

长信先机两年定期开放灵活配置混合型证
券投资基金
2019 年第 2 季度报告

2019 年 6 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 7 月 18 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 7 月 16 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 4 月 1 日起至 2019 年 6 月 30 日止。

§ 2 基金产品概况

基金简称	长信先机两年定开混合
基金主代码	004806
交易代码	004806
基金运作方式	契约型开放式
基金合同生效日	2018 年 2 月 6 日
报告期末基金份额总额	204,585,835.57 份
投资目标	本基金通过积极主动的资产管理，在有效控制风险的前提下，力争实现基金资产的长期稳健增值。
投资策略	在大类资产配置上，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，之后通过密切关注市场风险的变化以及各类别资产的风险收益的相对变化趋势，动态调整各大类资产之间的比例。
业绩比较基准	中证综合债指数收益率*70%+中证 500 指数收益率*30%
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4月1日—2019年6月30日）
1. 本期已实现收益	7,618,291.01
2. 本期利润	-226,185.62
3. 加权平均基金份额本期利润	-0.0011
4. 期末基金资产净值	206,737,201.52
5. 期末基金份额净值	1.0105

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；

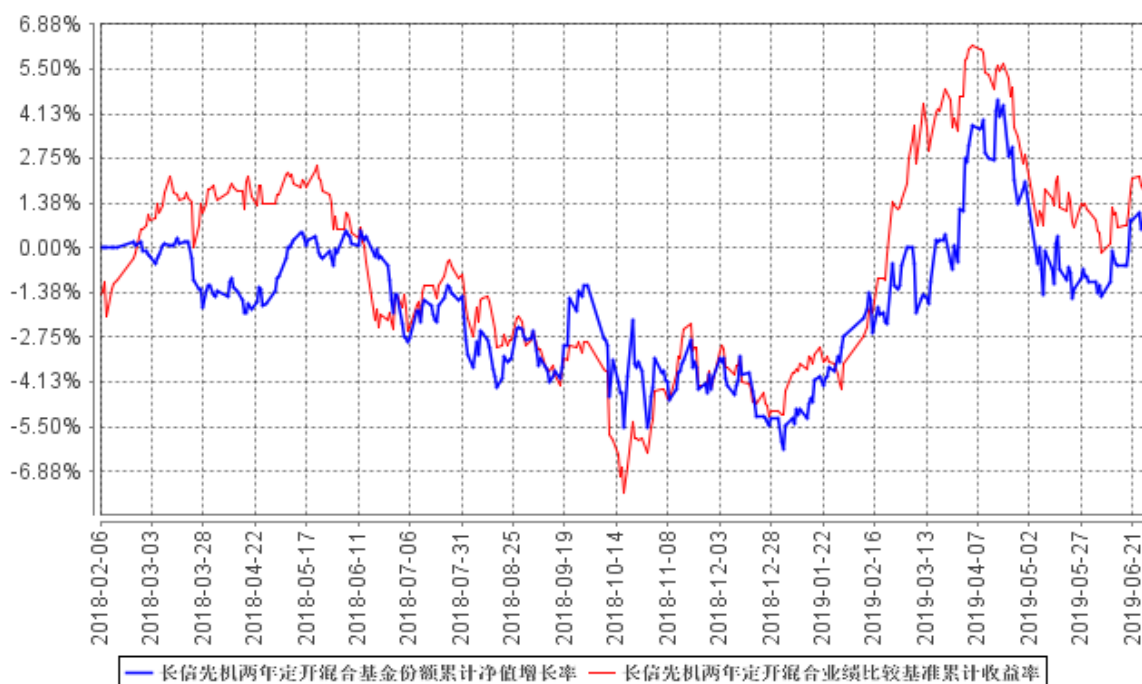
2、所述基金业绩指标不包括持有人认购或交易基金的各项费用（例如，封闭式基金交易佣金、开放式基金的申购赎回费、红利再投资费、基金转换费等），计入费用后实际收益水平要低于所列数字。

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	-0.11%	0.67%	-2.72%	0.53%	2.61%	0.14%

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 2 月 6 日至 2019 年 6 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，本基金各项投资比例应符合基金合同中的约定。

§ 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		
左金保	长信医疗保健行业灵活配置混合型证券投资基金 (LOF)、长信量化先锋混合型证券投资基金、长信量化中小盘股票型证券投资基金、长信电子信息	2018 年 2 月 6 日	-	9 年	经济学硕士，武汉大学金融工程专业研究生毕业。2010 年 7 月加入长信基金管理有限责任公司，从事量化投资研究和风险绩效分析工作。历任公司数量分析研究员和风险与绩效评估研究员、长信中证中央企业 100 指数证券投资基金 (LOF)、长信量化多策略股票型证券投资

