

站在卓越基金经理的肩膀上投资

万云 著

# 中国基金经理的

ZHONGGUO JIJINJINGLI DE TOUZIZHIDAO

# 投资之道

上海人民出版社

万云 著

# 中国基金经理的 ZHONGGUO JIJINJINGLI DE TOUZIZHIDAO 投资之道

上海人民出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

中国基金经理的投资之道/万云著. —上海: 上海人民出版社, 2007

ISBN 978 - 7 - 208 - 06992 - 3

I. 中... II. 万... III. 基金—投资—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 050388 号

责任编辑 屠玮涓

封面装帧 张志全

**中国基金经理的投资之道**

万云著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1000 1/16 印张 12 插页 4 字数 174,000

2007 年 5 月第 1 版 2007 年 5 月第 1 次印刷

印数 1 - 6,100

ISBN 978 - 7 - 208 - 06992 - 3/F·1579

定价 22.00 元

# 前 言

本书与读者分享中国基金经理运用价值分析成功投资的故事，也将阐释股票价格涨跌的基本原理。当我还是一个急切而又缺少经验的研究员时，就被告知基金经理投资的“秘诀”——不因为一只股票会涨而买入，也不因为一只股票要跌而卖出。但一直到很久之后我才想明白道理，每天股价的起落不可把握，企业的利润增长才是最本质的价值决定因素。不过，建立于基本面的投资分析思想并不容易，每个投资者付诸行动。当在扮演严谨的房产投资人时，他们很可能在股票市场上却是盲目追涨杀跌的趋势投资者。股票的高流动性和波动性害人不浅。而读者可能也将无法轻而易举复制基金经理的成功，因为和“盘面”相比，企业的利润和估值是更加隐蔽的因素，缺乏实地调研的普通投资人依靠基本分析的方法投资可能会比通过量价关系判断股价趋势更加危险。因此，本书可能会满足读者对基金投资的好奇，但不是奉劝大家模仿基金经理。在股票投资上，不同的方法本身无对错可言，重要的是拥有适合自己的投资方法，如果方法不当，屡败屡战的结果只能是屡战屡败。

现在，证券投资基金已经成为 A 股市场中的主导力量，人们认购基金的热潮也一再涌现，但尽管如此热闹，不少投资人对基金的投资还缺乏必要的了解，我接触到的朋友中也经常有问：“你们打算把某某股票做到多少钱？”这样的问题让我无法回答，但我很乐意为对基金投资感兴趣的投资人更了解基金助我可尽之力，这是写作本书的主要目的。专业投资管理人的职责不是把股票“做”到多少钱，而是通过投资业绩增长显著快的企业来分享实体经济的回报。本书用了一章来写无增长，五章来描述增长。分析增长之前先看无增长的情况，如果企业的利润无增长，那么它作为一个股票具有的投资价值应当和债券类比，第 3 章详细分析了收益类股票、可转换债券

等投资品种的投资属性。第4章并购中的增长是最可预见的增长,第8章成长股的增长是最具风险性的增长,第5、6、7章则分别对上、中、下游的产业各自增长的模式和特点进行了解释。这些例子告诉我们,投资处于超速增长期的股票,能够抵御整体估值下降的风险,并且获得不错的绝对收益。在不同的产业中寻找并投资具备这样特征的股票,就体现了基金经理的专业价值。

作为一本献给投资人的读物,本书还用了大量篇幅来解释基金是什么。第1章的主题是基金作为一种投资理财产品的特性、我国基金业的发展历程、基金类别、基金评价等,这些话题在我平日的工作中不断讲述。第2章则非常详尽地阐述了股票何以具备投资价值的原理,我希望本章能够将基金经理价值发现的投资哲学表达清楚。

除了数以百万的基金投资人和数以千万的股票投资人外,我还一厢情愿地把上市公司的管理者也当作本书的假想读者。确实,上市公司管理层和股票投资人之间存在一定的隔膜,有的时候是投资人的利益被侵犯,有的时候是管理层埋怨股票投资人不理解公司战略。在大、小股东利益趋于一致的基础上,上市公司的战略决策人是否该更多考虑企业行为对股价可能产生的影响?而股票持有人是否应该更有耐心一些等待企业战略目标的实现?本书无意直接提供对这些问题的回答,而只是通过基金经理的投资解释企业利润增长与股价上涨之间的关系,我认为理解这一点是企业界和投资界进一步对话的基础。

