

分级基金研究

2012 年 04 月 06 日

分级基金 DISCOVERY 系列之二：分级基金种群谱系志之股票基金篇

- **发展方向：趋向简约，但仍不简单。**分级基金的发展经历了一个由复杂向简单迈进的过程。早期发行的产品采用多条件收益分配的方式，在不同的涨幅下，各类子基金份额的收益分配比例具有显著的差异。随着产品的推陈出新，以及监管机构的政策引导，条款设计相对简单的产品逐步成为市场的主流。
- **复杂型分级产品辨析。**固定收益+剩余分成型产品到期一般直接转为 LOF，折价收敛的确定性高，封闭运作可使投资策略及节奏得到更好的贯彻，稳健类份额在获取约定收益的同时仍不失分享剩余收益的机会；对赌涨幅型产品瑞和 300 采用被动化管理减小人为因素的影响，配对转换机制可降低整体折溢价，包含多个杠杆拐点带来特殊的风险收益特征；看涨期权型产品兴全合润交易机制上与瑞和 300 相同，产品分级上具有稳健类份额保本确定性高，一定范围内激进类份额资金成本较低的优势。
- **简单型分级产品辨析：**

分级运作期限。永续分级运作型产品多保持了较低的整体折溢价率，但子基金份额折溢价率长期存在，而有限分级运作型产品则对子基金份额折溢价率作出了改进。

稳健类份额约定收益方式和存续期限。固定期限固定利率产品约定收益高，降息通道中表现优异；永续固定利率产品可定期兑现收益，提高流动性；固定期限浮动利率型产品则在折价率逐步收敛的同时还降低利率风险；永续浮动利率型产品的选择空间大，即期收益率较高。

投资管理模式。复制指数型产品操作透明性强，更受投资者青睐，其所跟踪指数日趋多样，便于制定针对性的投资策略。主动股票型产品更依赖投资管理能力，注重长期表现。

整体折溢价套利机制。折价套利的风险暴露时间相对较短，且仅承担净值波动，成功率相对更高。但 Beta 的不稳定性可能影响套期保值效果，稳健份额二级市场的冲击成本也会影响套利所得。

杠杆水平。实际杠杆的应用性远强于初始杠杆，但随着监管机构对初始杠杆进行严格规范，目前只有高位建仓才能造就分级基金的高杠杆；到点折算将导致激进份额杠杆大幅变动；溢价率提前反映预期，净值杠杆并不等同于价格杠杆。

折算条款。折算条款可以分为到期折算和到点折算，其中到点折算又可细分为向上到点折算和向下到点折算两种。相对于 A 类份额归 1 型，三类份额归 1 型到期折算法对折溢价率影响更大。向上到点折算重新加载杠杆，利多激进类份额，而新产品多不设向上到点折算，长期上涨后杠杆可能消失。两类向下到点折算条款影响各异，三类份额归 1 型向下到点利多稳健类份额，而同涨同跌型向下到点则利多激进类份额。

相关研究

基金高级分析师
单开佳
SAC 执业证书编号：
S0850511010029
电话：021-23219448
Email: shankj@htsec.com

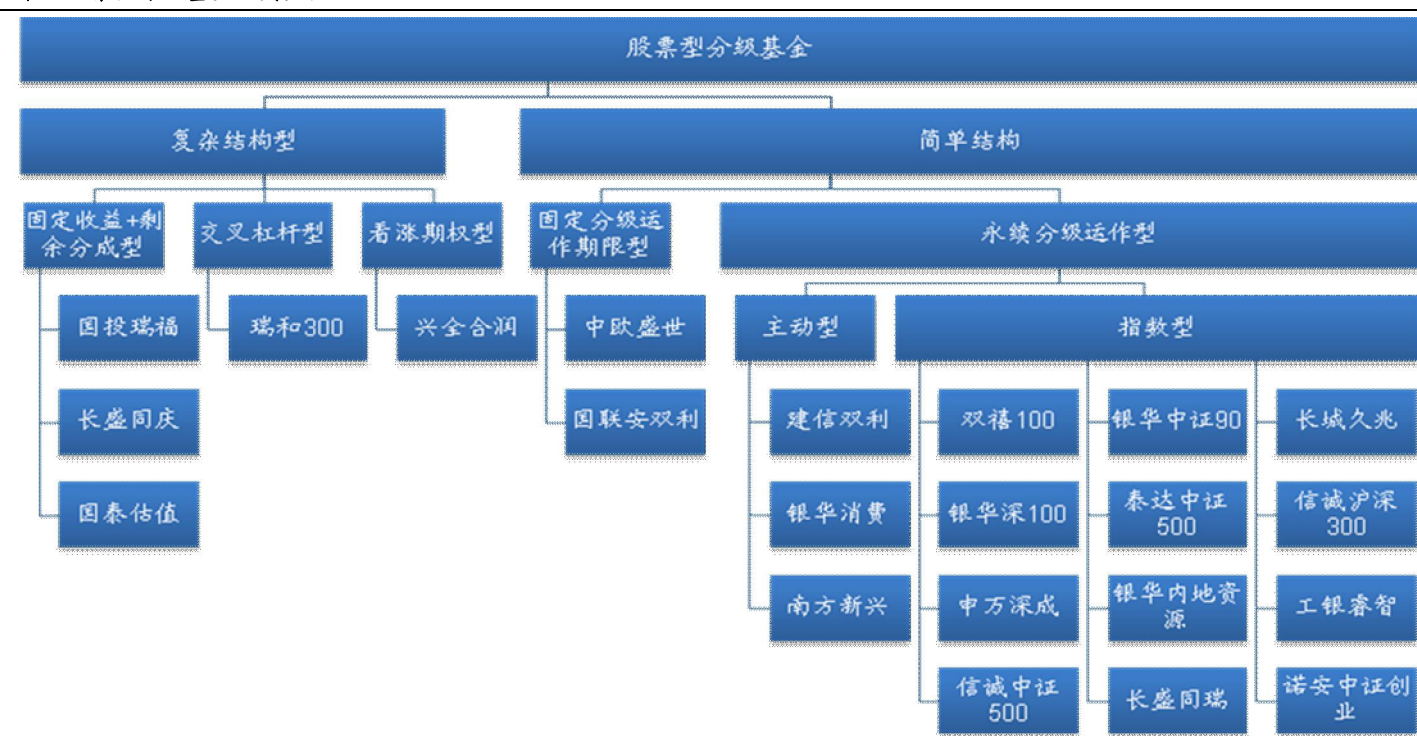
联系人
孙志远
电话：021-23219443
Email: szy7856@htsec.com

