

黑天鹅效应发酵 机构竞相“卖酒”

□本报实习记者 曹乘瑜

3日酿酒板块再次集体重挫，整体跌幅超6%，4只股票跌停，5只跌幅逾9%。相关数据显示，昨日机构竞相逃离酿酒板块。业内人士透露，白酒股带动的酿酒板块下跌，既有传言因素，也有信心因素。公募基金则表示，近期将静观政策动向。

| |
|----------------|
| 机构出逃 |
| 3日，白酒股再次跳水，莫高股 |

份、金种子酒、沱牌舍得、山西汾酒4只股票跌停，古井贡酒、伊力特、五粮液、水井坊、青青稞酒跌幅超过9%。白酒股带动酿酒板块集体重挫，整体跌幅超过6%。根据沪深交易所数据，莫高股份、古井贡酒、五粮液昨日均位列交易龙虎榜前列，下跌幅度达到9.86%的五粮液卖出最大的5个席位均为机构席位。

自11月19日酒鬼酒“塑化剂事件”爆发，至今已过去两周，申万食品饮料指数下跌了14.3%。某公募人士透露，昨日酿酒板块

再次出现大跌，部分原因在于“禁酒”的传言。长期积累的天量获利盘也是白酒行业下跌势持续两周的原因。琪润投资总裁洪涛表示，长期以来白酒行业堆积的筹码较多，获利盘较多，一旦这块“蛋糕”的成长性改变，信心下降，上演持续性“大逃亡”是必然的。

| |
|--------------------------------------------|
| 短期观望 |
| 对于白酒股未来的成长性，公募基金看法不一。公募认为，对白酒股的定论取决于政策的影响。 |

某公募基金食品饮料研究员认为，倘若削减公务用酒的消费，即使禁令仅限于高端白酒，也将是行业性的打击。高端白酒的需求减少将促使高端白酒降价，从而迫使低端白酒降价，降价潮将引发经销商去库存行为，从而打击白酒股的产量，冲击企业业绩。某银行系公募基金投资总监表示，早已将白酒股的仓位降低，目前正在等待塑化剂和限酒两方面的具体政策。私募认为酿酒板块此番下跌

属于“泥沙俱下”。上海某阳光私募表示，大逃亡的原因是市场容易“认板块”，但部分白酒企业利润仍然较高，业绩确定，仍值得看好。所以，对白酒股的判断可以参考长期投资者QFII的举动。根据三季度报数据显示，多只白酒股今年三季度被QFII买入或增持，例如哥伦比亚大学三季度末出现在莫高股份的前十大流通股东名单上，美林国际则增持伊力特并上榜前十大流通股东名单，摩根斯坦利增持贵州茅台。

A股超跌信号显现 杠杆股基溢价率大幅回落

□本报记者 李良

A股指数的连绵下跌，令跟踪指数的众多杠杆基金二级市场价格大幅下挫，也使杠杆基金的溢价率显著收窄，杠杆基金凸显出一定的投资价值。

统计数据显示，部分交易活跃的杠杆基金如信诚500B、银华锐进等二级市场交易价格四季度以来跌幅普遍超过35%以上，超越同期跟踪指数与杠杆倍数的乘积，这导致其溢价率急速收窄：来自海通证券的数据显示，截至11月30日，剔除国泰进取和申万进取两只溢价率畸高的杠杆基金后，其余35只股票型杠杆基金的平均溢价率仅为4.01%，较此前动辄10%以上的溢价率有明显下滑。业内人士对此指出，杠杆基金溢价率的大幅收窄，是A股市场超跌的明显信号。一旦市场出现反弹，杠杆基金的溢价率会恢复正常水平，目前大幅收窄的溢价率会令杠杆基金反弹速度短期超越杠杆倍数，这为投资者博取高杠杆收益提供了一定机会。

