

# 淡水泉：十一载私募风云路 逆向投资书写辉煌

私募排排网 陈伙铸

资本市场风云变幻莫测，英雄辈出但潮起潮落，私募江湖更是纷繁复杂跌宕起伏，十数载，无数私募英雄崛起陨落，也有很多常青树私募屹立不倒，经历市场不断锤炼赢得信任，不断做大做强，成为行业的佼佼者。针对这些国内的优秀私募机构，私募排排网将进行系列报道。

今天，私募排排网带大家走进国内优秀的私募公司淡水泉投资，分享这家老牌私募公司的逆向投资心得。

投资是一场修行，历经市场跌宕起伏多轮牛熊的锤炼才能不断成长继续前行；投资也是一种信仰，需要对成熟鲜明风格的坚守。

十余载中私募江湖大浪淘沙，部分优秀私募穿越牛熊脱颖而出傲立市场，国内领先私募淡水泉正是凭借着其长期优秀的业绩，鲜明的逆向投资风格受到市场的一致认可。

## 淡水泉的十年私募风云路

淡水泉的灵魂人物赵军在业界大名鼎鼎，也是第一波“公奔私”的领军人物之一。赵军自1999年进入市场以来历经多轮牛熊，并拥有管理公募基金、全国社保基金、企业年金、保险机构、银行资金和私募基金的丰富经验。

赵军15岁即考取南开大学数学系，获得数学学士、金融学硕士学位，有“少年成名的私募大佬”之称。1999年进入中信证券资产管理部任分析师，2000年进入嘉实基金管理公司担任基金丰和基金经理、研究总监、机构投资总监、总裁助理。

在管理基金丰和时，赵军就确立了以相对价值判断为核心的价值投资风格，兼顾对公司内在价值评估的选股思路。Wind数据显示，从2004年8月10日接替上一任基金经理后直至2007年7月21日离任，赵军的任职总回报达290.07%，年化回报为58.75%。正是这样的优秀业绩，再加上老十家之一的嘉实基金公司这个平台，让其一度成为行业内的标杆人物。

2007年，嘉实基金的明星基金经理赵军与另外六位同事一起，离开了彼时如日中天的公募基金行业，携手创办淡水泉，进军私募界。赵军由公奔私的出走，在基金行业一石激起千层浪。他的激流变道，是公募基金经理转道私募的第一波热潮，也为私募行业的发展注入了新的能量。

由于其在创立私募基金公司时就已经得到了行业认可，在随后的新基金发行方面也因此非常顺利。“单飞”后不久，赵军创办的淡水泉就与平安信托合作，2007年9月同时发起成立第一只国内产品和海外产品。产品成立生逢A股牛市的末端，当时大盘已经涨到5300点，淡水泉在诞生之初就即将面对一整轮熊市的考验。

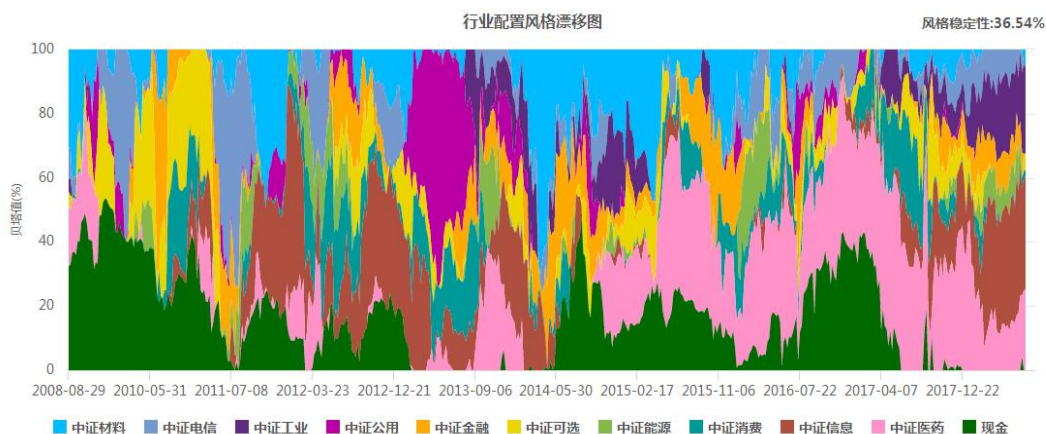
2007年底，淡水泉秉承着逆向投资的方法，回避了当时大热的金融、地产股，而是在农药和造纸等行业进行布局，这让他们抓住了08年熊市初期的一波反弹。

