

# 目录 Contents

- 2 最新活动
- 4 研究报告
- 6 瑞富组合
- 9 最新净值
- 10 私募英雄
- 11 最佳私募
- 13 投资组合
- 15 热点透视

### 瑞富本周看点：

#### ★ 最新产品：

- “六禾财富竹溪集合资金信托计划” 火热认购中，名额有限，欢迎广大投资者垂询或认购。起认金额 100 万。
- “汇利优选 6 期集合资金信托计划” 正在火热申购中，名额有限，欢迎广大投资者垂询或申购。起认金额 100 万。
- “陕国投·春天 1 号证券投资集合资金信托计划(合赢)” 正火热认购中，名额有限，欢迎广大投资者垂询或认购。起认金额 100 万。

#### ★ 瑞富最新研报 选美理论的中国实践者

#### ★ 私募英雄：

深圳市合赢投资管理有限公司——曾昭雄



#### 三、私募英雄

曾昭雄 先生

深圳市合赢投资管理有限公司总经理

北京大学经济学硕士，18 年证券从业经验，包括近 9 年的基金公司投资管理经历 担任公司合伙人 总经理 兼任投资法管委员会主

#### ★ 热点透视：

五大正收益私募：市场转向要看政策脸色 局部机会仍存  
不必把今年的股市按照 08 年来规划

瑞富阳光私募基金研究中心免责声明：

本刊中的数据信息均来源于公开资料，我中心并不保证信息的准确性、完整性和及时性。报告中的内容和建议仅供参考，并不构成阳光私募基金买卖建议。本刊为瑞富阳光私募基金研究中心版权所有，未经许可不得复制、转发或公开传播。

(内部资料，仅供参考)  
阳光私募基金每周动态

友情提示：瑞富阳光私募产品组合 TOT“精选一号”、“成长一号”、“菁英成长”最新净值发布。欢迎拨打客户服务电话：020-28961100

第 一 页 共 三 十 一 页

## 上海六禾投资策略报告暨六禾财富竹溪 1 期介会

——瑞富助您发掘市场上最优秀的私募基金

- ◆主 办：瑞富阳光私募基金研究中心  
上海六禾投资有限公司
- ◆时 间：2010 年 6 月 27 日（周日）下午 2：00
- ◆地 点：广州市越秀区环市东路广州远洋宾馆四楼星河厅  
佛山市禅城区城门头西路 1 号环球国际广场 1702 室
- ◆主讲嘉宾：六禾投资董事兼基金经理沈程翔先生

负责六禾理财产品的设计与管理，并兼顾金融行业研究。加入六禾公司之前，沈先生就职于某资产管理有限公司，任投资管理部副总监，负责国际业务（港股投资）和公司投资组合中重点品种追踪，并兼顾房地产，金融和汽车及配件行业的研究。之前，沈先生曾就职于天同证券研究所，从事上市公司研究及收购兼并、资产重组和企业发展规划的工作。拥有 8 年证券投资经验，获复旦大学经济学硕士学位、南京大学经济学学士学位，并正在攻读复旦大学经济学博士学位。

### 六禾投资的三大特点：

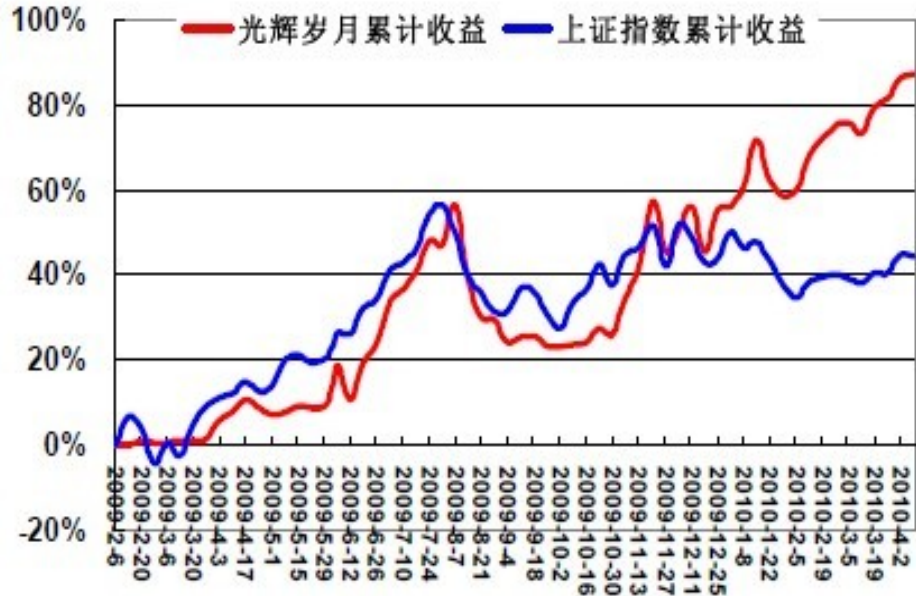
#### 六禾投资的三大特点：

- ★ 成熟稳定的投资团队
- ★ 从熊市到牛市的良好投资业绩
- ★ 投资理念成熟系统，研究支持体系强

## 公开发行人产品业绩表现：六禾光辉岁月

信托公司：中原信托  
托管银行：招商银行  
交易券商：中投证券

截至4月9日，六禾光辉岁月累计收益超越上证指数44个百分点。



上海六禾投资有限公司成立于2004年8月，是一家专业的投资管理公司，目前旗下有2只阳光私募产品：“六禾财富银盏”成立于2008年3月，“六禾光辉岁月”成立于2009年2月，在最新的今年以来的业绩排名中这2只产品均居于前十。

