

相关研究

《Beyond Deep Value: 深度价值基金经理的同工和异曲》2022.03.09

《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

分析师:冯佳睿

Tel:(021)23219732

Email:fengjr@htsec.com

证书:S0850512080006

分析师:郑雅斌

Tel:(021)23219395

Email:zhengyb@htsec.com

证书:S0850511040004

联系人:郑玲玲

Tel:(021)23154170

Email:zll13940@htsec.com

坚守价值，严控风险，分散投资——工银瑞信基金杨鑫鑫的三个关键词

投资要点:

- **基金经理基本信息。**杨鑫鑫，硕士学历，逾8年投资经理从业经验。2008年加入华安基金，曾任投资研究部研究员、基金投资部基金经理。在华安基金任职期间，历任管理产品4只。2018年加入工银瑞信基金，任权益投资部基金经理，并于2019年2月接管工银瑞信创新动力。目前，在管产品仅工银瑞信创新动力一只。截至2021年12月31日，产品规模为6.95亿元。
- **基金经理投资业绩。**基金经理在管的工银瑞信创新动力，长期收益稳健，风险控制能力突出。得益于此，产品的风险调整后收益十分优异。不过，注重风控的特点也使产品在上涨市中的向上弹性相对较弱，但在下跌市中能表现出很强的防御性。从不同市场风格中的表现来看，产品业绩与价值风格具有较强的关联性。并且当市场呈现价值风格时，表现明显优于同类。
- **资产配置风格。**我们认为，基金经理可能较少进行股票择时，并且倾向于采取股票仓位相对较低的管理模式，以减小产品在股票资产上的暴露。这种模式可能会牺牲一定的向上弹性，但能较好地降低产品的净值波动。
- **行业配置风格。**我们认为，无论是板块还是行业层面，基金经理都倾向于分散布局。在进一步的行业选择上，基金经理可能采取“冷门行业叠加热门行业”的配置策略，即以估值较低、相对冷门的行业作为底仓（银行、建筑、房地产、传媒等），增强产品的安全边际，同时布局一部分热门行业以博取更好的收益，从而达到风险收益的平衡。此外，从行业配置比例的切换来看，基金经理较少进行行业层面的轮动。
- **个股选择风格。**我们认为，个股选择维度，基金经理也倾向于采用分散化投资的方式。持股风格上，呈现鲜明的价值特征。市值上，从前期的偏向中小盘，逐步过渡到大小盘均衡。波动率、换手率和动量因子显著的负向暴露，从侧面反映了基金经理不过度追逐热门股票，对风险控制较为重视的特征。个股投资上，基金经理倾向于左侧提前布局，并提前退出，这也与他严控风险、坚守价值的特征相契合。
- **投资能力浅析。**我们认为，行业配置维度，基金经理采用的分散化及“冷门行业叠加热门行业”的配置策略较为成功。这种策略虽有可能牺牲一定的向上弹性，但却能有效增强组合收益的稳定性，提升获取正收益的概率，为投资者带来更好的持有体验。个股选择维度，基金经理选股能力较强，能力圈广泛。除上游周期板块外，其余板块均有较好的选股表现。
- **风险提示：**本文根据公开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；2）作为主动权益类产品，基金的业绩表现与基金经理紧密相关，需要关注基金经理变动对业绩的影响；3）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. 基金经理基本信息	6
2. 基金经理投资业绩	6
3. 基金经理投资风格	9
3.1 资产配置	9
3.2 行业配置	10
3.2.1 板块行为	10
3.2.2 行业行为	12
3.3 个股选择	14
3.3.1 持股相对分散	14
3.3.2 持股周期较长	14
3.3.3 持股风格偏好	15
3.3.4 倾向于“左进左出”	16
4. 基金经理投资能力浅析	16
4.1 业绩归因	16
4.2 行业配置效果	17
4.3 选股能力	17
5. 总结	18
6. 风险提示	19

图目录

图 1	杨鑫鑫在管产品合计规模变化	6
图 2	工银瑞信创新动力的规模变化 (亿元)	7
图 3	工银瑞信创新动力的净值走势 (2019.05.28-2022.02.28)	7
图 4	工银瑞信创新动力相对业绩基准的月度超额收益 (2019.06-2022.02)	8
图 5	工银瑞信创新动力及其同类的上涨捕获比率和下跌抵抗比率 (2019.05.28-2022.02.28)	9
图 6	工银瑞信创新动力及其同类产品的历史股票仓位	10
图 7	工银瑞信创新动力的板块集中度	10
图 8	工银瑞信创新动力的板块配置	11
图 9	工银瑞信创新动力及其同类在金融地产板块的配置比例	11
图 10	工银瑞信创新动力及其同类在上游周期板块的配置比例	11
图 11	工银瑞信创新动力及其同类在中游制造板块的配置比例	11
图 12	工银瑞信创新动力及其同类在大消费板块的配置比例	11
图 13	工银瑞信创新动力及其同类在 TMT 板块的配置比例	12
图 14	工银瑞信创新动力各期持仓的行业数 (个)	12
图 15	工银瑞信创新动力及其同类的行业集中度	12
图 16	工银瑞信创新动力的行业配置明细	13
图 17	银行业市净率 (2012.02.10-2022.02.09)	13
图 18	房地产行业市净率 (2012.02.10-2022.02.09)	13
图 19	建筑行业的市净率 (2012.02.10-2022.02.09)	14
图 20	传媒行业市净率 (2012.02.10-2022.02.09)	14
图 21	工银瑞信创新动力各期的持股数量	14
图 22	工银瑞信创新动力及其同类产品前 10 大重仓股配置比例	14
图 23	工银瑞信创新动力的单边换手率 (倍/半年)	15
图 24	工银瑞信创新动力重仓股的持有周期 (季度)	15
图 25	工银瑞信创新动力持仓的风格暴露	15
图 26	工银瑞信创新动力的 sharpe 净值归因	15
图 27	工银瑞信创新动力全部持仓在报告期前后的收益和估值变化	16
图 28	工银瑞信创新动力的 Brinson 归因	17
图 29	工银瑞信创新动力的行业配置效果	17

图 30 工银瑞信创新动力相对于中信一级行业指数的选股超额收益18

表目录

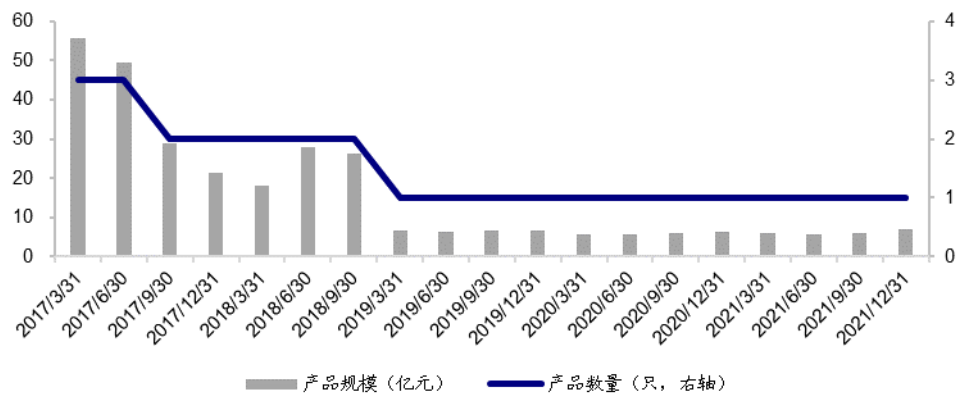
表 1	杨鑫鑫历任管理的公募基金的基本信息	6
表 2	杨鑫鑫任职以来（扣除 3 个月建仓期）工银瑞信创新动力的业绩表现 （2019.05.28-2022.02.28）	7
表 3	工银瑞信创新动力各年度业绩表现（2019.05.28-2021.12.31）	8
表 4	工银瑞信创新动力及其同类产品在不同市场风格中的业绩表现 （2019.05.28-2022.02.28）	9

