

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》

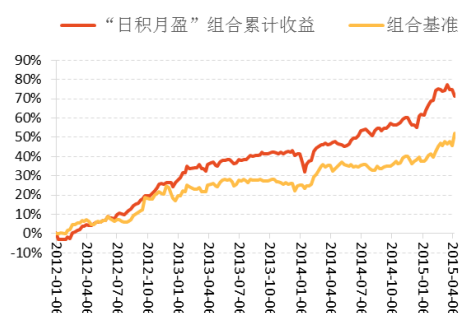
《市场分化造就 A 类配对转换投资机会凸显——分级基金跟踪报告》

《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？》

《年报扫描，分级工具渐受机构投资者关注》

“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：分级母基金 T+0+港股热捧红恒生指数分级

从 4 月 13 日起投资者将能够以 T+0 的方式交易港股代表性指数的指数基金，汇添富恒生指数分级也跻身市场上首批集分级、T+0、QDII、LOF 四大特性于一身的公募基金。分级母基金 T+0 将带来诸多的套利机会。

上周港股市场风起云涌，港股通在 4 月 8 号和 9 号连续两天额度用完，恒指周涨幅达到 7.9%。汇添富恒生指数分级基金本周以来规模增长了 7 倍，母基金溢价水平也在持续攀升。添富恒生由于 4 月 9 号申购的套利盘很可能在下周一形成新一轮的抛压，在此之后由于暂停申购的原因将维持与银华恒生 H 股相近的高溢价水平。

➤ 分级 A 投资策略：

自 3 月以来股牛债熊的现象目前仍然在持续中，利率上行压力进一步压制了分级 A 的价格，导致分级 A 全周下跌，目前分级 A 平均隐含收益率在 6.41% 的水平。未来如果利率水平继续上升，将会对分级 A 的价格产生持续的影响。上周母基金由折价转为溢价，目前整体溢价达 0.53%，分级市场交易情绪较热。分级 A 的投资者需要注意套利资金入场对于价格的进一步打压。

➤ 分级 B 投资策略：

本周分级 B 整体上涨 4.66%。我们在上周重点推荐短期可能触发上折的两只医药分级基金：医药 B 和医药 800B 的事件触发投资机会，本周医药 B 大涨 12.57%，医药 800B 大涨 9.84%，下周医药 B、医药 800B、房地产 B 触发上折概率都很高，但是只有医药 800B 仍然处于低估状态，其触发上折仍可能获得 5% 左右的超额收益，相对应的医药 800A 目前高估明显，投资者应注意规避。

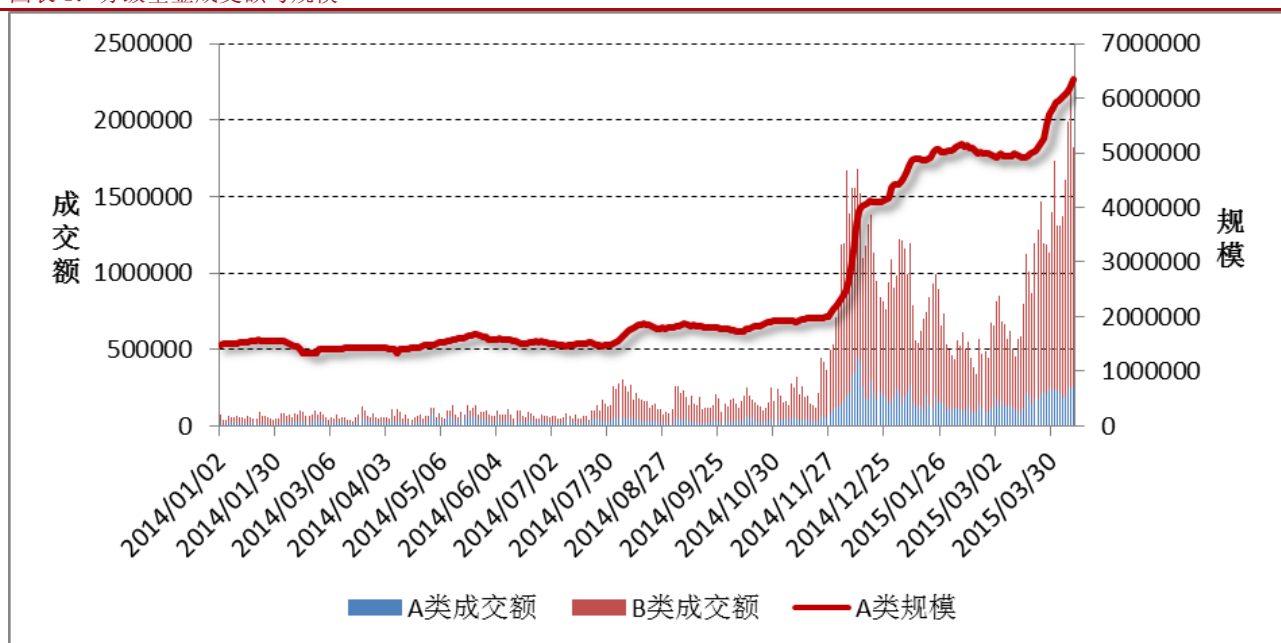
➤ “日积月盈”分级 A 组合策略：

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-2.04%，组合目前持有证券 A，有色 800A，金融 A，TMT 中证 A。

