

分级基金研究

2012 年 04 月 17 日

分级基金 DISCOVERY 系列之三：分级基金种群谱系志之债券基金篇

- **债券型分级基金现状：高杠杆和偏债型产品成为“绝版”。**国内已上市或完成募集的债券型分级基金共有 17 只，偏债型产品只有 4 只，绝大部分为纯债型产品。初始杠杆普遍高于股票型分级基金，82.35% 的产品初始杠杆不低于 3.33 倍，杠杆水平达到 5 倍的产品占比超过 17%。随着证监会新归出台，未来高杠杆和偏债型产品成为“绝版”。

- **运作模式分析：**

完全封闭型。期间无申购赎回压力，便于债券投资操作；到期一般可以直接转为债券型 LOF，折价收敛的确定性高；不含到点折算条款，实际杠杆提升空间较大；流动性受限，二级市场易产生折价；不过由于没有向下到点折算条款，极端情况下稳健类份额可能会出现亏损。

完全开放型。包含配对转换机制，降低整体折溢价，但由于子基金份额不可单独申购赎回，因此其在二级市场将长期维持折价或溢价；开放式运作不利于债券投资策略的执行；交易活跃度不佳，投资的冲击成本较大。

半开放型。稳健类份额吸引力较大，便于利用银行销售渠道实现目标募集规模，但定期开放申赎，或将影响投资策略的执行，产品实际杠杆也难如愿而行。新产品稳健类份额约定收益不断提升，增加激进类份额的盈利压力。

- **投资范围分析：**纯债型产品债性较强，债券投资工具的特征明显；偏债型产品在当前具有明显的稀缺性，为资产配置受限的投资者提供参与股市的标的。
- **稳健类份额收益约定方式分析：**固定期限固定利率型产品的持有到期收益确定性强，降息通道中表现相对较好；永续固定利率型产品本金回收存在不确定性，收益易受折价率扰动；固定期限浮动利率型产品本金和收益兑现确定性强，利率风险较低，加息通道中表现较好；永续浮动利率型产品的即期回报虽好但兑现的确定性不足。
- **折算条款分析：**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，目的在于控制极端杠杆的出现。与分级股基的折算机制相比，分级债基各产品折算条款的差异化较强，且以完全开放型产品为主。半开放型和封闭型产品均未引入到点折算机制，同时到期折算也相对简单。

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 DICOVERY 系列之二：分级基金种群谱系志之股票基金篇》中我们对股票型分级基金进行了分类辨析，指出了主要条款对收益的影响以及相应的投资策略。在中国经济结构转型、增速放缓的大背景下，固定收益类产品尤其是债券的长期配置价值及短期投资价值逐步为人所识，而具有双重杠杆（回购杠杆和产品杠杆）的债券型分级基金作为增强型债券投资工具也得到了越来越多的关注。本篇报告延续了之前的分析思路，重点从运作模式、投资范围、稳健类份额约定收益方式及折算条款等方面来展示债券型分级基金的特质和投资价值。

1. 债券型分级基金现状

截至 2012 年 4 月 6 日，国内已上市或完成募集的债券型分级基金共有 17 只，分别为富国汇利、大成景丰、天弘添利、嘉实多利、泰达宏利聚利、富国天盈、万家添利、博时裕祥、中欧鼎利、长信利鑫、海富通稳进增利、鹏华丰泽、浦银安盛增利、国泰信用互利、诺德双翼、天弘丰利和金鹰持久回报。从投资方向来看，大成景丰、嘉实多利、万家添利、中欧鼎利、海富通稳进增利可在二级买入股票，属于偏债型产品，其余品种则属于纯债型产品。随着证监会新规强调分级基金需具有明确的风格特征，因此未来债券型分级基金中将不会再出现偏债型品种。从初始杠杆水平上看，债券型分级基金普遍高于股票型分级基金，82.35%的产品初始杠杆不低于 3.33 倍，杠杆水平达到 5 倍的产品占比超过 17%，不过根据监管机构最新要求，新发债券型产品初始杠杆不得超过 3.33 倍，当前高杠杆品种将成为“绝版”。从交易机制上看，债券型基金可分为全开放、半开放和封闭式 3 种。全开放模式没有固定到期时间，两类份额分别上市交易，一般可进行合并/分拆处理，在套利机制作用下整体折溢价水平维持于一个较窄的幅度之内。半开放模式是当前债券型基金的主流运作方式，采用分开募集的方式，便于利用银行销售渠道，具有固定的运作周期，到期一般自动转为 LOF 基金。稳健类份额不上市交易，定期开放申购/赎回，激进类份额上市交易，运作期结束后折算为转型后的 LOF 基金份额。封闭模式有固定的到期时间，两类份额分别上市交易，但不具有合并/分拆机制。由于运作期内无法通过赎回兑现本金和收益，流动性相对较差，因此二级市场上一般会产生折价，整体折溢价波幅大于可配对转换品种。

表 1 杠杆型基金基本信息

母基金名称	主动/被动	类型	基金经理	到期日	子基金名称	风险级别	收益分配
富国汇利	主动	纯债型	刁羽、饶刚	2013-09-08	汇利 A	中低	3 年净值累计涨跌大于 -21.9%，到期获得年化收益为 3.87%
					汇利 B	中高	初始杠杆 3.33 倍
大成景丰	主动	偏债型	陈尚前、陶钰	3 年运作周期	景丰 A	中低	3 年净值累计涨幅大于 -21.45%，到期获得年化收益为 3 年期银行定期存款利率 +0.7%
					景丰 B	中高	初始杠杆 3.33 倍
天弘添利	主动	纯债型	陈钢	5 年运作周期	天弘添利 A	中低	1.3x1 年期银行定期存款利率
					天弘添利 B	中高	初始杠杆 3.33 倍，但随着 A 份额的申购赎回杠杆变动
嘉实多利	主动	偏债型	王茜	1 年运作周期	多利优先	中低	约定收益 5%，每年兑现
					多利进取	高	初始杠杆 5 倍
泰达宏利聚利	主动	纯债型	沈毅、胡振仓	5 年运作周期	聚利 A	中低	约定收益 1.3x5 年期国债到期收益率，季度调整
					聚利 B	中高	初始杠杆 3.33 倍
富国天盈	主动	纯债型	赵恒毅、刁羽	3 年运作周期	天盈 A	中低	不上市，每半年定期打开申购赎回，约定收益 1.4x1 年期银行定期存款利率，半年调整
					天盈 B	中高	初始杠杆 3.33 倍

