

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
2015.03.28

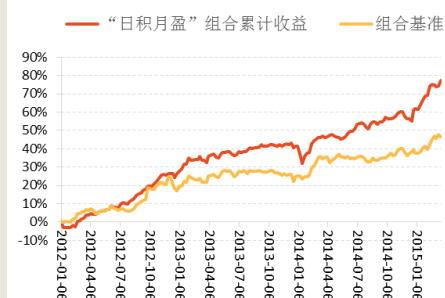
金融工程高级分析师：楼华锋
执业证书编号：S1220514080011
TEL：021-50432679
E-mail：louhuafeng@foundersc.com

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》

“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：上折分级 B 超额收益来自何处？

上周富国创业触发上折，创业板 A 周跌幅达 11%，创业板 B 周涨幅约为 26%，大幅跑赢标的创业板指 4.9% 的涨幅。

分级 B 触发上折的超额并非来自于所谓“上折期权”。分级 B 上折收益的主要来源是分级 A 价格下跌导致的跷跷板效应。上折增加了分级 A 的供给，减少了分级 B 的规模进而降低配对转换退出的需求，导致供大于需的关系被打破，使得原先大幅高估的分级 A 价格暴跌撬动分级 B 的价格上涨。

➤ 分级 A 投资策略：

上周债券走熊，国债期货下跌 0.78%。另外受上折供给增加的冲击，分级 A 净价下跌 3.24%，平均隐含收益率上行约 18 个 BP 至 6.3%，逐步接近 10 年 AA 级企业债。未来分级 A 的价格走势取决于目前母基金溢价状态是否会延续，利率是否能止住上行趋势，配对转换退出因素是否会减弱，我们认为短期再大跌的可能性不大。

➤ 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。计算机板块继续延续前两周强势表现，此外房地产、基建、休闲服务、机械设备等板块都有不俗表现。受标的上涨，A 端下跌，多只触发上折等多重利好，分级 B 整体上涨 11.7%。上周证监会近日发布实施《公开募集证券投资基金参与沪港通交易指引》。在恒生 AH 溢价指数达到 135 阶段新高情况下，港股的相对投资价值明显提升，建议重点关注价格杠杆较高的恒生 B（150170）。

➤ “日积月盈”分级 A 组合策略：

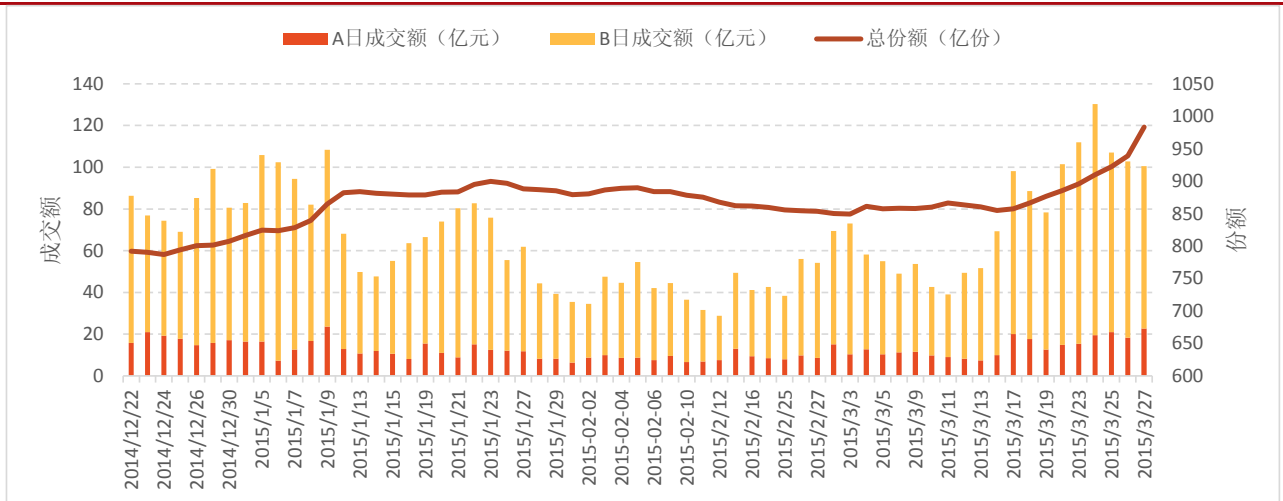
一方面享受分级 A 本身的利息累积，另一方面挖掘市场错误定价带来的红利不断“日积月盈”。本策略上周组合收益率为-1.15%，同期基准收益为 0.86%。组合目前持有证券 A，有色 800A，金融 A，TMT 中证 A。

