

东方马拉松投资钟兆民:

# 无惧波动 以长跑心态紧握稀缺优质企业

□本报记者 张焕的



钟兆民,东方马拉松投资管理公司创始人,是中国本土价值投资领域最早的探索者之一。南京大学本科、硕士研究生,南京大学-约翰斯·霍普金斯大学中美研究中心毕业,拥有多年实业生产销售和研发等全面管理经验。1993年步入资本市场,任中国保利期货有限公司研究部经理、常务副总经理;1996年任君安证券营业部总经理;1998年任光大证券南方总部资管部总经理;2001年任平安证券资产管理部总经理;2004年任深圳市东方港湾投资管理有限公司董事长;2011年至今,任东方马拉松投资管理有限公司董事长。

## 无问西东 无惧波动

对于东方马拉松投资创始人钟兆民而言,人生的长跑与价值投资的长跑已经融为一体。

无论是对于价值投资理念的“幡然醒悟”,还是孤筏重洋到奥马哈朝圣的经历,亦或是至今仍旧日往复的潜心研究与调研,在接近30年的资本市场投研时间中,一点一滴最终被钟兆民熔铸成不可复制的“东方马拉松投资精神”。

“以股东的心态做投资,以长跑的心态来持有最一流的企业。”是钟兆民对于价值投资极致追求的基础。“白马黑马论”意味着东方马拉松要更加深刻理解蓝筹价值股,同时对新兴成长事物保持敏锐与警觉。

实际上,钟兆民衷心希望更多的人能够拿得住十倍股、百倍股。对于复杂的估值问题,东方马拉松的最新心得,是通过“逻辑+勤奋”为关键词的深入研究,以“终值”思维来不断为企业定价,而非随波逐流在“市场先生”面前亦步亦趋,最终做到“无问西东,无惧波动”,紧握稀缺优质公司股份。

“白马黑马论”回答了“买什么”的问题。然而比起“买什么”,更多人通常面临的难题是“拿不住”。

那么,究竟应该何时买入,如何持有?如果将问题极致化探索,可以延伸为“如何在投资一家公司浮盈10倍甚至100倍时仍保持淡定?”

真的有上涨100倍的公司吗?据东方马拉松投资内部统计,截至2020年10月中旬,剔除进行重大重组的企业后,多年以来市值涨幅超过100倍的中国企业共有16家,因此上涨百倍的公司是真实存在的。

以某白酒龙头为例,其上市至今价差空间超过500倍,但能够长期持有的人或许不足万分之一。对于长期投资者而言,永远不缺乏牛股,而是缺乏坚定拿住牛股的方法。

在钟兆民看来,当优秀的公司市值低于内在价值即低估时,无疑是最好的投资时机。但是经过测算,假如一家企业的成长足以达到10年10倍的涨幅,那么即便初始成本买贵一倍,长期复合回报率也只是从26%左右降低到17%左右,这仍然是可以接受的优秀成绩。

“为此,宁可贵一点也要买最好的公司,不因便宜而买次优的公司。”钟兆民强调,对于有空间的白马,可以靠时间来消化,能等到便宜的价格最好,但有时候往往等不来。

众所周知,绝大部分投资人都希望做到“低买高卖”。在钟兆民的思考中,这在逻辑上是成立的,但从竞争策略角度,又缘何能够做到比同行买得更低、卖得更高呢?如果策略上没有差异化,结果上通常也很难有差异。

对于复杂的估值问题,钟兆民深入浅出引用查理·芒格的观点:根据估值频繁买进卖出是很难的事,股市的高低很难判断,但在“特别高、特别低”时是容易感知的。

钟兆民的理解是,这意味着从长期的角度而言,在一家公司达到最大市值,即公司的天花板之前,如果投资者频繁买进卖出,理论上可以锦上添花,但实际上结果往往弄巧成拙,多做多错。因此,对于“好赛道”和“好选手”,过分追求估值的精确

性,反而很可能高估自身对未来的预测和估值能力。

钟兆民认同这样一个观点:对于投资经理与投资家的区别,投资家是具备远见卓识,眼光独到,思考长远。而普通的投资经理,则更多着眼于眼前的估值,计算安全边际。两者思考问题的高度不同,也决定了投资行为的差异与最终收益结果。

“市场的估值和波动是异常复杂的。”钟兆民指出,因为其中含有三个“不同步”:第一,宏观经济发展和资本市场表现不同步;第二,资本市场整体与个股表现不同步;第三,公司股价和基本面不同步。

“我们需要做的,是持续观察和不断验证那些优秀企业家在优质赛道上开疆拓土的能力,尽量忽略企业发展过程中,可能出现的正常经营波动和市场波动,更多地思考企业的极限在哪里,最大的空间在哪里。”钟兆民表示。

钟兆民认为,普通投资者对于牛市的期盼,其实也有“不劳而获”的嫌疑,从长期来看,市场的牛熊转换实际上并非大事,更重要的是紧握手中心优质公司的股份。

在不断深入的研究,利用“终值”思维探寻企业价值的过程中,钟兆民透露,东方马拉松最新的认知,是突破性的将研究视角从供求关系的需求端,转换为供给端。

他阐释,需求端通常是波动的且不可预测的,而稀缺的供给更加容易把握,因为某些行业竞争格局非常稳定,真正有能力输出产品的公司或许始终只有几家。以某白酒龙头为例,其发展历程中多次出现冲击需求的事件,但由于其文化属性没有发生变化,且供给是稀缺的,因此每次都可以消化负面影响,继续保持上涨。

