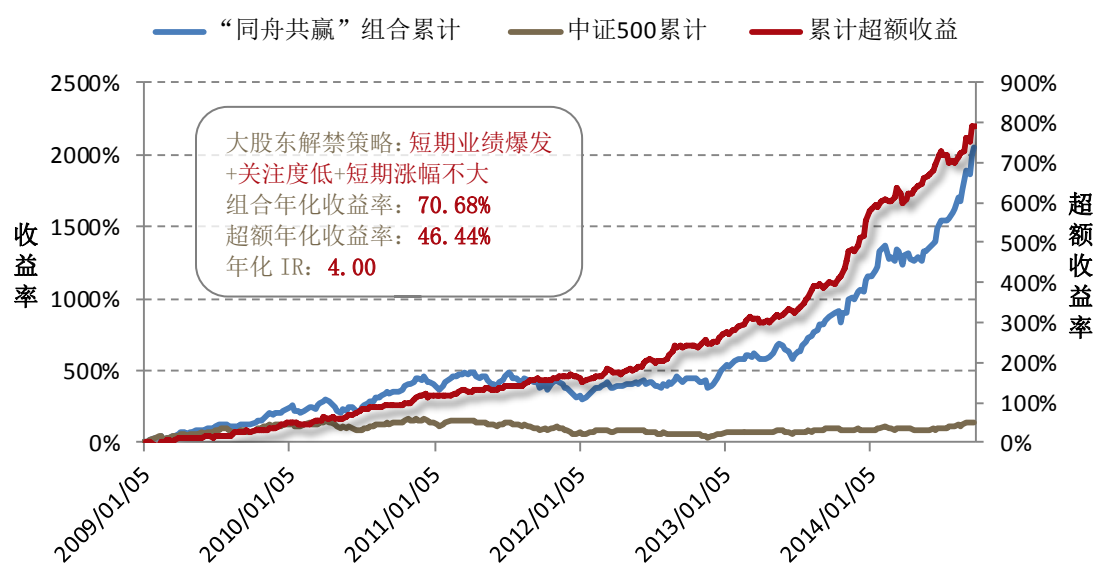


年度	策略年化(%)	基准年化(%)	年化超额(%)	超额胜率(%)	绝对胜率(%)	IR
2009	270.07	149.08	49.62	70.83	75.00	3.76
2010	79.04	16.77	53.53	65.31	63.27	4.82
2011	-15.39	-33.19	26.40	64.58	43.75	3.49
2012	38.06	-0.59	38.87	67.35	55.10	3.15
2013	138.50	24.02	92.83	75.00	70.83	7.44
2014	124.15	44.36	55.75	75.68	72.97	4.67
测试期间累计	70.68	16.77	46.44	69.53	63.08	4.00

请务必阅读最后特别声明与免责条款



“同舟共贏”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	270.07	149.08	49.62	70.83	75.00	3.76
2010	79.04	16.77	53.53	65.31	63.27	4.82
2011	-15.39	-33.19	26.40	64.58	43.75	3.49
2012	38.06	-0.59	38.87	67.35	55.10	3.15
2013	138.50	24.02	92.83	75.00	70.83	7.44
2014	124.15	44.36	55.75	75.68	72.97	4.67
测试期间累计	70.68	16.77	46.44	69.53	63.08	4.00

