

行业深度研究

证券投资基金

- 首次运用分拆封闭式基金净资产方法，结合市场运行对其进行估值，为投资者投资提供价值判断依据。
- 四种封闭式基金估值方法综合运用了行业估值理论、到期收益率模拟、横向对比法和市值比较法。

相关研究报告：

《深度报告：研究导向，基金评级上台阶》
——2008年12月2日
《深度报告：研究所基金评价体系功能说明》
——2008年12月2日
《3季报深入分析：基金持仓期待四季度反弹》
——2008年10月27日
《4季度基金投资策略报告：系统风险陡降，
投研实力比拼》
——2008年10月10日

基金分析师：杨涛

电话：0755-82130833-1825
Email: yangtao@guosen.com.cn

金融工程首席分析师：葛新元

电话：0755-82130833-1870
Email: gexy@guosen.com.cn

独立性申明：

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。

封闭式基金投资价值分析

推荐

(上调评级)

2009年1月13日

基金投资报告

封基类债券特征凸显投资价值

●封闭式基金 PB 值为 0.56 倍，PE 值为 1.65 倍

我们对封闭式基金估值的逻辑框架是将基金净资产拆分为 2 部分：权益类（股票、权证类）和非权益类（债券、现金类），并定义为高风险资产和低风险（零）风险资产，通过类似于行业公司估值的方法对封基价值实施评估。

研究结果显示，截至 2008 年末封闭式基金 PB 值为 0.56 倍，PE 值为 1.53 倍。

如果某只封闭式基金的 PE 和 PB 值显著低于平均值，基金的价值就可能被低估，反之，则被高估。依此标准判断，5 只最被低估的封闭式基金是：

基金同益、基金兴和、基金科瑞、基金汉兴和基金安顺

●封闭式基金平均年化到期收益率为 7.96%，远高于国债、企债

在 25%折价率前提下，封闭式基金扣除 37%的债券类资产后剩余 63%的股票组合部份等于是以 $0.75-0.37=0.38$ 元购入，意味着该流动性充足，冲击成本极低的股票组合要跌 40% ($0.38 \div 0.63$) 以上，投入资本才有损失风险。

封基目前平均年化到期收益率为 7.96%，大于 6.39%的共 21 只，占全部 30 只封闭式基金的 70%，且存续期全部在 6 年以内。6 年待偿期国债到期收益率为 2%、企业债为 3.61%。同时，通过比较发现，现存封基到期收益率与历史最佳投资时点（05 年 2 季度）基本持平。

●封闭式基金到期收益率情景分析显示，指数跌至 1200 点仍能保本

我们参照上证综指涨跌幅设置了封基到期收益率的情景分析，推算以买入时点价格和折价率买入并持有到期策略所对应的封基到期收益率。

情景分析结果显示，即使封闭式基金持股比例为 70%，在上证综指跌至 1200 点时，封基到期收益率仍然大于零；反之，如上证综指到 2500 点，则可获利 70%。

●封闭式基金流通市值有限，显露小盘股特征

根据 2008 年基金中报，现存老封基逾 50%以上被机构持有，在假设机构投资者以持有到期为主要投资策略前提下，目前仅余约 328 亿份，折合流通市值约为 220 亿元，且 2015 年以前到期的封基市值不足 180 亿元，该批基金已经显露出小盘股特征，结合其资产状况，可将之喻为优质中小市值股票。

●封闭式基金投资的三种策略

根据我们的研究结果，封闭式基金投资有三种策略：

- 1、投资 PB 和 PE 值均远低于平均值的封闭式基金
- 2、投资存续期在 2015 年以前，年化到期收益率有优势的封闭式基金
- 3、投资历史业绩优异，成长性较好的封闭式基金

内容目录

投资摘要	4
封闭式基金概况	5
海外封闭式基金现状	5
封闭式基金的优势	5
国内封闭式基金现状	7
近半数封闭式基金“封转开”，老封基仅余 28 只	7
创新型债券封闭式基金出山，封基发展窘境有望改观	7
封闭式基金的折价率之谜	8
封闭式基金折价率之谜及理论解释	8
国内封闭式基金折价状况	9
2008 年 4 月封基大比例分红后，折价率持续上升	10
国内封闭式基金价值评估方法	11
方法一：相对估值法	11
方法二：到期收益率法	16
方法三：横向对比法	20
方法四：市值比较法	21
封闭式基金投资策略	23
04 年以来，封闭式基金和开放式基金业绩相当	23
封闭式基金历史折价变动趋势表明和高比例分红相关	23
封闭式基金 2009 年分红行情的交易性机会有限	24
证券监管层监管手段和制度不断健全封基公平交易	25
封闭式基金投资的三种策略	26

图表目录

图 1: 2008 年 3 季末美国封闭式基金结构	5
图 2: 1998-2008Q3 美国封闭式基金资产及数量	6
图 3: 2008 年 3 季末美国封闭式基金数量	6
图 4: 2003-2008 年国内封闭式基金资产及数量	7
图 5: 富国天丰强化收益基金 12 月折价率变动情况	7
图 6: 2003-2008 年国内封闭式基金加权折价率与上证综指走势比较	9
图 7: 2008 年 5-12 月国内封闭式基金折价率分布	10
图 8: 封闭式基金PB和PE相位图	14
图 9: 2003-2008 封闭式基金与A股历史PB值比较	15
图 10: 2003-2008 封闭式基金与A股历史PE值比较	15
图 11: 2008 年末银行间国债、企业债收益率曲线	17
图 12: 2008 年末封闭式基金年化到期收益率明细	17
图 13: 2003-2008 年现存封基年化到期收益率走势	18
图 14: 2005Q2 现存封基年化到期收益率分布	18
图 15: 已“封转开”基金到期前 4 年到期收益率	18
图 16: 2003-2008 封闭式基金与A股历史PB值比较	20
图 17: 2003-2008 封闭式基金与A股历史PE值比较	20
图 18: 证券、保险和封闭式基金 2009 年估值比较	21
图 19: 2003-2008 年封闭式、开放式基金净值对比	23
图 20: 2003-2008 年国内封闭式基金折价率变动解析	24
图 21: 2003-2008 基金规模变动趋势	25
图 22: 2003-2008 封闭式、开放式比较	25
 表 1: 折价率之谜的解释	9
表 2: 封闭式基金近 3 个月的整体情况	10
表 3: 现存封闭式基金 2008Q3 资产组合	11
表 4: 封闭式基金PB估值排序	11
表 5: 封闭式基金PE估值排序	13
表 6: 封闭式基金PB、PE估值排序	14
表 7: 2008 年末封闭式基金到期收益率明细	16
表 8: 上证综指对应的基金折价率买入并持有到期的到期收益率推算	19
表 9: 上证综指对应的基金折价率买入并持有到期的到期收益率推算	19
表 10: 上证综指对应的基金折价率买入并持有到期的到期收益率推算	19
表 11: 上证综指对应的基金折价率买入并持有到期的到期收益率推算	20
表 12: 2008 中期机构持有比例及可分配收益	21
表 13: 现存券商集合理财产品FOF规模	22
表 12: 2008 年末基金净值及理论分红明细	24
表 15: 封闭式基金PE估值排序	26
表 14: 2008 年末封闭式基金到期收益率明细 (2008.12.26)	27
表 16: 2003-2008 年封闭式基金综合绩效表现前 15 位	27
免责条款:	28

投资摘要

本文将封闭式基金资产拆分为权益类和非权益类 2 部份资产后进行实证分析，从相对估值角度对国内现存封闭式基金短中期和长期价值进行实证检验，并与其他类别资产进行对比分析。研究发现，现存 80% 以上的老封闭式基金安全边际已经与债券相若，而到期收益率却远高于同期债券类资产。

08 年 4 季度债券市场牛市行情显示债市资金充盈，表明机构大类资产配置腾挪空间较大，封闭式基金临近年末加权平均折价率已达 30% 附近，风险收益优势突出。

根据 2008 年基金中报，现存老封基逾 50% 以上被机构持有，2015 年以前存续封基市值不足 180 亿元。鉴于可买到封基份额较为有限，建议投资者积极配置老封基，在短期无 30% 以上交易性累计收益前提下持有到期，反之，则可获利抛售，同时获取资金流动性。

以 PB 和 PE 估值分析，我们认为有估值优势的封闭式基金顺序是：

基金同益、基金兴和、基金科瑞、基金汉兴和基金安顺

以年化到期收益率分析，我们认为有收益优势的封闭式基金顺序是：

基金金泰、基金普丰、基金兴和、基金同益、基金景福、基金同盛、基金金鑫、基金普惠。

从历史业绩、成长性和风险调整收益角度，我们认为有优势的封闭式基金：

基金兴华、基金金盛、基金科瑞、基金裕泽、基金安顺、基金丰和、基金安信、基金景宏、基金泰和、基金天元。

封闭式基金概况

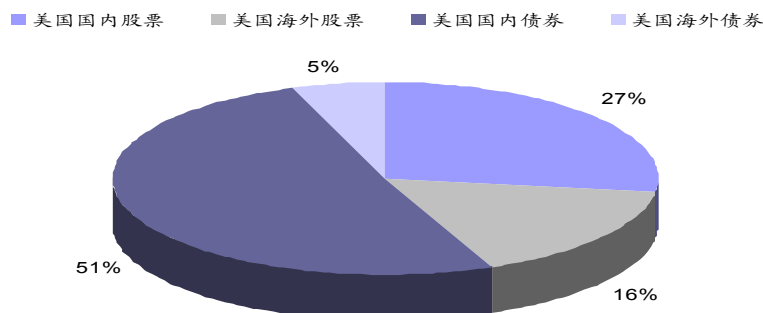
海外封闭式基金现状

尽管自 2007 年 7 月后有 4 只创新型封基在国内推出，但其中 2 只上市后仍然无法摆脱高折价困境（目前折价率超过 20%），市场对封闭式基金未来发展一度陷入迷茫，然而通过对比国际成熟市场封闭式基金的发展模式，有理由相信国内封闭式基金通过创新，仍具有较大的发展潜力。

在英国，自上世纪八、九十年代，封闭式基金即改变了过去传统的、国际化、分散化的投资观念，对特定地区、特定行业大幅度增加了投资比例，每个基金服务于有特定投资倾向的群体。截至 1998 年底，伦敦证券交易所挂牌的封闭式基金超过 360 只，总市值 800 亿英镑。当时英国的开放式基金市值约 3100 亿英镑(AUTIF (1998))，这样英国的封闭式基金市值大约是开放式基金的 25%，仍占有相当重要的地位。

再如美国市场，第一只封闭式基金成立于 1893 年，比开放式基金早 30 年。尽管现在已经开放式基金极为发达，封闭式基金仍占有重要的一席之地。从 2000 年以来封基数量从 482 只增长到最高 664 只，截止 2008 年 3 季度有 651 只，呈稳步上升趋势。资产规模在 2007 年末达到 3128 亿美元，是 1990 年 524 亿美元的 6 倍。而且，在美国百多年基金发展史中，一直是封闭式基金独占鳌头，直到八十年代后才让位于开放式基金。至于新兴市场，如韩国、新加坡等国家和地区，仍维持以封闭式基金为主的格局。

图 1：2008 年 3 季末美国封闭式基金结构



数据来源：Investment Company institut, 国信证券经济研究所

封闭式基金的优势^①

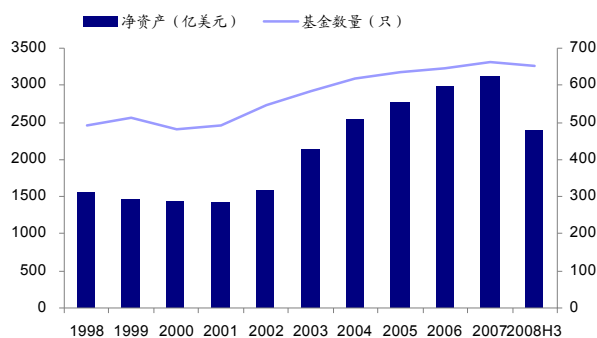
从美国及其他国家的经验来看，封闭式基金仍有开放式基金所不能替代的优势。相对于开放式基金，封闭式基金至少有 7 个方面的优点：

