

探秘明星私募的掘金之道

中国顶级私募 访谈录

好买基金研究中心 编著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

中国顶级私募 访谈录

好买基金研究中心 编著

“

呈现中国近20年基金史上

极具力量和特色的10位私募基金经理

业绩背后的另一面

见其长

亦识其边界

”



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

中国顶级私募访谈录/好买基金研究中心编著. —上海: 上海交通大学出版社, 2019

ISBN 978-7-313-21092-0

I. ①中… II. ①好… III. ①股权—投资基金—经理—访问记—中国—现代
IV. ①K825.34

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 055265 号

中国顶级私募访谈录

编 著: 好买基金研究中心

出版发行: 上海交通大学出版社

邮政编码: 200030

印 制: 上海盛通时代印刷有限公司

开 本: 710mm×1000mm 1/16

字 数: 236 千字

版 次: 2019 年 4 月第 1 版

书 号: ISBN 978-7-313-21092-0/K

定 价: 78.00 元

地 址: 上海市番禺路 951 号

电 话: 021-64071208

经 销: 全国新华书店

印 张: 20.25

印 次: 2019 年 4 月第 1 次印刷

版权所有 侵权必究

告读者: 如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话: 021-37910000

序 言

PREFACE

心有猛虎，细嗅蔷薇

——以终为始，做一些慢的、艰难的，但长久的事

2001年，中国第一只开放式基金“华安创新”发行，我当时在华安负责此事。那时候买基金要先排队领取预约认购号，然后再进行办卡缴款认购，我看到很多投资者夜里就开始排队抢购，盛况空前。7年内，中国公募基金行业从0走到了3.3万亿元^①。2007年，我离开公募，和几位伙伴创建了独立第三方财富管理公司——好买财富。当年，赵军管理的淡水泉刚起步，11年后，中国证券私募基金的管理规模从0做到了2.2万亿元^②，淡水泉也成为少数几家能把规模稳定在500亿元之上的证券私募之一。

中国证券私募基金行业的生命力无疑是蓬勃的，虽然它的规模已经历

① 数据来源：Wind。

② 数据来源：中国证券投资基金业协会。

了过往 10 多年的高速增长。而且，美国证券交易委员会发布的统计报告显示，截至 2017 年第四季度，美国私募管理规模达 12.54 万亿美元。而 2018 年底时，中国私募规模为 12.8 万亿元人民币，其中证券私募仅约 2.2 万亿元人民币^①。相比中国投资人耳熟能详的巴菲特的伯克希尔·哈撒韦的 4800 多亿美元管理规模，中国还很小，能在近几年维持住 300 亿元人民币规模以上的证券私募用一只手就能数完。

看规模空间，中国基金业未来的生命力是强悍的、波澜壮阔的。

但规模不应该是目标。这 10 年，私募行业中很多规模扩张过于迅速的公司，“眼见他起高楼，眼见他宴宾客，眼见他楼塌了”。随着从业者的成熟和投资人的成熟，私募的价值，已不在于规模，而在于创新高的能力。“无新高，不生存”，这是私募江湖的法则。私募创新高的能力从哪里来？

最重要的是私募基金强大的兼容并蓄、自我更新能力。相比其他证券产品，私募看上去最不讲究门槛。这里有的是公募大家，集结了近 400 位曾经的公募基金经理，也有的是草莽英雄；有王亚伟、王小明、杨东、陈光明等 20 年深耕股票者，也有元盛、凯丰等一直在商品市场出没的专注于管理期货策略的基金；有一直在国内发展的，也有国外归来的；有籍籍无名的创业者，也有 2018 年规模超 6 万亿美元的巨擘贝莱德。在这样一个多物种的充分竞争的江湖里，多空仓、市场中性、宏观对冲、管理期货、量

^① 数据来源：中国证券投资基金业协会。

化、大数据、机器学习，一切有可能创新高的策略和方法都可以被探索、被运用、被发展。成功者众，失败者更众。

从这个角度讲，私募其实最讲究门槛：创不出新高，则不论是什么出身，无论过往业绩如何，都无法长期生存。因此，私募基金从业者都是脆弱的、惶恐的。这20年来，我和我的团队见了几百位基金经理，在上海民生路、浦东嘉里中心，在北京金融街，在深圳荣超经贸中心、新世界中心。很多基金经理我们见了一面、两面、十面、二十面。我们不断拷问他们，也拷问自己：“私募基金行业应该怎样发展才能基业长青？一个能在未来给投资人赚钱的基金经理是什么样？”

