

富国汇利分级债券型基金 产品分析报告

主要内容:

- 富国汇利分级债券型基金(161014)是通过创新通道审批的第一只新产品。
- 一级债基一直是笔者重点推荐的对象,它风险相对较低,收益相对较高。
- 该基金属于一级债基,它只能投资股票一级市场,不可以投资股票二级市场。
- 该基金的公司背景、拟任基金经理饶刚的历史业绩都比较好。
- 截至8月12日,固收板块里的品种都处在溢价交易状态,溢价率在1%至4%之间。
- 该基金的募集目标:30亿份。
- 该基金上市时,如果没有意外的情况发生,它出现溢价交易将是一个大概率事件。
- 投资建议:尽快认购,或首日认购,即9月1日。
- 无论是基金市场,还是这只基金,都不欢迎套利资金,因为过多的套利资金介入,最终只会将有效的套利空间压垮。

高级分析师、基金研究总监

王群航

✉: wangqunhang@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8591

执业证书编号: S0130209031655

张玥(实习生)

苏立婷(实习生)

- 中国银河证券基金研究中心隶属银河证券研究所,是国内第一家基金研究评价机构;
- 中国银河证券基金研究评价资讯系统,银河证券自主知识产权,获得全国证券期货系统科学技术最佳创新奖;
- 中国银河证券基金分类体系,国内最早的权威基金分类体系,是本土基金分类的主要标准。
- fund@chinastock.com.cn
- http://fund.chinastock.com.cn

自基金公司新产品审批五条通道制启用近一年以来，富国汇利分级债券型基金（161014）是走该通道的第一只新产品。它的获批，或许意味着基金创新通道被正式激活。我们关注创新，是因为每一次的创新，都会给市场带来全新的投资机会。该基金分拆了信用风险之后，可以更加细分低风险客户群的风险收益需求。

一、产品概况

（一）封闭期基金份额的分离规则、上市交易

本基金在封闭期将基金份额持有人初始有效认购的基金总份额按照 7 : 3 的比例分离成预期收益与预期风险不同的两种份额类别，即优先类基金份额（基金份额简称“汇利 A”）和进取类基金份额（基金份额简称“汇利 B”）。

根据本基金初始基金总份额的比例分离规则，汇利 A 在基金份额持有人初始有效认购基金总份额中的份额占比为 70%，汇利 B 在基金份额持有人初始有效认购基金总份额中的份额占比为 30%，且两类基金份额的基金资产合并运作。

在本基金封闭期，《基金合同》生效后三个月内，汇利 A 与汇利 B 两类基金份额同时在深圳证券交易所分别上市和交易，交易代码不同。初始基金份额持有人或二级市场投资者可以在市场内单独交易汇利 A 或者汇利 B 份额。

本基金合同生效后，在封闭期内不开放申购、赎回业务。本基金封闭期为三年（含三年），封闭期届满后转为上市开放式基金（LOF）。

基金管理人有权在封闭期届满前召集基金份额持有人大会，审议是否在封闭期届满后延长封闭期及延长封闭期的期限，具体事项由基金管理人另行公告。

（二）封闭期末汇利 A 和汇利 B 的资产及收益分配规则

本基金份额所分离的两类基金份额汇利 A 和汇利 B 在封闭期末具有不同的资产及收益的分配安排，即汇利 A 和汇利 B 基金份额的风险和收益特性不同。

汇利 A 为低风险且预期收益相对稳定的基金份额，即在封闭期末，本基金净资产优先分配汇利 A 基金份额的本金及约定应得收益；汇利 B 为高风险且预期收益相对较高的基金份额，即在封闭期末，本基金在优先分配汇利 A 基金份额的本金及约定应得收益后的剩余净资产分配予汇利 B 基金份额。

汇利 A 约定应得收益和汇利 B 应得资产及收益的分配规则如下：

（1）在封闭期内，汇利 A 基金份额约定年化收益率为【X%】（该固定年化收益率根据本基金首次募集前刊登招募说明书的前 2 日中国银行间交易商协会非金融企业债务融资工具定价联席会议确定的 3 年期 AAA 级（一般 AAA 级）中期票据发行利率下限加上基本利差 0.5 % 制定），其应得收益的金额采用单利计算，年化收益率及收益均以基金份额的认购面值为基准进行计算；

(2) 在封闭期末, 本基金净资产优先分配予汇利 A 基金份额的本金及汇利 A 约定应得收益后的剩余净资产分配予汇利 B 基金份额;

(3) 在封闭期末, 如本基金净资产等于或低于汇利 A 份额的本金及汇利 A 约定应得收益的总额, 则本基金净资产全部分配予汇利 A 份额后, 仍存在额外未弥补的汇利 A 份额本金及约定收益总额的差额, 则不再进行弥补。

基金管理人并不承诺或保证封闭期满时汇利 A 持有人的约定应得收益, 即如在封闭期末本基金资产出现极端损失情况下, 汇利 A 仍可能面临无法取得约定应得收益乃至投资本金受损的风险。

