

#### 相关研究

《小盘成长风起：论“专精特新”的投资价值和标的筛选》2022.07.14

《进击的广发基金：一众风格多元的优秀基金经理》2022.07.13

《选股因子系列研究（八十二）——不可忽视的无形资产》2022.07.10

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

## 追求在长跑中胜出——华商基金张永志投资风格分析

### 投资要点:

- **基金经理基本信息。**张永志，硕士，近12年投资经理工作经验。2006年1月至2007年5月，就职于海通证券，从事债券交易工作。2007年5月加入华商基金，先后任职交易员和基金经理助理。2010年8月，张永志开始担任基金经理。截至2022年6月24日，基金经理历任管理公募基金13只，在管基金8只，规模合计98.44亿元。
- **基金经理的核心投资理念是通过合理、均衡配置股票、债券和可转债，以追求长期的绝对收益回报。**股票资产方面，基金经理较为关注决定未来趋势的长期因素，优选行业基本面较好的板块进行配置。纯债资产方面，基金经理偏好高等级信用债，并且会适当控制组合久期。同时，如果市场出现一定的趋势性机会，他会尝试拉长久期或增配一些利率债。转债资产方面，基金经理会尽可能把握beta机会。即，当市场出现一些系统性机会或者转债估值具备明显的配置价值时，适度提升配置比例。
- **攻守兼备，长期业绩突出。**投资业绩层面，基金经理任职时间最长的华商稳健双利A长期业绩表现突出。近3年累计收益31.98%，位居同类前13%；期间最大回撤仅3.91%，也显著优于同类；收益回撤比为2.47，在同类中排名前10%。从短期维度来看，产品的收益具备稳定性高的特征。2019年至今（截至2022年6月24日），季度和月度收益胜率分别为85.71%和75.43%，显著优于同类基金。此外，对比二级债基，产品不仅在上涨市中具备一定向上弹性，还在下跌市中具备较强的防御性。
- **投资风格层面，我们认为基金经理有以下几点特征：**1) 股票仓位较为稳定，转债存在一定的择时行为；2) 涉猎板块广泛，近年来集中度较高；3) 行业覆盖广泛，具有鲜明的行业轮动行为；4) 重仓行业具备估值优势；5) 持股集中度较低，持股周期较短；6) 持股在市值和估值上均呈现均衡风格；7) 纯债资产管理上，以高信用等级债券为主，配合久期和信用风险管理增厚收益；8) 转债资产管理上，倾向于在众多行业中优选强股性转债分散配置。
- **基金公司层面，**无论是权益类还是固收类产品，华商基金最近一年、两年及三年的业绩表现均在小型基金公司中名列前茅。进一步，如果仅考察主动权益资产的选股能力，公司在各大板块上均具有正向的选股超额收益，且基本都优于全市场平均水平。结合这两点，我们认为，除了股债整体的投研实力较为突出外，股票投资方面，公司也具备较强的选股能力。
- **风险提示。**本文根据公开数据和评价指标计算，存在由于数据不完善导致结论不精准的可能性，不作为对未来走势的判断和投资建议。

## 目 录

1. 基金经理基本信息 .....	6
2. 基金经理投资能力分析 .....	6
2.1 攻守兼备，长期业绩突出 .....	6
2.2 股债投资风格分析 .....	8
2.2.1 股票仓位较为稳定，转债存在一定的择时行为 .....	8
2.2.2 涉猎板块广泛，近年来集中度较高 .....	8
2.2.3 行业覆盖广泛，具有鲜明的行业轮动行为 .....	9
2.2.4 重仓行业具备估值优势 .....	11
2.2.5 持股集中度较低，持股周期较短 .....	12
2.2.6 持股风格均衡 .....	12
2.2.7 以高信用等级债券为主，配合久期和信用风险管理增厚收益 .....	13
2.2.8 各行业优选强股性转债分散配置 .....	15
3. 华商基金整体投资能力分析 .....	17
4. 总结 .....	18
5. 风险提示 .....	18

## 图目录

图 1	华商稳健双利 A 及其同类基金的收益胜率 (2019.01.01-2022.06.24) .....	7
图 2	华商稳健双利 A 及其同类基金的上涨捕获比率和下跌抵抗比率 (2019.01.01-2022.06.24) .....	7
图 3	华商稳健双利 A 及其同类基金的股票仓位 (% , 2010.12.31-2021.12.31) .....	8
图 4	华商稳健双利 A 及其同类基金的股票+转债仓位 (% , 2010.12.31-2021.12.31) 8	
图 5	华商稳健双利 A 的板块分布变化 (2010.12.31-2021.12.31) .....	9
图 6	华商稳健双利 A 的行业分布变化 (2010.12.31-2021.12.31) .....	9
图 7	华商稳健双利 A 的行业集中度 (2010.12.31-2021.12.31) .....	10
图 8	华商稳健双利 A 的 (主要) 行业配置贡献 (超额收益) .....	10
图 9	华商稳健双利 A 的 (主要) 行业配置贡献 (绝对收益) .....	11
图 10	有色金属行业估值与行业指数走势 .....	11
图 11	有色金属行业的估值与仓位 .....	11
图 12	银行行业估值与行业指数走势 .....	12
图 13	银行行业的估值与仓位 .....	12
图 14	华商稳健双利 A 重仓股持股集中度 .....	12
图 15	华商稳健双利 A 的全部持股数目 .....	12
图 16	华商稳健双利 A 的重仓股平均持股周期 (季度) .....	12
图 17	华商稳健双利 A 的年度双边换手率 .....	12
图 18	华商稳健双利 A 近 5 年的净值风格归因 (2017.07.31-2022.06.30) .....	13
图 19	华商稳健双利 A 的券种 (不含可转债) 配置 (2010.12.31-2021.12.31) .....	13
图 20	华商稳健双利 A 在不同利率环境下的久期变动 (2010.12.31-2021.12.31) ..	14
图 21	华商稳健双利 A 的信用债配置比例及市场信用利差变动 (2010.12.31-2021.12.31) .....	14
图 22	华商稳健双利 A 长期债券的信用评级分布 (2017.06.30-2021.12.31) .....	14
图 23	华商稳健双利 A 及其同类基金长期债券中 AAA 级债券占比 (2017.06.30-2021.12.31) .....	14
图 24	华商稳健双利 A 的债券资产收益率及其在同类中的排名 (2011.06.30-2021.12.31) .....	15
图 25	华商稳健双利 A 的收入效应 (2011.06.30-2021.12.31) .....	15

图 26	华商稳健双利 A 的国债效应和信用利差效应 (2011.06.30-2021.12.31) .....	15
图 27	华商可转债 A 季报披露的转债的纯债溢价率 (2018.03.31-2022.03.31) .....	16
图 28	华商可转债 A 季报披露的转债的转股溢价率 (2018.03.31-2022.03.31) .....	16
图 29	华商可转债 A 季报披露的转债的纯债溢价率 (2018.03.31-2022.03.31) .....	16
图 30	华商可转债 A 季报披露的转债的行业分布 (2018.03.31-2022.03.31) .....	17
图 31	华商基金整体选股超额收益 (2010Q1-2022Q1) .....	17

## 表目录

---

表 1	张永志在管基金基本信息（截至 2022 年 6 月 24 日）.....	6
表 2	华商稳健双利 A 的长期业绩表现（截至 2022 年 6 月 24 日）.....	7
表 3	华商基金主动权益与固定收益产品投资业绩排名（截至 2022.03.31）.....	17

## 1. 基金经理基本信息

张永志，硕士，近 12 年投资经理工作经验。2006 年 1 月至 2007 年 5 月，就职于海通证券，从事债券交易工作。2007 年 5 月加入华商基金，先后任职交易员和基金经理助理。2010 年 8 月，张永志开始担任基金经理。截至 2022 年 6 月 24 日，基金经理历任管理公募基金 13 只，在管基金 8 只，规模合计 98.44 亿元。

表 1 张永志在管基金基本信息（截至 2022 年 6 月 24 日）

基金代码	基金简称	投资类型	任职日期	规模（A、C 合计，亿元）
630007	华商稳健双利 A	混合债券型二级	2010/8/9	12.01
630009	华商稳定增利 A	混合债券型二级	2011/3/15	62.74
002924	华商瑞鑫定期开放	混合债券型二级	2016/8/24	2.37
005273	华商可转债 A	可转换债券型	2017/12/22	10.06
630003	华商收益增强 A	混合债券型一级	2018/7/27	0.37
007683	华商转债精选 A	可转换债券型	2020/9/29	0.68
013193	华商稳健添利一年持有 A	偏债混合型	2022/1/11	7.67
014077	华商稳健汇利一年持有 A	偏债混合型	2022/4/19	2.54

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：除 2022 年 2 季度新发基金外，其余基金的规模均为 2022 年 1 季报披露的数据

基金经理的核心投资理念是通过合理、均衡配置股票、债券、转债这三个大类资产，追求长期的绝对收益。基于这一理念，他非常强调不同配置品种的风险收益比，并且注重组合管理和资金的使用效率。

股票资产方面，基金经理并不仅仅满足于获取市场整体的 beta，而偏好捕捉结构性机会。他较为关注决定未来趋势的长期因素，优选行业基本面较好的板块进行配置。纯债资产方面，基金经理以高等级信用债为主，并且会适当控制组合久期。同时，他也较为关注未来宏观经济预期。即，如果市场出现一定的趋势性机会，他会尝试拉长久期或增配一些利率债。转债资产方面，基金经理会尽可能把握 beta 机会。即，当市场存在一些系统性机会或者转债估值具备明显的配置价值时，适度提升配置比例。

## 2. 基金经理投资能力分析

接下来，本文主要以基金经理任职时间最长的华商稳健双利 A 为代表产品，对其投资能力展开分析。

华商稳健双利 A（630007，二级债基），成立于 2010 年 8 月 9 日，张永志于产品成立日起任职基金经理至今。产品业绩比较基准为中证综合债指数收益率。截至 2022 年 3 月 31 日，产品规模（A、C 合计）为 12.01 亿元。

### 2.1 攻守兼备，长期业绩突出

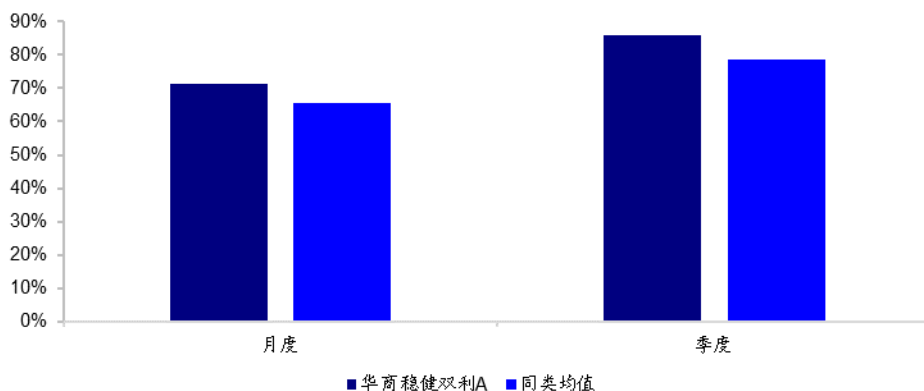
考察产品近 1-3 年的业绩表现可以发现，无论是收益指标还是风险指标，均显著优于同类基金（混合债券型二级基金，后同）。以近 3 年为例，2019 年 6 月至 2022 年 6 月，产品累计收益 31.98%，年化收益接近 10%，位居同类前 13%；期间最大回撤仅 3.91%，也显著优于同类。得益于收益端和风险端的优秀表现，产品风险调整后收益较为突出。近 2 年和 3 年的收益回撤比分别为 2.54 和 2.47，均在同类中排名前 10%，长期业绩较为优异。

**表 2 华商稳健双利 A 的长期业绩表现 (截至 2022 年 6 月 24 日)**

	近 3 年			近 2 年			近 1 年		
	年化收益	最大回撤	收益回撤比	年化收益	最大回撤	收益回撤比	年化收益	最大回撤	收益回撤比
产品	9.68%	3.91%	2.47	9.25%	3.65%	2.54	6.17%	2.59%	2.38
业绩基准	4.39%	2.40%	1.83	4.07%	0.85%	4.79	5.19%	0.49%	10.61
同类排名	13%	19%	4%	11%	20%	7%	16%	13%	11%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

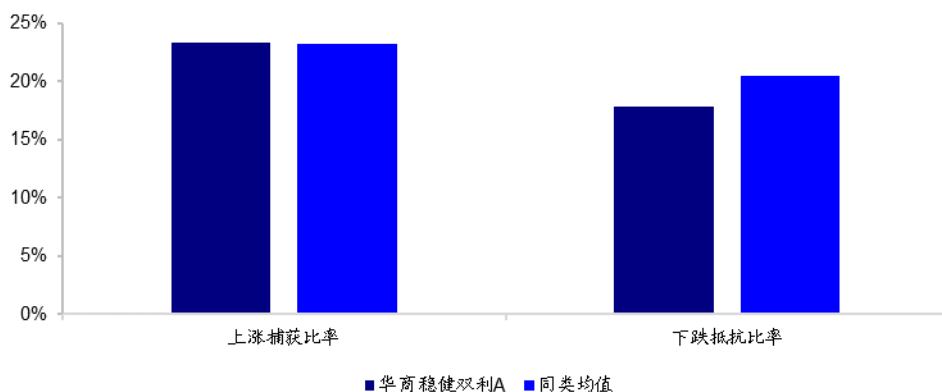
从短期维度来看, 华商稳健双利 A 的收益具备稳定性高的特征。2019 年至今 (截至 2022 年 6 月 24 日), 尽管市场行情变换, 但产品始终保持着较高的收益胜率。季度和月度收益胜率分别为 85.71% 和 75.43%, 显著优于同类基金的 78.60% 和 65.59%。

**图 1 华商稳健双利 A 及其同类基金的收益胜率 (2019.01.01-2022.06.24)**


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 1 月 1 日前的混合债券型二级基金, 包含本基金共 232 只

进一步结合产品和 Wind 全 A 的日回报数据, 计算上涨捕获比率<sup>1</sup>和下跌抵抗比率<sup>2</sup>, 以考察产品在不同市场环境中的表现。根据我们的计算, 2019 年以来 (截至 2022 年 6 月 24 日), 产品的上涨捕获比率和下跌抵抗比率分别为 0.234 和 0.179, 均优于同类平均水平。由此可见, 与二级债基相比, 产品不仅在上涨市中具备一定向上弹性, 还在下跌市中具备较强的防御性。

**图 2 华商稳健双利 A 及其同类基金的上涨捕获比率和下跌抵抗比率 (2019.01.01-2022.06.24)**


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 1 月 1 日前且日净值数据完整的混合债券型二级基金, 包含本基金共 217 只

<sup>1</sup> 上涨捕获比率计算方式: 以 Wind 全 A 为市场指数, 计算市场上涨时, 基金与 Wind 全 A 的日回报均值之比, 指标越大表示产品的向上弹性越强。

<sup>2</sup> 下跌抵抗比率计算方式: 以 Wind 全 A 为市场指数, 计算市场下跌时, 基金与 Wind 全 A 的日回报均值之比, 指标越小表示产品的防御性越强。



## 2.2 股债投资风格分析

### 2.2.1 股票仓位较为稳定，转债存在一定的择时行为

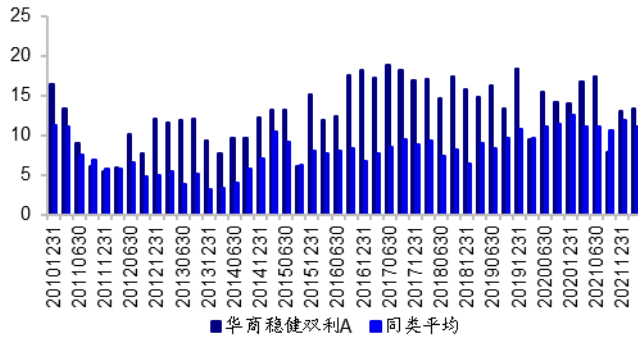
分别考察华商稳健双利 A 的纯股票仓位，以及叠加了转债仓位之后的权益仓位。注：考察股票和转债的综合权益仓位时，采用股票+50%转债仓位进行计算。

早期（2010-2015 年），股票仓位有一定波动，且低于近几年。2015 年之后，股票仓位变化不大，基本在 15%-20% 区间内小幅波动，大多数时间高于同类平均，风险偏好相对较高。但是 2021 年中报以来，股票仓位略有下降，且低于或接近同类平均，或表明风险偏好有所下调。

结合转债综合考察权益仓位，能够看到较为明显的波动。如，2010 年-2012 年的仓位下调，2015 年-2016 年的仓位上行，以及 2020 年之后仓位再度下降。因此，我们认为，基金经理在转债仓位上有一定的择时行为。

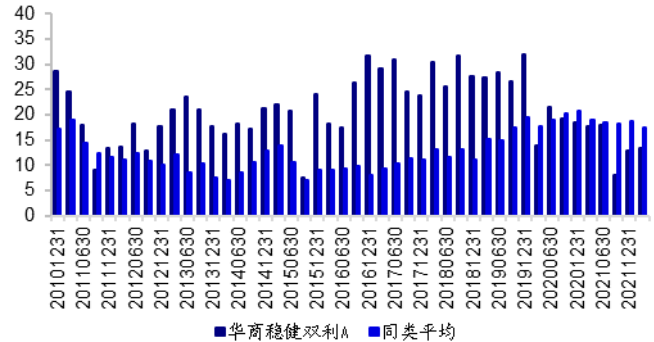
与同类基金相比，2020 年之前，大部分时间的权益仓位都高于同类；2021 年中报之后，降仓行为明显，连续 3 个财报期都低于同类。

图3 华商稳健双利 A 及其同类基金的股票仓位（%，2010.12.31-2021.12.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 华商稳健双利 A 及其同类基金的股票+转债仓位（%，2010.12.31-2021.12.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

### 2.2.2 涉猎板块广泛，近年来集中度较高

华商稳健双利 A 的板块配置行为特征可分为 2 个阶段：2010-2015 年，板块配置相对均衡，6 大板块都有涉猎，权重也不集中；2016-2021 年上半年，周期板块的重配行为突出，集中度高，多个财报期的权重超过 60%。但 2019 年之后，在重配周期板块的同时，其他板块的权重也开始提升。如，TMT 板块 2019-2020 年配置比例在 20% 左右。截至 2021 年年报，大金融板块配置比例大幅提升，权重超过周期成为第一大权重板块。



图5 华商稳健双利 A 的板块分布变化 (2010.12.31-2021.12.31)

	同类平均						华商稳健双利A					
	上游周期	中游制造	大消费	TMT	大金融	医药	上游周期	中游制造	大消费	TMT	大金融	医药
20101231	21%	28%	15%	18%	8%	9%	10%	39%	23%	3%	0%	24%
20110630	22%	28%	21%	9%	12%	8%	9%	27%	28%	6%	3%	27%
20111231	15%	19%	15%	18%	22%	10%	41%	8%	51%	0%	0%	0%
20120630	21%	21%	15%	13%	23%	7%	6%	15%	36%	5%	18%	20%
20121231	16%	27%	13%	12%	23%	8%	38%	16%	2%	4%	37%	4%
20130630	14%	25%	10%	17%	18%	15%	15%	33%	8%	14%	16%	14%
20131231	11%	28%	13%	23%	9%	16%	13%	22%	6%	39%	19%	0%
20140630	12%	26%	14%	20%	16%	12%	21%	8%	21%	23%	14%	13%
20141231	18%	19%	9%	10%	36%	8%	10%	39%	11%	16%	19%	5%
20150630	14%	22%	9%	22%	24%	8%	15%	30%	4%	14%	29%	7%
20151231	17%	26%	13%	20%	17%	7%	19%	25%	0%	34%	10%	8%
20160630	24%	25%	14%	19%	11%	7%	71%	10%	0%	0%	18%	0%
20161231	24%	26%	13%	13%	14%	10%	81%	7%	0%	0%	11%	0%
20170630	18%	23%	17%	17%	17%	8%	85%	0%	2%	0%	0%	0%
20171231	16%	20%	18%	16%	22%	8%	71%	17%	2%	0%	0%	0%
20180630	15%	16%	20%	20%	19%	9%	89%	0%	2%	0%	8%	0%
20181231	16%	21%	13%	23%	21%	7%	80%	5%	2%	0%	13%	0%
20190630	15%	17%	19%	19%	21%	10%	37%	8%	10%	22%	23%	0%
20191231	17%	18%	14%	21%	23%	7%	52%	13%	2%	23%	0%	9%
20200630	17%	18%	14%	25%	13%	13%	66%	10%	9%	10%	5%	0%
20201231	17%	26%	17%	15%	18%	8%	31%	19%	16%	27%	7%	0%
20210630	21%	24%	15%	17%	14%	10%	66%	17%	1%	4%	12%	0%
20211231	20%	31%	13%	19%	11%	7%	32%	10%	5%	12%	41%	0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 2.2.3 行业覆盖广泛, 具有鲜明的行业轮动行为

➤ 细分行业覆盖广, 具有鲜明的轮动行为

进一步观察板块内的行业持仓结构, 我们发现, 华商稳健双利 A 行业覆盖广泛, 但不同时期的重仓行业差异明显, 存在鲜明的行业轮动行为。如 2010-2011 年, 医药行业配置比例较高, 且持续了较长时间, 但 2016 年之后基本很少涉足; 有色金属行业在 2010-2014 年没有配置, 但 2015 年之后多次成为第一大重仓行业; 钢铁行业上的轮动特征也非常突出, 2016 年年报配置权重为 0, 2018 年年报权重提升至 70%; 房地产行业在 2012-2016 年间受到基金经理青睐, 配置权重长期超过 10%, 但 2016 年年报-2017 年年报和 2019 年年报-2021 年中报未配置房地产行业。截至 2021 年年报, 周期板块中仅有色金属行业权重超过 10%, 而大金融行业中银行和房地产行业的权重均超过 10%。

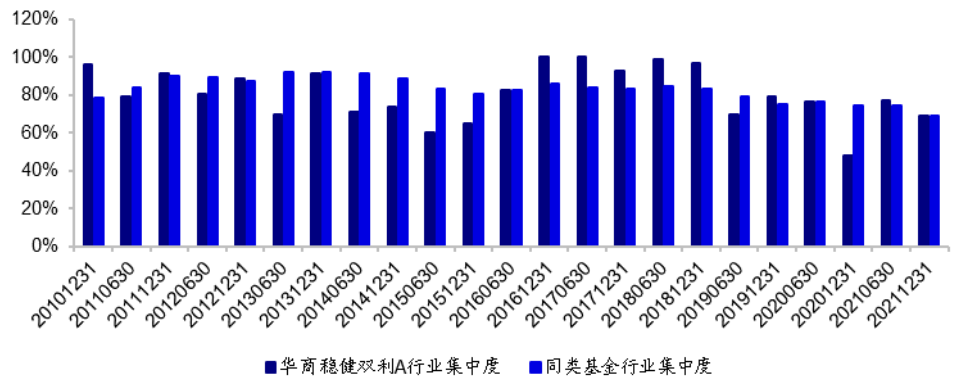
图6 华商稳健双利 A 的行业分布变化 (2010.12.31-2021.12.31)

板块	行业	20101231	20110630	20111231	20120630	20121231	20130630	20131231	20140630	20141231	20150630	20151231	20160630	20161231	20170630	20171231	20180630	20181231	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	20211231	报告期平均
上游周期	石油石化	10%					3%						4%	6%	19%	4%	16%	8%	5%	6%	4%	15%	4%	2%	
上游周期	煤炭		2%											26%	46%	44%	1%	1%	18%	34%	38%	9%	16%	13%	14%
上游周期	有色金属								10%	5%	3%	3%	32%	48%	46%	1%	1%	18%	34%	38%	9%	16%	13%	14%	
上游周期	钢铁			6%	10%								14%	20%	21%	64%	70%		11%	13%		17%	6%	11%	
上游周期	基础化工				2%	14%	13%	15%		6%	12%	9%	8%		3%	8%	4%	5%			13%	10%	19%	7%	6%
上游周期	建筑				17%																				1%
上游周期	建材				3%	0%																			1%
上游周期	农林牧渔		0%	13%			11%		6%		1%						0%				8%	7%			3%
中游制造	电力及公用事业		5%		1%	0%	4%		2%	3%	4%		0%												1%
中游制造	轻工制造				1%							2%								2%		2%			0%
中游制造	机械		5%	1%	10%	11%	24%	22%	3%	5%	10%		10%	7%		2%				5%	1%	4%	6%		5%
中游制造	电力设备及新能源	39%	16%	0%		4%			5%		3%										9%	4%	4%		4%
中游制造	国防军工					0%			31%	10%	15%														3%
中游制造	汽车		0%		5%														4%	4%			11%	0%	1%
中游制造	交通运输					4%										15%		5%	4%	2%					2%
大消费	商贸零售	16%	4%	37%				4%																	3%
大消费	消费者服务			13%																					2%
大消费	家电		24%		14%	18%									2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	2%	2%
大消费	纺织服装					1%		6%	17%	6%	4%										4%	6%			0%
大消费	食品饮料																								0%
TMT	电子	7%			4%	1%	8%		5%	0%									9%		3%	8%	3%		2%
TMT	通信	1%			4%	0%	4%	3%		2%	0%	15%							18%	18%	10%	9%	1%	3%	4%
TMT	计算机	1%			1%	1%	5%			1%	3%	6%	0%					4%							1%
TMT	传媒	2%				1%	4%	7%	11%	4%											6%	6%	3%		2%
大金融	银行					1%																			1%
大金融	非银行金融						4%				6%											3%	3%	24%	1%
大金融	房地产		3%		18%	38%	12%	19%	14%	19%	22%	10%	18%				8%	13%	15%		5%	4%	9%	5%	2%
大金融	综合金融																								9%
医药	医药	24%	27%	0%	20%	4%	14%		13%	5%	7%	8%	0%	0%						9%					6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

➤ 行业集中度与同类基金接近, 个别时期集中度较高

整体来看, 基金经理的前 5 大行业权重之和与同类基金相差不大。但时间序列上, 集中度有一定变化。2010-2012 年和 2016-2018 年行业集中度较高, 2013-2014 年和 2019-2021 年集中度相对较低。

**图7 华商稳健双利 A 的行业集中度 (2010.12.31-2021.12.31)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所  
 注: 行业集中度为前 5 大行业权重之和

➤ 重仓行业具有正向的绝对收益和超额收益贡献

最后, 我们以沪深 300 作为基准指数, 考察产品在满仓假设下的行业配置效果。如下图所示, 2019 年以来, 基金经理的前三大重仓行业, 持有期内均具有显著的正向超额收益贡献 (超配比例\*超额收益)。

**图8 华商稳健双利 A 的 (主要) 行业配置贡献 (超额收益)**

行业名称	20190630	20191231	20200630	20201231	20210630	20211231	报告期平均	平均配置权重
有色金属	0.5%	3.9%	4.4%	0.7%	3.3%	1.0%	1.5%	21.4%
电子	1.0%	2.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	1.0%	9.7%
基础化工	0.0%	0.0%	1.0%	1.8%	2.3%	0.2%	0.9%	8.0%
钢铁	1.3%	1.8%	0.0%	0.0%	1.6%	0.1%	-0.2%	7.6%
非银行金融	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%
银行	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	0.2%	4.9%
石油石化	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.3%	0.1%	4.8%
食品饮料	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%
房地产	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.1%	3.6%
计算机	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.6%	-0.1%	3.6%
汽车	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.1%	3.6%
机械	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	2.8%
煤炭	0.8%	1.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.3%	2.7%
建材	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%
交通运输	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.1%	2.5%
传媒	0.0%	0.2%	0.0%	-0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	2.3%
电力设备及新能源	0.0%	0.0%	2.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.4%	2.2%
消费者服务	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	1.7%
家电	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%
医药	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%
国防军工	0.0%	0.0%	0.0%	-0.8%	0.0%	0.0%	-0.1%	1.1%
轻工制造	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%
通信	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%
建筑	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.5%
商贸零售	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
农林牧渔	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
综合	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
电力及公用事业	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
纺织服装	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
综合金融	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所  
 注: 基准为沪深 300, 报告期 20211231 考察截止 20220624 的收益

考虑到华商稳健双利 A 的基准为中证综合债券指数收益率, 产品有绝对收益目标。因此, 我们进一步考察超配行业的绝对收益表现 (超配比例\*绝对收益)。如下图所示, 前三大重仓行业在半年持有期内都具有显著的正向绝对收益。

从绝对和相对两个角度, 我们认为, 基金经理的行业轮动具有正向贡献。

**图9 华商稳健双利 A 的 (主要) 行业配置贡献 (绝对收益)**

行业名称	20190628	20191231	20200630	20201231	20210630	20211231	报告期平均	平均配置权重
有色金属	0.5%	-1.7%	14.6%	1.1%	3.8%	0.0%	3.0%	21.4%
电子	4.9%	3.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	1.4%	9.7%
基础化工	0.0%	0.0%	3.0%	2.2%	2.9%	-0.2%	1.3%	8.0%
钢铁	-0.7%	-0.9%	0.0%	0.0%	2.2%	-0.4%	0.0%	7.6%
非银行金融	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%
银行	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.3%	0.0%	4.9%
石油石化	0.0%	0.0%	1.1%	0.4%	0.4%	0.0%	0.3%	4.8%
食品饮料	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%
房地产	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%	-0.1%	3.6%
计算机	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	-1.2%	-0.2%	3.6%
汽车	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.0%	0.1%	3.6%
机械	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%	0.4%	0.0%	0.1%	2.8%
煤炭	-0.3%	-0.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	2.7%
建材	0.0%	0.0%	1.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.3%	2.5%
交通运输	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	2.5%
传媒	0.0%	0.5%	0.0%	-0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	2.3%
电力设备及新能源	0.0%	0.0%	3.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.6%	2.2%
消费者服务	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%
家电	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%
医药	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%
国防军工	0.0%	0.0%	0.0%	-0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	1.1%
轻工制造	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%
通信	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%
建筑	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
商贸零售	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
农林牧渔	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
综合	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
电力及公用事业	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
纺织服装	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
综合金融	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

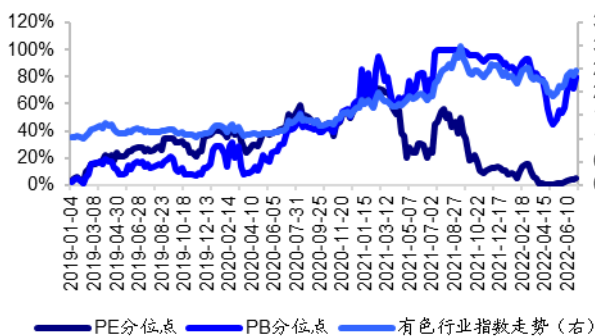
资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 基准为沪深 300, 报告期 20211231 考察截止 20220624 的收益

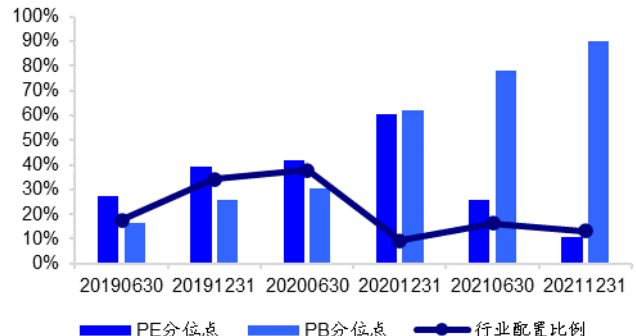
### 2.2.4 重仓行业具备估值优势

以近期重仓的有色金属及银行为例, 基金经理的重仓行业具有明显的估值优势。我们认为, 对于以绝对收益为目标的产品, 估值优势可以提供很好的下行风险保护。

基金经理对有色金属行业的配置权重自 2019 年中报起不断上行, 而同期的 PE 与 PB 分位点在 2020 年二季度前都处于 50% 以下。尤其是 PB 分位点, 更是始终处于 30% 下方。2020 年年报, PE 与 PB 分位点由于行业上涨幅度突出, 双双突破 50%, 同期, 华商稳健双利 A 的有色金属仓位则大幅下降至 10% 附近。我们认为, 基金经理已提前于左侧减仓。2021 年, 由于行业盈利数据改善, PE 分位点再度进入下行趋势, 产品的配置比例也随之再次上升, 但低于 2019 年。我们推测, 这可能与当前行业指数点位较高, 且 PB 分位点不断上行有关。

**图10 有色金属行业估值与行业指数走势**


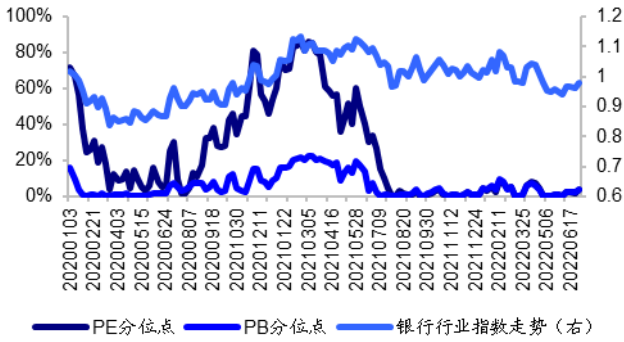
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图11 有色金属行业的估值与仓位**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

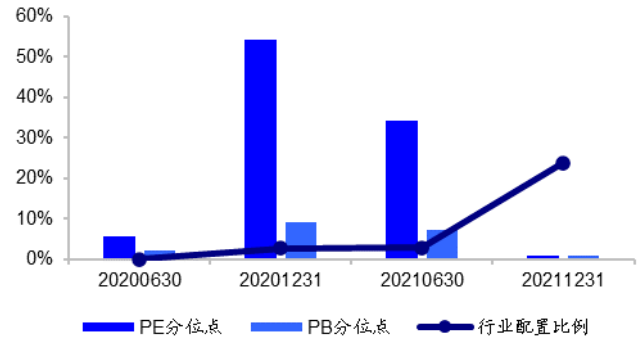
基金经理自 2020 年年报开始加仓银行, 至 2021 年年报又进一步大幅提升配置比例, 达到 24%, 成为第一大重仓行业。从同期估值来看, 进入 2021 年下半年, 银行的 PE 与 PB 双双创出新高, 基本都处于长期估值底部。我们认为, 基金经理选择在这个时候大幅加仓, 和行业估值上的显著优势有一定关系。

图12 银行行业估值与行业指数走势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 银行行业的估值与仓位

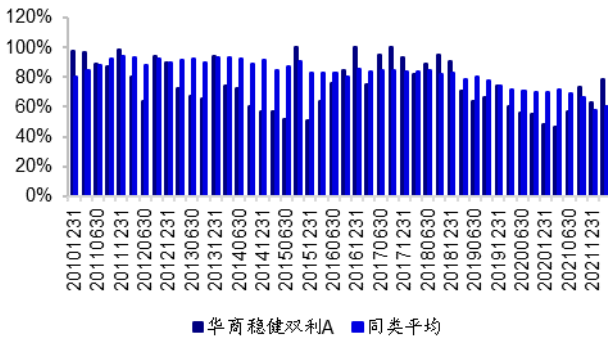


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 2.2.5 持股集中度较低, 持股周期较短

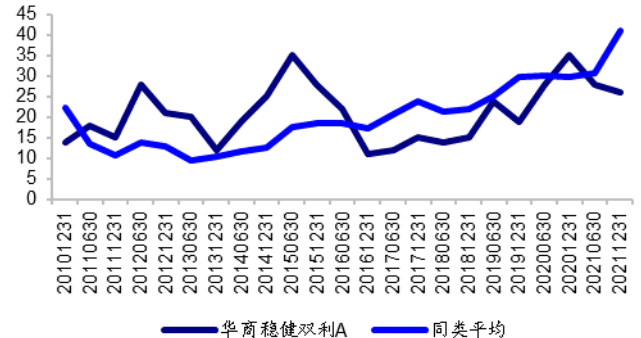
和同类相比, 华商稳健双利 A 的持股集中度略低于同类平均。从持股数量看, 2016 年之前高于同类平均, 2016 年之后略低于同类平均。

图14 华商稳健双利 A 重仓股持股集中度



资料来源: Wind, 海通证券研究所

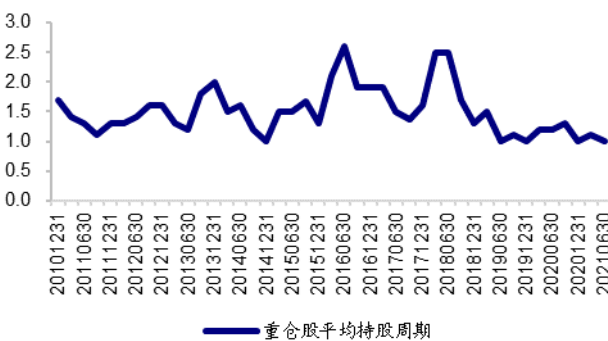
图15 华商稳健双利 A 的全部持股数目



资料来源: Wind, 海通证券研究所

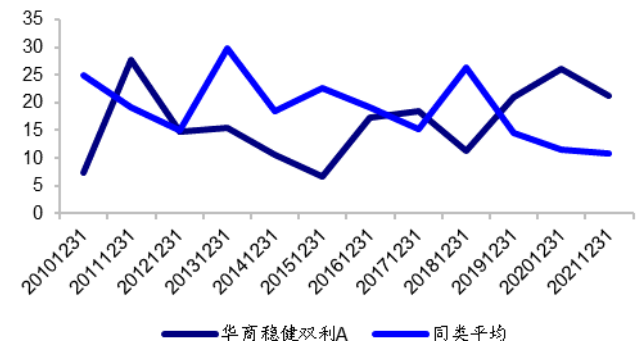
产品的重仓股平均持股周期较短, 约为 1-2 个季度。早期换手率低于同类平均, 2017 年之后换手率有所上升, 2017-2019 年和同类相当, 2020 年之后又高于同类平均。

图16 华商稳健双利 A 的重仓股平均持股周期 (季度)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 华商稳健双利 A 的年度双边换手率

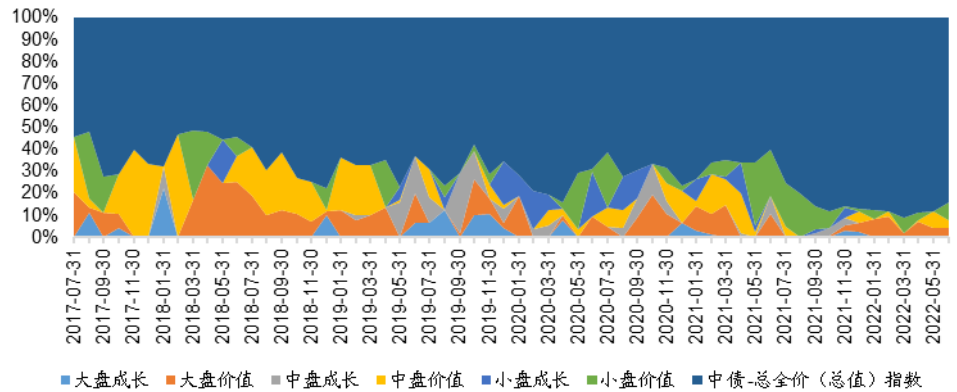


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 2.2.6 持股风格均衡

结合基金与巨潮风格指数的日回报数据, 利用净值归因模型计算产品的动态风格变化。如图 18 所示, 无论是市值上还是估值上, 产品风格整体较为均衡, 可能只在个别时期有所侧重。



**图18 华商稳健双利 A 近 5 年的净值风格归因 (2017.07.31-2022.06.30)**


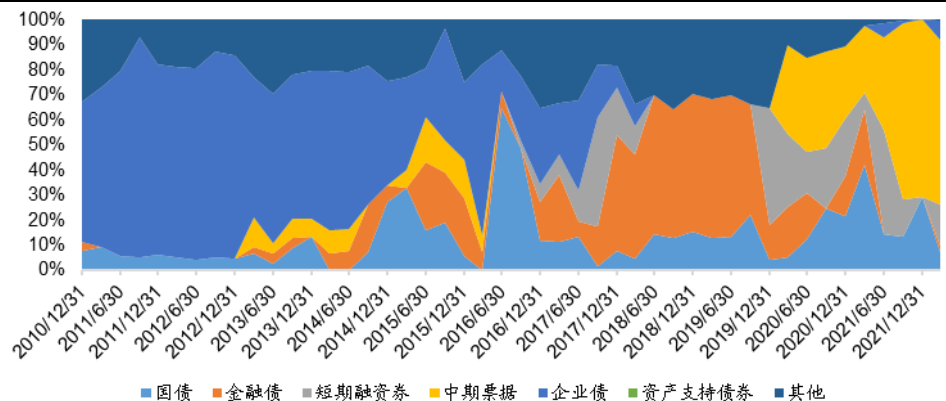
资料来源：Wind，海通证券研究所

例如，2019年至2020年，市场整体偏向成长风格，此时产品在成长风格上的暴露有所增大；2021年，以周期为代表的部分价值股开始走强，产品在价值风格上的暴露也逐渐增大；2022年以来，受疫情和俄乌战争等影响，成长风格走弱，而价值风格走强，产品则呈现鲜明的价值风格。

### 2.2.7 以高信用等级债券为主，配合久期和信用风险管理增厚收益

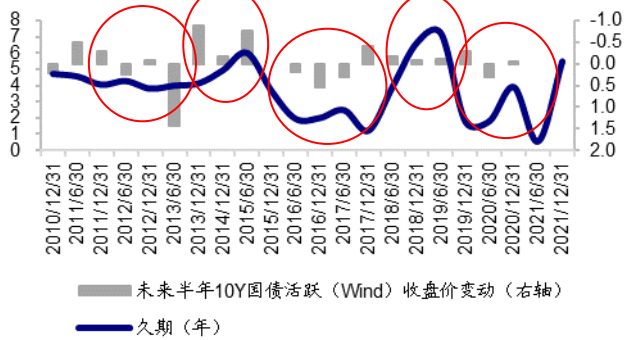
观察产品历史的券种配置可以发现，基金经理大部分时期偏好信用债，但也会根据宏观经济和市场变化调整券种。2014年中报以前，产品主要配置信用债，其中又以企业债为主；2014年年报至2017年中报，利率债（国债和金融债）在组合中的比重有所增大；2017年年报至2019年中报，金融债占据主导；2019年年报至今，信用债的配置比例再次上升，但以久期较短的短期融资券和中期票据为主。

由此我们认为，债券资产管理上，基金经理依然从宏观视角出发，根据不同的市场环境适时适度调整组合久期和信用风险暴露。

**图19 华商稳健双利 A 的券种 (不含可转债) 配置 (2010.12.31-2021.12.31)**


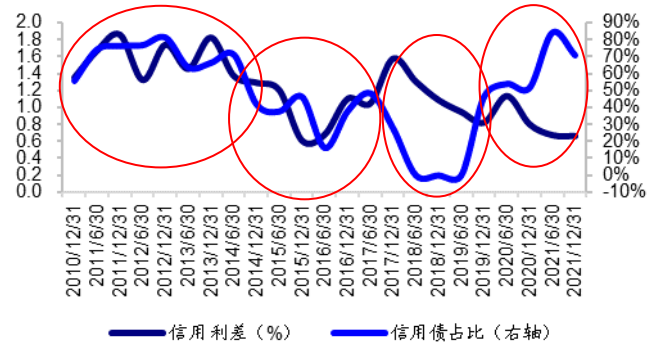
资料来源：Wind，海通证券研究所

结合市场环境来看，久期管理上，基金经理更倾向于去捕捉市场利率的中长期趋势变化。例如，2015年中报至2017年中报，基金经理逐渐缩短产品久期，而此时的市场利率也呈现上行趋势；2017年年报至2019年年报，市场利率开始下行，基金经理则逐渐拉长产品久期。

**图20 华商稳健双利 A 在不同利率环境下的久期变动 (2010.12.31-2021.12.31)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 久期的估算方式为, 结合基金中报和年报披露的利率敏感性分析数据, 利用“债券资产久期=(市场利率下降 $\Delta y$ 对资产净值影响-市场利率上升 $\Delta y$ 对资产净值影响)/(2\* $\Delta y$ \*债券投资市值)”进行估算; 2014年中报组合久期过大, 因此这里不予以展示

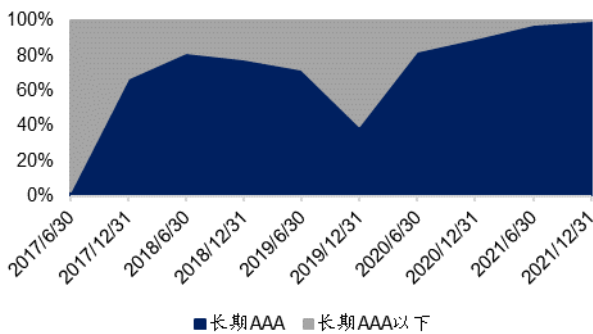
**图21 华商稳健双利 A 的信用债配置比例及市场信用利差变动 (2010.12.31-2021.12.31)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

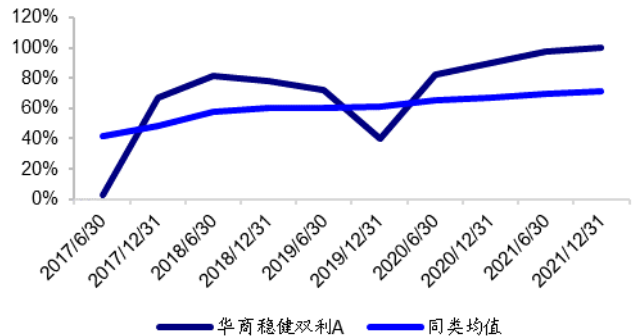
注: 信用利差为 5 年期的中债企业债 (AAA) 和中债国债的到期收益率之差; 信用债包括短期融资券、中期票据和企业债

信用风险管理上, 我们认为, 基金经理同样倾向于去捕捉市场的中长期变化。2010 年年报至 2014 年中报, 市场整体信用利差较大。因此, 基金经理配置了较多信用债, 且以久期偏长的企业债为主; 2014 年年底开始, 市场信用利差开始缩窄, 利率债在产品中的配置比例明显增加; 2018 年, 尽管市场的信用利差有所扩大, 但民企暴雷事件频发。因此, 基金经理果断下调信用债比例, 转而大幅增配金融债; 2019 年下半年以来, 随着企业信用环境的改善, 信用债在组合中的配置比例再度上升。

具体到个券选择上, 基金经理偏好高信用等级债券。2017 年年报至 2021 年年报, 产品的长期债券资产中, AAA 级债券占比各期均值为 77.51%, 大部分时期都高于同类。因此, 我们认为, 债券资产管理上, 基金经理不会过多进行信用资质的下沉。

**图22 华商稳健双利 A 长期债券的信用评级分布 (2017.06.30-2021.12.31)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

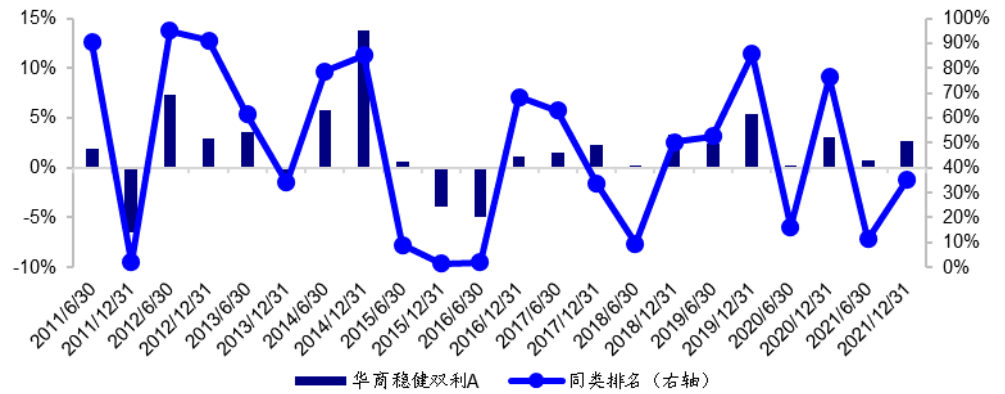
**图23 华商稳健双利 A 及其同类基金长期债券中 AAA 级债券占比 (2017.06.30-2021.12.31)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 同类为成立满 2 个月, 且长期债券配置比例不为 0 混合债券型二级基金

综上所述, 债券资产管理上, 基金经理偏好高信用等级债券, 并会立足中长期视角管理产品的久期和信用风险。那么, 他的这种管理模式效果及其管理能力如何? 我们根据基金中报和年报披露的利润表数据, 计算产品及其同类基金的债券资产收益, 以解答这一问题。其中, 债券资产收益的计算公式为, 债券资产收益=(债券利息收入+债券投资收益+债券公允价值变动损益)/期间债券投资市值均值。

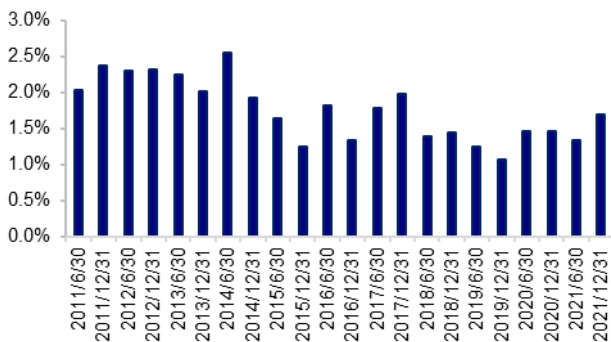
如图 24 所示, 2016 年以前, 产品的债券资产收益虽然并不是非常稳定, 但大部分时期能给组合收益带来显著的正向贡献。2016 年以后, 债券资产的收益贡献趋于稳定。2017 年至今, 几乎每期都能带来贡献正向收益, 各期的收益均值为 2.22%。

**图24 华商稳健双利 A 的债券资产收益率及其在同类中的排名 (2011.06.30-2021.12.31)**


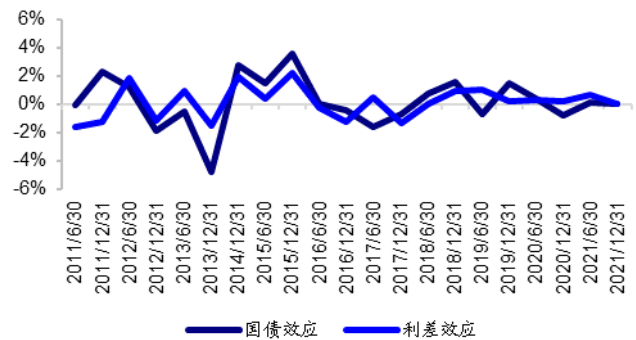
资料来源：Wind，海通证券研究所  
 注：同类基金为成立满2个月的混合债券型二级基金

进一步拆分产品债券资产的收益来源，结果如图 25-26 所示。从中可见，利息收入是重要的收入来源，能带来稳定的收益贡献。2011 年中报至 2021 年年报，收入效应<sup>3</sup>各期的收益贡献均值为 1.76%。

国债效应<sup>4</sup>和利差效应<sup>5</sup>在 2016 年以前的收益贡献较不稳定，个别时期对产品收益有较大负向影响，但有些阶段也能很好地增厚收益。2016 年开始，国债效应和利差效应趋于稳定。尤其是 2018 年以来，二者能给组合带来稳定的正收益。综合以上几个维度，我们认为，基金经理的债券资产管理能力较为优异。

**图25 华商稳健双利 A 的收入效应 (2011.06.30-2021.12.31)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图26 华商稳健双利 A 的国债效应和信用利差效应 (2011.06.30-2021.12.31)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.2.8 各行业优选强股性转债分散配置

由于华商稳健双利 A 的可转债仓位较低，因此，我们利用基金经理管理的另一只产品——华商可转债 A（可转换债券型，2017 年 12 月 22 日任职至今），对其可转债投资风格展开分析。

由于基金季报仅披露处于转股期的可转债，因此，下文的分析仅利用披露的转债持仓数据。根据我们的计算，2018 年 1 季报至 2022 年 1 季报，产品各期披露的处于转股期的转债占转债投资总市值比的均值为 87.14%。这表明，基金季报披露的转债数据可以较好地反映产品转债资产的整体情况。

<sup>3</sup> 收入效应的估算公式为，债券利息收入/期间债券投资市值均值。

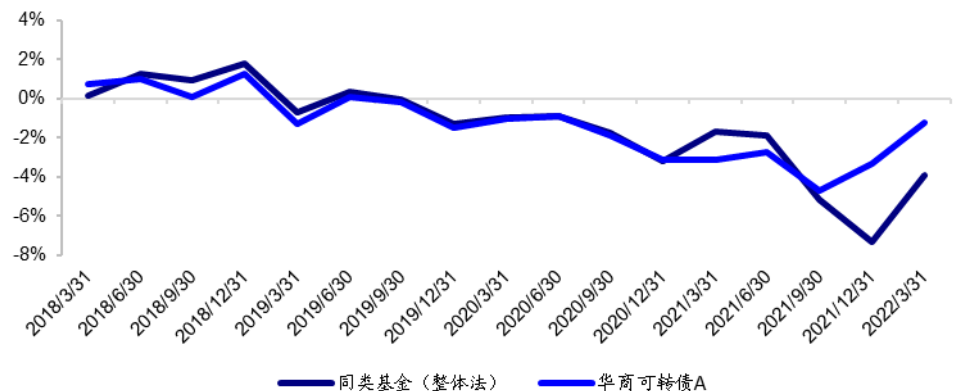
<sup>4</sup> 国债效应的估算公式为，-期初久期\*(期末国债收益率-期初国债收益率)。其中，国债收益率为对应久期的中债-国债指数到期收益率，若不存在与久期匹配的指数，则采用插值法进行到期收益率的估算。

<sup>5</sup> 利差效应的估算方式为，-期初久期\*(期末利差-期初利差)。其中，信用利差为对应久期的中债-企业债（AAA）指数与中债-国债指数的到期收益率之差。同样地，采用插值法估算无相匹配指数的久期对应的信用利差。



首先，底仓安全性（以纯债溢价率反映）方面，华商可转债 A 基本与同类（可转换债券型基金，后同）相当。此外，2021 年年底以来，股市震荡下行，基金经理也适度提高了组合的底仓安全性，以应对股市的下行风险。

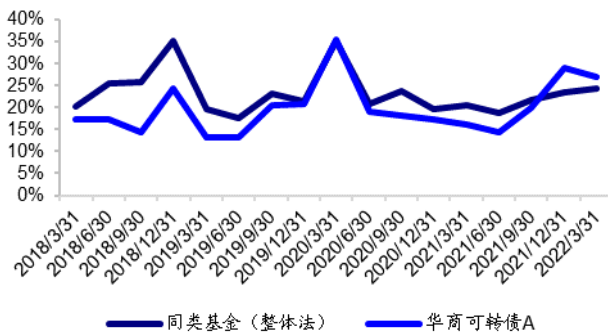
图27 华商可转债 A 季报披露的转债的纯债溢价率（2018.03.31-2022.03.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所  
注：同类基金为可转换债券型基金，后同

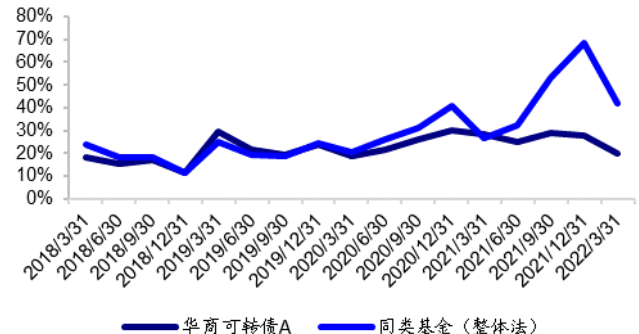
其次，股性（以转股溢价率反映）方面，华商可转债 A 大部分时期低于同类整体水平。这表明，产品持有的处于转股期的转债相对正股的估值溢价较低，股性更强。债性方面，2018 年 1 季报至 2021 年中报，产品持有的处于转股期的转债的纯债溢价率基本与同类相当；2021 年 3 季报以来，纯债溢价率则显著低于同类整体水平，这表明，此时产品持有的转债的债性保护功能更强。

图28 华商可转债 A 季报披露的转债的转股溢价率（2018.03.31-2022.03.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图29 华商可转债 A 季报披露的转债的纯债溢价率（2018.03.31-2022.03.31）



资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，上述特征说明在转债资产的管理上，基金经理偏好股性更强的品种。不过，他也会根据市场状况适时调整产品的债性。当股票市场走弱时，会适度增加所持转债的债性，以应对股票市场的下行风险。

最后，转债的行业选择方面，与股票投资类似，基金经理也倾向于广泛覆盖。2019 年以来，华商可转债 A 各期覆盖的行业数均在 20 个以上。但与股票投资不同的是，行业配置上，基金经理更多的是采取“核心+卫星”模式。即，在银行和非银金融行业上始终保持较高的配置比例，同时广泛且分散地布局其他行业，以降低产品的净值波动。

图30 华商可转债 A 季报披露的转债的行业分布 (2018.03.31-2022.03.31)

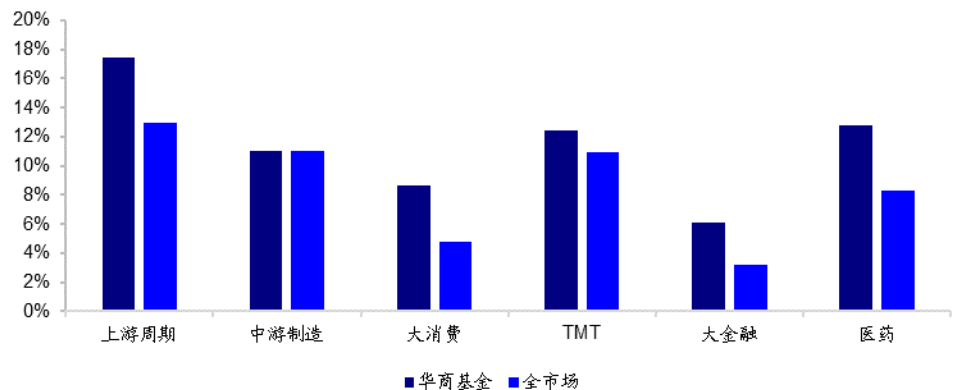
板块	行业	20180331	20180630	20180930	20181231	20190331	20190630	20190930	20191231	20200331	20200630	20200930	20201231	20210331	20210630	20210930	20211231	20220331	平均配置比例
TMT	传媒					5.71%	1.86%	2.19%	1.07%	2.11%	2.38%	0.19%	0.26%	0.14%	0.08%	0.16%	0.25%		0.97%
TMT	电子			1.95%	2.02%	2.64%	3.00%	1.52%	1.00%	0.07%	1.24%	0.80%	1.00%	0.19%	1.73%		0.83%	1.83%	1.17%
TMT	计算机					0.91%	0.74%	1.37%	0.71%	2.01%	1.54%	0.95%	3.80%	0.42%	0.81%	0.03%	2.15%	1.51%	1.00%
TMT	通信							0.37%	0.28%	1.33%	0.57%	0.93%	0.69%	0.30%	0.18%				0.27%
大消费	纺织服装					0.76%	0.77%	0.62%	0.41%	0.20%	0.21%	0.15%	0.20%	0.07%	0.73%	0.47%	0.15%		0.33%
大消费	家电					6.50%	7.02%	5.52%	0.75%	1.23%	1.03%	1.22%	0.37%	0.13%	0.07%	0.23%	0.71%	0.56%	1.49%
大消费	商贸零售	5.08%				0.81%	0.83%	0.66%	0.49%	0.66%	0.50%	0.50%	0.57%	0.29%	0.17%			0.40%	0.64%
大消费	食品饮料					1.77%	0.97%	0.97%	0.28%	0.25%			0.24%	0.18%		0.49%			0.25%
大消费	消费者服务					0.54%	1.28%	1.03%	0.95%	1.14%	1.89%	0.18%	0.43%	0.41%			0.26%		0.48%
大消费	医药					0.50%	0.95%	1.07%	2.19%	1.94%	1.85%	2.68%	1.81%	0.92%	0.54%	1.00%	0.56%	0.11%	0.95%
金融地产	房地产																0.25%	0.44%	0.04%
金融地产	非银行金融	10.61%	2.76%	2.84%	6.00%	7.77%	13.52%	13.35%	8.32%	11.78%	12.64%	11.61%	11.41%	9.05%	8.92%	11.47%	19.02%	13.67%	10.28%
金融地产	银行	24.64%	28.00%	32.42%	39.51%	51.65%	42.07%	42.60%	54.17%	41.27%	25.14%	31.84%	38.26%	40.06%	35.42%	42.98%	24.81%	31.38%	35.07%
上游周期	钢铁	27.05%	24.61%	27.43%	16.83%	4.85%	0.93%	0.77%	0.54%	0.59%	0.51%	0.58%	0.80%	0.63%	12.16%	10.39%	13.87%	11.39%	9.05%
上游周期	基础化工					3.16%	1.89%	4.13%	5.03%	6.56%	4.65%	6.53%	5.77%	3.10%	2.33%	2.75%	1.45%	5.05%	3.08%
上游周期	建材					0.30%	0.22%	0.86%	1.37%	0.20%	0.18%	0.66%	0.91%	0.88%	0.36%	5.33%	3.35%	3.31%	1.06%
上游周期	建筑						0.51%	0.41%	0.63%	2.90%	3.84%	3.75%	3.47%	3.54%	2.76%	6.31%	4.70%	2.46%	2.08%
上游周期	煤炭									2.62%	4.73%	3.87%	3.67%	0.60%	0.69%	1.45%	1.22%	1.11%	
上游周期	农林牧渔					2.28%	1.66%	0.85%	1.30%	1.17%	0.19%	1.06%	0.16%	0.06%				0.64%	0.55%
上游周期	石油石化	20.78%	20.53%	17.37%	16.13%	1.02%	0.90%	1.24%	0.21%	1.13%	0.65%	0.70%	1.75%	3.01%	3.87%	18.96%	3.37%	0.80%	6.61%
上游周期	有色金属		3.71%			0.51%	2.31%	1.92%	4.76%	3.65%	8.19%	4.84%	4.97%	10.65%	4.59%	6.02%	8.11%	5.79%	4.12%
中游制造	电力及公用事业					0.54%	1.36%	1.37%	0.98%	3.80%	12.66%	5.18%	3.27%	1.86%	0.80%	5.76%	3.84%	4.88%	2.72%
中游制造	电力设备及新能源				5.62%	1.69%	2.51%	3.19%	2.77%	3.35%	4.43%	8.80%	3.82%	1.54%	2.37%	5.37%	3.35%	0.60%	2.91%
中游制造	国防军工				1.08%	1.56%	4.69%	4.13%	3.05%	1.40%	1.34%		0.29%			0.40%			1.06%
中游制造	机械	11.84%	16.00%	12.23%	9.94%	1.04%	1.04%	1.80%	2.01%	2.92%	2.51%	2.57%	2.03%	2.32%	1.35%	0.54%	0.54%	1.63%	4.25%
中游制造	交通运输					1.27%	0.77%	1.28%	1.31%	1.31%	2.90%	1.59%	1.28%	6.05%	2.54%	3.95%	4.04%	8.39%	2.08%
中游制造	汽车					2.92%	5.67%	4.95%	3.76%	3.58%	3.80%	3.39%	4.43%	2.85%	3.43%	4.61%	0.76%	0.57%	3.22%
中游制造	轻工制造		4.39%	5.76%	2.88%	0.59%	3.01%	2.33%	2.10%	3.25%	2.56%	4.48%	4.21%	3.90%	3.90%	1.93%	1.85%	3.22%	3.18%
	配置的行业数	6	7	7	9	23	24	26	25	26	26	25	27	26	23	22	23	23	
	前5大行业占比	94.92%	93.53%	95.21%	88.41%	76.48%	72.98%	70.55%	76.05%	67.06%	63.28%	63.97%	64.84%	73.38%	74.52%	60.01%	70.52%	70.61%	

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 华商基金整体投资能力分析

我们在每个板块内计算公司所有重仓股的选股超额收益, 采用持仓市值加权得到板块超额收益, 以评价华商基金主动权益的整体选股能力。如下图所示, 华商基金整体选股能力突出, 各大板块均有正向超额收益, 且基本都优于全市场平均。

图31 华商基金整体选股超额收益 (2010Q1-2022Q1)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 主动权益产品包含主动管理普通股股票型、混合型基金。

如下表所示, 无论是权益类还是固收类产品, 华商基金最近一年、两年及三年的业绩表现均在小型基金公司中名列前茅。我们认为, 公司的整体投资实力较为突出。

表 3 华商基金主动权益与固定收益产品投资业绩排名 (截至 2022.03.31)

	最近一年		最近两年		最近三年		今年以来	
	收益率 (%)	排名	收益率 (%)	排名	收益率 (%)	排名	收益率 (%)	排名
权益	10.75	23/132	59.15	37/118	89.33	22/107	-14.02	37/141
固定收益	8.03	2/108	25.73	1/98	33.88	1/84	-2.61	108/124

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 小型公司名单参考《海通证券: 基金公司权益及固定收益类资产业绩排行榜 (2022.04.02)》

## 4. 总结

张永志，硕士，近 12 年投资经理工作经验。2006 年 1 月至 2007 年 5 月，就职于海通证券，从事债券交易工作。2007 年 5 月加入华商基金，先后任职交易员和基金经理助理。2010 年 8 月，张永志开始担任基金经理。截至 2022 年 6 月 24 日，基金经理历任管理公募基金 13 只，在管基金 8 只，规模合计 98.44 亿元。

基金经理的核心投资理念是通过合理、均衡配置股票、债券和可转债，以追求长期的绝对收益回报。股票资产方面，基金经理较为关注决定未来趋势的长期因素，优选行业基本面较好的板块进行配置。纯债资产方面，基金经理偏好高等级信用债，并且会适当控制组合久期。同时，如果市场出现一定的趋势性机会，他会尝试拉长久期或增配一些利率债。转债资产方面，基金经理会尽可能把握 beta 机会。即，当市场出现一些系统性机会或者转债估值具备明显的配置价值时，适度提升配置比例。

投资业绩层面，基金经理任职时间最长的华商稳健双利 A 长期业绩表现突出。近 3 年累计收益 31.98%，位居同类前 13%；期间最大回撤仅 3.91%，也显著优于同类；收益回撤比为 2.47，在同类中排名前 10%。从短期维度来看，产品的收益具备稳定性高的特征。2019 年至今（截至 2022 年 6 月 24 日），季度和月度收益胜率分别为 85.71% 和 75.43%，显著优于同类基金。此外，对比二级债基，产品不仅在上涨市中具备一定向上弹性，还在下跌市中具备较强的防御性。

投资风格层面，我们认为基金经理有以下几点特征：1) 股票仓位较为稳定，转债存在一定的择时行为；2) 涉猎板块广泛，近年来集中度较高；3) 行业覆盖广泛，具有鲜明的行业轮动行为；4) 重仓行业具备估值优势；5) 持股集中度较低，持股周期较短；6) 持股在市值和估值上均呈现均衡风格；7) 纯债资产管理上，以高信用等级债券为主，配合久期和信用风险管理增厚收益；8) 转债资产管理上，倾向于在众多行业中优选强股性转债分散配置。

基金公司层面，无论是权益类还是固收类产品，华商基金最近一年、两年及三年的业绩表现均在小型基金公司中名列前茅。进一步，如果仅考察主动权益资产的选股能力，公司在各大板块上均具有正向的选股超额收益，且基本都优于全市场平均水平。结合这两点，我们认为，除了股债整体的投研实力较为突出外，股票投资方面，公司也具备较强的选股能力。

## 5. 风险提示

本文根据公开数据和评价指标计算，存在由于数据不完善导致结论不精准的可能性，不作为对未来走势的判断和投资建议。

## 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  
王宇晴 wyq14704@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  
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
联系人  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@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  
魏玮(021)23219645 ww14694@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 flx113957@htsec.com  
藏多(021)23212041 zd14683@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  
潘宇莹(021)23154122 py110297@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)23163411361 lsx11330@htsec.com  
联系人  
纪尧 jy14213@htsec.com

石油化工行业  
邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张海榕(021)23219635 zhr14674@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  
孟陆(010)56760096 ml13172@htsec.com  
联系人  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
彭婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com  
肖治键(021)23219164 xzj14562@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  
余致翰(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  
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wangjt@htsec.com  
联系人  
曹蕾娜 cln13796@htsec.com  
张冰清(021)23154126 zbzq14692@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  
张恒浩(021)23219383 zhh14696@htsec.com

房地产行业  
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com



<b>电子行业</b> 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	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@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 吴锐鹏 wrp14515@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@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	<b>计算机行业</b> 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	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com 徐 卓 xz14706@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 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	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zywl3208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@htsec.com 郭好格 ghg14711@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 联系人 张嘉颖 zjy14705@htsec.com	<b>军工行业</b> 张恒晖 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@htsec.com
<b>银行业</b> 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许耀之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wyj13985@htsec.com	<b>家电行业</b> 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
<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gq113820@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@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  
 巩柏含 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  
 李唯佳(021)23219384 liwj@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  
 张歆钰 zxy14733@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  
 郭金鑫(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  
 姚 坦 yt14718@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