

2021 年 12 月 15 日

特质选股能力：哪些基金经理能选出自己独特的股票

——基金经理能力圈研究系列报告之二

相关研究

《无法被复制的能力：基金经理交易能力详解——基金经理能力圈研究系列报告之一》 2021 年 8 月 17 日

证券分析师

蒋辛 A0230521080002
jiangxin@swsresearch.com
邓虎 A0230520070003
denghu@swsresearch.com

联系人

蒋辛
(8621)23297818×转
jiangxin@swsresearch.com

本期投资提示：

- **基金经理的特质股挖掘能力一定程度上可以理解为逆向投资能力，具备该项能力的基金经理今年在业绩上大放异彩。**当然逆向投资的基金经理也并非一味与市场作对，因为市场大多数时候都是对的，而是认为“最一致的时候往往也是最危险的时候”，在市场共识之外，通过逆向思维为组合带来超额收益。
- **不同股票的配置比例所隐含的信息。**（1）市场偏好股票即为市场抱团股，从股票数量以及股票板块分布我们可以复盘公募基金历史的抱团情况；（2）通常所属基金公司特质股配置比例较高的基金公司，基金经理的内部培养比例相对较高，且基金经理的离职率也较低，投研稳定性更高，更容易形成统一的投资理念；（3）基金经理特质股配置比例较高的基金，更容易出现黑马基金经理，且今年收益较高的基金大多分布在这个象限。
- **基金经理的持股分布所对应的三类策略。**（1）抱团股占比较高：所投股票更多为全市场看好的股票，以白马股为主，但优秀的基金经理更多是在左侧布局，且长期持有，例如**景顺长城内需增长贰号、易方达消费行业等**；（2）基金公司的特质股占比高：属于市场配置比例在后 50%，但该基金公司配置该股票的占比较高，多为基金公司的投研负责人或明星基金经理，例如**景顺长城能源基建、国投瑞银新兴产业、大成睿享等**；（3）基金经理的特质股占比高：不随波逐流，更多是挖掘市场关注度整体较低的股票，容易出现黑马基金经理，例如**宝盈新兴产业、华夏行业景气等**。
- **基金经理在特质股中的投资策略。**（1）特质股整体具备市场关注度低，预期盈利增速较高的特征，且 2021 年更为明显；（2）基金经理特质股在股价以及基本面上都有兑现，但更多的超额收益在报告期的前 60 个交易日，报告期前 60 日的超额收益均值为 14.92%，后 60 日的超额收益均值为 4.13%；（3）全市场偏好股的 Beta 相对更强，特质股的 Alpha 稳定性会更高，部分基金不仅能抓住特质股的行业 Beta 机会，还能通过选股增厚 Alpha，例如**大成睿景、国泰融安多策略、银华盛利、万家新机遇龙头企业、广发多因子等**。
- **具备哪些特质股挖掘能力的基金经理值得关注？**特质股挖掘是基金经理的投资风格，具备可持续性，我们从以下维度进行筛选：特质股的挖掘能力、对规模的敏感度、市场行业 Beta 与选股 Alpha、换手率的限制，基于 2020 年年报以及 2021 年半年报的数据，最终筛选出 15 只基金：**易方达科融、华夏经典配置、汇添富科技创新、海富通改革驱动、汇添富逆向投资等**。大部分基金经理的风格都相对较为均衡，不会过度偏好某类板块，且市值上整体以大中盘股票为主，该类风格的基金对于规模敏感度会更低。
- **风险提示与声明：**本报告数据均来自公开信息，不涉及对未来走势的预测，相关模型构建与测算均基于申万宏源研究客观研究，可能存在模型失效等风险。本报告不涉及基金评价业务，不涉及对基金公司、基金经理、基金产品的推荐。阅读本报告时，投资者需结合自身风险偏好及风险承受能力，充分理解基金产品波动、基金经理个人长期投资风格、历史业绩、选股能力、风险偏好等因素，对基金业绩可能造成的影响。报告内容仅供参考，投资者需特别关注官方基金披露信息。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 如何对基金经理的持股进行分类	5
1.1 基金经理的持股结构分布：根据关注度进行划分	5
1.2 历年冠军基金的持股结构：主流但保持一定的独特性	8
1.3 背后所隐含的信息：抱团 VS 投资理念的统一 VS 新锐基金经理	10
1.3.1 市场偏好股票：从公募基金整体青睐的股票看市场抱团现象	10
1.3.2 基金公司的特质股：内部培养比例&公司投资理念统一	11
1.3.3 基金经理的特质股：新锐基金经理&市值偏好	13
2. 基金经理的持股分布所对应的三类策略	15
2.1 抱团股占比高：白马基金经理为主，重在左侧参与	15
2.2 基金公司特质股占比高：投研负责人或明星基金经理	18
2.3 基金经理特质股占比高：容易出现黑马基金经理	19
3. 基金经理在特质股中的投资策略	20
3.1 特质股的特征：市场关注度低&预期盈利增速高	21
3.2 特质股的业绩兑现情况：股价与基本面	22
3.3 对组合的收益贡献估算：行业 Beta 与选股 Alpha	23
4. 具备哪些特质股挖掘能力的基金经理值得关注	26
4.1 如何兼得：特质股挖掘的可持续性与基金规模敏感度	26
4.2 配置主流赛道抓住 Beta，运用特质股增厚 Alpha	28
5. 风险揭示与声明	31

图表目录

图 1：基金经理的持股分布：按照关注度划分	5
图 2：主动权益基金的整体持股结构分布	6
图 3：2021 年主动权益基金的持股结构分布与收益风险指标的关系	8
图 4：市场环境决定投资策略的优劣势	10
图 5：公募基金整体看好股票的板块分布以及股票数量	10
图 6：公募基金整体看好的股票能抄作业吗	11
图 7：基金公司的特质股是否有明显超额收益（以重仓股为例）	13
图 8：基金公司特质股超额收益较高的 15 家基金公司	13
图 9：不同基金经理特质股占比分布下的特征	14
图 10：个人特质股占比较高的基金整体配置小盘股更多	14
图 11：基金经理特质股的板块分布以及市值分布	14
图 12：基金基金经理持股分布所对应的三类策略	15
图 13：中欧明睿新起点每季度收益贡献较高的三个行业以及重仓股分布	17
图 14：贵州茅台的收盘价	18
图 15：担任投资总监前后的超额收益（相对 930950.CSI, T-250 日至 T+250 日）	19
图 16：股票的关注度 VS 股票的一致预期每股收益增速	21
图 17：三类股票的一致预期每股收益增速（未来 12 个月）	21
图 18：基金经理特质股在当期与下一期的净利润增速（扣非）	22
图 19：基金经理特质股在报告期（T 日）前后 60 个交易日的超额收益	22
图 20：按照基金的持仓股票分类进行收益拆分	23
图 21：三类股票对组合的 Beta 与 Alpha 属性（不考虑仓位的影响）	24
图 22：基金经理特质股的市场行业 Beta 与选股 Alpha	25
图 23：配置基金经理特质股的稳定性	26
图 24：基金规模 VS 基金经理特质股配置比例	27
图 25：具备特质股挖掘能力基金经理的筛选方法	29
表 1：规模较大的 15 只主动权益基金在 2021 年半年报的持股结构分布（全持仓）	

.....	7
表 2: 2021 年收益排名靠前的 15 只主动权益基金在 2021 年半年报的持股结构分布 (全持仓)	7
表 3: 每年收益率排名前 15 基金的持股结构分布	8
表 4: 每年冠军基金在当年的持股结构分布	9
表 5: 2019 年以来公募基金每一期持有比例较多的 10 只股票	11
表 6: 基金公司特质股占比较高的 10 家基金公司 (2021 半年报)	12
表 7: 10 家基金公司的投研稳定性 (主动权益基金经理)	12
表 8: 配置全市场偏好股票占比较高的 15 位基金经理	16
表 9: 15 位基金经理的板块收益来源 (长期配置全市场偏好股票占比较高)	16
表 10: 左侧布局长期持有 (以贵州茅台为例)	17
表 11: 配置所属基金公司特质股占比较高的 15 位基金经理	18
表 12: 配置基金经理特质股占比较高的 15 位基金经理	20
表 13: 逆向投资策略基金的持股结构分布	20
表 14: 不同象限下的代表基金 (基金经理特质股配置比例以及模拟收益)	24
表 15: 市场行业 Beta 与选股 Alpha 都较高的 15 只基金 (基金经理特质股占比较高的基金)	25
表 16: 基金经理特质股配置比例的转移概率% (均值)	27
表 17: 规模增加之后基金经理特质股占比反而增加的基金 (100 亿以上的基金)	28
表 18: 配置相对均衡且特质股挖掘能力出色的 15 只基金	30
表 19: 15 只基金在三类股票中的平均配置比例 (2020 半年报与 2021 年年报)	30

少有人走的路：基金经理的特质股挖掘能力。当我们分析基金经理的选股能力时，更多是从行业板块、风格以及市值等维度进行刻画，本文从另一个维度将基金经理的持仓主要分为抱团股与特质股，去刻画基金经理在不同股票中的选股能力：发现特质股占比较高的基金更容易出现黑马基金经理，投资业绩尤其在今天大放异彩。

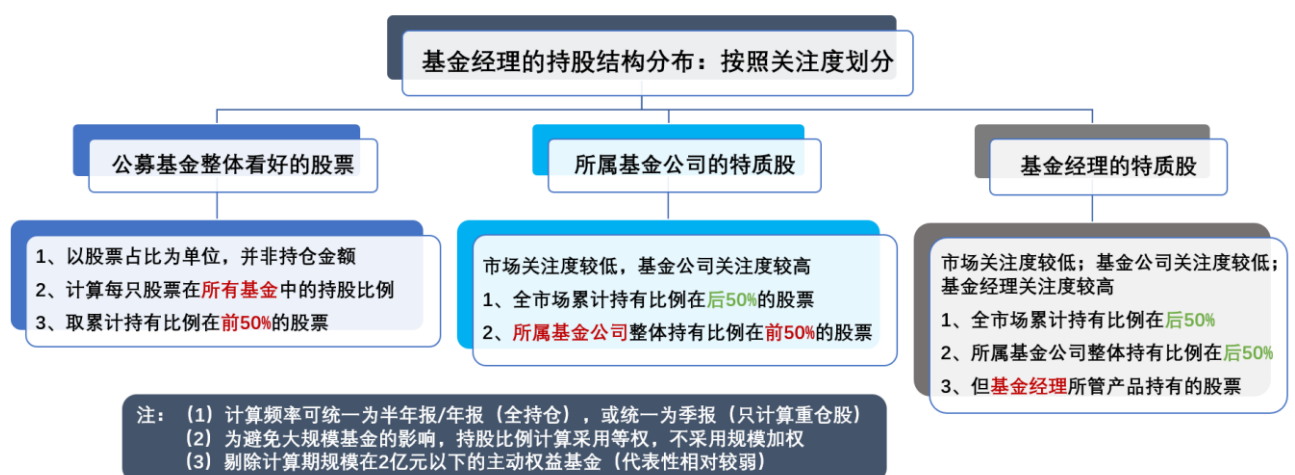
逆向投资的关键：人弃我取，人取我与。重视特质股挖掘能力的基金经理通常也被贴上独立思考、逆向投资的标签，当然逆向投资的基金经理也并非一味与市场作对，因为市场大多数时候都是对的，而是认为“最一致的时候往往也是最危险的时候”，在市场共识之外，通过逆向思维为组合带来超额收益。

1. 如何对基金经理的持股进行分类

1.1 基金经理的持股结构分布：根据关注度进行划分

如何对基金经理的持股进行划分？本文主要通过关注度将基金经理的持股分为三类：（1）**公募基金整体看好的股票**，即为整个公募基金持有比例相对较高的股票，可以理解为全市场的抱团股。但为了避免受到大规模基金的影响，我们采用股票占比为单位，而非持仓金额；同时为了避免受到尾部小规模基金的影响，我们仅选取规模在2亿元以上的主动权益基金，每一期选取累计持有比例在前50%的股票作为公募基金整体看好的股票；（2）**所属基金公司的特质股**，全市场累计持有该股票的比例在后50%，且所属基金公司的整体累计持有比例在前50%的股票，即为全市场关注度相对较低，但基金公司关注度相对较高的股票；（3）**基金经理的特质股**，基金持仓中除以上两类股票之外的其他股票，即为市场与所属基金公司的关注度相对较低，但基金经理关注度较高的股票。