对投资者认购或上市交易购买并持有到期的每一份汇利 A 和汇利 B 基金份额, 在本基金封闭期届满后, 按照《基金合同》所约定的资产及收益的分配规定分别计算汇利 A 和汇利 B 封闭期末净值, 并以各自的份额净值为基础, 按照本基金的基金份额净值 (NAV) 转换为同一上市开放式基金 (LOF) 的份额, 以在基金转换运作方式的同时实现基金份额持有人的资产及收益的分配。

(三) 发售方式、时间

本基金通过场内、场外两种方式公开发售。在基金募集阶段, 本基金以同一个基金份额认购代码在场内和场外同时募集。通过场外认购的基金份额登记在注册登记系统基金份额持有人开放式基金账户下; 通过场内认购的基金份额登记在证券登记结算系统基金份额持有人证券账户下。

登记在注册登记系统中的基金份额既可以直接申请场外赎回, 但在本基金封闭期内, 不可申请场外赎回, 也可以在办理跨系统转托管后, 通过跨系统转托管转至证券登记结算系统在深圳证券交易所上市交易。

本基金的募集期为 2010 年 9 月 1 日至 10 日。

(四) 募集规模上限

本基金募集份额目标上限为 30 亿份, 基金募集规模不得超过 30 亿份(不包括利息折算的份额), 募集规模控制的具体方案详见基金份额发售公告。

(五) 认购费率

本基金认购费率按认购金额递减。募集期投资人可以多次认购本基金, 认购费率按每笔认购申请单独计算。场内、场外的收费标准一样。

附表一: 认购费率表

认购份额 (金额)	认购费率
100 万元以下	0.6 %
100 万元 (含) — 500 万元	0.4 %
500 万元 (含) 以上	1000 元/笔

（六）投资范围

本基金的投资范围为具有良好流动性的金融工具，包括国内依法发行上市的国家债券、金融债券、次级债券、中央银行票据、企业债券、公司债券、短期融资券、资产证券化产品、可转换债券、可分离债券和回购等金融工具以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他固定收益证券品种。

本基金也可投资于非固定收益类金融工具。本基金不直接从二级市场买入股票、权证等权益类资产，但可以参与一级市场新股申购或增发新股，并可持有因可转债转股所形成的股票、因所持股票所派发的权证以及因投资可分离债券而产生的权证等，以及法律法规或中国证监会允许投资的其他非固定收益类品种。因上述原因持有的股票和权证等资产，本基金应在其可交易之日起的 30 个交易日内卖出。

基金的投资组合比例为：本基金在封闭期间，投资于固定收益类资产的比例不低于基金资产的 80%，投资于非固定收益类资产的比例不高于基金资产的 20%。在开放期间，投资于固定收益类资产的比例不低于基金资产的 80%；投资于非固定收益类资产的比例不高于基金资产的 20%，其中，现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%。

（七）投资理念

以价值分析为基础，通过主动的投资管理，谋求基金资产当期收益和长期增值的统一。

（八）投资策略

1、资产配置策略

本基金按照自上而下的方法对基金资产进行动态的整体资产配置和类属资产配置。一方面根据整体资产配置要求通过积极的投资策略主动寻找风险中蕴藏的投资机会，发掘价格被低估的且符合流动性要求的合适投资品种；另一方面通过风险预算管理、平均剩余期限控制和个券信用等级限定等方式有效控制投资风险，从而在一定的风险限制范围内达到风险收益最佳配比。

2、普通债券投资策略

本基金在普通债券的投资中主要基于对国家财政政策、货币政策的深入分析以及对宏观经济的动态跟踪，采用久期控制下的主动性投资策略，主要包括：久期控制、期限结构配置、信用风险控制、跨市场套利和相对价值判断等管理手段，对债券市场、债券收益率曲线以及各种债券价格的变化进行预测，相机而动、积极调整。

3、附权债券投资策略

附权债券指对债券发行体授予某种期权，或者赋予债券投资者某种期权，从而使债券发行体或投资者有了某种灵活的选择余地，从而增强该种金融工具对不同发行体融资的灵活性，也增强对各类投资者的吸引力。当前附权债券的主要种类有可转换公司债券、分离交易可转换公司债券以及含赎回或回售选择权的债券等。

4、资产证券化产品投资策略

证券化是将缺乏流动性但能够产生稳定现金流的资产，通过一定的结构化安排，对资产中的风险与收益进行分离组合，进而转换成可以出售、流通，并带有固定收入的证券的过程。资产证券化产品的定价受市场利率、发行条款、标的资产的构成及质量、提前偿还率等多种因素影响。本基金将在基本面分析和债券市场宏观分析的基础上，对资产证券化产品的交易结构风险、信用风险、提前偿还风险和利率风险等进行分析，采取包括收益率曲线策略、信用利差曲线策略、预期利率波动率策略等积极主动的投资策略，投资于资产证券化产品。

