

2016. 07. 15

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

相关研究

《她的美还未曾被发现——分级基金 A 专题报告》
《源于杠杆，高于杠杆-分级 B 专题研究》
《上交所定折藏玄机，溢价套火热引追思》
《南海局势风云变幻，军工套利血战正酣》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

投资要点

- 周三（7/13），中证银行指数下跌 0.35%，银行 B（150228）母基银行指基（160631）净值不跌反涨 0.72%，出人意料。受此影响，基金由预估的溢价 0.17%，变为实际折价 0.72%。折溢价大变脸，算不清这笔账的投资者参与套利蒙受损失。
- 母基净值估算方法失灵和 7/13 当日成分股分红除权关系大。7/13 除权除息的股票是招商银行、交通银行和光大银行，分别占权重 11.451%、9.813%和 3.798%，共计约 25%，占比较大。分红除权导致价格自然回落，简单的净值估计方法失真。
- 考虑到分红影响，我们应当调整计算方法，使用成分股的除权除息日（7/13）的“前收盘价”而非股权登记日（7/12）的收盘价计算涨跌幅。指数复权涨跌幅 0.75%，和基金净值表现基本相同。
- 交易所公布的前收盘考虑到分红的因素，价格向下调整。具体公式如下所示：

除权除息价 = (股权登记日的收盘价 - 每股所分红利现金额 + 配股价 × 每股配股数) / (1 + 每股送红股数 + 每股配股数)

1. 小专题：折溢价大变脸，银行 B 套利为何失败

周三（7/13），中证银行指数下跌 0.35%，银行 B（150228）母基金银行指基（160631）净值不跌反涨 0.72%，出人意料。受此影响，基金由预估的溢价 0.17%，变为实际折价 0.72%。

部分持有母基的投资者当日拆分母基卖出，想要赚取溢价“蚊子肉”。不料折溢价大变脸，算不清这笔账的投资者参与套利蒙受损失。

为何当日母基跟踪误差这么大？为何母基净值估算方法失灵？这和 7/13 当日成分股分红除权关系大。本文首先以 7/13 银行股分红除权为例，简析分红除权对于净值的影响，随后方正金工整理近期即将分红除权的其他分级案例，供投资者参考。

图表 1：溢价折价大变脸



资料来源：百度图库

目前 A 股市场上有 7 只银行分级，分别为银行 B（150228.SZ），银行 B 级（150242.SZ），银行 B 端（150250.SZ），银行业 B（150256.SZ），银行 B 类（150268.SZ），银行 B 份（150292.SZ），银行股 B（150300.SZ），跟踪的指数都是中证银行（399986.SZ）。

中证银行指数目前有十六支成分股，其中权重较大的是民生银行、兴业银行和招商银行。7/13 除权除息的股票是招商银行、交通银行和光大银行，分别占权重 11.451%、9.813% 和 3.798%，共计约 25%，占比较大。分红除权导致价格自然回落，简单的净值估计方法失真。

在分红除权的过程中，年报会确定来年的股权登记日和除权除息日这两个日期，以及股利发放形式和具体数量。根据这点，我们其实早在年初就已经可以预知分红对于基金净值的预测干扰了。

图表 2：中证银行（399986.SZ）指数分红信息

日期	Wind代码	证券名称	权重(%)	除权除息日	税前股利	每股红股	每股转增股本	2016/7/12 收盘价	2016/7/13 前收盘价
2016-07-13	000001.SZ	平安银行	3.79	2016-06-16	0.1530	0.00	0.20	8.88	8.88
2016-07-13	002142.SZ	宁波银行	1.83	2016-07-12	0.4500	0.00	0.00	15.15	15.15
2016-07-13	600000.SH	浦发银行	8.54	2016-06-23	0.5150	0.00	0.10	15.64	15.64
2016-07-13	600015.SH	华夏银行	3.35	2016-07-08	0.3630	0.00	0.00	9.75	9.75
2016-07-13	600016.SH	民生银行	13.39	2016-06-24	0.1600	0.00	0.00	9.13	9.13
2016-07-13	600036.SH	招商银行	11.45	2016-07-13	0.6900	0.00	0.00	17.71	17.02
2016-07-13	601009.SH	南京银行	2.17	2016-06-07	0.4000	0.00	0.80	9.78	9.78
2016-07-13	601166.SH	兴业银行	12.89	2016-06-06	0.6100	0.00	0.00	15.38	15.38
2016-07-13	601169.SH	北京银行	6.67	2016-07-11	0.2500	0.20	0.00	8.62	8.62
2016-07-13	601288.SH	农业银行	7.76	2016-07-07	0.1668	0.00	0.00	3.13	3.13
2016-07-13	601328.SH	交通银行	9.81	2016-07-13	0.2700	0.00	0.00	5.88	5.61
2016-07-13	601398.SH	工商银行	6.84	2016-07-08	0.2333	0.00	0.00	4.34	4.34
2016-07-13	601818.SH	光大银行	3.80	2016-07-13	0.1900	0.00	0.00	3.90	3.71
2016-07-13	601939.SH	建设银行	2.31	2016-06-30	0.2740	0.00	0.00	4.95	4.95
2016-07-13	601988.SH	中国银行	4.29	2016-06-24	0.1750	0.00	0.00	3.30	3.30
2016-07-13	601998.SH	中信银行	1.10	0.0000	0.0000	0.00	0.00	5.83	5.83

