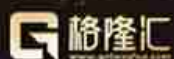


2021年，我们怀抱着牛转乾坤的心态出征，却奈何有了梦回2018的错觉。A股跌跌不休2月有余，市场维持缩量震荡，各类题材股轮番上场，一季度就这么在白天A股关灯吃面，夜里美股继续新高的跌宕起伏中踉踉跄跄的过完了。

回首整个一季度的表现，据私募排排网统计，截至一季度末，公布净值的百亿私募一季度平均收益1.11%，3月超八成百亿私募业绩亏损。百亿私募今年以来收益榜首为13.23%，翼虎投资代表作今年以来收益超越榜首近7个点，任凭风浪起，但有压舱石。

当前，中国百万亿资产管理行业已经全面进入综合实力全面PK的机构净值化管理时代，优秀机构主动管理的价值愈发凸显。在格隆汇经历长时间严格数据搜集、清洗、比较，以及格隆汇分布在全球70多个国家、超六千万会员的广泛投票产生出的“中国最具实力季度基金榜”中，翼虎投资斩获“中国私募基金季度品牌实力Top10”以及“中国私募基金季度风控实力top 10”双项奖项，翼虎将以更加出色的业绩表现回馈机构和投资者的支持与信任。



# 中国私募基金季度 风控实力TOP10

## 获奖名单

杭州熠道资产管理有限公司（熠道丰盈一号）

杭州七禾新资产管理有限公司（七禾新-优选1号）

上海稳博投资管理有限公司（稳博红樱桃14号）

上海趣时资产管理有限公司（趣时事件驱动1号证券投资基金）

上海绰瑞资产管理有限公司（绰瑞凤凰山）

上海明湾资产管理有限公司（明湾心智1号）

安徽中珏投资（中珏安粮2号）

青骊投资（青骊长兴私募投资）

星石投资（瑞智精选-融通资本星石1号）

翼虎投资（翼虎成长10期）

（排名不分先后）

当下总体的市场形式依然是焦灼的多空博弈，市场情绪有所好转，总体交易量有所提升，震荡筑底的意味颇浓，反弹或许就在不远处。

展望二季度，在疫情冲击、中美对抗的复杂大背景下，接下来的二级市场破局之道在何处？2021年4月21日，翼虎投资董事长&投资总监余定恒先生应格隆汇之约，于《牛年话投资》的对话栏目中给出了重要观点，以下是此次访谈分享会的主要内容：

Q1：翼虎的核心投资理念是专注于创新型新增长，能不能详细介绍核心的投资理念是什么？

余定恒：从外部环境来说，过去是中国改革开放发展最快的一个阶段，也是成果最丰富的一个阶段，但从GDP的环比的增速看，实际上是一个逐渐下行的阶段，其实是一个衰退周期，我们看到国内的GDP出现了一个长达十年的增速下滑，在这个过程中，宏观基本上是靠基建、地产这一类投资拉动。而传统基建地产的弹性越来越差，拉动的能力越来越弱，我觉得在衰退周期当中，传统的产业的边际效果会逐渐下降，对我们投资带来的机会会越来越僵化。相反在衰退周期当中，如果你有足够的流动性支持你创新的机会，新兴的这种变化能更快的得到更多的人更大范围的认可。在此消彼长的过程中，我们围绕创新型增长来定位我们的投资风格，这是一个必然的选择。从内在的心性和特征来说，因为我本人的风格和思维方式是一个面向未来拥抱变化的，我觉得只有变化才能够带来超额的收益。而具有前瞻性增长的创新型公司长期看是市场上定价最低的投资标的，所以围绕着具有创新型增长的优势产业是在宏观经济衰退和下行背景中能够捕捉更多投资机会的极好的切入点。

翼虎的投资理念具体而言可以概括为12个字：长期价值、产业趋势、极限思维。产业趋势是指围绕优势产业，分享优质赛道，去鱼多的地方打鱼；而长期价值就是具体到公司本身，就是你在优势产业当中不仅要选一个具有产业优势的好赛道，还要选择这个赛道当中具有核心竞争能力、创造自由现金流和真正创造股东价值的好公司去布局，这样才可以不仅赚赛道的钱，同时分享到龙头公司份额提升的收益。如果说长期价值和产业趋势重点强调的是选股，那么极限思维特指在交易层面逆向布局，把握重大利空等极端情况下出现的投资机会。在市场调整的时候布局估值合理业绩仍然持续增长的优质好公司，形成超额收益。选股在右侧，交易在左侧，追求右侧的左侧。

