分级基金研究 2012 年 10 月 23 日

分级基金 DISCOVERY 系列之五：稳健份额的多彩投资世界（一）——非事件性投资策略

- 简单结构稳健份额投资策略。简单结构的分级基金按照存续期分为三类，一类为有到期日的模式，一类为定期打开申购赎回模式，一类为永续型的模式，其中定期打开申购赎回模式的稳健份额采用非上市交易的模式。针对这三种不同运作模式的稳健份额，分别有不同的投资策略。针对有到期日的稳健份额，可采用持有到期策略；针对定期打开申购赎回的稳健份额，闲置资金灵活转换；针对永续型的稳健份额，可以与长期贷款匹配巧套利；针对稳健份额折溢价偏离，把握短期波段策略。

- 定制化精准计算持有到期收益。对于有到期日的稳健份额，在票息支付、约定收益方式的细微差异，导致其在实际投资中对于持有人的现金流支付结果截然不同。为了更科学的反映稳健类份额的持有到期收益，我们定制化计算各稳健份额的持有到期收益。根据约定收益以及支付方式将产品分为四大类：第一类，固定单利，利息到期一次性支付，这类产品利息以及本金均是在到期日一次性支付，期间没有现金流进出，其持有到期的本金以及利息终值 F=本金+固定利息*年数。第二类，浮动单利，利息到期一次性支付。这类产品利息以及本金同样是在到期日一次性支付，期间没有现金流进出，其持有到期的本金以及利息终值 F=本金+Σ浮动利息。第三类，固定单利，利息每年支付。这种模式类似定期付固息的债券，计算这类产品的持有到期年化收益率时，需要考虑每年支付的利息再投资收益。第四类，浮动单利，利息每年支付。这类产品运作期内每年支付的利息同样需要考虑再投资收益，但其利息以及再投资收益与市场利息息息相关。此外，为了更为科学的反映稳健类份额的持有到期收益，我们在计算收益时关注了以下几点：1、采用复利测算；2、考虑利息再投资收益；3、考虑调息影响；4、采用内部收益率计算方式。

- 特殊结构稳健份额投资策略。中欧鼎利 A——可计算持有年化收益的永续型产品。该基金运作周期为 3 年期满后，将进行到期折算，采用的是母基金净值归一、两类子基金份额按净值折算成为母基金份额后再进行拆分的折算模式，此时投资者可以选择将激进、稳健份额合并成为母基金并全部赎回，也可以选择在二级市场上分别将激进、稳健份额卖出。无论哪种模式，都提供了稳健份额持有人以接近净值的价格退出的途径。我们可按照固定单利，利息到期一次性支付的模式计算中欧鼎利 A 的持有到期年化收益。兴全合润 A——折价回归+超额收益。兴全合润分级在产品设计上独树一帜。该产品规定当母基金净值在 1.21 元以下时，兴全合润 A 净值始终在 1 元，当母基金净值达到 1.21 元以上时，兴全合润 A、兴全合润 B 以及母基金同比例涨跌。这种结构使得合润 A 类似可转债结构，本金有保障，同时又有一定的上涨空间。

相关研究

分级基金 DISCOVERY 系列之一：分级基金进化论 2012.3.29

分级基金 DISCOVERY 系列之二：分级基金种群谱系志之股票基金篇 2012.4.6

分级基金 DISCOVERY 系列之三：分级基金种群谱系志之债券基金篇 2012.4.17

分级基金 DISCOVERY 系列之四：合理折溢价之辨 2012.8.22

高级分析师
倪韵婷
SAC 执业证书编号：
S0850511010017
电话：021-23219419
Email：niyt@htsec.com

www.docin.com

经过几年的发展，分级基金已经成为二级市场上最受关注的交易型品种之一，由于二级市场投资者多为风险偏好者，因而具备高杠杆的激进份额获得了更多的关注，各种针对激进份额的策略也应运而生。在激进份额光芒四溢的表现下，稳健份额似乎被埋没了，甚至被誉为鸡肋，食之无味，弃之可惜，事实上，正所谓“天生我材必有用”，多数时间段默默无闻的稳健份额同样有多种投资策略，目前市场上对于稳健份额的投资思路缺乏相应的系统研究，我们希望通过对对不同类型的稳健类份额的投资方法做一梳理，为大家呈现同样绚丽多彩的稳健份额的投资世界。

由于分级基金在产品设计的细节上各具特色，对应各稳健份额的投资方式也差异万千。从投资大类上区分，稳健份额的投资可以分为产品设计本身带来的投资机会以及事件性投资机会两大类。本报告将主要介绍产品本身带来的投资机会，下一篇报告将介绍事件性投资机会。

1. 简单结构稳健份额投资策略

根据产品设计的不同，分级基金可以分为简单结构以及特殊结构两类。其中简单结构的分级基金为目前市场上主流的产品，即稳健份额为一个类固定收益类基金，其中股票型分级通过设置向下到点折算条款保证稳健份额本金安全，每年或者每个运作周期稳健份额持有人获得约定收益，而激进份额则承担剩余的收益以及风险。特殊结构的产品则差异化非常大，在投资策略上颇有不同。我们将分别介绍简单结构以及特殊结构的产品。

简单结构的分级基金按照存续期可分为三类，一类为有到期日的模式，一类为定期打开申购赎回模式，一类为永续型的模式，其中定期打开申购赎回模式的稳健份额采用非上市交易的模式。针对这三种不同运作模式的稳健份额，我们分别给出投资策略。