图 1：基金经理的持股分布：按照关注度划分



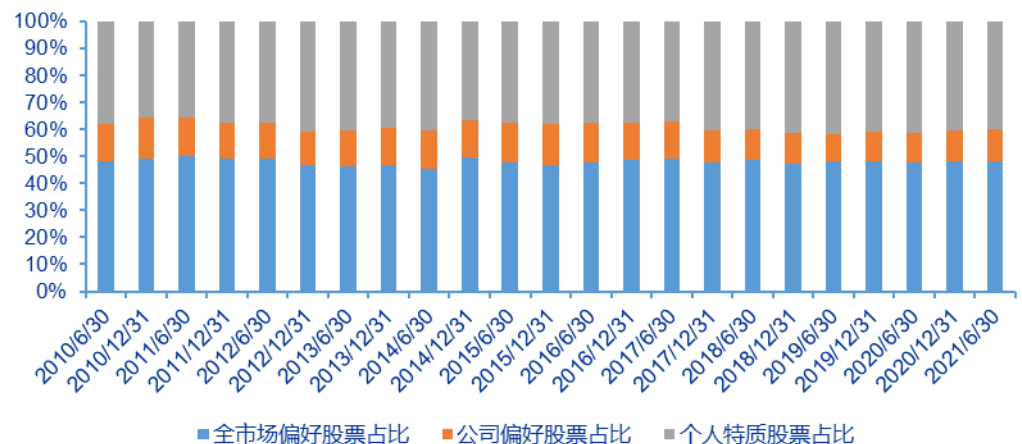
资料来源：申万宏源研究

所属基金公司的特质股不一定是该基金公司的抱团股：每一只基金都可以按照上述逻辑分析，但需要注意的是：**每一期公募基金整体看好的股票是固定的，每一期每家基金公司的基金公司特质股也是固定的**，但基金 A 的基金公司特质股可能是基金 B 的基金经理特质股。例如基金 A 与基金 B 都持有股票 C，其中股票 C 并不属于全市场持有较多的股票，基金 A 所属的基金公司持有较多，属于基金 A 的基金公司特质股，但不属于基金 A 的基金经理特质股；同时基金 B 所属的基金公司持有股票 C 并不多，但基金 B 持有股票 C，所以股票 C 对于基金 B 而言是基金经理特质股。因此所属基金公司的特质股不一定就是该家基金公司的抱团股，也可能是多家基金公司看好，或还有较多其他基金公司的基金经理看好，只是未进入市场前 50% 的股票名单。

一、主动权益基金的持仓主要分布在全市场偏好股与个人特质股

从 2010 年以来每一个半年报/年报的持股结构可以看出：主动权益基金的持股主要分布在全市场整体看好的股票、个人特质股票（基金经理的特质股）。以 2021 年半年报为例，配置全市场偏好股票的平均占比为 48.08%，配置所属基金公司偏好股票的平均占比为 11.94%，配置所属基金经理特质股的平均占比为 39.97%。即为在与市场主流配置方向保持一致的同时，基金经理也会挖掘自己的特质股，而这部分通常也是业绩更容易出现分化的部分。

图 2：主动权益基金的整体持股结构分布



资料来源：wind，申万宏源研究

二、2021 年业绩出色的基金在个人特质股的配置比例较高

多方面原因造就大规模基金在全市场偏好股的配置比例更高：以下表为例，规模前 15 大基金的持股更多分布在全市场偏好股票中，平均占比为 59.26%，大规模基金似乎更偏好配置白马股抱团股？（1）但通过回溯买入时点发现这些基金也是在市场关注度较低时买入的这些股票。整体的顺序为：左侧布局，股价与基本面兑现，基金业绩出色，投资者申购基金规模变大，而并非是基金规模增加之后再持有的这个股

票；(2) 大规模基金对于股票的流动性要求更高，较多特质股的市值分布相对更小，即使配置其比例也较低。

表 1：规模较大的 15 只主动权益基金在 2021 年半年报的持股结构分布（全持仓）

基金代码	基金简称	基金经理	基金公司	基金规模 (亿元)	全市场偏好 股票占比	公司特质 股票占比	个人特质 股票占比
005827.OF	易方达蓝筹精选	张坤	易方达基金	698.47	82.82%	10.80%	6.38%
003095.OF	中欧医疗健康 A	葛兰	中欧基金	634.40	79.34%	0.00%	20.66%
260108.OF	景顺长城新兴成长	刘彦春	景顺长城基金	542.70	86.57%	8.78%	4.65%
161005.SZ	富国天惠精选成长 A	朱少醒	富国基金	398.99	53.09%	19.93%	26.98%
007119.OF	睿远成长价值 A	傅鹏博,朱璘	睿远基金	341.37	27.27%	21.51%	51.22%
163402.SZ	兴全趋势投资	童兰,董理,谢治宇	兴证全球基金	333.10	40.82%	18.53%	40.65%
110022.OF	易方达消费行业	萧楠,王元春	易方达基金	298.97	73.66%	6.90%	19.44%
163406.SZ	兴全合润	谢治宇	兴证全球基金	287.56	46.60%	20.11%	33.29%
163417.SZ	兴全合宜 A	谢治宇,杨世进	兴证全球基金	265.61	46.13%	14.47%	39.40%
002190.OF	农银汇理新能源主题	赵诣,邢军亮	农银汇理基金	259.18	51.32%	36.28%	12.39%
320007.OF	诺安成长	蔡嵩松	诺安基金	253.85	42.17%	44.68%	13.15%
180012.OF	银华富裕主题	焦巍	银华基金	244.23	70.53%	0.00%	29.47%
001938.OF	中欧时代先锋 A	周应波	中欧基金	235.88	66.69%	4.80%	28.50%
003834.OF	华夏能源革新 A	郑泽鸿	华夏基金	228.45	36.40%	6.79%	56.81%
162605.SZ	景顺长城鼎益	刘彦春	景顺长城基金	226.51	85.45%	9.23%	5.32%
均值					59.26%	14.85%	25.89%

资料来源：wind，申万宏源研究；注：主动权益基金统计中不包含 QDII 基金、指数增强基金

特质股占比越高的基金在 2021 年的业绩越好：2021 年（截止 2021/12/7）收益率排名靠前的 15 只基金中，个人特质股的平均配置比例达到 67.53%，在全市场偏好股的平均配置比例仅 20.34%，其中宝盈优势产业、华夏行业景气以及交银趋势优先等基金，个人特质股的配置比例更是超过 90%。

表 2：2021 年收益排名靠前的 15 只主动权益基金在 2021 年半年报的持股结构分布（全持仓）

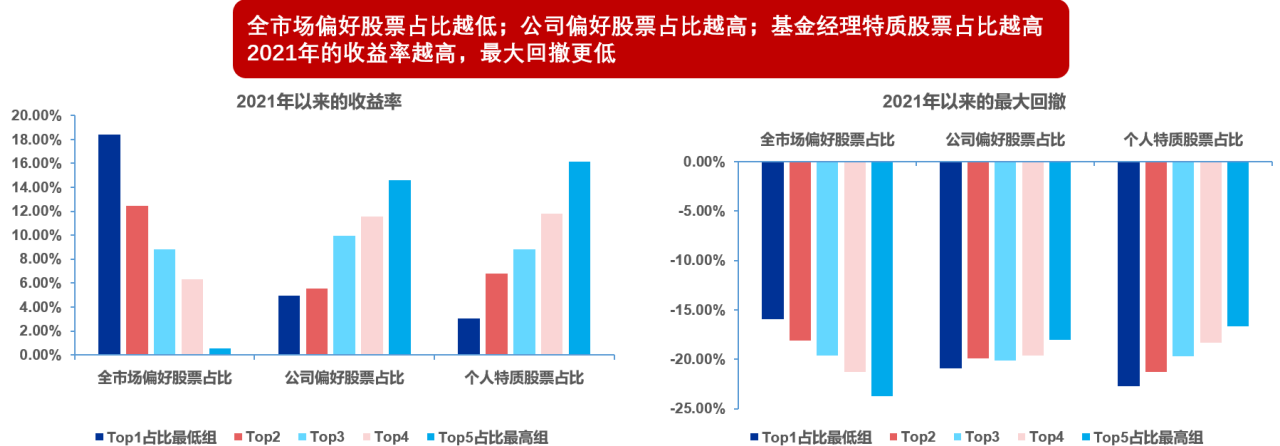
基金代码	基金简称	基金经理	基金公司	2021 年 收益率	全市场偏好 股票占比	公司特质 股票占比	个人特质 股票占比
000689.OF	前海开源新经济 A	崔宸龙	前海开源基金	112.81%	29.86%	7.01%	63.13%
005669.OF	前海开源公用事业	崔宸龙	前海开源基金	111.78%	22.08%	17.07%	60.85%
001487.OF	宝盈优势产业 A	肖肖,陈金伟	宝盈基金	92.92%	3.35%	1.87%	94.78%
002296.OF	长城行业轮动 A	杨宇	长城基金	88.91%	47.07%	5.65%	47.28%
001298.OF	金鹰民族新兴	韩广哲	金鹰基金	84.92%	54.00%	6.85%	39.15%
002943.OF	广发多因子	唐晓斌,杨冬	广发基金	81.43%	2.05%	11.13%	86.81%
002258.OF	大成国企改革	韩创	大成基金	80.43%	2.03%	27.27%	70.70%
000209.OF	信诚新兴产业 A	王睿,孙浩中	中信保诚基金	79.22%	27.42%	15.19%	57.39%
003567.OF	华夏行业景气	钟帅	华夏基金	78.93%	0.00%	2.94%	97.06%
090018.OF	大成新锐产业	韩创	大成基金	77.38%	3.21%	25.86%	70.94%
700003.OF	平安策略先锋	神爱前	平安基金	74.47%	40.17%	3.85%	55.98%
160425.OF	华安创业板两年定开	蒋璆	华安基金	74.29%	22.67%	21.30%	56.02%

004390.OF	平安转型创新 A	神爱前	平安基金	73.82%	40.98%	5.44%	53.59%
001300.OF	大成睿景 A	韩创	大成基金	73.23%	5.01%	26.11%	68.88%
519702.OF	交银趋势优先 A	杨金金	交银施罗德基金	72.72%	5.15%	4.37%	90.47%
均值					20.34%	12.13%	67.53%

资料来源: wind, 申万宏源研究; 收益率数据截止: 2021/12/7

通过简单的分组也可以发现, 2021 年配置全市场偏好股比例越高的基金, 在收益与最大回撤控制上整体越差; 而基金公司特质股或基金经理特质股配置比例越高的基金, 在收益以及最大回撤控制上越出色。

图 3: 2021 年主动权益基金的持股结构分布与收益风险指标的关系



资料来源: wind, 申万宏源研究; 数据截止: 2021/12/7

1.2 历年冠军基金的持股结构: 主流但保持一定的独特性

基金经理特质股并不是越高越好, 更多是在主流的投资策略中保持一定的独立性: 以下为 2010 年以来每年收益率排名靠前的 15 只基金的持股结构分布, 大多数时点都是配置全市场偏好股的占比更多, 其次为基金经理特质股的配置比例, 只是 2021 年比较例外。市场大多数时候其实都是对的, 我们希望基金经理顺势而为的同时能够保持一定的独立性, 从结果上看, 具备逆向投资思维的基金经理更能在趋势的初期或末期为组合带来超额收益。

表 3: 每年收益率排名前 15 基金的持股结构分布

年份	全持仓 (当年的半年报以及年报数据)			重仓股 (当年的 4 个季报数据)		
	全市场偏好股票占比	公司特质股票占比	个人特质股票占比	全市场偏好股票占比	公司特质股票占比	个人特质股票占比
2010 年	36.97%	24.66%	38.36%	32.56%	28.17%	39.27%
2011 年	57.55%	11.77%	30.67%	58.67%	10.12%	31.22%
2012 年	55.81%	12.87%	31.32%	48.47%	16.31%	35.22%
2013 年	45.45%	17.95%	36.61%	38.51%	18.22%	43.27%

2014 年	48.97%	15.33%	35.70%	42.23%	17.23%	40.54%
2015 年	52.21%	18.59%	29.19%	49.90%	18.61%	31.49%
2016 年	37.07%	24.24%	38.70%	32.66%	17.17%	50.17%
2017 年	73.83%	8.71%	17.46%	77.95%	4.39%	17.66%
2018 年	51.62%	10.76%	37.63%	40.31%	14.85%	44.84%
2019 年	41.51%	16.75%	41.74%	32.86%	18.06%	49.08%
2020 年	50.72%	21.19%	28.09%	42.99%	24.07%	32.94%
2021 年	20.34%	12.13%	67.53%	20.76%	9.34%	69.91%

资料来源：wind，申万宏源研究；注：2021 年统计的基金收益率截止时 2021/12/7

从每年冠军基金的持股结构分布也可以看出：除 2013 年与 2021 年以外，其他年份的冠军基金都是配置全市场偏好股更多。配置抱团股或者特质股的占比高低并不是评价基金的一项指标，更多是隐含基金经理投资策略的信息，市场环境的不一样也会导致不同策略的优劣势。

