

投资中的变与不变

高毅资产董事长 邱国鹭

我今天是第三次来参加中国基金报的中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛。现在有一些非常优质的股票起伏伏中创新高，其背后真正的驱动力是什么？

可以说，市场的驱动力每天都在变化，在资本市场中唯一不变的就是变化本身。我们如何看待市场中的变化？在我看来，最重要的是看这些变化的可持续性，譬如它是一个长久变化，还是一个暂时性变化？

最近很多人提到价值投资的春天，也许它是可持续的。我们经常想买一些质地好的公司，但又希望买得便宜。那要在什么时候买呢？很简单，要在优质公司碰到短期困难的时候买。典型的是，过去一两年表现最好的基本是白酒和家电这两个行业，2013、2014年白酒碰到八项规定，在基本面和股价上都遇到了很大调整，但可以看到白酒的商业模式、品牌、在用户心中地位，以及作为中国人社交催化剂的作用是没有变的。特殊经营期面临市场质疑的时候，其实就是优质企业碰到了短期困难。

面对变化怎么能做到处变不惊？我觉得其实还是基于对基本面的深入研究，要真正认识行业规律以及事物变化本质。面对很多变化，经常问自己的第一个问题应该是：它是一个结构性变化，还是周期性变化？周期性变化，企业盈利短期可能翻几倍，例如大宗商品猛涨的过程中，很多企业从微利到利润翻五倍、十倍，但它只是一个短期冲高。对变化的性质有一个定性，是很重要的。

高毅资产更关心的是长期变化，寻找结构性机会。过去一两年，汽车是所有行业中最苦的行业之一，它不像可口可乐、茅台，几十年、上百年配方不变，汽车推出一个新产品可能成为一个爆款，但可能也就赚两三年的钱，之后又需要推出一个新品，它在中国的竞争是非常激烈的。但在过去一两年我们看到有一点结构性变化是自主品牌的崛起，我们以3



高毅资产董事长邱国鹭

李雄/摄

倍的PE买进后3年利润年化40%的增长，而这个利润水平是可以持续的，这个成长不是周期性的，是结构性的，上海车展的时候看看车就会知道中国汽车竞争力是极速跟进口车拉平。

目前自主品牌汽车在电子化方面遥遥领先。目前15万元以下的SUV车基本上是国产车的天下，中国的SUV过去五年年化增长50%，而且部分国产品牌的汽车净利润率在10%以上，这是许多海外品牌都达不到的。不过要提醒一下我不是在推荐大家购买，因为很多个股股价已翻两三倍了。

另外一种我们认为可持续的变化是中国的龙头成为世界的龙头。中国在安防方面也存在这种结构性机会，这种变化是可持续的，但我们又希望它是不变的，为什么不不变的呢？我希望它的行业地位是不变的，投资中很讲究的一点是先发优势，短期领先的，

过一两年又不行了，这种我们不建议。

我们总是建议找结构性机会，比如消费升级。例如一家卖鸭脖子的公司，它卖鸭脖卖得比谁都贵，但卖得比谁都好，有20%的净利润率，包括小龙虾这个品类，在中国一年是1000亿元的市场，怎么标准化？直到有一个行业龙头出来解决了可标准化的问题。你看麦当劳全世界有36000家，中餐馆在深圳开三家，第三家的口味已不如第一家，怎么实现复制？这是连锁店最重要的问题，就是做到质量控制。包括最近我们在研究定制家具，它怎么颠覆传统家具？它解决了存货问题，定制家具都是零库存，先下订单才去做，而且一块板会通过电脑切割成许多块，可能是装在不同的家具上，极大提高了材料的使用效率，这种产业链的再造是可持续性的变化。包括定制服装，给你量体裁衣，一个人八个摄像头扫描一下，10秒钟完成量体裁衣，不再分为M、

L、XL等，一件衣服2000个号码，量身订制。做衣服的时候，一块巨大的布，一个机器同时切割，这种属于产业升级和消费升级。

人家总问我：你看好什么？过去五年我看好产业升级和消费升级，消费升级是需求端，产业升级是供给端。看好什么行业？三大类行业：先进制造、品牌消费、金融地产。这三大类行业有定价权、行业格局很清晰，而且总有机会，在商业模式上就决定了它能否实现长远发展。

