

正确认识价值投资的五个维度

维度(dimension),此处指的是衡量复杂度的刻度。高维意味着一个方法论体系复杂,低维则代表一个方法论体系简单。

价值投资最原始的含义非常简单,以巴菲特的观点最具代表性,华人以段永平把握得最为纯粹。但是他们的方法论比较难以直接适应资产管理行业的要求,因为后者是用从客户那里募集的钱来做投资的,既有管理期限的要求,也有期限内排名的要求,还有期限内实现绝对收益的要求,更有其他各种各样的限制性规定。资产管理行业能够运用的投资方法论通常是一种高维度的、更为复杂的价值投资。

● 安信基金总经理 刘入领

价值投资存在五个维度

下面依照从低维到高维的次序来讨论价值投资的维度。

一维的价值投资是指公司。对应的投资形式是管理自己的钱。买股票就是买公司,通过分析公司未来的现金流来估计其内在价值,在价格低于其内在价值的时候买入其股票,利用价格向内在价值的回归以及公司分红等方式获取投资收益。为了增加投资的确定性,投资人要清晰地认识到自己能力圈的有限性,在能力圈以内挑选商业模式好、具备“护城河”的上市公司作为投资对象。价值投资通常是长期投资、逆向投资。

二维的价值投资是指期限。对应的投资形式是持有期(封闭式)标准股票型公募基金。其特点是增加了资金的期限要求,以及期限结束后排名的要求(属于相对收益),但还没有权益仓位控制的要求。封闭期通常是1年至3年,这要求所持有的股票必须在既定的期限内兑现投资收益。根据封闭期的不同,股票投资逻辑需要在财务逻辑(1年)和产业逻辑(3年)之间做选择和平衡。实际上,用3年的时间来兑现产业逻辑略微短了一些,5年至7年更好。此处的相对收益,指的是封闭期结束后的收益排名,这种排名是相对宽松的,还不需花费太多精力去应付。基金经理只要具备在全市场精选个股的能力,时刻牢记巴菲特所说的“计分卡”就有20次机

会,坚持优中选优,大概率就能获得较好的业绩排名。

三维的价值投资是指排名。对应的投资形式是标准股票型公募基金。标准股票型基金没有了封闭期,客户资金随时可能赎回,因而时时刻刻都得比较业绩排名(业绩排名又叫“相对收益”),取得好的排名此时变成了一个硬要求。这种排名的要求与价值投资的基本精神是违背的,它逼迫基金经理关注市场热点和资金流向,更加重视选股的“短逻辑”,要求所选的股票能够尽快兑现收益。但排名的要求与价值投资理念并非不可协调,或者说价值投资在达成相对收益时仍然是最有效的方法论。一维和二维的价值投资在这里仍然是决胜手段,只不过对组合管理技术提出了更高要求。比如对组合收益兑现次序和兑现连续性的要求,对选股的长逻辑与短逻辑相结合的要求等。

四维的价值投资是指择时。对应的投资形式是灵活配置型公募基金和专户。这两类产品投资人的风险态度通常要比标准股票型基金的投资人谨慎得多,他们要求产品能够躲过市场的系统性风险。也就是说,投资人并不指望你穿越牛熊赚取很高的收益,但希望你市场大跌的时候不要跟着大跌,哪怕为此会损失一些收益。择时也叫“权益仓位控制”,此处的仓位指的是“裸露”的(没有经过对冲的)权益总仓位。择时意味着会打断所持有股票的投资逻辑。从这个意义上说,它与价值投资的基本理念是相违背的。但是,仍有办法协调这二者之间的关系,或者说价值投资在达成业绩回撤控制目标上仍然是最有效的方法论。择时都是以选定股票为前提的,在拥有认知优势的好股票上做择时,是择时成功的关键。必须强调的是,价值投资自身提供了非常好的择时手段,笔者将其归纳为“自下而上的基本面择时”。当立足于全市场的个股研究,发现风险-收益比划算的公司越来越少时,就会自动降低股票仓位;反之,当发现风险-收益比划算的公司越来越多时,就会自动提高股票仓位。其他有效的择时机制还包括:立足长周期(10年)的估值分位和均值回归理论所做的逆势仓位管理,以及立足对股票市场中“机制性传导因素”的认知所做的规避风险预案。

