

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 3 季度报告

2019 年 9 月 30 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：2019 年 10 月 23 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 2019 年 10 月 21 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 7 月 1 日起至 2019 年 9 月 30 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7月1日—2019年9月30日）
1. 本期已实现收益	6,120,589.42
2. 本期利润	-300,845.53
3. 加权平均基金份额本期利润	-0.0014
4. 期末基金资产净值	209,883,412.84
5. 期末基金份额净值	0.9943

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；

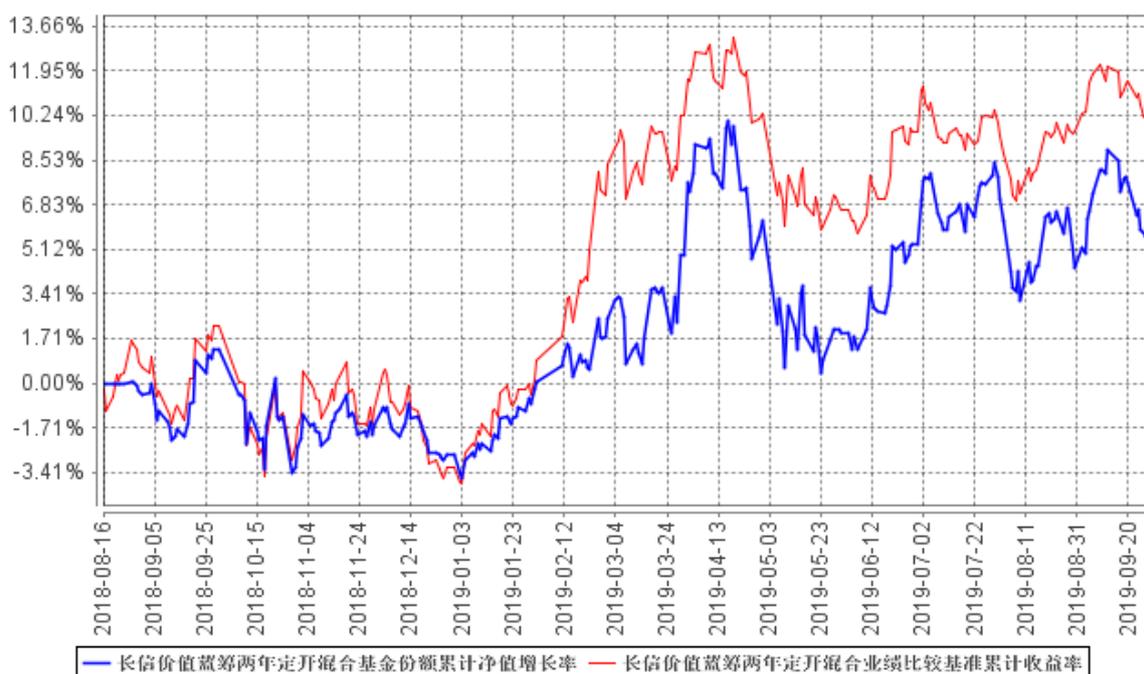
2、所述基金业绩指标不包括持有人认购或交易基金的各项费用（例如，封闭式基金交易佣金、开放式基金的申购赎回费、红利再投资费、基金转换费等），计入费用后实际收益水平要低于所列数字。

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	-0.15%	0.71%	0.16%	0.48%	-0.31%	0.23%

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 9 月 30 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		
叶松	曾任本基金的基金经理	2018 年 8 月 16 日	2019 年 9 月 16 日	12 年	曾任本基金的基金经理
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	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

	和长信价值优选混合型证券投资基金的基金经理			管理有限公司。2016 年加入长信基金管理有限责任公司，曾任研究发展部研究员，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合规守信情况的说明

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 块钱，以后会成长到 2 块钱，现在股价也是 1 块钱，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 块钱，以后还是 1 块钱，现在的股价是 0.5 元，买入赚估值修复的钱，也就是格雷厄姆所说的“烟蒂股”。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 块钱甚至更多的公司，那当然就更好了。