在上一篇系列报告《分级基金 DISCOVERY 系列之一：分级基金进化论》中我们回顾了分级基金的诞生、发展及完善的进化历程，这一历程可以归结为从繁入简的演变，从试探到规范的演变，但报告对各类产品并未深究条款细节以及之间的差异，本着 DISCOVERY 的研究态度，本篇报告采用分类比较的方法，展示目前市场主流的股票型产品的特质。

1. 引言：趋向简约，但仍不简单

分级基金的发展经历了一个由复杂向简单迈进的过程。早期发行的产品采用多条件收益分配的方式，在不同的涨幅下，各类子基金份额的收益分配比例具有显著的差异。尽管这类产品对风险收益的细分程度更高，但由于条款和机制的复杂性，使得投资者理解起来有较大的难度。随着产品的推陈出新，以及监管机构的政策引导，条款设计相对简单的产品逐步成为市场的主流。在 2010 年 5 月之后，所有发行的股票型分级基金均采用稳健类份额获取约定收益，激进类份额享受剩余收益或以本金为限承担亏损的简约模式。鉴于此，我们将分析过程分为复杂型产品辨析和简单型产品多维度比较两大部分，其中重点在于剖析简单型产品中主要条款所带来的投资机会和风险。

图 1 股票型分级基金主要类型



资料来源：海通证券基金研究中心

2. 复杂型分级产品辨析

复杂型产品的复杂之处在于其多样化的收益分配方式，考虑到国投瑞福即将到期，且机制过于复杂，因此本文不作为分析的重点。对于剩余 4 只复杂型产品，根据其特征可分为以下几个子类：

2.1 固定收益+剩余分成型

代表产品：长盛同庆、国泰估值。

产品概况：产品有固定的到期时间，按原定契约到期后一般直接转为 LOF 基金。长

盛同庆目前即将召开持有人大会，商议到期后转为新的分级基金事宜，其目的是为了解决转为 LOF 可能会有风险错配的问题，如果新议案被通过，投资人依然有机会通过将两类份额都折算成母基金进行申赎。两类份额合并募集，募集后按照一定的比例拆分为稳健类份额和激进类份额。两类份额分别上市交易，不可单独申购赎回，也不含配对转换机制。当母基金净值位于阈值之内时，稳健类份额可以获取固定收益，激进类份额具有高杠杆；当母基金净值超过阈值时，稳健类份额还可以按照约定的分成比例获取一定的超额收益，激进类份额杠杆将有一定降低。

产品特点：

到期一般可以直接转为 LOF 或分别折算成母基金申赎，折价收敛的确定性高。产品的两类份额在到期日前只能上市交易而无法赎回，流动性受到限制，因此其在二级市场常常折价，这点与普通封闭式基金类似。但此类产品明确到期后一般可直接转为 LOF 基金而无需再召开份额持有人大会来讨论转型方案，转型的确定性相对较强。即使近期长盛同庆召开份额持有人大会讨论转型方式，如果提案获得通过，投资者仍然有机会将两类份额折算为母基金进行申赎兑现本金和收益，因此随着到期日的临近，其折价向 0 值收敛的确定性较强。

封闭运作可使投资策略及节奏得到更好的贯彻。封闭式运作使得投资经理无需考虑投资者的申购赎回引发的资金变化，其投资策略及节奏能得到更好的贯彻，或将为组合带来更高的长期投资回报。

稳健份额在获取约定收益的同时仍不失分享剩余收益的机会。对于稳健类份额来说，约定收益采用固定利率模式加上剩余收益分成，当市场利率下降时，其投资价值上升，而在股市大幅上涨时，也能获取一定的超额收益。

产品不含到点折算条款，有可能导致极端高杠杆的出现。当激进类份额净值大幅下降后，其杠杆将迅速提升，对于希望通过高杠杆博取反弹收益的投资者来说这时的激进类份额无疑极具诱惑。

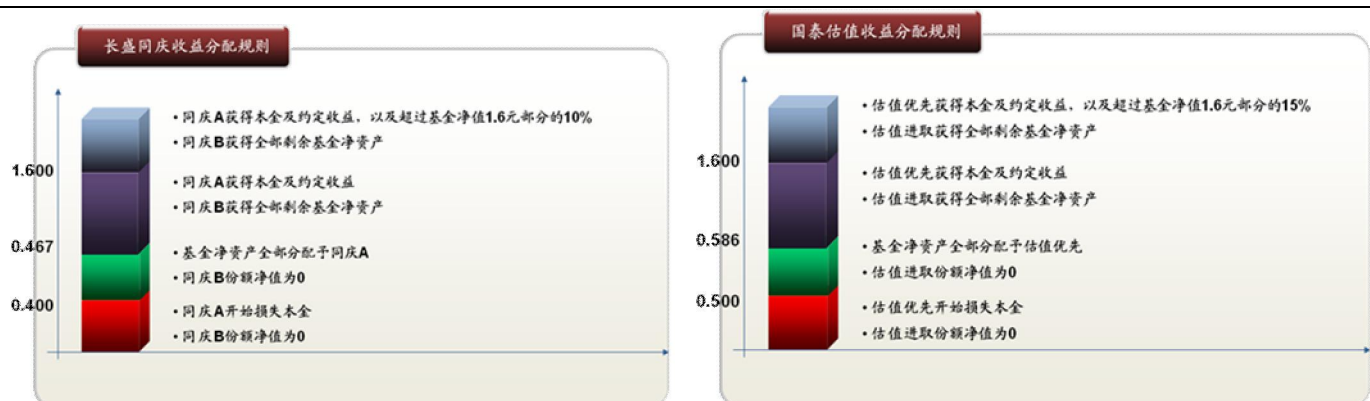
流动性受限，二级市场多维持折价状态。子基金在封闭运作期内无法按净值赎回，只能通过二级市场卖出，由于需要对流动性作出补偿，因此导致其二级市场通常会产生折价。

转型后赎回份额时存在不确定性。封闭期结束后尽管可折算为 LOF 基金，但契约规定转型后的一定时间后才接受赎回申请，因此投资者需要承担这段时间净值波动的风险。考虑到转型后的 LOF 仍为股票型基金，对于稳健类份额投资者来说，一方面所持有的折算后份额与其风险偏好不符，另一方面一旦市场出现下跌，很有可能导致其长期累积收益的显著回落。当然基金在到期时会尽量通过降低仓位、缩短封闭时间、再转型为分级基金等方式来解决上述问题。

稳健类份额可能会出现亏损。此类产品都无向下到点折算条款，一旦母基金出现大幅亏损，且不足以支付稳健类份额约定收益甚至本金时，由于没有折算条款的保护，稳健类份额投资者可能面临无法实现约定收益或本金亏损的风险。但是这两只产品都是采用主动型管理模式，相对于指数型基金，其在单边下跌和震荡的市场中表现会优于指数型产品。