生活中对于“稀缺品”的追捧显而易见,同样的,优秀企业的股权也是稀缺的,一些具备独一无二属性的企业难以复制,另一类遥遥领先的企业也难以复制。

“紧握稀缺公司的股份,无问波动,无问西东。”

大道至简,东方马拉松投资对长期投资的思考,钟兆民如是总结,而作为专业机构投资者,东方马拉松投资将始终致力于用专业、勤奋和智慧寻得稀缺性标的。

## 追求价值投资的极致

早在上世纪90年代初,钟兆民即投身于国内资本市场,早期在期货公司工作,师从知名期货投资大师斯坦利·克罗。而后任职平安资管,管理资金包括保险资金,早在那一时期钟兆民就知悉巴菲特的伯克希尔哈撒韦,正是使用保险资金实践价值投资的典范。

在多年对投资真谛的探索中,“保持股东心态来持有一家企业,是价值投资的第一性原理。”是钟兆民投资理念“龙场悟道”式的飞跃提升。

2005年,钟兆民远赴美国奥马哈,参加巴菲特股东大会。这段旅程使得钟兆民的长期价值投资理念进一步坚定。

在东方马拉松投资深圳办公室的墙上,仍然可以看见巴菲特给钟兆民的亲笔回信。而在这封信的不远处,则是世界女子马拉松纪录保持者运动员拉·拉德克里夫的签名照片。

“做价值投资就像跑马拉松,要用长跑的心态来追求极致优秀的公司。”在钟兆民看来,价值投资从来不是以一年或者更短维度,而是以三年五年甚至更长周期来看待企业的发展。

回忆起参加巴菲特股东大会的经历,钟兆民坦言,很多与会股东都是扶老携幼,互相之间交流的问题都是“你当伯克希尔哈撒韦的股东,有几个十年了?”

价值投资的理念就像公式,需要不断练习,才能解决好各种各样复杂的应用题,理念也才能真正落到实处。在钟兆民看来,优秀的投资人能够同时握好“白马与黑马”的投资机会。

钟兆民阐释,白马股研究信息相对公开透明,但在相对公平的基础之上,不同投资者的投资结果也存在差异。

所谓核心资产,包括白酒、家电、化学制品行业的龙头等,都是历史相对较长、万众瞩目的上市公司。“但对于老股票要有新解读,要有更深层次的理解。要下足苦功夫,才能获得超越他人的超额收益。”

“没有付出,就没有回报。”钟兆民相信,这一定需要通过付出比别人更多的努力,看年报看到头痛,调研到精疲力尽,才能获得比别人更深刻的认知。

而对于黑马股,即二级市场中新兴公司,钟兆民认为其中的投资机会同样不可忽视。

随着经济飞速发展,各类新生企业以前所未有的形式展开经营,尽管面临不确定性,但是作为投资人需要始终保持好奇心,认真探究其中的潜在价值。

“在中国作为一名专业投资人,高端白酒龙头其实只是价值投资的起点,而非终点。”钟兆民坦言,在投研过程中要不断拷问自己,有没有真正理解新事物的风险与收益,辨别哪些风险值得去冒险,理解“没有风险,就没有收益”的道理。

钟兆民认为,增厚研究深度的关键,在于做到“注重逻辑,保持勤奋”。而研究深度的差异,往往体现在长时间与波动中的投资决策上。对于白马,要能够在下跌30%时坚定持有甚至加仓。而对于黑马,是要明确风险与收益,要能够在快速上涨一两倍之后,依然坚定持有。

## 把握消费医药科技时代机遇

“展望未来,我们对目前所处的时代,以及面临的机遇非常有信心。”谈到中长期的市场机会,钟兆民表示。

钟兆民指出,在投资方向上,三条赛道值得把握:第一,最确定的赛道,在于以内循环为主体的消费服务;第二,最朝阳的赛道,在于医疗健康;第三,最具有爆发力的赛道,在于信息科技赋能传统行业。除此以外,受益于庞大的市场、持续的研发投入与工程师红利,未来相信在“智能制造”领域也同样将出现批量、代际式的机会。

对于细分行业的机会,东方马拉松投资旗下的行业投研人员也进行了逐一解读。

对于国内消费服务业的投资机会,东方马拉松投资消费研究员刘泳桥表

示,随着中国整体经济增速的放缓和社会零售总额的下降,消费行业“总量放缓,结构分层”将成为新常态。庞大的人口基数叠加不断推进的城市化进程,确信未来消费领域会出现大量机会。

以白酒为例,中国白酒行业进入新周期,未来的投资机会在于强品牌价值的白酒企业,市场一体化、产业集中化将驱动全国型品牌获得更多的销量。在生猪养殖行业,行业进入巨大变革期,龙头市占率不断提升,产业链纵向一体化,大市值公司将崛起。对于互联网细分行业,电商与本地生活服务值得关注。

谈到智能制造领域的投资机会,东方马拉松投资科技制造行业投资经理李名虎表示,未来十年是人工智能持续深入人们生活的十年,或将改变各行各业。

人工智能的核心是数据、算力、算法,中国的优势主要在于数据方面,因为国内市场巨大,产业链最齐全,应用场景最多,人工智能对各行各业的改造带来的投资机会和风险算力需求持续增长将会是常态。

医药行业同样是东方马拉松关注的重点之一。东方马拉松投资旗下医药投资经理王攀峰指出,中长期来看,医药行业仍然是非常值得投资、确定性很强的好行业。三个领域值得关注:第一,有真正创新能力的药品和医疗器械企业,能在医保结构性调整中持续的获益;第二,有核心壁垒的自费、可选医疗消费服务的企业,比如连锁眼科、口腔、体检企业等;第三,能充分发挥中国比较优势的企业,比如工程师红利和临床试验患者资源红利等。