雪球专刊 301 期——基金年报中的投资机会

第 301 期

2022/04/08

出品人：方三文

策划：冯冬杰 张书浩

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、跟着基金年报学投资

2、如何读懂一份基金年报

3、基金年报中被忽视的财务报表分析

4、藏在基金年报里的秘密

5、读富国天惠年报，与 A 股股神朱少醒对话

6、张坤管理的易方达蓝筹精选混合基金年报解析

7、一起读基金年报：如何由表及里读懂一只基金

8、全面解读一只基金的 2021 年报

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，起步于投资社区，现已经成为国内领先的集投资交流交易一体的综合财富管理平台。

经过十年的发展，雪球已拥有超过 4300 万注册用户，聚集了中国对投资最感兴趣、最有见解、对权益类资产接纳度最高的人群 。

雪球在市场上的独特品牌、用户和商业模式，获得了顶级资本的青睐和加持，公司先后获得包括红杉、五源、千橡、蚂蚁、兰馨等机构总金额数亿美元的融资。

雪球公募基金代销业务依托雪球旗下雪球基金开展。雪球基金拥有证监会核发的第三方基金销售牌照，接受证监会监管，由浦发银行全程监管资金，是合规开展业务的持牌机构。

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

作为基金投资者，学会看基金年报，能为我们揭开基金运作的规律、洞悉基金经理的投资思路，对未来的投资布局具有很强的指导意义。

公募基金 2021 年年报已经披露完毕，与基金四季报不同，基金年报披露的内容更加丰富。例如，2021 年全年基金全部持仓股名单、全年累计买卖股票情况、持有人户数变化、持有人结构结构，以及基金经理“新鲜出炉”的投资策略、运作分析及未来投资展望。

本期雪球专刊精选 8 篇好文，涵盖基金年报阅读方法和热门基金年报解读案例。希望对你阅读基金年报、发现投资机会有所帮助。

章节介绍

1、跟着基金年报学投资

摘要：在基金年报季报里，最有价值的应该是“管理人对市场和行业走势的展望”这部分，这部分投射出基金经理投资思维、理念和方法，也是我们散户最值得品读的地方。

2、如何读懂一份基金年报

摘要：如何读懂一份基金年报？作者建议从基金团队设置的业绩比较基准、资产构成、基金份额三方面入手进行分析。

3、基金年报中被忽视的财务报表分析

摘要：作者认为年报中有一个被很多人忽视的点，那就是基金中报/年报中财务数据（主要是利润表）结合市场关联数据的深度挖掘。通过这个数据可以更好地知道基金的收益来源，同时交易费用占比这个指标是一个比换手率更好的用来观察基金经理交易频率的指标。

4、藏在基金年报里的秘密

摘要：指数型基金侧重于误差率、规模等方面，主动性基金则侧重于超额收益、投资策略、基金经理、持仓状况的分析。

5、读富国天惠年报，与 A 股股神朱少醒对话

摘要：富国天惠成长混合的业绩大家有目共睹，该基金在朱少醒先生的管理下，创造了接近 20%的年化收益，堪比股神巴菲特的伯克希尔哈撒韦。本文以富国天惠成长混合的年报为例，为大家简单介绍一下如何从基金基本配置、业绩走势等方面评估一只基金。

6、张坤管理的易方达蓝筹精选混合基金年报解析

摘要：易方达基金经理张坤一共管理了 5 只大型公募基金，管理规模高达 1019.35 亿元，任职期内投资回报率高达 487.61%，这是一个超高收益率的管理规模和管理收益率了。本文从规模业绩、投资策略、调仓情况等分析易方达蓝筹精选混合这只顶流基金。

7、一起读基金年报：如何由表及里读懂一只基金

摘要：我们买入一只基金，也要通过多渠道、多角度、较长期来跟踪分析这只基金的表现，其中，包括年报在内的各期公告是必不可少的阅读材料。本文以“中庚价值品质 1 年期”基金为例，分析基金的基本概况、策略风格、业绩走势及归因、持仓构成等，为读者如何选取基金，如何分析年报提供帮助。

8、全面解读一只基金的 2021 年报

摘要：以汇丰晋信动态策略混合 A 为例，分析年报中的主要财务指标、管理人能力、持仓变动等。

1、跟着基金年报学投资

作者：@流水今日

发表时间：2022-03-25

在基金年报季报里，最有价值的应该是“管理人对市场和行业走势的展望”这部分，这部分投射出基金经理投资思维、理念和方法，也是我们散户最值得品读的地方。更重要的是基金经理是正规军，可以从中学到正规军是怎么看待和思考市场的。本文大纲如下：

一、投资方法论的进化

二、投资收益的来源

三、投资策略

四、选股方法（投资战术）

五、不值得投资的基金系列

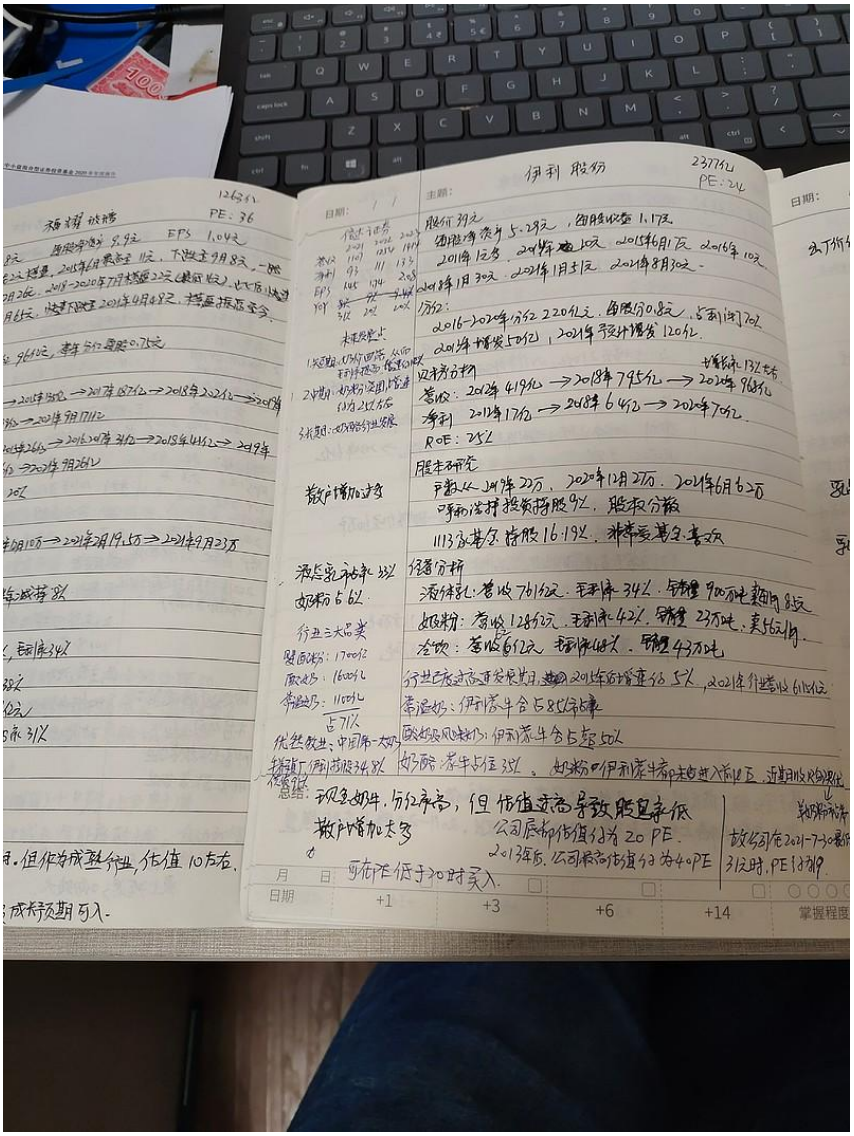
一、投资方法论的进化

兴全董理：投资方法论的进化是每一个专业投资者的必修课，但进化的并非信仰，而是投资上的短板。

解读：此话竟然出自保守派的董理，实属难得。直指很多投资者最大弊病。我们很多个人投资者进化的确实是信仰，比如东博老股民、云蒙等大 V。

易方达张坤：基金经理的职业与医生或许有些方面相似，都是理论和实战缺一不可的，都是需要不断积累、同时知识复用性很高的职业，需要通过每天不断的阅读、思考、决策、纠错来完备自己的知识体系，提升自己决策的准确性。

解读：张坤董理关于投资进步很明确指出我们投资者要吸收新的知识，而不是以“能力圈”故步自封。然而我们看到很多大 V 及自己都沉迷在狭小的投资能力圈中，为自己阿 Q 式的执著感动的不行。



二、投资收益的来源

易方达张坤：基金的收益率从根本上是由持仓企业的收益率决定的，拉长来看应大致相当于企业的 ROE（净资产收益率）水平。从全球来看，能够长期维持较高 ROE 的公司是非常少见且优秀的。

较基准收益率为 21.41%。

4.5 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

近两年基金的业绩表现普遍比较亮眼。基金的收益率从根本上是由持仓企业的收益率决定的，拉长来看应大致相当于企业的 ROE（净资产收益率）水平。从全球来看，能够长期维持较高 ROE 的公司是非常少见且优秀的，近两年公募权益类基金的复合收益率远高于市场平均 ROE 水平，这样的趋势很难长期持续，因此，我们或许应该降低对收益率的预期。

解读 1：投资者收益的源泉来源于企业的 ROE，而优秀的公司 ROE 能维持 20%就不错了。不论世界顶级投资者巴菲特还是国内长跑基金经理，年化收益达到 20%就非常不错。

解读 2：ROE 因此是价值投资选股的核心指标。所以我们应该在 ROE 高的行业和个股中选股，而一些垃圾行业如航空、证券、钢铁等 ROE 只有个位数的行业个股则应当尽量规避。

三、投资策略

兴全绿色投资 2021 年中报 邹欣：“我的选股框架是去研究产业规律，看哪些企业在其中能够乘势而上，这是科学的、可以复制的方法。”首先有两个类似数学公理的假设：

1. 自下而上先研究实体经济的产业规律比先研究股市的规律更容易。

2. 关乎产业和企业未来成长的投资对我们而言有更多的研究空间，在成熟行业建立超越前人的深度认知难度更大一些。

基于上述公理，本基金经理选择了以探寻产业规律为本的成长投资方法。

嘉实智能汽车 姚志鹏：我们的方法论是以产业投资视角，看景气度上行产业中具备先锋优势的上市公司。资本市场作为资源配置工具，存在的意义是服务实体经济，让优秀的企业脱 颖而出。我们认为，具备非线性思维会显得尤为重要，也是我们做中观行业比较的重要出发点。产业发展周期如果能和时代的背景相结合，往往会酝酿出大级别的机会，上一个 5 年的茅指 数，和再往前推一个 5 年的互联网资产，都是时代趋势之下的微观缩影和体现。

解读：资本市场是为了服务实体经济，顺应产业规律是投资者要重视的策略，然而我们散户很多时候是沉迷于线性思维。很多公司股价高位后，散户蜂拥抄底买入。这也是第一点很多投资者进化的是信仰，东博老股民云蒙无视银行业生态的巨变，线性思维的认为银行还是 2007 年的银行。以及最近的中概互联网、地产、三一、恒瑞等大 V。

四、选股方法（投资战术）

嘉实智能汽车姚志鹏：具体操作层面，我们会结合 ROE 周期、产业趋势、DCF 工具三个分析维度，分别起到 找品种、看空间和定方向的作用。在具体的 操作之中，我们将围绕中观景气层面选择景气度上行的资产，然后通过对估值的比较和竞争格局 的分析明确核心配置的行业赛道，通过 6~7 个核心赛道的配置实现组合可持续领先收益。

我们的方法论是以产业投资视角，看景气度上行产业中具备先锋优势的上市公司。在具体的操作之中，我们将围绕中观景气层面选择景气度上行的资产，然后通过对估值的比较和竞争格局的分析明确核心配置的行业赛道，通过 6~7 个核心赛道的配置实现组合可持续领先收益。

寻找长期成长的优秀企业应该是所有基金管理人的追求，但是事物的发展永远不是人们所期待的线性向上，而是在波折中螺旋前进的。即使是今年乘风破浪的特斯拉，在 19 年也曾经“距离破产只差一个月”，在半年时间内下跌幅度超过 50%。我们认为，具备非线性思维会显得尤为重要，也是我们做中观行业比较的重要出发点，即不因为某些短期行业性的或者暂时性的因素，而在底部失去对先锋企业的坚守；同时，也希望能够借助行业景气上行的力量，让先锋企业更加能立于浪潮之巅。具体操作层面，我们会结合 ROE 周期、产业趋势、DCF 工具三个分析维度，分别起到找品种、看空间和定方向的作用。

ROE 周期：找品种。这是一个初步筛选的过程，每一个行业都有其内在的景气运行机制和框架，也有其底层的长期增长趋势，我们通过 ROE 周期在历史上位置的分位，来初步筛选出景气度处在底部，并且正在回升的中观行业，并进行下一步的工作。