1. 基金经理基本信息

杨鑫鑫，硕士学历，逾 8 年投资经理从业经验。2008 年加入华安基金，曾任投资研究部研究员、基金投资部基金经理。在华安基金任职期间，历任管理产品 4 只，类型涵盖普通股票型、偏股混合型和灵活配置型。2018 年加入工银瑞信基金，任权益投资部基金经理，并于 2019 年 2 月接管工银瑞信创新动力至今。

目前，在管产品仅工银瑞信创新动力一只。截至 2021 年 12 月 31 日，产品规模为 6.95 亿元。

图1 杨鑫鑫在管产品合计规模变化



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 杨鑫鑫历任管理的公募基金的基本信息

基金代码	基金简称	投资类型	任职日期	离任日期	基金规模 (A、C 合计, 亿元)
040001.OF	华安创新	灵活配置型	2014/12/30	2016/9/21	26.45
001139.OF	华安新动力	灵活配置型	2015/3/24	2017/7/3	12.78
001104.OF	华安新丝路主题 A	普通股票型	2015/4/9	2018/10/31	13.17
040011.OF	华安核心优选	偏股混合型	2013/6/5	2018/10/31	13.13
000893.OF	工银瑞信创新动力	普通股票型	2019/2/28		6.95

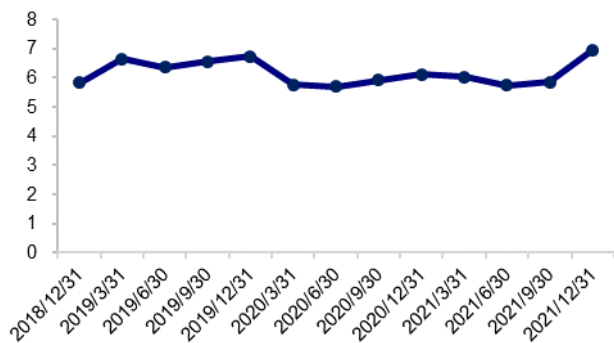
资料来源：Wind，海通证券研究所

注：工银瑞信创新动力的规模为 2021 年 4 季报数据，其他产品的规模为离任前最新报告期公布的数据

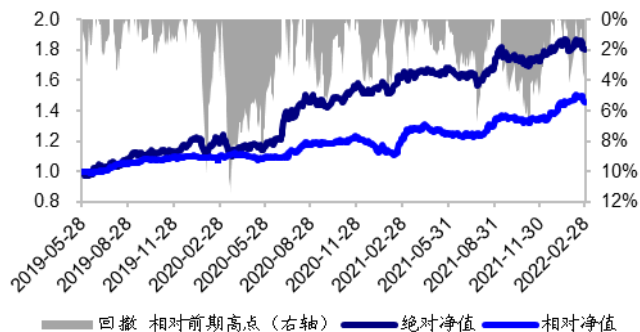
下面，本文将杨鑫鑫在管的工银瑞信创新动力作为代表产品，分析他的投资业绩、投资风格和投资能力。

2. 基金经理投资业绩

工银瑞信创新动力成立于 2014 年 12 月 11 日，是工银瑞信基金旗下的普通股票型基金，杨鑫鑫于 2019 年 2 月 28 日接管产品至今。产品业绩基准为中证 800 指数收益率*80%+中债综合指数收益率*20%。截至 2021 年 12 月 31 日，基金规模 6.95 亿元。

图2 工银瑞信创新动力的规模变化(亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 工银瑞信创新动力的净值走势(2019.05.28-2022.02.28)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

➤ 风控能力突出, 业绩稳定性高

杨鑫鑫任职以来(扣除3个月建仓期, 2019年5月28日至2022年2月28日), 工银瑞信创新动力累计收益80.94%, 年化收益23.95%, 相对业绩基准的年化超额收益为15.50%。除了优异的业绩, 更为可贵的是, **产品具有很强的风控能力**。区间年化波动率和最大回撤分别为14.37%和11.61%, 双双位列同类前1%。

因此, 产品的风险调整后收益也十分突出。2019年5月28日至2022年2月28日期间, 夏普比率和收益回撤比分别为1.51和2.06, 显著优于同期的业绩比较基准, 双双居于同类前15%。

表2 杨鑫鑫任职以来(扣除3个月建仓期)工银瑞信创新动力的业绩表现(2019.05.28-2022.02.28)

	工银瑞信创新动力	业绩基准	同类排名	25%分位点	50%分位点	75%分位点
区间收益	80.94%	24.29%	66%	68.04%	98.80%	137.60%
年化收益	23.95%	8.45%	66%	20.68%	28.25%	36.80%
年化波动率	14.37%	15.07%	1%	20.85%	24.45%	27.11%
最大回撤	11.61%	13.20%	0.3%	19.21%	23.21%	29.46%
夏普比率	1.51	0.54	15%	0.90	1.12	1.40
收益回撤比	2.06	0.64	13%	0.83	1.23	1.81

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 同类基金为2019年2月28日前成立的普通股票型基金, 包含本基金共288只; 同类排名为指标由优到劣排序, 排名百分比越小, 指标表现越好, 下同

分年度来看, 产品收益同样稳健。2019年5月至2021年的3个年度里, 产品的绝对收益均保持在15%以上, 显著超越同期业绩基准。最为突出的是, 尽管各年度市场风格迥异, 但产品都能将波动和回撤控制在较低水平。

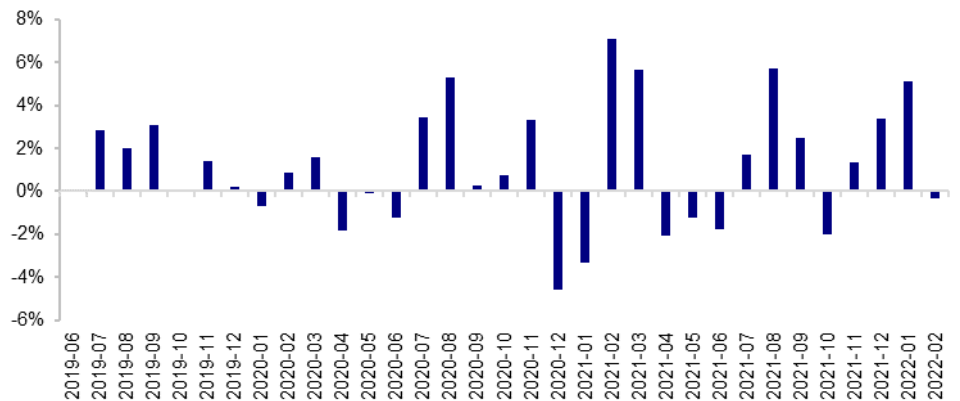
表 3 工银瑞信创新动力各年度业绩表现 (2019.05.28-2021.12.31)

区间		2019	2020	2021
区间收益 (年化)	产品	35.70%	28.84%	17.93%
	业绩基准	15.90%	21.22%	0.03%
	同类排名	58%	90%	31%
波动率 (年化)	产品	11.38%	18.24%	11.32%
	业绩基准	11.63%	18.29%	13.60%
	同类排名	2%	1%	0.3%
最大回撤	产品	3.35%	11.61%	6.72%
	业绩基准	6.57%	12.55%	11.13%
	同类排名	0.3%	2%	1%
夏普比率	产品	2.62	1.44	1.42
	业绩基准	1.31	1.20	-0.04
	同类排名	21%	79%	7%
收益回撤比	产品	10.65	2.48	2.67
	业绩基准	2.42	1.69	0.00
	同类排名	14%	75%	6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 同类基金为区间内成立满 3 个月普通股票型基金, 2019、2020 和 2021 年各区间分别有 (含本基金) 300 只、318 只和 389 只基金

