

## 方正证券研究所证券研究报告

## 分级基金跟踪报告

金融工程定期报告  
2015.04.04

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](mailto: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](mailto:gaozijian@foundersc.com)

### 相关研究：

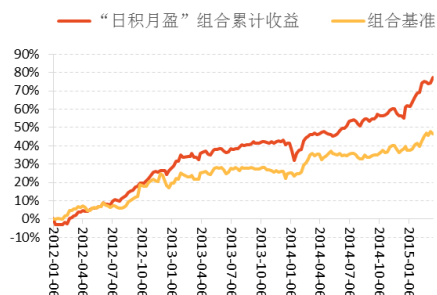
《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》

《市场分化造就 A 类配对转换投资机会凸显——分级基金跟踪报告》

《提高分级 A 约定收益率能否出奇制胜？——分级基金跟踪报告》

《创业 B 暴涨之谜——上折分级 B 超额收益来自何处？》

“日积月盈”组合 2012 年以来累计收益



数据来源：方正证券研究所

### 报告摘要

#### ➤ 本周观察：分级工具渐受机构投资者关注

从基金年报数据看目前分级 A 机构持有人包括保险、券商、企业年金、私募、信托、企业自有资金、财务公司等，其中保险为主要持有人，占据了总市值的 3/4 左右。

不同于市场普遍理解散户投资分级 B，我们经过统计发现，随着分级 B 的交易性价值逐渐被市场认可，机构开始逐渐选择性的配置分级 B，分级 B 的机构持仓量约为 20%。

#### ➤ 分级 A 投资策略：

3 月以来股牛债熊现象持续，利率持续上行压制分级 A 价格。连跌两周后，上周分级 A 价格略有反弹，净价约上涨 0.47%，目前分级 A 平均隐含收益率维持在 6.3% 附近。

一方面利率上行利空分级 A，另一方面配对转换卖出将对分级 A 的价格起到支撑作用，我们认为未来分级 A 价格大跌的概率不大。分级 A 价格将持续分化，分级 B 越不受欢迎，配退转换卖出对于 A 的需求越大，A 的价格更容易受到支撑。

#### ➤ 分级 B 投资策略：

上周市场主要指数均有所上涨，中小板和创业板涨幅最大分板块来看，分板块来看，电气设备、电子、建材表现不俗。受大盘利好，分级 B 整体上涨 11.59%。我们在上周重点推荐的恒生 B 一周大涨 38.73%，受新股申购等影响，市场短期上涨行情可能会有所压制，我们建议降低标前期上涨过快板块分级 B 的配置，重点关注短期可能会触发上折两只医药分级医药 B 和医药 800B 的事件触发投资机会，特别是医药 800B 有可能获得 10% 以上的超额收益，相对应的医药 800A 应短期规避。

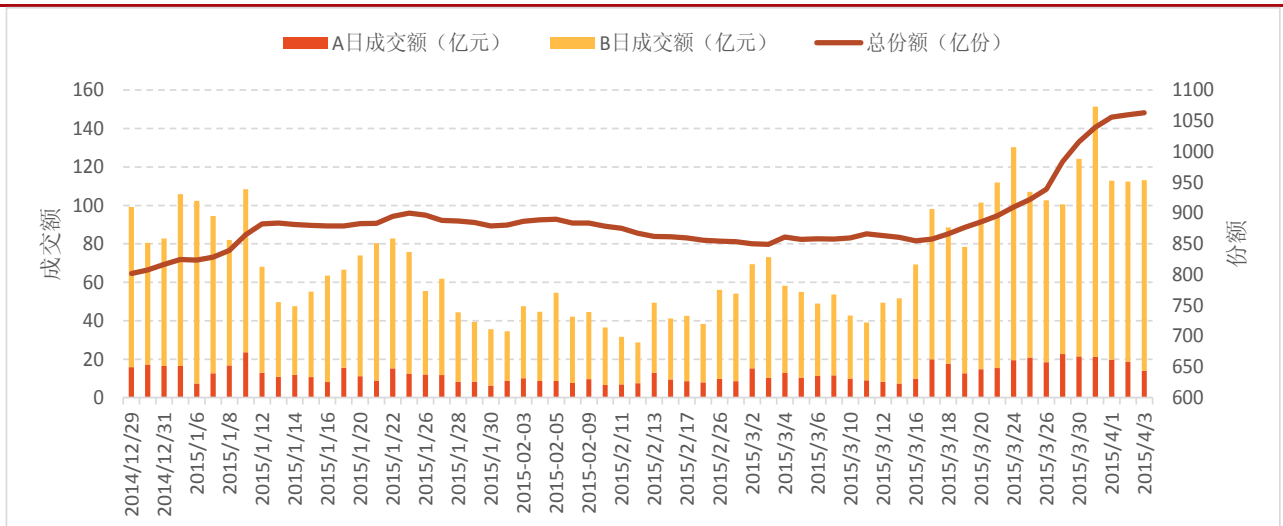
#### ➤ “日积月盈”分级 A 组合策略：

一方面享受分级 A 本身的利息累积，另一方面挖掘市场错误定价带来的红利不断“日积月盈”。本策略上周组合收益率为 0.01%，同期基准收益为 -1.58%。组合目前持有证券 A，有色 800A，金融 A，TMT 中证 A。