新华优选周应波：在投资方法上，我们坚持以 ROIC 为锚，精选高质量的优秀公司，长期持有，靠投资优秀的公 司给基金持有人赚钱。

解读 1：从投资策略和选股方法，我们可以看出来优秀的基金经理如张坤、朱少醒、刘彦春等构建投资组合的思路：以高 ROE 品种茅五泸伊利中免为底仓，配以符合产业规律的成长股如医疗新能源科技股。几乎不会买证券、煤炭钢铁农林渔。

解读 2：一个失败的基金经理。老牌基金富国天益价值混合成立于 2004 年，李晓铭在 2014 任职后押宝互联网石基信息、新湖中宝等，2014-2015 投资收益不错，但信仰式的投资坚守石基信息至 2019 年离开富国，公开信息没搜索到这哥们去哪里高就了。新经理上任后以“白酒大消费+医疗+新能源半导体”构建组合，立马获得 3 年 181%的收益，规模上涨至 100 多亿。



五、不值得投资的基金

前段时间我写了一些受众面广的，被很多大 V 和文章推荐的基金，我认为这类基金不值得投资，其逻辑也是出于主流基金经理投资理念：ROE 不高、不符合产业规律趋势。
这类基金其实还有很多，比如银行 ETF、化工 ETF、钢铁 ETF、地产 ETF 等。

2、如何读懂一份基金年报

作者：@研评阁

发表时间：2022-03-28

2021 年基金年报开始陆续披露，经理大佬们也开始调研调仓，各种消息和爆炸新闻充斥着投资者的眼球，仿佛一团乱麻，对于普通投资者，我们该怎么穿越迷雾，读懂一份基金年报呢?
最近易方达张坤调研了 ST 国医，汇添富基金的劳杰男参与了海康威视、中晶科技、三花智控和江特电机的调研，胡昕炜调研了汤臣倍健，杨瑨调研了海康威视、中晶科技、中科创达和三花智控，嘉实基金谭丽调研了申昊科技、海洋王和江苏神通，归凯调研了中科创达，工银瑞信的赵蓓调研了昌红科技和普洛药业，广发基金吴兴武调研了泰林生物和普洛药业……
调研如此频繁，哪些公司是基金加仓重点？哪些又只是走马观花?
下面根据我个人经验，和大家分享一下看基金年报的 3 个要点。
（1/3）业绩比较基准
这个很多人可能没注意到，甚至没有听说过，我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，这也是我们在选择基金时需要参考的一个重要数据。
下面以兴全合润混合为例，详细了解一下业绩比较基准。
兴全合润混合的比较基准如下：
80%×沪深 300 指数＋20%×中证国债指数。
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。
它的意义是，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，就说明不及格。
因为这个业绩比较基准是基金成立时定的，很多投资者也是看这个来预期收益和风险，如果基金一直跑不赢这个基准，就说明经理问题很大，要么水平不行，要么职业道德不行。
下面重点来了，我们怎么看一只基金及不及格呢?
大家可以看下图，我列举了一些例子。

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	9.41%	0.94%	1.53%	0.63%	7.88%	0.31%
过去六个月	-1.21%	1.04%	-3.57%	0.82%	2.36%	0.22%
过去一年	6.32%	1.12%	-2.80%	0.94%	9.12%	0.18%
过去三年	203.32%	1.31%	54.00%	1.03%	149.32%	0.28%
过去五年	188.53%	1.28%	45.24%	0.96%	143.29%	0.32%
自基金合同生效起至今	707.52%	1.40%	61.21%	1.14%	646.31%	0.26%

雪球：研评阁

简单解释下，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，截至去年底，兴全合润混合的①-③全部为正，也是就是说，兴全和润是一直跑赢比较基准的，属于一只合格基金。

这是对一只基金最基本的判断，简单明了，如果一只基金长期跑不赢比较基准，建议谨慎对待。

（2/3）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，但基本没什么用处，有时候甚至还会产生一些误导，我们自己看的时候就要找重点了。

还是以兴全合润混合为例子。

兴全合润混合的投资策略是以定性与定量研究相结合，在股票与债券等资产类别之间进行资产配置。本基金通过动态跟踪海内外主要经济体的 GDP、CPI、利率等宏观经济指标，以及估值水平、盈利预期、流动性、投资者心态。

等市场指标，确定未来市场变动趋势。本基金通过全面评估上述各种关键指标的变动趋势，对股票、债券等大类资产的风险和收益特征进行预测。

截至去年 4 季度的前十大持仓股如下：

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	71,302,442	2,131,229,991.38	6.38
2	600703	三安光电	41,996,034	1,577,371,037.04	4.72
3	600309	万华化学	15,129,369	1,528,066,269.00	4.57
4	300413	芒果超媒	22,359,381	1,272,457,278.42	3.81
5	600745	闻泰科技	9,712,884	1,250,895,601.20	3.74
6	688099	晶晨股份	8,925,639	1,162,118,197.80	3.48
7	603707	健友股份	27,568,192	1,157,864,064.00	3.47
8	600754	锦江酒店	19,469,246	1,140,897,815.60	3.42
9	002415	海康威视	19,875,803	1,039,902,012.96	3.11
10	000739	普洛药业	29,267,062	1,026,981,205.58	3.07

基金季报里没有公布具体的操作，因为去年 4 季度兴全合润混合仓位调整较小，里面有段话是这样说的：本基金报告期内股票仓位较为稳定，继续坚持自下而上精选个股的操作理念，主要关注公司的核心竞争力，平衡好公司短期估值与长期价值。我们将不断寻找具有良好性价比的投资标的，同时关注长期发展方向上的优秀公司。

如果有大的仓位变动，一般会在基金年报的交易运作分析里说明。

（3/3）基金份额

最后要注意的是基金份额的变化，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！之后增速就开始放缓，收益也开始平庸。

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	31,368,090,048.60	92.78
	其中：股票	31,368,090,048.60	92.78
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	1,686,585,359.96	4.99
	其中：债券	1,686,585,359.96	4.99

基金太大会有很多问题，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。

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

以上就是我总结的读懂基金年报的 3 大要点，希望对大家有用。

3、基金年报中被忽视的财务报表分析

作者：@微积分量化价投

发表时间：2022-04-01

目前，关于利用基金中报/年报进行基金分析的方法论介绍已经滥竽充数了。大多数方法都大同小异，但是个人看下来，有一个被很多人忽视的点，那就是基金中报/年报中财务数据（主要是利润表）结合市场关联数据的深度挖掘。通过这个深度可以更好地知道基金的收益来源，同时交易费用占比这个指标是一个比换手率更好的用来观察基金经理交易频率的指标。

基金财务报表

财务会计报告只有中报和年报才会披露，在季报中不披露。财务会计报告是否经过审计并不重要，基金的财报和上市公司不一样，买的资产都是很透明的，估值也很公正客观。资产负债表（重要）利润表（重要）所有者权益（基金净值）变动表报表附注（重要）。原始报表记录的都是一些底层原始的数据，光看数字其实看不出来门道，一般都会数据数字做一些简单的计算，来观察报表科目之间的结构。而且不单单看当期截面数据，还需要看历史数据。（既有截面数据的分析，又有时间序列数据的分析）。因为涉及的数据比较多，而且复杂，一般会使用数据提供商已经整理好的数据，这样方便调取和分析。

利润表

下面是某个基金公布的利润表数据：

会计主体：中泰星元价值优选灵活配置混合型证券投资基金

本报告期：2021年01月01日至2021年12月31日

单位：人民币元

项 目	附注号	本期 2021年01月01日至 2021年12月31日	上年度可比期间 2020年01月01日至2020年12月31日
一、收入		184,179,996.29	108,355,675.10
1.利息收入		1,910,221.49	672,891.54
其中：存款利息收入	7.4.7.10	743,709.95	241,028.44

知乎：微积分

债券利息收入		-	-
资产支持证券利息收入		-	-
买入返售金融资产收入		1,166,511.50	431,863.10
其他利息收入		-	-
2.投资收益（损失以“-”填列）		147,506,277.27	115,902,275.95
其中：股票投资收益	7.4.7.11	133,515,240.42	108,930,933.14
基金投资收益		-	-
债券投资收益	7.4.7.12	-	-
资产支持证券投资收益		-	-
贵金属投资收益		-	-
衍生工具收益	7.4.7.13	-	-
股利收益	7.4.7.14	13,991,036.85	6,971,342.81
3.公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	7.4.7.15	33,864,021.12	-8,357,535.26
4.汇兑收益（损失以“-”号填列）		-	-
5.其他收入（损失以“-”号填列）	7.4.7.16	899,476.41	138,042.87
减：二、费用		12,947,338.98	5,938,462.50
1．管理人报酬	7.4.10.2.1	10,509,242.44	4,608,927.80
2．托管费	7.4.10.2.2	700,616.23	307,261.79
3．销售服务费	7.4.10.2.3	128,853.09	-
4．交易费用	7.4.7.17	1,424,427.77	840,718.22
5．利息支出		-	-
其中：卖出回购金融资产支出		-	-
6．税金及附加		4,199.45	1,554.69
7．其他费用	7.4.7.18	180,000.00	180,000.00
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）		171,232,657.31	102,417,212.60
减：所得税费用		-	-
四、净利润（净亏损以“-”号填列）		171,232,657.31	102,417,212.60

雪球：微积分量化价投

收益拆分

在对基金经理分析的时候，一个很重要的事情，就是想知道基金经理赚了哪些钱，是哪些资产贡献（股票还是债券），通过何种途径贡献（是买入的股票上涨赚的钱，还是低买高卖赚的钱）。其实，利润表中就包含了这部分的关键信息，值得深度分析，而且财务报表是经过审计的公开数据，这个数据的质量和准确度是很高的。

结合利润表的会计科目和市场关联数据，我们可以做如下的收益拆分：

收益分解	按利润表科目	细分项目		计算方法
股票收益	股票投资收益+股利收益+股票公允价值变动损益	细分维度1	打新股票收益	∑获配股票数量*("开板日"均价-获配价格)
			二级股票投资收益	股票投资收益-打新股票投资收益
债券收益	债券利息收入+买入返售金融资产利息收入+债券投资收益+债券公允价值变动损益	细分维度1	纯债收益	基金资产总值*（债券总资产占比-可转债总资产占比）*中证综合债指数报告期区间收益/（1+中证全债指数报告期区间收益）
			可转债收益	债券收益-纯债收益
		细分维度2	债券利息收益	债券利息收入+买入返售金融资产利息收入
			债券资本利得	债券投资收益+债券公允价值变动损益
银行存款收益	存款利息收入			
其他收益	收入-股票收益-银行存款收益-债券收益-总费用			

雪球：微积分量化价投

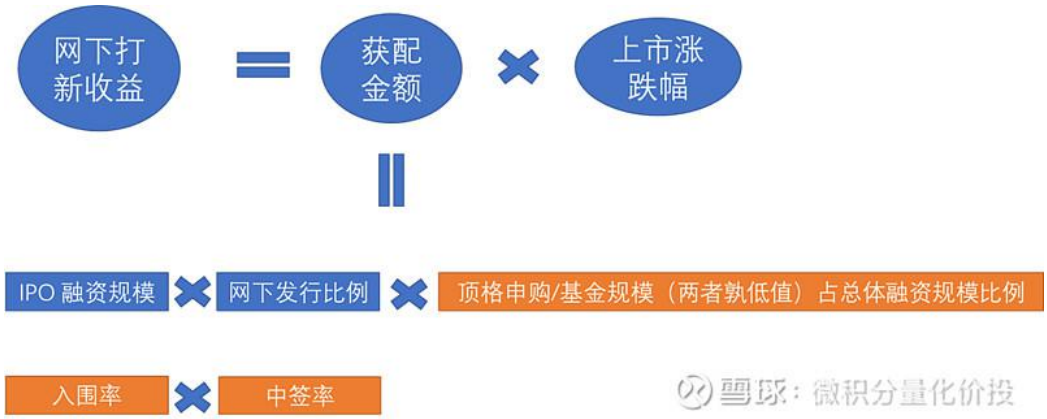
首先在最高一个层级：基金收入 = 股票收益+债券收益+银行存款收益+其他。

其中股票收益可以进一步拆分为：股票投资收益，股利收益和股票公允价值变动。

其中股票投资收益，是买入卖出股票产生的股票收入，比如茅台 1000 买入的，1500 卖出了，这 500 的收入来自于股票投资收益。股利收入是只持有过程中，收到的股票分红。比如买入的茅台分红了 100 元，这 100 元计入股利收益，公允价值价值变动市值投资过程中持有的股票的价值变动，比如持有的茅台由 1000 涨到了 1500，但是没有卖出，这部分的 500 利润就计入了股票公允价值变动。

除了上面一种拆分方式，还有另外一种拆分，将股票收益拆分为打新股票收益和二级股票投资收益。其中打新股票收益主要参考基金申购新股的获配数量，和新股上市后开板的价格-获配价格，来计算收益率。注意这个只能够是估算，并不是准确的准确值。首先，卖出价格使用均价代替，与实际卖出价格存在误差，另外部分新股可能存在限售期，新股上市之后并不能马上卖出，而且需要持有一段时间。所以这部分只能够作为参考。

