

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
2015.07.04

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

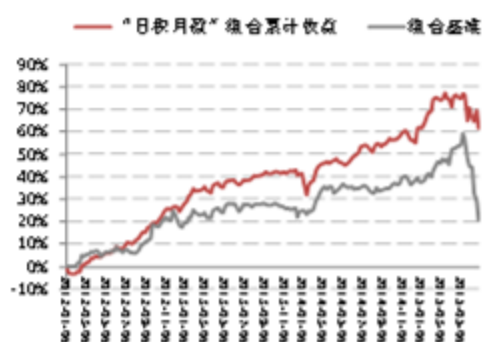
金融工程首席分析师：高子剑
执业证书编号：S1220514090003
TEL: 021-68386225
E-mail: gaozijian@foundersc.com

金融工程分析师：陈杨城
执业证书编号：S1220515040003
TEL: 021-50460365
E-mail: chenyangcheng@foundersc.com

相关研究

《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》
《分级基金上折收益全解析》
《分级基金溢价套利收益全透视》
《分级基金折价套利收益全透视》
《分级基金下折收益全解析》
《分级 A/B 份额交易价值全透视》

“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

请务必阅读最后特别声明与免责条款

报告摘要

➤ 本周思考：AB 定价全解析

理论定价权：一般分级 A 掌握定价权，A 决定 B 的价格，B 又一定程度上影响 A。分级 B 的交易价值可能对两者价格存在短期扰动，一定程度上影响 A，但长期来看分级 A 依旧掌握主动。

短期定价的偏离：短期价格偏离理论值主要来源于 B 的影响，B 的交易价值高受市场欢迎会导致 B 高估，B 的不受欢迎会导致 B 被低估。

实际定价权：从 A 高估率来看，A 难以被大幅低估，容易被大幅高估。A 隐含收益率轮动的逻辑：低估的 A 估值大概率会回复，而不是继续偏离。

➤ 分级 A 投资策略：

上周国债期货小幅下跌 0.36%，市场利率下行，但分级 A 价格下跌 3.99%，隐含收益率为 6.57%。但仍有部分 A 类借助下折期权价值实现了上涨，如上周 TMT 中证 A(150173)、重组 A(150259) 及高铁 A(150277) 涨幅分别达 7.77%、4.62% 及 4.09%。

伴随上周市场的下跌，目前 TMT 中证 A(150173)，1000A(150263) 已触发下折，一带一 A(502014) 等多只基金距下折也仅有一步之遥。市场的大幅下跌使得分级 A 的期权价值得以体现。

上周整体溢价率有所回落，但仍属于较高的水平。一些产品出现了极高的溢价，但受跌停及下折的影响，这样的溢价率在套利时可能难以实现。

➤ 分级 B 投资策略：

市场连续下跌使众多产品下折跌幅缩窄到 10% 以内，仍有部分分级 B 因跌停限制被动高估，接下来或有补跌需求。

➤ “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 3.11%，组合目前持有证券 A(150171)、一带 A(150265)、证保 A(150177)、国企改 A(150209)。

目 录

1. 本周思考：AB 定价全解析.....	5
1.1 AB 价格相互牵制.....	5
1.2 如何理解分级 A 掌握定价权？	5
1.3 A 如何主动定价？	6
1.4 B 如何被动定价？	7
1.5 定价为何短期会偏离理论价？	8
1.6 B 价格敏感性分析.....	9
1.6.1 约定收益率.....	10
1.6.2 母基金净值.....	12
1.6.3 母基金溢价率.....	13
1.6.4 A 平均隐含收益率	14
1.6.5 A 高估率	16
1.6.6 A 占比	19
1.6.7 A 净值	19
1.6.8 A 期权价值	20
1.7 B 的实际定价权.....	22
2. 分级 A 投资策略	23
2.1 分级 A 继续下跌	24
2.2 配对转换套利对分级 A 影响显著	25
2.3 期权价值影响重现	27
3. 分级 B 投资策略	30
4. “日积月盈” 分级 A 组合策略.....	32

图表目录

图表 3: 分级基金结构	5
图表 3: AB 定价关系	6
图表 5: 分级 A 理论定价	6
图表 7: 折价率与约定利率	7
图表 8: 分级 B 定价逻辑图	8
图表 9: AB 高低估关系	9
图表 29: 影响一款分级 B 价格的因素	10
图表 10: A 约定收益率与 B 价格关系	10
图表 11: A 约定收益率与 B 价格关系	11
图表 12: 降息对于浮动利率与固定利率分级的影响	12
图表 13: 母基净值与 B 价格关系	12
图表 14: 母基净值与 B 价格关系	13
图表 15: 母基溢价率与 B 价格关系	13
图表 16: 母基溢价率与 B 价格关系	14
图表 17: A 平均隐含收益率与 B 价格关系	14
图表 18: 债券市场对分级 B 影响	15
图表 19: A 平均隐含收益率与 B 价格关系	16
图表 20: A 高估率与 B 价格关系	17
图表 21: A 高估率与 B 价格关系	18
图表 22: A 高估率与 B 价格关系	19
图表 23: A 占比与 B 价格关系	19
图表 24: A 净值与 B 价格关系	20
图表 25: A 净值与 B 价格关系	20
图表 26: AB 期权价值逻辑图	21
图表 28: 中证 90B 下折案例	21
图表 25: AB 高估比率关系	22
图表 13: 分级基金成交额与规模	23
图表 14: 近期新发行分级基金	23
图表 15: 分级基金 A 产品结构	24
图表 16: 分级 A 净价与国债期货	25
图表 17: 分级 A 净价与资金面	25
图表 18: 分级 A 净价与母基折溢价率	26
图表 19: 母基金折价率 (A+B 份额大于 2 亿)	27
图表 20: 不同条款产品隐含收益率走势	28
图表 21: 市场期权价值走势	28
图表 22: 股票型永续分级 A 关键指标 (份额大于 1 亿)	29
图表 23: 市场主要指数和分级基金 AB 表现	30

图表 24: 上周行业表现	30
图表 25: 股票型分级 B 关键指标 (份额大于 1 亿)	31
图表 26: “日积月盈”组合收益	33

1. 本周思考：AB 定价全解析

1.1 AB 价格相互牵制

因为配对转换机制的存在，分级 A 和分级 B 的合并价格会围绕母基金净值波动。当合并价格大于母基金净值时，套利者会执行溢价套利促使价格回归；当合并价格小于母基金净值时，套利者会执行折价套利促使价格回归。

因为 AB 合并价格波动区间被限定，分级 A 的价格上涨，则分级 B 的价格相对下跌；反之分级 A 的价格下跌，则分级 B 的价格相对上涨，分级 A 和分级 B 的价格存在“跷跷板”效应。

图表 1：分级基金结构



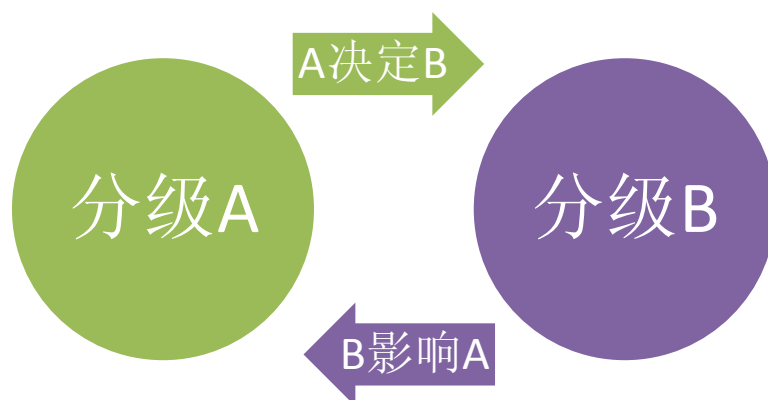
数据来源：方正证券研究所

1.2 如何理解分级 A 掌握定价权？

方正金工认为，一般分级 A 掌握定价权，A 决定 B 的价格，B 又一定程度上影响 A。假设隐含收益率在 6.4% 左右，则“+5”的 A 溢价 B 折价，“+3”的 A 折价 B 溢价，A 的折溢价不同导致“+5”的 B 总比“+3”的 B 价格低，A 决定了 B 的定价区间。再如债券价格大幅上涨时，A 的价格也会随着相对上升，B 此时价格区间相应下降。

分级 B 的交易价值可能对两者价格存在短期扰动，一定程度上影响 A，但长期来看分级 A 依旧掌握主动。

图表 2: AB 定价关系



数据来源：方正证券研究所

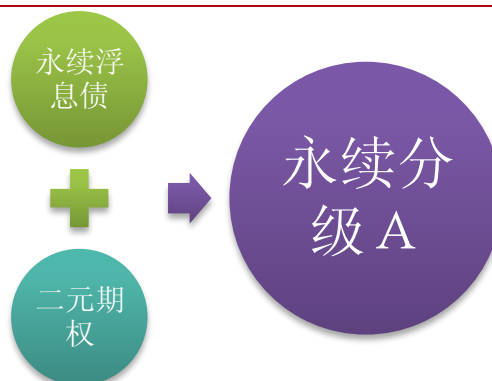
1.3 A 如何主动定价？

从绝对定价角度来看，分级 A 可以认为是一款永续浮息债+二元期权。二元期权的精确定价方法，在上一篇报告里《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》已详细阐述，如何利用蒙特卡洛模拟进行推导，有兴趣的读者可参考上一篇报告。

对于债券部分可以利用现金流贴现模型计算分级 A 的理论价格。假设下一次定期折算正好是在一年后，分级 A 的价格如下公式，D 为约定收益率，r 为贴现利率：

$$P = \frac{D}{1+r} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots = \frac{D}{r}$$

图表 3: 分级 A 理论定价



数据来源：方正证券研究所

实际交易中，投资者往往通过相对定价法为分级 A 定价。由于不同分级 A 信用风险差异不大，条款设计上近似，同质性高。目前各产品隐含收益率基本都位于分级 A 平均隐含收益率中枢附近，这表明目前市场对于分级 A 统一定价，并没有对不同分级 A 区分对待。

据此，不考虑期权价值的情况下，我们可以认为各产品达到平均隐含收益率则达到理论定价合理水平。 D_A 为A约定收益率， \bar{y} 为分级A平均隐含收益率， N_A 为A净值，分级A理论价格 P_A 如下所示：

$$\text{由 } \bar{y} = \frac{D_A}{P_A - (N_A - 1)}, \text{ 可以推导 } P_A = \frac{D_A}{\bar{y}} + (N_A - 1)$$

在考虑期权价值 opt 的情况下，我们引入纯债收益率，假设A达到平均纯债收益率水平则达到理论定价合理水平，可以进一步扩展分级A的定价公式：

$$\text{由 } \bar{y} = \frac{D_A}{P_A - (N_A - 1) - \text{opt}}, \text{ 可以推导 } P_A = \frac{D_A}{\bar{y}} + (N_A - 1) + \text{opt}$$