1.1 有到期日的稳健份额——持有到期策略

目前市场上许多债券分级基金以及股票分级基金中的国泰估值优先采用几年封闭运作、到期转型为 LOF 的模式，而近期发行的股票型分级基金中部分采用了有限分级运作周期的模式。无论是有限运作周期还是封闭式的稳健份额模式均提供了投资者一种可行的获利途径——即买入折价过大或溢价较小的稳健类份额，持有到期，待转型为 LOF 后以净值赎回从而获得稳定收益，当然转型成为 LOF 之后有最长不超过一个月的锁定期，这时投资者持有的稳健份额转为股票型或是债券型基金，会受到一定净值波动影响。那么这类有到期日的简单结构稳健份额持有到期的收益有多少呢？相比目前市场上的固定收益类产品吸引力是不是足够高呢？

截止到 2012 年 10 月 19 日，市场上已在二级市场上市的有到期日的简单结构稳健份额共计 14 只。尽管这些分级基金稳健份额到期之后都转型成为 LOF，但不同的稳健份额在票息支付、约定收益方式的细微差异，导致其在实际投资中对于持有人的现金流支付结果截然不同，可谓毫厘之差，相判云泥。为了更为科学的反映稳健类份额的持有到期收益，我们采用以下方式进行计算：

1、 采用复利测算。采用复利计算的方法相对贴近实际经济活动。我们均采用复利计算各个产品的持有到期年化收益率，计算公式如下：

$$i = \sqrt[n]{F/P} - 1$$

其中 F 为到期支取的本金以及利息终值价值，P 为二级市场购入价格，n 为持有年限，i 为复利的年利率。

2、 考虑利息再投资收益。对于每年付息的产品，考虑利息再投资收益，考虑了资金的时间价值。

3、 考虑调息影响。对于浮动利息的产品，未来收益按照当前市场利率所对应的约定收益（而非以年初利率为基准对应的约定收益）进行计算，当前利率考虑了年中调息对于稳健份额未来现金流收益的影响。

4、 采用内部收益率计算方式。

这样的计算方式使得投资者实际投资稳健份额的持有到期收益可能与理论计算值更为贴近。为了尽可能真实的反应稳健份额持有到期收益，我们针对不同的产品定制化的制定持有到期计算方法。我们根据约定收益以及支付方式将这 14 只产品分为四大类：

第一类，固定单利，利息到期一次性支付。对于这类产品利息以及本金均是在到期日一次性支付，期间没有现金流进出，其持有到期的本金以及利息终值 F=本金+固定利息*年数，采用这种模式的有国泰估值优先、中欧盛世成长 A、华商中证 500A、富国汇利 A、大成景丰 A 以及浦银安盛增利 A。其中浦银安盛增利 A 存在风险共担条款，该基金规定当 3 年封闭期结束，母基金净值小于（1+A 约定收益*3）*0.7 元（约等于 0.810 元）时，浦银安盛增利 A 的净值将等于母基金净值/0.7，即当运作期满时，如果母基金净值下雨 0.81 元，浦银安盛增利 A 份额将无法获得约定收益，极端情况下本金也会遭受亏损。但该基金母基金为债券基金，从历史上来看，债券基金平均每年收益约在 6%，到期亏损达到 20%的概率极小，因而我们同样将其视为风险较低的类固定收益类品种。

第二类，浮动单利，利息到期一次性支付。这类产品利息以及本金同样是在到期日一次性支付，期间没有现金流进出，其持有到期的本金以及利息终值 F=本金+Σ浮动利息，采用这种模式的有泰达宏利聚利 A 以及海富通稳进增利 A。其中海富通稳进增利 A 规定当母基金净值小于 1 元时有下跌风险，但其母基金当前净值已经达到 1.12，我们认为到期时其母基金净值小于 1 元概率同样较低，将其视为类固定收益类品种。

第三类，固定单利，利息每年支付。采用这种模式的产品在运作期内约定收益不调整，每年支付固定利息，运作期满支付本金以及最后一期利息，这种模式类似定期付固息的债券。相比第一种模式，利息每年支付提高了资金的使用效率。计算这类产品的持有到期年化收益率时，需要考虑每年支付的利息再投资收益。采用这种模式的有长盛同辉深 100A 以及易方达中小板 A。

第四类，浮动单利，利息每年支付。与第三类方式类似，这类产品运作期内每年支付的利息同样需要考虑再投资收益，但其利息以及再投资收益与市场利息息息相关。采用这种模式的产品有长盛同庆 A、国联安双力 A、申万菱信中小板 A 以及招商大宗商品 A。

