

资产配置与财富管理专题

基金分类核心池与基金组合系列指数

赵文荣

中信证券研究部 量化与配置首席分析师

2022年8月19日

CONTENTS

目录

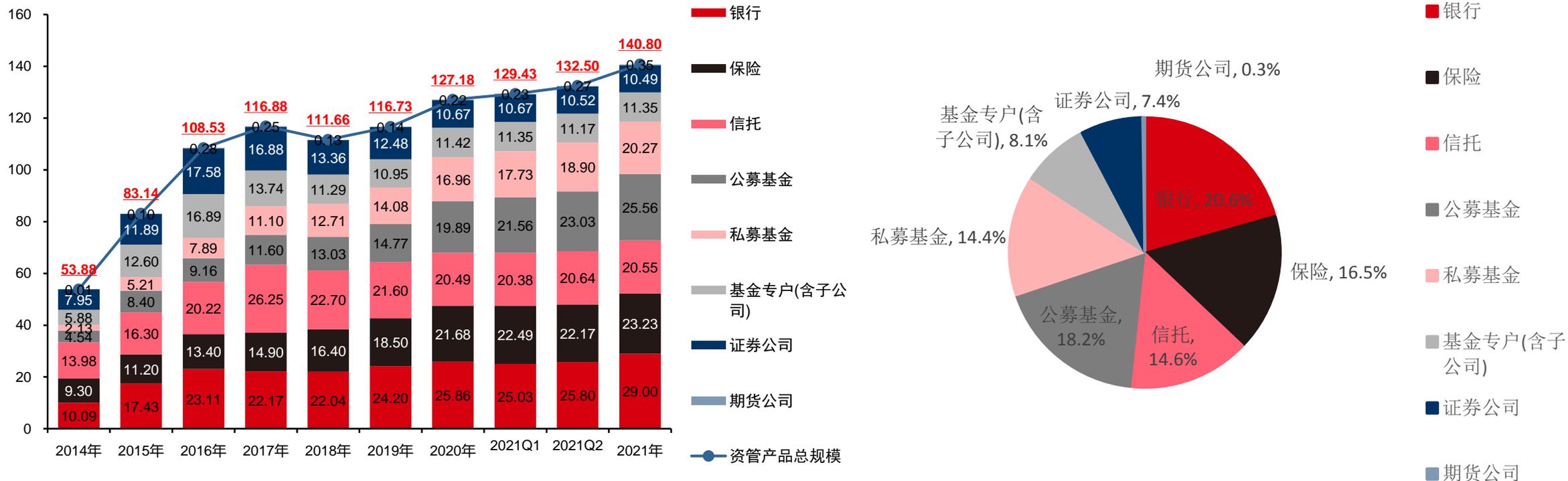
1. 公募基金是财富配置的核心工具之一
2. 建设多维分类基金核心池的意义
3. 从分类标签到分类基金核心池
4. 从分类核心池到基金组合系列指数
5. 从分类核心池到定期精选组合
6. 风险因素

公募基金是财富配置的核心工具之一

- I. 公募基金举足轻重，基金数量上万，业绩分化显著
- II. 权益类基金和债性主导型基金是公募机构产品线两大基石

公募、私募资管机构旗下产品的占比趋势性上升

中国资产管理规模及分类占比（万亿元，%）



资料来源：中国银行业协会《中国银行业理财市场报告》，中国证券投资基金业协会，中国保险资产管理业协会，中国信托业协会，中信证券研究部。

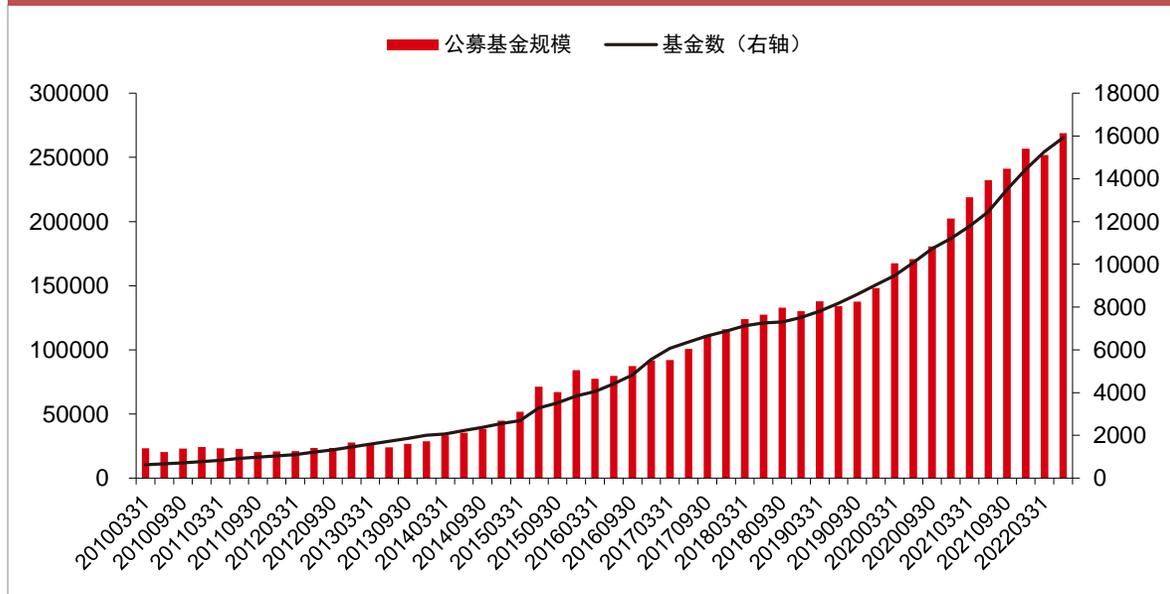
注：1) 从2019年起银行理财不包含保本理财，信托AUM中剔除“管理财产信托规模”，保险规模采用保险资管协会调研报告统计数据。

2) 公募规模包含公募机构的公募基金规模和专户产品规模；合计总规模中剔除了私募基金顾问管理类产品与私募资管计划重复部分。

基金数量上万，业绩分化显著

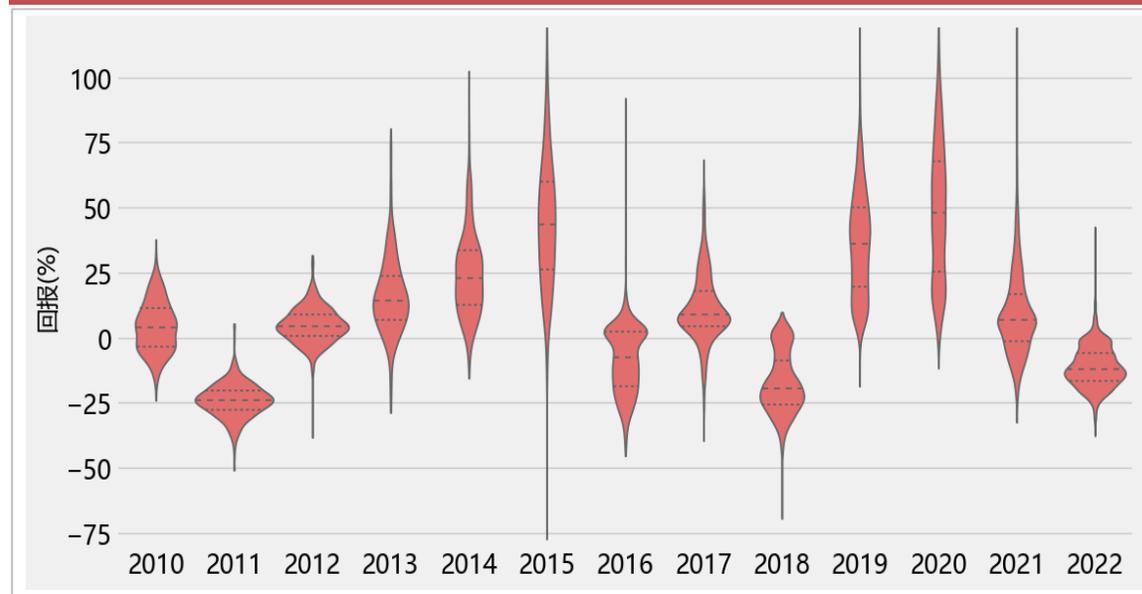
- **主动权益型基金迎来快速发展：**近10年主动权益型基金数量增长了10余倍，从2012年末的506只增长到2022年二季度末的6306只。
- **业绩分化明显：**主动权益基金内业绩表现和波动差异显著

2010年至今近主动权益型基金的发展情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：同一基金多种销售代码数量按代码算