1. 本周观察：分级母基金 T+0+港股热捧红恒生指数分级

本周永续分级 A 平均跌幅为-0.5%，分级 B 平均上涨 4.66%。分级基金市场成交量依然维持较高水平，市场份额仍然持续增加，且增速不断加快，交易情绪非常活跃。

图表 1：分级基金成交额与规模

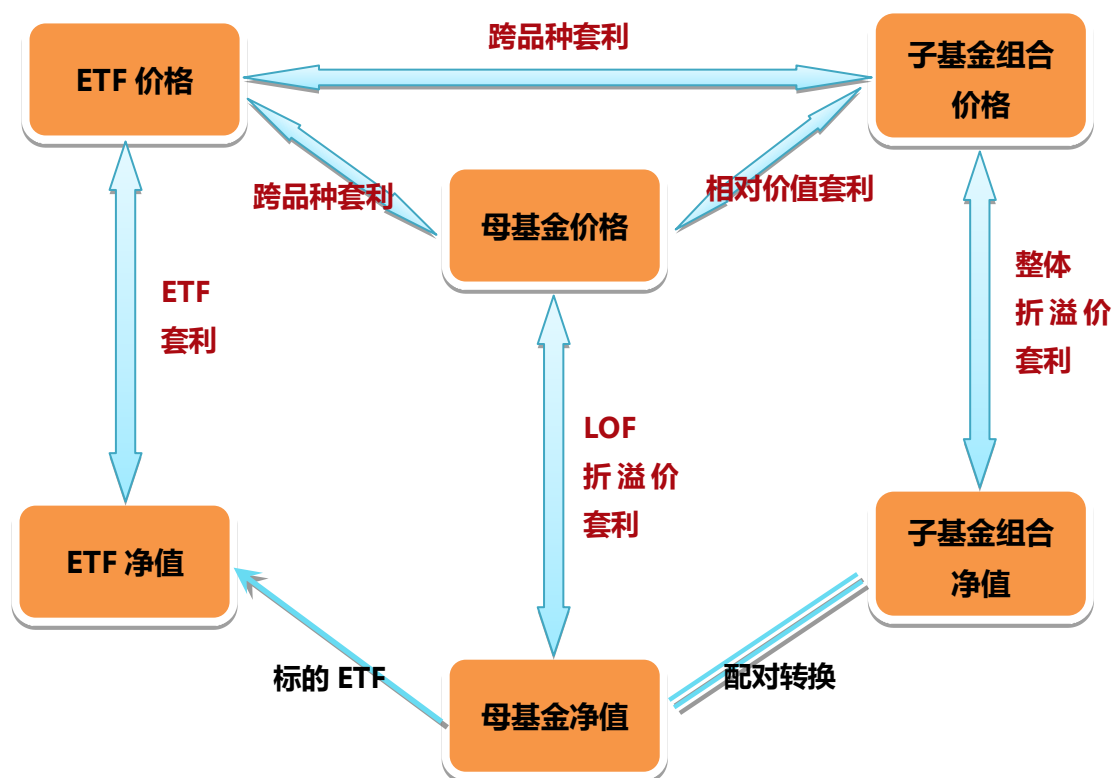


数据来源：Wind, 方正证券研究所

2015 年 4 月 8 日，汇添富基金发布《关于汇添富恒生指数分级证券投资基金修改基金合同的公告》，该基金添富恒生份额（场内简称：添富恒生，基金代码：164705）申请在深交所上市并实行当日回转交易，相应修改《基金合同》。从 4 月 13 日起投资者将能够以 T+0 的方式交易港股代表性指数的指数基金，汇添富恒生指数分级也跻身市场上首批集分级、T+0、QDII、LOF 四大特性于一身的公募基金之列。分级母基金 T+0 将带来诸多的套利机会。

在套利过程中，投资者将面临套利开始至套利完成期间相关折溢价率变化以及标的指数波动带来的风险。因此我们需要在规则允许的范围内快速完成套利，并对风险的程度以及持续的期间进行准确的评估。此外，海外市场存在恒生指数期货合约，有条件的投资者可通过恒指期货对冲套利过程中标的指数波动的风险。

