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

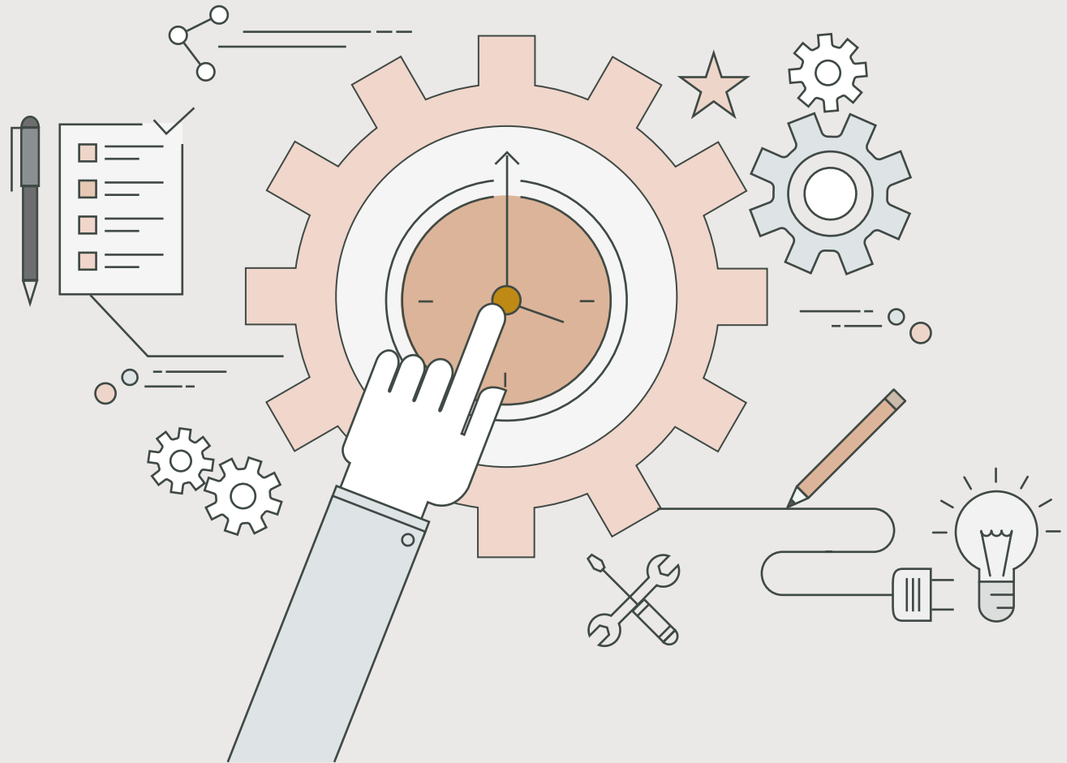
敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号，下载 APP

东方红悦读

issue 28
2017 年 11 月

东方红 财富俱乐部 VIP 专刊

“中国制造”孕育巨大投资机会



感恩责任梦想

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

投资需要耐心

投资是件长期的事，需要耐心，寻找优质的个股，以合理的价格买入，静待时机，分享公司成长带来的超额收益。

或许挑选优质标的不难，难的是对投资选择有信心，并长期持有，最终战胜短期跌宕。

本期的封面故事关注中国经济发展浪潮中孕育的长期投资机会。文中，东方红资产管理公募权益投资部总经理林鹏先生认为，中国经济的增长韧性和中国优秀企业逐渐成为全球行业龙头这一大趋势，为 A 股进行价值投资奠定了前提。作为国内长期投资的实践者，东方红资产管理团队努力寻找中国各行业最优秀的公司，以合理的价格买入，分享公司中长期增长的收益，努力实现客户长期财富增值。

正如格雷厄姆所说，要做有耐心的投资者，愿意等到企业的的价格变得有吸引力时才购买股票。投资需要耐心，长期的投资过程需要坚守三个原则：一是要保持冷静，克服从众心理，对市场有成熟的认识，避免人性弱点带来的决策失误。其次，精选具有长期投资价值的优质个股，耐心等待优质公司的成长。第三，明确长期收益来源，严守估值纪律，有效规避市场风险。究其长期投资收益的根源，即主要来源于企业的成长、合理配置和长期投资，回避了外界因素带来的系统性风险。

让时间成为投资的朋友，精选优质的个股，静待时机，体验长期复利的力量。

CONTENT

Preface | 卷首语

01 投资需要耐心

Orient Products | 东方红 · 产品

04 东方红系列产品开放期一览
2017 年 11 月—12 月开放期

Orient Interview | 东方红 · 媒体

06 投资者需要资产配置 长期投资尤为重要

Orient News | 东方红 · 动态

08 三年封闭期满
东方红睿丰混合将转为上市开放式基金 LOF

09 长期业绩靓丽 东方红系列四集合计划齐分红

10 价值投资管理人“虹吸”资金

12 沪指 6124 十年：
绩优产品穿越牛熊 晋龙 1 号收益率超 600%

Cover Story | 东方红 · 封面故事

14 东方红资产管理林鹏：
“中国制造”孕育巨大投资机会
中国经济的增长韧性和优秀企业的崛起为 A 股进行价值投资奠定了前提

20 东方红资产管理王延飞：
投资追求大概率事件 看好六大板块投资机会
在能力圈内精选优质个股 追求大概率投资

Orient People | 东方红 · 人物

22 东方红资产管理李竞：
中国版“漂亮 50”在未来一两年可能成为趋势
长期投资是“称重机” 价格终将反映价值

Orient Strategy | 东方红 · 策略

26 合理布局 看好稳增长低估值的龙头企业
追求绝对收益 把握大趋势下的大概率投资机会

30 市场情绪转暖 逐步加大配置
债市整体呈窄幅震荡走势 积极操作加大配置

Orient View | 东方红 · 观点

34 投资经理看市场

Orient Activity | 东方红 · 活动

40 聚焦新周期 东方红沙龙在北大举行

Long Journey | 东方红 · 万里行

44 东方红资产管理卢强：
长期投资能大幅提高投资获胜概率
价值投资长期回报超越市场

Orient Books | 东方红 · 书屋

46 《如何看懂印象派》读后感
徜徉艺术天地 感知印象派画风

Orient Wisdom | 东方红 · 智慧 e 站

48 愿你万里归来，仍是少年
心有所安 仍怀赤子之

49 把命运转换成使命
肩负使命 满怀希望

订阅号，坐享更多资讯　　服务号，尊享账户信息

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号

东方红 资产管理

主办
东方证券资产管理有限公司

编委会主任
陈光明

编委
任莉、饶刚、周代希、杨达治、卢强

主编
吴芳澜

责任编辑
李雪、汤琳、高义、刘小月、王飞飞、吴比

地址 上海市中山南路 318 号
东方国际金融广场 2 号楼 37 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、复制或是修改。

东方红系列产品开放期一览

产品名称	2017 年开放期（11 月—12 月）	开放期规则
基金（混合型）		
东方红新动力混合基金（000480）	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红产业升级混合基金（000619）	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红中国优势混合基金（001112）	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红领先精选混合基金（001202）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红稳健精选混合基金 A（001203）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红稳健精选混合基金 C（001204）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红策略精选混合基金 A（001405）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红策略精选混合基金 C（001406）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红京东大数据混合基金（001564）	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红优势精选混合基金（001712）	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红沪港深（002803）	每个交易日开放（暂停大额申购）（12 月 25 日、12 月 26 日为非港股通交易日）	每个交易日开放（非港股通交易日不开放）
东方红战略精选 A（003044）	每个交易日开放（12 月 25 日、12 月 26 日为非港股通交易日）	每个交易日开放（非港股通交易日不开放）
东方红战略精选 C（003045）	每个交易日开放（12 月 25 日、12 月 26 日为非港股通交易日）	每个交易日开放（非港股通交易日不开放）
东方红价值精选 A[002783]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红价值精选 C[002784]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红优享红利 [003396]	每个交易日开放（暂停大额申购）（12 月 25 日、12 月 26 日为非港股通交易日）	每个交易日开放（非港股通交易日不开放）
东方红睿丰（169101）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
基金（债券型）		
东方红收益增强债券 A（001862）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红收益增强债券 C（001863）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红纯债债券（001906）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红信用债债券 A（001945）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红信用债债券 C（001946）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇阳债券 A（002701）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇阳债券 C（002702）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇阳债券 Z（005008）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红稳添利纯债（002650）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红汇利债券 A（002651）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇利债券 C（002652）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红益鑫纯债 A（003668）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红益鑫纯债 C（003669）	每个交易日开放	每个交易日开放
基金（货币型）		
东方红货币 A（005056）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红货币 B（005057）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红货币 E（005058）	每个交易日开放	每个交易日开放
大集合（偏股型）		
东方红 4 号 - 积极成长（910004）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 5 号 - 灵活配置（910005）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 6 号（910006）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 7 号（910007）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 8 号双向策略（910009）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 - 新睿 2 号（910010）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 - 新睿 3 号（910011）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 - 新睿 2 号二期（910017）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红领先趋势（910021）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红稳健成长（910022）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 - 新睿 5 号（910026）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 9 号消费精选（910024）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红内需增长（910028）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红稳健增值（910029）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
大集合（偏债型）		
东方红 - 新睿 4 号分级普通级（910015）	退出开放期：2017 年 12 月 5 日 参与开放期：2017 年 12 月 4 日	普通级份额每六个月开放一次。普通级份额开放期分为参与开放期和退出开放期。普通级份额参与开放期分为常规参与期和临时参与期。普通级份额常规参与期为优先级份额退出开放期的前面第二个工作日，普通级份额退出开放期为优先级份额退出开放期的前面一个工作日。
东方红 - 新睿 4 号分级优先级（910016）	退出开放期：2017 年 12 月 6 日 参与开放期：2017 年 12 月 7-8 日	优先级份额每六个月开放一次。优先级份额开放期分为参与开放期和退出开放期。优先级份额参与开放期为本集合计划成立后每满 6 个月的对应日的前两个工作日，优先级份额退出开放期为优先级份额参与开放期的前一个工作日。
大集合（FOF 型）		
东方红基金宝（916001）	**每个交易日开放（暂停申购）**	**每个交易日开放**
小集合（偏股型）		
东方红 - 先锋 1 号（918002）	（暂停申购） 2017 年 11 月 1 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红 - 先锋 2 号（展期）（918003）	2017 年 11 月 1 日、2 日；12 月 1 日、4 日	每个自然月的前两个工作日
东方红 - 先锋 3 号（展期）（918004）	（暂停申购） 2017 年 11 月 1 日、12 月 1 日 "	每个自然月的首个工作日
东方红 - 先锋 4 号（918006）	（暂停申购） 2017 年 11 月 1 日、12 月 1 日 "	每个自然月的首个工作日
东方红 - 先锋 5 号（918007）	（暂停申购） 2017 年 11 月 1 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红 - 先锋 6 号（918008）	（暂停申购） 2017 年 11 月 1 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红 - 先锋 6 号 II 期（918010）	（暂停申购） 2017 年 11 月 1 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红 - 先锋 7 号（918011）	（暂停申购） 2017 年 11 月 1 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红明睿 2 号（918027）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红明睿 4 号（918031）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红新公益（918036）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红阳光 1 号（918044）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
小集合（偏债型）		
东方红添利 2 号（918032）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 3 号（918034）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 4 号（918037）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 5 号（918039）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 6 号（918041）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 7 号（918042）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 8 号（918043）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红泰盈 1 号（0W8002）	每个交易日开放	每个交易日开放
小集合（量化型）		
东方红 - 量化 1 号（918012）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 - 量化 2 号（918017）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红 - 量化 3 号（918026）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红 - 量化 4 号（918029）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红泰和 1 号（918040）	2017 年 12 月 15 日、18-19 日	本集合计划成立后前六个月为封闭期，封闭期结束后每季度最后一个月，即 3 月、6 月、9 月、12 月的 20 号前的 3 个工作日开放，委托人可在开放日参与和退出集合计划。

※ 具体开放期以公司公告为准

投资者需要资产配置 长期投资尤为重要

文 / 中国网

“投资是一辈子的事！”在芝加哥大学中国高峰论坛上，东方证券资产管理有限公司总经理任莉的这句话让人印象深刻。

9月2日、3日，芝加哥大学中国高峰论坛在北京举行，论坛以“聚焦中国经济新常态、探究国际化新机遇”为主题，立足于全球视角，探讨中国经济的热点与焦点问题。担任资产配置论坛主持人的任莉，与人民银行金融研究所所长孙国峰、安信证券首席经济学家高善文、华夏基金总经理汤晓东先生共话资产配置。

据悉，该高峰论坛由芝加哥大学与芝加哥大学布斯商学院共同发起，芝加哥大学校长 Robert J. Zimmer、中国工商银行前董事长姜建清等学者、行业领袖和企业家代表参与了峰会。

看好人民币资产

资产配置是关注度非常高的话题，也是投资成功与否的关键因素之一。参与资产配置论坛的嘉宾认为，随着全球经济复苏和国内供给侧改革的推进，人民币资产前景乐观，并给出了比较明确的资产配置建议。央行金融研究所所长孙国峰博士建议关注人民币资产；高善文博士直言一线城市房产、A 股市场都值得超配。

中国人民银行金融研究所所长孙国峰表示，全球众多经济体同步复苏，国内供给侧改革激发企业活力，看好全球经济和中国经济的发展。最近中国采取了进一步开放债券市场等金融市场的措施，有利于境外投资者对中国证券市场以及更多金融市场的投资，目前各国央行以及私人投资者对中国表现出更多的兴趣。随着人民币国际化进程加快，人民币加入 SDR 以后，作为一种国际货币，从全球资产配置角度来看，人民币资产将会越来越重要。