5、回购套利策略

回购套利策略是本基金重要的操作策略之一，把信用产品投资和回购交易结合起来，管理人根据信用产品的特征，在信用风险和流动性风险可控的前提下，或者通过回购融资来博取超额收益，或者通过回购的不断滚动来套取信用债收益率和资金成本的利差。

6、新股申购策略

为保证新股发行成功，新股发行一级市场价格通常相对二级市场价格存在一定的折价。本基金根据新股发行人的基本情况，以及对认购中签率和新股上市后表现的预期，谨慎参与新股申购，获取股票一级市场与二级市场的价差收益。申购所得的股票在可上市交易后 30 个交易日内全部卖出。

（九）风险收益特征

从基金资产整体运作来看，本基金为债券型基金，属于证券投资基金中的较低风险品种，其预期风险与收益高于货币市场基金，低于混合型基金和股票型基金。

从本基金所分离的两类基金份额来看，由于本基金资产及收益的分配安排，汇利 A 份额将表现出低风险、收益相对稳定的特征；汇利 B 份额则表现出较高风险、收益相对较高的特征。

（十）收益分配原则

在封闭期内，本基金不对基金份额所分离的汇利 A 与汇利 B 基金份额进行收益分配。

本基金封闭期届满并转换为上市开放式基金（LOF）后，在符合有关基金分红条件的前提下，本基金每年收益分配次数最多为 4 次，每次收益分配比例不得低于截至该次收益分配基准日基金可供分配利润的 20%，若《基金合同》生效不满 3 个月可不进行收益分配；

（以上内容全部摘自富国汇利分级债券型基金的招募说明书，叙述顺序略有改变。更详细、准确的内容，请以该公司的法定信息披露为准。）

二、产品特点

(一) 富国汇利分级债券属于一级债基

是否选择某一只新基金进行投资，方法之一，就是看看该基金所属的类别。按照是否可以投资股票市场，债券型基金可以被细分为纯债基金（中国银河证券基金研究中心的标准称谓是“债券基金——标准债券型基金——长期标准债券型基金”）和非纯债基金；后者在投资股票的时候，按照只可以投资股票一级市场和可以投资股票二级市场这样两个不同，可以被再次细分为一级债基（中国银河证券基金研究中心的标准称谓是“债券基金——普通债券型基金——普通债券型基金（一级）”）和二级债基（中国银河证券基金研究中心的标准称谓是“债券基金——普通债券型基金——普通债券型基金（二级）”）。在这三类基金里，一级债基长期以来一直是重点推荐的对象，因为从此类产品的设计定位到可以统计的历史业绩，一级债基的风险相对较低，收益相对较高。

附表二：三类主做债券的基金绩效情况一览

基金类型	今年以来 平均净值增长率	过去一年 平均净值增长率	过去两年 平均净值增长率	过去三年 平均净值增长率
纯债基金	3.56 %	6.58 %	13.02 %	16.12 %
一级债基	4.60 %	7.42 %	17.98 %	24.51 %
二级债基	3.50 %	5.46 %	17.06 %	18.18 %

数据来源：中国银河证券研究部基金研究中心

数据截止日期：2010年8月13日

数据整理：王群航

富国汇利分级债券型基金被细分之后就属于一级债基，即该基金只能够投资股票一级市场，不可以投资股票二级市场。参看附表二，截止2010年8月6日，无论是“今年以来”的平均净值增长率，还是“过去一年”、“过去两年”、“过去三年”的平均净值增长率，在短期、中期、长期各个统计期间里，一级债基的绩效表现都是最好的。富国汇利分级债券型基金属于这个类别，在一定程度上为未来能够获取较好的收益奠定了一个较好的基础。

从基金的大类划分及市场表现来看，主做股票的基金与主做债券的基金相互之间有一个较为显著的跷跷板效应，不大可能同涨同跌。从资产配置的角度来看，选择债券型基金，目的就是为了规避股票市场的风险，而二级债基的风险依然与股市有较为密切的联系，因而在理念上有所冲突；至于纯债基金，目前仅有3只（份额分级之后为5只），数量均不及一级债基和二级债基的十分之一，不是市场的主流，基金公司方面绝大多数不看好该类基金，因而也不值得重点关注。最后，剩下来的，只有一级债基，这类基金主投债市，风险相对较低，做股票的一级市场，收益相对较稳。

(二) 公司及拟任基金经理的背景情况较好

选择新基金，除了该产品本身的类属定位以外，相关基金的管理公司背景情况、拟任基金经理的各个方面具体情况，等等，都需要重点关注，因为前者是基金运作的平台，后者是直接的管理人，两者都将对相关基金未来的绩效表现产生深刻的影响。总体来看，富国汇利分级债

券型基金上述两个方面的情況都比较好。

作为专业化的资产管理机构，目前来看，基金公司的专业资产管理能力可以被细分为两个方面：权益类资产管理能力、固定收益类资产管理能力，对于这两个方面能力的加权合并计算之后，就是各个基金公司的综合资产管理能力。鉴于富国汇利分级属于一级债基，因此，我们现在必须要重点关注的就是该公司的固定收益类资产管理能力。

