



基金IPO报告

富国基金管理有限公司

2010 年 12 月 24 日 基金 IPO 分析概要

富国基金管理有限公司

晨星观点

- ✓ 该基金的标的指数为上证综合指数，覆盖范围较广，且相对均衡，是中国股市较具代表性的指数之一。
- ✓ 根据富国上证综合指数 ETF 基金的产品特性，跟踪指数标的风险特性，可以预期该基金风险高于混合型、债券类基金和货币市场基金，属于高风险投资品种。较适合于风险承受能力高，或者以指数基金作为资产配置组成部分的投资者。
- ✓ 该基金采用最优化抽样方法复制标的指数，以达到跟踪误差的最小化的目的。该方法在跟踪指数方面具有一定的创新性。
- ✓ 基金经理具有丰富的国际量化投资经验，曾任职多家专注指数化和量化投资的国际金融机构，负责量化投资和量化模型开发等工作。公司已经建立了一套针对指数化产品的完整投资体系和操作流程。另外，旗下指数产品较受机构投资者欢迎。
- ✓ 基金公司资产管理规模在业内靠前，产品线较完善，旗下基金长期业绩表现稳健。
- ✓ 该基金费率相对目前市面同类产品偏低，一级市场申购赎回的门槛相对较低。
- ✓ 风险提示：其一，该基金在保证跟踪误差最小化的前提下最大限度地复制出跟踪指数的风险收益特征，仓位长期维持较高比例，产品本身风险较高；其二，该基金在复制指数时可能会受到市场本身以及基金操作影响形成跟踪误差；其三，该基金仅覆盖在上海交易所上市的股票。详细内容可以阅读本报告的风险提示部分。

2010年12月24日 基金IPO分析概要

富国基金管理有限公司

1993 年全球首只真正意义的交易型开放式指数证券投资基金（ETF）诞生后，由于该类产品具有较高的组合透明度，收益紧贴标的指数，流动性较好、特有的一、二级市场的跨市场交易带来的套利机会，较低廉的费用，无需担心基金经理变动带来的不确定性等优势逐步被投资者所认识和青睐。2005 年以来，美国市场上的 ETF 无论数量、规模，还是产品的广度和深度都有较快的发展。截至 2010 年 11 月 30 日，美国市场上的 ETF 规模达到约 9,500 亿美元，较 2008 年末增长 76%。目前已成为美国投资者的主要资产配置品种之一。

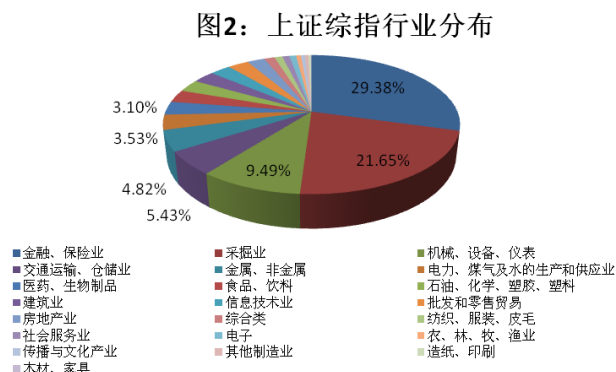
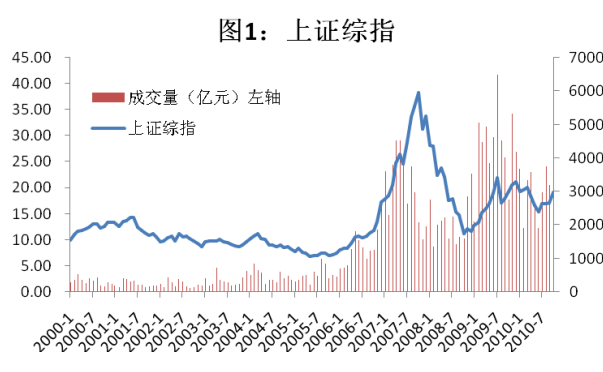
在中国，国内首只 ETF 在 2004 年推出，近两年 ETF 产品得到了迅速的发展。从数量上，国内目前已成立的 ETF 数量（不含联接 ETF）已经由 2008 年的 5 只发展至 20 只，今年以来的发行数量占据总数的 50%。规模上，受益于新的 ETF 成立，ETF 联接基金的推出，流动性的提高和投资者对该类认识的增强，ETF 的资产规模迅速扩大。品种上也由早期以传统指数为主向更细化和更具风格的指数发展。

