

基金研究报告

基金产品画像报告

研究员：王韦康

逆流而上 理性选择*

——景顺长城沪港深精选股票（000979.OF）投资价值分析

摘要：

- 绝对收益、“稳字当头”。**该基金是一只特点鲜明的基金，具有收益表现稳定，回撤控制较好的特点。该基金自成立以来总回报为 112.60%，大幅跑赢同期沪深 300 收益率（-23.92%）及恒生指数收益率（-36.60%）。
- 价值投资、“安全”为先。**基金经理鲍无可作为价值投资派基金经理，“宁愿少赚钱也不要亏钱”的投资理念使其选股时既注重股票基本面的质量，也注重价格上的安全边际。
- 长期持有、谨防“剁手”。**从持有体验上来说，长期的持有（两年及以上）较短期“快进快出”（六个月及以下）有明显的优势。根据历史数据分析，两年是基金持有期的界限，大于两年的投资有极大概率（98.26%）获得“稳稳的幸福”。
- 小额申购、一年为期。**在投入金额较小（例如 10 万）时，持有期限小于一年 C 份额费率更低，持有期限大于一年 A 份额费率更低。
- 行业风格、风险暴露。**该基金在行业及风格方面同样存在风险暴露，在行业上该基金并不偏好金融及消费行业，在风格上该基金的红利策略牛市不显、熊市占优，且偏好大市值股票的风格使其可选标的有一定局限。
- 买要拿住、卖看时机。**基于该基金的特点及风险，投资者在投资时需要结合自身资金的流动性情况及收益率预期，理性做出投资选择。
- 风险提示：**本文所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。文中采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据统计处理方式可能存在误差。

* 在本文的研究和撰写过程中，高道德博士“心中有投资者”的指导思想对本文的框架结构有直接作用，他提供的案例分析思路帮助本文对基金经理的投资理念展开具体案例分析。在风险暴露的分析方面，他提示了可以使用行业及风格方面的风险暴露具体分析。同事王予清在数据处理和图表制作方面的工作，为报告的可靠性提供了坚实的基础。同事黄乾滨在 AC 份额费率研究及报告复核方面的贡献提高了报告的准确度和深度。在一定程度上，本文是我们智慧与汗水的合力之作。

1 绝对收益、“稳字当头”

景顺长城沪港深精选股票成立于 2015 年 4 月 15 日，投资目标是在严格控制投资组合风险的前提下，通过对行业发展趋势、企业的基本面、经营状况进行深入研究，选择出质地优秀、成长性良好的公司进行投资，寻求基金资产的长期稳健增值，力争获得超越业绩比较基准的绝对回报。

景顺长城沪港深精选股票的基金管理人景顺长城基金，基金经理鲍无可自 2016 年 5 月 28 日开始管理该基金，管理时间超过八年，其作为基金经理的从业年限为 10.16 年。该基金自成立以来总回报为 112.60%，大幅跑赢同期沪深 300 收益率（-23.92%）及恒生指数收益率（-36.60%）。

观察景顺长城沪港深精选股票的净值曲线，发现该基金净值走势一直呈现平稳增长的态势。自 2016 年基金经理开始管理该基金至今的 8 年中，股市历经牛熊，该基金单位净值¹一直平稳增长，自 2019 年以来连续五年年度收益率为正，未发生较大回撤（基金经理任职最大回撤为 21.58%）。这与基金严控风险，寻求基金资产稳健增值的投资目标相契合。