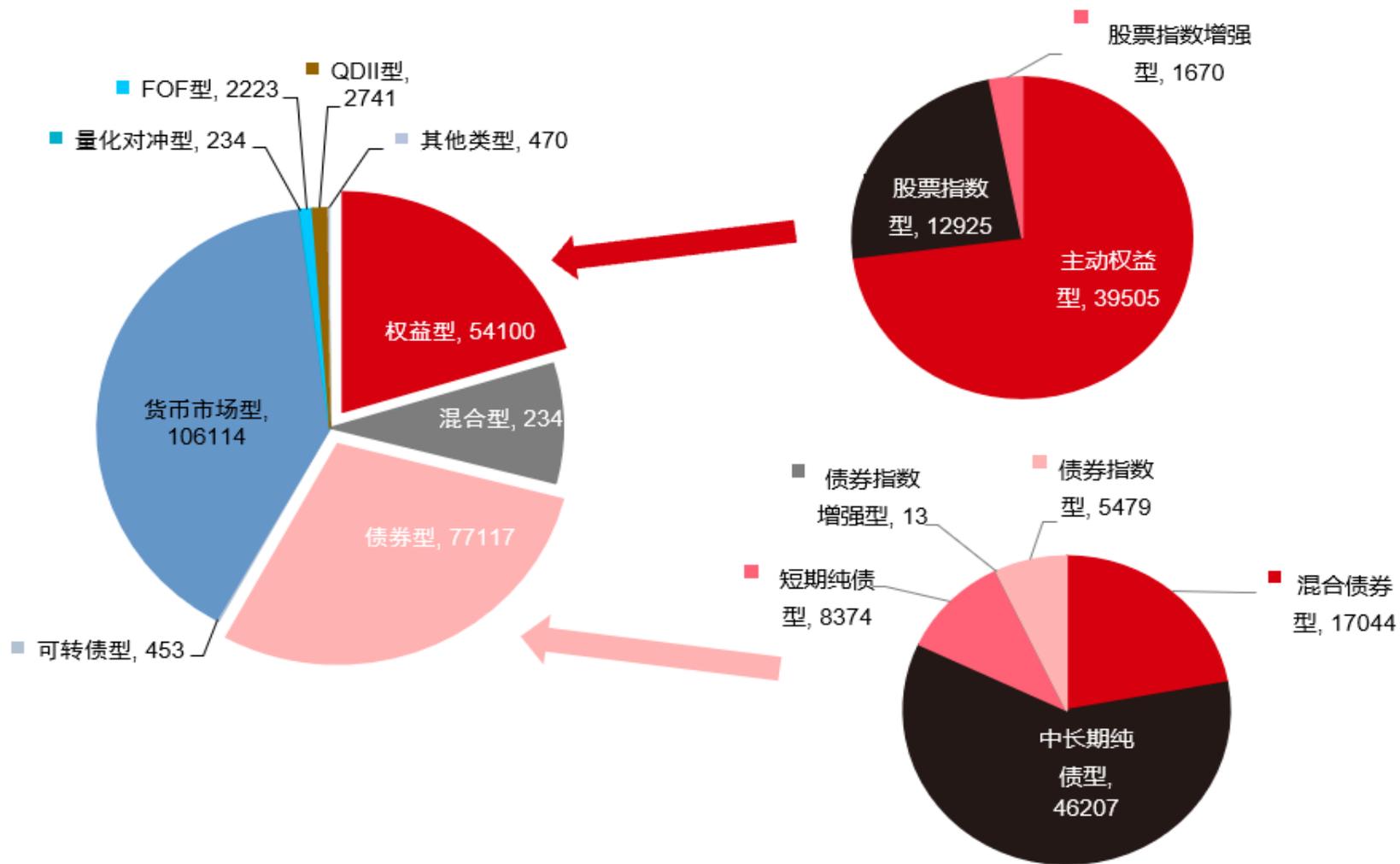
2010年至今主动权益型基金业绩差异明显且具有周期性



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2022年为截至2022年7月31日

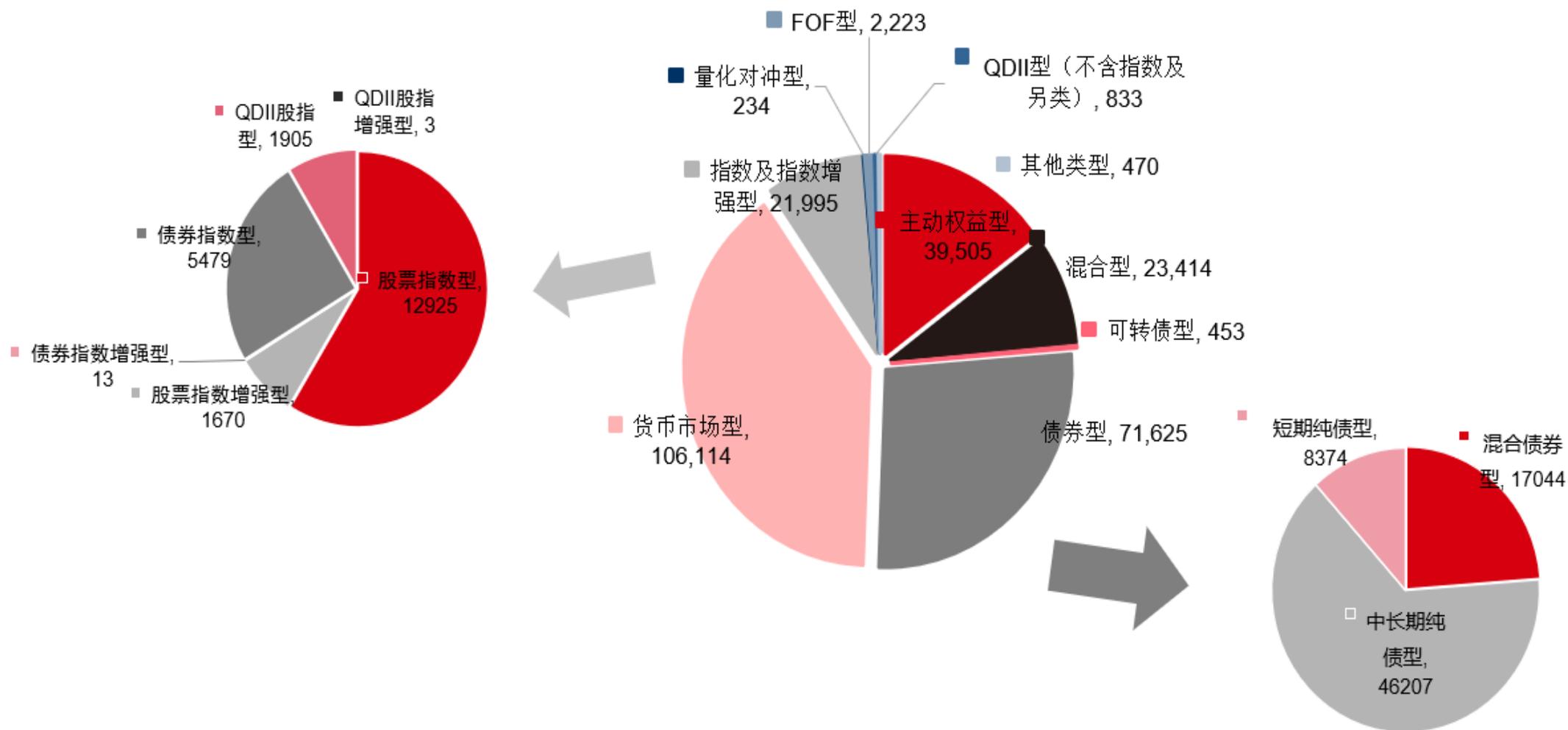
权益类基金和债性主导型基金是公募机构产品线两大基石

2022Q2公募基金分类规模谱系图（按大类资产分开统计）



股指型基金占被动产品58.8%，中长期纯债占主动债基64.5%

2022Q2公募基金分类规模谱系图（按主被动产品线分开统计）



建设多维分类基金核心池的意义

- I. 基金组合投资也会受到比较大的挑战：主题风格多变，环境变化难于把握
- II. 专业机构掌握投资定价权，收益分布较股票资产占优

2022年以来基金组合投资受到比较大的挑战

示范性基金组合表现概览

		历年收益				近3年绩效表现				
		今年以来	2021年	2020年	2019年	年化收益	最大回撤	夏普比率	卡玛比率	滚动1年收益 中位数
权益多头										
基金组合	权益精选组合	-11.8%	7.1%	53.9%	45.5%	18.6%	-27.8%	1.03	0.67	20.5%
	沪深300增强	-14.4%	0.4%	38.8%	39.9%	8.9%	-31.7%	0.46	0.28	15.9%
	中证500增强	-10.3%	19.7%	36.0%	35.3%	17.1%	-32.6%	0.85	0.52	23.0%
基准指数	沪深300指数	-15.6%	-5.2%	27.2%	36.1%	2.7%	-34.8%	0.14	0.08	7.1%
	中证500指数	-14.5%	15.6%	20.9%	26.4%	9.0%	-31.6%	0.42	0.28	14.1%
	中证800指数	-15.3%	-0.8%	25.8%	33.7%	4.2%	-31.9%	0.21	0.13	7.7%
股债配置										
基金组合	精选配置组合	-7.6%	6.3%	33.3%	29.6%	13.0%	-17.3%	1.11	0.75	14.5%
	“配置+打新”组合	-3.4%	6.7%	20.6%	—	9.4%	-7.9%	1.43	1.19	9.4%
	股债配置型基金	-5.2%	12.4%	27.4%	25.7%	13.9%	-9.0%	1.81	1.54	15.4%
	平衡型固收+	-1.4%	6.4%	14.2%	10.4%	7.7%	-5.1%	2.02	1.52	9.1%
基准指数	60%股+40%债	-7.0%	6.1%	16.4%	20.3%	6.5%	-17.2%	0.55	0.38	8.4%
	20%股+80%债	-0.7%	5.5%	7.4%	9.7%	5.2%	-5.2%	1.32	1.01	5.9%
绝对收益										
基金组合	公募对冲	-1.8%	-0.7%	8.7%	10.5%	3.0%	-6.5%	0.79	0.46	2.7%
	稳健型固收+	1.0%	5.2%	11.0%	9.3%	7.1%	-2.0%	3.26	3.54	7.7%
基准指数	中债新综合指数	2.4%	5.1%	2.9%	4.4%	4.3%	-2.5%	4.11	1.72	4.5%

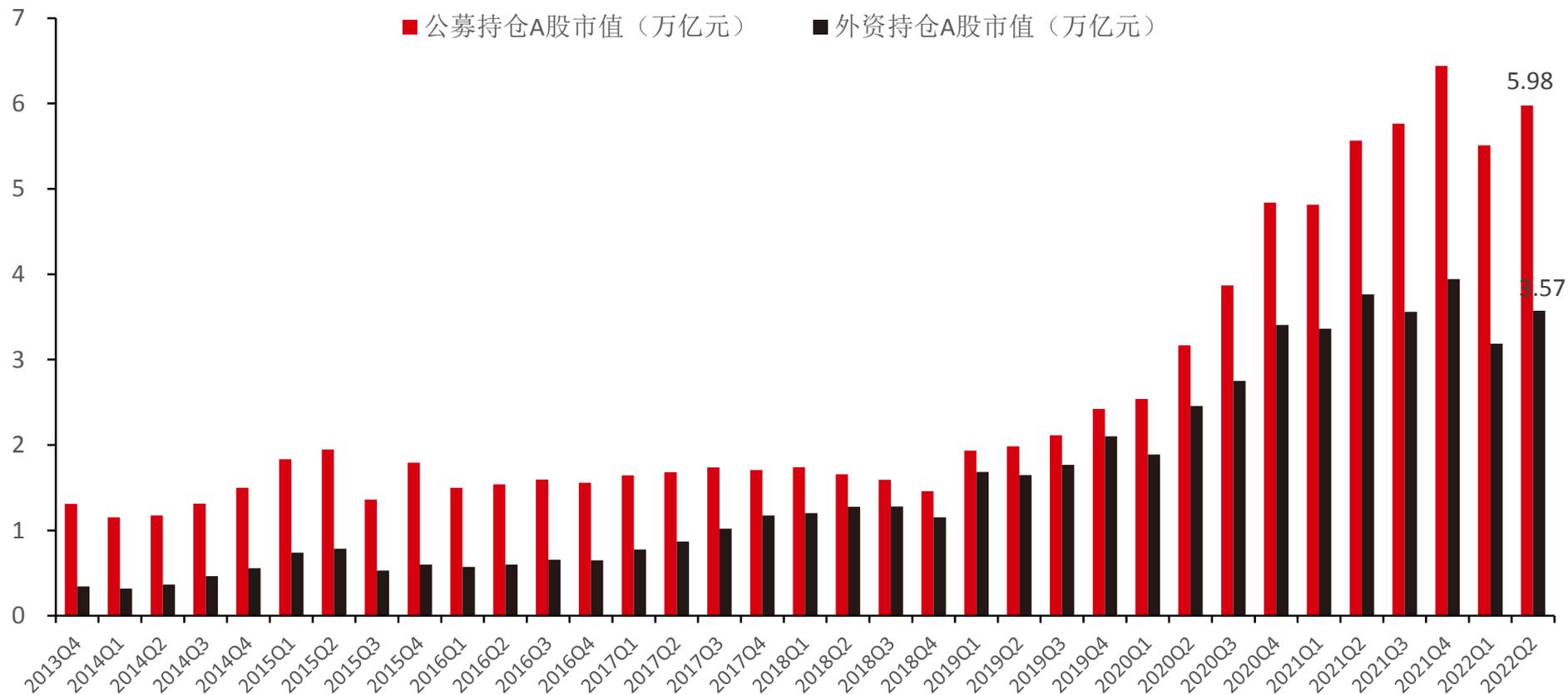
资料来源：Wind，中信证券研究部；注：1）数据截至2022/7/31；2）由于“配置+打新”组合业绩不满3年，绩效表现统计使用基日（2020/1/23）以来的数据。

主题风格多变，结构化收益难于把握

	大盘										中盘								小盘								
	价值	分红	财务质量	成长	规模	股东增持	业绩预增	一致预期	基金重仓股	价值	分红	财务质量	成长	规模	股东增持	业绩预增	一致预期	基金重仓股	价值	分红	财务质量	成长	规模	股东增持	业绩预增	一致预期	基金重仓股
21M9	2.9%	7.6%	-1.9%	-3.3%	5.5%	-4.6%	-0.6%	1.4%	4.1%	3.8%	1.6%	-2.8%	-5.2%	4.6%	4.2%	-4.3%	-2.2%	-3.4%	1.8%	2.4%	-2.8%	-4.1%	-0.6%	-1.8%	-2.7%	-2.6%	-3.5%
21M10	-3.3%	-5.3%	-0.2%	-0.7%	-2.3%	4.2%	-4.2%	-0.4%	1.1%	-7.8%	-7.4%	-6.6%	-3.7%	-2.9%	-2.1%	-2.0%	-3.7%	0.7%	-5.9%	-5.1%	-2.4%	-1.8%	-3.4%	-2.7%	-0.8%	0.2%	2.0%
21M11	-2.6%	-2.4%	-1.8%	-2.7%	5.6%	-6.2%	-0.6%	-2.2%	0.2%	-2.4%	-0.1%	0.4%	1.7%	5.6%	3.1%	2.3%	1.6%	4.6%	4.6%	6.6%	5.2%	9.9%	14.2%	11.2%	11.3%	11.5%	10.4%
21M12	5.9%	6.4%	3.2%	0.2%	5.6%	3.4%	2.0%	2.1%	2.4%	5.3%	6.9%	2.2%	-1.2%	8.7%	5.3%	-0.4%	0.5%	1.3%	7.8%	8.0%	1.0%	-1.8%	8.3%	2.3%	1.3%	-0.4%	-1.6%
22M1	1.3%	-1.4%	-9.7%	-10.6%	-10.1%	-3.5%	-9.5%	-6.6%	-7.3%	-3.6%	-4.4%	-8.1%	-8.6%	-6.6%	-8.7%	-9.4%	-8.3%	-9.6%	-4.8%	-5.6%	-10.4%	-9.9%	-4.4%	-8.1%	-10.0%	-12.1%	-14.0%
22M2	0.8%	1.2%	4.4%	7.0%	-0.6%	2.0%	6.5%	7.5%	2.1%	4.6%	5.1%	6.6%	7.7%	4.1%	2.8%	8.8%	8.1%	3.2%	7.9%	5.6%	7.1%	7.7%	7.2%	3.8%	5.4%	7.6%	3.7%
22M3	0.7%	-0.5%	-10.1%	-9.3%	-9.6%	-7.0%	-9.3%	-5.5%	-8.0%	-0.8%	1.0%	-7.4%	-7.8%	0.7%	-5.3%	-8.1%	-7.9%	-9.0%	0.8%	0.8%	-7.4%	-6.9%	0.5%	-6.0%	-6.5%	-8.9%	-11.7%
22M4	-2.0%	-2.8%	-4.7%	-9.5%	-10.1%	-8.6%	-8.2%	-7.2%	-3.8%	-7.6%	-6.5%	-7.8%	-9.4%	-12.4%	-10.0%	-11.0%	-9.7%	-12.0%	-10.7%	-7.9%	-12.9%	-15.0%	-17.3%	-13.9%	-15.9%	-14.9%	-15.1%
22M5	-3.0%	0.1%	2.4%	5.9%	7.0%	5.2%	5.4%	3.4%	1.6%	2.5%	4.8%	6.7%	7.8%	7.7%	5.4%	7.2%	6.5%	9.0%	9.2%	9.4%	9.1%	11.4%	11.0%	8.4%	11.2%	11.0%	12.3%
22M6	2.9%	5.5%	15.1%	11.1%	12.0%	6.4%	9.1%	11.5%	9.1%	2.1%	3.1%	6.5%	10.5%	7.7%	5.3%	11.4%	8.7%	9.2%	4.2%	5.4%	8.8%	12.5%	7.2%	9.0%	12.6%	12.9%	11.9%
22M7	-4.1%	-4.4%	-10.2%	-5.9%	-7.3%	-8.2%	-5.0%	-5.9%	-5.1%	-1.8%	-2.4%	-3.3%	-1.2%	-0.8%	-3.1%	0.4%	-2.1%	-4.1%	2.0%	3.7%	-1.6%	3.6%	6.9%	2.8%	3.4%	2.7%	2.8%
22M8	-1.2%	0.1%	1.8%	3.3%	0.7%	1.4%	2.3%	2.0%	0.1%	0.2%	1.0%	1.6%	2.0%	1.1%	1.4%	2.5%	2.1%	4.3%	0.6%	1.5%	2.0%	5.5%	5.3%	3.8%	4.7%	4.6%	4.7%

