信奉价值投资

“低估值+高增长”是永恒主题



崔军：现任上海宝银创赢投资管理有限公司董事长，证券从业经验已有22年。管理基金资产规模累计超过40亿元，产品共计29只。2014年旗下“最具巴菲特潜力对冲基金1期”以332.79%收益夺冠。被“500倍基金网”评为最具巴菲特潜力基金经理，2014年私募基金收益前十排行宝银创赢十席雄霸四席。

□上海宝银创赢投资董事长 崔军

2011-2012年期间，A股熊霸全球，这两年可用“悲催”来形容私募基金，继2011年阳光私募全年“非正常死亡”数量突破百只之后，2012年更是雪上加霜。来自私募排排网的统计数据显示，除去正常清算的阳光私募外，2012年前11个月，全国已经清算的阳光私募产品共有331只，其中提前清算的就达到了112只，与2011年相比，这个数字同比大幅增长了50%。

虽然宝银创赢旗下的基金也经历了A股这段惨烈的熊市。但宝银创赢的基金数量还是从2011年的1只增长到目前的40只左右。规模也从1亿元增长到40亿元左右。宝银创赢之所以能取得这样的成绩，在于我们坚定投资有价值的公司、坚持安全边际原则、准确理解了“股神”沃伦·巴菲特的投资思想，坚持用0.4元的价格买进价值1元的东西。

宝银创赢公司在投资上的核心理念是：我们的盈利来自于企业本身，我们深刻认识到：投资证券市场的盈利应该来自上市公司本身，来自公司成长带来的资本增值。这种盈利模式对于市场所有参与者而言是共赢的。

投资成功，永不亏损的秘诀精炼成四个字就是——“安全边际”。安全边际原则非常正确，非常有效，是投资成功的基石。巴菲特一再强调的投资信条有二：第一是永远不要亏损；第二是永远记住第一条。

爱因斯坦说：“人们所知道的最大奇迹是什么呢？是复利。”富兰克林说：“复利这块神奇的石头能够把铅变成金子。”巴菲特之所以今天拥有巨大的财富，就在于复利。1965年—2015年的50年时间里，巴菲特执掌的投资旗舰——伯克希尔·哈撒韦公司A股股价从7美元上涨到22万美元左右，股价涨了近3万倍，年均24.5%的复利收益至今无人能企及。这意味着，假如你给巴菲特1万元，50年后巴菲特就会给你变成3亿元。宝银创赢的目标就是打造成中国的伯克希尔·哈撒韦公司。

如果100万每年挣30%的复利，10年资金将增值到1379万，20年资金将增值到1.9亿，30年资金将增值到26.2亿，40年资金将增值到361亿，50年资金将增值到4979亿。我的目标就是通过运用复利的威力和安全边际原则，使宝银创赢的投资人10年20年后都变成亿万富翁，我也希望投资者能长期持有我们的基金。

A股现在已经进入牛市，现在是牛市的第二浪调整，大盘未来几个月即将展开牛市的暴涨性第三浪上涨。大盘将在2017年上涨到6000点—8000点，请投资者千万不要提前离开飞奔的牛市火车，一定要抓紧上车。我的一个客户去年10月挣了75%，本来是要进“最具巴菲特潜力对冲基金1期”的，但她恐高，想等大盘回调再进我们的基金，没有马上进入我们“最具巴菲特潜力对冲基金1期”，但在短短两个月时间错失了357%的收益，现在后悔万分。

宝银创赢认为，在牛市中选股非常重要，一定要选到价值低估、业绩高速增长的股票，这才是未来的10倍股。在未来的牛市中一定要有挣10倍的准备，大盘闪电上涨前你必须在场，价值投资是永恒主题。

通过对标准普尔500指数的统计：从1926年到1996年，在这段漫长的70年里，股票所有的报酬率几乎都是在表现最好的60个月内缔造的，这60个月只占全部862个月的7%而已。要是我们能够知道是哪些月份，想想看获利会有多高！但是，我们做不到，以后也不可能做到。

我们的确知道一个简单而珍贵的事实，就是如果我们错过了这些表现绝佳，但不算太多的60个月，我们会错失掉整整60年才能积累到，而且几乎等于所有的投资报酬率。其中的教训很清楚：“闪电打下来时，你必须在场。”宁愿要波澜起伏的300%也不要平平淡淡的15%。价值投资策略将永不过时，不管市场有多少风云变幻，不管资金的大小，都能够持续打败市场，战胜大盘。

“期权时代”为基金投资者带来什么

□招商证券 宗乐

1月9日，证监会批准上海证券交易所开展股票期权试点，试点范围为上证50ETF期权。2月9日，上证50ETF期权合约品种将正式登陆上交所。此次试点，证券投资基金、社保基金、养老基金、企业年金、信托计划、资产管理计划、银行及保险理财产品以及满足特定条件的个人投资者均可参与。

对于个人投资者而言，参与门槛为50万元，并具备6个月以上融资融券或金融期货交易经验，较高的资金门槛和经验限制已经将很多希望参与期权交易的普通投资者拒之门外。我们预计在期权上市初期，参与者将以机构投资者为主。

在成熟的金融市场，期权、期货等衍生品的参与者也都是以机构投资者为主的。香港联交所的最新数据显示，2013年至2014年度期间，52.2%的指数期权交易来自于做市商的做市交易及其自营业务，30.7%的交易来自境内外的机构投资者，仅有17.1%的交易来自境内外的个人投资者。

说到期权，很多投资者误将其单纯的视为短线投机工具，是一种风险极高的衍生品。在实际投资中，期权不仅可以用来做短线投机，而且还能成为控制风险的有效手段。此外，期权具有“下可保底、上不封顶”的风险收益特征，如果运用得当，可以与其他金融工具一起组成丰富多样的投资策略，创造盈利机会。正是由于期权具有“左右逢源”的对冲效果，因而广受专业人士青睐，预计期权等金融衍生品将成为未来公募基金拓展投资领域的重要方向。

普通投资者可以通过投资公募基金间接参与投资股票期权获得收益，目前已有基金公司在积极设计期权相关产品。海外市场来看，股票型基金应用股票期权主要用来对冲市场下跌风险，降低投资组合的波动率，获取更高风险调整后收益。有时候，基金也会采用小部分仓位来构建期权头寸，进行方向性投资。



IC图片

2013年至2014年度期间，在港交所交易的恒生指数期权合约的所有交易量当中，有53%是做纯交易（pure trading）的，有35%是用来做对冲的，剩下的12%是执行套利交易的。此外，个股期权的交易量分布在纯交易、对冲和套利这三类交易中的比例依次为44%、49%和7%。可见，以对冲和套利为目的的期权交易总和占了总交易量的一半左右。

具体来看，公募基金可以从以下几个方面参与期权投资。

首先，绝对收益基金可以通过买入与现货多头相匹配的看跌期权有效控制下跌风险，同时继续享有未来上涨的受益权。因为是期权多头，最大损失就是权利金，因此不会出现爆仓情况。在期权推出之前，我国市场上的绝对收益基金多以0-95%的股票仓位设计为主。基于对冲手段的匮乏，基金经理只能通过及时减仓来控制风险，频繁的加、减仓不仅加剧了股票市场的波动，而且也大大提高了基金的交易成本。期权的推出，不仅极大程度的丰富了主动管理的绝对收益产品设计空间，同时也给其他主动管理型的基金经理提供了更加高效便捷的调仓手段，提高基金流动性管理的效率，并间接提高现货市场的稳定性。

其次，保本基金可以通过买入看涨期权分享未来股市上涨带来的收益。期权推出之前，保本基金只能采用CPPI或其衍生策略来实现保本。在“债熊股牛”的市场环境中，前期安全垫的积累往往需要较长的时间，在基金净值未达到安全垫最低要求之前基金经理无法建仓，只能看着大好的牛市“被踏空”。期权推出之后，这种尴尬完全可以避免。假设某保本基金的总资产是10亿元，基金经理可以用9.5亿元买入面值10亿元（持有期间利息回报0.5亿元）与保本期限相匹配的零息债券作为基础配置，并持有到期。这样一来，不管债市涨跌，只要没有违约情况出现，在到期时该基金都可以拿回10亿元的现金，即实现了保本。在此基础上，基金经理可以以0.5亿元的成本再买入某个或某几个看好标的的看涨期权，获取标的资产价格未来上涨的受益权。

除了上述两种设计之外，期权还可以用来实现指数增强、现货和期货期权之间的套利、波动率套利等多种策略，从规避风险和创造盈利机会两方面为基金管理人提供投资契机。随着我国金融市场的不断深化，未来期权交易品种将越来越丰富，而基金的风险收益特征也将进一步优化，基金投资者可拭目以待。

互联网春天已近

□北信瑞丰基金公司
副总经理 高峰

进入2015年，计算机及互联网相关公司无疑是A股市场风口中最引人瞩目的雄鹰，互联网金融、互联网医疗、互联网教育、互联网保险、网络安全等概念股在大盘震荡中脱颖而出，或一飞冲天，或屡创新高。

这其实是符合互联网产业发展内在规律的，我们可以把互联网产业的发展大致分为三个阶段：第一是硬件和基础设施建设阶段，第二是软件及系统安全大发展阶段，第三是各类现实场景的应用爆发阶段，我们目前正处于第三阶段开始的时期。回顾过去几年的市场表现，也基本遵循了这样的脉络。

2009年到2012年，市场的大牛股多出自电子及智能终端制造行业；2012年到2014年的大牛股则多出自计算机软件及由软件进入互联网的行业；2014年底以来，涨幅最好的多是各行业互联网应用（O2O）最为领先的公司。经过最近10年左右的发展，我国在互联网基础设施建设、智能终端普及方面，已经不输发达国家水平，具备了互联网应用大爆发的条件。

互联网正在深刻地改变我们的生活、购物、社交以及工作方式，也正在改变传统工业、商业、金融的经营方式，甚至社会组织和公共管理方式。传统产业和互联网相结合的创新模式将层出不穷，其中无疑蕴含了非常多的投资机会，传统行业、传统企业拥抱互联网应该是今年乃至随后几年市场上反复追捧的主题，对于反应迟缓的企业也将形成巨大的挑战。不过从投资的角度上还是要清晰地认识到，行业的蓬勃发展和具体公司的投资价值并不能简单画上等号，在互联网相关主题的投资上，依然要把风险因素放在首要位置。

目前容易被市场忽视的风险主要在于大部分进入互联网的A股公司并没有形成清晰的盈利模式。对一些成功的公司而言，盈利模式形成阶段一般堪称收益最为丰厚的阶段，但是，互联网公司创业成功率远远低于10%；在成熟市场中，公司股价反应的一般是当前业务进展情况，但A股市场当前的股价基本上都包含了未来商业蓝图能够实现的预期。因此，一旦最后没有形成有效的盈利模式，股价无疑存在大幅下跌的风险。

其次，相当一部分公司是以重资产的模式进军互联网业务，原有的互联网公司也有向重资产发展的趋势，这无疑会降低资产回报率，增大业绩的波动性，影响公司的估值。

最后，我们一定要认识到，市场给予互联网业务高的估值，是基于对未来成长的预期，并不是因为其行业。对于进入门槛不高，且天花板又很明确的，理应保持一份谨慎。