

■ 基金看蓝筹系列之五

# 以动态研究为纲 坚定价值投资不动摇



□华夏基金副总经理 吴志军

自1998年首批基金公司成立开始,无论市场和外部环境如何变化,基金行业始终在实践中探索着适合国内市场的价值投资体系。基金行业的发展,对于逐步转变大众投资理念、引导股市理性投资、抑制过度投机,发挥了重要作用。

基金投资的规模相对较大,投资的透明度很高,难以从短线进出的投机操作中获得稳定收益,只有对上市公司进行准确的估值,重点投资于真正具有投资价值

价值的个股,才能获得较好的风险收益比。从基金行业发展的实践来看,一些基金之所以取得了较好业绩,最主要的原因就是他们有效地发掘了行业和个股的投资价值。

## 知易行难 坚持动态价值研究

价值投资是一个复杂的体系,是一项知易行难的工作。从长期投资角度看,只有深入、持续地开展动态的价值研究,才有可能从基本面角度选择出具备投资价值、符合投资目标的企业。在股价的波动无法用基本面研究的成果来解

释且对投资结果造成较大影响时,是价值投资理念最容易动摇的时候,也是最需要坚持的时候。

基金行业开展价值投资,应重视研究与投资之间进行有效互动。目前,各基金公司基本建立了较为完备的研究体系,通过积极发挥投研团队的作用,大部分基金在中长期取得了超越市场基准的业绩。以华夏基金为例,通过投研团队深入扎实的基本面研究,华夏基金挖掘了苏宁电器、泸州老窖等优质股票,为基金持有人带来了实实在在的回报,截至2011年底,累计为持有人分红780亿元。

## 完善制度 培养价值投资环境

资本市场有两个功能,一个是融资功能,一个是投资功能。在过去的十年里,我国证券市场的融资功能得到了充分发挥,A股市值和上市公司数在全球名列前茅,但值得长期投资的公司仍然凤毛麟角。重筹资、轻回报”的市场环境,很难真正树立起长期投资、价值投资的理念。所以,我们认为应该从发行、分红、退市制度等方面着手,不断提升上市公司的整体投资价值,加大力度,促进价值投资环境的形成。

首先,规范IPO过程中中介机构的行为,改善IPO环境。一个良好的价值投资市场应该能够维持一二级市场间的资金平衡,但在A股市场,上市公司的发行价往往透支企业未来几年的业绩,PE、投

行、律师事务所、会计师事务所等处于资本市场利益链上游的群体从中获利颇丰,基金公司等机构投资者、散户等处于利益链底层,获利空间被严重挤压。

改善IPO环境的重点是要建立投资者和融资者之间的制衡机制,完善市场定价体系。目前在A股市场,“高价发新股——业绩快速变脸——高管变现减持”的恶性循环频繁出现,部分原因在于目前的制度设计使得基金公司等机构投资者在IPO定价博弈中处于相对弱势地位,能够发出的声音有限。建立有效的市场定价体系,不仅要改革新股询价、定价制度,调整发行方式,还要通过更为合理的制度安排和严厉的奖惩措施,规范PE、投行、律师事务所、会计师事务所等IPO中介机构的行为,杜绝粉饰包装、利益输送、圈钱寻租等现象。只有IPO制度更加合理化,我们才能降低企业上市成本,持续推动优质公司发行上市,给二级市场投资者提供更多的可投资标的,增强市场的价值投资吸引力。

其次,推动上市公司兑现投资价值。在价值投资基础相对较好的香港市场,许多投资者都会把自己的积蓄投资到汇丰银行、长江实业、恒生银行这些蓝筹股中,因为这些蓝筹股每年或者每个季度都会发放可观的红利,完全可以作为银行存款的替代。反观A股上市银行,尽管经过多轮融资,资产状况已经有了明显改