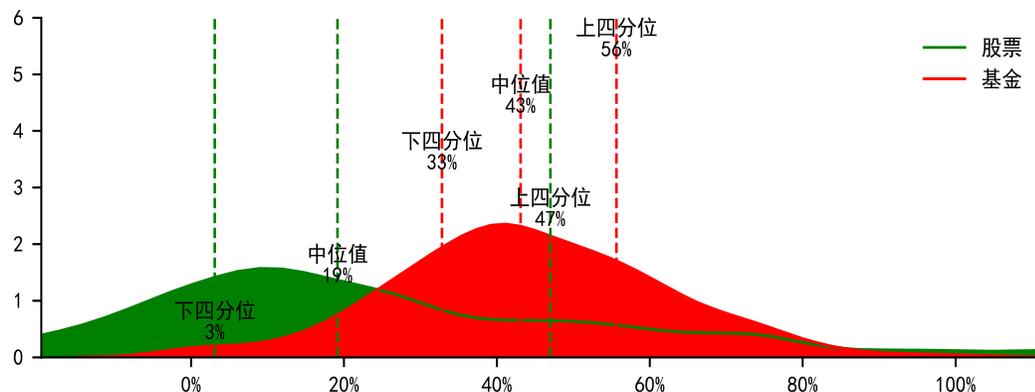
机构化进程持续推进，专业机构掌握投资定价权

公募基金、境外资金的A股持仓市值变化

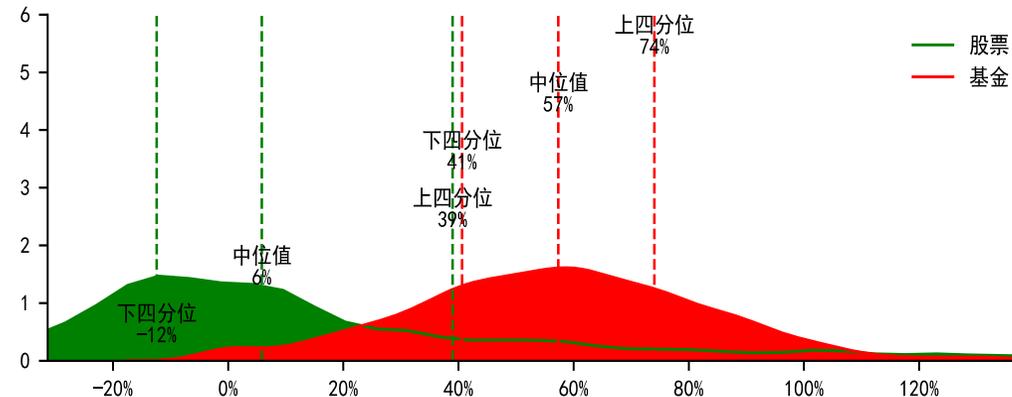


股票及偏股基金的整体业绩分布明显优于A股

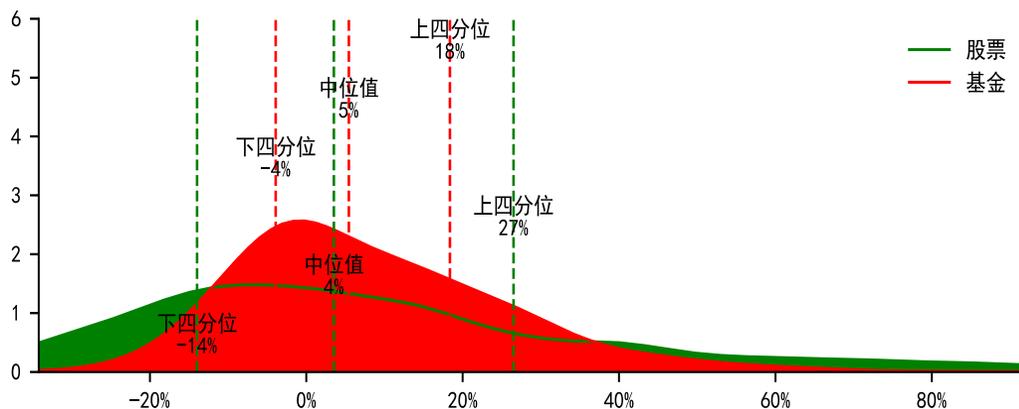
2019年中证800成分股Vs.股票及偏股型基金收益率分布



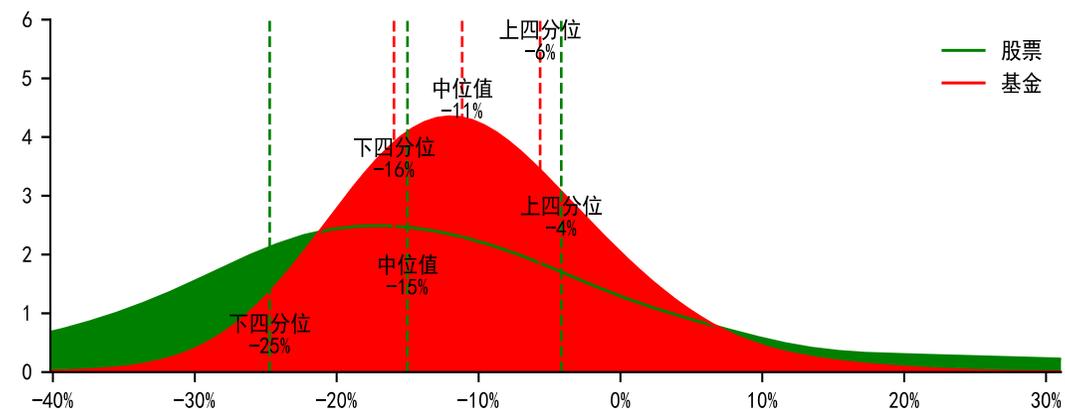
2020年中证800成分股Vs.股票及偏股型基金收益率分布



2021年中证800成分股Vs.股票及偏股型基金收益率分布



2022年至8月18日中证800成分股Vs.股票及偏股型基金收益率分布

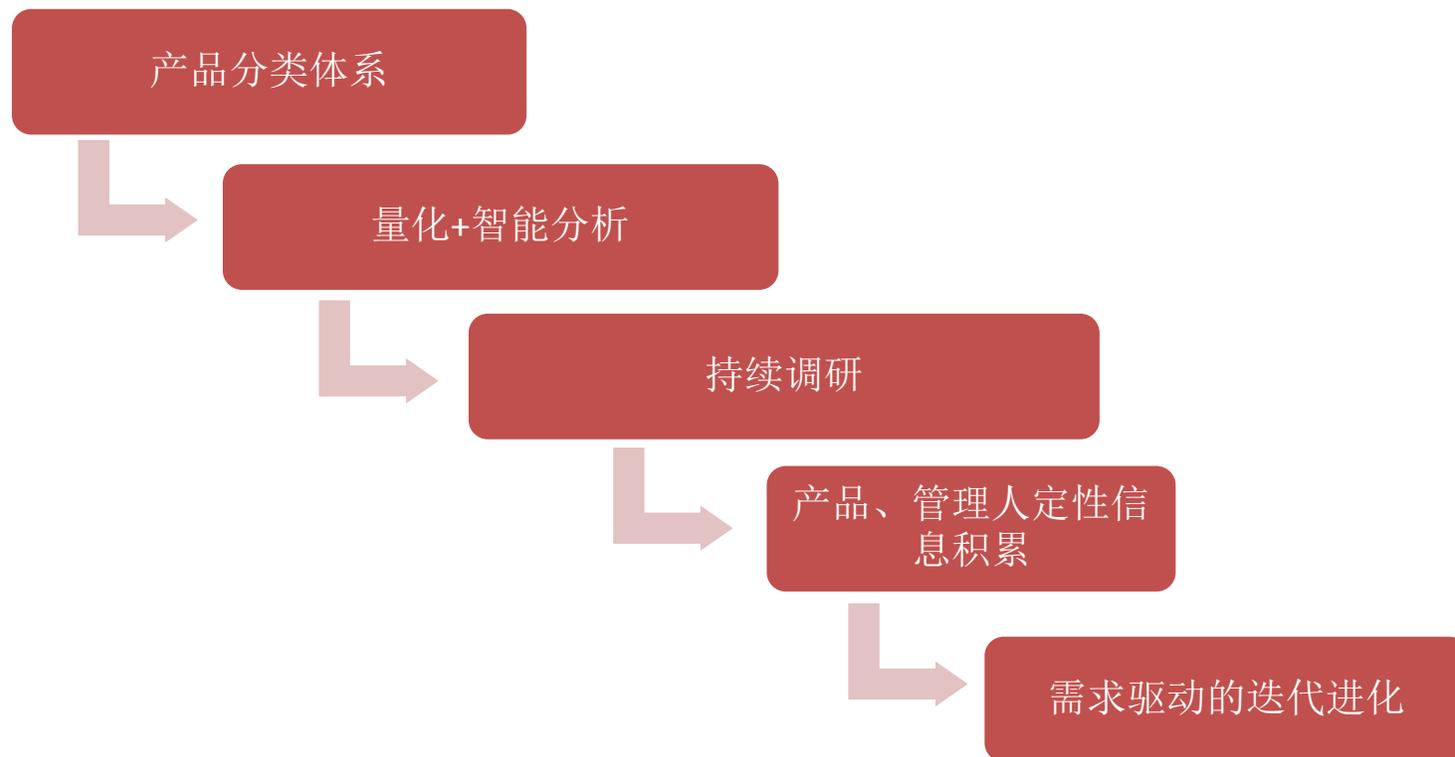


资料来源：Wind，中信证券研究部；
注：主动股基包括普通股票型基金、偏股混合型基金。

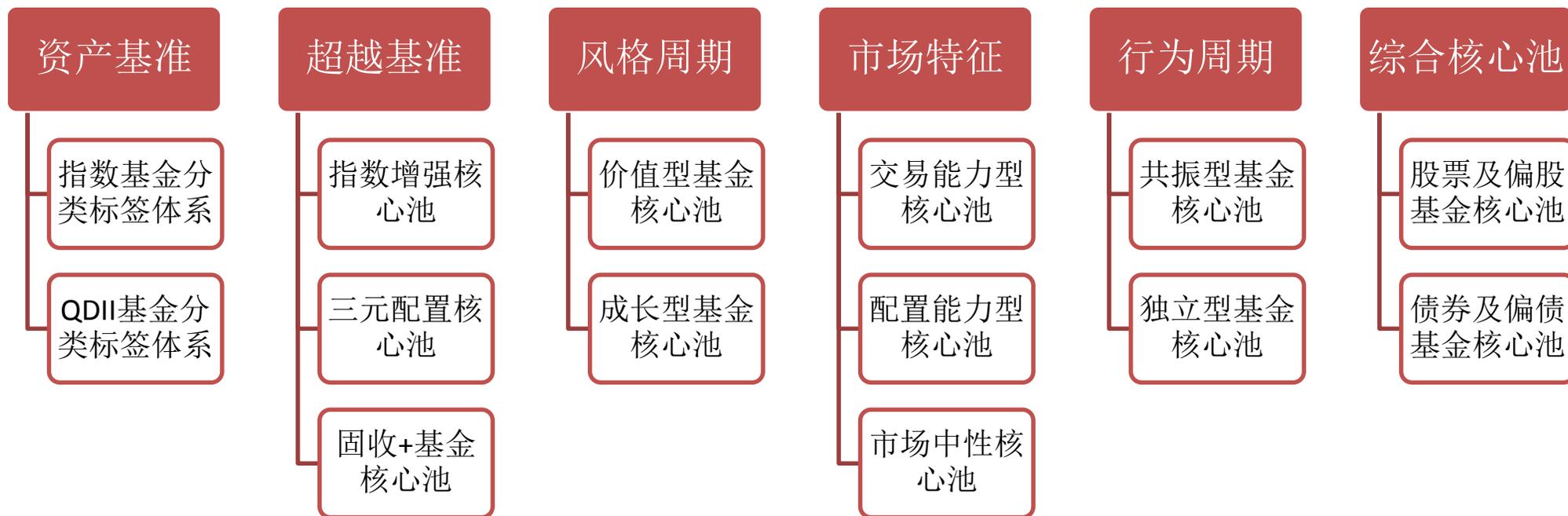
从分类标签到分类基金核心池

- I. 基础元素库需要工匠精神：科学的框架体系、持续维护、迭代进化
- II. 重塑标的资产谱系：建设面向配置应用的基金分类核心池
- III. 指数基金标签体系、 QDII基金标签体系
- IV. 核心池示例1：权益基金综合核心池
- V. 核心池示例2：“固收+”基金核心池