截至富国汇利分级债券型基金发行前，富国基金管理公司旗下共有四只主做债券的基金，它们分别是富国天利债券（一级债基）、富国天丰债券（一级债基）、富国优化增强债券（二级债基）、富国天时货币（货币市场基金），其中前两只基金由饶刚先生负责管理，具体业绩情况可以参看附表三。富国天利债券是一只五星级基金；富国天丰债券“今年以来”、“过去一年”的净值增长率，都是一级债基中的第一名。

饶刚先生具有 12 年时间的证券从业经历，目前是富国基金管理公司的固定收益部经理，并拟任富国汇利分级债券型基金的基金经理。有鉴于此，饶刚先生的历史业绩情况，可以在较大的程度上代表了富国基金管理公司的固定收益产品管理能力。附表三的数据可以在一定程度上表明，饶刚先生的过往投资管理绩效情况、富国基金管理公司的固定收益产品管理能力均较好。

附表三：饶刚先生前期管理的两只基金绩效情况一览

基金名称	成立时间	今年以来 净值增长率	过去一年 净值增长率	过去两年 净值增长率	过去三年 净值增长率	星级评价	成立以来 净值增长率
富国天利债券	2003.12.2	5.00 %	7.43 %	21.88 %	31.18 %	★★★★★	128.25 %
富国天丰债券	2008.10.24	12.81 %	16.52 %	---	---		26.11 %

数据来源：中国银河证券研究部基金研究中心

数据截止日期：2010 年 8 月 13 日

数据整理：王群航

回顾历史，结合现实，尤为值得关注的，是饶刚先生过去与未来将要管理的基金都是同一类型的基金，即一级债基。从过去的投资记录来看，富国天利债券偏重于对可转债的投资，富国天丰债券偏重于对信用债的投资，而未来的富国汇利分级债券型基金，将会继续重点投资信用债。这一点，在与这只新基金相关的、出自富国基金管理公司的很多报告与文章中，均有明确的阐述。

为什么要重点投资信用债，第一是因为自 2009 年以来，我国的信用债市场获得了很大的发展，全年企业债的发行量比上一年增加了近 1900 亿元。截至 2009 年末，我国企业债的托管量为 10971 亿元。企业债市场的快速扩展，以及市场容量的巨大，为债券型基金的运作提供了良好的基础市场空间。第二，重点投资信用债，是今年以来很多新发行的债券型基金的明确投资方向，是当前基金市场的主流。第三，富国天丰债券的过往业绩良好。发行富国汇利债券，目的就是再复制一个富国天丰债券，再给广大投资者奉献一个好的投资标的。

（三）创新在于分级和可上市交易

能者多劳。以饶刚先生为主，他将在富国基金公司 12 人固定收益团队的全方位和大力支

持下，全面、整体、集中地管理富国天利债券、富国天丰债券、富国汇利债券分级这三只一级债基。作为最新的一只基金，富国汇利分级债券与前两只基金的区别，及其创新之处将是本文关注的重点，而这重点之中的重点，就在于富国汇利分级债券是我们国家的第一只债券型分级基金。从富国天丰债券是我们国家第一只封闭式债券型基金，到现在的富国汇利债券，富国基金管理公司在固定收益产品方面的创新能力显现的很旺盛。

富国汇利分级债券型基金的重要创新因素集中表现在以下四个方面：

第一，封闭三年。富国汇利债券合同生效之后，前三年采取全封闭的方式运作，以期创造出更好的收益。在目前的基金行业中较为流行这样一种观点：适度控制基金的中购与赎回，维护基金规模的稳定，在流动性优势的前提下，有利于基金的投资运作和绩效的提高，尤其是在主做债券的基金方面，因为许多专业性很强的机构投资者热衷于套利交易，过度频繁的大额资金进出，在影响到原持有人利益的同时，也影响到了相关基金的业绩排名。

第二，三年内可交易。在封闭运作的前三年里，不排除一些投资者有其它方面的资金需求，因此，富国汇利债券特地引入了可以上市交易这种近两年市场上较为流行的创新机制，给大家一个很好的“赎回”的机会，而且比传统的赎回方式更加高效、便捷。这是一个一箭三雕之举：既便利了投资者，也不影响自己的运作，并有可能提高收益。

第三，分级。根据富国汇利债券的产品设计方案和基金契约的约定，待基金合同生效之后，投资者的原始认购份额将按照 7 : 3 自动分为汇利 A 和汇利 B 两种份额，这两类份额的预期收益与预期风险不同，前者将表现出低风险、收益相对稳定的特征，后者将表现出风险相对较高、收益也相对较高的特征。从原始投资者来讲，这样的份额分级，给大家不同层级的退出和持有机会；从后续投资者来讲，给予了大家在总体低风险层次上风格更加细分的投资机会。