1. 本周思考：上折分级 B 超额收益来自何处？

本周永续分级 A 净价平均下跌 3.18%，分级 B 平均上涨 11.65%。分级基金市场成交量维持高位，上折和溢价套利使得市场份额扩大，整体交易情绪活跃。

多家分级基金上周触发上折，鹏华证保、富国创业板、鹏华传媒、中证 TMT 分别触发上折。

图表 1：分级基金成交额与规模



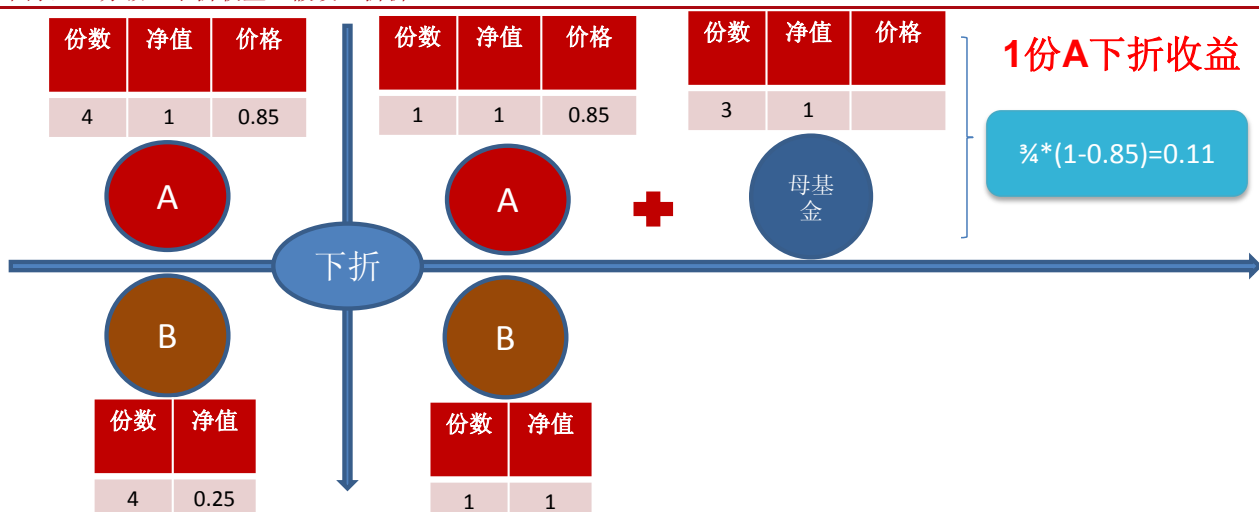
数据来源：方正证券研究所

上周周报我们提及“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。”

周一创业板大涨 3.61%，富国创业当日即触发上折。分级 A 和分级 B 走势符合我们的预期，创业板 A 于周一下跌 3.63%，创业板 B 涨停。全周创业板 A 下跌 11%，创业板 B 上涨 26%。为何上折会造成 A 跌 B 涨的现象？

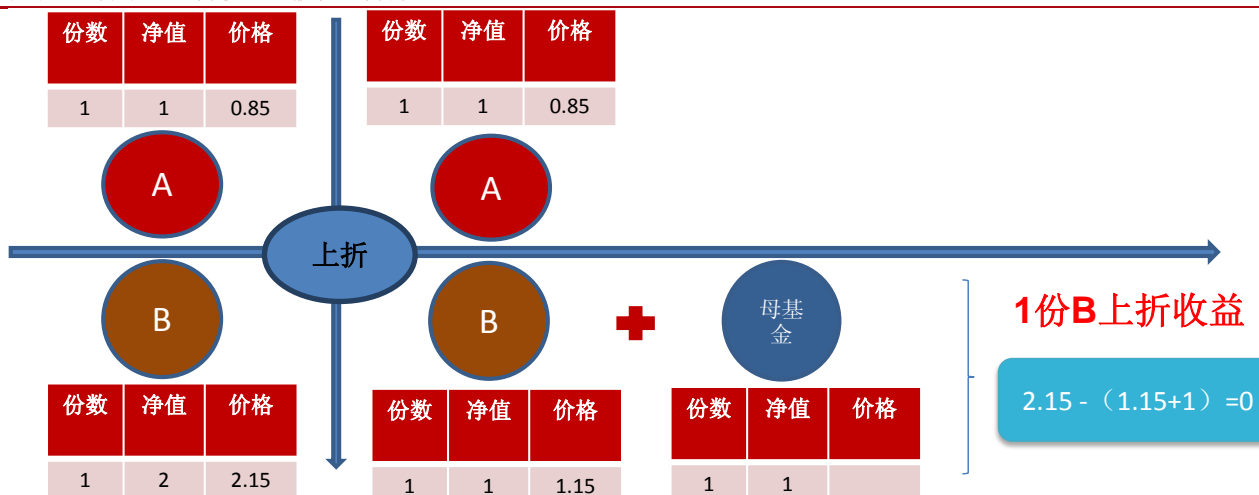
首先，市场有一部分观点认为分级 B 触发上折的收益来自分级 B 的隐含期权，这是一个伪命题。在专题报告中《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》，我们已经论证分级 A 触发下折的主要收益来源于份额缩减部分，因折溢价带来的隐含期权。在上折的过程中，分级 B 的净值归 1，多余部分按净值兑换成母基金，这个过程中没有额外收入，故不存在所谓的期权价值，详见下图。