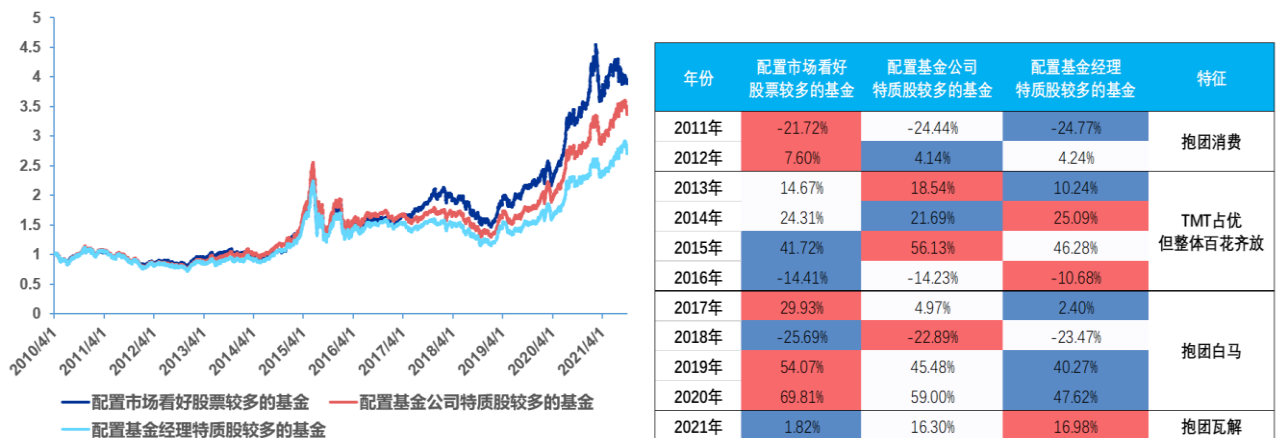
表 4：每年冠军基金在当年的持股结构分布

年份	基金代码	基金简称	时任基金经理	当年收益率	全市场偏好 股票占比	公司特质 股票占比	个人特质 股票占比
2010 年	630002.OF	华商盛世成长	梁永强,孙建波,庄涛	37.77%	54.77%	17.00%	28.22%
2011 年	400001.OF	东方龙	于鑫	-8.39%	62.82%	8.64%	28.54%
2012 年	260116.OF	景顺长城核心竞争力 A	陈嘉平,余广	31.70%	47.17%	7.34%	45.49%
2013 年	080012.OF	长盛电子信息产业 A	王克玉	74.26%	3.92%	42.24%	53.85%
2014 年	000251.OF	工银瑞信金融地产 A	鄢耀,王君正	102.49%	68.48%	6.50%	25.02%
2015 年	000404.OF	易方达新兴成长	宋昆	171.78%	72.47%	13.77%	13.76%
2016 年	001736.OF	圆信永丰优加生活	范妍,洪流	17.96%	62.84%	6.57%	30.59%
2017 年	169105.SZ	东方红睿华沪港深	林鹏	67.90%	64.83%	13.11%	22.06%
2018 年	005176.OF	富国精准医疗	于洋	3.17%	72.30%	3.68%	24.03%
2019 年	005911.OF	广发双擎升级 A	刘格菰	121.69%	45.84%	24.67%	29.49%
2020 年	001606.OF	农银汇理工业 4.0	赵诣	166.56%	62.29%	19.37%	18.34%
2021 年	000689.OF	前海开源新经济 A	崔宸龙	112.81%	29.86%	7.01%	63.13%

资料来源：wind，申万宏源研究；2021 年数据截止 2021/12/7；以上基金在计算区间的报告期仓位均在 60%以上

我们每一期选取在三类股票中配置比例前 20% 的基金作为样本，观测三类基金在不同市场环境下的表现：**2011-2012 年市场抱团消费股**，配置市场看好股较多的基金整体业绩更好；**2013-2016 年市场虽也在抱团 TMT 股票**，但整个市场环境较好，属于百花齐放的市场环境，配置特质股占比较高的基金反而更占优；**2017-2020 年市场抱团白马股**，配置市场看好股较多的基金再次占优；**2021 年抱团瓦解**，配置特质股占比较高的基金在收益与回撤上均更占优。**当市场有明确投资主线时，配置抱团股更多的基金业绩更好，而市场主线并不明确时，特质股将为基金贡献主要的收益。**

图 4：市场环境决定投资策略的优劣势



资料来源：wind，申万宏源研究；数据截止：2021/12/7

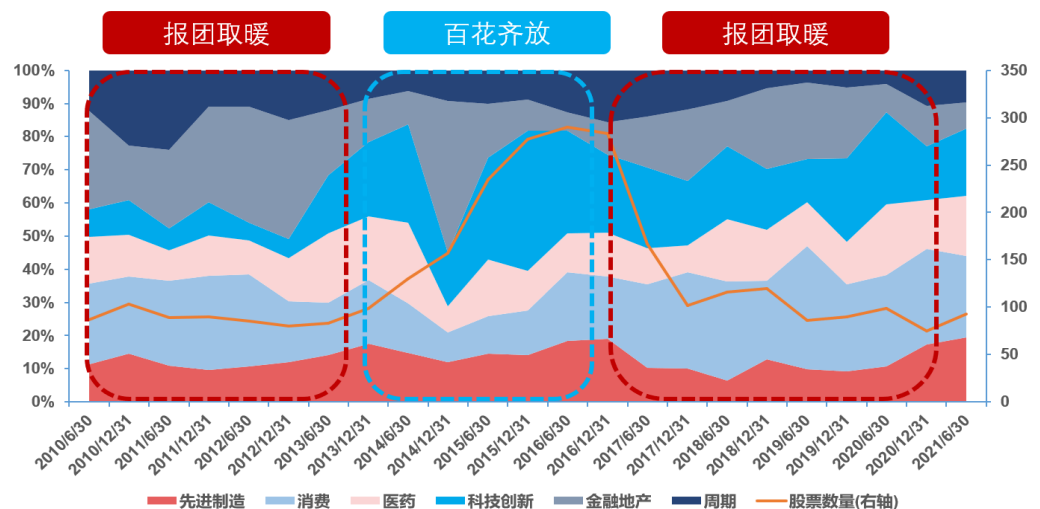
1.3 背后所隐含的信息：抱团 VS 投资理念的统一 VS 新锐基金经理

除了上述的投资策略以外，不同股票的配置比例还隐含一些其他的信息：市场的抱团现象、基金公司在投资理念中的统一情况、基金经理的投资年限等。

1.3.1 市场偏好股票：从公募基金整体青睐的股票看市场抱团现象

公募基金整体看好的股票在板块中的分布：2010-2012 年抱团股的板块更多分布在消费、金融地产；2013-2016 年抱团股中 TMT 占比更高；2017-2020 年抱团股中消费占比更高；2021 年抱团股中先进制造板块的股票占比明显提升。

图 5：公募基金整体看好股票的板块分布以及股票数量



资料来源：wind，申万宏源研究

由于我们选取的是市场累计持有比例在前 50% 的股票作为公募基金整体看好的股票，每一期的股票数量会不一样，因此也隐含了一个重要信息：**股票数量越少代表抱团越紧，股票数量越多代表抱团出现松动**。例如 2013-2015 年的抱团股数量增加明显，属于百花齐放的市场环境；2017 年开始抱团股数量快速减少，属于抱团越来越紧的环境；2020 年年底的抱团股数量达到 2010 年以来的最低值，即为抱团最紧的时候；2021 年抱团股数量开始增加，抱团松动甚至瓦解。

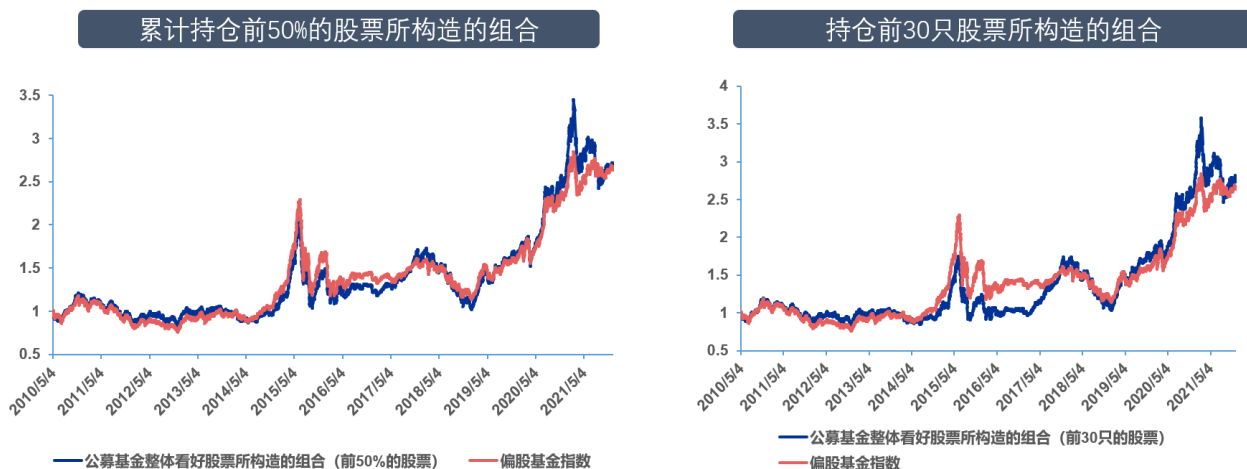
表 5：2019 年以来公募基金每一期持有比例较多的 10 只股票

报告期	持有比例较多的 10 只股票
2019/6/30	贵州茅台,中国平安,五粮液,格力电器,长春高新,伊利股份,美的集团,招商银行,泸州老窖,立讯精密
2019/12/31	贵州茅台,格力电器,立讯精密,万科 A,五粮液,中国平安,长春高新,招商银行,美的集团,保利发展
2020/6/30	贵州茅台,立讯精密,五粮液,长春高新,宁德时代,迈瑞医疗,恒瑞医药,恒生电子,格力电器,药明康德
2020/12/31	贵州茅台,五粮液,宁德时代,立讯精密,美的集团,中国平安,中国中免,隆基股份,迈瑞医疗,药明康德
2021/6/30	宁德时代,贵州茅台,五粮液,药明康德,腾讯控股,隆基股份,迈瑞医疗,海康威视,中国中免,招商银行

资料来源：wind，申万宏源研究

公募基金整体看好的股票能抄作业吗？在公布完持仓之后，持有公募基金整体看好的股票，并不存在明显的超额收益，大多数时候与偏股基金指数的收益差不多。一方面我们所看到公布的持仓相对较为滞后；另一方面几乎每位基金经理都有自己的特质股，而这部分股票很多时候才是差异化业绩的主要来源。

图 6：公募基金整体看好的股票能抄作业吗



资料来源：wind，申万宏源研究；数据截止：2021/12/7

1.3.2 基金公司的特质股：内部培养比例&公司投资理念统一

以基金公司为单位，观测每家基金公司的主动权益基金在所属基金公司特质股的平均配置占比，每一家基金公司的特质股有一定的差异，也一定程度代表基金公司整体看好股票的方向：基金公司特质股配置比例靠前的为睿远基金、国泰基金、大成基金、交银基金以及兴全基金等。需要注意的是，睿远基金因为公募产品数量较少，容易出现公司特质股占比较高的情形。

表 6：基金公司特质股占比较高的 10 家基金公司（2021 半年报）

基金公司	全市场偏好 股票平均占比	公司特质 股票平均占比	个人特质 股票平均占比
睿远基金	29.09%	29.13%	41.78%
国泰基金	39.43%	23.24%	37.33%
大成基金	35.41%	23.13%	41.46%
交银施罗德基金	42.20%	21.44%	36.36%
兴证全球基金	46.08%	16.76%	37.16%
农银汇理基金	49.87%	16.32%	33.81%
景顺长城基金	45.17%	15.93%	38.90%
中欧基金	43.77%	15.93%	40.30%
华安基金	45.07%	13.41%	41.52%
富国基金	45.91%	13.28%	40.80%

资料来源：wind，申万宏源研究；注：只统计样本主动权益基金规模在 500 亿以上的基金公司

除以上信息之外，我们发现**基金公司特质股占比较高的公司，基金经理的内部培养比例相对较高，且基金经理的离职率也较低**，投研稳定性更高，更容易形成统一的投资理念。睿远基金成立于 2018 年，基金数量与基金经理并不多，目前主动权益的三位基金经理中，傅鹏博与朱璘之前都任职于兴全基金，也属于投资理念较为统一的情形；其他公司例如国泰基金、大成基金、交银基金以及兴全基金等，都较为注重基金经理的内部培养，且离职率都保持较低的水平。

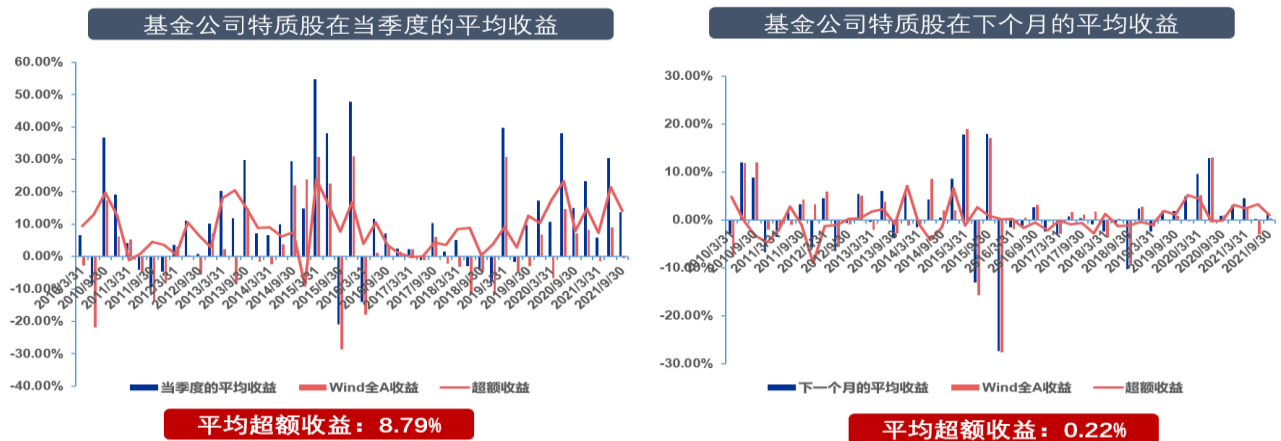
表 7：10 家基金公司的投研稳定性（主动权益基金经理）

基金公司	内部培养比例	2021 年的离职率
睿远基金	0.00%	0.00%
国泰基金	72.22%	0.00%
大成基金	94.74%	9.52%
交银施罗德基金	77.78%	0.00%
兴证全球基金	66.67%	14.29%
农银汇理基金	72.73%	15.38%
景顺长城基金	55.00%	0.00%
中欧基金	56.00%	0.00%
华安基金	77.27%	4.35%
富国基金	62.50%	2.44%

