

债券市场专题报告

分级债券基金研究

2012年7月24日

债券类资产创新品种研究系列报告

中债系列指数近一年走势



资料来源: WIND, 招商证券

相关报告

1、《债券市场专题报告---中国资产证券化现状和发展前景》  
2012-6-4

2、《债券市场计量研究专题》  
之一: 季调方法: 理论和实践  
之二: 季调实践: 工业增加值  
之三: 季调实践: GDP

3、《海外可转债市场专题》  
之一: 美国可转债市场概况  
之二: 海外私募可转债  
之三: 海外转债分析及套利策略

罗樱

0755-83734779  
luoying@cmschina.com.cn  
S1090511040021

蒋飞

0755-83734406  
Jiangfei@cmschina.com.cn  
S1090511050001

研究助理

张丁

010-57601726  
zhangding@cmschina.com.cn

柴树懋

0755-82960540  
chaism@cmschina.com.cn

内容摘要:

- 分级债基是在资产共同运作的前提下,按照获得收益的方式,将基金的份额分为A份额和B份额的债券基金。A份额得到约定收益,B份额得到扣除约定收益后的剩余收益。当前共有22只分级债基,管理资产净值378.91亿元,占所有债基比为18.28%。
- 分级债基的运作模式,可以分为有固定存续期半封闭型、有固定存续期封闭型和永续型三种。有固定存续期半封闭型A份额不上市交易,定期开放申赎,B份额封闭运作上市交易。有固定存续期封闭型A、B份额均上市交易,不能申购赎回,不设有配对转换机制。永续型A、B份额均上市交易,有配对转化机制。
- 不同模式下A份额现金流情况差异较大,有固定存续期半封闭型A份额定期可以收回本金与收益,需要关注开放日,开放频率及约定收益的调整;封闭式A份额上市折价交易,类似于到期一次还本付息债券,持有到期需关注到期收益率的变化,进行交易需关注折价率走势;永续型A份额属于永续年金,定期实现利息收益,但没有本金的退出机制,在市场上折价交易,折价率与B份额溢价率相关,需积极关注A份额折价率变动。
- 分级债基B份额的投资,需要综合考虑母基金运营的基本情况、B份额的杠杆情况以及B份额的市场交易价格这三方面因素。母基金运营的基本情况,类似于基本面的分析,包括基金经理投资管理能力、投资类型(一级债基、二级债基或纯债基金)、主要投资品种和回购杠杆的使用情况;B份额的杠杆情况,类似于产品结构分析,包括初始杠杆、理论杠杆、实际杠杆以及B份额盈亏平衡的必要收益率;B份额的市场交易情况,类似于估值的分析,主要是B份额的折溢价率情况。

正文目录

一、分级债基概况 .....	3
二、分级债基运作模式分析 .....	4
1、有固定存续期半封闭型分级债基.....	4
2、有固定存续期封闭型分级债基.....	6
3、永续型分级债基.....	8
三、进取份额投资分析 .....	11

## 一、分级债基概况

分级债券型证券投资基金（简称“分级债基”）是指在资产共同运作的前提下，将基金的收益进行重新分配，按照获得收益的方式，将基金的份额分为优先得到约定收益的 A 份额或称优先份额和获得剩余收益的 B 份额或称进取份额的债券基金。如果将分级基金看成一个公司，则优先份额相当于公司的债权，进取份额相当于公司的股权。分级机制本身并不创造收益，只是改变了收益和风险的分配方式。

自 2010 年 9 月富国基金发行了第一支分级债基，分级债券型基金得到可快速的发展。目前成立的分级债基共 22 只，截止 2012 年 7 月 20 日，基金份额共计 358 亿份，占全部债券型基金 18.07%，管理资产净值 378.91 亿元，占有所有债基比为 18.28%。

与一般的债券基金一样，根据投资类型可将分级债基分为一级债基、二级债基和纯债基，目前分级债基中有 17 只属于一级债基，4 只二级债基，仅鹏华丰泽为纯债基。

根据分级债基的运作模式，可以分为有固定存续期半封闭债基、有固定存续期封闭债基和永续型债基三种。其中有固定存续期半封闭债基是目前的主流运作模式。

表 1:分级债基概况 (2012-7-20)

基金代码	基金简称	成立日期	基金份额 (亿份)	分级模式	投资类型	基金经理
164206.OF	天弘添利	2010-12-3	30.00	固定存续半封闭	一级债基	陈钢
161015.OF	富国天盈	2011-5-23	35.05	固定存续半封闭	一级债基	赵恒毅,刁羽
161908.OF	万家添利	2011-6-2	26.36	固定存续半封闭	一级债基	邹昱
160513.OF	博时裕祥	2011-6-10	39.98	固定存续半封闭	一级债基	陈芳菲
163003.OF	长信利鑫	2011-6-24	6.54	固定存续半封闭	一级债基	张文珺
164208.OF	天弘丰利	2011-11-23	18.67	固定存续半封闭	一级债基	刘冬,陈钢
160618.OF	鹏华丰泽	2011-12-8	30.00	固定存续半封闭	纯债基	戴钢
165705.OF	诺德双翼	2012-2-16	4.04	固定存续半封闭	一级债基	赵滔滔
162105.OF	金鹰持久回报	2012-3-9	4.88	固定存续半封闭	一级债基	邱新红
161505.OF	银河通利	2012-4-25	25.38	固定存续半封闭	一级债基	张矛,索峰
165517.OF	信诚双盈	2012-4-13	3.64	固定存续半封闭	一级债基	曾丽琼
166012.OF	中欧信用增利	2012-4-16	7.36	固定存续半封闭	一级债基	姚文辉,聂曙光
166105.OF	信达澳银稳定增利	2012-5-7	3.04	固定存续半封闭	一级债基	孔学峰
162511.OF	国联安双佳信用	2012-6-4	16.40	固定存续半封闭	一级债基	黄志钢
161014.OF	富国汇利	2010-9-9	29.99	固定存续封闭	一级债基	饶刚,刁羽
160915.OF	大成景丰	2010-10-15	32.45	固定存续封闭	二级债基	陈尚前,陶铄
162215.OF	泰达宏利聚利	2011-5-13	15.82	固定存续封闭	一级债基	胡振仓,沈毅
162308.OF	海富通稳进增利	2011-9-1	2.21	固定存续封闭	二级债基	张丽洁
166401.OF	浦银安盛增利	2011-12-13	9.06	固定存续封闭	一级债基	薛铮
160718.OF	嘉实多利	2011-3-23	9.58	永续型	二级债基	王茜
166010.OF	中欧鼎利	2011-6-16	3.89	永续型	二级债基	聂曙光
160217.OF	国泰信用互利	2011-12-29	3.75	永续型	一级债基	吴晨

资料来源: WIND, 招商证券

## 二、分级债基运作模式分析

根据母基金份额（基础份额）以及子基金份额是否开放申购赎回、可将分级债基分为有固定存续期半封闭债基、有固定存续期封闭债基和永续型债基三种。我们在这一部分详细介绍分级债基的三种运作模式及 A 份额投资需关注的重点。

### 1、有固定存续期半封闭型分级债基

有固定存续期半封闭型分级债基也称为半开放式，是目前主要的运作模式，目前有 14 只分级债基设计为这种模式。半开放模式下，A、B 份额分开募集，先募集 B 份额，根据 B 份额募集情况募集 A 份额，从而将产品的份额配比控制在目标杠杆内。A 份额不上市交易，定期开放申购赎回和折算，在开放日 A 份额净值调整为 1，高于 1 的部分折算成份额，可赎回。A 份额的约定收益在每个开放日进行调整。B 份额封闭运作上市交易。到期 A、B 份额将以各自的基金份额净值为基准转换为上市开放式基金（LOF）份额，并办理基金的申购与赎回业务。