本书曾于2005年以《价值发现——中国基金经理的投资之道》的书名出版。此次根据中国基金和股市的迅猛发展而作了较大修改和补充,并重定书名,在此作一说明。

万云

## 目 录

前 言	1
<b>1. 基金的世界</b>	<b>1</b>
1.1 伟大的金融创新	2
1.2 什么在影响基金回报	5
1.3 谁将在长跑中胜出	6
<b>2. 投资理念</b>	<b>11</b>
2.1 两种理念	11
2.2 真正的冲突	13
2.3 基本分析的坐标尺——市盈率	16
2.4 价值投资与成长投资	22
2.5 投资理念在中国	26
2.6 策略应对市场	31
<b>3. 从调整中走出</b>	<b>34</b>
3.1 分散持股	35

3.2	现金股利为王	36
3.3	可转换债券:股性与债性的结合	44
<b>4.</b>	<b>外延式增长</b>	<b>57</b>
4.1	并购在企业生命周期中缔造增长优势	58
4.2	并购的形式与融资	61
4.3	个案解析——通宝能源	64
4.4	横向并购、纵向并购与多元化并购	83
4.5	苏宁电器的门店扩张	92
<b>5.</b>	<b>消费升级</b>	<b>95</b>
5.1	在国民经济中的消费	96
5.2	升级的条件	100
5.3	汽车消费时代到来	102
5.4	新车、降价	106
5.5	市场集中与品牌价值	109
<b>6.</b>	<b>景气周期来临</b>	<b>114</b>
6.1	周期性行业的表现与投资特征	115
6.2	石化产品链上的涨价	120
6.3	寻找皇冠上的明珠	124
6.4	选行业与选股票	128
6.5	弹性	130
6.6	“高买低卖术”的检验	132

<b>7. 资源</b> .....	137
7.1 中国因素 .....	139
7.2 铜价 .....	140
7.3 铝价 .....	145
7.4 储量与产量对估值的影响 .....	148
7.5 其他资源的例子 .....	152
7.6 周期来兮 .....	157
<b>8. 创新型成长</b> .....	159
8.1 市梦率 .....	159
8.2 LCD:周期是成长的烦恼 .....	163
8.3 微电子 .....	169
8.4 互联网 .....	174
8.5 成长的第二曲线:以制药业为例.....	176
8.6 小盘股与高分配 .....	182
8.7 六年检验:烟台万华的自主创新.....	184



# 1. 基金的世界

证券投资基金是一种堪称精巧的金融理财产品。通过发行基金份额,大笔的资金被汇集到一起,由专业的基金管理公司负责这些资金的投资运作,而保管资金的责任则由行使托管职能的银行担当。在业务模式上,基金是资产管理业,法律意义上又属于信托。

从全球范围看,基金已经成为现代金融领域的支柱性行业之一,与银行、证券、保险等金融行业的发展相比,我国证券投资基金业起步最晚,但成长却非常迅速。

1991年,投资基金(此时的基金后被称为“老基金”)开始在国内出现,1993、1994年进入一个发展高潮,中国人民银行各地分行批准的投资基金不断成立。在《证券投资基金管理暂行办法》颁布实施之前,有25只老基金在深沪证券交易所挂牌或联网上市,有38只分别在天津、武汉、沈阳、大连、浙江、重庆等地的证券交易中心或柜台交易中心上市,总计有63只基金可以公开交易。许多老基金不是单纯的证券投资基金,它们的投资往往广涉房地产、法人股、实业项目等领域,甚至进行资金高息拆借。这些基金缺乏必要的监管,而且在信息披露上严重缺乏透明度,使得基金资产承受了较大的风险,持有人利益被悬于高度不确定之中,因此必须加以规范。

1997年11月14日颁布实施《证券投资基金管理暂行办法》,标志着我国基金业迈入全国性的规范化发展时期。此后,证券投资基金(又称为“新基金”)在政策的扶持下如雨后春笋般组建起来,老基金也同时走上清理重组之路。2001年4月,随着在深沪两市挂牌交易的最后3只老基金——沈阳兴沈、沈阳久盛与富岛基金同时摘牌,老基金最终走完了其10年历程。

伴随着老基金陆续改制重生,新的封闭式基金不断发行,在1998年至2002年的4年里,新募成立以及老基金清理改制后成立的封闭式证券投资基金达到54只,封闭式基金的总份额达到817亿。2001年,开放式基金开始发行,由于突破了规模的限定,中国基金业的发展进入新的阶段,总份额迅速增长,从2002年底到2006年底,短短4年间增长了5倍多。目前,中国基金业管理的总资产已经超过了6000亿份,成为证券市场中举足轻重的投资力量(见图1-1)。