针对这四种不同模式，我们分别采用不同方法计算其持有到期年化收益，下表为截止到 2012 年 10 月 18 日的计算结果。

www.docin.com

表 1 有到期日的稳健份额信息汇总（数据截止到 2012-10-18）

子基金名称	约定收益	当前约定收益	到期日	折溢价率	持有到期年化复利收益	备注
长盛同庆 A	1 年期同期银行定期存款利率+3.5%	7.00%	2015-5-11	1.46%	6.06%	3 年有限运作周期，利息周年兑现
国泰估值优先	5.70%	5.70%	2013-2-9	0.00%	6.26%	封闭式，收益到期兑现
国联安双力 A	1 年期同期银行定期存款利率+3.5%	7.00%	2015-3-22	0.97%	5.86%	3 年有限运作周期，利息周年兑现
中欧盛世成长 A	6.5%	6.50%	2015-3-28	2.42%	4.27%	3 年有限运作周期，到期兑现利息
申万菱信中小板 A	1 年期同期银行定期存款利率+3.5%	7.00%	2017-5-7	0.68%	6.15%	5 年有限运作周期，利息周年兑现
招商大宗商品 A	1 年期同期银行定期存款利率+3.5%	7.00%	2017-6-28	0.10%	6.34%	5 年有限运作周期，利息周年兑现
华商中证 500A	6.25%	6.25%	2015-9-5	1.79%	5.09%	3 年有限运作周期，到期兑现利息
长盛同辉深 100A	7.00%	7.00%	2017-9-12	3.49%	5.95%	5 年有限运作周期，利息周年兑现
易方达中小板 A	7.00%	7.00%	2019-9-19	-	-	7 年有限运作周期，利息周年兑现
富国汇利 A	3 年期 AAA 级票据利率下限+0.5%	3.87%	2013-9-8	-1.39%	5.29%	封闭式，到期兑现收益，收益封闭期内不调整
大成景丰 A	3 年期银行定期存款利率+0.7%	4.03%	2013-10-14	-1.30%	5.41%	封闭式，到期兑现收益，收益封闭期内不调整
泰达宏利聚利 A	1.3×5 年期国债到期收益率	4.17%	2016-5-13	-9.25%	6.10%	封闭式，到期兑现收益，约定收益季度调整
海富通稳进增利 A	3 年期银行定期存款利率+0.5%	4.75%	2014-9-3	-2.84%	5.63%	封闭式，约定收益季度调整，母基金净值小于 1 元时有下跌风险
浦银安盛增利 A	3 年期银行定期存款利率+0.25%	5.25%	2014-12-12	-1.73%	5.72%	封闭式，到期兑现收益，收益封闭期内不调整，存在风险共担条款

资料来源：海通证券金融产品研究中心
注：截止至 10 月 19 日，易方达中小板 A 尚未上市，无法进行数据测算。
泰达宏利聚利 A 的约定收益 9 月底调整，4.17%为新的约定收益。
对于浮息产品，测算时当期利息采用的是当前约定收益（如年初确定的值），未来利息采用的是基于当前市场利率所对应的约定收益。

1.2 定期打开申购赎回的稳健份额——闲置资金灵活转换

分级基金除了封闭式以及开放式两种传统运作模式之外，还独创了半封闭式的运作模式，目前市场上采用半封闭式运作的分级基金主要为债券分级基金，此外股票中的瑞福优先是唯一一只采用该模式的股票型分级基金。半封闭式运作的分级基金采用激进份额、稳健份额分开募集的方式，募集完成后进入封闭运作期，在封闭运作期内激进份额上市交易，但不可申购赎回，而稳健份额不上市，通过银行渠道定期打开申购赎回提供流动性。这种模式对于债券基金管理人而言大大缓解了日常流动性问题，有利于做好业绩，同时也解决了稳健份额持有人因为二级市场交投不活跃，退出冲击成本较大的弊端，因而半封闭式运作模式被大部分债券分级基金所采纳。

我们统计了目前市场上定期打开申购赎回的稳健份额的具体信息。

表 2 定期打开申购赎回的稳健份额收益情况（截止到 2012-10-18）

子基金名称	基金代码	约定收益（%）	打开频率	近期打开时间	当前约定收益（%）
银河通利 A	161506	1.3*1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2012-10-24	4.55
信达稳定增利 A	166106	1.3*1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2012-11-6	4.55
富国天盈 A	161016	1.4*1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2012-11-22	4.90
天弘丰利 A	164209	1.35*1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2012-11-22	4.725
万家添利 A	161909	1.1%+1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2012-12-1	4.60
天弘添利 A	164207	1.3*1 年期银行定期存款利率	每 3 个月打开一次	2012-12-2	3.90
国联安双佳信用 A	162512	1.4*1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2012-12-3	4.90
鹏华丰泽 A	160619	1.35*1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2012-12-7	4.725
博时裕祥 A	160514	1.5%+1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2012-12-9	4.75
长信利鑫 A	163004	1.1*1 年期银行定期存款利率+0.8%	每 6 个月打开一次	2012-12-23	4.375
诺德双翼 A	165706	1.3*1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2013-2-15	3.90
金鹰持久回报 A	162106	1.1%+1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2013-3-8	4.10
信诚双盈 A	165518	1.5%+1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2013-4-12	4.50
中欧信用增利 A	166013	1.25%+1 年期银行定期存款利率	每 6 个月打开一次	2013-4-15	4.75
瑞福优先	121007	1 年期银行定期存款利率+3%	每 6 个月打开一次	2013-2-13	6.00

资料来源：海通证券金融产品研究中心

从上表可以看出，目前半封闭式的稳健份额约定收益基本都在市场上一年期银行定期存款的收益率上浮一定的幅度，相比市场无风险利率有较明显的优势，其中瑞福优先当前的约定收益更是高达 6%，此外这类产品每隔半年或三个月可定期打开申购赎回，保证了较高的流动性，加之其风险极低，因而提供了投资者一个流动性及收益率均好于银行定期存款的投资品种。对于银行渠道的稳健投资者而言，可考虑将无流动性需求的闲置资产或是部分定期存款配置为这类稳健份额。

从当前时点来看，近一个月内有四只产品即将打开，分别为银河通利 A、信达稳定增利 A、富国天盈 A 以及天弘丰利 A，打开申购时这四只产品对应的约定收益率分别为 3.9%、3.9%、4.2%以及 4.05%。事实上，作为流动性以及收益率均优于银行定期存款的产品，债券型稳健份额在多数时间受到追捧，近期打开申购赎回的信诚双盈 A 的申购比例远大于赎回比例，最终采取配售制度，配售比例仅为 13.955%，导致众多申购者无功而返。但我们注意到，去年年末打开申购赎回的几只债券稳健份额，由于打开时间恰逢年底银行揽储，因而遭受了大额赎回，使得稳健份额与激进份额的份额配比小于约定的最高份额配比。从历史上来看，银行每年年底都会有揽储动力，发行短期收益率较高的产品，但其通常是短期行为（如一个月产品），而到期后资金将面临需再找寻收益率较高的固定收益类产品的难题，而稳健份额采用定期打开申购赎回，频率为三个月或半年，同时可以滚动持有，尽管短期来看，其收益率吸引力可能下降，但从长期来看，其提供了投资者一个稳定高于市场无风险利率的产品，不失为稳健的个人投资者一个良好的投资渠道。

