中信证券
CITIC SECURITIES

基金组合专题系列

固收+ 基金池筛选和组合构建

王亦琛、厉海强、赵文荣、顾晟曦、朱必远、何旺岚
中信证券研究部

2022年8月15日

请务必阅读末页的免责条款和声明

CONTENTS

目录

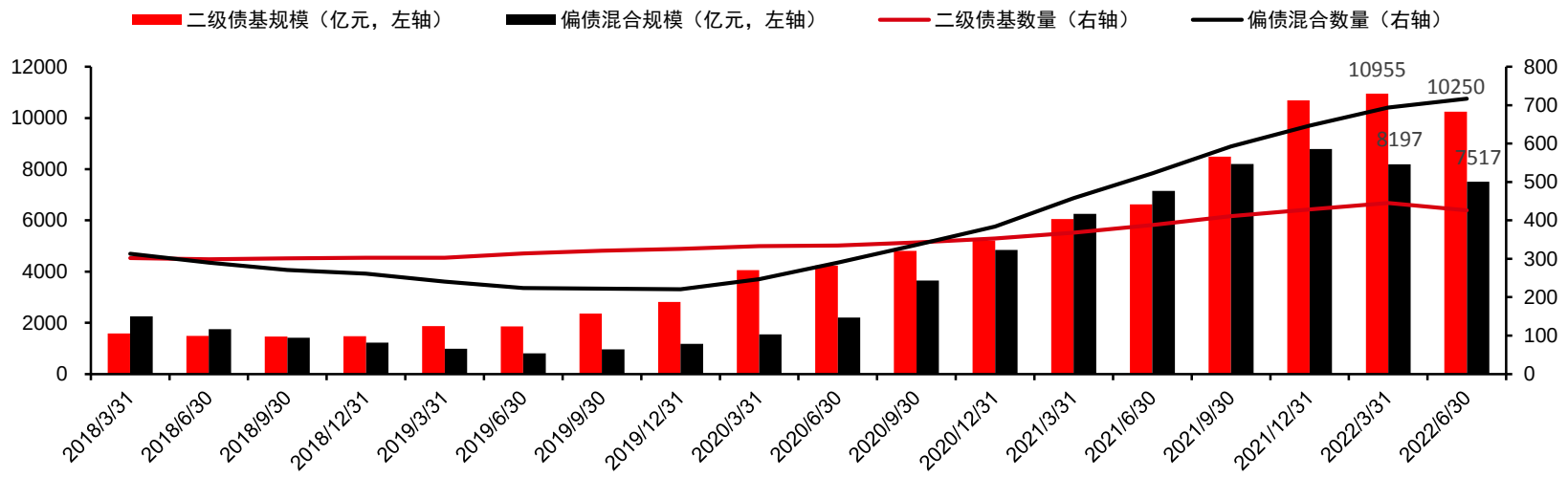
1. 传统基金分类策略分化，产品定位至关重要
2. “固收+”基金筛选：构建可比基金分类
3. “固收+”基金筛选：从基金分类到核心池
4. “固收+”基金组合构建

1.传统基金分类策略分化，产品定位至关重要

1.1 2020年以来“固收+”基金扩容迅速

- **2020年以来的“固收+”概念热潮中，二级债基与偏债混合型基金实现了爆发式增长：**
  - 截至2022年二季度末，混合债券型二级基金总规模为10250亿元，总数量为426只；偏债混合型基金总规模为7517亿元，总数量为717只。二级债基与偏债混合型基金的合并规模超1.7万亿元，合并数量达1143只，相对2019年末的3994亿元、547只增长迅速。考虑到混合债券型一级基金、灵活配置型基金分类中亦有部分以“固收+”策略运作的产品，我们判断实际的公募“固收+”基金数量、规模将高于上述水平。