预约电话：020-28961100（广州） 0757-82361276（佛山）

## “选美理论”的中国实践者

作者：瑞富阳光私募基金研究中心 彭亚轩

本文刊登在 2010-6-26 《投资快报》B06 版上

在投资领域，成功的投资风格、流派，比如价值投资、趋势投资和数量化交易，诞生了很多权威大师。特别是在过去的十年，价值投资大行其道，但经历金融危机以来，价值投资这一全球公认的神话被世人怀疑，更多的投资风格涌现出来，在层出不穷的投资实践中，将孕育出更有作为的投资流派及投资大师。

诺贝尔奖经济学获得者凯恩斯在 1930-40 年代创立的“选美理论”在中国的 A 股市场也获得了成功实践，新生代私募 —— 深圳展博投资，就是这一理论的中国实践者。

截至 2010 年 6 月 15 日，展博投资旗下的展博 1 期过去一年的累积收益达到 43%，超越大盘 48 个百分点，位居全市场前列。基金经理陈峰被业界誉为新生代私募的代表人物。

### 超额收益的持续追求者

陈峰认为：从长期来看，作为普通投资者，选择购买基金产品可以获得 10-15% 的稳定复合增长，最终收益率会高于选择自己炒股；作为私募基金，能持续获得绝对收益，就可以立足投资行业并长期生存；但要作为一个优秀的私募基金公司和基金经理，尤其是在高波动率的 A 股市场，需要从市场中持续获得超额收益，才算是一种成功。

在刚刚过去的一年，从 2009 年 7 月以来，上证指数在 2700—3400—2500 点区间剧烈震荡，展博 1 期 12 个月中仅 2 个月为负收益，月最大亏损不超过 -3%，体现了较好的抗风险能力和风险 —— 净值的管理能力。尤为难得的是，在市场两次系统性下跌中，展博 1 期逆市取得了正收益：2009 年 8 月 4 日到 9 月 1 日，上证指数下跌 -24%，展博 1 期当月取得 3.73% 的正收益，在全国私募当月收益中排名第一；2010 年 4 月 15 日到 5 月 21 日，上证指数下跌 -22%，展博 1 期 5 月份取得 0.68% 的正收益。

成立一年来，回避两次系统性风险，并独立于大盘的上涨，以及独特的投资风格，成了展博 1 期的神秘之处。“选美理论”是陈峰制胜的法宝。

陈峰认为，作为普通的机构投资者，从宏观来看需要研究基本面，包括宏观经济的走势、行业轮动和产业的未来；从微观来看，需要研究商业模式、竞争的格局、利润的变化和公司管理层团队的雄心壮志。

但作为一个有投资风格的私募基金经理，要想获得超额收益，仅仅和普通的机构投资者一样，研究和覆盖企业的基本面是不足够的，还需要研究市场运行的内在力量、市场趋势以及交易者心态等，在他看来，这便是与市场对话。多年以来，他的日常工作就分为三个部分：覆盖基本面，看研究报告和公司调研；与市场先生对话，看盘和复盘；感知市场情绪，与同行交流。

## 与市场对话：选美理论的中国实践者

所谓“选美”，就是选大众情人。在中国股市里，在过往的投资中，有“大蓝筹”“五朵金花”、“招保万金”；对于目前的股市而言，盘小、绩优、高成长；行业龙头、科技创新、新能源、节能环保、医疗医药，是普遍认可的“大众情人”的标准。在美国的历史上，也曾经出现过“漂亮 50”（Nifty Fifty）用来指上世纪六十和七十年代在纽约证券交易所交易的 50 只备受追捧的大盘股。

在大众审美标准一致的时期，只要选中或者跟随大家选中的组合，在这一特定时期，这个组合就会成为市场万众瞩目的品种，就可以获得超额收益。

当然，选美理论不只是简单的交易者心理，更深层次的原因在于，基本面会随着特定时期人口构成、国家政策、产业环境的变化而发生变化，只是作为普通投资者并不能轻易的把握，或者只是根据自己的偏好加以理解和选择，而没有尊重大多数人的意见。

换句话说，在选美投票这个比赛中，你应该跟大多数人站在一起，特立独行并不能获得最终的胜利。

当然，投资和选美比赛不一样的是，一场选美比赛的结局以选对冠军者告终，但对于投资，暂时的收益并不代表什么，只要你还在市场中，不同周期的选美活动永续进行，要力求做到的是，当这一场选美的音乐停止的时候，做最先离场的人。

结合“选美理论”实践，展博投资建立了二个模型：一是标准的股票价值评估模型；二是市场群体心理的评估模型，将两个模型组合起来形成一个完整的交易模型。虽然这一模型很难量化，也并不一定能量化，但是如何将基本面和行为金融相结合形成一个投资流派，将成为“选美理论”的最高境界。期待展博投资能在中国 A 股市场上把“选美理论”演绎的更加美轮美奂。

## 瑞富阳光私募基金组合 2010 系列

瑞富阳光私募基金研究中心自 2010 年 3 月郑重推出阳光私募基金投资模拟组合 – “瑞富阳光私募基金组合 2010 系列”，该系列目前分为“成长一号”、“精选一号”、“菁英成长”3 个产品。

### 一、 产品介绍：

瑞富阳光私募基金研究中心遵循理性、严谨、稳健的投资原则，基于我们对阳光私募基金的深入研究和策略判断，通过适时、适度优化基金组合，合理配置基金的投资风格，达到最佳的风险收益配比。

“成长一号”：投资风格偏积极，高收益、中风险；

“精选一号”：投资风格偏均衡，中高收益、中低风险。

“菁英成长”：投资风格偏积极，高收益、中风险。

### 二、 投资目标：

在稳健投资的前提下，追求超越平均水平的超额收益，实现资产的稳定、持续增值。本组合设定以“晨星中国·华润信托中国对冲基金指数”为业绩比较基准。本组合不以月度、季度等短期高收益为投资目的，而是通过适度、严谨、理性的组合调整，在一年以上至三年的中长期投资中实现资产稳定、快速增值。组合调整期限通常为一年左右，在市场或私募投顾公司发生重大变化的情况下不定期调整。