1.3 永续型的稳健份额——长期贷款匹配巧套利

目前简单结构的产品中主流模式仍为永续型的产品。与有到期日的稳健份额不同，永续型的稳健份额利息在每个运作周期能以母基金的形式兑现，但是本金只能通过二级市场买卖或是按比例购入激进份额后申请配对赎回，因而本金易受到二级市场折溢价的波动冲击，兑现具有不确定性。但我们认为从长期投资角度而言，永续型的稳健份额同样有合适的投资方法。

首先我们来看下市场上各永续型产品约定收益、折溢价率的情况。

表 3 永续型的稳健份额信息汇总（截止到 2012-10-18）

子基金名称	约定收益	当前约定收益	折溢价率	运作周期	到期折算日	备注
国联安双禧 100A	一年期银行定期存款年利率+3.5%。	5.75%	-8.13%	3 年运作周期	2013-4-15	
银华稳进	一年期同期银行定期存款利率+3%	6.50%	-11.60%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
申万收益	一年期同期银行定期存款利率+3%	6.50%	-28.04%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	不设向下到点折算条款，本金有亏损风险
信诚中证 500A	一年期银行定期存款年利率+3.2%	6.70%	-8.89%	1 年运作周期	2013-2-11	
银华金利	一年期银行定期存款年利率+3.5%	7.00%	-7.53%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
建信稳健	一年期银行定期存款年利率+3.5%	7.00%	-7.77%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
银华瑞吉	一年期银行定期存款年利率+4%	7.50%	6.89%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
银华金瑞	一年期银行定期存款年利率+3.5%	7.00%	-8.91%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
泰达稳健	一年期银行定期存款年利率+3.5%	6.75%	-8.82%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	每年 1 月 1 日和 7 月 1 日调整收益
长盛同瑞 A	一年期银行定期存款年利率+3.5%	7.00%	-9.09%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
长城久兆稳健	5.8%	5.8%	-13.92%	1 年运作周期	2013-1-29	
信诚沪深 300A	一年期同期银行定期存款利率+3%	6.50%	-13.67%	1 年运作周期	2013-1-31	
工银瑞信睿智 A	一年期银行定期存款年利率+3.5%	7.00%	-7.30%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
南方新兴消费收益	一年期银行定期存款年利率+3.2%	6.20%	-8.00%	1 年运作周期	2013-3-13	
诺安稳健	一年期银行定期存款年利率+3.5%	7.00%	-8.86%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
浙商稳健	一年期银行定期存款利率+3%	6.50%	-11.95%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	约定收益 12%封顶
广发深证 100A	一年期银行定期存款年利率+3.5%	7.00%	-9.17%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
金鹰中证 500A	一年期银行定期存款年利率+3.5%	7.00%	-6.92%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
华安沪深 300A	一年期银行定期存款年利率+3.5%	7.00%	-8.90%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
万家创业成长 A	一年期银行定期存款年利率+3.5%	6.50%	-6.61%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
泰信基本面 400A	一年期银行定期存款年利率+3.5%	6.50%	-6.45%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
诺德深证 300A	一年期银行定期存款利率+3%	6.00%	-13.12%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
鹏华 A 股资源 A	一年期银行定期存款利率+3%	6.00%	-10.06%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	
嘉实多利优先	5%	5.00%	-17.46%	1 年运作周期	2012-3-22	
国泰信用互利 A	一年期银行定期存款利率+1.5%	5.00%	-10.78%	1 年运作周期	每年 1 月 1 日	

资料来源：海通证券金融产品研究中心

从上表可以看到，目前市场上股票型永续型稳健份额的约定收益基本在一年期银行定期存款利率上浮 300-400 个 BP 之间，这一约定收益大幅高于市场无风险利率。事实上，由于有配对转换机制，多数已上市交易的永续类稳健份额受制于激进份额的溢价，在二级市场上处于折价状态，以市价成本购入的投资者每年可兑现的收益相对于本金的占比将比约定收益更高，投资者可以选择折价较高时介入这类稳健份额。从风险点来看，除了申万收益以外，其余各股票型稳健向下到点折算的条款设置保证了其本金的安全性，投资者主要的风险是本金兑现只能通过二级市场买卖，而二级市场价格波动导致本金兑现具有不确定性。

但我们认为，对于可以承受时间成本且有能力偿还贷款的稳健投资者而言，可以巧妙利用这类产品与长期贷款进行匹配，获取套利空间。目前市场上多数永续型产品约定年收益位于 6.5%-7.5%之间，而当前商贷基准利率为 6.55%，首套房 8.5 折的利率为 5.57%，有 0.93-1.93%的价差空间，公积金贷款利率更低，仅为 4.5%，价差空间扩大到 2-3%，因而将能偿还贷款的本金投入稳健份额，每年兑现的约定收益相对于贷款利率的超额收益即为套利收益。此外，由于多数产品采用的是浮息收益，基准利率为每年 1 月 1 日央行披露的利率，而银行贷款的基准利率同样是每年 1 月 1 日确定当年利率，因而即使未来升息降息，由于采用浮动利率且调整时间一致，因而能较好的匹配。但值得注意的是，稳健份额的约定年收益将以母基金形式偿付，母基金赎回将有 0.5%的赎回费，因而其实际