基础元素库需要工匠精神：框架科学、持续维护、迭代进化

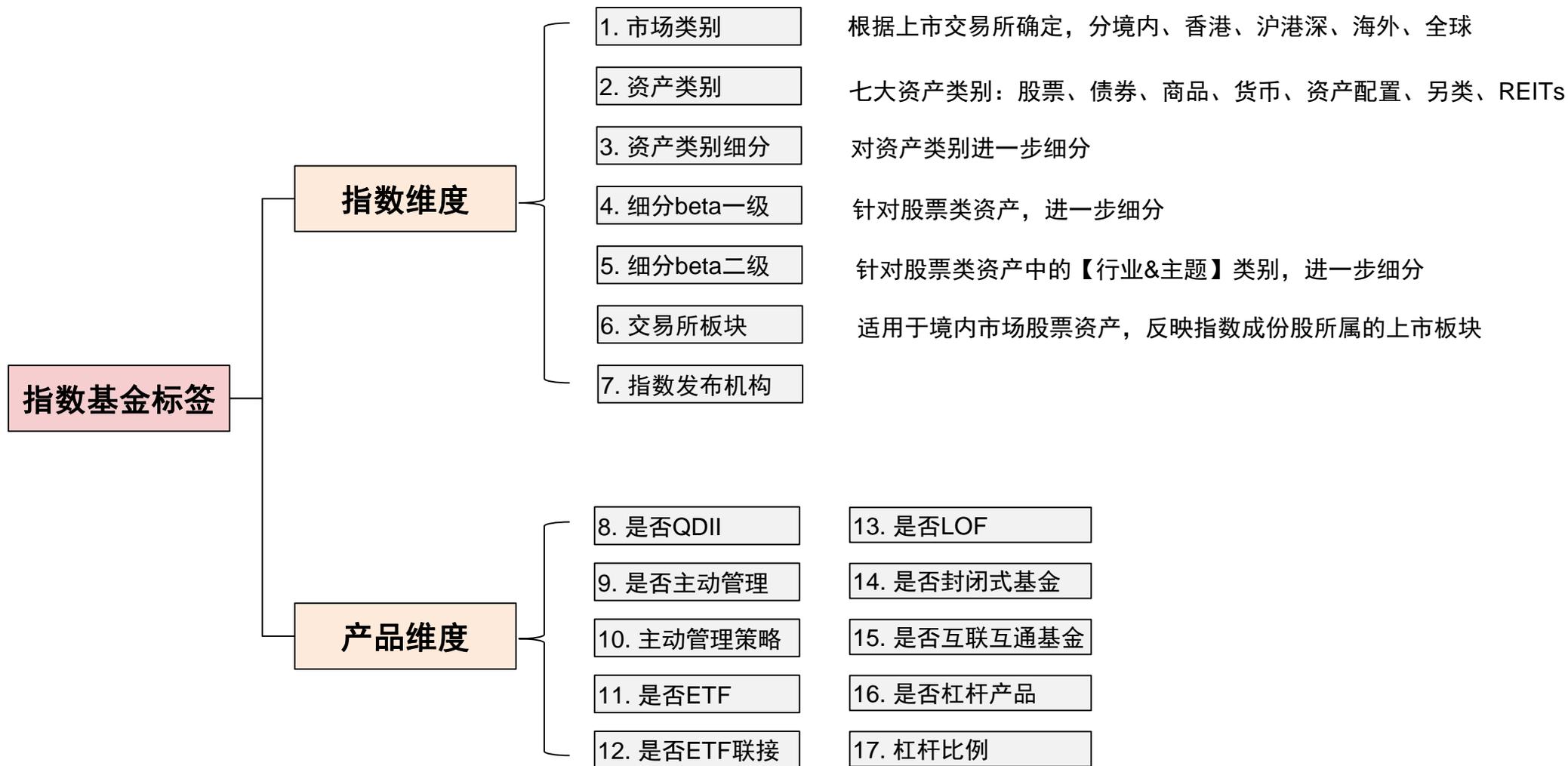


重塑标的资产谱系：建设面向配置应用的基金分类核心池



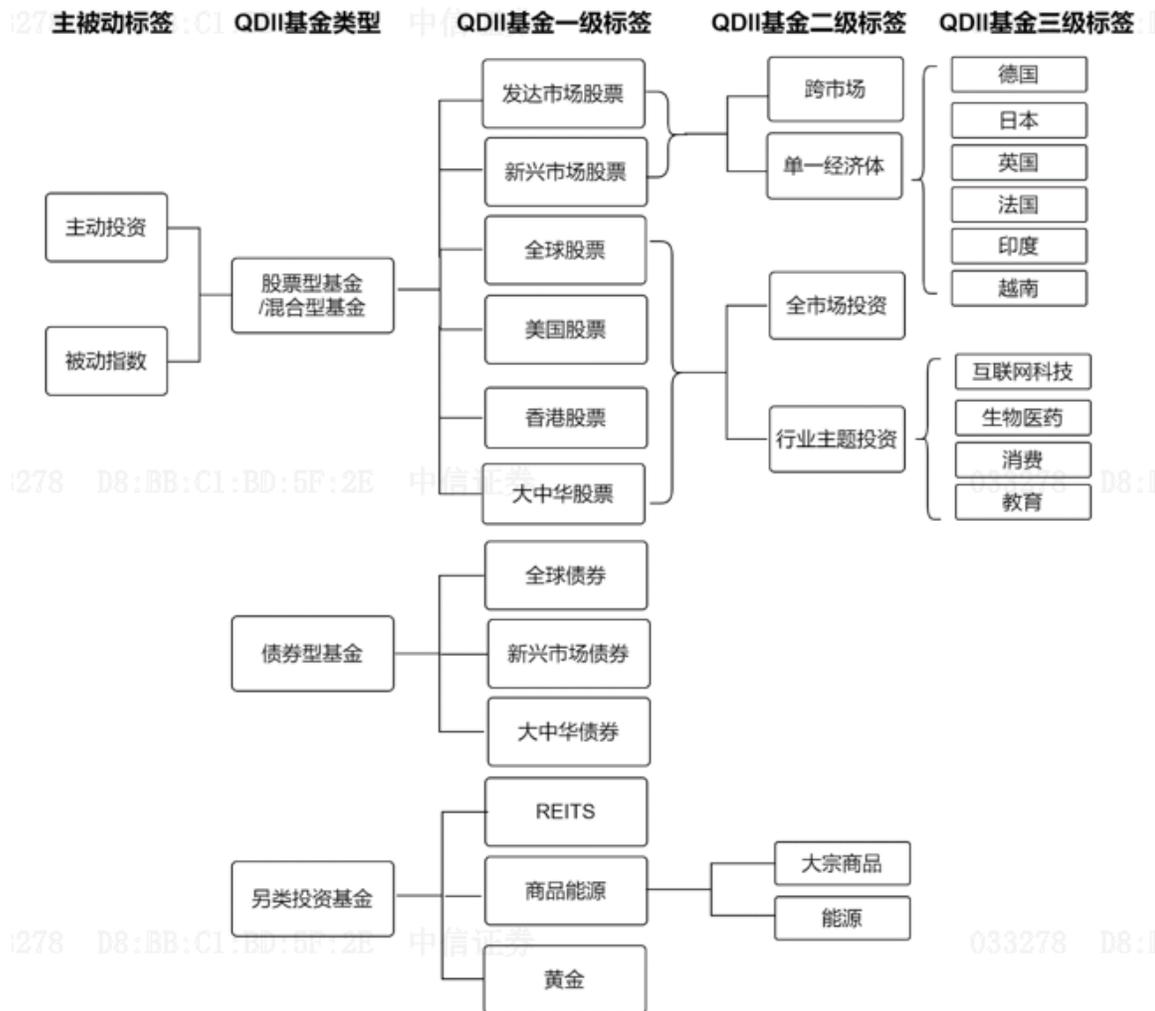
资料来源：中信证券研究部

指数基金标签体系：指数属性与产品属性叠加



QDII基金标签体系：全球多市场的有效延伸

QDII基金分类标签体系

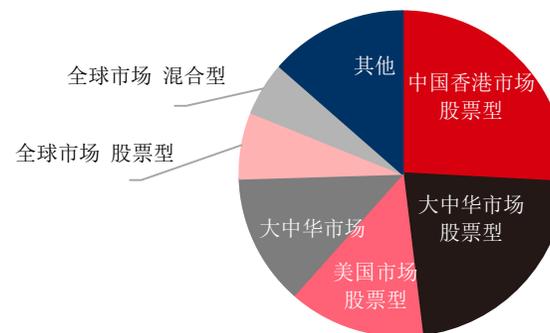


2022Q1 QDII基金分类规模（按投资标的资产分类）

基金类型	基金规模(亿)	细分类型	细分类型基金规模(亿)
股票型基金	1868.65	被动指数型	1586.35
		主动股票型	282.30
混合型基金	579.53	偏股混合型	519.96
		灵活配置型	59.57
债券型基金	85.62	普通债券型	85.62
		REITS	9.51
另类投资型基金	40.84	商品类	10.49
		能源类	12.99
		其他另类投资	7.85

资料来源：Wind，中信证券研究部

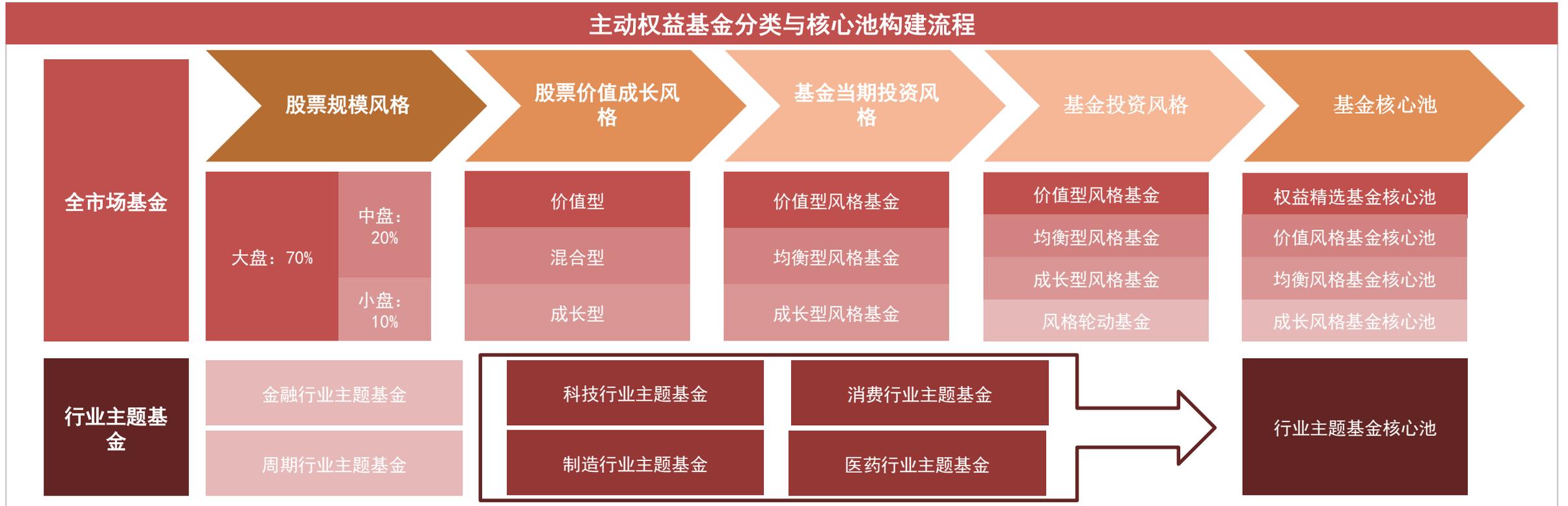
按投资标的/交易市场分类的各类QDII基金规模占比（2022Q1）



核心池示例1：主动股票基金从股票风格到基金风格

- 从股票风格到基金基金：划分为行业主题型基金、价值型风格基金、成长型风格基金、均衡型风格基金、风格轮动基金
- 风格基金到各风格核心池：2年+3年分别考察

主动权益基金分类与核心池构建流程



资料来源：中信证券研究部

核心池示例1：基金相对风格定位

■ 多条件初筛得到备选池

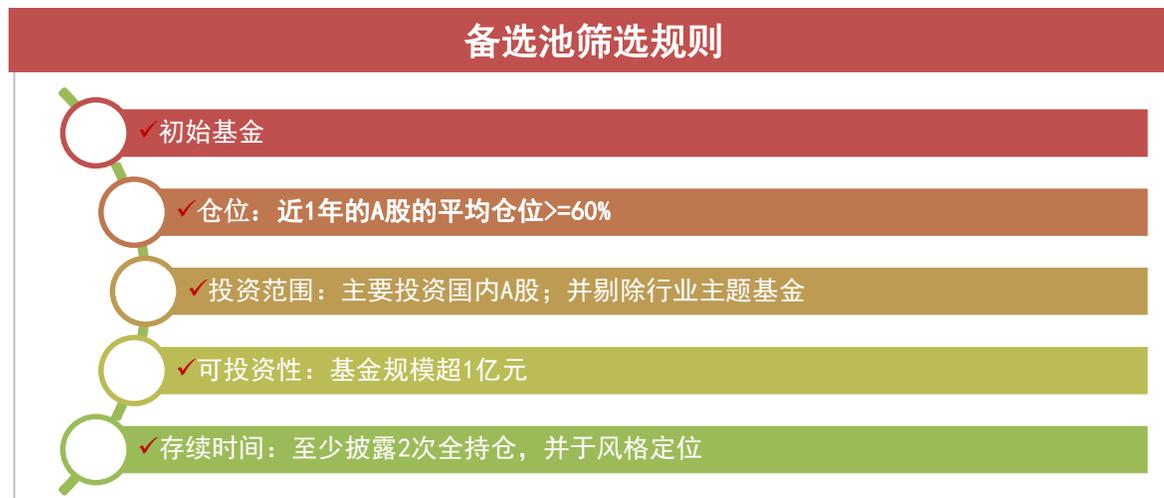
■ 基金相对风格定位

➢ 计算备选池内主动权益型基金的价值成长得分 $X = \sum_{i=1}^n w_i * X_i$

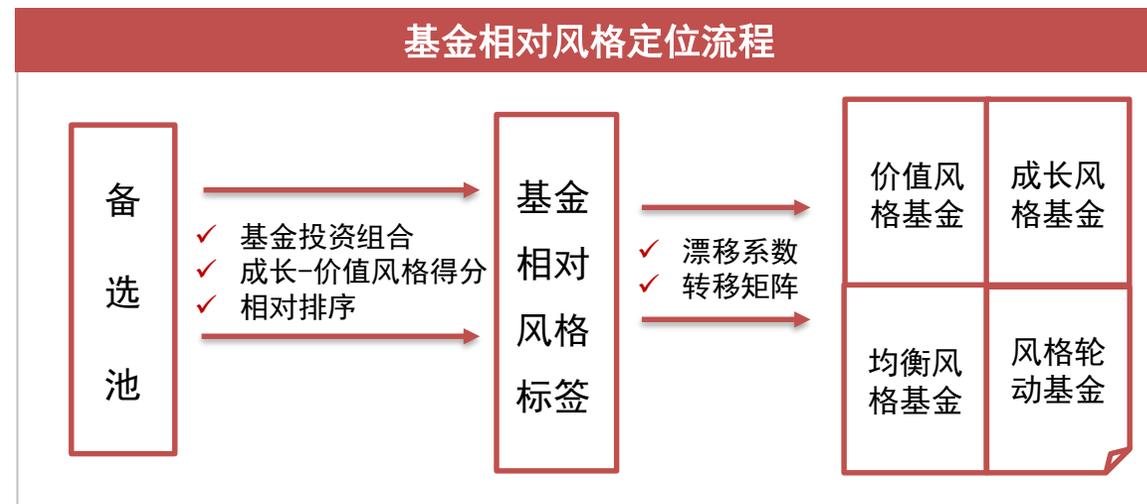
w_i 为基金持有股票 i 的市值占基金股票投资总市值的比率； n 为基金持有股票的数目； X_i 为持有股票 i 的价值成长-得分；