多空新战场

随着A股市场的不断下跌，部分杠杆基金的净值向“到点折算”条款触发点靠近，导致与杠杆基金对应的低风险份额成为A股市场多头与空头博弈的新战场。正是这种博弈，使得杠杆基金溢价率大幅收窄。

以信诚500B为例，其“到点折算”仅差临门一脚了。三季度末，信诚500B的溢价率为15.37%，但至11月30日，由于不断逼近“到点折算”触发点，信诚500B的溢价率已经大幅收窄至5.42%。某基金经理表示，代表市场看多方力量的信诚500B溢价率的大幅收窄，对应的是代表市

场看空力量的信诚500A折价率的快速降低，它反映的是，在临近“到点折算”条款时，分级基金旗下低风险份额与高风险份额会形成新的博弈逻辑，在这种逻辑下，如果A股市场持续走低，则高风险的B类份额溢价率会显著低于市场水平。此前的银华鑫利、目前的信诚500B都经历了这个过程，而未来有可能触发“到点折算”的银华锐进也有可能重复这一过程。”该基金经理说。

事实上，受益于杠杆基金溢

价率的大幅收窄，对应的低风险份额折价率近期不断降低，并促发不少分级基金的低风险份额下半年出现一波明显涨幅。以信诚500B对应的低风险份额信诚500A为例，从8月1日截至昨日收盘，该基金二级市场交易价格涨幅达到19.5%，而其折价率也从此前的近10%缩窄至11月30日的3.42%。

| |
|----------------------------|
| 超跌的隐性价值 |
| 在业内人士眼里，杠杆基金溢价率的大幅收窄，是A股市场 |

信诚500B距“到点折算”一步之遥

分级基金母基金、低风险份额、高风险份额净值均被调整为1元，调整后各类份额数量按比例增减，低风险份额和高风险份额按初始比例保留，配对后的剩余部分将会转化为母基金场内份额，分配给相应份额持有者。

根据信诚中证500分级基金的契约，“到点折算”条款实现后，信诚500A与信诚500B仍将保持4:6的比例，信诚500A多出来的份额转换成母基金份额，投资者将获得目前信诚500A基金净值与二级市场价格

超跌的明显信号，而对于杠杆基金来说，这种超跌背后潜藏着更大的投资机会：一旦市场出现反弹，杠杆基金的上涨力度有可能超出人们的预期。

某分级基金的基金经理表示，根据杠杆基金面世以来的运行规律，10%—15%的溢价率是正常水平，在市场强势上涨过程中溢价率水平会更高一些，只有市场过度下跌，杠杆基金存在触发“到点折算”条款时，溢价率水平才会显著收窄。当前的情况意味着，如果市场出现反弹，杠杆

之间的差价。折算后，信诚500B目前低净值带来的高杠杆将降至初始的1.67倍。

某分级基金经理指出，由于信诚500A在经历了较长时间的上涨后，折价率已经显著降低，而在“到点折算”后，合并后的信诚500A将会回归市场平均折价率，为持有人带来一定的投资风险。因此，综合来看，目前信诚500A的套利空间已经不大。

他同时指出，信诚500B目前溢价率显著低于正常水平，在到点折算后，溢价率也存在

七成杠杆股基创新低

昨日，上证基金指数收于3358.48点，下跌0.83%；深证基金指数收于4125.22点，下跌0.73%。两市封闭式基金无一上涨。其中基金兴华跌幅最大，达1.62%。

创新型封闭式基金逾六成下跌，杠杆股基平均下跌3.56%。其中银华锐进、国泰估值进取双双接近

跌停，申万菱信深成进取、信诚中证500B等7只跌幅超过6%。据业内人士估算，信诚中证500B净值应仍在0.25元以上，但距离不定期折算已近在咫尺，一旦中证500指数再跌超过0.3%以上，信诚中证500B或将触发下阈值，信诚中证500分级基金将启动不定期折算。

兴全基金董承非：

四个维度寻找优秀商业模式

□本报记者 黄淑慧

兴业全球基金近期瞄准市场低点发行了兴全商业模式优选股票基金，以期通过挖掘、筛选、投资具有优秀商业模式的公司，获取长期投资收益。该基金拟任基金经理董承非向中国证券报记者详细阐述了对于商业模式投资的思考。

他认为，优秀商业模式应具备四个条件——匹配外部环境、与企业自身禀赋相结合、经受市场长期检验、难以复制。投资实践中可以从四个维度来寻找有投资价值的公司。

优秀模式的四个条件

董承非表示，投资者在选择投资标的公司时首先关注的是企业的盈利和盈利增长，并热衷追逐盈利高速增长的成长股。但渐渐会发现，大多数企业无法维持长期的高增长，有的企业甚至会在短时间内由增长转为滑坡，只有极少数企业能够维持长时间的稳增长。是哪些因素支撑着企业长期的成长？是什么原因让一开始表现良好的公司分道扬镳？经过思考，逐步认识到，良好的商业模式对公司的长期成长起着关键的作用。

董承非认为，好的商业模式

应具备以下四个条件：

首先，好的商业模式要与外部环境的各种资源条件相匹配，否则很可能导致南橘北枳。比如，Ebay进入中国时收购了当时在中国C2C领域已遥遥领先的易趣，并照搬了在美国的商业模式，结果不敌本土后起之秀淘宝的免费模式，最后以失败告终。

其次，好的商业模式还意味着必须与企业自身禀赋相结合。在互联网兴起的时期，众多企业纷纷投入互联网领域，但最后成功者寥寥无几，究其原因是因为每个企业都拥有不同的禀赋。比如，制造业企业文化和互联网企业就有很大的区别。苏宁过去几年秉承的连锁家电零售模式取得了很大的成功，但随着网购的普及和家电电商的崛起，企业也不得不逐渐转型为“线上+线下”的模式，然而这种转换需要不同的人才和不同的管理方式及经营理念，所以成功面临很大的困难。

再者，好的商业模式需要经受市场的长期检验。历史上出现过很多新潮的商业模式，也一度吸引了很多投资者，但终究只是昙花一现。比如，2007年成立的为企业提供差旅管理的畅翔网，其创新的第三方差旅管理模

式曾一度引起市场极大的关注，亚洲版《福布斯》也曾做过封面报道，还成功获得了一些顶级风投的青睞。然而由于企业客户不愿将自己的账户向畅翔网开放，加上酒店倾向用现金结算，使得畅翔网资金断裂，加上该商业模式利润空间狭小，又很难协调各方利益，最终畅翔网不得不淡出市场。

最后，好的商业模式必须是别人很难复制的，否则大家争相模仿，好模式很快就失效了。比如，西南航空商业模式就是极难复制的模式。虽然众多商学院和同行都把西南航空作为案例和研究对象，也总结出“单一机型、点对点、低票价、收费服务”等经营特点，但各家航空公司的模仿却几乎没有成功的。因为廉价的普及和家电电商的崛起，企业也不得不逐渐转型为“线上+线下”的模式，然而这种转换需要不同的人才和不同的管理方式及经营理念，所以成功面临很大的困难。

模式不同考察点也不同

董承非进一步分析说，企业的商业模式是多种多样的，不同行业的企业可能有相同或类似的商业模式。比如，钢铁企业和水泥企业，打印复印机公司的商

业模式和吉列公司的商业模式，都有异曲同工之处；而相同行业的企业却可能有完全不同的商业模式，比如同是生产手机的，做代工的和做品牌的就有很不同的商业模式。百货行业的商业模式就基本分为两种：全部自购货品零售的“买手”模式或租赁场地销售扣点的商业地产模式，类似的电商也分京东模式和天猫平台模式。

