

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

蓝筹 ETF 投资价值分析

——以沪深 300ETF 为例

证券研究报告—专题报告

发布日期: 2012 年 9 月 14 日

一、沪深300指数——大盘蓝筹的代表，价值投资首选

从海外200多年的历史经验来看，蓝筹股是成功投资的首选标的，而证监会今年6月“蓝筹股是股市价值的真正所在”的表态也凸显了蓝筹股的投资价值，蓝筹股最有效的投资方式是投资指数化产品，特别是ETF，跟踪误差小、管理费用低、流动性好等多项特征成为指数化投资的首选。而ETF的表现主要取决于标的指数，标的指数沪深300指数在市场认知度、相关产品数量等方面占据绝对优势。

1、横跨沪深两市，覆盖六成市值

沪深300指数是中国股票市场的标杆指数，覆盖了沪深两市300只优质蓝筹股票，占我国股票市场流通市值的比重将近70%，具有良好的市场代表性。沪深300指数成分股分布在除创业板以外的其他市场板块（沪、深主板和中小板），其中：沪市主板、深市主板、中小板的成分股数量比约为7:2:1。从流通市值覆盖率来看，沪深300指数包含了八成沪市主板市值、过半的深市主板市值和约1/4的中小板市值。

表1：沪深300市场代表性情况

	市场整体状况		沪深 300 指数		市场代表性
	个股数	流通市值（亿元）	个股数	流通市值（亿元）	流通市值占比
沪深两市	2455	160504.55	300	110299.92	68.72%
沪市主板	942	117296.01	201	93039.20	79.32%
深市主板	472	24691.21	66	13329.66	53.99%
中小板	692	15298.72	33	3931.06	25.70%
创业板	349	3218.61	0	0	0

注：数据截至 2012 年 8 月 29 日

资料来源：中原证券，wind 资讯

2、相关产品数目众多 规模近指数基金总规模4成

沪深300指数是沪深证券交易所于2005年4月8日联合发布的反映A股市场整体走势的指数。目前围绕沪深300的指数投资产品数量和种类是所有指数中最多的，反映了市场对沪深300投资价值的认可。

我们初步统计了国内围绕沪深300指数发行的基金产品（如表2所示），产品总数达27只，覆盖了一般指数基金、增强型指数基金、分级基金等多个类型。从沪深300相关指数产品规模看，截至2012年8月29日，基金净值规模合计超过1200亿元、规模近指数基金总规模的40%。沪深300指数相关基金数目繁多，规模也较大，目前还没有其他指数可以与之媲美，体现了市场对该指数的高度认可。

表2：国内沪深300指数相关产品

基金全称	基金成立日	基金管理人
博时裕富沪深 300 指数证券投资基金	2003-08-26	博时基金管理有限公司
长城久泰沪深 300 指数证券投资基金	2004-05-21	长城基金管理有限公司
嘉实沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金联接基金	2005-08-29	嘉实基金管理有限公司
大成沪深 300 指数证券投资基金	2006-04-06	大成基金管理有限公司
国泰沪深 300 指数证券投资基金	2007-11-11	国泰基金管理有限公司
广发沪深 300 指数证券投资基金	2008-12-30	广发基金管理有限公司
工银瑞信沪深 300 指数证券投资基金	2009-03-05	工银瑞信基金管理有限公司
南方沪深 300 指数证券投资基金	2009-03-25	南方基金管理有限公司
鹏华沪深 300 指数证券投资基金	2009-04-03	鹏华基金管理有限公司
华夏沪深 300 指数证券投资基金	2009-07-10	华夏基金管理有限公司
易方达沪深 300 指数证券投资基金	2009-08-26	易方达基金管理有限公司
富兰克林国海沪深 300 指数证券投资基金	2009-09-03	国海富兰克林基金管理有限公司
国投瑞银瑞和沪深 300 指数分级证券投资基金	2009-10-14	国投瑞银基金管理有限公司
银华沪深 300 指数证券投资基金	2009-10-14	银华基金管理有限公司
建信沪深 300 指数证券投资基金	2009-11-05	建信基金管理有限公司
富国沪深 300 增强证券投资基金	2009-12-16	富国基金管理有限公司
中欧沪深 300 指数增强型证券投资基金	2010-06-24	中欧基金管理有限公司
长盛沪深 300 指数证券投资基金	2010-08-04	长盛基金管理有限公司
兴全沪深 300 指数增强型证券投资基金	2010-11-02	兴业全球基金管理有限公司
浦银安盛沪深 300 指数增强型证券投资基金	2010-12-10	浦银安盛基金管理有限公司
农银汇理沪深 300 指数证券投资基金	2011-04-12	农银汇理基金管理有限公司
信诚沪深 300 指数分级证券投资基金	2012-02-01	信诚基金管理有限公司
华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数基金	2012-05-04	华泰柏瑞基金管理有限公司
浙商沪深 300 指数分级证券投资基金	2012-05-07	浙商基金管理有限公司
嘉实沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	2012-05-07	嘉实基金管理有限公司
华泰柏瑞沪深 300 交易型指数基金联接基金	2012-05-29	华泰柏瑞基金管理有限公司
华安沪深 300 指数分级证券投资基金	2012-06-25	华安基金管理有限公司