图表 2：分级 A 下折收益（假设 A 折价 15%）



数据来源：方正证券研究所

图表 3：分级 B 上折收益（假设 A 折价 15%）



数据来源：方正证券研究所

我们认为，本次分级 B 上折收益的主要来源是分级 A 价格的下折导致的跷跷板效应。以富国创业为例，年初受套利资金影响，创业板 B 规模骤增，份额在三天内从 12 亿猛增至近 30 亿。市场无法消化如此大规模的分级 B，B 端投资者选择执行配对转换退出。通过买入分级 A，合并赎回的方式，一方面赚取母基金折价的利润，另一方面缓慢减少创业板 B 的份额。

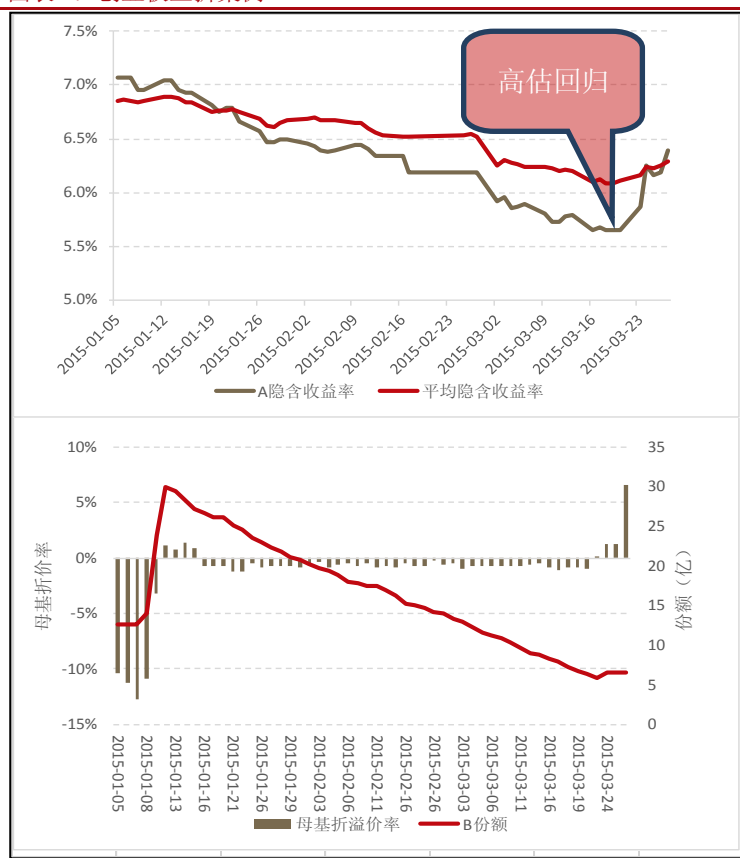
由于分级 A 主要为机构投资者，卖盘意愿较弱；反观买盘主要为执行配对转换退出的分级 B 投资者，刚需买入 A 导致对分级 A 需求旺盛，供需失衡推动分级 A 价格持续上涨。到 3 月 20 日，隐含收益率已经达到 5.6%，低于分级 A 平均隐含收益率约 45 个 BP，价格被严重高估。

本周分级 A 价格暴跌的根源是上述供大于需的关系被打破，分级 A 的隐含收益率逐渐回归甚至超过市场平均水平。假设母基金净值为 1.5 时发生上折（实际为 1.5110）1 份分级 B 投资者将获得 1

份母基金，如果选择全部拆分卖出，最多可以增加 50% 的分级 A 供给；如果选择直接赎回，将缩小分级 B 一半的规模，进而大大减少配对转换退出对于分级 A 的需求。此外，目前富国创业的规模已经低于年前水平，创业板 B 也接近供需平衡，母基金由折价变成溢价，市场短期内无配对转换退出的需求。

由此可见分级 B 上折有没有额外收益的关键取决于（1）分级 A 隐含收益率是否显著低于市场平均水平，显著高估（2）分级 A 的供大于需的关系是否被打破。如果同时满足以上两点，分级 B 上折就可以带来超额收益。即使 3 月 26 日创业板指数大跌，创业板 B 依旧被 A 端撬动，涨停收盘，牛气冲天。

图表 4：创业板上折案例



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 2 支，分别为易方达上证 50 分级和西部利得中证 500。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。当前上证 50 指数已有对应的 ETF 以及 ETF 期权产品，再加上未来即将推出的 50 指数期货，届时成份股组合、50 分级基金、50ETF、50ETF 期权五大品种齐聚一堂，多种投资工具将带来海量套利机会。

图表 5：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
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
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