在此背景下，富国基金公司旗下首只 ETF 基金及其 ETF 联接基金，也是国内首只跟踪上证综指的 ETF 基金，将于近期公开发售。关于两只基金的情况，投资者可从以下几个方面进行了解。

（一）跟踪上证综合指数的 ETF

1. 标的指数为上证综合指数

该基金为 ETF，其跟踪标的为上证综合指数。基金合同生效以后在 3 个月内完成建仓，并将申请在上海证券交易所（下称：上交所）上市。与其他上交所的指数不同，该指数覆盖面广，分布相对均衡，包括上交所的全部股票，且股票的风格（大中小盘）、行业均较更全面地反映上交所市场的特征，也是体现中国股市较具代表性的指数之一。（见：图 1、2，表 1）



数据来源，Morningstar晨星，上海证券交易所，截至2010年11月30日

表 1：各上证指数比较

指数名称	样本数量	总市值(万亿)	占比(%)	静态市盈率
上证 180	180	13.46	72.48	18.86
上证 50	50	10.23	55.11	16.6
上证 380	380	3.1	16.71	47.74
上证综指	935	18.56	100	22.38

数据来源：上海证券交易所，截止 2010 年 12 月 14 日。

静态市盈率：市价总值/上年度年报净利润（除亏损股）

2010 年 12 月 24 日 基金 IPO 分析概要

富国基金管理有限公司

2. 以跟踪指数误差最小化为主要目标

指数基金的主要目的不是击败标的指数，而是尽可能复制标的指数的收益率和风险特征。要实现这一点，基金经理需要控制基金组合与跟踪指数之间收益率的偏离度和跟踪误差在最小的范围内（跟踪误差是指数基金的收益率与标的指数收益率之间偏差的波动幅度）。偏离度和跟踪误差的产生主要受复制过程中市场本身，复制方法、基金的操作上等因素影响。

相比传统的指数基金，由于 ETF 特有的高透明化的组合特征和一、二级市场的跨市场套利交易模式，ETF 对跟踪误差的要求会更高。

根据招募说明书，该基金的组合中以标的指数成份股、备选成份股为主要投资对象，其比例不低于基金资产净值的 95%。该基金的投资目标是紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化。在正常市场情况下，基金日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.1%，年化跟踪误差不超过 2%。

由于该基金为 ETF 基金，具有与标的指数及其所代表的股票市场相似的风险收益特征，可以预期该基金风险高于混合型、债券类基金和货币市场基金，属于高风险投资品种。较适合于风险承受能力较高，或者以指数基金作为资产配置组成部分的投资者。

3. 采用最优化抽样方法复制标的指数

要实现跟踪误差的最小化，除了保持高仓位运作外，更重要的是选择较优的复制方法。根据招募说明书，该基金使用的是最优化抽样方法复制上证综合指数。这也是该基金与其他现有 ETF 基本采用完全复制方法的主要差异。所谓抽样方法是指根据预先设定的标准剔除部分成份股，并对选取的成份股在组合中的相对权重进行再配置，使组合的跟踪成本和跟踪误差控制在可以接受的范围之内。

选择抽样复制方法的重要性主要体现在以下两点。一：由于上证综合指数包含上交所的全部股票，数量庞大，其中不仅包括了 B 股，且大、中、小盘不同风格及不同行业的股票均被纳入其中。若采用完全复制法，无论对于成本管理及基金本身操作均面临较大挑战；二：成份股变动，尤其近年上市公司数量大幅增加，按照该指数成份股的纳入机制（公司上市第 11 个交易日纳入指数），对于部分流动性较差的股票面临不能按时合理配置其在上证综指中的比重的风险。由此，选择抽样复制的方法应该是较为合理的。

