

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
2015.03.21

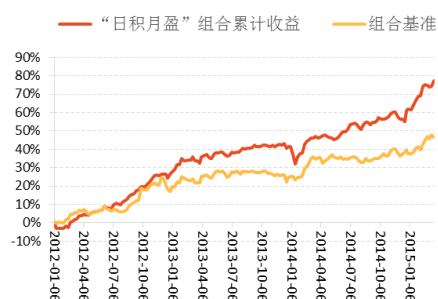
金融工程高级分析师：楼华锋
执业证书编号：S1220514080011
TEL：021-50432679
E-mail：louhuafeng@foundersc.com

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：

《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》

“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

➤ 本周思考：提高分级 A 约定收益率能否出奇制胜？

于近期即将发行的前海开源中航军工 A 类约定收益高达 7.5%，远高于同类型的分级 A 产品。由于约定收益率较高，分级 A 将长期溢价交易，溢价可能达到 20%；分级 B 将折价交易，这将抬高 B 的杠杆，增加分级 B 在同类产品中的竞争力，对此我们表示持谨慎乐观！

➤ 分级 A 投资策略：

上周国债期货上涨 0.65%，资金面重归平衡。分级 A 净价上周上涨 2.04%，平均隐含收益率下行约 10BP 至 6.10%，已经低于 10 年 AA 级企业债。近期分级 A 涨幅过快，部分透支未来收益，近期整体上涨空间不大。随着部分分级规模萎缩，B 端逐步恢复供需平衡，配对转换退出因素逐渐减弱，前期受供需因素推动的分级 A 价格可能出现回调。

➤ 分级 B 投资策略：

上周股市大小盘齐涨，计算机、交运、建筑和非银涨幅居前。分级 B 整体上涨 17.39%，多支分级触发上折。在目前位置，我们建议降低标的为中小盘和创业盘的分级 B 配置，关注蓝筹股，市场热点可能重归非银、地产、资源，特别是海外大宗商品大涨，相关资源类的 B 值得关注！

➤ “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 1.7%，同期基准收益为 -0.84%。组合目前持有证券 A，有色 800A，金融 A，TMT 中证 A。

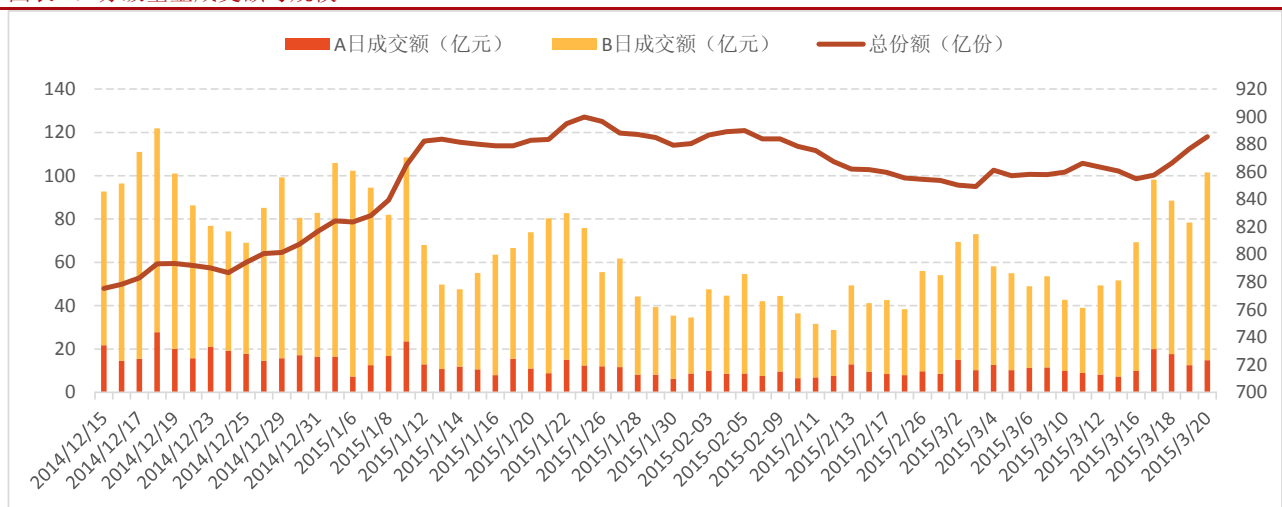
请务必阅读最后特别声明与免责条款

1. 本周思考：提高分级 A 约定收益率能否出奇制胜？

本周分级基金表现强势，永续分级 A 净价平均上涨 2.04%，分级 B 平均上涨 17.39%。分级基金市场成交量较上周放大，溢价套利使得市场规模略有增加，整体交易情绪再度活跃。