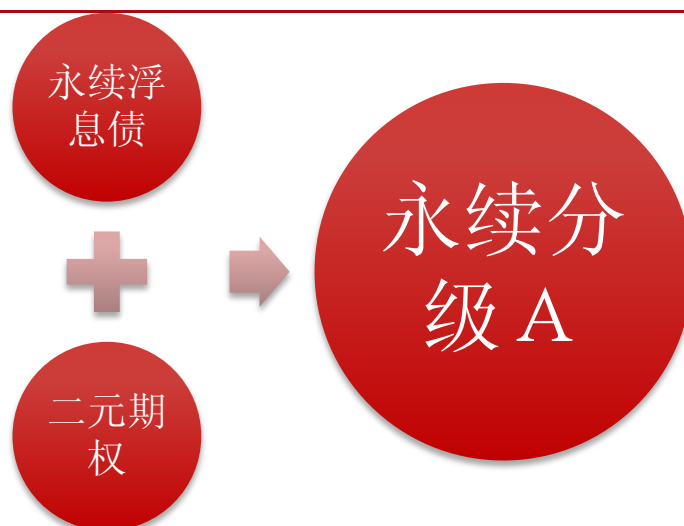
数据来源：方正证券研究所

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 6：分级基金产品结构



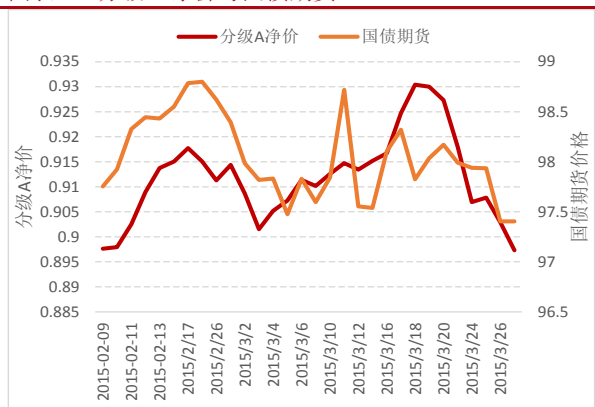
数据来源：方正证券研究所

2.1 供给增加，分级 A 大跌

上周债券走熊，国债期货下跌 0.78%。另外上折供给增加的冲击，分级 A 净价下跌 3.24%，平均隐含收益率上行约 18 个 BP 至 6.3%，逐步接近 10 年 AA 级企业债。

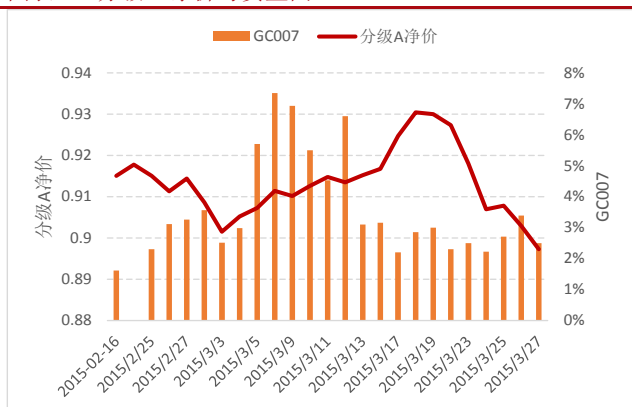
未来分级 A 的价格走势取决于目前母基金溢价状态是否会延续，利率是否能止住上行趋势，配对转换退出因素是否会减弱，我们认为短期继续大跌概率不高。

