

金融工程

南方基金毕凯：坚持价值投资，保持独立思考

——基金经理追根溯源系列之一

要点

毕凯先生以价值投资为基石，在多数投资于港股中小盘价值策略收益欠佳的情况下，毕凯先生所管理的南方香港优选（160125.OF）于年后港股震荡下行的过程中脱颖而出，今年一季度在投资于香港市场的 QDII 基金中收益排名第一。本文将简要介绍毕凯先生的投资逻辑和业绩收益来源。

毕凯先生经历简介：毕业于美国埃默里大学硕士，2015年6月加入南方基金，任职国际业务部研究员。截至2021年5月17日，共管理2只基金：南方香港优选（160125.OF）、南方沪港深核心优势（007109.OF），合计管理规模约8亿元。毕凯先生的投资特点为坚持价值投资，具有对于市场规律的分析和保持独立思考的能力；在股票选择上，自下而上精选个股，偏好有稳定增长趋势和向上空间的股票；在行业配置上，没有明显的偏好、各行业配置较为均衡。在择时选择上，通过大量宏观指标来判断市场周期，据此进行弱择时。

毕凯先生管理以来，南方香港优选收益突出：毕凯先生管理以来，基金在牛市中紧随大势、实现净值的大幅增长，在熊市中仍能保持较低幅度的回撤，其牛熊市收益表现整体优于恒生指数和香港价值指数，且2019年以来胜率持续走低高。截至2021年5月17日，毕凯先生任职以来南方香港优选的年化收益为16.52%，尤其近一年表现突出，收益率达52.8%，实现相对于基金基准45.9%的超额收益。与此同时，南方香港优选的最大回撤显著低于同时期的同类基金和恒生指数，保持着较低的风险水平和较高的安全性。

风格以中盘价值为主，依据标的估值变化灵活调仓：毕凯先生根据宏观指标的变动，灵活调整基金的持股仓位，其时刻保持对市场的敏锐度，在操作层面追求抄底躲顶，根据股票估值的变化调整股票持仓。在持股风格上，以价值为主要投资风格，大盘股和小盘股的配置逐渐缩减，中市值股票持仓增加。

行业配置顺应基本面趋势，持股注重估值、调整较为灵活：在行业配置上，毕凯先生管理以来南方香港优选投资的行业范围较广，对于主要行业都保持一定的敞口。在重仓持股方面，南方香港优选追求好公司和好价格，侧重于趋势。选股中毕凯先生采用自下而上的方法，践行价值投资，基金重仓股中多数都是在股票PE估值较低时买入，而在股票估值高于合理区间时减仓或调出；其中重仓期限最长的宇华教育（6169.HK），持有期间涨幅达99.72%，远超同期恒生指数收益。

南方香港优选（160125.OF）收益拆分：基金收益主要来自于持仓调整，毕凯先生善于在市场变动中敏锐地发掘顺应经济周期的行业，并且能根据市场估值变化及时且灵活地选择和调整个股比重，在披露数据可计算获得的结果之外，为基金赢得了亮眼的超额收益。

风险分析：本报告结论均基于历史数据和调研结果进行客观分析，历史数据存在不被重复验证的可能，宏观环境变化和基金未来表现或不及预期，存在一定市场风险。

作者

分析师：秦波

执业证书编号：S0930514060003

021-52523839

qinbo@ebscn.com

相关研报

《港股持续走牛、港股基金如何选择？——FOF专题系列报告之二十二》（2021年1月26日）

《港股比例居中(30-60%)的沪港深及QDII基金如何选择？——FOF专题系列报告之二十三》（2021年2月6日）

目 录

1、南方基金毕凯先生：坚持价值投资，分析市场机会	4
2、南方香港优选（160125.OF）	5
2.1、南方香港优选的投资理念	5
2.2、南方香港优选的风险收益特征	6
2.3、南方香港优选的持仓分析	7
2.3.1、持仓风格——策略性加仓中盘股，坚守价值投资	7
2.3.2、行业配置无偏好，顺应基本面趋势	9
2.3.3、南方香港优选重仓持股注重估值、调整灵活	9
2.4、超额收益主要源于持仓调整	11
3、南方基金简介	12
4、风险提示	13

图目录

图 1：与各指数相比南方香港优选的净值表现优异	6
图 2：南方香港优选的阶段性表现——近一年表现突出	6
图 3：南方香港优选牛熊市收益表现均优于恒生指数和香港价值	6
图 4：2019 年后南方香港优选胜率逐步上升	6
图 5：南方香港优选的股票配置仓位	7
图 6：南方香港优选未限制换手率	7
图 7：南方香港优选以价值投资为主	8
图 8：港股市场大中小盘指数走势	8
图 9：南方香港优选全部持股市值分布以中市值为主(%)	8
图 10：南方香港优选的持股集中度逐渐提高（单位：%）	10
图 11：南方香港优选的收益主要源于持仓调整	12
图 12：南方基金公募基金管理规模稳健上涨（亿元）	12
图 13：南方基金产品中货币市场型基金占比最高	12

表目录

表 1：基金经理在管产品	4
表 2：南方香港优选产品信息	4
表 3：毕凯先生任职以来南方香港优选保持稳健收益	7
表 4：南方香港优选的行业行业范围较广，顺应基本面趋势(单位：%)	9
表 5：南方香港优选重仓股在估值较低时买入、估值上升后调出（占股票市值比，单位：%；期末 PE 值，单位：倍）	10
表 6：南方香港优选 2021 年一季报披露的前十重仓股	11

