

长信价值蓝筹两年定期开放灵活配置混合
型证券投资基金
2019 年第 4 季度报告

2019 年 12 月 31 日

基金管理人：长信基金管理有限责任公司

基金托管人：中国工商银行股份有限公司

报告送出日期：2020 年 1 月 17 日

§ 1 重要提示

基金管理人的董事会及董事保证本报告所载资料不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

基金托管人中国工商银行股份有限公司根据本基金基金合同的规定，于 2020 年 1 月 15 日复核了本报告中的财务指标、净值表现和投资组合报告等内容，保证复核内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利。

基金的过往业绩并不代表其未来表现。投资有风险，投资者在作出投资决策前应仔细阅读本基金的招募说明书。

本报告中财务资料未经审计。

本报告期自 2019 年 10 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日止。

§2 基金产品概况

基金简称	长信价值蓝筹两年定开混合
基金主代码	005392
交易代码	005392
基金运作方式	契约型开放式
基金合同生效日	2018 年 8 月 16 日
报告期末基金份额总额	211,078,193.24 份
投资目标	通过积极主动的资产管理，在严格控制基金资产风险的前提下，精选各个行业的优质企业进行投资，追求长期稳健的回报。
投资策略	本基金将利用全球信息平台、外部研究平台、行业信息平台以及自身的研究平台等信息资源，基于本基金的投资目标和投资理念，从宏观和微观两个角度进行研究，开展战略资产配置，之后通过战术资产配置再平衡基金资产组合，实现组合内各类别资产的优化配置，并追求稳健的绝对收益。
业绩比较基准	沪深 300 指数收益率 × 50% + 中债综合指数收益率 × 50%
风险收益特征	本基金为混合型基金，属于中等风险、中等收益的基金品种，其预期风险和预期收益高于货币市场基金和债券型基金，低于股票型基金。
基金管理人	长信基金管理有限责任公司
基金托管人	中国工商银行股份有限公司

§3 主要财务指标和基金净值表现

3.1 主要财务指标

单位：人民币元

主要财务指标	报告期（2019年10月1日—2019年12月31日）
1. 本期已实现收益	9,961,458.95
2. 本期利润	16,502,587.06
3. 加权平均基金份额本期利润	0.0782
4. 期末基金资产净值	226,385,999.90
5. 期末基金份额净值	1.0725

注：1、本期已实现收益指基金本期利息收入、投资收益、其他收入（不含公允价值变动收益）扣除相关费用后的余额，本期利润为本期已实现收益加上本期公允价值变动收益；

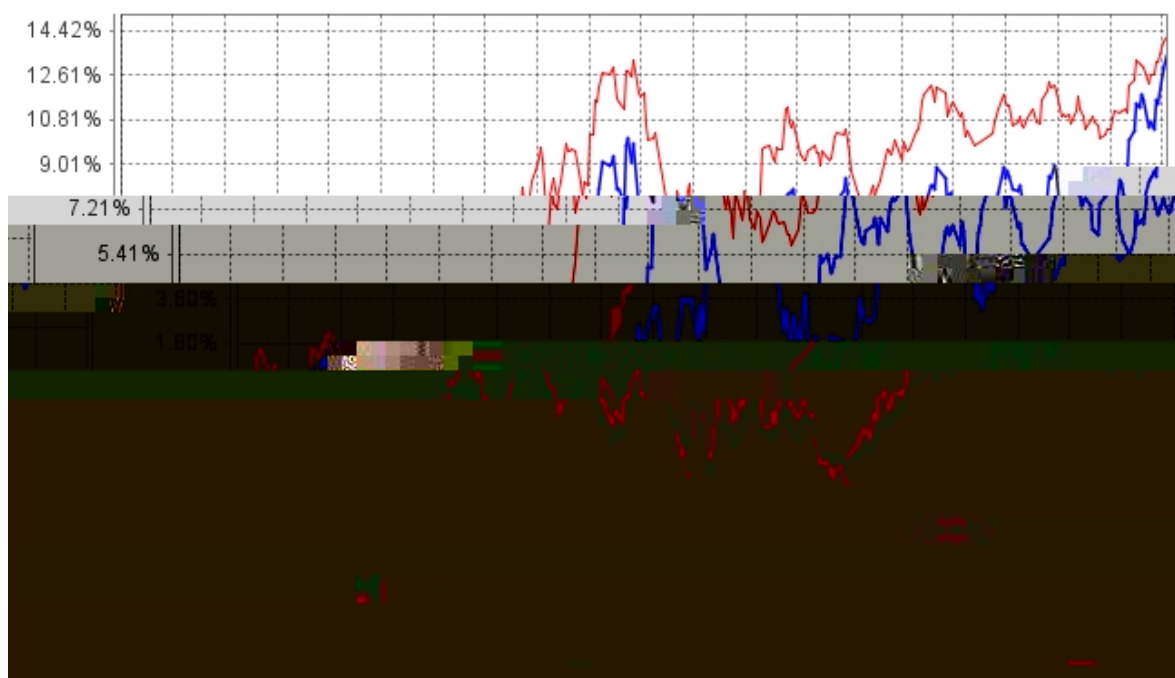
2、所述基金业绩指标不包括持有人认购或交易基金的各项费用（例如，封闭式基金交易佣金、开放式基金的申购赎回费、红利再投资费、基金转换费等），计入费用后实际收益水平要低于所列数字。