目 录

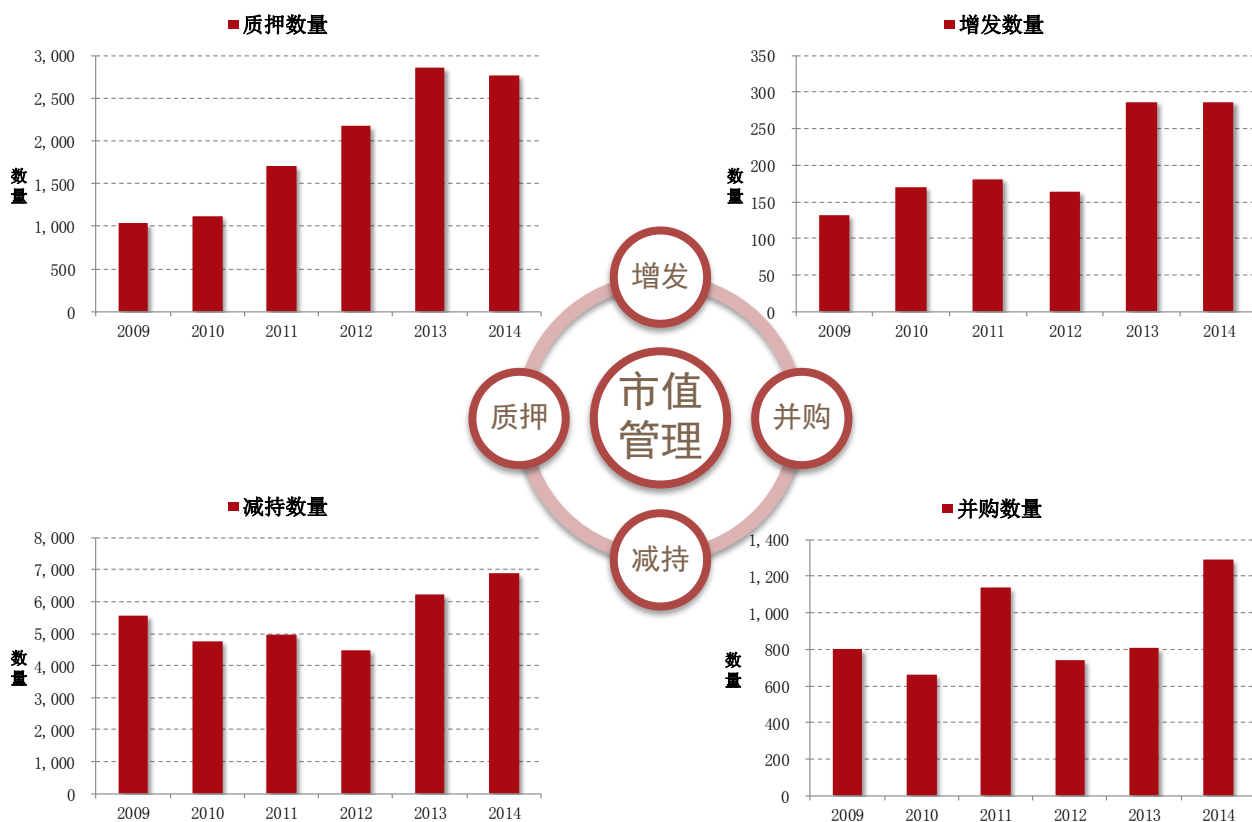
1. 大股东解禁前后超额收益明显.....	4
1.1 大股东解禁前后市值管理需求大大增加.....	4
1.2 案例分析——大股东解禁前后公司所发生的变化.....	5
1.3 数据统计——大股东解禁前后超额收益明显.....	8
1.4 组合分析——解禁股组合带来超额收益.....	9
2. 高收益解禁股的来源：小市值+民企+靓丽财报.....	9
2.1 小市值公司未来空间更大.....	9
2.2 民营企业动力充足.....	10
2.3 靓丽财报是驱动股价上涨的重要手段.....	11
2.4 筹码集中有利股价上涨.....	11
3. “同舟共赢”组合——乘股东解禁之舟，谋股价上涨之利.....	12
3.1 月度调仓组合回测结果.....	13
3.2 同舟共赢，扶摇直上.....	13
4. 风险提示.....	15

1. 大股东解禁前后超额收益明显

1.1 大股东解禁前后市值管理需求大大增加

进入全流通时代以来，大股东手中股权因为流通权而获得了更大的价值。图表 1 统计了 2009 年以来历年上市公司或其股东进行增发、并购、质押以及减持的事件数量。总体而言，上市公司及其股东的市值管理需求逐年增加，2013 年 IPO 重启以来这一趋势更加明显，2014 年前三季度的各类事件数量均已接近或超过 2013 年全年的水平。

图表 1：近年来上市公司市值管理的需求大大增加



注：2014 年数据截至第三季度。

数据来源：方正证券研究所

在大股东的持股过程中，限售股份解禁无疑是一个非常重要的结点。在获得流通权之后，一些控股股东或其关联方倾向于高价减持手中的股份，有一些大股东则可能通过高价增发、并购等方式进一步扩大公司的价值，更多的大股东把流通股质押，成为其重要的融资手段。无论何种情况，为了更好地达成既定的目标，大股东往往有意愿在解禁前后进行运作，推动股价的上涨。

在 IPO 及定增如火如荼之时，解禁的东风已然吹起。“好风凭借力，送我上青云”，如果能对解禁股票基本面情况以及大股东的行为和意愿有所了解，我们就能够借助限售流通的力量，把握时机，随风而上。

1.2 案例分析——大股东解禁前后公司所发生的变化

我们接下来以亚太科技(002540)和乐视网(300104)为例,来分析解禁前后公司基本面变化和股东行为对股价的影响。

案例一: 亚太科技(002540)