混合债券型二级基金、偏债混合型基金数量、规模爆发式增长

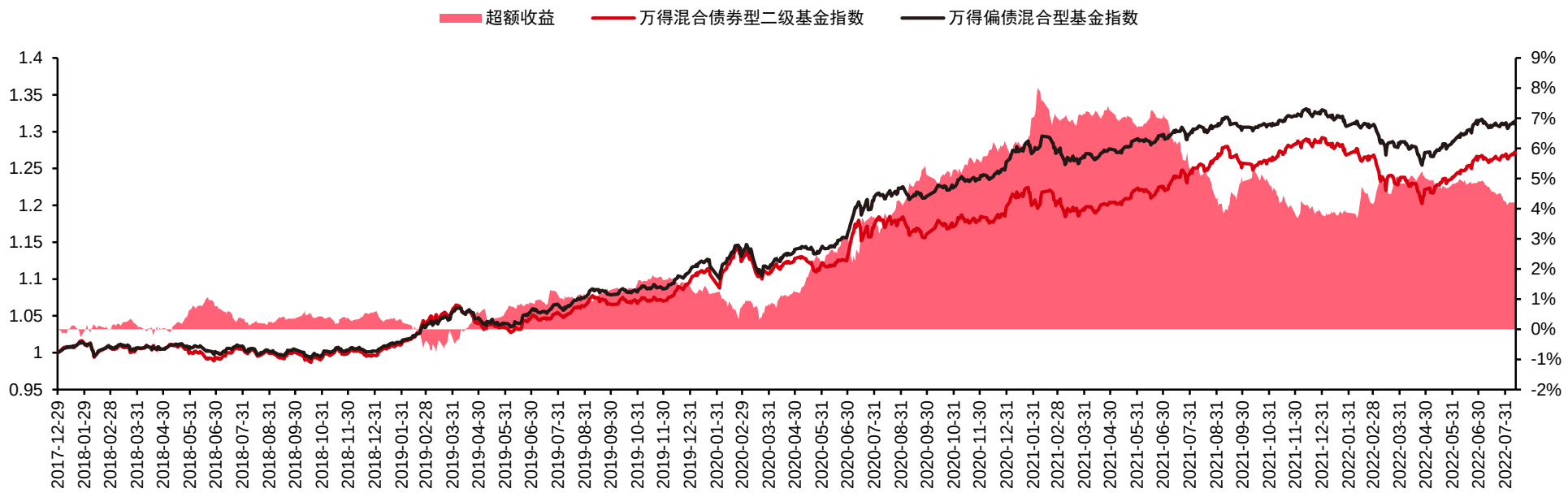


资料来源：wind，中信证券研究部
注：混合债券型二级基金在2022Q2的一部分数量、规模下降源于可转债基金分类调整。

1.2 传统基金分类策略分化，产品定位至关重要

- 二级债基的股票仓位上限为20%，偏债混合一般为30%/40%/50%不等。Wind混合债券型二级基金指数、偏债混合型基金指数2018/1/1至2022/8/12的最大回撤分别为6.93%、5.74%，年化波动率分别为4.55%、3.94%。偏债型基金的波动率并不跟随股票资产上限的提升而升高。
- 可转债在基金合同的约束中属于债券型资产，积极的可转债配置亦是两类基金在特定时间点出现走势差异的重要原因。

