



●在行业配置上关注三个方面：一是受益于保障房建设的工程机械和水泥等行业，二是受益于产业结构调整的消费和新兴产业，三是长期看好资源品投资价值。

## 大成基金周建春：不必过分看空市场

证券时报记者 方丽

成立两年多来，大成策略回报合计分红6次，是2007年以来成立的基金中累计分红最多的基金。在基金经理周建春的手中，分红策略成为了该基金规避风险、锁定收益的手段。而且这只基金净值从未跌破1元，证券时报记者采访了周建春，分享他的投资之道。

**证券时报记者：**大成策略回报为什么注重分红？在什么情况下会选择分红？

**周建春：**首先是基金的投资范围侧重于有分红能力的股票，大成策略回报股票资产的80%投资于红利股，主要包括两类，一是盈利能力稳定、具有持续稳定高分红记录的企业，二是当前分红能力不强，但成长性良好、未来具备持续分红潜力的企业。其次实施积极分配政策，目的是锁定收益、降低风险，一般会考虑市场状况和基金主要资产未来的升值潜力，决定基金分配政策，基金每年最多分红次数为12次。因此我们在投资策略上更加注重获取绝对收益，强调收益管理，实施收益管理策略，以期在增长期及时锁定收益，减少可能的下跌风险。

如策略回报在2009年11月26日分红，当时宏观经济呈现过热迹象，预期未来政策面临转向，可能实施宏观调控，市场可能回落，在该背景下我们实施了分红的策略。

**证券时报记者：**大成策略回报一直维持略高于市场平均水平的总体仓位，高仓位如何应对市场的波动？

**周建春：**近年来大成策略回报一直维持较高的仓位水平，主要原因是市场整体估值水平不高，系统性风险不大，市场一直都存在较好的结构性投资机会，这也可能是市场未来相当长时期的主要特征。未来应对市场的波动，首先我们选择符合国家产业政策、稳定增长，具有可持续发展空间的行业进行投资，回避与宏观经济高度相关的强周期性行业；其次加强对行业龙头公司的研究。

**证券时报记者：**大成策略回报被称为熊市抗跌的基金，如何做到的？今年是如何操作的？

**周建春：**主要是坚持自上而下的投资方法，一是通过行业选择和重点投资龙头企业回避市场下跌的风险，二是选择估值水平较低、业绩稳定增长型的企业作为投资对象，同时尽可能长期持股，降低换手率。

**证券时报记者：**对A股市场有何展望？

**周建春：**未来进一步紧缩政策已经被市场预期并反映，市场整体估值水平较低，指数下跌空间有限，但是短期政策方向也难以出现逆转，预计市场可能进入探底和形成底部的阶段。在资产配置上，将继续保持较高股票仓位；在行业配置上关注三个方面：一是受益于保障房建设的工程机械和水泥等行业，二是受益于产业结构调整的消费和新兴产业，三是长期看好资源品的投资价值。

**证券时报记者：**下半年的操作会上会如何把握投资方向？操作策略如何？

**周建春：**面对当前的市场环境，虽然谈不上乐观，但至少认为没有必要过于悲观。主要原因是：首先，国内宏观经济政策已经没有必要进一步紧缩的空间，当前处于政策观察期，预期未来将正常化；其次，海外的经济增长前景虽然迷茫，但只是对我国的出口增长有一定程度影响，国内经济依靠投资和内需增长仍有空间。再次，市场整体估值水平较低，如6至7倍市盈率的银行股、1倍市净率以内的钢铁股，以及很多10倍市盈率的周期股，因此没有必要过分看空市场。预计未来市场以震荡为主，存在结构性投资机会。选择与内需和国内投资增长相关的稳定增长类行业进行投资，避免与出口相关的行业和周期性过强的行业；选择低估值个股，回避高估值个股。如果四季度政策放松，可以适当考虑投资周期性行业。

# 曾昭雄：以实业视野挖掘长期牛股

见习记者 姚波

曾昭雄，一位私募市场中并不多见的以价值投资为主要投资手段的经理人，被央视财经频道的姚振山笑称为“帅哥总监”。如今已年逾不惑，但第一感觉就是30多岁的年轻人，也很难从他脸上一眼看出19年的证券从业经验。