图表 1：景顺长城沪港深精选股票自成立以来单位净值、业绩比较基准及相对强弱线走势



资料来源：iFind、中证报基金研究，数据范围：2015/4/15-2024/7/4

¹ 该基金尚未发生分红或拆分情况，因此直接使用单位净值数据。

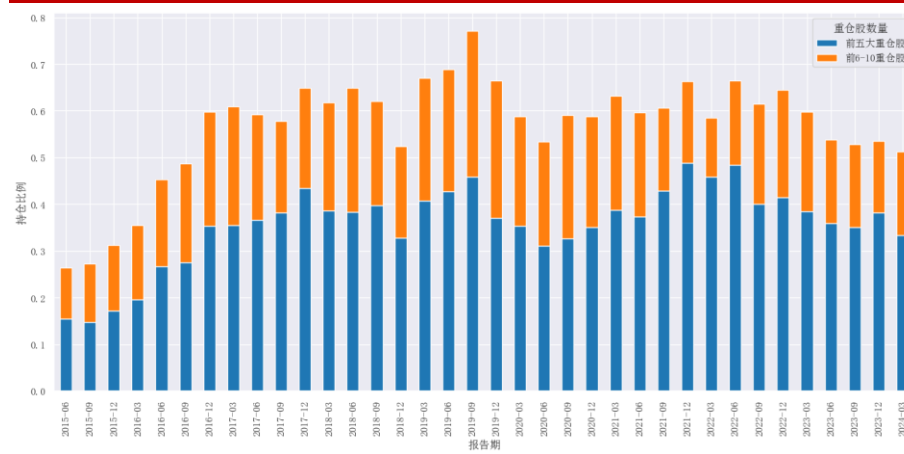
景顺长城沪港深精选股票的业绩比较基准为沪深 300 指数*45%+恒生指数*45%+中证全债指数*10%，将该基金的单位净值与业绩比较基准相比，得到其单位净值相对业绩比较基准的相对强弱线（上图橙线）。对比基金单位净值与业绩比较基准走势可以发现，在 2015 年至 2020 年上半年间，基金相对强弱线始终在 1 至 1.2 附近徘徊，自 2020 年下半年开始相对强弱线斜率大幅增长，呈现出明显上升趋势，仅在 2022 年末出现短暂回落，之后再次恢复上升态势。

该结果表明在 2020 年上半年之前，该基金的净值表现略优于业绩比较基准。在此之后业绩有了明显提高，基金业绩开始大幅超过业绩比较基准。基金经理有过涨多跌少的优秀投资业绩，也经历过 2019、2020 年牛市中排名落后的低谷，其防御性强的特点在近年得到明显体现。景顺长城沪港深精选股票收益稳回撤小“稳字当头”的特点，在当前“跌跌不休”的市场环境下有较大吸引力。如果投资者希望此时构建权益组合，可以将该基金作为权益组合中的底仓部分，利用其优秀的防守能力增厚资金的安全垫。

2 价值投资、“安全”为先

该基金的基金经理鲍无可作为价值投资的名将，“宁愿少赚钱也不要亏钱”的投资理念使其将安全边际放在首要位置。这里的安全边际既包括股票基本面的足够优质，也包括估值方面的相对便宜。基于基金经理的投资理念，该基金的投资特点值得探究。由于基金产品的全量股票披露频率为半年度，间隔区间较长，因此我们通过季度披露的前十大重仓股“管中窥豹”，一探究竟。

图表 2： 自成立以来景顺长城沪港深精选股票个股集中度



数据来源：聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2015/6-2024/3

从重仓股的持仓情况来看，该基金自基金经理鲍无可任职以来，前十大持股集中度一直较高，维持在 60%左右，这反映了基金经理敢于重仓所选个股的特点。基金经理开始管理该基金时，规模已超过 50 亿，基金经理并没有通过降低个股集中度的方式分散风险，相反前十大、甚至前五大股票的比例一直较高，敢于重仓或许是基金经理对自己所选股票质量的自信表达。

我们对景顺长城沪港深精选股票 2021 年以来的前十大重仓股进行具体分析。该基金持有季度最多的股票为川投能源、中国移动（0941.HK），平均持仓比例为 8.12%和 7.43%。我们将该基金 2021 年之后每季度报告日重仓股市盈率²（PE）和股息率数据进行平均，用于代表不同股票的估值和分红情况。通过与 A 股和港股的市盈率³及股息率的平均水平对比，我们发现该基金持仓的重仓股多具有分红多、估值低的特点。A 股的市盈率和股息率在 2021 至 2023 年三期期末均值为 72.14 和 1.36%，同期港股的均值分别为 40.98 和 2.50%。而该基金的多数重仓股市盈率小于 20，股息率也高于平均水平。

