



“长期高回报基金台前幕后”系列报道之七

富国中小盘精选基金经理曹晋：

重仓公司一定亲自调研 心细同时也要乐观大胆

■本报记者 张志伟

近日，在富国基金的会议室里，记者见到了曹晋。这位小有名气的基金经理，看上去更像一位在校研究生，穿着朴素，发型也简单随意，体型高大宽厚，声音轻声慢语。记者首先感到的是——“反差萌”；进入采访环节之后，记者不时会错愕于曹晋丰富的表达、深思熟虑的思考、洞中肯綮的见解，“反差感”时无不在。

“平常，曹晋戴着眼镜像个邻家大男孩，有时候你要稍微努力一点，才能把他的外貌与他成熟的谈吐结合在一起观察。一旦你这么去做，才会对这样一位不夸夸其谈、追求言语逻辑、不妄下断论的基金经理印象深刻。”一位共事多年的富国基金“老人”对曹晋的评价带有一丝调侃，但经过近2个小时的独家采访之后，记者也不禁开始赞同。

曹晋，富国基金富国小盘精选基金经理。数据显示，截至2020年1月3日，该基金成立5年以来的累计回报率64%，在同类基金中排名47/720。

“有限空间”中的成长

富国中小盘精选基金，属于混合型基金，专注于中小盘，硬约束是“投资于中小盘股票不低于非现金基金资产的80%”。不难发现，“中小盘”是该基金“跑马圈地”的核心区域，“中小盘”是指中小板、创业板和市值排名在后50%的主板公司。

2015年12月份，A股市场面临一轮大跌，富国中小盘精选的持股仓位不断被砍到70%下限。但对该基金而言，无论面临的投资环境有多悲观，投资结构是无法调整的，哪怕该基金的持股仓位降到70%，也必须配置80%以上的成长股，无法像其他灵活配置型基金一样持有较高比例的银行、保险等相对抗跌品种。

说富国中小盘精选在“有限空间”中成长，不无道理。曹晋口中的“有限空间”，实则是给了这只产品一个比较强的风格属性。“我们每个季度都会重新一轮该基金的投资标的，尤其是对市值排名后50%的主板上市公司。在管理这个产品的过程中，我们十分严格地尊重基金合同，非常严格地遵守它的投资风格，回头来看，这只基金在过去几年的风格演绎是比较极致的。”

在“有限空间”中成长，曹晋在管理富国中小盘精选上有着独到的投资策略。曹晋观察到，一些细分行业的龙头企业，市值相对较低，风险补

偿也是足够的，还表现出非常明显的竞争优势，这也最终决定了富国中小盘精选的选股风格——侧重选择细分行业龙头。

从估值看，中小行业龙头是有优势的，“过去几年龙头企业的估值溢价已经到了两倍标准差以上，而在另一方面，一些中小市值的企业面临着估值折价，在去年5月份以前基本上都是标准差的两倍，在去年5月份以后才逐渐修复。”这其中的原因也不复杂，曹晋认为，“银行、金融、地产、大消费等行业中的大蓝筹企业，受供给侧结构性改革等利好政策影响，马太效应愈加明显；细分行业的龙头公司，在去年5月份之后仍能拿到华为或海外企业的订单，这些公司在过去几年估值折价比较多，政府资金也在投入这些行业。未来几年，细分行业的龙头公司的优势会更加明显，历史经验来看，优质的创新型企业，在A股上市，有望享受较高的估值溢价。”

如何挑选细分行业的龙头公司，曹晋的方法论是“自上而下”：从“上”判断，未来几年中国最大的方向之一是国产化和进口替代，能够做到进口替代，能够让中国的企业和用户用得放心，这批企业面临着重生机会；从“下”核实，就是要对行业进行比较密切的调研，了解行业变化，分析其变化背后的原因。

“基金经理曹晋聚焦代表中国转型方向的新兴产业中小盘个股，自上而下下精选各行业中处于快速成长期、具有良好治理结构、具备核心竞争力及估值合理的标的进行投资。”富国基金的一位内部人士如此评价曹晋的投资风格。

曹晋表示，“我希望自己从产业视角出发，走在产业发展曲线的前面。”曹晋对产业的观察视角有部分来自于多年在海外生活的经验，曹晋相信A股市场的发展必然会向发达国家股市的一些特征看齐。他以影视行业举例来说，以前国内在影视内容上没有付费习惯，大家都是买一些盗版光碟或者网上下载电影，现在，为影视剧内容付费已经成为很普遍的现象。

