

**专访对象：万霖资产董事长、投资总监 牛春宝**

研究员：陈伙铸

**专访内容：公司概况、现场访谈**

联系方式：

**走访时间：2016年11月**

400-680-3928

ppw@simuwang.com

## 总体评价

私募排排网研究中心日前与万霖资产牛春宝进行了沟通，牛总就公司现有团队情况、投资理念、投资策略以及后市等问题阐述了自己的观点。

上海万霖资产管理有限公司致力于打造全国一流的资产管理机构，以最专业的态度为投资者创造优质的回报。目前公司投研团队一共6人，并且都是身兼多职。在行业分工上，丁慧芳侧重于医药、环保、消费、家电、金融、地产等传统行业；许超侧重于科技、文化、互联网等新兴产业；王晓彤侧重环保、新能源、制造等；牛春宝则研究覆盖强周期以外的成长性行业。

万霖资产的投资理念可以概括为：价值投资、反向投资、全球估值。关于价值投资，万霖资产重点关注：第一、财务指标。销售收入增长率、扣非利润增长率、投入资本回报率、自由现金流增长率、毛利率、净利率、经营净现金流等。第二、公司素质。品牌、商业机密、转换成本、价格与成本优势，行业空间、盈利模式、轻资产、行业竞争格局、产品竞性价比、研发和储备，管理层素质等；反向投资方面，万霖资产的反向投资包括两个方面大的思路：一是逆大势投资，在低迷的熊市里大举买入，在高亢的牛市中果断卖出；二是个股的反向投资，即在个股因各种原因被抛售时廉价买入，在被过分追捧时卖出；至于全球估值，万霖资产关注全球信息包括：一是估值标准的全球化，二是投资标的的国际化。

具体策略上，万霖资产一直秉持“轻大盘，重个股”这个理念，并且是该理念最忠实的实践者，去年以来也正是因为遵循了这个原则，万霖资产创建后成立的6只基金无一亏损，全部逆市赢利，并远远跑赢指数。

谈及后市，牛春宝认为，从估值选股的角度来看，A股现在这个阶段，他们一只股票也选不出来，这肯定是有问题的。尤其是中小创，未来至少还要跌三分之二才能见底。

## 第一部分：公司概况

### 1、公司简介

上海万霖资产管理有限公司主营资产管理、阳光私募基金等。公司已在中国证券投资基金业协会备案成为私募投资基金管理人，发行产品主要投资于境内外二级市场。致力于打造全国一流的资产管理机构，以最专业的态度为投资者创造优质的回报。

公司秉承“价值投资理念”，兼顾“好企业，好价格”的原则，精选优秀企业一起成长；人弃我取，获取超额收益；全球思路—参考全球估值标准，避免以管窥豹；在严格控制风险的前提下，争取实现资产长期快速增值。

公司董事长牛春宝先生在“2015 年度中金在线财经排行榜”评选中，荣获“最佳私募基金经理”称号。

### 2、投研团队情况

万霖资产投研团队一共 6 人，并且都是身兼多职。在行业分工上，丁慧芳侧重于医药、环保、消费、家电、金融、地产等传统行业；许超侧重于科技、文化、互联网等新兴产业；王晓彤侧重环保、新能源、制造等；牛春宝则研究覆盖强周期以外的成长性行业。

#### **牛春宝 董事长兼投资总监**

15 年证券投资经验，2015 年中金在线最佳私募基金经理第一名。

对企业管理和优秀基因有深刻理解。经过多年总结完善，提炼出“守正出奇”选股思路，兼顾“好企业、好价格”，在严格控制风险前提下追求利润最大化。

2014 年 6-7 月份通过湖北卫视和新浪博客（微博）率先提出银行股翻番目标，在业内产生了较大影响。2015 年 5 月即看空大盘，提前下车，成功规避股灾风险。2015 年 6 月在市场疯狂追捧分级基金 B 时，以 7 毛多价格低吸分级基金 A，2 个月后获利 20% 卖出。2015 年 7 月 8 日果断抄底，半个月后获利卖出。

牛春宝微博粉丝 5 万，2012 年受 CCTV 证券资讯频道邀请出版光盘《寻找股市中的加速度》，深受股民喜爱。

#### **丁慧芳 风控总监**

负责投资研究与风控。澳大利亚麦考瑞大学应用金融硕士，通过 CFA 考试，6 年金融市场经验。曾长期为多家大型券商及国际投行翻译研究报告，并在澳洲某银行担任投资助理，负责并购相关财务建模等分析工作。思维缜密，财务分析能力尤强，对产品竞争力及管理优劣有独到见解。

