

金工研究/深度研究

2020年10月21日

林晓明 SAC No. S0570516010001
研究员 SFC No. BPY421
0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

黄晓彬 SAC No. S0570516070001
研究员 0755-23950493
huangxiaobin@htsc.com

张泽 SAC No. S0570520090004
研究员 0755-82493656
zhangze@htsc.com

相关研究

- 1 《金工：2020 年三季度中国 ETF 市场回顾》
2020.10
- 2 《金工：竞速科技赛道：科技投资新工具》2020.10
- 3 《金工：基金业绩持续性的规律与策略构建》
2020.10

风格稳定的绩优股票基金筛选策略

基于风格稳定性与业绩持续性的相关关系规律

基于净值和持仓数据，构建风格稳定的绩优股票基金筛选策略

本文对国内股票型基金进行风格类型、风格稳定度检验和业绩比较优选，从而得到风格稳定且业绩优良的基金池。我们首先对股票型基金从价值规模和行业板块两种视角进行风格的划分，分别按照风格稳定性指标（SDS）及重仓板块的持续性排序，筛选出风格稳定的基金池；再从不同风格的基金池中根据净值指标优选出业绩持续领先的基金；然后对筛选出的绩优基金进行配置并与各风格指数的表现进行比较，最后用基金组合实现板块轮动策略，回测显示基金配置策略相对基准均有一定超额收益。

从价值/成长和规模视角划分基金风格，并检测基金风格稳定性

我们采用 Fama-French 模型和 Sharpe 模型从价值/成长和规模风格视角定量划分基金风格，并在此基础上，测算所有样本基金的 SDS 值以衡量风格的稳定程度，从而筛选出风格稳定性较高的基金。在利用 384 只普通股票型基金 2010/01/04-2020/08/31 的历史业绩数据对基金风格进行定量测算的过程中，Fama-French 模型和 Sharpe 模型均具有较好的回归拟合度，且二者对基金风格的划分结果较为一致。通过对基金 SDS 值从小到大排序，筛选出大盘价值、大盘成长、小盘价值、小盘成长等四类风格稳定的基金池，其中大盘成长型基金数量较多。

从行业板块视角划分基金风格，通过历史持仓筛选出板块风格稳定的基金

通过持仓法筛选出专注投资于周期、消费、金融、成长里某一个板块的股票型基金。我们首先对基金年报和半年报中披露的所持股票进行行业划分，然后依据各行业配置比例加总得到该基金在各板块下的持仓比例，如果该基金的第一重仓板块始终保持不变且仓位较高，则判定该基金为此板块下风格稳定基金。按照这种方法可以最终得到各板块风格稳定的基金池。

在风格稳定的基础上，根据基金净值指标筛选业绩持续领先的基金

在大盘价值、大盘成长、小盘价值、小盘成长、周期、消费、金融、成长 8 个风格稳定的基金池里进一步筛选出业绩优秀的基金。在每个风格下，判断基金每半年的复权单位净值收益是否能够总是处于同风格基金前 1/3，当处于前 1/3 的次数占比越大，则说明该基金业绩越好，每类风格选取前 5 只绩优基金，据此得到 8 类风格稳定且业绩优秀的基金池。

等权配置风格稳定的绩优基金，相对风格指数和大盘指数均具有超额收益

将基金样本池在股票型基金基础上再增加股票配置比较较高的混合型基金，每半年都根据历史已有数据筛选出风格稳定，业绩良好的基金池，然后等权配置基金并进行滚动回测，每类风格下的基金配置策略均相对其风格指数具有超额收益。进一步用筛选出的绩优基金组合实现基于周期状态构建出的板块轮动策略，基金策略表现优于万得全 A 指数。

风险提示：模型根据历史规律总结，历史规律可能失效；模型结论基于统计工具得到，在极端情形下或存在解释力不足的风险。本文因研究所提及到的任何基金产品，均不构成对该产品的推荐。

正文目录

| | |
|--|----|
| 研究导读：风格稳定的绩优基金具有业绩持续性的原理分析..... | 3 |
| 基于净值数据测算股票基金的价值/成长、大小盘风格稳定性..... | 5 |
| 基于净值数据的回归模型在测算价值/成长规模风格时具有较高的解释度..... | 5 |
| Fama-French 三因子模型测算基金在市场风险、市值和账面市值比因子上的暴露程度..... | 5 |
| Sharpe 模型测算基金在价值/成长和规模风格因子上的暴露程度..... | 6 |
| 不同样本区间风格回归系数的方差（SDS 指标）衡量基金风格的稳定程度..... | 8 |
| 从行业板块视角划分基金风格，构建各板块风格稳定的基金池..... | 12 |
| 采用聚类分析将股票板块划分为周期、消费、金融、成长、稳定五类..... | 12 |
| 根据基金的历史持仓确定板块风格，筛选出板块风格相对稳定的基金池..... | 12 |
| 在风格稳定的基金池中，优选业绩排序持续领先的基金..... | 17 |
| 按绝对或相对收益优选股票基金均发现绩优基金集中于消费、成长板块..... | 17 |
| 对同风格基金业绩进行比较，可选出风格稳定且业绩良好的基金..... | 19 |
| 绩优基金配置策略相对风格指数和大盘指数均有超额收益..... | 21 |
| 等权配置风格稳定的绩优基金相对基准风格指数具有超额收益..... | 21 |
| 用风格稳定的绩优基金组合实现板块风格轮动，策略表现优于大盘指数..... | 24 |
| 风险提示..... | 26 |

研究导读：风格稳定的绩优基金具有业绩持续性的原理分析

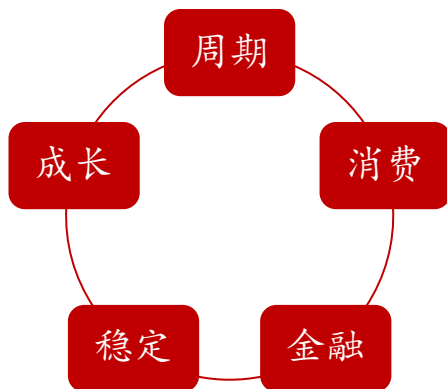
股票基金通常具有较高的股票资产配置比例，基金管理的核心在于选股。主动股票型基金的基金经理在实际挑选股票时，会采取两种常见做法：第一种是在全市场范围内选股，紧跟市场热点并切换行业板块；第二种是专注投资于自己擅长的某个板块的股票。第一种做法里基金经理既承担了选股的工作，也承担了对市场风格判断的工作，二者都会对基金收益做出贡献；而第二种做法里基金经理则聚焦于选股的操作，这类基金的业绩好坏直接反映的就是基金经理选股能力的强弱。

在对基金进行筛选时，通常首先需要对基金进行风格上的分类。基金的风格实际上既可以按照行业板块进行划分，也可按照价值、成长、大盘、小盘等进行划分。两种角度划分出的风格有一定重叠性（例如金融板块大多属于大盘风格），但划分的出发点也存在明显不同。

对于 FOF 投资人来说，一般需要选取风格稳定、业绩较优的基金。风格稳定是保证收益来源清晰，业绩较优是保证 FOF 组合能获得更高的收益，专注于配置某一行业板块并具有业绩优势的股票基金则可以兼具这两个特点。

因此本文首先要挑选出风格稳定的基金。如果从基金经理选股范围的角度为出发点，那么风格划分可以从行业板块角度进行，各股票基金可以被划分为周期、成长、消费、金融、稳定等等风格。而另一方面根据晨星风格箱等进行基金评价时，则会把基金分为大盘、小盘、价值、成长等风格。两种划分方式下的风格稳定度可以分别采用持仓法和净值法进行测算。

图表1：行业板块的风格划分



资料来源：华泰证券研究所

图表2：价值/成长与规模的风格划分



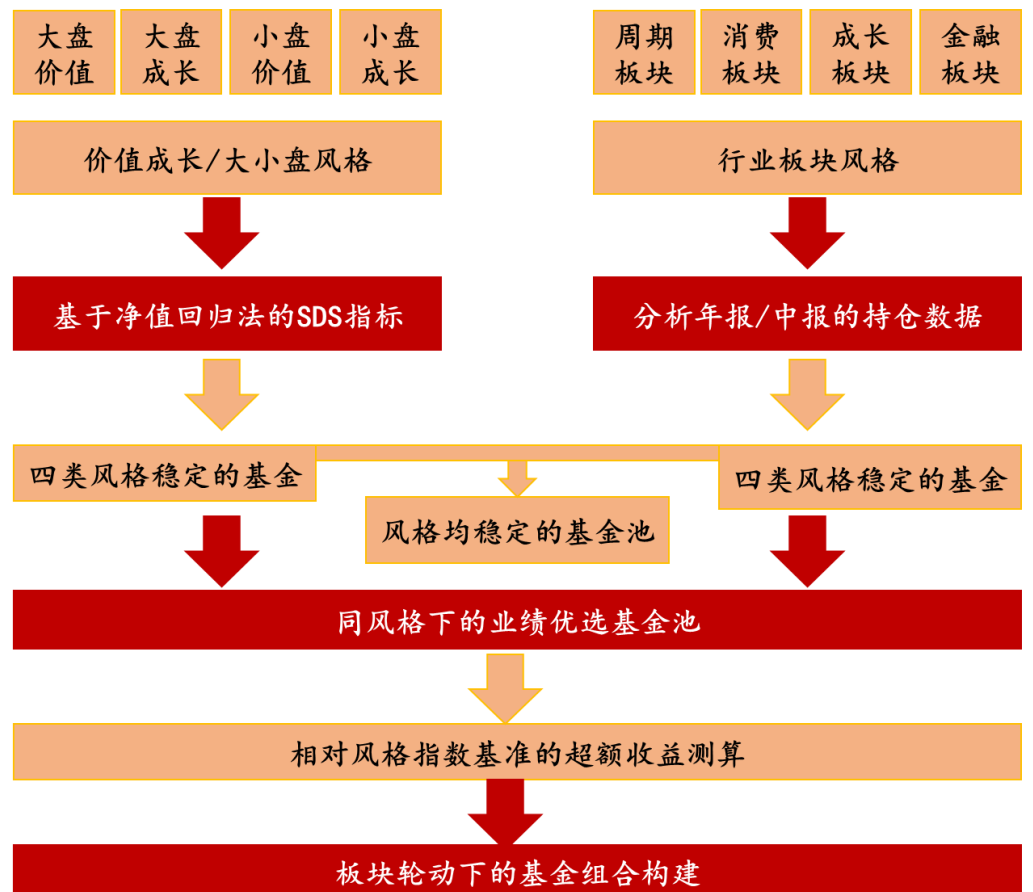
资料来源：华泰证券研究所

接下来在基金优选环节，由于风格稳定的股票基金的收益来源是清晰的，因此我们可以直接观测其收益表现从而筛选出绩优基金。在衡量收益表现时，既需要考虑长时间的基金业绩表现，也需要考察该基金在不同时期里的业绩表现。本文每半年会将基金收益在同类基金中进行排序，然后选出在多数时间里业绩排名都靠前的基金，最终得到风格稳定且业绩优良的基金池。

选取风格稳定的绩优基金的重要原因在于，基金的风格稳定说明该基金经理在该风格下持续深耕，投资经验正在逐步积累，投资能力的延续性和基金业绩的持续性相对较高；而在同风格下进一步选出绩优的基金，则相当于选出该风格下最优秀的一批基金，它们的管理人可以被该风格的投资者视为该风格的投资专家，代表着这一风格领域的最高投资水平。

简而言之，为了筛选出风格稳定且业绩优秀的股票基金，本文首先将基于基金持仓数据对周期、消费、成长、金融等行业风格进行确定，同时基于净值回归方法将基金划分为大盘价值、大盘成长、小盘价值、小盘成长等风格并进行风格稳定度的测算。然后得到两种划分方式下的风格稳定的基金池，并对同风格下的基金进行业绩优选。最后测算这些绩优基金相对于风格指数的超额收益，并构建板块轮动下的基金组合。本篇报告的逻辑框架汇总如下：

图表3： 报告的框架逻辑



资料来源：华泰证券研究所

基于净值数据测算股票基金的价值/成长、大小盘风格稳定性

对于价值/成长和规模的风格划分,定量研究方法包括基于基金历史业绩的方法以及基于基金持仓信息的方法。对于基于业绩的方法,我们可以用 Sharpe 模型、Fama-French 模型来进行研究,并根据回归的系数大小度量基金的风格;而基于持仓的方法将基金持仓个股风格暴露水平进行加权,以此度量基金的风格。

从两种方法的优劣比较来看,对于基于历史业绩的方法,由于开放式公募基金每日都会披露最新净值,因此基于历史业绩可以更紧密地跟踪测算基金风格,但回归因子的不同也会造成风格判定上的差异。对于基于持仓信息的方法,我们通过计算基金完整持仓的风格暴露情况能够得到基金风格的准确值。然而持仓信息的获取存在滞后,且一季报、三季报获取的持仓信息有限,因此根据持仓来判断当下的基金风格可能存在一定的误差。

