

## ■ 产品分析

## 景林资产：以实业心态做投资

中国证券报举办的“中国阳光私募基金牛奖”评选活动，主要表彰为投资者带来长期持续回报并且严格控制下行风险的优秀阳光私募基金，自2009年以来已连续举办三届，已成为业界公认的至高荣誉。为进一步增进投资者对获奖公司的了解，中证投资资讯（中国证券报控股子公司）推出“金牛奖”获奖私募基金系列研究报告。此为系列研究报告的第4篇。

景林资产获得的《中国证券报》举办的“中国阳光私募基金牛奖”奖项包括：2009年度、2010年度、2011年度“阳光私募基金牛管理公司”奖。

## ■ 中证投资资讯 朱必远

景林资产管理有限公司成立于2004年，是一家同时管理海外资产和内地资产的大型私募资产管理公司。公司首只产品“金色中国基金”（海外对冲基金）成立于2004年7月，首只内地阳光私募基金“景林稳健”成立于2006年10月。目前旗下内地阳光私募信托规模近40亿元，包括6只非结构化信托产品（其中3只为TOT产品）和3只结构化信托产品；海外对冲基金资产规模近7亿美元（折合人民币40多亿元）。公司创始人、CEO兼投资总监为蒋锦志。“景林稳健”自2006年10月31日成立以来，获得了240.52%的收益率（截至2012年9月10日，折合22.96%的年化收益率），中间经历两次较大的净值回撤，分

别为-33.4%和-19.6%，而同期沪深300收益率为58.87% 折合8.26%的年化收益率）。

## ■ 投资方法

在仓位层面，公司投决会根据宏观因素确定一个仓位中枢，基金经理在此基础上可以有上下10%至20%的浮动权限。多数时候公司的投资组合保持中/高位运行，只有在市场整体高估时，公司会主动降低仓位控制风险。公司坦言不擅长仓位决策和波段操作，希望通过精选股票来获取超额收益。

在行业层面，虽然公司不强调仓位控制，但是强调对宏观和行业的研究，判断各行业中长期发展趋势，在看好的行业中选择股票，或者说，公司在选股时注重行业的中长期趋势，以此确定和调整投资组合的行业配置和个股选择。

在个股层面，以实业家和PE的心态挑选股票。公司注重对个股频密和持续的调研和跟踪，看重的因素包括行业发展空间、企业核心竞争力、优秀诚实的管理层、良好的治理结构（股权激励机制）、低估的股价以及未来一两年盈利的可靠性等。传统行业侧重管理层品质，资源类行业侧重储备资源价值。在估值方法上强调自由现金流，在风格上偏好大行业中成长性良好的中小公司。

## ■ 风险控制

以精选股票为主的私募基金公司普遍强调事前对公司的调研，景林资产也不例外。对企业进行的调研是全面的，包括企业自身、竞争对手、上下游产业链、客户等。公司更强调以实业的角度去理解公司，一方面体现在对研究员实业背景和经验的要求上，另一方面体现在与行

业专家的交流和沟通上。

公司建立有严格的股票出入管理制度，努力避免高风险的行业和股票，在投票表决时实行一票否决。基金经理投资严格限于股票池内的股票。股价的低估和一定的安全垫，是很多精选股票型私募基金公司的重要风险控制措施。景林资产强调低估的可靠性和催化剂因素，前者确定是否是真实的低估，而后者确定交易的时机。

景林持股组合相对分散，前5大持仓占组合净值比例在40%以下。此外，公司建立有一系列集中度指标规定，比如单一股票集中度、行业集中度、小股票集中度等。比如，单只股票比例在7%以内基金经理可以自由决定，一旦超过组合的7%，则由投资总监召集基金经理和研究员讨论决定。

在事后控制方面，单只股票亏损10%时预警，并由基金经理和投资总监进行重新评估。如果基本面没有出现大的变化，之前投资的逻辑依然成立，会继续持有（甚至加仓）；如果基本面恶化，则会迅速卖出。

## ■ 投研团队

基金经理主要为蒋锦志、蒋彤和卓利伟。蒋彤和卓利伟均具有较长的公募基金任职和基金管理的经验。蒋彤曾任职于建信基金（研究总监）、南方基金（研究总监）、嘉实基金（投资部副经理）等，卓利伟曾任职于建信基金（基金经理、投资副总监），于2011年9月加盟景林资产。去年公司新增了5位行业研究员，目前公司的研究员有15人（不包括3名基金经理和3名研究助理）。