关于国内资产如何配置，安信证券首席经济学家高善文表示，国内经济在边际上出现了诸多积极变化，此前较令人担忧的杠杆及房地产领域的问题均趋于乐观。整体而言一线城市和部分二线城市仍然处于供应紧张的状态，房地产仍然有一定空间。问及具体的资产配置，高善文直言，中国一线城市的房产、A 股都是值得超配的资产。

▲ 东方红资产管理总经理任莉女士担任资产配置论坛主持人，与人民银行金融研究所所长孙国峰、安信证券首席经济学家高善文、华夏基金总经理汤晓东共话资产配置

华夏基金总经理汤晓东和东方证券资产管理有限公司总经理任莉，作为来自资产管理机构的代表都表示看好 A 股市场，建议关注 A 股的投资者不妨关注市场上致力于为投资者创造长期回报的产品。

投资是长期的事

资产配置论坛结束后，记者专访了东方证券资产管理有限公司总经理任莉。近年来，东方红资产管理凭借出色的综合投资管理能力而备受投资者和业界的认可。

“作为资产管理机构，为客户创造优异的长期回报是最重要的。”任莉说。她表示，围绕这一目标，过去十多年来，团队一直坚持价值投资理念，寻找认同理念的长期资金，致力于为客户创造长期稳定的投资回报。

据 wind 统计显示，在今年上半年基金公司旗下基金为客户实现盈利的榜单中，基金管理规模仅 498 亿元的东方红资产管理合计实现利润 74.54 亿元，进入最能赚钱基金管理人前十强，更成为每单位基金份额为客户赚钱最多的基金管理人。分析人士表示，虽然东方红资产管理发行公募基金的时间并不长、管理规模也不大，但为客户盈利是公司非常看重的数据，也是核心的考核指标。

资料显示，东方红资产管理是业内首家获得公募基金管理业务资格的证券公司，截至 2017 年 6 月底，该公司受托资产管理规模 1776.67 亿元，其中旗下公募基金管理规模 498 亿元。

“为客户创造长期回报，客户第一的原则已融入公司机理。”任莉说。她表示，在公司中，不管是投资管理，还是产品设计、市场销售、客户服务，以及公司管理、考核机制和团队文化，都将客户利益、长期利益放在首位。

“优秀上市公司的成长是需要时间的，我们需要陪伴优秀的公司成长，才能分享到它的长期成长收益。”她进一步表示，价值投资长期有效，同时价值投资需要长期资金的配合，因此公司积极寻找认同理念的长期资金，引导客户进行长线投资，同时还建立中长期激励约束机制，提供机制保障。

从个人投资者的投资方面，任莉也提出了一些建议，希望投资者能够着眼长期价值，获得长期复合回报，一方面，投资者最需要做到的是放长眼光，精选投资标的，分享优秀公司的长期收益，保持耐心；另一方面，可以选择寻找专业的机构、听取专业的建议、相信专业的力量，时间是衡量专业的一个重要标准，不妨选择那些长期业绩优异的机构。

关于资产配置

用简单的话来概括，资产配置是根据个人或者家庭的投资需求，将资金分配在不同的资产类别中。资产配置是决定投资胜败的关键因素，也是投资者最容易产生疑惑的环节。

近年来，国内越来越多投资型的基金、保险、理财产品不断推陈出新，中国居民的资产配置渠道也扩展许多。相关调查显示，除了房地产外，理财型保险产品、固定收益产品、海外股票、基金等金融产品也受到国人的青睐。在这样的市场环境下，就需要更多专业的机构给居民提供更加合理的资产配置方案。

三年封闭期满
东方红睿丰混合将转为上市开放式基金 LOF

文 / 中国基金报

已封闭运作三年的东方红睿丰灵活配置混合型基金（169101）即将开放。根据东方证券资产管理有限公司公告，2017 年 9 月 18 日东方红睿丰混合基金封闭期满，将于 2017 年 9 月 19 日转为上市开放式基金（LOF），届时投资者可以在二级市场交易基金份额，也可以通过销售机构申购赎回。

运作模式优势凸显

作为东方红资产管理旗下首只封闭三年运行的基金产品，东方红睿丰混合基金从 2014 年 9 月 19 日成立开始，就秉承着长期价值投资的设计初衷，并取得了优秀的业绩。截至 2017 年 9 月 13 日，东方红睿丰混合基金份额累计净值达 2.227 元，成立以来复权净值增长率 163%，在同期存续的封闭式基金中居于榜首。这一增长率也远超同期上证综指和沪深 300 指数涨幅，同期上证综指和沪深 300 指数涨幅仅 46.12% 和 59.53%。

拥有优秀的业绩支持，东方红睿丰混合基金在封闭期内进行了丰厚的红利派发。根据公告统计，东方红睿丰混合基金已进行了四次分红，每 10 份基金份额已累计分红 9.02 元，累计分红总金额达 14.52 亿元。

封闭三年运作的混合基金，是东方红资产管理根据自身优势打造的创新基金系列，凭借出色的主动管理能力，利用三年封闭运作优势，精选优质个股，更好的把握中长期投资机遇。同时，封闭运作三年也客观上起到对投资人长期投资的引导作用，有效规避择时可能带来的损失。

封闭期内，这类基金不开发申购赎回，为满足投资者流动性需求，通过在交易所上市实现二级市场交易基金份额。2015 年 3 月，东方红睿丰混合基金率先在深交所挂牌上市，成为首只上市的券商基金。此后，东方红睿阳混合、东方红睿轩沪港深混合、东方红睿满沪港深混合和东方红睿华沪港深混合基金均实现上市交易。

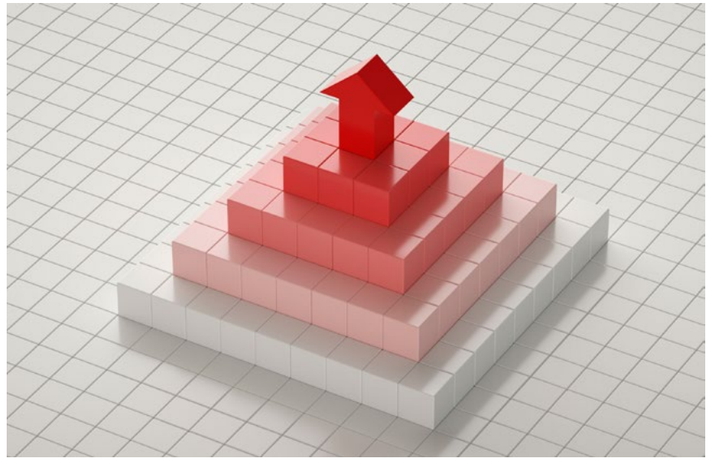
三年封闭期满，东方红睿丰混合基金转为上市开放式基金（LOF），增加投资的灵活度，投资者既可通过证券交易所在二级市场交易，也可通过各销售机构申购和赎回。LOF 基金在开放式基金运作模式的基础上，增加了交易所渠道。

收获长期优秀业绩

“优秀上市公司的成长是需要时间的，我们要做的就是找到优秀的公司，以低估或合理的价格买入并长期持有，分享企业的长期成长收益。”东方红资产管理公募权益投资部总经理、东方红睿丰混合基金经理林鹏先生表示。

分析人士指出，东方红系列创新封闭式基金在产品设计中体现了长期投资的理念，通过封闭运作积累优势，发掘中长期价值，分享到优秀公司长期成长收益，收获到优秀的长期收益。

除了东方红睿丰混合基金，东方红资产管理旗下还有 4 只处于封闭期的创新封闭式基金，均取得了出色业绩。Wind 统计显示，截至 2017 年 9 月 13 日，成立于 2015 年 1 月 19 日的东方红睿阳混合基金份额累计净值 1.932 元，成立以来复权净值增长率 115.98%；成立于 2016 年的东方红睿轩沪港深混合、东方红睿满沪港深混合和东方红睿华沪港深混合基金，也有效抵御了市场波动起伏，成立以来复权净值增长率分别达到 45.61%、40.75% 和 41.2%。



> 市场是复杂而难以预测的，我们恪守价值投资的理念，重视公司的竞争壁垒和安全边际，强调估值和公司质地的匹配，希望能够给持有人创造稳定的长期回报。我们将以更大的努力去审视现有的组合并探索新的投资方向。

在今年以来截至 9 月 13 日封闭式混合型基金的收益排名中，东方红系列创新封闭式基金包揽了前五名，东方红睿阳混合、东方红睿华沪港深混合、东方红睿丰混合、东方红睿轩沪港深混合和东方红睿满沪港深混合的复权净值增长率分别为 39.64%、39.57%、36.06%、35.57% 和 33.67%。

林鹏先生表示，转为上市开放式基金（LOF）之后，东方红睿丰混合基金将继续践行长期价值投资的思路，自下而上精选具有核心竞争力的上市公司，挖掘价格低估、质地优秀、未来成长性良好、符合经济发展趋势的上市公司股票，通过长期投资分享中国经济增长的成果。同时，注重流动性管理，严格控制投资组合风险，追求资产稳健增值。

对于下一步投资策略，林鹏指出，持有优质资产，做时间的朋友，是我们坚持的理念。市场是复杂而难以预测的，我们恪守价值投资的理念，重视公司的竞争壁垒和安全边际，强调估值和公司质地的匹配，希望能够给持有人创造稳定的长期回报。我们将以更大的努力去审视现有的组合并探索新的投资方向。

长期业绩靓丽　东方红系列四集合计划齐分红

文 / 国际金融报 记者徐蔚

滴水穿石，投资比的是长期致胜，为客户实现财富的长期增值才是资产管理机构的责任所在。

近日，一批长期业绩突出的集合产品再现大比例分红。东方证券资产管理有限公司近日公告显示，旗下东方红 5 号、东方红 6 号、东方红 9 号、东方红领先趋势等四只集合资产管理计划将集体分红。

根据公告，东方红 5 号、东方红 6 号、东方红 9 号和东方红领先趋势每 10 个单位计划份额拟分红金额分别为 6.91 元、4.23 元、4.39 元和 5.07 元，除权除息日均为 10 月 20 日，红利发放日为 10 月 23 日。

大比例分红源于靓丽的长期业绩。Wind 数据显示，截至 2017 年 10 月 19 日，东方红 5 号、东方红 6 号、东方红 9 号和东方红领先趋势累计单位净值分别为 4.9536 元、2.9878 元、3.1173 元和 3.6063 元，成立以来复权收益率 419.87%、198.78%、213.88%、265.24%。

Wind 统计显示，截至 10 月 19 日，在偏股类集合计划近三年收益率排名中，东方红 6 号、东方红 5 号位居第一、第二，近三年复权净值增长率分别为 213.71%、213.43%。

约瑟夫·提格曾在《长期投资》一书中提到长期收益的四种表现，一是企业的发展，股票价格的恢复正常的估值过程；二是长期的股息收益，来源于上市公司分享成长成果；三是合理的资产配置，最大限度减少了在单一投资品种上的时间；四是长期投资回避了外界因素带来的系统性风险。

作为这四只集合计划的管理人，东方红资产管理一直注重长期，旗下东方红系列产品出色的整体业绩和长期业绩，得益于对价值投资的坚持，始终关注上市公司的核心竞争力，精选并陪伴优秀的企业成长，分享优秀企业的长期成长收益，把握大趋势下大概率的投资机会。

作为资产管理机构，东方红资产管理以帮助客户实现长期财富增值为目标，投资实践中注重分析价格与内在价值的关系，重视安全边际，在严守估值纪律的前提下进行长期投资。

重视复利的力量，保持足够的耐心。每年并不耀眼的正收益，可以造就靓丽的长期成绩。

价值投资管理人“虹吸”资金

文 / 上海证券报 记者弘文

今年来，随着秉承价值投资理念的资管团队业绩持续向好，相关产品对场内外资金的吸引力正在形成强烈的“虹吸”效应，并正在改变 A 股市场的资金流向、价值取向和投资者结构。

价值投资风潮正在中国股市兴起。

上证报记者获悉，东方红睿丰在 9 月 19 日三年封闭期满打开申购后，获得了场外资金追捧。

尽管基金管理公司此前已有意识控制规模，把每户的申购上限定在 10 万元，但短短一日申购总额也达到了 100 亿左右。这成为今年又一例百亿级的股票资管产品申购现象。

这样“爆棚”的申购人气，在今年 6 月份也出现过，同样是东方红管理的一款集合资管计划东方红内需增长，在一天内获得了近百亿元申购。

东方红旗下产品的热销并不意味着所有偏股基金发行都已摆脱萧条。第三方统计显示，过去一年内，偏股基金的发行规模依然低迷。过去一个月内，五只募集设立的偏股基金，平均募集规模为 3.2 亿元，是东方红睿丰的申购规模的 1/30。

业内人士认为，场内资金如此热捧和东方红团队自身突出的价值投资色彩及产品业绩有关。统计数据显示，东方红旗下多个偏股产品过去一年的收益率超过 40%，其中就有此次热销的东方红睿丰。

东方红睿丰的热销只是价值投资理念在 A 股市场复苏的体现之一。

今年前 9 月，无论是公募，还是券商资管或私募，无论是新发产品还是存量产品申购赎回，资金正在快速涌向秉承价值投资理念且业绩优秀的资产管理人。一句话概括，资金在热捧“价值派”基金经理。

私募领域，价值投资色彩特别鲜明的景林和高毅今年资产管理规模均有大幅增长。业内预计，景林的二级市场管理规模或已突破 500 亿。

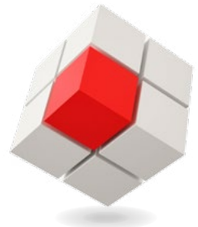
而高毅资产旗下最热销的是邓晓峰管理的私募系列产品。一些渠道人士预计，邓晓峰管理的资产已破百亿，且很多渠道已经停止申购。