图 1：有固定存续期半封闭型分级债基运作模式



资料来源：招商证券

半开放式分级债基募集 B 份额之后，根据目标杠杆确定 A 份额的最大募集规模，由于 A 份额不上市交易，约定收益率通常高于同期限银行存款利率，可定期收回本金与收益，符合银行渠道客户的需求，且 A 份额银行端认购最低份额限制通常为 1000 份，门槛较低，随着 2011 年监管层叫停短期理财产品，对银行同类产品的竞争压力较小，银行销售 A 份额的销售动力强。所以 A 份额的发行通常能够实现募集目标，有固定存续期半封闭分级债基成为当前分级债基的主流运作模式。

表 2：有固定存续期半封闭型分级债基（2012-7-20）

基金简称	A 份额 证券代码	A 份额	A 份额 (亿份)	B 份额 证券代码	B 份额	B 份额 (亿份)	份额配比	最大 A 份额 (亿份)
天弘添利	164207.OF	天弘添利 A	19.99	150027.SZ	天弘添利 B	10.00	2	20
富国天盈	161016.OF	富国天盈 A	24.54	150041.SZ	富国天盈 B	10.51	7:3	24.54
万家添利	161909.OF	万家添利 A	18.62	150038.SZ	万家添利 B	7.73	2.41	19.33
博时裕祥	160514.OF	博时裕祥 A	31.98	150043.SZ	博时裕祥 B	8.00	8:4	31.98
长信利鑫	163004.OF	长信利鑫 A	4.42	150042.SZ	长信利鑫 B	2.12	2.08	4.24
天弘丰利	164209.OF	天弘丰利 A	13.83	150046.SZ	天弘丰利 B	4.84	2.86	11.29
鹏华丰泽	160619.OF	鹏华丰泽 A	21.00	150061.SZ	鹏华丰泽 B	9.00	7:3	21
诺德双翼	165706.OF	诺德双翼 A	2.69	150068.SZ	诺德双翼 B	1.35	2	2.69
金鹰持久回报	162106.OF	回报 A	3.42	150078.SZ	回报 B	1.47	7:3	3.42
银河通利	161506.OF	银河通利 A	17.77	150079.SZ	银河通利 B	7.61	7:3	17.77
信诚双盈	165518.OF	信诚双盈 A	2.55	150081.SZ	信诚双盈 B	1.09	7:3	2.55
中欧信用增利	166013.OF	中欧增利 A	5.15	150087.SZ	中欧增利 B	2.21	7:3	5.15
信达澳银稳定增利	166106.OF	信达增利 A	2.13	150082.SZ	信达增利 B	0.91	7:3	2.13
国联安双佳信用	162512.OF	双佳信用 A	11.48	150080.SZ	双佳信用 B	4.92	7:3	11.48

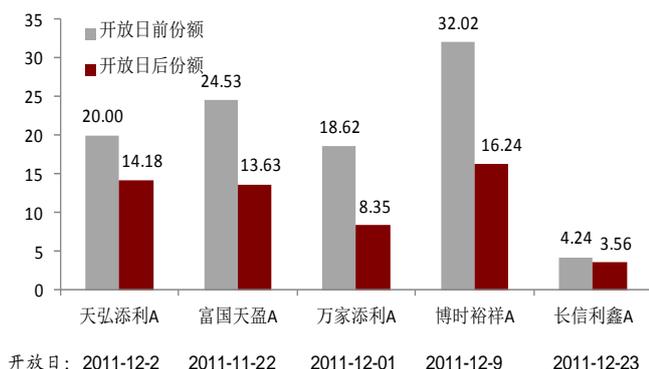
资料来源：WIND，招商证券

敬请阅读末页的免责声明

在基金发售完成后，根据募集的 B 份额，确定 A 份额的最高份额，在每次开放申赎后确定的 A 份额数量均不能超过最大的份额限制。在 A 份额开放日面临份额数量的不确定性，若在开放日市场流动性趋紧，很可能受到银行理财产品竞争的压力，导致较大幅度的赎回。A 份额数量的波动会影响到投资决策，也将影响到产品的杠杆。我们在后文分析。

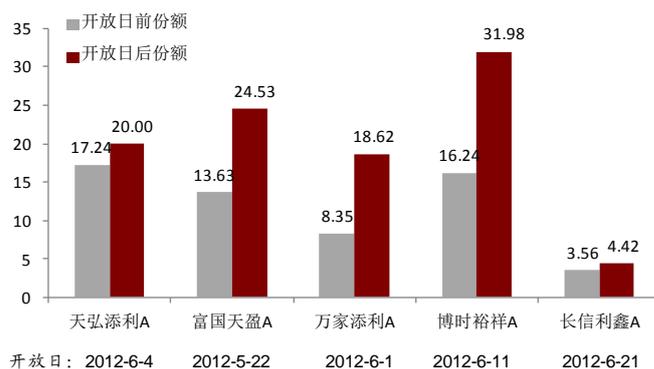
去年四季度在分级债基开放日均出现了较大额度的赎回，裕祥 A 赎回份额最大，从开放前的 32 亿份将为 16.24 亿份，较大程度的降低了 B 份额的杠杆水平。今年以来随着债市走强，二季度开放日半开放式 A 份额均出现了净申购。

图 2: 2011 年第四季度分级半开放式债基 A 份额变动



资料来源: WIND, 招商证券

图 3: 2012 年第二季度半开放式分级债基 A 份额变动



资料来源: WIND, 招商证券

半开放型产品一般运作周期为三年（天弘添利为五年，银河通利为两年），在运作周期内，A 份额定期开放申赎，通常每半年开放一次（天弘添利 A 3 个月开放一次）；在开放日进行折算，以开放日 A 份额净值为折算比例折算为相应的份额，A 份额调整为 1。通过折算，A 份额本金和收益定期兑现。

在开放日，也会对 A 份额约定收益进行调整，在加息通道中约定收益的调整能跟上利率水平的提升，表现较好。半开放式的 A 份额约定收益均以银行一年期定期存款为基准，通过放大倍数或加上一定比例来确定，放大倍数在 1.3 至 1.4 之间，加上的比例在 1.1% 至 1.5% 之间，从当前约定收益率来看，最高的是信诚双赢，达到 5%。投资者可以关注在 A 份额的下一开放时间以及确定的约定收益，确定与银行同期定存或相应期限理财产品对比是否有明显优势。

表 3: 有固定存续期半封闭型分级债基 A 份额 (2012-7-20)

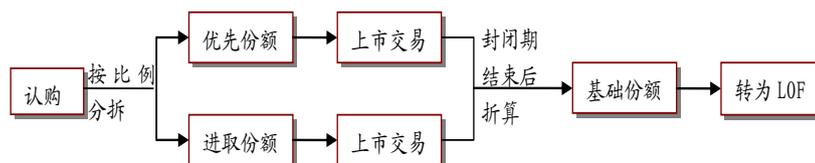
证券代码	证券简称	预计		当期收益率	份额	运作周期	开放频率
		下一开放日	约定收益				
164207.OF	天弘添利 A	2012-9-3	1.3x1 年定存	4.55%	19.99	5 年	3 个月
161016.OF	富国天盈 A	2012-11-22	1.4x1 年定存	4.90%	24.54	3 年	半年
161909.OF	万家添利 A	2012-12-3	1 年定存+1.1%	4.60%	18.62	3 年	半年
160514.OF	博时裕祥 A	2012-12-10	1 年定存+1.5%	4.75%	31.98	3 年	半年
163004.OF	长信利鑫 A	2012-12-24	1.1x1 年定存+0.8%	4.375%	4.42	5 年	半年
164209.OF	天弘丰利 A	2012-11-23	1.35x1 年定存	4.73%	13.83	3 年	半年
160619.OF	鹏华丰泽 A	2012-12-7	1.35x1 年定存	4.73%	21.00	3 年	半年
165706.OF	诺德双翼 A	2012-8-16	1.3x1 年定存	4.55%	2.69	3 年	半年
162106.OF	金鹰持久回报 A	2012-9-7	1 年定存+1.1%	4.60%	3.42	3 年	半年
161506.OF	银河通利 A	2012-10-25	1.3x1 年定存	4.55%	17.77	2 年	半年
165518.OF	信诚双盈 A	2012-10-12	1 年定存+1.5%	5.00%	2.55	3 年	半年
166013.OF	中欧信用增利 A	2012-10-16	1 年定存+1.25%	4.75%	5.15	3 年	半年
166106.OF	信达澳银稳定增利 A	2012-11-7	1.3x1 年定存	4.55%	2.13	3 年	半年
162512.OF	国联安双佳信用 A	2012-12-4	1.4x1 年定存	4.90%	11.48	3 年	半年