图表 2：恒生指数分级 T+0 母基金多层次套利总览

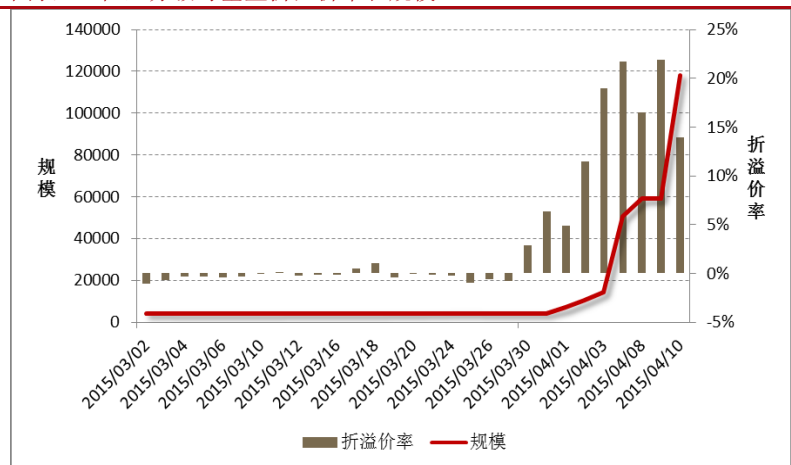


数据来源：方正证券研究所

上周港股市场风起云涌，港股通在 4 月 8 号和 9 号连续两天额度用完，恒指周涨幅达到 7.9%。汇添富恒生指数分级基金在 4 月以来规模暴涨，仅本周规模就增长了 7 倍，母基金溢价水平也在持续攀升，可见自上周起，市场已经形成对港股上涨的预期。香港复活节假日自 4 月 3 号一直持续到 4 月 7 号，添富恒生在 4 月 8 日溢价水平下降是因为套利盘的打压，由于添富恒生在 4 月 10 日起才暂停申购，因此前期申购母基金的套利盘在 4 月 10 日对该基金溢价率又形成了新的压力，目前溢价水平为 13% 左右。

受到 QDII 额度限制的原因，目前添富恒生和银华恒生 H 股均暂停申购。不同的是，复活节后银华恒生 H 股的申购全部被拒绝，而添富恒生的申购持续到 4 月 10 日之前，因此银华恒生 H 股已不再会有新的套利盘，预期下周仍将维持在较高的溢价水平，但添富恒生由于 4 月 9 号的申购。套利盘很可能会在下周一形成新一轮的抛压，但在此之后可能会维持与银华恒生 H 股相近的高溢价水平，建议恒生 B 的投资者予以关注。

图表 3：恒生分级母基金折溢价率和规模



数据来源：Wind, 方正证券研究所

于近期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 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	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

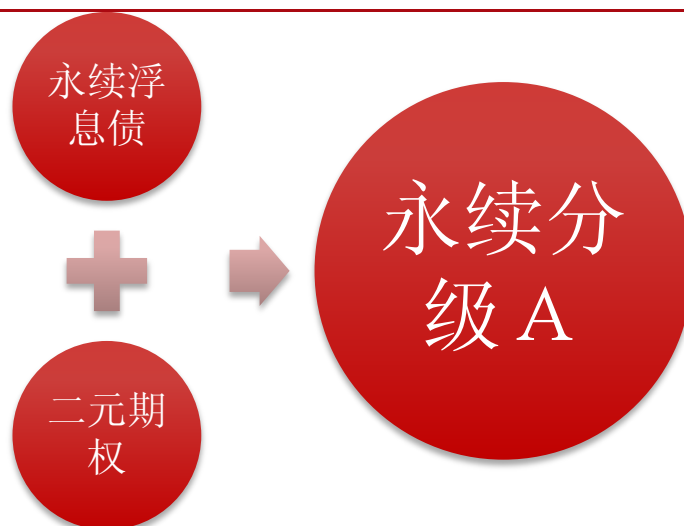
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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 5：分级基金产品结构

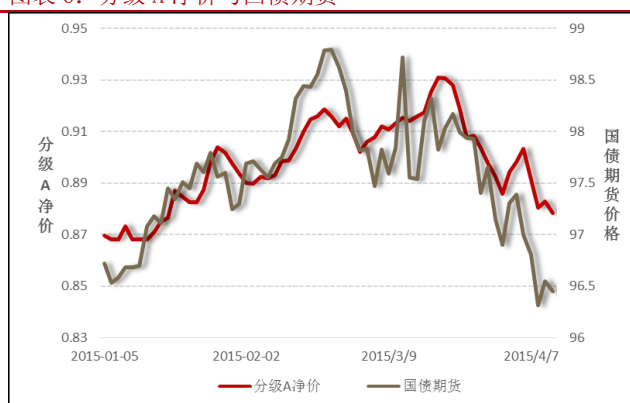


数据来源：方正证券研究所

2.1 利率上行压制分级 A 价格

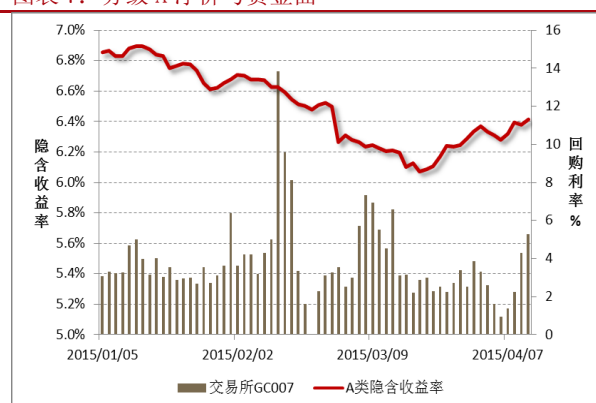
自 3 月以来股牛债熊的现象目前仍然在持续中，上周国债期货继续下跌，利率上行压力进一步压制了分级 A 的价格，导致分级 A 全周下跌，目前分级 A 平均隐含收益率在 6.41% 的水平。未来如果利率水平继续上升，将会对分级 A 的价格产生持续的影响。

