

超长期价值投资产品体系基金月报

2020 年 7 月



分享者：金斧子投研中心

2020 年 8 月 31 日

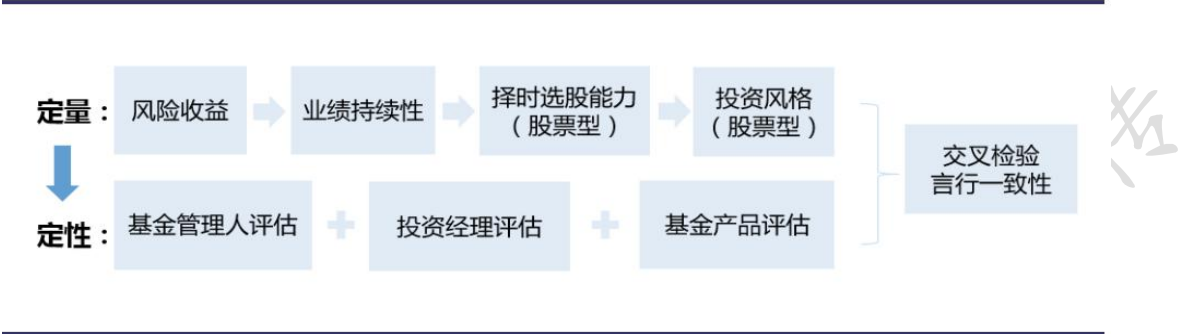
目 录

一、 私募评价体系	4
二、 私募股票多头市场回顾	7
(一) 市场主流表现	7
(二) 私募行业平均表现	9
(三) 主流私募调研数据	10
三、 核心跟踪基金持仓分析	12
(一) 超长期价值投资体系基金业绩展示	12
(二) 机构持仓分析	14
(1) 景林资产-景林全球持仓分析	14
(2) 汉和资本-汉和资本系列基金	16
(3) 同犇投资-同犇消费系列基金	17
(4) 丰岭资本-丰岭稳健成长系列基金	18
(5) 正心谷创新资本-正心谷价值中国基金系列	19
(6) 凯丰投资-凯丰宏观对冲系列	20
(7) 高信百诺-高信百诺 1 期	21
(8) 泰旻资产-泰旻创新成长 7 号 A	22
(9) 聚鸣-聚鸣多策略	23

四、超长期价值投资产品体系-投资展望和配置建议	24
五、资本市场以及私募市场动态观察	27
(一) 投资者结构	27
(二) 北上资金	29
(三) 市场流动性	31
六、价值投资语录	32
七、风险揭示	33

仅供合格投资者审阅，

一、私募评价体系



金斧子私募基金评价体系									
评估维度		大类指标	类别权重	系列指标/方法	指标权重	考察对象		考察维度	主要考察点
定量评估	风险收益评估	业绩指标	40%	年化收益率	100%	基金管理人	定性评估	综合实力	成立时间、实缴资本、管理规模、公司人数、产品线、财务状况、获奖情况等
		风险指标	30%	年化波动率	50%			公司治理	规章制度、组织架构、历史沿革、近期股东变动、考核激励方式等
				最大回撤	50%			风控能力	合规风险控制流程、突发事件应急预案、是否有风险准备金制度等
		风险调整收益	30%	夏普比率	50%			投研能力	投研团队人数、投研团队资历、投资决策流程、团队稳定性、团队分工等
				卡玛比率	50%				
	业绩持续性评估	能力标签	-	游程检验	-	投资经理		从业背景	学历背景、工作年限、工作经验、获奖情况等
	择时选股能力评估（适用股	-	-	T-M-择时指标	-			投资能力	投资理念、擅长策略、历史业绩等
	略）	配置风格	风格标签	因子分析	-			风控能力	历史回撤、仓位水平、极端市场情况下的操作等
	风格分析（适用股票策略）	行业风格	风格标签	因子分析	-			操作风格	左侧右侧风格、激进保守风格等、持仓分散度、换手情况
		风格稳定性	风格标签	因子分析	-			投资偏好	行业偏好（是否有深度覆盖的行业）、配置偏好、市道偏好等
						基金产品		考核激励	业绩考核指标（相对/绝对）、业绩考核区间等
								理念策略	投资理念、投资策略、策略损益点、策略展望等
								决策流程	投资决策如何产生、调仓决策是否合理等
								风险控制	是否有突发事件应急预案、补仓平仓机制、合规风控流程等

金斧子项目部在近几年的思考中，不断的吸取教训经验，总结出来在产品评估和筛选的体系指标，核心是定性分析和定量分析，这两种是相互辩证验证的关系。在早期的评估中，我们更重视的是定量的评估，业绩、回撤、风格等去评价产品的优缺点，而在近 3 年，我们发现更重要的是定性分析的重要性。因为，所有的胜利都是价值观的胜利，业绩的输出、回撤的控制、风格的属性等这些可以量化的指标都是表象的结果体现，真正起到这些结果的逻辑是它背后的人性、理念、价值观、道德品质等决定的。投资就是投人，就是投平台公司背后的人的合体，因此，对于人的分析就决定了底层资产质量的核心。而在拆解指标中，我们又分了很多细节来画像，综合评估。最终给我们的客户提供的是人性的产品组合，并且是可持续进化和跟踪分析的组合。

在上个月月报，我们将金斧子私募基金评价体系中的风险收益评估标准进行介绍，本月我们将

详细介绍定性分析中的基金经理评估。

（一）投资经理评估

投资经理可谓是私募基金的灵魂，不少投资人是看重投资经理的名气而投资。投资经理的名气最直接毋庸置疑是基金业绩来衡量，不过业绩仅是表象，投资经理本身的投资实力是真正的业绩来源。

1、过往经历

我们关注基金经理的从业背景包括学历背景、从业年限、过往工作经验、获奖情况等。

若素未谋面、初步接触，学历背景或是衡量一个投资人的敲门砖，过往学历背景可以初步体现出基金经理的理论基础、学习能力、思考能力等。对于资本市场而言，是需要基金经理有足够的沉淀、经历完整的牛熊周期，如此才能够在未来不确定的市场中取得良好的收益，从业年限久、经历过各种市场环境并取胜的基金经理是相对更好的选择。

我们也看重基金经理的过往工作经验，侧重其从业机构，公募或者其他私募，已有的机构培养体系、任职经历、投资风格、过往业绩等都是关注重点，如此方能梳理出基金经理目前的投资体系背后的演变历程、如今是否成熟等，进而为未来的投资奠定良好的基础。

2、投资能力

基金经理的投资能力分为多个维度，投资理念及策略、操作风格、投资偏好、考核激励等。

投资经理的理念及策略是否合乎逻辑以及是否得到业绩验证是关注重点。举例如某基金经理坚定价值投资理念，注重对大趋势、公司价值进行长期思考，如看好上市公司依赖的国内经济环境土壤、侧重公司长期价值进行思考进而做出投资决策，不过也强调在长期思考中时刻关注变化并对相关公司所受影响进行评估，其这一策略持续得到过往业绩的验证。

操作风格，包括仓位控制、组合分散、极端行情下操作等多个维度。仓位水平，不同基金经理有不同风格，仓位变动的原因略有不同，某基金经理不关注择时、一直满仓操作，仅在持有标的估值过高才会减仓；某基金经理过往业绩归因择时有小部分超额收益，会在侧重个股研究基础上根据国家政策、资金面、市场环境等对仓位进行调整以控制回撤，重要的是我们要评估其背后的逻辑是否合理、可验证。组合分散体现在多个方面，行业分散、标的分散、不同市场如 A 股和港股、美股之间的分散等，若过于集中，则会面临来自单一个股/行业来自政策等方面压力，比如集中采购初期医药行业的大幅下跌，若过于分散，或存在净值不达预期的风险，因此对于基金经理而言，如何选择和权衡相当重要，对其行业和个股研究实力、过往业绩归因来源都需要详细了解和评估。

投资偏好方面，需要关注投资经理擅长的行业，需要关注擅长的行业与当前投资、以及未来投资是否一致，若某基金经理过往研究主要在周期类行业，而目前持仓多数在医药、科技或者未来拟在这两个领域布局，这里需要关注其能否胜任，当然这里也需要依靠团队的力量，是否有这两个领域有深刻研究经验的重磅研究人员加入，若加入则可验证，如若没有这一点则成为需要重点关注的风险。另外还有市值偏好、风格偏好，关注其过往业绩归因的归因是否匹配，以验证其投资策略、操作风格是否漂移，进而保证业绩的稳定性。

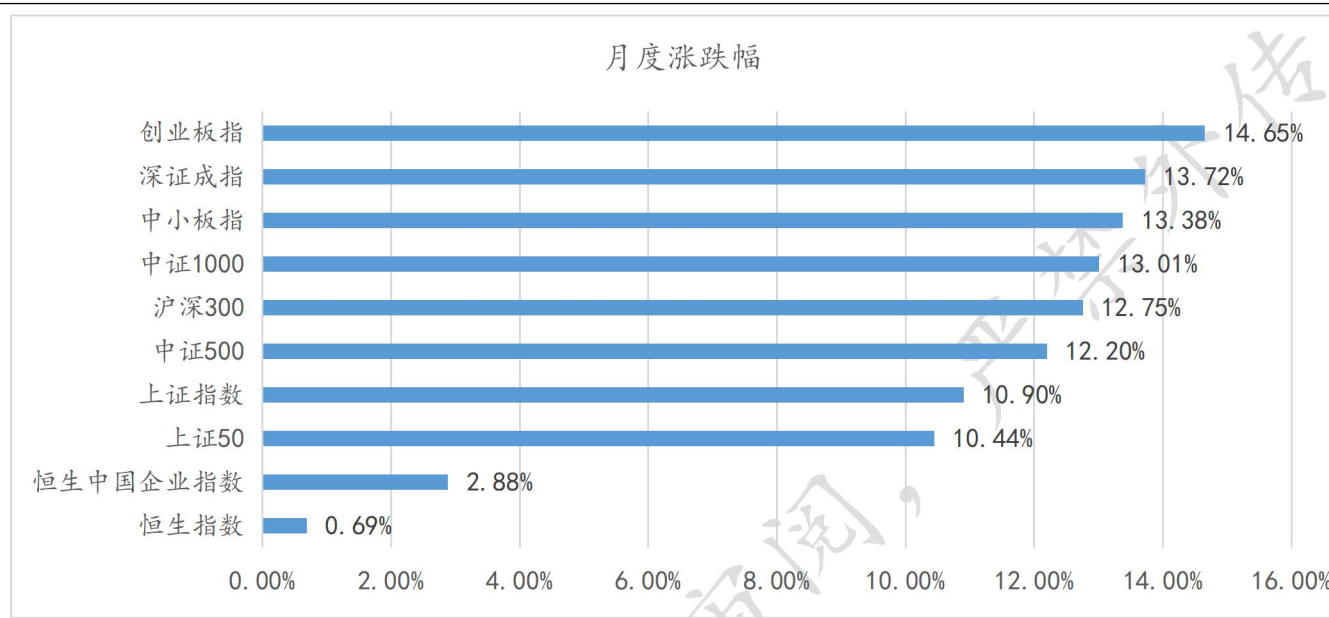
3、考核激励

有压力才有动力，有动力才有积极性。对于基金经理而言，适当的考核机制以及激励机制都非常重要。对于考核来说，业绩考核相对和绝对指标、跟投机制等；激励而言，产品收益提成比例等，以及若基金经理非创始合伙人，其公司股权激励、管理规模增加等合理性都是关注重点。