而在抽样复制方法中，该基金选用了最优化抽样方法来构建基金的组合。所谓最优化抽样，是指以最优化模型为主要决策工具选取特定的成份股组合，实现指数跟踪误差最小化。

具体而言，该基金以跟踪误差最小化为核心目标。从全部上证 A 股中剔除流动性较差的股票。然后结合指数的特点，综合考虑跟踪效果，行业、个股、大小盘偏离度，操作风险等因素，在设定风险模型的基础上最优化抽样约 200 只股票组成目标组合。样本组合每半年调整一次，在出现大权重 IPO 等特殊情况下进行不定期调整。

通过分析，最优化抽样法相比市值优先抽样法和分层抽样法具有一定的优越性。例如，该方法不会因为过于强调将市值大小或者板块权重作为抽样的主要依据而产生较大跟踪误差。其更多是提供了一个复制指数的整体框架，赋予管理者考虑各种影响跟踪误差的风险因子的灵活性，在优化抽样过程中结合多种约束参数，以实现跟踪误差的最小化和保持组合成份股的流动性。类似优化模型也一直运用在公司旗下指数基金，为优化模型积累了实际操作的经验。

(二) 富国上证综指 ETF 联接基金

1. 以富国上证综指 ETF 为主要投资标的，也以追求跟踪指数误差最小化为目标

此外，公司也同时发行上证综合指数 ETF 联接基金，为不能直接参与 ETF 一、二级市场的投资者提供投资该 ETF 的机会。所谓 ETF 联接基金是指基金组合的绝大部分资产投资于跟踪相同标的指数的 ETF 基金，并以紧密跟踪标的指数的表现，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化为目标。因此 ETF 联接基金与 ETF 基金具有相同的跟踪标的指数和投资目标，也由此，两者具有相同的风险收益特征和适合的人群。

根据招募说明书，该基金是以紧密跟踪上证综合指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化目标的。其主要投资对象为目标 ETF（即富国上证综指 ETF 基金）、标的指数成份股、备选成份股，其中投资于目标 ETF 的资产比例不低于基金资产净值的 90%。在正常情况下，该基金相对于业绩比较基准的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.3%，年化跟踪误差不超过 5%。

2010年12月24日 基金IPO分析概要

富国基金管理有限公司

2. 与ETF基金不同

尽管两类基金具有相近的风险收益特征，但也有明显的差异。首先，在申购和赎回上，ETF基金的投资者一般情况下需要持有一篮子指数成份股申购ETF基金份额，或者以ETF基金份额赎回一篮子指数成份股票（通常被称为ETF的一级市场交易）；而且进入门槛比较高，例如富国上证综合指数ETF的最少申购赎回额为50万份，涉及资金量较大，并不是一般投资者所能参与的。

而ETF联接基金的申购赎回更像一般开放式指数基金，主要采取现金申购和份额赎回的方式。并且，ETF联接基金的最低申购额一般为1000元。这很大程度上降低了投资者进入门槛和简化了申购赎回方式。

其次，ETF基金的投资者除了能在一级市场进行份额申购和赎回外，还可以通过二级市场对ETF份额进行买卖。资金量不大的投资者大多只参与二级市场的交易（进行此类交易需要到开设证券帐户）。