曾昭雄曾供职于深交所、联合证券，后历任湘财荷银（现泰达宏利）、景顺长城、招商基金、信达澳银投资总监，目前掌管着深圳合赢投资管理有限公司旗下逾30亿资产。谈到以实业眼光进行价值投资，他滔滔不绝。

## 像做生意一样做股票

“以实业视野挖掘长期牛股”在曾昭雄执掌的合赢投资是指导投资的理念。也许，价值回归到公司的盈利等基本分析上还好理解，但真的要去做实业的角度去挖掘股票，回归到公司的经营管理上研究，恐怕不是每个价值派都能如此彻底。

“我反反复复和我的团队强调，我们要做好的是一个公司经营的研究，对公司业务的研究，也就是从一个公司经营者的角度去分析公司的价值和未来。”曾昭雄特意把对公司的估值分析和公司业务研究、内在价值研究做了区别。

现在太多的人做公司未来一、两年每股盈利（EPS）的研究，但股市基于短期每股盈利给上市公司的定价只是十分窄的一方面，我们真正要关注的是公司经营的研究、业务的研究、内在价值的研究，我觉得公司的经营研究和估值研究是两回事。

“如果我用实业眼光去投资，就是去做生意。”曾昭雄的比喻简洁明了，“去做生意的话，你就需要考虑三到五年可以投什么东西。如果一个公司的产品因为短期供求关系的变化而价格大涨，公司出现了暴利的机会，股价也随之而动，然后，又随着产品供求的平衡甚至逆

转而归于平淡，对这种机会，我们可能会相对考虑得比较少，我更多考虑的是两到三年实业长期向好带来的资本利得。”

曾昭雄以公司经营研究为基石的价值投资理念，并不复杂。首先，所投的股票属于长周期景气行业，有较大增长空间；其次在这个景气行业中选择看好的商业模式，在确定了商业模式后观察管理团队，看他们如何运作这盘生意；然后从财务角度考虑投资回报周期、内在价值上升空间以决定是否投资。的确，看起来很简单，但是，凭着对这一原则的长期坚持，曾昭雄挖掘了一大批牛股。

我们团队深入研究的一般不超过40家公司，我们的核心股票池，就是我们认为未来会有很大涨幅的公司，不超过15家。”曾昭雄表示，希望从两千多家公司里面，不断缩窄研究范围，通过各种方式包括对经济增长动力的分析、未来投资领域及商业模式的选择、公司基本面研究、数量化筛选等，形成一批公司，对这批公司深入跟踪调研，并深入讨论，然后会先买一定的百分比观察市场表现，之后才能最终进入15家公司的核心库。不过，操作却并非易事，这种企业不容易找，从历史数据分析，这种公司只占所有上市公司的1/10。”

## 私募价值派的买卖之道

价值派的一个最大难题恐怕并非看错股票，而是等待市场发现价值的过程，其实往往是买得太贵或者卖得太早。但曾昭雄却赋予了价值派更多的机动性，他给股票价值发现定下的期限通常是一年以内，容错期不过一年半，并非一味死守。

假如一个公司符合我们选股的条件，一年内它就应该有表现，因为它收入会增长，利润也会加速增长，自然股价也会上涨，剩下的事就是交给市场用EPS定价。”曾昭雄表示，如果一家公司你投了它两年，股价都在跌，那判断可能出错了。”

曾昭雄认为，一旦找准了值得投资的股票，就要咬定青山不放松，甚至“每次卖出，不买回来就是错的”。他表示，如果看好的公司股价过高，透支了未来两年的增长，会选择先卖掉，在回落的时候买回来。他透露，目前的持仓中，还有2009年下半年进入的部分股票。

如果说高价会让曾昭雄暂时撤回资金，那股价下行时，他更加强调前端的风险控制，而不是简单止损。去年6月的暴跌和过去一段时间小盘股的暴跌，其实市场上有很多止损盘杀出来，现在看很有可能当时低位止损杀出来是错的，后来不久就反弹了。”对于止损，曾昭雄有自己的观点。

真正让曾昭雄卖出，并非是由于二级市场的波动，而是对公司基本面的判断与当时的分析发生出入。从我个人角度而言，如果一只股票下跌超过15%，我会问自己，判断是不是出错了？我会马上组织去调研，看买入时对这个公司基本面上的假设和判断是不是出错了，假如是阶段性买贵，就不会止损，但假如是对公司的判断出错，不管亏多少钱，我都要卖掉。”

## 投资不要有任何偏见

“做投资不要有任何偏见”，是曾昭雄明确的观点。他不掩饰对消费、服务及IT等新兴行业的热爱，对创业板的成长股也不排斥。我们投资了两个创业板的公司，现在准备投第三家。”曾昭雄表示自己并不会把创业板作为板块去看，既不会非要去配创业板的股票，也不会说创业板的股票不能碰。”

同时，他也不排斥已经成长起来的白马股。今年一季度，曾昭雄力排众议重仓了贵州茅台，当时有很多朋友，包括公司内部，都认为贵州茅台这么大，干嘛要去买它。”但茅台当时产量扩张和提价的计划，均符合他对这家酒厂的价值判断。事实证明，合赢投资介入的时点刚好在一季度处于阶段性低点，茅台股价已经从当时的170多元上涨到逾200元。

“不要觉得自己拿的就一定是最好的东西，我们永远要保持开放的心



态。我们的标准是不变的，是要坚持的。但用这个标准选择出来的标的不一定是不变的。在中国，会有越来越多的优秀公司产生，新的模式会颠覆旧有的模式。”或许，这种开放的心态，才是这位“帅哥总监”不老的心理秘诀。

## 注重团队的力量

团队协作列在合赢投资核心价值观的首位，这可能与曾昭雄多年公募基金投资总监岗位上形成的协作、沟通为主的决策方式密不可分。在目前的投资过程中，这家20余人私募的总经理也不断强调决策的集体讨论。谈起自己的团队，他是自信的：“合赢投资的投资与研究团队一共12人，再加上交易3人，一共有15人，在私募界是一个比较大的团队。”尽管一二十人的私募和庞大的公募团队不可比拟，但曾昭雄认为这仍然是一个让人不断成长的平台。

去年三季度末，曾昭雄首次面临较大的公司投研团队变动，第三大股东、副董事长刘鹰离开。当被问及公司的人事变动对公司的影响，曾昭雄回答得敏捷干脆：“我们是做投资的，过去三年来大家一直坚持用我们的理念和方法去做投资，只要核心理念不变化，不管谁在这个团队里面，我们还是会继续坚持去挖掘值得投资的公司，没有特别大的影响。”

2008年在市场的底部，我作别了曾经服务8年的公募基金，开始管理走向阳光化的合赢。在刘总的协助下，带领着合赢投资团队从1800点以下坚决满仓，到2009年8月清空持有近一年的地产、金融和煤炭股，转而重仓消费、医药和新兴产业至今，期间团队共同挖掘到了一些牛股，经过两年多的努力无论投资者、股东还是同事们都有很好的收获。我相信大家会珍惜这段经历。”对刘鹰的自立门户，曾昭雄这样评价。

# 德源安总经理许良胜：投资界里的社会学家

证券时报记者 孙晓霞

叔本华曾说过这样一句话：“人类的问题不能单独研究，一定要和世界的关系连带着研究……一定要把小宇宙与大宇宙联系起来看待。”德源安总经理许良胜的投资哲学深受叔本华、尼采等存在主义大师的影响，他的投资呈现出鲜明的社会视角，他说投资最大的风险就是社会风险，在投资界里，他更像是一名洞察世事的社会学家，然后才是投资家。

## 沉默的社保组合英雄

许良胜被关注是因为他2010年年度收益率42.92%，绝对收益率排同行业第四。

对此成绩，他自己的评价是，仅仅复制了他管理社保105组合期间的业绩而已，“我最好的职业时光给了社保组合。”资料显示，他在长盛基金2005年到2007年管理社保105组合期间，获得全国社保2005年12月选择性地追加资金，成为当年11只社保股票组合中仅有的两个获追加资金组合之一。

2007年底12月31日，许良胜向长盛基金提出辞职，2008年6月30日他从长盛正式离职，2009年成立北京德源安资产管理有限责任公司，很快发了第一只产品德源安战略成长一号。