多家分级基金上周触发上折，申万环保、富国互联网、申万军工、鹏华地产先后触发上折。招商沪深 300 高贝塔、富国创业板 A、鹏华证保 A、信诚中证 TMT 产业 A、鹏华中证传媒 A 下周都可能触发上折。

图表 1：分级基金成交额与规模



数据来源：方正证券研究所

于近期即将发行的前海开源中航军工条款设计上与众不同，其 A 类约定收益率高达 7.5%（一年定存利率+5%），远高于同类型的分级 A 产品，目前市场最高的是建信 50A，约定收益率为 7%。对比之下，目前市场上现存的两款军工类分级基金富国中证军工 A 和申万菱信中证军工 A 约定收益率为 5.5%（一年定存利率+3%）。较高的约定收益会对分级 A 和分级 B 产生怎样的影响？

目前，分级 A 的平均隐含收益率在 6.1%，最高也不超过 6.4%，假设前海开源中航军工 A 上市后，隐含收益率浮动区间与同类产品一致，且母基金折溢价率为 0。我们按隐含收益率高中低三种情况，测算了几个关键指标，如下图所示。

图表 2：前海开源中航军工关键指标测算

2015/3/19	富国中证军工A	申万菱信中证军工A	前海开源中航军工A		
核心条款					
AB比	5:5	5:5	5:5		
上折	1.50	1.5 (A类不参与上折)	1.50		
下折	0.25	0.25	0.25		
约定利率	5.5%	5.5%	7.5%		
份额(亿)	41.77	2.92	#		
托管费	0.22	0.22	0.20		
管理费	1.00	1.00	1.00		
关键假设					
隐含收益率	5.95%	6.11%	5.80%	6.10%	6.30%
母基金折价率	1.34%	1.08%	0.00%	0.00%	0.00%
测算结果对比					
A折价率	7.49%	9.65%	-29.31%	-22.95%	-19.05%
A价格	0.94	0.94	1.29	1.23	1.19
B价格	1.48	2.07	0.71	0.77	0.81
价格杠杆	1.66	1.47	2.83	2.60	2.47

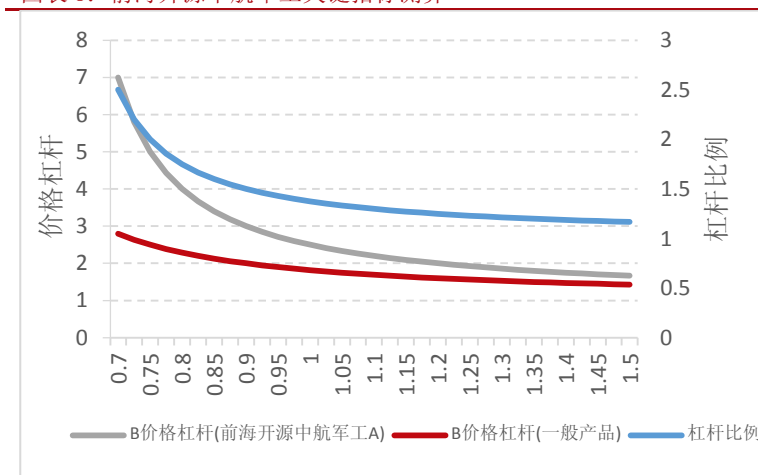
数据来源：方正证券研究所

由于约定收益率较高，前海开源中航军工分级 A 将长期溢价交易，溢价可能达到 20%；分级 B 将折价交易，这将抬高 B 的杠杆，增加分级 B 在同类产品中的竞争力。

在相同条件下，我们测算了折价 10%和溢价 20%的分级 A 的价格杠杆。在分级 B 净值大于 0.4（母基金净值大于 0.7）时，市场一般不考虑分级 A 的期权价值，所以产品的隐含收益率与市场平均隐含收益率相近，据此可以推算出 B 价格杠杆。如下图所示，中航军工分级 B 价格杠杆（假设溢价 20%）大于同类产品，两产品杠杆比例呈非线性变化。