资料来源：wind，申万宏源研究

基金公司整体看好的股票是否有明显的超额收益？基金公司相对更看好的股票在当期的超额收益较为明显，当期相对 Wind 全 A 的平均超额收益达到 8.79%，在下一个相对 Wind 全 A 的超额收益为 0.22%。以 2021Q2 为例，当期即为 2021Q2 的基金公司特质股在 2021Q2 的超额收益，下一期即为在 2021 年 7 月的超额收益。

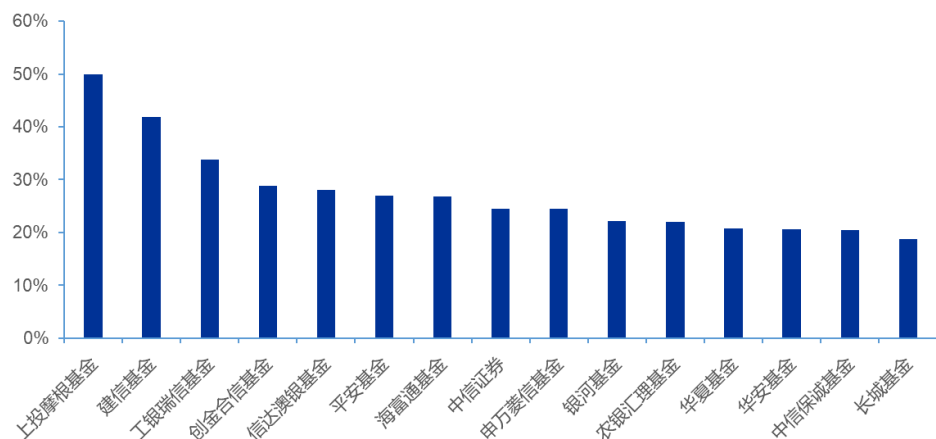
图 7：基金公司的特质股是否有明显超额收益（以重仓股为例）



资料来源：wind，申万宏源研究；数据截止：2021/12/7

以 2019 年之后的季报数据为例，基金公司特质股平均超额收益相对较高的基金公司：上投摩根基金、建信基金、工银瑞信基金、创金合信基金以及信达澳银基金。

图 8：基金公司特质股超额收益较高的 15 家基金公司

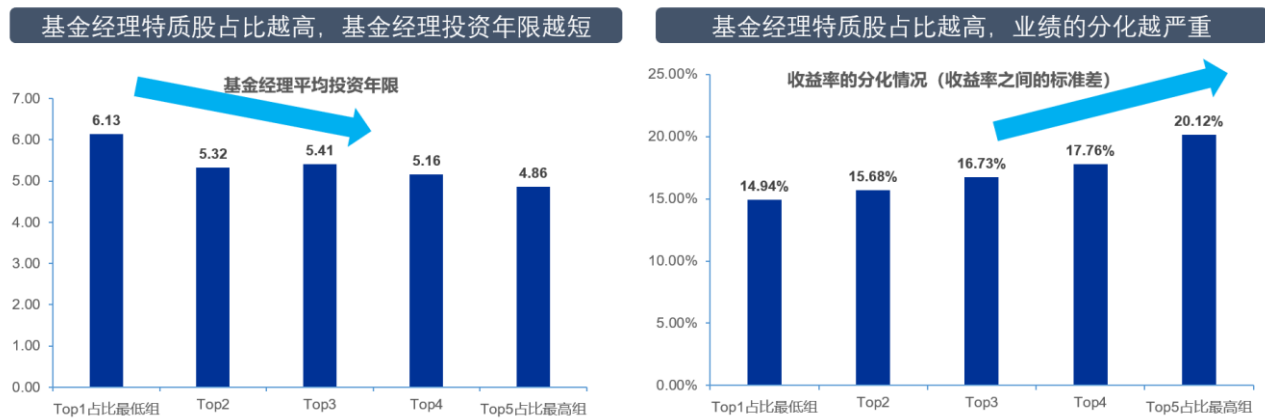


资料来源：wind，申万宏源研究；数据计算区间：2019 年以来的每个季报数据；样本主动权益基金规模在 150 亿以上的基金公司

1.3.3 基金经理的特质股：新锐基金经理&市值偏好

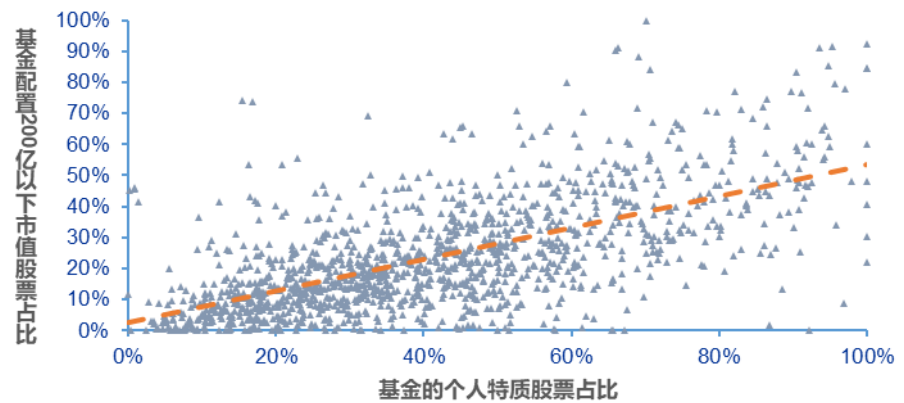
新锐基金经理偏好配置更多的特质股，但业绩分化也更明显：按照基金经理特质股的配置比例分为 5 组，Top1 为配置最少的一组，Top5 为配置比例最多的一组，随着配置比例的增加，基金经理的平均投资年限也在减少，同时基金经理之间的业绩分化也更加严重。即为投资年限更短的基金经理可能更偏好于配置特质股，但特质股毕竟是寻找市场关注度不算高的股票，有可能看错也有可能看对，因此会出现不同基金经理的业绩分化更严重的情形。

图 9：不同基金经理特质股占比分布下的特征



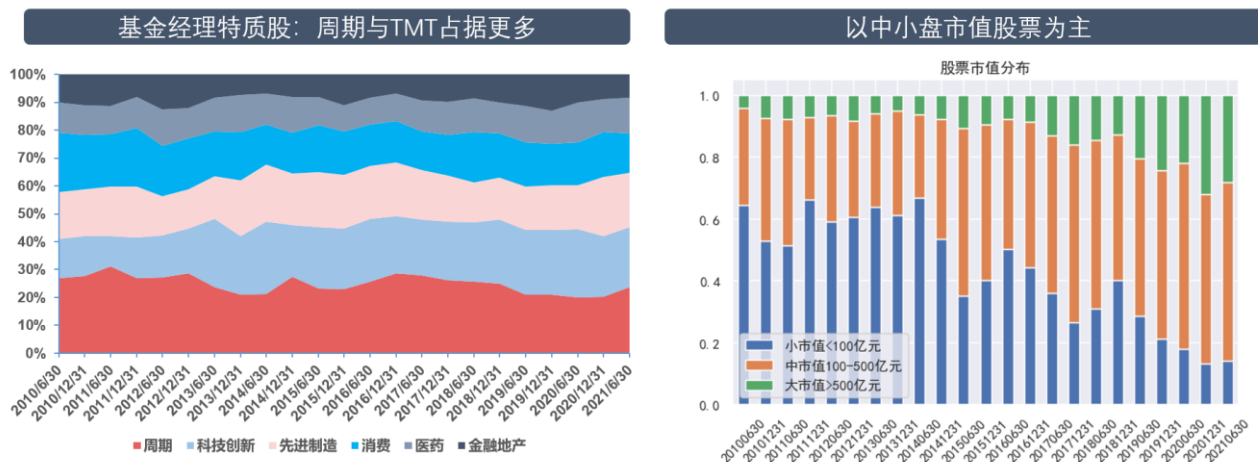
资料来源：wind，申万宏源研究；

图 10：个人特质股占比高的基金整体配置小盘股更多



资料来源：wind，申万宏源研究

图 11：基金经理特质股的板块分布以及市值分布



资料来源：wind，申万宏源研究；

配置基金经理特质股更多的基金，在中小盘市值股票的配置比例相对会更多。这主要也是与基金经理特质股的属性有关：基金经理特质股更多分布在周期与 TMT 行业中，周期与成长属性较强的同时，市值也可能会偏小；具体从市值分布看，主要集中在中小盘，但小盘风格的占比也在逐步减少，目前主要分布在中盘市值风格中。

2. 基金经理的持股分布所对应的三类策略

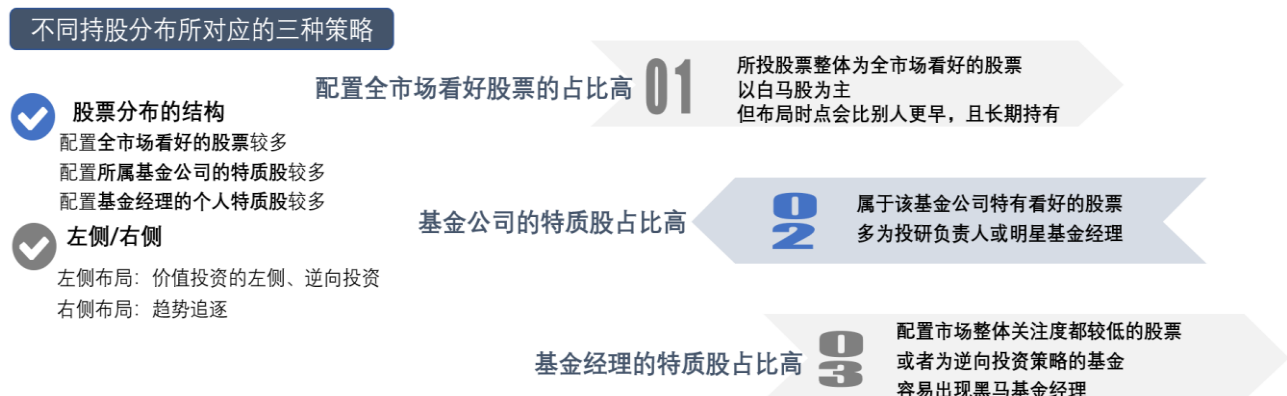
通过以上的分析，我们可以将基金经理的持股策略分为三类：

(1) **抱团股占比高**：所投股票更多为全市场看好的股票，以白马股为主，但优秀的基金经理更多是在左侧布局，且长期持有；

(2) **基金公司的特质股占比高**：属于市场配置比例在后 50%，但该基金公司配置该股票的占比较高，多为基金公司的投研负责人或明星基金经理。

(3) **基金经理的特质股占比高**：不随波逐流，更多是挖掘市场关注度整体较低的股票，容易出现黑马基金经理。

图 12：基金基金经理持股分布所对应的三类策略



资料来源：申万宏源研究

2.1 抱团股占比高：白马基金经理为主，重在左侧参与

以下为配置全市场偏好股占比较高的 15 位基金经理，每位基金经理仅选取 1 只基金产品展示，均为近两年耳熟能详的基金经理，基本上都是百亿基金经理，其中刘彦春更是千亿基金经理。15 只基金配置全市场偏好股的占比都在 80% 以上，任职以来的年化收益均值达到 27.71%，近一年的平均收益相对较低为 9.31%（期间偏股基金的收益为 11.11%），但也有较高的中欧明睿新起点、前海开源人工智能。