到手约定收益需对应扣除手续费，但整体而言，稳健份额与长期贷款余额的合理匹配仍提供了较好的套利机会。由于贷款利率小于稳健份额约定收益，且约定收益每年支付，因而将偿还贷款的资金投入永续型稳健份额将能直接套利。

1.4 稳健份额折溢价偏离——短期波段策略

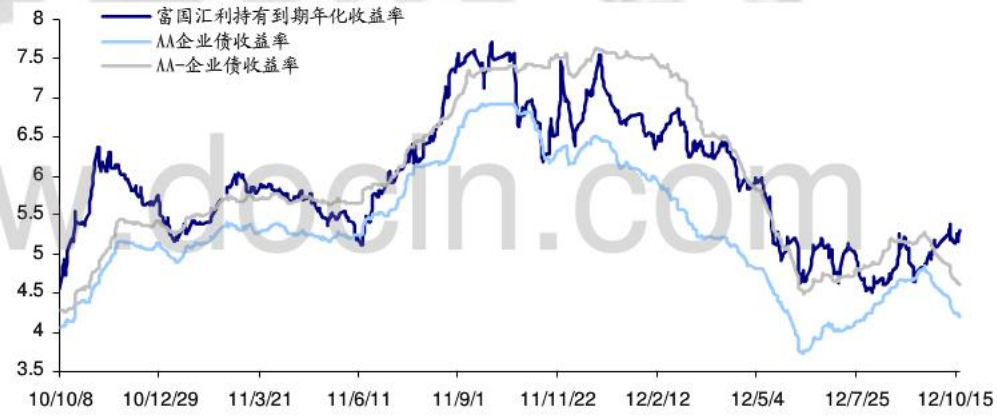
对于上市交易的稳健份额而言 ，由于二级市场价格时时变动，而类固定收益的稳健份额净值波动极小，对应稳健份额的折溢价率会有较显著的变动。

✧ 有到期日稳健份额——有效市场定价

上市交易的稳健类份额分为有到期日和永续型两种。其中对于有到期日的稳健类份额我们上文已经详述了其持有到期年化收益的计算方法，从上文测算可以看到，各稳健份额的约定收益差异非常大，且付息方式截然不同，但在二级市场上或折价或溢价的交易价格使得多数稳健份额持有到期的年化收益基本都在 5-6.3%之间，呈现惊人的一致。也就是说，市场对于有运作期限的简单结构的稳健份额有一个合理的收益率定价机制。那么这个合理收益率以什么来定价？我们上文说过无论是有限运作周期还是封闭式的稳健份额，其设计均类似于定期付息或是到期一次性付息的债券，因而我们认为其根据市场价格计算的到期收益率序列与同期限各级别企业债到期收益率序列或存在一定的相关性。

我们以上市时间较长的富国汇利作为封闭式债券分级稳健份额的代表，以有限运作周期中上市时间较长的国联安双力中小板 A 作为有到期日的股票型稳健份额的代表，从下图可以看到，两个稳健份额的持有到期年化收益与同期限的 AA-企业债基本一致。整体来看，目前市场主要依照 AA-级别的产品收益率来确定稳健份额的价格。

图 1 富国汇利 A 到期收益率与同期限信用债收益率的比较

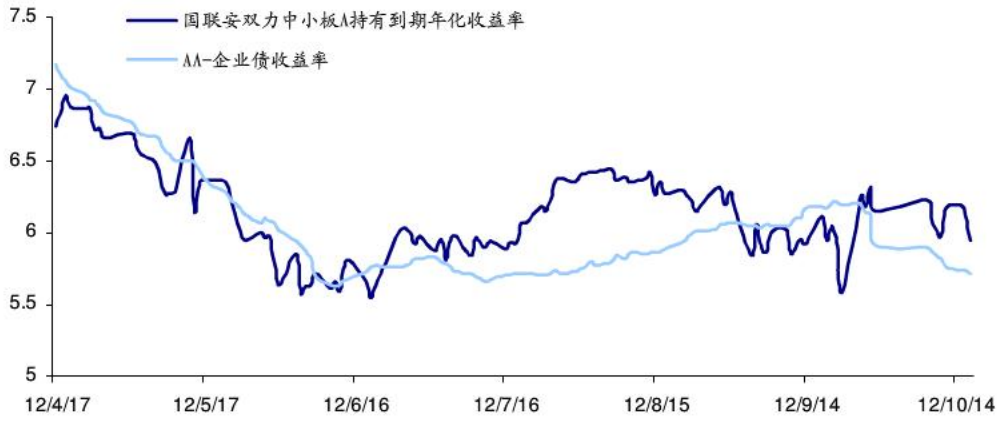


资料来源：海通证券金融产品研究中心

从产品设计上来看，无论是有限运作周期还是封闭式的分级基金稳健份额均设立了向下到点折算以保证本金安全，但市场并没有给予这类产品 AAA 级企业债的定价，我们认为主要有两个原因会导致稳健类份额出现风险：第一是到期转成母基金的 LOF 基金，通常基金转型后有最长不超过一个月的封闭期，封闭期内无法申购赎回，而此时投资者持有的 LOF 基金已经变成股票型或是债券型基金，将承担净值波动风险；第二无论是封闭式还是有限运作分级股基的成交量规模较小，对于大额资金来说存在着较大的流动性风险。因而市场选择 AA-这一中等偏低级别的债券收益率来给稳健份额定价，更多反映了该类份额的流动性风险。