3.2 基金净值表现

3.2.1 本报告期基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较

阶段	净值增长率 ①	净值增长率 标准差②	业绩比较基 准收益率③	业绩比较基 准收益率标准 差④	①—③	②—④
过去三个月	7.86%	0.64%	3.99%	0.37%	3.87%	0.27%

3.2.2 自基金合同生效以来基金累计净值增长率变动及其与同期业绩比较基准收益率变动的比较



注：1、图示日期为 2018 年 8 月 16 日至 2019 年 12 月 31 日。

2、按基金合同规定，本基金自基金合同生效之日起 6 个月内为建仓期，报告期末已完成建仓但报告期末距建仓结束不满一年；建仓期结束时，本基金的各项投资比例已符合基金合同的约定。

§4 管理人报告

4.1 基金经理（或基金经理小组）简介

姓名	职务	任本基金的基金经理期限		证券从业年限	说明
		任职日期	离任日期		
吴廷华	长信先机两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金、长信价值蓝筹两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金和长信价值优选混合型证券	2018 年 9 月 5 日	-	8 年	经济学硕士，上海财经大学金融学硕士专业毕业，具有基金从业资格，曾任职于上海简适投资管理事务所、长城基金管理有限公司、建信人寿保险有限公司、安信基金管理有限责任公司、上海朴易资产管理有限公司。2016 年加入长信基金管理有限责任公司，曾任研发

	投资基金的基金经理				展部研究员，现任长信先机两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金、长信价值蓝筹两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金和长信价值优选混合型证券投资基金的基金经理。
--	-----------	--	--	--	---

注：1、首任基金经理任职日期以本基金成立之日为准；新增或变更基金经理的日期根据对外披露的公告日期填写；

2、证券从业的含义遵从《证券业从业人员资格管理办法》的相关规定。

4.2 管理人对报告期内本基金运作遵规守信情况的说明

本基金管理人在报告期内，严格遵守了《中华人民共和国证券投资基金法》及其他有关法律法规、基金合同的规定，勤勉尽责地为基金份额持有人谋求利益，不存在损害基金份额持有人利益的行为。

本基金将继续以取信于市场、取信于社会投资公众为宗旨，承诺将一如既往地本着诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产，在规范基金运作和严格控制投资风险的前提下，努力为基金份额持有人谋求最大利益。

4.3 公平交易专项说明

4.3.1 公平交易制度的执行情况

本报告期内，公司已实行公平交易制度，并建立公平交易制度体系，已建立投资决策体系，加强交易执行环节的内部控制，并通过工作制度、流程和技术手段保证公平交易原则的实现。同时，公司已通过对投资交易行为的监控、分析评估和信息披露来加强对公平交易过程和结果的监督。

4.3.2 异常交易行为的专项说明

本报告期内，除完全按照有关指数的构成比例进行投资的组合外，其余各投资组合未发生参与交易所公开竞价同日反向交易且成交较少的单边交易量超过该证券当日成交量的 5% 的情形，未发现异常交易行为。

4.4 报告期内基金投资策略和运作分析

4.4.1 投资策略

我们的投资策略分为个股选择和仓位控制两部分。个股选择我们聚焦于具备“好行业、好公

司、好价格”三要素的公司，仓位策略分为仓位上限的选择和在上限仓位中进行个股的仓位配置。我们理想的净值曲线是在熊市中少亏钱跑赢基准指数，在震荡市中获得稳定的收益，在牛市中尽量跟上市场，拉长看获得较好的复合收益率。

对于个股选择，我们相信买股票就是买公司，持有 100 股和收购公司整体对我们来说是一样的。我们认为价值投资的盈利来源有两种：一种是公司现在的内在价值 1 元，以后会成长到 2 元，现在股价也是 1 元，买入持有赚成长的钱，也就是大家通常说的具备“好行业，好公司，好价格”要素的成长股；另一种是公司现在的内在价值 1 元，以后还是 1 元，现在的股价是 0.5 元，买入赚估值修复的钱。前者通常被市场称为成长股，后者通常称为价值股。当然，如果能够以 0.5 元的价格买入未来内在价值成长到 2 元甚至更多的公司，那当然就更好了。我们认为股价将围绕内在价值波动，对于内在价值而言，成长和价值是硬币的两面，是完全统一的，所以我们对于成长和价值并无特殊偏好，只要是在我们较为保守情况下评估的内在价值仍然低于股价，我们便会参与，不管这种公司被市场冠以成长还是价值。

我们聚焦于自下而上挖掘大空间行业中具备竞争优势的好公司，在估值合理甚至低估的时候买入，享受公司成长的收益。也就是通常所说的具备“好行业、好公司、好价格”三要素的公司。这样的公司往往能够持续保持较高的 ROE，并且有良好的自由现金流，能够获得持续的内生增长。

好行业，需要较大的市场容量，需求要具备较强的持续性、确定性以及适度的成长性。如果行业需求的持续性具有较大的不确定性，或者虽然是一个持续的大市场但是需求持续下降，那这些都并不是我们眼中的好行业。