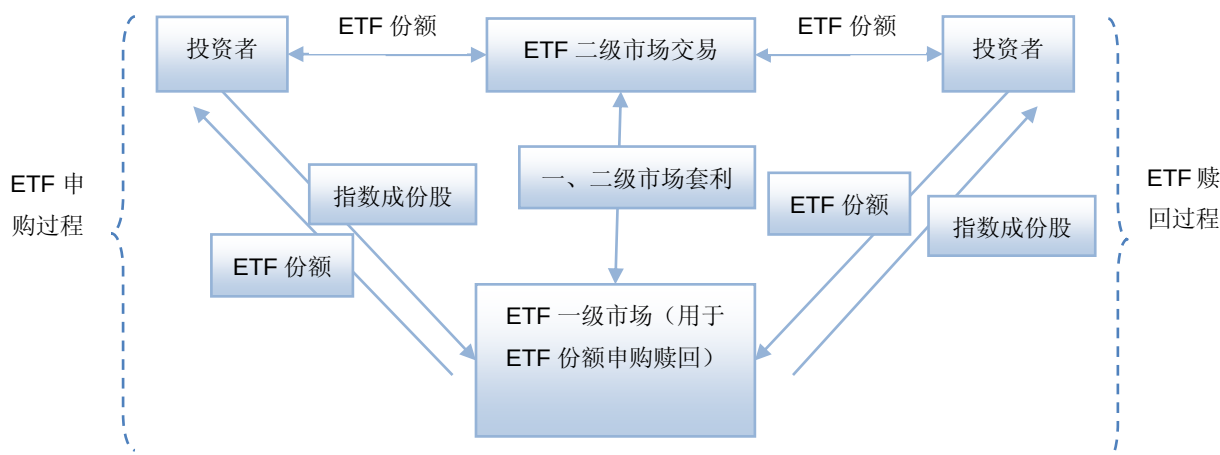
相比之下，ETF联接基金只能通过银行、券商等渠道申购和赎回，且不能在二级市场上买卖联接基金的份额。因此，其并不能提供ETF的二级市场交易和跨市场套利机会，但为不方便在二级市场上买卖的投资者涉足ETF基金提供了机会。投资者可从图3、4了解两类基金的交易过程。

简而言之，ETF联接基金是把90%以上的资产投资目标ETF基金的一般开放式指数基金。其有利于投资者以较低成本和简便的交易方式参与ETF基金的投资。投资者在不方便直接参与该ETF一、二级市场投资时，选择其ETF联接基金也可参与其中。

图3：ETF联接基金交易过程



图4：ETF基金交易过程



(三) 基金经理在量化投资上具国际化经验

两只基金均由李笑薇女士管理，其具有丰富的量化投资经验。李笑薇女士在2009年6月加盟富国基金前曾任摩根士丹利资本国际Barra公司，BARRA股票风险评估部高级研究员，以及专注量化投资的巴克莱国际投资管理公司（Barclays Global Investors）担任大中华主动股票投资总监、投资经理、研究员等职位，负责量化投资模型开发和采用数量模型投资中国A股及香港股票，在亚洲市场上积累了丰富的量化投资经验。目前李笑薇女士也同时担任富国沪深300增强基金基金经理。

另外，公司已经建立了一套针对指数化产品的完整投资体系和操作流程。目前公司旗下还有2只指数型基金，截至2010年9月底，管理规模为41亿。对比其他指数基金的投资者结构，可以看出两者较受机构投资者欢迎（见：图5、6），也是机构投

免责声明：本公司不保证信息的准确性、完整性和及时性，同时也不保证本公司做出的任何建议或评论不会发生任何变更。过往业绩不代表将来业绩。基金评价结果并不是对未来表现的预测，也不应视作投资基金的建议。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资行为做出任何形式的担保。本报告内容的版权归晨星资讯（深圳）有限公司所有。

2010年12月24日 基金IPO分析概要

富国基金管理有限公司

资者对基金管理者能力认可的反映。

图5：富国天鼎中证指数增强投资者结构

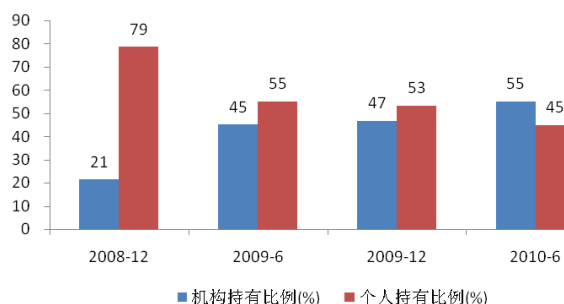
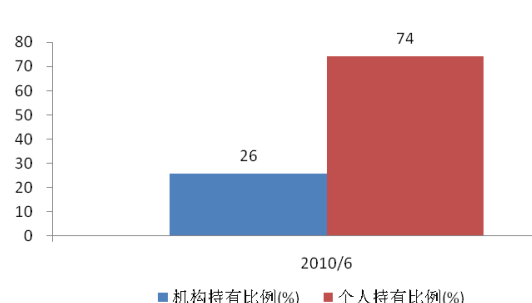


