

# 东方红悦读

issue 36  
2020 年 2 月

东方红  
财富俱乐部  
Vip 专刊

感恩责任梦想

东方证券资产管理有限公司  
ORIENT SECURITIES ASSET MANAGEMENT COMPANY LIMITED



订阅号，坐享更多资讯



服务号，尊享账户信息



东方红资产管理 APP

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号，下载 APP

东方红全力以赴打赢防疫“攻坚战”  
资产管理的道与术

## 逆风笃行 共克时艰

2020 年开年之初，新冠肺炎疫情牵动着全国人民的心，社会各界勇于承担社会责任，众志成城，共同在抗击疫情的战场上奋战。作为资产管理人，肩负着社会责任感和使命感，东方红资产管理义不容辞地投入到这场抗击疫情的战斗中。

爱而无畏，共克时艰。在这全国齐心抗击疫情的关键时期，公司第一时间启动决策流程，向东方红公益基金会捐赠 300 万元设立专项基金，驰援抗击疫情一线的医护工作者；以专业投研 + 专业服务的核心竞争力，充分发挥互联网线上服务和新媒体平台优势，全力以赴保障优质金融服务；以客户利益至上的原则，引导投资者理性看待市场起伏，传递专业客观的市场信息；坚持以人为本的家文化，提供优质办公环境和后勤保障，保护员工健康安全。

逆风笃行，众志成城。在这关键时刻，作为资本市场的参与者，坚定信心，长久地陪伴客户尤为重要。基于对中国资本市场长期健康稳定发展的信心，东方红资产管理斥资 1 亿元自有资金申购旗下 10 只偏股基金和集合资产管理计划。与此同时，公司全体高管、全体基金经理和投资经理也主动出资申购公司旗下产品，申购总金额超过千万元。

“一滴水可见太阳，一件事可见精神。”正如本期封面故事中任莉女士所说，东方红资产管理是一家有情怀、有坚持且道术并举的公司。我们始终秉持以客户利益为先的核心理念，坚持在正确的道路上做正确的事情，道术并举，提升“专业投研和专业服务”双核驱动的核心竞争力，坚定长期价值投资、理性投资，齐心协力维护资本市场长期稳健发展，努力为持有人不断创造价值。

秉心识本源，於事少凝滞。我们相信中国经济长期向好的趋势不会改变，困难是暂时的，我们愿与广大投资者始终相伴，坚守价值投资，放眼长期，坚定信心，见证时间的力量。

感恩 责任 梦想



|    |                                                  |    |
|----|--------------------------------------------------|----|
|    | <b>Preface   卷首语</b>                             |    |
| 01 | <b>逆风笃行 共克时艰</b>                                 | 14 |
|    | <b>Orient Social responsibility   东方红 · 社会责任</b> |    |
| 04 | <b>专业投研 + 专业服务助力<br/>东方红资产管理全力以赴打赢防疫“攻坚战”</b>    | 20 |
|    | <b>Orient News   东方红 · 新闻</b>                    |    |
| 08 | <b>东方红再推五年定开混基助力行业良性生态发展</b>                     |    |
| 10 | <b>东方红夺得近三年、五年权益基金业绩双冠军</b>                      | 24 |

|  |                                   |  |
|--|-----------------------------------|--|
|  | <b>Cover Story   东方红 · 封面故事</b>   |  |
|  | <b>东方红资产管理总经理任莉：<br/>资产管理的道与术</b> |  |
|  | 守正出奇 情怀致远                         |  |
|  | <b>东方红固收团队：行稳致远 进而有为</b>          |  |
|  | 追求风险调整后的绝对收益                      |  |
|  | <b>Orient People   东方红 · 人物</b>   |  |
|  | <b>陈觉平：如何寻找信用债的超额收益？</b>          |  |
|  | 确定标准 寻找债券的阿尔法                     |  |



**主办**  
东方证券资产管理有限公司

**编委会主任**  
任莉

**编委**  
饶刚、周代希、张锋、林鹏、李云亮

**主编**  
汤琳

**责任编辑**  
李雪、万晶、李楠、朱贤佳

**地址** 上海市中山南路 318 号  
东方国际金融广场 2 号楼 31 层

**邮编** 200010

**总机** 021-63325888

**传真** 021-63326981

**电子邮箱** service@dfham.com

**客服热线** 4009200808

**公司网站** www.dfham.com

**微博** 东方红资产管理 weibo.com/dfham

**声明**  
本刊为内部交流材料，仅供参考。东方证券资产管理有限公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，所载观点不代表任何投资建议或承诺。部分图片、文字源自网络，作者无从考证，如涉及版权请与编辑部联系。

本材料并非宣传推介资料，也不构成任何法律文件。

本材料的版权为东方证券资产管理有限公司所有，未获得东方证券资产管理有限公司的书面授权，任何机构和个人不得对外散发本材料或进行任何形式的发布、转载、复制或修改。

**Orient Activity | 东方红 · 活动**

28 **聚焦热点问题 探讨低利率经济及其影响**  
宏观经济与金融市场沙龙第十二场研讨会在北大成功举行

**Orient Topic | 东方红 · 专题**

32 **新城市化形势下的投资思考**  
建立开放稳定的投资体系 正确看待房地产行业

36 **选股方法论与制造业投资思路**  
均衡配置组合 探究中国优质制造企业特质

41 **消费品行业的变化与机会**  
寻找消费企业护城河 发挥龙头优势

**Orient Books | 东方红 · 书屋**

44 **读《时间的秩序》有感**  
珍惜时光飞逝中的宝贵时刻



订阅号，坐享更多资讯



服务号，尊享账户信息



东方红资产管理 APP

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号，下载 APP

## 专业投研 + 专业服务助力 东方红资产管理全力以赴打赢防疫“攻坚战”

文 / 中国基金网

抗击疫情是没有硝烟的战场，全国各行各业都在全力以赴贡献力量。作为承担大众理财的服务窗口，肩负着社会使命感和责任感，上海东方证券资产管理有限公司（以下简称“东方红资产管理”）义不容辞地投入到这场抗击疫情的战斗中，秉承“感恩责任梦想”的企业文化，积极捐款奉献爱心，担负企业社会责任；以专业投研 + 专业服务的核心竞争力，以客户利益至上的原则，全力以赴保障优质金融服务；坚持以人为本的家文化，提供优质办公环境和后勤保障，保护员工健康安全。

东方红资产管理第一时间成立疫情防控领导小组和工作小组，公司总经理任莉担任疫情防控领导小组组长，疫情防控领导小组负责疫情防控统一领导和决策部署，疫情防控工作小组根据疫情防控领导小组整体要求、统一协调落实疫情防控具体工作。同时，公司已落实疫情防控第一责任人机制，各部门负责人为疫情防控工作第一责任人，推进责任层层落实，确保措施到位、责任到人。

在确保全员健康安全的前提下，各业务条线充分发挥互联网线上服务和新媒体平台优势，始终将客户利益放在首位，引导投资者理性看待市场起伏，传递专业客观的市场信息。

### 第一时间积极捐款 坚定履行社会责任

新冠肺炎疫情防控工作牵动着举国上下之心，刚刚进入春节长假，作为疫情防控领导小组组长，任莉要求全体员工“深刻认识到疫情形势的严峻性、复杂性、紧迫性”。公司第一时间紧急启动决策程序，积极响应，决定捐赠人民币 300 万元，用于驰援此次抗击疫情的医务工作者。

这份 300 万元的捐款凝聚着东方红资产管理的拳拳爱心，公司与全国人民和全体同仁一起携手，为抗击疫情贡献绵薄之力，也展现出公司坚定履行企业公民社会责任的担当。

### 与投资者风雨同舟 1 亿自购偏股基金

疫情当前，东方红资产管理与投资者风雨同舟，斥资 1 亿元自购旗下偏股型产品。基于对中国资本市场长期健康稳定发展的信心，东方红资产管理 2 月 4 日公告，斥资 1 亿元自有资金申购旗下 10 只偏股基金和集合资产管理计划。公司全体高管、全体基金经理和投资经理主动出资申购旗下基金及集合资产管理计划，申购总金额超过千万元。

回顾过往，东方红资产管理常常是“顶着炮火出发”，市场情

绪低迷恐慌之时，往往是坚定信心、逆市布局之时。在 2015 年年中 A 股市场遭遇重挫之时，东方红资产管理也曾积极作为，主动斥资 7000 万元自有资金申购旗下偏股型产品，与行业同心协力维护资本市场稳健发展。

自购不仅是公司提振投资者信心的举措，更是看好资本市场长期发展趋势。作为长期价值投资的坚定践行者，东方红资产管理将以实际行动体现对这一理念的坚持，1 亿元自有资金主动申购足以证明公司对资本市场的长期信心，全体高管、全体基金经理和投资经理主动出资申购更体现了对价值投资的坚定践行。

### 坚定价值投资 引导逆势布局

在特殊时期，东方红资产管理再度推出五年定开的偏股基金——2 月 7 日，东方红恒阳五年定开混合基金发行，这是全市场第二只五年封闭期的偏股基金。当天获得 92 亿元的认购申请，一日结束募集。为了将基金募集规模控制在 20 亿元，东方红恒阳进行了比例配售，比例约为 21.66%。

引导投资者进行长期投资、逆势布局一直是东方红资产管理的特色，也是其专业投研和专业服务能力的体现。上周（2 月 3 日 - 2 月 7 日），公司还放开了旗下开放式基金的大额申购，为投资者提供更多选择，真正践行逆势布局。

疫情终将过去，价值投资、长期投资的逻辑并没有改变。中国

散就餐，保持安全距离，保证就餐环境安全；帮助员工安排停车位，保障员工上下班路途安全，尽力引导员工避免乘坐公共交通工具。

在这个特殊时期，东方红资产管理一方面要保障员工健康安全，一方面尽力做好投资交易和客户服务工作，唯有用科学的规划、细致的安排来保障。东方红资产管理总经理任莉不断激励全体成员要有坚定的信心，“没有一个冬天不可以逾越，没有一个春天不会来临！我们有一份向阳而生的坚强生命力，有一份负重前行的使命感，终将会看到春暖花开！”

对远程办公的员工，继续履行每日汇报行程和身体状况；建议员工更多地采用线上办公和线上路演，减少出差，并建立了出差提前报备制度。

经济结构转型升级趋势不会改变、资本市场高度定位和稳健发展态势不会改变、中华民族团结奋进精神也不会改变，因此东方红资产管理长期看好资本市场的基石没有发生改变。市场短期调整为价值投资者提供了较好的中长期投资机遇。

全力保障客户服务 加大线上服务力度

为确保疫情防控期间金融服务稳定性及服务品质，东方红资产管理全力做好信息技术应急、运营中心、客户服务的应急保障工作。

为了方便疫情防控期间客户线上办理业务，公司对东方红APP、微信服务号、官网加强技术保障，开通了微信在线人工服务绿色通道，客户可通过公司微信服务号进行留言，客服人员及时进行回复。此举极大地方便了投资者足不出户及时查询产品、咨询信息和进行交易。

同时，公司客户服务热线也保持畅通，自新年首个交易日2月3日起就恢复了人工客服电话。

不仅如此，东方红资产管理充分发挥自有新媒体平台优势，及时通过公司微信订阅号、微信服务号、公司网站、官方微博、东方红APP、客服热线等平台发布重要信息、重要策略观点、产品动态和服务公告，比如2020年春节假期延长及线上业务受理通知、权益和固收团队的策略观点、基金产品发行和开放大额申购信息、以及投资者引导系列图文，做好疫情防控宣传及金融服务线上化实践。

作为疫情防控领导小组组长，同时也是公司总经理，任莉要求公司各条线在市场艰难之时，要充分利用互联网新媒体平台，以“专业投研和专业服务”的能力帮助投资者——理解市场的起伏，了解公司的举动，坚定对未来的信心，和客户一起共克时艰、穿越周期、收获长期。

以人为本关爱员工 加强员工健康保护

在履行社会责任的同时，东方红资产管理坚持以人为本的家文化，关爱员工，第一时间就建立完善的组织保障机制，引导和提升员工自我防护意识，积极调动全公司资源，为员工提供防护保障。

公司建立了疫情防控员工情况实时报告机制，由综合管理部牵头，报告机制下沉到公司各个部门，每个部门设专门人员负责每日员工情况统计，包括员工行程安排、身体状况等，实现每日统计每日汇报，加大疫情排查力度，重点关注高危地区往来人员春节返程情况，全力关心和保护好公司所有员工。

复工之前，公司及时发布《关于公司节后办公相关问题的通知》，秉承安全第一、现场办公最少化原则，就复工后远程办公和现场办公进行了精细化科学化的安排，对办公室防护清洁、员工用餐、用车停车等细节工作进行提前安排部署，并继续就疫情防控期间工作及员工个人防护工作提出明确指导。

对现场办公区域、电梯、卫生间、茶水间，公司做到每日上班前提前消毒，每日数次消毒；就餐尽量引导员工分批就餐、分





## 东方红再推五年定开混基 助力行业良性生态发展

文 / 新浪财经

新年伊始，东方证券资产管理有限公司（简称：东方红资产管理）重磅推出五年定期开放的偏股基金——东方红恒阳五年定期开放混合型证券投资基金，这是该公司旗下第二只五年定开的公募基金，主要投资于沪港深三地股票市场，股票资产占比不低于60%。东方红资产管理此次再推五年定期开放混基，旨在把握长期投资机遇，帮助投资者拓展更长的投资期限，助力行业良性生态。

### 客户利益至上 长期陪伴投资者

2020年开年以来，A股市场保持良好态势，基金发行市场爆款频出，尤其是中长期业绩优秀的基金管理人，更是受到了投资人的追捧。

作为外界眼中的“网红”，东方红资产管理在开年之际首发一款五年定期开放的偏股基金，自然备受业内关注。据了解，东方红恒阳五年定开混合基金是东方红资产管理第二只五年定开的偏股基金。封闭五年的周期设置，主要基于对股票市场运行规律的研究，股票市场通常长期收益较为可观，但短期波动较大，投资者心态容易受到干扰，陷入“追涨杀跌”的困境。而长期持有，有利于熨平短期市场波动的影响，真正分享到优秀上市公司的成长收益。

东方红恒阳采用五年定期开放的运作模式，可以充分发挥五年封闭期的优势，免受基金份额变动的影响，有利于基金经理实施长期投资策略，投资于长期前景看好、可能潜在收益较高的个股，

有利于提升组合的长期收益。

东方红资产管理通过推出五年定开的偏股基金，寻找理解和认同长期价值投资理念的长期资金，帮助投资者克服人性弱点，用五年的时间陪伴投资者穿越周期，追求长期回报。

东方红资产管理总经理任莉表示，再度推出五年定开基金是基于公司“专业投研和专业服务”的能力考虑，权益投研团队经过多年市场考验，在中长期投资方面拥有丰富的实践经验，产品的中长期业绩在行业内领先。除了专业的投资研究能力，公司专业的客户服务能力也至关重要，能否长期陪伴，能否共度艰难时刻，会影响到投资者的投资体验，甚至决定了投资者能否真正地长期持有。

此外，该公司对东方红恒阳定开混合基金的募集规模进行了一定的限制，设置了20亿元的募集上限，触发募集上限之后，将进行末日比例配售。

分析人士认为，审慎控制基金规模，谨守基金经理的能力圈，有利于基金成立后的平稳运作。通过多渠道充分做好投资者引导的做法，使得投资者能够在充分了解基金产品、了解管理人的基础上，做出理性的选择。

对此，东方红资产管理内部人士表示，这些做法都是基于保护投资者利益的出发点，一方面，我们不以规模为导向，让客户真正获得收益才是最实在的事情。另一方面，东方红的核心竞争力在

于专业投研和专业服务，专业投研能够创造价值，而专业服务更能将这份价值真正转化成投资者的收益，东方红要用专业的服务陪伴客户一起穿越周期、收获长期。

公开信息显示，东方红资产管理旗下第一只五年定开基金——东方红恒元自2018年11月成立以来取得了超过50%的收益率，截至2020年1月21日，份额累计净值1.5107元。

但记者从银行渠道了解到，为了客观地进行东方红恒阳的介绍，东方红资产管理还主动对之前东方红恒元的业绩提供了客观的归因分析，包括当时较低的发行时点、投资选股能力及市场原因，引导投资者真正聚焦基金管理人的投资管理能力，了解东方红的投资理念，建立理性的预期。

### 拓展投资耐力 助力行业良性生态发展

在资产管理行业有个怪圈，那就是“产品赚钱，投资者不赚钱”。即使是一只涨了数倍的产品，能够完整获得产品收益的投资者少之又少，这是整个行业的痛点，而东方红资产管理为破解这个难题做了不少努力，用封闭机制“管住投资者的手”正是该公司努力的方向之一。

几年前，东方红资产管理就率先尝试三年、五年封闭基金，并积累了丰富的管理经验，公司旗下第一只封闭三年的东方红睿丰混合基金，成立于2014年9月19日，到2017年9月18日三年封闭期结束时，份额累计净值达到2.24元。另一只封闭三年的公募基金——东方红睿阳混合基金成立于2015年1月19日，到三年封闭期满时，份额累计净值为2.13元。

从业绩数据可见，封闭期基金很好的发挥了封闭运作的优势，从制度上引导投资者长期持有，最大限度地产品收益转化为投资者的真实收益。

在东方红系列封闭期基金的长期效应下，公募基金行业对于封闭运作的优势理解越来越透彻，长期价值投资理念也日益深入人心，近年来一年、两年、三年封闭期基金在市场上逐渐流行并渐入佳境。此时，东方红资产管理推出五年定期开放基金，更最大限度地拓展投资者的投资耐力，对全行业都具有重要意义。

据东方红资产管理相关负责人介绍，长线资金是实现客户可持续回报中非常重要的一环，公司在三年封闭期的基础上继续探索，推出具有更长封闭期的产品，将投资者的投资期限拉长到五年，能够推动全市场深化对长期投资的认知。

从公司最早尝试的两年半定开集合产品，到三年封闭转开放、三年定开，再到五年定开基金，这是东方红资产管理在长期投资、产品创新、客户引导方面的不断拓展，有效地延展了基金投资者的投资期限耐力，推动行业生态良性发展，埋下了长期资金的种子。

东方红资产管理总经理任莉曾表示，资产管理是一个共赢的生态圈，大家在生态圈中一起努力、合作、共生，方能共享投资之美。在这个生态圈中，资产管理机构是枢纽，专业投研和专业服务是核心竞争力，客户利益至上是核心理念。

另有基金分析师表示，发行五年定开基金并不容易，需要足够的信心和勇气，资产管理机构在引导长期投资的每一步尝试，都是助力全行业良性生态的一大步。



## 东方红夺得近三年、五年权益基金业绩双冠军

文 / 中国基金网

2019 年公募基金行业整体收益可观，东方证券资产管理有限公司（以下简称“东方红资产管理”）凭借扎实的投研能力收获优秀业绩。从长期的视角来看，东方红资产管理为投资者赚取了更为丰厚的回报，收益水平行业领先。

海通证券研究所最新发布的《基金公司权益及固定收益类资产业绩排行榜》显示，东方红资产管理旗下权益类基金近三年（2017 年 1 月 1 日到 2019 年 12 月 31 日）绝对收益率达到 68.91%，在 101 家基金管理人中排名第一。从更长期看，2015 年 1 月 1 日到 2019 年 12 月 31 日的五年间，东方红权益类基金绝对收益达到 133.82%，在 73 家基金管理人中高居榜首。

凭借优秀的风险控制和信用分析能力，东方红固定收益类基金近年来业绩同样位居行业前列，海通证券发布的排行榜显示，东方红固定收益类基金最近一年、最近两年和最近三年的绝对收益率分别达到 9.22%、14.25% 和 19.06%，在全行业所有基金管理人中分别居于第六、第六和第四。

### 价值投资 坚持做正确的事收获长期业绩

东方红资产管理是资本市场上坚定的价值投资践行者，投研团队始终坚信价值投资能够长期有效，发掘价格洼地，长期投资能够收获价格向内在价值回归的收益。沿着长期价值投资的道路，东方红资产管理从来不追求短期的高收益，但凭借长期的复利增长，实现可观的回报。

“一年五倍者如过江之鲫、五年一倍者却寥若辰星”。业内人士评价，东方红资产管理旗下基金中长期业绩充分体现了“价值投资慢就是快，快就是慢”的道理，以投资质量收获业绩。

在权益投资领域，东方红的长期价值投资主要基于以下几点：首先，选择优秀的上市公司股票，关注公司核心竞争力的提升，通过长期陪伴、分享优质公司长期盈利增长的收益，而不是依靠在市场上短期博弈而获利。第二，严守估值纪律，价值投资最重要的是买得便宜，价值投资并不是要赚短期的钱，追求价格向内在价值回归的收益。第三，注重均衡配置，行业分散、个股集中，保持投资组合长期风格稳健。第四，长期持有优质股票，换手率低，避免频繁交易。

在固定收益投资领域，东方红资产管理追求风险调整后收益的最大化，在控制风险的基础上，通过主动积极管理，实现基金产品稳健增值。团队凭借完善的信用评级体系和严谨的风险控制机制，将投资研究全面覆盖到固定收益的各个领域，既重视自上而下的投资策略，也高度关注信用债这样自下而上的投资机会。团队已建立了三个维度的立体化投资策略：一是以宏观

研究为指导的债券交易策略；二是以风险控制为基础的多元资产配置策略；三是以个券研究为基础的信用债投资策略。

对于东方红旗下权益类和固收类基金优秀的中长期业绩，东方红资产管理总经理任莉女士表示，优秀的长期业绩体现出东方红文化理念和价值观的正确性，也体现出共赢生态圈的强大力量。

从 1998 年东方证券资产管理总部起步开始，东方红就坚定了走长期价值投资的道路，投资研究、客户服务、团队建设等都紧紧围绕着长期价值投资来开展，价值投资理念已经深深地烙印在东方红的基因中，二十年来从未改变，这是东方红得以健康发展的文化理念和价值观。

“资产管理是一个共赢的生态圈，大家一起努力、合作、共生，可以实现多方共赢，尽享投资之美。”任莉指出。

资产管理机构秉承价值投资理念，精选优质公司进行长期投资，获得长期收益；同时需要与价值投资相匹配的长期资金，引导客户进行长期投资。这样可以实现多方共赢：客户得以分享到

优秀上市公司的价值创造，实现长期财富增值；上市公司可以通过资本市场获得更多资金的支持，做大做强；资产管理机构在收获长期业绩的同时，自己也获得长期可持续发展。

### 文化基因 提升“投研 + 服务”双核竞争力

专业是证券基金行业的立身之本，也是打造“百年老店”的文化基因，公募基金行业管理着巨大的资产规模，关系着亿万家庭幸福和万千企业成长。

近年来，东方红资产管理一直着力打造“专业投研 + 专业服务”双轮驱动的核心竞争力，专业投研与专业服务相辅相成、共同促进，形成良性循环。

“专业投研和专业服务，植根于东方红的文化理念和价值观，在推动公司发展两者缺一不可。”东方红资产管理在推动投研和服务双轮驱动时，强调二者之间的密切关系：一方面是提升专业投研能力，通过长期价值投资，提升客户满意度和品牌口碑；另一方面要找到与价值投资相匹配的长期资金，让长期价值投资得以实现，收获长期业绩。

东方红资产管理内部人士表示，基于客户长期利益，在正确的文化理念和价值观的引领下，公司有效地做到了把专业投研与专业服务融合一体，从基因上塑造出投研和服务相辅相成的体系，构成了公司的长期竞争力。

“基金赚钱，而基民不赚钱”一直是困扰行业的难题。如何将领先的长期业绩，更完整的转化为投资者的实际收益，也是东方红资产管理长期关注并努力去实现的事情，注重引导客户长期投资、逆势布局，坚持十几年如一日地进行投资者教育工作。在市场火热、产品受到追捧时，能主动控制规模，暂停基金发行；而在市场低迷时，又能艰难地陪伴客户，推动逆势布局。

东方红的整个团队从建立之初起就开始就做投资者引导工作，

2015 年 8 月之后，东方红把长期投资、价值投资、资产配置等逻辑重新梳理，系统化推出了“东方红万里行”客户服务活动，通过完善的培训课程，覆盖了线下面对面交流到线上互联网平台。目前仅线下就开展了 6000 多场交流活动，覆盖了超过 36 万人次。

在东方红的内部人士看来，公司旗下产品长期业绩行业领先，得益于公司基因中的长期价值投资理念，也离不开客户的信任和长期资金的支持。这些都基于公司多年来一直坚持的文化理念和价值观，以客户利益为先，坚持长期价值投资。

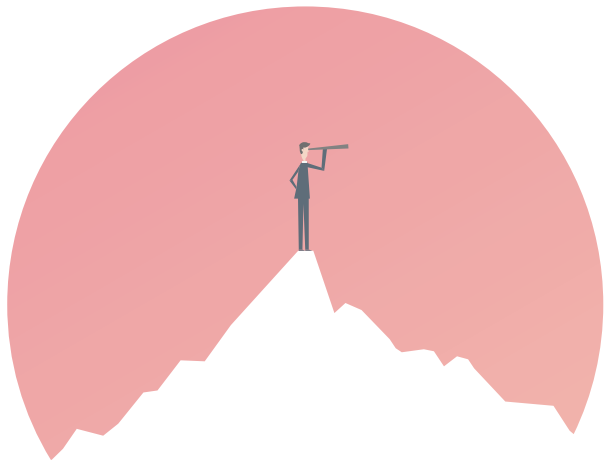
### 团队建设 注重长期传承和统一价值观

人才是资产管理行业的核心竞争力，东方红资产管理的健康发展离不开长期可传承的理念和统一的价值观，并建立了完善的人才培养机制。经过多年实践，东方红资产管理探索出了一条可复制的人才培养机制，建立起了一支拥有共同文化和价值观的优秀人才队伍。

从 1998 年东方证券资产管理总部建立开始，东方红就一直在建设基于长期价值投资的人才培养体系。人才培养体系中同样贯彻了长期的理念，注重文化建设和价值观引导，以自主培养为主，每年都会从国内外知名高校挑选优秀的应届生进行培养，建立完善的团队培养体系。

投资研究团队中，绝大多数投研人员都是东方红自己培养出来的，虽然不同的基金经理有不同的投资方法，但整个团队拥有统一的价值观和投资理念，建立了可以长期传承的投资研究体系和人才培养机制，能够源源不断培养出优秀的投资经理。目前，东方红资产管理已经拥有 40 多位基金经理和投资经理。

据东方红的投研人员介绍，公司里 90% 的研究员都是从应届生开始培养起来的，这份稳定的背后是对投研团队的制度保护。新人初进投研团队的前几年，面对的是较宽松的成长环境，



认定是对的事情，哪怕是在沙漠中种树，只要埋头苦干、长期坚持，最终定会成就一片绿洲，我们一定要在正确的道路上坚持下去。

没有短期业绩的考核，通过资深研究员带新研究员、资深投资经理带新投资经理的方式，用较长的时间来培养和积淀，培养团队成员对公司理念的认同感和统一的价值观。

此外，公司对基金经理的考核周期为三年甚至五年，不考核当下，给予基金经理充分的研究和积累的时间，给予基金经理成长空间。

“公司一直在用制度来保护投研团队，不考核短期业绩，让他们在日积月累中养成投资研究的好习惯，踏踏实实做好企业基本面的研究。”任莉说。

公司的服务团队则更多地承担了客户服务、投资顾问的角色，注重传播价值投资、资产配置的理念，以客户服务质量和客户实际盈利为考核指标，而不是以销售规模为主要考核指标。服务团队一直致力于开展投资者教育工作，引导客户建立理性健康的投资观，规避追涨杀跌的人性弱点，降低平均投资成本，实现资产合理配置。

“认定是对的事情，哪怕是在沙漠中种树，只要埋头苦干、长期坚持，最终定会成就一片绿洲，我们一定要在正确的道路上坚持下去。”任莉表示，在资产管理中，道是方向，道路走对了，才可能走得更远更长久。



# 东方红资产管理总经理任莉： 资产管理的道与术

文 / 中国基金报 记者：章子林

在券商系公募中，东方红资产管理可以称得上一枝独秀。在“爆款”、“价值投资”等光环之下，东方红资产管理也逐步脱离券商资管的评价圈子，展现出和一线公募基金公司相媲美的投研实力。

从 2007 年海外归来进入东方证券资产管理总部任副总经理，到如今担任东方红资产管理总经理，任莉带领团队在长期考核机制、长期资金引入和价值投资理念的推广上开展了全方位实践。她说，12 年来，其实只是一直在做一件事，也是最重要的事，那就是让客户赚钱。

“在资产管理中，术不难，最难的是道。”任莉说，术是方法论，道是方向，决定着你是否一开始就走在正确的路上。为客户赚钱，是任莉在资产管理行业中选择之道，一开始荆棘丛生，如今繁花似锦。

久久为功方能善作善成。市场每每惊叹东方红“爆款”产品频出，而鲜为人知的是，从东方红品牌诞生起，一颗叫做“长期资金”的种子就已播下，并逐步生根、发芽、长大。





## 寻找长期资金的种子

寻找长期资金的种子，这样的探索活动可追溯到 2009 年 3 月东方红 4 号的发行。

当时，市场刚刚经历了 2008 年的全球金融危机，虽已开始反弹，却是乍暖还寒，投资者也如惊弓之鸟，可东方红 4 号依然是有半年封闭期的产品。

“当时发行封闭半年的产品，大家都觉得不可思议。可我们认为，如果客户至少留半年的时间，后面也许就能留得更长。”任莉说。

东方红 4 号发行异常艰难，有一天仅募集了 80 万元。“当时有银行渠道答应帮忙约客户，可是宣讲的当天，原来答应来的 150 个客户只来了 5 个人。但 5 个也是客户，我就跟他们讲了一个多小时，后来这 5 个客户都买了很多。”任莉说，东方红 4 号发行最艰难，但到现在也是存续时间最长、收益最丰厚的产品。

2010 年 7 月，东方红资产管理从东方证券独立出来，作为业内首家券商系资产管理公司正式揭牌，开始以独立的姿态活跃在资管圈。公司成立后的头五年，用任莉的话说，“真的是难”。这个难不仅是找资金难，也体现在寻找认可长期价值投资理念的投资者上。

在投资界有个怪圈，那就是“产品赚钱，投资者不赚钱”。即使是一只涨了数倍的基金，能够完整获得产品收益的投资者少之又少。这也是整个行业的痛点，而东方红资产管理为破解这个难题做了不少努力。

在市场特别低迷、方向不明朗的时候，东方红资产管理首先考虑发行封闭式产品。在公司看来，资金是实现客户长期回报中非常重要的一环，那么，怎么实现长期回报？公司找到了一些方法，其中之一就是推出具有一定封闭期的产品，该类产品在

投资管理时可以着眼中长期的投资机会，不需要考虑短期资金的变化，同时客观上也让投资者中长期持有，避免择时的困境。

任莉现在还记得，2011 年市场低迷，当时的公司董事长王国斌对她说：“你要给我找三年封闭的钱，其他的钱我不要。”

“2011 年要拿到三年封闭的钱，而且是 10 万元起，这谈何容易？但我们必须做，于是就一个一个网点去讲。这些交流的工作，就是‘东方红万里行’活动的雏形，后来很多客户经理都认同我们的理念文化和价值观了。”任莉回忆道。

2011 年 9 月，东方红发行新睿 1 号集合资产管理计划，该产品主要策略是把握定向增发等折价主题类投资机会，计划是三年期，因为渠道对三年封闭期的产品仍有顾虑，后来改为“2 年半 +6 个月”的模式，最终募集到 18 亿元。这在当时是很容易的一件事。两年半后，封闭期满，在上证指数下跌 18.07%、沪深 300 指数下跌 22.10% 的背景下，该产品实现了 31.46% 的复权收益率。

初步尝试取得成功，为东方红封闭式产品的推广奠定了良好基础，这是东方红资产管理在长期投资、产品创新、客户引导方面探索的起步，也埋下了长期资金的种子。此后，东方红的封闭式产品在业内崭露头角。

2013 年获得公募基金管理业务资格后，东方红就开始研究发行三年封闭期基金，率先推出了东方红睿丰混合基金，之后又陆续发行了数只三年封闭转 LOF 的基金、三年定开基金、五年定开基金及三年持有期基金，形成了较为完善的封闭式基金产品线。

对于东方红资产管理而言，除了用投资身体力行外，也实打实地用一场场客户服务活动践行长期投资理念。

2015 年年中市场大幅下跌，公司感受到客户的不理性行为造成的损失和困境，就开始做“东方红万里行”的活动，梳理出了长期价值投资的逻辑体系，通过面对面交流，培养渠道、客户经理、客户的长期投资意识，截至目前，累计覆盖人数已接近 36 万人次，就在上周，刚刚完成了第 6000 场活动。

“通过这个活动，几年来培养了一批了解和认可我们投资理念的投资者，获得了一批长期资金。”任莉说。

长期的价值投资理念也感染了渠道。在东方红资产管理深耕的招行、建行等渠道，“让客户长大”的意识渐渐发芽，有的银行已经从考核收入转变为考核客户金融资产总值的增长。

“培养长期投资意识不是仅仅发行封闭产品就可以，要有相应的服务才能留住客户。”在任莉看来，封闭时间的长短不重要，

但在某些时间段很重要。当长期投资已经深入人心之后，形式就不重要了，“最好的情况是以后不是封闭的产品，客户也不会随便走”。

任莉说，为了帮助渠道服务客户，公司接下来会将线下“万里行”活动线上化，形成客户服务平台，将“万里行”的理念和逻辑长期呈现在平台上，并输送给渠道，为行业正向生态的形成助力，“这些都是我们公司最有价值、最核心的内容”。

另一方面，东方红资产管理也在加快指数基金、养老目标基金等领域业务布局，今年 7 月 15 日，正式推出了旗下第一只指数基金——东方红中证竞争力指数基金，进一步丰富产品线，将价值投资理念融入到指数的编制中，以满足细分客群的长期财富增值需求，实现巩固核心竞争力与推进战略新任务双管齐下。



## 东方红从来没想要“爆款”

今年 11 月 21 日，中国基金业协会发布公募基金行业文化建设倡议书，第一条倡议就是“恪守信托精神，忠实于投资者最佳利益”。在这一点上，任莉已经坚持了 12 年。从 2007 年进入东方证券资产管理总部任职副总经理，到如今担任东方红资产管理总经理，12 年来，用任莉的话说，“一直在做这一件事”。

作为 2005 年首批开展券商集合理财业务的公司，东方红资产管理于 2013 年首家获得公募基金管理业务资格。近几年来，在市场上，伴随东方红资产管理的一个很重要的标签就是“爆款”多。

从 2015 年东方红资产管理首只百亿基金——东方红中国优势开始，公司旗下多只产品相继出现卖爆了的情况，一日即售罄。其中，尤以 2017 年最盛，凭借多个“爆款”产品，东方资产管理无疑成为当年最火的一家资管公司：当年 5 月 23 日，东方红内需增长单日销售 95 亿；9 月 19 日打开申购的东方红睿丰，不到 6 小时募超百亿；11 月，三年期产品东方红睿玺更是一日募得 178 亿……

如此多的“爆款”是市场对公司投资能力的认可，自然是应该



## 要时刻走在正确的道路上

在资本市场，流传着一个很朴实的“方法论”——诚实是最好的策略之一。对投资人来说，如果左手拿着诚实，右手握着耐心，将受益无穷。而诚实和耐心，在资管机构中是需要强大的机制去保障的。

目前，东方红资产管理的投研人员中，在公司工作 5~10 年的最多，10~15 年次之，90% 的研究员都是从应届生开始就培养起来的，这份稳定的背后是公司对投研团队的制度保护。

据任莉介绍，目前公司对基金经理的考核周期为三年甚至五年，不考核当下，给予基金经理充分的研究和积累的时间。“我们的投资人员不用各地跑销售，都是销售团队去各地宣讲，分工很明确。我们的销售人员其实并不是销售，而是类似于投资顾问。”

外部服务于客户，内部服务于投研，给予基金经理成长空间的同时，公司也在极力用制度来保护他们。2007 年，有基金因为重仓重组股而收益颇丰，在市场上非常受欢迎。但是，当时东方红资产管理在内部明文规定不能做重组股，为的就是让他们养成投资中的好习惯。“因为重组股主要靠消息，而不是基本面的研究，我们希望研究员能踏踏实实做好企业基本面的研究。”任莉说。

“作为总经理，我一直在看，在面对各种压力的时候，各个条线是不是走在正确的路上。”任莉说，自己最主要的任务就是要让他们时刻走在正确的路上，做正确的事情，不要走偏。

要做到时刻走在正确的道路上，也不是没有遭遇压力的时候。2012 年，通道业务盛行，很多同行在做，不仅规模增长快，赚

钱也快，很多买方研究都去做通道业务。当时，东方红资产管理规模只有 100 亿元，但通道业务带来的规模效应并没有打动公司管理层。“坚持不做”的结果就是任莉分管的机构业务部大部分员工离职，只剩下两个人，“他们觉得做主动管理没有未来，都跳出去做通道业务了”。当年，公司在业内的规模和净收入排名都出现了下滑。

不过，事实证明，当年不做通道业务是明智之举。2016 年以来，监管层出台了一系列降杠杆、去通道等政策，引导业务主体提升主动投资能力，让行业回归本源。2018 年资管新规落地，打破刚性兑付，规范资金池业务，引导行业去嵌套、去杠杆，对资管行业业态起着重塑的效果。

自 2017 年一季度达到历史最高规模 18.77 万亿元后，券商资管业务规模逐季下滑，中国基金业协会数据显示，截至今年 9 月底，证券公司资管业务管理资产规模为 10.19 万亿元，不到三年的时间下滑了逾 8 万亿元。

新规之下，向主动管理转型成为行业共识。东方证券今年半年报显示，截至今年 6 月底，东方红资产管理受托资产管理规模达 2040.01 亿元，其中，主动管理规模占比高达 98.70%，远超券商资管行业平均水平。

“在资产管理中，术不难，最难的是道。”任莉说，术是方法论，道是方向，决定着是否一开始就走在正确的路上。而道路走对了，就可能比别人走得远一些。

任莉表示，希望员工就跟金庸笔下的郭靖那样，埋头练功，走正道，让时间成就自己的强健，最后也能成为武林高手。

高兴的事情，但在“爆款”背后，任莉更关心的是客户能挣多少钱。

“东方红从来没想要‘爆款’。”任莉表示，于她而言，于公司而言，“只想要我们想要的钱”。什么是想要的钱？这个钱不能很热，而一定是对公司投资理念认可的钱，是能一起陪伴成长的。

为此，可能要牺牲一些规模。例如，2017 年，东方红资产管理在市场上备受追捧的时候，公司却关闭了旗下数只产品的大额申购。当时，东方红的产品对投资者来说自带光芒，要规模根本不是难事。但在任莉看来，相比于规模，让客户能够赚到钱才是最实在的事，而突如其来的“热钱”是危险的，不仅会伤害原持有人的利益，伤害到投资者本人，也不符合公司的投资理念。

“今年上半年市场挺好的，但我们没有发新基金。”任莉说，上半年挣钱的人是之前已经提前买了产品的人，而上半年市场是上涨的，这个时候并非进场的最好时机，是“秋天”，“秋天是不能播种的”。另一方面，去年市场低迷，东方红资产管理发行了几只产品，还一直在做老产品的持续营销，在任莉看来，熊市是“春天”，是可以进场布局的。

在她看来，除了投资管理能力，资金的性质及参与时点，也是影响投资者长期收益的重要因素，资金入场的时间如果在市场

相对高点，将大幅增加盈利的难度，相反，在市场相对低点入场将提升成功的概率。

“销售团队如果在 5000 点销售产品，就算销量不错，公司都不会有任何奖励；如果在 2000 点或 3000 点去销售产品，公司可能会给他们增加奖励系数。”任莉告诉记者，公司对销售端更注重对客户盈利的考核。

为客户赚钱的理念也根植于对客户尊重。2017 年 6 月，东方红资产管理召开基金持有人大会，目的只有一个，就是为旗下两只基金——东方红优享红利混合基金和东方红沪港深混合基金增加深港通下的港股通标的。

一个半月的时间，要和 6 万客户沟通，公司以及渠道都付出了极大的努力，采用了短信投票、网络投票、纸质表决票以及电话授权投票等四种投票形式，尽力扩展持有人获得信息和投票的途径。表决结果显示，东方红优享红利混合基金参与投票的持有人份额占比 60.68%，其中同意票占比 90.47%；东方红沪港深混合基金参与投票的持有人份额占比 57.56%，其中同意票占比 96.27%。

事实上，让基金持有人和各方参与者进一步了解了自己在基金投资中的权利，也在一定程度上彰显了公司客户利益至上的情怀。

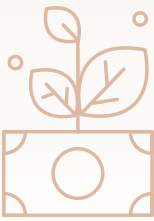
# 东方红资产管理固收团队： 行稳致远 进而有为

文 / 中国证券报 记者 孙翔峰

在权益类投资长期占据领先优势的东方证券资产管理有限公司（以下简称“东方红资产管理”），固定收益投资也开始脱颖而出，凭借多年的扎实积累，逐步占据固收领域投资高地，使得东方红资产管理呈现出股债双杰的发展局面。

海通证券研究所今年1月发布的《基金公司权益及固定收益类资产业绩排行榜》显示，东方红资产管理旗下固定收益类基金取得优异的绝对收益，近年来业绩均位居同行前列，最近一年、最近两年和最近三年的绝对收益率分别达到9.22%、14.25%和19.06%，在全行业所有基金管理人中分别居于第六、第六和第四。

从2015年业内最资深的固定收益领军人物饶刚先生加入开始，东方红资产管理的固定收益团队逐步发展成为近30人的精英战队，团队汇聚了投资、研究、信评和交易等多领域人才，侧重长期考核，以获取绝对收益为目标，追求风险调整后收益的最大化，不断创造长期稳健回报。



## 团队建设：层次完善 长期高效协同

人才是资产管理行业的核心资产，对于固定收益投资来说，更加需要层次完善的投研团队，打造可持续性的人才梯队。团队的投资经验和专业能力非常重要，需要有多年深厚积累的领军人物掌舵，要有一众管理经验丰富的基金经理，还需要一批勤勉的专业人士在每个细分领域精耕细作。

要实现这样的团队配置，对资产管理机构来说，相当不容易。

从2015年开始饶刚先生牵头组建，东方红的固定收益团队实现快速扩容，吸引了众多经验丰富、优势互补的资深人士加盟，步入发展的进阶之路。目前，东方红固定收益团队已配齐了从公募基金、私募产品、信用评级及宏观研究的诸多资深专家，多位核心成员从业年限超过10年，包括曾多次荣获中国基金业金牛奖的胡伟、在银行资管领域深耕多年的侯振新、拥有多年公募基金管理经验的纪文静、在信用风险评估领域颇有建树的陈觉平、专注宏观策略和可转债研究的孔令超等等，团队建设和人员配置令人艳羡。

“我们要打造一只长期高效协同的精英团队。”在东方红资产管理副总经理饶刚看来，一只优秀的固收战队，人才配置应当不局限于现有产品线，而是要着眼长期、放眼全局，在业务整体规划的基础上，配备不同特长的人才队伍，团队结构要注重多元互补，考核要科学合理长期。

在固收团队建设方面，东方红一直有自己的原则，这些原则也是基于公司的长期价值投资理念和以客户利益为先的价值观。首先是在团队中建立统一的文化和投资理念，注意控制波动，追求风险调整后收益最大化，力求产品的长期业绩。其次是建立长期考核机制，不追求短期业绩排名，给予基金经理和投资经理相对较长的考核周期，以长期绝对收益为考核目标，不只考察个人管理的产品业绩，更注重考察其对团队的贡献，推动整个团队业绩的提升。再次是要求投研人员勤奋细致，能够不断地学习和思考，拥有自己的判断力，并乐于于团队分享和协作。

有东方红固收团队的基金经理透露，专业是公司投研人员的核心要求，一定要在自己的研究领域做到专业。团队重视文化建设，形成了互相包容、互相尊重、协同合作的氛围，能够让每个专业人士充分表达自己的研究结果，建立起从研究到投资的高效转化机制。

基于强大的人才配置，东方红的固定收益投资研究全面覆盖到各个细分领域：包括宏观及资产配置、债券配置策略、可转债研究、信用研究、衍生品研究和风控评估等，尤其擅长自下而上的信用风险评估及信用债投资。



## 投资哲学：控制回撤 追求绝对收益

随着资产管理行业打破刚兑、净值化管理的趋势发展，固定收益投资迎来新的发展机遇。净值型的固收产品吸引了越来越多投资者关注，成为资产管理机构的发力点，站在了“风口”上。

不过业内专业人士认为，从当下资金的流向来看，净值型固收产品大发展的机遇是属于有深厚积淀的资管机构的。资金正在向产品运作稳健、长期业绩优秀、风险控制能力突出的资管机构集中，头部效应非常明显。

数年之间，东方红固收团队已经历债市牛熊周期的考验，建立起完善的信用评级体系和严谨的风险控制机制，将“自上而下”的宏观策略与“自下而上”的信用债投资有机结合，全面建立了三个维度的立体化投资策略：一是以宏观研究为指导的债券交易策略；二是以风险控制为基础的多元资产配置策略。团队将可转债、国债期货、股票等纳入投资范围，结合东方红的权益研究优势，优化大类资产配置，努力提升组合收益。三是以个券研究为基础的信用债投资策略。

对此，饶刚表示，东方红固收团队一直是在控制风险的基础上进行积极主动管理，追求较高的夏普比率，关注风险波动性和收益的合理比例，目的是为投资人实现资产长期稳健增值。

他强调，对固收投资的考核，不能看短期的业绩排名，因为这不能代表长期的投资实力，也不能为投资人赚取持续稳定的回

报，而是看重长期收益、重视控制波动，防范回撤风险。因为产品净值波动较大容易动摇投资者信心，造成追涨杀跌，难以获得长期投资收益。通过降低产品业绩波动从而让投资者维持平和心态，在长期的持有中享受到超额回报。

东方红资产管理通过布局丰富的产品线，为投资者提供不同风险特征的固收产品。目前东方红固收类基金已涵盖纯债基金、一级债基、二级债基和偏债混合基金，还有各种固收类集合资产管理计划。

东方红的固收产品受到投资者和银行渠道青睐，仅今年1月份就有三只由不同银行定制的固收类基金发行。其中，今年1月6日发行的东方红安鑫甄选一年持有期混合基金，仅发行一天认购金额就超过40亿元，通过比例配售将募集规模控制在35亿元。而2019年全年新成立的偏债混合基金，平均规模只有12.17亿元。这样的成绩在当下环境中尤为难得。

专业实力赢得行业广泛赞誉。在2019年在济安全信“群星汇”评选中，东方红资产管理荣获“二级债基管理奖”；在2018年《中国基金报》英华奖评选中荣获“中国券商资管固收奖”。团队领军人物饶刚先生还荣获了中国基金业协会颁发的基金业20周年“杰出专业人士”，中国基金业金牛奖十五周年“金牛杰出基金经理”。



## 风险控制：扎实研究 理性选择标的

近年来，债券市场时时有“爆雷”事件发生，仅2019年银行间和交易所就有153只债券发生违约，涉及的债券本金规模达1185亿元，其中有39家发行人首次在债券市场发生违约，民营企业违约的情况到目前仍没有得到实质性改善。

然而，记者了解到，东方红固收团队凭借出色的信用评估能力和风险控制能力，稳健管理，实现“零踩雷”。

饶刚认为，债券投资最终的目标一定是追求绝对收益，而严格控制风险是固定收益领域投资的核心要素。风险控制的关键是“遵循中国市场特点”和“理性控制风险水平”，要考虑宏观经济的实际情况和企业的信用特点，既不能低估风险，也不能错过机遇。

“债券投资最重要的不是择时，而是风险控制和投资策略。对券种的选择能力、对风险的控制能力，是债券投资长期胜出最重要的因素”，饶刚坦言，团队一直注重推动投资人员关注风险波动性和收益的合理比例，加强风险意识。

东方红公募固收投资部总经理胡伟表示，团队会认真考量每个基金经理的能力圈，根据各自的能力圈去发行符合他们风格、适合他们管理的产品；长期的考核机制和追求绝对收益的目标，也可以更好地避免基金经理为了短期的高收益而放大风险敞口，避免基金经理的做法背离公司对产品的定位。

固定收益业务，最重要的就是绝对收益和风险管理，给投资者

带来持续的回报，这也是团队的核心竞争力所在。

对于如何防范债券投资风险，东方红固收团队主要从以下三个维度来进行规避：一是积极进行风险的甄别和管控，不承担不必要的投资风险。二是相信主动管理的力量，既重视自上而下的投资策略，也高度关注信用债券这样自下而上的投资机会。三是建立较为完善的风险管理体系，充分考虑中国经济的实际情况和中资企业的信用特点。

严控风险，对个券“自下而上”的深度研究和脚踏实地的信用分析至关重要。据东方红信评团队负责人陈觉平介绍，团队建立了完善的信用评级体系，将债券进行1-10档不同的分类，跟踪判断行业周期动态、企业整体杠杆水平、现金流、债券期限匹配等，对信用特征进行研究，在获取稳定票息收益的同时，寻求信用资质变化所带来的超额收益。研究人员通过频繁的调研、路演、交流，把握发债主体信用资质变化，积极把握投资机遇。

东方红的研究员非常重视对发债企业的跟踪研究，研究不清楚的企业一定不能入库，不纳入投资考虑范围，降低了踩雷的可能性；同时，研究员要始终保持勤奋，频繁去企业调研和交流，及时了解企业的最新情况，在信用资质出现变化时能及时发现和处理。研究员需要将大量时间和精力放在寻找阿尔法，寻找那些信用资质可能向好的债券，比如现金流大幅改善、杠杆率得到控制、行业竞争格局趋稳的企业债券。

# 陈觉平：如何寻找信用债的超额收益？

本文根据陈觉平先生的演讲整理而成。



东方红资产管理固定收益研究部  
总经理助理、基金经理  
陈觉平 先生

今天想和大家分享一下我们是怎么做信用研究的，谈一谈我们怎么寻找阿尔法标的。

## 寻找债券的阿尔法

国外已经把投资级和投机级标的分的很清楚了，我个人认为国内的市场也需要把这块分清楚。在我们看来，市场对投资级标的的定价已经非常完善了。

从我们的角度来说，成熟期的行业或者企业才可能出现投资级的标的，比如高速、水务、电力、市政等，或者类似水泥这种非常成熟、现金流好的行业。标普和穆迪会划分业务风险和财务风险，当业务风险比较大的时候，就需要公司在财务方面非常稳健，比如有息负债率要非常低，这种标的才有可能被评为投资级的标的。对于投资级标的，我们认为是绝大部分情况下是都可以拿来做配置盘的，基本不会有什么大的信用风险，这

类企业信用研究员只需要保持跟踪即可，不需要花太多的精力去深入研究。

对信用研究员来说，更多的时间和精力会放在投机级的阿尔法标的的上，去寻找信用资质可能会向好的标的。企业向好其实就是两个因素：第一个是现金流大幅改善，杠杆也得到控制；第二个是行业竞争格局趋稳，没有其他的进入者。这类型企业基本上是处于生命周期中的发展后期快要进入成熟期的状态，在我们的研究里面，其实是一直在找这样的标的。在衰退期的企业里面，其实也有一部分这样的标的，如果这些标的剩余期限不长、资产流动性特别好，其实他们的债券也是足够安全的。

目前的市场只有 AA、AA+ 和 AAA 三个评级，以后可能就只有 AAA 和非 AAA 两个评级，这就导致了很多人一刀切的做法。但其实一刀切也未必安全，近两年发生的不少违约主体就是 AAA 的，国企信仰也已经被打破。我们的工作就是要搞清楚哪些标的是安全的，哪些标的是有潜在风险的，最近市场上发生了一些信用事件，我们的工作就是去不断地排雷。债券和股票的逻辑还是不一样的，股票是找到好标的就入库，债券则是有不好的标的就去排除，我们内部会去做减法。好的标的我们会有统一的入库标准，比如盈利好、负债率低、竞争力强等等。

我们觉得很多企业是可以研究清楚的，对研究不清楚的企业基本不会入库、后面也不会碰，降低了踩雷的可能性，这是内部

风控的第一道防线。另外，我们认为大部分出问题的企业都会有一定的特征，而且是很早以前就已经显示出这样的特征，只是可能我们暂时没有发现。所以我们频繁地调研和交流，去了解企业的最新情况，从而在企业信用资质出现变化时就发现并处理，这是第二道防线，交易是规避风险非常有效的方式之一。我觉得市场上投资级标的数量不会很多，可能不会超过 500 家，剩下的大部分企业是投机级标的。我们要把整个市场的投资级和投机级企业区分开来，然后在投机级里面寻找合适的标的，这些企业有竞争力强、盈利能力强、负债率不太高等特点。国内企业发债有个特点，就是喜欢用集团企业去发债，导致这几项指标很难分析，光看报表无法得出结论，所以我们的信用研究员会经常去企业调研和交流。但是未来几年，相信随着监管要求的不断提高和规范，报表的可读性会越来越强。

## 信用债阿尔法的逻辑

我们认为可以做阿尔法的一个逻辑是，基本所有行业这几年都在经历行业集中度提升的阶段，目前很多行业都已经逐渐形成了寡头垄断的格局。行业竞争格局稳定了，就不会有新的企业进来，业内只有这几家企业竞争的话，我们花时间和精力，就可以搞清楚哪家企业会更好。另一个逻辑是，在寡头垄断的格局下，龙头企业盈利能力强、成本低、规模效应、品牌建设等优势就会更加凸显，而且这种优势未来还可能会继续巩固。对大部分行业来说，目前都已经基本完成了行业内部的信用分化，这会让阿尔法变得更好做。我们喜欢处于发展中后期的企业，



一方面可以享受行业集中度提升的红利，现金流和盈利能力改善，可以从中获取资本利得，另一方面这类企业财务杠杆仍处于高位，通常收益率相对较高，从而获得票息和资本利得的双重收益。

行业内部出现了分化，所以一个行业里的阿尔法标的不会太多，以前就算不买行业排名前三的，去买排名第四到第六的企业也



行，现在逻辑不同了，行业的资源、资金都往头部集中，股票投资也呈现同样的格局。我个人觉得股票的表现是领先于整个市场半年到一年的，而债券是落后于整个基本面大概半年到一年的。

我们做信用研究主要分成三块功能：第一块是风控，我们内部的风控不只是去看报表，还要不断去跟踪和熟悉自己的持仓；第二块是寻找阿尔法标的；第三块是信用定价。投资级标的市场定价已经非常透明，投机级标的扰动因素非常多，定价就变得很困难。这些扰动因素里第一个是银行；第二个是结构化，有的企业发债可能真实价格在10%，但票息可能就控制在6-7%，比如2018年最明显的就是城投债和地产债。

怎么选券？第一个因素是以现金流为核心进行分析，我们对于入库的企业，尤其是民营企业，一定要弄清楚现金流，资产和现金流是要对应的，有的企业可能资产是1000亿，但是通过现金流感觉到的资产好像只有200亿。也有的企业说自己在某个领域竞争力很强，但可能这块业务只占到它总收入的10%，这种企业很多信息不透明，就很难评估它的风险。对我们来说，报表披露越详细的企业我们越喜欢，报表一头雾水的企业可以去研究，但是要入库就比较难。我们内部要做到以现金流为核心，做财务测算的时候也是这样。

另一个因素是行业壁垒，我们只买行业进入壁垒高的企业，除非某家企业报表特别好、负债率特别低、债券期限特别短，但这种企业我们更多是从流动性和违约风险的角度出发，而不是从持续经营的角度去分析。这种企业即使外部评级低也还是安

全的，因为它评级低其实只是因为规模小。国内的评级基本是看股东、行业和规模，但其实这几个指标并不能说明企业的竞争实力、盈利能力或偿债能力。同时，我们不希望企业做太多的多元化布局，多元化做的比较多的企业我们会尽量回避。

### 行业选择的五大标准

在行业的选择上，我们具体有几个标准：

第一，关注行业壁垒，如上面所讲。

第二，企业现金流要透明，在2017年之后，特别是“三去一降一补”政策出来以后，加上资管新规的实施，让我们更加关注影子银行的问题，因为银行的很多业务都在表外。

第三，民营企业实际控制人知道自己的边界，这一点是非常重要的，因为它决定了治理结构和偿债意愿。境外评级都是看偿债意愿和偿债能力，而国内对偿债意愿关注度比较少，但其实在违约的100多家企业里面，绝大部分都是因为偿债意愿的问题。所以如果我们不弄清楚这个问题，这种标的绝对是不会入库的。我们要先弄清楚那些表外的事情的，比如老板是不是中国国籍、家庭构成、有无子女接班情况等。

第四，一家优秀企业一定是有很好的企业文化。一家企业文化优秀的公司里，员工一定是各司其职，公司在业务拓展、盈利能力稳定性、负债结构、负债率高低、员工素质、管理层和人才梯队等方面往往都会看得更长远，这种标的我们也会选择是

中长期持有，哪怕是投机级标的也可以。只是文化这个东西比较悬，需要不断的去感知，但的确是非常非常重要的。

第五，再融资渠道的适应和驾驭能力，这一点在2018年之后就是最重要的标准之一。大部分民营企业出问题其实都是在再融资上面，这一点是股票融资和债券融资的最大区别，债券融资的基本都是靠借新还旧。长三角的企业，很多是偏好股权融资的，负债不会太高，资产质量也不太差；但是某些区域的企业，喜欢债券融资居多。国外很多大公司，实际控制人基本不参与运营，而国内不是这样的，除了一些科技类企业老板不参与，国内大部分企业都是老板亲自参与管理的。对我们来说，一定要了解企业背后的运营团队是谁，如果是职业经理人，这个团队的报表相对可读性会强一些，而老板自己管的公司报表的可读性就需要打折，一家企业的财务总监如果每年换一次，这种公司我们也基本上不能碰。

我们对研究员的要求，就是要尽量了解企业是怎么融资的，以及未来有什么样的融资计划等。我们去公司调研，一定要想清楚这四者之间的关系：股票持有人的诉求、债券持有人的诉求、银行的诉求、公司自身的实际情况。整体上来看，监管是在不断趋严的，要求是在不断提高的，所以我们觉得未来报表的可读性也会更高。

## 聚焦热点问题 探讨低利率经济及其影响

东方红·宏观经济与金融市场沙龙第十二场研讨会在北大成功举行



“

‘东方红·宏观经济与金融市场沙龙’是行业领先的资产管理公司与国内顶尖学府研究所的强强联合，不仅能够促进行业学术成果和专业见解的交流，同时也为国内外顶尖学府的精英才俊能与活跃在经济、金融领域一线的专家型实务工作者搭建专业交流平台，有利于经济理论与实践的共同发展。

”

2020年1月4日，“东方红·宏观经济与金融市场沙龙”第12场研讨会在北京大学经济学院603学术报告厅隆重召开。本次研讨会主要探讨低利率经济及其影响，对当下聚焦的经济问题进行深度剖析，吸引了众多校内外嘉宾、师生到场参与。



华控清交信息科技有限公司战略发展总监杨祖艳主持上半场会议。

对此，中国政法大学教授杨帆围绕中美贸易关系的发展，聚焦“汇率战”，探讨贸易战向中美全方位战略竞争的影响和对策。

“东方红·北观经济与金融市场沙龙”第12场讨论会聚焦低利率环境下经济的发展与影响，以“低利率经济及其影响”为主题，邀请了北京大学、中国政法大学、工信部赛迪研究院、东方红资产管理和银行、证券行业等专家、嘉宾展开讨论，围绕全球低利率经济环境的现状和背后原因，重点探讨经济走势和投资机遇。

他表示，今年的重点是结合中美第二阶段谈判，大力度促进国内改革。当前中美关系从贸易争端发展到包含科技战、汇率战、金融战、地缘战等10个方面的全方位战略竞争，中美经济关系处于“半脱钩”状态。对于未来中美关系发展国内一直争论不断，但杨帆是相对乐观的，他表示不改革就没有出路，经济效益、资本外逃、经济下行，稳定经济与社会等因素都需要继续市场化、民主化的改革。

会议上半场针对包括贸易战在内的各种内外因素对中国经济的影响，重点分析当前宏观经济形势，展望政策，探讨低利率经济中的资产价格。

中国民生银行首席研究员温彬分析了当前宏观经济形势并重点展望了未来的政策走向。他认为，全球经济今年可能触底回升，而中国经济现阶段稳定内需至关重要，当前金融风险压力不小



但总体可控，未来在宏观方面我们需要加强协调形成合力，迈向更好的发展。

野村证券亚洲区投资银行部董事总经理李辉围绕低利率经济中的资产价格，系统梳理了历史上出现利率倒挂的几次典型情况，并指出目前出现的利率倒挂持续的时间会更长。他从国际市场的一线实践出发，指出了利率曲线的四种不同形态，为厘清负利率的准确定义以及在此基础上评估负利率对于投资的影响，提供了统一的认知基础。

下半场，工信部赛迪研究院电子信息研究所副所长、副研究员李艺铭主持下半场会议，围绕全球负利率背景下各国经济现状，展望未来的投资市场和选择。

东方证券资产管理有限公司私募固定收益投资部总经理侯振新通过分析负利率的前世今生，重点阐释了中国债券以及各类债券的投资价值。侯振新认为，在美国低利率，欧洲和日本负利率的情况下，我国债市的平均收益率远高于其他发达经济体，凸显出较强的配置价值。同时，资本项下的流入有助于人民币汇率稳定。当前转债市场整体估值虽有明显的提升，但从周期来看，目前估值仍然处于历史偏低位置，转债仍然具有配置价值，未来 2020 年转债的择券空间仍然较大，同时自下而上精选个券的重要性越发凸显

中银国际证券研究部总监杨为敦着重分析了欧日负债率的现状及出现机制。他认为，零利率并非是一个刚性且无法突破的条件，而极端的收益率的背后必然有极端的政策利率。政策利率

为负一定是市场利率为负的先决条件，负利率的背后往往是经济增速低迷、消费和通胀乏力，同时负利率经济体的债券收益率对 CPI 越来越钝感，在这一环境下，资金的 risk-off 往往会夯实负利率。因此，杨为敦建议利率债维持短久期、低杠杆，票息策略仍然是更为妥当的策略。建议适当下潜信用，超配短端中评级城投债及钢铁煤炭、零售产业债。

中国银行研究院首席研究员宗良剖析了低利率时代的主要特征，并展望后市的同时给出了应对建议。他表示，2019 年全球再度步入“低利率时代”，无论是美国利率水平、全球负利率债券规模和主要经济体负利率国债规模，均充分表明当前的低利率特征。未来货币政策调整空间收紧，全球债务进一步推高，全球投资配置面临挑战，金融脆弱性增加，然而在这种环境下，构建投资组合应当注意低成本、多元化、平衡性，且负利率资产蔓延增加了人民币资产的吸引力，黄金作为避险资产或受追捧，同时创新型债券值得关注等。

据悉，“东方红·宏观经济与金融市场沙龙”是由北京大学国民经济研究中心与东方证券资产管理有限公司联合举办的系列学术论坛，每季度举行 1 期。该沙龙以宏观经济与金融市场为主题，旨在研究探讨宏观经济中的各种热点话题和难点问题，研判政经大势，提供政策建议，同时为国内外中青年新锐经济学家提供一个学术交流的平台。

“‘东方红·宏观经济与金融市场沙龙’是行业领先的资产管理公司与国内顶尖学府研究所的强强联合，不仅能够促进行业学术成果和专业见解的交流，同时也为国内外顶尖学府的精英才俊能与活跃在经济、金融领域一线的专家型实务工作者搭建专业交流平台，有利于经济理论与实践的共同发展。”北京大学经济学院教授苏剑表示。



# 新城市化形势下的投资思考

文 / 东方红资产管理公募权益投资部总经理助理、基金经理 刚登峰

我们的投资原则主要是行业分散、个股集中，力求一个比较完善而且开放的体系。为了向大家展示我们团队思考的维度，以及寻找投资线索的方式，我将分三个部分来分享我们对于城市化新形势进行的投资思考。

首先是我个人对股票投资的一些理解，其次是有关城镇化新动向的研究成果，最后是城市化的新动向可能会带来哪些投资机会。

## 建立开放稳定的投资体系

投资行业有些很有意思的特点。在其他行业跑赢行业平均水平并没有那么困难，但在投资行业跑赢平均水平并非易事。彼得·林奇曾连续十三年跑赢市场已经成为业界传奇，而投资大师约翰·聂夫曾经连续三年跑输市场。这种情况在投资行业非常常见，之所以会出现这种情况我认为主要的原因在于投资具有社会科学的一些属性。

自然科学和社会科学有很大的差异，在前人的努力下人们已经探究清楚了很多人自然科学的原理和规律，并且这些规律是非常稳定的。即使这些原理会被慢慢更新乃至被新的理论所替代，但是一旦被发现，那么在一定条件下这些规律是非常稳定的。而社会科学则与自然科学不同，在人的参与下，运行规律有可能发生一些变化。资本市场也是一样呈现出一些不稳定的规律很难被终极掌握，这跟它的社会科学属性存在一定关系。

资本市场又是非常复杂的，每个人都可以基于自己的不同理解寻找到比较适合自己的投资方法，进而形成自己的风格。东方红的团队则希望寻求一种资金容量大，并且长期来看相对比较稳定但是开放的的投资框架体系。这个体系我们希望是以较强的投资逻辑作为基础的。

前些年我们在市场上经常听到一些现在比较少听到的投资方式，比如基于一些公司的高送转或者重组预期去投资，或者基于一些行业或地区即将出台一些规划政策而去投资。有时候阶段性股价会有些反应但是拉长来看很难带来投资收益，因为这类投资逻辑都比较牵强，这些操作并不能带来明确的价值创造。比如区域政策出台到区域经济发展然后到这个区域的公司受益业绩提升到股价上涨，这其中的逻辑链条特别长，其中任何一个环节出现问题，最后的结果都可能跟预期产生很大的差异。

但是如果把股票投资看成一笔生意，通过股票投资的形式自己经营一家公司。从长期来看，投资者与上市公司的董事长和大股东挣到的钱基本上是一样的。一部分来自于利润的分红，另一部分来自于将企业一步步做大做强。至今没有看到任何一家公司是通过长期讲故事实现市值长期维持在很高的水平。绝大部分优秀的公司是通过构建企业竞争力实现企业经营利润的成长来实现市值的不断成长。而且增长的方式中如果公司的发展依靠东拼西凑而没有原始的凝聚力，老板对于业务的掌控能力就很难很强，公司的竞争力就很难构建，这种增长就很难持续稳定。这也正是我们偏好高 ROE、充裕的现金流从而能实现较好的内生增长标的原因。

除此之外，我还比较喜欢从两到三年左右的时间维度来寻找投资标的，因为时间越短扰动因素越多，就越难考虑清楚；时间太长难度很大同样也很难研究清楚。很多上市公司都具有较高的认可度，两三年也有一定的增长空间，但是从股价角度来看似乎缺少一定的催化剂，这种情况下这种投资机会就不容易受到重视而我们往往喜欢这种机会。我们相信从两三年的角度去研究是容易建立起研究判断优势的。

在新社会环境下，我们的研究框架也需要不断地更新迭代跟上时代的发展。比如我们的投资范式注重财务分析，它比较适合盈利比较好，报表质量非常好的公司。但在现在的融资环境下，一些新兴行业的孵化方式发生了变化。以前一个公司可能是慢慢的从一个区域公司走向全国，或者从一个产品做到了很多的产品，但现在有了很多的一级市场资金的催化，很多公司还没有建立单店模型，就直接把行业份额做大实现了上市。一些公司还在亏损但已经上市，而且市值很大。对于这样的一些公司未来怎么来投？对于我们团队来说是一个挑战。因为这意味着团队原来的一些选股标准，在这些新的投资范式不再适用。不过我相信，这些新兴行业的公司的竞争力也有一些可以分析的角度，我们可以慢慢地拓展能力边界，将这类投资纳入我们的投资框架中。

## 城镇化出现的新动向

我是房地产行业研究员出身，对这一角度比较感兴趣。业界对于城市化进展已经有比较成熟的理论，就是城市化率 S 曲线。城市化率在进入 10% 以后会开始慢慢加速，在进入了 30% 以后会进入一个快速加速阶段。在进入 70% 以后，会慢慢进入一个整固阶段。我们发现中美日几个大的经济体都符合这个城市化的 S 曲线。人口在大国中也符合 zipf 法则，天然具有向大城市集中的趋势。

我国一直实行户籍政策，限制了一些人口的自然流动。但最近几年有一些新的变化，例如户籍制度开始明显松动，除了北京、

上海户口现在比较难取得，其他大部分城市的户口已经完全放开。像杭州、西安这些城市抢人才的新闻频繁出现。我们相信人口在这个阶段往大中城市集中的趋势还将继续。

以几个不同层级代表性的城市为例看一下城市化新的特点。第一个是 2000 年左右的上海浦东，内环以内大部分都处于未建设区域。到 2018 年年底上海的外环以内大部分都已经成为建设区域。第二个是郑东新区，2005 年时整个郑东新区还比较荒芜，当时跟鄂尔多斯一起被称为鬼城，2018 年郑东新区基本上已经是建成区。第三是大同。2006 年左右的大同市比较老旧，现在大同新区已经发展成一个现代化城区。同时把原来的老城区的古城墙修复之后进行了一些文化旅游项目建设，整个城市建设非常具有特色。第四个例子是山东省的县城，2010 年前基本上没有现代化的小区，但最新的 2018 年显示整个县城已经初具规模，人口大量导入生活水平有了很大提高。

通过这些例子我们可以理解在过去十几年城市化进程中，不同等级城市究竟经历了怎样深刻的变化，即便是发达的上海近十几年来也经历了飞速的发展，即便是我们以前认为会破败的小县城，也出现了大量的人口流入，城市面貌发生了重大的变化。我们的城市化进程已经进入 S 型的城市化曲线的中后段。我国城市化近期一个显著特点就是大量的农村人口越来越多的人定居到县城跟小城市，而他们中的一部分继续来一二线工作。户籍城市化率的提升不是大部分人来到一线城市来落户，更多的是落户到了县城和中小城市。

整个中国城市化具有分层的特征，不同等级的城市体现不同的城市化特征。这对我们投资有什么启示呢？我们的研究的出发点就在于想研究清楚行业是不是真的没有机会了，投资房地产的股票是不是真的没有价值了。

## 认知偏差与行业新机会

我认为大家对于房地产公司的认知存在一些偏差。

第一种偏差是认为房地产是重资产的行业。大家不喜欢重资产的行业是因为重资产行业成本中折旧占比特别高，容易过度竞争到行业的公司回报不高而且波动性很大。实际上房地产行业资产大部分是流动资产，资产变现能力非常强，因此并没有重资产行业的那些弊端。

第二种偏差是人们认为房地产行业的杠杆率特别高。我们拆分了所有的杠杆之后，发现房地产行业的经营杠杆高而财务杠杆较低。房地产有预售制制度，预售款并不是它的有息负债，所以经营风险并没有大家想象的那么大。正是因为有这样的行业属性，过去那么多年房地产行业股票投资回报很丰厚。

房地产行业大家最关心的问题是未来现在这个成交水平是不是能维持下去。一二线城市人口的流入是一直有动力的，由于土地供应因素导致潜在的供给一直不大。上海人口 2500 万左右，目前一年新房成交量大概是 10 万套，香港人口大概是上海的三分之一，一年新房成交量接近 3 万套，上海新房更新率大概相当于香港。这也反映出城市管理者的一些忧虑，因为人类历史上确实没有出现过那么的大的单体城市，比如纽约只有 1000 万人口，东京圈是一个类似长三角的概念，仅看京东这个城市也只有 1000 万人。城市的管理者会担心人口急剧膨胀以后会不会出现交通瘫痪等一些社会问题，这导致土地供应一直是偏低的。相对而言，二线城市及以下的城市在过去的几年里面承担了很多的人口流入和户籍人口接纳的角色。在未来城市化率到了 70% 以后，没有更多的农村的人要到县城去了，行业的成交量会出现萎缩。但是主流开发商所处的这些一二线城市，人口流入还是会长期存在的，再加上正常的更新改善需求，他们所处的市场是不会大幅萎缩的。



我们平时就是对来自于各个方面的投资线索进行思考，交叉印证，最终对一些投资线索落实到可行的投资逻辑，寻找到符合我们要求的投资标的。

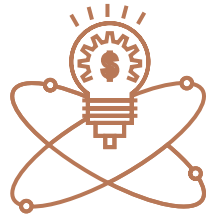
在人们有了首套房，买了首辆车之后的需求，值得我们思考。大部分人都有改善自己居住环境的需求。我认为以后房子车子以外的大类支出会集中在偏服务业领域，比如对小孩的教育、医疗、以及其他的一些社会服务。好的物业会慢慢的被大家追捧，物业一开始是房地产行业里面非常边缘的一个部门，但是在最近几年，大家发现他越来越吃香了。这是一个很典型的成长股的赛道。原因主要有以下几点：

首先物业的商业模式是轻资产型的，主要成本是人力成本，不需要资本投入，扩张不需要再投入更多新资金，支出则可以通过物业费，甚至维修基金来覆盖。其次物业公司的现金流非常好，好的物业公司经常出现经营现金流高于利润。一家知名物业公司曾经平均的预付物业费费率大概是 100% 多，就意味着每个人平均会预付一年多的物业费，因此现金流非常好。除此之外，物业是一个存量不断累积的一个行业，不像房地产行业，开发项目之后还要去拿新的地，大家担心不可持续。过去房地产行业挣钱可能是因为过去地价一直上涨而享受到土地红利，

未来不见得能有这么高的盈利能力。物业粘性很强，一旦被选择被替换的概率不高。

随着信息化程度越来越高，服务性的公司管理半径在变大，通过一些监控手段，原来的优质服务更加标准化，能支撑的管理规模也更大。科教文卫行业都会面临着很大的需求，包括教育、游戏。我们投研团队对游戏行业也做了研究，我们认为游戏也是一个被大家低估的行业。游戏需求已经常态化。虽然行业内认为这款游戏好不代表下一款游戏好，但其实游戏行业的流程化的程度比想象的高，已经有利于龙头企业逐步积累优势。同时，目前在人工越来越稀缺的情况下，会有一些工业自动化的需求和机会。

以上是我从城镇化过程角度分享的一些投资思考。我们平时就是对来自于各个方面的投资线索进行思考，交叉印证，最终对一些投资线索落实到可行的投资逻辑，寻找到符合我们要求的投资标的。



一直以来东方红投研团队坚守价值投资理念，信奉均值回归的规律；即价格是围绕价值波动的，短期可能会偏离，长期终将向价值回归。

## 投资框架分享与制造业投资思路

文 / 东方红资产管理公募权益投资部基金经理 韩冬

过去一年来，有很多和客户交流的机会，促使自己不断思考投资的本质，更新投资的原则和方法。

我分享三方面的投资心得，第一部分是我对投资的理解，偏价值观一些；第二部分是关于我们团队如何选股，如何构建组合，偏方法论一些；第三部分主要是对一直以来投入精力研究的制造业投资选股的看法。

### 对投资的理解

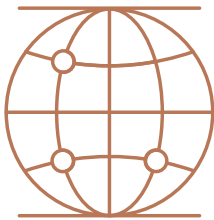
运筹学里要分析一个优化问题，要搞清楚两个关键的要素，一个是目标函数，一个是约束条件。我一直在思考的是：投资的目标和约束是什么？关于投资的目标，是否就是简单的追求高回报？我的体会是，股价上涨和下跌是结果，还要看背后承担的风险，东方红的价值体系里，追求的是风险调整后的高回

报。冒了很大风险博来的上涨，这次赚到钱，下次可能会吐回去。因此我们不仅仅追求好的投资结果，也追求完善的、可复制的投资过程，并且过程正确要大于结果正确。关于投资的约束条件，除了交易规则、监管规定外，最重要的约束就是投研团队的能力圈。我们希望每个人在能力圈里做大概率的事。我认为东方红在考核体系上具备两点比较特别的优势：一是长期考核，不追逐短期业绩，这需要公司上上下下的理念统一和坚持，也需要客户的信任，很难复制；二是团队协作，哪怕是投资经理，我们也强调坚守行业研究、对团队做出贡献，而非仅看重个人投资业绩。

那么我们怎么实现投资的目标呢？一直以来东方红投研团队坚守价值投资理念，信奉均值回归的规律；即价格是围绕价值波动的，短期可能会偏离，长期终将向价值回归。价值投资是有理论基础、能够长期持续的，更重要的是，它是可以建立竞争优势的一个方法。对公司研究的深度是没有止境的，一个做了十年的研究员，对一个公司价值判断，大概率是比一个做了

三五年的研究员的价值判断要更加精准的，所以我们在价值投资这条路上不断地去积累，应该是能够建立竞争力的。价值投资本身是一个延迟满足的投资体验，现在种下的因，要一两年内才能看到果，中间的诱惑和压力非常多，很考验投资者的人性。

价值投资中的核心是判断公司的价值，而价值评估的核心我认为是对风险的定价。风险的来源有两个方面。第一，世界本身就是随机的。如果我们具有完备的智慧和充分的资源能够对一个公司的走向正确地预测，这个预测也不是一个确定的结果，而是一个概率分布。另一方面，我们并不具有完备的智慧和充分的资源，我们会犯错，没办法对这个概率分布做出正确的预测。所以我们对公司未来的预测都会有一个风险补偿，那就是 DCF 模型里的折现率。DCF 模型的分子更像科学，它是代表对未来的预测；分母更像艺术，它是代表对风险的判断。研究的主要工作是判断分子，投资的主要工作是估计分母。分子和分母对公司价值的影响是同样重要的，有时候分母可能更重要。



好公司是怎么定义？我觉得本质上是人。一个企业的本质不是资产的堆砌，而是人的有机组织。企业家经营企业，一方面创造价值，一方面抵御风险。

### 选股方法论：好公司与均衡组合

总的来说，我们的选股方法是自下而上精选好公司。我们希望买的公司都是质地比较好的，比如具有较高的 ROE，较好的现金流，可辨识的竞争力，同时有良好的业内评价。

对好公司的坚守是我们一直坚持的事。大家通常说，最理想的投资标的要兼顾三个方面——幸运的行业、能干的公司、合理的估值。但在大多数人认可了这样的标准后，经历市场风格的演绎，同时满足三个条件的标的已经很难寻找了。这时我们可以适当放宽另外两个因素，但仍希望坚守好公司。我们可以选择“能干的公司 + 幸运的行业”，公司行业都很好，所以估值可能有点贵，我们可以依赖长期持有消化估值。我们也可以选择“能干的公司 + 合理的估值”，但行业可能有压力，这也给好公司卖个便宜价带来了机会。在三个因素里，行业是否幸运和估值是否合理，是一个可以被改变的条件，是周期波动的。比如一个行业高增长的时候看似是“幸运的”，但可能竞争者多，反而有不确定性；有的行业看似有压力，但竞争格局优化后，好公司可能会更加领先。再比如估值的标准随着全球化和资金性质的变化，也会发生变化。但是在我们的投资周期里，好公司是很难被改变的。并且某种程度上，我们更偏好行业有压

力的时候，市场给的估值比较低的好公司，随着行业的见底复苏，会有更大的弹性。

好公司是怎么定义？我觉得本质上是人。一个企业的本质不是资产的堆砌，而是人的有机组织。企业家经营企业，一方面创造价值，一方面抵御风险。在奈特的《风险、不确定性与利润》中提到，“企业的利润是企业家降低了公司不确定性后产生的报酬”，企业对未来的变化产生应对，降低企业经营的不确定性，这就产生了超越社会平均的回报。我们对很多公司的投资，长期都是因为信赖企业家的人品和企业家精神，未来是难以预测的，我们对行业的理解也不可能穷尽所有细节，那么投资中的种种风险都要信赖行业前瞻、有应对能力的企业家。

关于组合构建，我们非常注重组合的均衡。总体上我的思路是：重仓股胜率优先，轻仓股赔率优先。我们对组合中不同股票的比较分析，可以分为胜率和赔率两个维度。胜率可以认为是这个股票赚钱的确定性怎么样，而赔率可以认为是这个股票赚钱的盈利空间怎么样。通常高胜率的股票低赔率，高赔率的股票低胜率，也符合高风险高回报、低风险低回报的市场有效性。而这两类资产对于组合而言，预期收益率是一致的，区别在于波动率不一致。轻仓高波动的股票，重仓低波动的股票，可以

使得对组合的波动率影响是一致的。因此，对高风险高回报的股票，我倾向于比较低的仓位去持有，作为组合里进攻的位置，看重赔率。而低风险低回报的股票会仓位更重，作为底仓，看重胜率。大家看到我们的底仓往往变化不大，也是因为真正具有较高确定性的好公司其实很少；而低仓位的进攻性持仓则会有一定的换手。

在选股中我还有几点体会和大家分享：第一，竞争格局比行业增速更重要。行业高增长的时候，优秀公司的竞争力反而体现得不明显，因为行业顺风顺水，这个时候赌性最大的、加杠杆的公司增长最快；但是潮水退去的时候，真正优秀的、长期储备和布局的公司反而体现了在管理和风控上做出投入带来的回报。第二，大级别的盈利需要挑战市场共识。我很喜欢投资大师霍华德·马克斯的一句话，叫做你不可能在和别人做着相同的事情的时候期待胜出。东方红很多赚大钱的持仓，在重仓的时候市场都不理解，会承受质疑，会忍耐寂寞。相反，如果投

资者选择去追逐热点、买市场上都觉得能赚钱的股票，没承担什么压力还能赚到大钱，投资就变成了一件太简单的事，这是不合理的。第三，小概率事件终将会发生。在投资中我们往往觉得有些瑕疵是小概率事件，似乎不会产生影响。但我的经验是长期持有，这些瑕疵都会显现出来，看似是黑天鹅或者运气差，但实际上有偶然更是必然。从长期持股的角度，对这些瑕疵要充分考虑，不是要求公司没有风险和瑕疵，而是要充分评估是否有巨大影响，而非简单觉得这是小概率事件不用考虑。第四，人性的偏见来源于用错误的模型去解释问题。我们对世界的认知是有局限的，有大量的问题我们没有合适的方法和模型去解决，但投资中一定要做决策，大多数人就会套用错误的模型去解释尚不能解决的问题。芒格说，“拿着锤子的人看一切问题都像钉子”，这可能就是人性中偏见的来源。我想，投资中很多解决不了的问题，把它当做风险，留一定的安全边际来应对，可能比妄下结论要更好些。





## 消费品行业的变化与机会

文 / 东方红资产管理公募权益投资部基金经理 孙伟

纵观投资历史，消费行业都是一个频出牛股的行业。从国外来看，拉长时间维度，收益率最高的公司里基本有一半甚至以上是消费品公司。除了明显的超额收益外，相对于周期股和科技股，消费品公司的波动率和贝塔也比较低。过去十几年里，在我们东方红的投资组合里，消费品公司贡献了非常丰厚的回报。但是现在由于宏观环境、人口结构、互联网等因素，这个行业已经发生或正在经历比较大的变化，在这里分享一下我们团队所做的一些研究。主要有三个部分，第一是消费行业的选股方法论；第二是消费行业出现的新变化与投资机会；第三是我对消费品公司的护城河的一些理解。

### 消费行业选股方法论

从子行业的选择来看。首先是行业空间。举个例子，过去十年来看，乳业两家龙头公司的回报是明显强于肉制品行业龙头的，后者的格局甚至好于前者，从 ROE，报表质量来看，也并不落后，但是回报却千差万别，我们理解，这就是跟行业潜在的空间关系非常大，肉制品的渗透率很早就接近峰值了，而乳制品当年还有很大的成长空间。

### 制造业的投资逻辑

很多人说，制造业的商业模式缺乏壁垒，相对同质化，只能依靠低成本竞争。但换一个角度，商业模式缺乏壁垒也意味着这个行业是高度市场化的。在这个行业没有太多的先来后到、论资排辈，市场不保护先发者，大家依靠实力说话，近身厮杀。这是对进攻者最公平的市场，而中国的制造业企业在全球来看都是进攻者，后发者，在我们去挑战行业里的老大哥时，他们无法构筑太宽的护城河对我们是好事。而另一个角度，公司跨领域和跨产品线的进攻也是相对容易的。优秀的制造业公司能够普遍的扩展产品线，具备更广阔的市场空间。

还有很多人说，制造业的竞争就靠低成本。通常一个公司的战略有两种，一个是低成本，一个是差异化。制造业是做不出太大的差异化的，客户的要求本质上是供应商能够降低成本。但是随着时代的变迁，低成本的概念在丰富。例如手机更新周期非常快，要求供应链能够快速响应、贴身服务，因此慢慢具有了一定的服务属性，帮助客户降低管理摩擦，而非仅仅关注生产成本。

中国的制造业是具有系统性优势的。首先是优秀的服务响应。我们发现海外企业在服务响应速度上普遍劣于国内企业，很多行业的国产替代，国内企业的重要优势都是服务响应，不只是手机行业，还包括汽车制造、化工品等行业。海外企业重视福利，有工会制度，不加班等等文化是迥异于国内企业的创业精神的。我想这背后可能是中国文化的原因，中国整体上是自我激励的文化。其次是工程师红利。我们的工人成本过去这些年上涨很快，但是研发的工程师薪酬还远低于海外，并且更勤奋有效率。第三是具有巨大的本土市场。我们巨大的经济体量和人口结构给各种类型的公司提供了试错的土壤，在需求端可以针对不同的地域和人群，在供给端也可以争取广泛的土地、政策、人力资源。

我眼中优秀制造业企业的特质有以下几个方面：一是要有快速响应贴身服务的意识和能力，这也和互联网时代信息流通加快、

产品迭代周期缩短等背景相匹配，越是复杂的供应链约要求供应商响应快、不出错。其次是优质客户的认证。优质客户是优质供应商最好的背书，因为客户是最懂供应链公司的比较的，而最优秀的客户比如苹果，它要做最好的产品，所选取的供应商大概率不会太差。切入了最难做的、最优质的客户，企业未来的业务拓展也会更容易。最后是业务的特征能够建立一定的竞争优势。比如软硬件结合的商品比纯硬件的商品可能更容易建立竞争优势，因为中国的工程师成本比别人低。再比如生产流程特别长、管理难度高的产品也能让管理良好的企业基于管理能力建立竞争优势，因为管理细节多，每一道工序做得不好都会影响效率，非常考验企业的管理能力，不易复制。

找到了可以投资的企业，关于投资上的介入时机，我们很多时候会选择因为外部压力给了好公司便宜估值的时候，只要长期逻辑没有破坏的，就值得重视。比较典型的一点就是行业增速放缓。以智能手机为例，2016 年以来行业的增速一直下降，甚至进入了一个下滑的阶段，导致整个电子板块的情绪很悲观，估值不断收缩。但是有些企业反而可以维持着一个高增长的区间，甚至出现了后期的加速。有竞争力的企业更多的是产业转移驱动，行业缺乏增长力时，企业也能不断地吃别人的份额。份额从 30% 增长到 50% 带来的增长比整个行业增长 5%~10% 更大一些。所以当市场把估值杀得很低时，其实这些企业的长期逻辑并没有破坏，这时候可能就是我们介入的时机。再比如说贸易战这样不可测的外部因素导致对股价的预期比较悲观时，虽然不确定性依然存在，但股价已经反映了很多悲观预期，可能下跌空间是很小的。而外部因素并非不可改善，一旦改善就会具有很大的向上空间。

最后，简单总结一下对制造业的看法。首先制造业总体上比较市场化，给了优秀公司充分的发挥空间。其次制造业企业竞争要素开始往服务转移，服务属性在增强。基于响应速度、工程师红利和本土巨大市场，中国的制造业企业在全球看都是具有系统性优势的。在投资中我们对好公司的介入时机，往往是在行业预期较低、情绪有波动的时候，以较低的价格买入好公司，长期持有，兑现价值。



东方红投研团队在选择企业的过程中，希望龙头企业在行业秩序建立过程中能够发挥自己的力量，建立有序竞争的态势。

品牌是非常难建立的，比如日本的威士忌酒，发展了 100 年，才做到现在的局面，大多数公司不具有明显的品牌效应，这里大家一定要区分开品牌和牌子。

接下来就是规模效应。规模效应，规模效应反映的是企业的组织运营能力，一是体现在供应链上，二是体现在渠道和消费者的心智上，对于同质化比较严重的产品而言，能否抢占先机、抢占消费者心智就很重要，消费者能记住的品牌不多。过去的很多大单品的消费品公司其实主要是靠垄断了渠道的货架来慢慢占据消费者心智的。一些比较大的公司，都在改革渠道模式，同时不断的进化来维护自己的护城河，去做长期价值链的维护，比如中国的乳业公司占据了奶源，把价值链向上延长了一步，别人抢占不了他们的价值链。三是极致化的产品能力。日本把本土的消费品和农产品都做到了质量最好，过去我们的发展很粗放，因为机会多，行业容纳了很多产品力一般的公司，未来的新兴消费产业对产品必须要有足够的重视，才能慢慢维护自己的品牌和口碑。

最后就是驱动行业发展的能力。虽然公认行业格局会影响行业竞争的结果，但是行业格局也跟龙头企业的竞争策略有很大的关系。以国内外的啤酒行业和可乐为例，中国和日本、美国相比价格差距很大，这就跟龙头企业的策略选择有很大关系。相对国内价格竞争的格局，日本的啤酒行业则保持一种价格默契，可乐公司在中国就是完全不一样的价格策略，这种龙头的不同的策略对行业的变化影响也很大。有的行业如果龙头企业一直在做行业升级，对手一般会模仿龙头的做法，就形成比较好的行业秩序，而有的行业就算剩下两家龙头企业，却一直在打价格战，行业利润率很低，所以行业的回报很多时候和主流龙头企业的竞争策略也有很大关系。一旦竞争格局形成了，想改变是很难的。东方红投研团队在选择企业的过程中，希望龙头企业在行业秩序建立过程中能够发挥自己的力量，建立有序竞争的态势。

消费品行业以前给我们带来了很丰厚的回报，以后我们也相信会继续带来不错的长期回报。我们投研团队想从这两年兴起的变化中抓住机会，做了一些研究和大家分享一下。

其次是赛道。我理解的好赛道是企业能够通过一个差异化的服务或产品，在消费者心里建立起一个清晰的品牌认知度，从而占据消费者的心智。比如酱油行业和食用油行业，酒行业和水行业的对比等等。

第三是竞争格局。竞争格局往往是不同行业差异的根本所在，过去不少消费品行业的投资机会都来自于格局的改善，早期的家电，乳品，现在的啤酒都是，格局改善带来的投资机会往往比行业成长期更确定。

如何选择好公司？首先是企业家，我们团队在考察消费品公司时，偏好于有一些营销和渠道背景的企业家。现在市场上的咨询公司很多，企业的战略选择是很容易受到外界影响的，如果企业家自身没有清晰的战略路径，是很容易被市场牵着鼻子走的，一个好的企业家不仅要有胸怀和正确的价值观，也要有能够把握先机的战略预判。

第二是企业文化。我觉得绝大多数消费品的公司都可以去学习海底捞，海底捞是对普通人管理做的最好的企业，华为是高端人才管理做的最好的企业，消费品行业可以学习海底捞，企业文化这个要素比较虚一些，不是很好考察，不过好的企业文化也是有一定共性的，比如说立足长期的激励机制，公正公平的奖惩制度，实行进化不断学习的组织管理制度等等。

### 消费行业新的变化与机会

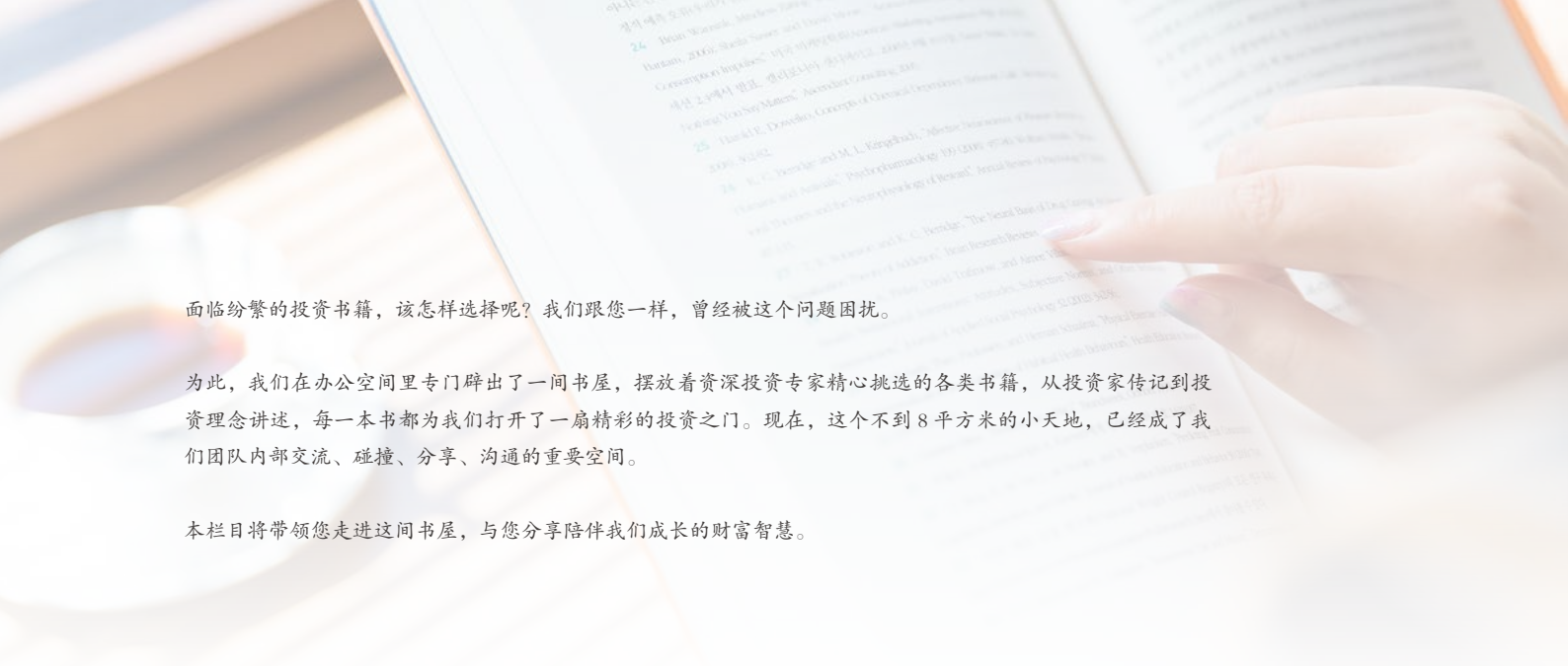
首先是消费结构的变化，驱动因素是人均收入跨过临界点。今年我国人均 GDP 达到 1 万美元，人均可支配收入现在大约是 4000 美元左右，基本上跨入了中等收入国家行列。这个时候消费的明显特征就是：食品和衣着等基本消费占家庭支出的比例会随着收入的增加不断降低，消费升级明显，教育、医疗保健、旅游、服务的占比都会提升。这个结构变化对很多传统的公司提出了新的挑战。在新的结构变化的风口里会有一些不错的投资机会。

第二是人口结构的变迁。这两年开始中国的出生率已经开始明显的往下走。一直以来由于中国有着巨大的人口基数以及统一的文化，在中国做消费品行业的投资是很幸运的。社会消费结构的变化主要是由人口结构变化引起的。现在中国人口的老龄化，少子化和独居现象加剧，这也是不可逆的，和日本当年的情况也很相似，所以可以预见在未来大约 10 年左右时间，中国的人口结构会发生巨大的变化。这种变化下，往往降级和升级是并存的，性价比在相当大的人群范围会成为趋势。随着家庭财富的代际变化，消费群体的消费能力也会发生变化，新一代的年轻群体和女性群体会开始成为消费的主力。从近 10 年的情况来看，2006 年中国一人户（就是一个人构成一个家庭）规模是 3700 多万，大约占 9%，而现在大约占 14%。独居带来的商机就有外卖、直播，宠物、便利店等。在线下普遍生意难做的情况下，相比商超，便利店的生意这些年一直都还不错，还有单身公寓、小家电、一人定制游等等。这些商机养活了一大批的公司，从自热小火锅的火爆，旅行青蛙小游戏的流行可以看出，孤独经济带来的一个消费特征就是从取悦他人到取悦自己。追求体验式的消费，然后为自己的兴趣爱好买单。人口结构的变化未来可能还会产生更大的影响，对消费公司的影响也会越来越明显。

最后是线上线下的问题。过去十年里，中国品牌企业电商化是一个比较大的趋势，但在未来也存在线上企业往线下发展的新趋势，线上企业过去通过互联网的渗透飞速地发展起来，他们在产品的丰富度，服务的快速响应以及供应链上开始建立起了一定的竞争优势，未来一定会有一批好的企业在线下也占据一席之地。

### 消费品公司的护城河

如何建立护城河？我认为大概分三类，品牌效应、规模效应和驱动行业发展的能力。



面临纷繁的投资书籍，该怎样选择呢？我们跟您一样，曾经被这个问题困扰。

为此，我们在办公空间里专门辟出了一间书屋，摆放着资深投资专家精心挑选的各类书籍，从投资家传记到投资理念讲述，每一本书都为我们打开了一扇精彩的投资之门。现在，这个不到 8 平方米的小天地，已经成了我们团队内部交流、碰撞、分享、沟通的重要空间。

本栏目将带领您走进这间书屋，与您分享陪伴我们成长的财富智慧。

# 读《时间的秩序》有感

文 / 渠道发展部 施如画

## 第一部分：时间概念的崩塌

我们通常认为时间是很简单、基础的东西，但在书的第一部分，作者就否定了许多我们对于时间的传统认识，包括统一性、方向性以及我们对于“当下的认识”。

### 统一性的消失

时间并非是统一的。我们常说，时间是最公平的，从不偏袒谁，多给一分或少给一秒。但一个事实却是：不同的地方时间流逝的速度是不一样的，例如山顶的时间过得比海平面更快。这一差别非常小，但是可以用精密的计时器测量出来。

### 方向性的消失

时间为何会流逝？把过去和未来区别开的是什么？是热量。“每当过去和未来的差别显现，都会有热量参与其中。”这便涉及到“熵”的概念。事物总是朝着熵增加的方向发展，时间也不例外。

而“熵”之所以会存在，是因为我们在用一种模糊的方式描述世界。打个比方，一副扑克牌，如果前 26 张都是红色的而后 26 张都是黑色的，我们就把其排列称为是“特殊的”“有序的”。但其实我们仔细思考，任何一种排列其实都是独一无二的，但我们不一定将其视为有序排列，原因就在于我们把目光聚焦在了牌的特定方面，用了一种“模糊”的观测方式。

因此，如果我们放弃这种模糊的观测方式，那么时间的过去和未来是没有本质区别的。

### 当下的消失

书中举了一个例子，假设你的姐姐去了距离地球四光年的比邻星，那她“现在”正在做什么？这个问题是没有意义的。在比邻星上并不存在与地球的“现在”所对应的时刻。我们的“当下”不会延伸到整个宇宙，它就像我们周围的一个气泡。这个气泡能够延伸多远取决于我们限定时间的精确程度，如果用毫秒，那么有几千公里。

## 第二部分：世界的本质

如果剥离了时间，我们的世界还剩下什么？在第二部分中，作者介绍道，世界由事件而非物体构成，没有物体存在，只有事件发生。物体与事件的区别在于，物体在时间中持续存在，而事件的持续时间有限。仔细想来，即便是那些“最像物体”的物体，也不过是很长的事件。比如坚硬的石块，其实也只是重归尘土前短时间维持原状的过程。

思考世界的最佳方式应该是基于变化，而非不变；事物不是存在，而是生成。

## 第三部分：时间是如何产生的？

### 时间为何产生？这与熵有关。

推动世界的不是能量，而是熵。能量最终会转化为热能，从热的物体传到冷的物体，但是要用免费的方式把它重新取回来，用来供生物生长，或驱动发动机，是不可能的。在这个过程中，能量的总量没有变，但是熵增加了，熵无法回转。

地球的低熵源是太阳。而太阳的低熵又可不断向前追溯，直到宇宙最初极低的熵。让世上时间得以发生的，正是熵增这种从少数有序到无数无序的状态。

熵在过去比较低带来的一个重要结果，就是区分了过去和未来。因为过去的熵比较低，因此留下的是过去的痕迹，而非未来的痕迹。大量过去痕迹存在产生的熟悉感觉，让我们觉得过去是确定的。相反地，不存在任何未来痕迹让我们觉得未来是开放的。

### 在这样的世界中，我们是谁？

我们是过程、事件、复合物，并且受限于时空。不同的要素结合起来，造就了我们的身份。第一，视角，每个个体都有其独特的一种视角；第二，观念，我们在与其他同我们相似的人接

触过程中，形成了“人类”的观念；第三，记忆。我们是故事，是事物混合在一起留下的痕迹，在这混乱宇宙中一个特殊的角落，始终向熵增的方向发展。

世界的时间结构并不同于我们所能看到的幼稚图景。这幅幼稚图景只适用于我们的日常生活，却无法完全理解世界的精微与辽阔。或许受到种种限制，我们注定无法看到时间的全貌，无法彻彻底底地了解它。但我们可以把自己浸入时间，品味时光每一次飞逝的强烈震颤和我们短暂存在其中的宝贵时刻。



## 精彩观点

时间是什么？是我们存在于时间之中还是时间存在于我们之中？古往今来，时间的本质一直是人们所探求的一个难题。在本书中，作者意大利物理学家卡洛·罗韦利用诗意的文字带领我们进入时间，了解时间。