

公募基金研究 / 专题研究报告

2014年03月31日

李晶 执业证书编号: S0570510120063
研究员 025-84457777
lijing@mail.htsc.com.cn

主动型债券基金分类解析

债券基金框架专题系列之一

投资要点:

相关研究

◆ 债券基金是指基金合同约定了 80% 以上的基金资产必须投资于固定收益品种的基金。根据基金合同约定的投资策略，债券基金可以分为主动投资债券基金和指数债券基金：主动投资债券基金是指采取主动投资策略的债券基金，指数债券基金是指以被动复制跟踪指数为主要投资策略的债券基金。由于主动型债基与指数债基在分析方法和思路上存在较大差异，本文将从主动型债券基金入手，介绍主动债基的分类和份额概念，作为我们债券基金框架专题系列的开篇。

◆ 投资者在投资债券基金时，往往还会面对一只债基中 A、B、C 类份额的选择。一般情况下，分为 ABC 三类的基金，A 类一般是代表前端收费，前端收费是指当认购、申购基金时就需支付认/申购费的付费方式，B 类代表后端收费，后端收费指的是在购买开放式基金时并不支付申购费，等到卖出时才支付的付费方式，而 C 类是没有申购费。

◆ 根据基金合同约定的基金资产配置于权益市场的投资范围比例，债券基金可以分为纯债债券基金、一级债券基金和二级债券基金。不同类型债基不同的投资标的配置使其具有不同的风险收益特征。2012 年以来，随着纯债基金数量的增多，纯债基金整体的净值增长率情况与债券指数走势相关度增加，纯债基金的纯债化投资比例倾向明显（契约多限定可转债投资），低风险低收益特征明显。而股市走势对一级债基和二级债基的影响较大，在股指大幅上行的 2007 和 2009 年，这两类基金的收益情况要明显好于纯债基金，而在股市表现较差的 2008 和 2011 年，一级和二级债基的收益情况则落后于纯债基金。我们建议投资者在考虑债券基金的投资时，应结合资产配置需求和自身风险承受能力加以考虑。

◆ 根据基金合同约定的基金资产在固定收益品种中的投资范围比例，主动型债券基金可以分为信用债券基金和普通债券基金。在经济处于景气周期的年份（2009-2010 年上半年），信用债基金的表现要好于全部债基，而在经济处于不景气周期的年份（2010 年下半年至今）信用债基金的表现要略逊于全部债基，我们认为这正是由于信用债基金承担的更多的微观企业信用风险所致，因此我们认为，信用债券型基金是更适合于在经济景气周期进行投资的债券型基金细分品种。

◆ 根据基金合同约定的运作方式，主动型债券基金可以分为开放式债券基金和封闭式债券基金。基于封闭式债基的运作优势特点，我们建议投资期限设置为较长期限的投资者可以选择封闭式基金，其本质在于牺牲一定的流动性要求来换取相对开放式债基。此外，封闭式债基中存在一些交易性品种，相对只能申赎的场外封闭式债基相比，场内封闭式债基可以进行撮合交易，虽然其流动性相对分级基金等品种相比相对较差，但对于个人投资者的流动性需求一般而言还是可以满足的。另一方面，场内封闭式债基多为折价交易，在到期转换为 LOF 时，其折价率往往会缩减至接近零的水平，对于拟参与持有至到期的投资者而言，还存在折价回复的这一部分收益。

正文目录

一、债券基金分类体系相对复杂	3
债券基金的定义和分类概况	3
债券型基金的 A、B、C 份额	4
二、大类资产配置分类：纯债债券基金、一级债券基金和二级债券基金	5
三、固收资产配置分类：信用债券基金和普通债券基金	7
四、运作方式分类：开放式债券基金和封闭式债券基金	9

图表目录

图 1: 主动型债券基金分类	3
图 2: 债券基金份额分类的一般方式	5
图 3: 纯债基金历年数量和规模	6
图 4: 一级债基历年数量和规模	6
图 5: 二级债基历年数量和规模	6
图 6: 纯债、一级、二级债券基金历年净值增长率与指数涨跌幅	7
图 7: 债券收益率构成	8
图 8: 普通债基金历年数量和规模	8
图 9: 信用债基历年数量和规模	8
图 10: 5 年期固定利率企业债收益率情况	9
图 11: 信用债基金与全部债基收益率对比	9
图 12: 开放式债基金历年数量和规模	10
图 13: 封闭式债基历年数量和规模	10
图 14: 封闭和开放式债基年度净值增长率	11
图 15: 封闭和开放式年度净值增长率	11
图 16: 当前交易型债基绝大多数为折价交易	12
表格 1: 华泰证券债券基金分类体系	4
表格 2: 各类型基金历年净值增长率	7
表格 3: 传统封闭式债基情况	11