第四，转型为 LOF。当封闭期三年届满之后，富国汇利债券将转型为上市开放式基金（LOF），继续可以在二级市场上进行交易，与之前所不同的是，封闭三年之后的可交易，比之前多了一个套利机制，即场内交易与场外申赎之间直接的套利。而从场内交易这种形式来看，无论是三年前，还是三年后，相差都不会很大，并且，套利机制的引入，理论上是增加了一个获利的机会。

（四）控制募集规模

根据基金契约，富国汇利分级债券型基金的募集目标是 30 亿份。提出这个目标，是富国基金管理公司为了维护投资者权益的切实之举，是在一定程度上牺牲了公司利益之后做出的决定。但同时，按照现在市场较为流行的做法，控制规模，对业绩有利。由此来看，富国基金公司有着远大的志向和目标。

三、投资建议

（一）一级债基是低风险类产品的标配

富国汇利分级债券型基金属于一级债基，这种基金只可以投资债券市场和股票一级市场，风险相对较小。同时，附表二的相关统计数据已经表明，这类基金目前在各个统计时间段上的综合绩效表现最好。因此说，在广大投资者的资产组合配置中，如果有低风险产品方面的投资需求，一级债基是值得重点关注的基金类别。而富国汇利分级债券及其上市之后的两类份额，则是其中值得多多关注的新品种。

从目前的市场情况来看，首先，股票市场行情反复振荡，股票与主做股票的基金所表现出来的高收益高风险特征，则是在从另一个角度反复强调了低收益低风险类产品的重要配置价值；其次，今年入夏以来主做债券的基金发行情况好于主做股票的基金，并且今年以来首发规模最大的新基金就是一只债券型基金，更加充分说明了广大投资者已经开始逐渐认识到低风险产品的良好投资价值。

（二）分级与可上市交易带来良好的流动性和不同的投资机会

首先，开放式基金的可交易化是近两年来逐渐得到市场认可的一项新生事物，并且以其高效、便利、低成本等显著特点，正在越来越得到市场有关方面的重视，相关产品的创新数量正在越来越多。富国汇利分级债券型基金在产品的设计过程中强化了这只新基金在外延方面流动性特征，应该会受到广大投资者的热烈欢迎。

其次，就现有的场内可交易品种来看，股票是主体，统属于典型的高风险资产，数量已经超过了 1800 只；而在低风险产品方面，目前仅有之前上市不久的几只债券型基金。这个高、低风险两类产品之间巨大的数量差距，表明了市场上客观存在着的一种不平衡现象，并且亟需改进。可交易债券型基金及其分级产品的加入，正是有效改变场内市场高风险特征过于厚重的有效手段。

第三，富国汇利分级债券型基金的可交易化特点，还可以给浸身于股票市场的广大场内投资者带来一个良好的低风险资产配置对象，使得大家完全不必更换投资场所，就可以实现更多层次的资产配置。更为重要的是，从中国证券市场的宏观层面来看，这对于完善场内市场的功能，提高资源的利用效率，都具有十分积极的作用。

第四，汇利 A 和汇利 B 这两类份额的风险收益特征差别在总体低风险的层次上划分的较为明显，适合具有不同风险细分偏好的低风险投资者持有。其中，汇利 A 约定的年化收益率比照基金募集当期三年期 AAA 级企业债收益率另加 0.5%，有着更为现实的理论依据和更为明确的目标客户群体，把债券型基金通常无法规避的相关风险通过份额分级的方式予以轻松化解；汇利 B 则通过适度的进取，有着相对略高一级的风险收益特征。

不过，通过上述三类主做债券基金的历史业绩回顾，以及饶刚先生管理的前两只基金的过往业绩，我们可以发现，如果没有其它特殊的意外，汇利 B 虽然名义上要承担一定的风险，但从中长期绩效来看，风险是相对有限的。

（三）富国汇利分级债券未来的总体溢价交易将是大概率事件

富国汇利分级债券型基金有汇利 A、汇利 B 两类份额，并将上市交易，二级市场的交易价格由市场的供求关系来决定，那么，它们未来的市价将会与参考净值之间呈现出一种什么样的关系，是高于净值，还是低于净值，即是溢价，还是折价，是关系到这只新基金发行前景的、很现实的重要因素。综合分析多种因素之后，本文对于该基金未来二级市场交易价格表现情况的预期较为乐观。

1、整体的溢价交易应该是大概率事件

富国汇利分级债券的募集规模上限为 30 亿份，根据该基金 7:3 的份额分类规则，汇利 A 的流通规模将是 21 亿份，汇利 B 的流通规模将是 9 亿份，总体上都不大，且在三年内不会变动。前者收益稳定，规模相对略大些；后者风险相对较高，规模相对偏小，总市值将会在 9 亿元以上，具有较好的市场容量及流动性。