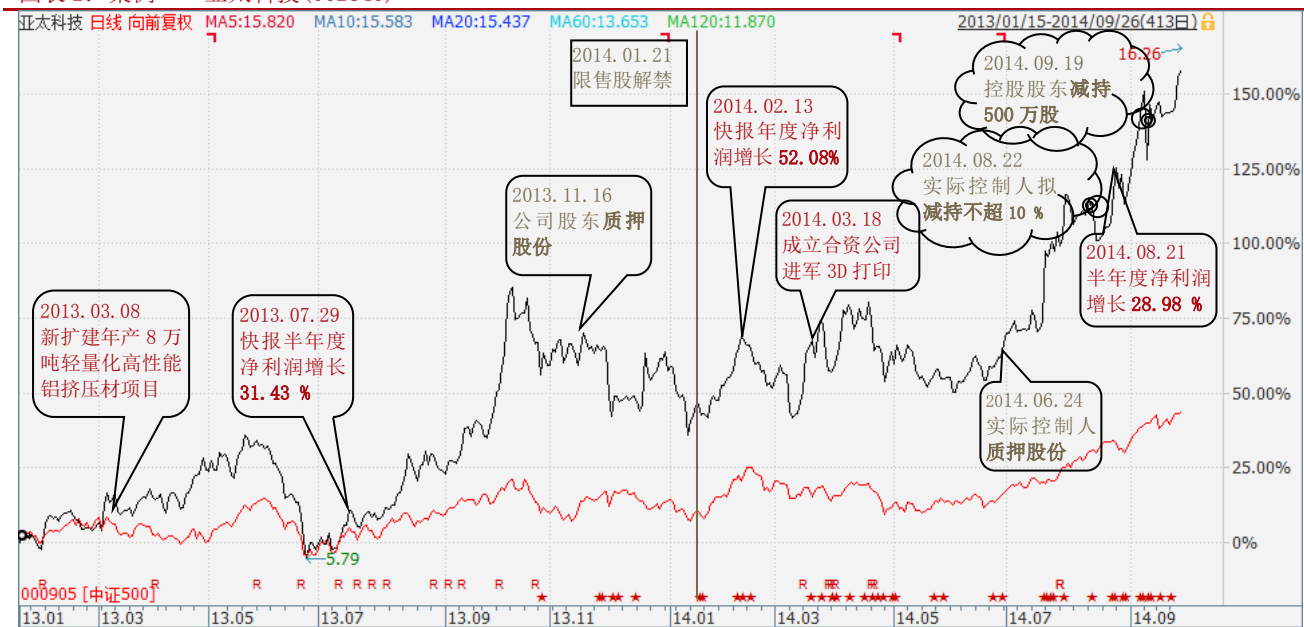
亚太科技为国内规模最大的汽车用铝挤压材生产企业,市占率超 20%,于 2011 年 1 月 18 日登陆中小板。公司控股股东为董事长周福海先生,上市时所持股份占发行后总股本 46.82%。公司招股说明书披露,实际控制人周福海先生、于丽芬女士、周吉女士及周福海和周吉共同控制的无锡市吉伊投资有限责任公司于 2009 年 11 月 30 日承诺:自公司股票上市之日起三十六个月内,不转让或者委托他人管理其持有的公司股份,也不由公司回购其持有的股份。

公司上市后业绩不温不火,股价也无抢眼表现。上市前两年,公司复权股价较上市首日跌幅超过 50%,跑输同期中证 500 指数约 20%。在限售股份即将解禁的 2013 年,公司的基本情况终于有所改观。受益于募投项目带来的产能释放,公司的产销数据稳步增长,13 年中报净利润增长 31.43%,年报净利润增长更进一步上升至 48.00%,14 年中报净利润增长仍维持在 28.98%的较高水平。优秀的业绩驱动了公司股价迎来上市以来的首次大幅上涨,限售股解禁之前的一年时间内,公司股价涨幅已近 50%,远超同期中证 500 指数收益。

在此期间,公司也在进行积极的运作,内外兼修,多管齐下,为大非解禁保驾护航。主营业务方面,公司开始规划新扩建年产 8 万吨轻量化高性能铝挤压材项目,扩大远期产能,同时进入海水淡化及间接空冷系统等新领域。2014 年 3 月 19 日公司公告,与美国 DM3D 公司设立合资公司,从事 3D 打印设备、3D 打印成品、机械零部件的 3D 打印修复的研发、制造和销售业务。在 3D 打印概念的光环照耀之下,进入 6 月后公司股价迎来了爆发性的上涨,三个月内涨幅超 60%,大非也得以从容减持。2014 年 8 月 22 日公司公告,实际控制人周福海及周吉父女共同控制的吉伊投资预计所减持股份合计可能达到或超过公司总股本的 5%直至 5.625%;实际控制人于丽芬预计所减持股份合计可能达到公司总股本的 4.55625%。2014 年 9 月 22 日公司公告,控股股东、实际控制人周福海以大宗交易方式减持公司无限售条件的流通股 500 万股,减持股份占公司总股本的 1.20%。

本案例说明,如果限售股东存在减持意愿,则可能通过多种方式促成股价的上涨。如在解禁之前一年持有,追随大股东的步伐,近两年时间可获得约 150%的收益率,而同期中证 500 指数收益率不足 50%。

图表 2：案例一 亚太科技(002540)



数据来源：Wind 资讯，方正证券研究所

案例二：乐视网(300104)

乐视网是中国领先的视频领域跨平台服务提供商，中国最大的影视剧互联网发行门户及中国领先的 3G 手机电视门户，于 2010 年 8 月 13 日登陆创业板。公司控股股东为董事长兼总经理贾跃亭先生，上市时所持股份占发行后总股本 46.81%。招股说明书披露，公司控股股东、实际控制人贾跃亭以及关联方股东贾跃民和贾跃芳承诺：自公司股票在证券交易所上市交易之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其本次发行前已持有的公司股份，也不由公司回购其持有的股份。

