

相关研究

《通胀阴霾下的稳健之选——招商中证银行 AH 价格优选 ETF 投资价值分析》
2022.03.06

《通往绝对收益之路（五）——解密“固收+”的“清华”模式》 2022.03.01

《Why, Which, How: 打造行业主题基金的三项法则》 2022.02.23

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

Beyond Deep Value: 深度价值基金经理的同工和异曲

投资要点:

- **放眼国内,我们发现,有一批基金经理坚定不移地践行深度价值投资理念,并展现出深度价值投资之外的风格多样性。**本文中,我们将重点分析国内具有代表性的深度价值型基金经理,并尝试展现他们在投资风格上的“同工”和“异曲”。我们采取持仓分析和净值归因交叉验证的办法,对样本池进行风格划分,最终确定了 81 只深度价值风格的产品。
- **从收益风险特征来看,**我们发现,深度价值型产品的业绩表现更加稳健,注重风险管理,最大回撤更低。尽管这类产品的阶段性收益水平不是很突出,但我们发现,仍有 25.93%的深度价值型产品跑赢同期其余可比产品的中位数,呈现出较好的业绩上涨弹性,而广发睿毅领先 A (林英睿)、中庚小盘价值 (丘栋荣)、中泰玉衡价值优选 (姜诚) 这三只深度价值型的代表产品就位列其中。考察期内,三只产品的区间收益排名分别为第 4/81、5/81、11/81。
- **从资产配置来看,**林英睿的择时操作呈现低频略偏右侧的特征,能较好地把握市场出现变化的关键时点。我们认为,出色的仓位管理能力是他能控制好产品回撤的重要原因之一。而姜诚和丘栋荣则基本淡化择时,仓位调整幅度偏低。
- **从板块和行业行为来看,**1) 林英睿重仓上游周期、中游制造和金融地产板块,擅长基于估值进行偏左侧的行业轮动。2) 丘栋荣在 TMT 和医药板块上的持仓较多,敢于配置估值较高的热门成长行业是其较为独特的投资风格。此外,他还会根据板块或行业间的相对估值或投资性价比进行轮动。3) 姜诚的持仓几乎全部集中在上游周期和中游制造两大板块上,偏好相对稳定,很少出现如前两位基金经理那样较大幅度的板块或行业轮动。
- **从持股风格来看,**通过持仓分析和净值归因两种方法,我们发现,1) 林英睿的持仓呈现显著的低估值特征,且在行业内预期成长因子上也有一定暴露。这进一步印证了,他善于通过对估值的分析,捕捉基本面反转的机会这一结论。2) 丘栋荣通过优选行业内低估值的小盘股,来调和行业层面的高估值。此外,他对个股在行业内预期成长的要求为三人中最高。3) 姜诚在个股和行业估值层面都呈现鲜明的低估值特征,并且只有他在行业盈利因子上有显著暴露,这与其精选行业内高盈利好公司的理念相符。此外,姜诚在小市值因子上有轻微的负向暴露,表明他可能更偏好行业内的大市值龙头。
- **从 R 方来看,**引入行业低估值轮动、行业内盈利和行业内预期成长三个新因子后,均提升了原始三因子模型对三位基金经理收益来源的解释程度。从截距项代表的年化 Alpha 来看,由于六因子模型普遍具备更强的解释能力,故三位基金经理的年化 Alpha 都有不同程度的下降。然而,即便如此,他们的年化 Alpha 仍保持在 15%以上。相对而言,由于六因子模型对林英睿的解释程度较弱,因而其不能被因子解释的年化 Alpha 达到 30%。我们认为,以上结果表明,本文的分析仍不足以充分揭示三位基金经理在“深度价值”这个标签之外的理念和能力,值得我们在未来进一步探索。
- **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。

目 录

1. 从格雷厄姆到巴菲特：深度价值策略大师们的理论与实践.....	5
2. 关于深度价值风格的判定	6
2.1 样本筛选	6
2.2 划分结果	6
3. 深度价值型产品的收益风险特征	7
4. 深度价值型基金经理投资风格对比.....	8
4.1 资产配置	8
4.2 板块行为	9
4.3 行业行为	10
4.4 持股风格	11
4.4.1 持仓分析	11
4.4.2 净值归因	12
4.5 持股行为	14
4.6 “同工”与“异曲”.....	14
5. 总结.....	15
6. 风险提示.....	16

图目录

图 1	巴菲特选股的风格偏好	5
图 2	样本池平均持股市值加权 BP 分位点的直方分布图	6
图 3	样本池 HML 因子暴露的直方分布图	6
图 4	样本池内深度价值型产品及代表基金经理的收益 - 回撤散点图 (2019.06.30-2022.01.28)	7
图 5	三位深度价值型基金经理代表产品的股票仓位变动 (2018Q4-2021Q4)	8
图 6	三位深度价值型基金经理代表产品的板块配置平均分布 (2018H2-2021H1) ...	9
图 7	三位深度价值型基金经理代表产品的板块配置时间序列变动 (2018H2-2021H1) 10	
图 8	三位深度价值型基金经理代表产品的行业持仓占比时间序列变动 (2018H2-2021H1)	11
图 9	三位深度价值型基金经理代表产品的持股市值分位点	12
图 10	三位深度价值型基金经理代表产品的持股 BP 分位点	12
图 11	三位深度价值型基金经理代表产品的持股行业内盈利分位点	12
图 12	三位深度价值型基金经理代表产品的持股行业内预期成长分位点	12
图 13	三位深度价值型基金经理代表产品的持股集中度 (% , 2018Q4-2021Q4)	14
图 14	三位深度价值型基金经理代表产品的半年单边换手 (倍, 2018H2-2021H1) .	14

表目录

表 1	2021Q4 合计规模排名靠前的部分深度价值型产品信息	7
表 2	样本池内深度价值型及其余可比产品的区间收益及回撤 (2019.06.30-2022.01.28)	7
表 3	区间收益排名前列的部分深度价值型产品代表 (2019.06.30-2022.01.28)	8
表 4	三位深度价值型基金经理代表产品中平均持仓占比超过 5% 的重仓行业 (2018H2-2021H1)	10
表 5	三位深度价值型基金经理在 6 个因子上的回归系数 (2018.12.31-2022.01.28) 13	
表 6	三因子和六因子模型对三位深度价值型基金经理的解释度对比 (2018.12.31-2022.01.28)	13
表 7	三位深度价值型基金经理在投资风格上的“同工”与“异曲”	15

1. 从格雷厄姆到巴菲特：深度价值策略大师们的理论与实践

作为深度价值策略的开山鼻祖，格雷厄姆提出了很多具有深远意义的投资理念，例如“股市从短期来看是投票机，长期来看则是称重机”。对于信奉价值投资的人而言，他们大都注重股票的安全边际，即优选当前股价低于内在价值的标的，并等待估值回归后赚取其中的价差。

除了估值因素以外，深度价值投资者还会根据哪些标准进行选股呢？关于这一点，格雷厄姆曾提出经典的“价值五法”，涉及盈利回报率、股息率、账面市值比、每股流动净资产等考察指标。这些筛选标准也对后来践行价值策略的投资者产生了重要影响，而巴菲特就是其中的杰出代表。

自 1976 年至 2017 年，巴菲特的投资组合取得了 0.79 的夏普比和 0.64 的信息比，优于所有同期基金。2018 年 9 月，Andrea Frazzini 等 AQR 合伙人联名发表了一篇 CFA 获奖论文，名为《Buffett's Alpha》。该文详细分析了巴菲特的选股理念，并揭示了“巴菲特式投资组合”的选股偏好，证明了巴菲特的成功绝不是靠运气。

