

## 基金经理研究报告

深度报告/基金经理研究

研究员：李蕴奇

### 以绝对收益理念追求稳定回报

#### ——国联基金郑玲画像报告

##### 摘要：

- 郑玲女士，现任国联基金总裁助理、研究部总经理兼基金经理。截至 2024/11/20，基金经理年限为 3.67 年，目前在管的基金产品有 4 只，管理规模总计 25.96 亿元。
- **投资框架：“以守为攻，稳健回报”。**郑玲管理基金以追求绝对收益为目标，追求较低回撤的投资者体验。她自述配置低估值标的作为基金底仓，同时选择未来景气度持续改善的成长性行业作为基金的弹性仓位；偏好发掘优质“冷门”股，在下跌时敢于加仓并重仓，等待后面迎来困境反转的机会。
- **投资业绩：抗跌能力强，回撤较小。**自郑玲任职以来，代表基金的净值增长较为稳健，回撤控制得较好。规模增幅较大，机构投资者持有比例不断提升，或因基金经理加强负债端管理，且产品符合机构投资者配置需要所致。
- **投资特点：**
  - 仓位水平：**结合宏观趋势调整仓位，近期保持低股票仓位运行；
  - 行业配置：**关注军工行业和低估值行业，集中配置，轮动较少；
  - 大小盘配置：**交易策略为主，偏好中小盘股票，与基金经理投资方法论相契合；
  - 个股配置：**持股集中度和持股周期偏低，偏好低估值成长股，左侧加仓、右侧止盈的操作特征较为明显。
- **风险分析：**在上行市场反弹力度弱；行业风险暴露较大；管理规模上限较低；存在一定流动性风险。
- **风险提示：**本报告仅对基金经理投资风格和特点进行画像。所有分析均基于公开信息，不构成任何投资建议；若市场环境或政策因素发生不利变化将可能造成行业发展表现不及预期。报告采用的样本数据有限，存在样本不足以代表整体市场，且数据处理统计方式存在误差的风险。

## 目录

<b>一、 基金经理简介 .....</b>	<b>3</b>
1.1 基金经理简介 .....	3
1.2 投资目标：低估值底仓+成长性行业，追求较低回撤 .....	3
<b>二、 绝对收益型基金经理池 .....</b>	<b>4</b>
<b>三、 代表基金业绩表现分析 .....</b>	<b>5</b>
3.1 规模增速快，机构投资者比例较高，或因双方需求互补 .....	5
3.2 代表基金抗跌能力强，净值增长稳健，回撤控制较好 .....	6
<b>四、 投资特点 .....</b>	<b>8</b>
4.1 仓位水平：结合宏观趋势低频择时 .....	8
4.2 行业配置：关注军工行业 and 低估值行业，集中配置轮动较少 .....	9
4.3 大小盘配置：交易策略为主，偏好中小盘，近期更注重公司质地 .....	10
4.4 个股配置：持股集中度偏低，偏好低估值成长股，左侧加仓 .....	12
<b>五、 投资意见与风险分析 .....</b>	<b>14</b>
5.1 基金经理特点总结 .....	14
5.2 主要风险分析 .....	14

## 一、基金经理简介

### 1.1 基金经理简介

郑玲女士，曾任航天科技财务有限责任公司资产管理部投资经理；中邮创业基金管理股份有限公司投资总监、研究部总经理、权益投资部总经理兼基金经理。2022年11月加入国联基金，现任总裁助理、研究部总经理兼基金经理。

截至2024/11/20，郑玲的基金经理年限为3.67年，目前在管的基金产品有4只，管理规模总计25.96亿元。目前，郑玲管理规模最大的基金是国联优势产业混合A，本文将以此基金作为郑玲的代表基金进行分析。

表1：郑玲目前在管基金情况概览

基金代码	基金名称	投资类型	基金成立日	任职日期	基金规模 (亿元)
014329	国联优势产业混合A	偏股混合型	2022/1/25	2022/12/15	21.29
000928	国联国企改革混合A	灵活配置型	2014/12/16	2022/12/15	3.33
010697	国联行业先锋6个月持有混合A	偏股混合型	2021/2/9	2024/4/26	0.90
004008	国联鑫思路混合A	灵活配置型	2017/1/16	2023/2/28	0.43

数据来源：Wind，中证报基金研究。

注：基金存在多个份额时，只列A份额情况；基金规模统计的是A、C份额的合并规模，数据截至2024/9/30。本文涉及基金规模时，均采用基金不同份额的规模合并计算的方式进行统计。

### 1.2 投资目标：低估值底仓+成长性行业，追求较低回撤

郑玲自述其权益投资策略是“以守为攻，稳健回报”，以追求绝对收益为目标，希望给投资者带来比较稳健、回撤较低的投资体验。从具体操作来看，郑玲的逻辑是配置低估值标的作为基金底仓，即组合的防守部分；同时通过横向对比各子领域板块，选择未来景气度持续改善的成长性行业作为基金的弹性仓位，即组合的进攻部分。

郑玲表示，自己不会在热门方向的高位进行配置，而是倾向于通过深度研究选择个股，在偏左侧的区域建仓，寻求公司未来改善带来的收益。她强调，自己偏好发掘优质“冷门”股，在下跌时敢于加仓并重仓，等待行业及个股迎来困境反转的机会<sup>1</sup>。

通过分析郑玲在管基金的主要投资方向，本文发现郑玲在配置低估值底仓时侧重建筑、电

<sup>1</sup> 基金经理的投资框架整理自公开访谈和路演材料，资料来源包括《中邮基金郑玲：外部扰动带来优质资产上车机会 关注“困境反转”个股》、《中邮基金郑玲：用“比较慢”的方法做投资》等。