受益于乐视网优异的创新能力和强大的内容资源，公司上市以来收入连年翻番，净利润也不断增长。上市前两年，公司复权股价较上市首日涨幅超过 100%，远超同期中证 500 指数收益率。对于如此优秀的投资标的，股权质押和定向增发成为十分具有吸引力的选择。通过股权质押，控股股东既保留了对公司的控制权，又可在当期获取融资，而定增购买优良资产则节省了现金支出，在增厚公司业绩的同时扩大了股本，能够提升股票的流动性，为股权质押争取更有利的环境。平稳上升的股价环境有利于提升质押效率，收购资产时需付出股份也会相应减少，因而是公司股东所乐于见到的。

公司上市以来截至 2014 年三季度末，控股股东及其关联方累计质押公司股权 18 次，其中解禁前一年内 6 次，解禁后一年内 4 次。控股股东贾跃亭先生累计质押股份达其持股量的 122%，关联方贾跃芳女士累计质押股份达其持股量的 237%。虽然大股东的持股没有减持，但所持股份已通过质押获得了高效的利用。限售股份解禁之后，此部分股权的价值将进一步提升，质押时也能带来更多的便利。

与此同时，公司也在积极谋划增发事项。大非限售股于 2013 年 8 月 13 日起上市流通，在当月的 27 日，公司即停牌筹划重大资产重组。2013 年 10 月 1 日公司公告，拟以现金和发行股份相结合的方式购买花儿影视 100% 的股权，以发行股份的方式购买乐视新媒体 99.5% 的股权，并募集配套资金，交易总额为 15.98 亿元。本次定增事项于 2013 年 12 月 25 日获并购重组委审核通过，于 2014 年 3 月 13 日公告获得证监会正式批准，增发的股份于 2014 年 5 月 14 日上市流通。在增发实施过程中，公司股价持续拉升并创出历史新高，关联方股东贾跃芳女士高位减持，于 2014 年 1 月 23 日至 2013 年 1 月 28 日，通过深圳证券交易所大宗交易系统减持其持有的公司无限售条件流通股 1,100 万股，占公司总股本的 1.38%。

本案例说明，**除去减持的收益外，解禁前后股价的上涨也会给股东带来其它方面的好处。**如果在解禁前一年持有，则未来两年内可获得约 200% 的收益率，而同期中证 500 指数收益率不足 40%。

图表 3：案例二 乐视网 (300104)

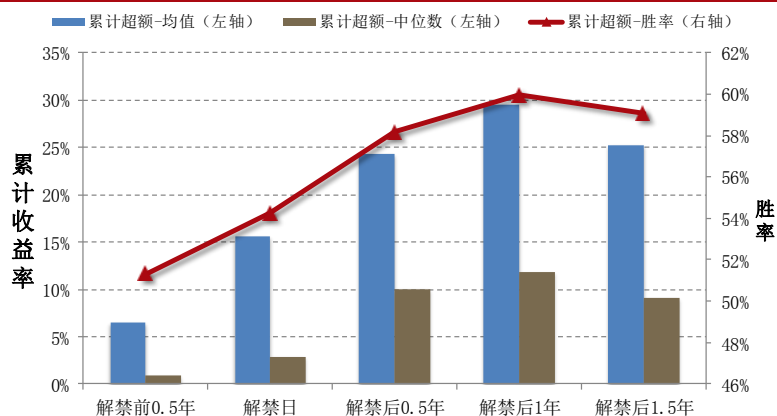


1.3 数据统计——大股东解禁前后超额收益明显

图表 4 以大股东解禁前一年为起始时间，统计了不同时间点上解禁股票相对中证 500 指数的累计收益情况，包括累计超额收益率的均值、中位数以及胜率。通过图表可以看出，随着解禁时间的临近，累计超额收益的均值、中位数以及胜率均稳步上升，大约在解禁满 1 年时三个指标达到极大值。在解禁前 1 年至解禁后 1 年这两年时间中，全体解禁个股的平均超额收益率达 30%，期间约 60% 的股票战胜中证 500 指数。

