

基金研究

2009 年 07 月 02 日



基金策略

瑞福分级基金投资分析报告（二）

——瑞福优先申购赎回收益率测算及投资建议

核心观点

➤ 认购持有者赎回收益率 Vs. 持有到期收益

认购持有者如果在本开放日选择赎回的话，其收益率因其当初认购费率的不同略有差异，总体上认购持有者的收益率很大可能落在（-32.39%，-19.63%）之间（详见表 4），具体的收益率取决于 7 月 16 瑞福分级的实际份额净值。

认购投资者持有到期收益和市场点位之间明显的呈现 5 段不同的线段（图 1）。当 3.5 年后市场下跌 43% 至 1681 点时，认购持有到期收益率大约在 -28%，和现在选择赎回差不多，但是我们认为 3.5 年后市场再次探底的可能性非常小；当 3.5 年后市场点位位于（2751，3838）之间时，认购持有到期收益率大约在 -6.58%，相比现在赎回要好的多；当 3.5 年市场达到 4130 点时，认购投资者才开始盈亏平衡，如果 3.5 年后市场点位高于 4130 点认购投资者可以实现正收益；当市场重回 6000 点时，认购持有到期收益率大约在 22%。

我们不建议认购投资者选择赎回，否则现在将面临（-32.39%，-19.63%）的实际亏损，而持有 3.5 年后，很大可能上会实现正收益。

➤ 上个开放日申购持有者赎回收益率 Vs. 持有到期收益

申购持有者如果在本开放日选择赎回的话，其收益率因其当初认购费率的不同略有差异，总体上申购持有者的收益率很大可能落在（0.45%，19.47%）之间（表 6），具体的收益率取决于 7 月 16 瑞福分级的实际份额净值。

申购持有者持有到期收益和市场点位之间明显的呈现 5 段不同的曲线（图 2）。当 3.5 年后市场下跌 43% 至 1681 点时，申购持有者持有到期收益率大约为 6%~7.6% 之间，但是我们认为 3.5 年后市场再次探底的可能性非常小；当 3.5 年后市场点位位于（2751，3838）之间时，申购持有到期收益率大约在 38.59%；当 3.5 年市场达到 4130 点时，申购持有者到期收益率可达到 48.34%；当市场重回 6000 点时，申购持有到期收益率大约在 81%。

我们不建议申购持有者选择赎回，持有瑞福优先到期风险极小，潜在收益很诱人。

➤ 本次开放日申购持有到期收益

本次申购持有到期收益和市场点位之间明显的呈现 5 段不同的曲线（图 3）。以 7 月 16 日瑞福分级份额净值 0.764 为例，当 3.5 年后市场下跌 43% 至 1681 点时，本次申购持有到期收益率大约为 -5.19%，但是我们认为 3.5 年后市场再次探底的可能性非常小；当市场点位为 1873 点时，本次申购持有到期收益率为 0%；当市场点位为 2243 点时，本次申购持有到期收益率为 10%。当 3.5 年后市场点位位于（2751，3838）之间时，本次申购持有到期收益率为 23.76%；当 3.5 年市场达到 4130 点时，本次申购持有到期收益率可达到 32.41%；当市场重回 6000 点时，本次申购持有到期收益率为 61.93%。

我们建议投资者积极申购瑞福优先，其持有到期风险很小，而潜在收益也不错，尤其是当 7 月 16 日瑞福分级份额净值较低时，投资价值更是显著。预计本次开放还会上演 2008 年比例配售的火爆景象。

➤ 分析中的三个重要假设

假设 1：瑞福分级基金相对上证综指的 Beta 值为 0.8；7 月 16 分级的净值将降落在（0.703，0.825）。假设 2：基金此后不存在任何分红（包括强制分红）；