万家添利	主动	偏债型	邹昱	3 年运作周期	万家添利 A	中低	不上市，每半年定期打开申购赎回，约定收益 1.1%+1 年期银行定期存款利率，半年调整
					万家添利 B	高	初始杠杆 3.5 倍
博时裕祥	主动	纯债型	陈芳菲	3 年运作周期	裕祥 A	中低	不上市，每半年定期打开申购赎回，约定收益 1.5%+1 年期银行定期存款利率，半年调整
					裕祥 B	高	初始杠杆 5 倍
中欧鼎利	主动	偏债型	聂曙光	3 年运作周期	鼎利 A	中低	约定收益 1 年期银行定期存款利率+1%
					鼎利 B	中高	初始杠杆 3.33 倍
长信利鑫	主动	纯债型	张文珺	5 年运作周期	利鑫 A	中低	不上市，每半年定期打开申购赎回，约定收益 1.1x1 年期银行定期存款利率+0.8%，半年调整
					利鑫 B	中高	初始杠杆 3 倍
海富通稳进增利	主动	偏债型	张丽洁	3 年运作周期	海富稳进增利 A	中低	3 年期银行定期存款利率+0.5%，每季度按照季度初第一个工作日利率进行调整
					海富稳进增利 B	高	初始杠杆 5 倍
鹏华丰泽	主动	纯债型	戴钢	3 年运作周期	鹏华丰泽 A	中低	不上市，每半年定期打开申购赎回，约定收益 1.35x1 年期银行定期存款利率，半年调整
					鹏华丰泽 B	高	初始杠杆 3.33 倍
浦银安盛增利	主动	纯债型	薛铮	3 年运作周期	浦银安盛增利 A	中低	3 年净值累计涨跌大于 -18.98%，到期获得年化收益为 5.25%
					浦银安盛增利 B	高	初始杠杆 3.33 倍
国泰信用互利分级	主动	纯债型	吴晨	1 年运作周期	国泰信用互利 A	中低	1 年期银行定期存款利率+1.5%，每年按照年初第一个工作日利率进行调整
					国泰信用互利 B	高	初始杠杆 3.33 倍
诺德双翼分级	主动	纯债型	赵滔滔	3 年运作周期	诺德双翼 A	中低	不上市，每半年定期打开申购赎回，约定收益 1.3x1 年期银行定期存款利率，半年调整
					诺德双翼 B	高	初始杠杆 3 倍
天弘丰利分级	主动	纯债型	陈钢、刘冬	3 年运作周期	天弘丰利 A	中低	不上市，每半年定期打开申购赎回，约定收益 1.35x1 年期银行定期存款利率，半年调整
					天弘丰利 B	高	初始杠杆 4 倍
金鹰持久回报	主动	纯债型	邱新红	3 年运作周期	金鹰持久回报 A	中低	不上市，每半年定期打开申购赎回，约定收益 1 年期银行定期存款利率+1.1%，半年调整
					金鹰持久回报 B	高	初始杠杆 3.33 倍

 资料来源：海通证券研究所基金评价系统<http://fund.htsec.com>

图 1 股票型分级基金主要类型和代表性产品

债券型分级基金		按运作模式分		
		完全封闭型	完全开放型	半开放型
按投资范围分	纯债型	<ul style="list-style-type: none"> •富国汇利 •泰达宏利聚利 •浦银安盛增利 	<ul style="list-style-type: none"> •国泰信用互利 	<ul style="list-style-type: none"> •天弘添利 •富国天盈 •万家添利 •博时裕祥 •长信利鑫 •鹏华丰泽 •诺德双翼 •天弘丰利 •金鹰持久回报
	偏债型	<ul style="list-style-type: none"> •大成景丰 •海富通稳进增利 	<ul style="list-style-type: none"> •嘉实多利 •中欧鼎利（封闭运作1年后开放） 	无

资料来源：海通证券基金研究中心

2. 运作模式分析

根据基础份额或子基金份额是否开放申购赎回，可将债券型分级基金分为完全开放型、半开放型和完全封闭型 3 种。

2.1 完全封闭型

代表产品：富国汇利、大成景丰、泰达宏利聚利、海富通稳进增利和浦银安盛增利。

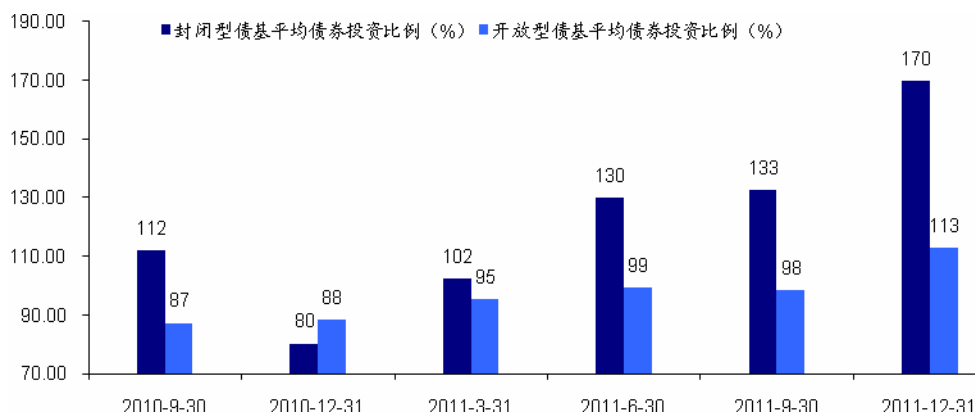
产品概况：产品具有固定的到期时间，封闭期一般在 2~5 年之间，并以 3 年期居多，到期后一般自动转为债券型 LOF 产品。两类份额分别上市交易，不具有合并/分拆机制。与股票型分级基金一样，首批诞生的债券型产品均采用了完全封闭运行的模式，尽管该模式非常利于债券投资运作，但由于子基金份额发行后经常伴随较大幅度折价，不利于产品的首发规模的扩大，因此目前采用该模式的债券型分级基金占比并不高。

产品特点：

期间无申购赎回压力，便于债券投资操作。从回报的角度上看，目前中国信用债市场存在大量到期收益率较高而流动性较差的产品，而开放式基金存在日常申赎压力，若投资该类高收益品种，一旦出现超预期的大规模赎回，则可能受限于其较差的流动性而无法及时卖出。与之相反，封闭式产品则不受日常申赎的限制，可以根据投资期限有针对性的投资于这类低流动性但息票收益较高的产品，一方面通过长期持有减少换手率，降低组合运作成本，另一方面高息产品也带来了运作期的高回报。此外，与股票资产相比，债券资产的收益具有确定性较强但绝对数值较低的特点。为了提高产品回报，投资经理一般都会通过债券回购融入资金来提升组合杠杆。开放式基金由于受到日常申赎的制约，杠杆使用比例偏低，而封闭式产品无需应对赎回，能够长期使用高杠杆来放大幅度有限但确定性较高的债券投资收益。从风险的角度上看，封闭期的设置使产品投资期限相对固定，投资经理可以选择到期日与产品封闭期相近的品种来进行期限匹配。即使运作期间市场利率发生