同时我们注意到，持有期数较多的重仓股分布在多个行业，公用事业、通信、传媒、石油石化、有色金属等多个行业均有重仓股分布，这或许是基金经理用多行业分散风险的一种投资策略。

表 1：2021 年以来景顺长城沪港深精选股票持有季度大于 5 的重仓股情况列示

股票代码	股票名称	申万一级行业	2021 年后持仓季度数	市盈率	股息率 (%)
600674.SH	川投能源	公用事业	13	16.47	2.89
0941.HK	中国移动	通信	13	8.24	7.36
601928.SH	凤凰传媒	传媒	9	8.91	5.23
0883.HK	中国海洋石油	石油石化	9	4.07	12.76
0700.HK	腾讯控股	传媒	8	18.64	0.43
601098.SH	中南传媒	传媒	8	11.39	5.80
600025.SH	华能水电	公用事业	8	19.26	2.32
0728.HK	中国电信	通信	6	8.07	7.38

² 此处市盈率的分子使用的是最近 12 个月（4 个季度）的每股盈利，下同。

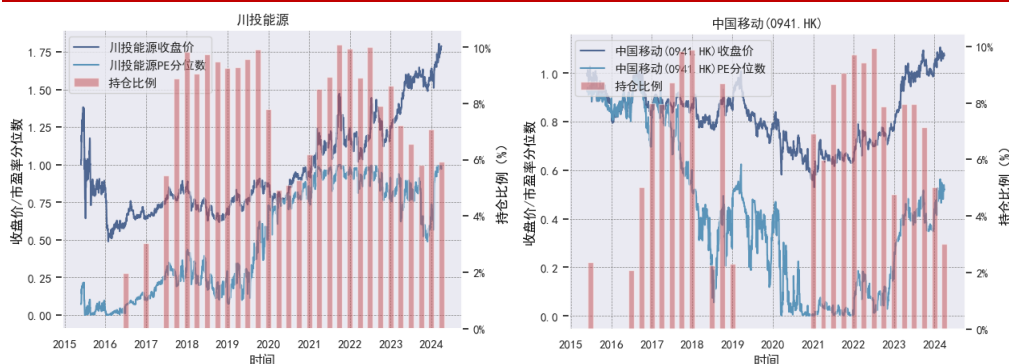
³ 此处市盈率（PE）仅使用大于 0 的数据，小于 0 的市盈率不参与计算。

601899.SH	紫金矿业	有色金属	6	16.49	1.75
0857.HK	中国石油股份	石油石化	5	4.97	8.94
000630.SZ	铜陵有色	有色金属	5	14.63	1.69

数据来源：Wind、iFind、中证报基金研究，时间区间：2021/1/1-2024/3/31

我们对近年持有季度较多的川投能源、中国移动（0941.HK）及凤凰传媒展开具体分析，下图对前两个股票的收盘价⁴、向前 7 年市盈率分位数⁵及基金持仓比例作图分析。

图表 3：景顺长城沪港深精选股票重仓股票收盘价、市盈率分位数及持仓比例对比图



资料来源：iFind、聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2015/5/28-2024/3/31；左侧纵轴为收盘价/市盈率分位数，右侧纵轴表示持仓比例。

由图可知，自 2016 年中报至 2024 年一季度，基金经理有 30 个报告期持有川投能源，对这只股票表现出长期的看好。从结果来看，这只股票也不负所望，股价表现出强劲走势，良好的财务状况、内在价值的稳健增长成为股价持续提升的内生动力，基金经理重仓此类股票获得稳定的收益不足为奇。