主动型管理模式相对不太透明，难以让投资者迅速做出买卖决策。分级基金由于具有二级市场，因此是不错的右侧交易工具，而主动型产品由于操作及仓位水平的透明性不及复制指数型产品，在市场上涨时会因为无法对其可能的净值涨幅形成稳定预期而降低对投资者的吸引力。

图 2 长盛同庆、国泰估值收益分配规则



资料来源：海通证券基金研究中心

2.2 对赌涨幅型

代表产品：瑞和 300。

产品概况：产品设计上具有多项突破。1) 首只永续开放型产品，不设固定分级运作期限；2) 首只设置配对转换机制的产品，三类份额之间可做合并及分拆，母基金与子基金之间可以灵活转化，抑制整体折溢价；3) 首只包含到期折算条款的产品，每年将杠杆和净值回归至初始状态；4) 首只复制指数型产品，跟踪期指合约标的指数（沪深 300）。5) 首只交叉杠杆型产品。从收益分配机制上看，产品不设普通意义上可获取约定收益的稳健类份额，包含两个净值阈值，两类份额杠杆在每个阈值范围内变化明显。两类份额均参与收益分成，也共同分担投资损失，只是在母基金净值不同涨幅下分成比例不同。当母基金份额净值小于 1 时，瑞和小康、瑞和远见与基础份额同涨同跌，当基础份额净值超过 1 时，两者互为杠杆，在净值低于阈值时，小康分得阈值内收益的 80%，远见分得阈值内收益的 20%，而在基础份额净值超过阈值时，小康分得阈值外收益的 20%，远见分得阈值外收益的 80%。每年运作周期结束基础份额以及两类子基金份额净值重新归 1。

产品特点：

被动化管理减小人为因素的影响。采用被动跟踪指数的管理方式，产品更为透明，投资者只需要分析被跟踪指数的变化即可快速判断子基金净值的变化，做出相应投资决策。

配对转换降低整体折溢价。配对转换条款为产品增加了套利交易机会（详见 3.4 部分），一方面吸引了套利交易者对产品的关注，可增加二级市场流动性，另一方面也降低了产品整体折溢价水平。

杠杆拐点导致特殊的风险收益特征。就本产品而言，当母基金净值处于 1 元附近时瑞和小康面临向上杠杆高于向下杠杆的有利局面，在母基金净值接近 1.10 元时瑞和远见面临向上杠杆高于向下杠杆的有利局面，即指数上涨时，净值上涨幅度大，而指数下跌时，净值下行幅度相对较小。由于产品跟踪股指期货标的指数，其特殊的风险收益特征可衍生出多种交易策略。

持续高仓位运作在市场走弱时助跌效应更大。跟踪指数的投资策略将使产品长期维持高仓位运作，但市场走弱时，相对于主动管理型产品，其下跌幅度更大，收益的波动性更强，要求投资者具备一定的市场预判能力。

开放式运作易导致产品规模不稳定，影响投资策略执行。基础份额可进行申购赎回，相对于封闭运行模式，容易造成产品规模的不稳定，影响基金经理策略的执行。此外，投资经理还需要长期保持一定的现金比例应付可能的赎回，降低运作效率。

子基金份额折溢价长期存在。配对转换机制尽管可以降低产品整体折溢价，但由于子基金份额不可单独申购赎回，子基金杠杆会有突变，同时由于融资交易业务尚未完全放开，杠杆交易工具具有明显的稀缺性，因此子基金在二级市场将长期维持折价或溢价状态。

瑞和小康高杠杆区间设置过短，导致长期折价。当母基金净值处于 1.0~1.1 元时，瑞和小康具有高杠杆，而超过 1.1 元或低于 1.0 元时，其杠杆将显著降低。在 1.0~1.1 元区间内，瑞和小康获益空间大于亏损空间，理应得到市场更多的认可，但由于高杠杆运行的净值区间偏短，沪深 300 指数只要上涨 10% 即可使小康进入低杠杆区间，从而面临上涨杠杆小、下跌杠杆大的局面，因此实际运行过程中瑞和小康的吸引力略低于瑞和远见，长期维持折价。

图 3 国投瑞银瑞和 300 收益分配规则



资料来源：海通证券基金研究中心

2.3 看涨期权型

代表产品：兴全合润。

产品概况：产品永续开放式运行，但以 3 年为运行周期，每 3 年两类份额折算为基础份额后再按初始比例拆分。具有配对转换机制，基础份额可以申购赎回，子基金无法申购赎回，但可于二级市场交易。当基础份额净值小于 1.21 元时，稳健类份额净值始终为 1，激进类份额获取超额收益；当基础份额净值高于 1.21 元时，两类份额同涨同跌；当基础类份额净值跌至 0.5 时，当前运行周期提前结束，稳健类份额折算为基础份额后可赎回以实现保本。总体来看，稳健类份额通过放弃基础份额阈值涨幅内收益分配权，换取了本金的完全保护，而在阈值涨幅之上，稳健类份额又可与基础份额同涨同跌，其收益特征非常类似于一个期权费为 0 的标准看涨期权。

产品特点：

稳健类份额保本的确定性高。当基础份额出现大幅亏损以致于威胁到稳健类份额本金安全时，运作周期提前结束，稳健类份额通过折算成基础份额赎回的形式收回本金，稳健类份额本金的保护相对较强。

在一定范围内激进类份额资金成本较低。基础份额净值小于 1.21 时，稳健类份额净值持续为 1，而激进类份额享受剩余收益或损失。这种情况可视为激进类份额投资者以无息贷款的形式向稳健类份额投资者借款投资，在一定区间内融资成本显著低于其他支付约定收益的品种。

稳健类份额无约定收益，存在机会成本。稳健类份额通过放弃基础份额阈值涨幅内收益分配权，换取了本金的完全保护。在市场长期处于弱市震荡时，投资者无法获取任何资金回报，产生一定的机会成本。

接近阈值时激进类份额吸引力骤减。如果市场上涨导致运作周期内基础份额净值超过 1.21%，激进类份额杠杆突然消失。此时当市场继续上涨时，其收益较为有限，而当市场见高回落时，其杠杆又会突然增加，放大净值下跌幅度。