目前，市场上分级A约定收益率以定存+3%的产品居多，也有个别产品如中航军A约定收益率为定存+5%。为了达到平均隐含收益率水平，约定收益率低的分级A可能折价交易，而约定收益率高的则溢价交易。所以仅仅比较不同分级A的价格、折溢价毫无意义，只有隐含收益率水平才有可比性。

图表 4：折价率与约定利率

A代码	A简称	A约定收益率	A溢价率	A隐含收益率
150213	国投创A	6.00%	-8.18%	6.54%
150177	证保A	5.50%	-15.58%	6.52%
150157	金融A	5.70%	-12.29%	6.51%
150171	证券A	5.50%	-15.44%	6.51%
150150	有色800A	5.70%	-12.19%	6.51%
150145	300高贝A	6.00%	-7.69%	6.50%
150117	房地产A	6.50%	0.03%	6.50%
150203	传媒A	5.50%	-15.18%	6.49%
150194	互联网A	5.50%	-15.17%	6.49%
150200	券商A	5.50%	-14.86%	6.49%
150173	TMT中证A	5.50%	-15.08%	6.48%

数据来源：方正证券研究所

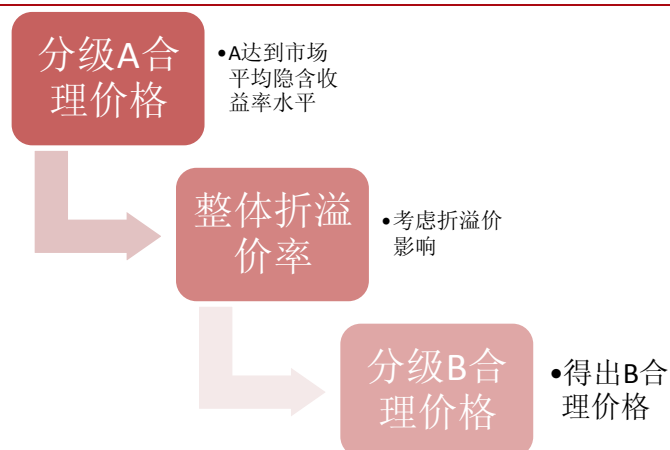
1.4 B 如何被动定价？

对具体一款产品而言，分级A的价格达到平均隐含收益率则定价合理。对分级B来说，合理价格可以由分级A的价格、母基金净值、和母基金折溢价推导而出。该方法的逻辑是：当母基金达到无套利条件时，母基金净值等于分级A和分级B的合并价格；当母基金有折溢价时，先通过折溢价推导出AB的合并价格，再进一步推导B的价格。 α 为A份额占比， $N_{母}$ 为母基金净值，B的价格计算公式如下：

$$P_B = \frac{N_{母} * (母基溢价率 + 1) - \alpha * \left(\frac{D_A}{y} + (N_A - 1) + opt \right)}{(1 - \alpha)}$$

由上述定价公式可以看出影响 B 价格的变量众多，母基净值变化、整体折溢价变化、债券市场波动、期权价值变化、A 净值累计等等变量都会影响 B 的定价，仅从这点就可以看出分级产品的复杂之处！

图表 5：分级 B 定价逻辑图



数据来源：方正证券研究所

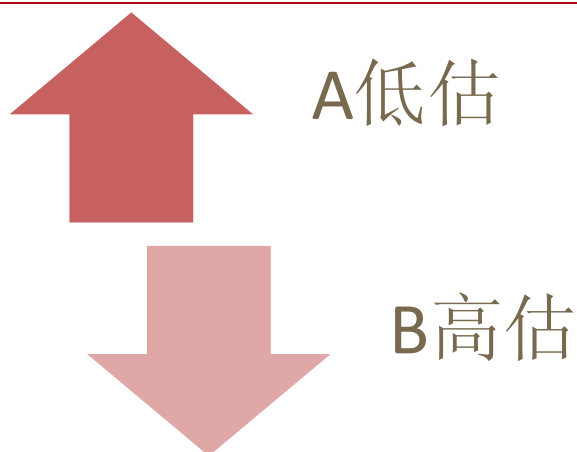
1.5 定价为何短期会偏离理论价？

根据上述理论，我们可以为每款分级基金都计算出分级 A 和分级 B 的理论价格。事实上，实际交易价格不可能完全等于理论价格，两者之间总存在一定的差价，我们引入高估率的概念来计算实际价格和理论价格的差异。

$$\text{高估率} = \frac{\text{实际价格} - \text{理论价格}}{\text{理论价格}}$$

当整体折溢价率为 0 时，A 高估则 B 低估，A 低估则 B 高估，两者呈现跷跷板效应。

图表 6: AB 高低估关系



数据来源：方正证券研究所

短期价格偏离理论值主要来源于 B 的影响，B 的交易价值高受市场欢迎会导致 B 高估，B 的不受欢迎会导致 B 被低估，影响交易价值的因素我们在上周的专题《分级 B 交易价值透视和分级 A “腐食者”逻辑》中做了详细阐述。据此，AB 的定价公式可以更新为：

$$P_{A\text{实际}} = \left(\frac{D_A}{\bar{y}} + (N_A - 1) + \text{opt} \right) * (A \text{ 高估率} + 1)$$

$$P_{B\text{实际}}$$

$$= \frac{N_{\text{母}} * (\text{母基溢价率} + 1) - \alpha * \left(\frac{D_A}{\bar{y}} + (N_A - 1) + \text{opt} \right) * (A \text{ 高估率} + 1)}{(1 - \alpha)}$$

1.6 B 价格敏感性分析

在进行敏感性分析后，我们总结了影响一款分级 B 产品价格的六个关键性变量，这六个变量是众多影响 B 价格因素的重中之重。六个变量分别代表的含义是标的指数是否会上涨？市场交易情绪是否高涨？债市短期是否会大涨？产品是否存在份额大幅缩水导致 A 份额相对市场其他 A 超涨的情况？短期内是否会降息导致 A 约定利率下降？期权价值是否被低估？

运用以上六维度分析法，基本可以解释市场绝大多数分级 B 的价格波动了。

图表 7：影响一款分级 B 价格的因素

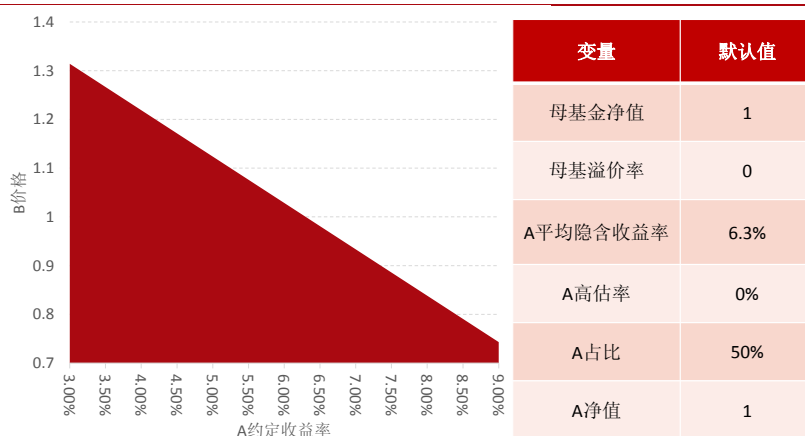


数据来源：方正证券研究所

1.6.1 约定收益率

A 约定收益率越大，B 的价格越低，两者呈线性关系。目前，A 类产品的约定收益率以定存+3 为主，这导致 B 普遍溢价交易。但当产品约定收益率提高，如中航军 B、建信 50B、B 必然折价交易。

图表 8：A 约定收益率与 B 价格关系



数据来源：方正证券研究所

我们选取 3/31 日收盘规模大于两亿的 A，即使不考虑其他因素的变化，也可以明显的发现 A 约定收益率高则 B 的价格相对低，B 会处于折价交易状态。

Scatter plot showing the relationship between the B溢价率 (B Premium Rate) on the Y-axis and the 约定收益率 (Agreed Yield Rate) on the X-axis. The data points are red circles, and a red dotted line represents the linear regression fit. The X-axis ranges from 5.00% to 7.50%, and the Y-axis ranges from -15.00% to 25.00%.

上面的例子运用横截面数据，证明了约定收益率对于 B 定价的影响。实际投资中，我们还关心某一款产品从时间序列上来看，约定收益率的变化会不会影响 B 的价格，换言之，加息降息在不影响标的的走势的情况下，如何影响 B 的价格？

降息对分级产品而言有三方面影响，A 约定收益率下降，A 平均隐含收益率可能下降，B 标的指数可能上涨。以 2015/05/11 降息为例，由于大部分 A 的约定收益率规则为“一年定存+3%”~“一年定存+3%”，所以降息会降低 A 的约定利率，单从这个角度来看，降息对 A 不利，对 B 有利。

5/11 当日, A 平均隐含收益率受降息影响下行 25 个 BP, A 价格平均下跌 0.25%。不过证券 A 级价格则逆势上涨 1.27%, 究其原因是因为他的利息支付方式是每年 6% 固定利率而不是采取主流的浮动利率, 其他产品隐含收益率的下行主要是因为约定利率的下降, 而证券 A 级约定收益率不变, 为了维持隐含收益率水平和市场保持一致, 证券 A 级的价格因此上涨。

从证券 B 级来看，证券指数当天 2.16%，B 上涨 2.83%，少于预期约 1%，这个 1% 的潜在亏损就来自于证券 A 级的价格上涨。

总的来看，假设标的指数不涨不跌，降息会导致浮动利率的 A 约定收益率下降，如果隐含收益率没有下行的足够多，那么 A 价格下跌，B 价格上涨。由于隐含收益率的下行，固定利率 A 价格上涨，B 价格下跌。

图表 10：降息对于浮动利率与固定利率分级的影响

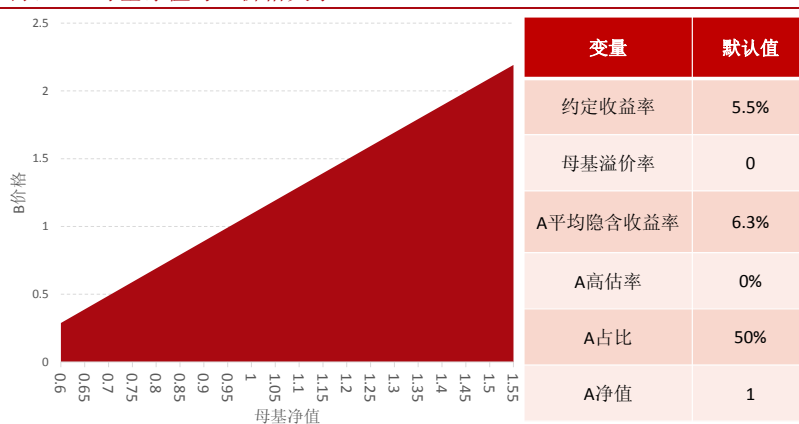
降息	情景一		情景二	
	浮动利率分级	固定利率分级	浮动利率分级	固定利率分级
隐含收益率	—	—	↓	↓
标的涨跌幅	—	—	—	—
约定收益率	↓	—	↓	—
A 价格	↓	—	可能 ↓	↑
B 价格	↑	—	可能 ↑	↓

