



见习记者 姚波

但斌的价值投资之路并非一帆风顺。他管理深圳东方港湾旗下资产，在2005年-2007年声名鹊起。2008年，在金融风暴中，他遭遇滑铁卢，最低净值曾跌去近四成。但坚守终见回报，今年，在市场大幅震荡中，但斌掌管的东方港湾马拉松净值涨幅居前。在市场沉浮了近20载之后，但斌被今年《福布斯》中国杂志誉为中国私募十大教父之一。

多年投资生涯，他的心得很简单：坚持该坚持的，修正该修正的。

坚守价值投资

但斌毕业于河南大学体育系，1992年南下闯深圳，跟着学经济的朋友做股票，成了最早一批证券从业人员。凭着天赋和勤奋，他一路从老君安的研究员做到大鹏证券资产管理部的投资经理，2004年，他自立门户开创东方港湾。但斌最为人熟知的，是他坚持把巴菲特的投资原则运

但斌 价值投资的坚守者

用于中国市场的实践。

我认为应当坚持我认为正确的投资方法，选择具有长期成长性的行业，选择王冠上明珠一样的企业进行长期投资。”在接受证券时报采访时，但斌重申了投资的基本原则。

今年的良好业绩，得益于他对自己理念的坚持，他一直持有的贵州茅台、云南白药、伊利股份等股票今年表现均不错。但斌在2003年23元购入贵州茅台时，茅台是当时两市估值最高的企业，今年茅台已经创下219元的新高。买了茅台，持有8年就一直没动过。”

长期投资仍是但斌不变的信仰。“我觉得投资就是比谁看得更远，别人看1年，你看3年、5年甚至更长，结果肯定不一样。”但斌表示，资本市场不仅仅是一个博弈的市场，其真正的逻辑在于共赢，比如茅台，上市公司净利润3.7亿，今年预期利润将达到80亿，在这家企业的发展中，所有参与者都是大赢家。”

修正周期股的看法

但斌对周期行业持较谨慎的态度，他认为，对地产、银行等负债经营行业来说，一旦宏观经济发生较大变化，将导致企业盈利迅速减少甚至出现亏损。如今年的欧债危机中，率先下跌的是银行，因此，对这类行业投资应非常谨慎。长期投资、价值投资应避免买入周期股，如果非要投周期股，就应当像巴菲特购买中国石油一样，在危机时候买进，高涨时候卖出。”

在2008年净值下跌后，但斌对组合的股票做了适当调整，把周期股悉数剔除出组合。他把当时持有的地产股换成了医药股，这样的持仓结构契合了这两年的市场走势，获得了相当优异的回报，东方港湾马拉松2008年净值最低接近6毛钱，现在已经涨到1.3元，已有2倍以上的涨幅。

价值逻辑下的选股标准

但斌偏好的行业属于能够出现横跨

几十年的大黑马、经久不衰的持久增长型行业，他也喜欢具有竞争壁垒的优质企业。

我们主要偏好IT、消费及医药三个板块。IT主要关注平台型企业，像腾讯、新浪，看得懂，相对风险小；消费主要集中在高毛利的企业里，白酒如茅台，红酒如张裕B等；医药集中在中药，我们会选择高毛利、商业模式比较简单、能看得明白的企业，如云南白药、东阿阿胶等。”

但斌表示，中国消费的增长潜力巨大，从国内消费行业的盈利增长可见一斑；中国同时面临着人口老龄化的问题，医药也是长期可持续发展的行业；而淘宝、腾讯、新浪等新的商业模式出现，慢慢变成了经济中的支柱性行业，蕴含巨大的机会。

在股票的选择上，净资产收益率、毛利率、行业壁垒是他最看重的要素。“一定要关注巴菲特所说的护城河。”但斌认为，一家企业如果具有较高的净资产收益率，毛利很高，别人又进不来，那就是具有真正的壁垒。

但斌认为，真正的长期投资需要考虑一个问题——这个企业能为社会奉献什么。现在太多人关注的是经营指标、K线图，很少关注企业所提供的产品、服务本身能够给社会带来的变化。投资是从使用者内在的价值角度去考量所投资产品、服务的投资价值，如果某种商业模式只是激发大家一时的热情，它不会持久，如果能打动很多人的内心，并能够延续下去，就具有非常高的投资价值。”

投资家的修炼课

当茅台来到你的面前时，你还会犹豫吗？”在采访中，但斌反问记者。但斌引用了巴菲特的一句“五秒钟做决策”表达他的观点，他认为，投资是一个长时间学习、观察和等待机会的过程，当重大的机会来临时，你一定要有决策的能力。

此外，还需要对大的历史机会有敏感性和洞察力，而这来自多年经验的积

累。但斌表示，2006年碰到腾讯，就感觉到它未来十年会成为一家非常重要的企业，他努力说服团队买入腾讯，结果证实了其正确性，腾讯控股由当年的十几元涨到今年最高230元。

投资家的洞察力来自个体不断地观察和学习，也离不开对社会发展和国家命运的关注。如巴菲特所说，他之所以成功是因为美国这个国家有今天的成就。如果有人能在1957年巴菲特开始投资时，抱有同样的乐观精神并付诸实践，可能巴菲特就不会只有一个。但斌表示，不少美国企业家在2008年金融危机时，皆因恐慌而抛售自己的股票，但对具有长期投资眼光的投资家而言，这意味着巨大的机会。”

但斌表示，一个投资家需要宏观的视野，企业家更关注细分业务，对行业发展的背景，他的理解不一定有投资家深刻，企业家更多思考企业如何去经营，而投资家需要思考这个企业发展对整个国家、社会带来的影响和起到的作用。”

当年马化腾抛售了自己的股票，但斌却开始捡便宜货。虽然投资者不可能在具体细节上比马化腾更了解这个行业和公司，但从宏观上却需要超越马化腾的认识。这是投资家的基石，对投资而言，这是一门必修课。”但斌表示。

此外，但斌还对新事物保持开放的心态，保持不断学习的态度。目前，他新浪微博上的粉丝已经超过了130万人，是投资圈中最多粉丝的博主之一。

但斌去年7月开始投资新浪，但斌表示，新浪之所以进入他的投资视野，一是因为新浪微博具有黏度，特别是名人效应带来的黏度，比如经济学家许小年、华生的观点，就只能到新浪微博去看；二是微博的商业模式打开了人的潜能：微博把人的思考片断呈现出来，并通过社会化分享，激发了个体洞察社会的欲望，并通过这种模式很好地黏合在一起，具有很大的价值。如果你对新生事物不敏感，不使用微博，就不会留意到新兴的投资机会。”

●应当坚持我认为正确的投资方法，选择具有长期成长性的行业，选择王冠上明珠一样的企业进行长期投资。

●投资就是比谁看得更远，别人看1年，你看3年、5年甚至更长，结果肯定不一样。资本市场不仅仅是一个博弈的市场，其真正逻辑在于共赢。

●真正的长期投资需要考虑一个问题——这个企业能为社会奉献什么。现在太多人关注的是经营指标、K线图，很少关注企业所提供的产品、服务本身能够给社会带来的变化。投资是从使用者内在的价值角度去考量所投资产品、服务的投资价值，如果它能打动很多人的内心，并能够延续下去，就非常具有投资价值。

●一个投资家需要做到比宏观更宏观，企业家更关注细分业务，对行业发展的背景，更多思考企业如何去经营，而投资家需要思考这个企业发展会对国家、社会带来的影响和起到的作用。

●中国消费的增长潜力巨大，从国内消费行业的盈利增长可见一斑；中国同时面临着人口老龄化问题，医药也是长期可持续发展的行业；而淘宝、腾讯、新浪等新的商业模式出现，蕴含巨大的机会。

前三季度新基金平均首募规模13.83亿元 创历史新低

证券时报记者 朱景锋

受股市表现不佳影响，今年新基金发行越来越艰难，前三季度新基金平均首募规模创出历史新低。

据统计，截至9月底，今年共有164只新基金宣告成立，合计募资规模为2267.66亿元，平均单只基金募资仅13.83亿元，创历史最低首募规模。比2008年大熊市时新基金平均18.2亿元的首募规模还少了4.37亿元。

由于赚钱效应消失，过于密集的发行业数量导致新基金平均首募规模逐季走低，一季度44只新基金合计募资751.97亿元，平均单只基金募资17.09亿元。二季度有62只基金成立，合计募资1011.73亿元，平均单只基金首募规模为16.32亿元，比一季度略有减少。三季度随着股市接连破位下跌，老基金亏损加大，新基金销售彻底陷入冰点，三季度共有58只新基金成立，合计仅募资503.96亿元，平均单只基金仅募得8.69亿元，从而将前三季度新基金平均首募规模大幅拉低。

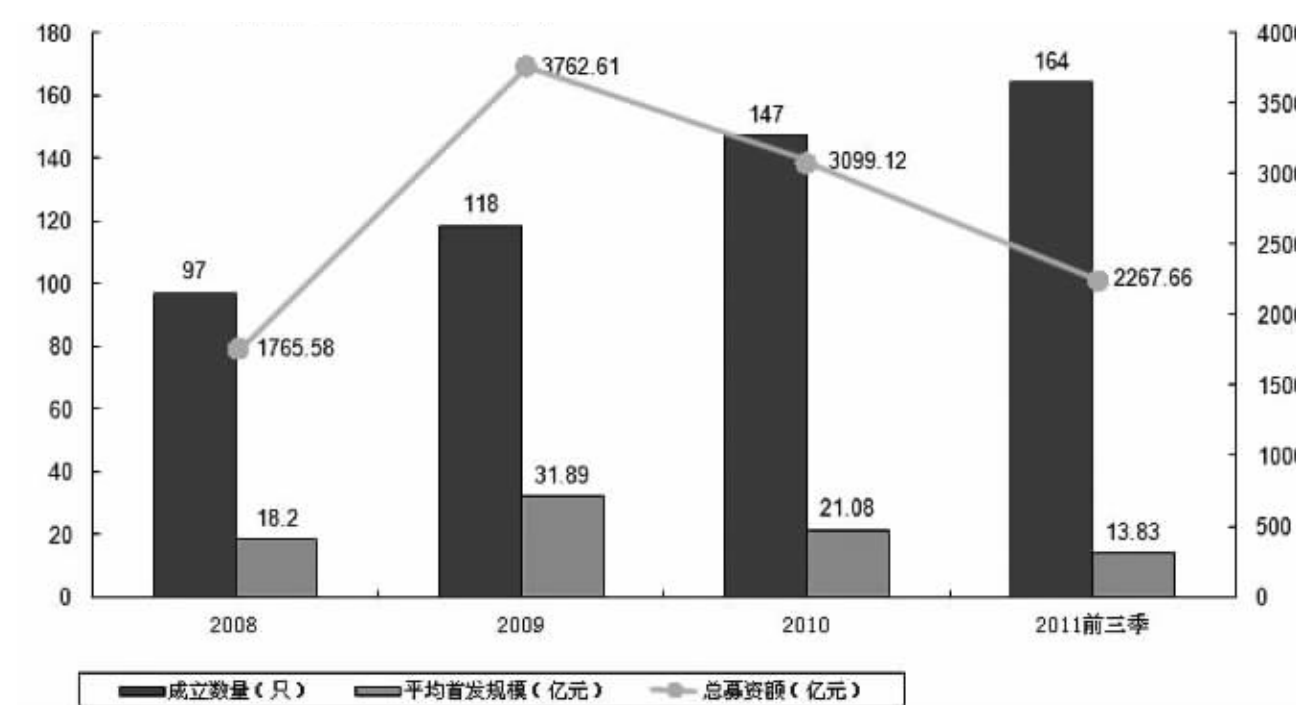
从单只基金的首募规模分布来看，前三季度164只新基金中，共有85只首募规模不足10亿元，占比超过一半，其中首募规模不足5亿元的达到41只，占比达四分之一。最困难时期，2亿元的成立门槛都成了一道难以逾越的大关，有两只9月份成立的新基金分别募资2.11亿元和2.2亿元，创单只基金最低首募纪录。而在首募规模较大的基金中，只有41只成立规模超过20亿元，而且仅有6只基金首募规模超过40亿元。

在发行费用高企、销售困难的情况下，新基金发行注定成为大型公司的独角戏，不少大公司通过密集的新基金发行实现数量的增长。据统计，诺安基金前三季度共成立7只新基金，成为今年发行新基金最多的公司，其中合格境内机构投资者(QDII)基金就占了3只，嘉实基金、

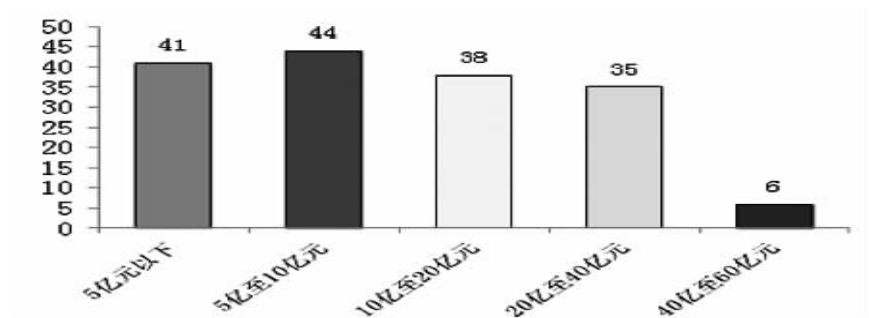
易方达基金、南方基金、汇添富基金、广发基金、建信基金等公司发行成立6只新基金，富国基金、华宝兴业、交银施罗德、招商基金等公司成立了5只。很多小公司仅成立一两只，一些公司由于股权、高管变动等问题没有新基金发行。

按托管行统计计算，今年前三季度，四大托管银行继续占据托管市场的主导地位。工商银行和建设银行各进账35只新基金，并列第一，中国银行托管33只新基金，农业银行则托管了22只，四家银行合计托管125只，占前三季度新成立基金总数的76%。其他银行中，招商银行新增托管12只新基金，中信银行托管了7只，交通银行则只有5只新基金进账。不过大部分小银行仅新增1只新基金托管业务，大银行的强势垄断地位并没有根本改变。

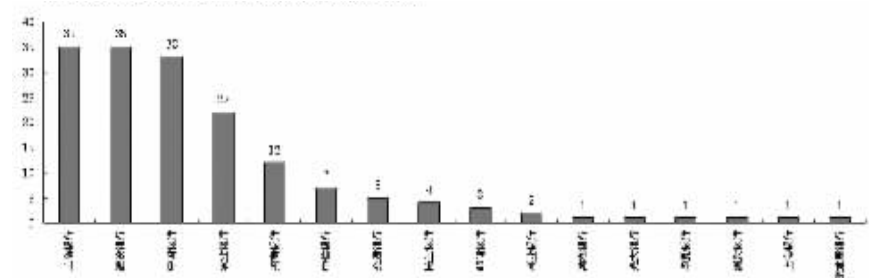
2008年以来新基金首发情况对比



今年前三季度新基金首募规模分布



前三季度各托管银行托管新基金数量 (单位: 只)



前三季度各基金公司成立新基金数量一览

基金公司	成立基金数	基金公司	成立基金数	基金公司	成立基金数	基金公司	成立基金数
诺安基金	7	鹏华基金	4	国联安基金	2	光大保德信	1
广发基金	6	大成基金	3	国投瑞银	2	国海富兰克林	1
汇添富基金	6	东吴基金	3	华商基金	2	华富基金	1
嘉实基金	6	工银瑞信	3	银银梅隆西部	2	华夏基金	1
建信基金	6	华泰柏瑞	3	申万菱信	2	汇丰晋信	1
南方基金	6	金鹰基金	3	泰信基金	2	金元比联	1
易方达基金	6	景顺长城	3	万家基金	2	民生加银	1
富国基金	5	农银汇理	3	新华基金	2	诺德基金	1
华宝兴业	5	上投摩根	3	兴业全球	2	平安大华	1
交银施罗德	5	泰达宏利	3	银河基金	2	浦银安盛	1
招商基金	5	信诚基金	3	中欧基金	2	天治基金	1
博时基金	4	银华基金	3	长盛基金	1	信达澳银	1
国泰基金	4	中银基金	3	大摩华鑫	1	浙商基金	1
海富通基金	4	长城基金	2	东方基金	1	中海基金	1
华安基金	4	长信基金	2	富安达基金	1	中邮创业	1

今年前三季度首募规模最大的20只基金

序号	新基金名称	管理人	基金类型	首募规模 (亿元)	托管行	成立日期
1	汇添富社会责任	汇添富基金	股票型	56.22	农业银行	3月29日
2	工银瑞信添颐理财债券	工银瑞信	债券型	51.50	民生银行	8月10日
3	南方保本混合型	南方基金	保本混合型	49.60	农业银行	6月21日
4	华安升级主题	华安基金	股票型	41.19	建设银行	4月22日
5	广发聚利保本混合型	广发基金	保本混合型	41.09	工商银行	3月15日
6	博时裕泽分级债券基金	博时基金	债券型-分级基金	40.01	招商银行	6月10日
7	易方达医疗保本基金	易方达基金	股票型	38.12	中国银行	1月28日
8	浦银安盛货币市场基金	浦银安盛	货币型	37.74	中信银行	3月9日
9	嘉实信用债券基金	嘉实基金	债券型	36.66	中国银行	9月14日
10	富国天源分级债券基金	富国基金	债券型-分级基金	35.03	工商银行	5月23日
11	华安稳定增值	华安基金	债券型	33.38	建设银行	3月15日
12	农银汇理沪深300指数	农银汇理	股票型-指数基金	32.97	工商银行	4月12日
13	银华中证等权重90指数分级	银华基金	股票型-分级基金	32.40	建设银行	3月17日
14	平安大华行业先锋	平安大华	股票型	31.98	中国银行	9月20日
15	诺安全球黄金基金	诺安基金	QDII-FOF	31.96	工商银行	1月13日
16	建信保本混合型	建信基金	保本混合型	31.25	工商银行	1月18日
17	鹏华丰盛稳固收益	鹏华基金	债券型	30.45	工商银行	9月25日
18	长盛同鑫保本混合型	长盛基金	保本混合型	30.32	中国银行	5月24日
19	信诚货币市场基金	信诚基金	货币型	30.10	建设银行	3月23日
20	建信双利策略主题分级	建信基金	股票型-分级基金	29.74	招商银行	5月6日

今年前三季度首募规模最小的20只基金

序号	新基金名称	管理人	基金类型	首募规模 (亿元)	托管行	成立日期
1	上投摩根全球新兴市场	上投摩根	股票型 QDII	3.49	建设银行	1月30日
2	华泰柏瑞上证中小盘ETF	华泰柏瑞	股票型 ETF	3.48	中国银行	1月26日
3	银银梅隆灵动配置	银银梅隆西部	混合型	3.47	建设银行	8月18日
4	招商深证 TMT50ETF	招商基金	股票型 ETF	3.47	工商银行	6月27日
5	汇添富深证300ETF联接基金	汇添富基金	股票型 ETF 联接基金	3.46	中国银行	9月28日
6	广发聚利保本混合型	广发基金	债券型 (封闭三年)	3.35	建设银行	8月5日
7	交银施罗德深证300价值ETF	交银施罗德	股票型 ETF	3.32	农业银行	9月22日
8	南方上证380ETF	南方基金	股票型 ETF	3.30	建设银行	9月16日
9	南方上证380ETF联接基金	南方基金	股票型 ETF 联接基金	3.24	建设银行	9月20日
10	富国上证综指ETF	富国基金	股票型 ETF	3.20	工商银行	1月30日
11	泰信中证200指数基金	泰信基金	股票型指数基金	3.16	中国银行	6月9日
12	南方中国中小盘股票指数基金	南方基金	股票型 QDII	2.99	农业银行	9月26日
13	华富量子生命力	华富基金	股票型	2.93	深发展银行	4月1日
14	景顺长城大中盘股票 (QDII)	景顺长城	股票型 QDII	2.91	工商银行	9月22日
15	博时深证基本面200ETF联接基金	博时基金	股票型 ETF 联接基金	2.89	交通银行	6月10日
16	鹏华深证民营ETF联接基金	鹏华基金	股票型 ETF 联接基金	2.88	建设银行	9月2日
17	东吴新兴产业精选	东吴基金	股票型	2.81	建设银行	9月28日
18	金元比联保本混合型	金元比联	保本混合型	2.77	农业银行	8月16日
19	海富通稳健增值分级债券	海富通基金	债券型-分级基金	2.70	建设银行	9月1日
20	华泰柏瑞信用增利债券	华泰柏瑞	债券型 (封闭三年)	2.11	中国银行	9月22日

资料来源:各基金公告 朱景锋/制表