

特色私募 2019 投资复盘与 2020 市场展望

——鸿道投资

分析师：吴昱璐

执业证书编号：S0890519060002

电话：021-20321075

邮箱：wuyulu@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

- 1 《私募基金：股票策略领涨，各策略私募飘红收官-私募基金月报 201912》
2020-01-15
- 2 《私募基金：特色私募 2019 投资复盘与 2020 市场展望——尚雅投资》
2020-01-07
- 3 《私募基金：景气度抬升中的机会：汽车行业景气度构建与应用——汽车行业基本面量化系列报告之二》 2019-12-25

◎ 投资要点：

◆ **仓位管理：顺势而为、灵活调整。**2019 年，上证综指上涨 22.30%，深证成指上涨 44.08%，中小板指上涨 41.03%，创业板指上涨 43.79%。鸿道投资旗下管理产品总体仓位随市场变化情况灵活调整。根据数据信息可得、数据质量符合华宝证券要求的标准进行整理，发现：鸿道投资旗下股票多头产品，因投资经理、投资范围、资金约束的差异，2019 年绩效表现有所差别，但整体接近。以 2019 年以前成立的产品为例，最大回撤区间为 -12%~-18%，夏普比例普遍在 1.5 以上。

◆ **行业/板块：从畜牧养殖到计算机。**2019 年，鸿道投资通过相对集中的行业和板块投资，先后抓住了券商板块、畜牧养殖板块等的市场机会，并在三季度以后重点布局计算机行业标的。可得分月数据显示，鸿道投资代表产品前五大重仓板块占产品总市值的比重在 40%左右，占同期股票仓位的比重维持在 70%以上的高位。

◆ **打新：无。**鸿道投资代表产品因投资范围限制，2019 年未参与科创板打新。

◆ **2020 宏观经济：短期货币宽松经济回稳。**当前大的宏观金融背景是宽货币与宏观经济数据短期回稳。前者表现为银行间市场七天回购利率低企，后者是市场投资者较一致的看法。重要的是，政策边际上，金融政策向降低企业融资成本的目标持续倾斜。货币环境与信用环境都影响股市，但前者影响短期，后者对股票市场中期的影响更明显。

◆ **2020 投资机会展望：把握新蓝筹，应对重于预测。**考虑行业景气度趋势与市场的惯性因素，鸿道投资看好空间大的成长行业，尤其是以部分计算机板块标的与消费电子为代表的科技股，但在操作中需要把握“好牌控池打”和“应对重于预测”的原则。

◆ **从历史行情看鸿道投资绩效特征。**鸿道投资总经理孙建冬也是早期“公奔私”基金经理之一，其投资风格更偏自上而下，另外公司部分产品采用“双基金经理”机制，最终旗下产品呈现的操作风格与传统股票型公募产品差异较大。“顺势而为”的投资思路使得鸿道投资在不同风格的上涨行情中均有机会把握阶段性的收益机会。从投资结果看，鸿道投资的产品对成长股行情的把握更好；从分析思路看，鸿道投资倾向于结合宏观面政策面等大环境、以动态的眼光看待“成长”。

◆ **风险提示：**本文仅对私募基金投资历史与投资理念做客观表述，不作为评价和推荐私募基金的依据，也不作为投资推荐的依据。

内容目录

1. 鸿道投资 2019 年投资复盘	3
1.1. 仓位管理：顺势而为、灵活调整	3
1.2. 行业/板块：从畜牧养殖到计算机	4
1.3. 打新：无	5
2. 鸿道投资 2020 投资展望	5
2.1. 宏观经济：短期货币宽松经济回稳	5
2.2. 投资机会展望：把握新蓝筹，应对重于预测	7
3. 从历史行情看鸿道投资绩效特征	7