假设 3：在参考净值的计算中，由于 RV 取决于基金已存续的时间，计算中我们假定如果未来市场上涨使得优先部分的全部基准收益可以计提完毕的话，那么我们假定它发生在 2010 年年末，此时份额净值突破 1.088 时（2010 年优先的基准收益率假设为 5.25%）。

相关研究

1、基金 2009 年中期投资策略—合理配置传统型基金，积极掘金杠杆型基金 20090626

2、瑞福分级基金投资分析报告（一）—瑞福进取投资价值分析 20090630

研究员：苏昌景

电话：010—84183296

E-mail：suchangjing@guodu.com

联系人：周红军

电话：010 - 84183380

E-mail:zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

目录

1 申赎安排及配比变化的影响	3
2 认购持有者赎回收益率Vs. 持有到期收益	5
3 上个开放日申购持有者赎回收益率Vs. 持有到期收益	7
4 本次开放日申购持有到期收益	9

图表目录

图 1: 3.5 年后不同市场点位下认购投资者持有到期收益情况	6
图 2: 3.5 年后不同市场点位上次申购持有者持有到期收益情况	8
图 3: 3.5 年后不同市场点位本次申购持有到期收益情况（不考虑申购费）	9
表 1: 瑞福分级基金份额参考净值计算公式	3
表 2: 瑞福优先申购赎回价格的确定	4
表 3: 瑞福优先认购费率	5
表 4: 瑞福优先认购持有者赎回收益率情况（考虑申赎费用）	5
表 5: 瑞福优先申购费率	7
表 6: 瑞福优先申购持有者赎回收益率情况（考虑申赎费用）	7

瑞福分级基金（代码 121099）通过基金收益分配的安排，将基金份额分成预期收益与风险不同的两个级别，即优先级基金份额（瑞福优先）和普通级基金份额（瑞福进取）。该基金于 2007 年 7 月 17 日正式成立，存续期 5 年，两级基金份额分开募集，合并运作。其中，瑞福优先（代码 121007），半封闭式运作，每年开放一次申购赎回，现总份额 2999836696.31 份；瑞福进取（代码 150001）在深圳交易所上市交易，封闭期内可以在二级市场转让而不可申购赎回，总份额 3000496238 份。当前两级份额配比为 1: 1.000219859。

瑞福分级基金的收益分配优先满足瑞福优先的基准收益（年基准收益率 = 1 年期银行定期存款利率 + 3%）分配，超出瑞福优先基准收益分配的剩余部分由瑞福优先和瑞福进取按照 1: 9 的比例共同参与分配。该基金还为瑞福优先的基准收益实现及其投资本金的安全提供多种保护机制，包括基准收益差额累积弥补机制、强制分红机制和有限的本金保护机制等。

瑞福优先预计将于 7 月 10 日左右开放接受投资者的集中申购与赎回，对于目前持有瑞福优先份额的投资者来说是选择继续持有还是赎回；其他投资者是否选择申购以及申购收益率如何；该基金可申购份额以实际赎回份额为限，此次开放申赎能否再度上演 2008 年比例配售的火爆景象。我们将在本报告中对这些问题做出简要分析。

1 申赎安排及配比变化的影响

瑞福分级基金每日公布 3 个净值，分别是瑞福分级基金份额净值、瑞福优先基金份额参考净值、瑞福进取份额参考净值。其中，瑞福分级净值反映基金的整体运作情况，而瑞福优先和瑞福进取净值则是采用“虚拟清算”原则计算的参考净值，并不代表基金持有人可获得的实际价值。

表 1：瑞福分级基金份额参考净值计算公式

设 T 日为基金份额参考净值计算日，NAV 为 T 日基金份额净值，PV 为基金份额面值，Ta、Tb 分别为 T 日瑞福优先和瑞福进取的基金份额数，Ra、Rb 分别为截止 T 日每份瑞福优先和每份瑞福进取的累计分红金额（若 T 日为分红除权日，则该次分红金额自 T 日起相应计入各自的累计分红金额），RV 为截止 T 日每份瑞福优先以前各个会计年度尚未弥补的基准收益差额与当年每份瑞福优先的应计基准收益之和。