在场内基金的固收板块方面，目前有七只可交易品种，根据这些产品设计上的天然差距与共性，这七只基金可以被再次细分为特征鲜明的两个类别：第一类，直接上市的债券型基金，具体品种有富国天丰债券、银华信用债券、招商信用债券，共三只；第二类，分级基金中的低风险份额，具体有同庆 A 债券、国泰估值优先债券、国联安双禧 A 债券、银华稳进债券，共四只。这两小类固收板块品种的二级市场折溢价表现情况分别如图一和图二所示。

通过附图一和附图二，我们可以很清晰地看到，截至 8 月 12 日，固收板块里的所有品种都在溢价交易，溢价率在 1% 至 4% 之间。由此我们可以初步得到这样一个结论：未来，当富国汇利分级债券上市交易的时候，如果没有意外的、特别的情况发生，它出现溢价交易将是一个大概率事件。

具体来看，第一，参看附图一，直接上市的三只债券型基金，上市首日的平均溢价率是 0.2%，截至 8 月 12 日时候的平均溢价率是 2.2%。富国天丰债券在其上市只后的前一年左右时间里，大部分时间处于折价交易的状况，可能与当时市场对于这种类型的基金，以及对于该基金的认识程度有限相关。今年以来，该基金已经开始全程处于溢价交易状态了。

第二，参看附图二，分级基金中的四只低风险份额上市首日的平均溢价率是 2.09%，截至 8 月 12 日时候的平均溢价率是 2.37%，也都是处于溢价的状态。期间，同庆 A 债券曾经有过二个月左右的折价交易，与该时点上的基础市场情况、当时的相关持有人资金背景情况、基金规模、发行背景等多种因素有关。现在，该基金也处于较为稳定的溢价状态。

2、溢价的幅度可能较为有限

通过上述分析，我们可以得到一个令人欣慰的结论：富国汇利分级债券上市之后，整体出现溢价交易将会是一个大概率事件。但在此同时，我们也应该冷静地看到，它们的整体溢价幅度可能有限。因为：

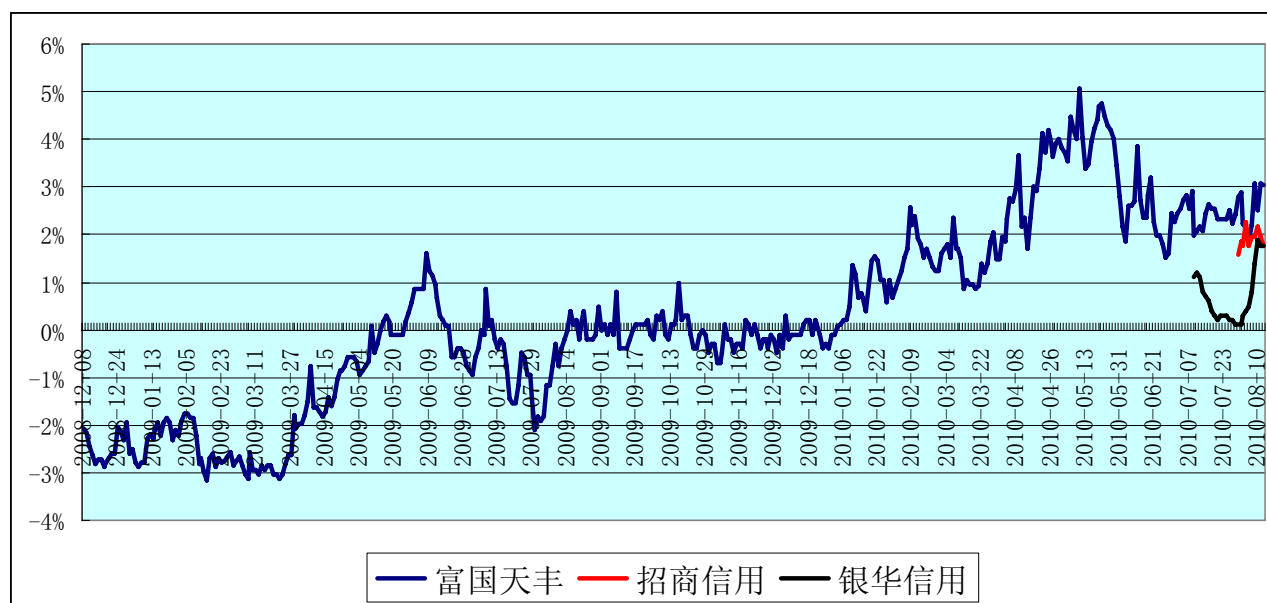
第一，附图一和附图二的统计表明，前 7 只基金整体上市初期的溢价率低于目前，这主要是因为其中有一些套利资金在作祟。这个市场惯例必须重视。

第二，同庆 A 债券、国泰估值优先债券、国联安双禧 A 债券、银华稳进债券这四只相关基金中的低风险份额预期收益率分别为 5.6%、5.7%、5.75% 和 5.25%，均高于富国汇利 A 预