力、环保等行业，在成长性方向上青睐军工、电子等方向。配置方向具有一定的延续性和稳定性，同时也会根据市场情况做出适当调整。

此外，本文认为郑玲持仓调整的重要思路是保持投资组合具有低估值、底部资产的特征，以避免大幅回撤。比如基金经理持有的一些电力公司股票在 2024 年上半年有一定涨幅，基金经理在达到目标价格后会执行止盈策略，转向估值更低的其他资产。

**表 2：郑玲在管基金的主要投资方向**

基金名称	配置方向	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
014329 国联优势产业混合 A	低估值底仓	建筑、电力、传媒	建筑、电力、环保	建筑、电力、环保	建筑、电力、环保	食品、建筑、电力、环保	建筑、电力、环保	公用环保、建筑、消费	建筑、公用事业、传媒、消费
	成长性方向	军工、计算机、电子	军工、电子	军工、电子、医药	军工、电子、医药	军工、电子、医药	军工、医药、电子	军工、医药、电子、传媒	军工、医药、电子

数据来源：基金定期公告，中证报基金研究。

## 二、绝对收益型基金经理池

从投资框架来看，郑玲是绝对收益型基金经理的代表。这一类型基金经理关注基金净值的稳健增长和回撤控制，投资操作上比较谨慎，股票仓位中等偏低。在市场上行期基金业绩并不显眼，在市场下行期会压低仓位控制回撤；投资标的中，低估值股票占比较高。

根据这一理念，本文筛选了若干与郑玲相似度较高、秉持绝对收益理念进行投资的基金经理作为绝对收益型基金经理池。

**表 3：绝对收益型基金经理情况**

基金经理	管理规模 (亿元)	代表基金	平均仓位 (%)	最大回撤 (%)	净值增长率 (%)
于渤	15.54	富国新收益 A (001345)	25.64	-12.98	-6.05
卢玉珊	19.73	南方核心竞争 (202213)	68.91	-17.33	0.42
束金伟	51.58	万家新机遇龙头企业 A (005821)	77.16	-18.91	-6.43
褚艳辉	6.76	浦银安盛盛世精选 A (519127)	24.55	-15.09	-9.61
温宇峰	42.18	汇添富品质价值 (017043)	73.42	-11.85	13.35

基金经理	管理规模 (亿元)	代表基金	平均仓位 (%)	最大回撤 (%)	净值增长率 (%)
董福焱	94.21	嘉实精选平衡 A (009649)	69.18	-19.18	10.99
张竞	35.50	安信灵活配置 (750001)	78.22	-22.47	-2.73
郑玲	25.96	国联优势产业混合 A (014329)	62.41	-18.34	9.59

数据来源：Wind，中证报基金研究。

注：①管理规模数据截至 2024/9/30

②平均仓位指的是 2022/12/31-2024/9/30 的平均股票仓位，由于任职时间的原因，温宇峰平均仓位不包含 2022/12/31。

③最大回撤和净值增长率的计算方式是，计算各基金经理代表基金在 2022/12/15-2024/11/20 期间的最大回撤和净值增长率。

### 三、代表基金业绩表现分析

郑玲在国联基金管理规模最大的基金是国联优势产业混合 A，本文以国联优势产业混合 A (014329) 作为代表基金展开分析，以揭示基金经理的业绩表现特征。

表 4：郑玲代表基金的主要特征

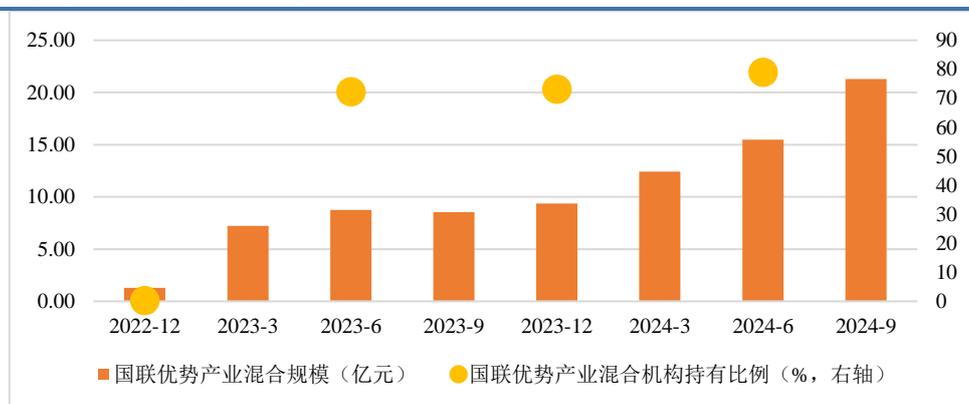
基金代码	基金名称	基金类型	业绩比较基准	股票投资比例	投资主题
014329	国联优势产业混合 A	偏股混合型	沪深 300 指数收益率*65%+ 中债综合指数收益率*25%+ 恒生指数收益率*10%	60%-95% (其中港股 通标的股票不超过股 票资产的 50%)	投资于优势产业主题相关 证券的比例不低于非现金 基金资产的 80%

数据来源：基金招募说明书，中证报基金研究。

#### 3.1 规模增速快，机构投资者比例较高，或因双方需求互补

自郑玲管理以来，国联优势产业混合 A 的基金规模有较大幅度的增长，自 1.29 亿元增长到 21.29 亿元，增幅 1550.39%。导致基金规模增长的主要原因是机构投资者的增持。2022 年年底，机构投资者持有国联优势产业混合份额是 38.57 万份，机构持有人比例不到 1%；2024 年 6 月底，机构持有份额达 133,853.51 万份，而机构持有人比例为 78.98%。