“心有猛虎，细嗅蔷薇”，用这句话来形容在创新高的路上如履薄冰的基金经理们，可能最合适不过了。王鹏辉说：“所有策略和规则的目标只有一个，就是希望净值上涨，让客户赚钱。”陈光明说：“要有点行业情怀，要和客户站在一起，要关注结果，也要照顾途中的净值给投资者带来的感受。”

我希望我们不再用年度排名前10、前20来定位一只私募基金；我希望我们不再用规模来衡量一个私募基金公司的价值；我希望我们把短期的看法、注意力、空间让出来，给到长期；我希望我们这个行业能蓬勃生长，是因为有一些基金经理，有一些从业机构，基于热爱，基于“卖者尽责”，能够以终为始，去做一些慢的、艰难的，但长久的事。

这本书的编撰者是好买的基金研究团队，从想法到完稿用了近6个月时间，团队在私募基金筛选上耕耘了10多年，二者相加，希望我们能为读

者呈现在中国近 20 年基金历史上，极具力量和特色的 10 位私募股票型基金经理。

不仅见业绩，更见到他们业绩背后的另一面，了解他们，学习他们，见其长，也识其边界。

独行者速，众行者远。期待和这个行业，和读者们，共同分享这些点滴感悟，并期待大家的指正。

此外，要感谢我们的写作和编辑团队，他们是曾令华、施丹锋、孙超、梅慧娟、张慧宇、王婷婷、徐雪颖和金琦。感谢他们的策划、写作和编辑，没有他们日以继夜的努力，就没有这本书的出版。

是为序。

好买财富董事长、CEO



2008 年全球经济遭受金融危机的冲击，与赵军见面正是市场低迷时。赵军说，看看历史，这些都会过去。

2018 年再次见到赵军，市场同样低迷，同样信心不足。赵军与我们谈了未来十年淡水泉的方向与愿景。

乐观者成功，淡水泉即是诠释。“淡水泉”是指海水中喷涌一股淡水的泉眼，赵军领导的淡水泉公司，也是私募中的一股清流。

目 录

CONTENTS

淡水泉 赵军

未来属于乐观主义者 / 1

中欧瑞博 吴伟志

最大的财富是身经百错 / 31

世诚投资 陈家琳

胜利不在于打几个大胜仗，在于回避大失误 / 65

重阳投资 王庆

接受平庸才能迎来精彩 / 93

高毅资产 邱国鹭

简单的理念，不简单的坚持 / 123

汉和资本 罗晓春

超长期价值投资的践行者 / 155

丰岭资本 金斌

买傻子才会买的股票，让聪明人去互相伤害 / 187

兴聚投资 王晓明

成功不在于正确的次数，而在于正确的力度 / 217

望正资本 王鹏辉

正收益的守望者 / 247

泰阳资产 刘天君

白马王子，黑马之路 / 279

后记 我们需要什么样的基金经理？ / 311

淡水泉 赵军

未来属于乐观主义者



赵军

淡水泉 投资董事长、投资总监

- 南开大学数学学士和金融学硕士。
- 1999 年进入中信证券资产管理部，担任分析师。
- 2000 年进入嘉实基金，历任研究总监、基金丰和基金经理、机构投资总监、总裁助理。
- 2007 年创办淡水泉。

曾问过一些私募基金经理一个问题：比较佩服哪位同行？有一个名字多次被提及——淡水泉赵军。如果有全面客观的数据统计，尽管非常低调，他应该是在各类私募新闻中出现次数较多、媒体关注度排名数一数二的私募基金经理。

2007年9月6日，大盘5300点高位时，淡水泉第一只产品诞生。11年后，上证指数还在2600点的半山腰徘徊，该产品却早在很多年前就已创出历史新高。犹记得，2008年市场冰天雪地之时，赵军跟好买研究员说，都会过去的，看好未来资本市场。彼时，淡水泉规模10个亿左右，如今，淡水泉规模近500亿元，公司人员也从二三十人增加到九十多人。

淡水泉成立11年来，外部环境跌宕起伏：2008年金融危机、2011年欧债危机、2015年股灾……投资人或极度悲观或极其振奋。淡水泉短期业绩有时大涨、有时大跌，质疑声、赞许声不曾间断。然而，在市场的涨跌跌中，赵军总能坚定地按照选定的投资思路走，屡屡败中取胜。