图表目录

图 1：2019 年鸿道投资代表产品仓位	4
图 2：2019 年鸿道投资代表产品板块分布	4
图 3：2017~2019 年 7 天回购定盘利率（月频）	5
图 4：国内智能手机出货量	7
图 5：鸿道产品绩效：上涨行情（偏白马蓝筹）	8
图 6：鸿道产品绩效：上涨行情（偏科技类成长）	8
图 7：鸿道产品绩效：下跌行情	8
图 8：鸿道投资可得产品成立以来绩效百分位	8
表 1：鸿道投资可得产品 2019 年风险指标（股票多头）	3
表 2：历年春节前后股市涨跌	6

1. 鸿道投资 2019 年投资复盘

1.1. 仓位管理：顺势而为、灵活调整

2019 年，上证综指上涨 22.30%，深证成指上涨 44.08%，中小板指上涨 41.03%，创业板指上涨 43.79%。鸿道投资旗下管理产品总体仓位随市场变化情况灵活调整。根据数据信息可得，数据质量符合华宝证券要求的标准进行整理，发现：鸿道投资旗下股票多头产品，因投资经理、投资范围、资金约束的差异，2019 年绩效表现有所差别，但整体接近。以 2019 年以前成立的产品为例，最大回撤区间为-12%~-18%，夏普比例普遍在 1.5 以上。

表 1：鸿道投资可得产品 2019 年风险指标（股票多头）

	成立日期	策略	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡马比率
鸿道 1 期	2010/4/8	股票多头	24.04%	-14.77%	2.79	4.64
鸿道 2 期	2010/10/28	股票多头	26.42%	-17.51%	1.77	2.75
鸿道 3 期	2010/11/3	股票多头	22.99%	-14.26%	2.16	3.58
鸿道国企改革	2015/1/14	股票多头	23.34%	-12.11%	2.87	5.66
鸿道创新改革	2015/6/10	股票多头	27.22%	-12.01%	2.01	4.68
鸿道煜焱 1 号	2017/5/10	股票多头	25.43%	-13.36%	1.78	3.49
鸿道煜焱 2 号	2017/10/26	股票多头	25.32%	-13.07%	1.81	3.62
鸿道鼎胜 1 期	2018/3/20	股票多头	24.72%	-17.44%	2.16	3.15
鸿道 6 期	2019/3/25	股票多头	15.80%	-5.42%	1.80	5.52
鸿道优选 1 期	2019/3/25	股票多头	15.64%	-6.07%	1.41	3.87
沪深 300			18.40%	-13.49%	1.77	2.52

资料来源：华宝证券研究创新部

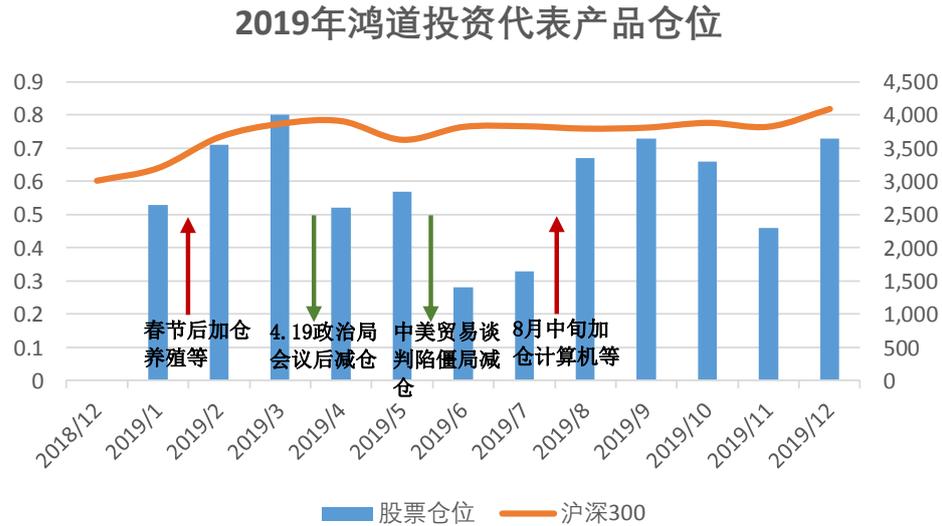
2019 年初，A 股市场表现强势，这一方面源于美联储货币政策阶段性调整对全球风险资产的推动；另一方面，1 月份国内信贷预期向好也对投资者信心产生了积极影响。鸿道投资判断在中国经济缓速增质的结构化转型期，部分行业的景气度将出现下滑，但诸如生猪养殖等行业有望成为政策趋势利好、行业景气度向好的行业。因此，鸿道投资代表产品在春节后将仓位逐步推升至 80% 左右。