T 日，基金份额参考净值的计算公式如下：

（1）基金份额净值大于或等于基金份额面值

瑞福优先的基金份额参考净值 = $PV + \min \left[(NAV - PV) \times (Ta + Tb) / Ta, RV \right] + \left\{ (NAV - PV) \times (Ta + Tb) - \min \left[(NAV - PV) \times (Ta + Tb), Ta \times RV \right] \right\} / (Ta + 9 Tb)$

瑞福进取的基金份额参考净值 = $PV + 9 \times \left\{ (NAV - PV) \times (Ta + Tb) - \min \left[(NAV - PV) \times (Ta + Tb), Ta \times RV \right] \right\} / (Ta + 9 Tb)$

（2）基金份额净值低于面值，但每份瑞福优先的累计分红金额加上基金份额净值大于或等于基金份额面值

瑞福优先的基金份额参考净值 = 瑞福进取的基金份额参考净值 = 基金份额净值 = NAV

（3）基金份额净值低于面值，且每份瑞福优先的累计分红金额加上基金份额净值小于基金份额面值

瑞福优先的基金份额参考净值 = $\text{MIN} \left[\text{NAV} + \text{NAV} \times T_b / T_a, \text{NAV} + R_b \times T_b / T_a, PV - R_a \right]$

瑞福进取的基金份额参考净值 = $\text{NAV} - \left\{ \text{MIN} \left[\text{NAV} \times T_b / T_a, R_b \times T_b / T_a, PV - R_a - \text{NAV} \right] \right\} \times T_a / T_b$

目前相关参数值

$PV = 1$; $T_a = 2999836696.31$ (本次开放日结束后, 将根据瑞福优先的申购份额与赎回份额实际成交确认情况重新进行确定, 预计不会有太多变动); $T_b = 3000496238$; $R_a = 0.0545$; $R_b = 0.2243$; $RV =$

资料来源: 国投瑞银瑞福分级股票型证券投资基金招募说明书

瑞福优先开放日的申购赎回价格与瑞福分级基金份额净值密切相关。按照基金合同的约定, 开放日瑞福优先的申购与赎回价格分两种情况确定, 并采用“未知价”原则, 即瑞福优先的申购、赎回分别以开放日收市后计算的瑞福优先的申购赎回价格为基准进行计算。

表 2: 瑞福优先申购赎回价格的确定

开放日瑞福分级基金份额净值	瑞福优先的申购赎回价格
净值 ≥ 1 元	瑞福优先基金份额参考净值
净值 < 1 元	瑞福分级基金份额净值

资料来源: 国投瑞银瑞福分级股票型证券投资基金招募说明书

开放日结束后, 两级基金的基金份额配比将根据瑞福优先的申购份额与赎回份额实际成交确认情况重新进行确定。投资者成功申购的瑞福优先基金份额将继承对应同等赎回份额的收益分配权, 享受本基金为瑞福优先的基准收益实现及其投资本金安全提供的有限保护。

假设开放日结束后瑞福优先份额数变为 T_a^* , 由于当前瑞福优先存在本金差额, 由参考净值计算公式 (3) 可知, 如果出现 $T_a^* < T_a = 2999836696$ 将对瑞福优先的参考净值产生提升, 即如果赎回高于申购带来瑞福优先份额减少, 则意味着瑞福进取部分对剩余 (包括新申购) 瑞福优先部分补偿保护的增强, 选择申购瑞福优先投资者的安全边际就越高。同时由公式 (3) 还可知, 瑞福优先份额的减少 (赎回持有人放弃补偿保护) 会一定程度上提升瑞福进取的份额参考净值, 而我们知道当瑞福分级净值在 (0.72115, 0.9455) 之间时, 进取参考净值 = $(1 + T_a/T_b) \times \text{NAV} + (R_a - 1) \times T_a/T_b$, T_a 若出现下降必然会带来瑞福进取杠杆倍数的下降。