好公司，需要拥有良好的治理结构和诚信可靠优秀的管理层，具备极强的护城河以及上下游议价能力。护城河也就是经济竞争优势，比如说能够创造溢价的品牌力、专利权、成本优势、网络优势等等，这些优势保证了公司的超额投资回报率不会因为竞争而下降；较强的上下游议价能力保证了企业的资金不被占用，利润不被挤压，拥有和其净利润相匹配的良好现金流。

好价格，我们相信企业价值是其未来现金流净额的折现，无风险利率是折现率的基准，是企业内在价值的锚。如果企业在相对中性和保守的成长假设之下，采用无风险利率加上一定风险补偿作为折现率，其未来现金流折现的价值远高于当前股价，那么我们认为当前的市场价格具备较高的安全边际。

如果当好行业的好公司没有好价格的时候，我们会寻找价值修复机会，其中主要包括景气度低点严重低估的周期股。

对于所有的公司，我们首要的条件是低估，这种低估是现在低估或者未来低估。我们对估值的重视程度高于趋势，如果一个公司可能暂时趋势向下，但是即便考虑最差的情况仍然低估，那

我们便愿意买入持有；相反，如果一个公司可能暂时景气度极佳，但是即便考虑最好的情况仍然高估，那我们便不会参与。

我们自下而上评估公司和个股的风险和投资机会，始终将对风险的控制放在首位，以防止本金产生永久性损失。为了尽可能避免错误，我们有一些负面清单，对于公司存在负面清单中的因素，我们会极度谨慎，甚至一票否决直接放弃，负面清单包括但不限于：

- (1) 需求持续性不明确
- (2) 竞争格局不稳定
- (3) 治理结构存在重大隐患
- (4) 管理层不诚信
- (5) 没有护城河或者不能理解护城河
- (6) 对上下游没有议价能力
- (7) 依赖补贴
- (8) 核心盈利来源的持续性存疑或者难以研究
- (9) 大客户依赖
- (10) 市场估值超过净资产一定倍数

我们始终聚焦于风险较低的资产，我们相信控制好了风险，收益率会良好的匹配。

在仓位方面，我们的策略分为两方面，仓位上限的选择和在上限仓位中进行个股的仓位配置。

在仓位上限的选择上，我们今年一季度做了一个非常重要的变化，优化了仓位的策略，采用仓位上限和市场估值负相关的策略，希望用更灵活的方式将持有人的利益最大化，我们仍然认为这种策略较好，继续使用这样的仓位策略。仓位上限和市场估值负相关的策略如下：在市场估值处于历史 25%分位以下的时候，仓位在 50%-95%；估值处于 25%-75%分位的时候，仓位在 80%-35%之间；估值在 75%-90%分位的时候，仓位在 60%-20%；估值在 90%分位以上的时候，仓位在 40%以下。我们在产品成立最初的策略是以较低的仓位作为上限来建立安全垫，在有了安全垫之后，再逐步提升仓位上限，这种方式虽然可以取得较低的回撤，但是在某些市场环境下，也降低了潜在的收益率空间。我们认为仓位和市场估值负相关的策略能够在市场低迷人心涣散的时候以高仓位上限运作，而在市场狂热鸡犬升天的时候低仓位运作，长期来看是一种将持有人利益最大化的策略。

在选择了仓位上限之后，并不代表我们就一定要用满这些仓位。在任何仓位上限的情况下，我们都始终以个股出发配置仓位，重视风险收益比，只有在好公司的风险收益比较高的时候，才建立仓位，并且从行业层面分散风险。对于单一行业或者具有相同风险因子的公司，将这些公司

的总持仓控制在股票仓位上限的 20%以下，如果所涉及的假设条件较强则控制在 15%以下；单个股的持仓上限，不超过股票仓位上限的 10%。

我们相信这样的策略大概率能够让我们长期存活在市场上，而持续性是管理人的生命线，只有保证这点，才能让我们选择的好公司享受时间带来的果实。当然，在享受这种策略优点的同时也必须要承受其弊端，那就是在市场最疯狂看起来最容易赚钱的时候，我们的仓位会持续下降，在这个阶段我们大概率会在短期跑输市场。

4.4.2 运作分析

我们理想的净值曲线是在熊市中少亏钱跑赢基准指数，在震荡市中获得稳定的收益，在牛市中尽量跟上市场，拉长看获得较好的复合收益率。在今年前三季度的牛市中，我们没能够很好的跟上市场（主要是一季度跑输市场，二三季度基本持平），因此从产品成立至 2019 三季度我们所取得的收益率不高，四季度我们的组合表现尚可，在取得绝对收益的同时，也略微跑赢了市场。展望未来，我们当前组合仓位较高，行业的集中度符合我们设定的策略，行业风险因子部分得到分散和均衡，行业内个股较为集中，呈现出较为明显的较高 ROE 低估值高股息特征，整体的风险收益比仍然处于比较高的水平。截至 2019 年四季度末，前十大持仓的加权市盈率、加权市净率、加权 ROE、加权股息率分别为 15.3 倍、1.7 倍、10.9%、3.58%（2019 年三季报时分别为 12.8 倍、1.7 倍、13.5%；2019 年半年报时分别为 13.4 倍、1.9 倍、14.0%）；剔除金融地产的前十大持仓的加权市盈率、加权市净率、加权 ROE 分别为 22.0 倍、2.0 倍、8.9%、3.36%（2019 年三季报时分别为 17.4 倍、2.2 倍、12.7%；2019 年半年报时分别为 18.4 倍、2.5 倍、13.4%）。