毕凯先生从业十余年，以价值投资为基石，追求以好价格购买优质公司的股票、注重估值水平，历史主要投资阵地在港股中小盘价值。多数投资于港股中小盘的基金收益近年来欠佳、一些港股中小盘价值基金已清盘。毕凯先生所管理的南方香港优选（160125.OF）于年后港股震荡下行的市场中脱颖而出，今年一季度在投资于香港市场的 QDII 基金中收益排名第一。毕凯先生投资逻辑自治，顺应基本面周期，能在港股价值投资中获得显著的超额收益，值得我们关注。

1、南方基金毕凯先生：坚持价值投资，分析市场机会

毕凯先生毕业于美国埃默里大学硕士，2015 年 6 月加入南方基金，任国际业务部研究员，高中时代就开始的海外求学经验使毕凯先生对于港股市场有较为深刻的理解。2017 年 8 月至 2019 年 4 月毕凯先生任南方恒生中国企业精明指数证券投资基金(QDII-LOF)基金经理；2018 年 6 月至 2021 年 3 月担任南方沪港深价值主题灵活配置混合型证券投资基金基金经理。截至 2021 年 5 月 17 日，毕凯先生共管理 2 只基金：南方香港优选（160125.OF）、南方沪港深核心优势（007109.OF），合计管理规模为 7.95 亿元。

南方香港优选（160125.OF）属于 QDII 股票型基金，致力于在严格控制风险的前提下，积极挖掘香港证券市场主题性投资机会，追求超越业绩比较基准的投资回报，以实现基金资产的长期稳健增值。**南方沪港深核心优势（007109.OF）**为 2020 年 12 月 25 日成立的偏股混合型基金，其股权投资范围为包括 A 股和可以通过沪港通交易的股票，其中投资于港股通标的股票的比例不低于非现金基金资产的 80%，通过定性与定量相结合的方法分析宏观经济和证券市场发展趋势，以实现基金资产的保值增值。

表 1：基金经理在管产品

基金代码	基金简称	规模 (亿元)	基金类型	任职日期	任职期间总 回报(非年 化)	任职期间 基金基准 回报	任职期 间超额 收益	任职期 间最大 回撤
160125.OF	南方香港优选	4.49	QDII 股票型	2017/8/24	76.97%	0.44%	76.53%	-25.4%
007109.OF	南方沪港深核心优势	3.47	偏股混合型	2020/12/25	12.73%	3.61%	9.12%	-3.92%

资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 17 日

本文将以南方香港优选（160125.OF）为例，分析该基金的风格及收益特征。该基金于 2011 年 9 月成立，自 2017 年 8 月起，由毕凯先生担任基金经理。自毕凯先生担任基金经理以来，南方香港优选（160125.OF）的表现优异，并于今年一季度在投资于香港市场的 QDII 基金中收益排名第一。

表 2：南方香港优选产品信息

基金全称	南方香港优选证券投资基金		
基金简称	南方香港优选	基金代码	160125.OF
现任基金经理	毕凯		
基金类型	国际(QDII)股票型基金		
成立日期	2011 年 9 月 26 日	任职日期	2017 年 8 月 24 日
投资范围	基金投资范围为香港证券市场公开发行、上市的普通股、优先股、存托凭证、房地产信托凭证和香港证券市场的公募基金、金融衍生产品(远期合约、互换及在香港证券市场上市交易的权证、期权、期货等金融衍生产品)、结构性投资产品(与固定收益、股权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构性投资产品)、货币市场工具(银行存款、可转让存单、银行承兑汇票、银行票据、商业票据、回购协议、短期政府债券等货币市场工具)、其它固定收益产品(政府债券、公司债券、可转换债券、住房按揭支持证券、资产支持证券等及经中国证监会认可的国际金融组织发行		

	的证券)以及相关法律法规和中国证监会允许本基金投资的其他金融工具。		
投资组合	投资于股票(普通股、优先股)的基金资产占基金资产总值的比例为 80%-95%; 其余基金资产投资于存托凭证、房地产信托凭证、公募基金、金融衍生产品、结构性投资产品、货币市场工具、其它固定收益产品以及相关法律法规和中国证监会允许本基金投资的其他金融工具, 其占基金资产总值的比例为 5%-20%。		
业绩比较基准	经人民币汇率调整的恒生指数收益率*95%+人民币同期活期存款利率*5%		
费率结构	管理费率	1.60%	
	托管费率	0.30%	
	申购费率	条件	申购费率
		金额<100 万	1.30%
		100 万<=金额<500 万	0.70%
		500 万<=金额<1000 万	0.20%
	购回费率	1000 万<=金额	1000 元/笔
		持有期限 (天)	赎回费率
		期限<7 日	1.50%
		7 日 <=期限	0.50%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、南方香港优选（160125.OF）

2.1、南方香港优选的投资理念

毕凯先生的投资理念在于：价值投资、对于市场规律的分析和保持独立思考的能力。毕凯先生坚持基本面研究，坚持价值投资，致力于选择好公司和好价格，并认为在市场的剧烈波动中，如果基本面研究做得很细致，那么即便市场恐慌，投资信心也不会被动摇，所以基金经理在底部位置敢于加仓。同时，由于港股市场中大约 80%的资金都来自机构投资者，同时港股的做空机制比较成熟，市场估值会在价值上下限范围之内波动，一旦超出合理的估值范围，便给价值投资带来了机会。在市值选择上，毕凯先生认为投资中小公司赚钱的机会更多，由于中小公司市值小，导致研究不充分，这给予了深度研究者找寻阿尔法的机会。

在股票选择上，毕凯先生自下而上精选个股，偏好有稳定增长和向上空间的股票。毕凯先生认为宏观变化较为复杂，而微观层面的研究空间则相对较大，战胜市场的概率也较大。同时，行业竞争格局与特征是公司发展壮大的基础，需要判断行业的商业模式、竞争格局和发展前景，以及行业所处的经济周期，才能选出处于合适价格的好公司。在股票投资中，以“自下而上”的方法为主，选择香港证券市场中具有持续竞争优势的证券，并在合理的价格区间内买入，在个股估值上升的过程中，实现收益的持续稳健增长。

