

东方红悦读

issue 13
2014年 02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：尊享更多资讯



服务号：坐享账户信息

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注

互联网思维引领智慧成长

投资幸运且能干的价值企业





收获 2013 · 播种 2014



券商资产证券化业务转常规

- 2013年03月 《证券公司资产证券化业务管理规定》发布, 标志着券商资产证券化业务由试点转为常规业务。
- 2013年06月 东方证券资产管理有限公司上报的东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划获批, 这是首只小额贷款资产证券化产品。
- 2013年09月 东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划优先级支持证券在深交所隆重挂牌上市。
- 2013年12月 东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划项目荣获2013年度上海金融创新成果二等奖。



券商公募基金管理业务破冰

- 2013年06月 新修订的《证券投资基金法》正式实施, 符合条件的证券公司、保险资产管理公司、私募证券投资基金管理机构等机构, 将可以直接申请开展公募基金管理业务。
- 2013年08月 东方证券资产管理有限公司成为首家获得公募基金管理业务资格的证券公司。
- 2013年12月 首只券商基金——东方红新动力灵活配置混合型证券投资基金获批发行。



东方红系列整体业绩靓丽

- 2013年12月 东方红系列成立一年以上的23只集合产品(含债券型、FOF等)平均收益率21.76%; 18只混合型集合产品平均收益率26.48%。统计显示, 在251只混合型集合理财产品2013年收益率排名前20中, 东方红系列产品占11席; 排名前30中, 东方红系列产品占据15席。其中, 东方红5号以46.83%的净值增长率排名第一; 东方红4号以41.31%的净值增长率排名第三。



保护金融消费者利益, 我们在行动

- 2013年07月 东方证券资产管理有限公司与中欧陆家嘴国际金融研究院联合设立的“中欧陆家嘴金融消费者保护基金”举行了启动仪式。该基金的宗旨是: 开展金融消费者保护相关理论研究, 完善金融消费者保护法治环境, 推出金融消费者保护体系的构建, 实现金融体系的健康发展, 服务于上海国际金融中心建设。





互联网思维与财务管理

——互联网时代下对企业投融资决策的思考

(根据东方证券资产管理有限公司董事长王国斌先生讲课内容整理)



互联网时代真的是娱乐的时代。昨晚(2013年12月12日),雷军和董明珠有一个对赌对话,他们的对话很有意思,可以说是互联网时代下一个类型制造企业与另一个类型制造企业的对话。从我的角度来看,董明珠除了一句话是对的,其他的,基本上视角是有问题的。整个对话的内涵非常丰富,在座的每一位财务总监都应该关心。曾几何时,很多企业真的觉得“舍我其谁”,但互联网的颠覆性在不经意间就发生了。马化腾在腾讯WE大会上说,“巨人倒下的时候,身上还是暖的”,相信很多人对此都有感触,马云一年前说:“我就是打着望远镜也找不到竞争对手”,但前不久他却说:“我们赶紧到南极,去杀企鹅吧!”俞敏洪前几天在人民大会堂举行新东方二十周年庆典,但一结束就拉着中层以上员工去头脑风暴了,因为他不知道明年自己还能不能活下去。

66

“顺应潮流的勇气”则更容易理解,因为时代在变化,风险是很正常的,需要有这样的勇气来改变,因为我们都清楚,大量的时间被铺天盖地的信息所遮掩了。

99

据成为重要资源”,已被很多人认识到,福特公司首席数据官说,十年前要做投入时,很担心,因为不知道投入会不会有用,但现在却说“只要能获取数据,不管有没有用,所有的钱全部投进去”;“顺应潮流的勇气”则更容易理解,因为时代在变化,风险是很正常的,需要有这样的勇气来改变,因为我们都清楚,大量的时间被铺天盖地的信息所遮掩了。这是马化腾对互联网本质的一些论述。

互联网如何影响企业战略

互联网时代确实极具娱乐性,董明珠的反应很有意思。人们对互联网的反应,马云曾有一个评价,就是“看不见、看不起、看不懂、跟不上”,用这四个词来描述昨天的对话是非常贴切的。为什么?我觉得最重要的一个因素是,大家对互联网的本质缺乏比较全面的认识,很多人处于盲人摸象状态,如果互联网是一头大象,大家摸到鼻子是互联网,摸到腿也是互联网,比如使用了PPT就认为是互联网,用了智能手机也认为是互联网,并没有把互联网作为整体呈现出来。

再看看阿里集团首席战略官曾鸣的表述,他认为互联网有三个本质,一是“互、联、网”,即互相接触、联在一起、一张网络,从中各取了一个字组成,因此“互联网”这个名字很美;二是云计算,互联网这个大平台允许试错,允许更迭,一个App上市后用户有意见,开发者可以以极低的成本进行修正,从而实现进化,这是云计算的巨大功能和可怕之处;三是大数据,这对投资而言意义重大,投资是与未来打交道,过去只能使用不完整的数据去做预测,大数据时代数据将趋于完整,无需推测,只需寻找关联。

在这一过程中,人们对互联网的不同反应,企业战略和运作上的差异,都跟全面认识互联网的本质有很大关系。互联网意味着一切。手机只能通话、微信吗?美国一本杂志说,一个人只要通过四个电话,基本上就可以判定是怎样身份的人,《爆发》一书甚至告诉我们,在网络时代,人类行为基本上是可以预测的。因此,一旦当你知道“互联网意味着一切”时,那意义就截然不同了。

听完他们对互联网的描述,大家可能觉得互联网原来是云、是大数据,很简单,他们只做了技术层面的描述。那么,互联网为何能产生这么多颠覆性的影响?我觉得还是要回到它在经济学、社会学上的本质去看。首先,互联网本质上是一种信息交换的工具,它的边际信息沟通成本趋零。

现在,大家对互联网有一些误解,很多人在描述互联网时也不尽全面。马化腾在演讲里提到通往互联网的七个路标:连接一切、“互联网+”创新涌现、开放的协作、消费者参与决策、数据成为资源、顺应潮流的勇气,以及连接一切的风险等。这其中很多观点给我们启示,比如“消费者参与决策”,张瑞敏说,员工跟用户在互联网时代已经没法区分了,很多你的消费者实际上就是你的员工;再比如“数





我们知道，受科斯定理作用，市场和企业的边界实际上取决于一个边际成本，但在互联网时代，原本受科斯定理中交易成本约束的某些人类行为，通过新的组织形式变得可行，《人人时代》将这一形式命名为“人人组织”，人人组织超越并打破了这一边界，社会化创新成为第三种选择，如张瑞敏所说的“全球都是我的人力资源，全球都为我做研究发展”，在互联网时代这的确能够做到，就像前面说到的小米，所有的粉丝都是他的人力资源，所有的粉丝都是他的设计者。

其次，互联网的交叉补贴功能使免费成为平台效应最重要推手。交叉补贴功能是金融机构战胜其他行业机构的利器，这一功能在其他领域没有出现过，但在互联网出现时它出现了，大家为什么能够享受免费，就是这个道理，当利益规模大到一定程度时，原本不可能发生的事发生了。举一个简单的例子，美国有一个乡下人去纽约，看到一个现象非常奇怪，纽约的匹萨被切成小条来出售，乡下一定是整卖的，切成小条则卖不掉，这是因为乡下人少，但纽约人多，匹萨切成一小块是能卖掉的。交叉补贴功能其实也是这样，就像周鸿祎说的，“只要1%的人替我做贡献，那99%的人就都可以养活”，在这种情况下，免费就成为很多企业扩张的一个战略。

第三，互联网更有效的大数据分析方法使得对个体可以精确定位。数据总量的急速膨胀、数据维度的日益丰富，凭借大数据可以对数据的分析深入细节，而获取数据的能力成为一种稀缺资源。

互联网精神是开放、平等、协作、分享，它可将互联网的基本属性发挥到极致，因为只有开放才能进一步扩大组织的规模，才能降低交流成本，提高交叉补贴的能力；只有平等才能建立人人组织的基本原则，才能通过协作和分享

形成网络外部性，互联网平台是人人组织的载体，平台价值的极大提升将享受自然垄断带来的丰厚回报。

移动互联网的出现为互联网的低成本和差异化带来了加速度。移动互联网是“移动、随时、随地、随身”乘以“互联网开放、平等、协作、分享精神”，是移动终端和互联网的完美融合，进一步强化了互联网的低成本、外部性、人人组织、平台效应和大数据等属性。随着一张紧密而真实的社会化网络真正形成，它不仅深刻改变每个人的生活方式，还带来革命性的媒体传播和商业模式创新，甚至颠覆世界。