前十大 加权 PE 加权 PB 加权 ROE 加权股息率

2019 年四季报 15.26 1.67 10.92% 3.58%

2019 年三季报 12.80 1.70 13.50% N/A

2019 年二季报 13.40 1.90 14.00% N/A

前十大剔除金融地产 加权 PE 加权 PB 加权 ROE 加权股息率

2019 年四季报 22.03 1.97 8.94% 3.52%

2019 年三季报 17.40 2.20 12.70% N/A

2019 年二季报 18.40 2.50 13.40% N/A

表观看起来，我们的组合似乎质地更差，且估值更贵了，而实际加权市盈率有所上升以及加权 ROE 有所下降主要是因为新进前十大的超市龙头创新业务亏损对 ROE 拖累较大，使得表观估值极高。剔除这个因素，组合仍然体现出，ROE 较高，估值较低，股息率较高的特征。组合整体潜在的回撤空间较低，如果我们的组合最差的情况是不亏钱，那么在没那么差，或者稍微好一点儿

的情况下，我们就能赚钱。下面我们会继续对仓位选择和个股选择两部分进行分析回顾。

首先是仓位的选择，虽然市场整体估值已经在略高于中枢位置，但是风险溢价仍然较高，同时存在较多结构性低估的板块，因此我们在四季度仍然保持了较高的仓位，并且将持仓集中在这些低估板块。如前所述，我们认为估值和仓位上限负相关的策略更加灵活，能够时刻使我们的组合保持较高的风险收益比，所以在一季度我们经过慎重考虑之后，变更了仓位的策略。我们变更策略的时点并不是市场的最低点，我们也没有能力正好在最低点把仓位提到最高，我们确实是在市场上涨之后才对仓位策略进行了变更，但是变更的理由绝对不是市场上涨了要去追涨，而是我们认为这种策略更为灵活，更符合持有人的长期利益。从证券化率来看，历史上大多数时候 A 股证券化率水平在 40%-80%，2019 年中、2019 年三季度末、2019 年四季度末 A 股总市值/GDP 约为 63%、64%、66%（四季度该指标已经考虑了 2020 年的经济增长），均略高于历史 50% 水平，可上可下。由于 A 股是一个不断成长的市场，因此证券化率处于持续提升轨道之中，而最近两次证券化率的低点分别出现在 2008 年金融危机和 2014 年国内经济低迷期，均在 40% 左右，考虑到目前经济的背景，以及股市成立以来证券化率的持续提升，我们认为证券化率下跌至上两次低点的概率非常低。A 股证券化率的高点是 2007 年和 2015 年两次大牛市的顶峰，分别在 130% 和 110% 左右的水平。剔除这两次大牛市之外，其余年份证券化率的高点均在 80% 左右，而这几次达到这个水平往往是在一轮经济周期处于繁荣阶段的后期，各种经济指标以及上市公司的业绩非常好，市场线性外推认为经济将持续高速增长的时候，在当前经济背景下，我们认为这样的概率也较低。成熟市场美国标普 500 指数在 2000 年以后，该指标经验值处于 40%-140% 之间。从全部 A 股市盈率倒数与无风险利率的差值也即风险溢价的角度，截至 2019 年末，风险溢价为 3.52%，处于历史上高分位，意味着市场整体的风险处于较低位置。综上，当前 A 股的证券化率大致处于历史的中枢偏上一些位置（略高于 50% 分位），和海外成熟市场比，位于中枢以下。同时风险溢价处于历史上高分位，意味着市场整体的风险仍然处于较低位置。

如前所述，我们的仓位策略是当估值处于 25%-75% 分位的时候，仓位在 80%-35% 之间。但是我们仍然能发现结构性的低估机会，以金融地产为代表的主板的估值仍然处于历史最低 10% 以内的区间，同时我们也能够找到一些估值处于历史极低位置风险收益比较高，且风险因子相对分散的公司，因此我们并没有将仓位降到 80% 以下，而是继续保持了极高的仓位。

其次是选股，我们仍然看好低估值高股息策略：银行、地产、汽车、火电、教辅，必选消费看好超市，制造业看好文化纸。在四季度，我们减持了区域社区超市，买入了生鲜超市龙头、文化纸龙头。我们对于上述大部分行业的看法没有变化，核心逻辑可以参考前几期的观点，由于组合整体呈现非常明显的低估值高股息特征，因此下面我们首先将阐述对低估值高股息策略的观点，

然后会对变化的持仓进行阐述。

低估值高股息策略的底层逻辑是价值：企业的内在价值是未来现金流的折现，增长本身并不是价值回归的必要条件，分红才是。现在便宜和未来便宜，都是价值的组成部分，如果信仰未来便宜能够得到正确定价，那么现在便宜且非价值陷阱的公司也应该得到正确定价。实证数据来看，不论是海外成熟市场还是国内 A 股市场，低估值高股息策略长期有绝对收益，并且战胜市场。2019 年是自 2006 年以来低估值高股息策略跑输万得全 A 第二多的年份，而自 2006 年以来低估值高股息策略没有出现连续两年跑输，2020 年很可能出现均值回归。

