

雪球专刊 285 期——学会读基金季报，做聪明基民

第 285 期

2021/11/12

出品人：方三文

策划：冯冬杰

封面设计：卢宛莹

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

- 1、如何高效读懂一份基金季报？
- 2、划重点，一文看懂基金季报
- 3、基金三季报精华观点：消费、医药和地产将迎来复苏？
- 4、如何读懂一份基金季报，以易方达蓝筹精选为例
- 5、明星基金“富国天惠”第三季度报告详解
- 6、读招商中证白酒基金季报，让你不再遗憾
- 7、2021 基金三季报解读——量化基金
- 8、白话基金三季报：高筑墙、广积粮、缓称王

关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类UGC产生,按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由,想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友,提供最好的阅读体验。

关于雪球：

雪球公司成立于 2010 年，是国内领先的投资交流交易平台。雪球致力于为中国投资者提供跨市场（沪深、港、美），跨品种（股票、基金、债券等）的免费实时行情资讯，专业优质的互动交流和便捷高效的交易服务。雪球集团肩负「连接投资的一切」的使命，旗下拥有雪球股票、雪盈证券、蛋卷基金等三款移动应用和雪球网站。

知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜,请发邮件到 secretary@xueqiu.com。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

内容概要

基金的定期报告是基金经理与投资者沟通的桥梁，是投资者了解基金经理投资内容、理念、思路；评估基金投资业绩的重要文件。

在基金季报里，我们可以看到基金的净值增长率，据此判断它在不同阶段的排名表现；可以看基金投资组合明细，比如投资的行业、仓位的变化、基金持股，尤其是十大重仓股；可以看基金份额的变化；可以看基金管理人对于基金运作情况的说明。

作为基金投资者，学会看基金季报才能揭开基金经理的操作情况，发现藏在基金季报里的秘密。

本期雪球专刊选取 8 篇文章汇编成册，希望对你阅读基金季报、发现投资机会有所帮助。

章节介绍

1、如何高效读懂一份基金季报？

摘要：如果之前没有认真看过基金报告，可以认认真真、一字不拉地看一遍。如果已经读过几次基金报告，则完全可以挑着看：大部分内容一目十行，少部分内容反复阅读，做到真正“读懂”。

2、划重点，一文看懂基金季报

摘要：基金季报批量的数据相对比较少，主要看点是基金经理的小作文、基金持股总占比、基金前 10 大权重股、基金份额变化、基金管理人持有份额变化。

3、基金三季报精华观点：消费、医药和地产将迎来复苏？

摘要：大部分基金经理是看好自己擅长和关注的行业，这是屁股决定脑袋，不过我读了 180 份季报，总体来说，我觉得提到看好消费行业的经理最多。这究竟是反向指标还是正确预测呢？目前来看消费股四季度确实有一定的反弹，拭目以待。

另外，越来越多基金经理愿意在定期报告中分享自己的投资理念了，尤其是会针对市场的变化和热点提出自己的见解，对于我们投资者认知市场也非常有帮助。

4、如何读懂一份基金季报，以易方达蓝筹精选为例

摘要：作为一个成熟的投资者，这些表面现象早就该被一眼识破，一份季报真正的核心要点绝对不是这些皮毛，只有抓住核心，才能看懂季报。本文根据我个人的经验，和大家分享一下看基金季报的 3 个要点。

5、明星基金“富国天惠”第三季度报告详解

摘要：富国天惠严格控制基金规模，稳健经营，保持长期大概率中上水准。我个人认为，基金的规模在 10 亿~500 亿规模较为合适，低于 10 亿，有可能出现流动性风险、大于 500 亿则有可能出现基金经理能力与规模不匹配的问题，因此要慎选大型基金。

6、读招商中证白酒基金季报，让你不再遗憾

摘要：招商中证白酒基金属于 LOF,也就是上市开放式基金。既可通过证券交易所发行认购和集中交易，也可通过基金管理人、银行及其他代销机构认购、申购和赎回。即是在保持现行开放式基金运作模式不变的基础上，增加交易所发行和交易的渠道。

7、2021 基金三季报解读——量化基金

摘要：量化投资在海外已经有 50 多年的历史，产生于 60 年代，兴起于七八十年代，繁荣于 90 年代，至 2016 年底全球量化投资基金总规模已突破 3 万亿美元，占全球基金规模 30%左右。国内的量化投资还处于兴起阶段，未来发展空间很大。

8、白话基金三季报：高筑墙、广积粮、缓称王

摘要：自从买了基金之后，读季报已经成为了我的必打卡项目。对我而言，阅读这些季报既是一种重新审视自己组合的好机会，又可以作为日常公司经营时获取智慧和灵感的换位思考方式。公募基金的三季报已经披露完毕，看了几个重点关注的基金经理的论文，想到了明太祖定天下的那 9 个字：高筑墙、广积粮、缓称王。正所谓“风物宜长放眼量”，无论投资、创业、还是个人成长又何尝不是如此呢？

1. 如何高效读懂一份基金季报？

作者：@懒人养基

发表时间：2021-11-03

由于监管披露要求，公募基金季报都是格式化文本，包含 9 大部分内容：1、重要提示；2、基金产品概况；3、主要财务指标和基金净值表现；4、管理人报告；5、投资组合报告；6、开放式基金份额变动；8、影响投资者决策的其他重要信息；9、备查文件目录。

如果之前没有认真看过基金报告，可以认认真真、一字不拉地看一遍。如果已经读过几次基金报告，则完全可以挑着看：大部分内容一目十行，少部分内容反复阅读，做到真正“读懂”。

具体来说，我们需要通过阅读一份基金季报知晓以下内容：1、基金管理人（基金经理）怎么做的，做的效果如何；2、基金管理人怎么说的；3、基金管理人的投资风格是否稳定以及基金管理人说的和做的是否逻辑自洽；4、基金经理的投资风格和行事风格是否对我的“胃口”。

前两部分内容写在季报里了，后两部分则是我为小白投资者出的“阅读理解题”，需要通过仔细阅读前两部分自己得出结论。

一、看基金经理怎么做的，做的效果如何

从季报第 5 部分“投资组合报告”重点关注以下内容：

1、股票、债券、现金占比。并把这一比例与往季数据作对比。与往季相比，如果股票比例明显上升，则表明基金经理相对看好后续行情，选择加仓；反之，则表明基金经理相对看淡后市，选择减仓；比例变化不大，则表明基金经理对后市持中性立场。

2、十大重仓股变化情况及占净值比重。同样需要与往季作对比。十大重仓股占净值比是重要的持股集中度指标，集中度明显上升表明基金经理对所选的股票较有信心，反之则信心不足需要更多的持仓来分散风险。如果十大重仓股变化较大，个股更换较多，则基金经理在本季度调仓幅度较大，换手率较高。

从季报第 3 部分“主要财务指标和基金净值表现”可以看出基金在过去三个月（本季度）、过去六个月、过去一年、过去三年和过去五年的投资回报以及这些回报与基准业绩的比较。公募基金追求相对业绩，最低要求是战胜业绩基准，更高的要求则是争取靠前的同类排名。

而季报第 6 部分“开放式基金份额变动”主要披露基金本季申购、赎回份额，据此可以算出净申购数据。

通常情况下，基金本季的业绩与净申购正相关：基金业绩出彩，则净申购一般为正；基金显著负回报，净申购也通常为负值。这说明基民经常追涨杀跌，这也是基金赚钱基民不赚钱的重要原因。

二、看基金经理怎么说的

季报第 4 部分“管理人报告”中，4.4“报告期基金的投资策略和运作分析”、4.5“管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的展望”两节值得反复研读。

在这一部分中，管理人通常会阐述对报告期宏观、中观（行业）和微观（个股）态势的分析判断，从选股和择时方面阐述自己的应对策略，同时对近远期宏观经济和股市行情作出展望。

愿意坦诚交流的基金经理会较为详细地介绍自己的投资理念和投资框架，并且通常会聚焦于影响深远的重磅政策和经济周期的分析，重点关注行业前景和流动性的变化，并阐述自己的应对策略。对影响深远的重磅政策的分析着眼于中长期展望和布局，而伴随经济周期中流动性变化的分析则直接影响中短期行情走势和基金经理的应对。说实话认真反复研读这样的“管理人报告”并结合基金经理的操作是一种绝好的学习方式，我认为胜过其他大多数学习方式。

大部分基金经理会比较“适度”地阐述自己的投资策略，譬如，“自下而上选股”、“成长与估值的匹配”、“适当提高对估值的容忍度”、“重视市场反馈甚于选股”……

也有基金经理惜字如金的，对这类基金经理只能看他怎么做和做的效果了。对这类基金经理我虽然还不至于持负面评价，但我更推崇坦诚沟通的基金经理，我认为坦诚沟通是一个加分项，更容易增加投资者的粘性，更利于长期持有。

三、基金管理人的投资风格是否稳定以及基金管理人说的和做的是否逻辑自洽

1、观察基金换手率有没有突然发生大的变化。本来持仓一直比较稳定、换手率偏低的基金经理，如果前十大持仓基本都换了，就要考虑会不会本来的选股长持风格会不会变化成交易风格；

2、看持仓行业构成有没有发生大的变化。比如一位擅长大消费的基金经理换了好多科技类持仓；一位均衡风格的基金经理将十大持仓集中到一两个行业上了。如果投资风格发生漂移，就需要密切关注其后续表现。

3、如果一位价值风格的基金经理持仓换了不少成长风格个股，或者一位成长风格的基金经理持仓换了不少价值风格个股，也需要引起我们的重视，毕竟基金经理的能力圈也不是随意就能扩展的。

4、前面说了，我们需要向基金经理学习投资智慧，但另一方面也要“审视”基金经理怎么说，因为也曾有基金经理“言不由衷”、言行不一致的情况。比较集中的问题是，因为价值投资更符合主流意愿，也更能吸引投资者，所以交易风格明显的基金经理，不太愿意大方承认自己是交易风格，不太愿意承认自己做了择时。其实择时能力和交易能力都应该肯定，只要合法合规都不应该受到歧视。但无论如何，这种不坦诚是不利于与投资者进行有效沟通的。

四、看基金经理的投资风格和行事风格是否对我的“胃口”

“看懂”了前面三个问题，判断基金经理的投资风格和行事风格是否对我的“胃口”就水到渠成了。

自己能看懂的、契合自己需要的、自己信任的基金经理才应该成为自己的投资选择。

2. 划重点，一文看懂基金季报

作者：@小鱼的储钱罐

发表时间：2021-10-28

这周又到了基金三季报的密集发布期，这篇干货就来讲讲，我们应该怎么快速高效的阅读季报。

基金季报相比年报，披露的信息要少很多，所以我们只需要重点关注以下 5 部分。

1、简单了解下基金产品概要，基金净值表现以及管理人报告。

这部分随便扫一眼就行，如果基金产品概要或管理人有变化，都会在变化时单独发布公告。

而基金净值每天都可以在各大基金平台上看到，所以季报中也就无需太多关注。

2、第四部分《管理人报告》中的《4.4 报告期内基金的投资策略和运作分析》，是看季报的第一个重点。

这段文字是基金经理写的一段小作文，里面涵盖了对上季度的回顾和对未来的投资分析，以及基金经理的投资理念，必须认真阅读。

通读这段文字有两个重要的作用。

(1) 可以让你对基金经理的投资理念有更深入的了解。如果你认可基金经理的投资理念，那就继续持有，如果你不认可基金经理的投资理念，那就告辞。

(2) 结合后面公布的权重股，判断基金经理说的和买的是否一致。如果不一致，那就是挂羊头卖狗肉，这种言行不一的基金经理，必须非常谨慎。

例如：说的是价值投资，结果一看持仓股，全都是周期、新能源，那肯定就是言行不一，不值得信任。

3、第五部分《投资组合报告》是我们阅读季报的重中之重。

(1) 《5.1 报告期末基金资产组合情况》，可以看到各种资产占总资产的比例。

以兴全合宜为例，股票资产占基金总资产的比例是 92.70%。作为混合型基金，90%+ 的权益投资，肯定属于高仓位运行。

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	权益投资	24,782,862,082.55	92.70
	其中：股票	24,782,862,082.55	92.70

兴全合宜三季报

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	权益投资	31,650,610,518.03	86.87
	其中：股票	31,650,610,518.03	86.87

兴全合宜二季报

把三季报的持仓比例和二季度的持仓比例一对比，就可以看出基金是加仓还是减仓。

基金加仓从侧面说明，基金经理当前比二季度更看好后市，如果基金减仓，说明基金经理认为当前的市场风险较高，通过主动减仓提前为基民锁定收益。

（2）《5.3.1 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票投资明细》列出了上季度末基金持有的前 10 大权重股。

通过前 10 大权重股，可以分析出基金的换手是否频繁，以及持仓是否集中，持仓是否和自己说的一致。

序号	股票代码	股票名称	数量（股）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）	序号	股票代码	股票名称	数量（股）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	600690	海尔智家	87,672,150	2,271,585,406.50	6.31	1	600690	海尔智家	68,477,046	1,790,674,752.90	6.74
1	06690	海尔智家	29,729,519	670,381,864.39	1.86	1	06690	海尔智家	12,139,519	277,600,414.31	1.03
2	00700	腾讯控股	3,993,216	1,940,442,298.86	5.39	2	600309	万华化学	12,759,040	1,362,027,520.00	5.13
3	002415	海康威视	22,872,993	1,475,308,048.50	4.10	3	603707	健友股份	27,699,286	997,174,296.00	3.75
4	600754	锦江酒店	22,802,873	1,250,767,334.34	3.47	4	600754	锦江酒店	21,506,263	977,459,653.35	3.68
5	000001	平安银行	54,890,110	1,241,614,288.20	3.43	5	600703	三安光电	29,838,647	945,588,723.43	3.56
6	600309	万华化学	10,554,886	1,148,582,694.52	3.19	6	688099	晶晨股份	8,932,352	932,656,031.36	3.51
7	688099	晶晨股份	9,778,717	1,097,172,047.40	3.05	7	02382	舜宇光学科技	5,442,744	928,590,298.45	3.50
8	00291	华润啤酒	18,348,000	1,064,873,517.84	2.96	8	002415	海康威视	16,791,444	923,529,420.00	3.48
9	300413	芒果超媒	15,254,530	1,046,460,758.00	2.91	9	300413	芒果超媒	19,779,482	854,228,083.08	3.22
10	601166	兴业银行	50,809,813	1,044,141,657.15	2.90	10	000739	普洛药业	21,156,647	807,760,782.46	3.04