Wind混合债券型二级基金指数与偏债混合型基金指数

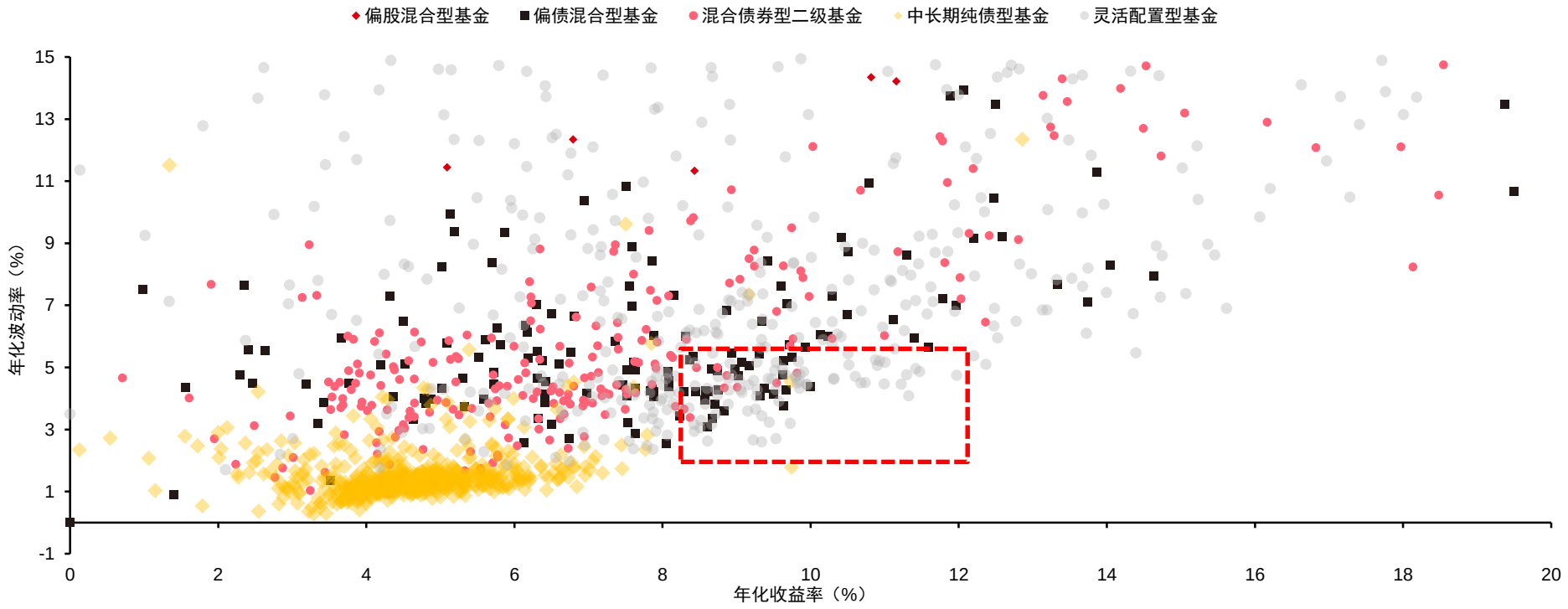


资料来源：wind，中信证券研究部；数据区间为2018/1/1至2022/8/12。

1.2 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

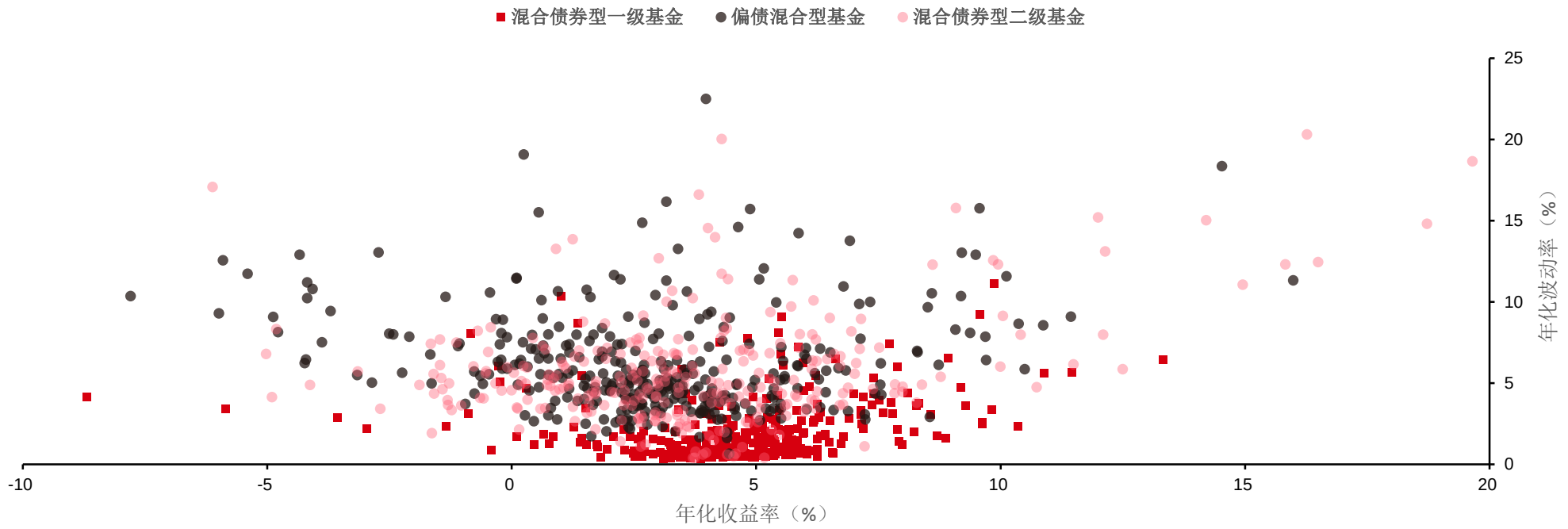


资料来源：wind，中信证券研究部；数据区间为2018/1/1至2021/12/31。
注：仅展示年化收益率在0-20%且年化波动率在0-15%区间内的基金数据。

1.2 传统基金分类策略分化，产品定位至关重要

- 从2021年至今的业绩表现上看，混合债券型二级基金、偏债混合型基金的收益率、波动率散布范围均相对较大，主要原因为不同的“固收+”产品依据其风险收益定位、考核方式的不同，采用了不同的投资策略，对于权益资产仓位、结构的安排亦会不同。

混合债券型一级基金、混合债券型二级基金、偏债混合型基金2021年至2022至今收益率-波动率散点图

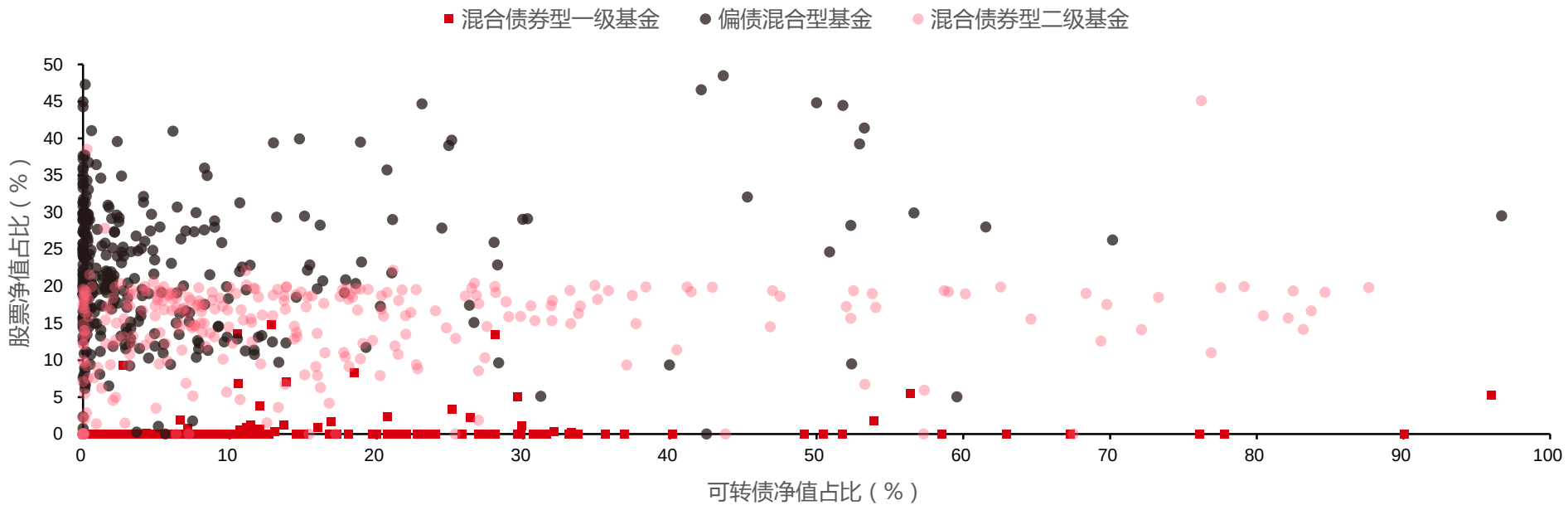


资料来源：Wind，中信证券研究部；数据区间为2021/1/1至2022/8/12。
注1：上述基金样本均使用2022年5月调整后的最新Wind基金分类，要求基金成立时间早于2021/1/1且仅统计初始基金份额。
注2：图中仅展示年化收益率-10%-20%、年化波动率0%-25%的基金数据，部分极端值未予展示。

1.2 传统基金分类策略分化，产品定位至关重要

- 从上述三类基金2021年末的持仓情况看，同一分类中基金的股票、转债净值占比仍存在较大差异，权益资产仓位中枢的差异是形成上述基金业绩差异的重要原因。

混合债券型一级基金、混合债券型二级基金、偏债混合型基金2021年末股票-可转债持仓情况



资料来源：Wind，中信证券研究部；数据为基金2021四季报数据。
注1：上述基金样本均使用2022年5月调整后的最新Wind基金分类，要求基金成立时间早于2021/1/1且仅统计初始基金份额。
注2：图中仅展示可转债净值占比0%-100%、股票净值占比0%-50%的基金数据，部分极端值未予展示。

