



2015 年 07 月 31 日

证券研究报告·衍生品研究

分级基金投资策略（0731）

市场震荡，分级 A 独具魅力

摘要

● 投资建议

市场继续震荡的概率较高，分级 A 也面临着较高的价格波动风险，可以通过精选标的降低风险。军工板块前期上涨幅度较大，可能面临着回调，推荐持有高流动性的**军工 A (150181)**；下折价值也是推动分级 A 价格上涨的重要力量，推荐**同瑞 A (150064)**、**创业板 A (150152)**，两者离下折较近，价格合理。

分级 B 风险较大，特别是高溢价、高整体溢价的分级 B，暂不建议持有。若市场确定反弹上行，可关注**一带一 B (150276)**、**传媒 B 级 (150248)**。

● 瑞福进取 (150001.SZ) +认沽期权 (10000302.SH)

瑞福进取 (150001.SZ) 是一只特殊的 B 类分级基金。分级运作将于 2015 年 8 月 13 日到期，届时瑞福进取自动转入瑞福深证 100 指数型证券投资基金 (LOF)，于 30 日内进行上市交易和场内外申购赎回。

根据最新数据估算，瑞福进取场内折价约为 8.2%，即若 8 月 13 日深证 100 指数不变，则有 8.2% 的收益，杠杆约为 1.5725。鉴于上证 50 和深证 100 指数相关度极高，选择 50ETF 沽 8 月 2.45 (10000302.SH) 按平均杠杆系数 6 所计算的比例对冲掉瑞福进取下行风险，对冲成本约为 1.6%。组合的理论最低收益率为 6%，指数下行收益按期权“超额”杠杆增加，指数上行收益按瑞福进取杠杆增加。

主要风险是：期权杠杆系数不稳定，瑞福进取杠杆也有小幅变化，随着杠杆的变化，对冲比率可能需要动态调整。

● 西证分级 A 综合指数

为了综合反映分级 A 市场的总体情况，我们编制了一个分级 A 综合指数：西证分级 A 综合指数，包含所有的 A 类分级基金，以场内流通份额为权重。设置 7 月 1 日的指数为基准指数 100。截至 30 日，西证分级 A 综合指数为 110.08，较上一交易日上升 0.97%，总成交额为 63.66 亿元，较上一交易日下降 31.78%。

西南证券研究发展中心

分析师：黄仕川

执业证号：S1250512040001

电话：023-67507084

邮箱：hsc@swsc.com.cn

相关研究

1. 分级基金投资策略：关于 A、B 齐跌的思考 (2015-07-29)
2. 分级基金投资策略：市场暴跌，重点配置分级 A (2015-07-28)
3. 分级基金投资策略：市场下跌，分级基金格局微调 (2015-07-27)
4. 分级基金投资策略：大涨之下，分级 B 投资需谨慎 (2015-07-24)
5. 分级基金投资策略：股市四连阳，分级 B 信心增强 (2015-07-22)

1. 市场概况

30 日，沪深股市尾盘急速下挫，上证综指报跌 2.2%，收于 3705.77 点。分级 B 也随之暴跌，近 20 只跌停，然而分级 A 一改早盘的颓势，迅速上涨，西证分级 A 综合指数收于 110.08，上升 0.97%，分级 A 总成交额为 63.66 亿元，下降 31.78%。

2. 市场点评

近期，沪深市场持续震荡，分级基金受其影响，涨跌格局也较为敏感。30 日，分级 B 早盘有所上涨，尾盘杀跌。从指数来看，券商板块跌幅最大，相应分级 B 基本跌停。市场或将维持震荡的态势，高杠杆、高溢价的分级 B 下行风险较大，建议谨慎持有。

分级 A 的行情恰恰相反，走势良好。主要原因有以下几点：第一，沪深股市下跌，利于 B 跌 A 涨格局形成；第二，分级 A 溢价套利盘基本释放完毕，价格上行压力减弱；第三，配对转换需求和下折价值推升了分级 A 的价格。值得注意的是，从近期市场表现来看，分级 A 上涨的主要动力并不是避险需求的上升，投资者对分级 B 依然比较热衷，主要表现在两个方面：从成交量来看，分级 A 的成交量较前两日有所下降，分级 B 成交量保持稳定；从分级 A 涨跌结构来看，兼具收益性、安全性、流动性的优良避险标的的市场表现并不比其它标的好。

