

金融工程

证券研究报告

2017 年 07 月 18 日

FOF 专题研究 (二):

国泰估值优势偏股混合型基金

基金经理管理产品业绩分析

杨飞先生自 2014 年担任基金经理以来共管理过 7 只基金产品, 其中有 5 只基金正在管理, 所管理的基金产品业绩出色。截至 2017 年 6 月 30 日, 国泰金龙行业精选、国泰估值优势、国泰中小盘成长和国泰大健康 4 只基金产品的任职回报在 40% 以上, 排名均在同类基金的前 20 名以内; 国泰金马稳健回报基金的任职回报为 20.51%, 对应同类型基金产品排名的第 21/486 位; 管理时间最短的国泰景气行业基金的任职回报为 6.65%, 对应同类型基金产品排名的第 153/1525 位; 管理期间仅有国泰成长优选基金的任职回报小于 0, 为 -11.19%, 但仍位于同类型基金产品的第 76/452 位。同时, 基金经理在管理期间所有基金产品净值增幅均明显高于同期市场沪深 300 和中证 500, 历史业绩表现优异。

基金经理管理产品能力分析

基金经理的业绩管理能力突出且业绩稳定, 具备良好的风险控制能力, 在保证基金高收益的同时可以有效控制风险, 使得基金产品的收益风险比与同类基金相比排名较高。同时, 基金经理在下跌市场行情下具有更好的业绩表现。

通过 T-M 模型可知, 基金经理具备较强的选股能力, 而择时能力正在不断增强。同时, 基金经理主要通过选股能力而非择时能力获取跑赢市场的超额收益。

通过投资风格分析模型可知, 基金经理在把握市场风格轮动和市场环境变动等方面具有良好的能力。2016 年及以前基金重仓小盘成长类股票, 而 2017 年以来先后转换重仓了大盘价值和大盘成长, 有效避免了近期市场小市值风格因子失效带来的损失, 保证了基金净值的平稳增长。

基金经理具备良好的行业选择能力, 所偏好的行业整体上相对同期沪深 300 或者中证 500 超额收益表现出色。而重仓股偏好于电子元器件、通信、计算机、机械和医药等中信一级行业的股票。基金经理能够很好地结合市场风格变化, 及时调整投资行业方向, 保证基金的良好业绩。

基金经理持股集中度较高, 且换手率高于同行业基金中位数, 这有利于更好地依据市场走势动态调整基金仓位。同时, 基金经理在重仓股选择上具有较强的能力, 使得投资组合收益越发稳定。另外, 持仓组合在市值上明显高于市场中位数, 且有逐渐扩大的趋势, 表明基金经理在大市值上暴露整体上高于市场; 持仓组合在特异度上高于市场中位数, 表明基金经理偏好于热门股票; 持仓组合在非流动性冲击高于市场中位数, 表明基金经理偏好流动性较弱的股票。

基金经理核心产品介绍

国泰估值优势基金作为国泰基金旗下重要的偏股混合型基金, 自成立以来在不同阶段收益具有较强的稳定性, 可投资价值较高, 适合具备一定风险承受能力的投资者买入并持有。

风险提示: 本报告为基金经理历史投资业绩分析, 基金管理变动和市场结构调整等因素皆有可能使得其管理的基金投资价值失效。

作者

吴先兴 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516120001
wuxianxing@tfzq.com
18616029821

相关报告

- 1 《金融工程: 专题报告-私募 EB 正股的投资机会》 2017-07-11
- 2 《金融工程: 专题报告-基金经理管理业绩分析》 2017-07-06
- 3 《金融工程: 专题报告-国债期货组合趋势策略: 以恒定量, 顺势加仓》 2017-06-19
- 4 《金融工程: 专题报告-量化选股模型: 戴维斯双击!》 2017-06-18
- 5 《金融工程: 专题报告-国债期货展期价差交易》 2017-05-25
- 6 《金融工程: 专题报告-基于高管增持事件的投资策略》 2017-05-14
- 7 《金融工程: 定期报告-2017 年 6 月沪深重点指数样本股调整预测》 2017-05-06
- 8 《金融工程: 专题报告-预知业绩能有多少超额收益?》 2017-04-16
- 9 《金融工程: 专题报告-策略的趋势过滤》 2017-03-22
- 10 《金融工程: 专题报告-日间趋势策略初探》 2017-03-10
- 11 《金融工程: 专题报告-基于自适应破发回复的定增选股策略》 2017-03-09
- 12 《金融工程: 专题报告-定增节点收益全解析》 2017-03-06
- 13 《金融工程: 专题报告-潜伏 ST 摘帽》 2017-03-06
- 14 《金融工程: 专题报告-量化 CTA 策略概述》 2017-02-14
- 15 《金融工程: 专题报告-潜伏业绩预增》 2017-02-13

内容目录

1. 基金经理基本信息介绍.....	5
2. 基金经理业绩管理能力分析	5
3. 基金经理风险控制能力分析	7
4. 基金经理选股和择时能力分析	11
5. 基金经理投资风格分析.....	14
6. 基金经理行业偏好分析.....	16
7. 基金经理持股与交易偏好分析	21
8. 基金经理核心产品介绍.....	26
9. 总结	28
10. 风险提示	28

图表目录

图 1：基金经理任职期间净值走势图 1	6
图 2：基金经理任职期间净值走势图 2	6
图 3：基金经理指数走势图	7
图 4：国泰金龙行业精选同类基金比较箱线图	9
图 5：国泰估值优势同类基金比较箱线图	9
图 6：国泰中小盘成长同类基金比较箱线图	9
图 7：国泰成长优选同类基金比较箱线图	9
图 8：国泰大健康同类基金比较箱线图	9
图 9：国泰金马稳健回报同类基金比较箱线图	9
图 10：国泰景气行业同类基金比较箱线图	10
图 11：国泰金龙行业精选选股能力变化曲线图	12
图 12：国泰金龙行业精选择时能力变化曲线图	12
图 13：国泰估值优势选股能力变化曲线图	12
图 14：国泰估值优势择时能力变化曲线图	12
图 15：国泰中小盘成长选股能力变化曲线图	12
图 16：国泰中小盘成长择时能力变化曲线图	12
图 17：国泰成长优选选股能力变化曲线图	13
图 18：国泰成长优选择时能力变化曲线图	13
图 19：国泰大健康选股能力变化曲线图	13
图 20：国泰大健康择时能力变化曲线图	13
图 21：国泰金马稳健回报选股能力变化曲线图	13
图 22：国泰金马稳健回报择时能力变化曲线图	13
图 23：国泰景气行业选股能力变化曲线图	14
图 24：国泰景气行业择时能力变化曲线图	14
图 25：国泰金龙行业精选大小盘风格统计图	15

图 26: 国泰估值优势大小盘风格统计图	15
图 27: 国泰中小盘成长大小盘风格统计图	15
图 28: 国泰成长优选大小盘风格统计图	15
图 29: 国泰大健康大小盘风格统计图	15
图 30: 国泰金马稳健回报大小盘风格统计图	15
图 31: 国泰金龙行业精选行业配置偏好性统计图	16
图 32: 国泰估值优势行业配置偏好性统计图	16
图 33: 国泰中小盘成长行业配置偏好性统计图	17
图 34: 国泰成长优选行业配置偏好性统计图	17
图 35: 国泰大健康行业配置偏好性统计图	17
图 36: 国泰金马稳健回报行业配置偏好性统计图	18
图 37: 国泰金龙行业精选重仓股行业配置偏好性统计图	18
图 38: 国泰估值优势重仓股行业配置偏好性统计图	19
图 39: 国泰中小盘成长重仓股行业配置偏好性统计图	19
图 40: 国泰成长优选重仓股行业配置偏好性统计图	20
图 41: 国泰大健康重仓股行业配置偏好性统计图	20
图 42: 国泰金马稳健回报重仓股行业配置偏好性统计图	20
图 43: 国泰金龙行业精选历史股票仓位变化统计图	21
图 44: 国泰估值优势历史股票仓位变化统计图	21
图 45: 国泰中小盘成长历史股票仓位变化统计图	21
图 46: 国泰成长优选历史股票仓位变化统计图	21
图 47: 国泰大健康历史股票仓位变化统计图	21
图 48: 国泰金马稳健回报历史股票仓位变化统计图	21
图 49: 国泰金龙行业精选持股集中度变化统计图	22
图 50: 国泰估值优势持股集中度变化统计图	22
图 51: 国泰中小盘成长持股集中度变化统计图	22
图 52: 国泰成长优选持股集中度变化统计图	22
图 53: 国泰大健康持股集中度变化统计图	22
图 54: 国泰金马稳健回报持股集中度变化统计图	22
图 55: 国泰金龙行业精选换手率变化曲线图	23
图 56: 国泰估值优势换手率变化曲线图	23
图 57: 国泰中小盘成长换手率变化曲线图	23
图 58: 国泰成长优选换手率变化曲线图	23
图 59: 国泰金马稳健回报换手率变化曲线图	23
图 60: 国泰金龙行业精选历史重仓股组合下季收益表现统计图	24
图 61: 国泰估值优势历史重仓股组合下季收益表现统计图	24
图 62: 国泰中小盘成长历史重仓股组合下季收益表现统计图	24
图 63: 国泰成长优选历史重仓股组合下季收益表现统计图	24
图 64: 国泰大健康历史重仓股组合下季收益表现统计图	24
图 65: 国泰金马稳健回报历史重仓股组合下季收益表现统计图	24
图 66: 国泰估值优势因子暴露统计图（2015 年 6 月）	26

图 67：国泰估值优势因子暴露统计图（2015 年 12 月）	26
图 68：国泰估值优势因子暴露统计图（2016 年 6 月）	26
图 69：国泰估值优势因子暴露统计图（2016 年 12 月）	26
表 1：基金经理任职期间业绩统计表	5
表 2：基金经理任职期间管理产品同类比较统计表	7
表 3：基金经理管理的基金在上涨和下跌行情下收益情况统计表	10
表 4：因子暴露研究指标体系统计表	25
表 5：产品基本信息介绍	27
表 6：国泰估值优势产品不同阶段业绩表现统计表	27

基金经理基本信息介绍

基金经理杨飞先生，硕士研究生，2008年7月至2009年8月在诺德基金管理有限公司任助理研究员，2009年9月至2011年2月在景顺长城基金管理有限公司任研究员。2011年2月加入国泰基金管理有限公司，历任研究员、基金经理助理。2014年10月起任国泰金龙行业精选证券投资基金的基金经理。2015年3月起任国泰估值优势股票型证券投资基金的基金经理。2015年5月起任国泰中小盘成长股票型证券投资基金(LOF)基金经理。2015年5月至2016年5月担任国泰成长优选股票型证券投资基金基金经理。2016年2月起任国泰大健康股票型证券投资基金基金经理。2016年4月至2017年5月担任国泰金马稳健回报证券投资基金基金经理。2017年3月起任国泰景气行业灵活配置混合型证券投资基金基金经理。

基金经理自2014年以来共管理过7只基金产品，其中有5只基金正在管理，所管理的基金产品业绩出色。截至2017年6月30日，国泰金龙行业精选、国泰估值优势、国泰中小盘成长和国泰大健康4只基金产品的任职回报在40%以上，排名均在同类基金的前20名以内；国泰金马稳健回报基金的任职回报为20.51%，对应同类型基金产品排名的第21/486位；管理时间最短的国泰景气行业基金的任职回报为6.65%，对应同类型基金产品排名的第153/1525位；管理期间仅有国泰成长优选基金的任职回报小于0，为-11.19%，仍位于同类型基金产品的第76/452位。同时，基金经理在管理期间所有基金产品净值增幅均明显高于同期市场沪深300和中证500涨跌幅，历史业绩表现优异。

表 1：基金经理任职期间业绩统计表

管理公司	产品名称	投资类型	任职日期	离职日期	任职回报	年化回报	回报排名 ^①	沪深	中证
								300 涨 跌幅	500 涨 跌幅
国泰基金	国泰金龙行业精选	偏股混合型基金	2014/10/21	-	136.94%	36.91%	3/441	49.38%	24.53%
	国泰估值优势	偏股混合型基金	2015/03/26	-	87.97%	31.44%	1/448	-6.94%	-13.85%
	国泰中小盘成长	偏股混合型基金	2015/05/11	-	48.47%	19.84%	3/452	-19.56%	-25.16%
	国泰成长优选	偏股混合型基金	2015/05/11	2016/05/25	-11.19%	-10.49%	76/452	-32.89%	-30.31%
	国泰大健康	普通股票型基金	2016/02/03	-	49.10%	32.46%	13/156	23.82%	9.87%
	国泰金马稳健回报	偏股混合型基金	2016/04/26	2017/05/10	20.51%	19.36%	21/486	5.56%	-1.54%
	国泰景气行业	灵活配置型基金	2017/03/20	-	6.65%	24.70%	153/1525	6.41%	-5.32%

截至日期：2017年6月30日；注：每年按照240个交易日计算；表中排名为同类型（Wind二级基金分类）基金产品指标排序，下同。

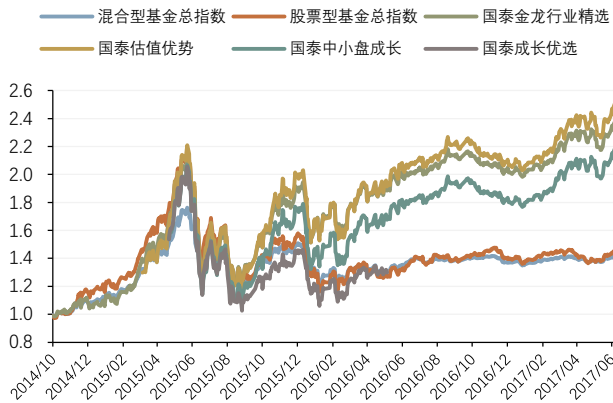
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

基金经理业绩管理能力分析

基金经理所管理的基金产品走势明显优于市场基金总指数。2016年以前，所管理的基金与市场基金总指数走势基本一致；2016年以后，所管理的基金净值明显稳定且大幅度跑赢市场基金总指数。2017年3月20日刚成立的国泰景气行业基金表现也较为优异，预计年化收益率将高达24.70%。由此可见，基金经理的基金管理能力突出且业绩稳定。

①注：同类型基金需满足：（1）基金的wind基金二级行业分类相同；（2）基金成立时间在研究开始时间之前；（3）基金到期日期在研究时间结束之后；（4）研究区间内基金的净值无缺失；（5）研究区间内基金的净值存在变动，即非常数。下同。

图 1：基金经理任职期间净值走势图 1



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

截至日期：2017 年 6 月 30 日

图 2：基金经理任职期间净值走势图 2



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

为了综合考虑基金经理的业绩管理能力，本文将以基金经理曾经管理过的所有基金产品的复权单位净值为标的，基于每日的基金复权资产净值加权复合确定该基金经理指数。具体地，假设某基金经理在从业期间共管理了 N 只基金，第 k ($k=1,2,\dots,N$) 只基金的管理时间为 $[t_k^b, t_k^e]$ ，同时假设第 t ($t \in [t_k^b, t_k^e]$) 个交易日的基金份额为 $u_{t,k}$ ^②，复权单位净值为 $p_{t,k}$ 。则第 k 只基金在第 t 个交易日的基金复权资产净值为 $s_{t,k} = u_{t,k} \cdot p_{t,k}$ ，基金收益率为 $r_{t,k} = p_{t,k} / p_{t-1,k} - 1$ ($t \in [t_k^b, t_k^e]$; $k=1,2,\dots,N$)。若我们定义 $t_1 = \min_k(t_k^b)$ 以及 $t_T = \max_k(t_k^e)$ ，则该基金经理管理基金的时间为 $[t_1, t_T]$ 。因此，第 k 只基金在第 t ($t=1,2,\dots,T$) 个交易日的加权权重 $w_{t,k}$ 可定义为

$$w_{t,k} = \begin{cases} s_{t,k} / \sum_{k: t \in [t_k^b, t_k^e]} s_{t,k}, & t \in [t_k^b, t_k^e] \\ 0, & t \notin [t_k^b, t_k^e] \end{cases} \quad (t=1,2,\dots,T; k=1,2,\dots,N)$$

其中： $w_{t,k} \in [0,1]$ 。则该基金经理在第 t 个交易日的加权收益率 r_t 为

$$r_t = \sum_{k: t \in [t_k^b, t_k^e]} r_{t,k} \cdot w_{t,k} \quad (t=1,2,\dots,T)$$

假定 $f_0 = 1$ ，则该基金经理在第 t 个交易日的加权净值为 $f_t = (1 + r_t) \cdot f_{t-1}$ ($t=1,2,\dots,T$)。本文把 $\{f_t\}_1^T$ 定义为该基金经理的基金指数。事实上，由于基金指数是由基金经理管理产品资产净值加权构建的，所以其会受到资产净值较大产品的影响。这与现实相符合，我们知道基金规模越大，管理难度越大，若基金经理能够把规模很大的基金管理好，则可以认为基金经理具有良好的业绩管理能力。

截至到 2017 年 6 月 30 日，基金经理管理过或正在管理的有 7 只基金产品，其中国泰金龙行业精选基金的管理时间为 2014 年 10 月 21 日到 2017 年 6 月 30 日；国泰估值优势基金的管理时间为 2015 年 3 月 26 日到 2017 年 6 月 30 日；国泰中小盘成长基金的管理时间为 2015 年 5 月 11 日到 2017 年 6 月 30 日；国泰成长优选基金的管理时间为 2015 年 5 月 11 日到 2016 年 5 月 25 日；国泰大健康基金的管理时间为 2016 年 2 月 3 日到 2017 年 6 月 30 日；国泰金马稳健回报基金的管理时间为 2016 年 4 月 26 日到 2017 年 5 月 10 日；国泰景气行业基金的管理时间为 2016 年 3 月 20 日到 2017 年 6 月 30 日。因此，本文将利用

② 注：由于基金份额是季报公布数据，针对非季报时间则顺延上一个季报信息。

这 7 只基金的每日复权单位净值、每日基金份额等数据构建基金经理的基金指数，结果如下图所示。可以发现，基金经理指数明显跑赢混合型基金总指数和股票型基金总指数。同时，结合上图中各个基金产品复权单位净值，可以看到基金经理指数与国泰金龙行业精选和国泰估值优势基金走势较为相近。事实上，一方面是由于该基金管理时间较长，另一方面是由于该只基金的复权资产净值较高，使得复合投资权重较大。