基金的持仓变化也需要和上一季度的季报对比着一起看。

例如：上图左边是兴全合宜二季报中的前 10 大权重股，右边是三季报中的前 10 大权重股。（1）放在一起对比看，就可以非常明显的发现，三季度腾讯、平安银行、华润啤酒，兴业银行被减仓出前 10 大权重股，而三安光电、健友股份、舜宇光学科技、普洛药业被加仓到前 10 大权重股。

（2）通过每只权重股的比例还可以看出，基金持仓非常分散，前 10 大权重股的总占比仅为 39.61%。这么分散的持仓，表现的是基金经理非常注重平衡风险，尽量规避单一行业风险。

（3）在《4.4 报告期内基金的投资策略和运作分析》中，基金经理谢治宇也说到，坚持采用持自下而上精选个股的操作理念，持续关注具备核心竞争力的优秀公司，平衡好公司短期估值与长期价值。

通过成分股的分析，也恰好印证了基金经理的说法，体现了基金经理的言行一致。如果你也认同这种选股理念，那他就是位值得你信任的基金经理。

4、《6 开放式基金份额变动》

项目	兴全合宜混合 A	兴全合宜混合 C
报告期期初基金份额总额	16,243,814,867.52	1,085,718,374.85
报告期期间基金总申购份额	727,943,477.95	220,083,176.59
减:报告期期间基金总赎回份额	3,429,327,931.72	500,181,935.49
报告期期间基金拆分变动份额(份额减少以“-”填列)	-	-
报告期期末基金份额总额	13,542,430,413.75	805,619,615.95

通过份额变化，我们可以知道该基金上季度的规模是变大还是变小。虽然短期一个季度的份额变化并不能说明什么，但如果出现巨额变化，那就得非常注意了。

如果突然变得太小，不仅可能会有清盘风险，而且净值波动也会加剧。

如果突然变得太大，那就得注意跟踪后期业绩。当基金经理面对规模的突然增大，是否还能保持原有的业绩表现。

5、《7 基金管理人运用固有资金投资本基金情况》

重点：如果《7.1 基金管理人持有本基金份额变动情况》有数据，那我们就得非常注意了。

项目	兴全合宜混合 A	兴全合宜混合 C
报告期期初管理人持有的本基金份额	46,149,937.00	0.00
报告期期间买入/申购总份额	5,459,954.00	0.00
报告期期间卖出/赎回总份额	0.00	0.00
报告期期末管理人持有的本基金份额	51,609,891.00	0.00
报告期期末持有的本基金份额占基金总份额比例(%)	0.38	0.00

这里列出的是基金公司自购自家基金的情况，如果这项为空，说明基金公司没有自购该基金。

虽然有没有自购自家基金，并不能代表基金的好坏。

(1) 如果已经自购了自家基金，而出现卖出/赎回，那我们就需要特别小心了。基金公司自家人都赎回了，那我们这些不明真相的群众，为了稳妥起见，又何必再持有这种基金。

(2) 如果基金公司加购自家基金，那相当于是给基金持有人打了一剂强心针，虽然基金的涨跌跟是否自购没有绝对的关系，但如果基金公司肯增持，那最少说明基金公司还是在用心管理该基金的。

而兴全合宜恰恰属于第二种，三季度基金公司增持了约 546 万份，大概 1000 万元。

结语：

基金季报批量的数据相对比较少，主要看点是基金经理的小作文、基金持股总占比、基金前 10 大权重股、基金份额变化、基金管理人持有份额变化。

3. 季报精华观点：消费、医药和地产将迎来复苏？

作者：@零城逆影

发表时间：2021-11-08

本篇摘取了主流基金经理对各个行业和板块的观点，偏向中观。大家可以参考基金经理的观点，选择自己配置的方向。

中报和二季度时我们发现，越来越多基金经理开始看好中小盘和价值风格，三季度，中小盘涨上去之后很快又跌了下来。

三季度中，提到看好中小盘的基金经理也变少了。随着医药、消费的下跌，看好这两个行业的基金经理开始变多，尤其是很多经理看好消费。

还有很多基金经理看好双碳政策给能源行业带来的巨大投资机会，但是他们大多只是看好这个方向，还没有明确的看好标的。

对于新能源汽车板块，基金经理普遍认为整体估值较高，供给过剩，之后会发生分化，没有壁垒的会下跌，有壁垒的可能还会涨。

对于互联网行业，有不少基金经理减仓，普遍认为企业竞争力并未降低，但需要等待政策出清。

随着恒大事件和房地产税等事件的出清，还有越来越多经理看好金融地产板块，张坤甚至三季度同时配置了三傻（银保地）。

成长风格

中欧·周应波：新能源汽车已经在全球范围内进入电动化率加速的拐点，未来几年将迎来快速的增长；半导体领域，以智能家居、可穿戴设备为代表的 AIOT 的应用层出不穷，物联网芯片公司将会有面临很大的成长空间；AI 和云计算领域，部分优质公司正在引领行业发展；此外，消费电子、光伏等行业在明年也有望进入景气度回升的阶段。

分析：从持仓、业绩表现和运作分析来看，周应波已经逐渐把中欧明睿新常态交给刘伟伟管了。刘伟伟是偏新能源的投资风格。

周应波三季度业绩表现一般，他在运作分析中还表达了自己为什么没有抓住周期股投资机会的懊恼。要知道，当初他就是依靠把握周期行业的机会成名的.....

博时·肖瑾：中国科技自主创新已成为推动社会发展的主要驱动力。我们认为国内经济的基本面基础持续坚实，预计上市公司整体三季度业绩仍会呈现较好增长，为市场结构性行情的持续提供了基本面基础。权益市场资产估值模型的分母项仍将承压，唯有部分基本面较强的行业个股，可以凭借分子端的快速盈利增长，抵消估值收缩压力。

交银施罗德·郭斐：我们相信稀缺的、强劲的盈利增长前景是能够抵抗估值向均值回归的地心引力的有力武器。在短期面对逆风的标的上，我们更关注企业超越同行的核心竞争优势是否在增强。在仍旧景气的赛道上，我们对供给是否正在变得越来越拥挤保持警惕，同时更关注企业是否拥有孕育全新成长曲线的能力。在 4G/5G 代际之交、新能源革命已然启动、数字经济/企业数字化转型加速到来的当下，我们认为科技成长仍将是未来相当长一段时间内市场的主线。

华泰柏瑞·沈雪峰：我们仍然不强调指数整体的上行，强调结构性机会。所有的机会要从经济发展、行业更替、技术推新的视角思考，强调增长和变化，强调符合时代进步的产业、景气度高的行业，而消费、医药将继续出现分化，增速下降、放缓的行业和公司将继续调整。

上投摩根·杜猛(近十年业绩排名第一)：疫情虽在，但全球的重新联接应该是大趋势。我们要看到经济的韧性，以及部分新兴产业成长的趋势。不用过多纠结市场风格的切换或是其他，市场上行的动力来自于上市公司盈利的增长，更主要的是全社会资产配置向权益市场的转移。市场整体估值仍在合理范畴，与此同时，一些新兴行业的成长趋势已经不可阻挡，中国一批优秀公司正在快速崛起并在全球获得主导地位，对此我们充满信心。新兴产业的崛起将成为中国未来 10-20 年经济增长的最大动力之一，证券市场最大的投资机会或也将来源于此，我们更看好未来几年科技行业的市场表现。

中小盘

博时·周心鹏：市场的结构性机会在于中小市值个股中相对业绩增速而言估值明显低估的品种。在本轮以大市值消费股为核心的牛市循环中，中小市值个股中的优质品种明显滞涨，尽管这一群体中很多个股估值已经出现一定修复，但仍有较多品种估值仍然极具吸引力。

市场的结构性风险主要在于过去几年累计了较大涨幅，业绩增速与估值水平不能匹配的部分所谓核心资产。这些个股目前正处于顶部区域，未来会面临较长时期的估值回归压力。

分析：周心鹏几乎每个季度都这么说，说了可能快好几年了……也不知道到底是对还是不对。

宝盈·陈金伟(今年业绩第 10，偏中小盘)：今年以来大量优质小盘股估值迅速从低估到合理，使得优质小盘股胜率和赔率兼得的机会显著减少。

坦率地说，我们建议投资者未来一段时间降低对我们选股策略超额收益(相较基准)的预期。但从当前整体估值水平以及资产质量角度，认为市场仍然可为：1.一部分行业今年以来受到原材料涨价之类的短期因素影响，表现业绩较差，周期性因素造成的业绩不佳带来的估值业绩双杀，对于长期成长性尚可的公司来说，是一个难得的买点，今年受损的行业或许是一个“输时间不输钱”的选择。2.不同于主流观点，我们认为优质

小盘股在 A 股是长期机会而不是短期机会：首先，A 股现阶段以广义制造业为主导，制造业不同于互联网，其边际成本并非无限趋近于 0，不存在跨行业之间赢家通吃的情况，因而细分行业隐形冠军具有长期投资机会。其次，A 股存在大量的增量行业，集中度提升常见于行业需求放缓甚至下行的阶段，而增量行业远未到终局，在这类充满朝气的行业中，不应该用小学第一次月考的成绩来“盖棺论定”。

因此我们认为，仅有“茅指数”上涨的市场并非常态化的市场，不应以市值论英雄，用结果来推导结果，将严谨的投资过程口号化、脸谱化。只不过今年市场又将另一种风格演绎到极致，短期看，每一天的市场都是不理性的，但是拉长看又是非常理性的。

景顺长城·杨锐文：三季度的大市值股票均出现大幅调整，部分严重高估和长期透支的白马股的下跌可能是一去不复返，但是，普跌的过程一定会存在不少错杀的机会。

中小市值公司经过多年估值消化，已经出现一批估值合理且高成长性的标的，这里蕴藏着很多机会。我们认为优质的科技龙头白马股以及以专精特新为代表的中小市值龙头充满机会。

价值风格

嘉实·谭丽：我们仍然看好银行、地产、以及部分上游资源板块，极低的估值具有较好预期收益率空间，在类滞胀的环境下也会相对受益，地产出现极端风险暴露后，会逐渐回归正常，部分优质企业会趁机扩大份额，提高未来盈利增长的空间。

我们仍然看好自主品牌汽车（长城汽车）的崛起，行业短期虽然受缺芯的影响，但中长期受益于电动化、智能化的行业趋势，自主品牌实现弯道超车，最终实现份额的扩张与盈利的实现。

同时我们认为港股已经出现较好的投资机会，尤其在大盘价值股方面，估值较 A 股更加具有吸引力。同时我们看好中小制造业个股的成长机会，我们认为制造业会是中国经济的重中之重，优秀的制造业企业将会受益于国产替代以及海外市场扩张，我们在加仓存量个股的同时，仍然在积极寻找优质标的。

对于上游资源品，由于短期股价涨幅过大，我们在反思错过上游机会的同时，认为不宜追高，过高的涨幅导致预期收益率空间不够，同时组合内的资源股（中国海洋石油）涨幅还没有达到我们的预期，仍然会坚定持有，在类滞胀背景下，资源品仍然是重要的收益来源。

中欧·蓝小康：被约束供给，且需求可持续增长的高耗能行业，以及帮助高耗能行业进行节能降碳的公司，是我们关注的方向。金融行业目前处于历史估值的底部，随着地产债务的不断暴露，整个金融行业的风险出清，未来值得关注。成长方面，我们关注电新、电子、医药、军工、机械等方向个股的投资机会。在传统低估值方向，港股市场这类行业的公司估值极低，值得关注。

中欧·曹名长：过去两年以来成长风格大幅跑赢低估值价值风格，使得成长与价值风格的估值差异达到惊人的程度。沪深 300 成长和沪深 300 价值指数的估值比，在 2005 年到 2019 年的十几年间长期在 2 倍以下，而今年最高达到了 4 倍以上，目前仍然有 3.5 倍。

宏观基本面，大宗商品的持续上涨似乎打破了成长股估值持续提升的逻辑，这与美股 70 年代初漂亮 50 行情因 73 年爆发第一次石油危机、大宗商品价格的大幅上涨而结束的情况何其相似。

目前有非常多的公司处于历史低估的情景下，我们非常看好长期，而从短期来看，由于大宗商品的大幅上涨对经济具有阻碍甚至一定的破坏性，因此市场是值得警惕的，具体到投资上，我们倾向于尽量采取较为保守的策略，比如选取一些低估值、低关注度但又有较好成长性的细分行业龙头。

广发·林英睿：展望未来一年，我们认为最确定的事情之一，是无论国内还是国际社会都会逐步恢复到疫情前状态。因此我们选择配置了因疫情受损的低估值领域，希望未来能有较好的收获。

金融地产

中庚·丘栋荣：地产类公司政策风险充分释放、存在边际改善的可能性，经营风险预期显著暴露，尤其是具有高信用、低融资成本优势的央企龙头公司（保利发展）基本面风险低、销售周转快、竞争优势扩大、抗风险能力更强，在估值极低的情况下，未来可以期待宏观环境的变化对股价有较好的表现。金融板块中，我们看好与制造业产业链相关、服务于实体经济的银行股，这类公司基本面风险较小、估值极低、成长性较高。

工银·王君正：部分热门行业估值较高，消费、金融、地产行业估值处于合理偏低位置，市场系统性风险有限，但向上动力也有限。后续倾向于均衡配置。

景顺长城·韩文强：进入四季度，我们持有的以地产为主的仓位，将迎来估值修复的催化剂。我们的坚守终将获得收获。

银华·李晓星：我们判断，价值股在四季度会迎来一定修复，主要是顺周期为主的银行股。对于保险股，我们认为也会跟随市场反弹，但超额机会还需等待保费数据的好转，以及地产风险的释放。

消费、医药&核心资产

易方达·郭杰：投资这个复杂事物的变化似乎来得比想象得更快，甚至一些我们以前未曾疑惑的产业逻辑也出现了一些动摇。面对变化和冲击，应对的策略依然是回归本

质，尊重事实，保持理性。对于底层投资逻辑未变的个股，我们毅然选择了坚持；对于投资逻辑和未来前景受到实质性影响的标的，我们尽可能客观理性地进行取舍。

分析：对应上面的表述，郭杰本季度减仓了腾讯、美团，加仓了伊利和招行。

和张坤真是太像了……“小张坤”这个外号看样子是甩不掉了。问题是他业绩还是不如张坤，规模是张坤的九分之一……

虽然我也比较认可郭杰的投资理念，但是活在大神的阴影下，我挺替他着急的，加油鸭！

平安·李化松：在调整过程中，增加了市场过度担心盈利模式风险而被错杀的的价值成长股的配置，虽然短期景气和业绩可能低于预期，但是估值水平也有了较大幅度调整。

对于新兴成长类公司，长期空间很大，机会很多，但是因为短期景气很高，也存在市场预期过高、供给阶段性过剩、估值水平过高的风险。我们减持了短期景气和估值过高的长期盈利模式一般的公司。