2. “固收+”基金筛选：构建可比基金分类

2. “固收+”基金筛选：构建可比基金分类

- “固收+”基金需从传统产品分类中进一步筛选。

市场传统认知中的“固收+”基金分类

Wind基金产品分类	分类规则	主要投资限制差异
混合债券型一级基金	属于债券型基金，可在二级市场投资可转债，以及持有可转债转股所形成的股票和股票派发或可分离交易可转债分离交易的权证等资产，或参与一级市场新股申购。但不可在二级市场投资股票以及权证等其他金融工具。	不能打新，可投资可转债，不能在二级市场买入股票，股票投资上限为20%。
混合债券型二级基金	属于债券型基金，可在二级市场投资股票以及权证等其他金融工具。	不能打新，可投资可转债、股票，股票投资上限为20%。
灵活配置型基金	权益类资产的投资范围上限>50%、下限<50%并且上、下限之差>=50%，或者基金全称中包含"灵活配置"的混合型基金。	可以打新，股票投资上限约束相对宽泛。
偏债混合型基金	不属于灵活配置型，并且权益类资产投资上限<=50%，或下限<25%的混合型基金。	可以打新，股票投资上限依照基金合同规定，常见上限为30%、40%、50%。
可转换债券型基金	属于债券型基金，主要投资标的是可转换债券（包括可分离交易可转债），基金合同中明确可转换债券投资比例不低于固定收益类资产80%或基金名称明确该基金为可转债基金的基金。	可转债投资占比较高，股票投资上限为20%。

资料来源：Wind，中信证券研究部。

2. “固收+”基金筛选：构建可比基金分类

- **引入“基金合并权益持仓占比”概念，将可转债资产的影响纳入基金分类筛选中。**
  - 首先依据当期可转债平价（转股价值），将转债划分为纯债型转债、偏债型转债、平衡型转债、偏股型转债、权益型转债五类。
  - 针对不同的转债分类，定义有不同的可转债权益转换权重ω。

$$\omega = \begin{cases} 1 & \text{权益型转债} \\ 0.8 & \text{偏股型转债} \\ 0.5 & \text{平衡型转债} \\ 0.3 & \text{偏债型转债} \\ 0 & \text{纯债型转债} \end{cases}$$

  - 随后直接利用基金披露的转股期内转债数据计算基金当期的转债折算因子CF，其中n为基金当期持仓可转债数量，W_i为第i只可转债持仓净值占比。ω_i为第i只可转债的权益转换权重。

$$CF = \frac{\sum_1^n W_i * \omega_i}{\sum_1^n W_i}$$

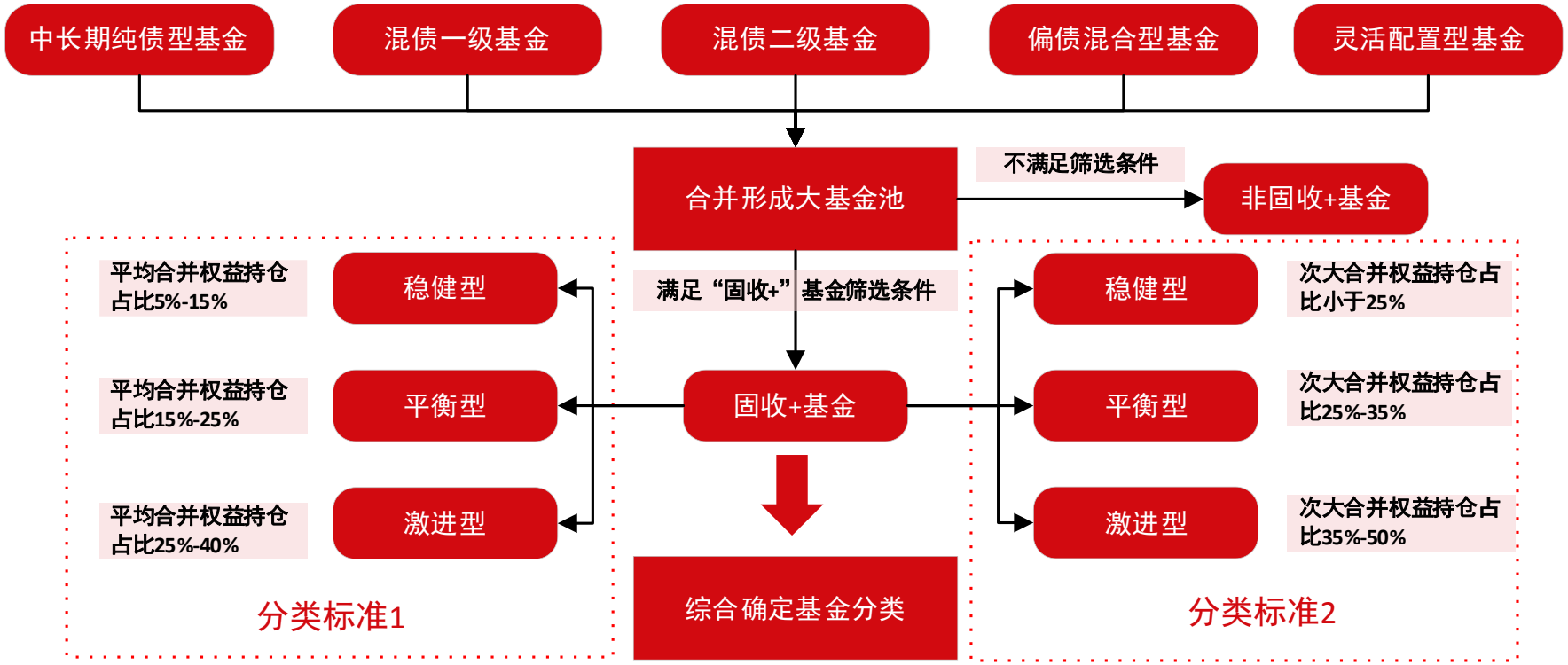
  - 最后结合基金季报中披露的可转债资产持仓净值占比W_{Con}、股票持仓净值占比W_{Eq}，我们使用$CF * W_{Con}$计算可转债贡献的基金合并权益持仓占比，并与基金股票持仓净值占比相加计算基金合并权益持仓占比W。