进一步, 我们站在更短的时间维度上, 即, 使用月度收益考察产品业绩的稳定性。由下图可见, 2019 年 6 月至 2022 年 2 月期间, 基金相对业绩基准的月度超额收益胜率接近 70%, 月平均超额收益为 1.17%, 业绩稳定性高。

图 4 工银瑞信创新动力相对业绩基准的月度超额收益 (2019.06-2022.02)


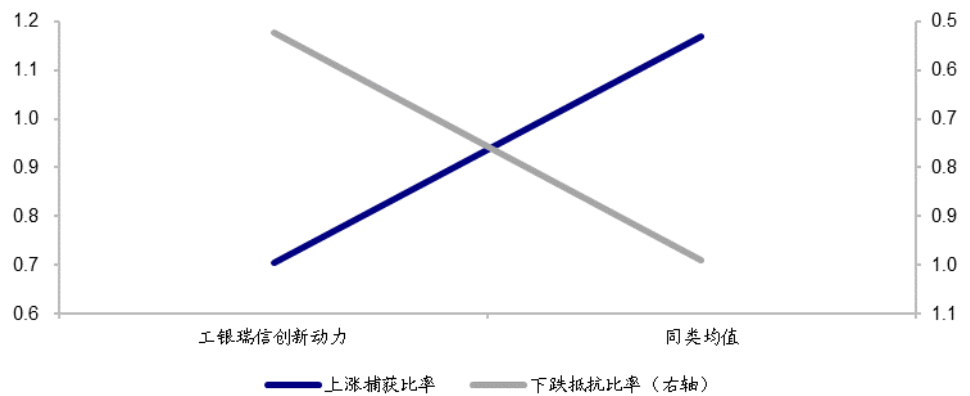
资料来源: Wind, 海通证券研究所

➤ 下跌市中防御性较强

由上文可知, 产品较为注重风险控制。这一特征使其在上涨市中的向上弹性相对较弱, 但在下跌市中具备很强的防御性。根据我们的计算, 工银瑞信创新动力的上涨捕获比率¹为 0.66, 小于同类均值; 而下跌抵抗比率²为 0.52, 显著优于同类均值。

¹ 以 Wind 全 A 代表市场组合, 上涨捕获比率为市场上涨时, 基金与 Wind 全 A 的日均收益率之比。该指标大于 1 说明基金在上涨市场中具备较强的向上弹性, 值越大, 向上弹性越好。

² 以 Wind 全 A 代表市场组合, 下跌抵抗比率为市场下跌时, 基金与 Wind 全 A 的日均收益率之比。该指标小于 1 说明基金在下跌市场中具备较强的防御性, 值越小, 防御性越强。

图5 工银瑞信创新动力及其同类的上涨捕获比率和下跌抵抗比率（2019.05.28-2022.02.28）


资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类基金为成立日期在 2019 年 2 月 28 日前的普通股票型基金

➤ 市场处于价值风格时，业绩表现较为突出

表 4 计算了产品收益率与全指价值（000058）和全指成长（000057）指数收益率的相关系数，以此考察产品的风格特点。普通股票型基金与全指价值和全指成长指数收益率的相关系数分别为 0.49 和 0.76，说明大多数普通股票型基金偏向成长风格。而工银瑞信创新动力与全指价值指数收益率的相关系数为 0.86，显著高于普通股票型基金，与价值风格表现出更强的关联性。

进一步，我们利用全指价值和全指成长指数的日收益率对市场风格进行划分。具体划分方式为：当全指价值指数的日收益率大于全指成长指数时，定义当下的市场为价值风格，反之则为成长风格。同时，计算两种市场风格下基金的日均收益率，以此反映基金在不同风格环境下的业绩表现。

结果显示，普通股票型基金在价值风格中的日均收益为负，整体表现较差。而工银瑞信创新动力在价值风格中的表现较为突出，日均收益可达 0.07%，显著优于普通股票型基金的-0.54%。

表 4 工银瑞信创新动力及其同类产品在不同市场风格中的业绩表现（2019.05.28-2022.02.28）

	基金与不同风格指数收益的相关系数	
	全指价值（000058.SH）	全指成长（000057.SH）
工银瑞信创新动力	0.86	0.73
同类均值	0.49	0.76
	基金在不同市场风格中的日均收益（%）	
	价值风格	成长风格
工银瑞信创新动力	0.07	0.11
同类均值	-0.54	0.65

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类基金为 2019 年 2 月 28 日前成立的普通股票型基金；市场风格的划分依据全指价值和全指成长指数的日收益率之差，当二者差值大于 0 时为价值风格，反之则为成长风格

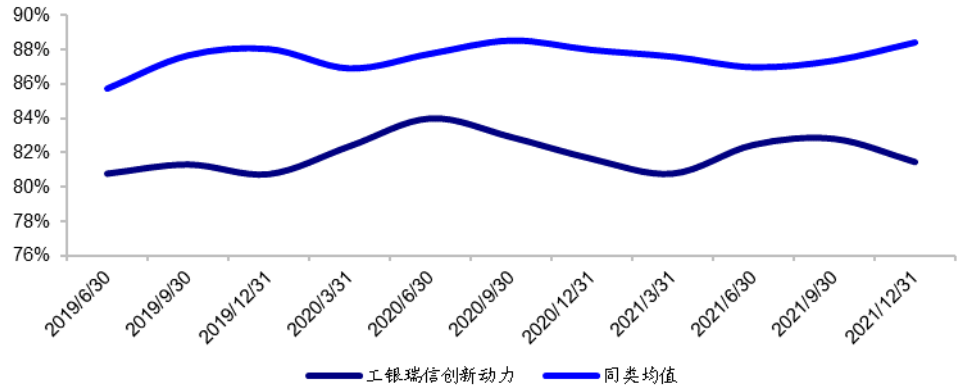
综上所述，工银瑞信创新动力长期收益稳健，风控能力十分突出。得益于此，产品的风险调整后收益较为优异。注重风控的特点使得产品在上涨市中的向上弹性相对较弱，但在下跌市中却能表现出很强的防御性。从不同市场风格中的表现来看，产品与价值风格具有更强的关联性。并且，当市场处于价值风格时，业绩明显优于同类。

3. 基金经理投资风格

3.1 资产配置

图6展示了工银瑞信创新动力的历史股票仓位，以及同期同类产品（普通股票型基金）的平均水平。从中可见，产品的股票仓位始终控制在80%-85%之间，波动较小，且显著小于同类均值。据此，我们认为，基金经理可能较少进行择时操作，并且倾向于采取低股票仓位的管理模式，减小组合在股票资产上的风险暴露，实现对波动率的控制。