资料来源: WIND, 招商证券

## 2、有固定存续期封闭型分级债基

有固定存续期封闭型分级债基也称为封闭式，早期发行的富国汇利、大成景丰均采用了这种模式，目前有 5 只分级债基设计为封闭式。这种模式下，基金份额合并募集，募集后拆分为 A、B 份额，均上市交易，不能申购赎回，不设有配对转换机制。A 份额约定收益计入净值，到期 A、B 份额按净值转为母基金份额再转为 LOF 份额供赎回。

图 4: 有固定存续期封闭型分级债基运作模式



资料来源: 招商证券

封闭式分级债基在封闭期内 A、B 份额均封闭上市交易，份额数量及份额配比维持不变。最早发行的分级债基均采用了封闭式的方式，但封闭式分级债基却没有成为主流的运作模式，主要归因于：首先，封闭式的募集方式无法充分利用银行渠道，封闭式分级债基合并募集、募集后拆分为 A、B 份额，均上市交易，在二级市场交易子基金要求投资者必须具有股票账户，限制了一部分银行渠道部分客户投资热情。其次由于子基金上市之后通常会折价，降低了投资者在基金发售时认购的动力，投资者更倾向于在子基金上市后在二级市场折价加多，价格便宜的时候买入。由于模式设计原因该类型产品的发行规模相对低于半开放式产品。从目前已发行的五只封闭式债基情况来看，富国汇利和大成景丰由于是最先发行的两只债基而且基金经理以往较好的业绩，使得基金首发规模达到 30 亿元，其他三只的规模相对较小。

表 4: 有固定存续期封闭型分级债基 (2012-7-20)

基金简称	基金份额 (亿份)	A 份额 证券代码	A 份额	A 份额 (亿份)	B 份额 证券代码	B 份额	B 份额 (亿份)	份额 配比
富国汇利	29.99	150020.SZ	汇利 A	20.99	150021.SZ	汇利 B	9.00	7:3
大成景丰	32.45	150025.SZ	景丰 A	22.71	150026.SZ	景丰 B	9.73	7:3
泰达宏利聚利	15.82	150034.SZ	聚利 A	11.07	150035.SZ	聚利 B	4.75	7:3
海富通稳进增利	2.21	150044.SZ	海富通增利 A	1.76	150045.SZ	海富通增利 B	0.44	8:2
浦银安盛增利	9.06	150062.SZ	浦银增利 A	6.34	150063.SZ	浦银增利 B	2.72	7:3

资料来源: WIND, 招商证券

封闭式分级债基没有设定折算条款, 封闭期结束后 A 份额收回本金和利息, B 份额的投资者则得到母基金净资产减去属于 A 份额投资者的本息和之后的所有者权益。这种类型的分级基金在封闭期结束后实行清算, 类似于 B 份额向 A 份额实行定期借款, 到期一次还本付息。A 份额和 B 份额的投资者分配到各自的资产后, A 份额和 B 份额的借贷关系解, 属于清算式资产分配。

目前, 封闭式分级债基份额封闭期通常为 3 年 (泰达宏利聚利设计为 5 年), A 份额的约定收益通常以与封闭期相同期限的产品的收益率为基准, 如 3 年定存、3 年期中票发行利率、泰达宏利聚利以五年前国债到期收益率为基准。在封闭期内汇利 A、景丰 A、浦银安盛增利 A 的约定收益是固定的, 而泰达宏利聚利 A、海富通稳进增利 A 的约定收益是每季度进行调整的。

汇利 A、景丰 A、浦银安盛增利 A 这类固定期限固定利率的基金份额, 类似于到期一次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 赎回实现。由于约定收益是固定的, 在降息通道中相对于调整约定收益产品表现更好。此类份额目前在二级市场上多为折价交易, 考虑折价和约定收益后, 到期收益率相比同期限的银行存款和企业债具有明显的优势。聚利 A 与海富通增利 A 具有固定期限, 但约定收益每季度进行调整, 类似于到期一次还本付息的浮息债券。

对于封闭式分级债基 A 份额需要测算到期收益率。我们假定以当前价格买入 A 份额并持有到期, 到期收回约定收益及份额净值, 对于聚利 A 与浦银增利 A, 在计算到期收益率时假设在剩余存续期内维持当前约定收益率。通过测算可以看出封闭式分级债基汇利 A、景丰 A 剩余期限均小于两年, 到期收益率达到 5% 以上, 相比同期银行存款利率 (两年定存 3.75%) 具有明显优势, 与企业债到期收益率相比亦具有相对优势 (2012 年 7 月 17 日银行间 2 年期 AA+ 企业债到期收益率 4.75%)。由于剩余期限短, 母基金净值波动较小, 且在母基金三年累计净值大幅下跌时才会危及 A 份额净值及收益, 所以我们认为对于有意持有到期的投资者来说汇利 A、景丰 A 是很好的选择。聚利 A 在封闭式 A 份额中由于折价较多且剩余期限较长, 到期收益率最高建议积极关注。

表 5: 封闭式 A 份额情况 (2012-7-20)

证券简称	约定收益	当期收益率	运作周期	约定收益调整
富国汇利分级 A	3 年期 AAA 级中票发行利率下限+0.5%	3.87%	3 年	3 年净值累计涨跌大于-21.9%, 到期获得年化收益为 3.87%
大成景丰分级 A	3 年定存+0.7%	4.03%	3 年	3 年净值累计涨跌大于-21.45%, 到期获得年化收益为 3 年期银行定期存款利率+0.7%
泰达宏利聚利 A	1.3 倍的五年期国债到期收益率	3.8234%	5 年	聚利 A 每个季度初调整约定基准收益率
海富通稳进增利 A	3 年定存+0.5%	5.15%	3 年	每季度调整一次, 调整日为公历年每季度初的第一个自然日
浦银安盛增利 A	3 定存存+0.25%	5.25%	3 年	基金合同生效后, 本基金的约定目标收益率在封闭期内保持不变

资料来源: WIND, 招商证券

敬请阅读末页的免责声明

表 6:封闭式 A 份额到期收益率 (2012-7-20)

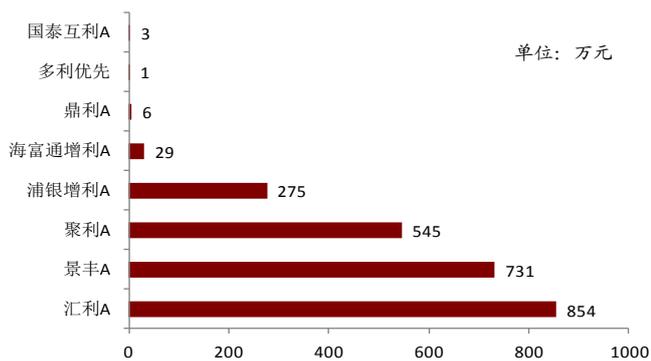
代码	简称	约定收益率	到期收益率	收盘价	净值	到期日	剩余期限 (年)
150020.SZ	富国汇利 A	3.87%	5.06%	1.055	1.0720	2013/9/9	1.14
150025.SZ	大成景丰 A	4.03%	5.05%	1.054	1.0710	2013/10/15	1.24
150034.SZ	泰达宏利聚利 A	3.8234%	6.34%	0.942	1.0520	2016/5/13	3.82
150044.SZ	海富通增利 A	5.15%	6.04%	1.019	1.0480	2014/9/1	2.12
150062.SZ	浦银安盛增利 A	5.25%	5.62%	1.015	1.0320	2014/12/13	2.40