重仓股一定自己去调研

“富国中小盘精选基本没有踩雷，严谨的调研机制是我们的防火墙。上市公司的调研机制分几个层面：第一是一定要对其上下游进行调研，其二是对其出货和采购原材料库存的数据进行核对，其三是对其产品发货进度进行跟踪，其四是访谈离职员工和一些在职员工，第五是找同行



专家对这家公司进行评判。有一条重要的原则必须遵守，这只基金重仓的公司一定是我亲自去调研过的。”曹晋的语气稍微加重了些，“富国中小盘精选投资的公司都不是‘PPT公司’，没有产品的公司几乎不投，除此之外，我们还要具体掌握产品的发货进度和下游的评价数据。”

在挑选公司时，曹晋始终把上市公司的业绩增长作为首要考量因素，他对成长股的理解就是因为这些公司的成长能够体现在盈利增长中。曹晋表示，不同公司的ROE指标要区别对待，在细分行业，不同公司在不同时间点的ROE是不一样的，特别的，ROE指标对杠杆率是有一定要求的，杠杆率高的公司通常有较高的ROE，但是有一部分上市公司是不愿意用杠杆的。

“我是特别看重财务数据的，一些上市公司领导知道我去调研，会把一些数据提前准备好，双方彼此节省时间。”曹晋对上市公司数据情有独钟，除ROE指标外，他还特别关注上市公司的现金流、净利润增速，关注上市公司的研发投入数据。

曹晋认为，很难用几个简单指标说清一个企业的商业模式和成长模式，在不同时期对财务数据的侧重会有不同。比如，目前他会比较关注有息负债和净资产的比，‘民营企业现在比较不景气，而融资政策的放开鼓励了很多民营企业扩产和资本投入，有息负债和净资产的比值，在这个节点比较好的描述了上市公司的扩产和加杠杆的潜力。’曹晋说道。

“成长的潜力有些来自于逆势扩

张，市场都不好的时候，其实它在逆势扩张，囤积生产资料、投研发、积累技术，这样的公司反而是我比较喜欢的公司”。曹晋对于这样的好公司溢于言表，“去年到上市公司调研的时候，发现有的企业工人在12月份就直接放假了，以前都是春节前放假。但是也有部分公司在去年的投资研发，正好赶上了技术创新的风口，所以他们的很多产品提价了，有充足的溢价能力，具备这种特质的上市公司市场表现往往会比较好。”

投资上的“反差萌”

和曹晋共事多年的同事对记者表示，曾在加拿大求学的曹晋，对自己有着极高的要求，他在工作上极为负责、心细、勤奋和认真。“跟他说过的事情，只要他答应了，哪怕再小，他都会记在心上并完成。”

富国中小盘精选基金投资中，也不难发现曹晋性格的印记，在投资中，曹晋负责、心细、勤奋、认真，甚至较真。

不想做那种吃甘蔗吃到最后一口的人，希望是能够不断地去找新方向的。“我是一个很勤奋的人，总觉得自己能挖出很多投资机会，富国中小盘精选的投资标的限制较多，也正是得益于因为这些限制，我会专注于如何挑选细分行业和龙头公司。持续调研是我的习惯，对一个公司调研十几次不是稀奇事。”

对于企业管理层也不赌运气，有的基金经理极为看重管理层，认为这些企业能够跟着优秀的管理层快速

成长，对此，曹晋却有不同的心得体会，“这没有对错，但我本质上是不相信管理层的，只需要管理层正常水平就行了，不需要你超能力，我会跟着优秀的行业成长。”

虽然有严谨的调研体系，但也有看走眼的时候，曹晋坦言，看错的原因往往出现在对行业周期性斜率的判断上，有些公司周期性斜率受突发事件的影响大，譬如中美贸易摩擦等，这样的事情是很难预判的。

碰到看走眼的时候，解决的办法还是调研。“事件会直接反映到股价上，可能会造成股价的波动。所以，第一件事是立即去调研，去跟公司去求证，通过调研判断事件是一次性的还是经常性的，是否是整个产业格局重构；第二会把事件影响叠加进去，重新计算公司未来盈利；第三会了解公司的应对方案。整个流程走下来，如果发现这家公司中长期盈利不好，就会及时止损，不会去赌运气。”

