

# 金融工程

证券研究报告

2017 年 07 月 06 日

## FOF 专题研究（一）：

### 银华中小盘精选偏股混合型基金

#### 基金经理管理业绩分析

李晓星先生自 2015 年 7 月份担任基金经理以来，共管理了 2 只基金产品，分别为银华中小盘精选和银华盛世精选基金。统计发现，截至 2017 年 5 月 31 日，银华中小盘精选基金在其任职期间的累计回报为 25.12%，对应同类型基金产品排名的第 31/461 位；银华盛世精选基金在其任职期间的累计回报为 16.76%，对应同类型基金产品排名的第 18/1332 位。同时，管理期间两只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。

#### 基金经理能力与偏好分析

研究发现，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处于同类基金产品的前列。同时，基金经理在下跌市场行情下具有更好的业绩。

通过 T-M 模型分析可知，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，李晓星先生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，尤其是 2017 年以来重仓大盘成长而轻仓小盘成长，有效地避免了近期因小市值风格因子失效带来的损失。

基金经理具备良好的行业选择能力，偏好于电力及公共事业、医药、电子元器件、轻工制造、电力设备等行业的股票，能够依据市场行业轮动及时调整行业配置，保证基金具有持续稳定的超额收益。

基金经理善于依据市场走势动态调整基金仓位，注重分散化资产配置和分散化投资风险，保证基金净值的平稳增加。同时，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，基金经理的持仓组合在市值上低于市场中位数，表明基金经理在小市值上暴露整体高于市场；持仓组合在特异度上低于市场中位数，表明基金经理偏好于冷门股票；持仓组合在非流动性冲击大于市场中位数，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

李晓星先生管理的银华中小盘精选基金作为银华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，适合具备高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-国债期货组合趋势策略：以损定量，顺势加仓》  
2017-06-19
- 2 《金融工程：专题报告-量化选股模型：戴维斯双击！》 2017-06-18
- 3 《金融工程：专题报告-国债期货展期价差交易》 2017-05-25
- 4 《金融工程：专题报告-基于高管增持事件的投资策略》 2017-05-14
- 5 《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
- 6 《金融工程：专题报告-预知业绩能有多少超额收益？》 2017-04-16
- 7 《金融工程：专题报告-策略的趋势过滤》 2017-03-22
- 8 《金融工程：专题报告-日间趋势策略初探》 2017-03-10
- 9 《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
- 10 《金融工程：专题报告-定增节点收益全解析》 2017-03-06
- 11 《金融工程：专题报告-潜伏 ST 摘帽》 2017-03-06
- 12 《金融工程：专题报告-量化 CTA 策略概述》 2017-02-14
- 13 《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.....	4
2. 基金经理业绩管理能力分析 .....	4
3. 基金经理风险控制能力分析 .....	6
4. 基金经理选股和择时能力分析 .....	7
5. 基金经理投资风格分析.....	9
6. 基金经理行业偏好分析.....	10
7. 基金经理持股与交易偏好分析 .....	11
8. 基金经理核心产品介绍.....	14
9. 总结 .....	16
10. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：基金经理任职期间净值走势图 .....	4
图 2：李晓星基金指数走势图 .....	5
图 3：银华中小盘精选同类基金比较箱线图 .....	7
图 4：银华盛世精选同类基金比较箱线图 .....	7
图 5：银华中小盘精选选股能力变化曲线图 .....	8
图 6：银华中小盘精选择时能力变化曲线图 .....	8
图 7：银华盛世精选选股能力变化曲线图 .....	9
图 8：银华盛世精选择时能力变化曲线图 .....	9
图 9：银华中小盘精选大小盘风格统计图 .....	10
图 10：银华盛世精选大小盘风格统计图 .....	10
图 11：银华中小盘精选行业配置偏好性统计图 .....	10
图 12：银华中小盘精选重仓股行业配置偏好性统计图 .....	11
图 13：银华中小盘精选历史股票仓位变化统计图 .....	12
图 14：银华中小盘精选持股集中度变化统计图 .....	12
图 15：银华中小盘精选换手率变化曲线图 .....	12
图 16：银华中小盘精选历史重仓股组合下季收益表现统计图 .....	12
图 17：银华中小盘精选因子暴露统计图（2015 年 12 月） .....	14
图 18：银华中小盘精选因子暴露统计图（2016 年 6 月） .....	14
图 19：银华中小盘精选因子暴露统计图（2016 年 12 月） .....	14
表 1：基金经理任职期间业绩统计表 .....	4
表 2：基金经理任职期间管理产品同类比较统计表 .....	6
表 3：银华中小盘精选基金上涨下跌行情下收益情况统计表 .....	7
表 4：银华盛世精选基金上涨下跌行情下收益情况统计表 .....	7
表 5：因子暴露研究指标体系统计表 .....	13

表 6：产品基本信息介绍.....15

表 7：银华中小盘精选基金在不同阶段业绩表现统计表.....15

## 1. 基金经理基本信息介绍

基金经理李晓星先生，2006 年至 2010 年期间任职于 ABB 有限公司，历任运营发展部运营顾问，集团审计部高级审计师等职务；2011 年 2 月加盟银华基金管理有限公司，历任行业研究员、基金经理助理职务；2015 年 7 月起任银华中小盘精选股票型证券投资基金基金经理，以及 2016 年 7 月起担任银华盛世精选灵活配置混合型发起式证券投资基金基金经理。

李晓星先生虽然担任基金经理时间较短，但是所管理的基金产品业绩均较好。截至 2017 年 5 月 31 日，银华中小盘精选基金在其任职期间的累计回报为 25.12%，对应同类型基金产品排名的第 31/461 位；银华盛世精选基金在其任职期间的累计回报为 16.76%，对应同类型基金产品排名的第 18/1332 位。同时，李晓星先生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，是一名优秀的基金管理人。

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 <sup>①</sup>	沪深 300 涨跌幅	中证 500 涨跌幅
银华基金	银华中小盘精选	偏股混合型	2015/07/07	-	25.12%	12.34%	31/461	-12.65%	-19.51%
	银华盛世精选	灵活配置型	2016/12/22	-	16.76%	42.99%	18/1332	4.62%	-8.25%

