

■ 财富故事 | Fortune Story |

深圳市翼虎投资管理有限公司总经理余定恒：

# “吃肉喝酒”的行情还未到

编者按：在证券市场里，私募基金作为一个独特的群体，无疑吸引着投资者的极大兴趣。私募基金掌门人，更是在投资者心目中披上了一层神秘的面纱。他们到底有着怎样不同的投资经历和投资理念？他们如何克服人性固有的弱点而“在别人恐惧的时候贪婪，在别人贪婪的时候恐惧”？证券时报记者日前专访了深圳市翼虎投资管理有限公司总经理余定恒——一位笃信佛学、讲究修为的私募基金管理人。

证券时报记者 付建利

走进深圳市翼虎投资管理有限公司总经理余定恒的办公室，最显眼的是墙上挂着一副“般若波罗蜜心经”的书法作品。而在余定恒座位后面的墙上，则是“在所至处”四个大字。深谙佛学的余定恒有着一份自信和淡定，这位从江西南昌这片红土地走出来的私募掌门人，实践着自己“修投资禅”的信仰。对于由他掌管、正在发售的一款信托产品，余定恒并不把期望过多地寄托在规模上，做好业绩，给客户持续稳定的回报，才是他在这个分化越来越明显的私募江湖生存与发展“最根本的守望”。

谈及目前A股市场的行情，余定恒用一句话来总结：暂时只有吃饭行情，“吃肉喝酒”的时候还未到！

## A股市场中期进入观察期

长期来看，我对A股市场非常乐观！”余定恒的逻辑是：A股现在总市值是25.6万亿元，国内生产总值（GDP）为44万亿，按照保守的增长速度测算，2015年GDP可望达到55万亿。届时货币政策很有可能回归到中性，按照100%的证券化率，A股市值也有望在现有水平上翻一番，如此一来，很多股票都会面临一个估值回归过程，估值得以提升。其次，当GDP增速下降之后，实体经济对资金的需求和依赖程度也会有所下降，更多的资金会进入股市中寻求保值增值。

不过，余定恒对A股市场的中期走势抱以观察的态度，这缘于以下五个方面的因素：首先是通胀是否会连续下行，提高存款准备金率、加息等紧缩政策出台的力是否会进入一个拐点；其次是观察资金的流向，银行理财产品是否还会延续火热的局面，从而对资本市场产生挤出效应；第三，地方投融资平台的局部风险是否会暴露，资产价格会不会出现松动。是高位胶着？还是小幅滑落？抑或明显下跌？第四，基础设施建设等固定资产投资是否会下滑；第五，中小企业、劳动密集型产业融资难的情况是否会持续。这些因素目前来看都需要进一步观察，这也决定了我对A股市场的中期走势持观望的态度。”余定恒表示，尽管近期通胀和欧债风波掀起海外股市的惊涛骇浪，但影响A股市场的根本性因素还是国内经济的基本情况，国外因素短期会通过市场心理和情绪等方面传导到A股市场，但并不主导A股中长期走势。总之，尽管海外市场风声鹤唳，但国内的经济没有恶化，需要进一步观察。

对于A股市场的短期走势，余定恒

认为上证综指会在2450点至2650点之间的箱体进行震荡。从目前的估值来说，A股市场的整体估值已经处于历史最低水平，市场跌幅过猛时，部分投资者会认为政策见顶，从而产生紧缩政策放松的预期，投机盘也会趁机抄底。当股市短期之内涨幅过大时，又会有资金落袋为安。

## 在投资中修行

历经十余载证券市场的淬炼，虽然年龄上尚未进入“不惑”之年，但余定恒在投资心理上的修炼，显然已进入“不惑”的境界。整体上，坚持价值投资和注重策略应对是“不二法门”。在余定恒看来，价值投资必然是在A股市场进行征战的底线，唯有价值投资才是可以长期生存的，尤其是在新兴加转轨的A股市场，投机心态还比较严重，上市公司的业绩增长具有很强的周期性特征，股市齐涨共跌的特性显露无疑，买入并持有的僵化式价值投资并不适合A股市场。因此，在坚持价值投资的同时，还必须注重策略应对。

笃信佛学的余定恒对于投资和人性关系的体悟来得尤为深刻。佛学不仅倡导理念上的认知，更强调践履和修行。反映在投资上，谁都知道在别人恐惧的时候应该贪婪，在别人贪婪的时候应该恐惧。但具体到股票投资，当众人恐慌的时候真正来临时，比如2008年底，又有多少投资者能够克服自身人性中的恐惧勇敢进场呢？余定恒认为，资本市场是各种各样的人和观点博弈的一个大场所，投资的本质是对人性中固有缺点的克服以及心态的历练。