图 3：基金经理指数走势图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

基金经理风险控制能力分析

本节将通过对基金经理任职期间管理产品的收益风险情况进行了统计，并与同类产品进行了分析，以期发现其在基金管理中的风险控制能力。基金经理管理的 7 只基金的收益风险统计结果如下表所示，可以发现：

在年化收益率方面，基金经理管理的基金产品年化收益率明显优于同类基金产品，且大幅度跑赢行业基金指数和市场指数；在年化波动率方面，基金经理的基金产品年化波动率与同类基金产品较为接近，且整体略大于行业基金指数和市场指数；在最大回撤方面，基金经理管理的基金产品的最大回撤小于同类基金产品，但大于行业基金指数；在夏普比率方面，有国泰金龙行业精选、国泰大健康、国泰金马稳健回报和国泰景气行业基金的夏普比率超过了 1，明显优于同类基金产品、行业基金指数和市场指数；在 Calmar 比率方面，有国泰大健康、国泰金马稳健回报和国泰景气行业基金的 Calmar 比率超过了 1，同时明显优于同类基金产品、行业基金指数和市场指数。

表 2：基金经理任职期间管理产品同类比较统计表

基金	指标	基金值	同类平均值	同类排名	行业基金指数	沪深 300	中证 500
国泰金龙行业精选 (2014/10/21-至今)	累计收益率	119.46%	39.16%	3/441	37.86%	42.29%	18.16%
	年化收益率	34.47%	12.65%	3/441	12.86%	14.21%	6.49%
	年化波动率	30.84%	32.38%	141/441	19.62%	28.70%	33.73%
	最大回撤	43.00%	49.60%	91/441	32.77%	46.70%	54.35%
	夏普比率	1.020	0.313	6/441	0.502	0.391	0.103
国泰估值优势 (2015/03/26-至今)	Calmar 比率	0.801	0.280	12/441	0.392	0.304	0.119
	累计收益率	72.06%	-4.67%	1/448	3.92%	-11.36%	-18.26%
	年化收益率	27.74%	-2.63%	1/448	1.75%	-5.29%	-8.69%

	年化波动率	37.50%	33.67%	363/448	20.31%	28.70%	35.46%
	最大回撤	46.66%	49.69%	151/448	32.77%	46.70%	54.35%
	夏普比率	0.660	-0.158	2/448	-0.062	-0.289	-0.330
	Calmar 比率	0.594	-0.034	2/448	0.053	-0.113	-0.160
	累计收益率	35.83%	-17.32%	3/452	-5.74%	-23.37%	-28.99%
	年化收益率	15.77%	-9.20%	3/452	-2.78%	-11.95%	-15.10%
国泰中小盘成长 (2015/05/11-至今)	年化波动率	37.23%	33.69%	356/452	20.34%	28.82%	35.69%
	最大回撤	47.79%	49.67%	171/452	32.77%	46.70%	54.35%
	夏普比率	0.343	-0.355	4/452	-0.284	-0.519	-0.507
	Calmar 比率	0.330	-0.167	4/452	-0.085	-0.256	-0.278
	累计收益率	-11.19%	-22.70%	76/452	-10.77%	-32.89%	-30.31%
	年化收益率	-10.49%	-21.43%	76/452	-10.10%	-31.09%	-28.63%
国泰成长优选 (2015/05/11-2016/05/25)	年化波动率	46.82%	45.02%	280/452	27.64%	38.76%	47.56%
	最大回撤	50.04%	49.47%	226/452	32.77%	46.70%	54.35%
	夏普比率	-0.288	-0.541	67/452	-0.474	-0.880	-0.665
	Calmar 比率	-0.210	-0.415	64/452	-0.308	-0.666	-0.527
	累计收益率	36.20%	14.74%	16/156	13.92%	17.95%	4.25%
	年化收益率	26.17%	10.73%	16/156	10.30%	13.22%	3.18%
国泰大健康 (2016/02/03-至今)	年化波动率	15.68%	18.91%	21/156	16.17%	14.37%	20.98%
	最大回撤	9.40%	14.02%	20/156	10.16%	7.74%	13.58%
	夏普比率	1.478	0.453	14/156	0.452	0.711	0.009
	Calmar 比率	2.782	1.020	14/156	1.014	1.709	0.234
	累计收益率	20.51%	3.48%	21/486	4.00%	5.56%	-1.54%
	年化收益率	19.36%	3.28%	21/486	3.79%	5.26%	-1.46%
国泰金马稳健回报 (2016/04/26-2017/05/10)	年化波动率	15.98%	14.98%	323/486	7.57%	11.52%	16.55%
	最大回撤	9.59%	12.31%	171/486	4.87%	7.50%	11.77%
	夏普比率	1.024	0.055	37/486	0.104	0.196	-0.270
	Calmar 比率	2.018	0.544	48/486	0.779	0.702	-0.124
	累计收益率	-1.71%	-0.88%	1096/1525	-1.51%	1.37%	-10.17%
	年化收益率	-8.26%	3.03%	1096/1525	-7.33%	7.02%	-41.50%
国泰景气行业 (2017/03/20-至今)	年化波动率	15.87%	6.62%	1437/1525	5.37%	8.68%	14.93%
	最大回撤	5.73%	3.72%	1152/1525	3.14%	5.11%	13.04%
	夏普比率	-0.710	-0.255	781/1525	-1.924	0.463	-2.980
	Calmar 比率	-1.443	30.587	978/1525	-2.333	1.374	-3.183

截至日期：2017 年 6 月 30 日；年化无风险收益率为 3%。

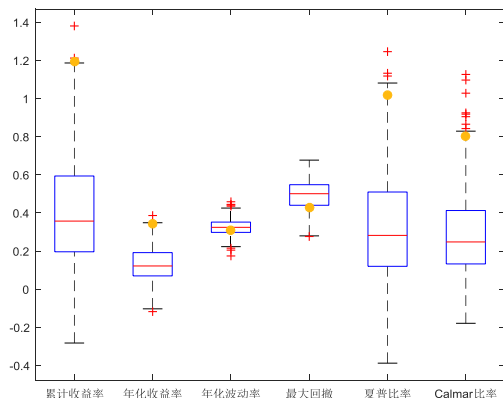
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

下面两图中绘制了 7 只基金与同类基金业绩比较的箱线图，共涉及累计收益率、年化收益率、年化波动率、最大回撤、夏普比率等指标。箱线图展现了收益率的四分位数和奇异值等信息。

可以发现，国泰金龙行业精选在累计收益率、年化收益率、最大回撤、夏普比率和 Calmar 比率方面均位于同类基金的前 25%以内，年化波动率位于同类基金的前 50%以内；国泰估值优势在累计收益率、年化收益率、夏普比率和 Calmar 比率方面均位于同类基金的前 1%以内，年化波动率位于同类基金的后 25%附近，最大回撤位于同类基金的前 50%以内；国泰中小盘成长在累计收益率、年化收益率、夏普比率和 Calmar 比率方面均位于同类基金的前 1%以内，年化波动率位于同类基金的后 25%附近，最大回撤位于同类基金的前 50%以内；国泰成长优选在累计收益率、年化收益率、夏普比率和 Calmar 比率方面均位于同类基金的前 25%以内，年化波动率位于同类基金的后 50%以内，最大回撤位于同类基金的中

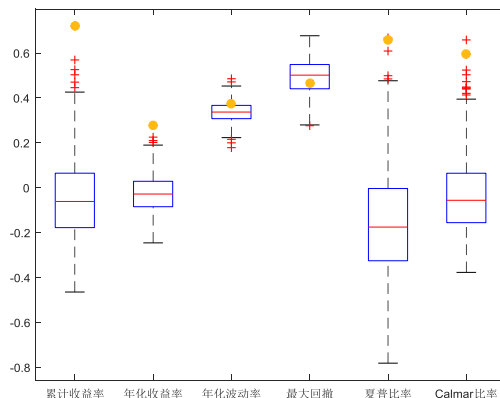
间位置；国泰大健康在在累计收益率、年化收益率、年化波动率、最大回撤、夏普比率和 Calmar 比率方面均位于同类基金的前 25%以内；国泰金马稳健回报在累计收益率、年化收益率、夏普比率和 Calmar 比率方面均位于同类基金的前 25%以内，年化波动率位于同类基金的后 50%以内，最大回撤位于同类基金的前 50%以内；国泰景气行业在累计收益率、年化收益率方面位于同类基金的前 50%以内，而年化波动率、最大回撤和夏普比率位于同类基金的后 50%以内。

图 4：国泰金龙行业精选同类基金比较箱线图



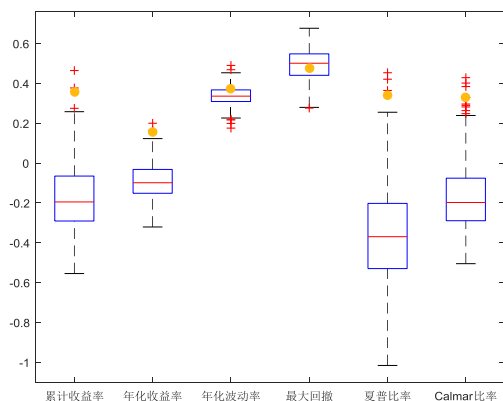
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 5：国泰估值优势同类基金比较箱线图



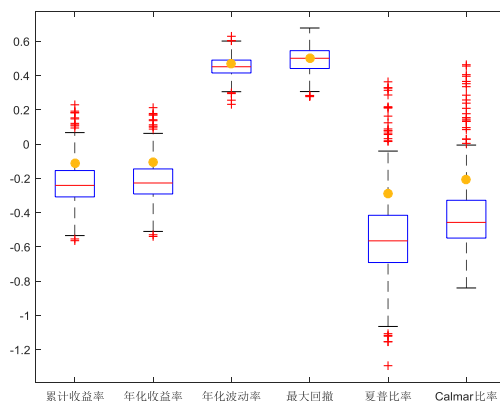
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 6：国泰中小盘成长同类基金比较箱线图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 7：国泰成长优选同类基金比较箱线图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 8：国泰大健康同类基金比较箱线图

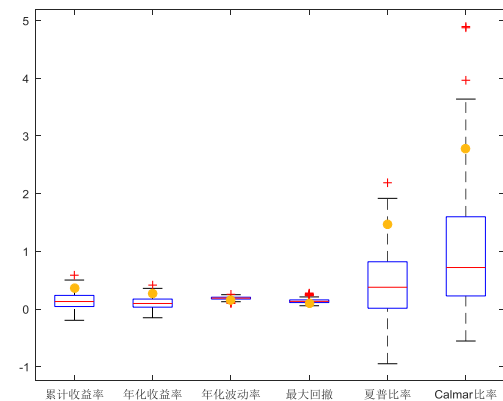
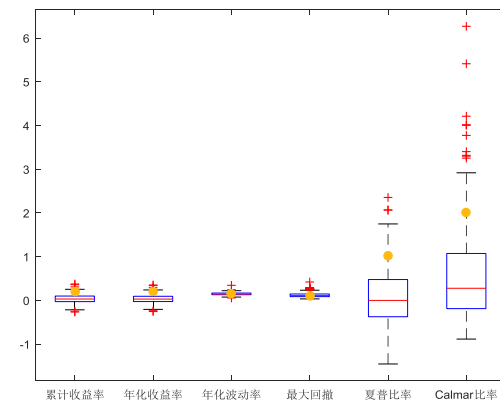
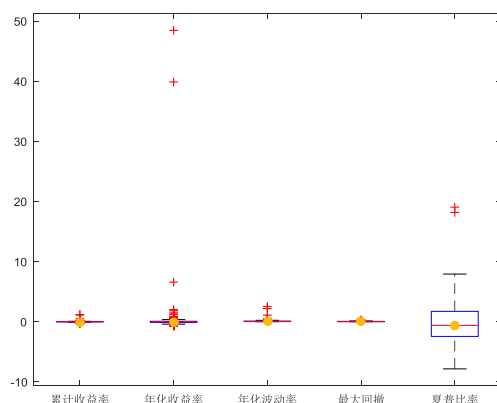


图 9：国泰金马稳健回报同类基金比较箱线图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 10：国泰景气行业同类基金比较箱线图^③

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

为了进一步分析基金经理在不同市场行情下的业绩表现，下面将对基金在上涨和下跌市场行情下的收益情况进行统计。特别的，此处对上涨和下跌行情的划分主要是参考万得全 A 指数的走势情况进行划分的。基金经理管理的 7 只基金在上涨和下跌行情下的收益表现如下表所示。

表 3：基金经理管理的基金在上涨和下跌行情下收益情况统计表

国泰金龙行业精选				
市场形态	开始时间	结束时间	万得全 A 涨跌幅	基金涨跌幅
上涨市	2014/10/21	2015/6/12	149.37%	111.16%
下跌市	2015/6/15	2015/9/15	-50.77%	-43.00%
上涨市	2015/9/16	2015/11/25	40.87%	56.76%
下跌市	2015/11/26	2017/6/30	-13.02%	25.58%
国泰估值优势				
市场形态	开始时间	结束时间	万得全 A 涨跌幅	基金涨跌幅
上涨市	2015/3/26	2015/6/12	60.14%	66.50%
下跌市	2015/6/15	2015/9/15	-50.77%	-46.66%
上涨市	2015/9/16	2015/11/25	40.87%	67.27%
下跌市	2015/11/26	2017/6/30	-13.02%	26.53%
国泰中小盘成长				
市场形态	开始时间	结束时间	万得全 A 涨跌幅	基金涨跌幅
上涨市	2015/5/11	2015/6/12	35.54%	41.35%
下跌市	2015/6/15	2015/9/15	-50.77%	-47.79%
上涨市	2015/9/16	2015/11/25	40.87%	61.90%
下跌市	2015/11/26	2017/6/30	-13.02%	24.26%
国泰成长优选				
市场形态	开始时间	结束时间	万得全 A 涨跌幅	基金涨跌幅
上涨市	2015/5/11	2015/6/12	35.54%	40.54%
下跌市	2015/6/15	2015/9/15	-50.77%	-50.04%
上涨市	2015/9/16	2015/11/25	40.87%	39.03%
下跌市	2015/11/26	2016/5/25	-24.04%	-9.01%

③ 注：由于灵活配置型基金的年化收益和最大回撤差异性较大，致使不同基金产品的 Calmar 比率差异性较大。为了更好地展现基金业绩的同类比较，本文在此处没有绘制 Calmar 比率指标信息。

国泰大健康				
市场形态	开始时间	结束时间	万得全 A 涨跌幅	基金涨跌幅
下跌市	2016/2/3	2017/6/30	19.53%	49.10%
国泰金马稳健回报				
市场形态	开始时间	结束时间	万得全 A 涨跌幅	基金涨跌幅
下跌市	2016/4/26	2017/5/10	3.44%	20.51%
国泰景气行业				
市场形态	开始时间	结束时间	万得全 A 涨跌幅	基金涨跌幅
下跌市	2017/3/20	2017/6/30	-2.39%	6.65%

截至日期：2017 年 6 月 30 日。

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

可以发现，在上涨市场行情下，基金的净值整体上随着万得全 A 指数上涨而上涨；在下跌市场行情下，基金的净值整体上也是随着万得全 A 下跌而下跌的。但是在 2015 年末以来的下跌行情下，基金明显跑赢万得全 A 指数，并取得正的绝对收益。

由此可见，基金经理能够获得较高收益的同时可以有效控制风险，使得基金产品的收益风险比与同类基金相比排名较高。同时，基金经理在下跌市场行情下具有更好的业绩表现。

基金经理选股和择时能力分析

基金经理的选股能力和择时能力的度量，可以通过对其管理基金的资产动态配置能力分析入手。具体地，在 CAPM 模型的基础上引入市场超额收益的二次项来衡量基金经理的市场把握能力，同期还可以得到基金经理的选股能力。从而，形成了 T-M 模型 (Treynor and Maury, 1966)，即

$$R_p - R_f = \alpha + \beta_1 (R_m - R_f) + \beta_2 (R_m - R_f)^2 + \varepsilon_p$$

其中： R_p 为基金在各时期的复权单位净值收益率； R_m 为市场组合在各时期的收益率； R_f 为市场无风险收益率； ε_p 为随机误差项； α 为基金的超额收益； β_1 为基金组合所承担的系统性风险； β_2 为市场时机把握能力指标。

在模型中， β_2 是判断基金经理是否具有市场择时能力的指标。当 $\beta_2 > 0$ 时，表明基金经理具备择时能力；当 $\beta_2 < 0$ 时，表明基金经理不具备择时能力。可以发现，如果 $\beta_2 > 0$ ，由于 $(R_m - R_f)^2$ 为非负数，故当证券市场为多头 ($R_m - R_f > 0$) 时，基金投资组合的风险溢价 $R_p - R_f$ 的上涨幅度会大于市场投资组合的风险溢价 $R_m - R_f$ 的上涨幅度；反之，当证券市场为空头 ($R_m - R_f < 0$) 时，基金投资组合的风险溢价 $R_p - R_f$ 的下跌幅度却会小于市场投资组合的风险溢价 $R_m - R_f$ 的下跌幅度。

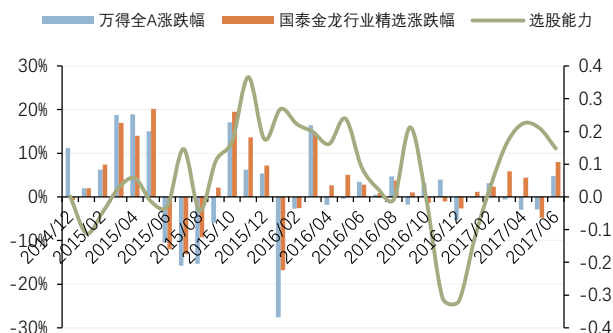
另外， α 与市场走势无关，代表了基金的超额收益。 ε_p 为随机误差项，而 $\sigma^2(\varepsilon_p)$ 可表示基金投资组合的非系统性风险。因此，我们可以用信息比率指标 IR 来度量基金经理的选股能力，即

$$IR = \frac{\alpha}{\sigma(\varepsilon_p)}$$

IR 揭示了基金投资组合单位非系统性风险的超额收益补偿。当 $\alpha > 0$ 时，表示基金经理具备选股能力；当 $\alpha < 0$ 时，表示基金不具备选股能力。