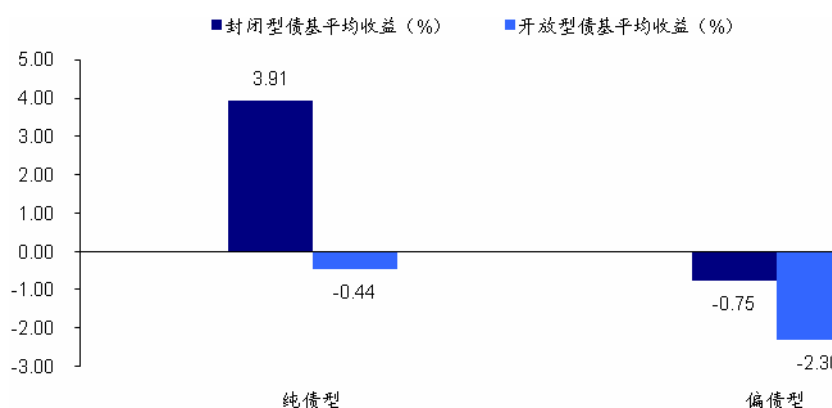
不利变化导致债券价格下跌，也可通过持有到期来规避相应的利率风险。从成本的角度上看，封闭式运作的产品规模相对固定，基金公司不存在持续营销压力，基金经理也无需为短期排名而频繁交易，换手率相对较低，可节省相关的运作费用。

图 2 债基的封闭运行可增加回购杠杆使用力度



资料来源：海通证券基金研究中心

图 3 债基的封闭运行或将提高组合收益（2011 年 1 月 1 日到 2012 年 4 月 6 日）



资料来源：海通证券基金研究中心

到期一般可以直接转为债券型 LOF，折价收敛的确定性高。根据相关契约，封闭式分级债基到期后将直接转为债券型 LOF 基金，无需再召开份额持有人大会来讨论转型方案，与部分到期后需要通过份额持有人大会来确定转型方案的封闭型基金相比，其转型的确定性相对较高。此外，两类子基金份额在转为 LOF 后并非立即开放赎回，一般会设置一个不超过 30 天的申赎封闭期，投资者在此期间所持有的 LOF 份额净值将受资本市场波动的影响。不过分级债基转型后仍为债券型产品，其下行风险将远低于分级股基转型后的 LOF 份额，由此在临近到期时所产生的风险折价也将相对较小。综合来看，随着到期日的临近，封闭式分级债基两类份额折价向 0 值收敛的确定性较强。

不含到点折算条款，需要通过投资主动控制杠杆水平。当激进类份额净值大幅下降后，其杠杆将迅速提升，对于看好未来债市表现、希望通过高杠杆搏取反弹收益的投资者来说吸引力较强。不过由于债券资产的波动幅度远小于股票资产，同时 2~5 年封闭期的设置也决定了分级债基无法进行过于激进的久期配置，因此分级债基的下行风险相对较小，出现激进类份额净值大幅下跌、产品杠杆水平迅猛提升的概率并不大。

流动性受限，二级市场易产生折价。一般来说，分级债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。在二级市场预期存在差异以及交投活跃度相对有限的前提下，需要对买入者给予风险补偿，从而使得二级市场的长期折价。

此外，发行规模偏小也会降低子基金份额在二级市场交易的活跃度，进而加大其折价水平。我们认为有以下几点原因制约了完全封闭型产品的发行规模：（1）无法充分利用银行发行渠道，首发规模相对较小。封闭式分级债基采用合并募集，分开上市交易的模式，而在二级市场交易子基金份额要求投资者必须具有股票账户，这就大大限制了银行端客户的投资热情，使得该类型产品的首发规模相对低于半开放型产品。从历史发行数据上看，除第 1 只和第 2 只分级债基富国汇利和大成景丰得益于创新溢价和基金经理较好的历史业绩获得 30 亿以上的发行规模外，之后发行的 3 只同类产品规模均明显低于同期发行的半开放型产品。（2）子基金上市后易折价，降低投资者认购动力。从历史上看，富国汇利由于基金公司固定收益管理能力较强，其激进类份额一直维持溢价，但稳健类份额则持续保持折价，大成景丰由于属于偏债型产品，可参与股票二级市场交易，同时其份额上市时间正值 2010 年美联储 QE2 出台后所引发股市的一轮急牛行情，因此其激进类份额上市后保持了小幅溢价，但之后所发行的产品在子基金份额上市后均有较大幅度的折价。由于上市后即会产生大额浮亏，从而显著降低了投资者在产品发行时的认购热情，大多数投资者更倾向于在子基金份额上市后以相对便宜的价格在二级市场买入。

稳健类份额可能会出现亏损，但是概率可能不高。现有封闭式分级债基均无向下到点折算条款，一旦基础份额出现大幅亏损，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。不过鉴于债券资产的下行风险相对较小，在母基金不过度将资金集中于转债或股票等权益类资产或所投债券未发生集中的信用违约事件时，稳健类份额本金及收益的保障程度还是相对较好的。

值得提醒的是，海富通稳进增利 A 的收益分配条款较为特殊，当封闭期末基础份额净值低于 1 时，其稳健类份额要与激进份额共担投资亏损，而不是像一般条款一样优先保证稳健类份额的本金和收益安全，考虑到该产品属于偏债型基金，基础份额净值波动大于一般分级债基，海富通稳进增利 A 的投资风险相对较大。

2.2 完全开放型

代表产品：嘉实多利、中欧鼎利和国泰信用互利。

产品概况：产品无固定到期期限，两类份额合并募集，分别上市交易，可进行合并/分拆处理。该类型产品与目前股票型分级基金的主流运作模式相同，但似乎并未受到分级债基投资者的广泛认同，发行规模和交投活跃度都相对一般。

配对转换降低整体折溢价。配对转换条款及基础份额开放式运作为产品增加了套利交易机会。当基础份额净值明显高于子基金按配比得到的二级市场平均价格时，投资者可从二级市场买入子基金份额，合并为基础份额后进行赎回，套取折价收益；当基础份额净值明显低于子基金按配比得到的二级市场平均价格时，投资者首先申购基础份额，然后将其拆分为两类子基金份额后于二级市场卖出，套取溢价收益（具体操作过程可见《分级基金 DISCOVERY 系列之二：分级基金种群谱系志之股票基金篇》中 3.4 部分）。通过这种套利机制作用，完全开放型产品的整体折溢价率可以控制在一个相对较低的水平上，在发行时认购基础份额的投资者在子基金上市后即产生大幅浮亏的概率较低。

