

高毅资产卓利伟文集

高毅资产卓利伟：产业与企业研究的思维与方法	1
高毅投研随笔 2 卓利伟：我所理解的基本面投资	
高毅投研内训 4 卓利伟：当我们谈论公司时我们谈什么？	23
高毅投研内训 1 卓利伟：学习把最重要的事情做到极致	35
高毅资产卓利伟：在 A 股市场长期坚持基本面投资	53
高毅资产卓利伟：确定性资产稀缺的时代	56
卓利伟：五领域存在投资机会	62
卓利伟：泛互联网化与资本狂飙	63
卓利伟：泛互联网化成为行业生产方式转变手段	76
卓利伟：股市出现两大新逻辑 或将产生巨大机会	77
卓利伟：追求价值和高质量成长	105
卓利伟：市场整体中长期估值重心处于相对低位	109
卓利伟：经济转型中蕴藏投资机会	114

更多课件www.kejian365.net

高毅资产卓利伟：产业与企业研究的思维与方法

2016 年高瓴资本发起设立高礼价值投资研究院，携手国内外投资精英和实业领袖，为中国培养价值投资的中坚力量。高礼价值投资研究院由高瓴创始人兼首席执行官张磊先生任理事长，高毅资产董事长邱国鹭任院长，耶鲁大学首席投资官大卫·史文森任名誉理事长。高礼价值投资研习班已经成功举办两届。

坚信什么，你终将（可能）

会成为什么

方法论本质上可能无高低之分，只是天性的自知、自省与自洽。重要的是在这个过程中，要清楚自己是什么样的人，受教育与职业训练更多的作用就是这个自我认知的过程。你坚信什么，你终将可能成为什么。

我们在做投资研究时，一个人心理底层的思维方式、世界观与价值观决定了选择研究什么，而研究对象到底是数据、事实（或真相）、现象还是交易对手，对投资行为的指导有着本质区别。

从企业的角度看，它的初始条件（或企业基因），对企业的整体发展影响极大。我非常认同台积电张忠谋说的两个词：文化和惯例。文化包含价值观，但大于价值观；惯例是指做决策的一套方法论与流程。

通过多年观察，我发现多数人不是不够聪明，反而是因为“太聪明”、而在自己曾经相信的道路上半途放弃，而那些坚守自身价值观或基因的个人、企业，最终成为了自己相信的模样。

价值投资的思维方式

投资的本质是“投企业家精神”

股权投资，尤其是二级市场股票投资的决策过程是一个漏斗机制。从最复杂的宏观经济，或者说更宏大的对社会的理解，要逐级落到产业研究，落到企业的具体业务分析，再落到企业盈利能力与估值，而估值本质上只是一个金融数学问题。

驱动经济增长的根本因素有四个：即技术进步、人口红利（或结构性变化）、制度红利和资产货币化/资产证券化。驱动产业发展最重要的是技术进步。技术进步和创新由此导致的全产业链上的产业组织模式、生产方式升级和商业模式变革。公司研究层面，最重要的是看企业家精神、企业文化和公司治理结构，我认为这才是企业本质上的核心竞争力，而企业的财务表现是结果与阶段性的现象。

股权投资的本质是要去把握超强的阿尔法能力，即产业（或生意）相对于宏观（与社会进步）的阿尔法与企业相对于行业的阿尔法。这个 Alpha 能力主要来自于企业家精神。通过交易获得 Beta 收益非常难以持续优化投资者本身的能力，贝塔本身也是一个金融数学问题。

当然，企业家精神需要非常好的法治与市场化的制度环境的保障，这本身又是一个更大的宏观问题。

复杂系统中的四个关键要素

资本市场是一个多变量、权重多变的复杂系统，基本面投资是能够把握最关键变量的、持续性与可复制性最好的投资方法之一，这是一种本质上的“降维打击”。通过基本面研究“降维”，将宏观的复杂性变成微观的可实现。最后落实到好行业、好生意、好企业和合理

或偏低的估值这四个维度。特别需要强调的是好行业并不等于好生意，在空间上难以形成规模化、在时间上难以积累可持续和可进化的组织系统能力的行业不是好生意。

大方向、大问题与大概率

虽然我们会试图降维到最本质的一些要素和根本驱动力，但同时还要有升维的思维方式。我们需要突破微观细节的丛林，实现对大方向、大局观和大概率的把握。有时候在研究的过程中，容易把小数据做得无比精确，但是把最重要的大方向和大局搞错，这就掉入了小问题的丛林中。这需要一些底层的、规律性的、基本原理的思考。

追求可持续的价值与高质量的增长

本质上没有价值与成长的二元分法，投资只是对未来价值的判断，过去都是“沉没成本”。

“未来自由现金流贴现”是估值认知的思维方式，所有资产或股票在估值方面本质上都是可以比較的。

可持续的价值与高质量的增长，是对企业未来自由现金流在时间分布上的不同特征的理解。

更多的研究是为了更少的决策

投资最重要的是要认识到自己的能力边界，在自己擅长的领域做到极致；同时通过持续的学习不断拓展擅长的领域。

在自上而下（从宏观与中观到微观）与自下而上的宽度与深度上做到较好的平衡。更多的研究的目的是减少决策次数，并提高决策的准确率与含金量。节制决策是投资者最重要的心理素质之一。

组合投资是为了降低业绩波动

投资组合收益的近似表达式： $Y = P_1 * E_1 + P_2 * E_2 + \dots + P_n * E_n$ ；即各个标的资产期望收益率与概率乘积之和。

通过深度与前瞻的基本面研究可以找到期望收益率与概率较高的投资标的。这也是基本面投资有效性最为重要的本质原因。

当组合数量达到一定水平时，因为不同资产短期波动性的不同会平滑组合整体的波动率，所以组合投资的本意是降低净值波动，而非抵消整体收益。

选择最优质股权投资作为经济增长与产业发展的替代

投资的第一性原理

我们试着去思考什么是投资的第一性原理，或者说什么是在大部分行业与公司的基本面研究中普遍适用的基本原理。

人作为价值创造者：

- 人是一切价值的创造者，是创造价值的终极原动力；

- 企业家精神是企业创造价值的原动力；

- 极少数卓越企业家、技术领头人、商业领袖可能改变产业的发展轨迹，对企业发展起到关键作用，而优秀的企业家是极其稀缺的。

作为群体：

- 人是终极的 IP，互联网时代没有真正的怀才不遇；
- 互联网和全社会海量的交互，可以形成“群体智慧”；
- 人类历史是由少数人推动的，但需要更广泛受教育与思想解放的大众。

作为消费者：

- 所有商业活动的本质是为了满足人类物质与精神的需求；
- 从厂商导向到用户导向，消费者将参与生产；
- 在新科技时代，通过数据技术进行用户研究与运营成为厂商最为重要的能力之一。

同样，人也是一个企业文化、组织制度等各方面的缔造者，所以说看一个企业，我认为最重要的是人，尤其重要的是企业家本身。

时间

好的经济活动、商业模式都应该是时间的朋友。时间的复利才是真正的杠杆，这在企业活动和我们投资里面，都非常重要。按照巴菲特的说法，就是滚雪球的坡要足够的长，这里的坡等同于时间，时间也是 DCF 估值模型中最重要的变量。

价值

企业的价值实际上来自于它为社会创造的价值，而人中获得的部分回馈。

如果这个企业没有为它的上下游、消费者创造价值，而因为某种不可持续的资源（或“关系”）独占而赚到钱，我认为这根本不是竞争力，甚至是负的竞争力。

价值规律在长期是非常有效的，但是在短期可能是无效的，甚至说大部分时候短期是无效的；但价值反馈的短期无效性也恰好证明了长期的有效性。

信用

一切商业活动、社会关系（包括人际关系）、契约都建立在信用之上，没有信用的合同不可持续；金融更加是信用的传递链。

信用破产是一个企业最终的破产。

科技

这个时代科技更为重要，科技对各个产业的改造、升级乃至颠覆，会越来越快。虽然现在移动互联网的红利增长进入尾声，但科技对所有行业的改造还远远没有结束，甚至说刚刚开始。

我认为所有企业其实都应该是科技企业，可能所有企业都需要类似 CTO 这样一个角色。

从宏观逻辑与产业逻辑

到什么是好生意

工程师红利、本土需求、产业集群与融资市场的耦合，期待制度红利的释放

当前中国最重要的经济增长驱动力是技术进步的积累与人口结构的变化（主要是工程师红利与中产阶层的崛起），在全球贸易红利与土地货币化空间逐渐减弱的这个历史时期，尤其需要进一步开放与深刻的市场化、法治化改革，重启与进一步释放制度红利。

但同时，这个时期也具备三个重要因素的叠加：第一是有最庞大的工程师和高素质劳动力群体；第二是有最庞大的本土需求与产业配套的网络效应；第三是有最庞大的股权融资市场。

这三者最后一定会形成“化学反应”，会不断冒出很多好的商业模式和好的公司。

技术进步的路径与速度深刻影响着不同产业的投资逻辑

技术进步的速度与商业化

技术革命是人类历史发展最为重要的动力，技术进步催生了众多产业与人类的进步。芯片技术造就了计算技术的飞速发展，带来了 ABC（AI, Big data, Cloud）对许多产业的改造与颠覆。技术进步快的行业可以迅速商业化，如智能手机及以此带来的移动互联网，而技术进步相对慢的产业商业化进程也显著慢一些，如光伏与电动车。颠覆式创新与渐进式创新对产业与企业的影响是不同的，颠覆式创新通常由新技术的掌握者引领、传统强者可能会被后浪拍死在沙滩上，而传统的强者却可能在渐进式创新中醒过来、通过组织变革在新的 S 型曲线上培育出新的核心能力。

技术进步深刻改造全产业链的社会化组织模式

技术进步导致很多产业在全产业链的组织模式上发生重大的变化。如互联网带来了电商，电商又催生了全社会协同的物流体系，而电商与现代化物流系统又深刻改造了传统零售、传统商业的经销体系，催生了新零售，还将进一步改造整个制造业与供应链体系。

创造性破坏

技术进步会带来新的生产方式与对落后生产方式的替代与颠覆，电话颠覆了电报、智能手机颠覆了模拟手机，流媒体广告挤占了电视广告。

技术进步缓慢的行业中更容易积累传统强者的优势

但仍然有相当多的产业处于技术进步慢甚至基本上不需要技术进步的状态。白酒行业追求的是传统工艺，旧的产能比新的产能更有优势，这是少有的行业。因为功能需求比较稳定，白

电等行业的技术进步也相对缓慢，传统优势企业保持的时间相对更为可靠，或者说传统优势可以保持在一个相对稳定的方向上缓慢创新。

什么是好的商业模式（生意）

可持续可积累的系统能力

一个好的商业模式，笼统地讲，就是这个企业在过去花钱、花时间去积累的优势和成果，在时间和空间上是可复制、可延续的，而且可以形成自己系统性可持续进步的能力，同时符合宏观经济与产业发展路径的大方向。

品牌效应、规模经济、网络效应、用户粘性、技术持续领先

大部分好的商业模式会在品牌效应、规模经济、网络效应、用户粘性（或很高的用户转换成本）、技术持续领先等方面不断积累优势（品牌效应也是一种用户心智上的粘性。如果在这五个方面能够积累多个优势，这是更好的商业模式。这五个方面，也接近于护城河的概念。

优秀企业的要素（人、组织）

企业的核心竞争力是企业家精神

由于环境的多变性，一个人保持学习能力是件极其困难的事情，而企业家精神是督促一个人不断学习、进步的原动力。企业的核心竞争力其实不是护城河，因为真正拥有护城河的企业是很少的。任何一家企业的护城河也并非一蹴而就，而是先从领先优势开始逐渐积累了一些能力，再逐渐变成核心竞争力，最终逐渐发展形成护城河。

企业的护城河意味着其他竞争企业在相当长时间、通过相当多的要素投入都难以跨越的。当然，企业的护城河也不是永恒的，不会永远不被超越。因此，我个人认为更重要的是企业家精神，企业本身的学习能力和创新能力，企业家和团队自始至终的创业激情、创新基因，以及企业文化、治理结构、内部的各种决策机制和激励机制。

企业家（以及与投资者的区别）

我认为企业家是一个建制者、建造者和成就者；而投资人是一个探索者，投资人可以随时中间下车换道，但却不能因此而天天换道，反而要珍惜换道的机会。这似乎是个悖论，但也是一体两面的。

很多情况下，企业家需要在坚持和妥协之间把握合适的度。比如乔布斯，他有极强的宗教般的精神和人格，在他回归苹果后，却能主动放下了自己曾经非常强大的 ego（自我意识），为了商业上的成功而选择与微软合作。

对于企业经营来说，因为决策的机会成本非常高，不仅是决策本身赚钱或者亏钱，而是在不应该花太多时间的地方花了太多时间，从而没有在本该多花时间的地方多花时间。这个机会成本是当前看不见的，但实际上影响很大。

观察很多公司，我个人发现一个有意思的现象。如果一家企业的执行董事或高管之间，几个人既能讨论，也能吵架，最后还能一起干活，那么通常这家企业可能是优秀的；而如果一个企业董事会成员中只有一个老板和一两个亲属，其他的董事都是非执行董事或独立董事，通常这种企业会有很多问题。

组织

卓越的企业需要伟大企业家将个人能力、理想和人格影响力转化成组织能力的过程。一个优秀的老板既是一个分享者，也是一个建制者，能够把他认同的一小撮人组合在一起，变成一个非常强大的团队，分享财富、权力以及对社会的影响力；一个企业从一个人变成一个团队，一个产品变成多个产品，一个市场变成多个市场。一个优秀企业从强大的文化与价值观出发而形成优秀的治理结构、科学的决策机制与管理流程的系统能力，这才具备了作为组织的能力，正如曾国藩所言“结硬寨，打呆仗”。

产业与公司分析的一些要点

时间与购买力是用户终极需求

几乎所有的消费品的终极需求是消费者的时间和购买力，而消费者的时间与购买力终究是稀缺的，很多品类的消费品相互之间其实都存在着一定的替代关系，尤其同一属性的替代关系就更强了。白酒与啤酒是替代关系，与其他饮料也是一种替代关系；游戏、影视、综艺、外出运动与就餐实际上是一种替代关系。用户的注意力稀缺又使得同类产品或服务的替代性会更强。

消费的物质属性与精神属性

所有的消费品都包含物质性和精神性的维度，精神性越强的商品或者服务，它的价格敏感性一般就越低，心智上的认同度与粘性也更强；功能性越强的，相对来说价格敏感度会高，

对性价比的要求就会比较高一些。生命质量依赖和精神依赖（文化认同、被尊重等）都非常强的消费品，一般会是个很好的生意。

产品、渠道与品牌

产品力是一个好生意最本质的基础，渠道能力是一个好产品的基本能力，没有好产品的营销本质上是积累负口碑，品牌是好产品在时间与空间（更大的市场与受众）上的积累，是在用户心智上的占领。在消费者觉醒的互联网与自媒体时代，不是真正好产品的所谓品牌会快速瓦解，加价很高的低效率渠道也不可持续。渠道与零售的本质是要去建立消费者与厂商之间的高效、精准的沟通机制，渠道优化与供应链整合的价值在于建立在消费者研究之上，启发更好的产品创新与创造更多的用户价值（这也是新零售的逻辑）。同时，缺乏产品进步能力的传统品牌的相对优势也并不可靠。

厂商诉求与消费者（用户）诉求的矛盾与统一

对大部分消费品（部分精神属性高的品类除外）来说，厂商的诉求是以更低的成本、更高的效率实现规模化，而消费者的诉求是更高的性价比、丰富度和满意度，这两者是一对天然的矛盾关系。所以，需要厂商利用新技术去充分挖掘用户需求、改造流程、优化渠道与供应链，在厂商与用户之间更快找到精选 SKU，实现两者的最大交集。

研发的规模效应与工艺（know how）的积累

规模化的生产还体现在研发的规模效应与工艺能力的持续积累（时间）上，无论在 TMT 新科技还是在相对传统的制造业，研发的壁垒越来越高、组织内部的协同要求也越来越高，财

务能力与业务能力更强的公司更有能力组织庞大的工程师队伍,并可能通过兼并收购优秀的外部技术来实现研发上的规模化。

规模化定制时代到来

在软件技术、数据技术、硬件技术等工具科学不断升级的背景下,软硬一体化的新生产解决方案会得到进一步创新,一些过去“规模是敌人”的非标准化、复杂产品(或者重服务)的行业也逐步找到实现规模化的盈利模式,即所谓:DT时代,将是一个规模化定制时代。产品与服务都可能实现这种“千人千面”。

用户定义产品,软件定义流程

基本的商品普及与渠道渗透已经比较充分,但用户的满意度仍有很大的挖掘空间。对厂商更高的要求是要用数据技术去充分研究消费者、形成高效的沟通机制,把消费者的购买决策过程、消费行为等数据进行分析、并翻译成可实施的产品方案,在过程中充分发挥消费者的能动性;在服务、生产、供应链、渠道的流程上建立全流程的信息化系统,SaaS与云计算不仅是软件技术,更是厂商在全流程管理的思维方式;SaaS与云服务不仅是第三方独立软件公司的生意,更应该是厂商本身非常必要的核心能力。

信息过载与算法推荐

在这个商品泛滥与信息严重过载的时代,无论是购买商品、还是内容消费、网络阅读,消费者面临的是购买力局限与注意力稀缺,传统商业是线下逛街,PC时代是网络搜索,而移动互联网时代是算法推荐。消费者智能手机上积累的各种行为数据已经成为厂商与互联网公司利用的生产要素,算法推荐是流媒体广告、电商、内容消费的重要技术手段。

聚沙成塔与赢者通吃

随着个体（消费者）有越来越强的认知能力，厂商与消费者之间的定价权在发生逆转。海量个体（“沙”）的交互会形成群体的智慧（“塔”），形成宏观上的良币驱逐劣币；因为聚沙成塔，所以赢者通吃。最好的内容、最优质的产品，份额会更加集中，利润占比会更高。这也在一定程度上解释了全球所有资本市场的头部效应，无论是在互联网相关行业，还是很多传统行业。而少数最优秀的大型公司，将在新科技、新制造与新消费的浪潮中，通过更大的研发规模效应、充分利用数据技术，实现“智慧商业”，并可能延续产业中的“头部效应”。

科技新时代的组织变革

在当前的科技时代，企业的环境飞速变化，管理上的决策机制也需要随之不断调整与适应。过去泰勒所讲的“科层级”或“流水线”模式，要求强控制的、预设的、确定性的决策机制；而在科技新时代，组织的决策过程不再是层级之间的垂直流程与中心化思维，更多是基于组织的数据中台（如ERP、CRM、MESS等打通的系统）、基础设施（供应链体系、通用研发中心等）与内部机制（更扁平的组织、更合理的KPI、更畅通的部门协同等）“涌现”出来的，是分布式的、矩阵式的微创新积累与持续迭代。决策是很难“预谋”出来的，这就像是机器学习和模型比较，模型是人们假设自己有“上帝视角”，觉得自己掌握了真理，主动设定了一个模型，然后用数据去验证，结果发现可能全错了。而机器学习事先并不知道结论，而是通过过程中的数据与信息，让机器自己找规律、并产生新的方法。企业作为不断进化的组织，就是这个“机器”，在科技时代，企业需要一个新的“算法规则”，即新

的组织架构、决策机制与 KPI 体系，这对很多企业、尤其是传统的强者将是一次新的变革与挑战。

研究的思维误区与反思

因果关系还是条件概率？

好的生意或优秀公司的成立，是一个少量必要条件与多个充分条件的多因素模型；必要条件一票否决，充分条件的多少决定速度与程度；但研究与判断的执行中仍有非常多的坑，需要大胆假设与小心求证。

初始条件的关键性

即使是判断一个公司的长期价值，仍然具备过程中的复杂性；判断一个优秀公司是否可能持续优秀，其初始条件显得非常关键。这个初始条件就是：组织文化、价值观、人（key man，企业家）的天性与思维方式、执行惯例（route）等。台积电的张忠谋说过，文化与惯例就是一个企业的基因。

放下经验与立场

这是一个科技进步飞快、复杂性不断升级的时代，历史也从来不是简单重复。经验知识的困境与终生学习的别无选择，立场导致偏见；“往者不可谏、来者犹可追”。

直觉与真相

个体自身的体验不能代表目标用户，需要寻找更科学的样本，朋友圈效应也可能失效。

微观与大局方向（广义宏观）

自下而上与自上而下互洽；精确的小数据不能代替更重要的大方向与大局变化，战术上的勤奋也不能弥补战略上的懒惰。

高毅投研随笔 2 | 卓利伟：我所理解的基本面投资

我所理解的基本面投资

一、不确定性即风险

这是一个充满不确定性的世界，人类面临这种不确定性既兴奋又恐惧，这个矛盾关系既激发了人类的理性思维、也激发了探索未知的热情。但对于金融市场来说，不确定性就是风险本身，不确定就意味着无法给出影响资产估值的无数个假设条件。为了这些假设条件，经济学家们做了无数的数学模型，但往往没有多少实际的指导意义，这被索罗斯称为“经济学家的物理学嫉妒”。其背后的主要原因是“理性的经济人假设”的基本前提是有问题的，即人们在大部分时候是缺乏理性的，而且在极端情况下总是疯狂的，要么是过度贪婪、要么是过度恐惧，这个疯狂还往往是反向指标，但更多时候是在中间状态反复摇摆。如何面对这些影响经济与市场变化的多变量成为投资最为重要的课题之一。

二、投资的 N 种方法：你无法真正掌握 N 多个变量

股票市场是一个多变量的复杂混沌系统，它受到宏观、政策、产业、企业、社会心理、大众情绪等等非常多的因素所影响，而且这些影响因素在不同的时期的权重又不一样。对于投资者来说，股市就像是一个多元一次方程，你难以找到、更加无法持续找到对的答案。面对这

个不确定的复杂系统，很多投资者要么陷入不可知论，要么去寻找各种奇门遁甲的技巧，试图一劳永逸地获得成功的秘籍。

博弈交易者与信息套利者试图通过把握这个复杂系统中不同阶段的所有变量，市场热点、政策导向、“主力”意图（本质上的假想敌）、机构动向、资金流向、技术分析等等。这些变量不仅是数量繁多，而且在不同的发展阶段的主次关系也经常变化，还经常无规律地重复出现。一个人试图在这么多变量面前掌握其最终发展方向，其实几乎是不可能的，这是一个挑战个人智力的不可完成的任务。从这个意义上来说，市场上有无数投资者试图用自己的大脑干着 AlphaGo(Google 公司的人工智能)才可能做到的事情。当然中间有极少数高手，他们反而是通过对少数最重要变量进行长期有规律性的把握，加上极其严格的自我纪律约束，做到了远超市场的收益。

另外，更由于互联网与自媒体的持续深入渗透，金融市场在近年更加显示出类似于昆虫的“群盲效应”，即无论是权威意见还是小道消息，交易者群体总是可以在一夜之间达成共识，并以此迅速做出反馈，有时候这种反馈事后看来非常奇葩，其实这个灵敏的反馈机制并没有提高市场在本质上的有效性。更何况，无论小道消息还是权威意见，都可能是信息主体某种主观意志或个人期望的体现，它本身并不一定是真相或事实。所以，信息套利方法的长期收益并没有很好的持续性。（更何况，信息套利可能还存在很多合规的问题。）从过去十几年的业绩归因看，即使是由美国顶级聪明脑袋打造的各种量化与对冲策略的基金业绩看，似乎也差强人意。

多年前，我就非常清醒地认识到自己的局限性：我无法去真正把握市场这么多的变量，也不具备与市场上这么多聪明大脑博弈的能力。当从业时间越长，我越来越清醒的知道自己真正懂的东西其实很少；明白投资是要把自己真正懂的东西持续做到最好或次好，并且不断通过

虚心的学习、保持婴儿般的好奇心来探索事物的本质，以此持续积累在更多领域的认知能力的持久战。

那么，有什么办法可以从这些复杂纷繁的系统中提炼出最为重要、最为本质、长期有规律性与持续性的变量？我想，真正深度的基本面研究也许就是这个方法。

三、基本面投资：把 N 个变量“降维”到最重要的 3 个变量

基本面投资要求以合适或低估的价格买入具备持续创造价值能力的企业，或者买入市价远低于企业实际价值的股票。基本面投资把市场非常多的变量提炼出最为重要、且长期有效的三个因素：

一是对企业价值的判断。这个价值既指企业当前的实际价值，也包含企业未来（比如若干年或更长期）最有可能的价值，前者是静态的、后者是动态的，真正的价值股与真正的成长股本质上没有矛盾，关键是对未来价值的判断。当市场估值显著低于当前企业价值时，可能这是一个不错的投资机会；但如果这个企业长期创造价值的能力是持续贬损的，这个低估可能反而是长期的一个陷阱。如果一个市场估值低于企业实际价值、更远低于长期最有可能的价值，那就是一个非常难得的投资机会；所以从这个意义上来说，判断企业未来的价值远比判断当期价值重要，也就是说，对企业价值的判断更为重要的是判断企业持续创造价值的能力，这个价值是一种 Added Value（持续增加的价值）。

二是产业大趋势的判断。判断企业未来价值必须建立在对产业大趋势的深刻理解之上，以及这个企业在产业的地位、竞争力以及其优势是否持续提高并形成相当长时间的壁垒或护城河。在这个方面，基本面投资者需要非常强的产业洞见，对产业的理解力甚至要超出企业主本身的理解，企业主经常会过度关注微观、或因为自身情感立场或利益立场的原因导致对产业的理解出现偏见。就像是腾讯公司的发展史中，有少数超牛的投资者当年就是在马化腾减持的同时，买入了公司股票并持股多年，获得上百倍的收益。

对企业价值的判断与对产业趋势的判断，两者之间本身又相辅相成、相互验证互为因果，这种研究与学习过程中使得知识与见地是可积累的，其方法是可复制、可融汇贯通的。

三是系统性风险水平。即使我们在产业趋势与企业价值的分析上做得不错，仍然要非常重视系统性风险水平。系统性风险水平指的是股市的系统性估值在整个大类资产之间估值的比较优势程度及其趋势，这些大类资产包括现金、不动产、实物资产、实体企业投资、国债、企业债、股权以及各种另类投资等多种投资方式之间的估值变化与资金流动可能。基本面投资者通过对系统性风险程度的评估来决定整个组合仓位与风险敞口的程度。

基本面投资者对上述三个因素进行深度、前瞻的研究，是一个归纳、推理与实证三个环节的严谨过程，其中实证研究最为重要。只有在更少的、更重要的变量分析上持续做到最好，才是提高投资确定性与大概率的最简单、最朴素的方法，也可能是最为有效的方法。这是执行上的“降维”，更是逻辑上的“升维”。

与其在 10 个不知道重要性权重的变量中做到 6 分的功力，远不如在 3 个最重要的变量上做到 9 分、10 分的功力。

四、在正确的路径上持续积累

从对投资者个体认知能力的积累上看，基本面投资有着显著好于其他投资方法的优势。基本面投资聚焦于长期最为重要的少数因素，这些因素在不同研究领域、不同市场时期可以不断自我复制，使得投资者在认知能力上可以在一个正确的方向上持续积累，使时间成了投资者的朋友。这个持续积累对个体来说是一个持续学习的报酬递增机制，其威力会非常大。因为不同产业背后的经济逻辑、财务逻辑、商业模式逻辑本质上是具有规律性的、可学习的、可触类旁通的。同样对企业的理解也是这样，“幸福的家庭总是相似的，不幸的家庭都有各种各样不同的不幸”，不同的差企业有着 N 种死法，但优秀的企业总是具备那些伟大的共性，

