



国泰君安证券股份有限公司定向资产管理计划

之

可转换债券专户理财产品



国泰君安证券股份有限公司

序 言



国泰君安证券，一个以“诚信、亲和、专业、创新”为理念的公司，一直以来十分重视营造与企业、社会共同发展的共生网络。

热切希望能有机会与社会各界共同寻求在资本市场互利互惠、携手进步、共同发展的道路。

前 言

宏观经济背景：软着陆之后风景独好

自 2007 年下半年以来，我们关于中国宏观经济的走向判断是：短期调整、长期看好，从 08 年下半年到 09 年一季度的国内经济表现印证了我们的第一个判断，即经济将进入一个调整期。时至今日，我们的判断是经济的调整期还未结束，但最坏的时期已过；与此同时，我们仍然坚持 07 年所做的第二个判断，即国内经济长期仍然值得看好，在软着陆之后的全球经济版图上，中国仍将风景独好。

经济一定是伴随着波动而增长，最直接的反映是 GDP 增速的涨跌。07 年底我们判断国内经济即将出现调整的主要原因有两个方面：一是在西方经济体发生的金融危机终将以外需萎缩的方式传导至国内，二是已经持续了几年的高增长在带来旺盛需求的同时也导致了巨大的产能过剩。时至今日，我们认为因需求萎缩带来的制造业休克已经告一段落，接下来将是需求的缓慢恢复，但在相对放缓的需求面前，过剩产能的消化尚需时日。所以，我们对短期经济走势的判断是目前尚不具备快速全面复苏的条件，但最坏的时期已过。

我们对国内经济长期前景依然乐观的理由有三个方面：一是市场经济本身即具有强大的自我调节功能，供需关系会通过价格的调整重归均衡，进而重新步入增长；二是我国带有“计划经济”色彩的宏观调控在危机期间具有独特的效率优势，而这一优势会使中国的复苏领先世界；三是基于经典的经济增长理论，国内的高储蓄率加上巨大的技术提升空间是中国在相当长时间内以超越全球的速度进行增长的原动力。

市场估值体系：系统性风险降低，机遇大于风险

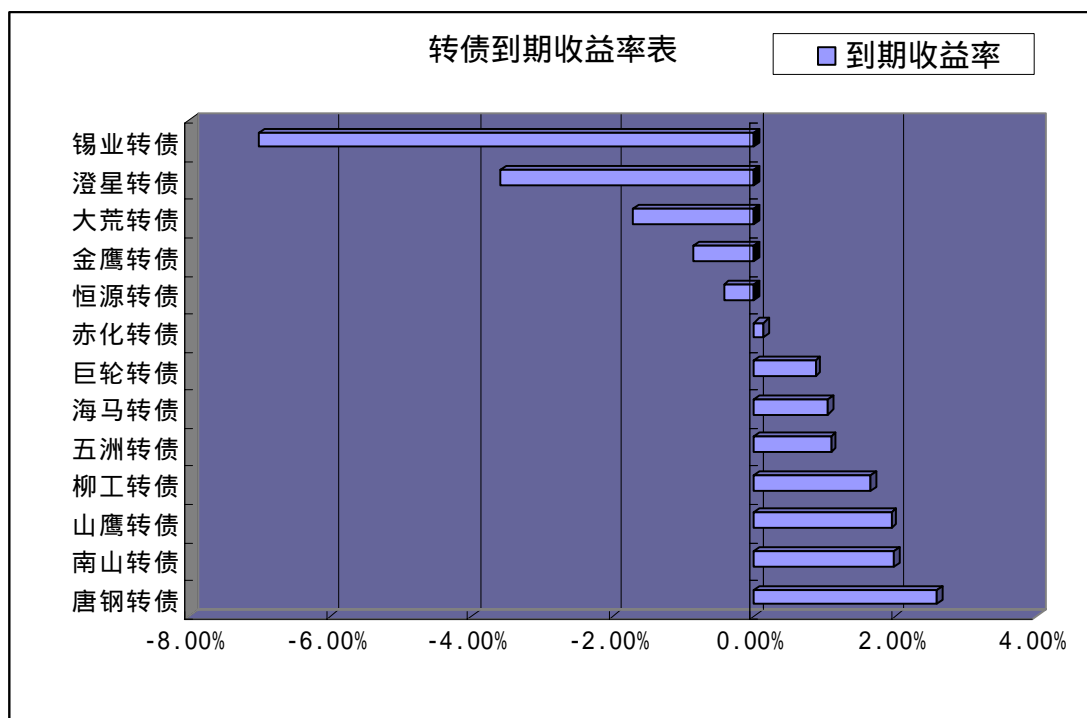
我们认为 2008—2009 年是牛市的承前启后阶段。首先，08 年市场的剧烈下跌打破了泡沫，降低了估值，充分消化了系统性风险；从 07 年 10 月市场创历史高点以来，上证指数到目前的累计下跌幅度约为 60%，虽然自 08 年 10 月以来出现了较大幅度的反弹，但目前市场的整体估值水平仍然不高。其次，虽然在短期内市

