

护城河理论与轻资产投资

文/兴业全球基金 钱敏伟 日期：2012-02-29

《股市真规则》的作者，晨星公司的帕特•多尔西在2008年出版了一本名为《寻找投资护城河》的书，其中将巴菲特提出的护城河这一概念进行深入剖析，并循序渐进地向读者展示如何将其运用到投资当中。他概括出护城河有四个常见的来源：无形资产、转换成本、成本优势和网络效应，而这，正是企业所拥有的独特能力与核心优势所在，也可以将这种护城河理解成是一种轻资产式的经营模式与竞争优势。

优秀的轻资产公司往往能维持较高的毛利率、获得可观的利润、在行业波动中占据主动、比同类企业发展得更快，从而最终为投资者创造价值。无怪乎巴菲特形象地将企业的品牌、消费者黏性、销售模式创新、成本控制等核心竞争力比作护城河，以此保持自身优势、抵御竞争对手的攻击，这已成为巴菲特的选股原则之一。如此看来，企业稀缺的轻资产就是企业重要的护城河，轻资产优势越明显，护城河就越宽，对投资的吸引力也就越大。

虽然护城河的水通常是不流动的，但是在投资当中却需要动态理解这一概念。这意味着要从轻资产经营对于公司发展的本质来理解，既强调资产的轻重，又强调资本管理与运营效率的提高，若只看重固定资产占比等财务指标，则只能看到表象。轻资产经营体现了一种致力于充分挖掘公司所拥有的所有生产要素潜能和作用的商业模式和战略理念。

那么如何做到动态理解轻资产模式呢？IBM的转型就是鲜活的例子。从1989年开始，IBM就开始不断剥离硬件业务，同时陆续将IT服务公司并购进来，并调动内部研究力量将创新能力高效地转化为IT服务产品，最终从硬件制造商转变为IT服务商。从IBM轻资产化的转型中，我们看到其特有的护城河再度拓宽。商业模式并非一成不变，必须迎合产业发展的趋势，最终体现在公司投资价值的提升。

去年，巴菲特买入了IBM股票，并获得了不小的收益。有些人从能力圈扩大的角度来解读巴菲特买入科技股这样少见的投资举动，但其实轻资产一直是巴菲特推崇的商业模式，动态捕捉IBM这类逐步轻资产化的企业，也正是护城河理论与轻资产投资对我们投资的共同指引。



兴全轻资产投资股票型证券投资基金[LOF]

2月27日—3月27日发行

基金投资需谨慎

兴业动态

兴业全球股票投资能力获海通五星评级

来源：中国证券报 日期：2012-02-10

海通证券基金研究中心日前发布了2012年最新基金评级报告，其中，兴业全球股票投资能力荣获五星评级。同时，兴业全球旗下兴全全球视野、兴全社会责任以及兴全趋势均荣获五星评级。

海通证券基金系列评级以三年业绩为主，并兼顾考虑了近一年和近两年的历史业绩，能够较为客观的反映出基金的中长期业绩表现。截止到2012年1月20日，兴业全球旗下5只参评偏股型基金近3年平均净值增长率为28.15%，在获得五星评级的基金公司中排名第4，而旗下基金业绩表现同样不俗，兴全社会责任以及兴全趋势近3年净值增长率分别为44.10%、26.30%，兴全全球视野近3年净值增长率则高达46.97%，兴业全球基金可谓是用业绩说明其投资能力，获得五星评级也属名至实归。

“轻资产”成“重武器”
兴业全球大力寻找中国“苹果”

来源：证券日报 日期：2012-02-14

近日，作为“轻资产”的典范——Facebook在美国提交IPO申请，仅仅8年之间，Facebook成为资本市场宠儿，一跃成为硅谷的顶级企业，这也再度引发市场对“轻资产”的热议。

无独有偶，日前国内首只以“轻资产”为投资思路的基金——兴全轻资产基金已正式获批，该基金将以“轻资产”作为重武器，寻找中国的“苹果”、Facebook。兴全轻资产基金招募书信息显示，该基金以挖掘“轻资产公司”为主要投资策略，通过全面评估上述各种关键指标的变动趋势，对各类轻资产公司的风险和收益特征进行预测。同时，还要动态跟踪海内外主要经济体的GDP、CPI、利率等宏观经济指标，包括估值水平、盈利预期、流动性、投资者心态等市场指标，以确定未来市场变动趋势。力求获取当前收益及实现长期资本增值，从而为投资者带来可观的收益。