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。

如果当好公司没有好价格的时候，我们会寻找“烟蒂股”的价值修复机会，其中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) 没有护城河或者不能理解护城河
- (4) 对上下游没有议价能力
- (5) 依赖补贴
- (6) 核心盈利来源的持续性存疑或者难以研究
- (7) 大客户依赖
- (8) 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；单一个股的持仓上限，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 年三季度我们所取得的收益率不高。不过展望未来，我们当前组合仓位较高，行业的风险因子较为分散均衡，行业内个股较为集中，整体的风险收益比仍然处于非常高的水平。截至 2019 年三季度末，前十大持仓的加权市盈率、加权市净率、加权 ROE 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 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%）。ROE 较高（教辅发行、印染公司由于存在大量净现金，火电和汽车处于周期底部，因此 ROE 均被大幅度低估，当然市净率也存在低估），估值较低。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，但是存在较多结构性低估的板块，因此我们在三季度保持了较高的仓位，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 A 股总市值/GDP 约为 63%和 64%，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。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。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，我们看好风控严格的银行、汽车龙头、布局一二线城市的地产龙头、出版发行、优质火电、儿科药、区域零售连锁。在三季度，我们减持了高速公路、高端白酒，增持了出版发行、火电。下面我们将首先就变化的持仓进行阐述，其次银行、地产、印染、儿科药的基本面都发生了一些之前没有想到的变化，我们接下来也将对此阐述我们的看法。汽车、零售的基本面情况和我们之前预计的差不多，我们也有一些新的研究和思考，将在最后阐述。

我们减持了高速公路，主要是因为我们认为教材出版发行公司的风险收益比更高，同时仓位已经到达上限，因此进行了调仓。两者均是类公用事业，需求较为稳定，护城河较高，但是我们认为教材出版发行公司的股息率更高且持续性更强。我们对于高速公路的赛道、企业竞争力、定价的评估都没有什么变化：经济发达地区人口持续流入，在没有新增公路分流的情况下车流量稳步上升，高速公路的产能利用率持续提升，收入利润稳定增加，且客车占比较大受宏观经济的影响相对较小。高速公司业务较为聚焦且简单易懂，具备垄断属性护城河极高，所需要的假设条件较弱，数据披露较为规律详细容易跟踪，现金流充裕，分红比例极高，估值也较为便宜，其内涵报酬率和股息率相较年初的无风险利率仍然有较大的安全边际。这些因素全都没有改变，在我们看来这仍然是巴菲特所说的“一尺的栏杆”。不过我们却发现了风险收益比更好的类似资产，而教材教辅的出版发行公司就是我们认为风险收益比更高的公司。教材教辅的出版发行虽然在证券的行业分类上属于传媒行业，但是从这门生意的本质来说，却和高速公路极为类似，偏向公共事业。教材教辅的需求量取决于该区域的中小学阶段学生的人数，公司所覆盖区域的中小学生人数未来会较为平稳的小幅增长。价格由政府制定，跟随通胀调整，因此总体的需求稳中有升。竞争格局的确定性较强，接近于垄断经营，所以量价的增长都有利于出版发行公司业绩的稳定增长。从商业模式来看，高速公路和出版发行均是区域垄断经营，并且由政府定价，存在一定的相似性，但是我们认为在下面几个方面，教材教辅的出版发行是更好的商业模式，一是商业模式的持续性更好，二是轻资产资本开支更少，三是产品或者服务定价更能够跟随通胀。第一，商业模式持续性，教材教辅的出版发行生意可以认为是永续经营的生意，20 年后当地仍然需要教材教辅也仍然