稳定的投资组合：市场下挫的时候，开放式基金面对赎回的压力，其持有的股票必须具有很好的流动性。封闭式基金没有这种压力，可以持有包括股票、国债以及范围更广、流动性相对较弱的其他金融产品。基金管理者不受资金流出的

^① 该部分主要内容引用了《国信证券-寻找封闭式基金的真实价值 20050418》观点

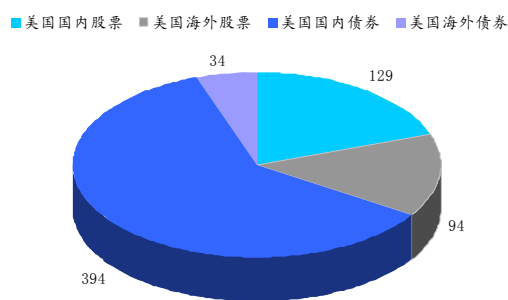
影响，可以专注于长期的投资策略，可以投资于长期低流动性的品种，包括投资于重组证券和新兴市场国家的证券，以获取较高的收益。牛市时，业绩较好的开放式基金经常有大量资金涌入，基金管理者不得不在高位增仓，拉高了基金的总体持仓成本。而封闭式基金的管理者除了扩募之外没有新注入的资金，没有被动增仓的压力。

图 2：1998-2008Q3 美国封闭式基金资产及数量



数据来源：Investment Company institut, 国信证券经济研究所

图 3：2008 年 3 季末美国封闭式基金数量



数据来源：Investment Company institut, 国信证券经济研究所

高杠杆、高风险、高收益：封闭式基金的规模稳定，基金管理人在出现高回报投资机会时，可以根据需要，融入资金进行投资操作，利用财务杠杆的作用提高基金的收益率。融资可以采取很多方式，包括优先股、逆回购协议、银行贷款以及发行票据等。由于开放式基金的规模是变动的，所以不便于进行融资操作。再加上投资对象的差别，封闭式基金的风险总体上讲比开放式基金大，同时其收益也较开放式高。

投资者完全控制交易时点及价格：开放式基金以每日盘后净值进行结算，投资者在交易的时候存在一定的价格风险。封闭式基金象股票那样以交易价格结算。在任何时候进行的交易都是以当时的市场价格进行。

较低的管理费用：相对于开放式基金，封闭式基金不用留存现金应付赎回，资金的利用率高，平均起来，封闭式基金的成本比开放式基金低。另外封闭式基金的宣传费用没有开放式基金高。从长期来看，较低的花费会对绩效产生较大的影响。

适合特定用户的投资策略：海外成熟市场的封闭式基金的投资策略十分个性化。例如投资到特定的行业、地区、国家、固定收益债券等，投资者很容易找到适合自己的投资风格和理念的封闭式基金。

没有对买入份额的最低要求：封闭式基金没有购买的最低数量要求，开放式基金一般有最低数量限制。

可以买到折价的基金：这会在两个方面给投资者带来收益：对于想拿到分红的人，提高了资本的实际收益率。例如净值 20 元的基金分红 1 元，收益率为 5%。投资者买进基金的价格仅 18 元，因此实际收益率为 5.6% (1/18)；折价率的缩小给投资者带来的额外收益。折价率变小时，卖出基金得到的收益是基金净值的收益加上折价减小带来的收益。例如以折价 2 元的价格买入 20 元净值的基金，卖出时基金净值 21 元，折价 1 元。那么总的收益将是 2 元。

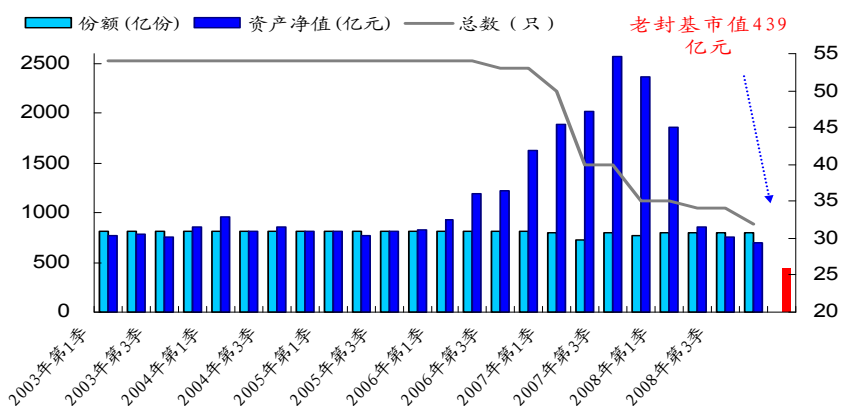
国内封闭式基金现状

近半数封闭式基金“封转开”，老封基仅余 28 只

随着 2002 年 9 月基金银丰发行上市后，国内封闭式基金让位于开放式基金进入冰封期，至 2007 年 7 月连续近 5 年时期发行停顿，而且自 2006 年 8 月至 2008 年 11 月期间，还有 26 只原有封基到期“封转开”，使得封基数量由原来 54 只基金缩减到 28 只，减幅 48.1%。

截至 2008 年 12 月 26 日，该剩余部分合计份额 655 亿份，以当日加权平均净值 0.94 元/份计总资产约 616 亿元，以当日加权平均价格 0.67 元/份计，总市值为 439 亿元，二者相差 177 亿元，即净值已经折价 28.7%，且目前市值较 2007 年 3 季度末的 1487 亿元缩水了 1048 亿元，减幅 70.5%。

图 4：2003-2008 年国内封闭式基金资产及数量

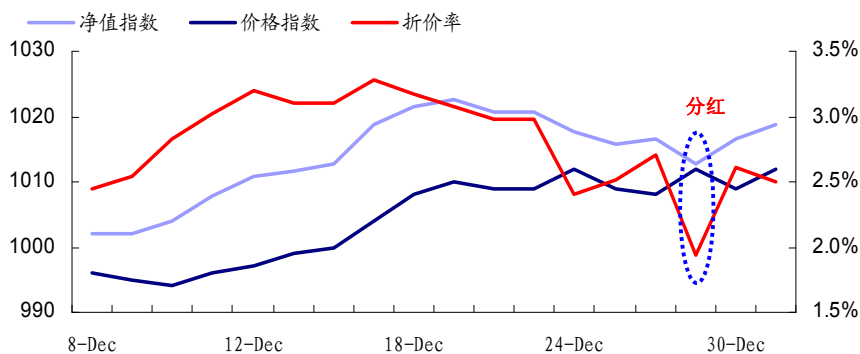


资料来源：国信证券经济研究所；注：老封基指剔除 2007 年 7 月后发行的 4 只创新封基；

创新型债券封闭式基金出山，封基发展窘境有望改观

随着富国基金公司旗下富国天丰强化收益债券型基金于 12 月 8 日在深交所上市交易，债券型封闭式基金在国内正式登场，事实上，国外成熟市场近年来该类封基已经占主要地位，以美国市场为例，截至 2007 年 5 月，美国债券型封闭式基金基金的数量占到 70%，规模占到 59%。

图 5：富国天丰强化收益基金 12 月折价率变动情况



资料来源：国信证券经济研究所

在产品设计上,富国天丰基金有每月定期分红规定,该基金招募说明书注明,在基金合同生效六个月以后,若满足分红条件,每月将可分配收益的 50%以上用于分红,且每年基金收益分配比例不低于可分配收益的 90%。这一方面能为投资人提供稳定的现金流,一方面也有利于消除二级市场折价。

从实际表现看,尽管在上市交易后的近一个月内该基金仍存在折价率超过 3%的情形,但随着月末分红 0.04 元/10 份条款的实施,实质起到了消除折价的效果。

事实上,监管层也注意到了应该同步发展开放式和封闭式基金,两条腿走路更有利于推进我国基金业的稳健发展,为此中国证监会基金部在 2008 年 12 月中旬制定并下发了《证券投资基金产品创新鼓励措施》,其中明确鼓励基金产品创新。对于有重大创新的基金产品,证监会将根据产品的具体情况,确定适当的保护期,在一定期限内不接受其他公司提交相同的基金募集申请。结合上文成熟市场发展模式,国内封闭式基金通过品种创新仍能得到较大的发展。

封闭式基金的折价率之谜

封闭式基金折价率之谜及理论解释^②

封闭式基金像股票一样在交易所交易,它的价格是随着供求关系,而不是随着基金净值而变化的。溢价、折价都有可能,大部分时候为折价。具体的折价率,各个基金不同,各个基金在各个时间的数值也不同。美国大约有 89%的封闭式基金存在折价的问题,一般的折价率在 10%-20%之间。去年美国市场金的平均折价率为 13%。溢价一般发生在基金上市初期或者扩募的时候,我国的封闭式基金的溢价现象基本上出现在 02 年之前。

根据国外封闭式基金的实证研究结果,在封闭式基金的生命周期中有 5 个难解之谜,基本上与基金的折价率有关系:

- 1、扩容建仓期溢价 10% (Weiss, 1989; Peavy, 1990)。
- 2、即使初期是溢价交易, 120 天后封闭式基金的折价率还是会达到 10%(Weiss, 1989)。
- 3、折价率围绕着一个平均值以较大的幅度波动 (Thompson, 1978; Richards, Fraser 和 Groth, 1980; Anderson, 1986; Brauer, 1988)。
- 4、封闭式基金接近终止时,无论是封转开或者清算,基金的交易价格将上升,折价率缩小。并且维持这个趋势到最后(Brauer, 1984; Brickley 和 Schalheim, 1985)。
- 5、基金价格的收益波动率大于基金净资产的收益波动率 (Pontiff,1997)。

这 5 个谜团一直困扰着整个金融界。最常见的解释有 6 个: 资产的低流动性, 税收原因, 市场情绪影响, 信息不对称, 市场的分割, 代理的成本。

^②该部分主要内容引用了《国信证券-寻找封闭式基金的真实价值 20050418》观点

表1: 折价率之谜的解释

理论	理论含义	理论缺陷
资产的低流动性	在计算基金的净值时忽略了流动性成本，因此高估了资产的价值	没有得到实证上的支持。因为实际上许多大的处于折价状态的基金持有的都是流动性很好的上市股票
税收原因	计算基金净值时没有考虑持有者卖出基金时要交纳资本利得税	无法解释有些基金是溢价交易
市场的情绪	市场的情绪主宰着基金折价的波动率	支持和反对这个观点的证据同时存在
信息不对称	Chordia 和 Swaminathan (1996)论证了在折价会在分割市场以及信息不对称的情况下出现. Spiegel (1999) 证明了如果代理是有限的而资产的供给又是随机的，系统性的折价会出现以达成二者的均衡。	模型有缺陷，初始状态的溢价率有可能达到无穷大。
代理的成本	代理的成本造成投资者的实际收益低于净值，因此降低了投资者的收益预期	第一，它不能解释投资者为什么会溢价购买基金；第二，它不能描述一些有代表性的折价率变动，第三，它不能解释为什么折价率的波动率会这么大。