## 1. 本周观察：分级工具渐受机构投资者关注

本周永续分级A净价平均上涨0.47%，分级B平均上涨11.59%。分级基金市场成交量维持高位，市场份额增速放缓，交易情绪较为活跃。

图表 1：分级基金成交额与规模



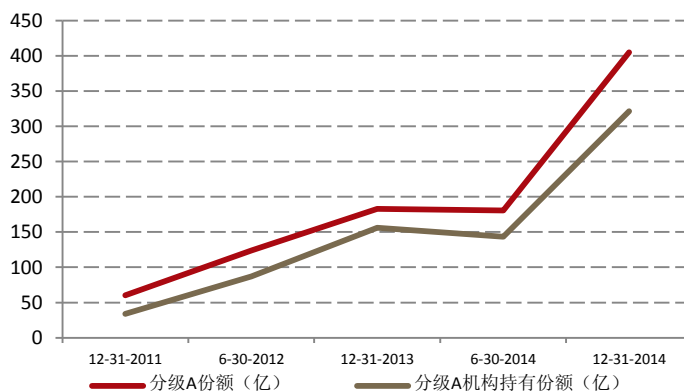
数据来源：Wind, 方正证券研究所

本周基金年报已全部披露完毕，在我们重点跟踪的标准型永续分级A中，有46家公布了年报。我们对年报数据进行了梳理，统计分析了机构投资者的投资行为。

## ● 机构持仓随市场规模水涨船高

从市场规模来看，分级A规模扩大加速，14年下半年总份额扩大近一倍。机构持仓也随之增长，不过持仓的增长略慢于市场总规模的扩张，反映了机构对于分级A的配置总是慢一步的特点。

图表 2：分级A机构持仓概况



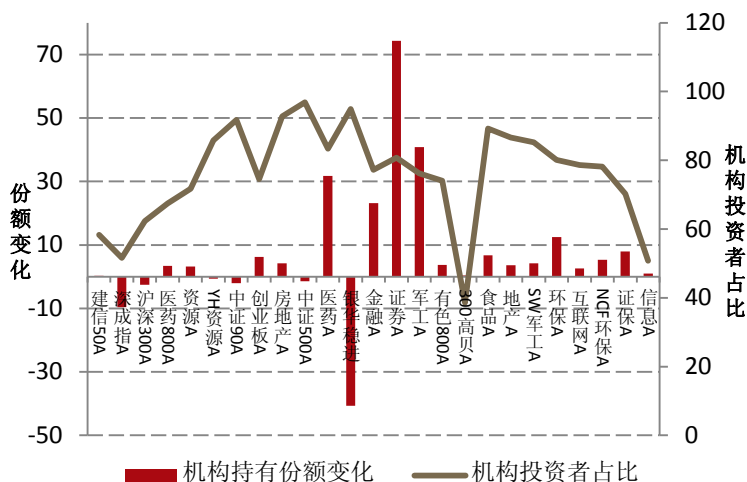
数据来源：Wind, 方正证券研究所

## ● 投资标的逐渐分化

由于先前分级基金数量较少，流动性较好的投资标的的不多，机

构投资者集中投资于银华稳进、深成指 A 等标的，较高的机构持仓压低了分级 A 的隐含收益率。而随着投资标的逐渐增多，份额大流动性强的分级 A 越来越多，持仓由集中逐渐转向分化。除了成立较早的银华稳进外，券商 A、军工 A、金融 A 等品种也开始受到了机构的青睐。

图表 3：分级 A 机构持仓统计（份额大于 1 亿）



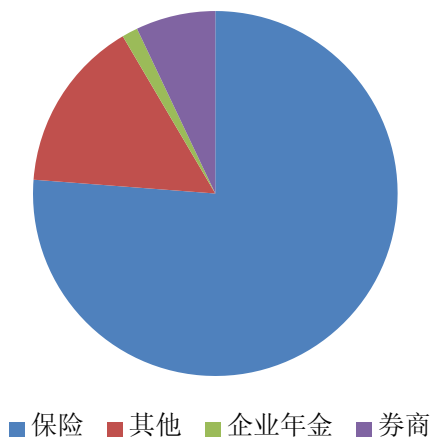
数据来源：Wind, 方正证券研究所

#### ● 分级 A 机构持有人以保险为主

根据年报披露的分级 A 前十大持有人机构属性，我们对机构投资者做进一步的统计。目前分级 A 机构持有人包括保险、券商、企业年金、私募、信托、企业自有资金、财务公司等，其中保险为主要持有人，占据了总市值的 3/4 左右。