场反弹幅度较大，一些行业和主题板块涨幅惊人，估值水平也已经不低，但市场整体估值不高，意味着被动的指数化投资风险不高（我们认为市场创新低的可能性很小），而对于建立在细致研究基础上的主动型投资而言，机遇远大于风险。

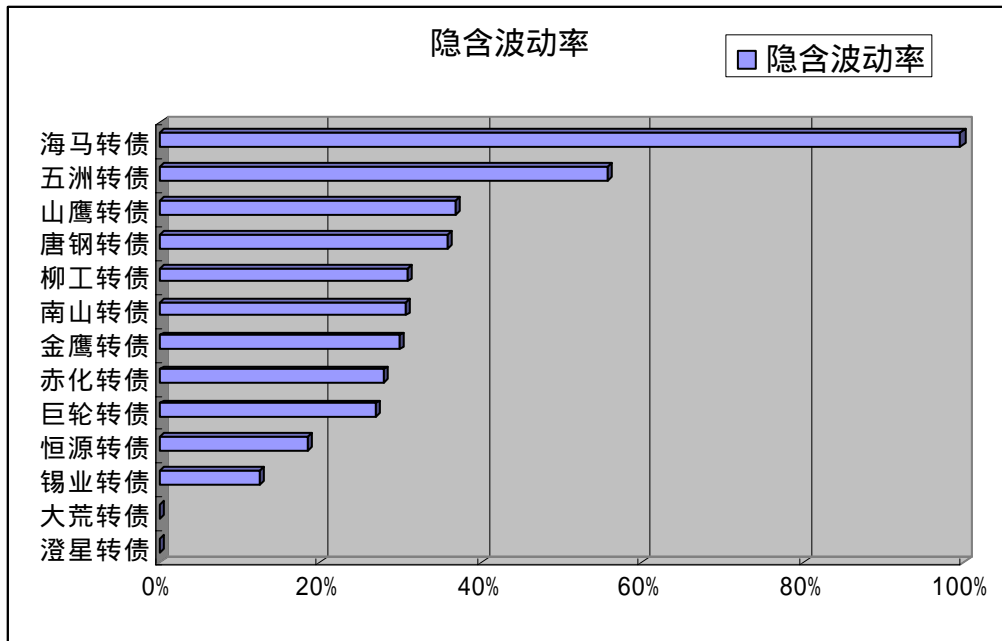
可转债市场：跟随 A 股市场半年的大幅下跌已接近历史低位，投资可转债未来将收益远大于风险

08 年上半年 A 股市场经历了一波较大的估值重估调整，沪深300 的市盈率由 07 年底的 45.62 倍下降到目前的 25.53 倍，下降幅度约 44%，可转债市场的平均价格也从去年四季度最高点 239 点，跌到目前的平均 112 点，跌幅基本与 A 股市场相当，转债经过此轮大幅下跌，已接近历史低位，不少品种已颇具投资价值，主要表现为以下几点：