截至日期：2017 年 5 月 31 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

## 2. 基金经理业绩管理能力分析

在李晓星先生担任基金经理以来，所管理基金产品的走势明显优于市场基金总指数。银华中小盘精选基金在 2015 年 7 月 7 日至 2017 年 5 月 31 日间，复权单位净值整体明显优于同期混合型基金总指数，基金除了在 2016 年 1 月份出现较大回撤外，其他阶段均维持着平缓上升的态势。事实上，2016 年 1 月份股票市场推出熔断机制，相关产品净值普遍出现下跌。而银华盛世精选基金自从 2016 年 12 月 22 日成立以来，净值表现一直很强势，预计年化收益率将高达 42.99%。由此可见，李晓星先生的基金管理能力突出且业绩稳定。

图 1：基金经理任职期间净值走势图



截至日期：2017 年 5 月 31 日

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。

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。

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  $u_{t,k}$ <sup>②</sup>，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 5 月 31 日，李晓星先生管理过或正在管理的有银华中小盘精选和银华盛世精选两只基金产品，其中银华中小盘精选基金的管理时间为 2015 年 7 月 7 日到 2017 年 5 月 31 日；银华盛世精选的管理时间为 2016 年 12 月 22 日到 2017 年 5 月 31 日。因此，本文将利用这两只基金的每日复权单位净值、每日基金份额等数据构建李晓星先生的基金指数，结果如下图所示。可以发现，李晓星基金指数明显跑赢混合型基金总指数。同时，结合上图中各个基金产品复权单位净值，可以看到李晓星基金指数与银华中小盘精选基金走势较为相近。事实上，一方面是由于另一只基金管理时间较短，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 2：李晓星基金指数走势图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

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。

### 3. 基金经理风险控制能力分析

本节将通过对李晓星先生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。李晓星先生管理的银华中小盘精选和银华盛世精选的收益风险统计结果如下表所示，可以发现：

在收益率方面，银华中小盘精选和银华盛世精选明显优于同类基金产品。其中，银华中小盘精选的年化收益率为 12.34%，而同类产品的年化收益率仅为 -1.51%，同类排名为 31/461 位；银华盛世精选的年化收益率为 42.99%，而同类产品的年化收益率仅为 3.02%，同类排名为 18/1332 位。

而在年化波动率和最大回撤方面，银华中小盘精选和银华盛世精选的风险偏高。其中，银华中小盘精选的年化波动率为 33.01%，而同类产品的年化波动率为 31.06%，同类排名为 305/461 位；银华盛世精选的年化波动率为 13.35%，而同类产品的年化波动率仅为 6.11%，同类排名为 1213/1332 位。

在夏普比率和 Calmar 比率方面，银华中小盘精选和银华盛世精选的风险与收益相匹配。其中，银华中小盘精选的夏普比率和 Calmar 比率分别为 0.283 和 0.393，而同类产品的夏普比率和 Calmar 比率分别为 -0.140 和 -0.015，同类排名均为 35/461 位；银华盛世精选的夏普比率和 Calmar 比率分别为 2.995 和 10.173，而同类产品的夏普比率和 Calmar 比率分别为 0.437 和 9.010，同类排名分别为 135/1332 位和 299/1332 位。

表 2：基金经理任职期间管理产品同类比较统计表

基金产品	指标	基金值	同类平均值	同类排名	混合型基金	沪深 300	中证 500
银华中小盘精选 (2015/07/07-至今)	累计收益率	25.12%	-2.15%	31/461	3.55%	-12.65%	-19.51%
	年化收益率	12.34%	-1.51%	31/461	1.83%	-6.78%	-10.66%
	年化波动率	33.01%	31.06%	305/461	18.83%	26.23%	33.38%
	最大回撤	31.39%	33.30%	185/461	21.08%	32.87%	40.24%
	夏普比率	0.283	-0.140	35/461	-0.0623	-0.3729	-0.4094
	Calmar 比率	0.393	-0.015	35/461	0.0867	-0.2064	-0.2650
银华盛世精选 (2016/12/22-至今)	累计收益率	16.76%	0.96%	18/1332	0.32%	4.62%	-8.25%
	年化收益率	42.99%	3.02%	18/1332	0.75%	10.99%	-18.01%
	年化波动率	13.35%	6.11%	1213/1332	5.13%	8.24%	13.29%
	最大回撤	4.23%	4.09%	846/1332	3.14%	5.11%	13.04%
	夏普比率	2.995	0.437	135/1332	-0.4386	0.9703	-1.5807
	Calmar 比率	10.173	9.010	299/1332	0.2389	2.1510	-1.3817

截至日期：2017 年 5 月 31 日；年化无风险收益率为 3%。

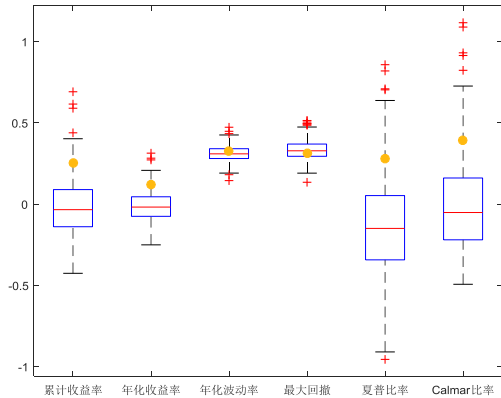
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

下面两图中绘制了银华中小盘精选和银华盛世精选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。

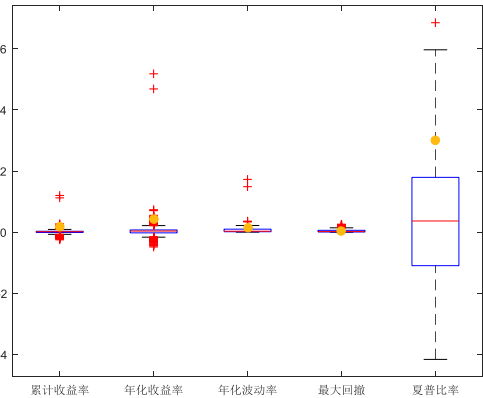
可以发现，银华中小盘精选在累计收益率、年化收益率、夏普比率和 Calmar 比率方面，均位于同类型基金的前 25% 以内，而年化波动率位于同类型基金的后 50%，最大回撤位于同类型基金的前 50% 附近。而银华盛世精选在累计收益率和年化收益率位于同类型基金的前 5% 以内，夏普比率位于同类型基金的前 25% 以内，而年化波动率位于同类型基金的后 25%，最大回撤位于同类型基金的后 50% 以内。