增长本身并不是价值回归的必要条件，分红才是。企业的内在价值是未来现金流的折现，而对中小股东整体来说，能够从二级市场获得的未来现金流只可能来源于上市公司现在或者未来的分红。对单一公司而言，即便是股权可以转让，那么对于最终接手股权的下家而言，其现金流来源仍然只可能是公司的分红。企业的增持、回购等行为，如果脱离分红，就相当于合伙做生意只出钱没回报，对中小投资者整体来说都是没有价值的（理论上可以清算，但是让公司清算可能比让公司分红的难度更大）。股价从 0.5 元修复到 1 元，必要条件就是 0.5 元股价所对应的可持续的股息率足够高，因此资本逐利会将股息率推升至合理水平，加快公司的估值修复，当然即便没有其他人买，那么中小投资人也将获得持续的高股息从而获得回报。反过来，一个公司不论前景多么广阔，增长多么亮眼，如果最终无法通过分红回报中小股东，那并不带来价值。

现在便宜和未来便宜，都是价值的组成部分，如果信仰未来便宜能够得到正确定价，那么现在便宜且非价值陷阱的公司也应该得到正确定价。我们认为价值投资的盈利来源有两种：一种是公司现在的内在价值 1 元，以后会成长到 2 元，现在股价也是 1 元钱，买入持有赚成长的钱，也就是大家通常说的具备“好行业，好公司，好价格”要素的成长股；另一种是公司现在的内在价值 1 元，以后还是 1 元，但是由于市场的悲观或者偏见现在的股价是 0.5 元，买入赚估值修复的钱。如果前一种类型的公司内在价值从 1 元成长到了 2 元，股价相应也会反应 2 元，而不是持续停留在 1 元，那么同样应该相信后一种公司 0.5 元的股价也会修复到 1 元。反过来想，如果认为仅仅因为没有增长，那么 0.5 元的股价无法修复到 1 元，那么前面的成长型公司即便成长到 2 元，股价也应该仍将停留在 1 元。成长公司总会成为稳定公司，如果稳定公司无法定价，那么成长便没有意义。当然成长公司可能超预期成长，也可能是成长陷阱；稳定公司可能还有成长，也可能是价值陷阱。

实证数据来看，不论是海外成熟市场还是国内 A 股市场，低估值高股息策略长期有绝对收益，并且战胜市场。2019 年是过去 14 年以来（即从 2006 年开始）低估值高股息策略跑输万得全 A 第二多的年份，而过去十多年以来低估值高股息策略没有出现连续两年跑输，2020 年会出现均值

回归还是这次不一样？从海外市场来看，在长读长信栏目翻译的《Value Investing: Tools and Techniques for Intelligent Investment》一书中写道：“增长的承诺就像希腊神话中海妖的歌声一样，充满诱惑。但是，这并不能让投资者感到更安心。举例来说，热门股票（那些拥有良好过往记录和增长预测的股票）每年跑输冷门股（过往记录和增长预测较差的股票）达到 6 个百分点！好故事带来娱乐性，但是并不是一个好的投资过程。投资者需要学会关注那些不达预期的冷门股，回避高预期的热门股。市场现在钟爱的那些热门股，可能最终会发现，都是对于增长预期支付了过高的价格。”从国内 A 股市场来看，从 2006 年开始，按照 PE(TTM)、PB(MBQ)、股息率(TTM)三个指标全行业排序，挑选年底时点数平均排序最好的 30、50、100 只个股（不同数量结果类似），等比例配置，计算未来 1 年的持有回报，从绝对收益角度，仅在 2008、2011、2016、2018 这四个年度，低估值高股息策略收益率为负，而在剩余的 10 个年度里面，该策略全部取得正收益；从相对收益角度，仅在 2006、2015、2019 这三个年度中，该策略跑输万得全 A 指数，剩余 11 个年度全部跑赢万得全 A 指数，比较值得注意的是在上述仅有的三个低估值高股息策略跑输的年份，往往都是市场整体大牛市阶段，而其中 2019 年是过去 14 年中跑输幅度第二大的年份，而且仅仅以 14 个年度的样本数据来看，低估值高股息没有出现过连续两年跑输。拉长看，从 2006 年至 2019 年的 14 年中，万得全 A 指数的累计收益率为 527%，对应的复合收益率为 13.8%，低估值高股息策略仅在 3 个年度跑输，其余年度都跑赢，累计收益率也大幅跑赢万得全 A 指数。

