

高毅资产邓晓峰文集

邓晓峰解密 13 年投资经：投资的赛场比拼的是学习能力.....	2
高毅对谈录 1 邓晓峰对话邱国鹭：深谈十年投资经	
高毅资产邓晓峰：2019 经济仍有压力，但资本市场比 2018 有机会	39
金牛说 高毅资产邓晓峰：金融去杠杆让风险收益更匹配	46
高毅资产邓晓峰：价值的创造与转移——移动通信行业的探讨	47
高毅资产邓晓峰：新时代投资面临的挑战与机遇	50
高毅资产邓晓峰：基本面投资在中国的实践	56
高毅资产邓晓峰：在中国市场做价值投资的思路	81
高毅投研内训 3 邓晓峰：深度研究，从市场认知偏差中发掘大机会	89
邓晓峰 2016 致投资者的信 中国经济新常态下的主题：从简单数量扩张到效率提升	105
邓晓峰解读当前市场结构性机会	108
邓晓峰：市场还有很多机会！当前判断及投资方法一文速览	111
邓晓峰：对金融行业的市场谬误会带来投资回报	115
李迅雷对话邓晓峰等明星基金经理：5000 点后的投资机会	118
高毅邓晓峰：新经济下投资策略与方向	130

高毅资产邓晓峰：“快牛”步入中期 回避高估值股票	160
高毅资产管理规模近百亿 邓晓峰出任首席投资官	163
“奔私”邓晓峰分享“九年十倍 230 亿”秘诀	164
8 年冠军奔私，邓晓峰谈基本面投资方法	165
前博时明星基金经理邓晓峰“奔私” 业绩 9 年 10 倍收益	171
如何为投资人赚取 230 亿？	174

更多课件www.kejian365.net

邓晓峰解密 13 年投资经：投资的赛场比拼的是学习能力

一、中国基金报记者 为什么刚进入行业时会选择投行，这段经历对你做投资有什么帮助？

后来为什么会转到资管部？

邓晓峰：2001 年是那一轮牛市的高点，也是早期中国资本市场推倒重来的起点。之前中国资本市场发展的早期阶段，坐庄非常普遍，各类机构往往利用资金优势通过操纵市场来获取收益。经济学家吴敬琏当时在接受采访时就曾表示中国股市就像一个赌场，甚至比赌场还不如。2001 年以来，银广厦、东方电子等造假公司的神话破灭，亿安科技、德隆系等庄股的崩盘对市场形成巨大杀伤。此前，东方电子一直都是绩优公司成长的代表，广泛得到机构投资者的认可。

实际情况却是，公司通过炒作自己的股票获取收益，然后把这些收益处理成上市公司的经营利润。同时，公司也将从资本市场的融资和炒股票的利润投入到经营中，持续从清华北大等

最好的高校招大量优秀的毕业生，并给予非常好的待遇，如博士除高薪之外还配有住房和轿车。虽然财务上造假，但经营层面搞得也有声有色，市场上不断攻城略地。这类公司的崩盘让机构投资者损失惨重，进而深刻反思原有的坐庄模式，寻找新的方向。

我当时很年轻，也是一个愤青，觉得当时这个投机的被操纵的二级市场没有技术含量，骨子里有抵触意识，所以选择了去企业融资部。

在投行的三年多时间，我有机会从上市公司内部的角度观察企业的运作，这对我理解公司有许多的帮助。

当时有一批与我同时进公司的年轻人，分散在总部各个部门，大家都比较勤奋，晚上都待在办公室加班。我们都喜欢做研究，常常在一起讨论，交流各自的认识和理解，这是一段非常有意思的时光。

几年间，我们亲身经历了机构投资者原有市场参与模式的失败，从业者在困境中寻找新模式、新方向。另一方面，我们在做行业和公司研究时，找到了许多乐趣，发现了不少上市公司令人吃惊的增长。例如现在信璞投资的王璟，当时他在资产管理部，他的研究非常有穿透力，是整个市场上最早把茅台的发展和逻辑看清楚的人，现在还清楚地记得他在食堂里兴奋向我们介绍他的研究成果。因为发现我对通讯行业的研究领先市场，他推荐我去资产管理部做中兴通讯的研究介绍，也得到了资产管理部负责人的认可，并于2004年调去了资产管理部。

2001-2005年的漫长熊市，我看到了证券行业的清理整顿和多家证券公司的重组、倒闭，也旁观了机构投资者从坐庄模式转向组合投资、从操纵市场到重视基本面研究的转变，这是资本市场重塑的过程。5年的熊市放大了痛苦，市场也以连续大幅下跌的方式给造假的公司以严惩。一朝被蛇咬，十年怕井绳，因为有太多和太成功的骗子存在，许多机构调研时先假设上市公司是不可信的，要上市公司证明自己。董事长讲的话大家不敢信，需要通过多方渠

道去印证。当时形成了极度重视企业竞争优势的环境。资本市场的转变让研究变得最为重要，有技术含量且有挑战性，我从中寻找到了乐趣。

二、中国基金报记者：2005 年，你到了博时基金，为什么？

邓晓峰：在庄股崩盘、操纵市场模式破灭后，资产管理行业都在反思并寻找新的方向，2002 年，博时基金提出要做价值的发现者，易方达等公募基金公司也竖起了深入研究的大旗。2003 年“五朵金花”行情爆发，公募基金主导的价值投资在市场大获全胜，博时基金当时对市场的影响力可谓举足轻重。2005 年，博时基金社保小组扩充队伍，负责人归江与我曾是国泰君安同事，向我发出了邀请，我对博时基金也很向往，所以选择来到了博时基金，开始担任社保组合的基金经理助理。

三：中国基金报记者：你管理社保组合刚开始怎么样？管理社保基金有什么特点？

邓晓峰：从研究员转向基金经理，一般是从对少数行业了解、行业背景偏窄开始的，要管一个大组合，刚开始是比较困难的，需要一个学习和积累的过程。不过，博时社保团队很强，归江、王璟、唐定钟和我四个人管三个社保组合，归江在产业演进、在制造业交运等方面研究很有前瞻性，王璟在消费品方面研究很透、唐定中在财务模型和公司整体判断方面很强，我对 TMT 公用事业汽车行业比较熟。大家都是从国泰君安过来的，配合得非常好。

早期社保基金理事会和管理人有相对严格的框架。管理人需要关注业绩基准的行业比例，必须在给定的范围内进行行业配置。管理人可以优选公司，但不能超出行业比例的限制。行业比例的约束迫使管理人的组合必须覆盖主要行业，避免管理人过于极端和偏离。这个硬性的要求迫使我们学习各个行业，形成对行业的理解和对比。2005 年我管了半年，在大家的帮

助下业绩还算不错，算是一个相对较好的起步。2006 年我正式担任社保组合的基金经理，这也是我遭遇考验的一年。

四：中国基金报记者：2006 年是大牛市，为什么会压力大？

邓晓峰：2006 年，博时基金管理的几个社保组合在全部社保组合中排名落后，我管理的社保组合全年收益率超过 120%，处于全市场的中间水平，但在社保同业排名中处于最后，压力非常大。牛市跑不过同行，一样痛苦，甚至更痛苦。特别是正式管理产品第一年，业绩就靠后，压力很大，经常睡不着觉。

当时，痛苦和困惑的是，我相信基本面投资可以获得不错的回报，但对能否在这个讲究相对排名的赛场上战胜竞争对手充满了怀疑，自信心、投资理念受到严重挑战。非常幸运的是，2007 年 1 月社保基金理事会领导专门到博时，要求公司领导一定要支持我们按这种风格做下去，希望社保团队保持人员的稳定。我们也算是比较争气，2007 年打了个翻身仗，不仅当年业绩特别好，而且把 2006 年的落后追回来，综合两年和三年的业绩也超越同行很大一截。

这是很好的体验。

五：中国基金报记者：2007 年你的业绩重新领先，3 月你开始管理博时主题基金，从季报看，博时主题的仓位三季度降到 66%，但全年下来仍然以 188.61 %的收益率，获得了股票型基金第二名的优良业绩。这一年，你管理的社保组合收益率也超过 200%。请讲讲当时怎么做到的。

邓晓峰：我运气比较好，当我开始怀疑价值投资策略在中国市场的有效性时候，市场给了我正面的回应。

为了保证公平交易，在实际管理中，我把博时主题和社保组合当成一个大组合来管理，除了契约约定所允许的差异，两个组合买卖股票的时间、方向与比例都差不多。

基金经理成长的过程，就是一个不断学习的过程，回过头来看，当时的操作还是存在很多可以以提高的地方，既有公司理解层面，也有行业选择方面，还有资产配置层面。2007年三季度，市场出现过热苗头，出于谨慎，我将仓位降到了比较低的水平，社保组合规模稳定，在市场出现明显泡沫时降低仓位不失为一个好办法，但博时主题是开放式基金，三季度申购资金比较多，以致于后来被迫在高位加了一些仓位。

事实上，我接手博时主题时，还是可以在市场上找到估值比较合理的公司，但因为太早看空市场，仓位降得很低，而三季度申购资金较多，被迫要在高位不断做新的决策去买，那时市场已经进入了一个比较疯狂的阶段，股票已经炒得太高了，只能采取防守策略，找一些估值相对低但绝对估值水平已经偏高的公司，还是相当被动的。

后来的故事大家都知道。上证指数在 10 月创下 6124 点的历史新高后，市场暴跌。我管理的两个组合，因为仓位相对要低一些，跌幅低于市场平均，但仍然难以避免损失。

六、中国基金报记者：青岛啤酒是你早期比较成功的投资，请讲讲过程？

邓晓峰：我们 2005 年开始买青岛啤酒。

那几年公司处在一个脱胎换骨的过程，不断消化历史包袱，包括并购的无效资产，很多亏损的小厂都处于优化、关停并转的状态，资产减值非常多。公司合并报表的有效税率非常高，因为各个子公司属地分别交税，盈利好的子公司与亏损的子公司所得税无法抵扣。往前看，公司的实际盈利能力比报表显示的要好很多，这从财务指标上是比较好判断的。

与百威啤酒合作后，青岛啤酒产品的品质、工厂的运营水平都有提升。营销方面也做了很大的改进，山东本部主导的密集分销的模式相当成功，稳步扩大市场占有率。广东区域的大客户模式发展得也非常出色，尤其在高端市场。从管理层上看，董事长有包容力，能够协调各方尤其是与政府国资方面的关系。总经理大刀阔斧，执行力强，战略也清晰。山东本部的领导主导的品牌高低搭配、渠道密集分销的模式可以不断扩大根据地，具有延展性。这样还形成了管理层的梯队安排，当时觉得非常有潜力。啤酒又是一个不断增长的市场。我们判断公司的盈利能力被低估了，也相信这种低估未来一定会在市场上体现出来，当然时间与节奏无法预测，但肯定不会太远，我们买入后不断加仓，2006 年一度成为青啤最大的流通股股东。

当时，公司净利润只占收入的 3-4 个百分点，我们预计未来公司的净利率能提高到收入的 8-10 个百分点，中国啤酒销量能达到 5000 万升，青啤大约可以占到 20% 大概 1000 万升，按均价 3000 元/千升、8-10 个点的利润、20-30 倍的估值，大体上可以框算出公司的市值。

2007 年该股涨幅超 3 倍，透支了未来的增长，我们也大幅降低了仓位。

在做出一个投资决策时，我们会试客观计算投资公司带来的回报，通常比较保守，市场往往会给出计算范围之外的回报，因为它不是标准的教科书或者是理性的、精确量化的市场，而是一个由人的情绪决定的市场。我们需要保持客观和理性，在市场过于乐观的时候降低投资比例。

七、中国基金报记者：2008 年次贷风暴席卷全球，A 股暴跌，上证指数下跌了 65%，三季度，在股市极度低迷的时刻，你在博时主题三季报中表示：越来越多的公司开始出现长期价值，四季报你更明确表示乐观，当时印象最深刻的是什么？

邓晓峰：2008 年有很多经验和教训值得吸取。

我当时做基金经理的时间较短，对大的经济周期还没有很深的体会，对行业观察的时间也比较短，2008 年，我们感觉到各行业都出了问题，需求出了问题，但不知道未来会怎样演变，也不知道会差到什么样子。

2008 年 10 月，中国政府启动四万亿刺激政策拉动经济时，股票当时已跌得非常便宜，大多数公司的资产负债表非常健康而强劲，国家的资产负债表也特别健康，负债率低，财政实际处于盈余状态。自下而上的角度好像明显有机会，资产负债表健康但收入利润迅速恶化。因为外需没了，需求和订单一下子没了，企业盈利还会差多久，差到什么程度，完全不知道。我对经济能否起来、怎样起来，还没有认识和理解。但我觉得应该去做更主动的投资了，加了一些仓，但还是战战兢兢。对四万亿投下去，怎么样，效果心里也没底。后来大家觉得 2008 年刺激政策有点用力过猛，但中国政府从没有遇到过这种情况，也一样没有经验，力度过大是不可避免的，在危机时刻要抓主要矛盾。

2009 年初，经济还没有开始复苏，看到每个月一万亿的新增贷款，远超历史上任何水平，又产生了新的恐惧，过度担心通胀的问题，不能抓住重点和主要矛盾，对宏观经济理解的不足，对经济整体运行缺乏判断的弱点一下就暴露出来了。一季度市场一反弹，担心经济后面还有更差的时候，美国经济还有更差的时候，我就又减仓了。白白浪费了 2008 年四季度加仓的效果，而且后来一直不敢加仓。2009 年市场大幅反弹，组合的股票仓位一直在 70% 多，在资产配置上做得不够好。经济在 2010 之后才完全起来的，但资本市场更有效率和预见性。

八、中国基金报记者：2011 年，火电行业全面亏损，你在 2011 年四季度提出，电力行业的春天正在到来，并表示，机会来临时，得用盆接，而不是用针顶。请讲讲当时做这个投资决策的过程。

邓晓峰：从 2010 年开始准备投火电。电力行业是个大行业，当时很多电力公司跌到非常小的市值。原因不是需求的问题，电力的需求一直很好，是煤价的问题，是计划电和市场煤的矛盾，导致电力公司亏损，我们断定，未来真正的转折点在煤价下调，需要观察煤价下调的时点。2011 年，国家政策转向，开始执行紧缩政策，中国固定资产投资强度最大的时候过去了，对煤一类资源品的消耗强度会下降，需求会下降，而煤炭行业供应的调节有一个时滞。我们预测煤价一定会跌，但什么时间开始跌，需要观察，不用花太多精力，只要隔一段时间去看一下秦皇岛煤价指数，什么时候开始下来，是不是真的开始下来。

我们开始下重手是在 2011 年下半年。

我判断火电行业可能会出大机会，为什么？电力公司经过前几年很残酷的扭曲之后，被迫做出了调整：

第一，企业的效率都变得很高，因为煤价很高，电价受限，各类内部挖潜的方法都用上了；

第二，因为持续的亏损，资产负债表很差，电力公司的投资都降下来了，而能源的需求还是增加的，供应端在未来会改善。四万亿政策之后，其它行业都在大踏步前进，电力行业因为亏损严重反而是受到约束的，2010 年之后，只有神华还有钱去投资建电厂，神华很聪明，在煤炭价格最好的时候去投电力，其它的电力公司都投不起了，都是 80% 多的资产负债率，电力行业的供应受到约束，而需求前景还很不错；

第三，电力公司资产负债率特别高，相当于杠杆加得很大，就像贷款买房，加了很高杠杆，一旦行业回暖，全行业的回报率可以到非常高的水平。这个逻辑我们早已经想通了，但电力行业连续亏损了几年，关注的人特别少，所以我觉得这会是一个爆炸性的机会。极端的比如华电国际，当时在香港的市值只剩下不到 200 亿港币，这几年好的时候它一年盈利都是 100 亿人民币，这里面蕴含着巨大的弹性。

后来电力行业的好转超出了预期，因为煤炭行业的低迷也超出了预期。煤炭好的时候，有太多的产能投放，一旦需求下降，价格跌得很快，煤炭的产业链除了生产端还有运输端，还有政府的税费，每个环节都拿走了一部分利润。当煤炭价格下跌了之后，这部分利润整体一下子全部转移到火电。不只是煤炭行业的利润下降，还有政府拿走的税费、以及其他各个环节的漏损，在煤炭价格下降的过程中，全部转化成了电力公司的利润，电力公司效益特别好。当然，因为特别好，电力投资又火起来，电力行业又成了周期性行业，加上中间有一轮放松管制，有一大批的产能投放，又失衡了，这就是周而复始的循环。

九、中国基金报记者：在底部买入，可能要经历漫长的等待，是否需要特别有耐心或者特别自信？2012 年四月，电力股上涨了 50%，之后又是一年多的盘整，2014 年 3 月进入主升期，这样一个漫长曲折的过程，是否非常乏味，你是怎么坚持过来的？

邓晓峰：电力股大涨是在 2014 年，中间肯定会有烦躁的时候，但市场反应的速度是无法预测的。我们后来体会到，价值投资需要做好长期投资的准备，因为市场什么时候表现，存在不确定因素，因此，在一只基金的组合中要运用多个策略，才能应对短期业绩排名的压力，不为市场所淘汰。

中国基金报记者：你喜欢逆向投资？从博时行业主题基金的季报看，在中央提出八项作风建设后，白酒业进入衰退期，2013 年您开始加仓白酒股，请讲讲当时的一些想法和做法。

邓晓峰：市场有失效的地方，主动投资才会获得比较高的超额收益。

八项规定之后，白酒行业比较低迷，当时我就觉得有重大机会。白酒是一个非常好属性的行

业，生意模式很好，原料成本非常低，毛利率是非常之高，而且存货是增值的，因为外部条件变化导致行业出现低点，是投资最好的时候。我们最喜欢“落难公主”！

我们开始跟踪公司，选择对不利的外部环境应对最正确的公司，潮水退去的时候，好的公司会浮出来，方便我们在下行周期中重点布局。

2013 年，三季度白酒出现了第一丝曙光，第一个好的指标出现了，就是除茅台外，古井贡收入出现了同比增长。我们开始加大投资力度，茅台、古井、五粮液等都在不断降价刺激需求，实现渠道库存的出清，茅台是出厂价没降，终端价格则从 2000 多一路降到 900 多元，古井贡所在的安徽省受益于江浙沪的制造业的内迁和产业升级，经济表现好，白酒消费不错，再加上古井贡公司出色的调整和应对，率先实现收入同比正增长。一轮调整下来，做得最好的公司都会得利，包括洋河等。

当时我们判断白酒未来两三年一定是一个回报很好的行业，那一轮调整下来，许多公司估值非常低，白酒行业公司很多跌到扣除账上的现金只有五六倍市盈率，出现了非常好的买点，五粮液最低的时候跌到 600 亿市值，账上有 2、300 亿现金，未来还有很好的盈利前景，这是显而易见的非常好的投资机会。

当然，我们也不知道白酒行业什么时候会起来，但组合中布局多个这样的策略，就会使组合的回报实现可持续的有机增长。

在行业低迷的时候开始跟踪，观察到出现好的迹象开始投资，在行业开始稳定的时候加大投资比例。什么时候下重手买哪些公司，需要跟踪观察，2013 年四季度开始下重手买白酒，机会难得，我在组合配置的比例很高。

总体上，A 股市场的有效性还比较弱，总是会阶段性出现一些全行业或个别公司低估的机会。

比如在 2013 年年中，因为市场风格的原因，青岛海尔股价跌到 10 元附近，市值降到 300 多亿，而账上现金都有 200 亿，一年有 40 亿的利润，超过 60 亿的经营现金流。虽然它是

三大白电中竞争力偏弱的公司,但确实太便宜了。我开始买进青岛海尔,买成了前十大股东,没想到半年后,青岛海尔股价翻了一倍。在股价大幅上涨后,性价比降低,我们逐渐将配置转到性价比更好的美的上去。

2013-15 年市场焦点几乎都聚集在互联网和中小创上,给其它行业留出了很大的空间。人们容易被市场热点所驱使,但我坚信市场长期总是会反应基本面的均值回归,出现偏离的机会时,努力去把握,当然,作为受人之托的基金经理,需要考虑外部的约束条件,组合需要多个策略,去应对不同的市场环境,在讲究相对排名的行业中生存下来。

十一、中国基金报记者 博时主题行业基金的长期业绩非常优秀,但中间也经历考验,2010、2013 年博时主题排名都滑到后 1/4,会否感到压力?如何克服压力?

邓晓峰: 我的运气比较好,每次业绩差一点,后面就很好。2006 年排名比较差,2007 年就特别好,而且把 3 年复合收益拉上去了。开个好头会让一个新基金经理对自己的投资方法建立信心,也让我有机会补足行业短板,有机会做实验,调整修正投资方法,逐步成长和进步。

事实上,最关键的是考核机制给了我机会。社保基金的考核看中长期,博时基金对我们价值组的考核是 3 年的权重大于 1 年的权重。没有 3 年循环的业绩考核,就不会有我做价值投资实践的机会。

2010 年,市场风格出现变化,我当时想做一次测试,看看坚持自己的做法,不跟随市场风格,后面的业绩是不是还是能够做好,承担了一定的压力。被动的局面很快改变,2011 年,博时主题在股票基金中排名第一。社保组合 3 年和 1 年的业绩又到了前茅

经历了这两轮挑战，我对市场的风格变化有了比较多的体会，也基本上比较成熟了，组合净值短期不涨，也不会太着急，更多把精力集中到对行业、公司基本面的研究和跟踪上，看看自己在这方面有没有犯错误，不断扩大自己的行业认知和覆盖面。

2013 年，小股票大受追捧，当时一个流行的说法是：看业绩就输在起跑线上。博时主题业绩排名又落后了，这一次我从容淡定了很多，因为短期业绩虽然较差，但长期业绩还是不错。社保组合的三年排名，总是能拿第一，这样，就有些本钱去做长线布局。2014 年，市场再次发生变化，博时主题排名第八，最近 1 年、3 年、5 年业绩排名均进入行业前 10%。

2015 年离开公募基金后，回顾过去，觉得前面有很多做得不完善的地方，交了很多学费，基金经理都是从错误中成长起来的。公募基金的十年，是修炼对公司的观察能力、不断增加行业覆盖、认识自己的过程，是理解市场上的其他参与者、理解市场、理解经济的运行规律的过程，也是修正自己投资方法的过程。

我们做了一场小小的试验：在足够长（近十年）的时间内，在较大的规模上（博时主题和社保组合是两个百亿基金），在中国这样一个很多投机因素干扰的市场上，实现了较好的回报，验证了价值投资策略在中国市场的可行性和有效性。

感谢社保理事会，感谢博时基金的领导，让我有机会做这样的试验，让我有机会成长。

当某年的业绩差了，我们会给社保理事会讲我们投资的逻辑，我们是怎样认识的，未来会怎么样，未来我们的业绩会好起来。下一年都会验证了我们的判断，业绩确实好起来。就这样，在跟理事会不断沟通中建立了信任，这个过程也让我磨练出了更好的适应市场的能力。

十二、未来，如果市场再次出现风格转换，你会怎样应对？

邓晓峰：2010、2013 年是我在比较极端和风格不利的情况下做出的应对，但中国的资本市场是一个很广大的市场，回过头来看，当时既有消费品行业、医药行业等一般意义上稳健型机会，也有以苹果产业链为代表的电子行业成长型机会，从基本面的角度是可以把握的，只不过当时我的做法比较僵化，而且研究覆盖也不够，没有做到足够好。

因为过去的经验，我的行业覆盖和研究能力都有更好的积累和提高。未来，相信我们的研究工作可以做得更好，更有前瞻性，更提前布局到能够有较大社会价值增量的行业中，也应该会比过去更从容的应对风格转变。

我们认为驱动市场向前的根本力量是企业的价值创造，资本市场反映的是产业的变迁，竞争的变化。与市场上大多数参与者相比，我们的优势是超强学习的能力，是迅速地去伪存真。区分单纯的概念与真正的行业趋势，发现关键因素，找到最好的企业和企业家的能力，我们一直在强化这种能力。

十三、中国基金报记者：近十年的公募基金经历，你最大的收获是什么？

邓晓峰：经过长时间的实践，建立认知框架和判断的标准。

我刚做基金经理时，是一个在黑暗中摸索的阶段；当市场有热点或产业方向的时候，推动我去学习理解这些行业及公司，并作出判断。通过一轮一轮的投资过程，学习能力、辨别能力都逐渐提高。很多行业我都反复投过，第一次接触更多是一个学习的阶段，把问题想清楚，行业特点和回报率怎么样，竞争的关键是什么，谁是赢家，后面才能慢慢在这个行业上创造超额收益。

比如，我是花了很长的时间才理解银行、保险，我从 2004-2005 年开始看银行业，真到 2008-2009 年才开始看得比较清楚，保险行业从 2007 年开始学习，经过一年又一年不停地思考和观察，在 2011-2012 年之后，才把保险行业真正看得比较清楚。

在基金经理生涯的初期阶段管理社保基金是很幸运的，他迫使我们以宽视角去面对全市场，并在多个行业自下而上的研究中体会到经济运行的脉搏，形成总体的看法。我们既看业绩基准，也不断做自主的倾向性选择，争取通过偏离基准来获得超额收益。循环往复，不断调整。

人很容易沉醉在自己的设想里，我们会隔一段时间做一次整个行业图谱的扫描，可能你还是有偏好，但在重新审视的过程中，会定期提醒你去看看全局，看看自己偏离得对不对。我也在行业对比、国际对比中逐渐形成了自己的框架和图谱，建立了坐标系。

投资的过程，比拼的是学习能力，是对现实世界的理解和判断。这是一个永无止境的过程。

十四、中国基金报记者：2015 年初，你辞去博时基金的工作和职务，三个月静默期后，加盟高毅资产，开始管理私募基金的生涯，4-5 月在股市高点附近，你发行了两只私募产品，很快股市暴跌，你管理的产品情况怎样？如何控制回撤？在私募与在公募的做法有什么不同？怎样度过这一段艰难时期？

邓晓峰：2015 年股市暴跌，我总体压力不大，因为有了过去几轮市场起落的经验，对市场曾经做了一些前景假设，也准备了预案。在较早前，我在公开场合就谈到，在历史上从来没有见到这么多的钱投到流动性这么差的小公司上，而且还带了杠杆，这个问题非常非常严重，因为大多数公司的价格都远远超出了基本面的支撑，未来很难避免出现巨大的流动性风险，甚至踩踏。2001 年我进入国泰君安时经历过很多庄股的崩盘，个股突然间丧失流动性是非常可怕的，我们预期未来一定会出现这种情况。

经历过 2007 年，我的原则是牛市不要做太多仓位的选择，关键是在当时还能不能选出比较安全的有潜力的投资标的，能不能买到有安全边际的公司。

2015 年 4、5 月股市高点附近，消费品、金融、安防等估值都比较合理，我在这三个方向上配置比较大。当时做好了两手准备：如果牛市继续，所有的行业都会涨，我会把握住自己能够把握的机会，越到牛市后期，越要选择流动性好的标的，我配置的股票流动性都比较好，如果出现系统性风险，可以快速减仓。

2015 年市场泡沫破灭时，有很多股票很小成交量就全部跌停。在确定市场上出现流动性风险之后，我迅速把仓位降到十几个点，所以总体回撤不大，8 月份千股跌停时，我反而加了一部分仓位，因为觉得市场反应过度了，有一批公司也已经到了估值绝对便宜的时候。但当时判断市场处于熊市早期，市场还没跌透，所以总体还不是太积极，后来就又减了一些仓。

十五、中国基金报记者：你什么时候开始加仓？2016 年初股市再度下跌并遭遇熔断，之后，价值投资迎来了一段黄金期，今年漂亮 50 更是涨了又涨，这段时间怎么做投资？有什么心得体会？

邓晓峰：2016 年初股市遭遇熔断，当时我的产品也有一些回撤。熔断之后，很多公司出现了绝对低估的状态，很有吸引力，我开始积极买入一些优秀而便宜的公司。

因为担心市场系统性风险还没有释放完，如果市场继续下跌会造成基金净值进一步回撤，所以，我一边在允许的范围内做一些股指期货的对冲，一边买入一些优秀而便宜的公司。当时的想法是，如果市场继续系统性下行，股指期货可以对冲并减小产品回撤，如果市场上涨，相信我们选的公司能够有超额收益，在弥补股指期货的损失后还能有正收益。用这个办法，

我积累了足够比例的对冲头寸，同时把股票仓位加上去。运用对冲工具锁定系统性风险，可以在市场低迷的时候敢于做逆向投资，是一个不错的办法。

当时，香港市场上出现了非常好的机会，我们通过港股通买了有吸引力的互联网公司和极度低估的汽车行业公司等。下半年，等到净值从年初的熔断中恢复过来并有十几个点的正收益，有了安全垫之后，组合有较强的抗风险能力了，我开始把股指期货降下来。

在市场低迷的时候，想买一些优秀而便宜的公司，又要控波动，只能用高成本的对冲手段，这是一个成本很高的办法，但这是在当时时点对我来说最合适的做法。当时，刚刚开始做私募，跟客户和渠道还有一个重新建立信任的过程，如果产品波动太大，客户不能接受，我自己的压力也大，反过来可能影响操作。

十六、中国基金报记者：从管理追求相对收益的公募基金到管理绝对收益目标的私募基金，是否需要一个适应期？有公奔私的基金经理说，做公募基本不需要考虑仓位，只需要选好个股就行了，在私募却必须同时考虑仓位和选个股，你的体会是什么？

邓晓峰：在公募基金主要做相对收益，应对系统性风险的准备不充分，私募基金是做绝对收益目标的，要有应对市场系统性风险的能力，包括怎样控制回撤，降低波动率。不过，在公募基金管理的产品的规模较大，在管理大规模基金方面经验比较丰富。

通过多年的实践，我相信自己的方法长期可以获得超额收益，但基金管理人与客户需要双方花很长时间去建立信任，而信任只能是在创造回报至少是让客户比较早的脱离成本区才能实现的，需要通过自己一次一次的正确判断和净值不断创新高，来赢得客户信任。这是我们必须要考虑的约束条件。

我们算是开了一个好头，但投资肯定会有波动，中间出现波折是不可避免的，未来肯定会有风险有回撤的。今年年中开始，我们对接纳新增申购资金比较谨慎，一方面想控制规模，一方面也担心渠道和投资者预期太高。我们还是希望基金稳健发展，把投资者的短期预期降下来，也希望给所有的老客户带来更好一些的回报，以后即使有波动，也尽量不亏损，整体的心态会好一些。这是一个事业，要慢慢做，中间需要一个不断磨合的过程。

十七、中国基金报记者：有朋友评价，你是灵活的价值投资者，是这样吗？认错会不会比较难？

邓晓峰：我从来不认为自己一定是对的，而要看事情怎么发展，产业怎么变化，企业怎么运作。我不会因为对一个公司有偏好，或者曾经在上面赚到钱，就一直觉得它很好，企业跟人一样，有的好企业不能适应环境改变可能慢慢会变差，有一些公司可能曾经比较差，但也会变好，比如吉利汽车，早年不是一个很好的公司，但这几年它发生了脱胎换骨的变化。对过去比较差的公司，我们容易有负面的偏见，要破除偏见，看它的产品怎么样，消费者的反应怎么样，它是不是可以重新走出来，客观更重要，要实事求是，我们自己的对错并不重要。

认错我觉得不难，错了就错了，认错代表我进步了。我会不断去观察事情的发展，同时不断反问，我是不是认识有错误。做投资要面对高度的不确定性，我认为对的也会坚持，最后出来的结果，我对的当然好，如果结果证明我错了，我会反思为什么，然后重新去思考。

站在现在的时点，我们必须很客观，是就是，不是就不是。做基金经理是对未来的判断，用经验和思维方式，对未来有一个演绎。等结果出来的时候，就是客观的，企业项目能否做成、产品怎么样，都要客观去研究，不断地将现实跟我们的假设印证。

十八、中国基金报记者：怎么看待价值投资与长期投资的关系？

邓晓峰：人们常把价值投资简单等同于长期持有，这种认识是有偏差的。

长期持有往往是因为我们的研究领先于市场，而中国市场的效率偏低，股价反映基本面的变化可能需要相当长的时间，导致我们持有时间长。长期投资、价值投资不是持股不动，而是需要不断客观分析行业、公司的发展，并与当时的股价相结合，判断股价是否高估、风险收益是否合适，如果已经透支了未来，就要调整。

十九、中国基金报记者：你卖出的原则？会不会有卖早了的情况？

邓晓峰：我们卖出有三个原则：

- 一、如果发现最初对公司的判断和前景假设出现了错误，或企业发展的大环境变了，会卖出；
- 二、如果股价的涨幅达到预期价位，公司的风险收益比也达到预期，会考虑卖出；
- 三、在类似属性的资产里，发现了更好的选择，也会卖出。

卖早了很正常，从组合的角度，我们会根据个股的表现不断调整，低估的时候超配，随着公司价值不断被发现，估值提高了，会逐渐降低配置，如果公司股价已透支了未来，可能会全部卖出。一只基金的持仓是多个行业的组合多个策略的组合，行业之内的比例处在动态调整

的过程中，一城一地的得失不重要，主要是看整体配置长期获取超额收益的情况，长期是不是有超额收益更重要。

二十、中国基金报记者：资本市场是社会热点的反映，在股市，隔一段时间总会有一些行业很热闹，另一方面，中国的机构投资者占比也在不断提高，怎么样才能够领先同行，准确捕捉到行业变化带来的投资机会？

邓晓峰：在建立一个大的投资框架的时候，我会思考，中国作为一个大国的经济结构是怎么样的，各行业的利润会怎么样，价值量会怎么样，在资本市场的权重怎么样，从不同的角度去做行业的比较分析。

美国市场也是个重要的参照系，因为中美都是大国，产业都很全。

中国经济发展迅速，每隔几年，产业发展可能会出现一些比较重大的变化，一些社会发展的大方向肯定会折射到产业层面，最终也会带来公司的变化，在资本市场上肯定也会有所反应。现在总体上是一个信息过剩的时代，我们会锁定一些社会价值量很大、值得花足够多的时间、回报率也比较高的行业去研究，比如 TMT、互联网、消费品等，在这些行业花时间更容易得到更好的回报，其它一些大行业，我们也会阶段性地去回顾。在经过长时间的研究和实践之后，基本能够把握这种变化的脉络。

随着国内机构投资者不断发展壮大，市场的有效性也越来越高，因此，要把研究做到前面，当我们看到一些产业方向的时候，需要更快选出公司，或者根据经验判断出哪门生意的模式或者某个环节的生意更好。刚开始大家还会有分歧，如果我们的研究和认识超前于市场，会有一个比较好的进入时间点，投资领先一些就会主动一些，如果我们的研究只是跟上或落后

市场，就很难有舒服的上车机会了，当你努力程度低于同行的时候，可能就没有特别好的位置给你了。

我们的研究覆盖在不断加宽，为什么我们大家要一起做高毅资产这个平台，最大的希望是组织可以超越个人，让每个人能够不断提高，有更快的进步，这是我们几个合伙人觉得更有意义的地方。我们希望未来能够做得更好，希望通过这个组织、这个平台，团队能够一起进步，这也是我们努力的方向。

观点：未来机会可能在有巨大争议与不确定性的行业中

二十一、中国基金报记者：今年以来，蓝筹股走势强劲，漂亮 50 非常亮眼，2018 年，市场风格会否转换？未来最大的机会在哪里？

邓晓峰：传统的龙头今年表现已比较充分，未来主要是内生增长提供的回报，估值上升的过程基本走完了。成长也是价值的一部分，关键是成长股与成长概念股的差别，像国投电力，2011 年到 2014 年从几个亿的利润增长到近 60 个亿的利润，几乎没有一家创业板有它增长快，你说它是价值股还是成长股？另外，中小创整体的风险跟少部分好公司的机会从来就不矛盾，中小创中也有一批优秀的公司，我们会选择有潜力的能做成事的公司，跟是否中小创没什么关系。我们只看一点，企业实际创造的回报，这就是价值，不是说不增长了就是价值股，这个概念是错误的。

我觉得未来的机会在创新，我们总体上面临一个巨大变化的时代，未来超额收益有可能会集中在有巨大的争议，或者有巨大不确定性的行业中。

二十二、中国基金报记者：具体来说，你目前最关注哪些产业？

邓晓峰：我们对很多大行业都比较关注，当然，会特别关注一些未来可能出现重大变化的行业，比如汽车业的电动化+智能化；互联网、人工智能与云业务；半导体。

现在大家对汽车业的电动化+智能化的方向没有太多的分歧，路径也看得比较清楚。

汽车的电动化和智能化是各方面推着往前走，既有传统的汽车企业，也有新的进入者比如特斯拉，相信未来还有潜在的进入者。中国的汽车业是产业链的各个环节一起往前走，配套特别全，真正的赢家现在还没有出来。方向确定了，后面就是一个赛马的过程，赛马的不同阶段，有不同的更明确的东西出来，这几年电池行业就特别明确了，CATL 做得非常好，已经遥遥领先了，但两年前还看不清楚。

所以，一个产业的升级，隔几年会看得清楚，这是一个过程，不能简单预设，需要循环地假设-跟踪-修正，看最后的结果。有很多公司，我们可以从逻辑上去判断，从产品和商业模式的角度去看，如果有问题我们会做一些否定，但哪些最后能成，现在还不好判断，我们会对一些有潜力的备选公司，不断扫描，不断观察，不断缩小范围。

最后，当你有能够满足消费者需求的好的产品出来，还要能够工程化大批量生产，又有稳定性，能够做到这一点，即使之前不是很强大的公司，更多的社会资源也会向你倾斜，也有机会成为赢家。这是社会整体创新的过程，创新大规模分解了，从上游的原材料，到下游的终端产品，中国市场大需求大，供应链也很全，更容易帮助最后的赢家出来。

像前些年的智能手机，苹果带动整个产业链向前走，给了整个产业链更新、进步的机会。智能手机在中国的终端市场大，产业链又全，方便企业进步或者改进，行业混战到现在，已经只剩下六家公司：苹果、三星、华为、VIVO、OPPO、小米，其它公司很难发展了。前几年深圳华强北山寨手机的氛围特别好，这几年小米把山寨都打死了，VIOV、小米、华为充分利用了中国的供应链，反应很敏捷，比较快的在一些细节上去创新，苹果这一代新产品除了 3D sence 是新东西，其它的创新，三星、小米甚至其它厂家都已经尝试过，没有新的了。

互联网行业本身还在原有的轨道上不断进步，只不过这几年变成巨头越来越主宰了行业的发展，中国的 BAT，美国的亚马逊、谷歌、FB 在带动行业在向前走。但互联网本身还处于做试验的早期，阿里巴巴在做很多商业上的探索，也处于非常早期的阶段，云业务人工智能应用等也处于产业发展的早期。这些年中国的产业链在不断往上走，而且我们有需求，云业务可能成为一个大市场，基础设施向云上面迁移，企业业务发展也在向云上面迁移；AI（人工智能）终端的应用在中国的需求很大，包括安防、手机、汽车上的运用，还有云服务商需要大量计算可能成为 AI 最主要的使用者，这给产业和公司提供了机会。人工智能和云业务的产业结构现在都变得比较清晰了，谁会是全球最大的玩家，基本已经出来了。

互联网发展到现在，确定程度越来越高，已经比较清晰了。在资本市场上，互联网开始向传统产业回归，评价互联网也要考虑生意的盈利能力。商业模式的早期，没有出利润，竞争高度不确定，市场会给不确定很高的溢价，但当竞争格局比较清晰的时候，市场的溢价就消失了，会集中到优势的企业上，优势企业的利润比较好、估值水平高，差的公司则垫底。

二十三、中国基金报记者：半导体是中国在全球相对排名不太靠前的行业，未来能做起来吗？

邓晓峰：半导体是中国极少数没有做到跟经济体量相匹配的行业，但这个行业也正是处于变化的前夜，中国有很大的机会可能超越，在 IC 的设计方面，以华为为代表的公司，已经接近世界一流的水平。我们有需求，终端和下游的运用，市场在中国，总有设计公司能够抓住机会，在设计行业起来。在 IC 制造方面差距还很大，但制造行业中国是敢于逆周期不断持续的投资，历史上韩国就是通过这个路径成功的，中国有机会跟韩国一样做成这件事，我们只要有相对好的机制，吸引足够多的人，有足够多的资源去做这件事，做成的可能性很大。可以看到，半导体制造方面，不管是日本、台湾地区还是韩国，给核心员工关键技术人员回报没有中国高，而且中国的企业可以给他们更好的事业发展的机会，收入也更高，中国的体量是不一样的，有很大的机会把这个产业做出来。我们目前的问题是，还缺乏制造业的领军企业，还没有出现一个像京东方这样成功（ValueFirst）的公司。京东方逆周期的投资能力很强，让竞争对手感到很大的压力。

二十四、中国基金报记者：你对中国的未来很乐观？

邓晓峰：中国的企业家非常有进取心，不管是四十岁还是六十岁都很有拼劲和冒险精神，另外，中国政府鼓励创业和创新，社会对创新和创业的支持远远好于韩国和日本。日本社会高度僵化，小公司很难发展起来，中国则是百花齐放，各行各业都在蓬勃发展，几乎所有的行业都在往上走。

中国是大国，有巨大的本土市场，中国的产业链特别全，供应链也特别全，形成了一个很大的生态系统，能够孕育出很多变化，有利于产业的升级和进步，这是创新最好的土壤。中国有非常多有梦想的企业家，资本过剩，有很多资源配置进去，更容易催生最后的赢家，稍微小一点的国家很难有这么好的环境。

动态的角度看，我们几乎所有的行业都在往上走。即使过去很土的传统行业比如钢铁水泥，也在很短的时间内实现了很高的生产率的提升，只不过，有些行业的进步演化成了全社会共有的福利，变成消费者得到了好处，不是股东得到回报，这是产品属性决定的。但总体上，中国企业在近十几年的时间里，进步特别大，做投资是比较幸运的。

中国大多数行业生产效率的提高都非常大，很多企业看上去过得挺苦的，但是如果从时间序列来看，则可以明显看到进步的过程。像前几年亏损的钢铁行业，2015 年低谷时钢才两千多块钱一吨，比三十年前还便宜，而劳动力、原材料等各方面成本都大幅上升了，企业还能够维持，本质上就是生产率提高了。中国的产业发展是浓缩人生，十几二十年走过发达国家 100 年的路。钢铁企业一千万吨的产能，只要十八个月就能建好，而且投资成本远远低于过去。

光伏也是挺苦的，想想十年前光伏成本非常高，但这些年光伏全产业链打通，各个环节的成本都下降了很多，虽然光伏企业没有得到好处，但一步步帮助人类实现了光伏平价上网，在中国人民做起来之前，投资成本比现在要高八到十倍。当然，中国的企业也在非常努力地互相学习，一个公司的成果，往往很快就变成全行业共享。一方面要从股东回报的角度看，一方面也要看生产力提升的过程。可以做一个全球的对比，这些公司跟国外同行的对比，特别

是动态的对比，可能我们早先的起点比较低，但发展的过程和进程来看，已经出现非常大的差异。

做投资很有意思，有机会亲见产业重构的过程、生产力的进步、企业本身的进步，在进步的过程中往往会发生很大的价值链的变迁，给股东带来很大的机会。

这是一个优胜劣汰的过程，也是一将功能万骨枯的过程，这个过程看起来很残酷，但是进步了之后，成功的公司会带动整个行业生产率水平的提高和效率的提高，也拉动整个经济水平的上升，不要只看到失败也要看到成功。失败是一个过程，就跟生物进化一样，只不过生物进化是一个更大的样本，需要更漫长的时间。这种投入有成功有失败，很多钱的确是浪费了，但通过这个过程，剩下来的公司走出来的公司，会带动产业链上所有的公司整体往前走，这是探路的钱值得花，我们是大国，也耗得起。只要最后是整体的水平又上了一个新的台阶，就是有价值有益的，产业的水平上去了，竞争能力上去了，社会往前走了，还是看这个节点生产率的水平，只要生产率提高了，浪费的这点钱就是值得的。

未来，中国一定是劳动力成本越来越高，如果劳动力成本不上升，说明我们的发展路径是错的，习总书记说要共同富裕提高劳动人民福祉，就是要提高劳动人民的收入水平。在劳动力水平上升的背景下，企业要适应成本的提高，通过生产率水平的提高，还能够赚钱，不适应的自然会被淘汰。

一些主导性的、在未来对全世界有重大影响的产业，比如人工智能、云业务，只有美国跟中国的公司中少数几家可以做起来，这些核心的产业在中国都处于很靠前的位置，而且不断在

往上走。相反，日本是一个很麻烦的国家，它具有核心竞争力的产业，一个个被中国、韩国替代，汽车和精密制造未来也都面临着挑战。在精密制造方面面临越来越大的挑战，我们看苹果产业链，消费电子产品近几年是整个精密制造最大的驱动力，中国是最大的受益者，我们 30-50 亿利润级的精密元器件公司，不断在替代日本，这样发展下去，日本企业的份额和市场会面临更大的压力。汽车行业日本仍然领先，但他们在电动汽车智能驾驶方面的发展是比较犹豫的，也是有分歧的，这可能会出大问题，一款汽车从产品初始的设想到上市，基本上需要三年的时间，前面犹豫后面花的时间更长，就会面临更大的压力。

总之，我看好中国经济的未来，相信随着中国经济的持续增长，市场也会为投资者提供更多更好的机会。作为基金经理，我希望今后能够继续发掘更多真正创造价值的公司，为投资人持续创造良好的回报。

高毅对谈录 1 | 邓晓峰对话邱国鹭：深谈十年投资经

两位曾经业绩卓著的“奔私”大佬聚在一起，会碰出怎样的思想火花？几天前，上证报独家聆听了邓晓峰与邱国鹭的深入对话，有关“投资经”，以及买入与卖出的金科玉律，听来大有裨益。

39 岁的邓晓峰是中国股票市场上有史以来赚钱最多、最成功的基金经理之一。媒体统计邓晓峰在博时基金工作的近 10 年里，一共给基金持有人挣了超过 235 亿人民币的收益，其中管理时间最长的社保账户高达 9 年 10 倍收益率。而此间中国股市上冲至 6000 点以上，下落至 1000 点以下，完全是一部过山车。

令人惊奇的是,即使把他管理的超百亿巨无霸基金和其它规模远小于它的同行放在一起排名,他也 3 次名列股票型基金年度前 10, 管理博时主题基金近 8 年在同期可比的普通股票型基金中累计排名第一。

管大钱如烹小鲜,那是童话世界的故事。在管理麦哲伦基金 13 年后,彼得·林奇顶着一头白发选择退休,投资是何等劳心费神!雷格梅森基金公司(Legg Mason)的比尔·米勒连续 25 年跑赢标准普尔 500 指数后,惜败于 2007 年罕见的黑天鹅事件。于不确定中,追寻确定,何等艰难!