2018年7月，好买基金研究中心采访赵军时，恰逢A股大跌之际，贸易战、去杠杆等事件让人深感不安，赵军依然平和理性。他说：“我们思考的不是股市会不会继续跌，而是有哪些投资标的未来三年会上新台阶。”

理性的乐观：从淡水泉时刻说起

“如果把中国比作一家企业，贸易战短期内会降低订单和收入，对公司价值产生负面影响。但是长期来看，在贸易战的压力下中国会加快转型，通过调整经济结构来适应恶劣的环境，最终中国的长期价值会得到提升。”2018年7月的熊市中，淡水泉产品回撤较大，对于投资者都担心

的“贸易战风险”，赵军如此说。

熟悉赵军的投资者们可以发现，不管市场跌得多猛烈，每次沟通中他都表现得很乐观。为何呢？不妨先来看一个有趣的现象——淡水泉时刻。

所谓“淡水泉时刻”就是指当淡水泉的产品净值大幅下跌时，往往是加仓买入的好时机。从淡水泉过往的情况看，在产品大幅度调整时买入的投资者通常有不错的收益。像淡水泉成立时间比较久的产品，11年的时间，历史净值回撤30%多的情况一共发生过3次，分别是2008年的10月、2015年的9月和2016年的2月；回撤超过20%的情况也有3次，分别是2010年6月，2012年1月和2012年12月。^①

而对照A股的走势看，淡水泉产品回撤超30%的3个时间里，A股基本上都处于一个阶段性底部区域当中。2008年10月29日，上证指数创出1664.93的低点；2015年8月底，股市暴跌之后，砸出了一个短期的底部；2016年熔断之后，上证指数又创出阶段性低点2638.30点。另外，3次回撤20%的情形中，上证指数也基本上处于一个相对低位。

不考虑2018年最新的回撤，截至2017年底，在淡水泉回撤20%、30%时买入，虽然不是几周或者几个月后就能立马上涨，但是从3~5年的时间看，净值一般进入长期上涨通道，创出了新高。这也是为何2018年以来（截至2018年8月15日）该产品净值回撤大约24%的时候，市场对于“淡水泉时刻”再现呼声渐高的原因。^②

那么，“淡水泉时刻”大多对应着股市阶段性的底部，这只是一种巧合吗？当然不是，它背后有基本的逻辑支撑：股票价格向内在价值的回归。

① 数据来源：好买基金研究中心。

② 数据来源：好买基金研究中心。

在这些价值投资者看好的基础上，市场先生的卖价再低 20%~30%，几乎是跌无可跌，反转的可能性就比较大。至于说淡水泉产品刚好在跌 20%、30%时会出现反转迹象，则更多是巧合。

逆情绪而行：不从众、不跟随

赵军认为在市场情绪聚集的地方难以寻找到好的投资标的，而在被市场忽视和冷落的地方却有“淘金”的乐趣。也许是性格使然，早在嘉实基金任职时，他就在潜移默化中形成了自己的投资信仰，比如偏好不扎堆的板块，偏好在市场关注度低的方向做研究。

所以你会看到，他和很多投资者鲜明的区别：对于大多数人来说，在识得一些可能导致市场下跌的信号或风险事件时，有的会采取仓位控制的方法，有的则会偏好配置防御型板块。而淡水泉的仓位普遍维持在较高水平，在市场情绪悲观时，其对于看好的个股敢于逆向投资，越跌越兴奋。

有几个鲜明的操作可以说明淡水泉的逆向投资风格。

2007 年在淡水泉成立的初期，当时市场主线主要围绕着金融和地产，赵军反而去提前“埋伏”了造纸、农药等相关板块，这也一定程度上使得其基金在熊市初期抓住了机会并获得了收益。

2008 年 10 月初，A 股已大跌一年之久，淡水泉产品回撤也很大。赵军说：“当大街小巷都在讲‘现金为王’时，我们需要做的就是开始投资。”

2009 年初，金融危机后，大部分行业的盈利都有所下滑，但是通过实地调研，淡水泉团队发现通信设备公司在加班加点生产，表现出抗周期

性，因此重仓了相关个股，取得了不错收益。

2015年7月踩踏式行情中，赵军说：“对我们而言，发生这样的流动性危机时，正是逆向投资的好时机，我们不应该恐慌，应该很兴奋。”越跌越兴奋的风格让淡水泉的产品在两次股市异常波动和一次熔断后成功创出新高。