所以很多事情想清楚了，就会发现我们投资的东西是可持续变化的。有些市场结构的变化是不可逆的，暂时性、周期性的变化是可逆的，于是我们就是要寻找这种不可逆、结构性、可持续的变化。

目前市场大致有以下几种变化：

一是市场环境的变化，有一些非常优秀的企业成长起来，有投资标的了。二是有一批很成熟的投资经理人，有十几年的优异业绩和长期价值投资的理念。三是最重要的近期变化是监管变化。监管的变化很多属于扶植价值投资、长期投资为导向的，其实这才是正确的做法。当然也有一些非议，但大方面是对的。两三年前，很多企业家的创业精神被创业板的泡沫毁灭掉了，只要讲一个故事市值就多50个亿，非常不好的导向把那些本来很有创业精神的企业家引导都去讲故事、炒概念。四是客户导向的变化。最近我们收到很多机构投资者的委托资金，今年每个月管理规模增长都有明显净增长，而且这是在股票基金非常难发的情况下，大大超出我们预期。一批批的机构客户、企业家，现在开始认同价值投资，他们的委托资金我们都要求有锁定期，这些大的客户资金锁定期有三年、五年，最高的锁定到八年。没有稳定的资本，在A股做不了价值投资，因为有的客户三个月之后就赎回了，你没有办法替他挣钱就没有办法创造价值。但现在有一批客户想明白与参与短期市场是没有意义的，愿意做长期投资。所以投资标的、监管人、管理人、客户都在发生结构

性的变化，这是有利于长期投资、基本面投资、价值投资的，这也是一种变化。

那么，不变的是什么东西呢？

万变不离其宗，我是不太善于变的人，我老是守在我们熟悉的领域中，但发现几年下来回报率不差，主要还是投资理念与方法没变。总结了一下主要有四点：

一是便宜是硬道理，安全边际。市场从5000多点跌到3000点，为什么很多价值股还挣到大钱？最关键的是估值便宜，因为足够便宜才有足够的安全边际，特别在市场大幅波动的时候。

二是我们一直在找行业格局相对清晰、相对容易研究的行业。投资宁可数月亮，也不要数星星，星星那么多你总是数不过来，但月亮只有一个。所谓“月亮”，是指在门槛较高的行业里，经过激烈的市场竞争与行业洗牌后笑到最后的的企业，也就是大家常说的寡头。而“星星”则是在行业门槛较低、集中度低的行业里，百花齐放，存在参差不齐的各种企业。做好投资就是要找寻门槛最高的行业里最好的公司。

三是商业模式、行业属性研究透，要有对行业的洞察力。你一定要明白定价权的来源。在大多数行业是一个赢家通吃的游戏，例如家电是一个很苦的行业，为什么两个龙头都能够做到两位数的利润率呢？很简单，虽然家电是制造业的，但经过激烈市场竞争后形成了寡头竞争的格局，因此这两大龙头拥有类似消费品的定价权。

四是逆向思维和独立思考。A股总是不时冒出各种热点，但追逐市场热点往往很难获得满意的回报，投资机会常常出现在被市场冷落的角落。要分清其中的变与不变，核心的原理万变不离其宗，寻找有不可逆的结构性变化，这种我们是应该参与的，而且在相对早期的时候知道这个变化受益的赢家是谁，在胜负已分的行业中找到赢家，关注安全边际，长期持有，跟企业一起持有，赚成长的钱。

（中国基金报记者 项晶 整理）

中国经济和A股进入平稳期

拾贝投资董事长 胡建平

如果我们回头看过去十年中国经济，2008年在4万亿以后，感觉我们拯救了世界，信心爆棚，但在去年和前年又充斥着崩溃论。我们感觉未来在两者之间可能有一个中间地带。

A股市场长期效率很高

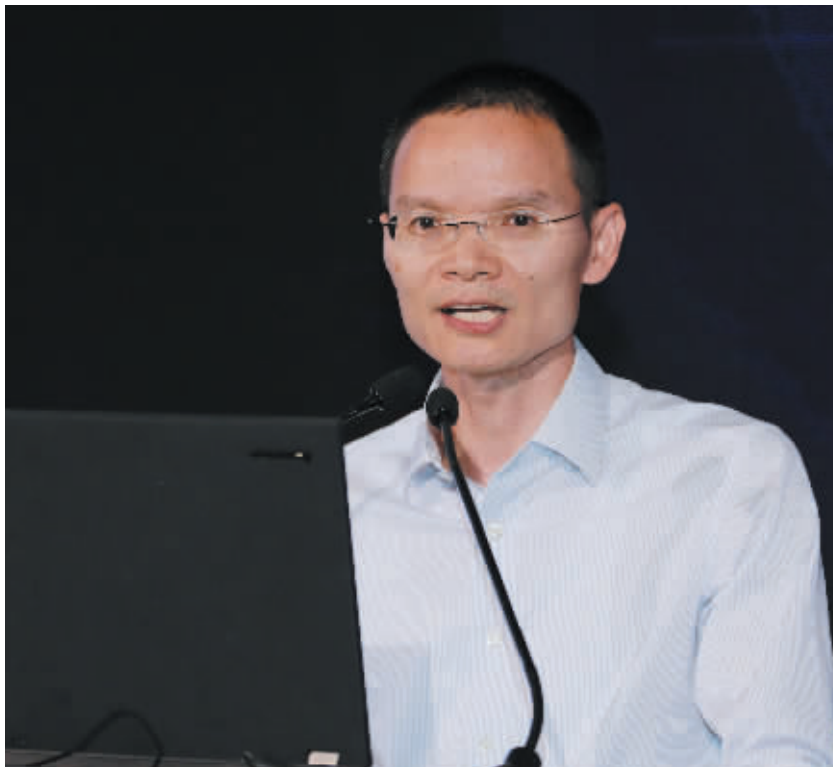
很多人认为A股没有效率，这个观点长期来看是错误的，实际上A股有史以来全收益指数数年均均有15%左右的回报。普通投资者可以接触到的投资品种中，黄金长期来看回报一般，就是一个抵御通胀的品种；房地产也是这样，北上广深的房价涨幅可能比较高一点，买房子的时候用按揭天然加了杠杆，所以回报看起来高一点，但全国范围来看，回报也一般。长期来看，只有股票市场能跟得上社会进步的步伐。

我们若换一个角度来看某个事情，可能结论会完全不一样。

比如“郁金香的泡沫”，让不少投资者身受其害，但从另外一个角度来看，郁金香泡沫之后，荷兰成为最主要的花卉交易中心，与现在取得的成就相比，郁金香的泡沫其实不算什么。泡沫在很多时候，大家都完全理解为一个非常负面的东西，但回想一下，2001年如果没有那次互联网的泡沫造就了当时无比庞大的基础设施，哪有现在的五大科技公司？

此外，我们对中国经济的判断，一定要把它放在更大的视野中考察，可能得出的结论会更加乐观一点。中国现在是全球第二大经济体，占比将近15%，在全球化的情况下，你中有我，我中有你，全球经济无法脱离开中国这么大的经济体，它跟其他很多做对比的经济体是完全不一样的。如果再考虑工业生产领域的话，中国可能是影响最大的一个国家，比美国还大，比日本和德国加起来还要大。

对于现在的强监管和去杠杆，我们认为当前非常坚决地去杠杆，更多地可能是对过去去杠杆上升速度过快的一个修



拾贝投资董事长胡建平

李雄/摄

正，而不是从现在开始杠杆不再上升，更多的是稳杠杆，定性于此，就不必过度担心。

本轮周期反弹的逻辑

把时间拉长一点来看，我们现在很多人对中国经济悲观，可能还停留在2011年-2016年中国经济名义GDP每年下降3.3%左右的过程，但实际上中国经济已经稳住一段时间。

2012年以来实际GDP的波动很小，但名义GDP的波动要大得多，实际GDP是周期和结构共同作用的结果，名义GDP反映了周期性，名义GDP目前已经见底，处于周期性上升阶段。名义值基本上已经回到过去好多年都不见的两位数增长，世界上稍微成功一点的国家，没有一个国家是从高速增长

长直接就一头扎到低速增长，像我们这样的国家这种可能性几乎不存在，我们在中高速的位置是6%-6.5%，小幅波动对于投资来说影响不大。

这一轮的反弹，不是库存周期，不是产能周期，不是技术周期，而是政策刺激驱动的周期。但本轮反弹没有得到私人部门强烈的反应，不像上一轮2010、2011年反弹引起私人部门的强烈反应。这次正反馈的效果稍微差一点，但到回落也会更平稳，持续的时间会更长，足以扭转2011年-2016年大家形成的非常悲观的情绪。

为什么说这一次复苏持续性相对不错？这次的复苏，利润增速已超过2013年那一次，2010-2011年时看到政府出手大家一哄而上，但这次大家是陆陆续续的。反映在存货上，加库存力度不及上一次。很多人都说民间投资没起来，我相信

复苏再维持一两个季度，企业家会改变他们对未来的预期，行为会改变。现在不是能力的问题，只是意愿的问题，现在工业企业的负债率已回到2007年4万亿之前更低的水平。

剩者为王的时代到来

产业结构变化带来的变化——剩者为王。

时间拉长一点来看，优秀公司和一般公司其实差异是非常大的，我们以家电行业为例，十年下来优秀的公司如格力、美的净利润从几个亿到现在挣150亿，稍微差一点的公司、平淡一点的公司十年下来从来没有挣过钱，A股里面这种公司很多，如果在香港上市，市值会很低，但在A股上市的话有可能是大几十亿级别的估值，但这个公司十年都没挣过什么钱，所以未来分化有可能会很厉害。

时间拉长一点看，中国众多的产业，已从自由竞争阶段慢慢过渡到寡头竞争阶段，这个过程中我们一定要站在对的一边。有人担心GDP增速慢下来，会不会没有机会？这也是个认知上的误区，我们以格力为例，2011年的时候格力市值400亿元，现在是2000亿元，增了4倍，但它的收入增速在这个过程中从过去30%、40%下降到现在个位数，中间还有负增长，但净利润率从6个点上升到十几个点。未来会有很多这样的公司，关注点不再是收入，而是竞争结构。

市场的估值坐标系正在做一个重大的切换，过去三年我们看到的很多东西，有很多人认为是天经地义的，但回过头来看是很不靠谱的，为什么创业板就要比别人贵？以福耀玻璃为例，十年之间净利润增长了不止3倍，历史上是享受折价的，它是这个领域中最有竞争力的公司，但在A股里面是折价的。不过从2014、2015年开始折价慢慢消退，并且在股灾以后估值水平在持续上升，这和整个市场是完全反过来的。所以，有可能是我们整个市场的坐标系正在做一个非常重要的切换，这可能是一个不可逆的过程。

高铁和互联网改变中国经济版图

我们为什么对中国经济看得比市场更乐观一点？

我们看到今年以来，三四线城市以及大城市圈发展进一步超出预期，一线城市和其他城市之间的人口流动由单向流动变成双向流动。我们自己的解释是：在过去的一段时间里，有两张网络改变了中国经济的版图，这是一个非常持续的动力：高铁网络、互联网。

日本和韩国国家相对比较小，相当于我们国家的一线城市，等它们进入到发达国家之后，有很多产业只能迁移到中国和东南亚，但我们可以迁移到我们的二线、三线、四线城市。这个以前也在发生，现在随着两张网的发展持续性更有信心。

基本上这两张网络改变了整个中国经济的版图，这是中国自己特有的一个红利，再加上中国特有的帮扶机制，使得比其他国家更持续一些。文明的中心从大江大河开始，然后到大海大洋，主要是信息流动和能量流动的需要；中国的高铁和互联网一软一硬的两张网络可能改变内陆在信息流动和能量流动上的显著劣势，这是一个巨大的中国自己的红利。

最后分享一下大家现在非常担心的利率问题，我们相信这次复苏其实政策起了很大作用。我们想提醒大家，2013年当时利率上升很快，直接扼杀了经济复苏，当时的口号是“高利率利于调结构”，主观上愿意把利率搞上去。但现在，第一，10年期国债利率除了昨天和前天突破了3.6%以外，其实一直都没有突破到2013年起步3.5%左右的位置；第二，现在政府的口号是“千方百计降低企业成本”，所以现在的强监管、去杠杆，一定是不以显著影响经济为前提。因而，中国经济和A股进入到平稳期的可能最大，对比较严谨的投资人来说，可能确实会创造比较好的投资回报。

（中国基金报记者 刘明 整理）