由该企业覆盖，但是高速公路是存在经营期限的，特许经营期限到期之后，政府将收回经营权，高速公路的现金流折现年限是以公路的特许经营权到期日为止的，所以我们对高速公路进行定价的时候并不用市盈率进行估值，而是使用内涵报酬率或者现金流折现模型。因此，即便在股息率一样的情况下，高速公路的市盈率也应该比教材教辅出版发行公司的市盈率低，因为后者的持续性更好。第二，轻资产模式，教材教辅的扩张需要的资本开支极低，以当前标的教材教辅公司的财务情况绝对绰绰有余，但是如果高速公路运营公司要想拉长经营期限，就必须投资更多的路段，在扩张的时候需要较大的资本开支，杠杆率较高，所以能够用于分红的盈利是有一定限制的，当然如果进入稳定期，其实和教材教辅公司也没什么差别，都是现金牛。当前情况高速公路公司仍然还在扩张，需要把部分盈余用于再投资，教材教辅公司的扩张已经完成，后续几乎不需要资本开支，可分红比例更高，最终确实也是体现在了两个公司的分红比例上面。第三，产品或者服务定价，路费对于大众而言属于成本项，收费标准很难上涨，标的高速公司的客车收费标准已经超过 10 年没有调价，不过相比更多降价的产品和服务，已经很难得了，而教育资源费用对于大众而言有点像是一笔投资，希望给子女更好的条件，获得更好的教育，以期获得更好的“产出”，所以教材教辅多年来的价格是可以跟随通胀上涨的，但是路费不行，这使得两者在折现模型中，教材教辅的永续增速可以认为是通胀，而大部分商品或者服务的永续增速都是负的，回想过往二十年房子、高端白酒、汽车的价格变化就可以体会其中的区别。过去一年，在新的政策环境下，教材教辅公司的收入利润经历了较为充分的出清，盈利的底部非常坚实，而在一季度已经出现了恢复性的增长，且成本端纸价下降在未来也将有利于公司利润提升。另外教材教辅公司普遍在财务处理上面，较为保守，减值准备的计提较为充分。公司的估值较低，分红比例极高几乎全部盈利分红，对应的股息率较高，且账面上还有大量的净现金，即便只考虑当前价格下的股息率，仍然存在估值修复的空间，安全边际极高。所以，通过定性和定量的比较，我们认为，教材教辅公司的表观估值也就是市盈率虽然更高，但是业务持续性更好，并且股息率更高，风险端是类似的政策风险，从而拥有更好的风险收益比。

对于白酒，我们依然认为品牌白酒尤其是高端白酒，是全球最好的商业模式，甚至没有之一，但是我们却不能忽略其周期性，而当前投资需求的存在使得白酒当前处于基本面景气度和估值双重高位，经济增速下降将使得高端白酒的真实需求增速有所下降，盈利的不确定性在加大，随着股价的持续上涨，即便是最具定价权的公司，其真实的估值水平仍然难言具有安全边际，不确定性加大，因此我们选择了减持。景气度处于高位，这可以从 2013、2014 年也就是上一轮周期底部至今的资产价格、酒价、酒厂 ROE、经销商 ROE、消费者囤货意愿等多个维度验证。估值角度当前白酒板块的 PB\PE 均处于历史 80%左右分位属于较高位置，其中隐含的预期是高 ROE、高景气度均

可持续。对于这种隐含预期，我们认为在周期的高点去判断其持续性，难度较大，ROE 和景气度的向下概率远大于向上概率。高端白酒总体来说属于可选消费品，包含政务、商务、民间需求，其中前两者主要受经济活动影响，同时销量对于价格的敏感度较低，而民间需求的增长主要受益于购买力强的群体的扩大，销量对价格存在敏感性。在当前经济环境下，我们考虑到在居民杠杆率较高的情况下作为经济发动机的房地产的需求将逐步小幅下降，居民的可支配收入、政商务活动的增速都将较为平稳，因此真实需求大概率能够维持较为平稳的增长，相较 16 年至 18 年资产价格暴涨、经济繁荣阶段的高速增长要下一定的台阶。但是高端产品 19 年的中报增速都非常高，甚至比历史上大多数年份的增速都要高，这和增速有所下降的经济大环境明显有所背离。核心原因是在于在龙头公司产品的产能不足的情况下，持续的涨价，而涨价本身将会导致继续涨价的线性外推预期，这催生了投机需求，高端白酒的金融属性开始发酵并快速扩大，渠道和终端库存开始加大，这使得我们看到的报表情况远好于其真实的消费需求。我们回顾这轮白酒上行周期，从 16 年初到 18 年中，宏观经济经历了复苏、繁荣，在这 2 年半时间中标杆产品的批发价格从 880 元左右上涨到 1500 元左右涨幅不足一倍；但是从 19 年初至今的三个季度，经济还处于增速逐步下降阶段，但是标杆产品价格从 1600 元左右快速上涨到最高 3000 元，其上涨的幅度速度都远高于经济繁荣期，这显然不是正常的需求可以解释，居民的购买力增加幅度不论是房价涨幅还是可支配收入累计增速显然都低于这个幅度，产品价格相对购买力是更贵了，而不是更便宜了，所以可以判断增量需求是基于价格本身上涨而产生的投机需求为主，而因为购买力增强而愿意消费的民间需求已经被大量挤出了。投机需求是不能持续的，真实需求是可以持续的，所以今年白酒公司的报表都存在部分虚高，而这些虚增的收入利润是不能够给与正常估值的。如果持续涨价，对价格存在敏感性的民间需求被彻底挤出，真实需求的下降会使得产品价格下降，投机需求产生的渠道库存将形成负反馈，进一步打压价格，直到价格回到民间消费可以承接并且预期价格不会继续向下的位置。未来的需求增速越快，越可以填补投资需求所虚增的利润，但是正如前面所说，当前大的经济背景下，未来的增速大概率是比较平稳的，而不会特别快，短期来看我们从一些下游了解到三季度中秋国庆小旺季的动销增速在个位数，考虑到去年同期的基数是比较低的，那么这个增速其实可以说是比较低了，所以我们对于较为激进的假设保持谨慎态度。从市场先生的定价来看，假设白酒公司 19 年的盈利预测符合预期，那么大部分白酒的估值都在 30 倍左右，如果假设 19 年之后白酒没有增长盈利完全分红，则 19 年盈利对应的股息率相较 3.1% 的无风险利率完全没有任何安全边际，说明即便 19 年的盈利符合预期，那么白酒的定价也高于内在价值，而考虑到投机需求所导致的渠道和终端库存，使得上市公司的盈利偏高，可以认为当前市场定价就进一步高于企业的内在价值，企业必须用未来的成长来消化估值，但是正如我们前面的判断，真实的