数据来源：方正证券研究所

1.6.2 母基金净值

母基金净值越大，B 价格越大。B 价格和母基金净值的斜率和初始价格杠杆有关，不同产品不同初始点斜率不同，这点我们将在杠杆章节中详细阐述。

图表 11：母基金净值与 B 价格关系

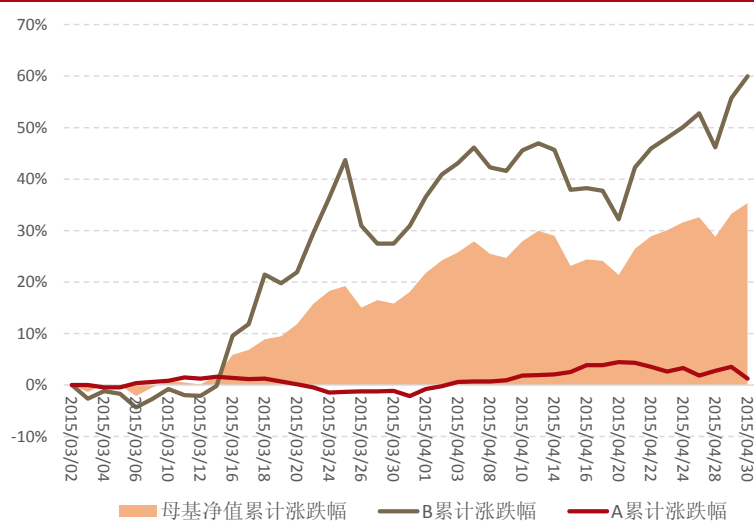


数据来源：方正证券研究所

2015 年 3~5 月信息板块涨势喜人，信息 B 随着母基金净值增长而价格上涨，信息 A 在此期间隐含收益率几乎保持不变。这意味着，在这个案例中，B 上涨主要是由母基金净值上涨带来的，受 A 端定价影响不大。

不过在多数情况下，母基金净值的上涨总会伴随着 A 端价格的波动，故分级 B 的价格会时时受到 A 的干扰，这也是正是分级产品的复杂之处。仅仅看对标的指数方向，可能不赚反赔。

图表 12：母基净值与 B 价格关系

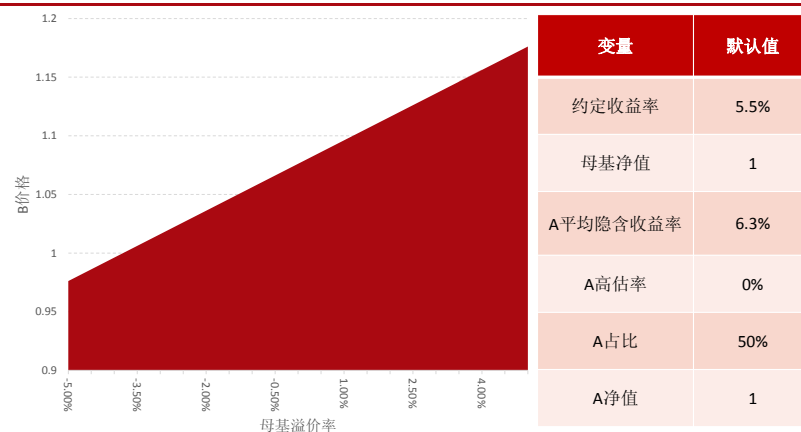


数据来源：方正证券研究所

1.6.3 母基金溢价率

母基溢价率会受到市场交易情绪的影响而波动，套利资金保证母基溢价率在 0 值附近波动。母基溢价率越大，B 价格越高，这意味着市场对标的后市走势比较乐观。

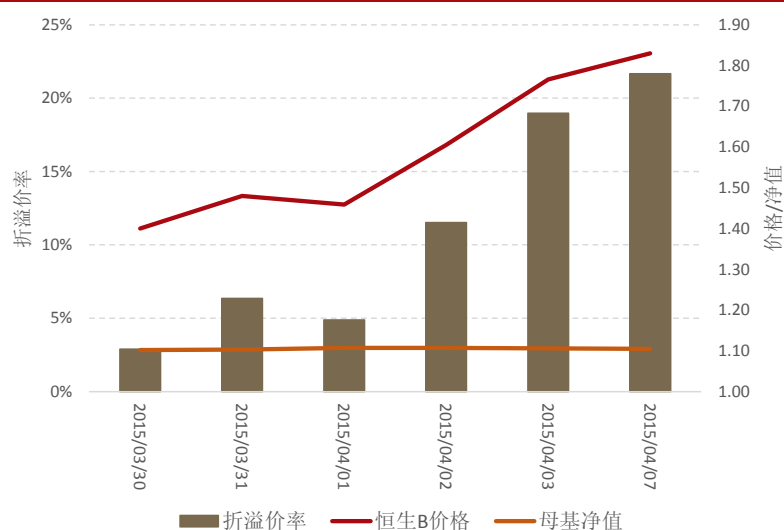
图表 13：母基溢价率与 B 价格关系



数据来源：方正证券研究所

2015 年 3 月底，受公募资金南下等传闻港股受到追捧。在 2015/03/30~2015/04/07 的六天内，恒生 B 母基金净值几乎没动，但市场交易情绪高涨，对后市港股看多，所以恒生 B 母基溢价率上升，恒生 B 因此大幅上涨 31%，此轮恒生 B 的上涨主要贡献来源于溢价率的上升。

图表 14：母基溢价率与 B 价格关系

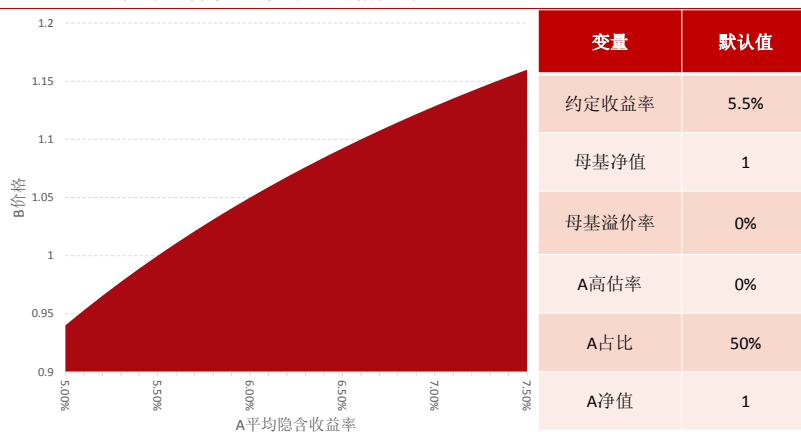


数据来源：方正证券研究所

1.6.4 A 平均隐含收益率

A 平均隐含收益率可以用来度量分级 A 的债券价值，这很大程度上受到债券市场的影响。隐含收益率走高，则分级 A 价格整体下降，相对的 B 价格整体走高，反之亦然。该变量代表了债券上涨将不利于分级 B 的投资。

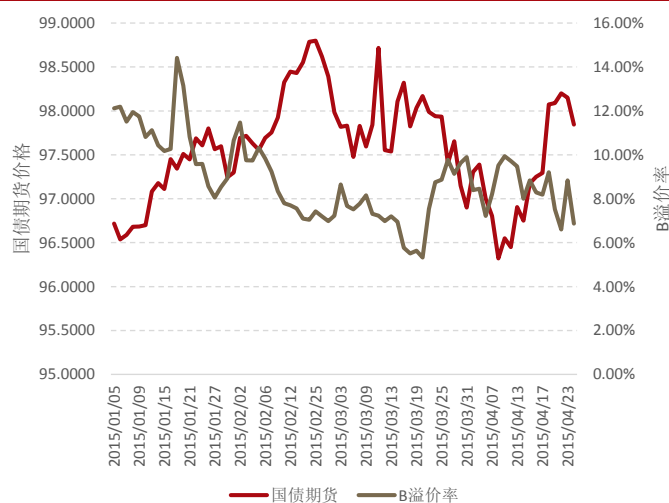
图表 15：A 平均隐含收益率与 B 价格关系



数据来源：方正证券研究所

下图统计了 2015 年 1~4 月债券价格走势与 B 平均溢价率的走势，可以看出两者有较明显的负相关关系。2015 年 1~2 月部分分级 B 在同期涨幅不及预期，甚至不及标的，很大一部分原因就是来自于债券走牛，A 端上涨导致 B 相对下跌。

图表 16: 债券市场对分级 B 影响



数据来源: 方正证券研究所

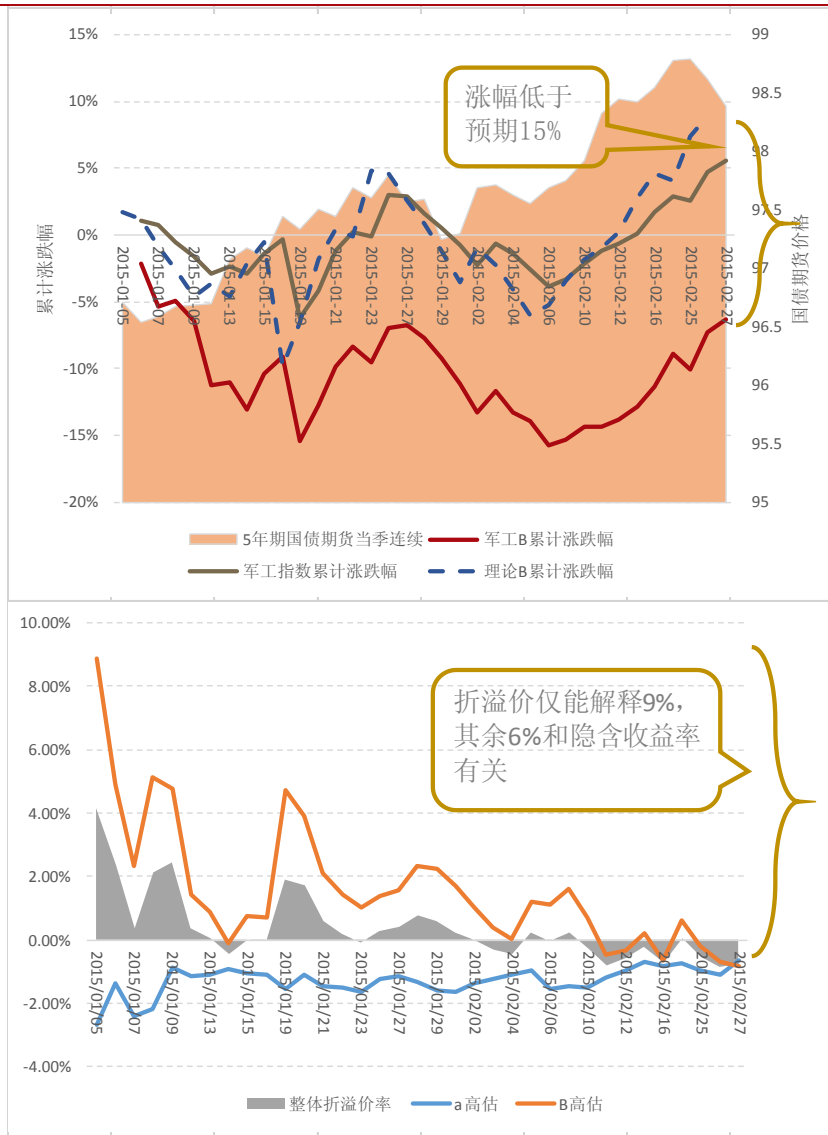
今年 1~2 月份, 大盘股处于盘整期, 军工指数在两个月内微涨 5.6%, 而与此同时军工 B 则下跌了 6.3%。按照 1.56 倍的初始价格杠杆来计算, 军工 B 理论上应该上涨 8.7%, 而实际情况是下跌 6.3%, 涨幅少于预期约 15%。