由于社保组合管理的低调需要，从公募出来的许良胜没有带走名声，但带走了两样东西：一是长期投资怎么管，二是基金公司的发展模式。基金公司发展的一种模式是股东利益最大化，另一种模式是持有人利益最大化。目标不一样，公司发展的战略也会有所不同，我们追求后者。”

在实现方法上，许良胜说德源



●基金公司发展的一种模式是股东利益最大化，另一种模式是持有人利益最大化。目标不一样，公司发展的战略也会有所不同，我们追求后者。

●A股市场现阶段并无重大系统性风险，上证指数2800点以下具有长期战略投资价值。

安擅长以战略眼光挖掘行业以及公司的长期价值，获取长期超额收益。在国家2010年七大战略新兴产业提出之前，我们2009年5月发行的第一只产品就命名为战略成长基金，我们还喜欢用产品标明我们的赚钱方法。”

在许良胜眼里，看好产业发展的时机，首先看好以煤炭、有色为

代表的能源股。中国的发展非常依赖资源，而目前煤炭、有色等资源比

2006年以前的供给更紧了，因此，在全球经济复苏以及中国经济软着陆的趋势下，我们仍然看好以煤炭、有色为代表的资源股。我们还看好以大飞机为代表的先进制造业，随着大飞机的试飞，该产业会进入快速发展期。此外，我们还看好进入到精细化管理

阶段的品牌消费企业。”

## 控制下行风险

叔本华曾说，人一生要做的两件事就是防患于未然和豁达大度。前者是为了避免遭受痛苦和损失，后者是为了避免纷争和冲突。

许良胜开车已经10年有余，他车速慢在公司里是出了名的。他说，自己对于风险的理解就像开车一样，生死的问题很难预测，能做的就是管好眼前，尽量控制好下行风险。“不能识别风险是没法做投资的，投资的道理和生活的道理一样。”

许良胜认为，在投资上，控制下行风险是净值长期稳定增长的核心。A股的波动是有规律的，我们将自己的波动区间定在15%到17%左右。我们认为，跌幅超过20%之后就是系统性风险了，后面可能还隐藏着更大的跌幅，这种情况在2008年最明显。”

在投资决策过程中，许良胜特别强调对于风险的识别，这表现在他选股票的每个决策环节。许良胜追求的是可控收入，从2003年他做投资以来一直采取恒定仓位的策略投资。他认为，投资必须和心理匹配，做投资前都要问自己四个问题：一是时间，你要用多长时间进行投资；二是收益，你要达到什么样的超额收益；三是风险，你要承担多大的风险；四是心态，你以什么样的心态来投资。

型，此举势必会促使政府实施积极的财政政策、定向宽松的货币政策，有利于新能源、环境保护、食品安全和国防建设，会密切关注这些行业的变化趋势。

## 社会学家许良胜

即使再忙碌，许良胜每天都要看新闻，他认为每个新闻底下都有着深层次的规律。在他的投资体系里，他认为不仅股票市场有自己内在的体系，一个国家的社会现象和股票市场也有着相互作用的体系。喜欢生物学和地质学的许良胜认为，这两门学科的学习可以培养一个人的看待世界的客观精神。

资本市场的涨跌由钱决定，而钱是追逐利润的，但钱又由人决定，而人的行为又是由心理决定，这就是一个系统的生物链。”

许良胜强调，大到全球经济，小到一个国家的经济体系甚至股票市场，每个体系都有它的自学习能力。他之所以对全球经济的复苏有信心，对中国目前所采取的货币政策有信心也正缘于此。

我相信金融危机爆发后，全球的货币体系、金融体系都在进行自调整。包括中国的货币政策，国家目前正在努力提高市场参与各方对于通胀的容忍度，这既考虑到了由能源带来的输入型通胀对居民消费价格指数（CPI）的影响，同时也兼顾了和谐社会的需要。所以，未来国内的货币政策将由全面收缩到定点放开，在提高全社会对通胀的容忍程度同时，重点解决中小企业贷款以及地方融资平台的问题，这有助于化解转型期各个领域的财务风险。总体而言，我认为A股市场已经很国际化。市场短期看好，长期看，今年比去年要乐观，考虑到目前A股的估值，今年底或明年可能会到3600点左右。”许良胜说。