于是,我们有了如下这篇对话。两个信奉自下而上选股的基本面投资者,邓晓峰和邱国鹭,深谈在中国这样一个极端的市场上,如何用最“笨”、也是最简洁的基本面投资逻辑,挣“守正出奇”之大财。

【对话嘉宾简介】

● 邓晓峰

现任高毅资产 CIO。曾任博时基金管理公司权益投资总部董事总经理兼股票投资部总经理,全国社保组合股票基金经理兼博时主题行业基金经理等职。是业内从业时间最长、管理规模最大、业绩最优秀的基金经理之一。

邓晓峰在博时任职期间社保基金组合实现 9 年 10 倍的收益,年化收益率 29.1%;任职期间主题行业基金累计收益率在股票型基金中排名第一;任职期间为持有人创造的净回报超过 235 亿。

● 邱国鹭

现任高毅资产 CEO。曾任南方基金管理有限公司投资总监和投委会主席、普林瑟斯资本管理公司基金经理、奥泰尔领航者对冲基金合伙人、美国韦奇资本管理公司合伙人等职。

【对话全文】

“有重点+广覆盖”管理大资金

邱国鹭：大家对你的履历都比较清楚了，我们重点讲心得吧。请介绍一下你作为基金经理的成长过程。

邓晓峰：我从研究转到投资，是因为早年研究做得比较好。现有的考核机制下，往往是最近某个行业表现得比较好，公司就把研究这个行业的人推上基金经理的岗位。但是，一开始从研究转到投资，肯定是一个不够合格、不够全面的投资经理。投资经理往往会有自己的研究思路和倾向，比如当时我就对 TMT、通讯研究比较深入，但还有很多行业没看过，需要在成长过程中要交学费。同时，个人的学习背景 and 经历也会使投资有偏好。

2005 年作为助理刚开始管理组合时，比较幸运，熟悉的公司表现好，当年的业绩不错，迅速转正。但在 2006 年遇到了麻烦。我覆盖面不够，行业认识有偏见缺陷在当时凸显出来，我对当时对有色金属和钢铁行业有抵触情绪，对大背景认识不够深刻。我比较熟悉的行业，基本面做得比较好的方面没有足够好的表现，压力比较大。比较幸运的是，2007 年我们覆盖的另外的一些行业和公司表现得特别好，超越市场中位数七八十个点，把当期的业绩和长期的业绩都拉了起来。

当时进入博时不久就开始管理社保组合。社保组合有一个框架，以某个指数为基准，按大行业、小行业划分，管理人有不同的偏离度范围，对行业下面的个股做精选。这个基本框架是一个强迫性的标准动作。我们就是在社保框架基础上，一步一步成长起来的。社保的框架是培养基金经理很好的框架，尤其能够突破规模的限制。但这也是一个很慢的过程，需要时间的积累，需要基金经理能够生存下来。

回想起来，作为基金经理在行业里立足，有运气的成分，也有整体团队的帮助。起步时运气好、业绩好，才有生存下来的机会。而没有团队的帮助是很难走过早期不成熟阶段的。当时社保团队每个人有不同的侧重和分工。有些行业我个人不一定喜欢，一方面社保基金的框架约束必须做投资，另一方面，其他社保基金经理会从不同的角度进行推荐，我们也会跟随配置。这对于我们组合的收益率很有帮助。

邱国鹭：你管理 200 多亿的基金，大多数市场上的基金规模都没有达到这样一个水平。在中国这样一个很极端市场的状态下，每年业绩排名还是跟 5000 万的基金在 PK。有没有一个比较有效的管理组合的办法，可以摆脱资金规模限制？

邓晓峰：多年来我们基本上总结出了大多数行业的属性和一些特质。我们把这个工作变成一个可分层、可协作的工作。请内部或外部团队、研究员去跟踪一些我自己认为比较重要的参数和行业发展的一些变化。自己来做一些判断。这样就可以建成一个既覆盖面广，也可以适应不同行业变化的大规模组合管理。

邱国鹭：从总体上来说，不同阶段不同行业会有不同表现，这与行业的生命周期有关。社保投资从长期看是一个有利于基金经理的框架，也有利于打破规模的限制。

邓晓峰：是的。从我自己来讲，我就按这个路径走下去了。做研究员一开始覆盖的行业比较少，但在社保基金基准指数框架的约束下，我就一个一个行业研究下去。花较长的把一些行业研究清楚，总结出来，自己觉得心里有底。一开始市场热点出现时，我们不一定很了解，需要一段时间学习总结。这个过程做多了之后，覆盖面越来越广，了解的行业越来越多，就能够总结出大多数行业的特点。我们也总结出一些参数，使我们对行业有比较好的把握。

在这个基础上，我们通过内部和外部的资源，包括内部研究员和外部研究员的跟踪，可以保证比较大的覆盖面。早年是体力活比较多，主要看各种原始资料，如年报，招股书，看多了之后就会有感觉，变成一种熟练工。

我们跟踪很多这样的企业，隔一段时间观察这行业的变化，自己做做判断，然后看看各公开媒体，各方面报道，看看这个企业管理层对本行业的判断，公司自己的战略。我们也直接拜访企业管理层，交流、印证，记录，时间长了，你就会知道哪些企业的经营者和管理者是好的经营者和管理者。他的专业判断，他的人品不错，那些可能是不可信的，那些是性格很强的。这些我们都可以做成比较客观的记录，方便我们后面持续地研究和跟踪。

邱国鹭：如何在广覆盖中做到有重点？

邓晓峰：我们学习先进国家的经验，把标普 500 的结构好好分析一下，看看各个行业的比例是什么样子的，它长期的回报率水平是怎样的，它长期估值水平是怎样的。标普 500 过去 30 年、50 年，各板块市盈率变化，和它的 ROE 变化是高度相关的。各行业、板块占标普 500 的比例，对中国来说也是一个很有力的参照。中国是一个规模上可以跟美国匹配的很大的经济体。当我们最后发展成一个比较成熟的、终极的阶段，每个行业会是什么样的配置比例？当然，有些参数我们需要去单独调整一下，比如美国，IT 可能在全球的配置的比例可能会更高。不同的国家体系里面，有相对的产业竞争优势。

当你对未来的不确定、不了解的时候，难免会比较惶恐。通过这些对比，我们的视野会广一点，看事情会客观一点，知道工作的重点和知道一些变化，便于我们把更多的精力投到那些方面去。

“吃透基本面”获得较高确定性

邱国鹭：你投资过的股票大部分是赚钱的，确定性比较高，这是如何做到的？

邓晓峰：我总结确定性比较高的原因有两点：一是研究透的、有把握的重点投资；二是广泛覆盖的基本面研究，注意合适的风险收益，不着急。所以，总体上时间越长越有经验，它就

会是一个重复的过程，有一个新的企业、行业，花 1-2 年把它搞明白。做的时间越长，深入研究研究的越多，确定性就会越高，70%多的盈利只数就是这样来的。

重点把握的公司研究得比较透，能挣钱，在市场对其不太关注的时候打一些提前量。我们有一个 200-300 的股票池，在合适的时候就买入，越合适的时候买入的比例越来越高。其他不是很熟的公司，则跟踪。我们将基本面的跟踪研究作为投资的基础和判断，把握市场与基本面之间的不契合。从长期来看，股价还是反映公司的盈利和增长。所以投资本身虽然也考虑市场因素，但大多数时间还是根据基本面来做，做得时间越长，覆盖面越多，已知公司越多，确定性的把握也比较高。

中国作为一个大国，企业如果在一个行业胜出会有很大的利润增长空间，不用担心市场不给你投资机会。我更愿意在公司表现出比较明显的投资机会之后再去做投资，我比较愿意做有把握的事情，所以总体上维持在比较高的胜率。

邓晓峰：市场中未知因素占很大的比例，群众的投资行为，风格变化难以判断。所以研究上我们要拉一根弦，服从行业基准，广泛覆盖，对于不在重点关注范围的公司也要覆盖、扫描。市场的热点是我们学习研究的方向，但不一定是当时投资最好的时机。这样既有已知把握很足的企业作为重点投资方向，也有并非当时认为是最合适的行业。

时间拉长来看，一些行业投资回报率比较高，这些行业是好的行业，等到市场有一些情绪变化或意外事情发生时，这些行业或公司肯定会有大机会。组合管理上说不是所有的配置在当前的市场都能表现，而是有一个梯队布局。你可能要观察很多以后有很好的回报的机会。我愿意早一点开始逐步地跟踪，逐步地布局，刚开始可能部位不是很大，但是一旦开始进入了，等到行业基本面最差，股价反应最差，出现利空股价也不会有太大波动时，或者是盈利的增长非常明确、估值水平非常有吸引力而股价表现明显背离时把重注加上去。

例如白酒行业，从长期投资回报率看是很好的一個生意。2013 年因为“三公经费”严管的关系，大多数公司股价下调幅度非常大，普遍在 60%-70%。当出现利空消息的时候公司股价没有太多波动，市场开始麻木时，机会明显出现。事实上，白酒行业不是差的行业，差的公司，现金流量又很好，资产负债表很强，只是短期内市场情绪特别极端，估值水平到了极低的水平。一个“落难公主”肯定有好的机会，我们这时候去应该做一个配置。

邱国鹭：是的，有些股票，你有持仓，但是下跌时你心里一点也不慌，甚至希望它多跌一点好让你加仓，这说明你对这只股票已经有足够的了解，对它的内在价值和未来前景有比市场更精准的把握，因此市场价格的波动已经不会影响到你的情绪了。对这些股票而言，下跌只是提供一个更好的买点罢了——买之后的淡定，源自买之前的分析。还有些股票，涨的时候你当然高兴，跌的时候你就特难受，因为吃不准，这样的股票不碰也罢，因为还没有研究透。

所以我们买股票之前先问问自己：下跌以后敢加仓吗？如果你不敢，最好一开始就别买，因为价格的波动是不可避免的。

买入：利用市场无效“赚深入研究的钱”

邱国鹭：A 股是一个很极端的市場，很多时候是个无效市場。比如 2013 年的“乌龙指事件”，大家意外地发现，那些原来以为不可以操纵的超级大盘蓝筹，市值几千亿上万亿的，居然只需要几千万或者一亿多就可以瞬间冲涨停。这也从一个侧面说明了大盘蓝筹的交投是如此清淡、市场关注度是如此之低，只要给一点点阳光就能灿烂。价值往往就存在于被市场忽视的角落，特别是当众人热衷于玩击鼓传花游戏的时候。那么下一个问题是，一段时间以来不是市场热点的公司，虽然它基本面表现很好，股价表现很差。这个时候，你怎么办？

邓晓峰：我更愿意做一个比较长期的布局。例如，博时主题曾经盈利较大的一只电力股，2010 年买入时市值 150 多亿，市值最低跌到 100 亿，去年市值已涨到 700 亿。从 2011 年到 2013 年，它应该是市场上盈利最快的公司之一。从 2011 年 3 亿利润增长到现在 60-70 个亿利润。4 到 5 年的时间跨度内，不是每个时间段它的股票表现都很好，哪怕公司盈利很好。12 年利润增加 4 倍，股价涨了 40-50%；13 年利润增加 3 倍，因为不是市场热点，全年股价才涨了大概 10%；而到 14 年，盈利增长 60-80%，股价涨了 200%。（编者注：公告显示博时主题当时重仓了国投电力）

市场有时有效，有时无效。我们作为主动管理者肯定要相信市场是无效的，也要相信市场是有效的，无效时我们去做配置或投资，有效时我们去实现收益。把握住企业盈利基本面，不管市场怎样变化，时间长了实现收益是一个大概率的事情。

邱国鹭：中国股市不是效率很高的市场。在这个市场里面，我们可以看到很多人都可以做出很高的超额收益。有一个比喻是，股市中价值和价格的关系就像遛狗时人和狗的关系。价格有时高于价值，有时低于价值，但迟早会回归价值；就像遛狗时狗有时跑在人前，有时跑在人后，但一般不会离太远。遛狗的时候人通常是缓步向前走，而狗忽左忽右、东走西蹿，这就像股价的波动常常远大于基本面的波动。所以在这个市场里面，研究是可以创造很高价值的。

而当一个市场高度有效的时候，像美国，可能研究的成果不会那么突出。这几年，美国市场上所有的对冲基金、公募基金全部都加起来，战胜标普 500 的基金 30% 都不到。

邓晓峰：是的，中国市场效率比较低，所以在这个市场里面研究有很高的超额回报。我喜欢这样的市场。

邱国鹭：关于出手的时机。你总体上是广覆盖，那么你怎么追踪一家公司的基本面，并在合适的时候重拳出击，把握甜蜜点？

邓晓峰：隔一段时间会有些公司进入观察范围，因为价格等各方面不合适，我们不会投资。

但这些公司我们会跟踪，选择一个合适的时机投资。

例如有一个激光应用设备公司，曾经有起有落，大家对它印象不一定好，没有覆盖进来，或没有跟踪上。2006-2007 年我们研究跟踪这个公司特点属性。它是一个在新行业做设备的公司。这是技术门槛高，竞争壁垒高，外国巨头已经做得很好的行业，如激光、钻孔、打标等设备。在这些市场里，已经有很强的竞争对手。(编者注：博时主题曾重仓大族激光)

公司刚开始做法是开发的新产品，性能不一定稳定，但是销售比较激进，卖到哪儿先不要钱，服务跟上，维护做好，早期获得成功。但是产品有缺陷，性能方面没有经过充分检验，一段时间卖得好，后来因为性能不稳定，客户反映差，导致销售后续下降。

在 2012 年中报上，公司的前五名大客户全是苹果。我们知道，苹果对供应链有很严格的考核。这个是一个重大信号：因为过去公司的问题在于性能不稳定，经过多年已做到一个稳定状态成为苹果设备供应商，而且它在产业链中的地位很重要，不像国内一些企业只为苹果代工。

与这些公司相比，它的壁垒和技术难度都是更高的一些产业环节，可以配置很重。我觉得这个公司有很好的机会。我很快拿到接近这个公司 5% 的股份——超过 5% 就不好买了，买后持有未超过 6 个月就不能卖了，最后盈利接近 4 个亿。这是一个很快很好的决策。

总结出行业或公司的特质和观察指标，一旦指标动了，我们就可以做投资。关键点在于这个行业壁垒很高，竞争很激烈，它存在问题就是性能的稳定和可靠性。

卖出：合适时机如何找？

邱国鹭：成功的投资不但会买，还须会卖。卖出点我一般看三种情况：一是这只股票太贵了，就卖掉；二是有了更好的标的，就换仓；三是这只股票的基本面变坏了。反过来讲，对一只股票有把握时也不会在波动中轻易卖出。在卖出时我们做的是“止错不止损”，也就是说，

除非看错了才会卖出，否则即使出现短期亏损，只要基本面没有发生恶化，也会坚守。接下来请再讲讲你的卖出策略？

邓晓峰：很多重点研究的公司，我们不是从头到尾拿着不动，我们跟踪它。做得好，我们可能加一点，做得不好，就减一点。我们不停地跟踪公司发生什么变化，企业决策跟市场是否契合，有哪些得失。我们通过外包给外部研究员，或者我们自己的研究员去跟踪。除了跟踪公司的战略运营情况，也要看股价表现。再好的公司涨太多了也不是一个好的投资。例如，我们印象很深的一个案例是一家啤酒公司。我们从 2005-2006 年开始布局，已经成为流通股的绝对大股东。这个股票比较特殊，总股本很大但流通股很少，国有股比例很大，还有很多 H 股，A 股比例很少。2005-2006 年，它的资产负债表和损益利润表是有重大背离的。损益表那几年盈利都只是 3-5 亿元水平，但是事实上，它每年减值准备计提很高。利润表与公司的实际情况不符。前任总经理时代收购了很多的小啤酒厂，运营效率比较低或者是变成项目整合后，每年都有大量的减值准备计提。公司损益表没有反映真实的盈利。但是，它从资产负债表或者现金流量表上看很明显的。那几年，你还会看到一个很独特的数据，就每年税交得特别多，合并报表所得税率可能已经到了 30-40%。因为它盈利的子公司单独交税，利润总额被减值准备和亏损的子公司所掩盖。

市场可能一段时间太关注损益表，没有看到这个情况。直到 2006-2007 年这个股票一连就涨了 3-4 倍，市值达到六七百亿。当时我们做评估，假设能够达到 10 个点的净利率，可能 5-6 年之后也就这样一个状态，于是就把持仓比例都降下来了。这个是基于我们觉得这个市场发展太快，已经走在了公司运营的前面了。（编者注：上市公司公告显示某社保组合曾重仓青岛啤酒。2015 年 4 月，青啤市值约 570 亿元，几乎 8 年没涨，印证了邓晓峰的判断）。因此关于卖出，重要的是，你要在达到目标价位的时候，根据公司的基本面、行业情况做判断，而不是简单地死守。

邱国鹭：有卖错过吗？

邓晓峰 我们肯定不如企业家对公司了解，也会看错很多事情。比如一个空调行业龙头公司，这家公司我在 2006-2007 年卖掉，当时没想到这个行业能够做得那么大，没想到从 2007 到现在盈利增加近 10 倍。

这是一个经验——对我们来说，如果是一个优秀的公司没有发生太多的不合乎商业逻辑的做法，且估值不太离谱时，我们至少还是需要观察，跟踪这个行业和公司的发展。在这些方面你可能还是一个挺无知的状态。（编者注：根据前述行业和财务数据推测，这家空调行业龙头公司应是格力电器）

邱国鹭：我们做基本面投资，不是说简单地买一个公司放着，然后睡大觉。因为我们对世界的了解是不充分的，在这个过程中公司基本面也在调整。我们不断跟踪和反馈，对组合做调整和切换，这是我们多年的组合管理的实际做法。另一个问题是，基本面投资的一个重要卖点，可能因为发现了更便宜的标的，说说你的体会？

邓晓峰：家电行业在中国是一个成熟的行业，结构很稳定，三家主要龙头公司的盈利水平很高，而且这么多一直总体上都超出大家预期。2013 年，在三个龙头里面是竞争力比较弱的一家，出现了一个极极端情况——它的市值只剩下 300 亿元，而账上的现金将近 200 亿元，一年利润 40 亿元、现金流 60 亿元。

从常识判断，这种低估肯定不应该。一旦出现，我们觉得要下重注。所以在 2013 年很短的时候，我们就买了很多。正好这时它们公司自己对股价很不满意，引进了这个 KKR 作为这个并购的合作伙伴，半年之内股价就翻了一番。我们就把这个交易完全结清了，转到另外一个家电企业。因为它从一个严重低估的公司，到从行业对比来看，估值水平已然明显高于另外一家了。（编者注：从公告及新闻对比来看，这家与 KKR 合作的企业是青岛海尔，当时博时主题、社保组合重仓 5000 多万股。）

当做一个投资时，行业内根据估值水平、基本面表现的差异进行比较，当行业内有了更好的选择的时候，需要调整。

邱国鹭：投资是一个不断回顾的过程，有时候我们判断是对的，有时候是错的，错了之后要坚决地改，不能有个人的情绪、偏好，即使是自己发掘出来的。

邓晓峰：是的，如果跟踪行业时间很长，在这个中国这样一个高度综合的市场里面，机会很多。所以我通常会持续追踪一个行业或者公司的基本面，不断适应、调整头寸。

关于当下：我和市场不同的看法

邱国鹭：大家现在谈得最多的是转型，把转型简单地等同于炒创业板，炒小股票。现在创业板表现得非常充分。你如何看待市场热烈追捧小市值股票、大盘蓝筹整体估值并不太高的情况？你如何看转型期的股票投资机会？

邓晓峰：我觉得中国转型的本质，是一个经济体由高速增长转向中低速增长。这时，公司、行业会发生一个重要的变化。高速增长时，拼的是企业家的冒险精神，杠杆谁最用的激进，谁就可能获利，胜利者不是保守、稳健的人。但是，当一个经济体的发展速度慢下来，需求增长进入稳定阶段——中国的大多数需求其实已经获得满足，就会发生根本性的变化。

转型的根本，是公司要适应低增长，这时管理效益的差异会显示出来，行业内部会高度分化，猪也能飞的时代过去了。我们需要选择那些不是完全标准化、高度同质化、没有运输距离限制的、行业(这些是属性比较差的行业)。能够实现差异化的行业，具备竞争优势的企业不止能实现份额的提高，而且能够实现利润的集中。

从高增长到低增长的状态，就是企业家或者是说企业之间的分化的状态，优秀的、有竞争优势的企业，盈利率会持续超出预期，回报率会非常之高，创造现金能力会极强，因为它不用

像过去为增长做出那么多的投资或者付出。部分成熟的行业，会是现金流和盈利能力特别好的。

这才是转型的根本，市场过多的关注了一个比较小的方面，而忽视了整片森林。这里会有很好的机会：一些优势公司持续高回报，而它远远没有为市场合理的理解。我们将面对一个资金越来越宽松的市场，中国的这些行业或公司进入稳态之后，估值水平远远低于美国，而增速远远强于美国。

我们观察到，中国企业的效率一直在持续提升，而且这个过程并没有终止。我总体偏乐观。

目前的创业板存在较大泡沫。它不是方向的错误，但是严重做过了头。每一次大泡沫也是这样形成的。因为特定社会环境，比如对转型的急迫预期，以及不变的人性，必然会过头。我觉得这是许多投资人遭受惨重的损失，社会享受进步的过程。

高毅资产邓晓峰：2019 经济仍有压力，但资本市场比 2018 有机会

2018 是前所未有的，充满巨变的一年。在这样跌宕起伏的大环境里，确实感受到了很多不一样的地方。毫无疑问，世界格局发生重大变化。中国改革开放 40 年来，经济发展能这么好，受益于一个有利的环境。当时邓小平同志总结一句话，叫“和平与发展是当今世界的两大主题”。但是，全球化也导致不同的国家、同一个国家之内不同的群体，感受是有差异的。

这样的差异引发了不管是在发达国家还是在发展中国家的人们都开始反思过去快速发展过程中的一些问题。美国民粹主义的上升，本质上是因为相当多的美国普通就业者没有在全球化过程中成为受益方。

中美竞争将体现在发展层面

这一轮全球化最大的受益者，是以发达国家的资本市场、跨国公司和精英阶层为代表的群体，和以中国为代表的发展中国家。当美国国内经济利益分配的不均衡影响总统选举，工作和贸易问题成为政治家发力的主要选项，难以解决的内政问题被导向了替罪羊的贸易问题。再叠加上外部的一些影响，比如中国实力的快速上升、中美价值观上的差异，我们看到美国国内的政治氛围发生了前所未有的变化，它已经形成了一个新共识，这是两党政治精英的共识，就是要扼制中国，甚至要打压中国。

过去大家常说，贸易是中美经济发展的压舱石。但是当贸易有利于中国的经济发展、产业升级和国民收入水平提高的时候，它已经不再是两国关系的压舱石了。在美国相当多的政治精英看来，它反而变成了一个有利于竞争对手发展的途径。贸易变成了中美两国关系的一个不稳定因素和问题，部分美国政治精英希望看到中美经济的脱钩和全球产业链、供应链的重新调整，可能美国整个社会在这个方面还没有达成共识，但是遏制中国的发展、打压中国已经成为两党的共识。

全球化时代效率优先的合作体系已经受到巨大挑战。中国毫无疑问是这一轮全球化的受益者，我们成为了世界的工厂，这既有中国劳动人民努力的功劳，也有全球市场、全球资本、全球产业链和供应链互相合作的功劳。如果以美国为代表的发达国家的市场逐渐从这个结构里切割或者分离，必然对我国的制造业形成冲击。美国推动贸易摩擦的目的是改变全球供应链，贸易关税只是一个借口和工具。早些时候，美国商界只是认为在中国遭到了不公平的竞争，还没有认识到这一次会有这么巨大的转变。但是从今年下半年开始，随着美国的政治家不停地向社会去传导这个信息，商界开始要接受这个现实并且去调整。

中美竞争不会简单像二战后美苏的冷战，地缘政治不会成为主导，可能是更多体现在发展层面的竞争，体现为经济的竞争、产业的竞争、企业的竞争。比如说美国对以华为为代表的一

些中国公司进行打压，产业和企业变成了国家之间竞争的战场。我们的社会和美国社会，大家慢慢会形成共识，国家之间的竞争，最后体现为企业层面的竞争。

贸易摩擦的影响逐渐显现

过去十年，美国的商品贸易逆差总体上稳定保持在 7000-8000 亿美元之间。但是，这里面的结构发生了巨大的变化。过去最大项是石油及相关产品。随着美国在 2007、2008 年页岩油技术方面的进步，美国已经成为全球第一大产油国，帮助美国的商品贸易逆差下降了接近 3500 个亿。

同时，美国在普通消费品、汽车、和资本品-设备方面的逆差各增加了 1000 亿，主要原因是旺盛的消费和中低端制造业的外包。中国是消费品和中低端设备外包服务的最大提供方，欧洲、日本是汽车贸易的主要对手方。美国的贸易逆差形成的原因主要还是美国自身消费结构和跨国供应链的调整结果。

从目前来看，中国出口美国的消费品还没有受到太大影响，美国首先对中间产品和资本品增了关税，这些项目的出口已经出现明显的下降。下一步要看这一次中美贸易谈判的结果，以及双方能不能够达成阶段性的协议。明年开始，美国加征关税的负面影响可能会越来越大。简单做一个中美贸易冲突影响的小结，我们要认识到，美国政治精英这次是代替全社会做了一个决定，商业的考量不是最核心的因素，他们准备付出代价以实现全球供应链的重组。前一段时间，美国国会还专门召开了听证会，国会议员、行政官员直接问这些企业家，为什么不在中国之外找供应商。这一方面代表中国产业的竞争力，但事实上也是美国政治家在做社会动员，让商界人士认识到这个环境变了，效率优先不再是最重要的了，大家必须要为政治家的决策作出调整 and 适应。

这个过程也会让某些国家受益，比如北美的墨西哥、东南亚、印度。很多终端组装工厂可能会因为关税问题迁到这些国家去。同时，跨国公司过去的产业布局是基于全球化的假设，用

效率优先的方式选择供应商,但是现在他们首先要通过备选方案分散风险,要适应一个新的、可能不那么平和的国际环境,这个过程无法回避。在这种情况下,中国在 2019 年可能会面临一个外需下降,贸易顺差减小的客观环境,人民币的汇率会受到影响。具体情况还需要去观察,但是压力应该会不断积累。

国内融资结构的变化

前面谈了外部的情况,回过头来看看内部情况,这几年全社会有一个共识,中国的杠杆率过高,会形成未来经济发展的风险和压力。杠杆,或者负债到底在哪里?它的结果是怎样?我们想去进一步了解融资的结构,以及这一块对我们内需的影响。在 2017 年底的时候,整个社会融资总量 170 万亿,第一大项是银行的表内贷款,接近 120 万亿;第二大是企业债券,18 万亿;接下来是委托贷款、信托贷款,加起来有 20 多万亿,这里面的大部分是银行表外的通道。股票权益融资方面,全市场累积的融资总额大概是 6 万多亿。

2010 年以来,它们的内部结构发生了什么变化?首先是银行表内贷款,从 2010 年到 2017 年个人的中长期贷款,主要是房贷,这部分占比上升最多,增加幅度超过 5%;第二个增长比较明显的,是个人的短期贷款;第三个是租赁和商业服务业,本质上有许多是房地产贷款,只不过它往往以 SPV 这种商业租赁的方式体现。

非常有趣的是,制造业的融资占比持续下降。同时,过去传统意义上现金流很好的一些基础设施行业,像交通运输、电力、水利、环境,在银行体系的表内融资比例出现下降。有一部分原因,是随着这些行业本身的投资需求下降,原来的现金流会不断地创造出来,反而没有过去历史上那么高的融资需求,修桥修路修得少,发电厂也盖得少,上游以有色金属矿产为代表的行业也略微下降。

房地产和建筑行业是杠杆增加的主要原因

信用债方面，城投和地方政府相关的债券基本上占贷款总量的 30%，而传统发债大户、比较喜欢发长期贷款的电力、交通运输等基础设施行业占比大幅下降，还有制造业和采矿业，所占的比例也是明显下降，反映了这一轮去产能的结果。从结构变迁来看，建筑业债券份额增加最大，其次就是房地产，主要是因为 2013、2014 年放开了房地产企业发债。

信托贷款的结构反映了银行表外融资的图像。通过表外银行投出去的信托贷款，有一半以上的项目是跟房地产相关的。

做个小结，可以发现，过去几年，居民、房地产行业和地方政府的融资平台在加杠杆，是负债比例增加的主要部分。房地产是过去几年信用扩张的核心，导致了社会的高杠杆。

去产能与去房地产库存的过程，也是债务的转移过程。债务其实从制造业部门往房地产、居民发生了转移，是通过居民和房地产行业提升了的杠杆，给其他行业降了杠杆。

谨慎看待消费需求变化

我们也想看一下，这个过程对消费、需求有什么影响。今年汽车行业出现了少见的连续下滑。

从 3 月份开始，汽车行业的零售出现了小幅的负增长，下半年之后的下降幅度变大。11 月的汽车行业零售同比降幅接近 20%，这是一个非常巨大的降幅，为什么会发生这种情况？

数据显示越是三四线、越是低端的产品，受到的冲击越大。调查的结果是消费者没钱，这背后的原因可能是过去三年房地产市场比较高速的增长，对城镇居民消费购买能力造成了负面影响。

作为耐用消费品的第二大项，智能手机的销量也出现了 10% 以上的负增长，家电在下半年也出现了明显的下滑。过去产业研究的经验是，汽车和家电的消费滞后或同步于房地产，往往是房地产销售降下来之后，这两个行业的消费才开始降下来。但是这一轮是汽车和家电的消费已经下来，但房地产销售的下降是明显滞后的。房地产行业的发展，对其它大宗耐用品产生了挤出效应。历史上往往在经济下行周期通过刺激房地产来刺激经济，但这次因为居民

购买力的过度消耗和负债的快速上升，未来的地产政策即使放松，可能也难以达到预期的效果。

回顾 2018

今年年初，整个社会还处于一个相对信心比较高的阶段，因为当时面临一个很好的环境，包括中国和新兴市场，以及欧洲、日本、美国的全球经济体，全部在高速增长。国内经历了接近 5、6 年的经济下行调整，很多制造业行业完成了去产能，地产行业实现了去库存。所以当时国内大家还是偏乐观，觉得应该抓住比较好的窗口，推行一些比较难的事情，把去杠杆当成了今年的主要任务。去杠杆是以表外去杠杆为主。这个过程中被挤压受伤的，许多是做了股权质押的上市公司大股东。

中美贸易摩擦的严重性是在 3 月份之后慢慢被大家重视。这个过程逐渐影响了我们中国企业的外部需求和信心，企业从上半年的扩产节奏迅速进入了暂停投资、压缩成本，甚至裁员的这样一个过程。

今年的营商环境也发生了很大变化，从效率优先、注重发展、创造增量，变成更强调注重分配、实现公平。多重因素叠加起来，从年初的经济高增长、企业增加资本支出、扩大产能，到削减产能、企业推迟资本支出、开始预防未来需求下降状态，整个过程在一年之内完成，而且是不断加速和自我强化的循环。这种循环曾经在 2008 年见过，当时是外需引起的，但是今年则是种种情况共同导致的结果。

2018 年的市场是一个系统性的下跌。股票市场系统性的杀估值过程较充分地反映上半年的金融紧缩、贸易摩擦和风险溢价的上升，但市场对企业盈利下降的反映还需要现实的检验和压力测试。大股东质押大规模爆仓作为一个系统性的风险，由于三季度之后的政策做出了很多调整，已经逐渐地被释放了。

展望 2019

2019 年的经济下行压力大于 2018 年，我们需要做最坏的假设，做最充分的准备。但另一方面，资本市场的机会将好于 2018 年。资本市场对负面预期的反映已经是非常充分了。市场经历 2018 年系统性调整，2019 年上半年盈利下降的压力测试也完成之后，优秀公司和少数增长型行业的结构性机会将成为更重要的主线。这会是赢家的游戏，是企业内生增长创造价值的过程。我们也相信，恶劣的经济环境也会使政府出台刺激发展、创造增量的政策。政策的正面拉动将会和下降的企业盈利处于拔河状态。

美国中国贸易冲突和调整反而有可能会推动东南亚和印度这些地区的工业化进程，有可能像当年中国承接亚洲四小龙和日本的产业一样。这一次贸易冲突导致的逆全球化，反而可能是新一轮全球化的开始、新一轮产业转移的开始、新一轮全球总需求扩张的开始，这可能会成为下一轮的主线。在这个过程中，中国的很多企业也是有很多机会的。因为我们刚刚经历过产业的发展，我们只是需要把过去的经历重新在这些国家和地区复制实践，优秀的企业能够适应这个过程。

毫无疑问的是，增长是价值增量最重要的部分。从国内来看，会有两类公司有增长性、系统性的机会：第一类是能够走出去、能够融入国际市场的企业；第二类是渗透率从低到高的产业，像太阳能和电动车行业。

最后回顾一下资本市场的估值水平。A 股各类指数 11 月中的估值水平，从市盈率的角度来看，跟历史上最低的估值水平相比，基本上还有 20%到 30%的幅度，处于历史区间的下限范围附近。如果看市净率，A 股各类指数 11 月中的水平跟历史的最低水平更接近，基本上离历史的最低水平都在 10 个点左右。创业板指数的市净率水平离历史极值还是有接近 30%的差距。A 股的总市值跟 M2 货币总量的比例也是一个参考的指标。目前这个比例大概是略高于 20%，从历史数据上看仅仅高于 2004-2005 年“熊市”的低点。毫无疑问，权益资产占社会财富的分布比例处于一个非常偏低的水平。

金牛说 | 高毅资产邓晓峰：金融去杠杆让风险收益更匹配

在中国证券报主办的第九届中国私募金牛奖评选中，高毅资产首席投资官邓晓峰荣获 2017 年度金牛私募股票策略投资经理奖。截至目前，邓晓峰在 17 年证券从业、13 年基金管理的职业生涯中，共获得 **7 座金牛奖**。其中包括金牛奖十周年特别奖——基金行业成立以来仅有 7 位长期业绩优异的股票基金经理获此殊荣。

在 7 月 1 日由中国证券报主办的 2018 中证金牛投资分享会上，上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙）首席投资官邓晓峰表示，居民、房地产和地方融资平台与城投是加杠杆的主要部门。去杠杆需要从限制地方性投资行为和房地产投资这两个方向做出努力。金融去杠杆本质是消除监管套利，让风险和收益更加匹配。

邓晓峰分析，从大的融资图谱来看，权益融资占比一直是比较低的。在此情况下，会形成负债比例较高的结构。对社融结构进行拆解分析后可以发现，居民、房地产和地方融资平台与城投是加杠杆的主要部门。相比之下，整个生产体系的部门，包括工业、上游资源性行业、经营属性公用事业（交通、水电煤等）等反而处于去杠杆状态。

“这几年制造业投资的增速是非常低的，低于 GDP 增速，也低于名义消费增速。有些部门在加杠杆，很多部分则因为发展预期以及有约束的金融环境，反而处于不断去杠杆的过程，结构处于严重分裂的过程。”他说。

去杠杆要怎么做或者说如何达到这个目的？邓晓峰表示，归根到底，就是要从两个方向做出努力。第一，限制地方性的投资行为。只有自上而下地约束地方政府的借款能力，才能限制住地方政府加杠杆的行为。第二，居民通过房地产加杠杆，房地产行业推动了很多融资，因此要解决房地产的问题。

对于金融去杠杆，邓晓峰表示，其本质是消除监管套利，让风险和收益更加匹配。需要压缩表外及非标投资，对实质是贷款的资产计提充足拨备。此外，要以净值型产品替代资金池，期限匹配，打破刚兑。

高毅资产邓晓峰：价值的创造与转移——移动通信行业的探讨

早期投资 v.s. 公开市场投资

早期投资是一个从内部的角度，从点往外做判断的过程。投资方法上，更重视赛道和好的团队为切入点。

公开市场的投资，更要求我们从外部的角度来做判断，所以要把行业格局、赛道的盈利结构、生意的回报率看得更清楚。

我们可以从研究的角度，定义行业的特点，确定这个行业关键的驱动因素；也可以分析竞争结构，然后从逻辑上推导出来这个产业的价值量分配，或者最后哪一些环节会得到最好的回报，对股东最有利。这个时候我们才比较容易基于常识的判断做出投资的决策。

移动通信行业分享（精华节选）

今天我们分享移动通信行业的研究，我们把它分作两个阶段，第一个阶段是语音通信时代，第二个阶段就是移动互联网时代，中间的一个标志是 iPhone 的出现。

语音通信阶段，行业主要的环节包括上游的系统设备商，中游的运营商，各类品牌的手机提供商，用户，还有后面慢慢发展出来的一些特定芯片的公司。运营商是整个产业链的

核心，因为运营商掌握的电话号码是用户联系的最主要方式，也是识别的关键手段，运营商是真正可以接触到所有用户的。

移动互联网时代，发生了一个很大的变化，就是移动互联网公司开始争夺移动运营商对用户的控制，首先是从业务或内容上，然后尤其是社交网络让用户在通讯录等层面有了新的选择，这时候我们发现运营商变成了一个类管道性质的公用事业行业。

移动通信行业阶段一

移动通信行业起步于一个很好的环境，传统的有线通信行业已经发展了 100 年。这个行业已经有了时长收费模式，还有本地、漫游、长途这类很清晰的收费结构，商业模式完全成熟，需求非常刚性，叠加当时行业新兴时期的低渗透率，这是一个比较容易快速发展的业务，行业属性是非常明确的。