图 4 兴全合润分级收益分配规则



资料来源：海通证券基金研究中心

3. 简单型分级产品主要条款解析

简单型分级产品包含稳健类和激进类两种份额，其中稳健类份额获取约定收益外不参与剩余收益的分配或承担投资亏损（部分产品在极端情况下除外），激进类份额享受剩余收益或以其资产净值为限承担投资损失。由于不包含条件收益分配规则，产品杠杆变化较为连续，不存在杠杆急速变化的折点（个别产品除外），便于投资者理解，交投也相对活跃，因此逐步成为市场主流的产品模式。从 2010 年 4 月 22 日兴全合润成立之后，所有新发的股票型分级基金产品均采用简单运作模式，而 2011 年证监会发布的《分级基金产品审核指引》第二条中也明确指出“分级基金产品设计应遵循以下原则：1、产品结构简单，易于投资者理解……”，因此，预计未来分级基金产品仍将会以简单型条款为设计主线。

简单型产品尽管数量庞大，但基本运作机制差别不大，区别多在于特定条款上。虽然名曰“简单”，但实际上条款仍复杂多样，每种条款设置对于风险收益特征的影响各有不同，从而导致不同产品收益分化较大。为了让对比更加直观并具有针对性，我们挑选出一些对产品收益具有重大影响的关键要素进行细致辨析。

3.1 分级运作期限

根据产品是否具有固定的分级运作期限，可以将所有简单型分级产品分为永续分级运作型和有限分级运作型。前者不设定固定的分级运作期限，基础份额可申购赎回，但子基金份额只可于二级市场交易或合并成基础份额后赎回。目前市场上绝大多数产品均采用永续分级运作的模式，代表产品如双禧中证 100、银华深 100、建信双利等。后者尽管各类份额申赎及交易机制与前者相同，但设置了固定的分级运作期限。在运作期限之内，产品可拆分为稳健类份额和激进类份额，而到期后产品整体转为 LOF 产品，三类份额根据自身净值折算为 LOF 份额，并可赎回以兑现本金和收益。该类型产品于近期才现身于市场，目前尚只有中欧盛世成长及国联安双利中小板两只产品采用该运作模式，但凭借着其自身的特殊优势，以及投资者对其认识的加深，未来该类产品的占比有望得到提升。

● 永续分级运作型主要特点

整体折溢价率低。由于包含配对转换机制并开放母基础份额申赎，当子基金二级市场合并价格与基金份额净值出现明显偏离时，可通过申购基础份额拆分后在二级市场卖出（溢价套利）或在二级市场买入子基金份额合并后进行赎回（折价套利）来获取价差收益，

从而推动整体折溢价收敛,因此该产品整体折溢价率会显著低于不含配对转换机制的封闭式产品。

子基金份额折溢价率长期存在。对于永续型产品来说,尽管配对转换所提供的套利机制能降低分级基金的整体折溢价率,但由于子基金份额不可单独进行申购赎回,只能通过二级市场交易,缺乏价格向净值靠拢的机制,因此无法消除子基金的折溢价率。

折溢价率波动影响子基金份额投资者本金及收益兑现的确定性。折溢价率多受投资者预期及产品杠杆变化的影响,当投资者需要兑现投资收益时,易受到折溢价率大幅波动的影响,导致收益获取的确定性相对较差。

● 有限分级运作型

降低子基金份额折溢价率。有限分级运作型产品对于基金的长期折溢价做出一定程度的改进,子基金折溢价有望控制在相对较小的范围之内并随着到期日临近而逐步缩小。由于产品具有固定的分级运作期,且到期后可折算为转型后 LOF 产品的份额并进行赎回,创建了一条让子基金价格向净值靠拢的路径。具体来看,当某类份额二级市场大幅折价时,如果其折价回归收益较大,投资者可以通过买入份额并持有份额到期来获取折价回归收益,需求增加会使二级市场价格逐步上升从而使折价回归收益降至合理利率水平,此机制可把折价控制在一个较小的范围之内,同时随到期日的临近而逐步缩小。与之相对,在整体折溢价套利机制的作用下,另一类份额的溢价也会保持在相对较小的区间内并逐步缩小。

规模变动可能更大。相对于永续型产品,有限分级运作型产品的份额数量可能到期后出现波动。由于分级基金的投资者看重的是其风险收益特征的匹配性,而当基金转型为 LOF 产品后,其风险收益特征与普通开放式基金的差异显著减小,对各类型投资者的吸引力则将下降,有可能在转型后面临大规模赎回。我们也不能排除届时产品可能也会做方案的修改,以解决这一问题。

3.2 稳健类份额约定收益方式和存续期限

简单型分级基金的稳健类份额可优先获取约定收益,相对于承担剩余收益或风险的激进类投资者来说,其收益相对稳定、波动性较好,适合风险承受能力较低、以资金保值为主要目标的投资者。但是稳健类份额绝非无风险产品,而且在不同条件下,不同类型的稳健类份额所展现的风险收益特征完全不同。根据是否具有固定分级运作时间以及收益确定的方式,简单型股票分级基金的稳健类份额可分为以下四类,固定期限固定利率型、永续固定利率型、固定期限浮动利率型及永续浮动利率型,其中目前绝大多数产品均为永续浮动利率型。

● 固定期限固定利率型

该产品类似于到期一次性还本负息的固定收益债券,具有到期日,按单利计息,应收利息和本金在到期日一次性折算为转型后的 LOF 份额,之后可以赎回兑现。在到期日之前,产品不可单独申购赎回,但可以在二级市场交易,具有配对转换机制,按一定比例与激进类份额合并成基础份额后可以赎回。目前市场上仅有一个产品属于该类型,即中欧盛世成长 A,约定收益为 6.5%/年,分级运作时间为 3 年。

主要特点:

约定收益高,降息通道中表现优异。这类产品的优势主要在于约定收益较高,同时由于无法单独赎回以及配转换机制下激进类份额杠杆所带来的高溢价,在二级市场上多表现为折价交易,从而导致其较高的持有到期收益。此外,其在降息通道中的相对利差会逐步增大,由此带来二级市场价格的上行。

折价率逐步收敛。此类产品具有固定到期期限，二级市场价格向净值收敛的确定性较强，在出现高折价时买入此类产品可获得较高的持有期回报。

到期后收益兑现存在不确定性。不过需要注意的是，稳健类折算为 LOF 份额后并不会立刻打开申购赎回，在赎回打开之前，稳健类份额投资者是以股票型 LOF 份额的形式持有约定收益和本金，容易跟随股市产生波动，导致收益兑现的确定性受到影响。

股市下跌将导致折价扩大。在市场下跌时，母基金的杠杆会逐渐变大，从而导致激进类份额吸引力上升，溢价率增加，在套利机制作用下稳健类份额折价也会增加，导致二级市场价格的下落。