表 8：配置全市场偏好股票占比较高的 15 位基金经理

基金代码	基金简称	基金经理	任职日	最新规模 (亿元)	近一年业绩	任职以来的 年化收益	配置全市场偏好 股票的占比均值
200008.OF	长城品牌优选	杨建华	2013-06-18	24.52	2.32%	16.38%	90.21%
260109.OF	景顺长城内需增长贰号	刘彦春	2018-02-10	62.33	1.86%	27.46%	89.96%
001857.OF	易方达现代服务业	王元春	2018-12-08	7.09	1.30%	38.99%	89.63%
001104.OF	华安新丝路主题 A	谢昌旭	2018-10-31	19.92	8.13%	42.36%	86.28%
270007.OF	广发大盘成长	苗宇	2018-11-05	35.26	15.19%	39.88%	86.18%
110022.OF	易方达消费行业	萧楠,王元春	2012-09-28	298.97	-0.28%	20.79%	84.26%
519069.OF	汇添富价值精选 A	劳杰男	2015-11-18	190.84	0.76%	13.14%	83.50%
001000.OF	中欧明睿新起点	葛兰	2018-07-12	39.23	36.50%	31.92%	83.44%
000854.OF	鹏华养老产业	王宗合	2014-12-02	10.08	5.59%	21.41%	82.07%
005481.OF	银华瑞泰	唐能	2018-12-27	6.58	11.85%	43.98%	81.85%
001986.OF	前海开源人工智能	曲扬,魏淳	2016-05-04	11.29	26.58%	17.53%	81.34%
690007.OF	民生加银景气行业 A	王亮	2018-11-01	23.80	3.96%	34.51%	81.28%
040008.OF	华安策略优选 A	杨明	2013-06-05	71.96	11.79%	19.29%	80.78%
000083.OF	汇添富消费行业	胡昕炜	2016-04-08	209.73	7.94%	26.10%	80.66%
005268.OF	鹏华优势企业	陈璇森	2017-11-29	7.08	6.14%	21.86%	80.19%

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截止：2021/12/7

以上基金在各板块的收益贡献：大多基金都是消费贡献主要收益，但也有一些特殊的情形。例如中欧明睿新起点更多的收益贡献来自于科技创新，其次为医药与消费；前海开源人工智能的主要收益贡献来自于科技创新；汇添富价值精选的分布相对较为均衡；也有在消费、医药与科技相对均衡的华安新丝路主题、鹏华优势企业等。

表 9：15 位基金经理的板块收益来源（长期配置全市场偏好股票占比较高）

基金简称	主要收益贡献板块	先进制造	医药	周期	消费	科技创新	金融地产
长城品牌优选	消费	4.13%	6.60%	0.27%	172.33%	1.23%	6.57%
景顺长城内需增长贰号	消费	0.75%	2.08%	0.59%	157.97%	3.61%	5.74%
易方达现代服务业	消费、医药		10.55%	2.47%	141.59%	0.72%	6.70%
华安新丝路主题 A	消费、医药、科技	6.82%	46.43%	2.49%	53.08%	23.06%	8.17%
广发大盘成长	消费、医药	-0.15%	44.05%	0.35%	80.69%	8.07%	8.75%
易方达消费行业	消费	0.30%	0.56%		221.45%	-0.03%	
汇添富价值精选 A	均衡稳健	2.77%	16.04%	2.42%	16.59%	19.66%	23.92%
中欧明睿新起点	均衡成长	10.34%	36.63%	6.40%	27.34%	91.38%	10.95%
鹏华养老产业	消费、医药	0.31%	33.47%	0.65%	150.43%	0.56%	4.59%
银华瑞泰	消费、科技、医药	4.74%	15.33%	2.03%	79.60%	44.24%	6.28%
前海开源人工智能	科技	4.76%	3.09%		0.68%	147.21%	25.91%
民生加银景气行业 A	消费、医药、科技	0.57%	29.52%	7.78%	60.77%	19.90%	3.27%
华安策略优选 A	消费、金融地产、医药	9.00%	10.17%	7.67%	44.49%	9.90%	29.61%
汇添富消费行业	消费、医药	0.04%	19.87%	2.91%	138.65%	4.40%	6.41%
鹏华优势企业	消费、科技、医药	4.15%	31.29%	1.47%	34.93%	33.61%	2.13%

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截止：2021/12/7；板块收益贡献为 2019/1/1-2021/11/15

以中欧明睿新起点为例：（1）葛兰自 2018/7/12 开始管理该产品，收益贡献较高的行业主要为电子、医药生物，其中食品饮料与机械设备也为组合贡献较高收益；（2）从重仓股的分布看，大多都属于持股时间较长，例如立讯精密自 2018Q3 就在重仓股列表，宁德时代自 2019Q4 便在重仓股列表。

图 13: 中欧明睿新起点每季度收益贡献较高的三个行业以及重仓股分布

每季度绝对收益贡献较高的三个行业							宁德时代 隆基股份 阳光电源 恩捷股份 亿纬锂能 赣锋锂业 北方华创 药明康德 凯莱英 中兴通讯 中国卫通 兆易创新 恒生电子 招商银行 格力电器 爱尔眼科 牧原股份 立讯精密 贵州茅台 长春高新 闻泰科技 韦尔股份
季度	行业1	行业2	行业3	收益1	收益2	收益3	
2018Q4	房地产	机械设备	交通运输	0.80%	0.24%	0.24%	
2019Q1	电子	非银金融	计算机	7.48%	6.61%	6.31%	
2019Q2	医药生物	食品饮料	家用电器	1.55%	1.24%	0.81%	
2019Q3	电子	医药生物	农林牧渔	6.83%	2.12%	1.59%	
2019Q4	电子	机械设备	医药生物	12.02%	2.86%	2.33%	
2020Q1	电子	医药生物	传媒	1.87%	0.95%	0.00%	
2020Q2	电子	医药生物	食品饮料	18.98%	9.34%	2.10%	
2020Q3	食品饮料	医药生物	计算机	1.98%	1.00%	0.18%	
2020Q4	医药生物	食品饮料	有色金属	7.99%	3.49%	2.06%	
2021Q1	有色金属	机械设备	家用电器	-0.36%	-0.44%	-0.45%	
2021Q2	医药生物	电子	有色金属	14.64%	9.07%	2.56%	
2021Q3	有色金属	汽车	食品饮料	0.53%	0.39%	-0.18%	

					6.7	6.6	6.8	7.6	10	11	11	11
										4		7.8
		4.7	5.6	5.3				8.3	7.4	7.2	8.2	7.9
						3	3.3	3.2	3.1		4.3	5.7
		4.8	5.9						4.5	5.2	5.6	5.6
												5
												4.3
										5.2	5.1	4.2
										3.7		4.2
							3	3.7	4.3			
	4	6.2	5.1	6	5.2							
					5	6.7	6.3	5.2				
	5.9	6.5	5.2	5.8	5.1							
	4.4	4.5										
	4.7					4.3						
						4.3	2.9	2.9	3.3	4.3	4.6	5.1
	7.6	5.8	7.7	7.9	11	8	11	10	8.1	3.8		
	5		5.1	5.8	6.9	11				5		
	5.4				4.3							
						6.3	6.1	5.3	2.6			
						7.2	6.9	6.4	3.7	3.7	6.2	3.8
20180930												
20181231												
20190331												
20190630												
20190930												
20191231												
20200331												
20200630												
20200930												
20201231												
20210331												
20210630												
20210930												

资料来源: wind, 申万宏源研究; 数据计算区间: 2019/1/1-2021/9/30

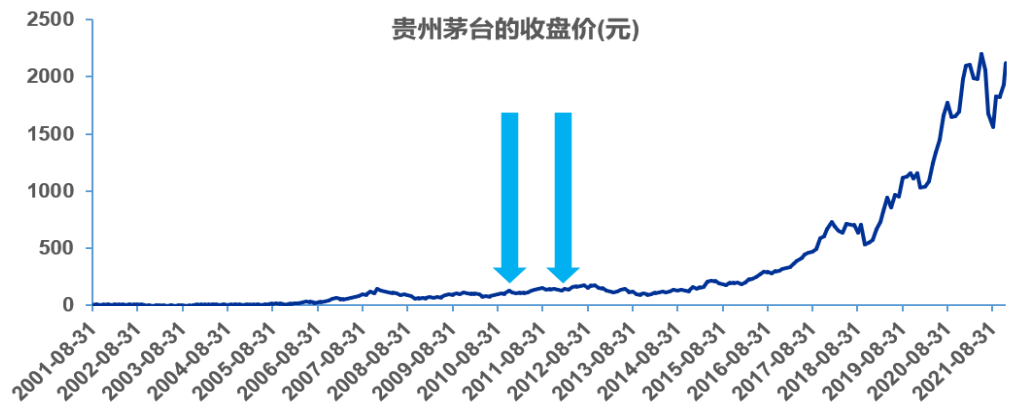
左侧布局，长期持有：以贵州茅台为例，萧楠自管理易方达消费行业以来便一直重仓，每一期的重仓股列表中均有贵州茅台；王宗合管理的鹏华消费精选、史博与骆帅管理的南方绩优成长，也是在 2011 年便把贵州茅台作为重仓股，回溯历史数据发现这些基金也是在市场关注度较低时买入的这些股票。

表 10：左侧布局长期持有（以贵州茅台为例）

基金简称	基金经理	首次出现在重仓股列表的报告期	最后一次出现在重仓股列表的报告期	出现在重仓股列表的次数
易方达消费行业	萧楠,王元春	20120930	20210930	35
鹏华消费优选	王宗合	20110331	20210930	26
工银瑞信消费服务 A	王筱苓	20141231	20210930	26
南方稳健成长	应帅	20121231	20210930	25
汇添富消费行业	胡昕炜	20160630	20210930	22
华夏消费升级 A	黄文倩	20160630	20210930	22
交银策略回报	韩威俊	20160630	20210930	21
嘉实回报灵活配置	常蓁	20160930	20210930	21
海富通内需热点	黄峰	20160930	20210930	21
广发竞争优势 A	苗宇	20161231	20210930	20
南方绩优成长 A	史博,骆帅	20110930	20210930	19
银华中国梦 30	薄官辉	20160630	20210930	19
景顺长城优势企业	江科宏	20170331	20210930	19
汇安丰泽 A	戴杰	20170331	20210930	19
景顺长城新兴成长	刘彦春	20170331	20210930	19

资料来源：wind，申万宏源研究

图 14：贵州茅台的收盘价



资料来源：wind，申万宏源研究

2.2 基金公司特质股占比高：投研负责人或明星基金经理

若某家基金公司的产品数量较少，或一位基金经理管理多只产品，则基金公司特质股容易受到部分基金经理的影响，因此我们只计算主动权益基金合计规模在 150 亿元以上的基金公司。从下表可以看出：**基金公司特质股配置比例较多的基金大多为该基金公司的投研负责人管理**，也有部分基金经理虽然不是投研负责人，但属于市场知名度较高的明星基金经理，例如诺安基金的蔡嵩松、国泰基金的徐治彪。

表 11：配置所属基金公司特质股占比比较高的 15 位基金经理

基金简称	基金经理	任职日	最新规模 (亿元)	任职以来的 年化收益	配置所属基金公司 特质股的占比均值	担任职务
景顺长城能源基建	鲍无可	2014-06-27	9.58	18.44%	59.91%	股票投资副总监
诺安成长	蔡嵩松	2019-02-20	253.85	47.52%	51.73%	
国泰大健康 A	徐治彪	2017-10-30	15.61	21.87%	50.04%	
国投瑞银新兴产业	孙文龙	2015-03-14	8.45	20.24%	45.56%	基金投资部门总经理
大成睿享 A	徐彦	2019-12-30	8.04	21.54%	39.05%	股票投资部总监
信达澳银新能源产业	冯明远	2016-10-19	148.10	37.26%	37.39%	联席投资总监
中欧养老产业 A	王健,许文星	2016-11-03	11.34	23.09%	37.06%	投资总监 (王健)
汇丰晋信智造先锋 A	陆彬	2019-05-18	36.58	83.98%	36.58%	股票研究部总监
博道睿见一年持有	史伟	2020-12-08	12.70	6.54%	35.71%	副总经理
交银成长 A	王少成	2015-03-24	28.47	8.91%	33.93%	权益投资总监
国富中小盘	赵晓东	2010-11-23	46.45	15.70%	33.88%	权益投资总监
融通行业景气 A	邹曦	2012-07-03	39.62	15.35%	33.09%	副总经理、权益投资总监
申万菱信新经济	付娟	2020-09-21	25.87	49.21%	32.02%	权益投资部负责人
海富通精选	黄峰	2019-06-03	11.67	25.80%	31.14%	权益投资部副总监
万家和谐增长	莫海波	2015-05-06	15.22	18.12%	30.53%	总经理助理, 投资研究部总监

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截止：2021/12/7；担任职务根据基金的招募说明书整理

一般基金公司的投研负责人所管产品的业绩都较为突出,对整个公司的投研影响也更大。我们通过**计算基金经理任职投资总监前后的业绩也可以发现,任职前与任职后都具备较高的超额收益**(仅选取主动权益基金规模最大的 50 家基金公司):

(1) **计该基金经理任职投资总监的日期为 T**, 将投资总监管理该产品的日期全部转化为 T-N、T-(N-1)、...、T-1、T、T+1、...、T+M。例如某投资总监 2021/9/8 担任投资总监, 则 2021/9/8 计为 T 日, 2021/9/7 计为 T-1 日, 2021/9/9 计为 T+1 日, 以此类推。

部分基金经理在管理产品很长时间之后才担任的投资总监,或担任投资总监的时间已经非常长,导致上述的 N 值与 M 值过大;但也有较多基金经理担任投资总监的时间还并不长,会造成两端的样本数量过少。因此我们统一将 N 与 M 限定在 250 以内,即最长的数据区间共 501 个交易日。