由于保险配置需求大于交易需求，导致保险重仓的分级 A 具有流动性偏差、卖盘供给偏弱、换手率低、隐含收益率偏低等特点。

图表 4：分级 A 机构持有人的性质（按市值统计）

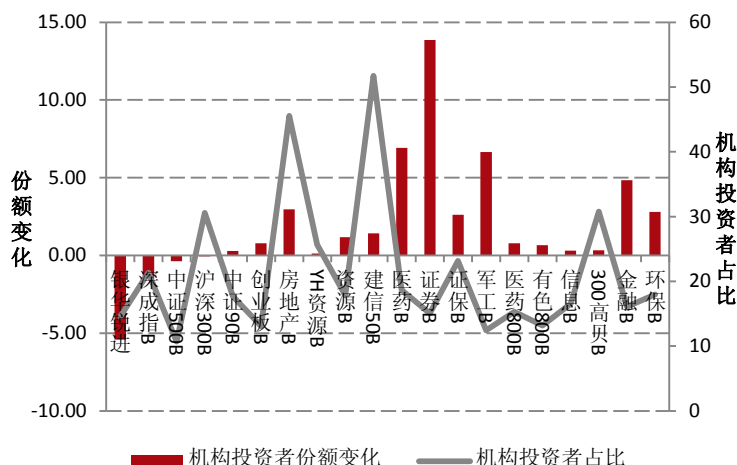


数据来源：Wind, 方正证券研究所

#### ● 机构选择性配置分级 B

市场普遍认为机构持有 A，散户投资 B。我们经过统计发现，随着分级 B 的交易性价值逐渐被市场认可，机构开始逐渐选择性的配置分级 B。年报显示，分级 A 的机构占比普遍在 80% 左右，而分级 B 的机构占比约为 20%。从机构持有人属性来看，以资管、券商自营、信托、私募为主。

图表 5：分级 B 机构持仓统计（份额大于 1 亿）



数据来源：Wind, 方正证券研究所

于近期即将发行上市交易的新分级基金共有 4 支，分别为易方达上证 50 分级、西部利得中证 50、前海开源中证健康和鹏华中证银行。其中易方达上证 50 分级是上交所首只分级基金，可以进行 T+0 交易。前海开源中证健康延续了前海开源 A 类高约定收益率的传统，A 约定利率为 4.5%+一年定存。鹏华中证银行是市场第一支以纯银行为标的的分级基金。银行板块是各家基金公司集中上报分级基金标的，有 9 家公司上报了中证银行指数分级基金。而鹏华中证银行指数分级基金是最早上报并获得受理的，目前也是唯一一只完成注册并即将发行的银行指数分级基金。

图表 6：近期新发行分级基金

母基代码	母基简称	分级A代码	分级B代码	募集起始日	计划募集截止日	基金管理人	A约定利率
164401.OF	前海开源中证健康	150219.SZ	150220.SZ	2015/3/30	2015/4/10	前海开源基金管理有限公司	4.5%+定存
502048.OF	易方达上证50分级	502049.SH	502050.SH	2015/3/30	2015/4/17	易方达基金管理有限公司	3%+定存
502000.OF	西部利得中证500	502001.SH	502002.SH	2015/3/30	2015/4/17	西部利得基金管理有限公司	3.5%+定存
160631.OF	鹏华中证银行	150227.SZ	150228.SZ	2015/4/7	2015/4/24	鹏华基金管理有限公司	3%+定存

数据来源：Wind, 方正证券研究所

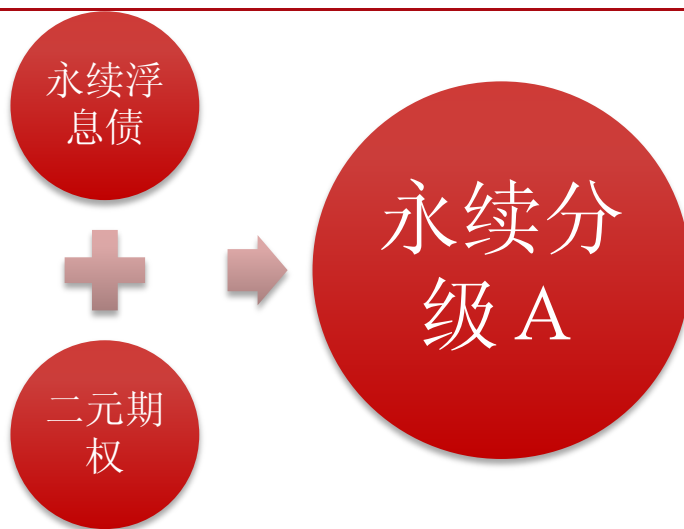
## 2. 分级 A 投资策略

根据我们的研究，分级 A 可理解为永续浮息债+二元期权，债券基本面、交易因素和期权价值共同影响分级 A 的市场价格，其中配对转换价值是影响短期价格走势的重要因素。分级 A 的收益率与长久期信用债高度相关；对短期市场资金成本波动不敏感，但资金成本大幅提升会显著抬升分级 A 收益率；与流动性关系不明显；与降息降准的关系大；B 端交易情绪过热过冷，套利资金和配对转换资金会对分级 A 形成错杀；机构投资者占比多的分级 A 隐含收益率

偏低；此外，分级 A 节日效应明显。

分级 A 隐含的二元期权价值的核心因素是折溢价率，折价交易的 A 的期权价值是正向的，溢价交易的 A 的则是负向的。此外母基金波动率、上折条款、下折条款、约定利率、母基金下折距离，AB 比和无风险利率都将不同程度影响其期权价值。详见专题《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》。