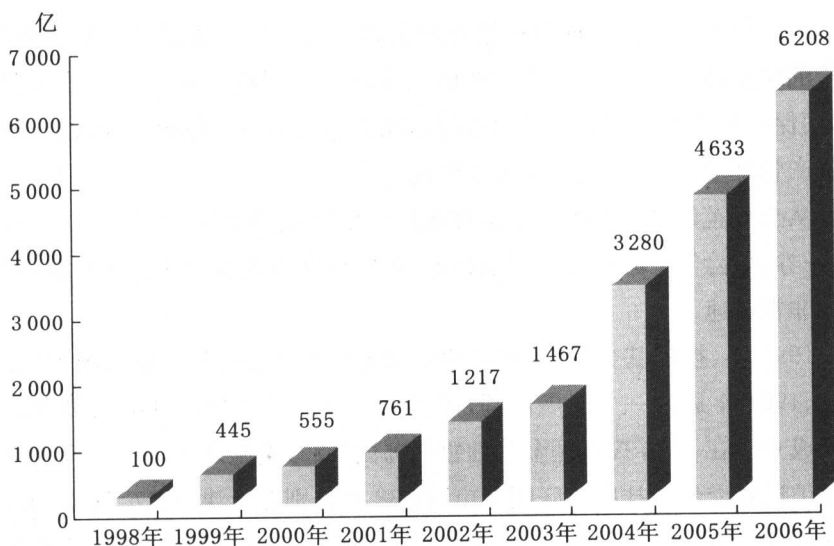


图 1-1 中国证券投资基金成长为重要的投资力量

## 1.1 伟大的金融创新

基金作为一种金融工具,有着独特的价值。从金融资产规模统计数据来看,基金是金融发达国家中主要的金融资产形态。在金融学者眼里,投资基金被看作是经济史上自货币、股份制之后的人类又一伟大金融创新。

货币是金融史上伟大的发明,现在,基金在很多方面已经具备了对货币

功能的替代价值。货币最基本的职能是作为一般等价物,起到交换媒介的作用,使交易者们再也不必为了等到合适的交易对手以物换物而在市场里呆上好几天。随着社会的发展,货币被从商品交换的流通领域带入了财富增值的生产领域,货币转为资本,更具有了价值增值的职能。

和货币相比,投资基金具有怎样的特点呢?首先,基金也具备一定的交换媒介特征。目前,金融系统的转账支付体系是现代经济社会中进行支付的主要途径,基金持有人可以在商业银行开立相应的支票账户,该账户同时也是持有人进行基金买卖的账户,在需要支付时,持有人可以根据所拥有的基金净资产的相应比例签发支票进行支付,从而,基金就实现了与银行存款类似的支付功能。目前美国已经有了可以签发支票的货币市场基金。

其次,从货币的增值角度分析,银行存款固然能够获得一定的利息,但低利率时代的储蓄增值能力不强,而投资基金更主要是体现了投资的作用,增值价值更突出。从收益率上,各种类型的基金都对银行存款具有一定的替代性,比如货币市场基金能够获得比活期存款更优的收益,股票基金和债券基金从长期看都能获得比长期储蓄更有吸引力的回报,尤其是在发生通货膨胀的时候,投资基金是更为优良的保值增值工具。

第三,投资基金多样化的风险收益结构能够为客户提供比银行存款更多的选择。商业银行只能以相对固定的利率向任何储蓄者承诺基本相同的固定回报,而无法细分高风险偏好和低风险偏好的客户,然后根据其不同的风险偏好提供相应收益的回报,并将自己的资产运用与之对应。如果客户想要更多的选择呢?那就只能到基金那里去寻求满足。投资基金有很多品种,每种产品按照风险收益特征进行了界定和区分,希望获得高收益而又有能力承受高风险的投资人,可以选择股票基金,希望承担较低风险的投资人可以选择货币市场基金,对流动性要求不高的投资人可以选择定期的保本基金,等等。总之,人们对于风险和收益之间匹配的各种理性要求几乎都可以通过拥有不同的基金而得到满足。

学者们还把分析的触角延伸到更大的视野中,从一个社会的金融结构来看基金与货币银行的区别。学者们认为,在以银行体系为主的社会金融结构中,银行是自营机构,它的负债方是吸收的存款,资产方是发放出去的