对于分级 A 而言，较大的溢价意味着下折将有较大的负值期权。但目前处于降息周期，高票息的浮息债对于降息敏感性较低，因此约定收益率较高的分级 A 可能更能抗降息。

图表 3：前海开源中航军工关键指标测算



数据来源：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 7 支，宽基类三支，行业类四支，分别为国富中证 100、国泰深证 TMT50、国投瑞银瑞泽中证创业成长、交银国证新能源、国泰国证有色金属行业、前海开源中航军工和富国证券分级。

图表 4：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
164508.OF	国富中证100	150135.SZ	150136.SZ	2015/3/2	2015/3/20	国海富兰克林基金管理有限公司
160224.OF	国泰深证TMT50	150215.SZ	150216.SZ	2015/3/5	2015/3/20	国泰基金管理有限公司
164905.OF	交银国证新能源	150217.SZ	150218.SZ	2015/3/9	2015/3/24	交银施罗德基金管理有限公司
161028.OF	富国中证新能源汽车	150211.SZ	150212.SZ	2015/3/12	2015/3/24	富国基金管理有限公司
161027.OF	富国证券分级	150223.SZ	150224.SZ	2015/3/16	2015/3/27	富国基金管理有限公司
164402.OF	前海开源中航军工	150221.SZ	150222.SZ	2015/3/16	2015/3/24	前海开源基金管理有限公司
160221.OF	国泰国证有色金属行业	150196.SZ	150197.SZ	2015/3/16	2015/3/27	国泰基金管理有限公司

