



华宝基金管理有限公司
Hwabao WP Fund Management Co., Ltd.

- ➡ 基金经理札记
- ➡ 中国经济观察
- ➡ 基金同业动态
- ➡ 海外基金视窗
- ➡ 华宝旗下基金

每周
Weekly

华宝基金 Hwabao WP Fund

视点

第925期

2023/09/18-2023/09/22

客户热线: 400 – 700 – 5588

400 – 820 – 5050

公司网站: www.fsfund.com

上海世纪大道 100 号上海环球金融中心 58 楼.200120

常态化增长下的投资

今年的投资中，有一个非常困扰大家的问题，为什么所谓的赛道投资阶段性失灵，为什么红利策略能遥遥领先，为什么预期企业盈利的难度在增加？

如果寻根究底可以发现，根本上这些问题都要归集到一个问题上，那就是怎么去预测国内宏观或者说整体上市公司中长期的增速，特别是在经历了中美摩擦、疫情扰动等等外部环境因素后，我们发现很多供需的假设发生了变化，从而使得企业的增长中枢也发生了变化。我们正面临高质量发展，常态化增长的大宏观背景下的企业投资问题，也正面临如何平衡预期投资收益率和胜率之间的投资问题，更重要的是面临如何在这些大背景下构建投资组合的问题。

以消费品投资为例，可以发现这两年的社会零售总额增速出现了一定程度的放缓，这里面固然有短期外部因素，也有一些是常态化增长下要长期面临的问题。落实到上市公司的报表上，今年有一个很明显的现象——业绩上比较有韧性的公司，通常都是在产品端、渠道端、价格带方面有矩阵布局的公司，而之前依靠大单品或者单一渠道实现快速增长的公司很容易在今年的宏观背景下明显的降速降档。

这也给了我们寻找投资标的的视角：在更为复杂和不确定性增加的市场环境中，矩阵型公司往往可以东边不亮西边亮，可以根据产品结构、渠道结构的调整来弥补一部分的下行压力。相反的，单品或者单一渠道的公司则颇有些船大难掉头，虽然也在积极寻找破局的方法但是确实需要更长的时间来调整。

这也对应到公司的组织架构能力上，通常会形成矩阵化布局的公司在组织架构上也有很强的随机应变的能力，可以通过迅速的调整组织架构实现调整产品和渠道的目的。这一点其实可以从上市公司的财务报告中发现规律，今年很多的消费品公司为了应对更为细分的市场和需求，都从组织架构上进行了调整，把原有的事业部或者通过区域，或者通过渠道和消费者群体进行了重构。举例来说，之前直播电商增速较快的抖音渠道，今年也开始有一些新的变化，比如流量分配的规则等。这种变化下，应变迅速的一些品牌商家会通过把原有运营的抖音账号再通过产品类目、单品或者价格重新梳理裂变，从而实现挖掘更多的消费群体，实现销售金额增长的目的。

这其实给了我们在投资上一个很好的启发,只有积极寻找变化和增量的企业才有可能穿越周期的波动,最终实现超越大盘的增长,而这些企业也是值得我们长期跟踪,深度研究的企业。如果落实到投资标的上,不管是通过积极应变寻求短期增长的公司,还是通过应变中的组织架构升级实现中长期成长能力的公司,都有可能是获得不错的投资回报的公司。

中国古语有云,以不变应万变,我觉得如果放在今年的这种环境下反而是要倒过来想一想,愿意积极变化迎接波动的企业才是更值得我们去关注的企业,特别是如果能够先人半步,提前做了布局的企业可能才更值得我们关注。虽然今年的投资面临很多的挑战和困扰,但是静下心来筛选出这样的标的,才是未来构建组合实现超额收益的关键动作。

皮海洲：完善优化现金分红监管制度可从四方面着手

据报道，证监会近期拟对《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》《上市公司章程指引》等一系列规则进行修改，以便进一步完善优化现金分红监管制度，持续增强投资者获得感。同时，交易所将同步修订规范运作指引。

具体来看，证监会拟对不分红或分红少的公司加强制度约束督促分红。对于主板上市公司分红未达到一定比例的，或长期大额财务性投资但分红比例偏低公司，要求披露解释原因。同时，对于超出能力分红的企业也要加强约束，对于资产负债率偏高且经营现金流不足，但持续高比例分红的上市公司，要求详细披露分红方案合理性及对公司生产经营的影响。