“投资方面，曹晋也体现了自己的‘反差萌’。一方面做事心细，另一方面投资乐观、胆大。曹晋的投资风格在公募行业里，算是比较激进的。”一位富国基金老员工如此评价曹晋。

对于挑出行业真龙头的概率，曹晋诚恳地说，“要把所有的牛股都挑出来，这是不可能的，我们也不奢望，希望我们重仓的10个股票里大约有1到2个是牛股，大约有3到6个是跑赢比较基准的，也允许1到2个没有跑赢比较基准的。”

谈到未来，曹晋微笑着说：“我记得有一句话，在股市赚钱的机会永远属于乐观者，拉长时间来看，股票市场的表现都是向上的，基金经理也需要对未来长期乐观，机会总是比困难多，世界总是会变得越来越美好，国家的整体发展也是向上的”。

曹晋是乐观派，但也有很纠结的时候，排解纠结的方式是去调研。曹晋重点提到了2015年，“2015年下半年，市场很拥挤，大家都在找机会，那时候做投资决策是非常难的，我花了更多的时间去做调研。我很纠结的时候我是做了不决定的，做决定的时候，会画一条线，把支持的写在一边，把不支持的写在另一边，发现一边的理由排列的非常长，就容易做出决定了。”

“当我们发现市场表现不佳时，决策思路应该还是很清晰的，在投资决策上不会纠结。最难受的，是你觉得市场上应该有机会的，但是市场迟迟不反应，绝大多数人就在那煎熬、等待。”曹晋表示，在这样的时点上，他往往会选择去上市公司调研。

去年净值型银行理财产品“井喷” 发行数量环比增加223%

■本报记者 吕东

刚刚过去的2019年，与银行理财产品发行总量出现回落形成鲜明对比的是，在相关政策的落地、推动下，净值型理财产品迎来了大爆发，该类产品在2019年全年发行数量环比增长高达223%。

而随着《资管新规》过渡期结束的临近，银行理财净值化转型将进一步加速，未来净值型产品发行节奏还会加快。

发行数量一年爆增逾万款

随着银行理财转型的不断推进，传统“老产品”正逐步退出市场，取而代之的则是净值型银行理财产品的

异军突起，银行理财也由此步入新的发展阶段。资管新规落地以来，净值型银行理财产品发行数量不断增加。经过2018年的经验积累和系统完善后，2019年该类产品的发行速度进一步加快。

根据普益标准发布的数据显示，2019年全年，全国360家银行业金融机构共发行理财产品81152款，较2018年减少12714款。与此同时，净值型理财产品发行数量达到15430款，较2018年增加10654款，发行量环比增长223%。自2019年下半年以来，净值型产品的单月发行量基本稳定在1500款以上。

2019年，在各类型银行中，股份制商业银行净值型产品发行占比最高，达21.68%；城市商业银行次之，净

值型产品发行占比为14.43%；国有银行及农村金融机构的此类产品占发行比分别为11.62%和5.95%。

从净值型产品平均发行情况来看，股份制商业银行平均发行量最高，为441款；国有控股银行净值型产品平均发行量次之，为417款；城市商业银行和农村金融机构净值型产品平均发行量更低，均不足50款。截至2019年12月份，银行发行的净值型理财产品平均年化收益率为4.73%，相较于公募基金和券商资管产品，银行理财产品收益最低，但波动最小。

1元起投产品成亮点

自2018年年末《商业银行理财子

公司管理办法》正式发布以来，银行理财业务正式步入子公司制发展时代，各商业银行纷纷开始了理财子公司的筹备建设。2019年，也成为银行子理财公司的开业元年。

自2019年6月3日，首家银行理财子公司建信理财开业以来，当年获批开业的理财子公司已达到了10家，并陆续还有理财子公司获批筹建。截至去年年底，已有34家银行设立(或申请设立)理财子公司，上述银行理财子公司已披露的合计注册资本为1445亿元。

普益标准统计数据显示，截至去年12月20日，工银理财、中银理财、建信理财、交银理财和农银理财等已开业的理财子公司共新发产品196款。五大理财子公司发行的产品以

封闭式为主，多达161款；工银理财和中银理财的封闭式产品占比相近，分别为92.92%和88.64%，大幅高于其他三家理财子公司；交银理财和农银理财以半开放式产品为主，占比分别为70%和75%；农银理财未发行全开放式产品。