为使本组合可以面向高资产净值个人投资者，一般组合的基金数量为 3-5 只。本组合追求绝对收益，但不承诺最低收益，预期收益率与证券市场的总体走势弱相关，组合表现在一年期及以上超越业绩比较基准。

### 三、 适合的投资者：

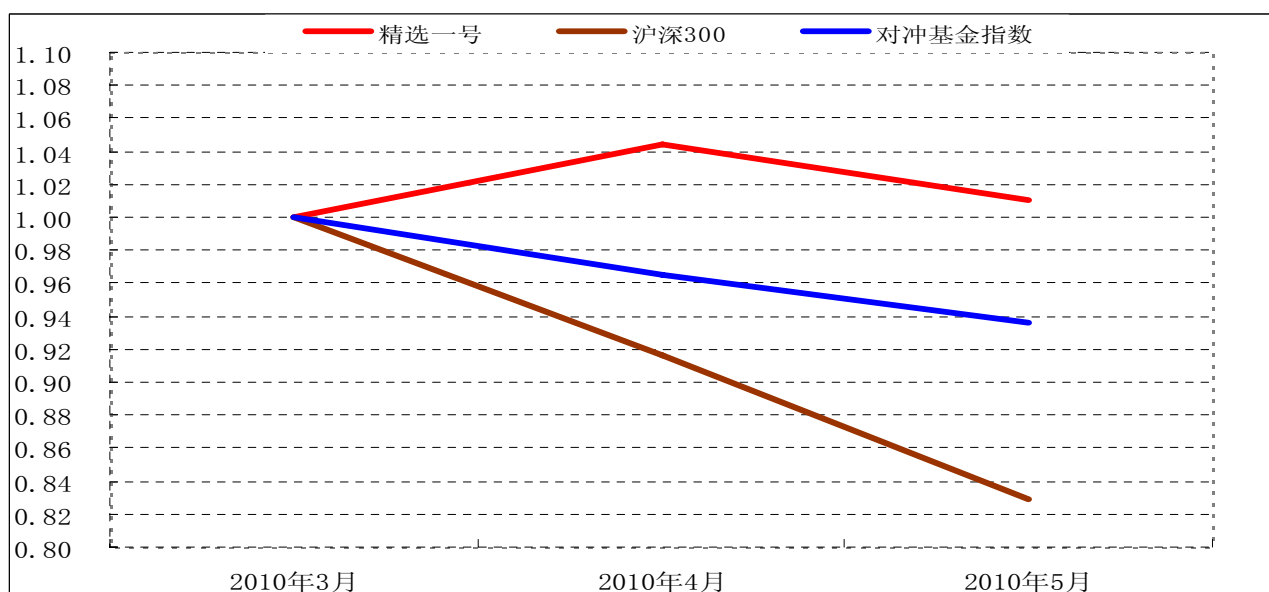
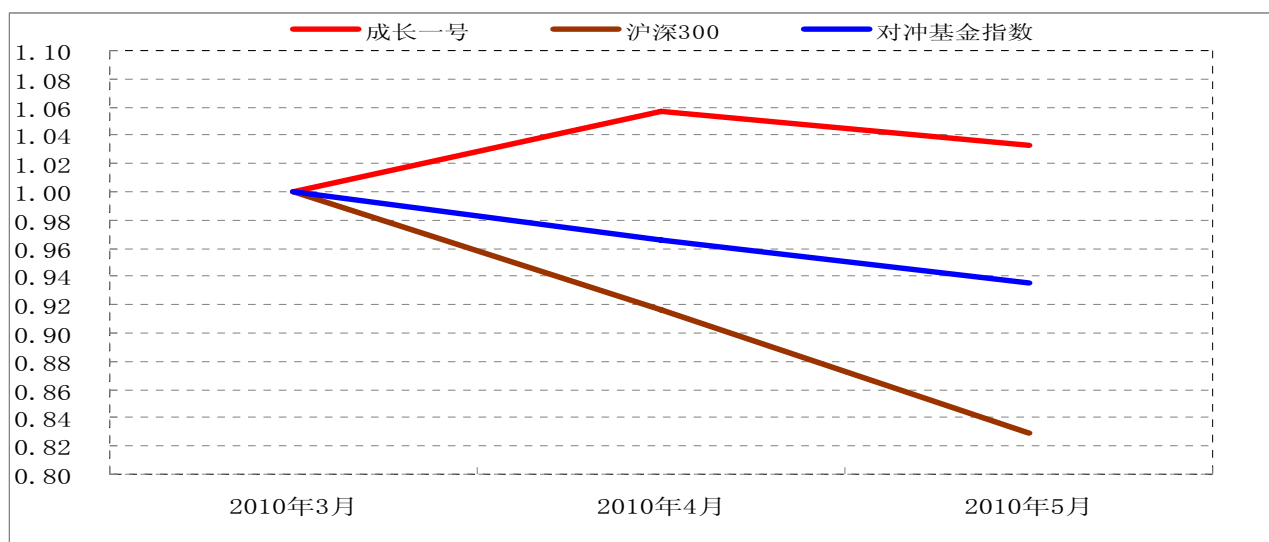
接触阳光私募基金时间不长、缺乏基金研究和分析能力的基金投资者；希望轻松投资，达到专业投资效果的基金投资者。