资料来源: WIND, 招商证券

封闭式分级债基 A、B 份额均上市交易, 从历史来看封闭式 A 在二级市场均处于折价状态。对于封闭式基金的为何折价, 一直是理论界很难明确解释的一个问题, 被称为“封闭式基金折价之谜”。我们认为 A 份额保持折价交易可能的原因有封闭式基金成交量较小, 投资者需要有一定的流动性溢价补偿; 封闭式基金在运作期内无法按净值赎回, 只能通过二级市场卖出, 二级市场的预期存在差异, 需要给买入者一定的风险补偿。

封闭式分级债基 A 份额的折价率与债券市场走势较一致, 尤其是成交量较为活跃的汇利 A、景丰 A, 当债市走强母基金净值上升时优先份额的折价率也会缩小, 而当债市走熊时优先份额的折价率会扩大。

图 5: 上市 A 份额日均成交量 (2012-6-19 至 2012-7-19) 图 6: 封闭式分级债基 A 份额折价率



资料来源: WIND, 招商证券



资料来源: WIND, 招商证券

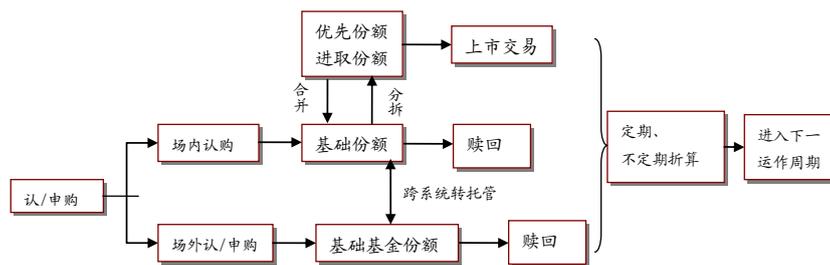
### 3、永续型分级债基

永续型分级债基也称为开放式, 目前仅嘉实多利、中欧鼎利和国泰信用互利 3 只债基采用了开放式。

这种模式下, 基金发售时通常采用场内场外同时认购: 场外认购的确认为基础份额, 场内认购的拆分为 A 份额 (优先份额) 和 B 份额 (进取份额), 其中优先份额和进取份额上市交易, 基础份额可以进行申购赎回。

另外还通常设计配对转化机制, 包括分拆和合并两个方面。分拆是将基础份额按照一定比例拆分为优先份额和普通份额, 合并是将一定比例的优先份额和普通份额合并成基础份额。

图 7: 永续型分级债基运作模式



资料来源: 招商证券

三只永续型分级债基, 多利的份额配比为 8:2, 份额杠杆最高, 鼎利与国泰互利维持 7:3 的份额杠杆。在永续型分级债基存续期间 A/B 份额配比不会发生变化。

表 7: 永续型分级债基 (2012-7-20)

基金代码	基金简称	份额 (亿份)	证券代码	A 份额	份额 (亿份)	证券代码	B 份额	份额 (亿份)	份额 配比
160718.OF	嘉实多利	9.58	150032.SZ	多利优先	0.13	150033.SZ	多利进取	0.03	8:2
166010.OF	中欧鼎利	3.89	150039.SZ	中欧鼎利 A	0.63	150040.SZ	中欧鼎利 B	0.27	7:3
160217.OF	国泰互利	3.75	150066.SZ	国泰互利 A	0.35	150067.SZ	国泰互利 B	0.15	7:3

资料来源: WIND, 招商证券

永续型 A 份额中的多利优先约定利率固定, 没有固定的到期日, 定期通过到期折算为基础份额赎回实现相关的利息收益。相当于固定利息的永续年金。

鼎利 A 约定收益基准根据上一折算日中国人民银行公布并执行的金融机构人民币一年期定期存款基准利率确定, 即约定收益每年进行调整。考虑到鼎利的折算条款约定每运作满 3 年, 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, 两类份额均会收回本金及投资收益。鼎利 A 属于具有固定期限浮动利率到期一次还本付息的固定收益型产品。

国泰信用互利的 A 份额约定收益根据基准利率动态调整, 没有固定到期日, 由于约定收益动态调整, 在加息周期中会比较受青睐, 而在降息周期中吸引力将大大下降。

表 8: 封闭式 A 份额情况 (2012-7-20)

证券简称	约定收益条款	约定收益	备注
嘉实多利优先	5%	5%	约定收益每年兑现
中欧鼎利分级 A	1 年定存+1%	4.25%	基金合同生效后封闭一年, 一年后接受申赎
国泰信用互利分级 A	1 年定存+1.5%	5%	根据人行公布并执行的利率进行动态调整

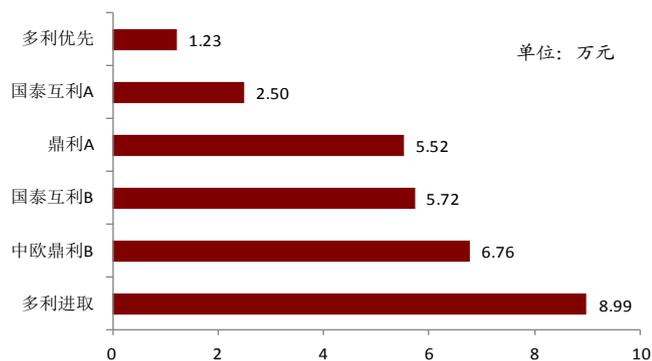
资料来源: WIND, 招商证券

对于永续型优先份额的投资, 由于本金没有退出机制, 通过二级市场卖出的方式来兑现, 容易受到折价率扰动的影响, 若卖出量较大产生冲击成本或卖出时折价率扩大都会影响优先份额的投资收益。

当前永续型分级债基 A 份额与封闭式基金一样维持折价交易, 由于存在配对转换机制的套利机制即投资者从场内申购母基金份额后, 既可以持有母基金份额, 也可以选择按比例分拆成进取份额和优先份额, 然后伺机卖出。同理, 投资者可以直接从场内赎回所持有的母基金份额, 也可以先申请按比例将其持有的进取份额和优先份额合并为母基金份额, 然后将其赎回。所以在 A 份额折价的情况下, B 份额维持溢价交易。

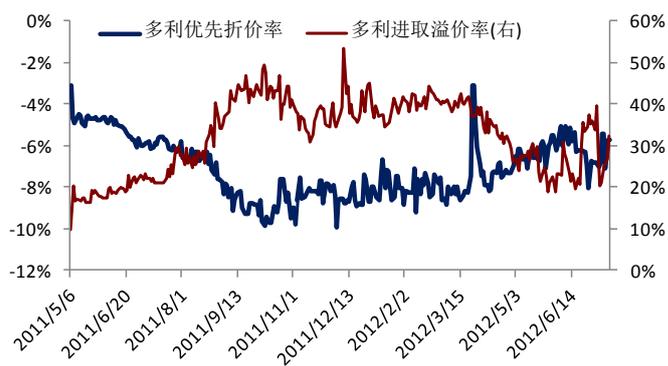
由于永续型分级债基子基金的规模很小, 而成交多集中于进取份额, 优先份额的成交量非常小, 在配对转换机制下, 优先份额的折价率会随着进取份额溢价的变动而变动。