五维的价值投资是指保本。对应的投资形式是绝对收益策略产品。市场中有大量客户无法承受5%以上的本金亏损,比如长期购买银行理财产品的客户和国有金融机构的自营资金。这类客户通常不期望有很高的收益,但要求期间内不要有实质亏损,投资期结束后不能有任何亏损,对这类客户能够提供的只有绝对收益

策略产品。不能出现短暂亏损的要求和价值投资的基本理念是相违背的,在这个紧箍咒的约束下很难做逆势投资,也很难拿住好的股票,但仍有办法协调这二者之间的关系,或者说价值投资在达成绝对收益目标上仍然是最有效的方法论。以目前国内证券市场可选投资标的而论,实现绝对收益策略的最佳产品结构有两个:一个是“固收+”,另一个是股指期货全对冲产品(市场中性)。对于“固收+”产品,“+”什么至关重要。践行价值投资理念能够确保“+”的都是好股票,如果再进一步明确为业绩确定性高、分红高、低估值或者安全边际较大的股票,则“+”股票的风险就能够得到有效控制,相关的收益也更有把握实现。对于市场中性产品而言,它的收益主要取决于选股的“阿尔法”收益,而这正是价值投资者的看家本领。

主动适应各类投资人不同收益目标

随着维度的增加,投资方法论的复杂度大幅增加,客观上会影响投资人对选股的专注度和深度,这不是我们所乐见的。但是资产管理人应该具备这样的胸怀,去主动适应各类投资人的不同风险态度和收益目标,为他们创造良好的投资业绩,哪怕为此要付出更多的心力也在所不惜。

一维的价值投资是定胜之道。学习价值投资思想时,笔者经常能体会到智慧的力量。如果按照他们所传授的投资方法,大概率可以赚钱。一维的价值投资者,运用自己可以掌握的资金,在自己的能力圈以内选股,耐心地等待好的投资机会出现,只在绝佳的投资机会出现时才出手,一旦买入就长期持有,等待业绩之花绽放。

在一维的投资方法里,我们唯一需要真正关注的就是企业本身。这是一种极致的降维和简化。在这种方法论里,市场不仅可以不关注,它甚至可以不存在,即所投资的企业不一定需要上市。买入时机似乎也没有那么重要,因为与“护城河”带来的长期盈利能力相比,买入价格的微小差距几乎可以忽略。相比而言,研究的深度更加重要,真正弄懂企业是更为重要的。一维的价值投资者既是专注的,也是从容的,他们是成竹在胸的智者。

企业的内在价值,是一维的价值投资集中精力去研究和评估的核心指标。它也是整个价值投资体系的“锚”。无论方法论的维度怎么提升,所有价值投资者都是依据企业内在价值做出投资决策的。

公司应千方百计给投资方法降维。随着维

度的增加,价值投资的方法论越来越复杂,投资需要关注的东西越来越多,注意力变得分散,获得认知优势的胜率降低;与此同时,即便拥有认知优势,选定股票的投资逻辑被打断的可能性也不断上升。因此,高维度的投资方法获得高收益的能力会大幅下降,获得阿尔法的确定性也会有所降低。作为践行价值投资理念的专业机构,公司应该千方百计创造条件,降低投资方法的维度。这正是2018年以来,安信基金提出“打造价值投资生态链”的目标所在。这包括:第一,发行标准股票型产品,目的是去除或弱化择时维度。第二,发行持有期产品,目的是弱化排名维度,强化长期选股逻辑。第三,加强价值投资理念宣传,选择理念契合的客户,拉长客户的持有期限,目的是弱化择时要求和排名压力。第四,发行长期封闭式专户和不设止损线的专户,目的是弱化保本维度。第五,拉长考核周期,避免市场风格对投资人造成过大压力,目的是弱化排名维度,强化长期选股逻辑。

投资人要清楚每只产品的维度。每只产品的设计、申报、募集、成立、重新定位等都是投资工作的前置节点。在这些节点上,一只产品的投资维度就已经确定下来了。产品合同、公布的投资策略、单一专户客户的要求等都会把产品的投资方法的维度界定得比较明确。投资人员在接手一只产品时,要对以上要素认真进行了解,从而弄清楚该产品的投资方法维度。