	息行业量化灵活配置混合型证券投资基金、长信先利半年定期开放混合型证券投资基金、长信低碳环保行业量化股票型证券投资基金、长信先机两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金、长信消费精选行业量化股票型证券投资基金、长信沪深 300 指数增强型证券投资基金、长信量化价值驱动混合型证券投资基金和长信量化多策略股票型证券投资基金的基金经理、量化投资部总监兼量化研究部总监、投资决策委员会执行委员				资基金、长信中证一带一路主题指数分级证券投资基金、长信中证上海改革发展主题指数型证券投资基金 (LOF)、长信量化优选混合型证券投资基金 (LOF)、长信利泰灵活配置混合型证券投资基金、长信国防军工量化灵活配置混合型证券投资基金、长信利发债券型证券投资基金、长信先锐债券型证券投资基金和长信量化价值精选混合型证券投资基金的基金经理。现任量化投资部兼量化研究部总监和投资决策委员会执行委员、长信医疗保健行业灵活配置混合型证券投资基金 (LOF)、长信量化先锋混合型证券投资基金、长信量化中小盘股票型证券投资基金、长信电子信息行业量化灵活配置混合型证券投资基金、长信先利半年定期开放混合型证券投资基金、长信低碳环保行业量化股票型证券投资基金、长信先机两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金、长信消费精选行业量化股票型证券投资基金、长信量化价值驱动混合型证券投资基金、长信量化多策略股票型证券投资基金和长信沪深 300 指数增强型证券投资基金的基金经理。
安昀	长信内需成长混合型证券投资基金、长信双利优选灵活配置混合型证券投资基金、长信先机两年定期开放灵活配置混合型证券投	2018 年 2 月 24 日	-	13 年	经济学硕士，复旦大学数量经济学研究生毕业，具有基金从业资格。曾任职于申银万国证券研究所，担任策略研究工作，2008 年 11 月加入长信基金管理有限责任公司，历任策略研究员、基金经理助理、研究发展部副总监、研究发展部总监和基

	资基金的基金经理、副总经理、投资决策委员会执行委员				金经理。2015年5月6日至2016年9月6日在敦和资产管理有限公司股票投资部担任基金经理。2016年9月8日重新加入长信基金管理有限责任公司，曾任公司总经理助理，现任公司副总经理和投资决策委员会执行委员、长信内需成长混合型证券投资基金、长信双利优选灵活配置混合型证券投资基金、长信先机两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金的基金经理。
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和长信价值优选混合型证券投资基金的基金经理	2018年3月9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；新增或变更以刊登新增/变更基金经理的公告披露日为准；

2、本基金基金经理的证券从业年限以基金经理进入证券业务相关机构的工作经历为时间计算标准。

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。我们采用非常保守的仓位策略，以保证我们即便在极端的 market 环境下，仍然能够持续活着。

在仓位上限的选择上，我们首先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。我们始终牢记巴菲特说的：“永远不要忘记，一个身高六尺的人，可能会淹死在平均五尺深的小河里”。尽管我们始终把避免犯错而不是获得成功作为我们的首要目标，但是我们可能仍然无法避免会犯一些错误，同时短期内多种因素都有可能导致市场在短期内出现一定程度的上涨或者下跌。本产品的股票仓位上限与净值之间存在明确的契约性约束，如果我们仓位较大但是市场大幅下跌，那么我们可能就需要被迫大幅降低仓位，从而使得产品仅仅因为市场波动就造成极大的永久性损失。因此我们仓位上限的选择会非常保守，即便市场发生极端情况，组合也不需要被动减仓，否则我们可能会在市场的底部区域交出好公司的珍贵股份，成为最为不幸的强制性卖家，也就是那个被淹死的高个子。

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要承受其弊端，那就是当净值还没有安全垫的情况下，市场又大幅上涨的时候，我们保守的仓位策略会使得我们大概率无法跟上市场的脚步。

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。如果把市场分为两个时段，第一段为产品成立至 2018 年末，第二段是 2019 年至今，那么我们在第一个时段较好的达到了我们的目标，虽然有所浮亏，但是浮亏和回撤幅度都在可以接受的范围内，且大幅跑赢了基准，但是在今年的牛市中，我们没能够很好的跟上市场，因此从产品成立至 2019 上半年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 年上半年，前十大持仓的加权市盈率、加权市净率、加权 ROE 分别为 13.3 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 18.2 倍、2.5 倍、13.5%（以上数据来源于 wind，部分公司的真实 ROE 远高于报表表现水平）。ROE 较高，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。