公司强调团队的作用，淡化个人影响。基金经理的业绩不仅与自己的业绩挂钩，还跟其他基金经理的业绩

挂钩，自己的业绩占比3/4，其他基金经理的业绩占比1/4。这样做可以有效鼓励基金经理在研究成果上的共享，促进和强化团队的作用。

## ■ 投资建议

景林资产的产品具有中风险、高收益的特征。在最近3年的业绩比较中，景林资产的收益指标处于市场70分至80分的位置（好于市场上70%的阳光私募基金），最大回撤指标处于市场上70分至80分的位置（好于市场上70%的阳光私募基金）。最近5年的收益指标与最近三年相仿，最大回撤指标处于市场上60分至70分的位置（好于市场上60%的阳光私募基金）。

通过对景林资产与市场指数的业绩进行回归，最近3年和5年的贝塔系数分别为0.31和0.30，而最近3年和5年的阿尔法系数分别为8.47%和9.38%，好于同期市场上60%的阳光私募基金。整体上来讲，景林资产的产品与市场指数的相关性相对较弱，表现出相对稳定的特征；而获取超额收益的能力处于市场中上等水平，而且这种能力在中长期比较稳定。

景林资产的产品适合稳健进取型投资者。从投资方法上来看，景林资产符合一般进取型投资者的特征；从回撤指标上来看，景林资产又具有偏稳健的特点。投资者的合理预期应是追求中长期处于市场中上等的业绩，但是应能容忍中等程度的净值回撤。

景林资产有着较长期的业绩历史（海外8年、内地6年）。在市场上行阶段，其业绩基本与市场指数持平或者略逊于市场指数；在市场下行阶段，其业绩表现要好于市场指数。投资者可根据其不同市场环境下的表现进行相应的配置。

## ■ 私募看市

## 谭新强：青睐内地房企海外债



■ 本报实习记者 曹乘瑜

9月宏观经济数据令海外投资者看好中国债市。香港中环资产CEO兼创始人谭新强表示，内地企业尤其是龙头房企的海外债今年以来颇受海外投资者欢迎。

香港中环资产是一家专注于亚洲的多策略对冲基金，擅长债券投资，成立7年来，年复合收益率近20%。截至2012年1月31日，公司旗下的CAI Global Fund在彭博全球对冲基金数据库多重策略对冲基金中，5年总回报排名第一。谭新强表示，债券在其资产中占比一直保持在50%以上。

谭新强表示，海外投资者较为认同内地房企的偿债能力。“我们发现内地购房刚需其实非常强劲。国庆节之后的一周，房地产交易量是国庆节期间的三倍，虽然有节假日因素，这仍然说明其现金流较为充足。”谭新强说，过去十年的数据显示，房地产公司违约事件很少。“2011年，绿城集团由于财务状况不佳存在违约风险，中环资产在考察其现金流和短债延期的可能性后，认为其隐含违约率较小，投资绿城使其最终获利约30%。”

谭新强说，海外投资者对内地企业的海外债认可程度逐渐提升。今年以来内地企业的海外债价格已翻番，其平均票息已从去年的15%下降到今年的7%至8%，将来票息可能会继续下降到5%。

“美国的QE3推出后，低利率趋势不可避免，投资者越来越多开始转向债券配置。”谭新强说。

谭新强建议发行债券的上市公司通过回购债券来增强投资者信心，从而提升股价，这将比回购股票更有效果。一方面，公司可以以较为便宜的价格还债，例如一些票面价值100元、交易价格跌到70元的债券，则回购债券可以赚30%。其次，回购债券是一个财务结构上去杠杆的过程，债务状况的改善将给投资者带来信心，在资本市场上获得好的评价，股价更有可能上升。

谭新强表示，内地债券价格波动不大，不能反映公司信用情况，有的企业的海外债价格是内地债券的一半，所以回购债券的运用还有待内地债市的成熟。

今年以来内地债市里信用债风波不断。继海龙债和赛维债之后，新疆中基实业股份有限公司的主体评级和债项评级被下调，北京康特荣宝电子有限公司无法兑付发行的票据款项，两起信用事件引发市场对信用债违约风险的关注。对此，谭新强表示，内地债市出现债券违约是正常的现象，“如果一直没有违约案例出现，人们会认为国家和银行永远会帮企业买单，这种对债市的过于乐观会导致债券价格偏高，没有机会。”

