

“逃顶高手”李源海：今年不逃顶只找股

□本报记者 易非 深圳报道

历经多年“熊牛”考验，李源海的投资业绩可圈可点，尤其在沪深300指数下跌了65.95%的2008年，其管理的申万巴黎盛利配置混合型基金仅亏损-8.8%，表现出了良好的抗跌性，被媒体誉为“最抗跌基金”。其同时管理的申万巴黎竞争优势股票型基金，自成立到其2009年7月底离任时止，净值表现在同期可比基金排名中也名列前茅。

不过遗憾的是，鉴于股票方向基金无一有正收益的情况，重量级基金评奖均选择2008年股票方向基金评选空缺。“没拿到金牛奖我完全可以理解，让基金持有人能够规避这样一场大股灾才是我最欣慰的。”李源海笑着对记者说。去年，南方基金投研体制成功转型，他与泰达荷银原投资副总监史博等作为德才兼备的人才被引入南方，李源海于今年1月底担任南方积极配置的基金经理。

海阔凭鱼跃，天高任鸟飞。作为业内规模前列的南方基金，面对经济已从底部回升的2010年，新上任的李源海又有怎样的投资思路和感悟？

从 β 策略转向 α

对于2010年的市场，李源海认为，今年的市场环境是经济复苏与政策收紧之间的博弈。剔除金融板块之后的估值水平并不低，融资融券、股指期货创新业务已经推出，而经济转型的任务艰巨，政策退出预期明确。这样来看，整体估值水平继续大幅上升的空间有限，市场难有趋势性机会，更多地表现为震荡态势。股价上涨驱动因素主要体现为，盈利增长的超预期、国家政策的扶持和跨区域的产业转移。

至于市场对欧美经济一会儿乐观，一会儿又因希腊债权危机悲观的态度，李源海显得颇为平静。他认为，欧美出现这么大的金融危机一定是其生活方式出现了问题，指望经济迅速恢复到从前并不现实。但考虑到政策刺激的强度和人们的预期适应，不必太悲观。像迪拜、希腊债权危机等问题，是经济复苏进程中遇到的波折，不会产生任何持久显著影响。

基于这种分析，李源海认为，中国对欧美出口会复苏，但保持以往增速的可能性待观察，增长点会更多地转向巴西、印度和俄罗斯等新兴市场经济体，目前这种势头正在显现。如果不在重大装备、服务领域取得突破，未来1年-2年我国出口再现2002年至2007年辉煌的希望不大，出口难以继续拉动中国经济的发展高速增长。

拉动经济增长的另一驾马车——投资再出现以前的高增长也有难度，在他看来，中国经济高速重工业化的过程基本完成，经济结构正在转型，经济增长未来更多地要靠内需消费和新兴产业。许多投资者担心高投资下降，导致周期性品种的价格下跌、销量难以提升，周期性企业盈利下降。银行、煤炭、有色等周期股这大半年的持续疲弱也表明了这一点。

李源海认为，宏观经济已从底部回升，政策将正常化，股票投资也要回归“常规”，综合平衡估值水平和企业的成长性。2010年不能像2009年那样买高弹性的股票，应该转为寻找盈利超预期的个股，即“从 β 策略转向 α ”，这也是南方基金今年的整体策略。

李是业内少有的有过投资银行经历的基金经理，再加上做过研究员，“这决定了我对上市公司比较了解。”他很自信。关注 α 、找寻盈利超预期的股票，李源海觉得市场转回到更适应价值分析的阶段。他一直认为，股市的投资收益归根结底来自于企业的盈利，其十年来形成的投资理念就是遵循从基本面出发，找寻有持续竞争优势、未来业绩增长稳定、公司管理透明的公司，结合资金供应状况决定的市场价值中枢进行合理配置。



李源海，经济学硕士，2002年起进入基金行业，2004年9月至2005年10月任万家增强收益（原天同保本）基金经理；2006年2月至2009年8月，任申万巴黎盛利配置基金经理；2008年7月至2009年8月，任申万巴黎竞争优势基金经理。现任南方基金投资部副总监兼积极配置基金经理。

看好内需消费板块

在2010年投资策略中，李源海提到了绝对收益概念，更多地将视野投向了内需消费，“中低档消费”被其认为是盈利超预期的重点。中国经济经过连续多年的高增长之后，中低收入人群的收入水平已经大幅提高，另外中西部经济也在快速发展。去年很长一段时间，他一直在关注中西部以及广大的二三线城市，那里的消费增长让他直呼太快。