其中, A 高估比率下降约 2%, 整体溢价率由 4.2% 跌至 -0.7%, 两者综合造成 B 的高估比率下降了 9.7%。剩余约 6% 的“跌幅”来源于 A 类隐含收益率的下行, B 类的收益被转移到 A 类的收益上。

两个月的时间里, 债市大涨导致市场利率下行, A 平均隐含收益率由 6.85% 下行至 6.5%, 下行约 35 个 BP, 导致军工 A 价格上涨约 8%, 这其中除了累计利息以外, 很大一部分来自利率下行带来的收益。A 这部分的收益由 B 支付, 这个因素再加上其他一些变量的变化, 共同解释了 B 失踪的约 6% 的涨幅。

由此可见, 债市波动对 B 价格的影响不容小觑。

图表 17: A 平均隐含收益率与 B 价格关系

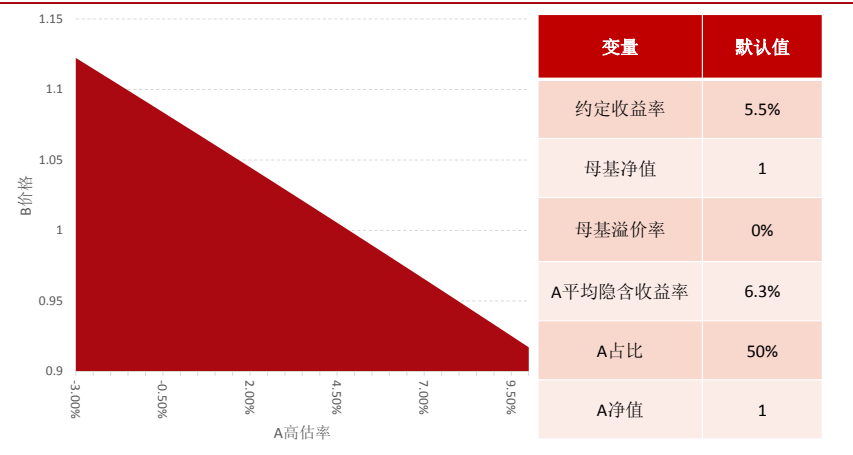


数据来源：方正证券研究所

1.6.5 A 高估率

A 高估率越高, B 价格越低。A 高估率表示 A 的隐含收益率与分级 A 平均的隐含收益率中枢的偏离情况, 当母基折溢价率较小时, A 高估往往意味着 B 低估, 反之亦然。

图表 18: A 高估率与 B 价格关系

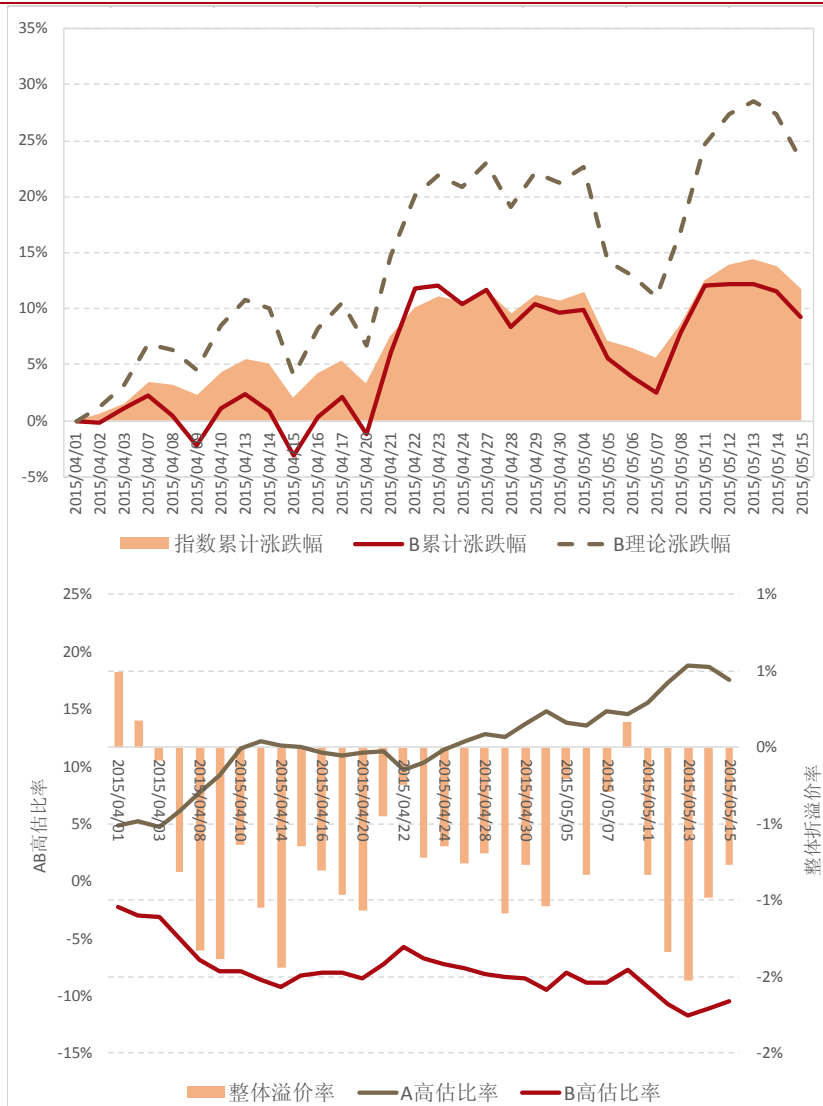


数据来源：方正证券研究所

2015/04/01~2015/05/15 期间内，在深证 100 指数上升 11.8% 的情况下，银华锐进仅上涨 9.3%，按照 4 月 1 日 1.98 倍价格杠杆推算，B 理论上应该上涨 23.3%，银华锐进足足少涨了 14%。

很多因素共同造成了这丢失的 14% 的收益，比如债券市场的下跌，比如整体溢价率的下降，在这个案例中占主导因素的是 A 高估比率的下降。4 月以来，银华稳进规模持续缩水，从 41 亿缩水到 25 亿，配对转换卖出效应导致 A 类需大于供，推高 A 类份额价格，A 高估率大幅上升 12.8%，这部分的 A 的盈利由 B 承担，故 B 涨幅大大低于预期。

图表 19: A 高估率与 B 价格关系



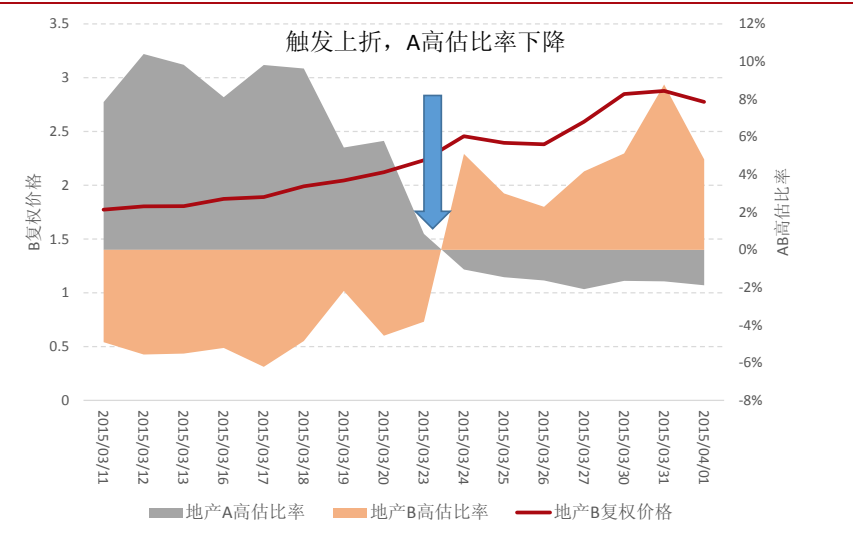
数据来源：方正证券研究所

上述案例是 A 高估比率上升导致 B 价格相对下降，现实中还有一种情况是 A 高估比率下降导致 B 价格相对上涨，这种情况有时会发生发生在临近上折的案例中。

由于上折会增加 A 的供给，导致前期被高估的 A 估值回复，价格下跌，B 则会有额外收益。在之前的专题《分级基金上折收益全解析》中我们对所有上折案例进行统计，详细分析这种现象，这里我们仅举一个地产 B 的例子。

地产 A 临近上折前高估率达 8% 左右，上折后高估率下跌到 -2%，估值跌幅达近 10%，相应的 B 估值上涨约 10%。净值上涨+估值上涨，导致 B 短短一个月内涨幅达 50% 左右！

图表 20：A 高估率与 B 价格关系

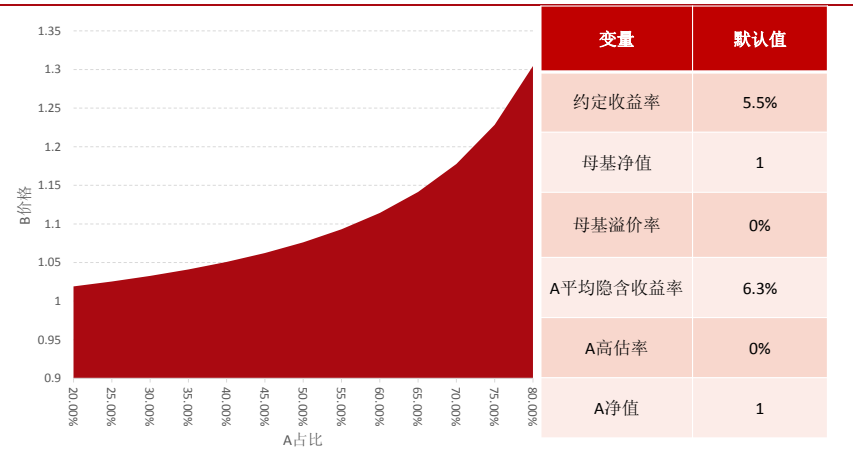


数据来源：方正证券研究所

1.6.6 A 占比

尽管市场上大多数产品为 5:5，也有部分是 4:6，转债杠杆更高，为 7:3。由于 A 普遍折价，B 溢价，A 占比高则 B 必须溢价更多才能使母基维持在平价。反之如果 A 溢价，B 折价，A 占比高则 B 必须折价更多才能使母基维持在平价。