如果经济没有断崖下跌，或者恶性全面通胀，那么当前市场整体风险不大，大部分弱周期好公司估值较高，风险收益比下降。当前 A 股证券化率在 65%左右，处于历史中枢略高位置；全部 A 股市盈率倒数与无风险利率的差值，也就是全市场整体的风险溢价在 3.5%-4%；如果经济不会断崖下跌，或者出现恶性通胀，那么当前位置没有太大的系统性风险。当然，房地产销售仍然持续在高位，猪价暴涨确实可能带来上述两项风险，这是我们需要关注和跟踪的。在当前位置，结合前面低估值高股息策略具备相对收益的实证结论，我们相信该策略能够获得绝对收益。具体而言，现在弱周期轻资产的一流好公司仍然是好公司，但是大部分估值都较贵，风险收益较难判断，这些公司的质地没有问题，但 20 年、21 年甚至将更多年份的业绩贴现之后估值溢价仍然较多，绝对估值和相对估值均处于较高位置，隐含了较多年份的增长贴现，潜在收益下降，风险提升。可能的路径是通过时间或者是短期股价下跌的方式，来消化较高的估值：如果是前者那么可能持有几年也没什么收益，如果是后者且公司的基本面仍然能够保持较好的增长那么可能能够提供较好的买点。而对于我们来说，一流的好公司，尤其是弱周期的好公司，有一定增长，当估值回到便宜甚至合理的位置，我们会参与，这些是稳稳的幸福。

一流公司现在大部分都是超一流的价格，但是二流公司是否一文不值？如果这些二流公司是

三流甚至四流的价格？经过了竞争格局的洗涤，部分行业强者恒强，但是这并不意味着第一通吃，后面的玩家一无是处，毕竟大多数传统行业不是互联网行业，头部效应没有那么集中。

综上，我们认为股价将围绕内在价值波动，对于内在价值而言，成长和价值是硬币的两面，是完全统一的，所以我们对于成长和价值并无特殊偏好，只要是在我们较为保守情况下评估的内在价值仍然低于股价，我们便会参与，不管这种公司被市场冠以成长还是价值。只是短期成长性好的公司，如果估值较贵，当考虑了 2-3 年甚至更长年份的增长之后的估值仍然超过了合理范围或者我们的框架，那么风险收益比将出现下降，我们也就难以把握，也无法评估其价格是否低估或者高估，出于谨慎性原则，我们便会回避这些资产。而当那些被认为将永远下降的公司一旦降幅收窄、企稳或者略有好转，具备较低的估值较高的股息率，我们便会参与。

接下来是我们变动的持仓部分。我们看好全国性生鲜超市龙头持续扩张。全国性生鲜超市龙头的规模优势、供应链能力以及管理能力已经经过了很长时间的检验，在这种护城河之下，公司的区域扩张战略有条不紊，成熟区域门店经营稳定，强势区域门店数量稳健增长，新兴区域快速扩张，并且其人效和平效都是持续提升，从而其盈利能力也在持续提升，营业利润率达到了历史最高水平，也正是因此，公司才会对于新生的到家业务等商业模式进行投入，对于处于零售这样赛道的公司而言，这其实是一种避免自身商业模式被革命的方式，是一种主动防御。从目前来看，大多数到家业务无法摆脱低客单价低毛利率的桎梏，这使得业务毛利无法覆盖配送成本，这些均属于可变成本，无法被规模摊薄，改变的方式要么是更高的客单价，要么是更高的毛利率，要么是客户对于运费不敏感，而这对于每天都要消费的日常必须消费品而言较难实现，只有聚焦部分一线城市的高端客户才有可能实现。对于绝大多数消费者，到家模式可能属于可选消费，存在价格敏感性。超市龙头自身因为本身具备线下门店，不存在额外的租金成本，产品丰富度更高，如果部分客户客单价较高，实现盈利的概率更高。这种商业模式如果跑不通，那么超市龙头不可能持续投入，亏损就是暂时的。如果这种商业模式可以跑通，公司大概率能够做到盈利。公司的股价因为暂时性的新业务亏损下跌较多，从市销率来看，基本已经下降到了历史最低水平，且上一次的盈利水平远低于现在。只要不是商业模式被颠覆，如果只考虑公司的超市业务，公司的真实市盈率水平已经处于历史最低水平。即便再谨慎一点，考虑各种新业务的投资亏损，也已经具备安全边际，因此我们认为其风险收益比已经较高，看好公司。由于仓位达到了上限，且生鲜超市龙头相较区域社区超市的风险收益比更高，因此我们减持了区域社区超市。

我们看好文化纸龙头在成本护城河下持续扩张。龙头公司近几年持续进行上游的一体化建设，从而使得其成本持续下行，文化纸的盈利中枢持续提升，所以又可以持续进行产能的扩张，提升其内在价值。该龙头公司自身纵向比较：2012-2016 年行业周期向下，非涂布文化用纸价格整体