资料来源：国信证券经济研究所

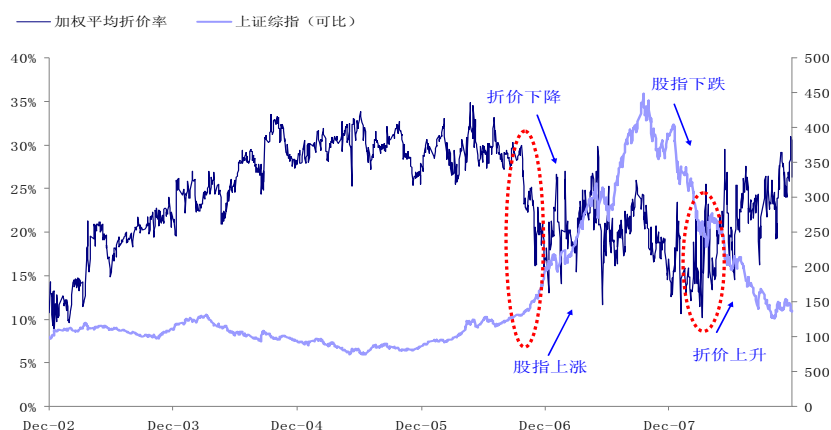
除此之外，还有大量学者指出：大量未实现的投资收益；基金资产的性质；在初次发行后就缺少营销努力；以及市场对封闭式基金的负偏好是产生折价的原因。

国内封闭式基金折价状况

我国的封闭式基金折价自 02 年以来一直就已经存在，而且随着市场下跌，折价现象表现得更为强烈，加权平均折价率在 2004 年 10 月至 2006 年 11 月的 2 年期间一直处于 30%-40%以上高位。之后，随着股指上涨，封基实现了大额投资收益后，投资者追逐预期年度高分红才引致价格大幅上涨、折价大幅降低。

从 2003 年至今，封基折价率与大盘指数呈反向走势，在大盘下跌趋势中升高，大盘上涨趋势中下降，其实质形成动因与封基资产投资收益率呈正相关。另外，上交所的一项对封闭式基金折价现象的研究发现，基金规模的大小、上市时间、分红情况以及集中投资度等因素对基金折价率具有显著影响。

图 6: 2003-2008 年国内封闭式基金加权折价率与上证综指走势比较



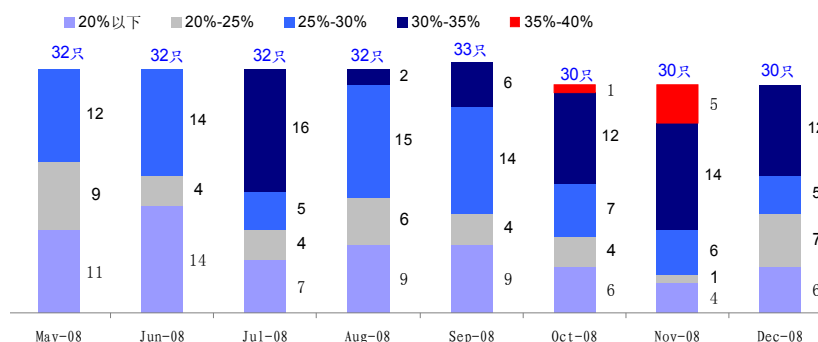
资料来源：国信证券经济研究所；注：统计值中已剔除国投瑞银瑞福进取基金

2008 年 4 月封基大比例分红后，折价率持续上升

自 2008 年 4 月封闭式基金大额兑现上年盈利大额分红后，在股市大幅下跌中，国内封基再次步入高折价困境，甚至新发行的 2 只创新型封基也不能幸免。尤其在 A 股 10 月份破位下跌近 25% 后，封基加权平均折价率就持续超过了 20%，临近年末更是高达 30% 以上，而进入 30% 以上高折价的封基超过了 10 只。

截止 2008 年 12 月 26 日，有 12 只封基折价率高于 30%，27 只高于 20%，剔除溢价率 41.84% 的国投瑞银瑞福进取后，封闭式基金整体加权平均折价率为 27.14%。

图 7：2008 年 5-12 月国内封闭式基金折价率分布



资料来源：国信证券经济研究所；注：统计值中已剔除国投瑞银瑞福进取基金

表 2：封闭式基金近 3 个月的整体情况

	08 年 12 月	08 年 11 月	08 年 10 月
上证指数涨跌幅度	-2.69%	8.24%	-24.63%
沪深 300 涨跌幅度	-0.67%	9.99%	-25.85%
封闭式基金算术平均市场价格涨跌幅度	7.64%	3.28%	-18.13%
大盘封闭式基金算术平均市场价格涨幅	7.78%	3.18%	-18.34%
中小盘封闭式基金算术平均市场价格涨幅	9.35%	4.74%	-15.07%
封闭式基金加权平均市场价格涨幅	7.35%	3.46%	-18.46%
大盘封闭式基金加权平均市场价格涨幅	7.51%	3.44%	-18.51%
中小盘封闭式基金加权平均市场价格涨幅	9.35%	4.74%	-15.07%
封闭式基金算术平均净值增长率	2.98%	7.60%	-16.00%
大盘封闭式基金算术平均净值增长率	2.96%	7.64%	-16.09%
中小盘封闭式基金算术平均净值增长率	4.00%	7.08%	-14.62%
封闭式基金加权平均净值增长率	3.10%	7.60%	-16.10%
大盘封闭式基金加权平均净值增长率	3.13%	7.60%	-16.11%
中小盘封闭式基金加权平均净值增长率	4.00%	7.08%	-14.62%
封闭式基金算术平均折价率	24.21%	26.38%	23.54%
大盘封闭式基金算术平均折价率	25.67%	27.05%	24.21%
中小盘封闭式基金算术平均折价率	14.00%	16.63%	13.81%
封闭式基金加权平均折价率	27.13%	26.14%	23.38%
大盘封闭式基金加权平均折价率	27.98%	26.26%	23.50%
中小盘封闭式基金加权平均折价率	14%	16.63%	13.81%

资料来源：国信证券经济研究所 注：12 月末封基净值与折价率数据取 26 日

国内封闭式基金价值评估方法

我们将国投瑞银瑞福进取剔除后，采取相对估值和行业比较两类方法对封闭式基金进行价值评估。

方法一：相对估值法

该部分以 **PB** 法和 **PE** 法实施。逻辑框架是将基金净资产拆分为 2 部分：权益类（股票、权证类）和非权益类（债券、现金类），我们将之定义为高风险资产和低风险（零）风险资产，通过类似于股票估值的方法对封基价值实施评估。

封闭式基金 2008 年末的 PB 值

上文提到，封闭式基金截至 2008 年底加权平均折价率为 27.13%，为了方便计算，这里取 25%折价率进行计算。

- 假设以现价买入每份净值为 1 元的封闭式基金，折价率 25%代表买入价为 0.75 元/份。根据 2008 年封闭式基金 3 季报，现存封闭式基金持有的权益类资产（股票、权证类）算术平均比例为 63%，非权益类资产（债券、现金和其他类）算术平均比例为 37%。由于非权益类资产实际是高流动性的风险极低资产，即投资者实际是以打折价 0.38 元（ $0.38=0.75-0.37$ ）买到了市价 0.63 元的风险资产（股票组合）。

表3：现存封闭式基金2008Q3资产组合

资产科目	市值(万元)	占总值比	占净值比
股票	4775935.407	62.54%	63.82%
债券	2033218.096	26.62%	27.17%
权证	6318.1643	0.08%	0.08%
现金	724048.2361	9.48%	9.68%
其他资产	103983.7125	1.36%	1.39%
资产净值	7483184.829	97.98%	100%
资产总值	7637185.452	100%	102.06%

资料来源：国信证券经济研究所

- 如果将上述基金持有的风险资产（股票组合）看成是一只股票，则该只股票不仅流动性较好，而且是一只可以以打折价 0.38 元（**P**）买入的价值为 0.63 元（**B**）的股票，不难算出该只**特别股票**的 $PB=0.38 \div 0.63=0.6$ 倍。而 2008 年末沪深两市上市公司整体 PB 是 2.13 倍，2005 年中期市场最低迷时的 PB 是 1.6 倍。

根据上述思路，我们可以得出具体每只基金在 2008 年末的 PB 值，且平均 PB 值为 0.56 倍。

表4：封闭式基金PB估值排序

基金名称	持股占净值比	年末折价率	折扣买入价	风险买入价	PB(风险买入价÷股票价值)	到期年限(年)
基金普丰	51.44%	-34.22%	0.66	0.17	0.33	5.53
基金丰和	52.10%	-33.04%	0.67	0.19	0.37	8.22
基金天元	51.15%	-31.54%	0.68	0.20	0.38	5.65
基金普惠	47.77%	-29.10%	0.71	0.19	0.39	5.02
基金金泰	54.98%	-32.23%	0.68	0.23	0.41	4.24
基金金鑫	58.65%	-32.58%	0.67	0.26	0.44	5.80
基金兴华	47.05%	-25.22%	0.75	0.22	0.46	4.32
基金兴和	63.92%	-33.77%	0.66	0.30	0.47	5.53

表4：封闭式基金PB估值排序

基金名称	持股占净值比	年末折价率	折扣买入价	风险买入价	PB(风险买入价÷股票价值)	到期年限(年)
基金景福	65.22%	-33.63%	0.66	0.32	0.48	6
基金同盛	64.69%	-32.89%	0.67	0.32	0.49	5.85
基金银丰	64.33%	-30.56%	0.69	0.34	0.52	8.62
基金安顺	63.45%	-29.64%	0.70	0.34	0.53	5.45
基金久嘉	66.26%	-30.94%	0.69	0.35	0.53	8.51
基金同益	70.69%	-32.25%	0.68	0.38	0.54	5.27
基金汉兴	66.27%	-29.97%	0.70	0.36	0.55	6
基金鸿阳	67.38%	-29.85%	0.70	0.38	0.56	7.94
基金景宏	66.30%	-29.34%	0.71	0.37	0.56	5.34
基金科瑞	65.99%	-28.72%	0.71	0.37	0.56	8.2
基金通乾	74.16%	-32.01%	0.68	0.42	0.57	7.66
基金安信	60.27%	-25.77%	0.74	0.35	0.57	4.47
基金裕隆	63.97%	-27.17%	0.73	0.37	0.58	5.45
基金汉盛	63.59%	-25.50%	0.74	0.38	0.6	5.35
基金泰和	67.82%	-23.28%	0.77	0.45	0.66	5.27
基金开元	79.30%	-23.67%	0.76	0.56	0.7	4.24
大成优选	74.96%	-21.4%	0.79	0.54	0.71	3.58
建信优势动力	71.40%	-20.24%	0.8	0.51	0.72	4.21
基金裕阳	78.59%	-19.15%	0.81	0.59	0.76	4.56
基金裕泽	69.23%	-14.39%	0.86	0.55	0.79	2.41
基金金盛	71.03%	-13.61%	0.86	0.57	0.81	0.91
基金天华	62.40%	-8.58%	0.91	0.54	0.86	0.52
均值	64.15%	-27.14%	0.73	0.37	0.56	5.34

注：假设所有基金名义净值均为1元/份，因此表中（1）折扣买入价=1-年末折价率；（2）风险买入价=折扣买入价—（1-持股占净值比）；（3）股票价值=持股占净值比例

数据来源：国信证券经济研究所；

封闭式基金 2009 年预期 PE 值

为了方便计算，仍然假设封闭式基金净值为1元/份，年末折价率为25%，持有的风险资产（股票组合）看成是一只股票，持股比例为63%。则：

1、根据2008年末券商与基金公司年度投资策略报告，包括国信研究所等大部分观点都支持2009年上证综指运行区间落在1200-3000点区间，我们对大盘涨幅取相对保守的假设：上证综指2009年最高可以达到2500点，即以2008年12月31日1820点计，涨幅为37%，则封闭式基金持有的股票组合能取得相同幅度的收益^③。