二、私募股票多头市场回顾

(一) 市场主流表现

图表：2020 年 7 月主流指数涨跌幅



数据来源：wind，金斧子投研中心

7 月前半月在二季度经济数据好于预期、国内经济持续改善大背景下，叠加国家对资本市场高度重视和改革提速（从科创板推出、新三板改革、国内创业板注册制落地和加快对外开放等措施），优秀中概股回归国内资本市场等，市场涨幅明显。后半月受到中美关系、经济持续改善各方对货币政策走向担忧以及获利盘了结的背景下出现调整。全月来看，多数指数实现 10%以上涨幅，相对良好，其中创业板指、深证成指分别上涨 14.65%、13.72%，涨幅居前，而恒生中国企业指数、恒生指数仅实现 2.88%、0.69%涨幅，表现不佳。

7 月 A 股全部行业均收涨。餐饮旅游、国防军工、建筑材料涨幅前三，幅度分别是为 33.30%、28.99%、22.28%：

受国内疫情防控较好、跨省团队旅游恢复以及海南岛免税政策影响，7 月餐饮旅游行业涨幅第

一。1) 虽然北京、新疆、大连等地疫情有所反复，但国内防控形势整体向好，7月14日文旅部发布旅游企业扩大复工复产相关通知，经当地同意后可恢复跨省团队旅游及“机票+酒店”业务，同时景区限量措施有所放宽，叠加暑期到来，市场对餐饮旅游行业有较高预期；2) 6月底，财政部等共同发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，增加每年每人免税购物额度、扩大商品品类等利好政策推动免税概念股大幅上涨。

国防军工涨幅位列第二，7月在美国要求中国关闭休斯顿总领馆事件影响下，中美关系波动，军工板块受到追捧、涨幅明显。另外，本轮上涨或还有新的驱动因素：1) 基本面改善预期，一方面是十四五提出关注武器装备需求变化趋势，后续新型军机、航天装备需求结构性加速将带来业绩增长，另一方面过去5年内一批优质军工资产IPO或者资产重组，A股军工相关具有成长性标的增加；2) 估值优势，过去5年，除去2016年南海仲裁、2018年南海阅兵等少数热点催生的波段行情外，军工行业基本上处于单边下行通道，目前主流标的PE在25-45倍之间，较前期已有大量涨幅的科技、医药、消费板块估值优势突出，并且机构相对低配，后期可持续关注。

在建筑材料领域中，今年Q1和Q2，由于受到疫情影响下无法开展业务和大部分地区遭受洪涝灾害，导致上下游产能和需求减少和延迟，使板块估值持续下行。7月建筑业PMI环比较上月提升了0.7个百分点，新增订单指数虽略有回落，但整体保持较高景气度，未来在存量延迟需求释放、天气不利因素减弱增量需求持续回升、灾后重建以及政策有力支持下，投资需求确定性依然较强。未来板块估值会恢复正常，内需投资端基建仍为该板块稳增长的重要工具和发力点，关注新基建、旧改和重点区域补短板，如西部开发、京津冀区域建设、旧改受益建材品类（防水、塑料管道、涂料等）等。

图表：2020 年 7 月 A 股不同行业表现

行业	月涨跌	市盈率	行业	月涨跌	市盈率	行业	月涨跌	市盈率	行业	月涨跌	市盈率
餐饮旅游	33.30%	112.79	农林牧渔	15.61%	22.77	综合	11.52%	48.63	房地产	7.26%	9.62
国防军工	28.99%	72.42	非银金融	14.67%	18.93	家用电器	10.44%	21.93	传媒	6.03%	50.45
建筑材料	22.28%	17.20	医药生物	13.74%	60.32	商业贸易	10.22%	27.70	钢铁	5.36%	12.68
电气设备	19.16%	42.77	轻工制造	13.72%	27.61	建筑装饰	9.76%	10.57	纺织服装	4.92%	32.16
有色金属	18.83%	45.02	汽车	13.55%	28.88	公用事业	8.62%	22.21	计算机	4.69%	81.27
化工	16.91%	28.92	采掘	12.28%	14.01	电子元器件	7.90%	58.61	通信	2.48%	46.75
食品饮料	16.91%	46.94	机械设备	11.76%	32.24	交通运输	7.87%	22.54	银行	0.98%	5.98

数据来源：wind，金斧子投研中心

(二) 私募行业平均表现

7 月，金斧子统计的股票多头策略基金共 7166 只，月度收益平均值为 9.20%、月度收益中位数为 8.73%，排名前 20%、前 10%、前 5% 的基金收益底线分别为 13.71%、17.60%、22.67%，七成左右的超长期价值投顾超过中位数水平。

图表：2020 年 7 月股票多头策略表现

基金收益水平	收益率
平均值	9.20%
中位数	8.73%

前 5%	22.43%
前 10%	17.60%
前 20%	13.71%
总数	7166 只

数据来源：金斧子投研中心

(三) 主流私募调研数据

8 月主流私募机构总体调研次数达 318，在 34 家主流私募机构中，调研次数超过 10 次以上的占 26%，其中清水源尽调 26 次，彤源尽调 23 次，高毅尽调 22 次，同犇尽调 19 次，淡水泉尽调 19 次。

从机构主要尽调行业看，计算机、医药生物、建筑材料、轻工制造和化工属于其关注较多的行业，其中隶属计算机的个股中，华宇软件、德赛西威和科大讯飞更受机构关注；医疗生物个股中，新产业（9 家）、一心堂和美迪西等更受机构关注；建筑材料个股中，蒙娜丽莎和永高股份会更受机构关注；轻工制造个股中，海鸥住工（5 家）、双星新材和飞亚达更受机构关注；化工个股中，松井股份更受机构关注。而电子个股中，歌尔股份（9 家）更受机构关注；商业贸易个股中，南极电商被 5 个机构进行调研；农林牧渔个股中，保龄宝（5 家）更受机构关注。

图表：2020 年 7 月部分头部私募尽调信息

机构	尽调次数	主要调研个股及行业		
清水源投资	26	002920.SZ 德赛西威	002906.SZ 华阳集团	002314.SZ 南山控股
彤源投资	23	002641.SZ 永高股份	002461.SZ 珠江啤酒	002918.SZ 蒙娜丽莎
高毅资管	22	688157.SH 松井股份	300832.SZ 新产业	002127.SZ 南极电商
同犇投资	19	002084.SZ 海鸥住工	002641.SZ 永高股份	002138.SZ 顺络电子
淡水泉	19	300271.SZ 华宇软件	002127.SZ 南极电商	002230.SZ 科大讯飞
盘京投资	16	002127.SZ 南极电商	002241.SZ 歌尔股份	603516.SH 淳中科技
盈峰资管	15	688157.SH 松井股份	002623.SZ 亚玛顿	002241.SZ 歌尔股份
望正资产	11	300832.SZ 新产业	000026.SZ 飞亚达	002230.SZ 科大讯飞
明河投资	10	002918.SZ 蒙娜丽莎	300271.SZ 华宇软件	300832.SZ 新产业

于翼资管	9	300832.SZ 新产业	002241.SZ 歌尔股份	002481.SZ 双塔食品
名禹资管	9	688157.SH 松井股份	300832.SZ 新产业	002084.SZ 海鸥住工
重阳投资	9	300271.SZ 华宇软件	300303.SZ 聚飞光电	002027.SZ 分众传媒
源乐晟资管	9	002727.SZ 一心堂	002286.SZ 保龄宝	002241.SZ 歌尔股份
高瓴资管	9	002410.SZ 广联达	603444.SH 吉比特	000333.SZ 美的集团
聚鸣投资	8	002241.SZ 歌尔股份	002600.SZ 领益智造	300124.SZ 汇川技术
趣时资管	8	300832.SZ 新产业	002084.SZ 海鸥住工	002241.SZ 歌尔股份
泰颐资管	8	002286.SZ 保龄宝	300832.SZ 新产业	000026.SZ 飞亚达
石锋资管	8	300357.SZ 我武生物	002920.SZ 德赛西威	002791.SZ 坚朗五金
中欧瑞博投资	7	002461.SZ 珠江啤酒	002127.SZ 南极电商	300303.SZ 聚飞光电
汉和汉华资管	7	002727.SZ 一心堂	300633.SZ 开立医疗	002906.SZ 华阳集团
景林资管	6	002241.SZ 歌尔股份	300801.SZ 泰和科技	002233.SZ 塔牌集团
南土资管	6	002286.SZ 保龄宝	300832.SZ 新产业	002241.SZ 歌尔股份
丰岭资管	6	002241.SZ 歌尔股份	002481.SZ 双塔食品	002600.SZ 领益智造
正心谷创新资本	6	002286.SZ 保龄宝	002461.SZ 珠江啤酒	300832.SZ 新产业
理成资管	5	300452.SZ 山河药辅	002027.SZ 分众传媒	002585.SZ 双星新材
翼虎投资	5	300037.SZ 新宙邦	002557.SZ 洽洽食品	300229.SZ 拓尔思
保银投资	5	002286.SZ 保龄宝	002557.SZ 洽洽食品	300144.SZ 宋城演艺
希瓦资管	5	002982.SZ 湘佳股份	002600.SZ 领益智造	300124.SZ 汇川技术
榕树投资	4	002084.SZ 海鸥住工	002158.SZ 汉钟精机	002920.SZ 德赛西威
青骊投资	4	002637.SZ 赞宇科技	002600.SZ 领益智造	002585.SZ 双星新材
少数派投资	4	601077.SH 渝农商行	002127.SZ 南极电商	002727.SZ 一心堂
高信百诺	4	000338.SZ 潍柴动力	002168.SZ 惠程科技	600885.SH 宏发股份
百创资本	3	002127.SZ 南极电商	002084.SZ 海鸥住工	300595.SZ 欧普康视
合晟资产	3	002027.SZ 分众传媒	300496.SZ 中科创达	002867.SZ 周大生