www.docin.com

图 2 国联安双力中小板 A 到期收益率与同期限信用债收益率的比较



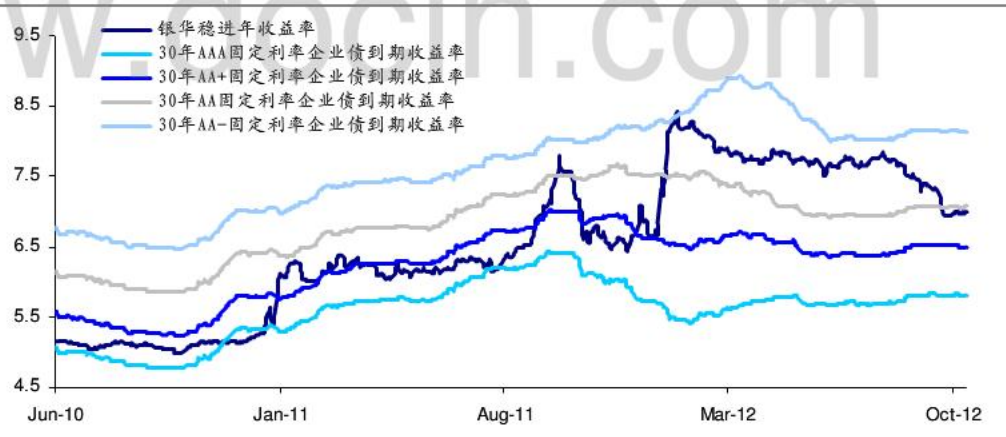
资料来源：海通证券金融产品研究中心

折溢价率的波动导致稳健份额持有到期年化收益的值时时变化，目前市场给予有到期日的稳健类份额持有到期收益的定价与同期 AA-企业债一致，当测算稳健份额产品持有到期收益率显著高于 AA-企业债时，则意味着稳健份额市场价格被低估，应当积极介入，反之，则短期有回调风险，可选择逢高卖出，等调整过后介入。

✧ 永续型稳健份额——合理折溢价之辨

对于永续型稳健份额而言，市场上同样有部分观点认为其收益率可以参照永续债来定价，即 $i = P / A$ ，其中 A 为每年支付的利息，P 为二级市场价格，从而可以依此计算出其合理折溢价，但根据我们的研究表明，永续型稳健份额的收益并非与永续债完全关联，我们以上市时间较久的银华稳进为例，以 30 年期限的企业债收益率作为永续债收益率进行对比。从下图可以看到，银华稳进的年收益率波动远远大于企业债收益率，且在趋势上区别同样很大。因而我们认为无法参照永续债为永续型稳健份额定价。

图 3 银华稳进与 30 年期企业债收益率对比



资料来源：海通证券金融产品研究中心

事实上，在对永续型分级产品进行大量研究后，我们发现永续型激进份额的确有个合理的定价机制，但这个定价机制并非来自于永续债，而是受制于激进份额，海通金融产品研究中心对此推出了折溢价定价模型，当激进份额溢价高估时，对应有配对转换机制的稳健份额折价低估，投资者可介入获取折价回归收益。永续型稳健份额的折价回归投资机会具体可参考分级基金 discovery 系列四：合理折溢价之辨。

2. 特殊结构稳健份额投资策略

除去简单结构，市场上还有 2 只稳健份额的条款设计较为特殊，分别是兴全合润以及中欧鼎利，他们的到期收益计算方式与其他基金截然不同。这两只基金均为永续型产品，但与一般永续型产品无到期日不同，这两只永续型产品规定一定的运作周期，运作周期满后将游戏重开，进入下一运作周期。我们针对这两只基金分别分析。

2.1 中欧鼎利A——可计算持有年化收益的永续型产品

根据招募说明书显示，中欧鼎利分级按照 7:3 折分成为中欧鼎利 A 以及中欧鼎利 B，其中中欧鼎利 A 每年获得约定收益为一年定存+1%，中欧鼎利 B 承担剩余风险收益。该基金运作周期为 3 年，3 年运作期满后，将进行到期折算，与其他永续产品稳健份额利息以母基金形式偿付给投资者的到期折算不同，中欧鼎利分级基金采用的是母基金净值归一、两类子基金份额按净值折算成为母基金份额后再进行拆分的折算模式（相当于三类份额净值均归一）。具体折算方法如下:

1、 基金份额折算日折算后，中欧鼎利份额的基金份额净值折算调整为 1.000 元。折算后，中欧鼎利份额持有人持有的中欧鼎利份额的份额数按照中欧鼎利份额折算比例相应增加、缩减或不变。若折算前，中欧鼎利份额净值大于 1.000 元，则折算后中欧鼎利份额持有人持有的中欧鼎利份额增加；若折算前，中欧鼎利份额净值小于或等于 1.000 元，则折算后中欧鼎利份额持有人持有的中欧鼎利份额缩减或不变。

中欧鼎利份额的折算比例 = 折算日折算前中欧鼎利份额的基金份额净值 / 1

2、 基金份额折算日折算后，鼎利 A 份额与鼎利 B 份额按照折算前各自的基金份额净值折算为净值为 1.000 元的中欧鼎利份额的场内份额，即

鼎利 A（B）份额的折算比例 = 折算日折算前鼎利 A（B）份额的基金份额净值 / 1

鼎利 A（B）份额折算为净值为 1.000 元的中欧鼎利份额数量 = 折算前鼎利 A（B）份额数量 × 鼎利 A（B）份额的折算比例

3、 在基金份额折算后，将中欧鼎利份额的场内份额按照 7:3 的比例分拆成鼎利 A 份额与鼎利 B 份额。届时，分拆后的鼎利 A 份额、鼎利 B 份额与中欧鼎利份额的场内份额和场外份额的净值均为 1.000 元。