2、假设以现价买入每份净值为1元的封闭式基金，买入价为0.75元（P），风险资产（股票组合）2009年预期收益（盈利预测）为 $0.63 \times 37\% = 0.23$ 元（EPS），即使忽略非权益类资产的未来增值部分（债券和现金均有到期收益和时间价值），不难算出封闭式基金2009年的预期 $PE = 0.75 \div 0.23 = 3.26$ 倍；

3、类似地，由于封基持有的37%非权益类资产实际是高流动性的风险极低资产，投资者实际是以打折价0.38元（ $0.38 = 0.75 - 0.37$ ）购入该只特别股票（即封基股票组合）的，即真实承担风险的资金为0.38元，从这个角度分析，封闭式基金2009年的实际预期 $PE' = 0.38 \div 0.23 = 1.65$ 倍。

根据上述思路，我们同样可以得出具体每只基金2009年的动态PE值，且封闭式基金平均PE值为1.53倍。：

^③ 我们将在下文进行专门论证

表5: 封闭式基金PE估值排序

基金名称	持股占净值比	年末折价率	折扣买入价	风险买入价	PE (折扣买入价/股票盈利)	PE' (风险买入价/股票盈利)	到期年限 (年)
基金普丰	51.44%	-34.22%	0.66	0.17	3.46	0.9	5.53
基金丰和	52.10%	-33.04%	0.67	0.19	3.47	0.99	8.22
基金天元	51.15%	-31.54%	0.68	0.20	3.62	1.04	5.65
基金普惠	47.77%	-29.10%	0.71	0.19	4.01	1.06	5.02
基金金泰	54.98%	-32.23%	0.68	0.23	3.33	1.12	4.24
基金金鑫	58.65%	-32.58%	0.67	0.26	3.11	1.2	5.80
基金兴华	47.05%	-25.22%	0.75	0.22	4.30	1.25	4.32
基金兴和	63.92%	-33.77%	0.66	0.30	2.80	1.27	5.53
基金景福	65.22%	-33.63%	0.66	0.32	2.75	1.31	6.00
基金同盛	64.69%	-32.89%	0.67	0.32	2.80	1.33	5.85
基金银丰	64.33%	-30.56%	0.69	0.34	2.92	1.42	8.62
基金安顺	63.45%	-29.64%	0.70	0.34	3.00	1.44	5.45
基金久嘉	66.26%	-30.94%	0.69	0.35	2.82	1.44	8.51
基金同益	70.69%	-32.25%	0.68	0.38	2.59	1.47	5.27
基金汉兴	66.27%	-29.97%	0.70	0.36	2.86	1.48	6.00
基金鸿阳	67.38%	-29.85%	0.70	0.38	2.81	1.51	7.94
基金景宏	66.30%	-29.34%	0.71	0.37	2.88	1.51	5.34
基金科瑞	65.99%	-28.72%	0.71	0.37	2.92	1.53	8.20
基金通乾	74.16%	-32.01%	0.68	0.42	2.48	1.54	7.66
基金安信	60.27%	-25.77%	0.74	0.35	3.33	1.55	4.47
基金裕隆	63.97%	-27.17%	0.73	0.37	3.08	1.55	5.45
基金汉盛	63.59%	-25.50%	0.74	0.38	3.17	1.62	5.35
基金泰和	67.82%	-23.28%	0.77	0.45	3.06	1.78	5.27
基金开元	79.30%	-23.67%	0.76	0.56	2.60	1.9	4.24
大成优选	74.96%	-21.40%	0.79	0.54	2.83	1.93	3.58
建信优势动力	71.40%	-20.24%	0.80	0.51	3.02	1.94	4.21
基金裕阳	78.59%	-19.15%	0.81	0.59	2.78	2.04	4.56
基金裕泽	69.23%	-14.39%	0.86	0.55	3.34	2.14	2.41
基金金盛	71.03%	-13.61%	0.86	0.57	3.29	2.18	0.91
基金天华	62.40%	-8.58%	0.91	0.54	3.96	2.33	0.52
均值	64.15%	-27.14%	0.73	0.37	3.11	1.53	5.34

注: 假设所有基金名义净值均为 1 元/份, 因此表中 1、折扣买入价=1-年末折价率; 2、风险买入价=折扣买入价—(1-持股占净值比); 3、股票盈利=持股占净值比例×37%

数据来源: 国信证券经济研究所;

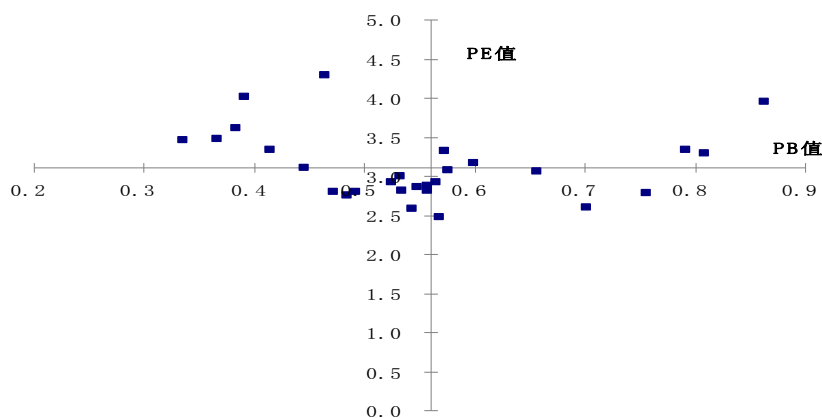
封闭式基金 PB 和 PE 估值作为投资依据

从股票投资角度而言, PB 值越低, 说明该股票价值已经被严重低估, 尤其是在小于 1 的情况下, 但上市公司存在巨额债务或其他潜在重大损失风险的除外。而封闭式基金不属此列, 因为其净资产中即使是风险资产 (股票组合) 部分也大多是以沪深 300 成分股为主的蓝筹类股票, 另外 20%以上的低风险资产部分还有不断增值空间。

同样地, 我们以上证综指上行至 2500 点作为标准判断的封闭式基金预期盈利也是有依据的, 以此得出的 PE'值可以反应风险资产 (股票组合) 部分的实际估值, 而该值过低就凸显出封基已经被低估。

落在图 7 中的第一象限和第三象限中的基金, 它们的 PB 和 PE 值基本正确的反映了上述关系。第二象限中的基金, PB 值较小, 第四象限中的基金, PE 值较小, 而 PB 值较大, 说明它的价值可能在某方面被高估。

图 8: 封闭式基金 PB 和 PE 相位图



资料来源: 国信证券经济研究所

以全部封闭式基金的 PE'和 PB 值作为市场对封闭式基金行业未来盈利能力的判断指标, 那么如果某只封闭式基金的 PE'和 PB 值显著高于平均值, 基金的价值就可能被高估; 反之, 如果某只封闭式基金的 PE'和 PB 值显著低于平均值, 基金的价值就可能被低估。依此标准综合判断, 5 只最被低估的封闭式基金是:

基金同益、基金兴和、基金科瑞、基金汉兴和基金安顺;

5 只最被高估的封闭式基金是: 基金天华、基金金盛、基金裕泽、建信优势动力和大成优选。

据统计, 2008 年末沪深两市上市公司整体 PE 是 13.45 倍, 按 WIND09 年的业绩预测计算出的动态 PE 是 10.18 倍。

表6: 封闭式基金PB、PE估值排序

基金名称	持股占净值比	年末折价率	折扣买入价	风险买入价	PB (风险买入价÷股票价值)	PE (折扣买入价/股票盈利)	到期年限 (年)
基金普丰	51.44%	-34.22%	0.66	0.17	0.33	3.46	5.53
基金丰和	52.10%	-33.04%	0.67	0.19	0.37	3.47	8.22
基金天元	51.15%	-31.54%	0.68	0.20	0.38	3.62	5.65
基金普惠	47.77%	-29.10%	0.71	0.19	0.39	4.01	5.02
基金金泰	54.98%	-32.23%	0.68	0.23	0.41	3.33	4.24
基金金鑫	58.65%	-32.58%	0.67	0.26	0.44	3.11	5.80
基金兴华	47.05%	-25.22%	0.75	0.22	0.46	4.30	4.32
基金兴和	63.92%	-33.77%	0.66	0.30	0.47	2.80	5.53
基金景福	65.22%	-33.63%	0.66	0.32	0.48	2.75	6.00
基金同盛	64.69%	-32.89%	0.67	0.32	0.49	2.80	5.85
基金银丰	64.33%	-30.56%	0.69	0.34	0.52	2.92	8.62
基金安顺	63.45%	-29.64%	0.70	0.34	0.53	3.00	5.45
基金久嘉	66.26%	-30.94%	0.69	0.35	0.53	2.82	8.51
基金同益	70.69%	-32.25%	0.68	0.38	0.54	2.59	5.27
基金汉兴	66.27%	-29.97%	0.70	0.36	0.55	2.86	6.00
基金鸿阳	67.38%	-29.85%	0.70	0.38	0.56	2.81	7.94
基金景宏	66.30%	-29.34%	0.71	0.37	0.56	2.88	5.34
基金科瑞	65.99%	-28.72%	0.71	0.37	0.56	2.92	8.20
基金通乾	74.16%	-32.01%	0.68	0.42	0.57	2.48	7.66
基金安信	60.27%	-25.77%	0.74	0.35	0.57	3.33	4.47
基金裕隆	63.97%	-27.17%	0.73	0.37	0.58	3.08	5.45

表6: 封闭式基金PB、PE估值排序

基金名称	持股占净值比	年末折价率	折扣买入价	风险买入价	PB (风险买入价÷股票价值)	PE (折扣买入价/股票盈利)	到期年限 (年)
基金汉盛	63.59%	-25.50%	0.74	0.38	0.60	3.17	5.35
基金泰和	67.82%	-23.28%	0.77	0.45	0.66	3.06	5.27
基金开元	79.30%	-23.67%	0.76	0.56	0.70	2.60	4.24
大成优选	74.96%	-21.40%	0.79	0.54	0.71	2.83	3.58
建信优势动力	71.40%	-20.24%	0.80	0.51	0.72	3.02	4.21
基金裕阳	78.59%	-19.15%	0.81	0.59	0.76	2.78	4.56
基金裕泽	69.23%	-14.39%	0.86	0.55	0.79	3.34	2.41
基金金盛	71.03%	-13.61%	0.86	0.57	0.81	3.29	0.91
基金天华	62.40%	-8.58%	0.91	0.54	0.86	3.96	0.52
均值	64.15%	-27.14%	0.73	0.37	3.11	1.53	5.34

注: 假设所有基金名义净值均为1元/份, 因此表中 1、折扣买入价=1-年末折价率; 2、风险买入价=折扣买入价—(1-持股占净值比); 3、股票价值=持股占净值比例; 4、股票盈利=持股占净值比例×37%

数据来源: 国信证券经济研究所;

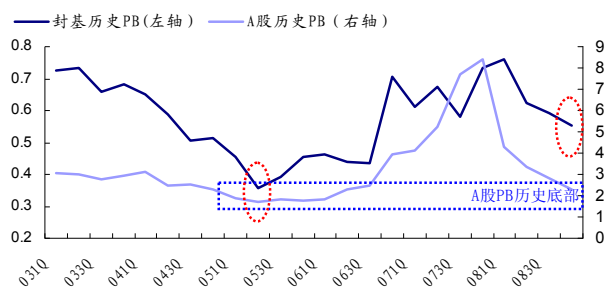
相对估值可能存在的误差和局限

1、在上述估值方法中, 假设从 2008 年 10 月初到 2014 年末 80%以上基金存续期满这段时间的持股比例维持 63%, 不增持股票。这一假设与基金的实际操作不符合。因此这一假设只有在距离基金临近到期时才相对准确。