余定恒甚至形象地把价值投资类比为佛教中的净土宗，“对价值投资的坚守有点类似于念佛，策略应对就像‘参禅’。跌多了的时候要有‘我不入地狱谁入地狱’的勇气和慈悲心，市场涨多了要有‘放下屠刀立地成佛’的清醒！”余定恒表示，投资要学会“不取不舍”，不仅是涨多了要学会“舍”，“在关键的时刻不能掉链子”，比如当市场恐慌性下跌进入底部区域时，投资者就应该能坚持住，看清方向，不要“割肉割在地板上”，同时要敢于抄底，敢于“取”。

天下万物，殊途而同归，一致而百虑。余定恒把投资归结为三个方面：事人、事心、事神。无魔不成道，成就越大，心魔也就越大。慧能和尚主张修生活禅，余定恒则主张“修投资



深圳市翼虎投资管理有限公司总经理余定恒

付建利/摄

禅”，在投资中修行。他说，身上的累通过睡觉很快就能弥补过来，但是心理上的累却完全不是那么一回事，投资是

一件十分“闹心”的事，既然“闹心”，投资者就应该通过修“修心”、“养心”、“静心”。

■ 记者手记 | Reporter's Note |

## 余定恒的“三因子选股法”

证券时报记者 付建利

作为江西南昌人，余定恒对生于斯长于斯的庐南文化钟爱有加，而这一文化本身就具有包罗万象的博大气象，比如禅宗和基督教在这里曾经盛极一时，传统儒家的隐士文化也一度蔚然大观。得益于传统文化的滋养和自身的孜孜以求，在这个浮躁功利的社会中，余定恒自有内心的一块“地盘”，这也使得他能够在从事投资时“气定神闲”，能够冷静地分析各种因素，做出正确的判断。即使是一时做错了，余定恒也会要求自己返诸自身，吸取失败的教训。这不仅是自我否定之否定的扬弃，更是挑战自我人性的修行之旅。

1995年，余定恒从江西财经学院毕业后，进入珠海百货，他站过柜台，卖过白色家电。一个堂堂的大学毕业生，他的这些经历彼时招致了父母的不理解，然而，正是这些经历，让余定恒对百货行业的生态、对产能过剩的理解，有着远超书本的切身体认。1997年，余定恒进入珠海证券。2000年初，他又进入平安证券从事投行业务。投行的工作经历，让余定恒更能从切近产业资本的角度去认识企业的投资价值。在此期间，他不仅下过亚洲最深的矿井，还在凌晨两三点钟观察过纺织女工忙碌的工作状态。“什么是劳动密集型产业？什么是传统行业？这些经历让我对这些问题的体会可能比其他人更深。”在余定恒淡定的话语背后，是他对于“纸上得来终觉浅、绝知此事

要躬行”这句话的例证。

2005年，余定恒离开平安证券，在A股市场处于1000点附近时创办了翼虎投资。在当时颇多观点对股改表示怀疑时，余定恒就坚定地认为，股改是中国证券市场的一大制度红利，类似于“生改”，是给投资者送大红包。

什么时候才是股市的底？大底永远都在你的眼前！买对了股票就是牛市，买错了股票就是熊市！”环顾如今的股票市场，余定恒说，2008年以前，他更多是精选个股，在系统性机会来临时没必要过多地注重宏观。2008年之后，宏观经济政策对股市的影响越来越大，而到了现在，A股市场的估值已经非常便宜，可能又到了精选个股的时候了。

结合自上而下与自下而上的选股思路，长期以来，余定恒形成了独有的“三因子选股法”，具体内容为：第一，根据上市公司在行业中的地位、盈利状况、公司治理及管理水平和财务状况、估值、安全边际等确定价值因子；其次，根据上市公司在产品差异化、核心技术、品牌、营销网络、规模及低成本、高行业壁垒、高转移成本等方面的竞争优势和成长性分析确定成长因子；第三，关注上市公司在股权激励、定向增发、资产注入、股改承诺、整体上市、资产整合、分拆上市等方面的外生式成长方式和时机并确定外生因子。在上述三个方面都符合要求的上市公司，才能进入翼虎投资的股票池。