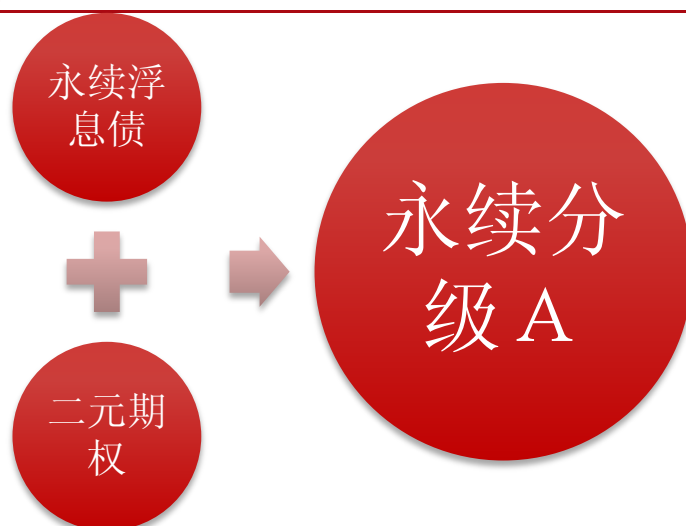
数据来源：方正证券研究所

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 5：分级基金产品结构



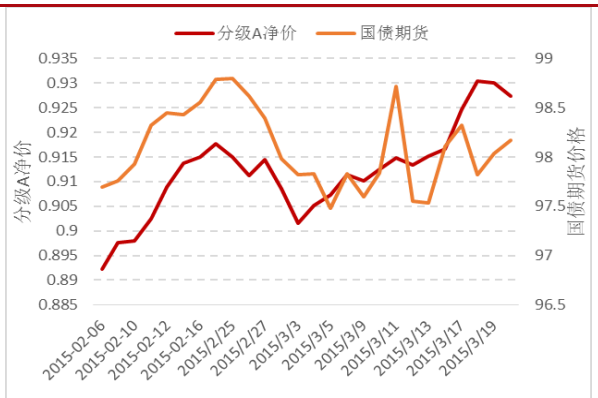
数据来源：方正证券研究所

2.1 利率波动大，分级 A 大幅上涨

上周国债期货上涨 0.65%，随着打新周期平稳度过，资金面重归平衡。

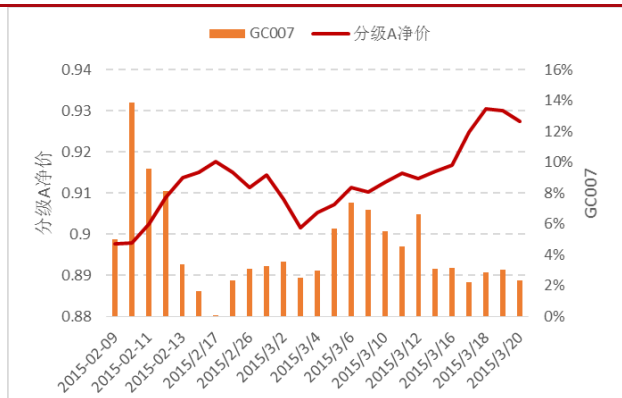
分级 A 净价上周上涨 2.04%，平均隐含收益率下行约 10BP 至 6.10%，已经低于 10 年 AA 级企业债。近期分级 A 涨幅过快，部分透支未来收益，近期上涨空间不大。随着规模萎缩，B 端逐步恢复供需平衡，配对转换退出因素逐渐减弱，前期受供需因素推动的分级 A 价格可能出现回调。

