

基金研究报告

深度研究/基金经理画像报告

金牛研究院 研究员：王紫薇

坚持配置“硬资产” 持续挖掘个股 alpha

——基金经理画像系列报告之 大成基金 韩创

【摘要】：

- ✚ 基金经理概况：截至 2024/7/31, 韩创的基金经理年限为 5.58 年，在管产品共 7 只，在管总规模达 183.48 亿元。韩创自述自己当下看好“硬资产”方向，采用自上而下的投资方法，先选择高景气行业，进而在行业中选择估值适中的细分行业龙头。
- ✚ 基金收益表现：韩创所管理的大成新锐产业 A 近 6 个月收益表现优秀，近三年收益表现不佳，最大回撤较大。同时通过研究分析可以看到其基金净值表现与有色金属及基础化工行业表现高度相关，其近 3 年出现收益不佳、较大回撤的背景原因是其重点持仓行业整体持续走低。从相对收益表现方面来看，自韩创管理该基金以来，各单年度均跑赢偏股混合型基金指数。
- ✚ 投资特点：
 - 仓位水平：不做主动择时，主要随外部因素被动变化
 - 行业配置：持续重仓有色金属、基础化工、汽车三个行业
 - 个股配置：持续挖掘个股 alpha，敢于重仓
 - 换手率：随基金经理年限增长、在管规模增大，换手率持续下降
- ✚ 情景分析：韩创所管理的大成新锐产业 A 在上涨市表现更优，在震荡市和下跌市表现较为一般。
- ✚ 规模与变化：在管理规模快速增大的过程，韩创找到并坚守自己的能力圈，坚持在自己熟悉的领域挖掘优质个股，并提高个股配置的集中度。
- ✚ 基于现有公开数据，从本研究所关注的资金投向、行业景气度的把握及优质个股的挖掘三个维度来看，基金经理韩创的投资行为及所呈现出的投资特点与其自述的投资框架较为一致。

一、基金经理概况

1.1 基金经理简介

韩创，中山大学经济学硕士毕业，曾任招商证券研究部研究员，在 2015 年 6 月加入大成基金。在大成基金期间，他先后担任研究部研究员、股票投资部基金经理、研究部董事总经理、股票投资部副总监兼董事总经理。2019 年 1 月 10 日起担任大成新锐产业混合型证券投资基金（基金代码：090018.OF）基金经理。大成新锐产业是韩创管理的第一只基金，也是他的代表作。

截至 2024/7/31，韩创的基金经理年限为 5.58 年，在管产品共 7 只，在管总规模达 183.48 亿元，除部分产品条款限制略有差异，各产品投资策略及持仓情况整体而言一致性程度较高。

表 1：韩创目前在管基金情况概览

基金代码	基金简称	投资类型	基金成立日	任职日期	基金规模 单位：亿元
090018.OF	大成新锐产业 A	偏股混合型	2012/3/20	2019/1/10	71.56
001300.OF	大成睿景 A	灵活配置型	2015/5/26	2020/1/2	32.53
002258.OF	大成国企改革 A	灵活配置型	2017/9/21	2021/1/13	17.24
010826.OF	大成产业趋势 A	偏股混合型	2021/2/9	2021/2/9	12.43
012519.OF	大成核心趋势 A	偏股混合型	2021/6/30	2021/6/30	8.42
013435.OF	大成景气精选六个月持有 A	偏股混合型	2021/10/28	2021/10/28	26.42
014224.OF	大成聚优成长 A	偏股混合型	2022/1/19	2022/1/19	14.88

数据来源：Wind；基金规模数据截至日期：2024/7/31。

1.2 投资框架自述

在过往公开访谈及基金定期报告中，韩创将自己的投资框架总结如下：

1、研究框架：重点关注三个方面，即行业景气度、公司竞争优势和估值。

韩创称自己采用自上而下的投资方法，先选择高景气行业，进而在行业中选择估值适中的细分行业龙头。同时他提到，这一框架经多年思考与打磨，是其研究的底层思路，可运用于不同资产当中，且不会轻易发生改变。

2、关注领域：韩创强调，研究框架是底层思路，而关注领域相当于应用场景，其关注领域会随着市场情况发生调整。据 2023 年年报所述，当下他坚持看好“硬资产”，主要包括三个方向：供给有约束的资源品、成本有优势的制造业和产品差异化的可选消费品。力争在不确定的大环境中，握紧相对确定性较强的资产。

二、收益表现分析

本部分将对韩创自任职基金经理以来的收益表现进行分析，考虑到其在管产品的投资策略及持仓均较为接近，本部分主要选择其代表作大成新锐产业 A（090018.OF）进行分析。

2.1 确定样本池

为更加清晰的刻画韩创所管理的基金在各个维度所呈现的特点，本研究结合基金类型、基金规模、基金经理任职时间及近三年全部持仓中上游周期行业¹的占比情况等因素，选择了 4 只与大成新锐产业 A 较为接近的基金作为样本池²展开分析。

表 2：样本池概况

基金代码	基金简称	基金经理	成立日期	基金经理 任职日期	合计规模 (亿元)	上游周期行业 持仓占比
090018.OF	大成新锐产业 A	韩创	2012-03-20	2019-01-10	71.56	51.06%
166301.OF	华商新趋势优选	周海栋	2015-05-14	2015-05-14	106.56	39.33%
004475.OF	华泰柏瑞富利 A	董辰	2017-09-12	2020-07-29	60.57	38.76%
519185.OF	万家精选 A	黄海	2009-05-18	2020-09-23	39.70	72.99%
002910.OF	易方达供给改革	杨宗昌	2017-01-25	2019-04-23	60.74	49.32%

数据来源：Wind；数据截至 2024/7/31；

2.2 绩效分析：近年绩效表现与有色金属、基础化工行业整体表现高度相关

韩创所管理的大成新锐产业 A 近 6 个月收益表现优秀，近三年收益表现不佳，最大回撤较大。截至 2024/7/31，样本池基金近三年收益率平均值为 30.46%，最大回撤平均值为-29.63%。具体来看，韩创所管理的大成新锐产业 A 近 6 个月收益率在样本池基金中位居第一（1/5），近一年收益率在样本池基金中排名第三（3/5）。但近两年/近三年收益率表现不佳，且近三年最大回撤较大。

表 3：样本池基金近三年绩效表现情况

基金代码	基金简称	基金经理	近 6 月 收益率	近一年 收益率	近两年 收益率	近三年 收益率	近三年 最大回撤
090018.OF	大成新锐产业 A	韩创	18.04%	-4.85%	-15.31%	-0.73%	-38.02%
166301.OF	华商新趋势优选	周海栋	13.30%	-9.33%	4.05%	9.54%	-29.56%
004475.OF	华泰柏瑞富利 A	董辰	15.46%	1.48%	15.14%	47.25%	-20.34%

¹ 此处定义的上游周期行业为申万（2021）一级行业中的石油石化、基础化工、有色金属、煤炭及钢铁。

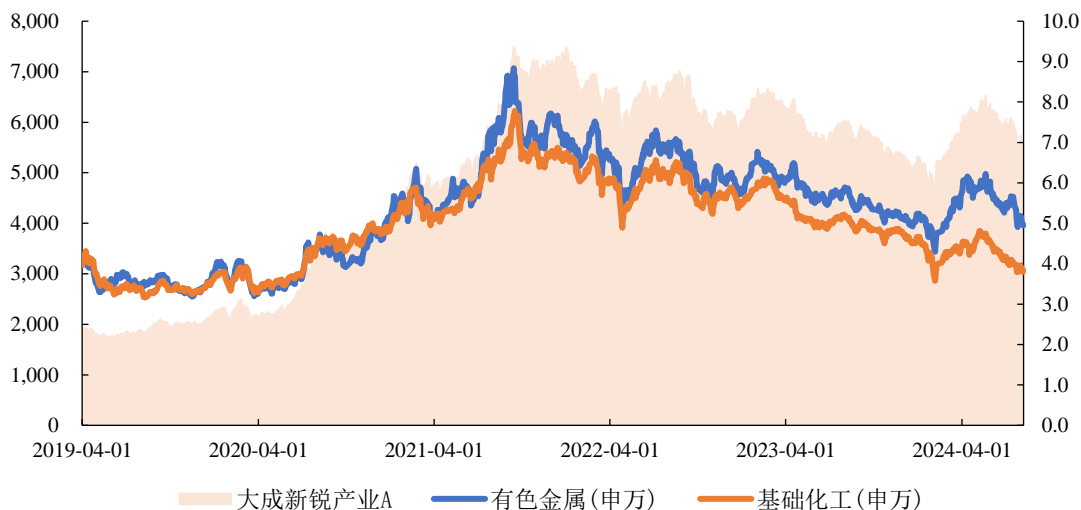
² 样本池中的各只基金可视为韩创所管理的大成新锐产业 A 的可比基金。

519185.OF	万家精选 A	黄海	0.20%	23.07%	30.11%	94.91%	-20.10%
002910.OF	易方达供给改革	杨宗昌	10.83%	-21.59%	-23.90%	1.33%	-40.13%
平均值			11.57%	-2.24%	2.02%	30.46%	-29.63%
沪深 300 指数			6.07%	-13.79%	-17.46%	-28.46%	-37.46%

数据来源：Wind；数据截至 2024/7/31。

近三年大成新锐产业 A 两大重仓行业（有色金属、基础化工）整体走低。为探究业绩表现背后的原因，本研究依据其持续重仓有色金属和基础化工行业这一特点，绘制大成新锐产业 A 的复权单位净值及相关指数（有色金属（801050.SI）、基础化工（801030.SH））收盘价走势，对比发现：其基金净值表现与有色金属及基础化工行业表现高度相关，其近 3 年出现收益不佳、较大回撤的背景原因是其重点持仓行业整体持续走低。