3. 投资建议

市场继续震荡的概率较高，分级 A 也面临着较高的价格波动风险，可以通过精选标的降低风险。军工板块前期上涨幅度较大，可能面临着回调，推荐持有高流动性的**军工 A (150181)**；下折价值也是推动分级 A 价格上涨的重要力量，推荐**同瑞 A (150064)**、**创业板 A (150152)**，两者离下折较近，价格合理。

分级 B 风险较大，特别是高溢价、高整体溢价的分级 B，暂不建议持有。若市场确定反弹上行，可关注**一带一 B (150276)**、**传媒 B 级 (150248)**。

4. 风险提示

不少分级 B 临近下折，同时溢价率较高，一旦下折，将面临巨幅亏损，建议投资者回避。

表 1: 分级 B 下折风险提示

代码	名称	现价	净值预估	溢价率	参考指数	下折母基需跌	下折亏损
150302	证券股 B	0.377	0.3061	23.16%	证券公司	4.27%	18.80%
150226	证保 B 级	0.437	0.3349	30.49%	800 证保	6.31%	23.37%
150144	转债 B 级	0.92	0.655	40.46%	中证转债	6.83%	28.81%
150065	同瑞 B	0.376	0.324	16.05%	中证 200	7.45%	13.83%
150236	券商 B 级	0.429	0.363	18.18%	证券公司	8.21%	15.38%
150316	工业 4B	0.502	0.364	37.91%	工业 4.0	8.32%	27.49%
150224	证券 B 级	0.425	0.366	16.12%	证券公司	8.37%	13.88%
150153	创业板 B	0.534	0.366	45.90%	创业板指	8.42%	31.46%

注：分级 B 净值由估算而得到，因而下折母基金需跌数据可能与实际存在误差；下折亏损的计基于下折时溢价率不变的假设得到的。
数据来源：西南证券

5. 瑞福进取+认沽期权：低风险看多波动率

我们在 7 月 22 日的分级基金投资策略报告中，介绍过一只特殊的分级 B，瑞福进取（150001.SZ），当时由这只分级 B 与认沽期权构造了一个低风险看涨的组合，理论最低收益率为 1.4%。现在还是做这样一个低风险看涨组合，对冲方式做了改进，理论最低收益率为 6%。

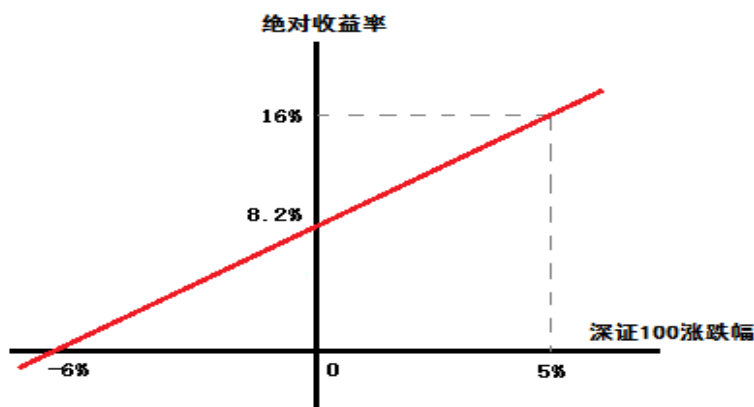
瑞福进取（150001.SZ）是一只特殊的 B 类分级基金。分级运作将于 2015 年 8 月 13 日到期，届时瑞福优先份额资产将以现金形式给付投资者，瑞福进取自动转入瑞福深证 100 指数型证券投资基金（LOF），于 30 日内进行上市交易和场内外申购赎回。