图6：富国沪深300指数增强投资者结构



数据来源：Morningstar 晨星

（四）关注基金公司

选择基金，除了解基金的本身的特性外，投资者也需要关注基金公司。投资者不妨从公司的股东背景、资产管理规模、公司的产品线是否完善、旗下基金的整体业绩、风险管理等方面进行考虑。

1. “老十家”基金公司

该基金管理人富国基金管理公司设立于1999年，注册资本金为人民币1.8亿元，是国内首批“老十家”基金管理公司之一，也是首家外资参股的基金管理公司。目前公司股本结构为海通证券（27.775%）、申银万国证券（27.775%）、加拿大蒙特利尔银行（27.775%）以及山东国际信托（16.675%）。股东结构比较均匀，既不过于分散，也没有单一大股东。

2. 公募资产管理规模位居行业前列

富国基金公司成立之后管理的资产规模稳步增涨，公募业务位居行业前列。2010年9月底旗下公募基金有18只（不考虑分级因素），净资产规模为586亿元，在国内60家基金公司中居第11位。除传统的公募基金管理外，该公司同时还具备企业年金、特定客户资产管理和QDII业务资格。

3. 产品线比较完善

从业务构成看，公募基金产品线较完善，不考虑分级因素公司共有5只股票型基金（其中含2只指数型基金）、5只混合型基金、2只债券型基金、1只货币市场基金、4只封闭式基金（含分级基金和债券投资方向基金）和1只QDII基金，基本覆盖主要的基金类型且数量较为平均，为投资者在同类基金中提供更多的选择。其管理的基金数量也处于同期60家基金管理公司的上游。在产品设计上，公司也充分利用对各种投资品种的理解和自身优势、结合市场需求推出各类产品。例如，公司推出以债券投资为主的封闭式运作的富国天丰后，今年先后推出富国汇利分级债券、富国可转债基金，以及富国全球债券等。而富国上证综指ETF的推出将是公司在指数化投资产品上的进一步发展，也给投资者在ETF投资上提供更多的选择。

4. 基金业绩持续性良好

除了基金公司的资产管理规模和产品线，投资者需要更加关注业绩是否具有持续性。该公司综合投资管理能力靠前，中长期业绩整体居前，短期业绩表现稳健。长期业绩方面，以最近三年的星级评价为例，股票型、激进配置型、标准混合型基金以及债券型基金体现出良好的综合业绩，其中股票型、激进配置型以及债券型基金的业绩持续性较好，标准混合型基金的业绩也有改善的趋势，如表2。旗下公募基金经理的任职比较稳定，并追求基金投资风格的多样化。

2010年12月24日 基金IPO分析概要

富国基金管理有限公司

表2：富国基金三年星级持续性（2008.1Q-2010.3Q）

时期	股票型		激进配置型			标准混合型	激进债券型
	富国天合稳健股票	富国天博创新股票	富国天益价值股票	富国天瑞强势混合	富国天惠成长混合(LOF)	富国天源平衡混合	富国天利增长债券
2008.1Q	—	—	★★★★★	—	—	★	★★★★★
2008.2Q	—	—	★★★★★	★★★	—	★	★★★★★
2008.3Q	—	—	★★★★★	★★★	—	★★	★★★★★
2008.4Q	—	—	★★★★★	★★★	★★★	★	★★★★★
2009.1Q	—	—	★★★★★	★★★	★★★	★	★★★★★
2009.2Q	—	—	★★★★★	★★★	★★★	★	★★★★★
2009.3Q	—	—	★★★★★	★★★	★★★★★	★	★★★★★
2009.4Q	★★★★★	—	★★★★★	★★★	★★★	★★	★★★★★
2010.1Q	★★★★★	—	★★★★★	★★★	★★★★★	★★	★★★★★
2010.2Q	★★★★★	★★★	★★★★★	★★★	★★★★★	★★★	★★★★★
2010.3Q	★★★★★	★★★	★★★★★	★★★	★★★★★	★★★	★★★★★