➢ 备选池基金中价值成长得分前30%为成长标签、30%~70%为均衡标签、后30%为价值标签；

■ 漂移系数和转移矩阵两个维度定位风格稳定基金和风格轮动基金



资料来源：中信证券研究部



资料来源：中信证券研究部

核心池示例1：权益基金综合核心池

■ 主动权益综合核心池构建原理

- 基金经理管理经验和规模
- 业绩与风险指标：短中期的风险调整后收益、风险管理能力、业绩稳定性等指标
- 分不同风格分别考察：不同因子在不同风格基金上对下季度的业绩表现差异较大，按照业绩和风险指标对下季度业绩的相关性构建出综合指标，选取该风格下的综合指标前3/4的基金
- 均衡：价值、成长、均衡各30%，风格轮动10%

■ 基金经理在职业生涯第4年和第5年超额较为明显



资料来源：中信证券研究部

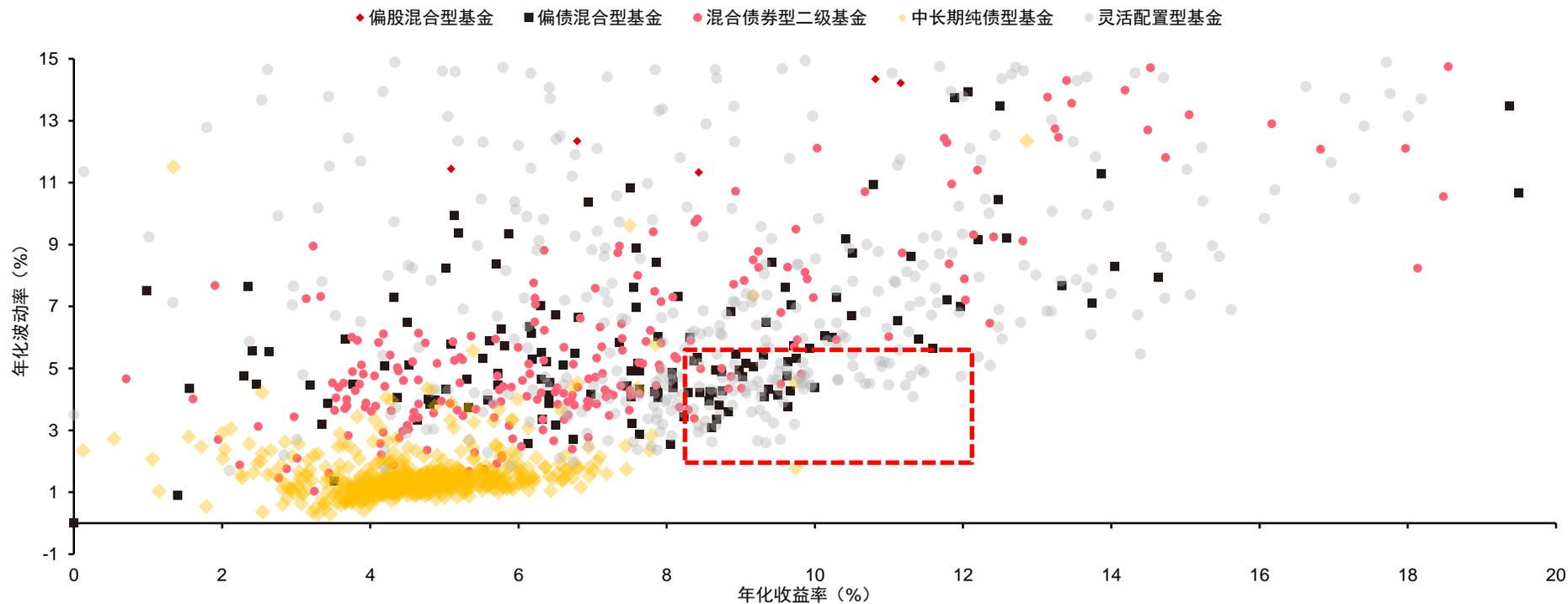


资料来源：Wind，中信证券研究部

核心池示例2：传统基金分类策略分化，产品定位至关重要

- 传统固收型基金分类中基金策略分化，收益率-波动率散布范围大。
- 灵活配置型基金中不乏优质“固收+”产品，应予以纳入筛选。

五类基金2018-2021年年化收益率-年化波动率散点图

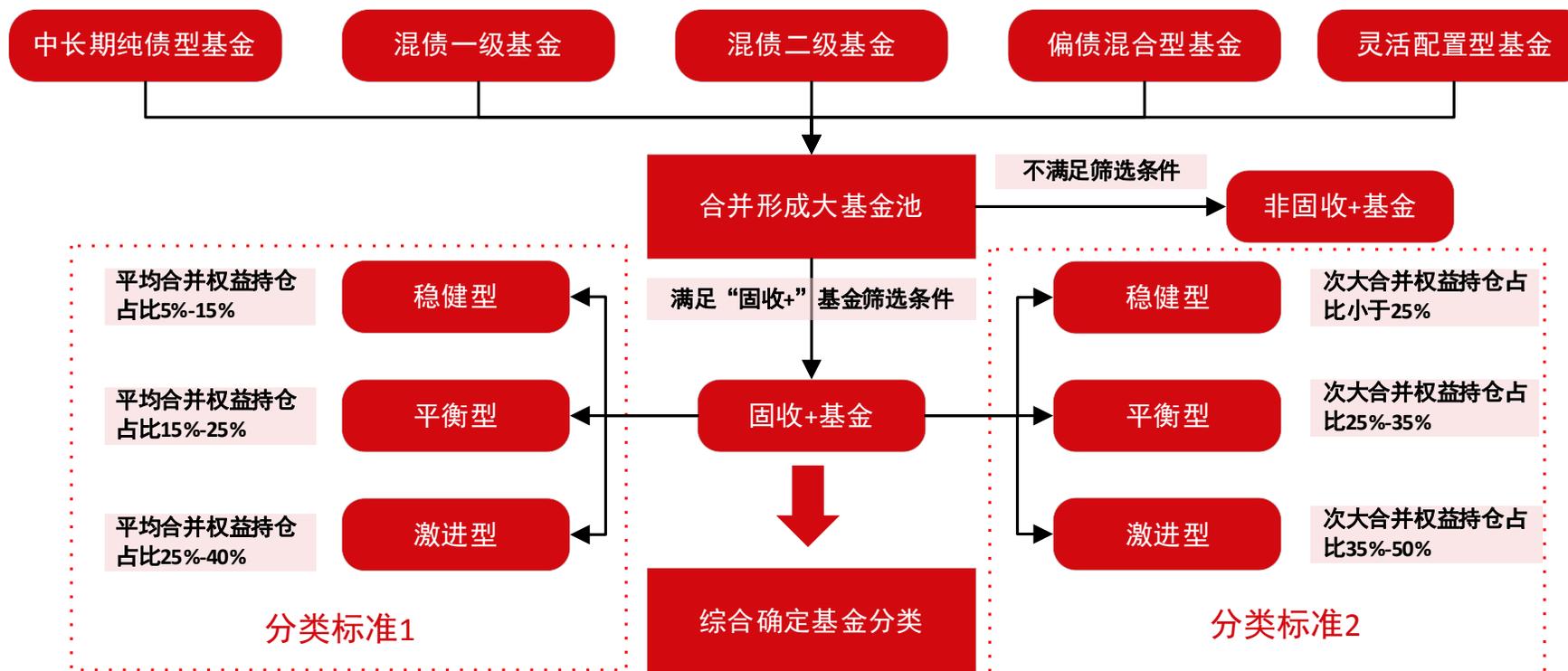


资料来源：wind，中信证券研究部；数据区间为2018/1/1至2021/12/31。
注：仅展示年化收益率在0-20%且年化波动率在0-15%区间内的基金数据。

核心池示例2：“固收+”基金分类和筛选

■ 利用合并权益持仓占比构建“固收+”基金池。

- 我们在中长期纯债型、混合债券型一级、混合债券型二级、偏债混合型、灵活配置型五个基金分类中选取成立时间满3年的基金合并形成大基金池，并从中筛选“固收+”基金，具体筛选规则如下：“基金最近12个报告期平均合并权益持仓占比在5%至40%之间，且任一报告期的合并权益持仓占比不超过50%”。
- “固收+”的分类方面，我们引入基于过去12个报告期的平均合并权益持仓占比和次大合并权益持仓占比两套标准，并取两套标准的孰高分类综合判断基金分类。例如基金A在平均合并权益持仓占比的分类标准1下被分类为稳健型“固收+”基金，在最大合并权益持仓占比的分类标准2下被分类为激进型“固收+”基金，根据取孰高分类的原则，基金A最终的基金分类为激进型“固收+”基金。



核心池示例2：“固收+”基金核心池筛选框架

■ 核心池筛选主要遵循以下三个步骤：

- 明确产品定位，“固收+”基金分类作为备选基金池。
- 规模筛选排除干扰、提升可投资性，构建初始池。
- 任职时间筛选保证业绩连续性，同时综合获利能力、抗风险能力、风险收益比、业绩稳定性四维度筛选核心池。



筛选条件	指标维度	指标选取	筛选规则
条件1	任职时间	第一基金经理任职时间	第一基金经理任职时间 \geq 2年
	获利能力	近三年、近两年、近一年收益率	
条件2	抗风险能力	改造Burke比率	计算各项指标的分位数得分并按维度权重进行赋分，取得分前50%的基金进入核心池。
	风险收益比	年化夏普比率（周）	
	业绩稳定性	年化波动率（周）、周胜率	

从分类核心池到基金组合系列指数

- I. 中信证券系列指数图谱中基金池指数是重要的增量方向
- II. 基金组合指数示例——价值和成长风格基金指数
- III. 指数化是塑造信任感的有效手段：透明性、持续性、低成本

市场基准系列指数 (3条)	行业系列指数 (484条)		大类板块系列指数 (18条)	主题系列指数 (3条)	量化策略系列指数 (39条)	基金系列指数 (26条)
A股全市场指数 (2条)	一级行业指数 (30条)	行业618指数 (30条)	上下游产业链指数 (6条)	行业主题指数 (1条)	三级因子策略指数 (27条)	基金核心池系列指数 (24条)
中信证券A股综合指数 中信证券A股指数	中信石油石化指数 中信煤炭指数 中信有色金属指数	中信石油石化618指数 中信煤炭618指数 中信有色金属618指数	中信上游资源指数 中信中游制造指数 中信下游消费指数 中信基建与运营指数 中信TMT指数 中信金融地产指数	中信证券新能源车指数	大盘 中盘 X 小盘 1.规模 2.价值 3.成长 4.一致预期 5.财务质量 6.分红 7.重要股东增持 8.业绩预增 9.基金重仓	中信证券沪深300增强基金系列指数 (4条) 中信证券中证500增强基金系列指数 (3条) 中信证券价值型风格基金指数 (1条) 中信证券成长型风格基金指数 (1条) 中信证券交易能力型基金系列指数 (5条) 中信证券股债配置能力型基金系列指数 (4条) 中信证券三元配置型基金系列指数 (4条) 中信证券固收+基金系列指数 (2条)
A股宽基指数 (1条)	二级行业指数 (109条)	行业382指数 (30条)	风格板块指数 (5条)	区域主题指数 (1条)	二级因子策略指数 (8条)	基金精选组合系列指数 (1条)
中信证券500指数	中信石油开采II指数 中信石油化工指数 中信油服工程指数	中信石油石化382指数 中信煤炭382指数 中信有色金属382指数	中信金融风格指数 中信周期风格指数 中信消费风格指数 中信成长风格指数 中信稳定风格指数	中信证券中关村生命科学园生物经济上市指数	中信证券大盘综合Beta指数 中信证券中盘综合Beta指数	中信证券大伽池基金指数
	三级行业指数 (285条)		产业板块指数 (7条)	政策主题指数 (1条)	一级因子策略指数 (4条)	海外ETP系列指数 (1条)
	中信石油开采III指数 中信炼油指数 中信油品销售及仓储指数		中信周期产业指数 中信制造产业指数 中信基础设施与地产产业指数 中信消费产业指数 中信科技产业指数 中信医疗健康产业指数 中信金融产业指数	中信证券ESG 100指数	中信证券行业龙头指数 (等权、流通市值) 中信证券价值超预期沪深300超额收益指数.....	中信证券印度ETP指数