中国移动的案例也较为具有代表性，中国移动是通信行业龙头股之一，该基金对中国移动的持仓几乎贯穿始终。较为典型的进出发生在 2020 年之后，基金经理在 2019 年清仓后，2020 年末再次重仓购入，此时估值已经处于极低水平，向前 7 年的市盈率分位数仅为 0.04%。买入后基金经理长期持有该股票，股价一路高歌猛进，分红水平也不断提高。重仓股低估值高分红的特点、上涨的股价，帮助该基金在 2021 年之后市场行情整体不佳时持续获得正收益。值得注意的是，由于近期通信股估值水平的不断提高，基金经理已经对其进行减持，最近披露的 2024 年二季报的重仓

⁴ 为了使坐标轴统一，图表 3 中的收盘价进行了单位化处理，期初价格为 1。

⁵ 分位数由大到小排列，数值越靠近 1，代表该日市盈率在前 7 年的数值中越高。

股中，已经不见中国移动的身影。这也证明了基金经理拿得起放得下的特点及对自己投资理念的坚持。当个股的估值水平过高，不足以给组合提供价格上的安全边际时，即使该股票基本面没有发生质的改变，基金经理仍然选择一定程度的获利了结。

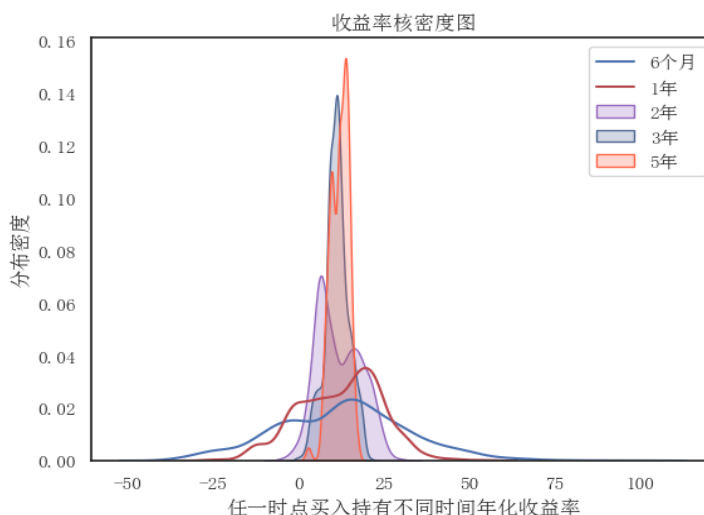
从结果看，凤凰传媒也给该基金带来了可观的收益，在 2023 年上半年，该股票受益于 AI 题材的火爆，股价有较大涨幅。但基金经理选择该股票仍然是基于对企业基本面的判断，并不是对于热门赛道的提前预判，因此该股票的投资结果颇有“歪打正着”之意。但此种“歪打正着”之事出于偶然，我们在分析其业绩情况时需考虑偶然事件的不可持续性。

上述案例表明基金经理擅长的是在低位挖掘优质个股而非对热门赛道的提前预判。所谓优质，既要在价格上提供安全边际，也要在质量上有优秀的基本面情况。买入的股票上涨空间大，分红水平高，自然给基金提供更大的安全边际，从投资者体验看便是更稳的收益、更小的回撤。

3 长期持有、谨防“剁手”

如果投资者选择购买该基金，那么持有期限的选择将是投资者面临的下一个问题。我们回测了自该基金 2015 年 4 月 15 日成立以来任一时点买入并持有 6 个月/1 年/2 年/3 年/5 年的收益率情况，结果如图 4 所示。

图表 4：基金成立日起任一时间买入持有 6 个月/1 年/2 年/3 年/5 年年化收益率分布（收益率：%）



资料来源：聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2015/4/15-2024/7/5

由图可知，任意时间买入持有 6 个月，投资者的年化收益率范围为-40%至 100%，获得正收益的概率为 73.23%。当持有时间延长至一年，这一

范围缩小至-30%至 55%，获得正收益的概率提高到 81.46%。当投资者持有该基金 2 年及以上，年化收益率明显在 0%-25%区间集中，且持有时间越长，向正收益区间聚集的效应越明显，持有两年的正收益概率已经高达 98.26%。如果持有三年，投资者的年化收益率有极大概率（99.80%）处于 0%-25%区间。