需要注意的是,有时客户表述的风险偏好态度并不能代表其真正的想法,尤其在牛市中后期,客户有可能误以为自己的风险承受度比较高。实际上熊市一旦来临,客户就会变得相当保守,因此在投资维度的识别上,要坚持“就高不就低”的原则,否则在客户亮出真正的风险态度时就会措手不及。

我们追求的目标是对方法论进行降维,但这必须在产品允许的范畴内进行。超越这个范畴进行降维,有时会带来极为严重的后果。一定要避免这种情况出现。

投资人必须掌握足够高维度的方法论。投资人员的培养是循序渐进的过程,其方法论的升维过程不仅涉及思维训练,更需要以扎实的实践经验为基础。公司须针对每个投资维度开发不同的针对性的培训课件,由具备相应经验的投资人员充当讲师,传授一些切实可行的技巧。投资人员只有掌握了对应维度的投资方法,才能被允许管理相应维度及以下维度的产品。

反复学习价值投资核心理念

经常有人提出这样的疑问:你明明知道巴

菲特的方法不能直接应用于公募基金,为什么还要天天研究他的投资思想?

这是因为,投资方法的权重是以投资理念的清晰为基础的。一维的价值投资是投资方法论的内核。无论是哪个维度上的投资方法,如果不是以价值投资核心理念为基础,它就会失去自己的“锚”,变得飘忽不定和难以捉摸,从而不再是一门可以学习、可以掌握、堪称科学的投资方法。

只有反复地学习巴菲特的思想和文字才能知道哪些内容是真正的“要旨”,哪些内容是可以随具体情况不同而加以权变的。首先,对“要旨”的把握每增进一分,就可以少犯很多错误。比如,“任何股票都只有一个真正的买家,那就是公司自己”,试问有多少投资人员真正想明白了这句话?真正能把这个道理想明白的人,才有可能把注意力完全放在公司上,忽略掉那些不重要的东西。其次,要认识到投资方法有因人而异的一面,因此不能过于拘泥。比如对于“安全边际”的理解,段永平认为主要不是体现在“价格低于内在价值的幅度”上,而应该体现在“对既定投资标的的认知优势上”,也就是比其他人“更懂的程度”上。段永平的长项在于对商业模式的鉴别能力,以及他对于游戏、手机等新兴行业的了解上,因此,对于更看重商业模式竞争力和企业长期持续增长来说,买入价格就没那么重要;相反,看错了商业模式,后果则要严重得多。知道了这些,就明白段永平对安全边际有这样的解读是完全可以理解的,就其个人而言,这样的解读也是可以执行并取得良好投资收益的。而如果在鉴别商业模式上没有那么厉害的眼光,则还是回到原始意义的“安全边际”会更好。

只有反复地学习巴菲特的思想,才能结合日常面对的不同维度的投资实践,将价值投资的内核有效地应用于其中。个别投资人一旦碰到择时的问题、相对收益的问题、控制回撤的问题,就会马上宣称:价值投资不适用于这些领域,我们必须改弦更张,另觅他途。实际上那些在投资实践中磨练多年的人,反而会得出一些不同的感悟。比如,控制回撤最有效的方法还是精选个股;择时的最好办法还是自下而上的基本面仓位管理方法;适度分散持股不仅是风控的需要,也是获取收益的需要。这些感悟都是价值投资核心理念在各种维度的投资形式上加以应用后得来的宝贵财富,它们不仅说明价值投资的生命力也证明价值投资理念能够持续指导各种投资实践。



西藏珠峰资源股份有限公司 中高级管理职位公开竞聘公告

西藏珠峰资源股份有限公司是上海证券交易所主板上市公司(股票代码:600338)。公司专注于有色金属资源行业上游开发,目前主要从事境外大型铅锌矿山采选冶生产经营和南美锂钾盐湖资源开发与提取业务。