图 8: 永续型子基金日均成交量 (2012/6/19-2012/7/19)



资料来源: WIND, 招商证券

图 9: 嘉实多利子基金折溢价率



资料来源: WIND, 招商证券

图 10: 中欧鼎利子基金折溢价率



资料来源: WIND, 招商证券

图 11: 国泰信用互利子基金折溢价率



资料来源: WIND, 招商证券

永续型子基金的本金没有退出机制, 收益只能通过折算实现, 分定期折算和到点折算两种方式。

### (1) 定期折算

定期折算指按固定周期进行基金份额的折算, 子基金份额或子基金净值超过 1 的部分定期折算为母基金份额的分配, 母基金份额可以进行赎回, 因此定期的折算会产生现金流, 有类似于分红的效用。

目前 3 只永续型分级债基设计的定期折算条款各不相同。

**嘉实多利:** 每运作一年折算折算, 若进取份额单位净值大于 1, 则两类份额净值中超过 1 的部分折算为基础份额; 若进取类份额净值小于 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优先类份额数量也随进取份额相应缩减, 且净值调整为 1, 折算前资产超出部分折算为基础份额。

**中欧鼎利:** 每运作满 3 年, 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。根据折算条款, 3 年运作周期结束后, 两类份额均会收回本金及投资收益。

**国泰信用互利:** 每年初对 A 份额进行折算, 其单位净值超过 1 的部分折为基础份额, B 份额的数量和单位净值保持不变。这种折算条款下, A 份额每年得到利息, 折算为等价

值的母基金可以赎回变现，实现利息收益。A 份额相对于永续年金，每年收到分红但没有本金的回收机制。

## （2）到点折算

到点折算是不定期折算，当指定的基金份额达到阈值时，进行基金份额的折算。当母基金份额净值逐渐升高时，由于高风险份额获得相对较高的收益，因此高风险份额的资产净值占母基金的比例在提高，从而降低高风险份额部分的杠杆。同样，在母基金份额净值下降时，高风险份额的杠杆不断上升。（这一点从文后 B 份额的实际杠杆分析红可以明显看到）。到点折算可实现高风险份额杠杆维持在一定的范围内，防止高风险份额的风险收益水平严重偏离基金起始运行情况，避免极端杠杆的出现。到点折算可以分为向上到点折算和向下到点折算，向上的到点折算会提升杠杆，向下的到点折算则会降低杠杆。

**嘉实多利：**当进取份额净值小于或等于 0.4 元后，启动向下到点折算，三类份额净值均调整为 1，进取份额数量按折算前单位净值与 1 的比例进行缩减，在保持份额配比不变的前提下，优先份额按照进取份额的折算比例进行相应的缩减，与折算前的资产差额全部折算为基础份额。

**中欧鼎利：**当进取份额净值小于或等于 0.3 元后，向下折算，操作与到期折算一致。

**国泰信用互利：**（1）**向下到点折算；**当进取份额净值小于或等于 0.4 元后，启动向下到点折算，三类份额净值均调整为 1，进取份额数量按折算前单位净值与 1 的比例进行缩减，在保持份额配比不变的前提下，优先份额按照进取份额的折算比例进行相应的缩减，与折算前的资产差额全部折算为基础份额。（2）**向上到点折算；**当进取份额净值大于或等于 1.6 元时，三类份额的单位净值均调整为 1，子基金份额数量保持不变，单位净值 1 的部分折算为基础份额，基础份额数量按折算前单位净值与 1 的比例增加。

## 三、进取份额投资分析

对于分级债基 B 份额的投资，需要综合考虑多个因素，首先是母基金运营的基本情况，类似于基本面的分析，包括基金经理投资管理能力、投资类型（一级债基、二级债基或纯债基金）、主要投资品种和回购杠杆的使用情况；其次是 B 份额的杠杆情况，类似于产品结构分析，包括初始杠杆、理论杠杆、实际杠杆以及 B 份额盈亏平衡的必要收益率；最后需要关注 B 份额的市场交易价格，类似于估值的分析，主要是 B 份额的折溢价率情况。

### （1）基本面分析：母基金运营情况

从资产配置来看，嘉实多利股票配置的仓位在二级分级债基中较高，达到资产净值 18.38%，较高的股票配置仓位可能带来母基金净值较大的波动性，受到杠杆作用 B 份额净值的波动性也可能更大。从资产总值与净值比来看，当前分级债基都采用了较高的杠杆。

表 9: 分级债基资产配置 (2012 年中报)

证券简称	投资类型	股票	债券	银行存款	其他资产	资产总值与净值比
天弘添利	一级债基	0.74%	135.07%	4.06%	11.21%	151.08%
富国天盈	一级债基	0.00%	120.34%	6.01%	16.51%	142.85%
万家添利	一级债基	3.76%	100.29%	0.95%	22.25%	127.24%
博时裕祥	一级债基	0.00%	197.78%	25.12%	14.56%	237.45%
长信利鑫	一级债基	0.00%	148.25%	4.94%	3.69%	156.89%
天弘丰利	一级债基	0.00%	144.28%	5.60%	4.52%	154.39%
鹏华丰泽	纯债基金	0.00%	164.65%	12.77%	7.65%	185.08%
诺德双翼	一级债基	0.00%	107.32%	26.66%	15.56%	149.54%
金鹰回报	一级债基	0.00%	145.40%	3.57%	18.01%	166.97%
银河通利	一级债基	0.00%	95.92%	1.26%	7.19%	104.36%
信诚双盈	一级债基	0.00%	163.07%	28.48%	14.35%	205.90%
中欧增利	一级债基	0.00%	115.31%	0.81%	12.94%	129.06%
富国汇利	一级债基	0.08%	142.70%	2.03%	11.73%	156.54%
大成景丰	二级债基	3.65%	116.81%	2.73%	1.68%	124.87%
泰达聚利	一级债基	0.00%	178.33%	1.30%	9.59%	189.22%
海富通增利	二级债基	0.00%	158.16%	4.00%	2.96%	165.12%
浦银增利	一级债基	0.00%	187.11%	9.96%	5.94%	203.00%
嘉实多利	二级债基	18.38%	115.41%	5.05%	1.56%	140.40%
中欧鼎利	二级债基	8.85%	90.19%	2.34%	5.63%	107.02%
国泰互利	一级债基	0.00%	131.75%	1.98%	12.39%	146.12%

资料来源: WIND, 招商证券

今年以来分级债基倾向于回购等操作来增大杠杆, 今年以来债券分级基金增加了信用债的配比, 提高了债券投资的杠杆, 使得在市场利率下降, 利差收窄时, 分级债基母基金净值涨幅往往大于债券市场平均涨幅。

表 10: 分级债基各类债券占基金资产净值比 (2012 年中报, %)