兴业全球员工积极救助“先天性”儿童

来源：兴业全球基金讯 日期：2012-02-29

2011年6月，兴业全球基金公司部分员工爱心捐助45万元，在广东省汕尾的陆丰、海丰、陆河等地区开展贫困家庭先天性心脏病儿童救助工作。到目前，已完成29人救助手术，手术全部成功。

儿童先天性心脏病简称“小儿先心病”，是扼杀儿童生命的“杀手”之一。据临床统计，“先心病”发病率约为8%，广东省有先心病患者近20万人，假如不能有效医治，有90%的患儿活不过20岁。先天性心脏病手术的最佳治疗时机是在学龄前期。90%以上的先天性心脏病可以通过手术治愈。但大部分贫困家庭因无法支付数万元的医疗费用而放弃最佳治疗时机，半数以上患儿在病情恶化中无奈地挣扎和等待，直至死亡。当兴业全球基金员工听闻此消息后，纷纷解囊相助，在很短的时间内就捐助了45万元人民币，通过广东省红十字会企业家协会服务总队第七服务队，资助“先心病”患儿进行心脏修复手术，给他们一次新生的机会。

投资界 2012.03

客服热线 400-678-0099 021-38824536 公司网站 www.xyfunds.com.cn

公司地址：上海浦东张杨路500号时代广场20楼 邮编：200122 公司电话：021-58368998 公司传真：021-58368868



业绩播报 兴业旗下基金业绩表现（截至 2012年02月29日）

基金名称	类 型	成 立 时 间	历年累计净值增长率								成立以来 增长率
			2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	
兴全可转债	混合偏债型	2004	-3.00%*	7.53%	71.70%	113.44%	-19.65%	35.21%	7.65%	-13.68%	295.32%
	业绩比较基准	5.11	-4.37%*	4.83%	52.91%	99.30%	-42.04%	37.37%	-9.46%	-14.65%	94.41%
兴全趋势投资	混合平衡型	2005	-----	1.70%*	160.31%	153.24%	-40.68%	69.32%	-2.77%	-18.15%	461.79%
	业绩比较基准	11.3	-----	3.01%*	51.71%	64.15%	-36.34%	42.14%	-3.78%	-11.58%	109.77%
兴全全球视野	股票型	2006	-----	-----	42.29%*	152.46%	-44.16%	77.08%	3.97%	-13.89%	236.42%
	业绩比较基准	9.20	-----	-----	35.74%*	117.98%	-55.10%	72.36%	-8.12%	-20.29%	83.83%
兴全社会责任	股票型	2008	-----	-----	-----	-----	-22.20%*	108.57%	6.60%	-25.49%	34.46%
	业绩比较基准	4.30	-----	-----	-----	-----	-42.12%*	72.39%	-8.03%	-20.15%	-19.68%
兴全有机增长	混合型	2009	-----	-----	-----	-----	-----	16.61%*	14.42%	-19.76%	12.97%
	业绩比较基准	3.25	-----	-----	-----	-----	-----	22.46%*	-3.78%	-11.58%	10.46%
兴全合润分级	股票型	2010	-----	-----	-----	-----	-----	-----	8.44%*	-20.91%	-11.28%
	业绩比较基准	4.22	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-2.42%*	-19.24%	-13.49%
兴全沪深300	股票型	2010	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-3.80%*	-19.79%	-14.31%
	业绩比较基准	11.2	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-9.42%*	-23.82%	-22.94%
兴全绿色投资	股票型	2011	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-9.90%*	-6.80%*
	业绩比较基准	5.6	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-19.55%*	-11.69%*
兴全磐稳增利	债券型	2009	-----	-----	-----	-----	-----	1.05%*	3.20%	-3.72%	2.16%
	业绩比较基准	7.23	-----	-----	-----	-----	-----	0.34%*	1.94%	3.63%	6.46%