$$W = W_{Eq} + CF * W_{Con}$$

资料来源：中信证券研究部

2. “固收+”基金筛选：构建可比基金分类

- **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。

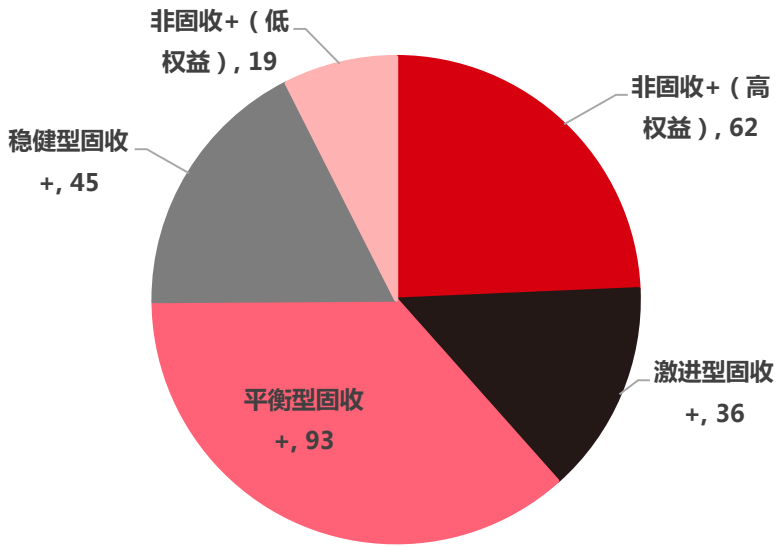


资料来源：中信证券研究部；注：过去12个报告期指过去12个季度。

2. “固收+”基金筛选：构建可比基金分类

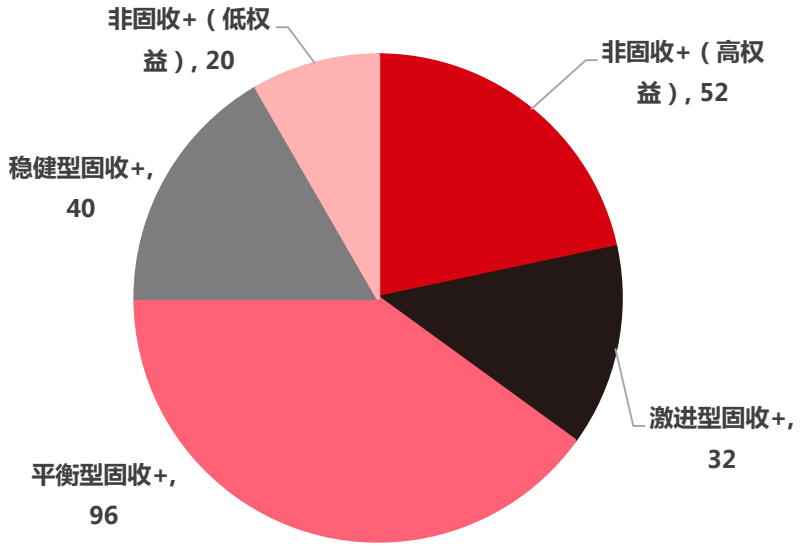
- **传统基金分类出现明显策略分层**
  - 截至2022年一季报的数据，按上述方法进行划分，240只混合债券型二级基金中有84只基金权益敞口偏高，其中有52只基金甚至未被划分为“固收+”基金范畴。
  - 可转债基金的剔除对于二级债基筛选有一定帮助，但并不显著。

混合债券型二级基金“固收+”基金分类构成（2021Q4）



资料来源：Wind，中信证券研究部；截至2021/12/31。

混合债券型二级基金“固收+”基金分类构成（2022Q1）



资料来源： Wind，中信证券研究部；截至2022/3/31。
注：此处已使用2022年5月Wind分类调整后的基金数据。

2. “固收+”基金筛选：构建可比基金分类

中信证券 CITIC SECURITIES

- 稳健型、平衡型“固收+”基金分类能为基金筛选提供足够的稳定性保障。

稳健型“固收+”基金分类			
	当期基金数	上期基金数	基金留存率
2018/6/30	182	142	82.39%
2018/9/30	189	182	91.21%
2018/12/31	208	189	87.83%
2019/3/31	228	208	84.13%
2019/6/30	236	228	83.33%
2019/9/30	269	236	86.44%
2019/12/31	288	269	82.16%
2020/3/31	290	288	85.42%
2020/6/30	259	290	82.07%
2020/9/30	231	259	79.92%
2020/12/31	215	231	83.55%
2021/3/31	210	215	86.98%
2021/6/30	203	210	87.62%
2021/9/30	196	203	87.68%
2021/12/31	185	196	86.73%
2022/3/31	180	185	88.65%

平衡型“固收+”基金分类			
	当期基金数	上期基金数	基金留存率
2018/6/30	76	55	83.64%
2018/9/30	75	76	84.21%
2018/12/31	80	75	82.67%
2019/3/31	90	80	82.50%
2019/6/30	112	90	88.89%
2019/9/30	150	112	91.07%
2019/12/31	203	150	90.67%
2020/3/31	225	203	90.15%
2020/6/30	244	225	88.89%
2020/9/30	262	244	89.34%
2020/12/31	290	262	91.60%
2021/3/31	308	290	91.72%
2021/6/30	324	308	92.86%
2021/9/30	355	324	95.68%
2021/12/31	351	355	90.14%
2022/3/31	366	351	94.02%

资料来源：Wind，中信证券研究部　注：基金留存率=在上期基金分类内且仍处于本期基金分类内的基金数/上期基金分类中基金总数

3. “固收+”基金筛选：从基金分类到核心池

3.1 “固收+”基金核心池筛选方法

- **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。

选取成立时间满3年的中长期纯债型、混合债券型一级、混合债券型二级、偏债混合型、灵活配置型基金按“合并权益持仓”进行基金分类。

筛选当期合计净资产≥1亿元的基金进入初始池。

“固收+”基金分类 → 备选池 → 初始池 → 核心池

分别选取稳健型、平衡型“固收+”基金分类的成分基金作为备选池。

筛选满足条件1（任职时间）、条件2（四维度业绩赋分）的基金进入核心池。

资料来源：中信证券研究部

3.1 “固收+”基金核心池筛选方法

- **为保证业绩连续性，我们要求所有基金第一基金经理任职时间不少于2年。**
- **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：**
  - 改造Burke比率指标具有对大回撤更为敏感的特点，适合于“固收+”基金的筛选。公式中R代表基金考察期收益率，R_i代表基金一段时间区间内的收益率，r代表无风险收益率。

$$\text{改造Burke} = \frac{R - \mathrm{r}}{\sqrt{\sum_{i=1}^{i=n} D_i^2}}$$

$$D_i = MIN(0, R_i)$$

“固收+”基金初始池至核心池筛选条件

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>=2年
条件2	获利能力	近三年、近两年、近一年收益率	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。
	抗风险能力	改造Burke比率	
	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	