基金名称	投资类型	国债	金融债	央票	利率债	企业债	可转债	合计	债券杠杆
天弘添利	一级债基	0.00	19.38	0.00	19.38	114.74	0.95	135.07	1.35
富国天盈	一级债基	0.00	0.00	4.68	4.68	114.39	1.27	120.34	1.20
万家添利	一级债基	0.00	9.04	0.00	9.04	76.57	14.68	100.29	1.00
博时裕祥	一级债基	85.94	6.38	0.00	92.32	100.61	4.84	197.78	1.98
长信利鑫	一级债基	0.00	0.00	4.17	4.17	138.36	5.72	148.25	1.48
天弘丰利	一级债基	7.50	0.00	0.00	7.50	135.88	0.90	144.28	1.44
鹏华丰泽	纯债基金	0.00	3.11	0.00	3.11	161.08	0.46	164.65	1.65
诺德双翼	一级债基	4.66	0.00	0.00	4.66	102.32	0.34	107.32	1.07
金鹰回报	一级债基	0.00	0.00	0.00	0.00	145.40	0.00	145.40	1.45
银河通利	一级债基	0.00	11.67	0.00	11.67	83.78	0.46	95.92	0.96
信诚双盈	一级债基	3.86	0.00	0.00	3.86	157.40	1.81	163.07	1.63
中欧增利	一级债基	0.00	0.00	0.00	0.00	115.31	0.00	115.31	1.15
富国汇利	一级债基	0.00	14.32	0.00	14.32	119.38	8.39	142.10	1.42
大成景丰	二级债基	1.30	4.81	0.00	6.10	72.80	37.91	116.81	1.17
泰达聚利	一级债基	0.00	24.92	0.00	24.92	146.42	7.00	178.33	1.78
海富通增利	二级债基	0.00	0.00	0.00	0.00	153.93	4.23	158.16	1.58
浦银增利	一级债基	0.97	0.00	0.00	0.97	146.67	39.47	187.11	1.87
嘉实多利	二级债基	5.35	11.62	2.02	18.99	76.96	19.45	115.41	1.15
中欧鼎利	二级债基	0.00	0.00	3.92	3.92	67.88	18.39	90.19	0.90
国泰互利	一级债基	6.30	0.00	0.00	6.30	125.45	0.00	131.75	1.32

资料来源: WIND, 招商证券

表 11: 分级债基各类债券占基金资产净值比 (2012 年一季报, %)

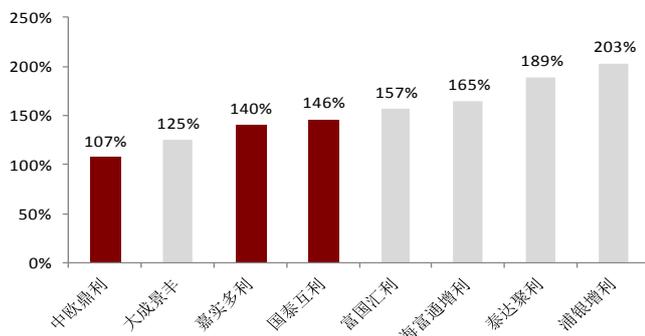
基金名称	投资类型	国债	金融债	央票	利率债	企业债	可转债	合计	债券杠杆
天弘添利	一级债基	0.00	22.08	0.00	22.08	112.46	0.37	134.91	1.35
富国天盈	一级债基	0.32	0.00	4.99	5.31	159.00	0.00	164.31	1.64
万家添利	一级债基	0.00	0.00	0.00	0.00	126.73	4.30	131.03	1.31
博时裕祥	一级债基	214.73	6.81	0.00	221.54	108.54	4.72	334.80	3.35
长信利鑫	一级债基	0.00	0.00	4.89	4.89	126.09	2.53	133.50	1.34
天弘丰利	一级债基	15.76	18.92	0.00	34.67	128.56	0.00	163.23	1.63
鹏华丰泽	纯债基金	0.00	1.64	0.00	1.64	139.23	0.03	140.91	1.41
富国汇利	一级债基	0.00	14.97	0.00	14.97	129.16	1.19	145.32	1.45
大成景丰	二级债基	2.32	8.21	0.00	10.53	74.96	35.48	120.97	1.21
泰达宏利聚利	一级债基	0.00	25.94	0.00	25.94	134.89	4.30	165.13	1.65
海富通稳进增利	二级债基	0.00	0.00	0.00	0.00	149.79	10.05	159.84	1.60
浦银安盛增利	一级债基	1.48	0.00	0.00	1.48	146.24	0.05	147.77	1.48
嘉实多利	二级债基	0.42	12.81	1.61	14.83	67.82	0.24	82.89	0.83
中欧鼎利	二级债基	5.80	11.56	5.51	22.88	54.68	17.11	94.66	0.95
国泰信用互利	一级债基	5.20	0.00	0.00	5.20	134.89	0.00	140.09	1.40

资料来源: WIND, 招商证券

从三种模式母基金的杠杆对比来看, 相对于开放式分级债基, 封闭式分级债基由于在封闭期间没有赎回的压力, 通常采用的杠杆更高, 以基金资产总值与净值比来看, 封闭式分级债基平均比值为 167.75%, 而开放式分级债基平均比值为 131.18%。

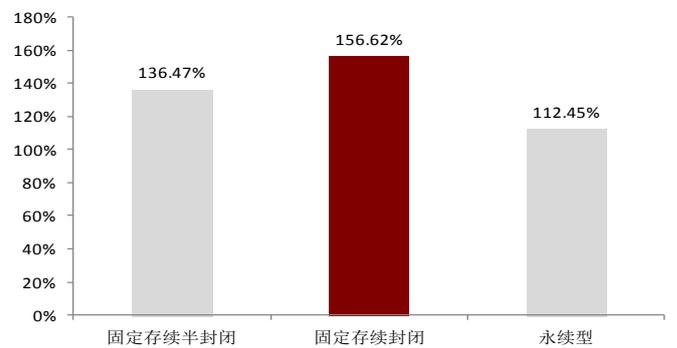
在资产配置中, 封闭式债基的债券投资总值与资产净值的占比也最高。

图 12: 基金资产总值与净值比 (2012 年中报)



资料来源: WIND, 招商证券

图 13: 债券总值占基金资产净值比 (2012 年中报)



资料来源: WIND, 招商证券

## (2) 产品结构分析: B 份额杠杆情况

进行产品结构分析时需要关注 B 份额的初始杠杆、理论杠杆和实际杠杆以及达到 B 份额盈亏平衡母基金所需要的收益率。分级债基获得杠杆的原理相当于进取份额持有者向稳健份额持有者融资, 获得资金杠杆。

B 份额的初始杠杆指基金刚成立或前一开发日后, 份额的配比。

$$\text{初始杠杆} = \frac{\text{进取份额数量} + \text{优先份额数量}}{\text{进取份额数量}}$$

B 份额的理论杠杆, 指的是当持有进取份额的时间较短, 而母基金净值波动较大时, 对优先份额的收益几乎可以忽略不计。此时理解为母基金的收益完全分配给进取份额, 进取份额的杠杆由份额配比、母基金和进取份额的净值确定。可以理解为资产结构也就是母基金的资产净值与进取份额资产净值的比。

$$\text{理论杠杆} = \frac{\text{进取份额数量} + \text{优先份额数量}}{\text{进取份额数量}} \times \frac{\text{母基金净值}}{\text{进取份额净值}}$$

B 份额的实际杠杆指的在一定的时间区间内母基金份额净值变动的百分比引起的 B 份额净值变动的百分比。

$$\text{实际杠杆} = \frac{\text{B 份额净值增长率}}{\text{母基金净值增长率}}$$

$$\text{实际杠杆} = \frac{\frac{\text{Nav}_t^B - \text{Nav}_{t-1}^B}{\text{Nav}_{t-1}^B} \times 100\%}{\frac{\text{Nav}_t^{\text{母}} - \text{Nav}_{t-1}^{\text{母}}}{\text{Nav}_{t-1}^B} \times 100\%}$$