我们为什么需要对互联网的本质有一个全面深刻的认识？从经济学的本质上来说，互联网可以将企业竞争的两个原则做到极致，企业竞争无非两个策略：一个是成本策略，一个是差异化策略，或是成本策略和差异化策略相结合。互联网时代可以让成本策略达到极致，也可以让差异化策略达到极致。小米没有工厂、没有渠道、没有广告投入，整个运营成本可以做到极致；小米产品的差异化也做到了极致，你需要什么产品，只要反馈他，他基本上可以给你一个答案。正是因为互联网时代下，企业的成本策略和差异化策略都可以通过各种各样的技术方式达到极致，因此，任何一个没有了解或没有使用这些技术或思维的公司，就容易受到整个行业的颠覆。



66

移动互联网的出现为互联网的低成本和差异化带来了加速度。移动互联网是“移动、随时、随地、随身”乘以“互联网开放、平等、协作、分享精神”，是移动终端和互联网的完美融合，进一步强化了互联网的低成本、外部性、人人组织、平台效应和大数据等属性。

99



实际上，互联网已经改变了很多行业和企业的经营业态，比如京东商城之于数码城，微信之于电信业；乐视、小米等互联网电视之于海信等传统电视，我们买海信的电视很容易，但要买乐视和小米的电视排队都买不着。互联网对整个商业模式带来的影响，大致可以分为四类，即互联网服务了一些传统行业；改变了一些传统行业；创造新型商业模式；创造了一些新兴行业。

互联网正在创造新的商业模式，过去的生产模式是先生产产品，再卖给用户，但现在正在发生变化，美国已经出现大量企业，它的模式其实是共享，一个类似俱乐部形式的组织，比如，车你不用买，但你可以随时取用，只需输入用车时间，他就给你调配，但车是跟别人共享，这类共享的经营模式在美国大量涌现，这正是互联网时代带来的一些变化。美国最近5年来，2/3新的就业机会由新公司创造，虽然涉及能源、生物医药等领域，但实际都与互联网相关，甚至可以说没有互联网的发展，就没有现在美国生物科技的快速进步。

我认为，互联网不会颠覆经济学的本质，企业依然需要在

成本和差异化战略上寻求竞争力，但不同的是需要加入“数据”的收集和分析。工业时代的大规模生产（B2C）较多地体现了经济学中的“规模经济”概念，即小品种、大批量，核心是通过生产量的规模化，和生产过程的标准化、高效率，来持续降低产品和服务的单位成本。而信息时代的大规模定制（C2B）则更多地体现了另一个经济学概念“范围经济”，即多品种、小批量，核心是消费者驱动、个性化定制、社会化平台和价值网协同。互联网的长尾时代本质就是大规模定制，顾客有条件成了真正的上帝。世界上有一个需要完全个性化定制、大规模生产的产品，那就是眼镜！全球眼镜制造商法国依视路公司的董事长就说过：“你可以将我们看做一个信息公司，而不是制造商。”

因此在互联网时代，企业要从成本战略和差异化战略上，完完全全地换一种视角来看待你的生产、经营、管理、销售，要努力让维基经济学的思想、互联网的思维出现在我们的组织里，即以新的价值体系激励员工，依靠共赢的生态系统赢得竞争，以个性导向的服务赢得客户，需要形成开放、共享、共赢、共同成长的理念，努力让客户满意，最终赢得客户，需要更新的思维方式和更广阔的视野。





66

一味将短期内的高增长、高利润作为企业经营唯一的目标，可能会导致企业的长期发展陷入困境，还是马化腾说的那句话，“当巨人倒下的时候，身体还暖的”。

99

互联网如何影响企业的经营活动

回到企业经营角度，看互联网如何影响企业的经营活动。企业经营可能有很多目标，比如追求营收高增长、利润最大化、稳健的现金流、行业地位、员工发展、客户黏性等等。过去，企业可以凭借地理优势、信息优势、政策优惠、单项专利等作为竞争优势，保持良好的经营记录。但在互联网时代，信息不对称将逐步消除，以前所谓的“竞争优势”在不久的将来可能连企业的持续经营都无法维系，因此，一味将短期内的高增长、高利润作为企业经营唯一的目标，可能会导致企业的长期发展陷入困境，还是马化腾说的那句话，“当巨人倒下的时候，身体还暖的”。

我认为，互联网时代，企业要做到“低成本、高效率”的运营及正确的决策，就要把低成本、高效率运营设计到整个企业所有的管理流程里去，要把数据作为你最重要的资产进行投入，同时通过大量使用“数据”分析来优化企业运营的各个环节，把业务流程和决策中存在的价值挤出来，因此，那些能够保证以“数据最优”方式运营的公司，会比粗放型经营的公司更有竞争力，因为粗放型经营的公司最终将因“高成本”自动出局。

我们可以从企业经营的营收管理、成本控制、库存管理等角度来看一些案例，希望大家启发。先举个“移动智能应用监测提升奶牛产奶量”的例子。由于奶牛在发情期才



能受精怀孕产奶，但发情期只有几小时且时段不定，传统人工观察很容易错过。移动互联解决方案是，定制药丸式终端通过进食植入并定位于胃部，实时监测体温和酸碱度等指标，一旦判断处于发情期立即发出信息，抓住任何奶牛发情期，大幅提升生产效率，预计同样数量奶牛的背景下，产出有望提高20%以上，这是很惊人的。更有意思的是，去年12月荷兰推出了一个挤奶机，很简单，挤奶机边上有一个小窗口，奶牛可以进来进食，进食时机器会自动跟奶牛接触，并通过激光扫描锁定奶牛乳头，挤奶后通过红外线等传感器对奶牛产奶的颜色、脂肪等数据进行测量，测量完了后发到奶农手机里。这一设备可能完全改变了奶牛的生产方式和质量控制方式，当然这个机器成本也不低，20万美元一台，但在美国人工成本那么高的情况下，对它的整个营收管理、对整个人工成本控制起了非常大的作用。

在成本控制方面，我们看看广告投入。过去很多消费品公司为了树立和强化自己的品牌，投入了惊人的广告费用，比如，2012年伊利股份净利率为4%，但广告费用占销售比率却高达16%。如果能通过数据交互，准确识别客户群体，了解客户的消费习惯，使用互联网思维和广告方式，那么，对于净利率为4%的公司而言，广告费每下降2个百分点，净利将提升50%。我曾经问过一个非常著名的上市公司老总，为什么在中央电视台投放那么多广告，央视最

好的收视率1%左右，13亿人口意味着1000多万人看，微博大V都有好几千万人。那个董事长告诉我说，这些广告是投给经销商看的，不是投给最终用户看的。他说，经销商看到我们这样投广告，觉得公司很有实力就争着愿意代销，这是原话，粗放式短期决策。在广告投入上完完全全可以改变，我刚才说小米做到300亿的销售额，没有花过一分钱广告，因为他有一个非常重要的概念，“用户体验至上”，用户是最好的广告代理，在网络社会，有了微信等各类社交媒体以后，只要有好的口碑，很容易一传十，十传百，就传开了，完完全全不需要有一分钱去投广告。

还有一个很好的成本控制案例。美国第二大超市TARGET对顾客数据进行分析后发现，孕妇在怀孕第三个月的时候会购买很多无香乳液，几个月后她们会购买镁、钙、锌等营养补充剂，基于分析，超市制定了定制化的促销方案，在孕期的每个阶段给客户寄送相应的优惠券，结果，TARGET在孕期用品的销售呈现爆炸性的增长，2002-2010年间销售额从440亿美元增长到670亿美元。

关于数据分析，我自己是很有体会的。我们跟阿里巴巴做项目，一行十个人去考察，坐下后对方第一句话就是说让我们先体会下大数据的意义。先让我们输入下淘宝账户。我是没有淘宝账户的，但其他人都有，他们马上得出一组数据，我们的收入、家庭经济情况等等全部出来了，竟然八九不离十。很简单，假如你在淘宝上买过尿布、奶粉，他就知道你小孩的年纪，随后可以根据每一个年龄段的需求向你定向推送。这样的促销、精准广告对整个成本控制来说，都可以做到最优化。

还有一个案例是VISA。虽然再过三、四年如果手机支付解决的话，VISA可能会受到毁灭性的冲击，但现在仍是很好的案例。作为信用卡发行商，VISA可以搜集到210个国家的15亿信用卡用户的650亿条交易记录，完全可以通过数据分析预测商业发展和客户的消费趋势，然后卖给其

他公司，比如下午4点左右给汽车加油的话，他很可能在接下来的一个小时内去购物或者吃饭，而这一个小时的花费大概在35到50美元之间，商家正需要这样的信息，因为这样，他们就能在这个时间段的加油小票背面附上加油站附近商店的优惠券，促销成本就下降了很多。