从最新数据来看，截至 7 月 30 日收盘，瑞福进取价格为 1.549，而瑞福进取的单位净值为 1.687，8.2%。

如果 8 月 13 日，深证 100 指数相对现在没有下跌，则可以享受 8.2% 的折价收益。按照瑞福进取 B 的杠杆计算，如果深证 100 指数下跌不超过 6%，都可能保证正收益，而如果深证 100 指数上涨，收益按照瑞福进取的杠杆上升。具体损益情况如下：

- 当深证 100 指数上涨 0%-5% 时，持有期绝对收益率约 8.2-16%；
- 当深证 100 指数涨跌幅为 0% 时，持有期绝对收益率约 8.2%；
- 当深证 100 指数下跌 0%-6% 时，有望保持正收益；
- 当深证 100 指数下跌大于 6% 时，可能会发生亏损。

图 1：瑞福进取的损益图



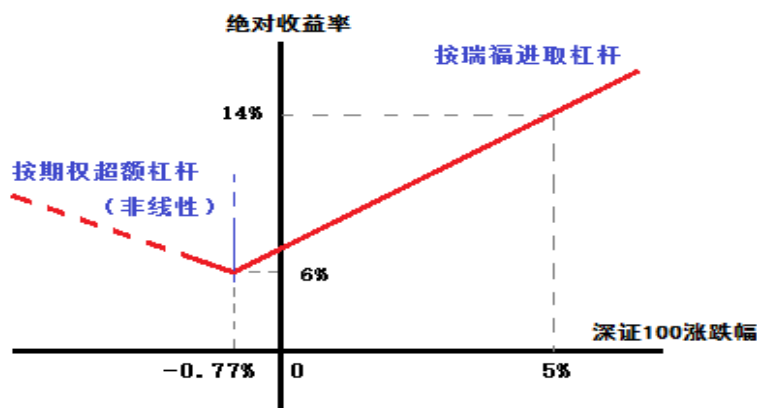
数据来源：西南证券

为了对冲掉指数的下跌风险，鉴于上证 50 和深证 100 指数相关度极高，可以用上证 50ETF 期权对冲：建议选取 50ETF 沽 8 月 2.45（代码 10000302.SH），以 7 月 30 日收盘价 0.14 计算，按照瑞福进取目前的净值杠杆 1.5725 进行对冲。考虑到期权到期时间和瑞福进取到期时间差距 13 天，需要把期权提前平仓，我们考虑期权也有一定的杠杆，平均杠杆系数为 6，这样，对冲成本约为 1.6%。具体损益情况如下：

- 当深证 100 指数下跌幅度等于 0.77% 时，绝对收益率约 6%；

- 当深证 100 指数上涨或下跌幅度不超过 0.77% 时，绝对收益率在 6% 的基础上按约 1.5 倍的杠杆增加；
- 当深证 100 指数下跌幅度大于 0.77% 时，绝对收益率在 6% 的基础上按期权的超额杠杆增加。

图 2：瑞福进取+认沽期权的损益图



数据来源：西南证券

注意：

- 对冲比例约为：每 560 手瑞福进取用 1 张认沽期权合约对冲；
- 组合持有期大致是 1 个月，绝对收益率是计算持有期期间所得收益；
- 若对市场看多的并愿意承担风险的投资者可直接购买瑞福进取以获得更高的收益可能；
- 期权需要在 8 月 13 日提前平仓。

风险：

- 对冲工具认沽期权合约的标的（上证 50ETF）和瑞福进取母基金跟踪的指数（深证 100 指数）不相同；
- 期权杠杆不稳定，瑞福进取杠杆也有小幅变化，随着杠杆的变化，对冲比率可能需要动态调整。

6. 西证分级 A 综合指数

为了综合反映分级 A 市场的总体情况，我们编制了一个分级 A 综合指数：西证分级 A 综合指数，包含所有的 A 类分级基金，以场内流通份额为权重。设置 7 月 1 日的指数为基准指数 100。截至 30 日，西证分级 A 综合指数为 110.08，较上一交易日上升 0.97%，总成交额为 63.66 亿元，较上一交易日下降 31.78%。从西证分级综合指数来看，在市场下跌或震荡的时候，分级 A 基本处于上升的趋势，价值凸显。