进入二季度，A 股市场呈冲高回落的走势。4 月 19 日政治局会议之后，考虑到市场普遍担忧货币宽松按下“暂停”，市场开始调整。5 月份，中美贸易谈判陷入僵局以及随之而来的华为事件，令市场悲观预期增强、市场加速下跌。截至二季度末，鸿道投资代表产品仓位降至 30% 以下。

三季度，鸿道投资再度推升代表产品仓位至 60% 以上。核心考虑是 2019 年 7 月 30 日的政治局会议明确“不把房地产作为短期刺激经济的手段”，有望为中国股票市场进入长期结构性上涨行情奠定政策基础与宏观环境。

纵观 2019 全年，鸿道投资代表产品的股票仓位波动较大，通常会结合宏观经济、政策风向等多重考量，具有顺势而为、灵活调整的特点。

图 1：2019 年鸿道投资代表产品仓位



资料来源：鸿道投资，华宝证券研究创新部

1.2. 行业/板块：从畜牧养殖到计算机

2019年，鸿道投资通过相对集中的行业和板块投资，先后抓住了券商板块、畜牧养殖板块等的市场机会，并在三季度以后重点布局计算机行业标的。可得分月数据显示，鸿道投资代表产品前五大重仓板块占产品总市值的比重在40%左右，占同期股票仓位的比重维持在70%以上的高位。

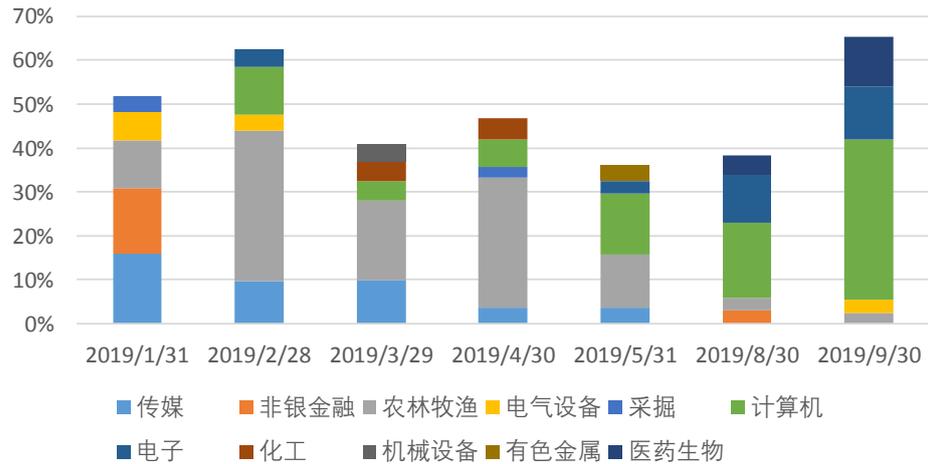
2019年上半年，鸿道投资重仓畜牧养殖板块。2019年2月底，鸿道投资某代表产品在农林牧渔上的仓位高达34.40%，4月底，该行业仓位再度逼近30%。背后的逻辑是：非洲猪瘟疫情打乱常规周期变动，产能大幅减少预计带来猪价反转，大型生猪养殖企业受益猪价上涨。