图 3：银华中小盘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 4：银华盛世精选同类基金比较箱线图<sup>③</sup>

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市和下跌市行情下的收益情况进行统计。特别的，此处对上涨下跌市的划分主要是参考万得全 A 指数的走势情况进行划分的。李晓星先生管理的银华中小盘精选和银华盛世精选基金在上涨下跌行情下的收益表现如下面个表格。

表 3：银华中小盘精选基金上涨下跌行情下收益情况统计表

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	2015/07/07	2015/09/15	-22.48%	-17.17%
上涨市	2015/09/16	2015/11/25	40.87%	50.38%
下跌市	2015/11/26	2017/05/31	-17.00%	0.45%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

表 4：银华盛世精选基金上涨下跌行情下收益情况统计表

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	2016/12/22	2017/05/31	-4.49%	16.76%

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

可以发现，在 2015 年下半年的股灾期间，银华中小盘精选基金的净值是下跌的，但同期万得全 A 指数跌幅更大，使得基金仍具有显著的超额收益；而在 2015 年末以来的下跌市阶段，两只基金的净值均是增加的，同时明显跑赢万得全 A 指数；而在上涨市阶段，银华中小盘精选基金依然跑赢了万得全 A 指数。

由此可见，李晓星先生具备良好的风险控制能力，在保证基金高收益的同时有效控制风险，使得基金产品的收益风险比处于同类基金产品的前列。同时，李晓星先生在下跌市场行情下具有更好的业绩。

## 4. 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 Mauzy, 1966)，即

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

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。为了更好地展现银华盛世精选的业绩同类比较，本文在此处没有绘制 Calmar 比率指标信息。

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； $\varepsilon_p$  为随机误差项； $\alpha$  为基金的超额收益； $\beta_1$  为基金组合所承担的系统性风险； $\beta_2$  为市场时机把握能力指标。

在模型中， $\beta_2$  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。

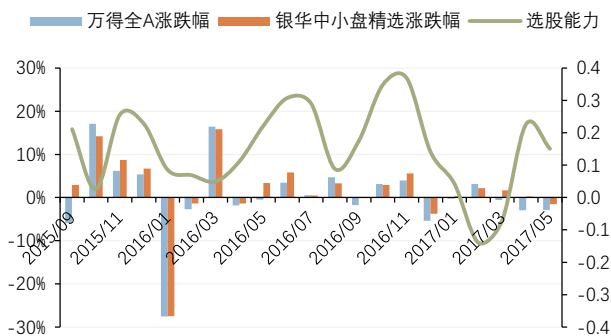
另外， $\alpha$  与市场走势无关，代表了基金的超额收益。 $\varepsilon_p$  为随机误差项，而  $\sigma^2(\varepsilon_p)$  可表示基金投资组合的非系统性风险。因此，我们可以用信息比率指标  $IR$  来度量基金经理的选股能力，即

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

$IR$  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。

本文将分别针对李晓星先生管理期间的银华中小盘精选和银华盛世精选基金，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  $\beta_2$ ，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。

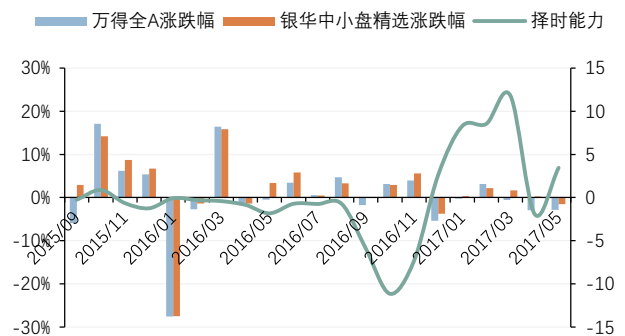
图 5：银华中小盘精选选股能力变化曲线图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

截至日期：2017 年 5 月 31 日

图 6：银华中小盘精选择时能力变化曲线图



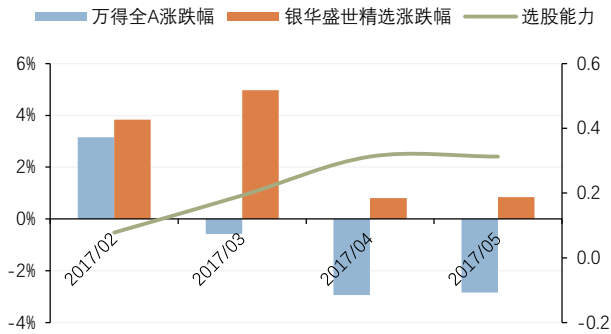
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

可以看到，整体上银华中小盘精选基金的每月涨跌幅明显大于万得全 A 指数，表明银华中小盘精选基金可以明显跑赢市场获取超额收益。同时，除 2017 年 2 月和 3 月外，其他月份的  $IR$  指标均大于 0，表明李晓星先生具备良好的选股能力。在 2016 年以前， $\beta_2$  值整体在 0 以下波动，表明择时能力并未给基金业绩贡献超额收益；今年以来， $\beta_2$  值整体在 0 以上波动，表明李晓星先生的择时能力正在逐渐增强。

银华盛世精选基金的每月涨跌幅整体上均明显大于万得全 A 指数，表明银华盛世精选基金可以明显跑赢市场获取超额收益。同时，每月的  $IR$  指标均大于 0 且在逐渐增大，表明李晓星先生具备良好的选股能力。目前， $\beta_2$  值正在逐渐减小，表明当前市场环境下，基金经理的择时能力会受到诸多挑战。