图6 工银瑞信创新动力及其同类产品的历史股票仓位



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类为区间内成立满3个月的普通股票型基金

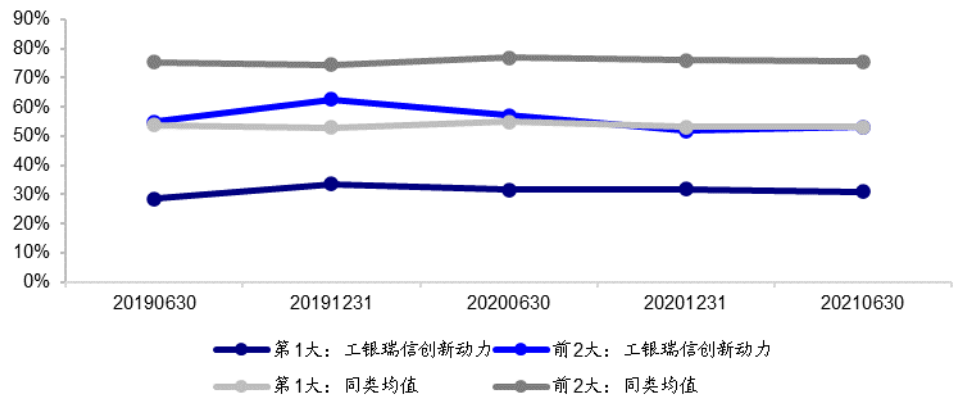
3.2 行业配置

3.2.1 板块行为

根据基金中报和年报披露的全部持仓，我们统计了产品各期在金融地产、大消费、TMT、上游周期和中游制造，这5大板块上的配置情况，并发现工银瑞信创新动力在板块配置维度上主要具有以下特征。

1) **板块覆盖范围较广，配置较为分散。**产品各期持仓均覆盖5个板块，且第1大板块配置比例始终保持在30%左右，前2大板块配置比例基本不超过60%。对比同类，板块配置层面呈现明显的分散化特征。

图7 工银瑞信创新动力的板块集中度



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：同类基金为报告期成立满3个月的普通股票型基金

2) **较少进行板块轮动。**虽然产品在5大板块上各期的配置比例不同，但板块间配置比例的交替变换无明显规律。因此，我们推测，基金经理可能较少进行板块层面的轮动，板块配置比例的变换或是自下而上选股的结果。

图8 工银瑞信创新动力的板块配置

	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630
TMT	21.97%	12.28%	9.80%	10.69%	16.60%
大消费	26.34%	29.03%	14.51%	18.04%	19.06%
金融地产	10.16%	12.79%	25.53%	31.77%	30.97%
上游周期	28.45%	33.50%	31.63%	19.43%	22.05%
中游制造	13.08%	12.39%	18.53%	20.07%	11.32%

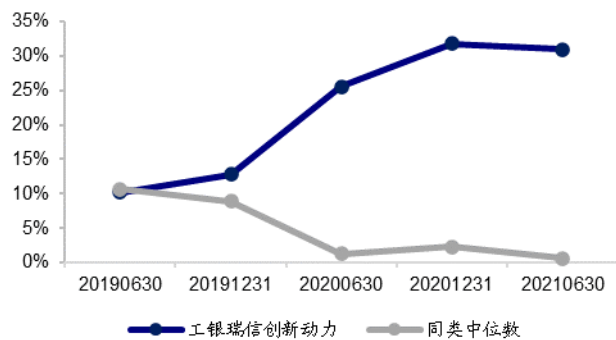
资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 上述分析不包括打新获配的新股, 这部分股票占比不超过 1%, 下同

3) 对比同类, 偏好金融地产和上游周期板块。2019 年中报至 2021 年中报, 产品在金融地产和上游周期板块的平均配置比例分别为 22.24% 和 27.01%, 显著高于同类平均水平。结合下文基金经理的持股风格偏好, 我们认为, 这种板块配置特征部分源于基金经理较为偏好低估值个股。

此外, 工银瑞信创新动力和同类基金的板块配置比例呈现较为明显的反向变动特征。产品在某个板块配置比例的高点和低点总是出现在同类产品之前。我们认为, 这一特征再次印证了基金经理偏好低估值个股的特点, 同时也说明了他在操作上可能倾向于“左进左出”的逆周期模式。

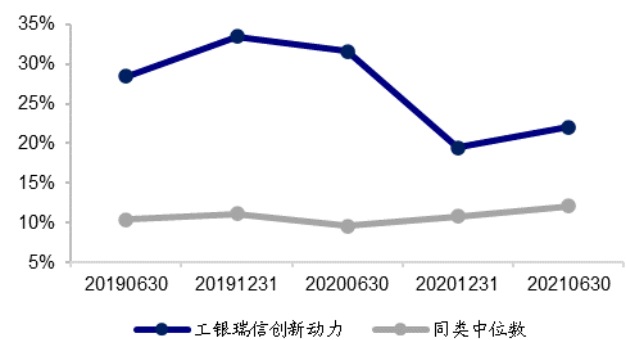
图9 工银瑞信创新动力及其同类在金融地产板块的配置比例



资料来源: Wind, 海通证券研究所

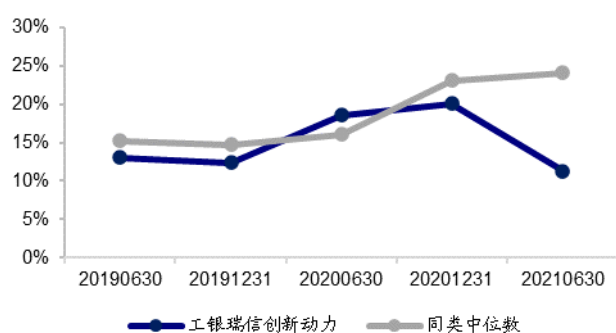
注: 同类产品为报告期成立满 3 个月的普通股票型基金, 下同

图10 工银瑞信创新动力及其同类在上游周期板块的配置比例



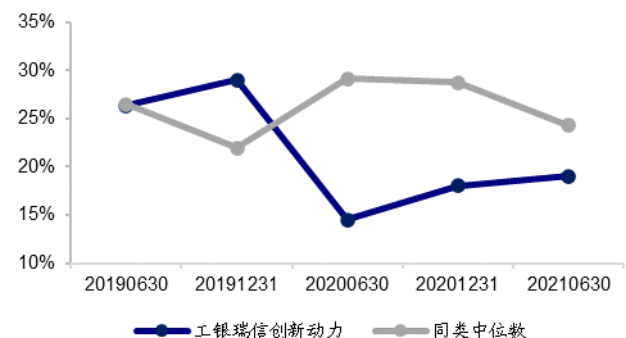
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 工银瑞信创新动力及其同类在中游制造板块的配置比例

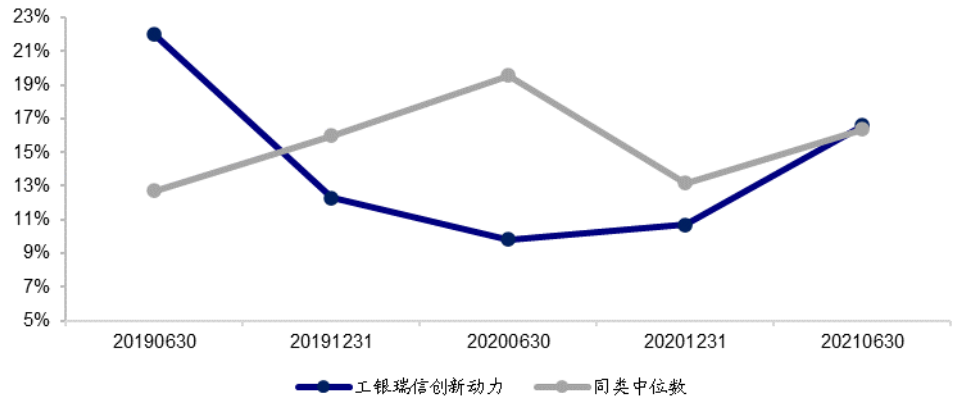


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 工银瑞信创新动力及其同类在大消费板块的配置比例



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 工银瑞信创新动力及其同类在 TMT 板块的配置比例


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2.2 行业行为

我们认为,与板块配置特征一致,行业层面,产品也呈现明显的分散化特征。2020年中报至2021年中报,各期覆盖的行业数均在20个以上。从行业集中度来看,2019年中报至2021年中报,前5大行业的配置比例始终保持在50%左右,前10大行业配置比例则不超过80%,二者均明显小于同类平均水平。

