

# 景林资产百亿掌门人蒋锦志、高云程全集

蒋锦志：景林的投资理念与策略.....	
蒋锦志：如何给企业估值 .....	13
蒋锦志：如何做到年复合收益 30%.....	22
蒋锦志：佛教、高尔夫与投资 .....	31
高云程：为什么我要坚定投资中国？ .....	54
高云程：做消费品投资，有这三句话大概率不会出错.....	68
高云程：投资三大原则 选股四个机会 .....	76
蒋彤：股票长期稳定回报的来源——中国市场的实例 .....	80
蒋彤：良好的长期投资回报值得期待.....	87
金美桥：不存在大范围消费降级.....	89
高云程、金美桥：揭秘景林的成功密码 .....	93

蒋锦志：景林的投资理念与策略

## 首先不亏钱，然后挣钱

关于投资理念可借用投资界两位大师的话来表述：

**投资法则一：永远不要赔钱；投资法则二：永远不要忘记法则一。**

——沃伦·巴菲特

**先生存，再赚钱。**——乔治·索罗斯

所有做投资的人都很清楚投资最重要的是要保本，首先不亏钱，然后再去挣钱。我们接触的很多投资者，经常让我们推荐一个股票，要马上就能涨的。

市场上有很多这样的投资流派，但我们不认同这个方法。我们只判断一只股票是便宜还是贵了，但是不能判断这个股票在短期内是涨还是跌，因为影响股票涨跌的因素有很多，包括自然灾害等不可控因素。但是从长期来说，价格还是围绕着价值走，因此只要把股票的价值看清楚了，长期看股价走势会有很大的确定性。

以前有个流行的说法是证券交易大厅空若无人的时候就去买股票，如果满世界的人都在讨论股票、买卖股票的时候就要卖掉。这个规则很对，但是一般人都难以做到，因为一般人总想抓住最高点和最低点。

投资当中，性格是非常重要的因素。在思考自身职业发展方向时，除了智商、情商外，性格也非常重要。如果你做决定的时候总喜欢跟从别人的意见，那么你可能不太适合做投资，如果你能做到独立判断且坚持己见的，则更适合做投资。很多人做了十几年，还是克服不了贪婪、恐惧等性格弱点。

为什么说保本是非常重要的呢？我们来看看下面几种情形：

	第1年	第2年	算术平均年收益率	实际年收益率
情景1	100%	-50%	25%	0%
情景2	70%	-30%	20%	9.1%
情景3	10%	10%	10%	10%

拿第一种情形来看，第一年挣了 100%，第二年亏了 50%，第一感觉是还挺厉害的，平均年收益率有 25%。但是实际上年收益率为零，你什么也没有挣到，还不如别人每年挣 5%，因此保本很重要。

但是保本也不是绝对的，就像巴菲特 2008 年金融危机时买了高盛的股票，并公开号召他人全线投入，但此后股市还跌了 20%多，当时很多人认为巴菲特错了。但是到现在来看，巴菲特的收益率非常高。

因此不亏钱并不是要求不能暂时亏钱，市场价格在短期内并不一定能完全反映价值，但是长期看两者会趋同。比如一个股票值 4 元钱，在 2 块钱时，你觉得很便宜了，于是买了，但是却跌到一元钱，长期看这并不一定是个亏钱的投资，因此是亏或是赚一定意义上取决于能不能坚持。

## 散户经常亏钱的两个原因

我们做投资会遇到各种各样的人，比如炒题材的人，炒对了就会翻一番。但是实际的收益率要看发生的概率有多大。

回报率	50%	20%
发生的概率	20%	80%
期望收益率	10%	16%

比如有两种投资，第一种可能回报率为 50%，第二种可能回报率为 20%，很多人会毫不犹豫选择第一种，但是忽略了一个非常重要的概念——发生的概率。比如第一种发生的概率只有 20%，而第二种发生的概率有 80%，那么实际上第一种的期望收益率只有 10%，而第二种有 16%，超过第一种。

散户为什么经常会亏钱，一个方面是不能坚持，另一个方面是不考虑概率。因此我对研究员的态度是推荐最有把握、且确定性最高的几个股票，而不是推荐一堆股票或是推荐潜在涨幅大但确定性不高的股票。我们首先要追求确定性，在此基础上再追求盈利最大化。这又回到我刚才所讲的，保本才是最重要的。

## 复利的威力——投资需要时间和耐心

投资是需要耐心 and 时间的。如果你想一夜暴富，你就会铤而走险，那么盈利的概率就会大大降低。相反如果能长期坚持，就算年回报率不高，最后也能取得非常可观的收益。

举个例子，巴菲特 40 岁的时候有 5000 万美元的资产，低于当时很多的同龄人，但是现在却成为屈指可数的大富豪，原因是其能长期维持 20% 的复合增长率。

再比如，伊丽莎白女皇给哥伦布环球探险的投资资本是 3 万美元，若以年收益率 4% 复利至现在值 200 万亿美元，远远超过环球探险的收益。

法国的法兰西一世在 1540 年支付了 4000 金盾（相当于 2 万美元）购买了达芬奇的《蒙娜丽莎》，若以年收益率 6% 复利至现在将超过 100 万亿美元。

1626 年美国土著仅以 24 美元将曼哈顿卖给白人，但若将其以 10% 的年收益率复利至今，其价值将超越目前纽约所有房地产总值。

因此复利是非常厉害的。我们再来看复利的计算例子：**1 元的初始投资，按每年 30% 的回报率，经过 40 年，就有 36119 元。如果是一万元的初始投资，就有 3.6 亿。**

因此，投资心态非常重要，不要期望一夜暴富，每年能稳定挣一点钱，不亏钱，将来就会有很好的收益。

你们年轻人相比我们就很有优势，年纪相差 20 岁，如果每年能保持 5% 的收益率，最后的收益会很可观。所以，**健康长寿和长期投资是财富积累的必要条件。**

### 投资三原则

我们的投资原则有三点：

**1，按照投资实业一样来研究个股，强调实地调研，追求确定性强的预期收益。**

我们的投资逻辑很简单，就是要像投资非上市公司一样去投资股票。**投资上市公司和非上市公司的最大差别就是流动性。**

我经常和很多人讲，有些人买车和买房子会考察很多个方面，可是买上千万的股票时考虑的因素反而比几百万的房子要少。

去年，我们做了五六亿的 PE 投资，有人说你们做二级市场的怎么也做 PE 呢？那是因为我们认为两种业务的根本原则和分析方法是相同的，区别在于 PE 的项目在暗处，你需要去找到它，并且让企业家认识到你能给他们增值，让企业家接受你，然后起草并签署投资协议，做好投后管理。我们的投资方法就是用 PE 投资的理念去投资二级市场。

2，深入分析公司商业模式及在产业链上的竞争优势；注重公司长期稳定的盈利能力和良好的成长性；密切关注公司管理团队和公司治理结构。

当投资规模比较大的项目时，我们需要当面考察它的领导团队、公司内部员工，考察它的竞争对手，多方面考察这个公司。我们觉得考察竞争对手和咨询行业专家非常

常重要，从行业专家、公司的上下游去了解信息，才能更全面的把握一个公司。

我们更看重的是财务报表背后的东西，财务报表只反映过去。要了解一个公司的管理水平和竞争优势，就必须从行业和竞争对手处去获取信息，并进行论证。因此行业研究员和基金经理不仅要智商高，情商也很重要，要能和各方面建立良好的沟通渠道。

在投资上我们倾向于长期性的，但是也会做短期投资，比如我们发现我们看错了，就会立即离开，这就是一笔短期的投资。而且长期投资并不代表几十年不动，长期和短期是相对的，长期投资是一个公司从价格很便宜到很贵的过程，很贵的时候我们会走。

一般来说，一个公司从便宜到贵是个相对长期的过程。一个公司长期没有竞争力，就算非常便宜也不行，如果碰到 SARS 等特殊情况，这个公司很可能就完蛋了。

因此，一定要买一个有长期竞争力的公司，时间越长公司价值越大，也越有把握，比如茅台、腾讯等，如果碰到 SARS，短期股价可能会跌很多，但是从长期看公司依然有稳定的盈利能力和良好的成长性，估值一定会修复。

巴菲特为什么这么强调时间和耐心，是因为他的投资规模、角度和视野也要求他必须着眼长期。

### 3，投资策略：坚持组合投资并适当集中投资。

我们认为长期投资要做得好，必须要恰当的分散风险。当投资一个很有潜力的公司时，如果发生了不可抗力事件，就可能会对你的投资造成非常严重的影响，因此必须恰当的分散风险，但是也不能太分散，投资太分散了会导致你无法深入了解每一个公司。一般情况下，有 20-30 支股票就能分散掉 90% 的风险。

### 怎么看行业？

在对一个公司进行分析的时候，我们不仅要看公司本身，也要看宏观政策等外部环境。比如我们预测人民币会升值，如果人民币升值会对这个公司造成不利影响，我们在投资的时候就要非常慎重。因为宏观环境首先会对整个行业产生影响，进而影响目标企业，因此宏观分析不可或缺。



但是，对投资者而言，更重要的是行业和个股。比如一些个股，宏观越不好它可能会越好，比如心理咨询。因此，在进行投资组合时，需要考虑这些因素。

对投资者来说，怎么看行业和公司是非常重要的，也是需要经验的。我们是非常偏好轻资产的模式，轻资产本身对资本的消耗非常小。这就是为什么大家喜欢投资消费品，因为它对资本的消耗非常低。

比如茅台，其产能扩张所需要的资本相对于其产出或利润来说是非常小的。比如张裕，它实际上是一个品牌性的公司，产能的扩张不需要很大的投入，但公司仍能迅速发展，而且每年派息率很高，有几年几乎是 100%。很多公司不可能在维持高分红的同时还能维持高增长，但是张裕这类对资本消耗很少的公司就可以。

再比如腾讯、淘宝等很多互联网的公司，一旦烧钱期过了也是非常好的投资对象。很多公司，如某些制造业，能挣钱但是资本消耗非常大，股东总是拿不到现金回报，而且需要不断的投入大规模的资金才能维持增长。

很多人喜欢消费品和品牌类的企业还有另一个因素，品牌能形成壁垒，提升产品的议价能力。比如蒙牛和伊利，对大部分的消费者来说是不可能去测量哪个营养含量高，哪个污染少，主要是靠品牌来区分。但是对工业品公司来说，下游是厂家，会检测产品的技术含量，如果产品内在品质和含量能很容易被检测出来或很容易被替换，那么这个产品还没有形成品牌，还需要不断地更新技术，降低成本，这类企业会做得非常辛苦，而且一不小心就会被替代。

像茅台和可口可乐这样的公司，成长和品牌建设是需要时间的，同样品牌的衰退也需要时间，正常情况下不会一夜跨下来，而工业品公司如果出现了一个很强的竞争对手或产品被替代，很有可能一年内就消失。这就是怎么样看行业，这是我们的经验理解。

### 怎么给股票定价？

另外，再探讨一下怎么样给股票定价的问题，我认为 **DCF 贴现是最好的方法**。当然贴现率方法有很多的局限性，所以才出现了市盈率，实际上，市盈率是 DCF 贴现的简化方法。当然也还有其它方法如重置价值，市净率等。

对于投资价值而言，很多散户就看股价高低，专业一点的投资者看盈利和市值，更专业的看 EV。EV 就是企业价值，这在收购兼并里面经常用到。巴菲特曾说，如果你不想把整个公司买下来就不要去买一部分，但是 EV 的重要性却很容易被很多相对比较专业的研究员忽略。EV 和市值的概念非常简单客观。我们在比较两个公司时就会比较其 EV，而不仅仅是比较其市盈率或增长率等。

举个例子，有两个房子，价值都是 100 万，一个房子有贷款，另一个没有贷款，买家支付的价格是不一样的。这个道理也适用于股票的购买。另外，**资产的重估价值也很有用，在地产和资源行业中尤为重要。**

从以上可以看出，不同的行业其估值方法是不同的。我们就曾投资过市盈率很高的企业，因为我们看中了其资产的价值和团队，也就是说如果只看市盈率就会失去很多机会。2007 年，我们认为地产股的股价太贵了，因为我们觉得土地的重估价值没有那么高，但是很多人用市盈率和增长率去比较觉得不贵。

估算一个公司的价值，要看很多因素。比如腾讯，刚开始的增长很慢，2004、2005 年是 5 元港币左右，虽然其财务上的增长不高，但是用户人数的增长却很快。腾讯、百度、阿里巴巴都是平台性的公司，而不是商品性的公司。**看互联网，就要看其同时在线的人数，因此 EV 的角度比 PE 的角度更全面。**

再比如有些公司，它们的账上现金相对于市值很大，可以用来派息，也不能只看市盈率。还有些公司现在投入很大，但产出主要在未来，也不能简单看短期市盈率。总之，研究的角度不同，得出的结论也不同。

### 怎么看公司？

我们怎么样看公司，前面已经说了一些因素，还有其他比较重要的因素。归纳起来是，**对成长类公司就看成长，对于资产类的公司就要看资产价值，看资产价格是不是在不停的变大。**

光便宜没用，如果这个公司管理层很糟糕，今天资产价值值 10 块，明天可能会变成 8 块钱，后天又会变成 4 块钱，所以公司资产价值的成长非常重要，千万不要经常毁灭公司价值的团队。

还有，我们也要看公司是否有壁垒，与其他公司相比是不是有竞争优势，公司有没有未来。另外，公司治理也非常重要，企业家也非常重要，中国的企业和企业家是非常紧密的结合在一起的。对于企业的长期发展，团队十分重要。虽然我们很看重持续成长类的公司，我们也不排斥“turnaround”的公司，也就是“乌鸡变凤凰”的公司。

2007 年表面上看股价已经很贵，市盈率很高的时候，我们还是花了很多钱买了古井贡 B。该公司的原管理层较差，换了管理层后，我们经过接触，觉得新管理层的水平不错而且想做事，加上公司品牌本身基础好，行业不错。事实证明，虽然新管理层也犯了一些错误，但是整体来说公司成长的非常快。

这就属于个别公司的“turnaround”，这种公司如果抓对了会赚很多钱，但这种机会比较少。行业的“turnaround”的机会就相对比较多，行业的波动周期从低谷到上升期的时候就是行业的“turnaround”，这种机会抓好了也会有很好的盈利。

### 怎么做资产配置？

资产配置是构建风险最小化和收益最大化的资产组合。在目标收益下，把组合的风险系数降到最低。在不同行业之间配置，以避免行业过分集中。必须考虑投资组合

是不是面临一些共同的风险，一旦这些风险来临就会造成很大的伤害，要尽量避免这种现象的出现。因此做投资组合时就要考虑组合面临哪些共同的风险。

例如投资企业都是出口企业，如果人民币大幅升值，所有投资企业都会承受风险；再比如你投资的企业都是跟日本有密切业务往来的企业，如果中日关系一旦紧张，则会受到损失。**因而把组合股票间相关系数降下来，是进行风控的原则。**

在港股方面，我们除了投资股票，有时候也投资可转债，或是海外的私募配售，相当于国内的增发。在香港我们也会做一些其他交易，比如套利，理论是长期无风险的，但是短期来看，也会存在风险。我们一直给投资者讲，我们愿意承受短期的亏损，换取长期的盈利。有时候市场短期非理性的事情是很多的。

我们也做多空配对，以后大家做对冲基金和融资融券时可以参考一下。比如我们做同行业的配对交易，举个例子，买深发展，沽浦发，这样基本上把宏观，行业和系统风险都消除了。

还有就是跨行业配对的。举个例子，腾讯如果未来每年能增长 50%，百盛每年增长 20%，但是他们的市盈率都一样，这样就可以买腾讯，来沽百盛。

**蒋锦志：如何给企业估值**

## 一、景林的投资理念：长期基本面价值投资的信仰者。

景林一直坚持的是价值投资，深度的基本面研究。我们对公司的估值，不是简单地用 PE/PB 这些指标，仅将其作为参考。作为一个基本面投资者，最常采用、也是最有效的办法，就是**自由现金流贴现**。