图表 7：分级基金产品结构



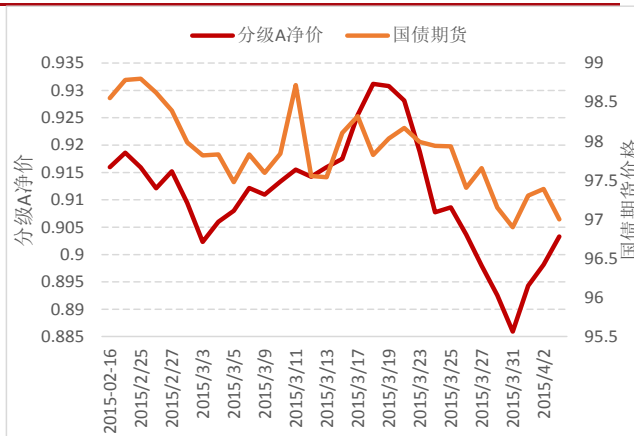
数据来源：方正证券研究所

## 2.1 分级 A 修复性上涨

上周国债期货小跌 0.67%，3 月以来股牛债熊现象持续，利率持续上行压制分级 A 价格。连跌两周后，上周分级 A 价格略有反弹，净价约上涨 0.47%，目前分级 A 平均隐含收益率维持在 6.3% 附近。

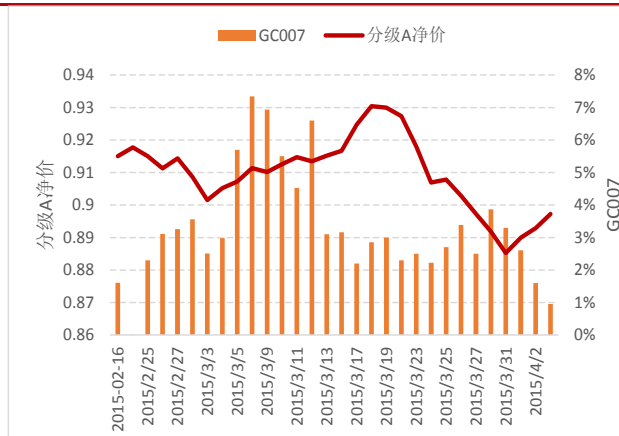
一方面利率上行利空分级 A，另一方面配对转换卖出将对分级 A 的价格起到支撑作用，我们认为未来分级 A 价格大跌的概率不大。分级 A 价格将持续分化，分级 B 越不受欢迎，配退转换卖出对于 A 的需求越大，A 的价格更容易受到支撑。

图表 8：分级 A 净价与国债期货



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 9：分级 A 净价与资金面

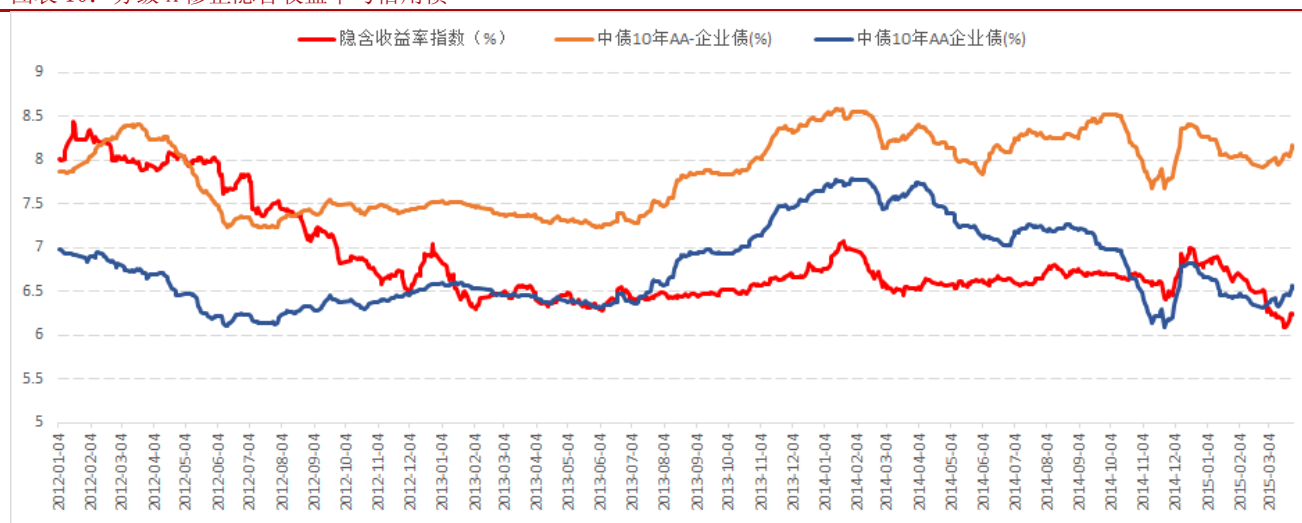


数据来源：Wind, 方正证券研究所

目前分级 A 修正久期为 13-15 年左右，考虑下折后久期为 6-9

年左右，久期较长，因此选 10 年企业债收益率作对比。目前，分级 A 的收益率位于 AA 级企业债附近。随着分级基金规模扩大，价值逐渐被市场认识，未来隐含收益率或有望进一步下行。