公募领域里，东方红资管的权益管理规模预计也达到千亿级别，进入行业前列。这还是在东方红自身大力控制规模且关闭多只权益产品申购情况下完成的。

总体来看，今年以来，资管市场资金正在离开交易型、主题型、成长型的管理人，同时持续进入价值投资理念纯粹、投研能力突出的团队。资金偏好长期化、理性化特征凸显。

沪指 6124 十年
绩优产品穿越牛熊　晋龙 1 号收益率超 600%

文 / 中国经营报 记者万佳丽



时间是最好的试金石。如何在市场中获取长期大概率的投资回报？价值投资的道路和方法行之有效，东方红资产管理的价值投资实践也证明，价值投资的方法可以提升投资获胜的概率。

2007 年 10 月 16 日，上证综指创造了 6124.04 点的历史峰值，随后十年中市场几轮牛熊轮换，跌宕起伏，2017 年 10 月 16 日上证综指收于 3378.47 点。当初的 1400 余家公司中，近 7 成股价创出历史新高。

十年来，仍有一批基金、集合计划、阳光私募产品穿越牛熊，取得优异的长期业绩。Wind 统计显示，十年间，主动偏股基金中表现最好的为华夏大盘精选混合基金，十年净值增长率为 177.04%。阳光私募基金中约有 20 只实现净值翻倍，其中，晋龙 1 号和海洋之星 1 号成立十年来净值增长率分别达到 616.3% 和 597.05%，该两只产品管理人均为东方证券资产管理有限公司。

据了解，东方红资产管理一直践行价值投资理念，积极把握大趋势下大概率的投资机会，寻找优秀的公司，以合理的价格买入，进行长线投资，分享优秀公司的长期成长收益。

穿越牛熊 晋龙 1 号收益率超 600%

过去十年，除中小板指逆势上涨以外，上证指数、沪深 300、上证 50、深成指等主要指数跌幅均在 30% 甚至 40% 以上。指数下行带来 A 股整体市盈率下跌，在 6124 点牛市顶点时，A 股整体市盈率突破 55 倍，当前市盈率维持在 20 倍左右。

据私募排排网的不完全统计，2007 年 9 月至 2017 年 9 月，有 20 只左右私募基金产品实现净值翻倍。

从业绩表现看，晋龙 1 号和海洋之星 1 号成立之时，上证综指和沪深 300 指数均处于 5000 点以上，经过十年轮回，晋龙 1 号和海洋之星 1 号却连续创出新高。

私募排排网数据显示，晋龙 1 号成立于 2007 年 8 月 28 日，截至 2017 年 10 月 16 日累计单位净值达 7.163 元，成立以来净值增长率达 616.3%，年化收益率超过 20%。同期上证综指跌幅达 34.4%，沪深 300 指数下跌 25.36%，同期存续公募基金产品中净值增长率最高的为 198.93%，净值增长率超过 150% 的公募基金为 3 只。

无独有偶，海洋之星 1 号成立于 2007 年 9 月 30 日，截至 2017 年 10 月 16 日累计单位净值 6.9705 元，成立以来净值增长率 597.05%，年化收益率超过 20%，而同期上证综指下跌了 39.15%，沪深 300 指数跌幅 29.88%。

分析人士指出，出色的长期业绩除了该类产品特性以外，也得益于管理人出色的中长期投资管理能力。

把握大趋势下大概率的投资机会

过去十年，多轮牛熊市转换，市场跌宕起伏，如何才能获得长期大概率的收益？十年间，投资人更趋理性，理性投资、长期投资、价值投资的理念逐步回归。

晋龙 1 号、海洋之星 1 号的管理人在权益投资领域享有盛誉，今年以来，因旗下东方红系列公募基金靓丽的整体业绩而受被投资人所认识。海通证券研究报告显示，在 102 家公募基金管理人今年前三季度的权益类基金净值增长排名中，东方红资产管理排名第一，其旗下权益类基金净值增长率达 36.53%。

事实上，东方红资产管理在 2014 年发行第一只公募产品以前，自 1998 年就开始从事资产管理，2005 年发行了业内首批集合计划，即东方红 1 号集合资产管理计划，目前存续时间最长的东方红 4 号积极成长集合计划成立于 2009 年 4 月，截至 2017 年 10 月 16 日累计净值达 7.6159 元。

该两只私募产品较少受人关注。早在 2014 年，好买基金发布的统计报告显示，股票型私募产品 2009-2013 五年收益率排名中，海洋之星 1 号以 240.91% 的收益率夺冠。

时间是最好的试金石。如何在市场中获取长期大概率的投资回报？价值投资的道路和方法行之有效，东方红资产管理的价值投资实践也证明，价值投资的方法可以提升投资获胜的概率。

回顾十年，统计数据显示，在 2007 年股指高点时两市合计共有 1497 家上市公司，已有 67% 的个股突破 6124 点时的股价，其中，一批上市公司实现业绩数倍的增长，带来了股价数倍的增长。优秀公司的在市场竞争中拥有强大的竞争优势，能够长期获得超出社会平均利润水平的公司，带给股东更丰厚的回报。

作为资产管理人，凭借自身专业投资管理能力，从上市公司的商业模式、管理层的素质、估值水平等多个维度精选优秀公司，以便宜的价格买入并长期持有，分享上市公司成长带来的长期可持续回报，实现长期财富增值。加之，价值投资重视安全边际，严守估值纪律，拉长时间来看，投资优势更趋明显。

COVER STORY 封面故事

东方红资产管理林鹏：“中国制造”孕育巨大投资机会

来源：上海证券报 记者宏文

上海黄浦江畔的中山南路318号，是东方红资产管理公司的大本营，亦是今年风头最劲的资管团队所在地。该团队作为中国价值投资的代表之一正从这里全面崛起。

办公室的装饰朴素淡雅，恰如东方红资产管理的投资风格朴实低调、稳健慎言但眼光长远、业绩不凡。东方红资管投资团队是价值投资的坚定实践者，他们以十多年的实践证明，在中国，价值投资可以优化资源配置实现多方共赢发展：一方面通过投资优秀的公司，让优秀公司通过资本市场做大做强，为社会和公众提供更多产品和服务；另一方面可以让投资者通过投资优秀公司，分享优秀公司长期成长的收益，实现财富保值增值。

作为东方红公募权益团队的投资总监、东方红权益投资的领军人之一，林鹏本人管理的基金今年的业绩相当亮眼，年初以来管理的偏股型基金平均收益率超过40%，最高的东方红睿华年内收益达到52%（截至10月18日），雄踞偏股型基金第一名（剔除申赎导致收益异常的基金）。他管理的基金年中创下单日申购百亿的募集纪录，显示出强大的市场号召力。

林鹏领军的东方红公募权益团队无疑是当下业内股票投资的顶级团队，但他保持着东方红一贯的低调作风，他眼中的价值投资，格外令人关注。

“中国制造”孕育巨大投资机会

巴菲特曾把自己优秀的投资纪录归因于价值投资方法和出生于二十世纪美国这一机会澎湃的年代。林鹏也持同样看法。他认为，中国经济的增长韧性，和中国优秀企业逐渐成为全球行业龙头这一大趋势，为 A 股进行价值投资奠定了前提。

早年从家电研究起步的林鹏，对“中国制造”的能力提升印象极为深刻。

2000 年时，中国的家电行业还处于初级、弱小的阶段。但十多年磨砺后，国内已经诞生了美的、格力这样的全球家电巨无霸。这期间，国内企业从跟随到赶超，从整合国内市场至争锋全球市场，逐步超越全球竞争对手，最终占据了全球产业的核心位置。这一过程，让林鹏大为触动。

随之而来的是巨大的投资机会，格力股价 2000 年初至今涨幅超过 90 倍，美的股价近 5 年上涨了 380%，即是例证。

而类似过程不仅发生在家电业，在其他制造业也普遍存在，甚至在规模、品控要求非常严格的中高端制造业比如汽车行业，中国企业也正在重复这个过程。

亲自见证这个过程的林鹏，对其中原因洞若火烛。

“中国制造业的崛起不乏腹地市场巨大、营商环境良好、工业体系完善、物流基础出色等原因。但更关键的是，中国人民勤劳的民族性、中国市场孕育的企业家精神和整个社会对奋斗的推崇。后者是决定中国制造业在全球产业链中位置不断提升的精神内核。”

“未来的不少行业里，中国第一就是全球第一，中国第一的公司是大市值公司，全球第一的公司可能就是巨型市值公司。”林鹏判断说。

中国经济的增长韧性，和中国优秀企业逐渐成为全球行业龙头这一大趋势，为 A 股进行价值投资奠定了前提。

他认为真正优秀的企业，首先必然诞生于具备良好竞争结构的行业。只有一个充分竞争，并有市场化退出机制的行业才可能孕育出真正优秀的企业。

只投资最优秀的企业

顺应此大趋势，林鹏在投资组合构建上，亦有自己独特的风格——专注投资各行业最优秀的龙头公司。

“我们只投资各行业里最优秀的公司，细分行业只投资最好的那一家。”林鹏说。

这样的配置结果是两个：其一，因为一个行业只投资一家公司，所以这个公司必然是团队精挑细选、长期跟踪之作，组合标的的质量和确定性有较高保证。其二，也因为一个行业只投资一家公司，所以理论上每个行业的仓位不会超过 10%。整个组合有良好的均衡性和分散度，净值的波动率远低于行业平均水准。

精选个股和行业分散在组合配置上互为依托，构成了进攻性和防御性的平衡。

那么，怎样的企业算是行业里最优秀的企业？林鹏有自己的标准。

他认为真正优秀的企业，首先必然诞生于具备良好竞争结构的行业。只有一个充分竞争，并有市场化退出机制的行业才可能孕育出真正优秀的企业。白色家电企业之所以比黑色家电企业发展得更快、更大，行业的竞争结构是先天优势。

其次，相关行业的增长波动水平不应太大。林鹏认为，一个波动率过大的行业，哪怕是阶段增速很高，都存在“翻车”的可能。相对而言，稳定增长的行业，即使增速不快，更容易让优秀企业积累竞争力。

其三，优秀的企业应有中长期不能被颠覆的竞争壁垒。他举例说，数年前，有一家优秀的上市公司成为东方红团队重点讨论的标的。这个公司各方面都很优秀，估值也不高，唯一的隐忧是，它无法回避现代社会去现金化的趋势冲击，最终林鹏还是放弃了这家公司。回头看，自 2015 年以来，这家公司股价始终表现较为平淡。

当然，这些只是原则，真正的研究过程需要东方红资产管理富有经验的团队来落实。“好企业千人千面，需要经验、勤奋和临场的决断。”

“做投资之初，很早就确定了投资思路——要去投资中国各行各业最优秀的公司，分享公司中长期增长的收益，现在我仍在做这件事。”林鹏说。

控制回撤胜于追求增长

尽管今年业绩排在行业最前列，但林鹏显得很谦虚，“这有偶然的因素”。

林鹏说，优秀企业集中被重估是他的基金今年业绩爆发的原因。从他个人本意来说，他更期待管理的基金每年以比较稳健的姿态积累净值。“我对重仓股的心理期待就是每年 20% 的收益。”

类似的，林鹏也不刻意追求组合内有 tenbegger（短期内翻十倍）的个股。他认为，这种个股固然激动人心，但往往诞生在周期波动巨大的行业，或是企业运营的初期。投资项目的可预见性和确定性不高。相反，一旦投错可能转瞬之间就成为“地雷股”。

“在我的投资方法中，组合内可以没有这种十倍股，但整个组合里，每个股票必须都处在低风险区域，每年都有适当涨幅，不追求单只个股特别高的收益率，但是整个组合表现稳定，没有大的下行风险。”

因此，林鹏在投资中对下行风险格外留心。

他的经验有四个方面。其一，严格选择最优秀的公司作为投资标的。最优秀的公司有最强的竞争力和抗风险能力，这是一切投资选择的必要前提。其二，组合不走极端，严格执行个股精选、行业分散的配置原则。其三，逆向配置，在个股处于市场低关注度的时候投入力量重点研究，并且尽量在估值底线附近买入。其四、动态的调整组合，在市场情绪波动中获取超额收益。

事实证明，良好的风险管控往往带来意外的惊喜。2015 年股指高点时，林鹏逆向配置了十倍市盈率的万科，2016 年他在 230 元一线大举建仓茅台，2017 年初他重仓持有海康威视。回首看，都是当年或此后相当长时间的大牛股。

这让人想起孙子兵法所说的：“故善战者，立于不败之地，而不失敌之败也。”

团队一心 价值长行

林鹏如今可能是业内股票管理规模最大的基金经理，300 亿的规模会否成为未来业绩的包袱？

林鹏笑着回应，不会。他详细地解释了四个理由。

第一，中国证券市场的规模过去十年增长了数倍，龙头公司市值更是几十倍的递增，现在管理 300 亿元的基金规模，比 2007 年管理 50 亿还要游刃有余。

第二，东方红和林鹏的投资风格都是长线价值出发，无须频繁交易。这种投资方法对市场日常的交易冲击较小，因此可以容纳的资金规模也更大。

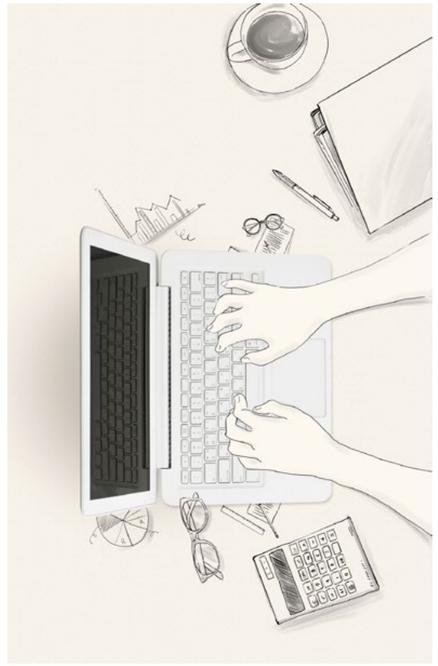
第三，东方红已经形成了理念稳定、梯队清晰、专业专注的投资团队，人员变动率显著低于同业，长期积累的优秀投资经理和研究员，保障了研究深度和效率。