2008年金融危机在全球蔓延，A股市场泡沫全面破裂，一泻千里。2008年的10月28日，上证指数收于1664点，一年之内，跌幅超过70%。而淡水泉旗下产品自2007年10月15日到2008年10月31日期间，净值仅下跌了28%，大幅跑赢市场和私募平均表现。正是在这一波行情中，淡水泉将自己所秉持的逆向投资策略带入了国内投资者的视野，并用优异的成绩穿过了牛熊周期。

随后在2009年通过基本面研究和走访调研，赵军带领他的团队远离众声喧哗处，在被市场忽视和冷落的地方寻找“淘金”的机会。2009年初，淡水泉提前重仓通信设备股，原因则是金融大海啸后，几乎所有行业都面临冷清，他们调研时却发现通信设备公司加班加点。2009年6月，淡水泉提前重仓IT、材料类股票，再一次抓住一波反弹。

2009年，前后几波准确预判并抓住了A股走出熊市的机遇所在，淡水泉以121%的收益率排名私募基金收益前十，在私募领域再度一鸣惊人。淡水泉无论收益还是规模，都表现得堪称完美，在优秀的业绩下，淡水泉与平安信托连续发行多期产品，规模一举突破20亿元，领跑私募行业。





数据来源：私募排排网-组合大师

2010年，淡水泉（北京）投资管理有限公司深圳办公室成立，并与招商银行首次合作。2011年，淡水泉（香港）投资管理有限公司成立，并取得香港证券及期货事务监察委员会（SFC）颁发的4号、9号牌照。2012年，淡水泉又与工商银行首次合作，成立了专户产品。

淡水泉的优秀表现不仅获得国内机构的认可，更是通过多年的证明，最终获得了大量海外机构投资者的信赖。2013年，其第一只海外专户产品发起设立，成功中标北美某国家养老金QFII账户管理资格。2014年，成功中标北欧某国主权财富基金QFII账户管理资格，完成在中国基金业协会的登记备案，并自主发行第一只私募证券投资基金。

2014年牛市的启动，也使得淡水泉再度取得飞跃式的发展，管理规模超过百亿。2015年，淡水泉新加坡公司成立，并成功中标多家国际机构QFII/专户管理资格，包括亚洲主权财富基金，欧洲保险公司，北美FOF等。

2016年，淡水泉中标美国某大型公共养老基金，美国某大学捐赠基金；成为第一家加入国际行业组织-对冲基金国际标准委员会（SBAI）的中国资产管理机构。

2017年，市场走出结构性行情，淡水泉再度取得不错业绩，在众多机构的高度认可和追逐下，淡水泉却主动选择控制规模。同年，淡水泉成为国内首家符合国际投资业绩标准（GIPS）的私募证券投资基金，出具GIPS业绩报告并通过普华的鉴证。

2018年，淡水泉不去追逐已经涨高的大盘蓝筹股，转而看好和寻找成长股的机会，净值一度出现下跌，但对擅长逆向投资的淡水泉而言，下跌并不值得恐慌，更意味着机会。

淡水泉走过了十年私募风云路，也从小私募最终一步步成长为私募行业巨擘，以数百亿的管理规模领跑私募群雄。

## 长期持续的优秀业绩 鲜明持续的逆向投资风格

淡水泉能够获得众多国内外大型机构的高度认可，成为私募行业的领军者，优秀的业绩和鲜明的风格是重要的因素。

业绩是私募生存的根本，长期优秀的业绩是私募发展壮大的必要条件。淡水泉旗下产品收益的特点是长期回报率高，以成立时间最长的产品为例，成立以来收益率超 4 倍，跑赢同期大盘高达 442.76%，跑赢私募行业平均水平 352.24%，近 11 年年化收益率达 16.15%，最近 5 年年化收益率高达 22.27%。

淡水泉的长期业绩优秀，而且是持续的优秀，绝大多数年份都能大幅跑赢大盘和私募平均水平，长期复利的威力就得到了很好的体现。

从私募排排网-组合大师分析看，从淡水泉旗下产品平均年化收益率看，仅有 2012 年和 2014 年分别跑输大盘 3.92%和 4.38%，但却分别跑赢私募同期平均水平 1.75%和 30.13%；而 2008 年和 2010 年分别跑输私募平均收益 0.25%和 3.82%，但却大幅跑赢大盘 33.6%和 15.53%。