需求增速应该还是比较平稳有所下降的，大部分公司可能需要以更长的时间或者直接以股价来消化估值。高端龙头的表观估值虽然最贵，但是真实的盈利能力最强，真实的估值其实是最便宜的，但是从绝对收益角度，可能大致合理，难说低估。我们假设需求开始不增长，渠道库存开始从正反馈变为负反馈，产品的终端价格、批发价格开始下跌消费者、经销商停止囤货甚至抛货，那么整体产品的价格都可能下降很多，再剔除掉白酒公司留给渠道的部分利润，但龙头公司真实的出厂价仍然还有较大的上升空间，我们中性偏乐观的假设出厂价能够提升到 1599 元，公司的真实估值在 22 倍左右，对应 4% 的收益率略有高估，如果再假设 2020 年的真实增长约 10% 且将这个增长贴现，公司的真实估值在 20 倍左右，对应 5% 的收益率，从绝对收益角度大致合理。由于在周期较高的位置，对于未来的判断置信度大幅度下降，也就是对 2020 年估值的置信度也不高，所以在这种情况下，公司的估值并没有太多低估，也就是没有太高的安全边际，因此我们选择了减持。大部分其他白酒公司其实更贵，因为其他白酒隐含的估值均没有考虑如果负反馈开始之后，其他公司价格和盈利的下调，所以其他公司更贵，安全边际更低。从跨行业比较来说，市场对于银行、地产、汽车的情绪较为负面，估值较低，通常的看法是经济较差资产质量堪忧同时要利于实体、政策压制、消费能力饱和，如果这些假设都是对的，那么为什么在这样的背景下，高端白酒的真实消费需求还能够持续高景气度，这几个假设不能同时成立的概率是极大的。

电价改革对火电行业的基本面有一定负面影响，将降低火电的盈利中枢，同时也降低了火电的周期性，有助于估值中枢的提升，且火电估值处于历史最低位置，我们仍然看好火电行业。动力煤价格如我们之前判断持续下降，有助于火电企业的重估。电改对火电企业的盈利中枢有一定负面影响，但是程度有限且降低了火电的周期性，增强了其稳定性，火电当前估值仍然有一定安全边际。在本次电价改革之前，从需求端来说，火电的需求稳定增长，扰动因素主要在于成本端的煤炭价格。从这两个行业过往的历史来看，区位比较好的火电企业，从 2000 年以来最近 20 年的 ROE 均值在 9%-12%，相应的煤炭企业 ROE 均值更高一些，两者呈现此消彼长的特点。现在大多数火电的估值都在净资产附近，现金流极佳，如果我们从后视镜看，以现价收购一家优质的火电公司，在装机量维持不变的情况下，长期的复合收益率就是 9%-12% 左右，如果再加上每年 4% 左右的用电量增长，那么收益率可以达到 13%-16%。霍华德马克思在《投资最重要的事》中说：“不要预测钟摆的幅度，关注钟摆的位置”。之前我们判断，煤炭的价格和利润率都处于历史高位，相反火电的利润率处于历史低位，如果相信周期的存在，那么成本端的均值回归和周期性波动一定是时间的朋友。从今年的实际情况来看，矿难确实延缓了煤炭的复产，但是只是迟到，动力煤价格确实如我们所料进入了下行周期，火电公司的盈利得到了较大的修复。之前我们也曾担心如果经济增速持续下行，那么政府可能会调整公用事业产品或者服务的降价支持经济，而这样的风