以上结果表明持有基金的时间越长，年化收益率的概率分布越来越向一个固定的正收益范围集中，投资者体验更优。该结果对投资者持有期限的选择有一定指导意义，即使是防守性强的投资经理，短期持有也不能保证未来业绩可期，因此投资者要谨防“剁手”行为，避免短线操作。如果投资者希望获得较为稳定的正收益，两年是基金持有期的界限，大于两年的投资极大概率将获得“稳稳的幸福”。

4 小额申购、一年为期

购买基金时，投资者投入的成本及其中的费用是影响投资体验的要素之一。下图是景顺长城沪港深精选股票不同份额的费率结构。

表 2：景顺长城沪港深精选股票（000979.OF）的费率结构⁶

费率结构		A 份额费率	C 份额费率
持有期间费率	管理费率	1.20%（每年）	1.20%（每年）
	托管费率	0.20%（每年）	0.20%（每年）
	销售服务费率	0.00%（每年）	0.60%（每年）
申购费率	M<100 万	1.5%（0.15%）	0.00%
	100 万≤M<200 万	1.00%（0.1%）	0.00%
	200 万≤M<500 万	0.30%（0.03%）	0.00%
	M≥500 万	1000 元/笔	0.00%
赎回费率	T<7 天	1.50%	1.50%
	7 天≤T<1 个月	0.75%	0.50%
	1 个月≤T<12 个月	0.50%	0.00%
	12 个月≤T<24 个月	0.25%	0.00%
	T≥24 个月	0.00%	0.00%

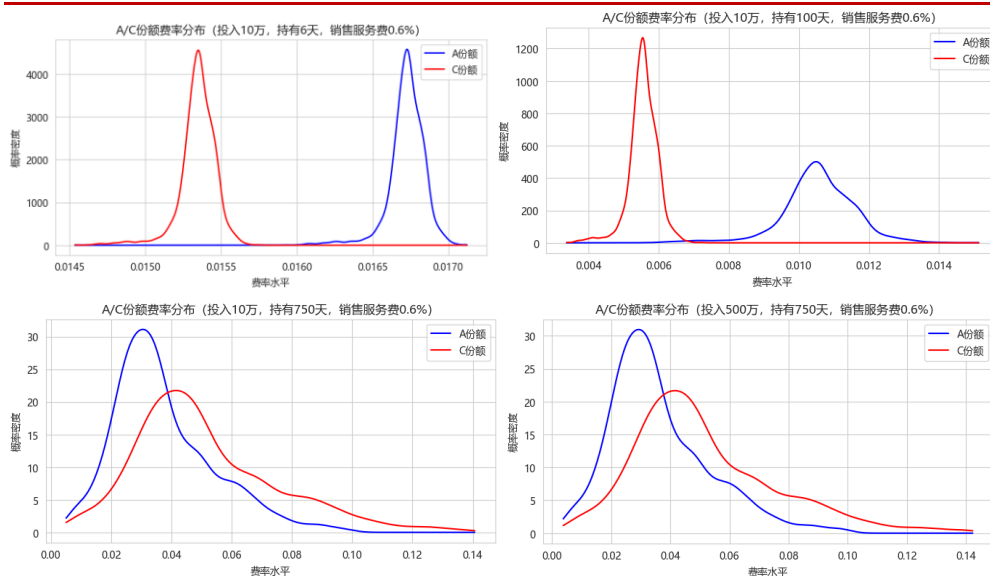
为了更好的理解和比较该基金不同份额的差别，我们用基金产品的月度收益率分布⁷模拟未来收益率情况，以当前投资成本及持有时间作为输入