数据来源：wind，金斧子投研中心

图表：2020 年 7 月个股和行业被尽调次数

被调研个股	尽调次数	被调研行业	尽调次数
新产业	9	计算机	7
歌尔股份	9	医药生物	6
南极电商	6	建筑材料	5
保龄宝	5	轻工制造	4
海鸥住工	5	化工	4
领益智造	4	电子	4
珠江啤酒	3	食品饮料	3
松井股份	3	传媒	3
华宇软件	3	农林牧渔	2
德赛西威	3	汽车	2
一心堂	3	电气设备	2
分众传媒	3	休闲服务	1
双塔食品	2		

聚飞光电	2		
汇川技术	2		
蒙娜丽莎	2		
华阳集团	2		
永高股份	2		
双星新材	2		
洽洽食品	2		
科大讯飞	2		
飞亚达	2		

数据来源：wind，金斧子投研中心

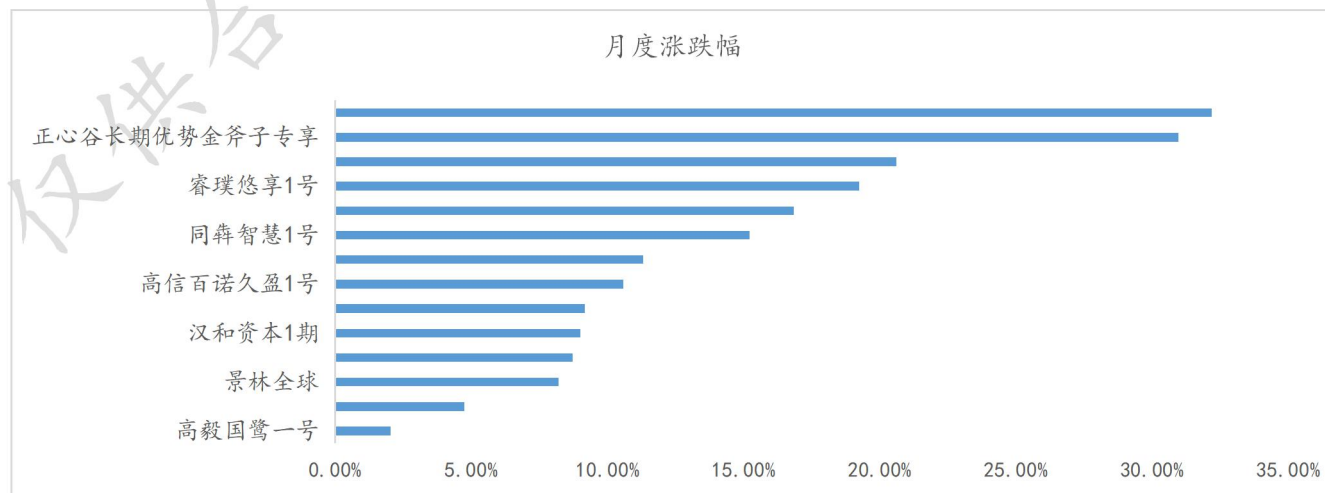
三、核心跟踪基金持仓分析

（一）超长期价值投资体系基金业绩展示

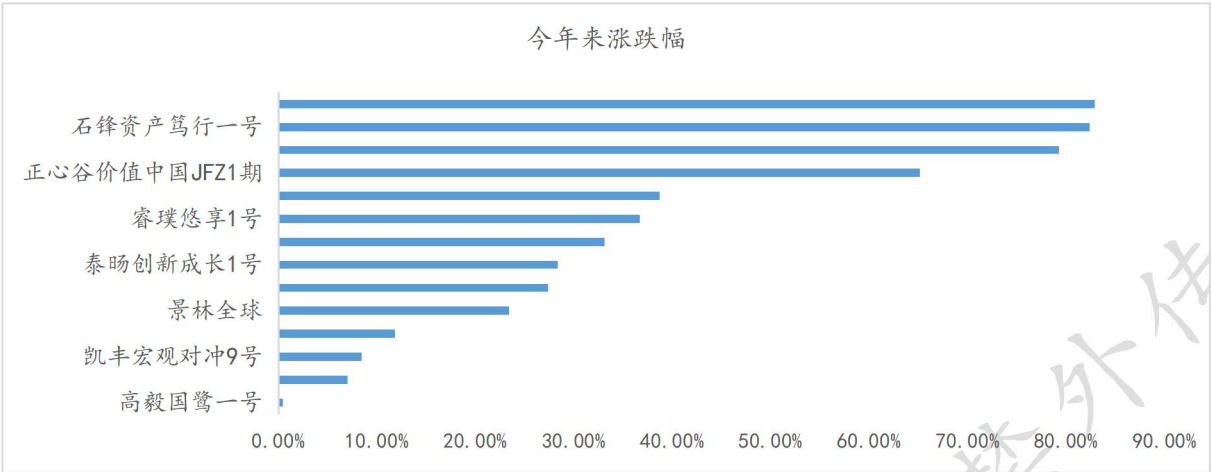
7月，超长期投资体系相关基金收益表现分化严重，6只基金月度收益超过15%，其中正心谷价值中国基金、正心谷长期优势、石峰笃行一号分别取得32.19%、30.95%、20.60%，位列前三，此外睿璞悠享1号和聚鸣多策略也值得关注，分别取得19.23%、16.83%收益。但高毅国鹭一号和丰岭稳健成长6期表现不尽人意，7月仅实现2.03%、4.74%的收益，其中丰岭资本认为目前市场过于追求新兴产业，而忽略传统产业，若在周期的顶部去买股票会透支其潜在的收益空间，强调自身仍坚持优质优价的原则去寻找投资对象，后续继续关注寿险、互联网、快递以及部分优质制造业公司，或在当月未有体现，但终究会时间而在收益上有所体现。

策略	产品	成立时间	累计净值	净值截至日期	今年来 涨跌幅	同期沪深 300 涨跌幅	今年最大 回撤	7 月涨跌幅	基金仓位
股票 纯多	高信百诺 久盈 1 号	2020/3/10	1.2736	2020/8/21	27.36%	15.58%	-3.50%	10.56%	100.00%
	汉和资本 1 期	2013/9/10	5.1283	2020/8/14	38.70%	16.97%	-10.59%	9.00%	高仓位
	同犇智慧 1 号	2016/5/4	3.7695	2020/8/21	33.08%	17.32%	-16.72%	15.20%	高仓位
	景林全球	2016/1/13	3.3699	2020/7/31	23.44%	14.61%	-9.34%	8.19%	91.75%
	泰阳创新 成长 1 号	2017/1/10	2.532	2020/8/21	28.33%	15.19%	-17.00%	8.70%	75%
	重庆陆港灵活一号子基金 C 期	2017/10/17	1.16	2020/8/21	7.01%	15.19%	-18.21%	9.15%	高仓位
	高毅国鹭 一号	2015/2/4	2.3212	2020/7/31	0.42%	14.61%	-5.42%	2.03%	高仓位
	正心谷价值 中国 JFZ1 期	2017/12/20	1.9835	2020/8/17	65.10%	17.54%	-14.39%	32.19%	100%
	正心谷长期优势金斧子专享	2019/3/1	2.0466	2020/7/31	82.90%	14.61%	-9.95%	30.95%	100%
	睿璞悠享 1 号	2017/12/1	1.8428	2020/8/21	36.70%	17.32%	-12.56%	19.23%	高仓位
	丰岭稳健 成长 6 期	2016/1/27	1.6098	2020/8/21	11.81%	17.86%	-16.09%	4.74%	86.82%
	聚鸣多策略	2017/12/28	3.184	2020/8/21	79.28%	15.19%	-12.51%	16.83%	80.50%
	石锋资产笃行一号	2015/10/20	3.644	2020/8/14	82.38%	14.84%	-10.68%	20.60%	高仓位
宏观 对冲	凯丰宏观 对冲 9 号	2014/5/27	2.793	2020/8/14	8.47%	14.84%	-19.75%	11.31%	99.90%