### 四、 组合运行和净值公布：

本组合自 2010 年 3 月完成全部投资（模拟组合，未考虑产品实际是否可以购买到）。自 2010 年 4 月 30 日起，每月最后一天公布净值（遇节假日往后顺延）。净值及有关本组合的详细情况将及时公布于本中心网站及相关刊物。

## 最新净值

序号	瑞富组合产品名称	瑞富组合产品开放日	瑞富组合产品净值	当月收益 (%)			累计收益 (%)		
				瑞富组合	沪深300指数	晨星中国华润信托中国对冲基金指数	瑞富组合	沪深300指数	晨星中国华润信托中国对冲基金指数
1	成长一号	3.31	1						
		4.30	1.0572	5.72%	-8.32%	-3.43%	5.72%	-8.32%	-3.43%
		5.31	1.0324	-2.35%	-9.59%	-3.09%	3.24%	-17.11%	-6.42%
2	精选一号	3.31	1						
		4.30	1.0442	4.42%	-8.32%	-3.43%	4.42%	-8.32%	-3.43%
		5.31	1.0108	-3.20%	-9.59%	-3.09%	1.08%	-17.11%	-6.42%
3	菁英成长	5.31	1						



## 成 长 一 号

序号	产品	金额 (万元)	权重(%)	收益 分值	风险 分值	投资 风格	开放日	购买日期	购买日 净值
1	新价值 2	200	40%	1.2	1.2	积极	每月 5 号	3 月 5 日	1.6077
2	和聚一期	200	40%	1.2	0.8	积极	每月 20 号	3 月 19 日	1.4391
3	乐晟股票 精选	100	20%	0.6	0.3	均衡	每月最后一日	3 月 31 日	2.2573
	合计	500	100%	3	2.3	高收益中 风险			

## 精 选 一 号

1	合赢精选 一期	200	40%	1	0.6	均衡	每月 5 号	3 月 31 日	1.3768
2	智德持续 增长	200	40%	0.8	0.4	稳健	每月 26 号	3 月 26 日	1.6557
3	武当一期	100	20%	0.5	0.3	均衡	每月 10 日	3 月 10 日	1.6077
	合计	500	100%	2.3	1.3	中高收益 中低风险			

## 菁 英 成 长

1	和聚 1 期	200	40%	1.2	0.8	积极	每月 20 号	5 月 20 日	1.3518
2	汇利优选 6 期	200	40%	1.2	0.6	积极		认购中	1
3	智德持续 增长	100	20%	0.8	0.4	稳健	每月 26 号	5 月 26 日	1.6826
	合计	500	100%	3.2	1.8	高收益中 风险			

瑞富阳光私募基金研究中心 TOT 模拟组合：成长一号、精选一号、菁英成长收益近一月收益均超私募同期平均收益及大盘。目前，国内的私募基金业已颇具规模，非结构化阳光私募产品已超过 500 只，不同产品间已出现明显的业绩差异和风格分化；随着以股指期货为代表的对冲工具的出现，私募产品间个体差异将越来越大，TOT 将成为未来投资新趋势。

### TOT 的优势：

- ▶▶ 双重专业管理，资产稳定增长
- ▶▶ TOT 管理人精选基金，基金管理人精选股票
- ▶▶ 通过构建组合平衡风险与收益
- ▶▶ 结合市场趋势，不断进行筛选和动态调整

## 最新净值：瑞富阳光私募研究中心产品净值表

序号	产品名称	成立日	开放日	最新净值公布日	最新净值
1	武当1期	2007. 11. 12	每月10号	2010. 06. 25	154. 78
2	武当5期	2009. 3. 10	每月20号	2010. 06. 25	130. 98
3	武当6期	2009. 3. 23	每月20号	2010. 06. 25	125. 37
4	武当7期	2009. 4. 22	每月30号	2010. 06. 25	115. 45
5	武当10期	2009. 5. 22	每月30号	2010. 06. 25	110. 58
6	武当十二期	2009. 6. 10	每月31号	2010. 06. 25	105. 9
7	武当十一期	2009. 6. 18	每月30号	2010. 06. 25	106. 9
8	武当十三期	2009. 8. 13	每月30号	2010. 06. 25	103. 48
9	同威2期	2009. 2. 13	每月20号	2010. 06. 18	96. 07
10	同威3期	2009. 7. 30	每月30号	2010. 06. 23	75. 78
11	同威增值1期	2009. 6. 25	每月20号	2010. 06. 18	75. 71
12	同威增值3期	2009. 9. 18	每月20号	2010. 06. 18	74. 96
13	平安财富·同威1期	2009. 12. 18	每月最后一个交易日	2010. 06. 18	87. 42
14	星石7期	2007. 7. 30	每月20号	2010. 06. 18	129. 48
15	金中和4期	2009. 6. 2	每月5号	2010. 06. 25	114. 07
16	金中和5期	2009. 6. 5	每月5号	2010. 06. 25	110. 69
17	金中和6期	2009. 8. 17	每月31号	2010. 06. 25	105. 02
18	尚雅5期	2009. 4. 23	每月10号	2010. 06. 10	139. 57
19	尚雅6期	2009. 6. 12	每月10号	2010. 06. 10	129. 06
20	尚雅7期	2009. 6. 29	每月10号	2010. 06. 10	126. 69
21	新价值1期	2007. 11. 15	每月15号	2010. 06. 18	131. 15
22	新价值2期	2008. 2. 19	每月5号	2010. 06. 18	182. 04
23	新价值4期	2009. 6. 26	每月26号	2010. 06. 18	137. 42
24	新价值5期	2009. 8. 31	每月31号	2010. 06. 18	121. 06
25	新价值成长1期	2009. 12. 20	每月15日及最后一个交易日	2010. 06. 18	107. 01
26	新价值精选2期	2010. 2. 25	每月25日	2010. 06. 18	96. 62
27	智德精选	2009. 4. 28	每月16号	2010. 06. 11	128. 96
28	长金4号	2009. 6. 23	每月23号	2010. 06. 17	103. 15
29	和聚1期	2009. 7. 14	每月20号	2010. 06. 18	135. 65
30	和聚2期	2010. 3. 18	每月20号	2010. 06. 18	91. 51
31	和聚5期	2010. 5. 28	每月20日	2010. 06. 18	99. 57
32	粤财合赢1期	2007. 10. 9	每月最后一个交易日	2010. 06. 24	149. 375
33	中信合赢1期	2010. 4. 2	每月最后一个交易日	2010. 06. 24	99. 092
34	汇利优选6期	2010. 6. 7	每自然月的最后一个交易日	2010. 06. 18	99. 11

注:净值收集截止日期为 2010.06.25



### 三、私募英雄

曾昭雄 先生

深圳市合赢投资管理有限公司总经理

北京大学经济学硕士，18年证券从业经验，包括近9年的基金公司投资管理经验。现任公司合伙人、总经理，兼任投资决策委员会主席、投资总监，华润·合赢精选1期信托产品投资经理。全面负责公司的经营和投资管理工作。

曾先生早期曾在深圳证券交易所担任高级研究员、市场服务部副总监等职，并在平安证券、联合证券积累了投资银行工作经验，2000年后负责了多家基金公司的投资、研究和交易管理工作，管理资金规模高达220亿元，拥有丰富的投资组合和投资团队管理经验。多年以来，曾先生一直坚持“自下而上”精选个股的价值投资理念，挖掘出为数众多的大牛股，管理的投资组合在不同市场状况下，业绩卓越，为大多数投资者创造了正收益。

## 深圳合赢投资管理有限公司

### 一、关于合赢

深圳市合赢投资管理有限公司成立于 2007 年 3 月，注册资本 3000 万元，主要从事投资管理、投资咨询、受托资产管理业务，公司控股股东为广东盈峰投资控股集团有限公司。盈峰投资控股集团有限公司是一家以实业经营为基础，集金融投资为一体的跨行业多元化投资控股集团，控股浙江上风实业股份有限公司，参股易方达基金管理有限公司。

目前资产管理规模超过十五亿元，投资于境内和香港资本市场。公司主要管理美的集团和盈峰集团的资产，并先后发行了“粤财信托·合赢证券投资集合资金信托计划”、“深国投·合赢结构式证券投资集合资金信托计划”、“深国投·合赢 2 期结构式证券投资集合资金信托计划”、“华润信托·合赢精选 1 期证券投资集合资金信托计划”。

### 一、 合赢团队

公司建立了一套成熟、高效的投资决策、风险控制、研究支持、运作保障、市场拓展和客户服务体系，为公司投资管理运作提供了强大的支持。同时，公司吸收、培养了一支高度专业化的人才队伍，现有投资及研究人员近 20 人，其中硕士以上学历占 80% 以上，主要投研人员具有 10 年以上投资、研究的实践经验，在业内具有深厚的资源积累。公司核心管理层拥有丰富的基金公司等专业投资机构的投资管理和团队管理经验，过往投资业绩优异，投资运作稳健规范，这为公司的持续发展和规范运作奠定了坚实的基础。

### 三、核心人物介绍介绍(基金经理)

#### 曾昭雄

北京大学经济学硕士，18 年证券从业经验，包括近 9 年的基金公司投资管理经验。现任公司合伙人、总经理，兼任投资决策委员会主席、投资总监，华润·合赢精选 1 期信托产品投资经理。全面负责公司的经营和投资管理工作。

曾先生早期曾在深圳证券交易所担任高级研究员、市场服务部副总监等职，并在平安证券、联合证券积累了投资银行工作经验，2000 年后负责了多家基金公司的投资、研究和交易管理工

作，管理资金规模最高达 220 亿元，拥有丰富的投资组合和投资团队管理经验。多年以来，曾先生一直坚持“自下而上”精选个股的价值投资理念，挖掘出为数众多的大牛股，管理的投资组合在不同市场状况下，业绩卓越，为大多数投资者创造了正收益。

## 四、投资理念

### 研究发现价值，策略优化回报

- 1、公司遵循“研究发现价值，策略优化回报”的投资理念，深入企业研究，挖掘企业内在价值。
- 2、投资于具有核心竞争力和持续业绩增长能力的行为领先型公司。
- 3、实现管理资产的长期持续增长。

## 五、投资策略

- 1、“自上而下”的行业配置。通过分析宏观经济、产业政策和行业景气程度，精选增长前景持续向好或宏观经济周期影响下行业景气复苏或上升的行业。
- 2、“自下而上”的个股精选策略。以上市公司的公开信息和调研数据为依据，通过定量和定性相结合的方法精选个股并进行定期调整。
- 3、短期事件驱动型交易策略。
- 4、收益波动性的阶段卖出策略核心：可持续增长模型(SG Model)。

## 六、风险控制

- 1、精选投资标的：投资标的必须具备一定的安全边际。
- 2、投资组合管理：确保投资组合的风险始终处于可控水平。
- 3、止损策略：与持仓成本相比，累计跌幅达到一定程度，执行止损计划。

## 阳光私募基金资产配置

## 投资组合

目前，瑞富阳光私募基金研究中心代销新价值、和聚、合赢、智德、长金、武当、凯石、金中和、尚雅、星石等系列阳光私募基金信托产品。通过对产品的风险收益特征（风险、收益的高、中、低）及其基金经理投资风格（分为保守/稳健、均衡、积极/激进）的深入研究，我们将这些产品做了归类区分，方便投资者根据各自的风险偏好和理财目标进行选择 and 配置。

同时，瑞富阳光私募基金研究中心还针对不同的投资金额，设计了推荐投资组合供您参考，并可以根据您的具体情况提供量身定制投资组合及投资组合诊断等专业服务。

## 瑞富私募产品风险收益特征及投资风格

序号	产品名称	产品风险收益特征	基金经理投资风格	备注
1	金中和系列	高收益中低风险	稳健	曾军、邓继军、彭迅
2	新价值系列	高收益高风险	积极	罗伟广
3	尚雅系列	高收益高风险	积极	石波、常昊
4	和聚	高收益中低风险	积极	李泽刚
5	源乐晟	高收益中低风险	均衡	曾晓洁
6	龙赢富泽	中高收益中高风险	积极	童第轶
7	六禾	中高收益中低风险	积极	夏晓辉、王志强
8	武当	中高收益中低风险	均衡	田荣华
9	合赢	中高收益中低风险	积极	曾昭雄、刘鹰
11	智德	中收益低风险	稳健	伍军
12	长金	中收益中低风险	均衡	郑晓军
13	星石	低收益低风险	稳健	江晖
14	民森	低收益中风险	积极	蔡明
15	同威	低收益中风险	积极	李驰



2010 私募 “瑞富杯” 足球大赛（全明星阵容）

盛大揭幕



序号	产品基金经理	收益风险特征	投资风格
1	和聚投资李泽刚	高收益中低风险	积极
2	合赢精选曾昭雄	中高收益中风险	积极
3	六禾夏晓辉	中高收益中低风险	积极
4	粤财合赢刘鹰	中高收益中低风险	均衡
5	汇利资产何震	中高收益中低风险	均衡
6	源乐晟曾晓洁	高收益中低风险	均衡
7	东方远见许勇	中收益中低风险	稳健
8	智德投资伍军	中高收益低风险	稳健

## 五大正收益私募：市场转向要看政策脸色 局部机会仍存

2010-06-26

2010年上半年，A股市场延续了2009年下半年的调整，出现了较大幅度的下跌，不少在业界摸爬滚打多年的资深人士也坦言，今年赚钱的难度非常大，仅次于2008年。不过，从有公开业绩支持的阳光私募信托产品的表现来看，截至6月中旬，依然有超过100只在上半年取得了正收益。

本期《每日经济新闻》邀请了5位在今年上半年取得正收益并且排名靠前的阳光私募基金经理，畅谈下半年的行情走势与投资机会。

### 六禾投资夏晓辉：市场转机需三大条件

六禾投资夏晓辉管理的两只私募信托产品今年表现优异，截至6月中旬，分别实现15.02%和13.38%的收益，位列阳光私募的第一方阵。他对下半年总体行情持谨慎态度。“我对短期不是很乐观。我们看到传统行业的增长信心不是很强，虽然市盈率很低，但买的冲动不高；而一些转型的新兴行业虽然增长会比较高，估值却已不便宜。在宏观经济层面，信贷、货币投放还是偏紧，因此至少近期不存在较大的向上动力。”他表示，每年的7月和8月市场都比较冷清，近期压力同样较大，交易量很小，因此建议投资者还是谨慎为好。

对于市场的转机，夏晓辉认为要满足3个条件：一是房价有所松动，这说明政府的调控有效果；二是中小市值板块股价有所回落；三是信贷、货币有所松动。不过现在看来上述条件都有待观察。“下半年一旦上述3个条件都得到满足，我个人觉得市场应该还是有机会，但这只是一种结构性机会，未来几年整个股指的机会将比较小，尤其不能再把大象股当作成长股。”夏晓辉表示，他目前的仓位比较低，同时正在准备发新产品，希望下半年能多发几个，正好择机入市。

### 京富融源李彦炜：关注政策转向的出现

通过西安信托发行的隐形冠军一期私募信托产品是今年以来的一只黑马，自2009年5月成立以来累计实现35.19%的收益，今年以来的收益率也超过10%。对近期市场的变化，基金经理李彦炜感受最深的就是政策面上有转向的迹象。

“一是端午节没有加息和提高存款准备金率，而端午节是近期加息的唯一窗口，今后加息要承担更大的政策风险；第二是汇改启动，这在一定程度扩大了货币供应。如果再有政策放松的动作，就可以明确 A 股市场见底了。”李彦炜说。

对于近期市场的成交连续创出地量，李彦炜也认为这是一个见底的信号。“一般地量的出现都对应地价的即将出现，从技术上分析这是一个见底的信号。500 亿元的日成交水平基本就是一个地量，底部的确认越来越明显了。我相信一旦下周站上 2600 点，就会有一个比较像样的行情，先不管它是反弹还是反转。”李彦炜对后市比较乐观。

对于下半年的市场，李彦炜预计政策放松的可能性很大。“越接近年底，国家放松政策的可能性越大，因此最悲观的情况是 A 股就这样拖到年底，届时政策自然会放松。”

A 股在 2500 点附近已经盘整了一个多月，李彦炜认为 2500 点之下应该是安全的，很难再大幅下跌，但仍应等待进一步的见底信号，如果管理层有进一步放松的动作，就会比较确定将有一个大幅反弹出现。同时下半年 A 股走势主要取决于货币政策放松力度，“如果像 2008 年底那样，就不是 3000 点能挡得住了。”

对于下半年的投资机会，李彦炜认为零售和航空两个行业或许会有比较好的表现。通胀预期对零售的销售渠道是好消息；而周期性的航空业既有行业政策支持，又有世博会这类事件性机会的支持，因此值得关注。谈到近期医药股的下跌，李彦炜认为这可能是避险资金的回流。