我们可以看到摩尔定律在不断地改变电子产业。通信行业毫无疑问是最大的受益者，成本的指数级下降和性能的指数性提升是一个持续的过程。这种过程帮助运营商可以更好地扩展自己的用户，因为用户的获取成本更低了，设备的成本在下降，终端的成本也在下降，移动网络具有巨大的规模效应。

移动运营商行业存在一个特点是相对服务同质化，用户更换移动运营商是比较容易做出的选择，这个行业要保留用户往往需要比较高的成本。从竞争结构来看，这种同质化竞争、简单雷同的时长收费定价方式，导致行业处于类似囚徒困境的状态，限制了行业回报。

- 这时候我们判断的最主要指标之一就是渗透率，这会是影响和判断行业终极格局发展的重要信息。

- 从价值分配来说，一个最主要的早期观察视点 is 固定资产周转率。在行业早期发展阶段的时候，固定资产周转率的高峰往往就是这个行业盈利水平的最高点。当发现行业固定资产周转率开始下降的时候，其实要对这个行业的投资有警惕了。

移动通信行业阶段二

在移动互联网时代的产业链里，互联网公司把握了内容收费，把握了用户的连接，它们成为了整个移动通信行业的核心。对于互联网公司，用户是它们最主要的资源，它们要形成粘性，同时它们依托大量用户积累的数据以及在后台实现高效智能化处理，能更深地了解用户的行为，从而能够在更广的维度从用户身上去获取收益或者价值。

互联网公司的竞争现在已经是几个大平台之间的竞争，但是目前出现了一个新的变化，就是苹果为代表的手机终端公司，它自己发展成为一个平台，它也在跟互联网企业进行竞争，而且有非常高的用户粘性。这个行业的大公司基本上都开始做一些布局，或者是早期的投资，去限制了潜在的竞争对手。

现在互联网行业公司的价值遥遥领先于其他的行业，因为它们有最大的广度去接触到 C 端用户。最大的生意一定是来自于和最多的人打交道，服务于最多人的生意。互联网确实是一个最好的生意，尤其是移动互联网。对他们来说最聪明的就是按照业务或者效果收费，从而实现利润的最大化，这是互联网企业跟运营商企业真正的差别。

系统设备商

系统设备商这个生意，长期来看有点苦，因为它是一个对 B 端少数大客户的生意。随着交易的过程，系统设备商的谈判能力是被逐渐削弱的。当然在早期的技术驱动阶段，这个

时候系统设备商是处于谈判能力最高的时点,因为是它们做出了创新的产品或者标准的改进来提供服务。

终端

手机这个产品也可以分为两个阶段,早期的功能机时代以及 iPhone 发布后的智能手机时代。

功能机早期其实是一个技术壁垒非常高的产品,产业链供应很不齐全,最早是由系统设备供应商来提供产品,移动运营商去给客户提供服务,因为只有少数厂商能够完成整台功能机的研发和制造。随着时间的推移,技术壁垒下降,也出现了明显的社会化和专业化的分工,尤其高通彻底退出了系统设备和终端行业以及联发科成长起来,进一步降低了整个行业的进入壁垒。功能机从讲究技术含量的技术产品变成了一个设计驱动、类时尚的消费品。

2007 年,苹果发布了 iPhone,这个行业发生了变化,移动通信行业也逐步进入了我们所说的第二阶段。

高毅资产邓晓峰：新时代投资面临的挑战与机遇

感谢中国基金报各位领导、在座各位朋友,让我有机会跟大家交流。作为基金行业从业人员,不管之前在公募基金就职还是此后出来自己创业,都是很难得的经历,我个人非常感谢中国资本市场这个大发展的时代。

在过去,机构投资者为持有人提供了比较好的回报。数据显示,截至 2017 年底,过去一年、三年、五年、十年和十五年,主动股票型+偏股型基金中位数年化复合回报分别为 15.34%、

12.36%、15.14%、1.94%和 13.50%，超越了 Wind 全 A 区间年化回报的水平。除了以 2008 年年初为基期的过去十年回报，正好是一轮资本市场泡沫的顶点，因此累计十年回报率比较低之外，其它时段，公募基金行业中位数年化回报率能达到两位数且超越市场的平均水平。

若把时间提前到 2016 年 12 月 31 日，计算过去一年、三年、五年、十年的数据是有点尴尬的。这些阶段主动股票型+偏股型基金中位数的回报率都没有跑赢 Wind 全 A 同期回报。但我们把时间拉长，从 2003 年起，十四年的时间，基金中位数的年化复合回报超过 19%，明显超过 Wind 全 A 同期年化 11.5%的复合回报水平。

上面数据也说明一个现象：如果统计相对长期、连续的时间，机构投资者能明显战胜市场，但在某些特定年份，或者短的时间周期，反而是充满了各种不确定性。

根据证监会刚披露的数据显示，过去 20 年偏股型基金的年化收益率平均为 16.5%，这是一个非常惊人的数据，除了机构投资者自身优异的主动管理能力外，也跟整个外部环境密切相关。

首先，过去二十年是中国实体经济以及资本市场发展的黄金时期，这期间的经济增长是一个奇迹。经济增速快，资本市场能获得的回报亦是较高的。

其次，从产业演进的角度，过去二十年，产业的加速发展与升级并行。一方面，中国产业的发展浓缩了时间，以五年、十年走过了其它国家五十年甚至一百年走过的路程。另一方面，我们同时进行着产业的升级，从制造到消费，从钢铁煤炭有色、电力港口交运、工程机械到电子通信计算机、食品饮料医药、互联网及服务业轮番发展。产业的增长速度和丰富度为投资提供了肥沃的土壤。

第三个层面是公司的价值创造。在过去二十年，市场上相继涌现了很多优秀的上市公司，这些公司超越了行业本身的发展，成长为行业龙头。

新时代背景下投资所面临的挑战

展望未来，机构投资者的回报能否继续保持在一个较高水平，面临巨大挑战。因为目前国内大多数产业逐渐进入成熟期。大环境和过去二十年相比，毫无疑问会显得残酷很多，我们需要降低资本市场的回报预期。

社会的发展，只有人民收入水平提高才能带来更广大的市场，才能继续创造更高的股东回报。

若两者不能达到平衡，国家会遇到中等收入陷阱，发展不可持续。

目前，中国总体上还是实现了企业员工收入增长与股东回报同步提高的过程。这背后是劳动生产率和人工成本赛跑的过程，企业亦付出了巨大努力。在劳动力成本、劳动者报酬提高的过程中，必然会带来产业升级和产业转移。有相当多的行业，会因为行业本身不能再为劳动者提供足够高的报酬，已经不能适应社会继续往前走，需要从中国迁移出去，这是一个必然的阶段。我们不必有过多的恐惧，发展的目的是提高人民的收入水平，只要能有其它产业或升级的产业，能同时实现劳动者报酬和股东回报的稳定。员工收入的增长与企业利润的增加共存，是资本市场的回报可持续发展的基础。

我们分析上市公司自2006年以来的数据发现，整体营业收入增速快于员工数量的增长。

2011年以来，经济增速下台阶，上市公司收入增速缓步下降，员工增速台阶式下降。2016

年经济复苏以来，上市公司营业收入增速连续两年大幅反弹，而员工的增速却继续下降，喇

叭口持续扩大。这其中的原因是多方面的，既有企业更多的通过改善管理、提高劳动生产率，提高装备水平来推动收入增长；也有因为行业内的优胜劣汰，市场份额向生产率高的优势企业集中；还有企业对经济习惯性悲观的预期，审慎的产能扩张。这种偏审慎、悲观的预期，反而使整个社会产能利用率维持在比较高的水平，对企业盈利形成正面贡献。

我们把数据再细分一下，看看各行各业的情况。以金融行业上市公司为例，过去几年金融行业员工数量的增速比营业收入的增速低一半。尤其是自 2016 年、2017 年，金融业去杠杆还没有完成，但员工去杠杆已经走到前面，整体员工数量开始出现负增长，当然整个行业的收入还是增长的。这也导致金融业的回报率维持在比较高的水平，即使它为坏账拨备、为整个经济体的产能过剩、产业升级付出代价，但也能实现相对平稳过渡。

而从工业企业的数据来看，这一块波动会大些。上一个收入增长的低点是在 2009 年，当时大背景是海外需求的减少，国内是开始 4 万亿投资，而从贷款放出去到项目开工，再到最后形成企业收入的增长，需要一定时间。因此在当时背景下，对上市公司利润也形成了巨大的冲击。可以看到，当时大宗商品、原材料等价格经历了猛烈下降，上市公司员工增速却是缓慢下降的过程，具有一定滞后性。而当 2016 年整个经济走向重新加速和复苏时，收入增速快速摆脱了 2015 年的低迷状态，但工业企业上市公司对人员扩张方面其实仍然维持之前的趋势，员工增速还是处于下行状态，并没有因为收入增长的加速而有所改变。

企业利润和员工收入是观察可持续发展两个最重要的方面，效率是极其重要的指标。2017 年跟 2006 年相比，整体上市公司人均营业收入从 109 万提高 181 万，增长 66%，人均创造的利润从 9.6 万提高到 17.1 万，增长了 78%。在这 11 年的发展过程中，股东回报和员工成本的提高是并行状态，也相对来说是可控、良好的状态。如果单看制造业上市公司的话，整体人均营业收入从 88 万提高到 134 万，增长 52%，人均利润从 4.7 万提高到 9.6 万，增长 104%，绝对额偏低，但是增速更高。可以说，自 2006 年至 2017 年期间，虽然面临巨大的成本上升压力，但上市公司作为整体还是能够消化劳动力成本上升压力，同时实现人均创造利润上升的态势。

再看全部工业企业上市公司的收益分配数据。回顾历史，2001 年开始到 2007 年是中国经济增长的黄金时期，当时一个特定情况是需求拉动，企业的收入规模在高速增长，而在这个

过程中，员工成本占收入的比例处于缓慢下降阶段，这是对资本来说是最好的窗口，劳动生产率的提高超越了劳动者报酬的提高，最大的红利被资本享受。而 2007 年之后，投资内需拉动经济的增长，替代了出口增速下降的外部压力。房价上涨带动整个社会成本刚性上升。2011 年之后，虽然企业的收入增长放慢了，但劳动力成本刚性上升，上市公司面临巨大的成本压力，员工成本占收入的比例，从 2007 年的 5.2%，一直提高到 2015 年的高点 8.8%。与之对应，利润占收入的比例从 2011 年的 6.3% 下降到 2015 年的 4.7%。整体的股东回报也处于受压制状态。

2015 年是拐点，随着经济自 2016 年开始复苏，员工成本占收入的比例、净利润占营业收入的比例这两个指标同时出现不同反向的调整，其中前者呈现缓慢下降的状态，从 2015 年的 8.8% 下降到 2017 年的 8.5%。利润占收入的比例则急速上升，从 2015 年的 4.7% 增加到 6.9%。背后原因是自 2011 年开始持续的调整使供需达到平衡，产能利用率的恢复。供给侧改革和企业资本支出的谨慎，使企业盈利稳定性会比历史上其他时间更强。因为整个企业层面经历了五六年的调整之后适应了低增长的环境，能够通过行业内内部优胜劣汰，生产率提高、市场份额向优势企业集中的过程，实现劳动者报酬的增长，以及股东回报同步增长。我们也可以看到，在今年的一季度，整体上还是维持这样的状态，企业利润占收入的比例仍然处于回升的阶段，员工报酬占收入比例处于平稳的阶段。

未来还有机会吗？

从业十几年，我觉得非常幸运，能够作为产业的研究者、旁观者来看诸多产业的发展与演进，也有些感悟。站在目前时点展望，未来的投资会怎样？未来的回报会怎样？

毫无疑问，我们已经告别了过去二十年高增长的阶段，大多数产品的渗透率都到了相当高的水平。不过作为巨国经济体，随着消费需求分化与升级，未来会产生非常多的结构性机会，

会有很多新产品、新服务被创业者开发出来，被消费者逐渐所青睐，这样一类很独特的需求，将创造一大批中型公司。

另外一方面，有一个非常深的感受就是，目前社会对创新和支持以及对失败的容忍是极强的。大国经济体更容忍从失败中进化和全社会分担损失，这也是很独特的优势。以太阳能行业为例，2008 年我去过一家上市公司下属的子公司——新光硅业，它建设了国内第一条千吨级多晶硅的工厂，当时投资了 12、13 亿，折算成 1 万吨需要投 120-130 多亿。我也去过江西的赛维，当年建了 1 万吨多晶硅的产能，投了 100 个亿，然而这家企业后来都倒闭了，都带来了股东损失和银行坏账，都变成了产业演进和创新的沉没成本。但行业仍在发展，2012 年江苏中能成为全球最大的多晶硅企业，1 万吨的投资成本下降到 50 亿。去年一些优秀的公司重新开始建厂的时候，1 万吨只要投 14、15 亿，未来一两年，可能 1 万吨只需要花 10 个亿，10 年时间，整个投资成本下降 90%。

在太阳能行业产业发展的过程中，虽然有很多企业倒闭了，牺牲了，但它们也慢慢带动了中国整个工业配套体系的发展，让后来的行业参与者能有更高的生产率为未来提供新的产品和服务。

更多的创新尝试，未来能为社会、为消费者带来更多福利，能不断促进中国产业的进化。都说中国的工业、制造业是大而不强——但实际上有很多也是很强的。十几年的产业和公司的研究经历，给我体会最深的是，我们进步得很快，学习得很快。因为巨大的体量、市场和需求，让我们可以从很低水平开始不断学习、演化、进步、犯错。雄心勃勃充满梦想的企业家、勤劳而高素质的员工、激烈的竞争和巨大的资源投入，逐渐转化为非常高的生产率，而这又可以给劳动者提供比较高的报酬，可以给股东带来回报，从而推动整个国家继续往前发展，逐步从贫穷国家走向中等收入水平的国家，甚至未来走向高收入水平的国家，这是大国市场、资本市场以及整体环境给产业、上市公司、优秀企业家提供的机会。

未来的发展环境和过去二十年相比更苛刻，但是现在我们也有很大优势，譬如相对充裕的资金，譬如巨大、现存的经济体和购买力，这些为创新以及新企业的成长提供了历史上更好的机遇，也容易让我们作为股东分享企业创造的价值，从而实现投资回报。

高毅资产邓晓峰：基本面投资在中国的实践

基本面投资在中国的实践

首先我会做一个简单的介绍。在资本市场里面，对于投资来说，你首先要理解这个市场。中国的资本市场毫无疑问是一个非常复杂的生态系统，你以什么角度看它，它可能就以什么样的形式回馈给大家。

理解市场，理解经济规律

我们在这个市场上面可以看到，尤其在中国，很久以来大家说这是一个赌场，是以赌博、投机的方式，以很高预期回报率的方式参与这个市场。但是还有其他的一个说法，依托研究公司的基本面，可以获得持续稳健的回报，不同的做法可能都会得到预期的结果。总体上看，是我们的行为方式或者价值观，决定了自己参与这个市场的方式。

但是市场本身，这么多年来，它真正反映的还是我们国家、产业发展的变化，反映了我们国家这些公司的成长。很多公司最后成为了很高回报的公司，很优秀的公司，在全球都是有非常高的市场占有率、极具竞争优势，这个过程总体还是一个反映基本面的市场。

作为一个基金经理，首先你要理解，自己适合什么样的方式做研究和投资。我们还要理解行业或者公司，也要理解资本市场本身运行的规律，其他参与者的行为。我觉得同样重要的，是需要理解经济运行的一般规律。尤其当市场有剧烈变化，有重大恐慌或其他高度不确定性

的事件发生的时候，对于我们在资本市场的应对是非常重要的。因为这会使你减少恐惧感，可以使你在资本市场关键的时刻，或者重大变化时刻，能够有信心做出独立的决策。

在资本市场上，考验基金经理或者投资人的地方，除了获得收益，是能不能获得超额的收益，业内叫做阿尔法。有一种理论叫有效市场理论，说市场已经高度有效，我们很难获得超额收益。

美国是这样的市场，我们看到过去一年，三年，五年，十年，大概只有 10%多的基金能够打败各自的基准，从打败基准的比例来看，专业机构在美国已经很难超越市场，毫无疑问，这是一个非常高效的市场。这个过程是怎么形成的，很重要的一个原因，确实是现在信息传递的效率远高于历史，同时资本市场本身得到的关注，也高于历史水平，有太多的人、非常多的资源投入这个市场。当所有管理者更努力的时候，驱动这个市场本身能更早实现价值发现功能，也导致机构投资者更难战胜这个市场，这可能是所有市场发展到后面比较极端的时候的一个普遍现象，我们发现美国出现了这种现象。

中国有重大差异的地方是，第一，中国市场本身的参与者很多，我们有太多个人、其他机构、很多不专业的机构，确实是对资本市场理解比较少的机构在参与市场。因为这种多元的参与，使市场的效率没有那么高，给这个市场创造阿尔法提供了比较好的外部的土壤。

另外，我们看到一个更重要的原因是，即使是专业机构，因为公司治理的原因，因为考核机制的原因，造成投资行为非常大的扭曲，这种扭曲事实上会导致市场经常出现无效。

回过头来看，一些恍如隔世的情况会阶段性地经常出现，就人类本身来说，我们都有这些天然的弱点，知识可以积累，但是智慧还是很难去同步达到。因为这些原因，资本市场还会有阶段性、间歇性、甚至是很长一段时间非常多的无效率的情况出现。

2013-2015 年的时候，传统行业因为需求放缓，经营压力变大，进入调整阶段。互联网行业却飞速发展，日新月异。巨大的反差使传统行业的公司非常恐慌，全社会形成共识，需要

向互联网转型。这种思潮折射到资本市场上，发展到极致，也形成很大的扭曲。大家一方面对转型的方向有过高的预期，另一方面却导致那些本身竞争结构比较稳定的行业，容易被市场所忽视，这个是在 2013-2015 年，中国市场最扭曲的一部分。

同时我们可以看到，当互联网对各个行业的影响已经高度明确化，市场的不确定性下降了之后，过去这些行业低估的部分，又在 2016、2017 年得到了资本市场比较大的修正。这本身是一个市场阶段性没有效率、也会阶段性有效率的过程。

建立自己的坐标系

对于做研究或者做投资来说，我们总是希望自己能够发现这个市场无效率的部分，怎么做？从自身体会来说，我希望建立一个参照系，建立一个坐标系，我们通过研究，能够对未来有所判断或者是预测。

我自己是在 1996 年本科毕业以后到深圳开始接触资本市场，当时市场是一个庄股横行的年代。我研究生毕业，2001 年到国泰君安证券的时候，正好又经历了股票市场从一个庄股横行到做庄模式破灭的阶段。

从 2003 年开始，整个行业寻找一个可持续的方向，开始去关注企业的竞争力、公司的基本面，投资逐渐向国际规范去靠拢，那是一个国内机构投资者最关注企业质量和竞争优势的阶段。但是在 2007 年之后，随着股权分置改革完成，大股东成为上市公司股价影响最大一股力量。2009 年以后大股东对于资本市场的影响，到了一个史无前例最高的程度，甚至在短期之内产生很大的扭曲。

不同的阶段都有不同的事情发生，我自己的体会是，在这个市场上，还是可以很好的通过做基础的研究，发现公司的未来价值创造，可以得到持续稳定的回报，可以获得一个长期的超额收益。

简单的说，选到好的行业，回报率高的行业，找到优秀的公司，在合适的价格做投资。

所有的投资，估值水平，也就是价格，一定是最重要的，因为价格决定了你的回报率。再好的公司，过高的价格可能给你比较低的回报率，甚至负的回报率，这是无法避免的。

我们的投资，是希望面向未来，通过分享企业的价值创造，来实现我们自己的投资回报，这个过程需要我们去更多的判断企业的未来，这是我们做研究的根本目的。我们研究过去，研究历史，是为了我们能够更好的，更大概率的去分析和判断企业、行业的未来发展。

在这之前，我们在行业研究和积累的时候怎么建立框架？**我自己在这段时间之后，发现有一个比较好的类比的参照系，我们研究了当时美国标普 500 的行业结构分布和利润分布。**

美国是一个大国，中国也是一个大国，美国的产业非常全，中国的产业也很全，这是一个非常好的参照系和指标，我们可以观察过去 40 年的数据。当然这个图只是到 2012 年，之后我也就没更新了。当我们把标普 500 的数据看过之后，初步形成了框架。

可以看到，在一个大国里面，随着经济发展、产业成熟，不同的行业在不同的阶段有不同的分布。

金融行业永远是一个大行业，它关系到所有的人，也关系到整个经济活动的运行。在格林斯潘几次降息以后，美国金融泡沫的时期，这个行业最高占到标普 500 市值的 22%，2012 年大概是 16%。我们可以看到，医疗行业一直是一个非常重要的行业，占美国 GDP（国内生产总值）大概 15 个百分点以上。标普 500 的市值结构里面，它也一直是一个排名前三位的重要的行业。

高科技行业是美国最大的一个行业，在 2012 年的时候，行业占标普 500 的市值是 18 个点，目前肯定更高，我估计大概是 24-25 个百分点左右，现在没有仔细去看。但是还没有到 2000 年，因特网泡沫时候的比例，当时占整个市场市值接近三分之一。

我们还可以看到，可选消费（也就是耐用消费品）和日常消费一直是两个比较稳定的行业，它的长期比例都是在 10 个百分点左右。

我们也可以看到，美国确实是一个非常稳健的经济体，他的工业行业一直都是在 10 个点左右的比例。虽然工业占就业人群的比例在下降，但是，我们看到过去 40 年来总体上维持比较高而稳定的市值比例，美国的制造业还是很有生命力和竞争力的。

像电信服务、像公用事业、大宗商品、原材料这些行业，我们可以看到随着国家发展的成熟，这些行业在经济结构里面所占的比例是下降的。能源行业是一个很大的行业，这主要以石油和天然气为代表。但未来这个行业会不会发生大的变化，比如当我们交通电动化以后，汽油不再是重要的燃料，也许这个行业会发生重大的变化。

我们再看一下，这些行业的利润占标普 500 的比例，这个相当于做了一个市值加权。红色线是指这些行业的估值水平高于整个标普 500 的。比如医疗行业长期高于整体是很容易理解的。电信和公用事业为什么会高，我觉得是因为这些行业在美国处于稳定的状态，他们的风险贴现比较低。而 2009 年之后，整个美国资本市场是一个长期利率下行，甚至走向一个超低利率的阶段，这个时候稳定的行业，估值水平容易略高。

金融行业的估值水平，一般是低于平均水平的，主要因为这是一个高杠杆的行业，同时有委托代理机制的原因，用其他人的钱去冒险，导致金融行业的风险更大，所以他必须有一个高的风险溢价。

我们可以看到挺有意思的是，科技行业的利润比例是高于它的市值比例，我觉得这个背后的含义可能是说，科技行业作为一个整体来看，确实有一个比较高的风险溢价，市场并没有给它更高的估值。或者说当公司比较小的时候，有不确定的时候，会有比较高的估值，当公司非常大了之后，估值会下降。当然我们看到，最近五年发生的变化，尤其是两三年，美国最大的一批互联网公司，他们在最大体量上面实现了高速增长，这个是一个前所未有的变化，因为互联网可以更广泛的接触到 C 端所有的人群。

消费品行业总体来看，是一个估值水平和整个系统市场接近的，有一些时候略高的状态。能源行业长期的估值水平是低于它的其他的行业对比，我觉得主要的原因是，本身大家对于这种情况的可持续性抱有一定的怀疑。

我们做研究的过程，本质是一个收集信息，收集数据，然后再分析处理这些数据。我们希望能够理解判断背后的商业逻辑，也希望自己能够有洞察力，能够预测未来，能够指导我们的投资，这个过程需要我们不断的用现实去检验，去修正。

案例一：华为、中兴在全球兴起的原因

我们下面探讨两个案例。第一个案例，我们看一下通讯设备行业的变化。

从九十年代开始，中国通讯行业的公司发展到今天，逐渐改写了全球的产业格局。2003、2004 年的时候我能够从研究岗转到投资岗，是因为我当时做的通讯行业的研究。现在回顾当时的研究，有很多体会。2003、2004 年通讯行业正在发生重大的变化，华为、中兴为代表的公司正在崛起，他们依托了一个庞大的本土市场（中国市场是一个非常庞大的市场），也利用了中国特有的劳动力成本优势。

通讯行业是一个高度人力资本密集的行业，研发人员往往要占到公司的三分之一甚至更高，这个行业的一般的结果是毛利率在 30%-50%之间，研发费用大概 10 多个点，主要是人力的成本，销售费用十多个点，主要是直销为代表的高销售费用的商业模式。

你会发现，中国公司在 2000 年左右形成结构性的优势。他们享受了劳动力成本的优势，中国的大学培养了非常优秀的大批工程师，加入华为、中兴这样的体系，他们以中国的成本结构应对世界上最优秀的一批公司，包括有很多传奇的公司，比如说以贝尔实验室著称的朗讯，被称为诺贝尔奖的摇篮。

但是因为这样一个结构性成本的劣势，他们在中国被打败，他们在全球也被蚕食。他们失败的原因，在当时已经可以清楚的判断出来。首先，是因为跨国公司的战略失误。从前通讯行

业是只有发达国家的少数的公司能够从事的高壁垒行业，他们在中国执行教科书式的高定价的撇脂战略。

这个高价格给了中国公司机会，我们知道早期不管是华为、中兴、大唐还有巨龙，产品性能较差，但是海外供应商的价格太高了，国内公司走性价比路线，以较低价格销售产品，还是有非常高的利润。这个利润使国内的企业能够去研发，去改善产品。我记得在九十年代1996、1997年的时候，程控交换机一线大概卖1500-2000块钱。因为这么高的价格，所以国内的公司能够有切入的机会，等到国内的公司逐渐成长起来之后，出现了新的情况。

我们这些公司一方面大力的招我们优秀的大学生去做市场，一方面做研发，两条腿都走得很好。他们在市场体系最紧密的贴近运营商的需求，传导到我们的研发体系，这样变成了不只是有一个成本优势的公司，他们变成了一个更理解客户需求的公司。

而跨国企业中国的分部是由职业经理人管理，考核机制决定了他们更在意短期的财务指标，无法做出战略决策和整体性考虑。他们在中国的研发基本上只是形象工程，最多只是全球产品的小修改。无法把中国客户的需求发展成为产品定义。上世纪90年代的时候他们有巨大的性能优势，中国的公司只能做价格竞争。

但是2000年之后，你会发现中国公司的产品性能逐渐赶上来了，而且我们能够更理解客户的需求，把客户的需求融入到产品开发中去。我们能提供更好的产品！通过这个途径不断把竞争对手赶出中国市场，我觉得归根到底这个是一个创业型的公司，和一个职业经理人应对不同的市场，做出不同的选择，达成了这样一个竞争的结果。

下一步，像华为、中兴这样为代表的公司，他们也是非常有进取精神，扩展到全球市场，这个路非常漫长，但是他们能成功，根本的原因是从前所有的跨国企业，在其他国家的市场也是一个高定价的业务模式。当中国的公司出去了之后，会成为发展中国家解决通讯问题的最好的合作伙伴，为客户提供了巨大的价值。在发达国家的市场，他们会成为运营商降低成本

最主要的伙伴，华为首先在 2001、2002 年开始了这个进程，中兴通讯可能更晚才作为一个运营商约束华为的棋子，被引入了跨国运营商的供应链体系。

我们看到这个过程，可以从逻辑上面分析这个过程，2003 年的时候，跨国的公司和中国的两个公司，他们的收入规模差别很大，但是从人的分布来看，研发人员基本上都在一万人左右的量级，这个时候已经没有差距了，虽然我们的研发费用只有他的十分之一。通讯行业的公司，基本上都是把 10-15% 左右的收入拿出来做研发，但是因为当时中国的工程师价格低，基本上一年 20-30 万人民币，在国外要 20 多万美元，这就是一个结构性的竞争优势。当然现在已经不存在了，腾讯阿里的人均工资也都到了 20 多万美元一年，但是当时确实是这样的情况。15 年前，虽然从销售收入的规模来看显得弱小，但是从一个体系来看，已经和他在同样一个量级了。

我们可以看到 2003 年的时候曾经有这么多出名的公司存在。之后，朗讯 2006 年被阿尔卡特花了 134 亿美元收购，朗讯的市值在 2004 年有 150 亿美元。我记得很清楚，2000 年的时候，朗讯为了收购 ASCEND 公司花了大概 200 亿美元，当然那个时候朗讯的市值是 1 千多亿美元，跌下来了。然后阿尔卡特朗讯在 2015 年又整体被诺基亚收购了，收购的价格 166 亿美元，可以看到，收购了之后诺基亚目前整体的市值也只有 300 多亿，收入只有两百多个亿。

产业结构发生了巨大的变化，全球的价值链在发生巨大的转移，这个是过去 15 年通讯设备行业发生的事情。整个欧美通讯设备行业，除了思科因为是首先受益于美国封闭的市场不让我们进去；第二，它主要是在企业网市场，更分散，这个业务特点保证了它一个比较好的基本盘。现在全球通讯设备行业的玩家只剩下爱立信、诺基亚、华为、中兴四家公司，所以有人说中国是发达国家的粉碎机，我们其实可以从通讯行业看出来，这可是孕育了无数诺贝尔奖的行业，也曾经是高科技行业的代表，当然后面已经成熟了。

案例二：市场对中国银行业存在误解

我们再看传统的银行业，银行业本质上是一个资产负债表的生意、重资本行业，有资本金的需求，要放贷款必须有资本金，这个是一个杠杆率的约束，这个生意很古老。

中国银行业背负了特别多的负面看法，大家广为流传的说法是，第一，是说中国银行业暴利，这个行业的利润占比过高，整个上市公司利润的一半是银行，这是很多我们资本市场的人说的。甚至有一些经济学家经常谈论的事情，我觉得这个是有一点遗憾的，我们后面再讨论。

第二个是中国银行业的高利润来自于政策保护，来自于竞争的不充分，都认为中国的银行业利差过大，在利率市场化之后，一定会有一个急剧下降。大家也都认为中国企业的坏帐很多，目前银行的坏帐没有反映，远远低于它实际的情况，这是市场方面一些较为流行的看法。

做为研究者，我们要客观地分析数据，寻找背后真正的答案。

首先我们看银行业，甚至是金融业利润占比的问题。第一，我觉得坐标系选错了，因为我们的国家基本主要的银行都上市了，所以上市银行的利润基本等于行业的利润，而中国企业有很多公司在海外上市，在香港上市，同时，其他非上市企业的利润比例也挺高。

我们只是用一个简单的数据来对比，整个银行业一年的利润大概一万多个亿，而我们光规模以上工业企业的利润，去年其实超过了 6 万亿，如果考虑房地产还有 1 万亿的利润，加上其他的，中国银行业的整体利润占中国企业利润的比率大概是在 15% 以下，这是一个合适的比例。

因为中国银行业的利润占整个金融业利润的比例非常高，这是我们国家的融资结构或者资产分布所决定的，如果你在一个更大的图谱看出来这个行业利润的比率高，但不是一个严重的事情，这是我们得到的第一个对比。

第二，我们看一下息差，从中国和其他国家的息差对比来看，我们处于一个中等的水平，所有的发展中国家的利差一定远远高于中国，发达国家只有那些陷入低速增长的接近零利率的国家，利差才低于中国。

我们应该更深层次地去想，银行的利差是怎么决定的，本质上它反映资金的回报率和信用风险，应该和 GDP 的增速（名义 GDP 的增速）是相关的，它其实应该和社会的回报率是相关的。从这个角度来讲，其实中国的银行利差是一个偏低的水平，或者整个中国的利率都是一个偏低的水平。

我们可以看到，改革开放之后，一直到最近，中国整个国家的金融结构，是鼓励借钱的人在占持有存款的各方的便宜，这个是一个国家鼓励制造业或者说鼓励投资的一个结构。当然，我们可以说这是成功的结构，因为所有其他的发展中国家，当它的 GDP 增速比较高的时候，利率一定都很高，只有中国是一个例外，我们研究了所有的东南亚国家，亚洲四小龙到拉美的这些国家。在他们的目前阶段和曾经的高速增长阶段，银行利率都在一个比较高的水平。而我们中国确实是金融扭曲，这个扭曲是鼓励借钱的人扩大再生产，收入分配上不利于拥有存款的人，是这样的一个格局。

我们银行为什么赚钱？很简单的一个指标是成本收入比。中国和美国的银行做一个对比，我们是一个持续下降的阶段，远低于美国银行业的水平。我们和全球的其他国家的银行做一个对比，我们也是最低的。

为什么？我们看到，过去十年，银行业的劳动生产率在迅速提高，银行的资产增加了四倍，员工增加了 40%，单人对应的资产是一个 30 度角的一个斜线，一路往上走。所以我们会发现，中国的银行如果和国外银行做一个对比，和发达国家的银行做对比，我们人均的资产对应是接近的，但是我们人均的工资是有差异的。虽然银行业的工资水平在全社会总体是比较

高的水平，我们可以看到，建行人均薪酬的支出大概 25 万，招行大概在 40 多万的一个水平，毫无疑问，他们高于我们的社会平均水平，但是低于国外同行。

因为我们有了这样一个很高的生产率，你可以看到，国外银行业基本上是三分之一的收入付给员工做成本，中国基本上比他们低了 18 个百分点。这本身构成了一个巨大差异的基础，这是中国银行业能够持续有一个比较好回报的原因。

我们可以看到银行的生意，1 块钱的资产，银行的净利差和中间业务收入可能产生 300 多个 BP 的收入。员工成本大概 40-50 个 BP，其他的费用大概 40-50 个 BP，还有 200 多个 BP 的拨备前的利润，提一百多个 BP 拨备的话，回报率还是蛮高的，ROA 还是能够做到 1% 的，这是中国的一个情况。

我们再看看信用成本怎么样，坏帐怎么样影响银行。全世界最极端的例子是日本的银行。我们研究日本银行整个的历史，尤其是九十年代泡沫经济破灭之后，到完全消化它的资产问题的历史，从 1994 年到 2005 年，整个日本银行业经历了完整周期，累计处理了 91 万亿日元的不良贷款，占整个贷款的 18%，这就是日本的代价，日本银行业的代价。

看看我们自己，2011 年温州首先爆发了金融危机，因为钢贸，国家宏观调控，加上大宗商品的煤炭行业的损失和房地产，整个温州出现了很大的问题。经过五年时间，2016 年的时候，温州的银行出现了根本转变，我们看看这个过程怎么样过来的：

从 2011 年到 2016 年，这五年的时间，温州累计处理了不良贷款大概 1400 个亿。而在 2016 年 6 月份，它的贷款余额是 7800 亿，基本上 18% 的贷款被处理掉，如果我们按照清收比例 30%、损失比例 70% 来估算，基本温州贷款的 12% 损失掉了，这个是一个参照，我们做研究需要有样本和参照，这个是坏帐周期的结果，对于我们未来的判断至少有了一个标尺。

我们统计最大的八家银行，到去年，它们已经累计确认了三万亿表内贷款的坏账，基本占贷款余额的 6.5%，拨备大概五点几。毫无疑问，我认为坏帐过程已经过了大半，即使我们考

虑中国的银行体系经历十几个点坏帐的极端情况。去年以来，随着大宗商品价格上涨，我们看到银行业已经摆脱了坏帐周期的高峰。

我们怎么样判断银行的位置？首先判断资产质量周期，坏帐周期。

第二个，我们要更深一步理解银行业务的特点。在经济发展的早期工业化阶段，基础设施投资的高峰阶段，整个社会的需求，贷款的需求是以企业、政府为主的对公业务，这个时候的银行一定是对公业务主导的银行。我们国家银行业的发展一直走在这样一个轨迹上面，当它做到极致的时候，生产率最高的时候也会面临挑战，因为发展到一定程度之后，你会发现贷款的需求下来了，企业的贷款需求下来了，或者比例会下来，而变成消费者成为主要的贷款需求的增长方，房贷、消费贷。其实，银行的业务模式本质上和我们经济发展的阶段是要去匹配、去适应的。

这几年一个很大的变化是，以腾讯和阿里为代表的互联网公司，他们开始利用自己接触客户的手段，实际上是改变了银行业的游戏规则，甚至是说降低了银行业发展零售业务的天花板。传统的银行会受到这两家公司非常大的冲击，因为他们有最低成本的零售获客的手段。这几天有一家公司叫趣店在纳斯达克上市，成立才几年，市值 100 亿美元，它本质只是一个阿里流量的贩卖者，但这里已经可以看出来，传统的消费信贷会受到互联网公司的重大的冲击。所以，我自己体会一下研究的工作是什么工作，或者这十多年来我们从事投资行业的感受怎么样，我觉得**我们可以旁观企业的竞争和兴衰，观察行业的变迁，看到经济的发展，体会到经济的脉搏。**当然，这个行业也是一个可以高屋建瓴、纸上谈兵、眼高手低的行业，它是一个比较简单而纯粹的工作。本质上，和我们很多同学在学校里面做的研究工作是一个类似的工作，你需要收集数据，你需要去自己分析，然后你需要去有更多的不同的想法，最后得出来一个结论。

未来超额收益可能存在于巨大争议中

我们来看看美国标普 500 最大市值的十家公司的变迁，我们体验一下时代的变化。

八十年代的时候，第一的是 IBM 和 AT&T，这是一个计算机公司和一个电信公司，后面基本都是石油公司。因为大家知道八十年代石油危机，应该说七十年代能源危机以后石油价格当时很高。1985 年的时候 IBM 还在第一位，GE 上来了，到很高的位置，杜邦作为一个化工品的公司走出来了，贝尔南方这是美国的一家电信公司。我们可以看到，除了西尔斯是零售公司走出来以外，其他还是以石油公司为主。

90 年代的时候已经有了一些变化，百时美施贵宝是一家制药企业，默克是制药企业，我们可以看到消费逐渐逐渐的走到了前面，可口可乐也是消费公司。到 1995 年的时候，更大的变化是微软公司出现了，强生公司出现了，菲利普莫里斯是一家烟草企业。

到 2000 年因特网泡沫的时候，互联网企业或者是说计算机行业的公司，更多的走到了前面，同时我们第一次看到了金融行业的公司走到了前面。它的背景是什么，是美国九十年代开始金融放松管制，因为以前美国的金融业也是一个约束和管制的，分业经营、分州经营，它没有巨头。90 年代，格林斯潘的管制放松推动了美国金融行业大规模的并购重组，我们可以看到金融行业开始出现在前十大公司里面。2005 年的时候，花旗银行、美国银行、AIG 都出来了。

2010 年，金融危机之后是什么情况，苹果公司第一次走上了前台，谷歌也出现了，IBM 下来了。到 2015 年比较近的时候，互联网企业更多走向了前台，能源公司的数量还在这，消费品行业的公司仍然在这里。

我们看到最近的时间，就是我们目前所处的阶段，前面全是互联网企业。我们看到前十大公司就是几个行业了：互联网行业，消费品和医药行业，金融行业。

为什么？我们可以看到之前还有能源行业。所有这些行业本质上都是一个最广大的用户的行业，能源本质所有人都要用，虽然它是一个 B 端的业务，本质上是一个 C 端的业务。互联

网企业更是前所未有的接触到客户，银行业或者金融行业本质上，也是一个接触到所有用户和方方面面的一个行业，所以**我们看到你要成为最大的行业，或者说你要成为最大的公司，你首先要选择在特定的行业里面。**

再给大家介绍一下我们自己在中国市场，研究中国公司的一些感悟或者是体会。

中国所有的行业都曾经是成长性行业，我们很短的时间走过了发达国家一两百年走过的路。但是所有的行业都会成熟，当它渗透率到一定的水平的时候所有行业都会变成成熟的行业。这个时候，竞争结构和市场占有率就会变成一个行业主导的因素。在成长的阶段拼的是冒险精神，成熟阶段拼的是卓越的运营和有效的管理。

而且，我们看到中国的发展一定带来劳动力成本的上涨。劳动力成本的上涨一定会持续的，因为这是我们国家进步的表现，我们必须接受劳动力成本的上涨和工资的上涨，企业能够适应这个变化就能够生存，你不适应这个变化，你就必须被迁移出去。

我们可以看到，**进入稳态之后，行业的回报率会发生重大的变化，标准化的产品往往回报率比较低，个性化的产品往往回报率比较高，品牌会出现溢价。这时候你会发现选择比努力更重要，你在一个比较惨的行业里面，可能只能得到一个比较低的行业的回报率。**

我们可以看到，这么多年来，或者加入 WTO 以来，中国企业的内部竞争和外部竞争都是非常残酷的，即使民营企业它们的竞争也是非常残酷的。这种激烈的竞争，我觉得就像一个生态系统的自然进化和演化，大家疯狂的抄袭，疯狂的投入，然后有强大的野心或冒险精神，最后的结果会导致相当多资源的浪费，或者是产能的过剩。

但是整个行业的生产力水平提高了，剩下的公司他也会代表行业最高的生产力的水平，份额向他们集中，本身就是我们这个社会生产力水平提高的一个过程，也是我们收入水平整体往前走的必然的过程。当然这个过程，总体上来促进了社会福利的增加，也能够代表劳动者报酬的提高，但不一定带来股东的回报。我们看到这几年光伏行业就是这样的一个例子，短短

十年不到的时间，发电的成本降低了 60%、70%，但是看到每个环节都没有怎么挣钱，因为产品太高度的标准化。

如果我们站在现在的时间往未来看有哪些机会，整个市场会从一个渗透率的故事走向一个市场占有率的故事。

当渗透率足够高之后，必须从其他人手里面夺取更多的份额，这个时候拼的就是企业的运营能力了，而且必须从中国走向世界，以中国这样一个庞大的母国市场为基础，利用在中国市场上得到的高生产率水平，在其他国家去扩展，走向全球化，这是我们公司下一步的机会。到落后国家复制中国的经验，这是一个机会。

正如过去几十年来，发达国家在中国曾经走过的事情一样，发达国家的投资在中国的实现一样。我们可以看到，在 2003 年到 2005 年，我们很不看好自己国家的银行的时候，美国、欧洲为代表的这些巨型的跨国企业参股了中国的银行，并得到了超额的回报。在这之前，我们对自己没有自信，觉得自己很烂，但是成熟经济体知道，银行是整个国家经济的一个投影，这个国家在发展的时候，银行一定会受益的。