升息通道下吸引力降低。当经济走强、物价水平上升时，市场利率也会逐步走高，降低固息类产品的吸引力，也容易使其二级市场价格下降。

● 永续固定利率型

该产品类似于保险产品中的永续年金，无固定到期日，每个运作周期结束后将固定的约定收益部分折算为基础份额返还给投资者，投资者可以通过赎回基础份额的方式兑现收益，但本金部分无法赎回，只能于二级市场卖出。产品具有配对转换机制，按一定比例与激进类份额合并成基础份额后可以赎回。目前市场上仅有一个产品属于该类型，即长城久兆稳健，约定收益为 5.8%/年。

定期兑现收益，提高流动性。永续固定利率型产品由于可以产生定期收益，且收益兑现的确定性较强，因此特别适合希望长期获得定期收入的分红型投资者，例如生存险产品或中老年投资者。在降息通道中，其价格会随市场利率的下降而上升，相对表现较好。

本金的回收存在一些不确定性。该产品的主要劣势在于本金无法赎回，只能通过二级市场卖出。一旦卖出时点上折价率增加，其本金则会遭受损失。

运行期内折价率仍具有一定的波动性。由于股票型分级基金的交易一定程度上受到激进类份额投资者的影响，在配对转换机制的传导下影响稳健类份额的折价，增加了价格的不确定性。

● 固定期限浮动利率型

该产品类似于浮动利率债券，有固定到期日，约定收益根据基准利率定期浮动（一般为 1 年期定存利率或国债到期收益率），每个运作周期结束后将约定收益部分折算为基础份额返还给投资者，投资者可以通过赎回基础份额的方式兑现收益。在分级运作到期之前，本金部分无法赎回，只能于二级市场卖出。产品具有配对转换机制，按一定比例与激进类份额合并成基础份额后可以赎回。在分级运作期结束后，本金及当期收益将折算为转型后的 LOF 份额，之后可以赎回兑现。目前市场上仅有一个产品属于该类型，即国联安双利 A，约定收益为 1 年期定存+3.5%/年，分级运作期为 3 年。

主要特点：

降低利率风险。浮动利率产品最大的优势在于降低了利率风险的影响。在加息通道中，固定利率产品通常会因贴现率的增加而导致价格下降，而浮动利率产品则可让约定收益跟上利率提升的步伐，因此在物价上升、市场利率提高时，浮动利率产品相对表现更好。

折价率逐步收敛。此类产品具有固定到期期限，二级市场价格向净值收敛的确定性较强，在出现高折价时买入此类产品可获得较高的持有期回报。

到期后收益兑现存在不确定性。该类产品在折算后可能无法立即赎回，需要承担一定时间的市场波动风险，一旦股市出现大幅回落，所积累的收益将遭受损失。

降息通道中表现相对较差。浮动利率产品在降息通道中吸引力低于固定利率产品，同时还会产生再投资风险，因此预期未来降息时，该产品的投资价值不如固定利率型产品。

运行期内折价率仍具有一定的波动性。产品具有配对转换机制，因此稳健类份额的折价会受到激进类份额溢价的影响。尽管随着到期日的临近，折价率将逐步收敛为 0，变动幅度相对小于永续型产品，但期间仍具有一定的不确定性。

● 永续浮动利率型

该产品是目前稳健类份额的主流模式，除以上提到的 3 只产品外，所有简单型股票分级基金的稳健类份额均采用这种模式。产品无固定到期日，约定收益根据基准利率定期浮动，每个运作周期结束后将约定收益部分折算为基础份额返还给投资者，投资者可以通过赎回基础份额的方式兑现收益。本金部分，只能于二级市场卖出，或者按一定比例与激进类份额合并成基础份额后可以赎回。

主要特点：

产品选择空间大，即期收益率较高。本类产品数量较多，因此投资者的选择余地较大。由于收益分配机制类似，因此约定收益高低则成为稳健类价值的主要决定因素。对于无大额支出需求，同时希望稳定获得超过物价水平的投资回报的投资者来说，一个具有高利率升水的产品是个不错的选择。目前市场上当前约定收益最高的为银华瑞吉，其收益约定方式为 1 年期定期存款+4%，当前利率高达 7.5%。

本金的回收存在一些不确定性。由于股票型分级基金的交易一定程度上受到激进类份额投资者的影响，在配对转换机制的传到下影响稳健类份额的折价，增加了价格的不确定性。

成交相对清淡，冲击成本高。该产品成交相对清淡，当投资者资金量较大而需要卖出时，产生的冲击成本较高，也会极大的侵蚀投资回报；

降息通道中表现相对较差。浮动利率产品在降息通道中较差的吸引力以及较高的再投资风险也是需要考虑的因素。

3.3 投资管理模式

根据基金经理是否会对产品进行积极管理，可将简单型分级基金分为主动股票型产品和复制指数型产品两类。主动股票型产品会对市场做积极的判断，使用仓位的调整或者个券的选择来获取超过市场平均水平的超额回报；复制指数型产品的投资目标在于跟踪误差的最小化，而非相对业绩，投资经理将使用各种指数复制技术力图实现对目标指数的准确跟踪。

复制指数型产品操作透明性强，受到投资者青睐。一般说来，主动股票型产品的吸引力在于投资经理和基金公司的股票投资能力。投资能力越强，获取超额收益的概率越大，相同条件下激进类份额的溢价也会越大，该特点在业绩延续性较强的债券分级产品中体现得尤为明显。复制指数型产品的吸引力在于操作的透明性以及对市场走势判断的快速性。被动型产品股票仓位一直持续维持于较高水平，运作上也不易受到基金经理投资能力的扰动。在牛市来临时复制指数型产品的涨幅跟上指数的概率更大，因此对于交易型投资者来说吸引力更强，而主动管理型产品受投资经理风格和能力的影响，当市场风格转换带来投资机会时，可能因为前期投资经理的不同风格操作而造成涨幅落后于指数，降低了投资者对其的交易热情。但在市场处于震荡或熊市时，投资经理管理能力较强的主动型产品能够减小下行风险，而复制指数型产品则因仓位较高外加杠杆放大作用而使收益大幅波动，此时主动管理型产品吸引力强于复制指数型产品。从目前实际运行情况来看，分级基金投资者以交易型为主，希望通过对市场的准确判断来放大投资收益，对于涨跌幅预期性较强的产品更为偏好，因此可以看到复制指数型产品的交易量相对更大，也逐步成为市场的主流

模式。

跟踪指数日趋多样，便于制定针对性的投资策略。就复制指数型产品而言，所跟踪的指数已呈现出多样化的趋势，投资者在判断市场风格时还需要找到与风格相契合的投资标的。早期产品多以大盘指数为主，之后一些特定主题指数和风格指数逐步出现，增加了产品的差异性，为投资者提供了更多的备选标的。当预期未来市场将展现出明显的风格特征时，可以选择与其契合度较高的产品，例如当通胀高企导致资源类产品产生涨价预期时，跟踪指数中有色金属和采掘行业占比高的银华鑫瑞则成为优良标的。而当市场特征分散或投资者无法准确把握市场热点时，跟踪指数中风格或行业配比相对均衡的产品或是更好的选择，如申万进取或银华鑫利。