贷款,银行偿还负债的责任无法免除,资产方却可能会出现期限甚至价值缺口,流动性风险很容易积累起来,这就是银行系统内生的脆弱性。而投资基金的结构不同,基金管理公司并不是一个自营机构,基金的资产方是按照价值计量的证券,权益则由基金持有人拥有,风险只是在于资产的价值波动,而不会在金融中介那里沉淀下来,这种金融结构更具社会稳定性。

学者的思想赋予基金巨大的金融能量,虽然这并不能成为我们投资基金的直接理由,但当我们环顾四周,确实还难以找出一种比投资基金更加适宜的理财工具。的确,毋须具备专门的金融知识,投资基金几乎适合每一个人;管理和托管分离的独有信托结构,投资基金是最具信用安全的投资理财产品之一;通过在一个广泛的空间里运用资产,投资基金能提供多元化的风险收益结构;在一个全国、甚至全球的分销体系中,持有投资基金并不会受到太多的地域限制;税收政策赋予的税收免除优惠,投资基金堪比国债的待遇;保持频率不低的定期信息披露,使基金成为透明度最高的投资产品之一(见图 1-2)……这些特点,决定了投资基金就是一种最大众化的理财方式,人人都可以通过持有基金从而获得专业理财的优势,这是基金得以存在并且在全社会的普及程度日益提高的理由,也是它的使命所在。

4

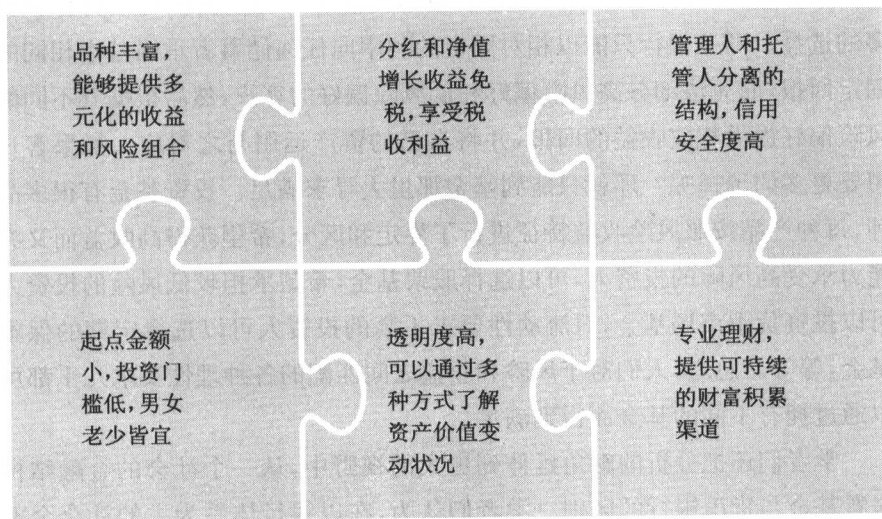


图 1-2 投资基金作为一种理财工具的好处

当然,尽管大众投资于基金可以“坐享”专业理财的成果,但从某种意义上讲,投资基金是非常鼓励参与的理财活动。基金的回报是基金经理运用专业智慧管理财富的结果,而分析基金经理的投资理念和操作行为,无疑能够为基金投资者的理性决策提供帮助,以更好利用基金投资抵达财富彼岸。

## 1.2 什么在影响基金回报

选择投资理财产品,回报是第一考虑要素。投资基金是专业理财,因此基金管理人的专业能力将决定基金的业绩高低,不过,对于行业基金等投资范围比较明确的基金而言,基金经理发挥的空间相对较小,基金业绩更多取决于行业/风格类资产的表现。此外,开放式还是封闭式、管理规模大小等因素也将影响到基金绩效(见表 1-1)。

表 1-1 影响基金回报的因素

因素	对基金回报的影响
市场大势的表现	基金的回报不可能脱离所投资的市场而凭空产生,市场大势的表现对基金回报具有基础性作用,衡量大势表现的指标是证券市场指数。
基金的资产配置	资产配置是不同类别的基金分类的基础,股票型基金就是主要投资股票的基金,基金配置中股票的比例越高,其承担的风险越高,收益或损失也可能越大。对基金的回报进行比较要将不同资产配置比例的基金分别比较。
基金的行业/风格特征	在股票型基金中,重点投资的行业和风格不同的基金的回报特征也不相同,有的时候,行业/风格特征是决定基金超额回报的最直接因素。
基金经理	基金经理的选股和择时能力是基金获取超过基准指数回报的重要前提,评价基金经理的投资能力需要从一个合理的期间内基金所获得的超额回报角度来进行。
基金规模	适中的基金规模有利于投资管理,过大或者过小都会造成负面影响。基金规模过大将造成投资难度加大,基金规模过小将影响到基金表现的稳定性。