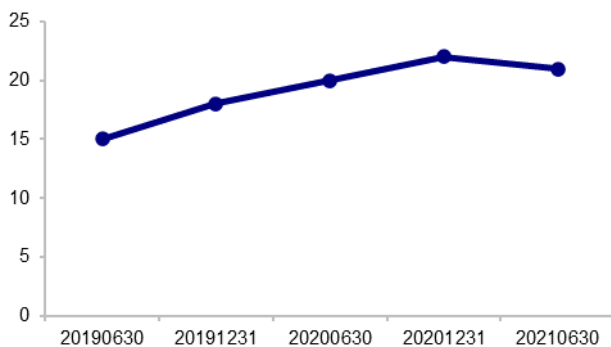
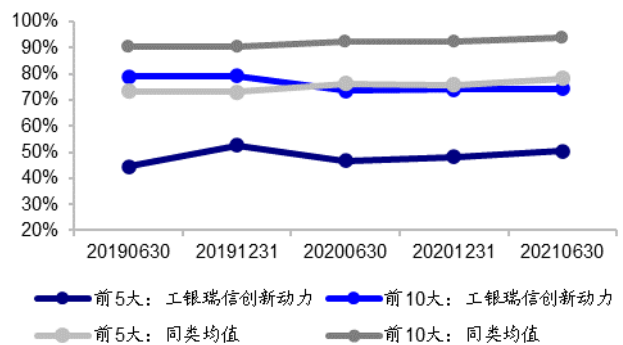
图14 工银瑞信创新动力各期持仓的行业数(个)

 资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 行业采用中信一级行业分类,下同

图15 工银瑞信创新动力及其同类的行业集中度

 资料来源: Wind, 海通证券研究所
 注: 同类基金为报告期成立满3个月的普通股票型基金

进一步观察行业配置明细可以发现,除了覆盖广泛、分散布局外,产品在行业配置上还具有以下特征:

- 1) **较少进行行业轮动。** 尽管产品各期的行业配置比例不同,但行业切换并无明显规律。同时,结合下文将提到的基金经理倾向于长期持股的特征,我们推测,基金经理可能较少进行行业轮动,抑或是只对个别行业进行择时操作。历史上可能有过择时行为的行业包括银行、非银金融和农林牧渔。

图16 工银瑞信创新动力的行业配置明细

板块	行业	平均配置比例		20190630	20191231	20200630	20201231	20210630
		工银瑞信创新动力	同类产品					
上游周期	钢铁	2.72%	0.56%		2.55%	2.50%	4.20%	4.35%
上游周期	基础化工	4.62%	4.26%	8.86%	7.05%	4.95%		2.24%
上游周期	建材	0.83%	1.70%			1.83%		2.33%
上游周期	建筑	10.50%	0.84%	8.24%	14.62%	13.40%	7.82%	8.45%
上游周期	煤炭	0.91%	0.61%		2.00%	2.56%		
上游周期	农林牧渔	0.97%	2.18%	2.43%	2.42%			
上游周期	石油石化	1.19%	0.81%			1.78%	2.32%	1.87%
上游周期	有色金属	5.26%	2.60%	8.92%	4.86%	4.61%	5.10%	2.83%
中游制造	电力及公用事业	0.74%	1.36%				1.33%	2.36%
中游制造	电力设备及新能源	5.21%	6.91%	6.07%	5.17%	5.73%	5.75%	3.35%
中游制造	国防军工	4.58%	1.86%	7.01%	2.33%	7.56%	6.00%	
中游制造	机械	1.48%	4.30%		2.43%	2.59%	2.39%	
中游制造	交通运输	1.64%	1.71%				2.60%	5.61%
中游制造	汽车	1.42%	3.50%		2.46%	2.64%	1.99%	
中游制造	轻工制造	0.00%	1.55%					
TMT	传媒	6.18%	2.98%	7.23%	8.19%	5.95%	3.44%	6.09%
TMT	电子	4.41%	10.30%	7.02%	4.09%	3.85%	4.57%	2.50%
TMT	计算机	2.44%	6.13%	7.72%			0.00%	4.49%
TMT	通信	1.24%	1.92%				2.68%	3.52%
大消费	纺织服装	3.34%	0.40%	4.06%	4.39%	3.35%	2.49%	2.42%
大消费	家电	0.00%	3.56%				0.00%	0.01%
大消费	商贸零售	4.19%	0.92%	7.04%	5.26%	2.70%	2.59%	3.34%
大消费	食品饮料	5.49%	10.28%	10.62%	7.28%	2.62%	4.48%	2.45%
大消费	消费者服务	0.00%	1.41%					
大消费	医药	8.38%	16.24%	4.62%	12.10%	5.84%	8.48%	10.84%
金融地产	房地产	8.95%	2.19%	6.14%	10.28%	5.74%	10.77%	11.84%
金融地产	非银行金融	5.75%	4.03%	4.01%		8.45%	6.55%	9.72%
金融地产	银行	7.54%	4.70%		2.51%	11.35%	14.45%	9.41%

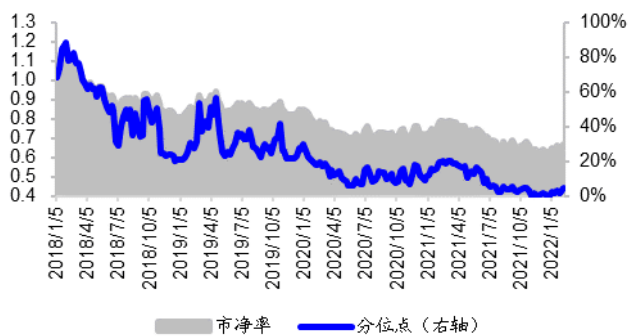
资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 浅红色框表示配置比例前5的行业

2) 配置了较多近年来相对冷门的行业, 如, 建筑、传媒、房地产、银行等。图 17-18 展示了这些行业近几年的市净率变化。可以看到, 2019 年以来, 上述 4 个行业均处于历史相对估值低点。我们认为, 这一特征也反映了基金经理对低估值行业和个股的偏好。

此外, 产品在近几年的热门行业, 如医药、食品饮料、电力设备及新能源、电子等, 也保持着相对较高的配置比例。因此, 我们认为, 基金经理可能并非只专注于冷门领域, 而是采用“冷门行业叠加热门行业”的配置策略。

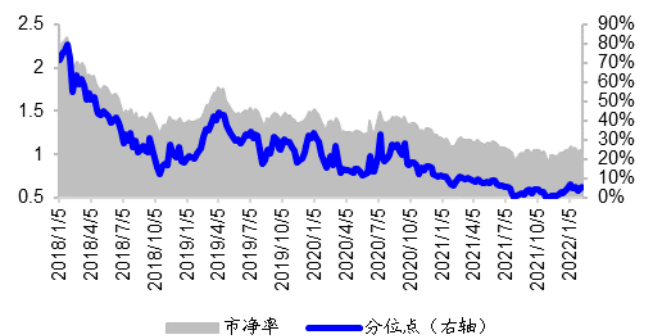
冷门行业的个股往往估值较低, 具有相对较高的安全边际。这些个股短期内可能涨幅有限, 但可以增强产品的安全性。热门行业的个股则恰好相反, 它们往往具有较高的向上弹性, 但风险通常也较大。我们认为, 基金经理采用“冷门行业叠加热门行业”的配置策略, 是对向上弹性和向下防御性的平衡。既可以保证产品能获得较高的收益, 又可以较好地降低产品的净值波动。