以上情况表明，自大股东解禁前一年起，解禁个股能够持续产生超额收益，超额收益在解禁后一年时达到最大值。

图表 4：解禁期间股票收益表现



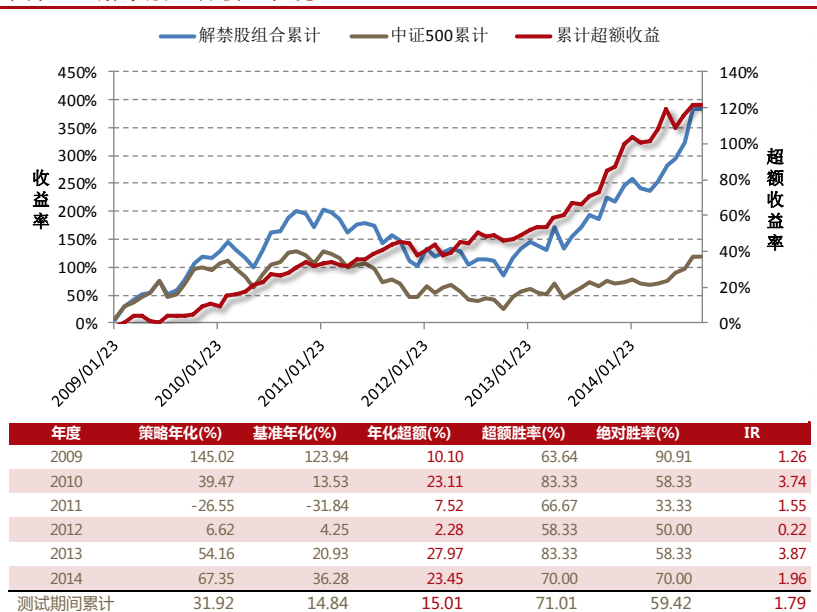
1.4 组合分析——解禁股组合带来超额收益

在 1.3 节的事件分析中，我们无法看出解禁时点的分布情况，即高超额收益是否集中于某个特定的时间段。因此我们换一个视角，通过构建组合来考查策略的可行性。

我们取 2009 年至 2014 年三季度作为测试时间段，在每个月选取大股东解禁日前后 1 年内的股票，以等权的方式构建解禁股组合，并同中证 500 指数进行比较。图表 5 显示了测试的结果，期间组合收益率达 383.33%，折合年化收益率 31.92%，年化超额收益 15.01%。组合月超额胜率达 71%，年化 IR 为 1.79，并且在所有的年度均战胜中证 500 指数。

由以上数据可见，在历史上不同的时期，解禁股组合均能带来持续稳定的超额收益。

图表 5：解禁股组合收益表现



数据来源：方正证券研究所

2. 高收益解禁股的来源：小市值+民企+靓丽财报

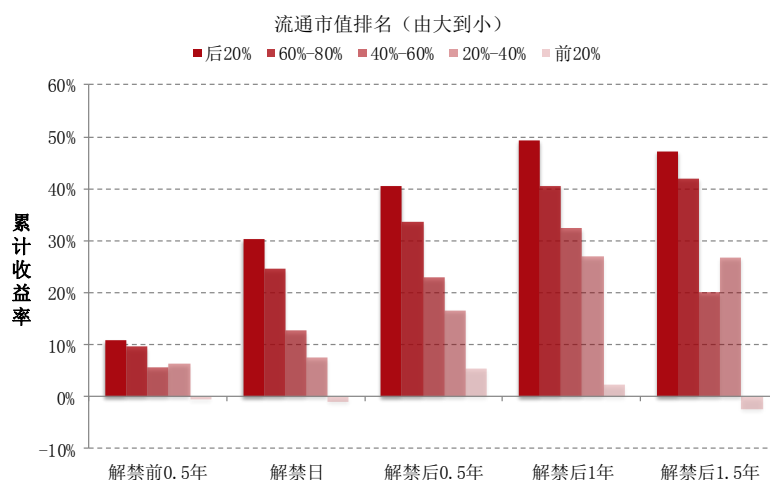
接下来我们继续尝试寻找高收益解禁股所具备的特征。综合考虑指标的统计结果和内在逻辑，我们主要关注三个方面的因素，即流通市值、企业性质和短期业绩。

2.1 小市值公司未来空间更大

小公司具有“船小好掉头”的特点，受宏观环境的影响相对较小，进行转型或并购也比较方便。同时小公司也具有更为广阔的市场空间，更可能出现业绩的爆发性增长。小市值的公司更容易根据需要调节利润或进行并购转型，在特定的时点催生出超额收益。

我们对解禁股票按流通市值大小进行分组，观察解禁前后的平均超额收益情况。由图表 6 可见，如果我们以解禁前一年作为比较的起点，在各种长度的观测区间上，流通市值最小的一组均产生了最高的平均超额收益，并且超额收益极其显著，在解禁后一年时累计超额收益接近 50%。同时超额收益显示出了极好的单调性，也说明流通市值是有效的区分超额收益的因素。

图表 6：不同流通市值下解禁前后超额收益比较



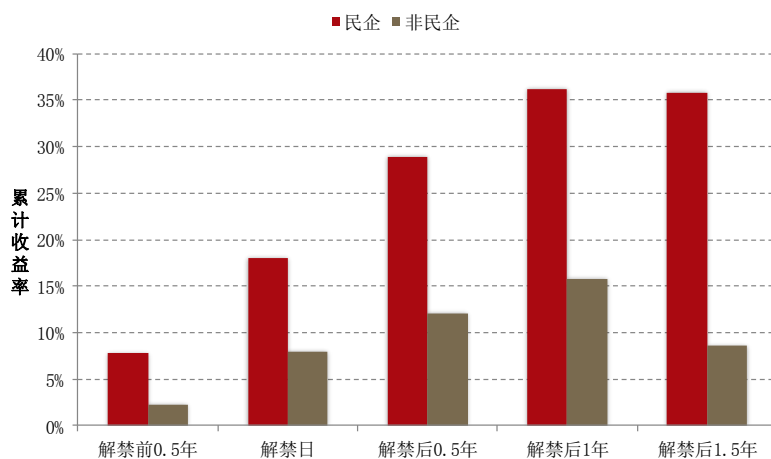
数据来源：方正证券研究所

2.2 民营企业动力充足

对于国有或集体企业而言，控股股东的国资机构背景决定了其主要目标不在于促进股价上涨，因而即使在减持之时，大股东进行资本运作的动机也不强烈。国企中国资股东同管理层的联系相对松散，管理层同股东的利益也未完全绑定，因而解禁事件对股价的影响有限。相反，民营企业的大股东通常为个人或完全控制的机构，并且实际控制人往往在上市公司中任职高管，能够直接控制公司的经营运作。同时民企机制灵活，解禁前后大股东可以通过多种方式处理手中的持股，因而进行市值管理的意愿也更为强烈。