如果看每年表现最好的产品收益率情况，自 2008 年至今，淡水泉旗下当年收益率最高产品，每年均大幅跑赢了大盘和私募平均水平，淡水泉的持续盈利能力可见一斑。

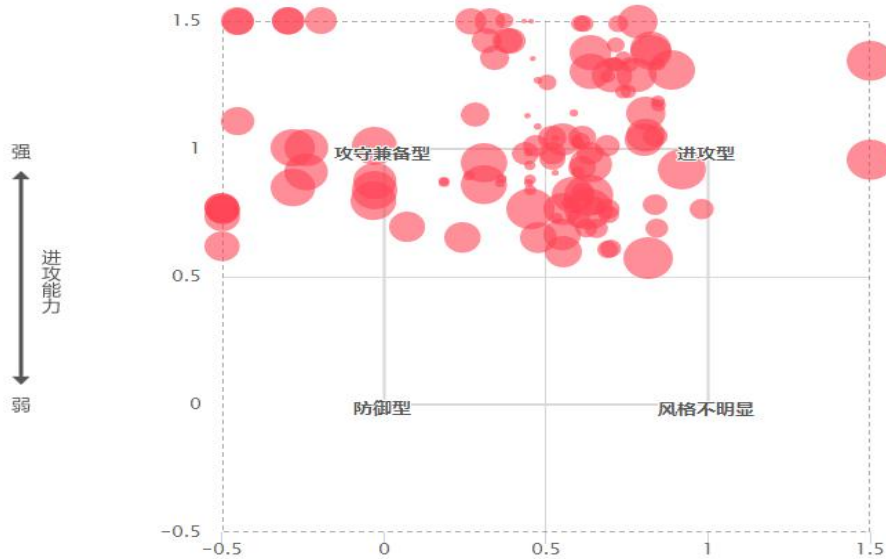
指标项/年份	基金数量	最高回报	最低回报	平均年化(%)	沪深300指数	同类平均年化(%)
2018	207	0.52%	-17.66%	-13.24%	-12.89%	-4.62%
2017	202	31.09%	1.10%	26.98%	21.77%	9.14%
2016	193	13.95%	-2.97%	-1.66%	-11.28%	-2.26%
2015	187	51.75%	4.55%	30.59%	5.58%	27.90%
2014	84	125.76%	0.00%	47.27%	51.65%	17.14%
2013	45	36.32%	9.61%	21.99%	-7.64%	10.39%
2012	45	8.63%	-3.82%	3.63%	7.55%	1.88%
2011	37	-8.76%	-20.56%	-11.64%	-25.01%	-16.27%
2010	30	12.33%	0.51%	3.02%	-12.51%	6.84%
2009	21	121.02%	57.42%	100.69%	96.71%	49.49%
2008	6	-29.29%	-35.38%	-32.34%	-65.94%	-32.09%
2007	4	--	--	--	--	--

数据来源：私募排排网-组合大师

淡水泉的持续优秀不单单表现在收益率上，其他指标综合表现也相当优秀。以成立时间最长产品为例，组合大师数据显示，近五年的夏普比率、信息比率处于行业前 6%水平，所提诺比率、卡玛比率、欧米伽比率、詹森指数等指标处于行业前 15%左右位置。

淡水泉业绩另一特征是短期爆发力较强，如 2009 年最为典型，2013、14、15 和 17 年净值也大幅上涨。从组合大师的融智风格分析也可以看到，淡水泉风格绝大多数落在进攻型和攻守兼备型区间，进攻风格明显。

## 融智风格总览



数据来源：私募排排网-组合大师

淡水泉长期业绩优秀，进攻风格鲜明，同时波动也相对较大。产品最大回撤发生在 2008 年金融危机期间，从净值高位到 2008 年 10 月 31 日，最大回撤 40.47%，但却大幅跑赢了大盘，同期沪深 300 指数下跌幅度高达 72.30%。2012 年和 2015 年股灾也两次回撤超 25%。

较大的波动并不妨碍淡水泉的优秀，因为淡水泉鲜明的风格，进攻型较强，产品净值修复能力强，产品总能很快就创出历史新高。

淡水泉的波动较大的特点主要是由于三个原因造成：第一，淡水泉淡化择时，长期保持高仓位运作，仅留少量活动资金在行情好的时候仓位接近满仓，仅保留少量的流动资金，而在行情不好的时候通常仓位也不会低于七成，只有在认为系统性风险发生，风险不可控时才会去大幅减仓，这种情况只有在 08 年出现过。

第二，淡水泉采取逆势操作，通常在左侧快速杀跌时加仓，会扩大下跌末端的跌幅。

第三，淡水泉的风险管理理念是进行最优风险管理，这意味着淡水泉并不是一味地追求风险最小化，而是努力把风险控制在公司和客户可接受的范围之内，在既定风险框架内，给投研团队发挥自己能力的空间，为客户创造最大化的收益。最终目标就是在面对不确定性时，辅助做出高质量的决策，使风险管理成为创造超额收益的来源之一。