⁶ A 份额的申购费率，括号内数字为一折后费率（该基金在多家代销渠道有一折申购费率优惠）。

⁷ 经测算，A 份额与 C 份额的收益率分布较为近似，且 A 份额因成立较早数据更多，因此 A/C 份额均使用 A 份额收益率分布进行测算。

变量，将 A 份额和 C 份额的费率⁸分布作图比较，结果如下：

图表 5：景顺长城沪港深精选股票 A/C 份额费率分布图



资料来源：聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2015/4/15-2024/8/1

以十万投资金额为例分析不同持有期限 A/C 份额的费率分布情况。如上示第一二张图所示，持有期为 6 天的 A/C 份额费率分布的中位数之差为 0.14%，这一差异小于 100 天持有期的费率差异（0.50%）。这种变化的原因在于，持有期小于 7 天 A/C 份额的赎回费率均为 1.50%，此时 C 份额不再有赎回费方面优势。这一费用设置的用意，也是通过赎回费适当约束频繁的交易行为。如果持有时间延长至推荐持有时间（例如两年及以上），无论投资金额是大是小，此时 A 份额占据优势。如第三四张图所示，投资金额 10 万或 500 万，A 份额费率分布中位数与 C 份额费率分布中位数差额在 1.3% 左右。

我们使用费率分布的中位数作为不同投入金额和持有期限的费率结果，在投入金额较小（例如 10 万）时，持有期限小于一年 C 份额费率更低，持有期限大于一年 A 份额费率更低。排除持有期小于 7 天的情况，“长 A 短 C”的结论仍然成立，投资者可根据资金流动性情况按需选择合适份额。

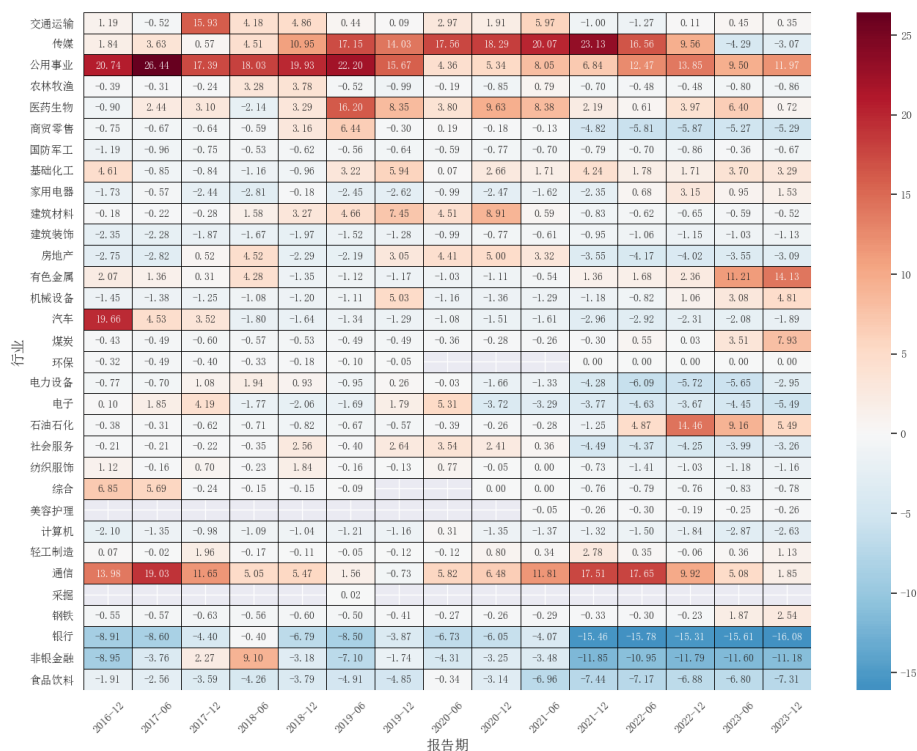
5 行业风格、风险暴露

没有一种投资是完美无缺的，景顺长城沪港深精选股票的投资风格及

⁸ 这里的费率包括申购费、赎回费及持有期费用。

策略既然能有收益稳回撤小的特点，自然也有其局限性。接下来我们从该基金行业及风格方面的风险暴露具体分析。如果以沪深 300 和恒生指数作为比较基准（权益）⁹，从该基金相对于比较基准（权益）在申万一级行业的超低配情况来看，该基金对公共事业、传媒、通信行业大部分时间处于超配状态且超配幅度较高，低配幅度最大的三个行业为银行、非银金融和食品饮料。这表示该基金相对其比较基准（权益）有较为稳定的行业偏好。