本文假设 1: 假设瑞福分级基金相对上证综指的 Beta 值为 0.8。

另外, 我们预计未来半个月大盘 (上证综指) 最多有 10% 的涨跌可能。2009 年 6 月 30 日瑞福分级份额净值为 0.764, 则 7 月 16 分级的净值将降落在 (0.703, 0.825)。瑞福分级份额净值将小于 1, 则瑞福优先的赎回价格等于瑞福分级 7 月 16 日收盘后的份额净值, 即选择赎回将不能享受由瑞福进取分红提供的保护, 具体来说,

当 7 月 16 日的份额净值 ≤ 0.72115 时: 优先的赎回价格—优先的参考净值
 $= R_b \times T_b / T_a \approx 0.2243$;

当 7 月 16 日的份额净值介于 (0.72115, 0.9455) 之间时, 优先的赎回价格—优先的参考净值=0.9455-NAV。

2 认购持有者赎回收益率 Vs. 持有到期收益

表 3: 瑞福优先认购费率

认购金额 (M)	认购费率
M < 100 万元	1.20%
100 万元 ≤ M < 500 万元	0.70%
500 万元 ≤ M < 1000 万元	0.10%
M ≥ 1000 万元	每笔 1000 元

资料来源: 国投瑞银瑞福分级股票型证券投资基金招募说明书

瑞福优先的赎回费率为 2.5%。

瑞福优先初始认购总份额 2,999,836,712, 上次开放日认购持有者选择赎回 157,848,411.69 份, 现在瑞福优先总份额中有 2,841,988,300.31 份属于认购持有者。

我们遵从上面的假设: 7 月 16 分级的净值将降落在 (0.703, 0.825)。

认购持有者如果在本开放日选择赎回的话, 其收益率因其当初认购费率的不同略有差异, 总体上认购持有者的收益率很大可能落在 (-32.39%, -19.63%) 之间 (详见表 4), 具体的收益率取决于 7 月 16 瑞福分级的实际份额净值。

表 4: 瑞福优先认购持有者赎回收益率情况 (考虑申赎费用)