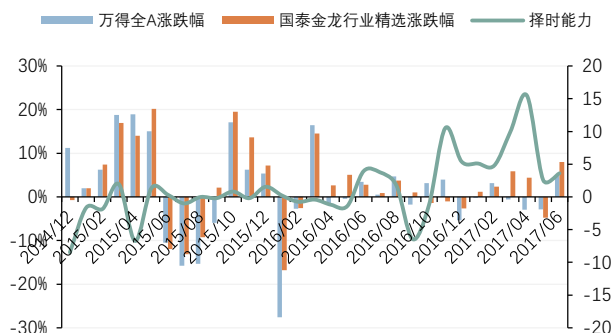
本文将分别针对基金经理管理的 7 只基金产品，选取同期万得全 A 指数（881001.WI）作为市场基准指数，日度市场无风险收益率为 1.25%，以三个月为窗口计算 T-M 模型的选股能力指标 IR 和择时能力指标 β_2 ，以 1 个月为步长滚动前行，最终得到选股能力和择时能力的变化曲线，结果如下面各图所示。

图 11：国泰金龙行业精选选股能力变化曲线图



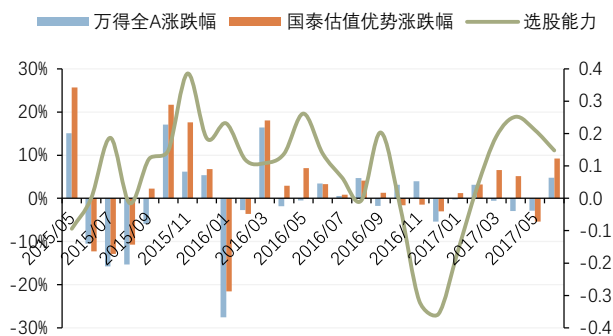
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 12：国泰金龙行业精选择时能力变化曲线图



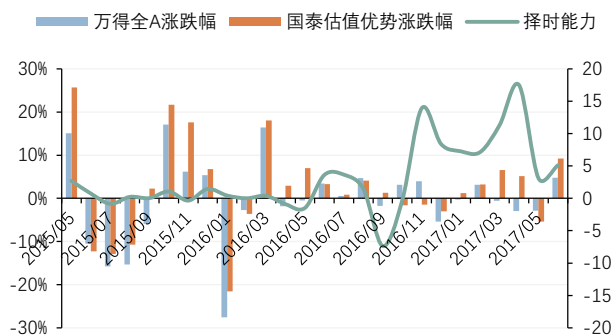
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 13：国泰估值优势选股能力变化曲线图



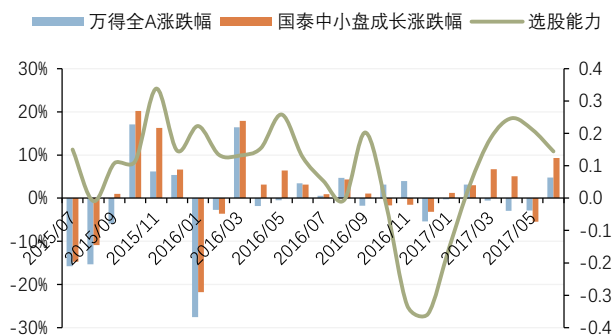
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 14：国泰估值优势择时能力变化曲线图



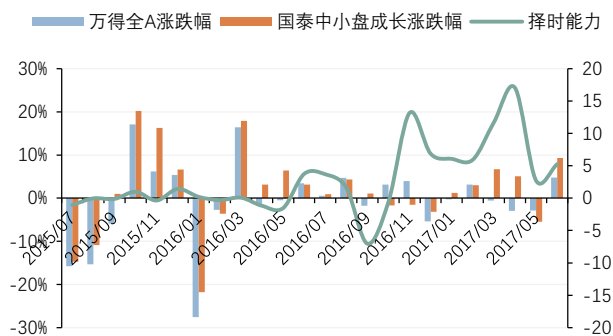
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 15：国泰中小盘成长选股能力变化曲线图



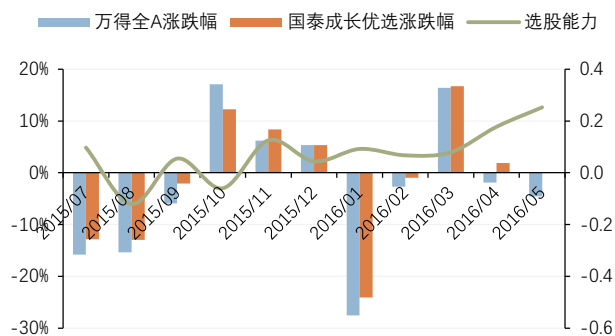
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 16：国泰中小盘成长择时能力变化曲线图



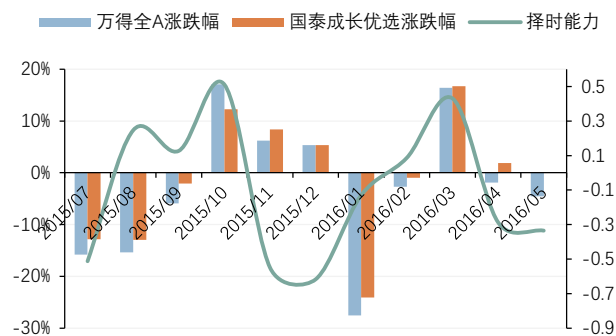
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 17：国泰成长优选选股能力变化曲线图



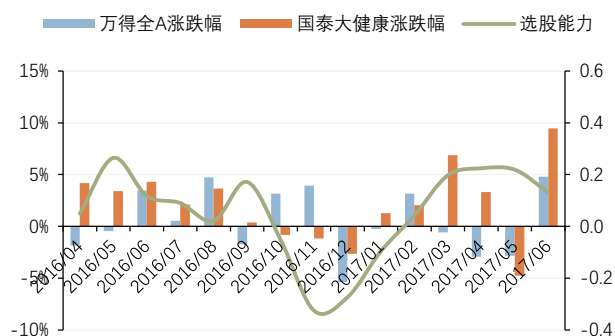
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 18：国泰成长优选择时能力变化曲线图



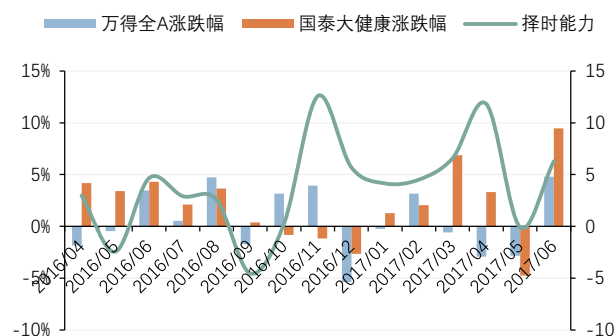
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 19：国泰大健康选股能力变化曲线图



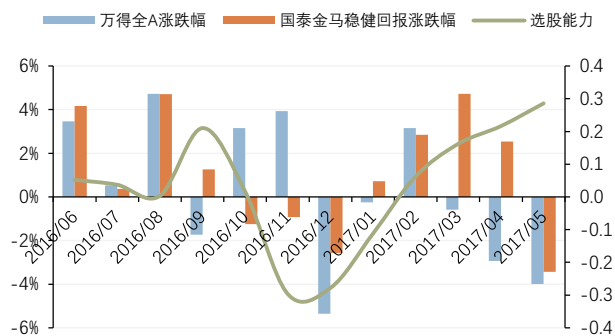
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 20：国泰大健康择时能力变化曲线图



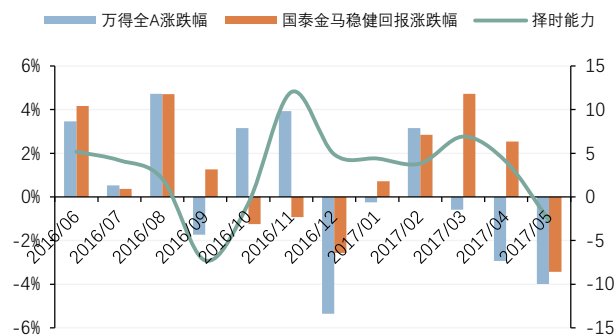
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 21：国泰金马稳健回报选股能力变化曲线图



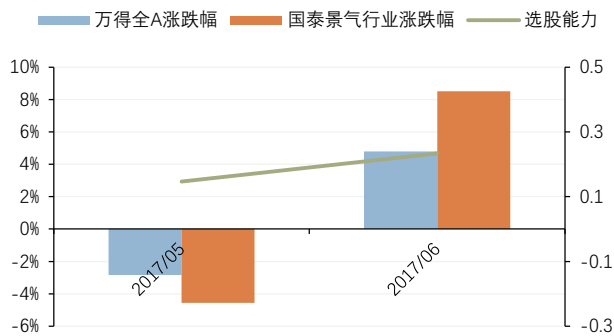
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 22：国泰金马稳健回报择时能力变化曲线图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

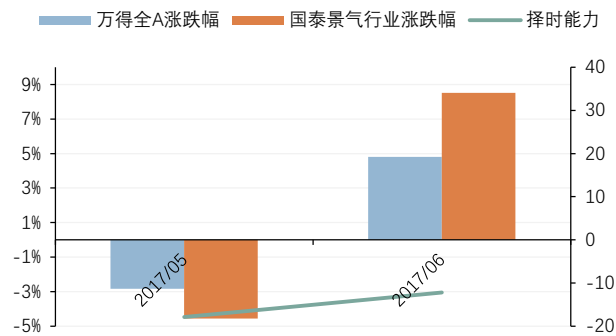
图 23：国泰景气行业选股能力变化曲线图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

截至日期：2017 年 6 月 30 日

图 24：国泰景气行业择时能力变化曲线图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

可以看到，整体上各个基金的每月涨跌幅明显大于万得全 A 指数，表明基金可以跑赢市场获得超额收益。具体地，除个别月份外，基金经理在各个基金产品上的 IR 指标均大于 0，尤其 2017 年 2 月份以来，IR 指标也维持着一个较高的水平且有不断增强的趋势，表明基金经理具备良好的选股能力。同时，2016 年 10 月份以前，各个基金产品的 β_2 值整体在 0 上下波动；2016 年 10 月以后，各个基金产品的 β_2 值整体在 0 以上波动且有不断上扬的趋势，表明基金经理的择时能力正在逐渐增强。

由此可见，基金经理管理的基金整体上明显跑赢市场指数，具备较强的选股能力，且面对当前市场环境下，择时能力也在不断增强。同时，这也表明基金经理主要通过选股能力而非择时能力获取跑赢市场的超额收益。

基金经理投资风格分析

基金经理的投资风格的分析，可以通过对其管理基金在风格因子上的投资权重变化来探究。具体地，将市场的投资风格划分为不同的类型，将基金的收益分解到不同类型的风格收益上。从而，形成了投资风格分析模型，即

$$R_p = \alpha + w_1 R_{f_1} + w_2 R_{f_2} + \cdots + w_K R_{f_K} + \varepsilon$$

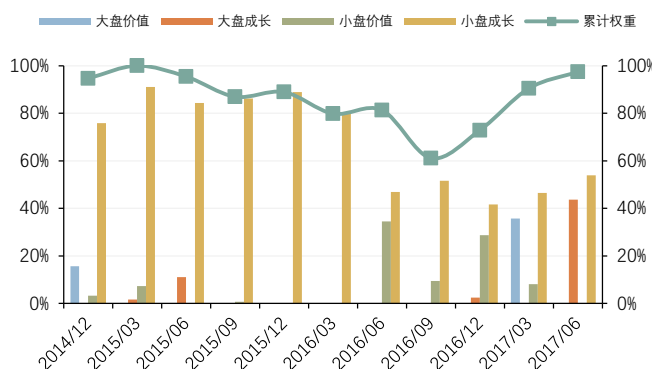
其中： R_p 为基金在各时期的复权单位净值收益率； R_{f_k} ($k = 1, 2, \cdots, K$) 为各时期的风格指数收益率； α 为基金的超额收益； w_k ($k = 1, 2, \cdots, K$) 为风格指数上的投资权重； ε 为随机误差项。事实上，由于中国市场一般不允许做空股票，所以 w_k ($k = 1, 2, \cdots, K$) 会限制为非负。同时，由于仓位限制，所有风格指数的投资权重合计不应超过 1。即投资权重的约束为：

$$0 \leq w_k \leq 1 (k = 1, 2, \cdots, K); \sum_{k=1}^K w_k \leq 1$$

另外，由于基金类型的不同，如股票型基金要求股票投资的仓位一般要求不得低于 80%、混合型基金要求股票投资的仓位一般要求不得超过 80% 等限制，会对投资风格分析模型的系数进一步约束。进而，得到有约束的线性回归模型。

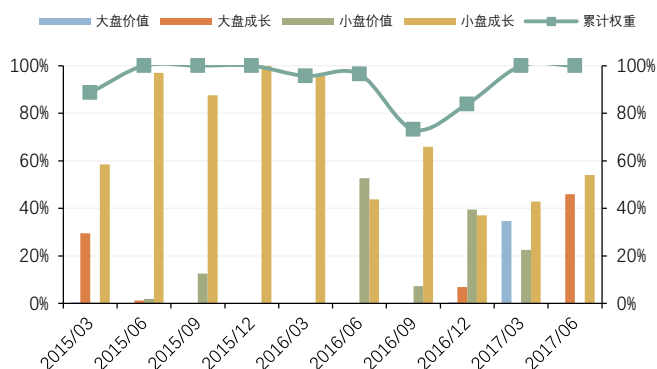
本文将大盘价值、大盘成长、小盘价值和小盘成长对市场风格进行划分，分别对基金经理管理的 6 只基金产品的业绩进行投资风格分析。具体地，对每季度基金复权单位净值收益率与行业风格指数收益率进行有约束线性回归分析，依据不同行业风格指数的投资权重确定基金在不同阶段基金的投资风格。结果如下面各图所示。

图 25：国泰金龙行业精选大小盘风格统计图



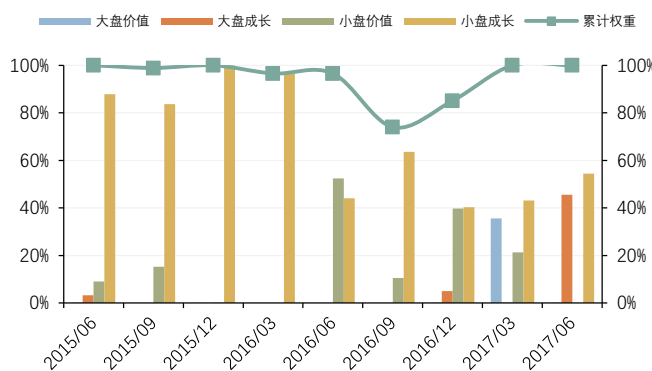
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 26：国泰估值优势大小盘风格统计图



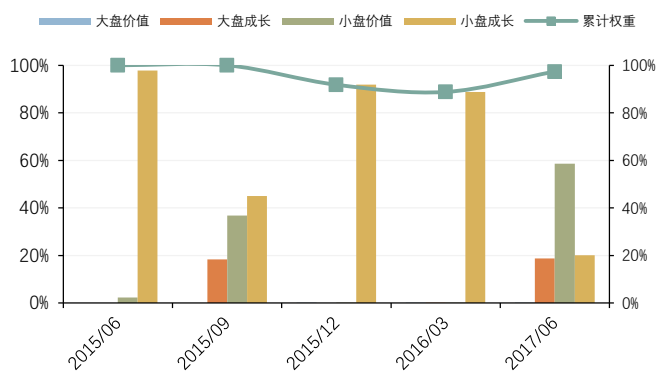
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 27：国泰中小盘成长大小盘风格统计图



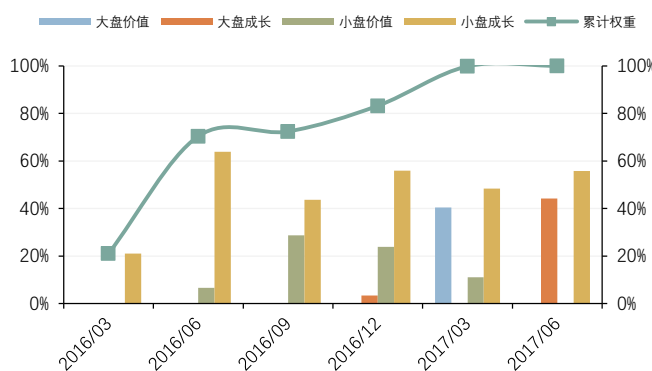
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 28：国泰成长优选大小盘风格统计图



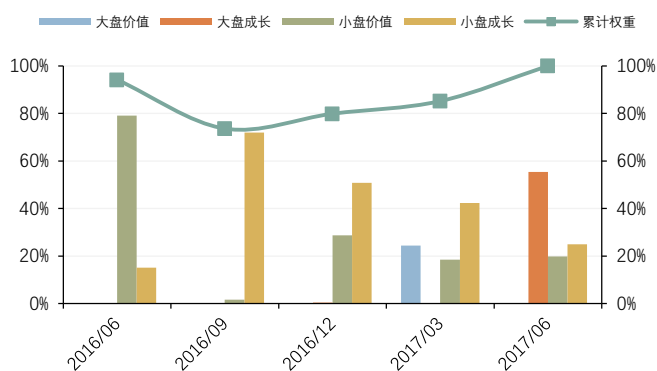
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 29：国泰大健康大小盘风格统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 30：国泰金马稳健回报大小盘风格统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

截至日期：2017 年 5 月 31 日

可以看到，2016 年 3 季度及以前，基金经理主要偏好于小盘成长；2016 年 4 季度及以后开始关注于小盘价值、大盘价值和大盘成长。尤其是 2017 年以来，基金经理先后重仓了大盘价值和大盘成长，有效避免了近期市场小市值风格因子失效带来的损失，保证了基金净值的平稳增长。可见，基金经理在把握市场风格轮动和市场环境变动等方面具备良好的能力。

基金经理行业偏好分析

本节将对基金经理管理过的基金产品每个季度持仓股票的行业分布情况进行了统计分析。由于国泰景气行业基金上市时间较短，此处将以基金经理管理过的其他 6 只基金为例进行探究。

首先，由于基金在每个季报公告全部持仓股票的证监会行业分布情况，因此，本文将引入沪深 300 或者中证 500 成份股的行业分布情况与基金进行对比，结果如下面各图所示。其中，国泰金龙行业精选、国泰估值优势、国泰大健康、国泰金马稳健回报基金的比较基准为沪深 300 指数，而国泰中小盘成长和国泰成长优选基金的比较基准为中证 500 指数。特别地，证监会行业分类会将整个市场的股票分为 19 类。可以发现：