图表4: 主动型基金风格的定量研究方法

| 方法 | 模型 | 操作步骤 | 优势 | 劣势 |
|------|-------------|-------------------------------|--------------------------|---------------------------------|
| 基于业绩 | Sharpe/FAMA | 根据回归得到的系数,判断基金的风格情况 | 可以在任意时候测算基金风格 | 随着回归因子的不同,回归结果可能出现差异 |
| 基于持仓 | 持仓个股的风格暴露加权 | 根据持仓个股的风格暴露水平,结合持仓权重判断基金的风格情况 | 基于基金的完整持仓数据可以计算基金风格的绝对水平 | 基金持仓信息的获取存在滞后,且一季报、三季报获取的持仓信息有限 |

资料来源:华泰证券研究所

在价值/成长和大/小盘的风格测算上,本部分我们将采用基于基金历史业绩的方法以观测连续时间上的风格变化特征,然后构造 SDS 指标以定量刻画基金风格的漂移情况,从而挑选出在价值/成长和大/小盘风格表现稳定的基金。

基于净值数据的回归模型在测算价值/成长规模风格时具有较高的解释度

Fama-French 三因子模型测算基金在市场风险、市值和账面市值比因子上的暴露程度

Fama-French 模型用三个因子来解释股票回报率。在该模型中,一个投资组合(包括单个股票)的超额回报率由它对三个因子的暴露来解释,这三个因子分别是:市场因子(MKT)、市值因子(SMB)、账面市值比因子(HML),这个多因子模型可以表示为:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,MKT} MKT_t + \beta_{i,SMB} SMB_t + \beta_{i,HML} HML_t + \varepsilon_{i,t}$$

其中:

$R_{i,t}$ 为单个基金扣除无风险收益之后的日频净值涨跌幅

α_i 为单个基金在风格调整后的 Alpha

MKT_t 为对应的市场基准指数扣除无风险收益之后的收益率

SMB_t 为市值风格的多空收益率

HML_t 为价值/成长风格的多空收益率

本文中,我们用对应的巨潮风格指数构造大/小盘、以及成长/价值风格的表现。具体来看,我们选择巨潮大盘指数、巨潮小盘指数、巨潮价值指数、巨潮成长指数,并利用小盘、大盘指数的相对表现代表 SMB 因子,利用价值、成长指数的相对表现代表 HML 因子。

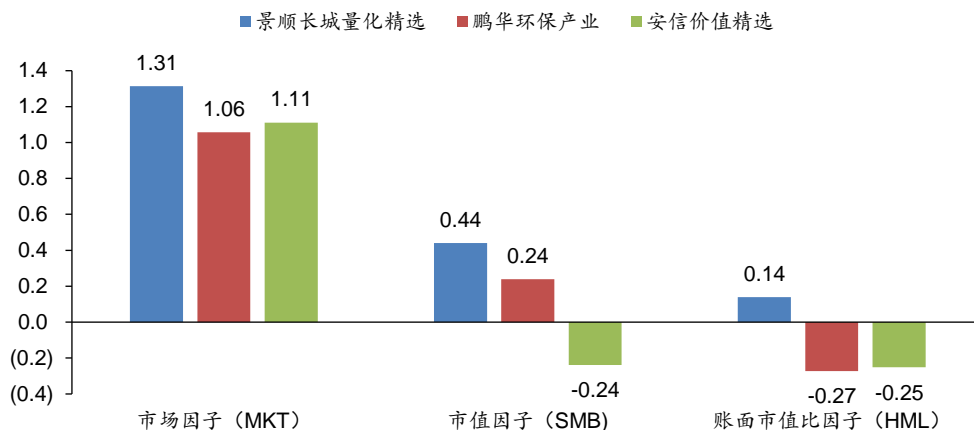
图表5: FAMA 模型的因子选择

| 因子 | 代表指数 | 代码 | 编制方法 |
|-------------|-----------------------|------------------------|------------------------------------|
| 市场因子 MKT | 沪深 300、中证 500、中债新综合指数 | - | (沪深 300 收益+中证 500 收益)*0.4+中债收益*0.2 |
| 市值因子 SMB | 巨潮大盘指数 巨潮小盘指数 | 399314.SZ 399316.SZ | 巨潮小盘指数收益率-巨潮大盘指数收益率 |
| 账面市值比因子 HML | 巨潮价值指数 巨潮成长指数 | 399371.SZ 399370.SZ | 巨潮价值指数收益率-巨潮成长指数收益率 |

资料来源:Wind, 华泰证券研究所

我们以三只普通股票型基金景顺长城量化精选(000978.OF)、鹏华环保产业(000409.OF)和安信价值精选(000577.OF)为例,运用 Fama-French 模型进行回归分析。从景顺长城量化精选的结果来看,该基金在市值因子(SMB)上的回归系数为 0.44,在账面市值比(HML)上的回归系数均为 0.14,说明该基金的风格偏向于小盘以及价值型。从鹏华环保产业的结果来看,该基金在市值因子(SMB)上的回归系数为 0.24,在账面市值比(HML)上的回归系数为-0.27,说明该基金的风格偏向于小盘以及成长型。从安信价值精选的结果来看,该基金在市值因子(SMB)上的回归系数为-0.24,在账面市值比(HML)上的回归系数为-0.25,说明该基金的风格偏向于大盘以及成长型。

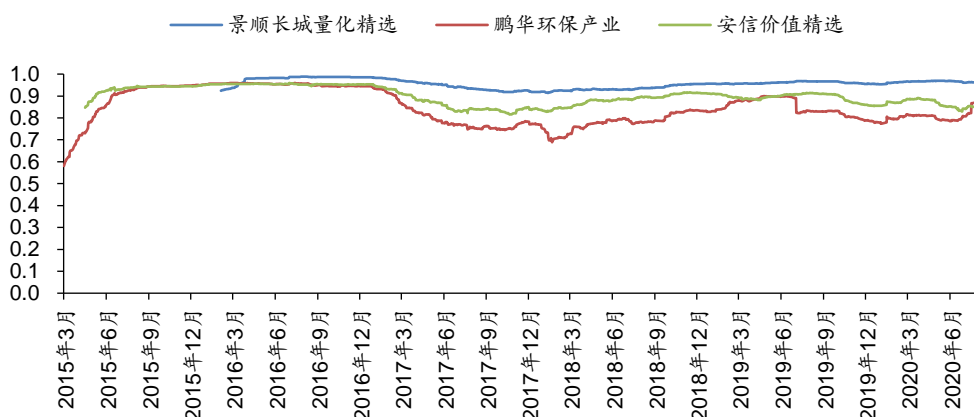
图表6: 三只基金 Fama-French 模型下的风格表现(基金成立日至 2020/8/31)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

接下来,我们从时间序列的角度运用 Fama-French 模型对基金风格进行量化分析。从基金成立至今,以 1 年为时间窗口,将基金的日频净值涨跌幅与市场因子(MKT)、市值因子(SMB)、以及账面市值比因子(HML)进行滚动回归。以景顺长城量化精选(000978.OF)、鹏华环保产业(000409.OF)和安信价值精选(000577.OF)为例,运用 Fama-French 模型的回归 R 方较高,长期来看景顺长城量化精选的 R 方均值 0.96,鹏华环保产业的 R 方均值 0.85,安信价值精选的 R 方均值 0.90,回归解释度均较高。

图表7: Fama-French 模型的回归 R 方



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

Sharpe 模型测算基金在价值/成长和规模风格因子上的暴露程度

Sharpe 模型也是一类可以用来研究判断基金风格的方法。该模型在确定了主要的风格类别,并分别用对应的市场指数来度量这些风格的表现后,通过回归的方法计算基金在各个风格类别上的暴露水平,并将基金的收益分解到各个风格上。我们可以此作为分析基金风格以及基金表现的依据,公式如下:

$$R_i = \beta_{i,1}F_1 + \beta_{i,2}F_2 + \dots + \beta_{i,n}F_n + \varepsilon_{i,t}$$

$$\beta_{i,1} + \beta_{i,2} \dots + \beta_{i,n} = 1$$

其中：

R_i 为单个组合的日频净值涨跌幅

F_i 为单个因子的值，此处为某个风格类别代表指数的收益率

$\beta_{i,1}$ 为基金在对应因子上的敏感程度

Sharpe 模型的回归系数代表了相应风格对基金整体收益的贡献程度，在应用 Sharpe 模型时，确定主要的风格即确定因子，不同因子的选择，回归得到的系数会存在一定差异，因子选择的多样性也使得 Sharpe 模型更为灵活。

本文中，我们采用巨潮风格指数作为不同风格的股票类资产的代表。从编制方法上来看，其中巨潮价值指数以每股收益与价格比率、每股经营现金流与价格比率、股息收益率、每股净资产与价格比率来筛选成份股；而巨潮成长指数以主营业务收入增长率、净利润增长率和净资产收益率来筛选成份股。对于债券类资产，我们采用中债总财富指数，无风险收益选取 1.5%。

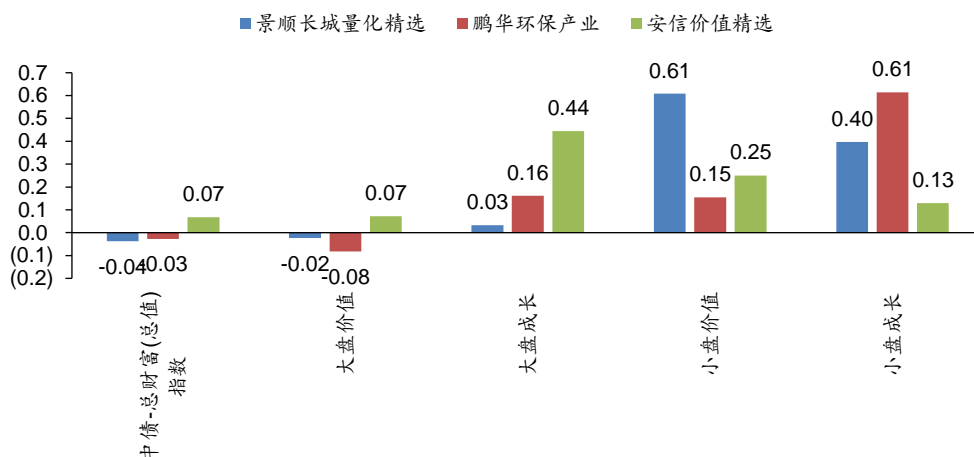
图表8：Sharpe 模型的因子选择

| 因子 | 代码 | 代表因子 | 编制标准 |
|---------|-------------|------------|--|
| 大盘价值指数 | 399373.SZ | 大市值价值股整体走势 | 每股收益与价格比率、每股经营现金流与价格比率、股息收益率、每股净资产与价格比率 |
| 大盘成长指数 | 399372.SZ | 大市值成长股整体走势 | 主营业务收入增长率、净利润增长率和净资产收益率 |
| 小盘价值指数 | 399377.SZ | 小市值价值股整体走势 | 每股收益与价格比率、每股经营现金流与价格比率、股息收益率、每股净资产与价格比率 |
| 小盘成长指数 | 399376.SZ | 小市值成长股整体走势 | 主营业务收入增长率、净利润增长率和净资产收益率 |
| 中债总财富指数 | CBA00301.CS | 债券市场整体走势 | 由记账式国债、央行票据和政策性银行债组成，是一个反映境内利率类债券整体价格走势情况的分类指数 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们以三只普通股票型基金景顺长城量化精选(000978.OF)、鹏华环保产业(000409.OF)和安信价值精选(000577.OF)为例，运用 Sharpe 模型进行回归分析。从景顺长城量化精选的结果来看，该基金在小盘价值指数上的敏感程度最大，为 0.61，说明该基金的风格偏向于小盘价值型。从鹏华环保产业的结果来看，该基金在小盘成长指数上的敏感程度最大，为 0.61，说明该基金的风格偏向于小盘成长型。从安信价值精选的结果来看，该基金在大盘成长指数上的敏感程度最大，为 0.44，说明该基金的风格偏向于大盘成长型。

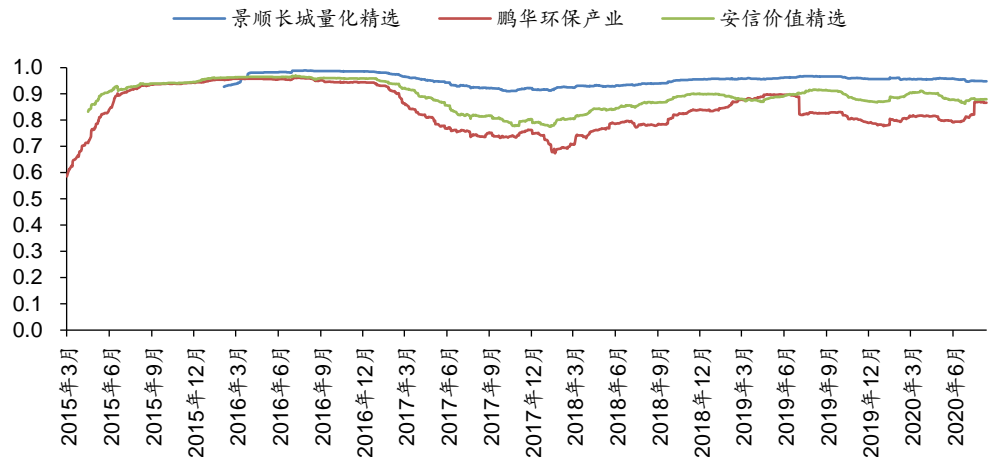
图表9：三只基金 Sharpe 模型下的风格表现（基金成立日至 2020/8/31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