我们将解禁企业分为民企和非民企两组，观察解禁前后的超额收益情况。我们仍以解禁前一年作为比较的起点，由图表 7 可见，民企解禁前后超额收益率最高达 35%，远高于非民企的 15%，因此民企也是有效的区分超额收益的指标。

图表 7：不同企业性质下解禁前后超额收益比较



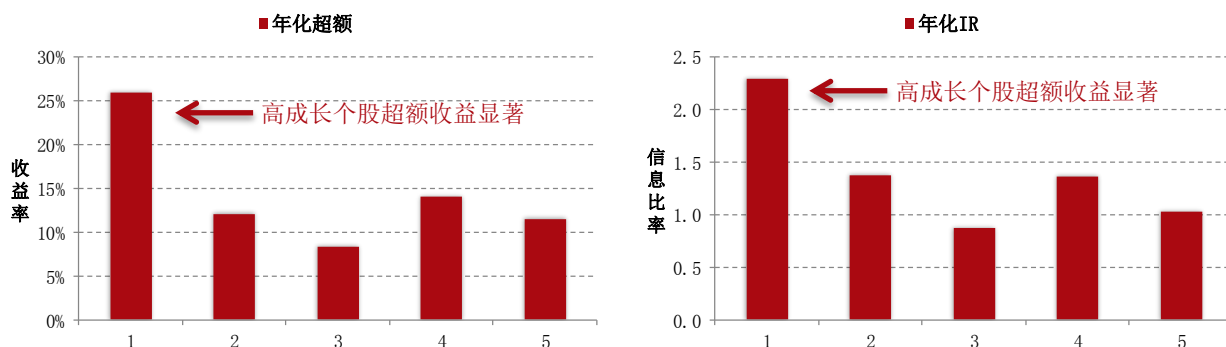
数据来源：方正证券研究所

2.3 靓丽财报是驱动股价上涨的重要手段

在维护市值的过程中，大股东和管理层可以采取多种多样的手段，但最终还是要落实到业绩之上。长期业绩的稳定增长能够带来更高的估值，而短期业绩的爆发往往引来大量投资者的注目。在业绩节节攀升的喜讯之下，股价的增长也就顺理成章，回测的结果也证实了这一点。

在 1.4 节解禁股组合的基础上，我们对解禁股组合个股按成长性由高到低分为五组，观察各组合累计收益情况，测试结果见图表 8。测试结果显示，第 1 组的高成长性个股获得了更高的超额收益。2009 年至 2014 年三季度期间，第 1 组年化超额收益达 25.94%，其余 4 组年化超额最高为 14.06%；第 1 组年化 IR 为 2.30，其余 4 组年化 IR 最高为 1.38。由此可见，成长性指标也是有效的区分超额收益的因素；高成长性的解禁股能够获得更高的超额收益。

图表 8：解禁股组合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。

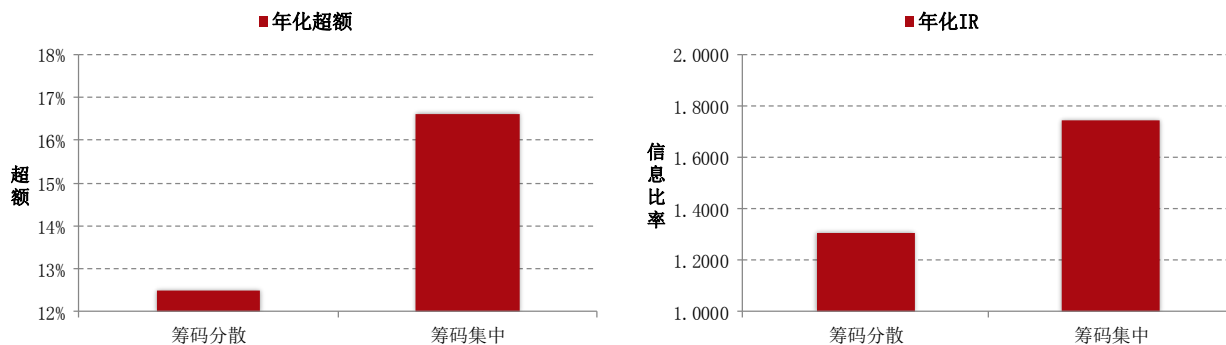
数据来源：方正证券研究所

2.4 筹码集中有利股价上涨

股东户数也是反映机构行为的重要指标。股东户数的减少意味着筹码的相对集中，说明存在机构进入的可能，将对股价产生正面

的影响。相反，股东户数的增加意味着筹码的相对分散，说明存在机构离开的可能，将对股价产生负面的影响。我们将解禁股组合个股按股东户数环比变化率分为“筹码分散”及“筹码集中”两组，观察各组合累计收益情况，测试结果见图表 9。由图表可见，“筹码集中”组的年化超额及年化 IR 均显著高于“筹码分散”组。因此，筹码相对集中的股票超额收益更高。