图 31：国泰金龙行业精选行业配置偏好性统计图

证监会行业分类	2014/12		2015/03		2015/06		2015/09		2015/12		2016/03		2016/06		2016/09		2016/12		2017/03	
	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300
农林牧渔		0.29%		0.28%		0.24%		0.24%		0.09%		0.08%		0.08%		0.08%		0.30%		0.29%
采矿业		4.70%		4.36%		4.59%		4.11%		3.42%		3.68%		3.48%		3.41%		3.47%		3.50%
制造业	39.75%	30.30%	56.45%	33.26%	73.05%	33.41%	70.92%	32.59%	97.90%	32.34%	100.00%	32.39%	87.91%	31.69%	74.25%	32.06%	63.44%	32.56%	61.70%	34.63%
水电煤气		3.68%		3.20%		4.24%		4.11%		4.12%		3.93%		3.95%		3.90%		2.73%		2.73%
建筑业		4.66%		4.73%		1.89%		4.78%		4.49%		3.65%		3.26%		24.20%		3.44%		29.89%
批发零售		2.26%		8.17%		2.51%		8.24%		2.06%		2.73%		2.32%		2.10%		2.25%		2.10%
交通运输		2.68%		2.95%		2.56%		4.09%		3.96%		3.64%		3.04%		3.02%		2.12%		2.12%
住宿餐饮																		2.17%		3.94%
信息技术	16.75%	3.40%	25.04%	4.62%	13.61%	5.76%	7.91%	5.66%		6.09%		5.64%		0.38%		6.36%		1.55%		6.06%
金融业	17.96%	39.82%		36.20%		33.95%		34.41%		34.44%		35.72%		36.00%		35.65%		35.42%		34.22%
房地产业	21.82%	4.61%	3.73%	4.19%		3.74%		4.43%		5.33%		5.41%		5.60%		5.89%		1.27%		5.26%
租赁商务		1.01%		1.33%		1.01%		0.95%		1.04%		0.93%		5.71%		1.21%		1.20%		1.14%
科学技术																				
水利环境	3.71%	1.00%	3.66%	1.02%	3.21%	0.80%	13.66%	0.84%		0.86%		0.75%		0.70%		0.78%		5.41%		0.79%
居民维修																				
教育																				
卫生社会		0.09%		0.10%		0.11%		0.13%		0.13%		0.14%		0.17%		0.16%		0.13%		0.13%
文化体育		1.17%		1.36%		1.24%		1.50%		1.83%		1.61%		3.66%		1.88%		1.73%		1.27%
综合		0.30%		0.30%		0.28%		0.24%		0.58%		0.49%		0.50%		0.50%		0.46%		0.41%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

针对国泰金龙行业精选基金，每个季度持仓股票行业分布较为集中，整体上每个季度均有超过 60% 的投资权重投资在制造业的股票上，远高于同期沪深 300 成份股在该行业上的分布权重。在 2016 年以前，基金经理长期关注批发零售、信息技术、水利环境等行业；2016 年开始至今，基金经理青睐于建筑业和水利环境等行业。

图 32：国泰估值优势行业配置偏好性统计图

证监会行业分类	2015/03		2015/06		2015/09		2015/12		2016/03		2016/06		2016/09		2016/12		2017/03	
	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300
农林牧渔		0.28%		0.24%		0.24%		0.09%		0.08%		0.08%		0.08%		0.30%		0.29%
采矿业		4.36%		4.59%		4.11%		3.42%		3.68%		3.48%		3.41%		3.47%		3.50%
制造业	55.40%	33.26%	74.56%	33.41%	71.62%	32.59%	93.75%	32.34%	99.41%	32.39%	85.33%	31.69%	71.53%	32.06%	64.24%	32.56%	58.80%	34.63%
水电煤气		3.20%		4.24%		4.11%		4.12%		3.93%		2.41%		3.90%		2.73%		2.73%
建筑业	2.09%	4.73%	0.14%	4.47%	5.05%	4.49%		3.84%		3.65%		3.26%		26.54%		3.44%		27.44%
批发零售	7.52%	2.51%	6.72%	2.06%	2.50%	2.32%	1.09%	2.25%		2.24%		2.11%		2.12%		2.17%		4.77%
交通运输	3.12%	2.56%		4.09%		3.96%		3.64%		3.37%		3.04%		3.02%		2.88%		2.93%
住宿餐饮																0.05%		0.05%
信息技术	21.10%	4.62%	13.78%	5.76%	7.81%	5.66%	1.77%	6.09%		5.64%		0.93%		6.36%		1.93%		6.06%
金融业	1.01%	36.20%		33.95%		34.41%		34.44%		35.72%		36.00%		35.65%		35.42%		34.22%
房地产业	3.79%	4.19%		3.74%		4.43%		0.91%		5.41%		5.60%		5.89%		2.55%		5.26%
租赁商务		1.33%		1.08%		1.01%		0.95%		0.93%		7.36%		1.21%		1.20%		1.14%
科学技术																		
水利环境	5.98%	1.02%	3.72%	0.80%	13.01%	0.84%	2.47%	0.86%	0.59%	0.75%		0.70%		0.78%		5.77%		0.79%
居民维修																		
教育																		
卫生社会		0.10%		0.11%		0.13%		0.13%		0.14%		0.17%		0.16%		0.13%		0.13%
文化体育		1.36%		1.24%		1.50%		1.83%		1.61%		3.98%		1.88%		1.73%		1.35%
综合		0.30%		0.28%		0.24%		0.58%		0.49%		0.50%		0.50%		0.46%		0.41%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

针对国泰估值优势基金，每个季度持仓股票行业分布较为集中，整体上每个季度均有超过 55% 的投资权重投资在制造业的股票上，远高于同期沪深 300 成份股在该行业上的分布权重。同时，基金经理对建筑业、水利环境、信息技术等行业长期关注。特别的，2016 年以来，尤其看好建筑业、水利环境等行业的股票。

图 33：国泰中小盘成长行业配置偏好性统计图

证监会行业分类	2015/06		2015/09		2015/12		2016/03		2016/06		2016/09		2016/12		2017/03	
	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500
农林牧渔		1.52%		1.36%		1.82%		2.01%		1.91%		1.84%		1.28%		1.17%
采矿业		2.85%		2.59%		3.17%		3.69%		4.16%		4.29%		3.84%		3.80%
制造业	69.72%	58.72%	67.54%	59.76%	92.27%	59.39%	98.98%	59.33%	87.60%	59.57%	71.77%	59.61%	63.96%	61.89%	58.47%	62.81%
水电煤气		3.15%		3.27%		3.00%		2.91%	2.48%	2.85%		2.96%		3.11%		2.95%
建筑业	1.59%	2.23%	4.84%	2.07%		2.66%		2.88%		3.04%	26.27%	3.32%	27.57%	2.85%	24.64%	2.87%
批发零售	6.62%	6.80%	2.93%	6.27%	1.85%	6.13%		6.10%		5.80%		5.86%		5.98%	4.85%	5.93%
交运仓储		3.18%		3.23%		2.92%		2.98%		2.85%		2.95%		2.86%		2.98%
住宿餐饮		0.12%		0.17%		0.23%		0.23%		0.18%		0.13%				
信息技术	13.41%	5.78%	6.02%	5.22%	1.94%	6.48%		6.13%	0.64%	6.72%	1.96%	6.34%		6.03%	1.57%	5.71%
金融业		0.82%		1.01%		1.07%		1.00%		0.49%		0.58%		0.85%		0.78%
房地产	5.57%	7.22%	6.37%	6.83%	0.97%	6.88%		6.69%		6.62%		7.03%	2.53%	6.40%	1.40%	6.27%
租赁商务		2.83%		3.17%		1.93%		1.78%	5.60%	1.43%		1.43%		1.49%		1.42%
科研技术		0.59%		0.79%		0.54%		0.44%		0.47%		0.43%		0.30%	1.11%	0.30%
水利环境	3.09%	0.57%	12.30%	0.67%	2.96%	0.76%	1.02%	0.82%		0.66%		0.47%	5.93%	0.49%	7.97%	0.50%
居民维修																
教育													0.05%			0.05%
卫生社会		0.28%		0.33%		0.26%		0.29%		0.29%		0.27%		0.27%		0.25%
文化体育		1.97%		1.73%		1.36%		1.36%	3.68%	1.77%		1.54%		1.45%		1.40%
综合		1.38%		1.56%		1.40%		1.36%		1.20%		0.95%		0.90%		0.80%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

针对国泰中小盘成长基金，每个季度持仓股票行业分布较为集中，整体上每个季度均有超过 60%的投资权重投资在制造业的股票上，远高于同期中证 500 成份股在该行业上的分布权重。但是，整体上基金经理在制造业的关注度有下降的趋势。另外，基金经理对建筑业、水利环境、信息技术和房地产等行业长期关注。特别地，2016 年以来，尤其看好建筑业、水利环境等行业的股票，同时对批发零售、房地产、科研技术等行业的股票给予了一定关注。

图 34：国泰成长优选行业配置偏好性统计图

证监会行业分类	2015/06		2015/09		2015/12		2016/03	
	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500
农林牧渔		1.52%		1.36%		1.82%		2.01%
采矿业	1.10%	2.85%	2.67%	2.59%		3.17%		3.69%
制造业	72.89%	58.72%	79.54%	59.76%	79.85%	59.39%	85.30%	59.33%
水电煤气	4.14%	3.15%	6.18%	3.27%		3.00%		2.91%
建筑业	1.70%	2.23%		2.07%		2.66%	0.02%	2.88%
批发零售	3.03%	6.80%	1.93%	6.27%	5.99%	6.13%	7.46%	6.10%
交运仓储		3.18%		3.23%		2.92%		2.98%
住宿餐饮		0.12%		0.17%		0.23%		0.23%
信息技术	2.92%	5.78%	3.12%	5.22%	0.88%	6.48%	4.05%	6.13%
金融业		0.82%		1.01%	2.56%	1.07%		1.00%
房地产	9.19%	7.22%	5.96%	6.83%	0.92%	6.88%	0.68%	6.69%
租赁商务	1.22%	2.83%		3.17%		1.93%	2.49%	1.78%
科研技术		0.59%		0.79%		0.54%		0.44%
水利环境	1.33%	0.57%	0.60%	0.67%		0.76%		0.82%
居民维修								
教育								
卫生社会		0.28%		0.33%		0.26%		0.29%
文化体育		1.97%		1.73%	9.80%	1.36%		1.36%
综合	2.49%	1.38%		1.56%		1.40%		1.36%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 35：国泰大健康行业配置偏好性统计图

证监会行业分类	2016/06		2016/09		2016/12		2017/03	
	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300
农林牧渔		0.08%		0.08%		0.30%		0.29%
采矿业		3.48%		3.41%		3.47%		3.50%
制造业	75.80%	31.69%	67.31%	32.06%	64.64%	32.56%	61.29%	34.63%
水电煤气		3.95%		3.90%		2.73%		2.73%
建筑业		3.26%	24.22%	3.44%	22.32%	4.70%	22.25%	4.81%
批发零售	24.20%	2.11%	8.47%	2.12%	9.12%	2.17%	9.24%	2.21%
交运仓储		3.04%		3.02%		2.88%		2.93%
住宿餐饮						0.05%		0.05%
信息技术		6.36%		6.06%		6.59%		6.00%
金融业		36.00%		35.65%		35.42%		34.22%
房地产		5.60%		5.89%	0.51%	5.26%		5.02%
租赁商务		1.21%		1.20%		1.14%		1.08%
科研技术							2.27%	
水利环境		0.70%		0.78%	3.40%	0.79%	4.97%	0.75%
居民维修								
教育								
卫生社会		0.17%		0.16%		0.13%		0.13%
文化体育		1.88%		1.73%		1.35%		1.27%
综合		0.50%		0.50%		0.46%		0.41%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

针对国泰成长优选基金，每个季度持仓股票行业分布较为集中，整体上每个季度均有超过 70%的投资权重投资在制造业的股票上，远高于同期中证 500 成份股在该行业上的分布权重。同时，在 2016 年以前，基金经理长期关注批发零售、信息技术、房地产等行业。

针对国泰大健康基金，每个季度持仓股票行业分布较为集中，整体上每个季度均有超过 60%的投资权重投资在制造业的股票上，远高于同期沪深 300 成份股在该行业上的分布权重。但是，整体上基金经理在制造业的关注度有下降的趋势。同时，2016 年以来，基金经理长期关注建筑业、批发零售和水利环境等行业的股票。

图 36：国泰金马稳健回报行业配置偏好性统计图

证监会行业分类	2016/06		2016/09		2016/12		2017/03	
	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300
农林牧渔		0.08%		0.08%		0.30%		0.29%
采矿业		3.48%		3.41%		3.47%		3.50%
制造业	87.75%	31.69%	78.13%	32.06%	63.51%	32.56%	72.24%	34.63%
水电煤气	2.32%	3.95%		3.90%		2.73%		2.73%
建筑业		3.26%	21.87%	3.44%	26.57%	4.70%	16.65%	4.81%
批发零售	0.98%	2.11%		2.12%	1.60%	2.17%	8.38%	2.21%
交通运输		3.04%		3.02%		2.88%		2.93%
住宿餐饮						0.05%		0.05%
信息技术	0.64%	6.36%		6.06%		6.59%	0.51%	6.00%
金融业		36.00%		35.65%		35.42%		34.22%
房地产	0.24%	5.60%		5.89%	2.66%	5.26%		5.02%
租赁商务	4.67%	1.21%		1.20%		1.14%		1.08%
科研技术							0.00%	
水利环境		0.70%		0.78%	5.67%	0.79%	0.01%	0.75%
居民维修								
教育								
卫生社会		0.17%		0.16%		0.13%		0.13%
文化体育	3.40%	1.88%		1.73%		1.35%	2.21%	1.27%
综合		0.50%		0.50%		0.46%		0.41%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

针对国泰金马稳健回报基金，每个季度持仓股票行业分布较为集中，整体上每个季度均有超过 60%的投资权重投资在制造业的股票上，远高于同期沪深 300 成份股在该行业上的分布权重。2016 年以来，基金经理长期关注建筑业、批发零售等行业的股票，同时对文化体育行业的股票也给予了一定的关注。

综上所述，基金经理在管理基金时，每个季度持仓股票在证监会行业分类上分布较为集中，整体上每个季度均有超过 60%的投资权重投资在制造业的股票上，远高于同期沪深 300 或者中证 500 成份股在该行业上的分布权重。但是，整体上基金经理在制造业的关注度有下降的趋势。另外，基金经理对建筑业、水利环境、信息技术和房地产等行业长期关注。特别地，在 2016 年以前，基金经理看好批发零售、信息技术、水利环境等行业的股票；2016 年开始至今，基金经理青睐于建筑业、水利环境等行业的股票。

由于证监会行业分类过于广泛，使得组合有超过 60%以上的投资权重集中在制造业中，无法有效识别这类股票的投资行业分布，因此有必要采用更加细致的行业分类标准对基金每季度公布的持仓情况进行分析。本文将采用中信行业分类标准，对基金经理管理的基金每个季度公告的前 10 大重仓股的行业分布情况进行分析。同时，引入沪深 300 和中证 500 成份股的行业分布情况与基金进行对比，结果如下面各图所示。可以发现：