2019年下半年，鸿道投资着力布局计算机板块。2019年三季度末，鸿道投资某代表产品在计算机上的仓位达到36.60%。背后的逻辑是：计算机和半导体行业是关系中国经济转型升级成败的关键行业。在全球化趋势遭遇挑战的背景下，中国提出了“坚持安全可控和开放创新并重”的应对之道。

从2019年的行业切换操作看，鸿道投资倾向自上而下的投资方法，基于宏观经济周期判断行业拐点机会，最终落地为产品中行业权重的切换。根据华宝证券2019年初调研了解，鸿道投资覆盖行业包括农林牧渔、食品饮料、化工、医药医疗、TMT、周期、新零售、纺织服装等。

图 2：2019 年鸿道投资代表产品板块分布

2019年鸿道投资代表产品行业分布



资料来源：鸿道投资，华宝证券研究创新部

1.3. 打新：无

鸿道投资代表产品因投资范围限制，2019 年末参与科创板打新。

2. 鸿道投资 2020 投资展望

2.1. 宏观经济：短期货币宽松经济回稳

华宝证券：鸿道投资如何看待当前的宏观经济形势？

鸿道投资：

当前大的宏观金融背景是宽货币与宏观经济数据短期回稳。前者表现为银行间市场七天回购利率低企，后者是市场投资者较一致的看法。重要的是，政策边际上，金融政策向降低企业融资成本的目标持续倾斜。货币环境与信用环境都影响股市，但前者影响短期，后者对股票市场长期的影响更明显。

图 3：2017~2019 年 7 天回购定盘利率（月频）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

华宝证券：从短周期和中长周期看，鸿道投资认为 A 股市场会有怎样的变化？

鸿道投资：

短期看，货币宽松且边际上还有宽松的变化，银行货币理财新规和房贷利率置换也验证了这一点，股市有望延续前期的趋势与方向。从历史上看，年初很短的时间段，市场走势带有各方面投资者“试错”的成分，股指的涨跌与上涨结构不大明朗。但从春节往一季度末看，货币宽松、信用未紧到阈值之前，股市大多延续和发展上一年的涨跌趋势和方向。

不过，从三个月以上的周期看，一方面，银行资管新规 2020 年的回表比率必须明确下来；另一方面，宏观数据短期回稳与中美第一阶段协议达成之后，结构性改革政策也会抓紧时间推进，而结构性改革往往伴生着一定程度的紧信用。

受货币宽松叠加上一年股票投资高收益的滞后影响，我们认为股市一季度大概率会有一波以科技股为代表的上涨，但要警惕上涨的龙头板块有泡沫化的趋势，如果届时资管新规的去杠杆再度推进，宽货币遇上紧信用的预期，股票市场或将迎来调整。而如果紧信用并未未来，社会流动性向股市外溢，则 A 股成长股的估值会被边际资金供求推着走。

表 2：历年春节前后股市涨跌

年份	春节前 15 日均涨跌幅	春节至一季度末日均涨跌幅	涨跌方向是否一致
2002	0.38%	0.13%	是
2003	0.18%	0.04%	是
2004	0.73%	0.09%	是
2005	0.62%	-0.19%	否
2006	0.32%	0.05%	是
2007	1.12%	0.08%	是
2008	-0.44%	-0.51%	是
2009	0.74%	0.35%	是
2010	0.14%	0.09%	是
2011	0.34%	0.12%	是
2012	0.96%	0.00%	否
2013	0.71%	-0.23%	否

2014	-0.03%	-0.06%	是
2015	0.49%	0.45%	是
2016	-0.39%	0.20%	否
2017	0.16%	0.05%	是
2018	-0.70%	-0.10%	是
2019	0.43%	0.33%	是