资料来源：Wind，方正证券研究所

以 7/13 为例，三支股票分红方式为现金分红，交易所公布的前收盘考虑到分红的因素，价格向下调整。具体公式如下所示：

除权除息价 = (股权登记日的收盘价 - 每股所分红利现金额 + 配股价 × 每股配股数) / (1 + 每股送红股数 + 每股配股数)

若仅考虑现金分红，则公式可简化为：

除息价 = 股息登记日的收盘价 - 每股所分红利现金额

受此影响，当日银行指数自然回落，下跌约 0.35%。按照寻常的基金净值估算方法，我们采用 T-1 日净值 * T 日指数涨跌幅 * 预估仓位的方法进行预测。假设仓位为 100%，则当日预估净值应当下跌 0.35%。

然而考虑到分红影响，我们应当调整计算方法，使用成分股的除权除息日（7/13）的“前收盘价”而非股权登记日（7/12）的收盘价计算涨跌幅。指数复权涨跌幅 0.75%，和基金净值表现基本相同。

两种计算方法对比如下，实际计算结果参见图表 2。

图表 3：两种指数涨跌幅计算方法对比



资料来源：方正证券研究所

除了中证银行指数外，方正金工整理了其他较受关注、成分股集中的指数，如证券公司、上证 50、中证白酒、高铁产业等，除权日日期和分红方式详见以下各图表。

图表 4：证券公司（399975.SZ）成分股分红方式

日期	Wind代码	证券名称	权重(%)	除权除息日	税前股利	每股红股	每股转增股本
2016-07-14	000166.SZ	申万宏源	3.94	2016-07-06	0.1500	0.35	0.00
2016-07-14	000686.SZ	东北证券	1.91	2016-06-29	0.2000	0.00	0.00
2016-07-14	000712.SZ	锦龙股份	0.98	2016-06-13	0.1000	0.00	0.00
2016-07-14	000728.SZ	国元证券	2.07	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	000750.SZ	国海证券	1.64	2016-05-31	0.1000	0.20	0.30
2016-07-14	000776.SZ	广发证券	5.22	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	000783.SZ	长江证券	4.05	2016-04-29	0.3500	0.00	0.00
2016-07-14	002500.SZ	山西证券	1.97	2016-07-13	0.2000	0.00	0.00
2016-07-14	002673.SZ	西部证券	3.80	2016-06-17	0.2200	0.00	0.00
2016-07-14	002736.SZ	国信证券	4.46	2016-06-24	0.6000	0.00	0.00
2016-07-14	600030.SH	中信证券	13.44	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	600061.SH	国投安信	2.08	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	600109.SH	国金证券	2.57	2016-06-08	0.0800	0.00	0.00
2016-07-14	600369.SH	西南证券	2.16	2016-05-25	0.1300	0.00	0.00
2016-07-14	600837.SH	海通证券	13.13	2016-07-15	0.4500	0.00	0.00
2016-07-14	600958.SH	东方证券	4.67	2016-06-17	0.3500	0.00	0.00
2016-07-14	600999.SH	招商证券	5.04	2016-06-17	0.2470	0.00	0.00
2016-07-14	601099.SH	太平洋	2.93	2016-04-12	0.0800	0.00	0.00
2016-07-14	601198.SH	东兴证券	2.58	2016-06-28	0.2500	0.00	0.00
2016-07-14	601211.SH	国泰君安	2.85	2016-06-08	0.5200	0.00	0.00
2016-07-14	601377.SH	兴业证券	3.64	2016-05-19	0.1000	0.00	0.00
2016-07-14	601555.SH	东吴证券	2.96	2016-06-16	0.3000	0.00	0.00
2016-07-14	601688.SH	华泰证券	6.50	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601788.SH	光大证券	2.09	2016-05-18	0.6000	0.00	0.00
2016-07-14	601901.SH	方正证券	3.32	2016-07-20	0.0900	0.00	0.00