网下打新收益= IPO 融资规模网下发行比例顶格申购/基金规模（两者孰低值）占总体融资规模比例入围率中签率*上市涨跌幅。



对于债券收益，拆分的方法更多。首先债券收益可以拆分为：债券利息收入+债券投资收益+债券公允价值变动损益+买入返售金融资产利息收入。其中投资收益和公允价值变动和股票类似，利息收入是指持有时间段持有的债券利息收入，买入返售金融资产，

主要是指国债逆回购获得的利息收入。除了这种拆分，还可以简单拆分为债券利息收益和债券资本利得。其中利息收益包括了债券利息收入和买入返售金融资产利息收入，资本利得包括了债券投资收益和公允价值变动损益。

另外还可以将债券投资收益，拆分为纯债收益和可转债收益。不过这部分也只是估算，不是准确的结果，仅作为参考。

其中，黄色区域的拆分只是估计值，并不是准确值，所以对于结果需要谨慎对待。

经过这个拆分之后，你对基金收入来源就会有很明确的了解了，从而能够判断业绩是否存在可持续性。比如很多管理规模比较小的基金，虽然业绩很厉害，但是很多时候是打新贡献的收益，这种情况下，收益的持续性可能不佳，或者基金经理的业绩被美化了。

通过上面的方法，我们只是知道了这部分的收益绝对额，比如通过打新赚了 1000 万，但是有时候我们更加关注的是具体的收益率是多少，如果要计算收益率，我们还需要你的“本金”是多少。常见的计算的平均规模的方式：（上期期末的资产总计+本期期末的资产总计）/ 2。但是这样会有很大的误差，因为某些基金在中间会遇到巨额的申购和赎回，从而导致这个平均规模并不准确。另外一种比较合理或者说更加准确的方法，是根据托管费率和报告期的托管费去倒推平均的规模。一般来说，基金的托管费率是不会变化的，（管理费可能会有降低），而且托管费在每一期的财务报表中会单独列出来，这样就很容易反推平均的管理规模。不过，这个计算结果总会有一些误差，相关结果尽可以做一个毛估估的参考。比如打新收益占比 50%，说明很高了，但是很难严格意义上 50%的收益就是靠打新实现的。

另外，还可以做到更加准确一点，就是将中报和年报结合起来，拆分到半年度。参考上市公司的定期报告，只是公布一季报，中报，三季报和年报，但是很多数据供应商会自己根据中报的数据减去一季报的数据得到二季度的数据。同理，可以将年报的数据减去中报的数据，得到下半年的数据，这样反映的情况更加真实。

案例

因为固收+基金的收益来源比较广泛，既包括股票，债券（包括可转债），所以对于固收+产品的拆分特别重要。下面我们来看看易方达增强回报的收益来源拆解：

打新收益没有，主要是二级股票的投资收益，债券利息收益和债券的资本利得。



如果在进一步拆分，股票公允价值变动其实占比比较高，这个基金经理可能偏向于长期持有类型，股票投资收益变动比较小，另外债券利息收益也有比较稳定的收益贡献。



下面，看一下中泰星元价值优选的收益拆分。其实这个产品的打新收益贡献占比不低的。比如 2021 年上半年股票投资收益大概在 0.39 亿，但是打新收益接近 0.11 亿，占比 22%，也就是打新占到总收益的 22%左右，所以这个产品的收益里面是有一定的水分的。



交易费用占比

在分析基金经理的时候，我们比较想知道基金经理是持有不动的操作风格，还是频繁交易的择时交易风格。很多人比较参考换手率这个指标，但是这个指标存在一些缺陷。

首先，换手率这个指标并不是定期报告官方披露的，需要第三方自己去计算，第三方去计算的时候就会存在统计口径不统一的问题。我们来看换手率的计算方式：

换手率=（某区间基金买卖股票的总金额/2）/该区间内基金持有股票市值的均值。

不同的计算方法的差异在于股票市值的均值这个计算指标。

在天天基金网，并没有明确说明平均市值的计算法方式。只提供了以下说明：

1、报告期时间为半年的，对应的基金换手率为半年度换手率。报告期时间为年的，对应的基金换手率为年度换手率。

2、基金换手率用于衡量基金投资组合变化的频率。换手率越高，操作越频繁，越倾向于择时波段操作；基金换手率越低，操作越谨慎，越倾向于买入并持有策略。

从 Choice 获取的换手率叫作理论换手率，计算公式为：（所选报告期的买入股票成本总额+卖出股票收入总额）/（2 股票投资市值均值）100%。

其中：1）当选择的是中报，股票投资市值均值=(本年度一季末股票投资市值+本年度二季末股票投资市值+上年度四季末股票投资市值)/3。

2）当选择的是年报，股票投资市值均值=(本年度一季末股票投资市值+本年度二季末股票投资市值+本年度三季末股票投资市值+本年度四季末股票投资市值+上年度四季末股票投资市值)/5。

在 Wind 金融终端中，是另外两个概念：资产活跃度和股票活跃度。

资产活跃度 =（股票买入总额+股票卖出总额）/平均资产净值。

股票投资活跃度=（股票买入总额+股票卖出总额）/股票平均净值。

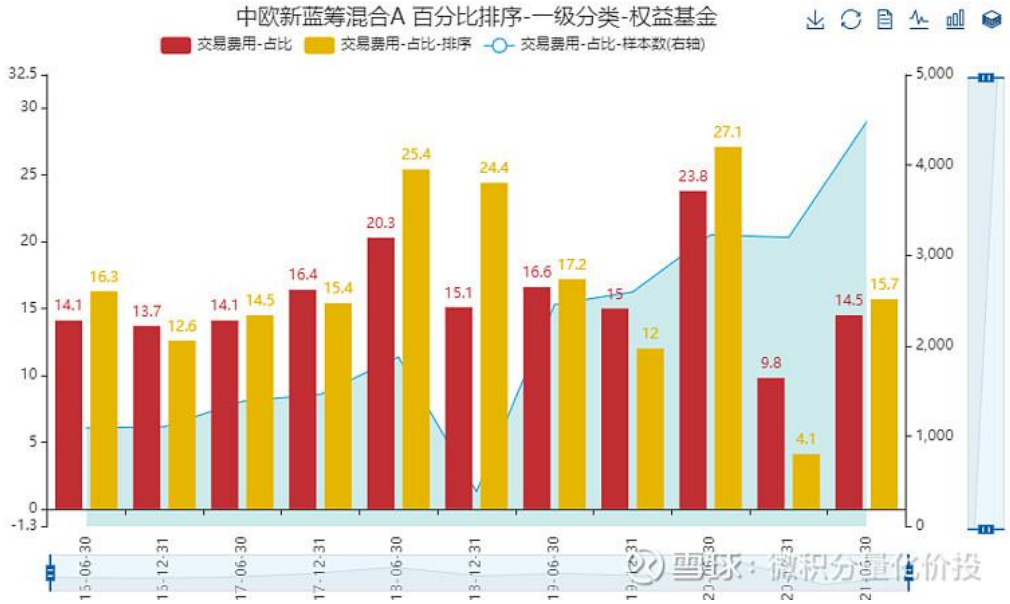
所以，有时候在讨论换手率的时候，因为统计口径不一样，会有牛头不对马嘴的情况。

而且以上的计算方式存在一个比较大的误差，就是对于平均资产的定义。如果这个中间

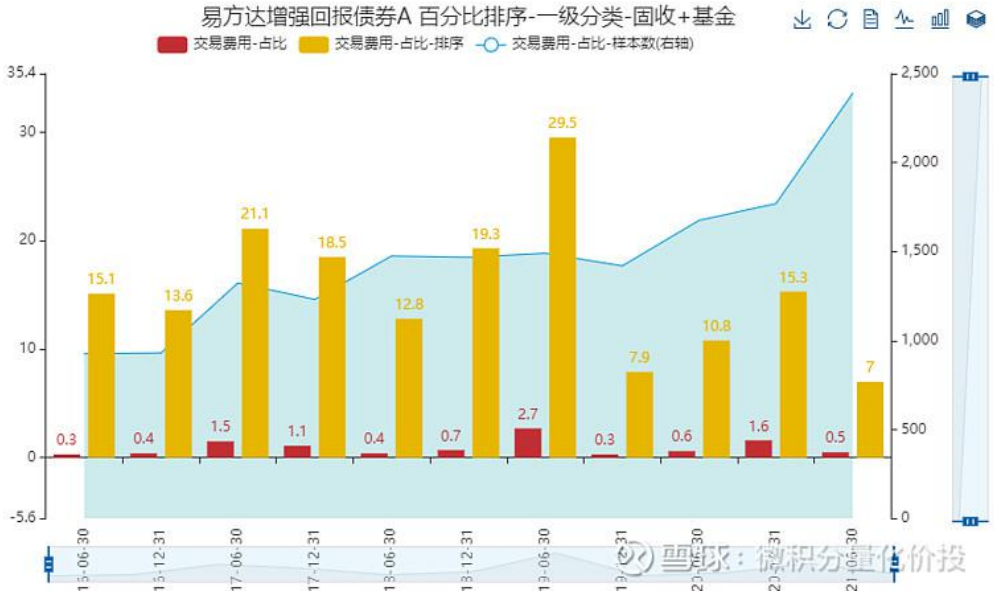
存在巨额的申购和赎回，基金经理可能会被迫买入和卖出股票，这样会被动推高换手率。但是如果采用交易费用占比，这个影响就很小。只要交易次数多了，必然会导致交易费用占比。

一般来说，基金经理的操作风格比较稳定，交易费用占比变化不会特别大，如果变化特别大，说明基金经理的交易风格发生了变化，尤其交易费用占比提高，说明短周期的调仓换股比较频繁。如果基金规模持续增加，这种操作方式会受到比较大的限制。

比如我们看周蔚文的中欧新蓝筹，其交易占比一直比较稳定，平均在 15%，而且在全市场的权益性基金中，从小到大的排序也就在 20%以内，说明他的调仓换手频率是比较低的，整体偏向于持股不动的风格。



对于易方达增强回报债券 A，因为大部分是债券，所以交易费用-占比比较低，在同类型策略中，排序百分位也比较低，整体偏向于持有不动的风格。



小结

通过财务报表拆分基金收益，是非常有价值的，尤其对于固收+基金。但这个功能一般的 APP 或者第三方软件并没有提供，倒是挺希望相关软件能够上线这个功能，这样一些靠打新收益“充业绩”的基金就会显形。这个功能对于底层数据要求很高，对于数据分析能力要求也比较高，某种程度上体现了一个研究员的基金定量分析能力和水平。
以上内容仅作为个人投资分析记录，仅代表个人观点，分析内容基于历史数据，历史业绩不预示其未来表现，不作为买卖的依据，不构成投资建议。

4、藏在基金年报里的秘密

作者：@无声

发表时间：2022-03-29

又到了一年一度的基金年报季了，大家都很关心对应的年报情况，我们也会看，**结合团队在银华天玑-悄悄盈和银华天玑-年年红的策略制定和成分基金筛选中的实践，讲几个我们阅读年报的习惯和窍门，供大家参考。**

一、区别指数基金和主动型基金

要研究基金年报，那么首先要区分基金的类别并根据不同的类型确定跟踪和研究的重点，**指数型基金由于是跟踪指数，所以侧重于误差率、规模等方面，主动型基金偏主观，要侧重于超额收益、投资策略的分析、基金经理的分析，还有持仓情况的分析。**
侧重点是完全不一样的。

二、指数型基金要看误差率

指数型基金要重点观察误差率和对比沪深 300 的收益情况。
误差率是衡量这支指数基金究竟能不能完全跟踪对应的指数，如果从 1 个月、6 个月、1 年甚至数年误差率都比较大，是向下的那种，那么这种指数基金原则上就不能投（当然，如果是向上有超额收益的误差的话，那么反而是要重点关注了）。
另外，也要重点观察是对比沪深 300 指数有无超额收益，**如果中长期一直对沪深 300 有比较大的超额收益，这会是一个好的投资品种。**

三、指数型基金要重视规模

对于指数基金来说，还是要注意规模，这个也是比较重要的部分。根据相关法律法规，在开放式基金合同生效后的存续期内，若连续 60 日基金资产净值低于 5000 万元，或者连续 60 日基金份额持有人数量达不到 200 人的，基金管理人应当向中国证监会报告并提出解决方案，如转换运作方式、与其他基金合并或者终止基金合同等，经基金份额持有人大会表决后实施。

所以，**当研究的指数基金规模只有几千万时候，甚至于只有 1-2 亿的时候，要注意可能基金终止运营的风险，**这对指数基金来说是一个风险。当然，主动型基金也存在这个问题，也需要同样留意。

四、主动型基金要看超额收益率

对于**主动型基金来说，最重要的还是要看收益率，**要观察其是否持续对业绩比较基准有超额收益。

当然，除了超额收益率之外，还要看下波动情况，如果总是大起大落，那么投资的体验会非常不好。

五、主动型基金要投资策略是否真实真诚

关于基金年报中的“基金的投资策略和业绩表现说明”这一节，大家还是要仔细阅读的，因为基金经理会借此跟投资者和市场交流自己的所思所想所为。

阅读的时候，我们不要在意是几百字还是几千字，应该更关注内容本身逻辑是否是清晰的以及相关的策略是否符合对应时间的市场情况。

总而言之，**对于那些讲真话说实话，能够真诚的交流投资策略和思路的基金经理，我们需要珍惜和重视。**

六、主动型基金要看持仓是否符合市场

这个比较考验投资者自身的投资能力，一个是对市场的理解，需要自己懂投资，能够分析市场的逻辑和趋势，进而判断这支主动型基金的持仓是否符合方向，以便心中有数。

另一个能力是考验复盘的能力，要看看年报公布的持仓对应的净值变化，是否符合这些公司的走势，看看是不是基金经理中间的持仓有很大的变化，只是在年报公布前才把持仓调整过来，这样可以**验证基金经理是否言行一致，也可以提前察觉是否有违规行为。**