1、越来越多的可转债呈现债性，安全性大大提高，很多转债的债券到期收益率已在 1% 以上，个别甚至超过了 2%。



2、可转债含期权的隐含波动率大幅下降，少数品种隐含波动率在 80% 以上，大多数已降到了 50% 以下。



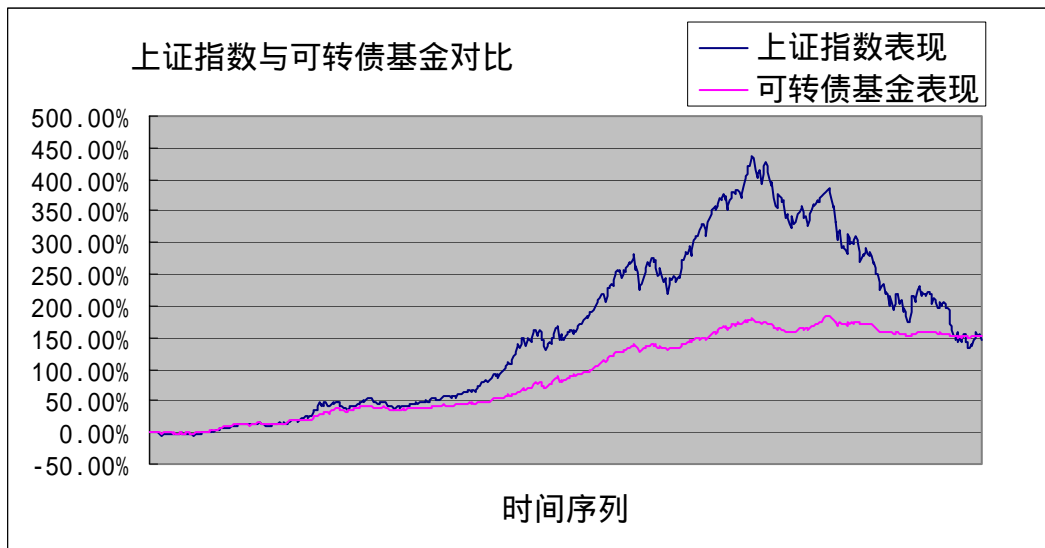
3、基于条款调整的投资机会增多

由于很多转债的正股经过大幅下跌，即将要触发回售条款，上市公司为避免被回售，可能向下修正转股价，一旦修正转股价将极大提升转债的价值，比如：恒源转债（110971）提出向下修正转股价的方案后，转债市场价格从 108 最高涨到 120，涨幅超过 10%，其他如海马转债（125572）和唐钢转债（125709）也将遇到类似情况。

因此，我们认为目前投资可转债市场，如果 A 股市场见底回升，可转债市场也将分享 A 股的牛市，即使 A 股市场继续向下调整，那么可转债由于债性保护向下调整的空间也很小了。

可转债投资赢利模式：确保在本金安全控制下的收益，通过优质品种的选择获得超额回报

可转债本质上是一种债券，但由于它能转换成股票的特点，是一种介于股票和债券之间复杂的金融衍生工具，所以当市场处于熊市时，可转债表现出其债券的特征，下跌空间非常有限，而当股票市场处于牛市时，可转债能转换成对应的股票，因此能获得股票上涨的收益。历史数据表明，可转债投资组合表现出优于 A 股的风险收益特点，下图为近两年兴业可转债基金净值与 A 股指数的比较：



上图看出，可转债基金的波动幅度远小于指数，但收益并不比指数差多少，表现出良好的风险收益特征。

但对一般投资者而言，对可转债本身各种复杂的条款难以理解，特别是对可转债定价需要较高的专业技术，所以投资难度比较大，而国泰君安资产管理部投资团队自 2003 年以来一直对可转债市场保持跟踪和研究，目前已经有了丰富技术储备和投资经验，并已形成自己独特的转债投资赢利模式，通过对行业等基本面研究并结合数量化定价模型，形成风险收益比最佳的转债投资组合，并时刻关注转债市场中可能出现的条款调整及套利机会，提高资金收益水平。

在证券市场即将面临新的历史性投资机遇之时，为满足广大投资者既不想承担太高的市场风险又希望分享未来 A 股牛市的上涨收益的要求，我公司特别设计以可转债为投资对象的定向资产管理业务标准化产品——**可转债专户理财产品**，该产品具有以下显著特点：

1. 本金安全可控，高回报可期。就目前沪深 300 指数的位置而言，以 2008 年业绩估计整体市场市盈率仅仅 20 倍，未来成长空间广阔，且转债市场目前已处于历史低位，我们认为目前是非常好的产品发行和购买机遇，即使未来 A 股市场仍然继续调整一段时间，那么投资目前的转债市场风险仍然很低，本金安全是可以保证的，但如果 A 股市场一旦向好，可转债将给投资者带来丰厚的回报。