图17 银行业市净率 (2012.02.10-2022.02.09)

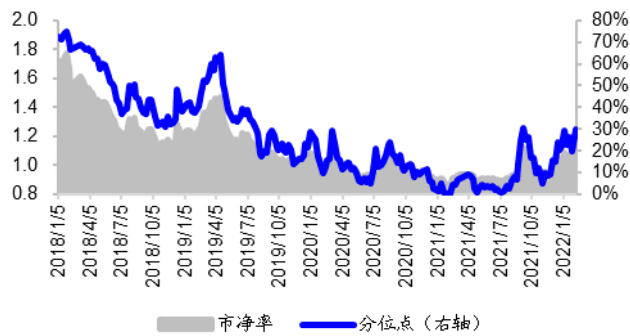


资料来源: Wind, 海通证券研究所
注: 分位点统计区间为 2012 年 2 月 10 日至 2022 年 2 月 9 日, 下同

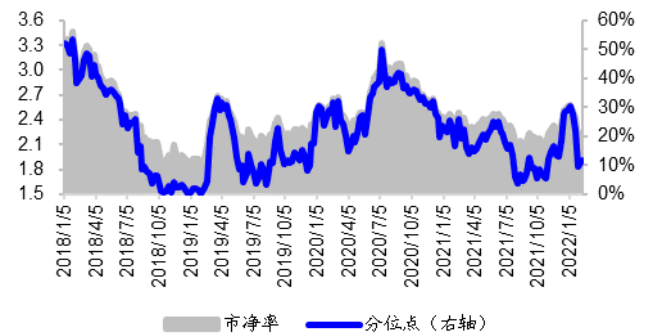
图18 房地产行业市净率 (2012.02.10-2022.02.09)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 建筑行业的市净率（2012.02.10-2022.02.09）


资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 传媒行业市净率（2012.02.10-2022.02.09）


资料来源：Wind，海通证券研究所

综上所述，我们认为，无论是板块还是行业层面，基金经理都倾向于分散布局，从而较好地降低组合的净值波动。在进一步的行业选择上，基金经理可能采取“冷门行业叠加热门行业”的配置策略。即，以估值较低、相对冷门的行业作为底仓（银行、建筑、房地产、传媒等），增强产品的安全边际，同时布局一部分热门行业以博取更好的收益，从而达到风险收益的平衡。此外，从行业配置比例的切换来看，基金经理较少进行行业层面的轮动。

3.3 个股选择

3.3.1 持股相对分散

杨鑫鑫任职以来，工银瑞信创新动力的持股数量（不含处于限售期的打新获配新股）维持在35只左右。从前10大重仓股的配置比例来看，2019年以来，始终保持在50%-55%之间，显著小于同类平均水平。因此，我们认为，产品除了行业层面的分散化外，个股层面也呈现明显的分散化特征。

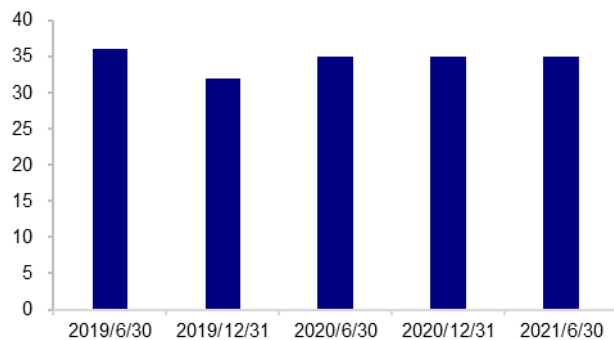
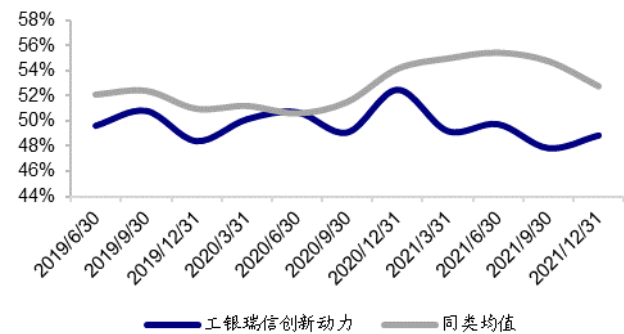
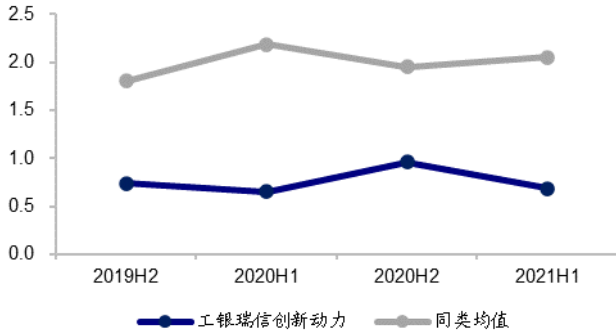
图21 工银瑞信创新动力各期的持股数量

 资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：剔除了处于限售期的新股

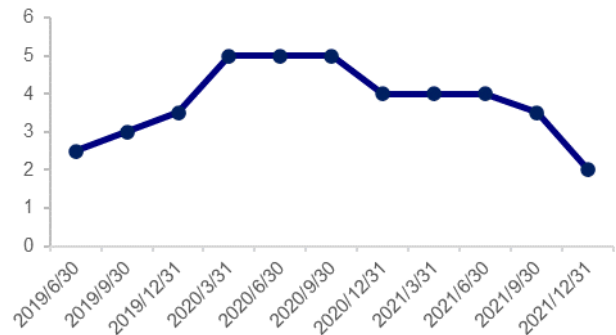
图22 工银瑞信创新动力及其同类产品前10大重仓股配置比例

 资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：同类基金为报告期成立满3个月的普通股股票型基金

3.3.2 持股周期较长

2019年以来，产品的半年单边换手率始终不足1倍，远小于同类基金的平均水平。从重仓股持有周期（受计算方式影响，整个区间两端的指标值偏低）来看，基本稳定在4-5个季度。综合以上两个维度，我们认为，基金经理调仓频率较低，倾向于长期持股。

图23 工银瑞信创新动力的单边换手率（倍/半年）


资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：同类基金为报告期成立满3个月的普通股票型基金

图24 工银瑞信创新动力重仓股的持有周期（季度）


资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：整个区间两端的指标值受计算方式的影响而偏低

3.3.3 持股风格偏好

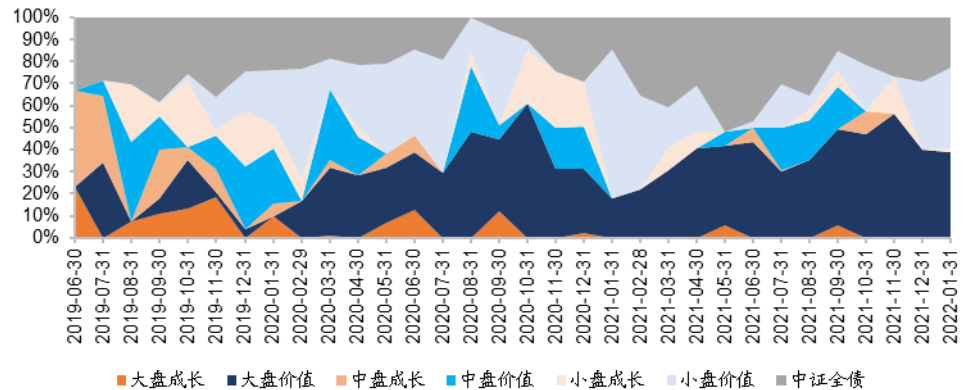
利用半年报和年报披露的全部持仓计算产品的风格暴露，以此分析基金经理的持股风格偏好，结果如图 25 所示。根据我们的计算，产品在估值因子上有明显的负向暴露。即，偏好低估值个股。此外，在动量、换手率和波动率因子上，也有显著的负向暴露。我们认为，这些持股风格特征进一步印证了，基金经理较为重视产品的风险控制，不过度追逐当前的热门股。同时，也表明基金经理对于冷门行业可能倾向于左侧提前布局。