Q2：在今年行业波动的背景下，翼虎如何能保持将近20%的收益率？

余定恒：在春节一开市，我们做的第一个动作是减持前期涨幅较高的核心品种，把

仓位降下来，锁住我们收益，在跌下来以后重新把仓位配置上去。简单来讲，就是做了一个对抱团股的风险控制，然后对接下来受益于这种新机会品种的布局。如何能在高位做风险控制呢？首先，对市场存有敬畏之心。因为我们是私募，我觉得最大的优势来自于两个，一个是灵活，第二是做绝对收益的这种特征。这种与生俱来的基因让我们对风险极其敏感，极其厌恶，所以控制风险成为我们投资中最重要的弦。其次，在技术层面上，我们会去关注一些指标，比如说宏观利率或者整体的茅指数，它的估值在历史的分位数以及它们的成交量等，通过对这些指标的监控来达到风险控制的目的。最后，是要去试错，通过试错强化了乐观情绪会向下的判断，最终把仓位降下来。

Q3：翼虎拥有怎样的投研体系？

余定恒：专注于创新型增长，这是一个风格。同时，还有一个十二字方针叫做长期价值、产业趋势、极限思维，这是在这个领域的横向扩展。另外一个是从思维的金字塔式的投资流程。横向扩展部分，我们完全专注于创新增长，首先要具有产业洞察，因为优势产业是我们获利的源泉。紧紧盯住优势产业，再围绕中观思维和赛道选择，找到行业中真正创造价值的好公司，这是我们提升能力后的落脚点。纵向角度，我们构筑了一个从底层的公司及财务思维，第二层的业务及成长思维，第三层估值及拐点的思维，第四层策略及配置思维。简而言之是一定要有长期对产业认知的思维方式，需要有对安全边际能力圈清醒的认知，最后要能够聚焦在创新性增长的定位和目标，选择有创新变化的赛道去精选个股。然后再围绕宏观货币政策去调控，优化投资组合。

Q4：余总，4月是年报季报集中披露时间，您从年报季报中获取了哪些信号？

余定恒：过去的两三周是年报，季报最多的时候，这个时候优秀的年季报比较多的，到现在基本上平庸和坏的逐渐出来了。但是你会发现这次看年报季报，最大的感触有两点，就是超预期的见光死，低预期的干跌停

第一，低预期的直接干跌停，这是我在今年看一季报和年报当中最大的体验。尤其是在过去两三周，你会看到每天杀一只白马，这也预示着流动性的拐点在去年的五六月份已经过去。为什么到了一季度业绩这么好，然后见光死呢？我们的理解是经济增长的高点，在去年四季度已经过去，所以季报是过去两个高点的一个滞后反应。总结下来，中国资本市场的流动性高点，在去年上半年就见到了，而经济的增长高点在四季度见到，所以才呈现这种弱势特征，这是我对年报季报的一个分析判断

Q5：您觉得投资者们在二季度在关注行业时有什么样的策略建议？

余定恒：市场呈现弱勢，但是弱而不破，破中有机。市场整体不是一个单边式，它是一个震荡式。如果说去年四季度到今年一季度是叫基本面和流动性的博弈，向上的基本面和偏边际收紧的流动性的博弈，我觉得接下来二季度可能会呈现一个拐点，就是说在僵持的过程当中，其实看10年期国债收益率，已经慢慢往下掉了，可能大家慢慢会形成一个共识，经济可能过了高点开始惯性往下掉，那这个时候是不是货币政策会有放松的预期。所以我觉得，二季度大的策略转变是经济增长从高点往下掉，基本面往下的压力大促使货币政策边际收紧转向不再紧的这种预期调整，我觉得这是二季度的一个核心特点，所以思路要调一调。过去如果一季度是找业绩超预期的，现在开始来找估值见底，依旧可以拔估值的品种，也就是寻找估值见底以后，然后有边际提升空间的品种来配置。