我记得一个很有意思的情况，当时建行找一些国内公司作为股东的时候，以净资产入股，部分国内公司经过慎重考虑没有同意，认为风险比较大。但最后结果是，美国的银行作为股东参与进来了。这个事情发生了以后，迎来了中国经济的发展，迎来了银行业回报率的提高，迎来了市值的上涨。也有非常多的人跳出来说，当时推动银行业改革的人是卖国，其实之前说我们自己很烂的和当时说我们卖国的可能都是同一批人。我觉得只是说事情发生了，你的态度在发生转变。

前面还是一个客观的角度分析，一个历史经验的角度判断。**我们更应该想中国发展的经验，能不能在发展中国家、其他落后国家再变现一次，这个是我们企业需要考虑的事情。**

同时,我们觉得未来的机会在于创新。要供给创造需求,新的产品才能提供新的需求和市场。

其实互联网这个工具让小公司更容易走成一个中型公司,走成一个更大公司很困难,因为满足一些细分的消费者、一些个性化的需求更容易。

从资本市场来考虑,当市场效率提高的时候,很难创造阿尔法,有可能会走向一个主动去创造阿尔法的过程。这里面美国的 3GCapital 其实走出了一条道路,它把企业完全收购,然后经过成本结构的调整,或者是其他一些改造的转型来创造阿尔法。可能是因为资本市场的效率太高,委托代理的体制已经不能直接创造更多的超额收益了,必须自己走向前台,这也可能是长期来看一个方向。

我们总体上面临一个巨大变化的时代,时代确实变了。从前在巴菲特的年代,投资还是少数人的事情,但是在现在互联网时代,每个人都可以参与,信息的传播速度非常高。这个过程,固守在原来的思维模式和习惯里面,其实有可能会无法创造历史上同等水平的超额收益率了。

我们觉得未来,超额收益有可能会集中在巨大的争议,或者巨大的不确定性行业中。

这个市场简单的钱一定比过去更难赚。从研究员或者基金经理来说,有可能需要将自己的精力越来越多的投入到创造社会价值增量的行业上去,我们需要不断的学习。同时在资本市场里一定要独立思考,多审视权威,用数据和逻辑说话,其他的都要抱一分批判或者怀疑的态度。

问答环节 (上海交通大学讲座)

下面简单介绍一下我们高毅这样一个公司,我们是 2015 年成立不久的一个公司,我们几个合伙人过去多数来自于公募基金行业,也有来自于私募行业,我们的想法是希望创建一个新的平台,能够实现组织超越个人。虽然我们这些基金经理个人的经验都比较丰富,历史业绩也很突出,但是我们还是希望有这样一个平台,让我们能够一起实现更好的进步和发展。

我们希望找一帮靠谱的人做一些有意义的事情，做我们自己觉得有兴趣的事情。所以我们设定了一些特殊的机制，比如说我们要求基金经理在投资上要跟投；我们产品的名字要以基金经理的名字来命名，是希望你去背负自己的职业声誉；我们在分配上，是一个向投研体系倾斜的机制；我们同时也注意奖金的递延发放。

目前我们的投研团队超过 30 个人。6 个主力基金经理，有十几位的研究员，另外还有一些基金经理助理，大多数人都有比较丰富的行业经验。让专业的人做专业的事情，所以我们有后台支持的同事，帮我们做后台的工作，也有市场体系的同事帮我们去跟渠道和客户交流，能够让我们投研团队有更多的精力集中到投资和研究上面。

我们 6 个主力基金经理的投资经历加起来超过了 100 年，都有比较丰富的经验，见过了中国资本市场的起起落落，这是我们的财富。作为公募基金行业的老兵，我们也理解公募行业的制度性缺陷，股东的考核要求不一定能有利公司长远发展，难以做到持有人利益优先。我们希望我们公司是一个持有人利益优先的模式。我们自己有热情、有兴趣去在这样一个团队里面不断地自我学习、互相学习，然后不断进步。我们也希望能邀请各位同学能够加入我们的实习生计划，通过这个过程能够找到最好的人才加入我们的团队，一起来共同创造这样一个事业，谢谢大家。

后面跟大家做一些直接的互动，谢谢。

问：两个问题，第一个，投资市场总是离不开价格和价值的问题，怎么看这两个问题的背离和约束？第二个，研究的时候怎么平衡广度和深度、短期的效率和长期的背离？

邓晓峰：第一个，价格 and 价值的背离，我觉得这个是一个永远会发生的事情，也是一个不确定的事情。但是因为有这种背离，才会有超额收益的机会。

其实拉长了看，还是会受到基本面的影响。阶段性的会有监管条件，或者投资者的氛围，其他种种约束。但是要想到最根本的一点，随着时间的拉长它最后会走向一个什么样的结局。

我觉得总体来说资本市场还是一个，你叫均值回归也好，总体上是这样一个过程。我们从来不认为它是一个标准答案，它是一个在可选的范围内自己震荡的过程。

我们做投资和研究，希望自己能够找到一条合适的准绳，这个准绳是你自己定的，你自己觉得从回报率，从风险收益，从这个角度你做了一个判断，然后形成你投资的过程或者说决策。

第二个问题，关于广度或者是深度，我觉得研究本质上来说，是一个深度的过程。

研究员首先要讲究一个深度，我们自己的经验，你首先要有足够的深度，才能对未来做出预测和判断，你可能需要了解这个行业的背景，其他国家的经验，历史是怎么样做的，然后才能逐渐从这里面总结出来，对于行业未来的发展比较重要的几个观察点。

你用这些观察点，套进我们目前的现状，你看能不能观察到，不断检验和假设，然后调整，这是做深度研究的过程。

广度方面，我觉得更多的是说，作为一个基金经理，可能需要一个广度，因为有一些时候有一些行业会有表现，有一些时候其他行业会有表现，你需要达到可持续的回报，就必须有一个相对来说分散的广度。

或者是说我们看到，业绩基准基础的这些指数是有指导意义的，本质上它代表了经济发展的阶段。你要看经济发展的阶段，哪些行业本身有空间，有价值的增量，或者出现了价值的扭曲。

我觉得这个过程本身代表了一个广度的过程。如果阶段性地从整体的市场的角度，做回顾的话，你可以形成广度。你也可以有更多的对比，也能够提高自己的深度。

但是总体来说的话，首先做研究你要更专一，然后在你这个行业研究好了之后，再看能不能把对行业的理解扩展到对其他的类似的行业上面，谢谢。

问：请评价一下前几年市场资金各方的博弈和这几年的区别。第二个问题简单问一下，今年国家队的表现比较好，私募机构怎么在国家队表现比较好的情况下赚阿尔法。

邓晓峰：资本市场本质上反应的是国家经济，这个社会所处的一个状态，即使在前面几年，比如说 2013 年到 2015 年，资本市场当时的表现是互联网为主线，创业板、中小板为主战场，以并购重组的方式实现的这样一个泡沫的行情。

但是背后是一个什么样的背景，其实你要考虑到，2013 年当时的时间，我们很多传统行业，正好面临原来的市占率或者渗透率到哪个阶段？一个需求的低速增长的阶段，从过去三十年高速增长向低增长过渡的阶段。

这种大的经营环境的变化给企业造成很大的压力，同时互联网行业发展又很好，不管是腾讯、阿里还是其他一些公司，甚至像一些 O2O 的公司，好像发展都很快。

这种巨大的反差，让大家去思考，然后社会达成了我觉得是一个错误的共识，好像是向互联网+转型就是解决问题的途径，正好又可以通过并购重组的方式，随便收购一个公司，好像就实现一个转型。

我觉得这是有大的经济背景，是我们从原来高速发展阶段向低速发展阶段过渡的一个迷惘的背景。但是你看隔了几年之后，大家发现现在比过去清晰了，本质的问题还是产业自身的问题，不是互联网不互联网的问题。

互联网其实到现在也是一个从高度的不确定性到高度的稳定性的状态。两三年之前，可能腾讯、阿里都觉得未来有一些不确定性，所以他们才疯狂的让一些方向做实验，做投资，不管是滴滴，或者是美团，各种烧钱的办法他们都在试，因为他们有恐慌。

但是现在是全行业竞争格局更清晰、未来更明确的阶段，整个社会对不确定性的风险溢价是大幅度地下降了，这些无效的投资自然大幅度地缩减。

我们在过去的特定阶段对未来不确定性付了很高的溢价，其实如果你拉回到美国，在 2000 年左右，同样出现过这个阶段。

第一轮触网的时候美国也很疯狂。传统的行业其实盈利很好，市值也远比不上小的新的刚创业的互联网公司，传统的公司也做出很多转型的工作，跟我们在过去几年所发生的行为是高度类似的。

这更多体现了大家对于未来不确定性的恐慌，或者说大家把很多其他的事情，错误地归因到少数的几个因素上面。现在我们迎来了一个什么样的阶段？我觉得是一个产业结构更清晰的阶段，是一个这几年会发现，优秀的公司不断在扩大自己的份额，获得高回报的阶段。

资本市场经历了前几年的各种假设和试验之后发现，事情没做成，而且有一些事情是根本做不成，比如说乐视网，以之为代表。

然后市场会自然发现更靠谱、更有效的事情是已经竞争出来的优秀公司实现了持续的稳健的增长，这是一个资本市场的表现。国家队的表现只不过说正好做到了这个事情，我觉得背后还是本身经济环境和竞争环境的变化，谢谢。

问：怎么理解产业的整体发展趋势和资本市场两三年就会有一个估值起伏、短期的波动？

邓晓峰：我觉得资本市场真正能够得到广泛认同的，甚至能够发展成为一个巨大泡沫的一些方向，背后也往往是这些产业代表了经济发展的方向，只不过它可能是做过了头。

也只有当一些行业适应了经济发展的需求，面临重大的增长的时候，或者巨大的改变的时候，这些行业也才能在资本市场形成高度的共识，才能做过头，我觉得这是一个更合逻辑的事情。

你可以看，过去几年一些大的主题，光伏 2007 年开始成为大主题，最后为什么这个行业主题变得不那么重要了，是因为前面几年大家对于这个行业不了解。

一个新行业出来的时候大家觉得是一个方向，当时你对这个行业没法判断，给了这个行业很高的溢价。随着社会的进步，大家对这个行业的研究和了解会越来越清晰，同时我们产业本身，因为竞争的原因，他自己进步也越来越快。

我们中国的行业，相互之间的竞争学习是非常快的，知识的扩展也是很快的。往往形成一个结果是行业生产率的提高，行业回报率的下降，两个事情同时发生。

当然如果这两个事情不同时发生，这个可能就是一个巨大的机会了。互联网行业以腾讯和阿里为代表，它们是规模扩张，同时盈利更好的地增长。

总体来说，你提到如果未来有哪些方向，我觉得你看现在经济中有哪些问题需要解决，可能就是是一些新产业的方向。或者是说美国有哪些行业在新的探索，我们能够从更大的市场的角度跟上去复制，我觉得这是一些可能的方向。

现在看下，整个汽车行业的电动化和智能化毫无疑问是一个在未来几年非常明确的方向，而且产业链各个环节已经发展得非常好，产业链每个环节都有合适的供应商出来，整个产业链的生产率的提高和进步，在迅速地发生。所以这个阶段可能更合适，在未来几年可以成为一个大规模产业化的行业。至于人工智能其实处于很早期的阶段，现在的人工智能还是一个专家系统，他不能解决没有明确规则的问题，所以是一个更早期的阶段。

毫无疑问现在发展最快的还是大的互联网公司，以腾讯阿里为代表，他们的发展还远远没有到头。或者说像电动车行业正在一个全球产业的重新开始。比如说苹果带动智能手机行业继续往前走，走到一定地步他自己带不动了，但是他会让中国的公司更好地拷贝、学习和扩展，这里面也会有一些方向。

我们可以看到这几年整个全球智能手机行业，可能只剩下六家大品牌了，苹果、三星、华为、小米、OPPO、VIVO，就这样一个格局。苹果非常优秀，它开创了这个行业，不断地提高手机的单价，把这个市场蛋糕做大，但是最大的受益者变成了四家中国的公司，这个也是一个挺有意思的现象。产业不断地发展，我们更多地从观察的角度去寻找，去研究，谢谢。

问：中国的金融行业现在见顶了吗？我提这个问题是由两个现象得到的。第一是根据李迅雷先生的经济研究数据，过去中国金融行业的 GDP，占中国总 GDP 的 8.4%，美国金融行业占 GDP 的 7.3%，日本是 5.2%。

第二个现象是，我发现现在高校的精英越来越多转向金融行业，比如我学物理的同学学金融，我学数学的同学学金融，学化学的同学还学金融。金融行业已经出现的一个供大于求的趋势。您觉得中国的金融行业已经处于顶部了吗？未来金融行业会继续向前发展，还是有一个比较动荡的衰退期？谢谢。

邓晓峰：从金融业占 GDP 的比例来说中国已经很高了，这一点毫无疑问。它本身会面临一个问题，所以才会有这几年的去杠杆成为我们金融业的主流，或者说监管政策主导方向就是金融去杠杆。

从银行体系来说可能不像过去这么快的资产负债表扩张，或者说我们觉得从 2009 年以来，中国银行业资产负债表快速扩张的阶段应该过去了，这是我们觉得毫无疑问正在发生的一个事情。

M2 增速其实也下来了。至于太多的人加入这个行业，这个肯定有问题。但是本身来说我们可以看到，生产力发展到这样一个阶段，会变成全社会的资金过剩，更多的资金在寻求如何获得好的回报率的阶段，所以才会有这么多一级市场的资金成立起来。这是一个社会高速发展多年之后积累到了一定位置，同时没有太多新产业的方向，这样的格局所形成的。

对于金融行业来说，本质上金融一定是服务于实体。金融行业自己玩，本身过去几年出现了不少问题，金融内部加杠杆，其实这个过程我们已经走过了。

本质上，我认为金融自由化有重大的问题。单纯的以投资回报、收益为导向，会带来严重的不均衡。金融业是委托代理机制，往往风险是别人的，收益是自己的，你用别人的钱去冒险，这个是金融行业的本质，一定是一个委托代理机制。美国解决不了这个问题，任何国家都解

决不了这个问题，金融必须要接受严格监管。当然美国在 2007 年之后，通过降低金融机构的杠杆率来实现这样的过程，因为他很难像我们国家这样去监管。

但是中国我觉得经过这几年之后，其实至少部分形成了共识，我们需要去杠杆，我们需要更严的监管。尤其经历了过去几年的 P2P 的乱象之后，我觉得您提到这一点是很对的，金融行业本身有一个调整的阶段，谢谢。

问：您刚才提到在汽车产业供应链，特别是国内的供应链里面可能有一些机会，现在大家都蛮看好大的趋势。但是现在从格局、时机这两点上来说，大家好像也没有看得太清楚，还是很多一级市场的人在做一些比较早期的投资。那么从二级市场的中国汽车供应链来讲，有没有一些更加确定性的研究方式和方法，能否给到一些方向拆点一下？

邓晓峰：其实中国资本市场从这个角度来说，效率还是挺高的。当我们社会上对于一些方向有了共识以后，资本市场很容易有高效的反应，有非常多的资源配置进去，然后其实还是推动这个行业的发展。

虽然这里面可能有一半以上是失败的项目，但是不妨碍还会有公司做出来，这是大经济体的优势，你可以有很高的容错成本。你只要最后有足够多的资源配置进去，然后有足够多的人，聪明的人、合适的机制、有合适的创业家、有合适的企业把这个事情做出来，还是能够达到这个效果，然后在这样一个巨大的母国市场里面实现产业的变现的过程。

我觉得这个问题是不需要太多的担忧或者怀疑的，你可以去观察、去看，他会走出来。

我们更多的做法是去看哪些公司能够最后走出来，然后你再和这些最好的公司去站在一起，因为这个市场还处于早期的阶段，还有很长的路要走，谢谢。

问：中国现在大概处于哪个阶段？接下来比较看好哪几个子行业？第二个，刚才提到渗透率到市占率的提升，那么是不是意味着以后龙头公司强者恒强，接下来像 QDII 北上资金、海外投资的进入也是在强化龙头公司溢价的逻辑？谢谢。

邓晓峰：第一个，中国产业结构的发展非常全。美国有的产业我们都会有，美国发展得不好的产业我们也会有。当然，最好的产业是哪些产业呢？第一个，它还处于增长期，这个对你做投资来说最容易。第二个，或者说这个行业的属性，它的特点，比如说以消费品为代表，这个行业容易长期保持比较高的回报率，历史是这样的，这也是比较容易的事情。

对我们作为投资来说，肯定是先做容易的事情，再做有挑战性的事情。这是对个体来说更好的一个方式。

中国的产业，如果我们往前看几年，我觉得这次中金公司有一个大的主题提出来，中国制造业的整体的升级，我觉得确实就是处于这样一个阶段。可能是未来几年，在大多数行业我们都会走向全球最高的位置，或者说接近最高的位置。

这个情况在我们上市公司里面不断地发生，这里面有很多的公司，仅仅是因为中国市场可能成为世界第一。我觉得这个过程在未来几年会不断地强化，它还会有空间。所以你说是不是强者恒强，我觉得这个都是没有意义的。我们只看一个企业本身是不是在发展，企业的估值水平合适不合适，背后隐含的回报率合适不合适，是更重要。

不是说某个白酒龙头企业涨了就一定要买，因为涨而买没有意义了，现在 7 千亿的市值，它的回报率，怎么说呢，这个肯定不是一个高回报率品种。很多时候你会看到，我们产业本身确实处于一个远远好于社会大众悲观预期的状态。

因为我们平时行业对比做得比较多，基础研究做得比较多，我们总体会对中国的信心更强一些，而且我认为未来几年最大的一个扭曲是，整个西方对中国还有巨大的风险溢价，认为这个经济体会出问题，认为这个过高的杠杆会导致整个社会的崩溃。

但是有可能或者说最大的可能是未来两三年会看到，第一我们的资产负债表的调整基本上会完成，我们工业企业的资产负债表的调整其实已经完成了，我们工业企业的资产负债率是处于有史以来的最低点，民营企业是更低的。

金融业也在去杠杆，地方政府目前来看贷款的能力和意愿被约束住了，我们有可能未来三五年之内自然地实现去杠杆的过程，当然这个杠杆率本身就是不高的。

这里面存在重大的误区，因为现在大家说的中国非金融企业杠杆率高，是说它的整个借债对GDP的比率比较高。中国有一个特点，我们的企业，国营企业账上有很多现金，民营企业也不少的现金。我们账上是既有非常高的现金，也有非常高的贷款，这种结构只有中国才有，这是因为中国特定的金融环境形成的。

如果把分子和分母同时减掉，中国企业的资产负债率会更低，然后整体非金融企业的债务对GDP的比率会更低，这里面没有冲减项，是研究工作做得不够的地方。

因为实体企业可以看出来，以上市公司为例，制造业的上市公司去年账上有占总资产15个点的现金，同时他还有巨大的银行借款。如果你扣掉15个点的现金，整个资产负债率会降得更多。这种情况全球其实都没有，都不一样，这是中国特定的金融结构所形成的。

第二个情况，我们觉得在未来三五年，我们也会实现本身经济结构的调整。所以你可能在几年之后会发现中国的企业部门，资产负债表很健康，全球的份额很高，盈利很好。

我们整个工业占全球的比例是一个巨大的比例，很可能在三五年之后，就会超过美国加欧洲加日本的总和。中国制造业在全球创造价值增量比例很大并且在不断上升，但中国资产在全球资产配置里面占的比例太小。

这个事情我觉得未来三五年之后，有可能会发生，这个是一个巨大配置的调整，也是一个巨大的扭曲，这是我们觉得中国资本市场存在一个机会的地方。谢谢。

问：怎么看待“低估分散不深研”这种投资方式？

邓晓峰：我觉得第一个，格雷厄姆的时代和现在的时代完全不一样。格雷厄姆的时代，大多数公司的股价是低于它的净资产，现在可能吗？不可能了，因为时代变了。

当时的资本市场，第一个，是非常少的人关注、发展不完善、信息沟通也很差的一个市场，我们不能刻舟求剑，简单地以一个标准来衡量市场。

我觉得一个客观的标准是往前看，投资一定是往前看，过去的资产重要不重要也是往前看，为什么看 PB，因为希望 PB 未来能够创造收益的话，概率更高一点。

但是这个社会本身发生了变化，监管机构和过去不一样，行业信息和过去不一样，同行对比和过去不一样。现在其实可以有更多的维度和方法去了解、去研究，你可以做到远胜格雷厄姆时代好很多，也可以通过这些办法去判断未来。

投资一定是面向未来的，我们最主要做的工作就是研究企业未来能够创造多少回报。比如说假设三年之后他能够创造多少回报，到一个什么盈利水平，合适的市盈率是多少，反算过来三年的内部 IRR（内部收益率）是多少，这个 IRR 合适不合适，这个就是一个基础。我们的投资，是建立在对于未来的分析、研究和判断之上的，谢谢。

高毅资产邓晓峰：在中国市场做价值投资的思路

邓晓峰：

刚刚王总已经做了很好的分享，珠玉在前，我感觉压力很大。今天在这里交流我在投资方面的体会和思考。

价值投资的出发点：企业持续创造价值

投资人从资本市场获得回报的来源，或者来自于企业创造的价值，或者来自市场其他参与者。

大家总说中国股市是一个赌场，美国股市可以带来长期的回报。但事实是，两个国家都出现

了非常多的好公司,这些公司都创造了巨额的价值,也都实现了非常好的持续回报。不过,两个市场的效率存在较大的差异。美国是一个高效的资本市场,中国,大家都认为是一个低效的资本市场。但是过去十多年来,我们也发现市场在发生变化。后面会有数据方面的探讨。

资本市场是个多样而复杂的生态系统,市场参与者的价值观决定了各自的行为方式。我们把自己的想法带入资本市场,然后会有不同的反馈。如果你把它作为一个博弈的市场,它就是一个赌场。如果你认为可以通过分享上市公司的价值创造来实现回报,你也能发现优秀的公司,持续的增长,合适的价格。

我们看一个案例,这是招商证券研究所做的统计,我们觉得很有意思。2011年4月13日A公司和B公司两个公司同一天上市。A公司一直专注于定制家居行业,它改写了传统家具行业的商业模式。家具行业原来资产很重,企业需要非常多的样品、库存,生产无法标准化。而A公司将产品简化为一块块不同木板的拼接。前端销售渠道没有成品库存,而且是预收款货款。后端的生产简化为木板的切割,高度的标准化和自动化,缩短了供货周期,优化了供应链,形成了高效率高回报的商业模式。这是家具行业十多年来最重大的创新。**公司走内生发展的模式,盈利持续增长,是上市前的8倍。**

B公司像许多普通的上市公司一样,主业慢慢陷入亏损,转而选择重组收购发展的路径。6年时间实施了4次收购。

从2011年上市到2015年,A公司和B公司股价表现没有体现出显著差异。但股灾后,分化巨大。B公司目前的市值28亿,与上市之初23亿相差无几。A公司的市值从上市之初的41亿增加到目前360亿,涨幅超过8倍。

中国的市场有非常多的公司在创造着价值,这个市场不止是一个赌场。如果从另外一个角度来看,它也是一个持续创造回报的市场,也可以是一个共赢的市场。

价值投资这个标签在中国已经被滥用了。有人股票被套了,就说自己是长期持有,价值投资。

有人买了大盘股,就说自己是价值投资。有人认为只有买低市盈率、市净率的股票才是价值投资。**我的理解,价值投资根本的出发点,是看我们投资回报来源是哪里。如果是企业持续地创造价值,投资人去分享收益,这才是价值投资的方式,才是基于基本面的投资。**

价值投资要与估值水平相结合

估值水平也是非常重要的,价格决定了回报率。再好的公司,过高的价格也可能导致一个负的回报率。我们作为投资人一定要客观。**价值投资不等于长期持有,长期持有一定是一个结果,而不是一个目的。**当公司高估了之后,投资人可能会面临损失。

最重要的是,投资是面向未来,而不是为了缅怀过去。研究过去是为了让我们能够更好的判断未来,进而找到未来持续创造高回报的企业,分享企业创造的价值增量,让股东获得回报。

企业的成长本来就是价值的一部分,投资是往前看的。

投资要做“三好”学生,要选择好的行业,好的公司,要有好的价格。在行业上,选择比努力更重要,选好赛道事半功倍。要选择增长性的行业,处于生命周期早期阶段的行业,这些行业往往容易创造巨大的价值增量。当然也有很多行业,或者说所有的行业都会走向成熟。这个时候就要看行业的竞争结构,不同的竞争结构会带来不同的股东回报,竞争结构决定了长期的股东回报。其次,选择好的公司。中国市场上,投资者偏好概念或重组,想要抓黑马,炒小公司,希望短期内获得高回报。但社会发展的正常规律,一定是好的公司、优秀的公司获得更大的市场份额,有更好的成长,有更高的利润,更好的股东回报。优胜者往往踩着失败者的尸体走出来的,越往后发展,越会形成这样一个终极的状态。选择好的公司,选择卓越运营的公司,选择管理高效的公司,是一个更好的做法。第三,好价格永远是最重要的,价格决定了你的回报率。

主动投资超越指数越来越困难

我们一直在思考一个问题，**资本市场是不是有效**。如果资本市场高度有效，被动投资是一个很好的做法，中国的市场和美国的**市场是有差异的**。

第二个问题，我们主动管理者能不能持续在市场里获得一个超额的收益，这是作为主动管理存在的基石。如果你不能持续创造超额收益的话，你本身的价值会受到巨大的挑战。这是到 2016 年年底，美国共同基金行业的回报和各自基准的对比。可以看到一个很悲哀的现象，过去一年、三年、五年、十年，共同基金没有跑赢他们对应的指数，跑赢指数的占比不到 20%。

再看一下对冲基金行业的情况，08 年一位著名的对冲基金经理和巴菲特打了一个赌，他认为投资在一些好的对冲基金能够超越标普 500。在去年，这个赌约终结了，七年之后我们发现他所选的标的投资收益率比标普 500 低了接近 44%，一个巨大的差异。

我们再看一看标普 500 的回报率和对冲基金行业加权指数，以及北美对冲基金行业的指数回报做一个对比。过去一年、三年、五年和十年，都没有跑赢标普 500。**毫无疑问，美国是一个非常高效的**市场****，这个市场越来越残酷，主动管理者面临的压力越来越大了。

我们再看一下中国的情况，中国的机构投资者成长起来，是从 2001 年之后才开始的。在 01 年到 07 年那一轮牛熊之中，因为开放式基金的数量比较少，我们就用封闭式基金做分析和对比。可以看到在上一轮大的牛熊周期的时间段里面，基金行业还是显示出了非常好的超额收益。基金行业的平均回报，在大多数年份都跑赢了万得全 A 指数。累计下来，基金行业的平均收益率超过 400%，万得全 A 指数和上证指数回报大概在 250%左右。这是一个非常好的成绩。

2008 年到 2016 年，开放式基金成为主体，我们统计开放式股票型和偏股型基金的平均回报，这时已经出现有几年基金行业的平均回报跑输指数了，跑输万得全 A 指数了。累计下来看，基金的平均回报率是 126%，较万得全 A 指数的 112%，仍然超越了 10 个百分点左右，这是一个可以接受的数据。

如果我们换一下坐标系，以 2016 年底作为基期，过去一年、三年、五年和十年，基金的平均回报事实上是跑输了万得全 A 指数。万得全 A 在过去十年的年化回报率是 11.5%，中国的市场总体来说还是一个向上的市场。

环境在变化，市场在进化。**市场的效率在提高，不管是美国还是中国。**因为市场是由广大的参与者组成的，市场的参与者也都是在学习，在进步的。**我们主动管理人越努力，资本市场价格发现的功能越强大，超越指数会越困难。**尤其在这样一个信息高度发达的时代，一个打破了过去很多壁垒的时代。互联网让全社会信息交流，沟通的速度比过去更快了，社会的效率也会变得更高。

在这样一个背景之下，做基本面投资会面临更大的挑战。必须要与时俱进，因为环境变化了。

《证券分析》书中描写在格雷厄姆的时代，非常多的公司，它的股票价格是低于每股净资产的，那时候是很容易做投资的。

在巴菲特成长的时期，美国的人口和经济总量处于稳定增长的阶段，经济增速基本围绕潜在增长率 3% 周期性波动。以消费品为代表的公司有国内市场自然扩大与走向全球化两个低速而持续的引擎。以合适的价格买入优秀的公司，通过复利获得回报。资本市场的关注度和效率也是逐渐提高得，给了投资人更多的机会。

而现在面对一个高效的资本市场，很难出现非常明显的定价错误。美国资本市场，有可能超额回报只能来自于巨大的争议和巨大的不确定性。

在最近，巴菲特买了巨量的航空公司股票，这对他本身来说是一个巨大的挑战。巴菲特曾经说过既不要买带轮子的，也不要买带翅膀的，航空公司是一定不能买的。为什么他们在最近又做出了这样重大的决策？面对投资人的提问，芒格的回答是：在目前这个市场很难找到具有很好机会的投资标的；第二，航空业在发生重大的变化，美国的航空业已经变成高度的集中化，而且竞争强度大幅下降。

在股东和资本市场的压力下，美国航空公司变成不增加产能，严格控制资本支出和购买飞机，不追求市场份额，航空业在高度集中后形成的共识和默契。运力不增加了，而航空业的需求在增长，行业的回报比过去更好。很多我们过去认为想当然的一些道理，在未来有可能会发生改变，因为这个世界在往前走。

我们会看到资本市场的风格和偏好会不断发生轮回。随着价格的上涨，回报率会下降。刚才王国斌总已经谈到非常多这方面的问题，2016年、2017年资本市场的风险偏好下降，更多关注企业的基本面和盈利，这类资产在这两年有了很好的表现。但是它必定面临一个问题，当他们的表现超越了这些公司盈利增长时，未来一定面临投资回报率下降的问题。

我们怎么办？在市场效率不断提高的新环境里必须要求变，简单而明显的机会在减少。要与时俱进，持续学习，终身学习。需要要把更多的精力投放到创造社会价值增量的行业和公司上面。

因为我们内心觉得这个资本市场不是一个零和的赌场，它是一个企业创造价值，投资人去分享收益的市场。社会在向前发展，哪些行业、哪些公司正在创造巨大的价值，未来还会创造巨大的价值，我们必须要把更多精力，更多时间，更多的研究花在这个上面。

Think Different

另外一点，我们需要独立思考，Think Different。一定要和其他人想法不一样，要勇于站在大多数人的反面，要勇于挑战权威，要藐视权威，我们只要尊重事实。好的投资人必须不断回顾，不断客观拷问自己，去学习，去往前推进的过程。我们看到即使是在投资界这么成功的人士，他说的好像非常正确常识性的话，在中国也不一定合乎国情。巴菲特说汽车行业是一个差的行业，但过去十几年中国汽车行业的 ROE 在 25%左右，盈利持续的增长，它处于成长期，是一个很好回报的行业。

我是理科出身，因为 TMT 行业的研究做得好而进入投资岗位。在 2005 年开始做基金经理时，对钢铁行业这样的夕阳行业有天然的抵触情绪和偏见。事实上从 01 年到 07 年，钢铁行业处于成长期，几乎所有的公司盈利的增长都超过 10 倍。A 股市场从 2200 点跌到 1000 点的时候，钢铁行业却是一个正回报的行业。因为偏见，我忽视了钢铁行业的高速成长期，对组合的表现形成不利的影响。我们需要不断地回顾，去看看是不是因为下意识的偏见导致认知与现实世界发生了重大的偏差。

大家知道在 05、06 年金融改革时，银行业做出了巨大的转变。国有大银行改制的时候，邀请一些国营企业参加，我们的企业却是避之不及的态度，社会普遍的共识是中国的银行就是垃圾。银行在香港上市时，有些同事认为中国的银行在香港如果超过次年 1 倍 PB 发行简直不可能。最后的结果是，美国的大金融机构积极参与了中国银行业的股改，都获得了巨额的回报。然后许多当时不看好中国银行业、净资产也不愿意买的人却跳出来，说金融部门、监管部门在卖国。说银行是高估和贱卖的，往往是同样一批人。

评判别人，批评市场是很容易的。但拷问自己是非常困难的。中国银行业其实经历了国企改革和股份制改制后，相比历史确实是脱胎换骨。朱镕基总理所主导的国企改革是中国国营企业生产率提高最快的阶段，在很多行业都发生。当时是中国国营企业相互竞争最激烈的阶段，在那个时期，国营企业根本不像国有，比西方自由市场经济的私有企业竞争更惨烈。

我们甚至看到很多国营企业的员工为了争夺业务会发生剧烈的、恶性的打架斗殴事件，甚至会有人命的伤亡，这是国营企业吗？大家真的是把这个企业当成自己的了？国有企业，垄断行业也存在恶性竞争，有巨大生产力的提高，很多悖论在中国都在发生。

从长远视野看超额收益的立足点

中国资本市场会不会持续存在缺陷和无效率的地方，这是我们获得资源的来源。中国是一个有广大参与者的资本市场，机构投资者占比很低。而且大多数参与者都有非常高的短期收益预期，这种做法一定会扭曲这个市场。不管是过去、现在，还是将来。而且即使是机构投资者，因为委托代理机制的原因，因为考核的原因，同样会形成非常多的扭曲，让机构投资者必须关注短期的业绩，很难做出一个长期的思考，或者长期的投资。

此外我们也会看到，当人工智能和机器学习在投资行业逐渐广泛应用的时候，它会对市场短期之类信息的收集处理能力大幅度的提高，也会让我们短期市场的有效性大幅的提高。我觉得以量化为代表的这种交易方式，会让人工智能得到一个很迅速的提高。构建模型的能力，收集市场更多非结构化数据的能力，也会提高很多。

这个过程都会让市场短期效率提高，但对企业的长期发展仍然难以评估。我们需要从更长的视野，能够对企业长期的发展做出判断，这是我们获得超额收益的立足点。

最后，有一个体会。中国是一个巨大的经济体，本质上来说就是世界第一大的经济体。我们几乎所有的产品需求或者服务，都占了世界的 $1/4-1/3$ ，这样一个大国提供了很多的机会。我们看到过去 30 年，甚至更短一点时间，从 2000 年以来，过去 15 年，产业的规模变得非常庞大，中国有无与伦比的规模优势。同时大多数行业都走过了一个前所未有的陡峭的学习曲线，在很短的时间之内，中国企业的管理水平、生产率水平、甚至是研发的能力都是一个急速提高的过程，我们生产率提高的过程是最快的。

这个过程对投资人来说会带来巨大的机会，因为它浓缩了产业发展的时间段，会带来巨量的价值创造和价值增长，也会带来资本市场巨量的回报，这是大国的幸运。现在来看即使非常多的产业成熟了，但因为有这样巨量的经济体，以及非常全的产业配套，这种环境会极大有利于新企业、小企业的发展壮大，甚至成为一个个行业的巨头。

这是一个资本市场持续发展向前的动力，往前看的话，我们仍然有很好的机会。因为我们学习的时间，可以选出赛道，观察出优胜者。在这样长长的赛道上，享受优胜者创造的价值。

这是大国的幸运，也是对中国投资人来说非常幸运的地方。

高毅投研内训 3 | 邓晓峰：深度研究，从市场认知偏差中发掘大机会

本文为高毅资产首席投资官邓晓峰和研究员团队的投研分享讨论会的部分纪要。讨论时间在2016年10月。

邓晓峰：

谈谈我的研究体系。

1、时间更多花在增长型行业、体量大的行业上，是投入产出比相对高的做法。

增量永远比存量好做，增长型市场的投资比存量市场的投资更容易、更轻松。体量大的行业，犹如大海，无风三尺浪，机会更多。

2、做研究时，需要经历由少到多，再由多到少的过程。

刚接触一个行业时，资料会越看越多——需要了解行业发展的历史，了解发达国家先走过的路，发达国家现存的状态，了解我国处于什么状态、什么阶段。这方面，国外相关著名公

公司的传记、创始人的传记、行业的传记是最好资料。这些资料可以帮助我们代入当时的历史环境，去理解产业、理解竞争，建立对行业的总体认知。

随着对行业的积累越来越多，逐渐抽象和总结，把行业的属性定义出来，把自己对行业的理解提炼出几个指标或参数；与行业内人士探讨和请教，完善自己的体系；最后通过这些指标和参数去判断这个行业的发展、预测这个行业、根据现实的情况去修正观察体系和重点指标。

先把行业变厚，再把研究变薄，这是我自己的一些体会和经验。

3、对优秀公司的长期跟踪。

成功的公司本身就是竞争选择的结果，成功是有原因的。观察成功公司的商业行为，可以站在巨人的肩膀上，在最优秀人智慧的阶梯上理解行业竞争、理解商业行为。世上的事情，知易行难。但作为投资人，纸上谈兵又是容易的，思维上的代入和演习是轻松的。我们可能做不到，但可以训练到知道怎么做。**对优秀公司的长期跟踪是行业研究的捷径。**

而且，优秀的公司在整个投资生涯中提供的投资机会更多。即使在某些阶段错过了，未来还会给你机会。对优秀公司的研究和跟踪是一种积累。

4、问题是研究的方向。市场永远有分歧，这些争议指出了研究的方向。如果研究能够回答这些问题，发现市场的偏差甚至谬误，机会自然就来了。

下面就谈谈汽车、家电。这是两个挺有意思的行业。

十年来，这两个行业的 ROE 都很高，利润持续增长。从投资回报来看，家电行业特别出色，美的、格力过去十年年化股东收益率约 30%。汽车行业稍差，主要是标的原因，因为国内汽车行业目前还没有走出像美的、格力这样具有竞争优势的公司，没有能够在产业上升的过程中一路走来。汽车业是不同的公司在不同时间段提供不同的机会。这两个行业都是 ROE 高、估值水平低，盈利持续增长。从投资的角度，这样的行业容易创造超额收益。

家电行业最大的好处是竞争格局清晰,长期看更确定,弱点是行业基本成熟,成长空间受限。

汽车行业的坏处是竞争结构问题,战场的胜者没有确定,并且参与者太多,中国整车企业目前还不具备竞争优势;好处是行业足够大,市场还在增长,未到达渗透率见顶的阶段,市场有空间,行业回报高。

汽车行业 02、03 年经历第一轮快速发展,当时增速 60-70%。但当时产能的增速比需求更快,导致 04 年到 05 年行业进入调整。机构投资者看这个行业非常负面,一是因为在中国没有优势的自主整车企业,二是简单地认为这是一个属性很差的周期性行业。

(1) 汽车业重资产,巴菲特说过,四个轮子不是好生意;(2) 美国三大汽车企业的市值都很低,中国的汽车公司的市值空间在哪里?(3) 中国车价虚高(高于国际水平),行业盈利不具有可持续性。

我们带着这些问题去看汽车业的发展历史,观察美国、德国、日本汽车业发展的过程,最后发现,市场的共识存在很大的偏差。

第一点,这个行业资产很重,回报率不高的问题。上世纪初,美国汽车作为新兴行业发展起来时,外部配套不完善,大公司的主要零部件需要自供,早期的垂直一体化是一种优势。巴菲特观察汽车行业时,正好看到零部件供应社会化之前的状态,这个阶段其资产特别重。但是在中国,整车厂和零部件公司高度社会化分工,整车厂资产轻,零部件资产重,数据显示,整车厂的固定资产周转率能够做到 5-8 次甚至更高,这是一个很高的水平,但是零部件公司能做到 2-3 倍就非常不错,有的往往只能做到更低的水平。以周转率来观察,整车行业实质是轻资产。

第二点,这个行业的大公司尤其是美国的公司市值很小,这个问题如何解决?翻阅这些公司的历史,发现一个很有意思的情况,从汽车行业诞生一直到 60 年代,这些汽车公司基本都是当时美国分红最高的公司,我们看到 2000 年的时候 300 亿美元的市值是残值而非公司

的现值。在整个发展过程中，这个行业创造的回报是很高的，尤其是 20 年代至 50 年代，汽车行业的分红往往是排名第一。这也解决了中国汽车行业的公司是否有市值空间的问题。

第三点，中国车价高，毛利虚高，生产率低的问题。早期，我做了研究，把所有汽车行业的公司，那时候主要是合资厂，统计了 00 年至 05 年的数据，计算了所有公司的固定资产周转率、毛利率，发现一个挺有意思的现象。**5 年间，这个行业从高毛利率低周转率——高价格的盈利模式，转向了合理毛利率超高周转率——高生产率的经营模式。**以上海通用为例，2002 年当时别克的车价虚高，车价 30 万以上，毛利率超过 35%。但是它的周转率低，当时 60 多亿固定资产，年销售不到 200 亿，固定资产周转率不到 4 次/年。到 2005 年，毛利率下降到 20-25%，固定资产周转率上升到 10 次/年。车价的降幅超过 30%，但固定资产周转率提高 150%以上。扣除 5%销售费用率、5%管理费用率之后，还有接近 7-10%的净利率，这是可以持续的状态。**在盈利最差的 2003 年，上海通用的 ROE 仍有 25%，好的年景 ROE 是 50%以上，甚至有时候到 100%，这是一个回报超高的生意。**现阶段，中国车价与国外的差距，基本集中在税的方面，我们有 17%的增值税、10%的消费税。

市场的共识与实际的情况存在明显的偏差时，这种认知的偏差会创造巨大的投资机会。尤其是这个行业本身的 ROE 非常高，企业持续创造的高利润，而市场给的估值水平又非常低时。

行业估值不提升，企业的盈利和增长已经能为投资者带来足够的回报了。其实这几年家电和汽车的投资一直在走这个路线，这两个行业的估值都没涨，它们的市值和盈利在不断上涨。

汽车行业更麻烦些，因为很多公司之前都是一个很小的母体，随后逐步收购资产，因而延续性和可比性没有那么强，导致股东回报没有那么高。但是**如果行业本身仍处于增长期，渗透率没有到顶的话，这种低估值反而会成为“长期饭票”。**因为市场给的预期和估值是低的，但事实上行业的增长好于预期，部分优秀公司做的更好，经常出现爆炸式增长，机会就更突