成本控制中的IT信息化管理，我们跟美国的差距是巨大的，UPS这个案例大家可能都看过，我去年5月去UPS总部跟他们交流。很有意思，他们给车装上了传感器、无线适配器和GPS后，基本上可以让车不左拐，因为左拐可能遇到红灯，多兜弯，多耗油。历史上他们有一项非常大的开支，引擎容易坏，坏了抛锚在路上，需要其他车远距离开过去帮忙解决，车既容易晚点，又增加运营成本。针对这一问题，他们的方案是定期给全部运输车更换引擎，这样成本也非常高。后来，他们在货车上装上传感器、无线适配器和GPS，预防引擎故障，精确更换引擎。此外，还方便公司监督管理员工并优化行车线路。2011年UPS的驾驶员少跑了近4828万公里的路程。还有一个例子，GE现在给20亿台机器装了传感器、无线适配器等各种各样的系统，而且所有机器都跟总部联网，这样GE可以定期了解它所有售出机器的运转情况，预计再过十年在全球可以连接到50亿台，这是非常庞大的一个数据。





66

企业的财务部门如果以互联网思维方式来思考如何改善企业的经营效率，并通过各类数据分析提出改进建议，这些建议将进一步提升企业效率，为企业发展注入新的活力。

99

在库存管理方面，互联网时代的一个变化是库存生产与定制生产的差别明显。传统业的库存生产是制造和销售模式，内部组织架构通常是“科层制”金字塔，常常因为库存滞销面临减值风险、周转慢导致现金流紧张等等；而互联网的定制化生产，内部组织是扁平化，流程型团队，通过定制再下单生产，库存可以趋零，周转快、现金流充裕。小米是很典型的例子，很多人觉得小米是饥渴营销，其实这只是它的一部分，它是根据粉丝的需求和愿意购买的量去生产，通过这种方式它的库存是零。在董明珠和雷军的对话中，董明珠从头到尾就认为雷军只是在做营销，因为在她的观念里雷军就做营销。

互联网时代下，为什么能够定制化生产？是云计算使定制化生产成为可能。很简单，有了大数据支持，你可以了解用户的个性化需求，然后在云计算平台进行模拟，看看客户是否喜欢，不喜欢再改进、迭代、进化，这些都是无成本的，当你了解到客户最终的个性化需求后，就可以定制化生产，这样的定制化生产，不需要工厂，生产出的产品可以用社会化物流来送达。



云计算时代的特点非常明显，快速响应，高度可扩展性，再加上社会化物流，库存可以降到极致，海尔近年来一直在探索“零库存”战略。作为投资人，我们深有体会，1996年中国第一批绩优股就是春兰、海尔、长虹、格力，它们当年都是重资产公司，现在完全发生了变化。在A股上市的青岛海尔、格力电器、美的集团、小天鹅A、奥马电器等5家白电企业中，海尔的存货周转天数、营运周期最短，经营现金流亦较为稳健，虽然海尔的净利率在格力、美的、海尔这三大公司里是最低的，但凭借经营效率的提升，近几年的ROE水平不断提高。大家可以去分析一下，这很有意思。

因此我认为，如果从财务角度，再加上互联网思维，将为企业注入新的生命力。企业的财务部门掌握着详尽的财务、经营数据，能进行有效的财务分析，在企业经营状况的评估过程中最具发言权，如果把财务分析看作是对企业健康指标的诊断，那开阔的思维能为企业存在的问题开出一张好处方。因此，企业的财务部门如果以互联网思维方式来思考如何改善企业的经营效率，并通过各类数据分析提出改进建议，这些建议将进一步提升企业效率，为企业发展注入新的活力。

互联网如何影响企业的投资活动

再来看看互联网对投资活动的影响，传统投资方向主要是固定资产，用于扩大再生产；无形资产投资包括品牌、渠道、客户关系等，旨在为企业提升价值；金融资产投资，交易性、可供出售、持有至到期等；股权投资，通过兼并与收购等进行外延扩张。在互联网时代，我认为，“数据资产”应该成为非常重要的投资方向之一，数据的特点是容易实现共享，使用的人越多，价值越大，增值越快，未来

数据将和企业的固定资产和人力资源一样，成为生产过程中的基本要素，而且在可预见的未来，企业间的竞争将集中表现为数据的竞争。

举个简单的例子，大家都知道现在开百货公司需要勇气，朝阳大悦城是一个非常有意思的案例。朝阳大悦城2011年销售额突破10亿元，2012年销售额近15亿元，开业不足3年便实现了盈利。它先设立了一个数据管理团队，一切从收集数据作为企业经营的出发点，所有布局，从入口开始就想着怎么获取获客户数据，商场装了wifi、摄像头，只要客户进来，就对你进行全方位观察，你拿着手机上wifi，在某个商品前多站了5分钟，他就知道你在这个商品感兴趣。通过数据它发现，开车族是最大的消费群体之一，就改造了停车场。商场中的POS系统、CRM系统、车流数据都是它的数据源，再把这些数据汇集在一起进行分析，开展精准营销，比如发现晚上和下午客流很多，但上午客流少，就不将促销放在上午。简单而言，它的真正核心竞争力是高效的运营管理，以大数据为基础进行部署，所有的营销、招商、运营、活动推广都围绕着大数据的分析报告来进行，这些尝试对我们非常有帮助和启发。互联网时代，我们需要主动去适应，不断丰富我们的方式和方法。

在美国这类案例非常多。比如，劳斯莱斯生产引擎，所有引擎都装有传感器，传感器可以随时将信息传回，比如，在飞机上全面部署移动互联监测控制终端，可以告诉维修人员，何时以及哪些零件需要更换或维修。美国还为火车铺设了震动的传感器，每天几万次的的数据积累，可以了解轮轨什么时候需要换。

星巴克是一个典型的案例。2008年星巴克出了些问题，创始人舒尔茨返回公司，聘请了年仅28岁、毫无零售行业经验的斯蒂芬·吉列出任公司CIO，吉列和他的IT团队改变了星巴克原来IT设施落后的状态，同时积极通过移动



支付、免费Wi-Fi等为用户提供关联服务，提升用户体验。2008年金融危机以后，星巴克股价几乎翻了10倍，表现远远强过了其他“消费股”。星巴克又计划改造他们的APP，通过APP，你可以在星巴克附近就选择好你的咖啡，完成下单、支付，直接拿走你的咖啡，还会定期收到他们的优惠券。除了IT化改造带来的经营效率、盈利能力的提升外，星巴克还通过APP应用和“移动端支付”的完美结合，将自身和客户直接打通，通过大数据做好客户管理和维护，提升客户黏性。

66

数据的特点是容易实现共享，使用的人越多，价值越大，增值越快，未来数据将和企业的固定资产和人力资源一样，成为生产过程中的基本要素，而且在可预见的未来，企业间的竞争将集中表现为数据的竞争。

99





66

“做什么事情要讲究共赢”，互联网时代信息不对称逐渐消失，你千万不要去欺负别人，作为财务总监，不能去欺骗投资者，作为产品，不能去欺骗用户，一定要抱着共赢的心态，不抱着共赢的心态，那就是在培养自己的敌人。

99

在互联网时代，如果一家公司需要进行投资，你必须把互联网的维度纳入你的投资框架。互联网具有平等、开放、分享、合作、个性化、打破特权和垄断等特质，那些不适应这些变化、不具备这些特质的企业、组织和商业模式都将受到冲击甚至颠覆。因为不具备这些特质的企业，一定在成本战略或差异化战略跟别的公司有差距。在这一过程中，一定要把互联网维度纳入你的投资框架，必须考虑目标公司会受到互联网的何种影响，远离没有植入维基经济学基因的公司，关注高成长的互联网相关公司，紧盯移动浪潮；关注为互联网应用提供产品和服务的公司，能够非常认真分析用户的互联网公司，其实价值是最大的；关注应用互联网技术升级改造的传统制造业公司；至于那些被互联网颠覆的行业或商业模式，一定要做空。商机；永远在线特质，随时随地 7×24 小时与客户进行沟通。通过互联网，通过互联网思维方式，让客户体验达到极致。事实上，只有客户体验达到极致，我们对客户的联系才会加强，加强后才有机会在后端收费。

企业的传统意义上的融资，无非是股权融资，如 IPO、配股、增发等等，以及债权融资，如银行贷款、发行债券等等。但在互联网时代，正在出现一些变化。一些颠覆传统的承销模式，谷歌是一个非常有名的案例。

谷歌在 IPO 过程中没有聘请投行，完全是自己通过互联网，采取“荷兰式拍卖”形式直接进行的，从最高价到最低价，累积到需要发行的量就停下来，这个量就是它的发行量。在传统方式下，IPO 价格是由投行根据机构投资者的需求自行确定的；而通过荷兰式拍卖，能得出一个合理的市场价格水平，由此上市公司能根据自身实力，最大限度筹资，同时也给予普通投资者获得上市前购买低价原始股的机会，还大幅降低了支付给投行的佣金。