比如有某种类类似于使命感的文化与价值观、优秀的公司治理结构、优秀的企业领袖、为社会持续创造价值的商业模式、持续的创新与学习能力等等。

五、组合投资的意义：更多的研究是为了更少的决策

简单的说，一个投资组合预期收益率的表达式是这样的， $\sum E = P_1 * E_1 + P_2 * E_2 + \dots + P_i * E_i$ ，

其中 P_i 是第 i 个投资标的获得预期收益率 E_i 的概率。要提高整个组合收益率的方法有几点

方面：一是大幅度提高 P ，二是大幅度提高 E ，三是同时提高 P 与 E 。对于确定性（ P ）非

常高的投资标的可以容忍预期收益率（ E ）低一些；同样如果预期收益率非常高，也可以适

度容忍确定性稍微低一些，但必须保持在一定的水平。另外，如果一个投资组合的数量（ i ）

大到超出了投资者的能力与精力范围， P 与 E 都会显著下降。为了同时显著提高 P 与 E ，适

度的集中投资就变得十分重要。

投资是一个“输家的游戏”（输者出局），大部分投资者在其投资生涯往往进行了过多的交

易决策。心理学有个非常有趣的结论是过多的决策会导致决策疲劳，从而导致决策的准确

性大幅度降低。过多的交易就会导致决策错误的概率大幅度提高，说不定某一次重大的错误

就会抹掉你过去多年积累的业绩，甚至出局。好的投资反而很少做出决策，而更多的工作应

该是决策之前对投资标的价值的判断。真正的投资者应该更像是一个狙击手，狙击手应该珍

惜每一次扣扳机的机会，每一颗子弹消灭一个敌人。

对社会发展、宏观经济、产业趋势、商业模式、业务逻辑与财务的广泛的涉猎，在少数重大

问题、关键变化、重要领域与重点企业的深度前瞻研究，最后只在少量细分行业与标的上做

出决策，这是一个“更多的研究是为了更少的决策”的认知过程与决策路径，是一种逻辑上

的递进关系。更少的决策是为了提高决策的确定性与决策的含金量。

一个人难以在一个领域长期时间内保持认知的优势，也难以所有领域中保持认知的优势，更

不可能在所有时间的所有领域上保持认知的优势，但我们一定做得到在少数重要领域的相当

长时间上保持认知的优势。真正的基本面研究就是要在不同阶段的少数重要领域持续保持优势，然后通过不断的学习扩大这个优势。

当然，即使在这些严谨的基本面研究基础之上，我们仍然要考虑到自己的局限性，充分认识到自己的能力边界，并对市场本身保持敬畏。所以，**适当的组合分散仍然是必要的**，但这个组合的每一个标的都是一定是建立在深度的基本面研究基础之上的，而且保持相对程度的集中度，与指数与市场的行业分布保持了显著的差异性与偏离度。这个偏离度就是基本面研究贡献的 α 。

六、基本面投资适用于高波动的 A 股市场吗？

任何市场在中短期看都几乎是无效的，市场总是处在某一种错误状态，只是这个错误的程度不同，或者说市场只是一个随机漫步的状态。而从长期看，即使是高波动的 A 股市场，基本面的作用也是非常有效的，甚至是最有效的。长期看，市场几乎只取决于产业的大趋势与企业主动创造价值的的能力，甚至是系统性风险对企业价值的影响都没有那么大，原因是系统性的估值在长期上只是一个波动的区间，这个波动可能只导致估值在 2、3 倍之间的波动，但企业主动创造的价值可能远远超过这个波动。所以，从更长期看，前面说的 3 个变量也许还可以继续降维到一个变量。对于基本面投资者来说，如果中短期市场给出的这个定价错误的程度足够大，就可能是逆向投资的时候。当然即使在这种时候，**我仍然会更加倾向于那些能够持续创造价值的公司，即企业未来价值显著高于当期市场估值的公司，因为在逻辑上市场错误定价的空间是有限的，但企业主动创造出来的价值可能会非常大。**

当然，市场的错误可能持续非常长的时间，在组合管理中我们仍然要保持操作上的灵活性，不指望一口吃成胖子也不指望在市场最高点沽清。

好的基本面投资是通过广泛、深入、前瞻的研究，把市场众多的复杂变量减少到少数几个最为重要、又长期有效的变量的把握，并且只在少数领域做出最简练、含金量最高的决策，以

此把投资的确定性与预期收益大幅度提高；同时，对于投资者个体的认知能力来说，基本面研究的能力可以在时间与空间上不断自我复制与持续积累，形成某种报酬递增效应。这就是基本面投资的本质。

另外，对我来说，研究产业、企业以及人（企业家及其团队）远比研究市场波动好玩，好的基本面投资参与、帮助了产业进步与企业创造价值，这个过程赋予了投资以更多其他的意义。在这个纷繁复杂的世界，一切最终取决于自己的选择。有些东西，只有你真正坚持了，它才有价值。

高毅投研内训 4 | 卓利伟：当我们谈论公司时我们谈什么？

在过去多年的投资与研究中，自己有一些思考与总结，其中有一些部分与其他基金经理和大家的交流有类似的要点，我试着从一家公司与行业最底层的基本原理与基本规律出发，从生意的本质、人的因素、组织的系统能力、什么是核心竞争力等角度做一个分享。我认为即使不同的行业与不同的公司，在本质上是是可以比较的、可以触类旁通的。

一．生意的本质

1. 价值：企业的收益是为社会创造价值后所获得的少部分回馈

一部分生意的本质是一个企业为社会创造了某种价值，而社会为这个价值给企业的部分回馈，就是企业的收益；一个好的生意是为全社会创造了正的总福利、代表着社会发展的良性力量，好的商业是善的、是多赢与双赢的、正能量的。企业为社会创造的价值越大、这个价值越有独有性，则企业获得的回馈也越大。如果一个企业的收益建立在利益相关方的损失之上，则生意是不可持续的；同时，企业获得社会回馈的部分应该是合理的，过高的 take rate 会引

发更多的竞争、顾客的用脚投票、政府的管制等，是不可持续的，这个合理的程度根据不同的生意属性有所不同。（当然，也有少数特殊的商业模式是建立在人类不良的生活习惯之上的，如烟草、赌博业等，这里不谈。）比如，如果没有提供更多的增值服务，差异化很少的信息分发平台公司（如 OTA）的 take rate 长期看不应该高于承担了物流成本的电商。同样，我们可以发现电商基于 GMV 而获得各种货币化的净利润率与传统零售的净利润率越来越接近，线上与线下的全渠道融合最终也会导致商品的同款同价与综合成本接轨；当然电商可以在数据技术方面做更多的事情，电商可以通过数据技术为商家与消费者提供更多增值服务而获得另外的 take rate。

商业的意义是促进交易，一方面提高达成交易的效率、降低交易成本，另一方面是为顾客创造的更多的价值；通常来说，为顾客创造更多价值的商业（如拓展更大的利基市场与获得更多的消费者）比为顾客降低成本更容易被顾客接受。比如，子女的教育就是为未来创造价值的支出，消费者的价格敏感性相对较低、而对教学质量的要求更高。

2. 用户：消费者的时间（或注意力）与购买力的稀缺，内容与用户运营成为关键

技术导致产品与服务的供给能力不断提高，相对于不断的信息过载与物质泛滥，消费者的注意力与购买力注定是稀缺的。所有 toC 行业营销的终极几乎就是消费者的时间与购买力。

每个人经常使用的 APP 可能不会超过 10 个，每一天的时间也只有 24 小时，游戏、影视、阅读相互抢占时间，外出运动就意味着不能宅在家里打游戏；同样，重体验的服务也是对购买商品替代。在庞大的中国市场，如果能在不同需求层级上精准找到具有庞大消费者人口的商品与服务，均有着巨大的商业机会。在基本小康与商品普及完成后，消费者对品质、健康、体验、审美、被认同与尊重的诉求越来越强，这方面既包含了商品的消费升级，也包含了精神层面的需求升级。

在物质需求基本普及的情况下，人们的小康生活基本达成。没有满足的需求也从过去的物质匮乏变成精神匮乏；互联网消除了信息不对称、同时又迅速提升了个体总体上的学习能力；个体独立意志的觉醒必然发生，作为消费者与作为社会角色，在基本的生理需求与安全需求满足后，互联网消除信息不对称后个体在认知能力与社会认同上的需求大幅度提高。这个背景下，对于厂商来说，产品与服务（内容）比渠道（或平台）更为重要，提供好内容的系统能力与用户运营成为 B2C 行业最重要的能力。

在物质商品方面，厂商过去重视的是渠道管理、供应链管理、规模化与效率，现在除了这些基本要求之外，更加重视的是产品本身（品质、审美、体验、服务以及基于这些方面的性价比）与用户运营（消费者研究、消费者行为的数据化分析、厂商与用户之间的沟通机制）。

在服务产品方面，在满足 killtime（消磨时光）的功能之外，因为某一种社交关系建立的用户粘性更为重要，人们在现实世界的匮乏或郁闷可以在虚拟世界获得更多的满足（如互联网游戏）。“野百合也有春天”，小镇青年现实生活中精神与文化需求的匮乏造就了在线娱乐流量平台公司的商业逻辑。

3. 技术：技术与工艺上的进步是推动产业发展最重要的动力，数据成为新的生产要素

人类社会从石器时代到农业时代的手工作坊，从车间的标准化流水线的精益生产，再到现在与未来的智能、柔性生产、社会化协同供应链的时代，人类生产方式与生活的进步完全建立在科技的发展基础之上。技术是推动社会与经济发展最为重要的力量，技术进步也是一个经济体增长潜力最为重要的长期因素之一，技术还推动了整个产业组织模式与商业模式的变革。

芯片技术带来计算机的飞速发展，带来了互联网、大数据与云计算服务等信息产业的革命，由此带来了 IT 产业对几乎所有行业的推动、改造或颠覆。化学分子式大发现时代已经结束，而大数据技术推动了基因技术的发展，基因工程的发展必将颠覆人类的健康管理与医疗产业，并将颠覆传统化学药的长期逻辑。人脸识别技术大大增强了公共安全的管理能力，共享出行

改变了城市通勤，这些都是技术导致的新的应用与商业模式变革。**自动化技术与生产管理**

MES 系统、全流程的软件等技术使得复杂商品与服务的定制化量产与规模化成为可能，并可能实现规模上的边际利润，规模可能不再是商业模式的敌人，这也是中国制造业升级的重要逻辑之一。

技术还导致企业组织边界的突破。滴滴的司机不是公司的员工、阿里与腾讯更像是一个生态与社会。用户浏览、阅读、评价、使用与交易产生的一切行为数据均是企业的生产资料，用户既是商品与服务的消费者，同时也是设计、生产的参与者。这个时代是一个全产业链高效整合、协同发展的时代，企业不再是一个封闭的体系，是供应商、用户一起产生供需关系互动、不断参与研发与提升效率的过程，一切参与者的行为与决策过程均可以通过数据实现格式化与可分析、可追溯，数据已经成为全流程的生产要素，数据技术也将成为企业必须掌握的能力，从这个意义上来说，未来的企业都应该是技术型公司。对于传统线下零售来说，电商不仅在总体效率与成本、长尾市场突破等方面上有明显的优势，而且在积累与分析用户数据、挖掘用户潜在需求、并以此启发上游厂商更多的研发与创新方面，有着更多新的可能性。

数据已经比消费者自己、比厂商更能够深刻了解消费者，电商将从过去的一种交易方式转变成新的厂商与消费者的沟通模式。这可能也是未来新零售一个重要的逻辑。

技术进步的速度决定着一些创新行业产业化、商用化的进程。因为光伏发电在基础物理化学层面的技术进步缓慢才使得至今的发电成本还远高于传统化石能源，从而尚没有形成规模化的产业；电池技术的进步还不够快（4-5 年能量密度翻倍），尽管在使用成本上电动车较燃油车已经非常有吸引力，但整车的成本还明显高于传统燃油车，电动车的大规模量产可能还需要几年时间。

同样，技术对于去理解看起来非常传统的产业或所谓旧经济也非常重要。如 MAP 技术(气调保鲜包装技术)是传统卤味食品实现突破保鲜期限与销售半径的主要因素，生产技术工艺

的差异对传统食品（如白酒）最终在口味与体验的差异、品质一致性方面至关重要。品质的可靠性、一致性、与其他竞品显著的差异化才最终导致了产品与品牌的差异，品牌效应就是产品与消费者体验在时间与空间上的积累与传播。

当然，对于投资来说，要前瞻去判断技术的演进与变迁其实非常困难，技术进步越快的行业越难把握，一个在技术变化少的、工艺优化在方向上稳定的行业，当期领先者可能更容易持续积累优势。对于技术型的企业来说，激励研发与创新的企业文化与制度安排比本身的领先性更为重要（这在后文还有论及）。

另外，作为新的生产资料，数据技术在规模上的边际成本非常小，这可能是全球最庞大的技术型巨型公司继续保持快速成长的重要原因之一。

4. 时间与规模化：消费者需求的多元多变 VS 企业要求的效率与规模化

对于企业来说，一个好的生意是可以通过连续的生产、可持续积累的优势（技术、工艺、管理经验等）、可标准化生产，从而实现时间上的可持续与空间上的规模化，对于很多 toC 的行业来说，厂商的成本、效率与规模化的要求通常与消费者多元化与多变化的需求是天然的矛盾。在这个意义上来说，服装与影视行业可能是一个较差的生意，上一季畅销的女装却可能成为下一季卖不掉的存货，上一部票房冠军的团队可能制作出下一个票房毒药的电影。同样在食品行业，味觉强刺激的口味依赖度很强，人们喝着与几十年、上百年前口味一样的白酒，而甜酸味的饮料却层出不穷、单品销售额的天花板相对低而获取顾客的费用也更高。消费者需求稳定少变的商品建立的品牌优势的生命周期更长，高端品牌白酒更像是中国传统饮食文化的大 IP。

就像前文提到的，过慢的技术进步阻碍了创新产业的发展；但反过来看，过快的技术变迁又会使厂商无所适从，它在过去三年学会的能力可能在三年后就不管用了，这对投资者来说不是好事。从 PC 时代到智能手机时代，只有少数行业的技术升级与硬件升级的方向是连

续的，其中大部分元器件的企业很难跨越产业发展的不同阶段，比如 PC 时代的王者 Intel 在智能手机芯片上的份额却只有区区 1% 左右。同样，传统模拟机的大部分巨头们在智能手机普及的几年里全军覆没，但同时正因为智能手机的平均更新周期只有 16 个月左右，才使得中国企业在智能手机普及的最后几年赶上强者实现市场份额的突破，手机也从传统的功能性产品变成一个基于 OS 系统与用户运营的产品与后台系统服务的商品，这也是苹果公司最强大的地方，也可能是中国手机厂商长期的挑战。

好的生意是时间与规模的朋友，企业积累的优势与核心能力是可以通过持续的学习与创新来优化与加强这个核心能力的，是在时间上的可连续与空间上的可规模化。

5. 科技新时代投资的新思维

信息革命与互联网的社会化、全球化基础设施的普惠，导致社会、经济与产业发展的逻辑发生本质的变化，工业 2.0 时代的很多思维方式变得明显不足。这个时代可能是这样的：商品已经变成产品、服务、流程与用户运营的融合；硬件是软件与硬件的融合、内容与服务的融合；软件是云服务与大数据；顾客（customer）不再是一锤子买卖的，是用户（user），而用户参与了生产、创造与体验的全过程；企业是产品与服务规则的制定、维护、优化与创新的组织者；组织是社群与生态；零售不仅是一种交易与供应链的组织模式，更是供给与需求之间的沟通机制，是基于数据技术对消费者的研究与对厂商创新的启发；而互联网更加像是市场的民主投票器，是一个 24/7[p1] 在线永动的巨大 AI。

二．企业的战略选择：成本、效率与差异化

对于企业来说，无论是提供产品或服务，其战略选择无非这两种：一是要在技术、工艺路径与精益管理上不断提升，从而在提高效率、降低成本上积累与竞争者的优势，这是**效率与成本领先**；二是要有通过用户研究、大数据技术不断启发产品设计与创新来提高差异化、获得

更高的溢价能力，这是**差异化领先**。在这两方面中企业至少要在一个方面取得不断进步，如果两者兼而有之则非常难得。**优秀的制造业公司通常需要兼备这两个方面的能力**，一方面要在管理上非常优秀，保持成本与规模优势，另一方面还有不断通过研发与技术进步，加强这个优势、或者开发出更好的领先于市场的产品与服务，以获得更好的定价权。如果一个企业，不具备这两个方面的能力，那他能赚的利润就是最基本的辛苦钱，比如是销售额的 3%-5%，甚至是亏损。同样，要获得持续的领先优势，就要在研发与创新上有效投入，你要为未来的优势投入当期的成本与费用。

就像中美这两个经济体，美国更像是技术领先的差异化道路，而中国的过去走的是成本与效率领先道路，现在与以后是成本领先与差异化兼而有之。但企业积累了阶段性的优势并不是一劳永逸的，只有通过持续的学习与不断创新的能力才是企业最为重要的能力，从这个意义上来说，创新才是一个企业本质上的核心能力，一个激励学习、创新、挑战权威的组织文化非常重要。

中国企业在制造业方面的国际竞争力很强，我们通过 30 年的学习积累了很多成本与效率的能力。尽管中国的人口红利已经消失，但人力资本的红利却方兴未艾，我们有非常庞大的本土需求与应用场景，更加有着超过很多国家人口总量的高素质技术人员（我们每年有 800 万大学毕业生、50 万硕博毕业生与 40 多万的留学归国人员，其中超过一半是与应用科技与管理相关的人员），同时我国又是一个资本过剩、股权融资环境很好的市场。中国企业在应用技术密集与资本密集的行业中将不断积累能力，取得更大的国际比较优势。这也是近年来一些优秀的先进制造业企业不断崛起、甚至实现较好的国际化的原因。

另外，即使在一些技术进步相对缓慢的周期性行业，比如在化工、建材等看起来非常传统的行业里，仍有少部分优秀企业通过长期的工艺积累与精益管理，探索出一条成本与效率领先

的道路，如果一个企业能够在全行业里一直保持非常显著的成本优势，这个护城河仍然是成立的。

三．从人的因素到组织的系统能力

1．企业家精神才是价值创造的原力

尽管我们总结与讨论了这么多有关技术、商业模式、生意的本质等问题，但企业面临的经营环境永远是在不断变化的，世界上没有顶一万年的经营秘诀，曾经成功的经验却可能是下一个陷阱的原因，阻挡进步的道路与挖坑的通常是自己，能够长期保持竞争力与领先优势的企业很少，能够跨越产业变革的企业更是少之又少。从这个意义来说，人的因素起到关键的作用；**只有人，才是穿越困境、不断通过学习找到解决方案的终极原因，也是创造企业价值的原动力。**

企业家是人的因素中最为重要的因素，一个优秀的企业家有着超强的心力（事业心、理想、情怀、世界观、为产业与社会创造价值的强烈愿望），他们有着既重视物质层面因素又有超越物质的精神力量与人格影响力，他们战略立意高远又强于执行力，他们懂得学习、分享与创新，他们不仅能够发现与吸引最优秀的人才，更能激发普通人的正能量与创造潜力。**企业家精神是价值创造的根本动力，也是这个时代最重要的社会力量之一。**

2. 学习、创新、自省能力是企业家最重要的素质

即使是曾经多么成功的企业家，在变化面前仍然可能固步自封、抗拒变化甚至刚愎自用，把自己架在某个神坛上不愿下来。中国的民营企业史总共只有 30 年而已，大部分企业家成长于物质与精神双匮乏时代，更容易因为害怕失去而在不确定的未来面前忘了持续的学习、甚至胆怯。我们要去观察一个企业家在面对变化、困境、挑战与不确定的未来时，他们的反馈

是如何的，他们的内心底层代码是什么，他们是否能够不忘初心、开放谦虚、积极进取、自省与学习？一个企业如果失去了学习的能力，就意味着失去了未来。

最优秀的企业也会在没有竞争对手的无人区迷失自我。一个成功的企业应该在内部资源上前瞻性设置一些冗余的空间，在研发与创新上要有充分的制度性安排与试错的宽容心态，完全以当期市场份额与利润作为 KPI 可能会损失了长期能力的进步。

人性的弱点总是使得人们更容易强化对自己立场有利的论据（“屁股决定脑袋”），一个已经成功的企业及其团队总是会面临路径依赖的诅咒，一个真正卓越的企业家总是能够克服这个路径依赖，他们通过不断的自省、学习、创新甚至自我颠覆来迭代企业的核心能力，独立判断与开放学习、谦逊自省与坚定自信都是优秀素质的一体两面。

3. 把企业家的能力与人格变成组织的能力

一个优秀的企业需要具备生意、人、组织三个方面的好的素质，即在一个好的生意上，通过企业家精神与团队的能力，转化成持续的组织的系统能力。一个优秀的企业会聚集一批优秀的人才，建立良好的公司治理结构、激励学习与创新的制度与文化、奖惩分明的利益机制与科学合理的组织管理架构。尽管我们在研究中通常较难经常与企业家本身有非常充分的交流，但我们同样可以以企业的管理层团队与普通员工，从公司各种执行层面的制度与管理的一些细节中去判断这个企业的内核与基因。什么样的团队与企业文化可以说明什么样的老板。

不管在什么行业，优秀的公司绩效总是来自正确的价值观、科学的方法论、组织的能力与勤勉的工作。

四．真正的核心竞争力是企业文化与公司治理结构

通俗地说，企业的核心竞争力就是你干得了而别人干不了的事情。但本质上有别人干不了的事吗？没有。事实上只有阶段性别人还不会干的事儿，或者说别人要花很多时间、花很多金

钱才能学会的事情。技术可以购买，最牛的团队也可以被挖走，所以本质上有的只是一定时间内的领先优势，这个领先优势在现象上表现为成本优势、规模优势、市场份额与品牌。那么，为了保持甚至扩大这个领先优势，企业必须持续的学习、创新与研发，而确保与激励研发与创新需要公司有合适的组织结构与鼓励创新的文化，这个本质上来自于企业家精神与优秀的公司治理结构。

一个企业没有可以长期管用的战略，也没有聪明绝顶、一直不犯错误的管理者，好的企业文化是以积极进取的行为模式与制度性的安排去激励团队；同样，决定一个企业是否能够跨越困境的通常不是物质的激励，而是团队成员内心深处的精神与信念，是企业文化。

回顾我国短短的二十多年的股市历史，我们就能够非常轻易地发现在同一个行业中不同的上市公司的变迁，当年看起来差不多的公司现在可能是天壤之别，其背后的主要原因就是企业家精神、企业文化与公司治理结构的不同。20年前的华为还非常渺小，10年前恒瑞的市值还只有100亿，18年前的腾讯与阿里还刚刚成立。。。

五. 从“1到N”——持续的、系统的好产品（或服务）的供给能力

我国经济处在一个增速相对放缓的转型期，这个转型期的特征是从过去的总量高增长与要素高投入的模式转变到现在与未来的结构升级、研发创新与效率提升，在产业格局与资本市场中将会持续体现出结构分化与优势集中的特征。在这个背景下，那些具备“从1到N”能力的最优秀的企业将获得更高的市场份额、更强的竞争力，我们努力去发掘那些在1个领域做得非常优秀的企业，通过不断的学习又能够把这个能力做到“1到5、1到10、1到N”的公司。

这个“1到N”的系统能力，包含有几个方面的含义。第一是指产品（或服务）能力的“1到N”，即一个公司通过研发、创新能够从原来提供1个好产品、1个品类拓展到多个好产

品、多个品类；第二是指市场能力的“1 到 N”，这个市场包括渠道、应用场景、传播等含义；一个公司能够通过更多、更有效的方式与沟通机制传，把最优秀的产品或服务递给用户与消费者。第三是指组织能力的“1 到 N”，一个优秀的公司能够把伟大的企业家精神转化成团队的能力、组织的能力，把企业领导者个人的素质与人格力量转化成优秀的公司治理结构、组织制度、流程体系与可持续的核心竞争力。

对于第一件事情都没有做好的公司，我们最好不要去相信它会做好第二件事情；对于做好了第一件事情，同时又在过程中积累了组织的各种系统能力的公司，它做成第二件事情的可能性会大大提高，而不仅做好了第一件事情，同时又做好了第二件、甚至是第三件事情的公司，我们则要非常重视，这些公司大概率上已经具备了从 1 到 N 的系统能力。

六．选择研究最优秀的企业

1．向最优秀的团队学习

先从认识论的角度说明为什么我们要去研究最优秀的公司。我们应该重点研究两类公司：一类是已经是很优秀的企业，它可能持续创造更多的价值；另一类是未来最有可能成为优秀的企业，它已经具备成为优秀公司的基因与组织能力，它在未来可能创造巨大的价值。我们重点投资的就是这些现在最优秀或未来最优秀的企业，剩下来的是估值的问题、一个金融数学的问题。而市场总是处于某一种错误的状态，总是有提供给长期基本面投资者的机会。即使是看起来大家都非常熟悉的公司，可能大部分投资者的认知水平仍然停留在 60-70 分的水平，我们的深度的基本面研究就是要把这些最重要的公司的认知水平提高到 90 分以上，尽管从 70 分提高到 90 分要付出的努力远高于从 0 分提高到 70 分的过程，但只有 90 分以上的认知才会对投资决策有真正的价值与参考意义，因为 70 分的认知早已 price-in 了。我说过，每一个人最稀缺的资产是时间，我们要把有限的生命用在向最优秀的企业与团队学习。

把太多的时间花在垃圾堆里翻东西，只会使自己的口味越来越 low，吃惯了地沟油的人只会觉得地沟油挺香。而更重要的是如果你失去了向最优秀的人、向未来不断学习的机会，这个成本是非常大的，这个成本既是机会成本、更是时间成本。

2. 最优秀的大公司可能在体系内实现社会大分工

由于互联网技术与数据技术的基础实施越来越发达，优秀的大公司运营这些工具、积累更优秀的人才方面具备更强的能力，最优秀的大公司具有更强的一体化的能力，这个一体化一定是建立在这个大公司最核心的能力（如成本与规模优势、具有高粘性的平台优势、研发与持续的创新力等）之上的，这个一体化既有纵向（垂直）一体化、也有横向一体化。这些最优秀的大公司有在其 eco system 之内实现过去社会化的大分工，并在体系内实现创新与自我进化，他们还可以去收购最优秀的技术与团队去补充这个生态系统。在总量增长与长尾市场渗透率越来越高的产业格局下，周边的颠覆式的创新相对于 10 年前更难，这些 20 年前公司充当的是对传统商业势力的颠覆者，但现在他们成为了新科技时代的凯撒（天下合久必分、分久必合？）。

科技、精英人力资源、资本市场的合作使得这些最优秀的大型公司的优势更加集中、维持领先的能力也更强，这也是二十一世纪资本主义不等式（资本回报率持续大于经济增长则导致更大的财富悬殊）的本质原因；持续的报酬递增导致最领先的巨型科技公司对社会与经济的影响力越来越大，其影响力或作用甚至超过了政府（巨型公司成为某种意义上的公共品？美国政府降低企业所得税是否也说明了政府的影响力在下降？）。尤其是现在全球最大的这些科技公司，他们不仅在相当短的时间内创造了富可敌国的商业宏图，而且他们的创始人还非常年轻，这在人类企业发展史中是绝无仅有的。这些年轻的创始人与企业家有着更强的学习能力与旺盛的商业热情、甚至社会理想。