简单来说，把一家公司未来每年赚取的现金，减去未来保持企业发展的投入，剩下的股东收益部分，就可以叫做自由现金流。未来十几年，甚至三十年的自由现金流，按照一个合理的利率贴现回来，汇总后就可以得到一个企业的估值。

这种方法更接近实业投资者的投资理念。

现金流折现模型（也就是所谓的 **DCF 模型**）包含最重要的几个因素：

- **长期**

企业的价值，是由长期的现金流贴现得到的，这里的**长期**很重要。对于我们来说，一个企业当年盈利与否不重要，未来一两年是否盈利可能也没那么重要。

而一定看的是企业未来长远发展的自由现金流。

所以像阿里巴巴、京东刚开始时并没有盈利，但是他们的业务增速非常快，市场份额和客户数量快速增长，这也是最初投资人在他们未获得大量利润的时候能给出较高估值的重要理由。

- **好的商业模式**

像茅台这样的公司，基本上未来的增长不需要太多的投入。这一类公司的自由现金流就很好。但另一种公司，未来增长需要巨额的投入，甚至把历史的利润都要投进去。这类公司长期来看，如果持续需要投入，它的估值是不能够给很高的。

所以，公司的商业模式在估值模型中也起着决定性的作用。

### • 贴现率

简单来说，一家公司经营越稳定，那么所对应的贴现率就越低。举例来说，国债目前在 4% 左右水平，但是很多企业债利率到 11%、12% 都很难融到资。国债是由国家信用背书的。由此看出，越稳定的机构对应的信用情况越好，市场所给到的贴现率越低。

所以，稳定的公司贴现率要求越低，市场给出的估值就要高得多。

我们看到很多优秀的蓝筹公司，估值有了很大的修复。其实就是投资者对估值理论有了更清醒的认识。市场逐渐意识到，一些优秀的公司从理论上比业绩不稳定的公司、不可预测的公司估值应该要高很多。

长期来看，当年盈利占一家公司的估值比重很少。考虑一家公司，最主要看的就是商业模式是否合理、经营团队是否足够优秀、公司文化是否优秀、公司的商业壁垒是否足够高，这些要素能够长期持续地影响业绩增长。

另一方面，一些中小的公司是很难预测十年以后是否还存在。但像茅台、腾讯这样的企业在可预测的将来经营都会很稳定、增长都相对确定。



所以这就是说，**自由现金流贴现**就是今年以来市场对于优秀的、可持续成长的公司给出了一个较高估值的理论基础。

而这也是景林最核心的投资分析理论基础和投资逻辑。

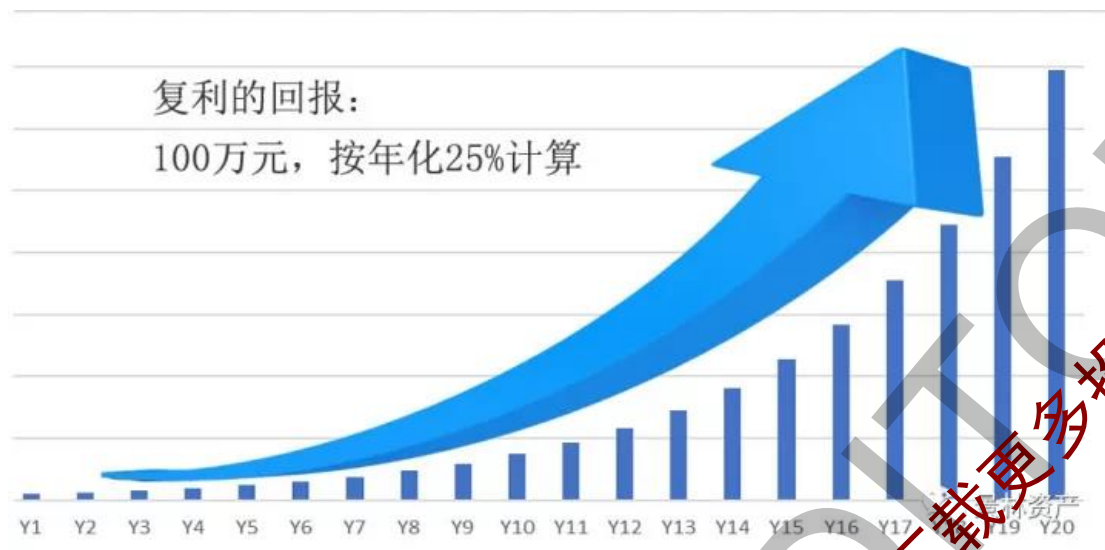
再总结一下，今年一批优秀蓝筹股涨幅比较高的主要原因：（1）长期盈利的确定性、持续性逻辑清晰；（2）壁垒足够高；（3）公司之前估值偏低，而今年业绩增长快。

这个逻辑与国际市场经验是一致的。我们看到在港股市场龙头股票估值较高，同行业的中小公司估值会差很远。

最后强调一点，DCF 模型短期不一定有效，短期市场的波动很难用这套方法来预测。但是长期来看，我们认为这是一套非常有效的投资方法与理论。举例来说，过去几年翻了几倍的股票，它的市值增加与它的盈利增加方向是一致的。像茅台从 2001 年上市，它的盈利上涨了 80 多倍，市值上涨了 100 多倍。短期看当中某一年，茅台的盈利与股价方向可能是不一致的，但是拉长了看，两者的相关系数就非常得强。

从经验上看，长期投资是非常有价值的。投资优秀的公司，长期业绩的回报是个必然的结果。





假设每年 25% 的回报（景林金色中国过去 13 年剔除费用后的年化平均复利回报），10 年是 9.3 倍，20 年是 86 倍，30 年是 800 多倍。从复利的角度来看，长期的、耐心的投资，对于财富的积累是非常重要的。

投资股票是这样，投资基金也是这样。

投资一家优秀公司的股票，如果经常择时选时，做出买进卖出的操作，很大可能赚不到很好的回报。大多数人是做不好择时的，从数据上看，可能做不过长期持有不交易的人。所以希望投资者也能抱着长期投资的心态申购景林的产品。

## 二、市场分析：为什么今年一批优秀的蓝筹股涨幅特别好？

通过对上市公司的分析，在大部分行业，行业集中度在过去几年有一个加速上升。前几名企业的市场份额在不断增加。

我们以 A 股上市公司营收口径计算 CRn 指数。对比 2016 年和 2010 年，一级行业中极高寡占型行业数量由 6 个增加到 9 个，低集中寡占型行业数量由 10 个增加到 15 个，高集中度行业数量增加。相反，竞争型行业数量由 12 个锐减到 5 个，低集中度行业数量锐减。**A 股市场整体的行业集中度上升。**

市场结构	2016 年行业（一级）	2010 年行业（一级）
极高寡占型 CR8≥70%	采掘、建筑装饰、通信、非银金融、银行、国防军工、休闲服务、家用电器	非银金融、通信、采掘、化工、银行、建筑装饰
低集中寡占型 40%≤CR8<70%	化工、汽车、有色金属、农林牧渔、交通运输、食品饮料、钢铁、综合、房地产、建筑材料、机械设备、计算机、公用事业、轻工制造、商业贸易、纺织服装、电子	国防军工、计算机、休闲服务、家用电器、汽车、有色金属、公用事业、交通运输、食品饮料、电气设备
低集中竞争型 20%≤CR8<40%	电气设备、传媒、医药生物	建筑材料、商业贸易、钢铁、农林牧渔、综合、轻工制造、房地产、机械设备、纺织服装、医药生物、传媒、电子
分散竞争型 CR8<20%	无	无

资料来源：Choice, 华泰证券研究所

以互联网行业来看，头部公司增长要比其他公司快得多。比如腾讯、阿里巴巴，到今年三季度，今年的利润及收入都有非常可观的增长。行业第一名的增长速度要远远快过其他公司，头部效应非常明显。

不光是在互联网，传统行业都是这个情况。像白酒行业的茅台、五粮液，安防领域的海康、大华，白色家电的格力、美的，龙头公司的增长速度远超其他公司。

出现这种现象的原因有很多，我们认为主要理由有这么几点：

#### 互联网的普及

互联网打破了区域信息的壁垒，信息变得透明，全国人民通过互联网掌握了接近一致的商品信息。优秀的产品突破了区域限制，原本存在于区域市场的壁垒被打破。互联网加快了传播的效率，让优秀产品更容易被更多人知道。

- **完善的基础设施建设**

包括物流、信息化、支付体系等基础体系建设在中国近几年快速发展，使优秀商品在全国范围内更便于取得。

- **大公司的规模效应**

大公司的边际研发成本、边际营销成本更低。并且，我们发现越大的龙头公司，近年来在研发投入的支出占收入比重越高。这进一步推动公司生产更有竞争力的商品。

- **信息化和互联网化让公司内部管理效率大幅提高**

从前投资者会担心“大公司病”——内部效率低下，会成为阻碍其发展的一大负面因素。但是随着信息化、系统化的发展与普及，现在大公司的管理层可以很清楚地知道基层第一线的销售情况、客户反馈等信息，这在从前是无法想象的。

信息化和互联网化让大公司管理效率有了很大提升，管理半径有了极大提高。按经典理论，当内部效率大于外部合作效率时，就容易出现强者恒强的局面。

上述因素叠加起来，我们看到很多行业的龙头公司业绩增长远快于其他公司，这也是今年以来蓝筹股股价有了很快增长的重要原因。

另外一部分原因，就在于这些公司估值的提升。如前所述，大公司盈利的稳定性、可持续性更好，贴现率更低，市场给出的估值就是应该更高。比如港交所的估值，过去

这么多年很少会低于 30 倍。主要原因就是港交所处于垄断地位，业绩稳定，可预见性强。

越来越多的人认可价值投资以后，这些好股票原来估值较低，于是市场会对其进行估值修复，达到一个更合理的估值。未来来看，这种趋势会继续延续，这是由于经典投资理论所决定的。

### 三、市场估值水平

从蓝筹公司整体而言，目前少数公司会有局部泡沫，但大部分蓝筹公司的估值只是从相对较低变为一个合理的估值水平。

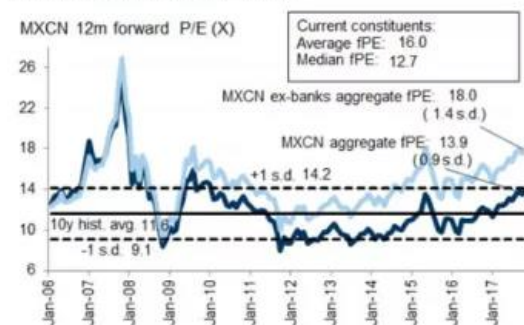
为什么很多中小股票一直没有什么表现呢？

目前中小板、创业板的估值是不便宜的。但是我们看到局部中小创公司越来越有价值。但长期看，有大量中小创公司估值还是偏高的，不排除未来 A 股也会出现与香港市场一样的“仙股”的可能性。

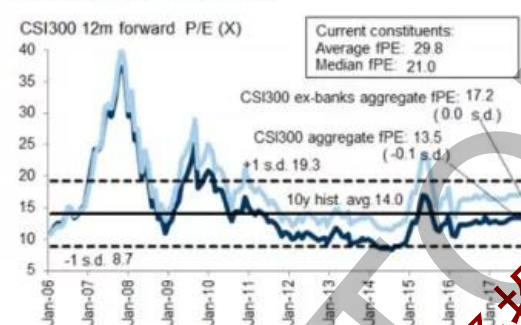
所以大家一定要注意每个公司的基本面与未来成长。不少中小创公司的估值即使跌到现在仍然偏贵，未来还存在再跌一半的可能。这里指的是部分公司，不是说整体和指数。

## China valuations

12-month forward P/E for MSCI China, past 10 years



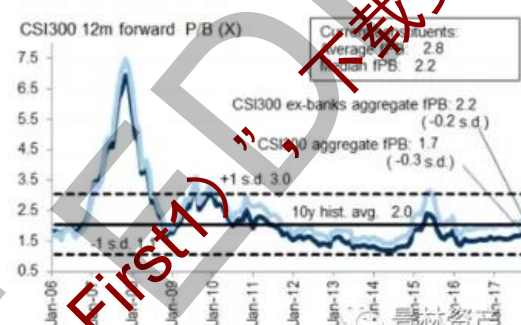
12-month forward P/E for CSI300, past 10 years



12-month forward P/B for MSCI China, past 10 years



12-month forward P/B for CSI300, past 10 years



对于蓝筹指数，从历史综合比较来看，目前处于历史中值水平。不便宜，但是也算不上贵。另外与全球其他市场指数相比，沪深 300、MSCI 中国指数估值并不高。

目前时点来看，今年大部分蓝筹股优异的表现主要来自于其业绩的高速增长。同时由于价值投资理念的深入，市场对于优秀公司盈利的稳定性更加看重，这些公司的估值上了一个台阶，目前看和国际同类龙头企业的估值水平接近了。

按明年（2018 年）的估值预期，大部分蓝筹公司估值是合理的。也有一些 A 股中小市值子行业龙头公司越来越有价值，但是很多中小公司估值仍然过高，股价可能会继续下跌。

当然，如果市场对于蓝筹股持续大幅度追捧，股价再继续上涨一段时间，那么这些公司的估值可能会出现问题。近期出现的蓝筹股股价的调整，这是一个很好的现象，给未来的股价增长留出了空间。如果一些优秀公司最近跌得比较多，可能会是一个非常好的投资机会。

需要提前指出，明年的涨幅应该不会像 2017 年这么高。主要原因如前所述，2017 年的这一波蓝筹股行情除了来自于业绩高速增长，还有很大原因是估值的修复与提升。明年我们组合的盈利来源可能主要会来自于所投上市公司的业绩增长。

最后需要提示的是，市场风险是永远存在的。目前来看，主要包括地缘政治风险、进一步加强金融监管和银根收紧带来的短期波动等。

所以整体而言，站在今天这个时点上，我们既不悲观，也不过分乐观。我们挑选好的公司，赚取其相对确定的未来业绩增长的钱。从投资的角度来说，市场会给真正的价值投资者提供一个长期盈利的机会。

## 蒋锦志：如何做到年复合收益 30%

一、主持人：大家好，今天我们非常有幸地邀请到景林资产的创始人蒋锦志先生，跟景林产品的投资人一起回顾过往几年的投资实践以及分享他的投资理念。



感谢大家耐心倾听,大家都知道,景林资产作为私募界的常青树,已经成立了 15 年,管理规模也长期稳定在第一梯队。其坚持的价值投资理念深得市场认可,业绩更是历经市场牛熊检验,接下来我们请蒋总做个归因分析,哪些事情做对了,哪些地方还有缺憾。

答:1、感谢主持人,感谢投资人对我们长期业绩的肯定。我们总结了一下,景林的业绩主要来自我们长期坚持的价值投资理念和用做实业的方式对基本面进行的深入研究;我们在估值合理和低估值下,长期坚持高仓位,同时我们选择了最优秀的公司,我们长期持有最优秀的公司。

我们坚信,股价增长跟公司的业绩具有高度相关性,短期看可能并不完全一致,但长期看一定是高度相关。我们看了下,每次绩优蓝筹股表现好的时候,我们业绩都很好,比如 14 年下半年、17 年、19 年上半年我们公司产品的业绩都非常好。

我们不仅享受了绩优蓝筹股的业绩成长,而且还享受了这些公司从估值折扣到估值合理的双重红利。

举两个例子说明我们的业绩怎么来?某白酒龙头企业:上市以来市值上涨了 137 倍,净利润上涨了 129 倍(假设 19 年 22%增速)。某互联网龙头企业:上市以来市值上涨了 329 倍,净利润上涨了 217 倍(假设 19 年 22%增速)。我们通过长期持有这样的优质股票获得了非常优秀的产品业绩。如果说哪些事情做对了,就是选对了优秀的行业龙头公司并坚持了长期高仓位持有。