大部分产品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，因此其在二级市场将长期维持折价或溢价。

不过需要特别注意的是，中欧鼎利在运行机制上作出一定的创新，有望降低子基金折溢价。该产品具有 3 年运作周期，成立之后每 3 年到期后两类子基金份额将折算为基础份额，然后按照初始比例重新拆分为两类子基金份额。由于到期后可通过合并操作将折算后的子基金份额转换为基础份额赎回，为投资者提供了回收本金及投资损益的通道，因此该产品不仅整体折溢价率较低，而且子基金的折溢价率也可控制在相对较低的范围之内。具体来看，如果某一份额折价过大，投资者可以通过买入该份额并持有份额到期来获

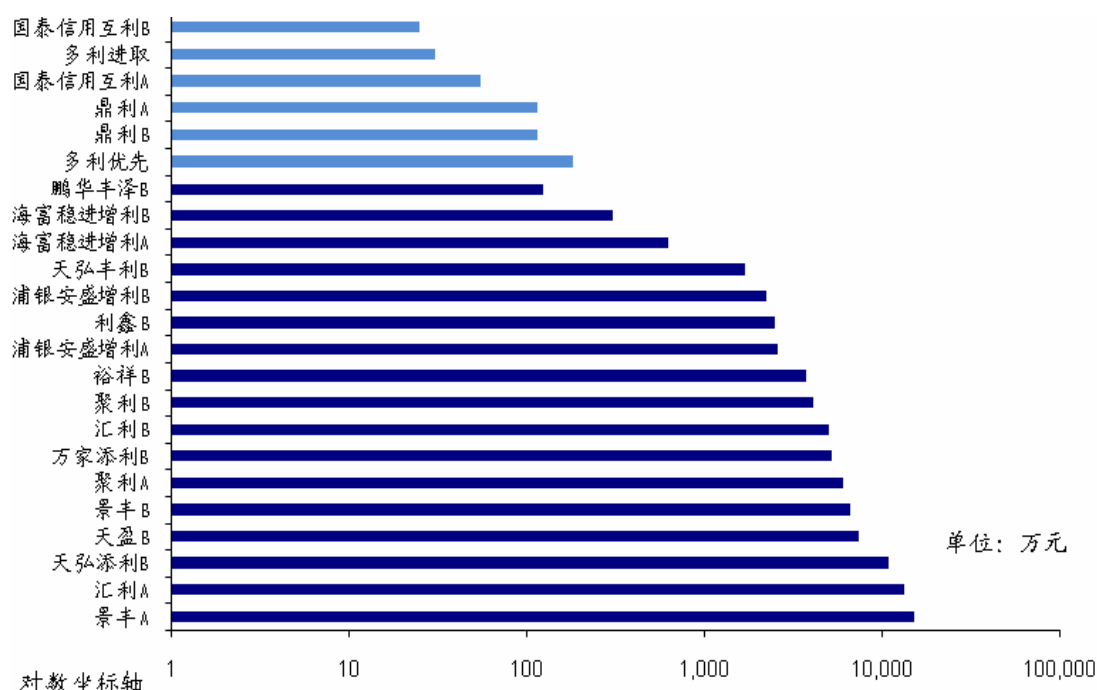
取折价回归收益。当多数投资者采用同样操作时，其价格的逐步上升将导致折价回归收益降至合理水平之内，同时随到期日的临近而逐步缩小。与之相对，在整体折溢价套利机制的作用下，另一类份额的溢价也会保持在一定区间内并逐步缩小。不过需要指出的是，由于到期折算后会使投资者持有部分其他风险类型的子基金份额，从而导致投资者的风险偏好错配，例如低风险投资者可能因折算而持有部分激进类份额，高风险投资者也会因折算而持有部分稳健类份额，因此一些具有刚性投资范围限制的投资者会在运作周期结束前于二级市场卖出所持子基金份额，届时可能出现的价格波动容易产生一些短期的投资机会，建议交易型投资者在临近到期日时密切关注。

开放式运作不利于债券投资策略的执行。之前提到封闭式运作对于债券的投资操作非常有利，与之相对，无论是从高收益品种的投资、还是回购杠杆的使用、再到利率风险的管理，最后到短期排名及持续营销压力所导致的投资管理上的相对短视，开放式运作对债券投资策略的执行构成明显制约。

交易活跃度不佳，投资的冲击成本较大。从产品首发规模上看，完全开放型产品相对偏低。嘉实多利作为首只开放型分级债基以及 5 倍的初始杠杆受到市场的追捧，发行规模较大，达到 23.40 亿份。不过该产品投资者主要来自于银行渠道，在二级市场交易的动力不强，因此其场内基础份额和子基金份额数量一直维持于较低水平。之后成立的中欧鼎利和国泰信用互利首发规模仅为 8.75 亿份和 5.40 亿份，远低于同期发行了半开放型产品博时裕祥和鹏华丰泽。

较低的发行规模和场内份额数量无疑大大影响了子基金二级市场的交投活跃度。就最近一月（3 月 13 日到 4 月 12 日）的子基金成交规模来看，发行规模较大的嘉实多利优先和嘉实多利进取仅成交 179.69 万元和 30.59 万元，国泰信用互利 A 和 B 更是低到了 54.83 万元和 24.90 万元。由此产生的买卖委托价差和冲击成本一方面限制了大额资金的参与热情，另一方面也影响了套利投资者在进行整体折溢价套利时的成功率。

图 4 完全开放型分级债基成交量偏低（2012 年 3 月 13 日到 2012 年 4 月 12 日）



资料来源：海通证券基金研究中心

2.3 半开放型

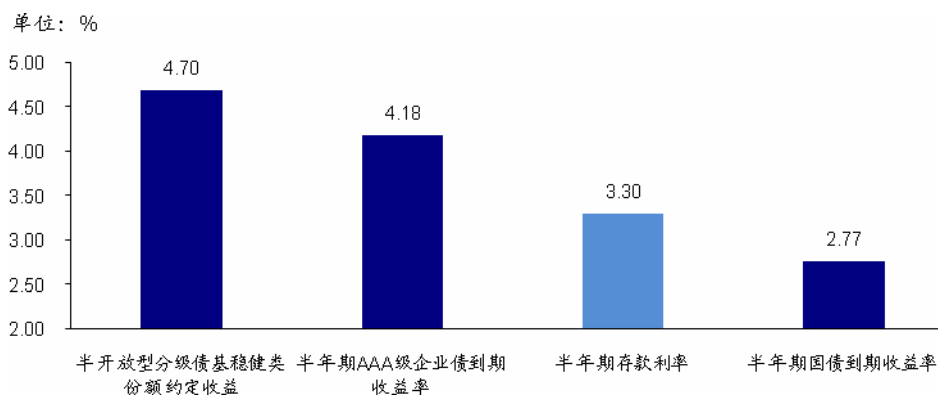
代表产品：天弘添利、富国天盈、万家添利、博时裕祥、长信利鑫、鹏华丰泽、诺德双翼、天弘丰利和金鹰持久回报。