图 37：国泰金龙行业精选重仓股行业配置偏好性统计图④

中信行业分类	2014/12			2015/03			2015/06			2015/09			2015/12			2016/03			2016/06			2016/09			2016/12			2017/03			汇总		
	基金	沪深300	行业超额收益	基金	沪深300	行业超额收益	基金	沪深300	行业超额收益	基金	沪深300	行业超额收益	基金	沪深300	行业超额收益	基金	沪深300	行业超额收益	基金	沪深300	行业超额收益	基金	沪深300	行业超额收益	基金	沪深300	行业超额收益	基金	沪深300	行业超额收益	重仓次数	行业指数均值	
石油石化	1.72%	21.19%	1.79%	9.12%	2.06%	3.24%	1.84%	10.62%	1.60%	-2.99%	1.64%	1.90%	1.57%	1.30%	1.53%	1.97%	1.53%	11.24%	1.57%	9.70%	1.57%	9.70%	1.57%	9.70%	1.57%	9.70%	1.57%	9.70%	1.57%	9.70%	1.68%	1.09%	
煤炭	1.74%	22.55%	1.28%	0.75%	1.33%	12.69%	1.13%	16.04%	0.94%	0.77%	1.05%	-0.56%	0.78%	9.11%	0.81%	12.17%	0.86%	-7.52%	0.86%	-7.52%	0.86%	-7.52%	0.86%	-7.52%	0.86%	-7.52%	0.86%	-7.52%	0.86%	-7.52%	1.09%	1.09%	
有色金属	3.01%	20.19%	2.98%	16.07%	2.84%	-1.74%	2.49%	-5.90%	2.21%	0.71%	2.26%	7.82%	2.19%	4.51%	2.19%	4.21%	2.19%	4.21%	2.19%	4.21%	2.19%	4.21%	2.19%	4.21%	2.19%	4.21%	2.19%	4.21%	2.19%	4.21%	2.53%	2.53%	
电力及公用事业	3.97%	3.89%	3.13%	14.11%	3.41%	17.81%	4.63%	13.87%	21.56%	4.64%	-7.84%	4.65%	-9.31%	4.40%	1.62%	4.42%	1.63%	5.41%	4.42%	1.63%	5.41%	4.42%	1.63%	5.41%	4.42%	1.63%	5.41%	4.42%	1.63%	4.09%	4.09%		
钢铁	1.81%	-10.32%	1.84%	14.37%	2.04%	10.21%	1.66%	24.69%	1.45%	-8.27%	1.44%	-2.45%	1.21%	2.67%	1.21%	10.45%	1.10%	7.62%	1.10%	7.62%	1.10%	7.62%	1.10%	7.62%	1.10%	7.62%	1.10%	7.62%	1.10%	7.62%	1.50%	1.50%	
基础化工	1.61%	-18.66%	3.78%	1.81%	21.75%	1.62%	16.28%	1.78%	-1.99%	1.63%	0.06%	1.56%	-0.59%	1.65%	6.46%	1.72%	5.80%	2.03%	-3.45%	2.03%	-3.45%	2.03%	-3.45%	2.03%	-3.45%	2.03%	-3.45%	2.03%	-3.45%	1.38%	1.38%		
建筑	4.66%	10.97%	4.73%	36.81%	4.47%	2.47%	4.49%	-7.91%	3.84%	-8.89%	3.65%	-2.36%	3.26%	3.07%	3.26%	3.07%	22.88%	3.44%	16.03%	29.51%	4.70%	3.88%	31.52%	4.81%	-3.50%	4.81%	-3.50%	4.81%	-3.50%	1.75%	1.75%		
建材	0.80%	-19.50%	0.76%	15.41%	0.57%	11.77%	0.58%	-3.94%	0.47%	-0.41%	0.48%	-0.22%	0.42%	8.82%	0.42%	8.82%	0.47%	7.66%	0.44%	0.52%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.55%	0.55%		
轻工制造	2.58%	-21.31%	3.46%	39.32%	3.74%	13.92%	3.78%	3.23%	3.23%	-4.07%	3.23%	-1.31%	3.23%	4.27%	3.23%	4.27%	3.23%	4.27%	3.23%	4.27%	3.23%	4.27%	3.23%	4.27%	3.23%	4.27%	3.23%	4.27%	3.23%	4.27%	8.72%	8.72%	
机械设备	4.21%	1.84%	2.12%	43.05%	1.91%	6.99%	3.35%	1.79%	2.07%	1.86%	-5.89%	1.69%	-1.53%	1.42%	2.81%	1.42%	2.81%	1.42%	2.81%	1.42%	2.81%	1.42%	2.81%	1.42%	2.81%	1.42%	2.81%	1.42%	2.81%	1.42%	2.81%	3.09%	3.09%
电力设备	2.07%	-11.94%	2.21%	22.12%	3.00%	30.35%	4.60%	2.73%	2.47%	-10.00%	2.30%	-9.00%	3.19%	2.16%	2.08%	-3.71%	2.18%	2.94%	2.20%	-18.46%	2.20%	-18.46%	2.20%	-18.46%	2.20%	-18.46%	2.20%	-18.46%	2.20%	-18.46%	2.34%	2.34%	
国防军工	3.35%	-18.22%	3.61%	10.25%	3.19%	8.51%	3.31%	3.49%	3.49%	-2.03%	3.60%	3.85%	3.27%	4.89%	3.36%	1.99%	3.36%	1.99%	3.69%	-1.54%	3.69%	-1.54%	3.69%	-1.54%	3.69%	-1.54%	3.69%	-1.54%	3.69%	-1.54%	3.69%	4.43%	4.43%
汽车	1.97%	-9.71%	2.28%	26.78%	1.87%	10.41%	1.85%	10.18%	2.10%	1.74%	-3.36%	1.65%	-3.75%	1.41%	2.43%	1.48%	2.68%	1.46%	-0.47%	1.38%	-10.11%	1.38%	-10.11%	1.38%	-10.11%	1.38%	-10.11%	1.38%	-10.11%	1.38%	-10.11%	1.71%	1.71%
商贸零售	0.21%	-18.19%	0.21%	33.74%	0.22%	20.82%	0.25%	3.20%	0.40%	6.96%	0.41%	-9.55%	0.42%	-5.02%	0.41%	0.82%	0.41%	0.82%	0.41%	-6.77%	0.45%	-6.99%	0.45%	-6.99%	0.45%	-6.99%	0.45%	-6.99%	0.45%	-6.99%	0.34%	0.34%	
餐饮旅游	2.80%	-10.53%	3.20%	10.23%	3.20%	11.05%	2.69%	-9.00%	2.86%	6.85%	2.88%	5.19%	2.93%	7.29%	3.16%	3.20%	3.16%	3.20%	3.16%	3.20%	3.16%	3.20%	3.16%	3.20%	3.16%	3.20%	3.16%	3.20%	3.16%	3.20%	3.16%	3.15%	
纺织服装	0.32%	-13.60%	0.38%	33.54%	0.46%	18.22%	0.40%	-1.43%	0.63%	-1.42%	0.63%	2.38%	0.57%	-1.76%	0.55%	6.49%	0.39%	-4.15%	0.39%	-4.15%	0.39%	-4.15%	0.39%	-4.15%	0.39%	-4.15%	0.39%	-4.15%	0.39%	-4.15%	0.47%	0.47%	
医药	6.44%	4.89%	23.10%	7.66%	5.45%	21.88%	19.27%	5.00%	5.45%	0.37%	5.56%	0.47%	0.39%	5.56%	-2.13%	5.72%	4.79%	9.94%	6.01%	0.87%	17.22%	5.18%	-6.19%	16.81%	5.19%	-2.77%	5.19%	-2.77%	5.19%	-2.77%	5.40%	5.40%	
食品饮料	4.32%	-21.38%	4.10%	1.22%	4.31%	11.08%	4.31%	4.32%	3.96%	6.84%	4.57%	13.52%	5.03%	5.78%	4.90%	-1.97%	4.90%	-1.97%	4.80%	2.59%	5.40%	3.36%	1.07%	4.80%	3.36%	1.07%	4.80%	3.36%	1.07%	4.80%	3.36%	1.07%	
农林牧渔	0.52%	24.39%	0.61%	23.56%	0.59%	27.08%	0.66%	-6.08%	0.50%	-3.28%	0.51%	4.16%	0.61%	0.73%	0.57%	1.28%	0.57%	1.28%	0.78%	-3.73%	0.78%	-3.73%	0.78%	-3.73%	0.78%	-3.73%	0.78%	-3.73%	0.78%	-3.73%	0.61%	0.61%	
银行	20.32%	-1.13%	17.74%	14.50%	17.55%	7.25%	20.28%	8.01%	17.94%	9.58%	19.10%	3.48%	18.49%	2.39%	18.49%	2.39%	18.49%	2.39%	18.49%	2.39%	18.49%	2.39%	18.49%	2.39%	18.49%	2.39%	18.49%	2.39%	18.49%	2.39%	18.49%	1.09%	1.09%
非银行金融	9.31%	38.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	8.09%	12.38%	
房地产	12.32%	4.84%	0.83%	3.66%	4.44%	12.80%	4.15%	13.82%	4.52%	-3.26%	5.63%	6.55%	5.60%	-4.30%	5.76%	4.61%	6.07%	1.94%	4.54%	-5.02%	5.18%	-6.61%	5.18%	-6.61%	5.18%	-6.61%	5.18%	-6.61%	5.18%	-6.61%	5.18%	5.18%	
交通运输	2.89%	-13.55%	2.81%	22.18%	4.35%	14.94%	4.35%	14.94%	3.94%	-9.28%	3.71%	-2.83%	3.49%	-3.75%	3.49%	-3.75%	3.49%	-3.75%	3.49%	-3.75%	3.49%	-3.75%	3.49%	-3.75%	3.49%	-3.75%	3.49%	-3.75%	3.49%	-3.75%	3.49%	3.49%	
电子元件	2.08%	3.93%	2.88%	21.32%	3.82%	25.79%	16.54%	19.05%	2.44%	-1.51%	4.99%	2.87%	1.50%	58.84%	2.84%	9.89%	33.14%	2.81%	9.38%	24.19%	1.03%	1.67%	17.80%	3.18%	-6.67%	24.49%	3.59%	2.54%	2.54%	2.54%	2.54%		
通信	4.64%	1.66%	-11.72%	35.51%	2.02%	50.49%	8.61%	1.73%	11.15%	13.36%	1.98%	0.54%	11.61%	2.21%	-1.40%	1.98%	8.15%	20.50%	1.96%	0.32%	14.94%	-8.06%	7.12%	3.25%	-2.13%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	
计算机	9.23%	1.44%	10.70%	24.63%	2.20%	55.68%	13.61%	2.17%	6.15%	7.91%	1.83%	8.78%	12.24%	2.16%	-8.72%	13.39%	1.97%	12.88%	14.65%	2.94%	5.31%	2.60%	-0.05%	2.79%	-15.13%	2.79%	-15.13%	2.79%	-15.13%	2.79%	-15.13%	2.79%	
传媒	2.21%	2.83%	2.67%	37.02%	2.76%	-6.01%	4.19%	0.24%	4.80%	-6.12%	4.35%	-11.75%	7.04%	4.35%	-2.80%	3.98%	-3.68%	3.69%	-11.13%	3.69%	-11.13%	3.69%	-11.13%	3.69%	-11.13%	3.69%	-11.13%	3.69%	-11.13%	3.69%	-11.13%	3.69%	3.69%
综合	1.24%	-4.93%	1.34%	15.76%	0.48%	9.97%	0.53%	7.23%	0.35%	-0.09%	0.34%	-5.88%	0.64%	9.70%	0.73%	-0.16%	0.52%	-3.87%	0.52%	-3.87%	0.52%	-3.87%	0.52%	-3.87%	0.52%	-3.87%	0.52%	-3.87%	0.52%	-3.87%	0.67%	0.67%	

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

④注：行业超额收益定义为季报前后各一个半月内中信行业指数相对标的指数的超额收益；重仓配置均值定义为基金在该行业重仓股权重在全阶段的均值；行业指数均值定义为标的指数权重在全阶段的均值。下同。

针对国泰金龙行业精选基金，基金经理偏好于电子元器件、通信、计算机、机械和医药等行业的股票。具体地，2016 年以前，基金经理长期关注于机械、电力设备、通信、计算机等行业的股票；2016 年以来，基金经理青睐于建筑、机械、医药、电子元器件和通信等行业的股票。同时，整体上不同时期的重仓股所属行业相对于沪深 300 指数的超额收益表现较好。

图 38：国泰估值优势重仓股行业配置偏好性统计图

中信行业分类	2015/03		2015/06		2015/09		2015/12		2016/03		2016/06		2016/09		2016/12		2017/03		汇总						
	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	基金	沪深300	重仓次数	重仓配置均值	行业指数均值				
石油石化	1.79%	7.95%	2.06%	3.24%	1.84%	-10.62%	1.60%	-2.99%	1.64%	1.96%	1.57%	1.30%	1.53%	1.97%	1.53%	11.24%	1.57%	-9.70%			1.68%				
煤炭	1.28%	-2.46%	1.33%	12.69%	1.13%	-16.04%	0.94%	0.77%	1.05%	-0.56%	0.78%	9.11%	0.81%	12.17%	0.86%	-7.52%	0.93%	-8.71%			1.01%				
有色金属	2.98%	5.11%	2.84%	-1.74%	2.49%	-5.96%	2.12%	-0.17%	2.26%	7.82%	2.31%	4.51%	2.19%	4.21%	2.53%	-4.75%	2.64%	-12.09%			2.48%				
电力及公用事业	3.45%	3.41%	7.59%	3.72%	14.63%	13.87%	18.30%	4.64%	4.65%	-9.31%	4.40%	-1.80%	4.40%	1.62%	4.42%	1.63%	5.77%	3.27%	-2.45%	5.85%	3.23%	0.20%	5	4.12%	4.12%
钢铁	1.84%	0.37%	2.04%	10.21%	1.66%	-24.69%	1.45%	-8.27%	1.44%	-2.45%	1.21%	2.67%	1.21%	10.45%	1.10%	7.62%	1.19%	-10.34%			1.46%				
基础化工	3.26%	1.81%	6.22%	1.62%	16.28%	1.78%	-1.99%	1.63%	0.06%	1.56%	-0.59%	1.65%	6.46%	1.72%	5.80%	2.03%	-3.45%	2.04%	-8.12%	1	0.36%	1.76%			
建筑	4.73%	13.90%	4.47%	2.47%	4.49%	-7.91%	1.77%	3.84%	-8.99%	3.65%	-2.36%	3.26%	3.07%	23.31%	3.44%	16.03%	26.74%	4.70%	3.38%	29.01%	4.81%	-3.50%	4	8.98%	4.15%
建材	0.76%	4.86%	0.57%	11.77%	0.58%	-3.94%	0.47%	-0.41%	0.48%	-0.22%	0.42%	8.82%	0.47%	7.66%	0.44%	0.52%	0.50%	-6.17%	1	0.66%	0.52%				
轻工制造		16.77%		13.92%		3.23%		-4.07%		1.31%		4.27%		4.59%		-4.02%		-8.72%							
机械	3.46%	24.29%	7.50%	3.74%	7.86%	12.20%	3.69%	-5.60%	3.03%	-2.66%	3.02%	2.75%	6.57%	2.66%	7.84%	8.29%	2.80%	-4.88%	7	7.54%	3.14%				
电力设备	2.12%	19.00%	1.91%	6.99%	12.47%	1.79%	0.08%	10.16%	1.86%	-5.89%	1.69%	-1.53%	3.88%	1.42%	2.83%	1.48%	1.66%	-3.59%	1.64%	3.93%	4	4.69%	1.73%		
国防军工	9.86%	2.21%	17.83%	3.00%	30.35%	4.39%	2.73%	2.47%	-10.00%	2.87%	2.30%	-9.00%	10.82%	2.16%	2.06%	2.08%	-3.71%	2.18%	2.94%	2.20%	-18.46%	4	3.11%	2.37%	
汽车	3.61%	0.04%	3.19%	8.51%	3.31%	3.49%	3.49%	-2.03%	3.60%	3.85%	3.27%	4.89%	3.36%	1.99%	3.69%	-1.54%	3.86%	-5.60%			3.49%				
商贸零售	2.28%	8.14%	1.87%	10.41%	1.85%	-10.18%	1.74%	-3.36%	1.65%	-3.75%	1.41%	2.43%	1.48%	2.68%	1.46%	-0.47%	1.38%	-10.11%			1.68%				
餐饮旅游	0.21%	6.36%	0.22%	20.62%	0.25%	3.20%	0.40%	6.96%	0.41%	-9.55%	0.42%	-5.02%	0.41%	0.82%	0.41%	-6.77%	0.45%	-5.69%			0.35%				
家电	3.20%	5.36%	3.30%	11.05%	3.93%	-9.04%	2.86%	6.85%	2.88%	5.01%	2.93%	7.29%	3.16%	3.20%	3.57%	3.82%	4.10%	10.26%	1	0.44%	3.19%				
纺织服装	0.38%	11.63%	0.46%	18.22%	0.46%	-1.43%	0.63%	-1.42%	0.63%	2.38%	0.57%	-1.76%	0.55%	6.49%	0.39%	-4.15%	0.36%	-10.04%			0.49%				
医药	3.83%	5.45%	8.87%	18.67%	5.00%	10.67%	5.45%	0.37%	5.56%	-2.13%	5.72%	4.79%	11.21%	6.01%	16.58%	5.18%	-6.19%	15.78%	5.19%	-2.77%	5	7.34%	5.46%		
食品饮料	4.10%	3.10%	3.96%	11.08%	4.31%	-4.32%	3.96%	6.84%	4.57%	15.52%	5.03%	5.78%	4.90%	-1.97%	3.58%	4.80%	2.59%	5.40%	3.36%	1	0.40%	4.56%			
农林牧渔	0.61%	5.33%	0.59%	27.08%	0.68%	-6.08%	0.50%	-3.28%	0.51%	4.16%	0.61%	0.73%	0.57%	1.28%	0.78%	-3.73%	0.72%	-14.62%			0.62%				
银行	17.74%	-5.06%	17.55%	7.25%	18.08%	8.01%	18.08%	9.50%	19.10%	3.48%	18.49%	2.39%	18.45%	-3.32%	17.61%	3.35%	17.61%	-0.57%			18.33%				
非银行金融	16.09%	-6.42%	16.40%	14.65%	14.13%	10.56%	16.77%	-7.79%	16.77%	2.09%	17.66%	3.84%	17.36%	1.61%	17.62%	-6.00%	16.65%	-2.31%			16.82%				
房地产	4.44%	7.29%	4.15%	13.82%	4.52%	-3.26%	5.63%	6.59%	5.26%	-4.30%	5.76%	4.61%	6.07%	1.94%	5.43%	-5.02%	5.18%	-6.61%			5.20%				
交通运输	3.12%	2.81%	3.54%	4.35%	4.94%	4.32%	-4.78%	3.94%	-9.95%	3.71%	-2.83%	3.49%	-3.75%	3.39%	3.25%	-2.13%	3.27%	-1.38%	1	0.35%	3.61%				
电子元器件	2.48%	6.61%	3.62%	17.54%	19.78%	2.44%	-1.51%	49.46%	2.87%	-1.50%	54.02%	2.84%	-0.98%	27.31%	2.81%	9.38%	19.13%	3.03%	1.67%	16.64%	18.67%	2.87%			
通信	14.31%	2.02%	18.20%	8.07%	1.73%	11.15%	12.27%	1.98%	0.54%	10.29%	2.21%	-3.40%	1.98%	8.15%	16.49%	1.96%	0.32%	12.99%	2.34%	-8.06%	5.99%	2.26%			
计算机	22.88%	2.20%	10.71%	13.78%	2.17%	-6.15%	7.81%	1.83%	8.78%	10.30%	2.16%	-8.72%	11.06%	11.78%	2.94%	5.31%	2.60%	-0.05%	2.79%	-15.13%	2.42%	-10.07%			
传媒	2.67%	17.38%	3.78%	-6.01%	4.19%	0.24%	4.80%	-6.12%	4.35%	-11.75%	7.52%	4.35%	-2.80%	3.99%	-3.68%	3.69%	-11.13%	3.42%	-10.16%	1	0.84%	3.92%			
综合	1.34%	9.01%	0.48%	9.97%	0.53%	7.23%	0.35%	-0.09%	0.34%	-5.88%	0.64%	9.70%	0.73%	-0.16%	0.52%	-1.87%	0.50%	-6.21%			0.60%				

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

针对国泰估值优势基金，基金经理偏好于电子元器件、通信、计算机、机械等行业的股票。具体地，2016 年以前，基金经理长期关注于电力及公用事业、机械、电力设备、通信、计算机等行业的股票；2016 年以来，基金经理青睐于建筑、机械、医药、通信等行业的股票。同时，整体上不同时期的重仓股所属行业相对于沪深 300 指数的超额收益表现较为优异。