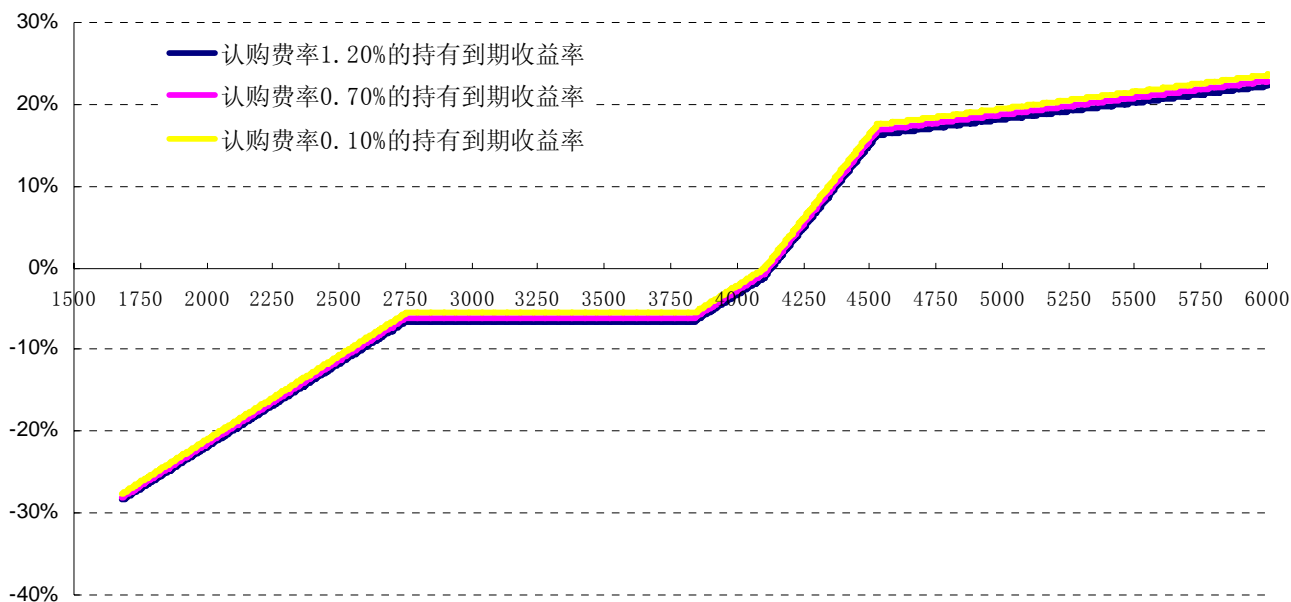
7 月 16 日分级份额净值	认购费率		
	1.20%	0.70%	0.10%
0.7029	-32.29%	-31.95%	-31.54%
0.7105	-31.56%	-31.21%	-30.79%
0.7182	-30.82%	-30.47%	-30.05%
0.7258	-30.08%	-29.73%	-29.31%
0.7334	-29.35%	-28.99%	-28.56%
0.7411	-28.61%	-28.25%	-27.82%
0.7487	-27.88%	-27.51%	-27.07%
0.7564	-27.14%	-26.77%	-26.33%
0.7640	-26.40%	-26.03%	-25.58%
0.7716	-25.67%	-25.29%	-24.84%
0.7793	-24.93%	-24.55%	-24.10%
0.7869	-24.20%	-23.81%	-23.35%
0.7946	-23.46%	-23.07%	-22.61%
0.8022	-22.72%	-22.33%	-21.86%
0.8098	-21.99%	-21.59%	-21.12%
0.8175	-21.25%	-20.85%	-20.38%
0.8251	-20.52%	-20.11%	-19.63%

数据来源: 国都证券研究所

本文的假设 2: 我们假设基金此后不存在任何分红（包括强制分红）。

认购持有者如果选择持有到期的话，其收益率主要取决于 3 年半后到期时瑞福分级的份额净值，从图 1 可以发现初始认购费率造成的差异可以忽略不计。

图 1: 3.5 年后不同市场点位下认购投资者持有到期收益情况



数据来源: Wind、国都证券研究所

注: 由于 RV 取决于基金已存续的时间，计算中我们假定如果未来市场上涨使得优先部分的全部基准收益可以计提完毕的话，那么我们假定它发生在 2010 年年末，此时份额净值突破 1.088 时（2010 年优先的基准收益率假设为 5.25%）。

认购持有到期收益和期末市场点位之间明显地呈现 5 段不同的线段，我们简要的说明几个关键点位:

当 3.5 年后市场下跌 43% 至 1681 点时，认购持有到期收益率大约在 -28%，和现在选择赎回差不多，但是我们认为 3.5 年后市场再次探底的可能性非常小；

当 3.5 年后市场点位位于（2751，3838）之间时，认购持有到期收益率大约在 -6.58%，相比现在赎回要好的多；

当 3.5 年市场达到 4130 点时，认购投资者才开始盈亏平衡，如果 3.5 年后市场点位高于 4130 点认购投资者可以实现正收益；

当市场重回 6000 点时，认购持有到期收益率大约在 22%。

我们不建议认购投资者选择赎回，否则现在将面临（-32.39%，-19.63%）的实际亏损，而持有 3.5 年后，很大可能上会实现正收益。

3 上个开放日申购持有者赎回收益率 Vs.持有到期收益

表 5: 瑞福优先申购费率

申购金额 (M)	申购费率
M < 100 万元	1.50%
100 万元 ≤ M < 500 万元	0.80%
500 万元 ≤ M < 1000 万元	0.20%
M ≥ 1000 万元	每笔 1000 元