一、债券基金分类体系相对复杂

债券基金的定义和分类概况

债券基金是指基金合同约定了80%以上的基金资产必须投资于固定收益品种的基金。相对于其他类型的公募基金，债券基金涉及到的分类方式较多，展现出的分类体系也就较为复杂，也是我们在工作中接触到咨询较多的一个方面。而分类又是基金评价和投资选择的基础，因此我们计划在债基框架专题伊始，对债券基金的分类做一次系统的解析。

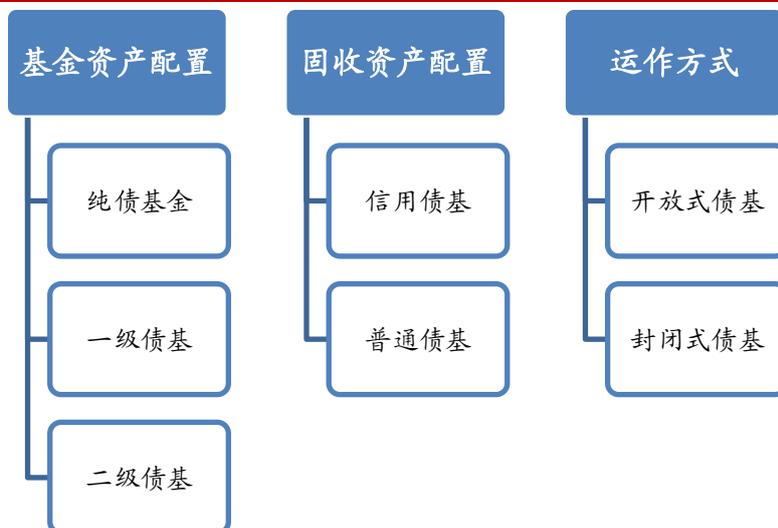
根据基金合同约定的投资策略，债券基金可以分为主动投资债券基金和指数债券基金：**主动投资债券基金是指采取主动投资策略的债券基金**，指数债券基金是指以被动复制跟踪指数为主要投资策略的债券基金。由于主动型债基与指数债基在分析方法和思路上存在较大差异，本文计划从主动型债券基金入手，介绍主动债基的分类和份额概念，作为我们债券基金专题系列的开篇。目前在研究和投资领域，对于主动型债券基金常提到的一些概念，多是基于其资产配置比例设置或运作方式，主要有以下分类：

根据基金合同约定的基金资产配置于权益市场的投资范围比例，主动型债券基金可以分为**纯债债券基金、一级债券基金和二级债券基金**：纯债基金是指不参与一级市场新股申购，不参与二级市场A股和权证等投资的债券基金；一级债券基金是指可以参与一级市场新股申购，但不能参与二级市场A股和权证等投资的债券基金；二级债券基金是指可以参与一级市场新股申购，也可以参与二级市场A股和权证等投资的债券基金。

根据基金合同约定的基金资产在固定收益品种中的投资范围比例，主动型债券基金可以分为**信用债券基金和普通债券基金**：信用债券基金是指固定收益品种投资中明确说明信用债、可转债投资比例不低于80%的债券基金，普通债券基金是指固定收益品种投资中没有明确说明信用债、可转债投资比例不低于80%的债券基金。

根据基金合同约定的运作方式，主动型债券基金可以分为**开放式债券基金和封闭式债券基金**：开放式债券基金是指基金份额总额不固定，基金份额可以在基金合同约定的时间和场所申购或者赎回的债券基金；封闭式债券基金是指注册的基金份额总额在基金合同期限内固定不变，基金份额持有人不得申请赎回的债券基金。

图 1: 主动型债券基金分类



资料来源：华泰证券研究所

以相关法律法规为基础，参考市场较为通用的债券基金分类方法，我们制定了华泰证券债券基金分类体系。

表格 1: 华泰证券债券基金分类体系

初级分类	一级类别	二级类别
债券基金	纯债债券基金	普通纯债债券型基金
		信用纯债债券型基金
	封闭纯债债券基金	封闭普通纯债债券型基金
		封闭信用纯债债券型基金
	一级债券基金	普通一级债券型基金
		信用一级债券型基金
	封闭一级债券基金	封闭普通一级债券型基金
		封闭信用一级债券型基金
	二级债券基金	普通二级债券型基金
		信用二级债券型基金
	封闭二级债券基金	封闭普通二级债券型基金
		封闭信用二级债券型基金
	可转换债券基金	可转换债券型基金
	债券指数基金	普通债券指数型基金
债券指数型 ETF		
增强债券指数基金	债券指数型 ETF 联接	
	增强债券指数型基金	