图表 10：分级 A 修正隐含收益率与信用债



数据来源：方正证券研究所

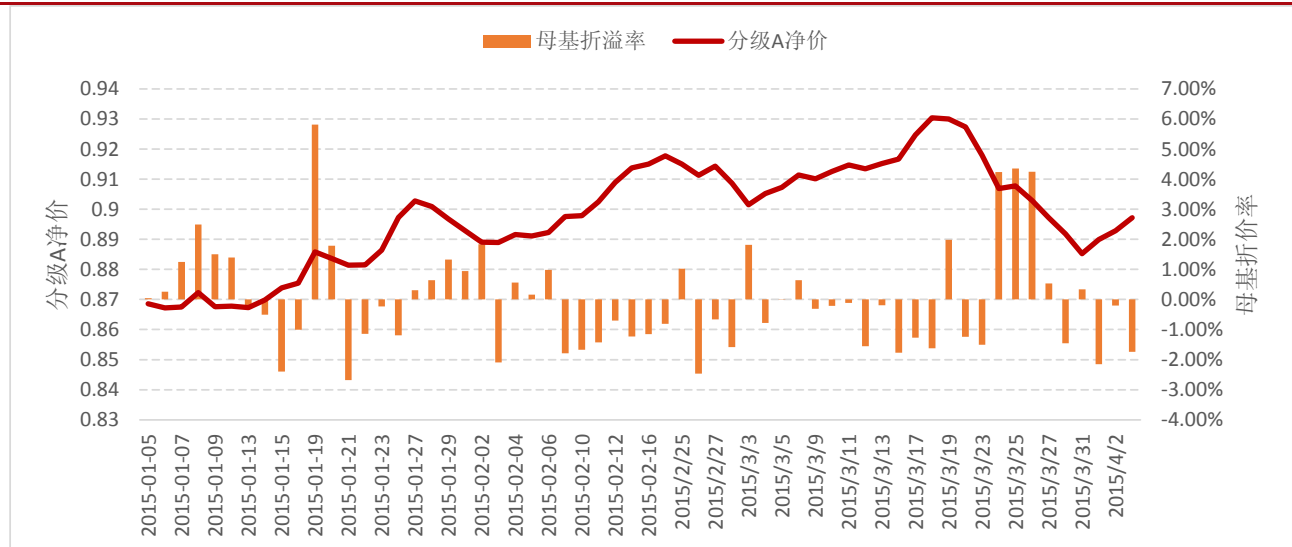
## 2.2 配对转换套利对分级 A 影响显著

分级 A 的价格容易受到套利资金的影响，关注相关产品折溢价对于研判 A 的短期涨跌幅意义重大。当溢价过大时，套利资金入场进行溢价套利，申购母基金后拆分成 A、B 份额分别卖出，这一过程会打压 A 类的价格，造成对 A 类的错杀；反之当折价时会有大量 B 类持有者选择买入 A 配对转换赎回，拉升 A 的价格。

本周，母基金重回折价状态，上周的溢价套利资金于本周初对分级 A 整体价格形成打压。



图表 11：分级 A 净价与母基折溢价率



数据来源：方正证券研究所

上周因触发折算，个别分级基金规模波动较大。互联网、地产等行业近期本别出现几波行情导致交易情绪高涨，溢价套利资金推动规模快速扩大。周五添富恒生溢价明显，这是因为当日不能进行申购赎回，折溢价套利失效的缘故。预计下周溢价套利资金进场将对 AB 价格形成一定的冲击，投资者需要警惕。

图表 12：母基金折价率（A+B 份额大于 2 亿）

母基代码	母基金	母基净值	母基价格	母基折价率	A周成交额 (亿)	B周成交额 (亿)	总份额(亿)	份额变化
母基金折价率前十								
161816.OF	银华90	1.64	1.63	1.00%	0.10	1.60	5.10	-2.68%
161022.OF	富国创业	1.07	1.06	0.98%	7.11	16.33	23.87	36.52%
163113.OF	申万证券	1.16	1.15	0.92%	22.07	189.25	364.62	9.48%
165520.OF	信诚有色	1.32	1.31	0.91%	0.66	7.60	13.54	9.98%
160218.OF	国泰地产	1.82	1.81	0.83%	2.52	24.07	17.48	23.61%
165312.OF	建信50	1.40	1.38	0.80%	0.35	2.26	4.22	-6.15%
161024.OF	富国军工	1.36	1.35	0.77%	6.40	30.60	66.08	-12.45%
160628.OF	鹏华地产	1.12	1.11	0.72%	5.12	13.78	17.62	159.36%
165519.OF	信诚医药	1.40	1.39	0.71%	0.16	1.87	4.75	-4.75%
160626.OF	鹏华信息	1.29	1.28	0.70%	1.34	5.54	8.08	-20.14%
母基金折价率后十								
163115.OF	申万军工	1.15	1.15	0.17%	1.30	5.20	11.78	-0.69%
160629.OF	鹏华传媒	1.01	1.01	0.15%	3.92	7.66	13.12	104.31%
161812.OF	银华100	1.15	1.14	0.09%	1.97	26.91	82.92	1.99%
163114.OF	申万环保	1.23	1.23	-0.07%	2.48	17.18	40.00	-1.56%
160625.OF	鹏华证保	1.06	1.06	-0.14%	13.80	37.03	67.19	25.02%
161811.OF	银华300	1.13	1.13	-0.31%	0.36	1.24	2.91	10.79%
161720.OF	券商分级	1.24	1.25	-0.81%	5.75	52.70	89.33	8.54%
165522.OF	信诚TMT	1.04	1.04	-0.82%	2.89	4.76	8.11	288.85%
164304.OF	新华环保	1.51	1.53	-1.19%	0.36	5.41	10.20	6.73%
164705.OF	添富恒生	1.11	1.32	-18.99%	0.94	3.20	2.89	209.34%