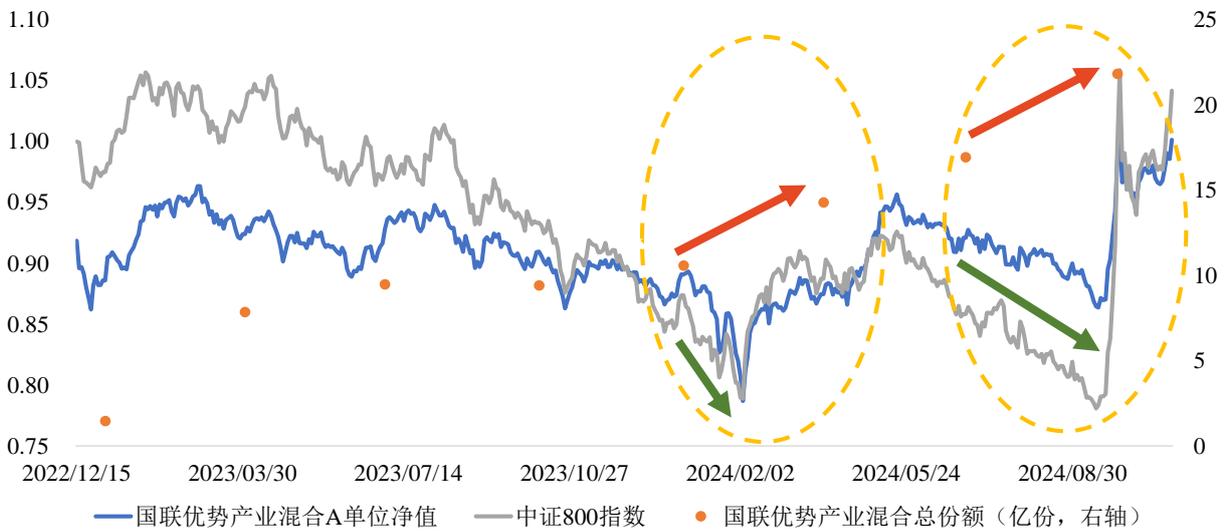
图 1：郑玲任职以来基金规模和机构持有比例明显增长



数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/31-2024/9/30。

受到市场行情的影响，2022 年以来主动管理型权益基金的规模增速明显放缓，一段时间内甚至出现了净赎回的趋势。在此背景下，郑玲管理的产品规模却不断增长，机构持有比例呈现增加趋势。原因可能在于，第一，基金经理践行自己的理念需要客户在行为上的配合，郑玲有增加机构客户持有比例的需求，因为相较于个人投资者，机构投资者往往资金集中度更高、对于逆向投资的理解更透彻，便于基金经理进行负债端管理；第二，郑玲管理的产品追求绝对收益，运作比较稳健，与机构客户的年度考核需求相契合；第三，郑玲在市场低位增加了营销力度，以其投资理念和历史业绩说服客户，增加了对其产品的配置力度。

**图 2：国联优势产业混合规模逆势增长**



数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/31-2024/9/30。

### 3.2 代表基金抗跌能力强，净值增长稳健，回撤控制较好

郑玲在国联基金任职以来的权益市场环境并不利于基金经理做出业绩。自 2022/12/15 至 2024/11/20，沪深 300 指数上涨 0.85%，中证 800 指数下跌 0.72%；并且在 2024 年 9 月末以前，市场处于较长的震荡调整期。

在此背景下，郑玲代表基金自 2022/12/15 至 2024/11/20 取得了较好的收益。国联优势产业混合 A 的单位净值增长率为 9.59%。从图 3 的基金净值走势来看，代表基金在 2023 年的抗跌能力更强，较业绩比较基准的回撤更小。2024 年 1 月份基金净值回撤比较明显，跑输业绩比较基准，基金经理对原因进行反思，主要系中小市值股票配置比例较高，敞口过大，遭遇了中小市值股票的拥挤和大幅下跌的行情。2024 年 2 月以来净值恢复速度较快，步入稳健增长阶段。

图 3：郑玲代表基金的净值走势



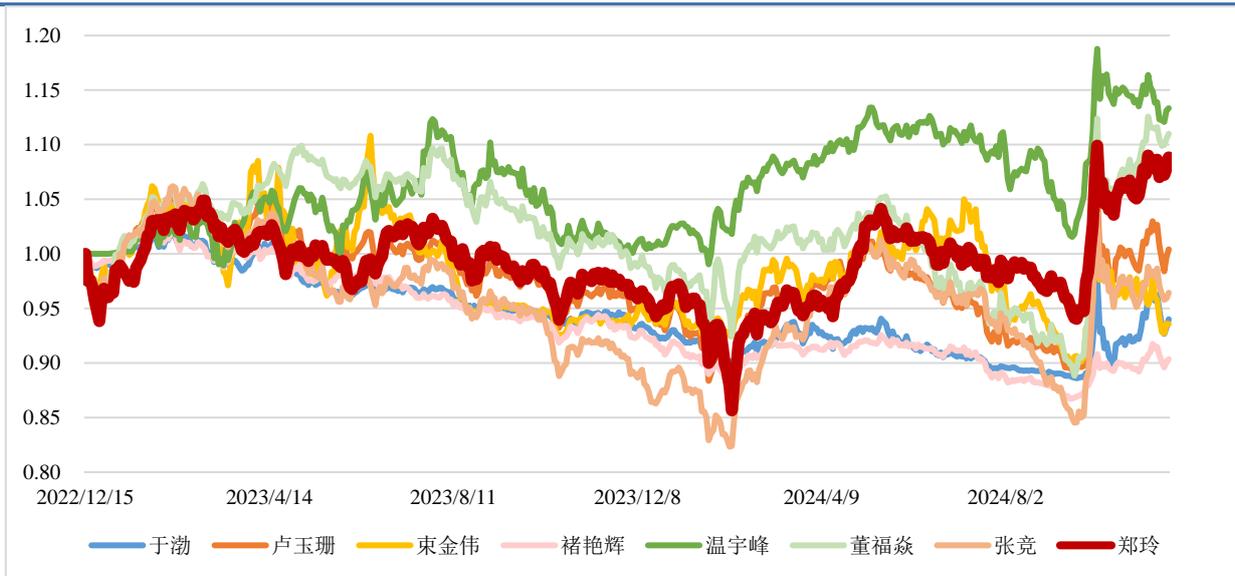
数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/15-2024/11/20。

注：相对业绩比较基准强弱的方法是，代表基金单位净值/业绩比较基准\*1000。相对业绩比较基准强弱线上行，则表示基金单位净值较业绩比较基准走强；相对业绩比较基准强弱线下行，则表示基金单位净值较业绩比较基准走弱。

从净值增长率来看，郑玲的代表基金在 2022/12/15-2024/11/20 实现 9.59% 的净值增长，在绝对收益型基金经理中排名 3/8；在 2022/12/15-2024/9/20 的市场震荡调整期内，郑玲的代表基金实现 -4.65% 的净值增长，在绝对收益型基金经理中排名 2/8，显示了基金经理回撤控制得较好，在弱势市场环境下收益较稳定。

从郑玲代表基金的最大回撤来看，郑玲任职以来国联优势产业混合的最大回撤为 -18.34%，在绝对收益型基金经理中排名 5/8，在全部偏股混合型基金中排名 82/2030。郑玲选择低估值资产、在震荡下跌的市场环境中降低仓位的策略确实有效控制了回撤。

图 4：绝对收益型基金经理的代表基金净值走势



数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/15-2024/11/20。

注：为方便比较，将各代表基金的初始净值设定为 1。

## 四、投资特点

基金经理是主动管理型基金业绩表现的的决定性因素。本部分本文将聚焦基金经理，从仓位控制、行业配置、大小盘配置和个股配置四个维度对基金经理郑玲的投资特点进行刻画。

### 4.1 仓位水平：结合宏观趋势低频择时

自 2022/12/15 在国联基金管理产品以来，郑玲选择了低股票仓位运作的策略。国联优势产业混合 A 是一只偏股混合基金，股票仓位限制在 60%-95%。郑玲管理期间该基金的仓位保持在 60%左右的最低水平上，在同类产品中基本处于后 5% 的排名。

基金经理对股票仓位的调整方向与其对宏观趋势的判断密切相关。近期基金经理之所以选择低股票仓位策略，是由于基金经理注意到 2023 年以来国内有效需求偏弱，上市公司基本面改善仍需时间，因而维持了偏谨慎的投资预期。如果结合基金经理 2020 年-2022 年管理基金的经验来看，基金经理在较积极的市场环境下会提升股票仓位到 80% 左右的水平。

图 5：郑玲代表基金股票仓位水平



数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/31-2024/9/30。

图 6：郑玲在 2020-2022 年管理基金的股票仓位水平



数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2020/9/30-2022/3/31。

基金经理调整股票仓位水平的行为隐含了其择时能力。本文对郑玲代表基金的择时能力<sup>2</sup>

<sup>2</sup> 择时能力指标以季度为计算周期，基金  $i$  在  $j$  季度的择时能力指标计算公式是  $(w_{ij} - w_{m,j}) * \left( \frac{P_j}{\sum_{t=j-4}^j P_t / 4} - 1 \right)$ 。其中， $w_{ij}$  是基金  $i$  在  $j$  季度末配置股票资产的比例， $w_{m,j}$  是基金  $i$  的同类型基金在  $j$  季度末配置股票资产比例的中位数， $P_j$  表示股票指数在  $j$  季度末的收盘价， $\sum_{t=j-4}^j P_t / 4$  是股票指数在  $j-4$  到  $j-1$  四个季度末收盘价的平均值。本文选用的股票指数是中证 800 指数。

进行了测算。结果显示，在市场震荡调整期间，郑玲的择时能力指标表现比较出色。而在 2023 年一季度和 2024 年三季度市场反弹期间，择时能力指标表现不佳。在国联基金任职期间，郑玲根据对未来市场走势的判断保持了低股票仓位运行，这一策略有助于在震荡下跌的市场控制回撤，但是在反弹期间往往也力度较弱。

图 7：郑玲代表基金的择时能力测算



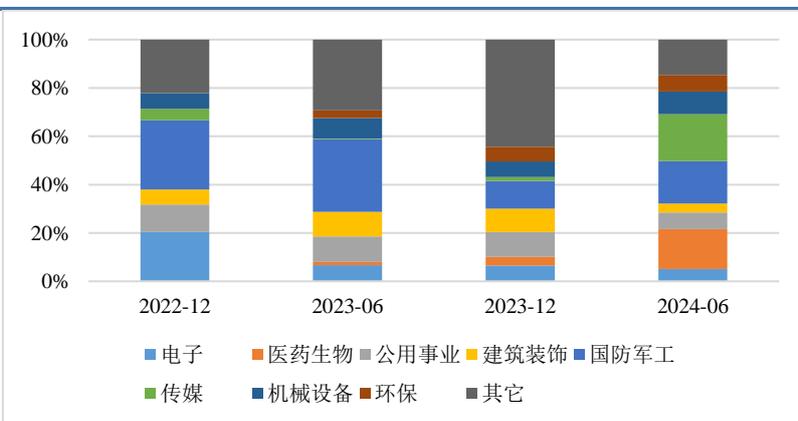
数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/31-2024/9/30。

#### 4.2 行业配置：关注军工行业和低估值行业，集中配置轮动较少

郑玲关注最多的行业是国防军工行业。从图 8 可以发现，郑玲管理以来，国联优势产业混合 A 配置国防军工行业的平均比例达到 21.99%，系代表基金持仓最多的行业。作为估值较高的成长性行业，国防军工行业在郑玲的投资体系中主要占据弹性仓位，基金经理会根据行情调整仓位高低。

郑玲其次关注的是建筑装饰、公用事业（电力）、环保等低估值行业。这与郑玲“低估值底仓+成长性行业”的投资框架一脉相承。低估值行业是郑玲“以守为攻”投资策略中的防守基础，下行风险可控，回报较为稳健，能够提供一部分绝对收益。

图 8：郑玲代表基金的行业配置情况



数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/31-2024/6/30。行业分类采用申万一级行业分类标准（2021 版）。

从行业集中度上来看，郑玲所管理的基金属于持仓集中且行业轮动较少的产品。表 5 列示了郑玲的代表基金前五大配置行业的情况，可以发现重仓行业比较稳定。结合图 8 的行业配置情况，重仓行业在全部行业配置中的占比多数超过 70%。从行业配置情况来看，基金经理配置思路比较清晰，且稳定性较强，向外拓展较为慎重。

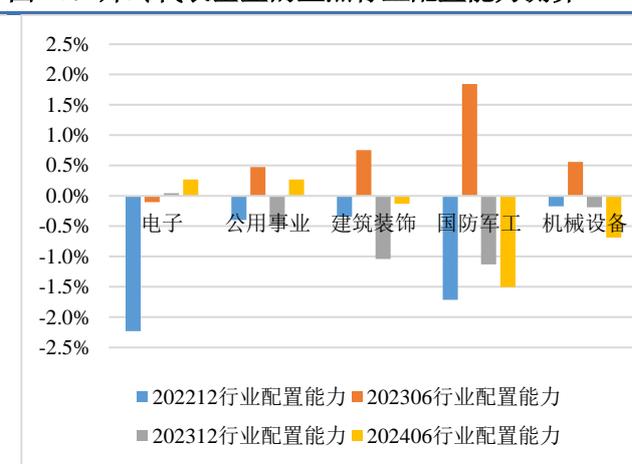
**表 5：郑玲代表基金的前五大配置行业**

基金名称	2022/12/31	2023/6/30	2023/12/31	2024/6/30
国联优势产业混合 A (014329)	国防军工、电子、公用事业、通信、汽车	国防军工、公用事业、建筑装饰、机械设备、电力设备	国防军工、公用事业、建筑装饰、食品饮料、电子	传媒、国防军工、医药生物、机械设备、公用事业

数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/31-2024/6/30。行业按配置比例从大到小排序。

从行业配置能力<sup>3</sup>来看，郑玲代表基金的行业配置能力一般，在同类基金中排名并不突出。分析代表基金在重点行业的配置能力可以发现，国防军工行业的仓位较重，对整体行业配置能力有较大影响。由于基金经理在几个重点行业上进行了集中配置，而且轮动较少，因此行业配置能力的变动主要受重点行业走势的影响。

**图 9：郑玲代表基金的行业配置能力测算**

**图 10：郑玲代表基金的重点行业配置能力测算**


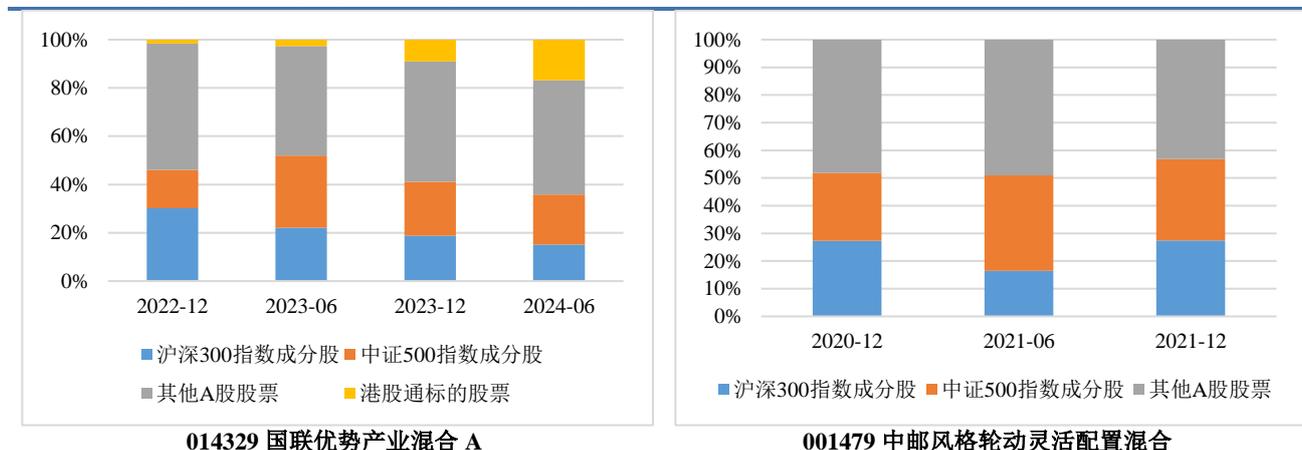
数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/31-2024/6/30。

### 4.3 大小盘配置：交易策略为主，偏好中小盘，近期更注重公司质地

郑玲管理基金的风格偏向中小盘股票。本文以沪深 300 指数成分股和中证 500 指数成分股分别作为大盘股和中盘股，以其他 A 股股票作为小盘股，统计了郑玲代表基金在大中小盘

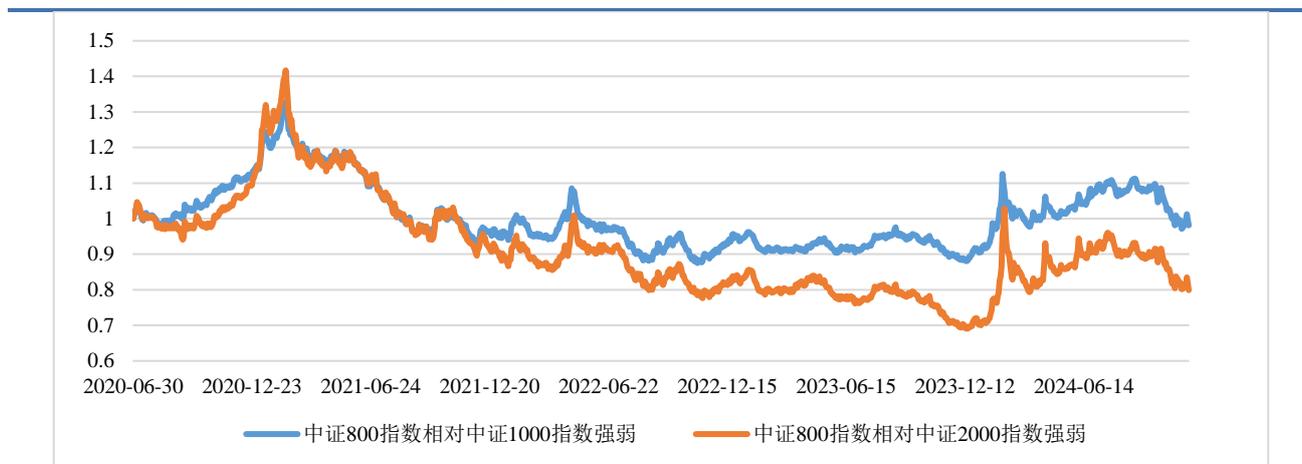
<sup>3</sup> 行业配置能力的计算周期是半年，计算公式是  $(K_{i,j} - S_{i,j}) * R_{i,j}$ 。其中， $K_{i,j}$  表示的是基金在第  $j$  个半年末配置在行业  $i$  的比例， $S_{i,j}$  表示的是第  $j$  个半年末行业  $i$  的流通市值占 A 股流通市值的比例， $R_{i,j}$  表示的是  $i$  行业指数在第  $j - 1$  个半年末到第  $j$  个半年末的增长率。代表基金行业配置能力等于各行业配置能力指标之和。本文所采用的行业分类是申万一级行业分类（2021）。

股票的配置情况。结论是 2022/12/15 郑玲管理国联基金的产品以来，表现出了对中小盘股票的侧重，配置比例一直较高。郑玲的这一风格具有一定的延续性，早在 2020-2022 年其管理产品时，就对中小盘股票有较多配置。

**图 11：郑玲代表基金在大中小盘股票的配置比例**


数据来源：Wind；国联优势产业混合 A 的数据区间是 2022/12/31-2024/6/30；中邮风格轮动灵活配置混合的数据区间 2020/12/31-2021/12/31。  
 注：沪深 300 指数成分股代指大盘股，中证 500 指数成分股代指中盘股，其他 A 股股票代指小盘股。

郑玲对于中小盘股票的青睐，在一定程度上反映了她的投资方法论。首先，2020 年郑玲开始管理公募基金产品时，正值“核心资产”牛市，大盘股走势强于中小盘股，估值也处于高位。郑玲在管理产品时注重控制回撤，追求稳健回报，不会在热门方向的高位进行配置，因而侧重配置了当时估值偏低的中小盘股票。其次，郑玲的策略以交易为主，偏好挖掘优质“冷门”股，选择市场预期相对低、股价处于底部、基本面逐步转好的标的。而这些股票一般是市场跟踪不多、持股热门度偏低的中小盘股票。

**图 12：大、小盘股票指数的相对强弱走势**


数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2020/6/30-2024/11/20。  
 注：中证 800 指数相对中证 1000 指数强弱的方法是，中证 800 指数收盘价/中证 1000 指数收盘价。中证 800 指数相对中证 1000 指数强弱线上升，则表示中证 800 指数较中证 1000 指数走强；中证 800 指数相对中证 1000 指数强弱线下降，则表示中证 800 指数较中证 1000 指数走弱。中证 800 指数相对中证 2000 指数强弱的计算方法类似。为方便比较，将两只强弱线的初始值设定为 1。

侧重低估值中小盘股票的投资策略，在 2021 年-2023 年为郑玲管理的基金增强了收益。如图 12 所示，2021 年 2 月-2023 年 12 月，大盘股走势弱于中小盘股。期间，郑玲所管理产品收益排名靠前、回撤较小，一定程度上要归功于侧重低估值中小盘股票的策略。但是 2024 年以来，市场风格发生变化，中小盘股票的走势开始反转。尤其是 2024 年 1 月-2 月发生的小盘股踩踏事件，给郑玲管理的基金造成了很大的回撤。

郑玲对此进行了反思，并更加注重对公司质地的考量。基金经理最新的关注方向包括低估值的国央企、具有企业家精神的民营企业和港股稀缺类资产。从基金经理持仓情况来看，2024 年上半年增持的南方传媒、白云山、国药现代、腾讯控股等公司股票均属于基金经理策略优化后选择的标的。

#### 4.4 个股配置：持股集中度偏低，偏好低估值成长股，左侧加仓

相比在行业上的集中配置，郑玲在个股配置上的风格是持股集中度和持有周期中等偏低。从前十大重仓股占股票市值的平均比例来看，郑玲代表基金为 53.25%，在同类基金中排名 47.07%。从持股数量来看，国联优势产业混合 A 在 2023 年以来平均持股 80.33 只，国联国企改革混合 A 平均持股 50 只<sup>4</sup>。考虑到郑玲在管理国联基金以来保持了较低的股票仓位，每只股票占基金净值的比例会偏低一些。从持有周期来看，国联优势产业混合 A 的重仓股平均持有周期为 1.97 季，国联国企改革混合 A 的重仓股平均持有周期为 2.33 季，持有周期长度偏低。

表 6：国联优势产业混合 A（014329）重仓股情况

重仓股排序	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
1	紫光国微	精工钢构	三角防务	三角防务	三角防务	福能股份	中航重机	兴瑞科技
2	三角防务	三角防务	精工钢构	新风光	中核科技	腾讯控股	南方传媒	国药现代
3	福能股份	中核科技	中航高科	中核科技	安徽建工	三角防务	三角防务	南方传媒
4	安徽建工	中航高科	中核科技	芒果超媒	伊利股份	首旅酒店	腾讯控股	昆仑能源
5	中航沈飞	上海家化	上海电力	精工钢构	瀚蓝环境	苏州银行	瀚蓝环境	中原传媒
6	长盈通	长盈通	TCL 科技	TCL 科技	TCL 科技	千味央厨	昆仑能源	中国联通
7	芒果超媒	瀚蓝环境	上海家化	瀚蓝环境	博迈科	瀚蓝环境	白云山	健盛集团
8	水晶光电	TCL 科技	三星医疗	中国化学	首旅酒店	承德露露	国药现代	腾讯控股
9	上海电力	中航西飞	中航西飞	安徽建工	新风光	安徽建工	首旅酒店	铁建重工
10	高凌信息	上海电力	中国化学	上海电力	中国广核/	昆仑能源	铁建重工	瀚蓝环境

<sup>4</sup> 由于郑玲在 2022/12/15 开始管理两只代表基金，在 2022/12/31 可能尚未完成建仓。与 2023 年中报和年报的持股数量相比，2022 年年报披露的全部持股数量只有 24 只和 21 只，明显偏少，因此本文认为当期持股数量参考意义不大，不纳入统计。

重仓股排序	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
					中广核电力			
前 5 大重仓股占 股票市值比(%)	35.36	27.88	29.57	34.07	28.11	30.81	37.59	31.13
前 10 大重仓股占 股票市值比(%)	59.79	47.1	49.8	55.07	46.12	51.47	63.15	54.98

数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/31-2024/9/30。

注：标蓝色的股票是重仓四期及以上的股票。

从选股偏好来看，郑玲偏好低估值、中小市值的成长股。以国联优势产业混合 A (014329) 重仓期数最多的 8 只股票为例，基金首次重仓时，个股的估值水平多数低于或持平于行业平均估值水平；股票总市值多数低于 200 亿元，属于中小市值股票；近三年归母净利润增长速度较快，符合成长股的特征。

表 7：国联优势产业混合 A (014329) 重点持仓股票的部分信息

股票代码	股票简称	首次重仓 时间	首次重仓时股 票 PE TTM	所属行业	首次重仓时行 业 PE TTM	首次重仓时股票 市值 (亿元)	近三年归母净 利润增长率
300775.SZ	三角防务	2022/12/31	31.35	国防军工	50.99	189.73	58.54%
600323.SH	瀚蓝环境	2023/3/31	13.20	环保	20.49	145.54	10.57%
600502.SH	安徽建工	2022/12/31	7.12	建筑装饰	9.00	82.39	23.95%
600021.SH	上海电力	2022/12/31	-13.68 <sup>①</sup>	公用事业	24.49	281.96	21.44%
000777.SZ	中核科技	2023/3/31	40.66	机械设备	31.60	45.03	28.50%
000100.SZ	TCL 科技	2023/3/31	289.41	电子	34.24	756.28	-20.38% <sup>②</sup>
600496.SH	精工钢构	2023/3/31	10.26	建筑装饰	9.76	80.11	-5.42%
600258.SH	首旅酒店	2023/12/31	40.23	社会服务	49.58	174.41	37.56%

数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/31-2024/9/30。

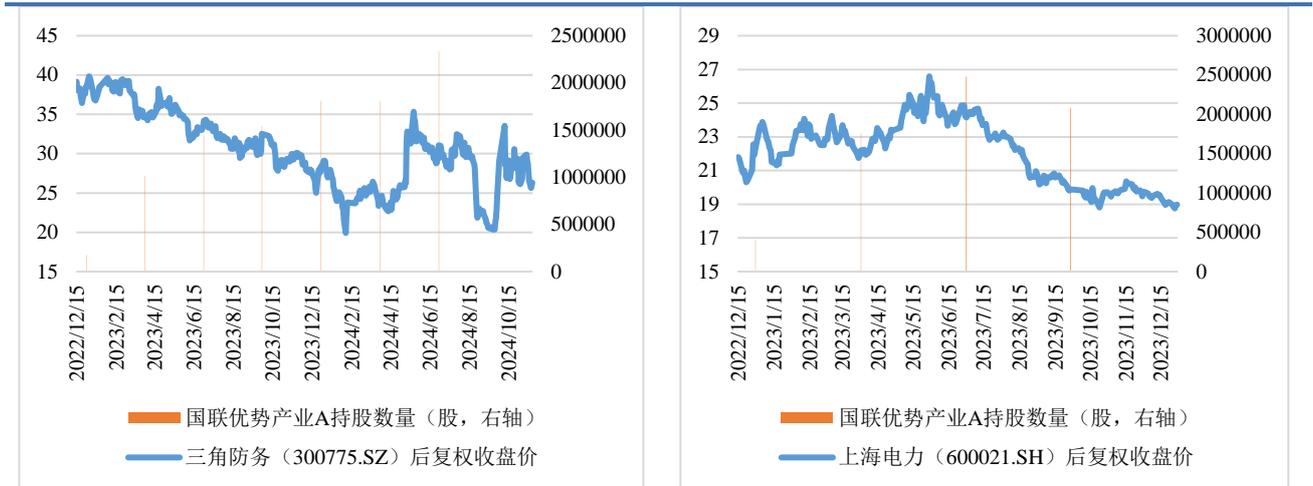
注：①基金首次重仓上海电力时，该股票 PE TTM 为负，PB 为 1.76，行业 PB 为 1.6；