2、我们这个策略怎么来的呢？

一是我们长期做国际市场，有国际市场的经验，在香港、美国都是绩优股估值更高，龙头公司估值比非龙头公司估值明显高很多。

二是这个策略有理论依据，我们过去一直持续跟投资者强调 DCF 定价是我们使用的最重要的公司定价方法。从 DCF 逻辑来看，优质龙头股的确定性就应该有估值溢价，我们很早就看明白这点，这个 DCF 模型就是我们对公司估值的核心依据。从 DCF 理论推演，我们很早提出绩优蓝筹的估值回归，我们在 17、18 年用 DCF 框架与投资人反复交流确定性溢价的问题，参加过我们过往电话会和路演的投资者都清楚我们这方面的观点。实践证明，这种策略越来越被市场高度认可。

我们在估值低估和合理的情况下，倾向于高仓位长期持有优秀公司。我们在仓位选择时候会反复考虑是持有股票好，还是持有现金和国债好，我们宁可承受股价的短期波动。

很多人把风险简单定义为股票价格波动性，但真正的风险是本金的永久亏损。

3、过去几年有哪些缺憾呢？我们不是择时者，不可能在择时上也做得好，而且择时在全世界范围来看也非常难。我们不择时，但也不代表我们在大的时机方面不做选择，比如估值太贵了我们也会卖出，在市场恐慌、估值严重被低估时我们选择逆势买入，我们把握长周期和大拐点。



所以我们业绩也会有波动性，短期波动性是我们的缺憾；但作为一个坚定的价值投资者，没有一个方法是十全十美的。

4、我们坚定看好中国，尤其看好优秀公司的长期成长，估值合理和低估时候坚定持有，这也是我们业绩有波动的原因。

**二、景林为什么从成立以来就一直坚持价值投资这个策略，很长一段时间 A 股市场追逐更多的是做成长股或趋势投资风格的，景林是如何应对的？**

答：1、价值投资是众多投资方法的一种，但是价值投资又是生命力最长、在很多市场被验证过的好方法。价值投资的精髓是相信好企业会创造超额收益，赚企业增长的钱而不是市场博弈的钱。

2、景林国内产品 2015 年之后的业绩相对突出，而这之前，我们国内产品的表现虽然稳定但也不是那么突出，除了 14 年。2012-15 年，A 股市场更多的是在追逐趋势投资机会，更看重并购重组、板块轮动、题材等市场热点炒作，这个风格在相当长一段时间内占据了市场的主流，市场对于基本面优秀的大盘蓝筹股长期低估，而对于善于进行概念炒作的公司过度追捧，造就了不少神话。在这样的大环境下，景林依然选择了坚守自己的投资风格。所以在 2012-15 年这段时间，景林的业绩虽然稳定，但在同业中表现并不特别突出。我记得 12-15 年时候我们出去跟客户交流、路演，讲价值投资和公司基本面，还被人嘲笑“看基本面输在了起跑线上”。

3、景林的投资决策都是基于公司未来长周期确定性增长而做出的买入决策。因此，在 2012-15 年的市场，偏好题材股、偏好短期利好频繁快进快出的风格并不适合景林，我们也没有参与。

景林价值基金的换手率低于行业平均水平，2018 年换手率仅 1 倍，2019 年截至到昨天换手率只有 0.38 倍。

我们对国内产品的业绩做了历史分析，每次蓝筹股表现很好的时候，我们的业绩都相对很好，例如 2014 年下半年、17 年、2019 年上半年。这与我们上面提到的享受了成长+估值回归的双重红利的逻辑一致的。

如果一个基金靠消息或靠题材，周转率不会低。

4、有媒体把我们景林一级市场投资的项目，错误的归在了景林二级市场产品下面。实际上大部分 PE 项目本身规模和体量不大，稍微投资了一点就容易到持仓前列；这些持仓被不少媒体算在了二级市场下面，与我们二级市场实际的持仓不符。熟悉我们的客户和渠道知道，我们的主要持仓是在中大盘蓝筹股上，而且持有期相对较长。

三、景林拥有庞大的投研团队，团队内部如何协调分工？

答：1、景林是一家非常强调基本面研究的公司，强调 360 度调研，要做非常深入的产业研究。研究要做深做透，需要足够的人员做支撑，我们的很多研究员具有长时间的产业背景和经验。

我们不光是做国内产业研究，还要做全球产业研究，所以我们要有足够的投研团队。我们还要看境外上市的中国公司，更重要的是我们要在全球范围进行估值比较，看这个公司在全球范围内同类公司的竞争力比较，进行全球的基本面研究。

我们保持比较强大的团队，人力比较多，这也有利于我们内部建立适当的优胜劣汰机制，也为人员周转留有空间。

2、我们的投研团队是按行业进行分类，基本做到了全行业覆盖。从内部的协调分工来看，一般由研究员提出观点，行业小组内部讨论，基金经理讨论，最后在公司内进行集中讨论。

我们内部对研究员有深度报告制度要求，除了常规跟踪研究之外，至少每人每年 3-5 篇深度行业或个股研究报告。

3、我们整体投研体系非常成熟，过去几年业绩表现也不错，景林已经是一家专业化的投资机构，严格的制度及体系保证了集体决策体制，不仅仅靠一个人的决策。过去多年国内外产品整体业绩比较优秀，也证明了这一点。

景林未来会进一步加大国际化研究和国际化布局，研究产业转移对中国企业的影响，研究中国企业在全球的竞争力，并加强美国、东南亚等公司的比较研究。过去几年国内产品的业绩证明，我们越是加强国际化研究、国际化布局，我们的业绩就越是突出。

**四、景林的公司管理资产规模近几年增长较快，这个会带来一些压力吗？蒋总对景林资产的未来有什么期待？想把景林打造成一家怎样的资产管理公司？**

答：1、对于景林来说当前的规模并不会给我们带来什么压力，这与景林的投资风格高度相关，我们强调基于基本面的长期投资，主要投资市值大、业绩好、有壁垒的龙头公司，而且换手率非常低，这种风格大幅拓展了我们的规模上限。

尽管我们规模不断扩大，但我们仍然保持比较优秀的业绩，这也证明了我们投资体系下规模不是对我们限制大的因素。

如果是靠消息或靠炒作做交易，周转率不会低，那么规模的影响就会非常大。

2、对于景林的未来，我的想法是要做成一家受人尊重的企业，规模不一定最大，但希望能有非常优秀的长期业绩，给我们的客户带来长期的高收益。

当然，由于我们的投资风格，某一年内会有波动；但即便是世界上最优秀的公司，在某一年股价也会有波动。

我们希望我们的投资人能够像投资优秀公司一样，长期持有我们的产品。

五、在目前的行情下，您主要还是以消费股为主吗？像现在，比如白酒感觉估值比较贵了，是不是有更优的行业选择？借此能否展开下景林的选股逻辑？

答：1、目前中国 GDP 的增长构成来看，国内消费的贡献度占比在 8 成左右，投资贡献度占比在 2 成左右，净出口贡献度占比非常低。因此，内需增长是确定性最高的投资机会，同时投资消费还能够回避贸易战以及投资下滑的风险。

2、同时消费升级是十年以上的大趋势，因为中国必将成为全球最大的消费市场和中产阶级人口第一大国，所以只要是中国的一流消费品品牌，就会是一个收入潜力巨大的公司。再叠加我们发达的电子商务渠道、良好便宜的物流体系，所以中国的消费增长空间仍然有数倍的机遇。如果您知道中国还有 10 亿人没乘坐过飞机，十多亿人从没出过国。您就会明白这个雪球有多长，雪球可以滚多大。

3、除了消费类公司外，我们也同样看好其他拥有大赛道的高确定性公司，我们广泛关注着 TMT、金融、医药等行业中的投资机会。目前龙头白酒企业估值已经修复到国际同类公司合理估值水平，长期持有还能赚到未来业绩增长的钱。

同时，我们对各个行业一直保持深度研究，我们投资范围并不拘泥于某一个行业，我们持有各行业有竞争力的企业。

**六、昨天国家统计局公布了 2019 年上半年中国 GDP 增速 6.3%的数据，对中国经济未来面对的境内外复杂环境，该如何看？**

答：1、对于 GDP 下行这件事，我们要有正确的理解。一方面，随着中国经济体量的增加，很难再继续保持两位数的增长；另一方面，6.3%的经济增速放眼全球，依然是一个较高的增长速度。

2、GDP 的下行并不意味着我们找不到好的投资机会，实际上我们的中产阶级人数快速增长，依靠中产阶级的消费升级机会，依靠中国的高素质、低成本的工程师红利，依靠 TMT、医药、服务业等领域内不断涌现的新技术和新商业模式，依然能找到很多优秀的上市公司。

3、很多人非常担忧贸易战，担忧产业转移。但需要注意，这个世界在经济层面的全球化已经到了不可分割的地步，全球产业链协作是花了几十年建立起来的，不是轻易能被摧毁的。中国正在做更大的开放和改革，我们越拥抱世界，越不可分割。从今年以来的一系列政策可以看出，无论是外商投资法还是减税方案，我们可以腾挪的空间足够大，中国经济的潜力足够深。

4、展望未来，中国经济增长潜力仍然足够大。中国人对教育的重视和勤奋创业文化是中国的核心竞争力。因此，我们坚定相信中国未来会不断涌现出有国际影响力的公司，我们通过长期投资中国未来的伟大公司来分享他们成长的成果。再次感谢各位投资者的信任与支持，我们有信心给我们长期投资人带来比较优异的回报。

因此是亏或是赚一定意义上取决于能不能坚持。

## 蒋锦志：佛教、高尔夫与投资

我现在在读一类投资没有关系的书，关于文化和佛教这一方面，就是你的思维模式。

佛教不是让你完全放下，我觉得佛教就是让你每天重新审视很多的东西，我觉得其实更多的是思考方式，是思考问题和看问题的哲学。这是对我们投资人特别有用，对做企业也特别有帮助，你每天看到太阳都是新的，投资你要克服的，就是要克服你的偏见，你的不客观。

高尔夫球和投资我觉得还是有很多相关性的。

第一，高尔夫球你打球的时候要心态特别平静，没有杂念的时候打得是最好的，做投资也是一样的，做投资尤其是不管是做一级市场还是二级市场，如果心里事先有很多杂念，非得把事情做成，有情绪性的影响，投资不够冷静就会出错。

第二，高尔夫球要打得好，就是要稳定，其实投资也是一样，如果不稳定，今天好，明天差，结果还是不行。其实很多事情还是蛮相通的，包括高尔夫球，长杆打得再好，短杆打得不好，你还是不行。有时候很多企业投得很好，退出的时候退得不好，前面一半的功劳就没有了。



我觉得其实生意本质都是一样的，就是要持续的挣钱，挣钱的基础就是你要给别人创造价值，你才能持续。其实一个生意模式要在简短的时间把它说清楚，我们内部要求所有创业者有一个要求，必须在三五分钟把公司讲清楚，要么是事先没有表达好，要么是事先没有想得特别彻底，技术不一定先进，但是你的商业模式比较容易讲得清楚的，我不是这一行，但是技术好坏，这个方向我判断不清楚，但是你为什么要做这个生意，这个生意的本质其实我觉得跟所有东西有通用性的。

我觉得投资机构的核心竞争力，第一你要有很强的逻辑研判能力，就是判断一个产业未来的趋势。第二个是判断人，判断人是需要有社会阅历的，最重要的是判断能力，其次就是其他的能力，比如说你去抓项目的能力，如果丧失了判断能力，你抓得越多，反而可能死得越快。

01

进入投资行业智商、情商都重要

加入整个基金业，从我们现在招聘年轻人的角度，第一我觉得你学什么不是第一位的，第一你要有悟性，悟性就是你的智商要高。第二，很重要的是你的情商要磨炼，因为 PE 和 VC



跟二级市场还不一样，二级市场跟社会打交道少一点，PE 和 VC 要更多跟人去打交道，就是情商和智商这两块的培养。

市场上有两类投资者，一类是挣差价的钱：本来这个公司值 20 倍，10 倍投进去了，挣差价的钱；另外一类是赚企业成长的钱：你要投一个优秀的企业，跟着优秀的企业去成长，这个也是所有做 PE 和 VC 的人核心的一个理念，就是投资的核心是企业的成长。你要有一个差价，可能安全系数会更高。PE 和 VC 的理念，要投优秀企业，在成长过程中能够自己把自己的壁垒加强。

我觉得 VC 和 PE 可能确实在决策上需要有一点不一样，但是都是一个企业，只不过早期阶段，中期阶段，后期阶段，他需要的根本因素还是一样的，你要有很好的团队，很好的商业模式。只是到了中后期以后，管理要求，组织框架的要求会越来越高。我们也好，包括高瓴资本也好，这两年我们公司内部反复强调我们要有一个主题逻辑，叫全球全产业链，这样才能把整个行业看得更清楚。我看一个 PE 的企业，马上就会去看 VC 阶段有哪些企业将来有可能去逆推到这些企业，或者变革，这对我们投 PE 也很有帮助。

我们从 PE 去看 VC 企业，会观察这个 VC 企业将来成长过程中会碰到投 PE 很多企业成长路径的障碍在哪，问题在哪，哪些企业可以合作，哪些企业可以帮助他，反而有时候我们会看得更清楚。

所以说在这个架构的基础上，你一定要有一批优秀的团队。

我们的架构可能跟高瓴资本不完全一样，我们是 PE 和二级市场是完全独立两个公司。二级市场团队大概 50 个人左右，去掉中后台，投资团队将近 30 个人，PE 有 20 个人。但是投资上，重大行业的趋势研究上，有一些个案，经常是一起讨论。

02

今年是 TMT 创业者拿钱最好的时候

比较坦白的说，我觉得现在 TMT 的 VC，包括互联网金融是拿钱最好的时候，我觉得企业要抓住这个机会，美国的互联网企业回调了很多，上完市 5、6 亿美元的公司一大堆。我看很多的 VC 企业，规模不怎么样，就 2、3 亿美金，但是我看到的泡沫成分比较大，不乏有一些优秀的企业。

从我们公司的投资人来说，我们有增长，但没有说大规模的增长，我刚才讲的是一个融资的好时候，13 年投的公司，TMT 的 VC 企业，14 年第二轮融资的时候，两倍、三倍、五倍的增长都有，我们以前看过的估值增长很快，我们觉得有很多估值是有一定的泡沫在里面，

所以我讲的这个时候是融资的好时候，并不是说我们自己投资大幅度的增加，可能社会上投到这上面，尤其是 TMT 行业，投到这个行业上的资金在大幅度的增长。

一二级市场前后贯通来看你会看得非常清楚，二级市场投资人对趋势性的东西研究的更远，在估值上往往会领先于 VC。但是做 VC 的人，从产业趋势来说，他可能看得更早期一点，对估值看得比较清楚。

我觉得其实从学术角度来看，无论是 VC 和 PE 的估值方法，只有一个体系，最核心的体系就是现金流贴现，什么壁垒和成长，最后反映到这个模型上来，所以理论上一级市场和二级市场的估值是一个模式。

二级市场也会有高估的时候，也会有低估的时候，你看多了二级市场的估值，你在整个估值体系会有一个比较深刻的理解，并不是说 VC 和 PE 一定要参照二级市场的估值去考虑，因为二级市场也有高估的时候，也有低估的时候。

我觉得在敌友方面，好像过去几年，竞争的比较少。我们更多是同行，因为这个市场非常非常大，我们碰到同行的时候，有时候比如说我们融资的时候，可能有竞争。

如何年赚 30%

我很少在外面讲课，但这是与五道口师弟师妹们的交流，义不容辞。今天我想给大家讲的价值投资理念大家应该都听说过，是最简单的东西，但大道至简，最简单的理念往往是最正确实用，同时也是最难坚持的。

## 一、投资理念

### 1. 保本很重要：首先不亏钱，然后挣钱

关于投资理念可借用投资界两位大师的话来表述：

a. 沃伦·巴菲特：

(1) 投资法则一：永远不要赔钱

(2) 投资法则二：永远不要忘记法则一

b、乔治·索罗斯：

(1) 先生存，再赚钱

所有做投资的人都很清楚投资最重要的是要保本，首先不亏钱，然后再去挣钱。

我们接触的很多投资者，经常让我们推荐一个股票，要马上能涨的。市场上有很多这样的投资流派，但我们不认同这个方法。我们只判断一只股票是便宜还是贵了，但是不能判断这个股票在短期内是涨还是跌，因为影响股票涨跌的因素有很多，包括自然灾害等不可控因素。