(2) **计算每位投资总监在每日的超额收益**(此处的基准统一采用偏股基金指数 930950.CSI)。

(3) **计算整体的超额收益**:最后得到每一位投资总监在 T-250~T+250 的超额收益,计算整体的超额收益即为将以上数据等权处理,得到整体的超额收益情况。

图 15: 担任投资总监前后的超额收益 (相对 930950.CSI, T-250 日至 T+250 日)



资料来源: wind, 申万宏源研究

2.3 基金经理特质股占比高: 容易出现黑马基金经理

以下为基金经理特质股配置占比较高的 15 位基金经理, 其中宝盈新兴产业在 2021Q2 的基金经理特质股配置比例达到 100%。该类基金经理多为新锐基金经理或黑马基金经理, 在 2021 年的投资业绩大放异彩。

表 12：配置基金经理特质股占比较高的 15 位基金经理

基金代码	基金简称	基金经理	任职日	最新规模 (亿元)	近一年业绩	任职以来的 年化收益	配置基金经理 特质股的占比均值
001128.OF	宝盈新兴产业 A	陈金伟	2021-03-03	38.82	42.61%	56.72%	100.00%
002601.OF	中银证券价值精选	白冰洋	2020-09-08	7.59	19.04%	14.57%	98.60%
003567.OF	华夏行业景气	钟帅	2020-07-28	72.57	104.47%	85.61%	97.05%
011649.OF	易方达逆向投资 A	杨嘉文	2021-04-01	7.29	0.00%	23.38%	89.82%
002871.OF	华夏智胜价值成长 A	孙蒙	2020-03-17	8.46	24.51%	30.61%	88.24%
000893.OF	工银瑞信创新动力	杨鑫鑫	2019-02-28	5.85	14.55%	23.62%	87.61%
005233.OF	广发睿毅领先 A	林英睿	2017-12-14	19.20	21.06%	27.19%	81.80%
002943.OF	广发多因子	唐晓斌,杨冬	2018-06-25	138.37	93.43%	46.52%	81.22%
005821.OF	万家新机遇龙头企业 A	束金伟	2020-04-13	23.71	77.68%	78.58%	79.46%
160642.SZ	鹏华增瑞(LOF)	谢书英,刘玉江	2016-09-20	8.08	31.85%	16.42%	79.43%
000729.OF	建信中小盘 A	周智硕	2020-09-18	9.47	73.65%	68.62%	78.35%
003751.OF	万家瑞隆	刘洋	2018-09-18	5.15	59.81%	39.53%	77.80%
519702.OF	交银趋势优先 A	杨金金	2020-05-06	78.90	69.99%	83.91%	76.80%
161611.OF	融通内需驱动 AB	范琨	2020-02-05	5.22	26.81%	42.15%	76.69%
320003.OF	诺安先锋 A	杨谷,张堃	2006-02-22	41.56	40.81%	16.12%	76.58%

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截止：2021/12/7

除了上述基金之外，我们选取了市场中采用逆向投资策略的主动权益基金（仅从基金名称中判断），大多采用逆向投资策略的基金在基金经理特质股票中占比较高，例如易方达逆向投资、嘉实逆向投资、汇添富逆向投资等，基金经理特质股的配置比例均在 60%以上，投资策略为规避拥挤的交易，寻找错误的定价。

表 13：逆向投资策略基金的持股结构分布

基金简称	基金经理	基金经理任职日	全市场偏好 股票占比	公司特质 股票占比	个人特质 股票占比	近一年 收益率	任职以来的 年化收益率
易方达逆向投资 A	杨嘉文	2021-04-01	8.25%	1.93%	89.82%		23.38%
嘉实逆向策略	曲盛伟	2018-07-18	23.39%	7.18%	69.43%	38.12%	35.24%
汇添富逆向投资	董超	2020-06-29	36.26%	1.71%	62.03%	34.74%	54.82%
泰达宏利逆向策略	刘欣	2014-01-03	46.33%	1.30%	52.37%	4.12%	16.89%
广发逆向策略 A	程琨	2014-09-04	36.75%	19.41%	43.85%	8.64%	17.59%
华安逆向策略 A	崔莹	2015-06-18	51.55%	18.90%	29.55%	37.93%	18.70%
博时逆向投资 A	蔡滨,李喆	2017-11-13	55.92%	22.19%	21.89%	13.50%	20.87%

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截止：2021/12/7

3. 基金经理在特质股中的投资策略

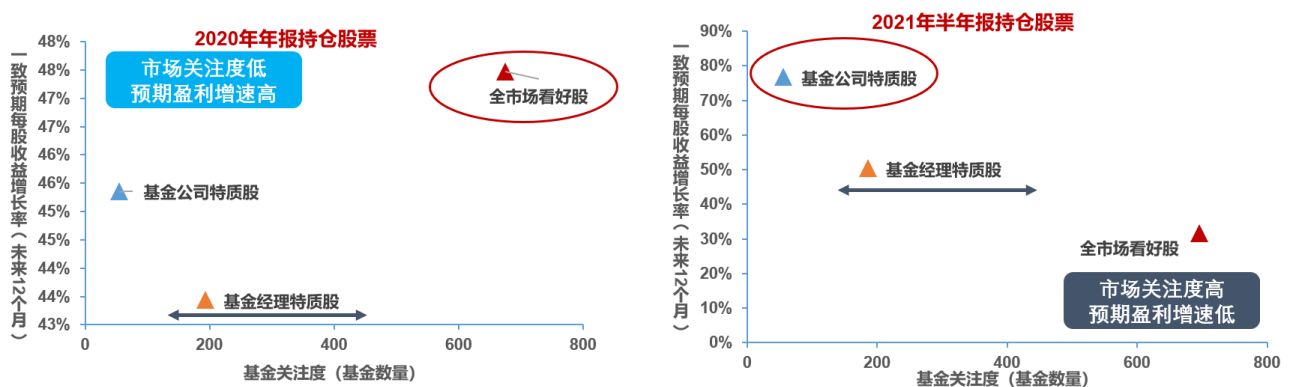
基金经理的特质股为市场整体关注度相对较低的股票，有可能是成功的逆向投资股票，但也有可能买在价值陷阱中，因此会出现基金经理特质股配置较高的基金中业绩分化更严重的情形，重点需要关注基金经理在特质股中的投资策略。

3.1 特质股的特征：市场关注度低&预期盈利增速高

我们选取每一类股票中持有比例较多的 30 只股票为例，观测其股票关注度以及一致预期每股收益增速，其中股票关注度指标为多少只基金持有该股票。

从下图可以看出：（1）基金公司特质股的关注度最低，因为基金公司的数量少于基金经理的数量，基金公司的特质股相对基金经理的特质股会更加独特；（2）2020 年全市场看好股的一致预期每股收益增速最高，但 2021 年全市场看好股的一致预期每股收益增速最低；（3）左上角的为市场关注度较低，但预期盈利增速较高的股票，通常基金公司的特质股会处于这个位置。

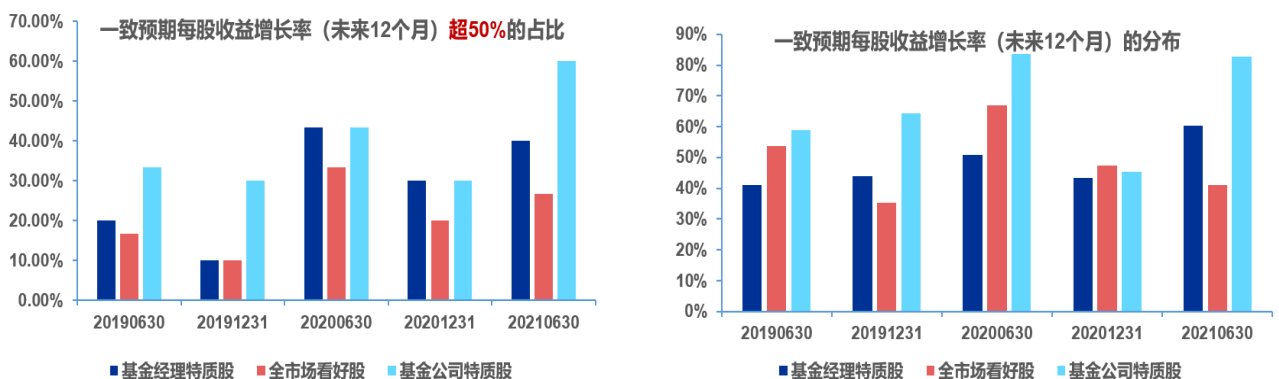
图 16：股票的关注度 VS 股票的一致预期每股收益增速



资料来源：wind，申万宏源研究

2019 年以来一致预期每股收益增速相对较高的为基金公司特质股，其中基金经理特质股与全市场看好股的均值差不多，但一致预期每股收益增速超 50% 的占比更多的为基金经理特质股。

图 17：三类股票的一致预期每股收益增速（未来 12 个月）

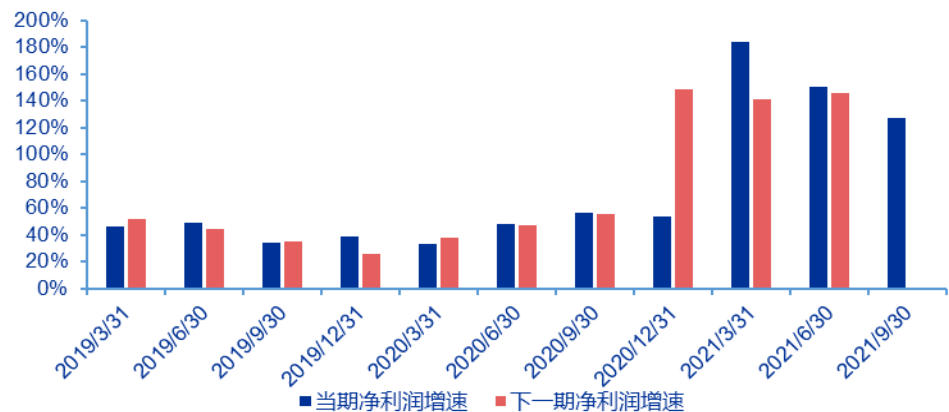


资料来源：wind，申万宏源研究

3.2 特质股的业绩兑现情况：股价与基本面

以上是从一致预期每股收益增速、市场关注度的角度分析各类股票，接下来我们可以观测**基金经理特质股在基本面上的兑现情况**：基金经理特质股在当期以及下一期的净利润增速（扣非）都较高，以 2021Q3 为例，当期基金经理特质股的净利润增速（扣非）达到 127%。

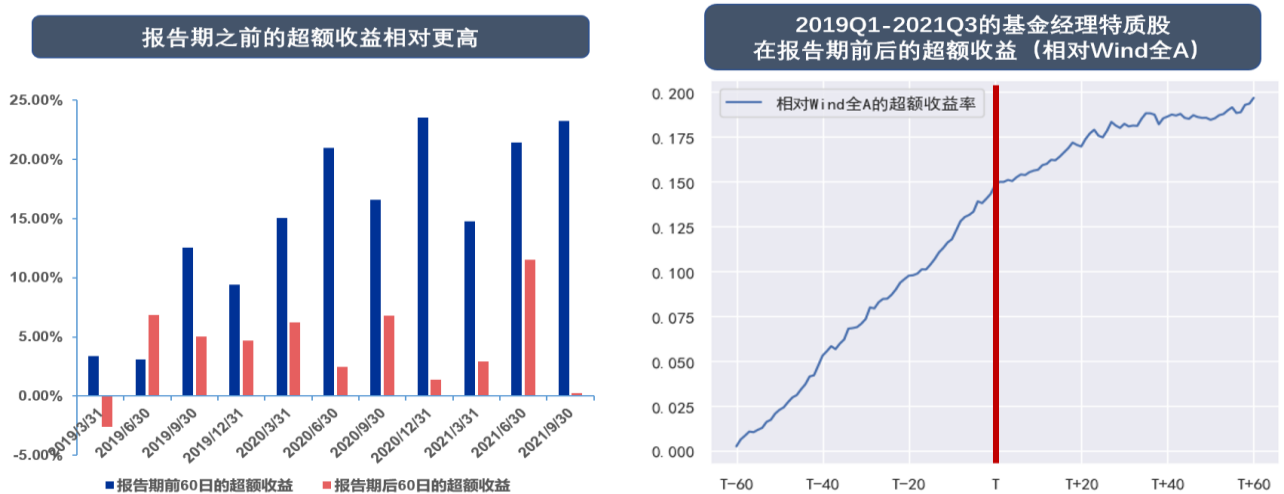
图 18：基金经理特质股在当期与下一期的净利润增速（扣非）



资料来源：wind，申万宏源研究

基金经理特质股在股价上的兑现情况：（1）基金经理特质股相对 Wind 全 A 的超额收益整体较为突出；（2）但更多的超额收益在报告期的前 60 个交易日（下图的 T 日为报告期日），报告期前 60 日的超额收益均值为 14.92%，报告期后 60 日的超额收益均值为 4.13%。