从收益的敏感性分析来看，大部分分级债基只有在母基金的净值增长率超过 4% 时，才能保证进取份额净值不亏损。

表 12: 分级债基 B 份额杠杆

证券代码	证券简称	初始 杠杆	理论 杠杆	实际杠杆 (持有一年)					
				-8%	-6%	-4%	4%	6%	8%
150027.SZ	天弘添利 B	3.00	2.75	4.47	4.97	5.95	0.05	1.03	1.52
150041.SZ	富国天盈 B	3.33	2.89	5.14	5.74	6.94	-0.28	0.93	1.53
150038.SZ	万家添利 B	3.41	3.17	5.18	5.77	6.94	-0.13	1.05	1.64
150043.SZ	博时裕祥 B	5.00	4.26	8.00	9.00	11.00	-1.00	1.00	2.00
150042.SZ	长信利鑫 B	3.08	2.73	4.57	5.07	6.06	0.11	1.10	1.60
150046.SZ	天弘丰利 B	3.86	3.18	5.99	6.69	8.11	-0.39	1.03	1.73
150061.SZ	鹏华丰泽 B	3.33	2.90	5.09	5.67	6.84	-0.18	0.99	1.58
150068.SZ	诺德双翼 B	3.00	2.85	4.47	4.97	5.95	0.05	1.03	1.52
150078.SZ	金鹰回报 B	3.33	3.09	5.05	5.62	6.77	-0.10	1.04	1.62
150079.SZ	银河通利 B	3.33	3.25	5.04	5.60	6.74	-0.07	1.06	1.63
150081.SZ	信诚双盈 B	3.33	3.09	5.17	5.78	7.00	-0.33	0.89	1.50
150087.SZ	中欧增利 B	3.33	3.17	5.09	5.68	6.85	-0.19	0.99	1.57
150082.SZ	信达增利 B	3.33	3.32	5.03	5.60	6.74	-0.07	1.06	1.63
150080.SZ	国联安双佳 B	3.33	3.36	5.14	5.74	6.94	-0.28	0.93	1.53
150021.SZ	富国汇利 B	3.33	3.02	4.80	5.28	6.26	0.41	1.38	1.87
150026.SZ	大成景丰 B	3.33	4.01	4.88	5.40	6.43	0.23	1.27	1.78
150035.SZ	泰达聚利 B	3.33	2.86	4.82	5.32	6.31	0.35	1.35	1.84
150045.SZ	海富通增利 B	5.00	3.95	8.14	9.18	11.28	-1.27	0.82	1.86
150063.SZ	浦银增利 B	3.33	2.88	5.24	5.88	7.15	-0.48	0.79	1.43
150033.SZ	嘉实多利进取	5.00	5.15	8.06	9.08	11.13	-1.12	0.92	1.94
150040.SZ	中欧鼎利 B	3.33	3.45	4.95	5.49	6.56	0.10	1.18	1.72
150067.SZ	国泰互利 B	3.33	3.14	5.17	5.78	7.00	-0.33	0.89	1.50

资料来源: WIND, 招商证券

表 13: 债券型分级基金收益敏感性分析

子基金简称	优先份额约定收益	基础份额年收益 (扣除费用前)									进取份额盈亏平衡点
		-8%	-6%	-4%	-2%	0	2%	4%	6%	8%	
汇利 B	3.87%	-38.4%	-31.7%	-25.0%	-18.4%	-11.7%	-5.0%	1.6%	8.3%	15.0%	3.51%
景丰 B	4.03%	-39.1%	-32.4%	-25.7%	-19.1%	-12.4%	-5.7%	0.9%	7.6%	14.3%	3.72%
聚利 B	3.8234%	-38.6%	-31.9%	-25.3%	-18.6%	-11.9%	-5.3%	1.4%	8.1%	14.7%	3.58%
海富通增利 B	5.15%	-65.1%	-55.1%	-45.1%	-35.1%	-25.1%	-15.1%	-5.1%	4.9%	14.9%	5.02%
浦银增利 B	5.25%	-41.9%	-35.3%	-28.6%	-21.9%	-15.3%	-8.6%	-1.9%	4.8%	11.4%	4.57%
多利进取	5%	-64.5%	-54.5%	-44.5%	-34.5%	-24.5%	-14.5%	-4.5%	5.5%	15.5%	4.90%
鼎利 B	4.25%	-39.6%	-32.9%	-26.3%	-19.6%	-12.9%	-6.2%	0.4%	7.1%	13.8%	3.87%
国泰互利 B	5%	-41.3%	-34.7%	-28.0%	-21.3%	-14.7%	-8.0%	-1.3%	5.3%	12.0%	4.40%
天弘添利 B	4.55%	-35.8%	-29.8%	-23.8%	-17.8%	-11.8%	-5.8%	0.2%	6.2%	12.2%	3.93%
天盈 B	4.90%	-41.1%	-34.4%	-27.8%	-21.1%	-14.4%	-7.8%	-1.1%	5.6%	12.2%	4.33%
万家添利 B	4.60%	-41.4%	-34.6%	-27.8%	-21.0%	-14.1%	-7.3%	-0.5%	6.3%	13.1%	4.15%
裕祥 B	4.75%	-64.0%	-54.0%	-44.0%	-34.0%	-24.0%	-14.0%	-4.0%	6.0%	16.0%	4.80%
利鑫 B	4.375%	-36.6%	-30.4%	-24.2%	-18.1%	-11.9%	-5.7%	0.4%	6.6%	12.8%	3.86%
丰利 B	4.73%	-47.9%	-40.2%	-32.4%	-24.7%	-17.0%	-9.3%	-1.6%	6.2%	13.9%	4.40%
丰泽 B	4.73%	-40.7%	-34.0%	-27.4%	-20.7%	-14.0%	-7.4%	-0.7%	6.0%	12.6%	4.21%
双翼 B	4.55%	-35.8%	-29.8%	-23.8%	-17.8%	-11.8%	-5.8%	0.2%	6.2%	12.2%	3.93%
回报 B	4.60%	-40.4%	-33.7%	-27.1%	-20.4%	-13.7%	-7.1%	-0.4%	6.3%	12.9%	4.12%
通利 B	4.55%	-40.3%	-33.6%	-27.0%	-20.3%	-13.6%	-7.0%	-0.3%	6.4%	13.1%	4.08%
双盈 B	5.00%	-41.3%	-34.7%	-28.0%	-21.3%	-14.7%	-8.0%	-1.3%	5.3%	12.0%	4.40%
中欧信用 B	4.75%	-40.8%	-34.1%	-27.4%	-20.8%	-14.1%	-7.4%	-0.8%	5.9%	12.6%	4.23%
信达增利 B	4.55%	-40.3%	-33.6%	-26.9%	-20.3%	-13.6%	-6.9%	-0.3%	6.4%	13.0%	4.08%
双佳 B	4.90%	-41.1%	-34.4%	-27.8%	-21.1%	-14.4%	-7.8%	-1.1%	5.6%	12.2%	4.33%

资料来源: WIND, 招商证券

注: 计算 B 份额收益率时考虑了基金年管理费和托管费

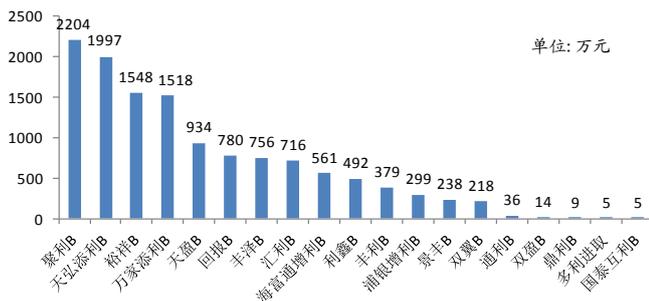
(3) 估值分析: B 份额的市场交易价格

分级基金进取份额的交易价格与实际净值并不完全一致, 差别用折价率来表示。

$$\text{折价率} = (\text{进取份额价格} / \text{进取份额净值} - 1) \times 100\%$$

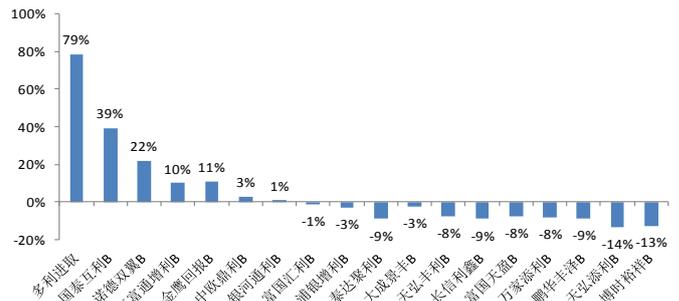
折价率不会保持不变, 折价率的变动体现投资者的情绪和对后市的预期, 折价率的变动很大程度上决定了进取份额价格的变化。当前分级债基进取份额中, 永续型的多利进取、鼎利 B 与国泰信用互利 B 处于溢价交易状态, 而封闭式与半开放式分级债基的 B 份额多处于折价交易状态。