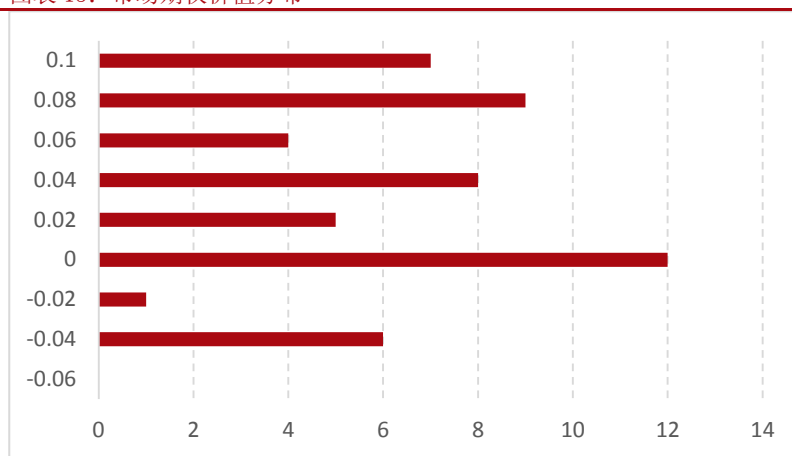
数据来源：Wind, 方正证券研究所

### 2.3 期权价值

我们之前发布的专题《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》对分级 A 的期权价值做了深入的讨论，研究发现折溢价、母基金波动率、上折条款、下折条款、约定利率、母基金下折距离、AB 比和无风险利率等因素共同决定于分级 A 的期权价值。

随着价格下跌，分级 A 的期权价值略有增加。目前多数仍处于折价状态，期权价值为正。期权价值最大的是鹏华证保 A、证券 A 和券商 A。

图表 13：市场期权价值分布



数据来源：Wind, 方正证券研究所



图表 14：股票型永续分级 A 关键指标（份额大于 1 亿）

基金代码	基金名称	净价涨跌幅	低折母基需跌	母基折价率	周成交额 (亿)	期权价值	纯债收益率	隐含收益率
150213	国投创A	0.00%	39.06%	0.24%	2.43	0.04	6.77%	6.47%
150169	恒生A	-1.73%	42.86%	-18.99%	0.94	0.09	7.18%	6.45%
150177	证保A	-0.58%	40.89%	-0.14%	13.80	0.10	7.28%	6.43%
150200	券商A	-0.46%	48.59%	-0.81%	5.75	0.10	7.26%	6.42%
150157	金融A	-0.22%	46.77%	0.42%	3.94	0.07	6.99%	6.41%
150150	有色800A	0.45%	52.11%	0.91%	0.66	0.07	6.93%	6.41%
150173	TMT中证A	-2.28%	39.62%	-0.82%	2.89	0.09	7.12%	6.41%
150171	证券A	0.59%	46.06%	0.92%	22.07	0.10	7.25%	6.40%
150167	银华300A	-1.26%	43.98%	-0.31%	0.36	0.04	6.65%	6.40%
150192	地产A	0.35%	43.96%	0.72%	5.12	0.09	7.15%	6.40%
150123	建信50A	-0.58%	54.55%	0.80%	0.35	-0.04	6.15%	6.39%
150164	可转债A	-0.12%	18.70%	0.65%	0.60	0.08	7.00%	6.39%
150194	互联网A	0.47%	43.96%	0.58%	6.13	0.08	7.04%	6.38%
150203	传媒A	0.58%	38.14%	0.15%	3.92	0.09	7.06%	6.37%
150190	NCF环保A	-6.40%	58.07%	-1.19%	0.36	-0.01	6.27%	6.35%
150100	资源A	0.12%	56.88%	0.58%	0.95	0.07	6.88%	6.34%
150117	房地产A	1.25%	65.24%	0.83%	2.52	-0.02	6.23%	6.33%
150186	SW军工A	1.72%	43.96%	0.17%	1.30	0.08	6.93%	6.30%
150184	环保A	1.85%	47.00%	-0.07%	2.48	0.06	6.78%	6.28%
150143	转债A级	-0.45%	7.85%	0.37%	6.92	0.07	6.78%	6.26%
150051	沪深300A	-3.19%	54.91%	0.39%	0.56	0.07	6.78%	6.26%
150179	信息A	1.73%	51.24%	0.70%	1.34	0.07	6.78%	6.25%
150198	食品A	3.11%	51.35%	0.68%	0.37	-0.03	6.04%	6.19%
150209	国企改A	1.13%	49.28%	0.56%	2.06	0.05	6.48%	6.12%
150152	创业板A	5.22%	41.60%	0.98%	7.11	0.01	6.13%	6.08%
150018	银华稳进	-1.71%	44.80%	0.09%	1.97	0.04	6.25%	5.99%
150130	医药A	1.09%	55.21%	0.47%	4.16	-0.04	5.75%	5.97%
150181	军工A	2.44%	53.32%	0.77%	6.40	0.05	6.31%	5.97%
150205	国防A	4.86%	51.64%	0.30%	1.19	0.02	5.79%	5.67%
150148	医药800A	1.50%	54.78%	0.71%	0.16	-0.01	5.56%	5.60%
150028	中证500A	-1.19%	61.72%	0.32%	0.20	-0.01	5.24%	5.30%
150030	中证90A	-1.73%	61.45%	1.00%	0.10	-0.06	5.02%	5.29%