善,2011年7家上市银行的业绩预增甚至最低都能达到37%,但他们在2011年却经历过平均5.6倍的市盈率,即使是经过这轮估值修复后市盈率也只有7.8倍。究其原因,还是因为只有少数几家大型国有银行的分红率能够略微超过一年定存利率,银行业的大部分利润都被继续用于资产负债表

的扩张,投资者能够稳定兑现的企业价值很低。这一点已经引起了监管部门的高度重视,然而,推动上市公司兑现投资价值还有待更多行之有效的措施。比如,将长期分红指标列为上市公司再融资、发行债券的必备条件,对上市公司形成稳定分红的压力;暂免征收分红红利所得税,避免因分红而降低企业价值;在市场低迷阶段,鼓励上市公司在认为其价值被低估时,通过回购股份的形式提振市场信心,回报投资者。

最后,还应落实严格的退市制度,减少投机资金对重组壳资源的炒作。通过优胜劣汰,在竞争中优化上市公司结构,从而在资本市场树立起尊重投资者的文化。

## 采取有效措施 扶持基金业发展

发展以价值投资为主流理念的证券市场,需要完善市场投资者结构,大力扶持基金等机构投资者的发展。目前基金行业的发展进入了相对停滞的整固期,对证券市场价值投资的影响力下

降。截至2011年底,股票类基金的资产净值占A股流通市值的比例仅有9.7%。我们建议采取更多有效措施,发展以基金为代表的机构投资者。例如,可以比照延税型养老保险的做法,设计延迟纳税的基金计划,通过适当的税收优惠政策,鼓励更多的投资人投资基金。此外,还可考虑进一步拓展基金管理资产的业务领域,如在中国大力发展养老金业务,并将养老金委托给基金进行专业投资管理,在实现养老金保值增值、基金行业获得发展的“双赢”局面的同时,进一步推动价值投资理念的普及和深化。

基金行业是代人理财的行业,其公司治理结构是一种典型的委托代理关系。基金公司的核心价值在于其管理团队,但这个团队是由股东决定的。如果股东发生变化,将会直接影响到管理团队的变化,也必然会影响到公司的核心价值,影响到持有人利益。即使股东短期不发生变化,如果股东追求短期利益,在客观上就可导致导致行业内的部分基金以短期排名作为衡量基金经理投资水平的唯一标准,使得基金经理在做投资决策时面临短期考核压力,而不得不放弃价值投资。

做好基本面研究和价值投资,是基金业持续增强竞争力、服务广大客户的利器。如果基金行业现有的一些机制问题能有突破,那么,基金行业必然能够实现新的腾飞。

## 交银旗下债基 谢绝大额申购

□本报记者 黄淑慧

交银施罗德基金公司近日发布公告称,为了充分保证基金份额持有者的利益,保障基金平稳运作的需要,暂停旗下交银增利、双利两只债券型基金的大额申购及转换转入。公告称,除了对单笔金额在人民币1000万元以上(含1000万元)的申购及转换申请 含定期定额投资业务发起的申购申请)进行限制外,对于当日单个基金账户累计申购及转换入金额在人民币1000万元以上(含1000万元)的申购及转换入申请 含定期定额投资业务发起的申购申请,本基金A、B、C三类基金份额申请金额并予以合计),公司也有权拒绝,不予确认。业内人士分析,近期债券基金、货币基金等低风险产品业绩回暖,引发资金追捧,而为了保护原持有人利益,一批低风险产品中宣布限制大额申购,有的甚至直接关闭申购。统计显示,自今年2月20日至3月10日短短十天内,便有6家公司旗下10只债券基金 A\B合计算1只)宣布闭门谢客。

Wind数据显示,截至上周末,交银增利A\B年初以来取得3.9%的收益,交银增利C则取得3.8%的收益,分别102只混合债券型一级基金第六、第七名。

## 银河通利分级债基 今日起发行

□本报记者 李良

银河基金旗下首只分级产品——银河通利分级债基将通过北京银行、银河基金直销中心及券商等渠道公开发售。此次银河通利采取份额分开发售模式,其中银河通利B将在3月15日起提前发售,银河通利A则于3月19日开始发售。据了解,该基金主要投资于固定收益类资产,不投资于二级市场,但可以参与新股申购。银河通利A、银河通利B的份额配比原则上不超过7:3。