图表 6：景顺长城沪港深精选股票相对于比较基准（权益）的行业比例超低配情况



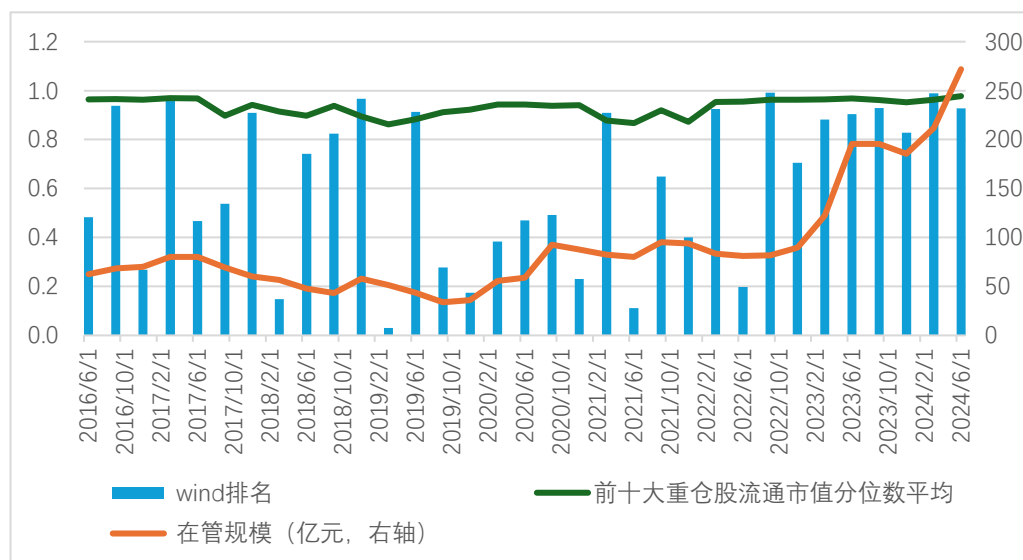
资料来源：聚源数据库、中证报基金研究，数据范围：2016/12-2023/12

上图的行业的配置情况展示了该基金在金融及消费行业的空头风险暴露。在现有的低预期及信心不足背景下，消费行业确实景气度不高，但是如果经济复苏，消费行业成为热门主题时，基金经理不追逐主题投资的特点，可能导致其排名不再领先。这一结果通过历史数据也可印证，回顾其历史业绩，2019 及 2020 年的权益牛市中，该基金没有追逐炙手可热的食品饮料板块，基金经理一直坚守在自己的能力圈内选股，因此排名不算

⁹ 选取沪深 300 及恒生指数（相同权重）作为比较基准（权益）是因为该基金的业绩比较基准为沪深 300 指数*45%+恒生指数*45%+中证全债指数*10%。

靠前（图表 6）。而金融行业作为低估值高股息资产的代表，表面看符合基金经理投资偏好，但从持仓看基金经理并没有表达出格外偏好，这表明金融行业的大部分股票并不符合其优质股票的标准。但是金融作为周期性较强的产业，未来宏观经济发生变化时，该基金在金融行业相对比较基准（权益）的空头暴露可能会一定程度影响基金业绩。

除了行业方面的风险，投资风格方面的风险也需注意。我们结合该基金的规模、排名情况及重仓股规模进行风格方面的风险分析。将基金经理管理的公募基金总规模、景顺长城沪港深精选股票季度披露的前十大股票流通市值¹⁰分位数平均值及该基金的季度区间排名¹¹作图分析，结果如下：
图表 7：景顺长城沪港深精选股票前十大重仓股流通市值分位数平均、区间排名及基金经理管理规模变化图



资料来源：Wind、中证报基金研究，数据范围：2016/6/30-2024/6/30；左侧纵轴为 wind 排名或股流通市值分位数，右侧纵轴表示在管规模（单位，亿元）。