产品概况：产品设有固定的到期时间，两类份额分开募集，运作期结束后两类份额折算为转型后的债券型 LOF 产品。稳健类份额定期开放申购赎回，但不上市交易；激进类份额上市交易，但不可申购赎回。该运行模式便于充分利用银行的销售渠道，同时两类子基金的风险特征及交易方式较为贴合不同风险偏好投资者的需求，因此成为当前债券型分级基金的主流运作模式。

产品特点：

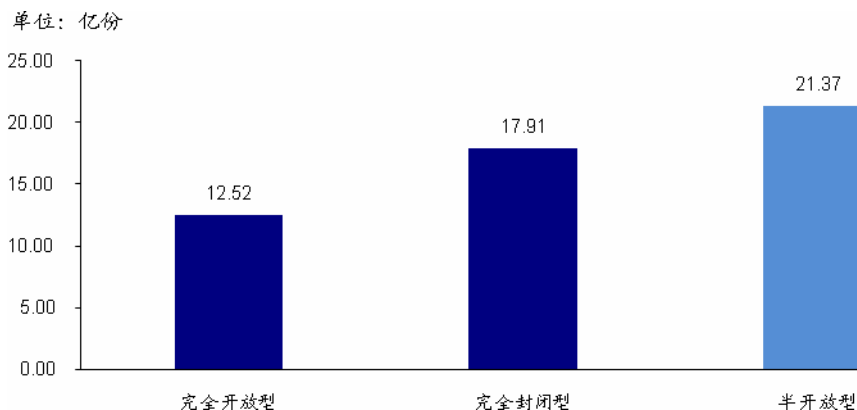
稳健类份额吸引力较大。半开放型产品的稳健类份额一般每半年（少数产品按季度频率）开放申购赎回，开放日投资者可以净值兑现投资收益和本金，无需如其他类型产品一样承受二级市场折价波动的风险。由于开放频率较高，且约定收益显著高于同期限银行存款利率及企业债到期收益率，因此较好的形成了对短期存款的替代，受到对资产流动性要求高、风险承受能力较差的投资者偏爱。

图 5 半开放型分级债基稳健份额约定收益与同期限品种收益率对比（截止到 2012 年 4 月 12 日）



资料来源：海通证券基金研究中心

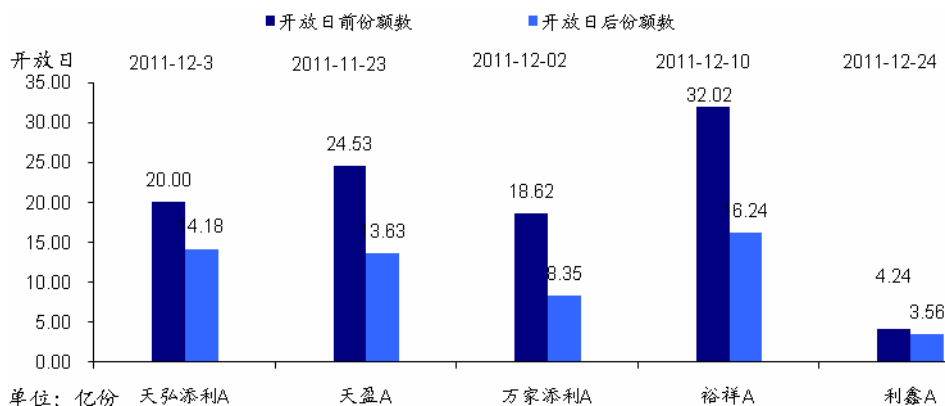
便于利用银行销售渠道实现目标募集规模。半开放产品一般首先募集激进类份额，然后根据其募集结果按照预期份额比例确定稳健类份额的目标募集规模，从而将产品杠杆控制于目标杠杆之内。由于稳健类份额不上市交易，约定利率高于同期限银行存款利息，同时可定期兑现本金和收益，与银行产品类似程度较高，因此颇受银行客户的认可。由于购买门槛较低（1000 元起），同时 2011 年监管机构叫停短期理财产品的发行，对银行同类产品的竞争压力相对较小，使得银行具有较强的销售动力，因此该类产品一般都能顺利实现目标募集规模。

图 6 半开放型分级债基发行份额数与其他类型分级债基对比


资料来源：海通证券基金研究中心

定期开放申赎，或将影响投资策略的执行。尽管不像完全开放型产品一样随时面临投资者的申赎压力，但如果在稳健类份额开放日市场流动性趋紧，则仍有可能因银行理财产品高息揽存的影响而受到净赎回冲击，从而影响债券投资策略的执行。不过由于开放日确定，投资经理一般可以通过对当时货币市场资金面松紧程度的分析以及与主要份额持有人的提前沟通来做投资策略及现金持有比例的调整。

产品实际杠杆难随愿而行。分级基金的有效杠杆取决于基金总资产与激进类份额资产的比值，比值越大，杠杆水平越高。一般来说，如果预期未来债市上涨，投资者都希望购买高杠杆产品来放大收益；而在预期未来市场走弱时，低杠杆产品能够降低下行风险。但半开放模式下产品的实际杠杆水平难以随愿而行。由于稳健类份额接近于浮动利率产品，利率久期较短，所以在市场利率下行、债券净价呈上升态势时，稳健类份额投资者会在开放日大量赎回并转入长久期资产，激进类份额的杠杆比例因此大幅回落，这一方面降低其份额净值的弹性，另一方面由于吸引力的降低导致其二级市场溢价率出现回落；而在市场利率上行、债券净价呈下降态势时，稳健类份额或将凭借久期较短、约定收益高于同期限产品的优势在开放日得到大量申购。尽管存在两类份额的配比上限，但若之前开放日已发生过净回购，稳健类份额具有申购空间时，实际杠杆还是会在之前水平上得到增加，进而扩大激进类份额的下行幅度。