图25 工银瑞信创新动力持仓的风格暴露

	市值	动量	换手率	波动率	估值	盈利	成长
绝对风格暴露	20190630	0.41	0.49	0.56	0.50	0.17	0.65
	20191231	0.45	0.01	0.65	0.40	0.23	0.51
	20200630	0.28	0.13	0.69	0.66	0.24	0.46
	20201231	0.53	0.22	0.60	0.67	0.23	0.53
	20210630	0.37	0.59	0.62	0.75	0.45	0.55
相对风格暴露	20190630	0.50	0.21	0.00	0.08	0.03	0.10
	20191231	0.48	0.00	0.09	0.07	0.14	0.10
	20200630	0.60	0.36	0.13	0.30	0.26	0.11
	20201231	0.43	0.58	0.07	0.34	0.39	0.15
	20210630	0.59	0.38	0.08	0.49	0.51	0.27

资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：相对风格暴露为相对中证 800 指数的风格暴露

我们进一步利用 sharpe 净值归因模型来分析产品的持股风格偏好，结果如图 26 所示。具体计算方式为，每个月基于产品和巨潮风格指数及中证全债指数的日回报进行回归，并限制回归系数大于 0。回归得到的系数表示产品对应风格暴露的大小。

图26 工银瑞信创新动力的 sharpe 净值归因


资料来源：Wind，海通证券研究所

sharpe 净值归因结果显示，2019 年，产品在成长风格上有着相对较高的暴露。而 2020 年开始，价值风格暴露逐渐增大，并占据主导。结合市场行情来看，2019 年仍是成长风格行情初期，成长股估值较低。因此，当时基金经理在成长风格上有较高的暴露。而随着后续成长股估值的走高，在产品持仓中的权重也不断下降。市值风格上，2021 年以前，中小盘占据主导；随后，大小盘呈逐渐均衡之势。

3.3.4 倾向于“左进左出”

我们认为，从行业配置和持股风格偏好的分析中都能看出，基金经理倾向于左侧提前布局。为了进一步了解基金经理的个股投资风格，我们计算了工银瑞信创新动力全部持股报告期前后的收益和估值变化，以此来分析基金经理是如何选择买入时点的。

由下图可见，在报告期当月及之后的一个月，产品所持股票的收益整体不及中证 800 指数成分股。但在报告期后的 2-3 个月，相对中证 800 指数成分股则有显著的超额收益。此外，各期持股在半年后基本都出现了估值抬升。我们认为，以上两个维度均表明，对于看好的个股，基金经理倾向于左侧提前买入。

图27 工银瑞信创新动力全部持仓在报告期前后的收益和估值变化

		t月收益	t+1月收益	t+2月收益	t+3月收益	当期PE (TTM)	半年后PE (TTM)	二者差值
相对于全部A股	20190630	0.49	0.44	0.47	0.18	-0.17	-0.03	0.13
	20191231	-0.01	0.21	-0.01	0.07	-0.23	-0.18	0.05
	20200630	-0.13	0.11	0.37	0.22	-0.24	-0.17	0.07
	20201231	0.22	0.37	0.56	0.06	-0.23	-0.41	-0.19
	20210630	-0.59	-0.26	0.15	0.40	-0.45	-0.28	0.18
相对于中证800指数	20190630	-0.21	0.08	0.40	0.27	-0.03	0.07	0.09
	20191231	0.00	-0.02	0.06	0.22	-0.14	-0.12	0.02
	20200630	-0.36	-0.12	0.39	-0.03	-0.26	-0.28	-0.02
	20201231	-0.58	-0.40	0.87	0.58	-0.39	-0.41	-0.02
	20210630	-0.38	0.10	0.48	0.05	-0.51	-0.30	0.21

资料来源：Wind，海通证券研究所
 注：t月或t季度指报告期所在月份或季度

除了偏好左侧提前进入外，基金经理也偏好左侧提前退出。具体表现为，工银瑞信创新动力历史上持仓在半年以上且已清仓的个股共 17 只，其中有 12 只的退出时点早于个股的股价高位，仅有 1 只晚于股价高位（注：其余 4 只持有期收益为负）。我们认为，左侧提前退出再次体现出基金经理较为谨慎的投资风格。

综上所述，我们认为，个股选择维度，基金经理也倾向于通过分散化投资来降低组合净值波动。持股风格上，呈现鲜明的价值风格特征。此外，市值上，从前期的偏向中小盘，逐步过渡到大小盘均衡。波动率、换手率和动量因子上显著的负向暴露，从侧面反映出基金经理不过度追逐热门股票，对风险控制较为重视的特征。个股投资上，基金经理倾向于左侧提前布局，并提前退出，这也与他较为谨慎的价值投资风格相契合。

4. 基金经理投资能力浅析

4.1 业绩归因

结合半年报和年报披露的全部持仓，我们利用 Brinson 归因模型对产品进行业绩拆解，结果如图 28 所示。

由前文对基金经理投资风格的分析，资产配置维度，我们认为，基金经理较少进行择时操作。Brinson 归因的结果也印证了这一推断，资产配置对组合收益的贡献相当小。行业配置维度，我们认为，基金经理也较少择时，而是采用分散化及“冷门行业叠加热门行业”的配置策略。Brinson 归因结果显示，该策略能够稳定地给组合带来正向贡献。最后，个股选择维度，5 个归因区间内均为正向贡献，表明基金经理有较强的选股能力。

图28 工银瑞信创新动力的 Brinson 归因

	总超额	资产配置	行业配置	个股选择	误差项
20190630	8.17%	-0.01%	-0.07%	5.13%	3.11%
20191231	1.84%	-0.14%	1.98%	0.87%	-0.86%
20200630	9.51%	0.51%	1.66%	0.18%	7.16%
20201231	9.54%	-0.07%	2.14%	5.53%	1.94%
20210630	9.88%	-0.16%	2.53%	4.98%	2.52%

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：归因的基准指数为产品披露的业绩比较基准；归因区间为报告期后一个季度

4.2 行业配置效果

为了更深入地了解基金经理行业配置策略的效果，本文结合产品的行业分布，计算虚拟行业组合的收益。具体计算公式为，t 报告期的虚拟行业组合收益 = $\sum (t \text{ 报告期行业 } i \text{ 的配置权重} * (t+1 \text{ 报告期行业 } i \text{ 的中信一级行业指数收益率}))$ 。

图29 工银瑞信创新动力的行业配置效果

	2019/6/30	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	2021/6/30	标准差	胜率
产品的虚拟行业组合收益	6.64%	8.56%	19.05%	4.34%	2.98%	6.37%	100%
中证800指数收益	6.93%	3.94%	21.02%	1.72%	-2.44%	8.94%	83%
相对中证800的超额收益	-0.29%	4.62%	-1.96%	2.61%	5.42%		

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收益率区间为报告期后半年

如上图所示，2019年中报至2021年中报，产品各期的虚拟行业组合收益均大于0，且半数以上时间都能战胜中证800指数。同时，虚拟行业组合收益收益率的标准差也小于中证800指数。我们认为，这些结果都表明，产品的行业配置策略具有良好的效果。