从某个意义上来说，这一方式不仅直接导致了投行佣金的减少，更重要的是让投行失去了对 IPO 定价的操作权，破坏了整个投行的利益链条。我的观点很简单，在互联网时代，在信息不对称逐步消失的情况下，靠信息不对称盈利的中介最终会消失，像证券公司等很多企图依靠信息不对称的中介业务所受的冲击比大家的感受要深得多。我在内部经常说，我们只去做复杂业务，标准化业务基本上会受到互联网的替代。

互联网时代，通过大数据、大平台为融资方提供了较低的融资门槛，阿里小额、众筹和 P2P 贷款等主要互联网融资模式的兴起，正在逐渐打破传统的融资模式。他们有共同的特点，正是结合互联网，基于大数据，为创业者和小企业提供了融资平台，解决他们融资难的问题。阿里小贷的整个证券化是我们帮他们做的，在做小额贷款资产证券化的过程中，我们发现了一个很有意思的现象，实际上互联网金融没有改变金融的本质，金融企业的存在是为了解决融资活动中因信息不对称而存在的道德风险和逆向选择，当你对一个金融

最后需要指出的是，作为企业，在互联网时代，要努力让维基经济学的思想、互联网的思维出现在我们的组织里，即以新的价值体系激励员工，依靠共赢的生态系统赢得竞争，以个性导向的服务赢得客户，需要形成开放、共享、共赢、共同成长的理念，努力让客户满意，最终赢得客户。

互联网如何影响企业的投资活动

接下来，我们谈谈互联网对企业融资的影响。关于融资我确实做过很多思考，主要是互联网金融我们接触得非常多，但跟在座的各位来谈论这个问题有点不容易，因为你们都来自大公司，对你们而言，通过银行贷款的边际成本可能是最低的。但基于互联网的金融活动，我觉得现在或不久的将来一定会产生影响，也会对在座的很多人产生影响。

资产的风险进行定价时，你要花很多成本，成本是经营的关键因素。阿里小贷有海量数据，这些数据在降低成本上很有意义。它用非常简单的数据可以知道商户的信用，比如这家商户今天卖了 10 件衣服，明天卖了 100 件，后天卖了 1000 件，你就知道它的经营情况非常好，运作没问题，得出它的信用比较好的评判，基于信用给它做信用贷款，这是阿里小贷在做的事。

这件事，很多上市公司实际上都可以做，比如与我打交道的一家上市公司，他们有很多经销商需要贷款，但经常贷不到，那怎么办呢？我们跟他们商量，可以把经销商历年数据全部拿出来，找两家中小银行，银行根据数据给经销商放了贷款，坏账几乎没有，有一笔 50 万的延期上市公司先垫付了；第二步他们正在跟我们商量，因为他们有很多全国用户，怎么样把终端用户的闲余资金通过这家公司、通过我们帮他们进行一些理财选择，事实上，在互联网时代可以实实在在地做很多工作。

我们看到，虽然互联网为原先贷款难的小企业提供了便捷的融资渠道，但由于风险控制、法律监管等考虑，大额的融资仍需要借助传统渠道。但互联网所带来的信息革命正有力地助推了国内的金融创新，为企业提供了更多的融资

渠道，比如资产证券化的尝试。2005 年以来，高速公路收费、污水处理收费、电力收益、主题公园入园凭证、小额贷款等有现金流保障的资产都可以证券化，为企业融资、实体经济发展、基础设施建设提供了有力支持，成为新的融资选择方式之一。

互联网时代，“天变了，链接改变一切！”“一切皆有可能”。回到前面说的雷军与董明珠的对赌，我肯定是赌雷军赢，因为雷军的手机今年销售了 300 亿，他可以推出小米豆浆机，还有小米电视，有一天他甚至可能推出小米空调，没问题。对于小米来说，他的用户实际上就是他的员工。我有很多员工就是它的粉丝，从某个意义上也是利用业余时间替它设计产品，我那位员工就明确地跟我说，他的很多建议小米都采纳了，小米完全不是靠营销在经营的公司，就像张瑞敏说的“全球都是他的研究，全球都是它的人力资源”。但是董明珠有一句非常对，也是我认为唯一对的一句话，“做什么事情要讲究共赢”，互联网时代信息不对称逐渐消失，你千万不要去欺负别人，作为财务总监，不能去欺骗投资者，作为产品，不能去欺骗用户，一定要抱着共赢的心态，不抱着共赢的心态，那就是在培养自己的敌人。完





2014 年年度投资展望

危中有机 结构为上

文 / 东方红资产管理首席策略师 高义博士

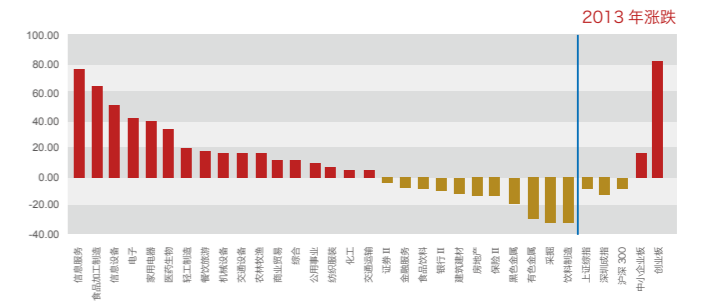
主要内容:

2013 年市场表现出显著的结构分化特征，代表经济转型方向的科技、食品、家电、医药等行业成长股涨幅巨大。经济增速低迷且失去弹性，流动性易紧难松、互联网快速发展、政府政策推动以及投资者偏好变化等是形成这种市场格局的主要原因。

我们预计 2014 年宏观环境总体上与 2013 年大致相同，即经济增长低迷、流动性易紧难松。不同的主要是经济增长动力中外需增强、基建和地产投资变弱、制造业投资可能存在改善；流动性存在局部和阶段性的风险，但投资者预期也在相应调整。

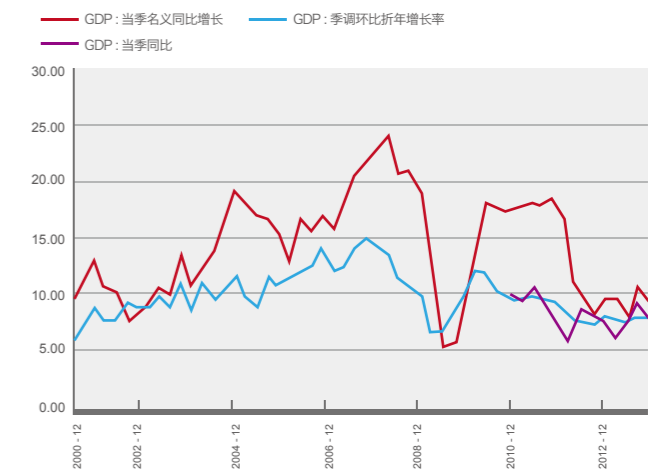
宏观环境的系统性改变，有两种情形：一是通过经济增速下台阶推动市场出清；二是外需或改革促使经济上行，进而解决产能过剩和结构失衡问题。但在政策“底线维稳”思维下，预计短期仍难以出现，我们将继续密切关注。投资思路，我们认为除非宏观环境发生较大的改变，否则目前市场结构分化格局可能仍将延续。短期建议关注年报业绩增长较好的化工、机械、医药、电气、计算机、电子和公用事业等行业。中长期建议以改革为主线，以转型为方向，以基本面为基础寻找优质个股，重点关注大消费、新兴产业和高端装备。

风险因素：经济增速快速下行 流动性紧张

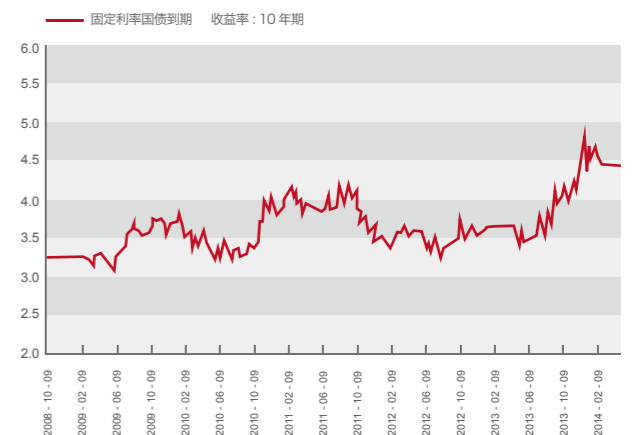


行情回顾

从最近几年的市场表现来看，2013 年应该给投资者留下了深刻的印象，这一年的市场走势及其背后的原因都值得投资者反复思考。从行情特征看，大盘基本不涨，中小盘暴涨，行情显著分化。2013 年全年上证综指下跌 -6.75%，而创业板上涨 82.7%、中小板上 17.5%，差距巨大。行业表现上也是如此，最牛的行业中集中在 TMT（信息服务、信息设备和电子）、食品、家电和医药，涨幅都接近或超过 40%，最熊的行业主要是白酒、有色和煤炭，跌幅接近或超过 -30%。另外，行业轮动基本消失，TMT 行业表现出强者恒强的特征，基本上从年初一直涨到年尾，甚至在 2014 年初仍继续大幅领先市场。