数据来源：Morningstar 晨星

（五）费用

作为被动投资品种，其费用对投资者是否可获得最接近指数的收益会有较大的影响。因此，投资者在挑选指数产品时应尽量选择费用相对偏低的同类品种。该基金的费用包括一次性费用和年度运作费用。其中，一次性费用是投资者在认购、申购或赎回时支付。认购、申购和赎回费用实施分级设置，金额越大，费用越低。另外，年度运作费用中包括了管理费和托管费，以及未来基金运作产生的证券交易费用等。

对比市场上的ETF基金，该基金的一次性费用水平相对低，进入门槛最低为50万份，对于参与一级市场的投资者来说较具吸引力。管理费和托管费与其他ETF和ETF联接基金相似。具体的费用见表3、4：

表3：ETF基金费率结构

费用种类	费率标准	
认购费	50万份以下	0.8%
	50万份≤M<100万份	0.5%
	M≥100万份	1,000元/笔
场内申购费	M至少为50万份	不高于0.5%
场内赎回费	M至少为50万份	不高于0.5%
基金管理费	0.5%	
基金托管费	0.1%	

数据来源：富国上证综指ETF招募说明书

富国基金管理有限公司

表 4: ETF 联接基金费率结构

费率名称	购买金额/持有年限	费率费用
认购费率	100 万元以下	1.2%
	100 万元（含）—500 万元	0.5%
	500 万元（含）以上	1000 元/笔
申购费率	100 万元以下	1.5%
	100 万元（含）—500 万元 内	0.7%
	500 万元（含）以上	1000 元/笔
日常赎回费	1 年以内（含）	0.5%
	1 年—2 年（含）	0.3%
	2 年以上	0.0%
基金管理费	0.5%	
基金托管费	0.1%	

数据来源：富国上证综指 ETF 联接基金招募说明书

（六）风险提示

- ✓ 由于该基金为 ETF 基金，以跟踪标的指数，控制跟踪误差的最小化为目标，股票仓位长期维持较高的比例，基金经理并不会根据宏观经济、市场环境的变化而规避系统风险（即调节股票比例）。因此，基金除了收益外，其波动风险也与指数相匹配，属于高风险投资品种，适合于风险承受能力高，或者以指数基金作为资产配置组成部分的投资者
- ✓ 虽然该基金以复制上证综合指数，以控制跟踪误差最小化为目标。投资者需要了解哪些因素会对跟踪误差产生影响。它们包括，股改、停牌、增发、新股上市、该基金不会购买的 B 股、复制方法、管理基金时的各种费用，关联方证券替代等。
- ✓ 该基金仅提供上海股市的收益率，未能覆盖深圳市场的上市公司。或许某种程度上会错过深市的投资机会，但投资者也可以利用市面上对的跟踪深市指数的 ETF 作为组合的补充，做到真正能覆盖沪深两地市场的组合。
- ✓ 自 ETF 面世以来曾出现有其他公司旗下 ETF 在运作时出现申购赎回清单制作上的失误，给投资者和基金公司造成不必要的损失。此类失误也是 ETF 基金运作的主要风险。尽管这类情况是个别事件，但晨星也需要向投资者就此类风险作出提示。
- ✓ 关于基金更详细的资料，请查阅基金招募说明书与份额发售公告。