#### 许超 运营总监

负责投资研究与公司运营事务。3 年证券研究经验，曾就职于铜陵有色。擅长通过商业模式、行业研究、财务分析、发展战略、经营管理等深入研究公司基本面，把握企业发展增长动力和风险因素，对公司估值和安全边际有较深的理解。对互联网、软件等新兴行业有深入研究，曾发掘出舜宇光学科技等熊市牛股。

#### 王晓彤 渠道总监

负责投资研究与渠道对接。法国里昂高等商学院管理学金融与风险管理硕士，四川外国语大学法语文学学士。研究生在校期间跟随导师对因子方法的对冲基金复制、另类贝塔等进行了深入研究。

### 3、投资理念

**万霖资产的投资理念可以概括为：价值投资、反向投资、全球估值。**

**价值投资：**狭义的价值投资仅指买入市价低于净资产或未来净现金流现值的投资方法，而广义的价值投资，也包括了对成长股的价值。万霖资产在价值投资上重点关注以下要点：第一、财务指标。销售收入增长率、扣非利润增长率、投入资本回报率、自由现金流增长率、毛利率、净利率、经营净现金流等。第二、公司素质。品牌、商业机密、转换成本、价格与成本优势，行业空间、盈利模式、轻资产、行业竞争格局、产品竞性价比、研发和储备，管理层素质等。

**反向投资：**所谓反向投资是指逆市而动，低估时买，高估时卖。万霖资产的反向投资包括两个方面大的思路：一是逆大势投资，在低迷的熊市里大举买入，在高亢的牛市中果断卖出；二是个股的反向投资，即在个股因各种原因被抛售时廉价买入，在被过分追捧时卖出。

**全球估值：**所谓全球估值指在投资过程中会关注全球信息、参考全球估值，以避免以管窥豹。万霖资产关注全球信息，包括两方面的内容：一是估值标准的全球化，二是投资标的的国际化。

## 4、投资策略

**轻大盘、重个股：**万霖资产非常认同“轻大盘，重个股”这个理念，并且是该理念最忠实的实践者，去年以来也正是因为遵循了这个原则，万霖资产创建后成立的6只基金无一亏损，全部逆市赢利，并远远跑赢指数。

**反技术面操作：**关于如何看待技术面分析，目前万霖资产完全不关注技术面。如果说关注技术面，万霖资产也属于“反技术操作”。

## 5、选股标准

万霖资产选择的股票，价值股与成长股都有。但相对来说，他们更偏爱成长股，在成长股上下的功夫更多。

万霖资产一般回避强周期的行业，比如在钢铁、煤炭、有色、水泥等行业上基本不会投入研究精力。他们会将研究精力重点投入弱周期或典型的成长性行业。从选股结果上，医药行业、日常消费、环保、新材料和高端制造等占比较大。

进入万霖资产股票池的股票要具备以下特征：行业空间足够大，不会轻易出现天花板；公司在行业竞争中占据绝对优势，产品性价比突出；公司研发储备丰富，新品不断推出；公司管理层异常优秀，具备远大抱负和追求卓越的精神等。

在研究员初选的基础上，万霖资产会进行研讨，确定公司竞争优势，排查风险点。经过充分讨论后酝酿出核心股票池。在股票池中，他们会对公司的历史估值、成长性、买入区间价格和拟买入仓位等做出设定。一旦市场变化触动相关条件，他们即会入市建仓，并坚决排除大盘干扰。

万霖资产的核心股票池一般保持在40只左右。因为优质公司的稀缺性，所以核心股票一般不会轻易剔除。但随着形势的发展，如果一些公司的产品或管理不再具备竞争优势，或者行业中有更突出的标的出现，他们会用新的公司替换。在市场变化后，如果价值型股票不再低估也会被新的公司代替。

## 6、投资决策流程

1. 研究团队通过自身的研究，建立核心股票池，为基金的投资决策提供依

据。

2. 投资团队制定投资组合的具体方案。在研究团队核心股票池的基础上，投资团队根据个股情况进行配置。在配置仓位上，主要考虑行业属性和个股的质地；配置时点上，主要根据个股是否出现设定的买价区间。严禁投资经理发出无股票池支持的买入建议；严禁股票池股票买价未出现时入市操作。

3. 风险控制部提出风险控制建议。为降低投资风险, 根据市场价格水平制定公司的风险控制政策, 提出风险控制建议。

根据投资标的按占基金资产比例可分为四等仓位配置：1%-5%，5%-10%，10%-15%，15%-20%。

## 7、风险控制

**安全边际：**在选股思路，万霖资产与一般的价值投资者并没有显著区别，但他们的最大优势是对“安全边际”的苛求，这是他们立于不败之地的核心武器。他们会在深入研究基础上建立核心股票池，根据历史估值、全球估值和未来成长性，设定保守的买价。此价格足以抵御五年一遇的金融危机。他们要求买入的单只股票最大下行空间不超过 20%，产品组合回撤不超过 15%（争取 10% 以内）。当设定的买价出现时，会排除干扰果断建仓，无论大盘是否凄风苦雨。