图表 7：分级 A 净价与国债期货



数据来源：Wind, 方正证券研究所

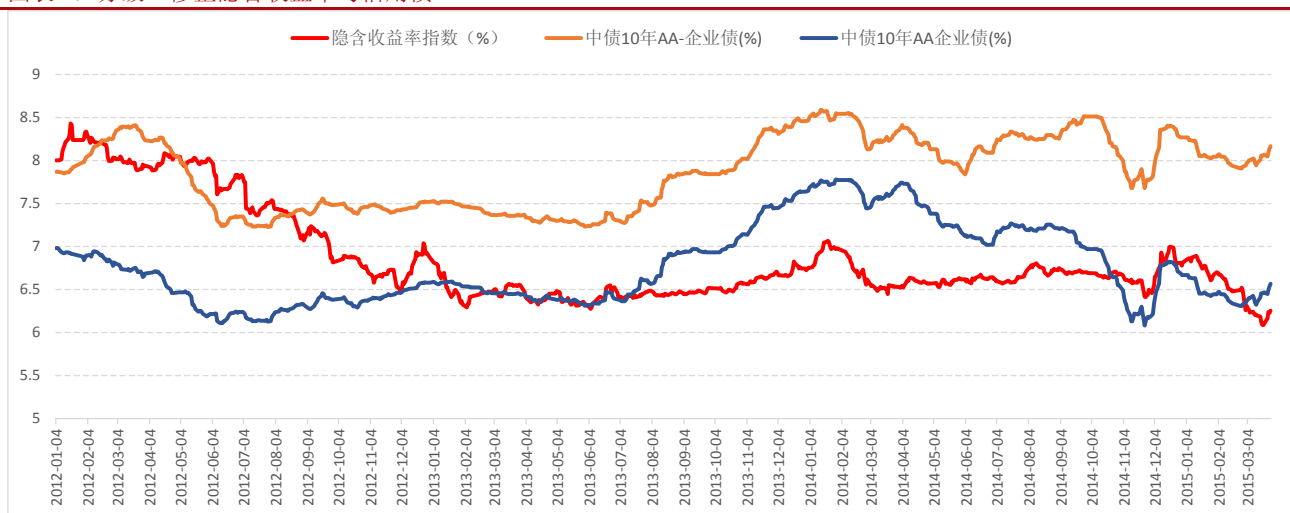
图表 8：分级 A 净价与资金面



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 9：分级 A 修正隐含收益率与信用债



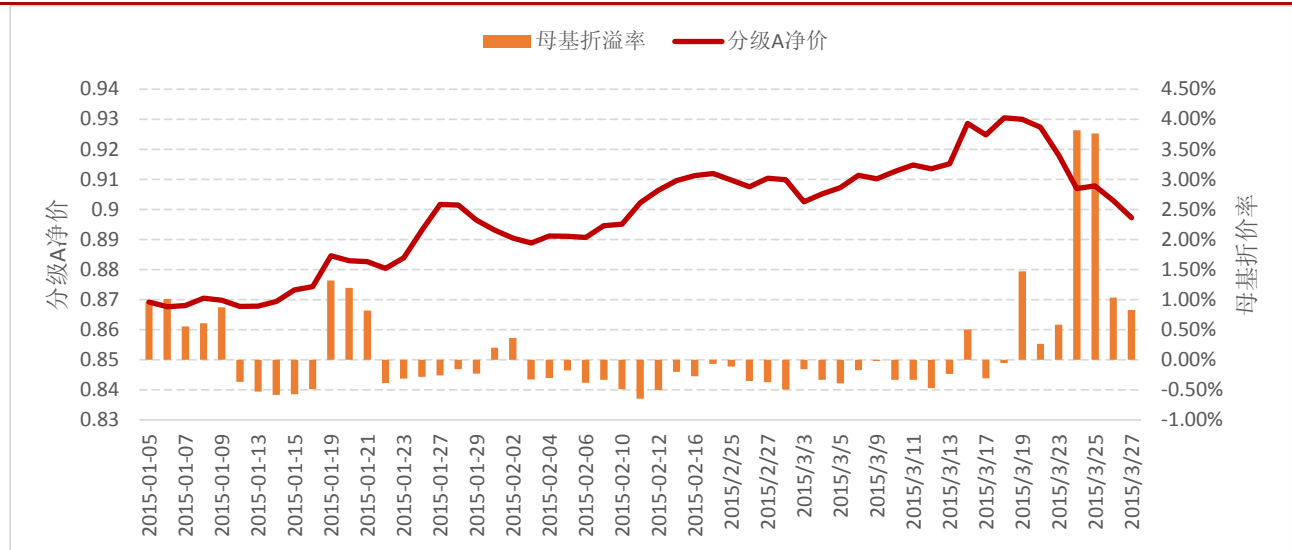
数据来源：方正证券研究所

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。

自上周起，母基金由折价转为溢价，本周溢价交易情况延续。目前整体溢价达 0.83%，市场交易情绪较热。分级 A 的投资者需要注意套利资金对于价格的打压。

图表 10：分级 A 净价与母基折溢价率



数据来源：方正证券研究所

上周个别分级基金出现了不少套利机会，规模变化明显。受溢价套利影响，多支分级基金上周规模扩大明显，下周若出现套利资金对分级 A 的错杀，是良好的买入时点。此外配对转换退出也会推动分级 A 的价格走高。

图表 11：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								
165522.OF	信诚TMT	0.974	0.96	1.61%	0.37	2.38	2.09	25.02%
161024.OF	富国军工	1.302	1.28	1.27%	4.83	36.36	75.48	-6.77%
161507.OF	银河增强	1.241	1.24	1.02%	0.66	1.50	1.97	-31.09%
163114.OF	申万环保	1.114	1.10	1.01%	6.25	19.82	40.64	42.57%
161816.OF	银华90	1.569	1.55	1.01%	0.22	1.69	5.24	-4.51%
160219.OF	国泰医药	1.300	1.30	0.96%	5.58	22.48	64.58	-11.89%
161819.OF	银华资源	1.410	1.40	0.95%	0.12	0.95	1.99	-8.91%
164304.OF	新华环保	1.379	1.36	0.94%	0.38	4.15	9.56	-4.13%
160626.OF	鹏华信息	1.194	1.18	0.93%	2.40	8.10	10.12	98.54%
160222.OF	国泰食品	1.267	1.25	0.84%	0.82	4.15	12.96	-3.23%
母基金折价率后十								
160620.OF	中证资源	1.414	1.42	-0.57%	0.88	12.88	20.16	2.09%
165809.OF	东吴转债	1.005	1.01	-0.72%	1.47	2.23	6.62	3.41%
163113.OF	申万证券	1.068	1.08	-0.94%	36.44	175.07	333.06	18.28%
161022.OF	富国创业	0.983	1.01	-1.25%	3.37	12.78	17.49	39.57%
161718.OF	300高贝	0.994	1.02	-1.54%	0.09	0.49	1.12	41.89%
160628.OF	鹏华地产	1.077	1.09	-1.69%	1.59	4.97	6.79	126.38%
160218.OF	国泰地产	1.680	1.79	-2.69%	2.41	14.95	14.14	22.78%
161826.OF	银华转债	0.891	0.92	-2.98%	6.61	6.82	25.37	29.79%
161025.OF	富国互联	1.054	1.11	-3.67%	3.46	7.16	12.95	176.68%
160629.OF	鹏华传媒	0.962	1.00	-3.85%	1.02	3.72	6.42	90.14%