图表 21：A 占比与 B 价格关系

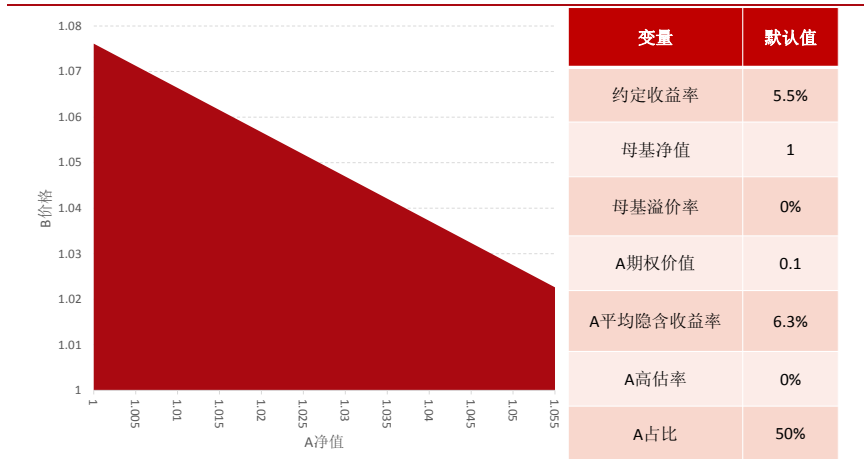


数据来源：方正证券研究所

1.6.7 A 净值

A 净值代表着 A 的累计利息，该变量对价格影响较小。A 净值越高，导致 A 价格越高，相对的 B 的价格就会下降。

图表 22: A 净值与 B 价格关系

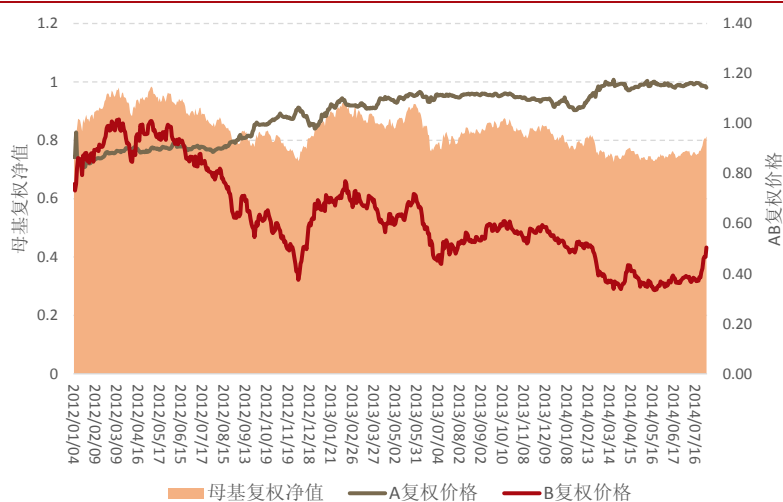


数据来源：方正证券研究所

短期来看 A 净值对 B 价格影响较小,但如果长期母基净值不动, B 将支付不低的融资成本。2012/01/04~2014/07/31, 2 年半年左右的时间里,银华锐进母基复权净值基本保持不变(使用复权净值是为了剔除母基每年定折的影响),但因为 B 每年需向 A 支付 6% 的约定收益,故从长期来看, B 的价格不断下降。

见下图,该段时间内, A 复权价格上涨约 32%, B 复权价格下跌约 33%。AB 的涨跌幅来源主要是 B 的融资成本(A 的约定收益率)和 A 隐含收益率中枢的下行。

图表 23: A 净值与 B 价格关系



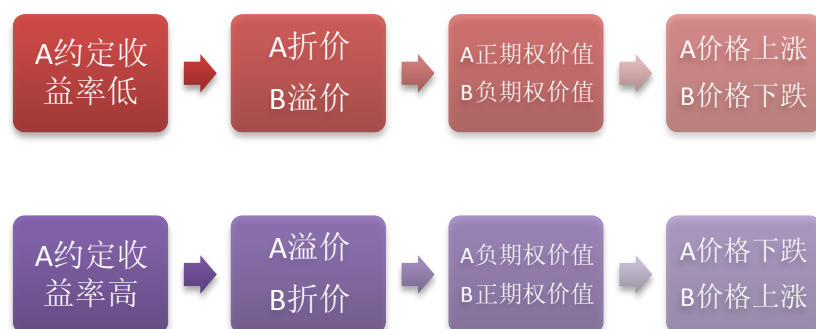
数据来源：方正证券研究所

1.6.8 A 期权价值

A 的期权价值是由以上变量决定的,当上述变量确定时, A 的理论期权价值就随之被确定,故期权价值并不是一个最基本的变量。A 期权价值与 B 理论价格的关系比较复杂,同一时间不同产品之间,决定期权价值的主要是约定收益率,故约定收益率高, A 期权价值

低，A 价格低，B 价格高。

图表 24：AB 期权价值逻辑图



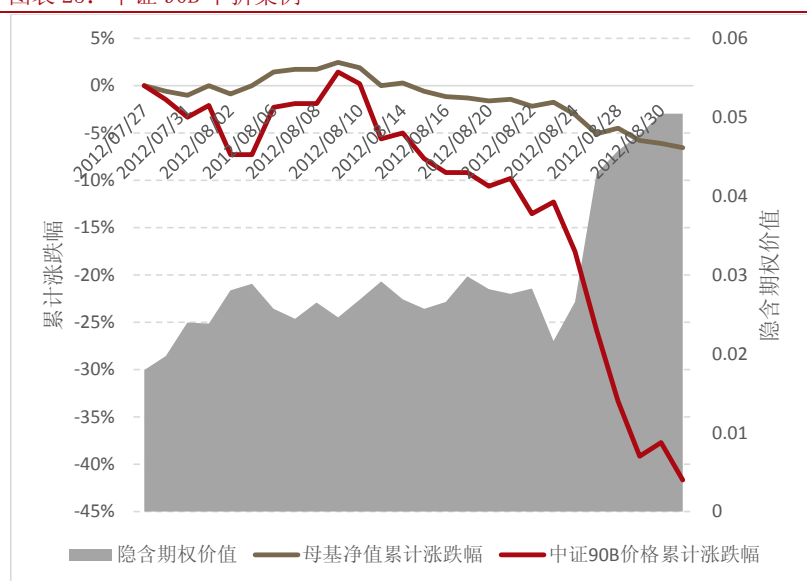
数据来源：方正证券研究所

现在问题的焦点不是期权价值的大小，而是由于下折发生的次数少，目前市场对触发下折的顾虑不足等原因，期权价值没有完全在价格上被体现出来。

在远离下折时，期权价值基本不在定价中体现；当临近下折时，期权价值会逐渐的体现在定价中，以中证 90B 下折案例为例。在 2012/07/27~2012/08/31 日近一个月的时间段内，母基金净值下跌 6.55%，但 B 的价格下跌了 41.7%。

通过中证 90A 的隐含收益率和市场平均隐含收益率的偏离，可以推断出实际交易中的隐含期权价值。随着隐含期权价值的绝对值逐渐增大，B 的价格大跌，跌幅远远超过母基净值，负向期权价值在定价中得以体现，更多下折案例分析详见《分级基金下折收益全解析》。

图表 25：中证 90B 下折案例



数据来源：方正证券研究所

1.7 B 的实际定价权

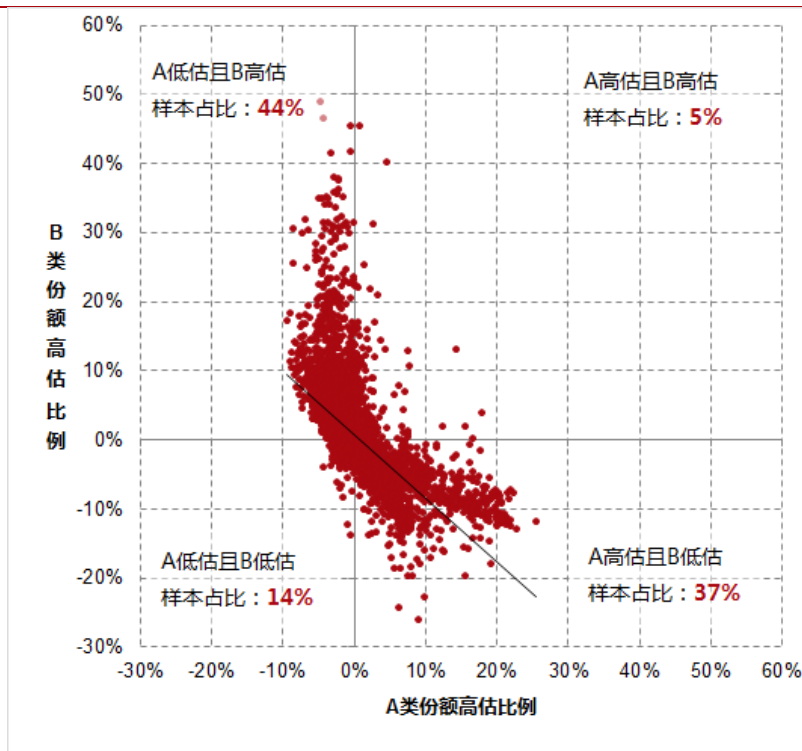
实际交易中，受 B 端交易价值影响，AB 交易价格往往会偏离理论价格，上文提出用高估率来衡量这个偏离程度，下图统计了 AB 高估率的实际分布情况。

AB 高估率主要分布在二、四象限，一三象限较少。分布在第一象限是因为整体溢价、AB 均被高估；分布在第三象限是因为整体折价、AB 均被低估，第三象限的概率高于第一象限是因为整体处于折价的概率更大。

从 A 高估率来看，A 难以被大幅低估，容易被大幅高估。换言之，A 的隐含收益率上行有限，下行空间较大。当 A 价格被大幅低估，隐含收益率向上偏离平均值时，投资者会持续买入推高价格，故统计上 A 价格最多被低估 10%。反之 A 价格可能被高估 20%~30%，保险机构锁仓导致供给不足，如前几个月的银华稳进，隐含收益率就长期大幅低于同类产品。

在投资策略上，如果 A 目前高估率处于-5%左右的位置，那么 A 的高估率下行空间有限，往往会上涨，这就是 A 隐含收益率轮动的逻辑：低估的 A 估值大概率会回复，而不是继续偏离。如果 A 目前高估率处于 5%左右的位置，那么 A 的高估率其实还有上行空间，根据 A 的“腐食者”逻辑（详见周报《分级 B 交易价值透视和分级 A “腐食者”投机逻辑》），如果 A 仍具有投资价值的话，买入不失为一个好的选择。