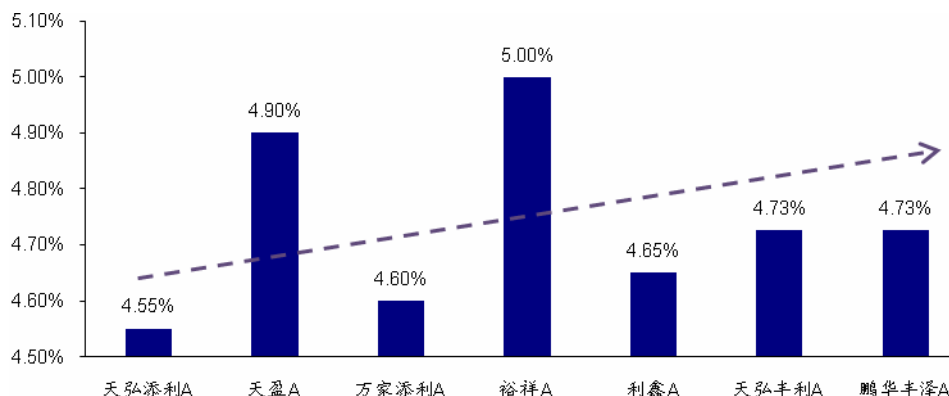
图 7 2011 年 4 季度债券牛市下半开放分级债基稳健类份额遭遇赎回


资料来源：海通证券基金研究中心

稳健类份额约定收益不断提升，增加激进类份额的盈利压力。由于无法通过折价来体现市场的要求回报率，稳健类份额的投资价值多体现在约定收益的高低。随着同类产品

数量的增加，新发半开放型产品的营销压力也在不断增加。早期发行的天弘添利 A 约定收益为 1 年期定存*1.3 倍，而目前新发产品多在 1 年定存的基础上上浮 150bps 或放大 1.35 倍以上，甚至出现了以 3 年定存利率为基准利率的稳健类份额。虽然约定收益的不断上升的确大大增加了稳健类份额的吸引力，扩大了募集规模，但对于激进类份额来说，由于只有在整体投资收益超过管理费用及稳健类份额的约定收益后激进类份额才可享受杠杆的放大效应并获取高收益，这种方式无形中增加了其盈利压力。通过收益的敏感性分析可以看出，大部分半开放产品只有在基础份额年收益超过 4% 时才能实现本金安全，超过 6% 时才能使激进类份额收益战胜基础份额收益。

图 8 半开放型分级债基稳健类份额的约定收益呈上升态势



资料来源：海通证券基金研究中心

表 2 债券型分级基金收益敏感性分析 (%)

激进类份额实际收益		基础份额年费用前收益									稳健份额 盈亏平衡 点	激进类份额 收益与基础 份额持平点
子基金名 称	稳健类 份额约 定收益	-8.0	-6.0	-4.0	-2.0	0.0	2.0	4.0	6.0	8.0		
汇利 B	3.87	-38.4	-31.7	-25.0	-18.4	-11.7	-5.0	1.6	8.3	15.0	3.5	5.0
景丰 B	4.03	-39.1	-32.4	-25.7	-19.1	-12.4	-5.7	0.9	7.6	14.3	3.7	5.3
天弘添利 B	4.55	-32.1	-26.6	-21.2	-15.7	-10.3	-4.8	0.6	6.0	11.5	3.8	6.0
多利进取	5.00	-64.5	-54.5	-44.5	-34.5	-24.5	-14.5	-4.5	5.5	15.5	4.9	6.1
聚利 B	4.10	-39.2	-32.6	-25.9	-19.2	-12.6	-5.9	0.8	7.4	14.1	3.8	5.4
天盈 B	4.90	-26.8	-22.2	-17.6	-13.0	-8.4	-3.8	0.8	5.4	10.0	3.7	6.5
万家添利 B	4.60	-23.5	-19.3	-15.2	-11.0	-6.8	-2.7	1.5	5.6	9.8	3.3	6.3
裕祥 B	5.00	-37.4	-31.4	-25.3	-19.3	-13.2	-7.1	-1.1	5.0	11.1	4.4	6.5
鼎利 B	4.25	-39.6	-32.9	-26.2	-19.6	-12.9	-6.2	0.4	7.1	13.7	3.9	5.5
利鑫 B	4.65	-31.6	-26.3	-20.9	-15.6	-10.2	-4.9	0.5	5.9	11.2	3.8	6.1
海富稳进 增利 B	5.50	-66.5	-56.5	-46.5	-36.5	-26.5	-16.5	-6.5	3.5	13.5	5.3	6.6
鹏华丰泽 B	4.73	-39.1	-32.7	-26.3	-19.8	-13.4	-6.9	-0.5	5.9	12.4	4.2	6.0
浦银安盛 增利 B	5.25	-41.9	-35.3	-28.6	-21.9	-15.3	-8.6	-1.9	4.8	11.4	4.6	6.5
国泰信用 互利 B	5.00	-41.3	-34.7	-28.0	-21.3	-14.7	-8.0	-1.3	5.3	12.0	4.4	6.3
诺德双翼 B	4.55	-35.8	-29.8	-23.8	-17.8	-11.8	-5.8	0.2	6.2	12.2	3.9	5.9
天弘丰利 B	4.73	-42.3	-35.4	-28.5	-21.6	-14.7	-7.8	-0.9	6.0	12.9	4.3	6.0
金鹰持久	4.60	-40.4	-33.7	-27.1	-20.4	-13.7	-7.1	-0.4	6.3	12.9	4.1	5.9

3. 投资范围分析

根据产品是否可以在二级市场买入股票资产，可以将债券型分级基金分为纯债型和偏债型两类。目前市场上的分级债基以纯债型为主，偏债型产品仅有大成景丰、嘉实多利、中欧鼎利和海富通稳进增利 4 只。

纯债型产品：债性较强，债券投资工具的特征明显。尽管纯债型产品是一种不可在二级市场买入股票的债券型基金，但理论上仍可通过新股申购、可转债转股、可转债申购和交易来参与权益类市场的投资，从而增加其与股市的相关性并增加组合净值波动。不过从可获得的产品持仓结构来看，除万家添利持有一定比例的可转债外，大部分纯债型基金仍以债券资产尤其是信用债作为主要投资标的，并未积极参与权益类资产的交易，债券属性较强，受股市的扰动较小。

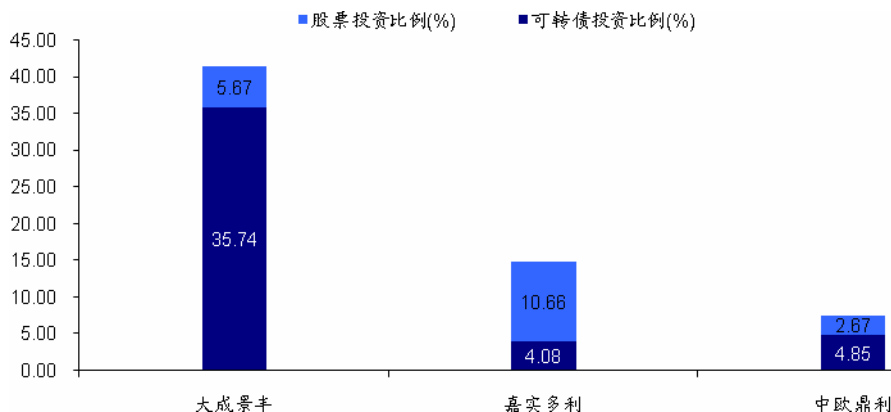
这种整体持仓风格能使债券投资经理专注于债券资产的投资，而不至于将精力分散到其所不擅长的权益类资产之上。此外，不少学者的研究表明公募基金经理整体并不具有显著的大类资产配置能力，纯债型产品的契约要求以及其偏向债券资产的整体投资风格降低了基金经理择时能力对于组合收益的影响，使产品更好的回归到债券投资工具的本质。