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

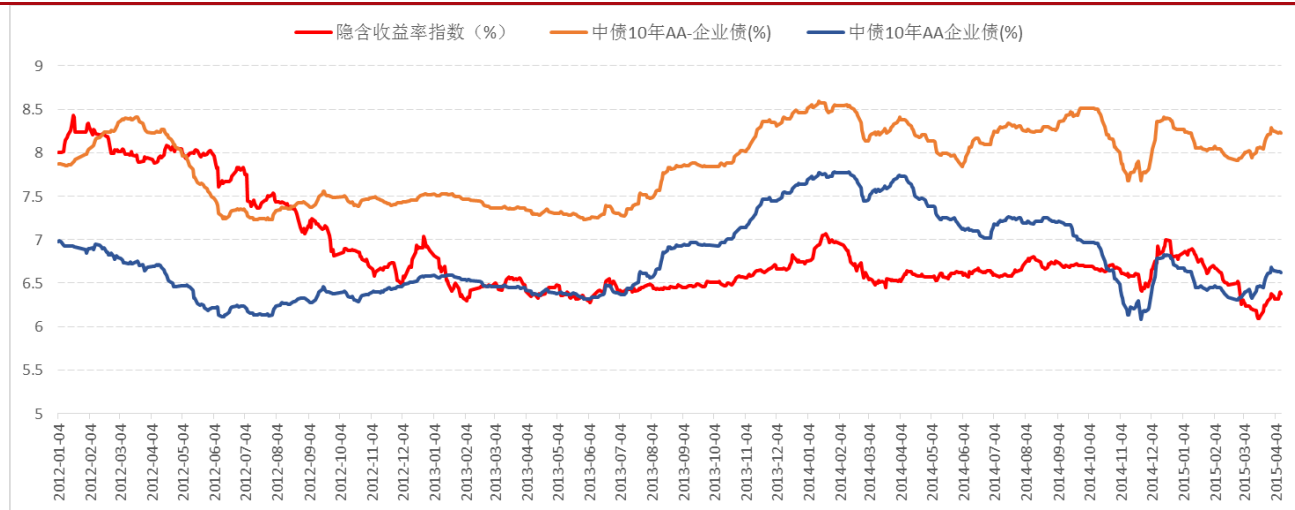
图表 7：分级 A 净价与资金面



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



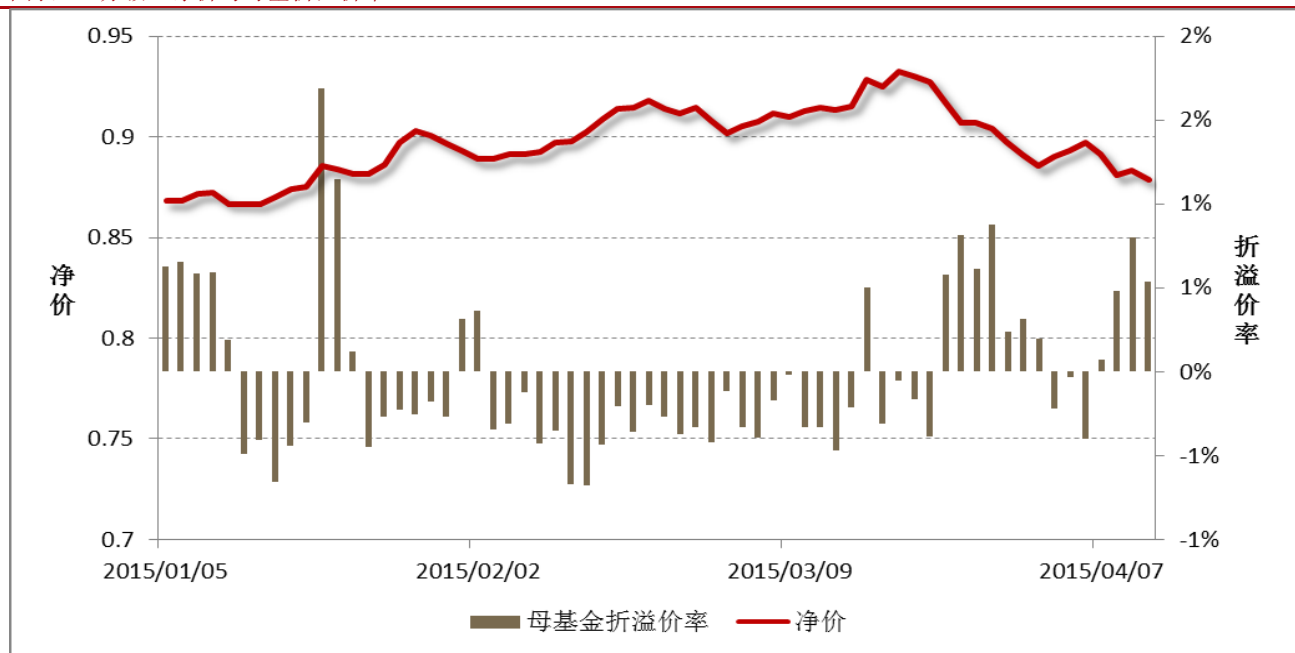
数据来源：方正证券研究所

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。

上周母基金由折价转为溢价。目前整体溢价达 0.53%，分级市场交易情绪较热。分级 A 的投资者需要注意套利资金入场对于价格的进一步打压。

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

图表 10：母基金折价率（A+B 份额大于 2 亿）

母基金代码	母基金简称	折溢价率	A日均成交金额（万）	B日均成交金额（万）	规模（亿）	周规模变化
母基金折价前十名						
160620	中证资源	-1.10%	8398	25410	9.93	-6.06%
165809	东吴转债	-1.10%	5238	3268	4.55	-1.95%
165312	建信50	-1.09%	1791	3485	2.04	-3.22%
160630	鹏华国防	-1.09%	4784	4155	2.38	-20.53%
161024	富国军工	-1.08%	21302	57548	31.44	-4.85%
161816	银华90	-0.96%	926	3666	2.48	-2.85%
161022	富国创业	-0.92%	33359	28169	10.90	-8.71%
160626	鹏华信息	-0.84%	8710	10369	2.99	-25.94%
161812	银华100	-0.64%	32374	55344	39.64	-4.40%
165522	信诚TMT	-0.57%	35559	19051	7.93	95.67%
母基金折价后十名						
164705	添富恒生	13.93%	88342	70415	11.82	718.61%
164304	新华环保	3.37%	34505	21244	8.32	63.14%
165521	信诚金融	2.32%	59195	154825	50.92	6.82%
160625	鹏华证保	2.23%	98406	114266	41.01	22.06%
160218	国泰地产	1.42%	16622	57930	8.98	2.75%
160629	鹏华传媒	1.38%	11815	14284	6.98	6.35%
163113	申万证券	0.44%	171974	561541	187.17	2.67%
165515	信诚300	0.17%	3544	5377	2.20	-10.83%
165519	信诚医药	0.14%	1201	7034	2.36	-0.45%
165520	信诚有色	-0.04%	4427	18812	6.46	-4.50%

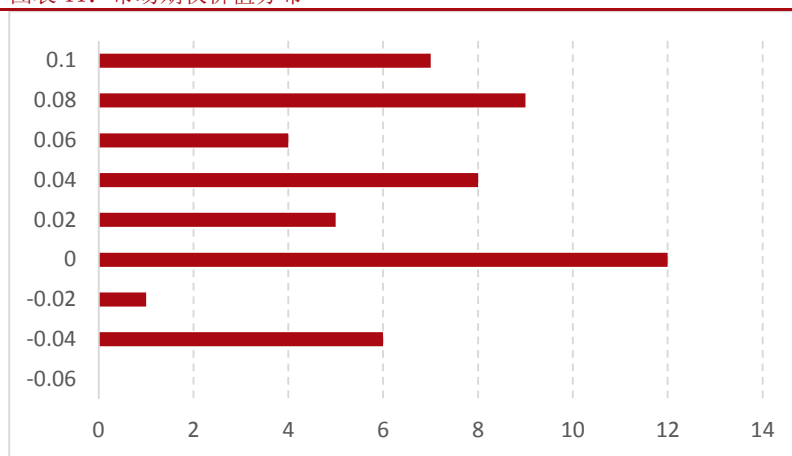
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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 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）

A代码	A简称	周涨跌幅	低折母基金 需跌	A折溢价率	母基金 折溢价率	日均成交 金额（万）	周规模 变化	规模（亿）	隐含 收益率	高估比率
150169	恒生A	-2.54%	43.53%	-16.85%	13.93%	22085	718.61%	11.82	6.63%	-3.29%
150213	国投创A	-1.93%	39.30%	-9.06%	-0.29%	2860	17.79%	3.03	6.60%	-2.84%
150190	NCF环保A	-3.53%	37.07%	-1.50%	3.37%	8626	63.14%	8.32	6.60%	-2.83%
150157	金融A	-2.65%	50.12%	-13.35%	2.32%	14799	6.82%	50.92	6.60%	-2.75%