2. 量化分析，品种优选。该产品将的主要投资标的为可转债、权证和普通债

券，以金融衍生品为主，我们通过独特的可转债和权证的数量化定价模型，发掘并优选潜力品种，并寻找市场出现错位的机会，取得超额收益。

3.科学配置，研究为本。我们的研究将分为两个层面，一是对行业和公司基本面研究，这和股票投资研究方法一致，管理人拥有国内规模最大、投研传统最为优秀的证券公司资产管理团队，依托国泰君安证券公司雄厚的研究能力、强大的投行业务能力以及遍布全国的分支机构覆盖优势，过往的优秀业绩完全体现了管理人的研究能力。二是管理人有对可转债和权证等衍生产品长期跟踪研究，具备丰富的市场经验，熟悉各个品种的风险收益特征，可以通过科学合理的资产配置，达到风险和收益的最佳配置。

4.资金流动性强。投资本金可依照有关协议约定随时增减，为客户的资金提供更好的流动性。

5.更为贴近的管理人沟通机制。管理人将每周报告资产价值变动情况，每月由投资总监（或投资经理）亲自撰写投资月报，定期上门进行沟通拜访，汇报投资决策依据以及后市操作计划，让客户赢得明白、获得真正的专属服务！

一、产品关键条款

产品名称	国泰君安证券股份有限公司可转换债券专户理财产品			
投资期限	3 年			
认购起点	人民币 1000 万元			
提前终止	投资期限内，投资者委托本金低于 100 万元，则自动终止；投资者可无条件提前终止。			
申购/赎回	投资期限内，专户管理，每交易日客户可进行申购（追加本金）/赎回（减少本金）。 赎回原则：单次赎回比例不能高于委托资产的 50%。			
盈利模式	寻找风险、收益性价比较高的可转债进行组合投资，争取一年委托期间获得较好的绝对回报			
投资范围	可转换债券（包括普通债券+上市权证）投资比例:30%-90%，标的股票投资比例：0%-10%，现金、货币市场基金总计 10%-70%			
组合特征	产品至少分散投资于 5 个以上可转债品种（包括通过债券+权证合成的方式），单一可转债买入成本不得超过当时帐户净值的 20%，单个转债投资不得超过该转债流通份额的 10%			
业绩基准	沪深 300 指数*30%+一年期定期存款利率*70%			
投资者类型	本产品适合只能承受较低风险，同时期望能获得高于债券收益的各类投资者			
投资经理	<p>汪建先生，9 年从业经历，国泰君安资产管理总部权益投资投资总监，部门副总经理级。2008 年兼国泰君安“君得益”基金优选集合理财产品负责人。在 2005 年前的长期熊市和之后的牛市中一直实现着管理帐户的稳健增值。2007 年 12 月成立的“君得益”优选基金集合理财今年以来持续领先市场，到 2008 年末业绩在所有 230 余个开放式基金和券商集合理财产品中排名第一，获得第一财经研究院、国金证券、《21 世纪经济报道》等权威机构和媒体评选的 2008 年度最佳理财产品、最佳管理人等奖项。</p> <p>屠旭东先生，8 年银行业经历，8 年证券从业经历，2003 年以来一直从事可转债等金融衍生产品的数量化研究工作，对可转债市场一直保持长期的跟踪和研究。</p>			
风险揭示	本产品实际收益率容易受到实际投资运作情况以及投资管理方投资能力的影响，在最不利的市场情况下，到期日，本产品收益率也可能出现微小的亏损。			
内部风险	本产品内部风险评级为：			
评级	产品风险星级	风险程度	适合的投资者	适合投资策略
		低	谨慎型	风险控制
		较低	稳健型	稳健发展
		中	平衡型	均衡成长
		较高	进取型	积极进取
	高	投机型	风险承受	

二、产品的投资理念和投资策略

（一）投资理念

寻找风险、收益性价比较高的可转债进行组合投资，实现确保在本金一定安全边际下的超额收益，两个溢价：1.深入研究、扎实研究和价值发掘带来的“研究溢价”；2.市场失灵、机构投资者集体出现投资模式错误时形成的“市场溢价”。

投资范围：可转换债券（包括普通债券+上市权证）投资比例：30%-90%，标的股票投资比例：0%-10%，现金、货币市场基金总计 10%-70%

组合特征：产品至少分散投资于 5 个以上可转债品种（包括通过债券+权证合成的方式），单一可转债买入成本不得超过当时账户净值的 20%，单个转债投资不得超过该转债流通份额的 10%。