董承非说，从投资实践的角度来看，不同的商业模式决定了对企业考察和把握的重点不同。比如对于同质化竞争的行业及单纯价格竞争的企业经营模式，就需要关注企业成本是否具有领先优势，是否拥有比竞争对手更快降低成本的能力；连锁经营模式的企业中，则应关注企业是否具有良好的复制能力，有无优秀人才储备以及环境不同对复制的障碍是否较大等。对于部分具有较独特商业模式的公司，要认真分析，并留出足够时间来检验，而不能被一时吹得天花乱坠的新模式所迷惑。

赚钱不等于模式好

董承非同时提醒投资过程中可能存在的误区。比如，有些企业现在很赚钱，而且过去几年增长速度很快，但这并不表明该

ETF基金方面近九成收跌。其中，大成500沪市ETF下跌5.36%，跌幅最大。

LOF场内交易方面近六成下跌。其中，鹏华优质治理、华安深证300跌幅居前，分别下跌4.46%、4.29%，分别成交1.46万和3910.1元。

企业一定拥有良好的商业模式，很多时候可能是行业景气度高，所以该行业的公司普遍盈利良好，增长较快。但这些企业的商业模式其实非常普通和同质化，当碰到外部市场环境变差时就会出现问題。其次，有些企业的商业模式本质上存在很大缺陷，但在公司初创阶段、规模较小时不太明显，企业依然增长很好，但发展到一定规模时，就会受到很大制约，成长就会停止。另外，还有一些企业的商业模式不正，行走在法律的边缘，一时的辉煌终究难以抵挡随时可能出现的风险，比如一些市场销售很成功的医药企业，其成功依靠的就是提供高额回扣的模式。

与此同时，投资者也须注意，没有可以一劳永逸的优秀商业模式。社会和技术的变化会不断催生出新的商业模式，同时也会颠覆掉另外一些商业模式。比如互联网的出现和普及就产生了大量的新商业模式，同时也颠覆掉了一些传统商业模式，现在移动互联网的发展更是对已有的格局产生巨大冲击。前几年诺基亚还是全球手机行业当之无愧的老大，苹果的模式却彻底颠覆了手机行业的格局。因此，投资中要高度关注这些变化，从变化中把握机会，回避风险。

更多互动

请登录金牛理财网—WWW.JNLC.COM

基金资讯

研究报告

理财数据

实用工具

全面互动

■ 中证金牛指数追踪

前11月金牛基金指数跑赢大盘

上周沪深两市双双收跌，上证综指下跌2.33%，深成指跌幅为2.61%。同期中证金牛股票型基金指数和中证金牛混合型基金指数分别下跌2.49%和2.13%，仍好于同类基金平均水平。好买基金数据显示，上周各类型基金中除货币型基金外均下跌，其中开放式指数型、股票型和混合型基金跌幅居前，跌幅分别为3.04%、2.76%和1.32%。金牛基金指数今年前11个月大幅跑赢大盘，两只金牛基金指数分别累计下跌6.83%和5.29%，而同期沪深300指数跌幅为8.79%。

国金证券表示，整体来看市场向上虽有制约，但已不必过于悲观，除了把握结构性行情，目前也可逢低布局中长期投资机会。（曹淑彦）

信诚季季添金5日起发售

信诚添金分级债基的低风险份额——信诚季季添金将于12月5日—10日在中招交行等渠道发行，该份额每3个月打开申赎，首期年约定收益率为4.2%，认购起点1000元，免认申购费和赎回费。另据了解，该分级基金的杠杆份额——信诚岁岁添金于12月3日发行结束，该份额是国内首个定期开放的分级债基杠杆份额。

值得注意的是，信诚季季添

金创新引入利差概念：其约定收益率为“1年期定期存款利率+利差（0-2%）”，利差根据市场情况每年调整一次，平衡A、B两个份额的收益，保证投资者稳定的收益。与市场同类产品多数为6个月及以上的封闭期相比，信诚季季添金只有3个月的封闭期，流动性好，综合3个月的收益而言，信诚季季添金的4.2%年约定收益率也体现出较为明显的优势。（李良）