险确实发生了，但电价改革的政策并不是简单的单方面降低电价，而是允许电价双向波动，上浮空间是 10%，下降空间是 15%，这种政策虽然在火电行业的景气时期确实会降低其盈利的弹性，但是在其不景气时期也会降低其下行的弹性，能够对煤价形成一定的对冲，因此在这种情况下，火电的价格中枢仅仅有 2.5% 的下降（假设景气和景气周期的时间各半），考虑到市场化电价已经占比 50%，所以对于火电价格的实际影响大致在 1.25% 左右，对应的度电价格影响是 0.004-0.005 元，税后的度电净利润影响是 0.003-0.0037 元，而优秀火电公司 2001 年至 2017 年的平均度电净利润为 0.04 元和 0.0245 元，也就说电改会使得火电公司的盈利中枢下降 10%-12% 左右，ROE 从 9%-12% 下降到 8.1%-10.8%。但是火电公司盈利的周期性将减弱，稳定性将增强，动力煤涨价时期其盈利下降的幅度将下降，从而亏损破产的风险也会有所下降，从 DCF 模型考虑这有利于风险溢价的下降，从而使得市盈率估值中枢提升。所以从 PB/ROE 的角度出发，虽然 ROE 中枢有所下降，但是 PE 中枢可能是提升的，因此 PB 的中枢可能并不会下降。考虑到龙头火电公司的估值在 0.8 倍 PB 左右处历史最低位置，对应的收益率在 10%-13%，因此我们认为估值仍然低估，具备安全边际。

贷款基准利率变化对银行 ROE 有一定负面影响，但是程度较低，银行的估值严重低估，反映了极度悲观的预期，风险收益比极高。LPR 的变化只是面向增量部分，且增量部分不可能全部采用 LPR，因此影响有限，卖方测算的影响在 5 个 bp 左右，优秀银行的 ROA 在 1% 以上，同时通过人效的提升，成本收入比近年来持续下降，仍可对冲一部分影响。2014 年末全面降息 100 个 bp 以来至 2018 年，银行的净息差较之前最高点下降约 50 个 bp，而银行通过成本收入比的降低 ROA 的降低幅度在 20-30 个 bp 左右，以此来定量比较，LPR 的调整对银行未来的 ROA 的影响将远远低于 20 个 bp，基本可以说是微乎其微，未来几年银行的 ROE 维持在 10% 以上的概率仍然是大概率。这几年优秀银行的发展速度放缓，不良大幅度出清，使得报表的置信度提升，杠杆率有所下降，资本充足率提升，银行的风险下降，这意味着折现率的下降，将有利于银行的估值提升。市场上部分看法认为银行股虽然市净率已经历史最低，但是未来 ROE 会持续走低，因此银行股的行情难以判断，我们认为这种基于趋势的投资策略，出错的概率远高于基于价值的投资方法，趋势的判断很可能出错，但是估值位置本身却是实实在在的，趋势的背后逻辑是世界是线性的，而现实世界更多是周期的。极端的例子，假设银行未来 10 年的 ROE 每年持续下降，但是最终 ROE 仍然能够在 10% 以上，那么是否不论银行股是什么估值水平都不能买？抑或一个现金流公司未来 3 年复合增速是 -10%，之后会稳定，那么能不能投资？基于趋势的情况下是显然不能的；基于价值的情况下，如果银行的估值 0.1 倍 PB 或者公司的静态估值只有 1 倍 PE，那显然可以。银行的净资产增长的确性较大多数需要对盈利做判断的资产来说，确定性大非常多。银行本身的市净率估值处

于历史最低的分位，历史上银行估值在这个位置的时候，比如 14 年至今，尽管降息情况下 ROE 也是一路下行，但是银行的绝对收益和相对收益都极好：银行破净情况下，往后看一段时间，优质银行能够获得略大约 ROE 的年化收益率，银行指数在普通股票型基金、偏股股票基金的排名都能在 20% 以内。展望未来，银行估值又来到了 14 年和 16 年初的位置，ROE 下降的幅度不如当时，永久性损失的概率极低，仍然能够获得较好的回报率。