责编：股 鹏  
美编：王 力

## ■ 热点直击

## “公转私”成败皆可能 追星需谨慎

## ■ 好买基金研究中心 许付漪

王亚伟走了，他离开了公募，王亚伟来了，他选择了私募。在这个人才成荒的年代，基金经理“奔私”已不是一件新鲜事。顶着业绩的光环毅然转投私募的那些基金经理现状如何呢？

## ■ 行业发展决定人才流动

好买基金研究中心统计了2006年以来从公募转到私募的基金经理（仅统计已发行产品的基金经理），截至10月24日，一共有87位基金经理选择了从公募转战到私募领域。从时间来看，公募基金基金经理奔私的高潮开始出现在2007年，该年共有16位基金经理转投私募并发行了第一只产品，相比2006年仅3位奔私的数据来看，规模是前一年的五倍多。基金经理奔私的最高潮出现在2010年，全年共有21位公募精英转投私募领域并发行了产品。在2007年到2011年的这五年时间里，平均每年有16.2位基金经理从公募转战私募。不过，今年以来转私的基金经理出现回调，截至10月24日，仅有3位基金经理转投私募并发行了产品。

这样的分布一定程度上说明行业发展对于人才的吸引力。私募基金于2006年开始兴起，在当年选择

吃螃蟹的人毕竟还是少数，多数人选择观望。而当2007年和2008年，尤其是2008年遭遇经济危机以来，这个行业正在慢慢显示出新兴事物的成长力，在2008年大放光彩的阳光私募吸引了不少人才涌入，这一时期涌入私募的公募人才开始不断增加，呈现逐年递增趋势，直到2010年达到最高峰。自从2011年市场开始处于下行通道之时，许多传统的阳光私募的表现渐渐不再如人意，此时转行的人数开始减少。

## ■ 多因素吸引“公转私”

首先，薪酬待遇永远是吸引人才的重要因素。在阳光私募快速发展的几年中，私募基金经理的薪酬和公募基金经理的薪酬曾一度相差10倍以上。对于一个有能力可以为投资者赚取丰厚收益的基金经理人来说，他们在追求更具挑战性的投资事业的同时，会更乐意转身到一个有着丰厚业绩提成的战场。

其次，从监管层面来说，公募基金的监管要明显严格于私募基金。越是明星基金经理人，越是容易受到投资者追捧。就如王亚伟在离开华夏基金时曾提到的那样，来自外界过高的关注，往往会给基金经理人带来很大的压力。公募基金需要定期公布自己的业绩以及投资组

合，这很容易造成投资者的跟风投资。而这一现象的结果就是会掣肘基金经理的投资。

另外，由于公募基金对于投资组合的比例会有所规定，对于那些有能力的基金经理人来说，这有时会使他们的投资理念无法得到很好的实践。并且，公司的内部考核机制以及一直在被呼吁的股权激励机制的缺失，这些也会造成基金经理的离职。

## ■ 有成功也有失败

“公转私”中有不少成功者，如淡水泉的赵军，他从2007年便开始担任淡水泉的基金经理，其管理的淡水泉成长自2007年成立以来，净值一直稳步上升。从今年的2月14日到最近公布净值的10月15日，沪深300指数下跌了13.34个百分点，而淡水泉成长的净值反而上涨了1.41个百分点。据好买统计，赵军在淡水泉曾先后管理过26只产品。而在2011年，另一名公募牛人项志群也在加入公司之后发行了新产品。另外，星石的江晖、尚雅的石波、泓道的孙建冬等均是从事公募转投到私募的。除了以投资股票市场为主的基金经理，今年年初，原华夏基金主持固定收益投资的杨爱斌也毅然奔私，发行了鹏扬系列主投债券的私募基金，赶上

了债券投资的黄金时期，基金成立半年劣后级收益超过20%。

不过，在这些“奔私”的基金经理中不全是一帆风顺的。公募基金经理转到私募战场，不仅需要承受更多压力。在私募基金中，收入主要来自于业绩提成，若业绩不佳，收入会急剧减少。尤其遇到熊市，相对于在公募基金时的旱涝保收，私募基金经理显然更加难做。在熊市中，背靠大树的日子要明显好过单打独斗的生活。另外，调出公募自己做私募的基金经理们少了基金公司强大的投研团队做后盾，可能会出现一定程度的不适应。再加上私募基金的操作风格较为灵活，部分基金经理难免出现水土不服。

## ■ 选人非王道

总的来说，对于那些公转私的基金经理的业绩，我们不能一概而论。毕竟公募与私募的操作思路是不同的，而且奔私后随之而来的营销、运营、管理的重担，难免让基金经理不能充分将精力放在投研上。投资者在选择产品时，应该更加关注基金经理本身的投资风格，仔细判断其投资风格与当前市场形势是否契合，以及公司投研团队的支持等，这些才是决定私募基金经理收益及排名的主要因素。