**风控指标：**无股票池支持的股票不允许买入；单一股票持仓不超过总资产的 20%；单只股票首次建仓不得超过总资产的 10%，首次追加投资不得超过 5% 并保证买价低于首次建仓价。

风控专员逐日逐账户盯盘。当出现风险事件时，即时上报，并在可以处理的时间范围内第一时间处理。

## 8、产品情况

目前万霖资产旗下管理了 7 只阳光私募产品，总规模 1.3 亿元。

产品名称	投资策略	基金经理	成立时间	累计净值	更新时间
万霖一号	股票策略	牛春宝	2015-06-12	2.3830	2016-11-18
天信万霖 1 期	股票策略	陈民	2015-12-23	1.1250	2016-11-18

万霁三号	股票策略	牛春宝	2016-01-26	1.1130	2016-11-18
万霁六号	复合策略	牛春宝	2016-08-09	1.0110	2016-11-18
万霁二号	股票策略	牛春宝	2016-07-26	1.0060	2016-11-18
万霁七号	复合策略	牛春宝	2016-09-08	0.9860	2016-11-18

## 6、业绩表现

万霁资产旗下投资期最长的产品万霁一号，投资收益从2015年6月至今回报率38.30%，而同期沪深300指数则大跌35.94%。该产品过往运行的17个月中，仅2个月出现回撤，其余月份均盈利，最大月回撤为8.53%，出现在年初熔断期间。



## 第二部分：现场访谈

**私募排排网：**您对现在行情怎么看？

**牛春宝：**我们认为现在市场还是比较高，因为我们主要是做价值投资，还是觉得市场太高了，没办法选股，所以我们今年以来主要投的港股。

**私募排排网：**仓位大概在什么水平？

**牛春宝：**我们旗下产品 4-5 成的仓位都在港股。

**私募排排网：**A 股这一波反弹你们完全没有参与？

**牛春宝：**我们不太看重大盘，主要看个股，如果我们选不到好股票，大盘再涨也不参与，我们是完全根据个股的价值来做判断，我们欢迎下跌，当大家都害怕的时候我们反而高兴，我们宁愿去低价买入持有，这就是我们的价值投资风格，我们更多的是希望买的便宜的股票，越便宜的股票越安全，未来获利空间也越大。

**私募排排网：**那你们是更看重估值？

**牛春宝：**要分具体情况，我们看成长股主要从市盈率来判断，一般成长股我们会给 13-20 倍左右的市盈率；看价值股我们更多的是从市盈率结合市净率来判断。

**私募排排网：**市盈率 13-20 倍的成长股能找得到吗？

**牛春宝：**A 股现在真买不到，但香港有一些成长股我们还真的是在 13-20 倍之间买的。

**私募排排网：**你们仓位高低由什么决定？

**牛春宝：**完全取决于当时可买股票的数量。我们会排除一切干扰因素，只要跌到我们买点了就敢买。

**私募排排网：**你们产品出现过的最大回撤是多少？

**牛春宝：**10%左右。

**私募排排网：**你们现在管理的6个产品总规模是多少？

**牛春宝：**1.3个亿，其中单只产品最大规模为五千多万。

**私募排排网：**你们在A股参与过哪些表现出色的成长股？

**牛春宝：**老板电器、索菲亚、康得新、海康威视等，当然我们也没有一直持有到现在，我们都是在相对高估的时候就卖了。

比如老板电器，我们当初15倍市盈率介入的时候市场所有人都不看好，结果等我们介入不久之后它就涨起来了。

**私募排排网：**你们一般持股周期有多长？

**牛春宝：**我们持有时间会比较长，只要估值没有明显高估，我们会一直持有。比如港股中国中药，我们是在5倍市盈率买的，持有了一年多了，中间股价涨了50%，但市盈率才6-7倍还是被低估，所以我们还一直持有，只要不被高估，再持有2-3年都有可能。

**私募排排网：**你们持股集中度如何？

**牛春宝：**我们有计算过，前年在7%左右，不算太集中。

**私募排排网：**你们现在的组合有多少只股票？

**牛春宝：**目前就持有9只股票，其中最低的仓位只有1%，最高的仓位也还不到10%。

**私募排排网：**你们现在持有的港股主要集中在哪些行业？

**牛春宝：**从我们自下而上的选股结果来看，主要集中在环保、医药、制造、消费等四大板块。

**私募排排网：**在您的心目中好公司的标准是什么？

**牛春宝：**长远看管理，管理是无法复制的，也只有好的管理才能保证产品的推陈出新。近期看产品，产品到底好在哪里？市场占有率怎样？但我们认为最核心的还是看管理。以前我们选好公司更多的是从产品的角度来选，后来发现这样也不完全对，因为有些公司有好产品但并不一定能做的出来。很典型的是中航，中航有好产品，但它没有好的管理，所以公司业绩就非常稳，没有爆发力。再看云南白药，云南白药有非常好的管理层，所以它一直能保持高增长。