资料来源：华泰证券研究所

债券型基金的 A、B、C 份额

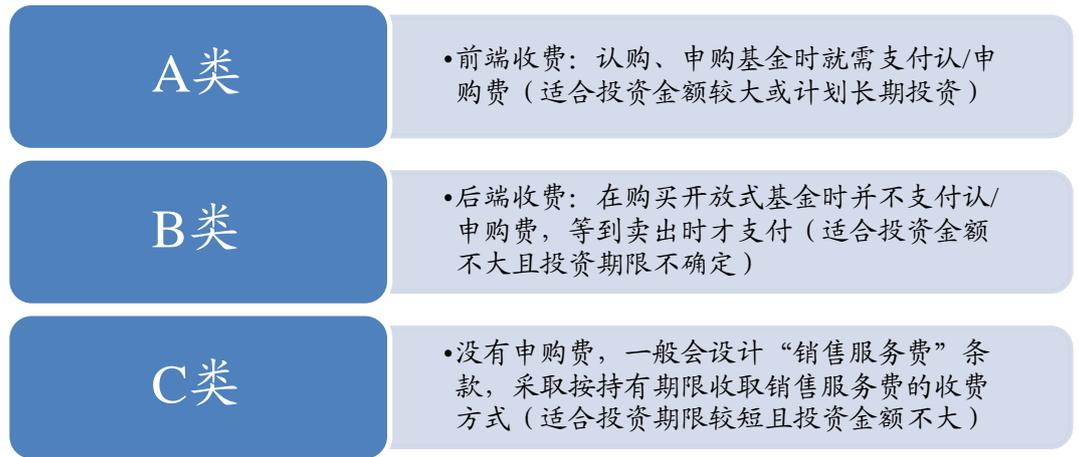
除了以上基于基金合同约定的分类外，投资者在投资债券基金时，往往还会面对一只债券基金中 A、B、C 类份额的选择。目前基金公司在发行债券型基金时，对同一只债券型基金，会设计不同的收费方式，从而形成 A、B、C 份额。

就大部分债基而言，一般情况下，分为 ABC 三类的基金，A 类一般是代表前端收费，前端收费是指当认购、申购基金时就需支付认/申购费的付费方式，B 类代表后端收费，后端收费指的是在购买开放式基金时并不支付申购费，等到卖出时才支付的付费方式，而 C 类是没有申购费。

需要注意的是，上述规则仅针对大多数基金而言，并不是所有债基的份额分类都遵循上述原则，这种 A、B、C 类别是对于同一基金不同收费方式份额的分类方式名称，其命名规则尚无法律法规依据可以遵循。

投资者可以根据基金的招募说明书选择适合自己投资规划的份额进行投资，一般来说，收取销售服务费形式的份额适合于投资期限较短且投资金额较小的投资者。

图 2: 债券基金份额分类的一般方式



资料来源：华泰证券研究所

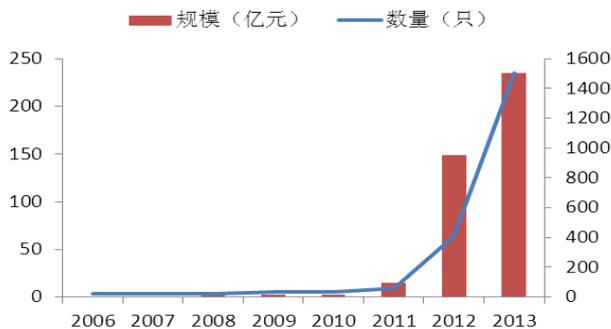
二、大类资产配置分类：纯债债券基金、一级债券基金和二级债券基金

债券基金主要以债券为投资对象，除了指数债基外，主动管理型债券基金主要投资的资产包括债券（包括国家债券、金融债券、次级债券、中央银行票据、企业债券、中小企业私募债券、公司债券、中期票据、短期融资券、可转换债券、资产支持证券等）、股票（一、二级债基可以在契约约定范围内持有）、买入返售证券（包括质押及买断式回购）和银行存款（包括协议存款、通知存款、定期存款等）。根据基金合同约定的基金资产配置于权益市场的投资范围比例，债券基金可以分为纯债债券基金、一级债券基金和二级债券基金：

- 纯债基金是指不参与一级市场新股申购，不参与二级市场 A 股和权证等投资的债券基金。纯债基金的投资范围只能为债券，其收益主要来源于债券的票息收益和本利得，在债券基金中收益波动程度相对较小，绝大多数年份可以实现正收益。与一级和二级债基不同的是，我国纯债基金在 2012 年之前数量非常有限，仅有不到十只，但 2012 年以来，在适应管理层对债券基金低风险特性强调的监管背景下，纯债基金的发行成立开始加速，至 2013 年，纯债基金在数量上已经超越了一级和二级债基。
- 一级债券基金是指可以参与一级市场新股申购，但不能参与二级市场 A 股和权证等投资的债券基金。一级债基在纯债基金基础上加上了参与一级权益市场的功能，包括一级市场的新股申购和参与增发。值得指出的是，一级债基的打新功能曾经是一级债基的重要收益实现来源，但由于其在打新过程中往往参与较为积极，报价较高，2012 年出台了一级债基不得参与新股配售的政策，一级债基自此失去打新功能，打新收益对净值的作用消失，不过由于其仍可通过增发参与权益市场，且可以增加可转债投资，一级债基的净值波动程度仍要高于纯债基金，但两者整体呈分化收窄的趋势。
- 二级债券基金是指可以参与一级市场新股申购，也可以参与二级市场 A 股和权证等投资的债券基金，即在一级债基基础上进一步增加了权益二级市场投资的功能。不过在 2014 年的新一轮新股发行制度改革中，包括债券基金在内的三类产品不能参与打新，这使得二级债基的打新功能也被限制。不过由于二级债基仍可通过增发、