长信·安昀：以消费品为代表的优质公司风险释放较为充分，估值已经具备吸引力，周期性因素也即将转为积极。预计下半年至明年上半年可能会有比较好的增速表现。我们认为以消费品为代表的优质企业的投资时间窗口已经打开了。

宝盈·陈金伟：过去五年被反复证明并且被投资者充分认可的部分医药消费优质龙头公司，估值水平从今年年初的完全缺乏吸引力到现在变得具有一定吸引力，虽然当前估值水平难言低估，但是如果以1年或更长时间维度看应该会有合理的回报。

易方达·张坤：受到市场对未来几个季度经济和企业盈利下行，以及对政策不确定性的担忧，一些长期经营优秀的上市公司最近股价下跌明显。我们认为，这批优质公司的估值已经基本合理。未来3-5年有望实现一个较高确信度的盈利复合成长，更加乐观一些。

广发·邱璟旻：短期消费明显受制于疫情影响和社区团购的冲击，景气度较低，该板块目前处于“泥沙俱下”阶段，投资者关注度较低，其实已经具备较大的投资价值。

华泰柏瑞·李晓西：需要重点提到的是一些消费和医药股票经历了大幅回调后，目前估值渐趋合理，逐渐具有较好的长线投资价值。

银华·薄官辉：随着基建的发力稳经济和出口的持续，居民收入增速有望改善，消费板块的投资性价比逐渐提升，在消费领域，整车、中高端白酒、农业种植业等有独立景气周期的板块是下一阶段关注的重点。

华泰柏瑞·沈雪峰：我们认为周期股强势已经接近尾声，且政策影响较大，而今年以来跌幅较大的消费、医药、医美等板块已经出现基本面的显著改善信号，市场风格将发生变化。

新华·姚秋：目前环境下，从估值和基本面两个维度出发，能够脱颖而出的中小市值公司大概率是少数品种。后续投资机会可能更多地集中在各行业龙头品种和细分行业龙头。

银华·李晓星：对于已经调整一段时间的消费行业，好处在于估值已经不贵了，问题在于景气度是没有起来，整体上性价比和那些高景气度行业差不多。

一是消费升级趋势仍在进行，中高端消费好于整体；二是，虽然不少企业存在成本压力，但可以通过小幅提价进行转嫁，保证业绩的确定性；三是，我们看到一些国企仍在不断改善机制，提升长期竞争力。

我们认为消费在四季度会逐步走强。对于消费的投资，要有长期定力，一些拥有高壁垒的护城河企业，短期的经营压力反而是长期的买点，企业在外部环境恶劣的时候才能展现出自身的竞争优势，对于投资者也才能这个时候以合适的价格买入优秀的公司。

医药板块向来受政策影响较大，尤其是药品、耗材的带量采购政策杀伤力大、影响面广。但是从三季度国家人工关节集采的结果上来看，降价幅度相比之前的冠脉支架和省级关节集采明显缓和，且市场竞争格局基本不变，生产厂商即使有利润受损也大幅好于预期。市场无需再谈集采色变，我们对医药集采相关的品种边际乐观，对四季度医药的表现也乐观许多。

新华·赵强：今年调整较多的消费股，特别是食品公司，由于去年基数较高，造成今年中报普遍低于预期，股价调整较多，目前估值基本合理，值得年底开始布局。

华夏·孙轶佳：我们依然认为疫情的因素是长期变量中逐步消退的短期变量，中国消费行业对于经济的支撑作用不可忽视。

易方达·萧楠：潮玩行业是最近两年刚刚兴起的，正在从亚文化小圈子中走出来。行业内的玩家看似同质化，实则从产品到精神内核到商业模式，都差异巨大。家居行业内部也正在经历强烈的优胜劣汰过程，未来三到五年业内玩家的差异可能会更加明显。运动服饰中我们依然相信国产品牌的崛起之路只是刚刚开始，产品力、品牌力在未来会交替上升，虽然目前的估值并不便宜，但依然值得投资。

交银·韩威俊：我们判断，八月消费数据大概率是全年最低点。部分消费大市值公司（特别是大白酒）出现了系统性估值大幅回调，在盈利预测没有出现下调的情况下，估值性价比大幅提升。

贫富差距的拉大导致两极分化更为严重。一方面是中高端消费升级依然继续，特别是有品牌力的公司更为突出。另一方面，由于 TO 小 B 端的压力（疫情叠加社区团购）依然较大，偏大众消费的压力依然较大。

展望 2021 年四季度，我们对整体消费行业更为乐观：（1）白酒在整体估值消化以后，存在小幅盈利预测上调和估值切换；（2）今年疫情受损的行业，在 2022 年疫情同比效应或将减弱，进入长期可配置阶段；（3）渠道变迁仍然继续，线上流量达到一定体量后增速放缓，优质线下渠道的价值量明显提升。

汇添富·杨瑨：受益于健康、美丽、个性化、爱面子、懒宅等趋势的新兴精神性消费仍将是消费大盘中增长最快的部分。或许在已经非常悲观的行业预期叠加今年的低基数下，明年该板块将有更好的表现。

制造业

中庚·丘栋荣：广义制造业中具备独特竞争优势的细分龙头公司性价比非常高，需求增长、供给收缩、细分行业龙头，比如化工、轻工、有色金属加工、机械加工等，可以挖掘出真正的低估值小盘价值股。

易方达·祁禾：中游制造行业在三季度受到大宗商品上涨以及限电、运费下跌、地产周期下行等各方面不利影响，相信随着国家各项政策的出台，行业发展的短期瓶颈会慢慢消除。全球来看，疫情仍未得到有效控制，中国制造业出口仍然强势，美元经济复苏和美元走强，也有利于制造业出口。

周期&资源

财通·金梓才：2021 年投资的关键词就是“涨价”。不论是在新能源行业上游，还是和传统经济更相关的各种资源品，都在 2021 年前三季度跑出了较好的收益。我们认为这样的情况会延续到下半年，主要原因为：1) 海外经济复苏态势强劲且持续性强，拉动了我国制造业行业的景气度，外需逻辑延续全年，其中电新相关板块需求表现强劲；2) 在全球碳中和背景下，越是上游资源品，越是高污染高耗能行业，未来的供给曲线都是相对平缓的，供给在一段时间内无法匹配需求的增长；3) 全球流动性宽裕，我们本来预期今年的流动性收紧迟迟没有出现，也拉高了上游各个产品上涨的幅度。

很多行业的供给侧受限依然存在，甚至在 9 月份的拉闸限电潮中被进一步放大。所以，我们在坚持上游这个方向的同时，进一步调整到需求有中长期逻辑，自身供给受限的板块中来。

圆信永丰·范妍：周期行业的上涨，我们认为主要受到供给的约束，而非需求的拉动。我们将谨慎评估供给释放的速度，供需的平衡关系，尽量选择景气周期向上的行业进行配置。

易方达·林森：我们在三季度增加了周期股的配置。过往我们对周期行业研究较少，因为通过宏观研究对需求侧作判断超出了我们的能力圈。但是周期行业的供需平衡将越来越取决于供给侧，供给侧的政策导向是清晰且明确的。部分周期行业龙头公司在未来的几年内，具备很深的政策壁垒，很难有新进入者对他们进行挑战。

中庚·丘栋荣：煤炭、能源、资源类公司增持较多，配置的逻辑主要在于：（1）能源、资源的需求长期是持续增长的，短期与地产周期相关度较低，短期甚至呈现需求加速增长的状况；（2）供给侧改革以来，供给收缩比较严重，市场出清比较明显，真实有效的供给增长非常有限；（3）中长期来看，环保和碳中和因素影响下，中期的供给约束和边际成本会上升，导致存量资产价值显著提升。从市场定价和估值来看，这类公司估值极低、现金流好、资本开支少、分红收益率较高、现价对应的预期回报率高。因此，碳中和背景下，我们看好能源、资源类存量优质资产的投资价值。

融通·邹曦：中上游资源品带动周期板块重估的局面将继续深化发展，房地产基建产业链将获得重估的机会。如果这种趋势确立，市场将出现指数性的行情。

双碳&电新行业

银华·李晓星：电力的短缺以及石油、天然气和动力煤价格的持续上行，使得新能源运营企业的资产得以重估。我们认为高层近期出台的电力市场化的调节方式是最有效的调结构的方式，高耗能产业会对应更贵的电价，新能源运营商（三峡能源）是最受益的行业，这个也是是我们三季度增持的重点行业。

朱雀·梁跃军：能源转型要“先立后破”、实现平稳替代，避免运动式减碳和“一刀切”；在“破”的过程中不可避免地带来传统能源的短期供需错配和涨价，但“立”比“破”更值得关注，建立绿色能源网是长期的正确方向，带来确定性的需求增量，所蕴含的投资价值远高于短期的商品价格博弈。

各方逐渐意识到了运动式减碳的弊端，中小企业经营成本和连带的就业压力会反过来影响能耗双控的节奏。随着保供稳价政策的尽快推出，供需失衡和高价将会改善。坚定看好 3060 赛道上的优质企业成长机会，企业的长远发展必然会带来丰厚的投资回报。

南方·蒋秋洁：国内经济处于增速缓慢下台阶的过程，可持续健康发展的重要性高于单纯的经济增速。在这个阶段需要深刻理解“碳中和”和“共同富裕”两大政策目标，并从中筛选符合这个时代特征的行业和个股。

虽然短期市场波动剧烈，但“碳中和”仍然是未来几年政策和经济部门的发力方向。其涵盖范围之广，涉及到经济的方方面面。当新能源在整体能源结构中占比越来越高时，对于发电侧、电网侧、用户侧的基础设施和智能管理都提出了更高的要求。其中局部环节已经出现了短板，需要在短时间内补足。新型能源系统的发展，已经不仅仅是光伏、

风电这种单一系统的建设需求，而是贯穿在发电、输电、用电整个网络的一体化布局，其中涉及大量行业的发展机会。同样在减碳方面，交通领域也占有重要的位置。新能源车已经从依赖补贴的“2B”阶段逐步过渡到正常的消费市场阶段。随着智能化的提升，新能源交通工具对于用户的吸引力在持续增强，相对低的运营费用也在成本层面提供吸引力。

大成·韩创：市场逐步认识到了能源问题的复杂性和严峻性。不仅仅是中国，全球都面临着能源转型过程中的阵痛。一方面我们需要更稳定更低廉的新型能源和网络，这里面还有很多技术进步的空间需要挖掘；另一方面我们可能需要为传统能源支付更高的价格，以应对双碳目标紧迫性的实施。

总的来说，我们认为双碳行动将对全社会带来重大变革，它包括了能源、交通、生产、生活等各个重要方面。在这个大的社会变革中，投资机会将会层出不穷。

广发·邱璟旻：光伏主要面临上游开工率较低、部分环节产能不足推动成本上升进而影响下游装机率的问题，即便如此，相比海外市场的成本优势仍较明显，同时全产业链几乎都在国内，在平价上网以及“绿电”政策优势的推动下，未来潜力与空间仍十分巨大。

华安·崔莹：我们认为碳中和是中长期国家战略，也是全球合作的核心议题；而制造业全球一体化的趋势不会发生太大改变，但全球化带来的效率优先，在目前非常激烈的竞争格局下，一定程度会让位于本国的供应链安全。在此背景下低碳化和国产化有望成为未来几年投资主线，低碳化不仅仅包括清洁能源和电动车，也包括传统能源的稀缺性重估、电网改造和储能等；而国产化涉及半导体、计算机、军工和高端制造业等领域。

安信·陈一峰：电气设备与新能源产业依然是未来 5-10 年比较确定的产业发展方向，新能源汽车与新能源发电都将有比较大的发展机会，值得我们认真挖掘。医药领域短期尽管存在医保控费政策的扰动，但其核心是调结构，国内每年医保支出总额由于老龄化的趋势仍维持稳定增长，意味着国内医药整体市场规模仍会持续扩大，医药板块经历此前的调整，部分优质的公司已经具有一定性价比。在地产、银行等领域，有些龙头公司值得我们长期关注，且目前估值相对有吸引力。

新能源汽车

东方阿尔法·唐雷（今年排第 2）：我们判断 2021 年下半年新能源汽车板块将继续经历“戴维斯双升”的投资机会，我们处在这一轮新能源汽车板块的主升浪中。上游资源由于受到供应的限制，会有很大的涨价弹性，是最为确定且最有弹性的细分方向。新能源板块在经历前期的较大涨幅后，近期出现一定的调整是上涨过程中的正常现象。但从

产业的角度，我们看到9月新能源汽车产销同比和环比均维持高速增长，强劲的数据验证了我们对于新能源汽车产业趋势爆发和行业景气快速上升的判断。

经历调整之后，板块的估值回到更具吸引力的位置，以上板块大部分公司考虑到今年和明年业绩高速增长之后，明年市盈率30倍左右，估值合理，业绩有超预期空间，具有很强的投资性价比。

银华·李晓星：新能源板块依然是我们目前最看好的科技制造业，当前市场上有关新能源行业股价被“透支”的声音比较多，我们认为近期新能源相关股价的回调更多是因为交易拥挤的问题，而不是估值被“透支”的问题，交易拥挤需要一定的时间进行调整，但不会是影响股价中长期表现的核心因素。如果我们看到明年其实当下新能源产业估值还是挺便宜的，还是在合理的区间。

一个行业景气度持续时间越长的估值也越高，所以现在新能源行业还处于一个无论是政策面还是基本面都非常良性的环境当中，还没有到风险区域，只是短期累积的涨幅比较大，需要时间消化一下。相比于业绩预期过高的电动车上游，我们更加看好中游制造业一些。我们认为市场有点高估了上游的盈利能力，而低估了中游的技术进步降本能力。

中邮·国晓雯：今年来，新能源、科技、军工等热门赛道处于高景气、高业绩增速、高股价、高预期、高估值的“五高”状态，市场关于这些行业“估值透支”的讨论也较多。我们认为，这些板块中的个股未来也会发生分化，尤其是产业链壁垒低的环节，收入和业绩趋势无法保持高速增长的个股，未来都有可能面临较大的调整风险。明年，新能源、军工、科技的景气方向仍然延续，但是产业链一些细分环节的竞争会更加严重，这些都会构成明年的投资挑战。但是我们仍然认为部分板块龙头标的和细分领域的龙头标的的业绩会进一步上修，整体走势将维持高波动向上。

我们认为消费板块的投资仍处于偏左侧区间，主要有三大原因，一是消费税、医药集采等政策尚未出清；二是经济下行趋势下，消费行业仍然表现较差；三是三季报将带来的数据考验。不过，我们认为从中长期的维度来看，很多标的的长期布局的机会已经显现。