150117	房地产A	-3.84%	67.21%	-1.43%	1.42%	4156	2.75%	8.98	6.60%	-2.75%
150171	证券A	-2.44%	49.28%	-16.26%	0.44%	42993	2.67%	187.17	6.57%	-2.44%
150177	证保A	-1.98%	44.11%	-16.25%	2.23%	24601	22.06%	41.01	6.57%	-2.41%
150200	券商A	-1.93%	50.96%	-15.72%	-0.31%	23850	20.38%	53.77	6.56%	-2.13%
150173	TMT中证A	-1.98%	40.45%	-16.05%	-0.57%	8890	95.67%	7.93	6.56%	-2.18%
150123	建信50A	-1.80%	55.45%	7.27%	-1.09%	448	-3.22%	2.04	6.52%	-1.58%
150192	地产A	-1.51%	47.26%	-15.45%	-0.34%	7701	1.59%	8.95	6.51%	-1.48%
150203	传媒A	-1.85%	38.03%	-15.35%	1.38%	2954	6.35%	6.98	6.50%	-1.37%
150150	有色800A	-1.10%	52.54%	-11.97%	-0.04%	1107	-4.50%	6.46	6.49%	-1.21%
150198	食品A	-4.22%	53.17%	0.43%	-0.37%	415	0.04%	6.45	6.47%	-0.90%
150194	互联网A	-1.16%	45.66%	-14.86%	-0.52%	5067	-0.86%	10.97	6.46%	-0.78%
150167	银华300A	-0.63%	46.13%	-6.99%	-0.89%	488	-0.23%	1.45	6.46%	-0.71%
150164	可转债A	-0.34%	16.30%	-14.07%	-1.10%	1309	-1.95%	4.55	6.42%	-0.09%
150186	SW军工A	-1.53%	42.99%	-13.61%	-0.35%	2009	0.27%	5.91	6.41%	0.04%
150184	环保A	-1.08%	47.82%	-12.92%	-0.44%	3677	-1.47%	19.71	6.37%	0.70%
150100	资源A	1.25%	57.77%	-12.11%	-1.10%	2100	-6.06%	9.93	6.27%	2.20%
150130	医药A	-4.35%	57.51%	3.77%	-0.09%	5088	-5.02%	26.94	6.26%	2.39%
150143	转债A级	0.22%	5.50%	-11.93%	-0.45%	12818	0.40%	22.83	6.26%	2.44%
150051	沪深300A	0.67%	56.69%	-11.39%	0.17%	886	-10.83%	2.20	6.22%	3.00%
150179	信息A	1.24%	52.02%	-10.91%	-0.84%	2177	-25.94%	2.99	6.18%	3.72%
150209	国企改革A	-0.44%	50.27%	-10.51%	-0.47%	7050	-6.77%	26.54	6.16%	4.02%
150152	创业板A	-1.01%	42.42%	-2.49%	-0.92%	8340	-8.71%	10.90	6.15%	4.18%
150181	军工A	-2.56%	52.76%	-10.12%	-1.08%	5325	-4.85%	31.44	6.13%	4.48%
150205	国防A	-6.06%	50.62%	-8.91%	-1.09%	1196	-20.53%	2.38	6.05%	5.83%
150148	医药800A	-2.90%	56.57%	-1.28%	0.14%	300	-0.45%	2.36	5.78%	10.80%
150018	银华稳进	4.40%	46.03%	-4.14%	-0.64%	8094	-4.40%	39.64	5.74%	11.49%
150030	中证90A	-0.09%	63.15%	12.98%	-0.96%	231	-2.85%	2.48	5.30%	20.60%
150028	中证500A	1.20%	62.89%	8.71%	-0.38%	951	-6.14%	2.15	5.24%	22.14%