他分析说，高收入人群的财富再增长，对消费的贡献并不显著，但原来中低收入人群，收入增长到一定阶段后，消费会大大增加甚至爆发。每个人都希望改进生活质量，

中低收入者从不知道品牌到享受品牌，这是一个自然的过程。“所以包含中西部在内的二三线城市的百货公司盈利增长会很快，对它们的投资会有绝对收益。”另外，医药、通信、信息服务等大消费板块，不管是牛市还是熊市，成长性都会相当稳定。

顺着收入增长这条主线，李源海同时看好航空股。他注意到，金融危机过后，不少航空公司紧缩开支，不再购买飞机。但是中国人的收入却在不断增长，需要享受快捷、高品质的出行服务，这样供给没有增加，但需求却在大幅增长的

行业，显然是很好的投资标的。

虽然李源海表示了对消费股的大力看好，但其投资风格却不会过于偏重。去年有的基金因为担心政策收紧，投资配置里完全摒弃周期性品种，几乎只有医药、零售和食品饮料。“这样的事情不会发生在我管理的基金”，他说，基金的组合构建会根据业绩基准指数的行业分布进行均衡配置，适度偏离。即使他现在非常看好医药股，但配置比例也不会提升到基金资产的30%。另外，很多投资者不看好的有色等周期股，李源海也没有像别人一样完全清仓，依然给予配置。

不偏激表现出的谨慎，与李源海的经历有一定关系。其长期在合资基金担任基金经理，合资基金借鉴外方长期的管理经验，对于旗下基金的排名并不过分看重，重点关注投资操作是否符合基金契约、投资组合的流动性和相对其业绩基准的偏差。比如业绩基准是沪深300，如果某段时间业绩增长远远跑赢沪深300，那就得必须解释原因。李源海很赞同这种把风险放在第一位的观念，“如果过于偏激的重仓方向最后错了的话，对基金持有人的利益和所在公司都会造成沉重打击。”

赚有把握的钱

在逃顶方面，李源海可谓高手。在2007年9月底，上证综指尚处于5500点时，其管理的申万巴黎盛利配置基金就减掉了一半股票仓位，而在此前则是满仓状态。他解释说，在关注企业盈利的同时，其还关注两个纬度，一是市场的估值水平，二是市场的资金状况，二者相结合决定了市场运行的估值中枢。而在5500点之上，估值水平已经超过了李源海的承受能力。此外，经过7、8、9连续三个月的基金巨额申购，临近9月底时，基金净申购量明显减少，这就是一个很明显的资金流入减少的信号，“于是我就迅速减仓一半。”

去年7月份在股市接近年内最高点时，他也减持了不少周期性股票。“整个7月份化工、钢铁等周期性股涨了30%以上，基本上反映了盈利上升的预期。”李源海告诉记者，一些个股按照当时的估值水平看，已经到了2007年高点。但是它的盈利再好、恢复再快，肯定不能与2007年经济最景气时相比，那么按照2007年最好的盈利对其进行估算，发现估值明显偏高时就是减持之际。

李源海对于过往操作的总结非常朴素，“做了近十年的投资，见过很多起起落落的事情，对于成功投资感悟最深的就是，回避大的下

行风险，赚有把握的钱。”其管理的原天同保本基金自2004年9月底开始运作，净值一直在面值之上，在2005年市场下跌中避免了损失。

逃顶之后的任务就是抄底。在这一点上，李源海照样表现优异，2008年市场跌到2000点之后，李源海管理的两只基金缓慢建仓，国家在11月份出台4万亿政策后开始加仓，加仓的主要方向就是煤炭股与地产股。

他解释说，当时加仓煤炭，是因为大家在金融危机时都去买美元与黄金避险；在经济回到正常以后，美元指数会下来，大宗商品价格一定会起来。经济复苏要用能

源，石油已经跌到30多美元一桶，在其看来已是跌无可跌，国内对应的煤炭能源板块估值水平接近低谷。至于加仓地产，在于其判断中国经济要复苏一定要靠地产。

谈及短期业绩排名压力，他认为，这很正常，但最终胜出主要靠投资的大局观和前瞻性，这也是自己一直在努力的方向。李源海2008年底建仓煤炭、地产时，市场大多数人根本不相信市场会重新起来，这让他寂寞地潜伏了两个多月，基金净值在去年1、2月份表现不佳，但是2月底一过，基金净值就快速上蹿。投资是孤独的，仔细分析、正确判断并予以坚持，终会有好结果。