OK，这大概就是一些习惯和方法，仅供参考，相对而言比较喜欢投资指数型基金的，没有那么多人的主观因素，可以按照自己对投资的理解和制定的策略，配置和调整仓位，也能验证投资能力。

这也是我们在银华天玑-悄悄盈和银华天玑-年年红里的思路。

5、读富国天惠年报，与 A 股股神朱少醒对话！

作者：@ZPVermouth

发表时间：2022-04-01

每年的三月底，各大基金的年报都会陆续公布，我们都知道公司年报是上市公司的业绩放大镜，通过阅读和分析公司年报，有助于我们评判一家企业的真实实力。而阅读和分析基金年报，也能从字里行间为这只基金把把脉。

今天我就以富国天惠成长混合（LOF）的年报为例，为大家简单介绍一下如何阅读和分析基金年报，进而筛选出优秀的基金。

富国天惠成长混合（LOF）的业绩大家有目共睹，该基金在朱少醒先生的管理下，创造了接近 20%的年化收益，堪比股神巴菲特的伯克希尔哈撒韦。关于富国天惠成长混合（LOF）的分析，大家可以参考富国朱少醒——A 股的股神巴菲特！今天咱们主要从基金年报中炼炼金！

一、基金概况

拿到基金年报，首先要看这只基金的**简介**和**基本情况**，以下是我从富国天惠成长混合（LOF）中提取的基金概况：

基金名称	富国天惠成长混合（LOF）
代码（场内部分）	161005
上市日	2006 年 2 月 16 日
管理费率	1.50%
托管费率	0.25%

此外，富国天惠成长混合（LOF）作为一只 LOF 基金，还有场外部分，场外部分分为前端和后端两类：

场外部分	前端	后端
代码	161005	161006

同时，LOF 基金可以进行场内和场外部分的转换，当出现折溢价较高时可以进行转换套利。

二、基金财务

通过年报我们能大致了解基金在过去一年的收益情况，例如在富国天惠成长混合（LOF）的年报中，可以发现该基金在 2021 年的利润为负数。

另外，我们要重视分析基金的加权平均净值利润率，而不是简单地看基金净值增长率，因为加权平均净值利润率更能反映基民投资基金的真实收益，也更能体现基金经理的管理水平。

3.1 主要会计数据和财务指标

（1） 富国天惠成长混合 A/B(LOF)

金额单位：人民币元

3.1.1 期间数据和指标	2021 年	2020 年	2019 年
本期已实现收益	2,789,908,675.10	2,310,611,776.38	882,288,509.17
本期利润	-318,377,491.23	7,224,942,180.64	3,387,528,223.81
加权平均基金份额本期利润	-0.0305	1.3126	0.9047
本期加权平均净值利润率	-0.86%	43.96%	44.10%
本期基金份额净值增长率	0.62%	58.64%	62.16%
3.1.2 期末数据和指标	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
期末可供分配利润	16,478,133,559.55	10,807,854,696.40	4,539,075,981.06
期末可供分配基金份额利润	1.5340	1.4032	1.0870
期末基金资产净值	37,475,466,220.39	27,898,111,777.15	10,022,041,636.91
期末基金份额净值	3.4887	3.6221	2.4001
3.1.3 累计期末指标	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
基金份额累计净值增长率	2,068.51%	2,055.13%	1,258.52%

三、业绩走势

在年报中我们可以查到基金的业绩走势，**富国天惠成长混合（LOF）的业绩比较基准是“沪深 300 指数收益率×70%+中债综合全价指数收益率×25%+同业存款利率×5%”**。通过业绩走势图可以看出，富国天惠成长混合（LOF）自成立以来，业绩大幅跑赢比较基准。

当然，基金年报中提供的业绩走势图不是动态图，如果大家想进一步了解基金的阶段收益情况的话，直接在雪球上搜索富国天惠成长混合（LOF）基金即可。



注：1、截止日期为 2021 年 12 月 31 日。

四、资产配置

（一）行业配置

通过年报，我们可以看出富国天惠成长混合（LOF）第一大重仓行业是制造业：

8.2.1 期末按行业分类的境内股票投资组合

金额单位：人民币元

代码	行业类别	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
A	农、林、牧、渔业	7,704,000.00	0.02
B	采矿业	137,985,000.00	0.34
C	制造业	28,573,122,172.42	70.52
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	185,870,000.00	0.46
E	建筑业	11,519.99	0.00
F	批发和零售业	754,018,771.93	1.86
G	交通运输、仓储和邮政业	610,335,161.17	1.51
H	住宿和餐饮业	154,169,408.00	0.38
I	信息传输、软件和信息技术服务业	1,807,436,972.56	4.46
J	金融业	3,087,201,594.51	7.62
K	房地产业	760,188,952.03	1.88
L	租赁和商务服务业	707,823,953.61	1.75
M	科学研究和技术服务业	692,882,852.34	1.71
N	水利、环境和公共设施管理业	21,351.71	0.00
O	居民服务、修理和其他服务业	-	-
P	教育	-	-
Q	卫生和社会工作	533,340,943.20	1.32
R	文化、体育和娱乐业	41,013,266.42	0.10
S	综合	-	-
	合计	38,053,125,919.89	93.92

（二）重仓股票

年报中给出了富国天惠成长混合（LOF）所有持仓股票的具体情况，包括股票数量等等。但是我们简单地分析研究基金的十大重仓股即可，其他股票占比过小，分析价值不大。

8.3 期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的所有股票投资明细

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	占基金资产净值比例（%）
1	600519	贵州茅台	1,320,000	2,706,000,000.00	6.68
2	603501	韦尔股份	6,200,000	1,926,774,000.00	4.76
3	300750	宁德时代	3,107,700	1,827,327,600.00	4.51
4	600887	伊利股份	40,008,680	1,658,759,872.80	4.09
5	002142	宁波银行	42,000,600	1,607,782,968.00	3.97
6	000858	五 粮 液	6,500,236	1,447,342,547.76	3.57
7	002475	立讯精密	21,004,900	1,033,441,080.00	2.55
8	300760	迈瑞医疗	2,500,555	952,211,344.00	2.35
9	300285	国瓷材料	22,000,000	936,540,000.00	2.31
10	000661	长春高新	3,000,044	814,211,941.60	2.01
11	002430	杭氧股份	26,000,000	780,260,000.00	1.93

五、持有人情况

（一）前十名持有人

通过年报我们可以了解到富国天惠成长混合（LOF）的前十名持有人情况，我们可以统计一下基金前十名持有人合计持有的比例，如果前十名持有人大多为投资机构，并且持有比例很高的话，我们有理由认为这只基金的业绩或者投资价值不错，毕竟机构的投研能力远超我们普通投资者，他们选中的标的一般不会差太多。

9.2 期末上市基金前十名持有人

富国天惠成长混合 A/B(LOF)

序号	持有人名称	持有份额（份）	占上市总份额比例（%）
1	中国人寿资管－中国银行－国寿资产－FOF 稳健灵活 2038 保险资产管理产品	16,961,756.00	1.90

2	浙商证券股份有限公司	6,898,160.00	0.77
3	苏卫东	4,913,881.00	0.55
4	嘉兴浚景投资管理有限公司－浚景开元平衡配置 FOF 私募证券投资基金	4,700,000.00	0.53
5	皮郁清	3,766,714.00	0.42
6	东海证券股份有限公司	3,274,106.00	0.37
7	华宝信托有限责任公司－博识众彩 TOF 投资运作信托	2,903,760.00	0.32
8	山南九牧王商贸有限责任公司	2,567,306.00	0.29
9	张久红	2,549,332.00	0.28
10	梁健雄	2,207,144.00	0.25

（二）内部人员持仓

基金年报中披露了基金管理人的从业人员持有该基金的情况，基金内部人员持有基金是个好现象，毕竟可以把个人财富与工作联系起来，也有助于内部人员踏踏实实地为提升基金业绩努力。

在富国天惠成长混合（LOF）的年报中也可以发现，基金经理朱少醒并没有持有该基金。

9.3 期末基金管理人的从业人员持有本基金的情况

项目	份额级别	持有份额总数（份）	占基金总份额比例(%)
基金管理公司所有从业人员持有本基金	富国天惠成长混合A/B(LOF)	9,547,820.67	0.0889
	富国天惠成长混合C	3,130,343.67	0.3574
	合计	12,678,164.34	0.1091

9.4 期末基金管理人的从业人员持有本开放式基金份额总量区间的情况

项目	份额级别	持有基金份额总量的数量区间（万份）
本公司高级管理人员、基金投资和研究部门负责人持有本开放式基金	富国天惠成长混合A/B(LOF)	>100
	富国天惠成长混合C	>100
	合计	>100
本基金基金经理持有本开放式基金	富国天惠成长混合A/B(LOF)	0
	富国天惠成长混合C	0
	合计	0

六、基金展望

年报中也有基金经理对市场未来的展望。内容可能不多，但是仔细品味还是有值得学习的地方。

在富国天惠成长混合（LOF）的展望中我们可以提取出这几个关键点：

（一）核心资产估值趋于合理，2021 年很多高成长性的核心资产估值逐渐回归到了合理的区间。

（二）运用估值，不盲目追高，不预测市场，用合理的价格去投资伟大的公司，坚守长期投资和价值投资。

（三）寻找公司治理健康，管理层优秀，内部基金良好的优秀上市公司投资，分享优秀企业成长所带来的收益。

4.5 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

展望 2022 年，我们需要认真思考后新冠时期的投资应对。未来较长一段时间内，全球经济将和新冠共存。同时国内实体增长减速的压力显现，宏观经营环境复杂。

经过 2021 年的分化行情，除高景气的新能源板块，市场整体的估值有所回落。部分经历过多一年考验的核心资产公司估值已经相对合理。过去一年中小盘资产整体估值提升幅度也不大，翻石头选股的环境依然友好。除了甄选优质的公司之外，估值考量变得更加重要。优质公司并不简单等同于耳熟能详的明星公司。我们并不具备精确预测市场短期走势的可靠能力，理性的长期投资者应该做的是以合理的价格耐心收集前景远大的优秀公司的股票，等待公司自身创造价值的实现和市场情绪在未来某个时点的回归。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。分享企业自身增长带来的资本市场收益是成长型基金取得收益的最好途径。

6、张坤管理的易方达蓝筹精选混合基金年报解析

作者：@菩老投资

发表时间：2022-04-03

股神张坤一共管理了 5 只大型公募基金，管理规模高达 1019.35 亿元，任职期内投资回报率高达 487.61%，这是一个超高收益率的管理规模和管理收益率了。目前旗下的基金都应公告了 2021 年度年报，那么我就来分析下张坤管理基金的易方达蓝筹精选混合年报情况下：

一、基金规模业绩情况

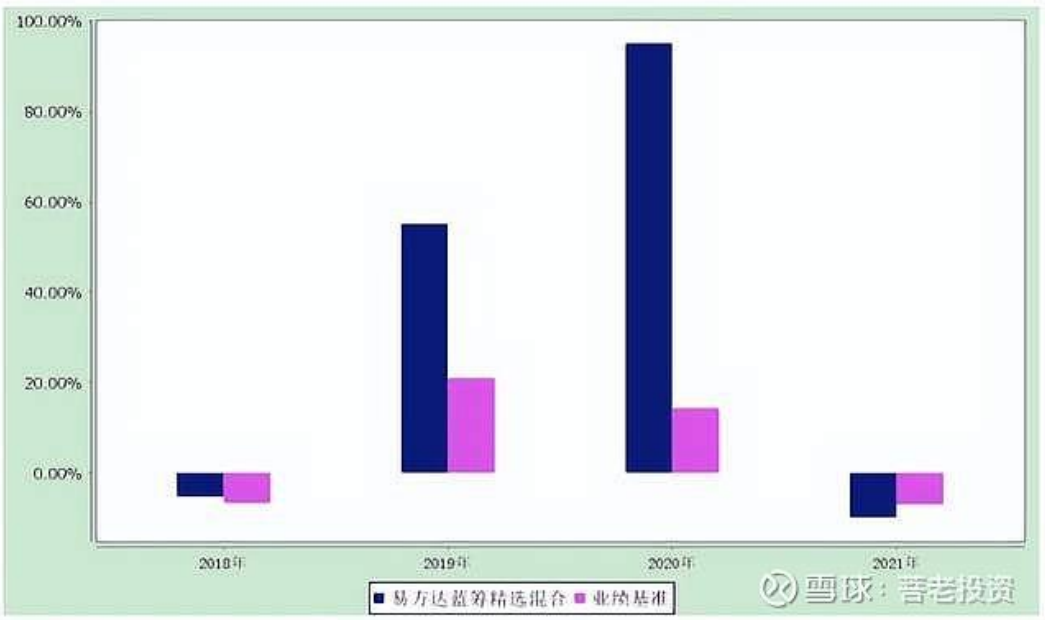
序号		基金代码	基金简称	最新净值(元)	日增长率(%)	最新净值日期	投资类型(一级)	基金规模(元) 2022.04.01	基金经理(现任)
1		002351	易方达裕祥回报债券	1.6740	0.18	20220401	债券型基金	729.49亿	【林成】；【林森】
2		161725	招商中证白酒指数a	1.0456	2.40	20220401	股票型基金	707.07亿	侯昊
3		510050	华夏上证50etf	2.9270	1.53	20220401	股票型基金	691.35亿	【张弘弢】；【徐猛】
4		005827	易方达蓝筹精选混合	2.1444	1.32	20220401	混合型基金	676.23亿	雪球：菩老投资
5		510300	华泰柏瑞沪深300etf	4.2728	1.26	20220401	股票型基金	568.86亿	柳军