根据《Buffett's Alpha》这篇论文，作者在 Fama-French 三因子模型的基础上，又引入了动量（UMD）、Beta 博弈（BAB）、质量（QMJ）三个新因子，并对投资组合月度收益进行线性多元回归，以分析巴菲特的因子暴露。回归方程如下：

$$r_t - r_t^f = \alpha + \beta_1 MKT_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 UMD_t + \beta_5 BAB_t + \beta_6 QMJ_t + \varepsilon_t$$

从实证结果来看，巴菲特的组合在 HML（估值）因子、BAB（Beta）因子以及 QMJ（质量）因子上有显著的正向暴露。这说明，巴菲特在四十多年的投资生涯中始终坚持买入便宜的（低估值）、安全的（低 Beta）、优质（高质量）的股票。由此可见，巴菲特在格雷厄姆提出的深度价值投资理念基础上，又进行了升级优化，并在长期的实战中打造了特色鲜明的“巴菲特式投资组合”。

图1 巴菲特选股的风格偏好

Table 4. What Kinds of Companies Does Berkshire Hathaway Own? (t-statistics in parentheses)												
	Berkshire Stock, 10/1976-3/2017				13F Portfolio, 4/1980-3/2017				Private Holdings, 4/1980-3/2017			
Alpha	13.4% (4.01)	11.0% (3.30)	8.5% (2.55)	5.4% (1.55)	5.8% (3.09)	4.5% (2.46)	3.0% (1.62)	0.3% (0.16)	7.0% (1.98)	4.9% (1.40)	3.9% (1.10)	3.5% (0.91)
MKT	0.69 (11.00)	0.83 (12.74)	0.83 (12.99)	0.95 (12.77)	0.77 (22.06)	0.85 (23.81)	0.86 (24.36)	0.95 (23.52)	0.30 (4.46)	0.39 (5.63)	0.40 (5.72)	0.42 (5.03)
SMB		-0.29 (-3.11)	-0.30 (-3.19)	-0.13 (-1.17)		-0.19 (-3.73)	-0.19 (-3.79)	-0.05 (-0.95)		-0.26 (-2.65)	-0.25 (-2.56)	-0.23 (-1.95)
HML		0.47 (4.68)	0.31 (2.82)	0.40 (3.55)		0.28 (5.20)	0.19 (3.25)	0.25 (4.32)		0.28 (2.63)	0.21 (1.80)	0.22 (1.85)
UMD		0.06 (1.00)	-0.02 (-0.25)	-0.05 (-0.80)		-0.01 (-0.36)	-0.06 (-1.66)	-0.09 (-2.58)		0.08 (1.24)	0.04 (0.62)	0.04 (0.51)
BAB			0.33 (3.79)	0.27 (3.04)			0.19 (4.08)	0.15 (3.18)			0.15 (1.61)	0.14 (1.53)
QMJ				0.47 (3.06)				0.37 (4.55)				0.07 (0.43)
R ²	0.20	0.25	0.27	0.29	0.52	0.58	0.59	0.61	0.05	0.08	0.08	0.08
Obs.	486	486	486	486	444	444	444	444	399	399	399	399

Notes: This table shows calendar-time portfolio returns. Alphas are annualized. Boldface indicates statistical significance at the 5% level. See also the notes to Table 2.

资料来源：Buffett's Alpha，海通证券研究所

放眼国内，我们发现，有一批基金经理坚定不移地践行深度价值投资理念，并展现出深度价值投资之外的风格多样性。本文中，我们将重点分析国内具有代表性的深度价值型基金经理，并尝试展现他们在投资风格上的“同工”和“异曲”。

2. 关于深度价值风格的判定

2.1 样本筛选

我们以普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金为初始样本，考察期为 2018.12.31 至 2022.01.28。为了增强样本的可比性，我们设定以下筛选条件进行过滤：

- 1) 产品成立早于 2019.06.30，且现任基金经理任职时间早于 2019.06.30。
- 2) 考察期内，根据产品中报、年报披露的全部持仓，计算各期中信一级行业的平均占比，剔除单一行业占比超过 30% 的产品。
- 3) 剔除股票平均仓位低于 60% 和港股平均仓位超过 20% 的产品，只关注 A 股持仓。

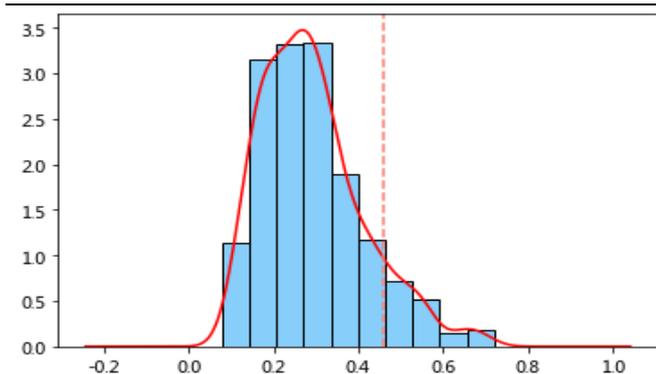
从定量角度来看，目前针对公募产品风格的判定方法主要有三种，分别是持仓分析、净值归因以及市场切片。本文中，我们将采取持仓分析和净值归因交叉验证的办法，对样本池进行风格划分，从而确定深度价值风格的产品名单。

2.2 划分结果

从持仓分析来看，我们对每个产品各报告期内的持股市值加权 BP 分位点（即个股市净率 PB 的倒数在全 A 中的升序分位点）取简单平均，以刻画不同产品的持仓估值水平。平均持股市值加权 BP 分位点越高，意味着产品持仓的估值水平越低。为了凸显“深度”价值的少数派特征，我们将样本池内平均持股市值加权 BP 分位点高于 46.3% 的产品定义为深度价值风格，数量为 81 只，占比为 10%。

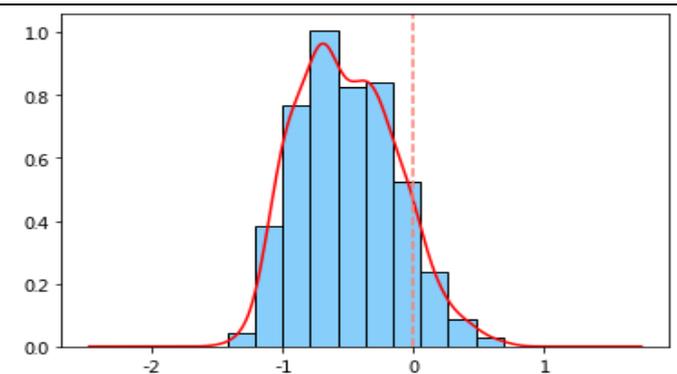
从净值归因来看，我们采用 Fama-French 三因子模型对考察期内的基金日收益序列进行回归，并将回归系数称为对应风格因子的暴露。其中，HML 因子指向低估值风格。如果 HML 因子的暴露显著大于 0，则意味着从统计学上来讲，该产品更加偏好价值风格。但是由于市场环境变化、基金经理风格切换等不可控因素，净值归因的结果可能与真实持仓数据或主观判断有一定出入。从回归结果来看，样本池内有 7.58% 的产品在 HML 因子上的暴露显著大于 0（10% 置信水平下），数量为 62 只，占比为 7.58%。