表 1 复制指数型产品的标的指数

基金名称	成立时间	类型	跟踪指数
国投瑞和 300	2009-10-14	复制指数型	沪深 300 指数
国联安双禧中证 100	2010-04-16	复制指数型	中证 100 指数
银华深证 100	2010-05-07	复制指数型	深证 100 价格指数
申万菱信深成指	2010-10-22	复制指数型	深成指
信诚中证 500	2011-02-11	复制指数型	中证 500 指数
银华中证 90	2011-03-17	复制指数型	中证等权重 90 指数
泰达中证 500	2011-12-01	复制指数型	中证 500 指数
银华内地资源	2011-12-08	复制指数型	中证内地资源主题指数
长盛同瑞中证 200	2011-12-06	复制指数型	中证 200 指数
长城久兆中小板 300	2012-01-30	复制指数型	中小板 300(价格)指数
信诚沪深 300	2012-02-01	复制指数型	沪深 300 指数
工银瑞信睿智中证 500	2012-01-31	复制指数型	中证 500 指数
国联安双利中小板	2012-03-23	复制指数型	中小板综指
诺安中证创业成长	2012-03-29	复制指数型	中证创业成长指数

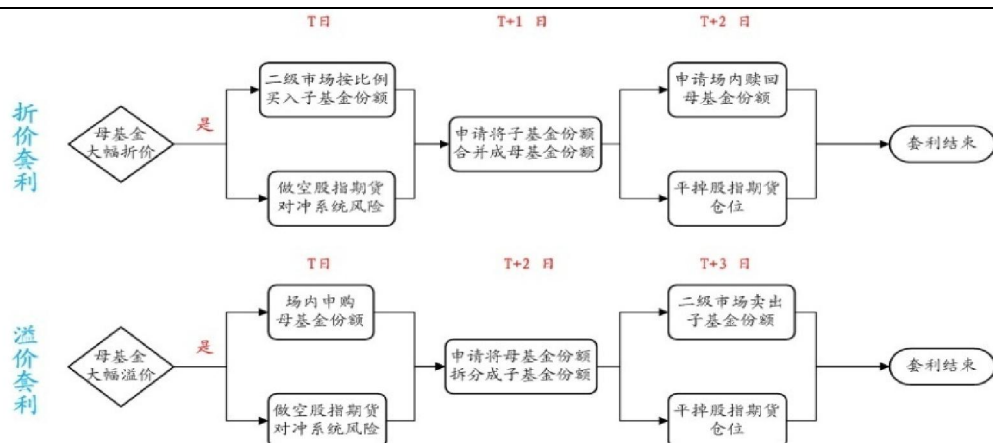
资料来源：海通证券基金研究中心

3.4 整体折溢价套利机制及影响因素

简单型分级基金均具有配对转换机制，两类子基金份额可按初始比例合并为基础份额，并可进行赎回。申购所得的基础份额也可按初始比例拆分为两类子基金份额，并可在二级市场卖出。该条款打通了分级基金一、二级市场的转换，从而产生了类似 LOF 或 ETF 的折溢价套利机制，也由此使得整体折溢价较之无配对转换条款的产品大幅降低。

从套利操作来看，可分为折价套利和溢价套利两种形式。当基础份额净值大幅高于子基金按配比得到的二级市场平均价格时，则可认为出现折价套利机会。投资者可按照初始比例在 T 日从二级市场分别买入子基金份额，然后于 T+1 日申请将所购入的子基金份额合并为基础份额，再在 T+2 日申请基础份额的场内赎回，2 日的净值波动风险投资者可以用股指期货或者融资融券的方法来对冲。而当基础份额净值大幅低于子基金按配比得到的二级市场平均价格时，则可认为出现溢价套利机会。投资者可在 T 日于场内申购基础份额，然后于 T+2 日申请将基础份额拆分为子基金份额，再在 T+3 日于二级市场分别卖出两类子基金份额，同样，投资者可以利用股指期货或者融资融券来锁定净值波动的风险。

图 5 折溢价套利示意图



资料来源：海通证券基金研究中心

折价套利的风险相对较小。套利期间净值或价格的不利变动会影响套利回报。在能完全对冲净值波动的情况下，溢价套利由于二级市场价格波动较大，而折价套利相对确定，因此折价套利的风险较小；如果不对冲净值的波动，那么折价套利的风险在于 2 日的净值波动，而溢价套利需要承担 3 日的价格波动，如果 T+3 日后套利空间消失，投资者可以选择赎回，但是需要承担赎回费和 3 日的净值波动，整体来看也是折价套利风险略小一些。

Beta 的不稳定性可能影响套期保值效果。为规避系统性风险，套利过程中需要使用股指期货合约，但目前股指期货仅以沪深 300 指数为标的，而当前简单分级产品中仅有 1 只跟踪该指数，而其他指数型或主动管理型产品与沪深 300 指数的 beta 并不一定持续稳定，增加了套利操作的风险。

稳健类份额二级市场的冲击成本会影响套利所得。套利过程中涉及到份额的交易以及申赎，会产生相应的交易成本，而子基金份额尤其是稳健类份额二级市场交投非常清淡，投资者在买卖时容易产生一定的冲击成本，因此当整体折溢价水平较小时，套利交易获益的可能性较低。

3.5 杠杆水平

杠杆是分级基金投资运作的核心，正是由于杠杆的作用，当市场走强时激进类份额投资者可以获取高于指数的涨幅，也由此增加了其对交易型投资者的吸引力。杠杆越高，指数上涨时带来的净值增长越大。当然激进类份额二级市场表现可能受到多方面因素的影响，杠杆所带来的净值上涨并不一定能完全转化为价格上涨。

实际杠杆的应用性远强于初始杠杆。分级基金的杠杆具有不同的类型，目前市场上谈论较多的是初始杠杆，即产品成立时激进类份额的杠杆，而我们认为对于投资者意义更大是实际杠杆。因为初始杠杆只能代表产品成立时点上当基础份额上涨时激进类份额的涨幅放大倍数，但随着两类份额净值在运作过程中的相对变化，激进类份额在特定时点上的放大倍数也会随之变化，例如在市场大幅下跌时，激进类份额单位净值相对较低，此时杠杆水平不断上升，一旦市场反弹，其单位净值也将大幅增加，反之当市场大幅上涨时，激进类份额单位净值较高，杠杆水平会逐步下降，激进类份额的相对收益变动也会渐渐钝化，所以更具有投资指导意义的是特定时点上激进类份额的实际杠杆。对于简单型分级基金而言，其激进类份额的实际杠杆约等于分级基金总资产净值除以激进类份额资产净值。