现金分红制度是回报投资者的一项重要制度。这次现金分红制度的完善与优化工作再一次被推向前台，显然与今年8月27日证监会发布的《进一步规范股份减持行为》（以下简称“减持新规”）有关。因为在“减持新规”里，证监会将控股股东、实际控制人的减持行为与现金分红进行了挂钩，明确规定“最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份”。由于股份减持是上市公司控股股东、实际控制人的重要事项甚至是头等大事，因此，“减持新规”就将现金分红推到了风口浪尖上。

在“减持新规”将控股股东、实际控制人的减持行为与现金分红挂钩的背景下，现金分红也就成了上市公司的一项重要事务。因此，进一步完善与优化现金分红制度也就势在必行，既要對不分红的“铁公鸡”们加强监管，同时对于超出能力的高分红也要加强约束，以确保上市公司的稳步发展。也正因如此，完善优化现金分红监管制度可以从这四方面着手。

首先，作为对不分红公司的一种监管，可将不分红不得减持的对象由公司的控股股东、实际控制人扩大到公司持股5%以上的大股东、公司董监高等重要股东以及参加非公开发行的定向股东。毕竟作为公司持股5%以上的大股东与董监高等对公司的经营发展负有重大责任，因此有必要一并列入到不分红不得减持的对象中来。至于将参加非公开发行的定向股东列入其中，则是提醒定向股东们要慎重参与上市公司的非公开发行，尤其是要慎重参与亏损公司的非公开发行，让上市公司的再融资真正做到优胜劣汰。

其次，作为对上市公司超能力分红的一种约束，应禁止上市公司一边进行高比例分红，一边又推出再融资计划。一边进行高比例分红，一边又推出再融资计划，甚至是巨额再融资计划，这样的上市公司虽然并不多，但这种事情的市场影响却非常恶劣。这通常是一种向上市公司大股东进行利益输送的行为。毕竟高分红的最大受益者是大股东，而再融资的对象则是公众投资者，或是参与定向增发的定向股东，大股东则基本上不会参与类似的定向增发。因此，这种一边高比例分红一边再融资的做法必须禁止。

其三，上市公司拟采取高比例分红的，应采取“现金分红+注销式回购”的方式。其中现金分红的比例控制在净利润的 30%以内，超出 30%以上部分，则以注销式回购的方式来回报投资者。毕竟现金分红，真正的受益者是大股东，而中小投资者并不能通过分红来受益，甚至还会因为红利税的征收，导致分红带来亏损现象，因此，对于中小投资者而言，注销式回购才是对中小投资者更好的回报。而且采取注销式回购的方式还可以避免上市公司以现金分红的名义向大股东进行利益输送。因此，兼顾大股东与中小投资者的利益，上市公司高比例分红可采取“现金分红+注销式回购”的方式进行。

其四，取消红利税，避免中小投资者因为现金分红而出现不必要的“政策性亏损”。回报投资者是上市公司的职责所在，而回报投资者的重要方式之一就是现金分红。但在目前的市场机制下，红利税的征收，不仅让投资者不会因为现金分红而得到回报，相反还会带来政策性的亏损，而亏损金额就是红利税征收的金额。并且上市公司现金分红越多，投资者的政策性亏损就越大，从而极大地扭曲了价值投资理念，动摇了投资者的价值投资行为。所以为了鼓励上市公司用现金回报投资者，倡导价值投资理念，红利税必须予以取消。

摘自：东方财富网

中基协：公募要正确看待市场短期波动 把握长期向好的大势

据中国证券投资基金业协会，近日，中国证券投资基金业协会（以下简称协会）公募基金委员会（以下简称委员会）工作会议在青岛召开，委员会委员、授权代表及受邀机构代表共 21 人参加会议。证监会机构部、青岛证监局、北交所及协会相关负责同志出席会议。会议围绕贯彻落实 7 月 24 日中央政治局会议精神和有关决策部署、助力资本市场深化改革、促进公募基金行业高质量发展、支持北交所高质量建设等议题进行了充分交流和讨论，并对委员会下一步工作提出意见建议。

会议指出，今年是全面贯彻党的二十大精神的开局之年，是推进中国特色现代资本市场建设的关键之年，也是公募基金行业发展的二十五周年。认真总结实践经验，深刻把握行业规律，切实坚定发展信心，找准制约行业高质量发展的问题，明确未来发展方向和重点工作，至关重要。新一届委员会自去年成立以来积极履职，持续发挥交流平台作用，积极加强沟通，推进研究，开展行业宣传和投资者教育等工作，取得良好成效。下一步，委员会将继续发挥专家智囊优势和模范带头作用，围绕基金行业的难点、痛点问题集智攻关，引领行业实现高质量发展。