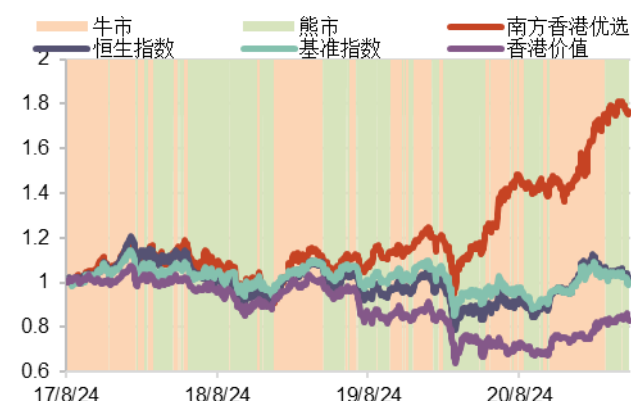
在择时选择上，南方香港优选（160125.OF）通过大量宏观指标来判断市场周期，据此进行弱择时。毕凯先生通过“自上而下”的方法对宏观经济中结构性、政策性、周期性以及突发性事件进行研判，挖掘未来经济的发展趋势及背后的驱动因素，预测可能对资本市场产生的重大影响后，确定投资组合的投资范围和比例。在择时过程中，毕凯先生认为当市场整体估值处在历史 15%-85%区间的时候，对市场的影响因素会非常多，较难判断市场走向；当市场估值处于历史最高的 15%和最低的 15%区间时，是进行择时判断的关键时间点。当标的的估值低于合理价值，则进行渐进式的加仓；当标的的估值高于合理价值，同时其有利的因素已经被市场充分发掘、被大部分的机构投资者所理解，则会降低仓位。

南方香港优选（160125.OF）主要采用均衡且无偏的行业配置策略。毕凯先生在行业配置上并未集中于部分行业，而是对主要行业都保持一定敞口，顺应行业的周期和估值水平，选择处于上行经济周期的行业。基金经理不追逐市场热点，以避免来自于单个行业的不可控风险；均衡的行业配置，以避免行业风险释放时，过大的敞口带来剧烈的短期波动。

2.2、 南方香港优选的风险收益特征

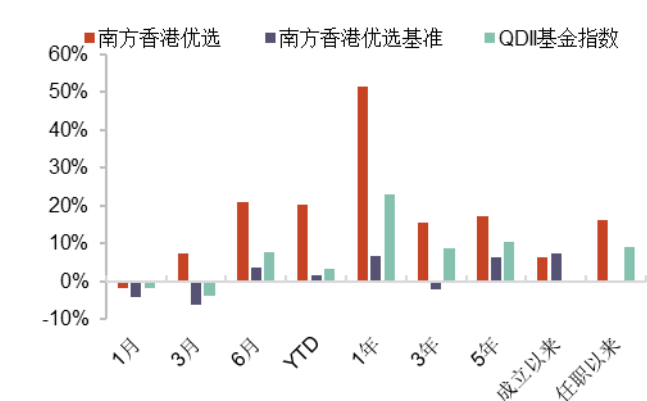
自毕凯先生管理以来，南方香港优选（160125.OF）表现优异，近一年表现尤为突出。自 2017 年 8 月 24 日以来，在恒生指数整体走势较为低迷的情况下，南方香港优选仍然在香港市场获得了优异的净值增长和超额收益。我们根据恒生指数 60 日均值来划分港股的牛市和熊市，在牛市中南方香港优选能紧随大势，实现净值的增长；在熊市中仍能保持较低幅度的回撤。尤其是近一年以来，南方香港优选收益率达 52.8%，实现相对于基金基准（经人民币汇率调整的恒生指数收益率*95%+人民币同期活期存款利率*5%）45.9%的超额收益；自毕凯先生任职以来，该基金年化收益 16.52%，相对于基金基准的年化超额收益达 16.4%。

图 1：与各指数相比南方香港优选的净值表现优异



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 17 日；注：其中基准指数为经人民币汇率调整的恒生指数收益率*95%+人民币同期活期存款利率*5%

图 2：南方香港优选的阶段表现——近一年表现突出



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 17 日；注：其中 3 年、5 年、成立以来、任职以来收益为年化收益，周期不满一年的不进行年化调整。

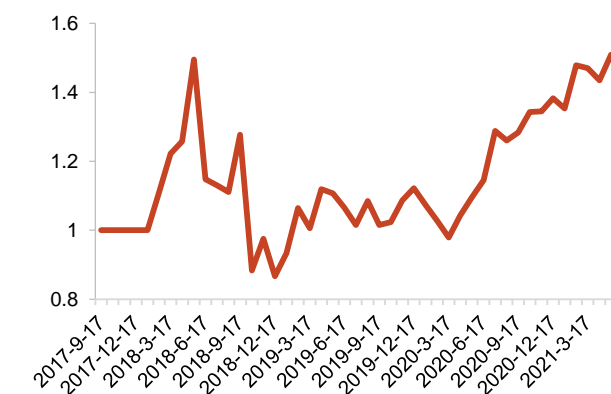
南方香港优选（160125.OF）牛熊市收益表现整体优于恒生指数和香港价值指数，熊市回撤控制能力逐渐增强。通过对近几年不同市场行情阶段的划分，可以看出，在牛市中南方香港优选的阶段性价回报整体高于恒生指数和香港价值指数，尤其是在 2019 年上半年和 2020 年下半年，基金精选中小盘价值股的超额回报显著；在熊市中，南方香港优选几乎都较好地控制了回调幅度，实现稳定收益，但在 2018 年下半年基金亏损超过恒生指数和香港价值，可能是在港股市场下挫的推动下，基金当时持有的大中市值股票回调严重，也是自此之后，基金经理下调了大市值股票的仓位。我们采用毕凯先生管理以来，盈利月份平均回报与亏损月份平均收益之比的绝对值来计算基金的胜率。在 2019 年之后，即基金经理降低了大市值和小市值股票占比之后，基金重仓股大规模调整，使其即使在熊市中仍然保持较低回撤，胜率逐渐回升。