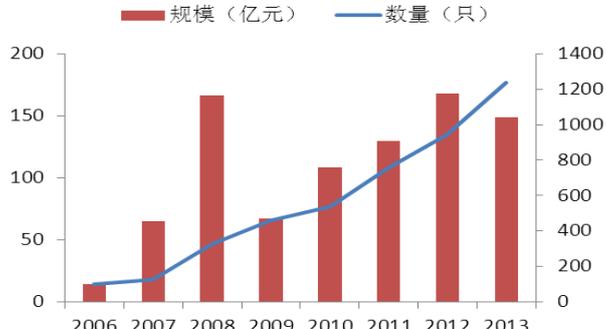
二级市场交易的方式参与二级权益市场, 预计二级债基仍将是债券基金中净值波动程度相对较大的品种。

图 3: 纯债基金历年数量和规模



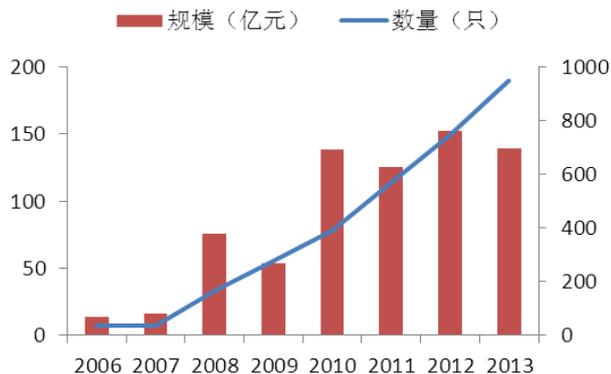
资料来源: 华泰证券金融产品评价系统, 华泰证券研究所

图 4: 一级债基历年数量和规模



资料来源: 华泰证券金融产品评价系统, 华泰证券研究所

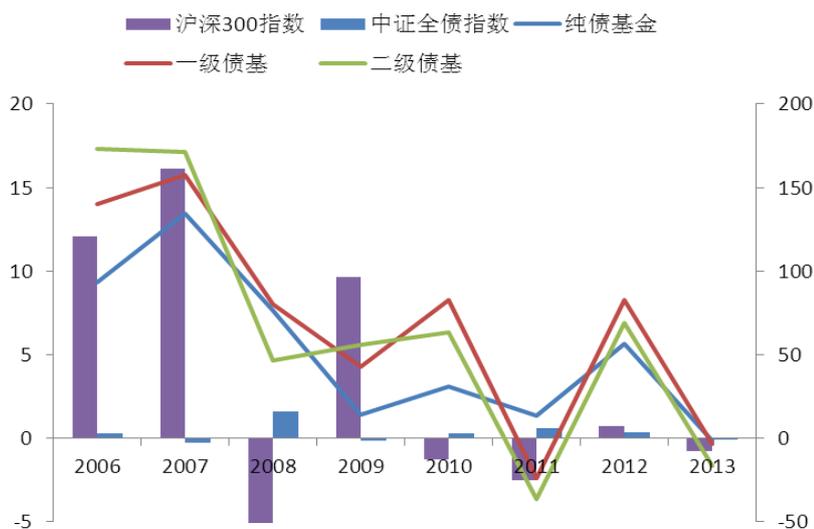
图 5: 二级债基历年数量和规模



资料来源: 华泰证券金融产品评价系统, 华泰证券研究所

不同类型债基不同的投资标的配置使其具有不同的风险收益特征。2012年以来, 随着纯债基金数量的增多, 纯债基金整体的净值增长率情况与债券指数走势相关度增加, 纯债基金的纯债化投资比例倾向明显 (契约多限定可转债投资), 低风险低收益特征明显。而股市走势对一级债基和二级债基的影响较大, 在股指大幅上行的 2007 和 2009 年, 这两类基金的收益情况要明显好于纯债基金, 而在股市表现较差的 2008 和 2011 年, 一级和二级债基的收益情况则落后于纯债基金。我们建议投资者在考虑债券基金的投资时, 应结合资产配置需求和自身风险承受能力加以考虑。

图 6: 纯债、一级、二级债券基金历年净值增长率与指数涨跌幅



资料来源: 华泰证券研究所

从风险承受能力方面考虑, 低风险承受能力的投资者应当选择纯债基金, 这类基金净值损失概率较小, 但收益也相对有限, 而中等风险承受能力的投资者, 应选择二级债基, 这类债基由于参与股票市场投资, 净值波动程度要大于纯债和一级债基, 但期望收益也相对高于纯债和一级债基。