资料来源: 国投瑞银瑞福分级股票型证券投资基金招募说明书

瑞福优先的赎回费率为 2.5%。

上个开放日的申购价格是 0.672, 有效申购份额是 157,848,396 份。

我们遵从上面的假设: 7 月 16 瑞福分级的份额净值将降落在 (0.703, 0.825)。

申购持有者如果在本开放日选择赎回的话, 其收益率因其当初认购费率的不同略有差异, 总体上申购持有者的收益率很大可能落在 (0.45%, 19.47%) 之间 (表 6), 具体的收益率取决于 7 月 16 瑞福分级的实际份额净值。

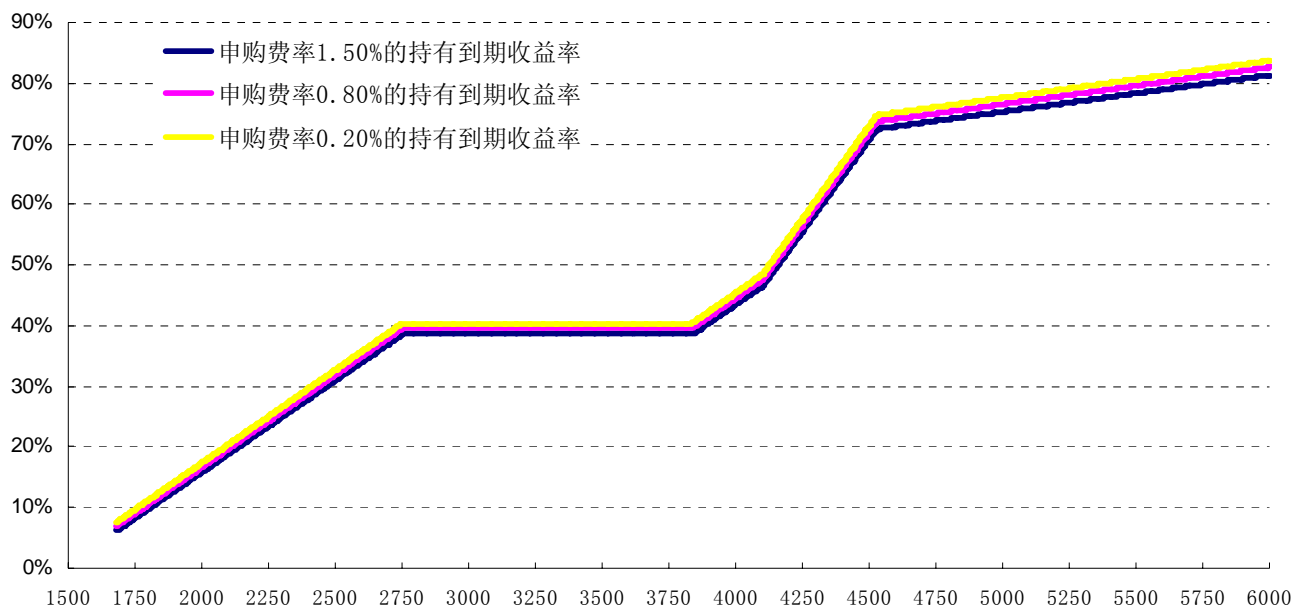
表 6: 瑞福优先申购持有者赎回收益率情况 (考虑申赎费用)

