

源乐晟：稳健的行业猎鹰

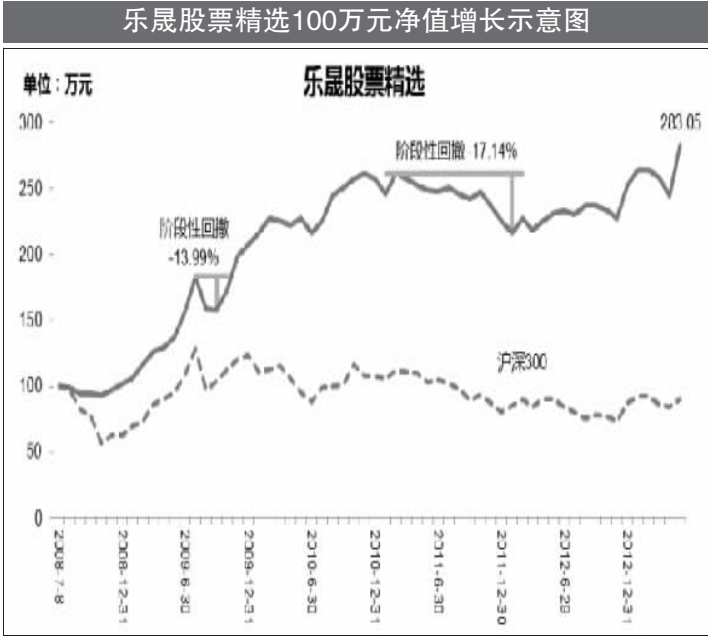
□ 中证投资资讯 朱必远

中国证券报举办的“中国阳光私募基金牛奖”评选活动，主要表彰为投资者带来长期持续回报并且严格控制下行风险的优秀阳光私募管理公司和投资经理，自2009年以来已连续举办四届，已成为业界公认的至高荣誉。而源乐晟资产获得的“中国阳光私募基金牛奖”奖项包括：2010年度、2011年度、2012年度“阳光私募金牛管理公司”奖，2009年度、2011年度、2012年度“阳光私募金牛投资经理”奖（曾晓洁）。

创立源乐晟资产之前，曾晓洁在中国人寿资产管理公司工作，有着多年的近千亿保险资金管理经验。一方面，长期的保险资产管理工作经验让曾晓洁养成了稳健的投资风格；另一方面，近几年低迷的市场环境让曾晓洁对生存有着深刻的理解：“在阳光私募这个行业，生存下来是首要的”。不简单追求收益，而是在稳健的前提下追求收益，这奠定了源乐晟稳健风格的基础。

在投资方法上，源乐晟擅长对宏观和行业的研究，以及以此为基础的仓位控制和行业配置。在风险控制上，源乐晟强调止损，严格的止损制度避免了净值的大幅回撤，有效地保障了业绩的稳健。如果把行业比作猎物，源乐晟就像猎鹰一样，总能在宽广的草原中找到那些“肥而美”的猎物。多数时候，能提前发现暴风雨的来临，避免恶劣气候的冲击；少数时候，发现自己身陷险境时，则会迅速抽身而退。

源乐晟首只产品发行于2008年7月，即使是在2008年的大熊市，该产品依然取得了2.24%的正收益。在过去的4年中，源乐晟旗下产品分别取得了103.57%、23.29%、-11.69%、12.85%的平均收益，大幅领先阳光私募同行。今年前4个月，源乐晟旗下的产品表现一般，但是在5月份，公司又打了一个漂亮的翻身仗，单月平均收益达到15%，大部分产品创出新高。



源乐晟风控能力突出							
	2008年 ⁽¹⁾	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年 ⁽²⁾	成立以来
区间最大回撤	-6.89%	-13.99%	-4.48%	-12.65%	-4.38%	-7.73%	-15.69%
月度下行风险	-2.05%	-3.91%	-1.52%	-2.50%	-1.70%	-3.75%	-2.68%

注：上述指标的计算基于公司旗下所有非结构化产品的月度平均收益率。
(1) 始于2008年7月 (2) 截至2013年6月底

收益：首只产品累计获益161.67%

源乐晟资产管理有限公司成立于2008年3月，是一家具有浓厚的保险资产管理背景的大型私募资产管理机构。目前旗下阳光私募信托产品规模近20亿元，包括12只非结构化信托产品和部分TOT产品。