（加 * 数据是指自基金合同成立至当年年底的业绩或基准表现，统计时段不满一年）提示：基金投资在我国运作时间较短，过去业绩不能反映股市发展的所有阶段。

数据来源：兴业全球基金

兴全轻资产基金27日起发行

来源：中国证券报 日期：2012-02-27

龙年新基金发行继续以创新作为主打牌。兴业全球基金今日发布公告称，国内首只轻资产基金——兴全轻资产股票型基金（LOF）于2月27日起正式发行，投资者可通过招商银行等各大银行、券商渠道以及兴业全球直销中心认购。

资料显示，兴全轻资产基金是一只标准的股票型基金，股票资产配置比例为60%~95%。该基金以挖掘“轻资产公司”为主要投资策略，通过全面评估上述各种关键指标的变动趋势，对各类轻资产公司的风险和收益特征进行预测。同时，还要动态跟踪海内外主要经济体的GDP、CPI、利率等宏观经济指标，包括估值水平、盈利预期、流动性、投资者心态等市场指标，以确定未来市场变动趋势，力求获取当前收益及实现长期资本增值，从而为投资者带来可观的收益。



● 兴全轻资产股票基金：在结构性行情中掘金成长股

来源：德圣基金研究中心 日期：2012-02-20

股市环境：在制度改革和经济转型背景下逐步复苏

进入2012年以来，股市走势呈现显著的底部反弹态势，上证指数从年初的2100点反弹至近2400点，不知不觉间已实现了15%的涨幅。探究股市反弹背后的基本因素，其一是去年持续下跌使得股市进入了历史估值底部，其二是政策逐步放缓、流动性改善以及经济软着陆的预期使得股市出现修复性上涨。总体而言，低估值的大盘股引领了市场的阶段性复苏，反映出市场对经济和政策预期的转好。

然而从长期来看，股市应过度下跌而启动的反弹是否能成为新一轮上涨的契机尚不明朗。一系列基本面和市场结构的问题仍然制约着股市可能的上行空间。核心因素之一是中国 经济仍然面临转型重任，政策放松推动增长可能走在传统增长的老路上，能否启动新一轮增长周期尚存疑问；核心因素之二是资本市场面临制度性变革，这是启动新一轮牛市的必要基础。

因此，虽然2012年开年股市表现颠覆了之前的悲观气氛，但对于目前大盘股引领的反弹能持续多久不应过于乐观。在整体方向趋向复苏的同时，股市表现很可能会出现反复，而阶段性行情中体现出的风格和板块轮动应是今年市场的基本特征。大盘股有所表现后，调整到位的成长股、中小盘股也会出现投资机会。而这种结构性行情下，对选股和选时两方面能力的综合要求都很高。

兴全轻资产基金：“轻资产”瞄准经济转型方向

兴全轻资产基金是一只标准的股票型基金，基金股票资产配置比例为60%~95%。

大类资产配置策略上，该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。大类资产配置讲究的是对大势的判断，最重要的是控制系统性风险，这主要体现在基金公司整个投研团队的实力和基金经理的操作风格。在这方面，兴全系基金因强调风险控制和投资的安全边际，一贯表现良好。

而兴全轻资产基金更为核心的策略是其基金名称中提到的“轻资产”类投资方向，这标志了该基金的投资理念和选股方向。

所谓“轻资产公司”通常是指经营所占 用资本较少，所依赖的固定资产资本较少的一类公司。轻资产经营是指不过多依赖固定资产或有形资产投资来实现业务扩张的商业模式，以摆脱重资产为企业带来的低成本和效率问题。

简单来说，轻资产运营就是和依靠加大资本投入的投资拉动型增长相区别的，依靠创新、品牌、管理等能力来获得增长的模式，是一种内涵式的增长。而过去中国经济主要依靠投资拉动实现粗放式增长模式。因此，从长期来看，轻资产运营符合经济转型的方向。

经济转型是未来中国经济面临的核心课题，也是资本市场必然寻求的长期方向。但对兴全轻资产基金而言，问题在于目前这种模式还不是主流，

股市上符合“轻资产”特征的公司可能数量有限。实际的选股过程中，可投资标的可能会过于集中于个别行业；兴全轻资产基金考虑到这一潜在风险，将对行业配置进行优化，避免实际投资过程中的长期显著行业偏离导致的风险。其主要投资的行业可能覆盖金融、服务、科技、传媒、文化娱乐、教育、物流、食品饮料、零售等等在内的第三产业或服务业。