第四，最关键的是，东方红资产管理内部已经形成了以客户盈利为导向、以长期考核为保障的公司文化和考核制度。这保证了投研团队可以真正的从长线出发、从公司价值出发去实行价值投资。这种投研文化的独特性，是东方红持续发展的核心动力。

“我不觉得如今的基金规模会影响投资方法的发挥，东方红秉承的价值投资理念与方法还远未触及规模管理的上限。”林鹏说，对东方红公募团队而言，最关键的问题永远是如何坚持和发展已有的价值投资理念与方法，如何持续挖掘每个行业最优秀的公司并且长期陪伴它们成长，如何与接受长线理念的投资者一起获取中国资本市场的长期回报。

对于未来的中国资本市场，林鹏也坚信价值投资会在市场中一直有它的一席之地。中国制造业不断发展、全球化的过程没有结束。其中的龙头企业，最终会获得全球资金的关注，并和全球龙头企业的估值对标。

“在食品饮料、汽车、医药等领域将会催生出真正巨型市值的企业，尤其是其中具备业务延伸性的龙头企业，将会是全球龙头企业的重要候选者。这也是我们正在关注的。”林鹏总结说。



东方红资产管理王延飞：投资追求大概率事件 看好六大板块投资机会

来源：上海证券报 记者宏文

上周，A股市场各大指数全面回调，今年表现突出的贵州茅台、美的集团、格力电器等漂亮50股票也出现了小幅回调。一时间，关于部分蓝筹股泡沫化的争论被热议，而市场风格可能发生变化的预期也逐渐强烈起来。

日前，东方证券资产管理有限公司基金经理王延飞在接受采访时表示，A股市场自年初以来持续分化，市场风格偏好确定性比较强的龙头企业，加之海外资金通过深港通、沪港通不断买入加强了这一趋势。目前市场整体结构性风格的外部条件没有发生改变，并仍将持续。就具体板块而言，继续看好稳定性强的大众消费龙头公司等六大板块投资机会。

在能力圈内精选优质个股

今年以来，市场上一批追求绝对收益，坚持价值投资的资产管理人表现出了较好的投资业绩，部分权益类基金发行火爆。仅9月以来，从东方红睿丰三年封转开一日吸金百亿左右，到华泰柏瑞量化基金卖了51.55亿再到中欧恒利的“一日售罄”。

在王延飞看来，部分基金销售火爆，主要源于两方面的原因，一是当前市场条件下，坚守价值，能够保持长期业绩优胜的产品品种较为稀缺，二是投资者对基金公司长期投资业绩的认可，这也反过来体现了基金产品的赚钱效应。

在投资方法上，王延飞认为，在熟悉的范围内做投资决策十分重要，要追求大概率事件。作为价值投资的坚定实践者，在他看来，只有严格甄选具有核心竞争力的优质企业，才能分享长期成长收益。同时，严守估值纪律，避免买入估值过高的股票，能够有效规避市场风险，获得长期收益。

“选择优秀公司或个股将显得更加重要”，王延飞表示，幸运的行业、能干的管理层、合理的估值和预期是其精选个股的三大法宝。首先，幸运的行业是企业在自身所处行业中能够有效建立起自己的护城河，有很好的商业模式，能在产业链端形成优势，这样的公司很有投资价值。其次，行业管理团队能否匹配公司战略诉求，能的话，是值得长期跟踪和投资的。第三是公司价格要合适，而这需要耐心，等待股票的可接受价格出现。

王延飞

东方证券资产管理有限公司公募权益投资部基金经理，复旦大学管理学硕士，证券从业7年，历任东方证券资产管理业务总部研究员，东方证券资产管理有限公司研究部高级研究员。

格偏好确定性比较强的龙头企业，加之海外资金通过深港通、沪港通不断买入加强了这一趋势，目前市场整体的结构性风格没有外部条件改变，仍将持续。

从国际环境来看，国际经济出现难得的全球同步复苏的迹象。一方面，美国非农数据依然非常强劲，特朗普税改又提升了市场的预期。另一方面，欧洲市场逐步复苏，虽然面临一些小浪花，但总体情况处于近年比较好的阶段。因此，总体来看，全球经济出现同步向好的局面。

就国内环境而言，整体经济波动趋于平缓。“目前工业增加值在下了一个台阶之后，稳定在6%左右的水平，进入2017年后有所反弹，这跟房地产产业链景气度的传递有关，但不会再有太大波动。”他同时指出，制造业的竞争结构伴随着市场出清与供给侧改革逐步得到改善，由此将逐步带来企业盈利能力的提升。另一方面，国内通胀水平略有提升，但仍然维持在低位，国内出现系统性风险的概率显著下降。

随着长线投资理念日益深入人心，定期开放基金获得投资者更多关注。东方证券资产管理有限公司10月31日公告，东方红睿玺三年定期开放混合型证券投资基金将于11月8日发行，着眼股票市场中长期投资机遇。这只基金的拟任基金经理就是王延飞，据了解，该基金投资范围涉及沪港深三地股市，可以通过港股通机制投资于港股市场，并关注具有核心竞争力、具有估值优势或相对于A股具有稀缺性的个股。在他看来，中国经济发展到目前阶段，存量经济内竞争格局的改变将会成为主题，各个细分行业具备竞争优势、拥有较宽护城河的企业未来盈利能力会更加突出。

看好六大板块

在贵州茅台创下655元的历史新高之后，引发了关于部分蓝筹股泡沫化的争论，同时市场风格可能发生变化的预期逐渐强烈起来。那么，市场背后的投资逻辑会否发生变化？

王延飞认为，A股市场自年初以来整体处于震荡状态，市场风

就具体板块领域而言，王延飞比较看好六大板块的投资机会，主要包括稳定性强的大众消费龙头公司，高分红低估值的可选消费龙头，国产汽车实现跨越的历史性机会，以及具备高端精密制造的产业集群优势与生产的相对优势和创新医药龙头、医药服务类龙头企业，此外与供给侧收缩有效的部分周期品龙头等。

东方红资产管理李竞：中国版“漂亮 50”在未来一两年可能成为趋势

文 / 中国基金报 记者米尔

国庆前夕，中国基金报记者专访了东方证券资产管理有限公司私募权益投资部投资主办人李竞，就前三季度行情和四季度投资主线及市场逻辑等问题进行探讨。李竞认为，长期投资是“称重机”，价格终将反映价值，在长期投资中，控制风险、选择胜算概率比较高的投资方式是获取稳定投资回报的重要要素。

“不亏钱才能一直留在牌桌上，维持赚钱的可能性”，在李竞看来，随着市场资金机构化趋势越来越明显，白马成长股的估值适度泡沫化可能会成为现实，中国版漂亮 50 在未来一两年可能成为趋势。

访谈过程干货满满，基金君大致梳理了下，李竞的主要观点如下：

1、在幸运的行业找好公司；

2、随着市场资金机构化趋势越来越明显，白马成长股的估值适度泡沫化可能会成为现实，中国版漂亮 50 在未来一两年可能成为趋势；

3、电子和新能源板块有被过度博弈化的倾向，但真正质地好的优秀龙头公司长期依旧可以配置；

4、从投资研究方面来看，当前港股部分优质公司的估值洼地尚未被开发；

5、不亏钱才能一直留在牌桌上，维持赚钱的可能性，并有利于保持好的心态；

6、股市短期看是’投票器’，不可测因素多，很难把握；长期看是’称重机’，价格终将反映价值；

7、优秀企业不等于优秀股票，市场往往在某些阶段会给予优质企业过高的定价。

8、本轮反弹更多的市场基础在于政策预期差的博弈，反转的基础并不夯实，中长期仍然受制于估值和盈利的双重制约。

以下是对话实录

中国基金报记者：您认为做投资什么因素是最重要的？

李竞：巴菲特有一句著名的投资名言：第一条是永远不要亏钱；第二条是永远不要忘记第一条。诚如巴菲特所言，最重要的首先不是怎么赚钱，而是考虑如何不亏钱。

中国基金报记者：但是对于投资来说，投资是要赚钱而不仅仅是不亏钱。

李竞：在长期投资中，控制风险、选择胜算概率比较高的投资方式是获取稳定投资回报的重要要素。

不亏钱才能一直留在牌桌上，维持赚钱的可能性，并有利于保持好的心态。选择优秀的公司为伍，保持耐心，一旦上市公司业绩变好，投资机会来临时，不亏钱才能有足够筹码，才能保留全力挥杆的机会。而一旦亏损较多，没有筹码以合理的价格买入，就很难再把握住好机会。

中国基金报记者：您在选择股票和行业上有哪些坚守的原则？

李竞：我们在实际的投资中严格控制风险，精选行业护城河较深且管理层高效的优质公司，以合理的估值买入并长期持有，做大概率的投资，为投资者努力赚取长期收益。

首先，在幸运的行业寻找好公司。幸运的行业里的龙头公司相当于正和博弈，买入后伴随着公司的成长和市占率的提高可以获得良好的股东回报，为投资人真正赚取长期可持续的收益。而挑选非优质企业则是零和博弈甚至负和博弈，赚的是其他投资者的钱，这种情况下，不确定性大，胜率会低很多。

第二，寻找能干的管理团队。优秀的管理团队，能够制定明确合理的公司发展战略，有高效的执行力和强大的竞争优势，使公司具备长期可持续发展的能力，长期回报会高于社会平均水平。

李 竞

东方证券资产管理有限公司私募权益投资部投资主办人，复旦大学经济学硕士，证券从业 9 年，历任东方证券资产管理业务总部研究员，东方证券资产管理有限公司研究部高级研究员、专户投资部投资主办人。

> 长期投资是“称重机”，价格终将反映价值，在长期投资中，控制风险、选择胜算概率比较高的投资方式是获取稳定投资回报的重要要素。

第三，多维度评估公司的内在价值。优秀企业不等于优秀股票，市场往往在某些阶段会给予优质企业过高的定价，但如果实际价值偏差太多的话，就很容易产生估值泡沫，影响投资概率，以较低的价格买入好公司。此外，还要重视夏普比率，构建合理的投资组合，在有限的风险敞口中获得尽可能多的收益。

业内有句话，股市短期看是“投票器”，追涨杀跌在所难免，一只股票短期买的人多了就会涨，短期价格走势并不能完全反映价值；但长期看则是“称重机”，优秀的公司能够穿越市场牛熊，价格终将反映价值。

中国基金报记者：东方红资产管理旗下产品换手率在业内偏低，也一直坚持用长期资金投资于优秀公司的理念，您在实际操作中，对股票收益和回撤控制上有什么心得，可以举个例子吗？

李竞：首先长期优良业绩的获得并不依靠高频次的换手来获取，作为投资经理，对投资者的直接反馈是累计产品净值，即为投资者最终赚取多少收益。不少阶段性的业绩冠军短期收益高但难以持续，投资人往往通过重仓某一类主题或周期股票而进行短期博弈，这种类似赌博的投资方式，长期来看较难为投资者赚取可持续的合理回报。

业绩波动大的产品，中长期看并不一定表现良好。比如说，一只基金第一年赚 50%，第二年亏 30%，两年下来复合回报其实并不高；而一个年收益只有 5% 的基金，若能够在 5 年内保持此增长的均速，多年跑下来的长期收益相对可观。这两种投资方法，在投资态度上有根本性的差别，本着后一种态度做的结果往往会超持有人预期。

中国基金报记者：如何评价今年前三个季度的市场特点？

李竞：今年 A 股前两个季度市场主线以价值股和蓝筹股为主，进入 7-8 月份以新能源汽车、钢铁煤炭为代表的周期股行情启动。但本轮反弹更多的市场基础在于政策预期差的博弈，反转的基础并不夯实，中长期仍然受制于估值和盈利的双重制约。

中国基金报记者：这一时间公司在投资上有哪些思考？

李竞：公司坚持的价值投资风格，中长期能较大概率地战胜市场，短期的组合收益率受市场偏好影响无法保障，因此我们更注重择股而不是择时。从三季度看市场依旧在有限的时间和空间内进行复制着两年前创业板大牛市的一些行为模式，但由于市场参与者的变化和两年来经济背景的演变，博弈的难度无疑在加大，因此对我们而言就更要坚持价值投资风格，在价格低于公司价值时介入，分享优质公司的成长收益。

中国基金报记者：白马股上半年积累了不少涨幅，到了三季度中小创崛起，针对市场风格是否会切换也有不同的声音，在您看来，市场背后的投资逻辑是否在发生变化？

李竞：站在当前时点，由于前期机构投资者抱团取暖过于集中，三季度白马蓝筹类股票已经释放了一定的回调风险。中期来看，家用电器、汽车食品、高端装备制造、移动互联网等增长确定的行业白马龙头公司由于相对估值吸引力依旧比较明显，仍旧是市场抱团配置的首选。随着市场资金机构化趋势越来越明显，白马成长股的估值适度泡沫化可能会成为现实，中国版漂亮 50 在未来一两年可能成为趋势。