图2 样本池平均持股市值加权 BP 分位点的直方分布图



资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：图中红线代表筛选阈值，右同

图3 样本池 HML 因子暴露的直方分布图



资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：净值回归时剔除现任基金经理任职后三个月建仓期

经对比，我们发现，有 45 只产品同时被上述两种方法判定为深度价值风格，重合度较高，这也侧面反映出净值归因判定产品风格的方法确有合理之处。出于尽可能扩大分析样本的考虑，后续我们将以持仓分析方法确定的 81 只产品为例展开分析。

截至 2021.12.31，深度价值型产品中，广发多因子、中庚小盘价值、中欧价值发现 A 规模较大，均超过 35 亿元，且平均持股市值加权 BP 分位点均在 50% 以上，持仓估值水平处于样本池的末尾 10%。

表 1 2021Q4 合计规模排名靠前的部分深度价值型产品信息

代码	简称	基金成立日	基金类型	现任基金经理	2021Q4 合计规模 (亿元)	平均持股市值加权 BP 分位点
002943.OF	广发多因子	20161230	灵活配置型基金	杨冬, 唐晓斌	233.30	53.40%
007130.OF	中庚小盘价值	20190403	普通股票型基金	丘栋荣	48.03	56.51%
166005.OF	中欧价值发现 A	20150717	偏股混合型基金	蓝小康, 曹名长, 沈悦	38.87	64.98%
006551.OF	中庚价值领航	20181219	偏股混合型基金	丘栋荣	36.49	64.76%
501022.SH	银华鑫盛 LOF	20161014	灵活配置型基金	王海峰	23.61	57.08%
005233.OF	广发睿毅领先 A	20171214	偏股混合型基金	林英睿	21.41	55.03%
001810.OF	中欧潜力价值 A	20150930	灵活配置型基金	曹名长, 沈悦	21.01	63.52%
006567.OF	中泰星元价值优选 A	20181205	灵活配置型基金	姜诚	13.85	68.01%
001763.OF	广发多策略	20151209	灵活配置型基金	林英睿	12.37	53.91%

资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 基金成立日自转型之日算起

3. 深度价值型产品的收益风险特征

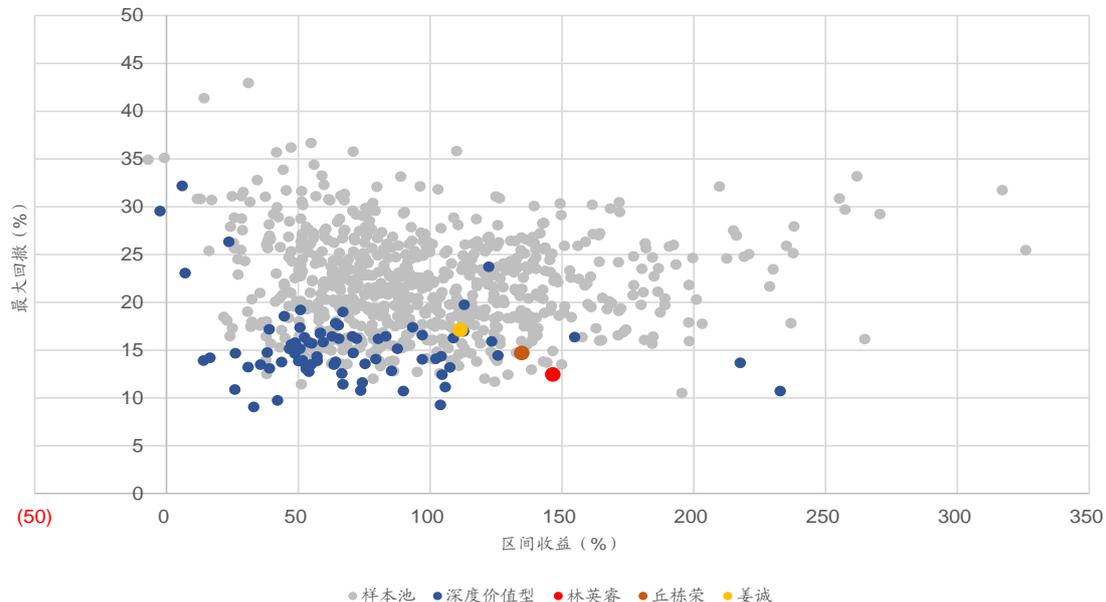
为了对齐样本池内现任基金经理的任职起始日期, 我们重点考察深度价值型产品在 2019.06.30 至 2022.01.28 区间内的累计收益和最大回撤表现。如下表所示, 深度价值型产品的区间收益和最大回撤中位数均显著低于其余可比产品, 但两者的收益回撤比中位数较为接近, 均在 1.3-1.4 之间。总体来看, 深度价值型产品的业绩表现更加稳健, 注重风险管理, 最大回撤更低。

表 2 样本池内深度价值型及其余可比产品的区间收益及回撤 (2019.06.30-2022.01.28)

风格	区间收益中位数 (%)	最大回撤中位数 (%)	收益回撤比中位数
其余可比产品	90.27	21.39	1.39
深度价值型	63.49	14.70	1.37

资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 其余可比产品指样本池内不属于深度价值型的产品

从收益-回撤散点图来看, 深度价值型产品主要集中在左下角, 与表 2 的结论较为一致。尽管这类产品的阶段性收益水平不是很突出, 但我们发现, 仍有 25.93% 的深度价值型产品跑赢同期其余可比产品的中位数, 呈现出较好的业绩上涨弹性, 而广发睿毅领先 A、中庚小盘价值、中泰玉衡价值优选等代表产品就位列其中。

图4 样本池内深度价值型产品及代表基金经理的收益-回撤散点图 (2019.06.30-2022.01.28)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

进一步考察业绩排名靠前的深度价值型产品的业绩，我们发现，广发睿毅领先 A、中庚小盘价值、中泰玉衡价值优选的区间收益分别为 146.49%、134.71%、111.36%，排名分别为第 4/81、5/81、11/81，显著优于同期其余可比产品的中位数（90.27%）。从风控指标来看，林英睿管理的广发睿毅领先 A 最大回撤仅为 12.46%（排名第 12/81），展示出较强的风控能力，收益回撤比高达 3.35（排名第 4/81）。此外，丘栋荣和姜诚分别管理的中庚小盘价值和中泰玉衡价值优选的最大回撤虽略有上升，分别为 14.71%和 17.13%，但仍显著低于同期其余可比产品的中位数（21.39%）。

表 3 区间收益排名前列的部分深度价值型产品代表（2019.06.30-2022.01.28）

代码	简称	基金类型	现任基金经理	任职起始日	区间收益 (%)	排名	最大回撤 (%)	排名	收益回撤比	排名
005233.OF	广发睿毅领先 A	偏股混合型	林英睿	2017.12.14	146.49	4/81	12.46	12/81	3.35	4/81
007130.OF	中庚小盘价值	普通股票型	丘栋荣	2019.04.03	134.71	5/81	14.71	42/81	2.66	7/81
006624.OF	中泰玉衡价值优选	灵活配置型	姜诚	2019.03.20	111.36	11/81	17.13	67/81	1.96	21/81