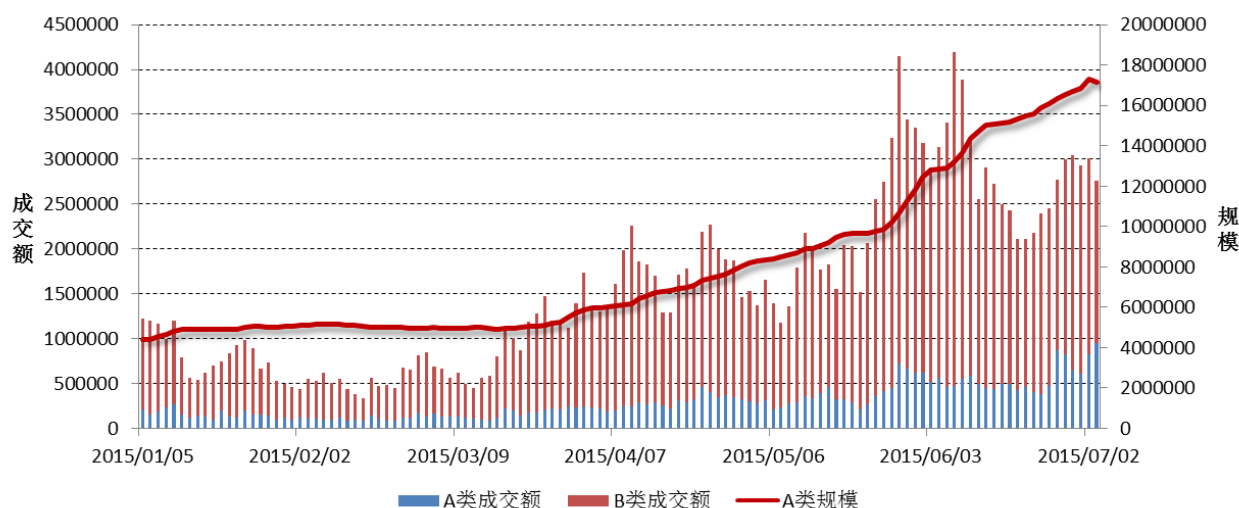
图表 26：AB 高估比率关系



数据来源：方正证券研究所

上周永续分级下跌 3.99%，分级 B 平均下跌 19.84%。分级份额小幅增加，B 端成交量有所减小，A 端成交量明显放大。

图表 27：分级基金成交额与规模



数据来源：Wind, 方正证券研究所

于近期发行上市交易的新分级基金共有 8 支，分别是工银瑞信高铁产业（164820）、中海中证高铁产业（502030）、鹏华国证钢铁行业（502023）、鹏华新丝路（502026）、中融中证白酒（168202）、方正富邦中证保险（167301）、长盛上证 50（502040）、广发中证医疗（502056）。

图表 28：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
164820.OF	工银瑞信高铁产业	150325.SZ	150326.SZ	2015/6/15	2015/7/17	工银瑞信基金管理有限公司
502030.OF	中海中证高铁产业	502031.SH	502032.SH	2015/6/15	2015/7/10	中海基金管理有限公司
502023.OF	鹏华国证钢铁行业	502024.SH	502025.SH	2015/6/23	2015/7/10	鹏华基金管理有限公司
502026.OF	鹏华新丝路	502027.SH	502028.SH	2015/6/23	2015/7/10	鹏华基金管理有限公司
168202.OF	中融中证白酒	150285.SZ	150286.SZ	2015/6/25	2015/7/8	中融基金管理有限公司
167301.OF	方正富邦中证保险	150329.SZ	150330.SZ	2015/6/25	2015/7/10	方正富邦基金管理有限公司
502040.OF	长盛上证50	502041.SH	502042.SH	2015/6/29	2015/7/10	长盛基金管理有限公司
502056.OF	广发中证医疗	502057.SH	502058.SH	2015/7/1	2015/7/15	广发基金管理有限公司

数据来源：Wind, 方正证券研究所

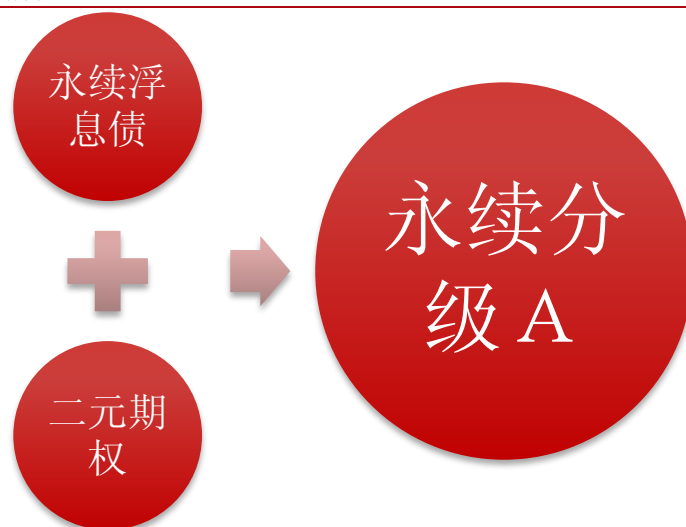
2. 分级 A 投资策略

根据方正金工的研究，分级 A 可理解为永续浮息债+二年期权，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 29：分级基金 A 产品结构



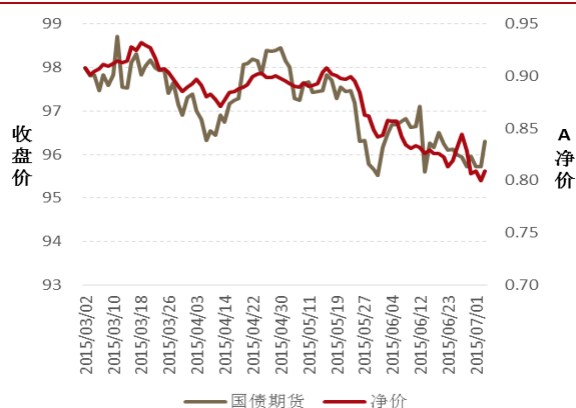
数据来源：方正证券研究所

2.1 分级 A 继续下跌

上周国债期货小幅下跌 0.36%，市场利率下行，但分级 A 价格下跌 3.99%，隐含收益率为 6.57%。但仍有部分 A 类借助下折期权价值实现了上涨，如上周 TMT 中证 A(150173)、重组 A(150259) 及高铁 A(150277) 涨幅分别达 7.77%、4.62% 及 4.09%。

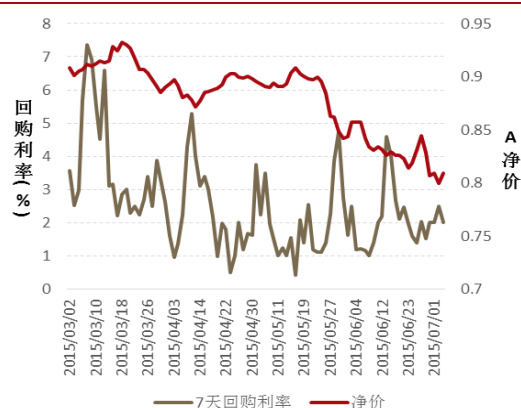
伴随上周市场的下跌，目前 TMT 中证 A(150173)，1000A(150263) 已触发下折，一带一 A(502014) 等多只基金距下折也仅有一步之遥。市场的大幅下跌使得分级 A 的期权价值得以体现。

图表 30：分级 A 净价与国债期货



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 31：分级 A 净价与资金面



数据来源：Wind, 方正证券研究所

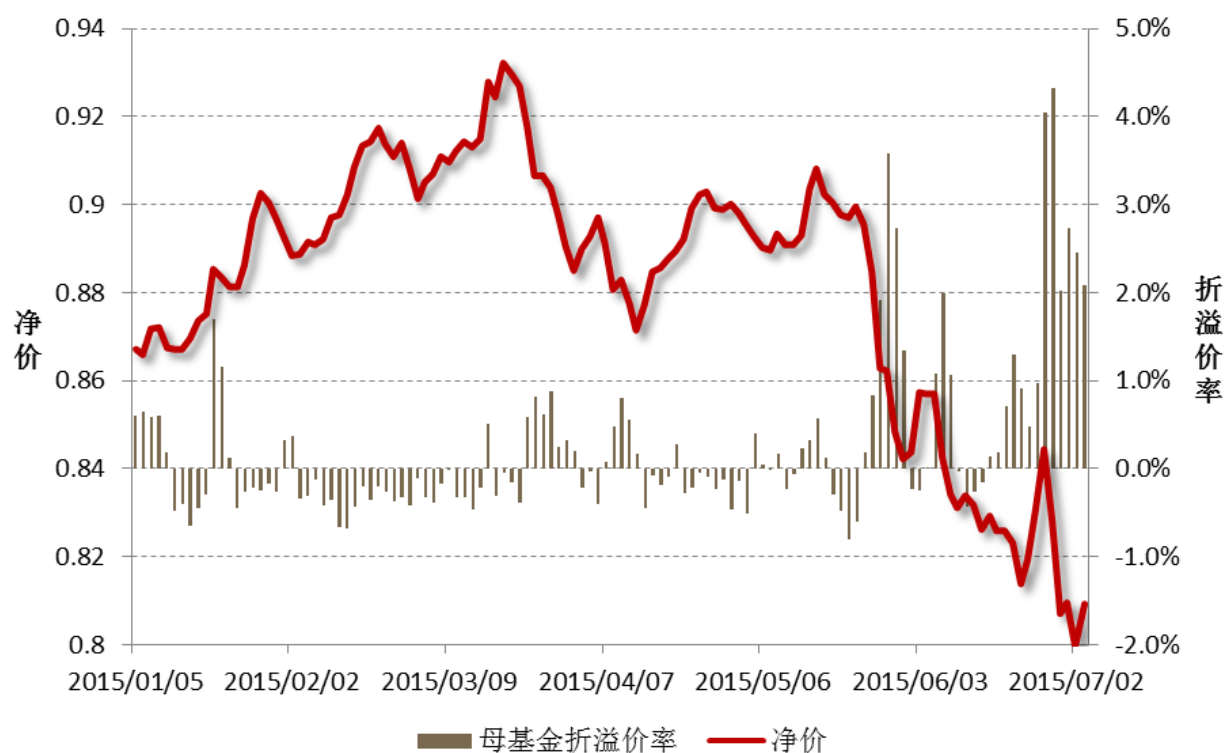
2.2 配对转换套利对分级 A 影响显著

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。

上周整体溢价率有所回落，但仍属于较高的水平。一些产品出现了极高的溢价，但这样的溢价率在套利时可能难以实现，主要的问题有：

- 标的指数连续大跌时容易出现 B 类份额理论价格跌幅大于 10% 的情况，此时 B 跌停后无法继续下跌，导致母基金被动溢价，此时进行溢价套利的资金无法卖出 B，降低收益的同时增加了时间成本。
- 下折前由于 AB 类投资者的定价冲突导致母基金出现较高的溢价（详细可参见方正金工的周报《分级基金下折收益全解析》）。但如果触发下折，分级基金的申购、拆分及交易将会暂停，使得套利流程产生额外的风险。另外，下折后 AB 类份额将重新定价，整体溢价率一般难以回升到下折前的水平。