7 月 16 日分级份额净值	申购费率		
	1.50%	0.80%	0.20%
0.7029	0.45%	1.17%	1.78%
0.7105	1.54%	2.26%	2.88%
0.7182	2.64%	3.37%	3.99%
0.7258	3.73%	4.46%	5.10%
0.7334	4.81%	5.56%	6.20%
0.7411	5.91%	6.67%	7.31%
0.7487	7.00%	7.76%	8.41%
0.7564	8.10%	8.87%	9.53%
0.7640	9.19%	9.96%	10.63%
0.7716	10.27%	11.06%	11.73%
0.7793	11.37%	12.16%	12.84%
0.7869	12.46%	13.26%	13.94%
0.7946	13.56%	14.37%	15.06%
0.8022	14.64%	15.46%	16.16%
0.8098	15.73%	16.55%	17.26%
0.8175	16.83%	17.66%	18.37%
0.8251	17.92%	18.76%	19.47%

数据来源: 国都证券研究所

同样假设基金此后不存在任何分红（包括强制分红），申购持有者如果选择持有到期的话，其收益率主要取决于3年半后到期时瑞福分级的份额净值，图2显示此时初始申购费率造成的差异可以忽略不计。

图 2：3.5 年后不同市场点位下上次申购持有者持有到期收益情况



数据来源：Wind、国都证券研究所

注：由于RV取决于基金已存续的时间，计算中我们假定如果未来市场上涨使得优先部分的全部基准收益可以计提完毕的话，那么我们假定它发生在2010年年末，此时份额净值突破1.088时（2010年优先的基准收益率假设为5.25%）。

申购持有者持有到期收益和期末市场点位之间明显地呈现5段不同的线段，我们简要的说明几个关键点位：

当3.5年后市场下跌43%至1681点时，申购持有者持有到期收益率大约为6%~7.6%之间，但是我们认为3.5年后市场再次探底的可能性非常小；

当3.5年后市场点位位于（2751，3838）之间时，申购持有者到期收益率大约在38.59%；

当3.5年市场达到4130点时，申购持有者到期收益率可达到48.34%；

当市场重回6000点时，瑞福优先的申购持有者到期收益率大约在81%。

我们不建议申购持有者选择赎回，持有瑞福优先到期风险极小，潜在收益很诱人。

4 本次开放日申购持有到期收益

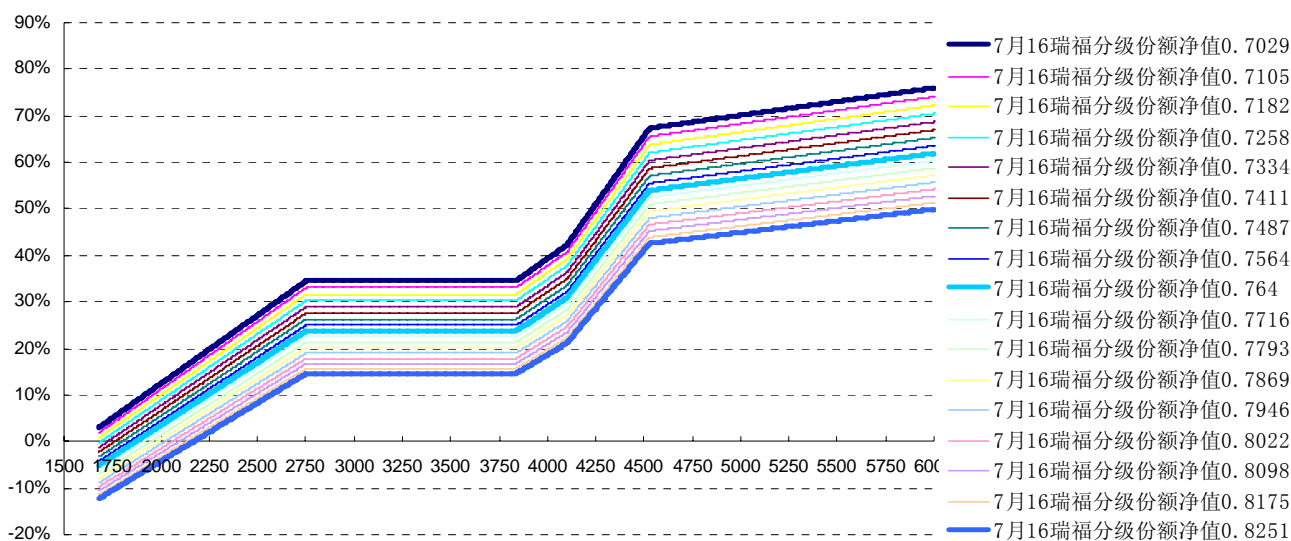
瑞福优先可申购份额以实际赎回份额为限，上个开放期瑞福优先有效赎回申请份额为 157,848,411.69 份，有效申购申请金额为 3,036,285,163.60 元，按照 2008 年 7 月 16 日瑞福分级基金的份额净值 0.672 元，上次瑞福优先申购申请的确认比例为 3.5%，比例确认后的申购确认份额为 157,848,396 份。