②TCL 科技 (000100.SZ) 在 2024 年上半年的归母净利润为 9.95 亿元，同比增长 192.28%；

③近三年归母净利润增长率是上市公司 2021-2023 年归母净利润年复合增长率。

从基金经理的操作情况来看，基金经理常采取左侧布局、逢低加仓、右侧止盈的操作方式。以国联优势产业混合 A (014329) 重仓期数最多的 8 只股票为例，基金经理在其中 5 只股票的股价下行期开始布局买入，并且在下跌过程中加仓。另外，基金经理还在中核科技和 TCL 科技的股价上行期买入加仓，对于安徽建工则进行了波段操作。

从实际效果来看，基金经理在三角防务和瀚蓝环境上持续左侧加仓，并在股价反弹时减仓止盈；对安徽建工的波段操作、对中核科技和 TCL 科技的右侧加仓都比较成功；上海电力和精工钢构都在下跌区间被卖出，属于基金经理不太成功的操作。除上述重要股票以外，基金经理在中航沈飞、中航西飞等军工行业股票上也曾左侧加仓、下跌时卖出。

**图 13：郑玲代表基金在三角防务（300775）和上海电力（600021）上的操作**


数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/15-2024/11/20。

## 五、投资意见与风险分析

### 5.1 基金经理特点总结

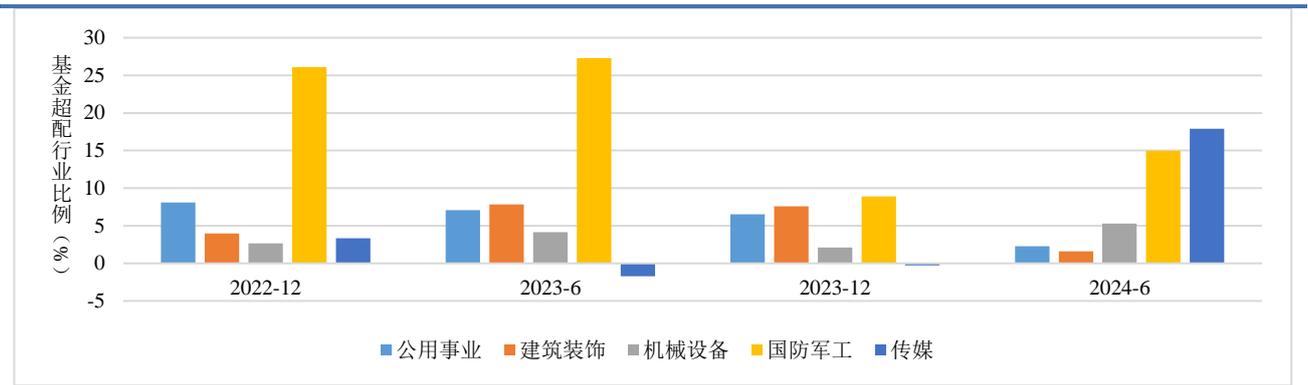
郑玲的权益投资策略是“以守为攻，稳健回报”。配置低估值标的作为基金底仓，同时选择未来景气度持续改善的成长性行业作为基金的弹性仓位。从股票仓位来看，基金经理会结合宏观趋势进行低频择时，在下跌和震荡市场环境中保持低股票仓位运行；行业配置方面，基金经理集中配置国防军工行业和部分低估值行业，轮动较少；以交易策略为主，持股集中度和持股周期偏低，偏好中小市值、低估值的成长股；操作上常采取左侧布局、逢低加仓、右侧止盈的方式。

### 5.2 主要风险分析

**在上行市场反弹力度弱。**从基金经理的管理业绩和投资特点来看，郑玲管理的基金追求绝对收益和低回撤。根据这一目标，基金经理偏好左侧买入低估值股票，不会买入估值较高的热门股票，当股票涨到一定位置时会及时止盈卖出。同时，基金经理在多数时间内维持了同类基金中较低的仓位水平。这一操作特征比较谨慎，可能在市场反弹的环境中会损失一定的收益。

**行业风险暴露较大。**基金经理在国防军工、建筑装饰、公用事业、机械设备、传媒等行业超配较多，当这些行业出现风险事件，影响行业 beta 时，基金净值也会受到影响；与超配相对应，基金经理在若干行业存在低配行为，当低配行业涨势较好、走出独立行情时，基金会错过这些行业的上涨收益。

图 14：郑玲代表基金超配较多行业情况



数据来源：Wind，中证报基金研究；数据区间 2022/12/31-2024/6/30。

注：基金超配行业比例的计算周期是半年，计算公式是 $K_{i,j} - S_{i,j}$ 。其中， $K_{i,j}$ 表示的是基金在第 $j$ 个半年末配置在行业 $i$ 的比例， $S_{i,j}$ 表示的是第 $j$ 个半年末行业 $i$ 的流通市值占 A 股流通市值的比例。

**管理规模上限较低。**基金经理适宜的管理规模与其覆盖的行业数量、持有股票的市值大小、基金经理的管理年限等因素有关。郑玲任职基金经理的年限较短，且偏好持有中小盘股票，管理的产品行业集中度较高，行业轮动较少。这些因素都不利于基金经理提高管理规模。

**存在一定流动性风险。**郑玲所管理基金的机构持有比例较高，并且 2023 年曾出现单一机构投资者持有基金份额比例达到或超过 20%的情况。与个人投资者相比，机构投资者平均持有的基金份额往往更多，行为趋同性更强，在特殊场景下可能集中赎回，造成净值波动。另外，基金经理配置的中小市值股票较多，交易额较低，增加了流动性风险。

## 风险提示与免责声明

本报告仅对基金经理投资风格和特点进行画像。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。