银河通利A的年收益率 单利计算)为1.3倍的一年期银行定期存款利率,按照目前利率水平,其年收益率为4.55%,对希望获得固定收益且风险承受能力较低的投资者可具有相当吸引力。同时,母基金在扣除银河通利A的应计收益后的全部剩余收益归银河通利B享有,银河通利B具有杠杆属性。在看好债市后续表现的前提下,银河通利B可放大收益,为投资者获取超额收益。

## ■ 基金市况

### 沪深基指午后跳水

14日,市场午后放量下挫,场内交易型基金近九成下跌,部分杠杆基金及前期涨幅较大的ETF跌幅居前。其中,万家公司公用事业下跌6.56%,领跌场内基金。

昨日,上证基金指数收于3879.47点,下跌2.13%;深证基金指数收于4558.38点,下跌2.41%。两市传统封闭式基金除基金兴华持平外全线下挫,其中基金久嘉下跌3.29%,跌幅最大。

创新型基金方面逾七成下跌。其中国泰信用互利分级B下

### 大摩主题优选基金成立

大摩华鑫基金昨日公告,3月9日如期结束募集的大摩主题优选基金于3月13日正式成立,募集有效份额合计为4.43亿份,募集有效认购总户数为5843户。

从历史情况来看,在弱势行情中募集成立的基金,由于建仓点位较低,往往容易成长为明星基金。据银河数据显示,大摩华鑫旗下五星基金——大摩资源便成立于市场相对弱势的2005年。截至今年3月9日,该基金自成立以来累计收益达

## 信诚基金张光成: 非周期类行业值得期待

近期股市震荡,周期股与非周期股之间的轮动效应明显。Wind数据显示,前期表现强势的周期股如有色金属等板块出现资金大幅流出迹象,而非周期股如电子信息、消费行业、农林牧渔等再获主力资金青睐而表现活跃,板块轮动现象明显。对此,正在发行的信诚周期轮动股票型基金拟任基金经理张光成表示,今年以来,周期行业与非周期行业的收益一直呈现明显的轮动特征。

经过前期调整,目前消费行业估值低于其历史平均水平,食品饮料、医药、品牌消费、商业、可选消费等非周期类行业基本面大趋势较好,在经济增速放缓的过程中,有望呈现明确的防御属性,未来中长期表现值得期待。

旨在通过周期与非周期行业之间轮动配置、追求超越市场收益的信诚周期轮动股票型基金(LOF),于3月14日至4月18日间在中国银行等渠道公开发售。该基金将从经济增长趋势和通货膨胀趋势两个维度来研判经济周期所处的阶段,从而决定周期类行业与非周期类行业的配置比例,把握周期轮动带来的投资机会。(李良)

## 大成基金 看好受益政策的板块机会

14日,房地产板块股票午后全线下跌。与房地产板块相关的水泥、煤炭、建筑等权重板块指数也大幅下挫,最终沪指以重挫告收。大成新锐产业股票基金拟任基金经理刘安田认为,温总理强调继续调控,意在促进房价合理回归。但整体来看,中央此前的调控政策已经有所成效,今后政策大起大落的可能性较小,以维持现状继续观察市场情况为主。目前,房地产行业投资与新开工增速的下滑趋势并未结束,短期而言,行业难言已度过冬季。不过,尽管房地产建设高峰期已过,但房地产行业整体处于低估值状态,行业中那些业绩锁定性强,产品开发优秀、销售能力、融资能力等优势突出的龙头公司的投资价值正在显现。未来一个