资料来源：中信证券研究部

3.2 基于核心池的“固收+”基金指数编制

- 稳健型“固收+”基金指数（CIS58032）、平衡型“固收+”基金指数（CIS58031）以两类“固收+”基金核心池作为指数成分，分别对应5%-15%、15%-25%的权益中枢，该系列指数为全收益指数，除采用基金规模加权的方式外，我们还编制了对应的等权指数（CIS58032E、 CIS58031E）。

稳健型、平衡型“固收+”基金系列指数编制基本要素

指数代码	指数名称	指数简称	最新成分数量
CIS58031	中信证券平衡型“固收+”基金指数	CIS平衡固收+基金	126
CIS58032	中信证券稳健型“固收+”基金指数	CIS稳健固收+基金	41
基日	2018/5/2	**基点**	1000
发布日期	2022/5/20	**指数类型**	全收益指数
加权方式	最新可得基金管理规模0.618次幂加权。		
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，时间分别为2月、5月、8月、11月的第5个交易日。		
临时调整	（1）成分基金变更基金经理；		
	（2）成分基金变更投资目标、投资范围、投资策略、业绩比较基准等；		
	（3）成分基金清算、合并；		
	（4）其他影响指数代表性和可投资性的情况。		
样本空间	（1）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、灵活配置型基金。		
选样规则	根据“固收+”基金分类、管理规模、管理人任职年限、业绩赋分等维度指标进行筛选。		

资料来源：Wind，中信证券研究部

3.3 稳健型“固收+”基金指数业绩表现

- 稳健型“固收+”基金指数自2018年5月运作至今年化收益率为5.87%，最大回撤为2.39%，相对“股债1：9”参考基准的年化超额收益约为1.1%，且在2019-2021的三个自然年均取得正超额收益。等权指数收益率表现更为优秀，但最大回撤相对较大。

稳健型“固收+”基金指数业绩情况

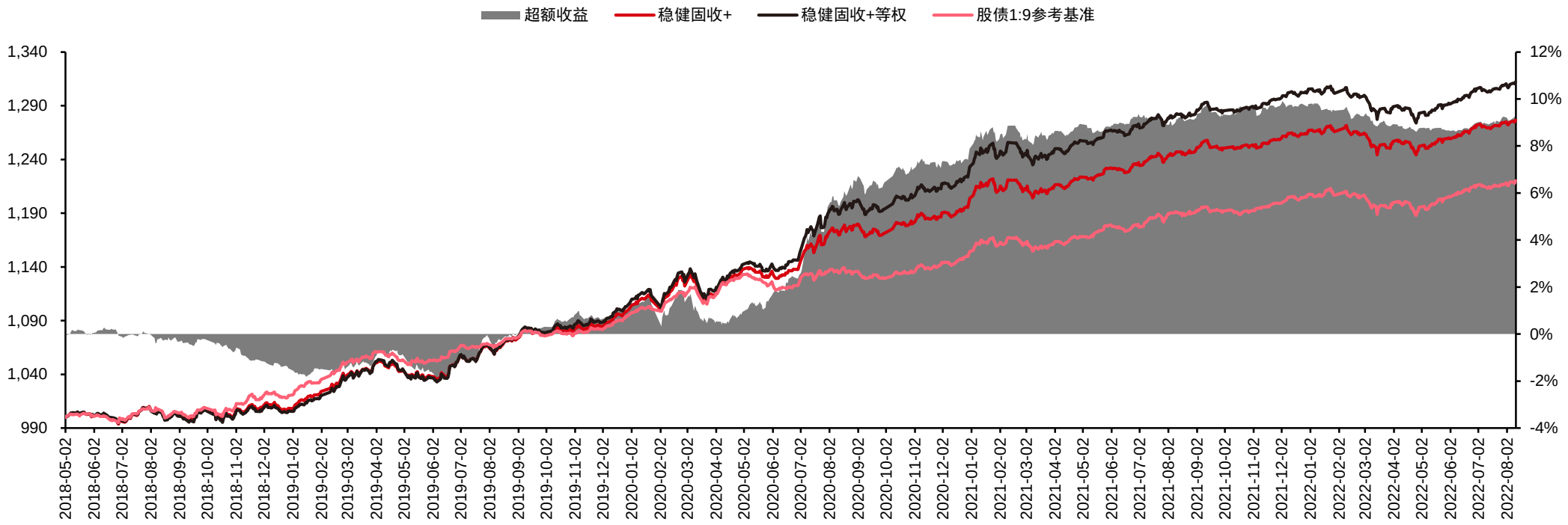
	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	sharp比率
稳健型“固收+”基金指数	27.66%	5.87%	2.71%	2.39%	1.69
稳健型“固收+”基金等权指数	31.23%	6.56%	3.02%	2.64%	1.75
“股债1：9”参考基准	22.02%	4.76%	2.07%	2.08%	1.65

	稳健固收+	稳健固收+等权	股债1:9参考基准
2019	9.27%	10.03%	7.42%
2020	9.25%	11.43%	5.31%
2021	5.25%	5.87%	4.62%
2022YTD	0.85%	0.83%	1.14%

资料来源：Wind，中信证券研究部；数据区间为2018-5-2至2022-8-11。
注：参考基准中股票指数选用中证800指数，债券指数选用中债新综合财富指数。

3.3 稳健型“固收+”基金指数业绩表现

稳健型“固收+”基金指数走势



资料来源：Wind，中信证券研究部；数据区间为2018-5-2至2022-8-11。
注：图中超额收益指稳健型 “固收+”等权指数相对于股债1:9参考基准的超额收益。