资产配置上, 看好固定收益市场, 应投资纯债基金, 而即看好固定收益市场, 又看好股票市场, 希望进行较小比例股票资产配置, 应选择二级债基。当前宏观流动性短期宽松, 经济数据疲软, 股市阶段性反弹告一段落, 因此资产配置方面, 我们推荐配置纯债基金。

表格 2: 各类型基金历年净值增长率

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	%	%	%	%	%	%	%	%
纯债基金	9.33	13.47	7.67	1.44	3.08	1.37	5.67	-0.17
一级债基	13.99	15.76	8.01	4.26	8.30	-2.36	8.26	-0.32
二级债基	17.33	17.14	4.65	5.58	6.36	-3.62	6.89	-1.61
货币市场基金	1.89	3.34	3.55	1.44	1.83	3.57	3.94	4.08
混合基金	107.08	100.03	-44.19	61.62	5.32	-20.52	4.99	11.33
股票基金	123.14	141.32	-56.72	77.48	-6.54	-23.81	5.72	11.05

资料来源: WIND, 华泰证券金融产品评价系统, 华泰证券

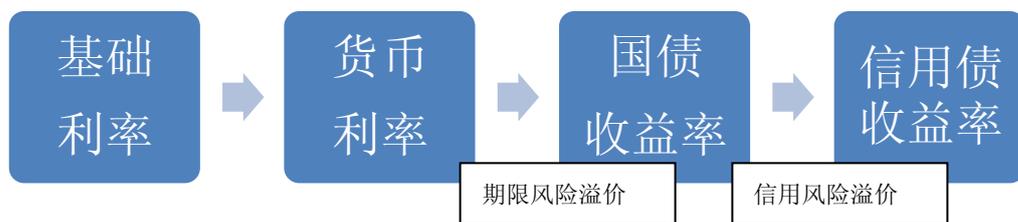
三、固收资产配置分类: 信用债券基金和普通债券基金

根据是否存在主体信用风险, 债券可分为利率债和信用债两大类。利率债主要是指国债、地方政府债券、政策性金融债和央行票据; 信用债是指政府之外的主体发行的、约定了确定的本息偿付现金流的债券。具体包括企业债、公司债、短期融资券、中期票据、分离交易可转债、资产支持证券、次级债等品种。

由于存在信用风险溢价, 信用债的收益率要高于利率债。从利率的角度来看, 可以解释

为，基础利率通过期限风险和信用风险溢价进一步衍生为国债收益率和企业债收益率。信用风险溢价可以用信用利差来衡量。信用利差指同期限的信用债与国债收益率之间的差值。在理论研究中，信用利差通常被认为反映了投资者对于信用产品违约风险、流动性风险等的补偿要求。信用利差会随着经济的波动反向变化，因为在经济向好时期，企业的经营风险下降，投资者要求的收益率补偿会收窄，而在经济衰退时期，企业的经营风险加大，投资者的要求的收益率补偿会增加。因此相较于国债，信用债的价格会表现出更大的随经济周期波动的趋势。随着债券市场的发展，信用债市场可投资标的增加和流动性情况的改善，近年来约定债券资产投资比例不得低于80%的信用债券基金开始增多。

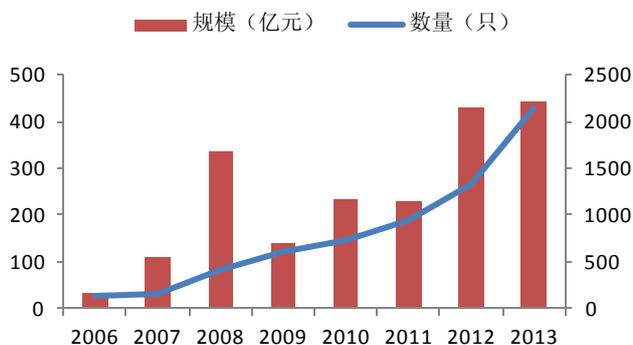
图 7: 债券收益率构成



资料来源: 华泰证券研究所

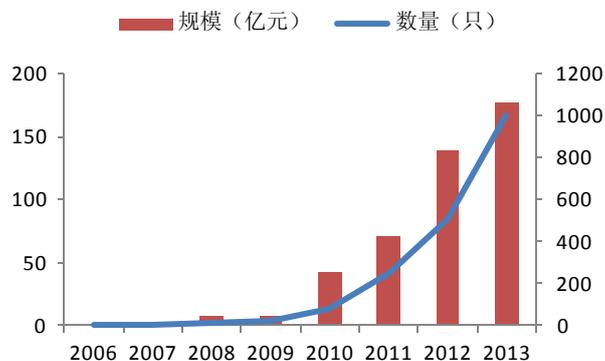
- 普通债券基金是指没有约定固定收益资产投资比例的债券基金，投资范围涵盖国债、央行票据、金融债券、企业债券、公司债券、中期票据、短期融资券、超短期融资券、次级债券、政府机构债、地方政府债、资产支持证券、中小企业私募债券、可分离交易可转债中的债券部分、债券回购、银行存款(包括协议存款、定期存款及其他银行存款)、货币市场工具、国债期货等固定收益金融工具。
- 信用债券基金是指明确说明信用债、可转债投资比例不低于其固定收益资产投资比例80%的债券基金。信用债指公司债、企业债、短期融资券、商业银行金融债与次级债、资产支持证券、中期票据、中小企业私募债券等除国债、央行票据及政策性金融债之外的、非国家信用的固定收益类金融工具。