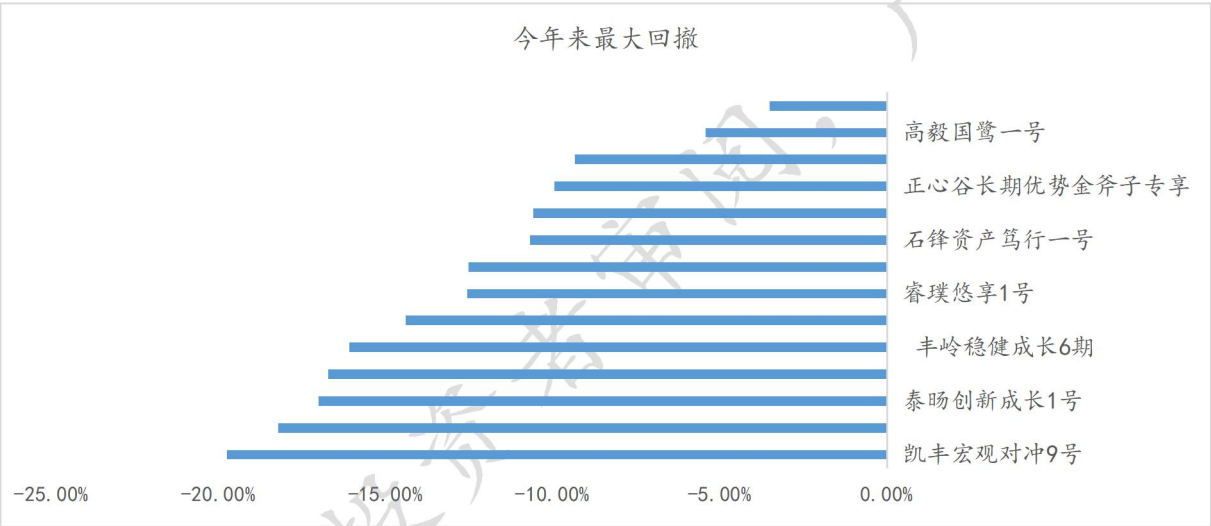
数据来源：金斧子投研中心



数据来源：金斧子投研中心



数据来源：金斧子投研中心

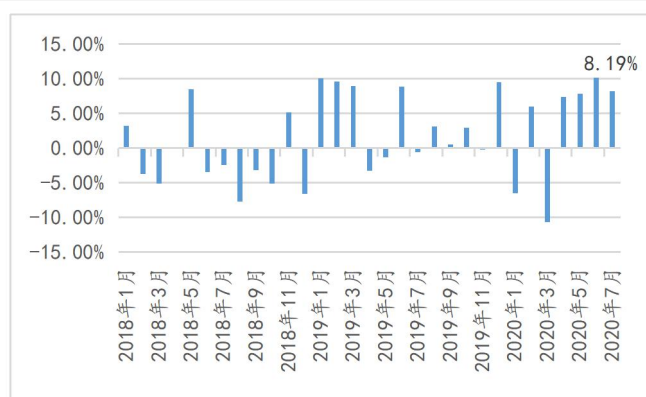


数据来源：金斧子投研中心

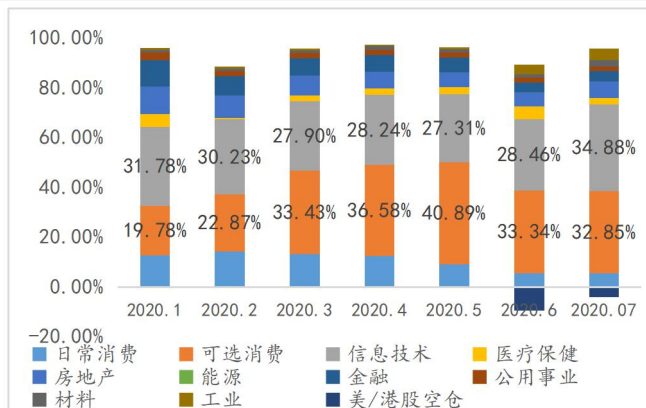
(二) 机构持仓分析

(1) 景林资产-景林全球持仓分析

图表：景林全球 2018 年以来月度收益



图表：景林全球 2020 年以来月度持仓情况



备注：月度收益使用官网数据；2020 年 6 月开始添加港股/美股空仓数据

数据来源：金斧子投研中心

持仓分析：

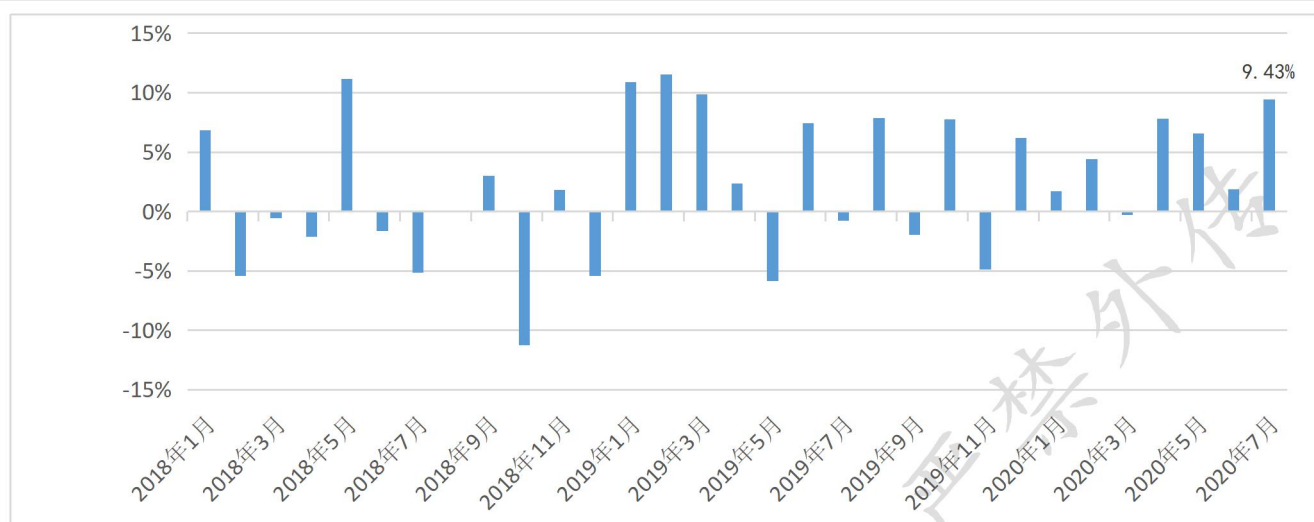
7 月，景林整体仓位上升了 12.03%至 91.75%，具体而言，一方面景林清空了美股空仓仅保留港股空仓，进而降低了整体空仓比重；另一方面，景林多仓比重略有增加 2.55%至 91.75%。从行业层面看，整体持仓行业没有发生变化，仅在内部结构略有变化，信息技术权重进一步集中至 34.88%，成为第一大持仓行业；医疗健康权重降低-2.73%至 2.49%，其他可选消费比重略有下降，仍为第二大持仓行业，前两大合计占比 67.73%；公用事业材料、工业等持仓略有增加。

持仓核心：行业上集中配置大消费、资讯科技类等为主

配置建议：景林资产目前管理规模过千亿，预计在国庆节后重新开始募集，在下半年的投资机会展望上，港股的投资机会较大，值得继续重配。

(2) 汉和资本-汉和资本系列基金

图表：汉和资本 1 期 2018 年以来月度收益



数据来源：金斧子投研中心

持仓分析：

因 5 月的减仓，6 月汉和表现明显不及市场，不过 7 月重新回归、取得 9.43% 的收益。随着市场变化，汉和的组合配置较此前更分散，行业配置和个股配置均有体现，由此前的 10+ 增加到 20 只多一点，同时重仓个股比重下降，最大持仓个股比重由此前的 10+% 降至 7%-8%。随着汉和 6 年期产品以及规模扩大，叠加 5 月减仓行为，部分投资人怀疑汉和是否有足够多的研究标的供投资，7 月的收益数据或已有证明。汉和认为，仓位高低并不是关注重点，而持仓标的是否依然符合汉和投资理念和方法论才是关键，只要团队的理念、方法论、投研人员以及选股标准、思考问题的角度未变，那么长期业绩也值得期待。

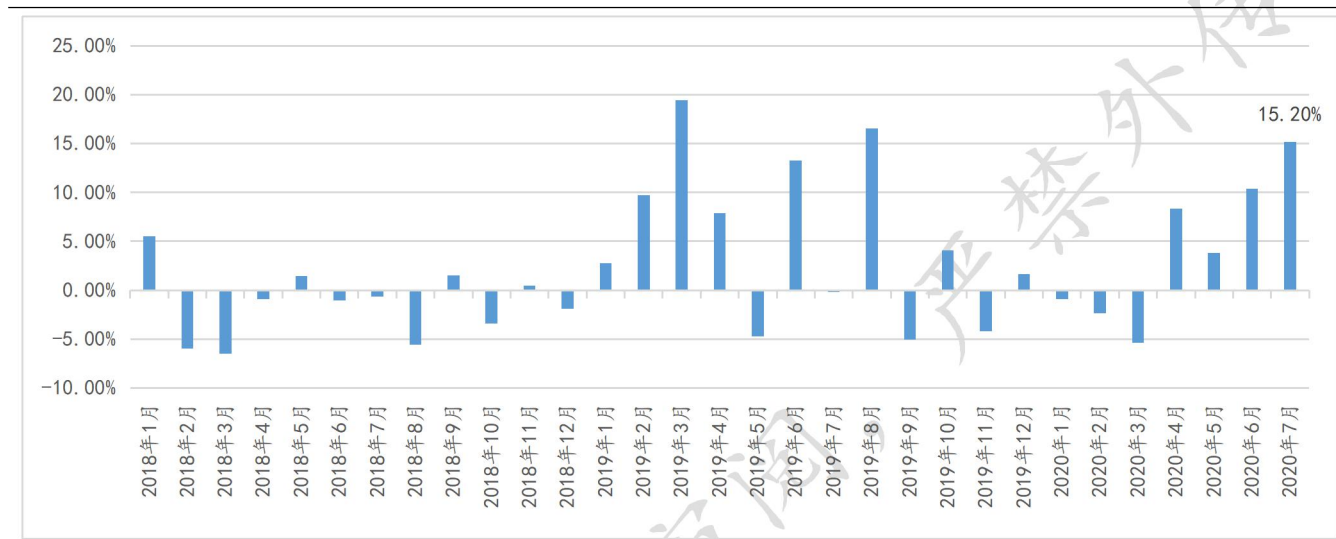
持仓核心：医药生物、大消费、计算机、家用电器、计算机等，持仓较为均衡

配置建议：2014 年至 2020 年汉和的投资理念、投资标准并没有发生变化，或许短期市场风格不适应导致无法超越市场，但拉长周期看业绩属于优秀。汉和 6 年期基金的发行，更会让投资者不用在意产品短期表现，更多聚焦上市公司价值本身，而牛市/熊市仅影响价值兑现的时间，在汉和资本科学体系的价值观下，我们非常认可未来依然会给投资者带来优异持续的业绩输出，强烈

建议作为投资者的底层基金做长期配置。

(3) 同犇投资-同犇消费系列基金

图表：同犇智慧 1 号自成立以来月度收益



数据来源：金斧子投研中心

持仓分析：

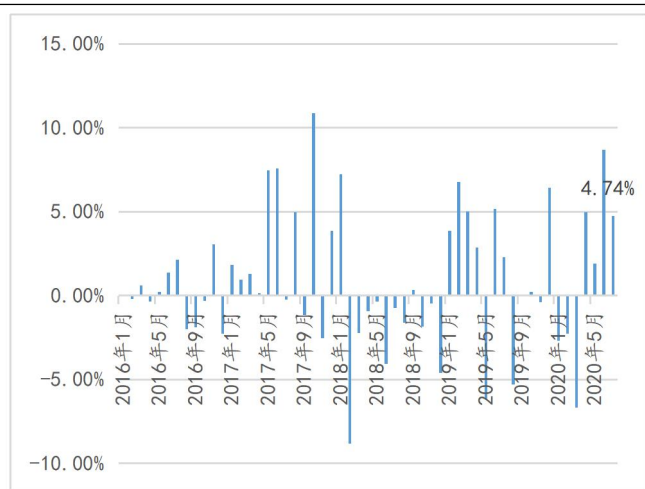
今年上半年，同犇投资面临较大的压力，当时在 3 月暴跌的时候大幅度减仓，基本都卖在阶段性的底部，导致业绩大幅度落后行业平均。当时更多的时候担心疫情的二次爆发、美股前所未有的熔断、产品风控的考虑等，但是市场在极度的宽松货币政策预期下，A 股优质资产的估值具备较大的支撑，因此，再次验证了优秀的个股和短期的择时以及短期的宏观判断的非相关性，只有把握长期看好并且具备和核心竞争力的优秀企业的股权，才能够穿越周期，获得优异的组合表现。