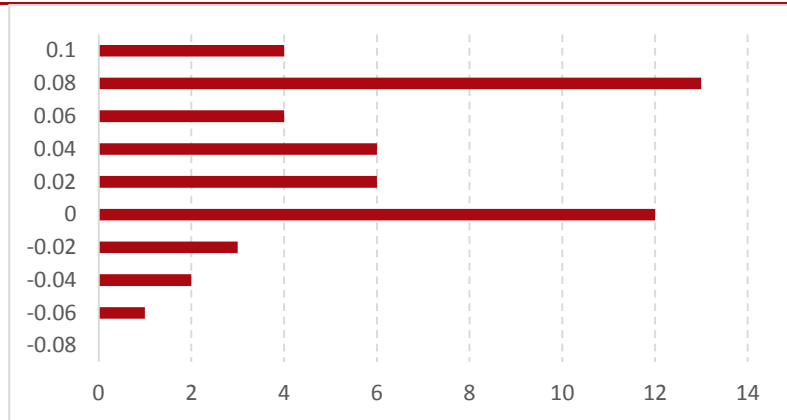
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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。期权价值最大的是证券 A、券商 A、SW 军工 A 和地产 A。

图表 12：市场期权价值分布



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 13：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
150171	证券A	-2.86%	41.37%	-0.94%	36.44	0.10	7.28%	6.44%
150150	有色800A	-2.32%	50.33%	0.00%	1.04	0.07	6.95%	6.44%
150192	地产A	-11.30%	41.88%	-1.69%	1.59	0.08	7.13%	6.43%
150194	互联网A	-5.40%	41.50%	-3.67%	3.46	0.08	7.05%	6.41%
150117	房地产A	-4.55%	63.63%	-2.69%	2.41	-0.02	6.31%	6.41%
150186	SW军工A	-4.36%	40.95%	0.76%	2.13	0.09	7.14%	6.41%
150203	传媒A	-5.19%	34.96%	-3.85%	1.02	0.06	6.91%	6.40%
150184	环保A	-4.04%	41.66%	1.01%	6.25	0.07	6.98%	6.40%
150157	金融A	-1.76%	44.13%	-0.32%	4.85	0.07	6.96%	6.40%
150152	创业板A	-11.68%	37.25%	-1.25%	3.37	0.02	6.53%	6.40%
150200	券商A	-3.80%	44.37%	-0.24%	4.86	0.09	7.18%	6.39%
150177	证保A	-2.60%	36.92%	0.39%	4.26	0.07	6.96%	6.39%
150164	可转债A	-1.82%	15.86%	-0.72%	1.47	0.07	6.97%	6.38%
150198	食品A	-5.32%	49.93%	0.84%	0.82	-0.02	6.27%	6.38%
150179	信息A	-1.48%	47.30%	0.93%	2.40	0.08	6.99%	6.36%
150123	建信50A	-0.76%	51.98%	0.73%	0.11	-0.04	6.11%	6.35%
150100	资源A	-1.81%	55.35%	-0.57%	0.88	0.07	6.89%	6.34%
150167	银华300A	-1.04%	41.45%	0.70%	0.25	0.03	6.53%	6.32%
150173	TMT中证A	0.00%	35.81%	1.61%	0.37	0.07	6.84%	6.26%
150143	转债A级	-0.34%	5.32%	-2.98%	6.61	0.06	6.73%	6.24%
150209	国企改A	-5.13%	47.01%	0.77%	5.05	0.05	6.57%	6.19%
150181	军工A	-3.12%	51.12%	1.27%	4.83	0.07	6.60%	6.11%
150051	沪深300A	2.48%	52.76%	0.78%	0.53	0.06	6.47%	6.06%
150130	医药A	-2.83%	51.88%	0.96%	5.58	-0.04	5.85%	6.04%
150190	NCF环保A	-1.18%	53.99%	0.94%	0.38	-0.05	5.71%	5.95%
150205	国防A	-0.43%	48.43%	0.60%	0.43	0.05	6.31%	5.95%
150018	银华稳进	0.86%	41.78%	0.75%	2.07	0.03	6.11%	5.89%
150148	医药800A	1.31%	51.83%	0.77%	0.18	0.01	5.72%	5.68%
150028	中证500A	2.45%	58.70%	0.63%	0.59	-0.02	5.16%	5.23%
150030	中证90A	4.43%	59.73%	1.01%	0.22	-0.07	4.91%	5.19%