■ 寻宝 | Treasure Hunt |

# 小杨的“提拔式销售”

孔伟

谁都知道，在深圳古玩城，小杨是个很实在的人：进回来的通货料子自己不会先挑，而是招呼大家一起淘宝，有时甚至东西还没运到家，淘友就已经在他家里企鹅般翘首以盼了。正因为如此，大多数玉友都在小杨的堆货里淘到过物超所值的宝贝，据称还有人居然捡漏了一件后来成交价高达两万多的黄沁籽料原石，成为当时古玩城的一条爆炸性新闻。作为时常光顾者之一，笔者也在他的家里或者摊上淘到过成本10元，实际价值却达到数百元的东西，虽没有一转身立马赚得巨万那么令人艳羡，但也相当令人满意了。小杨的人气也因此爆棚，前往他家里、店铺里、地摊上淘宝的粉丝摩肩接踵，好不热闹。但近来小杨却向他的粉丝们大倒苦水，说是忙了半天也就赚个人气，却不知道利润在哪里。原来，淘友中的老手大都比较识货，一番挑挑拣拣之后，剩下的“残羹剩饭”就很难再卖什么钱了。而之前的交易量虽然比较大，但碍于面子，小

杨总会给一些相熟的朋友比较大的折扣，而随着“熟人”越来越多，要求打折扣者自然也与日俱增，长此以往，看似有不少利润的生意，却在刨掉进货成本、不菲的运费和基本的生活开销，甚至还有给玉友们免费提供的饮料、午餐等费用后所剩无几，用小杨自己的话说就是，这些年都给朋友们免费打工了。

最近小杨又进了一批新货，前来淘宝的玉友也发现了一个新的变化：这些看上去还算不错，但块头远比以前小的料子不再卖10元一件，而是翻了一番，并且不再给老朋友折扣优惠了；在他的店铺里，成百上千甚至开价数万、上十万元的东西也逐渐多了起来，而就在几个月前，这些东西的价格恐怕还不到现在的1/3；即使是在地摊上，摆放到通货堆旁边临时支起的桌子上的原石开价也至少在百元之上，价高的甚至成千上万，用一个玉友的话说就是“价格的提升比位置的提升更快更显著”。更令人吃惊的是，小杨毫不隐晦地告诉大家，

桌子上的东西不少都是从新进的通货里挑出来的，“生意就得这样做。不这样的话，我快没饭吃了”。他大彻大悟般地对玉友们直言相告。

更有甚者，有时候玉友从堆货里挑出一块石头，正拿在手里掂量呢，小杨就发话了：要不要？不要给我！很多情况下玉友都会赶紧将那块原石放进自己的“备选袋”里，生怕真被他拿走了，因为小杨的鉴赏水平大家都是清楚的。当然也有真不假的，小杨也不客气，顺手就把玉友放弃的石头“升级”到了桌面上。我就亲眼见过一块玉友淘出后放弃却被他“提拔”到桌面中档货里的一块原石，大约半小时后被人反复讨价还价之后以200元买走，真可谓“以一当十”了。

小杨的销售“新政”已经“试行”了一段时间了，不知道大家会对一向“尊重客户”的小杨产生什么想法？毕竟他的信誉是靠“玉友先挑”建立起来的，如今却是自己先挑了，玉友们还能在他那里捡漏么？还会一如既往地前来捧场么？

通过几个周末的观察，我发现小杨摊

子上的顾客确实比以前少了一些，但小杨脸上的笑容却明显增加了。打探之下，小杨道出了原委：虽然成交量下降了，但利润率比以前高出好几倍，说白了就是赚的钱比以前多多了，能不高兴吗？

除了实体店、地摊，小杨最近还忙活起了网店。由于不太熟悉网络操作，他可没少折腾，还请来一些熟悉网络运作的朋友帮忙，断断续续弄了大半个月之后总算弄好了。不过，网店开了几个月却没有做成单一生意。但小杨并不着急，说是“只要养了鸡，还怕不下蛋？”坚信有自己的第一手原石资源，网店不仅有生意，而且生意肯定错了。现在和田玉几乎一天一个价，卖得慢一点未尝不是一件好事。我的东西你也看到了，物美不一定说得上，价廉却是肯定的。现在通胀那么严重，买东西谁不图个便宜？好东西又哪会有那么多？即使有，又是什么价？过三两个月你再来看，我的网店也就跟我在古玩城的店铺一样风生水起了。”小杨自信心爆棚地预测着自己网店的发展前景”。

# 财经BOOK

## 菲尔·汤恩的“贮存”股票原则

郑渝川



《教散户赚大钱》  
(美)菲尔·汤恩著  
南海出版社

《纽约时报》畅销书榜图书作家菲尔·汤恩本人就是个散户，曾经在5年内通过股票投资用5000美元赚了100万美元，当然，他也因此找到了另一条更赚钱的路子：写书介绍自己的投资策略，还频繁登上美国一些电视频道，向观众传授投资技巧。

仅从上面提到的菲尔·汤恩个人经历来看，他应该确实悟到了相对其他散户而言独特的方法。连美国证券交易委员会前主席阿瑟·莱维特都称赞说，“(那)是能为小投资者提供比专业人士还更好的投资必胜工具。”