资料来源：中原证券，wind 资讯

3、行业分布偏重金融

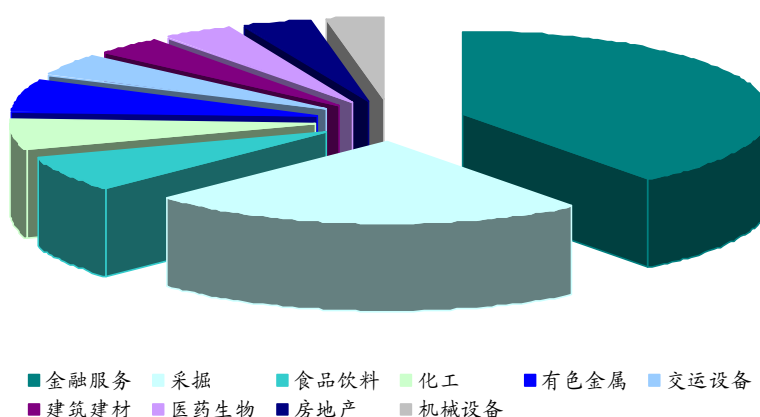
从行业分布来看，沪深300指数偏重金融服务行业，300只成份股中有40只为金融服务行业、且前20大权重股有12只为金融股；从流通市值来看，金融服务行业占沪深300成份股流通市值总额的34.54%，根据申万一级行业分类，沪深300指数前五大行业分别为金融、采掘、食品饮料、化工和有色金属。

表3: 沪深300指数中流通市值排名前20的成份股情况

排名	股票名称	流通市值 (亿元)	申万一级 行业	排名	股票名称	流通市值 (亿元)	申万一级 行业
1	中国石油	14230.10	采掘	11	民生银行	1350.74	金融服务
2	工商银行	10081.04	金融服务	12	兴业银行	1322.41	金融服务
3	中国银行	5416.04	金融服务	13	五粮液	1254.79	食品饮料
4	中国石化	4230.40	化工	14	中信银行	1213.78	金融服务
5	中国神华	3495.46	采掘	15	中国太保	1180.82	金融服务
6	中国人寿	3492.11	金融服务	16	浦发银行	1126.67	金融服务
7	贵州茅台	2275.28	食品饮料	17	上汽集团	1073.84	交运设备
8	中国平安	1839.42	金融服务	18	中信证券	998.15	金融服务
9	招商银行	1770.15	金融服务	19	中国建筑	909.00	建筑建材
10	交通银行	1422.84	金融服务	20	大秦铁路	887.55	交通运输

资料来源: 中原证券, wind 资讯

图 1: 沪深 300 指数流通市值占比前 10 行业情况



资料来源: 中原证券, wind 资讯

4、估值处在低位 显现投资价值

指数估值代表了相对价格,能在一定程度上反映其投资价值,指数估值越低说明其价格相对较低,具备较高的投资价值,下行风险也较小。如图2所示,沪深300当前估值已经处在历史低位,截至2012年8月29日,沪深300估值仅为10倍左右,长期投资价值显现。



图 2：沪深 300 指数历史走势（截至 2012 年 8 月 29 日）



资料来源：中原证券，wind 资讯

二、嘉实沪深300ETF、华泰柏瑞沪深300ETF模式比较

沪深300ETF是以沪深300指数为标的、在二级市场进行交易和申购/赎回的交易型开放式指数基金，在投资者长期资产配置、场内交易上充当重要角色。由于沪深300指数横跨沪深两市，较之单一市场ETF而言，创建沪深300ETF技术要求更高。

2012年4月推出的2只跨市场ETF——嘉实沪深300ETF、华泰柏瑞沪深300ETF是我国资本市场的重大创新，是推进我国蓝筹市场建设、倡导价值投资和长期投资理念的重要举措，对进一步提高市场效率、完善资本市场结构和功能具有重要意义。上述两只产品分别由嘉实基金与深交所合作、华泰柏瑞基金与上交所合作并基于沪深300指数开发的。面对跨市场ETF存在的两个交易所、两个证券登记结算机构清算交收的天然屏障，两只产品的方案大相径庭，这也是市场最为关注的焦点。

从现有的单市场ETF看，其在场外申购、赎回的同时也可在场内上市交易，且是以一篮子股票进行申赎，所特有的一/二级市场连通与套利机制，决定了ETF成交价格不会较长时间偏离ETF份额对应股票篮子的盘间加权价格，能平抑二级市场折溢价，并实现当日资金到账的T+0交易，资金周转高效。而新推出的华泰柏瑞沪深300ETF、嘉实沪深300ETF则分别采取“T+0”、“T+2”模式。

1、嘉实沪深300ETF——实物申赎

与现有单市场ETF不同的是，嘉实基金沪深300ETF引入了中登结算总公司连接中登公司深圳、上海分公司实现三地配合完成场外结算，申赎指令T+1日确认，申购份额及赎回所得证券T+2日可用。