3.4 平衡型“固收+”基金指数业绩表现

- 平衡型“固收+”基金指数自2018年5月运作至今年化收益率为6.68%，最大回撤为5.66%，相对“股债2：8”参考基准的年化超额收益约为2%，且在2019-2021每个完整自然年均取得正超额。等权指数收益率表现更为优秀，最大回撤亦相对较小。

平衡型“固收+”基金指数业绩情况

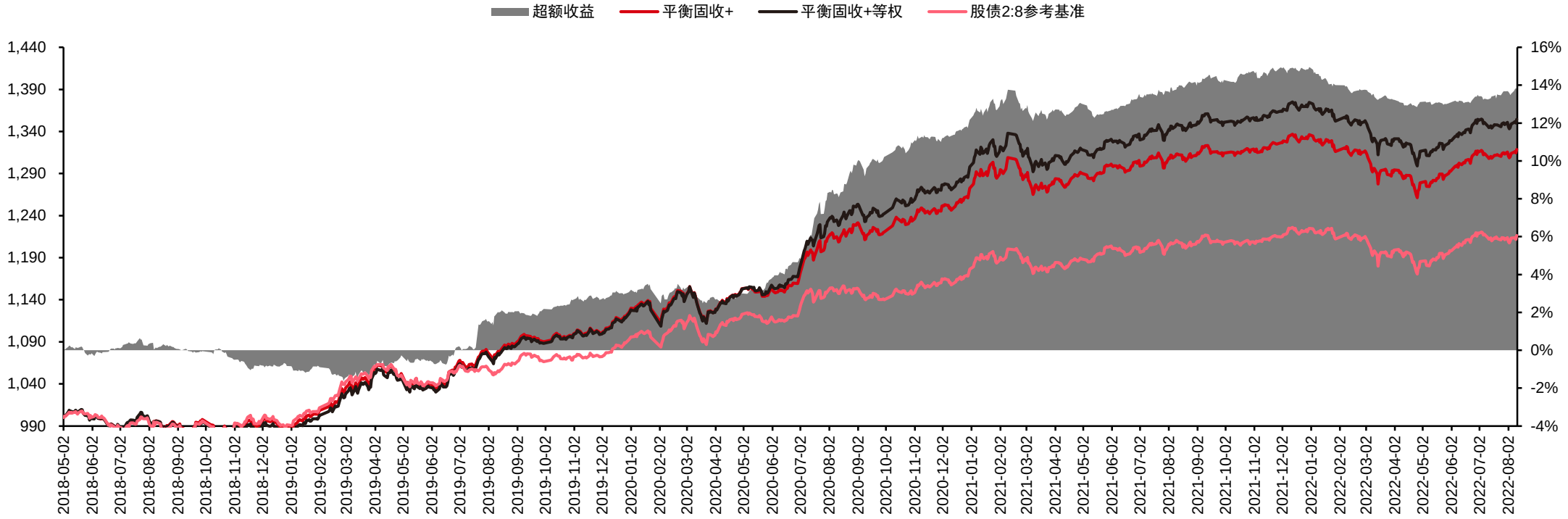
	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	sharp比率
平衡型“固收+”基金指数	31.86%	6.68%	4.44%	5.66%	1.23
平衡型“固收+”基金等权指数	35.46%	7.53%	4.62%	5.54%	1.33
“股债2：8”参考基准	21.64%	4.68%	4.06%	4.43%	0.84

	平衡固收+	平衡固收+等权	股债2:8参考基准
2019	13.87%	14.31%	10.25%
2020	13.08%	15.52%	7.64%
2021	5.00%	5.89%	4.12%
2022YTD	-0.1%	-0.15%	0.1%

资料来源：Wind，中信证券研究部；数据区间为2018-5-2至2022-8-11。
注：参考基准中股票指数选用中证800指数，债券指数选用中债新综合财富指数。

3.4 平衡型“固收+”基金指数业绩表现

平衡型“固收+”基金指数走势



资料来源：Wind，中信证券研究部；数据区间为2018-5-2至2022-8-11。
注：图中超额收益指稳健型 “固收+”等权指数相对于股债1:9参考基准的超额收益。