图 3：南方香港优选牛熊市收益表现均优于恒生指数和香港价值

牛市	2017/8/24-2018/3/21	2019/1/8-2019/5/7	2019/10/16-2020/2/20	2020/6/2-2020/9/2	2020/10/21-2021/3/19
南方香港优选	15.82%	21.68%	5.98%	20.59%	21.30%
恒生指数	14.64%	13.65%	4.17%	5.85%	18.00%
香港价值	1.80%	9.83%	1.48%	4.18%	21.52%
熊市	2018/3/22-2019/1/7	2019/5/8-2019/10/15	2020/2/21-2020/6/1	2020/9/3-2020/10/20	2021/3/22-2021/5/17
南方香港优选	-21.68%	2.96%	-0.53%	-0.34%	1.34%
恒生指数	-17.76%	-9.74%	-14.04%	-2.19%	-2.75%
香港价值	-11.02%	-15.57%	-19.24%	-5.22%	0.38%

资料来源：Wind，光大证券研究所；计算区间：2017 年 8 月 24 日-2021 年 5 月 17 日；注：其中牛市和熊市的划分采用恒生指数 60 日均线

图 4：2019 年后南方香港优选胜率逐步上升



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 17 日

毕凯任职以来，南方香港优选保持稳健收益。毕凯先生管理以来，该基金取得了年化收益率 16.52% 的业绩，远高于同期恒生指数的年化收益，同时年化波动率控制在 20.47%。2018 年的港股市场剧烈回调，恒生指数创 7 年来最差表现，期间南方香港优选最大回撤为 25.37%，显著低于同类基金的均值 31.83%，且低于恒生指数的最大回撤。

表 3：毕凯先生任职以来南方香港优选保持稳健收益

指标名称	南方香港优选	QDII 股票型基金平均值	恒生指数
年化收益	16.52%	10.17%	1.95%
下行标准差	13.76%	--	13.59%
最大回撤	-25.37%	-31.83%	-34.56%
Calmar(年化)	0.65	0.32	0.02
信息比率(年化)	1.33	--	--
年化波动率	20.47%	21.12%	18.77%
Sharpe(年化)	0.77%	0.50%	0.02%
最大回撤区间	20180608-20190103	--	--

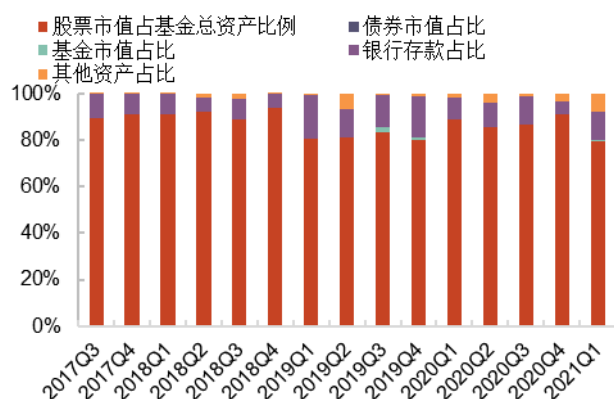
资料来源：Wind，光大证券研究所；指标计算区间：2017 年 8 月 24 日-2021 年 5 月 17 日

2.3、南方香港优选的持仓分析

2.3.1、持仓风格——策略性加仓中盘股，坚守价值投资

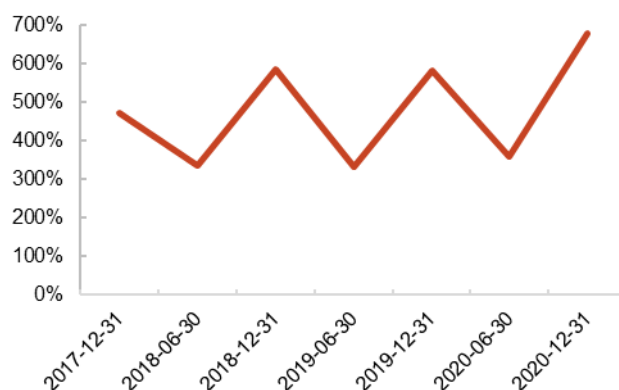
南方香港优选根据宏观形势调整资产配置，依据标的估值变化灵活调仓。毕凯先生根据宏观经济指标的变动，灵活调整基金的持股仓位。在 2021 年一季报中，基金股票持仓下降到 79.54%，可能是由于今年 2 月以来港股市场呈现震荡下挫的趋势，为降低投资风险而减少了股票配置。基金其他资产主要配置于银行存款，以应对赎回的流动性需求。毕凯先生未限制南方香港优选的换手率，在操作层面追求的是抄远底、躲远顶。当市场估值处于最高的 15% 和最低的 15% 区间时，基金经理会综合宏观层面、市场的空比、重点公司股价、以及港股、美股和 A 股的融资融券等指标，进行择时判断和渐进式的调仓；当标的的估值高于基金经理认为的合理价值，同时其有利的因素已经被市场充分发掘、被大部分的机构投资者所理解，并且交易层面出现了偏热的迹象，则会降低仓位。毕凯先生时刻保持对市场的敏锐度，积极发现有投资价值的公司，同时减仓估值过高的公司。