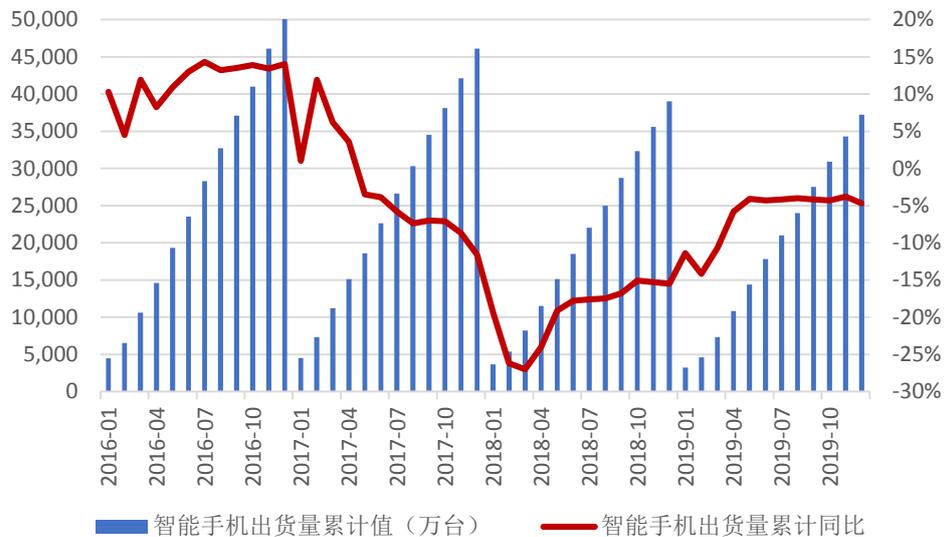
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2. 投资机会展望：把握新蓝筹，应对重于预测

考虑行业景气度趋势与市场的惯性因素，鸿道投资看好空间大的成长行业，尤其是以部分计算机板块标的与消费电子为代表的科技股，但在操作中需要把握“好牌控池打”和“应对重于预测”的原则。

以消费电子为例，5G 推进带来的换机需求、TWS 无线耳机、智能手表等都构成了行业的催化剂。从历年国内智能手机出货量的变化看，2019 年二季度以来明显有所企稳，虽有小幅反复，但基本结束了 2017 年以来连续两年的下跌状态。我们认为未来在 5G 概念的推动下，智能手机的出货量将持续回暖。

图 4：国内智能手机出货量



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 从历史行情看鸿道投资绩效特征

鸿道投资总经理孙建冬也是早期“公奔私”基金经理之一，其投资风格更偏自上而下，另外公司部分产品采用“双基金经理”机制，最终旗下产品呈现的操作风格与传统股票型公募基金产品差异较大。

“顺势而为”的投资思路使得鸿道投资在不同风格的上涨行情中均有机会把握阶段性的收益机会。从投资结果看，鸿道投资的产品对成长股行情的把握更好；从分析思路看，鸿道

投资倾向于结合宏观面政策面等大环境、以动态的眼光看待“成长”。

在 2017 年的白马蓝筹行情中，观测 2017.5.12~2018.1.26 区间，鸿道投资可得股票多头产品年化收益率中位数 27.55%、最大回撤中位数-7.72%，夏普比率中位数 1.81，收益率和性价比指标高于同期股票多头私募基金整体表现，但与处于“一九行情”中的沪深 300 指数相比稍显逊色。

在 2019 年下半年的科技股行情中，观测 2019.8.9~2019.9.12 区间，鸿道投资可得股票多头产品年化收益率中位数 234.66%、夏普比率中位数 15.02，收益率和性价比指标高于同期股票多头私募基金整体表现，也高于沪深 300 指数表现。