产生这样的行情特征，其原因肯定是多种多样的。首先，经济增速处在底部，失去弹性，周期特征消失。从 2012 年 1 季度开始，GDP 增速已连续 8 个季度运行在 7.3-7.9% 之间，与 1997 年 3 季度 -2012 年 4 季度的特征较为相似，只是当时的波动主要集中在 8-9% 区间。经济增速低迷外加失去弹性，使得以大盘蓝筹为代表的相关行业业绩增速持续下滑，未来预期悲观。其次，流动性易紧难松，无论是中长期的国债利率还是短期的回购市场，利率都大幅上行，偏紧的资金面无法支撑大盘蓝筹的持续上涨。最后，随着经济环境变化、信息技术发展和政府政策推动，投资者偏好也发生变化，例如过去投资者最喜欢的白酒行业，在塑化剂事件和反腐败影响下，被投资者抛弃；移动互联网爆发式发展，则推动了商业模式革新、经济转型、效率提升和社会进步，也对投资者偏好产生了深刻影响。





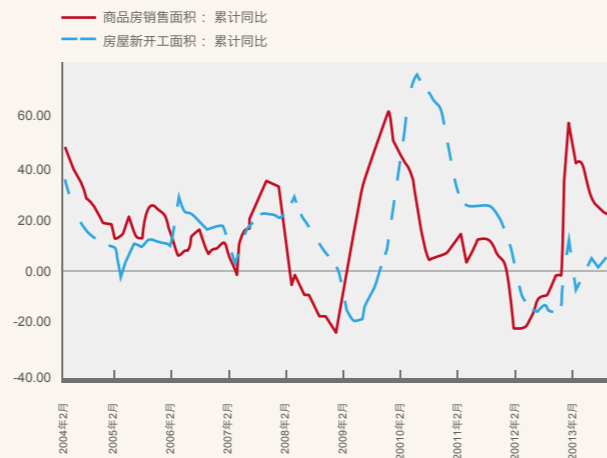
66

反观美国，尽管在危机后也采取了不少宏观刺激措施，但由于市场经济制度较为健全，微观经济调整较为充分（表现为失业率高企、产能利用率下降等），经济体系正逐步恢复活力，重新成为全球经济增长的领头羊。因此，中国目前的经济周期与发达国家尤其是美国的经济周期有一定错位。



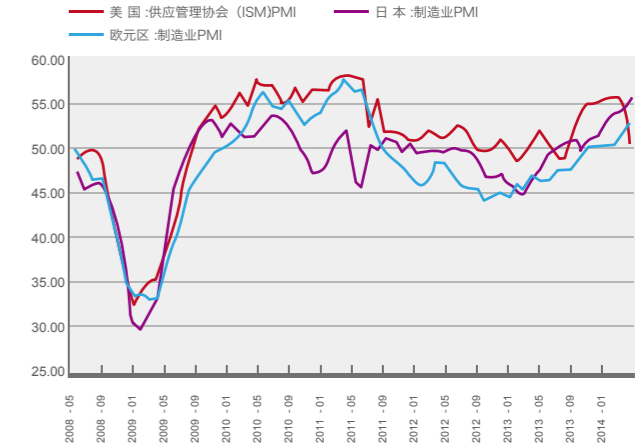
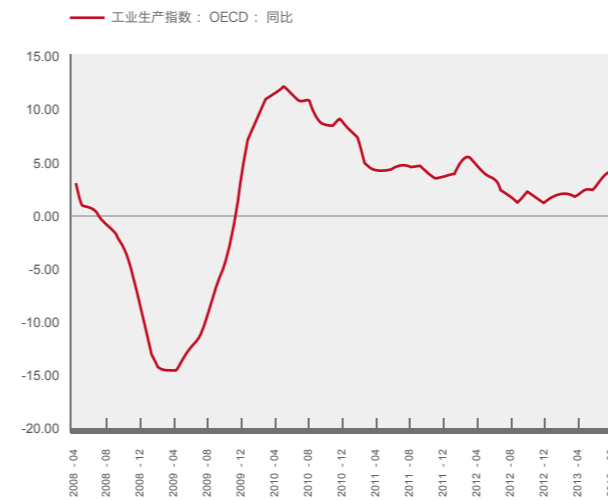
市场环境前瞻

为了预判未来市场格局，我们需要先分析 2014 年的宏观经济环境。



经济增长

从较长的经济周期看，2007 年是中国上一轮经济周期的顶峰，基本上与当时的世界经济周期是一致的。08 年金融危机爆发后，中国在宏观上采取了大幅的逆周期调控政策，在短期（2009-2011 年）确实起到了稳定经济的作用，但由于微观上的结构调整政策较少或执行不到位，经济的内生增长动力没有被带动起来，使得 2011 年底后经济再度陷入下行周期。反观美国，尽管在危机后也采取了不少宏观刺激措施，但由于市场经济制度较为健全，微观经济调整较为充分（表现为失业率高企、产能利用率下降等），经济体系正逐步恢复活力，重新成为全球经济增长的领头羊。因此，中国目前的经济周期与发达国家尤其是美国的经济周期有一定错位。由于中国自身的经济调整过程可能还未结束（如果结束，我们应能观察到多数行业过剩产能的出清，宏观体系债务压力的消除，微观企业的盈利能力明显改善等多个现象），我们推断中国经济暂时还无法在美国带动下形成新一轮上升周期。



从较短的经济周期看，相对 2013 年，我们预计 2014 年经济增速继续在 7-8% 区间窄幅波动的概率较大，只是在动力上会出现细微变化，主要是投资动力下滑和出口动力改善。

从投资看，预计基建和房地产投资会有所下滑，制造业投资能否启动存在不确定性。基建投资高点出现在 09 年，随后下降，在 12 年初见底后，受稳增长政策推动，又有所回升，2013 年基本上保持平稳，但最近一个季度已开始逐步下滑。随着单纯的刺激政策的逐步退出，再加上政府融资平台的清理，预计基建投资增速将继续逐步下行。房地产方面，过去的规律显示销售领先于新开工，而销售增速在 2013 年初已见顶回落，如果叠加今年二季度旺季销售疲软，则可能带动下半年房地产投资增速的下滑。制造业投资基本与经济周期同步，过去已连续两年下滑，未来能否启动，关键还是看国内改革政策能否真正落实从而带动民营投资的增长，另外全球经济周期的复苏力度也将产生重要影响。

相对投资而言，出口改善在 2014 年是较为确定的，主要是发达经济体经济复苏的带动。OECD 工业生产指数已呈现出明显的回升态势；除 1 月份美国 PMI 指数受天气影响外，总体上美日欧的 PMI 指标均显示经济处在较强的扩张态势。





66

我们认为流动性总体上仍将偏紧，但近期略有松动，但不能排除短期的局部的流动性风险。未来能否出现趋势性宽松，完全取决于实体经济的调整程度。

99

流动性

流动性方面，与去年4季度的观点一样，由于经济处在转型过程中，产能过剩行业尚未完全清除，而新兴行业也需要资金投入，两方面都需要资金支持，因此流动性总体处于易紧难松状态，需要谨慎应对短期波动带来的风险。

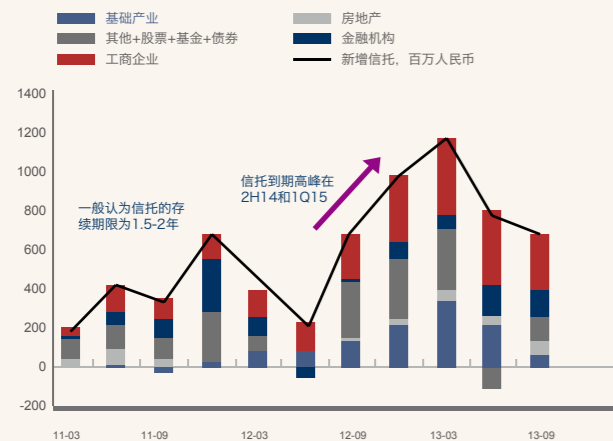
例如信托兑付风险。由于信托存续期限一般为1.5-2年，根据兴业证券的整理，前两年大规模发行的信托将在今年陆续到期，一旦出现刚性兑付无法完成的情况，则可能在部分时段和部分区域产生局部的金融风险。