这种特殊的折算模式使得到期折算发生后，持有单一中欧鼎利分级子基金的持有人的投资风险发生了显著的变化，如稳健份额持有人本来是低风险偏好，但折算触发后，其资产按照净值折算成为母基金后再进行拆分，此时其持有的资产变成了债券型基金，反之激进份额持有人则从高风险资产转变成了中低风险的债券型基金。这种模式类似于到期游戏重开的模式。

在这种模式下，原本为永续产品的稳健份额可以类似于有运作期限的产品来进行投资。运作周期满后，稳健份额先按照净值折算为基础份额，随后再按比例拆分成为激进、稳健份额，此时投资者可以选择将激进、稳健份额合并成为母基金并全部赎回，也可以选择在二级市场上分别将激进、稳健份额卖出，由于配对转换机制的存在，二级市场上按比例配置的激进+稳健份额的价格应该与母基金净值价格接近。无论哪种模式，都提供了稳健份额持有人以接近净值的价格退出的途径，事实上，中欧鼎利赎回母基金有 0.1%的赎回费，而二级市场买卖的交易费用仅为万分之八到千分之三不等，因而在流动性良好的情况下，选择在二级市场卖出的整体收益将会更高。

依据上述分析，我们可以测算中欧鼎利 A 持有到期的年化收益，具体测算方式类似简单结构的稳健份额固定单利，利息到期一次性支付的模式。中欧鼎利 A 本运作周期运

作截止日为 14 年 6 月 16 日，截止 2012 年 10 月 19 日，鼎利 A 二级市场溢价 0.57%，对应其持有到期年化收益为 3.62%。

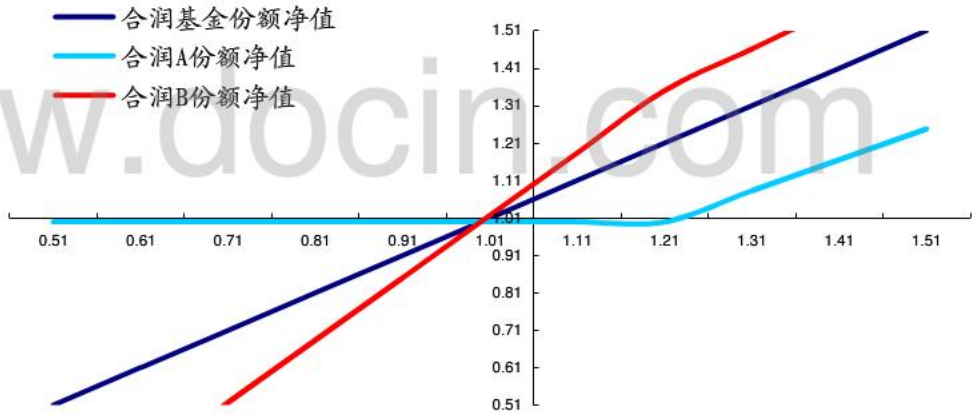
2.1 兴全合润A——折价回归+超额收益

兴全合润同样是一只采用 3 年运作周期，到期后开局重来的分级产品。该基金同样采用 3 年运作周期，本运作周期截止 2013 年 4 月 21 日。3 年运作期满后，将进行到期折算，其折算方式与中欧鼎利类似，即合润 A 与合润 B 份额按各自份额净值与合润基金份额净值之比折算为合润基金份额，并且折算后将所有合润基金份额净值调整为 1.0000 元，随后场内基础份额分拆，将场内的合润基金份额按照 4：6 的比例分拆成合润 A 份额与合润 B 份额的行为。届时，分拆后的合润 A 份额、合润 B 份额与合润基金份额净值均为 1.0000 元。下一运作期内，分拆后的合润 A 份额、合润 B 份额将顺延上一运作期内合润 A 份额与合润 B 份额的关系约定。

针对这种模式，我们同样可以选择将激进、稳健份额合并成为母基金并赎回，也可以选择在二级市场上分别将激进、稳健份额卖出，从而以接近净值的价格退出的途径。

但与多数分级基金采用稳健份额获得约定收益，激进份额承担风险收益的结构不同，兴全合润分级在产品设计上独树一帜。该产品按照 4：6 的比例分离成合润 A 和合润 B 两类份额，合润 A 通过让渡母基金在 0%-21%的净值增长收益来获得净值最小为 1 元的保障：当合润基金份额净值低于或等于 1.2100 元时，合润 A 份额获得其份额期初净值（1.0000 元/份），而合润 B 份额获得剩余收益或承担其余损失；当合润基金份额净值高于 1.2100 元之后，合润 A 份额、合润 B 份额与合润基金份额享有同等的份额净值增长率。即当母基金净值在 1.21 元以下时，兴全合润 A 净值始终在 1 元，当母基金净值达到 1.21 元以上时，兴全合润 A、兴全合润 B 以及母基金同比例涨跌。这种结构使得合润 A 类似可转债结构，本金有保障，同时又有一定的上涨空间。

图 4 兴全合润子基金与母基金净值表现



资料来源：海通证券金融产品研究中心

截止 2012 年 10 月 19 日，兴全合润母基金净值 0.8448 元，小于 1.21 元的阈值，对应兴全合润 A 净值 1 元，其二级市场价格 0.967 元，折价 3.3%，而本运作周期即将于明年 4 月 21 日到期，到期后持有人可以以接近净值（1 元）的价格赎回，对应年化折价回归收益达到 6.88%（未考虑赎回费或交易费），假设到明年 4 月到期时，市场快速上涨，对应母基金价格超过 1.21 元，则兴全合润 A 还可以获得超额收益。因而我们将兴全合润 A 的投资策略总结为折价回归+超额收益模式。