图 8: 普通债基金历年数量和规模



资料来源: 华泰证券金融产品评价系统, 华泰证券研究所

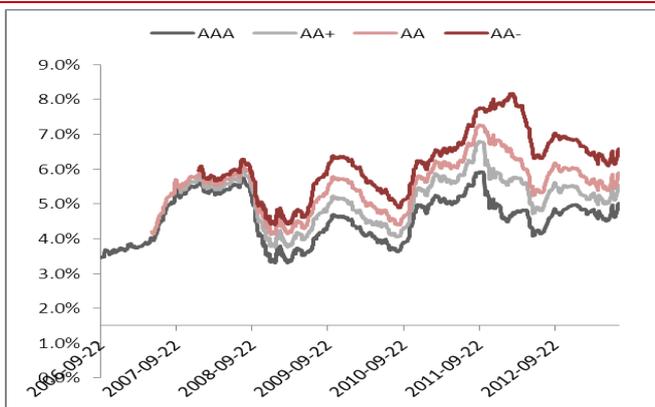
图 9: 信用债基金历年数量和规模



资料来源: 华泰证券金融产品评价系统, 华泰证券研究所

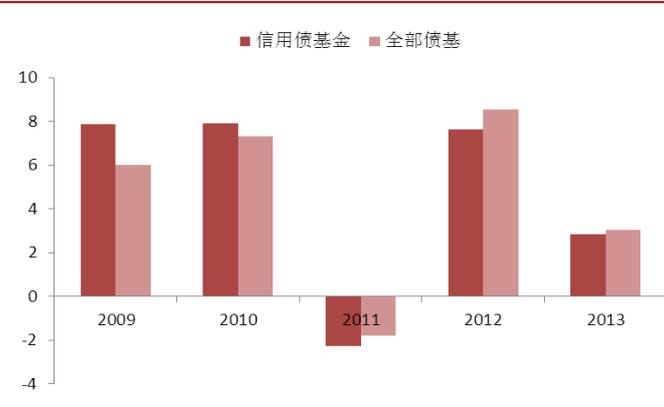
去年以来，资金面紧张、地方债务审计和评级下调综合冲击，使得信用债的收益率有所上行，而从监管层面看，引导债市回归低风险投资本源的监管思路也使得信用债市场面临着较大的去杠杆压力。但信用债当前的收益率已经位于历史较高分位，我们认为再继续大幅上行的可能性并不大。从信用债基金的角度看，我们比较了2009年以来信用债基金和全部债券型基金的净值增长率，可以看到二者并不会存在较大的背离，在大多数年份，都能给投资者带来正收益，此外，我们注意到，在经济处于景气周期的年份（2009-2010年上半年），信用债基金的表现要好于全部债基，而在经济处于不景气周期的年份（2010年下半年至今）信用债基金的表现要略逊于全部债基，我们认为这正是由于信用债基金承担的更多的微观企业信用风险所致，因此我们认为，信用债券型基金是更适合于在经济景气周期进行投资的债券型基金细分品种。

图 10: 5 年期固定利率企业债收益率情况



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 11: 信用债基金与全部债基收益率对比



资料来源: 华泰证券金融产品评价系统, WIND, 华泰证券研究所

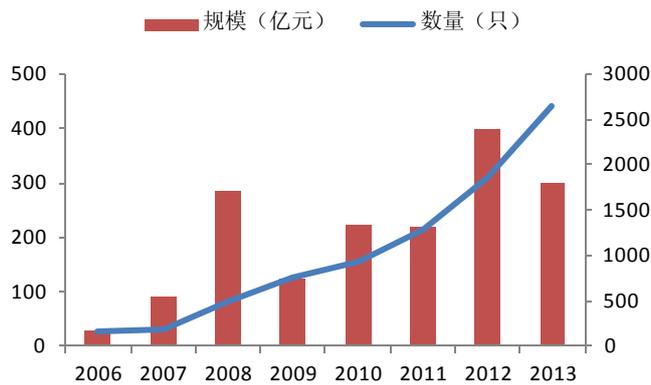
四、运作方式分类：开放式债券基金和封闭式债券基金

公募基金在运作方式方面主要分为开放式和封闭式两种，一般而言，采用封闭式运作方式的基金，是指经注册的基金份额总额在基金合同期限内固定不变，基金份额持有人不得申请赎回的基金；采用开放式运作方式的基金，是指基金份额总额不固定，基金份额可以在基金合同约定的时间和场所申购或者赎回的基金。