持仓核心：消费（包括医药）和科技

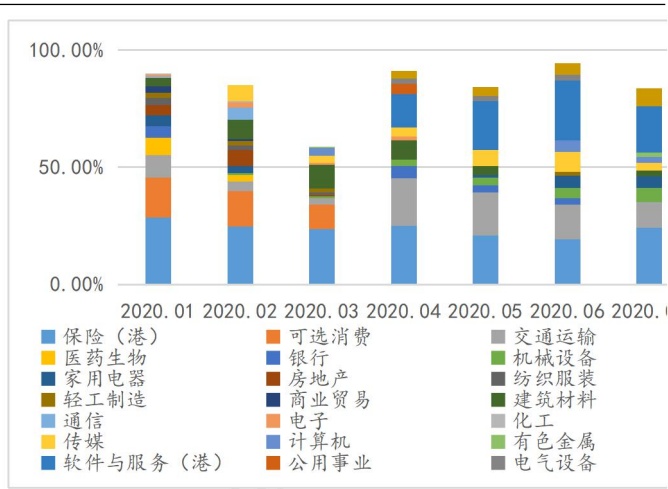
配置建议：新产品目前是以港股为主，在目前 A 股核心资产整体估值较高的情况下，港股龙头具备加大的吸引力，建议继续定投，押注中国大消费核心资产。

(4) 丰岭资本-丰岭稳健成长系列基金

图表：丰岭稳健成长 3 期 2018 年以来月度收益



图表：丰岭稳健成长 3 号 2020 年以来月度持仓情况



备注：1) 丰岭稳健成长 3 号 4 月开始非银金融标注为保险（港）；2) 4 月开始披露前十大行业持仓占比，其他行业用其他代替；

数据来源：金斧子投研中心

持仓分析：

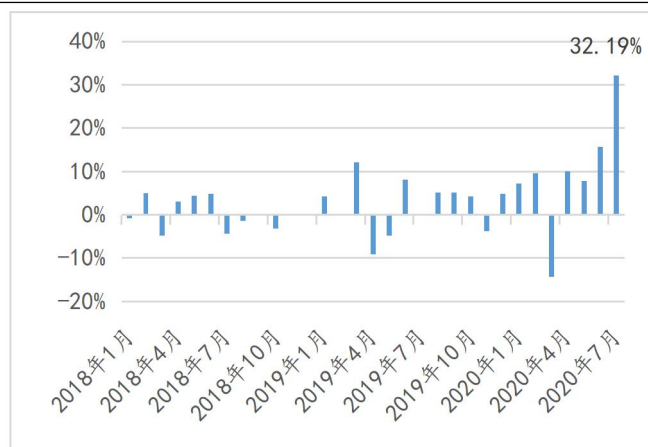
7 月丰岭稳健成长 3 号收益为 4.74%，仓位水平下降 7.62%至 86.82%，保险（港）、软件与服务（港）、交通运输依然是前三大持仓行业，比重分别是 24.09%、19.65%、11.03%。持仓行业内部结构略有变化：1) 保险（港）替代软件与服务（港）成为第一大重仓行业，比例增加幅度是 4.69%，轻工制造、电气设备直接清仓；2) 新增资本品（港）、建筑材料两个行业，比例分别是 3.12%、2.28%。7 月市场比较活跃，结构分化非常明显，成长类产业和传统产业天差地别，部分赛道交易非常拥挤，对投资人也提出了更多挑战。丰岭坚持优质优价的原则寻找投资对象，好公司有估值高的时候也有估值低的时候，避免在周期的顶部买股票哪怕是好公司，过于乐观的预期是投资收益最大的敌人。

持仓核心：保险（港股）、软件与服务和交通运输

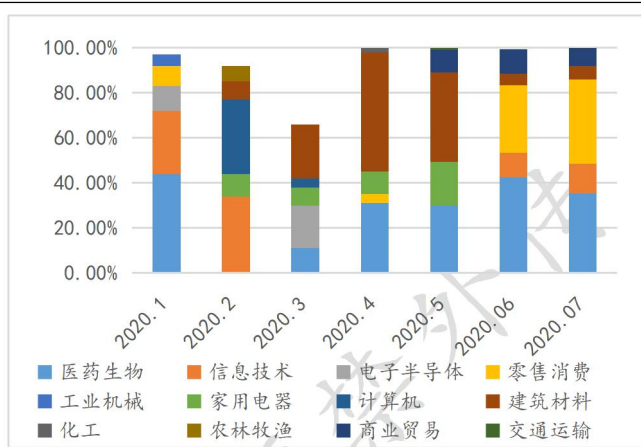
配置建议：相较于国内 A 股结构性行情的演绎，核心板块的个股已经严重透支未来的成长，建议在冷门股关注较多的投资者，逆向布局丰岭资本这类具备长期现金价值的持股组合的投顾。

(5) 正心谷创新资本-正心谷价值中国基金系列

图表 7：正心谷价值中国 2018 年 1 月以来月度收益



图表：正心谷价值中国 2020 年以来持仓情况



数据来源：金斧子投研中心

持仓分析：

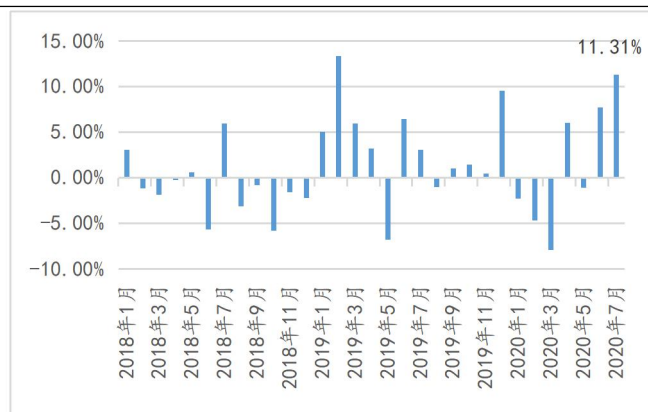
7 月正心谷价值中国取得 32.19% 的收益，相当出众。从行业来看，正心谷 7 满仓操作，前五大行业不变，内部结构变化相对较大：1) 其中医药生物和商业贸易减仓明显，比重分别下降 7% 和 3%；2) 加仓零售消费、信息技术和建筑材料，幅度分别是 7.5%、2% 和 1%。正心谷认为疫情下的超宽松货币政策不会持续泛滥，必须聚焦长期可持续的业绩增长，其强调产业链深度研究和精选投资标的，重仓的医药和消费行业内的优质个股对业绩贡献明显。

持仓核心：医药生物、零售消费、信息技术、商业贸易等，前五大持股较为集中，净值更具备弹性

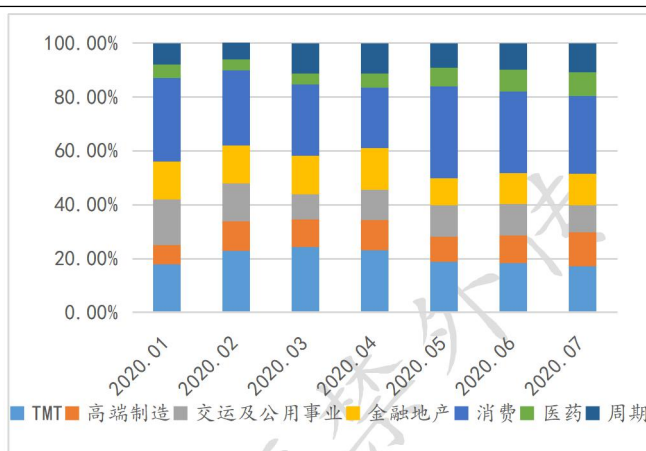
配置建议：目前正心谷的持仓组合依然较为集中，并且认为整体市场的系统性风险较低，从长周期看，当前仍然是巨大的结构性市场，低估值的价值股均值需要回归，但回归之后很难持续上涨，基于长远，企业可持续的内生增长和盈利能力提升才是投资的核心，应该淡化对于风格和指数点位的关注。且正心谷的持仓组合，都是代表未来新经济成长的个股，具备较大的弹性空间，再加上 3 年封闭期，建议投资者重仓持有。

(6) 凯丰投资-凯丰宏观对冲系列

图表：凯丰宏观对冲 9 号 2018 年以来月度收益



图表：凯丰宏观对冲 9 号 2020 年以来持仓情况



数据来源：金斧子投研中心

持仓分析：

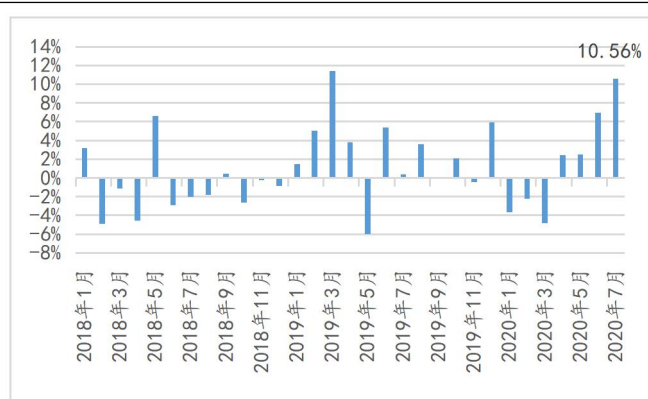
7 月凯丰宏观策略 9 号取得 11.31% 的收益，表现良好。主观选股部分保持满仓运行，消费、TMT、周期为前三大持仓行业，分合计比重 56.80%，较上周前三大合计占比减少 8%，行业进一步分散。股票持仓组合中，高端制造、周期、医药、金融地产略有加仓，幅度分别是 2.4%、1%、0.4%、0.3%；TMT、交运及公用事业、消费比重分别下降 1.1%、1.7%、1.4%。7 月经济持续恢复，中美的经济数据持续超预期，使得国内外货币政策出现一定观望，叠加中美关系再起波澜，市场偏好略有回落，股市、商品实现不同的涨幅，但股市波动加大、且贵金属表现更强。2020 年前几个月凯丰表现不及预期，自 6 月以来表现有所回归，已基本覆盖前几个的跌幅。