数据来源：Wind, 方正证券研究所

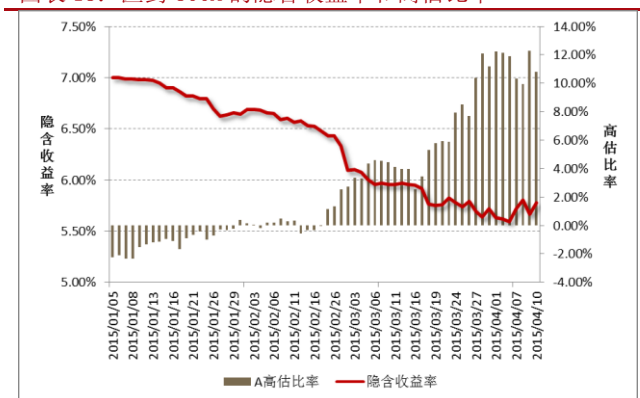
3. 分级 B 投资策略

上周市场和上证综指和沪深 300 呈现震荡上行的行情，中小板和创业板则在高位震荡，行业板块方面，非银金融、房地产和银行涨幅居前，分级 B 整体上涨 4.66%。

我们在上周重点推荐短期可能会触发上折的两只医药分级：医药 800B 和医药 B 的事件投资机会，本周医药 B 全周上涨 12.57%，医药 800B 全周上涨 9.84%，目前这两支基金净值的已经非常接近触发上折的阈值，因此本周我们继续推荐目前仍然处于低估状态的医药 800B，其触发上折有仍可能带来 5%左右的超额收益，相对应的医药 800A 目前高估明显，投资者应注意规避。

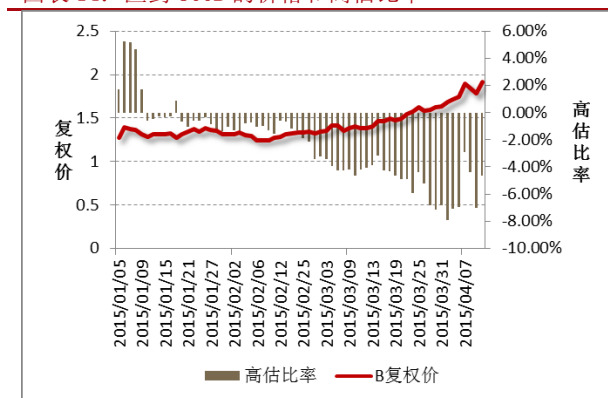
事实上，并非所有触发上折的分级 B 都能取得超额收益。下周房地产 B 也有机会触发上折，但是目前房地产 B 已经高估 3%左右，相类似的情况，医药 B 上周大涨之后已经基本不被低估。此时参与房地产 B 和医药 B 的上折均不能获得超额收益。

图表 13：医药 800A 的隐含收益率和高估比率



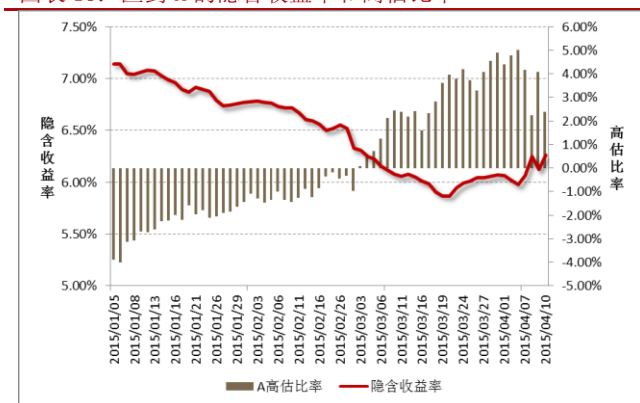
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 14：医药 800B 的价格和高估比率



