

诚信尽责 唯精唯专

博时基金为国民创造财富

博时基金
BOSERA FUNDS
投资价值发现者
客服电话: 95105568
www.bosera.com
基金投资需谨慎

博时基金夏春 自下而上的选股者

证券时报记者 杜志鑫

博时基金首席策略师夏春不喜欢纸上谈兵——看研究报告。作为基金经理，夏春更崇尚草根研究，大部分时间，他都泡在外面调研，一个月至少有半个月在外面，除西北地区，全国其他地方的很多上市公司都留下了他的足迹。常年在外奔波，他的皮肤晒出了那种健康的黑色，整个人也显得体力充沛精神爽爽。

翻开夏春的履历可以发现，1996至1997年，夏春在上海永道会计师事务所担任审计师，2001年起进入证券行业，加盟招商证券，2004年加入博时公司，历任宏观研究员、研究总监、基金经理、首席策略分析师。

博时的同事对他的评价是——特立独行。夏春的自我评价则是：“入行10年以来，虽然是做宏观研究出身，但我也仍然非常关注基本面这个要素条件。”

对于企业的价值，夏春有着严格甚至苛刻的要求：一个企业到底值不值这个价钱，是可以DCF（现金流贴现）模型计算出来的。他举例说，有一家知名公司公布了资产注入方案，很多券商研究员将该公司的目标价上调到100元/股，但我通过各种模型计算都得出这个结果，于是果断将该公司卖出。不无巧合的是，后来该公司出现负面新闻，股价急转直下。这种一丝不苟的精神，或许与夏春曾做过既严谨又专业的会计师工作有关。

在对估值的把握上，很多人的逻辑是，相对估值低时就应该买入，但是夏春却喜欢用绝对价值去看待这个问题。在我的眼中，很多股票就只能给10倍的市盈率。”

对于目前的投资方向，无论是普通投资者，还是专业机构，多有困惑。在一季度坐了一趟过山车之后，银行和地产出现了调整，而代表经济转型方向的新兴产业在经历去年的喧嚣和狂热后，也复归沉寂。未来，市场将何去何从？

夏春以黄仁宇的大历史观分析

道：2008年的次贷危机不仅意味着美国需要改变，对中国来说也是一个转折点，这标志着过去10年中国出口导向性经济增长模式已经走到了尽头，中国经济必然要转向新经济增长模式。”

在这个痛苦的转型期，传统行业的大发展时期已过，新兴行业的发展尚需观察，自下而上的策略变得至关重要，夏春对此有着清醒的认识。

作为博时价值增长基金的基金经理，夏春在一季报中写道：今后我们需要的是更高的品质，对消费者需求更深刻的理解和满足，而这一切都要藉由创新来实现。创新不仅仅是工艺的改进，更有产品、服务、理念、管理的创新。而在生产以外，我们面对的几乎是一片未经耕耘的荒芜土地，这既是挑战，更是世出英雄的土壤。生产、生产、扩大再生产已不足够，未来的企业需要的是更前瞻的眼光、理想与企业家精神。

在具体的投资上，夏春强调，不需要把所有的行业和公司都搞清楚，也不要在大盘还是小盘、新兴行业还是传统行业这样的问题上纠结，而应该公平对待每只股票。要把自己当一杆秤，称一称公司到底值不值这个价钱？”夏春强调，另外一个关键点，是要敢于在理解清楚的公司上下重仓，你不可能抓住所有的机会，但也不能每个机会都不抓住，你一定要抓住自己能把握的机会，然后重仓放大收益。”

在股票的操作上，很多基金经理喜欢波段操作，研究员有时也会提出卖出建议。对此，夏春的看法是：很多人对于自己知道什么，其实不是很清楚，我们应该扪心自问，自己到底知道什么，不知道什么。如果按照研究员的建议卖出股票，我可能永远也不知道什么时候是低点，什么时候再把它买回来。一些东西理论上讲是对的，但这不是事前能把握的。”夏春表示，不管市场怎么波动，我能把握的是，