图 3: 西证分级 A 综合指数



数据来源: 西南证券

7. 新基上市

广发医疗分级（502056）、广发医疗分级 A（502057）、广发医疗分级 B（502058）将于 2015 年 7 月 31 日在上交所上市交易，跟踪指数为中证医疗指数，分级 A 为 +4 类型。

8. 市场数据

表 2: 分级 A、B 及标的指数涨幅前五

分级 A 涨幅前五				分级 B 涨幅前五				指数涨幅前五	
代码	简称	现价	涨幅	代码	简称	现价	涨幅	指数	涨幅
150225	证保 A 级	0.939	3.87%	150147	同利 B	3.934	10.01%	中证国防	1.71%
150231	电子 A	0.914	3.75%	502005	军工 B	1.147	1.96%	军工指数	0.96%
150235	券商 A 级	0.93	3.68%	150161	惠鑫 B	1.57	0.96%	中证军工	0.55%
150259	重组 A	0.888	3.02%	150021	汇利 B	1.462	0.69%	债券总指	0.08%
150295	改革 A	0.898	2.86%	150156	500B	1.349	0.37%	中证全债	0.04%

数据来源: 西南证券

表 3: 分级 A、B 日成交额前五

分级 A 成交额前五			分级 B 成交额前五		
A 代码	简称	成交额	B 代码	简称	成交额
150209.SZ	国企改 A	12.88	150182.SZ	军工 B	30.94
150205.SZ	国防 A	7.53	150210.SZ	国企改 B	22.29
150152.SZ	创业板 A	5.57	150206.SZ	国防 B	17.52
150181.SZ	军工 A	4.54	150172.SZ	证券 B	10.72
150171.SZ	证券 A	4.20	150153.SZ	创业板 B	6.84

数据来源: 西南证券

表 4：基金份额变化前五

母基金代码	简称	增加份额数	A 代码	简称	增加份额数
168201	中融一带一路	72928.20	150205.SZ	国防 A	85570.99
160631	鹏华中证银行	65832.96	150209.SZ	国企改 A	79071.79
163113	申万菱信中证申万证券	61987.37	150181.SZ	军工 A	17820.67
160625	鹏华中证 800 证券保险	46969.95	150152.SZ	创业板 A	9490.70
160633	鹏华中证证券	24921.24	150179.SZ	信息 A	6896.33

数据来源：西南证券

表 5：分级 A 折隐含收益率前五

代码	简称	溢价率
150108	同辉 100A	0.074150617
150106	中小 A	0.073066735
150205	国防 A	0.073010775
150321	煤炭 A 基	0.072721627
150203	传媒 A	0.072458749

数据来源：西南证券

表 6：分级 B 折溢价前五

分级 B 溢价率前五		
代码	简称	溢价率
150023.SZ	深成指 B	55.67%
150153.SZ	创业板 B	45.90%
150180.SZ	信息 B	44.76%
150091.SZ	成长 B	41.56%
150144.SZ	转债 B 级	40.46%

数据来源：西南证券

表 7：整体折溢价前五

代码	简称	溢价率	代码	简称	溢价率
161910	万家中证创业成长	6.39%	161715	招商中证大宗商品	-2.22%
161022	富国创业板指数分级	5.52%	160136	南方中证国企改革	-2.29%
160626	鹏华中证信息技术	5.37%	163115	申万菱信中证军工	-2.45%
161031	富国中证工业 4.0	3.72%	163114	申万菱信中证环保产业	-2.49%
168204	中融中证煤炭	3.24%	167503	安信中证一带一路	-2.73%

数据来源：西南证券



表 8: 杠杆率前五

代码	简称	价格杠杆	代码	简称	净值杠杆
150322.SZ	煤炭 B 基	3.496259	150144.SZ	转债 B 级	4.580153
150302.SZ	证券股 B	3.488064	150302.SZ	证券股 B	4.295982
150224.SZ	证券 B 级	3.261176	150226.SZ	证保 B 级	4.020305
150144.SZ	转债 B 级	3.26087	150236.SZ	券商 B 级	3.790634
150236.SZ	券商 B 级	3.207459	150224.SZ	证券 B 级	3.786885

数据来源: 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn