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

随着首批金牛基金三季报的出炉,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 洒外)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、泸州老客 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

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

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75亿元人 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

若以此计算,同批进入的中国人寿保险约 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%。截至最后一轮增资,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丛林基金 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 南建银建信丛林基金持股市值达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。

银华基金张萍:

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 头公司,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公司,即业绩 高成长股。比如目前组合当中的餐饮供应链公 司,还有一些化妆品、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

> 根据诺贝尔基金会的年度财报显示,2019年诺贝尔奖 金为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

期抵抗通货膨胀收益的有效方式 回到我们每个人的投资,究竟要怎么做准备才能有1笔 资金能在退休后至少花20年? 诺贝尔基金会或者说 乐续年 金",就有值得认真学习的地方,概括地说就是以时间换本

金、专业化理财、规划支出。 首先是以时间换资本。诚然, 浆续年金"的前提是较为雄 厚的资本,但是普通人也是有机会通过时间来换取资本的。从 这个意义上讲,越早开始准备养老金越好,20多岁开始也不足 为怪。一方面时间越长,复利的效果越明显;另一方面,距离退

以及组合再平衡是实现长期抗通胀收益的有效方式。另一方 面,不能小看税收给长期资产带来的变化,重税和通胀是同样 具有杀伤力的因素, 所以在积累1大笔基金时也,需要考虑税收 问题,401K计划的成功因素之一就是单笔免税或者说是税收 递延的政策。目前国内保险行业正在试点税延政策,未来在公

募基金养老FOF产品中将要施行的免税政策也是可期的 再次,规划支出才能实现"永续"。如果说免税政策可以 看作是政府提供的节流方式,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断 崖下跌甚至没有,而只有支出。如果通过以时间换本金、专业 化理财已经获得1笔可观的退休资金, 就更要像诺贝尔基金



来,多家基金公司申报或发行沪港深基金。近期 发行的新基金中,不少产品也可以用不超过 50%的股票资产投资于港股通标的。 公募基金人士认为,上市公司结构偏向新 经济、南向资金持续涌入、中国经济预期向好等 多重因素都将持续提升港股配置价值,中长期 看,港股有望扭转连续多年跑输A股的情况。

跑赢A股特征显现

港股成公募布局"心头好"

年内港股跑输A股,但公募基金却一直紧

盯港股这块价值洼地,加大布局力度。今年以

公募基金大力布局

□本报记者 徐金忠 万宇

年内港股跑输A股,但从9月下旬开始,港 股相对A股走势企稳。10月以来港股小幅跑赢 A股,截至10月27日收盘,恒生指数10月以来 的累计涨幅达5.64%。与此同时,衡量AH股比 价的主要指标沪港AH溢价指数已超越了2015 年的高位152.03点,创下过去10年以来的新高, 该指数目前仍在高位附近波动。

今年公募基金积极布局港股,多家基金公 司都发行了以投资港股为主的基金,比如银华 基金的银华港股通精选、广发基金的广发港股 通成长精选、国投瑞银基金的国投瑞银港股通6 个月定开等。还有多家公司申报了沪港深基金, 如华夏基金、富国基金等公司申报了中证沪港 深500ETF,华泰柏瑞基金申报了中证沪港深创 新药产业ETF、中证沪港深云计算产业ETF等。

近期发行的新基金中,不少基金的投资范 围中也包括了港股通标的。比如易方达基金于 10月26日发行的易方达科益混合,该基金可以 用不超过50%的股票资产投资于港股通标的 实现对更多A股和港股优质股票的有效覆盖。

无独有偶,广发基金打造的第2只主动管理 型医药主题基金广发医药健康, 也可以通过港 股通投资港股,投资于港股通标的股票不超过 股票资产的50%。

此外,近期发布的三季报也显示,多只沪港 深基金在第三季度加大了对港股的配置。工银 瑞信沪港深三季报显示,三季度末,该基金通过 港股通交易机制投资的港股公允价值为9.58亿 元,占期末资产净值比例为76.28%,与二季度 末的港股公允价值和占期末资产净值比例相比 略有上升。华安沪港深通精选三季报显示,该基 金通过港股通交易机制投资的港股公允价值为 3.11亿元,占基金资产净值比例为45.55%,这两 个数据第二季度末分别为2.60亿元和43.48%。

维持港股市场乐观判断

广发基金国际业务部基金经理余昊认为 港股未来向好。从供给端看,上市公司结构越来 越偏向新经济,为长期收益提升提供良好基础; 从需求端看, 南向资金持续涌入, AH溢价在新 经济行业上结构性的持续收窄,未来有望持续 带来额外的估值收益;从国内角度看,经济预期 向好,货币信用政策边际偏紧,历史上是港股跑 赢A股的一大特征;从国际角度看,弱势美元和 中国企业盈利改善趋势在国际上具有相对优 势,是港股在新兴市场中大放异彩的主要特征。

银华基金基金经理周大鹏表示, 港股市场 当下估值水平在全球主流资本市场中处于最低 水平, 且在不断引进代表中国经济新方向的互 联网、科技、医药龙头公司到香港上市,以改善 整个市场传统经济板块占比较高的现状,维持 对港股市场的乐观判断,香港市场依然是全球 范围中性价比较好的投资选择。

不过,也有基金经理提醒,港股市场仍面临 复杂的环境。"港股市场受到多方面因素影响,对 各方消息更加敏感,在当前海外形势和疫情形势 尚未完全明朗的情况下,需要警惕情绪性因素带 来的扰动。"有沪港深基金基金经理指出。

看好科技消费等板块

中融基金指出,第三季度,港股市场高开低 走,海外疫情反复叠加流动性边际收紧的预期波 动下, 港股的部分银行估值已经跌到较低水平 与此同时,两地市场在光伏、新能源汽车等板块 则有同步的表现,都反映了较强的市场预期。第 四季度,中国经济复苏得以延续,欧美市场仍然 存在潜在的风险,对港股市场在盈利调整背景下 的表现保持相对乐观。细分领域中,将重点关注 消费、医药、金融和科技板块的投资机会。

德邦基金表示,目前,短期外资风险偏好或 受压制,但在"弱美元、强人民币"环境下,叠加 港股基本面,高AH溢价与市场生态结构变化 港股正处于黄金布局期。多数港股上市品种在 2019年、2020年以来的涨幅不及A股,这意味 着未来港股估值回归是全方位、多领域的,不仅 体现于恒生指数代表的金融地产板块, 还体现 在恒生科技指数代表的新经济板块, 行业结构 全面的港股通标的也将受益。将重点关注涨幅 比较少、估值便宜的标的。港股通当中的一些优 质公司现在具备"戴维斯双击"的潜在特点,值 得中长期配置。

余昊认为, 未来港股将是科技行业的主战 场;明年还看好价值风格逆袭,理由是中国企业 盈利复苏良好,同时弱美元和港股通均从宏观 背景上促成了这一投资机会实现的可能性。

时间,甚至是过去大部分时间都处在贬值的状态 众所周知的是 诺贝尔先生的溃嘱中确实有规定 留下 的3100万瑞典克朗 (折合现在价值14亿人民币)要以投资证 券的基金形式管理,诺贝尔奖金则从利息与分红中支取。不 过因为基金只被允许投资银行存款或债券等固定收益投资,

2020年的诺贝尔奖在10月陆续揭晓了,今年的奖金涨到

时至今日,只谈日常生活开支,760万元的奖金花20年,

了1000万瑞典克朗,折合人民币超过760万元。网传当年诺贝

尔先生在遗嘱中,虽然没有明确规定奖励金额,却有建议奖

平均每月3万元也能实现基本的生活保障。这样看来,诺贝尔

奖金是与时俱进的,购买力仍然在线。然而过去119年的时间

里,诺贝尔奖金并不是一直这样给力,可以说有很长的一段

金应能够满足一位教授20年不拿薪水仍能继续他的研究。

奖金数额一路下降到1923年的11.5万,这只相当于1901年奖 可以说诺贝尔基金会成立后一直被重税和通货膨胀吞

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,每年的奖金金额开始回升。然而,税收只是吞噬资产 的一头猛兽而已,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,诺贝尔基金的资产

噬,根本完全无法跟两座大山抗衡。到了1946年,瑞典议会终

配置策略就一直在不断调整中。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,在全世界做优秀企业的股东,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冲基金等另类投资

干实现了不仅每年支出的奖金实际价值不降低,还实现了总 资本翻倍。可见,充分的资产配置与组合再平衡是其实现长

休的期限越久经历的经济周期越多,越能在牛市中受益。 其次,专业化理财至关重要。前文已提过充分的资产配置,

会一样合理的规划支出。