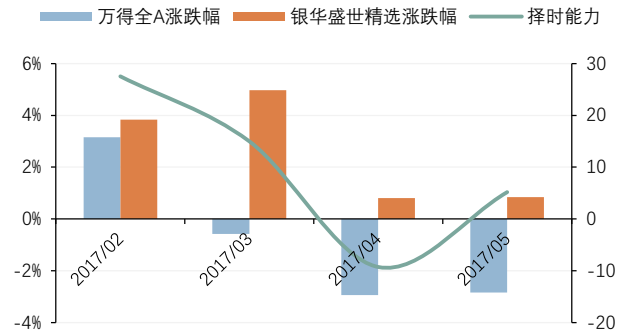


图 7：银华盛世精选选股能力变化曲线图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 8：银华盛世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

由此可见，李晓星先生具备较强的选股能力，而择时能力正在不断增强；同时，李晓星先生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。

## 5. 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

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

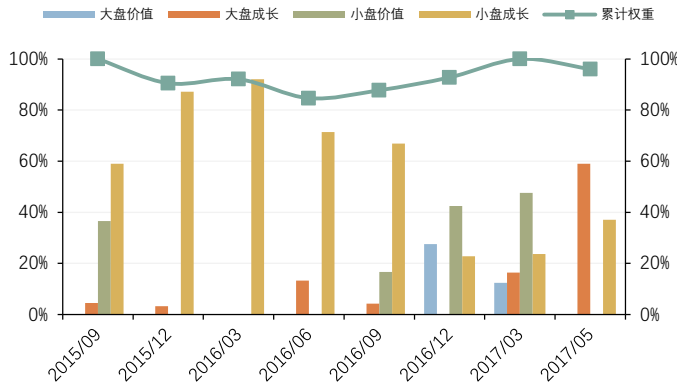
其中： $R_p$  为基金在各时期的复权单位净值收益率； $R_{f_k}$  ( $k = 1, 2, \cdots, K$ ) 为各时期的风格指数收益率； $\alpha$  为基金的超额收益； $w_k$  ( $k = 1, 2, \cdots, K$ ) 为风格指数上的投资权重； $\varepsilon$  为随机误差项。事实上，由于中国市场一般不允许做空股票，所以  $w_k$  ( $k = 1, 2, \cdots, K$ ) 会限制为非负。同时，由于仓位限制，所有风格指数的投资权重合计不应超过 1。即投资权重的约束为：

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

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，分别对银华中小盘精选和银华盛世精选基金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。

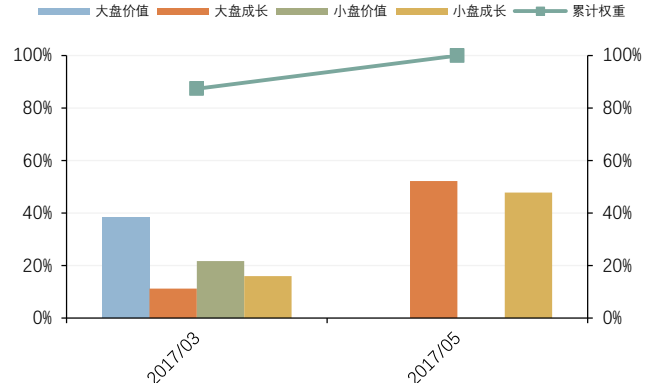
图 9：银华中小盘精选大小盘风格统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

截至日期：2017 年 5 月 31 日

图 10：银华盛世精选大小盘风格统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

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大盘成长和大盘价值。事实上，2017 年 4 月份以来重仓大盘成长而轻仓小盘成长，有效地避免了近期因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，基金经理李晓星先生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。

## 6. 基金经理行业偏好分析

本节将对李晓星先生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。由于银华盛世精选基金公布的季报数据有限，此处将以银华中小盘精选基金为例进行探究。

图 11：银华中小盘精选行业配置偏好性统计图

证监会行业分类	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
农林牧渔		1.36%		1.82%	6.64%	2.01%	2.36%	1.91%	9.67%	1.84%	5.07%	1.28%	1.23%	1.17%
采矿业		2.59%		3.17%		3.69%	7.84%	4.16%	1.12%	4.29%		3.84%	0.35%	3.80%
制造业	62.64%	59.76%	71.82%	59.39%	61.67%	59.33%	69.64%	59.57%	70.17%	59.61%	69.87%	61.89%	79.46%	62.81%
水电煤气	5.07%	3.27%	7.06%	3.00%		2.91%	1.08%	2.85%		2.96%		3.11%		2.95%
建筑业	1.31%	2.07%	0.41%	2.66%		2.88%		3.04%		3.32%	4.20%	2.85%	3.63%	2.87%
批发零售	4.71%	6.27%	1.05%	6.13%	3.30%	6.10%	6.13%	5.80%	8.50%	5.86%	6.12%	5.98%	1.09%	5.93%
交通运输	4.54%	3.23%	1.95%	2.92%	2.17%	2.98%	1.78%	2.85%	3.19%	2.95%		2.86%		2.98%
住宿餐饮	2.51%	0.17%	0.75%	0.23%		0.23%		0.18%	1.02%	0.13%				
信息技术	1.14%	5.22%	1.91%	6.48%	5.19%	6.13%	3.59%	6.72%	4.05%	6.34%	3.12%	6.03%	2.14%	5.71%
金融业		1.01%		1.07%	8.40%	1.00%		0.49%		0.58%	8.40%	0.85%	7.54%	0.78%
房地产		6.83%	5.52%	6.88%	1.11%	6.69%		6.62%		7.03%		6.40%		6.27%
租赁商务	2.36%	3.17%	1.11%	1.93%	0.93%	1.78%		1.43%		1.43%		1.49%		1.42%
科学技术		0.79%		0.54%		0.44%	6.12%	0.47%	0.54%	0.43%		0.30%		0.30%
水利环境	9.59%	0.67%	3.04%	0.76%	1.27%	0.82%	1.34%	0.66%	1.74%	0.47%	3.21%	0.49%	1.18%	0.50%
居民服务														
教育												0.05%		0.05%
卫生社会		0.33%	0.07%	0.26%	1.13%	0.29%		0.29%		0.27%		0.27%		0.25%
文化体育	6.14%	1.73%	5.31%	1.36%	8.18%	1.36%	0.13%	1.77%		1.54%		1.45%	3.40%	1.40%
综合		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