资料来源：Wind，海通证券研究所

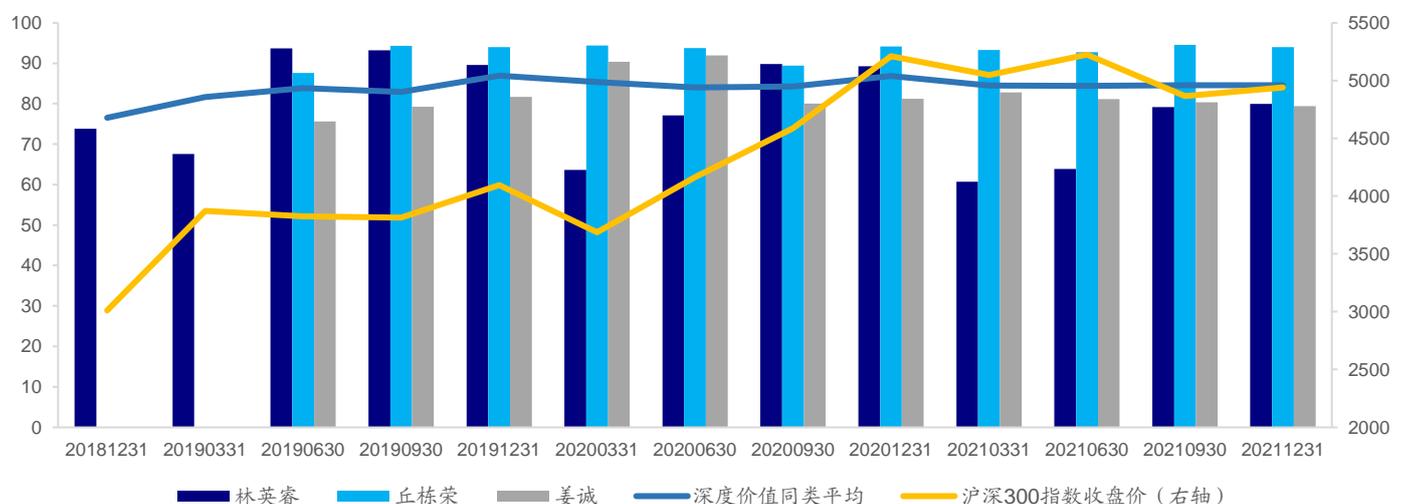
注：在前文确定的 81 只深度价值型产品范围内进行排名

后续，我们将以这三只产品为代表，重点分析林英睿、丘栋荣、姜诚三位深度价值型基金经理的投资风格，并进行多维度对比。

4. 深度价值型基金经理投资风格对比

4.1 资产配置

从股票仓位变动来看，林英睿存在显著的择时行为，仓位变动幅度相对较大，而丘栋荣和姜诚则基本淡化择时。

图5 三位深度价值型基金经理代表产品的股票仓位变动（2018Q4-2021Q4）


资料来源：Wind，海通证券研究所

如上图所示，林英睿的股票仓位在 60%-95%之间波动，考察期内曾出现三次明确的调仓行为，均对应市场涨跌切换的关键时点。第一次，市场经历 2018 年的低迷之后，林英睿确认行情开始回暖，于 2019Q2 大幅提升股票仓位。第二次，2020Q1 新冠疫情爆发，林英睿主动降低股票仓位，进入防御姿态，以应对市场下行的系统性风险。2020Q2 在确认市场触底反弹的信号后，林英睿又逐步抬升权益仓位，较好地捕捉了货币宽松带来的上涨行情。第三次，2021Q1 市场风格剧烈切换，消费股抱团松动，基金经理大幅降仓 30%，再次踏准市场的阶段性拐点，并在后期行情回暖期间逐步加仓。

综上所述，我们认为，林英睿的择时操作呈现低频略偏右侧的特征，能较好地把握市场出现变化的关键时点，出色的仓位管理能力是他控制好产品回撤的重要原因之一。

姜诚的股票仓位在 80%-90%之间波动，略低于同类平均，且较为稳定。相反，丘栋荣则长期保持高仓位运作，股票仓位始终在 90%-95%之间波动，高于同类平均。考虑到中庚小盘价值是一只普通股票型产品，有最低仓位的要求。故我们进一步查看了丘栋荣管理的另外一只偏股混合型产品（中庚价值领航），发现其仓位特征类似。因此，我们认为，这两位基金经理基本淡化择时，仓位调整幅度偏低。

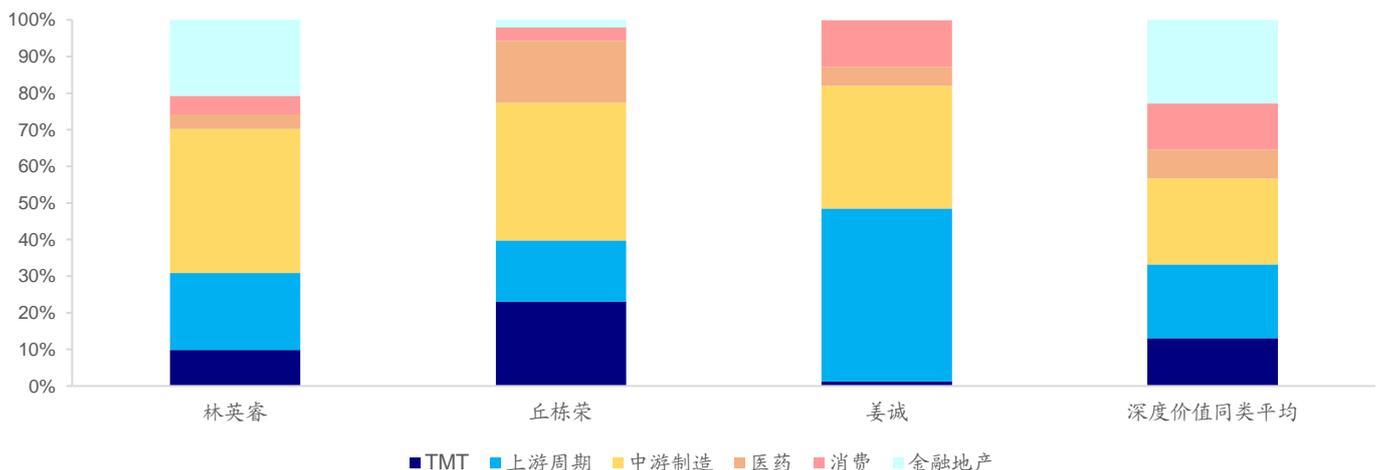
4.2 板块行为

不论是从板块配置的平均分布（图 6）还是时间序列变动（图 7）来看，三位基金经理都表现出明显的偏好，且差异较大。

1) 林英睿的重仓板块为上游周期、中游制造和金融地产，平均合计持仓占比约 81%。具体地，中游制造板块持仓占比显著高于同类平均，上游周期和 TMT 板块的配置比例与同类平均相似，显著低配医药和消费板块。

值得注意的是，林英睿在三大重仓板块上的配置并非一成不变，而是会随市场环境变化灵活切换。例如，2019 年，他曾大幅减持上游周期板块；随后，又在 2020 年大幅加仓。事后来看，这两次操作都贴合了市场的表现。因此，我们认为，林英睿善于从经济周期的视角进行自上而下的板块轮动，捕捉重仓板块的周期性机会。

图6 三位深度价值型基金代表产品的板块配置平均分布（2018H2-2021H1）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2) 区别于其他深度价值型基金基金经理的是，丘栋荣在 TMT 和医药板块上的平均合计持仓占比接近 40%，显著高于同类。不过，中游制造和周期板块的平均持仓合计占比仍为最高，超过 50%，而金融地产和消费板块的平均持仓合计占比仅在 5%左右。我们认为，作为深度价值型基金基金经理的代表，敢于配置热门成长板块是丘栋荣较为独特的投资风格。