官民图

夏春：经济学硕士。1996年起先后在上海永道（现为普华永道）会计师事务所、招商证券研发中心策略部工作。2004年2月加入博时基金管理有限公司，历任宏观与策略研究员、研究部副总经理兼平衡配置基金经理助理、研究部总经理兼策略分析师、价值增长基金价值增长贰号基金基金经理，现任首席策略分析师、投资决策委员会秘书长，兼任博时价值增长基金基金经理。

这个公司到底值不值这个钱，如果值，就持有，如果不值，即使公司股价处于趋势性上涨阶段，我也会把它卖掉。”

虽然很多公募基金经理对排名倍感压力，夏春却不以为然：只要相

对收益高，绝对收益肯定高。”夏春喜欢投资，他相信，作为一名基金经理，只有发挥自己的优势，专注于对企业的研究和把握，才能过滤市场的噪音，在投资的长跑中胜出。

■对话 | Talk |

证券时报记者：目前银行和地产很便宜，未来是否有机会，您怎么看？

夏春：银行何时上涨很难把握。不可否认，银行隐藏了很多问题。至于地产，我认为现在持有地产股比持有现金好，我不敢说在地产上有多高的收益，但从绝对价值看，目前持有地产股比持有现金好。

对于地产，过去依靠土地不断升值带动地产繁荣的大周期已经过去，现在不能指望地产股出现过去那样的超额收益；不过，虽然大的地产周期过去了，但是国内居民对房地产的绝对需求仍然存在，因此，未来地产将回归为普通的制造业，在目前这个估值水平上，用制造业的估值水平来衡量，很多地产企业也值这个价钱。

证券时报记者：对黄金怎么看？

夏春：黄金的价值谁也说不清楚，做投资一定要有一个好心态，你不买，它可能会涨，涨得时候你可能会眼红。但我只赚自己能赚的钱，而且赚的时候一定要赚足。

一旦你对一家企业有充分的认知后，帆一定要张满，每个人赚自己能赚的钱就够了。

因此，做投资一定要选看得准、真正拿得住的股票，尤其在大资金的管理上更需如此，不能进行太频繁的操作。

证券时报记者：现在大小盘估值差异仍然比较明显，对大小盘股的投资价值怎么看？

夏春：从我个人角度讲，我很少评价这个问题，如果一定要讲的话，在对微观和宏观情况了解的背景下，目前小股票大多数估值偏高，未来估值继续往下回归是大概率事件，但我不认同大股票能涨多少，蓝筹本质上是一个事后概念，在过去经济和社会发展的背景下，在连续增长多年后，事后被贴上标签定义为“蓝筹”，蓝筹代表的是过去。

如果非要站高一点说，过去国有企业能赚钱，和背后的垄断机制有关系，今后，赚大钱的机会可能会在创新方面，包括产品、商业模式等方面的创新，这种事情发生在民营企业、竞争性行业上的概率比较大。

■观点 | Point |

●我们应该扪心自问，自己到底知道什么，不知道什么。如果按照研究员的建议卖出股票，我可能永远也不知道什么时候是低点，什么时候再把它买回来。一些东西理论上讲是对的，但这不是事前能把握的。不管市场怎么波动，我能把握的是，这个公司到底值不值这个钱，如果值，就持有，如果不值，即使公司股价处于趋势性上涨阶段，我也会把它卖掉。

●中国消费、服务类企业的发展需要微观的创新，包括经营模式、管理、产品、服务等创新。过去搞基础设施建设、房地产则比较简单，要资金投入资金，要土地买土地即可，但要提高消费、服务行业的品质，就不是出台相关政策就能实现的。不是说经济要向消费、服务方向转型，我们就傻乎乎地去买零售、酒、食品的股票，这些竞争性行业即使有自上而下的推动，也很难出现鸡犬升天的情况，相反，微观的个股梳理非常重要。