不过，产品的虚拟行业组合收益在2020年下半年未跑赢中证800指数。结合市场行情来看，2020年下半年，市场指数和部分行业处于快速上涨阶段，产品所坚持的“冷门行业叠加热门行业”的配置策略，较难在这种市场环境中获得良好的向上弹性。不过，在2021年至今的震荡市中，这种配置策略却能很好地保证组合收益的稳定性，提高投资者持有体验。

4.3 选股能力

我们利用基金中报和年报披露的信息，计算产品全部持仓相对中信一级行业指数的超额收益，以此衡量基金经理的选股能力，结果如图30所示。

总体来看，基金经理选股能力较强，能力圈较为广泛。2019年中报至2021年中报，产品选股超额收益均值大于0的行业占比接近70%。从各期的选股表现来看，除2019年年报外（我们猜测，可能受疫情扰动影响），其余报告期的选股超额收益胜率都在50%以上。区分不同板块来看，产品在上游周期板块的选股表现相对一般，其余板块选股超额收益较为突出和稳定。

图30 工银瑞信创新动力相对于中信一级行业指数的选股超额收益

板块	行业	平均配置比例	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	均值	胜率
TMT	通信	1.24%				0.04%	0.04%	0.04%	100.00%
TMT	计算机	2.44%	0.01%			1.40%	2.23%	0.54%	100.00%
TMT	电子	4.41%	-3.64%	-6.34%	-1.36%	1.33%	0.84%	-1.71%	60.00%
TMT	传媒	6.18%	-5.42%	-8.78%	-1.19%	7.57%	0.84%	-0.05%	80.00%
大消费	家电	0.00%				3.0%	17.33%	5.02%	50.00%
大消费	商贸零售	4.19%	21.67%	4.72%	2.63%	24.29%	10.70%	10.10%	80.00%
大消费	医药	8.38%	3.37%	9.50%	0.68%	3.00%	0.88%	2.88%	80.00%
大消费	食品饮料	5.49%	-7.49%	23.66%	-17.09%	0.78%	0.89%	0.35%	60.00%
大消费	纺织服装	3.34%	0.37%	-1.12%	-8.71%	-2.56%	0.07%	-0.79%	40.00%
大消费	消费者服务	0.00%							
金融地产	银行	7.54%		10.15%	3.59%	0.14%	0.72%	2.26%	50.00%
金融地产	非银行金融	5.75%	0.84%		2.04%	0.09%	0.56%	0.96%	75.00%
金融地产	房地产	8.95%	0.43%	-0.23%	0.33%	24.35%	0.06%	0.39%	80.00%
上游周期	农林牧渔	0.97%	-9.77%	9.09%				25.66%	50.00%
上游周期	煤炭	0.91%		4.30%	2.00%			3.15%	0.00%
上游周期	基础化工	4.62%	9.64%	11.58%	0.53%		17.46%	2.48%	25.00%
上游周期	建筑	10.50%	-1.11%	-4.91%	4.84%	-6.20%	4.18%	4.25%	0.00%
上游周期	有色金属	5.26%	0.04%	-10.88%	-3.03%	10.04%	16.89%	2.15%	40.00%
上游周期	建材	0.83%			1.65%		0.86%	0.11%	50.00%
上游周期	钢铁	2.72%		4.30%	0.17%	-6.52%	1.33%	1.08%	50.00%
上游周期	石油石化	1.19%			2.78%	0.82%	0.84%	0.48%	100.00%
中游制造	交通运输	1.64%				0.17%	-3.59%	0.79%	50.00%
中游制造	国防军工	4.58%	0.68%	0.48%	-12.10%	0.18%		0.81%	75.00%
中游制造	轻工制造	0.00%							
中游制造	汽车	1.42%		0.69%	0.95%	0.42%		0.36%	100.00%
中游制造	机械	1.48%		11.48%	-15.11%	22.09%		1.50%	33.33%
中游制造	电力设备及新能源	5.21%	0.95%	0.92%	0.37%	22.58%	41.47%	19.46%	100.00%
中游制造	电力及公用事业	0.74%				14.04%	36.05%	0.00%	50.00%
	均值		0.71%	2.11%	0.45%	0.27%	0.03%		均值大于0行业占比
	胜率		66.7%	33.3%	55.0%	77.3%	71.4%		69.2%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收益率计算区间为报告期后 1 个季度

综上所述,我们认为,产品的超额收益主要来源于行业配置和个股选择两个维度。行业配置维度,基金经理的分散化及“冷门行业叠加热门行业”的配置策略较为成功。这种策略虽然有可能会牺牲一定的向上弹性,但却能有效地增强组合收益的稳定性,提升获取正收益的概率,为投资者带来更好的持有体验。个股选择维度,基金经理选股能力较强,能力圈广泛。除上游周期板块外,其余板块均有较好的选股表现。

5. 总结

杨鑫鑫,硕士学历,逾 8 年投资经理从业经验。2008 年加入华安基金,曾任投资研究部研究员、基金投资部基金经理。在华安基金任职期间,历任管理产品 4 只。2018 年加入工银瑞信基金,任权益投资部基金经理,并于 2019 年 2 月接管工银瑞信创新动力。目前,在管产品仅工银瑞信创新动力一只。截至 2021 年 12 月 31 日,产品规模为 6.95 亿元。

投资业绩上,基金经理在管的工银瑞信创新动力,长期收益稳健,风险控制能力突出。得益于此,产品的风险调整后收益十分优异。不过,注重风控的特点也使产品在上涨市中的向上弹性相对较弱,但在下跌市中能表现出很强的防御性。从不同市场风格中的表现来看,产品业绩与价值风格具有较强的关联性。并且当市场呈现价值风格时,表现明显优于同类。

工银瑞信创新动力呈现这样的业绩特征,与基金经理的投资风格和投资能力有着密不可分的关系。

资产配置方面,我们认为,基金经理可能较少进行股票择时,并且倾向于采取股票仓位相对较低的管理模式,以减小产品在股票资产上的暴露。这种模式可能会牺牲一定的向上弹性,但能较好地降低产品的净值波动。

投资风格中的行业配置层面，我们认为，无论是板块还是行业层面，基金经理都倾向于分散布局。在进一步的行业选择上，基金经理可能采取“冷门行业叠加热门行业”的配置策略，即以估值较低、相对冷门的行业作为底仓（银行、建筑、房地产、传媒等），增强产品的安全边际，同时布局一部分热门行业以博取更好的收益，从而达到风险收益的平衡。此外，从行业配置比例的切换来看，基金经理较少进行行业层面的轮动。

投资风格中的个股选择层面，我们认为，个股选择维度，基金经理也倾向于采用分散化投资的方式。持股风格上，呈现鲜明的价值特征。市值上，从前期的偏向中小盘，逐步过渡到大小盘均衡。波动率、换手率和动量因子显著的负向暴露，从侧面反映了基金经理不过度追逐热门股票，对风险控制较为重视的特征。个股投资上，基金经理倾向于左侧提前布局，并提前退出，这也与他严控风险、坚守价值的特征相契合。

投资能力上，我们认为，行业配置维度，基金经理采用的分散化及“冷门行业叠加热门行业”的配置策略较为成功。这种策略虽有可能牺牲一定的向上弹性，但却能有效增强组合收益的稳定性，提升获取正收益的概率，为投资者带来更好的持有体验。个股选择维度，基金经理选股能力较强，能力圈广泛。除上游周期板块外，其余板块均有较好的选股表现。

6. 风险提示

1) 本文根据公开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；2) 作为主动权益类产品，基金的业绩表现与基金经理紧密相关，需要关注基金经理变动对业绩的影响；3) 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
郑雅斌 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 tyj13580@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)231541361 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
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 fuf11758@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 lj12245@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 wjy13985@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 gq13820@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 巩柏舍 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 郭金焱(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