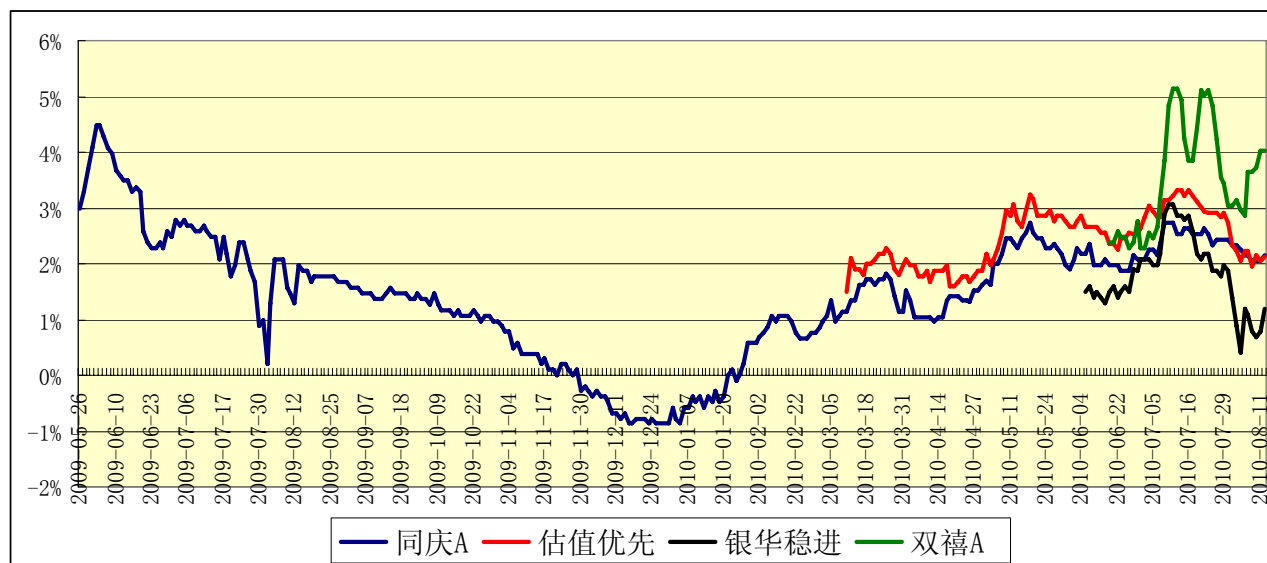
测中的大约 3.9%，因此说，富国汇利 A 未来的溢价率应该低于上述四只低风险份额。

第三，富国汇利分级债基是一级债基，债券型基金的总体收益率有限，而上述四只基金都是主做股票的基金，当股票行情走好的时候，其净值增长的空间比债券型基金大很多。因此，未来，富国汇利 B 的预期净值增长空间在理论上会小于那四只基金很多，这样一来，其高溢价的可能性也就随之降低。

附图一：直接上市的债券型基金上市以来折溢价表现情况



附图二：分级基金中的低风险份额上市以来的折溢价表现情况



数据来源：中国银河证券研究部基金研究中心

数据截止日期：2010 年 8 月 12 日

制图：王群航

第四，富国汇利分级债券是一只主做债券的基金，关注这只基金的投资者，多为具有低风险偏好的人，大家的投资行为相对来讲会更为稳健与平和一些，因此，在理性成份更为浓厚和预期收益率空间相对有限的情况下，大家也将会在交易中适度降低这只基金出现较高溢价交易的机会和幅度。

从理性投资的角度来看，无论是汇利 A，还是汇利 B，适度溢价的幅度是与未来三年内该基金的投资收益预期水平相挂钩的，如果有过高的溢价，在放大了风险的同时，更是透支了未来的收益。因此，认购这只基金，或购买这只基金的两档份额，前者给稳健的人以更稳定的收益保证，后者给适度积极的人以适度进取的空间。

（四）投资建议：尽快认购，或首日认购

通过上述分析，我们可以对富国汇利分级债券型基金有这样两个主要印象：第一，该基金的公司背景和拟任基金经理情况良好；第二，该基金上市之后的市场表现预期应该较为明确，溢价将会是一个大概率事件，但幅度将会相对有限一些。因此，对于这只基金的发行，本文有如下建议：有认购这只新基金意向的投资者，不妨尽快认购，并且最好在发行的首日就进行认购。

本报告认为，富国汇利分级债券型基金的发行情况很有可能会比较热烈，在一般情况下会在一周内结束认购，如果火爆，甚至会有当天达到募集上限的情况出现。日前，有只同类基金的募集规模超过了 140 亿份，就是一个很好的例证。因此，为了保证有明确投资意愿的投资者能够买到这只基金，本报告建议：尽快认购，或首日认购，即 9 月 1 日认购。

富国汇利分级债券的募集目标是 30 亿份，今年以来债券型基金的平均成立规模超过了 38 亿份，因此说，富国汇利分级债券的这个募集目标规模不算大，低于市场平均水平。对于这只综合情况较好的基金来讲，这个目标应该比较容易实现，故建议尽快认购，或首日认购。