高杠杆产品交投活跃。当市场上涨时，投资者希望持有高杠杆的激进类份额以放大

收益,但随着涨幅的扩大,激进类份额占总资产净值的比例不断提升,杠杆也在逐渐变小,激进类份额净值涨幅也逐步萎缩;而当市场下跌时,投资者并不希望杠杆变大而放大损失,不过随着持续下跌,激进类份额占总资产净值的比例也不断缩小,杠杆进一步加大,使得激进类份额净值以更快的速度下滑。可以看到,目前市场上的高杠杆激进类份额并非产品设计使然,更多是由于建仓时点不佳导致激进类份额净值大幅下滑所产生。也正是因为杠杆变化的这种外生性,造就了如申万进取、银华鑫利等高杠杆产品的稀缺性,成为交易型投资者在博取市场反弹时的“珍品”,流动性和换手率明显强于其他品种。

到点折算将导致激进份额杠杆大幅变动。为了防止极端杠杆水平的出现,大多数产品均设计了到点折算条款来进行杠杆回拨。其具体影响将在下一部分中详细分析,在此需要指明的是,向下到点折算将极端高杠杆回拨至正常水平,激进类份额对于交易型投资者的吸引力大幅下降,将带来溢价率回落,但此时会给稳健类份额带来折价回归的收益。与之相反,向上到点折算将极端低杠杆回拨至正常水平,提高激进类份额吸引力,因此临近向上到点折算时,激进类份额存在一定的投资机会。

溢价率提前反映预期,净值杠杆并不等同于价格杠杆。当激进类份额杠杆较大但溢价也较高时,市场走强导致的净值提升并不一定会带来价格的同比例上升,也就是说,当前的溢价对于未来市场上涨以及杠杆的降低一定程度上已经 price in,价格涨幅一般会低于净值涨幅。从这个角度上看,激进类份额的溢价率可以视为杠杆的价格,投资者在关注实际杠杆大小时还应当注意溢价率的高低。

3.6 折算条款

根据折算规则的不同,折算条款可以分为到期折算和到点折算,其中到点折算又可细分为向上到点折算和向下到点折算两种。

● 到期折算条款

到期折算的目的是使子基金收益能够定期兑现,增加资金流动性,类似于传统封基的分红机制。现有到期折算条款有两种:第一种方式(三类份额归 1)在每个运作期末同时折算三类份额,若激进类份额净值大于 1,则稳健类份额和激进类份额净值中超过 1 的部分均折算为基础份额,而若激进类份额净值小于 1,则将其份额按比例缩减从而使其净值折算为 1,此时稳健类份额在维持与激进类份额初始配比不变的前提下也进行同比例缩减,净值调整为 1,折算前资产超出部分折为基础份额,如国联安双禧和南方新兴消费。第二种方式(A 份额归 1)仅在每个运作期末将稳健类份额单位净值超过 1 的部分折为基础份额,激进类份额数量和净值均保持不变。

三类份额归 1 折算法对折溢价率影响相对更大。对于稳健类投资者来说,到期折算类似于封基分红,可兑现约定收益。由于二级市场一般折价交易,因此在折算前折价买入稳健类份额并持有至折算后其利息收益率会高于约定收益。此外,由于价格和净值同时扣减收益后会使折价率扩大,因此到期折算也会产生类似封基的分红行情。对于激进类份额投资者来说,A 份额归 1 的到期折算方式对于杠杆变化的影响不大,因此不存在明显的投资机会或风险,但对于三类份额归 1 的到期折算方式,如果激进类份额单位净值远大于 1 或远小于 1,则会对杠杆产生明显影响。具体来看,若激进类份额单位净值远大于 1,折算前杠杆水平较低,到期折算后一方面可使激进类份额提前兑现收益,增加流动性,另一方面也可将杠杆大幅提升至原始水平,带来溢价率的上升。若激进类份额单位净值远小于 1,折算前杠杆水平较高,折算后杠杆会大幅回落,大大降低激进类份额的吸引力,导致溢价率的回落,而对应的稳健类份额由于可以提前兑现部分本金以及相应的折价回归收益(类似于向下到点折算条款),会有一波上涨行情,投资者需要关注这种情况下稳健类份额的投资机会。

● 到点折算条款

到点折算的主要目的是避免极端杠杆的出现,使杠杆回到正常水平。到点折算可分

为向上到点折算和向下到点折算，分别对应的是杠杆的加载和卸载。

新发产品多不设向上到点折算，长期运行后杠杆可能消失。早期发行产品包括两种到点折算条款，而随着监管机构对于激进类份额投资风险的关注，新发产品中均设有向下到点折算条款，但没有向上到点折算条款。这种条款设置对于高风险投资者来说颇为不利，因为股市长期上涨仍是大概率事件，随着市场的上升，激进类份额净值占比越来越大，杠杆会逐步缩小，极端情况下杠杆会无限趋近于 1，此时产品吸引力显著下降。向下到点折算多以激进类份额单位净值为阈值，数值分布于 0.15~0.35 之间。向上到点折算则多以基础份额单位净值为阈值，数值分布于 2.00~2.50 之间。越小的向下阈值和越大的向上阈值代表更大的杠杆波动区间。

向上到点折算重新加载杠杆，利多激进类份额。从操作上看，向上到点折算有两种方式。第一种（三类份额归 1 型）是将 3 类份额单位净值均调整为 1，子基金份额数量保持不变，净值超过 1 的部分折算为基础份额，基础份额的数量按其原有净值与 1 的比例相应增加；第二种（三类份额归 A 型）是将基础份额和激进类份额的单位净值调整与稳健类份额单位净值一致，子基金份额数量保持不变，激进类份额净值超过稳健类份额的部分折算为基础份额，基础份额的数量按其原有净值与稳健类份额单位净值的比例相应增加。总体上看，由于临近向上阈值时，向上到点折算将增加产品杠杆水平，导致激进类份额溢价上升，在整体套利机制的作用下，稳健类份额的折价也将扩大，对稳健类份额不利而对激进类份额有利。就两种折算方式而言，目前只有申万深成指和中欧盛世成长两只产品采用三类份额归 A 型折算方式，但我们认为这种方式具有以下 3 点优势：1）稳健类份额的现金流更加稳定。三类份额归 A 型折算方式使得稳健类份额净值和份额数均不发生变化，其约定收益只能通过到期折算的方式来实现，而到期折算在发生时间的确定性上显著强于到点折算，因此使得稳健类份额现金流相对稳定，当然，对于注重资产流动性来说，三类份额归 1 法下稳健类份额能更加快速的兑现收益，也具有一定的吸引力；2）风险收益特征的错配幅度更小。三类份额归 A 型折算方式下，稳健类份额投资者不会增加任何基础份额，而由于届时稳健类份额净值恒大于 1，激进类份额投资者所增加的基础份额数量也相对较少。由于基础份额的风险程度介于稳健类份额和激进类份额之间，与两类投资者的风险偏好存在明显差异，因此三类份额归 A 型折算方式下所导致的风险收益特征错配幅度相对更小。