图 5：南方香港优选的股票配置仓位



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至：2021 年 3 月 31 日

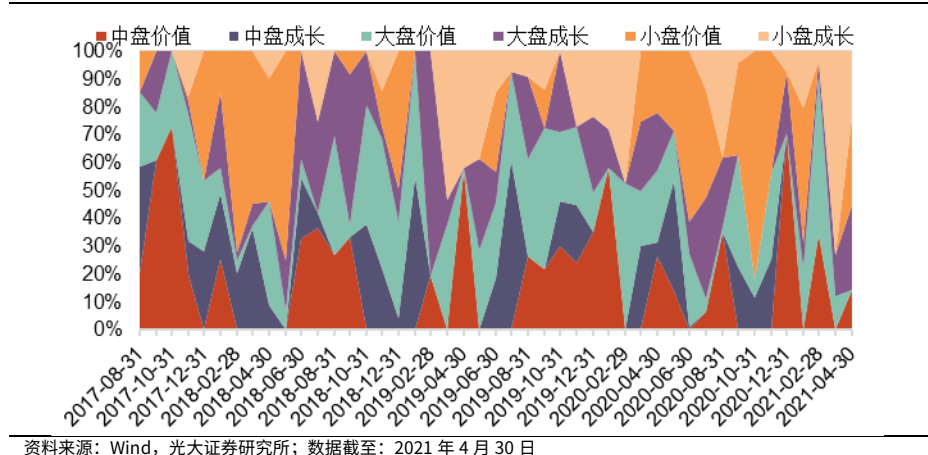
图 6：南方香港优选未限制换手率



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至：2020 年 12 月 31 日

南方香港优选（160125.OF）持股风格整体从小盘股转换到倾向于中盘价值股。自毕凯先生管理以来，该基金以价值为主要持股风格。基金经理认为港股中小盘在的折价较多，未来市值修复的机会更大，尤其是在市场调整的过程中中盘价值股的估值提升更加明显。但南方香港优选却不是深度价值投资，因为基金经理认为深度价值标的的市值兑现周期较长。为提高投资效率，近期毕凯先生减少了小盘股的配置、中盘股占比增多。

图 7：南方香港优选以价值投资为主



南方香港优选（160125.OF）在大盘股和小盘股的配置逐渐缩减，中市值股票持仓增加。毕凯先生早期选股更侧重价值指标，由于港股中小盘个股的折价更多，所以南方香港优选自 2018 年下半年起中小盘标的占比明显增加。但近期毕凯先生优化了投资框架，认为小市值公司市场流动性和市场关注度较低，会导致标的的价值兑现周期较长，对收益的贡献幅度较小，因而将更多关注市值层面上的大中型股票。以 2020 年年报数据为例，南方香港优选（160125.OF）配置的中市值公司股票占股权投资市值比达到 52.76%，同期大市值股票占比为 35.46%、小市值公司占比为 11.78%。

图 8：港股市场大中小盘指数走势

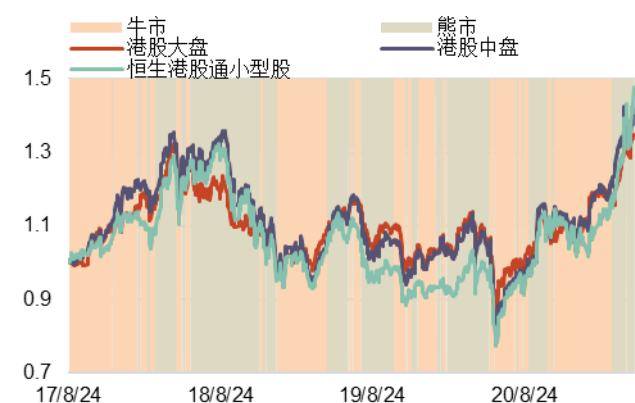
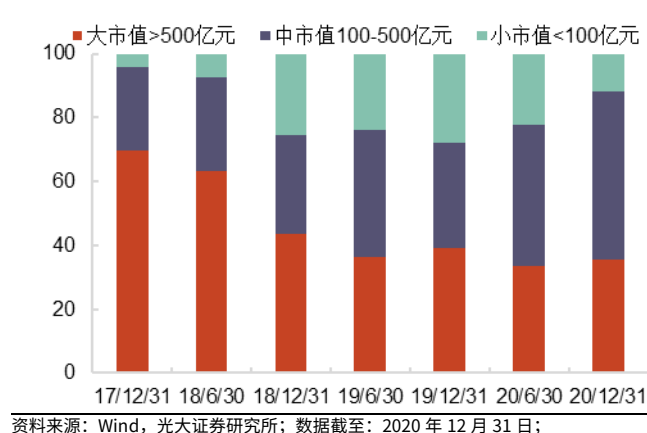


图 9：南方香港优选全部持股市值分布以中市值为主(%)



2.3.2、行业配置无偏好，顺应基本面趋势

南方香港优选投资的行业范围较广，根据行业所处的周期进行行业配置调整。基于 wind 港股一级行业分类，自毕凯先生管理以来，南方香港优选的行业配置并未集中于某部分行业，其所投资的股票涉及 Wind 港股一级所有 11 类行业，对于主要行业都保持一定的敞口。在行业调整的过程中，毕凯先生顺应行业的基本面周期和估值的水平，不追逐市场热点，以规避政策等不可控风险。2018 年毕凯先生加仓了可选消费行业，在 2019 年达到了 30%-40% 的持仓，准确抓住了 2019 年到 2020 年香港可选消费上涨的行情；2019 年下半年开始加仓的公用事业行业同样布局较早，准确地抓住了 2020 年 3 月底开始的行业上升周期。但由于 2018 年港股市场的剧烈波动中，信息技术和金融行业回调较大，因而南方香港优选在 2019 年对信息技术和金融行业进行了明显的减仓。