3. 在转型中国中寻找未来最优秀的公司

当然，在需求层级丰富、利基市场庞大的中国，我们仍然相信会有很多新的 player 将成为未来最优秀的公司、甚至是最优秀的大公司。从大历史观的角度看，中国正进行的是一个全新与全面的经济与社会转型，我们是历史上第一个基本完成现代工业化的大一统（统一市场）的文明古国与人口大国，我们的中产阶层人口基数庞大且快速增加，我们快速融入了全球化与互联网化。在这个历史情境组合下，观察我们的社会变化、经济转型与产业变迁也要以全新的视角，既不要掉入历史经验主义的陷阱，也不适合简单类比国际经验。我国仍然在消费升级与制造业升级中有巨大的机会，在未被充分满足的精神文化需求方面，在像流程的产业信息化改造方面、在泛 AI 的未来智能硬件创新等方面很多的发展机会，一些最优秀的中小型公司将不断提升系统能力成为最优秀的大公司。

今天和大家交流的主要是一些定性的、方向性的基本原理与逻辑，对生意、人、组织、公司的核心竞争力方面做一个粗浅的分析，但我认为这些似乎是务虚的东西非常重要，也请大家多提不同的看法。至于公司的具体细节、业务与财务的数据分析、金融数学层面的东西，还是在我们的个股与行业的深度讨论会上，有针对性地具体分析，在那些讨论会上我们非常鼓励大家“终极 PK”、一起学习、共同进步。

高毅投研内训 1 | 卓利伟：学习把最重要的事情做到极致

（NBA 巨星科比：“Have you ever seen the scene of Los Angeles at 4am? I see often, because I have been starting training at that time.”）

本文为高毅资产董事总经理、首席研究官卓利伟和研究员团队的投研分享讨论会的部分纪要。

第一部分：关于研究与投资的心得体会分享

我先就自己从业这么多年做研究和投资的一些体会，和大家做一个分享。

一、时间是每个人唯一稀缺的资产，要学会研究最重要的问题

做研究最为重要的是时间管理，我们每一个人最稀缺的就是时间。研究工作面对的是一个非常复杂的、非结构化的海量信息。时间的稀缺性与信息的无限性就会派生出两个问题：

1、要研究最重要的问题

我一直说，我们研究的应该是大问题，要把握的是产业与企业的大方向，并在判断与决策上获得大概率上的正确。概括起来就是，大问题、大方向、大概率。

无论是资深的分析师还是学校刚毕业的初学者，都一样要去学习站在产业的最高处、最前沿，以企业老板的角度去思考大问题，即使在一些细枝末叶的问题上做得多么完美，其价值也是有限的。大问题上的模糊准确远远比小问题上的完美精确更为重要。

2、在正确的路径上持续积累

解决效率问题的第一步是要树立科学合理的正确的研究方法，然后通过不断的学习，去持续优化这个思维框架与方法体系。要在正确的路径上持续地积累，守正出奇。不能在丛林里面的羊肠小道里奔跑，要找到穿越丛林的阳关大道。在正确的道路上即便像乌龟一样爬也能爬到终点，而在无方向的丛林里奔走却可能一直迷失。在正确路径上，持续积累的力量是非常强大的。

二、四个维度去思考什么是重要的问题

我们怎样思考，什么是最重要的问题？我个人的总结，研究一个课题，可以通过四个逻辑框架去思考，即：宏观逻辑、产业逻辑、业务逻辑与财务逻辑。

宏观逻辑，包括宏观经济因素，还要从社会思潮、群体心理、甚至政经关系等大格局去看问题。比如在全球化和互联网的大环境下，传统商业的逻辑机会发生很大的变化，企业与各种

组织变得边界更为模糊，对竞争的理解就要从全产业链的生态去思考；再比如，这个时代商业的影响力、伟大企业家的影响力，都要远远超过以往时代，影响力即权力，由此社会、经济、产业的发展逻辑都会与以往时代显著不同了。

产业逻辑，不同的产业在不同的发展阶段，其核心驱动因素与竞争要素是发生变化的，而且在当前互联网与全球化的时代，其变迁的原理更加与以往不同。比如，由于创造性破坏更为普遍，厂商与用户的关系发生本质变化，技术优势与商业模式的生命周期也变得更短。

业务逻辑，看一个企业的业务首先还是要看其战略布局、业务方向是否符合前文的宏观逻辑与产业逻辑，是否符合社会大潮与产业大方向。即使一个公司的团队是多么牛，如果是逆着这两个大方向，其经营的难度还是会非常大，成功的概率还是很低。

财务逻辑，财务就像数学是对其他自然科学最好的表达一样，财务是对企业过去的经营行为进行数字化、结构化的总结与记录，通过这些数据可以很好地分析与验证其业务上的特征与问题。

这四个维度是看一个公司和一个产业的相互验证、相互有勾稽关系的逻辑闭环。研究一个微观的企业一样要有很强的自上而下的思维，在大逻辑上有严重瑕疵的公司，一方面成功的难度很大，另一方面研究的难度也很大，研究的投入产出比就很差。

三、把握产业本质、核心要素与关键变化

不同产业在经济学与商业模式的本质上有显著的特点。比如水电行业的产能发挥与下游需求长期比较稳定，成本结构、产量、价格等指标也比较清楚，其本质更像是一个加了杠杆（高负债）的利率产品；传统零售业也接近于商业地产的租赁业务；动画行业更像是一个内容创意与计算机软件相互加强的 IT 行业。

看一个产业，还要看驱动产业发展与企业成长的核心要素是什么。比如芯片技术驱动了计算机的计算能力，才导致 TMT 行业各个领域硬件、软件与应用的飞速发展，技术路径选择与

全产业链的生态竞争是相关公司最为重要的战略；比如消费品的核心驱动力是产品力，产品力越强的公司相对于渠道的谈判地位就越高，产品力在时间上的累积与空间上的传播才形成了在消费者心目中的品牌。

研究一个产业的长期方向，在一些拐点时刻把握关键变化也十分重要。比如现在这个时点的TMT行业，智能手机的普及与流量红利可能已经基本上结束了，移动互联网用户的使用时长开始接近天花板，增量的创新变得越来越难、更多可能是存量之间的替代竞争。而这些相对小的创新，也更容易被大公司进行早期并购。在这个背景下，理解相关的细分行业与具体公司的逻辑与方法都要和前几年有本质的区别。

再如对于消费品而言，由于人口红利的逐渐消失、商品的普及率和渠道的渗透也已经结束等原因，大单品增长的时代也基本上结束。现在的机会可能更多的是存量的结构升级与中小规模的品类创新，这对基数特别大的公司来说就不是好事，因为其产品创新的边际贡献会比较有限，业绩增长就比较困难。但对一些非常具备创新能力、能够深刻理解消费者的中小公司来说，可能反而是不错的机会。

四、从时间、空间与人看企业的核心能力

从时间、空间、人这三个维度可去看产业与企业，也是说明很多本质原理的重要角度。

好的商业模式要顺应社会大势的发展、顺应人性的良性发展、顺应为社会贡献更多的总福利，这样的商业才是可持久的，是时间的朋友。

还有一个概念是空间。一个好的企业除了做时间的朋友外，同时还不能做规模的敌人。大部分商业活动，随着规模扩张，一般都会出现效率递减，或者说空间（规模、地域、管理幅度、多事业部等）与利润之间可能有一个最优解或次优解，超过这个最优解的空间拓展，反而会导致规模不经济。比如依赖于厨师的餐饮公司，就是规模的敌人，凡是实现了有效连锁扩张

的餐饮企业，几乎都是不依赖于厨师的。流程标准化是服务业规模化的前提。好的商业模式要应该在时间与空间上具备不断复制与持续优化的系统能力。

另外一个最重要的维度就是人，其中最核心的是企业家精神。一个公司的核心竞争力本质上是公司治理结构。而好的治理结构是企业家与一小部分团队的思想成果，这在相当大的程度上取决于企业家的心胸、情怀、战略，以及团队的执行力，取决于企业家持续的学习、分享与创新。创始人、企业家、治理结构，是一个公司最终的核心竞争力，伟大的企业家与优秀的治理结构才会激发每一个人的正能量与创造力，好的组织与好的商业模式应该充分激发人性善的一面。只有人，才是创造价值的终极源头。

一个企业的核心能力是能够构筑相对于竞争者形成的可持续的壁垒，比如强大的系统能力形成可持续的成本优势与规模优势、强大的研发能力形成技术或产品创新上的持续领先、非常好的产品与服务形成很好的品牌与用户粘性，这些结果上的核心竞争力本质上都来源于企业家的远见胸怀与优秀的公司治理结构。

五、从四个逻辑简单分析几个大类行业

1、消费品行业

从宏观逻辑与产业逻辑看，消费品行业有几个重要的因素需要关注：

- 1) **消费的人口红利基本消失。**中国特殊的人口结构(尤其是过去一胎制的人口政策的结果)与过去二、三十年在生产与渠道上的快速扩产，商品普及与渠道渗透基本完成；未来消费的数量与人均消费量几乎没有什么增量、甚至会出现下降，大单品的增长时代基本结束。
- 2) **中产阶层的人口与互联网一代的人口占比会在未来几年迅速提高**，存量市场的结构升级与品类创新会有机会，体验、服务、健康、审美等需求成为购买决策的重要因素，但创新的边际贡献会递减，对大公司来说边际贡献不会太大。

3) **厂商与消费者的关系**。从过去的厂商导向，到现在的消费者导向，消费者才是最终最有影响力的引导者，但好的厂商深刻理解消费者又要超越消费者。对厂商来说，最重要的是要和消费者建立高效互动的沟通模式。现在的 IT 技术可能会帮助他们做到这一点，用大数据去记录消费行为的全流程，用这些数据来进行深度挖掘。做到流程更加优化，供应链效率更高。并在这些数据的基础上不断启发有效的创新，带来更多的，产销对路的产品。过去厂家生产太多品质凑合的、消费者也凑合购买的商品，以后更多应该是更为精准的东西。

4) **品牌与产品力**。互联网的普及基本上消除了信息不对称，消费者的认知能力大幅度提高，消费者相对于厂商的谈判地位上升，品牌忠诚度的挑战更大，但同时优质品牌获得更多的市场份额的效率会更高。期间更为确定的是渠道的价值大幅度被压缩、差的品牌被迅速淘汰。从这个意义上来说，产品力（广义的内容，包括服务）的价值将更容易得到体现，持续的产品创新能力、有效准确的传播（代替传统意义上的形象代言与广告）、与消费者的良性互动变得越来越重要。

在这样的宏观逻辑与产业逻辑下，观察企业微观的业务与财务数据就和过去有不同的侧重点。比如，我们就要看一个老品类的毛利率是否在提升或维持、新品类的占比是否提高、新品类创新的边际利润是否提升、总量上的市场份额是否提高等指标。

再比如对消费者的观察还要看客户人数、客单价、复购率等多个维度的业务数据与财务数据，去验证这个企业是否具备持续的学习与创新能力。

服务业

宏观逻辑上看，在商品消费普及基本结束的背景下，体验消费与服务消费的占比将持续提升，这也符合宏观经济意义上人均 GDP 达到一定水平后的居民消费倾向的特征；同时商品与服务的融合也越来越普遍，对于消费者的认知来说，“服务即产品、产品即广告”。在当前的宏观经济背景与中产阶层占比快速提升的条件下，服务业的空间仍非常大。

产业逻辑上看，从马斯洛需求层次理论来说，在生理需求、安全需求等生存需求满足后，社交、尊重、爱等归属需求以及自我实现的心灵需求就会大幅度增加。所以，服务业最重要的是要站在用户的角度，建立更好的体验、口碑和以及由此递进的用户粘性，是要提升消费者在功能需求、体验满足、情感共鸣与文化认同上的总效用。

顺着上述两个逻辑，看服务业企业的**业务与财务**，可以有一些重要的维度：

- 1) **用户数及其变化**，这是一切的基础，尤其要看可以产生交易或付费的用户数量；
- 2) **用户的续单率（对应的流失率）与 ARPU 值（或 ASP）**，这是对口碑与体验最好的数据验证；
- 3) **获得新客户的边际成本与边际利润**：一个企业通过品牌、传播、广告获取新客户的能力非常重要，获取新客户是否有边际利润；比如客户推荐率指标就是非常好的数据（NPS 值，Net Promoter Score，净推荐值(NPS)=(推荐者数/总样本数)×100%-(贬损者数/总样本数)×100%，消费品也适合这个思路），好的产品或服务，老客户是最好的传播者。
- 4) **客户的学习成本是否够低、转换成本是否较高**，即客户更容易进来而不容易离开。

当然，服务业是一个非常宽泛的概念，既包含传统的服务业，也包含基于互联网基础实施的各种信息服务业，但背后的核心逻辑原理是相似的，理解与研究的框架完全可以打通。但传统服务业与有互联网属性的新兴服务业在用户、流量或销售额、现金流、净利润等业务与财务数据的发展路径有显著差别，传统服务业更接近于时间与空间上的线性增长，而有互联网属性的新兴服务业更表现出某种指数级增长的特征，以及由此导致的赢者通吃(极少数公司占据大部分市场份额)的行业格局。

3、制造业

从**宏观逻辑**看，制造业（包括广义的硬件）有以下几个要点：

1) 中国制造业的总体能力仍较难被其他经济体所替代，经过过去 20 多年的积累，中国制造业全产业综合配套能力在全球仍有较强的竞争力、甚至这个竞争力还会进一步提高；

2) 尽管中国的整体的人口红利消失，但工程师、高素质劳动者的人力资源红利仍可能维持较长时间；

3) 更为特殊的因素是中国有着非常庞大的本土市场作为很好的试验场，对于很多企业来说，其试错的成本就远比其他经济体低得多；

4) 由于发达国家总体经济较为低迷，一些制造业企业的财务状况较差，这给中国的领导型企业带来了难得的全球化机会。

这几个因素给我国的制造业升级提供了较为有利的条件，但可能只有少数非常优秀的企业在这些方面把握住机会。

从产业逻辑看，传统制造业的核心逻辑是产品与流程的标准化与规模化，从而达成在时间与空间上的自我复制能力，上个世纪后期以日本企业为代表的精益生产充分体现了这个逻辑，这个逻辑在现在的中国还会适用一段时间，我国的白电行业也充分地说明了这个逻辑。

另一方面，在计算技术、大数据与云计算飞速发展的现在与未来，过去难以规模化的非标准产品也可以在相当程度上实现全流程的数字化改造，并可能实现个性化量产，这在一些细分行业（如定制家具、制衣等原先非常难以实现行业集中度提高的行业）已经开始出现，以突破非标品“规模是敌人”的可能，当然这个过程的摸索过程会较长、研发的前期沉没成本会较高，其难度也远远高于标准品的产能复制规模化，但做成功以后的壁垒也会更高，这方面的研究在长期战略上要重视、在投资时间上要严谨与有耐心。

从业务与财务逻辑看，无论是产能复制式还是个性化量产的模式，制造业有两个因素非常重要：一是广义产能规模（财务上包含固定资产、无形资产、商誉等因素，业务理解上也包含

制造、研发、营销等一线人员的数量)的扩张是否带来正的边际利润,好的扩张还会带来边际利润率不断上升,从而有能力提升公司总体的 ROE 水平。

二是这个规模的扩张是否带来显著的长期竞争力的提升,如对有壁垒的核心技术的掌握、终端的规模在品牌上的持续积累并因为这个品牌导致的产品溢价与份额提升。总结起来就是,在空间上形成规模与成本优势,在时间上积累品牌溢价。

4、TMT 行业

从宏观逻辑看,技术进步是经济长期增长潜力最为重要的因素之一,过去几十年 TMT 行业集中了人类历史上最大规模的技术进步与商业模式创新,也是全球过去几十年最为重要的增长动力。科技革命,尤其是过去二十多年的互联网革命完全重构了全球经济格局、产业演进与人类生活方式的全新面貌。

但从另外角度看,也许技术进步的速度已经超过了宏观总需求的增速,再加上创造性破坏的特征,在过去十年显示出经济总量低增长与低就业的效应。科技革命加上现代金融技术与资本的力量,又使得初次分配更容易集中到技术精英与资本(股东)身上,普通劳动者的报酬并没有显著提高,在全球包括发达国家的贫富分化继续加剧,也许这是 08 年以来的金融危机的深层原因之一。就像《人类简史》中论及的,普通民众,无论作为劳动者(更大程度的被机器与数据替代,机器的生产率提升空间可能大于人)还是作为消费者(报酬提升很少,消费弹性降低)来说,其经济价值可能仍将持续贬损。

从产业逻辑看,TMT 的技术演进路径、技术成果的商用普及以及由此带来商业模式创新路径尤为重要。技术与商业模式的领导者将由于“报酬递增原理”,其领先优势与市场份额在相当长的时间里持续扩大,行业集中度迅速提高。无论是硬件,还是软件、服务,都显示出这个特征,比如芯片、显示、存储、各种应用软件、流量平台、社交网络等各个细分行业

都是如此。所以，在同一个细分行业，不同公司的命运是天壤地别的，产业中观的研究尤为关键。

站在现在时点看，智能手机的普及与流量红利基本上结束，新的技术进步需要跨越到下一个 S 行曲线，大级别的技术创新可能需要较长时间的探索，大数据、云计算、下一代智能终端的形态（AI、AR/VR，难以形成几亿量级的标准化大单品，更可能的是硬件、软件、内容、服务的融合）都和前二十年的发展逻辑又将有新的变化。

从企业的业务逻辑看，TMT 行业的技术路径选择的错误成本非常高，错误的选择会是灭顶之灾，经典商业读物《追求卓越》案例中的一些“伟大企业”，现在不是惨淡经营就是已经不在；主流技术的领先性所主导形成的全产业链研究尤为重要。

从财务逻辑看，技术导向型的企业，其收入，利润，现金流的变化，不像传统制造业那样线性变化。对于技术研发型的企业来说，最先增加的可能是技术人员与研发费用，然后才是收入，净利润与现金流更为滞后；对于商业模式创新的服务型企业来说，最新体现的可能是流量与用户，再有收入的增长，最后是净利润与正的现金流。

上面说到的几个大类行业，并不是一个严格的区分，这些粗线条的大逻辑只是简单说明了一些重要的共性与规律性的东西。很多产业本身可能具备多个特征的综合，当然这些特征会有显著的主次关系，对于具体的细分行业还要做更为深入的分析，并形成严谨的逻辑框架。另外，在现在的经济与产业背景下，跨学科的、融会贯通的研究越来越重要。

二、研究的三个环节：归纳、演绎、实证

研究一个问题，或认识一个问题包含三个过程，即归纳、演绎/推理、实证。三者之间是互相促进、相互验证的过程。

归纳：我们要把碎片化的信息进行格式化，先解构再重构。按照矛盾的主次关系，我们要知道哪个是最重要的，排第一和第五的是哪个，把次要的先放一边。归纳的过程中，我们不仅是信息的传递者，更是信息的整合者，要搞清楚问题的逻辑关系与主要矛盾。

演绎：在归纳的基础上提出最有可能的几种假设，研究科学史的时候知道，整个科学史就是一个假设演绎法的推演过程。我们对过去的信息、理论进行归纳后，提出几个最有可能的假设，再通过实证研究进行验证。演绎需要一种有逻辑的、突破线性框架的创造性思维，假设的过程中可以需要一定的理性的想象力。没有想象力的话，过去的互联网公司都没法投资了。

实证：科学家在研究自然科学需要做实验去验证假设与推理。100 年前爱因斯坦提出的引力波，他自己也怀疑，然后全球最牛的一批科学家花了 100 年最终证明了引力波的存在。实证研究的结果，有时候可能会彻底否定之前的几个假设，却获得了新的答案。在实证的过程中还可以启发更多新的思维，这是实证研究意外的收获。在找桃子的过程中可能找到了苹果，这也很好。在研究 A 问题的时候，有时候会获得研究 B 问题的思路。

当然对做博弈的投资人来说，他们可能只做了归纳与推理，或者在逻辑和推理上可能比别人稍早一步、更强一些，他也能赚到智力优势的钱，但却很难持续获得成功、过程也会比较忐忑。但对基本面研究来说，我们要努力把这三个步骤都做好。我们要做的是把通常 60% 确定性的理解提升到 90% 以上，事实上 60% 确定性的判断几乎是没有任何决策价值的。

这个原理可能是这样的：**通过更有效的实证研究，也许掌握的只是比市场多出 10% 的有效信息，却可能让你对问题的理解力、基础信息的处理能力提升了一个档次；从而把研究的确定性提升到显著高于大部分人的水平。这个可能就是创造阿尔法价值的过程。**

七、优秀研究员的个体特质

要做好研究与投资，我个人认为从业者需要一些显著不同于其他行业的特质。某个公司在校园招聘上提到三个词：求知欲、诚实，独立。我认为这是非常牛的总结。

第一个，求知欲/好奇心。这个才是一个人的内心最深的自我驱动力，是一个人的底层代码。我把这个称为“**无压力与无任务情况下的自我驱动力**”，没有考试压力、没有考核压力、没有人给你布置任务的时候，你都会痴迷于研究某一个有意义的问题，那么在天性上，你就非常适合做研究工作。

第二个，诚实。实际上大部分人、包括我自己，在这方面都做的远远不够。诚实这个东西看起来是很简单的要求，但实际上是非常不容易做到的。人总是更容易接受、甚至强迫自己有利的事情，有利于证明自己观点的论据，更容易接受获得被认同的东西。如果有个和你PK，大部分人就会逃避或抵触，这个对投资或研究问题是不利的。我们要有非常强的自省和纠错的能力。最重要的是要知道自己错在什么地方，让自己每次错的成本越来越小，并且不断减少错误的次数。投资不应该有什么悲观的或乐观的看法，只有客观的看法，对研究对象要客观，对自己的认识更要客观与诚实。对自己能力边界的认识要非常清醒，要知道你一直不敢面对与自我逃避的重要问题，总会在某一天找上门来的。“如果你不够真诚，你终将成为自己的牺牲品”。

第三个，独立。如果我们讲的东西都是别人的二手资料和二手观点，是没有多少价值的。独立的思考与判断，其最重要的好处就是能够进行清晰的归因分析，并会逐步积累属于自己的可以持续优化的思维体系。另外，无论是多么权威的意见，也要经过自己严谨的独立判断，不宜直接引用，否则创新思维就不可能发生。

正确的心态：必要训练时间与放下经验

《异类》一书中说，人们眼中的天才之所以卓越非凡，并非天资超人一等，而是付出了持续不断的努力。**1万小时的锤炼是一个人从平凡变成专业的必要条件。**对于年轻一点的研究员或者刚毕业的来说，不管做什么工作，要经过1万个小时的职业训练，才会有一个从量变到质变的过程，得有5年左右的时间才能成为专业的选手。如果天资悟性好的，你每天的

有效工作时间又比别人多出 20%，那么你成长的时间就会缩短。对于过去学习很好的学霸们来说，入行不久的人经常会有一点迷茫，会比较着急，需要树立正确的态度。NBA 巨星科比说，你经常见到洛杉矶四点钟的凌晨吗？

对资深的人，我们又反而需要强调先放下一切经验。在这个互联网与技术进步对全社会进行深入改造的时代，很多过去传统的思维方式反而会成为研究很多问题的绊脚石。我们需要放下过去的成见，以清零的心态去面对这个世界。从业时间越长，有的时候在某些方面更容易犯错误。从这点来说，对于自己某些非常笃定的观点，反而要更为刻意的重视各方观点。要感谢那些和自己反复 PK 的人。

另外，如果一个研究员要做的好，必须要有属于自己独立判断的成功案例和错误案例，是那些刻骨铭心的成功案例和刻骨铭心的错误案例，才能帮助自己成长。

九、日常工作的建议：

1、建立属于自己的智慧圈

不管是资深的还是刚从业的，都要学习逐步建立属于自己的智慧圈。在一个重要课题上，要有 3 个以上的行家里手成为你的朋友。这样对研究那个课题，是站在那 3 个牛人的肩膀上。为什么是 3 个？因为即使是一个很牛的人，即使是企业家自身，也可能因为自我立场（利益立场、情感立场等）的偏见导致错误的判断。芒格说，“立场导致偏见”。假设每个人的脑子里有 5 个重要课题，每个课题有 3 个朋友，那就有 15 个人，每个人背后又有几个朋友，这样的智慧圈就非常厉害，这有点类似互联网思维，这也是一种认知盈余。我们每个人的大脑是无边界的，智慧圈也是无边界的。我们每个人不可能成为很多领域的专家，但可以通过不断向很多专家与牛人学习、经常进行深度的思想分享，互相启迪思维。

2、广泛的学习与阅读

我们这个研究工作本质上就是学习。向同行学习，向同事学习，也向书本学习。除了眼前的当下的任务之外，要进行广泛的阅读，对长期重要课题的深度阅读与前瞻思考非常重要。广泛的阅读、独立的思考、深度的讨论与互动。

3、构建独属于自己的研究体系

要按照自己的方式建立单独属于自己的行业与公司研究的逻辑框架与方法体系，对于年轻人来说，更需要把基础的工作做踏实，在做基础数据的同时才会有自己的思考沉浸其中。要通过持续的学习、不断的积累来持续优化与修正这个体系。

4、结构化研究文档

日常工作中的研究效率怎么提高？建议把自己的工作底稿进行结构化记录。比如对于一个重点研究的公司，可以把各种重要信息放在一个 EXCEL 表格里，把各种要素进行有逻辑的数字化表达。过去调研的，阶段性思考的东西，都放在这些文件里面，然后不断的更新。下次拿出来讨论、编写与输出文档的时候，就非常方便。几年下来，这些研究成果沉淀下来是非常有价值的，还方便对自己过去的研究进行复盘。

第二部分：问答环节

Q：时间管理上，研究员覆盖的行业与公司数量通常较多，时间上怎么高效利用？怎么快速决定在哪些上面快速花时间？有些短期机会，不一定是大牛股，属于经营节奏的改变，怎么让研究员做好时间分配？怎么预判一个行业或公司值不值得看？对于一些市场短期的很多热点，研究员怎么很快的判断是否值得深挖？

A：从研究的时间精力分配上，我个人觉得应该将 70%-80%的时间花在重要问题上。而把较少的时间花在短期变化的公司上。要把大部分时间放在一个产业最重要的大方向与最关键的变化上，以及在这个逻辑下的最重要的少量公司。每个人在漫长的职业生涯里，一定要树立做重要事情的思维，才可能磨练这个能力，越早明白越有利。如果一直忙于做短期的事情，

那么思考长期重要问题的能力就难以积累，人们通常容易忽略短期不紧迫、而长期十分重要的事情，反而忙于应付短期紧迫、长期价值不高的事情，这是本末倒置的。

研究一个课题的出发点一定要是这样的，当然具体问题具体分析。其实很多行业与公司用排除法就可以判断。比如长期趋势非常明显向下、而且行业底部难以判断、总体估值又不低的行业，基本上就不要看；比如那些在熟悉领域都没有做出多少成绩、团队又没有换的公司，他说要在一个全新的行业做到如何如何，这基本上就是吹牛；比如一个说自己技术如何牛、如何高科技，你发现其产品毛利率很低、人均收入很低，基本上就是假的。这些简单的常识判断就可以排除很多公司，对于这些类型的公司，无论涨的多么牛，都不是我们研究的对象，就像前面我说的，研究的目的是要把高价值的事情、重要的事情的不确定性提高到非常高的水平，才有真正的决策参考意义。