2010 年 11 月 30 日

基金 IPO 分析概要

富国基金管理有限公司

旗下基金	晨星分类	晨星评级		总回报 (%)						标准差 (%)	晨星风险系数	风格箱	投资集中度 (%)	资产规模 (万元)	基金经理
		三年	五年	今年以来	三个月	六个月	一年	二年	三年						
富国通胀通缩主题股票	股票型基金	未予评级	未予评级	—	6.42	15.19	—	—	—	—	—	—	61.57	63419.81	尚鹏岳, 宋小龙
富国天鼎中证指数增强	股票型基金	未予评级	未予评级	-10.01	8.60	12.20	-8.65	25.87	—	32.32	1.20		41.48	99993.25	常松
富国沪深 300 指数增强	股票型基金	未予评级	未予评级	-8.61	8.77	14.51	—	—	—	—	—		33.62	310619.05	常松, 李笑薇
富国天合稳健股票	股票型基金	★★★★★	未予评级	6.64	10.71	22.94	9.57	38.18	3.18	22.80	0.79		33.75	416501.88	周蔚文
富国天博创新股票	股票型基金	★★★★	未予评级	6.97	15.21	28.00	9.31	36.00	-1.06	26.11	0.91		40.75	854309.40	毕天宇
富国天时货币 - A	货币市场基金	未予评级	未予评级	1.51	0.42	0.87	1.63	1.59	2.01	0.15	—	—	—	163930.20	刁羽
富国天时货币 - B	货币市场基金	未予评级	未予评级	1.73	0.48	0.99	1.87	1.84	2.25	0.15	—	—	—	163930.20	刁羽
富国天丰强化债券封闭	封闭式基金	未予评级	未予评级	15.48	0.70	6.47	16.49	12.59	—	4.03	0.10	—	7.04	218511.18	饶刚, 钟智伦
富国汇利分级债券	封闭式基金	未予评级	未予评级	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	饶刚, 刁羽
富国汇利分级债券 - A	封闭式基金	未予评级	未予评级	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	饶刚, 刁羽
富国汇利分级债券 - B	封闭式基金	未予评级	未予评级	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	饶刚, 刁羽
富国汉兴封闭	封闭式基金	未予评级	未予评级	-3.73	5.01	8.06	0.03	23.77	-1.84	16.39	0.81		48.00	357401.10	许达
富国汉盛封闭	封闭式基金	未予评级	未予评级	4.81	10.17	14.95	9.14	33.69	1.82	15.91	0.74		24.02	302713.71	贺轶
富国优化增强债券 - A/B	激进债券型基金	未予评级	未予评级	12.60	4.91	9.75	13.62	—	—	—	—	—	—	81117.55	钟智伦
富国优化增强债券 - C	激进债券型基金	未予评级	未予评级	12.12	4.84	9.49	13.14	—	—	—	—	—	—	81117.55	钟智伦
富国天利增长债券	激进债券型基金	★★★★	★★★★★	6.62	-0.35	4.44	7.12	8.98	7.67	5.30	0.90	—	—	402165.07	饶刚, 杨贵宾
富国天成红利混合	标准混合型基金	未予评级	未予评级	14.88	13.07	23.18	17.41	41.88	—	20.58	0.82		18.83	61264.89	于江勇
富国天源平衡混合	标准混合型基金	★★★★	★★	13.74	12.10	19.81	16.89	31.05	0.86	20.58	0.86		25.21	70197.64	李晓铭
富国天瑞强势混合	激进配置型基金	★★★★	★★★★	-10.85	0.60	9.36	-8.19	36.44	2.19	28.96	1.30		54.61	762622.49	宋小龙
富国天益价值股票	激进配置型基金	★★★★★	★★★★★	5.73	10.52	23.77	8.51	27.20	0.46	21.19	0.86		42.58	1067849.41	陈戈
富国天惠成长混合 (LOF)	激进配置型基金	★★★★★	未予评级	14.62	13.89	30.25	16.56	45.95	7.41	22.03	0.80		46.00	329271.32	朱少醒

注：仅提供已公布连续单位净值的基金列表。资产规模、投资集中度为最近一个季度末。上述基金资产规模按基金层面计，不分收费级别。

投资风格箱为 2010-06-30，回报率日期为 2010 年 11 月 30 日。