●中国的零售商只是占据了一个好地段，赚取的是商业地产的钱。如果剔除商业地产的成本，很多零售公司其实是不赚钱的，如果从实现股东价值最大化的角度看，很多零售商可以考虑把持有的商业地产卖掉，再把钱直接分给投资者。

●表面上看中国零售企业竞争惨烈，但事实上，那只是在商业地产上的竞争，零售企业之间的竞争并不惨烈，这个行业空间很大，竞争程度低。零售是一门技术，只要稍微做得好一点，改善和提升的空间就会非常大，只要一些专注于零售的公司能提高零售技术，这些公司就会有非常好的前景。

●目前小股票大多数估值偏高，未来估值继续往下回归是大概率事件，但大股票也不一定能涨多少，蓝筹本质上是一个事后概念，在过去经济和社会发展的背景下，在连续增长多年后，事后被贴上标签定义为“蓝筹”，蓝筹代表的是过去。

●如果非要站高一点说，过去国有企业能赚钱，与背后的垄断机制有关系，今后，赚大钱的机会可能会在创新方面，包括产品、商业模式等方面的创新，这种事情发生在民营企业、竞争性行业上的概率比较大。

战略性建仓估值合理的优质公司

中国经济进入关键性的转型期

在经历了过去30年的高速增长后，中国经济现在已进入一个关键的转型期。夏春认为2008年是一个转折点，2008年之前的10年，全球经济经济增长非常好，是典型的低通胀、高增长阶段，这其中最主要的因素就是中国。”

夏春表示，在1978年改革开放以后，中国确立了以出口为导向的外向型经济增长模式，经过十余年的积累，到了20世纪90年代，沿海产业链的布局渐趋完成，在2001年中国加入WTO后，中国产品的销售渠道、市场大大扩张，在出口的带动下，中国经济迎来了高速增长期，贸易顺差也迅速积累。虽然在此期间，全球央行的货币发行量很大，由于低成本、具有很强制造力的中国加入了全球竞争体系，全球生产率快速提高，抵消了货币增长的压力，所以没有出现通胀。”

但这种状况已经改变。夏春在2008年就感受到了这种巨变，2008年上半年，虽然通胀仍然在往上走，出口却在下降，民工荒开始出现，以前以为中国的劳动力可以无限供给，但现在不一样了。重要的转折已经开始，全球生产率的持续提高也已走到一个拐点，很多事情正在发生变化，未来也许有更大的变化。

在财政政策和货币政策的刺激下，2009、2010年全球经济有所恢复，但夏春认为，生产率拐点到来引起的变化将是长期性的，在此期间，经济的起伏只是数字上的变化，当经济跌得太多后，经济本身有刚性需求，会有恢复。从大的趋势看，未来缺乏像过去那样非常快的成长趋势和行业趋势，从整体上来讲，经济增长会变得平淡，相反，中国经济进入了转型期。”

经济转型也体现在股市，但2010年的市场却有些矫枉过正。夏春表示，去年市场热捧新兴行业有一定的道理，但这种狂热走得太远，最终脱离了基本面。事实上，部分新兴行业的公司并没有创造价值，也不值那个价钱。到了今年，市场在经历了大喜之后又是大悲，现在，似乎又到一个比较微妙阶段。

缺少趋势性行业机会 自下而上精选公司

既然没有大的行业趋势，沉下心来进行自下而上的选股就变得至关重要。夏春表示，未来市场的整体收益率可能不会太高，但个股机会尤其在消费方面可能会比较精彩。

夏春解释，过去一些基本的制度，包括经济制度、政府职能等，都是为了适应过去10年的经济增长模式所存在的。事实上，与国外发达经济体相比，中国在消费、服务等行业非常落后，企业的发展需要靠微观的创新，包括经营模式、管

理、产品、服务等创新。过去搞基础设施建设、房地产则比较简单，要资金投入资金，要土地买土地即可，但要提高消费、服务行业的品质，就不是国家为了促使某一件事情，出台相关政策就能实现的。不是说经济要向消费、服务方向转型，我们就傻乎乎地去买零售、酒、食品的股票，这些竞争性行业即使有自上而下的推动，也很难出现鸡犬升天的情况，相反，微观的个股梳理非常重要。”