本文为大家阐述了形态各异的稳健份额的非事件性投资方法，事实上，稳健份额还有很多事件性的投资机会，如到点折算、到期折算等。不同的产品事件性的投资机会同样迥然不同，针对稳健份额事件性投资机会，我们随后也会推出相应报告供参考，敬请期待。

信息披露

分析师声明

倪韵婷：金融产品研究

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。

金融产品研究中心声明

海通证券金融产品研究中心（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	高道德 副所长	路 颖 副所长	江孔亮 所长助理
(021)63411619	(021)63411586	(021)23219403	(021)23219422
wangym@htsec.com	gaodd@htsec.com	luying@htsec.com	kljiang @htsec.com

宏观经济研究团队
陈 勇(021)23219800 cy8296@htsec.com
高 远(021)23219669 gaoy@htsec.com
刘铁军(021)23219394 liutj@htsec.com
李 宁(021)23219431 lin@htsec.com
联系人
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
陈瑞明(021)23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
联系人
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com
汤 慧(021)23219733 tangh@htsec.com
李 珂(021)23219821 lk6604@htsec.com

金融产品研究团队
娄 静(021)23219450 loujing@htsec.com
单开佳(021)23219448 shankj@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
罗 霞(021)23219326 luozh@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
王广国(021)23219819 wgg6669@htsec.com
孙志远(021)23219443 szy7856@htsec.com
陈 亮(021)23219914 cl7884@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyao@htsec.com
伍彦妮(021)23219774 wyn6254@htsec.com
联系人
桑柳玉(021)23219686 sly6635@htsec.com
曾逸名(021)23219773 zym6586@htsec.com
陈韵骋(021)23219444 cyc6613@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
丁鲁明(021)23219068 dinglm@htsec.com
郑雅斌 (021)23219395 zhengyb@htsec.com
联系人
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
朱剑涛(021)23219745 zhujt@htsec.com
张欣慰(021)23219370 zxw6607@ htsec.com
周雨舟(021)23219760 zyh6106@htsec.com
杨 勇(021)23219945 yy8314@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香(021)23219445 jiangjx@htsec.com
徐莹莹 (021)23219885 xyy7285@htsec.com
联系人
武 亮(021)23219883 wl7222@htsec.com
黄 轩(021)23219886 hx7252@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434 lml@htsec .com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘(021)23219433 zrchen@htsec.com
联系人
倪玉娟(021)23219820 nyj6638@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com

计算机行业
陈美凤(021)23219409 chenmf@htsec.com
蒋 科(021)23219474 jiangk@htsec.com
联系人
安永平(021)23219950 ayp8320@htsec.com

煤炭行业
朱洪波(021)23219438 zhb6065@htsec.com
刘惠莹(021)23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路 颖(021)23219403 luying@htsec.com
潘 鹤(021)23219423 panh@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
联系人
李宏科(021)23219671 lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
赵 健(021)23219472 zhaoj@htsec.com
联系人
张显宁(021)23219813 zxn6700@htsec.com

石油化工行业
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com

机械行业
龙 华(021)23219411 longh@htsec.com
何继红(021)23219674 hejh@htsec.com
联系人
熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com
胡宇飞(021)23219810 hyf6699@htsec.com
黄 成(021)23219963 hw8478@htsec.com

农林牧渔行业
丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
联系人
夏 木(021) 23219748 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
丁文韬(021)23219944 dwt8223@htsec.com
董 乐(021)23219374 dl5573@htsec.com
联系人
黄 媚(021)23219638 hm6139@htsec.com
吴绪越(021)23219947 wxy8318@htsec.com

电子元器件行业
邱春城(021)23219413 qiucc@htsec.com
张孝达(021)23219697 zhangxd@htsec.com
联系人
郑震湘(021)23219816 zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业
白 洋(021)23219646 baiyang@htsec.com
联系人
薛婷婷(021)23219775 xtt6218@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞(021)23219104 qianlf@htsec.com
虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
联系人
李 晨(021)23219817 lc6668@htsec.com

汽车行业
赵晨曦(021)23219473 zhaocx@htsec.com
冯梓钦(021)23219402 fengzq@htsec.com
联系人
陈鹏辉(021)23219814 cph6819@htsec.com

食品饮料行业
赵 勇(0755)82775282 zhaoyong@htsec.com
联系人
马浩博 (021)23219822 mhb6614@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
任玲燕(021)23219406 rly6568@htsec.com

医药行业
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
联系人
刘 杰(021)23219269 liuj5068@htsec.com
冯皓琪(021)23219709 fhq5945@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com

有色金属行业
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
刘 博(021)23219401 liub5226@htsec.com
联系人
钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com

基础化工行业
曹小飞(021)23219267 caoxf@htsec.com
联系人
张 瑞(021)23219634 zr6056@htsec.com
朱 睿(021)23219957 zr8353@htsec.com

www.docin.com

家电行业
陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com

建筑建材行业
联系人
张光鑫(021)23219818 zgx7065@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
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
联系人
徐柏乔(021)23219171 xbq6583@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
戴志锋 (0755)23617160 dzf8134@htsec.com
刘 瑞 (021)23219635 lr6185@htsec.com

社会服务业
林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com
联系人
汤婧(021)23219809 tj6639@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

通信行业
联系人
侯云哲(021)23219815 hyz6671@htsec.com
宋 伟(021)23219949 s w8317@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 漾 (021)23219386 gaoqin@htsec.com
孙 俊 (021)23219902 sunj@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
赵 春 (010)58067977 zc8614@htsec.com
郭文君 (010)58067996 gwj8014@htsec.com
隋 巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
张广宇 (010)58067931 zgy5863@htsec.com
王秦豫 (010)58067930 wqy6308@htsec.com
江 虹 (010)58067988 jh8662@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