“上药厂调研后再到零售店去看看，可以发现出厂价和零售价之间差价实在太太大，因此发改委限价对医药企业的影响其实不大。所以我判断医药股下跌更多是避险资金回流，即投资者突然发现风险过去了，就从医药股上退出，找跌得多的、有反弹潜力的周期类公司。”

### **和聚投资李泽刚：下半年看好周期类股票**

2009 年 7 月，李泽刚通过中信信托发行了和聚 1 期。至今年 6 月中旬，该信托获得了 35.65% 的收益率，而在今年的收益率也达到了 15.46%，远远跑赢了同期的 A 股。

“上半年跌了 20%，下半年继续跌 20% 的可能性非常小。”李泽刚对下半年市场走势较乐观。“有较大可能会回到 3000 点水平，而跌到 2000 点的可能性会比较小。申万最近给出下半年 A 股波动区间为 2400 点~3000 点，我比较同意该观点。”

下半年李泽刚准备择机加仓，但他同时表示市场需要寻找方向突破。“在现在的经济环境下，房地产的走势正按照政策的方向演绎，预计政策回落后，下半年不会有更多的打压政策出来。”

“和投资类相关的钢铁、水泥、机械、汽车等板块，前期大幅下跌已体现了经济下行预期，其中很多个股都比较便宜，而银行股股价和海外甚至出现倒挂，这些股票目前的价格对指数将能形成一定支撑，因此大盘下行空间应该不大了。”

“我们判断方向有几个重要的前提：提前下跌、跌幅较大、估值横向纵向比有安全边际，另外，受政策导向支持的一些领域，像生物里面的生物医药、医药育种、海洋生物工程，以及航天军工和通信网络相关板块都会有机会。”李泽刚还表示，应在周期类个股中抓机会，而对当前市场普遍看好银行股他表示并不认同。“金融股里银行短期内没什么机会，我更看好保险股，券商股可能也有机会。世界杯结束后，上市公司中报开始披露，中报超预期的公司应该有机会。”

## 翼虎投资余定恒：警惕公司盈利被“双杀”

余定恒领衔的翼虎成长一期今年以来净值表现优异，成为为数不多躲过本轮大跌的阳光私募。他认为，为应对金融危机，2008年以来巨额流动性的释放及各项刺激政策表面上将中国经济稳住并带入周期复苏轨道，但经济发展结构却更加失衡，致使调结构已势在必行，这一新变化将主导今年下半年乃至未来几年的中国经济和相应的投资策略。

“三季度可能出现全球长波衰退周期与短期衰退的重叠。短期衰退指的是企业的二次去库存，这对上市公司盈利将产生显著影响。”余定恒分析，若欧债危机使中国出口下滑，而国内又未出台刺激政策，那么今年三季度很容易出现存货的快速调整，上市公司盈利将面临被“双杀”的局面。“首先，目前产品库存指数已接近历史高点，而需求在下降，经销商或厂商继续累计库存的可能性很小。如果库存出现较大调整，唯一的办法就是降价销售，这意味着PPI会出现剧降，并杀伤企业的毛利率。其次，如果库存出现剧烈调整，意味着经销商会中断与生产商的采购，很多公司产能利用率会快速下降。预计上市公司主营业务收入增速将在二季度维持较高水平后，在三、四季度逐季放缓。而总体毛利率水平也较去年将有所回落。”

不过，余定恒认为股市估值未必还有很大下跌空间。“一方面，短期经济下降的因素很可能已被目前的估值充分反映；另一方面，正是出于经济下行预期强烈的考虑，紧缩政策有可能会在未来出现放松，这将对市场构成支撑甚至向上推动。”

在这样的判断下，余定恒认为下半年的投资策略上应相对谨慎，具体来说就是高度关注政策公布的时机，回避其对市场的冲击。“针对利率、房产税等各项政策的调控效果，要因时因势进行相应调整。”

余定恒认为，下半年可关注 3 条投资主线：一是战略新兴产业如移动支付、智能终端、新材料等；二是传统产业升级如智能电网、三网融合、节能环保等；三是战略长周期拐点行业如医药产业和铁路货运等。

### 东方远见许勇：下半年市场或继续向下

虽成立于 2008 年年初高点，但国民信托·东方远见一期到今天依然有 50%左右的收益，今年上半年收益率也达到 14%，远远跑赢大盘，在所有私募中排名前列。东方远见总经理许勇认为，下半年 A 股继续向下的可能性较大。“今年我国经济总体处于扩张状态，目前点位对应 A 股市场动态估值在 20 倍左右。在这样的背景下，我们认为 A 股市场在经历前期大幅调整后，在 2500~2600 点左右可能会形成一定支撑。但随着经济下滑压力的显现，同时在面临经济是否会二次探底的悲观预期下，今年下半年 A 股市场总体行情维持继续向下寻底的可能性很大。”

许勇判断，2010 年下半年 A 股市场的真实底部取决于盈利预测下调的极限值，而全市场盈利预测下调的主要风险集中在地产调控对房地产产业链的冲击、银行拨备政策的变化、原料成本对资源品行业的盈利冲击这三个层面。基于此，他的投资思路是“抓大放小”。“就是抓住市值小弹性大的股票，放弃市值大弹性小的股票，规避传统产业相关权重股，选择盘子较轻的新型产业。”

具体来看，东方远见主要看好两类股票——一类是战略性新兴产业中符合国家政策而又有业绩支撑的个股，如新兴行业相关的电子信息、软件、新材料、出版传媒、节能减排等行业；另一类则是医药、零售、食品饮料等消费品行业中的结构性投资机会。“在个股的选择上，我们会选择具备一定成长性同时盈利增速能保持稳定、估值比较合理且具备一定安全边际的品种。”