图 1：大成新锐产业 A（复权单位净值）及相关指数（收盘价）走势图



数据来源：Wind；数据区间：2019/4/1-2024/7/31；

2.3 相对收益表现：自韩创管理以来各单年度均跑赢偏股混合型基金指数

基金在特定考察区间内的绝对收益表现与市场本身存在很高的相关性，上文也证实了这一点。基金经理的职责是尽量为持有人创造超额收益，因此，本研究将进一步对基金经理韩创所管理基金的相对收益³表现进行分析。

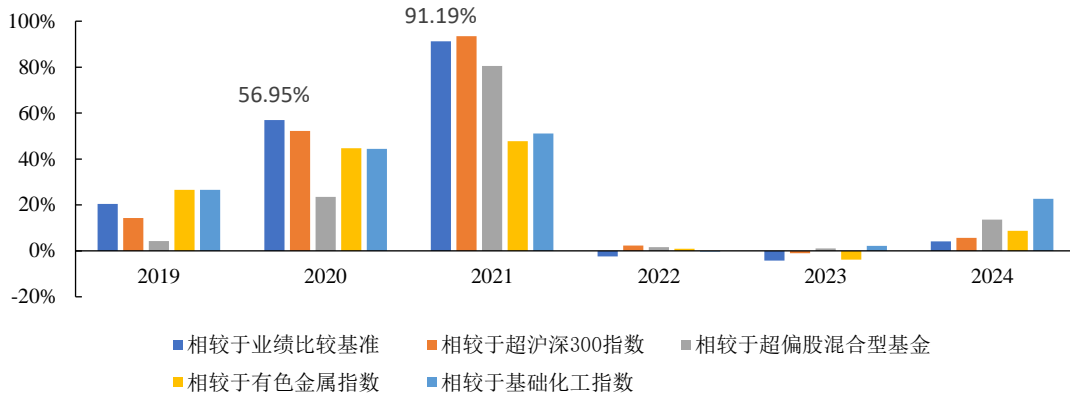
结合基金类型及其投资特点，本研究选择了基金业绩比较基准、沪深 300、偏股混合型基金指数、有色金属（申万）指数及基础化工（申万）指数 5 个基准指数，分别计算自韩创管理该基金以来各单年度相对于这 5 个基准指数的超额收

³ 相对表现，即超额收益

益情况（结果如图 2 所示）。

可以看到，自韩创管理该基金以来，除 2022、2023 年小幅跑输业绩比较基准之外，其余年份均跑赢业绩比较基准，且 2020、2021 年相较于业绩比较基准的超额收益高达 56.95%、91.19%，表现十分亮眼。此外，自韩创管理该基金以来，各单年度均跑赢偏股混合型基金指数。

图 2：大成新锐产业 A 相较于各类指数的超额收益（相对收益）分析



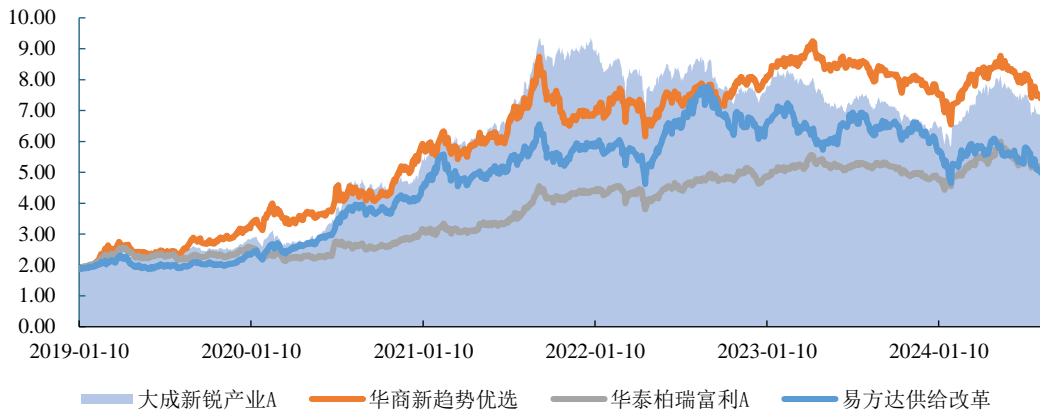
数据来源：Wind；数据区间：2019/1/10-2024/7/31；

2.4 净值走势分析：大成新锐产业 A 复权单位净值在同类中表现较优

样本池基金与韩创所管理的大成新锐产业 A 在持仓上具有较高的相似性，为对其净值表现进行更细致的研究，本研究进一步分析自韩创任职以来该基金相较于同类基金净值走势的特点，将其与持仓结构较为相似的 3 只基金（分别为周海栋所管理的华商新趋势优选、董辰所管理的华泰柏瑞富利及杨宗昌所管理的易方达供给改革）进行比较。

韩创所管理的大成新锐产业 A 复权单位净值在同类中表现较优，且在多数时间区间内与华商新趋势优选走势较为相似。从复权单位净值走势来看，韩创所管理的大成新锐产业 A 在 2020 年 6 月至 2021 年 9 月时间区间内表现优秀，持续跑赢华泰柏瑞富利 A 和易方达供给改革，与华商新趋势优选走势较为相似；2021 年 9 月至 2024 年 1 月，其复权单位净值呈现出震荡下跌的态势，得益于上一阶段（2020 年 6 月-2021 年 9 月）的优异表现，其复权单位净值在可比基金中依旧仅次于华商新趋势优选；2024 年 1 月以来，其复权单位净值有所回升，走势与华商趋势优选相似度较高。

图 3：大成新锐产业 A 及可比基金复权单位净值走势图

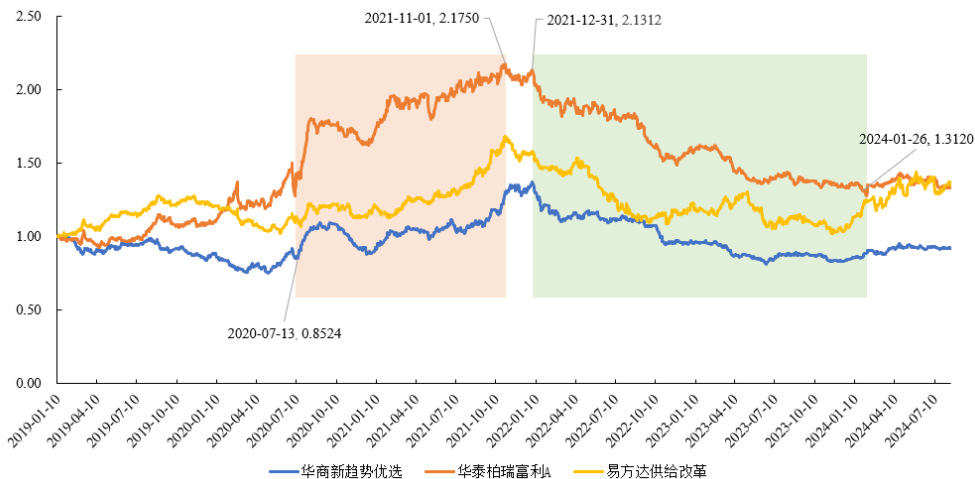


数据来源：Wind；数据区间：2019/1/10-2024/7/31

进一步的，本研究采用相对价格（即任一时点大成新锐产业 A 复权单位净值 / 对比基金的复权单位净值）来更细致刻画韩创所管理的大成新锐产业 A 相较于可比基金的表现（如图 4 所示）。当相对价格变大时，表明韩创所管理的大成新锐产业 A 净值表现更好；当相对价格变小时，表明对比基金净值表现更好。

从下图可以看到：大成新锐产业 A/华商新趋势优选的走势在多数时间较为平缓，这也与前文所述的“二者复权单位净值走势”相呼应。整体而言，韩创所管理的大成新锐产业 A 在 2020/7/14-2021/11/9 时间区间内，相对价格较强，即其复权单位净值表现优于可比基金；在 2021/12/30-2024/1/3 时间区间内，相对价格较弱，即其复权单位净值表现不如可比基金；2024 年 1 月以来，其复权单位净值表现与华商新趋势优选、华泰柏瑞富利 A 较为相近，相较于易方达供给改革表现优秀。