在具体的投资上，夏春比较注重企业的商业模式和社会价值。投资是多赢博弈，不是零和博弈，好企业通过好的产品，为产业链布局做出了贡献，为社会创造了社会价值，我们投资它，就是一起分享它创造的价值。”

夏春说，目前，无论是投资界，还是企业界，都热衷于通过短平快的项目赚钱，比如过去五六年，证券投资界热衷于追逐资产重组、资产注入的上市公司，虽然看起来热闹，如果进行严格的价值分析，美好的愿望不一定能实现。夏春表示，近几年证券投资界对上市公司管理、企业战略等方面的分析能力在下降，在2003、2004年，基金等机构投资者在基本面的价值分析方面小有成就，当时挖掘了招行、万科、中集等股票，但经过近几年的调整，大家都陷入了迷茫。不过，市场最终会回归理性，现在又到了转变的时期。”

近两年，实业界也相当浮躁，什么热就搞什么，过去几年房地产热

就搞房地产，多晶硅热就上马多晶硅项目，现在矿产热又注入矿产，新能源热就搞电池，近几年市场中没有培育出好企业，反而在2003、2004年弱市中出现了一批好企业。”

短平快在短期之内可以赚钱，但是不可持续。”夏春肯定地说。

零售业发展空间很大

夏春强调理想的企业，他想选择的企业是——不是简单为了赚钱，而是在创造社会价值。

夏春对零售业非常关注，他认为中国零售业的空间非常大。首先从效率上来说，内地人以前去香港买奢侈品、名牌还可以理解，现在内地人去香港买水、买菜、买米，让人不可理解的是，香港日用品的价格比内地便宜，而在香港，无论是人力成本、还是土地成本，都寸土寸金，卖得这么便宜还能盈利，一比较就会发现，内地零售企业的效率比较低。

其次，从行业空间看，在美国，沃尔玛一家公司的市场份额占全美的8%，中国一年的零售额在15万亿元至20万亿元左右，一家企业只要占1%的市场份额，一年的销售额就在2000亿元左右，中国最大的零售企业一年的销售额远远不到1%的市场份额。

再次，从净利润率来看，中国零售企业的净利润率大约在2%，很多人认为这是正常状态。其实不然，真正的零售企业应该是以最低的成本，把最合适商品卖给最适当的人群。本

质上来讲，零售企业应该自己采购，然后再卖出，赚取差价，沃尔玛就是以自己经营为主。而中国的零售企业本质上只是代销，去家卖场买家电，促销员是家电厂商的，都在推销自己的产品，购买者自己也不清楚到底要买谁家的产品，零售商只收取上架费、促销费等，说到底，中国的零售商只是占据了一个好地段，赚取的是商业地产的钱。如果剔除商业地产的成本，很多零售公司其实是不赚钱的，如果从实现股东价值最大化的角度看，很多零售商可以考虑把持有的商业地产卖掉，再把钱直接分给投资者。

夏春强调，表面上看中国零售企业竞争惨烈，但事实上，那只是在商业地产上的竞争，零售企业之间的竞争并不惨烈，这个行业空间很大，竞争程度低。在过去，中国企业的精力都放在生产和出口上，形成了路径依赖，现在随着出口走弱，日子不好过了，很多企业想做国内市场，但是发现做不了，缺乏渠道和品牌。

夏春一直强调的是：零售是一门技术，只要稍微做得好一点，改善和提升的空间就会非常大。”而现在中国又面临通货膨胀、食品安全等问题，只要一些专注于零售的公司能提高零售技术，这些公司就会有非常好的前景。

夏春表示，按照客观、严格的标准来选，现在要找到这种理想的企业比较困难，有的企业是好的投资标的，但是价格不合适，不过随着市场的调整，这种情况正在好转，我们正在战略性选择一些质优价廉的投资标的。” (杜志鑫)