表 4：南方香港优选的行业行业范围较广，顺应基本面趋势(单位：%)

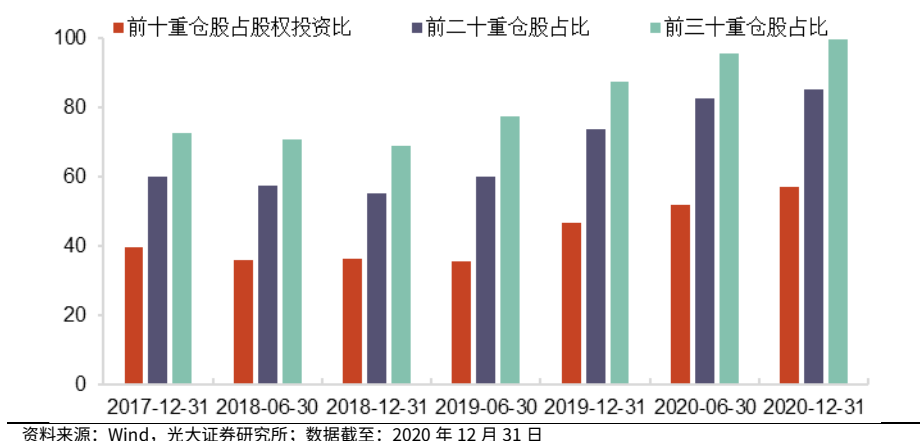
行业	2017-12-31		2018-06-30		2018-12-31		2019-06-30		2019-12-31		2020-06-30		2020-12-31	
	占持股比	区间涨跌	占持股比	区间涨跌	占持股比	区间涨跌幅	占持股比	区间涨跌幅	占持股比	区间涨跌幅	占持股比	区间涨跌幅	占持股比	区间涨跌幅
可选消费	10.75	17.37	15.03	-4.20	27.05	-23.16	38.15	14.11	34.79	16.46	17.27	1.99	24.33	38.61
房地产	8.38	16.36	12.89	-0.51	6.09	-7.80	7.27	14.98	2.28	2.16	17.84	-10.20	22.31	1.48
公用事业	4.59	2.85	3.08	4.81	1.84	-2.56	4.55	3.75	15.16	-3.40	19.85	-12.92	19.83	11.66
工业	4.55	2.73	3.52	-5.18	1.79	-7.02	6.81	4.67	4.39	-4.64	4.73	-19.66	10.11	14.54
医疗保健	3.56	23.16	2.23	23.86	1.08	-28.20	4.03	11.09	3.48	14.62	6.13	34.84	8.13	18.93
能源	4.45	15.25	7.03	16.90	8.40	-11.62	4.60	6.73	7.3	-2.81	5.42	-26.21	6.41	-1.81
日常消费	2.23	19.26	3.59	3.27	1.85	-17.36		18.34	4.38	3.59	4.79	2.97	3.45	34.76
电信服务	5.0	-4.37	1.44	-7.29	0.72	8.35	0.78	2.82	1.06	-9.61		-19.92	3.39	-9.89
信息技术	23.68	20.93	22.0	-5.34	25.96	-21.72	20.31	8.29	10.13	8.50	9.12	26.59	2.05	27.67
材料	5.08	11.33	7.16	-6.62	5.28	-17.70	2.78	10.25	7.92	3.16	1.65	-13.58	0	31.26
金融	27.75	8.08	20.09	-5.04	16.22	-8.19	7.19	9.87	9.1	-1.13	7.82	-15.02		11.81

资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至：2020 年 12 月 31 日；注：行业各期占持股比为占持股市值比；区间涨跌幅的计算区间除 2017-12-31 为 2017/8/24-2017/12/31，其他时点计算区间为半年之前至该时点。表中不同色块代表基金持股中各行业占比的高低，占比高则为红色、占比低则为蓝色。

2.3.3、南方香港优选重仓持股注重估值、调整灵活

南方香港优选（160125.OF）追求好公司和好价格，2019 年以来其持股集中度明显提高。毕凯先生对于不同的行业采用不同的估值体系和评判标准，来确定个股的合理的估值区间。整体上会基于公司未来 2-5 年的盈利能力、成长性、商业模式、业务可延展空间等来评估其价值。对于更优质标的，基金经理对其价值的要求会较低；但如公司质量越差，对其折价的要求就越高。同时毕凯先生在选股中侧重于行业趋势向好的公司，好的趋势能较快地实现基本面的催化，进而实现价格修复，提高投资效率。南方香港优选的前 10、前 20 和前 30 重仓持股的集中度在 2019 年前后出现大幅攀升，在 2020 年年报数据中，前十重仓股占比达 57.01%，前三十重仓股占比达 99.47%。

图 10：南方香港优选的持股集中度逐渐提高（单位：%）



毕凯先生坚守价值投资，能敏锐地捕捉到市场变动，及时调整南方香港优选的重仓股。毕凯先生在选股过程中，看重股票的合理估值，所以当关注股票的估值低于合理价值区间时，其会综合考虑基本面预期、利好因素、利空因素、市场充分认知度、以及被做空比例、成交活跃度等等方面，根据重要时间节点，在底部逐渐建仓；反之，若标的的 PE 高于合理估值，同时其有利的因素已经被市场充分发掘、被大部分的机构投资者所理解，并且交易层面出现了偏热的迹象，则会降低仓位，甚至完全清仓。南方香港优选现持有的股票中，中国海洋石油（0883.HK）、小米集团-W（1810.HK）、深圳国际（0152.HK）、京东集团-SW（9618.HK）、信义光能（0968.HK）和宇华教育（6169.HK）都是在股票 PE 估值较低时买入。在南方香港优选的重仓持股调整中，一些仓位的变化是由于股价的涨跌而自然造成的，毕凯先生在依据公司价值投资的过程中，更倾向于小幅逐步的调仓。