## ■ QDII新体验 上投摩根带您游世界

### 地缘关系加速资源价格上涨

□上投摩根全球新兴市场基金经理 王邦祺

随着全球人口持续增长以及对天然资源需求的日益增多,未来对于天然资源带来的冲突将不断增强。天然资源是助长冲突的诱因与主要动力。资源价格的长期上涨是由供需矛盾所决定的,而争夺资源的突发因素则加剧了上涨的进程。

有研究表明,在过去60年里至少有40%的冲突都与自然资源有一定联系。叙利亚与以色列断断续续交战20多年,为的就是争取戈兰高地的控制权。摊开地图一看,以色列、约旦、黎巴嫩以及约旦外围的河流,全部发源于此。去过那一带地区的人都知道,那里水资源极其珍贵,人们愿意用很高的价格获取淡水资源,而当地获取水资源的成本,一要看看天气,二要看叙利亚与以色列两国关系的紧张程度。

当代值得观察的点还有很多。钻石的价格看刚果境内局势的稳定程度,石油的价格要看伊朗与美国的的关系,欧洲人是否可以获得稳定的天然气供应,又与供应国俄罗斯以及输气管所在乌克兰的关系是否存在纷争有关。



# 一级市场热销 二级市场折价 债券基金遭遇冰火两重天

□本报记者 曹淑彦

今年以来,市场一直对债市上涨抱以强烈预期,债基发行亦捷报频传,平均首募规模高于新基金总体平均水平近50%。近期证监会产品申请公示显示,基金公司又推出了主打“理财概念”的创新债基,如汇添富理财30天、华安季季鑫短期理财、华安月月鑫短期理财等,进一步瞄准了银行理财市场。但与此同时,交易所上市的封闭式债基却并未获得追捧,整体处于折价状态。业内人士认为,这主要与两个市场上投资者群体不同有关。

## 场外红火场内遇冷

今年以来,债基一级市场表现红红火火,发行规模不断攀升,先是博时天颐A募得20.62亿元规模,接着是中银信用获得22.07亿元的首募佳绩。据悉,已经结束募集尚未公告成立的广发聚财A募集超过45亿元。除了新基金受追捧,老债基也获得偏爱,天弘添利A在最近的一次申购赎回日,即获得8.43亿元的申购总额。天相投顾数据显示,截至3月13日,新

非分级封闭式债基折价率	
基金名称	折价率(%)
鹏华丰润	-5.561
易基岁丰	-5.253
国投瑞银双债增持A	-7.944
招商信用	-9.390
银华信用	-4.818
广发聚利	-8.049
华富转债	-6.478
华泰信用增利	-11.477
工银四季收益	-6.385
交银信用添利	-7.488
建信信用增强	-8.252
信诚增收	-6.151

数据来源:海通证券基金研究中心,截至3月13日

成立的债券基金平均首募规模为10.91亿元,显著高于新基金总体平均首募规模的7.3亿元。

有业内人士指出,在30天以内银行理财产品被禁以后,尤其是目前票据利息下降,银行理财产品难以维持5%以上的收益率,以债基、货基为代表的银行理财替代类基金的确具有市场需求。证监会公示显示,最近提出申请的债基中,又新添3只主打“理财

概念”的债基,即汇添富理财30天、华安季季鑫短期理财、华安月月鑫短期理财,十分吸引眼球。基金业内人士认为,债基的此种创新设计有利于进一步分食银行理财市场。

与场外申购的红火形成对比,场内封闭式债基则遭受冷遇,整体处于折价状态。海通证券最新数据显示,截至3月13日,非分级封闭式债基平均折价7.27%;分级债基A类份额均为折价,平均折价率为7.12%;除嘉实多利进取、国泰信用互利B等4只基金处于溢价状态外,多数分级债基B类份额也为折价,平均折价2.49%。

## 场内债基性价比高

为什么会出现这种冰火两重天的状况?业内人士认为,债基一级市场和二级市场的“冷暖”差异主要与投资者群体不同有关。一级市场申购债基的投资者主要是银行客户,主要属于风险厌恶型,也不善于二级市场买卖时点的把握,对于分级基金的运作模式不了解,也难以承受高杠杆可能引发的大幅波动,因此主要将债基