值得注意的是，尽管鸿道投资通过仓位的管控可以规避部分市场风险，但是考虑到即便减仓通常也会留有部分底仓，因此系统性风险仍然存在，且仓位管控的胜率也并非 100%。

图 5：鸿道产品绩效：上涨行情（偏白马蓝筹）

上涨行情 (偏价值)	2017/5/12		2018/1/26		
	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡马比率
鸿道 1 期	29.47%	15.22%	-9.14%	1.84	3.22
鸿道 2 期	21.54%	11.27%	-6.47%	1.78	3.33
鸿道 3 期	25.64%	14.84%	-8.97%	1.63	2.86
鸿道国企改革	33.97%	16.22%	-9.36%	2.00	3.63
鸿道创新改革	72.72%	19.15%	-4.85%	3.72	15.01
鸿道短债 1 号	17.86%	11.59%	-5.87%	1.41	3.04
鸿道产品中位数	27.55%	15.03%	-7.72%	1.81	3.28
股票多头私募产品中位数	18.51%	14.35%	-7.18%	1.31	2.88
沪深 300	45.13%	10.10%	-3.40%	4.32	13.29

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 6：鸿道产品绩效：上涨行情（偏科技类成长）

上涨行情 (偏科技类成长)	2019/8/9		2019/9/12		
	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡马比率
鸿道 1 期	569.54%	11.59%	0.00%	49.03	—
鸿道 2 期	118.79%	7.21%	0.00%	16.27	—
鸿道 3 期	290.89%	14.01%	0.00%	20.65	—
鸿道国企改革	517.11%	15.67%	0.00%	32.91	—
鸿道创新改革	72.02%	12.05%	-0.73%	5.85	99.31
鸿道短债 1 号	89.20%	13.16%	-0.83%	6.66	107.01
鸿道短债 2 号	89.08%	13.14%	-0.83%	6.66	107.75
鸿道鼎胜 1 期	178.43%	28.47%	-3.27%	6.22	54.63
鸿道 6 期	421.00%	27.69%	0.00%	15.15	—
鸿道优选 1 期	411.49%	27.52%	0.00%	14.90	—
鸿道产品中位数	234.66%	13.59%	0.00%	15.02	—
股票多头私募产品中位数	96.21%	15.30%	-1.12%	6.66	83.55
沪深 300	152.76%	12.77%	-0.56%	11.85	274.32
申万计算机	921.82%	20.69%	0.00%	44.49	—

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 7：鸿道产品绩效：下跌行情

下跌行情	2018/1/26		2018/10/19		
	年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	卡马比率
鸿道 1 期	-24.94%	16.46%	-22.17%	-1.61	-1.12
鸿道 2 期	-19.85%	12.43%	-16.06%	-1.72	-1.24
鸿道 3 期	-25.97%	18.97%	-21.22%	-1.45	-1.22
鸿道国企改革	-27.43%	20.04%	-22.29%	-1.44	-1.23
鸿道创新改革	-11.80%	17.60%	-11.46%	-0.76	-1.03
鸿道短债 1 号	-12.86%	17.78%	-11.38%	-0.81	-1.13
鸿道短债 2 号	-11.23%	17.94%	-10.22%	-0.71	-1.10
鸿道产品中位数	-19.85%	17.78%	-16.06%	-1.44	-1.13
股票多头私募产品中位数	-24.82%	21.29%	-20.72%	-1.26	-1.25
沪深 300	-37.53%	23.64%	-28.45%	-1.65	-1.32

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

图 8：鸿道投资可得产品成立以来绩效百分位

	成立日	年化 收益率	年化 波动率	最大 回撤	夏普	卡马
鸿道 1 期	2010/4/8	34%	35%	61%	27%	47%
鸿道 2 期	2010/10/28	49%	37%	73%	48%	59%
鸿道 3 期	2010/11/3	66%	32%	75%	65%	71%
鸿道国企改革	2015/1/14	49%	55%	75%	52%	57%
鸿道创新改革	2015/6/10	3%	61%	20%	3%	3%
鸿道短债 1 号	2017/5/10	16%	54%	12%	17%	8%
鸿道短债 2 号	2017/10/26	8%	55%	13%	9%	5%
鸿道鼎胜 1 期	2018/3/20	14%	61%	39%	18%	17%

资料来源：私募排排网，华宝证券研究创新部

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 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。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。