许勇同时认为，受结构调整和流动性影响，大盘股或持续低迷。

## 不必把今年的股市按照 08 年来规划

2010-06-27 来源：证券市场周刊

作为目前市场上最活跃的机构代表，当前大多数私募还是比较认可当前股市的估值水平，并看好 7 月份的行情，但因下跌趋势无扭转迹象，目前仓位水平仍然很低。

### 私募虽认可当前水平 但总体仓位较低

“现在有些投资人非常悲观，很多人都会看到 2000 点左右，甚至更低一点，我认为他们可能从整体上做拍脑袋判断。如果我们把最大的八、九个行业拿出来一个个来看，有没有可能再下跌 20%？我自己觉得可能性不是很大。”重阳投资首席投资官李旭利认为，现在整体市场很便宜，大盘不会跌到 2000 点以下。

据统计，以 6 月 24 日收盘计算，当前 A 股市场整体动态 TTM(以前四季度滚动市盈率)约 18 倍，2008 年的底部 1664 点，对应的动态 TTM 是 16.45 倍，目前仅比当时高 8%。另外，银行、地产、钢铁、电力、有色和煤炭石油等几乎所有权重板块的 PE 水平，已接近或低于 1664 点。

李旭利的信心一方面来自 A 股的低估值，另一方面来自于中国经济。“我们处在经济危机处理以后开始反弹进入经济复苏的阶段。在复苏阶段中，企业的盈利是增长的。前期不是经济过热，确切的说是投资过热，针对投资热，一方面，央行有意收缩流动性，另一方面，复苏阶段经济本身对信贷有刚性需求，所以货币的供求就显得很紧张，股市的估值水平会有所下降。”李旭利建议投资者没有必要把今年的股市按照 2008 年来规划，因为即便中国经济在今年或明年出现二次探底，也不会像 2008 年那么深的探底，股市也同理。

对于当前市场的估值水平，和聚投资总经理兼投资总监李泽刚也比较认可，“当前 A 股估值水平基本和欧美成熟市场接轨，A-H 股溢价消失，后市继续大幅杀跌的概率很小。但短期仍难以大幅上涨，未来一段时期市场将呈现低位震荡格局。”

李泽刚之所以得出将维持低位震荡的判断，主要是因为，“地产调控不放松，银行再融资都在制约着两大板块走出趋势性行情，但有估值修复行情。另一方面，新兴产业尚未崛起，大部分企业处于‘讲故事’阶段，还没能担当起经济增长引擎的作用。总体来看，目前大小盘股之间估值差距如此巨大，反映的是中国经济转型阶段新旧产业青黄不接的现实”。

对于下半年市场走势，东方远见总经理许勇则比较偏空，他认为在面临经济是否会二次探底的悲观预期下，下半年 A 股市场的总体行情维持继续向下寻底的可能性很大，股指将在震荡中完成筑底。

## 私募看多不做多，等待右侧交易机会

景良投资总经理廖黎辉的想法或许是代表了私募看多不做多的主要理由，他建议大家做“右侧交易者”，因为大盘的技术形态处于下降趋势当中，理性的投资者应该谨慎才对。“目前还不能确定大盘是否在 2500 点构筑底部，关键看 2500 点能不能守住，如果被有效跌破的话，2100 点将是一个非常强的支撑，因为 2100 点是去年大行情的起点，积累的大量的筹码”。

武当私募掌门人田荣华做法则有所不同，他已经将仓位从前期的 3 成左右提升到了 5 成，他认为 2400 点是一个比较靠谱的底部区间。“当前经济的情况与 2008 年有些类似，2008 年是全球性的金融和经济危机，现在一方面欧洲出了问题，中国也是政策的退出，经济出现了一定的回荡。但从投资、出口及消费综合来看，今年只是经济复苏中一个正常的回档期，不会出现二次探底。”

## 机会方面，私募各执所见

在关于后市投资机会是大盘蓝筹股还是中小盘股的问题上，私募各执所见。

新价值投资公司投委会主席罗伟广，今年以来多次表态看好银行、地产等大盘蓝筹板块。“AH 股溢价消失，钢铁‘破净’我炒股这么多年，蓝筹股从来没有这么便宜过。2600 点是价值底，2500 点是政策底，现在只是在等待 K 线图上大涨走势的出现。我不敢说现在就一定是底，但是现在的大方向是确定的，不确定的是市场情绪。等情绪平复之后，就是一次系统性机会的到来。”

而“尚雅系”高举新兴产业投资大旗。“成长型企业遭遇调整反倒是一个好机会。目前周期性行业的预期不好，而成长类的公司前期估值高，最近调整，像节能环保跌出了一定的空间。”尚雅董事长兼研究总监石波认为，要投资拐点行业，还要看其空间是否足够大。新能源汽车符合这一标准，“蓝筹股指的是代表经济发展方向，每年以 20%~30% 成长的公司才是蓝筹股，今后股市出现的真正蓝筹股一定是创新型企业。”

田荣华在大盘股与小盘股中间，似乎找到了更好的选择，他最看好中盘股，因为“由于经济转型，未来房地产等行业的投资不会持续增长，金融、地产等行业的成长性将会弱化。而小盘股的估值比较高，未来小盘股的机会不是全面的。未来比较看好中盘股，比如市值在 70 亿到 200 亿之间的公司，他们所处的行业在中国也跟内需关联起来，他们的估值很多到了大盘蓝筹股的水平，比如说煤炭，汽车、家电股等。一旦大盘企稳，这些公司的机会最明显”。



#### 瑞富阳光私募基金研究中心免责声明：

本刊中的数据信息均来源于公开资料，我中心并不保证信息的准确性、完整性和及时性。报告中的内容和建议仅供参考，并不构成阳光私募基金买卖建议。本刊为瑞富阳光私募基金研究中心版权所有，未经许可不得复制、转发或公开传播。

---