图表 6：分级 A 净价与国债期货



数据来源：Wind, 方正证券研究所

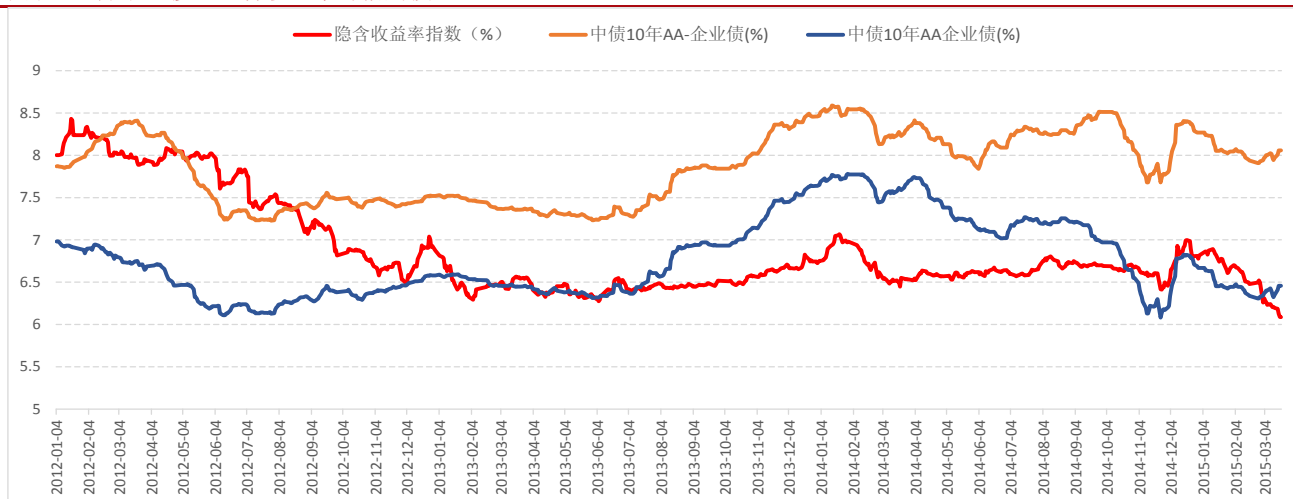
图表 7：分级 A 净价与资金面



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 8：分级 A 修正隐含收益率与信用债



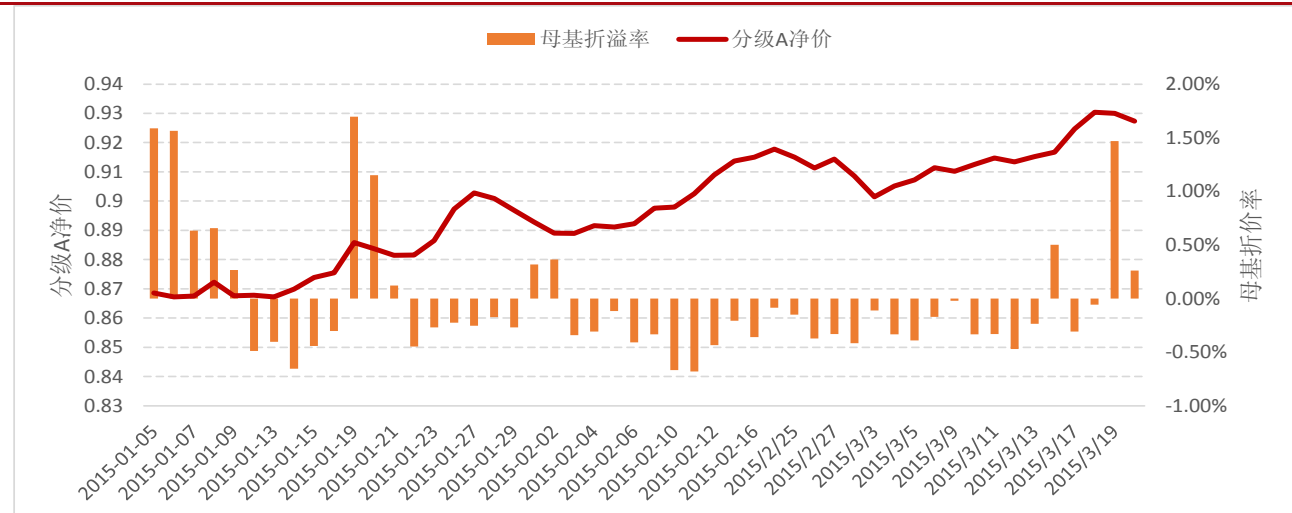
数据来源：方正证券研究所

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。

母基金在持续多周折价后重回溢价，目前整体溢价达 0.26%，交易情绪再燃。如果下周大盘行情延续，溢价情况有望延续。

图表 9：分级 A 净价与母基折溢价率



数据来源：方正证券研究所

具体来看，折溢价套利机会不大。银华转债、富国互联略有溢价，考虑到溢价套利风险较大，基本无套利机会。

从规模来看，鹏华信息上周规模扩大明显，信息 A 价格因此受到套利资金打压。富国创业上周规模缩减最多，配对转换卖出效应使得创业 A 价格涨幅超过 2%，由于创业板分级临近上折，一旦触发上折对 A 可能会形成较大冲击，投资者需警惕。

图表 10：母基金折价率（份额大于 1 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								
160628.OF	鹏华地产	1.022	1.48	1.40%	0.26	2.19	3.00	-7.65%
163115.OF	申万军工	1.049	1.50	1.16%	0.60	2.45	5.85	-4.24%
161022.OF	富国创业	1.457	1.44	1.03%	3.12	10.37	12.53	-28.37%
160222.OF	国泰食品	1.216	1.20	0.97%	0.62	2.84	13.40	-2.03%
161024.OF	富国军工	1.239	1.23	0.93%	6.32	30.93	80.96	-10.43%
160630.OF	鹏华国防	1.191	1.18	0.92%	0.79	3.32	8.07	-14.86%
161720.OF	券商分级	1.155	1.15	0.87%	4.35	33.59	80.86	-3.26%
165519.OF	信诚医药	1.261	1.25	0.83%	0.50	1.67	5.29	-18.54%
160219.OF	国泰医药	1.262	1.25	0.74%	3.88	15.82	73.30	-8.54%
163113.OF	申万证券	1.079	1.07	0.74%	20.26	114.99	281.57	3.25%
母基金折价率后十								
160620.OF	中证资源	1.373	1.38	-0.51%	1.13	11.90	19.75	4.15%
165312.OF	建信50	1.296	1.30	-0.53%	0.05	1.52	4.57	-0.29%
160626.OF	鹏华信息	1.146	1.15	-0.70%	0.88	3.42	5.10	52.56%
165809.OF	东吴转债	1.047	1.06	-0.77%	1.49	3.62	6.40	26.03%
160629.OF	鹏华传媒	1.482	1.50	-0.88%	0.14	1.62	3.38	-3.02%
165520.OF	信诚有色	1.233	1.24	-0.89%	0.93	6.27	11.28	14.52%
161811.OF	银华300	1.058	1.07	-1.23%	0.22	1.04	2.70	0.73%
160218.OF	国泰地产	1.649	1.67	-1.56%	0.47	8.08	11.52	-2.01%
161826.OF	银华转债	0.929	0.95	-2.31%	6.09	7.89	19.54	14.65%
161025.OF	富国互联	1.018	1.55	-2.45%	0.47	3.62	4.68	14.76%