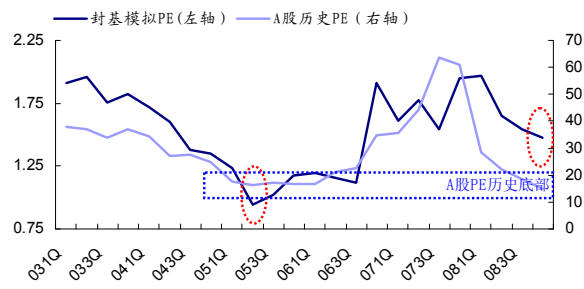
2、股票和债券部分的假设。假设基金成分中的股票资质较好, 均不存在中途退市或连续跌停的极端情况, 这只是基于过往封闭式基金股票组合无不良表现, 并不保证未来一定如此; 而债券部分投资于流动性和久期较为稳健的品种, 不排除未来投资的信用类债券存在信用风险、无法偿付的可能。

3、分红。目前封基基金已实现收益部分较低, 如果未来实现收益满足分红条件, 则基金在存续期满之前有分红的话, 可以提高基金的估值水平。

4、上述相对估值结果与股票类投资品比较有较大优势, 但由于不同行业或不同公司间估值比较有其局限性, 因此这里主要是提供一种价值评估思路以供投资者参考。因为就封闭式基金而言, 观察 2003-2008 年期间数据, 目前PB和PE值^④较 05 年 2Q高, 这与当时折价率较高有关。因此, 现在判断马上见底反转还不充分, 仅能从A股估值已降至底部、05 年时封基到期日相对较远, 而目前封闭式基金估值下移速率减缓, 有钝化迹象等方面结合估值分析, 作出封基内在价值已被低估的判断。

图 9: 2003-2008 封闭式基金与 A 股历史 PB 值走势


数据来源: 国信证券经济研究所

图 10: 2003-2008 封闭式基金与 A 股历史 PE 值走势


数据来源: 国信证券经济研究所; 注: 每期的 EPS 均假设基金股票组合年增长率为 37%

^④ 算基金历史 PE 时, 每期的 EPS 均假设基金股票组合年增长率为 37%, 以方便比较

方法二：到期收益率法

封闭式基金年化到期收益率的计算

封闭式基金折价率的存在一方面反应了不能及时兑现当期净值牺牲流动性后的机会成本；另一方面由于封闭式基金到期时，无论是清算或是封转开，交易价格必然向净值收敛，可以预计，以目前折扣价买入并持有到期，在净值缩水幅度小于折价率前提下，投入资本将获取大于零的到期收益率。

首先，我们可以构建一个最简单的模型计算出现价买入基金的年化到期收益率，具体地：假设基金当前折价率为 D ，为了方便计算，可以认为净现值为 1 元，则现价即为 $(1-D)$ 元，同样可以假设未来到期日净值仍为 1 元，则基金的到期收益率 R 为：

$$R = 1 / (1 - D) - 1$$

基金的年化到期收益率就是将其 R 值按到期年限进行年化处理，假设 T 为封闭式基金以年为单位的剩余存续期，就得到了年化到期收益率 R' ：

$$R' = [1 / (1 - D) - 1] / T$$

表7：2008年末封闭式基金到期收益率明细

基金名称	年末折价率	到期收益率	年化到期收益率	到期日	存续期（年）
基金天华	-8.58%	9.38%	17.93%	2009-07-11	0.52
基金金盛	-13.61%	15.75%	17.26%	2009-11-30	0.91
基金金泰	-32.23%	47.56%	11.23%	2013-03-27	4.24
基金普丰	-34.22%	52.02%	9.40%	2014-07-14	5.53
基金兴和	-33.77%	50.99%	9.22%	2014-07-13	5.53
基金同益	-32.25%	47.61%	9.04%	2014-04-08	5.27
基金景福	-33.63%	50.68%	8.45%	2014-12-30	6.00
基金同盛	-32.89%	49.02%	8.38%	2014-11-05	5.85
基金金鑫	-32.58%	48.32%	8.33%	2014-10-20	5.80
基金普惠	-29.10%	41.04%	8.18%	2014-01-06	5.02
基金天元	-31.54%	46.06%	8.15%	2014-08-25	5.65
基金兴华	-25.22%	33.72%	7.80%	2013-04-28	4.32
基金景宏	-29.34%	41.51%	7.77%	2014-05-05	5.34
基金安信	-25.77%	34.71%	7.76%	2013-06-22	4.47
基金安顺	-29.64%	42.14%	7.73%	2014-06-14	5.45
大成优选	-21.40%	27.23%	7.60%	2012-07-31	3.58
基金开元	-23.67%	31.01%	7.32%	2013-03-27	4.24
基金汉兴	-29.97%	42.79%	7.14%	2014-12-30	6.00
基金裕泽	-14.39%	16.81%	6.97%	2011-05-31	2.41
基金裕隆	-27.17%	37.31%	6.84%	2014-06-14	5.45
基金汉盛	-25.50%	34.23%	6.39%	2014-05-09	5.35
基金通乾	-32.01%	47.07%	6.14%	2016-08-28	7.66
建信优势动力	-20.24%	25.38%	6.03%	2013-03-18	4.21
基金丰和	-33.04%	49.35%	6.00%	2017-03-22	8.22
基金泰和	-23.28%	30.34%	5.76%	2014-04-07	5.27
基金鸿阳	-29.85%	42.56%	5.36%	2016-12-09	7.94
基金久嘉	-30.94%	44.81%	5.26%	2017-07-05	8.51
基金裕阳	-19.15%	23.69%	5.19%	2013-07-25	4.56
基金银丰	-30.56%	44.01%	5.1%	2017-08-14	8.62
基金科瑞	-28.72%	40.30%	4.92%	2017-03-12	8.20
算术平均值	-27.14%	38.25%	7.96%		5.34

资料来源：国信证券经济研究所

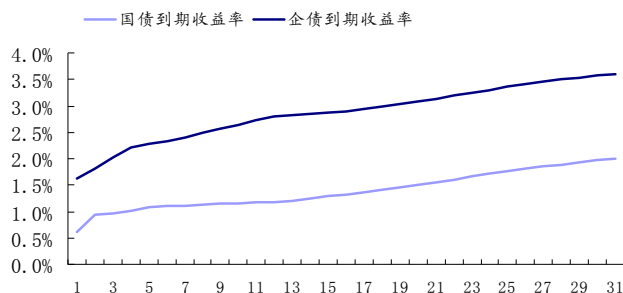
封闭式基金年化到期收益率分析

可以看出，除 1 只封基年化到期收益率为 4.92% 外，其他所有基金均大于 5%，大于 6.39% 的封闭式基金共 21 只，占全部 30 只封闭式基金的 70%，其剩余存续期全部在 6 年以内。

剩余存续期在 8 年以上的 6 只封闭式基金年化到期收益率全部列后 9 位。说明封闭式基金的折价率曲线与剩余存续期的关系是非线性的，随着存续期变长，边际折价率变小。

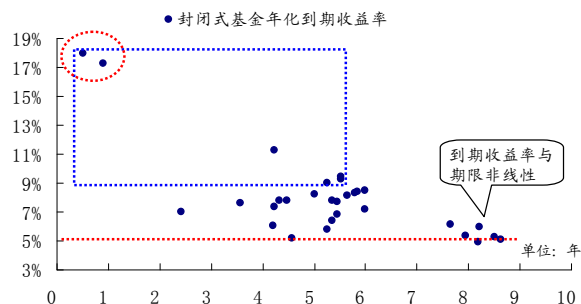
尽管是上述年化到期收益率有其假设条件，但根据我们在前段相对估值法一节中提到的观点，目前购入价格中 37% 属于债券及现金类资产，即 63% 的股票组合部份是以 $0.75 - 0.37 = 0.38$ 元购入，这意味着该流动性充足，冲击成本极低的股票组合要跌 40% ($0.38 \div 0.63$) 以上，投入成本才有损失风险，因此将现存封闭式基金当成资质优良的企业债券也不为过。

图 11：2008 年末银行间国债、企业债收益率曲线



数据来源：Chinabond，国信证券经济研究所

图 12：2008 年末封闭式基金年化到期收益率明细



数据来源：国信证券经济研究所

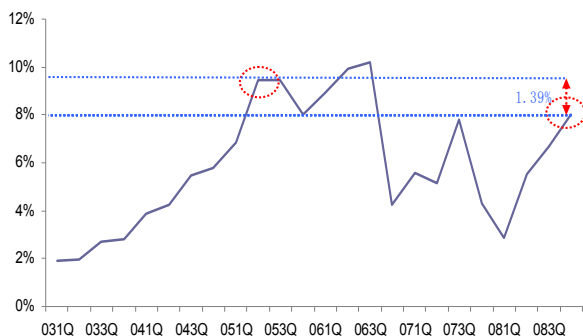
从上图可看出，当前显露出类债券特征的封闭式基金年化到期收益率远远高过了国债和企业债收益，而根据基金 2008 年末披露的资产情况，4 季度有逾 2000 亿基金涌入债券型和货币型基金，加上银行间市场囤积资金，目前已经有数万亿的资金在追逐债市收益，根据 2008 年底数据，6 年待偿期国债到期收益率仅为 2%、企业债到期收益率也仅为 3.61%，比较而言封闭式基金已经凸显出较高的投资价值。

现存封基到期收益率与历史最佳投资时点（05 年 2 季度）基本持平

由于在 2005 年 2 季度封基处于历史最佳投资时机，我们以同样的方法统计了现存 28 只封闭式基金当时的到期收益率，将之与 08 年末比较。

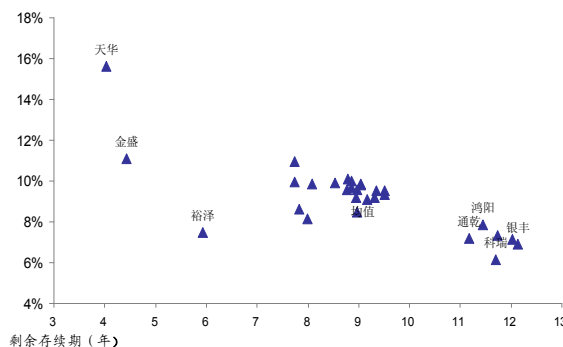
数据显示，05 年 2 季度该批封基的算术平均年化到期收益率为 9.43%，较 08 年末的 8.04%（剔除建信优势动力和大成优选）高 1.39 个百分点，而同时期待偿期 7 年的国债收益率为 3.37%，较 08 年末的 2.17% 高 1.2 个百分点。就机会成本而言（假设资金投资国债获取的收益率），目前封基可比年化到期收益率与当时基本持平，投资价值显现。