淡水泉对个股没有严格的止损规定，整体净值从最高点回撤 20% 时启动风控机制，投资总监要拿出应对方案，根据投资的逻辑、对市场的判断、持仓个股、客户承受能力和以往的经验综合决定是否需要止损以及下一步的操作。这与传统的投资理念所倡导的“忘掉买入价

格，不以赢亏作为买卖依据”的思想是一致的，通过这样的方法，淡水泉始终使自己处于最佳的风险收益比。

尽管最优风险管理会加剧波动，但是淡水泉的风险并没有失控，有一部分超额收益正是来自于对波动的容忍，应该说这样的风控制度与淡水泉的投资风格和业绩都是匹配的。当然波动大与高收益并不存在必然的关系，不参与热点炒作，对低估值的偏好、逆向投资的买卖时机，行业选择上的分散布局以及对确定性的追求共同构成了淡水泉的强大的风控体系。

### **基本面驱动的逆向投资**

优秀的私募都是风格特点鲜明的，有成熟的投资理念和体系，并能言行一致知行合一，持之以恒的坚定践行。投资是一种信仰，而淡水泉的信仰就是逆向投资。

淡水泉所管理的资产主要采用基本面驱动的逆向投资，践行基本面投资理念、逆向投资风格和适度集中的组合偏好。在具体标的的选择上，淡水泉主要看其基本上是否存在超越市场的预期差，另外，估值水平上是否存在超越市场的情绪差。

逆向投资并不是淡水泉的首创，全球取得巨大成功的投资大师如詹姆斯·华莱士、比尔·米勒、安德尼·波顿、约翰·聂夫等等，都曾被冠以“逆向投资者”称号。

所谓逆向投资有两层含义：一层是指情绪上的逆市，也就是巴菲特常说的“别人贪婪时恐惧，别人恐惧时贪婪”；其二则是选股策略上的逆市，不随波逐流，不追逐市场热炒的股票。

淡水泉的逆向投资思维认为，股票市场中情绪聚集的地方不容易找到好的投资标的，公司团队更喜欢在被市场“忽略”和“冷落”的地方去“淘金”，越是不被看好的投资，公司越是加强对其基本面的研究，以期先于市场发现投资机会。就如赵军的名言“我寻找的不是市场的白马，也不是市场的黑马，而是市场的灰马。”就能很好的诠释这一意义。

为了对投资进行全程管理，淡水泉成立之初就设立了 FARM 投资管理系统，其中 F 指基金经理，A 指卖方分析师，R 指监管机构，M 指上市公司管理层。

FARM 体系归纳出了影响股价的四大因素，并试图从这些因素的分析入手来进行投资。淡水泉认为超额收益的来源可以分解为高质量的信息、正确的研究方向、以及有效的研究方法，而淡水泉的 FARM 系统就是体现这样的投资管理思想。

通过和机构投资者及研究员的沟通来确定市场形势，淡水泉会适当回避被市场高估的热点，并确定被市场主流情绪忽视的潜力板块。进而组织集体讨论论证，行业研究员及整个团队会针对目标股票进行深入调研。



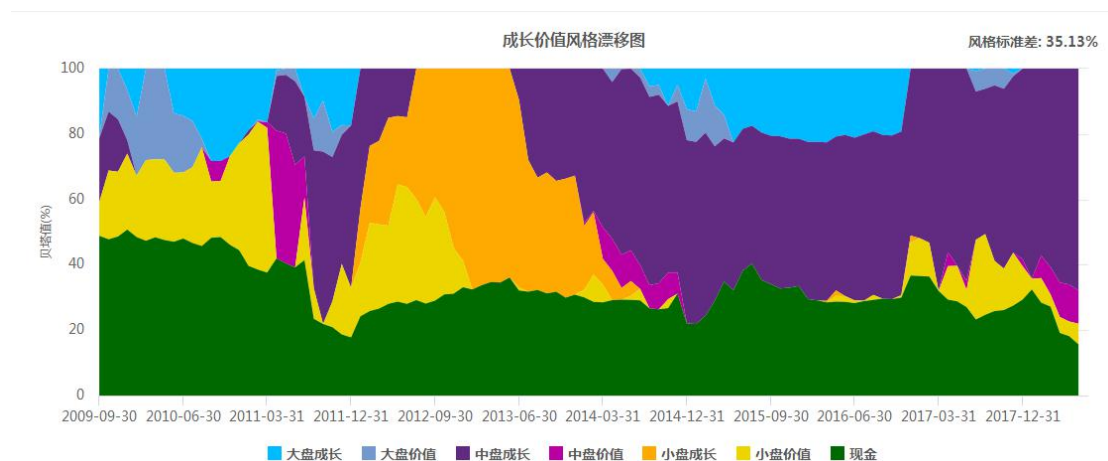
淡水泉没有行业偏好。在淡水泉的价值观里认为市场不可预测，或者淡水泉没有能力预测市场，而淡水泉对于行业的看法却认为市场中没有绝对好或者绝对坏的行业，基于这两种观念，淡水泉选择了淡化择时。