呈下跌走势，公司通过经营效率持续改善，文化纸毛利率反而提升。行业横向比较：另外一家规模较大的公司自供浆比例更高，原本成本应该更低，但是这两年同纸种的毛利率已经被该公司赶超。横向和纵向的比较足以说明，该龙头公司的成本中枢在持续下降，盈利中枢提升，成本相对于竞争对手具备优势。再看纸价，当前箱板瓦楞纸的价格库存原材料价格都在低位，但是原材料的外废在持续收缩，那么只要需求不至于断崖式下跌，那么国废的价格就存在支撑，如果需求持平国废可能就可以涨价。文化纸行业的需求总体而言较为稳定，供给增量也有限，库存和原材料木浆价格都在低位，历史上文化纸和箱板瓦楞纸价格趋同性强，核心是同为周期行业，定价是基于成本加成，原材料木浆和废纸相互具有替代性。因此，如果国废涨价，箱板瓦楞涨价，那么文化纸也会涨价。2016 年供给侧改革，2017 年出口较好，使得纸价持续上涨，2018 年出口增速下降叠加去库存，纸价再度走弱，当前箱板瓦楞纸的价格库存原材料价格都在低位，但是原材料的外废在持续收缩，那么只要需求不至于断崖式下跌，那么国废的价格就存在支撑，如果需求持平国废可能就可以涨价。公司的市净率估值在历史中枢以下，考虑全生命周期的盈利能力，公司的永续回报率不低，再加上公司的产能扩张，回报率还在持续增加。即便盈利能力下降到 2019 年一季度最差的水平，ROE 仍然较高，估值不算高。如果纸价上涨，那么表观估值就非常便宜。因此我们认为其风险收益比很高。

综上，我们希望持有人在关注我们净值曲线的同时，从理念、方法和流程上，对我们的业绩的可持续性和可复制性做出判断，而不仅仅是从过往净值做简单的线性外推。正如在前面的投资策略中所述，我们相信价值投资是时间的朋友，我们始终以避免犯错作为我们的首要目标，虽然我们可能仍然无法避免犯错。“市场先生”的情绪起伏不定，但是好行业中具备壁垒的优秀企业的内在价值在不断增加，而当前市场仍然存在结构性低估。我们将继续聚焦于自下而上的策略，在控制好风险的基础上，逢低加仓风险收益比较高的好公司。我们将始终不忘初心，把投资人的钱，当成自己的钱进行投资，努力为持有人创造可持续的绝对收益。

4.5 报告期内基金的业绩表现

截至本报告期末，本基金份额净值为 1.0725 元，累计单位净值为 1.1325 元，本报告期基金份额净值增长率为 7.86%，业绩比较基准收益率为 3.99%。

4.6 报告期内基金持有人数或基金资产净值预警说明

无。

§5 投资组合报告

5.1 报告期末基金资产组合情况

序号	项目	金额（元）	占基金总资产的比例（%）
1	权益投资	208,491,476.28	91.86
	其中：股票	208,491,476.28	91.86
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	10,075,000.00	4.44
	其中：债券	10,075,000.00	4.44
	资产支持证券	-	-
4	贵金属投资	-	-
5	金融衍生品投资	-	-
6	买入返售金融资产	-	-
	其中：买断式回购的买入返售金融资产	-	-
7	银行存款和结算备付金合计	8,231,632.06	3.63
8	其他资产	170,128.29	0.07
9	合计	226,968,236.63	100.00

注：本基金本报告期末通过港股通交易机制投资港股。

5.2 报告期末按行业分类的股票投资组合

5.2.1 报告期末按行业分类的境内股票投资组合

代码	行业类别	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
A	农、林、牧、渔业	-	-
B	采矿业	-	-
C	制造业	88,484,448.72	39.09
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	15,880,457.00	7.01
E	建筑业	-	-
F	批发和零售业	11,967,488.00	5.29
G	交通运输、仓储和邮政业	-	-
H	住宿和餐饮业	-	-
I	信息传输、软件和信息技术服务业	242,723.25	0.11
J	金融业	38,085,650.49	16.82
K	房地产业	37,721,440.82	16.66
L	租赁和商务服务业	-	-
M	科学研究和技术服务业	-	-
N	水利、环境和公共设施管理业	6,578.04	0.00

0	居民服务、修理和其他服务业	-	-
P	教育	-	-
Q	卫生和社会工作	-	-
R	文化、体育和娱乐业	16,102,689.96	7.11
S	综合	-	-
	合计	208,491,476.28	92.10

5.2.2 报告期末按行业分类的港股通投资股票投资组合

注：本基金本报告期末通过港股通交易机制投资港股。

5.3 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票投资明细

序号	股票代码	股票名称	数量（股）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	601939	建设银行	2,824,363	20,420,144.49	9.02
2	600048	保利地产	1,252,300	20,262,214.00	8.95
3	600660	福耀玻璃	745,209	17,877,563.91	7.90
4	601288	农业银行	4,787,400	17,665,506.00	7.80
5	000002	万科 A	542,549	17,459,226.82	7.71
6	601098	中南传媒	1,348,634	16,102,689.96	7.11
7	600027	华电国际	4,327,100	15,880,457.00	7.01
8	601933	永辉超市	1,587,200	11,967,488.00	5.29
9	600104	上汽集团	495,300	11,812,905.00	5.22
10	002078	太阳纸业	931,000	9,161,040.00	4.05

5.4 报告期末按债券品种分类的债券投资组合

序号	债券品种	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	国家债券	-	-
2	央行票据	-	-
3	金融债券	10,075,000.00	4.45
	其中：政策性金融债	10,075,000.00	4.45
4	企业债券	-	-
5	企业短期融资券	-	-
6	中期票据	-	-
7	可转债（可交换债）	-	-
8	同业存单	-	-
9	其他	-	-
10	合计	10,075,000.00	4.45