但是从长期来说，价格还是围绕着价值走，因此只要把股票的价值看清楚了，长期看股价走势会有很大的确定性。

以前有个流行的说法是证券交易大厅空若无人的时候就去买股票，如果满世界的人都在讨论股票买卖股票的时候就要卖掉，这个规则很对，但是一般人都难以做到，因为一般人总想抓住最高点和最低点。

投资当中，性格是非常重要的因素。在思考自身职业发展方向时，除了智商、情商外，性格也非常重要。

如果你做决定的时候总喜欢跟从别人的意见，那么你可能不太适合做投资，如果你能做到独立判断且坚持己见的，则更适合做投资。很多人做了十几年，还是克服不了贪婪、恐惧等性格弱点。

为什么说保本是非常重要的呢？我们来看看下面几种情形：

蒋锦志：佛教、高尔夫与投资

几何与算术平均——不亏不亏最重要

拿第一种情形来看：第一年挣了 100%，第二年亏了 50%，第一感觉是还挺厉害的，平均年收益率有 25%。但是实际上年收益率为零，你什么也没有挣到，还不如别人每年挣 5%，因此保本很重要。

但是保本也不是绝对的，就像巴菲特 08 年金融危机时买了高盛的股票，并公开号召他人全线投入，但此后股市还跌了 20% 多，当时很多人认为巴菲特错了。但是到现在来看，巴菲特的收益率非常高。

因此不亏钱并不是要求不能暂时亏钱，市场价格在短期内并不一定能完全反映价值，但长期看两者会趋同。

比如一个股票值 4 元钱，在 2 块钱时，你觉得很便宜了，于是买了，但是却跌到一元钱，长期看这并不一定是个亏钱的投资，因此是亏或是赚一定意义上取决于能不能坚持。

## 2. 投资中的概率论：追求确定性

为什么讲这个问题呢？因为我们做投资会遇到各种各样的人，比如炒题材的人，炒对了就会翻一番。但是实际的收益率要看发生的概率有多大。

比如有两种投资，第一种可能回报率为 50%，第二种可能回报率为 20%，很多人会毫不犹豫选择第一种，但是忽略了一个非常重要的概念——发生的概率。

比如第一种发生的概率只有 20%，而第二种发生的概率有 80%，那么实际上第一种期望收益率只有 10%，而第二种有 16%，超过第一种。

散户为什么经常会亏钱，一个方面是不能坚持，另一个方面是不考虑概率。因此我对研究的态度是推荐最有把握、且确定性最高的几个股票，而不是推荐一堆股票或是推荐潜在涨幅大但确定性不高的股票。

我们首先要追求确定性，在此基础上再追求盈利最大化。这又回到我刚才所讲的，保本才是最重要的。

3.复利的威力：投资需要时间和耐心

投资是需要耐心和时间。如果你想一夜暴富，你就会铤而走险，那么盈利的概率就会大大降低。相反如果能长期坚持，就算年回报率不高，最后也能取得非常可观的收益。

举个例子：巴菲特 40 岁的时候有 5000 万美元的资产，低于当时很多的同龄人，但是现在却成为屈指可数的大富豪，原因是其能长期维持 20%的复合增长率。



再比如：伊丽莎白女皇给哥伦布环球探险的投资资本是 30,000 美元，若以年收益率 4% 复利至现在值 2,000,000 亿美元，远远超过环球探险的收益。

法国的法兰西一世在 1540 年支付了 4,000ecus( 相当于 20,000 美元 )购买了达芬奇的《蒙娜丽莎》，若以年收益率 6% 复利至现在将超过 1,000,000 亿美元。

1626 年美国土著仅以 24 美元将曼哈顿卖给白人，但若将其以 10% 的年收益率复利至今，其价值将远超目前纽约所有房地产总值。

因此复利是非常厉害的。我们再来看复利的计算例子：1 元的初始投资，按每年 30% 的回报率，经过 40 年，就有 36,119 元。如果是一万元的初始投资，就有 3.6 亿。

因此，投资心态非常重要，不要期望一夜暴富，每年能稳定挣一点钱，不亏钱，将来就会有很好的收益。你们年轻人相比我们就很有优势，年纪相差 20 岁，如果每年能保持 5% 的收益率，最后的收益会很可观。

所以，健康长寿和长期投资是财富积累的必要条件。

## 二、投资原则

1.研究方法：按照投资实业一样来研究个股，强调实地调研，追求确定性强的预期收益

我们的投资逻辑很简单，就是要像投资非上市公司一样去投资股票。投资上市公司和非上市公司的最大差别就是流动性。

有些人买车和买房子会考察很多个方面，可是买上千万的股票时考虑的因素反而比几百万的房子要少。

其实 PE 和二级市场两种业务的根本原则和分析方法是相同的，区别在于 PE 的项目在暗处，你需要去找到它，并且让企业家认识到你能给他们增值，让企业家接受你，然后起草并签署投资协议，做好投后管理。我们的投资方法就是用 PE 投资的理念去投资二级市场。

深入分析公司商业模式及在产业链上的竞争优势；注重公司长期稳定的盈利能力和良好的成长性；密切关注公司管理团队和公司治理结构

当投资规模比较大的项目时，我们需要当面考察它的领导团队、公司内部员工，考察它的竞争对手，多方面考察这个公司。

我们觉得考察竞争对手和咨询行业专家非常重要，从行业专家、公司的上下游去了解信息才能更全面的把握一个公司。我们更看重的是财务报表背后的东西，财务报表只反映过去。要了解一个公司的管理水平和竞争优势，就必须从行业和竞争对手处去获取信息，并进行论证。

因此行业研究员和基金经理不仅要智商高，情商也很重要，要能和各方面建立良好的沟通渠道。

在投资上我们倾向于长期性的，但是也会做短期投资，比如我们发现我们看错了，就会立即离开，这就是一笔短期的投资。而且长期投资并不代表几十年不动，长期和短期是相对的。

长期投资是一个公司从价格很便宜到很贵的过程，很贵的时候我们就会走。一般来说，一个公司从便宜到贵是个相对长期的过程。一个公司长期没有竞争力，就算非常便宜也不行，如果碰到 SARS 等特殊情况，这个公司很可能就完蛋了。

因此，一定要买一个有长期竞争力的公司，时间越长公司价值越大，也越有把握，比如茅台、腾讯等，如果碰到 SARS，短期股价可能会跌很多，但是从长期看公司依然有稳定的盈利能力和良好的成长性，估值一定会修复。

巴菲特为什么这么强调时间和耐心，是因为他的投资规模、角度和视野也要求他必须看长期。

### 3.投资策略：坚持组合投资并适当集中投资

我们认为长期投资要做得好，必须要恰当分散风险。

当投资一个很有潜力的公司时，如果发生了不可抗力事件，就可能会对你的投资造成非常严重的影响，因此必须恰当分散风险，但是也不能太分散，投资太分散了会导致你无法深入了解每一家公司。一般情况下，有 20~30 支股票就能分散掉 90% 的风险。

### 三、投资方法

宏观经济分析：历史数据回归分析，与决策和研究机构经常交流，宏观数据预测。

行业分析：供需预测，竞争动态与博弈分析，价值链利润分配分析，与业内专家和券商研究员交流。

1.在对一个公司进行分析的时候，我们不仅要看公司本身，也要看宏观政策等外部环境

比如我们预测人民币会升值，如果人民币升值会对这个公司造成不利影响，我们在投资的时候就要非常慎重。因为宏观环境首先会对整个行业产生影响，进而影响目标企业，因此宏观分析不可或缺。

但是，对投资者而言，更重要的是行业和个股。比如一些个股，宏观越不好它可能会越好，比如心理咨询。因此，在进行投资组合时，需要考虑这些因素。

2.看好轻资产公司，资本消耗少

对投资者来说，怎么看行业和公司是非常重要的，也是需要经验的。我们是非常偏好轻资产的模式，轻资产本身对资本的消耗非常小，这就是为什么大家喜欢投资消费品，因为它对资本的消耗非常低。

比如茅台，其产能扩张所需要的资本相对于其产出或利润来说是非常小的。比如张裕，它实际上是一个品牌性的公司，产能的扩张不需要很大的投入，但公司仍能迅速发展，而且每年派息率很高，有几年几乎是 100%。

很多公司不可能在维持高分红的同时还能维持高增长，但是张裕这类对资本消耗很少的公司就可以。再比如腾讯、淘宝等很多互联网的公司，一旦烧钱期过了也是非常好的投资对象。很多公司，如某些制造业，也挣钱但是资本消耗非常大，股东总是拿不到现金回报，而且需要不断的投入大规模的资金才能维持增长。

### 3.关注形成品牌壁垒的公司

很多人喜欢消费品和名牌类的企业还有另一个因素，品牌能形成壁垒，提升产品的议价能力。比如蒙牛和伊利，对大部分的消费者来说是不可能去测量哪个营养含量高，哪个污染少，主要是靠品牌来区分。

但是对工业品公司来说，下游是厂家，会检测产品的技术含量，如果产品内在品质和含量能很容易被检测出来或很容易被替换，那么这个产品还没有形成品牌，还需要不断地更新技术，降低成本，这类企业会做得非常辛苦，而且一不小心就会被替代。

像茅台和可口可乐这样的公司 ,成长和品牌建设是需要时间的 ,同样品牌的衰退也需要时间 ,正常情况下不会一夜跨下来 ,而工业品公司如果出现了一个很强的竞争对手或产品被替代 ,很有可能一年内就消失。这就是怎么样看行业 ,这是我们的经验理解。

4.企业价值 ( EV ) 是投资价值的核心

另外 ,再探讨一下怎么样给股票定价的问题 ,我认为 DCF 贴现是最好的方法。当然贴现率方法有很多的局限性 ,所以才出现了市盈率 ,实际上 ,市盈率是 DCF 贴现的简化方法。当然也还有其它方法如重置价值 ,市净率等。

对于投资价值而言 ,很多人就看股价高低 ,专业一点的投资者看盈利和市值 ,更专业的看 EV。

EV 就是企业价值 ,这在收购兼并里面经常用到 ,巴菲特曾说 ,如果你不想把整个公司买下来就不要去买一部分 ,但是 EV 的重要性却很容易被很多相对比较专业的研究员忽略。EV 和市值的概念非常简单客观。



我们在比较两个公司时就经常会比较其 EV，而不仅仅是比较其市盈率或增长率等。举个例子，有两个房子，价值都是 100 万，一个房子有贷款，另一个没有贷款，买家支付的价格是不一样的。这个道理也适用于股票的购买。另外，资产的重估价值也很有用，在地产和资源行业中尤为重要。

估算一个公司的价值，要看很多因素。比如腾讯，刚开始的增长很慢，04、05 年是 5 元港币左右，虽然其财务上的增长不高，但是用户人数的增长却很快。腾讯、百度、阿里巴巴都是平台性的公司，而不是商品性的公司。

看互联网，就要看其同时在线的人数，因此 EV 的角度比 PE 的角度更全面。再比如有些公司，它们的账上现金相对于市值很大，可以用来派息，也不能只看市盈率。还有些公司现在投入很大，但产出主要在未来，也不能简单看短期市盈率。总之，研究的角度不同，得出的结论也不同。

归纳起来是：对成长类公司就看成长，对于资产类的公司就要看资产价值，看资产价格是不是在不停的变大。光便宜没用，如果这个公司管理层很糟糕，今天资产价值值 10 块，明天可能会变成 8 块钱，后天又会变成 4 块钱，所以公司资产价值的成长非常重要，千万不要投经常毁灭公司价值的团队。

还有，我们也要看公司是否有壁垒，与其他公司相比是不是有竞争优势，公司有没有未来。

另外，公司治理也非常重要，企业家也非常重要，中国的企业和企业家是非常紧密的结合在一起的。对于企业的长期发展，团队十分重要。

#### 5.要尽可能把投资组合风险系数降低

资产配置是构建风险最小化和收益最大化的资产组合。在目标收益下，把组合的风险系数降到最低。在不同行业之间配置，以避免行业过分集中。

必须考虑投资组合是不是面临一些共同的风险，一旦这些风险来临就会造成很大的伤害，要尽量避免这种现象的出现。

因此做投资组合时就要考虑组合面临哪些共同的风险。例如投资企业都是出口企业，如果人民币大幅升值，所有投资企业都会承受风险；再比如你投资的企业都是跟日本有密切业务往来的企业，如果中日关系一旦紧张，则会受到损失。

因而把组合股票间相关系数降下来，是进行风控的原则。市场上短期非理性的事情是很多的，我们愿意承受短期的亏损，换取长期的盈利。

## Q&A

问 1 : 水泥行业用什么方法估值？是按吨市场价值算，还是按市盈率？您对这两个指标是怎么看的？

答：两个指标都要看。看资产价值是看吨水泥产能的重置市场价值，另外还要看其生产成本和品质有无竞争优势，同时考虑管理层的能力及未来的成长性。

问 2 : 地产行业要看净资产，但是房地产很大一部分还要看存货。在估值的时候怎么样调整？

答：不是看净资产，而是资产的重估价。在估值时要有价格的假设，要根据价格不断的调整。巴菲特说绝对贵和绝对便宜的时候是很少的。如果一眼看就很便宜，就根本不用算。因此我们要评估内含的价值。要考虑乐观情况、中性情况、悲观情况，考虑安全边界。可以做敏感性分析，当房价降 30%，价值会怎么样。

问 3：我注意景林的 logo 有 “China Advantage” 的标示，具体来说景林和外国公司比有哪些优势？

答：我们在海外的投资对象主要是中国概念企业。跟外资相比，我们的优势在于本土资源和国际视野相结合。我们的同事都在国内，在国内的人脉关系比较好，切身感受多，因此对很多事情的了解比较直接，比较深刻。对国内的商业模式，尤其是有些中国特色的，我们很清楚，而老外有时不是很明白，或者即使有所认识，也不够深刻。同时中国企业发展变化大，需要紧密跟踪，这一点我们有地利之便。

与国内的多数同行相比，我们具有全球视角，我们很清楚国际上的投资者的看法。比如去年到今年，国内很多人都在炒太阳能的概念，但是在国外，多数太阳能的企业基本上都处于低估值状态。

问 4：给我们的职业规划提一些建议，能不能给我们提供一些实习的机会以及工作的机会。

答：会提供实习机会，包括国内和香港，问题不大。工作机会上，其实我们一直在招人，比如我们最近一直在找医药背景的研究员，年初招 IT 背景的研究员，助理类型的人我也一直在物色。关键是你们的价值取向和我们的需求类型是不是一致的，在同样的条件下我们肯定优先考虑师弟师妹。

问 5：您说政府的政策导致地产行业的低迷，如果政策放开，地产行业又会上升。您在分析地产行业的时候怎么看待地产的周期？

答：地产其实严格来说不完全是个周期性产业，当然它也有它的周期性，关键还是看未来的供给和需求以及未来的收入和房价的比值。我不是地产行业的专家，一线城市的房价很多地方在前段我觉得是过高了，但是在二线城市，还是有一些地方的价格比较合理。中国很大，房价不能一概而论。同一个城市，不同的地段的房子价格也不一样。同时房地产还有资源属性，它是不可再生的资源。如果政府把地产的投资性完全剥离，这又是另外一回事，这就要看政府有多大的决心做这个事情。至于未来房价是不是要创新高，未来还要走一步看一步，而且不同的地方会有不同的结论。

问 6：在投资行业，哪些证书比较重要。

答：CFA 在金融行业投资行业和信贷行业还是比较重要的。CFA 很系统，如果通过了 CFA 说明你已经具备了金融投资的基础知识。

问 7：您刚才讲了很多成功的案例，但是失败的案例可能更有借鉴的价值。我想了解您当时投资古井贡酒的情况。

答：当时我们下单的时候交易员一不小心买多了一点点，因为超过 5%，我们每次操作都必须公告，比较引人注目，所以后来我们就决定卖掉一部分，转到香港一些因金融海啸更便

宜的股票上。古井贡 B 我们到现在还保留了不少，尽管中间有一段时期跌了不少，但你看现在的价格，这个公司不应该算失败的教训。如果说失败，应该是当初买少了，或者买了以后，一点都别换。当然我们有别的失败教训。

问 8：您刚刚更多的时候是从买入的角度，我了解卖出时点怎么把握。您在操作中是不是有比较严格的纪律？

答：我们还是回到价值投资，贵了就卖，便宜了就买。买进卖出基于的判断是一样的。卖点选择基于两个因素，一个是它从便宜变成贵了，另一个是我找到一个更有价值，而价格更便宜的股票，就把它换了。

问 9：中国有很多推崇价值理念的，您是怎么看待技术图表派投资？美国有些投资公司从 80 年代末到现在都做的非常好，您是怎么看的？

答：第一，技术图表派投资类型的规模是有限的。他不能管太多的钱，这种投资方法是有局限性的。第二，你再看看他的未来二十年。去澳门赌场也有连续赢钱的。如果你在投资，你要搞清楚你的投资对象值多少钱，值不值得买，除此之外我个人认为其他方法都是投机型的。投资心态和投资理念非常重要，比如有的基金每年就追求 10% 的回报，但是它的风险很低。另外资金性质对投资方法有影响，有很多基金经理也想成为巴菲特，但是现实中他会面临短

期赎回压力，所以巴菲特的商业模式更好。所以有些钱你是不该要的，在募集资金的时候你就要考虑资金来源与性质是否和你的投资方法相匹配。

问 10：对于景林，您是怎么来管理的？景林的发展目标是什么？您如何看待基金的发展？

答：中国的基金行业才刚刚起步，我觉得这个行业在中国未来会有很大的发展。我们希望打造一个平台，给有才能的人一个施展能力的平台，让景林成为一个规范化及团队化的公司。景林的目标是要为投资者奉献长期优异的业绩，成为一个受人尊敬的企业。

## 高云程：为什么我要坚定投资中国？

今天分享的主题是为什么要投资在中国，关于为什么想到谈论这样的话题，是因为在过去的几年里，我常常被问到一个问题，尤其是一些很有钱的朋友。

会问我“我是不是应该更多的换一些美元，是不是应该把资产放到境外，甚至是不是应该办理移民，或者是让家庭都出去？”

每个家庭都有自己的选择，但是如果让我们做一个理性选择，我们应该通过一系列的分析找到这个世界上最有机会的地方，在这个最有机会的地方大量布局我们的资产和投资，这可能才是最理性的选择。



所以我希望今天可以和大家聊聊“为什么要投资在中国”这个问题，谈谈在实践的过程中有哪些风险，同时又有哪些看上去非常有机会的地方？

常常在一些聚会上，有朋友会推荐几只股票。

我发现一个很有趣的现象：

有两类人，一类人常常会推荐很无聊的股票，比如这个礼拜推荐这两只，下个季度还是向大家推荐这两只，听着就很无聊，而我内心更近似这类人。

还有一类人，每次都能推荐好多不同名字的个股，我得马上拿起手机看看这个是在哪里上市的上市公司，是干什么的。

因为中国 A 股市场有几千家公司，很多名字我也不记得，也不知道这个公司到底是干什么的，因为不是大市值，又不是这个行业领袖级的公司并不一定在我们的研究范围内。

从过去几年个股的表现来看，结果挺有趣，有一个朋友总结了一句话，“这些无聊的公司听起来很无聊，但是他们的股价非常让人满意。

很多有新意的公司听起来会让你觉得自己没有文化，总是不懂这些公司，但最后的股价证明你不懂一点都不遗憾”。

在变革的行业，竞争非常激烈的行业，我愿意做它的消费者；而在那些格局稳定的行业，在那些消费者不得不为他们买单，甚至有时候还会抱怨产品涨价、商品不容易买到、服务也不尽如人意的行业，我愿意做它的股东。

大家仔细想一想哪些是竞争很激烈、行业格局变化大的行业，这些行业其实是在通过竞争不停的讨好消费者，而作为股东往往在这个过程中会很辛苦，不一定能获得股东回报。

在工作中我们经常用的投资方法是自由现金流贴现，和大家分享一下我们具体是怎么工作，怎么用方法论的。

在 2017 年 11 月中旬，A 股市场的一批公司，出现过一波大幅的上涨，而且是非常快速的上涨，这个大幅的上涨是我们没有预测到的，但是当这件事情发生的时候，我们既没有特别高兴，也没有特别焦虑，而是第一时间按照当时的股价对我们的模型做了调整。

我们就做了一件事，就是让分析员把模型中的参数进行更改，在不同情境假设下重新调整了我们的 DCF 模型，分析标的公司应该值多少。

不管我们这个模型是保守的还是中性的，当模型得出的数字离当时标的公司的股价还有很大差距时，我们只采取了一个方法，就是以不变应万变，继续安静的做一个无聊公司的股东。

很多人在面对股价大幅上涨和下跌时，在出现舆论压力时有很大的焦虑感，而我们做的事情就是回到工作方法论上，我们要知道它值多少钱。

假如当你知道一个东西明明值 100 块，现在 50 块，那么从 50 涨到 55 块这件事并不值得你做任何的交易行为。

**宏观视角：中国经济增速放缓，**

**由扩产能向效率型转变**

在全球经济企稳的大背景下，由发达经济体企业的重新扩张和消费需求的企稳回升，驱动着全球经济的企稳及复苏。

要注意到这种经济复苏不是一城一池、一省一市、也不是限于一两个国家，它是全球性的经济复苏。

中国是一个充分融入全球经济、全世界第二大的经济体，由于全球复苏没有理由会在现阶段戛然而止，所以 2018 年中国还会处于全球经济复苏的过程中。

但是，乐观归乐观，我们也要看到很多客观的变化，具体有哪些变化呢？

一是中国人口红利已经消失；

二是投资红利可能已经接近尾声;

三是与全球经济相关的贸易的红利虽然还在,但可能没有我们刚加入 WTO 的时候那么强了;

四是环境资源的承载力显著下降,我们已经不可能再像原来那样牺牲更多的环境资源,来换取经济的增长了;

五是居民储蓄转移的能力、加杠杆的能力都在下降。

过去十年中国的 GDP 呈台阶式下滑走势,现在可能会稳定在 6.5—6.7%之间,但是从 5—10 年的维度来看,中国的经济增速一定会再下一个台阶。

在下台阶的过程中,中国经济在过去两年多时间发生了两个很重要的事情:供给侧改革和转杠杆。

供给侧改革引起了产能的收缩、价格的提升、企业现金流的改善和资产负债表的改善。

具体来看,传统的逻辑下企业应该去扩产能,而当企业资产负债表改善之后,供给侧改革通过行政、环保等各种约束,让它不能够继续扩张产能。

因此,我们看到煤炭钢铁等很多周期性行业的资产负债率都开始随着供给侧改革的演进从高点回落,这不仅是救了这些企业,最重要的是给中国的金融体系卸掉了一颗很大的地雷。

这就解释了供给侧改革为什么是必须要做的一个重要的事情,它不光是挽救周期性行业,更是排除了中国金融体系的一个重要的隐患。

同时,我们还做了一件事叫中国式的转杠杆。

我们经常说发达国家的金融危机是一次去杠杆的过程,而中国不能简单的去杠杆,在去杠杆这个问题上我们更多采用的是杠杆转移而非信用收缩的方式。

事实上中国也有能力转杠杆,因为我们的老百姓在过去的很多年,确实积累了大量的储蓄,所以我们居民部门是可以加杠杆的,企业部门和政府部门就可以通过这种方式来降低杠杆,所以这里我用了一个词叫“中国式转杠杆”。

**行业机会剖析：**

**智能制造、医疗、教育蕴藏很多投资机会**

**升级之路：中国制造转向中国设计，中国的龙头走向世界龙头**

虽然从中国经济长期增长速度的变化来看好像没有那么乐观，但是从宏观入手，一旦落地到从中观和微观来看中国的行业和企业，就会发现其实有非常多的投资机会，比如医疗、教育、智能制造领域。

尤其是教育，很多海外投资者不理解，为什么国内有新东方、学而思这样的公司？

举例来看，现在很多家庭因为给孩子辅导作业产生了大量的矛盾，那给孩子的课外辅导对很多适龄家庭就是一种刚需，所以刚需不光是要买房、买车，教育、医疗、娱乐，在人生的不同阶段都是非常刚性的需求，只要能满足这一部分人的需求，就能成就一家非常大的企业。

当前，很多中国的企业正在实行从中国制造到中国设计的转型升级战略计划。

以美的为例，美的已经不再是大家普遍印象中的那个做空调的家电企业了，而是一家国际化的家用电器和智能制造的综合性工业企业，空调只是美的一部分的利润和收入来源。

美的的版图已经不光是家电，而是扩张到智能制造、工业制造领域。

美的从今年开始，可能在海外收入的占比已经超过总收入的一半，这是中国的龙头企业变成世界龙头企业的一个典型的成长故事。

另一个例子，2018 年在美国参加电子展的公司，按他们自己申报的所属地进行划分。

第一个地名来自深圳，其次有东莞、北京、广州、宁波、上海、浙江等，来自日本的公司，我没记错的话只有 4 家，韩国一共是 15 家。

可以看出在电子消费领域我们一个城市的竞争力很可能比一个国家还要强大，虽然这不能完全证明中国的研发和制造能力有多么强，但是可以证明中国的企业走向全球的努力程度有多高，走向全球的欲望有多强。

谈到会展，想到我有一个中学同学开了一家会展公司，专门帮别人组织会展。原来的生意是帮外企在中国，比如在上海参加会展。

现在他常住在德国，因为他的生意主要是帮国内企业在德国、美国办会展，这是典型的在过去十年当中发生的变化，这也反映出中国最有活力的一批企业从中国的龙头走向世界龙头的过程。

以汽车为例，中国整个汽车行业处于模仿、竞争到超越的一个过程中。当前有没有超越，或者说能不能超越，现在还是一个问号，但至少中国的汽车企业已经非常有竞争力。

调研某个中国的汽车企业，你会发现现在它们整车厂旁边预留的土地或者是已经开始建厂的都是它的零部件企业，这跟当年东莞的故事一模一样。

东莞一个富士康的周边都是零部件配套企业。



在全球产业链竞争当中，中国这样的产业规划和产业链的布局是让竞争对手害怕的。

## 人工智能：下一轮浪潮

下一轮浪潮，或者说下一轮可以超车的地方在哪里？

上一轮典型的是全球的移动互联网浪潮，在移动互联网浪潮中有两个失意的国家，德国和日本，也有两个得意的国家，美国和中国。

在这个浪潮中中国诞生了两家世界级的公司——阿里和腾讯。下一轮浪潮是什么？我觉得，下一轮浪潮是人工智能。

我们在人工智能领域，在基础和技术层面，我们已经不输给美国硅谷最前沿的研究，同时，应用层面还有超过他们的可能。这要感谢中国的 14 亿人口的单一的大市场，要感谢这些大公司提供的各种各样的丰富的场景应用。

## 工程师红利：扩招带来了人才储备

本专科的扩招让中国的大学入学率迅速提升，我收集数据时发现高中升学率高达 92.5%，这样的升学率是不是假的？

是不是错了?后来我验证了一下,这个数字是对的,这个数字代表所有高中的学生获得更进一步学习和深造的机会。

在高考的参与者当中,100个中大约有70多个考上中国的大学,部分进入民办的教育机构,还有一部分出国接受更高等的教育,所以中国100个高中生当中有90多个学生能够接受高等教育。

假设这些接受高等教育的人将来有很大一部分是工程师、科技人员或从事高端的服务业,则工程师、科技人员等的质量和数量都能得到有效的保证。

#### **互联网：未来增长的可见性依旧较高**

互联网对各行各业的改造还在持续进行当中,且对一些行业覆盖度已经非常高了,但还有很多行业覆盖度很低,最典型的就是金融行业。

相信这个行业现在一定是产能过剩的,人员也过剩。

我们当中的很多人将来都会被机器,或者说被技术所取代,甚至我们当中的很多基金都不可能跑赢指数基金,这在成熟的市场已经得到了很多年的验证,相信未来在中国也是这样,所以变革还在进行,我们要实时警惕。

#### **企业剖析：寻找产品力强、**

## 行业集中度不断提升的龙头企业

### 主题一：产品力 VS 渠道力，前者愈发重要

以前我们一直说产品力很重要，但是也要有很强的渠道力。

这是十几年前的教科书或者是 MBA 课程当中一直在强调的，但是这些年变了。

以茅台和某家港股的公司为例，某家港股公司，主营业务是卖鞋，渠道力很强，据说每 6、7 位女性买的鞋就有一双来自于他们旗下的品牌，渠道力非常强。

但是在过去这些年，从股价上来看是非常直观的，茅台股价一直在上升，而这家渠道力很强的公司股价一直在下跌。

第二个例子是家电龙头企业，渠道力很强的家电销售连锁龙头企业的毛利率和净利润率的变化，在 2011 年到 2012 年出现了一个拐点，在这之后家电销售连锁龙头企业的净利润率被拉到了接近于零的水平，而家电龙头企业的利润水平反倒一路走高，而这个时候正值当时新闻媒体炒的沸沸扬扬的京东跟苏宁竞争。

所以我们要找到产品力强的极致单品，只有你有能力做出极致单品，才是最有效获得消费者的手段。

## 主题二：产业集中度的提升是正在发生的变化

各行各业的产业集中度都在快速的提升，不管是传统行业，比如钢铁、水泥、煤炭、房地产，还是新兴行业，或正在变革的行业，比如互联网、手机、智能设备制造等都有这样的趋势。

互联网行业有一个有趣的现象，整个社会大概有几百万的 APP，真正常用的大概几十个，我们的时间主要花费在了这几十个 APP 上。

第一个是腾讯系，后面两个是阿里和百度系。

我们每天每个人平均花 2 小时在互联网上，而这 2 个小时中有一半甚至更多的时间会花费在腾讯系的 app 上。腾讯现在有多少用户？精确的数字是 9.8 亿。

这近 10 亿的用户，假设每个月都要交给腾讯一笔钱，而且这个数字会随着个人可支配收入的提高而提高，所以腾讯只要让我们继续粘在他的 APP 上，就一定会成为一个赚钱越来越多的公司。

除了互联网行业，各行各业都出现了寡头或者双寡头。

无论是传统的，还是新兴的行业，安防、空调、白酒、还是游戏都出现了这个现象。为什么会出现这样的现象？

举个生活中的例子，我曾经买过一瓶水，我以为是康师傅，结果仔细一看叫“帅师傅”。

类似的，我在一个旅游景点吃快餐，出来一看才知道不是肯德基，是山寨版。

以前一些区域性的品牌，或是山寨品牌会随着互联网带来的信息透明和购物可达性，被越来越多的挤出市场，这也是我们找到市场份额越来越向龙头企业集中的典型原因和背后的驱动力。

现在我们在北京、上海买一样东西，快的下午就到了，慢的第二天、第三天也到了。

如果你在三、四线或者是县镇级别城市，就比我们多两天的时间，同样能够获得跟我们一样的商品。

而且当你打开京东、打开淘宝、打开任何一个购物平台，看到的产品信息、评价、排名跟我们是一模一样的，也就是大家的购物平台、信息的可达性是一样的。

原来的区别是，在北京、上海的可以在一个大商场或百货公司购物，而很多县镇居民只能去逢年过节赶集的地方买东西。

这些都表明中国的快递业是一个伟大的行业，并且现在我们用这么便宜的价格还能让快递公司赚到这么多钱，证明我们快递行业的效率是极高的。

## 从估值看投资

从估值角度看，现在 A 股和港股的估值相对历史均值水平不贵，但也都不便宜，都到了历史均值水平，甚至比历史平均水平还略微高了一点；国际比较当中，通过沪深 300 和香港恒生指数对比，发现中国市场的估值处在国际中不贵也不便宜的状态。

尽管估值不特别便宜，但我们看到上市公司的经营处于过去几年来最好的状态。2017 年很可能是过去几年当中盈利增速最快的一年，2018 年会是仅次于 2017 年，次好的一年。

改变目前 A 股市场定价权的最重要的驱动力量就是过去一年持续北上的资金，这大概也是过去一年 A 股市场上唯一的增量资金。

各行业头部的公司被持续的买入，导致这些公司的估值水平恰恰被修复到了跟他们国际同行一样的水平，这是一件非常值得思考的事情。

中国的 GDP 仅次于美国，属于全球第二大经济体，占到全球总 GDP 比重的 15% 左右，美国 GDP 占比大约 25%。

但是就全球资本配置来说，算上债券市场的话，全球资本配置到中国的比例只有 1% 左右，甚至不到 1%，但这个数字一定会缓慢的、甚至呈台阶式的上升。

确定了投资在中国这个大方向后，具体到我们的投资策略，可以用四句话概括：

### 1、守住核心公司。

依赖企业盈利的可持续增长是股价上升的主要因素，保持对核心公司深度研究和跟踪。

### 2、旁观风险释放。

耐心等待风险出清，寻找公司治理优良，行业竞争优势显著，股价被低估的企业。

### 3、适度集中。

市场上好公司不多，基于确定性适度集中持仓，提高绝对收益。

### 4、逆向投资。

寻找市场的预期差，在合适时候进行有安全边际的逆向投资，实现最优的风险收益比。

**高云程：做消费品投资，有这三句话大概率不会出错**

“茅台是一个挺与时俱进的公司，虽然处在一个相对比较偏僻的地方，但是它的很多营销思维是非常跟得上国际潮流的”。“天猫是把百货公司搬到了网上，淘宝是把各种小店搬到



了网上，但是拼多多把轻纺城搬到了网上”。 “虽然这几年中国经济增长不是那么强劲，但是有些行业生意特别好，我们把它总结为“让你变得更美的行业”。”

产业投资思维可以在关键时刻给你信念

我把今天跟大家的交流分享分为三个部分。 第一部分我想跟大家分享一个小故事。第二个部分是我准备的 PPT，试图把中国消费的一些有意思的趋势和变化跟大家分享一下。第三部分，因为主办方也特别提出，希望我分享一点干货，我就把干货写在纸上放在口袋里，一会给大家念一下。 首先，我想讲一个故事。 今天天气特别好，我觉得绝大部分人心情也特别好，但是在去年 10 月底、11 月初，不知道大家的心情怎么样，反正我们做投资这一行的人心情是很糟糕的。

我清楚的记得 2018 年 10 月 29 日，几乎所有的蓝筹股都差不多跌停。当时的导火索是茅台三季报出来之后的跌停。不光白酒类股票，连上海机场也跌停了，生产酱油的海天味业也跌停了，而这些都是中国经营比较稳定、市场地位比较确定的行业龙头公司，估值也并不是很离谱，但是在那一天都跌停了。 两天后，也就是 10 月的最后一天，我需要给大家写月报，销售的同事提醒我还需要向客户解释一下市场的情况。其实我也很沮丧，因为大部分股票都跌停，那一天我的组合大概跌了超过 5%，我在这么沮丧的情况下还要写一个解释，就像学生写检讨一样，检讨为什么你的股票跌了这么多。 我在那篇月报中给大家讲了一个故事，很巧，也是以茅台为例。 我说如果茅台不是一家公众公司，而是祖上传给我的一家私营企业，假设这个公司去年可以赚 100 个亿的利润，前年可以赚 80 个亿的利润，再往前可能是 70 个亿，也就是说它是一盘每年能产生 70 个亿、80 个亿，100 个亿，这样利润逐年递增的生意，但是今年因为经济形势不好或者流动性问题等各种原因，不能赚 110 个亿了，只能赚 90 个亿。 这时候有买家来找你买这盘生意，买家对你说你们家的公司有问题，

以前一直是年年 20%左右的增长，今年是负增长，一定是出问题了。但是没关系，我很慷慨，我出价 10 倍市盈率，按今年的盈利 90 亿计算，10 倍市盈率那就是 900 亿，我出 900 亿把你的公司给收购了，你拿 900 亿的现金回家，想干嘛干嘛去。

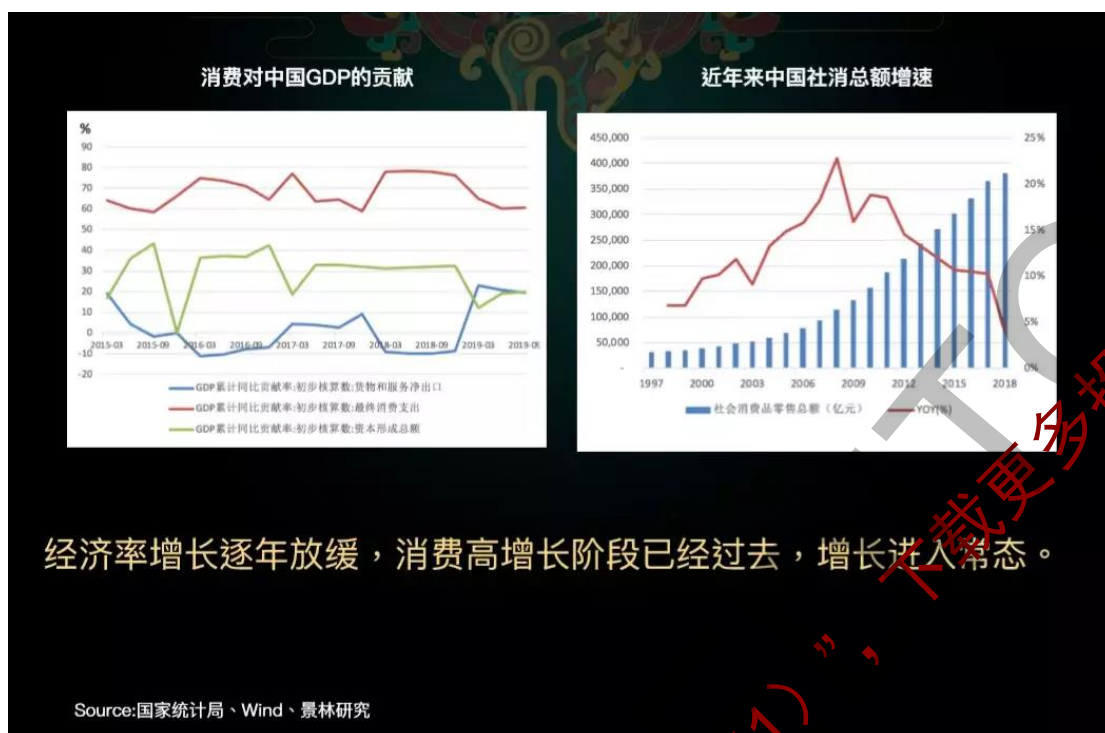
如果你作为一个企业的继承人，你会否把企业卖掉？这个问题实际上既好回答又不好回答。好回答是因为一般人不会卖掉，不好回答的是，你怎么知道你不卖掉是对的呢？我在这个月报后面写了，暂时一年 10%的业绩波动其实没有多么重要，重要的是你也不知道今年以后，明年、后年、大后年，盈利是不是会变成 90 亿、80 亿、70 亿，也就是说之后每年都要负增长，还是说，只是今年波动一下，明年之后又恢复到 110 亿、130 亿、150 亿这样的增长。

所以核心是你能否判断它未来的业绩是往上走还是往下走，能否判断五年，十年后这个企业的经营情况如何？如果从这个角度来思考，答案就有了。我们经常问自己，我们投的公司，明年、后年、大后年大概率会有什么样的盈利增长，如果你能推理出来，那你就会知道该不该在那个时间点，在别人都恐慌的时候卖出股票。这是我跟大家分享的一个故事。站在现在来看，当时的坚持给了我们巨大的回报。基于同理心，我们和大部分投资者一样当时都是沮丧的，我们也能理解大部分在那个时候选择卖出的投资者，可能当中的差别在于他们没有真正把买的股票当成自己的一份产业。

这也是产业投资思维对投资决策很重要的地方，它会在关键的时候给你信念。

消费是中国经济最核心的驱动力

接下来给大家分享一下我们做的 PPT。



经济率增长逐年放缓，消费高增长阶段已经过去，增长进入常态。

第一幅图想跟大家分享的是：**中国的经济已经转型，以前是投资、出口驱动，现在对经济增长的贡献更多来自于消费，得消费者得增长，消费是中国经济最核心的驱动力。** 蓝色的柱状图是中国的消费总量，是一根完美的往上走的曲线，而红色的的是一根让人担忧的线，增速不停往下，绿色柱状线是互联网销售金额占整个社会零售额的比例。

大家其实记住两个数字就好了：一个是互联网零售额的增速已经从 30%-40%降到了 20%，而互联网零售额占整个社会零售总额的比例是 20%。

我觉得这个比例在中国会变得非常极端，有可能将来会提升到 30%、40%甚至更高，也就是说，当你买一件东西的时候，不在网上买反倒是很特殊的情况。在这个过程中，我们也

观察到，蓝色的线一年比一年高，这里面会有很多结构性的变化：我们花在实物商品的比例在下降，花在服务性的、虚拟商品的占比在上升，我们在教育、医疗等这些服务上花了更多的钱。同时，整个社会的流动性也在慢慢下台阶，供给侧改革带来的整个社会杠杆率下

降，实际上也带来了消费趋势的结构性变化。有人会去讨论，究竟什么样的人或什么样的家庭会不断消费升级？我觉得首先是要有稳定的收入预期，可支配收入要相对较高。然

而，很多家庭在过去这些年，不管是一线城市还是二、三线城市，因为房地产的涨价效应，过早的高杠杆买了房子，影响了可支配收入。

但是房价最近的涨幅已经开始慢下来了。我相信，一旦房地产价格上涨的势头被遏制，只要你的收入还在上涨，可支配（收入）的能力就会被释放。另外和大家分享一个数字：中国的人均可支配收入现在大概还只有美国的 1/10。但是，我们又不大可能比美国人吃更多东西、买更多数量的耐用品，所以在服务上、在同类商品但是不同档次的升级上还是有巨大的空间。

中国消费趋势：**高端消费年轻化**

**下沉市场消费活力强**

接下来聊聊中国消费的趋势。总体上来看，中国消费者的购买力在增强，品牌消费的意愿非常旺，人们愿意为科技和创意付出溢价，但同时，中国消费者又是价格敏感、挑剔与个性化的。现在增速最快的其实是两个市场，一头一尾或者说一上一下。首先三线及以下的市场增速是最快的，因为一二线的城市的线上普及率已经达到了相对饱和的状态。随着越来越多地级、县级的城市被互联网教育、被微信红包教育，增速会非常快。因为有了微信红包就有了支付手段，有了支付手段，当一个大妈请隔壁大妈一起来拼多多团购买东西，你砍一刀我砍一刀，她就从拼多多学会了网购，然后又可以转移到天猫、淘宝，这是一个非常有趣的现象。很多人会觉得拼多多跟天猫、淘宝是对手，大家可以换一个角度，我觉得它们竞争之下，大概率的结果是那些线下的商场、店铺会出很大的问题。

有一位朋友，从十几年前的一个淘宝小店主，成长为现在一个在天猫上有几个亿销售收入的

企业，而且在国内、日本都有分公司。她讲了一句很经典的话：**天猫是把百货公司搬到了网上，淘宝是把各种小店搬到了网上，但是拼多多把轻纺城搬到了网上。**

你知道拼多多为什么那么便宜吗？你都没去过轻纺城，你怎么知道一个床上四件套可以只卖 100 块钱？我们都觉得床上四件套好像 1000 块钱左右的价格才是合理的，实际上是因为你没有去过轻纺城。然后，我就试图去买拼多多上的东西。今年夏天我去新疆旅行，想买几条宽松的裤子，因为要经常坐好几个小时的长途汽车，我就在拼多多上买了 25 块钱的亚麻面料的宽松裤子，两条花了 50 块钱。我当时想的是，反正不好就当一次性的也不算贵，但是我穿完之后感觉很好，然后把它叠好放在行李箱里带回家洗干净。人都是讲预期的，消费体验的预期其实特别有意思。你看我今天穿的衣服，我感觉还挺贵的，“杰尼亚”，它的一套西服要一两万块，一条裤子要三四千，那如果这个裤子上有一个线头，你就会很不开心，你会觉得凭什么这么贵的裤子还能有线头？但是，如果是 25 块钱的裤子，有线头的话我拿个剪刀剪剪就好了，最后给你的感受其实一点都不差。我们的研究团队在这方面也做了很多功课，在研究这些公司的时候，他们会深入到一些从来没有去过的城市或城镇，然后去访问一些月收入两三千块的普通劳动者。我们其中一个研究员在访谈一位月收入约 3000 元的父亲时，差点感动到哭出来。那位父亲说给女儿买东西喜欢在天猫上买，因为要给她买有品质的商品，但是觉得自己穿几十块钱的衣服没有问题，可以在拼多多上面购买，也因为只有这样，才能把可用的钱分配好。这就是不同平台存在的意义和价值，我们一定要从不同的角度去理解，才能够懂得中国的市场有多大，中国的消费者有多分层，才能知道中国的消费潜力有多大。所以，我们在下沉市场看到了非常强劲的增长，但是同时，我们又看到越来越多的年轻人在买奢侈品，高端消费也呈现年轻化的趋势。其实我年纪也不大，对吧？但是我总觉得买很贵的东西还是有点心理障碍，或者觉得很贵的衣服应该留在重要的场合去穿。有一次我出去



旅行，发现身边年轻的朋友一件短袖 T 恤上有两个 C 交错的形状，大家可能都知道这是什么牌子，那一件 T 恤可能就得三四千。 我以为我穿 500 块到 1000 块的 T 恤已经是名牌了，但是跟他们一比，我那个确实也是一个名牌，但他们穿的，叫奢侈品。中国的消费品，尤其是奢侈品的购买者越来越呈现年轻化的趋势，这个消费人群跟当今中国买房的年轻人群年龄是非常接近的，大概都比国际平均年龄提前了 10 岁。

“让你变得更美的行业”

生意特别好

中国的消费我觉得有几点，一方面我们对创新、对品质的溢价愿意付费，但同时我们又对很多个性化的东西有非常高的需求，所以实际上是非常 mix 的一个状态。 我们在研究中发现，虽然这几年中国经济增长不是那么强劲，但是有些行业生意特别好，我们把它总结为“让你变得更美的行业”。 人怎么才能变得更美？首先要健康身材好。怎样才能身材好？除了节食之外你会去健身房，对吧？ 我觉得这样的新兴行业、来服务大家的行业、让你感受变得更好的行业，是有巨大前途的。 除了刚才我们说的健身是让大家由内而外变得更美的行业以外，还有一个行业也会让大家变得更美，就是化妆品、保养品，它是通过外在的力量让你变得更美、更开心、更有自信。 所以很多子行业其实很有意思，像运动用品、健身、化妆品这些领域，在比较低速的消费和经济增长情况下，它们却以百分之二、三十的速度在高速增长。

考虑到时间问题，我总结一下：**对于龙头企业，在拥有多年品牌沉淀、产品力和渠道优势的情况下，如果它还能与时俱进，运用新零售的工具，那么它的优势还会保持。**

**未来消费品的成功要素：你需要具备极强的综合能力，不能有明显短板，而且要从卖货思维**

**转向品牌思维，最后构建你的核心的品牌护城河。** 我相信随着中国经济增长和中国文化传播，中国最有优势的那几个品牌，将来有一天都会变成具有国际影响力的世界级品牌。

做消费品投资最重要的三句话

再给我一分钟，我分享一下干货。 我觉得**当一个商品成为某一类商品代名词的时候，这个商品就占领了消费者的心智。**这句话大家琢磨一下。 我今天好渴，想喝可乐，这里的可乐其实不特指可口可乐，但是大家都知道，可口可乐是很重要的一个选择，我请你喝茅台，代表我请你喝中国最好的酒；咱们去星巴克代表我们去坐一坐，去喝杯咖啡，星巴克跟咖啡在很多时候几乎被人们划上了等号。我送你爱马仕代表我最在乎你，如果你要送女性礼物，你就送爱马仕。所以**最好商品它已经占领了人的心智，这是很重要的一点。** 然后还有三句话。 **第一句话，做好的奢侈品公司的股东，因为它们有不变的商品，有像印钞机一样赚钱的能力，只要他们用好赚到的现金，这个公司的市值可能会刚才像我们提到的 LV、爱马仕一样，会超越可能是最好的制造业公司。** **第二句话，做不断变革的消费品的顾客。** 有一些消费品是不停在变的，比如你们现在拿着的手机，如果苹果不革新、不创新，而别的品牌在革新、在创新，再过三年你还会拿这个品牌吗？ 比如当年最厉害的品牌诺基亚，你现在还会用吗？所以不是当年诺基亚品牌不强，而是因为这个行业太残酷了，要不停投资、不停去追赶下一个科技的浪潮，一旦没赶上，就不行了。 但是有一些商品，消费者就要求你别变，千万别变，比如茅台的品质不能变，爱马仕包传统的手艺也不能变，那这就好办了，不需要改变它就占领了你的心智。所以去做那一类不变的公司的股东，然后做那一类需要不停创新、不停投资资本的公司的消费者，是最幸福的。 **第三句话，先从消费**

者的角度去体验商品，再去做企业的股东，尤其是要从儿童、女性的角度去看一个消费品，只要她们喜欢，有粘性，最后这个钱总会有人付出去的。

我觉得做消费品投资，有这三句话，可能会做出一个相对不错的选择，谢谢大家。

## 高云程：投资三大原则 选股四个机会

### 投资三大原则

提到投资原则，高云程表示就他个人投资而言，长期投资遵守三项原则：

- (1) 不能买贵。即不在股票价格过高的时候追涨买入。
- (2) 不冲动做决定。即不买不熟悉的公司股票。
- (3) 不买不好的生意。即不去触碰哪些夕阳产业。

### 选股四个机会

提到选股择时，高云程把自己投资的股票标的择时分为四类：

- (1) 结构型机会。即选择那些可以穿越经济周期稳健成长的公司早期投入。长期持有，



这些公司会从小企业成长为伟大的企业，比如腾讯等。

(2) 经济型机会。即选择经济周期中处于低谷的时候投入资金。这类企业的随着经济周期、供求关系、价值涨跌等周期波动，需要在低谷的时候买入持有，比如茅台等。

(3) 反转型机会。即在目标公司发生的一些重大利好变化时。比如重大利好产品、更优秀管理团队等的出现。

(4) 事件型机会。即突发事件带来的投资机会。比如各种举牌事件创造出的短暂机会。

我前一段时间在飞机上很安静的读了读书，我觉得很有感慨，最近有一本书很红叫《原则》。

读这本书我同时想到另外一个问题，大家知道我们坐飞机，无论是一个新飞行员还是一个 30 年的飞行员，他们都要提前很久到机场，在飞机上做准备，他们有一个《检查手册》要把飞机相关性能所有检查项一个一个过一遍，而且是两个人双重验证，每一次飞行都要这样。我想这也是为什么飞行成为全世界最安全的交通工具的保证。正是因为大家对机毁人亡这个恐惧的担忧，制定了非常详细的选择。

那么我们做投资有没有原则呢？投资怎么样才可以不让我们倾家荡产呢？所以我列了一些我认为很重要的原则出来。一，不能买贵，二，不冲动做决定，三，去想想这个企业是不是好生意？它的门槛有多高，业务稳定性如何？是否会被取代？你自己喜欢这个公司的产品和服务吗？负债率高吗？历史上股东回报如何？管理是否稳定？

和股东利益是否一致？同行的评价如何？是否说过谎言和大话？这是我投资的《检查手册》。

基于这些原则，我把我投资的所有股票标的分成四类，我把它分在四个象限当中，这不是我发明的，这是我曾经工作的岗位，我当时的领导发明的。第一类，也是我们权重更多更长的一类，叫结构性机会。这样的企业可以穿越经济周期，最终从一个中小企业，或者是中等企业变成一个伟大的企业。从行业的龙头，中国的行业龙头变成全球行业的龙头，这是结构性机会的公司。这一类公司是哪些呢？可能是腾讯，可能是美的，可能是海康威视这样的公司。我讲这个是结构性机会。”

第二类公司我把它定义为经济型机会。为什么叫经济型机会呢？它的经营是随着经济周期的波动而波动的。什么样的公司是经济型机会？大家马上能想到的就是传统的周期性行业，比如说金融、地产、钢铁、水泥。其实我把茅台这样的公司也放在了经济性机会里，因为它其实有自己的典型的供求关系的周期，有自己价格上涨的周期和下跌、持平的一段周期。我认为有很多公司都是在大经济周期当中可能会受益的公司。但是当大经济周期在他的行业当中出问题的时候，他也不会过好日子，可能会比别人稍微好一点，但是也很艰难。

第三类公司我把它定义为公司反转性机会。这个和宏观经济关系不大，和结构性的机会关系也不大，这个可能是公司本身发生了一些变化。有两类公司是这样的。一类公司是比如说他研发出了一个非常好的商品，因为原来为了研发这个商品，可能常年不赚钱，或者是承担亏损。但是这个好的商品假设是非常重要的一类新药，这类商品可能会带领这个公司走出泥潭，带来反转。还有一类不简单有非常优秀的发明，但是他换了一个优秀的管理人或者是一批优秀的管理团队，把这个公司从优秀带向伟大，

也带着公司从低迷当中走出来。这个是非常个性化的，需要一个个公司仔细去看。这一类公司是可遇不可求的。

第四类是事件性机会，事件性机会也是可遇不可求的，但是事件性机会往往发生的时候是有预兆的。比如说有一个事件性机会就是万科这个例子，或者是万科、格力这样的公司。在 2016 年的时候，被一些资金举牌、追逐、争抢他们在交易的股票筹码。这个时候其实给了我们一个非常好的事件性机会，我们当时应该很明确的得出两个结论。第一，其实明眼人都可以看出来，这两家公司当时的市值被严重低估。第二，对于很多资金来说，投资这样的企业是比投债券或者是投别的生意更好的长期投资。它既是一个长期投资，但是我相信对于那些举牌的公司，他们把它作为一个非常重要的长期投资。因为凡是举过牌的投资人就知道，一旦你举过牌之后，你的交易行为是被严格控制的。你必须要把它作为一项生意去操作才会举牌。在那个时间点上，我认为两个非常有价值的公司，遇到了事件性的机会。有的时候，有价值的公司不见得会快速体现出来，有的时候市场是很不公平的。但是当事件性机会出现的，他的价值和安全边际，那些事件就是催化剂。

在这四类当中，我会把最多的投在第一和第二个象限。第三和第四类是可遇不可求的，一旦做对，对你的投资回报贡献就会非常大。那么是不是制定一套原则之后就不能改变了？不是的。其实我们往往以为自己在做对的事情，实际上常常犯错。所以我们原则的修整都是犯错之后，尤其是股票市场是很残酷的市场，是第二天就可以打脸的市场。

犯错之后，应该做什么？应该总结、修正、添加到我们的原则当中去。我特别喜欢听别人挑战我认为很有价值，或者我已经投资的公司。这类人有两类作用，一类是他一说我就知道他在胡说八道，或者说他对这个公司的认知很肤浅，没有关系，他只

会增强我持有这家公司的信心。还有一类人是提出的问题让我很心惊，他观察的角度我没有观察到，这对我是最有价值的。当我的原则里再加上一条，我们一定要非常客观的对待一切反对意见。因为一切反对意见，只有两类，一类是有用的反对意见，一类是没有用的反对意见，对你不会造成任何伤害，你忽视了反对意见，反而会造成伤害。

我刚刚讲了很多，实际上是我看了《原则》这本书的感想。同时我告诉大家一件有趣的事情，我的钱包里有一段时间一直有一张小纸条，我爸投资当中我认为最重要的 10 句话写在上面，每当市场出现波动，或者个人情绪出现大幅度波动的时候，我会掏出这张纸条，看看是不是能符合，如果说还符合，我们就要把自己认为对的事情坚持下去。吕总说，最重要的是坚持对的理念，我们要坚持做对的事情，或早或晚，这个市场会给我们奖励，而且这个奖励会超越我们原来的预期。

## 蒋彤：股票长期稳定回报的来源——中国市场的实例

我分享我的看法，我想探讨两个问题，一个是中国证券市场设立也有接近 30 年了，A 股的长期回报是怎样的，另外重新审视一下长期投资的框架，考虑了制度与政策因素，外部环境因素，人口因素，技术因素等等。

首先特别感谢这个时代，良好的制度设计是很重要的，能让每一个人的聪明才智发挥，企业家按照股份制原则、市场经济原则做创造，这是我们做价值投资的基础。看一下沪深 300，从 2014 年底设立以后，

年复合回报 9.35%，还好，但是波动率接近 40%，夏普指数 0.14%，无风险收益我们取十年期国债 3.58%。股票投资波动性比较高这个问题我一直没有很好解决，主要是是框架里面没有严格限定波动性。我们希望通过长期投资、金手铐来解决波动性的难题。

这页选的挺苛刻的，就是信息披露超过十年、每年 ROE 都超过 15% 的公司，很多公司都实现了正的自由现金流，不仅仅是 ROE 很高，这些公司的经营活动现金流减去资本开支以后还有现金流，非常值钱。大家可以看到泛消费表现居前：白酒、家电、医药。还有安防；万科也实现了正的自由现金流。五粮液泸州老窖只有 2-3 年没不达标的。当然海外上市的腾讯阿里巴巴都是达标的。

A 股只有 39 家每年都超过 15%，这些股票在过往 10 年实现了年复合回报 20.7% 的，这是非常高的，这些绩优股表现强悍。

这张图是 CICC 算的，中美 10 年和 20 年股票表现，结论很有意思。以 20 年刻度来看，美股表现最好的是医疗保健、信息技术和可选消费；A 股表现最好是可选消费、日用消费和医疗保健；以 10 年刻度来看，美股表现最好的是可选消费和医疗保健；中国则是医疗保健、信息技术、可选消费位居第 3。

我请同事分析她所覆盖的周期品有没有符合上述条件的标的，大家可以想这是非常难的，她只找到诺镍基本符合条件。对矿业公司而言只要买对了好矿，成本端就基本锁定了，诺镍的储备非常好，100% 分红。中国神华成本端锁定也不错，为什么 ROE 后来也不达标，重要有大量现金，这些现金能够分配么，看来有些难度。

我后面有一张图会讲到煤炭，当我们预计光伏挤出煤炭、煤炭行业面临估值压力的时候，如果能满足高分红，煤炭公司继续会有粉丝。

总结一下具有良好回报资产的特征，第一是行业龙头，第二是轻资产，第三是好产品。轻资产和好产品有一定关联度，大家哭着喊着买你的产品，当然你会收到预付款，厂房可能政府也替你出了，运营效率高，自带流量变现容易，资产就轻了，都是相互关联的，我们挣分红的钱+业绩成长的钱。在中国范围内有很多有投资属性的公司，比如贵州茅台2002年上市以来累计融资22亿元，累计分红570亿，累计盈利超过1700亿；今年挣400亿是不用特别担心的。中国已经有具备全球竞争力的公司也有国民产业，可以看到华为、ZTE、家电、光伏、部分化工；能够具备全球竞争力的还可能有钉钉、SAAS，SAAS PK ERP，我觉得是代际之争，基于企业内部管理的ERP肯定玩不过开放架构的SAAS，而且SAAS模式是赢者通吃，假以时日真有可能出现全球竞争力的SaaS企业而且有望如像微软、Facebook一样，很强的自有现金。

国民属性的企业非常可爱具备典型的特征。《心经》劝导我们别倚重色香味触法，凡人很难摆脱自己的味觉嗅觉，感觉幻觉，白酒、普洱茶、调味品，不单单满足人的各种感觉，有成瘾性，对运营要求还特别低，非但没有大库存的问题，库存还有越来越值钱。国民产业往往具备典型的投资属性。

中国市场40年的经济优胜劣汰，竞争出来的胜者辨识度非常高；经济步入成熟期以后，价值投资反而特别容易做，容易做的原因是它们所处的行业相对成熟，投资少了进来的人也少了。关注这些龙头，其财



报更为健康了，分红能力也提高了，刚才杨爱斌总也讲了无风险收益下降的事。假如放到银行理财可以赚到 7-8%，大家是不愿意买股票的，40%的波动性只能每年挣 9.35%。而打破刚兑、银行理财收益率下降且可能存在风险，这样大家就会留意到股票资产的风险收益特征。

变与不变是投资要考虑的问题，不变的很多都是简单的技术变革，营销小的、跟人的需求关联的，不变的容易形成品牌认知；而变的一股都是技术或者人口结构趋势，甄别出变的因素也非常有意思。例如社交，社交领域是伴随着 4G 起来的，但 5G 以后会不会有新模式，比如我找杨博士可以通过个人语音助理找到杨博士，像去年谷歌显示订披萨的样子，我的手机助理问我要不要吃一个披萨，它就自己帮我定过来了，是不是我还要几箱通过微信找我的朋友呢。

难与不难也是这个问题，科技都很难，调味品则简单，当调味品形成寡头结构之后，就会很强大，比如海天味业为例。做调味品的公司，技术难度显然不是要点，当海天选了在批发通路中建立优势这个壁垒建立起来就很强大，同样有速冻食品，三全食品选 KA 渠道，GM 35%而 KA 渠道拿走了 30%自己所剩无几。同样经济发展的好处很多都落到了房地产里面，很多创业成功的人会买一套一个豪宅，或者市政府建了很多公路、铁路，建了很多高铁，升值利益落到沿途的土地里面，其实蛮简单的东西受益不低。

接下来检查其他长期因素，包括制度安排、对外关系、人口因素、技术进步、周期因素。这几张图都是我比较感兴趣的，第一个图是人口结构，这张图是 2017 年统计局发布的中国人口年龄结构图，40 到 44

岁，45 到 49 岁，50 到 51 岁都比较多，1962-1972 年出生的 2.5 亿人口步入退休高峰，按照 1/3 是城镇就业人口，未来 10 年每年平均有 800 多万人退休，这个数据抵消了每年需要安置的新增就业适龄人口。

姜超说这个数据，我查了一下还真是如此。第二张图是放开二胎的图，如果适龄的爸爸妈妈都按照一定的概率生了二胎，到 2050 年中国人口的情况，改善不够明显。所以中国要抓住时间窗口解决产业升级。第三张图是人口到 2070 年中华文明占比、西方文明占比、伊斯兰民族占比、印度文明占比，确实要研究伊斯兰文明与印度文明。第四个图黄色线是死亡人口，死亡人口在 2030 年后会超过新生入口，其实放开二胎也没什么用，届时中国总人口开始收缩。

留给我们的窗口不是很多，这张图也很可爱，就是说人类变得又懒又馋哈。很馋很胖，这是飞聊上的一张图，全球都变红了，都超胖；又都想活的美一点，活的长一点，回到投资来看是特别强的投资含义。

上一张图也很有意思，从支出法来看中国的消费占 54-55%，投资占 45%，这张图不是支出法份额，这张图是新增，典型的蓝线是我们的消费新增占新增 GDP 的比例，一直非常高，消费增量占 GDP 增量占比在 70-80% 波动，中国现在已经进入美国那样的经济体，消费与服务主导。我们不是一个投资拉动的国家其实我们已经变为消费主导，相信接下去政府调整投资，投资在 GDP 结构中占比还会下降了。由于社会分成，企业需要有产业矩阵来使用各种需求，比如美的往两头延伸，有高端也有低端；蓝领的崛起，~快递小哥、保姆、护工、管道工，他们收入增加，迟早会重复白领的消费道路。软件技术可以分解环节，调动



各个环节做做分包，他们工资挺高的，是小时计价的，现在月收入一万的很多，他们会重复白领的消费故事。Z 时代消费行为很精明，1995 年到 2005 年出生的孩子，他们受了更多的网络教育，知道什么是好的，什么是不好的，搜索引擎与广告很难匡他们，他们以自己是聪明的消费者为荣，像上海的老克拉一样；另外一个解释是 Z 时代的父母一代更长寿，留给他们的财产太少了，所以他们要花好每一笔钱

汽车销售萎靡不振持续了一段时间，大家都试图解释这件事。第 1 个假说，原来预估的中国汽车年均销售量 3000 万到 5000 万辆是错误的；第 2 个假说是去年 2400 万辆消费当中换车需求到达了 60 到 70%。这个车可以多开一段时间，也可以少开一段时间，取决于消费者收入与信心。商业周刊报道美国在马路上跑的车寿命已经高达 11.3 年。第 3 个假说，大家更喜欢在城市里面生活，房子小一点城里生活更加丰富多彩一点；城里高昂的停车费、发达的公共交通使得自备车多余；还有信息技术的进步，滴滴、优步、曹操租车、首汽租车等等。

所有人都注重自己的形象，商业周刊还出了一期封面叫美男计，说男子们怎么注重化妆，修眉毛；医美养生景气高涨，需要专门陪护的机器人有力量又能够做陪护，所以这些产业也是确定性中长期的机会。

中美中长期竞争新常态，第一张图摘自 Graham Allison 的《必有一战：中美可以规避修昔底德陷阱么》引用世界银行的购买力平价算法，中美经济体在 2014 年势均力敌，第二张图摘自达里奥写的《债务危机：我的应对》，解释收入分配与民粹主义的兴起，1930 年与目前情况不一样，这次全球化带给资本巨大的利益但是并未分享给美国民众主义，

接下来的调整很可能对会对 Facebook、谷歌、苹果有些影响。中美之间要摸清楚对方诉求是什么，最好从经济利益予以解决。

我们还是要继续保持制度的优越性，举国体制做优越性，全国统一的大市场，旺盛的外需，即使美国人不想要其他国家还是想要中国制造。第二还是要尊重国际准则和市场竞争准则，倾听国际社会的意见，坚持改革开放。姜超说目前我们的经济政策与里根经济学时代有些类似，读这段历史，确实有类似之处。美国经历 70 年代 2 次石油危机后高通胀、高货币发行，也有失落的 10 年之称，里根总统上台后减税后企业增加研发投入，遏制货币发行与遏制房地产泡沫，效果卓然。中国的减税降费的效果正在显现，体现在社消总额同比增长上，5 月回到 8.6%，去年下半年基本在 3-4% 低水平上。从政府债务占比上来看，我们政府确实有实力继续减税降费，有很强的应对能力。

接下来跟大家分享 2 个行业视角：光伏改变了能源结构与制造业效能，感兴趣的朋友可以看看隆基股份做给沙特阿拉伯的视频：SOLAR FOR SOLAR。这个行业曾经是一个“万人坑”，后发行业，生存下来必须对技术节点，融资节点把握准确，踩错都死了，现在剩者为王具备了全球竞争力，所以这个行业很难得，时过境迁新能源很难重复这样的故事。结论就是光伏市占率会上去挤出火电和其他化石能源。光伏全球装机占比 2018 年是 7%，2030 年预计会达到是 13.3%，光伏全球发展占比会从 2018 年的 2.1% 提升到 2030 年的 13%；光伏在中国装机占比 2018 年为 9.2% 了，2030 年会变成 33%，发电占比会从 2018 年的 2.

6%提升到 16.3%，光伏有日照条件约束。再过五年，石油会不会对我们的遏制这么大。我国也不用为运油通路这么操心了。

从这张图上可以看到我们测算的光伏发电对煤电的挤出，我们测算用电量的增长与光伏普及速度，到 2030 年中国耗煤量是受到挤压的。除非维持高的分红率，煤炭的估值会承压。

关于“备胎”我跟大家讲一下，中国在基础研究、底层工具都比较匮乏，我们对比了晶圆代工中中芯国际与台积电的差异，模拟电路与器件中圣邦股份与 TI 以及 ADI 的差异，我们对比了收入、利润、经营活动净现金流、资本开支、自由现金流等等。差距这么悬殊，如何持续追赶是另辟章节专门讨论的。

做一个小结，谨慎审视中美关系，搞清楚对方诉求，合情合理协商缩小；保持定力，继续对外开放，中国的国运还在；从 2014 年到 2019 年这个周期来看，从场外加杠杆，到泡沫刺破、到去杠杆，到温和处理债务，加之中美贸易摩擦，股票资产处于一个比较安全的水平；保利定力，立足中长期价值投资，中国继续具备良好的价值投资的气候与土壤。

我就抛砖引玉，汇报这么多，谢谢！”

**蒋彤：良好的长期投资回报值得期待**

1.10 年 10 倍，就意味着每年年化收益 25%。在蒋彤看来，在中国经济转型之下，每年增长 25%的公司还有不少。当然长期来看，30-50 年的范围，符合增长达到 15%就是优胜者了

2.景林非常注重深度调研和深度讨论，每个研究员每年会出 6 篇深度报告，通过不断地比较学习来拓宽能力边界

3.好公司的净资产回报率比较高、治理结构比较好、自有现金流比较充沛、竞争优势明显、团队优秀的公司

4.现在前 8 名公司占 20%市场份额以下的行业都不好找了，优胜劣汰，这是改革开放、市场竞争 40 年的必然结果

5.以前不知道谁能跑出来，每一条赛道都很拥挤。但现在很多公司业绩的可见度更高、确信程度也更高，我觉得这个时候做投资很容易做出选择

6.2016 年中国上市公司的 ROE 是 11%，而美国基本都在 15%以上，假以时日，中国的也会升到 15%

7.自己长期持有的标的要心中有数，对市场短期的影响也要看得清楚

8.现在去杠杆是常态,未来不会对市场造成类似 2013 年和 2015 年的影响,资金会紧张,但不会成为灾难。

## 金美桥：不存在大范围消费降级

今天我演讲的主题是《低位播种，等待春天》。

大家都知道播种前先要挖坑，我有一个朋友是中建的，他说他们建上海中心的时候，地基挖了 80 多米，我当时听着挺惊讶的，80 多米相当于 20 多层楼那么高，所以才能建 600 多米高的高楼。

我讲这个故事是想说明：今年的股市挖坑不是坏事，反而是给投资人提供了极好的长期战略性的建仓机遇。

### 宏观上出现一些明显的变化

从全球宏观上来看，美联储加息，欧洲可能结束量化宽松，包括日本、英国在内，全球四大央行都可能退出量化宽松。

从中国国内看来，上半年也是整体偏紧的政策，财政支出增速已经小于收入增速。从 GDP 来看，增速也是逐季下滑的。A 股上市公司盈利增速也是下滑的，三季度下滑到 6.8%，和 GDP 增速差不多了。中小板、创业板盈利增速下滑更加明显。中小板一季度增速 24.5%，到三季度就只有 2.4%了；创业板更加明显，一季度是 41%，三季度已经是同比负增长了。

所以说今年上半年，无论是股市还是经济基本面都是比较恶化的情况，但我们也能看到一些新的变化。

### 目前情况正在发生变化

改革预期/ 民营经济	改革开放40周年/最高层座谈会对民营经济定位重申 大力度的减税/资本市场改革
去杠杆政策	从“去杠杆”到“稳杠杆”，取得阶段性成果，资管新规比预期有所放松
货币政策 财政政策	货币政策继续保持中性、多次降准；银保监会支持民营经济政策（“一二五”）；财政政策更加积极
股权质押/ 回购	股权质押拆雷（民企）进行中；证监会、财政部、国资委联合发布《支持上市公司回购股份的意见》

• 慧胜资产证券

首先我们看一下对民营企业的看法，最高层座谈会对于民营经济定位有重申，原来理直气壮让国有企业做大做强这样的提法好像不再提起了；对公有制的表述也有变化，说“我国公有制经济是长期以来在国家发展历程中形成的”这种提法也是首次。包括个  
股改革这块可能对明年的消费是一大刺激。

所以我同意前面两位嘉宾的看法：当前政策底差不多已经形成。

第二是关于股权质押拆雷包，支持上市公司回购。大家知道美国为什么过去 10 年都能走强吗？有一个很重要的原因，就是上市公司不断的回购。过去十年，美股的上市公司大概回购了 4 万亿美金，这对美股的走强是一个很大的推动，也提升了上市公司的回报。

对于中美贸易冲突，我觉得中国自身的市场就非常非常庞大，中国可以走另外一条路应对中美贸易战：通过必要的改革和创新，从出口大国转变为消费大国，因为中国有 14 亿人口，这个消费市场还是非常庞大的，同时又能为制造业的升级打开巨大的空间。

### 消费新常态下的投资机会

所以接下来我想重点讲一下消费新常态下的投资机会，景林特别喜欢三个行业，而且在这三个行业里也配了不少研究员。一是 TMT 行业，另外就是消费行业和医疗健康行业。

首先讲消费。目前消费对中国 GDP 的贡献已经达到 80%。2017 年，全国社消零售总额达到 36.6 万亿，同比增长 10.2%。

虽然当前消费品零售总额增速是在下降，于是出现了“消费降级”的说法。但我们认为这是短期波动，主要来源于消费信贷紧缩、棚户区改造货币化安置比例等因素带来的扰动，比如房地产和汽车这两个行业比较差。虽然大家花在车子、房子、手机上的



钱下降了，但是花在运动、医疗、酒店上的消费是大幅提升的。比如酒店消费提升 37%，运动健身提升将近 40%。

其次我们看到居民消费结构在发生变化，食品和服装上的消费在下滑，住房、医疗保健、教育文化娱乐方面的消费在加速。

**这是消费升级，从以前的追求物质、性价比，到追求品质、设计和服务体验。**

所以，未来消费还将持续增长，商业模式的升级会来到新的投资机会。比如优化供应链效率、改造大家居、改造传统零售、改造物流业、全渠道化，B to C 模式崛起等通过科技赋能消费，这些领域都有很大的发展机会。

第二是互联网行业。从原来的 BAT 到 TMD，各个领域都出现了非常强劲的对手。比如头条、拼多多、美团、抖音、快手这些新的科技公司在不断蚕食原来 BAT 的市场。

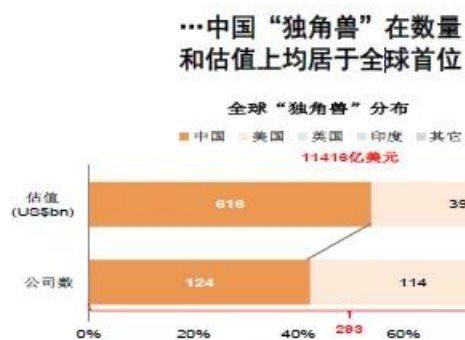
从估值上来看，拼多多才成立三年多时间，但是市值已经跟京东差不多了；美团、今日头条、滴滴它们的估值已经跟百度差不多了，百度是 20 年的公司了。

所以 TMT 这个领域，基于商业模式的创新机会会告一段落，技术创新和内容创新会带来真正大赛道，包括云计算、人工智能、互联网医疗、安防、无人驾驶、内容和传媒革命。



第三是医疗健康领域的投资机会。这个领域我们最关注的还是创新药。现在中国的创新药头部公司发展势头是越来越好，而且它的研发费用占比 10%左右，是在不断增长。去年对创新药的 PE/VC 投资仅江苏一个省就是 8 亿美金左右。

### 景林策略：集中持仓提高绝对收益



从上图可以看出，中国独角兽公司数和估值都已经居全球首位。所以景林的长期投资策略是守住这些核心公司。因为传统行业里面出现颠覆性公司是非常难的。

另外，仓位上可能更适度集中一点，因为市场上好公司不多，一定要集中持仓提高绝对收益。另外我们也会考虑逆向投资，寻找市场的预期差，可能有的公司市场不看好，但我们通过深入研究，在适当时候进行有安全边际的投资达到一个最优的风险收益比。

### 高云程、金美桥：揭秘景林的成功密码

当市场出现系统性风险之时，大盘下跌会需要一段时间才能估值修复，景林却很少选择在高点清仓，低点再建仓，从而减少净值波动。

”

高云程：首先我们认为真正的系统性风险是非常偶然，或者非常少才会出现的，大概从经济周期的规律和股票市场的规律来看，真正的系统性的风险大概在五到七年才会出现一次，这个是统计结果表明的。

那同时我们也有很多监控市场风险的方法，比如从宏观的角度，从流动性的角度，从企业估值的角度。我们监控的实践也告诉我们，实际上真正需要做大幅减仓的行为的频率是非常低的。我应该这么说，作为一个职业的资金管理人，或者职业的投资人，他的一生当中真正去做这个非常明确的减仓，或者是不持有股票的时间可能是屈指可数的几次。

在大部分的我们的职业管理的生涯当中，更多应该做的事情也是把你的资金放在你认为最确定的这些投资的标地上。企业的经营往往是，尤其是好的企业，是非常长久的。但是经济的周期和股票市场的波动，五到七年就会有一次典型的过冷或者过热，那我们，而且很多时候这个其实风险也是在产生之后，可能才会大家发现它是一个什么样级别的风险。

所以我们如果能够预判出，非常强烈的感觉到这个泡沫，或者是一个这种疯狂市场的时候，可能我们会做一些风控的措施，包括了降低仓位，做一些保护，或者是投资到我们认为更确定的，或者是更安全的资产上，但是更多的时候我觉得是希望能选择到，能够在估值合理的情况下，或者低估的情况下选择到好的公司，然后跟这些公司一起去成长，赚企业增长的钱，而不赚市场博弈的钱。

”

景林产品持股集中度较高，前十大重仓股一般占比 60-70%，其筛选个股的标准，和规避价值陷阱的方法，值得深思。

”

金美桥：我们就是重仓板块里面，行业里面我觉得主要是看重他的公司治理，行业的进入门槛，以及充沛的现金流，主要这几个标准。

我们觉得估值陷阱，主要是看这个行业的发展趋势，就是未来有没有被其他的行业，或者新的技术替代的可能，或者比如能源、火电有可能被新能源替代，这些东西行业我们就尽量避免一些。还有一些就是看起来这个公司很便宜，但是它不符合这个财务常识，就是有些行业里面，可能正常来说毛利润水平只有 30%，它可能做到 50 个企业能做到 70%，净利润做到 50%，这个可能也是一个价值陷阱，就是有可能存在财务造假的可能。

”

景林也有一级市场的投资，关注创新的企业，而这样的特色，在二级市场的投资中，也转化为其特有的优势。

高云程：我觉得因为我们一直是用实业投资的眼光去做投资，所以我们借鉴了很多一级市场投资的调研公司和研究产业的方法来放到我们二级市场的股票投资的研究当中，那这个我觉得是一件我们可能区别于很多同行的一个研究的方法。

那我们在调研一个标的公司的时候，更多的是把它想成一桩生意，那这桩生意假设我们做它的长期股东，我们要从哪些角度去思考？我们要从它的上下游的产业链，从它的竞争对手对它的评价，从它的用户使用对它的效果的评价，从各个方面去来研讨这间公司它的护城河有多高？它的核心竞争力有多少？最后我们还要对它的管理层的利益是不是跟投资者的利益，

跟股东的利益是绑定的？管理层是不是一个诚实可信的一个受尊重的管理层，从这些角度来研究这间公司。

虽然这些方法往往是用在了 PE 投资上，我们称为 360 度的调研，但实际上经过这么多年的实践，我们把它用在了二级市场的研究上，我觉得效果是非常好的，用做实业的态度，用投资实业的态度去做二级市场的股票投资。最后往往获得的回报是非常不错的

“

今年以来，景林有几个固定关注的行业板块，而从目前市场的表现情况来看，这些板块业绩表现也逐渐向龙头聚拢，估值也得到一定的提升。

”

金美桥：我觉得这符合中国消费升级，因为在中国人均 GDP 达到八千美金之后，大家对产品质量的追求，对品牌的追求也不断地提升。所以像家电里面格力、美的，食品饮料里面茅台、五粮液这些优秀品牌的企业，会不断的享受到行业龙头的发展红利。

下一阶段我觉得像消费、医药和信息技术，我们还是会继续看好，像大金融、地产我们也觉得还有一些机会。像这些行业都是，行业空间非常大，里面只要有优秀的公司逃出来，我们觉得就有一些大的投资机会。

消费行业是这样的，因为中国人均 GDP 已经超过八千美元，这个消费升级是非常确定的。所以消费者要买好的品牌，好的产品，这点也是非常确定，所以行业的龙头企业，像茅台，像美的、格力、像索菲亚，这些企业我觉得会享受到消费升级的红利。