持仓核心：消费、TMT、金融地产、高端制造等，持仓较为均衡合理

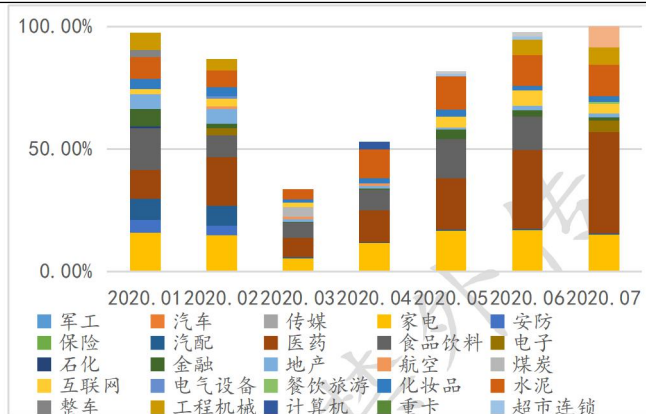
配置建议：今年以来，凯丰表现欠佳，股票端亏损基本已经修复，传统的强势商品基本面亏损严重，这点和凯丰投资的过往能力和投资团队有较大不符，再加上商品的配置逻辑基本是以产业和基本面研究出发，但是受制于疫情对于商品价格无序的扰乱，致使凯丰投资在这块头寸有了较大的亏损。相信价格基于基本的回归收敛后，凯丰的业绩会持续得到贡献。因此，目前相反不是赎回凯丰的点位，而是加仓抄底的点位。

(7) 高信百诺-高信百诺 1 期

图表：高信百诺 1 期 2018 年以来月度收益



图表：高信百诺 1 期 2020 年以来月度持仓情况



数据来源：金斧子投研中心

持仓分析：

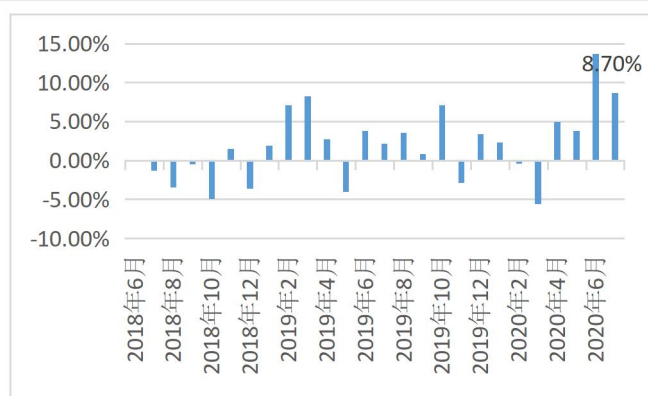
高信百诺 1 期 7 月收益为 10.56%，仓位提升至满仓。行业调整方面：1) 持仓行业进一步集中，一方面最大持仓行业医药占比为 41.44%，另一方面前三大行业合计占比 69.55%，同时新增白酒、电子行业，比例为 9.13%、4.59%；2) 直接清仓食品饮料、超市连锁，此前食品饮料占比 13.71%，互联网、交通运输、家电分别减仓 2.33%、1.73%、1.7%。高信百诺进一步加码黄金赛道医药，继续持有家电，同时开始布局白酒，组合上我们认为攻守兼备，符合我们对于其长期投研能力研判实力的预期。

持仓核心：家电、医药和逆周期品种水泥等

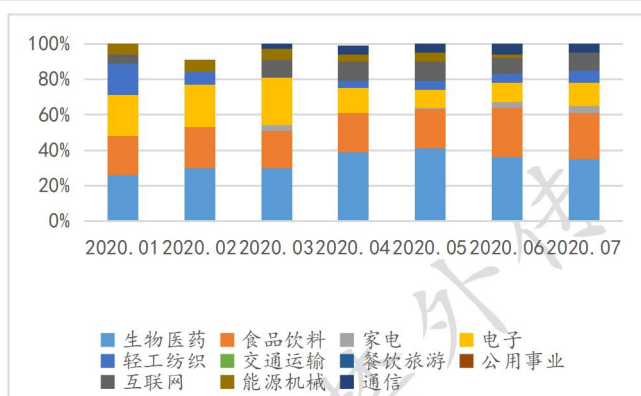
配置建议：高信百诺是超长期价值投资体系中对当前市场态度相对谨慎的一家，或错失了一定的市场涨幅，但是在长期封闭的视角下，其持股组合依然保持了较好的进攻性，建仓 3 个多月获得了 30% 优异表现。因此，在全球经济复工不确定性等背景下，其可作为底线思维的重要配置，进可攻退可守品种。IDG 战略入股全方面赋能，与自身投研团队迭代意愿相结合，让高信百诺成为一个既老牌又潜力巨大的顶级价值投资机构。

(8) 泰旻资产-泰旻创新成长 7 号 A

图表：泰旻创新成长 7 号 A 自成立以来月度收益



图表：泰旻创新成长 7 号 A 于 2020 年以来行业持仓情况



数据来源：金斧子投研中心

持仓分析：

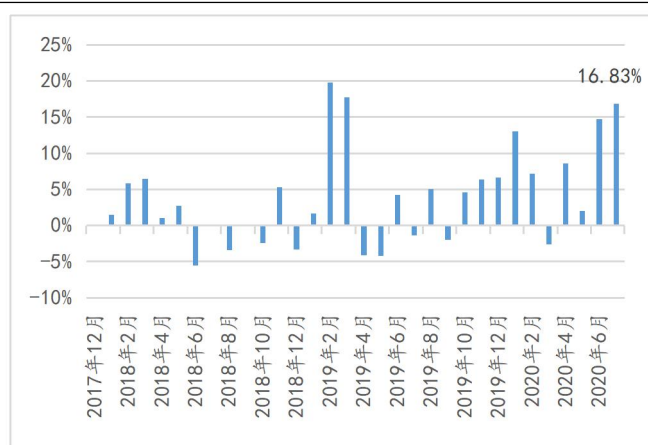
7 月泰旻由满仓降低至 75%，月度收益为 8.70%。重点持仓行业未变，生物医药、食品饮料、电子为前三大行业，合计占比 74%，其中前两个行业分别是 35%、26%。7 月泰旻对持仓行业略有调整，直接清仓互联网行业，其他行业比例微调，其中电子、轻工纺织、互联网、家电分别增加 2%、2%、1%、1%；而能源机械、食品饮料均降低 2%。整体上，泰旻延续上个月的持仓组合，内部结构略有调整，泰旻也会理性看待个股的性价比，如直接清仓互联网，不死板的坚守，降低波动率，同时保持弹性，有具备强烈的学习研究心态来不断优化投资组合。

持仓核心：生物医药、食品饮料、电子、互联网等，既有集中也有分散。

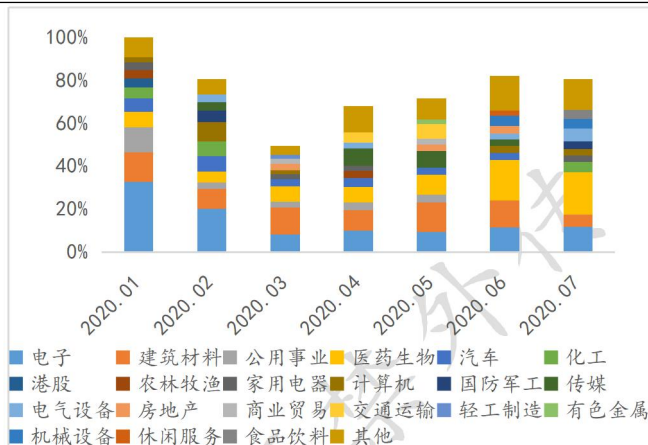
配置建议：泰旻资产的核心策略为 GARP 策略，即价值成长兼备，体现在持股上既有估值合理的大白马，也有成长较为迅猛且基本面非常优异的成长股，行业贡献度上也具备分散，消费、科技、医疗三大共识行业，精选个股的组合会在未来带来惊喜，建议超配，并且关注未来的 3 年封闭期的基金。

(9) 聚鸣-聚鸣多策略

图表：聚鸣多策略 2018 年以来月度收益



图表：聚鸣多策略 2020 年以来持仓情况



数据来源：金斧子投研中心

持仓分析：

7 月聚鸣股票仓位略有下降至 80.50%，下降幅度为 1.64%。行业进一步分散，仅有医药生物、电子两个行业的持仓比重在 10% 以上，前两大行业合计占比 31.56%。行业内部调整体现在：1) 虽然幅度有限但进一步加仓第一大持仓行业医药生物，比例至 19.64%，新增化工、食品饮料、国防军工、家用电器，持仓比重分别是 4.75%、4.24%、3.81%、3.15%；2) 直接清仓休闲服务，和汽车，并对建筑材料、房地产、传媒等行业减仓，幅度分别是 6.92%、3.41%、3.02%。组合操作上，将近 5 成长期持股，集中在医药生物、电子等自身擅长并且格局明朗的行业，2-3 成是具备周期反转和业绩拐点的成长类个股，再加上一定热点冲动的交易，如国防军工，共同组成了聚鸣投资鲜明的投资特点，即重兵布局核心领域，奇兵贡献利润，在市场较为动荡的行情，或许会带来一定的奇效。

持仓核心：医药生物、建筑材料、电子等核心持仓，其他行业较为分散。

配置建议：重仓核心板块，辅助灵活的交易策略，在下半年投资难度加大和行情不明朗的情况下，或许会有一定的奇效，建议标配。

四、超长期价值投资产品体系-投资展望和配置建议

超长期价值投顾对后市谨慎乐观，乐观的因素在于宽松流动下、居民理财需求、相对估值优势等，谨慎因素在于：1) 部分板块估值过高、赛道又过于拥挤，市场风险加大，对管理人挑战加大；2) 今年以来估值上升主要是流动性推升，而非盈利增长，需要关注 1-2 年后经济回归正常后、货币政策变化后企业估值压力；3) 在经济持续复苏背景下，货币政策出现边际变化，需要关注对信贷、社会融资等方面的影响；4) 中美关系持续波动这一扰动因素。多数管理人都认为后市更多是结构性行情，行业方向依旧是消费、医疗、科技大方向，部分投顾会参与热点如国防军工等，需要加深行业和企业研究，精选估值合理、业绩持续增长的优质个股。建议投资者保持底线思维、均衡配置，超配 A 股和港股，以长期业绩优异且行业覆盖能力全面的公、私募管理人为主要抓手。