从持仓变动来看，我们认为，丘栋荣会根据板块间的相对估值或投资性价比进行轮动。例如，2020 年减配 TMT、2021 年减配医药、2020 年大幅增持中游制造板块，都属于这一类型的操作。

3) 姜诚的板块集中度为三者最高，上游周期和中游制造两大板块的平均合计持仓占比达到 81%。此外，消费板块的配置比例与同类相当，而 TMT 和金融地产板块则甚少涉足。

从持仓变动来看，板块偏好相对稳定，很少出现如前两位基金经理那样较大幅度的板块轮动。近两年，持仓逐步向上游周期板块倾斜，但仍呈循序渐进的模式。

图7 三位深度价值型基金经理代表产品的板块配置时间序列变动（2018H2-2021H1）

林英睿							
	20181231	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	平均持仓占比
上游周期	19.52%	2.92%	0.08%	25.95%	43.88%	32.99%	20.89%
中游制造	30.01%	44.97%	41.48%	60.80%	25.76%	32.34%	39.23%
消费	9.47%	5.55%	7.73%	7.38%	0.33%	0.01%	5.08%
医药	9.67%	6.46%	5.21%	2.31%	0.07%	0.05%	3.96%
TMT	10.03%	18.25%	20.59%	3.56%	0.21%	6.15%	9.80%
金融地产	18.82%	21.85%	24.91%	0.00%	29.75%	28.46%	20.63%
丘栋荣							
	20181231	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	平均持仓占比
上游周期		13.48%	16.99%	12.14%	8.27%	32.88%	16.75%
中游制造		15.27%	27.12%	50.13%	62.18%	33.26%	37.59%
消费		3.33%	3.07%	5.67%	4.38%	2.06%	3.70%
医药		24.90%	24.24%	16.10%	12.27%	7.24%	16.95%
TMT		39.87%	28.42%	15.89%	6.33%	24.56%	23.02%
金融地产		3.15%	0.15%	0.06%	6.57%	0.00%	1.99%
姜诚							
	20181231	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	平均持仓占比
上游周期		41.25%	39.21%	39.65%	60.99%	55.20%	47.26%
中游制造		31.96%	45.51%	35.98%	28.82%	25.55%	33.56%
消费		19.08%	8.92%	15.16%	6.68%	14.26%	12.82%
医药		7.70%	4.26%	9.20%	2.12%	2.48%	5.15%
TMT		0.01%	2.11%	0.00%	1.39%	2.50%	1.20%
金融地产		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%

资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 行业行为

若将平均持仓占比超过 5% 视作重仓行业，从数量上来看，三位基金经理都与同类平均水平接近，均为 7-8 个。但他们与同类平均的交叉程度却很低，各有 5-6 个“独门”重仓行业。如表 4 所示：

林英睿对低估值行业的偏好持续而稳定。同类产品配置比例较高、2019-2021 年较为热门的医药、食品饮料和电子行业，林英睿只在 2020 年之前有过较多配置。而随着 2020 年以来这些行业估值的不断上升，林英睿几乎已将它们的配置比例全部下调至零，并逐步转移至 2021 年以前相对冷门的煤炭和有色金属行业上。

对于林英睿在行业选择和切换上的这一突出特征，海通量化团队的前期报告《广发基金林英睿：不惧冷门、不追热点，低估值领域的掘金者》曾做过详细分析：林英睿的行业配置比例基本与估值负相关，呈“左侧进、左侧出”的操作模式。很多行业获得 5% 及以上的权重时，历史估值分位点都低于 20%。我们认为，这反映出基金经理“左侧进”的投资理念，即，偏好在行业估值较低时参与。基金经理极少会在行业估值达到历史高位时继续大比例持有，一般都选择“左侧出”，即，在行业极度高估前离场。

表 4 三位深度价值型基金经理代表产品中平均持仓占比超过 5% 的重仓行业（2018H2-2021H1）

林英睿	丘栋荣	姜诚	深度价值同类平均
交通运输	医药	基础化工	银行
非银行金融	机械	建筑	非银行金融
机械	电子	交通运输	医药
银行	基础化工	汽车	房地产
煤炭	电力设备及新能源	建材	基础化工
有色金属	计算机	轻工制造	食品饮料
传媒	轻工制造	煤炭	电子
--	国防军工	医药	--

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：采用中信一级行业分类

丘栋荣则会配置较多的热门成长型行业，如电子、医药、电力设备及新能源。对此，基金经理曾在公开访谈中表示，他最关注风险较低但未来成长确定性较强的行业。我们认为，上述提到的医药等三个行业皆属此类。但是，丘栋荣对热门行业并无“执念”，而是会根据行业的估值变化，灵活调整配置比例。例如，2019年中报开始减仓电子，并持续至2020年年报；2020年中报起不断减仓医药；2021年中报大幅减仓电力设备和新能源。我们认为，这种投资模式是产品的估值始终维持在较低水平的一个重要原因。

图8 三位深度价值型基金代表产品的行业持仓占比时间序列变动（2018H2-2021H1）

板块	一级行业	林英睿					丘栋荣					姜诚					
		2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
上游周期	石油石化	0.9%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	1.0%	5.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
上游周期	煤炭	0.0%	0.8%	0.0%	5.3%	14.2%	16.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	5.4%	4.9%	6.0%	8.6%	9.7%	
上游周期	有色金属	0.9%	0.0%	0.0%	5.7%	16.9%	9.8%	1.0%	1.3%	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
上游周期	钢铁	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
上游周期	基础化工	2.6%	1.2%	0.1%	6.8%	5.3%	0.0%	9.9%	9.1%	3.7%	4.5%	12.3%	12.9%	17.1%	21.8%	21.2%	
上游周期	建筑	7.6%	0.0%	0.0%	4.3%	1.6%	0.0%	1.1%	6.2%	0.3%	0.2%	4.1%	4.5%	10.1%	23.0%	21.8%	
上游周期	建材	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.3%	0.4%	14.4%	17.0%	6.5%	3.8%	2.4%	
上游周期	农林牧渔	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	7.2%	1.1%	0.4%	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
中游制造	电力及公用事业	1.7%	0.0%	0.0%	8.0%	1.3%	0.0%	2.0%	1.3%	1.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
中游制造	轻工制造	7.4%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	6.4%	3.4%	11.7%	10.3%	13.2%	7.4%	4.1%	3.1%	
中游制造	机械	7.5%	6.4%	0.1%	18.3%	12.0%	3.0%	4.6%	5.9%	11.6%	20.3%	0.0%	0.1%	0.0%	4.7%	7.9%	
中游制造	电力设备及新能源	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	3.9%	12.4%	10.5%	13.7%	0.0%	5.4%	5.1%	2.5%	0.0%	
中游制造	国防军工	5.2%	0.0%	0.6%	9.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	13.3%	11.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
中游制造	汽车	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	0.0%	0.5%	0.1%	0.7%	4.4%	16.8%	14.8%	10.4%	2.4%	0.0%	
中游制造	交通运输	8.2%	32.6%	40.8%	25.5%	9.6%	28.4%	0.0%	0.0%	4.7%	0.7%	4.8%	12.0%	13.0%	15.0%	14.5%	
消费	商贸零售	1.4%	5.6%	5.3%	4.2%	0.0%	0.0%	1.6%	1.2%	1.9%	0.3%	3.4%	5.1%	5.5%	4.0%	6.1%	
消费	消费者服务	2.7%	0.0%	2.4%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
消费	家电	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	4.1%	3.8%	3.4%	0.0%	0.0%	
消费	纺织服装	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	1.9%	3.7%	4.0%	11.6%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	
消费	食品饮料	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	2.7%	2.8%	
医药	医药	9.7%	6.5%	5.2%	2.3%	0.1%	0.0%	24.9%	24.2%	16.4%	12.3%	7.7%	4.3%	9.2%	2.1%	2.5%	
TMT	电子	0.0%	6.7%	13.1%	0.0%	0.0%	0.0%	23.2%	11.6%	1.4%	2.9%	0.0%	2.1%	0.0%	0.3%	0.0%	
TMT	通信	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	0.0%	4.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
TMT	计算机	3.7%	1.4%	1.6%	0.1%	0.0%	0.0%	12.4%	13.0%	5.3%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
TMT	传媒	6.3%	9.5%	5.8%	3.5%	0.2%	6.1%	0.6%	3.9%	5.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	2.4%	
金融地产	银行	1.4%	0.0%	1.5%	0.0%	15.9%	28.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
金融地产	非银行金融	17.4%	21.8%	23.4%	0.0%	13.8%	0.0%	3.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
金融地产	房地产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
金融地产	综合金融	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
其他	综合	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	