图 4：大成新锐产业 A 相较于各可比基金的相对价格走势



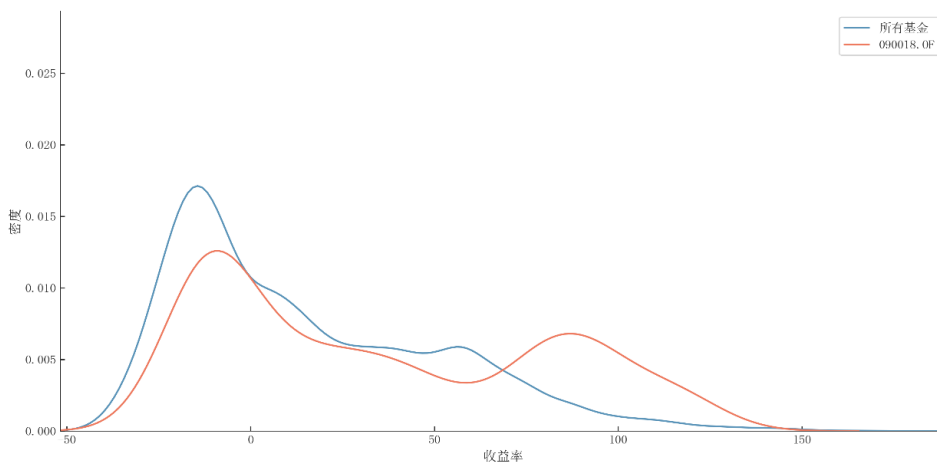
数据来源：Wind；数据区间：2021/1/4-2024/8/5；

2.5 滚动买入持有不同期限的收益分布：持有 1/2/3 年收益分布均优于市场整体

为更充分利用公开所得数据对韩创的代表产品（大成新锐产业 A）的收益表现进行分析，本研究统计了自成立以来任一时点买入该基金及全市场可比基金⁴的收益分布情况。

由图 5、图 6、图 7 所呈现的收益分布对比图及表 4、表 5、表 6 所列示的原始数据统计特征，可以发现：1) 自 2019 年 1 月 10 日以来，任一时点买入大成新锐产业 A 并持有 1/2/3 年，其收益分布均优于市场整体；2) 滚动买入持有 1/2/3 年，大成新锐产业 A 收益分布的中位数和平均数均远大于市场整体；3) 随着持有时间的拉长，滚动买入持有大成新锐产业 A 收益分布的标准差在减小，“75%分位点-25%分位点”的值在逐步减小。以上特征说明，在回测的区间内，无论买入持有 1/2/3 年，韩创所管理的大成新锐产业 A 收益分布均优于市场整体，且随着持有时间的拉长，其收益的确定性在增强，这也揭示了该基金的长期投资价值及适合长期持有的特点。

图 5：大成新锐产业 A/市场整体滚动持有 1 年年化收益分布



数据来源：Wind；数据区间：2019/1/10-2024/7/31；

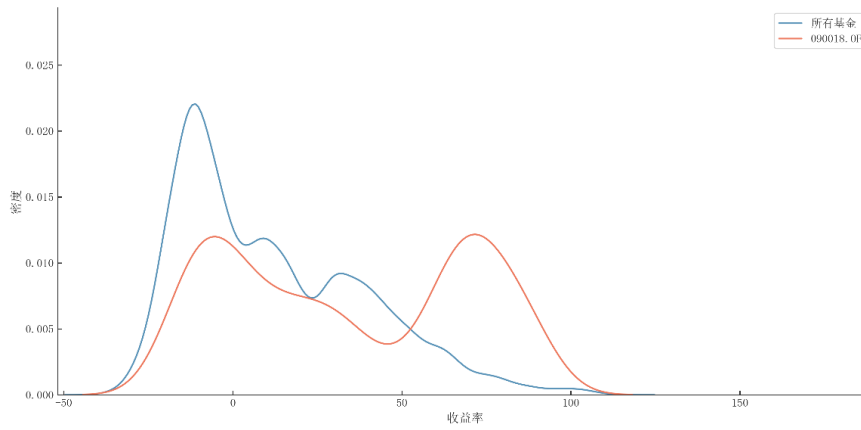
表 4：大成新锐产业 A/市场整体滚动持有 1 年年化收益率原始数据统计特征

	最小值	最大值	平均值	标准差	中位数	偏度
大成新锐产业 A	-29.01	131.99	34.74	45.31	25.13	0.43
市场整体	-51.81	189.14	15.12	36.56	5.13	0.88
	峰度	25%分位点	75%分位点	75%分位点-25%分位点	左 0.1%尾部	右 0.1%尾部
大成新锐产业 A	1.73	-8.35	79.72	88.08	-28.21	127.68
市场整体	3.21	-14.02	40.42	54.45	-42.91	149.38

数据来源：Wind；数据截至 2024/7/31。

⁴ 此处的“全市场可比基金”的筛选条件为：1) 基金经理任职时间在 2019/1/10 日之前；2) 基金规模大于 30 亿元；3) 基金类型为普通股股票型和偏股混合型，共筛选出 62 只基金。

图 6：大成新锐产业 A/市场整体滚动持有 2 年年化收益分布



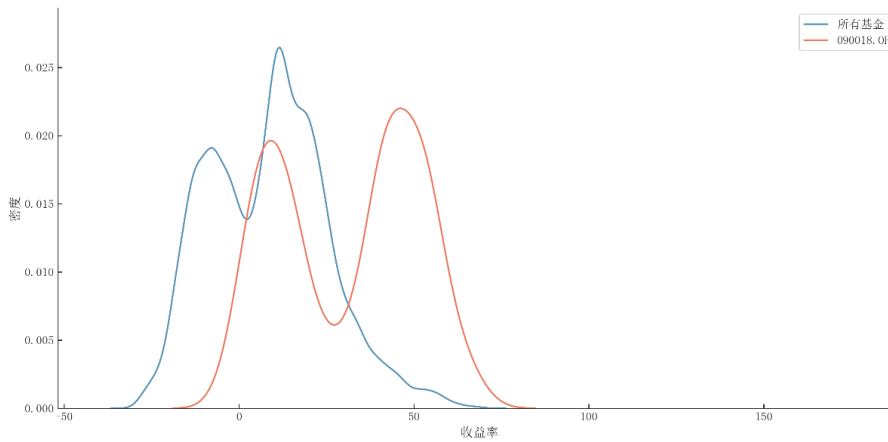
数据来源：Wind；数据区间：2019/1/10-2024/7/31

表 5：大成新锐产业 A/市场整体滚动持有 2 年年化收益率原始数据统计特征

	最小值	最大值	平均值	标准差	中位数	偏度
大成新锐产业 A	-16.59	90.42	34.59	35.77	29.25	0.06
市场整体	-40.29	115.34	11.77	27.46	5.58	0.78
	峰度	25%分位点	75%分位点	75%分位点-25%分位点	左 0.1%尾部	右 0.1%尾部
大成新锐产业 A	1.44	-0.89	69.83	70.73	-16.46	90.12
市场整体	2.97	-10.69	31.51	42.20	-34.50	105.62

数据来源：Wind；数据截至 2024/7/31。

图 7：大成新锐产业 A/市场整体滚动持有 3 年年化收益分布



数据来源：Wind；数据区间：2019/11/11-2024/7/31；

表 5：大成新锐产业 A/市场整体滚动持有 3 年年化收益率原始数据统计特征

	最小值	最大值	平均值	标准差	中位数	偏度
大成新锐产业 A	-2.51	68.15	31.40	19.85	38.93	-0.12
市场整体	-30.41	70.13	8.43	16.93	9.54	0.31
	峰度	25%分位点	75%分位点	75%分位点-25%分位点	左 0.1%尾部	右 0.1%尾部
大成新锐产业 A	1.55	11.32	48.74	37.42	-2.12	67.90
市场整体	2.80	-5.62	19.72	25.34	-27.66	63.11

数据来源：Wind；数据截至 2024/7/31。

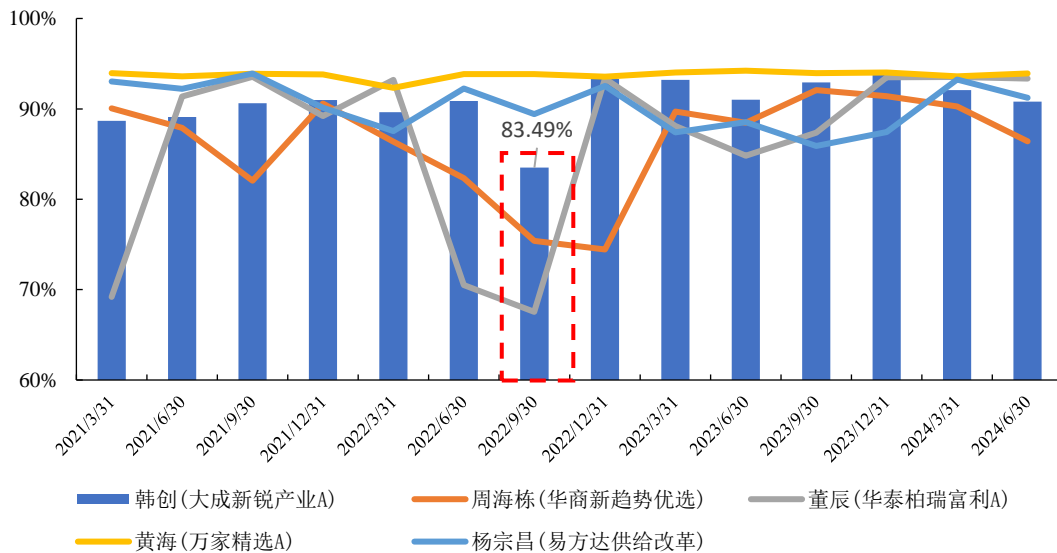
三、投资特点

本部分旨在通过分析基金经理管理基金所呈现的特点，寻找到基金经理稳定的“偏好圈”和“能力圈”，为排除早期数据的干扰，本部分将着重对近三年的情况进行分析。

3.1 仓位水平：不做主动择时，主要随外部因素被动变化

仓位稳定，不做择时。相较于可比基金，韩创所管理的大成新锐产业 A 仓位基本维持在 88%-92% 区间内，变化幅度较小。本研究统计了自 2021 年至今 14 个季度报告期持仓水平的数据，并计算其极差和方差，得到以下结论：在 5 位基金经理中，韩创近 14 个报告期仓位水平的方差较为靠后，仅大于黄海；韩创近 14 个报告期仓位水平的极差为 10.32%，在 5 位基金经理中处于中等水平。

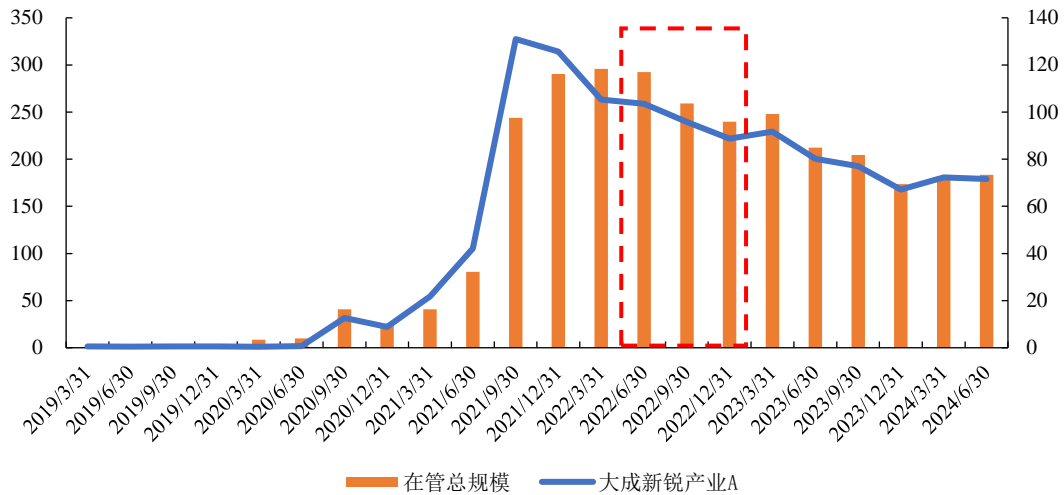
图 8：样本池基金自 2021 年以来仓位水平分析



数据来源：Wind；数据区间：2021/1/1-2024/6/30；

2022 三季度报仓位水平较低，或与市场整体下跌及应对赎回压力等因素有关。从图 8 中可以看到，2022/9/30 其仓位水平出现较为明显的下滑，本研究进一步分析当时的市场及规模发现：2022 年一季度以来市场整体持续走低，大成新锐产业 A 规模持续下降，这一仓位的变化或与应对赎回压力等方面有关。

图 9：大成新锐产业 A 成立以来规模及韩创在管总规模变化情况

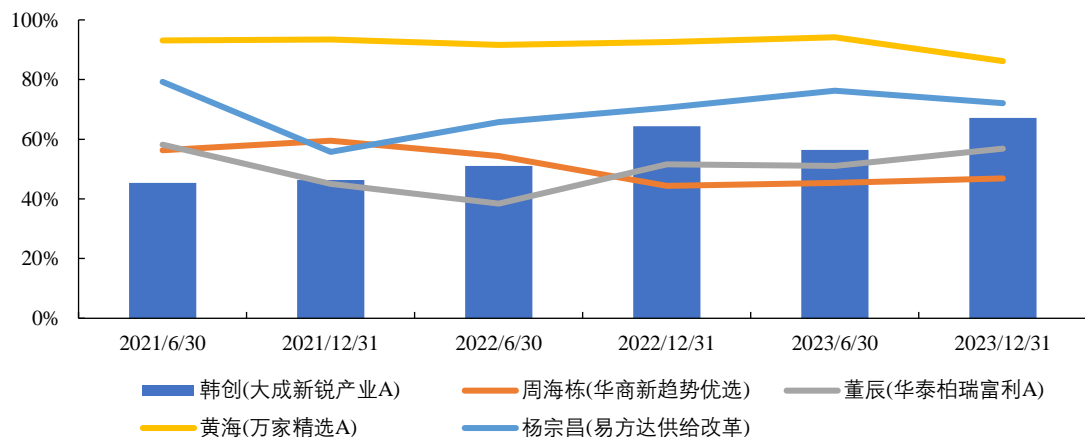


数据来源：Wind；数据区间：2019/3/31-2024/6/30；

3.2 行业配置：持续重仓有色金属、基础化工、汽车三个行业

从行业配置⁵的集中度来看，韩创（大成新锐产业 A）在前三大行业 and 前五大行业持仓集中度相较于可比基金并不算高。从前三大行业持仓市值占基金资产净值的比例来看，韩创（大成新锐产业 A）近三年平均值为 55.14%，中枢值为 53.75；从前五大行业持仓市值占基金资产净值的比例来看，韩创（大成新锐产业 A）近三年平均值为 68.19%，中枢值为 68.47%。此外，通过以下图表，能够直观的看到，韩创（大成新锐产业 A）的行业配置集中度在 2022 年底和 2023 年底均有所提升。

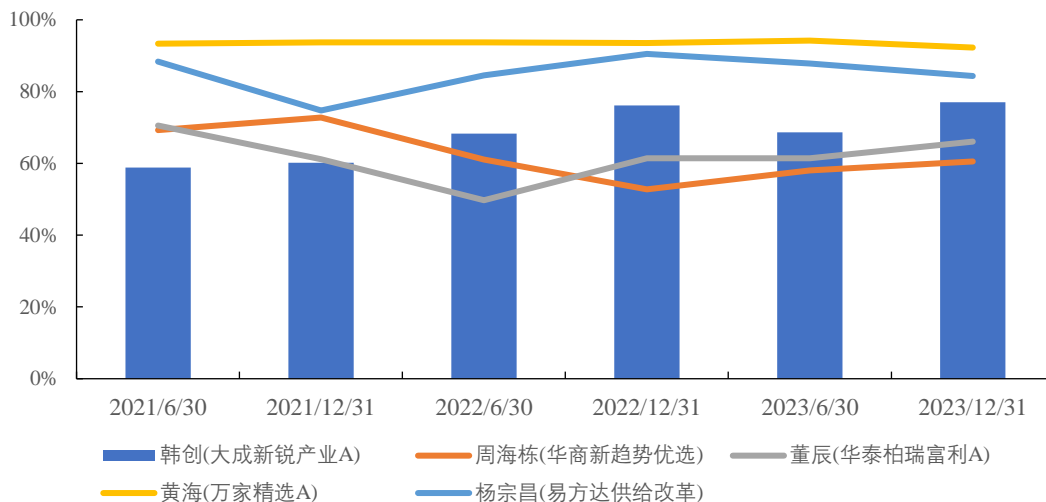
图 10：样本池基金近三年前三大行业集中度分析



数据来源：Wind；数据区间：2021/1/1-2023/12/31；

⁵ 本报告所提及的行业配置均为申万一级行业（2021）。

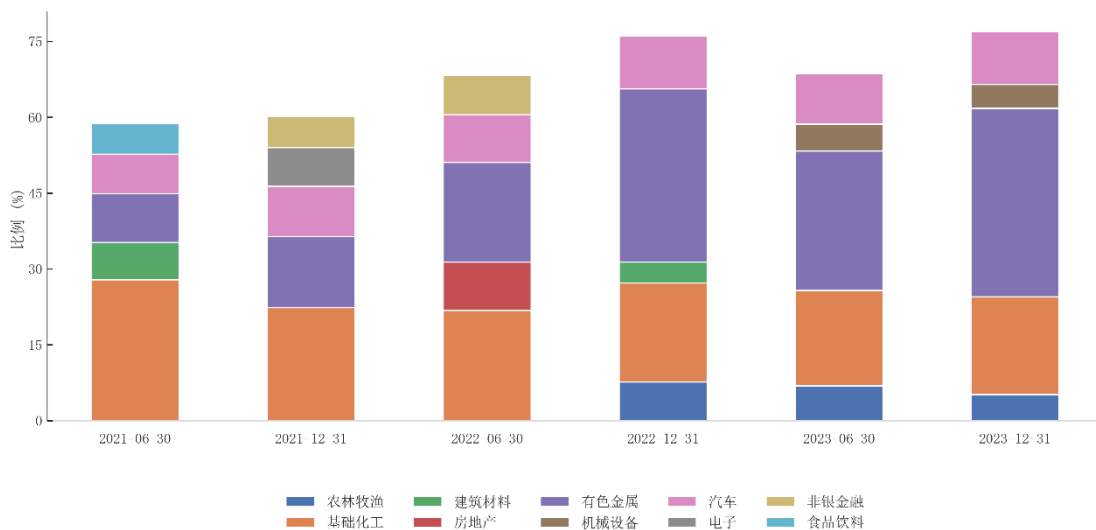
图 11：样本池基金近三年前五大行业集中度分析



数据来源：Wind；数据区间：2021/1/1-2023/12/31；

近三年，基础化工、有色金属、汽车三个行业稳居其前五大重仓行业之列。自 2021 年以来，韩创的前三大重仓行业十分稳定，除 2022 中报之外，其他报告期的前三大重仓行业均为基础化工、有色金属和汽车行业。除此之外，第四大重仓行业、第五大重仓行业则在建筑材料、农林牧渔、机械设备、食品饮料、电子等行业中灵活配置。

图 12：前五大重仓行业及配置比例图



数据来源：Wind；数据区间：2021/1/1-2023/12/31；

由上图可以看到，该基金持续重仓的三个行业中，基础化工和汽车行业的配置比例较为稳定，近三年未发生大幅调整，而该基金在有色金属行业的配置比例出现较大幅度的变化。在韩创的从业经历中，对于有色金属这类周期行业的研究经验较为丰富，基于此，本

研究结合其调仓时点及行业指数走势，对基金经理韩创对于有色金属行业景气度的把握能力进行探讨。由图 13 可以看到，2022H2 韩创提高有色金属行业配置比例，在随后一段时间，有色金属指数呈现一定幅度的上涨；2023H1 韩创降低在该行业的配置比例，随后一段时间有色金属指数呈现持续走低趋势；2023H2 韩创再次提高在该行业的配置比例，有色金属指数先下行后开始呈现上涨的态势。由此可以发现，韩创在有色金属行业配置比例变化的节奏把握上表现较为突出。

图 13：行业配置比例变化与有色金属指数(801050.WI)走势

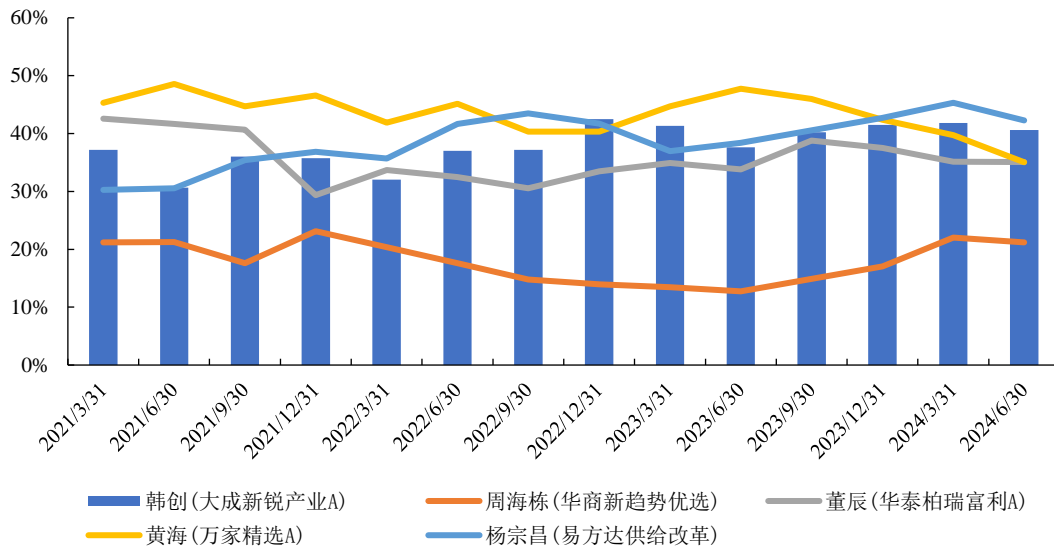


数据来源：Wind；数据区间：2021/6/30-2024/7/31；

3.3 个股配置：持续挖掘个股 alpha，敢于重仓

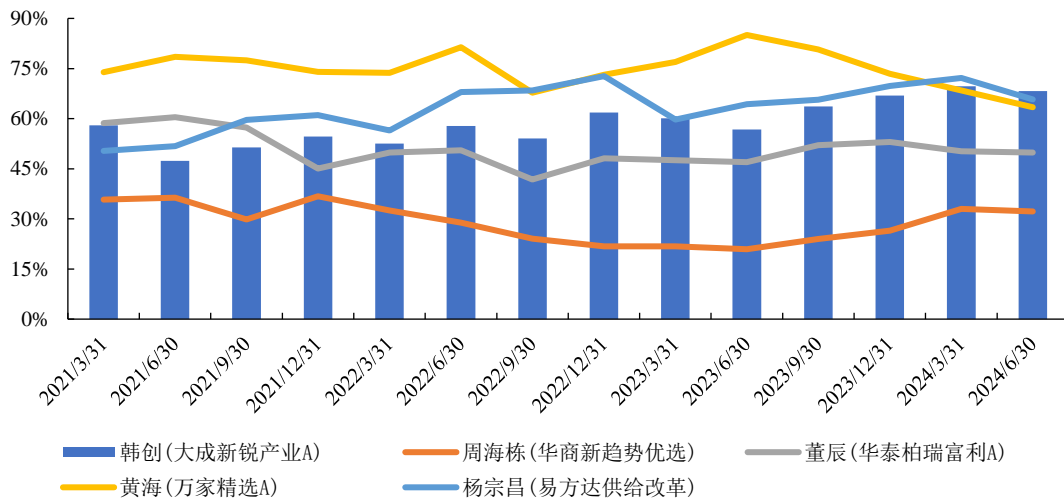
韩创认为：行业 beta 的钱不好把握，来的快去的也快。长期来看，赚公司的钱确定性更高，并希望在 alpha 领域增加积累。同时可以看到，近年来，韩创在管的大成新锐产业 A 前五大和前十大持股集中度均有所提升：从前五大重仓股市值占基金资产净值来看，韩创自 2021 年以来 14 个报告期的平均值为 37.96%，中枢值为 37.38%；前十大重仓股市值占基金资产净值比例的平均值为 58.78%，中枢值为 57.92%。由图 15 可见，自 2023 年初至今，韩创（大成新锐产业 A）的前十大重仓股集中度呈现上升的趋势。

图 14: 样本池各基金前五大重仓股集中度



数据来源: Wind; 数据区间: 2021/3/31-2024/6/30

图 15: 样本池各基金前十大重仓股集中度



数据来源: Wind; 数据区间: 2021/1/1-2024/6/30

为更加细致的分析韩创个股投资的特点, 本研究列示大成新锐产业 A 与 4 只可比基金自 2021 年以来前十大重仓股持有期数超过 4 期的股票, 得到如下发现: 1) 5 位基金经理持有股票的周期较长, 持有期数超过 4 期的股票数量均大于 10 只; 2) 韩创与周海栋的重仓股相似度较高, 二者均长期重仓持有紫金矿业、云铝股份、中国铝业和洛阳钼业; 3) 韩创与董辰所关注股票的重合度高, 但二者长期持有的股票差异较大。例如韩创长期持有赤峰黄金, 董辰仅持有 1 期; 董辰长期持有山东黄金、山金国际、中金黄金、保利发展, 而韩创只持有 1 至 2 期。

表 6: 样本池基金自 2021 年以来持仓报告期大于 4 的个股分析

韩创 (大成新锐产业 A)				周海栋 (华商新趋势优选)			
重仓股	所属行业	持有季度	平均持仓占比	重仓股	所属行业	持有季度	平均持仓占比
赛轮轮胎	汽车	14	9.07%	紫金矿业	有色金属	14	6.63%
远兴能源	基础化工	11	6.79%	神火股份	有色金属	13	3.09%
昊华科技	基础化工	11	7.87%	云铝股份	有色金属	11	2.51%
明泰铝业	有色金属	9	6.83%	金诚信	有色金属	11	2.43%
紫金矿业	有色金属	9	5.91%	铜陵有色	有色金属	10	2.38%
鲁阳节能	建筑材料	8	4.49%	吉祥航空	交通运输	8	2.04%
赤峰黄金	有色金属	8	7.39%	洛阳钼业	有色金属	8	2.30%
云铝股份	有色金属	7	5.89%	兴业银锡	有色金属	5	2.29%
圣农发展	农林牧渔	5	3.83%	中国国航	交通运输	5	1.95%
中国铝业	有色金属	5	6.03%	西部矿业	有色金属	5	2.85%
兴发集团	基础化工	4	5.38%	中国铝业	有色金属	5	2.29%
广汇能源	石油石化	4	6.39%	兰花科创	煤炭	4	2.79%
洛阳钼业	有色金属	4	5.58%	鸣志电器	电力设备	4	1.87%
董辰 (华泰柏瑞富利 A)				黄海 (万家精选 A)			
重仓股	所属行业	持有季度	平均持仓占比	重仓股	所属行业	持有季度	平均持仓占比
山金国际	有色金属	14	9.03%	陕西煤业	煤炭	11	8.04%
山东黄金	有色金属	14	7.18%	山西焦煤	煤炭	10	7.33%
中金黄金	有色金属	13	8.07%	淮北矿业	煤炭	10	7.68%
保利发展	房地产	12	4.53%	潞安环能	煤炭	10	7.78%
招商蛇口	房地产	8	4.83%	中煤能源	煤炭	9	7.91%
湖南黄金	有色金属	7	6.80%	山煤国际	煤炭	8	7.42%
杰瑞股份	机械设备	7	3.72%	广汇能源	石油石化	7	7.99%
中国船舶	国防军工	6	3.34%	华阳股份	煤炭	7	7.48%
华菱钢铁	钢铁	5	3.00%	金地集团	房地产	7	8.43%
招商轮船	交通运输	5	3.53%	中国神华	煤炭	7	6.73%
紫金矿业	有色金属	5	4.32%	保利发展	房地产	6	9.18%
中国核电	公用事业	5	2.56%	新城控股	房地产	6	8.34%
中国铝业	有色金属	4	3.08%	万科 A	房地产	5	9.00%
杨宗昌 (易方达供给改革)				中国海油	石油石化	5	6.16%
重仓股	所属行业	持有季度	平均持仓占比	*ST 金科	房地产	4	9.06%
宝丰能源	基础化工	13	6.63%	晋控煤业	煤炭	4	5.81%
卫星化学	基础化工	12	6.94%	平煤股份	煤炭	4	6.91%
华峰铝业	有色金属	11	4.89%				
文灿股份	汽车	11	6.24%				
伯特利	汽车	9	7.77%				
旭升集团	汽车	8	7.50%				
甬金股份	钢铁	8	5.68%				

海利得	基础化工	6	5.71%
德赛西威	计算机	5	8.36%
爱柯迪	汽车	5	5.34%
星宇股份	汽车	5	7.21%
神火股份	有色金属	4	7.51%
华阳集团	汽车	4	7.39%
兖矿能源	煤炭	4	7.57%
山煤国际	煤炭	4	7.58%
海油工程	石油石化	4	5.37%
中海油服	石油石化	4	5.65%

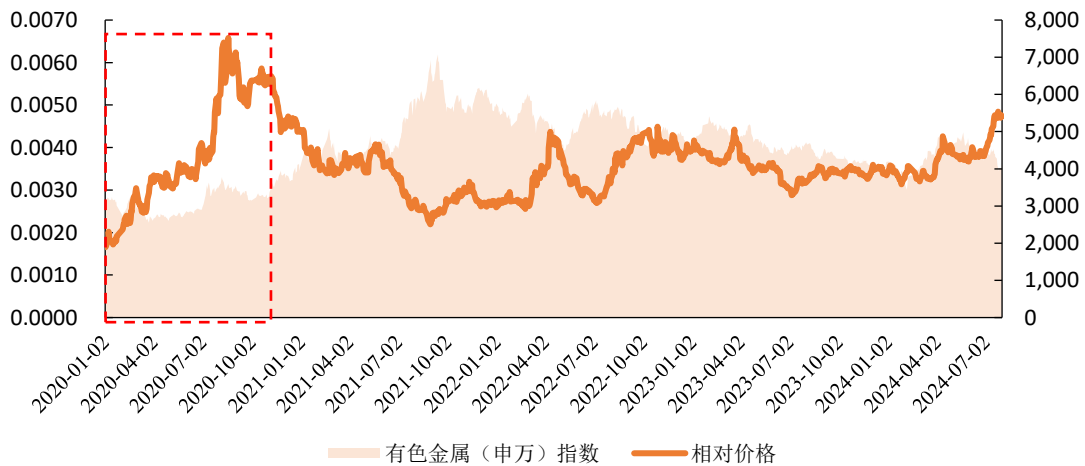
数据来源：Wind；数据截至 2024/6/30。

从韩创的自述中可以知道，其在个股投资中看重行业景气度、公司竞争优势和估值三个方面。而且行业的选择上，他已根据市场当前的情况给出了自己的判断，即看好供给有约束的资源品、成本有优势的制造业和产品差异化的可选消费品三个方向。顺着其自述的投资框架，本研究结合实际投资行为进行案例分析。

案例分析：赤峰黄金（供给有约束的资源品）

首先，本研究对赤峰黄金（600988.SH）这一股票自 2020 年以来相较于其所属行业（有色金属）的表现进行回顾。回顾过程依然采用相对价格⁶强弱进行分析，由图 16 可以看到，2020 年 1 月至 10 月，赤峰黄金表现强势，持续跑赢行业整体；2020 年 10 月之后，赤峰表现表现转弱。在随后的时间里，虽偶尔强于行业整体，但总体而言 2022 年年底以来表现较为一般。

图 16：赤峰黄金相较于有色金属指数的相对价格表现

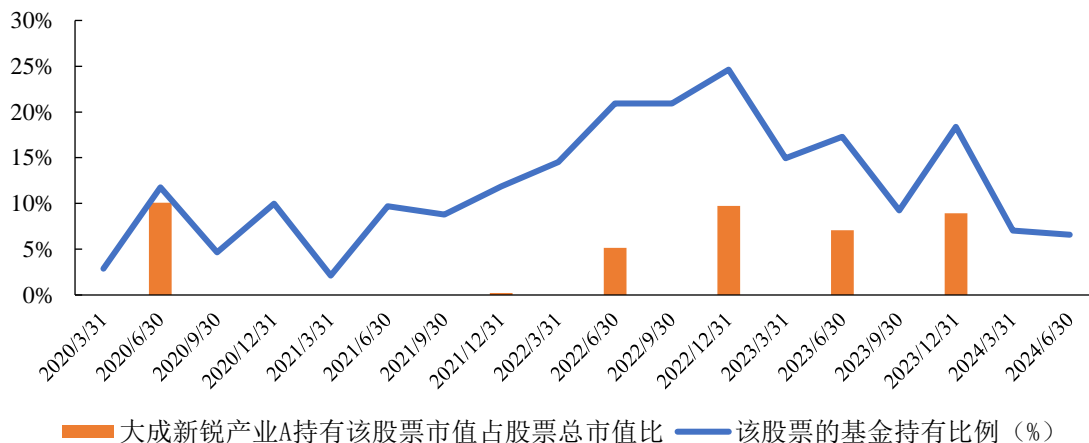


数据来源：Wind；数据区间：2020/3/31-2024/7/31

⁶ 此处的相对价格为任一时点赤峰黄金的收盘价/有色金属（申万）指数收盘价。当相对价格变大时，说明赤峰黄金的表现强于行业整体；当相对价格变小时，说明赤峰黄金的表现弱于行业整体。

进一步的，本研究对韩创所管理的基金在该股票的介入时点及仓位变化⁷情况进行分析。从图 17 可以看到，韩创于 2020H1 首次买入赤峰黄金，且持有该股票市值占该基金股票总市值的比例达 10%，即重仓买入，并于 2020Q3 之前全部卖出，而当时该股票的基金持有比例较低，即关注到该股票的基金管理人并不多。2022H1，韩创重新买入该股票，并持有至 2023H2，此时该股票已受到一些基金管理人的关注，基金持有比例较高。

图 17：赤峰黄金的基金持有比例及大成新锐产业 A 持有该股票市值占股票总市值比



数据来源：Wind；数据区间：2020/3/31-2024/6/30

结合赤峰黄金相较于有色金属指数的相对价格表现及韩创在该股票的买卖时点，可以发现，韩创在该股票上进行过两次投资：第一次投资时还属“少数派”，并从中获取到颇丰的收益；而第二次投资时，该股票已得到不少市场关注，但其表现相较于有色金属行业整体情况并不突出。

🚗 赛轮轮胎（成本有优势的制造业）

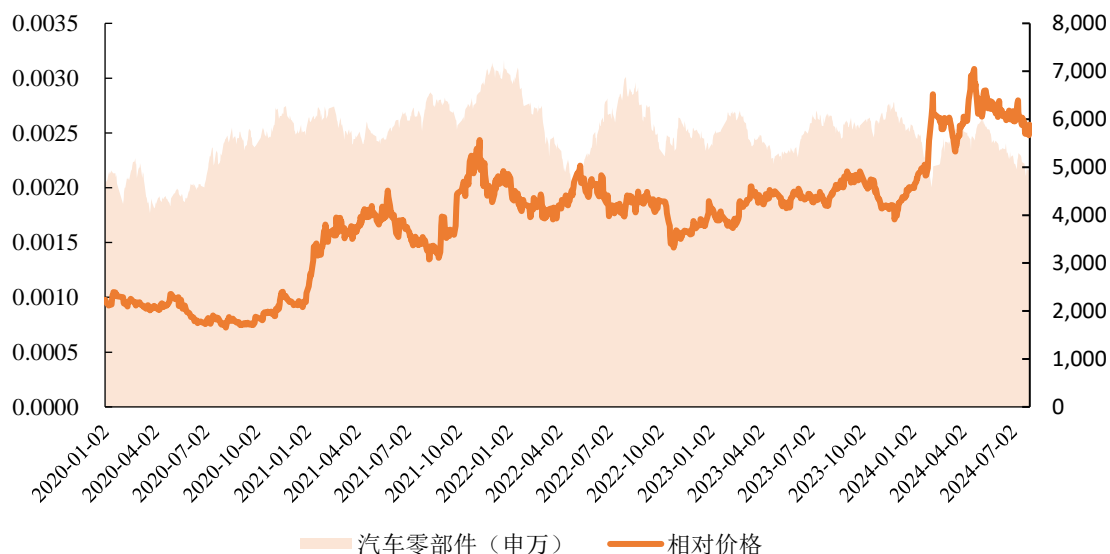
中国轮胎企业在全球的竞争力提升、份额增长，相对于全球其他同行成本更低，有可能迎来量的明显增长和利润的明显提升，是一个万亿市场。韩创在进行深度研究分析，认识到其具有较强的 alpha 之后，便重仓买入。赛轮轮胎后来在市值、收入、利润、产品差异化程度、机构持有比例等方面均表现优秀。

本研究对赛轮轮胎（601058.SH）这一股票自 2020 年以来相较于其所属行业（汽车零部件）的表现进行回顾。由图 18 可以看到，该股票 2020 年相较于行业

⁷ 为更加客观描述韩创在个股投资上仓位的变化，这里的仓位指的是持有该股票市值占基金股票总市值的比重。

整体表现平平，但自 2021 年以来，整体呈现出强于行业整体的态势，表现稳定且优异。

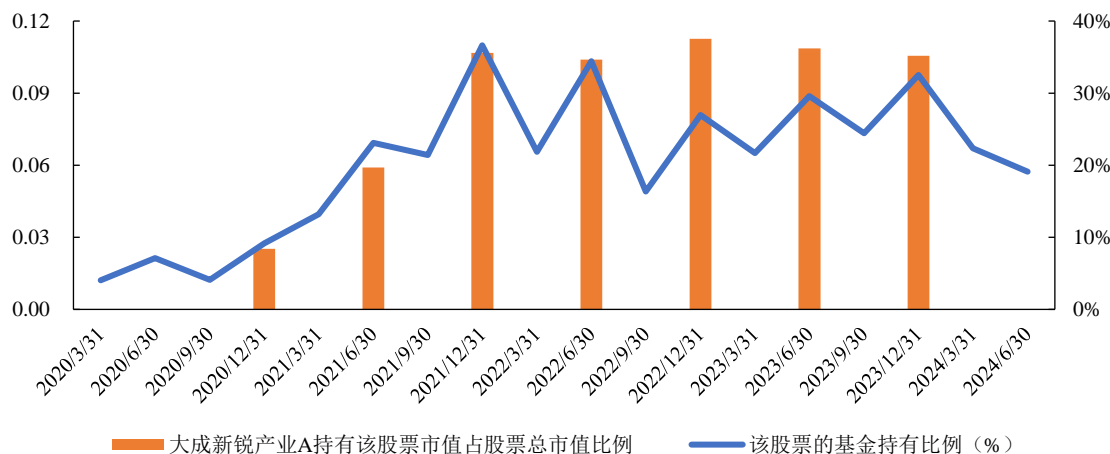
图 18: 赛轮轮胎相较于汽车零部件（申万）指数相对价格表现



数据来源: Wind; 数据区间: 2020/1/1-2024/7/31

同样值得注意的是，韩创最早于 2020H2 买入该股票并持有至今（数据截至 2023H2），2020H2 该股票的基金持有比例还处于较低水平，而该股票 2021 年底基金持有比例超过 30%，这也体现了韩创在个股 alpha 方面的挖掘能力。

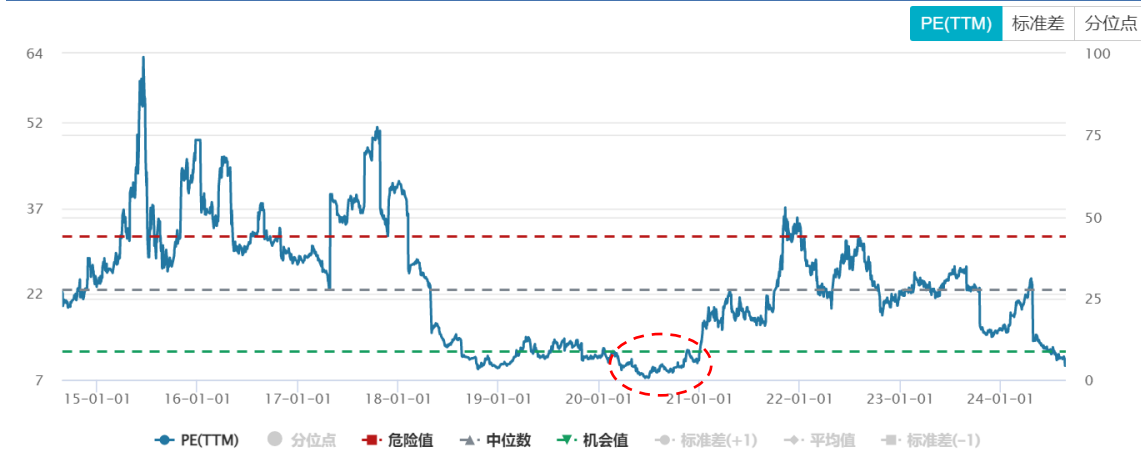
图 19: 赛轮轮胎基金持有比例及新锐产业 A 持有该股票市值占股票总市值比



数据来源: Wind; 数据区间: 2020/3/31-2024/6/30

此外，从韩创自述的投资框架可以知道，除了对公司竞争优势考量之外，判断其估值是否合理也是其投资决策中重要的一环。下图呈现的是赛轮轮胎自 2015 年以来的估值水平情况，从图中可以看到，韩创买入该股票的时点，该股票估值处于较低的水平。

图 20：赛轮轮胎估值水平

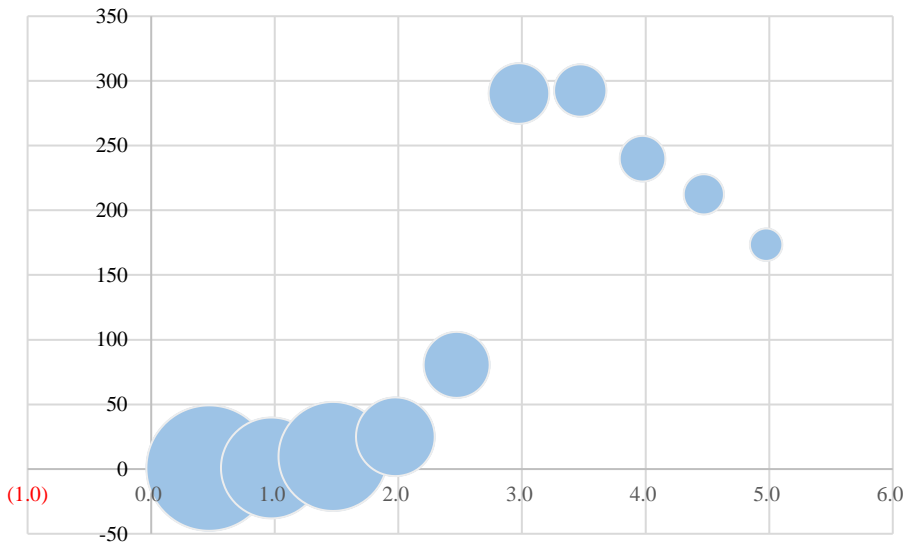


数据来源：Wind；数据区间：2021/1/1-2024/7/31

3.4 换手率：随基金经理年限增长、在管规模增大，换手率持续下降

本研究统计了韩创自任职基金经理以来，其在管总规模、基金经理年限及换手率的情况，并绘制下图（图 21）。从图中可以看到，随着在管规模的增大和基金经理年限的增长，其换手率均呈现下降的趋势。2019 年中报其换手率为 673.75%，2021 年年报在管总规模达 290.29 亿元，当时的换手率为 160.99%，在适应大规模资金管理的过程中，随着基金经理成熟度的增加，其换手率进一步下降，于 2023 年年底下降至 47.87%。

图 21：基金经理韩创自管理产品以来的规模、基金经理年限和换手率



数据来源：Wind；数据区间：2019/6/30-2023/12/31；图中横坐标为各报告期韩创的基金经理年限，纵坐标为各报告期韩创在管基金总规模，气泡大小表示对应报告期的换手率。

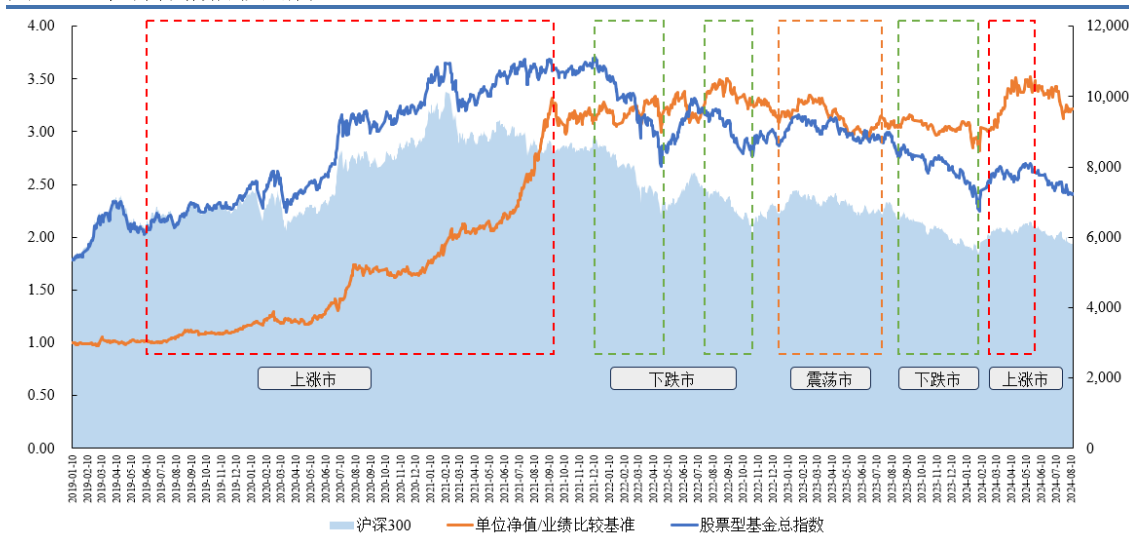
四、情景分析：韩创在上涨市表现更好

为了更加合理的根据市场整体表现对市场行情进行划分，本研究结合沪深 300 指数和股票型基金总指数的走势，将韩创任职基金经理以来（2019/1/10 至今）的市场阶段划分成上涨市、下跌市和震荡市，以此来衡量韩创所管理的大成新锐产业 A 在不同市场行情中的表现。

本研究采用“复权单位净值/业绩比较基准”来反映复权单位净值相对于业绩比较基准的相对价格强弱，即若该比值变大，则说明基金的复权单位净值表现优于业绩比较基准；若该比值变小，则说明复权单位净值表现不及业绩比较基准。

由下图可以看到，当市场整体处于上涨行情时，“复权单位净值/业绩比较基准”呈现上升趋势；当市场整体处于震荡行情和下跌行情时，“复权单位净值/业绩比较基准”呈现震荡趋势。这说明：韩创所管理的大成新锐产业 A 在上涨市表现更优，在震荡市和下跌市表现较为一般。

图 22：市场行情阶段划分



数据来源：Wind，数据范围：2019/1/10—2024/8/10

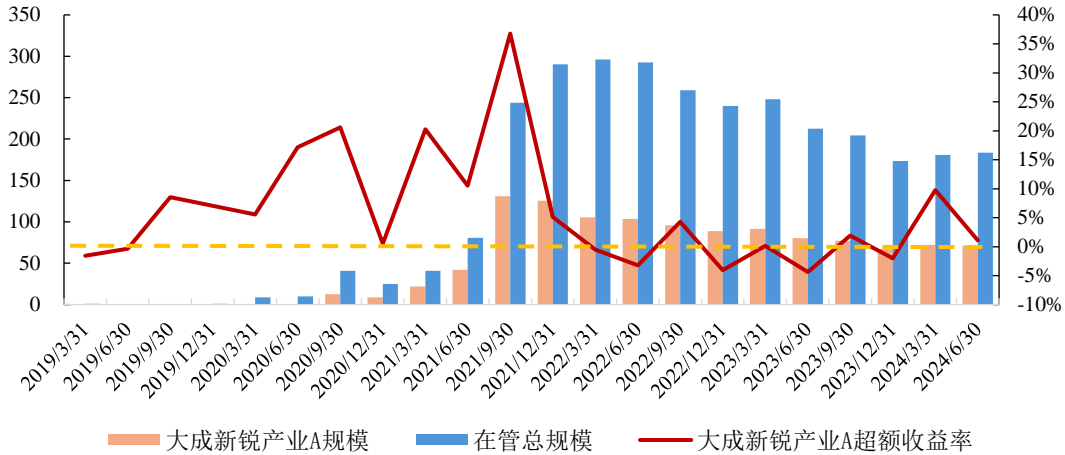
五、规模与变化情况

韩创先生自 2019 年 1 月 10 日任职基金经理以来，其管理总规模增长及变化较快，本部分将对韩创在管总规模及超额收益变化情况展开进一步分析，并对规模变化过程中投资特点的变化情况进行探究。