金融地产行业可能在低位出现阶段补涨，但从长期逻辑来看，其本质上难以成为机构配置的主战场。对于周期股，不能仅关注供给逻辑，这一行业未来可能面临需求下行和限产修正两方面风险。

特别地，中美关系确实有向着积极发展的迹象，但是国内科技的发展和军备的规划都不会因为短期的经贸上的缓和而有所变化。

恒越·高楠：以新能源为代表的景气赛道，估值整体上水位不低，但中期的产业趋势并未发生改变，其中成长确定性强且长期市值空间并未透支的个股仍然具备配置价值。

东方红·孙伟：很多消费股短期因为情绪产生的回调对应长期来说可能会是不错的买点。最近炙手可热的新能源车这种行业，虽然近期走势非常强势，估值也是对中长期有一定的透支，但是，五年可能有十倍甚至更高空间的行业，考虑到其中大多数环节的壁垒并不高，精选壁垒较深的子行业龙头对于我们来说会比较重要。

分析：东方红居然最好看新能源行业，属实没想到，目前市场上重仓宁德时代最多的好像就是东方红。

广发·邱璟旻：以电动车为代表的高端制造行业需求景气度非常旺盛，长期来看，中游环节必将回归制造业合理的盈利能力和估值区间中，当前的高盈利和高估值较难持续，但是能量控制和整车厂例外，前者因为安全的重要性远超传统燃油车时代，将带来较高的溢价能力；而后者则可能会衍生出新的商业模式，使业绩非线性增长；总体来看，龙头企业当前仍处于扩大份额、抢占话语权阶段。

医药

招商·李佳存：医药指数已跌至过去十年估值负一倍标准差位置，看好医药板块的左侧布局机会。

工银·谭冬寒：三季度，医药股因为受到安徽 IVD 集采等地方性医疗器械集采政策的负面影响，出现了较大幅度回调。我们对医药行业政策并不悲观，只要改革方向是提升产业竞争力的，是提高产业效率的，就是正确的改革，哪怕短期有既得利益者受损，未来也会产生更多的朝气蓬勃的公司和投资机会。CXO 依然是我们认为景气度最高，确定性也比较高的大板块，估值相对可以接受，继续构成了本基金最主要的持仓部分。这些公司在中报里都呈现出高质量的利润和优异的成长性，竞争力也在持续增强，很多公司都在主动布局，积极探索新业务增长点。

科技

富国·许炎：过去十年，中国主要发展的是以终端产品和互联网为主的“软”科技。当下中国，从政策引导到产业趋势，纷纷指向硬科技创新，以智能电动车、半导体国产化、AI 替换人工等科技领域当前具备广阔的成长空间。诚然，上述领域公司在今年上半年已经有所表现，但作为行业的初始阶段，股价的表现也仅仅是开始，当前时刻，投资者不要在周期的、短期的机会里损耗精力，上述行业或都有 5-10 倍的成长空间，大机会时代，拒绝机会主义。

博时·肖瑾瑾：我们认为成长股的短期逆风并不值得恐慌，大量优质企业以科技创新为根本在正确的路上砥砺前行，必将成为未来资本市场中的明日之星。

银华·李晓星：我们主要看好半导体，尽管行业本身具备一定周期性、阶段性会受到中美贸易预期变化带来的估值波动，国产替代是中长期明确的产业趋势。相较于新能源行业的全球领先地位，我国在半导体的技术及市场地位仍然处于追赶状态，国家政策支持下，国产替代迎来历史机遇。新能源汽车渗透率快速提升背景下，汽车的电子化、智能化进程正在加快，半导体单车用量会持续提升。全球晶圆厂进入新一轮扩产周期，而国内自建晶圆厂扩产速度更快，上游的设备和材料当前国产化率非常低，受全球景气周期影响较小，同时亦是亟待解决的卡脖子环节，政策支持力度最大。

互联网

银华·李晓星：互联网经济逐步进入常态化监管的阶段，前期因为受到政策压制回调较多，从投资角度，需要看到明确的政策右侧信号；头部互联网公司自身在行业内的竞争力并未受到太大影响，从中长期角度，目前是加大研究的时点。

易方达·萧楠：三季度主要减持了互联网板块，尽管很多企业的底层投资逻辑并没有改变，但依然需要重塑自己的经营目标和行为，目前这个过程似乎依然需要时间。

港股

广发·张东一：我们相信，中国监管层的初衷是理顺行业的不合理竞争。长期而言港股已经到了极具投资价值的区间。

中庚·丘栋荣：我们看好港股通标的的股票中的大盘价值股，这些价值股基本上是龙头企业或央企，资产质量非常高，具备基本面风险小的特征；这些价值股对应的 A 股较便宜，但港股更便宜，且分红收益率更高；同时，交易上风险释放较为充分，海外资金和南下资金关注较少，交易不拥挤。

结语：大部分基金经理是看好自己擅长和关注的行业，这是屁股决定脑袋，不过我读了 180 份季报，总体来说，我觉得提到看好消费行业的经理最多。

这究竟是反向指标还是正确预测呢？目前来看消费股四季度确实有一定的反弹，拭目以待。

另外，越来越多基金经理愿意在定期报告中分享自己的投资理念了，尤其是会针对市场的变化和热点提出自己的见解，对于我们投资者认知市场也非常有帮助。

4. 如何读懂一份基金季报，以易方达蓝筹精选为例

作者：@研评阁

发表时间：2021-10-29

每次基金季报一出来各大新闻就铺天盖地的报道，尤其大牌基金，比如“明星经理阿坤三季度大幅加仓白酒”、“科技王牌蔡经理三季度继续增持兆易创新”等等。

这些消息无不刺激着投资者的神经，但我们看到的这些“爆炸”新闻真的对自己的投资判断有用吗？

答案是作用微乎其微。

这些新闻大多数只是为了博人眼球，吸引流量，并没有真正的解读出一份基金季报该有的要点。

比如新闻说诺安成长三季度继续增持兆易创新，这里就会给读者制造两个误区：

第一个误区是“诺安增持”。大家一看，诺安这么厉害的基金都增持了，那兆易创新肯定不会差啊，买买买！可实际情况是各大公募对兆易创新有增有减，比如万家优选混合和国家集成电路产业投资基金三季度都进行了减仓，远高于诺安加仓的份额。

第二个误区是“强调兆易创新”。因为兆易创新今年是半导体芯片中的明星股，所以刻意将它拿出来吸引大家的关注，但这样会让大家忽视诺安成长的其他调仓情况，很容易“因小失大”。

作为一个成熟的投资者，这些表面现象早就该被一眼识破，一份季报真正的核心要点绝对不是这些皮毛，只有抓住核心，才能看懂季报。

下面根据我个人的经验，和大家分享一下看基金季报的 3 个要点。

(1) 业绩比较基准

刚上来可能就有人蒙了，啥基准？

先做一个简单的解释，业绩比较基准是指在基金成立的时候，基金背后的管理团队给自己设定的一个“目标”。

比如指数基金，能否跑赢业绩比较基准是该基金优劣的重要标准，也是我们在选择基金时，需要参考的一个重要数据。

我们就拿阿坤的易方达蓝筹精选混合（005827）为例，它的业绩比较基准是这样的：

沪深 300 指数收益率×45%+中证港股通综合指数收益率×35%+中债总指数收益率×20%

这个公式就不展开讲了，基金报告里有通过这个公式计算出来的业绩比较基准收益率。

这里只说一下它的意义：如果基金的实际投资收益达到了业绩比较基准收益率，那就算及格，如果没达到，你说它菜，我没意见。

重点来了，我们在哪里看它有没有及格呢？请看下面三季报截图。

阶段	净值增长率①	净值增长率标准差②	业绩比较基准收益率③	业绩比较基准收益率标准差④	①-③	②-④
过去三个月	-14.21%	1.97%	-7.53%	1.01%	-6.68%	0.96%
过去六个月	-9.11%	1.72%	-5.80%	0.87%	-3.31%	0.85%
过去一年	16.01%	1.80%	4.22%	0.92%	11.79%	0.88%
过去三年	153.73%	1.58%	20.04%	0.97%	133.69%	0.61%
过去五年	-	-	-	-	-	-
自基金合同生效起至今	158.60%	1.57%	21.53%	0.97%	137.07%	0.60%

有人一看表格就迷糊，我稍微解释下，①是净值增长率（实际业绩），③是业绩比较基准收益率，①-③就是我们评判一个基金是否合格的标准了。

表中可以看到，阿坤的易方达蓝筹精选混合过去三个月和六个月的业绩是不及格的，但过去一年乃至到成立的时候都是非常优秀的。

大白话就是短期不及格，长期看非常棒。

(2) 买了什么

本来想用“投资策略和运作方式”，但太难懂了，直接来大白话吧，基金买了什么。

对于投资小白来说，自己很难做市场分析，也没有建立起属于自己的自己系统投资方法。但我们可以参考和学习专业人士的投资思路，看看他们是如何思考的。阅读优秀基金经理在基金报告中的投资策略和运作分析，就是一个非常好的学习途径。

这一块也是新闻最爱拿来做文章的，说的花里胡哨，但基本毫无用处，我们自己看的时候就要找重点了。

依然拿易方达蓝筹精选混合举例，它的投资策略很长，总结起来就是“以蓝筹为主的优化资产配置”。

具体仓位如下。

易方达蓝筹精选三季度前十大重仓股							
序号	股票代码	股票名称	数量（股）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）	持仓变动（股）	持仓变动幅度
1	000568	泸州老窖	31,300,000	6,935,454,000.00	9.93	-5,700,115	-15.41%
2	600519	贵州茅台	3,780,000	6,917,400,000.00	9.9	-480,000	-11.27%
3	000858	五粮液	31,300,000	6,866,907,000.00	9.83	1,500,000	5.03%
4	002415	海康威视	124,000,000	6,820,000,000.00	9.76	33,999,840	37.78%
5	00388	香港交易所	16,580,000	6,627,062,277.04	9.49	-6,520,000	-28.23%
6	002304	洋河股份	39,886,600	6,624,366,528.00	9.48	-2,113,471	-5.03%
7	600036	招商银行	115,000,100	5,801,755,045.00	8.31	2,000,100	1.77%
7	03968	招商银行	15,700,000	811,554,556.10	1.16	-34,300,000	-68.60%
8	00700	腾讯控股	17,030,000	6,545,887,244.52	9.37	-1,070,000	-5.91%
9	600887	伊利股份	106,000,155	3,996,205,843.50	5.72	新进	/
10	000001	平安银行	200,000,073	3,586,001,308.89	5.13	新进	/

三季报中有段话是这样的：

“本基金在三季度略微提升了股票仓位，并对结构进行了调整，增加了食品饮料、银行等行业的配置，降低了医药、互联网等行业的配置。个股方面，我们仍然持有商业模式出色、行业格局清晰、竞争力强的优质公司。

我们认为，企业的生意模式、护城河和行业前景共同决定了企业的定价能力，而定价能力是投资获得高回报的最持久的决定因素之一。”

但有些基金经理经常会根据自己的研究和判断来调整基金的投资策略，所以基金的真实持仓和宣传的投资策略出入会比较大。

这也提醒我们在投资基金时，不能盲目投资。要适当关注一下基金季报中披露的“前十大持仓”，以及“投资策略和运作分析”，因为我们可以通过这两部分内容大致判断出基金经理的投资风格。

（3）基金份额

最后要注意基金份额的变化，为什么强调这一点呢，因为船大难掉头。

不知道大家还记不记得去年张坤易方达蓝筹精选混合巅峰时候的样子，单只基金超过千亿！但现在也进行了减额，目前 645 亿左右。

5.1 报告期末基金资产组合情况

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	权益投资	64,542,646,408.06	91.71

基金太大会很多问题，比如会对基金的流动性、投资风格等方面会产生不利影响，而中小基金反而会受到个人和机构投资者的青睐。

今年的大规模分红以及限购就是为了降低基金份额，钱多虽然是好事，但经理压力太大，业绩太难提升。

基金规模太高太低都不好，我觉得 500 亿以上和 10 亿一下的基金需要慎重考虑。

以上就是如何看懂基金季报的 3 大要点，很多基金经理之所以受欢迎是有一定道理的，有兴趣的朋友可以现学现试，验证一下哪些经理菜，哪些是真大牛。

5. 明星基金“富国天惠”第三季度报告详解

作者：@喜欢投资的谭小胖

发表时间：2021-11-03

在文章开始之前给大家讲下春秋霸主楚庄王一鸣惊人的故事：

《韩非子·喻老》记载：“楚庄王熊旅统治朝政三年，没有发号一项政令，也没有一样政绩上的作为。右司马伍举来到君王座驾旁，对楚庄王讲了一段微妙的话，说：“有一只鸟停驻在南方的阜山上，三年不展翅，不飞翔，也不鸣叫，沉默无声，这是什么鸟呢？”楚庄王说：“三年不展翅，是为了生长羽翼；不飞翔、不鸣叫，是为了观察民众的态度。虽然还没飞，一飞必将冲天；虽然还没鸣，一鸣必会惊人。你放心，我知道了。”经过半年，楚庄王就亲自听取朝政，被废除的有十项政令，被启用的有九项政令，诛杀大奸臣五人，提拔隐士六人，因而国家能被大力整治。带兵讨伐齐国，在徐州大败了齐军，在河雍战胜了晋军，在宋国汇合诸侯，终于使楚国称霸天下。所以说：“越是大才能的人通常越晚成功，越是大的成就往往越不可估量。”这告诉我们一个道理，不能以短期成就论英雄，以长远的角度看问题，往往可以获得更高的成就。

感谢雪球，让我遇到了很多志同道合的朋友，牛散也由于文章与我结缘，他给我推荐了富国天惠成长 LOF(F161005)，我仔细研究过后，发现与我的投资理念较为匹配，恰巧 @今日话题 话题哥近期发起了“基金三季报解读”征集活动，我把自己对富国天惠基金第三度报告解读分享给大家。文章约 3000 字，阅读大约需要 10 分钟，也可以直接翻到文章的最后看“结论—精彩回顾”，谢谢大家。

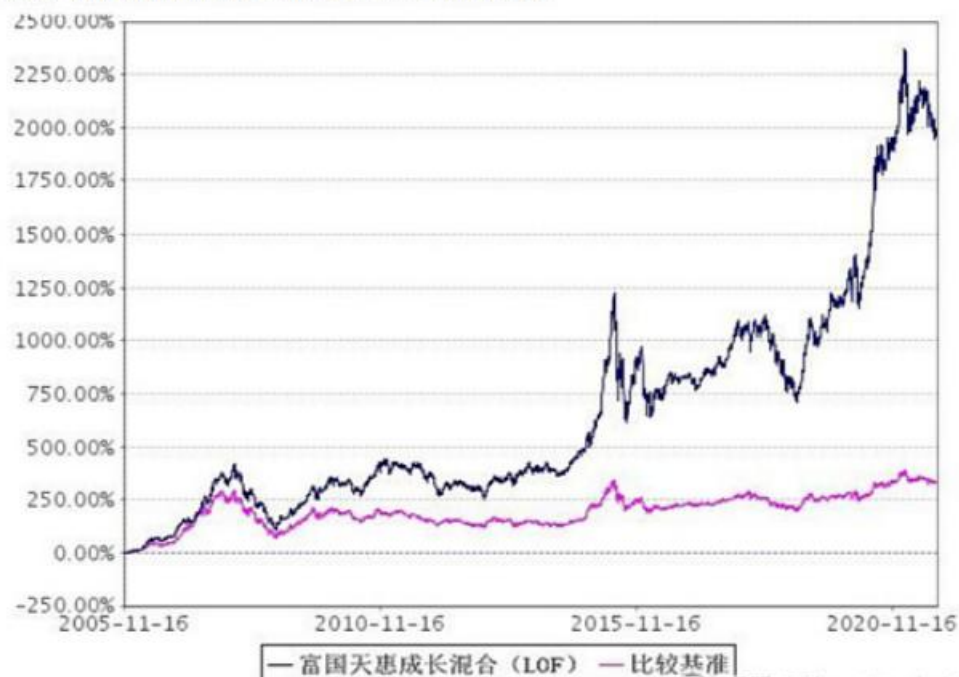
一、报告第一节和第二节—从基金产品概况中了解基金投资策略以及投资目标

基金经理不以追求短期业绩和规模来赚钱，而是坚持长期主义，是以客户长期资产最大化增值为己任。后面通过其他信息来验证基金经理是不是这样做的？

二、报告第三节—报告期基金财务指标以及净值表现

这一部分内容包括基金主要指标和基金净值表现，基金主要财务指标可以看出本季度是亏损的，我们不应该关注短期的业绩情况，更应该关注的是中长期基金的净值表现：
基准收益率变动的比较

(1) 自基金合同生效以来富国天惠成长混合 A/B(LOF) 基金累计净值增长率变动
及其与同期业绩比较基准收益率变动的比较



注：1、截止日期为 2021 年 9 月 30 日。

大家从曲线可以明显看出，基金远远跑赢了基金设定的业绩比较基准，且每次回撤较大的时候都是股灾的时点，也是基金在一轮快速短跑之后，停下来重整旗鼓，慢慢积蓄力量，准备下一次长跑。换句话说，基金从高点快速回落并触底，也许是我们开启买买模式的时机，当然这个底可能并不是真正的底，但我们可以采取分仓的方式进行买入，这样可以大致买在底部区域。在这里补充说明一下，富国天惠设定的业绩比较基准很有意思，长期来看大致上与中国市场长期平均投资收益率相匹配的。

三、第四节管理人报告—重点关注投资策略前后是否一致

首先要看基金管理人的履历，最重要的还是基金经理的证券从业年限，最好有一轮牛熊的经验，即 10 年以上。

其次，我们需要重点关注第三季度的投资策略和运作分析。将第三季度策略与第二季度的对比，观察其有何不同，在前面的几段话中，主要介绍季度市场运行情况，以及季度中可能出现的机会。投资策略方面，重点是下面一段话：

“我们并不具备精确预测市场短期趋势的可靠能力，而把精力集中在耐心收集具有远大前景的优秀公司，等待公司自身创造价值的实现和市场情绪的周期性回归。个股选择层面，本基金偏好投资于具有良好“企业基因”，公司治理结构完善、管理层优秀的企业”。

这一段话不仅在第三季度报告中体现，在之前其他季度报告，甚至年报中也多次提及。可以说这就是基金贯彻始终的投资理念。

今年是周期大年，市场上有很多为了追求业绩良好表现而出现“风格漂移”的基金，由于监管部门发声，严格控制基金“风格漂移”的现象，这也许是9月份周期股出现大幅度调整的原因之一。而富国天惠基金秉承着买股票就是买公司的理念，致力于寻找拥有远大前景的优秀公司，这一点是和段永平以及巴菲特巴老的理念是一致的。这一选择也给基金带来了丰厚的回报—自2005年11月16日成立以来，至2021年9月30日止，基金净值增长率1992.37%，15.88年涨了近20倍，平均年化收益率超20%，可与巴菲特前期业绩比肩。

四、第五节投资组合报告—买了什么？

我们需要和第二季度报告末对比，基金公司十大持仓股有什么变化，富国天惠的十大持仓变化如下：

序号	股票代码	股票名称	数量（股）	占基金资产净值比例（%）	第三季度十大持仓变动股数	第二季度到第三季度占基金资产净值比例变动（%）
1	600519	贵州茅台	1,150,691	5.28	270,691	1.22
		贵州茅台	880,000	4.06		
2	603501	韦尔股份	6,300,309	3.83	500,300	-0.36
		韦尔股份	5,800,009	4.19		
3	600887	伊利股份	38,965,000	3.68	2,957,300	0.7
		伊利股份	36,007,700	2.98		
4	002142	宁波银行	38,000,927	3.35	1,399,109	0.15
		宁波银行	36,601,818	3.2		
5	000858	五粮液	6,000,936	8.73	1,000,936	0.04

接上表

		五 粮 液	5,000,000	3.34		
6	300750	宁德时代	2,430,100	3.2		
7	002353	杰瑞股份	25,000,000	3.03	-1,071,000	0.41
		杰瑞股份	26,071,000	2.62		
8	300724	捷佳伟创	7,300,237	2.5		
9	600845	宝信软件	14,952,410	2.47		
10	300285	国瓷材料	22,000,000	2.27	-1,966,059	-0.35
	300285	国瓷材料	23,966,059	2.52		

其中，贵州茅台由第二大持仓股重新成为第一大持仓股；韦尔股份由第一重仓股退居第二；伊利股份由第五大持仓股上升为第三大持仓股，宁波银行保持第四位不变，但所占净值比例有所增加；五粮液由第三大持仓股退居第五，但持仓股数有所增加；宁德时代、捷佳伟创、宝信软件分别为新进第 6、第 8、第 9 大持仓股；原第 6、第 9、第 10 大持仓股亿纬锂能、青岛啤酒、智飞生物退出 10 大持仓股、原第 7 大持仓股国瓷材料退居第 10；原第 8 位持仓股杰瑞股份上升 1 位至第 7 大持仓股，但持仓股数总体是下降的。我们从基金经理的持仓变化中可以印证第四节管理人报告中这样一段话：

有利的方面是核心资产中，部分优质标的前期股价有较大幅度的回撤，估值吸引力是有所上升的。这也是基金经理加仓贵州茅台、五粮液、伊利股份等股票的原因。

在投资组合报告中，我们需要了解投资组合报告附注的内容，需要重点关注基金投资的前十名证券的发行主体本期是否出现被监管部门立案调查，或在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的情形；报告期末前十名股票中存在流通受限情况的说明。

富国天惠十大持仓股宁波银行所在的金融业出现被处罚的事例较为常见，整体风险可控。

因参与捷佳伟创定增以及大宗交易造成 0.23% 占基金净值部分限售，剩余 2.27% 普通流通股。因其持股约 730 万股，刚好卡在 10 大流通股股东持仓线下，因此大家在捷佳伟创发布的第三季度报告中不能发现富国天惠的身影。

五、第六节开放式基金份额变动—基金份额与规模分析

份额变动（单位：亿份）

日期	期间申购	期间赎回	期间总份额
2021-09-30	15.15	17.05	118.55
2021-06-30	21.95	11.95	121.26
2021-03-31	48.03	23.87	110.62
2020-12-31	22.19	12.68	84.68
2020-09-30	36.47	15.88	74.75
2020-06-30	10.55	9.14	50.69
2020-03-31	18.72	14.98	49.55

雪球：喜欢投资的理财小群

其实这一节我们可以在雪球 APP 中基金自选档案直接可以看到，不需要专门到季报上研究：

11:38	基金档案	富国天惠成长LOF
概况	基金经理	持仓
公告	分红	
基金名称	富国天惠成长LOF	
基金代码	161005	
基金类型	混合型	
基金规模	398亿	
成立时间	2005-11-16	
基金评级	三星基金	
托管银行	中国工商银行股份有限公司	

雪球：喜欢投资的理财小群

这两年，富国天惠基金份额有较大增长，但和去年市场上千亿规模的明星基金还是有较大差距，巅峰时期基金规模在 400—500 亿之间。基金份额太大会出现很多问题，有可能会对基金经理的操作风格带来很大影响——去年被捧上天的坤坤，今年被黑得很惨，这可能会给基金经理造成极大的心理压力，甚至造成风格突变，操作失衡的问题。

富国天惠严格控制基金规模，稳健经营，保持长期大概率中上水准。我个人认为，基金的规模在 10 亿~500 亿规模较为合适，低于 10 亿，有可能出现流动性风险、大于 500 亿则有可能出现基金经理能力与规模不适配的问题，因此要慎选大型基金。

六、精彩回顾及结论

这一章我们对整篇文章进行总结，基金季度报告到底是如何分析的：

第一，我们简略阅读第一节和第二节的内容，重点了解基金投资目标和投资策略；

其次，阅读第二节内容我们可以知道基金这季度短考的成绩情况，以及历史上基金的考试情况，判断其是属于哪一类学生。对于一个优秀的考生来说，偶尔的失利其实并不是太多，一旦失利，则是我们雪中送炭的良好机会，富国天惠就是这么一个优秀的学生。

再次，第四节管理人报告，这一节也是文章中重点，这一节我们可以了解基金经理的履历，投资年限，还有其投资理念。富国天惠的投资理念如下：

“我们并不具备精确预测市场短期趋势的可靠能力，而把精力集中在耐心收集具有远大前景的优秀公司，等待公司自身创造价值的实现和市场情绪的周期性回归。个股选择层面，本基金偏好投资于具有良好“企业基因”，公司治理结构完善、管理层优秀的企业”。

最后，阅读第五节投资组合报告结合上一季度报告，可以清楚了让我们了解基金经理在这一季度具体调仓操作，能够让我们更为直观的观察其投资理念。富国天惠在三季度沪深 300 指数下跌 6.85%，创业板指下跌 6.69%，市场整体下行之际，逆势加仓优质标的。深刻把握到了价值投资的精髓，为下一次业绩腾飞积蓄力量。

另外，基金份额变化和规模也是我们关注的一个要点，我个人认为规模在 10 亿—500 亿区间最佳，规模太大、太小都容易出现问題。富国天惠基金在 2020 年基民跑步入场之际，坚持以审慎原则，不盲目宣传，积极扩大基金份额，而是保持稳健的增长，这是难能可贵的。

6. 读招商中证白酒基金季报，让你不再遗憾

作者：@埃里克大牛

发表时间：2021-11-02

今天，千呼万唤的招商中证白酒基金，三季度报出来了。大牛怀着激动的心情，拒绝了狗剩的烧烤，放弃了小美的晚饭之约，急匆匆地回到家，和老爸吃了饭。当然，白酒不可以少，喝的是啥？？各位看官请看！



既然是白酒指数，我就要给四季度的白酒贡献自己的贡献，侯经理，看你的了。好了，话不多说，大牛打着饱嗝，陪大家一起看看这个@招商中证白酒指数。

一、基本情况

基金简称	招商中证白酒指数
场内简称	白酒基金 LOF
基金主代码	161725
交易代码	161725
基金运作方式	契约型开放式
基金合同生效日	2015 年 5 月 27 日
报告期末基金份额总额	70,844,782,444.89 份
投资目标	本基金进行被动式指数化投资，通过严格的投资纪律约束和数量化的风险管理手段，实现对标的指数的有效跟踪，获得与标的指数收益相似的回报。本基金的投资目标是保持基金净值收益率与业绩基准日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.35%，年跟踪误差不超过 4%。
投资策略	本基金以中证白酒指数为标的指数，采用完全复制法，按照标的指数成份股组成及其权重构建基金股票投资组合，进行被动式指数化投资。股票投资组合的构建主要按照标的指数的成份股组成及其权重来拟合复制标的指数，并根据标的指数成份股及其权重的变动而进行相应调整，以复制和跟踪标的指数。基金管理人将对成份股的流动性进行分析，如发现流动性欠佳的个股将可能采用基本面替代策略、相关性检验策略构造替代股组合。本基金管理人每日跟踪基金组合与标的指数表现的偏离度，每月末、季度末定期分析基金的实际组合与标的指数表现的累计偏离度、跟踪误差变化情况及其

大牛相信，很多人都持有过这个基金，那么大家真的了解吗？

参照大牛之前的基金科普文章，我知道这个是开放基金，也就是可以交易日内随便买卖的。属于 LOF,也就是上市开放式基金。既可通过证券交易所发行认购和集中交易，也可通过基金管理人、银行及其他代销机构认购、申购和赎回。即是在保持现行开放式基金运作模式不变的基础上，增加交易所发行和交易的渠道。

并且可以看出来，它属于被动式指数基金，也就是完全复制成分股基其权重。

总结：招商中证白酒指数基金是上市开放式基金，它是完全被动复制白酒指数中成分股及其权重，也就是客观的跟踪白酒指数的变化。

二、业绩情况

阶段	份额净值增长率①	份额净值增长率标准差②	业绩比较基准收益率③	业绩比较基准收益率标准差④	①-③	②-④
过去三个月	-10.82%	2.71%	-11.03%	2.75%	0.21%	-0.04%
过去六个月	4.75%	2.42%	4.45%	2.45%	0.30%	-0.03%
过去一年	38.11%	2.48%	38.08%	2.51%	0.03%	-0.03%
过去三年	186.33%	2.22%	181.10%	2.24%	5.23%	-0.02%
过去五年	425.64%	2.02%	397.14%	2.03%	28.50%	-0.01%
自基金合同生效起至今	403.00%	2.11%	382.94%	2.11%	20.06%	0.00%

由于该指数有 A 和 C 两种基金，基金指数 a 在申购时需收取申购费，基金指数 c 在申购时不收申购费；基金指数 a 不收销售服务费，基金指数 c 要收。如果大家觉得复杂，就记住短期投资选基金指数 c 划算，长期投资选指数基金 a 划算。