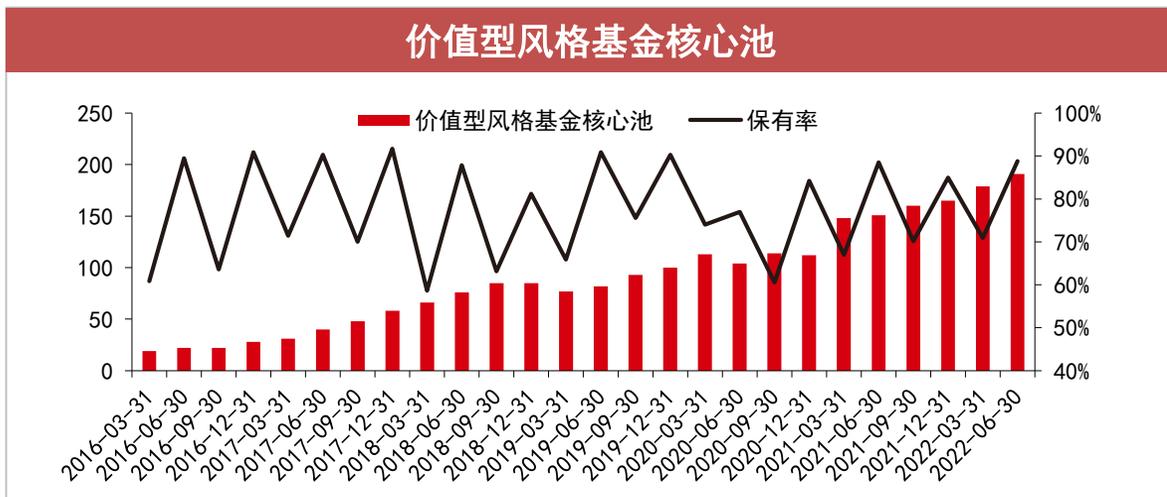
中信证券分类核心池基金组合系列指数一览表

分类维度	指数系列	主指数		细分指数	
超越基准	沪深300增强	中信证券沪深 300 增强综合指数	CIS58002	中信证券沪深 300 增强精选指数	CIS58003
				中信证券沪深 300 类增强指数(量化)	CIS58004
				中信证券沪深 300 类增强指数(主动)	CIS58005
	中证500增强	中信证券中证 500 增强综合指数	CIS58006	中信证券中证 500 增强精选指数	CIS58007
				中信证券中证 500 类增强指数(量化)	CIS58008
	三元配置	中信证券三元配置基金综合指数	CIS58040	中信证券积极型三元配置基金指数	CIS58041
				中信证券平衡型三元配置基金指数	CIS58042
				中信证券稳健型三元配置基金指数	CIS58043
	“固收+”基金	中信证券平衡型“固收+”基金指数	CIS58031		
中信证券稳健型“固收+”基金指数		CIS58032			
风格周期	价值型风格	中信证券价值型风格基金指数	CIS58021		
	成长型风格	中信证券成长型风格基金指数	CIS58022		
市场特征	交易能力型	中信证券交易能力基金综合指数	CIS58050	中信证券交易能力大型基金指数	CIS58051
				中信证券交易能力中型基金指数	CIS58052
				中信证券交易能力小型基金指数	CIS58053
				中信证券交易能力稳定型基金指数	CIS58054
	股债配置能力型	中信证券股债配置能力基金综合指数	CIS58010	中信证券股债配置能力基金激进指数	CIS58011
				中信证券股债配置能力基金均衡指数	CIS58012
				中信证券股债配置能力基金保守指数	CIS58013
市场中性	中信证券量化对冲基金指数	CIS58060	中信证券量化对冲基金精选指数	CIS58061	
行为周期	共振型基金				
	独立型基金				
综合核心池	股票及偏股基金	中信证券主动权益基金综合池指数	CIS58023	中信证券主动权益基金价值指数	CIS58024
				中信证券主动权益基金成长指数	CIS58025
				中信证券主动权益基金均衡指数	CIS58026

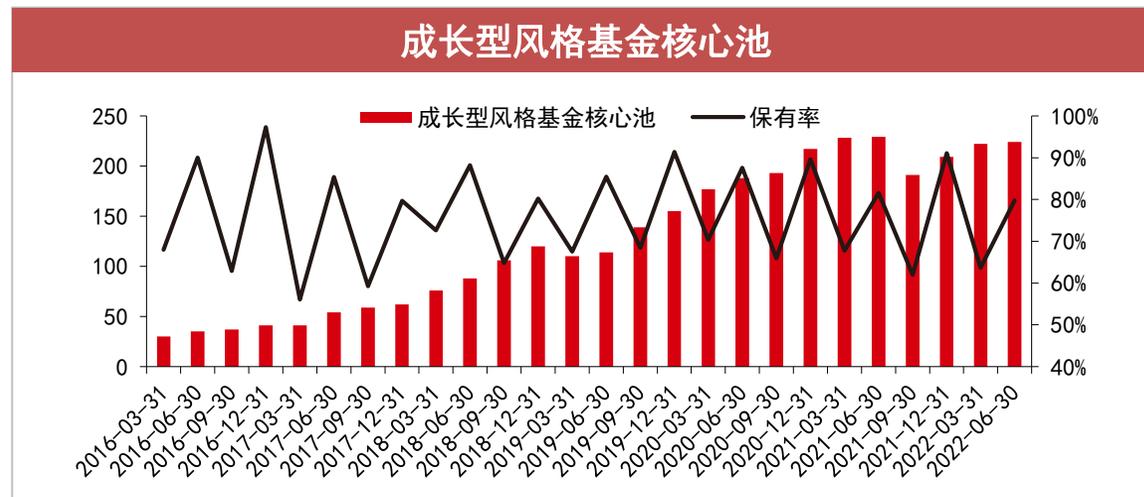
资料来源：中信证券研究部

基金组合指数示例——价值和成长风格基金指数

- **构建原理：**优选原则，基金经理投资年限、管理本产品的年限、风险调整后收益、回撤控制能力以及季度胜率等维度，以2年期产品为例，要求考察期时点，基金经理具有不少于3年管理经验；管理本产品不少于2年；年化夏普比率、最大回撤、以及季度胜率排名均在前80%。
- **价值型风格核心池：**2年与3年期全市场价值型风格基金的并集
- **成长型风格核心池：**2年与3年期全市场成长型风格基金，以及消费医药、科技制造成长类主题基金的并集，并约束数量。



资料来源：Wind，中信证券研究部



资料来源：Wind，中信证券研究部

基金组合指数示例——价值和成长风格基金指数

- 价值和成长风格基金指数：各2条指数，等权和规模加权
- 历史回溯时间长，每季度调整

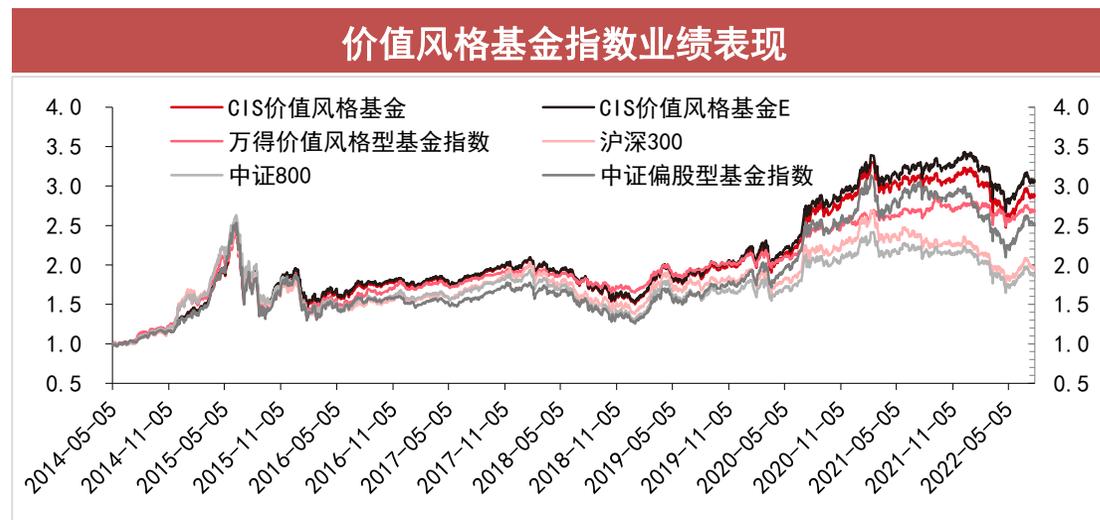
中信证券价值和成长风格基金指数基本要素

指数全称	中信证券价值型风格基金指数	中信证券价值型风格基金等权指数	中信证券成长型风格基金指数	中信证券成长型风格基金等权指数
指数代码	CIS58021	CIS58021E	CIS58022	CIS58022E
指数简称	CIS价值风格基金	CIS价值风格基金E	CIS成长风格基金	CIS成长风格基金E
基日	2014/5/5	2014/5/5	2014/5/5	2014/5/5
基点	1000	1000	1000	1000
发布日期	2022/4/22	2022/4/22	2022/5/27	2022/5/27
指数类型	全收益指数	全收益指数	全收益指数	全收益指数
最新成份数	179	179	219	219
加权方式	最新可得基金管理规模0.618次幂加权。	等权	最新可得基金管理规模0.618次幂加权。	等权
指数计算方法	指数采用链式法计算，指数调仓成本为0.55%（申购费0.05%，赎回费0.5%），不考虑资金占用时间。			
定期调整	每年调整4次，时间为季报披露后次月的第一个交易日，即每年2月、5月、8月、11月的第1个交易日。			
临时调整	1) 成分基金变更基金经理；2) 成分基金清算、合并；3) 其他影响投资风格的情况。			
选样规则	剔除行业主题基金后，基于主动权益型基金的持仓定位出稳定风格的价值型基金，并从基金经理管理产品年限、风险调整后收益、风险指标以及季度胜率等维度筛选并构建核心池。		从全市场成长型基金核心池和行业主题基金核心池两个维度选样构建成长风格核心池，（1）对于全市场基金，剔除行业主题基金后，基于主动权益型基金的持仓定位出稳定风格的成长型风格基金，并从基金经理管理产品年限、风险调整后收益、风险指标以及季度胜率等维度筛选并构建全市场成长型核心池；（2）对于偏成长的消费与医药、科技与制造行业主题基金，从基金经理管理产品年限、风险调整后收益、风险指标等维度筛选并构建行业主题基金核心池。	

资料来源：Wind，中信证券研究部

基金组合指数示例——价值风格基金指数

- 价值型风格基金指数较Wind成长型风格基金指数、中证偏股型基金指数、沪深300和中证800市场指数表现出更好的业绩，更优的风险特征。
- 价值型风格基金指数在弱势和震荡市中领先显著，且领先时间较长



资料来源：Wind，中信证券研究部

价值型风格基金年度表现及相对市场指数的收益情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年前7月	年化收益率
CIS价值风格基金指数E	41.6	-8.3	13.1	-22.1	39.0	42.6	11.4	-10.8	14.6
万得价值风格型基金指数	10.2	-3.5	13.7	-13.5	26.7	21.9	8.2	-3.5	12.8
中证偏股型基金指数	37.5	-17.0	12.6	-24.6	43.7	51.5	4.1	-14.0	11.8
沪深300	5.6	-11.3	21.8	-25.3	36.1	27.2	-5.2	-15.6	8.4
CIS价值风格基金指数E-万得价值风格型基金指数	31.4	-4.8	-0.6	-8.6	12.3	20.7	3.1	-7.3	1.8
CIS价值风格基金指数E-中证偏股型基金指数	4.1	8.7	0.4	2.5	-4.8	-8.9	7.3	3.2	2.8
CIS价值风格基金指数E-沪深300	36.0	3.0	-8.7	3.2	2.9	15.4	16.6	4.8	6.2

资料来源：Wind，中信证券研究部

价值风格基金指数与市场指数的风险收益

	CIS价值风格基金	CIS价值风格基金E	万得价值风格型基金指数	中证偏股型基金指数	沪深300	中证800
区间收益率	187.0%	205.2%	168.1%	149.8%	93.4%	85.3%
年化收益率	13.7%	14.6%	12.8%	11.8%	8.4%	7.8%
年化波动率	21.9%	21.9%	19.7%	24.9%	24.4%	24.2%
最大回撤	-42.2%	-42.3%	-42.5%	-50.4%	-46.7%	-50.9%
最大上涨	240.1%	252.7%	190.8%	225.1%	174.6%	168.6%
季度胜率（相对中证800）	78.1%	71.9%	59.4%	56.3%	46.9%	-
年化夏普比率	0.64	0.68	0.65	0.53	0.41	0.39
卡玛比率	0.32	0.34	0.30	0.23	0.18	0.15
索丁诺比率	0.90	0.95	0.96	0.73	0.60	0.55

资料来源：Wind，中信证券研究部

基金组合指数示例——成长风格基金指数

- 成长型风格基金等权指数较Wind成长型风格基金指数和、中证偏股型基金指数、中证500和中证800等市场指数表现出更好的业绩，更优的风险调整后收益
- 成长型风格基金指数在成长占优年份中领先显著



资料来源：Wind，中信证券研究部

成长型风格基金年度表现及相对市场指数的收益情况

项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年前7月	年化收益率
CIS成长风格基金指数E	60.5	-21.0	6.9	-28.1	50.4	66.1	8.2	-12.8	13.19
Wind成长风格型基金指数	42.0	-17.1	3.2	-24.0	42.6	60.4	8.8	-11.9	11.97
中证偏股型基金指数	37.5	-17.0	12.6	-24.6	43.7	51.5	4.1	-14.0	11.80
中证500	43.1	-17.8	-0.2	-33.3	26.4	20.9	15.6	-14.5	6.35
CIS成长风格基金指数E- Wind成长风格型基金指数	18.5	-3.9	3.7	-4.2	7.8	5.7	-0.6	-0.9	1.22
CIS成长风格基金指数E- 中证偏股型基金指数	23.0	-4.0	-5.7	-3.5	6.7	14.6	4.1	1.2	1.39
CIS成长风格基金指数E- 中证500	17.4	-3.2	7.1	5.2	24.0	45.2	-7.4	1.7	6.84