此外，电子和新能源汽车两大板块有被过度博弈化的倾向，但真正质地好的优秀龙头公司长期依旧可以配置。

中国基金报记者：港股不断创出新高，您认为是否还具有估值优势？

李竞：我们于 2016 年初率先判断香港市场的主流品种存在一定的估值优势和分红率优势，领先于市场加大港股通的配置，在 2016-2017 年取得较为可观的超额收益。

内地资金受资产荒和人民币贬值因素影响将持续南下，港股的资金结构正在发生变化，本土机构定价权能力提升；而从投资研究方面来看，当前港股部分优质公司的估值洼地尚未被开发，而未来随着 A 股投研力量的同时南下，以及内地和香港互联互通机制的实施，越来越多的内地资金正在布局港股洼地，香港市场或在迎来中长期配置良机。

目前来看港股优质品种的估值优势依旧存在，我们会继续加强港股公司研究和配置。

中国基金报记者：您对四季度的行情怎么看？比较看好哪些行业呢？

李竞：巴菲特、彼得林奇等投资大师都从来不对短期的市场进行预测，我们也不认为自己有比他们更强的智慧去对下一个季度进行准确的预测和布局。

我们始终坚持长期价值投资，以客户长期财富增值为目标，关注客户资产长期净值的增长，不会跟随短期的市场偏好去进行大规模资产配置的切换。

板块来看，家用电器、汽车食品、高端装备制造、移动互联网等增长确定的行业白马龙头公司由于相对估值吸引力依旧比较明显，中国版漂亮 50 可能在未来很长一段时间内成为趋势。

Q&A

2017 年第四季度投资展望

合理布局
看好稳增长低估值的龙头企业

文 / 东方红资产管理基金经理兼策略师 刚登峰

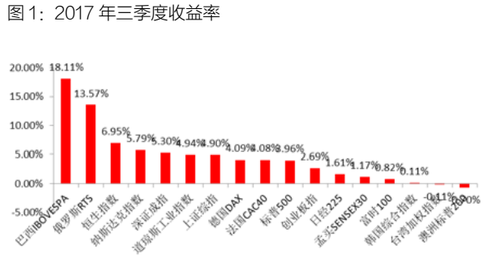
2017 年三季度行情回顾

今年第三季度 A 股市场总体处于震荡上行的趋势中，周期行业表现突出。目前市场风格仍然偏好确定性较强的龙头企业，在没有外部条件的情况下，这一结构性风格或仍将维持。以下从三个方面对 2017 年三季度进行回顾：

三季度全球主流市场开始分化

伴随全球经济逐步出现复苏态势，三季度全球金融市场大多出现了比较可观的涨幅。无论是欧洲还是美国，乃至新兴国家的巴西俄罗斯，以及中国 A 股跟恒生指数，都表现相当不错。

图 1：2017 年三季度收益率



数据来源：Wind、东方红资产管理

A 股市场走向

A 股市场三季度整体出现反弹，尽管主板由于周期股的异军突起风格依然占优，一些股票有见底企稳迹象。

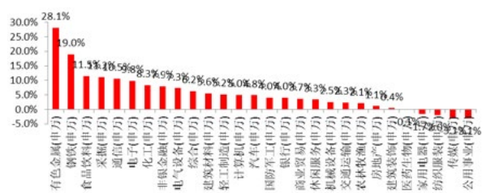
数据来源：Wind、东方红资产管理

申万一级行业的上季度表现

目前 A 股市场仍然是存量资金的市场，不太具备外围资金进入的条件，

从行业表现来看，截至 9 月 30 日，有色金属、钢铁等周期板块异军突起，表现亮眼，食品饮料表现一如既往地优秀，三个申万一级行业指数二季度分别上涨 28.1%、19% 和 11.5%。而公用事业、传媒、纺织服装、家用电器等经营相对稳定的行业出现了一定跌幅，涨跌幅分别为 -3.1%、-3.1%、-2.0% 和 -1.7%。

图 2：三季度行业涨幅



数据来源：Wind、东方红资产管理

2017 年四季度投资展望

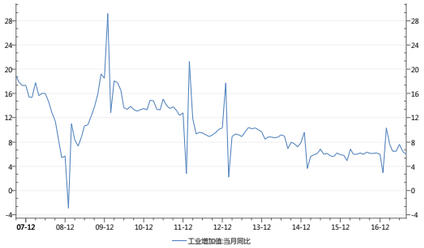
国际投资环境

国际经济出现难得的全球同步复苏的迹象。一方面，美国非农数据依然非常强劲，特朗普税改又提升了市场的预期。另一方面，欧洲市场逐步也在复苏，虽然面临一些小浪花，但总体情况处于近年比较好的阶段。因此，总体来看，全球经济出现难得的同步向好的局面。

数据来源：Wind 资讯

国内投资环境

从国内经济情况来看，2011 年之后，整体的经济波动趋于平缓。目前工业增加值在下了一个台阶之后稳定在 6% 左右的水平，进入 2017 年以后有所反弹，这跟房地产产业链的景气度的传递有关，但波动围绕在 6% 而已，不会再有太大波动。值得一提的是，制造业的竞争结构伴随着市场出清与供给侧改革逐步开始改善，由此将逐步带来企业盈利能力的提升。另一方面，国内通胀水平略有提升但仍然维持在低位仍不足为虑。



数据来源：Wind 资讯

市场观点与投资展望

A 股市场自 2016 年 2 月以来整体处于震荡偏强状态，市场风格偏好确定性比较强的龙头企业，加之海外资金通过深港通、沪港通不断买入加强了这一趋势，目前市场整体的结构性风格没有外部条件改变仍将持续。

就具体板块领域而言，继续看好稳定性强的大众消费龙头公司，高分红低估值的可选消费龙头，看好住房后市场的机会、国产汽车实现跨越的历史性机会，以及高端精密制造的产业集群优势与生产的相对优势，创新医药的龙头与医药服务类的龙头企业，此外与供给侧收缩有效的部分周期品龙头企业等也值得关注。

东方红资产管理一直坚持价值投资理念，追求绝对收益，注重把握大趋势下的大概率投资机会，自下而上精选“幸运行业 + 能干的管理层 + 合理估值”三者兼具的优质标的，分享优秀公司长期成长的收益。团队看重优秀个股的长期投资价值，因此在投资过程中更加注重选择那些行业护城河较深、竞争力较强，拥有优秀的管理层与合理估值兼备的公司。

声明：
报告中的内容和意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议，不对使用报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
报告版权归公司所有，公司保留所有权利。

东方红资产管理一直坚持价值投资理念，追求绝对收益，注重把握大趋势下的大概率投资机会，自下而上精选“幸运行业 + 能干的管理层 + 合理估值”三者兼具的优质标的，分享优秀公司长期成长的收益。

2017 年第四季度投资展望

市场情绪转暖 逐步加大配置

文 / 东方红资产管理基金经理 纪文静

2017 年三季度行情回顾

三季度债券市场整体呈窄幅震荡走势。尽管 7-8 月的经济数据明显回落，但在资金面紧平衡的状态下，利率债收益率并未有明显下行，10 年期国债收益率在 3.6% 附近小幅波动，5 年期和 10 年期收益率基本一致，收益率曲线进一步平坦化。信用债收益率也跟随利率债呈小幅震荡走势，信用利差基本保持稳定，趋势上呈缓慢下行态势。

三季度市场表现具体如下：

利率债

三季度利率债除了 30 年期的超长期品种之外，收益率整体呈窄幅震荡走势。短端收益率呈先下后上态势，整体在 3 季度走平；10 年期国债收益率在 3.6-3.65 之间小幅波动，5 年期和 10 年期收益率基本一致，并在 3 季度末呈小幅倒挂；30 年期国债收益率则明显上行，在 3 季度上行 30BP 左右。

信用债

三季度信用债收益率整体呈小幅上行走势。7 月份信用债收益率整体走平，并未有明显变化；8 月份信用债收益率整体呈上行走势，5 年期各等级信用债普遍收益率上行 15BP 左右；9 月份信用债收益率再次回落，相较于高等级信用债而言，低等级信用债回落幅度更大。从信用利差来看，信用利差在 3 季度整体呈小幅回落态势。

图 1: 国债收益率走势

数据来源：Wind、东方红资产管理

图 2: 信用利差变化

数据来源：Wind、东方红资产管理

2017 年四季度投资展望

7、8 月经济数据有所回落，四季度经济增长仍将面临下行压力

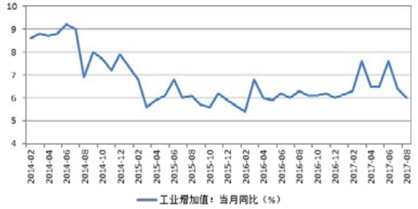
经济增长方面，上半年国内经济增长平稳，但 7、8 月份经济数据已有所回落。7 月和 8 月的工业增加值同比分别增长 6.4% 和 6%，固定资产投资同比分别增长 6.5% 和 3.8%，均较二季度有明显回落。在地产投资和销售回落、基建投资放缓、库存周期回落以及环保限产等因素影响下，四季度宏观经济下行压力仍存。

首先，四季度地产销售和地产投资预计将逐步回落。尽管上半年一线城市商品房销售呈现负增长，但三、四线城市的地产销售在棚改货币化政策影响下仍然保持着 20% 左右的增速，上半年全国商品房销售和投资累计同比分别为 16% 和 8.5%。但从趋势上看，二季度以来地产销售和投资均呈回落态势，尤其是 7 月份地产销售面积同比下滑至 2%，投资下滑至 4.8%。尽管 8 月份地产数据略有回升，但在房贷利率回升、政策调控仍严、棚改货币化安置边际效应趋弱的情况下，四季度地产销售和投资预计仍将呈回落态势。

其次，财政支出放缓带来基建放缓。1-8 月基建投资累计同比增长 16.09%，而 1-8 月份累计财政支出占全年预算支出比例为 67.5%，显示出今年前三季度财政支出节奏明显快于往年。展望四季度，一方面在财政赤字约束下，财政支出增速有望放缓，8 月份财政支出增速继续回落；另一方面上半年出台的多项规范地方政府融资的政策文件也将制约基建融资来源，因此四季度基建投资有放缓压力。

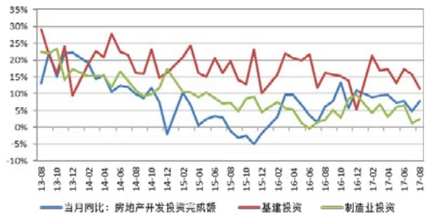
第三，制造业投资仍处低位徘徊阶段，未有明显回升。1-8 月制造业投资累计同比增长 4.5%，整体处在 5% 以下的低位徘徊阶段。利润改善明显的中上游行业一方面受制于供给侧改革，另一方面随着商品价格回落，利润增速也将逐步下行，产能扩张的意愿和能力较弱；同时前期金融利率的上升逐渐传导至实体信贷利率，工业企业财务费用率的上升也从融资端抑制了制造业投资的大幅回升，叠加当前严格的环保限产，因此制造业投资四季度预计仍将是低位震荡。

图 3: 工业增加值增速变化



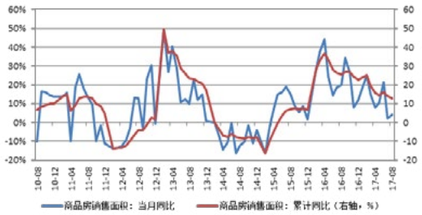
数据来源：Wind、东方红资产管理

图 4: 固定资产投资增速变化



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 5: 房地产销售面积增速变化



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 6: 房地产投资增速变化

数据来源：Wind、东方红资产管理

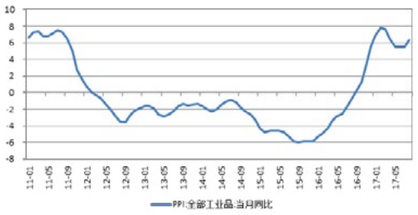
图 7: 财政支出与基建投资

数据来源：Wind、东方红资产管理

图 8:CPI 分项变化

数据来源：Wind、东方红资产管理

图 9:PPI 变化



数据来源：Wind、东方红资产管理

四季度通胀压力仍有限，CPI 小幅回升，而 PPI 将明显下行

四季度通胀压力仍然有限。三季度 CPI 在食品价格反弹带动下有所回升，特别是 8 月份 CPI 同比上行至 1.8%；而受环保限产带来的供给收缩预期影响，7、8 月份工业品价格有明显上涨，导致 PPI7 月、8 月同比为 5.5% 和 6.3%。展望四季度，我们预计整体通胀压力仍然有限，CPI 在食品价格继续回暖的情况下，将小幅回升；而 PPI 在工业品价格上涨趋缓、去年同期基数影响下，同比将有明显回落。

货币政策及监管基调维持不变

货币政策基调仍为稳健中性，进入三季度以来，资金利率波动性减小，央行精准调控，市场最终体现为中枢相比二季度并未下降，但极端情况有所控制的局面。货币政策或可能体现为短期不松、长期不紧，金融稳定在货币政策目标中的边际重要性上升。

金融监管方面，金融去杠杆将走向常态化，注重金融服务实体，防止资金脱实向虚。最新公布的上半年银行理财数据看，银行理财较年初下滑了 6700 亿，其中同业理财大幅收缩。目前金融去杠杆已经取得一定成效，但是在“金融服务实体”的大背景下，预计未来金融去杠杆将走向常态化。