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 15：医药 A 的隐含收益率和高估比率



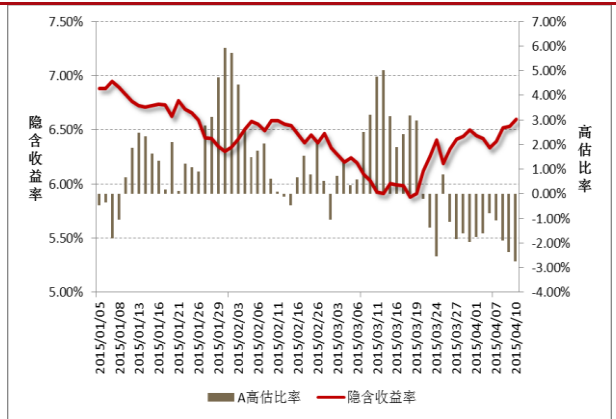
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 16：医药 B 的价格和高估比率



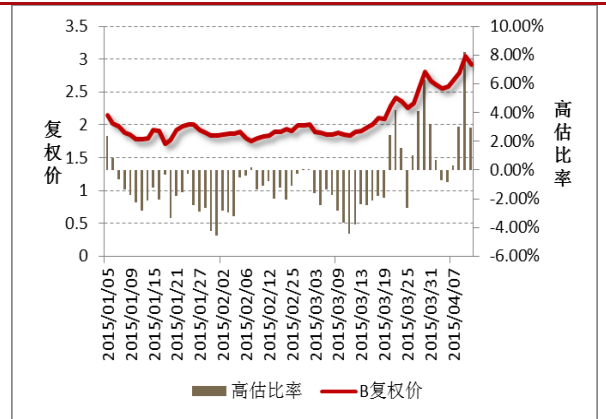
数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 17: 房地产 A 的隐含收益率和高估比率



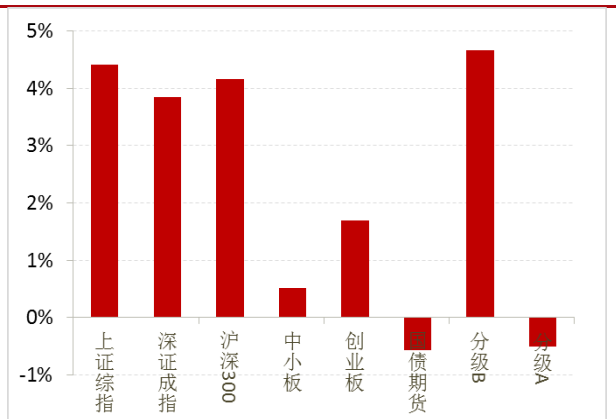
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 18: 房地产 B 的价格和高估比率



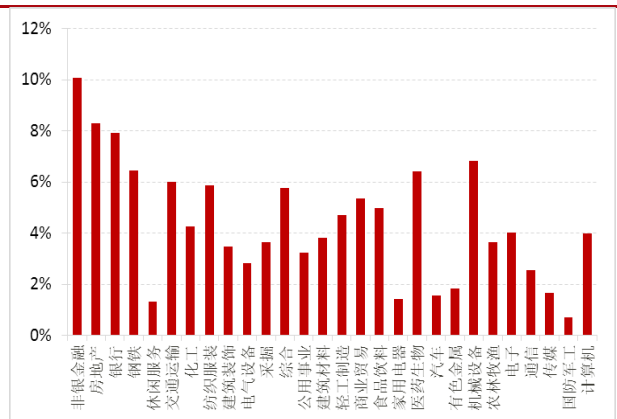
数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 19: 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 20: 上周行业表现