接下来，我们从时间序列的角度运用 Sharpe 模型对基金风格进行量化分析。从基金成立至今，以 1 年为时间窗口，将基金的日频净值涨跌幅与大盘价值指数等因子进行滚动回归。以景顺长城量化精选（000978.OF）、鹏华环保产业（000409.OF）和安信价值精选（000577.OF）为例，运用 Sharpe 模型的回归 R 方较高，长期来看景顺长城量化精选的 R 方均值 0.95，鹏华环保产业的 R 方均值 0.84，安信价值精选的 R 方均值 0.89，回归解释度均较高。

图表10： Sharpe 模型的回归 R 方



资料来源：Wind，华泰证券研究所

不同样本区间风格回归系数的方差（SDS 指标）衡量基金风格的稳定程度

接下来我们构造 SDS 指标来检测基金风格的稳定程度。SDS 指标可以测量基金在某一时期内投资组合风格变化的整体波动率，能有效及时地测量基金投资风格的一致性。该指标是在 Sharpe 风格分析模型回归参数的基础上进一步计算而来的。基金的 SDS 值越大，说明其发生风格漂移程度越大 其风格一致性越弱。SDS 指标的计算公式如下：

$$SDS_i = \sqrt{\text{Var}(\beta_{i1}^1, \beta_{i1}^2, \dots, \beta_{i1}^m) + \text{Var}(\beta_{i2}^1, \beta_{i2}^2, \dots, \beta_{i2}^m) + \dots + \text{Var}(\beta_{in}^1, \beta_{in}^2, \dots, \beta_{in}^m)}$$

β_{ij}^t : 表示第 $t(t=1,2,\dots,m)$ 个子区间 Sharpe 模型中股票基金 i 相对于风格指数 $j(j=1,2,\dots,n)$ 的暴露； SDS_i : 表示股票基金 i 在研究时期内的风格波动。

SDS 指标能有效地反应基金投资风格的稳定程度，该值越大，说明在相同的市场环境下，该股票基金风格稳定性越低，则发生风格漂移的概率也越高。在探究股票型基金的风格时，由于债券权重占比较低，我们更关注的是大盘价值、大盘成长、小盘价值、小盘成长这 4 类价值/规模风格是否稳定，因此我们在 Sharpe 模型的基础上，去除中债总财富指数的风格暴露，保留 Sharpe 模型当中反映价值/规模风格的大盘价值、大盘成长、小盘价值、小盘成长 4 个因子的风格暴露，对每只基金的 SDS 值进行测算，考虑到 Sharpe 模型回归需要一年的基金数据样本，在此我们剔除了成立不足一年的基金。

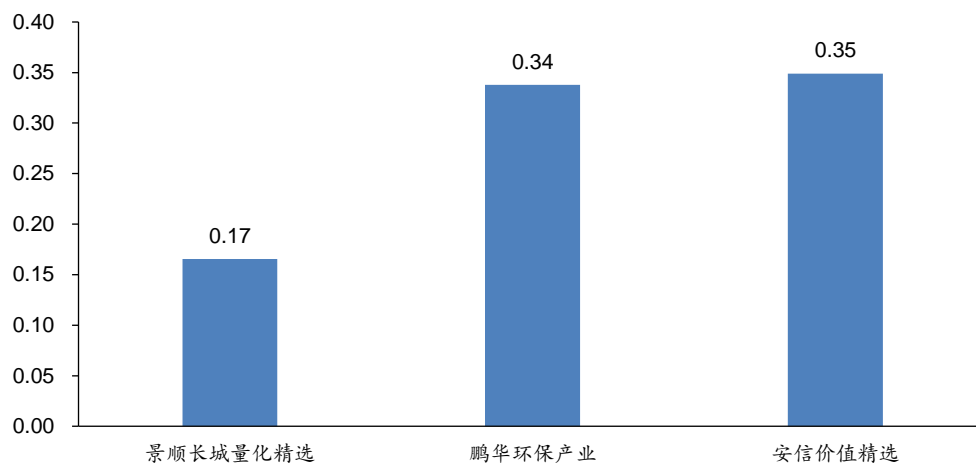
图表11： 测算 SDS 所需因子的暴露

| 因子 | 代码 |
|--------|-----------|
| 大盘价值指数 | 399373.SZ |
| 大盘成长指数 | 399372.SZ |
| 小盘价值指数 | 399377.SZ |
| 小盘成长指数 | 399376.SZ |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

下图是三只普通股票型基金景顺长城量化精选(000978.OF)、鹏华环保产业(000409.OF)和安信价值精选(000577.OF)的 SDS 指标计算结果。从图中可以看出, 景顺长城量化精选的 SDS 指标为 0.17, 是三只中的最小值, 说明其基金风格更稳定。

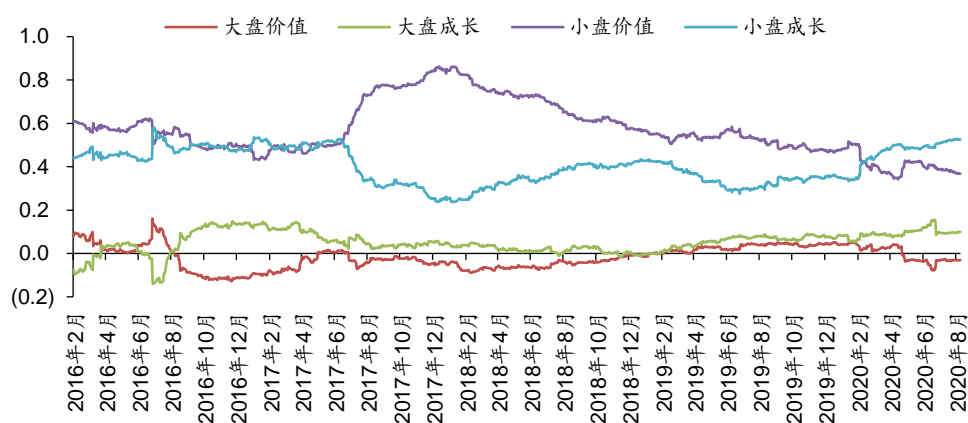
图表12: 三只基金的 SDS 指标 (基金成立日至 2020/8/31)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

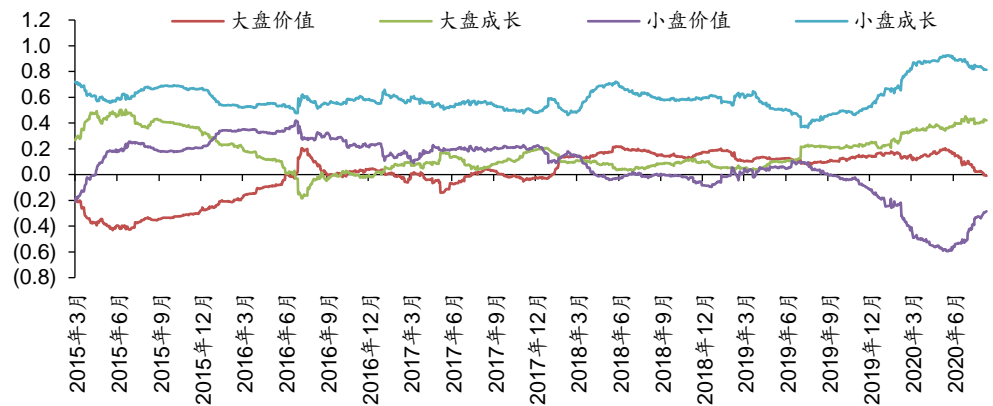
下图是景顺长城量化精选(000978.OF)、鹏华环保产业(000409.OF)和安信价值精选(000577.OF)在时序上 Sharpe 模型大盘价值等 5 个因子在时序上的暴露情况。可以看出, SDS 值最小的景顺长城量化精选各因子暴露的波动不明显, 小盘成长因子暴露始终处于最大值, 其风格稳定性较高。相较于景顺长城量化精选, SDS 值较大的鹏华环保产业, 各因子暴露的波动更大, 在 2019/12 出现各因子暴露的大小区分不明显的现象, 表明该基金的风格不稳定性较高。安信价值精选在 2019/05 至今, 小盘成长、小盘价值和大盘成长三个因子的暴露数值大小关系区分不明显。

图表13: 景顺长城量化精选时序 Sharpe 各因子暴露



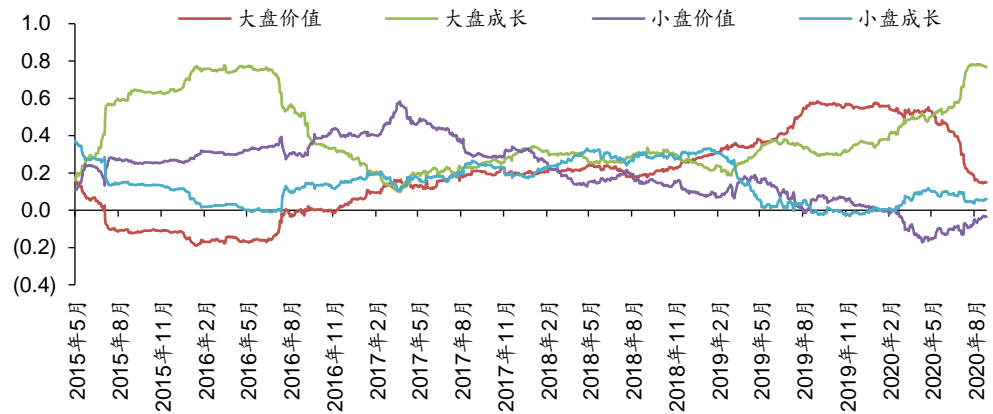
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14： 鹏华环保产业 Sharpe 各因子暴露



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 安信价值精选 Sharpe 各因子暴露



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们对普通股票型基金测算 SDS 指标并按照从小到大的顺序排列后，选取排名前三分之一的基金，并利用 Fama-French 模型对基金的价值和规模风格进行划分，作为价值/成长和大/小盘风格稳定的基金。下表代表了各基金成立以来风格稳定性较高的基金池，包含大盘价值类基金 17 只、大盘成长类基金 46 只、小盘价值类基金 13 只和小盘成长类基金 29 只。

图表16： 各基金成立以来风格稳定性最高的前 105 只基金（截至 2020/8/31）

| 基金风格 | 证券代码 | 证券简称 | SDS | 基金风格 | 证券代码 | 证券简称 | SDS |
|------|-----------|---------------|------|------|-----------|--------------|------|
| 大盘价值 | 006106.OF | 景顺长城量化港股通 | 0.05 | 大盘成长 | 006251.OF | 银华兴盛 | 0.03 |
| | 006818.OF | 安信盈利驱动 A | 0.06 | | 007137.OF | 鹏扬元合量化大盘优选 A | 0.04 |
| | 006926.OF | 长城量化精选 | 0.06 | | 007470.OF | 博道叁佰智航 A | 0.05 |
| | 007133.OF | 嘉实长青竞争优势 A | 0.07 | | 007287.OF | 合煦智远消费主题 A | 0.06 |
| | 004716.OF | 信诚量化阿尔法 | 0.11 | | 006671.OF | 广发消费升级 | 0.08 |
| | 006138.OF | 国联安价值优选 | 0.15 | | 006675.OF | 宝盈品牌消费 A | 0.08 |
| | 005662.OF | 嘉实金融精选 A | 0.16 | | 006803.OF | 嘉实互通精选 | 0.10 |
| | 006193.OF | 鑫元核心资产 A | 0.16 | | 006603.OF | 嘉实互融精选 | 0.11 |
| | 005635.OF | 博时量化多策略 A | 0.19 | | 005530.OF | 汇添富价值多因子量化策略 | 0.11 |
| | 002334.OF | 汇丰晋信大盘波动精选 A | 0.21 | | 004606.OF | 上投摩根优选多因子 | 0.12 |
| | 001678.OF | 英大国企改革主题 | 0.22 | | 001520.OF | 国投瑞银研究精选 | 0.13 |
| | 000916.OF | 前海开源股息率 100 强 | 0.22 | | 004484.OF | 泰达宏利业绩驱动 A | 0.13 |
| | 004403.OF | 平安股息精选 A | 0.22 | | 006981.OF | 中金新医药 A | 0.13 |
| | 167702.OF | 德邦量化优选 A | 0.22 | | 673090.OF | 西部利得个股精选 | 0.14 |
| | 001974.OF | 景顺长城量化新动力 | 0.25 | | 005189.OF | 海富通量化前锋 A | 0.14 |
| | 003298.OF | 嘉实物流产业 A | 0.28 | | 005669.OF | 前海开源公用事业 | 0.15 |
| | 001208.OF | 诺安低碳经济 | 0.30 | | 005502.OF | 华泰紫金智能量化 | 0.17 |
| 小盘价值 | 005457.OF | 景顺长城量化小盘 | 0.11 | | 004686.OF | 华夏研究精选 | 0.17 |
| | 005569.OF | 中融智选红利 A | 0.11 | | 006692.OF | 金信消费升级 A | 0.18 |
| | 006346.OF | 安信量化优选 A | 0.13 | | 005968.OF | 创金合信工业周期精选 A | 0.18 |
| | 006195.OF | 国金量化多因子 | 0.13 | | 006604.OF | 嘉实消费精选 A | 0.18 |
| | 004350.OF | 汇丰晋信价值先锋 | 0.16 | | 006781.OF | 汇丰晋信港股通精选 | 0.19 |
| | 005960.OF | 博时量化价值 A | 0.16 | | 000326.OF | 南方中小盘成长 | 0.19 |
| | 000978.OF | 景顺长城量化精选 | 0.17 | | 005267.OF | 嘉实价值精选 | 0.19 |
| | 001733.OF | 泰达宏利量化增强 | 0.23 | | 320020.OF | 诺安策略精选 | 0.19 |
| | 005161.OF | 华商上游产业 | 0.23 | | 006923.OF | 前海开源沪港深非周期 A | 0.21 |
| | 005660.OF | 嘉实资源精选 A | 0.24 | | 005612.OF | 嘉实核心优势 | 0.21 |
| 小盘成长 | 001277.OF | 博时国企改革主题 | 0.24 | | 004352.OF | 北信瑞丰研究精选 | 0.22 |
| | 163110.OF | 申万菱信量化小盘 | 0.27 | | 005707.OF | 富国港股通量化精选 | 0.22 |
| | 007130.OF | 中庚小盘价值 | 0.28 | | 000082.OF | 嘉实研究阿尔法 | 0.22 |
| | 005515.OF | 银华中小市值 A | 0.12 | | 005826.OF | 华夏潜龙精选 | 0.23 |
| | 006257.OF | 信达澳银先进智造 | 0.13 | | 005970.OF | 国泰消费优选 | 0.24 |
| | 006911.OF | 长江量化匠心甄选 A | 0.14 | | 671030.OF | 西部利得事件驱动 | 0.24 |
| | 006868.OF | 华夏科技成长 | 0.16 | | 001749.OF | 招商中国机遇 | 0.24 |
| | 167705.OF | 德邦量化新锐 A | 0.16 | | 005802.OF | 汇添富智能制造 | 0.25 |
| | 006751.OF | 富国互联科技 | 0.17 | | 004812.OF | 中欧先进制造 A | 0.25 |
| | 005239.OF | 银华文体娱乐 A | 0.17 | | 001725.OF | 汇添富中国高端制造 | 0.25 |
| | 003069.OF | 光大创业板量化优选 A | 0.19 | | 005259.OF | 建信龙头企业 | 0.26 |
| | 005035.OF | 银华信息科技量化 A | 0.20 | | 006478.OF | 长盛多因子策略优选 | 0.26 |
| | 002210.OF | 创金合信量化多因子 A | 0.20 | | 002980.OF | 华夏创新前沿 | 0.27 |
| | 001166.OF | 建信环保产业 | 0.20 | | 004292.OF | 鹏华沪深港互联网 | 0.27 |
| | 005628.OF | 汇安趋势动力 A | 0.21 | | 005983.OF | 上投摩根核心精选 | 0.29 |
| | 005310.OF | 广发电子文化传媒产业精选 | 0.21 | | 005328.OF | 前海开源价值策略 | 0.30 |
| | 001637.OF | 嘉实腾讯自选股大数据 | 0.21 | | 004730.OF | 建信量化事件驱动 | 0.30 |
| | 001050.OF | 汇添富成长多因子量化策略 | 0.22 | | 004476.OF | 景顺长城沪港深领先科技 | 0.30 |
| | 006502.OF | 财通集成电路产业 A | 0.22 | | 004997.OF | 广发高端制造 | 0.30 |
| | 519975.OF | 长信量化中小盘 | 0.23 | | | | |
| | 005033.OF | 银华智能汽车 A | 0.23 | | | | |
| | 004698.OF | 博时军工主题 | 0.23 | | | | |
| | 006081.OF | 海富通电子信息传媒产业 A | 0.23 | | | | |
| | 006265.OF | 红土创新新科技 | 0.25 | | | | |
| | 005962.OF | 宝盈人工智能 A | 0.25 | | | | |
| | 005495.OF | 创金合信科技成长 A | 0.26 | | | | |
| | 005209.OF | 东吴双三角 A | 0.26 | | | | |
| | 005037.OF | 银华新能源新材料量化 A | 0.27 | | | | |
| | 001223.OF | 鹏华文化传媒娱乐 | 0.27 | | | | |
| | 000586.OF | 景顺长城中小板创业板 | 0.29 | | | | |
| | 002952.OF | 建信多因子量化 | 0.30 | | | | |
| | 000696.OF | 汇添富环保行业 | 0.31 | | | | |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从行业板块视角划分基金风格，构建各板块风格稳定的基金池

对于基金的行业板块风格判定，我们可以将各类行业指数作为因子，采用类似 Sharpe 模型的方法进行风格的测算，但由于行业指数因子众多，回归方程的可解释性有待讨论。如果将行业指数合成为周期、消费等板块的指数作为因子，那么合成方式又需要进行细致的考量。因此本文采用基于持仓的方法判定基金的行业板块风格是否稳定，即观测基金的半年报和年报的行业板块持仓数据，观测基金是否经常切换其重仓的板块。如果该基金持续重仓某一类板块的话，则可认为该基金的板块风格稳定。

采用聚类分析将股票板块划分为周期、消费、金融、成长、稳定五类

在华泰金工 2020 年 3 月发布的深度报告《确立研究对象：行业拆分与聚类》当中，我们以中信一级行业和二级行业为基础，分析了每个行业内个股收益和基本面的分化度，并综合考虑各行业的生命周期发展阶段，以及市值占比因素，并采用蒙特卡洛模拟和最大生成树算法构建行业间关联网络，最终将所有行业聚类成周期、消费、金融、成长、稳定五大风格，以及上游资源、中游材料、中游制造等八大主题板块：

- (1) 周期风格，下辖上游资源（石油石化、煤炭、有色金属），中游材料（钢铁、基础化工、建材），中游制造（机械、电力设备及新能源、国防军工）三大板块；
- (2) 消费风格，下辖可选消费（汽车、家电、酒类），必须消费（食品、饮料、医药、纺织服装、农林牧渔、商贸零售、轻工制造、消费者服务）两大板块；
- (3) 金融风格，下辖大金融板块（银行、证券、保险、多元金融、综合金融、房地产）；
- (4) 成长风格，下辖 TMT 板块（计算机、电子、传媒、通信）；
- (5) 稳定风格，下辖公共产业板块（交通运输、电力公用事业、建筑）。

后文我们将基于该聚类的结果作为划分基金所属板块的依据，即根据基金的持仓数据先判断其所属的中信行业，然后同一板块下的中信行业持仓加总得到该板块的持仓比例。

图表17： 中信行业聚类结果图示



资料来源：Wind，华泰证券研究所

根据基金的历史持仓确定板块风格，筛选出板块风格相对稳定的基金池

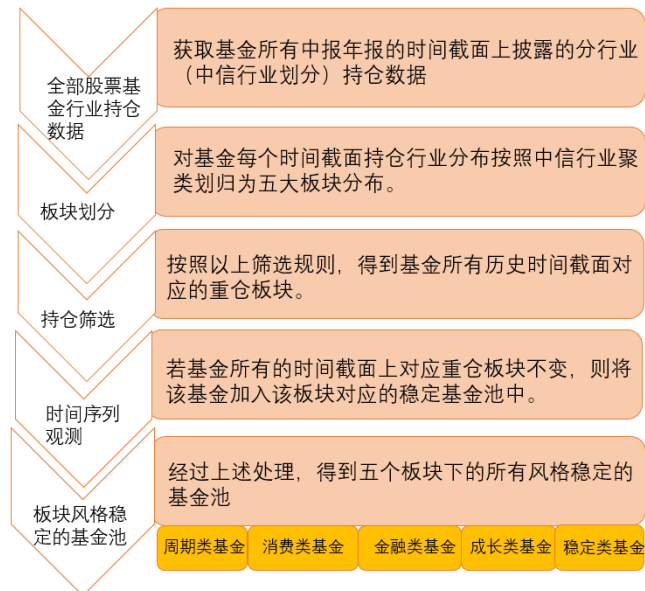
基金的半年报和年报会披露基金的所有持仓数据，据此我们可以提取并分类加总得到基金的持仓股票所属的行业板块分布，并加总行业持仓得到五个板块下的持仓，从而筛选出板块风格稳定的基金池。具体操作步骤如下：

- (1) 为了回归分析其时间序列，首先直接剔除成立不满一年的基金（日净值个数小于 252）。去除其在某时间截面上（中报/年报）所有板块持仓总和少于 50% 的基金的数据点，认为该基金此时可能处于建仓状态。

(2) 在某时间截面上, 若基金持仓某一板块占比最大且比重超过 30%, 则认为该基金在该时刻重仓该板块。

(3) 若在该基金的过去所有时间截面上 (不考虑未建仓完毕的时间), 该基金都重仓该板块, 则可以认为该基金的在这一板块风格上保持稳定。

图表18: 板块风格稳定的基金筛选流程



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

按照以上流程, 我们可以得到板块风格保持稳定的基金池, 以下按板块对各基金池进行分类展示, 这些基金可以被认为专注于投资某一行业板块的基金。

周期板块下, 基金多数投资于资源能源、国防军工、机械制造等上中游周期性行业, 与分类预期相吻合。消费板块下的基金数量最多, 多数为医药、消费、汽车、食品。从 A 股上市公司分布角度来看, 消费行业对应的公司最多, 基金在此板块投资占比相对较高, 此板块下稳定的基金数量也相对较多。金融板块数量相对较少, 主要为金融行业相关基金。成长板块的基金池集中了 TMT 产业的相关的基金, 这类基金专注于投资计算机、电子、传媒、通信等行业。在上述筛选标准下, 稳定板块中没有基金池。

图表19: 周期类基金池及周期板块持仓比例

| 基金代码 | 基金名称 | 20200630 | 20191231 | 20190630 | 20181231 | 20180630 | 20171231 | 20170630 | 20161231 | 20160630 | 20151231 |
|-----------|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 001158.OF | 工银瑞信新材料新能源 | 67.29 | 61.05 | 68.61 | 57.26 | 68.96 | 66.62 | 58.33 | 66.56 | 63.25 | 56.19 |
| 001643.OF | 汇丰晋信智造先锋 A | 75.69 | 76.93 | 88.01 | 76.65 | 84.54 | 71.06 | 51.17 | 60.97 | 41.14 | 34.46 |
| 003624.OF | 创金合信资源主题 A | 94.07 | 89.49 | 90.44 | 81.17 | 83.01 | 80.23 | 77.41 | | | |
| 003984.OF | 嘉实新能源新材料 A | 63.91 | 65.15 | 47.11 | 47.31 | 57.34 | 62.54 | 33.48 | | | |
| 004698.OF | 博时军工主题 | 69.96 | 72.22 | 62.11 | 75.66 | 70.16 | 61.28 | | | | |
| 004812.OF | 中欧先进制造 A | 69.50 | 44.50 | 46.21 | 39.64 | 51.11 | | | | | |
| 004925.OF | 长信低碳环保行业量化 | 54.55 | 59.98 | 40.95 | 38.28 | 34.97 | | | | | |
| 005037.OF | 银华新能源新材料量化 A | 78.68 | 71.35 | 67.30 | 68.14 | 61.74 | 68.99 | | | | |
| 005161.OF | 华商上游产业 | 64.59 | 76.62 | 60.04 | 57.80 | 61.07 | | | | | |
| 005402.OF | 广发资源优选 | 76.87 | 60.74 | 63.95 | 59.37 | 85.49 | | | | | |
| 005660.OF | 嘉实资源精选 A | 74.09 | 67.08 | 62.13 | | | | | | | |
| 005968.OF | 创金合信工业周期精选 A | 83.86 | 67.40 | 67.30 | 66.89 | | | | | | |
| 006346.OF | 安信量化优选 A | 31.55 | 39.97 | 35.20 | 34.63 | | | | | | |

资料来源: Wind, 华泰证券研究

图表20：消费类基金池及消费板块持仓比例

| 基金代码 | 基金名称 | 20200630 | 20191231 | 20190630 | 20181231 | 20180630 | 20171231 | 20170630 | 20161231 | 20160630 | 20151231 |
|-----------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 000326.OF | 南方中小盘成长 | 36.40 | 35.29 | 43.99 | | | | | | | |
| 000711.OF | 嘉实医疗保健 | 90.95 | 91.04 | 93.05 | 87.29 | 92.44 | 90.52 | 92.24 | 93.01 | 94.61 | 94.19 |
| 000780.OF | 鹏华医疗保健 | 92.12 | 84.92 | 86.81 | 77.96 | 85.08 | 83.32 | 76.70 | 60.02 | 57.15 | 55.81 |
| 000831.OF | 工银瑞信医疗保健行业 | 81.29 | 88.34 | 86.94 | 73.81 | 85.49 | 83.14 | 83.63 | 86.27 | 77.39 | 78.05 |
| 000913.OF | 农银汇理医疗保健主题 | 81.96 | 79.09 | 91.46 | 87.40 | 85.94 | 72.96 | 74.87 | 75.20 | 84.34 | 75.29 |
| 000960.OF | 招商医药健康产业 | 90.19 | 84.25 | 84.80 | 85.70 | 84.21 | 85.12 | 82.69 | 74.29 | 58.26 | 58.71 |
| 000974.OF | 安信消费医药主题 | 69.79 | 65.80 | 69.30 | 57.75 | 66.06 | 56.19 | 58.00 | 56.20 | 60.07 | 62.09 |
| 001044.OF | 嘉实新消费 | 70.79 | 68.93 | 75.82 | 67.01 | 58.79 | 68.30 | 71.40 | 82.16 | 77.43 | 80.54 |
| 001171.OF | 工银瑞信养老产业 | 78.39 | 82.31 | 65.57 | 50.24 | 75.06 | 66.59 | 77.75 | 63.69 | 59.84 | 70.87 |
| 001195.OF | 工银瑞信农业产业 | 71.61 | 71.28 | 78.43 | 68.61 | 82.42 | 71.31 | 76.75 | 89.14 | 59.75 | 57.70 |
| 001230.OF | 鹏华医药科技 | 89.08 | 87.91 | 88.11 | 87.92 | 92.20 | 88.86 | 83.82 | 71.84 | 65.58 | 69.93 |
| 001528.OF | 诺安先进制造 | 53.03 | 39.96 | 41.26 | 45.60 | 45.30 | 47.26 | 57.05 | 64.64 | 59.83 | |
| 001579.OF | 国泰大农业 | 66.10 | 68.10 | 66.65 | 72.46 | 66.68 | 69.63 | | | | |
| 001717.OF | 工银瑞信前沿医疗 | 85.96 | 88.05 | 88.56 | 70.48 | 85.27 | 80.87 | 83.62 | 86.97 | 41.90 | |
| 001766.OF | 上投摩根医疗健康 | 88.58 | 75.74 | 75.96 | 80.31 | 80.95 | 86.96 | 83.71 | 69.71 | 73.56 | 41.17 |
| 001915.OF | 宝盈医疗健康沪港深 | 90.76 | 87.28 | 89.25 | 82.99 | 83.69 | 56.83 | 69.43 | 67.05 | 65.30 | |
| 002300.OF | 长盛医疗行业 | 94.76 | 90.68 | 71.30 | 61.95 | 80.47 | 91.56 | 92.84 | 79.37 | 67.53 | |
| 002621.OF | 中欧消费主题 A | 79.74 | 80.37 | 91.56 | 79.42 | 75.70 | 78.05 | 68.69 | 65.61 | | |
| 003190.OF | 创金合信消费主题 A | 92.77 | 92.08 | 93.16 | 71.69 | | | | | | |
| 003230.OF | 创金合信医疗保健行业 | 91.22 | 92.88 | 92.35 | 87.46 | | | | | | |
| 003634.OF | 嘉实农业产业 | 91.47 | 87.28 | 88.35 | 78.38 | 72.68 | 89.16 | 65.65 | | | |
| 004040.OF | 金鹰医疗健康产业 A | 92.96 | 78.36 | 75.14 | 57.98 | | | | | | |
| 004075.OF | 交银医药创新 | 90.70 | 82.87 | 76.49 | 76.37 | 73.67 | 84.70 | 59.35 | | | |
| 004189.OF | 华商消费行业 | 91.26 | 93.00 | | 41.16 | 61.87 | 37.79 | | | | |
| 004350.OF | 汇丰晋信价值先锋 | 38.13 | 30.75 | 38.00 | | | | | | | |
| 004683.OF | 建信高端医疗 | 93.10 | 92.30 | 94.06 | 82.41 | 82.13 | 58.56 | | | | |
| 004784.OF | 招商稳健优选 | 45.68 | 45.47 | 62.20 | 35.06 | 77.14 | 59.12 | | | | |
| 004805.OF | 长信消费精选行业量化 | 67.40 | 75.82 | 61.85 | 61.59 | 41.77 | | | | | |
| 004851.OF | 广发医疗保健 A | 92.63 | 93.83 | 92.45 | 86.50 | 92.99 | 83.08 | | | | |
| 004995.OF | 广发品牌消费 | 77.50 | 72.25 | 80.50 | 75.52 | 88.61 | | | | | |
| 005033.OF | 银华智能汽车 A | 84.06 | 79.65 | 89.51 | 92.75 | 84.72 | 75.32 | | | | |
| 005106.OF | 银华农业产业 | 75.12 | 63.17 | 71.69 | 78.49 | 54.77 | 42.54 | | | | |
| 005235.OF | 银华食品饮料 A | 92.60 | 92.48 | 92.71 | 89.69 | 92.15 | | | | | |
| 005237.OF | 银华医疗健康 A | 89.79 | 91.78 | 90.85 | 90.48 | 94.07 | | | | | |
| 005268.OF | 鹏华优势企业 | 56.04 | 59.76 | 56.72 | 43.92 | 47.94 | | | | | |
| 005303.OF | 嘉实医药健康 A | 74.10 | 76.01 | 77.88 | 72.04 | 79.65 | | | | | |
| 005612.OF | 嘉实核心优势 | 40.32 | 32.28 | 36.76 | 33.12 | | | | | | |
| 005620.OF | 中欧品质消费 A | 82.02 | 82.60 | 86.65 | 78.19 | 59.11 | | | | | |
| 005970.OF | 国泰消费优选 | 45.06 | 52.67 | 52.97 | | | | | | | |
| 006002.OF | 工银瑞信医药健康 A | 84.07 | 85.91 | 86.49 | 32.83 | | | | | | |
| 006228.OF | 中欧医疗创新 A | 90.37 | 88.95 | | | | | | | | |
| 006478.OF | 长盛多因子策略优选 | 86.06 | 50.14 | 34.64 | | | | | | | |
| 006604.OF | 嘉实消费精选 A | 67.63 | 71.06 | 68.07 | | | | | | | |
| 006671.OF | 广发消费升级 | 45.80 | 68.96 | | | | | | | | |
| 006675.OF | 宝盈品牌消费 A | 41.79 | 65.73 | | | | | | | | |
| 006692.OF | 金信消费升级 A | 69.83 | 83.32 | 80.82 | | | | | | | |
| 006803.OF | 嘉实互通精选 | 32.18 | 39.21 | 34.90 | | | | | | | |
| 006981.OF | 中金新医药 A | 88.76 | 85.90 | | | | | | | | |
| 007287.OF | 合煦智远消费主题 A | 72.90 | 50.95 | | | | | | | | |
| 007470.OF | 博道叁佰智航 A | 30.95 | 36.13 | | | | | | | | |
| 007523.OF | 汇添富内需增长 A | 60.37 | 37.43 | | | | | | | | |
| 110022.OF | 易方达消费行业 | 86.80 | 85.50 | 87.41 | 84.85 | 87.16 | 84.40 | 79.61 | 87.78 | 85.43 | 73.45 |
| 160127.OF | 南方新兴消费增长 | 83.72 | 86.24 | 82.52 | 82.39 | 60.36 | 63.23 | 55.51 | 60.90 | 53.92 | 51.53 |
| 519673.OF | 银河康乐 | 37.28 | 43.04 | 42.96 | 39.07 | 45.15 | 34.49 | 52.81 | 46.52 | 49.47 | 48.58 |
| 540009.OF | 汇丰晋信消费红利 | 63.13 | 60.77 | 65.66 | 58.33 | 62.47 | 62.40 | 66.73 | 72.52 | 70.57 | 33.09 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：金融类基金池及金融板块持仓比例

| 基金代码 | 基金名称 | 20200630 | 20191231 | 20190630 | 20181231 | 20180630 |
|-----------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 003232.OF | 创金合信金融地产 A | 65.44 | 91.06 | 88.99 | 66.85 | 42.39 |
| 004403.OF | 平安股息精选 A | 57.18 | 79.39 | | | |
| 005662.OF | 嘉实金融精选 A | 76.46 | 68.07 | 68.82 | 61.50 | |
| 006818.OF | 安信盈利驱动 A | 43.82 | 38.70 | 33.98 | | |
| 006926.OF | 长城量化精选 | 57.84 | 42.03 | | | |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22：成长类基金池及成长板块持仓比例

| 基金代码 | 基金名称 | 20200630 | 20191231 | 20190630 | 20181231 | 20180630 | 20171231 | 20170630 | 20161231 |
|-----------|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 001223.OF | 鹏华文化传媒娱乐 | 76.44 | 74.08 | 66.18 | 52.58 | 58.93 | 61.20 | 60.08 | 46.01 |
| 001956.OF | 国联安科技动力 | 85.48 | 86.15 | 81.89 | 54.35 | 58.35 | 72.96 | 82.41 | 58.35 |
| 003053.OF | 嘉实文体娱乐 A | 88.82 | 78.89 | 91.08 | 72.24 | 72.90 | 68.75 | 67.64 | |
| 003069.OF | 光大创业板量化优选 A | 44.47 | 30.73 | 37.94 | 40.17 | 39.58 | | | |
| 003956.OF | 南方现代教育 | 61.09 | 67.06 | 37.89 | 45.07 | 53.09 | 59.43 | 40.55 | |
| 004450.OF | 嘉实前沿科技 | 47.59 | 44.71 | 41.66 | 41.76 | 35.03 | 43.37 | | |
| 004616.OF | 中欧电子信息产业 A | 68.11 | 86.29 | 80.70 | 78.65 | 91.34 | 77.76 | | |
| 005035.OF | 银华信息科技量化 A | 87.29 | 87.89 | 87.75 | 87.91 | 88.32 | 85.19 | | |
| 005239.OF | 银华文体娱乐 A | 83.37 | 81.14 | 81.89 | 76.58 | 88.84 | | | |
| 005310.OF | 广发电子信息传媒产业精选 | 82.24 | 91.59 | 86.88 | 79.89 | 85.79 | | | |
| 005495.OF | 创金合信科技成长 A | 75.45 | 72.53 | 80.43 | 47.74 | 49.28 | | | |
| 005962.OF | 宝盈人工智能 A | 53.41 | 54.07 | 55.21 | 32.46 | | | | |
| 006081.OF | 海富通电子信息传媒产业 A | 85.46 | 89.38 | 72.48 | | | | | |
| 006257.OF | 信达澳银先进智造 | 65.63 | 74.15 | 44.72 | | | | | |
| 006265.OF | 红土创新新科技 | 64.58 | 83.72 | 71.34 | 49.21 | | | | |
| 006502.OF | 财通集成电路产业 A | 77.51 | 79.14 | 54.32 | | | | | |
| 006751.OF | 富国互联科技 | 74.74 | 81.42 | 41.29 | | | | | |
| 006868.OF | 华夏科技成长 | 51.79 | 59.00 | 30.31 | | | | | |
| 540010.OF | 汇丰晋信科技先锋 | 93.45 | 93.28 | 72.65 | 71.86 | 74.22 | 80.36 | 76.23 | 70.20 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

前文我们得到了规模、价值风格以及板块风格保持稳定的基金，进一步的，我们可以筛选出两种风格均保持稳定的股票型基金，也就是挑选出在某一板块下价值/成长和大/小盘风格保持稳定的基金。

我们将所有基金 SDS 指标的均值 0.40 后减去 SDS 指标一倍标准差 0.19，得到 0.21 作为筛选风格稳定的基金的阈值，对上文得到的板块稳定的基金的 SDS 值进行筛选，找出各板块风格稳定下，价值/成长和大/小盘风格保持稳定的基金，合计 24 只。

各板块下，基金的价值/规模风格分布呈现出不同的分布特点。其中，消费板块筛选出 12 只基金，基金风格多集中在大盘成长类；金融板块的 3 只基金，风格偏向于大盘价值类；成长板块的 7 只基金均为小盘成长类，而周期板块有 1 只大盘成长类基金和 1 只小盘价值类基金。

图23： 两类风格稳定的基金池（截至 2020/8/31）

| 板块 | 大盘成长 | | 小盘价值 | | 大盘价值 | | 小盘成长 | |
|----|-----------|-------------|-----------|----------|-----------|---------|-----------|--------------|
| | 代码 | 证券简称 | 代码 | 证券简称 | 代码 | 证券简称 | 代码 | 证券简称 |
| 消费 | 000326.OF | 南方中小盘成长 | 004350.OF | 汇丰晋信价值先锋 | | | | |
| | 005612.OF | 嘉实核心优势 | | | | | | |
| | 006604.OF | 嘉实消费精选A | | | | | | |
| | 006671.OF | 广发消费升级 | | | | | | |
| | 006675.OF | 宝盈品牌消费A | | | | | | |
| | 006692.OF | 金信消费升级A | | | | | | |
| | 006803.OF | 嘉实互通精选 | | | | | | |
| | 006981.OF | 中金新医药A | | | | | | |
| | 007287.OF | 合煦智远消费主题A | | | | | | |
| | 007470.OF | 博道叁佰智航A | | | | | | |
| | 007523.OF | 汇添富内需增长A | | | | | | |
| 金融 | | | | | 005662.OF | 嘉实金融精选A | | |
| | | | | | 006818.OF | 安信盈利驱动A | | |
| | | | | | 006926.OF | 长城量化精选 | | |
| 成长 | | | | | | | 003069.OF | 光大创业板量化优选A |
| | | | | | | | 005035.OF | 银华信息科技量化A |
| | | | | | | | 005239.OF | 银华文体娱乐A |
| | | | | | | | 005310.OF | 广发电子信息传媒产业精选 |
| | | | | | | | 006257.OF | 信达澳银先进智造 |
| | | | | | | | 006751.OF | 富国互联科技 |
| | | | | | | | 006868.OF | 华夏科技成长 |
| 周期 | 005968.OF | 创金合信工业周期精选A | 006346.OF | 安信量化优选A | | | | |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

在风格稳定的基金池中，优选业绩排序持续领先的基金

按绝对或相对收益优选股票基金均发现绩优基金集中于消费、成长板块

基金业绩的好坏可由基金净值的涨跌来衡量，本节我们将首先提取股票型基金的复权单位净值数据，每半年根据基金净值的涨跌幅度进行从大到小的排序，然后挑选出业绩总是领先的基金，构成绩优基金池。但如果把所有股票型基金放在一起的进行业绩排序的话，选出的绩优基金大多都是重仓配置消费和成长板块，即便把筛选指标从基金净值的绝对涨跌幅度替换为基金相对其基准的超额收益，这一现象依然存在。因此我们在前文规模价值风格以及板块风格稳定的基金池的基础之上，在同风格中挑选出业绩持续领先的基金，作为该风格里的绩优基金，也即选出风格稳定且业绩优秀的基金。

在以绝对收益为业绩衡量指标进行基金优选的过程中，我们的样本为 384 只普通股票型基金，总规模约为 5037 亿元，复权单位净值取值时间为 2010/01/04-2020/08/31。由于早期基金数量较少，因此从 2014/12/31 进行收益的排序来判定基金是否能够在大多数年份业绩排名靠前。最后在相同存续年限的基金中进行板块分类排序。具体筛选步骤如下：

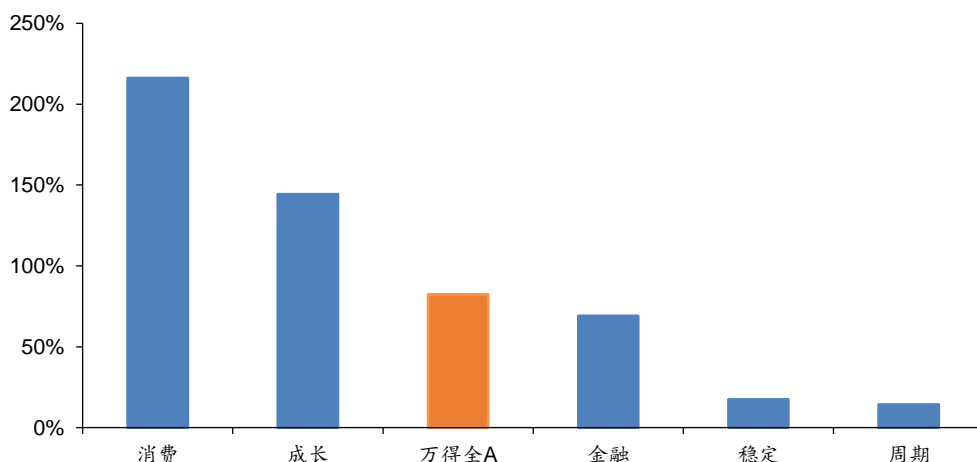
图表24：绝对收益排序方法



资料来源：华泰证券研究所

下表是普通股票型基金依据绝对收益进行业绩排序后得到的业绩排名前 20 的基金。从中可以发现大部分业绩排名靠前的基金第一重仓行业所属板块都是消费。通过计算中信风格指数 2010 年至今的收益率，我们发现消费、金融、成长、周期、稳定这 5 个中信风格板块中，消费板块大幅领先其他板块。我们认为业绩排名靠前的基金集中在消费板块，这可能是因为近年来消费板块股票表现较好，进而导致该板块基金业绩较好。这也反映出依据绝对收益进行业绩排序时，容易出现由于个别板块股票行情较好而导致业绩排名靠前的基金同属于该板块的现象。

图表25：2010/01/04-2020/08/31 区间内各中信风格板块涨幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26：绝对收益排序基金（截至2020年基金中报数据）

| | | | | | 第一重仓行业持仓 |
|------|-----------|--------------|------------|-------|----------|
| 证券代码 | 证券简称 | 成立日期 | 第一重仓行业所属板块 | 占比(%) | |
| 1 | 006002.OF | 工银瑞信医药健康 A | 2018-07-30 | 消费 | 85.91 |
| 2 | 006228.OF | 中欧医疗创新 A | 2019-02-28 | 消费 | 88.94 |
| 3 | 006257.OF | 信达澳银先进智造 | 2019-01-17 | 成长 | 52.08 |
| 4 | 006751.OF | 富国互联科技 | 2019-03-26 | 成长 | 46.24 |
| 5 | 006981.OF | 中金新医药 A | 2019-05-14 | 消费 | 85.89 |
| 6 | 001714.OF | 工银瑞信文体产业 | 2015-12-30 | 成长 | 18.49 |
| 7 | 519714.OF | 交银消费新驱动 | 2015-07-01 | 消费 | 60.86 |
| 8 | 001579.OF | 国泰大农业 | 2017-06-15 | 消费 | 33.05 |
| 9 | 519193.OF | 万家消费成长 | 2017-02-23 | 金融 | 25.91 |
| 10 | 004851.OF | 广发医疗保健 A | 2017-08-10 | 消费 | 93.83 |
| 11 | 005268.OF | 鹏华优势企业 | 2017-11-29 | 消费 | 20.45 |
| 12 | 005303.OF | 嘉实医药健康 A | 2017-12-04 | 消费 | 76.01 |
| 13 | 001938.OF | 中欧时代先锋 A | 2015-11-03 | 成长 | 12.79 |
| 14 | 001717.OF | 工银瑞信前沿医疗 | 2016-02-03 | 消费 | 88.04 |
| 15 | 004812.OF | 中欧先进制造 A | 2018-01-19 | 周期 | 28.98 |
| 16 | 005968.OF | 创金合信工业周期精选 A | 2018-05-17 | 周期 | 20.82 |
| 17 | 000751.OF | 嘉实新兴产业 | 2014-09-17 | 消费 | 22.68 |
| 18 | 000628.OF | 大成高新技术产业 | 2015-02-03 | 消费 | 20.30 |
| 19 | 001410.OF | 信达澳银新能源产业 | 2015-07-31 | 成长 | 50.32 |
| 20 | 001473.OF | 建信大安全 | 2015-07-29 | 金融 | 25.94 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

依据绝对收益进行业绩排序时，各类基金在相同的比较基准下，容易出现业绩排名靠前的基金同属于一个板块的现象，接下来我们将探究相对收益是否可以有效改善此类现象。相对收益是基金相较于其业绩比较基准而言的收益，它也是评价基金业绩时的重要参考指标。我们将利用基金收益减去其基准收益后得到的相对收益对基金业绩进行排序，筛选出业绩表现优良的基金。具体筛选步骤如下：

图表27：相对收益排序方法



资料来源：华泰证券研究所

下面是普通股票型基金依据相对收益进行业绩排序后得到的业绩排名前 20 的基金。我们对两种业绩排序方式下，排名前 20 的基金第一重仓行业所属板块进行了统计，发现相较于绝对收益排序，第一重仓行业属于消费板块的基金由 11 只降至 9 只，业绩排名前 20 的基金仍有近半数基金同属于消费板块，排名靠前的基金所属板块集中于某一板块的现象并没有得到明显的改善。这或许是因为，大部分基金的业绩比较基准为市场指数，不同风格特征基金的业绩比较基准并没有明显差异。

图表28：绝对收益与相对收益排序第一重仓行业所属板块对比（截至 2020 年基金中报数据）

| 第一重仓行业所属板块 | 绝对收益排序前 20 | | 相对收益排序前 20 | |
|------------|------------|-----|------------|-----|
| | (个数) | 占比 | (个数) | 占比 |
| 消费 | 11 | 55% | 9 | 45% |
| 金融 | 2 | 10% | 3 | 15% |
| 周期 | 2 | 10% | 1 | 5% |
| 成长 | 5 | 25% | 6 | 30% |
| 稳定 | 0 | 0% | 1 | 5% |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29：相对收益排序基金（截至 2020 年基金中报数据）

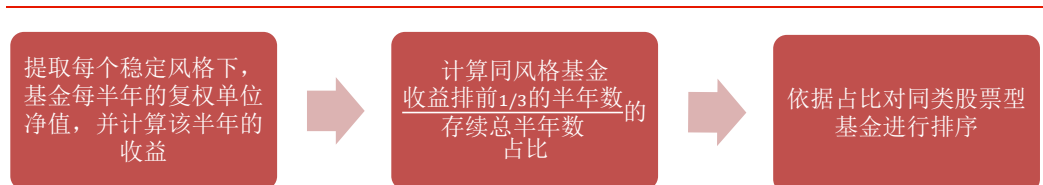
| | | 第一重仓行业所属 | | 第一重仓行业持仓 | |
|------|-----------|-------------|------------|----------|-------|
| 证券代码 | 证券简称 | 成立日期 | 板块 | 占比 (%) | |
| 1 | 000409.OF | 鹏华环保产业 | 2014-03-07 | 周期 | 30.44 |
| 2 | 450009.OF | 国富中小盘 | 2010-11-23 | 金融 | 16.68 |
| 3 | 519606.OF | 国泰金鑫 | 2014-09-15 | 消费 | 20.35 |
| 4 | 000082.OF | 嘉实研究阿尔法 | 2013-05-28 | 金融 | 12.26 |
| 5 | 000418.OF | 景顺长城成长之星 | 2013-12-13 | 成长 | 37.76 |
| 6 | 000628.OF | 大成高新技术产业 | 2015-02-03 | 消费 | 20.30 |
| 7 | 000751.OF | 嘉实新兴产业 | 2014-09-17 | 消费 | 22.68 |
| 8 | 000778.OF | 鹏华先进制造 | 2014-11-04 | 消费 | 21.58 |
| 9 | 001039.OF | 嘉实先进制造 | 2015-04-24 | 成长 | 22.84 |
| 10 | 001104.OF | 华安新丝路主题 | 2015-04-09 | 消费 | 21.28 |
| 11 | 001178.OF | 前海开源再融资主题精选 | 2015-05-18 | 成长 | 13.59 |
| 12 | 001208.OF | 诺安低碳经济 | 2015-05-12 | 稳定 | 10.71 |
| 13 | 001677.OF | 中银战略新兴产业 | 2015-11-26 | 消费 | 22.92 |
| 14 | 001714.OF | 工银瑞信文体产业 | 2015-12-30 | 成长 | 18.49 |
| 15 | 001938.OF | 中欧时代先锋 A | 2015-11-03 | 成长 | 12.79 |
| 16 | 160133.OF | 南方天元新产业 | 2014-07-03 | 消费 | 13.28 |
| 17 | 540010.OF | 汇丰晋信科技先锋 | 2011-07-27 | 成长 | 45.40 |
| 18 | 000457.OF | 上投摩根核心成长 | 2014-02-10 | 金融 | 13.88 |
| 19 | 000513.OF | 富国高端制造行业 | 2014-06-20 | 消费 | 17.68 |
| 20 | 000577.OF | 安信价值精选 | 2014-04-21 | 消费 | 28.66 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

对同风格基金业绩进行比较，可选出风格稳定且业绩良好的基金

考虑到相对收益并不能有效改善业绩排名靠前的基金同属于一个板块的现象，因此我们在各个风格稳定的基金池中，分别依据绝对收益进行业绩排序，得到同一风格下的绩优基金。每只基金的业绩排序都是在同风格的基金中进行，业绩靠前 1/3 的基金即认为当期表现较优，该基金成立以来表现较优的比例越大，则认为该基金业绩在同类基金中的表现较好。具体的业绩优选方法如下：

图表30：业绩优选方法



资料来源：华泰证券研究所

对每个风格类别下各自筛选出业绩排名前五的基金，合计 20 只，得到业绩优选后的风格稳定基金列表如下：

图表31： 价值/成长和大/小盘风格稳定下业绩排名靠前的基金（截至 2020/8/31）

| 基金风格 | 证券代码 | 证券简称 | 基金成立日 | 基金经理 |
|------|-----------|---------------|------------|---------|
| 大盘价值 | 001208.OF | 诺安低碳经济 | 2015-05-12 | 蔡宇滨 |
| | 003298.OF | 嘉实物流产业 A | 2016-12-29 | 肖觅 |
| | 001974.OF | 景顺长城量化新动力 | 2016-07-13 | 黎海威 |
| | 000916.OF | 前海开源股息率 100 强 | 2015-01-13 | 邱杰 |
| | 002334.OF | 汇丰晋信大盘波动精选 A | 2016-03-11 | 方磊 |
| 大盘成长 | 006981.OF | 中金新医药 A | 2019-05-14 | 兰兰 |
| | 004812.OF | 中欧先进制造 A | 2018-01-19 | 卢纯青 |
| | 005968.OF | 创金合信工业周期精选 A | 2018-05-17 | 李游 |
| | 002980.OF | 华夏创新前沿 | 2016-09-07 | 林晶,屠环宇 |
| | 005259.OF | 建信龙头企业 | 2018-01-24 | 姚锦,刘克飞 |
| 小盘价值 | 163110.OF | 申万菱信量化小盘 | 2011-06-16 | 俞斌 |
| | 006346.OF | 安信量化优选 A | 2018-09-03 | 施荣盛 |
| | 005569.OF | 中融智选红利 A | 2018-03-30 | 陈薪羽,赵菲 |
| | 005960.OF | 博时量化价值 A | 2018-06-26 | 黄瑞庆,林景艺 |
| | 000978.OF | 景顺长城量化精选 | 2015-02-04 | 黎海威 |
| 小盘成长 | 006751.OF | 富国互联科技 | 2019-03-26 | 许炎 |
| | 006257.OF | 信达澳银先进智造 | 2019-01-17 | 冯明远 |
| | 005962.OF | 宝盈人工智能 A | 2018-08-15 | 张仲维 |
| | 006265.OF | 红土创新新科技 | 2018-09-14 | 朱然 |
| | 006081.OF | 海富通电子信息传媒产业 A | 2018-12-26 | 施敏佳 |

资料来源：华泰证券研究所

在板块风格稳定的基金池中，我们依据绝对收益的业绩排序，在每个板块类别下各自筛选出业绩排名前五的基金，合计 20 只，得到业绩优选后的板块稳定基金列表如下：

图表32： 板块稳定下业绩排名靠前的基金（截至 2020/8/31）

| 板块 | 证券代码 | 证券简称 | 基金成立日 | 基金经理 |
|----|-----------|---------------|------------|--------|
| 消费 | 006981.OF | 中金新医药 A | 2019-05-14 | 兰兰 |
| | 006228.OF | 中欧医疗创新 A | 2019-02-28 | 葛兰 |
| | 006002.OF | 工银瑞信医药健康 A | 2018-07-30 | 谭冬寒 |
| | 001579.OF | 国泰大农业 | 2017-06-15 | 程洲 |
| | 005268.OF | 鹏华优势企业 | 2017-11-29 | 陈璇森 |
| 金融 | 003232.OF | 创金合信金融地产 A | 2016-08-30 | 李龔 |
| | 005662.OF | 嘉实金融精选 A | 2018-03-14 | 李欣 |
| | 004403.OF | 平安股息精选 A | 2017-05-17 | 成钧,毛时超 |
| | 006818.OF | 安信盈利驱动 A | 2019-03-05 | 袁玮 |
| | 006926.OF | 长城量化精选 | 2019-05-29 | 雷俊 |
| 成长 | 006751.OF | 富国互联科技 | 2019-03-26 | 许炎 |
| | 006257.OF | 信达澳银先进智造 | 2019-01-17 | 冯明远 |
| | 005962.OF | 宝盈人工智能 A | 2018-08-15 | 张仲维 |
| | 006265.OF | 红土创新新科技 | 2018-09-14 | 朱然 |
| | 006081.OF | 海富通电子信息传媒产业 A | 2018-12-26 | 施敏佳 |
| 周期 | 004812.OF | 中欧先进制造 A | 2018-01-19 | 卢纯青 |
| | 005968.OF | 创金合信工业周期精选 A | 2018-05-17 | 李游 |
| | 003984.OF | 嘉实新能源新材料 A | 2017-03-16 | 姚志鹏 |
| | 001643.OF | 汇丰晋信智造先锋 A | 2015-09-30 | 陆彬 |
| | 004698.OF | 博时军工主题 | 2017-07-04 | 兰乔 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

绩优基金配置策略相对风格指数和大盘指数均有超额收益

等权配置风格稳定的绩优基金相对基准风格指数具有超额收益

前文我们利用 2020 年基金中报及之前的所有历史数据，对 Wind 普通股票型基金进行了风格的划分、风格稳定度的测算和业绩的排序，最终选出了当前普通股票型中风格稳定且业绩优秀的基金池。本章我们将延续前文的策略方法，采用历史数据进行滚动回测，也即在每个时间截面都只采用该时刻之前的数据进行基金的筛选操作，每半年都会重新筛选出新的基金池并进行调仓和配置。

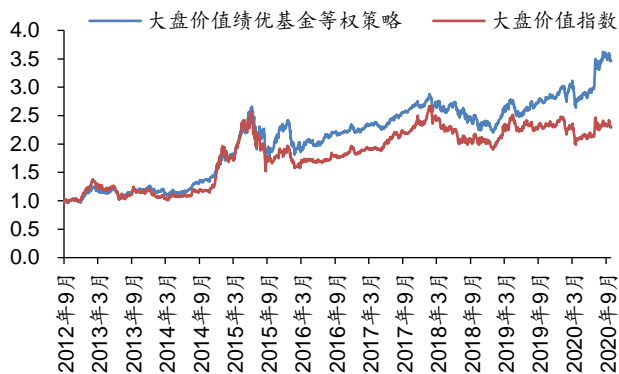
同时，由于 Wind 分类中普通股票型基金数目较少，因此本章为了扩大早期样本数量，将股票基金的定义进行了扩充。本章股票基金实际上指代的是权益资产配置比例较高的基金，我们首先提取了 Wind 中普通股票型、偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型四类基金，在剔除了基金建仓期股票配置比例较低的数据之后，保留所有半年度里股票平均持仓在 80% 以上的基金，作为股票基金的总样本池。

需要说明的是，基金半年报/年报所反映的是 6/30 或者 12/31 的数据，但由于披露的时滞性，我们实际获取数据会稍晚 2 个月左右，因此为了更加贴近实际地进行模拟，我们在回测时将基金调仓时间分别定在了 9/1 和 3/1，以确保当时已完整获得了基金的半年报/年报的持仓数据。

每半年我们都会按照前文的策略方法，筛选出的风格稳定，业绩良好的基金池，然后进行基金的调仓，最后按照不同风格类别进行观测。基金配置策略为等权配置该风格下的 5 只绩优基金，策略的比较基准为各种风格指数。

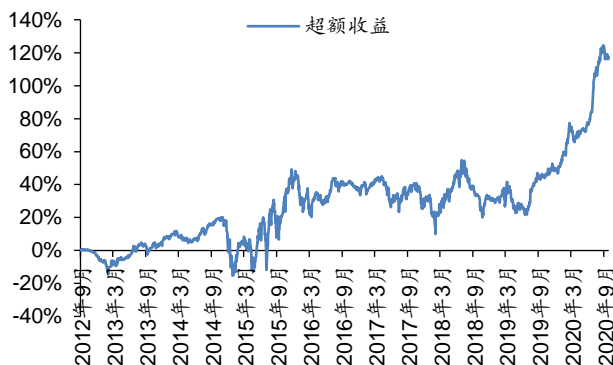
以下是大盘价值、大盘成长、小盘价值和小盘成长四类风格稳定的绩优基金于其基准风格指数的净值对比。可以看到小盘价值和小盘成长的基金超额收益更加明显。

图表33： 大盘价值绩优基金等权策略与基准风格指数净值



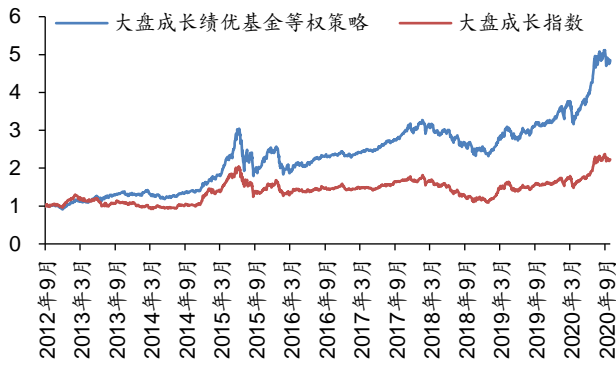
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34： 大盘价值绩优基金等权策略累计超额收益



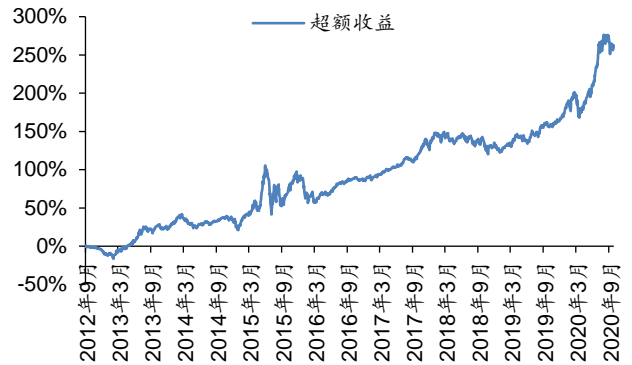
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35: 大盘成长绩优基金等权策略与基准风格指数净值



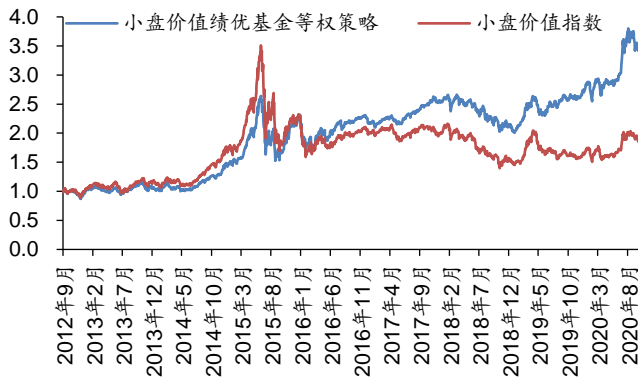
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 大盘成长绩优基金等权策略累计超额收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表37: 小盘价值绩优基金等权策略与基准风格指数净值



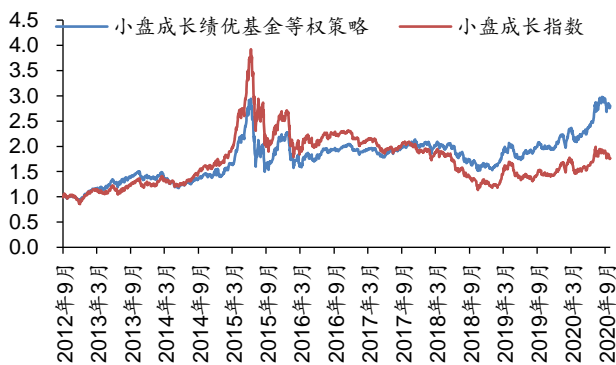
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表38: 小盘价值绩优基金等权策略累计超额收益



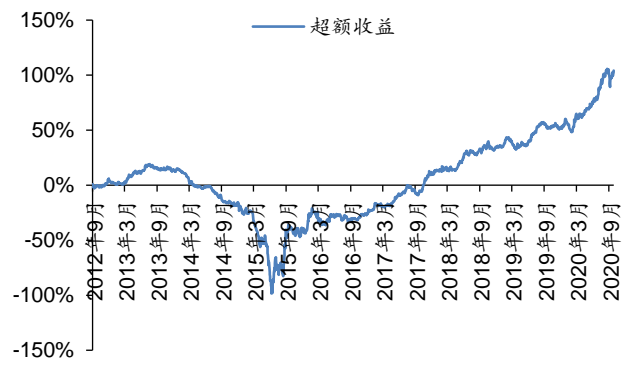
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表39: 小盘成长绩优基金等权策略与基准风格指数净值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

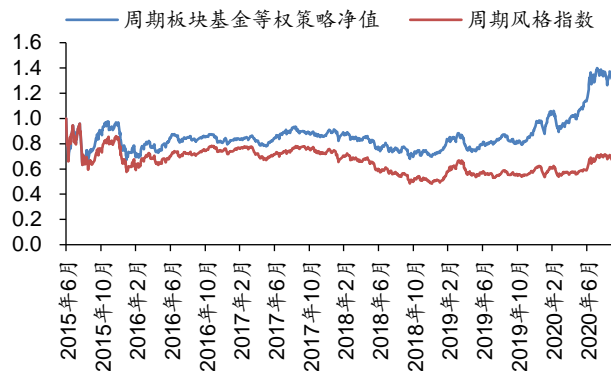
图表40: 小盘成长绩优基金等权策略累计超额收益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

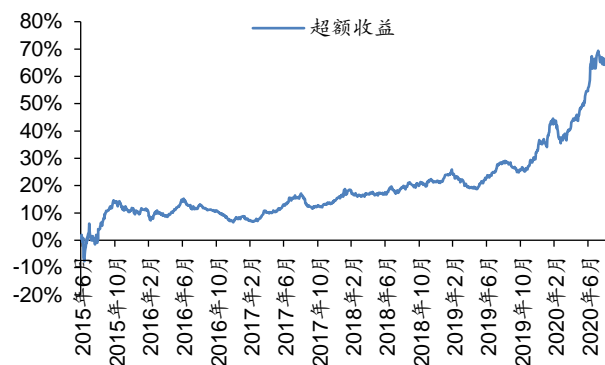
以下是周期、金融、成长、消费四类板块风格稳定的绩优基金等权策略与其基准风格指数的净值对比。由于早期存在某板块基金数量不足的情况，因此下面从 2015 年 6 月 30 日开始回测，四类板块的基金配置策略均相对其板块风格指数有超额收益。

图表41: 周期类绩优基金等权策略与基准风格指数净值



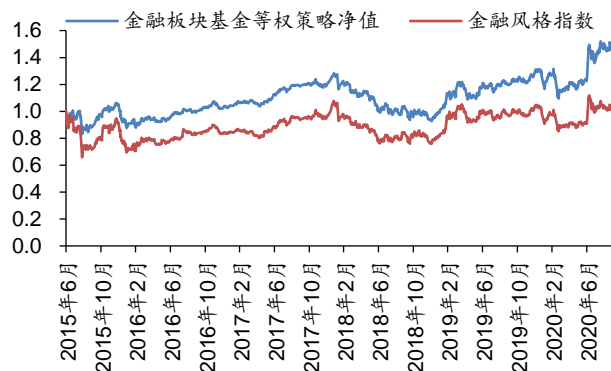
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 周期类绩优基金等权策略累计超额收益



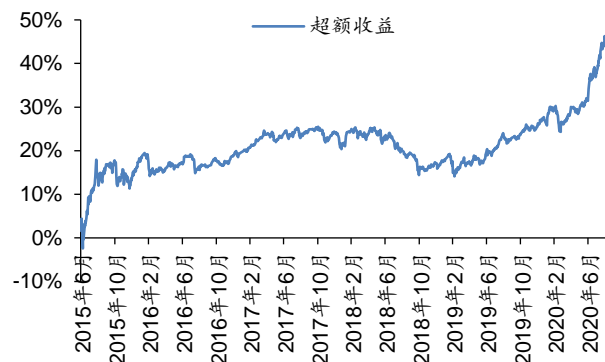
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表43: 金融类绩优基金等权策略与基准风格指数净值



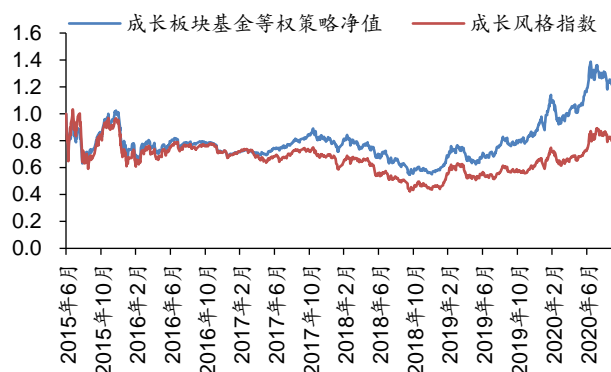
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44: 金融类绩优基金等权策略累计超额收益



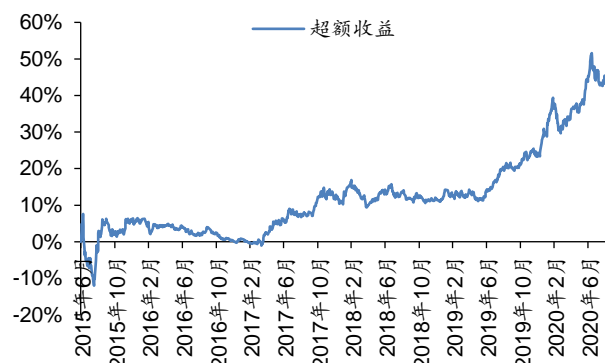
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表45: 成长类绩优基金等权策略与基准风格指数净值



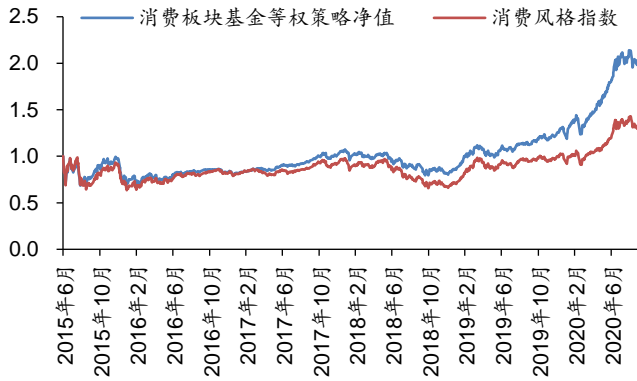
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46: 成长类绩优基金等权策略累计超额收益与配置基金个数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表47：消费类绩优基金等权策略与基准风格指数净值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48：消费类绩优基金等权策略累计超额收益与配置基金个数

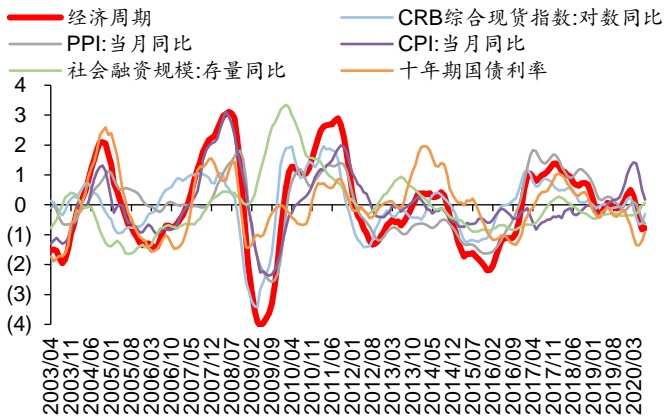


资料来源：Wind，华泰证券研究所

用风格稳定的绩优基金组合实现板块风格轮动，策略表现优于大盘指数

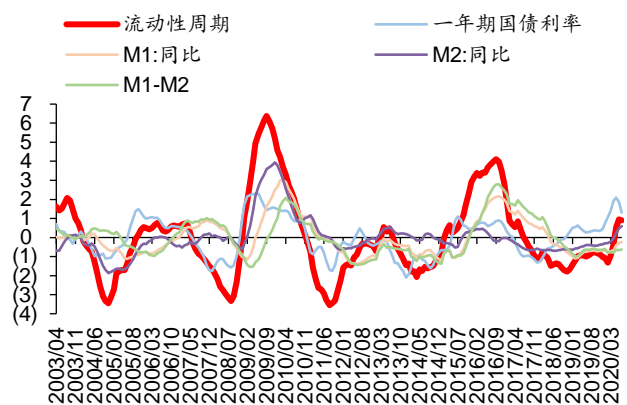
2019 年 7 月 2 日华泰金工推出的深度报告《再探周期视角下的资产轮动》里，基于经济周期和流动性周期的上行和下行研究了不同周期状态下的板块轮动规律。经济周期和流动性周期的合成逻辑如下：1、全球金融经济体是一个统一的、相互关联的整体，这个统一的整体在运动的过程中是有规律的，体现为三个系统级别周期的波动；2、各种宏观变量和资产价格都是系统状态在低维视角下的投影，但会由于观测视角的差异，导致相位上出现领先滞后关系；3、从 DDM 资产定价的视角，可以将纷繁复杂的指标体系分类为经济周期（表征实体景气程度）和流动性周期（表征资金宽裕程度）两类，筛选满足条件的代理指标并进行主成分合成，可以指导资产配置。

图表49：经济周期合成



资料来源：Wind，华泰证券研究所

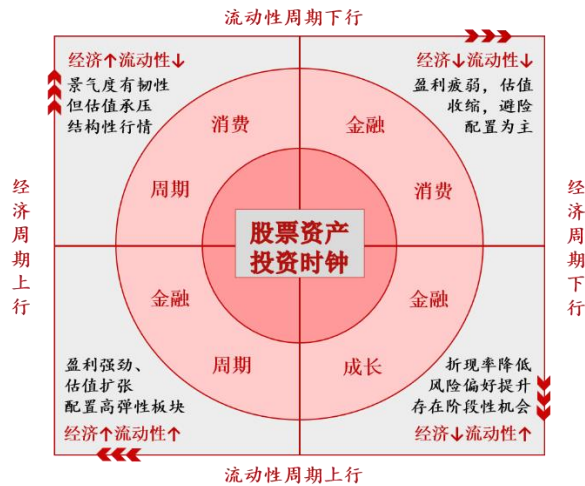
图表50：流动性周期合成



资料来源：Wind，华泰证券研究所

结合经济周期和流动性周期进行历史阶段划分，统计每个阶段下四大板块的区间累计收益，以及整个历史区间内特定状态下的累计收益，将 A 股板块投资时钟构建如下，并梳理 A 股不同时期的周期状态和强势板块。

图表51：股票资产投资时钟



资料来源：华泰证券研究所

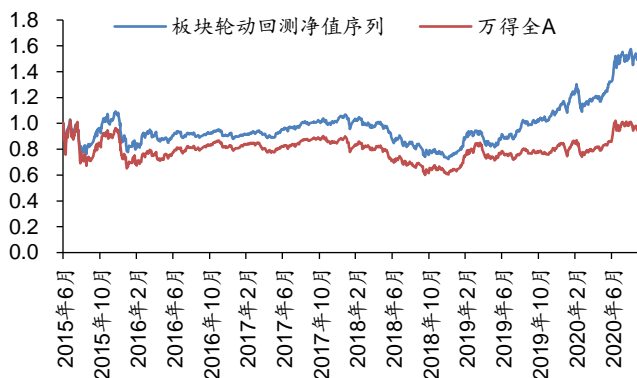
图表52：经济周期和流动性周期的阶段划分

| 起始时间 | 结束时间 | 经济周期 | 流动性周期 | 配置板块 1 | 配置板块 2 |
|-------------|-------------|------|-------|--------|--------|
| 2011 年 5 月 | 2011 年 8 月 | 下降 | 下降 | 金融 | 消费 |
| 2011 年 9 月 | 2013 年 1 月 | 下降 | 上升 | 金融 | 成长 |
| 2013 年 2 月 | 2013 年 5 月 | 上升 | 上升 | 金融 | 周期 |
| 2013 年 6 月 | 2014 年 10 月 | 上升 | 下降 | 周期 | 消费 |
| 2014 年 11 月 | 2015 年 2 月 | 下降 | 下降 | 金融 | 消费 |
| 2015 年 3 月 | 2016 年 7 月 | 下降 | 上升 | 金融 | 成长 |
| 2016 年 8 月 | 2016 年 11 月 | 上升 | 上升 | 金融 | 周期 |
| 2016 年 12 月 | 2018 年 4 月 | 上升 | 下降 | 周期 | 消费 |
| 2018 年 5 月 | 2018 年 8 月 | 下降 | 下降 | 金融 | 消费 |
| 2018 年 9 月 | 2020 年 1 月 | 下降 | 上升 | 金融 | 成长 |
| 2020 年 2 月 | 2020 年 5 月 | 上升 | 上升 | 金融 | 周期 |
| 2020 年 6 月 | - | 上升 | 下降 | 周期 | 消费 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

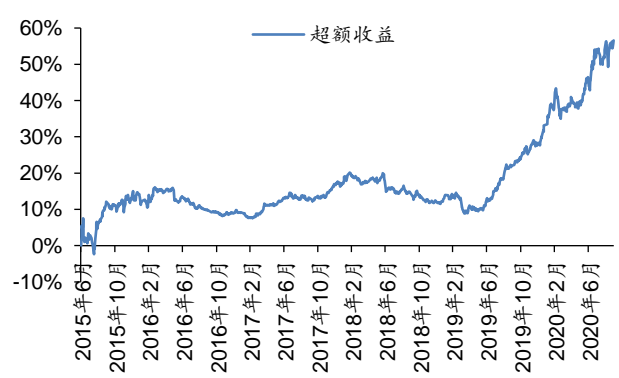
我们根据周期状态对应的强势板块，轮动配置当时相应板块下的绩优基金，表现如下：

图表53：板块轮动策略回测净值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表54：板块轮动策略累计超额收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所

可以看出，基金轮动配置策略相比万得全 A 具备一定的超额收益。在基金板块轮动的测试中，我们相当于在每个时刻都对市场有风格/板块的判断观点，然后再落地到基金的配置上。实际上，FOF 投资人也可以根据自己的风格/板块轮动观点，按照本文基金筛选的方法，获得对应风格稳定的绩优基金进行配置，以便在风格/板块轮动的实践过程中，能够进一步增厚收益。

风险提示

模型根据历史规律总结，历史规律可能失效；模型结论基于统计工具得到，在极端情形下或存在解释力不足的风险。本文因研究所提及到的任何基金产品，均不构成对该产品的推荐。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、黄晓彬、张泽，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、黄晓彬、张泽本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司