会上，委员们充分交换意见，认为今年以来，我国经济运行总体回升向好，随着扩大内需、提振信心、防范风险的一系列政策举措落地见效，实体经济持续好转，并且长期向好的趋势不会改变。同时，在 7 月 24 日中央政治局会议召开后，投资端、融资端、交易端等方面的一揽子政策措施相继出台，为资本市场保持平稳运行提供坚实基础，有利于活跃资本市场、提振投资者信心。公募基金行业应进一步增强高质量发展的决心，坚定信心、

振奋精神、深化改革、提升能力，以实际行动践行专业投资者的责任担当。一是探索多元化发展路径，强化核心投研能力建设，壮大专业队伍，完善长周期考核与激励约束机制，坚持长期价值投资理念，提高投资行为专业性、科学性。二是注重投资者体验与获得感，深化基金费率改革，营造良好的基金销售生态，重视逆周期销售，健全基金评价体系，发展基金投资顾问业务，持续提升产品创新与服务水平，促进居民储蓄向投资转化。三是夯实行业文化建设，强化从业人员职业操守与道德规范，重视依法合规经营，完善风险管理体系，进一步塑造可信赖、受尊敬的行业形象。四是强化养老金服务能力，创设适配个人养老需求的产品，优化投资者服务与陪伴，激发广大居民第三支柱的参与意愿，切实担负起提高资本市场中长期资金占比的历史使命。

北交所相关负责同志就北交所开市以来的运行情况及近期重点政策安排进行介绍，并表示北交所将充分贯彻党中央、国务院相关决策部署，从加快高质量上市公司供给、改进和完善交易机制、强化投资端建设、丰富产品体系等方面持续推动北交所高质量建设。委员代表表示将积极参与北交所市场投资，有针对性的强化相关投资研究能力，助力优质科技创新企业发展，帮助广大投资者分享多层次资本市场成长的红利。

会议强调，作为投资端的主要力量之一，公募基金是联结资本市场与居民财富管理、实体企业发展的重要纽带，全行业要认真学习贯彻中央政治局会议精神，科学、准确、全面把握当前经济金融形势，正确看待市场短期波动，把握长期向好的大势，坚定信心，保持定力，强化逆周期思维，在实现自身发展壮大、帮助持有人获得更多长期投资回报的同时，与建设中国特色现代资本市场相向而行，更好服务中国式现代化建设的大局。

下一步，协会将在证监会的指导下，围绕“服务、自律、桥梁、创新”的宗旨，着力提升自律管理工作效能，积极配合推进资本市场投资端改革，推动公募基金行业高质量发

展。同时，协会也将进一步发挥委员会的桥梁纽带作用，完善沟通交流机制，凝聚行业专家智慧，引导行业主动融入资本市场改革全局，促进更好发挥资本市场服务实体经济发展与居民财富增长功能。

摘自：金融界

百年巨头东芝走向私有化退市

日本老牌企业东芝的资本故事或将告一段落。9月21日，东芝公司宣布，由私募股权基金“日本产业合作伙伴（JIP）”牵头的150亿美元要约收购已获得成功，超过一半的股东参与此次收购，达到将公司私有化的门槛。JIP目前持有该公司78.65%的股份，该交易完成后，东芝将从东京证券交易所退市。据日本共同社报道，退市最快于年内完成，届时东芝74年上市历史将终结。

东芝是日本制造业的代表之一，在家电、电气、能源、基建等领域都有巨大影响力。东芝还是日本最大的半导体制造商，曾发明NAND闪存芯片。2015年，东芝在被曝光会计造假丑闻后陷入财务危机，长期处于管理混乱、经营困难的状态。

这期间，东芝多次传出并购重组方案，均告流产。有分析说，东芝的重组方案迟迟难以确定，与东芝握有敏感技术、日本有关方面对投资方的选定特别慎重相关。

2017年，东芝为化解资不抵债困境引入外部资金，增资6000亿日元，得以避免退市。然而，一些分析人士认为，参与增资的海外股东等行使发言权，会影响东芝经营。

2021年4月，私募股权公司CVC就提出了对东芝的私有化要约。当时东芝公司拒绝了这一提议，但表示会考虑可靠的要约方案。

《和讯网》9月19日，“美国、英国、法国等发达国家的通货膨胀率短期内不会回到2%水平。”这是高知名度的经济学家，Roubini Macro Associates首席执行官努瑞尔·鲁比尼（Nouriel Roubini）在接受电视采访时的最新观点。

《和讯网》9月19日，韩国农林畜产食品部周二公布的数据显示，今年迄今为止，韩国方便面出口同比增长了23.5%。

《和讯网》9月20日，一份媒体报道称，欧洲央行管理委员会成员建议将欧元区银行的最低准备金要求从1%提高到3%至4%左右，以降低该行业的过剩流动性，此举可能会损害该行业。

《和讯网》9月21日，9月20日，2023世界制造业大会在合肥启幕，本届大会以“智造世界·创造美好”为主题，参展企业数量、展览面积、市场化运作程度均创历届之最。

《和讯网》9月22日，一项用于衡量美国商业周期的经济指数在8月份连续第17个月下降，这表明未来的经济活动预计将放缓。

2022 年，东芝开始寻找收购方，以便与上述海外投资者切割，当年 10 月选定“日本产业合作伙伴”为主的财团作为优先收购方。

直到今年 3 月，东芝接受了日本国内企业组成的资金联盟、日本产业伙伴（JIP）的收购提案。JIP 的提案目标是，东芝的企业价值在未来能逐步提升，等公开收购后就将东芝从证交所退市，等企业价值回升后再让东芝重新上市。根据日本媒体的报道，按照东芝市值计算，JIP 的公开收购金额约 153 亿美元。

东芝的故事始于 1875 年。那一年，日本发明家田中久重在银座炼瓦街创立了店铺兼工厂，成为东芝的前身。东芝中国官网信息显示，1875 年是公司创始人开启创业的起点，之后从 1882 年起，公司改名为田中制造所。

东芝的另一位创始人藤冈市助参与了日本第一批电灯（弧光灯）的研究，于 1890 年与三吉正一携手创立了“白热舍”，也成为东芝起家的业务。从最早的白炽灯到后来的家电产品，东芝的业务逐步扩张至生活产品、信息通信、半导体等等。1949 年公司在东京证交所上市。

这家拥有一百多年历史的老牌日企经历了二战的影响和反弹，也一度创造过许多“日本首创”，包括日本第一台雷达、第一台晶体管电视与微波炉、第一部彩色影像电话、第一台笔记本电脑、第一台 DVD 等。鼎盛时期，家电业务收入占到东芝总收入的三分之一，与夏普、松下成为日本白色家电“三巨头”。

但近十年内，这个头顶光环的科技巨头逐步从辉煌走向衰落。原因内外交织——半导体方面，美国的制裁、他国的发展让其失去了优势；中国制造的崛起同样让东芝的家电业

务受到冲击。而在 2011 年日本 311 大地震发生后，福岛核电站泄漏事件让东芝在核电业务上跌了跟头。

内部管理也问题频出。2015 年，一宗财务造假案让这家历史悠久的企业名誉蒙尘，股价一落千丈。2015 年，东芝虚报利润的丑闻曝光，涉及该事件的包括前后三任社长，5 年间虚报利润高达 12 亿美元。造假事件曝光后，东芝股价大跌、市值缩水 40%。

为了甩掉包袱，轻装上阵，2021 年底，有消息传出东芝决定分拆为三家公司：一家注重新能源和基础设施，一家专注硬盘和半导体业务，另一家专注于闪存芯片的生产。彼时，东芝公司对北京商报记者表示，新公司的分拆和上市目标将于 2023 财年下半年完成。但这一计划没多久就遭到其他股东的投票否决，他们认为东芝管理层和董事会没有竭尽全力征求私募股权公司收购东芝全部股份的提议。

在全联并购公会信用管理委员会专家安光勇看来，东芝经过几年的卖卖卖，业务版图已经大幅缩水，如今业务陷入困境，股价低迷，股东们对管理层充满着不信任，所以导致分拆没有成功。

东芝的衰落也被一些人看作日本传统优势制造业近年麻烦不断的缩影。松下、日立、丰田等日企都曾被爆出数据造假、以次充好、质检不合格等丑闻。其中，神户制钢的造假史被爆超过 30 年；小林制药口服药添加了超标 2.5 倍的催眠成分，导致病人健康受损，公司被勒令停业整顿 116 天。

摘自：和讯网

华宝旗下基金

股票型				
高端制造	绿色领先	品质生活	高端装备 A	高端装备 C
混合型				
安享混合	转型升级	安盈混合	宝康灵活配置	宝康消费
成长策略	创新优选	大健康	大盘精选	第三产业 A
第三产业 C	动力组合	动力组合 C	多策略增长	多策略增长 C
服务优选	国策导向	核心优势	核心优势 C	红利精选
红利精选 C	新飞跃	新起点	新优选	竞争优势
价值发现	价值发现 C	科技先锋	科技先锋 C	量化对冲 A
量化对冲 C	生态中国	生态中国 C	绿色主题 A	绿色主题 C
事件驱动	收益增长	收益增长 C	事件驱动	万物互联
未来主导产业 A	未来主导产业 C	稳健回报	先进成长	消费升级
新活力	新机遇 A	新机遇 C	新价值	新兴产业
新兴成长 A	新兴成长 C	新兴消费 A	新兴消费 C	行业精选
研究精选	医药生物	资源优选	资源优选 C	可持续发展 A
可持续发展 C	安悦混合 A	安悦混合 C	专精特新 A	专精特新 C
ESG 责任投资 A	ESG 责任投资 C	远见回报 A	远见回报 C	

华宝旗下基金

债券型				
宝丰债 A	宝丰债 C	宝泓债	宝惠债	宝康债 A
宝康债 C	宝利债	宝瑞一年定开债	宝润债	宝盛债
宝怡债	宝裕债 A	可转债 A	可转债 C	双债增强 A
双债增强 C	增强债 A	增强债 B	政金债	中短债 A
中短债 C	安宜债 A	安宜债 C	宝隆债 A	宝隆债 C
安融债 A	安融债 C	宝通短债 A	宝通短债 C	宝元债 A
宝元债 A				
货币型				
现金宝 A	现金宝 B	现金宝 E	浮动净值货币	华宝添益 A
华宝添益 B				

华宝旗下基金

指数型				
1-3 年国开债指数	1-5 年政金债指数	ESG 基金	ESG 基金 C	大数据产业 ETF
电子 ETF	电子 ETF 联接 A	电子 ETF 联接 C	红利基金	红利基金 C
沪港深 500ETF	沪深 300 增强 A	沪深 300 增强 C	化工 ETF	化工 ETF 联接 A
化工 ETF 联接 C	价值 ETF	价值 ETF 联接	价值基金 A	价值基金 C
金科 ETF	军工行业 ETF	科技 ETF	科技 ETF 联接 A	科技 ETF 联接 C
券商 ETF	券商 ETF 联接 A	券商 ETF 联接 C	深创 100ETF	深创 100 联接 A
深创 100 联接 C	食品 ETF	食品 ETF 联接 A	食品 ETF 联接 C	双创龙头 ETF
双创 50ETF 联接 A	双创 50ETF 联接 C	消费龙头 A	消费龙头 C	新材料 ETF
新材料 ETF 联接 A	新材料 ETF 联接 C	医疗 ETF	医疗基金	医疗 ETF 联接 C
银行 ETF	银行 ETF 联接 A	银行 ETF 联接 C	有色 ETF	质量基金
智能电动车 ETF	智能制造 ETF	智能制造 ETF 联接 A	智能制造 ETF 联接 C	中证 1000
中证 100ETF 联接 A	中证 100ETF 联接 C	中证 500 增强 A	中证 500 增强 C	养老 ETF
消费龙头 ETF	地产 ETF	智能电动车 ETF 联接 A	智能电动车 ETF 联接 C	金融科技 ETF 联接 A
金融科技 ETF 联接 C	农牧渔指数 A	农牧渔指数 C	稀有金属增强 A	稀有金属增强 C
国证治理指数 A	国证治理指数 C	港股互联网 ETF	同业存单	中证 100ETF
港股互联网 ETF 联接 A	港股互联网 ETF 联接 C	绿色能源 ETF	有色 ETF 联接 A	有色 ETF 联接 C

华宝旗下基金

海外基金				
海外中国成长	华宝油气	华宝油气 C	华宝油气美元	美国消费
美国消费 C	美国消费美元	香港本地	香港大盘 A	香港大盘 C
香港中小 A	香港中小 C	致远混合 A	致远混合 C	富时 100A
富时 100C	海外科技 LOF	海外科技 LOF C	海外新能源汽车 (QDII) A	海外新能源汽车 (QDII) C
纳斯达克 A	纳斯达克 C			
FOF 基金				
	稳健养老 FOF A	稳健养老 FOF Y	稳健目标 FOF	

声明：本报告由华宝基金管理有限公司内部研究人员合法获得的相关资料编制完成。本公司不保证报告所载信息之精确性和完整性。本报告中涉及本公司旗下基金的相关信息并不能视为本公司根据相关法律法规对该基金相关信息的正式公开披露，该等信息以本公司正式公开披露的为准；本报告所引用的本公司内部人员的任何见解，均不构成对投资者的任何建议与暗示。本报告所涉上市公司，不代表本公司旗下基金的投资方向。本报告仅供投资者参考，投资者参照本报告的观点进行投资，责任自负。基金投资有风险，投资者进行基金投资前请仔细阅读基金合同及招募说明书等相关文件。基金过往业绩不代表未来表现。