海外数据难超预期，人民币汇率压力不大

美国经济三、四季度可能不会有超预期的表现。三季度以来，消费略有走弱态势，叠加飓风的影响，消费偏弱可能会持续 2-3 个月，但年内应该会看到再次抬升。对于投资，由于库存周期已经触顶，补库对经济的拉动效力会减弱。而房地产大周期虽然向上，但由于建筑原材料成本和人工成本的抬升，近期补库的速度较慢，地产投资可能会不温不火。欧洲方面，欧洲金融大周期可能已经触底，信心得到较强的恢复，核心数据温和改善，央行料应在年内宣布削减 QE 的计划，但欧洲短期复苏强度或低于部分市场预期。

8 月央行口径外汇占款余额较 7 月下降 8.2 亿，降幅较 7 月明显收窄，这是自 2016 年 11 月以来连续 9 个月外汇占款环比降幅收窄。三季度人民币兑美元汇率明显升值，尽管 9 月以来有所回落，但预计 4 季度的人民币贬值压力仍然有限。

2017 年四季度投资思路

2017 年四季度我们需要关注以下风险点：（1）基本面数据回落幅度不及预期；（2）监管方向仍然偏紧，市场缺少新增配置资金；（3）年末临近，资金面偏紧，资金价格抬升；（4）行业利差分化，关注信用风险；（5）美联储年底再次加息概率仍大。

展望四季度，经济下行压力仍存、通胀压力有限、货币政策紧平衡的背景下，债券收益率可能出现震荡下行的态势。因此，操作上可相对积极，加大配置。四季度一方面仍将以精选个券，获取票息收入为主，另一方面可趁资金面、海外因素产生短期冲击时逐步增配利率债。

从品种上来看，利率债继续上行空间有限，债券通的开通以及境外机构对人民币债券的持续增持，会增加对利率债特别是国债的需求，推动收益率下行。操作上可积极关注长债的机会，若基本面持续回落，则长债的空间更大。

信用债，期限利差仍处于低位。在目前的期限利差下，拉长久期策略获取的回报非常有限，中长久期信用债的配置价值大幅降低，1-3Y 品种相对价值较高。信用债中，一些经营状况良好、货币资金充裕的企业，以及细分行业龙头，特别是受益于供给侧改革板块的优质企业，偿债能力较强，信用资质趋好。同时绝对收益率具备配置价值，需要精选个券，仔细甄别信用风险。

声明：
报告中的内容和意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议，不对使用报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
报告版权归公司所有，公司保留所有权利。

投资经理看市场

文 /《东方红 悦读》编辑部

RAO GANG
饶 刚
先 生

债券市场方面，三季度呈现窄幅震荡走势，然而极度平坦化的收益率曲线下并不平静。展望后市，居民和企业的融资需求增速将阶段性放缓，以银行同业存单为代表的无风险收益率存在明显的下行空间，债券市场所面临机会的确定性在不断提高。但同时经济增长的韧性仍存，供给侧改革下的行业去产能、金融去杠杆将持续较长的时间。我们将积极的参与市场，精选个券、增厚组合基础收益；努力为持有人获取长期、稳健的回报。

权益方面，报告期内 A 股市场小幅上扬。由于美国特朗普新政低于预期以及经济通胀的相对疲软，三季度美元大幅走弱，这给新兴市场提供了较好的流动性预期的支撑。但 9 月份美联储正式开始缩表，目前来看 12 月份再度加息也是大概率事件，因此海外环境在四季度还是存在一定的不确定性。我们认为今年股票市场主要以结构性机会为主，投资策略上主要还是自下而上选择估值合理的优质公司，四季度仍将延续这一投资策略。我们一直关注的价值类股票今年一直表现相对突出，未来选股方向上仍然坚持价值投资理念，对组合进行相应调整，自下而上精选估值合理、成长稳健的价值股为主。除了传统消费白马以外，一些受益于供给侧改革的周期行业龙头也具备配置价值；另外随着新兴产业的持续调整，一些过去估值偏高的公司估值逐渐合理，一些业绩稳健增长的成长股龙头公司也可逐渐关注。

ZHANG FENG
张 锋
先 生

本季度市场继续保持较高活跃度，上证指数季涨幅 4.9%。前期受到大宗商品价格大幅上涨的带动，强周期类个股表现良好。后期蓝筹股、绩优股再创出新高，周期股有所调整。

短期的市场波动从来没有、将来也不会是我们投资要关注的重点。但放眼中长期，我们判断 A 股市场从去年以来业已形成的慢牛、结构牛的特征还将持续下去。原因包括：第一，经济新常态已经被人们普遍接受，GDP 的增速还会继续下台阶，从 6.5% 逐步回落到更低水平，其实这是正常的，即便是 5%-6% 的水平放眼全球也是相当好的。第二，大国经济体有足够的纵深和弹性，经济和金融体系的调控手段日益成熟，发生系统性风险的概率很低。这能为投资和企业经营者提供长期稳定的环境。第三，更为重要的是，经济结构在边际改善。对房地产的调控有希望能释放出大量资源，配置在非房领域，这是整体的一种优化。第四，新一轮的消费升级和产业升级这两大主题刚刚起步，辅以在全球最具活力的民营经济体系，中国的一部分最优秀公司的“雪道“仍然很厚很长。第五，在传统产业领域的竞争格局稳定，强者恒强，部分公司已经具备世界级竞争力。在新兴产业领域，经过这几年的行业洗牌，部分优秀企业已经由点及面地形成了竞争优势。第六，权益市场相对于房地产市场的投资吸引力增加，有望吸引长期稳定的资金逐步进入。

自下而上的寻找结构性的机会仍然是我们的主要策略。我们将继续坚持价值投资的理念，选择护城河较深，雪道够长，价格便宜的公司，买入并且长期持有，为持有人创造回报。

LIN PENG
林 鹏
先 生

2017 年三季度，全球经济温和复苏，中国股市迎来了稳健上涨的局面。本季度的市场表现出两个阶段的行情。季度初，在国内强力供给侧改革的作用下，大宗商品价格大幅上涨，由此带来了周期股的一波强劲上涨。其后，今年以来一直表现优异的蓝筹绩优板块也有所表现，整体市场活跃度继续提升。

我们在投资组合的管理中，依然立足于寻找最优秀的公司并且长期与公司共同成长的策略，坚定持有核心品种，并且冷静应对周期股的波动，不为之所动。我们依然认为，竞争力不断提升的各行各业龙头企业具有一定的稀缺性，与全球主要股市同类标的相比较，估值并不高估。未来，我们将依然立足于寻找具有这类潜质的优秀企业，摒弃博弈思维，拒绝短期诱惑，力争不断为基金持有人创造更多的价值。

WANG DAN
王 丹
先 生

三季度债券市场窄幅震荡为主，9 月末资金面突然的紧张对多头打击较大，市场氛围偏空。股票市场继续强势，前期落后的板块和行业开始启动。

过去三个月，基本面和市场表现之间相互印证，局面变得更加明朗。超发的货币正在向纵深扩张，通胀局面基本形成。央行货币政策的操作难度越来越大，货币市场非常脆弱。为了完成多重目标，各种相机抉择的经济政策将导致某种程度的市场分割。不论 9 月底关键时点资金面突然紧张的直接原因到底为何，其对未来的警示意义比较深远。

对于一个分割的市场，总量上的分析往往是失效的。债券市场上，非银机构如何处理手中巨大的头寸依赖于下一步的监管政策，而市场普遍预期政策制定者的政策底线是不出现系统性风险，这种预期过分一致了，而所谓“系统性风险”的定义却是模糊不清，缺乏共识的。股票市场上，A 股上市公司是本轮政策的最大受益者，估计他们未来 1-2 年将会继续受益。收益的时间长短可能最终由国际关系决定。地缘政治方面相关参与者手中的牌越打越少，最终局面已经比较清晰，由于回头路越来越少，一旦一个明确的信号出现，市场的反应将是剧烈的，这是未来投资难度的主要来源。

综上，维持基于现金的固定收益端配置，股票市场上的大白马仍然是值得持有的品种，随着供给侧改革和通胀往深化发展，某些相对落后的细分行业龙头将是值得投资的。

ZHU BO SHENG
朱伯胜
先生

2017 年三季度，市场走出银监会清查金融机构套利行为引致的紧缩效应的阴影而稳步上行。上证指数，深圳成指，中小板和创业板指数分别上涨 4.9%、5.3%、8.86% 和 2.69%。

回顾本季度的操作，主要在偏周期股的方向上进行了适度配置，攫取了一定的超额收益。值得检讨的地方在于，三季度后期在周期股上的减仓不及时不坚决，导致净值出现了一定幅度的回撤。

展望未来的市场，中短期看，宏观经济环境比较平稳，中大型企业盈利仍呈现稳定增长态势，具有代表性的蓝筹类龙头公司估值仍在合理区间。预计未来一段时间内市场可能仍延续以往的慢牛格局，结构性的轮动投资机会仍会层出不穷。我们将仔细甄选新能源、高端装备、大消费等行业的个股以及一些安全边际较高的中小盘个股，为投资者攫取较好的投资机会。

XU XI JIA
徐习佳
先生

2017 年三季度 A 股市场整体上扬，煤炭、有色、钢铁等强周期行业在供给侧改革的影响和市场预期变化的双重影响下，大幅上涨后有出现明显回调，市场热点有所扩散，从绩优超大盘股票向业绩改善的各类个股衍生，结构性行情明显。上证 50 指数 7、8、9 月涨幅依次为 3.46%、2.90% 和 -1.56%；中证 200 指数涨幅依次为 1.96%、2.21%、0.70%；中证 500 指数涨幅依次为 2.60%、2.74%、2.05%；创业板指数涨跌幅依次为 -4.50%、6.51%、0.95%。大小盘风格轮流表现，从 7 月到 9 月的三个月里由大盘占据压倒性优势过度到大中小盘各有各的机会。

东方红量化产品 2017 年下半年维持对于市场谨慎乐观的判断，总体操作以稳健进取为主。绝对收益产品持仓主要是预期业绩良好或有明显改善的公司，包括 AH 股高分红品种、中证 800 内的低估值高价值个股和部分业绩改善的强周期品种。目前主要绝对收益产品年内收益为 6~8%，相对收益产品年内收益为 8~18%。

我们在上半年末总结中强调市场对于某类风格的偏好遵循回归、认可、加速、过度的过程，认为目前市场行情要想在时间上持续，市场偏好需要能够扩展到更大范围的价值类股票池，在空间和时间两个维度实现价值风格的行情。2017 年三季度的行情基本符合这种期望，我们会在四季度密切观察市场这方面的趋势。目前我们已经放宽了选股的市值考虑，在大中小盘上均加大了组合的价值因子风险暴露。

TONG ZHUO
童 卓
先生

第三季度，国内外的市场总体运行较为平稳，A 股市场也迎来了一波上涨。特别是以原材料为代表的周期品在环保限产的条件下，价格出现了一波较大幅度的提升，带动了相关股票板块的上涨。期间，上证综指获得了 4.9% 左右的涨幅，我们的产品上涨了 11% 左右，获得了较大幅度的超额收益。

国内的宏观经济整体比较平稳，房地产调控仍然没有放松的态势，政府正在尝试各种方案，希望能够建立起房地产市场的长效调控机制。预计房地产销售的同比增速会逐个季度下降。而环保部门在全国进行一场旨在淘汰落后污染产能环保检查，执法力度不断强化，造成了上游资源品价格的短期快速上涨。然而，如果这种上涨后续缺乏需求的支撑，估计力度会逐渐减弱。但是从这些政策的出台，可以看出国家正在试图从淘汰落后产能和转换经济增长方式两个方面着手解决经济当中存在的一系列的问题，而且这些可能仅仅只是开始。

另一方面，新的增长动力仍然需要靠市场和产业自身的发展去培育。在我们的产业研究当中，可以清晰的看到在互联网、人工智能、新能源、精密制造、汽车、家电、医药等等领域，不仅仅出现了龙头企业，而且由点及面，开始出现具有世界竞争力的优势产业集群，并且这些产业集群还在快速的扩张当中。这些产业仍然存在巨大的潜在机会。也是我们重点研究和投资的重要领域。

展望下一个季度，目前大多数蓝筹股的估值仍然在合理区间以内，政府也表现了较强的维持市场稳定的态度，自下而上的寻找结构性的机会仍然是我们的主要策略。我们将继续秉承价值投资的理念，选择护城河较深，雪道够长，价格便宜的公司，买入并且长期持有，为持有人创造回报。

LI JIACHUN
李家春
先生

三季度股票市场小幅上行。我们认为今年股票市场主要以结构性机会为主，投资策略上主要还是自下而上选择估值合理的优质公司，四季度仍将延续这一投资策略。未来选股方向上仍然坚持价值投资理念，对组合进行相应调整，自下而上精选估值合理、成长稳健的价值股为主。除了传统消费白马以外，一些受益于供给侧改革的周期行业龙头也开始具备配置价值；另外随着新兴产业的持续调整，一些过去估值偏高的公司估值逐渐合理，一些业绩稳健增长的成长股龙头公司也可逐渐关注。

尽管 7-8 月的经济数据明显回落，但在资金面紧平衡的状态下，利率债收益率并未有明显下行，10 年期国债收益率在 3.6% 附近小幅波动，5 年期和 10 年期收益率基本一致，收益率曲线进一步平坦化。信用债收益率也跟随利率债呈小幅震荡走势，信用利差基本保持稳定，趋势上呈缓慢下行态势。9 月底虽央行公布了定向降准于 2018 年执行，但短期效果难见。展望年末市场，债券收益率可能仍维持震荡态势，需关注基本面数据回落幅度不及预期、监管方向仍然偏紧、资金面年末因素以及美联储 12 月再加息的影响。四季度操作上一方面仍将以精选个券，获取票息收入为主，另一方面积极关注市场短期冲击带来的增配机会。