具体到个股的选择，淡水泉坚持基本面为导向的投资，偏好那些具有优秀公司治理、可被证明的过往经营管理能力以及强烈进取心的公司。

在被市场冷落的地方淘金个股，最典型的案例如中国武夷，2012年初，淡水泉的研究员发现中国武夷在北京通州有一块600亩的土地，是10年以前以20万的成本拿到的，当前的价值为50亿左右，而中国武夷的公司市值仅为30亿，因此判定这家公司的价值被大大低估。从2012年年初，淡水泉就开始建仓，很长一段时间股价一直没有反应，淡水泉持续加仓。直至2013年3月，环球影视城要在通州动工，引爆了大家对这块地的关注，中国武夷的股票在4天内连涨3个涨停，一周累计涨幅达54%，淡水泉随即获利止盈。

淡水泉对行业和企业没有固定的偏好，也反应在过往的调研经历和持仓中。

随着2018年一季报的落地，淡水泉的持仓又一次无比清晰地呈现出来。天士力，瑞普生物、歌尔股份、烽火通信、招商轮船、艾华集团、中材科技、绝味食品、华海药业、人福医药、红太阳……大批医药生物、先进制造领域的标的获淡水泉重仓。



数据来源：私募排排网-组合大师

奉行逆向投资的淡水泉认为2018年全年是一个布局的年份，从其布局看，未来更多看好成长股的机会，既包括有业绩支撑但市场预期低的周期成长股，也包括新经济、新技术的新兴产业成长股。

### 能力先行的顶尖团队

优秀的私募是由优秀的团队打造的，从7人的核心团队到现在公司有90人，投研团队

就有 33 人，淡水泉高度重视优秀团队的打造。

赵军具有优秀的管理才能，公司的文化透明，平等，信任，团队非常稳定。淡水泉管理层拥有主要股权，所有员工都有机会参与公司收益的分配和股权安排。淡水泉采取投资经理团队制，每位研究员同时也是基金经理，都有自己的投资额度，奖罚分明，很好的调动了每个成员的积极性。

逆向投资对投研能力的要求极高，因此淡水泉投资决策采取投资经理团队制，从投资思路的产生，到投资策略制定，进而具体到个股的选择和交易时机判断每一环节，都是淡水泉集体智慧的体现。淡水泉建立了与投资经理团队制相适应的内部研究平台，内部交流机制和决策机制，特别是对不同观点间的分歧解决机制，这些系统和制度建设既能提高团队的工作效率，也能起到约束和激励的作用，便于团队和个人持续改进工作绩效。

除了良好的管理制度和激励机制，淡水泉对未来的规划站得高看得远，其特色还体现在团队讲究能力先行，实行 T 型战略。相比别的私募而言，除了实力强大的二级市场投研团队外，淡水泉的“能力中心”显得特别引人注目，包括了量化团队、固收团队、全球投资团队和一级市场团队一共 13 人。这些团队在淡水泉的平台上发展各自的能力，与二级市场产生协同。淡水泉“能力中心”的存在很好的诠释了其高瞻远瞩的长期规划，也为公司能走得更远打下更加坚实的基础。

淡水泉并不做量化投资，但却有高达 10 人的 IT 团队，公司的交易、风控和公司内部各种系统很多是自主开发，也为管理规模扩大后，公司管理能力和效率的提升打下了坚实基础。

赵军强调，要重视经验的价值和作用，同时也要认识到金融市场及其参与主体的运行方式和行为方式在不断变化。因此，需要建立起注重学习的团队文化，通过不断对历史经验进行扬弃，使投资研究成为一个永无止境、不断深化的过程。

投资是一场漫长的修行，成功是一种信仰的胜利。

私募江湖鱼龙混杂潮起潮落，淡水泉以其长期优秀的业绩、鲜明的逆向投资风格、顶尖的公司团队，经过十余载的奋斗，成为领跑私募行业的巨擘，未来，必然会站在世界资管舞台的中央，引领风骚。