图 39：国泰中小盘成长重仓股行业配置偏好性统计图

中信行业分类	2015/06		2015/09		2015/12		2016/03		2016/06		2016/09		2016/12		2017/03		汇总						
	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	基金	中证500	重仓次数	重仓配置均值	行业指数均值				
石油石化	2.19%	-7.97%	1.74%	-6.39%	1.70%	1.27%	1.84%	4.82%	1.54%	-1.80%	1.64%	1.09%	1.87%	15.04%	1.43%	-3.15%			1.74%				
煤炭	1.39%	1.48%	1.11%	-11.80%	1.09%	5.03%	1.27%	2.31%	1.73%	6.01%	1.93%	11.28%	1.42%	-3.72%	1.44%	-2.16%			1.42%				
有色金属	4.30%	-12.94%	4.15%	-1.73%	4.87%	4.10%	5.62%	10.68%	5.60%	1.41%	5.23%	3.33%	5.58%	-0.95%	5.09%	-5.54%			5.05%				
电力及公用事业	4.56%	2.67%	17.17%	4.71%	-3.61%	5.01%	-5.05%	4.88%	1.06%	4.83%	-1.44%	4.81%	0.74%	5.93%	5.62%	1.34%	5.79%	5.67%	6.75%	3	3.61%	5.01%	
钢铁	0.79%	-0.99%		0.90%	-20.46%	0.93%	-4.01%	0.93%	0.41%	0.74%	-0.48%	0.74%	9.57%	1.50%	11.41%	1.66%	-7.79%		1.02%				
基础化工	4.61%	5.07%	4.87%	2.25%	4.43%	4.33%	4.37%	2.27%	3.95%	3.36%	4.27%	4.92%	4.92%	0.34%	4.74%	-1.57%			4.52%				
建筑	2.33%	-8.74%	2.20%	-3.67%	1.94%	2.50%	-4.67%	2.67%	0.50%	2.84%	-0.03%	23.93%	3.03%	15.15%	26.89%	2.49%	7.17%	3.05%	4	10.22%	2.60%		
建材	3.04%	0.56%	3.04%	0.29%	3.01%	3.85%	3.03%	2.65%	2.46%	5.72%	5.89%	2.70%	6.77%	2.65%	4.31%	3.04%	0.38%	1	0.74%	2.87%			
轻工制造	2.00%	2.72%	2.21%	7.47%	2.13%	0.19%	2.23%	1.56%	2.19%	1.17%	2.19%	3.70%	1.88%	-0.23%	1.94%	-2.17%			2.10%				
机械	3.94%	-1.4%	-3.35%	11.51%	6.16%	-1.36%	10.65%	5.63%	-1.99%	11.49%	5.31%	0.21%	11.71%	5.49%	-0.09%	7.50%	5.34%	6.95%	8.30%	5.07%	-1.09%		
电力设备	4.16%	-4.22%	11.79%	4.08%	4.32%	10.09%	4.32%	-1.62%	16.57%	4.22%	1.33%	3.72%	4.95%	-0.28%	4.71%	0.96%	4.73%	0.20%	4	5.274%	4.47%		
国防军工	2.16%	19.14%	4.38%	2.15%	12.02%	2.47%	-5.74%	1.48%	2.54%	-6.13%	11.33%	2.57%	4.56%	2.51%	-4.59%	2.55%	6.73%	2.61%	-11.91%	3	2.15%	2.45%	
汽车	3.68%	3.27%	-2.70%	3.35%	7.72%	3.60%	2.23%	3.78%	6.72%	4.28%	1.79%	4.28%	1.10%	3.29%	2.25%	2.88%	0.95%	1	0.46%	3.59%			
商贸零售	3.86%	-0.79%	4.04%	-5.94%	3.98%	0.90%	3.89%	-0.88%	3.64%	-0.67%	3.69%	1.79%	3.81%	3.32%	4.52%	-0.56%			3.93%				
餐饮旅游	0.91%	9.42%	0.99%	7.43%	0.65%	11.22%	0.67%	-6.69%	0.57%	-8.13%	0.56%	-0.07%	0.58%	-2.97%	0.58%	0.86%			0.69%				
家电	1.34%	-0.16%	1.47%	-4.80%	1.24%	1.12%	1.31%	7.87%	1.59%	4.19%	1.56%	2.31%	1.69%	7.61%	1.58%	16.81%			1.47%				
纺织服装	1.92%	7.01%	1.90%	2.80%	1.21%	2.84%	1.17%	5.24%	1.62%	-4.86%	1.63%	5.61%	1.53%	-0.36%	1.30%	-3.49%			1.53%				
医药	18.24%	12.22%	-0.53%	12.70%	4.60%	12.58%	4.73%	12.31%	0.74%	11.49%	1.68%	10.75%	11.80%	-0.02%	16.61%	12.47%	-2.39%	15.82%	12.38%	3.78%	4	7.68%	12.24%
食品饮料	2.38%	-0.12%	2.23%	-0.08%	2.67%	11.10%	2.70%	16.39%	2.21%	2.68%	2.21%	-2.86%	2.11%	-2.86%	2.87%	2.58%	6.39%	2.82%	2.91%	1	0.36%	2.46%	
农林牧渔	3.81%	15.87%	3.89%	-1.84%	3.82%	0.98%	4.00%	7.02%	3.64%	-2.38%	3.64%	-0.71%	3.63%	0.40%	3.12%	0.70%	2.86%	-8.07%		3.59%			
银行		-3.96%		12.24%		13.77%		6.35%		-0.71%				-4.21%		5.98%							
非银行金融	0.75%	-25.86%	0.79%	14.79%	0.68%	-3.53%	0.68%	4.96%	0.18%	0.73%	0.21%	3.73%	0.40%	-2.21%	0.31%	4.24%			0.50%				
房地产	5.57%	8.16%	2.61%	6.37%	7.61%	0.98%	7.44%	10.85%	7.27%	-1.44%	7.01%	1.51%	6.89%	-1.23%	6.53%	-0.06%	2	1.49%		7.30%			
交通运输	4.27%	3.73%	4.78%	-0.54%	3.08%	-5.69%	3.12%	0.03%	2.97%	-6.86%	3.07%	0.34%	2.97%	1.66%	3.08%	5.17%			3.42%				
电子元器件	4.37%	5.38%	5.81%	2.72%	49.46%	6.64%	2.76%	1.88%	29.04%	6.78%	21.18%	6.57%	16.43%	6.50%	22.79%	6.70%	9.09%	8	27.22%	6.43%			
通信	7.65%	3.38%	-0.05%	11.67%	2.98%	4.78%	10.37%	3.24%	0.87%	3.09%	2.51%	17.94%	3.37%	-0.56%	3.95%	-4.27%	6.00%	4.00%	1.47%	6	8.40%	3.40%	
计算机	13.41%	6.11%	-17.36%	6.02%	13.02%	10.27%	6.66%	-4.46%	11.43%	5.86%	-10.02%	12.06%	6.95%	2.21%	6.32%	-0.94%	6.27%	-11.33%	5	6.65%	6.27%		
传媒	2.71%	-17.22%	2.53%	4.48%	2.70%	-1.86%	2.77%	-8.89%	7.32%	3.36%	-5.90%	3.22%	-4.57%	2.46%	-7.34%	2.74%	-3.61%	1	0.92%	2.81%			
综合	1.86%	-1.23%	1.61%	11.46%	1.73%	1.17%	1.71%	-3.01%	1.35%	3.60%	1.38%	-1.05%	1.23%	-0.08%	1.25%	0.34%			1.52%				

图 40：国泰成长优选重仓股行业配置偏好性统计图

中信行业分类	2015/06		2015/09		2015/12		2016/03		汇总	
	基金	行业超	基金	行业超	基金	行业超	基金	行业超	重仓	行业指数
石油石化	2.19%	-7.97%	1.74%	-6.39%	1.70%	1.27%	1.84%	4.82%	1.87%	1.22%
煤炭	1.39%	1.48%	1.11%	-11.80%	1.09%	5.03%	1.27%	2.31%	1.22%	1.22%
有色金属	3.30%	-12.94%	4.15%	-1.73%	4.87%	4.10%	5.62%	10.68%	4.74%	2.41%
电力及公用事业	8.14%	15.54%	16.18%	14.71%	15.01%	-5.05%	14.88%	1.93%	2.58%	3.83%
钢铁	0.79%	-0.99%	0.90%	-20.46%	0.93%	-4.01%	0.93%	0.41%	0.80%	1.18%
基础化工	11.06%	4.61%	8.12%	4.87%	2.25%	6.10%	4.43%	4.33%	5.97%	4.57%
建筑	2.33%	-8.74%	2.20%	-3.67%	2.50%	-4.63%	2.67%	0.50%	2.43%	3.03%
建材	3.04%	0.56%	3.04%	0.29%	3.01%	3.85%	3.03%	2.65%	3.03%	3.03%
轻工制造	2.00%	2.72%	2.21%	7.47%	2.13%	0.19%	4.70%	2.23%	1.56%	1.17%
机械	6.14%	-3.35%	6.16%	-1.36%	5.11%	-1.99%	4.93%	5.31%	0.21%	2.51%
电气设备	4.16%	-4.22%	15.06%	4.08%	4.32%	5.74%	4.32%	-1.62%	4.85%	4.19%
国防军工	2.16%	15.14%	2.15%	-12.02%	2.47%	-5.74%	2.54%	-6.13%	2.33%	2.33%
汽车	9.22%	13.27%	7.20%	3.35%	7.22%	5.32%	3.60%	2.23%	3.78%	2.14%
商贸零售	3.86%	-0.79%	4.04%	-5.94%	3.98%	0.90%	3.89%	-0.88%	3.94%	3.94%
餐饮服务	0.91%	9.42%	0.99%	7.43%	0.65%	11.22%	0.67%	-6.69%	0.80%	0.80%
家用电器	1.34%	-0.16%	3.80%	1.47%	-4.80%	1.24%	11.12%	1.31%	7.87%	1.34%
纺织服装	1.92%	7.01%	1.90%	2.80%	1.21%	2.84%	1.17%	5.24%	1.17%	0.95%
医药	3.74%	12.22%	-0.53%	12.70%	4.60%	12.58%	4.73%	12.31%	0.74%	1.09%
食品饮料	7.58%	2.38%	-0.12%	2.23%	-0.08%	2.67%	11.10%	16.39%	2.70%	1.90%
农林牧渔	3.81%	15.87%	1.89%	-1.84%	0.88%	3.82%	0.88%	7.02%	4.00%	1.90%
银行	-3.50%	-1.24%	3.79%	12.24%	13.77%	6.33%	0.72%	0.72%	1.73%	1.73%
非银行金融	0.75%	-25.86%	0.79%	14.79%	0.68%	-3.53%	0.68%	4.96%	0.72%	0.72%
房地产	5.24%	8.16%	2.61%	5.96%	0.98%	7.44%	10.85%	7.27%	-1.44%	2.80%
交通运输	4.27%	2.73%	4.78%	-0.54%	3.08%	-5.69%	3.12%	0.03%	3.12%	3.81%
电子元件	6.53%	5.38%	5.33%	22.95%	5.81%	2.72%	13.51%	6.64%	2.76%	17.79%
通信	3.38%	-0.05%	2.98%	4.78%	6.47%	3.24%	0.87%	3.09%	2.51%	1.62%
计算机	6.11%	-17.36%	6.02%	13.02%	6.82%	6.66%	-4.46%	9.80%	5.86%	1.46%
传媒	2.71%	-17.22%	2.53%	4.48%	5.87%	2.70%	-1.86%	2.77%	-8.89%	1.47%
综合	1.80%	-1.23%	1.61%	-11.46%	1.73%	4.17%	1.71%	-3.01%	1.71%	1.73%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 41：国泰大健康重仓股行业配置偏好性统计图

中信行业分类	2016/06		2016/09		2016/12		2017/03		汇总	
	基金	行业超	基金	行业超	基金	行业超	基金	行业超	重仓	行业指数
石油石化	1.57%	1.30%	1.53%	1.97%	1.53%	11.24%	1.57%	-9.70%	1.57%	1.55%
煤炭	0.78%	9.11%	0.81%	12.17%	0.86%	-7.52%	0.93%	-8.71%	0.85%	0.85%
有色金属	2.31%	4.51%	2.19%	4.21%	2.53%	-4.75%	2.64%	-12.09%	2.64%	2.41%
电力及公用事业	4.40%	1.62%	4.42%	1.63%	3.40%	-2.45%	7.34%	0.30%	2.68%	3.83%
钢铁	1.21%	2.67%	1.21%	10.45%	1.10%	7.62%	1.19%	-10.34%	1.19%	1.18%
基础化工	1.65%	6.46%	1.72%	5.80%	2.03%	-3.45%	2.04%	-8.12%	1.86%	1.86%
建筑	3.26%	3.07%	20.63%	3.44%	16.03%	22.32%	4.70%	3.38%	27.21%	4.81%
建材	0.42%	8.82%	5.91%	0.47%	7.66%	0.44%	0.52%	-6.17%	1.1%	1.48%
轻工制造	4.27%	4.27%	4.59%	-4.02%	-8.72%	3.3%	6.22%	2.77%	1.55%	1.55%
机械	10.51%	2.75%	3.02%	6.96%	2.66%	7.84%	7.40%	-2.80%	-4.88%	2.90%
电气设备	1.42%	2.83%	1.48%	1.84%	1.66%	-3.59%	1.64%	-9.39%	1.64%	1.64%
国防军工	10.40%	2.16%	7.60%	2.08%	-3.71%	2.18%	2.94%	2.20%	-18.46%	2.20%
汽车	3.27%	4.89%	3.36%	1.99%	3.69%	-1.54%	3.86%	-5.60%	3.86%	3.86%
商贸零售	1.41%	2.43%	1.48%	2.68%	1.46%	-0.47%	1.38%	-10.11%	1.38%	1.43%
餐饮服务	0.42%	-5.02%	0.41%	0.82%	0.41%	-6.77%	0.45%	-5.69%	0.45%	0.43%
家用电器	2.93%	7.29%	3.16%	3.20%	3.57%	3.82%	4.10%	10.26%	3.44%	3.44%
纺织服装	0.57%	-1.76%	0.55%	6.49%	0.39%	-4.15%	0.36%	-10.04%	0.36%	0.46%
医药	19.79%	5.72%	4.79%	13.67%	6.01%	0.87%	20.94%	5.18%	-6.19%	17.45%
食品饮料	5.03%	5.78%	4.90%	-1.97%	4.80%	2.59%	5.40%	3.36%	5.40%	5.03%
农林牧渔	0.61%	0.73%	0.57%	1.28%	0.78%	-3.78%	0.72%	-14.62%	0.72%	0.67%
银行	18.49%	2.39%	18.45%	-3.32%	17.83%	3.35%	17.61%	-2.48%	15.68%	15.68%
非银行金融	17.66%	3.84%	17.36%	4.61%	17.62%	-6.00%	16.65%	-2.17%	16.65%	17.32%
房地产	5.76%	4.61%	6.07%	1.94%	5.43%	-5.02%	5.18%	-6.61%	5.18%	5.61%
交通运输	3.49%	-3.75%	3.39%	1.22%	3.25%	-2.13%	3.27%	-1.38%	3.27%	3.35%
电子元件	20.63%	2.81%	9.38%	13.91%	3.03%	1.67%	14.15%	3.18%	-6.67%	19.84%
通信	1.98%	8.15%	16.29%	1.96%	0.32%	11.02%	2.34%	-8.06%	11.02%	3.59%
计算机	11.13%	2.94%	5.31%	2.60%	-0.05%	2.79%	-15.13%	2.42%	-10.07%	1.1%
传媒	4.35%	-2.80%	3.99%	-3.68%	3.69%	-11.13%	3.42%	-10.16%	3.42%	3.86%
综合	0.64%	9.70%	0.73%	-0.16%	0.52%	-3.87%	0.50%	-6.21%	0.50%	0.60%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

针对国泰成长优选基金，基金经理偏好于电子元器件、基础化工、电力设备等行业的股票。此外，2016 年 1 季度及以前，基金经理还青睐于电力及公用事业、机械、汽车、房地产、计算机等行业的股票。同时，整体上不同时期的重仓股所属行业相对于中证 500 指数的超额收益表现较为优异。

针对国泰大健康基金，基金经理偏好于医药、电子元器件、建筑、机械和通信等行业的股票。此外，2016 年 2 季度以来，基金经理还青睐于电力及公用事业、国防军工和计算机等行业的股票。同时，整体上不同时期的重仓股所属行业相对于沪深 300 指数的超额收益表现较好。

图 42：国泰金马稳健回报重仓股行业配置偏好性统计图

中信行业分类	2016/06		2016/09		2016/12		2017/03		汇总	
	基金	行业超	基金	行业超	基金	行业超	基金	行业超	重仓	行业指数
石油石化	1.57%	1.30%	1.53%	1.97%	1.53%	11.24%	1.57%	-9.70%	1.57%	1.55%
煤炭	0.78%	9.11%	0.81%	12.17%	0.86%	-7.52%	0.93%	-8.71%	0.85%	0.85%
有色金属	2.31%	4.51%	2.19%	4.21%	2.53%	-4.75%	2.64%	-12.09%	2.64%	2.41%
电力及公用事业	4.40%	1.62%	4.42%	1.63%	3.40%	-2.45%	5.88%	3.23%	0.69%	3.83%
钢铁	1.21%	2.67%	1.21%	10.45%	1.10%	7.62%	1.19%	-8.01%	1.19%	1.18%
基础化工	1.65%	6.46%	1.72%	5.80%	2.03%	-3.45%	2.04%	-8.12%	1.86%	1.86%
建筑	3.26%	3.07%	20.63%	3.44%	16.03%	22.32%	4.70%	3.38%	27.21%	4.81%
建材	0.42%	8.82%	5.91%	0.47%	7.66%	0.44%	0.52%	-6.17%	1.1%	1.48%
轻工制造	4.27%	4.27%	4.59%	-4.02%	-8.72%	3.3%	6.22%	2.77%	1.55%	1.55%
机械	10.56%	2.75%	3.02%	6.96%	2.66%	7.84%	7.40%	-2.80%	-4.88%	2.90%
电气设备	3.62%	1.42%	2.83%	1.48%	1.84%	1.66%	-3.59%	1.64%	-9.39%	1.64%
国防军工	11.51%	2.16%	7.60%	2.08%	-3.71%	2.18%	2.94%	2.20%	-18.46%	2.20%
汽车	3.27%	4.89%	3.36%	1.99%	3.69%	-1.54%	3.86%	-5.60%	3.86%	3.86%
商贸零售	1.41%	2.43%	1.48%	2.68%	1.46%	-0.47%	1.38%	-10.11%	1.38%	1.43%
餐饮服务	0.42%	-5.02%	0.41%	0.82%	0.41%	-6.77%	0.45%	-5.69%	0.45%	0.43%
家用电器	2.93%	7.29%	3.16%	3.20%	3.57%	3.82%	4.10%	9.72%	3.44%	3.44%
纺织服装	0.57%	-1.76%	0.55%	6.49%	0.39%	-4.15%	0.36%	-10.04%	0.36%	0.46%
医药	19.79%	5.72%	4.79%	13.67%	6.01%	0.87%	20.94%	5.18%	-6.19%	17.45%
食品饮料	5.03%	5.78%	4.90%	-1.97%	4.80%	2.59%	5.40%	3.36%	5.40%	5.03%
农林牧渔	0.61%	0.73%	0.57%	1.28%	0.78%	-3.78%	0.72%	-14.62%	0.72%	0.67%
银行	18.49%	2.39%	18.45%	-3.32%	17.83%	3.35%	17.61%	-2.48%	15.68%	15.68%
非银行金融	17.66%	3.84%	17.36%	4.61%	17.62%	-6.00%	16.65%	-2.17%	16.65%	17.32%
房地产	5.76%	4.61%	6.07%	1.94%	5.43%	-5.02%	5.18%	-6.61%	5.18%	5.61%
交通运输	3.49%	-3.75%	3.39%	1.22%	3.25%	-2.13%	3.27%	-1.38%	3.27%	3.35%
电子元件	20.63%	2.81%	9.38%	13.91%	3.03%	1.67%	14.15%	3.18%	-6.67%	19.84%
通信	1.98%	8.15%	16.29%	1.96%	0.32%	11.02%	2.34%	-8.06%	11.02%	3.59%
计算机	11.99%	2.94%	5.31%	2.60%	-0.05%	2.79%	-15.13%	2.42%	-10.07%	1.1%
传媒	6.77%	4.35%	-2.80%	3.99%	-3.68%	3.69%	-11.13%	3.42%	-10.16%	3.42%
综合	0.64%	9.70%	0.73%	-0.16%	0.52%	-3.87%	0.50%	-6.21%	0.50%	0.60%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