我们的仓位策略是仓位和市场估值负相关，同时由于基金契约的限制，我们必须保证不会出现因为市场波动被动降仓的情况，在上述策略和约束下，我们在二季度仍然保持了 50%的极高仓位。产品的契约对于仓位和净值有着明确的约束，在净值高于 1 的情况下，我们的仓位上限为 80%；在净值低于 1 的情况下，我们的仓位上限为 50%；如果净值下跌至 0.9 以下，那么我们的仓位上限将会被动下降到 40%。在 2019 年一季度末，我们的产品净值为 1.0116，股票仓位占比为 50.65%，按照基金契约我们的股票仓位上限可以达到 80%，但是如果大幅提升仓位至 80%，一旦遇到市场的波动，使得我们的净值降到 1 以下，那么我们不得不被动降低仓位至 50%，这会使得我们要承担因为市场波动带来的永久性损失，我们认为短期金融市场的价格波动完全是随机游走的，我们不希望拿持有人的钱进行任何赌博从而给持有人造成永久性损失。在满足不管市场如何波动我们也不需要减仓的前提下，50%的股票仓位已经属于满仓，我们在非常积极的承担风险。而从产品成立至今，我们延续着越跌越买的策略，仓位持续提升，2018 年中报、2018 年三季报、2018 年年报、2019 年一季报的股票仓位依次为 25.42%、40.85%、37.48%、50.65%，其中 2018 年末的仓位较 2018 三季度略有下降，是因为市场和我们持仓股票的下跌导致股票部分占比下降。在 2019 年二季度，在保证不被动减仓的情况下，我们在二季度末的股票持仓比例已经达到上限。我们希望持有人能够理解，我们所说的绝对收益不是任何时间都有正收益，而是我们会努力去聪明的承担一些较低的风险，获得较高的风险收益比，从而拉长来看能够获得较好的复合收益率。

其次是选股。在二季度，我们减持了高速公路，对银行中的个别公司进行了一些调整，增加了汽车产业链的权重，增持了教材教辅的发行出版公司、高端白酒。我们对于地产产业链、印染、基础材料、儿科药、区域连锁零售的看法没有变化，在 2018 年报中有着更为详尽的阐述，由于篇幅较长，我们就不再一一赘述。

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。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。高速公路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學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，而教育资源的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。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。

我们仍然相信风控优秀的银行可以在绝大多数情况下持续发展，但是随着股价的变化，我们

在不同的银行股之间进行了一些调整。宏观上经济增速下降幅度较大，未来一段时间内银行的资产质量确实是有一定压力，但是当前银行的估值纵向比较处于历史估值的底部水平，横向比较国际上专注于传统商业银行业务风控严格的银行，在经济增速类似阶段甚至成熟阶段的估值也远高于目前国内类似的银行，因此目前银行的估值反映了对于经济前景极度悲观甚至是最坏的预期，但是这种悲观并没有被对称的加载到其他行业身上，所以这其中一定存在错误定价，要么经济没那么差银行存在估值修复的机会，要么经济确实比较差其他行业未来的情况会不及预期。我们相信风控优秀的银行具备足够审慎的经营理念 and 执行力，其资产质量和坏账的预提具备较高的安全边际，净资产可以较为稳健地持续增长，同时估值也存在修复的空间，风险收益比仍然非常高。我们始终倾向优先选择对风险最为审慎且经营质量最为优异的银行，在逾期/不良的处理、对资产风险定价所获得的净息差、成本收入比、资本充足率等指标方面，都是最有安全边际的银行。由于银行在认定不良贷款上面的主观性，作为外部投资者，我们对于银行资产质量的评估其实是比较困难的，单一的不良率作为银行主观认定的指标在我们看来无法衡量企业的资产质量，而逾期贷款作为客观事实，更能反映银行的真实资产质量，我们把逾期贷款视作公司的真实不良贷款。同时我们把逾期/不良放在了重要的位置，我们认为这个指标可以反映银行对于信贷不良认定的审慎程度，从而可以间接反映不同银行经营者对于风险的态度，对于银行这样高杠杆的生意，小心驶得万年船，风控足够审慎的银行才能够穿越周期。除了考虑真实的不良贷款之外，我们还要考虑银行所计提的拨备，我们把银行财务报表的净资产加上累计计提的拨备，得到其拨备前净资产，类似拨备前利润的概念，不过不是拨备前利润的流量概念，而是资产存量概念，然后再减去逾期贷款，用这个结果来反映银行真实的净资产，这个结果剔除了银行主观认定不良的态度差异，也将历史累计计提的拨备也就是各个银行的安全垫进行了还原。总体来说风控严格的银行，经我们调整以后的净资产高于其财务报表净资产的比例更高，所以应该享有更高的估值。我们用银行的股价与经过调整的净资产进行比较，我们之前选择的银行资产质量更好，真实的净资产更大，实际较为低估。不过随着其中个别银行的股价持续上涨，估值提升，风险收益比出现了较大的下降，因此我们在上述多个标的中，将其更换为了在我们看来风险收益比更高的银行。

相较之前，我们对于汽车产业链，抱有更加积极的态度，增加了这个行业的持仓，新增买入了一家份额持续提升的龙头整车厂。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 5 月，零售端持续两位数以上的下滑，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。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，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。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，我们买入了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。

对于白酒，我们较为确定的是当前处于基本面景气度高位，但是最具定价权的公司，其真实的估值水平仍然不算高估。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。从大周期的角度，剔除渠道的囤货，真实需求能够维持较为平稳的增长，而不是像 16 年至 18 年资产价格暴涨、经济繁荣阶段的高速增长，这应该是相对中性的假设。不过白酒作为日常消费的品类，再加上单价不如房或车那么大，总体来说历史上看除了禁三公的阶段，大部分时间，即便考虑渠道的正反馈和负反馈，行业的底部时间比较短，能够很快的调整，所以只要经济不会长时间持续低迷，那么白酒的需求即便出现调整，时间也不会太长，调整的幅度主要取决于渠道库存。从市场先生的定价来看，假设 19 年的盈利预测符合预期，并且假设 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 3.2% 的无风险利率存在一定的吸引力，说明如果盈利符合预期，那么白酒的定价大致合理，而考虑到行业的渠道库存，使得上市公司的盈利偏高，可以认为当前市场定价略高于企业的内在价值。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。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，最终对应的估值其实比大部分其他白酒公司便宜，这里面还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，所以龙头公司表观最贵，其实距离安全边际的 15 倍潜在的回撤空间最低，安全边际最高。

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 6 月 30 日，本基金份额净值为 1.0105，累计份额净值为 1.0105，本报告期份额净值增长率为-0.11%，同期业绩比较基准收益率为-2.72%。

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	101,736,698.72	48.58
	其中：股票	101,736,698.72	48.58
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	10,175,101.40	4.86
	其中：债券	10,175,101.40	4.86
	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	70,000,000.00	33.43
	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	24,962,969.75	11.92
8	其他资产	2,547,607.98	1.22
9	合计	209,422,377.85	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	69,888.85	0.03
C	制造业	47,129,281.79	22.80
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	-	-

E	建筑业	-	-
F	批发和零售业	6,937,781.00	3.36
G	交通运输、仓储和邮政业	1,005.36	0.00
H	住宿和餐饮业	-	-
I	信息传输、软件和信息技术服务业	39,603.76	0.02
J	金融业	22,763,159.44	11.01
K	房地产业	17,470,200.40	8.45
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	7,325,778.12	3.54
S	综合	-	-
	合计	101,736,698.72	49.21

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	1,433,200	10,663,008.00	5.16
2	600048	保利地产	800,515	10,214,571.40	4.94
3	601288	农业银行	2,802,800	10,090,080.00	4.88
4	600660	福耀玻璃	390,443	8,874,769.39	4.29
5	600104	上汽集团	330,600	8,430,300.00	4.08
6	601098	中南传媒	577,743	7,302,671.52	3.53
7	000002	万科A	260,900	7,255,629.00	3.51
8	002697	红旗连锁	1,072,300	6,937,781.00	3.36
9	600987	航民股份	1,020,728	6,747,012.08	3.26
10	600519	贵州茅台	6,700	6,592,800.00	3.19

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	10,175,101.40	4.92
	其中：政策性金融债	10,175,101.40	4.92
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	10,175,101.40	4.92

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	108603	国开 1804	101,690	10,175,101.40	4.92

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	22,821.43
2	应收证券清算款	2,112,238.89
3	应收股利	-
4	应收利息	412,547.66
5	应收申购款	-
6	其他应收款	-
7	待摊费用	-
8	其他	-
9	合计	2,547,607.98

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	204,585,835.57
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	204,585,835.57

注：本基金以定期开放方式运作，其封闭期为自基金合同生效之日起（包括基金合同生效之日）或自每一开放期结束之日次日起（包括该日）两年的期间。本基金的第一个封闭期为自基金合同生效之日起两年。

本基金本报告期处于封闭期。

§ 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

注：本报告期内基金管理人未运用固有资金投资本基金。

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 4 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日	100,022,500.00	0.00	0.00	100,022,500.00	48.89%
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、《长信先机两年定期开放灵活配置混合型证券投资基金基金合同》；
- 3、《长信先机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、《长信先机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 7 月 18 日