首先，由于每个季报基金会公告全部持仓股票的证监会行业分布情况，因此本节首先分析基金持仓的证监会行业分布，同时引入中证 500 成份股的行业分布情况与基金进行对比，结果如上图所示。其中，证监会行业分类会将整个市场的股票分为 19 类。可以发现，相比于中证 500 指数行业分布，银华中小盘精选基金在投资上行业分布较为集中，每个季度均有超过 50% 的投资权重投资在制造业股票上，剩余权重主要集中在批发零售、建筑业、文化体育和水利环境等行业，而中证 500 指数在制造业、信息技术和房地产等行业有较高的权重。同时，2016 年 1 季度以来，李晓星先生开始关注于农林牧渔行业而开始逐渐取消

对租赁商务和水电煤气的投资。2016 年 4 季度开始对金融业远超中证 500 指数的投资，准确把握了市场风格转化的步伐，取得了良好的业绩。

图 12：银华中小盘精选重仓股行业配置偏好性统计图

中信行业分类	2015/09			2015/12			2016/03			2016/06			2016/09			2016/12/31			2017/3/31			汇总		
	基金	中证500	行业超额收益	基金	中证500	行业超额收益	基金	中证500	行业超额收益	基金	中证500	行业超额收益	基金	中证500	行业超额收益	基金	中证500	行业超额收益	基金	中证500	行业超额收益	重仓次数	重仓配置均值	行业指数均值
石油石化		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%			1.68%
煤炭		1.11%	-11.80%		1.09%	5.03%		1.27%	2.31%	4.13%	1.73%	6.01%	2.36%	1.93%	11.28%		1.42%	-3.72%		1.44%	-2.16%	2	0.93%	1.43%
有色金属	3.44%	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%	1	0.49%	5.16%
电力及公用事业	2.60%	4.71%	-3.61%	7.06%	5.01%	-5.05%	3.11%	4.88%	1.06%		4.83%	-1.48%	2.34%	4.81%	0.74%	2.34%	5.62%	1.34%	2.73%	5.67%	6.75%	6	2.88%	5.08%
钢铁		0.90%	-20.46%		0.93%	-4.01%		0.93%	0.41%		0.74%	-0.44%		0.74%	9.57%		1.50%	11.41%		1.66%	-3.79%			1.06%
基础化工		4.87%	2.25%		4.43%	4.33%	3.16%	4.37%	2.27%		3.95%	3.36%		4.27%	4.92%		4.92%	0.34%		4.74%	-1.57%	1	0.45%	4.50%
建筑		2.20%	-3.67%		2.50%	-4.63%		2.67%	0.50%		2.84%	-0.03%		3.03%	15.15%		2.49%	7.17%		2.71%	3.05%			2.63%
建材		3.04%	0.29%		3.01%	3.85%		3.03%	2.65%		2.46%	5.72%	2.38%	2.70%	6.77%		2.65%	4.31%	3.29%	3.04%	0.38%	2	0.81%	2.85%
轻工制造		2.21%	7.47%		2.13%	0.19%	3.06%	2.23%	1.56%	4.06%	2.19%	1.17%	2.43%	2.19%	3.70%	2.23%	1.88%	-0.23%	2.78%	1.94%	-2.17%	5	2.08%	2.11%
机械		6.16%	-1.36%	7.65%	5.63%	-1.99%		5.31%	0.21%	13.50%	5.49%	-0.09%	5.07%	5.34%	6.95%	2.25%	5.07%	-1.09%		5.55%	-2.31%	4	4.07%	5.51%
电力设备	5.31%	4.08%	4.32%	4.35%	4.32%	-1.62%	6.52%	4.22%	1.33%		4.95%	-0.28%	4.32%	4.71%	0.96%	4.38%	4.73%	0.20%		4.62%	-2.84%	5	3.55%	4.52%
国防军工		2.15%	-12.02%		2.47%	-5.74%		2.54%	-6.13%		2.57%	4.56%		2.51%	-4.59%		2.55%	6.73%		2.61%	-11.91%			2.49%
汽车	2.80%	3.35%	7.72%	3.25%	3.60%	2.23%		3.78%	6.72%	9.03%	4.28%	1.79%		4.28%	1.10%		3.29%	2.25%		2.88%	0.95%	3	2.15%	3.64%
商贸零售		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%	-3.56%			3.94%
餐饮旅游		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%			0.66%
家电		1.47%	-4.80%		1.24%	11.12%		1.31%	7.87%		1.59%	4.19%	4.78%	1.56%	2.31%	2.26%	1.69%	7.61%	8.26%	1.58%	16.81%	3	2.19%	1.49%
纺织服装		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%			1.48%
医药	7.82%	12.70%	4.60%	6.56%	12.58%	4.73%		12.31%	0.74%	4.73%	11.49%	1.68%	4.72%	11.80%	-0.02%	5.52%	12.47%	-2.39%	2.95%	12.38%	3.78%	6	4.61%	12.25%
食品饮料		2.23%	-0.08%		2.67%	11.10%		2.70%	16.39%	4.83%	2.21%	2.68%		2.11%	-2.86%	2.54%	2.58%	6.39%	7.48%	2.82%	9.91%	3	2.12%	2.47%
农林牧渔		3.89%	-1.84%		3.82%	0.98%		4.00%	7.02%		3.64%	-2.38%		3.63%	0.40%	3.04%	3.12%	0.07%	3.86%	2.86%	-8.07%	2	0.99%	3.56%
银行		12.24%			13.77%			6.35%			-0.71%			-4.21%			7.14%			5.98%				
非银行金融		0.79%	14.79%		0.68%	-3.53%	6.30%	0.68%	4.96%		0.18%	0.73%		0.21%	3.73%		0.40%	-2.21%		0.31%	4.24%	1	0.90%	0.46%
房地产		7.61%	0.98%	3.34%	7.44%	10.85%		7.27%	-1.44%		7.01%	1.51%		7.50%	1.06%		6.89%	-1.23%		6.53%	-0.06%	1	0.48%	7.18%
交通运输		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%			3.30%
电子元器件	2.66%	5.81%	2.72%	6.89%	6.64%	2.76%	10.23%	6.77%	1.88%	4.86%	7.08%	6.28%		6.57%	0.79%	2.32%	6.50%	-2.88%	2.84%	6.70%	9.09%	6	4.26%	6.58%
通信		2.98%	4.78%		3.24%	0.87%	10.00%	3.09%	2.51%	4.97%	3.20%	5.05%		3.37%	-0.56%		3.95%	-4.27%		4.00%	1.47%	2	2.14%	3.40%
计算机		6.02%	13.02%	3.44%	6.66%	-4.46%		5.86%	-10.02%		6.95%	2.21%		6.32%	-0.94%		6.27%	-11.33%		5.96%	-3.52%	1	0.49%	6.29%
传媒	2.93%	2.53%	4.48%		2.70%	-1.86%		2.77%	-8.89%		3.36%	-5.90%		3.22%	-4.57%		2.46%	-7.34%		2.74%	-3.61%	1	0.42%	2.83%
综合		1.61%	11.46%		1.73%	4.17%		1.71%	-3.01%		1.35%	6.60%		1.38%	-1.05%		1.23%	-0.08%		1.25%	0.34%			1.47%