- 开放式债券基金是指基金份额总额不固定，基金份额可以在基金合同约定的时间和场所申购或者赎回的债券基金；
- 封闭式债券基金是指经注册的基金份额总额在基金合同约定的期限内固定不变，基金份额持有人不得申请赎回的债券基金。

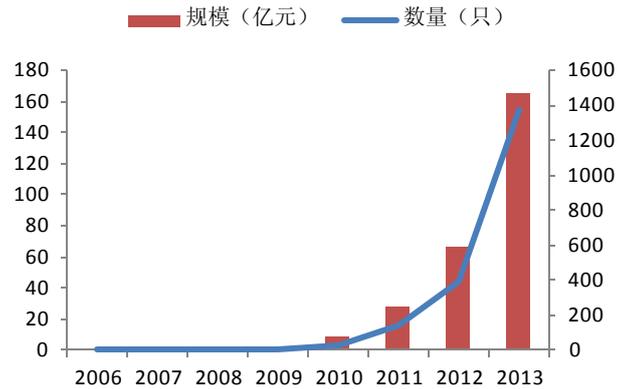
与其他类型公募基金不同的是，债券基金中存在一种相对特殊的类别，定期开放债基，这种债基往往约定在固定期限（大多数为一年，也有少数为半年和两年）封闭运作，而后进入几个工作日的开放期，可以进行集中申购赎回。对于这类定期开放债基，由于其在大多数时间内并不能申购和赎回，并且由于封闭式运作对于债券基金具有一定的业绩影响，出于业绩评价和比较选择的科学性，我们将定期开放债基归入封闭式债基的大类。

图 12: 开放式债基金历年数量和规模



资料来源: 华泰证券金融产品评价系统, 华泰证券研究所

图 13: 封闭式债基金历年数量和规模



资料来源: 华泰证券金融产品评价系统, 华泰证券研究所

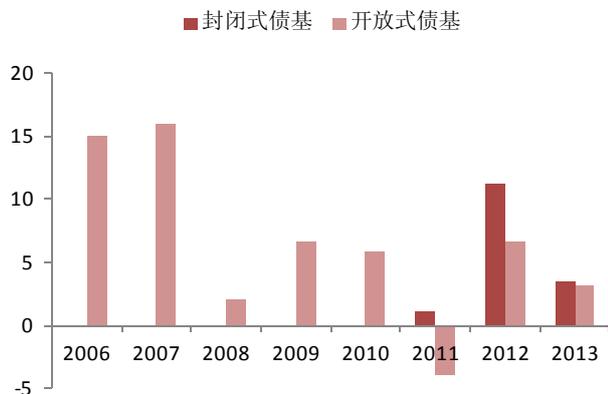
与传统封闭式债基由于逐渐到期转 LOF 以后数量减少不同，2013 年新发的债券基金中，采取定期开放运作方式的债基占比高达 38%，“定期开放”成为债基的一种重要运作方式，我们认为这对于流动性需求不高的债基投资人和债基管理人双方来说，是一种双赢的债基运作方式，也将成为未来封闭式债基的主流运作方式。

对于债基管理人而言，由于中国债券市场流动性并不强，存在很多流动性不高的券种，对于普通开放式债基而言，由于基金资产需要保持一定的流动性以应对申赎的压力，往往在流动性和久期配置上受到限制。而这种定期开放（往往是一年期）的运作方式有利于基金进行流动性管理，封闭期内基金规模相对开放债基而言更加稳定，可通过投资流动性不强、但收益较高的产品，或投资价值被低估的产品持有到期，以获得超额收益。同时，还可以充分运用杠杆进行放大操作以提高基金收益。

对于债基投资者而言，从收益看，封闭式运作的债券基金近年收益率要高于开放式运作的债券基金，不过由于封闭期往往长达一年，投资者在对这种定期开放式的债券型基金进行投资时，要注意与自己的流动性需求相匹配。

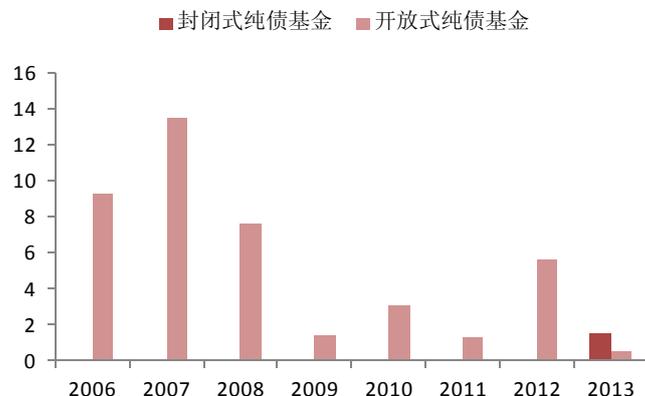
我们比较了封闭和开放式运作的债券型基金年度净值增长情况，由于封闭式基金尤其是纯债基金集中于近年来发行，因此封闭式债基的净值增长率数据从 2011 年开始。可以看到，自 2011 年至今，封闭式债基的年度净值增长率要高于开放式运作的债基，而封闭式纯债基金是今年集中发行的热点，其年度净值增长率数据只有今年以来的数据可以参考，但其净值表现也要好于开放式纯债基金。