资料来源：Wind，中信证券研究部

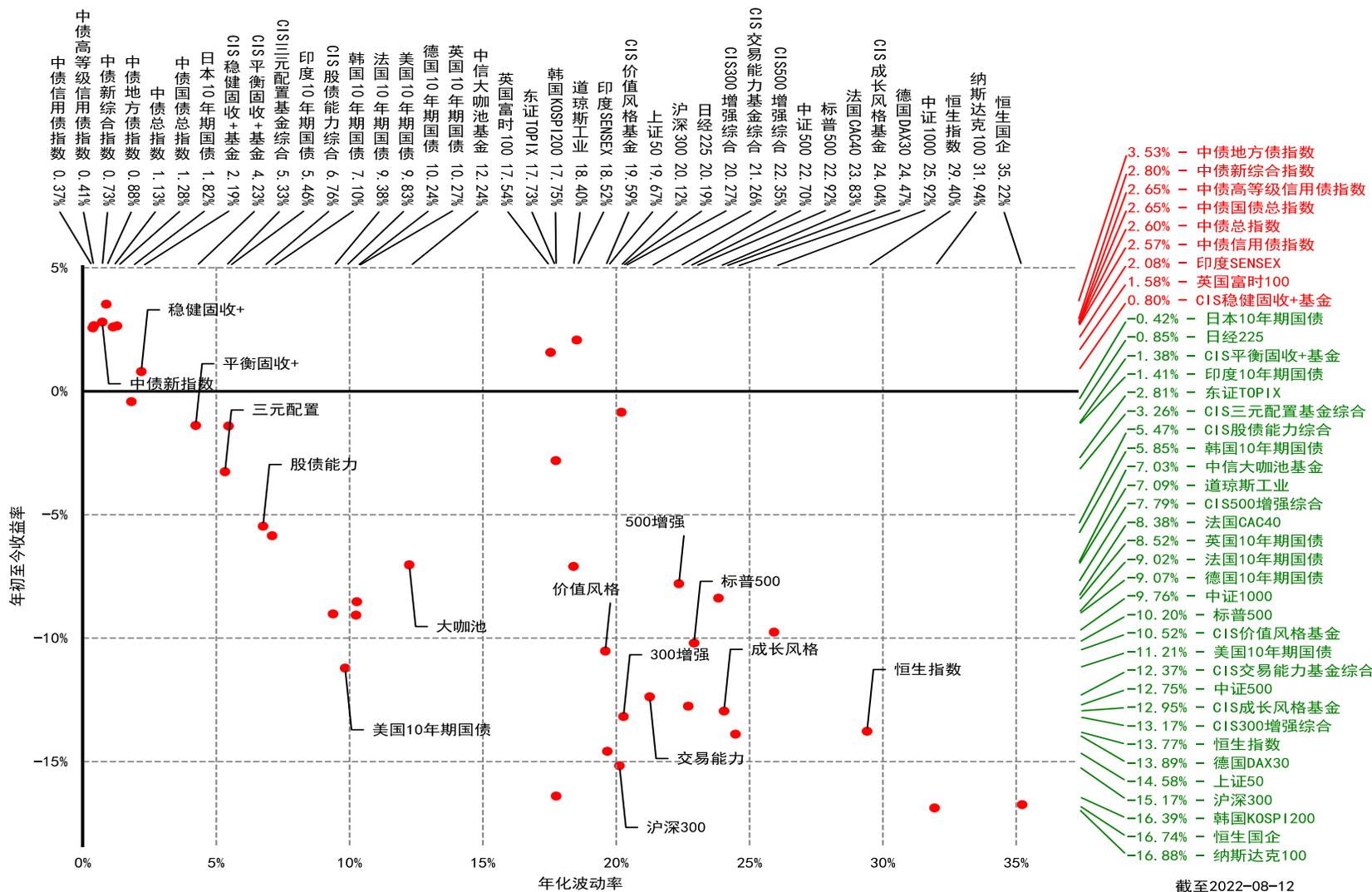
成长风格基金指数与市场指数的风险收益

	CIS成长风格基金	CIS成长风格基金E	万得成长风格型基金指数	中证偏股型基金指数	中证500	中证800
区间收益率	135.5%	176.5%	153.0%	149.8%	65.7%	85.3%
年化收益率	11.0%	13.2%	12.0%	11.8%	6.4%	7.8%
年化波动率	26.8%	26.3%	25.2%	24.9%	27.3%	24.2%
最大回撤	-60.3%	-56.3%	-53.4%	-50.4%	-65.2%	-50.9%
最大上涨	207.5%	249.5%	208.7%	225.1%	211.6%	168.6%
季度胜率（相对中证800）	53.1%	59.4%	56.3%	56.3%	53.1%	-
年化夏普比率	0.48	0.56	0.53	0.53	0.32	0.39
卡玛比率	0.18	0.23	0.22	0.23	0.10	0.15
索丁诺比率	0.66	0.77	0.73	0.73	0.44	0.55

资料来源：Wind，中信证券研究部

指数化是塑造信任感的有效手段：透明性、持续性、低成本

中信证券分类核心池主要指数2019年以来表现（基日晚于2019年的指数自基日起测算）

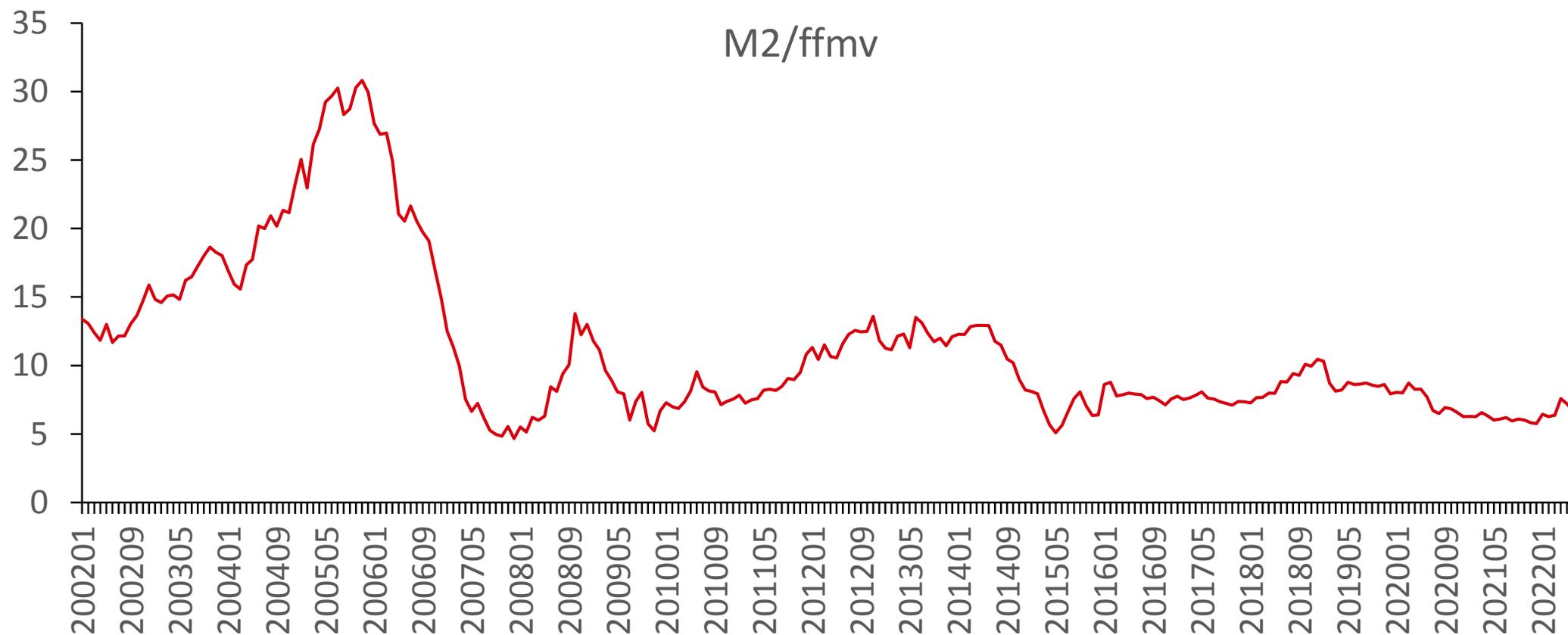


资料来源：wind, 中信证券研究部测算 注：2022年以来表现计算截止日为8月12日

从分类核心池到定期精选组合

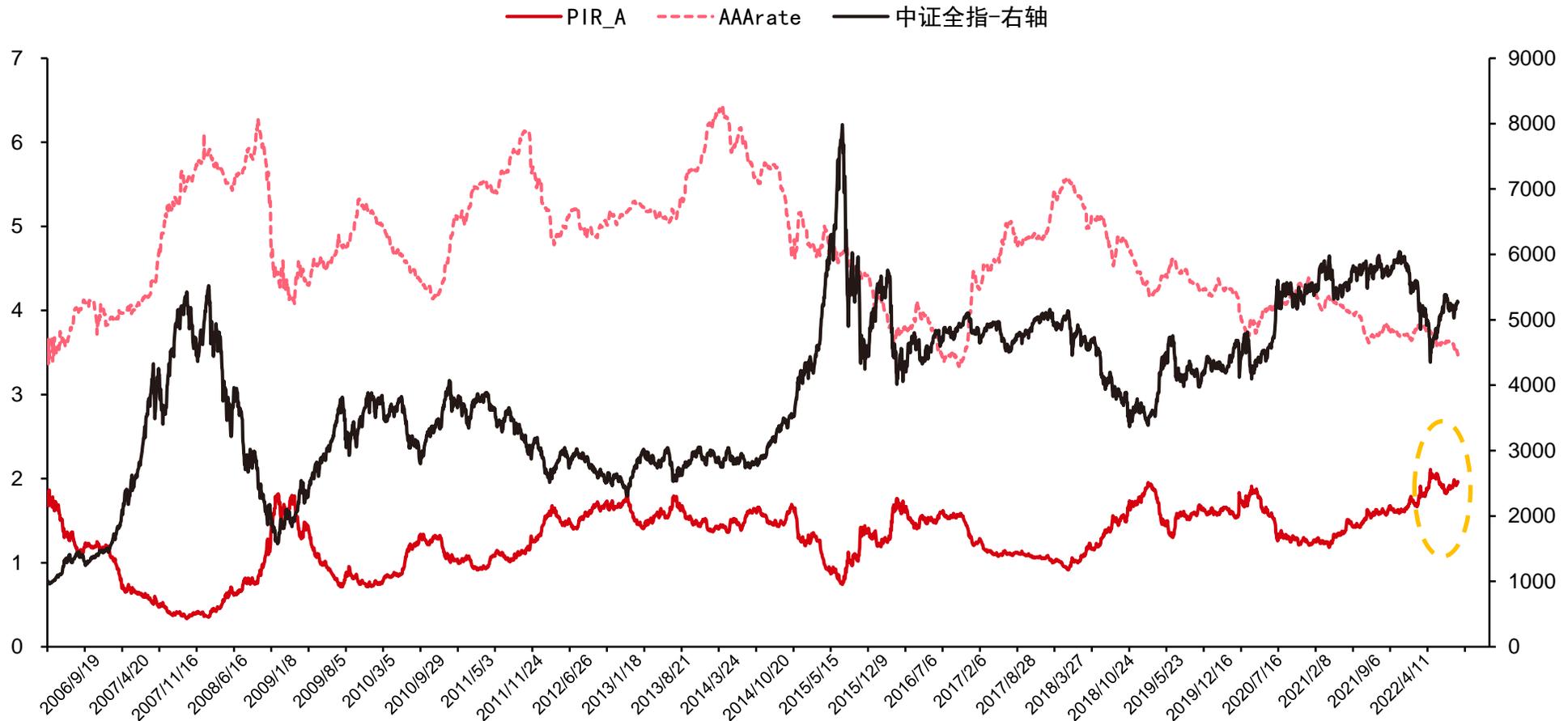
- I. 系统性估值压抑、权益资产性价比较高的背景下，基金组合是重要配置手段
- II. 精选示例1：价值风格基金精选组合
- III. 精选示例2：成长风格基金精选组合
- IV. 精选示例3：稳健型和平衡型“固收+”基金精选组合

估值压抑：在未来较长的时间段内出现大级别行情的可能性比较小



资产估值比价角度：权益资产处于占优配置区域

利润利息比Vs. 中证全指

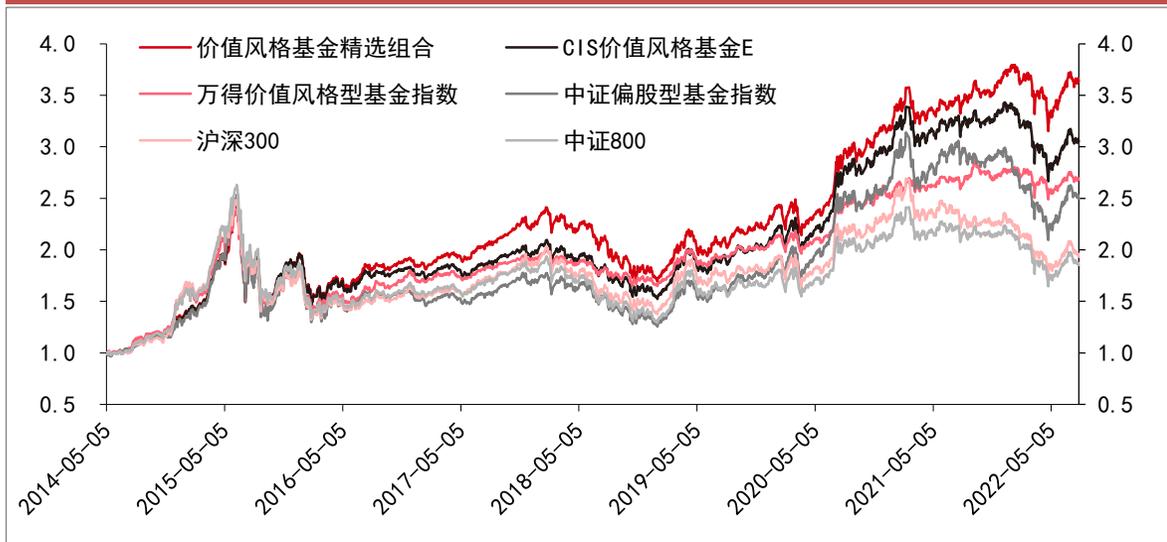


资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截止2022年8月18日

精选示例1：价值风格基金精选组合

- 因子选取： 年化夏普比率、风险因子、季度胜率
- 加权方式： 标准化后按照Rank ICIR加权
- 调仓频率： 季度
- 筛选步骤： 在定期调仓时点计算样本空间内基金的综合选基因子值，筛选因子得分最高的10只基金，同一基金经理仅选取其得分最高的产品，并按照等权构建价值风格基金精选组合
- 价值型基金精选组合历史业绩表现稳定，年化收益率为17.%，年化夏普比率0.79，跑赢重要指数，风险指标同样占优；强势年份跑输中证主动股基指数和中证偏股型基金指数，弱势和震荡市则显著跑赢。