资料来源：Wind，海通证券研究所

姜诚虽也十分偏好低估值行业，但选择对象却独树一帜。例如，他重仓的上游周期板块中的建筑和建材，在同类产品中的平均配置比例仅为3.37%和2.71%。而同类较为偏爱的银行和非银行金融，他却从未涉足。此外，姜诚也会适度地做一些行业切换，例如，建材和建筑行业之间的权重变化便呈此消彼长的态势，但调整幅度相对温和。

4.4 持股风格

由前文可知，尽管三位基金经理的持仓都呈现“深度价值”特征，但是他们的板块和行业行为存在较大差异。有的完全偏好低估值行业，有的也会配置成长型行业；有的轮动幅度较大，有的循序渐进调整。因此，我们认为，针对深度价值型基金基金经理的进一步分析，有必要事先剥离行业的影响，尤其是在估值和基本面相关维度上对比时。

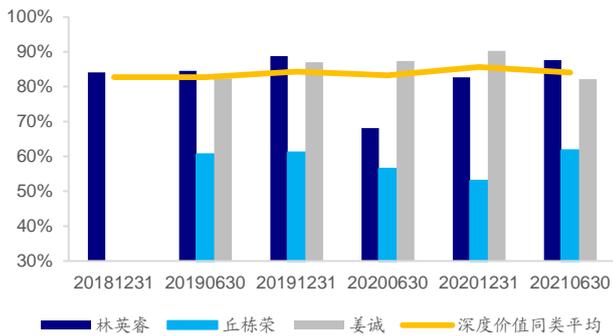
具体地，我们从市值、估值、行业内盈利、行业内预期成长四个维度出发，详细探讨三位深度价值型基金基金经理的持股风格，并采用持仓分析和净值归因两种方式进行交叉验证。

4.4.1 持仓分析

从持股的市值分布（图9）来看，姜诚各期的持股市值分位点稳定居于80%之上，为三人中最高。林英睿与之类似，除2020H1报告期略偏中小盘以外，其余时期的持股市值分位点也都高于80%。两者都与同类平均较为接近。与前两位基金经理形成鲜明对比的是，丘栋荣的持股呈现持续、稳定的小盘风格，市值分位点大幅低于同类平均。

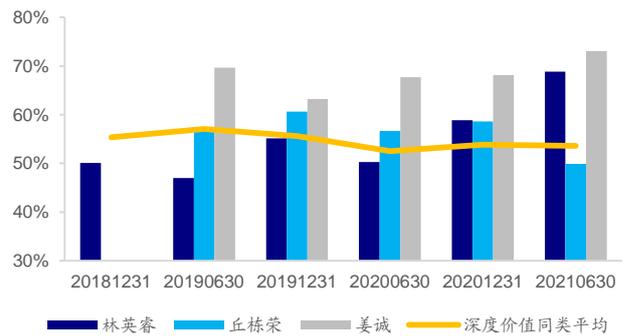
从持股的估值水平（图10）来看，林英睿的持股BP分位点近三年有逐步上升的趋势，即账面市值比持续抬升，估值水平持续下降。我们认为，这与其以估值为基础的行业轮动策略密切相关。姜诚由于在板块选择层面更加保守，因而持股BP分位点始终高于同类平均。丘栋荣尽管配置了较高比例的热门成长行业，但他的持股BP分位点仅略高于同类平均。结合其持股的市值分位点，我们推测，丘栋荣可能是通过在热门成长

行业中优选低估的小盘股，来控制组合整体的估值水平。

图9 三位深度价值型基金经理代表产品的持股市值分位点


资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 个股市值分位点指个股市值在全 A 中的升序排名分位点, 数值越高, 表示市值越大; 采用持股市值加权的方式;

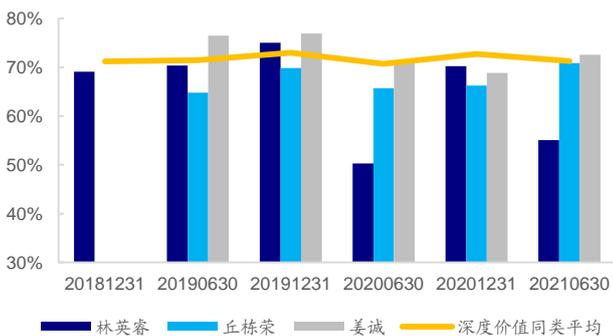
图10 三位深度价值型基金经理代表产品的持股 BP 分位点


资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 个股 BP 分位点指个股 BP 在全 A 中的升序排名分位点, 数值越高, 表示估值越低 (账面价值越高); 采用持股市值加权的方式;

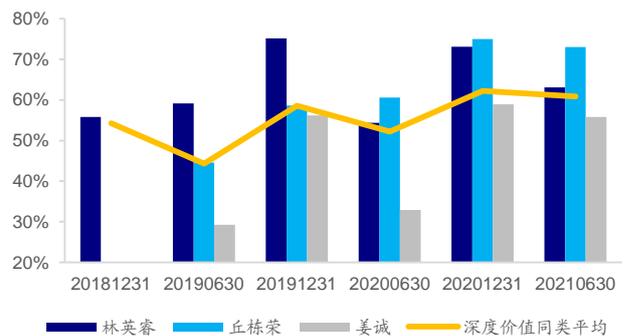
从持股的行业内盈利水平 (图 11) 来看, 姜诚对个股的 ROE 要求为三人中最高。对此, 他曾在公开访谈中表示, 自己对好公司的定义是“能长期活下去、在行业中有优势、能有更高的长期平均盈利水平、与利润增速关系不大”, 与我们基于数据得到的结论较为一致。相比之下, 丘栋荣和林英睿对个股在行业内的 ROE 水平并没有那么高的要求, 但两人的差异也很明显。前者持股的行业内盈利水平较稳定, 后者在近几个报告期波动更加明显。根据海通量化团队的前期报告——《广发基金林英睿: 不惧冷门、不追热点, 低估值领域的掘金者》, 我们认为, 林英睿喜好捕捉基本面反转的机会。