图 14: 分级债基 B 份额日均成交量 (2012/6/18-7/18)



资料来源: WIND, 招商证券

图 15: 分级债基 B 份额折溢价率 (2012-7-13)



资料来源: WIND, 招商证券

半开放式分级债基上市交易的 B 份额，2012 年之前上市的仅丰泽 B 和裕祥 B 短期出现了溢价，其余时间均处于折价交易状态，2012 年新上市的诺的双翼、金鹰汇报和银河通利当前处于溢价交易状态，其余亦均处于折价交易状态。

图 16: 天弘添利 B 折价率情况



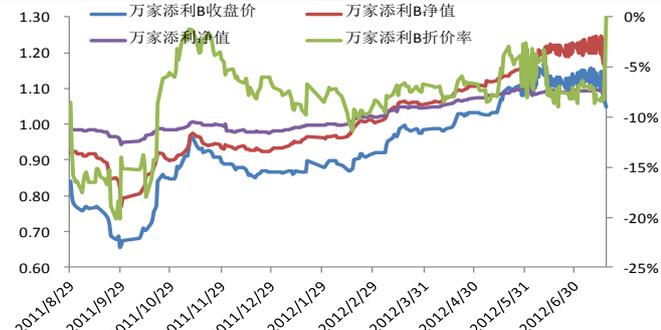
资料来源: WIND, 招商证券

图 17: 富国天盈 B 折价率情况



资料来源: WIND, 招商证券

图 18: 万家添利 B 折价率情况



资料来源: WIND, 招商证券

图 19: 博时裕祥 B 折价率情况



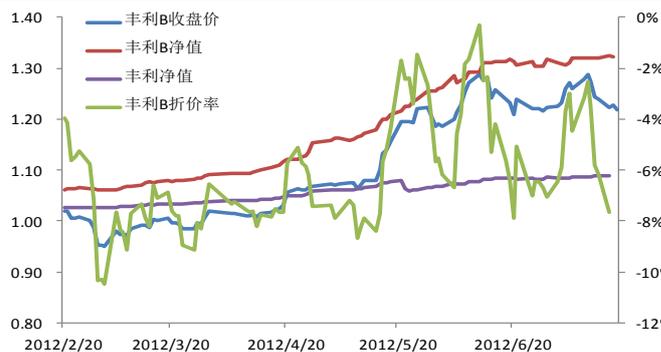
资料来源: WIND, 招商证券

图 20: 长信利鑫 B 折价率情况



资料来源: WIND, 招商证券

图 21: 天弘丰利 B 折价率情况



资料来源: WIND, 招商证券

图 22: 鹏华丰泽 B 折价率情况



资料来源: WIND, 招商证券

图 23: 浦银安盛增利 B 折价率情况



资料来源: WIND, 招商证券

封闭式分级基金中汇利 B、景丰 B 在上市初期出现了较大幅度溢价随后折溢价幅度逐渐缩小，海富通增利随着母基金净值的大幅增长，B 份额从上市的小幅溢价迅速上升，是目前封闭式分级 B 份额中唯一溢价交易的。泰达宏利聚利 B 与浦银安盛增利 B 则一直处于折价交易状态。从目前情况来看，封闭式分级债基 B 份额的折价率幅度小于半开放式分级债基。

图 24: 富国汇利 B 折价率情况



资料来源: WIND, 招商证券

图 25: 大成景丰 B 折价率情况



资料来源: WIND, 招商证券

图 26: 泰达宏利聚利 B 折价率情况



资料来源: WIND, 招商证券

图 27: 海富通增利 B 折价率情况



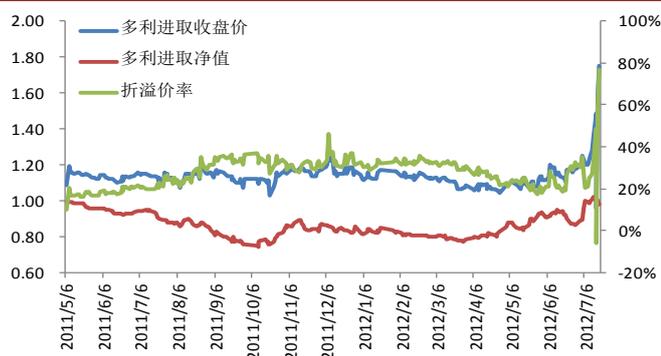
资料来源: WIND, 招商证券

前文我们已经介绍过永续型分级由于存在配对转换机制及 A 份额的折价交易所以 B 份额出于溢价交易状态。

当前永续型分级债基 A 份额与封闭式基金一样维持折价交易，由于存在配对转换机制的套利机制即投资者从场内申购母基金份额后，既可以持有母基金份额，也可以选择按比例分拆成进取份额和优先份额，然后伺机卖出。同理，投资者可以直接从场内赎回所持有的母基金份额，也可以先申请按比例将其持有的进取份额和优先份额合并为母基金份额，然后将其赎回。所以在 A 份额折价的情况下，B 份额维持溢价交易。

由于永续型分级债基子基金的规模很小，而成交多集中于进取份额，优先份额的成交量非常小，在配对转换机制下，优先份额的折价率会随着进取份额溢价的变动而变动。

图 28: 嘉实多利 B 份额溢价率



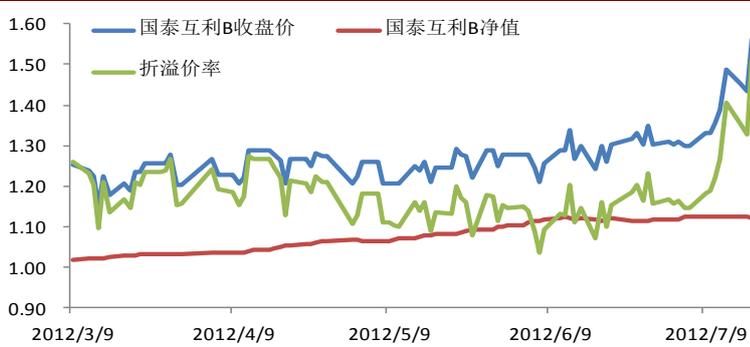
资料来源: WIND, 招商证券

图 29: 中欧鼎利 B 份额溢价率



资料来源: WIND, 招商证券

图 30: 中欧鼎利 B 份额溢价率



资料来源: WIND, 招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**罗樱：**浙江大学运筹学与控制论专业硕士，华中科技大学应用数学和财务管理双学士。2008年和2009年所在固定收益研究团队入围“新财富”。

**蒋飞：**北京大学软件与微电子学院工程硕士，厦门大学经济学院金融工程学士。曾任职于工银瑞信和华泰联合。

**张丁：**中国农业大学金融学硕士，湖南大学金融学学士。曾任职于中诚信国际信用评级公司，担任信评委委员和高级分析师。

**柴树懋：**南开大学经济学学士、世界经济硕士，目前主要从事债券研究。

## 招商证券债券信用评级符号和定义

等级符号	定义
投资档	A3 偿债主体还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低
	A2 偿债主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低
	A1 偿债主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低
投机档	B3 偿债主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般
	B2 偿债主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险
	B1 偿债主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高
	C3 偿债主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高
	C2 偿债主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C1 偿债主体不能偿还债务

注：债项符号含义与主体符号含义一致

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。