封闭式理财产品中，建信理财平均业绩比较基准最高为4.75%；半开放式产品中工银理财平均业绩比较基准最高为4.63%。

《证券日报》记者注意到，1元起投产品是理财子公司产品的一大亮点。各家银行理财子公司在2019年共计发行了92款投资起点为1元的产品，占比高达58.23%。除此之外，投资起点为1万元的产品共发行44款，占比27.84%。

鹏华基金总裁邓召明：

积极践行ESG投资 保护中小股东利益

■本报记者 王明山

1月11日，由中国企业评价协会、中国移动通信集团有限公司主办、鹏华基金联合主办的第18届中国企业发展高层论坛在北京成功举办。鹏华基金总裁邓召明作为主办方代表，在开幕仪式中发表致辞。

邓召明提到：“企业成长与经济发展息息相关，企业的高质量发展是中国经济良性健康运行的重要保障，金融需要服务实体经济，为企业的发展贡献力量。作为资本市场重要的机构投资者，公募基金历经21载砥砺前行，已经成为服务大众理财、百姓养老的专业化力量，公募基金也通过

自身专业投资能力，服务支持了一大批优秀企业的成长发展。”

从1998年3月份到2020年年初，公募基金已经完整地走过21年，鹏华基金也是公募基金市场上最早成立的“老十家”公募基金之一。邓召明表示：“鹏华基金成立以来，一直紧跟公募行业发展步伐，见证了一大批优质企业借力资本市场从小到大、从弱到强的故事。有的上市公司市值从数十亿到几百亿，成为了细分行业龙头；有的上市公司市值从几十亿到几千亿，已经成为全球行业的领先者。”

在伴随优质企业一同成长的同时，鹏华基金在其中也担当了“受益者”的角色。邓召明介绍到，截至2019

年年底，鹏华基金旗下公募产品数量达到176只，基金资产规模不断创出新高，资管规模稳居行业第一梯队，为超过6000万的客户提供资产管理服务。

近年来，资本市场开始更加关注上市公司质量，ESG投资理念也开始融入众多基金公司的投资决策体系。邓召明提到，近年来，为进一步深入挖掘优质上市企业，让金融能够更加高效地服务实体经济，鹏华基金不断提升企业文化建设，始终围绕“为持有人财富增值”这一核心理念，坚持“长期投资，价值投资”的投资理念，积极把握金融科技的历史机遇。

除此之外，鹏华基金也早已开展内部投资文化建设，践行ESG投资，保

护中小股东利益。“根据海外市场的成熟经验，ESG投资将为提高金融服务实体经济的效率发挥重要作用。ESG投资融入公募基金的投资决策流程，不仅能够更好的表达公共价值，更有助于基金公司规避投资风险，为持有人带来长期、稳健的投资回报。”邓召明说道。

“立足长远，不追求短期利益，从长期去布局业务、构建团队，为客户创造可持续的投资回报，是鹏华基金聚焦于为客户创造长期价值的根本出发点。”邓召明表示，鹏华基金在成立以来一直在为此努力。

他介绍称：首先，追求卓越是公司的核心价值观，投资人把钱交给基

金公司，我们就必须尽己所能，把投资者资金的“保值增值”做到最好；其次，尊重客户、诚实守信，鹏华基金始终把客户需求作为根本出发点，坚持客户第一的原则，基于长期建立的客户信任关系，国内大型的国有银行、股份制银行、券商、保险等资管机构均已成为鹏华基金重要的长期合作伙伴；最后，拥抱创新，迎接挑战，近年来，鹏华基金在产品创新方面敢为人先，2015年鹏华基金发行中国首只公募REITs产品-鹏华前海万科REITs基金，为助力地方债稳基建、稳投资，去年8月份鹏华基金携手多家机构发行了全市场首只5年期地方债ETF-鹏华中证5年期地方债ETF。

中邮集团欲“出清” 2家保险代理股权

■本报记者 冷翠华

近日，《证券日报》记者注意到，中国邮政集团有限公司在北京产权交易所发布两则股权转让信息，转让其控股的两家保险代理公司100%的股权，最低的一家公司股权转让底价仅为265万元，另一家公司股权转让底价为418.7万元。在去年9月份，中邮集团便已集中发布其控股的4家保险代理公司股权转让的预披露信息。

