

重仓股曝光 金牛基金经理调仓“门道”明晰

□本报记者 张凌之 李惠敏



新华社图片

随着首批金牛基金三季度出炉，金牛基金经理调仓换股路线图映入投资者眼帘。

中国证券报记者梳理部分金牛基金三季报后发现，金牛基金经理仓位较二季度末有升有降，调仓换股迹象明显，减持了部分估值过高的科技、消费和医药板块个股，加仓了可选消费、机械、军工等行业个股。截至目前，贵州茅台暂居基金重仓持股市值首位。

展望后市，金牛基金经理认为，仍以结构性机会为主，需要谨慎应对估值收缩压力；长期仍对权益市场十分乐观，科技和消费板块具备长牛基础。

仓位有升有降

仓位方面，截至27日，目前已披露的三季报金牛基金经理的股票仓位多数较二季度末有所下降。曾夺得五年期开放式混合型持续优胜金牛基金奖项的民生加银策略精选A股票仓位，从二季度末的78.48%降至三季度末的75.42%；夺得三年期开放式股票型持续优胜金牛基金奖项的工银瑞信文体产业股票仓位，也从二季度末的90.30%降至三季度末的89.67%；获得过三年期开放式混合型持续优胜金牛基金奖项的嘉实优化红利的股票仓位从91.71%降至82.22%。另外，银华中小盘、安信价值精选、嘉实新兴产业等基金三季度末的股票仓位均较二季度末有所上升。

从金牛基金经理三季度持仓看，调仓迹象明显。嘉实基金归凯三季度在持仓结构上做了优化，增持了大制造板块，增持的细分行业包括军工和机械等，对科技、消费、医药健康板块

略有减持。银华基金焦巍表示，三季度主要减持了大部分科技公司，只留下了芯片行业的龙头公司保持观察，另外增持了部分医药股，同时增加了对快递行业和食品饮料行业（除白酒外）的配置。

贵州茅台仍受青睐

据Wind数据统计，截至10月27日，根据已披露的基金三季报数据，贵州茅台、五粮液、立讯精密、中国平安、隆基股份、恒瑞医药、中国中免、宁德时代、泸州老窖和美的集团跻身公募基金前十大重仓股持股市值前十位。其中，436只基金三季报披露的前十大重仓股中出现了贵州茅台，合计持股数量为2386.67万股，合计持股市值达398.22亿元；365只基金的前十大重仓股中出现了五粮液，合计持股数量为13700.96万股，合计持股市值达302.79亿元。

具体到金牛基金经理的持股，李晓星管理的银华中小盘混合，三季度末前十大重仓股分

别为：立讯精密、广联达、隆基股份、泸州老窖、吉比特、宁德时代、芒果超媒、恒生电子、东山精密、TCL科技。刘彦春管理的景顺长城新兴成长三季度末前十大重仓股分别为：中国中免、泸州老窖、贵州茅台、五粮液、迈瑞医疗、恒瑞医药、美的集团、晨光文具、海康威视、海天味业。归凯管理的嘉实新兴产业三季度末前十大重仓股分别为：通策医疗、广联达、汇川技术、华测检测、迈瑞医疗、国瓷材料、立讯精密、恒生电子、贵州茅台、中科创达。

高估值品种料承压

展望后市，金牛基金经理认为以结构性机会为主，但需要关注和应对部分品种估值收缩的压力，长期仍对权益市场十分乐观，科技和消费板块具备长牛基础。

李晓星团队表示，展望第四季度和明年，市场总体风险可控，但系统性普涨几率并不大，以结构性机会为主。流动性边际收缩和经

济持续复苏是主基调，流动性推升的品种回调压力大。

刘彦春表示，随着经济运行逐步常态化，流动性环境必然有所变化，市场未来会面临一定的估值收缩压力。今年资产价格复苏快于生产端，上涨有一定泡沫化特征。不过，从长远看，刘彦春仍然非常乐观。他表示，我国仍然是全球最具活力、最有潜力的大型经济体，有足够的投资空间和投资能力，在很多年内都可以实现投资和消费相互牵引，正向循环。创新正在各个领域发生，即使在传统行业，科技赋能也正在带来效率的持续提升，权益投资大有可为。

李晓星团队中长期看好科技创新和品牌消费。他表示，消费股和科技股具备长牛基础。具体到科技板块，他看好TMT和新能源。对于消费板块，他看好具有稳定竞争格局、可充分享受消费升级红利的高端消费品，可从中挑选出品牌力强、经营模式优秀、业绩增长确定性高的优质公司。

蚂蚁集团背后股权机构“赚翻”

□本报记者 李惠敏 张凌之

10月26日晚，上交所发布的蚂蚁集团IPO初步询价公告显示，蚂蚁集团A股发行价确定为每股68.8元，总市值2.1万亿元。据此计算，从蚂蚁集团整体变更设立股份公司时就参与的投资者赚得盆满钵满。其中，社保基金初始投入的75亿元，目前持股市值达480亿元；中国人寿保险投入的24亿元，目前持股市值达171亿元；春华资本投入的11.8亿元，目前持股市值达76亿元。

5年估值增长7倍

蚂蚁集团一直是各路资本追捧的对象。从招股说明书来看，蚂蚁集团共经历4轮重大融资，估值水平一路上涨。从2015年6月首次境内融资到2018年7月，估值水平从2600亿元增长至9600亿元。而根据最新蚂蚁集团的初步询价

公告显示，其总市值达2.1万亿元，较2015年6月的2600亿元，估值增长了7倍（注：招股说明书称该估值是以假设阿里巴巴已经根据2014年8月签署的《2014年股权和资产购买协议》及后续相应修订取得发行人3%股份为计算基础）。

招股说明书显示，蚂蚁集团成立以来共增加注册资本3次。具体情况如下：自2017年末以来，2018年末、2019年末和2020年中，蚂蚁集团注册资本从150.00亿元，分别增至157.61亿元、235.24亿元和237.79亿元。其中，在2018年7月，蚂蚁集团完成境内融资，包括增发新股以及部分股东转让，同时向杭州君瀚增发新股，用于激励安排；2019年9月，杭州阿里巴巴取得了蚂蚁集团33%股份；2020年6月，蚂蚁集团向杭州君瀚增发2.5438亿股。

机构赚得盆满钵满

从蚂蚁集团的招股说明书看，2016年12

月整体变更设立股份公司时共有23名发起人，到了2020年6月最后一次增资时已有32名股东。若以68.8元/股的价格计算，早期进入蚂蚁集团且未提前退出的机构赚得盆满钵满。据粗略计算，这些机构合计大赚约8700亿元。

仅从蚂蚁集团整体变更设立股份公司时就进入的股东看，2015年，社保基金以75亿元入股蚂蚁集团，认购近7亿股。招股说明书（注册稿）显示，社保基金持股数量为6.99亿股，在2016年12月时，持股数量占所有发起人的比例为4.6598%。按蚂蚁集团A股发行价68.8元计算，这笔投资目前市值超过480亿元，五年赚了405亿元。

若以此计算，同批进入中国人寿保险约以24亿元的价格持有蚂蚁集团2.494亿股，当时的持股比例为1.6627%。截至最后一轮融资，中国人寿保险持股数量未发生改变，若按68.8元的发行价计算，24.76亿元的初始投资，当前市

值达到171亿元，五年大赚146亿元。

还有知名股权机构——春华资本旗下的春华景信（天津）投资中心（有限合伙）和春华景信景福（天津）投资中心（有限合伙），也是作为发起人入股蚂蚁集团。早在2016年12月，以上两家有限合伙企业分别持股7064.81万股和4036.35万股，约7.5亿元和4.3亿元的初始投资，目前市值超过了48.6亿元和27.77亿元。2018年7月，春华资本旗下春华荣信（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）获得了由杭州君瀚转让的4535.15万股股份，持股比例在2018年7月增资时为0.2877%。

同样作为发起人的海南建银建信从林基金合伙企业（有限合伙），持有蚂蚁集团1.9亿股，初始投入资金约20亿元，蚂蚁集团上市后，海南建银建信从林基金持股市值达130.92亿元。值得注意的是，海南建银建信专项基金一号合伙企业（有限合伙）于2018年7月参与蚂蚁集团增资，认购了566万股。

长期聚焦消费科技 短期关注顺周期

□本报记者 张凌之

“寻找信任你的持有人，长期带给他们满意的回报是我管理基金的初心。”为了守住这份初心，银华基金执行总经理、两届金牛奖得主张萍深耕消费领域近十年，为投资者带来丰厚回报。银河证券数据显示，今年以来，张萍管理的银华盛世精选收益率达53.67%，成立以来的收益率超178%。

日前，拟由张萍管理的银华品质消费正式发行。追求把消费风格做到极致的张萍，仍将在消费这条黄金赛道上不断求索。在她看来，消费的投资是一个由慢变快的过程，只有不断积累，方能开花结果；而投资更是一场自我修行，唯有不断学习，不断认识和反思自己，方能不负投资者的信任和托付。

十年磨一剑

“希望能把自己这些年在消费方面的研究

和投资更好地反映在这次新发的银华品质消费基金中，把消费的风格做得更加极致。”在谈到已经管理了以投资消费为主的银华盛世精选，为什么还会发这只新基金时，张萍如是说。

2010年入行至今，张萍已深耕消费领域近十年。“最开始在卖方做了五年的消费品研究，2015年我加入银华，从研究员做起，到今年我在大消费领域已经有近十年的研究、投资经验。”在张萍看来，消费领域是一个特别需要长时间积累的领域，无论是做消费品还是做消费品的投资，都是由慢变快的过程，只有经多年积累，方能开花结果。

通过一个故事，张萍讲述了时间的重要性。“2016年初，彼时白酒行业已沉寂多年，很多消费行业新的研究员去调研白酒公司后，对这个板块并不看好，但我当时觉得白酒行业进入了一个拐点，在公司内部也强烈推荐白酒行业。为什么大家调研获得的是同样的信息，得到的结论却截然相反？其实是因为新的研究员并没有经历过2010年到2012年白酒的泡沫期以及

2012年到2015年白酒行业的衰退期，对行业没有一定的敏感度。”张萍说：“在疯狂时多一分冷静，在行业处于低谷时可以多一些信心，这是我长期跟踪消费行业得到的感性认知，而对行业的感性认知不是通过知识和智慧可以弥补的，确实需要长时间的积累。”

三类资产积淀组合

十年积累，消费领域哪些资产会沉淀在张萍的投资组合中？“我的组合中有三类资产。”张萍表示，第一类是格局非常稳定，业绩增长确定性也较高的资产，比如白酒和医药行业的龙头企业，未来五到十年，它们的业绩成长性较为明显，龙头地位也难以被颠覆；第二类是目前整个行业增速很快，渗透率较低，但格局不是特别清晰，会从中选择一些潜在的龙头企业，即业绩高成长股。比如目前组合当中的餐饮供应链公司，还有一批化妆品、创新药、创新器械和医疗服务类的公司，都属于成长性较好但格局不是

那么清晰的公司；第三类是消费行业里的强周期，会在景气上行、周期上行的过程中买入其中具有放量逻辑或者是阿尔法逻辑的公司，如养殖、酒店、造纸和地产链里的个别公司。

这三类资产既是即将发行的银华品质消费基金的基本资产配置，同时也是张萍及其团队投资理念和选股思路的体现。“长期稳定的超额收益就是绝对收益”——要实现这一投资理念和目标，张萍及其团队采用了四步选股法：即寻找未来两到三年景气度可以维持上行的行业，然后从中选择业绩增速最快的公司，再通过估值和业绩匹配度的比较来配置组合，并在管理过程中不断调整组合的性价比。

张萍认为，中期市场仍以结构性机会为主，随着流动性环境的边际收紧，各个行业的估值都会往下走，而她要做的，就是选择业绩增速快于估值下降速度的股票，这些为数不多的结构性机会就成为组合超额收益的来源。“从中长期来看，我们的配置还将集中在科技、消费两大领域，中短期则会关注银行、保险等顺周期资产。”张萍说。

赚1笔花20年，如何才能实现？

□ 兴证全球基金 李婧

嘿，根本完全无法跟两座火山比拟。到了1946年，瑞典议会终于同意基金会享受免税待遇，至此诺贝尔基金会才有了喘息的机会，每年的基金金额开始回升。然而，税收只是吞噬资产的一颗猛毒而已，直到1953年面对已流失三分之二的资金时，才迎来了重大改革。

自1953年第一次对投资范围的改革起，诺贝尔基金会的资产配置策略就在不断调整中。除了增加股票和不动产之外，还逐渐实现了全球化，以及金融衍生品投资。一方面积极投资权益资产，在全世界优秀企业的股东，根据经济热度在不同经济体获得超额收益；另一方面重视风险管理，不仅在不同资产的热度上进行约定范围的调整，同时在2000年的美股互联网泡沫、2008年的次贷危机之后加大对对冲基金等另类投资。

根据诺贝尔基金会的年度财报显示，2019年诺贝尔基金会为900万瑞典克朗，与1901年第一笔奖金15万克朗（相当于如今的872万克朗）相比，购买力价值为103%；而诺贝尔基金会截至2019年底的资本总市值为49亿瑞典克朗，相较于119年前的3100万启动资金（相当于如今的18亿克朗），增长幅度达到268%。换句话说，运营了将近120年的诺贝尔基金会，终于实现了不仅每年支出的基金实际价值不降低，还实现了总资产翻倍。可见，充分的资产配置与组合再平衡是其实现长期抗通胀超额收益的有效方式。

回到我们每个人的投资，究竟要怎么准备才能有1笔资金能在退休后至少花20年？诺贝尔基金会或者说“永续年金”，就有值得认真学习的地方，概括地说就是以时间换本

基金养老FOF产品中将要执行的免税政策也是可行的。

再次，规划支出才能实现“永续”。如果说免税政策可以看作是政府提供的引流方式，那么诺贝尔基金会规定的每年投资收益的10%用于再投资，就是“内部开源”的方式，这与普通人的退休后生活状况基本一致，即工作带来的外部收入随年度下跌甚至没有，而只有支出，如果通过以时间换本金，专业化理财已经获得一笔可观的退休资金，就更像诺贝尔基金会一样合理的规划支出。