又如地方债务违约风险，目前的问题是债务期限短，流动性压力大：我国地方政府债务期限较短，美国市政债期限平均在15年左右，而中国不到5年。就全国范围来讲，2015年底到期的地方债务占比高达62%。分地区来看，债务剩余期限较短的地区，主要有厦门、北京、江苏、上海、浙江、福建和吉林等，2014

年底到期的债务占比超过了25%。青海、重庆、贵州、江西、四川、湖北、安徽、辽宁、广西和天津，在20%-25%之间。对于债务率较重且今年有大量到期的地区，如贵州、重庆等，尤其需警惕债务违约导致的流动性风险。

相对去年而言，流动性方面相对有利的变化是：第一，通胀压力显著下降。去年9-11月通胀都位于3%以上，但随后两月显著低于预期，例如猪肉价格旺季下降，使得通胀降到了2.5%左右。在经济较为疲软的态势下，预计今年通胀压力比去年要小一些。

第二，针对去年的流动性问题，央行也出台了一些措施，例如：今年年初，央行已在北京、江苏和广东等10省市开展SLF试点，由当地人民银行分支机构向符合条件的中小金融机构提供短期流动性支持，当隔夜、7天和14天期回购利率分别高于5%、7%和8%时，地方法人金融机构可向央行申请SLF操作，同时央



行可根据实际需求增加资金。第三，去年一年的反腐败及其他改革措施，可能会对地方政府大规模增加新的投资项目形成压力，这将减少对资金的占用。例如，今年地方两会开完后，大部分省份都调低了当地GDP增速的目标。第四，年初的阿根廷、土耳其、南非等新兴市场国家出现货币贬值、资本外逃等现象可能会推动货币政策更加关注金融稳定的问题。第五，投资者对流动性偏紧的预期已较为充分，不像去年完全没有预料到2、4季度会有钱荒出现，这使得流动性真的出现紧张时，可能对投资的杀伤力会有所减弱。

因此，我们认为流动性总体上仍将偏紧，但近期略有松动，但不能排除短期的局部的流动性风险。未来能否出现趋势性宽松，完全取决于实体经济的调整程度。

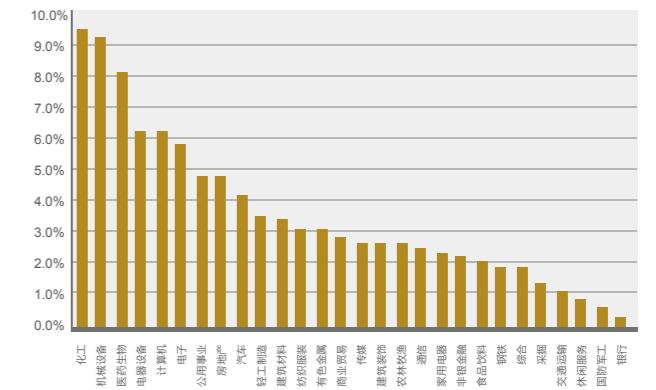
投资思路及行业配置

自上而下看，在经济增长继续疲弱、流动性易紧难松背景下，预计市场结构分化的格局在短期内还将延续。在中长期，要打破这种格局，需要宏观环境发生较大的变化：情形一，经济增速在政府不再保增长政策下快速回落，从而加速过剩产能的出清和地方融资平台的债务重组，流动性紧张问题得到系统性缓解；情形二，经济增速在外需带动和改革推动下意外快速回升，通过较高的增长来解决经济结构上的困境，同样达到过剩产能出清、债务负担下降和企业盈利回升的目的。这两种情形的出现，都可能推动市场风格的转变，但在政策“底线维稳”思维下，预计短期难以出现。因此，策略上，短期继续看结构分化，但对中长期的变化保持密切关注，价格、流动性指标都是重要的观察点。

行业配置上，短期看，根据已发布年报预告或实际发布年报的公司情况统计，业绩增长较好的公司主要分布在化工、机械、医药、电气、计算机、电子和公用事业等行业。建议结合市场预期，重点在这些行业中寻找优质个股。



年报业绩加速公司的行业分布情况%



从中长期看，成长股整体估值过高，如果对个股没有深入研究，介入风险较大。我们继续建议以改革、安全为主线，以转型为方向，以基本面为基础寻找优质个股。第一，改革相关：国企改革、土地改革、金融改革、要素价格改革等相关主题；第二，安全相关：能源安全、粮食安全、军工安全、信息安全、环境安全等相关主题；第三，经济结构转型相关：大消费、新兴产业、高端装备等。另外传统产业中，正在经历互联网转型的行业，如教育、医疗、娱乐、财富管理、商贸、旅游，甚至工业制造等（所谓O2O，宽泛理解可以囊括所有将被互联网所改造的行业，这些行业的效率将被提高）也值得重点关注。

风险因素：经济增速快速下行 流动性紧张





投资幸运且能干的价值企业

——全球杰出华人投资家访谈录之王国斌先生（三）

文 / 理森



王国斌注重逆向投资策略。他认为，在证券行业中与大多数人反向而动对获得成功有很大帮助，与众不同是最重要的捷径之一。在投资上，创意和想象力也很重要。逆向思维、迅速行动、拥有不受条条框框束缚的思想是应该看重的优势。

王国斌提倡以积极心态面对市场变化，要努力去预测行业的未来，从而领先于别人辨别出机会。他认为，我们是在交易一种“未来物品”，而不是“当前物品”。如果一直等待，等到把所有不确定性因素都解决了，那就太晚了。

因此，要“眼睛朝前看，脑筋往前转”，比如，新闻、天气、地缘政治事件等等在几个月后都会有什么影响？要经常练习自己关注这些事件的思维方式，以积极心态来面对变化，这对投资至关重要。“我们看到很多事情时，可能会感到失望，但不要沮丧，对所有的事情都要抱这种心态去看。”王国斌说道。

做投资的人，最重要的就是要建立这种心态。当市场下跌时，很多人看到的是风险，但你要看到机会。“市场充满投机和欺诈”，这是一种视角，另外一种视角是，“市场提供了无

限商机”。“市场风险很大”，这是一种视角，换一种心态看，“市场需要耐心”。“我真傻，怎么会做这么愚蠢的事情？”换种心态看，“每个人都会犯错，我们要抓住下次机会”。做投资亏损的人说，“这个市场根本赚不了钱”，换个角度看，“市场是有钱可赚的”。“所有的投资人，都要建立积极的思想。在投资上不要等到事情真的发生了才动手，别忘了优秀投资者通常是在大家对宏观经济的担忧达到顶点时买到了最好的东西，最好的获利机会往往在天灾人祸的时候出现。”王国斌说道。“生命抛来一颗柠檬，你是可以将其转为榨柠檬汁的人。”一点点的态度变化，但却能造成大大的改变。

他还分享了巴菲特的两句名言，一是：在危机时刻现金加上勇气是无价之宝；二是：真正赚到大钱的投资者，通常是在质的方面做了对的决策。

▶ 主持人：公开资料可查到，东方证券从自营盘开始就长期投了很多优秀的企业，持仓量也是比较大的。从你的投资经验来看，你怎么样看待企业的投资价值？

我们团队这些年下来也总结出来一些东西。我们会去寻找幸运且能干的企业，这是我们的一个坐标。投资时再加上一个合适的价格。

幸运就是很简单，傻瓜都能经营好的一些行业。但不同时期的幸运不能一概而论，在一个产品生命周期早期的时候，你只要盯住那个行业，所有的企业都是幸运的。比如以前“五朵金花”时代的那些企业，谁去当他们的董事长，总经理都没问题，甚至比他们管理的还好，所以要寻找这种幸运的企业。1998年以后像白色家电，黑色家电这些企业都是不幸的，问题在于当时它处于一个高度恶性竞争的行业。

但是有一个辩证的过程，到一定程度时候它又会变成一个幸运的行业，2004年2005年以后实际上白色家电行业是不错的。原因很简单，恶劣的竞争把很多体质特别弱的企业竞争死了，剩下的这些企业总体上形成了一个寡头垄断的状态。所以像美的这些企业，产品提提价，是不影响它的销量

66

在危机时刻现金加上勇气是无价之宝；真正赚到大钱的投资者，通常是在质的方面做了对的决策。

的，甚至销量还可以提高。包括当时的苏泊尔，都是处于这样的一些行业。所以是幸运跟能干，都是处于一个阶段来考虑，这是我们一个坐标。把横轴做幸运/不幸运，纵轴做能干/不能干，那我们一定选幸运、能干的，次之选幸运、不能干的，再选择不幸运、能干的，绝对不选择既不幸运、又不能干的。很早的时候我们就已发展出这样一个框架来考虑问题，我们会发展出一些指标来研究分析这些问题。