5.5 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名债券投资明细

序号	债券代码	债券名称	数量（张）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
----	------	------	-------	---------	--------------

1	018007	国开 1801	100,000	10,075,000.00	4.45
---	--------	---------	---------	---------------	------

5.6 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名资产支持证券投资明细

注：本基金本报告期末未持有资产支持证券。

5.7 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名贵金属投资明细

注：本基金本报告期末未持有贵金属。

5.8 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名权证投资明细

注：本基金本报告期末未持有权证。

5.9 报告期末本基金投资的股指期货交易情况说明

5.9.1 报告期末本基金投资的股指期货持仓和损益明细

注：本基金本报告期末未投资股指期货。

5.9.2 本基金投资股指期货的投资政策

注：本基金本报告期末未投资股指期货。

5.10 报告期末本基金投资的国债期货交易情况说明

5.10.1 本期国债期货投资政策

注：本基金本报告期末未投资国债期货。

5.10.2 报告期末本基金投资的国债期货持仓和损益明细

注：本基金本报告期末未投资国债期货。

5.10.3 本期国债期货投资评价

注：本基金本报告期末未投资国债期货。

5.11 投资组合报告附注

5.11.1 本基金投资的前十名证券的发行主体本期受到调查以及处罚的情况的说明

报告期内本基金投资的前十名证券的发行主体未出现被监管部门立案调查，或在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的情形。

5.11.2 基金投资的前十名股票超出基金合同规定的备选股票库情况的说明

报告期内本基金投资的前十名股票中，不存在超出基金合同规定备选股票库的情形。

5.11.3 其他资产构成

序号	名称	金额（元）
1	存出保证金	22,190.33
2	应收证券清算款	-
3	应收股利	-
4	应收利息	147,937.96
5	应收申购款	-
6	其他应收款	-
7	待摊费用	-
8	其他	-
9	合计	170,128.29

5.11.4 报告期末持有的处于转股期的可转换债券明细

注：本基金本报告期末未持有处于转股期的可转换债券。

5.11.5 报告期末前十名股票中存在流通受限情况的说明

注：本基金本报告期末前十名股票中不存在流通受限的情况。

5.11.6 投资组合报告附注的其他文字描述部分

注：由于四舍五入的原因，分项之和与合计项可能存在尾差。

§6 开放式基金份额变动

单位：份

报告期期初基金份额总额	211,078,193.24
报告期期间基金总申购份额	-
减：报告期期间基金总赎回份额	-
报告期期间基金拆分变动份额（份额减少以“-”填列）	-
报告期期末基金份额总额	211,078,193.24

§7 基金管理人运用固有资金投资本基金情况**7.1 基金管理人持有本基金份额变动情况**

单位：份

报告期期初管理人持有的本基金份额	16,999,000.00
报告期期间买入/申购总份额	0.00
报告期期间卖出/赎回总份额	0.00

报告期期末管理人持有的本基金份额	16,999,000.00
报告期期末持有的本基金份额占基金总份额比例 (%)	8.05

注：基金管理人运用固有资金投资本基金费率按本基金招募说明书中公布的费率执行。

7.2 基金管理人运用固有资金投资本基金交易明细

注：本报告期内基金管理人未运用固有资金投资本基金。

§8 影响投资者决策的其他重要信息

8.1 报告期内单一投资者持有基金份额比例达到或超过 20%的情况

投资者类别	报告期内持有基金份额变化情况					报告期末持有基金情况	
	序号	持有基金份额比例达到或者超过 20%的时间区间	期初份额	申购份额	赎回份额	持有份额	份额占比
机构	-	-	-	-	-	-	-
个人	1	2019 年 10 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日	49,999,000.00	0.00	0.00	49,999,000.00	23.69%
产品特有风险							
<p>1、基金净值大幅波动的风险 单一持有基金比例过高的投资者连续大量赎回，可能会影响基金投资的持续性和稳定性，增加变现成本。同时，按照净值计算尾差处理规则可能引起基金份额净值异常上涨或下跌。</p> <p>2、赎回申请延期办理的风险 单一持有基金比例过高的投资者大额赎回后可能触发本基金巨额赎回条件，导致同期中小投资者小额赎回面临部分延期办理的情况。</p> <p>3、基金投资策略难以实现的风险 单一持有基金比例过高的投资者大额赎回后，可能引起基金资产总净值显著降低，从而使基金在投资时受到限制，导致基金投资策略难以实现。</p>							

8.2 影响投资者决策的其他重要信息

注：本基金本报告期末发生影响投资者决策的其他重要信息。

§9 备查文件目录

9.1 备查文件目录

- 1、中国证监会批准设立基金的文件；
- 2、《长信价值蓝筹两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金基金合同》；
- 3、《长信价值蓝筹两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金招募说明书》；
- 4、《长信价值蓝筹两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金托管协议》；
- 5、报告期内在指定报刊上披露的各种公告的原稿；
- 6、长信基金管理有限责任公司营业执照、公司章程及相关资格批复文件。

9.2 存放地点

基金管理人的办公场所。

9.3 查阅方式

长信基金管理有限责任公司网站：<http://www.cxfund.com.cn>。

长信基金管理有限责任公司

2020 年 1 月 17 日