图表 9：筹码集中有利股价上涨



数据来源：方正证券研究所

3. “同舟共赢”组合——乘股东解禁之舟，谋股价上涨之利

在之前的讨论中我们发现了三个具有指向性的指标，即流通市值、企业性质和短期业绩，接下来的组合构建也将围绕这些指标进行。基于我们的理念，我们将所构建的策略组合称为“同舟共赢”组合，即在组合解禁前后，借助大股东的力量，待时而动，与大股东一道分享股票增值带来的收益。

我们采取先筛选再进行多因子打分的方法，引入上述指标及其他有效的常见选股因子，并在执行层面进行优化，构建模拟组合。我们以各期中证全指的成份股作为初始的股票池，并在此基础上筛选具有上述特征的解禁股票。用于筛选的标准包括：

- 观测时间：临近解禁前后
- 流通市值：市值不应过大

我们对筛选出的股票进行打分。打分时除了使用成长因子外，也引入了基于价格的市场因子，以求进一步提高组合收益。参与打分的因子包括：

- 企业特征：优先选择民营企业
- 短期业绩增长：以净利润增长情况确定业绩爆发的可能性
- 短期股价涨幅：希望进入组合的股票短期涨幅不要太高
- 短期关注度：通过技术指标寻找未被市场过多关注的个股

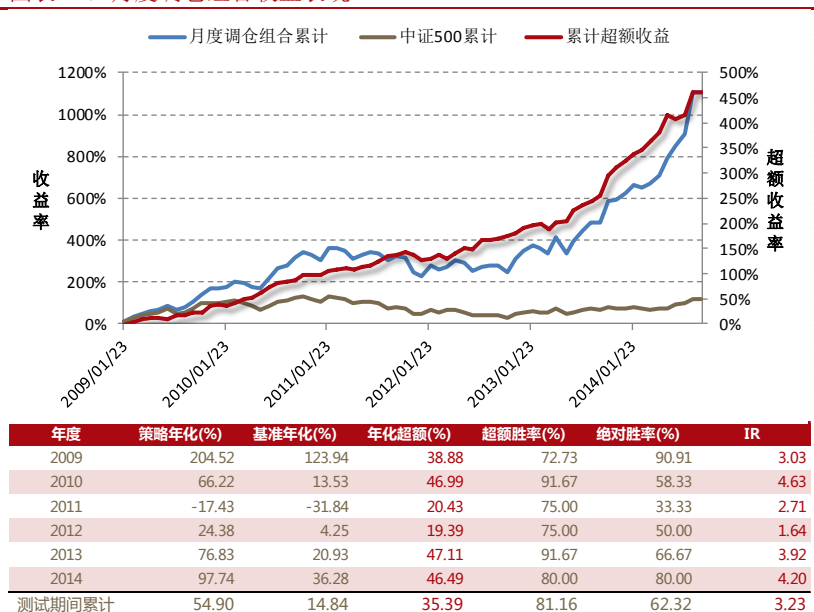
我们的测试期间为 2009 年至 2014 年三季度，在近六年的时间

中，A股市场经历了上涨、下跌和震荡等各种不同的风格。在各期我们选出得分最高的 20 只股票，以等权的方式构建投资组合。考虑到组合所具有的小盘成长特征，我们以中证 500 指数收益率作为组合的比较基准。组合买入和卖出的成本设定为 0.1%。回测的结果显示，大股东解禁策略在月度和周度都具有良好的表现。

3.1 月度调仓组合回测结果

图表 10 展示了月度调仓组合的结果。相比于之前的两个组合，月度调仓组合的累计收益率上升至 1104.84%，对应年化收益率 54.90%，年化超额为 35.39%。组合的月超额胜率高达 81%，同时年化 IR 也大幅上升至 3.23。分年度看，组合在历年均获得了超过 10% 的超额收益，且除 2012 年外组合历年的 IR 均高于 2.5，体现出了较高的稳定性。