更重要的是，他还能将这些方法明确的总结并叙述出来。菲尔·汤恩曾写过一本《股票投资的一号法则》，在美国大受欢迎——你知道的，在投资方法及理念教育更为普遍的美国，要忽悠投资者比在中国困难多了，没两把刷子不行。这本新近引进到内地出版的《教散户赚大钱》，进一步归纳整合了菲尔·汤恩的投资方法论，并新提出了“贮存”股票原则。

所谓“贮存”股票原则，包括但不限于就低买入的操作办法，是指你要衡量判断股票价值，在确定市值低于价值时尝试买入一部分，如果价格继续下跌(距离价值更远)，就要继续、持续用尽可能低的价格收集更多的这只股票。你不必在意这只股票短时间内市值是否能一改颓态，只要其价值没有改变(你确定你没看错)，你又没卖出，行情再糟糕实质上跟你无关。按照沃伦·巴菲特的说法，这就叫做“把股票当做一家公司看，把市场波动变成你的机会”。

实践“贮存”股票原则，需要股民自己动手，而不能假手他人。菲尔·汤恩提出一个“离经叛道”的观点，即散户千万不要相信基金经理，后者在收取前者管理费用的同时，并不能跑赢大市，相反，往往成为股市涨落等市场极端行情中最悲惨最不理想的亏损方。《福布斯》杂志研究发现，以15年为周期，只有4%的基金经理能够跑赢大市。巴菲特也说过，“当人们花钱请职业的水管工或者牙医的时候，他们能得到很多回报。但从职业基金经理那里，人们却什么都得不到。”菲尔·汤恩在书中详细分析了基金经理忽悠投资者的广告术、欺诈型委托合同，增强了这部分观点的说服力。

看到这里，你可能会问，菲尔·汤恩如此刻薄的批评、嘲笑基金经理，他自己又能提出什么让散户可以借鉴操作的投资建议吗？《教散户赚大钱》第三章中介绍了在他眼中“值得投资的好公司”的标准：符合3M—Meaning、Moat、Management(意义、堡垒、管理)。

“意义”是指具体品种股票所属企业、行业、竞争环境可以为散户所了解(减少信息不对称)，其盈利模式可以被理解，实际上了解这一点毫不困难，上市公司官网上披露的动态信息、其公司年度报告、证券监管部门发布的与该股票或该行业相关的信息等，都将有助于最弱小的散户了解。

“堡垒”是关于企业的持久性，即一家企业相对同行的竞争优势，通常可以通过投资回报率、盈利、销售额、净值、现金、债务六项指标来求证。

“管理”顾名思义，即上市公司的运营管理水平，可以通过前述信息和数据分析方法了解，也可以通过相关媒体报道了解企业在重大业务、计划、人事任命前后的业务数字(前后数字是否统一，由此判断企业运营管理水平及对行业趋势的判断与驾驭)。

菲尔·汤恩认为，符合3M原则的公司，其股票就是有长期投资价值的，可以在价低时逐次买入，而一旦公司出现背离3M原则的重大事项，散户就应果断抛出它的股票。《教散户赚大钱》第五章进一步介绍了实践“贮存”股票原则的投资八步操作方法：寻找—估值—观察—买入—持有—贮存—出售—重复前七步操作。

## 内容简介

不论是新人还是老手，短线交易者或是长线投资者，都想让自己放出去的钱一本万利地回到自己的口袋。但事实却是，基金管理人在糟蹋你的钱，金融机构卖的理财产品让你的投资变成负增长。

真正的投资者买的是企业，不是股票。所以他们会选择在股票市场严重低估了企业价值的时候买入，在股票市场高估企业价值的时候卖出。本书的“贮存”策略，将教授投资者如何及何时买进和持有一只股票。只要掌握了正确的投资策略，投资者不需要依赖基金经理人就能选对投资组合，还能在低风险投资中获得高回报。

## 作者简介

《纽约时报》畅销书作者，股票投资领域的专家。年轻时曾在越南战场上当过兵，在科罗拉多大峡谷做了10年的导游。当导游时的菲尔，经济状况窘迫。直到1980年，菲尔的人生际遇才发生了彻底地改变。他领队的筏子在危险的激流中差点翻了，幸好他及时作出了正确的判断，挽救了一船人的生命。为了表示对菲尔的感谢，团队中一位名为沃尔夫的成功投资者开始向菲尔传授一些投资策略。沃尔夫投资策略的核心就是：高回报和高风险无关，你应该以最低的风险获得最高的回报。即使是在股票投资中，也是如此。

实践了上述投资策略的菲尔在5年内就成了百万富翁。2006年，菲尔将自己亲身实践过的、成功的投资策略写入了自己的书中，为读者介绍了很多实用的、轻易就能上手的投资策略。