**私募排排网：**你们如何去辨别一家公司管理是否好？

**牛春宝：**我们会看公司的招股说明书和不少于 10 年的年报，如果通过这些还不足以判断，那我们会去网上查资料或者上市公司调研。

**私募排排网：**你们所投资的公司都要亲自调研吗？

**牛春宝：**我们也调研，但今年调研做的不多。但说实话，调研并不是非常重要，像美国这样的成熟市场，很多基金就看通过看年报来做投资。反过来想，如果通过公开资料还了解不透这家公司，那说明这家公司对投资者不太负责任，这样的公司一般也不值得投资，毕竟诚信也是衡量管理层一个非常重要的指标。

**私募排排网：**你们的投研流程是怎样的？

**牛春宝：**首先，我们有一个核心股票池，这里面的股票都是团队一起讨论决定的；其次，我只能在股票池里面挑选标的发交易指令，交易员会按我发出的交易指令进行交易；最后，风控员会全程把关。

**私募排排网：**风控主要监督什么？

**牛春宝：**我们注重的是事前风控。风控员主要看交易指令是否得到正确的执行。

**私募排排网：**投资总会犯错，那你们会不会纠错？

**牛春宝：**基本面发生变化我们也会止损。不如，去年我们在港股买了中国生物制药，在年报公布之后，我们发现它还是有一定下跌空间，所以我们在亏了

2%就止损了。

**私募排排网：**公司现在股权结构是怎样的？

**牛春宝：**我个人占股 80%，另外有 2 个朋友非常感兴趣，他们各占 10%。

**私募排排网：**你们行业研究方面是全覆盖吗？

**牛春宝：**我个人是全覆盖，但研究员会有所侧重。不过相对来说，周期性行业我们关注相对少一些，周期性行业跟宏观经济所处阶段有关，所以不需要花太多的精力。

**私募排排网：**你们股票池里面大概有多少只标的？

**牛春宝：**我们每个人都有自己的股票池，我的股票池关注和研究的的大概有 150 只，其中作为重点的大概有 40-50 只，最终能否进入公司核心股票池由大家统一讨论决定，目前公司核心股票池大概有 50 只左右的股票，最终能不能买取决于有没有出合适的价格。

当然我们这种风格也会错过许多非常好的公司，因为它始终没有出现我们想要的买点。很典型的就是腾讯，大家都知道腾讯是个好公司，但我们就一直觉得它不太具备安全边际。

其实真正在高增长阶段稍微给点高估值也很合理，但问题是在它已经增长比较慢的时候再给它高估值就会比较麻烦。其实这方面我们也有过教训，比如当时买过的上海家化、云南白药等，所以即使再优秀的企业也一定要给一个合理的低估价格，这是获利的保证。

**私募排排网：**您个人的投资经历大概是什么情况？

**牛春宝：**我的经历大致可以分为几个阶段：第一个阶段是 2001 年到 2004 年，那时候我在安徽某县城当公务员，那时候有钱就往股市里面投，最终 3.3 万亏的只剩下 0.3 万；第二个阶段是 2005 年之后，2005-2007 年的大牛市我赚了挺多的，2008 年提前抄底亏了 20%，2009 年之后基本上就没怎么亏钱了，但是从 2009 年到 2014 年这个阶段也赚的不多，没有达到自己的期望，也正因为没

有达到期望，所以我开始不断反思和总结，最终形成了我现在的投资思路就是好企业、好价格，其中核心是好企业，但关键点是好价格。

**私募排排网：**大盘你们完全不考虑？

**牛春宝：**我们对于大盘的参考因素会低于 20%甚至更低，我们绝大部分考虑的是个股因素，因为个股什么时候被低估什么时候被高估是可以衡量的，但大盘什么时候涨什么时候跌我真不清楚。不过 A 股现在这个阶段，我们一只股票也选不出来，这肯定是有问题的。

**私募排排网：**那您认为 A 股现在的估值还是有跌的风险？

**牛春宝：**中小创至少还要跌三分之二才能见底。当然也有可能出现一种极端的情况，就是以震荡代替调整，因为有政府托市，这就是我们最害怕出现的情况。

### 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述相关产品购买的依据。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。