数据来源: Wind, 方正证券研究所

图表 21：股票型分级 B 关键指标（份额大于 1 亿）

B代码	B简称	周涨跌幅	价格杠杆	低折母基金 需跌	高折母基金 需涨	母基金 折溢价率	B溢价率	融资成本	高估比率
150144	转债B级	-8.31%	3.37	5.50%	67.79%	-0.45%	43.81%	7.85%	-6.65%
150165	可转债B	-7.43%	2.60	16.30%	38.48%	-1.10%	29.73%	8.17%	-2.65%
150191	NCF环保B	9.07%	1.86	37.07%	50.91%	3.37%	8.31%	9.71%	9.83%
150153	创业板B	3.79%	1.85	42.42%	37.87%	-0.92%	0.43%	8.67%	-4.79%
150214	国投创B	2.41%	1.80	39.30%	93.61%	-0.29%	7.90%	9.27%	1.84%
150019	银华锐进	0.00%	1.73	46.03%	70.65%	-0.64%	2.03%	8.46%	-7.83%
150168	银华300B	5.33%	1.70	46.13%	27.66%	-0.89%	3.75%	9.18%	-1.02%
150204	传媒B	3.89%	1.68	38.03%	48.37%	1.38%	17.86%	9.70%	3.42%
150174	TMT中证B	1.63%	1.68	40.45%	42.59%	-0.57%	13.53%	9.45%	0.54%
150187	SW军工B	-1.95%	1.67	42.99%	32.28%	-0.35%	10.93%	9.09%	-0.61%
150124	建信50B	4.23%	1.65	55.45%	40.34%	-1.09%	-5.75%	9.31%	-0.78%
150199	食品B	10.34%	1.62	53.17%	10.82%	-0.37%	-0.85%	9.50%	-0.04%
150195	互联网B	6.12%	1.60	45.66%	30.10%	-0.52%	10.51%	9.60%	-0.36%
150206	国防B	-0.74%	1.59	50.62%	16.55%	-1.09%	4.06%	9.02%	-4.67%
150185	环保B	2.48%	1.59	47.82%	20.24%	-0.44%	8.65%	9.22%	-1.09%
150210	国企改B	3.70%	1.57	50.27%	17.65%	-0.47%	6.20%	9.33%	-2.82%
150193	地产B	12.01%	1.56	47.26%	26.26%	-0.34%	10.71%	9.81%	0.31%
150131	医药B	12.57%	1.55	57.51%	0.55%	-0.09%	-2.09%	9.58%	-1.40%
150178	证保B	14.87%	1.54	44.11%	33.81%	2.23%	17.19%	10.42%	5.12%
150182	军工B	-0.80%	1.54	52.76%	11.77%	-1.08%	4.44%	9.30%	-3.77%
150180	信息B	1.73%	1.54	52.02%	14.42%	-0.84%	5.45%	9.46%	-3.09%
150031	中证90B	7.38%	1.52	63.15%	16.35%	-0.96%	-6.82%	8.62%	-9.23%
150149	医药800B	9.84%	1.52	56.57%	2.67%	0.14%	0.89%	9.25%	-4.67%
150151	有色800B	3.44%	1.51	52.54%	12.19%	-0.04%	7.31%	9.98%	0.56%
150172	证券B	14.10%	1.51	49.28%	21.31%	0.44%	11.87%	10.26%	1.99%
150201	券商B	6.87%	1.50	50.96%	15.47%	-0.31%	9.72%	9.95%	0.63%
150158	金融B	17.41%	1.48	50.12%	17.92%	2.32%	12.79%	10.68%	5.13%
150101	资源B	1.82%	1.45	57.77%	33.42%	-1.10%	4.54%	9.89%	-2.46%
150052	沪深300B	6.73%	1.44	56.69%	2.46%	0.17%	6.34%	10.11%	-1.04%
150029	中证500B	4.05%	1.42	62.89%	33.96%	-0.38%	-3.75%	9.22%	-7.52%
150118	房地产B	13.54%	1.32	67.21%	3.47%	1.42%	2.44%	11.83%	2.94%
150170	恒生B	-3.28%	1.31	43.53%	33.93%	13.93%	39.43%	16.44%	24.92%

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

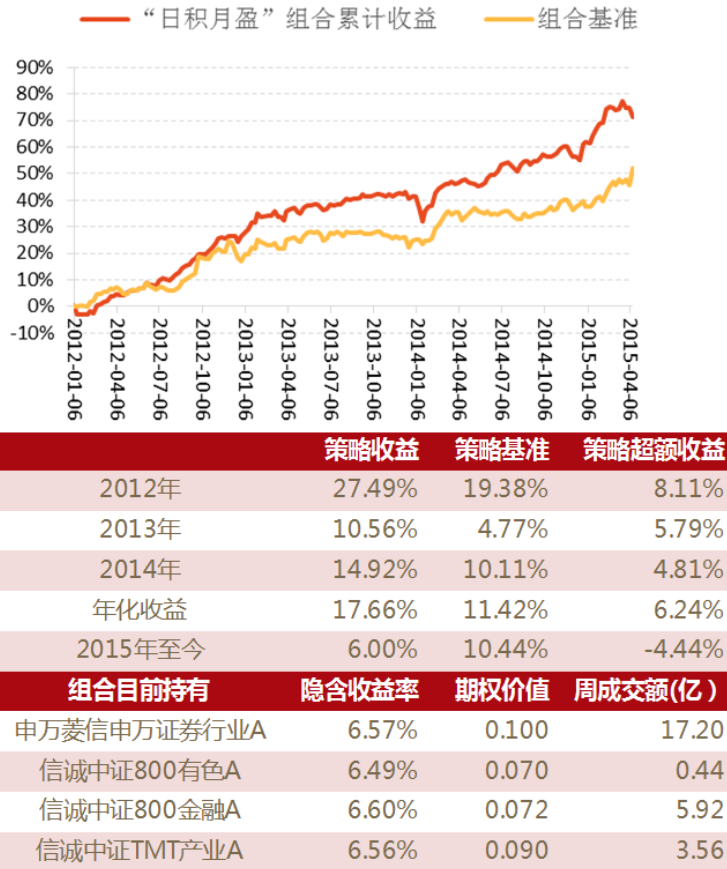
只，随着 A 类规模的不断扩大，预计 15 年还会有大量分级基金上市交易，构建 A 类的投资策略也显得非常有必要性。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面进行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

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-2.04%，组合目前持有证券 A，有色 800A，金融 A，TMT 中证 A。

分级 A 本周整体下跌明显，但基准指数银华稳进本周涨幅较大，主要原因是该基金规模目前减小的影响，配对转换需求十分旺盛，对银华稳进的 A 的价格起到了一定的支撑作用。

图表 22：“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