(续表)

因 素	对基金回报的影响
分 红	分红是基金将已经实现的收益分配给投资人,作为一种利润分配方式,分红对基金回报的影响是中性的,但是投资者将分红进行红利再投资会在长期中显著提升投资收益率。
费 率	费用是对基金管理人、基金托管人、基金代销机构等付出劳动和时间的价值补偿,不同的基金类型通常费率不同。

### 1.3 谁将在长跑中胜出

影响基金回报的因素很多,基金品种日益丰富,我们被弄得眼花缭乱,到底应当如何选择,如何投资呢?和选股一样,在基金堆里挑来选去的目的是我们希望找到一个持续的赢家,能够给我们带来长期的财富增长。尽管几乎每家基金公司都不会忘记在宣传单上加入这样一句良好的祝愿,但在作出最终的决定前,投资人最好还是多作理性的分析。选择基金比选择股票考察的因素要简单许多,但进行基金与基金的比较真的不是件轻松的事情,这可以解释为什么会有那么多的基金评价机构出现。

首先,不同的基金只有归入不同的类别才能进行比较。晨星公司对于基金评级的原则之一是“苹果与苹果”的比较,这句话点明了基金比较的基础,即只有当基金属于同一品种时,才可以进行比较。在晨星资讯(深圳)有限公司基金研究中心发布的关于中国基金业绩排名的概要说明中,对国内的开放式基金根据基金的资产配置类型分为5类(见表1-2)。虽然晨星公司宣称该分类方法在其多年基金评价业务中不断发展完善,并成为行业的标准,但应用在国内基金市场里显然遇到了问题。这个分类将股票型基金和积极配置型基金归为两个类别,实际上从国内基金的产品特征来看,这两类基金除了股票资产比重有一定差异外,其他方面差别不大,所以投资人在分析时可以将股票型基金和积极配置型基金看作同一类别。此外,晨星基金分类建立在定量分析和定性分析的基础上。当出现基金投资组合的统计结果与招募说明书中的规定出现不一致时,比如招募说明书中称其为股票型基

金,实际的投资组合统计结果为股票投资占基金净值比例小于70%,则有可能对该基金进行重分类。重分类将影响到基金历史排名数据的一致性,这也是投资人在将基金的业绩进行比较时需要关注的。

表 1-2 晨星公司对国内开放式基金的分类

大 类	基金类型	说 明
股票型基金	股票型基金	主要投资于股票的基金,其股票投资占资产净值的比例 $\geq 70\%$
配置型基金	积极配置型	投资于股票、债券以及货币市场工具的基金,且不符合股票型基金和债券型基金的分类标准;且固定收益类资产占资产净值的比例 $< 50\%$
	保守配置型	投资于股票、债券以及货币市场工具的基金,且不符合股票型基金和债券型基金的分类标准;且固定收益类资产占资产净值的比例 $\geq 50\%$
债券型基金	普通债券基金	主要投资于债券的基金,其债券投资占资产净值的比例 $\geq 70\%$ ,纯股票投资占资产净值的比例不超过 20%;且不符合短债基金的标准
	短债基金	主要投资于债券的基金,其债券投资占资产净值的比例 $\geq 70\%$ ,纯股票投资占资产净值的比例不超过 20%;且债券组合久期不超过 3 年
货币市场基金	货币市场基金	主要投资于货币市场工具的基金,货币市场工具包括短期债券、央行票据、回购、同业存款、大额存单、商业票据等
保本基金	保本基金	基金招募说明书中明确规定相关的担保条款,即在满足一定的持有期限后,为投资人提供本金或收益的保障

资料来源:晨星资讯(深圳)有限公司,2006年10月30日公布。

相比起股票类基金(本书将晨星分类中的股票型基金和积极配置型基金统称股票类基金)的分类来说,按照大类资产配置进行的上述基金分类实属小儿科。要对基金的预期回报有更深入的了解,还需要在股票类基金堆里仔细挑拣。