公司的全资子公司塔中矿业有限公司作为上海合作组织经贸合作框架下的样板工程,是目前中塔两国矿业领域最大的合作项目,是“一带一路”沿线国家的标杆企业,并入围商务部“丝路明珠计划”项目评选。目前塔中矿业采选生产规模已达400万吨/年,铅锌矿石量近1亿吨,金属量约600万吨。公司拥有两处阿根廷盐湖锂矿资源,首期重点开发的安赫莱斯盐湖项目探明锂矿储量超过200万吨(碳酸锂当量)。

未来五年有色矿业行业将迎来新一轮景气周期,公司发展的“时”与“势”持续趋好。今年是公司新的五年规划的开局之年,也是公司经营管理层换届之年,为顺利实施经董事会批准的2021年-2025年公司五年经营目标规划,公司决定基于“市场化竞聘、契约化管理”的原则,面向市场面向社会(含公司内部)选贤任能,公开、公正、平等、择优选聘有格局敢担当善作为的职业经理人,现将有关事项公告如下:

一、竞聘职位

1.高管职位(含主要子公司)
西藏珠峰资源股份有限公司:总裁1人、总工程师1人、总地质师1人、董事会秘书1人、副总裁2人、财务总监1人、总审计师1人;
塔中矿业有限公司:总经理1人、总工程师1人、副总经理3人、财务总监1人、人力资源总监1人;
西藏珠峰香港公司:总经理1人、副总经理1人、财务总监1人;
阿根廷锂钾公司:总经理1人、副总经理1人、财务总监1人。

2.中管职位:

西藏珠峰资源股份有限公司:办公室主任1人、人力资源中心主任1人、财务中心主任1人、营销中心主任1人、采购中心主任1人、投资中心主任1人、行政后勤(物业)中心主任1人、法务室主任1人、审计室主任1人、西藏办事处主任1人、总工办主任1人、资源中心主任1人、运营中心主任1人。

二、资格条件

报名竞聘人员应当具备以下基本条件:
1.品行端正,诚实廉洁,无违纪违规不良记录;
2.勤奋敬业,团结合作,具有良好的职业素养;
3.熟悉现代企业经营管理方式,具备履行岗位职责所需的专业知识和技能;
4.有较强的责任担当意识;
5.具有较强的组织协调能力和团队建设能力、主动执行能力;
6.身体健康,能适应出差(或驻外)工作;
7.股份公司高管职位应聘者须具有5年以上的大中型矿业上市企业同级管理职位任职经历;各子公司高管职位应聘者须具有5年以上大中型矿业企业同级管理职位任职经历;
8.股份公司中管职位应聘者须具有3年以上大中型矿业/上市企业相关业务部门负责人任职经历;
9.具有海外工作经验者优先;外语(英语、俄语、西语等)可作为工作语言者优先;具有对口专业高级职称者优先;一专多能复合型人才优先。

三、程序步骤

本次公开竞聘按照投递简历、简历筛选、初试、复试、背调、体检、聘用等程序进行。

四、相关事宜

- 公司对中高级管理人员实行契约化管理,与竞聘优胜者签订任期聘任合同。其中,竞聘股份公司高级管理岗位人员通过相关程序成为候选人后,须履行上市公司董事会聘任的法定程序。
- 受聘中高级管理人员执行基本工资、绩效考核工资、任期目标激励或股权激励等相结合的薪酬制度。本次竞聘上岗后各职位执行的目标年薪水平(不含任期目标激励、股权激励)如下:
西藏珠峰资源股份有限公司总裁300万人民币、高管其它副职100-260万人民币;
塔中矿业公司总经理150-220万人民币、副职100-180万人民币;
西藏珠峰香港公司总经理300万港币,副职130-220万港币;
阿根廷锂钾公司总经理130-200万人民币,副职100-160万人民币;
西藏珠峰资源股份有限公司中层管理职位:40-90万人民币。
- 对报名竞聘人员的资格审核贯穿招聘工作全过程,报名人员须如实准确提供本人信息,凡弄虚作假者,一律取消录用资格。对报名信息及提交的报名材料公司将严格控制知情范围,不作他用。
- 竞聘报名通道:扫描下方二维码填报相关信息,投递简历和竞聘书等,简历投递截止时间:2021年5月31日。【本二维码为报名指定通道】



西藏珠峰资源股份有限公司
2021年5月24日

周公吐哺 三千张榜招贤

旌旗猎猎 千里马揭榜挂帅