出了——低估值叠加高增长。我们研究员如果能够把这种大的行业跟住的话，你会发现有非常多的投资机会。

下面我们来总结如何对汽车这个行业进行跟踪。

汽车行业属性：

(1) 纵观汽车产业链，从零部件到整车厂到 4s 店，整车厂是核心，它是整个产业链蛋糕的划分者。整车厂对零部件厂而言是甲方，可以占款。对销售端而言，4s 店其实是汽车品牌的附庸。看这个行业这么久，4s 店从生意模式上总体是很苦的生意。只有当需求超过产能供应、客户要加价买车的时候，4s 店才会有会过得好些。时间稍微拉长，这个生意一定只能获得一个相对比较差的回报，因为总体上它是受整车厂控制，利用甚至是盘剥的一个环节。完整看下来，整车厂是整个行业的核心，是整个产业链条的分配者。我们投资行业或者投资公司，首先把行业链条里的龙头或者利益的分配者找出来，然后再找到利益分配环节中最强的公司或者阶段性最强的公司。

(2) 产能利用率是很重要的指标。全球来看，产能利用率基本在 80% 以下，一般 70% 多，车企往往盈利比较艰难，但是中国的主要车企产能利用率基本在 90%-100% 之间，这是全球一个例外的情况，因此在中国汽车行业回报率比较高。这个指标比较好观察，因为工厂的建设计划及产量都容易观察。

(3) 经销商体系的库存水平。观察竞争强度在销售端有一个明显的指标，渠道的库存。如果库存高了，资金压力的存在，一定会导致 4s 店削价，即使整车厂有约束，也无法抵挡 4s 店主动的价格竞争。我们经常观察汽车 4s 店的库存水平，如果库存偏低或在正常水平，4s 店压力不大的时候，整车行业的利润往往处于一个好的阶段。如果 4s 店的库存系数长期处于比较高的水平，比如超过 2（库存相当于过去 2 个月的销量）的时候，终端往往会主动加

大折扣卖车。零售渠道利益受损，为了让销售系统可持续，整车厂一般会通过种种方式扶持4s店，牺牲厂家利润帮助渠道生存。**零售的库存是整个行业利润的先导指标。**

(4) 终端价格的折扣。终端的折扣是最直接的观察指标。从上面几个方面基本上可以把握行业的冷暖，不需要通过内幕消息即可把握行业的情况。从这个角度，我个人觉得汽车行业还是一个比较好观察的行业。

最近几年以来，卖方的汽车行业研究水平提升得很快。要从研究员上获得超额收益，**赚 alpha 已经比较难。但是，专业机构对这个行业的偏见或者说误区一直存在**，从我们的交易对手层面来看，alpha 的机会依然显著。这是我对这个行业的生态体系观察之后的体会。

各位研究员本身的素质非常高，但是有没有达到一个极端的状态？我希望大家以后能达到这样一种状态，把一个行业通过几个指标提炼出来，**抽象成一个简化的模型**。如果能够把行业浓缩到简化模型的阶段，研究效率会提高很多，效果也会好很多。在研究过程之中，大家有问题有争议是最好的，因为**所有的问题和争议都是研究的方向**。当你把争议一步一步剖开，抽丝剥茧然后细化下来去判断对错的时候，你会对行业和公司的认识又更进一步。所以，大家平时争论更激烈一点可能更好，观点越“极端”越好，“极端”的过程是大家对行业的理解更深的过程，鼓励大家探讨公司时更加激烈。这个过程不是意味着我是对的别人错了，我胜利了别人输了。最好你能够失败，因为在这个过程中其他人的质疑能够帮助你把问题研究得更清楚。尤其是我们选定的目标、选定的战场是一个很大的战场，是一个有很大空间的行业或者机会，你把问题想清楚，以后就能更好地把握投资机会。我们内部之间可以更坦诚一点、更激烈一点，讨论不要彼此照顾面子，大家相互之间都可以质疑，质疑是为了把问题研究得更清楚。所有争论的过程都是相互学习的过程，大家都各有所长，争论多了大家才能成长得更快。

问答讨论

(注：以下参与讨论的基金经理还包括：王世宏高毅资产董事总经理；邱国鹭高毅资产董事长等。)

1、王世宏：4s 店的零售库存、行业产能数据如何监控？

邓晓峰：汽车零售库存系数是行业协会每个月发布，一般是除以过去一个月的销量。一般来说，数据显示中国的零售体系效率很高，欧美发达国家库存系数一般都是在 2 以上或者更高，中国的库存系数一般来说在比较低的水平，1.5 以下一定是健康指标，2-2.5 是比较麻烦的时候，2.5 以上压力巨大。淡旺季要单独看，淡季（每年 6、7、8 三个月）是库存系数高的时候，旺季库存系数最低。中国到年底的时候发奖金，汽车是耐用消费品的支出，居民通常年底买车，这是消费的自然季节性。尤其越是低端的车型，淡旺季波动越明显。如果目标是三四线城市偏低端的车型，波动越明显，反而是高端车型，全年销量总体而言波动没那么大，尤其是 20 万以上的车波动稍小。

产能数据更好统计，每个公司的工厂的产能、产量如何都是公开的，随便哪个研究员都能提供。乘用车肯定是走到中后期，新车销量的增长估计还有 5、6 年，之后将彻底变成周期性行业。但是新能源确实刚刚打开。从这个角度，我们明年一定要把零部件全部过一遍，哪些是新能源汽车零部件，中国的很多零部件供应商过去在全球的供应链体系的比例挺低（当然福耀是个例外），他们这次在中国本土的供应链做好之后，后面在电动化的过程中还有机会进入全球供应链，这里面机会是很大的。

王世宏：每一年很牛的汽车厂都不太一样，除了实时跟踪产销量外，是否有方法进行提前预判？

邓晓峰：提前预判挺难，这个行业确实是跟踪的做法。在几个转折点的时候多注意一点，每年 2、3 月份开始，前一年的旺季过后到第二年开始，如果此时库存系数比较高，之后行业

压力就大了，因为跟着到年中的时候是淡季，这种时候就比较麻烦，如果淡季库存系数比较低，之后就不用担心，后面半年到全年整体的需求都会比较好。

2、王世宏：各个车厂的新车型和一些原有的车型，哪个会卖得好，如何进行判断？

邓晓峰：一般要月销 1 万辆以上，才能盈亏平衡。爆款车其实是比较容易找出来的，这个行业做得好一定要出爆款车，平庸的产品赚不了钱。爆款车往往都有特色，基本上你一眼就能看出来这个车卖得好，有很多在当时的环境中很突出的指标。我们来回顾一下爆款的过程，中国国产 SUV 的爆款。第一个，哈弗 H6，10 万左右的 SUV，无以伦比的一款产品，性能很均衡，品质稳定小毛病少。当时其他的合资竞品都在 15 万以上，价差很大。5 年的生命周期走下来到现在这么大的量。当时所有的自主品牌与长城都有质量和稳定性上的差距，它基本上是一枝独秀，这是爆款的一个例子。第二个，CS75，算半个爆款，是当时第二个出来合适的车，外形特像路虎，我觉得他的爆点就是特像路虎，很多人被这个爆点吸引，当然也正因为主要是这个爆点，它不能成为真正的爆款，没有到达 3 万、4 万这样很惊人的月销量。第三个，传祺 GS4，一看明显就不像是之前的自主品牌车，用料和零部件都是合资车的水平，价格低性能还很好，因为广汽做代工厂多年，具备这个能力。没见到前，我们确实不知道它会是爆款，也是当你看到这个车，你就会觉得确实是挺吸引人，外形类似，加之低价格，只有一些小毛病，这是它的特点。

研究员：后面几款爆款车相对来说容易判断，可能最难的是当年哈弗 H6，国产，大家可能觉得中国人做不好。如果我们往后退几年，站在长城刚出来时去判断是比较难的，这两年可能会容易些？

邓晓峰：当时判断其实是很容易的。长城的战略是很清晰的，它的车性能很均衡，采用田忌赛马式的战略，它是用 SUV 去打合资的轿车，适应消费升级的过程，而且当时环境下没有替代品。轿车向 SUV 升级大潮，只有长城最早最坚定地把握，其他企业都在观望，这是它

很幸运也一直很坚持的地方。大势如此，你抓住了风口。当时其他所有国产车 SUV 都做不到毛病这么少，性能这么稳定，竞品 S6 与哈弗 H6 是同时出来的，刚开始三个月销量就到 8000 辆，接着到 10000 辆，销售爬坡比长城还快，但是一年之后差别就出来了。

王世宏：听起来就一句话，性价比高。车的质量好、价格还这么低，为什么非得做出来、看到了、用上了才能感受到？生产的过程中如果预先得知东西好、成本不太高，还有利润，为什么车厂不能预先判断？

邓晓峰：从两个角度看。这个市场里真正有两个参与者，合资厂和自主品牌厂。合资厂没有做出来主要是因为他们不想自相残杀，它所有的动作都是在打破自己原有的产品体系，所以它们一直不愿意这样做，原来有中级车、轿车这些体系，就不愿意把已有的基石挖掉。自主品牌面临的是能力问题，之前大家没有能力做到，但是随着时间的推移，自主品牌的能力越来越强。

3、王世宏：目前整车企业估值普遍偏低。是因为车型不确定性的问题给不了高估值，还是这个估值体现了市场存在比较大的偏见？

邓晓峰：汽车股的低估，从过去 5 年来看，主要是对行业认识的问题，过早担心行业见顶，进入红海，整个行业的利润会往下走。这个担心之前肯定是错了，10 年前大家就开始担心，2005 年那时就是这样子。那时港股市盈率低、A 股市盈率高，A 股从 20-30 倍市盈率降到 5、6 倍市盈率的过程中，港股市盈率就在 5-10 倍晃动，所以港股的回报率更高，因为没有 PE 压缩的过程。现在这个阶段，港股和 A 股的 PE 都已经压缩了，**主要看什么时候行业整体的利润开始进入缩小的阶段，我觉得这个过程整体可能还需要更多的时间，现在还没到时候。**

研究员：过去那样高性价比的 SUV 车不是特别多，现在各个车系越来越多，大家可能会价格战、促销、费用增加，这些主流的长期高 ROE 的生产商有可能就会下去？毕竟竞争格局

与空调没法比，不像空调就两家大的公司，汽车的车型迭代速度比空调快很多，这种竞争结构下产品的生命周期可能会短一些。这可能是压低估值的一个重要原因？

邓晓峰：是。所以这个行业目前的竞争结构决定了它竞争格局比家电差，参与者太多。

邱国鹭：相比其他行业，这个行业的好处是，需要工信部的审批，中国汽车产能的扩张相对比较有序。

研究员：主要是行业的增速一直在，并且 SUV 渗透率的空间还存在，过去几年 SUV 渗透率的提升速度非常快，目前已有 40% 多，明年提升至 50% 左右可能就到天花板了。

邱国鹭：我认为核心的是，以后 3-5 年自主品牌的崛起，有可能会像小米、OPPO、vivo，到了一定程度然后爆发。第一点，合资不愿意在 10 万-15 万价格上这么多产品，因为这样会打击自己 25 万元、30 万元的车。第二点，车载电子设备要把价格降下来需要尝试一些新的供应商，而合资的供应链体系是不允许这样做的。第三点，合资的审批流程很长，遇到一点小事情就要跑到美国总部、德国总部去审批，所以在采用新设备方面永远跟不上自主品牌厂商。

邓晓峰：从 SUV 以及新能源车这个大的转换周期来看，整个合资体系反应太慢了，决策链条长。尤其是自主水平提高后，竞争对手变了，他们跟不上节奏。

自主品牌发展的目标是不停往上打破价格天花板。如果不能打破价格天花板，这种公司就没有前途。因为社会的进步太快，其他自主品牌上来会把下面的利润池一个个都干掉，只有往上不断冲击合资品牌的价格带，把价格带捅破，用新的竞品去获得高利润。看全球汽车行业的特点，利润主要是在豪华品牌，20 万元以下的车在一个成熟社会是很难赚钱的，大家都是赚到高端品牌的钱。

邱国鹭：丰田和本田在日本成长期间也是大牛股。而且丰田利润率长期高于宝马，宝马大多数钱是 3 系赚的，而不是 7 系赚的。真正高端车往往是入门级豪华车（轻奢品）容易放量，

大概三四十万，是个比较好的利润点，既有利润可赚又有量。另外，也取决于自身的供应链体系和流程管理，丰田发展好时净利率长期能够接近 10%，而宝马一直在 5% 左右。广汽学丰田、本田的制造工艺，在自主品牌如传祺的质量比其他要好。

4、王世宏：过去几年 A 股、H 股汽车股的市盈率、市净率都和地产股差不多，但是感觉汽车应该比地产稍微好一点儿？

邓晓峰：汽车好很多。这些公司的净现金非常多。另外，大家弄错的一个原因是人力成本占比在中国特别低，老美当年三大汽车工会搞得比较惨时，人力成本占比都能超过 10%。

邱国鹭：很多退休金，很多退休工人需要养。

邓晓峰：中国人力成本占比非常低，劳动生产率提高得非常快。在挑选好行业坏行业时，我过去采用一个指标，增加值是如何分配的。发达国家国民收入的分配一般是劳动者报酬（包含税收）占 2/3，资本占 1/3。看一个公司的人力成本占企业利润及交税比例，如果人力成本比例比较低，生意模式相对好。如果人力成本比例很高，对投资来说，本身就是较差的生意。人力成本密集的行业，从长期看，资本的回报率相对较差。汽车和家电，生产率水平、人均创造的增加值很高，算是可以容忍劳动力成本上涨的行业。因为社会往前发展，中国的人均收入水平上升，人力成本提高是一个必然的过程。我自己看行业时，通常计算一下整个价值链的利益分配，先看人力成本多少、企业税收多少，然后再看后面空间是否大。如果公司本身人力成本占比特别高，说明对人力成本特别敏感，人力成本稍微涨一下，企业利润就没了。汽车行业的好处是，中国基本回避了德国、日本甚至美国的掣肘，我们一直保持着一个很低的人力成本结构。我们在利润好的时候，没有搞长期 payment 计划，最多只是当期多发奖金。美国特傻的是，一开始和你把未来几十年的条件谈好，成本刚性，不能适应行业成熟期的发展。这也是中国资本家比较“坏”的地方。

5、研究员：家电是个数据比较公开的行业，其他一些行业数据没有如此公开，该怎么办？

邓晓峰：那只能找相关性、找背后的驱动力在哪里。这几天和研究员讨论 CDN 行业，这个行业本质上是流量的生意，从电信运营商那里买来带宽，然后用统计复用的方式卖给下游客户，这个生意的特点大体上是这样。现有业务结构的成本是什么样取决于电信带宽的价格，中国电信业带宽价格还有一个特点是地区差异较大，譬如在上海 1G 的价格和嘉兴 1G 的价格可能是差异巨大的，这种节点本身成本上有差异化、存在可以套利的地方。很多下游的用户不是 24 小时在高带宽运转，不同时间段有不同带宽需求，如果不同时间段复用做得好，赚的是效率的钱，这是这门生意的一个特点。这个生意收入的增长来源于流量，如果统计的话，看一下每年流量的增速、电信运营商收入的增速，找电信运营商去了解一下是否有指标可以跟踪。找关键指标时，有时候可能要花几个月甚至几年的时间，想不出来就先不想了，说不定哪天就豁然开朗了。

我个人的体会是，对行业的认识，可能要花一年两年甚至更长的时间，一边看一边慢慢培养感觉，某个时候豁然开朗。看行业的基础资料，参加行业的研讨，听别人是怎么讲的，培养感觉，至于什么时候自己豁然开朗急不得。

6、研究员：能否具体分享一两个过去成功投资的股票？

邓晓峰：我以前在公募期间赚钱多的其实是电力股，有一只股票，赚了二三十亿。当时为什么会觉得这个生意很好？公司下属的一个水电站大约在 2002 年建成，2009 年准备注入上市公司。它是 135 万千瓦，投资 80 多亿元建成，当时我看公司报表突然变成总资产只有 40 亿，借的银行贷款还有十几二十亿，具体数据目前有些忘了。当时看到这个我就觉得很有意思，这个子公司运转这么多年，每年利润 70-80% 分掉，最后变成总资产不断缩小。我估算了下，到 2012 年左右时，子公司会把债务全部还完，成为一个没有负债的公司。想想这个生意，最开始 20% 资本金、80% 负债，10 年之后就没有负债了，不考虑分红，仅从投入资本的角度，至少可以赚 4 倍；如果总资产回报率挺高，比如到 9%，目标只有 6%，那

么可以赚 $4 \times 1.5 = 6$ 倍。水电这门生意很简单，只需计算几年把负债还完，生意本质是项目资源+杠杆的生意，但是高回报。

邱国鹭：这有资源独占性。

研究员：高杠杆赚利差。

邓晓峰：赚的就是杠杆的钱。尤其如果这些项目在中后期进入，市场给价格的时候是按照

EPS 给价，不是按照 DCF 给价。前面几年培育的时候别人痛苦地承受，等到你进入时是直接享受 EPS 或者利润增长的过程。这些生意确实是时间的朋友，越往后就像陈酒一样，越酿自己越舒服。当时这个水电站还不算一个特别优质的项目，都能发展如此好，当然后来是因为运气，它的上游修建了一个大水库，结果它一年的发电量多了 10 亿度，按 1 度电 2 毛钱计算，即多了 2 亿元收入。

研究员：公司 14 年涨得很好，当时的催化剂是什么？

邓晓峰：主要是盈利增长，正好到盈利爆发的时候。如果按 DCF 计算早就应该出来，但是它的利润是那时候正好显示出来。

王世宏：这种生意如果系统性地做，就可以赚很多钱。所有的初期投资一个巨大的固定资产、产能利用率缓慢提升的生意，都有这个特征。前期投了很多钱，产能利用率低的时候涨一点，产能利用率升到 60-70% 的时候，有明显的盈利了，股价就开始涨，一直升到 100% 时，盈利到顶，股价也涨不动了。这种生意挺多的。

研究员：刚才邓总讲的电力和汽车都是当时市场给的估值特别低的行业，包括汽车虽然行业比较好但是这么多年估值都不高，想问一下，您这边是否有 PE 高于 25 倍买入然后获得较高投资收益的案例呢？

邓晓峰：行业的发展方向和商业模式比较重要。一定不是把绝对的市盈率高低作为投资的依据，这只是一个参考指标。我更喜欢从企业自身的价值创造和发展的角度来看。06、07 年

时买了一家做金融 IT 的公司，当年它的市值是 15 亿左右，买了 100 万股，总股本 1%，当时只是一个很简单的想法：它作为基金公司独占性的 IT 服务商。遗憾是卖的太早，牛市一来行业本身的成长超出了想象。买入股票时市盈率并不低。投资是向前看的，尤其是当这个行业起来时本身拥有巨大的空间时。这种股票往往太早卖出去了，无法想象最后会成长成这样。

8、研究员：邓总您平时管理基金，还能跟踪这么多行业，主要是因为这么多年积累下来的简化模型、关键指标，还是有其他很好的方法？

邓晓峰：如果真的看到好的行业好的公司，就记录下来，隔段时间拿出来看一下。这是最有效的研究方法，让你过去投入的时间在未来有价值。特别是这些行业本身体量很大，又有一批不错的公司，这样你会变成一个总体上有积累的做法。即便这样，也是看不过来，所以还是希望大家一起努力去看很多公司比较好。

如果真的找到产业的方向有巨大空间，并且行业内优秀的公司已经跑出来，就不要轻易放弃对这些公司的跟踪和研究，即使当时没有买也不要紧，如果这些行业真正有发展、有空间，以后迟早会有机会的。其实很多行业发展的第一波我没把握住，没挣到钱。对我来说，许多行业发展第一波属于学习的阶段，这个阶段要看懂、想清楚，只要产业的发展还有没有到顶，真正有空间的行业或者优秀企业一定会再次给你机会，而不是做完一轮就没有了。第一轮选出赛道来了，公司经过自然的发展也选出来了，这时候我希望能把握住。

做一级市场和二级市场最大的区别：一级市场怕买不到，因为这个市场是 private 市场，二级市场怕买错，根本不存在买不到的问题，只要你真正觉得有空间，随时都可以买。二级市场千万不要担心机会一旦错过，就再也赶不上而终身遗憾，根本没这回事。回过头分析，基本上所有的公司都会给你机会，只要这个行业这个公司是有前景的、仍在发展的。我做投资

组合时，总体希望保持较高的胜率，整个组合里买的股票要保证赚钱的数量远远多于亏钱的数量，而且亏钱要尽量亏的比较少。万一错了，做好控制，这样长期下来回报会比较高。

9、研究员：您刚才讲解了很多对于行业、公司的分析，能否谈谈您对股票市场的波动有什么看法和认识？

邓晓峰：市场既有效率也无效率，主动管理的投资人要利用这个市场，无效波动时发现价值，市场有效时实现价值。通过研究可以获得超额收益。

10、研究员：请邓总分享一下仓位比较重的持股里面持股时间最长的标的。在企业成长过程中，因为市场的原因或者企业自己的发展周期的原因等会产生一些波动，这种波动什么情况下要把握，什么情况下不用考虑？

邓晓峰：早年管理组合时经验不多，也比较冲动，后来反思是有问题的。早期可能一发现某个公司很好，非常激动，一下子买很多，结果发现买多了、买早了。目前的做法是保持跟踪的状态，觉得不错就保有基本的仓位。发现基本面的驱动在之后半年、1年非常明显的时候再提高持仓比例，这可能是更好的做法。因为公司盈利或者基本面的驱动告诉市场，让它的价值被发现。总体上，希望我们能够先于市场发现机会，但如果领先太早会让人很煎熬。

过去几年，投资银行界，很多时候就处于煎熬的状态，我是逐渐理解了银行的商业模式，觉得确实有机会，但市场很多时候因为这个行业过于复杂，天然给其折价，因为大多数人都看不懂。在选择这种特别复杂、常识上容易一拍脑袋就下个有偏见的结论，这类目标时，需要更关心基本面的驱动何时更强劲。

而消费品的投资总体还好，因为大家对这个行业的共识性比较强，所以做左侧或者反向相对比较容易，我们只需要观察到基本面稍微出现见底迹象的时候，可能都是投资很好的时候。

但是有些行业，大家天然有负面看法，形成思维定式，我们需要在有效的信息更明显，让市场不断受到正面信息提醒的时候去做投资。

所有的企业发展过程中都有起伏，看是整体环境的变化还是自身的问题。如果是行业从成长期进入成熟期甚至衰退期，必须要重新回顾基本假设、对企业的看法要调整，需要更多考虑商业模式问题。如果是自身的问题，看看为什么发生变化，是根本的竞争力问题，还是经营层面的波动。经营层面的波动可以更宽容些。

11、研究员：之前我们听冯总（注：冯柳）分享过他的投资方法和思路，和您的出发点有较大差别。您是否可以点评一下？

邓晓峰：冯总总结得比我好。研究员和基金经理有差异的，跨越往往很艰难。或者说，做一个优秀的基金经理和做一个普通的投资人差别很大，好的基金经理都要有在市场生存的技能。我很佩服冯总有一套很好的适应市场的技能，往往冯总买的东西已经让市场自身化解了风险，即便发生意外对他的投资损失也比较小，如果一旦成功，回报比较高。这是我从冯总那里学来的，还要多向冯总请教这一块。

我是另外一个路径，人都是路径依赖的。当我开始真正管理组合时，管理的是社保基金，模式上是关注业绩基准，找行业和中股的阿尔法，一个一个行业慢慢来。高胜率、广覆盖、低损失。做的决策更多的话，我积累的超额收益会多些。哪个战场不利，我就先退出来，然后找其他的战场。我喜欢花比较多的时间去积累比较多的基本盘，然后在不同的时间段用不同的基本盘去适应市场，当然要做有增量的市场、有机会的市场。

这是根据我自己的经验总结的一套，但其实每个人都有不同的路径。早年，组合管理和研究是体力活。05 年刚开始管组合时，把公司年报、基金的季报年报等资料都全部看一遍，既观察市场又观察行业，这些看多了之后就会对生意模式有感觉，对比不同生意回报率有图谱。

但这个过程会把也把自己弄得比较极端，太关注商业模式。TMT 的公司我为什么投的少？

因为我看多了之后觉得生意模式很差，回报率不一定高。后来反思为什么会失掉这些机会？

因为忽略了增长本身的机会，所有行业在发展、渗透率不断提高时也会涌现很多机会，这个

时候,增长是主要因素,商业模式退到次要位置。现在比过去,我会适当扩大范围。总体上,是盈利增长驱动导向,从基本面去寻找机会。

邓晓峰 2016 致投资人的信 | 中国经济新常态下的主题：从简单数量扩张到效率提升

高毅晓峰岁末致投资人

尊敬的投资者,

年年岁岁相似,岁岁年年境不同。2016 年是充满意外的一年,也是颇具挑战的一年。国际社会黑天鹅频出——英国意外脱欧、川普当选美国总统,上半年世人还在惊叹欧洲和日本坚定地走向负利率,黄金作为避险资产饱受追捧;年底川普当选后却峰回路转,通胀预期抬头,黄金被弃如草芥。与此同时,国内市场也经受考验,年初 A 股市场熔断,股灾 3.0 上演千股跌停;岁末却是债市市场风暴、国债期货首次跌停。

每一次时代的更迭,每一轮浪潮的交替都会在人们的不经意间到来,然后以一种出乎绝大多数人意料的方式展开。这一次,从哪里来,又到哪里去?

组合回顾：沧海横流拾遗珠

1 月的熔断,我们也猝不及防,但之后的应对尚属有效:我们一方面调整了组合的结构,将投资更多地集中在确定性最高的消费品行业上,并在下跌过程中逆向加仓;另一方面增加股指期货对冲,把净仓位控制在平稳的水平。期指对冲可以看作是比较昂贵的保险,因为基差的存在,以及指数的逐渐回升,年化成本较高。但我们认为,市场恐慌性的调整提供

了难得的机会，通过优选个股获得的超额收益，我们不但弥补了期指的亏损，还获得了正超额回报，为组合在波动的市场中实现了净值稳健增长。

回顾 2015 年的牛市，它是以互联网为主线，中小板创业板为主战场，叠加杠杆资金推动的结构性牛市。主线之外，许多优秀蓝筹公司表现并不过激，尤其是以消费品行业的公司为代表。三轮股灾中，市场表现为整体性下跌。**结构性牛市叠加系统性下跌，必然孕育结构性机会。这些结构性机会集中在去年牛市中表现相对较差、盈利质量高的优质价值型公司**上，在以白酒、家电、汽车为代表的消费品行业和率先走出坏账高峰的长三角地区城商行上，这些优秀公司坚实的基本面和极低的估值水平给了我们充足的信心。基于这样的判断，我们坚决回避了高风险的资产，并敢于在下跌的市场中逆向加仓以消费品为代表的优质公司，获取了确定性较高的回报。

经济环境：艰难困苦玉汝成

我们在今年观察到经济出现了走稳的迹象。2011 年以来，中国企业在被动和主动地适应低增长的环境。改革开放三十年，增长是主旋律，市场奖励进取的企业家。企业从发展模式、组织结构上是为增长做准备的，成本增长具有刚性和惯性。这也导致企业利润对收入增长非常敏感，收入增长的下降往往导致企业盈利的下降，而大家对增长放慢是不适应的。最近几年，事情逐渐发生变化。2011 年的宏观调控和紧缩，民营企业贷款困难，被迫收缩。近两三年社会对经济的悲观达成共识，加上中小企业经营困难，大批缩减规模或退出，制造业投资增速不断降低。五六年下来，企业逐渐从单纯追求规模扩张走向内部挖潜、提高效率，成本的刚性增长被打破。今年 1-10 月，规模以上工业企业收入增长 3.9%，利润增长 8.6%，出现历史上少有的收入增速下降的情况下，利润增速提高的现象。**企业逐渐适应了新的环境，微观盈利的企稳为宏观经济的走稳打下了最坚实的基础。**

这几年广泛报道的中小企业经营困难，生意难做，本来就是经济体自身进化的过程。

需求环境变了，人工成本提高了，行业内的竞争在加剧，竞争力差的企业被淘汰，效率高的企业在继续扩大份额，行业整体的生产率水平却在提高。当大家都在谈论中国制造业竞争力在下降的时候，中国出口占世界的份额每年仍在稳步提高，从几年前 11-12% 的份额增加到超过 14% 的份额，与第二第三位美国和德国不到 9% 份额之间的距离在扩大。客观数据告诉我们，制造业的整体全球竞争力还在提高，只不过是结构在发生变化，产业在升级。

策略展望：登峰造极待有时

随着人口红利的结束和产业成熟度的提升，渗透率提高的故事大多已经讲完，简单数量增长的阶段结束了，机会来自于效率的提升、来自于市场占有率的提高。赢家将是那些生产率水平最高、管理最优秀的企业，市场份额和利润都在持续向最优秀的企业集中。这将是未来几年中国经济新常态下的主题：从简单数量扩张到效率提升。资本市场也将反映这个大趋势。

展望明年，外部的不确定是最大的风险：川普及其拟任内阁是一个强硬而对中国并不友好的团体。大国之间可能发生一系列激烈事件来试探对方的底线，以达到新的平衡。资本市场还没有充分反映各种不确定性，而一旦市场出现过激反应时，最好的投资机会也会到来。为了更好地应对外部环境，中央政府选择了对内防控资产泡沫，化解金融风险。监管环境不支持资本市场脱离基本面的概念炒作。我们认为，2017 年市场的主线仍然是业绩，是实实在在的盈利增长。

在不确定的 2017 年，我们认为应对比预测更重要。感谢大家的支持与信任，我们将一如既往地尽心竭力，为投资人创造回报。

邓晓峰解读当前市场结构性机会

【摘要】

邓晓峰当前主要判断：

牛市已经过去了，必须降低回报率的预期。但持续双降带来的流动性宽裕仍在，同时股市之外的其他资产回报率降低，使得这个市场又有阶段性和结构性的机会。

邓晓峰当前行业选择：

稳健型机会

价值型公司：金融、地产、电力、消费品（食品饮料、白酒、汽车、家电）、医药

整合型机会

行业整合，内部结构调整，存量中找增量

高景气行业及增长型机会

养殖、航空、传媒、新能源汽车等

Q&A

问：您当前的行业配置是怎么选择的，未来会有什么变化吗？

邓晓峰：我们大部分的配置并不是市场目前的热点。组合在消费品行业的投资相对多一些，其中包括食品饮料、白酒、以及家电汽车等耐用消费品公司。保险、银行、地产、电力等低估值行业的优势企业我们也有配置。另外就是业绩增速比较明显的行业，比如养殖、传媒、新能源汽车等。

之后的配置大体上会呈现一个哑铃型的结构。一类是偏价值型的公司，他们经过了压力测试，绝对下跌的空间较小，盈利比较稳定，明年这类公司有希望达到 10%-20% 的绝对回报。另

一类是成长型公司当中增长明确、成长性强、我认为安全边际比较高的，这类公司也会配一些。

问：成长性行业如果细分一下，您比较看好哪些呢？

邓晓峰：国内大多数成长性行业其实都是阶段性、主题型行业，增速本身质量不高，持续性也不一定强，从商业模式来看也不一定值这么高估值。我会比较青睐内生的增长比较明确、商业模式清晰、管理层做实事而有坚持的公司。对成长型行业，风险控制，选择合适的性价比很重要，从历史的经验来看，整个投资周期下来，机构投资者反而容易在明星行业、明星公司上面亏钱。

问：上半年很火的互联网+等主题，会在接下来有什么表现？

邓晓峰：互联网+的大主题阶段已经过去了。市场对一种潮流，从刚开始的怀疑和犹豫，到逐步认同，再到全社会高度一致、充分发酵的状态，最终到面对现实、不达预期、幻想破灭这个过程已经很充分，走完了。最根本的问题是从商业逻辑和模式上，许多故事并不可行。时间是它们的敌人。社会正在冷静下来实践可行、可持续的模式。所谓一将功成万骨枯，市场上绝大多数故事正在被时间所证伪。如果未来还按这个路径去操作、效果肯定会递减。整体来讲，互联网的增长正在放慢。移动互联网流量的红利正在衰竭，O2O 简单粗暴烧钱的模式已告一段落。大的合并不断发生，年初的滴滴快的、最近的美团和点评、携程去哪儿合并，或者是由于商业模式本身的缺陷，或者是行业需要从存量中创造增量，从结构调整中实现价值。业界正在从烧钱模式走向理性模式。在这样一种环境下，单纯的故事已经无法激发起市场的热情和盲从。我认为，互联网主题重新在国内市场凝聚的共识，可能需要等到战略新兴板开张、等到这一类优质的大型公司回到国内之后才有可能，在这之前只能是阶段性反弹。

问：您如何看汽车和新能源行业？

邓晓峰：国内汽车行业的增速降下来是无法避免的。但同时，合资企业主导的行业还维持着比较好竞争结构和盈利状况，在短期内不会有太大改变，只不过各家不同的车系之间会有一个此起彼伏的过程。

新能源汽车是非常重要的方向。汽车行业已经达成高度共识，电力驱动逐渐取代传统的内燃机驱动不可阻挡，中间通过插电混合动力的方式实现过渡，等待电池产业的进步和成熟。产业链巨变即将发生。由于汽车本身是传统行业中除了住房之外的第一大行业，比在IT行业还大，因此新能源汽车很容易孕育出大公司。从目前的产业发展来看，它还不够成熟，电池成本太高。但是，政府为支持新能源汽车发展的补贴政策，很可能导致行业在两三年畸形发展甚至过热。竞争和搏杀会非常激烈，剩下大批的失败者和少数的赢家。十年之后汽车行业可能会发生重大变化，到时蛋糕重新划分，又会有很多公司可以出来，就像过去诺基亚两千亿的市值没了，黑莓七百亿的市值没了，转到了别的智能手机上来。所以这个行业肯定会有很大的变化，值得持续的关注。同时这也是市场上一个可以凝聚全社会共识的行业。方向已确定，过程还有波折。

问：您对白酒和乳品行业怎么看？

邓晓峰：白酒行业毫无疑问已经见底了，对各个细分品类的龙头公司来说都已经见底了。今年熊市造成的财富毁灭效应对这个行业还是有影响的，尤其是高端产品。未来行业会走一个慢慢提高集中度的过程。不是总量增长，而是在行业调整过程中走出来的、具备竞争优势的全国性公司慢慢做大单品、提高份额的过程。这个行业的回报率还是比较稳定，好公司做个百分之十几的增长还是可以实现。

乳品行业的问题在于在总量不增长的情况下，产品升级导致很多公司老产品下滑很快，新品比如常温酸奶的增长被弥补老产品比如白奶的下降所抵消，收入增长的压力巨大。这些龙头公司这几年还是处于一个产品结构转换的调整过程当中。

问：提到大股东减持，有观点认为股东越减持就越没有动力去释放利润了，您怎么看？

邓晓峰：我相信在国内的市场上真正藏利润的公司是少数，努力做利润的公司是多数。相当多的对赌协议实现是存在不确定的，尤其是在目前困难的经济环境之下。这么大的股灾对经济毫无疑问是有影响，许多上市公司经营压力还是比较大的。从创业板和中小板公司上市的统计来看，小公司上市两三年之后，如果不做外延式收购，业绩增长是很难看的。

问：您从公募到私募不一样的平台，投资风格会改变吗？我们知道高毅是一个吸引了很多大牛级人物、十年以上基金经理的平台，您在公募时候管理着双百亿基金也是非常罕见的受重视，是什么样的因素吸引您到高毅这个私募平台来的呢？

邓晓峰：我的投资方法不会改变，过去的策略是经过十年验证的，既适合管理大资金，也适合管理中型或小型基金，而且私募投资更为灵活。从我们追求绝对收益的角度，我会更加注重控制风险和波动。

高毅这个平台很像一个“明星基金经理俱乐部”，邱总（注：高毅资产董事长邱国鹭，原南方基金投资总监）是比较偏向价值的。我们团队里面也有不同风格的，比如孙庆瑞（注：高毅资产董事总经理，原中银基金权益投资总监）就比较偏向市场，善于把握大的主题与成长。我觉得我们可以“和而不同”共同去探讨，使自己不至于太多的盲点，强化、或者优化自己擅长的投资部分。然后，听听别人的，这个会有好处。

另外，我们这个平台的研究团队比较强，研究员有十儿人，大多数来自一线基金公司，内部研究可以做得比较深入。我们同样借助外部的研究资源，实现广度和广泛的覆盖。

邓晓峰：市场还有很多机会！当前判断及投资方法一文速览

【摘要】

邓晓峰：牛市已经过去了，必须降低回报率的预期。但持续双降带来的流动性宽裕仍在，同时股市之外的其他资产回报率降低，使得这个市场又有阶段性和结构性的机会。

问：您对近期市场怎么看？

邓晓峰：流动性的宽裕、各类资产的回报率走低是目前最大的特点。一年期定期存款利率降到历史最低的 1.5% 的水平，地产公司 5 年期债券的利率低于 4%。随着银行资产池中高收益率资产的不定期到期，被迫以低收益资产替换，未来银行理财收益将是一条平稳下降的曲线。钱多，没去处，资产荒。最近的市场再次出现了与去年 11 月类似的情况，这是资金推动的行情。

市场会如何发展很难判断，人性是多变的。充足的流动性意味着市场上各类资产都有机会。

对我们来说，有些事情是可以把握的。在低利率环境中，优质资产——尤其是具有良好现金流、稳定成长、估值合理甚至偏低的公司，以及市场未关注及充分认识的成长型公司，是我们主要的选择方向。

邓晓峰对近期市场的观察：

1、创业板之反弹，存量的博弈 * 反弹过程中成交股数创历史新高、幅度足够大 * 估值水平的快速提升

2、市场偏好的高度集中，券商板块的崛起表明新增资金的流入，市场可能发生了变化。

问：目前市场对故事的认同已经越来越低了，对成长型还是价值型的选择上还有分歧。您在未来一年的行业配置上是什么策略？

邓晓峰：进行投资组合还是很有必要的。一是稳健型机会，即价值型公司投资，比如金融、地产、电力、消费品等；二是整合型机会，比如行业整合、内部结构调整以及存量中找增量；三是高景气行业，比如养殖、航空、传媒、新能源汽车等。

问：猪肉行情是目前市场上最受关注投资热点之一，您怎么看行业机会？

邓晓峰：猪价 3 月份上涨以来持续时间已超过半年，养猪行业目前盈利水平处于历史最高水平附近，但母猪存栏量出人意外地到 9 月份仍处于持续下降的状态。这种情况可能是两个方面的原因：一是前一轮下降周期持续的时间偏长，对养殖户的伤害大，大多数业者还没有恢复过来；二是因为经济的基本面差，以及前期亏损的阴影，大多数养殖户对扩大规模非常谨慎。母猪的存栏是行业的产能，展望明年，行业的供应不可避免是下降的。而今年 3 月份猪价淡季的反转可以看做是行业供求的平衡点。供应的收缩会拉长行业的高盈利时间，未来一年行业必然处于高景气期。3 季度以来玉米等饲料价格的大幅下跌，同样对养殖业形成利好。

问：电影板块最近比较火，您怎么看？

邓晓峰：电影当前的预期已经很高了。电影跟游戏的商业模式比较像，一不小心做出个好产品，需求就出来了，盈利也很好，但这当中存在着高度的不确定性。

问：您从公募到私募不一样的平台，投资风格会改变吗？我们知道高毅是一个吸引了很多大牛级人物，十年以上基金经理的平台，您在公募时候管理着双百亿基金也是非常罕见的受重视，是什么样的因素吸引您到高毅这个私募平台来的呢？

邓晓峰：我的投资方法不会改变，过去的策略是经过十年验证的，既适合管理大资金，也适合管理中型或小型基金，而且私募投资更为灵活。从我们追求绝对收益的角度，我会更加注重控制风险和波动。

高毅这个平台很像一个“明星基金经理俱乐部”，邱总（注：高毅资产董事长邱国鹭，原南方基金投资总监）是比较偏向价值的，我们团队里面也有不同风格的，比如孙庆瑞（注：高毅资产董事总经理，原中银基金权益投资总监）就比较偏向市场，善于把握大的主题与成长。

我觉得我们可以“和而不同”共同去探讨，使自己不至于太多的盲点，强化、或者优化自己擅长的投资部分。然后，听听别人的，这个会有好处。

另外，我们这个平台的研究团队比较强，研究员有十几人，大多数来自一线基金公司，部分研究可以做得比较深入。然后从广度和市场的反馈，我们借助外部的研究资源，尤其在 TMT 这个方面，我们可以深度交流经验。在研究方面的共享和合作，我觉得这个是非常好的。

邓晓峰投资理念概要：

基于价值投资的可复制、可持续的投资模式

灵活的基本面投资——

- 1、注重公司的基本面，投资基于对商业模式和盈利的判断；
- 2、投资回报主要来源是于公司本身的价值创造，而不是与交易对手的博弈；
- 3、找到一桩好的生意，由合适的人管理，判断一个好的价格，在风险收益比恰当的时候投资

投资方法——

- 1、覆盖广泛，不特别偏好具体行业，10 多年不断增加行业的覆盖，不断提炼及积累对行业的认知。
- 2、研究公司定期报告，跟踪公司日常经营活动，并不断事后回顾，听其言、观其行，建立管理层个人的评价体系。
- 3、投资是一个闭环，需要不断回顾与评估，严格遵守卖出纪律：
 - 行业、公司的基本假设发生了变化

- 达到预期目标，风险收益不再合适
- 同类资产中有了风险收益比更合适的替换标的

投资策略——

1、行业优选：

渗透率低、增长空间广阔的行业及公司；渗透率高、中低速增长行业中产业结构良好、具备竞争优势的行业龙头。

2、公司优选：

估值合理的优质公司为基础，对市场热度高但估值水平高的热门行业，采用深入研究、跟踪、低配策略，等待合适的时机。

3、多策略组合：

组合构建的多策略；弱相关性及对冲。

4、避弹坑策略：

充分反映了负面预期；行业属性好，基本面开始好转的公司。

邓晓峰：“我们将投资的过程变成一个研究和跟踪的过程，变成了对商业模式和盈利的判断，变成了一个可复制、可持续的操作。”

邓晓峰：对金融行业的市场谬误会带来投资回报

前博时基金权益投资总部董事总经理兼股票投资部总经理、现任高毅资产首席投资官邓晓峰

5月8日出席《上海证券报》“2015年中国私募基金高峰论坛”时表示，中国是个趋势投

投资者众多的极端市场，市场偏见和群体性谬误会不断存在，这对坚持基本面研究、秉承价值投资的投资人意味着巨大的机会。

在过去的投资生涯中，执掌百亿社保资金在电力、航空、汽车等行业板块挖掘出重大的投资机会的邓晓峰指出，目前市场对金融行业在市值、利润创造的观念存在偏差，金融既不是“一业繁荣百业衰”，也非市值占比过大，未来这些谬误会带来投资回报。

过去四年电力板块涨幅堪比创业板

作为市场上为数不多的价值投资派的典型代表，邓晓峰坦言，中国由于散户众多，市场表现极端，经常涨过头，跌过头，这对价值投资者是挑战，但同时意味着机会：价值谬误会长时间持续存在，深入研究公司基本面能够创造很大价值。

“我们做了一个图，把申万电力行业指数从 2011 年 1 月 1 日到 2015 年 5 月 4 日回报率的表现和创业板指数的对比，它的回报率其实跟创业板基本上是一致的，4 年的时间，非常好的机会，巨大的一个行业，很难得，真的在无声处听惊雷。”

邓晓峰指出，过去几年是资产管理行业对电力最为悲观的时候，公募基金几乎找不到电力研究员。在 2008 年-2011 年企业持续亏损之后，大家都觉得这个行业没有机会。但机会却开始悄然酝酿——2011 年煤炭价格下跌后，电力行业的利润的持续、快速、大幅增长，超过了所有人的预期。

“为什么？煤价上涨、电价管制、行业亏损的时候这些上市公司、电力企业仍在做巨大的资本开支，所有公司的资产负债率可能都在 90% 左右，同时因为环境很恶劣，企业经营方面做了很多优化。等到煤炭行业的高峰过去，煤价开始调整的时候，电力行业的总资产回报率只要恢复到回到正常的水平，行业 6、7 倍的杠杆导致的净资产回报率会到非常高的水平。

就像房价上涨后，全款买房和贷款买房收益率的差异。市场简单地忽视了这点。”

此前，在航空、汽车等板块都发掘过类似投资机会的邓晓峰表示，真实的世界跟市场想当然的认知存在巨大的差异。这几年的市场的认知高度一致，都认为机会在新兴产业，传统行业已经没有什么机会了。而这里可能恰恰存在市场偏见，而且这个偏见非常之多，市场情绪越极端，给价值投资者留下的空白就越多。

他直言，“中国的市场是一个价值投资的沃土，在未来相当长的时间之内，市场参与者的结构，投资的行为不会发生太大的变化，这种偏见或者说一些群体性的谬误仍会不断的存在，对我们来说有巨大的空白和机会。我们只要做好研究，就能创造巨大的价值。”

金融行业存在市场谬误

针对未来的投资方向，邓晓峰表示，他经常回顾过去 40 年美国标普 500 主要行业的利润分布、市值的分布，从中找到未来应该重点研究的方向。他认为这对中国市场有非常大的借鉴意义。

对比美国过去 40 年标普 500 主要行业利润分布，邓晓峰看好金融、医疗、消费、科技等行业的投资机会。这四大行业在标普 500 的市值占比均超过 10%，其中科技股利润最高，占比为 20%左右，金融板块利润较为稳定，在 18%-20%。

“我们相信它对中国的未来利润结构还是有前瞻指示意义的，因为中国和美国是一个类似的大国，我们都有庞大的市场和内需。”

此外，邓晓峰特别指出，从美国标普 500 市值分布看，每个行业估值差别不是很大，基本与盈利高度吻合。其中，金融、科技行业估值与平均估值相比略有折扣，医疗行业则有一定的溢价，超过 10%。

“我觉得这背后反映的可能是科技行业很少有常胜将军，当公司做到很大以后，因为摩尔定律的存在，产品价格的下落，总蛋糕会不断缩小，只要渗透率到一定水平就会面临蛋糕缩小的情况，它的估值水平甚至不如一些传统行业，比如消费品行业。”

值得一提的是，针对金融行业在沪深 300 中市值占比过大，未来增长空间可能较为有限的说法，邓晓峰认为市场对此存在误解，未来这种偏差会带来投资回报。

他指出，金融行业市值占比较高主要是因为该产业绝大多数公司都已经上市，而多数其他行业的上市公司远不能代表行业利润情况。“这中间存在坐标系的偏差，美国金融行业上市公司在整个国家、整个金融版图中的比例是比较均衡的，而我们国家最主要的金融企业都已经上市了，所以金融行业占上市公司的比例是一个错误的指标。”

此外，他认为，金融行业“一业繁荣百业衰”的说法也缺乏数据支持。“目前整个金融行业的利润大概是 2 万多亿左右，2013 年规模以上工业企业的利润总额超过 6 万亿，再加上其他的第三产业、房地产整个加起来，金融业利润其实也就占全社会利润的 20% 左右。应该说金融行业的利润结构如果跟美国这样一个大国相比，我们可能是略高的，但这个百分点可能只是比较小的 2% 到 3% 的差异，远远不是像我们目前想象得这样一个严重偏离的情况。”

他同时提醒投资者，在牛市疯狂阶段需要实现收益，实现资产的再平衡，将权益投资的比例转移到固定收益或者其他现金类的资产上面，但这一步一定要走，因为中国的市场确实是一个极端的市場，它不是一个理想状态下的理性的市场。

李迅雷对话邓晓峰等明星基金经理：5000 点后的投资机会

【李迅雷】大家好，中场休息之后，我们下半场更精彩。我们的台上有三位嘉宾，都是投资高手，既有公募又有私募。第一位是邓晓峰先生，现任上海高毅资产首席投资官，第二位是任泽松先生，现任中邮基金投资部总经理，第三位是曹剑飞先生，现任中欧基金成长策略组负责人。时间关系我不详细介绍，大家对三位应该是耳熟能详，我跟三位的交流，主要是提

几个问题。第一个问题，我们牛市涨得很快，到现在已经涨到 5000 点，尤其创业板表现非常好，请问：相比以往牛市，比如 2005-2007 年、1996-2001 年，这一轮牛市有什么不同之处？

【邓晓峰】谢谢李老师和海通的嘉宾。这一轮牛市，我感觉不同的地方还是比较少的，还是跟中国历次牛市接近的地方很多，基本都有共同的条件，比如长期市场低迷，很多居民财富从其他分类转向股票市场，上市公司也提供了很多机会，有的是公司估值低，有的是成长性好。这一轮和过去的差别可能是走得非常快，因为互联网+导致信息传播的速度更快，所有参与者形成了高度一致的预期，可能大家都认为这次市场是创新高的大牛市行情。所以，我们看到牛市至今调整事实上是比较少的，这确实跟博弈论描述的一样，大家看到了相对一致的结果之后中间动作一致性的预期就会非常强，甚至所有的指数创新高之前，市场可能都不会有特别大幅度的调整，因为太多的人有了这样一个心理的终极预期。我觉得这是这轮市场我感受比较深的跟过去的差异。谢谢！

【李迅雷】你刚才讲到你觉得牛市创新高，我理解的新高就是突破上一轮的 6000 多点。

【邓晓峰】从过去的经验来看，可能是所有指数都创出新高，如果以现在的市场来看，创业板指数或者是中小板指数，以及如果我们把上海的等权重指数，深圳的等权重指数早已经创出新高，可能只有几个落后的指数没有创出新高。但是很可能的情况是这些指数都会创出新高，所有指数创出新高之后市场面临的调整压力可能会比较大，下一步的方向选择，或者说纠结的问题才会真正开始比较大影响市场。谢谢。

【李迅雷】即便创新高，现在 5000 多点，也不过 20%的空间，所以这也不是特别大。我想问一下任总，您对接下来的市场走向怎么看，跟以往相比我们市场会有什么风格？

【任泽松】在我看来这一轮牛市起始时间是 2012 年，到现在为止新兴行业结构性牛市已经持续了三年时间。我理解这轮牛市跟上一轮牛市有非常大的不同，这一轮牛市领涨板块基本

是以互联网+金融为代表，涨幅超过 20 倍的股票有一半是干互联网金融的。上个月有一天乐视网市值超过万科的时候，很多人说这是一个标志性事件的出现，上一轮牛市是以房地产上涨为代表，当时的牛股是万科，包括中信证券。这一轮领头的就像乐视网、东方财富，就像上一轮的万科和中信证券。这一轮牛市还有一个特点，即便涨幅 20-30 倍的公司目前看来没有业绩，但是在上一轮牛股它们是有业绩的，它们业绩增长也是跟得上的。现在这一轮股票涨 20 倍、50 倍，但是业绩没有跟上，所以这反映出大家对于改革的预期。第二个不同，上一轮牛市是在房地产经济周期中间的一个牛市，因为当时经济很热，这些都很火，而这一轮牛市我觉得是在两个大的经济周期中间的一轮牛市，正好遇到了中国必须从传统经济增长方向向新的经济增长模式转型改革的方向，老向新的改变，我们正好遇到了这样一个伟大的时代，这才造就了这样一轮很大的牛市。这一轮跟上一轮还有一个最大的不同，整个互联网包括移动互联网对上市公司的影响和对公司成长速度的影响，之前传统产业成长的话，可能每年，之前价值投资的理论，一个上市公司能够连续 5 年、10 年维持 20-30% 的增长就会有非常大的投资机会，包括之前的贵州茅台、云南白药这样的股票都是在连续十年的时间里面，每年通过 20-30% 的增长创造收益成为牛股。但是现在很多互联网公司都是指数级的增长，跟以前的模式不一样，像小米 2011 年开始卖手机，现在小米的销售规模已经达到 800 亿了，按传统模式理解互联网公司就理解不了。所以这一轮，真正很多优秀互联网公司的增长速度都是指数的，不是之前线性的关系。还有一个特点，这一轮可能是历史上以来中国加杠杆，利用配资也好、融资也好，包括股指期货这都是之前没有的，这可能就是对一致预期的形成时间上反应会更快一点。

【李迅雷】前面两位讲得很精彩，曹总请问您认可他们两位的观点吗？您有什么更精彩的观点吗？

【曹剑飞】刚才两位的观点我非常赞同。我思考这一轮牛市跟以往不一样的地方，我觉得现在处在一个很大的转型时期，这个时期是我们历史上从来没有碰到过的，从人类历史或者说从二战以后的历史来看，基本上只有日本、美国、韩国，包括台湾地区，这些地方都在七八十年代经历过这样的时期。我觉得我们现在就有一点类似于美国在七十年代末到 2000 年之间的过程，就是投资带动经济高速增长，然后出现一个换挡期，它拉动经济增长的主线应该从投资让位到新的东西，这个新的东西是什么？实际上就是创新，所以刚才讲的各种不同的特点，那都是伴随着这个经济规律来运行的。我一直有这样的观点，我们国家的政治制度可以不一样，但是经济规律不可不一样，它是一个普适的东西。当你到一个大的转型时期的时候，不管你是自觉的还是不自觉的，你都得往这个方向走，就是说治理国家或治理经济的政策措施，最后发现都差不多，都是要从所谓的凯恩斯向供给学派转，都是要打破垄断、改革创新，很多伟大的公司都是在这时候诞生的。回过头来看美国 1977 年到 2000 年的历史，它很清楚的经历了两个阶段，第一个阶段是预演，第二个阶段才是真正大幅上涨的过程，中间有很长时间的回档，然后才是上升。这个过程我们还没有完成，这是我的看法。

【李迅雷】三位给了我很大的启发，中国的牛市有人说是“改革牛”，改革当然也是在改革。任总说这一轮行情是 2012 年开始的，我认为 2012 年开始是结构性牛市、局部牛市，主要是创业板牛市、中小板牛市，这应该是一个成长牛。前面大家也讲到资金加杠杆，同时也使水牛，所以既有成长牛，还有改革牛，还有水牛，几头牛一起拉动资本市场的繁荣，这确实跟以往不一样。以往价值牛可能更多一点，那时候像贵州茅台每年都有业绩支持，现在指数型的增长是爆发式的，因为互联网金融使得客户量会呈几何级增长，所以这跟以往传统产业的增值确实还是不一样，当然现在也面临着一些问题，现在监管部门也比较担忧社会加杠杆加那么多。比如说现在融资融券两融规模是 2 万亿，这叫场内加杠杆，场外加杠杆是多大，有人说是 2 万亿，有人说 3 万亿，我们整个流通市值也就是 50 万亿，如果加杠杆到

7-10%，这在全球应该说也是最高了。所以，在这种背景下我们的风格会不会转变，或者牛市会不会结束？对于这个问题，比如说我们现在创业板的话，现在是 150 倍市盈率，主板现在为止是 25 倍。25 倍这里面可能也有水分，银行股和房地产股可能市盈率低一点，大部分的股票，我们讲的股票中位数可能现在应该是在 60-70 倍。

所以这种背景下，我们在投资上面有什么建议？怎么来规避风险？我们继续追成长股还是我们风格转换，或者我们既不看好风格转换，也不看好成长股，直接就退出？这可能跟下半年投资者在看的问题，因为上半年的获益很丰富了。我们先请邓总回答这个问题。

【邓晓峰】李老师刚才也说了，主板如果扣除估值低的金融板块，一些耐用消费品公司以外，整个市盈率也是很高的水平。第一，我觉得这种情况是阶段性的情况，很难长期持续下去，这个阶段过了之后可能会有很大的压力。第二，即使在目前，我们还是看到有些公司未来有确定性收益的，比如说金融行业，尤其以金融保险为代表。消费者行业，毫无疑问很多大市值消费品公司的增长情况、估值水平角度还是有有机遇的。不知道这个市场走到哪里，什么时候发生改变，我觉得需要结合资金面、社会舆论等综合判断。总体来看，这个市场应该会往前走，但是未来的压力会越来越大。所以我们还是希望能做有把握的确定性的一些投资回报的机会，这是我自己的一些看法，谢谢！

【李迅雷】邓总的观点是非常鲜明的，就是总体他觉得还是有明显的泡沫，对于一些消费品，包括像金融板块里面的银行保险，他觉得有确定性的机会，所以我想他还是一个比较坚定的价值投资者，毕竟他还是做过投行的，对公司的了解还是非常清楚的。我想听一下任总的意见。

【任泽松】我刚才听姜超博士做宏观报告的时候，过去十年是地产时代，现在是金融时代。地产时代，一线城市的房价从 5 千块钱涨到 5 万块钱，很多人都觉得贵，说白领和中产阶级的工资一辈子也买不起这些房子，但是现在很多一线城市的房价涨到 10 万，北京三四环

的房子维持在 10 万的高价没有跌下去。这一轮股市牛市很大部分是中国居民资产配置转移，如果大家认可中国进入金融时代的话，未来这些居民的钱是进来投机一把就走了还是会永久留在这个池子里面？如果大家判断中国居民权益配置永久从 5% 提高到 10%，那就相当于跟之前房价上涨的逻辑是一样的，你可能看到涨 5 万的时候觉得贵，但是还要涨到 10 万。现在创业板大家觉得 150 倍觉得高，主板 25 倍觉得低，但是这是静态的看法。投资者为什么愿意给创业板 150 倍的估值，为什么只愿意给主板银行、地产 10 倍的 PE？是因为大家预期 150 倍的这些公司通过 3-5 年的增长之后能把市盈率降 10-20 倍，而且预期看现在 10 倍的公司未来变成 20-30 倍，所以股价是反映未来预期的。但是我相信现在绝大部分创业板的公司是高估的，甚至 80% 以上的公司它们未来没有能力把自己的估值降在合理范围之内，但是我仍然可以看到 10% 的公司可以通过这种泡沫加速它们的成长，能够有效把它们的估值降下来。世界上绝大多数的公司刚开始起步的时候市盈率是很高的，苹果开始 100 倍，现在 8 千亿市值的时候市盈率 10 倍。我们不应该主观看创业板高还是主板低，我觉得是自上而下选公司找出真正有潜力高成长的公司，也许它们现在贵一点，但是我相信只要它们高增长能够实现，以后会变得便宜的。

【李迅雷】我非常同意任总的观点，我相信在座的大家也都认同任总的观点。最近网上说马云在证监会演讲的时候说一些三四流互联网公司在 A 股上市被炒得很高，他想不通，关键在于这个 10%。这个 10% 任总帮我们推荐推荐，真正有投资价值的，真正在未来能够变成像苹果，像阿里，像腾讯，怎么找到这些公司？你也可以讲讲找到这些公司的线索，找到这个公司的逻辑，自下而上你怎么去找，能不能把问题再展开一下。

【任泽松】这也是大家天天在思考的问题，我觉得首先就是选好的行业，在好的行业里面选好的领导者，相当于赛道上赛马一样。现在整个中国最好的赛道就是新兴行业，包括互联网、

生物医药这些新的行业，你在各行业里面选这些行业里面哪些优秀的创始人，看他是否有潜力在行业里做到最大，我觉得这还需要深入调研行业和公司，这是平常的很细的工作。

【李迅雷】我也不细究到哪个公司，你就讲讲哪几个行业里面最可能产生有价值的伟大的公司。

【任泽松】现在我比较看好互联网金融，这是大家看到的，包括互联网视频和现在炒得最火的互联网汽车，这都是非常有机会的，你去这些行业里面找好的公司能够找到。另一个我非常看好的就是生物和基因治疗这块，十年之前要测一个人基因组测序可能要花很大的价钱和很多的时间，但是随着基因技术和计算机技术的进步，现在测一个人的基因组序列可能只需要花不到 5 千美金，两三天时间就能够测出来，所以我觉得这方面可能会诞生下一个超过互联网行业的很大的行业。

【李迅雷】好的，我也理解了。前面任总也讲到，100 倍、150 倍其实算不了什么，如果能够找到指数级增长的企业，1 千倍市盈率其实也是可以接受的。请曹总您谈谈您对这方面的认识。

【曹剑飞】我在资本市场做了这么多年，我发现不管是过去的周期股还是新兴行业的股票都是遵循 ROE，当这个行业往上走的时候它是估值和盈利双升的过程，当往下走的时候是双降的过程。现象我们看到成长股很贵，但是我们发现实际上只有创业板为代表的成长股的 ROE 是扩张的，主板公司的 ROE 是往下走的，ROE 是三个因素，资产负债率，周转率，还有毛利率。我们看到创业板为代表的公司基本是资产负债率和周转率在扩张的过程，这个过程我觉得没有结束，它的贵我觉得是有道理的。第二，我觉得对成长股来说其实应该看 PEG。在海外我们基本看季度环比增速，不看其他的，季度环比增速还在高速增长的时候，它的估值一定是贵的，当这个增速慢的时候它的估值就会下来，这是我对估值潜在的自己的一点见解。说到看好的公司，我也比较赞成任总的观点。在这个大的转型时期，或者说每个

大的牛市都有一个大的主线，上一轮的牛市主线就是房地产为代表的投资品，我觉得这一轮牛市的主线应该是创新，就是讲的互联网+，还有医疗，甚至未来的能源改革、能源互联网，这些东西都是跟创新相关的，这些东西没有结束之前你不能讲这个牛市就结束了，这些东西结束了这轮牛市就差不多结束了，这是我的看法。

【李迅雷】好的，你们两位对这个问题还有没有更多补充？

【任泽松】我非常赞同曹总的意见，我补充一下。有一点，现在 A 股所谓的互联网公司太多了，一说“互联网+”，怎么判断一个公司是互联网公司，我跟雷军聊过。他的一个观点我非常赞同，就是业务的每月增长在 2 位数以上这是互联网公司，如果不符合这个标准就不能给互联网估值。如果每月增长在 2 位数以上就是每年至少翻倍，按这个观点来讲如果 PE 给 1 那 100 倍也是很值的。

【李迅雷】对，所以说一定要去伪存真。2000 年的时候互联网公司也炒得很火爆，到后来要就是炒你的眼球，炒点击率了，后来水泥行业也要搞互联网，所以那时中央也提倡水泥加鼠标，后来水泥还是水泥，加了鼠标之后水泥还是过剩，要讲到每个月都有 2 位数增长，我相信这样的企业应该是没有任何问题。这个行情超出了预期，去年有谁会想到到 5000 点？现在来讲这个 5000 点已经被踏在脚下了，接下来的话行情会怎样？我们前面投资者讲的是怎么挣钱，这一轮行情到现在为止没有大幅度回调过。除了今年年初在 3000 点有比较大的振荡，证监会也采取了严厉措施规范市场，之后好像就没有向下调整。我想投资除了要寻求更高的收益，规避风险也是比较重要的，中国的两轮牛市，2001 年中国股市泡沫的破灭是美国互联网泡沫破灭引起的，2007 年中国股市泡沫破灭是因为美国次贷危机发生。我们现在不说它什么时候会破，它的调整可能会在哪个阶段发生调整？它的触发因素有哪些？可能有哪些指标要引起各位重视，我们依次回答吧。

【邓晓峰】我自己觉得有几个方面需要观察。第一，当市场没有防守型的低估值的公司的時候，当消费或者金融涨后以后，这个系统面临的系统风险是很大的。第二，我觉得需要观察的指标就是资金流动，一个是保证金的流向，另一个是公募基金发行的频率和金额，公募这么集中精力投资在以创业板为代表的中小市值公司上，这个过程我觉得不会改变，后面他们会继续这个过程，如果有持续新增资金流入，比如新基金的发行还像现在维持很高的水平，那创业板的强势是不可避免的，它其实跟估值水平和公司基本面没有任何关系，它跟资金流向有关系，这是重要的观察指标。第三，当这些东西涨到后面之后全社会是有一些质疑反作用力？股票很多人觉得是炒过了，市场参与者是很急的，都希望快速实现自己的财富增长，但是从市场来说它是长期的存在的市场，监管部门必须会为这个市场收拾残局，涨得再高，最后收拾残局，老百姓关注的对象或者指责的对象也只会是监管部门。所以这个市场当它到不可持续水平的时候监管部门一定会做出化解这个市场长期风险的举动，比如通过降杠杆，通过限制两融，、限制伞型等等方式我觉得会不断实施的，因为监管部门要从整个金融系统风险的角度考虑，而不只是从股票涨跌的角度考虑，不能让股票涨跌的风险引发为金融机构的系统性风险。这些行为都会对市场有比较大的影响，中国股市已经发展成为一场群众运动了，就像一个巨大的飞轮，推动起来是很难的，要花相当长的时间，但是当它高速运转之后也是很难刹车的，风险是很大的，我觉得这个市场可能会自己走过头，我觉得这个概率是比較大的。

【李迅雷】任总您怎么看？

【任泽松】邓总说得很对，涨到现在风险收益比来看风险在逐步累计，收益是很难做，我们现在新发基金建仓的话都很难下手。未来的风险，我们这一轮牛市很多人都认为跟台湾 80 年代末的牛市很像，台湾的牛市经过三次调整，第一次是因为海外经济危机，第二次是因为政府收资本力的税，最后的牛市终结于加息，就是量化货币宽松，我们这一轮牛市根本上的

原因是供求关系的失衡，转型改革的预期之下居民的资产要大部分流到这个市场来，但是这个市场供给没有放开，现在股票供给还是受限的。所以未来的风险一方面在供给大幅度放开，包括海外资金回归，第二就是资金的收紧。现在来看资金很充裕，公募发基金很好发，一发就一两百亿，还是有钱不断进来，现在看注册制也是有控制有节制的注册制，现在短期内市场系统性风险还不是特别大。

【李迅雷】邓总也认为这个行情能延续，中国的行情只有一个结局出轨，它不可能在轨道上面知难而退，它肯定要超过头。任总也认为现在这个时候讲系统性风险还偏早，我们听听曹总的观点。

【曹剑飞】刚才两位的发言我比较认可，让我看的话，我会非常关注未来的一个节点，就是经济的情况。我倒不是说经济反弹，这个经济什么时候趋稳这是很关键的，趋稳就是宽松预期达到顶点，这样股票市场的投资也会达到顶点，这是一个重要的节点，这个回答应该是宏观策略回答，到底什么时候经济处于趋稳的状态，这是很关键的。其次就是要关注美元加息的节奏问题，我们每次股票市场的波动，它跟外汇账款的迅速下降都有一些关系，因为有短期的冲击。所以美元加息节奏化较快，或者说幅度比较大，那都会对我们有短期冲击。第三就是监管层的态度，说白了它还不是一个完全市场化的运作，所以说监管层的态度，尤其是这一轮牛市跟上一轮牛市最大的差别就是有杠杆，杠杆这个东西是可控的，现在鼓励可以加杠杆，不鼓励可以把杠杆降下来，这个冲击会很大。我相信监管层不会生硬的做，但是它会采取控制杠杆的措施，杠杆加到头也就差不多了，这是我关注的。最后，我觉得还是一个政治周期吧，未来中美之间的博弈可能会对股票市场有影响，美国人把中国人作为头号对手对待，它不会放过中国，现在是蜜月期，以后可能会吵架，全方位的战斗就会开始，那时候可能会对股票市场的信心产生影响，这也是需要琢磨的。大概就这几个因素我觉得都需要观察。但是这些因素的发生我认为都不是牛市真正的终结，我认为现在这个阶段是第一个阶段，流

动性推动加上制度改革的预期，今后还有一个经济推动的主升在后面，但是一定要经过很大的洗礼才会出现。

【李迅雷】曹总的观点就是说牛市不会结束，但是调整不可避免，这阶段如果有比较像样的调整，牛市还可以继续看好。跟邓总这块稍有差别，邓总认为出轨是难以避免的，一旦出轨可能这个市场牛市也就结束了。听下来的话，我觉得大家讲得都非常有道理，应该关注的问题，比如经济什么时候趋稳，监管层的态度，美国什么时候加息，等等我觉得总体我感觉三位也还是在考虑这些问题，就是觉得我现在投资收益跟风险比，以前 5000 点之前恐怕是风险比较低，收益比较高。所以大家有了钱就马上买，现在把钱募到之后有一点犹豫了，看看风险怎么样，投资下去是不是收益很大。再给三位提一个问题，你们的投资组合当中，你们不可能空仓，投资配置当中最应该配置哪个板块，你们组合里边最偏重哪个板块？

【邓晓峰】李老师提的问题比较直接。我自己现在配置比较重的有几个方向。第一是金融和银行保险为主；第二是消费品行业；第三是地产行业可能也是有机会的行业，我们从 4、5 月份的数据看下来，大公司的销售数据是非常好的，后面能延续的概率是非常大的。如果地产大公司销售数据这么好的话，如果再往后看一个季度，大家对经济不说趋稳，但是不再下滑的信心可能会更高一点，如果正好配合汇丰 PMI 出现连续几个月回到 50 以上，这时候我觉得市场可能会系统认识到金融行业，尤其银行业会存在比较大的机会。

【李迅雷】我们公募过去的主体是创业板，现在按照你这个说法可能是不是面临风格切换？

【邓晓峰】我觉得不是风格切换的问题，是百花齐放的问题，我相信目前的公募基金不会做任何切换，应该来说他们会很坚定用自己的策略，我觉得只是这个市场上大家的一致性太强，太集中，太极端，其实忽视了有很多客观存在摆在我们面前的机会。其实我们如果看，如果以银行业来看，A 股市值 6 万亿，如果加上 H 股不到 10 万亿，银行业 A 股市值占比已经只有 10%，它已经是一个小行业了。同时我们也认识到市场有很多共识性的谬误，比

如银行业利润占全社会的利润比例太高，其实如果我们客观做统计的话，你会发现整个金融行业占中国全社会利润的比率，过去是 13 到 15 个百分点，现在是 18 个到 20 百分点，这是一个大国正常的水平，我觉得大家拍脑袋下意识的做法可能不太可观。金融行业，大家说一业繁荣百业衰，目前来看金融行业的利润率确实比较高，但是占全社会利润比例没有超出正常水平，后面这个发展是这个行业利润内部重新划分的过程，但是这个行业还是有很好机会。因为它毕竟从长期来看是一个大国最重要的行业之一，我们看美国发展到今天，金融行业一直都是在市值排名前三的行业，我觉得它过去是，未来是，现在也是，这个行业肯定有机会。如果有了这么多共识性的谬误的存在的话，我觉得对我们来说是不是有把握的机会？这是我自己做投资的一个出发点。谢谢！

【李迅雷】市场的机会就在于集体误判，集体误判会导致个别板块的低估，这是邓总的风格，寻找价值投资的洼地。任总您的组合里边是怎么排序的？

【任泽松】我管的基金是新兴行业基金，这是契约规定的。我的组合里有 50% 的 TMT，30% 的医药，10% 的军工股。成长股你能够找到很多涨 10-50 倍的股票，我觉得传统产业里边我看不到这样的机会。

【李迅雷】你是属于进取型选手，进攻型选手。最后请曹总谈一下。

【曹剑飞】我觉得我的风格里面还是偏成长的，但是我会稍微温和一点。在目前这个时点，我的组合里面我觉得主要是跟改革相关的一些，或者讲体制改革相关的行业和板块比较多。比如说国企改革，它并不是一个真正的成长，也不是说一个价值，它是一个改变，我投的是“变”。第二个就是说能源互联网，它是跟电力体制改革相关的东西，这个行业改革刚刚开始，未来也是一个非常大的行业，我们在这里面已经做了很多布局，应该说这个市场上比较领先的布局。第三，我比较认可任泽松刚刚讲的 TMT、医药，我的组合里这些也比较多。基本是这些想法，谢谢！

【李迅雷】邓总你应该是 80 后的吧？

【邓晓峰】我是 70 后，我本科的专业是无线电，进入投资行业是从 TMT 研究员做起的，是比较落后的 70 后。

【李迅雷】比较起来我是 60 后的，所以说更落后了，所以说我只能做做主持人了，跑跑龙套了。确实我们现在从人口结构来讲，80 后的人口已经超过 70 后，虽然 60 后的人口超过 80 后、70 后、90 后，但是我们毕竟属于衰落的年龄段了，所以没有实在话语权，真正有话语权的还是 80 后的。不管怎么样，我们还是要跟上这个时代发展的步伐，不学习就落后，不能够抓住市场的热点，把握住中国经济的方向，我们可能就挣不到钱。在这里非常感谢三位的精彩对话，也祝愿三位和在座各位能够在下半年把握住市场的风云多变的投资机会。谢谢大家！

高毅邓晓峰：新经济下投资策略与方向

高毅资产是国内领先的平台型私募基金管理企业，邓总从 2009 年到 2014 年管理全国社保基金组合 9 年期间，获得了 10.47 倍回报。高毅资产邓晓峰分享新经济下投资策略与方向。

主持人：“尊敬的各位客户大家下午好！今天是一个特别的日子——母亲节，我代表好买财富，首先祝在座的母亲平安、健康、快乐。这应该是很多为人子女最大的心愿。我们今天下午的活动正式开始，首先介绍一下今天到场的嘉宾，首先是高毅资产首席投资官邓晓峰邓总，好买财富产品部产品总监陈洁女士。我们今天下午的议程，邓总分享新经济下投资策略与方向，陈总会分享股权投资时代如何更好的投资新三板。首先介绍一下高毅资产的情况，

高毅资产是国内领先的平台型私募基金管理企业,邓总从 2009 年到 2014 年管理全国社保基金组合 9 年期间,获得了 10.47 倍我回报,年化收益率在 29%左右,接近 30%,非常优秀的成绩。目前的市场点位,很多客户应该关心后续如何更好的介入权益类市场投资,后期市场会如何演变?有请邓总和大家分享。”

邓晓峰:今天我为大家介绍三部分的情况:一是我过去的从业经历,二是我过去管理组合的体会,三是简单谈一下市场的情况,以及目前大家讨论比较多的经济热点问题的思考。

我个人从事证券有 14 年的时间,在国泰君安,05 年加入博时,今年年初离开博时。2005 年 6 月开始管理社保组合,07 年 3 月份监管主题行业开放式基金,之后也担任了行政职务,负责公司的股票投资部、特定资产管理部和研究部,整个公司的权益投资这块。任职期间社保组合在 10 年间组合实现 9 至 10 倍的收益,年化收益率超过 29%。

基金行业每年要排名,我比较苦的是管理两个比较大的基金,规模都是百亿以上。但我们排名是和所有的同类基金一起排名,不管它的规模是 1 亿、2 亿还是几千万。比较幸运,我在这个游戏里面生存下来了,主题行业基金的业绩也不错,过去 7 年多的时间有 3 年是在业内排名前 10,2007 年是第一名,2011 年是第一名,2014 年第六名。我在业内获得了比较好的评价,主题行业基金五次获得了基金行业的金牛奖,获得了十年特别奖。

社保基金从 2005 年 6 月 20 日接手,累计净值增长率 1047.26%,年化收益率 29.13%。

超越了基准沪深 300 大概 780 个百分点。其实这个组合资产的回报率高于它单位净值的增长率,主要原因是社保理事会在这个过程中做了一些申购和赎回。组合在 2005 年 6 月交给我们的时候是 4 亿,在市场热度很高的 2007 年下半年,大比例的赎回了 40 多亿。然后 2008 年、2009 年、2011 年、2012 年,陆续收购了 40 亿,整个组合赎回 43 亿,申购 40 亿。到去年底离任的时候,净值是 177 亿。大家可以看到,理事会从资产持有人来说,回率是 16 倍,超过了净值增长率,我觉得这是一个很有意思的现象。

主题行业开放式基金，2007 年有巨额的申购，尤其是在市场最顶峰的时候，2007 年的四季度到 2008 年初的时候。2007 年 3 月我接手的时候，这个基金是 55 亿，因为当年的业绩非常好，在高位有非常多的申购。在 2007 年底规模增加到 310 亿，过了年，2008 年初的时候，规模增加到 340 亿。其实高位申购进来的持有人，很快就受到了惨重的伤害，因为市场在 2008 年有一个很大的调整。在中国这样一个极端市场里面，还是非常需要关注时间的选择，不同的时间会有不同的结果。主题行业基金，在过去 1 年、3 年、5 年内在股票型基金前 10%，业绩大幅超越同业。整个任职期间，在股票型基金里面排名第二，加上混合型基金，它是第二的，仅次于华夏大盘。

这两个组合的规模都很大，业绩排名也不错，所以为持有人创造的净回非常多，真正需要我们反思的是主题行业基金如果不是 2007 年、2008 年高位有那么多申购，其实它创造的净回报会很多，因为那个申购，最后变成了巨额的损失，大幅冲减了我们原来创造的回报。

从回撤的情况来看，过去 1 年主题行业基金的回撤比例显著低于同业，过去三年也低于同业平均水平。从风险指标来看，也是比较优异的指标，而且我们取得这个回报，是一个比较稳定的风格，比较低的换手率获得的。我们组合整个管理期间，年化平均单边换手率不到 80%。

接下来汇报一下自己十年管理组合的一些体验。我自己被认为公募基金行业是做价值投资的，风格上是偏向于价值的。我们希望注重研究公司的基本面，投资基于对商业模式和盈利的判断，希望主要投资的来源还是企业本身的盈利增长、价值创造，而不是我们和交易对手的博弈行为。我们希望找到一桩比较好的生意，由合适的人管理，最关键的是在合适的价格水平我们去做投资。

具体做组合管理的话，我不偏好具体的行业，我觉得我自己管理的经历和社保当年的规范其实是有关的。我刚开始做基金经理就是管社保组合，社保理事会早年对基金经理的管理约束

还是比较高的。行业基准基础上分大行业、小行业，基金经理可以在大、小行业上下浮动不同的比率，你在行业当中选购，做出自己的超额收益，但必须是一个广泛覆盖的基础结构。

当然，我觉得这几年社保理事会也把自己的框架逐渐放宽，给基金经理越来越多的权限。社保的框架，有利于培养基金经理管理一个很大的组合，但是在早期对基金经理的挑战很大。

往往从研究员转到基金经理的时候，你肯定是不合格的基金经理，你只有某些行业有经验，某些行业有判断，很多东西你不知道，很多错误你要一步步的体验过来。如果你的运气好，你接手了之后你熟悉的行业表现好，你容易在行业里面立足、生存下来。如果你的运气不好，你过去熟悉的行业表现不好，就被市场淘汰了。

早年，我觉得我比较幸运。一个是因为刚开始的业绩比较好，后面不管是公司还是理事会，会容忍我们阶段性的业绩表现差。第二，早年我们有一个比较好的团队，四个人管理三个组合，大家在专业上正好可以达到互补的情况，可以弥补我很多方面的缺陷。我们后面会花比较长的时间，一直把这个行业的覆盖基本做全，大多数的行业，我们希望可以总结出行业的特点，提炼了一些参数，用我们内部研究院和外部券商的研究院，以及第三方的专家网络机构，帮他们跟踪参数，我们自己做投资判断。时间长了之后，就把投资研究的工作结构化、分层，可以变成一个重复性劳动。我们基本上经常回顾公司的定期报告，大概包括年报、半年报和季报，我们也跟踪公司的日常经营活动，以及企业的管理层对自己业务发展的看法、行业发展的看法，我们记下来。时间长了再慢慢印证，看看企业管理层哪些可信，哪些比较基金，比较容易说大话，哪些经常说胡话的。

这个时间长了有两个好处，一是方便我们去判断企业的管理层，二是方便我们自己加强对行业、对公司的理解，这也是一个学习的过程。时间做长了之后，把这个工作重复下来，会使我们后续管理组合更容易，我们也积累了 200、300 个优秀公司的股票池，定期跟踪这些公司，但不是马上纳入自己的投资组合，希望在价格合适、风险收益更好的时候去做投资。

另外，经常回顾自己的组合，根据公司的实际经营情况和股价的表现来做一个评估，我们自己制定了三个主要的纪律：1、行业、公司的基本假设发生了变化，或者是我们搞错了，我们必须认错，要结清这个交易。2、这些公司即使再好，它的涨幅非常大，超过我们的目标我们也需要实现这个收益。3、同类资产有了风险收益比更合适的，也需要做一些转换。

从选择行业来看我自己偏向两个纬度，一个是增长性的行业，不管行业怎么样，是很差的钢铁行业，还是很好的医疗、消费品行业，只要行业处于增长期的时候，都可能收入增长、利润增长，股价往往会有很好的表现，这个需要投入相当多的经历。第二个纬度，还是要选择一些从商业模式、从生意角度来看，这是比较好的生意，尤其是消费品、医疗，竞争结构非常良好的生意，这些公司、这些行业我们要长期的跟踪。既有增长性带来的机会，也有本身业绩带来的波动和投资者情绪偏好的变化带来的短期波段的机会，这两个方面我们觉得都不可忽视，需要投入相当多的精力。

我们有一个股票池，很多时候很好的公司，市场关注度很高、估值水平很高、往往会意味着高溢价，这时候我们不一定马上做投资，或者是很低的仓位去跟踪这个行业、跟踪这个公司，等到合理的时候我们再做投资。总体上希望我们做投资的时候，应该是一个单次投资，也是追求比较高的，需要每一个独立的决策。

这样积累下来，你不是一个大起大落的投资过程，使你的回能够持续。中国的市场确实是复杂的市场，业绩好不一定股价表现好，所以我们比较注重组合里面有多策略，不能一个前提假设，一个相关性就把大部分的配置压上去，这时候很可能阶段性你受到的压力很大，你在生存游戏里面不能生存下来。我们希望是相对多个独立的策略，同时在组合里面运作，这样可以使基金经理的心态好、少犯错，长期回报率保持在稳定的状态。

非常重要的一点，中国市场是很极端的市場，涨的时候过头、跌的时候过头，但必定会有单边的熊市和持续的下跌，这时候你必须要有准备、要有对冲策略。现在的市场如果看得还比

较乐观，明年可能会有单边下跌的过程。我们需要用对冲工具去控制回撤，获取相关正面的回报，我觉得这个很关键。

在实际的组合管理当中，我们用得很多的策略叫“避弹坑策略”，它从两个方面来说。第一方面，往往一些行业和公司的负面因素反应非常充分，股价表现非常差，直到任何利空出现，这些股价都不会有太明显的反应，往往持股情况来看，机构投资者已经非常少了，持股集中度分散。这种时候，需要我们去关注。第二个角度，也要关注这些公司是不是属性很好的行业，是不是业绩出现比较大反转的行业？如果这些行业或者公司的属性好，短期遇到的问题可能后面的机会会来。比方说白酒行业，其实一直是一桩很好的生意，2012 年因为“八项规定”的原因，行业跌幅超过 50%，这时候需要我们重点关注，我们要观察哪些公司的收入正增长，这可能是行业开始触底的信号。哪些公司的盈利出现了更明显的增长？这可能是我们大规模配置的信号。我们做了配置之后，未来什么时候股价开始有表现？这是高度不确定的。但我们觉得需求方面的压力测试做完了，未来策略是一个盈利的策略，而且 3 到 5 年之内是一个高盈利的策略，是确定过的事件。如果组合里面有多种策略，你可以更有把握的做持续稳定的回报。

一句话总结我自己的投资和研究，研究方面是广泛覆盖的，我们要以业绩为基准，广泛覆盖这些行业，要经常扫描重要的上市公司。投资的时候，一定是有重点、有偏离、有几种的。每一个时点都是对市场上我们认为的、有把握的大机会映射，你的组合不可能任何的时点都平衡。投资的时候，你做了一个偏离的组合，还要有一根“绳子”把你往后拉，你要观察、要跟踪，要重点关注那些你没有纳入的组合，没有纳入的行业，那些表现很差的行业，后面是否会有机会？这样的模式会使你的组合相对稳定的状态持续下去。

现在市场上还是有些误区，价值投资认为就是长期持有。我个人的理解，长期持有一定是一个结果，而不是我们的目标。为什么长期持有？中国市场确实效率比较低，有的时候有效，

有的时候无效。我们希望在市场无效，有机会的时候我们进去。市场有效，机会实现收益的时候我们出来。这个过程其实是高度不确定的过程，所以我们做投资的时候要有一个长期的准备，长期持有，真的是一个结果而不是目的。中国的市场是一个很极端的市場，在市場情緒過來的時候也會漲過頭，公司的股價可能遠遠超出它應有的範圍，這時候我們要客觀，要結清頭寸。

接下來匯報一下我管理這兩個基金的数据，主題行業基金七年多時間主動買進了股票和可轉換債券接近 450 支，盈利加速占比大概是 72%。社保組合主動買入股票和可轉換債券家數接近 490 支，盈利家數占比是 77%。其實這兩個組合，是按照一個組合來管理的。理事會有很嚴格的规定，不能有任何非公平交易的情況發生，審計署也要每年對我們進行年審審計。我們大致是以同樣的方法來管理這兩個組合。這兩個里面出現勝率差異的主要原因是 07 年下半年的時候，社保基金是一個贖回的過程相當於我們被動的減倉，主題行業基金是巨額申購的過程，我們被動加倉，高位買了很多股票，最後結果在 2008 年導致了勝率差異，虧損公司的比較會高，而且很多是我們重仓股，過去盈利很多的公司變成虧損的公司。總體來看還比較高的勝率，這也是我們每次做投資的時候，希望做把握比較大的投資。

接下來這個数据是社保組合盈利的分布，從數量來看，盈利是 0 到 100 萬間。前 10% 比例的公司，貢獻的組合大概是接近 80% 的收益，前 30% 的公司，有 120 家，接近貢獻組合所有的收益，這也反映了我們重點研究的工作、重點持有的品種為組合創造了最多的收益。

主題行業基金的分布也大体上是一样的，但是有重大的差异，就是在巨额盈利公司的数量上面是少的，巨额亏损公司的上面是多的。原因就是刚才我提到的，2007 年底大规模资金收购之后，我们把原来的重仓股按照比例配上去。因为股票型基金有最低仓位 60% 的限制，我们当时在高位 100 多亿的申购，必须要有 60% 以上的权益配置，这个结果我觉得会有很多的经验和教训，下面我们会用案例的方式为大家介绍一个这样。

接下来介绍一下我们的投资案例，蓝线是公司的股价，红线是我们买入公司，绿线是卖出公司。国投电力，这个投资花的时间很长。我们从 2009 年下半年开始判断这个公司为例的盈利会有持续、快速的增长，而且是确定性很高的时间。所以我们开始做了布局，结果它的股价表现一直不好，2011 年的市值从建仓时候的 150 亿下降到 100 多亿，我们继续大比例的增加这个公司的配置。2012 年开始，这个公司的盈利爆炸式增长，2012 年利润增长了 4 倍，股价涨了 40%。2013 年盈利增加了 3 倍，股价涨了 10%，因为当年不是热点。2014 年，盈利增加了 60%到 70%，股价涨了 2 倍，市值冲到了 700、800 亿的水位。其实可以看到，这样的投资我们认为是很确定性的投资，但市场真正要表现出它的价值需要相当长的时间，这段时间我们需要做好准备。这个过程，历时了 3 到 4 年。

大族激光是中小板的公司，第一批上市。它的产品特点很有意思，做高端激光设备的公司。2006 年、2007 年的时候做了研究和初步投资，发现这个公司的产品性能不够稳定，往往采用激进的销售方式切入客户，让客户使用，钱以后再付。用比较好的服务使设备正常的运转，当时我们判断这个公司最大的问题是产品性能和稳定性的问题，如果这个问题不解决，这个公司以后有大麻烦，也很难有很好的发展。我们定期跟踪这个公司，这桩生意确实是很独特、很好的公司。2012 年中报出来，我们发现一个很有意思的信号，它的前五大客户都变成了苹果，苹果的供应商。它是一个卖专用激光、焊接、打标的公司，如果它进入了苹果供应链体系，因为苹果的要求很严格，肯定说明他的产品走过不稳定的阶段，我们认为是一个重要的信号，我们发现这样的机会，做了比较好的投资，取得不错的收益。

青岛啤酒，2005 年、2006 年对这个公司进行投资，2007 年这个公司的股价有很好的表现，当年涨了 3、4 倍。我们观察这个公司的收入比当时再增长一倍，然后盈利从过去的 3 到 5 个百分点提高到 10 个百分点，可能它的合理市值是 600、700 亿，当时已经达到了这样的状态。当时我们大比例的降低配置，实现了收益。2008 年之后青岛啤酒稳定增长，甚至有

些年份是快速增长，但它的股价也都是在这个平台附近波动。我们还是做基本面投资的，不是以概念投资为主。当你发现公司的盈利和公司的股价已经到了一个你认为该结清交易或者是不太有吸引力的时候，我们需要遵守卖出的决定。

海尔，这个公司在 2013 年上半年的股价表现很差，到了一个很极端的情况。它当时的市值不到 300 亿。账上扣除有息负债之后的净现金接近 200 亿，这个公司一年有 40 亿的利润，业绩增速大概是在 15% 左右，有 60 亿左右的现金流。从任何的角度来看，这都是一个很好的机会。但市场还是没有反映，所以我们也做了很大的投资。两个基金都成为它的前十大股东，没有想到下半年发生了两个事件，一个是 KKR，美国的 PE 基金入股它 10%，另外一个公司也努力向互联网转型，和阿里合作，动作比较多，半年之内它的股价翻番。海尔其实是三大白点里面竞争优势最差的，当时美的的盈利增长率高于它，估值水平低于它，所以我们下半年把这个头寸也完全结清，转到同类的美的上面。

接下来汇报一下惨痛的教训。

上海机场是我亏损最多的公司，单个股票亏损超过 5 亿。07 年下半年我们对市场很谨慎，整个仓位维持在最低水平附近，但持续资金的申购我们必须要做投资。我当时做了两个决策，第一是把原有重仓股按照原有的比例买了一遍，保持原来的整个组合低仓位的状态。第二，需要找一批未来调整稍微少一些的公司，当时选择了公用事业上海机场。上市其它的公司都是 70、80 倍的市盈率，它只有 40 倍的市盈率，而且它的业务模式决定了它的盈利会稳定，市场有波动的话，它的盈利不会有特别大的问题。一旦开始调整，它会不会调整少？当时我的经验各方面还是不足，2008 年在市场下降的过程中，它的跌幅非常大。2009 年反弹的时候，我们结清了这个交易。我觉得这个交易给我两个重要的教训，第一是当你在市场当中觉得没有东西可以买的时候，千万不要勉强，这种时候肯定是风险比较大的时候，不应该做投资的时候，应该降低权益的比例，应该把权益类的资产转到其它类型的资产上面。第二个，

我们共同基金行业，过去是追求规模的，这种时候还没有封闭我们对资金、对持有人的认购，这是错误的判断，这种时候不应该让持有人申购。上市社保基金理事会和开放式基金持有人在市场最高估的时候做了完全不同的动作，结果反差很大。这在未来，我们也需要时刻的铭记，也是很重要的借鉴。

招行，曾经是主题行业基金盈利最多的公司之一，也是重仓股。2007 年四季度，我们新增资金继续买入招行，高位买入，等市场调整的时候，这个交易成我们从巨额盈利变成巨额亏损，虽然中间我们做了一些成功的波段，但没有办法改变这个大框架。所以，最重要的就是当市场都高估的时候，千万不要勉强，一定要退出市场，要知道中国是一个极端的市場，一定是一个过头的市場。不能简单的长期持有。

过去 10 年，我们很幸运，在中国大起大落波澜壮阔的市場里面从事资产行业，我们也做了一场挺有意思的“实验”，非常大的规模，相当长的时间，我们获得了很好的回报率，我觉得这个事实说明我们的投资办法还是可行的办法，也是一个有效的办法。反过来想在中国做价值投资，应该说是很好的外部环境。因为我们中国的投资人，从偏好上面非常极端，非常集中，大家总是乐于追逐热点，乐于看社会上共识性最高的品种，这为我们提供了机会。经济的发展是更广泛、更全面的发展，机会不只集中在 1、2 个行业，尤其是中国这样的大国，体量很大，任何行业可能都会有合适的机会。

三、经验及应对。

目前的市場，应该说还是牛市。这一轮是资金推动的牛市，成交量在史无前例的水平。我们看到保证金的持续流入也是一个非常恐怖的水平。其实，我个人觉得牛市最大的特点是所有的东西都会涨，所有的坑都会被填平。牛市，并不是我们买了多少个涨幅最大的公司，而是你是不是有足够多的仓位，去买了这些公司享受足够多的涨幅，这是很关键的。所有的人都很容易犯一个错误，在不停地换来换去。我过去管理组合的时候也有这方面的教训。其实，

对于我们来说,最重要的是你能够选择你自己有把握的这些公司,在比较早的时候可以介入进去,全程享受它的涨幅。等到市场过了头之后,我们一次性的退出这个市场,这个很关键。

如果大家个股选择方面做了比较多的切换,容易形成不利的状况,在市场最高峰的时候,可能开始迅速的回撤,因为你的持有成本比较高,你往往会有一些期待和幻想,使自己不能更坚决、果断的在市场给了你明确信号退出市场的时候一次性退出,然后这个市场的调整会使得你更多原有的浮盈消散掉,这是我过去体会到的很重要的经验、教训。

牛市里面,你选择你能够拿得住的公司很重要,全程享受它的涨幅也是很重要的。

第二个问题,大家都在谈中国经济的转型,全社会的共识是我们要向互联网靠拢,要积极把网络纳入我们企业的运行过程当中,借助互联网的工具改善企业生产经营的情况,提高效率,获取生产资源。这个方面,毫无疑问是非常重要的,也是社会上最多资源去做这个事情的。

但我认为中国经济转型的本质是经济从高速增长 10% 以上的增长下降为 5%、6% 甚至更低状态的中低速增长。**转型的本质是企业要适应一个低增长的环境,这是一个最大的问题。**

在高增长的环境里面,需求拉动是第一位的,基金的企业家最敢借钱、最敢建厂,最敢做基金销售的企业家往往是胜者,因为社会当时的状态是这样的,保守的企业家往往被动的被市场淘汰,因为你的份额会越来越小,你在产业当中的地位越来越无足轻重。但这个过程过去之后,总需求的增速比较慢,大多数产品的渗透率很高的时候,这种时候的状态是完全不一样的。猪也能飞的时代已经过去了,现在拼的是企业相对的竞争优势,管理的能力、企业家

战略的眼光,是一个实打实的过程。这个过程自然的结果就是市场份额向优势企业集中,行业利润向优势企业集中,领先的企业要获得绝大多数的利润,超越行业平均水平和超越社会平均水平的回报。落后中小企业的生存压力可能会越来越大。白电行业,我们看到是一个很稳定的行业,90 年代是高增长期,现在的增速很慢。白电行业的前三大企业盈利状况很好,后面的企业很艰难。以空调行业为例,排名第一的公司净利润率超过 10%,格力一年利润

有 140 亿。排名第三的空调净利润率是 3、5 个点，排名第四的海信只有 1、2 个点，排名第五的公司盈亏平衡线上打转，后面公司几乎都是亏损，这就是行业发展到中低速增长阶段的自然稳态。我觉得这个稳态，后面在更多的行业里面会显示出来，这是经济从高增长到低增长自然会发生，美国已经走过了这样的过程，我们看美国行业的结构，应该是中国目前行业结构相对远一些的印证。在这个时代，我觉得中国还是一个总需求、各方面需求，中低速增长的状况，不像发达国家，渗透率过高之后，基本只有周期性的波动，没有总需求持续的增长。这样的情况下，领先企业往往会获得非常好的现金流回报。因为它不像过去一样，为了增长做很多资本的开支和投资，需求是中低速增长的，需求再继续扩大，盈利水平维持在很高的水平，这里面提供了很多的机会，但因为我们目前全社会的关注度非常集中，全社会的共识性非常强，往往集中在以互联网为代表的主题、行业上，留下很多的空白，也会有一些机会，我们也希望后面可以把握这样的机会。

接下来我简单介绍一下高毅的情况。高毅希望打造基金经理俱乐部，由基金经理独立管理自己的产品，相互之间探讨，研究平台我们是共用的，管理组合方面大家独立决策，基金经理的风格各有特点。我们也借鉴国外的机制，第一个是基金经理的跟投机制，基金经理要把自己流动资产绝大部分投入到自己管理的产品里面去。第二，所有的产品都以基金经理本人的名字命名，基金经理为了自己的行业地位和职业生涯，为了自己的名誉而战。第三，基金经理的业绩报酬扣除一部分之后，必须要继续投入到他所管理的产品之中，和产品持有人一起面对市场的风险。

接下来的时间我们如果有问题可以一起探讨。

提问：我也不是很懂，想问两个问题。一是基金的委托人数是不是 200 人？还是会不断的扩容？

邓晓峰：这个基金是母子基金的方式，每一个子基金不超过 200 人。我觉得这可能好买比我们更懂。

提问：晓峰 1 号和 2 号之间有什么区别？

陈洁：1 号是在中信发行的。当时我们和第三方希望一起发行的，好买、中兴等，中兴发行的时候提出了要求，说它发行的时候只能是独家，其它人士是等它发展之后再发行。现在 1 号是 25 亿，上周五刚办完所有的手续。

提问：刚才您也说到，碰到股市下跌，作为私募，会进行对冲是吗？

邓晓峰：应该说我们对市场做一个大的判断，牛市的时候不做任何对冲，牛市本身的情绪会非常疯狂，你这方面无法判断。我们只有在市场进入单边的熊市之后，这方面去做对冲。市场进入波动、平衡的状态，这时候我们不会做对冲，那时候基金经理竞选一些个股，做出个股超额收益的阶段，对冲是为了应对市场过度疯狂之后单边下跌，这个过程一定会发生。

提问：有一个问题请教您，您是从公募出来的，现在的市场有一个很有趣的现象，和 2007 年相比，创业板里面有三个 300 块以上的股票，从它的一季报出来的披露信息看，前十大股东，九家是公募，不乏像汇天富这样的老基金。另外像格力电器，前十大股东，有八家是 QFII，您如何看？

邓晓峰：现在的市场是多元的市场，各种力量都会选择自己有利的品种或者是认为自己有利的品种去做投资。公募基金，目前是一个很清晰的状态，他们主要的投资可能都在创业板和中小板，这个过程已经非常强化。我觉得未来也会继续强化下去，虽然大家都说它高估很多，但只要有后续资金的流动，它可能还会继续强势下去。我们先不要判断创业板什么时候不涨，

据我了解，从公募基金的行为来看是很简单的，而且达成了一致的判断。这些品种会坚决的买入，只要有后续的资金。当然我觉得有两个过程，一个是原有旧资金的切换，这个过程差不多了，就是大家把原来的配置转到以创业板、互联网股票为代表的上面，这个公募体系里面基本完成。后面有没有新发的基金来进行持续资金量的推动？如果有持续资金量的进入，它们还会持续这个过程，这个过程我觉得应该是一个比较明确的过程、比较明确的方向。谢谢。

提问：刚才听了您的介绍，您管理的基金收益很可观。回撤的时候，2007 年、2008 年，回撤的幅度也很大。对将来的市场您怎么看？

邓晓峰：共同基金有一个契约方面的约束，有最低仓位限制，你认为市场不好也只能降到 60% 的仓位。我觉得市场过头之后，第一步就是降仓位，如果觉得市场都高估了，市场一旦转身，所有的仓位全部降到 0，这是第一步的做法，或者是降到很低的状态。第二，如果你判断是单边下跌，也可以做一些像股指期货一样的对冲，来应对市场单边向下的过程。但这个过程的趋势要很明确，你不要轻易和市场的情绪对抗，其实市场已经涨得很过头，意味着未来下跌的空间非常巨大，你其实不用急。从顶部下来 20%、30%，然后所有人达成一致的预期，尤其是共同基金有一支预期的时候，他们有一个果断的行动，就是把自己的仓位从 90% 降到 60%，这个过程也会很快。所以我自己的判断，我们在目前的市场状态下，不要轻易的对抗市场，我们还是找我们自己认为安全的品种，等到东西都高了之后，市场开始下来之后，你就应该进行一个资产的再平衡，从股票里面退出来，转到现金管理，打新股这样的过程。

提问：刚才您说到了价值投资，现在说牛市的所有股票都已经高估了，你如果要买如何控制风险？

邓晓峰：现在的牛市和过去不一样，结构性的因素更强。以中小股票、互联网、TMT 为代表涨得更多，这块我觉得没有必要在目前的位置进行投资，这是风险很大的行为。同时这个市场上也可以看到，还有很多在客观的角度、绝对的估值水平还是合理水平或者是低估的状态。我可能会做未来有确定性把握、确定性收益的产品，像金融行业，不管银行、保险还是券商，消费品行业还有机会，还有耐用消费品方面还有机会，公共事业的一些公司也有机会。首先我们把握有机会的品种，市场这块，我刚才也提到，这是一个很多元的市场。共同基金的动作会很坚决、生猛，他们会继续买入，刚才您看到很高的公司，对他们来说没有任何的心理障碍。每一代人都有每一代人的特点，新的年轻小伙子，他们还是非常基金的做法，过去几年他们的做法显得很成功，也会强化他们的认识，这个过程我觉得会持续。市场是一个不同力量会找到自己的路径，做自己路径的做法。我觉得共同基金未来面临很大的挑战，从来没有经过这么大的比例、这么大的规模投入到流动性这么差的品种上面占这么高的比例，说实话我觉得这个风险其实挺大的。我记得我们在 2007 年的时候，很多公司还有一个内部风险控制，比如买上市公司流通股的比例，还有一道蓝线或者红线，比如 15%、20% 这样的比例，但现在已经远远打开这个比例了，我觉得行业还是会大起大落的，未来的波动、未来的风险都会很大。如果您要投 TMT 的公司，您要有强劲的心脏。它可能会涨得很快很猛，已经已经没有多少卖家了，而只要有申购的共同基金，它们会很坚决的买下去，指导力量对比发生了变化。就是大股东减持超越新增资金的增加，这个过程可能才会发生。

提问：最近我看了数据，在牛市的时候私募基金平均收益低于公募，私募回撤的时候也低于公募，您如何看待？

邓晓峰：过去我们做数据的统计，牛市里面私募低于公募，公募低于指数是正常的状况。如果我们统计一下 2000 年到 2007 年，全市场专业机构和散户的回报率，可以看到很有意思的现象。从 2001 年到 2005 年专业机构的超额收益率很高，但是从 2005 到 2007 年之后，牛市一来到牛市顶点的时候，散户的收益率和机构的收益率已经完全打平了，是这样的过程。其实牛市里面超越指数或者超越比较强的指数都是很难的。2007 年最强的指数是深圳 100 或者是深圳 200，当时只有三家基金可以超越指数。现在创业板里面一些指数最强的，我估计超越这个指数的基金数额也是挺小的。从经验上判断，在一个牛市里面你买指数可能也是很好的选择，只不过你后面不要长期持有，市场过后你坚决的推出，这是很好的做法。牛市的时候，越激进的表现越好。

提问：你刚刚讲到，我们实际上是母基金和子基金的结构，母基金你控制在什么规模？有没有大概的心里估计？子基金涉及到一些管理费和业绩提成，母基金是否涉及到这些？

邓晓峰：这些技术性的东西可能好买更清楚。

主持人：母基金只是一个框架结构，不提成，没有管理费。

邓晓峰：总规模要看市场的发行情况，最后只有发行之后才知道规模。从我过去的经历来说，一直是管理非常大规模的组合，现在的规模都很小的，谢谢。

提问：您刚才反复强调现在属于牛市的阶段，能不能请您提示一下，你认为的牛市见顶时候的一些特征？我们现在买你这个基金是不是很好的时机？是比较切实的问题。

邓晓峰：谢谢，往往牛市见顶，一个大牛市从过去的经验来看，所有的指数都会创新高，创新高之后黄灯首先要亮起来，你要有一份警惕。另外一个特点，牛市的顶峰，你觉得所有合

理的东西都变得不合理了，没有便宜货了，这肯定是毫无疑问的特点。一般我们认为一个公司的股价有合理的水平，一般都会超出合理的水平，但这个幅度不知道。我觉得这两个因素，还是可以判断的。另外一个比较重要的，就是中国市场的特色，像过去两桶油等等，过去的四大行等等，这些东西大幅上涨之后，甚至出现 1、2 个涨停板之后是一个很明确的信号。另外您提到现在，现在的市场是一个调整的时候，对做投资还是比较好的窗口。而且，正好还有一批公司在目前的水平，还是一个比较合适的状态，包括很好的消费品行业公司，它的市盈率只有 10 多倍，我觉得从一个正常理解来看，也不一定是高估的，甚至是一个低估的状态，我觉得这些机会还会有，当然市场后面怎么发展还很难说。但从第一阶段就有这么大的成交量来说，还是有很大的动量过程没有走完。当然，这个市场后面会不断迎来监管部门风险控制的管理。我觉得这次监管部门采取的动作，不一定是特别合适的，我们从专业人士的角度来判断，刚刚做了风险提示，要么是晚上，要么是第二天再做一个解释性的说明，然后去把自己原来的一些说法淡化、解释，往往使市场认为你把握了监管部门的底牌，你可以使市场更加有恃无恐。从这个角度来判断，市场从监管部门的角度来看还不是一个全面打压的过程。这个市场可能对监管部门来说，越来越多的工作会放到控制杠杆、控制冒险的方面。说实话这轮牛市最大的风险就是有这么高的杠杆，包括一些中小企业把自己的生产经营资金，甚至借款之后投入到市场，这都有很大的风险，以后会带来非常坏的影响。融资融券方面也有风险，融资融券的风险，证券公司也会越来越警惕，他们会逐渐降低热门公司的抵押比率。你会看到监管部门越来越多从专业化的角度降杠杆的压力，券商也会在市场非常热闹之后，从自己经营的角度控制一些风险。此外，从大的机构，从像社保理事会也会实施资产再平衡，降低股票比率，不断减持的过程，后面也会不断的出现，我觉得大家也要体会到，市场已经进入了一个新的阶段，谢谢。

主持人：掌声感谢邓总，谢谢。目前这支产品的情况我补充一下，我们上线 2、3 天，预约超过了 200 多个，预约超过 2 亿多。目前的产品应该是 400 个额度，预约在加速的过程中，感兴趣的投资者可以和自己的投资顾问详细了解产品的要素。

接下来有请产品总监陈洁和大家分享，目前这个市场点位下如何更的参与到股权投资。

陈洁：大家好，我是好买财富高端产品部的负责人陈洁，我也是主要分管一级市场，也就是股权基金的方面的。

刚才邓总和大家讲的是二级市场的部分，一级市场和二级市场主要的分界点就是 IPO，IPO 之后就是二级市场，也就是邓总和大家所分享的事情。一级市场，就是 IPO 之前，所以说现在我们切换一下频道，到 IPO 之前的部分。

今天我演讲的主题，可能一些客户在之前的路演当中看到我讲过，我之前讲的更多是新三板，今天我觉得不应该再讲新三板了。今年以来，好买整个在新三板上发了 6 期新三板的基金，其中有 4 期是主动管理新三板的母基金。从 4 个多月的投资来看，我们基本上已经把市场上负责好的标的纳入了我们母基金的投资范围，在座如果有购买过我们新三板母基金的客户，其实每个月已经慢慢开始收到我们的月报。3 期、6 期的母基金，会在这个月出月报。

今天我演讲的主要目的是股权营来黄金十年，我更多想讲大的部分。客户不断的看到好买在发一些股权基金，但逻辑是什么？我们怎么布局我们的板块？我今天想和大家分享这块。为什么我今天讲这个标题？这个主题其实在去年的 7、8 月份，我已经很强烈的感受到了这股潮的来临，我很坚定的带着我们的团队说要做股权的部分。我觉得，现在的这个点真的是很好的时点。为什么？稍后和大家分享。

首先我们看一下风向，现在的风向在哪里？首先，政策风向，今年年初的时候李克强总理在讲话当中提到了“互联网+”，这个词在媒体、在二级市场 and 朋友圈，包括我们看到的所有文章，提得更多就是“互联网+”这个词，包括二级市场非常好的股票，可能也都是因为某个

互联网的概念导致股票连续的涨停，或者说涨势非常好。我觉得“互联网+”这个词大家炒得很火，我不想拿这个词说事。我觉得“互联网+”真正意义上的理解，首先我们来看行业，如果大家有兴趣可以看一本书，最近我在看这本书，它讲的是什么？讲的是互联网未来在 5 年、6 年左右，互联网作为一个行业，可能也会没有。没有互联网这个行业了，为什么这么说？互联网不再以一个形式的方式存在，而是所有的行业会被互联网慢慢覆盖起来。所有的传统行业，慢慢会以互联网的形式表达出来。我就以自己为例，我们家现在沟通不再靠打电话的，我们实时沟通，我们有一个微信号，我的父母、我和丈夫都会在里面沟通。我们女儿学钢琴，到时间就要给老师付款。以前是钱包的钱拿给老师，现在直接微信转帐。我今天出门来到这个现场，第一件事我是滴滴打车，叫出租车过来。第二，这个酒店的具体地址在哪里？我用了大众点评。包括我女儿，大女儿 2008 年生，小女儿 2012 年出生，她们拿着我的手机、IPAD、看着电视机会用手指滑动，他们生出来看到的就是这样的东西，我的父母现在还会用。我们生活，因为互联网发生了很大的变化，不是互联网会颠覆任何的产业，而是传统行业的助推器，是改变大家未来生活的状态和模式，我们的生活会变得越来越方便、快捷。

看一下创业潮，现在的创业潮非常非常的厉害，我身边有些朋友会说，今天我创业了。或者说，我们看到阿里、百度、腾讯这三家公司，一些风投、HR 在做什么事情？直接在阿里或者腾讯的办公楼对面咖啡馆里等着有人过来、有人中午休息的时候会问，你想不想创业？现在风投想找的团队是时间？腾讯出来做 IT、做平台的人，然后配一个传统行业的人，他们认为未来可以做一个很好的、垂直化的产品出来。我们看到今天的创业和过去几年的创业已经非常非常不一样了。今天早上我在看一篇文章，从 80 年代到现在，每个阶段不同的创业形势，现在的形态已经非常非常不一样了。现在的创业环境、条件，远远比 4、5 年前的创业环境好很多。这股创业的风潮也起来了。

大趋势：未来十年会是股权投资的黄金十年。

这个图是我手工画的，也是支持我说我们的团队为什么要做这样的事情。我们把项目从最早期到最后退出，或者不是退出，整个金融行业的任何一个标的。大家买的股票，也是从种子期发展到今天的二级市场流通的股票。一个企业的发展过程，从种子期到 Pre-A，到 A 轮、B 轮、C 轮，然后可能海外做 IPO，比如百度、腾讯，现在国内游主办、创业板、中小板。下面我画了一个灰色的部分，叫新三板。我们做新三板的同时已经开始关注上交所的新兴板。前两天证监会的人在内部沟通，讲到的问题是什么？新兴板和创业板这两块现在要 PK，两个板都已经开始报材料了，创业板要改制，新兴板上来已经是一个注册制，甚至说可以接受亏损的互联网企业上去的板。创业板可能会分出一部分吸纳这样的好企业，过去这些年，这类型的企业都去了海外上市。如何把他们留在国内？需要这样一个板的支撑。新兴板，我们已经在关注了，就看到时候是创业板跑得更快，还是新兴板的政策跑得更快。

B 轮，我上面又加了一个新三板，C 轮上面是并购。我们会发现，为什么到了新三板？新三板上板的条件比较简单，有两个完整的会计年度你就可以上新三板，有券商为你做保荐人、做市，你可以通过定增方式进行融资。原来没有新三板的时候，更多靠 PE 端，也就是投它的 B 轮、C 轮。像好买，我们作为一个企业从种子期开始到 Pre-A，我们的 A 轮谁来投？我们的 A 轮就是联想来投的，它就是我们的风投。我们的 B 轮腾讯作为我们的股东投进来，C 轮是腾讯进行了追加，这样可以给大家更好的解释和理解。

如果说一个企业到了 A 轮要融 B 轮，有两个选择，一个是像好买一样引入新的投资者培训，还有一种形式就是好买直接上新三板，通过定向增发也可以完成，比如我们看到九鼎等，都是上了新三板通过定向增发进行了新融资。

这是我们整个的图，前面部分就是我们进入的时点，后面一块是这些项目的退出通道，我们会发觉在新三板和并购潮还没有出现的时候，更多机会是在美元基金，美元基金可以到海外

上市，海外上市是非常成熟的市场，基本上半年里面就可以走流程，最后达到上市的结果。

但是在中国不一样，我们会发现过去很多 PE 基金投在那边，尤其是 2011、2012 年客户配置了股权基金，到今天的时点大家很焦虑。尤其是去年，很焦虑，像冬天来临了一样，退不出去，人民币的退出渠道没有那么通畅。我们会发现，新三板的出现、并购的出现，包括新三板、创业板的改制，这些退出通道的出现，导致了我们的投资机会必须往前移。只有往前移，投资人才可以拿到更好的溢价部分。因为退出更通畅，所以我认为人民币的机会真的是出来了。包括我们还看到了什么样的情况？我们看到了红杉、IDG 等大型的美资基金，他们最近在做什么事情？他们在成批的拆 VIE 结构，上国内的新三板或者是国内的创业板、新三板。还有一批人民币的公司，原来在创业板排队的，纷纷撤回来了，因为认为在新三板上我的估值更好、融资也方便。这是我们看到，这些股权基金在批量的做这些事情。为什么说过去 4 期新三板的母基金都配了一些什么？其实配的就是这些 PE、VC 的股权基金，因为我仍然认为新三板是场外市场，更应该要有一个 PE 的角度去做投资，而不是作为一个二级市场的产品进行投资。

现在对于整个股权基金来讲，我们的策略是这样，一方面配这个部分，也就是早期的天使基金。我们上个月也在做，过去 10 到 12 月份，发行了 3 个亿的天使母基金，配的就是这个部分，投的时候时点应该是非常非常好，有些项目也获得了融资等等。另外还会做新三板的部分，或者是 Pre-IPO（音）或者是并购的部分，这是我们整个的逻辑。我不觉得应该做 PE 轮的股权基金，对客户来讲，同样期限很长，但性价比太低。

这是我们团队在过去，从去年 8 月份到今天为止做的产品，刚才我们讲了整个的逻辑，具体我们做了什么 和我们讲的东西是否吻合？2014 年 8 月份我们做了环保产业的并购基金，这是我们第一次做尝试，好买拿到一个股权基金，大力向客户进行推荐。10、12 月份，连续三个月发了两支天使母基金。2015 年 1 月，我们做了一个小小的尝试，做了文化娱乐，

下面投电影、电视剧或者是泛文化的一些标的。从 2 月份到 4 月份，大家会看到我们主要是在发新三板，我们发了 1、2 期、3 期、6 期是我们的母基金，5 期给景林单发了一支。4 月份还做了 3000 万左右的指数基金。为什么指数基金发得不那么大？也是根据市场容量做了测算，也是作为我们自己的标的尝试，这个产品流动性非常好，客户买进来之后半年，每个月会开放申购、赎回。这个基金 4 月初成立了，但我们感觉市场的建仓点，从 4 月初到现在连续三周的下跌，但很幸运，我们没有建仓，从上周五开始建仓，这一波的跌我们避开了，上周五是 1900 多点。新三板未来的战略性机会，我们是看好的，不然我们没必要花那么大的力气去做投资，但如何去选标的？我记得在 2、3 月份的时候，大量的机构在做宣传，说我们的新三板产品，一个月 80%、90% 的浮盈，但是你们看到我的母基金配置会发现，60%、70% 的比例是投挂牌前的，所以之前的 30%、40% 的跌幅，一点都没有影响我整个母基金的操作。

这个月我们在做什么？我们还是做了一直天使的基金。就像刚才讲的，我仍然认为前面去做一些布局是非常好的，到今年下半年是否仍然可以由布局的价值？我不知道，但我觉得现在的点一定要去做。另外，我们还尝试了一个新三板的新结构，很多客户提出需求，我们是否可以做一个有流动性的新三板产品？我们想了很多的办法，也找了一些靠谱的机构，我们最后给联创做了一个结构化，客户有一个安全垫的方式进入这样的产品。这是我们从 8 月份到今年的 5 月份在做的事情。

新东方启辰，新东方是好买旗下的全资子公司，现在大家看到你们买邓晓峰产品，只要是通过新方牌的牌照发的，我们就叫“新东方”。新东方启辰，是好买一级市场母基金的品牌，新东方启辰目前管理规模是 10 亿人民币，目前重点从这个图大家可以一目了然，我们围绕早期天使、产业基金、并购基金和新三板基金这样的布局在做，这是我们的重中之重。接下来我们要做什么？大家看到我在发这些产品，实际上我还在准备后面的东西，接下来我们要

做什么？刚才讲到了一些 VIE 结构，包括一些私有化，像我们看到分众传媒的回归、我们看到盛大游戏在回归，接下来我想做这波。批量的机会，我们现在必须提前布局。

我们如何选择一些标的？我们的投资逻辑，首先是选对人。股权基金对人的要求是非常非常高的，我们看到现在市场上发行股权基金的人特别特别多，是一家都会拿 PPT 说事，会说我们的逻辑是什么，我们选择什么什么行业。其实，真的差别太大了。我们觉得你投对人，这个人是不是圈子里的人？他怎样拿到项目资源的？如何去做投后管理的？在一级市场，都在围绕：募、投、管、退四个字。募集、投资、管理、退出，退出才是客户获得收益的方式。最核心的风险，我们认为是对人的判断。我们在投早期天使，像雷军、薛蛮子、沈南鹏等，他们都是圈子里的人。我们的母基金投下去的也是这些人。还有很多圈外人在投资，看到的时候我以为我在做天使基金，或者我在做早期基金，或者说我在做新三板基金，其实市场上公开发行的新三板基金，有 150、160 支，我们母基金的团队覆盖了市场上 60%、70% 的标的，有的标的真的是投不下手，风险真的非常大。除了人外，我们就是看行业。

行业的选择我觉得很重要，行业里面我们会更多选择有趋势行业。我们围绕四个行业展开：

- 1、TMT，和我们的消费、大众都会有关，包括了互联网和移动互联网对传统行业的升级。TMT，仍然是一个很大的产业，我们看一下下面一页就很清楚了。中国互联网和移动互联网是应用大国，用户数远远大于美国市场。6 亿网民，10 亿手机，其中 4 亿是智能手机。
- 2、消费升级，刚才给大家讲到了自己的一些例子，不知道在座的买蔬菜是否还去菜场？现在买菜可以网上直接定，点完、选择之后一周送两次，送到你家，而且都包装好。看医生，不需要跑到医院排队，手机上面可以直接预约，你也可以直接在手机上面问医生，有些小病你不需要跑医院，你可以知道自己吃什么药或者有什么问题。包括以前到海外买一个品牌，会说某某要去海外旅游，让他帮我们代购一下。其实这些都是消费升级，包括网络游戏。

3、医疗健康，也会和互联网有些关系，其实是和医疗服务有关的。比如一些中成药或者是和基金有关的东西，我们会去找一些非常非常垂直的团队来做。如果这个基金是全产业覆盖的，我们反而会担心他是不是够专业，我们还是会做判断的。

4、智能硬件，去年我们母基金投了机器人的项目，还投了一个基金，这个基金最近投了一个测心脏的，一个小小的环贴在心脏方面，会实时跟踪。不需要像以前去医院装一个心脏的测试，很笨重。现在贴在心脏方面，实时跟踪，发现问题会手机提示你。未来的智能硬件包括产业和智能硬件相结合的，包括像机器人。昨天和一个早期天使的人聊，他最近看了一个机器人项目，觉得非常非常好。机器人现在已经可以爬楼梯、可能在水里游，未来可能不需要保安了。我们还投过一个平衡车，还有国外的一个电动车，还有炒菜。你想做菜下载一个做菜厨师软件，可以实时录像给你。你觉得自己做的菜很好，也可以上传，就是一个社区的概念。我们可以专注于这几个行业。

我们的尽调流程是什么？首先对团队尽调，会对合伙人的背景尽调，对合伙人的过往业绩尽调，包括对公司股权结构、公司背景尽调，包括重要人员的访谈。一般我们几个人要深度尽调，我们可以针对不同的人进行访谈，聊得很深，甚至你喜欢什么，你的家庭、你的小孩，我们会聊得很多。你平时的爱好是什么？我们不只是说看一些你的画面材料，书面材料看不出什么东西。第二是对业务进行尽调，对他过去投过的项目，你的基金经理、项目的进展如何，包括你对行业的判断，你投后管理能力和项目获得的能力，你如何获得项目？你在项目里面是领投进去？还是跟投进去？还会对项目进行尽调，他过去投过几十家甚至上百家企业，我们会挑出其中一定比例的企业，我们说要见团队的创始人，我们会和这些团队的创始人聊，因为聊完他就可以反应这个基金给了他多少帮助，这个基金对它怎么样，也是变相反应投后管理做得怎么样，是不是可以真正的帮助这个企业。

这是我们投资的情况，用新方程启辰投过的母基金，这是我们的成立时间，期限相对会长一些。我们投入进入，像去年做的天使母基金，一期的投资进度是 82%。新三板的一期是 90.3%，二期是 81.2%，三期和六期还在逐步的建仓中。这些基金和二级市场不一样，二级市场每周报估值、报净值，这个报不了净值，我们至少会季报。如果买过天使母基金的，应该已经拿到了季报，里面有非常详细的内容。我觉得股权基金的投后管理非常重要，我们每年会有一次 LP 大会和大家沟通投资情况。新三板，投资标的进展比较快，我们在投资期新增了一个月报，完成投资期之后会有季报。

下面有一小部分我们投资过的标的，比如像启赋、合力、同创伟业、景林、君联、云启。当然新三板里面我也重配了同创、景林，天使基金投了启赋、君联、云启、合力。而且我的母基金上面的天使母基金，其实是分了美元基金和人民币基金，客户资产配置上面，我已经给大家做了境内、境外的配置，并不是我只做人民币基金，只要有好的美元标的我还是会去做。新三板里面我们也投了承瑞、申万等很多，还有一些基金的，像南方基金发的、汇天富、大摩发的，我们也在投。

5 月份，我们主要在做两个产品，一个产品是联创的新三板 7 期，这个是做结构化产品。因为期限短，1+1，从期限来看可以看到我不投挂牌前的，就投挂牌后的定增机会，所以期限才可以投那么短。期限短就要投挂牌后的，很多客户会说现在估值已经很高了，你是不是进去的价格会很贵？的确是这样，这也是为什么我一直没有敢配这样标的主要原因。很多客户说母基金的期限比较长，我们还是想配一些期限短的，于是围绕着“期限短”这件事，跑了很多家去谈，最后定了这家。主要原因有几个：1、我们想做结构化，也就是投顾会自有资金进来做劣后，给客户做安全垫，客户可以以更安全的方式进入到已经挂牌的新三板项目里面来。所以，我们是 1：3 的结构，劣后是 2500 万，优先是 7500 万，所以有一个天然的安全垫。这一片是我做的优先客户净值收益，我做收益测算的时候做到 3 块钱，联创给

我做收益，直接拉到 4 块钱。联创是 1999 年就成立的，联创是上海国资委下面的一家 PE 股权投资公司，目前管理规模是 300 亿，后来冯氏两兄弟把这个企业私有化了。现在国资委也有一点点的小股，基本上还是冯氏兄弟在做，他们分成了两个品牌，一个是做了策源，专注于美元基金。还有一个叫永轩，会做人民币基金，也会有一些美元基金。以前过多的都是在做 PE 的项目、并购的项目，他们的产品都是上市公司给他们配的资，或者是银行给他们配的资，基本上不对外发售。因为过去投了 300 多个项目，他们已经有 10 多个项目上了新三板，今年的计划是 85 个项目会上新三板，现在在做股改。大量的项目来源，所以他们在这些产品里面，这些定增的标的都是他们过去投过的项目，上了新三板之后发的定增。第一，他们对企业知根知底，非常的了解。不像其它的基金，更多是券商扔给我的票我再分析。第二，在创业者面前可以以更低的价格拿到便宜的东西，为什么？他们是非常早期就去投这个企业，对创业者来说最困难的时候联创帮助他们，所以他们进入的价格优势更强。他们为什么愿意拉到 4 块钱？而且这次是他们个人的钱进的安全垫做劣后，可以看出他们对整个基金回的信心非常非常大。这是我们在发的新三板结构化的产品。另外一个产品是合力天使基金 2 期，因为去年的两期母基金，我在下面观察了那么多的基金，实施了跟踪。我也为了选择 FOF 的标的，也跑了大量市场上的早期天使，和很多人聊。我觉得现在的时间可以卖大产品的时候。我们推了合力，这期一共是 5 亿的盘子。其中 2 亿，1 亿是原来的 LP，还会继续追加他们新的基金。还有 1 亿，政府要给他们。昨天杭州的产业基金承诺给它 5000 万，萧山那边的产业基金给它 3000 万，这些产业基金对它的认可度非常高。这次对市场公开募集大概是 2、3 亿。它会如何布局？一共 5 亿的盘子，其中 2 亿左右会配在早期种子的部分，或者是 Pre-A 的部分。如果 A 轮这个标的非常非常好，它会继续追加。他们的目的是为了达到更大的股权比例而不被稀释，这样在退出之后会获得更好的回。这个标的 23 号上海还会有一场路演，请了合力的张总，昨天张总在杭州和大家

交流，杭州用户感觉收获非常非常大。现在约好 23 号在上海，大家如果有兴趣可以亲临现场听张总所讲的，他对这个行业、对这个产业的描绘会非常非常清晰。

这一期基金，现在在预约，6 月初的第一周开始打款，最晚拖到 6 月 10 日左右，我们就把整个基金关掉了。过去发了 3 期，两期人民币基金，一期美元基金。我的母基金又配过它的人民币基金，又配过它的美元基金，对它底层标的非常熟悉。我不知道大家有没有下载过墨迹天气，这就是他们的投资标的。目前他们投了近 70 个项目，现在已经有一定比例的退出。一期基金，目前回款应该是 80%、90%。去掉回款的账面回报是 4.07 倍。第一期基金是 2012 年的年底开始操作的，第二期人民币基金是 2014 年成立，到现在账面回报是 1.50 倍，2013 年成立的美元基金也是差不多 1.53 倍。这一期的基金是 4 年投资期+2 年管理退出期，按照张总的话说这是保守估计，因为他估计会投得很快，2、3 年应该可以完成所有的投资。我们这一期基金 200 万起，对客户来讲，因为股权基金和二级市场不一样，对于二级市场来讲，它的资金是重复使用的。对一级市场来讲，资金不能循环使用。对客户来讲，因为周期比较长，对客户最好的方式就是分次出资。所以我们这次基金会分两次出资，每次出 50%。也就是说我们这次承诺出资 200 万，先打款 100 万。预估两次出资的时间是一年左右，一年以后再出剩下的 100 万。这样对客户来说，资金占用或者使用效率是最好的。退出也是的，二级市场的退出，这是客户主动提出赎回的，比如这个月我觉得净值不错，我想赎回，大家提交一个赎回单，在当日赎回开放日这天，按照当日开放日的净值和客户所持有的份额，就是客户最后拿到的资金量，但是股权不一样。股权，只要有项目退出，钱就要还给客户，不能循环使用的。这个费用，就是整个产品的，在新方程启辰的层面上，只有通道费，是银行托管包括行政外包，没有加任何费用。

今天主要是和大家分享我们的股权逻辑。

提问：刚才您说到的前面那个基金，1+1 的那个，是什么意思？

陈洁：我现在改成 2 年期了，做不到 1+1。我当时想做 1+1，就是一年投资期，后面一年是退出期。因为我投的是定向增发的项目，资金不想循环使用，直接退给客户就好了。后来和做系统、做估值的人交流了一下，他们说这样可能有问题。因为万一前面的钱很好，回来了，后面有一个项目太好亏钱的话，对他们估值有问题，劣后就直接亏钱。所以我们现在就是两轮期的产品，如果没有特别好的标的，或者投下去的项目结束，我就提前结束，不要两年的时间，最多就是两年。到期等于一次还本还收益。这样一来一些项目如果半年里面实现退出，联创会进行重复投资，会把钱再投一个新的项目。

提问：中间没有分红？

陈洁：对，一旦分红就是我刚才讲的问题，行政外包那边无法估值，觉得测算起来会有问题。

提问：你们是请冯涛？

陈洁：对，劣后就是冯涛个人的钱。

提问：好像冯涛在二级市场也发过一些？

陈洁：他们没有发过二级市场，还是一级市场，是 PE 的。

提问：从 1 到 4 有没有概率分布？

陈洁：这个很难测算，我自己觉得按照市场行情来看，大概率的事件应该是在 2.5 元到 3 元之间，这是我自己的测算方式。联创对于自己的项目会非常了解，他们现在已经有 5、6 个标的要做，每个标的投多少也确定了。他们的估值是直接拉到 4 块钱的。我当时测算到 3 块钱差不多，3 块钱已经翻了两倍，他们觉得非常有信心，所以他们去拉。按照我们过去看市场的情况，我保守估计，觉得落在 2.5 元到 3 元间是比较合理的，我这个测算是抛去所有的费用，包括劣后的钱等等，客户实实在在拿到的钱。这样算下来是 30 到 37.5% 之间的年化收益率。我把管理费也算在里面的，1 块钱这个数字是客户略亏，因为去掉了管理费。

女：有些新客户可能不是很熟悉劣后的概念，净值跌到 0.8 的时候还没有亏客户的本金。

陈洁：对，我们是 1：3 的本金。我具体讲一下，1：3 的概念是这样，整个基金是 1 亿，劣后出 2500 万，我优先资金配 7500 万。如果亏损，先亏劣后的钱。意味着当整个产品跌到 0.75 的时候，优先还没有亏本金。0.75 以后，才开始亏本金，先把劣后的 2500 万亏掉，亏完再亏客户的本金。客户说为什么不保本？这不是我们更安心？第一，我们看整个三板的发展，包括联创手上的项目，我们团队都是——看过的，这些项目沟通下来，我们觉得质地非常好。既然看明白了一个东西，其实不建议去做保本。对联创来说，如果它要给你做保本，它不会愿意让渡给优先。现在我们的让渡是这样的，1：3，1 块钱到 1.1 元之间，劣后没有撬动杠杆，还是按照大家的出资比例来分。优先、劣后还是按照大家同股同权的方式做。1.1 到 1.5 之间，我们优先分 60%，劣后分 40%。1.5 元以上，优先分 30%，劣后分 70%。联创原来做过一个方案，我给你保本，大家可以比较一下市场上公开发行的产品，一旦对优先保本，其实优先最后分的收益都是超额部分的 10% 给优先，90% 是劣后的。我自己觉得既然我们看明白了很多东西，为什么要它去保本？保本对优先来说，我做产品我觉得性价比很重要。每次我做完产品的时候，我会觉得如果我是投资人，我愿不愿意买？劣后

给我提供了安全垫，当然劣后也要博它的收益。最后谈这张测算图，足足谈了两周多，不停的电话会议。冯涛说我拿了劣后的钱出来，为什么分到那么少？其实他是不满意的，他觉得我就这么一点劣后，不愿意再多了，因为我随时随地可以找银行配资，他在银行是有增信的，在银行配资银行给他固定收益，而且是很低很低的固定收益，他说你们优先的成本太贵了。所以，我自己觉得对优先客户来讲还是比较合理的，先亏是亏劣后的钱，亏完 2500 元才是亏优先的钱。

主持人：我们掌声感谢陈洁，非常感谢大家。

帮大家总结一下今天的分享，刚刚邓总的产品晓峰 2 号出去的时候有客户在问这个时间点是否合适，我们一直提倡客户去做资产配置，像新三板也是配置的方向，像选择基金我们也提倡客户选择团队，这个对客户来说是最关键的。而择时的问题，应该交给基金经理选择，他们作为专业的机构，目前市场上的情况他肯定会比我们普通的投资者更关注、更了解里面的情况。邓总也分析了，他们管理的社保在 2007 年高点的时候，向理事会建议让他们赎回。因为对他们来说这是一个共赢的事情。因为赎回之后，如果有机会它会再把钱给他们。大家知道公募基金都是一些散户，在高点的时候反而是追的比较多。作为专业的机构，包括私募，他刚才也提到一点，公募必须要有六成的仓位在那边。

对他们来说，私募没有仓位的要求，他们觉得风险较大的时候会灵活的控制仓位，所以择时这个问题应该是交给基金经理选择比较好，产品的进展也会比较快、产品要素可以和投资顾问再沟通一下。包括刚刚讲的联创新三板 7 期，这也是非常好结构的产品，我们自己都很感慨，觉得这个产品设计出来真的非常好，但它也是有额度限制的。刚才提到了，劣后不是很开心，觉得我去银行拿成本，我获得的收益会更多。限定了劣后的比例，优先的额度一共有 7500 万，这个产品的进展也会比较快。

另外，大家拿到的物料袋有一个 E6 的产品，这是新方程做的母基金产品，参加过我们产品会的客户应该比较清楚，在我们的平台上也搭建了很多母基金系列。这个母基金是一个组合基金，我简单和大家分享一下 E6 的情况怎么样。好买也是一家公司，也有自有资金，我们本身就是专业研究基金的。这支是我们自有资金 1000 万，去配了一个股权的比例。我们作为投部，投资顾问都非常好、非常考虑客户的感受。就想公司都去做了配置，为什么不可以让自己的客户也有机会参与到这个组合当中？这样，相当于好买公司自有资金在里面，客户也会更信任一些。E6，我们公司的资金已经开始运作了，大家可以问自己的投资顾问。你在做资产配置的时候，基金的产品有了，单支的产品也有了，你需要一个底仓的仓位做稳健配置，这支产品也是不错的选择。大家也可以和自己的投资顾问了解详细的情况。

高毅资产邓晓峰：“快牛”步入中期 回避高估值股票

邓晓峰，公募基金业为持有人挣钱最多的基金经理之一。在博时基金工作的近 10 年里，为持有人创造的净回报超过 735 亿元人民币，其管理 9 年 6 个月的社保账户收益率达 10.47 倍，年化收益达 29.1%，其管理的博时主题行业基金在 7 年 10 个月里，在同期可比的普通股票型基金中累计收益率排名第一，业绩 3 次名列股票型基金年度前十。

然而，在公募市场做得风生水起的他，却在临近不惑之年时，作别老东家博时基金，加盟邱国鹭打造的平台型私募基金高毅资产。今年 4 月 17 日，邓晓峰加入高毅资产后的第一只产品开始在中信证券发行。

这位公募界传奇人物为何在牛市汹涌而来之时“弃公奔私”？经历牛熊市历练的他又如何看待当前市场的投资机会？近日，《证券日报》基金新闻部记者采访了已经担任高毅资产首席投资官的邓晓峰。

牛市步入中期

有可能超过 6124 点

“资金仍在持续大规模地流入，从历史经验看，牛市中很有可能所有指数都会创出新高。资金推动的牛市一定会出现所有低估值的公司都会涨的现象。”谈到当下的 A 股市场，邓晓峰话锋一转，“因为不变的人性和市场参与者结构，中国的市场往往会比较极端，往往是疾风骤雨式过程，会出现涨过头的现象，随之而来的就是大幅度的调整。很多公司都远远配不上他们目前的市值，但资金还在不断涌入，就像气球在不断吹大，一旦资金流动的过程停止，气球就会爆掉。”

邓晓峰进一步表示，现在是牛市的**中期阶段**，并认为如果银行股涨起来，6124 点的最高位也可能被超过。他强调：“牛市中要享受上涨的过程，不要太早去怀疑，太早怀疑的结果往往是后面高值追回来。”他认为，牛市中最好的投资策略就是：**找到自己研究得很深入、有把握、商业模式很清晰、能够拿住的股票，坚定持有，让其随风起航，等市场转身时再改变自己的投资策略，清掉头寸。**

虽然已身处私募，邓晓峰表示，他会延续在公募基金期间积累出的“深入研究基本面、赚逆向投资的钱”的投资风格。他看好那些未来有绝对收益、目前市场还没有充分反映股价的股票，但对于那些被热炒、被高估、市场万众瞩目的股票则会回避。

时值上市公司年报、一季报披露之季，自称已经成为“熟练工种”的邓晓峰表示，自己尽量去看所有企业的定期报告。他表示自己工作的大部分时间就是做信息的搜集和分析，他偏好

从实实在在的数据中体现出的企业价值。“我不喜欢听企业讲故事，我也不是一个容易被骗的人。我认为一家好的公司肯定会有一张好的资产负债表。”

专心做投资

做出自己的招牌

去年 12 月份，邓晓峰从博时基金离任。离开时，他便决定不会自己去创业，他只想专心做投资，不想被公司管理的琐事打扰。随后他选择加盟高毅资产。

邓晓峰将高毅资产定义为一个“基金经理俱乐部”。“我的伙伴都是市场上很有经验的专业人士，通过不定期的互相探讨，你可以随时知道不同投资风格的人对市场的观点，可以以更广泛的角度去看待市场，自己做投资时更有针对性。以开放的心态互相做参照，对于做投资也是一个很好的外部环境，让自己做投资时更客观。”

邓晓峰还表示：“高毅资产是一家以专业人士为导向的公司，和公募基金以股东为导向是不同的。这里，投资经理具有独立决策权，自己考核自己，产品挂着自己的名字，做差了就砸了自己的招牌。”

据邓晓峰介绍，目前高毅资产已有 5 名投资经理，除了他还有前南方基金投资总监邱国鹭（现任高毅资产 CEO）、前中银基金权益部投资总监孙庆瑞、前高瓴资本总监王世宏和著名个人投资人冯柳。公司研究员也已有 5 名，均是来自公募基金，有 2-5 年的研究经验，平均每人覆盖 2-3 个行业。此外，原华夏基金董事总经理、零售业务总监赵新宇也即将加入高毅资产。邓晓峰也表示，更多人才正在招募中。高毅资产最近在招聘广告中表明“我们寻找每个领域的拔尖人才”，“英雄不问出身，只要身怀绝学”。

公开信息显示，由邱国鹭亲自掌舵的产品已在此前募集 30 亿元。据坊间估计，目前高毅资产管理规模已近百亿元。

高毅资产管理规模近百亿 邓晓峰出任首席投资官

平台型私募基金高毅资产 8 日透露，前博时基金权益投资总部董事总经理兼股票投资部总经理邓晓峰正式出任该公司首席投资官。去年 12 月底，邓晓峰因个人原因离职，坊间传闻其加入邱国鹭的高毅资产麾下，但一直没有获得证实。时隔 4 月，其正式加盟高毅资产。据悉，邓晓峰管理的第一只私募产品也即将发行。今年高毅资产已经一口气发行 19 只产品，据悉规模已近百亿元。

邓晓峰被称为中国公募基金行业为持有人挣钱最多的基金经理之一。在博时基金工作的近 10 年里，为持有人创造的净回报超过 235 亿人民币。其管理 9 年 6 个月的社保账户收益率达 10.47 倍，年化收益 29.1%，管理的博时基金基金在 7 年 10 个月里，在同期可比的普通股票型基金中累计收益率排名第一，业绩 3 次名列股票型基金年度前十。邓晓峰表示看好经济走向低增长过程中的优势企业，它们有望创造良好的现金流，创业板目前存在较大泡沫，不是方向性错误，而是严重做过头。“每一次大泡沫都是这样形成的。因为对转型的急迫预期，以及不变的人性，必然会过头，”邓晓峰说，“这是许多投资人遭受惨重损失、但社会享受进步的过程。”

邱国鹭的上海高毅资产管理合伙企业成立于 2013 年 5 月底，致力于打造平台型私募，邱国鹭曾透露其激励机制使得基金经理的分成可能多于自己创业，基金经理能拿到业绩提成的三分之二。目前其平台上有 5 位基金经理，除了邱国鹭、邓晓峰，还有原中银基金权益投资总监孙庆瑞，邓晓峰和孙庆瑞均是十年金牛基金特别奖得主。此外，还有曾在高瓴资本任职五年的 QFII 投资总监王世宏以及擅长价值投资的民间投资人冯柳。根据基金业协会的数据，

目前其有 19 只产品，均于 2015 年 2 月成立，业内人士透露，其资产管理规模已经接近百亿元。

“奔私”邓晓峰分享“九年十倍 230 亿”秘诀

继王亚伟、王茹远等明星基金经理下海投奔私募后，又一位公募基金经理邓晓峰加入“奔私”行列。去年 12 月，邓晓峰从博时基金离任，近期传闻他将加盟邱国鹭打造的平台型私募基金高毅资产。

从当时接手社保时的十几个亿，到去年接近 180 个亿，9 年涨了 10 倍，年化收益率 29%，社保组合和博时主题行业基金合计净收益超过 230 亿元；从没有管过基金的初学者，到经验比较丰富、收益率优秀的明星基金经理。……上周，邓晓峰向上证报记者分享了他九年半公募基金投资历程。

“赚深入研究的钱”

过去九年，邓晓峰在社保基金总共投了近 500 只股票，加可转债加上新股接近 700 只，扣除新股 77% 盈利。此外，博时主题行业基金扣除新股买了近 450 只股票，其中盈利家数占比 72%。从盈利的分布看，单个股票盈利 1 亿以上的比例占整体盈利 80%。

“这是因为我们抓住了该抓住的基于基本面研究的收益，大部分盈利是在我们有把握的重点公司做出来的。”回顾过往的投资业绩，邓晓峰谦称自己也错过了很多机会，但总体来说，是一个成长的过程，把握住了一些机会。

在邓晓峰看来，如果一个行业有很大的利润空间，就不用担心企业有没有市场机会，他更愿意在公司表现出比较明显的投资机会之后再去做投资，所以总体上维持在比较高的成功率。

这种公司分两类：重点把握的公司研究得比较透，能挣钱；在市场对其不太关注的时候打一些提前量，即好行业好公司的坏时刻。

从长期投资回报率看，白酒行业是很好的一个生意。2013 年大多数公司调整幅度非常大。此时，很多公司现金流量很好，资产负债表也很强，只是短期内市场情绪特别极端，一个“落难公主”肯定有好的机会。

邓晓峰向记者透露，他们将基本面的跟踪研究作为投资的基础，并有一个 200-300 亿的股票池，会在价格合适时买入，价格越低买入的比例就越高。从长期来看，股价还是反映公司的盈利和增长，因此做得时间越长，覆盖面越大，已知公司越多，胜率的把握也比较高。

“赚反向投资的钱”

资本市场经常是无效的，但长期是有效的。作为主动投资的管理人，发现市场的无效性是获得超额收益的主要来源，而采用与大多数市场参与者不同的策略，长期持续获得超额收益的概率也会更高。

“过去近 10 年，我们在足够长的时间内，无与伦比的规模上，在中国这样一个公认投机主导的市场上，实现了卓越的回报，证明了我们投资策略的可行性和有效性。”邓晓峰认为，这种低效的市场恰好是价值投资者的乐园。

在邓晓峰看来，中国市场是一个很极端的市場，市场整体效率偏低，为基本面投资创造了非常好的外部环境。可能非市场热点的公司基本面表现很好，但股价表现却很差，此时他们更愿意做一个比较大的投资。比如盈利较多的国投电力，它是市场上盈利最快的公司之一，但长期不被市场关注。

公告显示邓晓峰管的基金曾重仓过国投电力。国投电力从开始购入时的市值 150 亿元，最低跌到 100 亿元，去年市值到了 700 亿元。这让邓晓峰领悟到市场体现它的基本面确实需

要时间，他要做的只是将企业基本面把握住，这样不管市场怎样变化，时间长了赢利是大概率事件。

对外界认为“价值投资”就是“长期持有”误解，邓晓峰称价值投资不是简单等同于长期持有。长期持有、换手率低是结果而不是目标。市场纠偏，改变其无效性需要时间，存在时间上的不确定性，当他们领先市场发现机会，等待市场回归时，需要有长期的准备，而对公司的客观评价是唯一原则。

谈及卖出纪律，邓晓峰认为，投资是一个闭环，需要不断回顾与评估，遵守卖出纪律。他制定的三条卖出纪律是：行业、公司的基本假设发生了变化；达到预期目标，风险收益不再合适；同类资产中有了风险收益比更合适的替换标的。

邓晓峰坦言他喜欢这个市场，因为研究确实有很高的价值，而在其中他可以简化自己的事情，只要能把握行业公司的基本面，找出有竞争实力的公司，有竞争优势的公司，就能持续的创造增长，创造价值。

8 年冠军奔私，邓晓峰谈基本面投资方法

2015 年以来“冠军奔私”的瞩目人物，当属原博时基金明星基金经理邓晓峰。

邓晓峰在博时工作近 10 年，创造了辉煌的投资业绩：管理社保基金组合 9 年半时间，净值增长率超过 10 倍，年化收益率为 29.15%，大幅超越基准 785%。管理博时主题 7 年 10 个月，累计收益率为 199%，年化收益率为 15%，超越业绩基准 170%。在他的管理下，博时主题行业 3 次名列股票型基金年度前十，在同期可比的普通股票型基金中排名第一。

从绝对值来看，社保组合净收益超过 160 亿元，博时主题行业净收益超过 75 亿元。邓晓峰由此成为 A 股市场中赚钱最多的基金经理之一。

转身之际，邓晓峰分享了他多年来对投资的认识：对好公司研究透，这样有机会时才能重仓；同时要广泛覆盖，任何时候不要过度偏离基准。这样的组合既具有重点，也是广泛覆盖。

在确定与不确定之间寻求平衡

每一个投资者进入股市，将要面对的不仅是局面复杂的市场，还必须面对自身的认知局限和先入为主的个人偏见。从过于依赖主观判断，到有意识察觉自身感受，不被其牵引，而尽量追求客观全面的视角，这其中固然有个人的努力，机缘也不可或缺。邓晓峰一再强调管理社保基金组合对他投资风格的塑造作用，原因即在于此。

“一开始从研究转到投资的时候，肯定是一个不合格的投资经理。”邓晓峰说。由于学习背景和经历，研究员往往有自己的研究思路和倾向。他当时对 TMT、通讯研究比较深入，其他很多行业甚至还没看过。可以想象，如果邓晓峰管理的第一只基金是公募产品，从比较主观的选股到均衡投资风格的成长过程，恐怕要交很多“学费”。

所幸 2005 年 6 月，邓晓峰管理的第一个产品是社保组合。社保组合有一个基本框架，以某个指数为基准，按大行业、小行业进行配置，虽然允许有几个点的偏离度，但整个组合在行业上大致均衡，基金经理可以在此基础上精选个股。“这从长期看是一个有利于培养基金经理的框架。我以后的投资方法是在社保框架基础上，一步一步做出来的。”

通过学习来扩大能力圈、提高投资的确定性固然重要，但如何处理与投资如影随形的不确定性，才是成熟投资者必须面对的重大挑战。举凡优秀基金经理，无不对投资中确定性与不确定性的平衡有独到认识。

对于邓晓峰而言，如何处理对深入研究行业的投资力度和对不熟悉行业的覆盖能力，是一个关键点。社保组合的管理帮助他完成了从比较片面的行业理解到游刃有余广泛覆盖的成长过程。

“不同阶段不同行业会有不同表现，这与行业的生命周期有关。做研究员一开始覆盖的行业比较少，但在社保基金基准指数框架的约束下，我就一个一个行业研究清楚，总结出来，做到心里有底。这个过程做多了之后，覆盖面越来越广，能够总结出大多数行业的特征，也总结出一些参数，对行业有比较好的把握。”

凭借着深入研究和广泛覆盖的均衡投资风格，邓晓峰管理的社保基金组合取得佳绩。据统计，该组合总共投了近 500 多只股票，其中 77% 实现盈利，胜率惊人。

深入研究基本面 赚逆向投资的钱

尽管 10 年间 A 股市场风格屡有变幻，对价值投资的怀疑言论也频频泛起，但邓晓峰的投资风格始终聚焦在深入研究基本面上，加上一贯的低调风格，表现出难得的定力。

“A 股是一个很极端的市場，股价反映基本面需要时间。市场有时有效，有时无效。作为主动管理者就是要在市场无效时去做投资；在市场有效时去实现收益。我们要做的是把企业基本面把握住，盈利增长把握住，不管市场怎样变化，长时间来看大概率能保证盈利较高。”

他以某电力股为例，从 2011 年 3 亿利润增长到现在 60 亿-70 个亿利润。但 2012 年和 2013 年股价都没有跟上盈利表现。然而 2014 年股价涨了两倍，远超当年盈利增幅，最终体现了基本面研究的价值。公告显示，博时主题行业当时曾经重仓过国投电力。

“市场对价值投资的理解有很多不够全面和客观的地方，例如大家都谈长期持有，其实长期持有是一个结果，而不是目的。”按照邓晓峰的投资风格，由于对基本面的研究深入，往往动手比较早，在市场没有充分认识的时候，已经开始投资了。然后等待市场认识跟上来体现在股价上，需要较长时间，这才是长期持有的真正逻辑，而非为了长期持有而长期持有。

“一些投资回报率比较高的好行业，当市场有一些情绪变化或意外事情发生时，这些行业或公司股价跌下来的时候有大的机会，可以做一个比较大的投资。等这个行业或公司恢复到正常状态，回报率一定会很高。要同时跟踪观察很多有较高回报的潜在机会，早一点开始逐步地跟踪、布局，等到行业基本面最差、股价反应最差，却出现利空股价也不会有太大波动时，重注加入。”

理念固然重要，但对于实际进行投资的基金经理而言，手中必须有“刀”，才能在关键时刻出招制胜。邓晓峰的“刀”，来自深入研究总结出的行业或公司特质和关键指标，一旦指标动了就可以出手投资了。

举例来说，一家设备类上市公司，其行业技术门槛和竞争壁垒比较高。该公司早期开发的产品性能不太稳定，但是销售比较激进。这种做法的利弊都很突出。到了 2012 年中报，它的大客户中苹果赫然在目，这是一个重大信号。公司能够成为苹果的设备供应商，稳定性经过考验，是一个标志性事件。对这个关键信息的及时跟踪，让邓晓峰把握住这次机会。公告显示，博时主题行业曾经重仓过大族激光这家激光应用设备公司。

从公司基本面出发，同样有机会发现卖出机会。“当股价确实达到一个很高水平，达到目标价位的时候，要根据公司的基本面和行业情况做一个判断。不能简单地在牛市或亢奋的状态下死守，还是要做实现收益的决定。”

2007 年三季度，出于对当时牛市的疯狂和可投资标的稀缺的考虑，经过向社保理事会建议，社保组合做了大笔赎回，加上仓位控制，有效地规避了股市大幅下跌的风险。

然而公募基金契约多限制的较高最低仓位，加上牛市末期必然有大量申购的弊端，使得博时主题行业未能及时锁定收益。邓晓峰管理该基金投资了 450 只股票，盈利家数为 72%，也稍低于社保组合。

转型的本质是优势企业强者愈强

面对当前突出的市场风格，即将管理私募基金的邓晓峰也谈了一些看法。

他认为，现在市场上把转型简单地等同于炒创业板、炒小股票，却没有看到本质的东西。中国转型的本质是一个经济体由高速增长向中低速增长变化的过程中，从行业到公司会发生一个重要变化。高速增长时拼的是企业家的冒险精神，谁最激进、敢于加杠杆，谁就可能成为获益者；当经济体发展速度慢下来，企业竞争能力和管理效益的差异就会显示出来，行业内部会高度分化。如果是一个标准化、无差异、门槛低的行业，就会陷入同质化竞争，成为对投资者而言比较差的行业；反之，一个经营差异化明显的行业，市场份额和利润率的重大差异也会显现出来，行业存量的利润、份额向优势企业集中。

“从高速增长到低增长的转型体现在企业家或企业之间分化的状态，有竞争优势的企业盈利率会持续超出预期，回报率会非常之高，创造自由现金流的能力极强。因为它不用像过去那样为增长做出那么多的投资和付出。部分成熟行业只要行业结构趋向稳定，现金流、盈利能力特别好。这是一个社会发展的常态，美国就是先例。”邓晓峰认为，转型带来优势企业持续创造高回报的机会，这一点还没有被市场所理解。

如家电行业在中国是一个成熟行业，三家主要龙头公司的盈利水平很高，虽然市场对它们不太感兴趣，但是这些公司最近几年盈利总体上都超出预期。

2013 年曾经出现过很极端的情况，青岛海尔当时市值只剩下了 300 亿元左右，而账上现金将近 200 亿元，一年利润 40 亿元，现金流 60 亿元。从常识上判断，可以知道这种低估不正常。2013 年，海尔半年报及三季报显示，当时博时主题行业和某社保组合重仓了 5000 多万股，后期再有一些利好因素发酵，半年股价翻了一番。

对于眼下炙手可热的创业板股票，邓晓峰表示，客观来讲，肯定是个比较大的泡沫。但长期看不一定是方向错误，只是严重涨过了头。这会让许多投资人遭受严重损失，但推动社会进步。

前博时明星基金经理邓晓峰“奔私” 业绩 9 年 10 倍收益

近期两市成交量连破万亿，沪指实现 8 连阳，股指上升空间打开。自 3 月 11 日以来，沪指累计上涨 10.08%，深成指累计上涨 8.55%。

受强劲的股市行情走势和业内股权激励机制改革的吸引，大批公募基金经理选择下海“奔私”。2014 年 12 月，邓晓峰从博时基金离任，坊间传闻称邓晓峰将加盟邱国鹭打造的平台型私募基金高毅资产。

近日界面新闻记者专访了这位离开博时基金的明星基金经理，他对九年半公募基金投资历程做了回顾。

WIND 数据显示，邓晓峰在博时基金任职期间为持有人创造净回报超过 235 亿。他管理的社保基金组合实现 9 年 10 倍的收益，累计净值增长率 1047.26%，超同期沪深 300 指 784.91%，年化收益率 29.1%。主题行业基金任职期间累计收益率在股票型基金中排名第一，全部股票及混合型基金第二，仅次于华夏大盘，业绩大幅超越同业。

管理社保组合的经历对他的投资方式形成关键性影响。全国社保基金理事会投资框架是基于行业基准，基金经理做出一定范围的主动选择的方式。之后，社保的投资限制有所放宽，基金经理的自由度加大。他在接受界面新闻记者采访时介绍说，2005 年 4 月他刚加入博时基金，在单独账户小组（社保小组）做基金经理助理，并于 6 月开始管理一个社保组合。

社保早期的框架对培养基金经理是一种有效的方式，能做基金经理，往往是研究做的好，够专，够深，但面可能窄。社保的框架逼迫我们去覆盖、投资我们不熟悉以及因为个人偏好不

喜欢的行业。从长期来看,这是一种很好的方式,尤其适合管理大资金。在组合管理过程中,邓晓峰逐渐形成深入研究和广泛覆盖同时进行的投资风格。

2007年3月,邓晓峰接任博时基金主题行业基金经理,当年主题行业在股票型基金中排名第二,业绩领先行业中位数的收益率70个百分点以上。2014年,博时主题行业基金收益率在全部股票型基金中排名第七,最近1年、3年、5年,博时主题业绩均在股票型基金前10%。

界面新闻了解到,十年间邓晓峰主动买入股票近500只,盈利家数占比约78%。而他管理的另一只主题行业基金八年共主动买入近450只股票,盈利家数占比约72%。“胜率高是因为我们投资的标的往往是我们的研究做的比较好。我们长期跟踪,积累,不断扩大自己的能力圈,基于公司的基本面做投资,这本身会是一个越来越有把握的方式。”

从投资理念上看,邓晓峰是价值投资的代表。他认为,做好价值投资研究必须要有深度,这体现在对行业、上市公司的商业模式的深度理解、对上市公司未来方向穿透力的理解,都要超越市场上绝大部分人。同时要不断的根据市场情况对上市公司进行跟踪和重新评估,通过关键指标持续跟踪来验证之前的判断是否正确。如果早前的判断错误,要及时果断的修正。

“投资就是不断的研究”,他总结说。

“很多人认为价值投资就是长期持有,其实长期持有股票的现象是价值投资的结果而不是目的。”邓晓峰说,“我做投资时希望在组合中梯队布局,持续跟踪公司经营状况,结合股价的表现评估风险与收益。如果股价不合适,我们暂时不会投资,但是会不断跟踪,继续研究覆盖优质的公司,等待合适的机会。”

2006年邓晓峰曾经研究投资过,一家激光应用行业的新兴创业型公司,行业壁垒高,原有海外巨头已建立相对优势。调研时,对于公司产品稳定性不及国际同行的问题,公司创始人当时总结:高新技术企业就是不成熟的企业,产品性能不稳定是正常的,要在使用中逐渐改

进。这种贴近客户需求、快速反应、依托服务优势卖产品的方式是公司早期成功的重要原因。

但产品性能的稳定性缺陷也使公司的进一步发展受限。此后 5 年，邓晓峰仍定期跟踪这家公司。2012 年，该公司中报上显示公司前 5 大客户全部是苹果或苹果供应商。苹果公司对供应链的严格挑选说明这家公司已经克服了早期产品性能稳定性问题。邓晓峰抓住这一信号，当即加持近 5% 的股份，事后证明该股获利近 4 个亿的利润。这是深入研究，总结出公司核心及关键指标、长期跟踪，合适时重点投资的一个例证。

邓晓峰认为，不同的公司有各自的发展阶段和生命周期，跟踪过程中，需要具体分析公司的股价表现和基本面，投资时不能带有偏好。理性判断预期收益，再决定是否调整。

2014 年对一只汽车股的投资，被邓晓峰称为典型的反向投资案例。

2013 年 3 季度，这家车企只靠一款 H6 的成功便把市值推到 1500 个亿，市场对公司充满了过多乐观的预期。没有看到公司在资源和技术积累相对有限的情况下，向上打破合资企业在中级车上垄断，直接把战场从 10 万元档上升到 20 万以上市场可能面临的风险。简单的说，是步子可能迈的太大。邓晓峰于是便把配置逐渐从超过 1500 多万股减少到 500 多万股。

重磅新款哈弗 H8 上市前夕发现存在减速器高速情况下有异响，董事长果断决定推迟上市。在短期内市场对此出现过度悲观情绪，股价表现很差，半年内腰斩。但此时邓晓峰认为公司的这个决定有助于公司长期发展，而且公司后续产品 H2、H9 的不断成功说明了公司走过了依靠单一产品的阶段，是整个公司体系竞争力的体现。在调整得过程中不断加仓，持股量增加到近 3000 万股，成为市场上主要买家。市场也逐渐重新认可了这家公司的价值，到现在，这只股票股价已经翻番。

“其实目前中国市场是一个很极端的市場，体现在投资情绪极端，市场效率低，所以需要我们帮助投资者找出有竞争优势的企业。”邓晓峰说。

近年来经济转型在国内呼声很高，导致中小创业板大热，但邓晓峰认为部分人忽略了具备竞争优势的龙头企业在转型中的机遇。他表示，“国内经济中低速稳态发展会使小企业生存更加不易。需求拉动，猪也能飞的窗口已经过去，未来比拼的是管理、是竞争优势。行业中的优秀企业则会继续扩大份额，继续获得超越社会平均水平的回报率，赢利向大企业、优势企业集中，这将是未来的一种稳态，是‘新常态’。”

来到私募之后，将无法依靠之前公募基金强大的研究团队，但邓晓峰对这一点并不担心，他认为目前卖方研究市场已经非常成熟。

“多年来，我们的研究方法是一种分层协作的方式，是一种金字塔型的结构。我们自己总结行业的特点和本质，提炼关键指标，借助内外团队跟踪，我们自己做判断。十年来，我们不断完善这种方式，增加自己的覆盖面。而现在因为证监会政策上的放开，整个生态系统的发展已经非常完善，私募和券商的合作也比较好。”他说。

同时邓晓峰向界面新闻记者表示，转向私募平台并不会影响他原有的投资策略。

如何为投资人赚取 230 亿？

2014年12月26日，博时基金发布公告称，博时主题行业基金经理邓晓峰因个人原因离任。

2015年1月8日，中国基金报记者在深圳见到了一如既往低调的邓晓峰，他明确表示将“奔私”，开始新的职业生涯。

对于离开博时基金，他表示很遗憾。对博时基金，他充满感激：“博时给了我宽松的成长环境，也培养了我。”

邓晓峰离职时顶着多重头衔：博时基金权益投资总部董事总经理兼股票投资部总经理、股票投资部价值组投资总监、博时主题行业股票基金基金经理、社保股票基金经理。

他拥有辉煌的投资业绩：从 2005 年 6 月开始管理社保基金某组合，9 年半时间，该组合净值增长率超过 1000%，超越基准 785%，年化收益率为 29%；2007 年 3 月，兼任博时主题行业基金经理，管理该基金 7 年零 10 个月，累计收益率为 198.77%，超越业绩基准 169.86%，年化收益率为 15%，3 次进入股票型基金年度排名前十（2007 年第七、2011 年第一、2014 年第七），期间收益率在同期可比的股票型基金中排名第一，在全部股票型及混合型基金中排名第二，仅次于华夏大盘；他管理的社保组合净收益超过 160 亿元，博时主题行业基金净收益超过 75 亿元，为投资人赚取的净收益超过 230 亿元，算得上是 A 股市场中赚钱最多的基金经理之一。

跌宕 10 年 价值投资渐趋成熟

出生于湖北的邓晓峰本科毕业于武汉大学电子学与信息系统专业，工作 3 年后，考上清华大学读 MBA。2001 年，研究生毕业后，邓晓峰加盟国泰君安投行部，2004 年被调入资产管理部任研究员。

2005 年，博时基金社保小组扩充队伍，负责人归江与邓晓峰曾是国泰君安的同事，归江向他发出了邀请。当年 4 月，邓晓峰来到博时基金，在单独账户小组做基金经理助理。

“2005 年，在庄股崩盘、操纵市场模式破灭后，资产管理行业都在反思并寻找新的方向，博时基金竖起价值投资的大旗，从基本面出发，赚企业成长的钱，对市场的影响力可谓举足轻重。我对博时基金也很向往，所以降薪来到博时基金。”邓晓峰回忆道。

博时基金社保小组的优良业绩和投资理念得到了全国社保基金理事会的认可。2005 年 6 月，全国社保基金理事会将某社保组合转由博时管理，邓晓峰即以基金经理助理的身份开始管理

该社保组合 ,正式开始组合管理生涯。2006 年初 ,邓晓峰正式出任该社保组合的基金经理。

2007 年 3 月 ,邓晓峰接任博时主题行业基金的基金经理 ,同时管理社保组合与开放式基金。

“为了避免不公平交易 ,在实际管理中 ,我把两个组合当成一个大组合来管理 ,除了契约约定的差异 ,两个组合买卖股票的时间、方向与比例都差不多。” 邓晓峰说。

邓晓峰个性冷静而理智 ,与博时基金倡导的价值投资可谓不谋而合。2006 年 ,博时基金在业内率先划分风格小组 ,邓晓峰顺理成章到了价值组。

“在早期 ,我经历了两轮挑战。2005 年刚开始管社保组合时很顺利 ,半年获得了超过 10% 的收益 ,并转正为基金经理。2006 年 ,组合年收益率超过 120% ,超越沪深 300 ,业绩却在社保同业排名中靠后 ,压力非常大。” 邓晓峰说 ,“当时 ,我很痛苦、很困惑。基本面投资可以获得不错的回报 ,但我对能否在这个讲究相对排名的赛场上战胜竞争对手充满了怀疑 ,自信心、投资理念受到严重挑战。”

幸运的是 ,2007 年 ,邓晓峰管理的社保组合和博时主题行业基金都取得了非常好的业绩 ,社保组合收益率超过 200% ,博时主题在股票型基金中排名第二 ,业绩领先行业中位数的收益率 70 个百分点以上 ,2006-2007 两年整体收益大幅领先同业。

“当我开始怀疑价值投资策略在中国市场的有效性时候 ,市场给了我正面的回应。” 邓晓峰说。

2010 年 ,邓晓峰再次面临挑战 ,博时主题排名滑到后 1/4。好在这种局面很快改变 ,2011 年 ,博时主题在股票基金中排名第一。

“经历了这两轮挑战 ,我对市场的风格变化有了比较深入的认识 ,基本上成熟了。组合净值短期不涨 ,也不会太着急 ,我们会把精力集中到对行业、公司基本面的研究和跟踪上 ,看看我们在这方面有没有犯错误。” 他说。

2013 年 ,小股票大受追捧 ,博时主题业绩排名又滑到后 1/4。2014 年 ,市场再次发生变化 ,博时主题业绩排名第七 ,而且 ,最近 1 年、3 年、5 年业绩排名均进入行业前 10%。

“博时基金的考核注重长期 ,提供了业内最好的环境。在组合业绩相对落后的 2006 年 ,社保基金理事会鼓励我们坚持自己的风格和价值投资策略。没有公司和社保基金理事会领导的支持 ,做价值投资很难走到这一天。”邓晓峰说 ,“我们做了一场成功的试验 :在足够长(近十年)的时间内 ,在巨大的规模上 (主题和社保组合两个百亿基金) ,在中国这样一个公认投机主导的市场上 ,实现了卓越的回报 ,验证了价值投资策略在中国市场的可行性和有效性。”

做好价值投资的秘诀

在邓晓峰看来 ,要做好价值投资 ,必须做到两点 :一是研究要有深度 ,对行业、公司商业模式理解的深度、对未来的穿透力 ,都要超出市场上绝大部分人 ,要达到可以通过几个参数或观察指标把握行业脉搏的状态 ,这是做价值投资的前提 ;二是要客观理性地评估和跟踪 ,通过关键指标持续跟踪行业和公司的发展情况 ,以此验证早期的预判是否正确。如果早期的判断是正确的 ,就会继续投资 ;如果事实证明前期的判断错了 ,就要修正。这也是一个不断学习和深化的过程。

“这一过程必须是客观的 ,不能加入主观的偏好。只有做到这两点 ,你的投资才能形成一个闭环。”邓晓峰说。

股市是非理性的 ,很多从商业逻辑和常识来看不该发生的事情 ,在资本市场经常发生。“所以 ,我们不是特别看重股价的阶段性表现 ,更看重公司的商业模式和业务发展情况。有时候 ,股价可能一年、两年都没有好的表现 ,如果行业、公司是按照你认为合理的逻辑在发展 ,就应该继续持有。”邓晓峰说 ,股价会干扰投资者对公司的认识 ,“过去一两年 ,这种干扰尤其大 ,甚至扭曲了我们对常识的判断”。

在邓晓峰看来，A股市场虽然投机性很强，却是价值投资者的乐园，因为很少人相信价值投资，更少人能坚持做价值投资，往往会有很多很好的机会就摆在面前。

前几年，市场流行一个比较简单粗暴的逻辑——因为经济要转型，所有传统行业都没有机会，很多卖方和买方甚至都不配备这些行业的研究员。邓晓峰却在传统行业中成功发掘了国投电力。

2009年，邓晓峰与博时投研团队开始重点关注国投电力。经过评估，他们发现这家公司增长潜力巨大，而且未来现金流会非常好，于是开始布局，持续跟踪，逐渐加仓。2011年三季报，国投电力出现在博时主题的前十大重仓股中，为第十大重仓股；2014年一季报，国投电力上升为博时主题的第一大重仓股，持股市值占基金净值比例接近10%的上限。从2011年至2014年，国投电力利润增长超过20倍，股价涨幅近5倍。对这只股票的投资，为博时主题和社保组合贡献了30亿元的利润。

不过，市场纠偏往往需要较长的时间，邓晓峰投资国投电力也经历了很长时间的折磨，直到2014年，国投电力的股价才开始全面体现公司巨大的成长性。

“人们常把价值投资简单等同于长期持有，这种认识是有偏差的。长期持有往往是因为我们的研究领先于市场，而中国市场的效率偏低，股价反映基本面的变化可能需要相当长的时间，这导致我们持有时间长。”邓晓峰表示，长期投资、价值投资不是持股不动，而是需要不断客观分析行业、公司的发展，并与当时的股价相结合，判断股价是否高估、风险收益是否合适，如果已经透支了未来，就要减持。

“我们在2005年、2006年一直持有青岛啤酒，是最大的流通股股东。2007年该股涨幅超3倍，透支了未来的增长，我们也大幅降低了仓位。从2007年到现在，青岛啤酒的股价水平基本还在当时减持的位置附近波动。”他说。

2013 年年中，青岛海尔 股价跌到 10 元附近，市值降到 300 亿左右，而账上现金都有 200 亿，一年有 40 亿的利润，超过 60 亿的经营现金流，但它是三大白电中表现最弱的公司。

邓晓峰果断买入，并成为前十大重仓股。半年后，青岛海尔股价翻了一倍。在股价大幅上涨后，邓晓峰开始降低持仓比例。

邓晓峰定出了卖出的三个原则：一、如果发现最初对公司的判断和前景假设出现了错误，或企业发展的环境变了，会卖出；二、如果股价的涨幅达到预期价位，公司的风险收益比也达到预期，会考虑卖出；三、在类似属性的资产里，发现了更好的选择，也会卖出。

（搜索微信公众号“价值投资牛股（ValueFirst1）”，下载更多研报资料）