嘉实基金沪深300ETF的重点在于实物申赎上。实物申赎模式，有利于运作的透明性和套利的确定性，其证券交收普遍在T+2日之后完成，而套利效率也不依赖于交收周期，引入融资融券还能实现T+0交易。例如，当沪深300ETF折价时，投资者可以通过在二级市场买入300ETF份额、同时融入组合证券并卖出的方式来锁定套利价差；之后，投资者可将买入的ETF赎回，并将所获得的组合证券偿还融券来还原交易。在股指期货期现套利交易上，也可以通过融资融券业务来完成。但目前尚未能有效实现、受限较大，一方面，融券交易规模较小，且沪深300成分股中有54只为非融资融券标的，另一方面，目前转融券尚未



正式开闸，可融券的券源有限，券商为了减少自身持券风险更使得融券业务成本较高。

2、华泰柏瑞沪深300ETF——T+0模式

华泰柏瑞沪深300ETF则基本保留了现有单市场ETF的设计，不同的是，其将沪深300指数中占比25%的深市成分股进行了现金替代，也就是说，投资者申购份额时需要准备一篮子上交所的沪深300成分股及部分现金，再由基金公司代为购买深交所的沪深300成分股；而普通ETF仅对少量因停牌等原因不能交易的股票进行现金替代、且有一定比例的限制。

在目前融券机制尚不够顺畅的情况下，华泰柏瑞沪深300ETF的“T+0”模式优势明显：一是现金替代方案，在保留单市场ETF原有优点的基础上对单市场ETF进行创新，通过基金管理人的快速补券和登记公司的结算安排优化，让申购投资者的资金高效周转，提升资金使用效率；二是“T+0”申购赎回机制能有效降低ETF折溢价率水平，提高定价效率，当ETF二级市场存在折价时，买入ETF份额的同时，赎回并卖出对应的成份股票，而溢价时则买入对应的成份股票，申购并卖出ETF份额，在折溢价大于申赎成本和交易成本时就获得套利收益；三是“T+0”申购赎回机制使ETF交易价格无法被操纵，当ETF价格出现较大偏离时，“T+0”机制能使得ETF价值在最快时间内回归正常；四是“T+0”模式能有效提高市场流动性，降低大额买卖的价格冲击成本。

华泰柏瑞沪深300ETF正是因为保留了T+0功能，对于ETF本身的套利和股指期货期现套利，日内交易不成问题。相比较而言，嘉实沪深300ETF的资金使用效率相对较低，一笔资金仅能在3日内使用一次。

三、嘉实沪深300ETF、华泰柏瑞沪深300ETF优缺点比较

新发行的嘉实沪深300ETF、华泰柏瑞沪深300ETF有着各自不同的优点，具备了单市场ETF所没有的特点，也正是因为不同的特点适合不同的投资群体。

1、嘉实沪深300ETF

嘉实沪深300ETF，全部实物申赎，投资人需要用沪深300指数一篮子成份股进行申购，这将使得基金净值和指数的差距小，在投资者已经有一篮子股票的情况下可申购成ETF，ETF本身的基金净值与指数的跟踪误差小。而且，嘉实沪深300ETF拟引入做市商机制，可在一定程度上解决因T+2不方便套利、二级市场交易价格和基金净值间折溢价率较大的问题，保证了运作透明性和套利的确定性。

而嘉实沪深300ETF引入融资融券的套利交易，目前受限于融券规模小、券种有限等多个因素，将使得融资融券资金成本增加万分之六，提升了套利折溢价空间，从而降低了有效套利的可能性。

2、华泰柏瑞沪深300ETF

华泰柏瑞沪深300ETF，基本上实现T+0交易，方便套利，从而使二级市场交易价和基金盘中净值折溢价小，方便投资人结合指数在二级市场买卖作短期的趋势投资，起点100份起（不到300元）；ETF的1个申赎单位对应3张沪深300股指期货合约，方便股指期货套利者运用，大大降低期现套利的资金门槛。

跨市场的T+0申赎机制，使得股指期货套利者不需要测算各成份股、ETF配置比例，更轻松实现股指期货日内套利交易；还能延伸出如可日间多次交易等优势，投资者一天内可重复多次申购ETF后卖出或买入ETF后赎回的交易，通过频繁交易来提高资金的使用效率。

总体来看，华泰柏瑞沪深300ETF在流动性方面显著优于嘉实沪深300ETF，而其它方面相差不大，且



华泰柏瑞沪深300ETF套利效率的不确定性更加明显。

3、各自的适用人群

两只产品所具有的不同特性，决定了其对应的适用人群。

其中：华泰柏瑞沪深300ETF期现套利起点大幅降低，方便实现T+0，适合股指期货套利者及一、二级市场套利者。由于横跨两市、与期指有联系，容易利用专业知识获利，对证券公司自营、资管等部门也有一定吸引力。而嘉实沪深300ETF，从资金使用效率来看，效率相对较低，适合长期持有。对于中小投资者，都可以通过二级市场买入ETF，作短期的趋势投资、与中小板ETF作轮动等。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。