4. “固收+”基金组合构建

4.1 “固收+”基金组合构建规则

- **在上文中“固收+”基金核心池筛选的基础上，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。

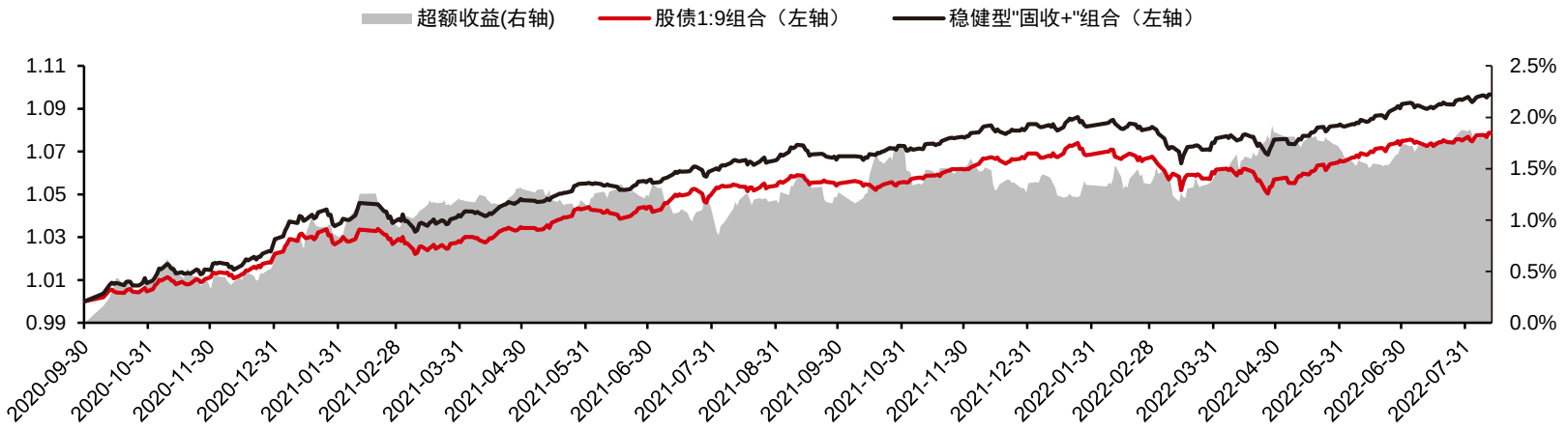
资料来源：中信证券研究部

4.2 稳健型“固收+”基金组合业绩表现

- 稳健型“固收+”基金组合定位权益资产中枢为10%，目标获取绝对收益，以“股债1:9”组合为参考基准。组合建立至今年化收益率为5.07%，而“股债1：9”组合年化收益率为4.15%，超额收益显著。风险指标方面看，基金组合与参考基准表现均较为优秀。

稳健型“固收+”基金指数业绩情况

	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	sharp比率
稳健型“固收+”基金组合	9.67%	5.07%	1.99%	2%	1.9
“股债1：9”组合	7.88%	4.15%	1.98%	2.2%	1.42



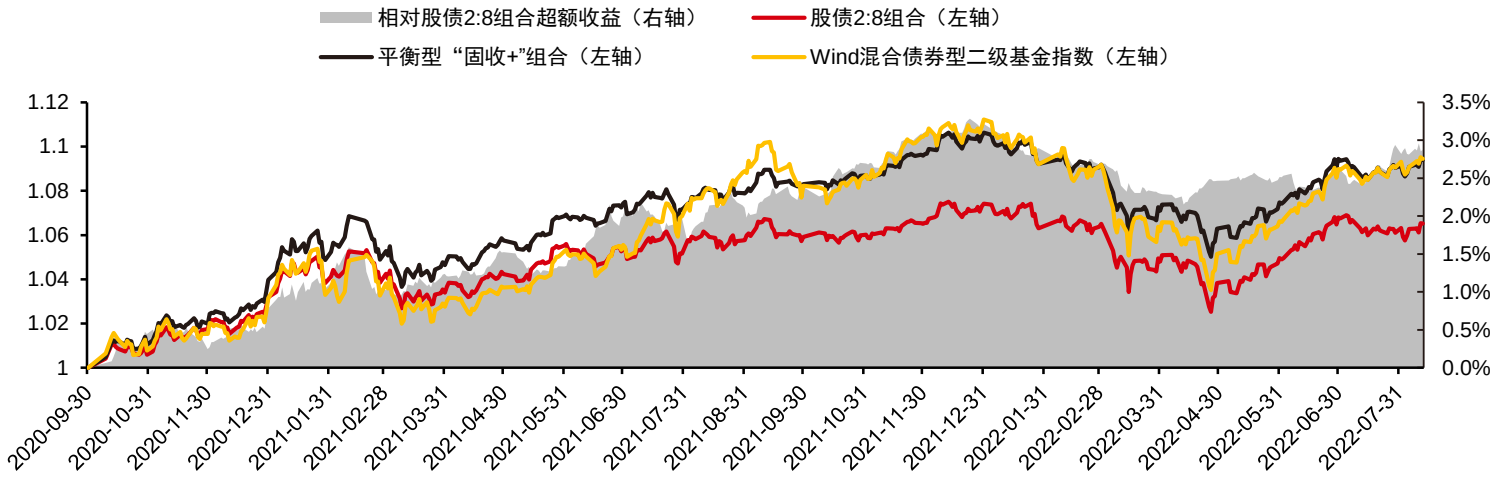
资料来源：Wind，中信证券研究部；数据区间为2020-9-30至2022-8-12。
注：股债组合中股票指数选用中证800指数，债券指数选用中债新综合财富指数

4.3 平衡型“固收+”基金组合业绩表现

- 平衡型“固收+”基金组合定位权益资产中枢为20%，目标兼顾绝对收益与相对收益，主要以“股债2:8”组合和Wind混合债券型二级基金指数为参考基准。当期组合建立至今年化收益率为4.93%， 大幅跑赢“股债2:8”组合，稍逊于Wind混合债券型二级基金指数。

平衡型“固收+”基金指数业绩情况

	累计收益率	年化收益率	年化波动率	最大回撤	sharp比率
平衡型“固收+”基金组合	9.4%	4.93%	3.81%	5.09%	0.97
Wind混合债券型二级基金指数	9.44%	4.95%	4.87%	6.93%	0.77
“股债2：8”投资组合	6.52%	3.44%	3.76%	4.64%	0.57



资料来源：Wind，中信证券研究部；数据区间为2020-9-30至2022-8-12。
注1：股债组合中股票指数选用中证800指数，债券指数选用中债新综合财富指数。
注2：图中超额收益指平衡型“固收+”组合相对于股债2:8组合的超额收益。

4.4 “固收+”基金组合最新成分

- 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。不考虑申购费，按实际持仓时间计算赎回费。

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。

风险因素

- 市场系统性风险
- 基金风格骤变的风险
- 模型假设不能反映市场真实情况的风险
- 基金组合实际策略未经调研验证，存在基金策略定位偏差的风险

中信证券
CITIC SECURITIES

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

王亦琛（金融产品分析师）

执业证书编号：S1010521080003

厉海强（金融产品首席分析师）

执业证书编号：S1010512010001

赵文荣（首席量化与配置分析师）

执业证书编号：S1010512070002

顾晟曦（组合配置联席首席分析师）

执业证书编号：S1010517110001

朱必远（金融产品联席首席分析师）

执业证书编号：S1010515070004

何旺岚（金融产品分析师）

执业证书编号：S1010520120005

免责声明

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；韩国市场以科斯达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

免责声明

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员）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述任何观点的背书。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载任何观点的背书。

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@clsa.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。