今年能否再现 2008 年比例配售的火爆景象取决于两个方面，一是现有持有者选择赎回的有多少，从上述测算来看，本期赎回申请份额有可能比上次要少；二是，本期申购申请份额的多少，这主要取决于本次开放日申购者持有到期收益率的情况。本部分我们将对这部分进行测算。

我们遵从上面的假设：7 月 16 瑞福分级的份额净值将降落在 (0.703, 0.825)。

本次申购并持有到期的话，其收益率主要取决于 3 年半后到期时瑞福分级的份额净值，在本部分我们忽略申购费率不计。

图 3：3.5 年后不同市场点位下本次申购持有到期收益情况（不考虑申购费）



数据来源：Wind、国都证券研究所

注：由于 RV 取决于基金已存续的时间，计算中我们假定如果未来市场上涨使得优先部分的全部基准收益可以计提完毕的话，那么我们假定它发生在 2010 年年末，此时份额净值突破 1.088 时（2010 年优先的基准收益率假设为 5.25%）。

本次申购投资者的持有到期收益和期末市场点位之间明显地呈现 5 段不同的线段，我们以 7 月 16 日瑞福分级份额净值分别是 0.7029、0.764 和 0.8251 为例来简要的说明几个关键点位。

1、7 月 16 日瑞福分级份额净值 0.7029 时

当 3.5 年后市场下跌 43%至 1681 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益

率大约为 3.05%，但是我们认为 3.5 年后市场再次探底的可能性非常小；

当市场点位为 1917 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率达到 10%；

当 3.5 年后市场点位位于（2751，3838）之间时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率大约在 34.51%；

当 3.5 年市场达到 4130 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率可达到 43.93%；

当市场重回 6000 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率大约在 76.01%。

2、7 月 16 日瑞福分级份额净值 0.764 时

当 3.5 年后市场下跌 43% 至 1681 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率大约为 -5.19%，但是我们认为 3.5 年后市场再次探底的可能性非常小；

当市场点位为 1873 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率为 0%；

当市场点位为 2243 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率为 10%。

当 3.5 年后市场点位位于（2751，3838）之间时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率大约在 23.76%；

当 3.5 年市场达到 4130 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率可达到 32.41%；

当市场重回 6000 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率大约在 61.93%。

3、7 月 16 日瑞福分级份额净值 0.8251 时

当 3.5 年后市场下跌 43% 至 1681 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率大约为 -12.21%，但是我们认为 3.5 年后市场再次探底的可能性非常小；

当市场点位为 2168 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率为 0%；

当市场点位为 2568 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率为 10%。

当 3.5 年后市场点位位于（2751，3838）之间时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率大约在 14.59%；

当 3.5 年市场达到 4130 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率可达到 22.60%；

当市场重回 6000 点时，本次申购瑞福优先的持有到期收益率大约在 49.94%。

我们建议投资者积极申购瑞福优先，其持有到期风险很小，而潜在收益也不错，尤其是当 7 月 16 日瑞福分级份额净值较低时，投资价值更是显著。预计本次开放还会上演 2008 年比例配售的火爆景象。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。