公司创始人兼投资总监曾晓洁曾任职于中国人寿保险

资金运用中心、中国人寿资产管理有限公司，历任研究员、基金经理助理、基金经理，曾主管第三方委托资金的股票投资业务。在多年的保险资金及企业年金管理经历中，形成了稳健和绝对回报的风格。

源乐晟旗下首只阳光私募基金“乐晟股票精选”自2008年

7月8日成立以来截至2013年6月30日，获得了161.67%的收益率（折合21.21%的年化收益率）。中间经历了两次较大的净值回撤，但是幅度均有限，分别为-13.99%和-17.14%，而同期海通证券阳光私募基金指数（非结构化）收益率为23.57%，区间最大回撤为-

23.6%；中证混合基金指数收益率为18.92%，区间最大回撤为-27.01%；沪深300指数收益率为-10.18%，区间最大回撤为-42.71%。无论是收益指标还是风险指标，源乐晟的产品均大幅优于同期市场指数、公募基金指数和私募基金指数。（见图）

投资：坚持行业轮动和成长股策略

源乐晟遵循自上而下的投资方法，从宏观和行业出发，以仓位控制和行业配置为主，最后落在个股上。

在宏观方面，公司注重对经济基本面、流动性和货币政策等几个方面的研究和跟踪，以此来把握市场趋势，并确定投资组合的中枢仓位。在行业上，公司会密切关注行业数据以及相关企业的订单和存货数据，在此基础上对未来三个月的景气度进行

研判，从中选择一两个景气度高的行业进行重点配置。落实到个股层面，在符合行业景气的基础上，看重那些治理结构良好、估值低廉的公司。

在投资策略上，公司主要采取行业轮动策略和成长股策略。在行业轮动策略下，公司会在看好的行业中，挑选一篮子股票即行业中有代表性的龙头企业进行配置。在这种策略下，投资组合会呈现出行业集中、

个股分散的特征。也就是说，投资组合集中在1-3个行业中，但是每个行业会比较平均地配置4-5只股票。在这种策略下，持股时间一般不长。由于分散化的作用，投资组合的业绩表现趋于稳健。同时，公司会比较长期地持有一些成长股，这些成长股主要集中在医药和消费行业，这些行业的个股也是公司重点研究的方向。

在投资风格上，源乐晟的

投资组合表现出稳健成长风格。首先，公司表现出比较多的对景气行业和成长股的关注，对一些成长股的挖掘让公司产品净值表现出较好的进攻性，实现了较高的业绩。其次，公司的成长风格显示其灵活的一面，这种灵活性主要来自于波段操作和止损，表现在净值上，就是稳健的业绩和较小的回撤，有别于那些较少或不做止损的成长型基金经理。

止损：“活着才是最重要的”

源乐晟是市场上少有的风控表现出色的阳光私募资产管理机构之一。公司产品单一年份的最大回撤平均不超过14%，且多数年份的最大回撤平均不超过8%，自第一只产品成立以来（历时5年）的最大回撤平均不超过16%。这在最近几年持续的熊市中是非常少见的，充分体现了公司优秀的风

险控制能力。（见表）

公司的风险控制措施主要来自于事前的宏观研判和事后的止损机制。在中国人寿的多年投资经验帮助曾晓洁培养了对宏观经济和市场情绪极强的敏感性，这种宏观分析框架一方面为寻找正确的行业配置方向提供了有效的指引，另一方面则可

以通过主动仓位控制避免系统性风险。从具体的操作情况来看，公司在2009年8月出现过一次失误，其他时间包括2008年、2010年4-6月份、2011年5-6月份基本上都及时降低了仓位，避免了系统性下跌。

在事后控制上，严格的止损机制有效地保护了对既有业绩

的侵蚀。与那些不重视止损的选股型基金经理不同，曾晓洁信奉“活着才是最重要的”，反对机械的长期持有。当产品净值回撤达到5%时，整体仓位降低一半；当个股从高点回撤10%，则开始对该股进行减仓；当个股单日出现暴跌，比如8%的跌幅，则对该股进行强行平仓。

考核：注重对产品业绩的直接贡献

公司的投资团队以曾晓洁为主，曾晓洁管理着旗下绝大部分产品。在公司的股权结构中，曾晓洁也占有绝对股权。与一些采取多基金经理的平台型私募资产管理机构不同，源乐晟保持着单一的投资风格，同时各产品的业绩之间几乎不存在较大的差异，投资者也不必为选择哪只产品而烦恼。单一型投资风格的私募资产管理机构可以有效减少风格差异带来的摩擦和沟通成本，同时也可以保证投资策略得到顺畅地执行。

公司的研究团队以吕小九为主，有6名主要成员。公司的研究员以理工科背景为主，这与曾晓洁和吕小九的金融业背景形

成有效补充。在行业研究上，源乐晟采取重点覆盖的原则，即重点覆盖一些主要行业，这些行业主要集中在消费品、医药、TMT和其他一些新兴产业中，因为这些行业基本代表了经济转型和未来成长的方向；对于传统行业，比如银行、地产、资源、公用事业等，公司更多看重行业策略性的机会。同时，公司也重视与一些外部研究机构的合作，与公司的内部研究形成有益的补充。

在考核和激励机制上，公司看重对产品业绩的直接贡献，比如基金经理管理的产品业绩和研究员推荐股票对投资组合的贡献。自成立以来，公司投研团队成员都比较稳定。

建议：产品适合稳健进取型投资者

1、风险收益特征
源乐晟的产品具有中高风险、中低收益的特征。在最近3年的业绩比较中，源乐晟的收益指标处于市场约70分的位置，最大回撤指标处于市场上70-75分的位置。最近5年的相应指标均好于最近3年的相应指标，特别是收益指标处于遥遥领先的位置，好于市场上95%的阳光私募基金资产管理机构。整体来讲，公司在收益和风险上做到了良好的平衡，收益能力和风控能力均能排在市场前列。

在与市场指数的业绩回归分析中，最近3年和5年的贝塔系数分别为0.457和0.462，表明公司的产品业绩跟市场的相关性处于中性偏弱的水平，而且相关程度保持相对稳定。最近3年和5年的阿尔法系数分别为7.44%和22.42%（分别好于同期市场70%和85%以上的阳光私募资产管理机构），表明公司在最近3年中获取超额收益的能力一定程度上受制于市场的持续低迷，有所下降。

2、适合的投资者
根据对源乐晟产品的收益特征分析，我们认为其产品适合稳健进取型投资者。源乐晟不仅具有较高的收益获取能力，表现出中高收益特征，而且也有着较高的风险控制能力，表现出中低风险特征，而且这种特征在不同时期均能保持很好的持续性，对于追求较高收益但是又能承受较低风险的投资者来说，是合适的选

择。从另一个方面来说，源乐晟符合全能型选手的特征，即进可攻、退可守，是市场上不可多得的能同时在进攻和防守两个方面取得平衡的阳光私募资产管理机构。

3、风险因素分析
在投资策略上，源乐晟的行业轮动策略和成长股策略历经5年的牛熊考验，充分证明了其有效性。当然在宏观判断和行业配置上，不乏失误的时候，但是对于源乐晟来说，曾晓洁多年在保险资产管理中形成的丰富经验、止损机制和及时的调整是保证其重新调正航向的关键，而这些在源乐晟都发挥得很好。

在公司资产规模扩张时会带来一定的流动性影响，这种影响主要表现在个别时候被动止损带来的流动性冲击和交易成本的上升。但从历史上来看，这种被动止损的情形并不是很多。另一方面，公司的主要优势在于行业配置，并且在个股的配置上较为分散（主要配置行业龙头），整体上来讲，流动性冲击有限。

在私募资产管理机构发展初期，由于投资理念和投资文化的差异，往往存在一定的团队磨合成本甚至团队分裂的风险，而这些在源乐晟基本不存在。公司的管理层具有相同的从业背景，并且在加入源乐晟之前已共事多年，经过多年的磨合，投资理念和投资文化已经高度融合。