两类向下到点折算条款影响各异。现有简单型产品的向下到点折算有 2 种方式。第一种（三类份额归 1 型）是将 3 类份额净值均调整为 1，激进类份额数量按照其原有净值与 1 的比例进行缩减，稳健类份额数量按照激进类份额的缩减比例也进行相应缩减，与折算前的资产差额全部折算为基础份额；第二种（同涨同跌型）是当激进类份额触发阈值时，并不进行对各类份额净值和份额进行调整，而使两类份额共同承担下跌风险。此时激进类份额杠杆消失，同时稳健类份额也不再稳健。当未来基础份额净值重新回涨时，盈利部分有限弥补稳健类份额的应计收益，只有当盈利部分超过稳健类份额的应计收益时，激进类份额才能享受剩余收益。

三类份额归 1 型折算方式卸载杠杆，利多稳健类份额。大多数简单型产品均采用三类份额归 1 型的折算方式，这种方式对稳健类份额较为利好。举例来看，假设当激进类份额净值达到 0.25 元时，某产品将启动向下到点折算，3 类份额净值都将调整为 1 元。为使激进类份额净值由 0.25 元变为 1 元，每 4 份激进类份额数量将缩减为 1 份，同时为保持初始份额配比不变，稳健类份额数量也将按 4:1 的比例缩减。由于包含约定收益，折算前稳健类份额净值恒大于 1，为使得折算前后稳健类份额资产总额保持不变，其净值超过 0.25 元的部分将以基础份额的形式返还给投资者，投资者可以将其赎回以兑现收益。考虑到目前稳健类份额在二级市场多以折价交易，这种折算方式将使得稳健类份额投资者能不低于 75% 的按折价买入的资产以单位净值予以赎回，迅速套取折价收益。此外，激进类份额在折算后杠杆将大幅降低，其溢价水平相应下降，在整体套利机制作用下稳健类份额的折价也会大幅缩窄，对其价格提供了上行助力。

同涨同跌型折算方式共担风险，利多激进类份额。就同涨同跌型折算方式而言，由

于在折算点附近激进类份额处于向下低杠杆、向上高杠杆的有利局面，其吸引力明显强于三类份额归 1 型折算方式下的激进类份额；稳健类份额则无三类份额归 1 型的折算方式下的本金保护机制，将转变为与基础份额特征一致的产品，风险会急剧放大。不过由于基础份额净值回涨时收益部分将优先弥补稳健类份额的应计利息，投资者需要对市场的不同走势进行预判。对于稳健份额投资者来说，由于股市长期上涨为大概率事件，其可能只会遭受暂时的损失，拉长投资期限后仍有望实现其本金和应计利息。而对于激进份额投资着来说，阈值以下的股市盘整时间不同，其投资价值也会有明显差异。当阈值以下股市盘整时间较短时，激进份额的“欠账”（稳健份额在该时间段的应计利息）相对较少，而阈值以上为其最高杠杆区间，一旦市场反弹其净值将会迅猛提升；相应的，当阈值以下股市盘整时间较长时，市场反弹所带来的盈利将首先大比例的分配给稳健份额，与前种情况相比，此时激进份额的投资价值较低。

信息披露

分析师声明

单开佳：基金研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

基金研究中心声明

海通证券基金研究中心（以下简称本中心）具有证监会和证券业协会授予的基金评价业务资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所有信息均来源于公开资料，本中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。评价结果不受任何第三方的授意或影响。基金评价结果不是对基金未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本中心所属的海通证券股份有限公司控股海富通基金管理公司，参股富国基金管理公司，本中心秉承客观、公正的原则对待所有被评价对象，并对可能存在的利益冲突制定了相关的措施。本声明及其他未尽事宜的详细解释，敬请浏览海通证券股份有限公司网站（<http://www.htsec.com>），特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪昂明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394
高远 (021) 23219669

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com
gaoy@htsec.com

联系人
李 宁 (021) 23219431
周 霞 (021) 23219807

lin@htsec.com
zx6701@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

联系人
王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733
李 珂 (021) 23219821

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

基金研究团队
姜 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004
王广国 (021) 23219819
孙志远 (021) 23219443
陈 亮 (021) 23219914
联系人
陈 瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773
陈韵骋 (021) 23219444

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
wgg6669@htsec.com
szy7856@htsec.com
cl7884@htsec.com
chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com
cyc6613@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395
联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨卉 (021) 23219760

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885
联系人
武 亮 (021) 23219883
黄 轩 (021) 23219886

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com
wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433
联系人
倪玉娟 (021) 23219820

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com
nyj6638@htsec.com

计算机行业
陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813
张光鑫 (021) 23219818

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com
zgx7065@htsec.com

石油化工行业
邓 勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业
龙 华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频 (021) 23219405
联系人
夏 木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
联系人
杨艺娟 (021) 23219811

yyj7006@htsec.com

非银行金融行业
董 乐 (021) 23219374
联系人
黄 媚 (021) 23219638
陈通行 (021) 23219800

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com
cth7221@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697
郑震湘 (021) 23219816

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业
联系人
白 洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞 楠 (021) 23219382
李 晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402
联系人:
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业
赵 勇 (0755) 82775282
齐 莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391
联系人
任玲燕 (021) 23219406

liuyq@htsec.com
rly6568@htsec.com

医药行业
联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709
郑 琴 (021) 23219808

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com
zq6670@htsec.com

有色金属行业
联系人
刘 博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张 瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 xqb6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com 汤婧 (021) 23219809 tj6639@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com	通信行业 袁兵兵 (021) 23219770 ybb6053@htsec.com 联系人 侯云哲 (021) 23219815 hyz6671@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com 伏财勇 (0755) 23607963 fcy7498@htsec.com 邓欣 (0755) 23607962 dx7453@htsec.com	上海地区销售团队 高溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 姜洋 (021) 23219442 jy7911@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 张亮 (021) 23219397 zl7842@htsec.com 朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com 卢倩 (021) 23219373 lq7843@htsec.com	北京地区销售团队 孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com 隋巍 (010) 58067944 sw7437@htsec.com 张楠 (010) 58067935 zn7461@htsec.com
--	---	--

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com