Q6：很多投资者想到低估值，首先想到银行地产这个板块，您对银行地产这个板块是持一个什么样的态度呢？

余定恒：银行地产可能受产业政策的影响，包括减税让利还有三道红线的打压，虽然估值较低但是依然受政策压制。所以我觉得要远离跟宏观经济紧密度比较高的行业，尽可能在弱周期或者说跟周期跟宏观紧密度比较弱的这些行业当中去选低估值的品种。

Q7：最近汽车产业链，小米要造车，百度也下场造车，华为也下场造车，对于汽车的产业链这边是怎么看？

余定恒：汽车整个的终端需求是超预期的，但确实实反过来它产业链的估值水平很高，所以它跟光伏可能不一样，光伏呈现周期特性，它的上游价格在高位，那么下游的需求受到压制，所以它可能还需要调整，它的反弹是弱的。汽车由于确实需求很旺盛，它的基本面的拉动会强一点，所以反弹的力度就会强一点。但是由于它的估值又很贵，在这个位置上虽然见底但又没有提升的空间，所以我觉得只是从反弹角度来讲，它可能会比别的板块强一点，但它依然在一个震荡式当中并没有走出这种震荡的格局。所以，新能源汽车在这个阶段不存在趋势性的机会，这是第一个判断。第二个，由于这么多玩家下场一片混战，它可能更多的是什么？电动化开始普及，你要把你的投资重点放在智能化刚刚开启，所以这轮上涨的主力不再像去年中游的各种产业，而是以激光雷达智能驾驶为代表的一批股票。这是我给大家的两个建议。第一，汽车确实基本面好，它的反弹力度会比其他板块高，但是反弹的动力已经不在于电动化本身，而在于智能化。

Q8：最近这一波白酒反弹也挺多，像白酒这种赛道其实都是非常长期的赛道，您最近是怎么看白酒？

余定恒：我觉得一线龙头可能拉平台，小市值的白酒可能在做双头了，我觉得是长

期调整过程中的一个反复。白酒赛道过去确实挖掘得很充分，它跟基建地产跟宏观的紧密度在所有消费品当中是较强的。我觉得如果没有经济的修复，白酒的消费是不可能这么好。所以从这个角度讲，即便是最好的赛道，最确定的板块，最好的商业模式，依然会有它的周期，它的周期就是我现在讲的，我觉得一线龙头在这里震荡消化高估值，然后二线在构筑双头。

Q9：对重仓的品种，具有长期价值的，您可能会在哪一些大的方向去进行选择？

余定恒：翼虎一般会专注在消费、医药、科技和先进制造4个赛道中去选择，这四个赛道也是翼虎的核心能力圈所在。医药当中我们会选择需求和渗透率还有巨大空间的疫苗；在消费领域当中，我们会选择一个跟年轻人有关的新兴消费，第二个是跟智能化有关的消费，第三个是跟全球化有关的消费。在科技当中，规避了产业链的调整，我们主要把力量布局在半导体。因为半导体的景气度确实高，它不仅是今年好，明年后年景气度依然会持续，因为产能投放它是滞后的。另一方面来自于5g云计算大数据还有汽车电子电动化带来的真正意义上的需求上台阶。此外，由于周期的因素，疫情的因素导致供给的不足，而这种装备材料还有贸易战供给的不足，没有一两年根本产能上不来。先进制造上，光伏和新能源汽车肯定是我们关注的东西。去年上半年可能还会去布局像中游的隔膜结构件电池等环节，下半年主要布局两端，就是上游的锂和下游的整车，到了今年我们更多围绕智能化去做选择，在电动化领域我们已经不再布局。

Q10：您对比特币有什么样的看法？

余定恒：比特币可以理解为对美元美联储逐渐失控的印钞票的行为的一种对冲。从两个维度来说，一个它是对冲人们的焦虑，对冲美联储的节操的一个资产。第二个，有了第一个形成的共识以后，它开始让一些组织机构尝试性试探性的去配置。未来比特币涨势是否可持续，我觉得机构的参与程度是一个很大的决定因素。

Q11：您对新进来的投资朋友们有什么好的建议？

余定恒：我认为大家要接受不完美的自己，不要去追逐所谓的明星，所谓的头部，因为这是给自己挖坑的过程，最好的方法还是回归常识，然后能够在理性的状态、乐观的状态去做决策。时时刻刻保持内心的平静，保持独立的思考，克服自己冲动和欲望，跟自己的欲望做好朋友。