针对国泰金马稳健回报基金，基金经理偏好于电子元器件、建筑、机械、医药、通信等行业的股票。此外，2016 年 2 季度以来，基金经理还青睐于电力及公用事业、食品饮料等行业的股票。同时，整体上不同时期的重仓股所属行业相对于沪深 300 指数的超额收益表现较好。

综上所述，基金经理在管理基金时，重仓股偏好于电子元器件、通信、计算机、机械和医药等中信一级行业的股票。具体地，2016 年以前，基金经理长期关注于电力及公用事业、机械、电力设备、通信、计算机等行业的股票；2016 年以来，基金经理青睐于建筑、机械、医药、电子元器件和通信等行业的股票。同时，整体上不同时期的重仓股所属行业相对沪深 300 或者中证 500 指数的超额收益表现较好。

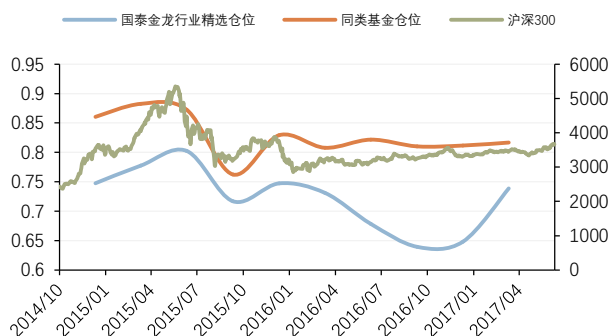
由此可知，基金经理在管理基金的持仓股票主要投资于制造业的股票，远高于同期沪深 300 或者中证 500 成份股在该行业上的分布权重。而重仓股偏好于电子元器件、通信、计算机、

机械和医药等中信一级行业的股票。基金经理能够很好地结合市场风格变化，及时调整投资行业方向，保证基金的良好业绩。

基金经理持股与交易偏好分析

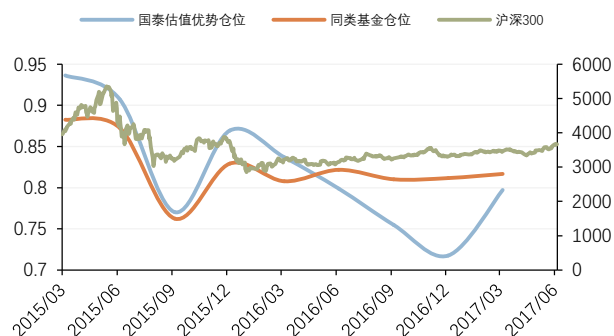
本节将基于基金季报公布持仓股票信息对基金经理的持股与交易偏好进行分析，主要从基金仓位变化、持股集中度、换手率、重仓股收益表现和因子暴露等方面进行展开。

图 43：国泰金龙行业精选历史股票仓位变化统计图



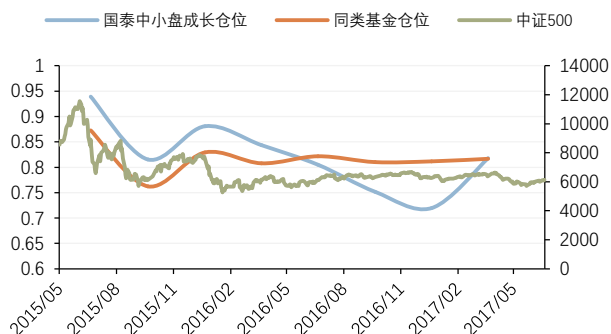
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 44：国泰估值优势历史股票仓位变化统计图



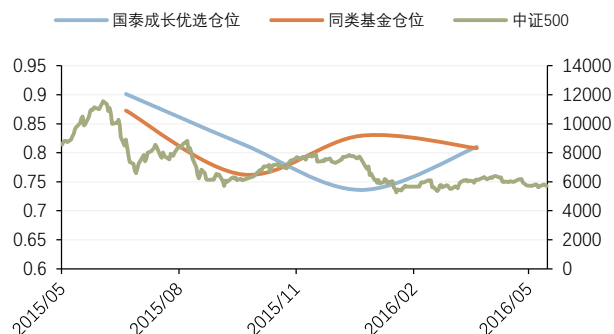
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 45：国泰中小盘成长历史股票仓位变化统计图



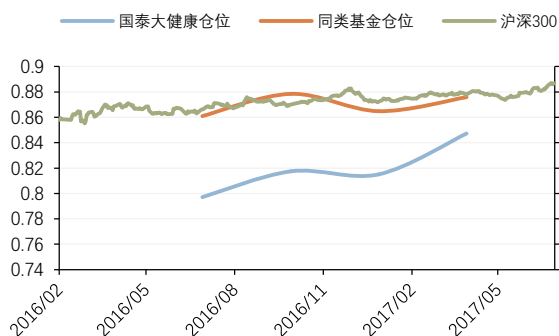
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 46：国泰成长优选历史股票仓位变化统计图



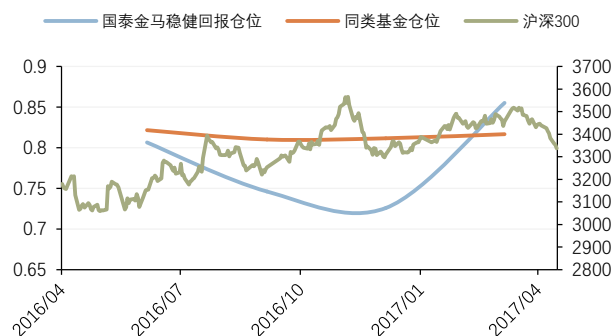
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 47：国泰大健康历史股票仓位变化统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 48：国泰金马稳健回报历史股票仓位变化统计图

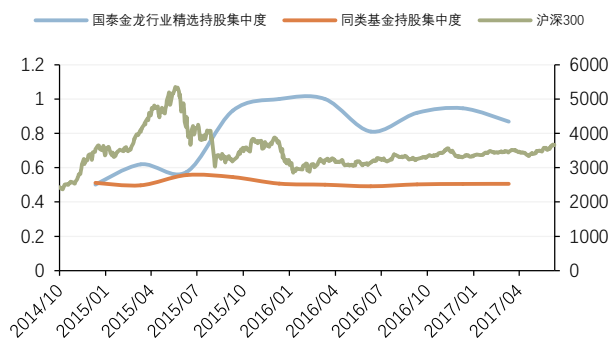


资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

在基金历史股票仓位变化方面，本文将选取基金的持仓股票总市值与基金资产净值的比例

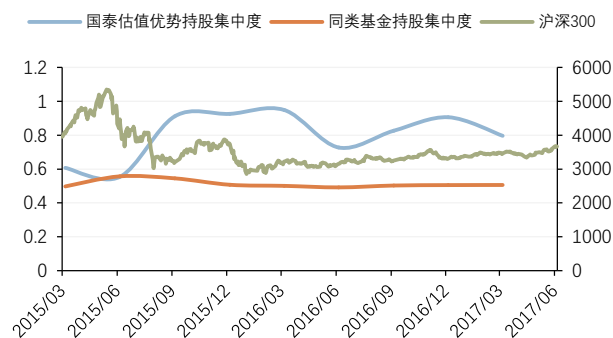
作为度量工具。此处将针对基金经理管理的国泰金龙行业精选、国泰估值优势、国泰中小盘成长、国泰成长优选、国泰大健康、国泰金马稳健回报 6 只基金进行研究。可以看到，各基金的同类基金仓位与沪深 300 和中证 500 的走势较为相近，即市场上涨时加仓，市场下跌时减仓。同时，国泰金龙行业精选基金自 2014 年 4 季度以来，基金仓位明显低于同类基金仓位；而其他基金在 2016 年 2 季度以前仓位略高于同期的同类基金仓位，在 2016 年 2 季度及以后基金仓位低于同期的同类基金仓位。特别地，2016 年 4 季度以来基金的仓位有所增加，已接近同类基金的仓位。

图 49：国泰金龙行业精选持股集中度变化统计图



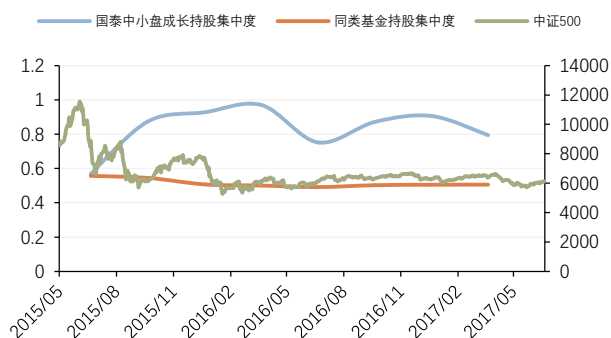
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 50：国泰估值优势持股集中度变化统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 51：国泰中小盘成长持股集中度变化统计图



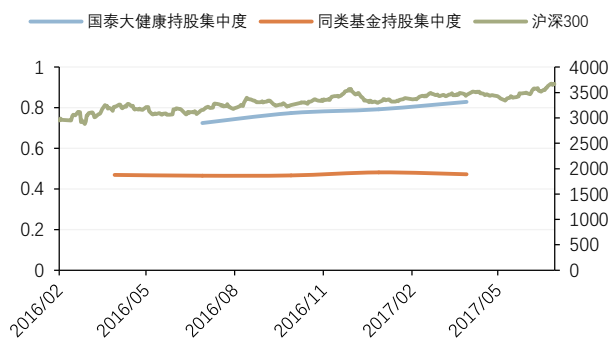
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 52：国泰成长优选持股集中度变化统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 53：国泰大健康持股集中度变化统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

截至日期：2017 年 6 月 30 日

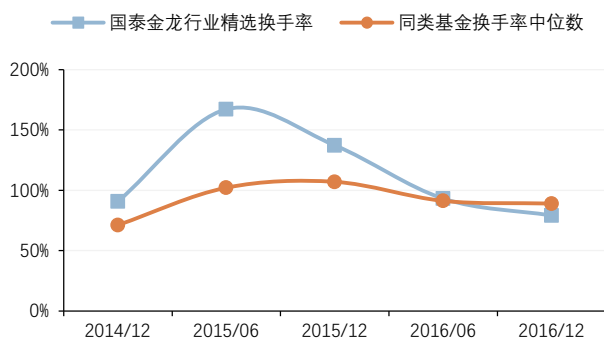
图 54：国泰金马稳健回报持股集中度变化统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

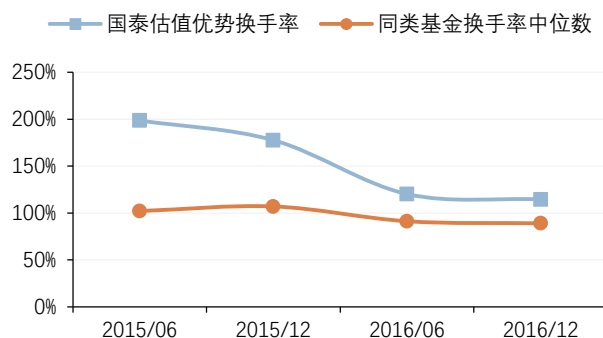
在基金重仓持股集中度方面，本文选择每期基金的前 10 大重仓股票市值与股票总市值的比例作为度量工具。可以看到，自 2015 年 3 季度以来，基金经理管理的 6 只基金的持股集中度明显高于同类基金，且持股集中度在不同时期整体维持在 80% 以上波动，甚至在局部出现过持股集中度接近 100%。可见，持股集中度高使得每期持股数量较少，有利于基金经理更好地管理基金持仓。

图 55：国泰金龙行业精选换手率变化曲线图



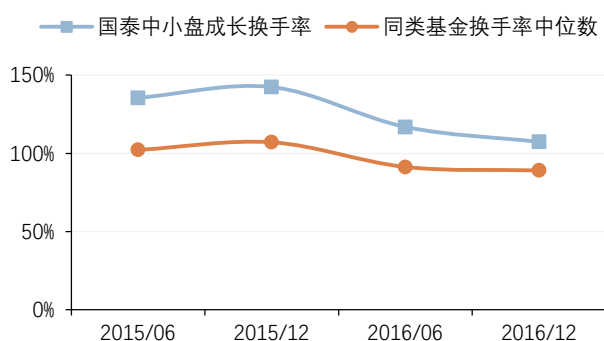
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 56：国泰估值优势换手率变化曲线图



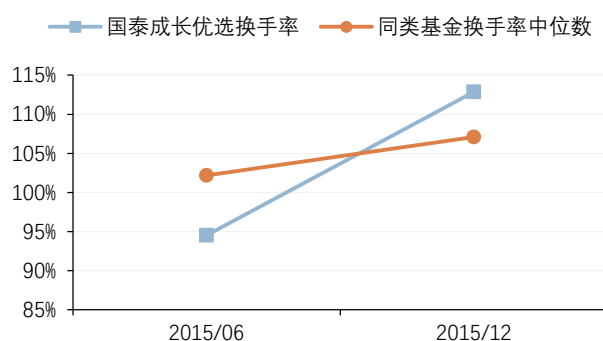
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 57：国泰中小盘成长换手率变化曲线图



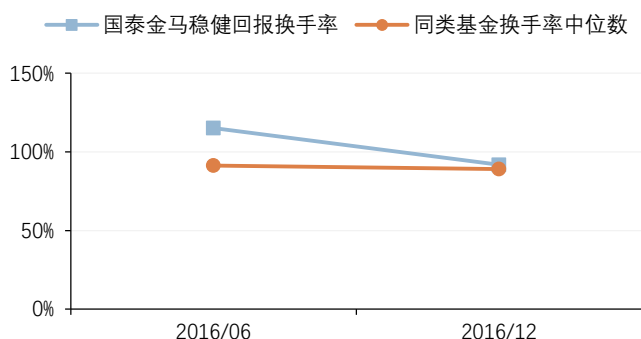
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 58：国泰成长优选换手率变化曲线图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 59：国泰金马稳健回报换手率变化曲线图



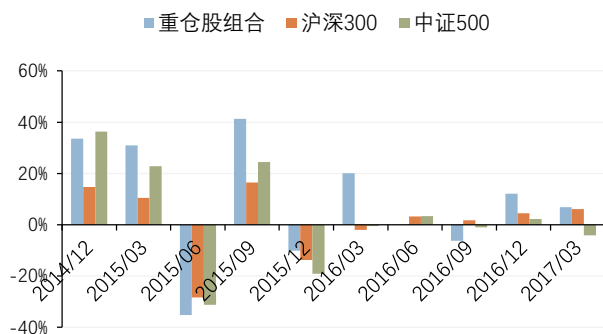
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

截至日期：2017 年 6 月 30 日

在基金换手率方面，本文选择每半年报（包括中报和年报）的报告期买入股票总成本与对应报告期资金资产累计净值的比值作为基金的换手率。本节将对基金经理管理的 5 只基金

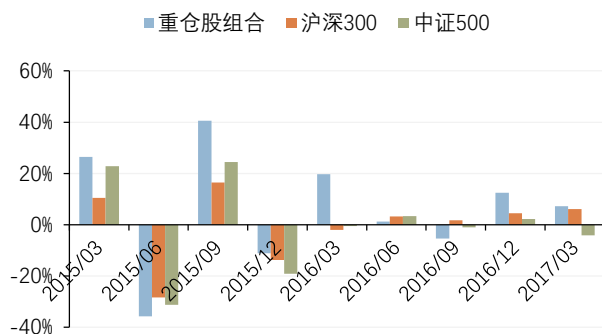
的换手率情况进行分析，并引入同类基金换手率的中位数进行对比，结果如上图所示。可以看到，基金整体上基金的换手率明显高于同类基金换手率中位数，且 2015 年 4 季度以来基金的换手率有所降低，当前与同类基金换手率中位数较为接近，表明基金经理股票操作更加稳定。

图 60：国泰金龙行业精选历史重仓股组合下季收益表现统计图



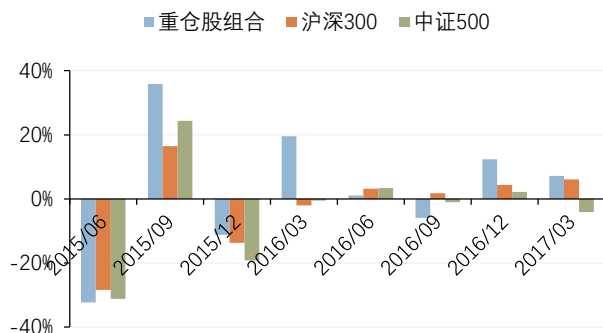
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 61：国泰估值优势历史重仓股组合下季收益表现统计图