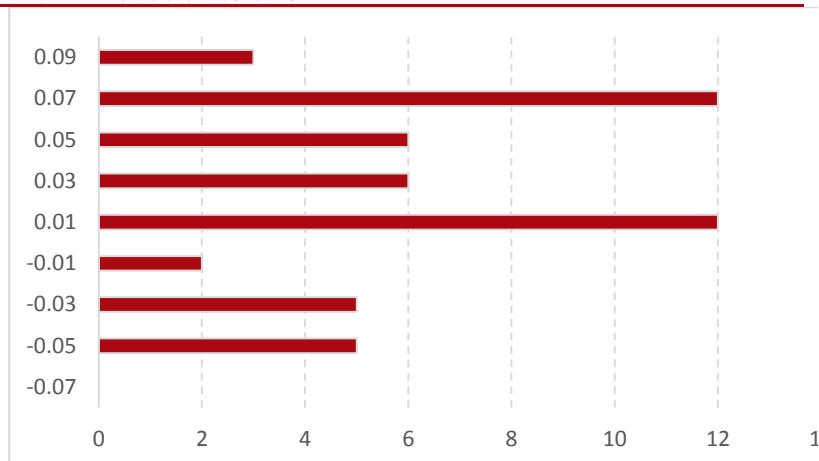
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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。

由于价格上涨过快，分级 A 溢价的个数逐渐增多，目前多数仍处于折价状态。期权价值最大的是证券 A、证保 A、券商 A、TMT 中证 A 和信息 A。

图表 11：市场期权价值分布



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 12：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
150121	银河优先	0.32%	48.41%	0.57%	1.18	0.023	6.46%	6.30%
150150	有色800A	1.11%	48.70%	-0.89%	0.93	0.056	6.69%	6.28%
150123	建信50A	1.23%	51.17%	-0.53%	0.05	-0.053	5.99%	6.28%
150157	金融A	1.56%	45.00%	0.00%	9.91	0.060	6.71%	6.26%
150167	银华300A	1.59%	40.36%	-1.23%	0.22	0.024	6.43%	6.26%
150171	证券A	2.80%	42.02%	0.74%	20.26	0.085	6.91%	6.24%
150177	证保A	1.15%	57.68%	0.74%	5.95	0.081	6.86%	6.23%
150164	可转债A	0.11%	19.37%	-0.77%	1.49	0.064	6.71%	6.23%
150179	信息A	-1.01%	45.24%	-0.70%	0.88	0.067	6.74%	6.23%
150100	资源A	1.37%	54.04%	-0.51%	1.13	0.061	6.67%	6.21%
150051	沪深300A	1.14%	51.90%	0.27%	0.87	0.061	6.63%	6.17%
150200	券商A	2.29%	44.98%	0.87%	4.35	0.073	6.69%	6.15%
150143	转债A级	-0.44%	9.29%	-2.33%	6.09	0.057	6.56%	6.15%
150186	SW军工A	1.44%	57.63%	1.16%	0.60	0.064	6.58%	6.11%
150184	环保A	0.88%	38.93%	0.57%	2.44	0.053	6.49%	6.11%
150194	互联网A	-0.55%	58.58%	-2.45%	0.47	0.056	6.46%	6.06%
150198	食品A	3.11%	48.03%	0.97%	0.62	-0.041	5.78%	6.00%
150203	传媒A	-1.18%	57.29%	-0.88%	0.14	0.049	6.32%	5.98%
150181	军工A	2.90%	48.95%	0.93%	6.32	0.049	6.29%	5.95%
150018	银华稳进	-0.75%	40.36%	-0.24%	2.85	0.036	6.16%	5.93%
150117	房地产A	1.54%	61.68%	-1.56%	0.47	-0.056	5.62%	5.91%
150205	国防A	3.32%	46.77%	0.92%	0.79	0.044	6.19%	5.89%
150209	国企改A	2.52%	45.61%	0.43%	6.84	0.032	6.09%	5.89%
150130	医药A	2.95%	49.93%	0.74%	3.88	-0.049	5.63%	5.87%
150190	NCF环保A	4.09%	51.90%	0.42%	0.85	-0.064	5.48%	5.80%
150148	医药800A	3.55%	49.84%	0.83%	0.50	0.004	5.77%	5.75%
150192	地产A	-1.13%	58.31%	1.40%	0.26	0.022	5.83%	5.70%
150152	创业板A	2.31%	56.66%	1.03%	3.12	-0.037	5.47%	5.66%
150030	中证90A	-0.18%	58.62%	0.33%	0.18	-0.057	5.07%	5.32%
150028	中证500A	-2.42%	56.95%	-0.02%	0.14	-0.016	5.17%	5.24%