产品特性：通过对优秀上市公司且性价比最佳的可转债的组合投资，以确保本金的安全性，获得远超过债券收益率的绝对回报和超额收益。

（二）投资范围

本产品主要投资于交易所上市各类公司可转换债券，包括通过以普通债券加上上市权证的方式合成的可转债，并利用新股申购、回购、货币市场基金等工具实现低风险现金管理。可转换债券（包括普通债券+上市权证）投资比例：30%-90%，标的股票投资比例：0%-10%，现金、货币市场基金总计 10%-70%

（三）投资策略

1、资产配置策略

本产品采取积极的资产配置策略，通过宏观策略研究，辅之以公司自行开发的可转债定价和权证定价模型辅助决策，对不同可转债品种的预期收益进行动态跟踪，并根据不同可转债的风险特点决定大类资产配置比例；一般情况下，可转债市值比重在 50%-90%区间，建仓初期和不可预计的市场弱势情形下可能低于 50%。

从分析本产品投资者行为特点和需求入手，确定流动性需求，并将其作为资产配置和构建投资组合的一个约束条件，同时配合大额赎回的制度安排，使投资组合能够满足流动性需要。

2、可转债投资策略

管理人将通过结合公司的基本面分析为主要可转债投资策略，适当通过数量化定价模型分析发掘可能被低估的可转债，积极寻找在市场错位情况下的可转债套利机会，并根据不同转债的风险特性（可分为债性、平衡性和股性）进行合理配置。

1) 行业配置策略

只有当可转债对应的标的股票上涨时，投资可转债才可能获得高收益，而股票的上涨往往取决于所处行业的景气度，各类可转债品种分布在各个不同的行业，所以通过分析宏观经济、产业政策和行业景气程度，选择行业进行可转债配置。

以证监会行业分类标准为基础，挑选出以下行业：

增长前景持续向好的行业或周期景气复苏或上升的行业

随 GDP 增长、居民收入提高以及城市化过程出现重大机遇的行业

宏观经济调整周期内仍有稳定增长的行业

受益于后升值周期、通货膨胀和经济结构性调整的行业

2) 风险收益最佳配置策略

可转债在其不同的阶段显示出不同的风险特征，分别可分为债性、平衡型和股性，处于债性的可转债到期收益率为正，安全性较高，但同时由于转股价值低，短期内大幅上涨可能性不大，属于防御性品种，而呈股性的转债基本跟正股同起同落，收益高风险也大，属于进攻性品种，平衡型介于债性和股性，既有一定安全性又具备进一步上涨潜力，属于攻守兼备的品种，我们将根据市场的具体情况，兼顾安全性和收益性，选择不同特性的可转债进行配置，达到风险收益最佳状态。

3) 可转债数量化定价精选策略

可转债有一些经典的定量分析模型，类似二叉数定价、有限差分法和蒙特卡罗模拟等等，各种定价方法都有其各自的优缺点，但事实上，由于转债的条款比较复杂，中国的转债市场有一定的特殊性等原因，简单的用上述方法进行定价，偏差比较大，我们对可转债的长期跟踪研究表明，可转债的投资价值将是以下几个变量的函数：

$$G=F(T,M,R,\sigma,P)$$

其中：T：可转债的条款

M:股票基本面状况，包括每股收益、净资产等。

R：无风险收益率

Sigma：股票年波动率

P:股票市场价格

因此我们将结合公司基本面状况，并配合数量化定价工具，发掘被低估的性价比优异的可转债进行投资。

4) 可转债条款博弈策略

可转债主要有三大条款，修正条款、赎回条款和回售条款，当其标的股票处于触发启动条款的临界区时，可转债定价往往会出现错位的可能，投资该类可转债并配合少量其标的股票进行投资，往往会取得一定的超额收益。

5) 可转债套利策略

可转债进入转股期后，当可转债市场价格低于其转换价值时，将可转债转成股票并卖出，可获得一定的套利收益。

6) 普通债券+权证合成转债投资策略

由于可转债可看成是一个普通债券外加一个看涨期权，因此我们也可以通过精选普通债券外加权证的方式合成性价比较高的可转债，通过利率期限结构，寻找安全、优质、期限匹配的普通债券，并通过权证定价模型寻找被低估品种进行组合。