机构名称	观点	配置方向
景林	7 月 A 股快速上涨后出现回调，但整体表现仍领跑全球。 景林认为宽松流动性下、居民理财需求下、相对估值优势下权益资产仍受欢迎。不过景林也在提示随着估值提高，市场风险正在加大，具体体现在：1) 内循环并非新提法，而资产市场给予太多热度，一些板块较全球同类型公司估值明显偏高；2) 宽松政策出现明显拐点，如信贷、社融增速突然快速下降；3) 大股东减持带来的风险	信息技术、可选消费等领域的估值相对合理且竞争优势明显个股
同犇	预计后市有望震荡上行：1) 基本面，国内 GDP 和企业盈利环比逐季改善趋势不变；2) 流动性方面，全球流动性宽松将持续，730 政治局会议导向下半年政策大幅收紧可能性不大；3) 中美摩擦非一日之秋，市场影响钝化，更多是	努力寻找未来 3 年业绩增速快、长期发展空间较大且未来 12 个月估值下行空间不大的股票，聚焦大消费，重

	<p>短期扰动；4) 资本市场改革提速，增量资金持续入市。不过需要注意，今年以来上涨属于流动性推升的估值提升，而非盈利增长，预计 1-2 年后经济回归正常后货币政策改变后部分公司的估值压力。</p>	<p>点关注食品饮料、医药、物 业、教育、消费电子、轻工 等行业</p>
丰岭	<p>7 月市场比较活跃，结构分化非常明显，成长类产业和传统产业天差地别，部分赛道交易非常拥挤，对投资人也提出了更多挑战。丰岭坚持优质优价的原则寻找投资对象，好公司有估值高的时候也有估值低的时候，避免在周期的顶部买股票哪怕是好公司，过于乐观的预期是投资收益最大的敌人。</p>	<p>继续看好寿险、互联网、快 递以及部分优质制造业公 司</p>
正心谷	<p>在基础制度改革、全面扩大开放、经济转型的背景下中国资本市场发展面临新时代，不过应淡化风格和指数点位的预测，未来仍是高度结构性特征，需要长期聚焦在最代表经济未来发展的核心赛道进行布局。</p>	<p>布局在新消费、新医药、新 科技制造领域优秀的企业 和企业家</p>
凯丰	<p>股票：经济持续改善，政策不会再有大幅宽松或明显收紧的变化，逆周期调解力度变化弱化，结合经济面、政策面和情绪面，市场短期或步入震荡阶段，国内资产较海外更具韧性；</p> <p>债券：基本面持续向好，叠加央行强调货币政策精准导向，叠加中美国际政治的不确定，海外疫情等外部风险影响市</p>	<p>A 股、商品、债市均步入震 荡，相对而言债市较股市较 好，港股可能会体现出相对 收益</p>

	<p>场的风险偏好，债市多空交织、步入震荡。</p> <p>商品：当前工业品价格包含较多乐观预期，未来宏观走向及即将到来的旺季实际需求考验对价格构成影响，短期高位震荡概率较大。</p>	
泰颐资产	<p>消费作为经济压舱石，7月已有回暖迹象，结构上必选优于可选、线上优于线下，餐饮恢复较慢的特点。</p> <p>电子行业三大趋势值得关注：1) 疫情进一步提高互联网和科技的集中度，一线龙头更具资金和资源优势开展研发；2) 国际科技类公司业绩超预期驱动估值持续提升，国内类似公司具有估值提升空间；3) 国内资金对香港上市中国互联网和科技公司定价权快速提升，未来有望持续。</p>	<p>消费领域，重点看好高端白酒、受益电商高速发展的化妆品、休闲食品、小家电等；以及具有业绩增长和估值优势的互联网及科技公司</p>
高信百诺	<p>7月末中央政治局会议上释放信号以及7月制造业数据反映经济恢复情况较为理想。需要关注的是，货币政策或开始边际收紧，随着风险偏好水平进一步回落，前期受流动性宽松影响的题材股行情基本告一段落。展望未来，Q3至明年底是一轮经济复苏和企业盈利回升的周期，后续结构性行情或是主流。结合中美关系走向下国家提出国内大循环主体、中美利差处于历史高位水平、外资对中国资产配置比例低等，国内优质资产的未来仍值得期待。</p>	<p>坚守高端品牌消费与服务，高端制造业的升级与科技赋能，医疗器械、服务和创新药以及互联网和云计算四大方向。对分红率稳定、经营基本面周期向上的低估品也有一定配置</p>
聚鸣资产	<p>现在仍是牛市状态，各种限制因素不具备转向的基础，潜在风险有几点：1) 核心板块估值贵；2) 全球疫情仍较严</p>	<p>高仓位，新能源汽车、消费电子苹果产业链、军工、疫</p>

	峻尤其是东亚和欧洲之外，对经济影响难以估值；3) 中国面临的外部环境，主要是美国对中国的敌对政策。不过不至于影响基本盘，疫情之下国内部分行业韧性较强，好公司、好资产依旧值得乐观。	苗板块或维持较高热度；同时关注部分细分行业的公司估值仍在中低位置，具有较好的绝对收益机会
金斧子	8 月市场呈震荡走势，支撑因素在于经济持续复苏、流动性宽松背景下居民对权益类资产配置需求等，而扰动因素在于社融数据不及预期、美国对中国科技战、经济复苏内部结构中社会零售和制造业恢复缓慢等。市场已经由前期的流动性推动行情转为企业盈利推动行情，后续在中报陆续公布、货币政策边际变化背景下结构性行情居多，中国核心资产如科技、消费、医疗龙头企业长期表现仍值得期待。因此配置上，要延续底线思维，均衡配置，超配 A 股和港股，以长期业绩优异且行业覆盖能力全面的公、私募基金管理人作为主要抓手。	作为未来经济新引擎的科技、内需为主的消费和医疗健康等行业的优质龙头等 确定性资产

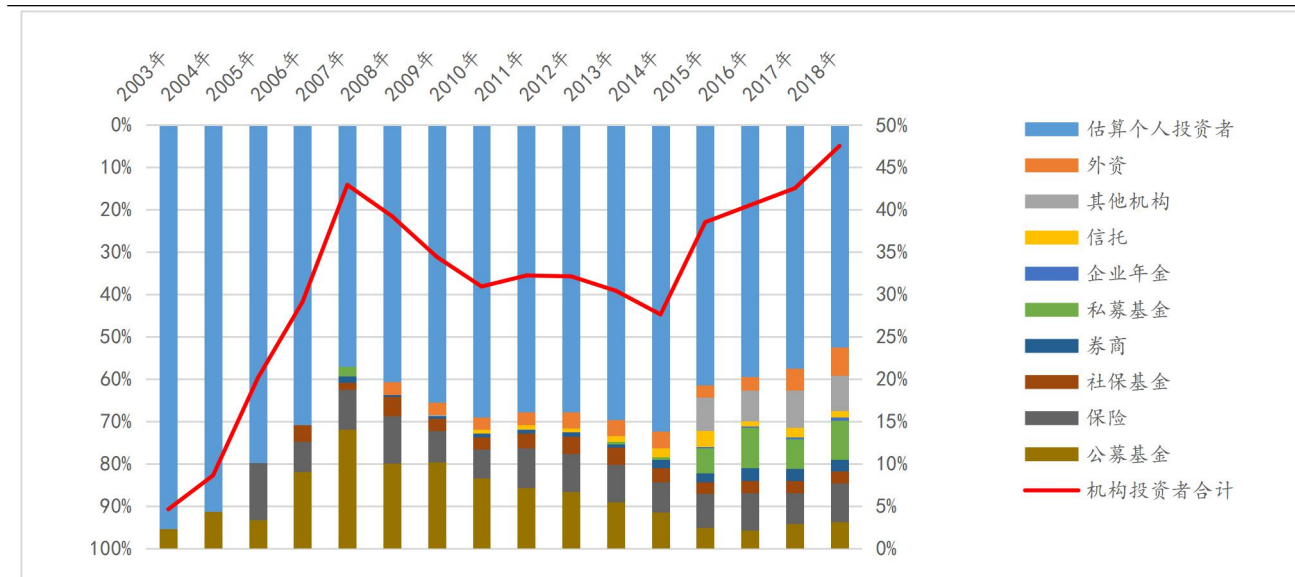
五、资本市场以及私募市场动态观察

(一) 投资者结构

近两年价值投资盛行和核心优质企业资产不断股价新高而垃圾股无人问津的一个核心变量就是国内投资者正在发生显著的变化。2003 至 2018 年，A 股机构投资者比重经历三个阶段，2003-2007 年快速上升阶段；2007-2014 年略有下降；2014-2018 年缓慢上升阶段，至 2018 年机构投资者合计占比 47.5%，对应的是个人机构者比重的下降，由最初的 95.4% 下降至 52.5%。至 2019Q3，

A股市场投资者中境内机构投资者占 15.22%，其中公募基金、保险占比较高，分别为 4.76%、3.73%。

图表：2018 年 A 股各类投资者持股市值占比（自由流通市值）



数据来源：金斧子投研中心

(二) 北上资金

在我国, 外资投资 A 股市场主要通过以下几个渠道: 陆港通(北上资金)、QFII (Qualified Foreign Institutional Investor) 合格的境外机构投资者、MSCI 指数、富时罗素指数等; 其中, 北上资金作为 A 股市场的外资“热钱”近年来受到广大投资者的热门关注。尤其是今年以来受疫情的影响, 国内外股票市场波动较大, 北上资金更因短期内频繁的大幅净流入、净流出受到市场的重点关注, 而其持仓的个股同样也吸引广大投资者眼球。北上资金又称“聪明钱”, 指外部投资者通过大陆和香港股票市场的互联互通机制, 直接参与 A 股市场。