易方达蓝筹精选混合是张坤管理最大规模的基金了，规模高达 676.23 亿元，单基金规模的排名非货币基金类全国第四，根据年报显示，2021 年易方达蓝筹精选混合年度基金份额净值增长率为-9.89%，也就是亏的，当然 2021 年蓝筹精选亏是正常的，因为 2021 年蓝筹股都是亏，只要投资就是亏，那么我们细化的分析下年报：

3.1.1 期间数据和指标	2021 年	2020 年	2019 年
本期已实现收益	3,272,157,254.19	1,493,496,726.07	261,545,199.53
本期利润	-10,391,134,200.14	18,177,226,812.44	1,401,839,671.78
加权平均基金份额本期利润	-0.3582	1.6231	0.4293
本期加权平均净值利润率	-12.66%	74.15%	32.29%
本期基金份额净值增长率	-9.89%	95.09%	55.12%
3.1.2 期末数据和指标	**2021 年末**	**2020 年末**	**2019 年末**
期末可供分配利润	9,549,337,686.53	5,699,095,916.46	502,422,601.53
期末可供分配基金份额利润	0.3647	0.2413	0.0876
期末基金资产净值	67,622,505,261.17	67,700,745,571.20	8,423,519,967.57
期末基金份额净值	2.5825	2.8661	1.4691
3.1.3 累计期末指标	**2021 年末**	**2020 年末**	**2019 年末**
基金份额累计净值增长率	158.25%	186.61%	46.91%

上表是易方达蓝筹精选混合三年业绩走势情况，可以发现在基金份额净值增长上，张坤的基金最牛的是在 2019 年和 2020 年，特别是 2020 年涨幅达到 95.09%，几乎翻倍，实际上也就是在 2020 年业绩暴涨的情况下，易方达蓝筹精选混合规模从只有 84 亿，飙升到了 677 亿，基金规模增长了将近 8 倍，所以说基金规模完全看业绩，业绩只要起来了，规模自然就飙升了，而 2021 年因为业绩下滑了，所以规模不仅没有增长，反而降低了一点点。

当然总体上上看，易方达蓝筹精选混合成立三年以来，累计增长率高达 158.25%，增长规模还是非常的巨大，而同期业绩比较基准收益率只有 20.34%。基准参考：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%。当然 2021 年的业绩是低于基准收益的：



可以发现 2021 年基准收益率为-7.05%，而同期易方达蓝筹精选混合收益率为-9.89%，因此跑输基准收益。当然这个跑输率不高，毕竟在 2021 年整体蓝筹股暴跌的情况下，易方达蓝筹精选混合只跑输了不大 3%的收益率，想象一下去年中概股、中国平安等蓝筹股暴跌的强度，因此这个跑输率其实不高的。实际 2021 年，A 股市场呈现结构分化，沪深 300 指数下跌 5.20%，上证综指上涨 4.80%，而创业板指数上涨 12.02%。中国香港市场震荡下跌，恒生指数下跌 14.08%，恒生中国企业指数下跌 23.30%。

2、易方达蓝筹精选混合管理费高达 15 亿

易方达蓝筹精选混合运营期间包括基金管理费、基金托管费：

单位：人民币元

项目	本期 2021年1月1日至2021年12月31日	上年度可比期间 2020年1月1日至2020年12月31日
当期发生的基金应支付的管理费	1,238,637,141.26	359,709,659.32

第 35 页共 68 页

易方达蓝筹精选混合型证券投资基金 2021 年年度报告

其中：支付销售机构的客户维护费	408,177,375.15	99,394,950.97

目前基金收取的为年度 1.5%，这是一个比较高的管理费用了，实际就像一个品牌一样，张坤管理的基金就是要收这么高的管理费用，这是无可辩驳的。2021 年累计发生的管理费高达 12.4 亿，也就是说单单管理这个 600 亿规模的基金，基金公司就赚了 12.4 亿，真的是非常可观的费用。

单位：人民币元

项目	本期 2021年1月1日至2021年12月31日	上年度可比期间 2020年1月1日至2020年12月31日
当期发生的基金应支付的托管费	206,439,523.40	59,951,609.82

雪球 基金投资

基金托管费就是基金向托管人付出的管理费，一般托管人都是银行就是了。目前该基金的托管费是 0.25%/年，属于正常的范畴。2021 年基金共付出 2.06 亿的基金托管费。

3、投资策略

该基金总体思路是本基金主要投资蓝筹股，并通过对各行业的综合分析，确定并动态调整行业配置比例。根据张坤的分析 2021 年股票市场方面，市场分化较为明显，电力设备、有色金属、煤炭、基础化工、钢铁等行业表现较好，而非银金融、家电等行业表现相对落后。在这个分析的基础上，基金配置行业方面，增加了金融、消费等行业的配置，降低了医药等行业的配置；个股方面，增加了**业务模式有特色、长期逻辑清晰**、估值水平合理的个股的投资比例。

也就是说张坤往低估的银行股和消费股上增加了投资倾向，同时卖出了医药等高估的行业，这就是为何 2021 年医药股崩盘的根源之一。

当然要重点关注张坤的投资逻辑，那就是业务有特色的、长期有逻辑、估值合理。

4、那么 2021 年调仓比较明显的股票有哪些

股票代码	股票名称	本期累计买入金额	本期累计卖出金额	买入/卖出比例	变动比例占期初净资产比例
00700	腾讯控股	9,951,665,432.58	7,394,002,477.47	1.35	3.778%
03690	美团－W	8,754,759,233.75	9,978,788,731.19	0.88	-1.808%
600036	招商银行	5,030,724,357.24	852,325,558.83	5.90	6.172%
03968	招商银行	3,348,047,300.24	2,764,182,394.85	1.21	0.862%
000001	平安银行	7,110,157,822.82	2,971,656,664.46	2.39	6.113%
000858	五粮液	5,095,122,234.94	3,085,571,175.73	1.65	2.968%
002304	洋河股份	4,549,109,667.13	2,809,445,369.28	1.62	2.570%
600887	伊利股份	4,083,128,441.30	0.00	#DIV/0!	6.031%
000568	泸州老窖	3,854,689,733.11	4,367,105,717.63	0.88	-0.757%
600519	贵州茅台	3,816,950,573.37	3,785,041,690.32	1.01	0.047%
002415	海康威视	3,468,694,807.42	0.00	#DIV/0!	5.124%
002007	华兰生物	3,050,521,368.97	2,576,622,343.39	1.18	0.700%
600872	中炬高新	2,011,213,423.60	1,507,636,267.09	1.33	0.744%
01658	邮储银行	699,700,361.42	662,550,012.62	1.06	0.055%
601658	邮储银行	529,549,700.33	505,088,485.59	1.05	0.036%

雪球 基金投资

上图是易方达蓝筹精选混合变动比较大的持仓股变动情况，可以发现变动最大的是招商银行，经过一年的操作，招商银行的买入规模相对于卖出规模增长了 6 倍，也就是大幅度加仓招商银行；其次加仓幅度最大的是平安银行。同时还出现了净买入的盈利股份和海康威视，也就是张坤看好上述加仓比较明显的股票。当然张坤去年是不看好美团、泸州老窖、贵州茅台等。当然最终依然还是要再看看持仓变动情况：



易方达优质精选混合(QDII) 2021年4季度股票投资明细

来源：天天基金 截止至：2021-12-31

序号	股票代码	股票名称	最新价	涨跌幅	相关资讯	占净值比例	持股数（万股）	持仓市值（万元人民币）
1	00700.HK	腾讯控股	378.80	1.23%	股吧 行情	9.85%	527.00	196,823.79
2	600519.SH	贵州茅台	1780.01	3.55%	股吧 行情	9.59%	93.50	191,675.00
3	600036.SH	招商银行	47.10	0.64%	股吧 行情	9.51%	3,900.00	189,969.00
4	000858.SZ	五粮液	159.90	3.12%	股吧 行情	9.38%	842.00	187,479.72
5	000568.SZ	泸州老窖	190.70	2.59%	股吧 行情	8.46%	666.00	169,077.42
6	002304.SZ	洋河股份	137.90	1.67%	股吧 行情	8.24%	1,000.01	164,731.15
7	600887.SH	伊利股份	37.34	1.22%	股吧 行情	7.68%	3,700.00	153,402.00
8	002415.SZ	海康威视	41.21	0.51%	股吧 行情	7.07%	2,700.01	141,264.52
9	09618.HK	京东集团-SW	229.00	-2.14%	股吧 行情	6.73%	600.00	134,413.44
10	00388.HK	香港交易所	366.00	-1.45%	股吧 行情	6.52%	350.00	130,317.26

显示全部持仓明细>>



易方达优质精选混合(QDII) 2020年4季度股票投资明细

来源：天天基金 截止至：2020-12-31

序号	股票代码	股票名称	相关资讯	占净值比例	持股数（万股）	持仓市值（万元人民币）
1	600519.SH	贵州茅台	股吧 行情	9.96%	200.00	399,600.00
2	002304.SZ	洋河股份	股吧 行情	9.83%	1,670.00	394,103.30
3	000568.SZ	泸州老窖	股吧 行情	9.75%	1,730.00	391,256.80
4	000858.SZ	五粮液	股吧 行情	9.74%	1,338.00	390,495.30
5	600763.SH	通策医疗	股吧 行情	6.41%	930.02	257,168.11
6	002044.SZ	美年健康	股吧 行情	5.30%	18,780.01	212,777.51
7	002032.SZ	苏泊尔	股吧 行情	4.22%	2,170.01	169,238.91
8	600009.SH	上海机场	股吧 行情	4.11%	2,180.01	164,939.56
9	600066.SH	宇通客车	股吧 行情	4.09%	9,700.01	164,124.11
10	600161.SH	天坛生物	股吧 行情	3.98%	3,830.01	159,711.29

显示全部持仓明细>>

上面是 2020 年 4 季度和 2021 年 4 季度的 10 大持仓股情况，可以发现张坤已经明显提升腾讯控股的比例，目前持仓最高的就是腾讯控股，持仓比例高达 9.85%，而在 2020 年末是看不到 10 大持仓里面的；其次是看好招商银行，也是从不到 10 大持仓，到第二大持仓股；还有伊利股份也是，从无到有。

而白酒类的持仓情况明显降低了持仓比例，因此其实可以参照张坤的持仓情况进行投资，主要张坤的主要持仓股没有盈利，然后持仓比例很高的情况下，那么就可以与主流基金经理共同进退了。

所以通过对该基金的分析，建议关注腾讯控股、招商银行、伊利股份、海康威视、京东集团、中国香港交易所。

7、一起读基金年报：如何由表及里读懂一只基金

作者：@六六汉堡包

发表时间：2022-03-24

一个优秀的基金投资者，大概率也会是一个优秀的股票投资者，因为其关注的要素基本是一致的：该基金/股票长期的竞争力、优秀的价值观以及合理的估值，即 right business，right people，right price.