价值风格基金精选组合历史回撤情况



资料来源：wind，中信证券研究部 注：最新数据截止2022年7月31日

价值风格基金精选组合历史业绩表现及对比情况

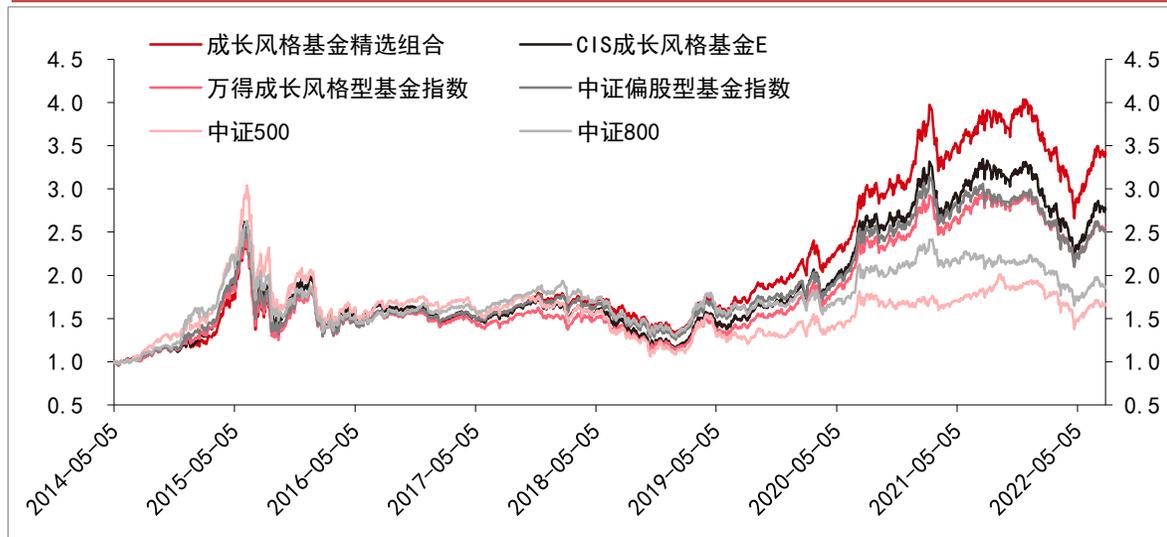
	价值风格基金精选组合	CIS价值风格基金E	万得价值风格型基金指数	中证偏股型基金指数	沪深300	中证800
区间收益率	263.43%	205.23%	168.09%	149.75%	93.38%	85.30%
年化收益率	17.02%	14.56%	12.77%	11.80%	8.37%	7.80%
年化波动率	21.42%	21.95%	19.73%	24.92%	24.37%	24.23%
最大回撤	-40.25%	-42.32%	-42.45%	-50.43%	-46.70%	-50.91%
最大上涨	291.65%	252.70%	190.83%	225.14%	174.58%	168.63%
季度胜率（相对中证800）	84.38%	71.88%	59.38%	56.25%	46.88%	-
年化夏普比率	0.79	0.68	0.65	0.53	0.41	0.39
卡玛比率	0.42	0.34	0.30	0.23	0.18	0.15
索丁诺比率	1.12	0.95	0.96	0.73	0.60	0.55

资料来源：wind，中信证券研究部

精选示例2：成长风格基金精选组合

- 因子选取：年化夏普比率、风险因子、季度胜率
- 加权方式：标准化后按照Rank ICIR加权
- 调仓频率：季度
- 筛选步骤：在定期调仓时点计算样本空间内基金的综合选基因子值，筛选因子得分最高的10只基金，同一基金经理仅选取其得分最高的产品，并按照等权构建价值风格基金精选组合
- 成长风格基金精选组合历史业绩表现稳定，年化收益率为16%，年化夏普比率0.67，大幅跑赢重要指数，风险指标同样占优。成长风格基金精选组合较多年份跑赢市场主要基金指数和宽基指数，精选组合适应不同类型的风格年份

成长风格基金精选组合历史回撤情况



资料来源：wind，中信证券研究部 注：最新数据截止2022年7月31日

成长风格基金精选组合历史业绩表现及对比情况

	成长风格基金精选组合	CIS成长风格基金E	万得成长风格型基金指数	中证偏股型基金指数	中证500	中证800
区间收益率	238.8%	176.5%	153.0%	149.8%	65.7%	85.3%
年化收益率	16.0%	13.2%	12.0%	11.8%	6.4%	7.8%
年化波动率	25.4%	26.3%	25.2%	24.9%	27.3%	24.2%
最大回撤	-46.2%	-56.3%	-53.4%	-50.4%	-65.2%	-50.9%
最大上涨	319.0%	249.5%	208.7%	225.1%	211.6%	168.6%
季度胜率（相对中证800）	68.8%	59.4%	56.3%	56.3%	53.1%	-
年化夏普比率	0.67	0.56	0.53	0.53	0.32	0.39
卡玛比率	0.35	0.23	0.22	0.23	0.10	0.15
索丁诺比率	0.94	0.77	0.73	0.73	0.44	0.55

资料来源：wind，中信证券研究部

价值和成长风格基金精选组合最新成分

- 每年调整4次，时间分别为2月、5月、8月、11月的第1个交易日

2022年8月价值型风格基金精选组合

基金简称	成立时间	第一基金经理	第一经理在任年限	2022年前7月收益	2021年收益	2020年收益
交银国企改革	2015-06-10	沈楠	7.06	-1.96%	20.4%	54.9%
红塔红土盛弘	2018-11-06	赵耀	3.65	10.16%	9.3%	33.3%
中泰玉衡价值优选	2019-03-20	姜诚	3.28	0.17%	30.9%	44.1%
银华鑫锐	2016-08-01	王海峰	2.95	-10.81%	29.1%	79.2%
南方转型增长	2016-08-17	林乐峰	4.54	-8.29%	21.8%	81.7%
诺安低碳经济	2015-05-12	蔡宇滨	3.44	-6.67%	30.5%	34.1%
广发多因子	2016-12-30	唐晓斌	4.02	-10.89%	89.0%	61.4%
大成优势企业	2019-12-24	刘旭	2.52	-15.68%	25.2%	69.1%
九泰久益	2017-01-25	何昕	3.86	-1.26%	46.0%	29.2%
中加转型动力	2018-09-05	冯汉杰	3.57	-4.70%	19.1%	59.9%

2022年8月成长型风格基金精选组合

基金简称	成立时间	第一基金经理	第一经理在任年限	2022年前7月收益	2021年收益	2020年收益
建信信息产业	2015-03-24	邵卓	7.27	-11.4%	33.2%	70.5%
华安大安全	2017-08-23	舒灏	3.58	-12.0%	31.8%	69.1%
中邮科技创新精选	2020-02-27	国晓雯	2.34	-13.3%	38.1%	-
博道嘉元	2020-03-04	张迎军	2.32	-11.8%	19.6%	-
华商新常态	2015-06-29	吴昊	3.97	-20.4%	31.8%	80.3%
招商瑞利	2019-07-18	王景	2.95	-7.1%	8.6%	82.3%
诺安新兴产业	2020-03-10	杨琨	2.31	-2.4%	23.1%	-
长城久鼎	2016-07-21	廖瀚博	2.93	-4.2%	22.7%	104.3%
万家成长优选	2018-02-01	李文宾	4.41	-8.0%	47.0%	84.2%
泰达宏利周期	2003-04-25	张勋	2.21	5.5%	48.2%	68.8%

精选示例3：“固收+”基金精选组合

- 在“固收+”基金核心池基础上，进一步考察管理人团队、大类资产配置、细分资产投资禀赋等方面，分别构建稳健型、平衡型“固收+”基金组合，组合构建遵循下列规则：
 - 1) **基金历史业绩时间**：选取近三年作为基金业绩考察期且所有基金成立日期起三个月视为建仓期，所有进入组合的基金扣除建仓期后应至少有三年的连续业绩数据。
 - 2) **基金规模**：为了尽可能排除规模对于基金管理的影响，同时兼顾部分投资者内部对于公募基金可投资性的要求，我们约定所有进入组合的基金最近一个报告期规模**不得小于5亿元**。
 - 3) **基金类型**：为了保证业绩可比性与组合可投资性，进入组合基金需为每日开放申赎的**非定期开放型**基金。
 - 4) **集中度**：**基金组合中同一基金公司产品上限为两只，同一基金经理产品上限为一只。**
- **稳健型、平衡型“固收+”基金组合分别对应10%、20%的目标权益中枢。其中稳健型“固收+”基金组合目标获取绝对收益，平衡型“固收+”基金组合兼顾绝对收益与相对收益，目标跑赢基准组合，且风险指标表现好于公募二级债基。**

组合名称	组合成立时间	组合参考基准	组合目标权益中枢	组合目标
稳健型“固收+”基金组合	2020/9/30	股债“1:9”参考组合	10%	目标获取绝对收益。
平衡型“固收+”基金组合	2020/9/30	混合债券型二级基金指数、股债“2:8”参考组合	20%	目标跑赢基准组合，风险指标表现好于公募二级债基。

资料来源：中信证券研究部

“固收+”基金精选组合最新成分

- 每年调整4次，时间分别为2月、5月、8月、11月的第1个交易日。

稳健型“固收+”基金组合成分（2022年8月）

基金名	最新规模（亿元）	基金经理	基金Wind分类
鹏华丰利	54.20	王石千	混合债券型一级基金
易方达岁丰添利	68.93	胡剑,张凯頔	混合债券型一级基金
大成景尚A	6.47	王磊,孙丹	灵活配置型基金
安信新趋势A	49.70	李君,黄琬舒	灵活配置型基金
富国天盈A	44.56	俞晓斌	混合债券型一级基金
易方达裕如	28.38	李一硕	灵活配置型基金
中银稳健添利E	78.82	陈玮	混合债券型二级基金
中欧瑾通A	105.48	华李成	灵活配置型基金
国投瑞银中高等级A	13.62	宋璐	混合债券型一级基金
安信新目标A	23.05	聂世林,张睿	灵活配置型基金

资料来源：Wind，各基金公司官网，中信证券研究部；数据截至2022/7/31。

平衡型“固收+”基金组合成分（2022年8月）

基金名	最新规模（亿元）	基金经理	基金Wind分类
华泰柏瑞鼎利A	14.96	郑青,董辰	灵活配置型基金
国富新机遇A	15.54	刘晓,王莉	灵活配置型基金
交银荣鑫	14.86	王艺伟,余李平	灵活配置型基金
易方达新鑫I	11.45	韩阅川	灵活配置型基金
中银裕利A	6.11	苗婷	灵活配置型基金
南方安康	26.71	林乐峰	偏债混合型基金
招商瑞庆A	37.84	余芽芳,王垠	灵活配置型基金
华安安康A	172.36	石雨欣,陆奔	灵活配置型基金
兴业聚盈A	8.68	腊博	偏债混合型基金
南方安泰A	90.55	孙鲁闽,杨旭	偏债混合型基金
天弘安康颐养A	29.28	姜晓丽,王华,王昌俊	偏债混合型基金
国富恒瑞A	67.87	赵晓东	混合债券型二级基金
招商安本增利A	37.23	滕越,王娟娟	混合债券型二级基金
工银瑞信产业债A	179.01	何秀红	混合债券型二级基金
兴业聚惠A	5.24	徐青	偏债混合型基金

资料来源：Wind，各基金公司官网，中信证券研究部；数据截至2022/7/31。

- 1.数据获取的误差风险;
- 2.基金策略定位偏差的风险;
- 3.计算模型与运维风险;
- 4.策略及风格漂移风险。

- 基金组合专题系列—主动权益基金池筛选和组合构建PPT（2022.8.16）
- 基金组合专题系列—固收+ 基金池筛选和组合构建PPT（2022.8.15）
- 2022年上半年公募基金盘点与展望—规模再创新高，固收贡献主要增量（2022.8.2）
- 基金组合专题系列之二十五—QDII基金的标签体系与应用（2022.6.24）
- 基金组合专题系列之二十四—稳健型、平衡型“固收+”基金系列指数：分类构建与基金优选（2022.6.17）
- 基金组合专题系列之二十三—成长风格基金指数：成长逐鹿，狂沙淘金（2022.6.17）
- 基金组合专题系列之二十二—价值风格基金指数：价值棱镜，优中选优（2022.6.13）
- 基金组合专题系列之二十一—三元配置基金系列指数：股债配置+打新增强（2022.6.10）
- 基金组合专题系列之二十一—交易能力型基金系列指数：调仓换股的能手（2022.6.7）
- 基金组合专题系列之十九—股债配置能力型基金系列指数：稳健投资之道（2022.6.2）
- 基金选择因子研究系列之一—抱团历史解析与抱团衡量因子构建（2022.3.25）
- 指数研究与指数化投资系列—指数基金分类标签体系暨投资图谱第四版（2022.6.6）
- 指数研究与指数化投资系列—增强基金系列指数：“Beta+”配置基准工具（2020.4.7）



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

赵文荣（量化与配置首席分析师）

执业证书编号：S1010512070002

唐栋国（组合配置分析师）

执业证书编号：S1010520100002

顾晟曦（指数研究分析师）

执业证书编号：S1010517110001

刘笑天（组合配置分析师）

执业证书编号：S1010521070002

厉海强（金融产品首席分析师）

执业证书编号：S1010512010001

王亦琛（金融产品分析师）

执业证书编号：S1010521080003

刘方（组合配置首席分析师）

执业证书编号：S1010513080004

何旺岚（金融产品分析师）

执业证书编号：S1010520120005

王兆宇（量化策略首席分析师）

执业证书编号：S1010514080008

朱必远（金融产品联席首席分析师）

执业证书编号：S1010515070004

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2022版权所有。保留一切权利。