我们也很关心一些企业产品自身的生命周期，生命周期很长的，我们会更加关注，因为它的科研投入会少一些。产品生命周期长，也有壁垒的这些行业，对于企业来说非常好。家电、电视、手机行业，生命周期太短了，科研投入很大。在研究它的时候，理论上就可以分析出来它的很多毛病，它的财务报表上也可以发现。因为一个产品周期短，销售费用就会非常高，因为他要不断地去设计新的产品，为这个产品打新的广告，而且研发投入也很大，不断地要进行研发投入。它整个可以推演出一系列的逻辑过程。

▶ 主持人：你刚才讲的挑选有护城河的企业是一个很巴菲特式的标准，这个在中国适用吗？

完全适用的，当然我们看问题的角度要有所调整。巴菲特提出的“经济护城河”的概念，关键在于理解和执行。巴菲特说公司就像一个城堡，它需要有护城河，不然很容易被攻破。迈克尔·波特认为，如果你的竞争者知道你的秘密却不能复制，那就是一种结构性的优势，就是一条“护城河”。西北航空就是商学院经常讲的案例。不容易有护城河的公司，成功是例外，不是规律。目前在国内，如果没有垄断，国企暂时就没有民企在激励问题上的结构性优势，这就是现在很多投资的出发点之一。我记得当年大唐电信和中兴通讯上市时两个公司销售额是差不多的，现在两个公司已不可同日而语。一个公司有没有护城河，护城河究竟有多宽，这是一个主观





的判断。仁者见仁，智者见智。但是这种思维方法和逻辑对保护自己很有用，尤其是通过详尽的财务数据分析，可以提供一些资讯以作投资判断。有没有经济护城河，关键是看企业是否有控制分摊成本能力或者转移成本能力。一种是规模经济或者由于投入、地点、工艺方法、营销网络、某种长期协议而使得成本便宜很多。沃尔玛、淘宝、京东商城就是例子。又比如，收费公路、港口、机场和快递公司等等，前期投入巨大，资本密集而形成一条很宽的护城河。

另一种资源是网络效应（互相照应，极为方便的好处）如银行、万事达、维萨，还有伊利等巨大网络的公司，使得新进入者越来越难。

第三种是知识产权，比如专利、商标、政府许可或者客户忠诚度、高品牌知名度等。在中产阶级越来越多的今天，时间是中产者最宝贵的资源，一个品牌如果能够减少顾客的“搜寻成本”，比如，麦当劳，可口可乐，肯德基，对消费者就很有价值。消费者不易见异思迁。

最后一种是高昂的用户转移成本，它的产品无法替代，或者客户很难离弃。如果离弃，客户需要付出不小的代价。微软就受益于此，因为用户转向其他产品的成本实在高昂。银行、基金公司、软件系统也是如此。

分析护城河只是为了帮助长期投资者，对于短期炒作的人没有帮助。你可能会说，我很机灵，我会在敌人攻破这个城堡之前弃城逃脱，换到另外一个城堡里去生活。但事实上没有人能够做到这一点。



人们最常犯的错误是把产品好、市场份额高、执行力强、优秀的管理团队当作护城河。事实上这可能是投资的陷阱。一定要把赌注放在赛马身上，而不是骑师。管理者固然重要，但还不足以超过护城河。和一个由超级明星CEO管理但却没有护城河的企业相比，一个管理者平庸无才但却拥有护城河的企业，更有可能带来长期投资的成功。这也是巴菲特愿意选择傻瓜都能经营的公司的原因之一。

主持人：你选择了幸运而能干的企业，那么持有期考验其实也是很大的，比如说你们选择了贵州茅台或者烟台万华，持有数年过程中其实也是考验很大的。

这些是我们逐步摸索到的方法，我们买到过一些烂公司，也买过很多现在看来都不错的公司，伊利、汾酒、还有金发等等都拿过较长时间，我们是最早去金发科技的，烟台万华也是最早的之一，汾酒也是最早介入的之一。一开始我们拿过很多伊利，现在伊利也是我们最大的持仓之一。有时候我们拿股票的周期很长。

在市场上，我们觉得它的基本面的趋势没变化以前，一般不会选择抛售。我们很多股票都拿了三、五年，这在市场上是不多的。

主持人：很少。请继续讲你的价值投资体系。

最近也有很多人来问我价值投资在中国到底适用不适用，因为大家都怀疑。那我就只能告诉他们一个非常完整的价值投资的逻辑。首先是数学上的基础，要考虑投资有非常奇妙的复利效应，由于复利是非直觉的，很少人去关心它。在投资上，需要去寻找稳健的、可积累的投资。比方说连续10年里面10%的增长，跟一个连续9年20%的增长，最后一年突然跌个50%，可以去算一下哪个好。最终的一个偶然的破坏，把你的连续复利打断的时候是很可怕的，这是数学上的要求。所以说要稳健，安全至上。复利的数学理由使风险规避成为投资中唯一最重要的元素。规避风险必须成为投资哲学中的基石。

现在很多机构都是只考虑一年考核。在国外很多对冲基金，如果今年正收益了，就拉净值，因为把净值做高一点，提成就高。但收益不好就做低一点，第二年基数可以好一点。这样的短期行为，全球都有。从二级市场来说，我们现在在中国资本市场所有的现象，都是全球的共性，不是个性。包括这



几年很多股民说，要联合抗议新股。但是投资有风险，买者要自负，你既然贪婪，就要受到惩罚。这是投资者自己找的，凭什么给他40倍的市盈率，凭什么要给他50倍，60倍，70倍。这种过程不是我们独有的，全球都存在。但价值投资就像万有引力一样，一定会发生效应的。政府要保护投资者不被欺骗，但政府同样要保护投资者投机的权利。

第二个因素是在投资中虽然时机选择和经济周期预测很重要，但有能力准确预测的概率极低。所以纯粹的自上而下的时机选择和宏观决策，往往欲速而不达。这造成了大多数投资者根本就不知道自己按什么方式进行投资为好。价值投资自然就可以成为一种可行的选择。

第三个因素是：大多数经济学家和投资者曾认为，一涉及金钱，人就会变得理智。经济理论也认定，投资者通常会做出良好乃至最优的决策使利益最大化。但事实是正如研究人类行为的心理学家所发现的，影响投资者决策的是非理性的冲动、直觉以及大脑处理信息的方式，而非经济模型中蕴含的冷静和理智。理性人的假设在金融投资领域可以说无效。因此市场定价会出现错误，错误来自于人类希望快速赚钱的本性、是非观念、思维方式以及对信息的反应方式、人及各类机构的情绪、市场中的人际互动、忽视企业的长期商业价值而对最新公布的数据等新闻的过激反应等等。这些给价值投资者带来了机会。

第四，在整个业内生态链，二级市场投资者是最脆弱的一环，要学会保护自己，最好要寻求真正有价值的公司，寻找有护城河的企业，价值投资的思维可以很好地保护自己。巴菲特说过，“世人认为我在价值投资，其实我是在投资价值。投资价值和价值投资的区别在于，价值投资被演绎为教条和崇拜，投资价值是独立的判断和行动，这才是投资的精髓。投资价值这个词，投资是动词，价值是名词。”

第五，价值投资需要做很多艰苦的工作，非同一般的严格纪律和长期的投资视角。只有极少数人愿意和能够为成为价值投资者付出大量时间和精力，而价值投资人中又只有一小部分拥有较强心理素质的人才能取得成功。所以不是价值投资不适合，是具备这些素质的人不多而已。正如巴菲特对世人有一个敏锐而正确的观察那样：世界上绝大多数投资者（含专业人士）既无能力，也无必要的心理素质选择个股和投资个股。如果你不能确定你远比“市场先生”更了解而且更能估价你的企业，那么你就不能参加这场游戏。就像他们在打牌时说的那样，“如果你不能在玩上30分钟而不知道谁是替死鬼，那么你就是替死鬼。”可见自下而上的价值投资也颇多不易，不能指责投资者不按价值投资进行决策。

我对我过去的总结就是我有几个原则：有理想，但不要理想化；最优考虑，次优选择；所有企业都是有矛盾的，企业存在的目的就是要解决矛盾。

主持人：能否展开说下“企业存在的目的就是要解决矛盾”？

其实这是经济学里面讲的交易费用的东西，任何一个企业存在都是为了降低交易成本，这个过程中企业矛盾是很多的。作为一个投资者，你如果不建立起这样一个哲学理念的话，就无从下手，任何企业从任何一个点上看你都可以看到好的方面和不好的方面。关键是什么时候看到积极因素为主，什么时候看到消极因素为主。比如说2011年年初我会说中小板和创业板有系统性风险，但现在我就会说无论如何，有20%的公司有机会成长起来。我觉得我能走这么久的原因，就是在一开始的时候，马上就悟到了这个道理。包括现在我们很多研究员看问题都会两极化，好就好到天上去，坏就坏到地狱去，两极化的思维方式占据大多数专业人员的内心。