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

图表 5: 上证 50 (000016.SH) 成分股分红方式

日期	Wind代码	证券名称	权重(%)	除权除息日	税前股利	每股红股	每股转增股本
2016-07-14	600000.SH	浦发银行	3.78	2016-06-23	0.5150	0.00	0.10
2016-07-14	600010.SH	包钢股份	0.78	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	600016.SH	民生银行	5.92	2016-06-24	0.1600	0.00	0.00
2016-07-14	600028.SH	中国石化	1.39	2016-06-24	0.0600	0.00	0.00
2016-07-14	600029.SH	南方航空	0.70	2016-07-01	0.0800	0.00	0.00
2016-07-14	600030.SH	中信证券	3.58	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	600036.SH	招商银行	5.06	2016-07-13	0.6900	0.00	0.00
2016-07-14	600048.SH	保利地产	1.72	2016-05-17	0.3450	0.00	0.00
2016-07-14	600050.SH	中国联通	0.91	2016-06-30	0.0572	0.00	0.00
2016-07-14	600104.SH	上汽集团	1.88	2016-07-08	1.3600	0.00	0.00
2016-07-14	600109.SH	国金证券	0.69	2016-06-08	0.0800	0.00	0.00
2016-07-14	600111.SH	北方稀土	0.81	2016-06-22	0.0300	0.00	0.00
2016-07-14	600518.SH	康美药业	1.26	2016-05-31	0.1900	0.00	0.00
2016-07-14	600519.SH	贵州茅台	4.11	2016-07-01	6.1710	0.00	0.00
2016-07-14	600637.SH	东方明珠	0.89	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	600795.SH	国电电力	0.97	2016-07-06	0.1100	0.00	0.00
2016-07-14	600837.SH	海通证券	3.50	2016-07-15	0.4500	0.00	0.00
2016-07-14	600887.SH	伊利股份	2.84	2016-05-06	0.4500	0.00	0.00
2016-07-14	600893.SH	中航动力	0.76	2016-07-12	0.1600	0.00	0.00
2016-07-14	600958.SH	东方证券	1.25	2016-06-17	0.3500	0.00	0.00
2016-07-14	600999.SH	招商证券	1.34	2016-06-17	0.2470	0.00	0.00
2016-07-14	601006.SH	大秦铁路	1.07	2016-07-07	0.4500	0.00	0.00
2016-07-14	601088.SH	中国神华	0.78	2016-07-04	0.3200	0.00	0.00
2016-07-14	601166.SH	兴业银行	5.70	2016-06-06	0.6100	0.00	0.00
2016-07-14	601169.SH	北京银行	2.95	2016-07-11	0.2500	0.20	0.00
2016-07-14	601186.SH	中国铁建	0.96	2016-07-19	0.1500	0.00	0.00
2016-07-14	601211.SH	国泰君安	0.76	2016-06-08	0.5200	0.00	0.00
2016-07-14	601288.SH	农业银行	3.43	2016-07-07	0.1668	0.00	0.00
2016-07-14	601318.SH	中国平安	9.73	2016-07-05	0.3500	0.00	0.00
2016-07-14	601328.SH	交通银行	4.34	2016-07-13	0.2700	0.00	0.00
2016-07-14	601336.SH	新华保险	0.95	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601377.SH	兴业证券	0.97	2016-05-19	0.1000	0.00	0.00
2016-07-14	601390.SH	中国中铁	1.09	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601398.SH	工商银行	3.02	2016-07-08	0.2333	0.00	0.00
2016-07-14	601601.SH	中国太保	2.38	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601628.SH	中国人寿	0.97	2016-06-17	0.4200	0.00	0.00
2016-07-14	601668.SH	中国建筑	2.24	2016-06-16	0.2000	0.00	0.00
2016-07-14	601669.SH	中国电建	0.66	2016-07-14	0.0770	0.00	0.00
2016-07-14	601688.SH	华泰证券	1.73	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601727.SH	上海电气	0.63	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601766.SH	中国中车	2.36	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601788.SH	光大证券	0.56	2016-05-18	0.6000	0.00	0.00
2016-07-14	601800.SH	中国交建	0.45	2016-06-30	0.1904	0.00	0.00
2016-07-14	601818.SH	光大银行	1.68	2016-07-13	0.1900	0.00	0.00
2016-07-14	601857.SH	中国石油	0.99	2016-06-08	0.0249	0.00	0.00
2016-07-14	601919.SH	中国远洋	0.54	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601985.SH	中国核电	0.89	2016-07-13	0.0900	0.00	0.00
2016-07-14	601988.SH	中国银行	1.90	2016-06-24	0.1750	0.00	0.00
2016-07-14	601989.SH	中国重工	1.63	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601998.SH	中信银行	0.49	0	0.0000	0.00	0.00

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

图表 6: 中证白酒 (399997.SZ) 成分股分红方式

日期	Wind代码	证券名称	权重(%)	除权除息日	税前股利	每股红股	每股转增股本
2016-07-14	000568.SZ	泸州老窖	16.38	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	000596.SZ	古井贡酒	5.12	2016-06-27	0.1000	0.00	0.00
2016-07-14	000858.SZ	五粮液	14.71	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	000860.SZ	顺鑫农业	8.81	2016-05-19	0.1000	0.00	0.00
2016-07-14	002304.SZ	洋河股份	14.09	2016-06-17	1.8000	0.00	0.00
2016-07-14	002646.SZ	青青稞酒	3.44	2016-07-15	0.1800	0.00	0.00
2016-07-14	600197.SH	伊力特	3.08	2016-06-01	0.4000	0.00	0.00
2016-07-14	600199.SH	金种子酒	4.01	2016-07-08	0.0300	0.00	0.00
2016-07-14	600519.SH	贵州茅台	14.93	2016-07-01	6.1710	0.00	0.00
2016-07-14	600702.SH	沱牌舍得	6.32	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	600809.SH	山西汾酒	5.34	2016-07-08	0.3200	0.00	0.00
2016-07-14	603198.SH	迎驾贡酒	1.77	2016-07-22	0.5000	0.00	0.00
2016-07-14	603589.SH	口子窖	2.02	2016-06-24	0.3500	0.00	0.00

资料来源: Wind 资讯, 方正证券研究所

图表 7：高铁产业（399807.SZ）成分股分红方式

日期	Wind代码	证券名称	权重(%)	除权除息日	税前股利	每股红股	每股转增股本
2016-07-14	000008.SZ	神州高铁	3.77	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	000925.SZ	众合科技	1.57	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	002046.SZ	轴研科技	0.92	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	002122.SZ	天马股份	1.55	2016-05-18	0.0500	0.00	0.00
2016-07-14	002161.SZ	远望谷	3.22	2016-05-31	0.0070	0.00	0.00
2016-07-14	002282.SZ	博深工具	0.94	2016-06-22	0.0300	0.00	0.00
2016-07-14	002296.SZ	辉煌科技	2.29	2016-05-11	0.0300	0.00	0.00
2016-07-14	002480.SZ	新筑股份	2.35	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	002501.SZ	利源精制	3.44	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	300001.SZ	特锐德	3.64	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	300011.SZ	鼎汉技术	2.59	2016-06-29	0.0598	0.00	0.00
2016-07-14	300150.SZ	世纪瑞尔	1.47	2016-04-27	0.1000	0.00	0.00
2016-07-14	300200.SZ	高盟新材	0.87	2016-05-25	0.2000	0.00	0.00
2016-07-14	300213.SZ	佳讯飞鸿	1.23	2016-05-03	0.1000	0.00	0.00
2016-07-14	300351.SZ	永贵电器	1.52	2016-03-24	0.0600	0.00	0.00
2016-07-14	300440.SZ	运达科技	0.95	2016-05-30	0.2600	0.00	1.00
2016-07-14	600169.SH	太原重工	2.77	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	600268.SH	国电南自	1.01	2016-06-29	0.0500	0.00	0.00
2016-07-14	600458.SH	时代新材	2.62	2016-06-22	0.0500	0.00	0.00
2016-07-14	600495.SH	晋西车轴	2.59	2016-06-17	0.0260	0.00	0.00
2016-07-14	600580.SH	卧龙电气	3.02	2016-06-22	0.0700	0.00	0.00
2016-07-14	600820.SH	隧道股份	5.52	2016-06-22	0.1500	0.00	0.00
2016-07-14	600967.SH	北方创业	2.93	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601002.SH	晋亿实业	1.73	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601186.SH	中国铁建	14.37	2016-07-19	0.1500	0.00	0.00
2016-07-14	601390.SH	中国中铁	14.38	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	601766.SH	中国中车	14.28	0	0.0000	0.00	0.00
2016-07-14	603111.SH	康尼机电	2.49	2016-05-23	0.2000	0.00	1.50

资料来源：Wind 资讯，方正证券研究所

感谢香港中文大学实习生朱定豪对本文的贡献。

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