股票型基金在持有股票的比例(仓位)上差别不大,都是主要资产投资

于股票,其区别主要在投资策略和组合的行业、风格特征上,大体来看,可以对股票类基金按照投资策略、行业/区域、风格三个方面进行分类。

下一章中,将对股票投资的不同方法进行系统解释,股票类基金的分类就是根据股票投资的不同方法来设计的。投资者需要明白的是,不同的投资策略、不同的行业/区域、不同的风格在不同的市场阶段会有不同的表现,正所谓“风水轮流转”,从来不会有一种策略、一种行业/区域、一种风格在任何时间段里都有最好的表现。

表 1-3 股票类基金分类

特征分类	示 例
投资策略不同	指数基金、指数增强型基金、积极配置基金、灵活配置基金、策略优选基金、风格轮换基金、精选基金、先行策略、趋势基金等
行业/区域不同	消费品基金、服务增值基金、第三产业基金、泛沿海基金、大中华基金等
风格不同	积极成长基金、优势基金、大盘精选基金、小盘基金、价值基金、成长基金等

8

那么,是不是就应该不停去找表现最好的基金来投资呢?有个对股票投资的比喻是这样说的:好股票就像一匹被驯服的烈马,当它在慢走或者休息时,不要轻易抛弃它,因为它一旦跑起来就快了,而你因为了解它,也会骑得很稳,最终能被它带到财富之洲,但如果频繁换股,就类似于天天找没驯服的烈马骑,每匹马的脾气都搞不懂,骑稳赚大钱的可能就小了。投资基金的道理也是如此,在投资基金时,选择不同的品种进行基金组合投资,比一定要找到下一阶段表现最好的基金更加重要。

其次,选择适当的比较期限也是需要特别考虑的因素。当考察时间比较短时,业绩比较的结果往往不具有普遍意义。比如在过去的两年里,我们可以看到某些周里,股票基金的回报连货币市场基金也比不上,但我们不能够就因此得出股票基金比货币市场基金回报差的结论,因为我们进行比较的基础并不是如此短暂的一个时期。对于投资者而言,选择适合自己投资期限的基金业绩比较期限才具有实际意义。

通行的比较期限有两种:一是按照自然年月划分的期限,比如 2003 年、



2004年上半年等;还有一种是截至数据截止日的一段期限,这段期限被称作“最近一周”、“最近半年”、“最近一年”、“最近三年”等。对同样的基金按照不同的比较期限进行考察,有时会得出很不相同的评价结果,所以很多基金公司在营销时会选择那个对自己最有利的结果广而告之。根据研究的需要,我们还可以有更多的考察期限划分,比如为了考察基金在不同市道中的表现,将股市的上升周期和下降周期作为考察时段就比较合适。

第三,基金的比较不能光看收益,还必须将基金的回报率与风险程度进行综合考察。比如,我们比较图 1-3 中两只基金的情况,a、b 两只基金在相同时间段里取得了同样的回报率,但是 b 的净值波动程度更大,那么,如果要在两只基金中作出选择,答案应当是 a。

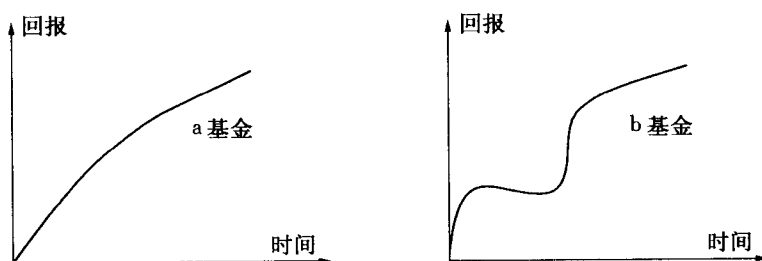


图 1-3 波动程度不同的两只基金的比较

基金评价中衡量回报波动幅度的通行指标是标准差。如果以周回报率为基础,则标准差为每周的总回报率相对于考察期间内平均周回报率的偏差程度,波动越大,标准差也越大。

需要注意的是,风险并不意味着损失,所以,风险大的基金并不等同于净值负增长的基金。如果一个基金每周都以同样的速度亏损,在业绩评价时它将是一个风险最小的基金。为了弥补标准差这个指标在风险描述上的缺陷,基金评价者往往会使用补充的指标,比如晨星公司就使用“晨星风险系数”来衡量一个基金与同类基金相比较的风险程度。用以比较的风险被称作“下行风险”(downside risk)。该指标的计算分作三步:首先,是将基金每周总回报率减去同期无风险收益率(在国内的评价是选择国内一年期银行定期存款利率折算),得到基金每周相对于无风险收益率的超额收益率,