那么，我们买入一只基金，也要通过多渠道、多角度、较长期来跟踪分析这只基金的表现，其中，包括年报在内的各期公告是必不可少的阅读材料。

一、基本情况

基金公司的情况、基金的运作周期、基金经理的介绍等等，在年报 4.1～4.2 章节中会有一定的披露。下面以“中庚价值品质 1 年期”基金为例。

中庚基金是一家于 2018 年成立的新基金管理公司，以自然人为主体发行，主要管理人是孟辉，也是一个基金行业的老司机。结合最近的公告，可以看出丘荣栋也出资入股。比较有代表性的新兴基金公司还有睿远基金等等。

该类基金的弱点很清楚，即与传统基金大厂如华夏、广发等相比，公司资源及投研实力大概率相对较弱，但机制更加灵活，如核心人员入股、更灵活的激励机制等等。投该类基金公司的产品，还是投核心管理团队。

基金经理丘栋荣是该公司的副总经理，且是最核心的基金管理人员，其证券从业经理 14 年，基金管理经历将近 7 年，从 2014 年开始参与管理汇丰晋信大盘基金（当时联合管理，其作为潜在接替者进入），也经历来 1～2 轮牛熊的市场洗礼，策略以及业绩具有可追踪性。

丘栋荣管理过的基金一览

基金代码	基金名称	相关链接	基金类型	规模（亿元）	任职时间	任职天数	任职回报
011174	中庚价值品质一年持有期混合	估值图 基金吧 档案	混合型-偏股	63.01	2021-01-19～至今	1年又64天	46.17%
007497	中庚价值灵动灵活配置混合	估值图 基金吧 档案	混合型-灵活	26.72	2019-07-16～至今	2年又252天	106.19%
007130	中庚小盘价值股票	估值图 基金吧 档案	股票型	48.03	2019-04-03～至今	2年又356天	119.01%
006551	中庚价值领航混合	估值图 基金吧 档案	混合型-偏股	36.49	2018-12-19～至今	3年又96天	127.80%
000849	汇丰晋信双核策略混合A	估值图 基金吧 档案	混合型-偏股	3.37	2014-11-26～2018-04-28	3年又154天	111.62%
000850	汇丰晋信双核策略混合C	估值图 基金吧 档案	混合型-偏股	0.49	2014-11-26～2018-04-28	3年又154天	111.86%
540006	汇丰晋信大盘股票A	估值图 基金吧 档案	股票型	19.29	2014-09-16～2018-04-28	3年又225天	200.75%

中庚价值品质 1 年期是一只混合型基金，且其有 1 年的封闭期。

结合“产品资料概要”等文件，可知“基金的投资组合比例为：本基金股票、存托凭证投资占基金资产的比例范围为 60%-95%（其中投资于港股通标的股票的比例占股票资产的 0%-50%）。”即其可以通过港股通投资于港股。

好了，上述信息整理完之后，对该基金基本信息有一个初步的了解了。

二、基金策略和风格

很多投资者喜欢直接先看业绩，而我则建议伙伴们可以从基金经历的策略和风格看起，长期来看，稳定的策略、风格才是长期业绩的保障。

年报上有具体披露：

1、基本策略

“资产配置策略：在保持总体风险水平相对稳定的基础上，采用自上而下的投资理念，对不同类别风险资产基本面的持续跟踪研究，结合证券市场对不同类别风险资产的定价情况，力求寻找符合基金投资目标的资产配置方式。”

即其会根据各资产的风险溢价等水平，来进行自上而下的配置，我们后面结合其资产配置情况会更清楚这一点。

“股票投资策略：本基金在选股上遵循价值投资理念。长期来看上市公司的可持续盈利能力和其股票估值具有很强的正相关性。可持续的高盈利能力公司的估值最终会比低盈利能力公司的高，因此通过投资低估值、高盈利能力的股票能够为投资者带来中长期的超额收益。”

翻译一下，即低估值价值投资，可能更加中性一点。

2、策略的稳定性

检验这一点最有效的办法是，在其管理基金经历的重大市场阶段，能否一直保持初心。

2014 年汇丰晋信大盘年报：“大盘基金坚持以**估值和盈利两个维度**，持续动态选择**低估值(PB)、高 ROE 的优质个股构建投资组合**，充分把握住了低估值、高盈利能力的大盘蓝筹股的基本面改善及估值提升的大行情，主要配置非银金融、银行、交运航空、建筑、建材、家电、汽车等低估值 蓝筹板块，并基于市场基本面和估值的动态变化，持续更新和调整组合配置结构，以获得持续超额收益。”

2017 年汇丰晋信大盘年报：“……在 2017 年市场偏好白马股的风头上，我们亦越来越关注跌幅较大，估值吸引力持续提升、基本面稳健的中小市值公司。降低过度暴露大盘风格的风险，同时根据市场和股价的上涨，**我们持续减持了部分表现相对突出、估值较高的板块。……同时积极配置低估值、盈利波动风险低、经营周期性相对较弱的行业与公司**……我们始终坚持我们的价值选股策略，不随市场风格、热点而转换，专注基本面的研究。”

2021 年“中庚价值品质 1 年期”第一季度（市场风格的极值）季度报：“一季度随着市场略有下跌和上市公司盈利修复，**中证 800 指数计算的权益资产风险溢价水平回升至中性水平，但权益资产内部估值分化仍较为极端。**虽然很难预测市场驱动力的变化，但基于经济基本面、通胀预期提升和潜在政策趋紧的合力，我们认为市场难以继续提升估值，**对高估值资产应更为谨慎。反之基于低估值价值投资理念，**我们自下而上更关注企业的风险和盈利增长，赚业绩及业绩增长的钱。我们仍有机会构建企业基本面风险小、盈利增长确定性较高且当前估值相对较低的组合，通过把握好结构性机会获得超额收益。”

再到近期的市场观点分享，“港股从结构性机会转变到系统性机会”等判断，我们认为其能非常清晰的找准市场定位，“**基于风险溢价的低估值价值投资理念**”，是长期一以贯之的。

3、换手率检验价值还是趋势

数据骗不了人，即便在交易氛围比较浓厚的 A 股，换手率的高低，也能一定程度上反应基金经理是个价值投资者，还是个偏好趋势的人。

由于中庚价值品质 1 年期发行时间较短，我们看丘栋荣管理的另外一只基金“中庚价值领航”长期的换手率：

报告期	基金换手率
2021-12-31	211.57%
2021-06-30	129.42%
2020-12-31	197.79%
2020-06-30	207.88%
2019-12-31	193.30%
2019-06-30	266.57%

换手率基本在 200%以内（A 股权益基金平均水平 350%），意味着该基金理论上换手率是半年一次，考虑到申购赎回以及实验性操作，真实换手率大约 1 年一次。由于 A 股作为新兴市场，交易机会也比较多，可以提高对基金经理换手率的容忍度。丘栋荣基金换手率基本也可以接受，“中庚价值品质 1 年期”作为封闭基金，其换手率相对更低。

报告期	基金换手率
2021-12-31	126.72%
2021-06-30	190.31%

4、低估值匹配的分散度

“中庚价值品质 1 年期”近四季度前十大持仓，基本在 50%上下，体现一定的分散度。且 A 股市场、港股市场全市场配置，可选择空间巨大。

三、基金业绩及份额

1、基金比较基准

中证 800 指数收益率×50%＋中证港股通综合指数（人民币）收益率×25%+中证全债指数收益率×25%。

我们买入权益基金，自然是想其跑赢权益类指数，因此，我们将其业绩与中证 800 指数基金业绩进行对比。

2、历史管理基金业绩表现。

同样的，需要看基金经理的长期水平和近期水平。截取其在两家公司代表基金的业绩表现。

先看汇丰晋信大盘其主要管理期间的回报：78%，远远高于中证 800 的 7%。且每年跑赢 10%+，波动非常低，看图形会误认为这是一只债券基金。



再看中庚价值领航：在 2019 年～2020 年的龙头赛道牛市中，其跟上指数但没有实现超额收益，但自 2021 年，市场转向低估价值风格，其阿尔法效应快速显现。



3、基金份额及净值变化

再回到“中庚价值品质 1 年期”年报上来，近一年业绩表现一目了然。

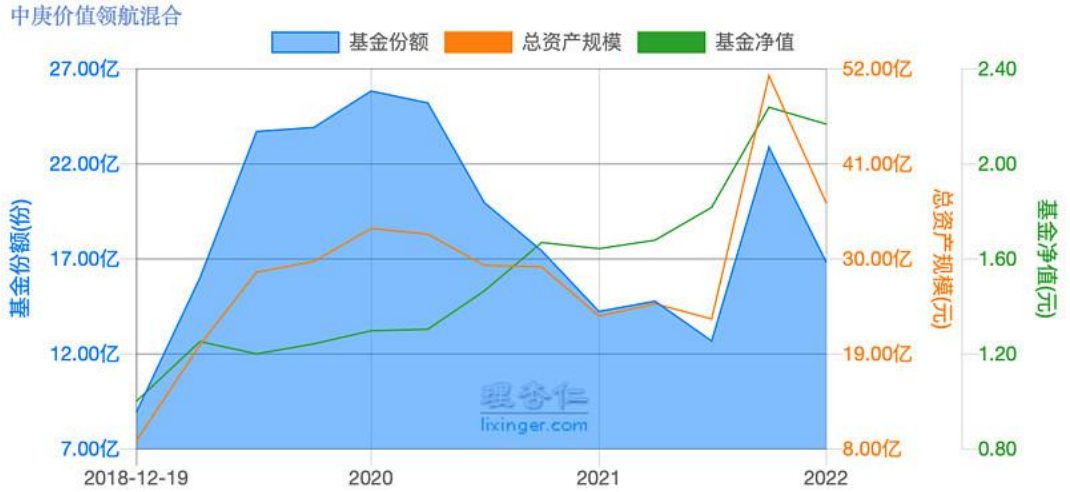
3.2 基金净值表现

3.2.1 基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较

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	-4.84%	1.38%	-0.32%	0.54%	-4.52%	0.84%
过去六个月	18.69%	1.49%	-5.40%	0.72%	24.09%	0.77%
自基金合同生效起至今	37.02%	1.28%	-6.53%	0.79%	43.55%	0.49%

注：该基金自 2021 年 1 月 19 日生效。

基金份额变化：由于其未满一年封闭期，份额无变化。可以看该管理人管理的其他基金份额变化（即便是如此优秀的管理人，基民追涨杀跌也毫不手软）：



持有人结构

这是 1 年期基金个人投资者占比较多，基金管理人跟投，且根据最新公告，接下来基金经理自愿跟投 1500 万元，充分表现对该基金、该时点估值的信心。

9.1 期末基金份额持有人户数及持有人结构

份额单位：份

持有人户数（户）	户均持有的基金份额	持有人结构			
		机构投资者		个人投资者	
		持有份额	占总份额比例	持有份额	占总份额比例
59,281	77,568.68	79,495,265.99	1.73%	4,518,853,450.48	98.27%

9.2 期末基金管理人的从业人员持有本基金的情况

项目	持有份额总数（份）	占基金总份额比例
基金管理人所有从业人员持有本基金	29,156,089.34	0.63%

四、业绩归因

一言以蔽之，择时能力和选股能力对基金净值的贡献。

我们看一看中欧曹名长管理的基金“中欧潜力价值混合”成立以来的净值驱动因素与选股能力。

曹名长是 2015 年年底接手该基金的，那么以 2015 年 4 季度报告来看，其当时累积净值为 1.101 元/份，其当时前十大重仓股 PB（总市值/总盈利）约为 2.24 倍，ROE 约为 14.59%。

截止到 2021 年四季度，其累积净值（含分红）为 2.2110 元/份，四季度末前十大持仓 PB 为 1.45，ROE 约为 12.82%。

6 年过去了，业绩归因如下：

PB 值只有原来的 65%，但累积净值却是原来的 201%，每份基金对应的净资产，是原来的 310%，即增长了 210%：估值对净值的贡献是负的，而基本面贡献了绝对的净值收益，可见老曹的选股功底之深。

	2015 年四季度末	2021 年四季度末	变动	增长率
累积净值	1.101	2.211	201%	101%
PB	2.24	1.45	65%	-35%
净资产	/	/	310%	210%
ROE	14.59%	12.82%		

五、基金持仓

我们看“中庚价值品质 1 年期”年报披露的持仓。



2021			
03-31	06-30	09-30	12-31
总资产规模: 29.42亿元	总资产规模: 32.86亿元	总资产规模: 66.19亿元	总资产规模: 62.98亿元
前10持仓占比: 42.97%	前10持仓占比: 48.27%	前10持仓占比: 58.16%	前10持仓占比: 47.49%
---	所有持仓占比: 92.05%	---	---
中国海外发展.hk (5.98%) 1,030.65万股(1.76亿元) ↑	富满微.sz (7.54%) ✓188.23万股(2.48亿元) ✗	兖矿能源.hk (10.08%) ↑ 5,433.40万股(6.67亿元) ↓	兖矿能源.hk (9.10%) ↓ 4,522.20万股(5.73亿元)
威海广泰.sz (5.58%) 890.24万股(1.64亿元) ↓	兖矿能源.hk (7.03%) ↑ 2,661.00万股(2.31亿元) ↑	陕西煤业.sh (8.58%) ✓3,840.03万股(5.68亿元) ↓	中国海洋石油.hk (6.70%) ↓ 6,434.80万股(4.22亿元)
工商银行.hk (5.16%) 3,220.00万股(1.52亿元) ↓	中国海外发展.hk (6.04%) ↑ 1,353.70万股(1.99亿元) ↑	中国海洋石油.hk (7.55%) ↑ 6,898.60万股(5.00亿元) ↓	中国海外发展.hk (5.92%) ↑ 2,470.35万股(3.73亿元)
中国光大银行.hk (4.74%) 4,864.00万股(1.39亿元) ↑	中国光大银行.hk (5.20%) ↑ 6,477.80万股(1.71亿元) ↑	保利发展.sh (6.02%) ✓2,841.14万股(3.99亿元) ✗	常熟银行.sh (5.35%) ✓5,099.61万股(3.37亿元)
柳药股份.sh (4.28%) 555.50万股(1.26亿元) ↑	天原股份.sz (4.65%) ✓1,485.16万股(1.53亿元) ↑	中煤能源.hk (5.71%) ✓7,623.80万股(3.78亿元) ↓	中国宏桥.hk (4.47%) ↑ 4,186.50万股(2.82亿元)
中盐化工.sh (4.01%) 1,472.55万股(1.18亿元) ✗	远兴能源.sz (4.52%) ✓3,182.61万股(1.49亿元) ↓	中国宏桥.hk (5.02%) ↑ 3,982.65万股(3.32亿元) ↑	中煤能源.hk (4.08%) ↓ 6,994.40万股(2.57亿元)
兖矿能源.hk (3.69%) 1,394.40万股(1.08亿元) ↑	柳药股份.sh (3.51%) ↑ 584.68万股(1.15亿元) ↑	中国海外发展.hk (4.97%) ↑ 2,224.60万股(3.29亿元) ↑	中国光大银行.hk (3.69%) ↓ 1.03亿股(2.32亿元)
中国移动.hk (3.44%) 235.15万股(1.01亿元) ↑	中国财险.hk (3.40%) ✓1,976.80万股(1.12亿元) ↑	中国光大银行.hk (3.85%) ↑ 1.11亿股(2.55亿元) ↓	陕西煤业.sh (3.42%) ↓ 1,767.22万股(2.16亿元)
中国海洋石油.hk (3.08%) 1,317.70万股(9,054.33万元) ↑	中国移动.hk (3.18%) ↑ 259.10万股(1.05亿元) ✗	天原股份.sz (3.29%) ↑ 1,567.08万股(2.18亿元) ↓	天原股份.sz (2.54%) ↓ 1,257.47万股(1.60亿元)
徐工机械.sz (3.02%) 1,168.73万股(8,870.66万元) ↓	中国海洋石油.hk (3.17%) ↑ 1,418.60万股(1.04亿元) ↑	兰花科创.sh (3.08%) ↑ 1,587.46万股(2.04亿元) ↓	海利尔.sh (2.19%) ↑ 549.47万股(1.38亿元)