Q：比如说某个行业，年底复盘的时候发现，属于我们认同的基本面驱动的牛股有好多个，我们如何要求研究员把握这些公司？

A：举个例子，中国制造业升级的公司，分散在各个行业，假设 20 家公司需要研究。其实这 20 家公司一定会有某些显著的共性，在宏观的、产业中观与企业微观层面的一些显著的特征是共通的，依据这些逻辑假设我们深度研究了其中的 5 家公司，最后在 3 家公司上重仓买入，并获得非常好的收益，我认为这个投资就非常成功，或者说买入的 3 家公司的收益率高于 20 家公司的总体收益，这就是成功的投资。至于没有投另外的 15 家公司，逻辑上根本没有关系。如果要让一个研究员在一年内对 20 家公司进行非常高质量的研究，其实是非常难得。把 5 家公司研究到 90 分远比把 20 家公司研究到 70 分，反而要容易得多，而 70 分的研究是没有阿尔法价值的。

Q：如果要研究好 5 家公司，那就要把那 20 家公司也研究好啊？

A：这个在逻辑上不矛盾。研究好这 5 个公司，肯定也要看另外的 15 个公司，是在这 20 个公司比较之后，按照重要性原则选出 5 家公司进行真正深度的研究，对这 5 家公司的研究一定要做到显著好于同业；另外，从这 20 个公司中通过一些方法挑出要重点研究的 5 个公司，这个并不难。前面谈到的四个研究逻辑、对产业核心要素和关键变化的判断、对企业精神与公司治理结构的理解，都是挑出某个领域少量重点公司的研究方法，至少在很大程度上可以做到排除法的结果。

Q：哪些机会是一定要把握的？哪些机会是错过了不行的？

A：前面也说过，代表了社会、经济发展重要方向与产业关键变化的东西要把握住。但我还是认为，在这些行业代表中可能有 10 个公司，如果研究员能够抓住 3 个并形成投资实际贡献，这就很好。如果要求把 10 个都抓住，可能实际上投资实践的确定性反而是降低的，可能在过程中患得患失、不敢重仓也不敢较长期持仓，还是要把这 3 个的研究确定性大幅度提高。如果在这些代表重要方向与关键变化中的 10 个公司中，一个都没有抓住，那一定是研究方法体系有问题。

回过头来看，其实市场中基本面驱动的牛股非常多，大部分投资者对很多公司不是没有研究过，而是研究的深度不够，才会在投资的过程中患得患失错过很多机会、或者中途下车，最后收益率不够理想。另外，当组合的股票只要超过一定的数量，其风险的分摊就有显著的提高，业绩的波动其实是不大的，这个逻辑非常简单。

对于研究员来说，不管什么行业，还是要自己学会亲手去建立一个属于自己的思维框架和研究体系。通过这个体系有逻辑的去发掘机会与管理时间。

Q：研究了好公司，但估值较贵怎么办？

A：这个主要是基金经理需要考虑的，和研究员的关系不是最大。这是对整体估值的考量，包括大类资产之间的估值比较，包括行业之间的估值比较，更包括不同产业生命周期、企业成长轨迹、不同业绩增长逻辑下不同公司之间估值比较的问题。

不同行业、不同公司的估值是否贵，终极的思维还是按照长期的自由现金流贴现的思路来思考，即判断未来的价值，而不是简单的、当期的 PE、PB 等指标，深度的基本面研究可能是判断未来的价值最为可靠的方法。

如果组合中所有股票的估值都比其他资产（如债券类资产）显著贵了，那自然要整体卖出股票的时候，如果 A 公司股票显著贵于 B 公司股票，那就是要把 A 换成 B。当然，好公司估值低的时候通常不多，但 A 股市场较大的波动性却经常提供了市场错误定价导致的投资机会，今年也有很多这样的机会。具备了前瞻的深度研究，自然就不会错过这些机会。对于研究员来说，要持续研究与跟踪前面说的最重要的公司是关键，市场总是会提供我们买入机会的。

Q：工作的时间里面，多少精力花在对重要东西跟踪上，多少精力花在找新的公司？

A：对于基金经理来说，我花更多的时间会花在对产业大方向、关键变化以及重点公司的持续研究方面，有与产业界朋友的交流、与研究员的讨论，也有自己对相关问题广泛的阅读与思考。而对于新的标的，更多的 idea 也是来自于上述的研究与阅读过程，其实产业与公司的变化在短时间不会是那么显著，所以真正重点研究的新公司的更新速度也不会那么快。

当然，我还会有一部分时间花在一些似乎与当前工作没有直接关系的阅读上，喜欢看各种书籍。

Q：很多机会不在目前的覆盖范围之内，怎么把握和分配时间？

A：这类似于上一个问题。要广泛地阅读，通过与自己的智慧圈的交流，获得启发。实际上，只要你持续保持对重要问题的研究，保持与产业界持续的交流，保持有前瞻性的阅读，新的

机会与灵感一定会有的，很多 idea 是在过程中产生的，不是闭门造车出来的，“为者常成、行者常至”就是这个意思。

Q：平时一天的工作行程安排计划是怎么进行的？平时看哪些东西？广度阅读的话，阅读什么，有什么推荐？

A：对基金经理与研究员来说，这肯定是有所不一样的。对于我自己来说，我的时间分配大概是这样的：主要的时间还是在研究上，这方面内容主要是产业中观上的重要逻辑验证、以及相关重点公司的跟踪，包括调研、与研究员、产业专家或投资圈朋友的讨论或学习、阅读公司公开信息，自己也会经常去做一些重要数据的格式化与积累，其中可能特别重视的是对关键问题的深度讨论与思考。其次是阅读也占用较多的时间，会在一个阶段可能集中阅读自己认为未来重要课题相关的一些素材，也包括一些最有影响力的企业家的言论；也有相当的时间阅读与短期投资关系不大的东西，比如喜欢阅读哲学、心理学、科学史等书籍或文章，也阅读各个领域一些很好的写手在新媒体里的文章，这些文章的启发其实很多。另外，我自己特别重视与产业界朋友的互动与学习，包括一些非常有意思的创始人，与他们的交流总是有非常大的收获。

对于研究员来说，我建议要把更多的时间花在建立与持续优化自己的研究体系，培养判断产业大趋势与关键变化的能力上，并能够对其中最重要的少数公司做到业内一流的研究水平，而不要把时间花在碎片化的细枝末叶上。对于新入行的人来说，要先从一个重点领域入手学习做深的方法，并把这个方法逐步拓展到其他领域。

总体来说，不管是基金经理还是研究员，还是刚入行的年轻人，都要树立思考大问题的习惯。

研究大问题、大方向，做大概率的事。对于小的问题上判断正确，作用很小。人生最缺的就是时间，时间是每个人唯一稀缺的资产，要把时间和精力放在最重要的地方，要学习把最重要的事情做到极致。

高毅资产卓利伟：在 A 股市场长期坚持基本面投资

从事投资 20 多年，高毅资产首席研究官卓利伟近日接受中国证券报记者专访。多年来卓利伟对各种投资方法进行研究与思考，逐步成长为一个基本面投资的坚定实践者。他认为，基本面投资可能是提高投资确定性的最有效方法，其核心逻辑是基本面投资将影响投资的 N 个多变量“降维”到三个最重要的变量：一是对企业价值的判断，二是对产业大趋势的判断，三是对系统性风险水平的判断。基本面投资要求把这三个长期最为重要的因素做到非常高的置信程度，从而大幅度提高投资的确定性。

寻找稀缺的确定性

卓利伟认为，当前资本市场面临两个因素，一是企业盈利能力下降，二是利率下降导致 DCF 估值的贴现率下降。资本回报率下降与贴现率下降相互抵消后，对系统性估值可能接近于中性。但从金融资产存量规模越来越大而投资标的供给量相对较小，从这个供需关系比较看，市场整体的趋势是中性偏好，卓利伟认为在大部分人看空的当前市场，寻找可靠的结构性机会大有可为，高确定性的股权的估值反而会提升。未来几年，这些结构性机会可能有五个方面：

一是新中产与新生代的消费升级与新品类：中产阶层的人口不断壮大，在消费上更趋向于品质、健康、审美与体验，而对价格不再那么敏感；互联网一代逐步成为消费主流人群，新品类或者老品类的创新会层出不穷。

二是传统产业的主动升级与改造：由于信息化程度与技术进步的不断提升，一些龙头企业在生产、营销、供应链方面进行全流程的改造升级与模式创新。

三是少数领域有不错的创新，如云计算、大数据与电动汽车等领域。

四是产业整合更为频繁，行业龙头企业充分利用资本的力量、实现产业并购与国际化。

五是类债券收益的高分红品种，在大类资产之间有很好的估值比较优势。

基本面是投资法门

卓利伟在公募与私募都有着多年的基金管理经验，曾获得中证报三年期私募基金金牛奖。他认为投资的本质是对真理或真相的追求，是对事物本质与主要矛盾的认识。“真理或真相只有一个，条条道路通罗马，到达这个真理或真相的方法可能有很多，但我认为基本面投资可能最简单、最朴素、最不挑战人类智力极限，也可能是最有效的方法。”卓利伟说。“市场是混沌的系统，变量众多，且各个因素在不同阶段的主次关系又不一样。尤其是 A 股有一些很特殊的情况，比如投资者散户比例高、缺乏真正市场化的融资制度等，因此投资者容易在变化的市场环境下陷入不可知论，不知道如何运用知识、方法与工具。”

市场从短期来说是无效的，但长期非常有效，股价在长期看就是对企业未来价值的反应，因此最重要的是看两点——产业发展趋势和企业持续创造价值的能力。产业发展本质上是推动社会进步的，企业创造价值靠企业家及其团队，企业的核心竞争力表面上看是技术优势、商业模式、资源优势等，但实质上是企业的文化、价值观、创新能力以及建立在企业文化基础之上的公司治理结构。

卓利伟认为，把控两个最重要的变量，基本面投资化繁为简，提高了投资的确定性和可复制性，也降低了难度。对基本面的深度研究与独立判断是投资的一把尺子，用这个尺子去丈量企业实际价值与市场估值的差异，再结合对系统性风险水平的评估，以此来构建投资组合与决定投资的风险敞口。

多研究是为了少决策

虽然基本面投资需要掌握的变量相对少，但是背后需要更多的研究与长期积累。这个积累是对经济社会发展、产业发展的核心驱动因素、商业模式的本质、企业的文化价值观与公司治理结构、业务与财务的关系等多个方面有长期深入的研究与深度思考，也需要广泛的阅读与学习，保持对这个世界婴儿般的好奇心与初心。但更多的研究与思考是为了更少的决策，更少的决策是为了大幅度提高每一次决策的准确性与含金量。

他介绍，可以从四个逻辑来看企业基本面。一是宏观逻辑：即一个企业所在的行业和企业业务是不是为经济、社会发展与产业进步创造了价值，企业利润是为社会创造价值后、社会回馈给它的报酬。二是产业逻辑，不同的产业的经济逻辑与商业模式逻辑即相互不同又可以触类旁通。三是业务逻辑，要看公司的业务是否符合前面两个大逻辑，业务能力是否在产业上具有竞争优势，并通过持续的创新形成长期的壁垒与护城河。四是财务逻辑，财务是公司经营的数字化总结，也是对前面三个逻辑的验证。

卓利伟认为，认知问题有三个关键环节，即归纳、推理与实证。收集与广泛阅读相关资料，并对这些信息进行格式化的解构与重构，这是归纳的过程；在归纳的基础上形成对问题初步的判断或几种可能发展态势的假设，这是推理的过程。但归纳与推理是远远不够的，大部分投资者通常只停留在前两者，更为重要的是实证研究，实证研究需要对产业与企业进行全方位的深入的调研，这个过程包含更多与实业家的交流、学习，和实业中间真正的专家与行家建立长期的互动。好的基本面研究，甚至要做到对一个问题的认识深度好过实业家，“这是我对自己的要求与努力方向”。另外，卓利伟认为，企业家精神对企业与产业的发展至关重要，“在调研过程中，我喜欢和企业家进行非常深入的交流，试图了解他们内心深处的代码，理解他们做企业的精神动力、初心”。

“不谋全局无以某一役，要建立可靠的系统性的思维框架，最后简练的落地到对投资的理解上；在少数领域建立非常显著的优势，并通过不断的学习扩大优势的范围。这也是我常说的‘更多的研究是为了更少的决策’。”

高毅资产卓利伟：确定性资产稀缺的时代

好买基金专访高毅资产首席研究官 卓利伟

2016 年已快过半，A 股的风雨迷雾仍在继续，投资者的情绪也如惊弓之鸟。未来，到底哪个板块会有机会？金融市场上到底又蕴藏着什么风暴？为了解投资者的许多困惑，好买财富联合腾讯证券研究院，邀请了从业经验逾 20 年，历任公、私募基金经理多年的高毅资产首席研究官卓利伟做了如下专访，希望能和投资者探讨金融市场的未来观点。

消费股表现好的背后——确定性增长的稀缺

今年以来，A 股的各类指数跌幅较大，截止 5 月 6 日，上证指数下跌 17%，创业板与中小板指数差不多下跌了 21%，所有一级行业指数均下跌，二级行业指数只有贵金属与酒类行业指数两个上涨，其中跌幅较小的是消费服务与公用事业等行业。这个现象背后的原因是，无论在整个大类资产来说、还是股票市场本身来说，均处于一个总体风险偏好开始降低、长期缺乏确定性与可靠性较好的资产配置标的的趋势。由于技术创新与商业模式创新对股市的估值开始出现边际效益递减的趋势，并且曾经的好故事与业绩高预期开始出现更普遍的不兑现，对成长与故事的高溢价不再持续。由此，**资本市场开始出现确定性增长的稀缺。这个趋势还处于开始阶段，而且这个趋势可能会持续相当长时间。**

大宗商品，反转还是反弹？

今年以来全球大宗商品，无论是贵金属、工业品还是农产品均出现较大涨幅。不同的商品背后的逻辑会非常不一样。贵金属对应的是全球的货币体系，贵金属今年上涨的原因中货币因素的影响占比很高，是对过去几年超强美元的一种修复。工业品的上涨，更多的因素是对较长期相对于现货贴水的修复，目前看，大部分工业品，如螺纹钢、焦炭、铁矿石等均恢复到与现货相当的价格水平，后续走势将取决于制造业补库存与产能提升的态势，部分商品可能会持续一段时间，但从更长期看，大部分工业品缺乏长期基本面的支持。在很多工业品中，中国占了全球新增需求的 1/2 左右，这个中国因素在未来不可能持续，且全球没有任何一个经济体有能力去填补中国因素下降的缺口，工业品的产能周期非常漫长，可能持续到商品价格与全球最大资源公司的生产可变成成本接近的水平。农产品的供需关系一般处于短周期的弱平衡波动之中，具体还要看不同品种的种植情况、气候与作物技术进步情况等因素。

另外，国内的商品期货市场是一个总体规模较小的市场，存量的保证金规模也只在 1000 多亿的水平，其实对整个资本市场的影响很小。也由于规模很小，只要部分游资流向这个市场，就会导致阶段性交易与投机的非常活跃。当然，一个赢家与输家都要交付较高交易佣金的负担，对长期资产的吸引力也很小。

中期市场，三因素交互作用

未来 1-3 年，中期市场最为重要的有三个因素。

一是全社会资产回报率下降，这是压抑市场估值的因素，2016 年第一季度，全部 A 股剔除金融以后的年化 ROE 持续创新低，只有 6.2%（当然，收入增速却开始回升）。

二是长期利率下降、无风险收益率下降，这是提高市场估值的因素，10 年期国债收益率已经降到 2.8% 左右。

三是机构投资者与居民家庭部门的存量可投资的金融资产迅速扩大，广义机构投资者在从 2013 年开始到现在，可投资资产规模在 110 万亿左右（主要指投资债券与股权的规模），相对于 2013 年几乎有近一倍的增长，居民家庭可用以投资的存量资产规模也有 130 万亿左右（注：其中高净值人群可投资资产规模在近 40 万亿，来源贝恩咨询），较 2012 年有翻倍的增长。对应的债券存量市场为 2016 年 4 月的 47 万亿（较 2013 年增长 64%，以及股票存量市场总市值 44 万亿，其中自由流通市值约 20 万亿）。这组数据说明，用以投资的资产规模增长净额远大于可投资标的物的增长，当然这些资金目前更多的留存在低风险的货币市场、国债、以及储蓄上。

这三个因素的变化与相互作用，这样的情景组合在过去几乎没有出现过，最终会导致对确定性资产的进一步追逐，对于确定性较高、同时潜在收益率较高的股权资产，将会有结构性向上重估的机会。

对于股市的系统性估值来说，未来 1-3 年会面临的是两个因素，一方面是企业盈利能力（ROA）下降或维持低位徘徊，另一方面是利率下降、无风险与理财产品收益率下降，DCF 估值（现金流贴现模型）的贴现率下降；资本回报率下降与贴现率下降相互抵消后，对系统性估值的影响接近于中性，所以指数也许没有太大的机会、也没有太大的风险。但从金融资产存量规模越来越大来看，供需关系还是有利于多头，机会要大于风险，或者说结构性机会还是会很多，当然不排除在可能的政策干预下，市场可能出现阶段性较大的波动。

宏观与产业，把握关键变化

从宏观经济基本面来看，未来有 4 个重要的关键词，创新、转型、改造与整合。

从去年四季度开始，国内经济缓慢复苏，工业增加值低位小幅反弹，企业毛利率缓慢回升。

同时在结构上，自主消费与服务业增长很好，消费升级明显。从制造业本身的结构上看，中游与下游制造业（B2C）的利润率显著恢复，下游制造业的利润率并创出了 2011 年以来的新高，显示制造业出现了较明显的结构性复苏。

从产业的角度看，未来几年会有 4 个方面的重要变化：

一是传统产业的主动升级与改造：在很多领域，由于信息化程度的不断提升，许多传统企业在生产、营销、供应链方面进行全流程的改造升级与模式创新，我相信这方面的空间仍比较大；在消费品、服务业、制造业、物流、零售等多个领域普遍存在这种趋势。这方面也是一级市场与二级市场共同存在的投资机会。

二是新中产与新生代的消费升级与新品类：中产阶层的人口不断壮大，住宅刚性支出在家庭开支中比例降低，中产阶层在消费上更趋向于品质、健康、审美与体验；另外互联网一代逐步成为消费主流人群，消费与服务的新品类或者老品类的创新也会层出不穷。

三是技术进步与商业模式创新：相对过去几年来说，颠覆性创新的难度越来越难，创新更多会体现在与传统模式的融合与改造。这种改良式创新可能纵深到商业的各个领域，对实体经济的积极意义非常重要。

四是产业整合更为频繁，行业龙头企业充分利用资本的力量、实现产业并购与国际化，改善竞争环境、提升盈利能力。

价值？成长？好公司才是核心

投资者通常把投资分成价值型投资与成长型投资，但事实上，价值型与成长型的二分法本身在逻辑上不够准确，这两个本质上是一回事。

投资本质上是对企业未来价值的判断，严谨的基本面研究只是把这个判断的确定性提高到远高于其他投资者的水平，并通过适当的组合投资来分散风险。好的投资标的都有一个共同的特征，即它是某种低风险的看涨期权，所谓价值型的特征就是风险足够低确定性足够高，而成长型的显著特征因为看涨期权的价值足够大而容忍了确定性稍微低一些。投资组合的预期收益就是各个股票确定性（概率）与未来看涨期权价值乘积的总和。

另外，所谓企业价值，更为重要的是人（企业家、团队）主动创造价值的能力，而优秀的公司治理结构才能保障与促进人去主动创造价值。从这个意义上来说，公司治理结构才是一个企业本质上的核心竞争力。

合格投资者的修炼之道

一个合格的投资者应该解决三个层面的问题，一是知识与工具，二是思想与方法，三是个性与情绪。

大部分专业投资者通过学习，基本上都能解决知识与工具的问题；然后在此基础上建立适合自己的投资哲学与方法体系；最难的问题是，一个投资人需要充分认识自己，投资没有悲观或乐观，只有客观，投资者要对研究对象客观，更要对自己有客观的认识，尤其要认识到自己个性上的瓶颈、缺陷，芒格说过，“你要知道自己会死在什么地方，然后不要去那里”。

甚至我们很难去改变自己，但要知道如何与自己和解、并找到合适的解决方案。另外，学习、持续的谦虚的学习，保持最初的好奇心，这几乎是最为重要的素质；当我们学习得越多，我们就会知道自己其实懂得很少，然后把这些少数的、真正懂的东西尽量做到最好，这就是投资。……然后，继续学习。

精彩问答：

好买财富：今年以来，一些新兴产业股票的跌幅很大，中小创的指数跌幅也显著大于主板，你对此如何看？这个趋势还会持续吗？

高毅卓利伟：总体上，我认为今年主板市场的表现会好于中小创。当然，本质上我从来不会刻意去看投资标的到底属于哪个板块，更多的还是关注对应的行业基本面、公司竞争力以及可评估的价值与市值的关系等因素。无论什么市场环境，无论市场的风格如何变化，一切本来就应该只是对基本面的理解与对企业长期价值的评估上，以不变应万变，万变不离其宗。

好买财富：从全球看，有哪些重要因素值得关注，对国内资本市场有什么影响？

高毅卓利伟：从中长期看，全球重要的一个关注点是资产回报率的下降与流动性的极度宽松，日本与欧洲处于实际负利率的状态，美国的创新与技术进步对经济拉动的作用在减弱，中国的长期增长潜力也在下降，全球都面临一个收益率预期下降的较为长期的过程，长期投资缺乏确定性较高的好资产作为配置的标的与场所，同时又由于风险偏好在降低，无论是中国还是全球，都面临这个中长期的确定性稀缺。对于资产管理行业，这个是未来几年的挑战，尤其是对于负债与资产久期不匹配的保险等金融机构将是非常艰难的选择，巴菲特在今年的股东大会上也表达了类似的看法。

好买财富：从您的从业经验来看，有过多年的公私募投资生涯，您认为公募与私募的投资有什么区别吗？

高毅卓利伟：公募与私募的投资本质上是没有任何区别的，所有的投资都应该是绝对收益思维，投资的比较基准应该是资金的机会成本。当然，由于两种公司之间在持有人的风险偏好、收益预期、以及对管理人的考核机制等有一些区别，才导致投资管理人在行为上的一些差别。对我来说，即使是过去在公募基金，我的着眼点也是尽力为持有人创造可持续的绝对收益。

好买财富：目前 A 股波动很大，有一些投资者会对基本面投资方法有些质疑。那您为什么选择基本面投资方法？您认为基本面投资方法在高波动的 A 股市场是否有效？

高毅卓利伟：我称自己为基本面投资的坚定实践者。投资是对确定性与大概率的把握，是对事物本质与主要矛盾的把握。我个人认为深度与前瞻的基本面研究是提高这个确定性与大概率的最为有效、也最为简单的方法。而且基本面研究可以让自己在不同领域、不同时间持续积累能力，即可以实现时空上的自我复制，这样的投资方法使得时间成为自己的朋友。我觉得自己的智力不足以去和市场上更多的聪明脑袋博弈，我只好选择最朴素的办法，我喜欢这种工匠似的“拙力”的积累。当然，对于基本面研究的有效问题，在短期来看，市场基本上是无效的、或者说是一种随机漫步，市场总是处于某种错误状态，只是错误的程度不同，这种错误恰好就是提供给基本面投资者买入或卖出的机会；从较长期看，即使是这么高波动的 A 股市场，基本面投资反而是非常有效的，甚至是最有效的。另外还要强调的是，即使是最严谨的基本面分析，我们仍然要尊重市场、敬畏市场，或者说要给市场留有错误的余地，投资是一种“输家的游戏”，投资的第一要义是“持续活着，不要亏钱”。

卓利伟：五领域存在投资机会

19 日，在由中国证券报主办、国信证券协办的 2015 中证金牛分享会上，上海景林资产管理有限公司合伙人卓利伟表示，未来五个方面将有比较好的投资机会：受益于利率下行的低风险期权类的行业；泛互联网化改造和加速优势企业的泛互联网化提升的行业；受益于以国

企改革为代表的新制度红利的行业 ;广泛创新中的稀缺 “鲨鱼苗” ,受益于国家意志的领域 ,例如 “一带一路” 。

他认为,有两点因素对基本面研究产生了重大影响。一方面,从产业来讲,是泛互联网化的过程;另一方面,从资本市场和产业结合的角度说,是加速证券化的过程,这两点是过去几年整个市场和世界发生变化的重要逻辑。

卓利伟表示,泛互联网化的本质是企业或行业实现技术进步和管理升级以抵抗全行业普遍 ROE 下行的过程;而资产证券化通俗来讲就是一个并表的过程,把原来非上市公司的资产项目、盈利能力并过来,是一个并表性的外延扩张。

他把泛互联网化称作 IT 改造,实现了长尾市场的可规模化,同时实现了一个去中间层、去渠道化的过程,厂商和用户之间形成了直达的点对点的沟通,厂商在数据资产上的积累对用户价值的挖掘会非常有用。另外,在这样一个资本狂飙的时代,加速证券化的过程也是不容忽视的时代特征。产业资本会持续向资本市场套利,这在过去几年非常明显,比如创业板不断的并购案例。同时,国有资产证券化和国企改革会不断深化,未来几年会非常火爆。

去房地产化导致居民资产大转移,方兴未艾,泛互联网化成为所有行业最为重要的生产方式转变手段,全方位地加速资产证券化,然后进行资本运作和互联网改造,加速产业整合,兼并收购,跨境融合竞争。

卓利伟：泛互联网化与资本狂飙

4 月 19 日在北京国际饭店举办的 “新常态下的私募新时代——2015 中证金牛投资分享会”

上,景林资产卓立伟为大家做了题为 “泛互联网化和加速证券化” 的主题演讲。

以下是演讲实录：

大家上午好！今天礼拜天，昨天大家听了半天，今天还来听，谢谢！第六届私募奖，六届以来，我们有五届获得私募金牛奖，今年还不错，获了三个奖项，也非常感谢中证报，还有几个评委和领导。

我今天讲的主题叫做“泛互联网化和加速证券化”。因为我们景林长期是做股票投资的，我们旗下所管的资产全部是主动管理型的股票的产品，规模也比较大。我们基本上靠基本面研究来做投资。我想这几年以来，资本市场变化非常快，或者说，对于很多从业人员来说，感觉很多逻辑会跟过去传统的想法有很大的变化。

我这几天在思考，到底哪些因素对基本面有最重大的变化？我想两点，或者说三点，我讲两点，最重要从产业来讲是泛互联网化的过程，从资本市场和产业结合来说，可能是加速证券化的过程。这两项在过去几年整个市场和这个世界发生变化的很重要的两个逻辑。第三个可能是所谓的国家意志，但是我没写，我今天主要讲这两点。

前面简单介绍一下我们景林资产大概的状况。我们是 2004 年 6 月份成立，到现在为止差不多 11 年的时间，去年是 10 周年，我们搞了一个比较大的会。目前我们管理的资产规模有差不多 400 亿人民币，其中境内 A 股市场大概 160 亿。我们是覆盖中概股海外中国的上市公司和国内的 A 股市场，是 A 股、B 股、H 股、红筹股，还有美国的 ADR 这些我们全覆盖了。我们投资结构有非常多海外机构投资者和国内投资者，包括很多主权财富基金，国家主权财富基金，还有美国的一些大学基金会，还有一些大型银行和保险公司，年金、养老金，还有一些国家的各个投资局。包括国内的几个银行总部的一些产品。

我们景林的特点综合有两个。一个是一级市场和二级市场联动的一个研究方法，我们也有一个 PE 团队，公司是分立的一个情况。我们更多以产业的投资方法来研究上市公司和产业。

这是我们一直遵循的基本面投资的一个方法。另外一个就是境内和境外投资相结合的一个所谓的对国内企业的一个深入研究和国际视野的结合。这个是我们两个比较重要的特点。

那么，我们在实际工作方法中，我们非常强调 360 度调研的情况。我们也有非常多的企业界的朋友，这是我们十周年的很多企业家来参会的情况。我们的团队跟大部分私募公司可能不太一样，我们是多基金经理的平台型的一个公司，除了我们老板蒋总作为董事长和投资总监，同时他还兼任海外主要基金的基金经理。以外我们还有七位基金经理，这里头三位是海外的基金经理，四位是国内市场的基金经理。

介绍我们三个时间比较长的旗舰的产品。第一、海外的产品叫景林金牡中国，到目前 11 年时间里了，到去年年底 10 年大概 13.6 倍，年复合增长率 28.3%。国内产品有两个时间比较长，一个是景林稳健，是 2010 年 10 月 31 号成立，到去年底为止，年复合收益率 24.7%，这是客户净拿到手的情况。还有景林丰收，2007 年 3 月 31 号成立，基本上在股市最高点的位置，大概是在 5000 点左右的水平，到现在为止年复合收益率也还是非常好的，有 18.1%，中间还经历了慢慢的熊市。景林丰收的基金经理是蒋彤，这次获得五年私募股票的基金经理，我获得三年的金牛。

进入我的核心逻辑，我从业 20 年一直在思考股票，或者说指数是由什么决定的？笼统的讲，我想股价或者指数是企业盈利能力和流动性的一个函数，企业盈利如果由一个唯一的财务指标来说可能就是 ROE，流动性有一个指标可能是利率，这个利率可能是广义的利率，可能包含无风险利率，也包含市场利率和一些其他的信贷，我们可以近似这么表示。

这里头宏观经济的发展逻辑可能改变了全社会利率在各个行业的分布，最终会导致产业盈利分布格局的变化。未来，或者现在正在变化的是影响 ROE 的两个非常重要的因素，一个是泛互联网化的本质是什么？本质是企业或者行业实现技术进步和管理升级的一个过程，以抵抗全行业普遍的 ROE 下行的过程。左边那个图，其实在过去从 2007 年以来，整个制造业

ROE 是最高的，大概 13% 左右，全国上市公司 ROE 的企业有 30 多家，到去年上半年，年化 ROE 只有 4.6%，这是盈利持续下降的一个原因，也是主板市场持续下跌最重要的原因。

第二个因素是通过兼并收购实现快速增长，就是第六个主题，所谓加速证券化的一个过程。

这会彻底打破原来的产业竞争格局，加速产业整合，提升行业整体的水平。因为行业结构不断提升，有可能整个行业利润率反而会提升。当然，对各个企业之间利润的盈利能力和利率分布是不同的。

股价由这两个因素决定。从利率角度来说，我们认为长期无论是无风险利率，还是市场利率都有往下走的一个空间。所以，这对整个权益市场的估值提升还是比较有利的。从长期来看，无风险利率和上证指数是非常好的一个负相关性。到 3 月底为止，其实工商银行的股息利率已经超过五年期的 AA 级的城投债的利率。

在宏观经济背景下有两个逻辑。第一、一个经济体的经济增长主要靠人口红利，还有自动红利，技术进步这几个要素。全球化红利实际上是一个制度红利，人口红利和全球化红利已经基本消失了，改革红利实际上有待释放，这些年还处在一个酝酿阶段。

第二个因素，传统的固定资产投资和房地产投资推动的经济增长这个力量已经非常乏力了，咱们也可以看到很多数据，固定资产投资的数据，包括房地产投资的数据都下到接近个位数了，房地产已经负的增长，接近 10% 左右的水平。所以，从中国长期经济来说，去产能，去房地产化还在持续的进行中。

第三个因素，民间实体经济的投资明显不足，这样实体经济对货币的吸纳作用持续的收缩，整个广义的利率，我想还会持续下行。

第四个因素，我觉得非常重要的就是财政能力的约束和债务风险会逼迫政策选择的一个变化。

过去影子银行持续的收缩，我们从图里也可以看到，蓝线就是影子银行，从 2012 年底，2013 年开始持续往下走。现在从几个大的部门来看，政府、银行和企业、居民四大部门来看，只

有居民还有继续加量的过程，目前居民综合负债率大概 8% 左右，美国、日本可能都有 20% 几左右。这样会使得资本市场历史性的成为重要的政策选项，尤其从去年下半年以来，党中央对股市的态度，明显跟过去是完全不一样的一个情况。国家领导人都会给股市站台，这个在过去历史上是很少的一个情况。所以，促进居民继续加杠杆是一个非常重要的政策选项，后面我会继续就这个问题聊一下。

所以，去房地产化会导致居民帐户资产的大转移，这里头我把房地产稍微深入的讲一下。长期看住宅市场的刚需会持续收缩，这个时候我觉得几乎是不用怀疑的，有很的数据来支撑。商业地产也是普遍的产能过剩。这样会导致居民帐户资产大转移，并且会持续相当长的时间，这个是从去年年终开始发生的。居民户资金的流动方向过去从地产跑到理财产品，从 2012、2013 年，理财产品的规模那两年是增收最快，理财产品从固定收益产品到权益产品一个转移的过程。大概的数是理财产品目前接近 20 万亿，去年可能这里头权益的部分不到 10%，现在可能还会提高。如果提高到甚至 50% 这样的水平，对股市是一个比较大的资金供给。未来还会再到整个全社会化的股权融资市场。现在很多老百姓会自己找各种渠道参与 VC、PE，我觉得这是整个居民帐户资产大转移的一个过程。

这样从最高管理层到最底层的普通散户形成了一个上下一起的和睦。所以，从整体来说，股市的适度泡沫化在总体上有利于多方利益，包括化解金融系统总体的风险，局部风险。可能股市的风险会增加，但是总体风险会降低。还有包括有利于国营资产的证券化。我们大概有 100 多万亿的国有资产，我想二级市场活跃一定会带来国有资产证券化大力的推进和激励更广泛的全社会的创新。二级市场，资本市场的活跃会带来一石多鸟的作用。

长期看，我觉得从股票投资来说，优质的股权，优质的团队会获得资本对它持续、长期的估值溢价，像过去十年，居民对房地产的投资，一线城市核心地段的核心楼盘长期的估值溢价，我觉得道理是相通的。

讲讲房地产，这个数是我们自己内部算的。因为统计局和住建部很多数据口径不一样，我们按照我们自己的理解，把过去差不多八年所有的卖掉的商品房土地，开发过和未开发的倒算回去，按照容积率倒算回去，剩下来广义的库存大概有多少？一线城市广义库存，除掉过去三年销售量的平均值，一线城市广义库存大概 31 个月，比如北上广深核心地段的房子好像很少，但是这里肯定是包括了它的周边。比如北京肯定会包括通县、亦庄、顺义这些地方，所以，看起来这个数据比较大，大概 31 个月一线城市。二线城市有 47 个月的库存，三线城市有 72 个月，分别是一年半，四年和六年。这个库存非常大。

事实上一手房的销售面积从 2014 年开始负增长，2014 年大概-10.5%左右，2013 年是一个峰值，我认为刚需部分 2013 年可能成为一个历史的峰值。不光是库存压力的问题，虽然今年房地产政策放松了，但是我认为从长期来说，刚需下行是不可逆转的，这个由年龄结构和人口的地域结构决定。大概在 1985 年出生左右的结婚的高峰年龄，2013、2014 年还是处在一个比较高的水平。然后这个峰值从此以后就没有了，其实刚需的人口，大概 2012-2014 年左右还处在一个相对峰值，从此以后就往下走了。地域的人口结构背后是一个产业集群和城市化的过程，我们认为城市化后面的速率会下降，这个由工业化来决定。也就是制造业普遍的产能过剩会使得城市化的进程比过去放缓一些。所以，从这两个角度，年龄结构和地域上的结构说明刚需会持续的回落。再加上还有一个人口结构，中国是计划生育导致了“一胎制”，这样使得 90 后基本上不用买房子了，一般的中产以上的家庭，90 后在事实上可以不用买房子了，或者这是一个改善性的需求，双方父母都有 90 平方，100 平方的房子，卖掉一个，换成 150 平方，180 平方，所以这个角度刚需会持续的回落，这个是不可逆转的。

另外，我们算过全国前 20 大房地产开发商的库存状况，平均大概七年的库存。所以，我觉得去房地产化基本上是一个比较定的一个情况。

再看居民资产大搬家的一个数。左边这个图非常说明问题。大概从去年以来，整个居民新增财富里面对房地产和金融资产配置的一个状况，就 2014 年开始第一次历史性的发生逆转，从 1990-2014 年十几年来，去年第一次发生逆转。去年大概金融资产占到新增财富 60% 左右，房地产只占了 40%，跟过去正好倒过来了。金融资产可能去年，或者前两年更主要是配置债券类的，固定收益类的这些理财产品为主。这里头有一个大数，现在中国 53 万亿的储蓄，20 万亿不到一点的理财产品，70 万亿钱持续向权益市场流过来，这是从去年 6、7 月份到现在为止，这一轮所谓的大牛市最重要的逻辑，这个逻辑比广义利率下降还要大，这就是资金推动。因为资金是一个存量的概念，每年有新增，原来蓄水池有很多水，不断增加，它一定会溢出。

比如在日本，在 80 年代左右，股市也经历了一个很好的上涨，那时候他们的宏观经济也比较差，但是股市上涨了很多，道理是一样的。这个就是刚才我说的这个数，从左下图可以看到，每年新增投资规模是迅速上去的。在 2006 年左右，只有 3 万亿，到现在为止接近 10 万亿。这就是最重要的一个概念。那么，右边的那个图也非常有说服力，我们如果把居民库存和居民户加起来看成一个企业，近似于它的可支配收入减去很多必需消费品的一些东西，我们从 2012 年开始见底了，居民的自由现金流，这个使得它再投资，或者进行可选消费的能力是越来越强的，我觉得这个是很说明问题的。

从之前我们讲了两个非常重要的因素，就是泛互联网化和证券化的过程。这两个东西最终是改变企业和行业的状况，泛互联网化是产业升级和技术进步的一个路径，资产证券化说的通俗一点，就是一个并表的过程，把原来非上市公司的资产项目，盈利能力并表并过来，会有一些业绩，是一个并表性的外延扩张。但是目前这个产业格局会有一些盈利性的东西。

这两个重要的变量，变数的情况下，我觉得我们做基本面研究，这里头可能在内容和方法上都会发生重大的变化。甚至说我们传统的从业人员时间很长的经验可能反而会成为障碍。我觉得这里头尤其老革命们，反而要放下经验，开放学习。

我把泛互联网化或者有人说“互联网+”，或者 O2O，或者我们更通俗的讲实际上就是 IT 改造，这里头本质的含义是什么？我试图从财务，或者从经济学的角度来解释一下。对于产品、商业和零售来说，它的作用是什么？目前全社会化的服务能力，比如物流、供应链这方面发展程度非常好。所以，实际上泛互联网化，或者泛电商化就是实现了长尾市场的可规模化，这是我自己总结的一句话。过去传统的商业下，到达一个长尾客户的成本可能是很高的。比如到达这个客户的产品毛利可能只有 50 块钱，但是到达客户的费用就 100 块钱，所以边际利润为负的。现在在社会化的物流条件下，可能我到达客户，而且找到这个客户，通过互联网的方式跟通过大数据的方式，找到这个客户可能成本只有 30 块钱，毛利有 50 块钱，还有 20 块钱的利润，这在过去是不可能的。

还有一个很重要的逻辑，是一个去中间层，去渠道化的一个过程。过去传统的商业中间有总代，二级代理，三级代理，很多层级会导致整个渠道的利润债务的抬高。泛电商化会使得渠道价值大部分的消失。还有一个很重要的逻辑，厂商和用户之间，或者消费者直达的点对点的沟通方式，这个时候厂商的数据资产的积累，长期来说对用户价值的挖掘非常有用。马云也说过，数据将成为新的一个重要的生产资料。这个是非常有意思的。

另外，传播和消费者，现在是一个自媒体传播的时代，好产品会传千里，烂产品也会传千里，消费者的参与和点评，这个自媒体式的病毒式的传播会使得所谓的良币驱逐劣币的产品制度建立起来，好产品会加速更大的市场份额，市场竞争度会更快的集中，从经济学来讲，厂商剩余、渠道剩余和消费者价值这三块。差的厂商，剩余会降低，这个很重要。

另外，对厂商来说，产品智能化并逐步向 C2B 演进，所谓的用户定义产品，这个非常重要。

比如美的在今年 6 月 30 号之后，所有的空调会变为智能空调。也就是加上很多模块，其中有一个是所谓的 WIFI 模块，我们都可以实现远程操控。我们在办公室，回家 20 分钟可以先启动自己的空调，回到家，家里就暖和了，美的今年 6 月 30 号以后所有空调就会实现。

明年要实现所有产品大概 80% 的智能化，都会加上 WIFI 的模块，这个也是很有意思，这样会倒逼促使厂商的创新。

刚才讲到市场份额的问题。我觉得极致产品和高性价比产品，只有这两类产品能获得，或者持续获得更大的一个市场份额。我自己类了一下，简单的比较。比如说微信、苹果手机是一个极致产品，小米、华为的手机是高性价比产品，茅台是一个极致产品。家电里面，传统家电，格力和美的目前来说都可能是高性价比产品，还不是极致产品。我想从这样的角度去理解互联网化以后的产品和零售的逻辑。

还有一个泛互联网化，其实是服务的泛电商化。包括服务流程，还有生产的创新。服务和流程的电商化、数字化和格式化，比如阿里医院等，把传统的服务端有非常多通点，各个环节又非常多，流程很长，传统的企业控制力很差，想通过电商化、数字化和电子标准化的一个改造，这也是一个非常长期的过程。这样会导致生产的模块化，工业的互联网化，比如传统的美的和海尔在不断的探索。这样会使得全产业链，全生态链的融合进程，然后还会催生个性化的量产的可能性。比如传统行业最典型的就是近视眼镜是单行的个性化量产的产品，比如现在家具定制，定制衣柜他们也在不断探索互联网化，比如互联网接单子，原来的经销商会变成地面服务商，这是比较有意思的产品。这里面有一些规律性，说白了更容易标准化，更容易模块化的产品更容易实现个性化量产。有的非常复杂，就越来越漫长。这样会加速整个厂家、厂商智能制造的一个发展。当然，还有其他工业品的电商化，大宗商品的电商化。

下面这张图是阿里“互联网+”搞出来的，过去互联网化可能集中在后面那端，零售和消费者之间的那段，现在往上游去了，所谓逆向互联网化。甚至到原材料，到生产，整个是一个链条，最后会打通所谓的 C2B。这里头其实也有一些规律性的东西，我们看这些泛互联网化，很多上市公司可能目前来说只是一个故事，或者说一个想法。但是，我们在研究这个问题怎么办？还是有一些先导的指标和商业模式的判断。比如先导指标，首先得有流量，有流量首先得有用户，才有交易额，然后看边际成本，规模化的要求等，这些要求跟传统的框架其实也差不多。下面有互联网行业的一些核心指标，都可以套用过去。

这里需要提一点，新的产品服务和体验是一个融合的过程。也就是所谓的“服务即产品”，服务是产品的一个重要环节，就是产品的一个内容之一。甚至是产品即广告，传统的广告可以大规模的缩减传统的广告，产品做好了，消费者会帮你传播，使得用户消费者成为你的传播者，这个是最重要的。

用经济学的角度解释一下互联网化的过程，会导致传统领域优势的产品，或者有优势的商业模式的生命周期会缩短，产业格局归并发生重大变化，这是一个不断优化快速迭代的过程，这里头对一个企业来说，持续的创新能力是最为重要的。什么东西才能保证持续的创新能力？到这个时候，回到管理学上最重要的概念，一个企业最核心的竞争力是什么？反而是它的企业家精神和治理结构，因为只有很好的企业家精神和治理结构才能保证整个团队长期的持续创新和持续学习的能力，这是我非常有体会的。可能上市公司的董事长、老板和团队交流的时候，这个是非常重要的，因为这个是对企业自己的自我学习，自我创新的能力要求非常高。只有好的激励制度才能保证这一点。甚至说，企业家本身也很难预测一个企业怎么变化，只有不断的学习，不断的自我迭代，不断通过自组织的学习过程才能进化过去，这个我觉得是看一个企业的时候非常重要的。从估值的角度来说，可能企业自由现金流的曲线发生了重要变化，过去自由消费品的现金流可能保持在 10%左右，对于一些周期类的公司可能

波动非常大，以后有的行业可能震荡向下走，有的行业不断的烧钱，自由现金流是负的很严重。我们可以画几个图就非常清楚了，我们判断一个企业的估值，传统的简单的 PE，或者 PEG 都不管用，就是从长期的自由现金流的角度来理解还管用。

所以，从线性的，或者区间波动的，到指数级的一个变化。同一个行业不同公司的盈利能力会发生重大的变化。过去可能正态分布，以后就变成数学上所谓的幂次分布，前三名可能占有了市场所有的利润，后面可能全部亏损。我们说互联网行业的市场份额分布是“721”。比如美国搜索引擎的份额 Google 占 68%，Bibin(音译)为占 19%，剩下的占百分之十几。我们传统的行业可能没有那么极端，这是我自己拍脑袋说的，比如 532 的格局，第一名占 50%的份额，第一名，第二名占 30%的份额，剩下所有公司加起来 20%的份额，这里面利润占比，可能前三名占 90%，后就没有利润了。这是非常重要的，所谓从正态分布到幂次分布，这个概念大家最近如果关注到，《从 0 到 1》这本书里有描述。

这里头有很多陷阱，商业模式上的，渠道流程改造上的。商业模式和渠道流程改造，这个互联网化相对容易一些。但是，在服务，在全流程的改造，甚至到生产的改造，其实互联网化是比较困难的。因为关键节点非常多，流程很长，有可能一开始边际成本也是非常高，这样对规模化的要求很高，它的盈亏平衡点相对销售额的要求非常高，这时候其实一开始很多企业摸索，可能反而带来当期短期利润的收缩，这个大家关注一下。

这里头另外一个概念，互联网领域所谓的比特世界，我们传统行业是原子世界，现在比特世界要改造原子世界的一个过程。原子世界其实进化是非常慢的。比如我们说为什么电动汽车的发展远远低于我们的预期。这里头实际上物理学和化学的基础的技术进步是非常慢的。我们知道电池技术，每年它的能量密度只提升 2%。那么，我们半导体技术，每年是符合摩尔定律的，这个无法比的。所以，为什么互联网领域进步那么飞速，传统的原子世界进步很慢，

这里头也会带来很多商业模式上的陷阱，或者有很多难度。这里头不能脱离物理世界的一些规律。

我把上面的简单总结一下。比较确定性的就是极致产品和高性价比的产品会持续获得更高份额。互联网化会加速这个过程，掌握核心技术和关键节点的公司也会很好，然后是数据的价值。

另外，真的处于一个资本狂飙的时代，我一开始想把资本狂飙写在标题上，后来改成加速证券化。一个是产业资本会持续的向资本市场套利，这个在过去几年是非常明显的。比如创业板不断的并购，这样的案例太多了。可能直至到两个市场估值比较接近。还有国有资产证券化和国企改革会不断的深化，这个我非常同意昨天和聚的老总讲的观点，目前来说还不是太火爆，但是未来几年会非常火爆，这个由我们的财政约束决定的。

目前 A 股市场已经成为全球最大的直接融资市场，美国每年的融资大概也折合人民币只有不到一万亿左右，我们去年前年实际上 IPO 基本上停掉了，但是去年增发融资 7000 多亿。然后通过并购等资本运作实现了证券化的规模也有 7000 多亿，实际上有一万五千亿左右，未来几年我们觉得每年两三千亿是可能的。从 2007 年开始基本上是非常大的规模，所以加速证券化真的是资本狂飙。

群众运动式的全民投资，刚才讲了居民户的资产大转移，但是股票市场有一个特点，比股票市场明显交易门槛低，退出成本低，有管理层有意的导致股票成为一个群众运动，还有自媒体传播时代，使得市场的一致预期在一夜之间达成，最后导致市场的快速自我实现，这个一方面比如市场在某一个阶段快速上涨，它根本活不住，只有管理层出来喊话，或者其他的一些“黑天鹅”的事件才有可能导致它的波动。但是，这在某一阶段也会反而加剧了波动，在某一阶段可能也是暴涨暴跌的过程。所以，只能用“资本狂飙”四个字才能说明这个问题。

我们 GDP 今年大概 65 万亿左右，我们证券化已经比较高了。居民家庭加杠杆还有一定的空间。最后，这个市场走到什么时候？真的说不清楚。也许把居民的子弹打光。

还有一点很有意思，真的是一个全民创新的时代。这个图，2014 年新增企业注册数量是 2013 年的 2 倍。2015 年一季度的新增企业注册数量是 2014 年全年的数量，这真的是一个全民创新的时代，还有新生代，85 后在中国五千年文明史上是第一代人真正有能力自主选择生活方式的一代人。他们真的不用为物质担忧，他们的父母比如 60 后，又是一个孩子，基本上普通的温饱、小康的生活水平都是没有问题的，他们会更加以自我为中心，更喜欢创新，更加遵从自己的内心，85 后成为一个“创时代”。

并购和产业整合谁会大力发展的。比如大互联网公司对传统行业的渗透，BAT 对各个领域的并购，还有传统行业之间加速兼并、重组、收购，行业集中度会快速的提升，大吃大的事情会发生，58 同城和赶集前几天也合并了，我大胆猜测，未来两年美团和大众点评合并了，也有可能，比如传统行业也会有很多公司。在这个过程中，资本或者投行类成为一个“媒人”，这个作用会很大。传统行业，啤酒行业前五家占有 70% 的份额，如果中间发生一两起大的并购，整个行业格局会发生很大变化，整个行业啤酒的终端产品价格就能上升，这个都是非常有意思。我们从图里可以看出来，到去年 44% 的公司涉及了并购案，这个在过去是非常少的。还有一点，A 股为什么这么火爆？我讲了 A 股的“反身性”，这个我自己发明的。A 股市场长期对成长股和新经济的高溢价，极大的激励了企业融资快速实现业务扩张，团队扩张和产业并购。这几乎在全球是绝无仅有的，这个会加速自我实现，这就是 A 股的一个反身性。像索罗斯讲的，反身性，意味着二级市场的价格会影响基本面，A 股是最典型的一个例子。但是，不利的方面，有可能过渡的怂恿了企业家的冒险精神在一些非优势领域不断的扩张，这样最后部分企业家发现泛滥故事比做实业赚钱快，一个项目倒一下，一年就赚好几倍，这个在上市公司不在少数，咱们投资的时候一定要小心。企业家精神就会非常重要。

总结所有的，去房地产化导致居民资产大转移，方兴未艾。泛互联网化成为所有行业最为重要的生产方式转变的手段，全方位的加速资产证券化，然后资本运作和互联网改造，加速产业整合，兼并收购，跨境融合竞争，传统产业的竞争格局被逐步的解构。

未来的机会，利率下行，对一些地方性的期权类的行业还是看好的。昨天有一个人讲到二元结构的问题，就是 A 股市场二元结构，我试图用另外的方式打破二元结构。产业的逻辑，从库存逻辑来看，这个就不再纠结了，不纠结二元结构的问题了，会顺畅一点。这是第一个领域。第二个领域，泛互联网化改造和加速优势企业的泛互联网化提升。第三、非常重要的没有展开，这也是国家意志的一部分。国企改革为代表的新的制度红利。第四、创新，我说找“鲨鱼苗”。还有持续的领先优势，在资本市场有一定的期权性，这样会带来高估值。第六个还是国家意志的一部分，这里头有“一带一路”，要写好比较难，我觉得这一届政府，国家意志用到资本市场的比较多，谢谢！

卓利伟：泛互联网化成为行业生产方式转变手段

由中国证券报社主办的“第 6 届中国私募金牛奖颁奖典礼暨高端论坛”于 4 月 18 日-19 日在北京举行。东方财富网全程图文直播。上海景林资产管理有限公司合伙人卓利伟在会上表示，泛互联网化成为所有行业最为重要的生产方式转变的手段。

卓利伟认为，泛互联网化，其实是服务的泛电商化。包括服务流程，还有生产的创新。服务和流程的电商化、数字化和格式化，比如阿里医院等，把传统的服务端有非常多通点，各个关键环节又非常多，流程很长，传统的企业控制力很差，想通过电商化、数字化和电子标准化的一个改造，这也是一个非常长期的过程。这样会导致生产的模块化，工业的互联网化，

比如传统的美的和海尔在不断的探索。这样会使得全产业链，全生态链的融合进程，然后还会催生出个性化的量产的可能性。比如传统行业最典型的就是近视眼镜是单行的个性化量产的产品，比如现在家具定制，定制衣柜他们也在不断探索互联网化，比如互联网接单子，原来的经销商会变成地面服务商，这是比较有意思的产品。“这里面有一些规律性，说白了更容易标准化，更容易模块化的产品更容易实现个性化量产。有的非常复杂，就越来越漫长，这样会加速整个厂家、厂商智能制造的一个发展。当然，还有其他工业品的电商化，大宗商品的电商化。”

此外，卓利伟表示，目前 A 股市场已经成为全球最大的直接融资市场，美国每年的融资大概也折合人民币只有不到一万亿左右，我们去年前年实际上 IPO 基本上停掉了，但是去年增发融资 7000 多亿。然后通过并购等资本运作实现了证券化的规模也有 7000 多亿，实际上有一万五千亿左右，未来几年我们觉得每年两三千亿是可能的。从 2007 年开始基本上是非常大的规模，所以加速证券化真的是资本狂飙。

卓利伟指出，去房地产化导致居民资产大转移，方兴未艾。泛互联网化成为所有行业最为重要的生产方式转变的手段，全方位的加速资产证券化，然后资本运作和互联网改造，加速产业整合，兼并收购，跨界融合竞争，传统产业的竞争格局被逐步的解构。

卓利伟：股市出现两大新逻辑 或将产生巨大机会

由中国证券报主办、国信证券协办的 2015 中证金牛投资分享会 19 日在北京举行。在分享会上，上海景林资产管理有限公司合伙人卓利伟上表示在经济转型期，有两个重要的新逻辑

分别为：泛互联网化改造和资产证券化与产业并购加速发展，在这两方面或将产生巨大的机会。

在经济转型期泛互联网化改造是最为重要的手段。他认为，经济转型加速企业经营方式的大转型；互联网改造成为提升提高要素生产效率、实现产业升级与技术进步最为重要的手段。

在资产证券化与产业并购加速发展方面。他认为，产业增速放缓、竞争加剧、融资市场发展导致资本运作广泛、大规模发生；“并表式”外延扩张；本质上是提高要素的优化配置。

以下是他的发言实录：

卓利伟：大家上午好！今天礼拜天，昨天大家听了半天，今天还来听，谢谢！第六届私募奖，六届以来，我们有五届获得私募金牛奖，今年还不错，获了三个奖项，也非常感谢中证报，还有几个评委和领导。

我今天讲的主题叫做“泛互联网化和加速证券化”。因为我们景林长期是做股票投资的，我们旗下所管的资产全部是主动管理型的股票的产品，规模也比较大。我们基本上靠基本面研究来做投资。我想这几年以来，资本市场变化非常快，或者说，对于很多从业人员来说，感觉很多逻辑会跟过去传统的逻辑有很大的变化。

我这几天在思考，到底哪些因素对基本面有最重大的变化？我想两点，或者说三点，我讲两点，最重要从产业来讲是泛互联网化的过程，从资本市场和产业结合来说，可能是加速证券化的过程，这两项在过去几年整个市场和这个世界发生变化的很重要的两个逻辑。第三个可能是所谓的国家意志，但是我没写，我今天主要讲这两点。

前面简单介绍一下我们景林资产大概的状况。我们是 2004 年 6 月份成立，到现在为止差不多 11 年的时间，去年是 10 周年，我们搞了一个比较大的会。目前我们管理的资产规模有差不多 400 亿人民币，其中境内 A 股市场大概 160 亿。我们是覆盖中概股海外中国的上市公司和国内的 A 股市场，是 A 股、B 股、H 股、红筹股，还有美国的 ADR 这些我们全

覆盖了。我们投资结构有非常多海外机构投资者和国内投资者，包括很多主权财富基金，国家主权财富基金，还有美国的一些大学基金会，还有一些大型银行和保险公司，年金、养老金，还有一些国家的各个投资局。包括国内的几个银行总部的一些产品。

我们景林的特点综合有两个。一个是一级市场和二级市场联动的一个研究方法，我们也有一个 PE 团队，公司是分立的一个情况。我们更多以产业的投资方法来研究上市公司和产业。这是我们一直遵循的基本面投资的一个方法。另外一个就是境内和境外投资相结合的一个所谓的对国内企业的一个深入研究和国际视野的结合。这个是我们两个比较重要的特点。

那么，我们在实际工作方法中，我们非常强调 360 度调研的情况。我们也有非常多的企业界的朋友，这是我们十周年的很多企业家来参会的情况。我们的团队跟大部分私募公司可能不太一样，我们是多基金经理的平台型的一个公司，除了我们老板蒋总作为董事长和投资总监，同时他还兼任海外主要基金的基金经理。以外我们还有七位基金经理，这里头三位是海外的基金经理，四位是国内市场的基金经理。

介绍我们三个时间比较长的旗舰的产品。第一、海外的产品叫景林金牡中国，到目前 11 年时间了，到去年年底 10 年收益 13.6 倍，年复合增长率 28.3%。国内产品有两个时间比较长，一个是景林稳健，是 2010 年 10 月 31 号成立，到去年底为止，年复合收益率 24.7%，这是客户净拿到手的情况。还有景林丰收，2007 年 3 月 31 号成立，基本上在股市最高点的位置，大概是在 5000 点左右的水平，到现在为止年复合收益率也还是非常好的，有 18.1%，中间还经历了慢慢的熊市。景林丰收的基金经理是蒋彤，这次获得五年私募股票的基金经理，我获得三年的金牛。

进入我的核心逻辑。我从业 20 年一直在思考股票，或者说指数是由什么决定的？笼统的讲，我想股价或者指数是企业盈利能力和流动性的一个函数，企业盈利如果由一个唯一的财务指

标来说可能就是 ROE，流动性有一个指标可能是利率，这个利率可能是广义的利率，可能也包含无风险利率，也包含市场利率和一些其他的信贷，我们可以近似这么表示。

这里头宏观经济的发展逻辑可能改变了全社会利率在各个行业的分布，最终会导致产业盈利分布格局的变化。未来，或者现在正在变化的是影响 ROE 的两个非常重要的因素，一个是泛互联网化的本质是什么？本质是企业或者行业实现技术进步和管理升级的一个过程，以抵抗全行业普遍的 ROE 下行的过程。左边那个图，其实在过去从 2007 年以来，整个制造业 ROE 是最高的，大概 13% 左右，全国上市公司 ROE 的企业有 30 多家，到去年上半年，年化 ROE 只有 4.6%，这是盈利持续下降的一个原因，也是主板市场持续下跌最重要的原因。

第二个因素是通过兼并收购实现快速增长，就是第六个主题，所谓加速证券化的一个过程。这会彻底打破原来的产业竞争格局，加速产业整合，提升行业整体的水平。因为行业结构不断提升，有可能整个行业利润率反而会提升。当然，对各个企业之间利润的盈利能力和利率分布是不同的。

股价由这两个因素决定。从利率角度来说，我们认为长期无论是无风险利率，还是市场利率都有往下走的一个空间。所以，对整个权益市场的估值提升还是比较有利的。从长期来看，无风险利率和上证指数是非常好的一个负相关性。到 3 月底为止，其实工商银行的股息利率已经超过五年期的 AA 级的城投债的利率。

在宏观经济背景下有两个逻辑。第一、一个经济体的经济增长主要靠人口红利，还有自动红利，技术进步这几个要素。全球化红利实际上是一个制度红利，人口红利和全球化红利已经基本消失了，改革红利实际上有待释放，这些年还处在一个酝酿阶段。

第二个因素，传统的固定资产和房地产投资推动的经济增长这个力量已经非常乏力了，咱们也可以看到很多数据，固定资产投资的数据，包括房地产投资的数据都下到接近个位数了，

房地产已经负的接近 10%左右的水平。所以，从中国长期经济来说，去产能，去房地产化还在持续的进行中。

第三个因素，民间实体经济的投资明显不足，这样实体经济对货币的吸纳作用持续的收缩，整个广义的利率，我想还会持续下行。

第四个因素，我觉得非常重要的就是财政能力的约束和债务风险会逼迫政策选择的一个变化。过去影子银行持续的收缩，我们从图里也可以看到，蓝线就是影子银行，从 2012 年底，2013 年开始持续往下走。现在从几个大的部门来看，政府、银行和企业、居民四大部门来看，只有居民还有继续加量的过程，目前居民综合负债率大概 8%左右，美国、日本可能都有 20% 几左右。这样会使得资本市场历史性的成为重要的政策选项，尤其从去年下半年以来，党中央对股市的态度，明显跟过去是完全不一样的一个情况。国家领导人都会给股市站台，这个在过去历史上是很少的一个情况。所以，促进居民继续加杠杆是一个非常重要的政策选项，后面我会继续就这个问题聊一下。

所以，去房地产化会导致居民帐户资产的大转移，这里头我把房地产稍微深入的谈一下。长期看住宅市场的刚需会持续收缩，这个时候我觉得几乎是不用怀疑的，有很的数据来支撑。商业地产也是普遍的可能过剩。这样会导致居民帐户资产大转移，并且会持续相当长的时间，这个是从去年开始发生的。居民户资金的流动方向过去从地产跑到理财产品，从 2012、2013 年，理财产品的规模那两年是增收最快，理财产品从固定收益产品到权益产品一个转移的过程。大概的数是理财产品目前接近 20 万亿，去年可能这里头权益的部分不到 10%，现在可能还会提高。如果提高到甚至 50%这样的水平，对股市是一个比较大的资金供给。未来还会再到整个全社会化的股权融资市场。现在很多老百姓会自己找各种渠道参与 VC、PE，我觉得这是整个居民帐户资产大转移的一个过程。

这样从最高管理层到最底层的普通散户形成了一个上下一起的和睦。所以，从整体来说，股市的适度泡沫化在总体上有利于多方利益，包括化解金融系统总体的风险，局部风险。可能股市的风险会增加，但是总体风险会降低。还有包括有利于国营资产的证券化。我们大概有 100 多万亿的国有资产，我想二级市场活跃一定会带来国有资产证券化大力的推进和激励更广泛的全社会的创新。二级市场，资本市场的活跃会带来一石多鸟的作用。

长期看，我觉得从股票投资来说，优质的股权，优质的团队会获得资本对它持续、长期的估值溢价，像过去十年，居民对房地产的投资，一线城市核心地段的核心楼盘长期的估值溢价，我觉得道理是相通的。

讲讲房地产，这个数是我们自己内部算的。因为统计局和住建部很多数据口径不一样，我们按照我们自己的理解，把过去差不多八年所有的卖掉的商品房土地，开发过和未开发的倒算回去，按照容积率倒算回去，剩下来广义的库存大概有多少？一线城市广义库存，除掉过去三年销售量的平均值，一线城市广义库存大概 31 个月，比如北上广深核心地段的房子好像很少，但是这里肯定是包括了它的周边。比如北京肯定会包括通县、亦庄、顺义这些地方。所以，看起来这个数据比较大，大概 31 个月一线城市。二线城市有 47 个月的库存，三线城市有 72 个月，分别是一年半，四年和六年。这个库存非常大。

事实上一手房的销售面积从 2014 年开始负增长，2014 年大概 -10.5% 左右，2013 年是一个峰值，我认为刚需部分 2013 年可能成为一个历史的峰值。不光是库存压力的问题，虽然今年房地产政策放松了，但是我认为从长期来说，刚需下行是不可逆转的，这个由年龄结构和人口的地域结构决定。大概在 1985 年出生左右的结婚的高峰年龄，2013、2014 年还是处在一个比较高的水平。然后这个峰值从此以后就没有了，其实刚需的人口，大概 2012-2014 年左右还处在一个相对峰值，从此以后就往下走了。地域的人口结构背后是一个产业集群和城市化的过程，我们认为城市化后面的速率会下降，这个由工业化来决定。也

就是制造业普遍的产能过剩会使得城市化的进程比过去放缓一些。所以，从这两个角度，年龄结构和地域上的结构说明刚需会持续的回落。再加上还有一个人口结构，中国是计划生育导致了“一胎制”，这样使得90后基本上不用买房子了，一般的中产以上的家庭，90后在事实上可以不用买房子了，或者这是一个改善性的需求，双方父母都有90平方，100平方的房子，卖掉一个，换成150平方，180平方，所以这个角度刚需会持续的回落，这个是不可逆转的。

另外，我们算过全国前20大房地产开发商的库存状况，平均大概七年的库存，所以，我觉得去房地产化基本上是一个比较定的一个情况。

再看居民资产大搬家的一个数。左边这个图非常说明问题。大概从去年以来，整个居民新增财富里面对房地产和金融资产配置的一个状况，就2014年开始第一次历史性的发生逆转，从1990-2014年十几年来，去年第一次发生逆转。去年大概金融资产占到新增财富60%左右，房地产只占了40%，跟过去正好倒过来了。金融资产可能去年，或者前两年更主要是配置债券类的，固定收益类的这些理财产品为主。这里头有一个大数，现在中国53万亿的储蓄，20万亿不到一点的理财产品，70万亿钱持续向权益市场流过来，这是从去年6、7月份到现在为止，这一轮所谓的大牛市最重要的逻辑，这个逻辑比广义利率下行还要大，这就是资金推动。因为资金是一个存量的概念，每年有新增，原来蓄水池有很多水，不断增加，它一定会溢出。

比如在日本，在80年代左右，股市也经历了一个很好的上涨，那时候他们的宏观经济也比较差，但是股市上涨了很多，道理是一样的。这个就是刚才我说的这个数，从左下图可以看到，每年新增投资规模是迅速上去的。在2006年左右，只有3万亿，到现在为止接近10万亿。这就是最重要的一个概念。那么，右边的那个图也非常有说服力，我们如果把居民库存和居民户加起来看成一个企业，近似于它的可支配收入减去很多必需消费品的一些东西，

我们从 2012 年开始见底了，居民的自由现金流，这个使得它再投资，或者进行可选消费的能力是越来越强的，我觉得这个是很说明问题的。

从之前我们讲了两个非常重要的因素，就是泛互联网化和证券化的过程。这两个东西最终是改变企业和行业的状况，泛互联网化是产业升级和技术进步的一个路径，资产证券化说的通俗一点，就是一个并表的过程，把原来非上市公司的资产项目，盈利能力并表并过来，会有一些业绩，是一个并表性的外延扩张。但是目前这个产业格局会有一些盈利性的东西。

这两个重要的变量，变数的情况下，我觉得我们做基本面研究，这里头可能在内容和方法上都会发生重大的变化。甚至说我们传统的从业人员时间很长的经验可能反而会成为障碍。我觉得这里头尤其老革命们，反而要放下经验，开放学习。

我把泛互联网化或者有人说“互联网+”，或者 O2O，或者我们更通俗的讲实际上就是 IT 改造，这里头本质的含义是什么？我试图从财务或者从经济学的角度来解释一下。对于产品、商业和零售来说，它的作用是什么？目前全社会化的服务能力，比如物流、供应链这方面发展程度非常好。所以，实际上泛互联网化，或者泛电商化就是实现了长尾市场的可规模化，这是我自己总结的一句话。过去传统的商业下，到达一个长尾客户的成本可能是很高的。比如到达这个客户的产品毛利可能只有 50 块钱，但是到达客户的费用就 100 块钱，所以边际利润为负的。现在在社会化的物流条件下，可能我到达客户，而且找到这个客户，通过互联网的方式跟通过大数据的方式，找到这个客户可能成本只有 30 块钱，毛利有 50 块钱，还有 20 块钱的利润，这在过去是不可能的。

还有一个很重要的逻辑，是一个去中间层，去渠道化的一个过程。过去传统的商业中间有总代，二级代理，三级代理，很多层级会导致整个渠道的利润债务的抬高。泛电商化会使得渠道价值大部分的消失。还有一个很重要的逻辑，厂商和用户之间，或者消费者直达的点对点

的沟通方式，这个时候厂商的数据资产的积累，长期来说对用户价值的挖掘非常有用。马云也说过，数据将成为新的一个重要的生产资料。这个是非常有意思的。

另外，传播和消费者，现在是一个自媒体传播的时代，好产品会传千里，烂产品也会传千里，消费者的参与和点评，这个自媒体式的病毒式的传播会使得所谓的良币驱逐劣币的产品制度建立起来，好产品会加速更大的市场份额，市场竞争度会更快的集中，从经济学来讲，厂商剩余、渠道剩余和消费者价值这三块。差的厂商，剩余会降低，这个很重要。

另外，对厂商来说，产品智能化并逐步向 C2B 演进，所谓的用户定义产品，这个非常重要。比如美的在今年 6 月 30 号之后，所有的空调会变为智能空调。也就是加上很多模块，其中有一个是所谓的 WIFI 模块，我们都可以实现远程操控。我们在办公室，回家 20 分钟可以先启动自己的空调，回到家，家里就暖和了，美的今年 6 月 30 号以后所有空调就会实现。明年要实现所有产品大概 80% 的智能化，都会加上 WIFI 的模块，这个也是很有意思，这样会倒逼促使厂商的创新。

刚才讲到市场份额的问题。我觉得极致产品和高性价比产品，只有这两类产品可能获得，或者持续获得更大的一个市场份额。我自己类了一下，简单的比较。比如说微信、苹果手机是一个极致产品，小米、华为的手机是高性价比产品，茅台是一个极致产品。家电里面，传统家电，格力和美的目前来说都可能是高性价比产品，还不是极致产品。我想从这样的角度去理解互联网化以后的产品和零售的逻辑。

还有一个泛互联网化，其实是服务的泛电商化。包括服务流程，还有生产的创新。服务和流程的电商化、数字化和格式化，比如阿里医院等，把传统的服务端有非常多通点，各个环节又非常多，流程很长，传统的企业控制力很差，想通过电商化、数字化和电子标准化的一个改造，这也是一个非常长期的过程。这样会导致生产的模块化，工业的互联网化，比如传统的美的和海尔在不断的探索。这样会使得全产业链，全生态链的融合进程，然后还会催

生出个性化的量产的可能性。比如传统行业最典型的的就是近视眼镜是单行的个性化量产的产品，比如现在家具定制，定制衣柜他们也在不断探索互联网化，比如互联网接单子，原来的经销商会变成地面服务商，这是比较有意思的产品。这里面有一些规律性，说白了更容易标准化，更容易模块化的产品更容易实现个性化量产。有的非常复杂，就越来越漫长。这样会加速整个厂家、厂商智能制造的一个发展。当然，还有其他工业品的电商化，大宗商品的电商化。

下面这张图是阿里“互联网+”摘出来的，过去互联网化可能集中在后面那端，零售和消费者之间的那段，现在往上游去了，所谓逆向互联网化。甚至到原材料，到生产，整个是一个链条，最后会打通所谓的 C2B。这里头其实也有一些规律性的东西，我们看这些泛互联网化，很多上市公司可能目前来说只是一个故事，或者说一个想法。但是，我们在研究这个问题怎么办？还是有一些先导的指标和商业模式的判断。比如先导指标，首先得有流量，有流量首先得有用户，才有交易额，然后看边际成本，规模化的要求等，这些要求跟传统的框架其实也差不多。下面有互联网行业的一些核心指标，都可以套用过去。

这里需要提一点，新的产品推广和体验是一个融合的过程。也就是所谓的服务即产品，服务是产品的一个重要环节，就是产品的一个内容之一。甚至是产品即广告，传统的广告可以大规模的缩减传统的广告，产品做好了，消费者会帮你传播，使得用户消费者成为你的传播者，这个是最重要的。

用经济学的角度解释一下互联网化的过程。会导致传统领域优势的产品，或者有优势的商业模式的生命周期会缩短，产业格局归发生重大变化，这是一个不断优化快速迭代的过程，这里头对一个企业来说，持续的创新能力和最为重要的。什么东西才能保证持续的创新能力和到这个时候，回国来看管理学上最重要的概念，一个企业最核心的竞争力是什么？反而是它的企业家精神和治理结构，因为只有很好的企业家精神和治理结构才能保证整个团队长期的

持续创新和持续学习的能力，这是我非常有体会的。可能上市公司的董事长、老板和团队交流的时候，这个是非常重要的，因为这个是对企业自己的自我学习，自我创新的能力要求非常高。只有好的激励制度才能保证这一点。甚至说，企业家本身也很难预测一个企业怎么变化，只有不断的学习，不断的自我迭代，不断通过自组织的学习过程才能进化过去，这个我觉得是看一个企业的时候非常重要的。从估值的角度来说，可能企业自由现金流的曲线发生了重要变化，过去自由消费品的现金流可能保持在 10%左右，对于一些周期类的公司可能波动非常大，以后有的行业可能震荡向下走，有的行业不断的烧钱，自由现金流是负的很严重。我们可以画几个图就非常清楚了，我们判断一个企业的估值，传统的简单的 PE，或者 PEG 都不管用，就是从长期的自由现金流的角度来理解还管用。

所以，从线性的，或者区间波动的，到指数级的一个变化，同一个行业不同公司的盈利能力会发生重大的变化。过去可能正态分布，以后就变成数学上所谓的幂次分布，前三名可能占有了市场所有的利润，后面可能全部亏损。我们说互联网行业的市场份额分布是“721”。比如美国搜索引擎的份额 Google 占 68%，Bing(音译)为占 19%，剩下的占百分之十几。我们传统的行业可能没有那么极端，这是我自己拍脑袋说的，比如 532 的格局，第一名占 50%的份额，第二名占 30%的份额，剩下所有公司加起来 20%的份额，这里面利润占比，可能前三名占 90%，后就没有利润了。这是非常重要的，所谓从正态分布到幂次分布，这个概念大家最近如果关注到，《从 0 到 1》这本书里有描述。

这里头有很多陷阱，商业模式上的，渠道流程改造上的。商业模式和渠道流程改造，这个互联网化相对容易一些。但是，在服务，在全流程的改造，甚至到生产的改造，其实互联网化是比较困难的。因为关键节点会非常多，流程很长，有可能一开始边际成本也是非常高，这样对规模化的要求很高。它的盈亏平衡点相对销售额的要求非常高，这时候其实一开始很多企业摸索，可能反而带来当期短期利润的收缩，这个大家关注一下。

这里头另外一个概念，互联网领域所谓的比特世界，我们传统行业是原子世界，现在比特世界要改造原子世界的一个过程。原子世界其实进化是非常慢的。比如我们说为什么电动汽车的发展远远低于我们的预期。这里头实际上物理学和化学的基础的技术进步是非常慢的。我们知道电池技术，每年它的能量密度只提升 2%。那么，我们半导体技术，每年是符合摩尔定律的，这个无法比的。所以，为什么互联网领域进步那么飞速，传统的原子世界进步很慢。这里头也会带来很多商业模式上的陷阱，或者有很多难度。这里头不能脱离物理世界的一些规律。

我把上面的简单总结一下。比较确定性的就是极致产品和高性价比的产品会持续获得更高份额。互联网化会加速这个过程，掌握核心技术和关键节点的公司也会很好，然后是数据的价值。

另外，真的处于一个资本狂飙的时代，我一开始想把资本狂飙写在标题上，后来改成加速证券化。一个是产业资本会持续的向资本市场套利，这个在过去几年是非常明显的。比如创业板不断的并购，这样的案例太多了。可能直至到两个市场估值比较接近。还有国有资产证券化和国企改革会不断的深化，这个我非常同意昨天和聚的老总讲的观点，目前来说还不是太火爆，但是未来几年会非常火爆，这个由我们的财政约束决定的。

目前 A 股市场已经成为全球最大的直接融资市场，美国每年的融资大概也折合人民币只有不到一万亿左右，我们去年前年实际上 IPO 基本上停掉了，但是去年增发融资 7000 多亿。然后通过并购等资本运作实现了证券化的规模也有 7000 多亿，实际上有一万五千亿左右，未来几年我们觉得每年两三万亿是可能的。从 2007 年开始基本上是非常大的规模，所以加速证券化真的是资本狂飙。

群众运动式的全民投资，刚才讲了居民户的资产大转移，但是股票市场有一个特点，比股票市场明显交易门槛低，退出成本低，有管理层有意的导致股票成为一个群众运动，还有自媒

体传播时代，使得市场的一致预期在一夜之间达成，最后导致市场的快速自我实现，这个一方面比如市场在某一个阶段快速上涨，它根本活不住，只有管理层出来喊话，或者其他的一些“黑天鹅事件”的事件才有可能导致它的波动。但是，这在某一阶段也会反而加剧了波动，在某一阶段可能也是暴涨暴跌的过程。所以，只能用“资本狂飙”四个字才能说明这个问题。

我们 GDP 今年大概 65 万亿左右，我们证券化已经比较高了。居民家庭加杠杆还有一定的空间。最后，这个市场走到什么时候？真的说不清楚。也许把居民的子弹打光。

还有一点很有意思，真的是一个全民创新的时代。这个图，2014 年新增企业注册数量是 2013 年的 2 倍。2015 年一季度的新增企业注册数量是 2014 年全年的数量，这真的是一个全民创新的时代，还有新生代，85 后在中国五千年文明史上是第一代人真正有能力自主选择生活方式的一代人。他们真的不用为物质担忧，他们的父母比如 60 后，又是一个孩子，基本上普通的温饱、小康的生活水平都是没有问题的，他们会更加以自我为中心，更加喜欢创新，更加遵从自己的内心，85 后成为一个“创时代”。

并购和产业整合谁会大力发展的。比如大互联网公司对传统行业的渗透，BAT 对各个领域的并购，还有传统行业之间的兼并、重组、收购，行业集中度会快速的提升，大吃大的事情会发生，58 同城和赶集前几天也合并了，我大胆猜测，未来两年美团和大众点评合并了，也有可能，比如传统行业也会有很多公司。在这个过程中，资本或者投行类成为一个“媒人”，这个作用会很大。传统行业，啤酒行业前五家占有 70% 的份额，如果中间发生一两起大的并购，整个行业格局会发生重大变化，整个行业啤酒的终端产品价格就能上升，这个都是非常有意思。我们从图里可以看出来，到去年 44% 的公司涉及了并购案，这个在过去是非常少的。还有一点，A 股为什么这么火爆？我讲了 A 股的“反身性”，这个我自己发明的。A 股市场长期对成长股和新经济的高溢价，极大的激励了企业融资快速实现业务扩张，团队扩张和产业并购。这几乎在全球是绝无仅有的，这个会加速自我实现，这就是 A 股的一个反

身性。像索罗斯讲的，反身性，意味着二级市场的价格会影响基本面，A股是最典型的一个例子。但是，不利的方面，有可能过渡的怂恿了企业家的冒险精神在一些非优势领域不断的扩张，这样最后部分企业家发现泛滥故事比做实业赚钱快，一个项目倒一下，一年就赚好几倍，这个在上市公司不在少数，咱们投资的时候一定要小心。企业家精神就会非常重要。

总结所有的，去房地产化导致居民资产大转移，方兴未艾。泛互联网化成为所有行业最为重要的生产方式转变的手段，全方位的加速资产证券化，然后资本运作和互联网改造，加速产业整合，兼并收购，跨境融合竞争，传统产业的竞争格局被逐步的解构。

未来的机会，利率下行，对一些地方性的期权类的行业还是看好的。昨天有一个人讲到二元结构的问题，就是A股市场二元结构，我试图用另外的方式打破二元结构。产业的逻辑，库存逻辑来看，这个就不再纠结了，不纠结二元结构的问题了，会顺畅一点。这是第一个领域。第二个领域，泛互联网化改造和加速优势企业的泛互联网化提升。第三、非常重要的没有展开，这也是国家意志的一部分。国企改革为代表的新的制度红利。第四、创新，我说找“鲨鱼苗”。还有持续的领先优势，在资本市场有一定的期权性，这样会带来高估值。第六个还是国家意志的一部分，这年头有“一带一路”，要写好比较难，我觉得这一届政府，国家意志用到资本市场的比较多。

卓利伟：本轮行情和以往牛市五大区别

私募排排网联合长安基金专访上海景林资产管理有限公司合伙人兼基金经理卓利伟

摘要：一个经济体的增长动力无非来自四个方面：人口红利、技术进步、制度红利，从相对中期的角度来说还有一个资产货币化或者证券化四大方面。

这次行情跟以往历史上的牛市有重大的区别有几点：

第一点，我认为跟 2006 年、2007 年的牛市还是有所不同的，因为这次的市场不具备经济高增长和流动性泛滥同时成立这个因素，真正的大牛市是经济高增长和流动性泛滥同时成立才会发生。

第二点，资本市场迅速加杠。

第三点：这是一个自媒体和互联网病毒式传播的时代，使得市场投资者可以在一夜之间对某一方面的认识达成一致预期，导致市场快速地自我实现。第四点：跟过去中国股市二十多年的历史不太一样。

第五点：注册制一定会在明后年逐步地推行，然后资本市场的对外开放的程度会不断提高。

未来五大重要投资方向：

第一类、低风险的看涨期权。

第二类、持续增长的行业领导者。

第三类、稀缺的鲨鱼苗。

第四类、新的制度红利，最重要的是国企改革。

第五类、市场错误定价以后的套利机会。

股价最终由两个方面决定：盈利能力及持续性和流动性的函数。

私募排排网：最近市场大幅上涨并大幅波动，您怎么理解目前的市场？

卓利伟：在市场面前我们都是小学生，虽然我从业了 20 年，前段时间市场的波动正好印证了我刚才这句话，最高成交量达到了 1.3 万亿，股指波动的幅度是两百四十多点，股指期货的波动百分比有 13%，像我这样从业有二十年左右的投资人是第一次碰到了。

我试图想从比较长的角度来谈一谈我对中国股市的一些看法，试图从经济，或者整个社会发展的角度来梳理股市投资的思路和我自己个人的想法。关于一些中短期的数据、事件，我想这方面有很多卖方的宏观策略分析师都有非常多很好的报告，大家也可以获得更多的资讯。

我想谈我个人对中国股市的看法，我今天谈的有四个方面的问题。第一个就是从我投资股票第一天开始，我就想股价或者指数是由什么决定的；第二个问题就是我们现在中国经济是处在一个什么样的状态，然后我们增长的潜力是在什么方面，在这个逻辑下我们怎么去寻找行业和公司；第三个问题，今年或者说过去一两年市场的回顾，以及我对市场的解读；第四点我想谈一谈我们对未来几年一个总体投资机会的梳理。

私募排排网：您认为股价是由什么决定的？

卓利伟：单个股票叫股价，整体的股价就是指数，是什么决定呢？这是我们二级市场投资者一个最原始的原点问题。我的理解是，股价可能最终只由两个方面来决定：一个是企业的盈利能力及其持续性和流动性的函数，如果用一个函数来表达可能是接近于这么一个公式， $P=F(\text{ROE})$ 利率这么一个函数，可能是企业盈利能力和流动性的因变量。

我们研究宏观经济、产业经济、企业的微观竞争力等各个方面基本面的情况，无非是为了判断最后行业 and 公司的 ROE 的能力，长期利率可能是流动性或者资金供求关系的结果，这个利率可能包含了无风险利率、全社会的融资利率，或者说实体经济实际的市场化利率，各个因素都包含在里面，讲这个利率可能是一个思维方式。不同的行业、不同的企业，或者不同的商业模式下的企业预期 ROE 能力是不同的，这可能是我们行业分析师最为重要的工作。

从利率角度来说我想中国长期的利率还是处在继续下行的过程中，或者从未来几年总体来说是处在较低的一个时间段里头，短期大家也可能关注到了无风险利率有一个明显的反弹，背后长期利率我认为还是处在相对低位，一个重要的原因是实体经济和地产投资在未来几年可能是处在逐步收缩的状态，实体经济对货币的需求也会比过去要收缩不少，这个可能是最为重要的一个原因。

经济体的增长动力来自四个方面

私募排排网：目前我国经济处于下行阶段，您对未来经济走势怎么看？

卓利伟：中国的经济长期的增长潜在动力在什么地方？大家知道，一个经济体的增长动力无非来自四个方面：人口红利、技术进步、制度红利，从相对中期的角度来说还有一个资产货币化或者证券化这四大方面。

第一个方面，人口红利，现在中国已经进入了人口负债的阶段，人口红利已经基本消失了，每年的劳动力净增加其实是为负的。另外一点我们也可以看到，中国每年有几百万的大学生毕业，这里头还有一个所谓的工程师或者技术人员的红利，这是一个人力资本的红利。这可能也是中国整个大的 TMT 行业这么多年来，过去几年来创业非常蓬勃很重要的原因，这方面创业我们有一个非常好的人力资源的基础。最近我们可以看到，比如说有四个区域的位置，北京的中关村，杭州的西溪这一带，就是以阿里公司周边的，还有深圳的南山区、上海的张江，这四个地方其实很多理工男化身这几年的创业英雄，这里头也诞生了很多非常有意思的、增速非常快的公司，在美国的中概股和国内创业板公司里面都有非常多的案例。从人口红利的角度来说，我们现在可能总体是处在下行的过程，但是结构性有一些过渡时的红利存在，这里头也是去选择一些行业和公司的思路。

第二个方面，技术进步。技术进步可能是一个非常长期的因素，中短期可能效果并不是特别明显，这一块可能是中国企业来说我觉得是最重要的一个短板。原因很简单，中国是一个历年来，或者说非常长的历史时期我们都是一个集权国家，都会导致企业在为了获得更多的社会资源支持的情况下，传统的商业模式一定会怂恿企业家更多地向权力靠拢，寻租或者腐败这些现象会很多，所以导致企业家不怎么重视创新和研发，反映到企业的财务报表来看，就是销售费用可能非常高，研发费用却过低，这个现象我觉得是中国制造业最大的一个问题。但是另外有一个情况我们也可以看到，由于现在的互联网不断发展，包括云服务、云平台，以及大数据之类产业的飞速发展，使得企业创新、个人创业整个社会化的程度会大幅度降低，

我觉得这非常的重要，这也有一点类似于我们大家经常说的互联网行业里面所谓的众筹模式，所以年轻一代的创新潜力会非常大，这一点我是非常看好的。

另外从社会心理学的角度来说，或者说中国人的文化传统来说，其实中国人相对日本人来说更有一些革命精神，这不同于日本的文化，反映了产业和商业领域可能是更多颠覆性的创新会不断地出现。

我们可以发现日本企业在这一轮互联网大潮中他们基本上是全军覆没，不断地落后，被美国甩得很远，甚至被韩国赶超。现在我觉得在移动互联网，还有整个泛 IT 计算技术的不断发展下，我觉得中国可能会对这么大的技术背景下，我们可能会在创新上还有很大的空间可以做，这一点可能我们在选择行业、选择公司的时候，我还是非常看好整个民间的创新能力，我觉得这一点是非常重要的。

私募排排网：您刚才说到还有一点制度红利，这也是今年市场大涨的重要原因之一，您怎么理解我国未来的制度红利？

卓利伟：我觉得在中国制度红利有两个因素：一个是我们国内的制度红利，这就是改革，所谓的深化改革。这个问题在过去十年实际上我们是基本上停滞掉了，大家知道过去十年实际上是国进民退的一个过程。

我想未来相当长的时间，这一点可能跟过去十年有一个分水岭式的变化，随着这两年所谓的反贪、法制建设各方面我们觉得还是不断地会有进步，更加深化的制度改革使我们可以保持相对谨慎乐观的态度。

另一个红利就是所谓的全球化贸易红利，在 2008 年的全球金融危机之后基本上也消失了，全球进入了一个新的贸易保护，或者说贸易战的新阶段，比如说美国和日本主导的所谓的 TPP，也是对中国贸易保护的一个例子。

从这个角度我们今年，前段时间习总书记提出来的“一带一路”国家战略，我觉得我们还是要重视，这可能是一个我们非常重要的中国输出产能、输出生产力的途径，我想中国还是会试图从亚洲的基础设施一体化逐步到亚洲的经济一体化，甚至到未来我们亚洲货币的一体化，还是值得非常重视，甚至是非常期待的，这可能也是一种所谓的中国梦。从这个角度来说，“一带一路”相关的公司，具备一些核心竞争力的产业是非常值得研究的。

私募排排网：国企改革是很重要的制度改革之一，您怎么理解国企改革？

卓利伟：虽然国企改革在今年或者去年以来，这两年的进展实际上是低于我们原本市场预期的，但实际上我们了解下来，或者说多方面的资讯可以看到，这个事情还是在不断地推进中，我还是非常相信国企改革的路径会不断地推进下去，这不是以某一个团体的局部，或者个人的意志所决定的，这是由中国的整个债务风险的水平来决定的。

我们大家也非常清楚，中国的地方政府债务问题比较严重，从我们过去几年来看，我觉得国企改革还是会不断地会推进。过去几年基本上综合的融资问题是靠影子银行来完成的，那么后面不可能再依赖于影子银行，所以国企改革会是一个使得国有资产再一次证券化非常重要的途径。

私募排排网：第四方资产证券化又如何理解？

卓利伟：在中期来说，对一个经济体是一个提升效率、加杠杆的手段，是提升效率，促使资源有效配置的过程。从过去我们十多年中国房地产业可以看出，自从 90 年代初开始做有按揭贷款以来，整个房地产有非常好的金融条件，之后才有一个非常快速的发展。

目前中国的国企大概有 100 多万亿的总资产，有 40 多万亿的净资产，其中还有相当一部分是没有实现证券化的，所以我想国企改革一定会推进。这个也需要我们资本市场的配合，比如说我们的 2000 点，或者 1800 点的时候整个资本市场国有企业基本上是 1 倍的 PE 交易

价格的话，作为出资方的国资委，或者说某些利益集团的大股东，他们也没有充分的动力来实现国有资产的证券化。

资产货币化还有一个非常重要的，就是所谓的农村土地扭转这个领域，我觉得也非常重要。

今年不知道大家有没有关注到，今年土地承包权的流转占整个土地种植面积大概有百分之二十多了，这个还是很重要的，我觉得会导致整个农村生产方式比较大的变化。再加上我们中国农村的劳动力结构因为城市化的不断推进发生了一个巨大的变化，也就是说中国农村实际上年轻的农民已经非常少了，最终这两个因素加起来一定会导致农村规模化的生产方式会大力发展。我觉得这个也是值得我们研究的领域，就是农村资产和人口流动这些方面的盘活会带来整个农村农牧相关产业的变化。

货币化和证券化本质上是解决企业或者是政府的融资问题，我们中国在过去二十多年的经济发展中，可以看到 90 年代实际上融资是靠财政的，本世纪前十年基本上是靠银行信贷来融资的，最近的五年基本上靠影子银行、信托、理财产品这些方面来融资的。

到现在为止大家知道，可能信贷是占社会融资总额的百分之六十多，我想未来几年或者未来相当长时间，股市的融资功能可能会起到相当大的一个作用。为什么有一个本质性的区别呢？因为目前股市总市值已经接近了四十万亿，其实每年通过股市来融资和实现再一次的证券化，每年有一两万亿的规模完全可能的，这样有可能会不断地盘活存量资产，让部分的股权让路给社会，可能会实现所谓的中国式私有化的一个过程。

国资可能不是绝对控股的，但是它还是第一大股东，然后国资可能以 2.5 倍到 3 倍的价格卖掉部分股权还是非常愿意的。从这个角度来说，可能管理层也希望有一个比较活跃的，或者是交易价格相对比较高的股市，甚至在一定程度上可以容忍一定的泡沫化。

其实过去几年创业板的发展实际上民营企业证券化的一个过程，国企改革我想就是未来几年国有资产再次证券化，同时不断改善治理结构的一个过程。我想从经济增长的动力来看，从

这四个方面我们可以在这个里面去结构性地寻找一些细分行业和一些具体的公司,这是我想从经济增长的角度来理解中国的股市。

经济新常态的几个因素 家庭部门资产配置大转移

私募排排网：贵公司对未来经济走势怎么看？

卓利伟：回到对当前市场的一个看法,第一点大家通常所说的经济新常态,我想是这么理解,可能有这几个因素：第一个经济增长可能是处在一个中速的增长率,然后是一个低通胀、长期利率相对比较低的過程。

从产业来说,实体经济还是一个持续去杠杆、去产能、去地产化的过程,我觉得非常重要的可能是去地产化的过程。当然这个去地产化可能不是崩溃式的,我们最近也在讨论中国的房地产到底有多大的问题,那么我们的感觉是刚需市场还在,改善需求或者更新换代的需求还是不错的,总量来说可能会以个位数的速度下降,或者说是基本上持平这样的速度,对整个经济的冲击可能比想象中要小一些。

另外一点非常重要的,其实今年情况是非常明显的,所谓的家庭部门资产配置的大转移,我觉得这一点可能非常重要。我记得招商银行和建设银行都在今年初出过一个所谓中国家庭私人财富研究报告,里面有一些数据可能值得重视,中国的高净值的家庭大概有 32 万亿的资产可以用来再投资,5%的人口占有了中国 50 万亿储蓄中的大概 80%,25%的人口占用了储蓄的 95%左右。

过去几个月的行情可以非常明显地看到,这个增量资金主要来自于中国的富裕家庭,甚至说极富裕家庭和一些民营企业主,他们的资金从实体的制造业投资部分、理财产品、地产投资部分收缩了,或者说逐步地退出了,回流到资本市场。

我也有跟一部分证券公司营业部的人交流,他们说从今年上半年以来,很多千万级以上的,或者几千万级以上的自然人新开户,或者说新介入资金的现象非常得明显。我说土豪来了,

这可能是今年的增量资金非常重要的一个角度,而且他们对股市的认识和我们资本市场上的所谓的专业投资人的认识是不同的,可能他们不会再去买非常贵的一些产业和公司,他们可能选择大家耳熟能详,大家最容易理解的,看起来也非常便宜的公司入手,所以今年的整个估值体系的大切换是非常疯狂的一个过程。

本轮行情跟以往牛市的五大区别

私募排排网:近几个月 A 股涨势如虹,您怎么解读这一轮行情?

卓利伟:这次行情跟以往历史上的牛市有重大的区别有几点:第一点,我认为跟 2006 年、2007 年的牛市还是有所不同的,因为这次的市场不具备经济高速增长和流动性泛滥同时成立这个因素,我想真正的大牛市是经济高速增长和流动性泛滥同时成立才会发生。2006 年、2007 年实际上全球几乎都是经济高速增长和流动性泛滥,是全球性的,那这一次显然不是。这一次更多的是利率下行,或者说货币政策放松导致的资金回流,也降低了大家对实体经济的极其悲观的预期,因为原来 2000 年预期了我们中国经济非常糟糕的硬着陆状况,比如说地产只有 3.5 倍的 PE,和 0.6 倍、0.7 倍 PB 的交易价格,银行业只有 0.6 倍、0.7 倍的 PB 和 4、5 倍的市盈率,所以这其实基本上反映了经济硬着陆的估值,如果悲观的预期稍微有所修复的话,那么股市的估值修复是非常明显的。

二是今年的流动性相对前两年有一些放松,但是不至于达到泛滥的程度。另外还非常重要的就是实体经济的增长还是非常乏力的,从宏观各种各样的数据,无论是 PPI,反映制造业的产品价格指数,还有 PMI(工业增加值)其实都不是特别好,甚至持续的创新低,甚至包括实际消费的数据其实也比前两年有一个明显的回落。

创业板前三季度的净利润增长率也只有 16%,更多的还是靠融资推动的并购外延式的增长,导致了估值不断地提升。从这个角度实体经济 ROE 的恢复还是远远没有完成。所以我认为这次的行情跟 2006 年、2007 年的大牛市还是有本质区别的,这是第一点。

第二点，非常重要，是资本市场迅速加杠杆，这是比以上任何历史时期都要来得快，那么我们看到目前大概有 9000 亿的融资盘，上周融资交易占成交额的百分比已经达到了百分之三十多，我们有研究可以看到美国、台湾的融资盘历史上最高的交易占比大概是 16% 左右，所以这几年我们金融技术的发展使得融资盘融资交易的效率非常得高，甚至我发现很多商业银行也参与了股市的融资交易，所以会导致市场疯狂上涨和大幅度地震荡。

第三点：我觉得也比较重要的，这是一个自媒体和互联网病毒式传播的时代，使得市场投资者可以在一夜之间对某一方面的认识达成一致预期，导致市场快速地自我实现，这可能也类似于索罗斯所讲的市场的反身性，这一点和刚才我说的杠杆交易，这两点会导致整个市场会在短时间涨过头、大波动，我觉得也是一个新的特征。

第四点：我觉得可能跟过去中国股市二十多年历史不大一样的，从长期来说，我们可以看到股市在整个宏观经济中的重要性其实是在大幅度提高的，前面我也提到了我们现在总规模大概 40 万亿美元的总市值。另外一点，中国在过去三年一直是全球最好的融资市场，我们的 IPO 和再融资加起来，每年融资额大概在 8000 亿到 1 万亿，几乎每年都是超过美国的，再加上我们中国的企业还会在美国和香港融资，中国企业的融资额肯定是全球最大的。

第五点：注册制一定会在明后年逐步地推行，然后资本市场的对外开放的程度会不断提高，沪港通已经开始，现在每天有 120 亿的额度，相信后面的深港通也会推出来。中国的资本市场在全球的地位也一定会提高，我想这个也是非常重要的，或者说中国股市将是未来中国经济实现大规模融资、不断证券化，从而在一定程度上化解整个金融体系风险非常重要的一个场所，这一点从管理层的角度来说，确实需要一个比较活跃的股市。

未来的五大重要投资方向

私募排排网：贵公司未来重点关注的投资方向有哪些？

卓利伟 我认为未来几年我们重要的一些投资方向,但是我试图不从传统的大股票、小股票,或者价格、成长这样的二元思维,也不从简单的、传统的按照二十几个行业去分,我想试图从行业和公司背后的一些经济逻辑、产业逻辑,或者说投资的估值逻辑来理解、来梳理哪些方面有机会。

尽管市场最近短期涨幅非常大,波动非常大,包括我这样一个有 20 多年的从业人员也觉得很多时候也手忙脚乱的,但是我想所有问题都回到本质,还是回到了对股权的理解。我想未来相当长的时间可能股市最简单的一个逻辑就是家庭资产对优质股权长期配置的过程,这就像过去十年家庭资产对房地产的配置的一个过程。

最重要的表现比如说一二线城市核心地段的好房子不断地被估值溢价,我想可能未来相当长的时间好的股权也会不断地持续地慢慢地获得溢价,在这几年可能好的股权实际上是被折价的,有了这个思路我觉得就好办了。

我们所有问题又回到了行业和公司的基本面,回到基本面估值的结合这样来看问题,我们还是要回到我们投资者最本质,要选好行业、好公司、好团队和好的治理结构,以过得去的交易价格进行投资,我觉得这个是非常重要的。

那么,有哪些机会呢?第一类:我给它定义为叫做所谓的低风险的看涨期权。这一类行业它具备几个特征,第一个它的需求可能是非常可靠的、稳定的,或者说还会有稳步上升的市场需求;第二个是估值非常低;第三点它有一种或有的看好因素,或者新的正面的刺激因素,这相当于给我们一个比较低估值的交易价格,同时给我们一定价值的期权,这个期权的价值取决于利率的弹性和实现时间这两个因素。

这里头其实有些行业是比较符合这样特征的,比如说电力行业,尤其是水电行业是非常典型的行业,再比如说机场,尤其说产能利用率相对较低的这些机场,其实也具备。比如说我

们公司今年在电力上也有不少投资，从年初到现在收益率还是非常不错的，我觉得最典型的是这两个行业，是比较符合这个特征的。

还有一些行业其实看起来是周期类的行业，但是由于它的交易价格非常低，比如说零点几倍的 PB，但是它的产能供需关系有一个非常好的边际改善，这类的公司我觉得也是股价有不错的表现，这是第一类的，所谓的低风险的看涨期权。

第二类：我自己给它定义为持续增长的行业领导者，这里可能更多是在相对传统的一些消费服务业里头，但是为什么要把这个单列出来呢？我觉得有一点非常重要，在互联网时代、自媒体的传播时代，在传统消费服务领域里面的龙头公司，它可以通过互联网、IT 技术来进行流程和渠道的优化，或者比过去更短的时间里实现份额的提升。

我觉得这个可能是以往所不同的，也就是说行业集中度比过去更快地会集中，这样优势企业的相对优势会不断地扩大，其实在一些行业里面已经开始显现出来。有些可能是在家居行业，有的可能是在品牌消费品行业，我觉得已经有一些公司的苗头出来了。这里头我特别想讲的这是互联网行业对传统行业的颠覆或者改造，对有的公司可能意味着改造，对有的公司可能意味着颠覆。

这里比较有意思的一个现象，我们打个比方，比如美的和格力这两个公司，可能未来 3~5 年会发生非常大的变化。美的对互联网的理解，或者说和互联网公司的合作，它在战略上会优于格力。现在这两个势均力敌的公司，有可能在未来几年发生一个非常重大的变化。这里我想互联网最终不光改造了整个商业的逻辑，它甚至改造了企业的组织形式，改造了传统的生产方式，改造了传统的渠道和营销的方式。

这里需要企业家具有战略思维的能力，企业家和少数高管团队的战略思维能力就显得非常重要了。我特别强调一个，我们长期从事这个行业的人，我们不能以简单的经验主义去判断很多问题，这方面的经验对新的模式和新行业的理解反而有可能是绊脚石。这是第二类，我想

讲的就是在互联网背景下，传统行业持续增长的一些领导者将获得更多的市场份额，这是第二条的投资思路。

第三类：我自己给它定义为稀缺的鲨鱼苗。这个可能更接近成长股的投资逻辑，鲨鱼要生长在一个很大的海洋里面，所以要有足够大的市场容量，要有一个需求的海洋，同样要有鲨鱼的基因，这个鲨鱼的基因可能是企业家、团队、商业模式，这些先天的东西是非常重要的。还有一个，它在某一个新领域要有一个非常显著的领先优势。还有一个非常重要，在资本市场它有一定的稀缺性。我想具备这四个条件，可能符合了所谓的稀缺的鲨鱼苗的特征。

整个创新或者创业的社会化的成本在互联网的背景下会大幅度降低，个体的学习能力可能大幅度地提高，产业的学习曲线其实会缩短，中国实际上从很多年前就已经进入了一个全民创新的时代，我觉得这是一个非常好的现象，一定会有非常多的好的新的技术、新的商业模式和新的需求被创造出来。

我觉得我们要以全新的或者虚心的一个态度来看待这个世界，经验主义可能在新世界和新思维里面确实是一个绊脚石。这里头前面有提到，有一些传统的优势企业可能会借助互联网的力量实现一个跨越式的发展，这个可能性是存在的，这是第三个方面。

第四类：我把它定义为新的制度红利，最重要的是国有企业改革。我们最近可以看到，有一些地方国企已经开始不断地在做这些事情了，有些上市公司开始通过向管理层、战略投资者、员工、产业资本进行定增、定向、增发的模式来募集资金，来收购集团的资产，或者做相关性的一些并购。这些地方国企，今天早上有一个公告，广州友谊就准备把越秀金控打包作为上市公司，然后融资 100 亿的规模，广州友谊本身自己只有 33 亿的市值，我想类似这样的事情未来可能会不断地发生。

第五类：我把它定义为市场错误定价以后的一个套利，在过去的几年我们国内的金融工具不断地发展，作为投资者我们除了从基本面研究、行业研究为驱动的投资方法以外，还需要有

一些规律性的立体交易的必要性，有时候会有一些风险非常低的套利机会，比如说去年 95 块钱的中石化转债，基本上是无风险的，今年涨了很多，我觉得这样子的公司隐含的非常低的风险。比如今年风险基金的 A 和 B 的一个套利，前一两个礼拜就有非常好的机会，B 类基金基本上溢价是 50% 以上，如果按照净值去收购母基金，即使 B 类三个跌停板卖掉都还有挣的套利空间。

我总结了投资机会，未来我是想从这五个方面去寻找，可能它会落在我们传统理解的这二十多个不同行业，不同细分行业、不同公司里面去，但是我想用这个新的理解方法去寻找公司和行业。这五个方面又有几个因素重叠在一起，可能股价的表现机会就会更好，我自己思考了很久，我觉得这五个方面的思维还是比较管用的。

私募排排网：刚刚您提到一个稀缺鲨鱼苗的观点，您提到有一个足够大的市场容量，足够大的市场容量，一般您会定义在什么级别、什么数量级？

卓利伟：这是我一个定性的说法，当然这个级别可能跟整个行业里面的金融结构相关，比如说行业主要的领先的企业非常少，只有少数几个，然后市场集中度又很低，比如说前三大、前五大只占了百分之二三十的份额，可能是个一两千亿、两三千亿的市场容量也是比较大的了，这个完全是相对的。市场容量和它的集中度是一个相对应的关系，如果集中度非常高了，那你市场容量就比较高，我想这样理解比较合适。

券商目前估值较高 银行基本面可靠性不强

私募排排网：相对于大蓝筹板块和中小市值板块，您更看好哪个板块呢？

卓利伟：更看好大蓝筹板块一些，当然这里头具体的个股和具体的细分行业，还是有很大区别的。比如说创业板小股票也有很大区别的，但是总体来说，如果把它看作两个指数的话，可能大蓝筹的会强一点，创业板的会相对弱一些，具体的个股本身就会有略微的差别。

私募排排网：最近的降息对券商行业的影响，您是怎么看的呢？

卓利伟：券商实际上更多的是一个融资加杠杆的故事，券商从传统的经纪业务变身为一个做融资业务。按照目前券商净资本的规模来说，可能它再加杠杆的融资空间还是比较大的，目前这个融资比率大概在三倍左右，理论上甚至会达到七八倍。按照目前的股价来说，其实我觉得隐含了比较高的一个估值。

我们前几天也算过，比如说中信证券，假设它再加杠杆，再做上去以后，假设 2015 年市场的平均日交易额八千亿左右，那么它的盈利大概在一百六七十亿左右的水平，目前差不多是三千亿的市值，基本上有二十倍左右的市盈率，另外 PB 现在在 3.2 倍左右。从估值的角度来说，它已经不太具备很高的吸引力了。从市场情绪的角度来说，也不排除它会再涨，我是这么判断的。如果站在我个人的角度来说，在这个价格上我就会偏谨慎了。

私募排排网：那您对银行这个板块怎么看？

卓利伟：银行板块从股价来说，可能最近也会反弹，但是基本面可靠性不是特别强。券商这个业务抢了银行的生意，银行今年大概占 1.3 倍左右的 PB，我觉得算合理。我感觉往上的空间不会特别大，这仅仅是我的感觉。

卓利伟：景林资产合伙人兼基金经理，卓利伟在景林专注于 A 股基金的管理。在加入景林之前，卓利伟就职于建信基金管理有限公司，先后担任行业研究员、基金经理、投资决策委员会成员、投资副总监等职务。在担任建信恒久价值股票型基金、建信收益增强债券型基金、建信内生动力股票型基金三个产品的基金经理期间，三个基金均取得优秀的业绩；其中建信恒久价值股票型基金在 2011 年 5 月被国内基金权威评级机构中国银河证券评为累计三年业绩五星评级。卓利伟对房地产、零售、化工、电讯、高科技、传媒等多个行业均有深入的研究。卓利伟有浙江大学工商管理硕士学位，本科毕业于浙江工业大学化学工程专业。

卓利伟：追求价值和高质量成长

作为中生代基金经理的代表，建信恒久价值基金(530001)经理卓利伟并不以激进的风格在市场上显山露水，但追求价值与高质量成长的他，同样获得了骄人的业绩——他所管理的建信恒久价值在上海证券基金评价研究中心发布的2011年2月基金评级中荣获三年选证能力五星级评价。

在卓利伟看来，投资需要解决三个层面的问题，第一个层面是知识和工具，第二个层面是思想和方法，第三个层面是个性和情绪。“在三个方面做到均好的前提下，在某一个方面有突出的表现，投资业绩自然会得到保证。”

卓利伟，1994年毕业于浙江工业大学，获得学士学位，2005年毕业于浙江大学工商管理专业，获硕士学位。曾就职于杭州经济建设集团下属公司投资部、北京恒逸实业有限公司投资部、上海石油交易所筹备组、百荣投资控股集团投资部等。2005年9月加入建信基金管理有限公司，先后担任行业研究员、高级行业研究员和基金经理助理等职。2009年3月25日至今任建信恒久价值股票型证券投资基金基金经理，2009年6月27日至今任建信收益增强债券型证券投资基金基金经理，2010年11月16日至今任建信内生动力股票型证券投资基金基金经理。

投资的三个层面

“投资是综合素质与知识结构融会贯通后的深入简出，当你的知识结构有明显的缺陷时，不可能有可持续的投资能力。”因此，卓利伟把完善知识和工具作为投资需要解决的首要问题。

“只有你的知识与工具足够丰富的时候，才有可能使用更多的方法，把投资理念和策略贯彻得更好。就像芒格所说的，‘对于手里拿着锤子的人来说，所有的问题都是钉子’。所以，

只有不断地、与时俱进地学习，才能掌握更多有用的知识与工具，不至于使所有问题都变成‘钉子’。”

投资是对大趋势、大问题、大概率的把握，是对相对确定性与持续性的把握，是对主要矛盾与事物本质的把握。培养与树立适合自身知识结构与个性特征的思想与方法，是做好投资需要解决的第二个问题，这包含了合适的投资哲学，具备规律性、可以自我复制的方法体系与逻辑框架，以及应对环境变化的具备规律性的策略性方法。“合适的思想方法可以更好地做到对相对确定性与持续性的把握，在一定程度上可以弥补知识工具的不足与个体的缺陷，在更大程度上防止犯大的错误，保障业绩提升的可持续性。”

投资需要解决的第三个重要环节是个性和情绪。“投资的唯一境界应该是客观，我们不仅对投资对象的认识要客观，对自身的认识更要客观。很多聪明人犯了大错误，就是因为对自身的认识不客观。不是他不聪明，也不是知识储备不够多，只是他对自己认识不够。”卓利伟认为，只有认清自我，认清自身和环境之间的相互关系并处理好，认清自己的长处和短板在哪里，然后用合适的方法充分发挥长处，并用后天更多的学习去弥补短板以扩大更多的长处，才能不犯错误或不犯大错误。

“教育的意义就是认清自我，我觉得这句话很有意思。人性的弱点使得人们更容易强化对自己观点有利的证据，而弱化对自己观点不利的证据。同时，人们又容易对投资对象与客观问题投入了太多的情感或情绪因素，而这就是个性和情绪的问题。”卓利伟表示。

卓利伟认为知识与工具、思想与方法、个性与情绪这三方面都十分重要，只有较好地解决了这三个层面的问题，投资者才可能形成客观的评价体系、完整的逻辑框架，并在持续有效的学习与深刻的自省中形成可自我复制的、持续提升的投资能力。

贯彻双 α 策略

在每次写基金年报和季报的投资展望时，卓利伟都会在结尾处加上一句话——本基金仍将持续“基于对价值与高质量的成长”的追求，努力寻找投资机会，尽力为持有人获得良好的回报。

“其实我的风格就是追求价值和高质量的成长，本质上我只喜欢这两类公司。”卓利伟总结自己的特点时表示，从性格上讲，他是一个典型的风险厌恶者，投资时肯定会先考虑安全边际。“先考虑比较差的情况，在安全边际的基础上有一个合理的想象力，然后再去大胆假设，小心求证。”

因此，在卓利伟的投资组合里很难看到缺乏基本面支持的短期热门股。“当然估值贵不贵，本质上要看你对它的成长性与盈利持续性的认识。我的组合里面也有当期估值四五十倍的股票，但这要建立在它具备高质量成长的基础上。一家企业的竞争力在不断提升，它的市场份额在不断增加，它的盈利能力与定价能力的提升是可持续的，这才是高质量的成长。”卓利伟表示。

例如，对于装备制造业，卓利伟判断公司成长性的标准是看行业的成长空间是否足够大，是否具有足够的技术壁垒与进入壁垒，企业是否掌握核心技术与核心部件制造能力。“如果有，企业的市场份额会不断扩张，意味着它的竞争力在不断增强，然后再看这个行业的成长性。如果未来几年，行业的成长性也很好，这样的企业增长一定会很快。”

采取这样的投资方法，虽然可能短期业绩波澜不惊，但长期来看却可以获得稳健的收益。卓利伟表示，他甚至希望投资组合里一只短线股都没有。“把研究方法和精力投入到寻找短线机会上，一定会被市场牵着鼻子走，一定会迷失在市场短期波动的丛林里。投资一定要看得远，要看到丛林的对面是什么，这样做投资才有意义。”

因此，具体到选择行业和股票时，卓利伟采取了“双 α 策略”，也就是在宏观经济领域中寻找到能够穿越经济转型期的 α 行业，在这些行业里再去找 α 公司。“满足双 α 条件的股

票有可能估值较贵，我的思路是估值很贵我可以等，市场有时候会给你提供买入机会。而如果我确定它的成长性很好，估值偏贵的我有时候也会买。”

关注三大机会

“我今年的策略，用两句通俗的话来说就是以长期看短期，以盈利抵估值。”卓利伟总结道。

他认为，今年或者未来一、两年，中国经济处在一个转型的酝酿期。“现在可能还谈不上转型元年，因为元年会有更详尽的计划，有一些制度性改革的方案可以去执行。现在还没有到执行的时候，只是还在酝酿一些方向性的政策。转型是个很复杂的系统性工程，我相信在政策的选择上会是个渐进的过程。”

卓利伟判断，在这种环境下，经济增速会放缓，流动性也会相对收缩。相对前两年，股市大的系统性投资机会很有限。“特别是在流动性方面，从整个国家战略来说，扩大直接融资比例与资本市场不断扩容是近两年的大趋势。这对整个金融系统来说是好事，但是从股票市场阶段性的供需关系的角度来看，系统性估值就会受到压制。”

因此，卓利伟认为，在系统性估值相对扩张的情况下，投资只能寻找盈利趋势更好的公司，靠盈利增长来抵抗估值的压力，然后靠把握行业和企业的长期发展趋势来应对短期的市场波动。换句话说，卓利伟希望寻找在转型期仍能保持盈利能力持续增长的行业和公司。

从这个逻辑出发，他判断今年有三类投资机会值得重点关注：一是基于中低端人群的消费与服务。中西部或者二、三、四线城市人群的消费会不断增长，面向这一人群的消费服务业一定会向好。这些好的消费服务业表现在消费者人群不断扩大、消费者的消费频次不断增加、每次消费的价值量可能还有上升。这是较长期可保持稳定较快成长的行业，可持续性比较好。

二是真正具备产业化能力的新兴行业，这些行业要具备几个特征：需求基于本土市场、国内企业具备核心技术或核心部件的制造能力、有较好的产业政策支持、有可靠的商业模式。“比

如移动互联网,我觉得这是一个非常大的行业,因为它改变了我们的生活方式与消费行为。”

卓利伟表示。

三是在国际分工中,仍然能够保持甚至扩大国际比较优势的企业。“它的特征是资本密集加人力资本密集,像大学生、工程师这样的人才我们是不缺而且便宜的,在国际竞争中优势还会很明显,这样的企业的进口替代效应还会不断显现、出口还会不断地增加。这些公司可能散落在很多行业里面,需要我们自下而上地去挖掘。”

另外,卓利伟认为今年市场还会出现阶段性的 β 行业机会,这些机会可能体现在供需关系明显改善的投资品行业与资源品行业中。“我会专门去找那些供需结构变化非常明显的行业,比如说需求有非常好的恢复,但是过去几年产能供给没有增加,同时产能供给又有明显瓶颈的行业。这样的行业盈利的正向弹性会很大,我会着意去多研究这里面的公司。当我认为市场的 β 机会可能出现的时候,我会增加对这些行业的配置。”

卓利伟：市场整体中长期估值重心处于相对低位

7月17日下午,“建信-观察家2010资本市场高峰论坛”在杭州举行。

卓利伟：大家下午好！

其实之前我们公司的研究部有一个下半年的投资策略,我自己想了一想,还想从我自己的角度谈一谈我对市场的看法,我从稍微长远的角度去谈一下我们市场的状况,我的题目叫做《穿越转型期》,比较长的时间我们的经济可能是处在转型的期间,这段时间我们投资者应该思考什么东西？

我的内容分以下几个部分，主要还是国内经济和企业盈利的趋势，还有流动性的趋势，从这个角度来看。通常我们说投资是什么，我的理解就是说投资我们要把很多复杂的东西，把它简单化，把最主要的矛盾和事物本质把握住，然后把相对确定性和持续性比较好的部分把握好。

股价的决定因素是什么，企业营业能力和绝对性，我觉得主要关键其实一个是转型期，其实我们股票市场难以达到系统性扩张，系统性风险的水平取决于我们中国经济可能面临的三大红利逐步消失以后，我们在城市化和制度改革上的成果。作为投资者，怎么判断，最后要落到投资的具体本质和各个投资的实处。我们要干的事情是找出那些存在的机会，这个可能要寻找经济领域中 RR 部分的 RR 公司，刚才其实沈博士也谈过了全球的状况，不再多说了，总体来说我们全球同样是进入一个转型期，这个特点是发展经济体肯定是去杠杆，然后居民的消费是比较好的，但是他们财政的能力是比较有限的，对我们国家，意味着落差减小。在中国，我们确实经历了 30 年的经济高速增长，目前面临的一个比较关键的问题是人口红利的消失，大约 2013 年，这个是专家认证的。改革红利在 2004 年已经消失了，。从转型期和经济结构来说，是经济结构的调整和长期发展方式的转变，从工业化起飞的阶段到一个相对成熟的经济体从过去的低成本优势推动，到有效的推动，从高要素投入到集约发展，从出口的高度依赖到内需、民生、创新的培育与发展。当然还需要我们的政治改革，这是我们中国面临的 30 年来最重要的一个转型。

在这个期间我们来考察一下，我们国内经济和企业盈利的趋势。刚才沈博士也提过了，我们国内的投资其实也很难再维持过去非常高速的增长，其实我们可以看到另外一个因素，普通制造业的固定资产投资在 2007 年过了一个高点，这几年是缓慢下行的过程，后来的增长其实更多的是政府和房地产的投资。从目前的状况来看，企业的库存还是处在比较高的水平，从这个角度来说，企业扩大再生产的趋势或者是意愿并不明显。出口刚才沈博士也提到，我

们的出口因为发达国家是一个低水平缓慢的复苏，所以不可能再像过去那么高增速，我们贸易顺差很难再维持下去。同样从工业增加值从生产效益角度来看，工业增加值这些指标也有一个持续回落的过程，经济增速的回落对我们投资者带来最主要的影响是，意味着企业盈利的回落比增速的回落更快。其实我们可以看到在黑色金属和有色金属，全社会 ROE 值在 2005 年是达到最高点，包括其它投资品，机械化工和建材其实在前几年达到高点，现在在逐步的回落，甚至在 2009 年我们固定资产增速非常快的时候，这些行业的 ROE 水平没有明显的反弹，钢铁为更典型的一个例子，我们看到钢铁的 ROE 其是在 2004 年是最高的，2009 年固定资产投入是非常快的，钢铁的更快，钢铁的库存水平和产量水平非常高，所以这种行业可能在一定的条件下需求不足的情况下，会面临着全行业亏损的状况。

另外就是说企业劳动力成本制约企业盈利能力。这一点我们从这几个图可以看出，我们从左边这个图可以看出来，从 2009 年开始我们低端劳动力面临着严重不足的状况，这是我们计划生育造成的，这一部分低端劳动力的新增部分其实每年是负的，造成低端劳动力成本的刚性增加，同时收入分配制度未来可能会有的调整，也可能对一些劳动密集型企业成本带来刚性的增加。我们同时能看到的很多行业其实盈利水平是在持续提升的，尤其是内需消费的行业，还有一些信息装备企业，具备一定较高的技术的企业，我们看到水平是持续较好的，即使在 2008 年的状况也是不错的。

另外我们还要考察的是流动性的情况，我们从这个图可以看出来，其实我们全社会的流动性可以用一个近似的值来考量，从这个图来看，在 2009 年达到一个峰值，现在处在一个比较低的水平，主要原因是尽管 2009 年影响非常大，但是我们的贸易顺差是非常厉害，全世界的流动性总供给并没有增加。另外还有一个非常重要的事情，就是房地产市场其实对流动性形成比较大的推动效应，这个数据是我自己找出来，从这个数据可以很明显的看到，从 2009 年开始，我们 2009 年全年，行政贷款有 10 万亿，但是有 1.8 万亿是消费信贷，占据的比

例是非常高的，在历史上是没有的，2007 年我们外贸很厉害的时候，全年住宅消费信贷只有 5000 亿，去年是 1.85 万亿，今年前五个月已经达到了 1 万 5，目前前五个月我们知道新增信贷大约是 4.2 万亿左右，这个比例是非常高的，同时老百姓自己口袋里掏钱付首付的钱也可以增加非常多，我们也可以看出来，2009 年我们总的住宅消费是 3.8 万亿，减掉 1.8 万亿的，这个数据在 2008 年 1.85 万亿，在 2007 年是 2 万亿，然后在 2006 年之前其实只有 1 万多亿，其实我们房地产市场的前面几年的单边上涨导致了资源配置的大变化，2009 年虽然股市上升了很多但是股市的新增并不是很多，无论从基金的生存状况来看，还是总股民的状况来看，都是比较少的，所以房地产确实是整个流动性比较大的效应。我们回到股票内部的流动性考察，我们可以看到，尽管我们目前的指数是 2400 点，但是我们流动数以后达到 15、16 万亿的水平，考虑到不减值的状况，也就是说这个跟 2007 年的 6000 美元的水平是相当的，对我们股票投资来说，我们考察整个内部的流动性，从这个角度说，是相对的意义，也反映了股票市场的状况。

另外我们可以看到在目前这一年的时间，其实股市场内部的资金和股票的关系是比较差的，这个也是为什么大家觉得现在放这么些钱为什么会这么差，这个在一定程度上做了一个解释。

另外一个可以看到，上市公司减值的状况，其实二级市场的结构高估值是非常明显的，导致了产业资本在二级市场的一个持续的状况，我们看到减值的比例一直的是比较高的，尤其是今年上半年以来，我们回过头来看流动趋势和流动性的状况，这两个因素看起来都不是太乐观，从这个角度我们来探讨一下。我们可以从美国的状况来看，当美国经济增速明显回落的时候，他整个市场的 PE 下降更快。另外还有一个要注意的，我们现在和历史相比是处在相对低的状况，如果经济潜在明显下滑的话，意味着很多企业营业能力更快速度下滑，那么长期布置的中心有可能会下去，也就是说历史上有低点，从逻辑上可能未必是成立的。这几个

图是我们全国 A 股整体反映跟股指的状况，现在 PE 水平是接近了 2008 年的低点，我们可以看到我们全国的 ROE 水平在 2007 年达到了历史估值，今年第一季度我记得是回到了 16%，从我们前面分析来看，ROE 水平可能处在一个相对长时间下滑的水平。总结一下转型期我们中国 A 股的本质，从企业盈利的角度，全球经济与中国经济可能会明显下一个台阶，全社会资本回报率下降。对股票市场来说，意味着整体 ROE 处在相对低位徘徊。有一些行业或公司低迷情况下的盈利能力逐步上升。从流动性看，家庭部门对资本市场资金供给的边际贡献递减。

从股市表征，无法出现经济扩张与流动性泛滥的重合，那么系统性的扩张几乎不可能，市场整体的中长期估值重心处于相对低位，不排除击穿历史底部的可能。

下面看看这些大概的机会，我们看看其他经济体的状况，表现最好的是医药，然后是交通设备，然后是零售保险，交通设备等比较典型的优势行业。美国过去十年的牛股我们也可以看到，还是以消费内需为主的。我们看一些具体公司的状况，比如说日本在过去的 20 年，有一家零售公司，他的经营效益是非常好，我们可以看到从 1992 年开始，一直到 2007 年销售的非常快，还有一个公司也是比较熟悉的西班牙 ZARA，以全球的时尚高消费为主的，仍然维持 15%到 20%的高增长。我们觉得相对来说，国内消费内需的部门，比如说服装、家纺、小家电、日用产品，这些我们有非常大的上涨空间，随着我们经济发展的生活水平的提高，这一块的成长空间还是比较大的，另外我们的城市化还是在不断的推进之中，我想一下，未来的机会可以在以下的几个方面。

我给它概括一下，基于改善民生的自发性消费品，这个一部分在必需消费品，一部分在可选消费品，这些可能会有比较好的投资机会。这个有一个表格是分类的，几个消费品的产品，我们可以看到，其实各个服装类、加盟类、家电、还有护理用品，行业成长空间很大，竞争结构还是不错的，或者很多有充分自由的市场竞争，有一些企业是不错的。

比如我们杭州娃哈哈光营养快线就有 90 亿，我们浙江还有另外一个公司森马，它今年的销售增长也在 40%到 50%左右，销售规模今年达到 80 亿左右，实际上他们成长非常好，经营非常好。还有就是帮助客户降低劳动力成本、提高效率、实现产业升级的现代服务业，如软件、供应链管理提供商等。还有与居民生活方式改变的相关行业，比如说文化传媒娱乐、互联网、餐饮旅游等。当然我们关注企业是否具有核心技术，或者对核心部件的制造能力是否符合发展的方向，还要看产业化程度还要看政策的导向，还要看经济结构和行业之间各个要素。还有像优秀制造业，可能看上去很传统的行业，这里有一些东西还是有价值的。当然我们所有讲的这些机会，都离不开估值或者相对估值的评判，我就讲这么多，谢谢各位！

卓利伟：经济转型中蕴藏投资机会

7 月 27 日，建信观察家资本市场高峰论坛在杭州举行，本次论坛旨在对当前经济热点进行分析，并指出下一阶段的政策方向、投资关注方向。建信基金管理公司基金经理卓利伟在主题演讲时表示，未来经济转型是不可避免的，而这种转型中也蕴藏着投资机会。

以下是卓利伟先生的演讲实录：

大家下午好！

其实之前我们公司的研究部有一个下半年的投资策略，我自己想了一想，还想从我自己的角度谈一谈我对市场的看法，我从稍微长远的角度去谈一下我们市场的状况，我的题目叫做《穿越转型期》，比较长的时间我们的经济可能是处在转型的期间，这段时间我们投资者应该思考什么东西？

我的内容分以下几个部分，主要还是国内经济和企业盈利的趋势，还有流动性的趋势，从这个角度来看。通常我们说投资是什么，我的理解就是说投资我们要把很多复杂的东西，把它简单化，把最主要的矛盾和事物本质把握住，然后把相对确定性和持续性比较好的部分把握好。

股价的决定因素是什么，企业营业能力和绝对性，我觉得主要关键其实一个是转型期，其实我们股票市场难以达到系统性扩张，系统性风险的水平取决于我们中国经济可能面临的三大红利逐步消失以后，我们在城市化和制度改革上的成果。作为投资者，怎么判断，最后要落到投资的具体本质和各个投资的实处。我们要干的事情是找出那些存在的机会，这个可能要寻找经济领域中 RR 部分的 RR 公司，刚才其实沈博士也谈过了全球的状况，不再多说了，总体来说我们全球同样是进入一个转型期，这个特点是发展经济体肯定是去杠杆，然后居民的消费是比较好的，但是他们财政的能力是比较有限的，对我们国家，意味着落差减小。在中国，我们确实经历了 30 年的经济高速增长，目前面临的一个比较关键的问题是人口红利的消失，大约 2013 年，这个是专家论证的。改革红利在 2004 年已经消失了，从转型期和经济结构来说，是经济结构的调整 and 长期发展方式了转变，从工业化起飞的阶段到一个相对成熟的经济体从过去的低成本优势推动，到有效的推动，从高要素投入到集约发展，从出口的高度依赖到内需、民生、创新的培育与发展。当然还需要我们的政治改革，甚至是政治体制的改革，这是我们中国面临的 30 年来最重要的一个转型。

在这个期间我们来考察一下，我们国内经济和企业盈利的趋势。刚才沈博士也提过了，我们国内的投资其实也很难再维持过去非常高速的增长，其实我们可以看到另外一个因素，普通制造业的固定资产投资在 2007 年过了一个高点，这几年是缓慢下行的过程，后来的增长其实更多的是政府和房地产的投资。从目前的状况来看，企业的库存还是处在比较高的水平，从这个角度来说，企业扩大再生产的趋势或者是意愿并不明显。出口刚才沈博士也提到，我

们的出口因为发达国家是一个低水平缓慢的复苏，所以不可能再像过去那么高增速，我们贸易顺差很难再维持下去。同样从工业增加值从生产效益角度来看，工业增加值这些指标也有一个持续回落的过程，经济增速的回落对我们投资者带来最主要的意味着企业盈利的回落比增速的回落更快。其实我们可以看到在黑色金属和有色金属，全社会 ROE 值在 2005 年是达到最高点，包括其它投资品，机械化工和建材其实在前几年达到高点，现在在逐步的回落，甚至在 2009 年我们固定资产增速非常快的时候，这些行业的 ROE 水平没有明显的反弹，钢铁为更典型的一个例子，我们看到钢铁的 ROE 其是在 2004 年是最高的，2009 年固定资产投资是非常快的，钢铁的更快，钢铁的库存水平和产量水平非常高，所以这种行业可能在一定的条件下需求不足的情况下，会面临着全行业亏损的状况。

另外就是说企业劳动力成本制约企业盈利能力。这一点我们从这几个图可以看出，其实为什么今年会发生许多罢工事件，我们从左边这个图可以看出来，从 2009 年开始我们低端劳动力面临着严重不足的状况，这是我们计划生育造成的，这一部分低端劳动力的新增部分其实每年是负的，造成低端劳动力成本的刚性增加，同时收入分配制度未来可能会的、调整，也可能对一些劳动密集型企业成本带来刚性的增加。我们同时能看到很多行业其实盈利水平是在持续提升的，尤其是内需消费的行业，还有一些信息装备企业，具备一定较高的技术的企业，我们看到水平是持续较好的，即使在 2008 年的状况也是不错的。

另外我们还要考察的是流动性的情况，我们从这个图可以看出来，其实我们全社会的流动性可以用一个近似的值来考量，从这个图来看，在 2009 年达到一个峰值，现在处在一个比较低的水平，主要原因是尽管 2009 年影响非常大，但是我们的贸易顺差是非常厉害，全世界的流动性总供给并没有增加。另外还有一个非常重要的事情，就是房地产市场其实对流动性形成比较大的推动效应，这个数据是我自己找出来，从这个数据可以很明显的看到，从 2009 年开始，我们 2009 年全年，行政贷款有 10 万亿，但是有 1.8 万亿是消费信贷，占据的比

例是非常高的，在历史上是没有的，2007 年我们外贸很厉害的时候，全年住宅消费信贷只有 5000 亿，去年是 1.85 万亿，今年前五个月已经达到了 1 万 5，目前前五个月我们知道新增信贷大约是 4.2 万亿左右，这个比例是非常高的，同时老百姓自己口袋里掏钱付首付的钱也可以增加非常多，我们也可以看出来，2009 年我们总的住宅消费是 3.8 万亿，减掉 1.8 万亿的，这个数据在 2008 年 1.85 万亿，在 2007 年是 2 万亿，然后在 2006 年之前其实只有 1 万多亿，其实我们房地产市场的前面几年的单边上涨导致了资源配置的大变化，2009 年虽然股市上升了很多但是股市的新增并不是很多，无论从基金的生存状况来看，还是总股民的状况来看，都是比较少的，所以房地产确实是整个流动性比较大的效应。我们回到股票内部的流动性考察，我们可以看到，尽管我们目前的指数是 2400 点，但是我们流动数以后达到 15、16 万亿的水平，考虑到不减值的状况，也就是说这个跟 2007 年的 6000 美元的水平是相当的，对我们股票投资来说，我们考察整个内部的流动性，从这个角度说，是相对的意义，也反映了股票市场的状况。

另外我们可以看到在目前这一年的时间，其实股市场内部的资金和股票的关系是比较差的，这个也是为什么大家觉得现在放这么些钱为什么会这么差，这个在一定程度上做了一个解释。

另外一个可以看到，上市公司减值的状况，其实二级市场的结构高估值是非常明显的，导致了产业资本在二级市场的一个持续的状况，我们看到减值的比例一直的是比较高的，尤其是今年上半年以来，我们回过头来看流动趋势和流动性的状况，这两个因素看起来都不是太乐观，从这个角度我们来探讨一下。我们可以从美国的状况来看，当美国经济增速明显回落的时候，他整个市场的 PE 下降更快。另外还有一个要注意的，我们现在和历史相比是处在相对低的状况，如果经济潜在明显下滑的话，意味着很多企业营业能力更快速度下滑，那么长期布置的中心有可能会下去，也就是说历史上有低点，从逻辑上可能未必是成立的。这几个

图是我们全国 A 股整体反映跟股指的状况，现在 PE 水平是接近了 2008 年的低点，我们可以看到我们全国的 ROE 水平在 2007 年达到了历史估值，今年第一季度我记得是回到了 16%，从我们前面分析来看，ROE 水平可能处在一个相对长时间下滑的水平。总结一下转型期我们中国 A 股的本质，从企业盈利的角度，全球经济与中国经济可能会明显下一个台阶，全社会资本回报率下降。对股票市场来说，意味着整体 ROE 处在相对低位徘徊。有一些行业或公司低迷情况下的盈利能力逐步上升。从流动性看，家庭部门对资本市场资金供给的边际贡献递减。

从股市表征，无法出现经济扩张与流动性泛滥的重合，那么系统性的扩张几乎不可能，市场整体的中长期估值重心处于相对低位，不排除击穿历史底部的可能。

下面看看这些大概的机会，我们看看其他经济体的状况，表现最好的是医药，然后是交易设备，然后是零售保险，交通设备等比较典型的优势行业。美国过去十年的牛股我们也可以看到，还是以消费内需为主的。我们看一些具体公司的状况，比如说日本在过去的 20 年，有一家零售公司，他的经营效益是非常好，我们可以看到从 1992 年开始，一直到 2007 年销售的非常快，还有一个公司也是比较熟悉的西班牙 ZARA，以全球的时尚高消费为主的，仍然维持 15%到 20%的高增长。我们觉得相对来说，国内消费内需的部门，比如说服装、家纺、小家电、日用产品，这些我们有非常大的上涨空间，随着我们经济发展的生活水平的提高，这一块的成长空间还是比较大的，另外我们的城市化还是在不断的推进之中，我想一下，未来的机会可以在以下的几个方面。

我给它概括一下，基于改善民生的自发性消费品，这个一部分在必需消费品，一部分在可选消费品，这些可能会有比较好的投资机会。这个有一个表格是分类的，几个消费品的产品，我们可以看到，其实各个服装类、加盟类、家电、还有护理用品，行业成长空间很大，竞争结构还是不错的，或者很多有充分自由的市场竞争，有一些企业是不错的。

比如我们杭州娃哈哈光营养快线就有 90 亿，我们浙江还有另外一个公司森马，它今年的销售增长也在 40%到 50%左右，销售规模今年达到 80 亿左右，实际上他们成长非常好，经营非常好。还有就是帮助客户降低劳动力成本、提高效率、实现产业升级的现代服务业，如软件、供应链管理提供商等。还有与居民生活方式改变的相关行业，比如说文化传媒娱乐、互联网、餐饮旅游等。当然我们关注企业是否具有核心技术，或者对核心部件的制造能力是否符合发展的方向，还要看产业化程度还要看政策的导向，还要看经济结构和行业之间各个要素。还有像优秀制造业，可能看上去很传统的行业，这里有一些东西还是有价值的。当然我们所有讲的这些机会，都离不开估值或者相对估值的评判，我就讲这么多，谢谢各位！

PDFMRB (搜索微信公众号“价值投资牛股 (ValueFirst1)”，下载更多研报资料)