师出五道口的私募大佬“教材级”演讲：如何年赚30%？

在私募界，景林显得格外低调。如果不是它的客户或者“圈内人士”，并没有太多人知道。目前景林管理着200亿海内外资金，多年来，年复合收益率都在35%以上。他们是如何做到的？他们的理念是什么？低调的景林资产管理有限公司董事长蒋锦志，曾与师弟、师妹们的交流中，发表了一次堪称“教材级”演讲，透露出其“投资密笈”。至今读来，仍有参考价值。以下是蒋锦志演讲内容。

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、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：

**沃伦·巴菲特：**投资法则一：永远不要赔钱；投资法则二：永远不要忘记法则；

**乔治·索罗斯：**先生存，再赚钱。

所有做投资的人很清楚投资最重要的是要保本，首先不亏钱，然后再去挣钱。

**2、投资中的概率论--追求确定性**

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上涨概率。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。

**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**

我们的投资原则有三点：

**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。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。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（2003年的“非典”），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。

**三、投资方法**

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，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。

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，成长和品牌建立是需要时间的，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。

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。当然也还有其他方法如重置价值，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经常会比较其EV，而不仅仅是比较其市盈率或增长率等。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。

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，今天资产价值值十块，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。虽然我们很看重持续成长类的公司，我们也不排斥“turn around”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。

**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掉了。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。目前沪深300的市盈率跟标普是差不多的，比纳斯达克指数高一点，从历史上看差不多也是最低的。市净率也比较低。所以无论是横向比较还是纵向比较，都可以看出中国的蓝筹股的估值是比较低的。

从成立至今，景林一直专注于中国公司，**投资领域主要集中在消费品及现代服务、医疗医药和健康、TMT、先进制造这四个行业。**无论是在二级市场还是一级市场，投资重点都是围绕这四个领域，无论是投资上市公司还是非上市公司，都希望在其价值低估的时候能挖掘到，并买入后长期持有。