从持股的行业内预期成长 (图 12) 来看, 姜诚对个股的预期净利润增速要求为三人中最低, 也显著低于同类平均, 这与前文他所提到的好公司定义标准高度契合。尽管深度价值型基金经理这个群体一般不会过分关注个股的成长性, 具体表现为行业内预期成长分位点处于 50%-60% 之间 (黄色曲线), 但林英睿和丘栋荣却是其中相对另类的。在每个报告期末, 他们持股的行业内预期成长分位点都高于同类平均。

图11 三位深度价值型基金经理代表产品的持股行业内盈利分位点


资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 个股行业内盈利分位点指个股 ROE 在行业内的升序排名分位点, 数值越高, 表示其在行业内盈利水平越高; 采用持股市值加权的方式;

图12 三位深度价值型基金经理代表产品的持股行业内预期成长分位点


资料来源: Wind, 朝阳永续, 海通证券研究所

注: 个股行业内预期成长分位点指个股一致预期净利润同比增速在行业内的升序排名分位点, 数值越高, 表示其在行业内预期成长性越高; 采用持股市值加权的方式;

4.4.2 净值归因

作为验证, 我们基于上文持仓分析中的 4 个因子构建多空组合, 并计算因子的日度收益。随后, 使用仓位调整后的基金日收益对因子收益进行回归, 回归系数代表了基金持仓在因子上的暴露。考虑到三位基金经理在行业行为上的显著差异, 我们将各类因子先对行业正交 (除市场因子外), 再对市值正交 (除市值因子外)。并且引入行业低估值轮动因子, 收益计算方式为, 低估值行业相对市场平均的日超额收益。如表 5 所示,

林英睿在个股低估值、行业低估值轮动和行业内部预期成长三个因子上呈显著的正向暴露，系数分别为 0.33、0.53 和 0.30。其中，行业低估值轮动因子的系数最高。这与持仓分析得到，林英睿善于通过对行业估值的分析，捕捉基本面反转的机会，这一结论尽皆吻合。

丘栋荣在小市值、个股低估值和行业内部预期成长三个因子上呈显著的正向暴露，系数分别为 0.79、0.56 和 0.56。其中，小市值因子的系数尤为突出，进一步印证了其鲜明的小盘风格特征。同时，丘栋荣对个股在行业内部预期成长的要求为三人中最高。而由图 12 可见，最近 3 个报告期，他持股的行业内部预期成长分位点都高于另外两人。此外，丘栋荣在行业低估值轮动因子上呈显著的负向暴露，这表明基金经理偏好高估值的成长行业。但在行业内会选择低估值个股，因而个股低估值因子的系数显著为正。

姜诚在个股低估值、行业低估值轮动和行业内部盈利三个因子上呈显著的正向暴露，系数分别为 0.52、0.54 和 0.45。值得关注的是，这三位基金经理中，只有姜诚在行业盈利因子上有显著暴露，与其精选行业内高盈利好公司的理念相符，同时也印证了持仓分析的结论。此外，姜诚在小市值因子上有轻微的负向暴露，表明相对另外两位基金经理，他更偏好行业内的大市值龙头。

表 5 三位深度价值型基金经理在 6 个因子上的回归系数 (2018.12.31-2022.01.28)

	林英睿	丘栋荣	姜诚
市场	1.09***	1.00***	1.08***
小市值 (行业正交后小市值-行业正交后大市值)	0.00	0.79***	-0.09*
个股低估值 (行业正交后低估值-行业正交后高估值)	0.33***	0.56***	0.52***
行业低估值轮动 (行业低估值-市场平均)	0.53***	-0.46***	0.54***
行业内盈利 (高盈利-低盈利)	0.15	0.20	0.45***
行业内预期成长 (高预期净利润同比-低预期净利润同比)	0.30**	0.56***	0.08

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: **、*、*分别表示 1%、5%、10%置信水平下显著; 剔除基金经理任职后三个月建仓期;

从 R 方来看，引入行业低估值轮动、行业内盈利和行业内部预期成长三个新因子后，均提升了原始三因子模型对三位基金经理收益来源的解释程度。

从年化 Alpha 来看，由于六因子模型普遍具备更强的解释能力，故三位基金经理的年化 Alpha 都有不同程度的下降。然而，即便如此，他们的年化 Alpha 仍保持在 15% 以上。相对而言，由于六因子模型对林英睿的解释程度较弱，因而其不能被因子解释的年化 Alpha 达到 30%。我们认为，以上结果表明，本文的分析仍不足以充分揭示三位基金经理在“深度价值”这个标签之外的理念和能力，值得我们在未来进一步探索。

表 6 三因子和六因子模型对三位深度价值型基金经理的解释度对比 (2018.12.31-2022.01.28)

	指标	林英睿	丘栋荣	姜诚
六因子模型	年化 Alpha	30.03%	17.01%	24.32%
	R 方	0.68	0.79	0.79
三因子模型	年化 Alpha	32.88%	26.43%	29.23%
	R 方	0.66	0.78	0.77

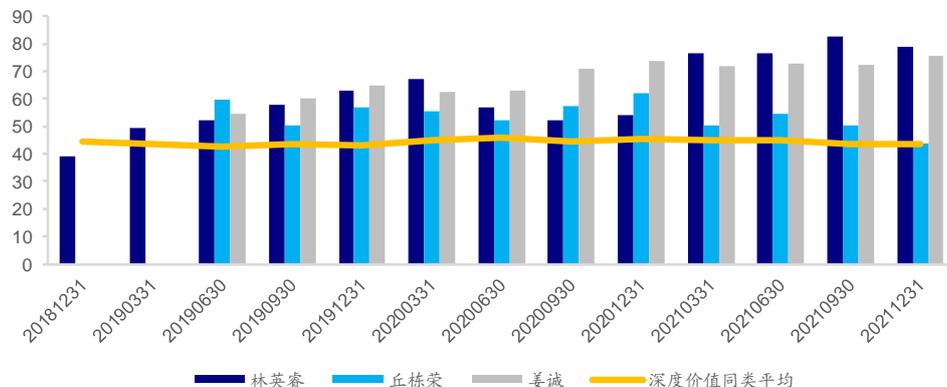
资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 剔除基金经理任职后三个月建仓期; 六因子模型包含市场、小市值、个股低估值、行业低估值轮动、行业内盈利和行业内部预期成长六个因子;

4.5 持股行为

从前十大重仓股来看，三位基金经理的持股集中度均高于同类平均。特别地，林英睿和姜诚的持股集中度近两年有逐步上升的趋势，目前已分别接近 80% 和 75%。相反，丘栋荣的持股集中度则呈现一定的下降趋势，目前为 45% 左右，与同类平均一致。

图13 三位深度价值型基金经理代表产品的持股集中度（%，2018Q4-2021Q4）

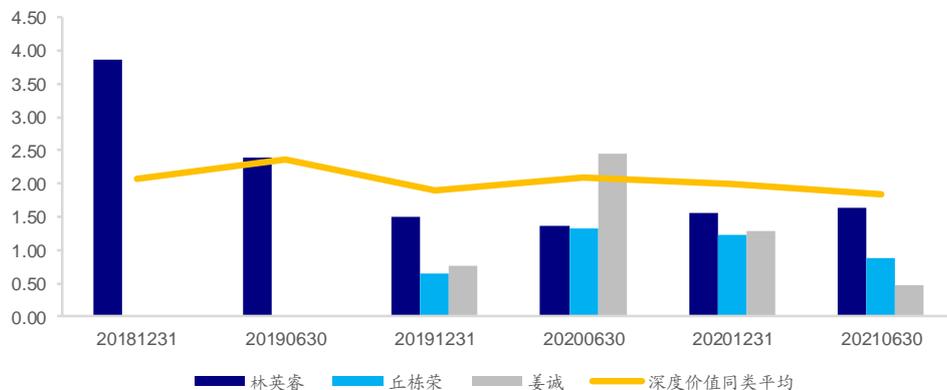


资料来源：Wind，海通证券研究所

注：指前十大重仓股合计持股市值占股票投资总市值的比例

从换手率来看，三位基金经理近两年的半年单边换手率均显著低于同类平均。其中，林英睿的换手率在考察期内呈现逐步下降的趋势，目前稳定在 1.5 倍上下。平均而言，丘栋荣和姜诚的换手率更低，仅为 1 倍左右。