大牛选择 A 基金和大家分享。

这里有几个概念：

1. 净值增长率反映的是基金净值报告期内的增长情况，而标准差则反映了基金净值的波动情况，标准差越低，代表基金的表现越稳定，波动越小，反之亦然。

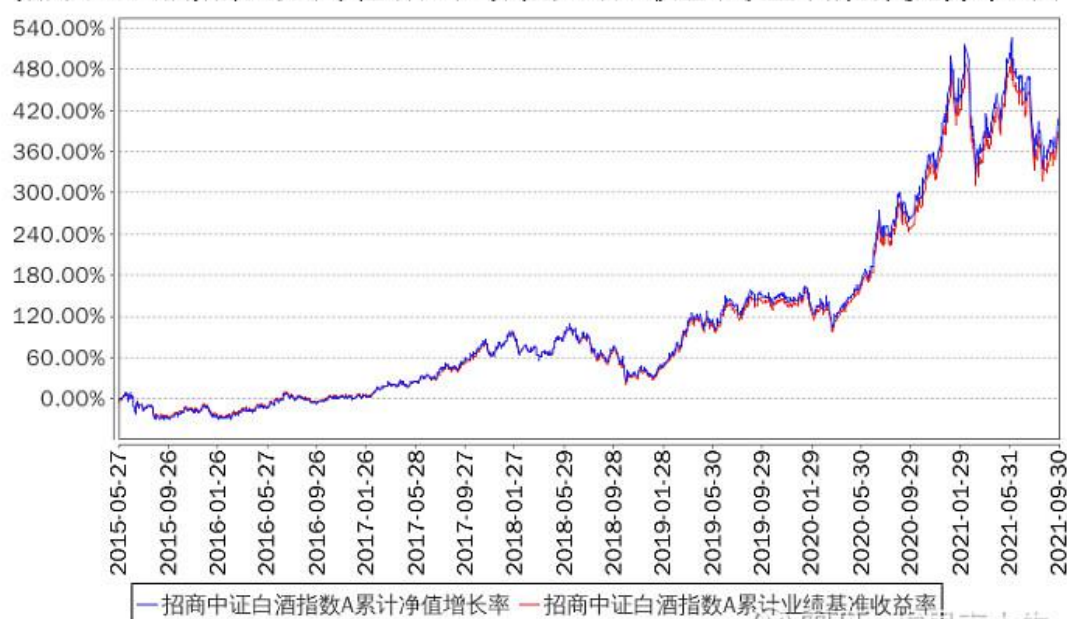
2. 许多投资者喜欢将基金净值增长率与大盘的涨跌幅度进行比较，以此来衡量基金的表现。基金并非以股票市场指数作为业绩比较基准，单纯以股指涨跌幅来衡量对基金有失偏颇。

业绩比较基准更能够衡量基金报告期内的表现。那么我们怎么看呢？

一般我们拿净值增长率同基准收益率比较。简单点说就是，小美是女性，身高 1.66，大牛是男性，身高 1.8，那么小美是不是不达标了？？？其实不是，因为大牛是男性，并且远超男性平均身高 1.7，所以不能这么对比。该怎么对比呢？以女性平均身高 1.6 进行对比，原来小美身高属于高的，超过了女性平均水平。这里的 1.6 就是基准值。

我们可以看到，过去五年净值增长率同基准收益率之差，数值越来越小，说明基金在面对基准值时，超额的收益越来越小。

招商中证白酒指数A累计净值增长率与同期业绩比较基准收益率的历史走势对比图



从累计净值收益率同比较基准对比，看出来基本是完全复制白酒指数，并且高于基准指数的。

三.经理情况

姓名	职务	任本基金的基金经理期限		证券从业年限	说明
		任职日期	离任日期		
侯昊	本基金基金经理	2017年8月22日	-	12	男，硕士。2009年7月加入招商基金管理有限公司，曾任风险管理部风控经理，量化投资部助理投资经理、投资经理，现任量化投资部副总监兼招商中证白酒指数证券投资基金、招商国证生物医药指数证券投资基金、招商深证100指数证券投资基金、招商央视财经50指数证券投资基金、招商中证大宗商品股票指数证券投资基金（LOF）、招商中证煤炭等权指数证券投资基金、招商中证银行指数证券投资基金、招商中证消费龙头指数增强型证券投资基金、招商中证新能源汽车指数型证券投资基金基金经理。

为什么要看基金经理情况呢？

1. 因为基金可以换经理经营，但是比如5年，3年收益可能是之前经理早就的，现在的经理可能不会有那么好的业绩了。

2. 经理是什么出生也会影响基金的收益，一般来说公募基金经理都是有着较强的金融知识，并且有较长时间的调研员经验。

这里看出来，侯经理从 09 年加入招商基金管理公司后，分别担任了风险管理部风控经理、量化投资部经理、量化投资部副总监，同时管理了中证白酒近 10 多只基金。一般来说，基金经理管理基金数量和能力挂钩，如果投资得不到认可，公司会更换经理。但是侯经理担任公司管理层的同时，还管理多只基金本身就是实力认可。

3. 从上图可见侯经理在近三年获得了 180% 的收益属于高额收益。并且全部高于了基准收益。

这里说明该基金投资回报稳定，经理经验丰富，实力雄厚。

四、资产组合情况

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	权益投资	87,111,969,785.56	92.04
	其中：股票	87,111,969,785.56	92.04
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	2,419,217.50	0.00
	其中：债券	2,419,217.50	0.00
	资产支持证券	-	-
4	贵金属投资	-	-
5	金融衍生品投资	-	-
6	买入返售金融资产	-	-
	其中：买断式回购的买入返售金融资产	-	-
7	银行存款和结算备付金合计	5,298,661,723.32	5.60
8	其他资产	2,228,538,945.10	2.35
9	合计	94,641,589,671.48	100.00

从资产组合情况，看出来股票占了 92%，其实也正常，毕竟这是一个股票基金。持有 5% 银行存款和结算备付金，也是有足够的现金，应对基民的赎回，不会因为基民赎回不得不调仓的尴尬境地。

五、十大重仓

金额单位：人民币元

序号	股票代码	股票名称	数量（股）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	600809	山西汾酒	48,275,720	15,230,989,660.00	16.40
2	000568	泸州老窖	62,419,185	13,830,843,012.30	14.89
3	600519	贵州茅台	7,509,961	13,743,228,630.00	14.79
4	000858	五 粮 液	55,996,243	12,285,015,751.77	13.22
5	002304	洋河股份	67,186,407	11,158,318,474.56	12.01
6	000799	酒鬼酒	15,810,798	3,916,808,988.54	4.22
7	000596	古井贡酒	16,505,223	3,904,848,789.96	4.20
8	600779	水井坊	23,852,746	3,032,876,653.90	3.26
9	603369	今世缘	61,204,606	2,772,568,651.80	2.98
10	603198	迎驾贡酒	32,726,067	1,676,556,442.80	1.80

从重仓股看出来，一线白酒：汾酒、老窖、茅台、五粮液、洋河尽数买入，并且持有比例 71%，看出来侯经理看好一线白酒并且提升了汾酒的比例。

以前汾酒也是一线白酒老大，也是屡屡获得金奖，也是国宴的常客。但是上个世纪，因为造假事件和糟糕的危机公关，加上亲民的价格，反而丢掉了老大的位置。

不过最近两年汾酒打了漂亮的翻身仗，在一线里面成长性也是前列，所以列为第一大权重也未可厚非。

六、其他

我们看了季报后，对招商中证白酒指数基金有了进一步了解，但是仅仅看财报是不够的，我们还要从其他角度分析。

1. 规模

净值估算(21-10-26 15:00)	单位净值 (2021-10-26)	累计净值
--	1.3402 -0.08%	2.9833
近1月: 7.50%	近3月: 1.80%	近6月: -1.71%
近1年: 30.58%	近3年: 267.88%	成立以来: 414.06%
基金类型: 指数型-股票 高风险	基金规模: 842.20亿元 (2021-09-30)	基金经理: 侯昊
成 立 日: 2015-05-27	管 理 人: 招商基金	基金评级: 暂无评级
跟踪标的: 中证白酒指数 跟踪误差: 0.18%		

雪球: 埃里克大牛

招商中证白酒指数(LOF)A.F161725 股票型

热门讨论 热门关注

实时估算: -0.11% 10.26

结算涨跌: -1.14% 10.25

规模: 658.45亿

跟踪指数: 中证白酒

基金公司: 招商基金

成立日期: 2015.05

快速:

基金经理

资产配置-总览

雪球: 埃里克大牛

从二季度和三季度规模相比, 规模提高了 270 亿, 不仅未因为净值回撤, 反而增加, 说明基民热情高涨, 也就是纷纷抄底, 持续看好。

2.阶段涨幅

阶段涨幅	季度涨幅	年度涨幅	下载天天基金手机版, 随时查看阶段涨幅 截止至 2021-10-26 更多>					
	近1周	近1月	近3月	近6月	今年来	近1年	近2年	近3年
阶段涨幅	0.80%	7.50%	1.80%	-1.71%	-5.15%	30.58%	113.25%	267.88%
同类平均	1.47%	0.76%	-0.37%	5.88%	6.67%	14.97%	48.51%	82.53%
沪深300	0.82%	2.34%	0.77%	-2.25%	-4.76%	5.80%	27.36%	56.39%
跟踪标的	0.96%	7.46%	2.05%	-2.38%	-6.55%	31.81%	118.16%	283.32%
同类排名	70 1643	47 1631	1214 1482	1005 1316	971 1191	126 1140	38 864	6 637
四分位排名	优秀	优秀	不佳	不佳	不佳	优秀	优秀	优秀

大牛曾经说过, 优秀的学生一般会一直优秀下去的。那么, 什么是优秀的学生呢? 大牛觉得优秀的学生不一定是考 95 分的学生, 一定是排名靠前的学生。

大牛喜欢 2222 原则, 也就是 3 年排名前 50%, 1 年排名 50%, 半年排名 50%, 近一个月排名 50%。

对比数据, 三年涨幅是第六名符合要求, 今年排名 971 不符合要求, 近半年排名 1000 不符合要求。但是, 近一个月排名 47, 近一周 70, 这是一个非常好转折。

参考今年白酒回撤, 茅台也跌倒 1600, 接近 40%, 所以可以理解。

但是四季度是消费旺季, 四季度就要贡献白酒很大的营收, 加之假日效应, 那么对白酒是利好。

所以, 大牛考虑到基金经理专业, 并且稳定, 得 2 分; 值增长率同基准收益率比较, 增长说明跑赢基准, 得 1 分; 持仓合理, 得 1 分; 三年排名得 1 分; 一年排名不得分, 半年排名不得分。近一个月排名得 1 分。在满分 10 分的情况下, 得到 6 分。

那么大牛对其评级 B, 持有并谨慎态度。有人问, 那么什么时候在作出评级呢? 大牛觉得至少要半年, 原因是时间短, 不利于经理调仓。并且, 时间短比如一个左右, 还要支付一定的赎回费。更重要的是, 基金本来就是缓慢增长的。只要情况不会变的更坏, 并且评分 6 分以上, 完全可以安心持有。

7. 2021 基金三季报解读——量化基金

作者：@青瑟只鸟

发表时间：2021-11-06

量化投资在海外已经有 50 多年的历史，产生于 60 年代，兴起于七八十年代，繁荣于 90 年代，至 2016 年底全球量化投资基金总规模已突破 3 万亿美元，占全球基金规模 30% 左右。国内的量化投资还处于兴起阶段，未来发展空间很大。

今天，主要想调研几只量化基金，看看是否值得买。

基金代码和基金名称	基金经理	投资年限(年)	管理规模(亿)	基金规模	投资风格
000172:华泰柏瑞量化增强混合	田汉卿	8年又98天	41.14亿(14只基金)	11.62	大盘价值
460009:华泰柏瑞量化先行混合	田汉卿/盛豪	8年又98天	41.14亿(14只基金)	11.01	价值
481017:工银量化策略混合	游凼峰	11年又318天	33.49亿(14只基金)	4.99	大盘
002943:广发多因子混合	唐晓斌/杨冬	6年又319天	189.30亿(3只基金)	139.37	价值

000172:华泰柏瑞量化增强混合 A & 460009:华泰柏瑞量化先行混合 A

因为 000172 和 460009 基金有同一个基金经理田汉卿，我们就放到一起看了。

就投资目标而言，华泰柏瑞量化增强一方面会将年化跟踪误差控制在 8% 以内，另一方面是争取跑出 alpha 收益，对标沪深 300，而量化先行对标中证 500。

就基金经理而言，量化增强是田汉卿单独管理，量化先行是田汉卿和盛豪双人管理。他俩是双学霸，简历闪亮，均有海外留学和工作的经历。

田汉卿，本科与研究生毕业于清华大学，MBA 毕业于美国加州大学伯克利分校哈斯商学院。曾在美国巴克莱全球投资管理有限公司(BGI)担任投资经理。

盛豪，英国剑桥大学数学系硕士。2007 年 10 月至 2010 年 3 月任 Wilshire Associates 量化研究员，2010 年 11 月至 2012 年 8 月任 Goldenberg Hehmeyer Trading Company 交易员。

就投资策略而言，都是坚持基本面多因子的量化选股策略，以定量估值识别为主，并结合行业和公司基本面趋势分析，以识别非完全有效市场中蕴含的各种投资机会，先行发现和介入那些企业价值被低估却具有某些隐藏价值可以提升未来股价的公司。

就基金净值表现而言，过去三个月，量化增强跑赢基准 3.60%，量化先行跑赢基准 0.26%。

就投资策略和运作分析而言，他们对于整体市场不悲观，认为压抑两年的估值因子会出现反转，而成长因子预期会继续表现良好。认为市场将回归基本面，未来大小市值、各行业股票的表现将更加均衡，量化投资全市场选股的优势将得以更好体现。

就基金管理人持有本基金份额变动情况而言，量化增强的管理人持有本基金 160 万元，而量化先行的管理人赎回了 1/3 的持有份额，大约赎回了 500 万元，还保留了 1000 万元。

就持有人结构而言，两只基金的机构持仓占比均超过 70%，说明机构对这两只基金还是很看好的。

就我个人意见而言，我觉得华泰柏瑞量化先行比华泰柏瑞量化增强更值得投资，一方面，前者比后者更均衡，更灵活，不拘泥于大盘股和跟踪指数，另一方面，双人作战，可以起到互补的作用。

481017:工银量化策略混合 A

工银量化策略的基金经理是游凛峰，说来也巧，我之前在《非热门基金经理推荐》中也通过一些规则筛出了游凛峰。

基金代码和基金名称	基金经理	投资年限(年)	管理规模(亿)	近5年收益率	近5年最大回撤	亮点
000219:博时裕益混合	周心鹏	11	13.67	136%	-32%	2016前凭诺安中小盘获得3次金牛奖
000309:大摩品质生活精选股票	何晓春	9	19.44	122%	-31%	2016年凭金鹰稳健成长获得五年期金牛奖
320003:诺安先锋混合A	杨谷	16	41.56	97%	-28%	2007年诺安先锋获金牛，2014年诺安主题精选获金牛
000043:嘉实美国成长股票人民币	张自力	8	28	140%	-29%	该基金在2016~2019四年间获得5座明星基金奖
486001:工银全球股票(QDII)人民币	游凛峰	12	33	103%	-25%	凭全球配置和全球精选两只基金在2015~2019五年间获得13座明星基金奖