图 14: 封闭式和开放式债基年度净值增长率比较



资料来源: 华泰证券金融产品评价系统, WIND, 华泰证券研究所

图 15: 封闭式和开放式纯债基金年度净值增长率比较



资料来源: 华泰证券金融产品评价系统, WIND, 华泰证券研究所

基于封闭式债基的运作优势特点, 我们建议投资期限设置为较长期限的投资者可以选择封闭式基金, 其本质在于牺牲一定的流动性要求来换取相对开放式债基。此外, 封闭式债基中存在一些交易性品种, 相对只能申赎的场外封闭式债基相比, 场内封闭式债基可以进行撮合交易, 虽然其流动性相对分级基金等品种相比相对较差, 但对于个人投资者的流动性需求一般而言还是可以满足的。另一方面, 场内封闭式债基多为折价交易, 对于拟参与持有至到期的投资者而言, 还存在折价回复的这一部分收益。

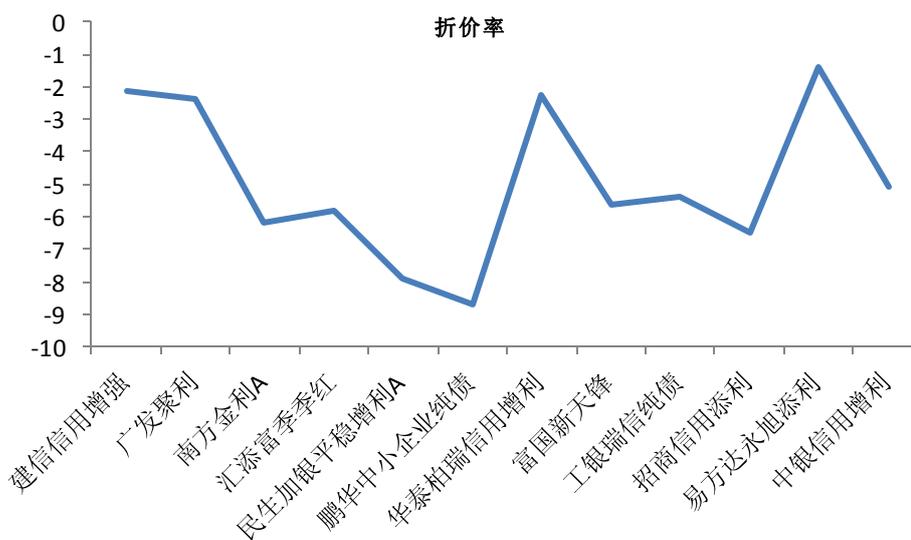
表格 3: 传统封闭式债基情况

名称	代码	成立日期	到期日	折价率
建信信用增强债券	165311	2011-6-16	2014-6-16	-2.1526
广发聚利债券	162712	2011-8-5	2014-8-5	-2.3452
南方金利 A	160128	2012-5-17	2015-5-17	-6.1630
汇添富季季红定期开放债券	164702	2012-7-26	2015-7-26	-5.8058
民生加银平稳增利 A	166902	2012-11-15	2015-11-15	-7.8818
鹏华中小企业债券	160621	2012-11-5	2015-11-5	-8.7215
华泰柏瑞信用增利	164606	2011-9-22	2014-9-22	-2.2505
富国新天锋定期开放债券	161019	2012-5-7	2015-5-7	-5.6492
工银纯债定期开放债券	164810	2012-6-21	2015-6-21	-5.3678

招商信用添利债券封闭	161713	2010-6-25	2015-6-25	-6.4712
易方达永旭添利债券	161117	2012-6-19	2014-6-19	-1.4014
中银信用增利债券	163819	2012-3-12	2015-3-12	-5.0962

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

图 16: 当前交易型债基绝大多数为折价交易



资料来源: WIND, 华泰证券金融产品评价系统, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司(以下简称“本公司”)客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。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头寸并进行交易,也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为:Z23032000。

©版权所有 2014年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入	股价超越基准20%以上
增持	股价超越基准5%-20%
中性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减持	股价弱于基准5%-20%
卖出	股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路90号华泰证券大厦 邮政编码: 210000

电话: 86 25 84457777 / 传真: 86 25 84579778

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层 邮政编码: 518048

电话: 86 755 82493932 / 传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街2号月坛大厦5楼 邮政编码: 100034

电话: 86 10 68085588 / 传真: 86 10 68085588

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼 邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098 / 传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn