

一年沪深300与中债指数走势比较

市场数据

中债综合指数	116
中债长/中短期指数	119/120
银行间国债收益(10Y)	3.73
企业/转债规模(千亿)	33.70/8.71/0.77

相关研究报告:

《固定收益专题报告: 垃圾债券驱动因子分解》——2015-02-13
 《固定收益专题报告: 通过 Shiber 和 CNH, Hibor 变动辨别国内流动性波动的来源》——2015-02-13
 《固定收益专题报告: 2014 年四季报中长期纯债债基分析: 券种配置倾向中票》——2015-02-03

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

证券分析师: 赵婧

电话: 021-60875174
 E-MAIL: zhaojing@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513080004

证券分析师: 魏玉敏

电话: 021-60933161
 E-MAIL: weiyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514080001

联系人: 柯聪伟

电话: 021-60933152
 E-MAIL: kecw@guosen.com.cn

(感谢实习生王文欢在本次研究过程中做出的贡献)

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明

专题报告

债券投资利器——债券分级基金初探

● 债券分级基金简介

分级基金的实质是进取份额持有人向优先份额持有人融资, 优先份额持有人获得相应的融资利息, 而进取份额持有人获得投资杠杆。

2010年9月, 国内第一只债券分级富国汇利分级成立。截至2015年2月, 共发行了69只分级基金。其中12只已经到期, 剩余57只(总规模369亿)。

现存分级债基中, 按运作方式分, 主要是半开放和定期开放型, 分别有34只和14只; 按投资类型分, 主要是中长期纯债型和一级债基型, 分别有25只和21只。

● 如何投资分级债基杠杆 B?

杠杆 B 交易价涨跌幅 $B\% \approx (10/3) * \text{母基金涨跌幅} * (1 + \text{溢价率}_1) / (1 + \text{溢价率}_2)$, 因此分析杠杆 B 涨跌, 主要的关注变量是: 母基金涨跌幅和溢价率变动。

杠杆 B 影响因素之一: 母基金涨跌分析

(1) 资产配置

对于债券基金来说, 它的涨跌差异更多的将取决于大类资产配置比例。如果在权益牛市中能提高股票和转债的比例, 那么债券基金的回报将明显提升。

(2) 杠杆率

债券基金与股票基金非常不一样的特点是, 债券基金本身有杠杆率, 即债券基金总资产通常大于净资产。假设两个债券基金资产配置完全相同, 那么杠杆率较高的基金净值波动较大。

杠杆 B 影响因素之二: 溢价率变动分析

从历史观察来看, 溢价率的影响因素有: 母基金净值涨跌、分级基金剩余期限、分级基金运作类型、初始杠杆及名义资金成本等。其中, 母基金净值涨跌是决定份额 B 溢价率时间序列的最重要因素, 分级基金运作类型是决定份额 B 溢价率中枢最重要因素。

● 总结

简单而言, 上市交易债券分级基金的 B 份额是债券投资的放大器。而决定杠杆 B 涨跌的两个因子, 一个是母基金涨跌, 一个是溢价率。但考虑到母基金涨跌又是影响溢价率变动的重要子因素, 因此投资债券分级基金杠杆 B 的时点选择主要依赖于对该基金大势的判断。

现存上市交易的分级债基 B 中, 有连续活跃成交不多。从资产配置来看, 这 7 只可以简单分为可转债细类和信用债细类。目前我们相对看好权益类资产, 看淡债券类资产, 所以推荐招商可转债 B、银华中证转债 B 和东吴中证可转换债券 B。

内容目录

分级基金概念——风险收益再分配后的基金	4
分级债基在国内的发展	4
分级基金按运作方式分类	5
分级债基按投资类型分类	6
如何投资分级债基杠杆 B?	7
杠杆 B 影响因素之一：母基金涨跌分析	8
(1) 资产配置	8
(2) 杠杆率	8
杠杆 B 影响因素之二：溢价率变动分析	8
(1) 母基金净值涨幅	8
(2) 剩余期限	9
(3) 分级基金运作类型	10
(4) 初始杠杆	10
(5) 名义资金成本	10
总结	10
国信证券投资评级	12
分析师承诺	12
风险提示	12
证券投资咨询业务的说明	12

图表目录

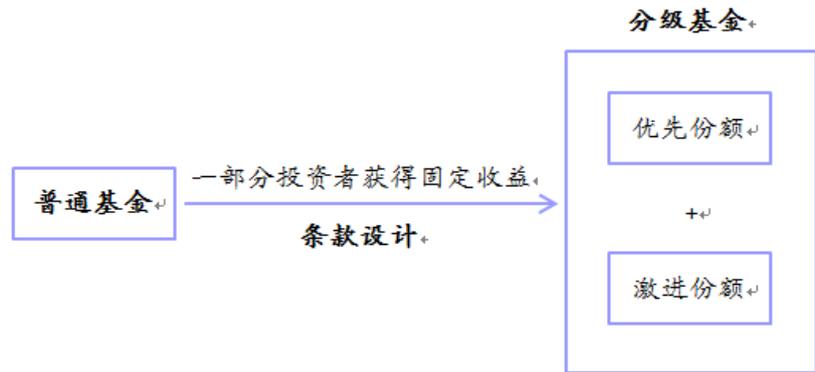
图 1: 分级基金示意图	4
图 2: 富国汇利分级基金情况表	5
图 3: 按运作方式划分（完全开放型、半开放型、完全封闭型）	6
图 4: 从投资类型上（一级债基、二级债基、中长期纯债等）	7
图 5: 可上市交易债券分级基金杠杆 B 影响因素	8
图 6: 金鹰元盛溢价率与母基金净值走势	9
图 7: 金鹰元盛溢价率与企业债收益走势	9
图 8: 安信宝利溢价率与母基金净值走势	9
图 9: 安信宝利溢价率与企业债收益走势	9
图 10: 招商可转债溢价率与母基金净值走势	9
图 11: 招商可转债溢价率与中标可转债指数走势	9
图 12: 大成景丰 B 到期日溢价率为 -0.45%	10
图 13: 可转债 B 和转债 B 级溢价率明显高于转债进取	10
图 14: 半开放+封闭型分级债基杠杆 B 溢价率通常小于 0	10

图 15: 完全开放型分级债基杠杆 B 溢价率通常大于 0.....	10
表 1: 分级基金按运作方式分类标准	5
表 2: 完全开放型和完全封闭型分级债基 (截至 2015 年 2 月, 存量 9 只)	6
表 3: 成交相对活跃的分级债基子份额	11

分级基金概念——风险收益再分配后的基金

分级基金是在普通基金基础上，通过条款设计对基金收益分配重新安排，一般形成两级风险收益特征具有差异的基金份额。

图 1: 分级基金示意图



资料来源：国信证券研究所整理

因此，提到分级基金，通常有三类份额，分别是母基金份额（基础份额）、优先份额（A 份额）和进取份额（B 份额）。

母基金份额（基础份额）：优先份额和进取份额的综合，也即是未拆分的基金份额，相当是普通基金份额。

优先份额（A 份额）：母基金份额拆分后，获得相对固定约定收益的份额。

进取份额（B 份额）：母基金份额拆分后，获取分配完优先份额约定收益后剩余的母基金收益的份额。

分级基金的实质是进取份额持有人向优先份额持有人融资，优先份额持有人获得相应的融资利息，而进取份额持有人获得投资杠杆。

分级债基在国内的发展

2007 年 7 月，第一只股票型分级国投瑞银瑞福分级基金成立。三年后，2010 年 9 月，国内第一只债券分级富国汇利分级成立，募集资金 30 亿（目前该分级基金已经到期）。

图 2: 富国汇利分级基金情况表

基金代码	161014.OF	150020.SZ	150021.sz
基金简称	富国汇利分级	富国汇利分级A	富国汇利分级B
成立时间	2010/9/10	2010/9/10	2010/9/10
募集份额(亿)	30.0	-	-
份额比例	70:30	70	30
投资类型	混合债券型—级基金	-	-
投资比例	-	-	-
股权类资产	-	-	-
约定利率	-	两年期定期存款基准利率(税后)+利差=3.9%	-
募集方式	共同募集	-	-
发行渠道	场内外发行	-	-
分拆方式	自动分拆	-	-
运作类型	封闭型	-	-
存续期	三年	-	-
到期日期	2013/9/10	-	-
上市	-	上市交易	上市交易
上市时间	-	2010/10/8	2010/10/8
定期折算周期(月)	-	-	-
定期折算条款	-	-	-
向上触点折算条款	-	-	-
向下触点折算条款	-	-	-
是否配对转换	否	-	-
业绩基准	中债综合指数	-	-

资料来源: WIND、国信证券研究所整理

截至 2015 年 2 月 25 日, 国内存量分级基金 122 只 (736 亿), 其中股票型 65 只 (367 亿), 债券型 57 只 (369 亿)。

就分级债基而言, 截至 2015 年 2 月, 共发行了 69 只分级基金。其中 12 只已经到期, 剩余 57 只。

分级基金按运作方式分类

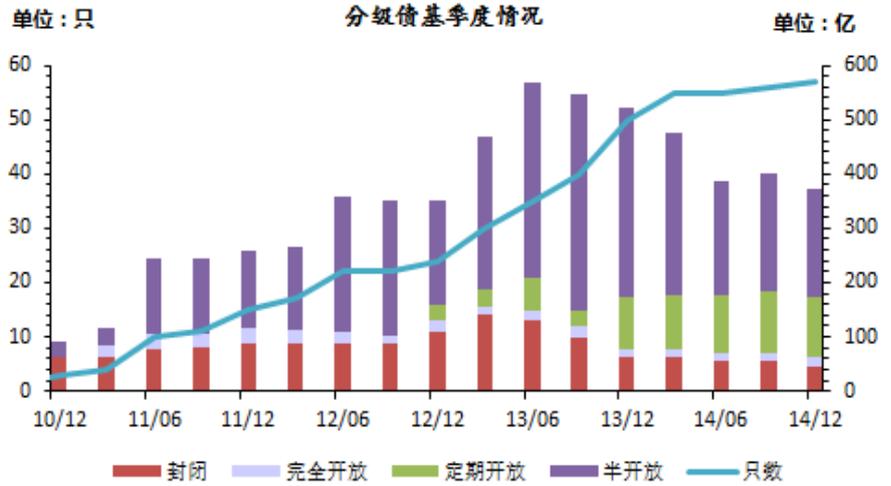
根据基础份额或子基金份额是否开放申购赎回, 我们将分级债基分为完全开放型、定期开放、半开放型和完全封闭型 4 种。现存分级债基主要是半开放和定期开放型, 分别有 34 只和 14 只。我们认为, 债券分级中定期开放和半开放产品居多主要是因为这两类产品的 A 份额更容易销售, 在这两类产品的设计中, 开放日投资者可以净值兑现投资收益和本金, 无需如其他两类一样承受二级市场折价波动的风险。

表 1: 分级基金按运作方式分类标准

	完全开放	定期开放	半开放	完全封闭
母基金	随时开放申购/赎回			不开放申购/赎回
A 份额	上市交易 (不单独开放申购/赎回)	定期开放申购/赎回	定期开放申购/赎回	上市交易 (不开放申购/赎回)
B 份额	上市交易 (不单独开放申购/赎回)	定期开放申购/赎回	不开放申购/赎回 (可上市或者不上市)	上市交易 (不开放申购/赎回)

资料来源: WIND、国信证券研究所整理

图 3: 按运作方式划分 (完全开放型、半开放型、完全封闭型)



资料来源: WIND、国信证券研究所整理

表 2: 完全开放型和完全封闭型分级债基 (截至 2015 年 2 月, 存量 9 只)

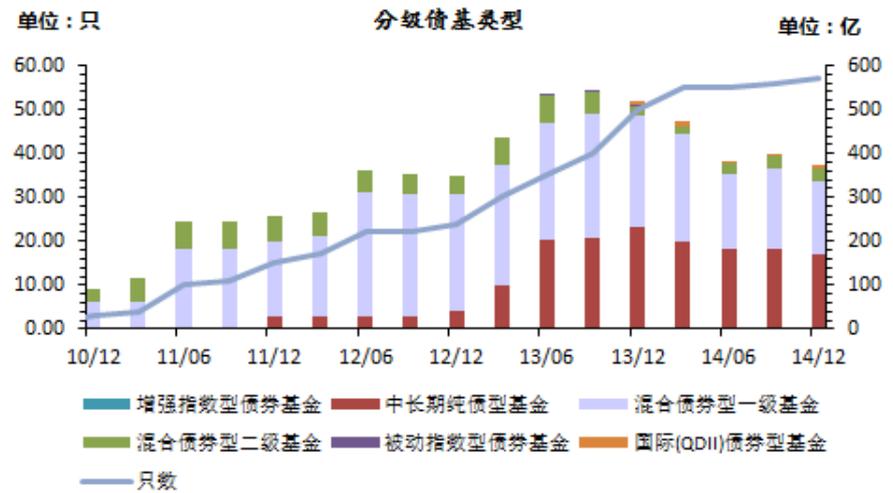
母基金代码	母基金简称	运作方式	投资类型	到期日期	初始杠杆率	募集份额	实际资金成本	定期折算周期	定期折算条款
160718.OF	嘉实多利分级债券	完全开放	二级	永续	5.00	23	20.00	12.00	当普通级净值 ≥ 1 时,净值归 1 新增份额按比例折算成母基金;当普通级净值 < 1 时,净值按比例计算 新增份额按比例折算成母基金
166010.OF	中欧鼎利分级债券	完全开放	二级	永续	3.33	9	9.92	36.00	当普通级净值 ≥ 0.3 时,净值归 1 新增份额按比例折算成母基金
161719.OF	招商可转债分级债券	完全开放	一级	2017/7/31	3.33	14	14.58	12.00	净值不变 子基金份额不变
160217.OF	国泰信用互利分级债券	完全开放	一级	永续	3.33	5	11.67	12.00	当优先级净值 ≥ 1 时,净值归 1 新增份额按比例折算成母基金
167701.OF	德邦德信中高企债指数分级	完全开放	指数	永续	3.33	8	9.80	24.00	净值归 1 新增份额按比例折算成母基金
161826.OF	银华中证转债指数增强分级	完全开放	指数	永续	3.33	4	14.00	12.00	当优先级净值 < 1 时,净值按比例计算 新增份额按比例折算成母基金
165809.OF	东吴中证可转换债券指数分级	完全开放	指数	永续	3.33	3	14.00	12.00	当优先级净值 < 1 时,净值按比例计算 新增份额按比例折算成母基金
162215.OF	泰达宏利聚利分级债券	封闭	一级	2016/5/13	3.33	16	10.65	无	无
161014.OF	富国汇利回报分级债券	封闭	一级	2015/9/9	3.33	24	9.30	24.00	净值归 1 新增份额按比例折算成母基金

资料来源: WIND、国信证券研究所整理

分级债基按投资类型分类

而按投资类型,分级债基也可以分为一级债券型、二级债券型、中长期纯债型和债券指数型等。现存分级债基中,主要是中长期纯债型和一级债基型,分别有 25 只和 21 只。这个发展趋势与整体债券基金一致,反映的是债券基金从主动管理向被动管理的转变。

图 4: 从投资类型上 (一级债基、二级债基、中长期纯债等)



资料来源: WIND、国信证券研究所整理

如何投资分级债基杠杆 B?

对于分级债基,大家最关心的可能也是难度最大的——如何交易可上市交易的杠杆 B (部分分级债基的条款设置中,杠杆 B 不能上市交易)。

对于可上市交易的杠杆 B,它有两个价格指标,一个是交易价,另一个是净值价 (也可以理解为理论价),我们交易杠杆 B 最终需要关注交易价的涨跌。

案例:

初始杠杆率: 7: 3;

A 份额的约定收益为 a% (年化);

份额 B 可以上市交易;

问题: 如果母基金上涨 c%, 那么 B 份额交易价能上涨多少 (B%)?

换算过程:

B 交易价 = B 净值价 * (1 + 溢价率) (如果溢价率大于 0, 那么二级市场杠杆 B 的交易价大于理论价)

B 交易价涨跌幅 = B 净值涨跌幅 * (1 + 溢价率₁) / (1 + 溢价率₂)

而 B 净值涨跌幅与母基金涨跌幅的理论关系是:

$$10(1+c\%) = 7(1+a\%) + 3(1+b\%)$$

$$\text{于是 } b\% = (10/3) * c\% - (7/3) * a\%$$

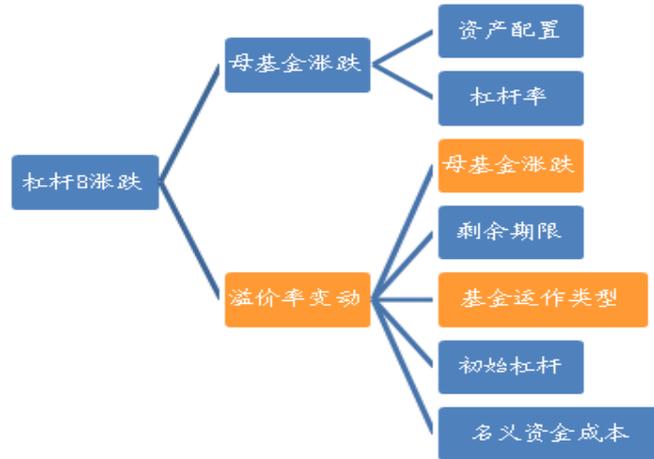
而 a% 的收益固定, 如果时间较短, 基本可以忽略。所以短期 B 净值涨跌幅 b% ≈ (10/3) * c%。

$$\text{B 交易价涨跌幅 } B\% \approx (10/3) * c\% * (1 + \text{溢价率}_1) / (1 + \text{溢价率}_2)$$

所以分析杠杆 B 涨跌, 主要的关注变量是: 母基金涨跌和溢价率变动。从观察来看, 对于分级债基杠杆 B 而言, 因素一母基金的涨跌贡献度通常小于溢价率

变动，多数时候溢价率波动是最主导。但是，考虑到母基金涨跌又是影响溢价率变动的重要子因素，因此投资债券分级基金杠杆 B 的时点选择仍主要依赖于对该基金大势的判断。

图 5: 可上市交易债券分级基金杠杆 B 影响因素



资料来源：WIND、国信证券研究所整理

杠杆 B 影响因素之一：母基金涨跌分析

(1) 资产配置

对于债券基金来说，它的涨跌差异更多的将取决于大类资产配置比例。如果在权益牛市中能提高股票和转债的比例，那么债券基金的回报将明显提升。比如 2014 年四季度，转债品种涨幅明显超过权益和债券，那么投资转债比例较高的债基收益率大幅超过其他债基。

(2) 杠杆率

债券基金与股票基金非常不一样的特点是，债券基金本身有杠杆率，即债券基金总资产通常大于净资产（现存债券基金的杠杆率在 1.5 倍左右）。假设两个债券基金资产配置完全相同，那么杠杆率较高的基金净值波动较大。

杠杆 B 影响因素之二：溢价率变动分析

溢价率=交易价/净值-1。从历史观察来看，溢价率的影响因素有：母基金净值涨跌、分级基金剩余期限、分级基金运作类型、初始杠杆及名义资金成本等。其中，母基金净值涨跌是决定份额 B 溢价率时间序列的最重要因素，分级基金运作类型是决定份额 B 溢价率中枢最重要因素。

(1) 母基金净值涨幅

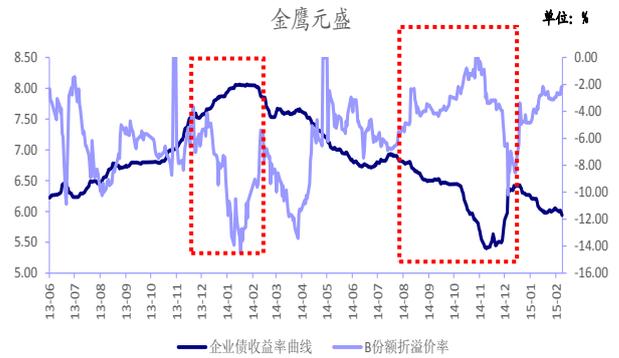
我们观察到，如果母基金净值迅速上涨，那么溢价率也会放大，反之也成立。也即是说，溢价率与母基金净值正相关。

图 6: 金鹰元盛溢价率与母基金净值走势



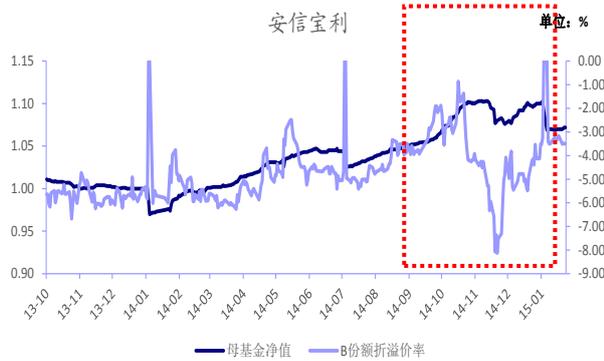
资料来源: WIND、国信证券研究所整理

图 7: 金鹰元盛溢价率与企业债收益走势



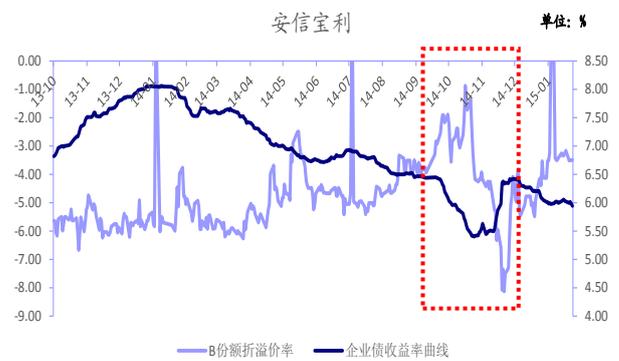
资料来源: WIND、国信证券研究所整理

图 8: 安信宝利溢价率与母基金净值走势



资料来源: WIND、国信证券研究所整理

图 9: 安信宝利溢价率与企业债收益走势



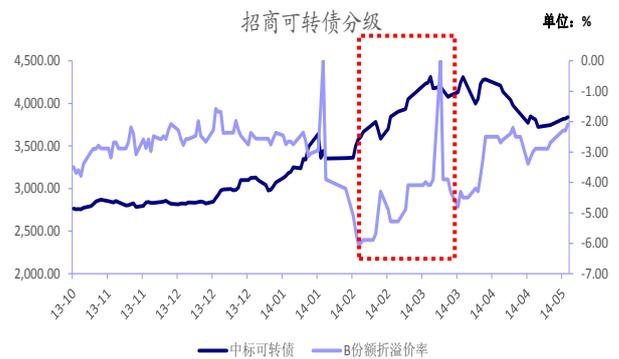
资料来源: WIND、国信证券研究所整理

图 10: 招商可转债溢价率与母基金净值走势



资料来源: WIND、国信证券研究所整理

图 11: 招商可转债溢价率与中标可转债指数走势

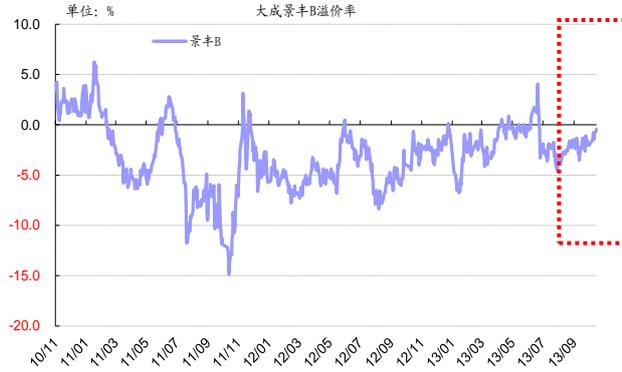


资料来源: WIND、国信证券研究所整理

(2) 剩余期限

随着分级基金到期日的临近, 通常交易会向净价收敛, 溢价率向 0 靠近。而且, 如果某分级基金是永续型, 不存在到期日, 那么通常 B 份额溢价率绝对水平偏高, 比如可转债 B 和转债 B 级的溢价率中枢明显高于转债进取。