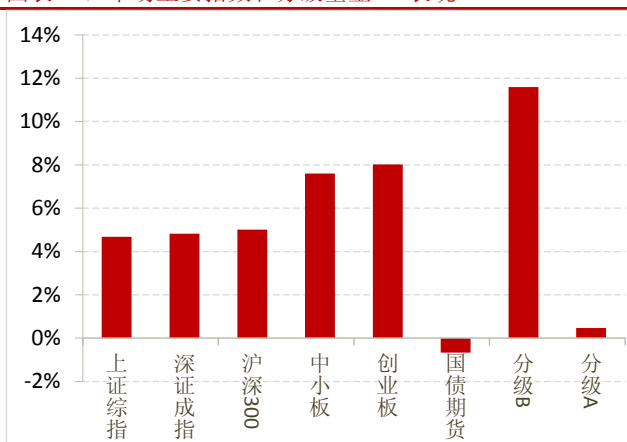
数据来源：Wind, 方正证券研究所

### 3. 分级 B 投资策略

上周市场主要指数均有所上涨，中小板和创业板涨幅最大，中小板上漲 7.06%，创业板上漲 8.02%。分板块来看，电气设备、电子、建材表现不俗。受大盘利好，分级 B 整体上漲 11.59%。

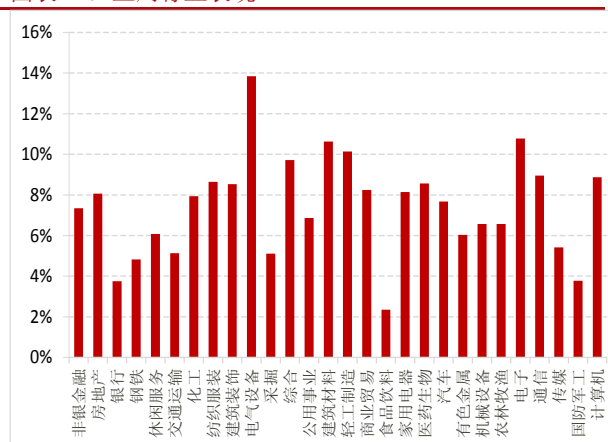
我们在上周重点推荐的恒生 B 一周大涨 38.73%，受新股申购等影响，市场短期上漲行情可能会有所压制，我们建议降低标前期上漲过快板块分级 B 的配置，重点关注短期可能会触发上折两只医药分级医药 B 和医药 800B 的事件触发投资机会，特别是医药 800B 有可能获得 10% 以上的超额收益，相对应的医药 800A 应短期规避。

图表 15：市场主要指数和分级基金 AB 表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 16：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 17：股票型分级 B 关键指标（份额大于 1 亿）

基金代码	基金简称	周涨跌幅	价格杠杆	低折母基需 跌	高折母基需 涨	B 溢价率	周成交额 (亿)	跟踪指数
150144.SZ	转债B级	-0.93%	3.17	7.85%	63.76%	39.57%	7.62	中证转债
150165.SZ	可转债B	5.50%	2.48	18.70%	34.62%	27.50%	1.71	中证转债
150153.SZ	创业板B	5.19%	1.89	41.60%	39.93%	-0.61%	16.33	创业板指
150214.SZ	国投创B	2.56%	1.84	39.06%	94.55%	6.36%	3.89	创业成长
150204.SZ	传媒B	1.67%	1.75	38.14%	48.22%	13.11%	7.66	中证传媒
150168.SZ	银华300B	11.36%	1.72	43.98%	32.86%	5.71%	1.24	沪深300
150199.SZ	食品B	3.20%	1.71	51.35%	15.26%	-4.32%	2.97	国证食品
150019.SZ	银华锐进	12.44%	1.69	44.80%	74.67%	6.27%	26.91	深证100
150124.SZ	建信50B	10.33%	1.69	54.55%	43.31%	-6.64%	2.26	央视50
150174.SZ	TMT中证B	21.06%	1.68	39.62%	44.79%	14.85%	4.76	中证TMT
150178.SZ	证保B	13.57%	1.68	40.89%	41.64%	13.26%	37.03	中证800证保
150187.SZ	SW军工B	9.13%	1.66	43.96%	30.15%	9.72%	5.20	中证军工
150131.SZ	医药B	13.10%	1.65	55.21%	6.11%	-5.57%	19.73	国证医药
150195.SZ	互联网B	-0.07%	1.65	43.96%	34.29%	10.15%	16.85	中证移动互联
150193.SZ	地产B	1.88%	1.65	43.96%	34.29%	10.15%	13.78	中证800地产
150158.SZ	金融B	7.09%	1.63	46.77%	25.94%	7.40%	51.18	中证800金融
150172.SZ	证券B	10.77%	1.61	46.06%	29.12%	9.08%	189.25	证券II(申万)
150206.SZ	国防B	8.32%	1.61	51.64%	14.24%	1.37%	3.84	中证国防
150185.SZ	环保B	18.06%	1.60	47.00%	22.23%	9.01%	17.18	中证环保
150149.SZ	医药800B	9.87%	1.60	54.78%	6.99%	-2.13%	1.87	中证800医药
150210.SZ	国企改革B	7.03%	1.59	49.28%	20.10%	5.94%	15.92	国企改革
150031.SZ	中证90B	8.41%	1.56	61.45%	21.80%	-7.36%	1.60	等权90
150182.SZ	军工B	6.89%	1.55	53.32%	10.54%	3.36%	30.60	中证军工
150151.SZ	有色800B	4.06%	1.54	52.11%	13.29%	5.34%	7.60	中证800有色
150180.SZ	信息B	12.28%	1.54	51.24%	16.37%	6.49%	5.54	中证信息
150201.SZ	券商B	14.69%	1.53	48.59%	21.16%	11.22%	52.70	证全指证券公司
150191.SZ	NCF环保B	24.72%	1.50	58.07%	-0.73%	0.65%	5.41	中证环保
150052.SZ	沪深300B	9.68%	1.48	54.91%	6.76%	6.13%	3.23	沪深300
150101.SZ	资源B	3.46%	1.44	56.88%	36.33%	6.04%	11.90	A股资源
150029.SZ	中证500B	12.91%	1.44	61.72%	38.31%	-3.34%	1.93	中证500
150118.SZ	房地产B	1.10%	1.42	65.24%	9.79%	-2.17%	24.07	国证地产
150060.SZ	YH资源B	5.76%	1.42	62.02%	70.65%	-2.21%	0.89	内地资源
150170.SZ	恒生B	38.73%	1.25	42.86%	35.62%	47.41%	3.20	恒生指数

