

在结构化行情中精选大蓝筹

——2017年1月给少数派基金投资人的信

我们在四季度坚定贯彻了持有大蓝筹参与网下新股的投资策略，几乎所有产品的累计净值都在四季度创出了历史新高。虽然沪深300指数12月下跌了6%，导致指数全年下跌了11%左右，但我们所有成立时间一个季度以上的产品在2016年都获得了绝对收益。

对于2017年的行情，我们并不太乐观。市场筹码和资金的供求结构发生了历史性的变化。2017年是筹码大量供应，而增量资金供应不多的一年。市场出现一九分化的结构性行情的可能较大，出现整体趋势性上涨行情的可能较小。

增发和IPO使得筹码供应大量增加。外延式扩张的打法被上市公司熟练运用，只要二级市场给予高估值，上市公司大股东就可以高价增发，做收购兼并走外延式扩张的道路。2015年增发了1.3万亿，2016年增发超过1.5万亿。天量增发的出现，恰恰说明二级市场估值还太高。与此同时IPO发行不断加速，2017年预计新股募集资金会达到2500亿元，需要二级市场近1万亿的资金承接。

但我们发现了一个有意思的现象。新增筹码供应和新增资金需求的结构是截然不同的。这里面就是投资机会所在。

新增筹码的供应集中在中小盘股票。重要股东减持公司的平均市值是249亿。2016年增发公司的平均市值是181亿。IPO公司的平均市值是127亿。新增筹码中公司市值超过千亿的很少。

而新增资金以低风险偏好的机构资金居多。集中在保险、社保、产业资金、银行委外以及从债市楼市信托撤出的低风险偏好的资金。获得大股东增持的以大盘股居多，2016年重要股东增持公司的平均市值达到1060亿元。

这种新增筹码供应与新增资金需求之间结构性的差异，使得市场出现一九分化的可能大大加强了。低风险偏好资金喜欢的大蓝筹走强可能较大，供应量大量增加的中小盘股票走弱可能较大。

我们把精选个股的方向聚焦在大蓝筹里面。主要方向有银行、保险以及制造业的大盘龙头。大蓝筹在被市场边缘化七八年以后，价格处于全球主要市场的低位。以工商银行为例，目前 1 元的净资产，二级市场的交易价格只有 0.85 元。每年的净资产收益率高达 15%。就是说如果市场估值不变，0.85 元的买入，一年可以赚 0.15 元。虽然有 1.5 万亿的流通市值，但去掉前十大股东，真正的 A 股可流通市值不足 500 亿元。这是中国股市真正稀缺的资产。存银行不如买银行股。现在价格买入，大概率锁定了未来十年甚至二十年年化 20% 的收益。

2017 年的新股发行会继续维持高速度，预计全年发行超过 2500 亿元。我们在 2016 年最早批量参与了网下新股，已经是行业里获得网下新股配售最多的私募基金了。虽然现在参与人越来越多，收益在被摊薄。但作为持股额外的收益，我们会继续积极参与。

和以往的每一年一样，2017 年市场还是会出现波动，甚至是大幅的波动。这种短线波动的随机性和偶然性很大，是不容易被预测的。但对于长期收益来讲，短线波动的影响是不重要的。

展望 2017 年，我们认为精选大蓝筹参与网下新股的策略依然是我们的首选策略。按照我们长期积累绝对收益的投资理念来判断，这依然是收益风险性价比极高的投资方向。

少数派投资

2017 年 1 月 6 日