(四) 投资品种备选库

在投资品种选择方面，由于该产品将主要投资三个种类：可转债、权证及普通债券，我们将遵循三个投资步骤。第一步是一般备选库的选择，目前可转债、权证的种类比较有限，我们将全部纳入一般备选库进行跟踪，对于普通债券，主要选择收益率较高的公司债，将所有的分离可转债中的纯债部分纳入一般备选库（票面利率低，折价交易，可避税）及部分收益率较高的公司债，第二步是核心库的选择，对可转债和权证对应的上市公司的基本面筛选，选择优质的上市公司，并配合数量化定价模型选择价值被低估的品种进入核心库。第三步是根据对市场的判断和我们确定的投资策略，在核心库范围内根据转债的不同的风险特性动态地调整各品种的投资比重，考虑安全性因素，原则上本产品投资组合中债型和平衡型的转债比例不低于 50%。

（五）投资决策流程

- 1、确定资产管理业务规模、资产配置策略和指导范围，进行宏观经济政策研究以及数量模型分析，以把握宏观经济走势、市场波动，并通过优化方法提出同本理财产品投资策略相匹配的资产配置建议。
- 2、借助研究支持体系和本产品的收益 - 风险特征，在可投资范围内，结合自身对可转债市场和投资机会的分析判断，决定具体的投资品种、规模并决定买卖时机。
- 3、通过严格的交易制度和独立的交易岗位、风险控制岗位，可实行实时监控，并通过集中清算加强监管，保证投资在合法、合规的前提下得到高效地执行。

（六）团队介绍

国泰君安资产管理总部权益投资部目前共有投资和研究人员近 20 人，平均从业时间 7 年以上，5 人拥有博士学位，其余均为国内外名校硕士。投研团队有投资经理 5 人，其余为行业和策略研究员。该团队在国内素以深度挖掘、价值投资闻名，近年来前后培养和输送出 10 名以上的优秀公募基金经理。在牛市和熊市的不同阶段给客户创造了可观的绝对和超额收益率。

（七）风险控制

1、风险管理组织架构

管理人制定了一系列严密有效的风险控制制度，并建立了由投资决策委员会、风险管理室、稽核部、各业务部门组成的风险管理体系。建立和完善对风险的事前防范、事中控制、事后稽查和监察的管理机制。各风险控制部门在各风险控制环节进行合理分工。

2、市场风险管理

管理人主要通过对国内外宏观经济走势、社会资金运动及各项宏观经济政策等要素的分析来把握市场走势和选取投资品种，注重研究的运用，坚持各项投资决策必须建立在研究成果的基础上；注重风险控制，利用技术指标不断监测和评估计划风险，并采取有效措施防范和控制风险。

3、流动性风险管理

本产品投资中遇到的流动性问题主要是指发生大规模赎回时投资组合的变现成本以及市场出现极端情况下的市场流动性问题。在本产品投资运作过程中，将对资产的流动性进行研究和监控，使未来现金流尽可能地均匀分布，同时，在资产配置中增加剩余期限短、流动性好的资产比例。

4、管理风险管理

在本产品的管理运作过程中，将通过严密的风险管理体系严格控制管理风险，最大可能地保护投资者利益。通过对资产管理投资业务实行分级授权管理，并明确授权人、被授权人、收回授权的情况及被授权人超越授权时的处理办法，防止出现因管理人对经济形势和证券市场的判断有误、获取的信息不全等因素影响本产品的收益水平。管理人将加强内部控制，强化职业道德教育，严格执行交易流程，避免操作层面上出现风险。

在运作过程中，管理人将强化基于研究支持和严格风险控制的投资决策程序，投资经理必须基于研究人员的研究报告选择合适的品种投资。投资后，研究人员和投资经理要持续跟踪，并制定针对本理财产品投资组合的研究计划和研究内容。在交易过程中，要为投资者争取最优的交易价格。

5、风险管理制度

(1) 投资管理人内部系统的风险控制制度；

(2) 授权管理制度。资产管理投资业务实行分级授权管理，并明确授权人、被授权人、收回授权的情况及被授权人超越授权时的处理办法。

三、产品的流动性安排

(一) 提前终止

在理财产品存续期内，投资者部分赎回后委托本金低于 100 万时计划自动终止；存续期内投资者可随时提前终止本理财产品，投资者提前终止本理财产品的需提前 10 个交易日以通知管理者。