纽银稳定增利发起式基金发行

凭借利益共享、风险共担的产品看点，发起式基金成为今年基金发行市场的一大焦点。截至目前，已有20多家基金公司上报了近40只发起式基金的募集申请，约占6月发起式基金开后申报新基金的三成。值得关注的是，在现有发起式基金中，固定收益类产品占据大半壁江山。纽银基金也推出了稳定增利发起式纯债基金，目前这一基金正在发行中。

据了解，纽银稳定增利主要

大摩量化配置周五结束募集

目前正在发行的大摩华鑫旗下新一代量化基金——大摩量化配置基金发售火爆，将于12月7日结束募集，投资人可在各大银行、券商渠道及公司直销中心认购。

据了解，大摩量化基金将策略重点聚焦于行业，从自上而下的角度进行投资，在宏观面背景

嘉实沪深300ETF完成份额折算

嘉实基金12月3日表示，嘉实基金公司旗下嘉实沪深300交易型开放式指数基金（ETF）份额进行折算和变更登记，以11月30日为基金份额折算日，折算比例为0.382，折算前基金份额总额为420.5亿份，折算后嘉实沪深300ETF份额总额为160.7亿份，基金份额净值为2.1396元。基金份额折算不影响基金资产规模，对基金份额持有人的权益无实质性影响。目前嘉实沪深300ETF资产规模为343.8亿元，仍为国内最大的ETF。

嘉实基金表示，嘉实沪深300ETF进行份额折算，目的是使ETF的净值和沪深300指数建立起更加直观的联系，投资者可以直接从盘中沪深300指数变化来估算ETF净值，方便趋势投资或股指期货期现套利操作。从折算结果看，嘉实沪深300ETF折算后基金净值为2.1396元，为沪深300指数11月

30日收盘价2139.66的千分之一。

由于采用纯被动的完全复制投资方式以及实物申赎的交易机制，嘉实沪深300ETF自上市首日起就凭借其精准跟踪标的指数、实时交易且费用低廉等特征受到投资者青睐。特别是10月份，嘉实沪深300ETF与其联接基金完成连接，成为国内最大的ETF之后，相比同类产品，其流动性更好，以更小跟踪误差实现了更高收益，规模优势进一步凸显，吸引了更多投资者参与。Wind数据显示，截至11月28日，嘉实沪深300ETF最近一个月净申购9.76亿份，而同期其他ETF均为净赎回状态。Wind数据显示，截至9月30日，两只跨市场ETF自5月28日上市以来，日均成交量在41只ETF中排名前列，嘉实沪深300ETF同期跟踪指数日均拟合偏离度为0.0393%，超额收益为1.52%。（余洁）

工银瑞信旗下6债基业绩挺进前十

银河证券显示，截至11月23日，工银瑞信旗下债基收益全部超过5%，6只债基（A/B分开计算）业绩挺进同类前十。其中，工银四季封闭债基今年以来净值收益为12.06%，在同类产品中排名第一；工银天颐A和工银添利A今年以来累计涨幅分别达10.97%和8.70%，在同类产品中排名第三和第五。如果把时间拉长到5年以上，工银旗下债基平均累计收益达33.3%，居于同类前两位。

在短期理财债基方面，工银7

海富通借力“微电影”推广货基

近期，契合速食时代的微营销趋势，海富通基金一部《万万三的生财秘籍》微电影将货币基金营销推向一个全新起点。今年以来，海富通频频在货币基金领域发力，先是努力拓宽客户群体，推出面向中小企业的机构版网上交易服务，继而在理财功能应用上开通了货币基金定期定额赎回功能。此次的着眼点则在营销方式上，计划借助

微电影这一创新营销方式，提高旗下明星级固定收益产品知名度。截至11月23日，A类货币基金和B类货币基金年内平均净值增长率分别为3.5507%和3.7065%，均超过目前央行一年期定期利率。其中曾斩获货币基金称号的海富通货币A/B今年以来净值增长率分别为3.7318%和3.9152%，均高于平均水平。（李良）