也许有的人会说，待到该基金上市之后从二级市场买，只买其中的某一类份额。这当然是一种方式，不过，这种决策要建立在对于该基金上市首日溢价率合理分析与预测的基础上。截至 8 月 12 日，七只同类基金（份额）的平均溢价率都超过了 2%，这就是说，大家如果在该基金上市的时候购买，如果届时该基金的净值变动不大，就在面值附近，那么，如果大家预计汇利 A、汇利 B 的加权平均开盘价格会低于 1.006 元，或者在上市后的不久会有加权平均交易价格低于 1.006 元的情况出现，并且有足够的卖盘，则可以等。但是，本文认为，这将是小概率事件。

从长期投资的策略角度出发，如果大家看好这只基金，就没有必要过分地计较、分析、判断、猜测短时间里的净值表现和折溢价走势，从专业化投资的大概率分析方式出发，做出合理的投资决策。

（五）尽量规避套利资金

由于发行期可能很短，并且上市之后有适度溢价的可能，而且出现的概率较大，因此，富国汇利分级债券型基金的发行很有可能会吸引来一些短期的套利资金。我们认为：无论是基金

市场，还是这只基金，都不欢迎套利资金，因为过多的套利资金介入，最终只会将有效的套利空间压垮。对于这种事故，市场先前已经有过类似的案例。

同时，从投资的角度来看，无论是这只基金的产品设计定位，还是相关基金公司和拟任基金经理的情况，还是对于基础市场的综合分析，低风险资金若想通过这只基金来博取短期的套利收益，可能不是一个明智之举，是一个拣芝麻、丢西瓜的因小失大之举。我建议那些有着明确的低风险资产配置目的、认可富国基金管理公司和饶刚先生固定收益资产管理能力的投资者，能够较为长期地投资、持有这只基金。

附表四：固收板块基金上市首日换手情况统计

基金代码	基金名称	细分类别	上市日期	上市首日 收盘价	上市首日 成交数量(份)	上市首日 换手率	流通份额(份)
150006	长盛同庆 A	分级产品	2009-5-26	1.032	1,282,470,070	24.27%	5,285,105,718
150010	国泰估值优先	分级产品	2010-3-11	1.020	70,261,134	28.11%	249,926,180
150012	国联安双禧 A	分级产品	2010-6-18	1.034	41,372,858	15.73%	263,081,728
150018	银华稳进	分级产品	2010-6-7	1.019	22,714,297	9.99%	227,454,845
161010	富国天丰	单独一只	2008-12-8	1.000	19,624,789	5.22%	375,612,910
161713	招商信用添利	单独一只	2010-7-30	1.035	68,494,564	4.15%	1,649,213,376
161813	银华信用债券	单独一只	2010-7-9	1.013	8,448,223	2.43%	347,668,076

数据来源：中国银河证券研究部基金研究中心

数据整理：王群航

通过附表四，我们可以很清晰地看到一个现象，在固收板块中，分级产品的上市首日换手率较高。现有 7 只产品上市首日的平均换手率为 12.84%，而 4 只分级产品的上市首日平均换手率却高达 19.52%，相比之下，3 只未分级的债券型基金上市之后，首日的平均换手率仅为 3.94%。这一高一低，充分说明了在分级产品里有较多套利资金存在的客观现实，此为一；从另一个角度来看，由于是分级，两类份额有着不同的风险收益特征，上市之后，原先的认购者和后来的入市者都有可能会根据自己的需求再做取舍，或卖，或买，这也是合情合理的事情，此为二。

（六）净值测算

附表四：封闭期结束时整体基金净值与分级基金单位净值变化测算

富国汇利份额净值	A 级份额单位净值	B 级份额单位净值
0.0000	0.0000	0.0000
0.5000	0.7143	0.0000
0.6000	0.8572	0.0000
0.7000	1.0000	0.0000
0.7945	1.1350	0.0000
0.8000	1.1350	0.0184
0.9000	1.1350	0.3517
1.0000	1.1350	0.6850

1.1000	1.1350	1.0184
1.1350	1.1350	1.1350
1.2000	1.1350	1.3517
1.3000	1.1350	1.6850
1.4000	1.1350	2.0184
1.5000	1.1350	2.3517
2.0000	1.1350	4.0184

数据来源：富国基金管理公司

四、风险提示

本文在此结尾之处还将给予相关的风险提示，并且特别是针对短线资金：

（一）在基金运作的初期，不排除会有净值短期低于面值的可能。

（二）对于富国汇利分级债券型基金的上市溢价只是预测，并称其为大概率事件，即并不表示一定能够实现。

（三）其它同类基金的溢价不一定就等于这只基金的必定溢价。

（四）富国基金管理公司旗下其它基金的过往业绩，并不一定就能够代表这只新基金的未来业绩，它们只能够表明过去的能力和绩效。

（五）基金投资过程中自然会存在的一些常规性风险。

（六）富国汇利分级债券型基金在公开信息披露中所揭示的各种风险。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908