就业绩比较基准而言，工银量化策略对标中证 800 指数，该基金的全称是工银瑞信基本面量化策略混合型证券投资基金。

就基金净值表现而言，过去三个月，工银量化策略跑赢基准 5.15%。

就基金经理而言，游凛峰证券从业年限 25 年，斯坦福大学统计学专业博士。先后在 Merrill Lynch Investment Managers 担任美林集中基金和美林保本基金基金经理，Fore Research & Management 担任 Fore Equity Market Neutral 组合基金经理，Jasper Asset Management 担任 Jasper Gemini Fund 基金基金经理。

就投资策略和运作分析而言，该基金季报在这部分写的内容长度远超平均水平，而且干货满满，我感受到了基金经理的用心。简言之就是 PPI 高涨，消费和地产低迷，央行实行稳货币稳信贷防风险的政策，该基金增配了电力设备、银行、建筑建材。其具体内容如下。

第一段谈了以 PPI 为代表的上游价格持续高涨，消费因为疫情受到较大冲击，地产受到政策严控房地产金融的拖累持续下行。

第二段谈了货币政策方面，央行于 7 月中下调存款准备金率，并于 9 月新增 3000 亿元再贷款额度支持中小微企业。央行强调增强信贷总增长的稳定性。基建相

关的一般财政支出与地方债发行有所加快。央行与银保监会联合召开地产金融工作座谈会，房地产金融管控存在边际调整的可能，以防范个案风险向系统性风险演变。

第三段谈了股市方面，周期板块表现较好，但大盘指数下跌较多。从行业来看，煤炭、有色金属、钢铁表现排名前三，消费服务、医药、食品饮料排名最后三位。

第四段谈了该基金的投资逻辑，本基金以基本面化策略选股为主，从最具潜力细分行业探索分析开始，然后在各自潜力细分行业内从多个维度定义并寻找优质公司，首选具有清晰长期增长潜力且估值相对合理的优质公司。在三季度基金操作中，本基金在仓位上没有做太多调整，配置标的以增速高于市场均值的蓝筹型优质公司，以及新兴行业里长期稳定高增速的优质潜力股为主。行业方面，本基金在三季度增配了电力设备、银行、建筑建材等，同时降低了计算机、电子和机械设备等行业的仓位。

就我个人意见而言，我对游凛峰的喜爱程度超过了上面提到的田汉卿和盛豪，后期打算对游凛峰及他的基金进行更多更深的调研。

002943:广发多因子混合

这份季报的投资策略让我们对量化选因子有了一个初步的了解。“本基金通过三个因子精选企业个股：基本面因子、管理因子、价格因子。基本面因子包括公司财务状况、现金流稳定性、上下游产业链环节中所具备的议价能力、公司创新能力。管理因子包括股东价值导向、激励机制合理性、资产配置及经营能力。价格因子包括公司现有资产(包括隐形资产)和负债的净清算价值、在公司持续经营的假定基础上，对公司未来成长性和空间的合理估算运用现金流贴现模型进行测算的结果。”

就业绩比较基准而言，该基金对标的是中证 800 指数收益率×65%+中债全债指数收益率 ×35%。

就基金净值表现而言，过去三个月，广发多因子混合跑赢基准 22.76%，在均衡分类中，今年来收益率排名 1/1140，其表现担得起“惊艳”两字。近一年的最大回撤只有 -9.4%，防守做得也很不错。该基金被 13 只 FOF 产品持有，规模从 2020-12-31 的 1.24 亿变成 2021-09-30 的 138.37 亿，翻了 100 倍!!! 规模的增大是量化的毒药。

就基金经理而言，唐晓斌，工学硕士。杨冬，经济学硕士，当前职务本基金经理以及专户投资部副总经理。杨冬管了一只公募基金，6 只私募基金。一般来说，私募基金更喜欢使用量化策略，虽然杨冬于 2021-07-02 才成为该基金的经理，但也可能是之前就把他的量化策略共享给了广发多因子这只基金。

就投资策略和运作分析而言，本基金于三季度重点配置了非银行金融、新能源运营及部分可选消费品等低估值成长股。

就我个人意见而言，我不太喜欢追热门基金，特别是这种规模突然增大的量化基金。但我会把这只基金纳入观察池，持续关注一段时间，看看它是否能够驾驭大规模资金。

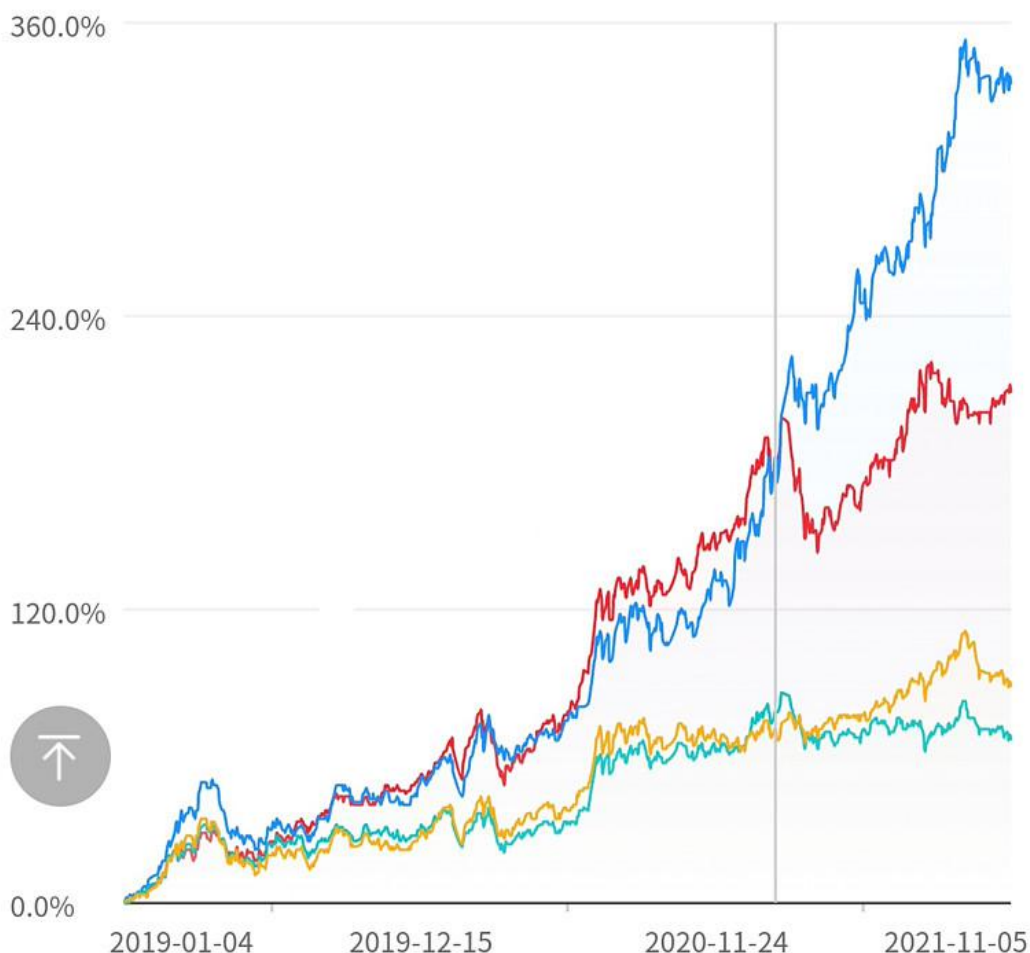
四只基金一起比较

2021-02-02 ● 工银量化策略混合A:182.41%

● 广发多因子混合:180.45%

● 华泰柏瑞量化增强混合A:77.58%

● 华泰柏瑞量化先行混合A:71.20%



● 工银量化策略混合A

● 广发多因子混合

● 华泰柏瑞量化增...

● 华泰柏瑞量化先...

雪球:青瑟只鸟

从 2019 年这波牛市以来，华泰柏瑞量化增强的收益垫底，华泰柏瑞量化先行的收益略高于量化增强。

至于工银量化策略混合和广发多因子混合这两只基金，在 2021 年春节之前，它俩走势收益差不多，工银量化策略的收益还略高一点点。但春节之后，广发多因子就一骑绝尘，遥遥领先了。

就个人而言，现阶段我更愿意选择工银量化策略混合，一是因为规模变化，广发多因子今年规模翻了 100 倍，已经有 100 多亿了，而工银量化策略混合今年规模很稳定，5 亿左右，上下浮动不超过 0.5 亿。二是因为基金经理人变化，广发多因子的经理唐晓

斌于 2018 年开始管理该基金，杨东于今年 7 月才加入，而工银量化策略混合于 2012 年创立之初就是游凛峰在管理。

8. 白话基金三季报：高筑墙、广积粮、缓称王

作者：@微胖葫芦娃

发表时间：2021-10-29

自从买了基金之后，读季报已成为了我的必打卡项目。对我而言，阅读这些季报既是一种重新审视自己组合的好机会，又可以作为日常公司经营时获取智慧和灵感的换位思考方式。公募基金的三季报已经披露完毕，看了几个重点关注的基金经理的作文，想到了明太祖定天下的那 9 个字：高筑墙、广积粮、缓称王。正所谓“风物宜长放眼量”，无论投资、创业、还是个人成长又何尝不是如此呢？

01| 三季报基调

2021 年三季度，A 股沪深 300 指数下跌 6.85%、创业板指数下跌 6.69%。港股方面，恒生指数下跌 14.75%。除了部分新能源和顺周期类（煤炭、有色等）表现较好以外，市场总体是震荡下跌的。看看大家现在都不大议论基金就知道了。

三季报里依旧充满了哲学和思辨，还是能看到不少基金经理面对极度分化的市场、原有投资框架以及短期业绩考核之前如何平衡的反思和拷问，但不同之处在于少了二季报时的道歉和悲观，更多的是一些积极调整、中长线布局的乐观展望。

二季报时还在说，今年是价值投资被暴捶的一年。可捶着捶着我发现一些优秀公司有了买入机会。因此在 7 月底那波下跌里我建立了自己的第一个公司组合：微胖阿尔法。作为对自己估值体系、企业分析体系的实盘验证。

这个组合的实践让我更深刻的理解，价值投资从某种意义上确实会表现出一定的逆向投资（左侧交易）的现象。这种现象并不是“因为下跌、所以买入”，而是“因为价格合适且有安全边际，所以买入。”价格是否合适是基于绝对估值的结果；而是否是好公司，则是需要判断公司是否具有长期的竞争优势（即巴菲特所说的护城河），因为这是未来超额收益的来源。如同我给这个组合取的名字“微胖阿尔法”的寓意一样：投资这样的具备长期竞争优势的公司，短期来看似乎乏善可陈，微胖而已嘛胖的不惊艳；但长期来看时间复利能够获得不错的阿尔法收益。微胖是一种境界，追求的并不是一口吃成一个胖子，而是在耐心陪伴企业持续创造价值中获得长期回报。

我个人的粗浅体会是，无论是做投资还是公司经营，简单和不简单的事情或许是相似的：如何保持内心的平静，在不断的市场短期波动和诱惑中不随波逐流，独立思考；最重要的是要秉承持续深耕行业、公司、不断创造价值的初心。

巧合的是，我在昨天发布的基金三季报里找到了可以用来总结三季度心路历程的最好注脚，也作为本篇白话三季报的基调。这段话来自于易方达基金张坤的三季报：

“受到市场对于未来几个季度经济和企业盈利下行，以及对政策不确定性的担忧，一些长期经营优秀的公司最近股价下跌明显。我们认为，这轮下跌后，优质公司的估值已经基本合理。如果做一个组合，我们对其整体的生意模式、护城河和行业前景是有信心的，这些公司未来 3-5 年有望实现一个较高确信度的盈利复合成长。”

02| 投资策略和运作分析

季报里阅读的重点就在报告里的第 4.4 条：基金投资策略和运作分析。这是整篇报告的灵魂，也是可以直接和基金经理心灵对话的窗口。当然不同的基金经理有不同的风格，有的惜字如金、有的洋洋洒洒万字长文。尽可能通过各种访谈、路演以及定期报告中基金经理的文字去了解他，是否有信托人责任、是否有稳定的投资体系，以及是否知行合一。

关于第 4.4 条，一般包含以下内容：

- 1) 市场回顾：过去这段时间市场咋样；
- 2) 投资策略：我是如何操作的；
- 3) 思考与分析：我的反思以及接下来咋办。

这里以我自己持仓的基金举例：

中欧时代先锋股票 A

市场回顾

三季度A股市场发生了较大波动，指数7月份先抑，核心资产体现了“去估值泡沫”的一面，8-9月份后扬，各类上游周期股推动指数上涨。可以看到，9月底-10月初这段时间的市场再次出现了反过来的状态，这样的风格轮换和指数背后反映了什么？我们认为有三点，一是宏观和外围因素的影响，经济的复苏和繁荣到二季度末为止基本见到了本轮的高点，三季度开始更多体现为向下的压力，但事实上在各个子领域（进出口、地产、基建、消费、制造业等）又是不均衡的节奏，这给投资者的判断带来了极大困难。同时，疫情的持续和可能被遏制反复交织，也带来了部分干扰。二是“碳中和、碳达峰”大背景下，诸多行业的供给侧、需求侧同时发生预期变化，在一些行业短期内产生了涨价带来的投资机会，在另一些行业也带来了成本不可逆上升带来的盈利能力忧虑——事实上2020年底就已经能看到政策推演下的可能性，但包括我们在内的很多投资者的是严重低估这件事的影响的。三是市场投资者行为本身的变化，2019-20年的权益类基金市场大扩容，一定程度上促使各个环节滋生了普遍的浮躁或者说急功近利心理，投资者的“蝴蝶效应”行为和市场风格互相影响，加剧了市场波动。

站在目前时点，我们认为以上几点有一些是短期周期性因素，有一些是A股市场必不可少“成长的烦恼”，可能未来几年做投资还需要长期面对。2021年的市场震荡分化，我们继续认为是一次级别较大的核心资产“开始的结束”，首先是“级别较大的结束”，很多长期景气的结构性领域的估值依然看不到投资吸引力；其次站在3-5年的角度，震荡调整完了是很好的“开始”，市场更加成熟，供给侧优质公司大量上市、劣质企业退市机制形成，需求侧权益市场大扩容伴随着居民财富管理行业大发展，风雨之后的市场会体量更大、走得更稳、机会更多。