图 13: 2003-2008 年现存封基年化到期收益率走势



数据来源: Chinabond, 国信证券经济研究所

图 14: 2005Q2 现存封基年化到期收益率分布

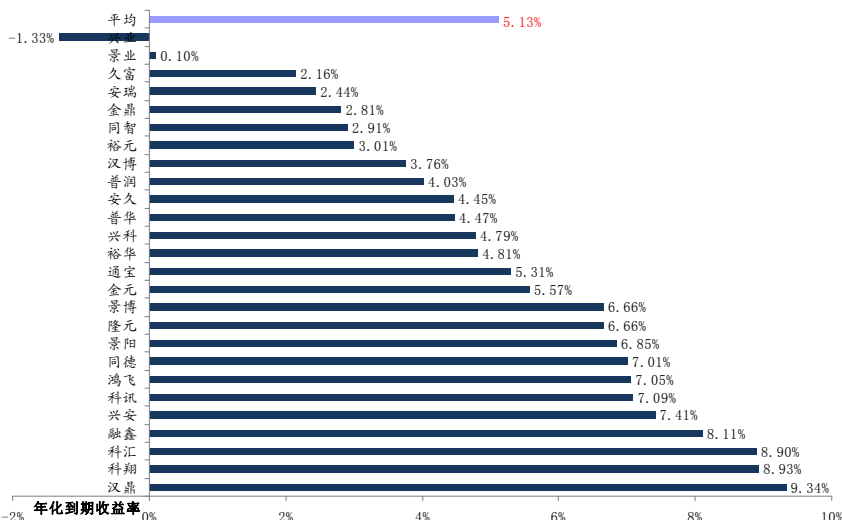


数据来源: 国信证券经济研究所

26 只已“封转开”基金到期前 4 年的平均年化到期收益率为 5.13%

同样地, 我们将 26 只已经实施“封转开”封基到期前 4 至 5 年间的到期收益率与现存封基对比后发现, 目前封基的到期收益率已经高于前者近 3 个百分点。

图 15: 已“封转开”基金到期前 4 年到期收益率



资料来源: 国信证券经济研究所

上图中, 由于 26 只已经“封转开”基金存续期大都只有 5 年, 而封基刚成立上市时由于市场氛围较好, 普遍出现溢价, 为了便于比较, 我们统一取每只基金到期前 4 年的到期收益率数据作为分析样本。数据显示, 它们的年化到期收益率均值为 5.13%, 较现存封基的 7.96% 低 2.83 个百分点。

上述结果表明, 目前封基的年化到期收益率有较大的优势。

值得注意的是, 最近到期的 2 只基金年化到期收益率居前, 均在 17% 以上, 结合该 2 只基金股票仓位均在 62% 以上, 09 年末到期的更是高达 71%, 表明投资者并不看好太靠近到期日、且持股比例较高的封闭式基金, 原因是去年下半年 3 只“封转开”基金停牌的 2 个多月中碰上大盘深幅下跌, 而“封转开”前上述基金没有像最早一批到期基金大幅降低持股比例 (基金兴业提前 3 季度持股比例已降至 20% 附近), 因此, 在复牌后均出现了近 20% 的大幅补跌, 使套利者得不偿失, 为单纯以折价率, 而没有结合其风险资产部分进行判断的投资行为敲了警钟!

根据该模型，购入并持有到期的资金将在未来存续期收益（到期收益率）必然超过折价率而，不难看出，其重要前提是未来基金净值必须不低于当期，否则净值下跌后即使折价率收敛为零，投入资金收益率也已经减少，损失幅度和净值跌幅相当，这部分我们将留在下一段的情景分析中专门讨论。

封闭式基金到期收益率情景分析

假设封闭式基金未来净值与现净值均为 1 的假设显然不符合市场实际，但我们通过上述假设已经明了了封闭式基金年化到期收益率的内涵，在此基础上，我们做出情景分析。设置封基到期日主要股指相对于买入时点涨跌幅的不同情景，推算以买入时点价格和折价率买入并持有到期策略所对应的到期收益率。

表8：上证综指对应的基金折价率买入并持有到期的到期收益率推算

$\beta=0.7$	上证综指 相对涨幅	2730 50%	2548 40%	2366 30%	2184 20%	2002 10%	1820 0	1638 -10%	1456 -20%	1274 -30%	1092 -40%	910 -50%
折价率	40%	125%	113%	102%	90%	78%	67%	55%	43%	32%	20%	8%
	35%	108%	97%	86%	75%	65%	54%	43%	32%	22%	11%	0%
	30%	93%	83%	73%	63%	53%	43%	33%	23%	13%	3%	-7%
	25%	80%	71%	61%	52%	43%	33%	24%	15%	5%	-4%	-13%
	20%	69%	60%	51%	43%	34%	25%	16%	8%	-1%	-10%	-19%
	15%	59%	51%	42%	34%	26%	18%	9%	1%	-7%	-15%	-24%
	10%	50%	42%	34%	27%	19%	11%	3%	-4%	-12%	-20%	-28%

注：1、上证综指取 2008 年 12 月 31 日收盘点位 1820 为初始值；2、 β 代表基金持股比例，即净值变动相对上证综指的 β 值，且保持不变；

数据来源：国信证券经济研究所；

表9：上证综指对应的基金折价率买入并持有到期的到期收益率推算

$\beta=0.6$	上证综指 相对涨幅	2730 50%	2548 40%	2366 30%	2184 20%	2002 10%	1820 0	1638 -10%	1456 -20%	1274 -30%	1092 -40%	910 -50%
折价率	40%	117%	107%	97%	87%	77%	67%	57%	47%	37%	27%	17%
	35%	100%	91%	82%	72%	63%	54%	45%	35%	26%	17%	8%
	30%	86%	77%	69%	60%	51%	43%	34%	26%	17%	9%	0%
	25%	73%	65%	57%	49%	41%	33%	25%	17%	9%	1%	-7%
	20%	63%	55%	48%	40%	33%	25%	18%	10%	2%	-5%	-13%
	15%	53%	46%	39%	32%	25%	18%	11%	4%	-4%	-11%	-18%
	10%	44%	38%	31%	24%	18%	11%	4%	-2%	-9%	-16%	-22%

注：1、上证综指取 2008 年 12 月 31 日收盘点位 1820 为初始值；2、 β 代表基金持股比例，即净值变动相对上证综指的 β 值，且保持不变；

数据来源：国信证券经济研究所；

表10：上证综指对应的基金折价率买入并持有到期的到期收益率推算

$\beta=0.5$	上证综指 相对涨幅	2730 50%	2548 40%	2366 30%	2184 20%	2002 10%	1820 0	1638 -10%	1456 -20%	1274 -30%	1092 -40%	910 -50%
折价率	40%	108%	100%	92%	83%	75%	67%	58%	50%	42%	33%	25%
	35%	92%	85%	77%	69%	62%	54%	46%	38%	31%	23%	15%
	30%	79%	71%	64%	57%	50%	43%	36%	29%	21%	14%	7%
	25%	67%	60%	53%	47%	40%	33%	27%	20%	13%	7%	0%
	20%	56%	50%	44%	38%	31%	25%	19%	13%	6%	0%	-6%
	15%	47%	41%	35%	29%	24%	18%	12%	6%	0%	-6%	-12%
	10%	39%	33%	28%	22%	17%	11%	6%	0%	-6%	-11%	-17%

注：1、上证综指取 2008 年 12 月 31 日收盘点位 1820 为初始值；2、 β 代表基金持股比例，即净值变动相对上证综指的 β 值，且保持不变；

数据来源：国信证券经济研究所；

表11: 上证综指对应的基金折价率买入并持有到期的到期收益率推算

$\beta=0.4$	上证综指 相对涨幅	2730 50%	2548 40%	2366 30%	2184 20%	2002 10%	1820 0	1638 -10%	1456 -20%	1274 -30%	1092 -40%	910 -50%
折价率	40%	100%	93%	87%	80%	73%	67%	60%	53%	47%	40%	33%
	35%	85%	78%	72%	66%	60%	54%	48%	42%	35%	29%	23%
	30%	71%	66%	60%	54%	49%	43%	37%	31%	26%	20%	14%
	25%	60%	55%	49%	44%	39%	33%	28%	23%	17%	12%	7%
	20%	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%	15%	10%	5%	0%
	15%	41%	36%	32%	27%	22%	18%	13%	8%	4%	-1%	-6%
	10%	33%	29%	24%	20%	16%	11%	7%	2%	-2%	-7%	-11%

注: 1、上证综指取 2008 年 12 月 31 日收盘点位 1820 为初始值; 2、 β 代表基金持股比例, 即净值变动相对上证综指的 β 值, 且保持不变;

数据来源: 国信证券经济研究所;

方法三: 横向对比法

我们这里的横向对比不是传统意义上同类型、即与其他基金之间的对比, 而是另创的 2 种方式: 一种是将封闭式基金股票组合当作是一只股票(上市公司), 与市场其他上市公司基本面对比; 一种尝试是从资产管理角度出发, 与同是运用第三方资产进行大类资产投资的证券公司、保险公司作简单比较, 以起到抛砖引玉的作用。

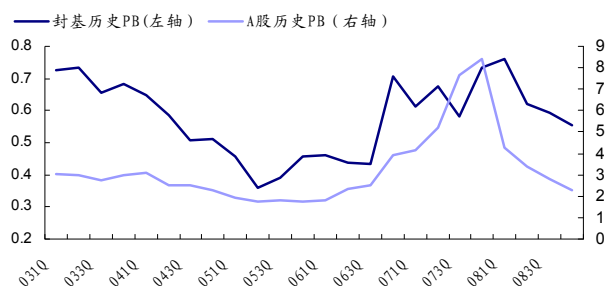
封闭式基金与 A 股上市公司估值比较

当把封闭式基金股票组合当作是一只股票, 即一家上市公司后, 我们发现以 25%折价买入的该上市公司估值极低, 其 PB 值为 0.6 倍, PE 值为 1.65 倍, 而同期沪深 A 股在剔除亏损公司后, 整体 PB 值为 2.13 倍, PE 值为 13.45 倍, 且目前 A 股要下跌到上证综指 900 点之下才相对于封基有估值优势, 还要假设封基估值维持不变, 这显然不符合实际。

其次, 假设是一家上市公司, 可以认为封闭式基金库存压力为零, 其跌价损失和 2008 年投资亏损已经通过折价的方式被充分计提, 反观现存的绝大部分上市公司仍处于消化库存、消化过剩产能的境地, 其 2009 年盈利增长压力正是压制股指大幅上行的最大因素。

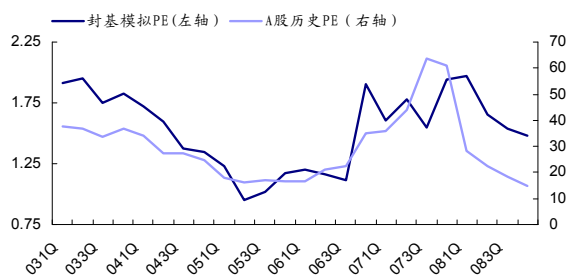
因此, 以此角度判断, 封闭式基金竞争优势明显。

图 16: 2003-2008 封闭式基金与 A 股历史 PB 值比较



数据来源: 国信证券经济研究所

图 17: 2003-2008 封闭式基金与 A 股历史 PE 值比较



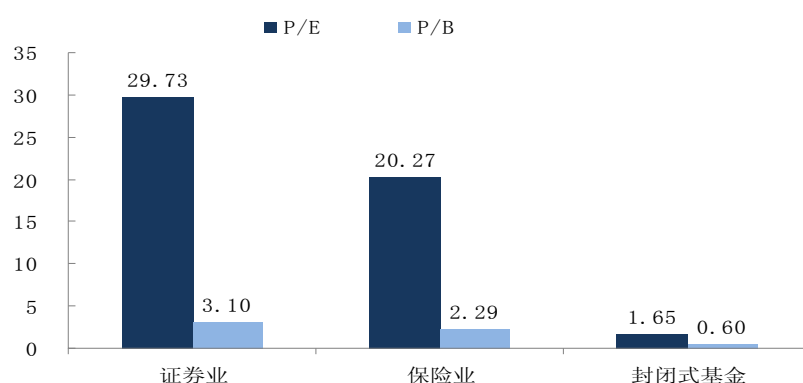
数据来源: 国信证券经济研究所; 注: 每期的 EPS 均假设基金股票组合年增长率为 37%