延续其低估价值风格，十大持仓新增“环太湖”区域性银行常熟银行，保利发展退出前十甚至清仓，中海、中国宏桥比例提升，煤炭资源依然占据较大的配置比例。

值得注意的显著变化是，除港股价值股之外，港股科技互联网企业纳入其持仓范围，如快手（占比 1.81%）、完美世界、中手游等，说明所谓的“成长性”企业，一旦估值进入低估区间，也会进入丘栋荣的持仓范围，反映其持股的灵活性。

六、配置能力

由于其进入中庚以来，持有在权益市场上能寻找到投资机会（见其市场分析，2019 年年初开始管理，有时命好也是竞争力哈），所以其权益投资一直占据高位。

而在汇丰晋信双核管理期间，更能反映其资产配置能力：

报告期	股票占净比	债券占净比	现金占净比	净资产（亿元）
2017-12-31	60.58%	34.89%	2.51%	84.14
2017-09-30	53.31%	38.11%	2.37%	80.34
2017-06-30	90.06%	5.68%	2.40%	56.00
2017-03-31	79.57%	9.49%	1.80%	53.57
2016-12-31	80.99%	8.69%	11.33%	51.95
2016-09-30	61.49%	4.19%	35.59%	41.06
2016-06-30	94.15%	---	7.12%	31.35
2016-03-31	94.26%	---	5.41%	23.04
2015-12-31	70.52%	0.05%	37.83%	14.08
2015-09-30	66.03%	---	39.15%	4.68
2015-06-30	89.78%	---	10.67%	5.19
2015-03-31	88.54%	---	11.00%	5.02

结合对应期间的报告解读，会更精彩。

七、管理文化

1、收费标准

中庚价值品质 1 年期管理费 1.5%，托管费 0.25%，这个都是行业普遍标准。但其申购费 1.5%且没有优惠费率，则让人比较惊讶了。其申购渠道也比较少，不知道是基于什么考虑。

2、申购及规模限制

这一点要给丘栋荣点赞，在其认为市场估值时机不太好的情况下，会主动控制规模，限制申购，如 2021 年 7 月份、2022 年年初。而在其认为市场出现机会的时候，则会放开申购，甚至管理人会加大跟投，比如最近：

关于基金经理拟购买本公司旗下公募基金产品的公告

基于对中国资本市场长期健康稳定发展的信心，中庚基金管理有限公司（以下简称“本公司”）相关基金经理将于2022年3月18日（含）起十个交易日内追加购买本公司旗下相关基金产品。

具体拟购买信息如下：

基金名称	拟申购基金经理	拟购买金额
中庚价值品质一年持有期混合型证券投资基金	丘栋荣	不低于1500万
中庚价值先锋股票型证券投资基金	陈涛	不低于500万
	曹庆	不低于200万

本公司将秉承长期投资、价值投资的理念，一如既往地为基金份额持有人创造价值。

特此公告。

中庚基金管理有限公司

2022 年 3 月 17 日

八、基金估值

年报中基金经理策略分析部分，有关于估值的解读。建议一并阅读。

1、中证 800 估值（比较基准）

“估值方面，2021 年上市公司整体盈利大幅度修复和 10 年国债收益率显著下行，整体估值水平自年初的高位消化至历史中性水平，中证 800 股权风险溢价从去年年末的 -0.65 倍标准差回升至 0.19 倍标准差。”翻译过来，中证 800 估值吸引力有所上升，但整体估值偏中性。



2、300 价值估值（策略风格估值）

低估值价值投资的选股池依然比较满。



3、港股价值股及互联网

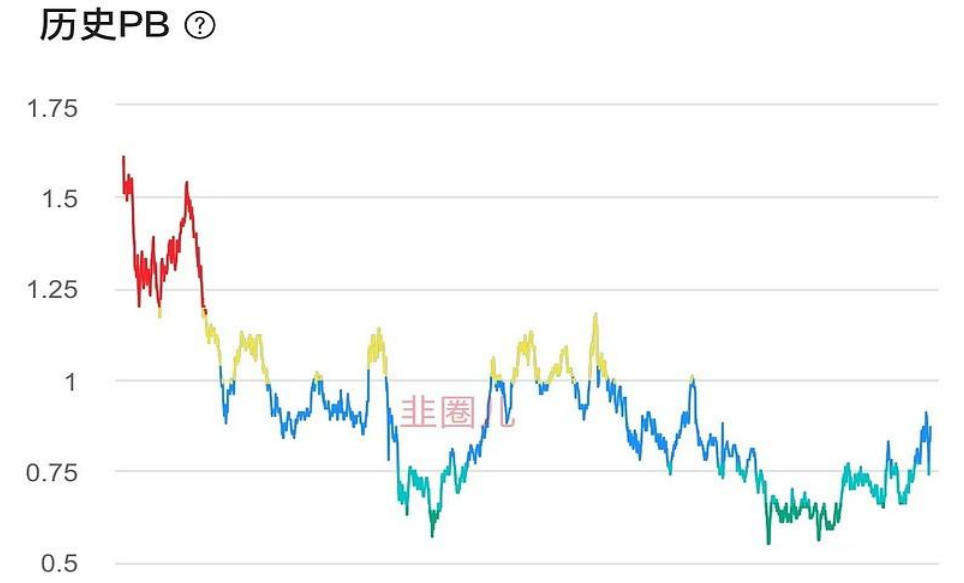
这个不用分析了，估值依然在膝盖以下。

年报：“基于股权风险溢价的资产配置策略，本基金报告期内维持了对权益资产较高的配置比例，其中港股配置比例也维持在本基金合同约定区间内的较高水平。”

4、基金（PB-ROE）

前十大持仓平均 PE 为 6，PB 为 0.9，ROE 为 14.4%，从估值角度看，具备较强的吸引力。





结论：

投资者在购买某只基金时，经过由表及里地分析之后，还需要知道自己的需求：投资周期、投资价值观、波动承受度、预期收益率等等，在此基础上，看这只基金是否能够匹配。

以中庚价值品质 1 年期基金为例，基金经理的策略和风格、长期的业绩表现、低估价值策略的业绩归因，以及基金经理的申购赎回安排，都符合我的投资理念，让我仍然疑虑的因素：其依托的基金公司成立时间较短，其管理风格、资源以及投研能力还需要观察

判断；另外一点，与同类基金（如同属于低估值价值策略的中欧价值潜力等基金）相比，其申购费过于高昂，让人比较难以接受。

8、全面解读一只基金的 2021 年报

作者：@青瑟只鸟

发表时间：2022-03-27

目前，东方、汇丰晋信、中邮、永赢、华泰公司的基金已经开始披露 2021 年报了。以汇丰晋信动态策略混合 A(540003)为例，我们看看年报（83 页）都披露了哪些内容。

一、基金简介

基金合同生效日：2007 年 04 月 09 日。

投资策略：本基金奉行“恰当时机、恰当比重、恰当选股”的投资理念和“自上而下”与“自下而上”的双重选股策略。

业绩比较基准 = 50%×MSCI 中国 A 股在岸指数收益率+50%×中债新综合指数收益率(全价)。

二、主要财务指标、基金净值表现及利润分配情况

2021 年动态策略混合 A 这只基金的**利润近 13 亿。**

金额单位：人民币元

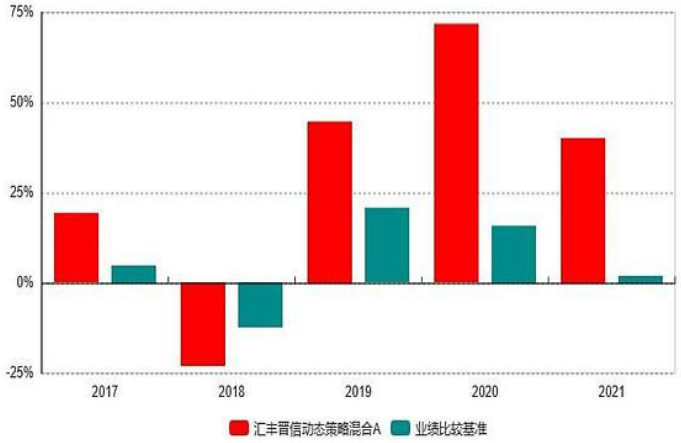
3.1.1 期间数据和指标	2021年		2020年		2019年	
	汇丰晋信动态策略混合A	汇丰晋信动态策略混合H	汇丰晋信动态策略混合A	汇丰晋信动态策略混合H	汇丰晋信动态策略混合A	汇丰晋信动态策略混合H
本期已实现收益	1,037,089,806.53	86,835,774.08	371,155,715.21	7,300,415.28	125,311,495.99	150,625.67
本期利润	1,278,719,341.30	97,445,522.73	479,188,312.14	12,794,099.70	316,779,452.80	348,862.93
加权平均基金	1.2328	0.8038	1.4581	1.4635	0.6042	0.3998

本基金净值增长率和基线比较：**超额收益明显。**

汇丰晋信动态策略混合A

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	2.59%	0.97%	1.31%	0.37%	1.28%	0.60%
过去六个月	14.89%	1.16%	-0.28%	0.49%	15.17%	0.67%
过去一年	40.11%	1.28%	1.82%	0.57%	38.29%	0.71%
过去三年	248.07%	1.40%	45.15%	0.64%	202.92%	0.76%
过去五年	218.89%	1.27%	27.02%	0.60%	191.87%	0.67%
自基金合同生效起至今	662.56%	1.51%	68.34%	0.85%	594.22%	0.66%

过去五年，有 4 年跑赢基线，只有 2018 年跑输基线。



三、管理人报告

汇丰晋信基金公司，2005 年 11 月 16 日成立，共管理 27 只开放式基金。最早的一只是汇丰晋信 2016 生命周期开放式证券投资基金(2006 年 5 月 23 日成立)，最晚的一只是汇丰晋信医疗先锋混合型证券投资基金(2021 年 7 月 12 日成立)。

年报不但会披露基金经理的信息，还会披露基金经理助理的信息。本基金的经理只有陆彬一位，另外两位是基金经理助理。

基金经理陆彬，总经理助理、股票研究部总监，证券从业年限 7.5 年。2020-05-09 管理该基金至今。

闫湜，基金经理助理，证券从业年限 9 年。2021-12-25 管理该基金至今。协助基金经理开展固定收益资产和新股相关投资管理工作。担任本基金基金经理助理的日期，2021-12-25 至今。

傅煜清，汇丰晋信平稳增利中短债债券型证券投资基金、汇丰晋信货币市场基金基金经理。担任本基金基金经理助理的日期，2020-11-14～2021-12-25。

报告期内基金投资策略和运作分析（与季度报不完全相同）。

2021 年 4 季度报-投资策略和运作分析：

1、2021 年 4 季度，市场反弹上涨。上证综指上涨 2.01%，创业板指上涨 2.4%。在中信 30 个一级行业中，传媒、国防军工和通信行业涨幅居前。煤炭、石油石化和钢铁行业表现相对落后。

2、当前市场的风险溢价水平在历史中枢附近，同时在"以经济建设为中心"和"稳字当头、稳中求进"的要求与基调下，宏观政策有望持续发力，市场外部环境比较温暖，内部结构性机会将会更加均衡。我们之前一直担心的某些行业和风格的基本面或估值的大部分风险也基本释放。所以，我们认为 2022 年的投资主线将是"价值回归、优质成长"，我们将用"基于基本面和估值"的动态策略投资体系来把握市场机会。