图表 32：分级 A 净价与母基折溢价率



数据来源：方正证券研究所

图表 33：母基金折价率（A+B 份额大于 2 亿）

母基金代码	母基金简称	折溢价率	A日均成交金额（万）	B日均成交金额（万）	规模（亿）	周规模变化
母基金溢价率前十名						
165522	信诚TMT	17.65%	108234	6477	12.87	26.91%
161123	重组分级	12.78%	172500	13427	32.18	1.01%
160628	鹏华地产	12.50%	35027	11301	8.44	33.29%
160221	国泰有色	10.95%	34313	29226	32.15	6.20%
160136	改革基金	9.56%	43088	13859	12.06	53.44%
163114	申万环保	8.79%	49077	19787	28.80	4.05%
167503	一带分级	8.23%	109040	28202	41.83	0.96%
168201	一带一路	8.03%	30950	29719	38.40	2.66%
163115	申万军工	7.86%	39767	25030	26.37	4.90%
165520	信诚有色	7.62%	6172	6910	9.10	2.33%
母基金溢价率后十名						
160419	证券股基	-1.22%	19740	5630	3.60	38.85%
160633	券商指基	-1.61%	22635	9560	9.82	9.78%
160631	银行指基	-1.63%	214301	192729	125.38	2.08%
160418	银行股基	-1.64%	10506	4783	2.63	20.94%
161723	银行基金	-1.68%	12929	6809	3.22	-29.57%
164401	健康分级	-1.75%	31455	14817	16.19	-14.09%
168205	银行母基	-1.88%	8023	4044	3.03	-7.80%
161029	银行分级	-1.96%	13477	9082	5.05	-12.81%
164402	中航军工	-2.19%	118941	79851	85.10	-7.54%
161826	银华转债	-2.63%	83240	3435	3.31	-79.33%

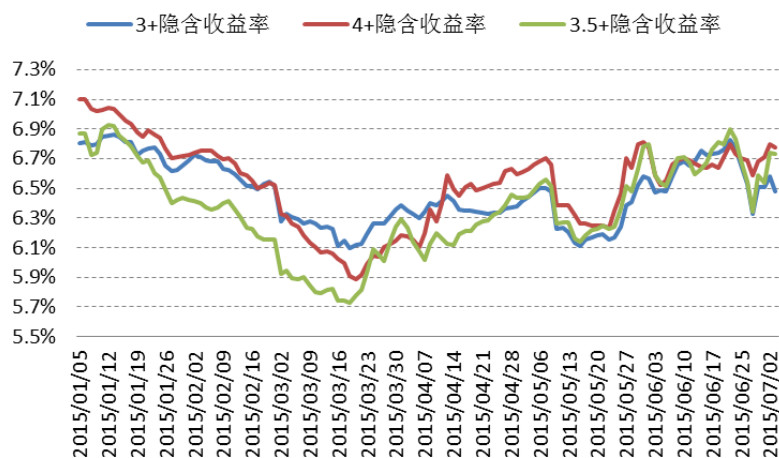
数据来源：Wind, 方正证券研究所

2.3 期权价值影响重现

方正金工之前发布的专题《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。

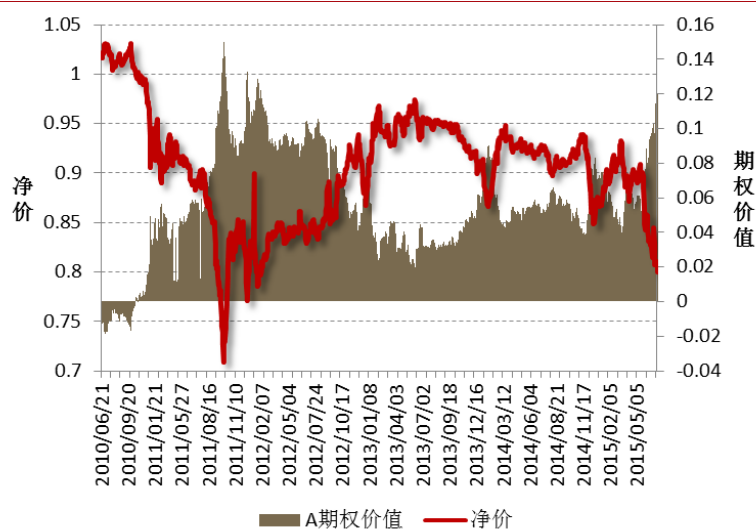
不同期权价值的产品的隐含收益率差距重新拉开，期权价值对于分级A 定价的影响重现。在整体隐含收益率上升的情况下，+3 产品隐含收益率仍相对稳定。同时受市场大幅下跌影响，期权价值继续上升。

图表 34：不同条款产品隐含收益率走势



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 35：市场期权价值走势



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 36：股票型永续分级 A 关键指标（份额大于 1 亿）

A代码	A简称	周涨跌幅	母基金折溢价率	日均成交额（万）	周规模变化	规模（亿）	隐含收益率	期权价值	纯债收益率	高估比率	A溢价率
150321	煤炭A基	#REF!	6.47%	11499	#REF!	5.06	6.93%	-0.006	6.89%	-5.25%	1.00%
150299	银行股A	-3.94%	-1.64%	2101	20.94%	2.63	6.88%	0.08	7.55%	-0.045	-0.13
150196	有色A	-5.22%	10.95%	6863	6.20%	32.15	6.87%	0.085	7.61%	-4.39%	-12.50%
150030	中证90A	-6.48%	4.34%	1197	3.93%	3.81	6.86%	0.13	8.21%	-0.042	-0.20
150213	国投创A	-7.55%	0.48%	361	-2.60%	1.09	6.86%	0.113	7.99%	-4.17%	-19.45%
150291	银行A份	-3.61%	-1.88%	1605	-7.80%	3.03	6.86%	0.08	7.51%	-0.042	-0.12
150265	一带A	-4.64%	8.03%	6190	2.66%	38.4	6.86%	0.086	7.60%	-4.20%	-12.39%
150190	NCF环保A	-8.99%	3.52%	1036	3.30%	6.74	6.86%	0.08	7.53%	-0.042	-0.12
150225	证保A级	-5.59%	0.04%	2459	8.98%	6.82	6.85%	0.130	8.18%	-4.12%	-19.58%
150221	中航军A	-1.23%	-2.19%	23788	-7.54%	85.1	6.85%	-0.01	6.77%	-0.041	0.02
150293	高铁A级	-3.59%	6.71%	1157	3.83%	1.37	6.81%	0.081	7.50%	-3.58%	-11.86%
150295	改革A	-4.69%	9.56%	8618	53.44%	12.06	6.81%	0.131	8.13%	-3.51%	-19.10%
150211	新能源车A	-5.72%	-0.11%	982	0.40%	12.83	6.80%	0.114	7.91%	-3.36%	-18.82%
150157	金融A	-6.12%	-0.19%	4417	1.20%	52.73	6.80%	0.131	8.20%	-3.27%	-22.75%
150301	证券股A	-2.41%	-1.22%	3948	38.85%	3.6	6.77%	0.075	7.40%	-3.06%	-11.38%
150247	传媒A级	-3.97%	5.48%	4730	22.44%	9.31	6.77%	8.00%	0.07	-2.96%	-0.113
150261	医疗A	-3.24%	5.46%	7311	18.15%	14.88	6.76%	0.081	7.43%	-2.85%	-11.17%
150130	医药A	-6.22%	1.53%	3026	1.49%	40.19	6.74%	0.066	7.28%	-2.58%	-10.87%
150051	沪深300A	-6.91%	1.31%	9766	64.31%	12.91	6.74%	0.160	8.59%	-2.52%	-25.49%
150018	银华稳进	-6.42%	0.27%	12367	20.21%	24.81	6.73%	0.136	8.24%	-2.34%	-24.98%
150028	中证500A	-6.38%	5.89%	6165	18.11%	7.15	6.73%	0.144	8.27%	-2.38%	-22.59%
150117	房地产A	-6.98%	5.11%	3167	9.19%	20.72	6.72%	0.066	7.25%	-2.20%	-10.53%
150152	创业板A	-7.80%	6.35%	53104	23.51%	83.63	6.70%	0.122	7.87%	-1.97%	-17.78%
150150	有色800A	-6.62%	7.62%	1234	2.33%	9.1	6.68%	0.152	8.29%	-1.61%	-21.86%
150200	券商A	-4.95%	0.27%	8546	4.84%	46.4	6.67%	0.145	8.27%	-1.44%	-24.08%
150229	酒A	-5.71%	2.26%	838	3.88%	3.06	6.67%	0.149	8.32%	-1.49%	-24.75%
150171	证券A	-4.95%	-0.73%	40590	5.83%	195.63	6.66%	0.150	8.31%	-1.33%	-24.48%
150223	证券A级	-2.85%	-0.38%	19916	19.59%	55.75	6.64%	0.062	7.13%	-1.16%	-9.55%
150186	SW军工A	-5.15%	7.86%	7953	4.90%	26.37	6.64%	0.157	8.38%	-1.00%	-23.35%
150181	军工A	-6.14%	4.26%	34546	10.41%	109.84	6.63%	0.149	8.26%	-0.97%	-24.36%
150255	一带一A	-5.00%	-0.76%	1047	-6.53%	1.43	6.62%	0.150	8.26%	-0.76%	-24.33%
150209	国企改革A	-4.99%	5.56%	65250	4.16%	213.52	6.61%	0.164	8.45%	-0.72%	-24.25%
150269	白酒A	-5.47%	2.14%	1946	13.45%	3.36	6.61%	0.149	8.24%	-0.72%	-24.28%
150315	工业4A	-6.53%	1.87%	3760	-1.40%	3.55	6.61%	0.159	8.37%	-0.72%	-24.33%
150177	银行业A	-4.21%	1.61%	8559	3.81%	55.15	6.61%	0.151	8.25%	-0.58%	-23.92%
150251	煤炭A	-5.09%	7.36%	1739	-0.16%	6.66	6.60%	0.162	8.38%	-0.45%	-24.06%
150123	建信50A	-4.40%	6.83%	53	-0.13%	1.53	6.60%	0.007	6.64%	-0.43%	-1.40%
150227	银行A	-3.50%	-1.63%	42860	2.08%	125.38	6.59%	0.144	8.13%	-0.32%	-23.81%
150217	新能源A	-7.86%	4.12%	379	-0.28%	4.76	6.59%	0.149	8.20%	-0.32%	-23.74%
150205	重组A	-4.83%	6.70%	2497	1.94%	15.77	6.58%	0.149	8.19%	-0.19%	-23.79%
150241	银行A级	-3.62%	-1.96%	2695	-12.81%	5.05	6.55%	0.139	8.02%	0.20%	-23.47%
150203	传媒A	-7.35%	-0.61%	996	1.98%	6.3	6.54%	0.141	8.02%	0.45%	-23.13%
150198	食品A	-2.32%	1.56%	2518	0.83%	15.79	6.52%	4.90%	6.89%	0.76%	-7.86%
150219	健康A	-0.78%	-1.75%	6291	-14.09%	16.19	6.46%	-0.003	6.44%	1.60%	0.59%