2014 年 11 月 17 日以来北上资金每日净流入概况, 除去 2019 年 3 月至 5 月有较小幅度的持续净流出外, 整体上看出北上资金依然是持续净流入的趋势。截止 2020 年 6 月 29 日, 北向资金合计累计净买入为 1.1 万亿, 其中沪股通累计净买入 5720 亿, 深股通累计净买入 5395 亿, 已经对于 A 股的交易贡献度产生了巨大的影响。

图表：不同时间周期下北向资金情况（，单位：亿元，2020/8/27）



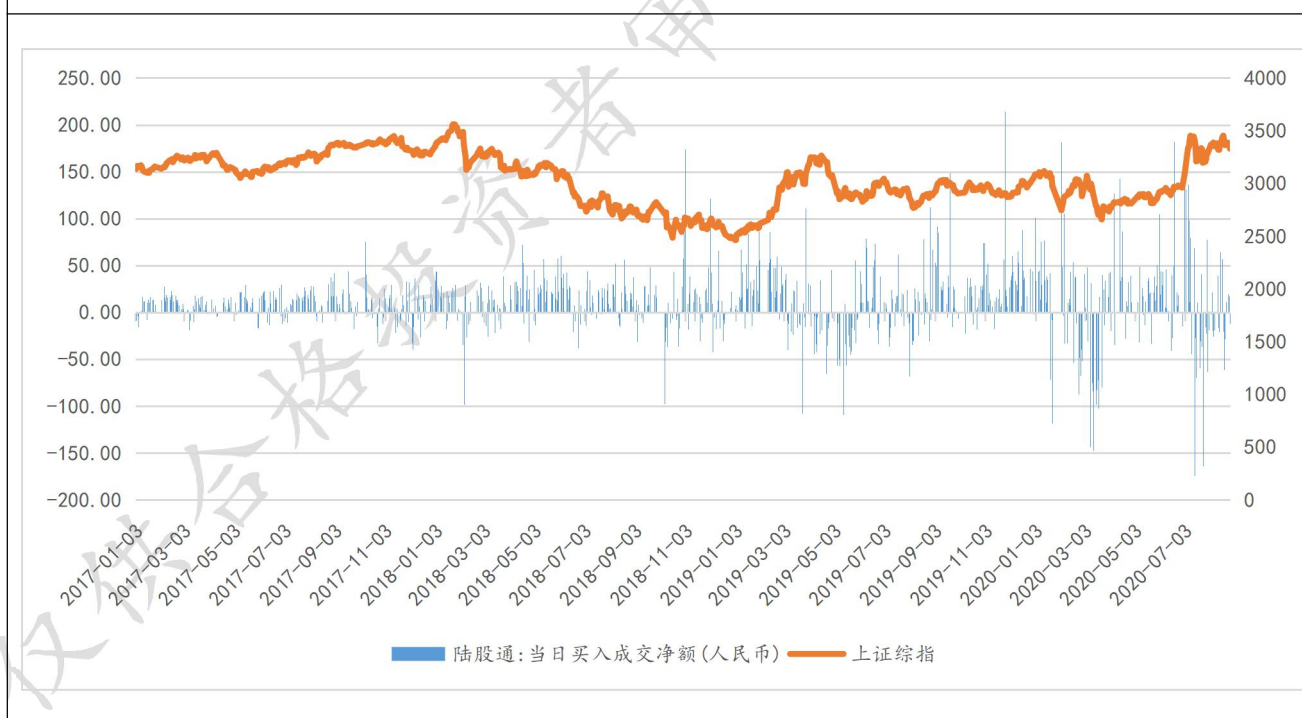
图表：沪股通、深股通、北向资金累计流向金额（单位：亿元，至 2020/8/27）



北上资金的流入/流出时机正不知不觉间重塑 A 股投资者逻辑。通过比较陆股通北向单日净流入金额与上证综指收盘数的图型，可以发现北上资金在上证综指低位时进场往往为后续指数反弹埋下了伏笔。这一方面有 MSCI 等国际指数将 A 股分阶段纳入时外资追踪指数提前入场的缘故，一方面证明北上资金的投资逻辑对于 A 股股价估值有一套明确的体系，另一方面也证明北上资金作为 A 股重要增量资金已能对 A 股趋势创造足够动量。

北上资金流入转流出的时机基本上对应 A 股的阶段性顶部，这主要是由于海外资金对中国宏观经济与风险前景的判断出现变化（如 2019 年 4 月货币政策边际收紧和 2019 年 5 月中美贸易冲突加剧）、海外资金流动性变化（如 2020 年 3 月因新冠疫情叠加石油价格大跌导致美元流动性危机）以及由于北上资金流出传导至国内投资者预期与交易结构变化。

图表：陆股通当日买入成交净额（亿元）与上证综指（至 2020/8/26）



(三) 市场流动性

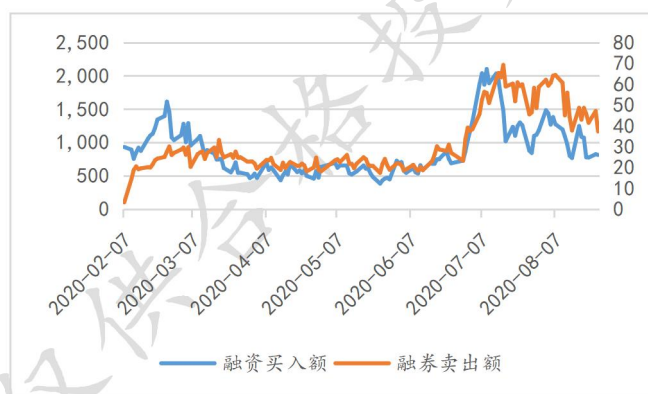
融资融券方面，至 8 月 26 日，8 月融资买入额、融券卖出额分别是 18238.15、865.63 亿元，月度环比下降 44.23%、30.43%，市场情绪有所降温；

净主动买入额方面，至 8 月 27 日，8 月主板、中小板、创业板净主动买入额分别是-3359.57、-1928.56、-1277.41 亿元，较 7 月变动分别是-2.89%、23.20%、10.71%，主板净流出额略有下降，而中小板和创业板有不同程度增加。

资金北上/南下方面，至 8 月 27 日，8 月陆股通当日买入成交额累计值为 10106.43 亿元，较 7 月减少 38.75%；港股通当日买入成交额累计值为 2052.62 亿元，较 7 月减少 48.74%，北上与南下资金量均在下降。

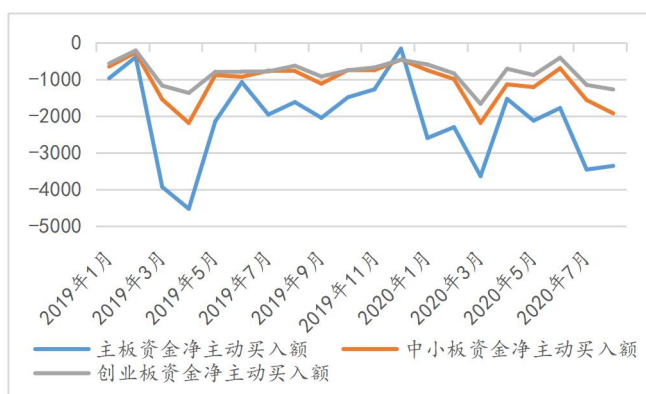
限售解禁规模方面，至 8 月 27 日，8 月限售流通股份开始流通市值合计 4558.27 亿元，较 7 月解禁压力有所下降，但依然处于今年以来月度解禁压力平均线之上，即 3809.22 亿元；以当前时点来看，随后两个月的解禁压力逐步缓解。

图表：A 股融资买入、融券卖出额（亿，2020/8/25）

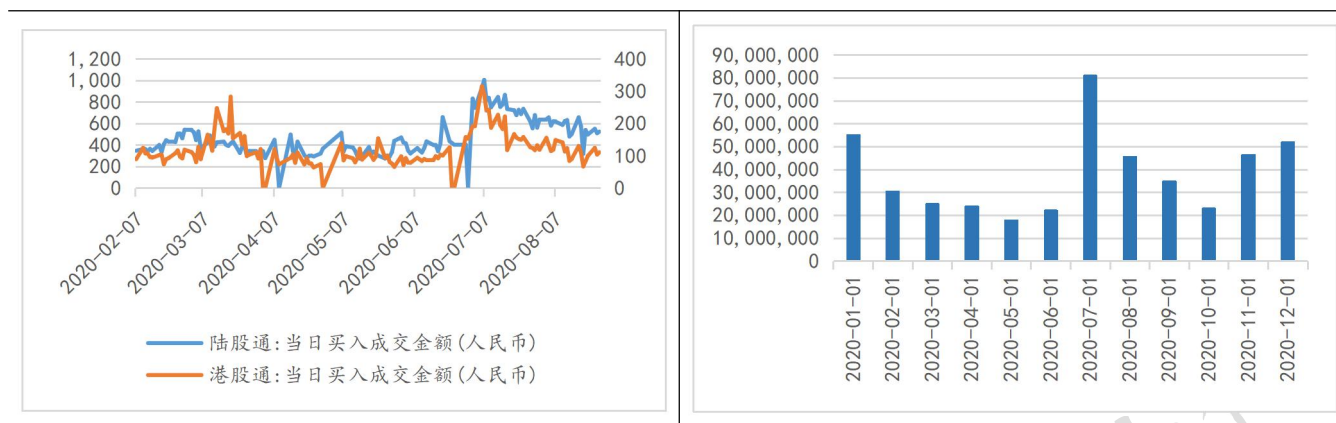


图表：陆股通、港股通当日买入成交金额（亿元，至 2020/8/26）

图表：不同板块主动净买入额（亿，月，至 2020/8/26）



图表：本期开始限售流通股份市值（万元，至 2020/8/26）



数据来源：金斧子投研中心

六、价值投资语录

金斧子 | 水星旗舰FOF
WWW.JFZ.COM

投资
语录

“

价值观决定了
投资理念、投资体系、投资方法
法论、投资事业、风控水准等
只有具备正道的价值观
才能够基业长青

”

七、风险揭示

本报告内容属于内部资料，为金斧子投研中心根据相关资料数据制作完成，金斧子资本管理有限公司对本报告享有最终解释权。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司发布本报告当日的判断，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，报告中所推荐产品过往业绩不应作为日后业绩的推断依据。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成买卖该公司产品的最终依据。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，否则需承担赔偿责任。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“金斧子投研中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删减和修改。