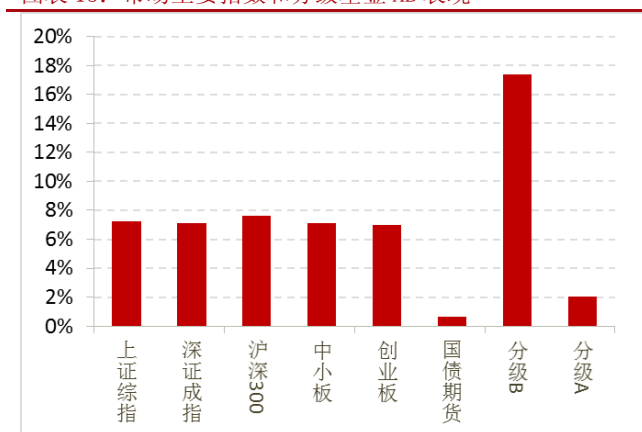
数据来源：Wind, 方正证券研究所

3. 分级 B 投资策略

上周股市大小盘齐涨，上证综指上涨 7.25%，深证成指上涨 7.09%，沪深 300 上涨 7.60%，中小板指数上涨 7.09%，创业板上涨 6.99%。各版块均有所上涨，计算机、交运、建筑和非银涨幅居前。分级 B 整体上涨 17.39%，多支分级触发上折。

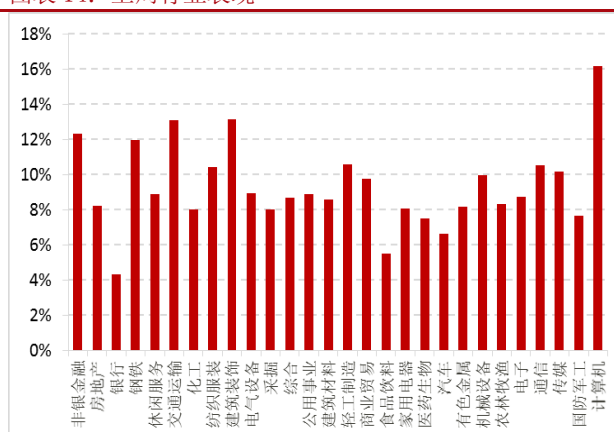
在目前位置，我们建议降低标的为中小盘和创业盘的分级 B 配置，关注蓝筹股，市场热点可能重归非银、地产、资源。创业板目前价位较高，警惕后市回调风险。

图表 13：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 14：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 15：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
150172.SZ	证券B	19.85%	1.71	42.02%	39.02%	9.09%	114.99	证券II(申万)
150158.SZ	金融B	8.25%	1.67	45.00%	30.43%	7.24%	43.64	中证800金融
150019.SZ	银华锐进	15.53%	1.79	40.36%	89.04%	7.16%	24.81	深证100
150182.SZ	军工B	11.10%	1.64	48.95%	21.07%	3.28%	30.93	中证军工
150201.SZ	券商B	19.27%	1.68	44.98%	29.87%	6.59%	33.59	中证全指证券公司
150131.SZ	医药B	7.29%	1.82	49.93%	18.87%	-8.35%	15.82	国证医药
150210.SZ	国企改B	9.46%	1.70	45.61%	28.98%	4.20%	21.55	国企改革
150178.SZ	证保B	14.73%	1.44	57.68%	0.60%	4.77%	30.45	中证800证保
150185.SZ	环保B	18.31%	1.82	38.93%	41.10%	8.56%	10.59	中证环保
150101.SZ	资源B	7.43%	1.47	54.04%	45.67%	7.55%	11.90	A股资源
150199.SZ	食品B	6.81%	1.84	48.03%	23.38%	-7.05%	2.84	国证食品
150153.SZ	创业板B	9.70%	1.61	56.66%	2.95%	-4.84%	10.37	创业板指
150144.SZ	转债B级	27.27%	2.87	9.30%	61.45%	46.07%	7.89	中证转债
150118.SZ	房地产B	19.82%	1.45	61.68%	21.30%	-0.48%	8.08	国证地产
150151.SZ	有色800B	10.04%	1.57	48.70%	21.65%	7.99%	6.27	中证800有色
150191.SZ	NCF环保B	12.13%	1.76	51.90%	14.16%	-7.25%	3.63	中证环保
150206.SZ	国防B	10.12%	1.68	46.77%	25.94%	3.67%	3.32	中证国防
150029.SZ	中证500B	16.97%	1.50	56.95%	55.76%	-2.86%	2.00	中证500
150187.SZ	SW军工B	10.22%	1.47	57.63%	-1.42%	3.36%	2.45	中证军工
150031.SZ	中证90B	13.38%	1.59	58.62%	31.06%	-5.69%	1.56	等权90
150149.SZ	医药800B	6.33%	1.69	49.84%	18.95%	-0.73%	1.67	中证800医药
150180.SZ	信息B	22.11%	1.61	45.24%	30.89%	10.72%	3.42	中证信息
150052.SZ	沪深300B	9.68%	1.53	51.90%	14.07%	6.63%	1.69	沪深300
150195.SZ	互联网B	19.81%	1.38	58.58%	-0.60%	8.28%	3.62	中证移动互联
150124.SZ	建信50B	11.36%	1.75	51.17%	54.31%	-6.12%	1.52	央视50
150165.SZ	可转债B	18.32%	2.42	19.37%	33.73%	27.89%	3.62	中证转债
150204.SZ	传媒B	17.77%	1.43	57.29%	1.21%	6.16%	1.62	中证传媒
150193.SZ	地产B	13.18%	1.51	58.31%	0.07%	-0.35%	2.19	中证800地产
150122.SZ	银河进取	-5.94%	1.66	48.41%	63.27%	2.58%	2.30	沪深300成长
150168.SZ	银华300B	15.71%	1.81	40.36%	41.78%	6.07%	1.04	沪深300
150060.SZ	YH资源B	7.41%	1.45	59.62%	81.84%	-2.23%	1.04	内地资源