LI WU
李 武
先 生

三季度债券市场整体呈窄幅震荡走势。尽管三季度经济数据有所回落，但在资金面紧平衡的状态下，利率债收益率并未有明显下行，10 年期国债收益率在 3.6% 附近小幅波动，5 年期和 10 年期收益率基本一致，收益率曲线进一步平坦化。信用债收益率也跟随利率债呈小幅震荡走势，信用利差基本保持稳定，趋势上呈缓慢下行态势。9 月底虽央行公布了定向降准于 2018 年执行，但短期效果难见。

展望四季度，经济下行压力仍存、通胀压力有限、货币政策紧平衡的背景下，债券收益率可能仍维持震荡态势。但仍需关注基本面数据回落幅度不及预期、监管方向仍然偏紧、资金面年末因素以及美联储 12 月再加息的影响。四季度操作上一方面仍将以精选个券，获取票息收入为主，另一方面积极关注市场短期冲击带来的增配机会。

GAO YI
高 义
先 生

三季度以来，市场震荡上行，同期，全球主要市场也继续呈现牛市状态，道指、纳指、德、法及香港市场也表现强劲，主要涨幅都在 5% 左右。国内涨幅居前的行业包括，有色、钢铁、食品饮料、煤炭、通信、电子、化工等，家电等前期涨幅较大的行业略有调整。由于年中以来部分周期品价格大幅上涨、经济数据好于预期，使得市场风格从涨幅较大的白马龙头个股切换到周期股及通信概念个股上。总体看，市场赚钱效应开始显现，风险偏好在逐步加强。

从中长期看，我们对中国前景非常乐观。中国政府正在着力推进经济结构调整和产业转型升级，包括继续加强房地产调控，逐步建立房地产长效调控机制；大力淘汰过剩产能，加强环保检查；积极培育新兴产业等。尽管中国还面临一些挑战，但中国新旧动能的转换趋势愈发明显，一些优势的新兴行业正在加速显现，包括互联网、新能源、汽车、家电、精密制造等。这些变化是建立在中国新阶段的全球比较优势基础之上的——中国有全球最大最深的内需市场、数量巨大的知识分子和工程师队伍、全球最新最高效的高铁网和移动互联网等基础设施、庞大的产业链集群等。这些比较优势对中国未来在全球的竞争格局中将发挥更加积极而关键的作用。

从中短期看，当前宏观经济环境整体比较平稳，企业盈利呈现恢复增长态势。目前主要蓝筹个股估值仍在合理区间，预计未来一段时间市场仍将呈现稳定慢牛格局。

产品管理上，我们将继续保持较为均衡的配置，适度控制权益仓位，并精选个券品种。主要依靠自下而上方式寻找具备持续竞争优势的优质龙头公司，继续优化持仓结构，与优秀企业一起成长，力争为投资者带来长期稳定回报。

JI WEN JING
纪文静
女 士

2017 年三季度沪深 300 指数上涨 4.63%，中小板指上涨 8.86%，创业板上涨 2.69%。2017 年三季度 A 股市场整体出现反弹，一些连续下跌的股票有见底企稳迹象。三季度全球金融市场无论是欧洲美国等主要市场指数，还是巴西俄罗斯等新兴国家市场指数，大多出现了比较可观的涨幅。国内 A 股 H 股市场同样表现不俗。

全球经济出现了难得的同步向好局面。美国非农数据依然非常强劲，欧洲也在逐步复苏，虽然面临一些小浪花，但总体情况处于近年较好的状态。国内而言，整体经济波动趋于平缓，通胀水平略有提升但仍然维持在低位，工业增加值的增速稳定，制造业的竞争结构伴随着市场出清与供给侧改革逐步开始改善，由此将逐步带来企业盈利能力的提升，四季度将召开的十九大将为未来五到十年的发展进一步指明方向，值得重点关注。 年内市场或将仍以震荡消化泡沫为主，市场还是以结构性机会为主。继续看好稳定性强的大众消费龙头公司，高分红低估值的可选消费龙头，看好住房后市场的机会、国产汽车实现跨越的历史性机会，以及高端精密制造的产业集群优势与生产的相对优势，创新医药的龙头与医药服务类的龙头企业，此外与供给侧收缩有效的部分周期品龙头企业等也值得关注。同时继续看好港股的龙头公司的历史性机会。随着国内市场经济的不断发展和产业链的升级，相信会有更多的投资机会被发掘。我们仍将追随社会发展的大趋势而选择受益的品种，选择优秀的公司，期望给投资者带来回报。

三季度债券市场整体呈窄幅震荡走势。尽管 7-8 月的经济数据明显回落，但在资金面紧平衡的状态下，利率债收益率并未有明显下行，10 年期国债收益率在 3.6% 附近小幅波动，5 年期和 10 年期收益率基本一致，收益率曲线进一步平坦化。信用债收益率也跟随利率债呈小幅震荡走势，信用利差基本保持稳定，趋势上呈缓慢下行态势。9 月底虽央行公布了定向降准于 2018 年执行，但短期效果难见。展望四季度，经济下行压力仍存、通胀压力有限、货币政策紧平衡的背景下，债券收益率可能仍维持震荡态势。 但仍需关注基本面数据回落幅度不及预期、监管方向仍然偏紧、资金面年末因素以及美联储 12 月再加息的影响。四季度操作上一方面仍将以精选个券，获取票息收入为主，另一方面积极关注市场短期冲击带来的增配机会。

ZHOU YUN
周 云
先 生

三季度在宏观层面较为稳定的背景下，市场风险偏好逐渐上升，市场表现整体活跃，沪深 300 指数上涨 4.63%，创业板指上涨 4.04%；分行业看，钢铁、有色、金融、食品饮料等行业表现较好，涨幅超过 10%；传媒、公用事业、纺织服装、医药生物等个别行业是负收益。

展望未来，我们依然坚持自下而上选股的策略，在海外配置资金的推动下，绝大多数一线白马股的估值基本都达到甚至超过了历史最高的估值区间，未来需要关注人民币汇率的走势和美股整体估值的变化。在此背景下，二三线优质个股的性价比日益突出，我们特别关注一些本身质地优秀而受困于外部环境的公司。在组合管理的大方向上，坚持逐步将将部分前期上涨过多估值偏贵的标的换成性价比可能更高的股票，争取为客户创造长期稳定的收益。

聚焦新周期
东方红沙龙在北大举行

文 / 中国网

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。

9月24日，由东方证券资产管理有限公司和北京大学经济研究所联合主办的“东方红·宏观经济与金融市场沙龙”第三场研讨会在北京大学经济学院603学术报告厅隆重召开，吸引了众多校内外嘉宾、师生到场参与。

东方红北大经济沙龙第三场研讨会围绕国内外经济走势，以“国内与国外：谁的新周期”为主题展开讨论，邀请到北京大学经济学院教授苏剑、东方红资产管理公募固定收益投资部总经理李家春、中国新供给经济学50人论坛成员金海年、中国银行国际金融研究所研究员王有鑫等参与讨论，重点将围绕国际国内经济走势，探讨新周期存在与否和人民币汇率走势等热点问题，共同发现经济发展新机遇。

今年年初以来，伴随着中国经济指标的回暖，人民币汇率再次走强，引发了市场关于中国经济是否进入了所谓的“新周期”的讨论。

针对经济的虚实问题，新供给经济学50人论坛成员兼副秘书金海年进行了详细的阐释。他表示，传统观念中中国的制造业不等于实，现代服务业也不等于虚，中国制造业的未来重点不再是规模，而是升级和替代，制造业要做强、脱虚，服务业要做大、做实。中国经济发展进入新常态，其实就是一个经济虚实转换的过程，资本能够推动科技发明进步，而经济则能够实现更多人享受科技成果。

民生银行研究所研究员王静文从库存周期的视角解读到底是否存在新周期的说法。王静文认为，具体从库存周期来分析的话，本轮库存周期启动时主要有两个特征，即行业轮动表现为由上游向中下游传导，以及需求端好转正式启动周期。从当前情况看由于生产端和需求端双双回落，预计四季度企业将会延续主动去库存阶段。相比于上年同期的主动补库存，四季度的库存变动将会加剧经济的下行压力，预计四季度增速为6.6%。此外，王静文认为，由于今年以来企业一直维持低库存状态，且随着产业集中度的提升，企业的库存去化不会表现得特别剧烈，对经济的冲击预计会相对和缓。

东方证券资产管理有限公司执行董事、公募固定收益投资部总经理李家春从债务角度分析了全球经济形势，他指出目前美、欧经济体的杠杆水平从低位开始回升，但均低于金融危机之前。而中国经济自2008年以来没有经历过市场化出清，债务水平

一直呈现上升趋势，最近两年虽然通过地产去库存、供给侧改革等措施降低了企业部门杠杆，但总体而言中国经济继续通过增加杠杆推动 GDP 增长的空间有限，效率也在下降。此外，他认为在地产调控政策进一步加强、货币化棚户区改造边际影响下降等因素影响下地产短期有见顶回落的迹象，叠加财政刺激空间减少可能导致基建增速的下降，下半年中国经济有向下的压力。

2017 年宏观经济将呈“前高后低”走势，四季度债券市场具备较好的投资机会。对于权益投资，李家春认为，在供给侧改革的大环境下，受益于产能收缩及其带来的企业盈利回升，各细分领域龙头将具备更好的成长空间；同时李家春指出内需消费占中国经济总量的比重进一步提高，消费升级增加经济韧性，建议投资者关注消费类的白马龙头企业。

会议下半场，针对人民币汇率走势的问题，专家们也表达了自己的看法。北京大学经济研究所常务副所长苏剑教授重点分析了近期人民币汇率升值的原因和未来的走势。苏教授表示，介于国内外环境和经济的要求，今年以来的人民币升值影响很大，出现的概率也很大，且是可以预期的。未来几个月人民币汇率将呈现窄幅波动的特征。在一定程度上，中国未来出现“红犀牛”的可能性将增加。

苏教授表示，介于国内外环境和经济的要求，今年以来的人民币升值影响很大，出现的概率也很大，且是可以预期的。未来几个月人民币汇率将呈现窄幅波动的特征。在一定程度上，中国未来出现“红犀牛”的可能性将增加。所谓“红犀牛”，指的是政府调控带来的“灰犀牛”事件。

中国银行国际金融研究所研究员王有鑫表示，今年以来，全球经济加快复苏，金融稳定性在波动中增强，市场情绪和跨境资本流动有所好转，8 月人民币实现净流入。为了避免汇率过快上涨，对出口贸易和企业带来伤害，近期央行取消了两项汇率调控政策，预计年内人民币汇率不会再出现单边的升值或贬值趋势，而是会在当前水平下双向波动，未来仍需警惕全球货币政策转向的“黑天鹅”事件。

国家信息中心经济预测部经济学博士邹士年认为，人民币汇率双向波动，更趋稳定将成为一种常态。他从人民币汇率的形成机制、影响因素，以及促使人民币汇率稳定的因素进行分析，认为人民币汇率中短期稳定，长期贬值的市场预期较强。他表示，未来政策上应当增强人民币汇率弹性，逐步引入更多市场交易主体，对参与外汇市场的金融机构适当放宽实需原则。同时，继续推进汇率形成机制改革的最好时机应是经济基本面切实改善，人民币汇率稳定市场预期较强的时候。汇率形成机制改革应当与其他金融改革和实体经济改革协调推进，而不应单兵突进。

青岛银行首席经济学家赵建表示，传统货币危机理论在预测人民币汇率遭遇“滑铁卢”，是因为这些理论都来自小国开放经济体模型，经验来自于拉美，东南亚等小型国家，对于第二经济体国家的货币分析缺乏理论和经验。因此，当前的汇率理论迫切需要改进，建立包含国际博弈在内的大国模型。人民币由于在国际上缺乏定价权，汇率变化的背后是欧元和美元的博弈。一直到今年八月初，实际上人民币对一揽子货币是贬值的。根据三角套利模型会发现，人民币对美元的升值实际上与欧元对美元的突然升值有关。我们当前处于一个前所未有的金融资产“闯关”时期，汇率闯关一波三折，因此人民币稳定软着陆是政策意志所在，但是必须警惕人民币升值背后的三个隐忧，即外储隐忧、预期隐忧和美元缩表。

北京大学经济学院教授苏剑表示，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。

据悉，“东方红·宏观经济与金融市场沙龙”是由北京大学经济研究所与东方证券资产管理有限公司联合举办的系列学术论坛，每季度举行一期。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。

东方红资产管理卢强：长期投资能大幅提高投资获胜概率

来源：中国证券报 记者黄淑慧

在“2017年基金服务万里行——建行·中证报‘金牛’基金系列巡讲”重庆站活动中，东方证券资产管理有限公司副总经理卢强介绍了东方红的价值投资实践情况，并与听众分享了他对价值投资的理解。他表示，依靠预测市场走势进行投资，长期而言非常困难，长期价值投资可以大幅提高投资获胜的概率，带来超越市场平均水平的回报。

价值投资长期回报超越市场

卢强首先从茅台和腾讯说起，他表示，坚持价值投资长期可以带来超越市场的回报，价值投资在中国亦是有效的。腾讯控股、贵州茅台(647.64 -0.83%, 诊股)、格力电器(44.01 +1.10%, 诊股)、恒瑞医药(73.93 -2.34%, 诊股)、万科A(27.80 +1.24%, 诊股)、云南白药(105.79 +0.32%, 诊股)、伊利股份(30.48 -0.65%, 诊股)等从2006年1月1日至2015年12月31日，股价均有十倍以上涨幅。但绝大多数人没有这样高的收益，因为真正赚公司成长的钱，需要对价格波动不敏感、对商业模式理解比较深刻，且必须耐心持有，而多数投资者难以克服自己的“心魔”。