表 5：南方香港优选重仓股在估值较低时买入、估值上升后调出（占股票市值比，单位：%；期末 PE 值，单位：倍）

股票代码	股票名称	2017Q4		2018Q2		2018Q4		2019Q2		2019Q4		2020Q2		2020Q4		2021Q1	
		占持 股比	期末 PE	占持 股比	期末 PE	占持 股比	期末 PE	占持 股比	期末 PE	占持 股比	期末 PE	占持 股比	期 末 PE	占 持 股 比	期 末 PE	占 持 股 比	期 末 PE
0883.HK	中国海洋石油	1.4	17.7		20.5		13.4	0.18	9.92		8.86	3.19	5.6	5.22	7.1	5.9	12.2
1810.HK	小米集团-W						NA	2.34	8.71	1.12	21.2		31.1		52.5	5.5	26.8
0941.HK	中国移动	1.3	12.7		10.4		11.1	0.78	10.8	1.06	10.9		9.0		7.8	5.5	8.1
0152.HK	深圳国际		11.7		10.4		9.0		8.88		7.72	3.21	6.3	5.71	5.0	4.8	7.1
9618.HK	京东集团-SW												110		32.8	4.6	17.2
6989.HK	卓越商企服务													6.03	62.3	4.4	29.2
1896.HK	猫眼娱乐								NA		40.1		25.8		NA	4.4	NA
0586.HK	海螺创业		10.9	0.6	12.7		8.0	1.1	7.34	0.98	8.23		7.6		8.5	4.2	7.3
0968.HK	信义光能		10.6	1.0	7.7		9.2		16.6		27.9		24.8		62.2	4.0	24.7
6169.HK	宇华教育		34.3		37.4		17.0	4.2	14.4	4.95	32.3		111	2.06	97.9	3.9	88.7
6078.HK	海吉亚医疗											6.13	360.9	8.13	936		172.6
1234.HK	中国利郎		12.1		18.4		9.8	3.0	10.0	4.24	8.38	4.77	5.5	6.15	8.4		9.1
1071.HK	华电国际电力股份		50.9		58.6		17.7		20.5	1.3	15.3	5.32	6.9	5.71	5.2		4.8

0836.HK	华润电力	0.5	16.6	0.9	14.4		12.7	1.6	13.9	2.62	10.5	5.62	6.6	5.69	5.7		6.5
0135.HK	昆仑能源	2.1	95.1		9.7		10.7		10.4	3.18	11.2	5.91	7.0	5.43	11.1		9.8
1109.HK	华润置地	1.2	9.4	0.9	8.0		7.5		8.62		8.66	4.82	6.5	5.04	7.6		7.6
1918.HK	融创中国		33.3		9.2		6.0		9.01		8.88	3.73	5.2	3.90	4.6		3.7
2318.HK	中国平安	6.3	17.5		11.5	1.0	10.9		11.6		9.64	2.55	10.0		12.4		10.0
3799.HK	达利食品	0.3	26.0		20.2		18.3		16.8		18.2	3.58	15.0		15.2		13.2
0700.HK	腾讯控股	6.4	53.5	2.8	37.3	0.5	30.8		34.9	0.39	37.7		45.8	2.05	38.9		30.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至: 2021 年 3 月 31 日; 注: 其中灰色底纹为当期最后一个交易日该公司的 PE(TTM) 数值;

注: 表中不同色块代表基金持股占总持有股票市值的高低, 占比高则为红色、占比低则为蓝色。

南方香港优选 (160125.OF) 前十大重仓股的持有期间表现总体向好, 重仓个股占比较低。2021 年一季报中, 前十大重仓持股的合计占基金持股总市值比为 47.15%, 有所降低, 推测是由于年初至今港股震荡回调, 股票市值的收缩造成了重仓占比的下降。其中持仓最多的中国海洋石油 (0883.HK) 占持股市值比 5.94%, 其在 2020 年四季度和 2021 年一季度, 分别经历了两次迅速的上涨。在所有重仓股中, 进入南方香港优选重仓股期限最长的是宇华教育 (6169.HK), 持有期间涨幅达 99.72%, 持股抓住了其自 2019 年下半年开始、持续一年半左右的大幅上涨行情。其他持有期较短的重仓股中, 中国移动 (0941.HK) 在 2021 年一季度上涨 15.27%, 远超同期恒生指数收益。

表 6: 南方香港优选 2021 年一季报披露的前十重仓股

股票代码	股票名称	持仓市值(百万)	占股票市值比	进入重仓股报告期初	股票区间涨跌幅	恒生指数区间涨跌幅
0883.HK	中国海洋石油	21.99	5.94%	2020/10/1	9.13%	20.97%
1810.HK	小米集团-W	20.24	5.47%	2021/1/1	-22.44%	4.21%
0941.HK	中国移动	20.24	5.47%	2021/1/1	15.27%	4.21%
0152.HK	深圳国际	17.61	4.76%	2020/7/1	5.51%	16.18%
9618.HK	京东集团-SW	17.15	4.63%	2021/1/1	-5.85%	4.21%
6989.HK	卓越商企服务	16.41	4.43%	2020/10/1	-16.09%	20.97%
1896.HK	猫眼娱乐	16.38	4.43%	2021/1/1	5.56%	4.21%
0586.HK	海螺创业	15.45	4.17%	2021/1/1	-3.05%	4.21%
0968.HK	信义光能	14.69	3.97%	2021/1/1	-36.89%	4.21%
6169.HK	宇华教育	14.37	3.88%	2019/4/1	99.72%	-2.32%