2017年，市场风格偏好大市值的蓝筹股，淡水泉早期布局的化工、医药等板块个股在其间熠熠生辉，带动了基金净值的上涨。

不从众、不跟随、独立思考，这是淡水泉逆向投资的一大特点。

“当某一类资产被过度追捧，首先可以认为该类资产从长期来看在丧失性价比优势，其次是其对立面的资产肯定是被冷落了。”赵军说，二级市场天然地提供了交易属性，流动性的驱使也使得个股容易受到情绪面的影响，充分利用市场情绪是二级市场投资中非常重要的一环。

为了判断某一类资产的市场情绪是否过热，淡水泉将分析师关注人数、分析报告的数量变化、媒体公开报道的关键词转变、机构投资人的配置程度等作为判断的指标，由此来确定被市场主流情绪忽视的潜力资产。方向一旦确定，赵军就组织集体讨论，最后集中团队力量展开深入研究。

逆向投资不可避免的是，资产在买入后不会立即上涨，有可能还会继续下跌一段时间。对于常年高仓位的淡水泉来说，短期内或许要承受净值波动。不过，怎样才能避免便宜的资产长期更便宜的风险呢？答案是，逆向投资是逆大众情绪，但要顺应行业风口和企业基本面的发展趋势。

不立危墙之下：基本面驱动的灰马投资

不同的基金经理对于好企业的认识并不一样，有人看中盈利长期高速增长的伟大企业，有人看中价格便宜、公司治理好的企业。而在赵军看来，“市场中没有绝对好或者绝对坏的行业和公司，选择什么时候去买这个行业或者这个公司取决于两个因素：市场情绪和基本面”。

他认为，逆向投资就是要去寻找情绪和基本面的预期差。那么，什么样的企业会符合这样的特征？赵军有句经典的选股秘籍：“我寻找的不是市场的白马，也不是市场的黑马，而是市场的灰马。”也就是说，太多人关注的股票和没有历史业绩证明的股票，不是他投资的方向。

那么，赵军寻找的灰马股究竟长什么样子？简单讲，就是那些关注度相对低，但仔细研究发现基本面未来会有提升的公司，比如公司所处的行业开始有了拐点，毛利率开始显著提升。怎么识别灰马股，赵军通常会从能力、动力、预期三个方面进行综合判断。

所谓能力，赵军希望相关的公司已经在所处的行业中证明了自己的能力，而非一夜之间“麻雀变凤凰”的公司。因为往往只有坚持在一个领域持续耕耘才会获得相应的市场地位。

动力则是指公司的治理结构，管理层是否在研发、激励等方面做到了足够的投入。这些在不同行业都会有着不同程度的深远影响。有些公司能力确实不错，但是动力不足，未来会有潜在的风险。

除此之外，结合 FARM 系统，淡水泉也会通过详尽的模型测算来判断企业的盈利预期是否已经反映在其股价之中。综合而言，我们可以发现淡水泉精选出的个股通常主营业务清晰、管理层治理良好，部分子行业也确

实在持有 2~3 年后成为风口或焦点。

以万华化学为例，这是最近三年淡水泉最被津津乐道的一笔“灰马”交易。2015 年，万华化学被二级市场认为是一只周期股，因而被大家所“冷落”。赵军及其团队通过研究和实地调研则认为其实际是一只“周期+成长股”，其盈利的提升有相当大的空间并且可持续性也很强，因而开始建仓布局。2015 年上半年，淡水泉出现在万华化学的前十大流通股股东名单中。2017 年下半年，随着 MDI 涨价，万华化学的股价也随之大幅度提升，备受市场追捧。淡水泉团队则认为，MDI 价格在高位存在一定不确定性且市场情绪也开始上升，因而逐步退出。2017 年全年万华化学涨幅 76%，成为灰马变白的范本。

“我们构建投资组合的时候，会先考虑下行风险，把企业最坏的情况想到。淡水泉可能会犯的错误是，持有标的公司的基本面没有达到我们的预期，而不是追高了一个泡沫化的资产。”赵军说道。

摒弃市场热点，提前“埋伏”一些价值被低估的股票，逆向投资策略本身提供了一定的安全边际。不过，买灰马通常意味着坚守冷门股，这需要极强的忍耐力。更为重要的是，行业及公司业绩拐点的判断是门技术活，直接决定投资成败，这需要依赖深入扎实的研究。

坚实后盾：机构化的投研建设

众所周知，淡水泉的产品主要是股票策略为主。然而，它却拥有多样化的投研团队，包括固定收益团队、量化团队、股权团队和全球投资团队等，这些团队更多从自己的专业角度为二级股票团队提供相关的支持，而