图表 10：月度调仓组合收益表现



数据来源：方正证券研究所

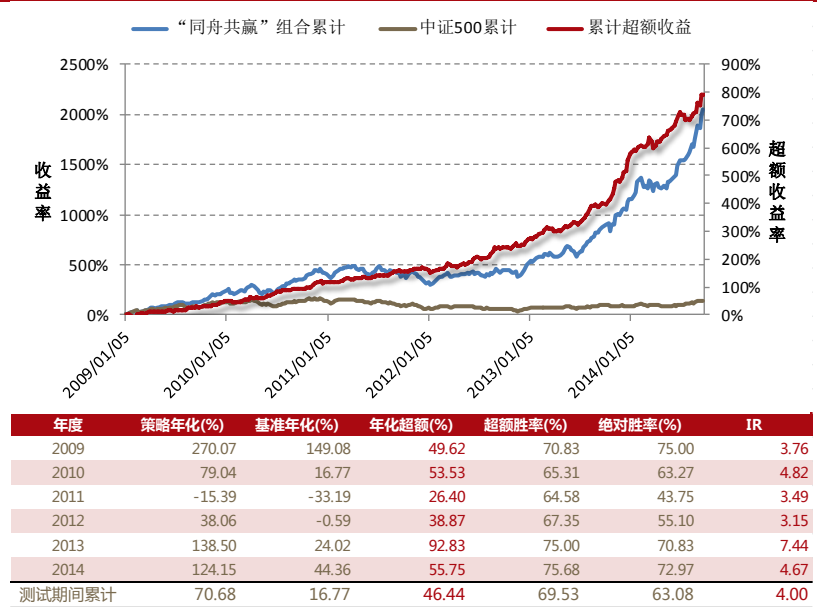
3.2 同舟共赢，扶摇直上

周度调仓的版本（即“同舟共赢”组合）获得了更加可观的收益，回测的结果可参见图表 11。组合累计收益达 2048.16%，对应年化收益率 70.68%，年化超额 46.44%。组合的年化 IR 达 4.00，周超额胜率达 70%。分年度看，组合历年超额收益率均高于 26%，信息比率也全部高于 3，体现出极高的稳定性。考虑到我们所选择的基准为主要指数中走势相对较好的中证 500 指数，如此的超额收益水平极为可贵。组合年化换手率为 9.59 倍，平均每期更换约 20% 的持仓，换手处于可以接受的范围之内。

至此，“同舟共赢”组合已构建完毕。我们立足于大股东解禁

事件带来的机会，通过数据分析和逻辑判断，持有股东市值管理意愿强烈的个股，同大股东一起扬帆启航，乘风破浪。

图表 11：“同舟共赢”组合收益表现



数据来源：方正证券研究所

图表 12 展示了近期“同舟共赢”组合的调整记录，后续的结果我们将在定期的跟踪报告中持续更新。

图表 12: “同舟共赢”组合近期调整记录

代码	名称	调入日期	调出日期	持有收益	超额收益
002632	道明光学	2014/11/13	-	4.19	3.26
300312	邦讯技术	2014/11/13	-	3.58	2.65
002702	海欣食品	2014/11/13	-	3.24	2.31
002687	乔治白	2014/11/13	-	3.09	2.15
300265	通光线缆	2014/11/13	-	3.04	2.10
002590	万安科技	2014/11/13	-	2.88	1.94
300232	洲明科技	2014/11/13	-	1.99	1.05
300283	温州宏丰	2014/11/13	-	1.50	0.56
603003	龙宇燃油	2014/11/06	-	0.75	1.89
002633	申科股份	2014/11/06	-	-0.10	1.04
002669	康达新材	2014/11/06	-	-5.43	-4.29
002627	宜昌交运	2014/10/30	-	-0.13	0.37
300240	飞力达	2014/10/30	-	-5.90	-5.40
300264	佳创视讯	2014/10/30	-	-9.45	-8.95
300302	同有科技	2014/10/23	-	5.89	1.43
002599	盛通股份	2014/10/23	-	4.28	-0.19
002636	金安国纪	2014/10/23	-	3.47	-1.00
300305	裕兴股份	2014/10/23	-	2.67	-1.80
002634	棒杰股份	2014/10/23	-	-7.27	-11.74
300236	上海新阳	2014/09/11	-	-6.86	-12.44
601113	华鼎股份	2014/11/06	2014/11/13	-4.42	-3.28
300308	中际装备	2014/10/30	2014/11/13	-1.44	-0.94
300261	雅本化学	2014/10/23	2014/11/13	5.12	0.65
300276	三丰智能	2014/10/23	2014/11/13	4.16	-0.30
300249	依米康	2014/10/16	2014/11/13	6.61	5.36
300270	中威电子	2014/10/16	2014/11/13	1.69	0.44
002631	德尔家居	2014/10/16	2014/11/13	1.18	-0.07
300218	安利股份	2014/09/18	2014/11/13	-2.39	-7.66
300283	温州宏丰	2014/10/23	2014/11/06	13.55	9.08
002593	日上集团	2014/10/16	2014/11/06	10.41	9.15
300237	美晨科技	2014/10/09	2014/11/06	19.05	19.77
300330	华虹计通	2014/09/25	2014/11/06	-10.82	-13.99
300250	初灵信息	2014/10/16	2014/10/30	24.83	23.58
002654	万润科技	2014/10/09	2014/10/30	-12.65	-11.92
300320	海达股份	2014/09/18	2014/10/30	15.14	9.87
300209	天泽信息	2014/08/20	2014/10/30	-3.24	-13.69
300317	珈伟股份	2014/10/16	2014/10/23	-3.35	-4.60
002686	亿利达	2014/10/16	2014/10/23	-3.39	-4.64
300222	科大智能	2014/09/18	2014/10/23	40.33	35.06
002590	万安科技	2014/09/03	2014/10/23	6.59	-1.20

注: 收益数据截至 11 月 18 日。

数据来源: 方正证券研究所

4. 风险提示

- “同舟共赢”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。
- 大部分大股东解禁事件源于新股发行等事件, 如新股发行

节奏放缓甚至停发，则模型可能无法选出合适的投资标的。

- 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。

公司投资等级的说明：

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。

行业投资等级的说明：

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