图14 三位深度价值型基金经理代表产品的半年单边换手（倍，2018H2-2021H1）



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：换手率 = MAX（报告期买入股票成本总额，报告期卖出股票收入总额）/ 区间内平均股票市值

4.6 “同工”与“异曲”

经过前文多维度的对比分析，我们将三位深度价值型基金经理的投资风格整理成如下表格，供投资者参考。

我们认为，本文介绍的三位深度价值型基金经理，虽然在整体持仓层面均呈现鲜明的低估值特征。但进一步分析却发现，他们在仓位调整、板块与行业的选择及轮动、选股理念等多个维度存在显著差异。而最近三年成长风格相对强势的背景下，三位基金经理依然能取得卓荦不凡的业绩，则充分展示出他们各自在传统深度价值投资策略框架之外的才华和洞见。

表 7 三位深度价值型基金经理在投资风格上的“同工”与“异曲”

	林英睿	丘栋荣	姜诚
资产配置	偶有右侧择时，把握市场调整的关键时点，对回撤控制起到重要作用	长期高仓位运作，基本淡化择时	仓位略低于同类平均，基本淡化择时
板块行为	重仓上游周期、中游制造和金融地产，低配医药和消费；善于从经济周期的视角进行自上而下的板块轮动	中游制造和周期板块配置权重最高，但也敢于配置较高比例的热门成长板块，如，TMT 和医药	板块集中度为三人中最高，持仓几乎集中在上游周期和中游制造两大板块上；板块偏好相对稳定
行业行为	偏好低估值行业，例如交运、非银、机械等，不追热点，不惧冷门；会在部分细分行业进行显著的左侧低估值轮动，且调整力度偏大	配置较多的热门成长型行业，例如医药、电新、军工等；会在板块内部根据行业纵向估值水平及时进行调整	同样偏好低估值行业，但选择对象却独树一帜，例如，在上游周期板块上会重配基础化工、建筑和建材；适度地做一些行业切换，但调整幅度相对温和
持股偏好	持股的估值水平持续下降，善于捕捉基本面反转的机会，对个股在行业内的预期成长有一定要求	小盘风格突出，在热门成长行业中优选低估值股票，控制组合整体的估值水平；对个股在行业内的预期成长有较高要求	坚定持有低估值的板块、行业和个股，对个股在行业内的盈利要求为三人中最高
持股行为	持股集中度有逐步上升的趋势，且高于同类平均；换手率显著下降，低于同类平均	持股集中度稳中有降，逐渐向同类平均看齐；换手率稳定低于同类平均	持股集中度有逐步上升的趋势，且高于同类平均；换手率稳定低于同类平均

资料来源：海通证券研究所
注：同类均指深度价值型产品

5. 总结

作为深度价值策略的开山鼻祖，格雷厄姆提出了很多具有深远意义的投资理念。例如，经典的“价值五法”选股标准对后来践行价值策略的投资者产生了重要影响，而巴菲特就是其中的杰出代表。2018 年 9 月，Andrea Frazzini 等 AQR 合伙人联名发表的论文《Buffett's Alpha》，揭示了巴菲特的成功，源于他在四十多年的投资生涯中始终坚持买入便宜的（低估值）、安全的（低 Beta）、优质（高质量）的股票。

放眼国内，我们发现，一批基金经理坚定不移地践行深度价值投资理念，并展现出深度价值投资之外的风格多样性。本文中，我们将重点分析国内具有代表性的深度价值型基金经理，并尝试展现他们在投资风格上的“同工”和“异曲”。我们采取持仓分析和净值归因交叉验证的办法，对样本池进行风格划分，最终确定了 81 只深度价值风格的产品。

从收益风险特征来看，我们发现，深度价值型产品的业绩表现更加稳健，注重风险管理，最大回撤更低。尽管这类产品的阶段性收益水平不是很突出，但我们发现，仍有 25.93% 的深度价值型产品跑赢同期其余可比产品的中位数，呈现出较好的业绩上涨弹性，而广发睿毅领先 A（林英睿）、中庚小盘价值（丘栋荣）、中泰玉衡价值优选（姜诚）这三只深度价值型的代表产品就位列其中。考察期内，三只产品的区间收益排名分别为第 4/81、5/81、11/81。

从资产配置来看，林英睿的择时操作呈现低频略偏右侧的特征，能较好地把握市场出现变化的关键时点。我们认为，出色的仓位管理能力是他能控制好产品回撤的重要原因之一。而姜诚和丘栋荣则基本淡化择时，仓位调整幅度偏低。

从板块和行业行为来看，1) 林英睿重仓上游周期、中游制造和金融地产板块，擅长基于估值进行偏左侧的行业轮动。2) 丘栋荣在 TMT 和医药板块上的持仓较多，敢于配置估值较高的热门成长行业是其较为独特的投资风格。此外，他还会根据板块或行业间的相对估值或投资性价比进行轮动。3) 姜诚的持仓几乎全部集中在上游周期和中游制造两大板块上，偏好相对稳定，很少出现如前两位基金经理那样较大幅度的板块或行业轮动。

从持股风格来看，通过持仓分析和净值归因两种方法，我们发现，1) 林英睿的持仓呈现显著的低估值特征，且在行业内预期成长因子上也有一定暴露。这进一步印证了，他善于通过对估值的分析，捕捉基本面反转的机会这一结论。2) 丘栋荣通过优选行业内低估值的小盘股，来调和行业层面的高估值。此外，他对个股在行业内预期成长的要求为三人中最高。3) 姜诚在个股和行业估值层面都呈现鲜明的低估值特征，并且只有他在行业盈利因子上有显著暴露，这与其精选行业内高盈利好公司的理念相符。此外，姜诚在小市值因子上有轻微的负向暴露，表明他可能更偏好行业内的大市值龙头。

从 R 方来看，引入行业低估值轮动、行业内盈利和行业内预期成长三个新因子后，均提升了原始三因子模型对三位基金经理收益来源的解释程度。从截距项代表的年化 Alpha 来看，由于六因子模型普遍具备更强的解释能力，故三位基金经理的年化 Alpha 都有不同程度的下降。然而，即便如此，他们的年化 Alpha 仍保持在 15% 以上。相对而言，由于六因子模型对林英睿的解释程度较弱，因而其不能被因子解释的年化 Alpha 达到 30%。我们认为，以上结果表明，本文的分析仍不足以充分揭示三位基金经理在“深度价值”这个标签之外的理念和能力，值得我们在未来进一步探索。

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。

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 tj13580@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)23219361 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 fufy11758@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余政翰(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 联系人 刘绮雯 021-23154659 lqw14384@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 联系人 曹有成(021)63411398 cyc13555@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 张恒恒 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 ljl12245@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 王祎婕(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 gql13820@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 郭金垚(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