从基金的经营理念上来看，该基金将专注在符合经济转型方向的新兴成长股；而这与市场热衷的新兴产业也有所区别，最重要的是挖掘资本运营能力以外的核心竞争能力。这种理念下，对基金经理的选股能力提出了很高要求。

符合基金经理投资风格：擅长结构性行情中发掘成长牛股

从兴全全球基金公司历来发行的基金产品来看，基金经理风格与产品风格的匹配一直是一个突出特征。该基金公司鼓励基金经理的“终身制”，即合格基金经理管理一只产品后尽可能持续管理，保持持续业绩记录。在这种理念下，其基金产品往往和基金经理的风格较为贴近。而兴全轻资产基金专注轻资产类成长型公司的核心策略，正与该基金拟任基金经理的投资风格和理念颇为契合。

兴全轻资产基金的拟任基金经理陈扬帆在兴全全球投研团队中是特点鲜明的一位基金经理；其投资理念可概括为两点，一是系统性风险控制，二是掘金成长牛股。前者反映出兴全投研团队共同的特点，而后者则是陈扬帆的个人风格。专注自下而上选股，以及对整体风险的控制，使得该基金经理的业绩在成长风格的基金中保持较高的稳定性。

其管理的兴全有机增长在某种程度上体现出这种特点。2010年市场风格偏向成长时业绩突出。在2011年不利于成长股的市场环境下，仍然通过合理的仓位控制，以及挖掘到部分牛股获得了不错的相对业绩表现。其2011年业绩处于股票型基金的前50%，而过去两年的业绩则处于股票型基金的前20%。

考虑到2012年的市场环境下，成长风格的个股性投资机会将优于2011年，我们建议积极型投资者重点关注该基金产品。



● 兴业全球基金：实现为多数持有人赚钱

来源：投资者报 日期：2012-02-20

“如果股东们的真实收益低于市场平均，那我们将无地自容。”这一投资目标的描述，出自美国著名基金经理、温莎基金原掌舵人约翰·聂夫。

数据显示，在聂夫执掌温莎基金的31年中，业绩增长了55倍，年平均收益超越市场3%以上，他也成为与索罗斯、彼得·林奇等比肩的投资大师。在“上证指数10年原地踏步”的不利市场背景下，聂夫实现的目标看起来在中国市场有些遥不可及。国内基金市场上，是否有这样能实现为多数持有人赚钱的公司？

德圣基金研究中心的研究显示，截至2011年底，过去五年共有7只股票型基金、11只混合型基金、4只配置型基金业绩的持续性突出。其中，兴业全球基金公司旗下的兴全全球视野成为股票型基金中唯一一只在五年周期中业绩持续性表现优异的基金，截至2011年底的近五个年度中，该基金每年都进入同类前1/2，有4个年份进入前1/3。

不单如此，兴业全球基金公司大多数基金成立一段时间后，也都能跑赢同类型基金，为大多数持有人赚到钱。在基金圈内，这家基金公司还拥有行业公认的可贵品质：持有人利益至上、不冲规模、旗下产品被基金业内人士购买最多等。

兴全全球视野：近五年业绩持续性最强的股基

投资市场上，赢家与暴富的神话总是屡屡出现。但随着时间的推移，大多数此类神话都会烟消云散。衡量基金管理人是否优秀的标准尽管很多，但只有“时间”，才是甄别基金业绩持续性的最有效武器。

以近五年持续性表现最出色的股票型基金兴全全球视野为例，数据显示，从2007年起股票市场经历了大牛、大熊、小牛、震荡等多种不同情况，但这五年中，兴业全球视野的业绩表现极为稳定，每年相对业绩都处在股票型基金前50%。除去结构性行情突出的2010年以外，其余四年基本都处于前30%，表现出在大多数情况下都能超越市场的能力。