从下图可以看到，韩创在管总规模在 2021 年大幅上涨，并跻身“百亿基金经理”之列。从超额收益表现来看，在规模大幅上涨的过程当中，超额收益表现

依旧坚挺。其在管总规模于 2021 年底增至 290.29 亿，随后逐步下降至 2024 年中报的 183.48 亿，在此过程中，超额收益并不显著，因其所处市场本身处于整体下跌状态，其呈现出一定的抗跌能力。因数据的有限性及近年市场整体状态的特殊性，随着规模的增大，其业绩的持续性尚有待进一步观察。

图 23: 基金经理韩创管理规模及超额收益变化情况 (单位: 亿元)

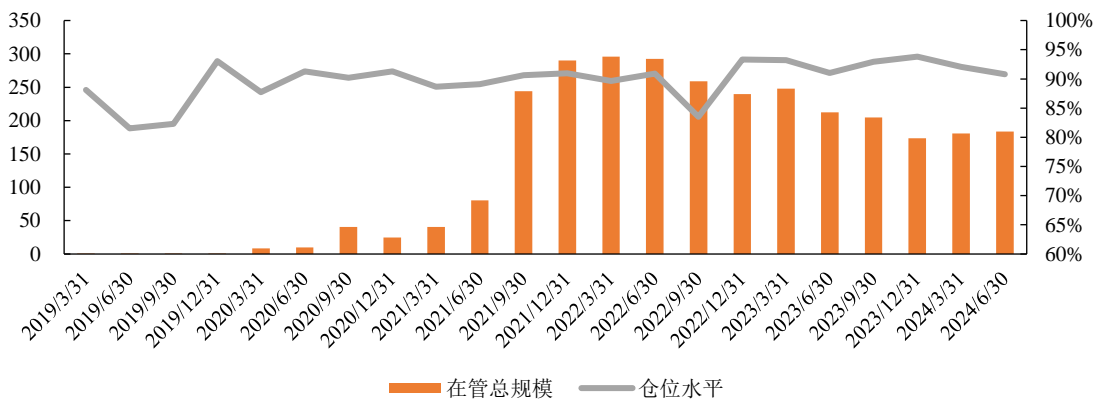


数据来源: Wind, 数据范围: 2019/1/10—2024/6/30, 此处的超额收益率为单季度超额收益率。

接着, 本研究对规模变化过程中基金经理的投资行为发生了什么变化进行分析:

从仓位水平来看, 除韩创接手该基金早期及 2022Q3 为应对赎回仓位水平发生较大变化, 其余时间仓位均较为稳定。在规模发生变化的过程中, 未发现到韩创在仓位水平上做出主动调整。

图 24: 规模变化过程中仓位水平变化情况分析

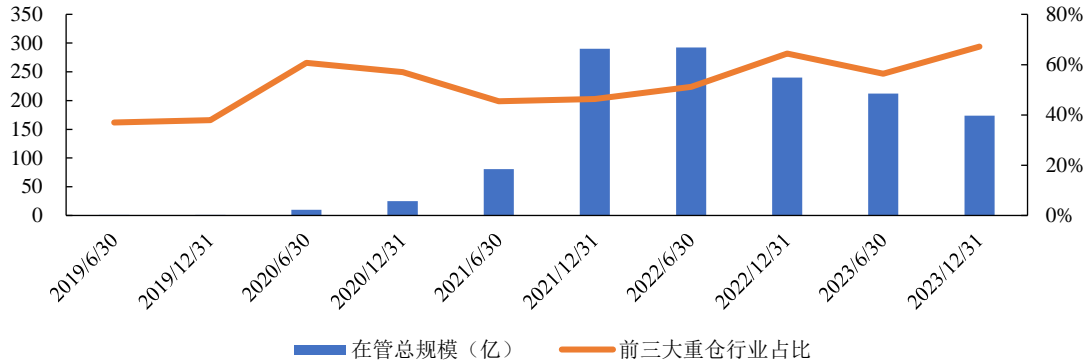


数据来源: Wind, 数据范围: 2019/1/10—2024/6/30.

从行业配置的角度来看, 可以看到, 随基金经理在管规模的变化, 韩创所管理的大成新锐产业 A 的前三大重仓行业集中度呈现上升的态势。从具体重仓行业可以看到, 在管理早期, 基金经理在一些行业有过尝试, 但随着投资经验的丰富

和管理规模的增大，前三大重仓行业逐步稳定下来，自 2022 年底至今，前三大重仓行业为有色金属、基础化工、汽车，未再发生变化，且整体配置比例提升。

图 25：规模变化过程中前三大重仓行业集中度变化情况分析



数据来源：Wind，数据范围：2019/1/10—2024/6/30。

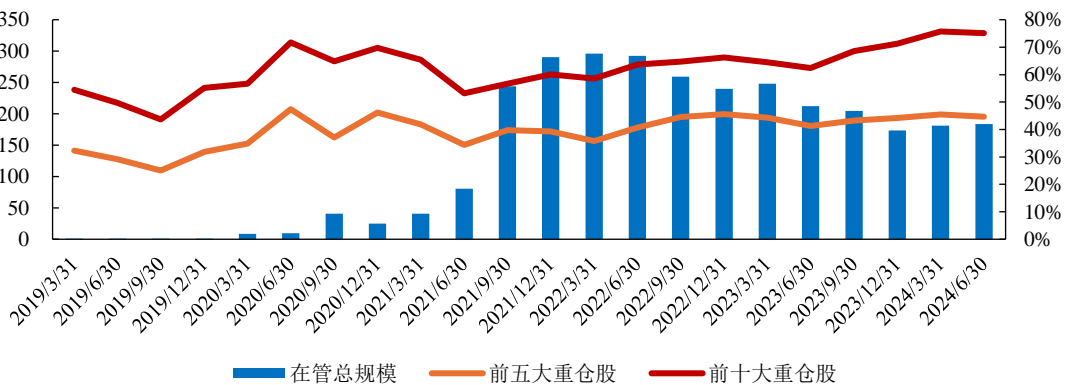
表 7：大成新锐产业 A 自 2019 年以来前三重仓行业变化情况分析

	第一大重仓行业	第二大重仓行业	第三大重仓行业
2019/6/30	基础化工	计算机	银行
2019/12/31	基础化工	传媒	电子
2020/6/30	基础化工	有色金属	石油石化
2020/12/31	基础化工	有色金属	汽车
2021/6/30	基础化工	有色金属	汽车
2021/12/31	基础化工	有色金属	汽车
2022/6/30	基础化工	有色金属	房地产
2022/12/31	有色金属	基础化工	汽车
2023/6/30	有色金属	基础化工	汽车
2023/12/31	有色金属	基础化工	汽车

数据来源：Wind，数据范围：2019/1/10—2024/6/30。

从个股配置的特点来看，由图 26 可以看到，在规模变化过程中，韩创所管理的大成新锐产业 A 的前五大重仓股集中度及前十大重仓股集中度均呈现上升的趋势，这说明基金经理对看好的股票给予了较大比例的配置。

图 26：个股集中度变化



数据来源：Wind，数据范围：2019/1/10—2024/6/30。

总结以上变化，可以看到，当基金经理管理规模变大时，于基金经理的投资框架而言是一次考验，基金经理在适应规模变化的过程中，可能在投资行为及特点上发生一些变化。以韩创为例，规模快速增大的过程，他找到并坚守自己的能力圈，坚持在自己熟悉的领域挖掘优质个股，并提高个股配置的集中度。随着基金经理管理规模的变大，其换手率呈现逐步下降的特点。

六、总结

基于以上分析，本部分将对基金经理的投资特点进行总结，同时与其自述的投资框架形成验证。

从资金的投向来看，韩创算管理的大成新锐产业 A 所配置的行业及个股均与“供给有约束的资源品、成本有优势的制造业和产品差异化的可选消费品”这一投资主线相符。

在行业景气度的把握上，本研究选择了行业配置比例发生较大变化的有色金属行业进行分析，从近三次的操作来看，韩创的增仓、减仓动作均取得不错成效，本研究发现韩创在有色金属行业景气度的把握上具有较为不错的能力。

在优质个股的挖掘上，通过对其两大长期重仓股（赤峰黄金、赛轮轮胎）进行案例分析，重点分析个股相较于行业的表现情况及韩创在个股投资的介入时点，本研究发现：韩创所管理的大成新锐产业 A 均在较早期（股票的基金持仓比例较低时）介入，并得到市场认可取得不错收益。由此可以看到，韩创在个股投资上擅于主动挖掘具有 alpha 的个股，不抱团、不跟风，且从结果来看，其对于个股的判断也受到市场认可，个股股价上涨带来收益，机构持有比例不断提高。

基于现有公开数据，从本研究所关注的资金投向、行业景气度的把握及优质个股的挖掘三个维度来看，基金经理韩创的投资行为及所呈现出的投资特点与其自述的投资框架较为一致。

风险提示与免责声明

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。