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 其中股票区间涨跌幅和恒生指数区间涨跌幅计算区间为该个股进入基金重仓股报告期初-2021 年 3 月 31 日, 其他数据截至: 2021 年 3 月 31 日

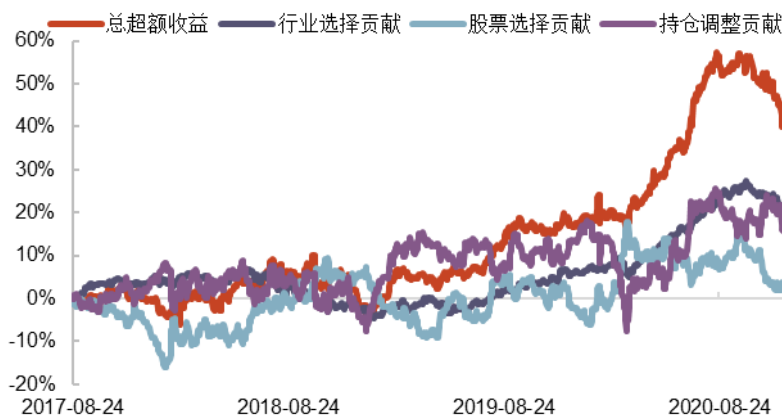
2.4、超额收益主要源于持仓调整

Brinson 归因分析法将股票组合的超额收益来源分解为**行业配置贡献、个股选择贡献和持仓调整等其他贡献**三部分, 其中市场收益选取的基准为恒生指数; 行业配置超额收益根据基金半年报和年报持仓数据中的各行业实际配置比例、与各行业 wind 香港行业指数收益进行估计; 选股累计超额收益根据恒生指数中各行业配置比例、与基金半年报和年报持仓数据中的各行业实际收益进行估计; 交易等其他收益即为未能解释的收益, 例如调仓等产生的收益, 计算方法为基金收益-市场收益-资产配置累计超额收益-行业配置累计超额收益-选股累计超额收益。我们从毕凯先生开始管理基金, 即 2017/8/24 开始测算。

南方香港优选 (160125.OF) 超额收益主要源于基于基金半年报和年报披露数据之外的持仓调整。利用 Brinson 模型对代表产品南方香港优选 (160125.OF) 的业绩进行归因分析, 结果显示, 自毕凯先生管理以来, 南方香港优选的收益主要来自于披露数据可计算获得的结果以外的持仓调整。毕凯先生善于在市场变动

中发掘顺应经济周期的行业，并且能根据市场变化及时且灵活地选择和调整个股比重，随时关注公司价值，选择估值修复能力较强的个股，精细的持仓调整，为基金带来了显著的超额收益。

图 11：南方香港优选的收益主要源于持仓调整

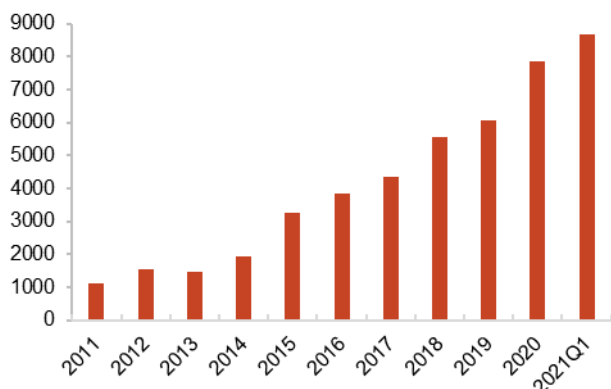


资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至：2020 年 12 月 31 日

3、南方基金简介

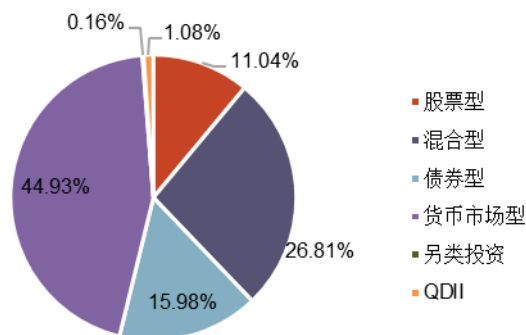
南方基金公募规模稳定上升，QDII 型基金方兴未艾。南方基金成立于 1998 年 3 月，是经中国证监会批准成立的全国性基金管理公司之一，旗下管理基金产品涵盖股票型、混合型、债券型、保本型、货币型、指数型、QDII 等，累计向基金持有人分红超过 522 亿元，拥有客户数量突破 1400 万人。截至 2021 年 3 月 31 日，南方基金的公募基金规模为 8661.47 亿元。从产品类型上看，截至 2021 年 5 月 17 日，货币市场型基金占比 44.93%，股票型基金占比 11.04%，混合型基金占比 26.81%，债券型基金占比 15.98%，另类投资基金和 QDII 基金共占比约 1%。其中现存的 8 只 QDII 基金中只有南方香港优选的投资地区仅为中国香港，另有 4 只投资于全球、1 只投资于亚洲、1 只投资于美国、1 只投资于日本。

图 12：南方基金公募基金管理规模稳健上涨（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至：2021 年 3 月 31 日

图 13：南方基金产品中货币市场型基金占比最高



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至：2021 年 5 月 17 日；

4、风险提示

本报告结论均基于历史数据客观分析,历史数据存在不被重复验证的可能,宏观环境变化和基金未来表现或不及预期,存在一定市场风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE