

相关研究

《一键配置 A+H 核心资产——浦银安盛中华交易服务沪深港 300ETF 投资价值分析》2022.02.21

《Alpha 捕捉系统: 前世今生和未来发展》2022.02.16

《逆袭上涨的大盘价值——银河沪深 300 价值指数基金投资价值分析》2022.02.09

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@htsec.com

证书:S0850512080006

联系人:黄雨薇

Tel:(021)23154387

Email:hyw13116@htsec.com

Why, Which, How: 打造行业主题基金的三项法则

投资要点:

- **行业分化孕育主题工具类产品发展契机。**回顾 2019-2021 年,权益市场显著回暖, Wind 全 A 指数累计上涨 82.42%。行业层面,除综合金融外,29 个中信一级行业指数均实现上涨,涨幅中位数为 74.35%,但行业之间呈现鲜明的首尾分化特征。在此背景下,部分行业主题基金或由于表现突出,或由于特色鲜明,获得了较高的市场关注度。那么,对于基金公司而言,怎样把握发展契机,打造一款受投资者欢迎和认可的行业主题基金,或许是在异常激烈的竞争环境中,谋求差异化突围的重要方式。
- **关于行业主题基金发展的两点思考:** 1) 市场为何对行业主题基金青睐有加? 文献“Fintech Platforms and Mutual Fund Distribution”表明,金融科技平台的出现大幅提升了投资者对头部绩优基金的关注度。而这背后的重要原因,不仅与金融科技平台的信息传播效率有关,更与其标准化的信息加工和呈现方式密不可分。部分行业主题基金凭借 Beta 优势,大大提高了进入各金融科技平台基金业绩排行榜前列甚至首页的可能性。再叠加移动互联网巨大的宣传效应,这些行业主题基金的规模快速上升。2) 哪些行业更适合发行主题基金? 我们认为,作为一种工具化的产品,行业主题基金的首要特点就是其较强的 Beta 属性。循着这一思路,那些本身弹性较高的行业或许天然就更适合发行行业主题基金。
- **从行业主题基金的发展现状来看,**以军工和半导体为代表的行业主题基金最近三年迎来了较快的规模扩张,年化复合增速分别为 99.08%和 201.87%,远超股混基金整体水平。此外,个人投资者持有比例约占 7-8 成。我们认为,这些数据均反映出投资者,尤其是个人投资者,对行业主题基金有较为强烈的需求,有望带动整个行业主题工具类产品的发展。
- **构建思路一,适度放大产品 Beta,合理承担风险,积极博取上涨弹性。**我们认为,对于拥有 Beta 优势的行业主题类基金而言,由于其天然具备较好的工具属性,不妨尝试再提升一些产品的 Beta,以博取行业红利期更好的收益。以半导体行业为例,我们用量化方法构建的高 Beta 模拟组合, Beta 为 1.09,相对中信半导体指数呈现较高的业绩弹性。不仅如此,年化 Alpha 也达到 6.21%,表明量化选股模型还具备获取一定超额收益的能力。但总体而言,该组合的 Beta 优势还是相对更加突出,符合我们构建的初衷。
- **构建思路二,凭借基金经理丰富的行业研究经验,充分挖掘行业内的个股 Alpha。**对于拥有 Alpha 优势的行业主题基金而言,我们认为,行业方面的深度研究经验或是它们获取超额收益的重要来源。为了说明这一问题,我们以军工行业为例,选取具备 15 年军工专职行研背景的冯福章为代表,从其公开发表的军工行业投资理念中提炼相关因子,并构建模拟组合,考察业绩表现。从回测结果来看,市值加权的“军工赛道优选组合”年化超额收益 10.25%。2016-2021 年,每年都可战胜中信国防军工指数。其中,2019-2021 年的超额收益分别为 9.30%、45.89%和 10.14%。
- **风险提示。**本文根据客观数据和评价指标计算,不作为对未来走势的判断和投资建议。本文结论通过公开数据分析所得,存在由于数据不完善导致结论不精准的可能性。模拟组合不代表基金未来真实业绩,仅供参考。

目 录

1. 行业分化：主题工具类产品发展契机	5
2. Why and Which：对行业主题基金发展的思考	5
2.1 市场为何对行业主题基金青睐有加？	5
2.2 哪些行业更适合发行主题基金？	6
3. 行业主题基金发展现状：以军工和电子（半导体）行业为例	7
4. 高 Beta 或“行业专家”：行业主题基金构建思路探索	9
4.1 塑造 Beta 优势，合理承担风险	9
4.2 发挥 Alpha 优势，深耕细分行业	11
5. 总结	14
6. 风险提示	14

图目录

图 1	中信一级行业指数区间涨跌幅（%，2019-2021）	5
图 2	前 10 大代销机构的股票+混合公募基金保有规模（亿元）	6
图 3	前 10 大代销机构的非货币市场公募基金保有规模（亿元）	6
图 4	按业绩分组的股票型基金在金融科技平台引入前后的季度平均资金净流入比例（%，2008-2017）	6
图 5	头部绩优基金在金融科技平台引入前后的季度平均资金净流入比例差异（%，2008-2017）	6
图 6	军工主题基金合计规模变动（2017H1-2021H2）	8
图 7	半导体主题基金合计规模变动（2017H1-2021H2）	8
图 8	军工主题基金持有人结构变动（2017H1-2021H1）	9
图 9	半导体主题基金持有人结构变动（2017H1-2021H1）	9
图 10	高 Beta 模拟组合的净值表现（2018.02-2021.12）	11
图 11	冯福章投资理念模拟组合的净值表现（2016-2021）	13

表目录

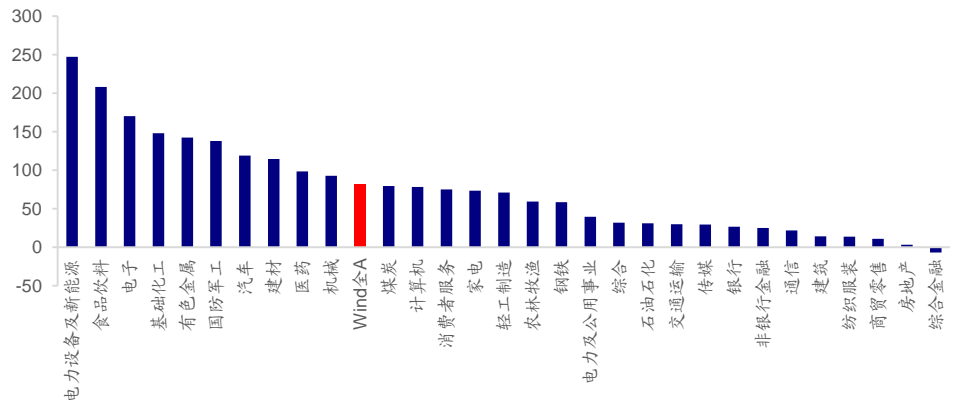
表 1	中信一级行业相对 Wind 全 A 的 Beta 和年化 Alpha (2019-2021)	7
表 2	军工和半导体行业主题基金 (2019-2021)	8
表 3	部分军工和半导体行业主题基金相对行业指数的 Beta 和年化 Alpha (Beta>1, 2019-2021)	9
表 4	测试因子池	10
表 5	测试因子与下月 Beta 之间的 IC (2018.02-2021.12)	10
表 6	高 Beta 模拟组合各年度收益表现 (2018.02-2021.12)	11
表 7	高 Beta 模拟组合的 Beta 和年化 Alpha (2018.02-2021.12)	11
表 8	部分军工和半导体行业主题基金相对行业指数的 Beta 和年化 Alpha (Beta<1, 2019-2021)	12
表 9	冯福章公开采访资料观点提取和因子转化对照	12
表 10	冯福章投资理念模拟组合各年度收益表现 (2016-2021)	13
表 11	冯福章投资理念模拟组合的 Beta 和年化 Alpha (2016-2021)	14

1. 行业分化：主题工具类产品发展契机

回顾 2019-2021 年，权益市场显著回暖，Wind 全 A 指数累计上涨 82.42%。行业层面，除综合金融外，29 个中信一级行业指数均实现上涨，涨幅中位数为 74.35%，但行业之间呈现鲜明的首尾分化特征。

具体来看，区间涨幅排名前三的行业分别是电力设备及新能源（247.26%）、食品饮料（208.18%）和电子（170.48%），交易活跃度也远高于 A 股整体水平。而区间涨幅排名后三的行业分别是商贸零售（11.07%）、房地产（3.19%）、综合金融（-6.54%）。

图1 中信一级行业指数区间涨跌幅（%，2019-2021）



资料来源：Wind，海通证券研究所

在此背景下，部分行业主题基金或由于表现突出，或由于特色鲜明，获得了较高的市场关注度。那么，对于基金公司而言，怎样把握发展契机，打造一款受投资者欢迎和认可的行业主题基金，或许是在异常激烈的竞争环境中，谋求差异化突围的重要方式。

为此，本文尝试对行业主题基金展开较为全面的分析，首先探讨行业主题基金受到青睐的潜在原因，以及哪些行业适合发行该类基金；其次，以半导体和军工两类关注度较高的行业主题基金为例，展示这类产品的发展现状和趋势；最后，从定量的角度介绍两条行业主题基金的构建思路，并给出相应的模拟结果，以期为关注该类产品的相关方，提供有可行性的解决方案。

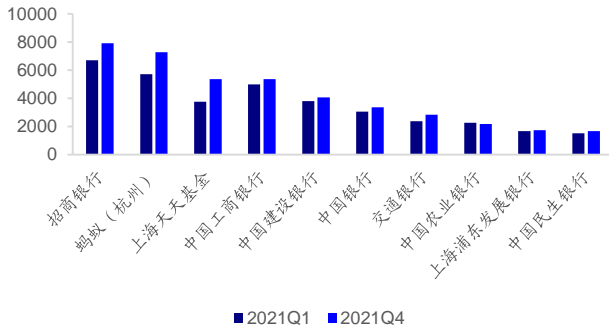
2. Why and Which: 对行业主题基金发展的思考

站在产品研发的角度，我们认为有两个问题值得思考：1) 投资者为什么会青睐行业主题基金？2) 哪些行业更适合发行主题基金？本节就将围绕这两个问题展开讨论。

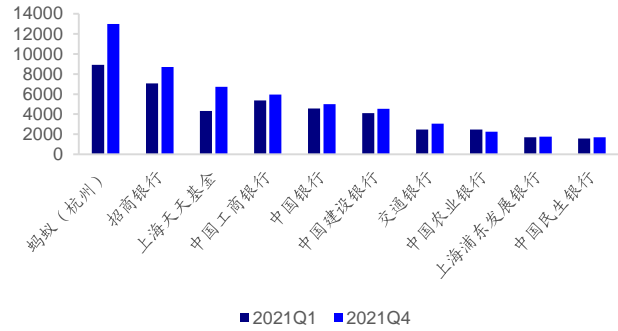
2.1 市场为何对行业主题基金青睐有加？

我们认为，行业主题基金的流行和当前基金市场的生态和销售模式息息相关。上海交通大学高级金融学院的潘军教授于 2020 年 8 月发表的论文“Fintech Platforms and Mutual Fund Distribution”，全面分析了金融科技平台对基金销售的影响，其中诸多重要发现，对我们回答“投资者为什么会青睐行业主题基金？”这一问题，提供了独到且极具洞见的视角。

2012 年，以天天基金、支付宝为代表的第三方机构首次获得基金销售牌照，金融科技平台自此正式加入基金销售的竞争行列。历经 10 年发展，凭借信息传播方面的巨大优势，金融科技平台已成为国内基金代销的重要渠道之一。截至 2021 年四季度末，蚂蚁（杭州）和天天基金的公募股混基金销售保有规模合计超过 1.2 万亿元，分别位列全市场的第二、第三位，成为国内仅次于招商银行的基金代销机构。

图2 前 10 大代销机构的股票+混合公募基金保有规模(亿元)


资料来源: Wind, 中基协, 海通证券研究所

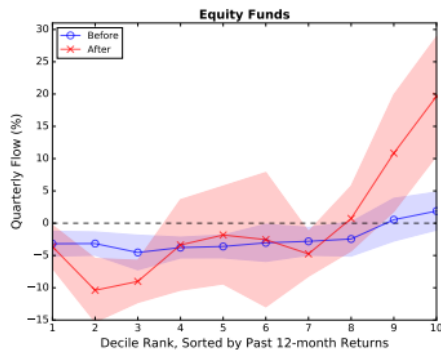
图3 前 10 大代销机构的非货币市场公募基金保有规模(亿元)


资料来源: Wind, 中基协, 海通证券研究所

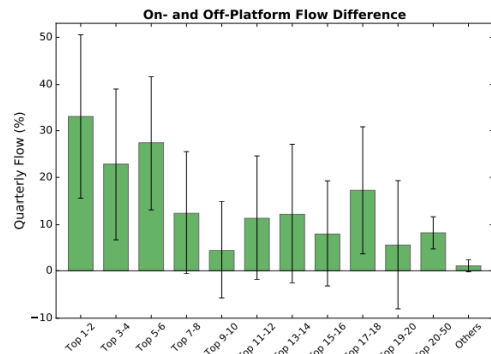
根据“Fintech Platforms and Mutual Fund Distribution”一文, 潘教授将股票型基金按过去一年的业绩从低到高排序, 并等分成 10 组, 计算每组的季度平均资金净流入占比, 以此考察金融科技平台引入前后的差异(以 2012 年为转折点)。

由图 4-5 可见, 金融科技平台的出现大幅提升了投资者对头部绩优基金的关注度。平均来看, 第 10 组绩优基金的季度资金净流入比例从平台出现前的 1.88% 迅速增长到平台出现后的 19.65%。而这背后的重要原因, 不仅与金融科技平台的信息传播效率有关, 更与其标准化的信息加工和呈现方式密不可分。

在金融科技平台出现以前, 基金销售以线下模式为主, 投资者接收到的信息是分块或碎片化的, 因为不同银行和券商的基金持营池可能差异较大。所以投资者虽然也追逐绩优基金, 但毕竟行动的一致性不强。而当基金开始在金融科技平台上销售, 一切都改变了。投资者接收的信息高度一致, 完全依赖于平台展示的内容, 而最常见的就是 app 首页的基金业绩排行榜。因此, 投资者的行为越来越趋同, 对历史绩优基金的追捧程度不断强化。

图4 按业绩分组的股票型基金在金融科技平台引入前后的季度平均资金净流入比例(%, 2008-2017)


资料来源: Fintech Platforms and Mutual Fund Distribution, 海通证券研究所

图5 头部绩优基金在金融科技平台引入前后的季度平均资金净流入比例差异(%, 2008-2017)


资料来源: Fintech Platforms and Mutual Fund Distribution, 海通证券研究所

与此同时, 如前文所述, 过去三年, A 股不同行业的表现分化极大。我们认为, 部分行业主题基金(如, 新能源、食品饮料、电子、军工)凭借 Beta 优势, 大大提高了进入各金融科技平台基金业绩排行榜前列甚至首页的可能性。再叠加移动互联网巨大的宣传效应, 这些行业主题基金的规模快速上升。

2.2 哪些行业更适合发行主题基金?

然而, 我们认为, 并非每个行业都适合打造对应的主题基金, 尤其是对主动股混产品而言。作为一种工具化的产品, 行业主题基金的首要特点就是其较强的 Beta 属性。循着这一思路, 那些本身弹性较高的行业或许天然就更适合发行行业主题基金。

根据 Wind 数据，2019-2021 年，有 12 个中信一级行业相对 Wind 全 A 的 Beta 超过 1，呈现较高的业绩弹性。再从投资者较为关注的上涨弹性来看，14 个中信一级行业的上涨捕获比例大于 1。其中，10 个行业 2019-2021 年的区间涨幅高于 Wind 全 A。而反观那些弹性欠佳（上涨捕获比例小于 1）的行业，仅有医药优于 Wind 全 A。由此可见，中长期来看，高弹性行业超越基准的可能性更高。而随着中国经济的转型升级，未来也必定会诞生一批具备广阔发展空间的新兴行业。在这些领域和方向上的布局，或将成为未来基金公司产品设计方面竞争的焦点。

表 1 中信一级行业相对 Wind 全 A 的 Beta 和年化 Alpha (2019-2021)

行业	最近三年区间涨跌幅 (%)	Beta	年化 Alpha	上涨捕获比例	下跌捕获比例
计算机	78.19	1.31	-5.23%	1.28	1.32
电子	170.48	1.29	9.78%	1.36	1.28
综合金融	-6.54	1.24	-24.44%	1.07	1.27
电力设备及新能源	247.26	1.22	19.56%	1.38	1.22
通信	22.06	1.14	-14.77%	1.04	1.15
国防军工	138.20	1.14	9.12%	1.15	1.07
有色金属	142.53	1.13	10.01%	1.22	1.14
汽车	119.07	1.10	5.61%	1.16	1.12
基础化工	148.30	1.10	9.52%	1.17	1.09
非银行金融	25.34	1.07	-12.97%	0.95	1.04
传媒	29.79	1.07	-11.74%	1.03	1.13
机械	92.85	1.06	1.10%	1.07	1.06
建材	114.86	1.00	6.71%	1.02	0.96
轻工制造	71.14	0.98	-1.22%	0.97	0.98
消费者服务	75.31	0.97	2.15%	1.02	1.01
食品饮料	208.18	0.95	21.24%	1.06	0.88
综合	31.90	0.94	-9.05%	0.90	0.98
家电	73.40	0.93	1.17%	0.92	0.91
医药	98.74	0.91	6.10%	0.99	0.95
农林牧渔	59.39	0.90	0.23%	0.94	0.94
钢铁	58.69	0.86	0.23%	0.84	0.84
商贸零售	11.07	0.84	-13.29%	0.74	0.85
煤炭	79.60	0.83	5.97%	0.87	0.82
建筑	14.21	0.81	-11.46%	0.70	0.78
交通运输	29.84	0.79	-7.04%	0.72	0.78
房地产	3.19	0.77	-13.75%	0.64	0.74
石油石化	31.27	0.77	-5.57%	0.73	0.78
纺织服装	13.69	0.73	-10.35%	0.64	0.72
电力及公用事业	39.85	0.64	-1.39%	0.60	0.61
银行	26.91	0.58	-3.04%	0.51	0.52
Wind 全 A	82.42	--	--	--	--

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：Beta 为各行业指数对 Wind 全 A 指数的日收益率回归系数；年化 Alpha 为回归截距项 * 250；

上涨捕获比例为 Wind 全 A 指数上涨时，行业指数日均收益除以 Wind 全 A 指数日均收益，下跌捕获比例类似。

3. 行业主题基金发展现状：以军工和电子（半导体）行业为例

在诸多行业中，电子（半导体）和军工历来都是颇受投资者关注的对象，如表 1 所示，电子和军工行业 2019-2021 年的累计收益分别排在第三和第六，Beta 分别排在第二和第六。因此，我们以两个行业的主题基金为例，分析该类产品的发展现状。

具体地，我们从普通股票型、偏股混合型和灵活配置型基金池中筛选出 2019 年底

之前成立的产品，并剔除港股主题基金。再根据 2019-2021 年期间中报、年报披露的全部持仓，计算报告期内的目标行业持仓占比，将各期目标行业平均持仓比例超过 30% 的产品称为行业主题基金。最后，共筛选出 12 只军工主题基金和 10 只半导体主题基金。

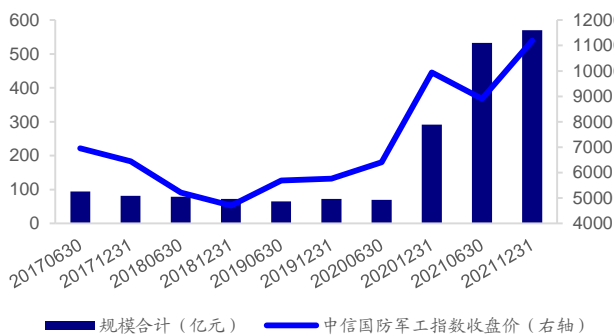
表 2 军工和半导体行业主题基金（2019-2021）

行业主题	代码	基金简称	成立日	基金分类	现任基金经理	任职起始日
军工	000535.OF	长盛航天海工装备	20140311	灵活配置型	王宁	20210818
	000690.OF	前海开源大海洋	20140731	灵活配置型	董治国	20200723
	000969.OF	前海开源大安全核心	20150206	灵活配置型	董治国	20210601
	001475.OF	易方达国防军工	20150619	偏股混合型	何崇恺	20191128
	001838.OF	国投瑞银国家安全	20151202	灵活配置型	李轩	20151202
	002251.OF	华夏军工安全 A	20160322	灵活配置型	万方方	20200811
	002703.OF	长城久源 A	20190627	灵活配置型	翁煜平	20210730
	002983.OF	长信国防军工 A	20170105	灵活配置型	宋海岸	20180212
	004139.OF	中邮军民融合	20170401	灵活配置型	郑玲	20200724
	004224.OF	南方军工改革 A	20170308	灵活配置型	郑晓曦, 邹承原	20201120, 20210416
	004698.OF	博时军工主题 A	20170704	普通股票型	兰乔	20170704
	005609.OF	富国军工主题 A	20180329	偏股混合型	章旭峰	20180329
半导体	001956.OF	国联安科技动力	20160126	普通股票型	潘明	20160126
	002560.OF	诺安和鑫	20180510	灵活配置型	蔡嵩松	20190314
	004666.OF	长城久嘉创新成长 A	20170705	灵活配置型	龙宇飞, 尤国梁	20171018, 20191024
	006081.OF	海富通电子信息传媒产业 A	20181226	普通股票型	范庭芳, 杨宁嘉	20210119, 20210901
	007685.OF	华商电子行业量化	20190917	普通股票型	艾定飞	20190917
	007872.OF	金信稳健策略	20191213	灵活配置型	孔学兵	20200918
	257070.OF	国联安优选行业	20150808	偏股混合型	潘明	20140215
	290011.OF	泰信中小盘精选	20150807	偏股混合型	董季周	20190716
	320007.OF	诺安成长	20150806	偏股混合型	蔡嵩松	20190220
	519674.OF	银河创新成长 A	20150717	偏股混合型	郑巍山	20190511

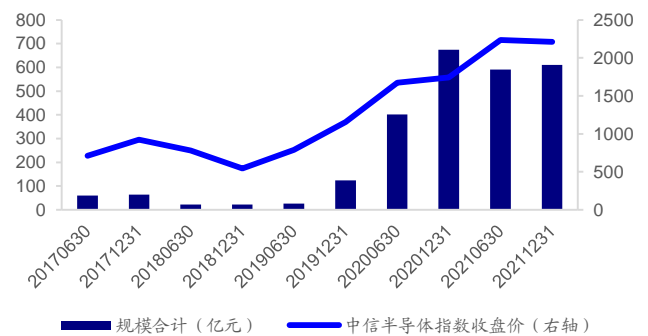
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：采用中信行业分类确定军工和半导体相关标的，并计算相关行业持仓占比；基金成立日以 Wind 分类最新转型日为准。

从合计规模变动来看，受行情启动的利好，两类行业主题基金的规模 2019 年之后均迎来了快速增长。2019-2021 年，军工和半导体主题基金的年化复合规模增速分别为 99.08% 和 201.87%，远超股混基金整体水平（56.83%）。截至 2021.12.31，军工和半导体主题基金的合计规模分别为 569.89 亿元和 610.32 亿元。

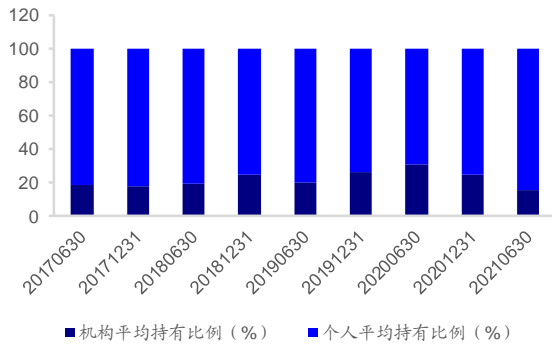
图6 军工主题基金合计规模变动（2017H1-2021H2）


资料来源：Wind，海通证券研究所

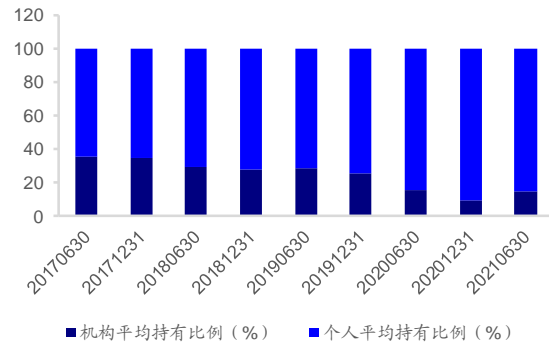
图7 半导体主题基金合计规模变动（2017H1-2021H2）


资料来源：Wind，海通证券研究所

从持有人结构变动来看，两类行业主题基金均以个人投资者持有为主，占比 7-8 成，且该比例 2020 年以来还有进一步扩大的趋势。截至 2021.06.30，军工和半导体主题基金的个人投资者平均持有比例分别为 84.81% 和 85.03%。

图8 军工主题基金持有人结构变动 (2017H1-2021H1)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 半导体主题基金持有人结构变动 (2017H1-2021H1)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

总体来看,以军工和半导体为代表的行业主题基金最近三年迎来了较快的规模扩张,个人投资者持有比例也呈进一步上升的趋势。我们认为,上述数据均反映出投资者,尤其是个人投资者,对行业主题基金有较为强烈的需求,有望带动整个行业主题类产品的发展。

4. 高 Beta 或“行业专家”: 行业主题基金构建思路探索

结合上文的分析,我们认为,在当前背景下,行业主题基金或是基金公司实现差异化竞争的一种新方式。但如何构建一个有吸引力的行业主题基金,值得深入探索。为此,我们首先分析了几只规模较大的军工和半导体行业主题基金的 Beta 和 Alpha,进而总结出两条构建思路。考虑到主动股混基金的仓位小于 100%,我们对基金日收益率进行了调整,在原始值的基础上除以季度插值后的股票仓位,考察期为 2019-2021 年。

4.1 塑造 Beta 优势,合理承担风险

思路一: 高 Beta。即,适度放大产品 Beta,合理承担风险,积极博取上涨弹性。

通过分析三只规模较大的行业主题基金(表 3),我们发现,这些产品的共性是 Beta 均高于 1,即相对行业指数的弹性更高。从上涨捕获比例来看,三只产品也都大于 1.03,即同时具备了较好的上涨弹性。因此,我们认为,对于拥有 Beta 优势的行业主题类基金而言,由于其天然具备较好的工具属性,不妨尝试再提升一些产品的 Beta,以博取行业红利期更好的收益。

表 3 部分军工和半导体行业主题基金相对行业指数的 Beta 和年化 Alpha (Beta>1, 2019-2021)

代码	基金简称	成立日	基金分类	行业主题	20211231 合计规模 (亿元)	Beta	年化 Alpha	上涨捕获比例	下跌捕获比例
320007.OF	诺安成长	20150806	偏股混合型	半导体	274.08	1.05	-2.20%	1.06	1.07
002251.OF	华夏军工安全 A	20160322	灵活配置型	国防军工	53.34	1.05	7.38%	1.08	1.04
001838.OF	国投瑞银国家安全	20151202	灵活配置型	国防军工	40.66	1.03	7.39%	1.03	0.99

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: Beta 为各主题基金对中信国防军工或半导体指数的日收益率回归系数; 年化 Alpha 为回归截距项 * 250; 基金日收益已经过仓位调整; 上涨捕获比例为中信国防军工或半导体指数上涨时, 主题基金日均收益除以中信国防军工或半导体指数日均收益, 下跌捕获比例类似。

下面,我们以所属中信二级行业为半导体的股票(上市满半年)为样本空间,介绍一种从量化角度构建高 Beta 半导体行业主题组合的思路。

回顾 2020-2021 年,创成长指数累计涨幅超 100%, 相对创业板综指的 Beta 约为 1.1, 业绩弹性较高。借鉴创成长指数的编制方案,我们将其采用的 6 个成长和动量因子,以及市值、估值、换手、反转、盈利和历史 Beta 等常用因子,共同纳入因子池(表 4)。通过分析每个因子与下个月 Beta 之间的 IC,寻找能够较为稳定地预测个股未来 Beta 的因子。回测区间为 2018.02-2021.12。

表 4 测试因子池

大类因子	指标
市值	最近一个月日均市值（百万，取对数）
估值	最近一个月日均 PE
换手	最近一个月日均换手
反转	最近一个月涨跌幅
动量	12M-1M 绝对涨跌幅
	12M-1M 相对行业指数涨跌幅
	当前价格/12M 内高点
盈利	最新一季 ROE
成长	最新一季营业收入同比增速
	最新一季净利润同比增速
	最新一季归母净利润同比增速
历史 Beta	最近 12 个月相较行业指数的 Beta

资料来源：海通证券研究所，中证指数公司

注：行业指数为中信半导体指数

由下表可见，市值、换手、动量、成长、历史 Beta 与下月 Beta（相对中信半导体指数）之间有较强的正相关性，而估值、盈利、反转与下月 Beta 之间的相关性相对较弱或不太稳定。

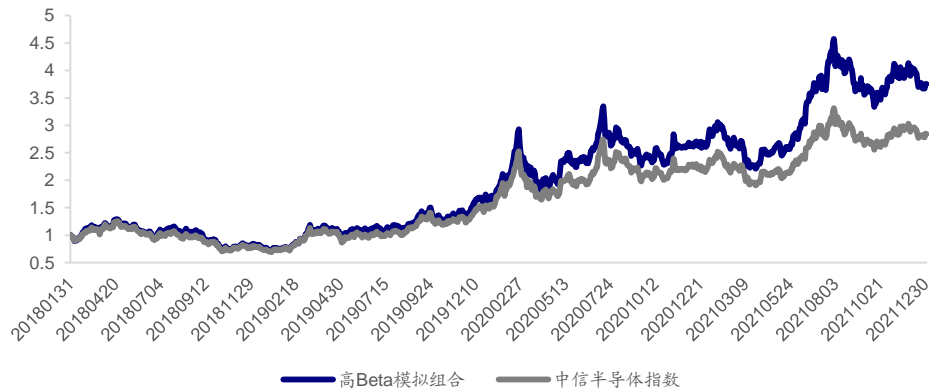
表 5 测试因子与下月 Beta 之间的 IC（2018.02-2021.12）

因子	月均 IC	年化 IC 波动
最近一个月日均市值	24.86%	66.96%
最近一个月日均 PE	16.47%	59.95%
最近一个月日均换手	24.83%	69.32%
最近一个月涨跌幅	12.84%	104.36%
当前价格/12M 内高点	18.14%	77.02%
12M-1M 绝对涨跌幅	29.91%	87.01%
12M-1M 相对行业指数涨跌幅	29.91%	87.01%
最新一季 ROE	14.12%	62.29%
最新一季营业收入同比增速	19.51%	69.28%
最新一季净利润同比增速	13.83%	75.16%
最新一季归母净利润同比增速	14.33%	76.77%
最近 12 个月相较行业指数的 Beta	39.96%	56.57%

资料来源：Wind，海通证券研究所

结合上述结果，我们基于市值、换手、动量、成长四类因子构建打分筛选方案。首先，根据市值、换手因子进行负向剔除。即，剔除月末样本池中市值或换手截面分位点低于 20% 的个股。其次，等权加总动量（12M-1M 绝对涨跌幅、12M-1M 相对行业指数涨跌幅）和成长（最新一季营业收入同比增速、最新一季归母净利润同比增速）四个因子，挑选复合得分排名前 50% 的股票，构建最终的组合。调仓频率为月度，加权方式为经由历史 Beta 倾斜后的市值加权，暂不考虑交易费用。

从下图的净值走势来看，2020 年以来，高 Beta 模拟组合显著跑赢中信半导体指数。2018-2021 年，高 Beta 模拟组合的年化收益为 40.17%，年化超额 9.62%，最大回撤 44.28%。

图10 高 Beta 模拟组合的净值表现 (2018.02-2021.12)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

分年度来看, 高 Beta 模拟组合每年都可获取超额收益, 且幅度较为稳定。

表 6 高 Beta 模拟组合各年度收益表现 (2018.02-2021.12)

	年化收益	年化超额	最大回撤
2018	-29.56%	2.56%	43.91%
2019	124.44%	12.46%	21.24%
2020	65.88%	14.97%	38.24%
2021	39.32%	12.37%	27.63%
全区间	40.17%	9.62%	44.28%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

高 Beta 模拟组合的 Beta 为 1.09, 相对中信半导体指数呈现较高的业绩弹性。不仅如此, 年化 Alpha 也达到 6.21%, 表明上述量化选股模型还具备获取一定超额收益的能力。但总体而言, 该组合的 Beta 优势还是相对更加突出, 符合我们构建的初衷。此外, 高 Beta 模拟组合的上涨捕获比例为 1.10, 即呈现更高的上涨弹性。但不可避免地, 组合也承担了较高的下行风险, 下跌捕获比例同样大于 1。

表 7 高 Beta 模拟组合的 Beta 和年化 Alpha (2018.02-2021.12)

	Beta	年化 Alpha	上涨捕获比例	下跌捕获比例
全区间	1.09	6.21%	1.10	1.08

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: Beta 为模拟组合对中信半导体指数的日收益率回归系数; 年化 Alpha 为回归截距项 * 250;

上涨捕获比例为中信半导体指数上涨时, 模拟组合日均收益除以中信半导体指数日均收益, 下跌捕获比例类似。

4.2 发挥 Alpha 优势, 深耕细分行业

思路二: “行业专家”。即, 凭借基金经理丰富的行业研究经验, 充分挖掘行业内的个股 Alpha。

通过分析另外四只规模较大的行业主题基金 (表 8), 我们发现, 这些产品的共性是 Beta 均低于 1, 即, 业绩弹性低于行业指数。但年化 Alpha 都超过 15%, 即, 具备很强的 Alpha 优势。

进一步, 从上涨捕获比例来看, 三只产品的平均值为 1.01, 即上涨弹性并不高。但是当行业指数下跌时, 三只产品的平均下跌捕获比例都小于 0.95, 即防御性相对较好。需要注意的是, 部分产品或由于军工仓位占比相对偏低的影响, 使得 Beta 较小。

表 8 部分军工和半导体行业主题基金相对行业指数的 Beta 和年化 Alpha (Beta<1, 2019-2021)

代码	基金简称	成立日	基金分类	行业主题	20211231 合计规模 (亿元)	Beta	年化 Alpha	上涨捕获比例	下跌捕获比例
001475.OF	易方达国防军工	20150619	偏股混合型	国防军工	200.73	0.96	18.00%	1.02	0.93
005609.OF	富国军工主题 A	20180329	偏股混合型	国防军工	92.36	0.94	16.48%	0.99	0.91
002983.OF	长信国防军工 A	20170105	灵活配置型	国防军工	27.58	0.96	17.54%	1.02	0.93
004139.OF	中邮军民融合	20170401	灵活配置型	国防军工	17.88	0.92	23.56%	1.00	0.88

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: Beta 为各主题基金对中信国防军工或半导体指数的日收益率回归系数; 年化 Alpha 为回归截距项 * 250; 基金日收益已采取仓位调整; 上涨捕获比例为中信国防军工或半导体指数上涨时, 主题基金日均收益除以中信国防军工或半导体指数日均收益, 下跌捕获比例类似;

对于拥有 Alpha 优势的产品而言, 我们认为, 行业方面的深度研究经验或是它们获取超额收益的重要来源。为了说明这一问题, 我们以军工行业为例, 选取具备 15 年军工专研背景的冯福章为代表, 从其公开发表的军工行业投资理念中提炼相关因子, 并构建模拟组合, 考察业绩表现。

关于行业整体景气度, 冯福章主要有三点看法: 1) 持续的资金投入是军工行业增长的首要关键因素。其中, 最为重要的国防预算将会迎来长期提升的趋势, 2021 年国防预算增速将同比增长 6.8%。此外, 市场上还有地方资金和军民融合资金等多类资金为行业发展提供支持。2) 军工体制改革进一步提升企业经营效率。随着改革推进, 行业里不适应发展需要的制度、体系得以逐步改革, 且股权激励有进一步推进的迹象。在价格改革的压力下, 企业降低成本和费用的意愿将增强, 可能带来行业盈利水平的提升。3) 在供给端, 十三五期间, 国防科技创新领域, 特别是在重大科技专项、核心关键技术等领域取得突破。而在需求端, 练兵备战将带来订单加速, 主战装备列装势头较快, 比如某主力战机和某通用直升机等, 预计行业 2021 年至 2023 年将保持快速增长。

关于细分赛道, 他认为, 军工行业最大的投资机会将集中在军工信息化、新材料、航空、航天四个领域。具体地, 军工信息化具有 TMT 属性, 呈现业绩、估值弹性大的特点。此外, 军工新材料属于技术密集型和资本密集型, 壁垒较高, 新机型等放量及占比提升使得规模效应突出, 成长性好。其中, 高温合金、钛合金及碳纤维复合材料将会是主要方向。

关于个股选择, 我们总结了冯福章在公开访谈中透露的若干重要观点, 从中提炼出相应的逻辑指向 (表 9), 并转化为相应的因子。具体的对应关系为: 1) 优选低估值的标——PE (TTM) 近三年分位点; 2) 优选有技术壁垒的标——研发支出年度同比增长; 3) 优选订单增速高的标——预收账款和合同负债合计同比增长; 4) 优选公司治理好的标——单季度最新 ROE; 5) 捕捉预期差机会——盈利增长超预期。需要注意的是, 由于军工上下游的毛利率分化较大, 故我们选取单季度最新 ROE 作为评价公司治理好坏的指标。

表 9 冯福章公开采访资料观点提取和因子转化对照

访谈原话	逻辑指向	因子提炼
“举例来说, 主机厂里的某家公司, 它的估值如果到 70X (动态市盈率) 以上, 就可以考虑逐步减一减, 如果到 100X 以上就很贵了。但反之, 如果它跌到 50X, 从历史上看, 包括 2021 年也是这样, 就可以考虑把它加回来。”	优选低估值的标的	PE (TTM) 近三年分位点
“上游除了跟着军工增长而增长外, 它还有两个逻辑, 一个就是国产替代的逻辑, 比如说元器件; 另一个就是上游的更新换代速度明显更快, 像计算机软硬件通信、北斗导航芯片、元器件和被动元器件电容电阻电感这些, 更新换代速度特别快, 芯片就是最典型例子。”	优选有技术壁垒的标的	研发支出年度同比增长
“第三, 财务方面的问题。我尤其关注资产负债表, 因为军工是一个以销定产、订单驱动的行业。所以看利润表已经是晚了。理论上, 只要提前知道订单、公司的备料情况, 就能够知道它未来两三个季度的净利润。”	优选订单增速高的标的	预收账款和合同负债合计同比增长
“军工企业的公司治理上变化也很大, 对有些行业而言这个词有一些虚, 但是对于军工行业来说, 公司治理的作用都体现在毛利率、净利率和 ROE 这三个关键指标上。”	优选公司治理好的标的	单季度最新 ROE
“本质上我不建议做波段的, 因为军工的波动太大, 尤其对个人投资者而言, 阶段损失非常严重, 心理上压力比较大。从我的角度看, 会尽量抓一些市场存在预期差、确定性很强的买点。”	捕捉预期差机会	盈利增长超预期

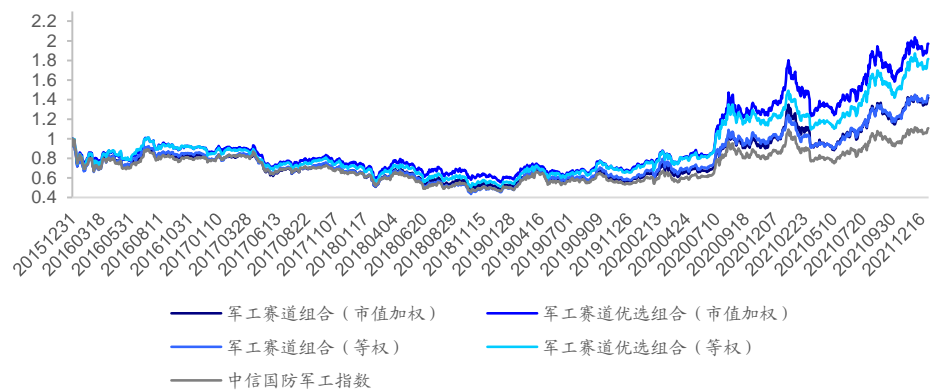
资料来源: 聪明投资者, 海通证券研究所

冯福章看好的军工行业的四条细分赛道，分别为航空、航天、信息化、新材料。参考海通军工组定期覆盖的标的池，我们选取和细分赛道相关的 50 个股票作为样本池，构建“军工赛道组合”。

随后，我们使用表 9 中的 5 个因子对样本池内的股票打分，等权复合后，选取排名前 50% 的股票构建“军工赛道优选组合”。回测区间为 2016-2021 年，于每年的 4、8、10、12 月末定期调仓。个股加权采用等权和市值加权两种方式，暂不考虑交易费用。

从下图的净值走势来看，自 2019 年军工行情启动以来，无论是军工赛道组合还是军工赛道优选组合均显著跑赢中信国防军工指数。由于近三年军工龙头股表现更好，市值加权组合的整体表现优于等权组合。以市值加权为例，2016-2021 年，军工赛道组合和军工赛道优选组合相对中信国防军工指数的年化超额收益分别为 4.26% 和 10.25%。

图11 冯福章投资理念模拟组合的净值表现（2016-2021）



资料来源：Wind，海通证券研究所

分年度来看，以市值加权为例，军工赛道组合和军工赛道优选组合每年都可以获得不同幅度的超额收益。其中，军工赛道优选组合 2019-2021 年的超额收益分别为 9.30%、45.89% 和 10.14%。

表 10 冯福章投资理念模拟组合各年度收益表现（2016-2021）

	军工赛道组合（等权）			军工赛道优选组合（等权）			军工赛道组合（市值加权）			军工赛道优选组合（市值加权）		
	年化收益	年化超额	最大回撤	年化收益	年化超额	最大回撤	年化收益	年化超额	最大回撤	年化收益	年化超额	最大回撤
2016	-21.19%	1.50%	32.06%	-14.69%	8.01%	30.27%	-21.89%	0.81%	28.89%	-13.19%	9.50%	26.87%
2017	-17.60%	-0.16%	27.58%	-17.24%	0.20%	25.01%	-16.92%	0.52%	28.31%	-15.28%	2.16%	25.33%
2018	-29.92%	-2.83%	35.92%	-27.56%	-0.47%	31.90%	-26.11%	0.98%	31.58%	-24.21%	2.88%	29.87%
2019	38.29%	15.61%	20.03%	40.31%	17.63%	17.89%	27.50%	4.82%	19.44%	31.98%	9.30%	17.15%
2020	83.12%	10.65%	19.53%	92.10%	19.64%	15.84%	95.19%	22.72%	17.50%	118.36%	45.89%	17.74%
2021	25.12%	12.54%	27.91%	31.68%	19.10%	26.50%	18.83%	6.25%	34.60%	22.72%	10.14%	31.65%
全区间	6.29%	4.56%	56.44%	10.45%	8.72%	50.39%	6.00%	4.26%	52.12%	11.98%	10.25%	44.90%

资料来源：Wind，海通证券研究所

如表 11 所示，不同加权方式的军工赛道组合的 Beta 分别为 1.01 和 1.04，年化 Alpha 在 4-5% 之间。这表明，冯福章看好的四类细分赛道相对中信国防军工指数呈现更高的业绩弹性，且有一定的 Alpha 空间。

不同加权方式的军工赛道优选组合的 Beta 分别为 1.0 和 1.02，均低于对应的军工赛道组合，但年化 Alpha 上升 1 倍左右（等权：8.78% v.s 4.78%，市值加权：10.28% v.s 4.53%）。由此可见，根据冯福章投资理念提炼的因子进行赛道内优选，可进一步捕捉个股的超额收益机会，且效果较为显著。更加值得一提的是，军工赛道优选组合不仅能保持较好的上涨弹性（上涨捕获比例大于 1），还可以提供一定的下跌防御性（下跌捕获比例小于 1）。

表 11 冯福章投资理念模拟组合的 Beta 和年化 Alpha (2016-2021)

	Beta	年化 Alpha	上涨捕获比例	下跌捕获比例
军工赛道组合 (等权)	1.01	4.78%	1.02	0.99
军工赛道优选组合 (等权)	1.00	8.78%	1.02	0.97
军工赛道组合 (市值加权)	1.04	4.53%	1.06	1.03
军工赛道优选组合 (市值加权)	1.02	10.28%	1.04	0.99

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: Beta 为模拟组合对中信国防军工指数的日收益率回归系数; 年化 Alpha 为回归截距项 * 250;

上涨捕获比例为中信国防军工指数上涨时, 模拟组合日均收益除以中信国防军工指数日均收益, 下跌捕获比例类似。

5. 总结

回顾 2019-2021 年, 权益市场显著回暖, Wind 全 A 指数累计上涨 82.42%。行业层面, 除综合金融外, 29 个中信一级行业指数均实现上涨, 涨幅中位数为 74.35%, 但行业之间呈现鲜明的首尾分化特征。在此背景下, 部分行业主题基金或由于表现突出, 或由于特色鲜明, 获得了较高的市场关注度。那么, 对于基金公司而言, 怎样把握发展契机, 打造一款受投资者欢迎和认可的行业主题基金, 或许是在异常激烈的竞争环境中, 谋求差异化突围的重要方式。

关于行业主题基金发展的两点思考: 1) 市场为何对行业主题基金青睐有加? 文献“Fintech Platforms and Mutual Fund Distribution”表明, 金融科技平台的出现大幅提升了投资者对头部绩优基金的关注度。而这背后的重要原因, 不仅与金融科技平台的信息传播效率有关, 更与其标准化的信息加工和呈现方式密不可分。部分行业主题基金凭借 Beta 优势, 大大提高了进入各金融科技平台基金业绩排行榜前列甚至首页的可能性。再叠加移动互联网巨大的宣传效应, 这些行业主题基金的规模快速上升。2) 哪些行业更适合发行主题基金? 我们认为, 作为一种类工具化的产品, 行业主题基金的首要特点就是其较强的 Beta 属性。循着这一思路, 那些本身弹性较高的行业或许天然就更适合发行行业主题基金。

从行业主题基金的发展现状来看, 以军工和半导体为代表的行业主题基金最近三年迎来了较快的规模扩张, 年化复合增速分别为 99.08%和 201.87%, 远超股混基金整体水平。此外, 个人投资者持有比例约占 7-8 成。我们认为, 这些数据均反映出投资者, 尤其是个人投资者, 对行业主题基金有较为强烈的需求, 有望带动整个行业主题工具类产品的发展。

构建思路一, 适度放大产品 Beta, 合理承担风险, 积极博取上涨弹性。我们认为, 对于拥有 Beta 优势的行业主题类基金而言, 由于其天然具备较好的工具属性, 不妨尝试再提升一些产品的 Beta, 以博取行业红利期更好的收益。以半导体行业为例, 我们用量化方法构建的高 Beta 模拟组合, Beta 为 1.09, 相对中信半导体指数呈现较高的业绩弹性。不仅如此, 年化 Alpha 也达到 6.21%, 表明量化选股模型还具备获取一定超额收益的能力。但总体而言, 该组合的 Beta 优势还是相对更加突出, 符合我们构建的初衷。

构建思路二, 凭借基金经理丰富的行业研究经验, 充分挖掘行业内的个股 Alpha。对于拥有 Alpha 优势的行业主题基金而言, 我们认为, 行业方面的深度研究经验或是它们获取超额收益的重要来源。为了说明这一问题, 我们以军工行业为例, 选取具备 15 年军工专职行研背景的冯福章为代表, 从其公开发表的军工行业投资理念中提炼相关因子, 并构建模拟组合, 考察业绩表现。从回测结果来看, 市值加权的“军工赛道优选组合”年化超额收益 10.25%。2016-2021 年, 每年都可战胜中信国防军工指数。其中, 2019-2021 年的超额收益分别为 9.30%、45.89%和 10.14%。

6. 风险提示

本文根据客观数据和评价指标计算, 不作为对未来走势的判断和投资建议。本文结论通过公开数据分析所得, 存在由于数据不完善导致结论不精准的可能性。模拟组合不代表拟任基金未来真实业绩, 仅供参考。

信息披露

分析师声明

冯佳睿 金融工程研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
联系人
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林肯(021)23212230 ylq9619@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com
曹君豪(021)23219745 cjh13945@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com
陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
联系人
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
李姝醒(021)231541361 lsx11330@htsec.com
联系人
纪尧 jy14213@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
联系人
孟陆(010)56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余致翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜 cin13796@htsec.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
余金花 sjh13785@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 02123219748 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com	农林牧渔行业 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王玮婕(021)23219768 wj13985@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com	北京地区销售团队 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金奎(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com