我们仍然看好地产。贷款利率没有下降，对一二线核心城市的地产需求影响较小；地产融资收紧，对龙头地产公司影响不大。我们对于地产行业基本面的看法，在中报的宏观部分比较明确，看多一二线，看空三四线，这是周期决定。受政策压制较长时间的一二线城市其需求已经累积了超过 2 年时间，这在历史上极为少见，叠加持续下降的基数，因此 2019 年初至今一二线城市地产的销售韧性极强，未来也将持续，贷款利率与基准利率挂钩使得二手房的利率略有上升，不过这在周期性影响面前较小。杠杆率较低，融资成本低的龙头公司影响不大，受影响较大的是杠杆率较高、融资成本高的激进民企。估值层面，和银行类似，PB 估值虽然也是在最低分位，但是充满了各种不友好的政策、利空，似乎市场总是有效的。但是换个角度看，如果不是有各种利空，估值又怎么会这么便宜，周期底部的时候总是充满了各种负面消息，从而才使得估值能够便宜；反过来，周期顶部的时候，所有的消息基本都是正面的，似乎也找不到利空消息的。但是，低估本身是最大的利好，高估本身就是最大的利空。只要周期存在，就必然有盛极必衰，否极泰来，基于边际的趋势判断出错的概率是很高的，而基于周期和位置的决策，成功的概率要高得多。正是这些利空，给了这些资产较低的价格，和较高的潜在收益率。

儿科药公司的基本面确实出现了负向的变化，但是公司估值仍然有安全边际。我们本来预计公司的产品受到医保控费政策的影响较小，品类和渠道均持续扩张，内在价值不断增加。但是新的医保政策使得公司目前收入占比最大的产品，无法进入医保，从而该产品收入的 30% 左右将受到影响，最近一两年可能会持续下降。但是，公司在 OTC 渠道还在持续扩张，我们预计这部分增量将对冲医院部分的下降，在这种此消彼长情况下，拉长看预计近几年公司的收入利润估计能保持稳定，公司的估值仍然极低，安全边际仍然较高。

我们仍然看好印染龙头公司。中报的印染收入没有增长确实比预期的略差，但是估值的安全边际较高。在贸易战背景下，印染的下游客户下单谨慎，公司的印染收入出现了极为小幅负增长。我们仍然认为，贸易战影响的持续性较难评估，但是中国的印染产业链较为完整，其他国家较难复制。公司业务稳定持续，现金流极好，账上拥有大量净现金，扣除净现金之后估值极低，安全边际非常高。