考虑到产品实际杠杆和回购杠杆能够放大债券资产的收益波动，同时纯债型分级债基的债券属性明显，且不易受到基金经理择时能力的影响，对于看好债市表现或希望进行主动资产配置的投资者来说，纯债型分级债基的激进类份额是其参与债市投资的良好工具。

偏债型产品：当前稀缺性强，为资产配置受限的投资者提供参与股市的标的。偏债型产品可在二级市场买入股票，能够通过股票或可转债交易更加积极的参与权益市场投资。目前市场上偏债型分级基金仅有大成景丰、嘉实多利、中欧鼎利和海富通稳进增利 4 只。为了提高债券型分级基金产品的风格特征，监管机构在 2011 年底向各基金公司下发的《分级基金产品审核指引》中要求新发债券型分级基金不得直接从二级市场买入股票，这就使得未来分级债基中不会再出现偏债型产品，现有 4 只产品的稀缺性明显增强。

从投资风格上看，大成景丰和中欧鼎利偏向于通过可转债来参与权益市场，嘉实多利倾向于股票投资，海富通稳进增利则在权益资产的配置上相对灵活。由于股票及可转债的收益波动明显高于债券资产，因此尽管投资比例相对较低，但这两类资产往往构成了基础份额收益的主要影响因素，这无疑对基金经理的个人投资能力提出了更高的要求，可能难以发挥债券投资的专业化优势。因此投资者在选择偏债型产品时不仅要考察基金经理的债券投资能力，还应当关注其股票管理和大类资产配置能力。

图 9 2011 年 4 季度偏债型基金权益类资产投资比例及构成



资料来源：海通证券基金研究中心

不过中国股市和债市往往表现为“你方唱罢我登场”的特征，偏债型产品虽然股票投资比例低于混合型和股票型基金，但其激进类份额的杠杆往往都 3 倍以上，能够显著放大大有限比例权益类资产的波动幅度。这一方面导致其投资风险显著高于普通偏债型基金，另一方面也使得其在股市行情来临时净值涨幅并不低于一般的混合型基金。对于一些只可投资于债券或债券型基金的机构投资者来说，在牛市到来时借道偏债型分级债基激进类份额来参与权益市场是一个不错的选择。

4. 稳健类份额收益约定方式分析

根据产品是否具有到期时间以及约定收益在运作期内是否变动，可将债券型分级基金的稳健类份额分为以下四类：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。与分级股基不同，分级债基中绝大多数稳健类份额为固定期限浮动利率型。

固定期限固定利率型：产品持有到期收益确定性强，降息通道中表现相对较好。该类型产品类似于到期一次性还本付息的固定收益债券，本金和收益在到期日可通过折算为 LOF 产品赎回来兑现。由于目前此类产品在二级市场多为折价交易，因此相对于同期限的银行存款和企业债，其 6.3% 以上的到期收益率具有明显的优势。此外，在降息通道中其约定收益不随市场利率变动，相对利差会逐步扩大，从而导致其二级市场交易价格上升。

永续固定利率型：本金回收存在不确定性，收益易受折价率扰动。该类型产品类似于保险产品中的永续年金，没有固定的到期日，定期通过到期折算将约定收益以基础份额的形式返还给投资者，通过赎回基础份额可以回收相关收益。但是本金没有退出机制，只能通过二级市场卖出的方式来兑现，容易受到折价率的扰动，一旦卖出时点上折价率扩大，势必会影响稳健类份额的整体投资收益。

固定期限浮动利率型：本金和收益兑现确定性强，利率风险较低，加息通道中表现较好。该类型产品类似于浮动利率债券，具有固定到期日，约定收益随基准利率浮动，是分级债基稳健类份额的主流模式，所有半开放型产品的稳健类份额均属于该类型，中欧鼎利分级基金虽无固定到期期限，但由于每 3 年运作周期结束后两类份额均会折算为基础份额，投资者可通过赎回来回本金和投资收益，因此中欧鼎利 A 也可视同为该类型产品。

该类型的稳健类份额可在每个开放日（半开放型产品）或运作周期结束日（中欧鼎利）以净值兑现本金和收益，因此其投资回报的确定性明显强于其他类型产品。此外，由于利率多跟随定存利率或国债利率变动，在加息通道下约定收益能够跟上市场利率提升的步伐，降低利率风险的同时也提高了投资回报。不过在降息通道下其投资价值低于固定利

率型产品。

需要提醒的是，调息频率和利率约定方式的差异也会导致投资价值的差别。就调息频率而言，目前该类型产品中除天弘添利 A 按季度调息外其余品种均按以半年为调息频率。由于调息频率可视为稳健类份额的久期，因此在加息通道中，按季度调息的产品更能紧跟市场利率的提升步伐，投资价值相对更高；而在降息通道中，低频调息品种的吸引力更强。目前固定期限浮动利率型产品的利率约定方式包括乘法原则、加法原则和乘加混合原则 3 种，由于乘法原则和乘加混合原则中的基准利率放大系数均大于 1，因此在降息通道中，加法原则下约定收益的降幅相对小于乘法原则，而在加息通道中，放大系数越大的品种利率上升幅度越大。综合来看，在当前约定收益相差不大的前提下，如果稳健类份额投资者预判未来市场利率降低的概率较大，在固定期限浮动利率产品中应选择调息频率较低且采用加法原则约定收益的品种；而当预判未来市场利率上升时，调息频率和放大系数较高的品种无疑是更好的选择。