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。

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

由于证监会行业分类过于广泛，使得指数有超过 50%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，对银华中小盘精选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，引入中证 500 成份股的行业分布情况与基金进行对比，以及统计季报前后行业指数超额收益情况，结果如上图所示。依据重仓次数可以发现，基金经理偏好于电力及公共事业、医药、电子元器件、轻工制造、电力设备等行业的股票；依据配置行业超额收益情况可以发现，重仓股所属行业具有较强的超额收益；依据不同期重仓股行业分布情况可以发现，重仓股所属行业在不同阶段具有连续的超额收益。

由此可知，李晓星先生具备良好的行业选择能力，偏好于电力及公共事业、医药、电子元器件、轻工制造、电力设备等行业的股票，能够依据市场行业轮动及时调整行业配置，保证基金具有持续稳定的超额收益。

## 7. 基金经理持股与交易偏好分析

本节将基于基金季报公布股票内容对李晓星先生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。

在基金历史股票仓位变化方面，可以看到，自 2015 年 3 季度以来，银华中小盘精选基金的股票总市值占基金资产净值比例明显高于同类基金，且股票仓位不同时期均保持在 80%以上。结合市场中证 500 指数走势可以发现，除 2016 年 1 季度外，李晓星先生在管理银华中小盘精选基金的仓位变化大致与中证 500 点位相近，即大盘上涨时加仓，大盘下跌时减仓。但是在 2015 年 4 季度银华中小盘精选维持着高仓位，市场在急剧下跌的时候，

基金经理没有减仓反而到 2016 年 1 季度依旧持续加仓，致使基金净值出现了较大回落。可喜的是，之后李晓星先生较为准确地把握住了市场走势，基金净值迅速弥补了亏损并获得了持续增值。

在基金重仓股持股集中度方面，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，银华中小盘精选基金的持股集中度明显低于同类基金，且持股集中度在不同时期主要在 30% 附近波动。具体地，在 2016 年 2 季度之前，银华中小盘精选持股集中度存在波动式增加趋势，而 2016 年 3 季度出现了断层式下降，之后基金的持股集中度在逐渐增加。可见，基金经理李晓星先生注重分散化资产配置，有利于分散化投资风险，保证基金净值的平稳增加。

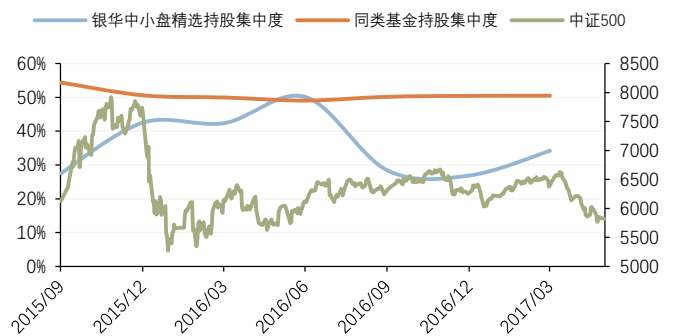
图 13：银华中小盘精选历史股票仓位变化统计图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

截至日期：2017 年 5 月 31 日

图 14：银华中小盘精选持股集中度变化统计图

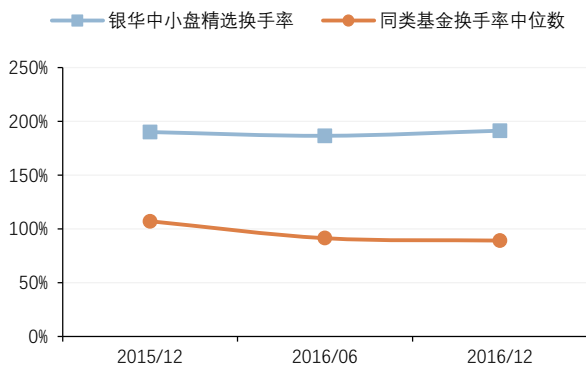


资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

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。本节将对李晓星先生管理期间银华中小盘精选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，结果如下图所示。可以发现，银华中小盘精选的换手率较高且稳定，明显大于同类基金换手率的中位数，可以很好地结合市场风格变换调整股票组合。

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，结果如下图所示。可以看到，除 2015 年 4 季度、2016 年 2 季度和 2016 年 4 季度外，其他季度的重仓股组合在下季的收益表现均显著优于同期市场指数。可见，李晓星先生在重仓股选择上具有较强的能力，且投资组合收益越发稳定。