数据来源：Wind, 方正证券研究所

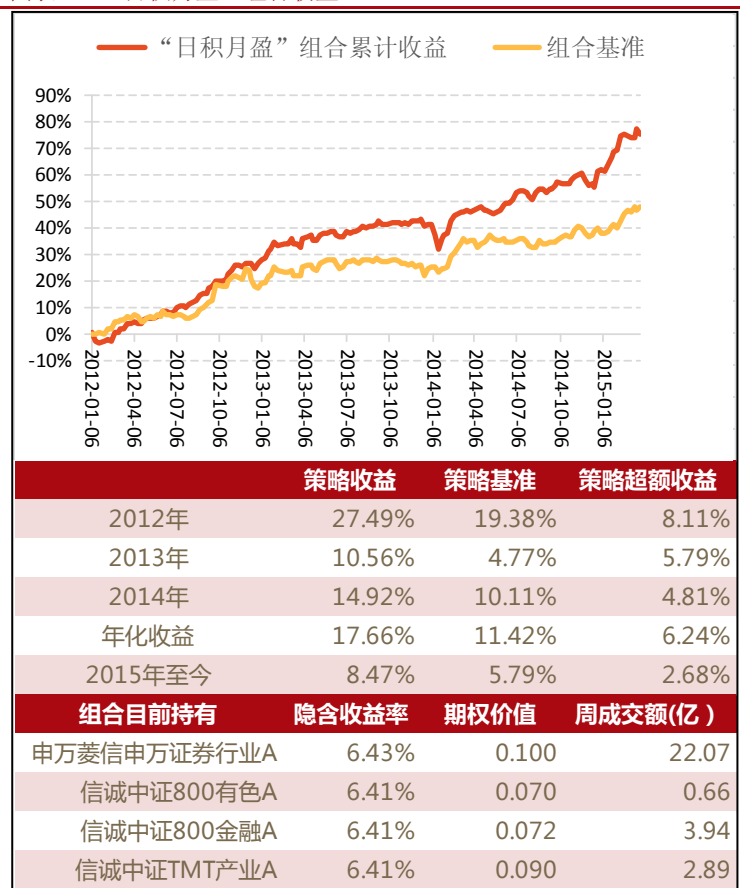
#### 4. “日积月盈”分级 A 组合策略

由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却有显著差异，同时市场又未能有效定价其二元期权价值，这给构建分级 A 类筛选策略提供了良好的条件。目前可比永续分级 A 超过 50 只，随着 A 类规模的不断扩大，预计 15 年还会有大量分级基金上市交易，构建 A 类的投资策略也显得非常有必要性。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面进行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

分级 A 是一个风险相对较低的稳健品种，通过不断筛选投资价值最高的分级 A 滚动投资，一方面享受分级 A 本身的利息累积，另一方面挖掘市场错误定价带来的红利不断“日积月盈”，最后可以带来低风险高回报。具体策略包含以下几个核心部分：首先，剔除流动性较低的分级 A，份额过小成交量过低的分级 A 冲击成本较高，且价格较容易被操纵，不予考虑；其次，兼顾隐含收益率和期权价值进行综合打分，选出排名靠前的分级 A；最后，综合考虑交易成本和分级 A 打分的变化，予以定期调仓。

由于 2013 年以前，分级 A 较少，在回溯测试中，2012 年选择持仓 2 只，2013 年 3 只，2014 年至今持仓 4 只。本策略上周组合收益率为 0.01%，同期基准收益为-1.58%。组合目前持有证券 A，有色 800A，金融 A，TMT 中证 A。

图表 18：“日积月盈”组合收益



数据来源：方正证券研究所

## 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：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com