2021 年年报-投资策略和运作分析：

1、2021 年市场呈现普涨格局，各大指数具有一定涨幅。从中信一级行业来看，电力设备及新能源、基础化工和有色金属行业涨幅均超过 40%，消费者服务、非银行金融和家电行业表现相对落后。

2、汇丰晋信动态策略基金专注于投资范围，通过对行业基本面和估值的研究和跟踪，超配了新能源、化工、有色等行业，本基金在整体风格和行业上都相对较为均衡，我们会根据环境变化，适当调整仓位，把握市场投资机会。

2021 年年报-管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望：

1、3 月以来，市场短期内出现了极端剧烈的调整，越是短期的波动可能越受市场情绪、风险偏好影响以及对某一些风险事件发酵的担忧，但越是短期的剧烈变动越不可持续。展望 2022 年，我们认为在"以经济建设为中心"和"稳字当头、稳中求进"的要求与基调下，宏观政策有望持续发力，整体行业发展趋势并不会随着短期资本市场的波动而改变。

2、中期看，我们认为结构比仓位更重要，因此要关注投资上的结构调整，主要关注三类投资机会：一是和资源能源相关的、大宗商品价格持续上涨受益的行业；二是医药和新能源车等需求比较确定而成本端不受扰动的行业；三是互联网相关的计算机、传媒等行业，我们将用"基于基本面和估值"的动态策略投资体系来把握市场机会。

四、年度财务报表

1、资产负债表：资产 = 负债 + 所有者权益

资产：资产从 13.5 亿增长至 105 亿，股票投资占比由 87.17%上升到 90.98%。

[redacted]

单位：人民币元

资 产	附注号	本期末 2021年12月31日	上年度末 2020年12月31日
资 产：			
银行存款	7.4.7.1	343,707,275.80	159,043,282.91
结算备付金		7,352,751.67	1,742,132.42
存出保证金		2,421,595.09	528,202.65
交易性金融资产	7.4.7.2	9,960,264,188.13	1,186,647,575.19
其中：股票投资		9,562,034,188.13	1,178,448,395.19
基金投资		-	-
债券投资		398,230,000.00	8,199,180.00
资产支持证券投资		-	-
贵金属投资		-	-
衍生金融资产	7.4.7.3	-	-
买入返售金融资产	7.4.7.4	180,000,000.00	-
应收证券清算款		-	-
应收利息	7.4.7.5	1,179,040.23	194,944.17
应收股利		-	-
应收申购款		15,615,566.91	3,713,476.30
递延所得税资产		-	-
其他资产	7.4.7.6	-	-
资产总计		10,510,540,417.83	1,351,869,613.64

[redacted]

负债和所有者权益：负债 2 亿多，所有者权益=资产-负债=102.87 亿。

负债和所有者权益	附注号	本期末 2021年12月31日	上年度末 2020年12月31日
负 债：			

短期借款		-	-
交易性金融负债		-	-
衍生金融负债	7.4.7.3	-	-
卖出回购金融资产款		-	-
应付证券清算款		179,924,235.39	71,370,548.69
应付赎回款		24,624,379.72	1,548,650.64
应付管理人报酬		12,703,959.28	1,366,702.97
应付托管费		2,117,326.54	227,783.83
应付销售服务费		-	-
应付交易费用	7.4.7.7	3,564,455.05	1,008,997.44
应交税费		-	-
应付利息		-	-
应付利润		-	-
递延所得税负债		-	-
其他负债	7.4.7.8	285,649.21	252,726.77
负债合计		223,220,005.19	75,775,410.34
所有者权益：			
实收基金	7.4.7.9	2,013,565,435.09	349,931,742.30
未分配利润	7.4.7.10	8,273,754,977.55	926,162,461.00
所有者权益合计		10,287,320,412.64	1,276,094,203.30
负债和所有者权益总计		10,510,540,417.83	1,351,869,613.64

2、利润表：净利润 = 利润总额 - 所得税费用 =（收入 - 费用）- 所得税费用。

收入：股票收益 10 多亿，占总收入的 76.65%。

1）存款利息收入，200 多万；2）买卖股票差价收入，超过 11 亿；3）债券投资收益，300 多万；4）股利收益，超过 8 千万；5）公允价值变动收益，2.5 亿；6）其他收入，400 多万，其中基金赎回费收入 430 万，基金转换费收入 11 万。

		2021年12月31日	0年12月31日
一、收入		1,494,476,286.06	515,840,358.00
1.利息收入		6,958,775.88	784,324.27
其中：存款利息收入	7.4.7.11	2,546,824.63	553,171.29
债券利息收入		3,327,238.02	62,401.50
资产支持证券利息收入		-	-
买入返售金融资产收入		1,084,713.23	168,751.48
证券出借利息收入		-	-
其他利息收入		-	-
2.投资收益（损失以“-”填列）		1,230,870,607.82	400,562,778.87
其中：股票投资收益	7.4.7.12	1,145,559,995.32	394,377,430.94
基金投资收益		-	-
债券投资收益	7.4.7.13	3,082,822.55	219,979.25
资产支持证券投资收益	7.4.7.13.5	-	-
贵金属投资收益	7.4.7.14	-	-
衍生工具收益	7.4.7.15	-	-
股利收益	7.4.7.16	82,227,789.95	5,965,368.68
3.公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	7.4.7.17	252,239,283.42	113,526,281.35
4.汇兑收益（损失以“-”号填列）		-	-
5.其他收入（损失以“-”号填列）	7.4.7.18	4,407,618.94	966,973.51

费用：主要是管理人报酬、托管费、交易费用。随着规模的增长，管理人报酬由 1 千多万增长到 7 千多万，交易费用由 8 百多万增长到 2 千多万，净利润由 4.92 亿上升到 13.76 亿。管理费率，每年 1.5%，托管费率 0.25%。2021 年，年末规模为 102.87 亿。

减：二、费用		118,311,422.03	23,857,946.16
1. 管理人报酬	7.4.10.2.1	77,357,831.08	12,856,670.77
2. 托管费	7.4.10.2.2	12,892,971.88	2,142,778.42

PUBLIC

3. 销售服务费		-	-
4. 交易费用	7.4.7.19	27,771,391.76	8,572,915.97
5. 利息支出		-	-
其中：卖出回购金融资产支出		-	-
6. 税金及附加		5.84	1.00
7. 其他费用	7.4.7.20	289,221.47	285,580.00
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）		1,376,164,864.03	491,982,411.84
减：所得税费用		-	-
四、净利润（净亏损以“-”号填列）		1,376,164,864.03	491,982,411.84

3、所有者权益(基金净值)变动表

期末所有者权益（规模）= 期初所有者权益（规模）+ 本期利润 + 基金申购款 + 基金赎回款（负数）= 12.76 + 13.76 + 108.17 - 31.82 = 102.87 亿。

项 目	本期 2021年01月01日至2021年12月31日		
	实收基金	未分配利润	所有者权益合计
一、期初所有者权益(基金净值)	349,931,742.30	926,162,461.00	1,276,094,203.30
二、本期经营活动产生的基金净值变动数(本期利润)	-	1,376,164,864.03	1,376,164,864.03
三、本期基金份额交易产生的基金净值变动数（净值减少以“-”号填列）	1,663,633,692.79	5,971,427,652.52	7,635,061,345.31
其中：1.基金申购款	2,340,718,123.71	8,476,473,912.77	10,817,192,036.48

PUBLIC

2.基金赎回款	-677,084,430.92	-2,505,046,260.25	-3,182,130,691.17
四、本期向基金份额持有人分配利润产生的基金净值变动（净值减少以“-”号填列）	-	-	-
五、期末所有者权益（基金净值）	2,013,565,435.09	8,273,754,977.55	10,287,320,412.64

4、重要财务报表项目的说明

银行存款：3.4 亿活期存款，无定期存款。

交易性金融资产：本期末公允价值变动 4.45 亿（浮盈），上期末公允价值变动 1.92 亿。公允价值变动收益 2.5 亿。

项目		本期末 2021年12月31日		
		成本	公允价值	公允价值变动
股票		9,117,337,970.51	9,562,034,188.13	444,696,217.62
贵金属投资-金交所黄金合约		-	-	-
债券	交易所市场	-	-	-
	银行间市场	398,231,700.00	398,230,000.00	-1,700.00
	合计	398,231,700.00	398,230,000.00	-1,700.00
资产支持证券		-	-	-
基金		-	-	-
其他		-	-	-
合计		9,515,569,670.51	9,960,264,188.13	444,694,517.62

5、因认购新发/增发证券而于期末持有的流通受限证券

基金可使用以基金名义开设的股票账户，选择网上或者网下一种方式进行新股申购。其中基金参与网下申购获得的新股或作为战略投资者参与配售获得的新股，在新股上市后的约定期限内不能自由转让；基金参与网上申购获配的新股，从新股获配日至新股上市日之间不能自由转让。

本基金，有 5 只股票流通受限，总金额只有 6 万左右，可以忽略不计。

五、投资组合报告

期末基金资产组合情况：股票占比高达 90.98%。

序号	项目	金额	占基金总资产的比例(%)
1	权益投资	9,562,034,188.13	90.98
	其中：股票	9,562,034,188.13	90.98
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	398,230,000.00	3.79
	其中：债券	398,230,000.00	3.79
	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	180,000,000.00	1.71
	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	351,060,027.47	3.34
8	其他各项资产	19,216,202.23	0.18
9	合计	10,510,540,417.83	100.00

除了制造业，该基金还重仓了金融地产和信息技术。

代码	行业类别	公允价值（元）	占基金资产净值比例(%)
A	农、林、牧、渔业	-	-
B	采矿业	571,456,316.20	5.55
C	制造业	4,530,463,220.60	44.04
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	-	-
E	建筑业	4,713.80	0.00
F	批发和零售业	-	-
G	交通运输、仓储和邮政业	-	-
H	住宿和餐饮业	168,565,595.60	1.64
I	信息传输、软件和信息技术服务业	1,161,486,528.79	11.29
J	金融业	926,708,615.93	9.01
K	房地产业	1,381,282,683.40	13.43
L	租赁和商务服务业	235,081,564.65	2.29
M	科学研究和技术服务业	-	-
N	水利、环境和公共设施管理业	245,635,004.62	2.39
O	居民服务、修理和其他服务业	-	-
P	教育	-	-
Q	卫生和社会工作	23,876,948.24	0.23
R	文化、体育和娱乐业	317,472,996.30	3.09
S	综合	-	-
	合计	9,562,034,188.13	92.95

本基金持仓了 71 只股票。前十大持仓股票中包含了房地产（万科 A 和保利发展），保险（中国平安和中国太保），小金属（天齐锂业和赣锋锂业），化学制品（广信股份和雅化集团）。前 10 大持仓占比 38.64%，股票集中度偏低。

与 2021 中期报告对比，本基金在 2021 年下半年，新增了 46 只股票的持仓，清仓了 49 只股票。

新增

化学制品（新增 4 只）：联创股份 2.85%、盐湖股份 1.85%；

计算机应用（新增 8 只）：中望软件 1.67%、深信服 1.58%、安恒信息 1.51%；

传媒（新增 5 只）：三七互娱 1.12%、完美世界 0.94%；

小金属（新增 1 只）：盛屯矿业 2.12%；

证券（新增 1 只）：东方财富 1.08%。

清仓

小金属（清仓 3 只）：西藏矿业 2.72%、华友钴业 1.59%；

汽车零部件（清仓 6 只）：宁波华翔 0.35%；

银行（清仓 2 只）：农业银行 3.1%。

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	000002	万 科A	31,086,164	614,262,600.64	5.97
2	002466	天齐锂业	4,815,646	515,274,122.00	5.01
3	688006	杭可科技	3,706,660	398,762,482.80	3.88
4	601318	中国平安	7,478,717	377,002,123.97	3.66
5	600048	保利发展	23,501,112	367,322,380.56	3.57
6	002460	赣锋锂业	2,531,822	361,670,772.70	3.52
7	601601	中国太保	13,058,858	354,156,228.96	3.44
8	688798	艾为电子	1,608,880	347,518,080.00	3.38
9	603599	广信股份	8,382,503	326,917,617.00	3.18
10	002497	雅化集团	10,862,559	311,320,940.94	3.03

PUBLIC

买入股票 137.72 亿，卖出股票 67.86 亿。

8.4.3 买入股票的成本总额及卖出股票的收入总额

单位：人民币元

买入股票成本（成交）总额	13,772,133,576.99
卖出股票收入（成交）总额	6,786,348,122.79

注：本表"买入股票成本（成交）总额"，"卖出股票收入（成交）总额"均按买卖成交金额（成交单价乘以成交数量）填列，不考虑相关交易费用。

六、基金份额持有人信息

1）持有人户数，13 万；机构投资者占比 61.06%，个人投资者占比 38.94%；

2）期末基金管理人的从业人员持有本基金 1195903.32*4.4466=5317703.702712，约等于 531.77 万。

项目	份额级别	持有份额总数（份）	占基金总份额比例
基金管理人所有从业人员持有本基金	汇丰晋信动态策略混合A	1,195,903.32	0.0628%
	汇丰晋信动态策略混合H	0.00	0.0000%
	合计	1,195,903.32	0.0576%

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。