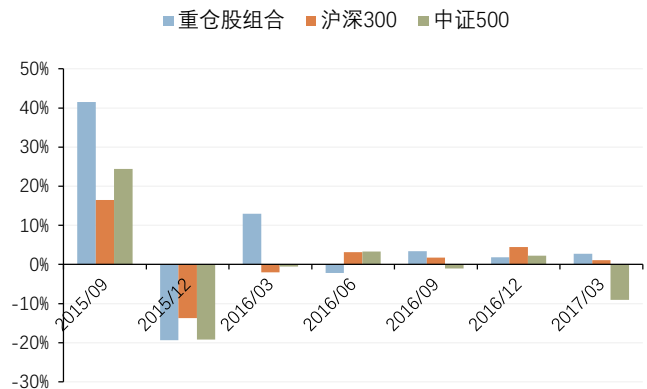
图 15：银华中小盘精选换手率变化曲线图



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

截至日期：2017 年 5 月 31 日

图 16：银华中小盘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

在基金持仓因子暴露方面，本文选取了超额收益显著的 14 个因子构建因子暴露研究指标体系，具体地包括市值 (LNCAP)、立方市值 (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。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 5：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
市值	LNCAP	对数市值	负向
立方市值	NLSIZE	对数市值立方与对数市值回归的残差	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

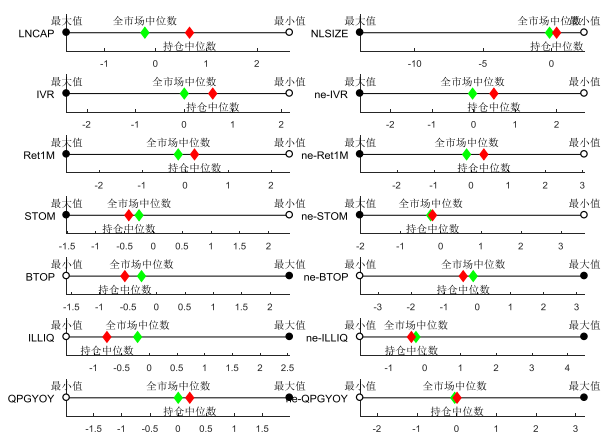
资料来源：天风证券研究所

本节将对李晓星先生管理期间银华中小盘精选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 年年报阶段，基金在市值 (LNCAP)、特异度 (IVR) 和相对特异度 (ne-IVR) 等因子上暴露高于市场中位数；在换手率 (STOM)、BP (BTOP)、非流动性冲击 (ILLIQ) 等因子上暴露低于市场中位数；其他因子与市场中位数相近。在 2016 年中报阶段，基金在市值 (LNCAP) 和相对特异度 (ne-IVR) 等因子上暴露高于市场中位数；在换手率 (STOM) 等因子上暴露低于市场中位数；其他因子与市场中位数相近。在 2016 年年报阶段，基金在市值 (LNCAP)、特异度 (IVR)、BP (BTOP)、相对短期反转 (ne-Ret1M) 等因子上暴露高于市场中位数；而在换手率 (STOM)、非流动性冲击 (ILLIQ) 等因子上暴露低于市场中位数；其他因子与市场中位数相近。

事实上，持仓组合在市值上低于市场中位数，表明基金经理在小市值上暴露整体上高于市场；持仓组合在特异度上低于市场中位数，表明基金经理偏好于冷门股票；持仓组合在非流动性冲击大于市场中位数，表明基金经理偏好流动性较弱的股票。

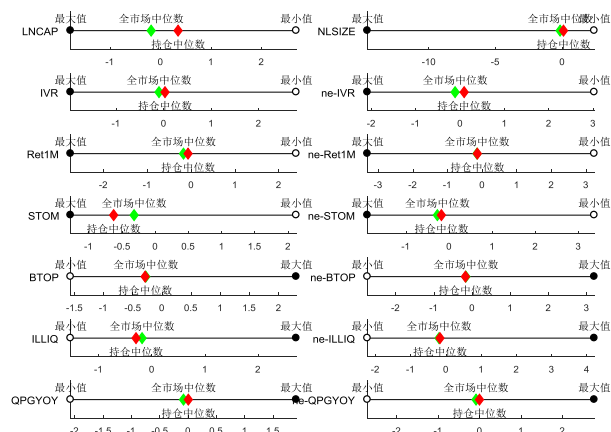


图 17：银华中小盘精选因子暴露统计图（2015 年 12 月）



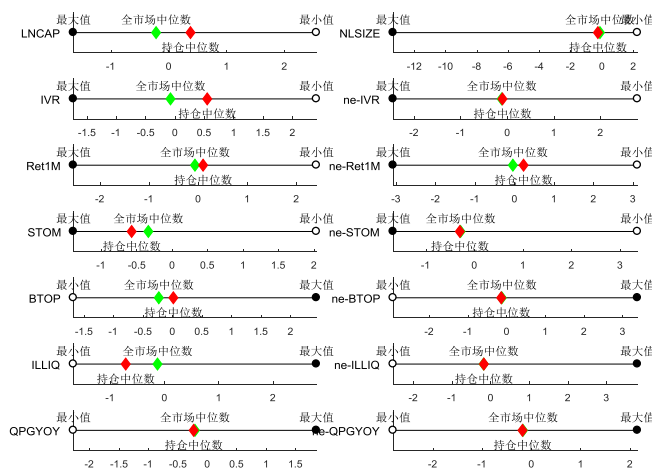
资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 18：银华中小盘精选因子暴露统计图（2016 年 6 月）



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

图 19：银华中小盘精选因子暴露统计图（2016 年 12 月）



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

## 8. 基金经理核心产品介绍

目前，李晓星先生正在管理两只基金，分别为银华中小盘精选和银华盛世精选，均表现较好。其中，银华盛世精选基金成立时间不足一年，可研究数据有限，无法有效识别基金的风格；而银华中小盘精选基金成立时间较长，业绩长期稳定，是一只较好的混合型基金。

银华中小盘精选（180031.OF）基金成立于 2012 年 6 月 20 日，是银华基金旗下一只偏股混合型基金。截至 2017 年 3 月 31 日，基金规模为 24.43 亿元。契约规定，该基金股票资产占基金资产的比例为 60%-95%，其中投资于中小盘股票的资产不低于股票资产的 80%，适合具备高风险承受能力的投资者持有。