封闭式基金与盈利模式类似行业比较

目前 A 股上市公司与封闭式基金盈利模式相近的行业分别是证券和保险行业。其中，券商业务除经纪、投行和资产管理业务属低风险业务外，投资业务以股票投资为主；保险业除债券投资属低风险业务外，高风险业务同样以股票投资为主。而封闭式基金资产构成与上述 2 行业类似，同样是债券类与股票投资组合的低风险和高风险类别，且比例构成更为清晰，分别是低风险 37%、高风险 63%，而高风险类别折价 25%。

下图是 3 个盈利模式类似行业的估值比较：

图 18：证券、保险和封闭式基金 2009 年估值比较



资料来源：国信证券经济研究所；注：证券、保险业估值取国信研究所重点公司平均预测值

对比发现，2009 年证券行业重点上市公司平均 PE 为 29.73 倍，PB 为 3.1 倍；保险行业平均 PE 为 20.27 倍，PB 为 2.29 倍。面对具有较大估值优势的封闭式基金，市场给予的反应有“超调”之嫌。

方法四：市值比较法

封闭式基金流通市值有限，显露小盘股特征

前文提到，截止 2008 年末，原有的封闭式基金仅余 28 只，合计份额 655 亿份，以当 12 月 26 日加权平均净值 0.94 元/份计总资产约 616 亿元，以当日加权平均价格 0.67 元/份计，总市值为 439 亿元。

根据 2008 年基金中报，现存老封基逾 50% 以上被机构持有，在假设机构投资者以持有到期为主要投资策略前提下，仅余约 328 亿份，折合流通市值约为 220 亿元，于 2015 年以前到期的封基市值低于 180 亿元，该批基金已经显露出小盘股特征，结合其资产状况，将之喻为优质中小市值股票也不为过。

表 12：2008 中期机构持有比例及可分配收益

基金名称	基金份额	机构持有比例	折价率	可分配收益	股票比例	到期日（年）
基金天华	25	79.09%	-8.58%	-0.0279	62.40%	2009-07-11
基金金盛	5	65.82%	-13.61	0.2277	71.03%	2009-11-30
基金兴和	30	65.53%	-33.77	0.1266	63.92%	2014-07-13
基金景宏	20	61.66%	-29.34	0.4928	66.30%	2014-05-05
基金裕泽	5	60.41%	-14.39	-0.0633	69.23%	2011-05-31
基金普丰	30	59.57%	-34.22	0.1554	51.44%	2014-07-14
基金普惠	20	59.51%	-29.10	0.4892	47.77%	2014-01-06
基金科瑞	30	58.57%	-28.72	0.1166	65.99%	2017-03-12

基金金泰	20	58.46%	-32.23	0.0015	54.98%	2013-03-27
基金裕阳	20	58.29%	-19.15	0.5173	78.59%	2013-07-25
基金安顺	30	57.89%	-29.64	0.3354	63.45%	2014-06-14
基金同益	20	56.38%	-32.25	0.1622	70.69%	2014-04-08
基金汉盛	20	56.15%	-25.50	0.7004	63.59%	2014-05-09
基金兴华	20	52.38%	-25.22	0.153	47.05%	2013-04-28
基金通乾	20	51.63%	-32.01	0.3723	74.16%	2016-08-28
基金景福	30	51.10%	-33.63	0.2342	65.22%	2014-12-30
基金天元	30	50.67%	-31.54	0.2583	51.15%	2014-08-25
基金安信	20	49.09%	-25.77	0.5707	60.27%	2013-06-22
基金金鑫	30	44.54%	-32.58	-0.1357	58.65%	2014-10-20
基金裕隆	30	44.37%	-27.17	0.0703	63.97%	2014-06-14
基金同盛	30	41.79%	-32.89	-0.0619	64.69%	2014-11-05
基金丰和	30	40.58%	-33.04	-0.2235	52.10%	2017-03-22
基金鸿阳	20	40.02%	-29.85	-0.2525	67.38%	2016-12-09
基金汉兴	30	39.63%	-29.97	0.2796	66.27%	2014-12-30
基金久嘉	20	35.71%	-30.94	-0.1694	66.26%	2017-07-05
基金开元	20	32.92%	-23.67	0.0131	79.30%	2013-03-27
基金泰和	20	28.98%	-23.28	-0.1198	67.82%	2014-04-07
基金银丰	30	24.36%	-30.56	-0.0762	64.33%	2017-08-14
建信优势	46.4266	12.62%	-20.24	-0.233	71.40%	2013-03-18
大成优选	46.7431	3.78%	-21.40	-0.3402	74.96%	2012-07-31
加权平均（所有）		44.8%	28%		64%	
加权平均（老封基）		50.06%	28.78%		63%	

资料来源：国信证券经济研究所

券商集合理财产品（FOF）到期日前将兑现封基

我们统计了现存券商集合理财产品中专门以基金为主要投标的（FOF）的规模情况，数据表明 08 年底规模为 140 亿元，该批资金无疑会自 2008 年中期以后对现存封闭式基金有较大的兴趣。

值得注意的是，由于该批产品大都于 2012 - 2013 年到期，他们在存续期前是否提前兑现持有基金的行为对封闭式基金价格影响尚不得而知。

同时，经过与券商资管部门沟通后，我们了解到在正常情况下，得益于管理层鼓励券商资产管理业务的更好发展，上述理财产品大多会实施展期安排，故预计到期大幅抛出操作的可能性较小。

表13：现存券商集合理财产品FOF规模

产品名称	份额（亿份）	净值（元）	规模（亿元）	到期日
国信金理财经典组合	10.98	0.7563	8.30	2009-8-6
华泰紫金 2 号	25.12	0.9397	23.60	2011-8-6
光大阳光 2 号	15.94	1.2228	19.49	2009-8-30
广发增强型基金优选	11.19	0.98	10.97	2010-2-8
招商基金宝二期	26.25	0.7328	19.23	2014-8-26
国泰君安君得益优选	20.68	0.5959	12.32	2012-12-11
长江超越理财 2 号	10.07	0.9565	9.63	2011-4-23
东海东风 2 号	7.14	1.0213	7.29	2013-6-12
海通金中金	9.05	0.9841	8.91	2013-6-29
南京神州 1 号	11.39	0.926	10.54	2011-9-10
国元黄山 2 号	9.23	1.0008	9.24	2013-12-18
合计	157.02		139.53	

资料来源：国信证券经济研究所

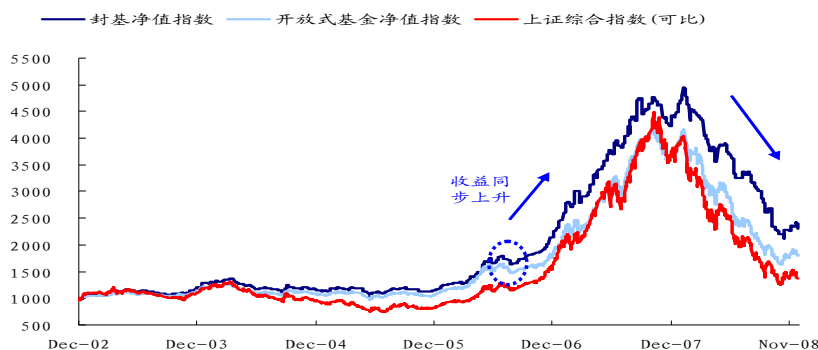
封闭式基金投资策略

在根据上述研究结果对封闭式基金实施投资前，有必要对投资者一直担心的封基市价下跌风险进行进一步解析。

04年以来，封闭式基金和开放式基金业绩相当

02年以后，我国基金公司倾全部之全力保开放式基金，配备最优秀的基金经理，给予最好的条件，最好的股票首先满足其要求。对基金公司来说，开放式基金必须做好业绩才能扩大规模，否则会面临基金份额缩水的问题。再加上当时封闭式基金已经运作较长时间，不同程度地存在品种老化、资金沉淀、资产质量劣化等问题，因此02年到03年前10个月开放式基金整体跑赢了封闭式基金。03年10月之后开始，封闭式基金与开放式基金在净值上的差距明显缩小。由于开放式基金和封闭式基金在投资理念和策略上出现羊群效应，市场上适合投资的、有长期成长性的公司有限，封闭式基金和开放式基金的持仓结构趋同，重仓股类似。04年到现在，封闭式基金和开放式基金整体业绩相当。

图 19: 2003-2008 年封闭式、开放式基金净值对比



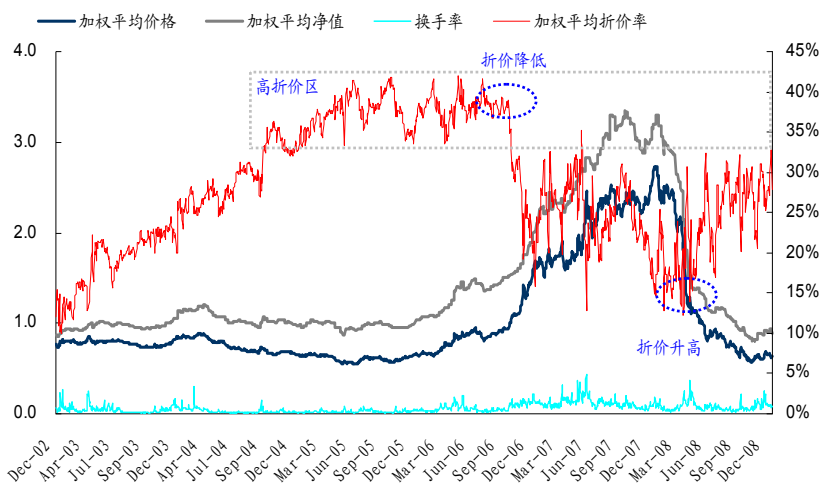
资料来源：国信证券经济研究所

封闭式基金历史折价变动趋势表明和高比例分红相关

我们在之前的分析中主要从买入并持有到期角度对封闭式基金进行了估值，其前提条件均是在净值维持、甚至有足够安全边际防止价格下跌带来的损失。

事实上，通过对国内封闭式03年以来净值、价格、折价率及换手率和大盘走势对比后发现，在不考虑到期“封转开”套利因素前提下，投资者还可以利用市场走强机会下，获取较高的价差收益，这种“攻守兼备”特性也正是我们此时期着重推荐封闭式基金的主因之一。

图 20: 2003-2008 年国内封闭式基金折价率变动解析



资料来源: 国信证券经济研究所

封闭式基金 2009 年分红行情的交易性机会有限

由于封闭式基金分红需满足 2 个条件: 首先是要有已实现收益; 其次是净值不得低于面值, 即基金单位净值需高于 1 元以上是对已实现收益实施分红的必要条件。

据 2008 年中、年末数据, 不考虑 2008 年下半年已实现收益亏损部分对之前收益的减损, 则基金净值在 1 元附近, 勉强满足分红条件的封基仅有 10 只, 可分配收益列前 5 位的分别是基金汉盛、基金安信、基金景宏、基金裕阳和基金普惠, 单位可分配收益分别为: 0.4081 元、0.2811 元、0.2241 元、0.2233 元和 0.2017 元。

总体而言, 考虑到 2008 年下半年股市累计下跌了 36% 的背景, 封闭式基金全年可实现收益金额有限, 即 2009 年分红因素影响较小。

下表是 2008 年中期封闭式基金已实现收益明细:

表 12: 2008 年末基金净值及理论分红明细

基金名称	基金份额	折价率	单位净	可分配收	理论分红	到期日
基金汉盛	20	-25.50%	1.4081	0.7004	0.4081	2014-05-09
基金安信	20	-25.77%	1.2811	0.5707	0.2811	2013-06-22
基金景宏	20	-29.34%	1.2241	0.4928	0.2241	2014-05-05
基金裕阳	20	-19.15%	1.2233	0.5173	0.2233	2013-07-25
基金普惠	20	-29.10%	1.2017	0.4892	0.2017	2014-01-06
基金汉兴	30	-29.97%	1.1809	0.2796	0.1809	2014-12-30
基金安顺	30	-29.64%	1.0916	0.3354	0.0916	2014-06-14
基金通乾	20	-32.01%	1.0898	0.3723	0.0898	2016-08-28
基金金盛	5	-13.61%	1.051	0.2277	0.051	2009-11-30
基金天元	30	-31.54%	1.0195	0.2583	0.0195	2014-08-25
基金景福	30	-33.63%	0.9975	0.2342	-0.0025	2014-12-30
基金兴华	20	-25.22%	0.9922	0.153	-0.0078	2013-04-28
基金普丰	30	-34.22%	0.9714	0.1554	-0.0286	2014-07-14
基金科瑞	30	-28.72%	0.9498	0.1166	-0.0502	2017-03-12

基金裕隆	30	-27.17%	0.9241	0.0703	-0.0759	2014-06-14
基金同益	20	-32.25%	0.9122	0.1622	-0.0878	2014-04-08
基金兴和	30	-33.77%	0.8833	0.1266	-0.1167	2014-07-13
基金金泰	20	-32.23%	0.8219	0.0015	-0.1781	2013-03-27
基金银丰	30	-30.56%	0.805	-0.0762	-0.195	2017-08-14
基金裕泽	5	-14.39%	0.8025	-0.0633	-0.1975	2011-05-31
基金天华	25	-8.58%	0.7613	-0.0279	-0.2387	2009-07-11
基金开元	20	-23.67%	0.7494	0.0131	-0.2506	2013-03-27
基金同盛	30	-32.89%	0.7451	-0.0619	-0.2549	2014-11-05
基金金鑫	30	-32.58%	0.7342	-0.1357	-0.2658	2014-10-20
基金泰和	20	-23.28%	0.6934	-0.1198	-0.3066	2014-04-07
基金丰和	30	-33.04%	0.687	-0.2235	-0.313	2017-03-22
基金久嘉	20	-30.94%	0.6719	-0.1694	-0.3281	2017-07-05
基金鸿阳	20	-29.85%	0.6073	-0.2525	-0.3927	2016-12-09
建信优势	46.4266	-20.24%	0.573	-0.233	-0.427	2013-03-18
大成优选	46.7431	-21.40%	0.528	-0.3402	-0.472	2012-07-31

资料来源：国信证券经济研究所；注：可分配收益为基金 2008 年中期数据，下半年实现收益亏损时，将摊薄上述收益值

证券监管层监管手段和制度不断健全封基公平交易

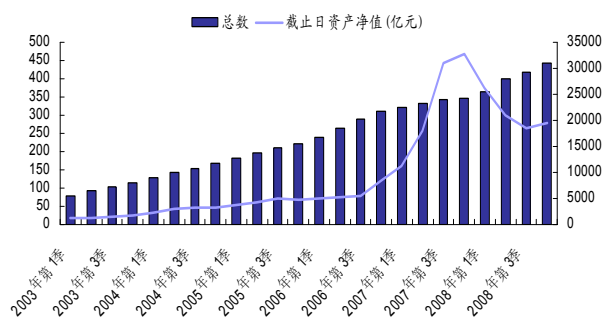
2005 年前封闭式基金形成高折价原因之一有管理人不公平对待不同投资组合行为，事实上，过去几年中，监管部门不断完善对于基金投资交易行为的监管机制，形成了包括证监会、派出机构、交易所、托管银行以及社会舆论监督在内的多层次、全方位监管体系。

2008 年 3 月份，中国证监会还为此专门制订了《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》，各基金管理公司均需遵照执行。

况且，目前基金规模已经与 5 年前不可同日而语，当年存在的投资组合间区别对待产生的边际影响已经减小。

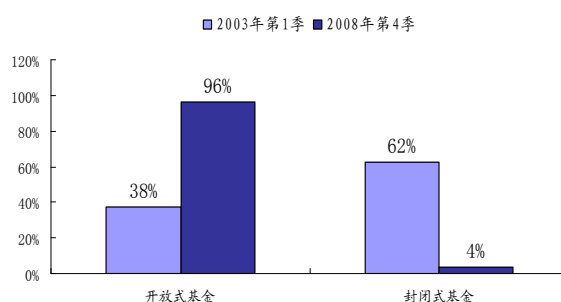
因此，对封闭式基金未来投资组合正常运作不必作过多担忧。

图 21：2003-2008 基金规模变动趋势



数据来源：国信证券经济研究所

图 22：2003-2008 封闭式、开放式比较



数据来源：国信证券经济研究所

封闭式基金投资的三种策略

根据我们的研究结果，封闭式基金投资有三种策略：

- 1、投资 P B 和 P E 值均低于平均值的封闭式基金；
- 2、投资到期日在 2015 年以前，且年化到期收益率有优势的封闭式基金；
- 3、投资历史业绩优异，成长性较好的封闭式基金；

方案一：

根据对封闭式基金的估值结果，下表列出了价值被相对低估的品种，即 P B 和 P E 值均低于平均值的封闭式基金的 11 只基金，以下基金平均 PB 为 0.53，平均 PE 为 2.83，平均到期年限为 6.61 年，大于整体平均的 5.34 年。

表15：封闭式基金PE估值排序

基金名称	持股占净值比	年末折价率	折扣买入价	风险买入价	PB (风险买入价/股票价值)	PE (折扣买入价/股票盈利)	到期日
基金同益	70.69%	-32.25%	0.68	0.38	0.54	2.59	2014-04-08
基金景福	65.22%	-33.63%	0.66	0.32	0.48	2.75	2014-12-30
基金兴和	63.92%	-33.77%	0.66	0.30	0.47	2.80	2014-07-13
基金同盛	64.69%	-32.89%	0.67	0.32	0.49	2.80	2014-11-05
基金久嘉	66.26%	-30.94%	0.69	0.35	0.53	2.82	2017-07-05
基金汉兴	66.27%	-29.97%	0.70	0.36	0.55	2.86	2014-12-30
基金银丰	64.33%	-30.56%	0.69	0.34	0.52	2.92	2017-08-14
基金安顺	63.45%	-29.64%	0.70	0.34	0.53	3.00	2014-06-14
基金鸿阳	67.38%	-29.85%	0.70	0.38	0.56	2.81	2016-12-09
基金景宏	66.30%	-29.34%	0.71	0.37	0.56	2.88	2014-05-05
基金科瑞	65.99%	-28.72%	0.71	0.37	0.56	2.92	2017-03-12
该类别均值	65.86%	-31.05%	0.69	0.35	0.53	2.83	6.61 (年)
全体均值	64.15%	-27.14%	0.73	0.37	0.56	3.11	5.34 (年)

注：假设所有基金名义净值均为 1 元/份，因此表中 1、折扣买入价=1-年末折价率；2、风险买入价=折扣买入价—(1-持股占净值比)；3、股票价值=持股占净值比例；4、股票盈利=持股占净值比例×37%

数据来源：国信证券经济研究所；

方案二：

下表列出了到期日在 2014 以前，年化到期收益率有优势的 19 只基金。这里剔除了 09 年内到期，但持股比例较高的 2 只基金，尽管它们的年化到期收益率高达 17%，但由于时间价值较低，处于保守考虑予以放弃。这 19 只基金平均年化到期收益率为 8.09%，平均到期年限为 5.02 年。

表14：2008年末封闭式基金到期收益率明细（2008.12.26）

基金名称	年末折价率	到期收益率	年化到期收益率	到期日	存续期（年）
基金金泰	-32.23%	47.56%	11.23%	2013-03-27	4.24
基金普丰	-34.22%	52.02%	9.40%	2014-07-14	5.53
基金兴和	-33.77%	50.99%	9.22%	2014-07-13	5.53
基金同益	-32.25%	47.61%	9.04%	2014-04-08	5.27
基金景福	-33.63%	50.68%	8.45%	2014-12-30	6.00
基金同盛	-32.89%	49.02%	8.38%	2014-11-05	5.85
基金金鑫	-32.58%	48.32%	8.33%	2014-10-20	5.80
基金普惠	-29.10%	41.04%	8.18%	2014-01-06	5.02
基金天元	-31.54%	46.06%	8.15%	2014-08-25	5.65
基金兴华	-25.22%	33.72%	7.80%	2013-04-28	4.32
基金景宏	-29.34%	41.51%	7.77%	2014-05-05	5.34
基金安信	-25.77%	34.71%	7.76%	2013-06-22	4.47
基金安顺	-29.64%	42.14%	7.73%	2014-06-14	5.45
大成优选	-21.40%	27.23%	7.60%	2012-07-31	3.58
基金开元	-23.67%	31.01%	7.32%	2013-03-27	4.24
基金汉兴	-29.97%	42.79%	7.14%	2014-12-30	6.00
基金裕泽	-14.39%	16.81%	6.97%	2011-05-31	2.41
基金裕隆	-27.17%	37.31%	6.84%	2014-06-14	5.45
基金汉盛	-25.50%	34.23%	6.39%	2014-05-09	5.35
算术平均值	-28.65%	40.78%	8.09%		5.03

资料来源：国信证券经济研究所

方案三：下表列出了自 2003 年-2008 年期间，从 Alpha、Sharp、绝对收益率、波动率等方面综合排名前 15 位的基金。其平均 Sharp 值为 0.5，年化收益率为 36%，平均到期年限为 5.29 年。

表16：2003-2008年封闭式基金综合绩效表现前15位

基金名称	Alpha	Sharpe	平均收益率	年化收益率	收益标准差(%)	年化波动率(%)	存续期（年）	管理公司
基金兴华	0.1719	0.5521	38.78%	38.78%	66.17%	66.17%	4.32	华夏基金
基金金盛	0.1648	0.5380	38.96%	38.96%	68.22%	68.22%	0.91	国泰基金
基金科瑞	0.1425	0.5371	33.64%	33.64%	58.43%	58.43%	8.20	易方达基金
基金裕泽	0.1513	0.5320	35.45%	35.45%	62.41%	62.41%	2.41	博时基金
基金安顺	0.1438	0.5274	34.02%	34.02%	60.23%	60.23%	5.45	华安基金
基金丰和	0.1353	0.5154	33.97%	33.97%	61.54%	61.54%	8.22	嘉实基金
基金安信	0.1242	0.4975	32.75%	32.75%	61.30%	61.30%	4.47	华安基金
基金景宏	0.1447	0.4971	38.07%	38.07%	72.06%	72.06%	5.34	大成基金
基金泰和	0.1478	0.4930	39.46%	39.46%	75.48%	75.48%	5.27	嘉实基金
基金天元	0.1313	0.4859	35.14%	35.14%	67.69%	67.69%	5.65	南方基金
基金裕阳	0.1356	0.4854	34.58%	34.58%	66.61%	66.61%	4.56	博时基金
基金汉盛	0.1304	0.4843	34.84%	34.84%	67.29%	67.29%	5.35	富国基金
基金裕隆	0.1374	0.4794	36.83%	36.83%	72.13%	72.13%	5.45	博时基金
基金久嘉	0.1264	0.4763	35.68%	35.68%	70.19%	70.19%	8.51	长城基金
基金同益	0.1138	0.4618	32.53%	32.53%	65.58%	65.58%	5.27	长盛基金
平均值	0.1401	0.5042	35.65%	35.65%	66.35%	66.35%	5.29	

数据来源：Wind、国信证券经济研究所；

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨 昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李 君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 黄志文
银行业分析师 黄 飙	银行业分析师 谈 煊	保险行业分析师 武建刚
房地产行业分析师 陈 林	金融工程分析师 王军清	宏观经济分析师 任泽平
证券信托行业分析师 王一峰	IT 行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄 茂
策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀
批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香
农业行业分析师 张 如	基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456