投资策略

三季度，我们围绕“防范风险，聚焦差异化成长”的思路，“防范风险”是看到宏观尤其是地产领域出现的一些下行风险，但在过程中，我们对双碳政策框架带来的冲击性机会估计不足，思路未能有效扩展。“聚焦差异化成长”是坚持我们一直以来的选股框架，在长期关注的智能硬件创新、软件数字化应用、医疗和消费领域，寻找差异化成长机会。

总结 展望

性机会估计不足，思路未能有效扩展。“聚焦差异化成长”是坚持我们一直以来的选股框架，在长期关注的智能硬件创新、软件数字化应用、医疗和消费等领域，用差异化的视角投资成长股。

总结来说，中欧时代先锋A三季度净值下跌2.69%，跑输比较基准，整体表现不佳。回顾2021年以来的市场，应该说市场波动和风格切换都是空前的，给投资造成了困难，但主要还是在把握行业主线、重点个股选股方面的工作做的不够好，导致了业绩的波动。

我们会审视迭代自身的投资框架，一是坚持从基本面视角看待行业景气机会、看待公司投资价值，穿越股价、净值的“情绪K线”看到产业、企业家的“基本面K线”；二是需要持续的向经典投资案例学习、向市场学习，经历过过去近6年的公募基金投资管理，也承蒙投资者们的信任承担了管理较大规模资金的责任，我们审视自身在投资中犯的无数错误，感到战战兢兢、如履薄冰，希望未来能持续保持“归零心态”、面对好新的市场挑战。

投资建议

我们再次提示，基金投资人（“基民”）本身的投资行为和投资久期，对基金投资结果影响相当巨大，在相对高位买入基金的持有人，短期承受了不小的回撤。简而言之，

第 7 页

中欧时代先锋股票型发起式证券投资基金 2021 年第 3 季度报告

我们强烈建议基金投资人更多地采用“定投”（开放式基金），或者在市场较为平淡（甚至低迷）的时候买入带封闭期的基金产品，在开放式基金里做短期交易是不可取的。

雪球：微胖葫芦娃

4.5 报告期内基金的业绩表现

中欧时代先锋股票基金 3 季报

老规矩我试着用白话中翻中：

部分白马蓝筹之前太贵了，跌跌更健康；上游煤炭、有色能这么涨看来我们都低估了供需错配的影响；

可能是过去两年赚钱太容易了，大家都有些急功近利；这是市场波动越来越大的原因之一。上次季报我苦口婆心说心急吃不了热豆腐，大家还是没听进去；当然 3 季度我们自己表现得也不好，接下来一定更谦虚谨慎。

我们不看 K 线，只扎实研究企业的基本面，希望不辜负大家的信任；对了，再说一下哈，买基金一别做短线二要市场冷清时买进。

申明：以上解读纯粹只为示范，可能充满个人偏见和误解，不代表基金经理的完整意思表述，请以基金经理报告中的原文为准。（下同）

除了 4.4 条基金投资策略和运作分析以外，第 5.3 条：报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票持仓明细也可以对照看看。尤其是看看和上期的变动幅度以及实际调仓的操作是否和基金经理描述的那样。当然由于这个持仓数据是滞后的，所以调仓代码本身参考意义不大。

另外第 6 条：开放式基金份额变动也需要关注一下。看了数据你就会感叹，现在的基民申购赎回太频繁了。一个季度就要换基金的行为和你选择买基金的行为本来就是自相矛盾的。

这里我们把复习一下格雷厄姆的经典语录：

“投资艺术具有一种并不广为人知的性质。普通投资者只需付出很小的努力和具备很小的能力，就可以取得一种可靠（即便并不壮观）的成果；但是，要想提高这一可轻易获得的成果，却需要付出大量的努力和非同小可的智慧。”

我一直说，对于普通投资者而言，以 3-5 年为期，在估值不高时坚持定投宽基指数基金或者进行最简单的股债平衡的资产配置，都是属于那种付出很小的努力，就可以获得不错的成果的做法。但是我们很多人都做反了，在没有付出大量的努力去研究行业和学习企业基本面分析时，就通过频繁的择时交易、短线择股、又或者仅凭一两个季度的基金净值表现落后就频繁申赎时，换来的结果很可能是让自己陷入一种更糟糕的境地：收益越折腾越少，心态越折腾越乱。

03| 价值投资的春天

由于今年市场风格发生了明显且迅速的切换，一季度价值风格占据绝对优势，二季度高景气度的成长风格，三季度热点又去了上游顺周期。以致于你要追逐短期热点还要每次都踩对风口的话，一定会是很累的。在短期业绩和长期确定性之间产生的巨大分歧，展现在季报里我们会看到不同风格基金经理不同投资理念的激烈碰撞。

另一方面，基民的频繁申赎所加剧的市场波动，又会衍生出部分机构投资被动的“散户化”倾向。因此，基金经理是否会迫于业绩压力而改变自己的投资理念则是我们读季报时一个很好的观察视角。

这里我依旧选取两个典型的基金经理的观点进行比较，易方达的张坤和银华的焦巍。

张坤 2 季报中的主要观点如下：

“疫情后，随着全球流动性的放松，全球股市都有了显著上涨。对于一些市场公认长期有成长空间行业（科技、医药、消费、新能源）中的优质公司，除了业绩增长的驱动，估值也得到了显著的提升。面对越来越高的市盈率水平，对企业的估值方法也越来越采用远期（如 2025 年甚至 2030 年）市值贴现回当年，似乎只有这样，投资者才能获得一个可以接受的回报率水平。

无疑，这样的环境对投资人判断正确率的要求是很高的。我们发现，对于一些公司，在各种假设都兑现的情况下，可能未来 5 年能赚取贴现率或者比贴现率略高的收益率水平，但是一旦错误，可能就要面临 30% 甚至 50% 的股价下跌。在一个流动性宽裕、资本焦虑地寻找高回报率领域的环境下，未来几年，不少行业面临的竞争程度恐怕比过去 5 年更为激烈。回首自己以往的判断，发现有不少错误。我认为，对于未来 5 年行业竞争格局的判断难度恐怕只增不减。综合来看，如果正确，可能只获得一个平庸的回报率，但一旦错误，却面临不小的损失。在这样的赔率分布下，对于投资来说显然是高难度动作。”

张坤 3 季报中的主要观点如下：

“受到市场对未来几个季度经济和企业盈利下行，以及对政策不确定性的担忧，一些长期经营优秀的上市公司最近股价下跌明显。我们认为，这轮下跌后，这批优质公司的估值已经基本合理。如果做一个组合，我们对其整体的生意模式、护城河和行业前景是有信心的，这些公司未来 3-5 年有望实现一个较高确信度的盈利复合成长。虽然我们不知道是否会有阶段性的低估（类似 2018 年底），但我们认为由于起点估值没有泡沫，并且优质股权总体仍是稀缺的，因此从未来 3-5 年来看，可以对这些公司股票的复合收益率更加乐观一些。

本基金在三季度完成了基金合同的修改，并对持仓进行了较大的调整，增加了食品饮料、互联网、银行等行业的配置，降低了医药、计算机、家电等行业的配置。个股方面，我们仍然持有商业模式出色、行业格局清晰、竞争力强的优质公司。”

我用白话将张坤两个季报的观点中翻中：

2 季报观点（白话版）：

疫情后大放水，全球股市都涨了，尤其是科技、医药、消费和新能源；但我实在没想到丫能涨这么猛。这么贵的价格我用自由现金流贴现法算下来 5 年后的回报比我手里拿着现金好不了多少，这还只是估对了的情况。这万一估错了还要承受 30%-50% 亏钱的风险。我已经想好了：要么手里的这几只票继续拿着，要么找些人少的地方做些尝试，反正那些拥挤的地方我肯定是不敢追了。我会继续努力，也请大家降低收益率预期。

3 季报观点（白话版）：

上一季度的时候，我看好的一些票太贵，不管大家是否理解，但我真没法下手。经过 3 季度的下跌，我认为现在至少是价格合理了。虽然我没办法预测他们是不是还会继续往下跌（类似 2018 年那样），但我认为好公司总是稀缺的，只要买的价格合理，给他们 3-5 年，这些公司的回报就会给我们惊喜。

我的点评：

1. 张坤坚持以合理价格买好公司并长期持有的投资理念是稳定自洽的；
2. 因为对估值的容忍度不高，2 月份起暂停申购，9 月修改基金合同并重新买入估值合理的公司，客观而言也没毛病；
3. 今年以来业绩不好是事实，但他原本就是价值投资风格，不是趋势交易者，也并不代表他就不会看错。
4. 考虑到管理规模，买入银行股可以认为是其能力圈向外拓展的尝试。

作为对比，我们来看看银华焦巍的季报。

焦巍 2 季报观点：

“本基金管理人认为，投资的本质就是从生意角度进行比较的过程。包括了资产配置比较、行业比较、公司比较等等。通过比较筛选出来的优秀公司，尽管估值高涨幅大也不应卖出的原因在于，卓越公司往往会更卓越，犯不着因为卓越的价格高低而追随平庸。拉长维度看，估值很可能只是结果而不是原因。那么，是不是再好的公司也有涨幅顶和估值顶呢？我们坦承目前还不知道答案。管理人更倾向于认为，相对于平庸的人类

和公司，优质公司的生命是可以无限延伸的。总有极少数公司可以穿越时空，创造价值，长成可持续的参天大树。在其面前，当下的估值只是矮小的小草。”

焦巍 3 季报观点：

“过去的 2021 年三季度是本基金管理人历史上仅次于 2016 年熔断后最为焦虑的时间段。而比起当年熔断的泥沙俱下，三季度的极端分化和市场噪音更是让基金管理人在某些时刻对自己选股逻辑产生了怀疑：是否以 ROE 选股的好公司好商业模式逻辑被破坏了？时间的朋友是否要让位于政策的朋友？商业模式是否要被所谓的德国式道路颠覆？消费医药真的要为制造业让位吗？现将主要的反思逻辑汇报如下：

1、所有的焦虑都是因为自身知识结构不足，而不是所谓的政策破坏逻辑或者商业模式颠覆。

2、所有投资策略都是有弱点的……我们以 ROE 模式选择优秀商业模式公司的投资，在现阶段很可能确实面临一定时间内的落后…在分析了过去的几段时期的结构后，我们决定以更加坦然的心态对待投资标的的起伏，就像在认清生活的残酷真相后仍能积极热爱生活一样。

3、在这样一种时刻，我们认为排除噪音和搜集信息学习新事物的能力同样重要。本基金重仓的对象比如白酒、医美、医疗等行业，往往都在互联网时代由于某种因素被弱传播的声音所打击或干扰，市场情绪则更倾向于放大这种传播而不是理性的分析，这是人类的动物性使然。毕竟在非洲的大迁徙中，脱离群体的动物生存可能更低。但相对于投资者的动物本能，基金管理人更倾向于树立自己强大的心理护城河，考验自己对策略稳定性和关键时刻坚守的心态。这样才能保证自己在巨大的波动中不会不得安宁和一蹶不振。

另一方面，我们意识到选股模式不应局限在消费和医药的固有领域。…一方面在调整中增加了头部品种的集中和持仓比重。另一方面，我们在科技和高端制造方面试图有所破局，用较轻的仓位进行了一些覆盖。相对于市场巨大的成交量和信息噪音，本基金管理人从众多错误中意识到需要更注意决策卫生的作用。即通过简单有效而有纪律的决策，减少噪音干扰，增加长期绝对回报。”

被称为“作协考察会员”的基金经理焦巍以敢说敢写且文笔不错而著称。说实话，这篇作文是有些震撼到我的。尤其在经历了 3 季度基金净值下跌了 17.32%之后，他所承受的压力可想而知。

我继续试着用白话中翻中焦巍的观点：

2 季报观点（白话版）

我们认为投资的本质就是比较谁的生意更好，按照我们的标准选出来的好公司，即便再贵我也不卖；是不是最贵我不知道，只要我们买对了现在的贵未来只是毛毛雨。

当然如何保证我们的体系能够选对确实是个难题，但比起选的不当，坚决拒绝平庸的公司才更重要；因此，本着对大家负责任的态度，我们会继续在坚持自己道路的前提下殚精竭虑，请各位金主爸爸明鉴。

3 季报观点（白话版）：

过去的一个季度是我 2016 年以来压力最大的一个季度，我甚至一度对自己的选股逻辑产生了怀疑。业绩差我认，是我能力不够，但不是我的投资体系和理念有问题。我想了很久，决定向罗曼·罗兰同志学习：世界上只有一种英雄主义，那就是认清生活真相以后依然选择热爱生活。我会排除干扰的噪音，继续做真实的自己；同时也需要保持虔诚，不断的学习新事物拓展自己的能力圈。以坚守和奋进，努力为大家贡献更好的长期回报。

我的点评：

1. 焦巍坚持以高 ROE 标准买好公司的投资理念是稳定自洽的；
2. 因为对估值的容忍度较高，在 3 季度消费类大幅下跌行情里选择坚守自己认为的好公司，客观而言也没毛病；
3. 三季度业绩差是事实，但他原本就是宽护城河、高估值、低换手的大盘成长风格，没有风格漂移。
4. 在坚守投资理念前提下，展示了对于消费与医药自己擅长领域以外的能力圈拓展的尝试。

我并未持有焦巍的基金，对他的研究也谈不上深入细致。但他诚恳又大胆的作文风格确实成功吸引了我。

通过以上白话解读不难看出，这两位基金经理在今年都面临了较大的业绩考验，他们之间最大的分歧点在于对于市场估值的态度。但却都不约而同的体现出了知行合一的对于自己投资理念的坚守。

如果我们看看今年有多少基金经理，甚至是一些消费行业的基金都风格漂移到去买新能源就知道，他们这样的坚守更难能可贵。

一个很简单的问题是，你希望选一个说的和做的一样的基金经理帮你管钱，还是选一个飘忽不定不可捉摸的基金经理帮你管钱？当我们习惯于用短期的业绩去衡量基金经理的一切，并且用后视镜的视角去对于基金经理的调仓指指点点时，可能都忘了当初不就是因为自己不具备选股的能力，才选择的买基金吗？

站在当下看过去很容易，是因为一切都是明牌，并不是因为我们有非凡的超能力。如果站在当下看未来，你又能清楚明白的洞悉一切吗？或许我们都更应该学习和了解巴菲特所说的“同理心”的真实含义。

行有不得者，皆反求诸己；

其身正而天下归之。

我深以为是。

如同高筑墙、广积粮、缓称王的智慧一样，

只有时刻怀有谦卑之心，

以强大的自我约束和基于事实和逻辑的理性，

和发自内心的诚实与勇气，

不断的充实和提高自己，
才能在漫漫修行的投资路上，
最终获得真知和自然随之而来的财富。
与诸位共勉。

风险提示：上述文章所涉及个股仅供参考，不构成投资建议，据此买入风险自负。

更多优质内容可以登录雪球免费查看。