我们对汽车行业的看法没有变，仍然抱有非常积极的态度，核心仍然是较低的渗透率。从行

业空间来看，与美国、德国、日本、韩国、台湾几个具备足够购买力的发达地区对比，中国的千人汽车销量、城镇千人汽车销量、千人汽车保有量均有不小的提升空间。同时我们发现上述几个国家千人汽车保有量和人口密度负相关，中国的人口密度高于美国，但是显著低于德国、日本、韩国和台湾，所以相较上述发达国家，我们相信千人汽车销量等指标都还有一定的增长空间。当前与发达国家和地区相比，中国的购买力远远落后，同时过往数据也表明随着财富的增长，中国汽车的渗透率在持续提升。风险点在于与发达国家相比，中国人均 GDP 和千人销量的比值低于发达国家，这表明汽车消费可能存在过度消费，但是随着收入水平的提升，这个指标一定是向好的方向发展。同时汽车消费是典型的可选消费，行业需求随着消费者对于未来的财富预期也就是购买力呈现周期性变化，过往年份体现在增速的波动，而随着渗透率提升基数变大，2018 年汽车销量首次出现了负增长，并且这种下降持续到了 2019 年的 9 月，零售端持续下滑，很明显目前是汽车消费周期不太景气的时候。但是国家已经出台并且还在计划出台部分政策进行对冲，再加上后面行业的基数将持续下降，再持续大幅度的下降概率并不高，最近几个月交强险的数据显示汽车销量下降幅度已经从之前的两位数滑落到个位数，行业的弱复苏指日可待。而从股价也就是市场先生的报价来说，极低的估值已经反映了很差的预期，目前汽车行业的市盈率估值处于历史 88% 分位，但是市净率处于 7% 分位，这显然是典型的周期行业底部的估值特征。在当前估值下，如果汽车销量持续下降，我们的损失有限，而如果周期企稳甚至回升，那我们就能够收获很多，在我们看来，风险收益比很高。我们认为投资中最危险的就是线性外推和后视镜，而必须具有周期思维、逆向思维、概率思维和前瞻性，好公司之所以会便宜一定是遇到了暂时性的坏消息，或者不友好的周期，我们认为汽车行业当前的情况就是如此。与之相对的是，在去年四季度我们对于白酒的操作上，显然就缺少了这种逆向思维和概率思维，虽然当时的估值从长期来看风险收益比极其高，由于我们纠结于产品的期限，同时我们考虑到白酒和地产具备类似的风险因子，而当时的地产风险收益比可能更高，因此我们选择了对白酒止损而不是加仓，回头看我们如果着眼于长期，就能够取得更好的效果，而这种效果甚至可能在短期就得到体现。说到白酒，从跨行业比较的角度，同样是受益于消费升级的行业，从现在市场先生的定价来看，倾向于相信白酒可以一直消费升级，而汽车将会一直处于底部，也就是说消费者的购买力增强之后只买酒不买车，这在我们看来极有可能是个悖论，或者就是只有高净值人群在扩大，但是中低收入人群的购买力还在下降，不同收入群体分化将持续扩大，这种情况我们也认为难以想象或者理解。我们更倾向于用周期的角度看这两个行业，虽然白酒的商业模式稳定性护城河都远高于汽车，但是并不是没有周期。汽车行业当前周期的位置与 2014 年的白酒极为相似，那个时候极低的估值正是这轮白酒牛市的起点，由于护城河的差异，汽车行业的 ROE 远低于白酒，汽车行业未来几年虽然难以预期能够复制

过往优秀白酒公司 5 年 10 倍的超高回报，但是风险收益比仍然很高。在汽车产业链中，最具成本和规模优势的全球零部件龙头始终是我们的首选，拥有汽车行业最高的护城河。公司所生产的产品品类受技术替代的风险较低，不管新能源车最终能否成为主流，均不影响其产品需求；公司不仅在国内一家独大，份额持续提升，还通过在海外建立产线持续提升全球的市场份额，同时部分降低国内汽车景气度的影响，与此同时公司还在进行产业链的拓展，收购的公司具备较强的技术能力，能够和公司本身有较好的协同性，可见公司的经营是稳扎稳打步步为营的，我们相信即便行业景气不佳，这样的好公司也能够帮助我们抵御风险。另外，我们看好国内份额最大的整车厂。其实我们一直对于整车厂存在一定的偏见，在我们看来，只有极少数整车厂可以持续笑傲江湖，这从国际成熟市场的竞争格局变化可以借鉴，而在这些历史中很多公司都有过辉煌的产品周期，而我们对于产品周期的预测能力较弱，我们更倾向于相信企业的竞争力，而不是把赌注押在某一个产品周期之上，另外大多数车企对于合资公司的依赖仍然较大。从 2006 年有销量的数据以来，这家龙头公司的市场份额稳定而持续提升，从最初依靠合资品牌到最近几年其自主品牌也开始持续扩大份额，背后是公司及其合资公司整个体系的竞争力。除了行业激烈的竞争，其风险还在于在贸易战背景之下，上市公司对于贡献主要盈利的合资公司的议价能力是否会下降，我们认为上市公司对合资公司的贡献度大于其他合资厂，同时在目前的估值下，即便出现较差的情况公司在合资厂的议价能力下降，按照当前的分红比例，也有较为吸引人的股息率收益，是非常好的安全边际。我们也考虑了另外一家零部件公司，由于其依附于其母公司，也就是前述的这家龙头整车厂，因此我们认为其风险相较整车厂更大，并且具有类似的风险因子，从而我们从风险的角度选择了放弃。

我们仍然看好区域连锁便利店公司，其经营效率提升，以及门店的持续扩张在持续兑现，业绩持续增长，估值仍然不贵。零售的需求非常稳定，受经济周期的影响较弱，全球来看都是不错的赛道。但是零售从来不是一个可以高枕无忧的行业，市场会随时面临存量和新进者以及新业态的竞争，但是我们相信便利店或者社区超市业态是未来发展的方向，且受到电商的影响是所有线下业务中最低的，核心在于便利店或者社区超市主要是满足消费者的即时性需求，即便在物流已经如此发达的情况下，电商配送的时效性也难以和布局更好的社区超市或者便利店匹敌。公司在所在强势区域已经耕耘了多年，其门店的覆盖率极高，拥有良好的区位和最大的市场份额，从而具有较强的竞争力。近年来，随着其对于供应链的整合，运营效率有所提升，从而毛利率和净利率均有所提升，使得净利润大幅增长，虽然目前其净利率已经略高于规模更大的超市龙头，但是我们认为这属于正常现象，因为我们研究发现成熟国家连锁便利店的净利率高于超市整体，我们认为便利店为消费者提供了更低的搜索成本，其净利率高于超市龙头是正常现象，可以长期维持，

而标的公司的门店都集中在单一区域，规模效应更强，净利率甚至可能继续提升。公司还在持续开拓门店，并且进行产品品类的优化，今年公司收购了鲜食业务，准备在临近办公楼的门店逐步加入鲜食业务，这将大大有利于公司坪效和净利率的提升。我们研究了成熟国家便利店的坪效，发现即便剔除收入水平的差异，发达便利店的坪效仍然远高于标的公司，其核心在于这些便利店的鲜食业务拥有超过其他业务平均几倍的超高坪效，同时具备极强的引流作用，因此公司进入鲜食业务，将加强其粘性、提升坪效，加宽公司的护城河，虽然公司定位社区超市，主要的门店都在社区，这些地方对鲜食的需求相对较弱，但是在新的办公区域的门店，这些业务将提升公司的经营水准。如果公司门店扩张和经营效率继续如我们所料，那么收入利润都将持续增长。如果门店扩张和经营效率提升都低于预期，公司目前的估值不论是市盈率、市销率、市净率，从绝对估值和在零售行业中的相对估值角度，以及和全球成熟零售公司的估值相比，仍不算高，向下风险较低，因此我们认为其拥有一定的安全边际。

综上，我们希望持有人可以从理念、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 2019 年 9 月 30 日，本基金份额净值为 0.9943，累计单位净值为 1.0543，份额净值增长率为-0.15%，同期业绩比较基准收益率为 0.16%。

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	192,410,788.06	91.47
	其中：股票	192,410,788.06	91.47
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	10,120,000.00	4.81
	其中：债券	10,120,000.00	4.81
	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	7,614,743.09	3.62
8	其他资产	214,279.75	0.10
9	合计	210,359,810.90	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	73,018,784.63	34.79
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	15,491,018.00	7.38
E	建筑业	-	-
F	批发和零售业	11,338,900.00	5.40
G	交通运输、仓储和邮政业	6,428,994.16	3.06
H	住宿和餐饮业	-	-
I	信息传输、软件和信息技术服务业	223,129.40	0.11
J	金融业	36,306,701.37	17.30
K	房地产业	33,284,789.10	15.86
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	-	-
O	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	16,318,471.40	7.78
S	综合	-	-
	合计	192,410,788.06	91.68

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	600048	保利地产	1,447,100	20,693,530.00	9.86
2	601939	建设银行	2,824,363	19,742,297.37	9.41
3	601288	农业银行	4,787,400	16,564,404.00	7.89
4	601098	中南传媒	1,348,634	16,318,471.40	7.78
5	600660	福耀玻璃	745,209	16,007,089.32	7.63
6	600027	华电国际	4,327,100	15,491,018.00	7.38
7	000002	万科 A	486,149	12,591,259.10	6.00
8	600104	上汽集团	495,300	11,778,234.00	5.61
9	002697	红旗连锁	1,522,000	11,338,900.00	5.40
10	600566	济川药业	305,514	8,652,156.48	4.12

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	10,120,000.00	4.82
	其中：政策性金融债	10,120,000.00	4.82
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	10,120,000.00	4.82

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	10,120,000.00	4.82

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	63,927.52
2	应收证券清算款	90,578.83
3	应收股利	-
4	应收利息	59,773.40
5	应收申购款	-
6	其他应收款	-
7	待摊费用	-
8	其他	-
9	合计	214,279.75

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 7 月 1 日至 2019 年 9 月 30 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：本基金本报告期未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

2019 年 10 月 23 日