图 12: 大成景丰 B 到期日溢价率为-0.45%



资料来源: WIND、国信证券研究所整理

图 13: 可转债 B 和转债 B 级溢价率明显高于转债进取

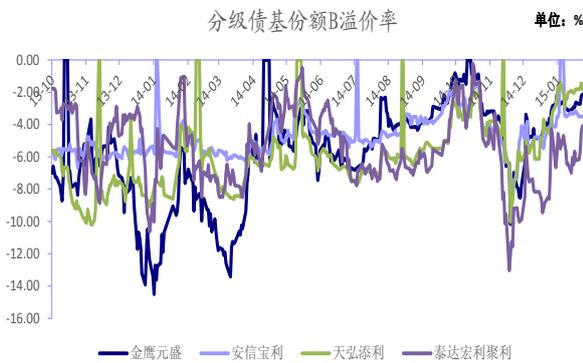


资料来源: WIND、国信证券研究所整理

(3) 分级基金运作类型

对于封闭型分级债基和半开放型分级债基, 可上市交易的份额 B 均不存在退出机制, 所以交易价往往低于净价, 出现折价现象。也即是说, 与开放型分级债基份额 B 相比, 缺少了通过配对转换机制换成母基金来赎回本金这个方式, 这一点与经典的“封闭式基金折价之谜”相通。另外, 半开放型分级债基与封闭型相比, 还存在着在定期开放日初始杠杆率重置的机会。

图 14: 半开放+封闭型分级债基杠杆 B 溢价率通常小于 0



资料来源: WIND、国信证券研究所整理

图 15: 完全开放型分级债基杠杆 B 溢价率通常大于 0



资料来源: WIND、国信证券研究所整理

(4) 初始杠杆

假设两个分级债基资产配置和条款设计相同, 理论上初始杠杆比率高的分级债基的溢价率波动相对更大。而现在的分级债基中, 初始杠杆设计通常是 7: 3, 并无太大差异。

(5) 名义资金成本

名义资金成本=优先约定收益率+管理费率+托管费率。

名义资金成本是每份 B 份额融资成本和产品综合管理费用的总和。对于 B 份额而言, 资金成本越高投资者愿意支付的溢价也越低。

总结

简单而言, 上市交易债券分级基金的 B 份额是债券投资的放大器。而决定杠杆

B 涨跌的两个因子，一个是母基金涨跌，一个是溢价率。但考虑到母基金涨跌又是影响溢价率变动的重要子因素，因此投资债券分级基金杠杆 B 的时点选择主要依赖于对该基金大势的判断。

而现存上市交易的分级债基 B 中，有连续活跃成交不多，具体见表 3。从资产配置来看，这 7 只可以简单分为可转债细类和信用债细类。目前我们相对看好权益类资产，看淡债券类资产，所以推荐招商可转债 B、银华中证转债 B 和东吴中证可转换债券 B。

表 3: 成交相对活跃的分级债基子份额

基金代码	基金简称	运作方式	投资类型	可转债占资产总值比	企业债占资产总值比	股票占资产总值比	杠杆率	初始杠杆率	定期折算周期	定期折算条款
150137.sz	安信宝利分级 B	半开放	一级	3.1	72.0	0.0	1.97	3.33	6.00	净值不变 子基金份额不变
150132.sz	金鹰元盛分级 B	半开放	中长期纯债		89.8	0.0	2.28	3.33	6.00	净值不变 子基金份额不变
150027.sz	天弘添利分级 B	半开放	一级	0.5	93.5	0.0	1.72	3.03	3.00	净值不变 子基金份额不变
150035.sz	泰达宏利聚利 B	封闭	一级	6.7	87.7	1.6	1.33	3.33	无	
150189.sz	招商可转债 B	完全开放	可转债	78.5	4.7	4.9	1.35	3.33	12.00	净值不变 子基金份额不变
150144.sz	银华中证转债 B	完全开放	可转债	87.3		0.0	1.19	3.33	12.00	当优先级净值<1时,净值不变 子基金份额不变
150165.sz	东吴中证可转换债券 B	完全开放	可转债	90.1	0.0	0.0	1.17	3.33	12.00	当优先级净值<1时,净值不变 子基金份额不变

资料来源：WIND、国信证券研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨

询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	马韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
贺平鸽	0755-82133396	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
邓周宇	0755-82133263				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077			徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		成尚汶	010-88005315	刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料		汽车及配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 18516250266	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	82130833-701503 18682071096
						xiaxue@guosen.com	
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				