永续浮动利率型：即期回报虽好但兑现的确定性不足。该类产品无固定到期日，约定收益随基准利率浮动，目前只有国泰信用互利 A 属于该类型。由于交易型投资者多集中于激进类份额，而稳健类份额投资者多以长线持有为主，在整体套利机制的作用下，稳健类份额折价易受激进类份额溢价所主导，因此稳健类份额容易产生高额折价，从而导致其具有较高的即期收益率。就国泰信用互利 A 而言，其约定收益可通过到期折算基础份额并赎回的方式来回收，截止到 4 月 6 日，其二级市场折价幅度已达 8.48%，结合其 5% 的当前约定收益率，其年化即期收益率已经高达 18.17%，具有不错的吸引力。但需要注意的是，与多数永续型产品一样，其本金没有退出机制，只能通过二级市场卖出的方式来兑现，容易受到折价率的扰动，一旦卖出时点上折价率扩大，势必会影响稳健类份额的整体投资收益。此外，由于场内份额偏低，其二级市场交投相对清淡，当希望获取其即期收益的大额资金需要兑现本金和收益时，产生的冲击成本较高，也会极大的侵蚀投资回报。最后，该品种在加息通道中能够跟上市场利率的提升步伐，但在降息通道中吸引力将会大幅下降。

5. 折算条款分析

根据折算规则的不同，折算条款可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。与分级股基的折算机制相比，分级债基各产品折算条款的差异化较强，且以完全开放型产品为主。半开放型和封闭型产品均未引入到点折算机制，同时到期折算也相对简单。

5.1 到期折算条款

● 完全开放型

目前分级债基中共有 3 只完全开放型产品，其到期折算条款各不相同。

条款概况：

嘉实多利：到期折算方式与国联安双禧中证 100 和南方新兴消费类似。每运作满 1 年折算。若激进类份额单位净值大于 1，则两类份额净值中超过 1 的部分折算为基础份额；若激进类份额单位净值小于 1，则将其单位净值调整为 1，份额数量根据折算前单位净值与 1 的比例进行缩减，同时在保证两类份额数量配比不变的前提下稳健类份额数量也随激进类份额进行相应缩减，且净值调整为 1，折算前资产超出部分折为基础份额。

中欧鼎利：到期折算方式与兴全合润类似。每运作满 3 年后两类子基金份额均全部折算为基础份额后再按初始比例重新分拆，折算后 3 类份额单位净值全部归 1。

国泰信用互利：与分级股基的主流到期折算模式类似。每年初仅对稳健类份额进行

折算，其单位净值超过 1 的部分将折为基础份额，激进类份额的数量和单位净值均保持不变。

条款特点：

对于稳健类份额来说，中欧鼎利的到期折算条款使得投资者在每个运作期末均有机会通过合并赎回操作来完全兑现本金及损益，当二级市场存在大幅折价时，买入并持有到折算日即可稳定的获得折价回归收益。嘉实多利的投资机会则在于多利进取单位净值远大于 1 或远小于 1 时，其到期折算方式将带来实际杠杆的显著变化。若多利进取单位净值远大于 1 时，折算前产品实际杠杆较低，折算后多利进取的杠杆将重新提升至初始水平，从而带来溢价率的上升，因此该情况下多利进取存在较好的投资机会；若多利进取单位净值远小于 1 时，折算前实际杠杆较大，而折算后实际杠杆将回落至初始水平。对多利优先来说，此时的到期折算与向下到点折算类似，一方面可以提前兑现大部分资产，另一方面随着多利进取溢价的下降，多利优先的折价也会减少，价格将显著提升，因此该情况下多利优先存在较好的投资机会。

不过需要提醒的是，完全开放型产品子基金份额的流动性较差，当投资机会出现时可能因为清淡的交投使得策略无法有效贯彻，因此对于大额资金来说以上投资机会或只“可远观而不可亵玩焉”。

● 半开放型

除万家添利外，所有半开放型产品的到期折算方式均为稳健类份额单位净值归 1，份额数量按比例增加，激进类份额单位净值和数量均不发生变化。这种折算方式类似于高频复利，在名义约定利率相同的前提下，折算频率越高，稳健类投资者的年度实际投资回报越高。由于该类型产品的稳健类份额不上市交易，同时对实际杠杆的影响多取决于开放日市场流动性的松紧，因此并不存在明显的投资机会。

● 完全封闭型

目前所有的完全封闭型产品均未设置到期折算条款，两类份额在封闭期结束后将折算为新的债券型 LOF 份额。

5.2 到点折算条款

到点折算条款的主要目的在于避免极端杠杆的出现，使杠杆回到正常水平。到点折算分为向上和向下两种方式，分别对应杠杆的加载和卸载。目前分级债基中只有完全开放型产品设置了到点折算条款，其中国泰信用互利的条款中既包括向下到点折算也具有向上到点折算，而嘉实多利和中欧鼎利仅设有向下到折算。

● 向上到点折算

国泰信用互利的向上到点折算与分级股基的主流模式类似。当激进类份额单位净值达到 1.6 元时，3 类份额单位净值均调整为 1，子基金份额数量保持不变，单位净值超过 1 的部分折算为基础份额，基础份额数量按其折算前单位净值与 1 的比例增加。当激进类份额临近向上到点折算阈值时，其资产净值占母基金资产的比重较大，使得实际杠杆显著低于初始水平，导致其对交易型投资者的吸引力下降。在折算后 3 类资产净值重新归 1，激进类份额实际杠杆重新提升至初始水平，溢价率将随吸引力的增加而上升，对其而言相对利多。而对于稳健类份额来说，尽管也能提前兑现收益部分，但由于折算前较低的杠杆已使其折价降至相对较低的水平，所产生的折价回归收益较为有限，同时在整体套利机制的作用下，折算后激进类份额溢价的上升必然带来稳健类份额折价的扩大，整体来看对向上到点折算对稳健类份额偏空。

● 向下到点折算

条款概况:

中欧鼎利: 当激进类份额净值跌至 0.3 元后, 即启动向下到点折算, 具体操作与到期折算一致。

国泰信用互利和嘉实多利: 当激进类份额单位净值跌至 0.4 元后, 将启动向下到点折算, 3 类份额单位净值均调整为 1, 激进类份额数量按照其折算前单位净值与 1 的比例进行缩减, 在保持份额配比不变的前提下, 稳健类份额数量按照激进类份额的折算比例进行相应缩减, 与折算前的资产差额全部折算为基础份额。

条款特点:

两种折算方式均利多于稳健类份额, 比较来看, 中欧鼎利的折算方式对稳健类份额的利好作用更强。具体而言, 在逐渐趋近向下到点折算阈值时, 分级债基的实际杠杆开始扩大, 激进类份额对交易型投资者的吸引力较强, 带动其溢价率走高, 而在整体套利机制的作用下, 稳健类份额折价也趋近底部。如果在折算前买入大幅折价的稳健类份额, 折算后即可按照净值来兑现折价买入的资产, 从而获得折价收益。不过值得注意的是, 当折价套利机会来临时, 二级市场通常会提前予以反应, 稳健类份额的折价率或被套利资金抬高。

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

汪异明 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

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
wgg6669@htsec.com
szy7856@htsec.com
cl7884@htsec.com

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

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
lkh6064@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 娟 (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 x bq6583@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 jia yt@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@htscc.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