业内人士认为，此类股权转让的主要价值在于其牌照价值，不过，相对于保险公司牌照，保险代理公司的牌照资源并不是特别紧缺，而保险中介机构要发挥出真正的作用，亟需专业化运营管理。

2家保险代理已无新进保费收入

根据股权转让信息，中邮集团拟转让的2家保险代理公司目前已经没有新增保费收入，转让底价均略高于总资产金额。

具体来看，内蒙古邮政保险代理有限公司100%股权转让底价为418.70万元。2018年，其营业收入为34.18万元，营业利润和净利润均为13.42万元；2019年前11个月，该公司营业收入为0元，营业利润和净利润为42.87万元，资产总计为406.17万元。

同时，云南邮政保险代理有限公司100%股权转让底价265.00万元。2018年，其营业收入5.84万元，营业利润为5.43万元，净利润为5.05万元；2019年截至三季度末，该公司营业收入为0元，营业利润为0.74万元，净利润为0.73万元，资产总计为252.33万元。

分析人士认为，中邮集团转让控股保险代理公司股权正是其清理整合股权投资工作的重要组成部分。此前，该公司召开全国电视电话会议，明确坚决按照党中央、国务院关于国有企业瘦身健体和改革集体企业等精神，全面开展股权投资清理整合工作，力争到2019年年底全面完成清理整合任务。

“这些保险代理公司近两年经营规模很小，完全具备股权投资清理的特征。”一位业内人士表示。而在中央财经大学保险学院教授郝演苏看来，中邮集团自身有庞大的网点机构，同时还有控股的邮储银行，再单独投资保险代理公司本无多大必要，且其近年业务量很小，因此，清理在情理之中。

郝演苏认为，此类股权转让的主要价值在于其牌照价值，不过，相对于保险公司牌照，保险代理公司的牌照市场价格也要低很多。尽管如此，从市场整体情况来看，保险中介公司的牌照价格却有较大差异，尤其是部分前景被看好的保险中介股权转让的溢价率较高。比如在2018年，杭州大自然科技股份有限公司(简称“大自然”)的全资子公司曾以4038.61万元收购东吴保险经纪64%的股权，较其账面价值增值近290%。

业内人士分析认为，2017年以来，监管政策趋严，保险牌照审批收紧，部分资本通过申请保险中介牌照“曲线救国”。近两年，出于产业协同的考虑，产业资本纷纷布局保险中介市场，既有互联网巨头，也有汽车行业的巨头公司。

此外，近年来，保险产销分离的趋势已经成为市场共识，保险中介价值凸显，正是资本看好中介牌照的原因。

保险中介市场持续变革

我国保险中介机构数量庞大，在多年发展过程中，既为保险业的做大做强贡献了力量，也出现了诸多问题，如销售误导、保险公司虚挂中介业务套取费用等。近几年，针对保险中介市场的监管政策主要着力于整顿和规范，仅在2019年，便有400多家保险中介被注销，同时，目前银保监会还正酝酿制定保险中介机构分级分类管理办法，拟进一步规范该市场。

数据显示，截至2018年年底，我国有2647家保险专业中介机构，其中保险中介集团5家，全国性保险代理公司240家，区域性保险代理公司1550家，保险经纪公司499家，已备案保险公估公司353家。此外，我国还有约3.2万家保险兼业代理机构，兼业代理网点22万余家。

快速壮大的队伍也伴随着诸多问题，如，部分保险机构管理责任不落实，对从业人员招聘、培训、考核等管理不到位，从业人员执业能力不高，销售误导等侵害消费者权益的问题时有发生；部分保险机构盲目扩大从业人员队伍，误导招聘、无序流动等问题屡禁不止；部分保险机构委托未办理执业登记的人员开展保险销售、经纪业务活动等。

2019年，银保监会拟通过“机构持牌、人员持证”的监管思路，强化保险公司的管理责任，拟从根本上理顺保险公司与中介机构的合作关系，减少市场乱象。同时，北京银保监局等监管机构还通过加强对保险中介机构的管理以及从业人员的管理，进一步深入整治保险中介市场乱象，补齐监管制度短板，引导保险专业中介机构专业化发展。

业内人士认为，在产销分离大趋势下，专业保险中介有较大的潜在价值，但在全方位规范运营、机构和人员的监管要求皆不断提高的背景下，保险中介机构要发挥出真正的作用，亟需专业化运营管理。