# 封闭式债基再现价值洼地

封闭式基金,通过将风险收益重新分配,分为低风险的首选份额(A份额)与高风险的进取份额(B份额)。

由于目前A份额的约定收益率普遍较低,最高的海富通稳进增利A也仅为5.5%,其余大多数在4%至5%之间,因此,当母基金的收益率达到平均6.67%时,通过杠杆放大,B份额的到期年化收益率就非常高,全部在11%以上,最高的大成景丰B、博时裕祥B和泰达宏利聚利B的收益率分别为20.45%、16.22%和14.38%。

在比较差的情况下,当母基金的收益率只有3.83%时,由于该收益率低于A份额的约定收益率,此时需要从B份额的净值中弥补,因此持有B份额到期后年化收益率较高。

总体上看,在一般情况下,分级债基B份额预期的到期年化收益率普遍较高,投资价值显著,即使在比较差的情形下,平均能取得正收益,具有良好的攻守兼备特性。

分级债基的A份额到期年化收益率确定性较B份额更强,富国汇利A和大成景丰A均有一年半左右到期,年化收益率为6.3%左右。相对而言,浮动利率的两只产品年化收益率较高,泰达宏利聚利A为7.6%,该产品的收益率随五年期国债收益率变动,如果未来五年期国债收益率下降,聚利A的年化收益率可能降至6.5%附近。

海富通稳进增利A的条款比较特殊,该基金在封闭期末,如果基金份额净值大于等于1,基金净资产优先分配予增利A,本金及增利A份额约定应得收益后的剩余净资产分配予增利B份额。在封闭期末,如果该基金份额净值小于1,增利A与增利B分别以封闭期末基金份额净值等于1时两份的份额净值为基础,共同承担亏损。因此,投资者投资增利A时,虽然在目前情况下估算出的到期年化收益率高达9.59%,但是确定性不如汇利A等产品,一旦母基金业绩不佳,增利A的收益可能不保。

□好买基金研究中心 陆慧天

封闭式债券基金作为场内交易基金,其交易价格受供求关系的影响,往往在一定程度上偏离净值。从近期封闭式债基的综合情况分析,价格走势明显弱于净值的涨幅,折价显著扩大,价值洼地再现,总体上均有较好的投资价值。按风险从小到大排序,依次是分级债基A份额、普通封闭式债券基金、分级债基B份额。从收益率的角度看,高风险产品的收益率高于低风险产品。一般来说,分级债基A份额的收益率在6%到7%左右,确定性较强;如果未来债券基金的收益率达到过去的平均水平,普通封闭式债券基金的到期年化收益率将普遍超过10%,即使在比较差的情形下,到期年化收益率也将超过7%;分级债基B份额在一般情况下可以获取11%以上的到期年化收益率,部分产品甚至超过15%。在较坏的情况下,只要持有到期,也可以确保获取正收益。

截至2011年末,债券基金共有8年的历史业绩。从平均收益来看,8年平均收益率为6.67%。其中有6年取得正收益,只有2004年和2011年为负收益,但跌幅都较小。如果剔除收益率最高的两年,剩下6年的平均收益率为3.83%。从普通封闭式债基来看,目前市场上的12只普通封闭式债券基金全部处于折价状态,折价率基本上在5%至9%之间,剩余到期时间1至3年。我们认为,选择目前时点布局封闭式债券基金,持有到期的策略可以在承担较小风险的情况下获取较高收益。在假设债券基金平均收益率为6.67%的情况下,封闭式债券基金的到期年化收益率都在10%以上,其中,最高的华富强化回报持有期为1.51年,年化收益率为12.24%,最低的招商信用添利也有8.98%;在比较坏的情形下,如果债券基金的平均收益率为3.83%,则大部分封闭式债券基金的到期年化收益率依然可以保持在7%以上。

分级债券基金作为创新型