数据来源：Wind, 方正证券研究所

4. “日积月盈”分级 A 组合策略

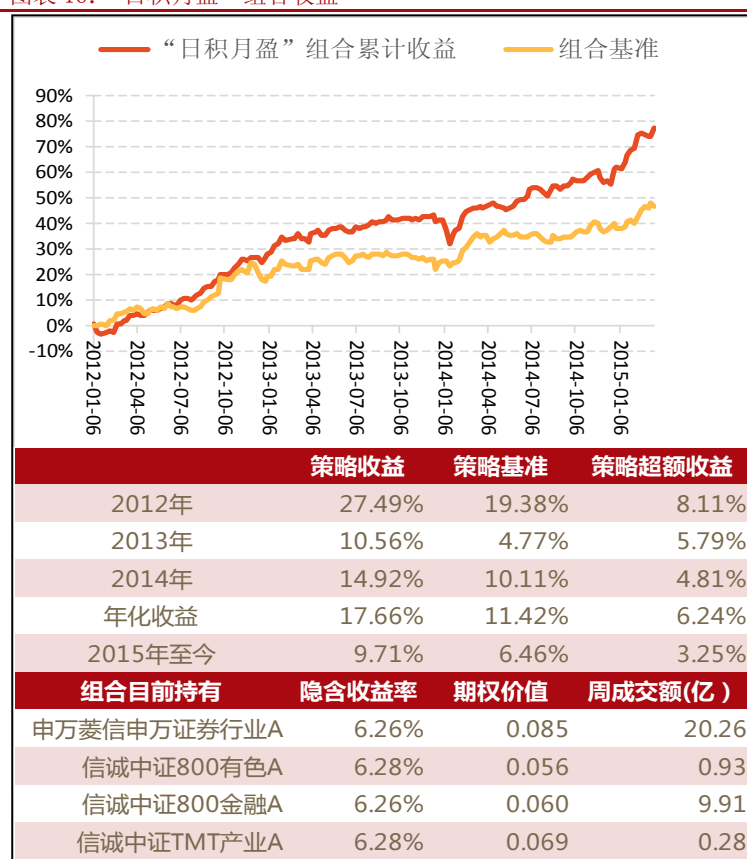
由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却有显著差异，同时市场又未能有效定价其二元期权价值，这给构建分级 A 类筛选策略提供了良好的条件。目前可比永续分级 A 超过 50 只，随着 A 类规模的不断扩大，预计 15 年还会有大量分级基金上市交易，构建 A 类的投资策略也显得非常有必要性。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面进行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

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。截止至 3 月 20 日，“日积月盈”组合目前持有证券 A，有色 800A，金融 A，TMT 中证 A。上周“日积月盈”组合收益率为 1.7%，同期基准收益为-0.84%。

图表 16：“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：	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