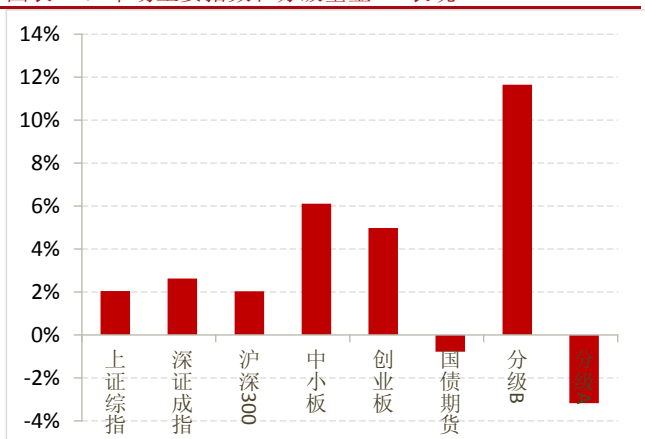
数据来源：Wind, 方正证券研究所

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 6.11%，创业板上漲 4.97%。分板块来看，计算机延续前两周强势表现，此外房地产、基建、休闲服务、机械设备等板块都有不俗表现。受标的上涨，A 端下跌，多只触发上折等多重利好，分级 B 整体上涨 11.7%。

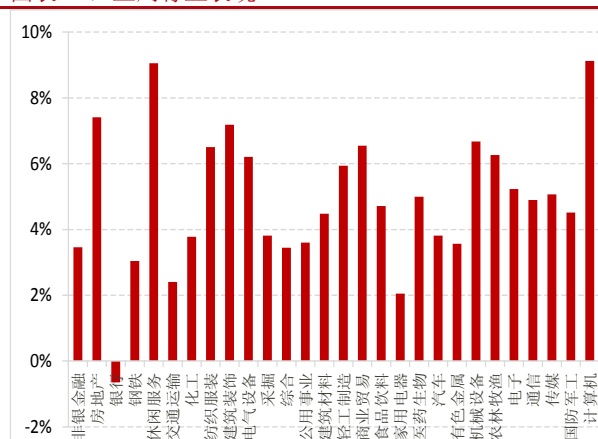
上周证监会近日发布实施《公开募集证券投资基金参与沪港通交易指引》。《指引》明确对于新募集基金，通过沪港通机制投资香港市场股票，不需具备合格境内机构投资者（QDII）资格；对于施行前已获核准或注册的基金，应根据基金合同约定情况，采取不同的程序参与沪港通。在恒生 AH 溢价指数达到 135 阶段新高下，港股的相对投资价值明显提升，建议重点关注价格杠杆较高的恒生 B（150170）。