(二) 申购和赎回

1. 本理财产品每交易日开放申购和赎回。

2. 金额要求：认购起点份额为 1000 万元；申购额以及赎回额无数量级限制；投资者可选择全额或部分赎回，部分赎回后投资者持有本理财产品的余额不得低于 100 万元，余额低于 100 万元份的赎回申请，将予以全部赎回。

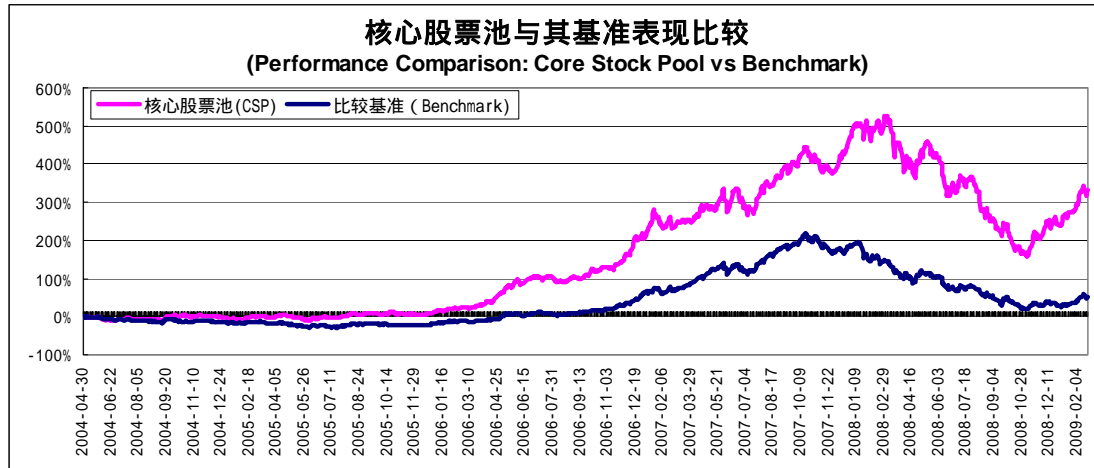
3. 赎回原则：

赎回比例不能高于委托资产的 50%。

附录：管理人历史业绩简介

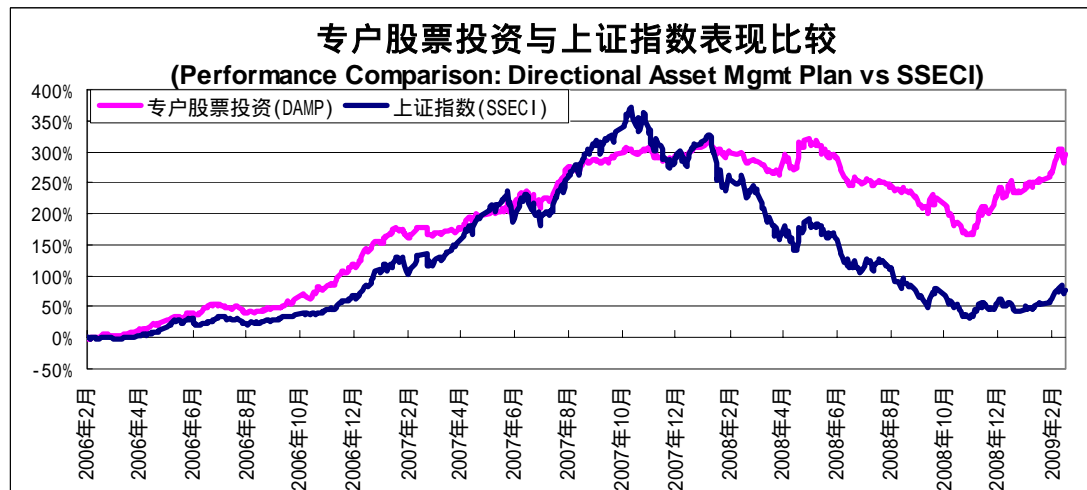
核心股票池业绩表现（2004.4-2009.2）

牛市中显著超越市场，熊市中保住胜果，5年超越业绩基准约290%



专户股票投资业绩表现（2006.2-2009.2）

持续的稳健表现，3年超越上证综指216.38%。



集合理财计划业绩表现 (2008.1.1-2008.12.31)

表现稳健，各考核期均居同类产品前列，超越沪深 300 指数 38.05%。