让该基金业绩不惧市场波动的原因是，基金经理坚持较为均衡的行业配置思路，很少进行押宝式的激进配置。如该基金坦陈，“青睐绝对估值较低的行业和稳定增长类行业如消费，而对估值水平高的中小盘成长股和主题类投资则并不擅长。”

该基金另一值得关注的特点是，投资能力也较为均衡。兴全全球视野的稳健风格在选股思路上的体现是——以相对长期的眼光来决定阶段性投资策略，很少参与概念性和主题性的热点型投资。

在德圣基金研究中心看来，以兴业全球系基金为代表的稳健、均衡投资风格，从长期来看最适合跨周期的长跑。

同系股基全部跑出好业绩

成功的基金管理平台不能只有明星基金，而应能让更多的基金跑出好业绩来。兴业全球基金公司旗下其他基金的表现，较好地实现了这样的目标。

Wind资讯数据显示，截至2012年2月10日，近三年来兴业全球基金公司旗下成立时间在三年以上的偏股型基金，全部位居同类前1/2。其中，

兴全社会责任和兴全全球视野，在144只普通股票型基金中，分别排第15和第9，最近三年累计收益率分别为33%和38%；兴全趋势投资在103只混合型基金中排41名，最近三年累计收益率为20%；公司成立满两年的兴全有机增长，近两年在122只同类混合型基金中排20名。

在日前海通证券基金研究中心发布的2012年最新基金评级报告中，兴业全球基金公司股票投资能力荣获了五星评级。同时，旗下兴全全球视野、兴全社会责任以及兴全趋势三只基金，均获五星基金评级。海通证券基金系列评级以三年业绩为主，并兼顾考虑了近一年和近两年的历史业绩，能较客观的反映出基金的中长期业绩表现。

截至2012年1月20日，兴业全球旗下5只参评偏股型基金近3年的平均净值增长率为28.15%，在获得五星评级的基金公司中排名第4。

实际上，在过去五年的两轮熊市中，兴全系基金均对市场整体风险表现出了较高的敏感性，既调结构也降仓位，从而使熊市中基金下跌风险得到控制。

以公司投资总监王晓明管理的兴全趋势投资为例，该基金成立于2005年11月，成立初就提出独具特色的“趋势投资”理念，旨在市场中长期趋势得以确认后才采取行动。成立以来，其业绩一直稳居中上，成为兴全旗下规模最大的产品，2011年底该基金规模为128亿元。

王晓明的投资风格可以用他说过的一句话来描述，“好的投资者在衡量风险和挖掘机会上必须分配同样多时间。”他最为同行称道的操作是，2007年四季度始至2008年一季度，兴业趋势在A股暴跌伊始，即减持20%的仓位，降至55%。

尽可能建立对持有人有利的产品线

兴业全球基金突出的业绩表现，与行业中大量投资者亏损的情况形成鲜明反差，是什么让它成为业绩集体“长赢”的基金公司？

稳定的经营是保障之一，兴业全球基金成立以来核心高管团队从未发生变动，在经营过程中形成较有特色的文化；其次，基金投研以相对长远眼光来决定阶段性策略文化，决定了不为短期左右；最后，在新产品发行时机上，尽可能考虑何时发行产品对投资人有利，且在经营过程中不单纯从营销目的迎合市场。其中典型的案例是，2007年底，上轮牛市末期，兴业全球基金公司曾主动向投资者提示市场风险，这在基金行业内极为少见。

目前，兴业全球基金下各只产品皆有特色，构筑了精品产品线。如成立于2004年5月的兴全可转债，是国内首只以可转债为主要投资对象的基金产品；成立于2005年11月的兴全趋势，提出了独具特色的“趋势投资”理念，在市场中长期趋势得以确认后才采取行动；兴全全球视野成立于2006年9月，较早提出以全球视野来考察中国企业的投资理念；兴全社会责任成立于2008年4月，首次提出“社会责任投资”的理念等。

“兴业全球基金追求的是与其自身能力提升相匹配的稳健成长。把握短期经营目标和长期利益的平衡，在基金行业中独树一帜。迄今为止，就整体而言，兴业全球旗下基金的确可以称为精品产品线，每一只产品均有特点或创新，且其中没有业绩差的基金。”德圣基金研究中心评价道。