图表 14：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 15：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 16：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	-9.83%	3.05	5.32%	68.38%	59.84%	6.82	中证转债
150165.SZ	可转债B	-7.85%	2.52	15.86%	39.43%	35.29%	2.23	中证转债
150174.SZ	TMT中证B	42.33%	1.92	35.81%	54.06%	7.26%	2.38	中证TMT
150153.SZ	创业板B	26.53%	1.85	37.25%	50.59%	8.76%	12.78	创业板指
150168.SZ	银华300B	0.77%	1.83	41.45%	39.07%	3.13%	0.98	沪深300
150019.SZ	银华锐进	1.94%	1.80	41.78%	84.39%	4.30%	22.39	深证100
150178.SZ	证保B	15.27%	1.78	36.92%	51.38%	13.37%	22.86	中证800证保
150124.SZ	建信50B	1.35%	1.76	51.98%	51.62%	-7.48%	1.46	央视50
150193.SZ	地产B	27.59%	1.75	41.88%	39.37%	6.89%	4.97	中证800地产
150131.SZ	医药B	9.25%	1.74	51.88%	14.14%	-6.29%	22.48	国证医药
150185.SZ	环保B	10.77%	1.72	41.66%	34.68%	10.02%	19.82	中证环保
150199.SZ	食品B	11.61%	1.72	49.93%	18.75%	-2.68%	4.15	国证食品
150191.SZ	NCF环保B	8.08%	1.70	54.03%	9.02%	-6.84%	4.15	中证环保
150204.SZ	传媒B	36.73%	1.69	34.96%	56.09%	23.32%	3.72	中证传媒
150158.SZ	金融B	-0.73%	1.66	44.17%	32.29%	9.29%	40.77	中证800金融
150149.SZ	医药800B	6.35%	1.65	51.87%	14.06%	-1.43%	1.81	中证800医药
150172.SZ	证券B	3.01%	1.64	41.38%	40.45%	14.66%	175.07	证券Ⅱ(申万)
150206.SZ	国防B	6.29%	1.64	48.47%	21.91%	4.18%	3.47	中证国防
150210.SZ	国企改B	7.32%	1.63	47.01%	25.66%	6.82%	19.06	国企改革
150201.SZ	券商B	2.55%	1.62	44.37%	31.21%	11.44%	41.96	中证全指证券公司
150031.SZ	中证90B	0.78%	1.62	59.73%	27.45%	-8.78%	1.69	等权90
150180.SZ	信息B	4.56%	1.60	47.30%	25.88%	8.19%	8.10	中证信息
150187.SZ	SW军工B	19.92%	1.60	40.96%	37.26%	19.63%	5.61	中证军工
150182.SZ	军工B	8.60%	1.58	51.12%	15.84%	4.27%	36.36	中证军工
150195.SZ	互联网B	31.08%	1.55	41.50%	40.28%	21.23%	7.16	中证移动互联
150151.SZ	有色800B	5.30%	1.55	50.37%	17.60%	7.49%	8.01	中证800有色
150052.SZ	沪深300B	0.75%	1.54	52.76%	11.94%	4.27%	2.00	沪深300
150029.SZ	中证500B	4.20%	1.50	58.70%	49.31%	-4.71%	2.86	中证500
150060.SZ	YH资源B	3.23%	1.44	60.61%	77.25%	-2.61%	0.95	内地资源
150101.SZ	资源B	5.47%	1.44	55.39%	41.30%	8.20%	12.88	A股资源
150118.SZ	房地产B	11.83%	1.37	63.63%	15.02%	3.22%	14.95	国证地产

数据来源：Wind, 方正证券研究所

4. “日积月盈”分级 A 组合策略

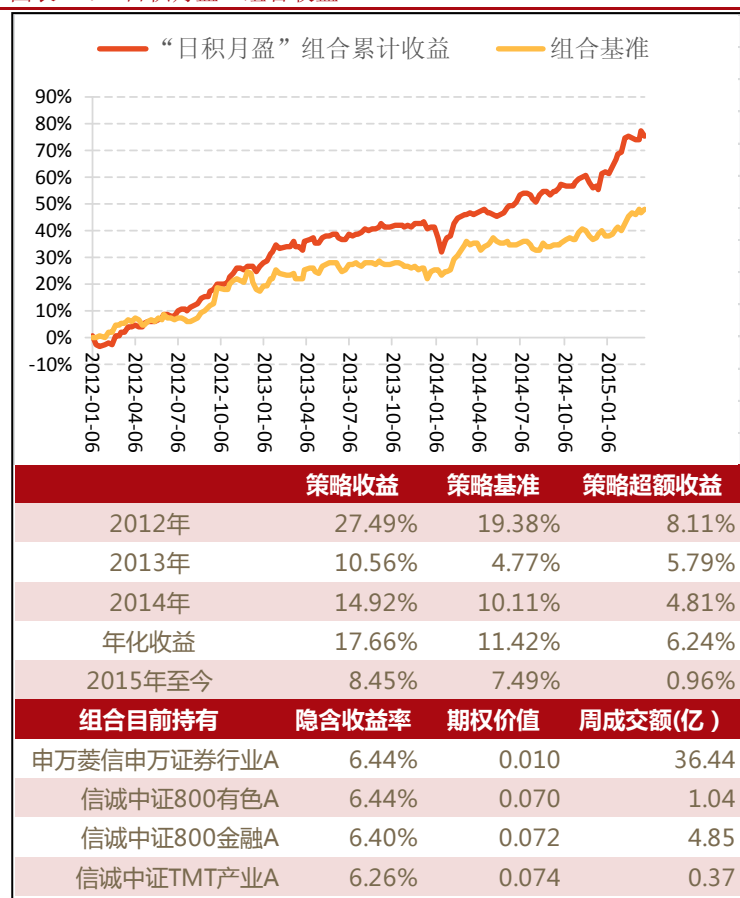
由于永续分级 A 条款相近，安全性上无显著差异（不包含下折条款的除外），但是受交易情绪、流动性等诸多影响其隐含收益率却有显著差异，同时市场又未能有效定价其二元期权价值，这给构建分级 A 类筛选策略提供了良好的条件。目前可比永续分级 A 超过 50 只，随着 A 类规模的不断扩大，预计 15 年还会有大量分级基金上市交易，构建 A 类的投资策略也显得非常有必要性。从以上研究我们发现分级 A 的价值可以从债券和期权两方面进行度量，兼顾这两方面的因素，我们可以构建出分级 A 定量筛选模型。

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27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-1.15%，同期基准收益为0.86%。

图表 17：“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