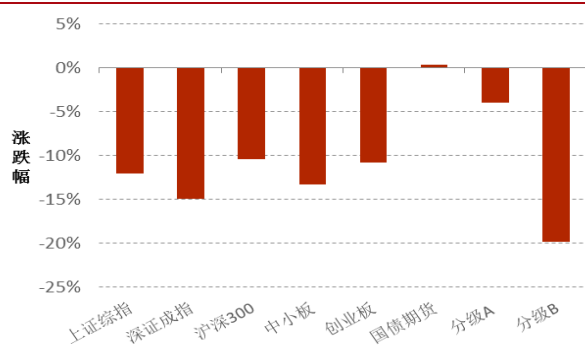
数据来源：Wind, 方正证券研究所

3. 分级 B 投资策略

上周股票市场继续暴跌，仅国债期货小幅上扬，其余大部分板块跌幅超过 10%。行业板块方面，所有板块均下行。

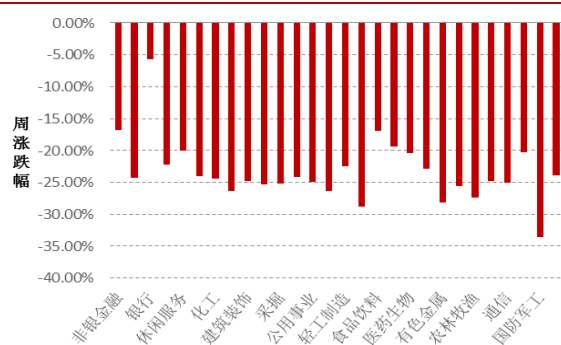
目前已无产品上折涨幅在 10% 以内，市场连续下跌使得众多产品下折跌幅缩窄到 10% 以内，下折概率大大上升。仍有部分分级 B 因跌停限制被动高估，接下来或有补跌需求。

图表 37：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 38：上周行业表现



数据来源：Wind, 方正证券研究所

图表 39：股票型分级 B 关键指标（份额大于 1 亿）

B代码	B简称	周涨跌幅	价格杠杆	低折母基金 需跌	高折母基金 需涨	母基金折溢 价率	B溢价率	规模 (亿)	融资成本	高估比率	跟踪指数
150165	可转债B	-43.38%	3.16	10.02%	50.86%	-5.86%	28.95%	1.65	7.31%	-25.56%	中证800地产
150262	医疗B	-29.06%	2.60	5.95%	124.38%	5.46%	56.30%	14.88	9.28%	23.88%	中证全指证券公司
150248	传媒B级	-31.72%	2.57	6.39%	123.31%	5.48%	55.70%	9.31	9.28%	23.90%	中证环保
150144	转债B级	-28.36%	2.52	15.59%	51.52%	-2.63%	35.58%	3.31	7.87%	-14.06%	中证800等权
150302	证券股B	-30.02%	2.45	18.33%	95.34%	-1.22%	17.97%	3.60	8.66%	1.50%	A股资源
150224	证券B级	-29.08%	2.37	20.78%	87.73%	-0.38%	15.64%	55.75	8.59%	0.72%	中证信息
150174	TMT中证B	-30.47%	2.35	-3.04%	146.31%	17.65%	143.19%	12.87	9.27%	14.73%	证券公司
150258	生物B	-31.69%	2.31	10.95%	112.98%	0.38%	50.88%	1.94	8.41%	-5.10%	中证500
150322	煤炭B基	#REF!	2.27	22.84%	84.73%	6.47%	15.30%	5.06	9.71%	29.03%	中证煤炭
150234	传媒业B	-24.22%	2.22	6.35%	123.85%	8.49%	80.24%	1.63	9.01%	5.30%	新能源车
150266	一带B	-21.94%	2.21	10.58%	113.07%	8.03%	59.25%	38.40	10.01%	31.28%	创业成长
150294	高铁B级	-30.02%	2.20	13.10%	107.87%	6.71%	49.17%	1.37	9.81%	24.69%	高铁产业
150260	重组B	-29.65%	2.19	2.24%	133.83%	12.78%	110.26%	32.18	9.42%	13.30%	中证全指证券公司
150272	生物药B	-28.24%	2.18	10.61%	113.68%	3.56%	61.15%	3.07	8.82%	0.86%	国证新能
150274	带路B	-28.10%	2.18	6.19%	123.88%	6.64%	84.38%	8.80	9.14%	7.43%	国企改革
150236	券商B级	-26.74%	2.18	15.73%	100.80%	-1.61%	41.24%	9.82	8.43%	-5.32%	中证军工
150222	中航军B	-2.33%	2.18	36.82%	49.25%	-2.19%	-6.67%	85.10	8.67%	0.01%	沪深300
150276	一带一B	-26.36%	2.17	5.06%	126.59%	8.23%	91.51%	41.83	9.22%	9.63%	中证800证保
150195	互联网B	-30.06%	2.17	7.65%	120.59%	6.40%	76.84%	47.76	9.07%	5.65%	国证医药
150226	证保B级	-19.32%	2.17	16.32%	99.68%	0.04%	39.94%	6.82	9.06%	5.39%	恒生指数
150280	新能B	-30.72%	2.15	4.20%	129.01%	10.31%	99.67%	1.39	9.41%	12.05%	中证传媒
150199	食品B	-21.46%	2.14	25.86%	76.93%	1.56%	15.34%	15.79	8.95%	2.50%	一带一路
150220	健康B	-1.04%	2.11	36.88%	49.70%	-1.75%	-4.15%	16.19	8.43%	-5.11%	沪深300
150153	创业板B	-15.31%	2.06	12.34%	109.21%	6.35%	63.23%	83.63	9.84%	18.26%	国证食品
150300	银行股B	-4.73%	2.05	29.22%	69.30%	-1.64%	12.80%	2.63	9.01%	1.42%	中证1000
150292	银行B份	-1.11%	2.03	30.43%	66.30%	-1.88%	-11.44%	3.03	8.97%	0.54%	深证100
150191	NCF环保B	-30.10%	2.02	23.18%	82.04%	3.52%	28.96%	6.74	9.62%	13.48%	申万电子
150031	中证90B	-14.62%	2.02	14.79%	171.37%	4.34%	55.98%	3.81	9.81%	15.81%	军工指数
150118	房地产B	-21.88%	2.00	23.15%	143.46%	5.11%	30.23%	20.72	9.74%	14.57%	中证银行
150232	电子B	-30.25%	1.98	11.63%	110.85%	5.92%	72.56%	1.35	9.54%	9.63%	TMT50
150193	地产B	-21.63%	1.97	5.65%	125.90%	12.50%	107.38%	8.44	10.12%	19.61%	中证移动互联
150180	信息B	-23.88%	1.97	16.36%	99.47%	3.06%	54.23%	9.33	9.25%	4.15%	创业板指
150197	有色B	-28.77%	1.96	14.54%	102.35%	10.95%	62.19%	32.15	10.73%	36.85%	新能源
150149	医药800B	-21.96%	1.94	27.66%	71.82%	-1.03%	22.65%	2.09	8.65%	-4.47%	中证医疗
150131	医药B	-16.39%	1.93	30.55%	64.82%	1.53%	17.12%	40.19	9.38%	5.80%	沪深300高贝塔
150151	有色800B	-28.89%	1.93	11.07%	111.57%	7.62%	80.84%	9.10	10.16%	19.66%	一带一路
150296	改革B	-20.45%	1.91	11.64%	111.24%	9.56%	78.91%	12.06	10.64%	28.62%	中证银行
150185	环保B	-30.04%	1.90	10.88%	113.04%	8.79%	84.28%	28.80	10.10%	15.78%	国证有色
150316	工业4B	-26.36%	1.89	19.37%	93.05%	1.87%	49.55%	3.55	9.45%	4.37%	工业4.0
150210	国企改革B	-24.09%	1.86	14.79%	103.53%	5.56%	69.66%	213.52	10.00%	12.38%	地产等权
150187	SW军工B	-29.01%	1.82	14.43%	96.46%	7.86%	77.97%	26.37	9.95%	18.09%	中证TMT
150212	新能源车B	-27.94%	1.81	31.32%	62.87%	-0.11%	22.85%	12.83	8.89%	2.69%	中证环保
150178	证保B	-14.78%	1.80	24.37%	79.21%	1.61%	41.03%	55.15	9.44%	3.51%	上证50
150204	传媒B	-24.47%	1.79	29.35%	67.41%	-0.61%	28.87%	6.3	9.07%	-1.43%	中证全指证券公司

数据来源：Wind, 方正证券研究所

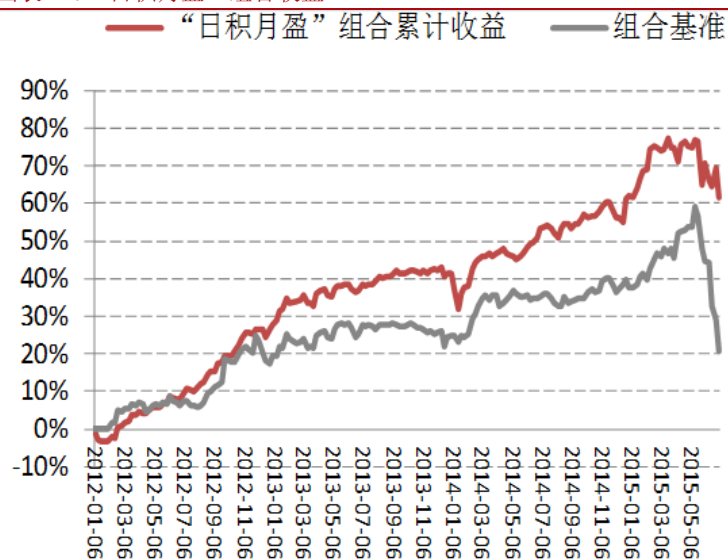
4. “日积月盈”分级 A 组合策略

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。本策略上周组合收益率为-4.70%，组合目前持有证券 A(150171)、一带 A(150265)、证保 A(150177)、国企改 A(150209)。

图表 40: “日积月盈”组合收益



	策略收益	策略基准	策略超额收益
2012年	27.49%	19.38%	8.11%
2013年	10.56%	4.77%	5.79%
2014年	14.92%	10.11%	4.81%
年化收益	17.66%	11.42%	6.24%
2015年至今	1.71%	-3.52%	5.23%

组合目前持有	隐含收益率	期权价值	周成交额(亿)
证券A	0.067	0.150	20.295
一带A	0.069	0.086	3.095
证保A级	0.066	0.151	4.280
国企改A	0.066	0.164	32.625

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