化学和社会学的学习让我认识到，科学和生活中，人类的经济活动中的每一件事实，每一个过程，以及我们观察它们的方法，我们的情感和认知，都是折衷或平衡在两个极端之间的某个地方。所有事物都包含有两个相反的极性。极性以及极性的转化，与我们的头脑，与我们的思想是紧密相关的。投资的长期成功有赖于我们如何采取中庸的态度，要的是情绪的稳定和内心的平静，泰山崩于前而色不变，麋鹿兴于左而目不瞬。





当下我们投资队伍对价值投资最大的怀疑恰恰也是在于对企业的认识上。由于中国企业特有的治理方式，任何企业都得具体问题具体分析，使得很多人因为个别公司或者个别时间的受到伤害而对企业治理感到绝望，不敢做价值投资。

公司治理对价值投资者而言是尤为重要的！这是因为价值投资者购买股票时，他们已经做了份内的调查分析工作，因此他们期待所投资的企业内在价值能逐渐在市场价格中体现出来。如果企业的管理层阻碍了市场价格对内在价值的体现，那么他们就破坏了投资的动力。这类阻碍有时是因为管理层和股东的观点不一致，甚至是利益不一致，阻碍的方式方法可以很多。国企中特别常见。这个时候一定要见机行事。

主持人：那么价值投资的有效性也是相对的吗，并且你判断未来会更好日子吗？

价值投资如果能有效，一定要定价出现错误，而这一点我认为由人性和机构的行为造成的。我们经常说的人性是贪婪和恐惧，但这里不是贪婪和恐惧，是你做决策的时候脑子里自然而然形成的决策方式。比如我刚才说的概率的观念、比如简单的外推、比如我们经常把很多的独立事件看成连续事件，就像乔丹投篮，他第一个投进去，你就想要看第二个、第三个也能投进去。就像现在的股市，2011年一直下跌，2012年开年第一天下跌，大家就觉得它还要跌。这就是一个简单的推，把一些随机事件看成一个连续事件，会造成一个结果，就是市场的人性会导致在决策上造成很多错误。再一个就是你要去寻找确实出现价值机会的那些公司，从财务的角度，从企业基本面的分析角度等等，有很多的工具。所以价值投资有效，原因很简单，一个是它始终是价值和价格的关联，第二个它利用人在决策上的错误造成了一些机会。所以我曾说：“孟子曰：‘吾善养吾浩然之气也！’是气也，寓于寻常之中，而塞乎天地之间。此为投资之至理！”

随着中国资本市场走向买方时代带来估值收缩的恐慌，很多人都会抛弃掉一些真正有价值的公司，因此，价值投资不仅是唯一能应对买方时代到来的策略，还将因其“不为恐慌而动”的投资策略而极大地受益于这一时代的到来。

主持人：能不能举几个你们投资的案例，你们如何发觉、坚守、并看着这个企业逐步成长？企业发展的过程中会有很多变化，你是怎么样正确评估它的变化，怎么正确展望它的未来？有时候投资如果不坚守的话就像猴子掰玉米一样，掰到最后发现投的企业都是很臭的企业，因为又幸运又能干的、又能跨越周期的真正的好企业很少。

不同的时期中对事情的认识都有一个进步的过程。早在1996年到1999年，海尔、伊利都是我们投资的。那个年代是能满足我们整个中国，或者说我们所有消费者的最简单的需求的时代。我们中国以前讲老三件，手表、缝纫机、自行车，后面新三件，冰箱、空调、洗衣机。老三件快速增长时代我们还没有资本市场，没有公司上市，但是1996年到1999年的时代是新三件这些企业已经上市的时代。所以那个时候中国最大的牛股是春兰、格力、海尔、长虹。还有银行，因为整个经济的增长，发动机都是银行，获利最大的也是银行。所以那个时代满足人的需求的行业最好，我们发现这些公司业绩也确实很不错，就投了，那个时候就是朦胧地探索价值投资。后来比如像买伊利也很简单。我们看到一杯牛奶强健一个民族，我们家老人那个时候就跟我说要喝牛奶，都是很朴素的认识。

主持人：伊利1996年刚一上市你们就买了很多吗？

伊利从上市第一天我们就买了很多，伊利是真正贯穿我整个投资经历的一个公司。



主持人：经历三聚氰胺事件后几年，伊利过去一两年又回到了投资者的眼光中。

回到伊利这个案例，我明白了品牌的意义。当时我看到这个企业是做消费品，而它一上市就会家喻户晓，或者至少整个资本市场参与者都知道，上市带来的广告效益很好。对于消费品来说，广告就转化成利润，而业绩增长又确实很好，所以估值高一点没问题。从那以后我就对最终消费品的上市公司非常重视。这里面每年因为资本市场而带来的广告效益，给它节省的广告投入都是巨大的，我非常不认同那些客户在国内却选择在国外上市的企业行为。

主持人：广告效应确实是很多企业上市所附加的好处之一。

对最终消费品是，还有信用的增强。选企业我们要考虑很多因素，这也是其中一个。另外还有一个因素：市场空间。比如烟台万华，它的产能从5000吨到1万吨，2万吨，4万吨，8万吨，16万吨，现在到了100多万吨，再后面它的边际增长率就下来了，公司要进入新的领域了。公司做到巨人以后，要让它再跳就很难。比如可口可乐，如果没有中国、印度这些市场，没有新兴市场国家的经济进一步发展，可口可乐也是没有空间的。而中国这过去二十年百姓的生活的巨大改善，这给可口可乐带来了很大的增长空间。它的优势是产品生命周期很长，一旦研发出来，在这个领域的基本投入就比较小，再加上有垄断，它在全球都是一个垄断竞争的产品。结果是，这么多年了，规模扩大到这么大了它的毛利仍然维持得相当好。再看国内的金发科技，当时全国有一千多家这样的企业，占有市场最大份额的公司也就那么一点份额，所以哪家公司一旦竞争力优先起来了，市场份额提高的空间就会非常大。所以，在不同的时间点上看问题的方式是不一样的。

主持人：你们挑选这些企业的时候，找到这种行业市场空间很大的幸运的企业，这个相当需要眼光了。

在投资上，运气比能力重要。当然，运气不会天上掉馅饼，勤奋带来运气。挑选出好公司，考验的是自上而下的功力，企业是否幸运要看它这个行业是否存在空间。此外还要考虑它处在一个什么样的生命周期。很多成长股的故事，都说所处行业空间很大，自己份额现在只有百分之几，有很大上升空间。但是真正做好了，可能也只有烟台万华、万科等，其实大部分都没做到。大部分企业只是看起来很美。

所以投资的过程需要内心非常细致，要经常回头去审视。审视这些企业基本面的情况，经营管理状况。不是买了以后可以束之高阁的，要经常关心它的基本面。现在的状况是很多人只关心股价的波动，不愿意费心费力去关心企业；上上下下的价格，麻痹了大多数人的神经。

主持人：对，或者说也关心基本面，但是考察得没那么深刻。因为有时候股票涨了，大家就觉得它基本面的也好起来了，有时候股票跌了，大家就觉得它基本面的也差一点了。就是你说的一个企业它总是有矛盾的，这个时候你要看到哪些矛盾是推动它前进的矛盾，哪些矛盾是是影响它根本发展的矛盾，这个我觉得还真的很难。

要掌握住“度”的问题，这个点上你要看到它的积极面，那个点上要到看它的消极面。看企业两极判断，非黑即白，非白即黑，不是好的方法。

主持人：你在自下而上挖掘能干的人、或者是能干的企业这方面，有什么心得和方法？你和企业见面的时候，什么样的东西会让你眼前一亮？

企业的业务可以很简单的去理解，这是我们需要找的一个要素。一定要找容易理解的东西，因为市场始终是波动的，如果你不容易理解，或者不理解，你是承受不住市场波动的。我们投资了那么多股票，每个股票背后的过程都是有很多痛苦的。

完

*摘自《投资之道——全球杰出华人投资者访谈录》（中信出版社2012年8月第1版）。该书由资深投资人理森撰写，历时5年，走访两岸三地，深入华尔街，深度探访12位海内外专业投资圈中口口相传、业绩成就早就获得公认的杰出投资家。该书谢绝任何性质的赞助，旨在通过专业投资者访谈杰出投资者，诠释投资之道，让有心人体会到是什么造就了杰出，感悟投资真谛。