图 19：基金经理特质股在报告期（T 日）前后 60 个交易日的超额收益

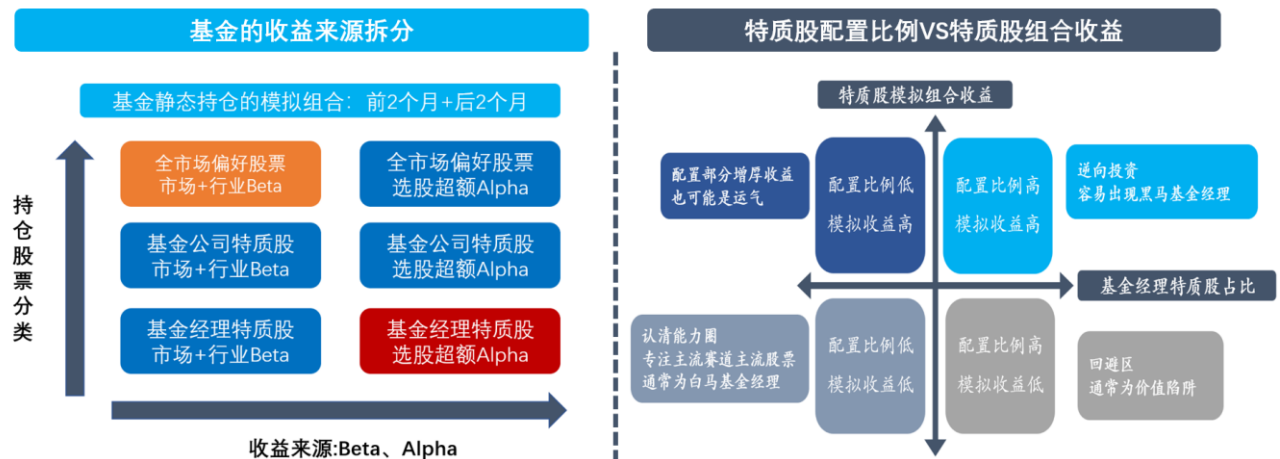


资料来源：wind，申万宏源研究

3.3 对组合的收益贡献估算：行业 Beta 与选股 Alpha

除业绩与基本面的兑现之外，我们还需关注股票对组合的收益贡献情况。

图 20：按照基金的持仓股票分类进行收益拆分



资料来源：申万宏源研究

(1) 我们可以从两个维度对基金经理的持仓进行收益拆分：每只基金的持仓可以划分为全市场偏好股票、基金公司特质股、基金经理特质股；每只股票可以划分为市场行业 Beta、选股 Alpha（相对行业指数的超额收益）；

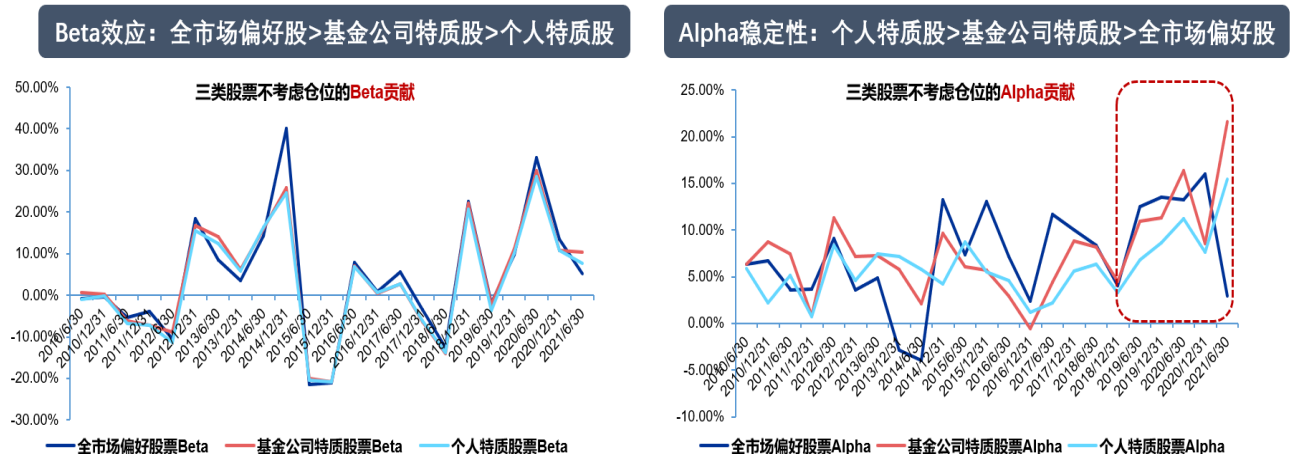
(2) 通过特质股的配置比例与特质股组合收益维度区分：部分基金属于特质股的配置比例较高，但特质股的质地不一定好；也有部分基金属于特质股的配置比例较低，但特质股的表现反而较好。

注：模拟收益我们仅计算报告期前 2 个月的收益+报告期后 2 个月的收益

一、三类股票对组合的 Beta 与 Alpha 属性

观测三类股票对基金组合的 Beta 与 Alpha 属性，但这里我们不考虑仓位的影响，即为都按照 100% 的仓位进行计算：（1）全市场偏好股的 Beta 相对更强，代表的是市场的整体投资方向；（2）全市场偏好股的 Alpha 波动会更大，特质股的 Alpha 稳定性会更高。

图 21：三类股票对组合的 Beta 与 Alpha 属性（不考虑仓位的影响）



资料来源：wind，申万宏源研究

二、特质股配置比例&特质股的模拟组合收益的维度：四种不同的投资策略

若将基金经理特质股的配置比例与基金经理特质股的模拟收益看成两个维度，可以划分为四个象限：

第一象限：特质股配置比例高&特质股的模拟组合收益高。这部分基金即为成功通过基金经理特质股为组合增厚收益的基金，例如前海开源公用事业、华夏经典配置、华夏行业景气等。

第二象限：特质股配置比例低&特质股的模拟组合收益高。这部分基金虽然在基金经理特质股的配置比例不算高，但特质股的模拟收益较高。例如国投瑞银新能源、民生加银策略精选、汇添富盈泰等。

第三象限：特质股配置比例低&特质股的模拟组合收益低。该象限的基金近两年较多，专注于主流赛道中的主流股票，通常为白马基金经理所管产品。

第四象限：特质股配置比例高&特质股的模拟组合收益低。该象限的基金也采用逆向投资的策略，但更多是价值陷阱的策略，我们应该回避。

表 14：不同象限下的代表基金（基金经理特质股配置比例以及模拟收益）

所属象限	基金的基本信息			2020H2 基金经理特质股		2021H1 基金经理特质股	
	基金代码	基金简称	基金经理	配置比例	模拟收益	配置比例	模拟收益
第一象限 配置比例高 模拟组合收益高	005669.OF	前海开源公用事业	崔宸龙	71.88%	24.80%	60.85%	150.08%
	288001.OF	华夏经典配置	佟巍	60.68%	40.69%	70.40%	79.43%
	003567.OF	华夏行业景气	钟帅	97.03%	20.55%	97.06%	93.02%
	003516.OF	国泰融安多策略	林小聪	62.25%	33.50%	65.17%	71.63%
	001300.OF	大成睿景 A	韩创	65.80%	49.96%	68.88%	52.00%
第二象限 配置比例低	007689.OF	国投瑞银新能源 A	施成	27.40%	36.84%	6.90%	167.77%
	000136.OF	民生加银策略精选 A	孙伟	15.04%	34.38%	9.85%	162.43%

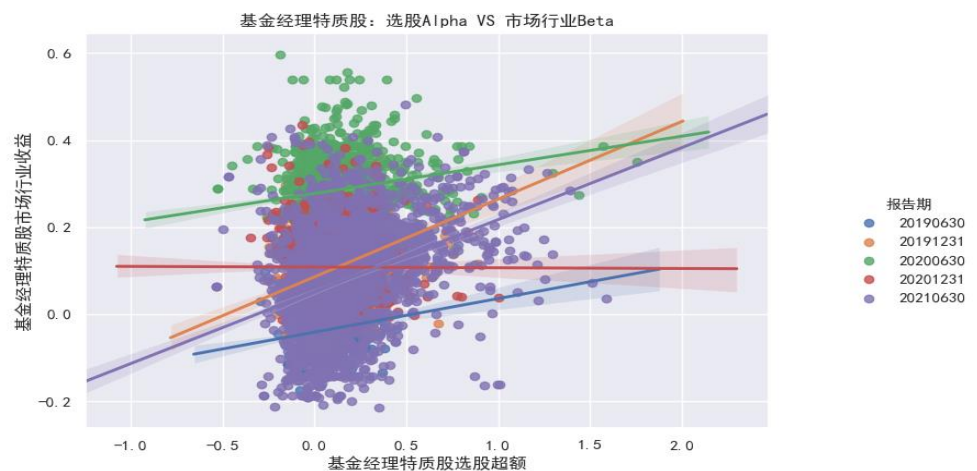
模拟组合收益高	002959.OF	汇添富盈泰	李云鑫	13.27%	62.88%	10.18%	133.39%
	010562.OF	永赢成长领航 A	于航	17.65%	115.18%	23.11%	70.68%
	040005.OF	华安宏利	王春	13.38%	41.93%	22.06%	110.47%

资料来源：wind，申万宏源研究

三、基金经理特质股的市场 Beta 与选股 Alpha

从下图可以看出，较多市场环境下基金经理特质股的市场行业 Beta 与选股 Alpha 存在一定的正相关关系，而我们也更想找到配置右上角股票较多的基金，规避左下角股票配置较多的基金。

图 22：基金经理特质股的市场行业 Beta 与选股 Alpha



资料来源：wind，申万宏源研究

以下为在基金经理特质股占比较高的基金中，剔除暂停大额申购的基金，筛选的 15 只基金经理特质股市场行业 Beta 与选股 Alpha 都较高的基金，最终按照基金经理特质股的 Alpha 进行排序：相对较高的为大成睿景、国泰融安多策略、银华盛利、万家新机遇龙头企业、广发多因子等。

表 15：市场行业 Beta 与选股 Alpha 都较高的 15 只基金（基金经理特质股占比较高的基金）

基金代码	基金简称	基金经理	基金规模 (亿元)	基金经理 任职日	近一年 收益率	基金经理特质股 占比均值	基金经理特质股 Beta 收益	基金经理特质股 Alpha 收益
001300.OF	大成睿景	韩创	53.39	2020-01-02	82.34%	71.74%	25.14%	41.61%
003516.OF	国泰融安多策略	林小聪	15.58	2020-03-25	25.90%	61.27%	20.73%	35.52%
006348.OF	银华盛利	向伊达	3.30	2019-12-11	67.97%	63.09%	21.50%	35.41%
005821.OF	万家新机遇龙头企业	束金伟	23.71	2020-04-13	77.68%	79.46%	18.38%	27.77%
002943.OF	广发多因子	唐晓斌, 杨冬	138.37	2018-06-25	93.43%	79.48%	20.58%	26.26%
000029.OF	富国宏观策略	袁宜	5.16	2013-04-12	20.27%	65.36%	18.69%	22.58%
005299.OF	万家成长优选	李文宾	19.08	2018-02-01	58.74%	70.17%	22.06%	21.83%
470098.OF	汇添富逆向投资	董超	45.83	2020-06-29	34.74%	62.03%	19.74%	19.90%

000242.OF	景顺长城策略精选	张靖	14.22	2014-10-25	50.91%	73.18%	22.23%	18.81%
004423.OF	华商研究精选	童立	4.50	2017-12-21	49.15%	63.36%	18.72%	18.80%
160919.SZ	大成产业升级	李林益	3.23	2015-07-07	41.55%	79.61%	22.53%	16.19%
519003.OF	海富通收益增长	周雪军	24.18	2015-06-09	26.21%	69.20%	19.39%	15.15%
007146.OF	鹏华研究智选	包兵华	5.77	2019-05-06	25.40%	66.93%	15.44%	13.53%
003293.OF	易方达科瑞	杨嘉文	12.48	2017-12-27	18.10%	61.27%	17.85%	12.14%
320003.OF	诺安先锋	杨谷,张堃	41.56	2006-02-22	40.81%	80.07%	22.51%	10.50%