表 6：产品基本信息介绍

基金简称	银华中小盘精选						
基金代码	180031.OF						
基金管理人	银华基金						
基金托管人	中国工商银行						
资产配置比例	本基金股票资产占基金资产的比例为 60%-95%，其中投资于中小盘股票的资产不低于股票资产的 80%；固定收益类资产占基金资产的比例为 0%-35%；权证资产占基金资产净值的比例为 0%-3%；现金或到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%。						
业绩比较基准	天相中盘指数收益率*40%+天相小盘指数收益率*40%+中债总指数收益率*20%						
费率结构	申购金额	认购费率	申购费率	申购费率 (养老金客户)	持有期限	赎回费率	赎回费率 (养老金客户)
	金额<50 万	1.20%	1.50%	0.45%	期限<1 年	0.50%	0.13%
	50 万<=金额<100 万	1.00%	1.20%	0.36%	1 年<=期限<2 年	0.25%	0.06%
	100 万<=金额<200 万	0.80%	1.00%	0.30%	2 年<=期限	0.00%	0.00%
	200 万<=金额<500 万	0.50%	0.60%	0.18%			
	500 万<=金额	1000 元/笔	1000 元/笔	1000 元/笔			
管理费			1.50%	托管费率		0.25%	

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

银华中小盘精选基金作为银华基金旗下重要的偏股混合型基金，五年时间内经历 4 位基金经理的管理，均超越基准回报取得了不俗的表现。本节将对银华中小盘精选基金自成立以来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 7：银华中小盘精选基金在不同阶段业绩表现统计表

	今年以来		近一季		近半年		近一年		近两年		近三年		近五年		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	基金值	同类排名
累计收益率	2.92%	171/505	0.39%	173/511	-0.91%	157/503	18.43%	34/490	-8.32%	49/455	136.34%	12/438	245.91%	3/374	245.91%	3/374
年化收益率	7.16%	171/505	1.55%	173/511	-1.82%	157/503	18.43%	34/490	-4.25%	49/455	33.20%	12/438	28.17%	3/374	28.17%	3/374
年化波动率	11.58%	244/505	11.66%	241/511	11.70%	201/503	13.17%	233/490	35.16%	301/455	31.66%	270/438	26.96%	195/374	26.96%	195/374
最大回撤	5.26%	109/505	5.26%	158/511	7.78%	167/503	8.33%	118/490	47.37%	165/455	47.37%	159/438	47.37%	137/374	47.37%	137/374
夏普比率	0.359	169/505	-0.124	174/511	-0.412	156/503	1.172	45/490	-0.206	41/455	0.954	28/438	0.934	1/374	0.934	1/374
Calmar 比率	1.360	159/505	0.294	174/511	-0.234	157/503	2.213	47/490	-0.090	44/455	0.701	35/438	0.595	9/374	0.595	9/374

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 5 月 31 日

资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

在收益率方面，银华中小盘精选在各阶段明显优于同类基金产品。除近半年和近两年外，银华中小盘精选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 30 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，银华中小盘精选在各阶段均处于中等水平。近一年以内，银华中小盘精选的年化波动率基本为 10%左右；而两年以上，银华中小盘精选的年化波动率在 30%左右。银华中小盘精选的年化波动率在不同阶段排名约介于 200-300 名之间。

在最大回撤方面，与其他同类基金产品相比，银华中小盘精选在各阶段均处于中等水平。近一年以内，银华中小盘精选的最大回撤基本控制在 10%以内；而两年以上，银华中小盘精选的最大回撤在 47%以上。银华中小盘精选的最大回撤在不同阶段排名约介于 100-150 名之间。

在夏普比率方面，与其他同类基金产品相比，银华中小盘精选在各阶段均处于中上水平。除近一年以外，银华中小盘精选的夏普比率均在 1 以内，甚至近一季和近半年的夏普比率为负。但是，自成立以来银华中小盘精选的夏普比率与同类型基金产品相比处于第一名，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，银华中小盘精选在各阶段均处于中上水平。今年以来，银华中小盘精选的 Calmar 比率为 1.360，排名为 159/505 位。而针对近一年以上时，银华中小盘精选的 Calmar 比率维持在 50 名以内，收益风险比较高。

同时，近年来随着公募基金大爆发，银华基金管理规模逐年增加，同时排名也基本稳定在 15 位，表现较为抢眼。可见，银华基金良好的发展潜力，为投资者更好地投资银华中小盘精选基金提供了坚实的保障。

综上所述，李晓星先生管理的银华中小盘精选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，适合具备高风险承受能力的投资者买入并持有。

特别地，银华中小盘精选基金为偏股混合型基金，股票资产占基金资产比例较高，适合具备高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；基金长期重仓于制造业股票，市场结构的调整也可能会使得基金净值出现较大波动。

## 9. 总结

本文通过对李晓星先生管理的基金产品深度分析，发现：

李晓星先生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处于同类基金产品的前列。同时，李晓星先生在下跌市场行情下具有更好的业绩。

通过 T-M 模型分析可知，李晓星先生具备较强的选股能力，而择时能力正在不断增强。同时，李晓星先生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，李晓星先生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，尤其是 2017 年以来重仓大盘成长而轻仓小盘成长，有效地避免了近期因小市值风格因子失效带来的损失。

李晓星先生具备良好的行业选择能力，偏好于电力及公共事业、医药、电子元器件、轻工制造、电力设备等行业的股票，能够依据市场行业轮动及时调整行业配置，保证基金具有持续稳定的超额收益。

李晓星先生善于依据市场走势动态调整基金仓位，注重分散化资产配置和分散化投资风险，保证基金净值的平稳增加。且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，李晓星先生的持仓组合在市值上低于市场中位数，表明基金经理在小市值上暴露整体高于市场；持仓组合在特异度上低于市场中位数，表明基金经理偏好于冷门股票；持仓组合在非流动性冲击大于市场中位数，表明基金经理偏好流动性较弱的股票。

此外，李晓星先生管理的银华中小盘精选基金作为银华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，适合具备高风险承受能力的投资者买入并持有。

## 10. 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