本文为1月6日东方证券资产管理有限公司董事总经理、公募权益部总经理林鹏在“2018东方赢家年度策略会”上的演讲。文中观点仅反映其研究和学术观点，不代表见闻立场，不构成投资建议。

2017年，东方红资管以优秀的投资回报成为最火的资管机构，旗下多只产品投资收益率均超过50%，遭到市场哄抢。林鹏管理的东方红睿华沪港深混合基金更是东方团队的明星产品，去年净值增长67.91%。

**华尔街见闻将林鹏讲话要点整理如下：**

**◎ 我们期望获得上市公司分红、上市公司长期盈利增长，而不是刻意去赚取上市公司估值提升的钱。**

**◎ 我们的投资本质上是“自下而上”关注企业本身，关注企业核心竞争力的提升，行业地位的稳固**。从公司成长的角度来看，公司的市场价格最终会反映其内在价值。

◎ 林鹏强调了他观察企业的四个着眼点：**企业家精神、工程师红利、研发创新驱动，制造业龙头崛起。**

◎ 分化仍然是未来市场的主旋律。**2018年资本市场 “存量博弈” 的格局大概率还会延续。一方面经济增速放缓，利润加速向有竞争优势的龙头企业集中，另一方面IPO加速，普通公司的稀缺性越来越小，而优质公司有可能强者恒强。**

◎ **2018年优秀的成长股机会可能会多于2017年**，但很难重演2013年-2015年的火热行情。因为国内资本市场的投资者结构已经发生了重大变化，近年来新增资金主要为海外资金，外资的投资逻辑是典型的价值投资逻辑，更倾向于业绩稳健的龙头公司，不利于成长股的投资。

◎ 避免去犯一些非常显而易见的错误就能做到：**一是避免高换手率，频繁交易；二是尽量不碰上市不到两年的新股；三是不去追逐主题、热点；四是不买市盈率特别高的股票。**按照这几个标准筛选，其实我们可以投资的股票只有三四百只，在某一段时间内，我们可以投资的可能只有三四十只。

**以下为林鹏演讲内容整理稿：**

大家下午好！感谢主办方的邀请，让我有机会能在“2018东方赢家年度策略会”上与大家分享价值投资的实践。

我们坚持的价值投资是绝对收益理念下的价值投资，即**坚持长期价值投资，追求绝对收益**。过去十多年来，我们一直从事证券资产管理业务，从2005年开始管理的集合计划是完全基于绝对收益的理念，目标是为客户创造绝对收益，利益捆绑一致。这种基因深深地植根于我们整体团队的文化和血脉之中。2013年我们进入公募基金领域，我们倾向大类资产灵活配置，便于应对系统风险，以绝对收益理念为客户争取回报。

整体而言，我们崇尚价值投资，深入研究企业基本面，对企业基本面的长期研究和跟踪是我们准确判断企业内在价值的基础。

**幸运的行业+能干的公司+合适的价格+合理的预期**

贯彻价值投资理念，我们建立了一系列选择投资标的的标准，简单而言，可以概括为：幸运的行业+能干的公司+合适的价格+合理的预期。

**我们期望获得上市公司分红、上市公司长期盈利增长，而不是刻意去赚取上市公司估值提升的钱。**但事实上在实践中也赚到了估值提升的收益。由于非机构投资者占比高，中国资本市场上存在着大量无效的地方，存在着大量风险和收益不匹配的情况，给了我们这些遵守长期价值投资规律的投资者良好的机会。

我相信未来机构投资者的占比会越来越大，以价值投资作为原则的机构投资者会越来越多，能够在市场上获得较好的超额回报。

从选择投资标的的角度，我们坚持**“自下而上”**选择优秀公司，正是基于中国经济拥有的一些优势，我们一直有信心。

**一、企业家精神。**一个国家经济发展的历史就是企业家的创业和兴业的历史，中国有大批优秀企业家为企业倾注自己的心血，具有开拓、创造和勤奋的品质，是能够踏踏实实经营和发展企业。

**二、工程师红利。**中国拥有大学及以上学历的人口占比越来越大，这得益于教育体制。虽然很多人抨击中国的教育体制，觉得应试教育色彩太浓，但不能否认的是现行的教育体制培养了大批基础知识扎实的人才，培养了大批专业过硬的工程师，这也正是近几年中国企业研发水平大幅提升的基础。中国的应试教育体制确实存在各种各样的问题，但仍然是一个相对较好的人才选拔机制，并且依靠庞大的人才基数，创新性人才也能依赖统计现象而自然产生；相信在未来很长一段时间内，国内以工程技术人才为核心竞争力的一些技术企业将会拥有明显的比较优势。

**三、研发创新驱动。**目前，中国一些行业的龙头企业，能够投入几十亿的研发投入，而很多国外公司没有这个实力。中国目前的研发投入是全球第二，仅次于美国。而且中国由企业驱动的研发比例，是几个大国中最高的。中国的研发比较侧重的是应用型研发，基础型研发较少，但我相信随着国家和企业实力的进一步提升，基础型研发也会提升的。

从目前的国情来看，基础型研发对经济的驱动效应不如应用型研发，而且当前全球的基础型研发也处于无重大突破的阶段。不过如果后续全球基础型研发在生物医药或能源领域出现重大突破，那将会带来比较大的格局改变，并且造成中国整体产业的被动，但这还需要一段时间。

**四、制造业龙头崛起。**我们可以看到国内制造业龙头已经从2000年初以家电为主的中低端制造业向现在以消费电子、手机以及以汽车为代表的中高端制造业崛起，我相信未来大多数制造业的全球龙头会是中国公司，A股的一部分上市公司有望从大中型公司迈入全球巨型公司行列。

**我们的投资本质上是“自下而上”关注企业本身，关注企业核心竞争力的提升，行业地位的稳固**。从公司成长的角度来看，公司的市场价格最终会反映其内在价值。一年前，我们还说A股市场上有很多优秀公司价格被低估了，我们有较多可以从容投资的机会，但现在价格被低估的优秀公司比较少了，这对我们未来的投资是个挑战。

牢记估值是我们团队在进行价值投资中的一个重要原则，**价值投资最重要的是买得便宜**。估值反映了上市公司的核心竞争力和市场地位。安全边际不仅是风险控制的手段也是回报的主要来源，坚持安全边际需要的是自律耐心和理性。

**分化仍是未来市场趋势**

我们需要“自上而下”来观察市场，分化仍然是未来市场的主旋律。**2018年资本市场 “存量博弈” 的格局大概率还会延续。一方面经济增速放缓，利润加速向有竞争优势的龙头企业集中，另一方面IPO加速，普通公司的稀缺性越来越小，而优质公司有可能强者恒强。**

有些投资者可能会觉得，2018年市场会不会全面回到成长股行情为主的阶段？我认为，**2018年优秀的成长股机会可能会多于2017年，但很难重演2013年-2015年的火热行情**。因为国内资本市场的投资者结构已经发生了重大变化，**近年来新增资金主要为海外资金，外资的投资逻辑是典型的价值投资逻辑，更倾向于业绩稳健的龙头公司，不利于成长股的投资。**

**严格的监管政策不会改变，中小公司通过并购等方式实现外延增长的压力会越来越大，市场会越来越关注企业的内生增长。**2014年-2015年中小市值公司进行了大规模的并购，当时出于市值管理或者大股东意愿进行的并购，并购对象的质量不高，到今年这些业绩对赌可能不达标，上市公司的压力就会较大。

**市场以“博弈”为主的投资方式会向价值投资方式转变。**1月2日证监会主席刘士余讲话，全面落实整治金融乱象的工作要求，精准打击肆意妄为、逃避监管、影响恶劣的个人和机构。

当然我们团队在实践中坚持的是：**首先，不要预测市场。**我们团队从来不预测明年市场会怎样，预测哪些板块会比较好。2017年四季度，我们的基金有些重仓股出现回调，但我们从来没想去调整仓位。短期的市场走势很难预测，预测成功率很低，容易对价值投资造成干扰，因此我们不去预测市场。我们也从来不认为任何一个投资决策会百分之百正确，我们需要为我们所有的投资决策预留犯错的空间。虽然每一个决策都有出错的可能性，但可以通过构建一个均衡的组合，让整个投资组合获得较大的投资正确率。

战胜市场非常困难，除非你正确的预测到极端事件；**卓越的业绩来自于正确的非共识的预测**，然而非共识的预测很难，正确更难，执行就难上加难。市场上存在很多缝隙，也就是机会，我们在管理基金的过程中，从来不去随大流，我们往往是孤独的寻找着机会、坚持着自己的选择。

**其次，感受周期。**每个股票都有周期性，都有估值上的波动，周期变化的背后是亘古不变的人性；我们用价值投资的方法去判断企业的内在价值，寻找价格低于内在价值的机会，希望我们的勤恳研究，最终能为基金持有人带来好的投资回报。

**市场不会漠视优秀企业的成功**

多年来的价值投资实践经验，有一些体会与大家分享：

**第一、关注竞争格局的重要性。经历了行业洗牌后，随着竞争格局的改善，龙头企业盈利能力的提升可能超乎想象**。这一点我们从家电行业上感受明显，在行业洗牌后家电龙头企业实现了净利润率的大幅提升，同时叠加销售量的增长，带来公司整体利润水平的飞跃。我们所说的行业洗牌并不仅是由供给侧改革政策驱动的，大量的是过去几年市场自发完成的洗牌。

**第二、市场有时会漠视优秀公司的成功，这是我们的机遇。**有时受限于市场行情和行业估值，A股某龙头公司市场价值一度低估，低估到最终吸引到实业资本的关注。比如在历史低位时，利用在上海等一线城市购置一块小面积土地的花费就能控股一家全国领先的房地产公司，这就是公司价格被严重低估的时候。

寻找到优秀的低估标的，不用担心价值的实现形式。通过举牌的方式实现价值回归，也是很难事先预料，但是**只要有这样低估的优秀公司，终归会吸引资金买入，实现公司合理的价值回归**。

**第三、不要低估科技公司的边界。**供给创造需求的行业，市场空间难以量化。华为、苹果起初都不做手机，腾讯也不做游戏，如果简单的以市场空间、市占率这样的框架去套，容易犯精确的错误。

**技术进步是机遇也是挑战**。每一波技术进步给行业带来的变化，都是某种程度上的重新起跑。一方面，是领先公司竞争壁垒的松动，让追赶者有机会弯道超车；另一方面，也是对落后公司的检验，投入不足、实力不够的公司可能遭到洗牌。技术进步不停止，科技公司的竞争格局就不会稳定。

大象也能起舞：长期看，市值大小不是股价涨跌的主导因素。

**第四、市场并不总是有效，深度跟踪创造价值。**对于基金管理人来说，基于上市公司基本面分析的价值投资思路是可行的投资方法，但是大量公开信息未被正确解读，从而留下大量的投资机会。对一家公司的长期跟踪，能够对公司的经营有深入的理解。

但是**需要警惕外来的颠覆**。一定要避免投资那种可能被外来者冲击、或者被其他商业模式颠覆的行业或公司，只有少数公司能够战胜这种冲击，大多数企业面临冲击后都会在一定时间内迷失。

**第五、在黑天鹅事件发生时做坚定的逆向投资。**比如某乳业龙头股从2008年开始就是东方红的重仓股，后来也成为我们一些基金产品的重仓股。回头来看，当年的三聚氰胺事件是最好买入时点。当年东方红敢于重仓的原因，一个是坚信行业不会消失，乳制品行业在中国一定不会从此废掉，特别是当时的事件是行业的黑天鹅，所以龙头企业一定还会再起来。

**黑天鹅事件往往会带来行业格局改善**。从三聚氰胺事件之后，乳制品行业复制了家电行业的集中度提升带来利润率提升的历程。三聚氰胺事件之后，乳业双寡头格局越来越清晰，行业趋势也在变好，利润率不断提升。

**少犯错、别凑热闹、逆向思维**

大家一致比较关心我们的基金是如何构建投资组合的？

我们对基金的投资组合的要求是攻守平衡，注重长期的绝对收益和长期比较好的排名。重视防守非常重要，足球赛场上，十一个梅西组成的球队应该赢不了十一个后卫组成的球队。我们从来不追求某一年度取得特别好的业绩，当然2017年我们确实取得了特别好的业绩，但我们追求的是能实现长期稳健的收益，以三年为一个周期的绝对收益和不错的相对排名。

我们在基金投资组合的管理中注意控制回撤，在整个组合管理阶段，尽可能减少回撤。我们不要求冲得很快，因为冲得快，就容易回撤快。尤其是开放式基金的管理中，容易造成大量客户在高位申购，导致亏损，我们关注客户的体验，控制回撤是希望客户能够拿的住、体验好。

**我们努力降低基金投资组合的波动率，为基金经理创造一个稳定的心态。**组合的波动率较大，往往对基金经理的心态构成较大的冲击，我们要避免这种问题。

再来回答投资者关心的几个问题。我们是如何取得超额收益，如何控制回撤，如何保持均衡？

**如何取得超额收益？**少犯错、别凑热闹、逆向思维。我们常说，过去二十年能够保持20%的年化收益率就是非常优秀的，如果市场的平均水平是12%，那我们就努力去赚这8%的超额收益。其实只要避免去犯一些非常显而易见的错误就能做到：**一是避免高换手率，频繁交易；二是尽量不碰上市不到两年的新股；三是不去追逐主题、热点；四是不买市盈率特别高的股票。**按照这几个标准筛选，其实我们可以投资的股票只有三四百只，在某一段时间内，我们可以投资的可能只有三四十只。

**如何控制基金的净值回撤？回撤不是交易出来的，而是组合构建出来的**，我们不会将投资组合集中于某个行业或某个领域，因为集中可能导致组合波动很大。我们倾向于更加均衡和分散的配置。尽力保障组合中的股票都有抗击系统性风险的能力。虽然系统性风险不能预测，但优秀的公司能够抵抗系统性风险的冲击，并能在短时间内恢复。比如2015年第二季度，我们减仓了中小市值公司，加仓蓝筹股，虽然我们无法判定风险何时到来，但优质蓝筹股能够在经历股灾之后很快恢复。

**如何保持均衡配置？**均衡和分散配置的原因，我们可以从历年基金的年度排行榜来看，一般年度名次居前的基金一般都是持仓集中于极少的某些行业或板块，且恰好押中了；同时，排名靠后的基金也是持仓集中于少数行业或板块，而且是运气较差的。**我们避免持仓集中于极少数的行业或板块**，投资任何一个行业，我们很少买两家公司的股票，往往只投一家，这样仓位不会超过10%。即使出现问题，也不会带来很大的波动。而且**我们只投行业中的龙头公司**，不相信行业中居后的公司能够逆袭，这种概率太低了。

**保持均衡还要注意流动性**，我们的基金产品不会重仓持有市值较小的公司，因为这样的公司流动性较小。投资组合中也不要都是短期内涨幅很高的股票，我们常常会耐心的“养”一些没有上涨、估值较低的股票。这些股票目前看起来市场表现差，但正是因为它现阶段表现差、估值低，才给未来提供了机会。

祝愿大家能在2018年取得好的投资回报！

谢谢大家！

以上来自华尔街见闻