资料来源: wind, 申万宏源研究; 特质股数据区间: 2020 年以来, 收益截止日 2021/12/7; 剔除暂停大额基金

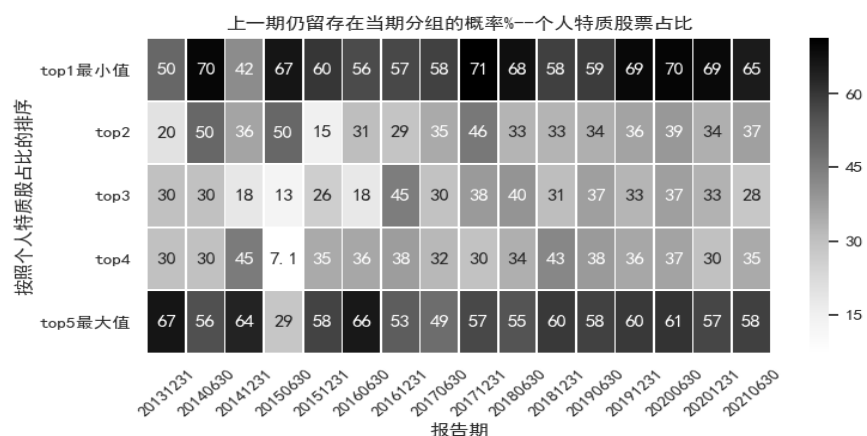
4. 具备哪些特质股挖掘能力的基金经理值得关注

4.1 如何兼得：特质股挖掘的可持续性与基金规模敏感度

一、基金经理特质股的挖掘能力是策略的坚持

每个报告期计算每只主动权益基金在基金经理特质股的配置比例, 并将其分为 5 组, Top1 即为配置比例最低的一组, Top5 为配置比例最高的一组, 观测在下一个报告期该基金仍能留在该分组的概率。从下图可以看出, Top1 组与 Top5 组的保留概率最高, 即为基金经理特质股配置比例较高的基金大概率下一期配置较多, 同时基金经理特质股配置比例较低的基金大概率下一期配置也较低, 因此我们认为特质股挖掘是基金经理的投资风格, 具备可持续性。

图 23：配置基金经理特质股的稳定性



资料来源: wind, 申万宏源研究

同时也可以观测基金经理特质股配置比例的转移概率, 上一期被分在某一组的基金下一期留在当前分组的概率最大, 转移到其他组的概率相对较小。例如上一期在 Top5 配置最多组的基金, 下一期留在 Top5 组的平均概率为 65.20%, 转移到 Top1

或 Top2 等其他概率的组相对较小，即使转移也是转移到 Top4 组的概率稍高，而这一组仍然属于配置比例较高的一组。

表 16：基金经理特质股配置比例的转移概率%（均值）

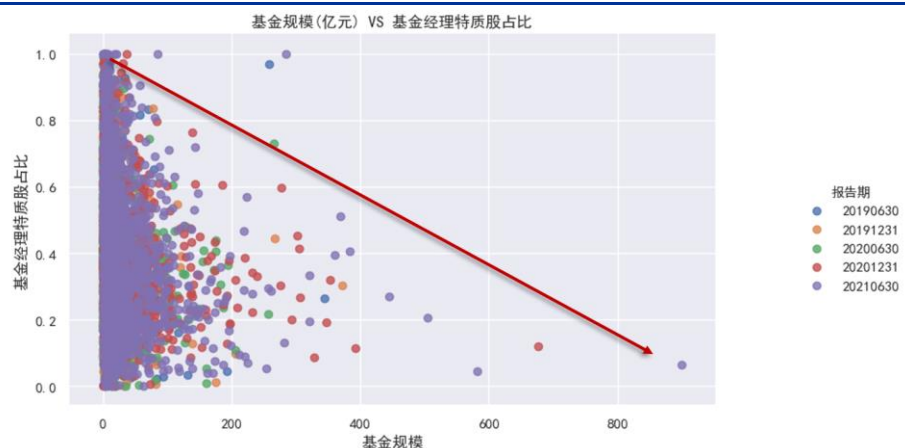
转移概率	top1 最小值	top2	top3	top4	top5 最大值
top1 最小值	57.97	25.06	10.54	4.70	1.73
top2	26.91	35.83	23.17	10.92	3.17
top3	10.14	25.32	33.77	25.37	5.39
top4	4.43	11.99	24.47	37.56	21.46
top5 最大值	1.79	3.82	7.46	21.53	65.20

资料来源：wind，申万宏源研究

二、特质股的配置比例虽然对基金规模敏感度较高，但也有部分大规模基金例外

以下图为例可以看出：随着基金规模的增加，基金经理特质股的配置比例也在减少。一方面大规模基金的调仓难度相对更大，灵活度相对更低，买入的股票需要更长期的视角，另一方面特质股较多为中小市值的股票，即使基金经理有所配置，因为流动性等原因，最终的占比也不会很高。

图 24：基金规模 VS 基金经理特质股配置比例



资料来源：wind，申万宏源研究

但也有部分大规模基金，在基金规模增加之后基金经理的特质股仍然维持较高的配置，甚至还有增加的情形：广发高端制造 2020Q4 的规模为 151.14 亿元，此时基金经理特质股的配置比例为 44.96%，2021Q2 的规模为 219.08 亿元，此时基金经理的特质股配置比例为 46.72%，基金规模增加之后特质股的配置比例反而增加；同样较为明显的例子还有兴全趋势投资、中信证券卓越成长两年持有、汇丰晋信低碳先锋、睿远成长价值、海富通改革驱动等。

表 17：规模增加之后基金经理特质股占比反而增加的基金（100 亿以上的基金）

基金的基本信息			基金经理特质股的比例				
基金简称	基金经理	最新规模 (亿元)	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630
广发高端制造 A	郑澄然	182.15				44.96%	46.72%
兴全趋势投资	童兰, 董理, 谢治宇	333.10				31.95%	40.65%
中信证券卓越成长两年持有	张晓亮	126.60			28.74%	47.50%	52.93%
汇丰晋信低碳先锋 A	陆彬	108.97		24.09%	25.33%	30.68%	40.71%
睿远成长价值 A	傅鹏博, 朱璘	341.37	37.61%	35.82%	40.57%	41.49%	51.22%
海富通改革驱动	周雪军	134.29	57.48%	57.80%	65.90%	67.97%	71.16%
兴全绿色投资	邹欣	102.16	40.80%	33.16%	41.10%	34.31%	62.56%
中欧新蓝筹 A	周蔚文, 冯炉丹	153.34	16.40%	18.91%	26.59%	22.95%	25.09%
交银新成长	王崇	129.69	10.36%	10.00%	8.55%	26.43%	20.14%
银华富裕主题	焦巍	244.23	16.59%	23.59%	27.12%	34.86%	29.47%
富国天惠精选成长 A	朱少醒	398.99	16.45%	27.52%	21.73%	26.82%	26.98%
中欧新趋势 A	周蔚文	112.36	19.39%	20.20%	25.26%	21.30%	24.97%
华夏能源革新 A	郑泽鸿	228.45	49.02%	39.62%	59.30%	52.70%	56.81%
广发多因子	唐晓斌, 杨冬	138.37	90.76%	76.91%	67.70%	83.91%	86.81%
兴全合泰 A	任相栋	102.37		31.76%	46.20%	36.90%	42.39%

资料来源：wind，申万宏源研究

4.2 配置主流赛道抓住 Beta，运用特质股增厚 Alpha

通过以上的分析我们可以知道：

(1) 基金经理特质股是基金业绩之间差异化的重要来源，有运用逆向投资策略成功的基金经理，也有买在价值陷阱的基金经理，更重要的是对基金经理特质股的挖掘能力；

(2) 特质股较多具备市场关注度低，预期盈利增速较高的特征，通常股价以及基本面的兑现都较好，但重在左侧参与；

(3) 基金经理特质股的挖掘对于基金经理而言具备一定的可持续性，这属于基金经理的投资风格；

(4) 但随着规模增加之后，较多基金在特质股的配置比例上相对会降低。

因此我们在筛选具备特质股挖掘能力的基金经理时主要基于以下维度：**特质股的挖掘能力、对规模的敏感度、市场行业 Beta 与选股 Alpha、换手率的限制。**

图 25：具备特质股挖掘能力基金经理的筛选方法



资料来源：申万宏源研究

具体的筛选步骤如下：

(1) 计算基金的全市场偏好股配置比例，需在 20%以上；基金经理特质股配置比例需在 50%以上；

(2) 通常主流的行业主题基金在全市场偏好股上配置较多，非主流的行业主题基金在基金经理特质股上配置较多，为避免影响我们剔除行业板块偏离度在后 20% 的基金；

(3) 计算市场行业 Beta 与选股 Alpha 时候需要用到基金的静态持仓，尽量保持静态持仓的准确度，我们剔除换手率在市场后 20%的基金；

(4) 基金经理特质股只是该类基金的一部分持仓，我们需要保证整个组合的 Beta 以及 Alpha 选股效应，剔除组合 Beta 效应或 Alpha 效应在后 50%的基金；

(5) 剔除规模在 5 亿元以下的基金、剔除定开基金、剔除暂停大额申购的基金，最终按照基金经理的特质股 Alpha 进行排名，筛选一定数量的基金。

基于 2020 年年报以及 2021 年半年报的数据,我们最终筛选出 15 只基金如下：

(1) 基金经理的平均投资年限接近 6 年，投资年限最短的为汇添富基金董超，但管理汇添富逆向投资以来已获得 93.02%的收益，任职以来的年化收益为 56.90%；投资年限最长的为华夏基金郑煜，管理华夏收入以来的累计收益为 402.31%，年化收益为 13.37%；

(2) 大多数基金在 2021 年都取得较高的收益，一定程度上受益于基金经理特质股的挖掘能力，但我们限定市场偏好股的配置比例也需要在 20%以上，因此这些基金在过往历史中表现也较好；

(3) 大部分基金经理的风格都相对较为均衡，不会过度偏好某类板块，且市值上整体以大中盘股票为主，该类风格的基金对于规模敏感度会更低。

表 18：配置相对均衡且特质股挖掘能力出色的 15 只基金

基金代码	基金简称	现任基金经理	基金经理 任职日	基金规模 (亿元)	公募基金 投资年限	2021 年以来的 收益率	任职以来的 年化收益率
006533.OF	易方达科融	刘健维	2020-06-06	11.97	2.42	59.71%	66.07%
288001.OF	华夏经典配置	佟巍	2018-01-17	17.73	6.80	33.69%	23.77%
007355.OF	汇添富科技创新 A	马翔,刘江	2019-05-06	21.26	6.49/5.76	16.34%	41.73%
519133.OF	海富通改革驱动	周雪军	2016-04-28	134.29	9.16	27.94%	27.64%
470098.OF	汇添富逆向投资	董超	2020-06-29	45.83	1.46	31.62%	56.90%
007146.OF	鹏华研究智选	包兵华	2019-05-06	5.77	2.65	19.11%	38.84%
001018.OF	易方达新经济	陈皓	2015-02-12	31.07	9.21	36.62%	24.79%
003293.OF	易方达科瑞	杨嘉文	2017-12-27	12.48	3.96	18.64%	22.39%
001564.OF	东方红京东大数据	周云	2015-09-14	7.92	6.25	26.12%	16.27%
240008.OF	华宝收益增长	毛文博	2015-04-09	9.92	6.68	21.11%	8.16%
004693.OF	前海联合泳隼 A	张永任	2020-05-12	9.80	1.59	14.58%	41.00%
110010.OF	易方达价值成长	林高榜,林海	2018-03-23	52.02	4.59/3.95	4.98%	12.43%
001616.OF	嘉实环保低碳	姚志鹏	2018-03-21	56.39	5.62	23.44%	31.32%
288002.OF	华夏收入	郑煜	2009-02-04	25.13	15.35	16.16%	13.37%
006435.OF	景顺长城创新成长	杨锐文	2019-10-17	40.16	7.14	22.38%	44.22%

资料来源：wind，申万宏源研究；数据截止日：2021/12/10

表 19：15 只基金在三类股票中的平均配置比例（2020 半年报与 2021 年年报）

基金代码	基金简称	现任基金经理	全市场偏好 股票占比	公司特质 股票占比	个人特质 股票占比
006533.OF	易方达科融	刘健维	27.12%	6.67%	66.21%
288001.OF	华夏经典配置	佟巍	24.71%	9.75%	65.54%
007355.OF	汇添富科技创新 A	马翔,刘江	40.82%	2.21%	56.96%
519133.OF	海富通改革驱动	周雪军	25.59%	4.85%	69.56%
470098.OF	汇添富逆向投资	董超	42.16%	1.22%	56.62%
007146.OF	鹏华研究智选	包兵华	37.15%	1.35%	61.50%
001018.OF	易方达新经济	陈皓	45.26%	4.58%	50.16%
003293.OF	易方达科瑞	杨嘉文	34.97%	2.16%	62.87%
001564.OF	东方红京东大数据	周云	46.48%	0.00%	53.52%
240008.OF	华宝收益增长	毛文博	37.32%	11.80%	50.87%
004693.OF	前海联合泳隼 A	张永任	32.71%	0.00%	67.29%
110010.OF	易方达价值成长	林高榜,林海	46.11%	2.71%	51.18%
001616.OF	嘉实环保低碳	姚志鹏	38.79%	5.95%	55.26%
288002.OF	华夏收入	郑煜	38.42%	4.00%	57.58%
006435.OF	景顺长城创新成长	杨锐文	23.41%	23.22%	53.37%

资料来源：wind，申万宏源研究

5. 风险揭示与声明

本报告数据均来自公开信息，不涉及对未来走势的预测，相关模型构建与测算均基于申万宏源研究客观研究，可能存在模型失效等风险。本报告不涉及基金评价业务，不涉及对基金公司、基金经理、基金产品的推荐。阅读本报告时，投资者需结合自身风险偏好及风险承受能力，充分理解基金产品波动、基金经理个人长期投资风格、历史业绩、选股能力、风险偏好等因素，对基金业绩可能造成的影响。报告内容仅供参考，投资者需特别关注官方基金披露信息。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。