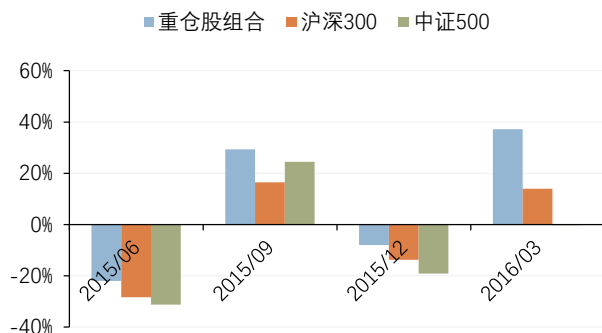
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 62：国泰中小盘成长历史重仓股组合下季收益表现统计图



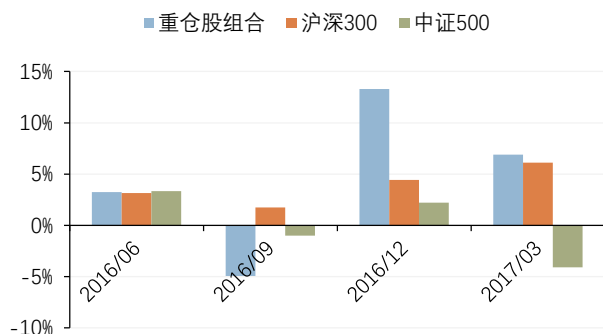
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 63：国泰成长优选历史重仓股组合下季收益表现统计图



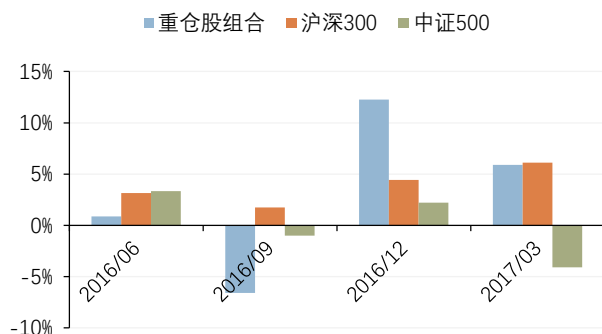
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 64：国泰大健康历史重仓股组合下季收益表现统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 65：国泰金马稳健回报历史重仓股组合下季收益表现统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

在基金重仓股收益表现方面，本文选取每期基金的前 10 大重仓股票按照股票持仓市值加权构建重仓股组合，考虑重仓股组合在未来一个季度的收益情况，并与同期的沪深 300 和中证 500 收益情况进行比对，结果如上图所示。可以看到，除 2014 年 4 季度、2016 年 2 季度和 3 季度外，其他季度的重仓股组合在下季度的收益表现明显优于同期市场指数。同

时，大多数季度重仓股组合在下季度可以取得显著的正收益。可见，基金经理在重仓股的选择上具有较强的能力，使得基金净值越发稳定。

在基金持仓因子暴露方面，本文选择流通市值（LNCAP）、市值（NLSIZE）、特异度（IVR）、短期反转（Ret1M）、换手率（STOM）、BP（BTOP）、非流动性冲击（ILLIQ）、净利润增速（QPGYOY），以及其行业中性化后的因子（以 ne- 开头）等 14 个因子构建了因子暴露研究指标体系。探究基金在每半年报（包括中报和年报）持仓股票的因子值与全市场因子值中位数的关系，以期发现基金相对全市场在不同因子上的风险暴露情况。其中，若为负向因子，则因子值越小越好；若为正向因子，则因子值越大越好。

表 4：因子暴露研究指标体系统计表

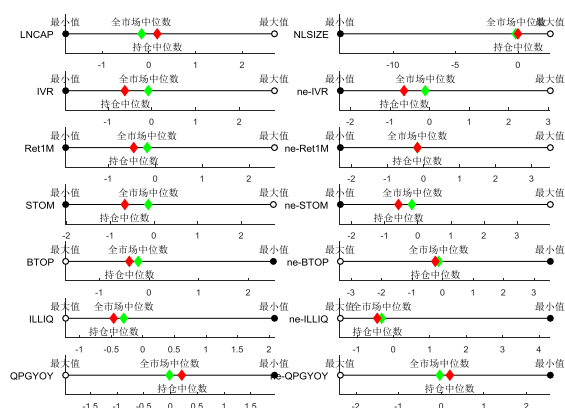
因子指标	因子代码	因子描述	因子方向
流通市值	LNCAP	对数市值	负向
市值	NLSIZE	市值立方对回归的残差	负向
特异度	IVR	三因素模型的拟合优度	负向
短期反转	Ret1M	过去 20 个交易日涨跌幅	负向
换手率	STOM	过去 20 个交易日日均换手率	负向
BP	BTOP	市净率(PB)倒数	正向
非流动性冲击	ILLIQ	过去 20 个交易日“每日涨跌幅绝对值/成交额”的均值	正向
净利润增速	QPGYOY	单季度净利润同比增长率	正向
相对特异度	ne-IVR	三因素模型的拟合优度(除以行业均值)	负向
相对短期反转	ne-Ret1M	过去 20 个交易日涨跌幅(除以行业均值)	负向
相对换手率	ne-STOM	过去 20 个交易日日均换手率(除以行业均值)	负向
相对 BP	ne-BTOP	市净率(PB)倒数(除以行业均值)	正向
相对非流动性冲击	ne-ILLIQ	过去 20 个交易日“每日涨跌幅绝对值/成交额”的均值(除以行业均值)	正向
相对净利润增速	ne-QPGYOY	单季度净利润同比增长率(除以行业均值)	正向

资料来源：天风证券研究所

本节将对基金经理管理期间国泰估值优势基金半年报持仓股票池的因子暴露情况进行分析，结果如下图所示。可以发现，在 2015 年中报阶段，基金在流通市值（LNCAP）、BP（BTOP）、非流动性冲击（ILLIQ）等因子上高于市场中位数；在特异度（IVR）、短期反转（Ret1M）、净利润增速（QPGYOY）、相对特异度（ne-IVR）等低于市场中位数；其他因子与市场中位数相近。在 2015 年年报阶段，基金在流通市值（LNCAP）、特异度（IVR）、短期反转（Ret1M）、相对特异度（ne-IVR）、相对短期反转（ne-Ret1M）等因子上高于市场中位数；在净利润增速（QPGYOY）等低于市场中位数；其他因子与市场中位数相近。在 2016 年中报阶段，基金在流通市值（LNCAP）、特异度（IVR）、短期反转（Ret1M）、BP（BTOP）、非流动性冲击（ILLIQ）等因子上高于市场中位数；在净利润增速（QPGYOY）等低于市场中位数；其他因子与市场中位数相近。在 2016 年年报阶段，基金在流通市值（LNCAP）、特异度（IVR）、短期反转（Ret1M）、非流动性冲击（ILLIQ）、相对特异度（ne-IVR）、相对短期反转（ne-Ret1M）等因子上高于市场中位数；在 BP（BTOP）、净利润增速（QPGYOY）、相对净利润增速（ne-QPGYOY）等低于市场中位数；其他因子与市场中位数相近。

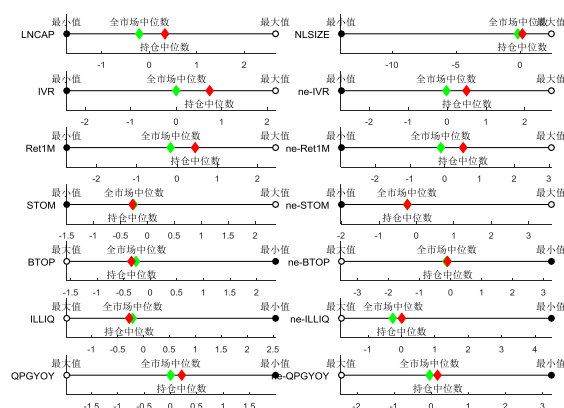
事实上，截至 2016 年底，持仓组合在市值上明显高于市场中位数，且有逐渐扩大的趋势，表明基金经理在大市值上暴露整体上高于市场；持仓组合在特异度上高于市场中位数，表明基金经理偏好于热门股票；持仓组合在非流动性冲击高于市场中位数，表明基金经理偏好流动性较弱的股票。

图 66：国泰估值优势因子暴露统计图（2015 年 6 月）



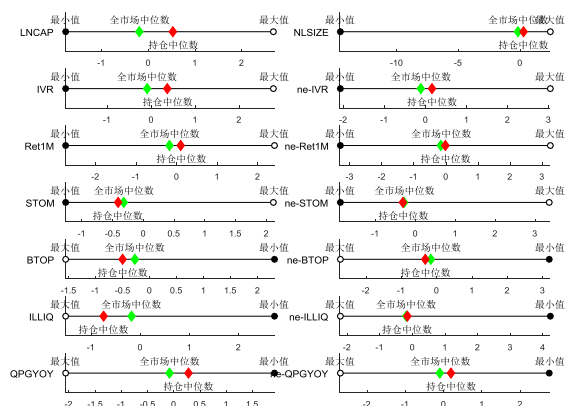
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 67：国泰估值优势因子暴露统计图（2015 年 12 月）



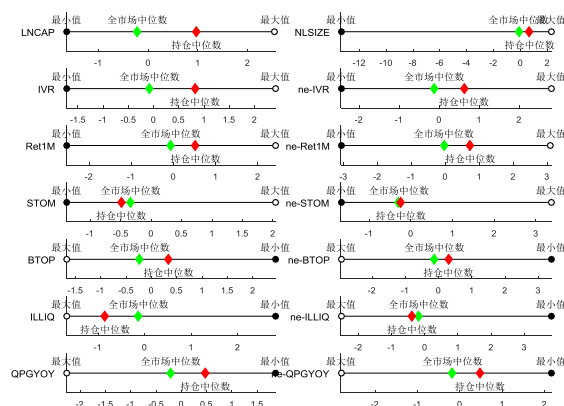
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 68：国泰估值优势因子暴露统计图（2016 年 6 月）



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 69：国泰估值优势因子暴露统计图（2016 年 12 月）



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

由此可知，基金经理持股集中度较高，且换手率高于同行业基金中位数，这有利于更好地依据市场走势动态调整基金仓位。同时，基金经理在重仓股选择上具有较强的能力，使得投资组合收益越发稳定。另外，持仓组合在市值上明显高于市场中位数，且有逐渐扩大的趋势，表明基金经理在大市值上暴露整体上高于市场；持仓组合在特异度上高于市场中位数，表明基金经理偏好于热门股票；持仓组合在非流动性冲击高于市场中位数，表明基金经理偏好流动性较弱的股票。

基金经理核心产品介绍

目前，基金经理正在管理 5 只基金，分别为国泰金龙行业精选、国泰估值优势、国泰中小盘成长、国泰大健康、国泰景气行业，均表现较好。其中，国泰估值优势基金管理时间长且业绩稳定，是基金经理最具代表性的基金产品之一。

国泰估值优势（160212.OF）基金成立于 2013 年 2 月 19 日，是国泰基金旗下一只偏股混合型基金。基金坚持价值投资理念和估值优势原则，采用“自上而下”与“自下而上”相结合的分析方法，精选具有竞争力及估值优势的优质公司，通过科学的组合管理，实现投资目标。截至 2017 年 6 月 30 日，基金规模达到 34.05 亿元。契约规定，该基金股票投资占基金资产的 60%-95%，适合具有一定风险承受能力的投资者持有。

表 5：产品基本信息介绍

基金简称	国泰估值优势					
基金代码	160212.OF					
基金管理人	国泰基金					
基金托管人	中国工商银行					
资产配置比例	本基金转换为上市开放式基金(LOF)后, 股票投资占基金资产的 60%-95%; 债券、货币市场工具、现金、权证、资产支持证券以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他证券品种占基金资产的 5%-40%, 其中, 本基金在封闭期后保留不低于基金资产净值的 5% 的现金或到期日在一年以内的政府债券。					
业绩比较基准	沪深 300 指数收益率*80%+中证全债指数收益率*20%					
费率结构	申购金额	认购费率	申购费率 (场外)	申购费率 (场内)	持有期限	赎回费率
	金额<100 万	-	1.50%	1.50%		
	100 万<=金额<500 万	-	1.20%	1.20%	-	0.50%
	500 万<=金额<1000 万	-	0.80%	0.80%		
	1000 万<=金额	-	1000 元/笔	1000 元/笔		
管理费			1.50%	托管费		
				0.25%		

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

国泰估值优势基金作为国泰基金旗下重要的偏股混合型基金，四年多时间内经历 3 位基金经理的管理，均超越基准回报取得了不俗的表现。本节将对近年来国泰估值优势基金在不同阶段的业绩表现进行了分析，结果如下表所示。具体地可以发现：

表 6：国泰估值优势产品不同阶段业绩表现统计表

	今年以来		近一季		近半年		仅一年		近两年		近三年		成立以来	
指标	基金值	同类排名	基金值	同类排名	基金值	同类排名	基金值	同类排名	基金值	同类排名	基金值	同类排名	基金值	同类排名
累计收益率	20.91%	25/505	8.67%	57/519	20.91%	25/505	20.91%	42/493	49.13%	1/461	192.23%	1/439	222.97%	5/396
年化收益率	46.20%	25/505	39.43%	57/519	46.20%	25/505	20.91%	42/493	22.12%	1/461	42.97%	1/439	30.40%	5/396
年化波动率	15.44%	442/505	18.25%	484/519	15.44%	442/505	14.52%	391/493	34.72%	367/461	33.78%	359/439	30.50%	325/396
最大回撤	7.34%	257/505	7.34%	306/519	7.34%	257/505	10.58%	211/493	29.54%	82/461	46.66%	150/439	46.66%	137/396
夏普比率	2.797	53/505	1.996	118/519	2.797	53/505	1.233	69/493	0.551	2/461	1.183	9/439	0.898	10/396
Calmar 比率	6.298	70/505	5.375	122/519	6.298	70/505	1.977	77/493	0.749	1/461	0.921	11/439	0.652	9/396

注：此表统计了该基金成立以来在不同阶段的业绩表现情况。特别地，此处以月度数量对累计收益率进行年化的，与前面略有不同，其中当基金初始成立日非月初时当月按照一个月计算。年化无风险收益率为 3%。截至日期：2017 年 6 月 30 日。

资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

在收益率方面，国泰估值优势在各阶段明显优于同类基金产品。国泰估值优势各阶段的年化收益率均为正，同时，长期内基金的排名基本位于同类产品的 前 25 名以内，表现较为抢眼。

在年化波动率方面，与其他同类基金产品相比，国泰估值优势在各阶段均处于较低水平。近一年以内，国泰估值优势的年化波动率基本为 15% 左右；而两年以上，国泰估值优势的年化波动率在 30% 左右。国泰估值优势的年化波动率在不同阶段排名约介于 350-450 名之间。

在最大回撤方面，与其他同类基金产品相比，国泰估值优势在各阶段均处于中等水平。近一年以内，国泰估值优势的最大回撤基本控制在 10% 以内；而两年以上，国泰估值优势的最大回撤在 30% 以上。国泰估值优势的最大回撤在不同阶段排名约介于 250-300 名之间。

在夏普比率方面，与其他同类基金产品相比，国泰估值优势在各阶段均处于较高水平。国泰估值优势的夏普比率基本在 1 以上，今年以来基金的夏普比率甚至达到了 2.797。自成

立以来国泰估值优势的夏普比率与同类型基金产品相比处于第 10 名，持续到现在仍具有较强的竞争力。

在 Calmar 比率方面，与其他同类基金产品相比，国泰估值优势在各阶段均处于较高水平。今年以来，国泰估值优势的 Calmar 比率为 6.298，排名为 70/505 位。而针对近两年以上时，国泰估值优势的 Calmar 比率基本维持在 10 名以内，收益风险比较高。

同时，近年来随着公募基金大爆发，国泰基金管理规模较大，同时排名也较为稳定，表现抢眼。可见，国泰基金良好的发展潜力，为投资者更好地投资国泰估值优势基金提供了坚实的保障。

综上可见基金经理管理的国泰估值优势基金自成立以来在不同阶段收益具有较强的稳定性，可投资价值较高，适合具备一定风险承受能力的投资者买入并持有。

特别地，国泰估值优势基金为偏股混合型基金，股票资产占基金资产比例较高，适合具备一定风险承受能力的投资者持有；基金经理的选股能力和仓位控制能力较强，但是择时能力和风险控制能力较弱，基金在局部时间内可能出现较大波动；基金持股集中度较高，市场结构的调整也可能会使得基金净值出现较大波动。

总结

本文通过对国泰基金的基金经理投资能力进行深度分析，发现：

基金经理的业绩管理能力突出且业绩稳定，具备良好的风险控制能力，在保证基金高收益的同时可以有效控制风险，使得基金产品的收益风险比与同类基金相比排名较高。同时，基金经理在下跌市场行情下具有更好的业绩表现。

通过 T-M 模型可知，基金经理具备较强的选股能力，而择时能力正在不断增强。同时，基金经理主要通过选股能力而非择时能力获取跑赢市场的超额收益。

通过投资风格分析模型可知，基金经理在把握市场风格轮动和市场环境变动等方面具有良好的能力。2016 年及以前基金重仓小盘成长类股票，而 2017 年以来先后转换重仓了大盘价值和大盘成长，有效避免了近期市场小市值风格因子失效带来的损失，保证了基金净值的平稳增长。

基金经理具备良好的行业选择能力，所偏好的行业整体上相对同期沪深 300 或者中证 500 超额收益表现出色。而重仓股偏好于电子元器件、通信、计算机、机械和医药等中信一级行业的股票。基金经理能够很好地结合市场风格变化，及时调整投资行业方向，保证基金的良好业绩。

基金经理持股集中度较高，且换手率高于同行业基金中位数，这有利于更好地依据市场走势动态调整基金仓位。同时，基金经理在重仓股选择上具有较强的能力，使得投资组合收益越发稳定。另外，持仓组合在市值上明显高于市场中位数，且有逐渐扩大的趋势，表明基金经理在大市值上暴露整体上高于市场；持仓组合在特异度上高于市场中位数，表明基金经理偏好于热门股票；持仓组合在非流动性冲击高于市场中位数，表明基金经理偏好流动性较弱的股票。

此外，国泰估值优势基金作为国泰基金旗下重要的偏股混合型基金，自成立以来在不同阶段收益具有较强的稳定性，可投资价值较高，适合具备一定风险承受能力的投资者买入并持有。

风险提示

本报告为基金经理历史投资业绩分析，基金管理变动和市场结构调整等因素皆有可能使得

其管理的基金投资价值失效。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com