他进一步表示，价值投资实质就是“便宜买好货”。首先，避免过度自信。预测市场走势非常困难，需对市场存有敬畏之心。其次，逆向投资。价值投资需要在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。第三，陪伴优秀的企业，投资的实质是投资于企业本身。第四，牢记估值。安全边际不仅是风险控制的手段，也是回报的主要来源。

A股市场中，虽然有很多人认可价值投资理念，但却很难坚持。卢强分析说，首先，价值投资对长期业绩有保障，却无法保障短期业绩，价值投资是逆人性的，所以很难坚持；第二，资产管理行业高管任职期限短，也导致考核短期化严重；第三，持有人也多用短期表现来衡量产品业绩。但正因为价值投资知易行难，反而保证了这一策略在中国市场的有效性，价值投资者很容易买到被显著低估的价值股。

追涨杀跌缘于对“收益”的认知偏差

具体到基金投资，卢强表示，开放式基金自诞生至2017年6月底，偏股型基金年化收益率平均为16.18%，债券型基金年化收益率7.64%。但投资者的实际收益远远小于产品收益，关键原因在于人性弱点导致资产配置的结构问题。投资者往往在市场处于高位时持有更多筹码，而低位时持有较少甚至没有筹码，“倒金字塔”式的资金投入结构，导致了较高的投资成本。

如何将投资端的收益更好的转化为投资者的实际收益？卢强表示，这是销售服务的价值所在，倡导理性的长期投资理念，努力帮助投资者克服“追涨杀跌”的人性弱点，进行逆势布局，降低平均投资成本，才能真正获得长期复合回报。

此外，投资者需要修正对“收益”的两个认知偏差。第一个偏差是简单认为过去的业绩可以预测未来，前一年表现出众、来年排名迅速下滑的案例在基金行业屡见不鲜；第二个偏差是仅关注收益的“一维”理财观，只关注基金的收益，而不关心其是通过何种方式、承担了多大风险取得的。投资者需要建立“三维”理念观，将收益、逻辑和运气结合起来，只有拉长投资时间，运气的成分才会弱化，逻辑的贡献会不断强化，大幅提高获取收益的概率。

卢强进一步表示，择时很多时候对收益是负贡献，资产配置和产品选择的重要性远高于时机判断。资产配置是投资长期成功的关键性因素，能够有效冲破择时困境。

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。

《如何看懂印象派》读后感

文 / 渠道发展部 彭轶君

各位书友好，今天和大家分享刚看完的一本书——《如何看懂印象派》。之所以当初对这本书感兴趣，主要因为经常听到印象派画家一说，却从来不知道为何要叫印象派、印象派的画风又究竟如何。机缘巧合读到这本书，不仅解开了印象派得名之谜，也让我深刻领略了印象派画作的独特魅力。

值得一提的是，书中每一至两页就会有彩图，这些彩页让读者直接拼读文字解读的同时能够更加直观感受名作本身带来的视觉冲击。今天，就让我带各位书友一起来重新认识下人们耳熟能详的莫奈、塞尚、梵高等印象派代表画家和他们的印象派巨作，感受他们潜藏在画卷背后的灵魂。

本书的作者丰子恺（1898 年 -1975 年），中国现代画家、散文家、美术教育家、音乐教育家、漫画家、书法家和翻译家，以中西融合画法创作漫画而闻名。丰子恺幼年跟随李叔同学习西方绘画，后赴日本短期留学。回国后，他将大部分时间放在美术教育上，钻研绘画技法、翻译艺术论著，一生之中出版了一百八十多部画集、艺术理论和文学著作。此书深入浅出地梳理了印象派的发展脉络，结合艺术家的个性和当时的历史背景，点明了印象派与艺术史的内在联系。同时作为画家的作者本人对印象派代表画家和作品做了简练精准的点评。

作者认为，艺术家当初并不想树立门派，或者把自己划归到某一个门派里，是时代的精神和艺术家的个性造成了特定的画风。

印象派诞生的来龙去脉

印象派起源于 19 世纪 60-70 年代的巴黎，是一群反对古典学院派的年轻艺术家探索出来的画风，主张在户外自然光线下，描绘身边的真实生活，所以印象派的前段还有“外光派”之称。不过当时社会的主流是学院派，传统的学院派认为艺术是关于精准的东西，艺术家应该呆在画室里，选用官方规定的画法创造天堂一样的风景或创造历史上的英雄形象。而当时的巴黎已经在飞速发展成一个现代化城市，越来越多的家庭富裕起来，他们不太需要那些古板、空虚的装饰画，更偏爱自然清新、贴近生活的画。

一群年轻艺术家感受到了这种变化，他们主张走出画室，描述真实的自然世界和人们的实际生活，如去画在公园野餐的情侣、在酒吧喝酒的酒鬼或蒸汽缭绕的火车，不过这些在学院派的眼里完全不入流，更不能入选官方艺术展。1874 年，莫奈和那些与他志同道合的年轻艺术家们举办了一场联名展览，名为“无名画家、雕刻家、版画家协会展”，这场展览被后世称为印象派第一次画展。展览一经推出，就遭到了学院派评论家和大众媒体的炮轰，其中有一幅画被一个杂志记者嘲讽道：“如此粗糙，还不如一幅未完成的草稿，可能是凭印象画出来的”，这幅画就是莫奈的《印象・日出》，印象派就此得名。

印象派主要画家及创作理念和代表作

克劳德・莫奈，捕捉稍纵即逝的光影效果，不看物体的具体外形，先观察和记录物体反射光，画出一堆深浅曲折，自然物体的形状也就出来了。莫奈发明了颜色分割法，即不调和颜料，直接快速地涂抹在画布上，他一生中用以光补形的方法画了约 250 幅睡莲，代表作《印象・日出》、《睡莲》、《干草堆》、《草地上的午餐》等。欣赏莫奈的画时千万不要站近看，而是要站远看，才能有种沉浸式的效果。

保罗・塞尚，被称作第一个用“双眼”作画的人。他主张画家作画不同于照相机拍照，描绘物体的时候至少从两个视角去观察，作画的时候有时为了画面更和谐或有所突出，他会故意改变物体的正确角度，比如他从侧面观察一个平放的水果盘子时会让盘子朝观众多倾斜 15 度，让盘子里的苹果多露出几个，虽损失了物体的准确性，但让画面看起来更饱满和谐。代表作《苹果和饼干》、《陶罐和水果》、《圣维克多山》、《温室里的塞尚夫人》等。欣赏塞尚的画时不要带着纠错的心态，而是要懂得欣赏那些他故意突出的美。

文森特・梵高，一生只有短暂的 37 年，大部分时间饱受贫困、孤独和精神疾病的折磨，死后才成名。他 27 岁才开始学画画，最著名的作品如《向日葵》和《星夜》，都是他在生命最后两年创作的。本书作者将艺术家分为两类，一类是纯粹的艺术家，我们欣赏他们的艺术的时候，只需要面对作品，不太需要去了解艺术家的个性和具体生活状态。还有一类是不那么纯粹的艺术家，在欣赏这类艺术家作品的时候，我们必须先了解这个人。梵高就属于后者，在作者眼里他是艺术史上最特别的。梵高的作品中大量使用撞色，明艳夸张极具表现力，他创作了一种前所未有的画风，代表作《向日葵》、《星夜》、《耳朵绑着绷带叼烟斗的自画像》、《夕阳下的播种者》等。欣赏梵高的画时除了体验那种强烈的视觉冲击，还请体会他的内心世界，感受画家那份内心的痛苦和躁动。

若以上的解读让你对印象派也产生了兴趣，不妨一起打开本书，深入读一读，一起从一个听说过印象派的外行，变成一个看懂印象派的内行。

精彩观点

我的心为四事所占据了：天上的神明与星辰，人间的艺术与儿童。

高更具有敏感性，他在印象派的艺术中也能看出文明社会的智巧的不自然，所以他追求的是更自由、更朴素的画境。结果他的画有单纯性与永远性。因为已经洗净一切智巧的属性的兴味，而在极度的单纯中表现形状，极度的纯真中表现感情。他的画中所表现的塔希提土人女子的表情，不是一时的心理的发表，乃是永远无穷的人类的 sentimental。在那里没有人工的粉饰与火花，只有原始的永远的闲寂。

愿你万里归来，仍是少年

文 / 赵林中

2017 年虽然已经过去了一个月，但随着农历新年的到来，才显得刚刚开始一般。在此，祝愿所有朋友，新年快乐。有一些话想说，写给自己，也送给你。

01

前几日看了张朝阳的最新采访视频，采访里他做了反思，他说 2008 年，搜狐处在巅峰，其个人名誉也处在巅峰，晚上一直去歌厅玩，打电话叫马云来，马云忙到十二点才来，就坐了半小时又回去干活了。而他一直爬山玩耍，对马云的 2C 业务不屑一顾。此外对技术的投入不足也使得搜狐后继无力。业精于勤荒于嬉。如果过去我们比喻事业是高山，要敢于攀登的话，如今更准确的比喻应该是 它是一条湍急的河，我们都在逆流，不进则退，并没有山腰子给我们驻足停留。永远记住，唯有不断前行，唯有不断自我革命，才能够不被时代抛弃。

02

人生如逆旅，我亦是行人。行走的路上，我们看到很多风景，很多诱惑，有时看着看着就走上了岔路。前些日子，在仓库，库管大叔和我聊天。他说自己曾经拥有一个海鲜城，在上海人均月入不到 500 的时候，就穿 1000 一双的皮鞋，只是贪恋上了吃喝嫖赌抽。后来失去了所有。年中在广州考察，白云工业区里，连绵不绝的厂房和荒草，路上看到一个穿着道士衣服的人骑着自行车乱喊乱叫，同行的朋友说，他曾是这里的皮具大王，因为各种不合法的原因，被工商查了三次，倾家荡产于是就疯了。

这些故事我们经常能看到，只是没有亲眼看到前，那都只是故事。人生如逆旅，我亦是行人。路上有很多风景，也有很多海市蜃楼。永远记住你出发时的目标，不要被迷惑。

03

我们常说，要行万里路，要读万卷书，要温良恭俭让，忠孝礼仪信，要修身齐家治国平天下。但有时你总会看到一些不堪的人，用不堪的方式莫名地发达，请不要不满，更不能因此而放弃自己的标准。我们正处在一个激烈变动的时代，这个时代有太多的不确定性和意外。这个时代自然会有浑水摸鱼。我见过很多靠乱七八糟的方式获得短期巨额回报的人，好像也没有几个可以平安落地的。

而我依然相信少年时开始研读的德鲁克，柯林斯所说的，那些最终真正成功的企业，一定是有所为有所不为的，是能从优秀走向卓越的，是能够不断自我革命的。那些真正优秀的人也是如此，他们一定是谦逊的，向这个世界打开心扉，不断去学习，他们自律，自强。

而这就是你我奋斗的标准。

04

行了万里路，读了万卷书，都不如阅人无数。人与人的交往总是给我们带来最多的思想碰撞，最深刻的关系，最曼妙的情愫。但也带来了仇恨，嫉妒，攀比。因为有人的地方就有江湖。希望你可以更开阔，不要去计较，不要去欺骗，不要去记仇。有这时间，你可以全神贯注在更有价值的事情上，去写一首诗，去经营一个公司，去潜一次水，去爱一人。

我的朋友，没有什么比用真挚的微笑回击阴暗更厉害的武器了。

05

长辈们总是以为这个时代的年轻人什么都不缺，但其实与那个战火纷飞物质贫瘠的年代相比，我们并没有少太多的忧虑。我们一方面忧虑自己不能变得更好，另一方面害怕自己被财富衡量标准甩得太远。我们既不想变成个土人俗人，也不想安于贫困独守清高。这是这个时代的知识青年最大的焦虑。

愿你永远不要丢失赤子之心，但要放下骄傲，要去战斗，某种程度上，弱肉强食的森林法则是接近公平的。愿你保持对最新潮流和趋势的认识，每一个时代都有新的机遇，只要抓住足以实现个人之成就。愿你保持乐观，机会永远不属于悲观的人，他出现于每一个商业帝国之极盛，出现在每一条大街小巷对人性之洞察，出现在每时每刻。

06

常羡人间琢玉郎。天教分付点酥娘。尽道清歌传皓齿。风起。雪飞炎海变清凉。万里归来颜愈少。微笑。笑时犹带岭梅香。试问岭南应不好。却道。此心安处是吾乡。

愿你万里归来，仍是少年。

愿你心有所安，仍怀赤子之心。

把命运转换成使命

在古希腊神话中，有一个西齐弗的故事。

西齐弗因为在天庭犯了法，被大神惩罚，降到人世间来受苦。对他的惩罚是：要推一块石头上山。每天，西齐弗都费了很大的劲把那块石头推到山顶，然后回家休息，可是在他休息时，石头又会自动地滚下来，于是，西齐弗又把那块石头往山上推。这样，西齐弗所面临的是：永无止境的失败。大神要惩罚西齐弗，也就是折磨他的心灵，使他在“永无止境的失败”命运中，受苦受难。

可是，西齐弗愿意接受使命。每次，在他推石头上山时，大神都打击他，告诉他不可能成功。西齐弗不肯在成功和失败的圈套中被困住，一心想着：推石头上山是我和职责；只要我把石头推上山顶，我和责任就尽到了；至于石头是否会滚下来，那不是我的事。

再进一步，当西齐弗努力地推石头上山时，他心中显得非常的平静，因为他安慰自己：明天还有石头可推，明天还不失业，明天还有希望。

大神因为无法再惩罚西齐弗，就放他回了天庭。