由图可知，该基金的业绩有逆市场的表现，在牛市中该基金业绩不显，熊市中却排名靠前。基金经理擅长防守，进攻性稍弱的风格特点，是一种风格上的风险暴露。

从规模角度分析，基金经理的公募管理规模在 2023 年之前一直在百亿之下，在 2023 年之后急剧增加，截止 2024 年二季度已达到 271.86 亿

¹⁰ 此处使用近期（2024-8-14）A 股及港股流通市值排名。数据越靠近 1，代表流通市值越大，数据越靠近 0，代表流通市值越小。

¹¹ 图中排名为分位数排名，数值越靠近 1，排名越靠前，数值越靠近 0，排名越靠后。

元。观察基金经理管理时间较长，且投资标的覆盖沪港深市场的景顺长城沪港深精选股票（该基金）前十大股票的规模，我们发现基金经理比较偏好大市值股票，重仓股流通市值分位数平均值基本保持在 90% 以上。这可能与其投资理念及从业经历有关，大市值的公司更容易在行业内产生竞争优势，且基金经理从职业生涯初期便管理着几十亿规模的资金，因此，从大市值股票中挑选投资标的成为一种自然而然的选择。此类大容量投资策略同时意味着可选投资标的的有限性，大市值股票总量有限，结合基金经理名下多只基金已经开始限购的现状，或许符合基金经理投资理念的股票已经较为难寻。这在风格上同样也是一种股票类型选择的风险暴露。最新披露的股票仓位或许可以证实这一观点，2024 年半年报股票仓位降至 81.75%，几近股票仓位底线。

6 买要拿住、卖看时机

综合上述分析，该基金的特点较为鲜明，稳健的收益、回撤小的特点帮助其在近年震荡及下跌的市场环境下业绩斐然。但该基金同样有其自身的风险暴露，在行业上该基金并不偏好金融及消费行业，在风格上该基金的红利策略牛市不显、熊市占优，且偏好大市值股票的风格使其可选标的有一定局限。

具体到对投资者的建议，我们将投资者分为以下几类。对于正在考虑申购基金的投资者而言，可以考虑将闲置资金投入并长期持有，结合 A/C 份额费率分析，购入时选择 A 份额为更好选择。但投资者需注意，该基金更适合作为投资组合中的底仓部分，较大的收益率预期或快速的投资回报是不理智的。对于现在拥有持仓的投资者，如果已经持有较长时间，享受了漫长熊市中该基金带来的逆风上涨，获利了结或为上策。对于刚刚购入的投资者，对该基金及投资经理多点耐心和信心，坚持长期持有策略、谨防“剁手”，可帮助其提高长期收益。

7 风险提示及声明

本文所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。文中采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场的风险，且数据统计处理方式可能存在误差。

免责声明

本报告原始数据来源于市场公开信息，此报告仅做数据统计，不涉及指标排名，不做投资参考之用，本公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告所载的信息或做出的任何建议、意见及推测并不构成任何投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人做出任何形式的保证。投资者应自行决策，自担投资风险。本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据，任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

附：本报告基金产品基本信息

表 3：景顺长城沪港深精选股票（000979.OF）概况

基金简称	景顺长城沪港深精选股票
基金名称	景顺长城沪港深精选股票型证券投资基金
基金主代码	000979.OF
成立日期	2015-04-15
基金管理人	景顺长城基金管理有限公司
基金经理	鲍无可
基金经理任职日期	2016-05-28
运作方式	契约型开放式
基金托管人	中国工商银行股份有限公司
基金规模	66.57 亿
投资类型	普通股票型基金
比较基准	沪深 300 指数*45%+恒生指数*45%+中证全债指数*10%
投资目标	在严格控制投资组合风险的前提下，通过对行业发展趋势、企业的基本面、经营状况进行深入研究，选择出质地优秀、成长性良好的公司进行投资，寻求基金资产的长期稳健增值，力争获得超越业绩比较基准的绝对回报。
投资比例	股票投资比例：80%–95%