

曾经的私募冠军在接受采访时反思 常士杉：市场惩罚了我的冒进

名家看盘

2009年8月，A股一轮大反弹宣告见顶，但是在股市当中，有些人的故事才刚刚开始。2010年，常士杉管理的世通1号以96.16%的业绩勇夺私募冠军，一时风头无两的常士杉一口气发行了5只产品。但他万万没有想到的是，熊市的寒气正在逐渐袭来。2011年7月23日的高铁事件震惊了整个中国。A股市场上，炙手可热的高铁概念股也因此骤然降温。但高铁股一路下跌的过程中，常士杉仍然不改对高铁板块的看好，在他看来，黑天鹅总会过去。

“固执”的坚持之下，市场也狠狠地将这位“冠军”教训了一把。世通旗下的多只产品净值一路下跌，2012年4月9、10两日，常士杉管理的世通8期和世通9期因净值跌至70元的止损线以下，触发计划的特别交易权，遭遇强制清盘。

从冠军巅峰到清盘之路，南京世通资产管理有限公司董事长常士杉，将这期间的五味杂陈娓娓道来。



黄婷

行业分析

可能成为下一片蓝海： 中药配方颗粒

成功赢得国际市场

中药配方颗粒是将中药饮片经浸提、浓缩、干燥等工艺精制而成的单味中药产品。日本、韩国、台湾地区在上世纪70年代便开始研制颗粒剂，并以中药配方颗粒产品成功赢得国际市场，我国

经历了20余年自主研发，于2001年我国药监局正式命名中药配方颗粒，到2010年中药配方颗粒高层论坛公布，已完成600余味中药配方颗粒的生产规范，2011年市场规模达到23亿元。

具有强大的消费基础

中药在国内具有强大的消费基础，中国患者对于中医认知度在不断提升，到中医院就诊的患者人数不断增长，中药材需求量与日俱增，2011年全国中药饮片产业营业收入达853.72亿元，与2006年相比，年复合增长率达到35%以上。在目前的中药材种植技术条件下，随着

中药材需求规模不断扩大，中药资源必将出现较明显的供需不平衡，为部分中医资源跟随市场定价创造客观条件，更重要的是中医药“治未病”理念的不断提升，在主观上推动了中医逐步成为高端医疗市场的重要部分，中药配方颗粒凭借诸多优点将成为受益者。

有望成为国际贸易桥梁

有报道称中草药在国际市场上越来越受到关注，其市场规模每年以10%的速度增长，据WHO统计，目前全世界约有40亿人使用植物药治疗，据GIA估算，到2015年国际植物药市场规模将达到931.5亿美元。尽管如此，在国际贸易中我们仍处于幼稚期，以日本为例，其210个汉方

药制剂处方均来源于中国，生产所用原料的70%来自中国，在国际中药制剂市场中却占有80%的份额，其复方颗粒远销欧美等国家，而我国5%的市场份额中以初级中药饮片形式的产品占比达70%，我们认为，中药配方颗粒有望成为拓展国际中药贸易的桥梁。

未来三年市场规模将翻倍

国家药监局共批准了六家中药配方颗粒试生产企业，1200种商品中药材中超过一半的品种已经实现单方颗粒工业化大生产，2011年实现营收23亿元，与2006年相比，年复合增长率达58.77%，是医药产业最

具活力的细分市场之一。目前配方颗粒销售规模小、市场潜力大、各生产企业均着手产能扩增，我们预计未来三年中药配方颗粒仍将保持30%以上增速，到2014年市场整体规模有望突破50亿元。

仍有较大的上升空间

我们认为中药配方颗粒市场前景好、尚处于待开发状态，仍有较大的上升空间。从需方看，我国中医药市场日益繁荣，在中药饮片需求快速增长的背景下，中药配方颗粒可能成为下一片蓝

海；从供方看，目前我国仅批准六家企业进行中药配方颗粒的“试生产”，政策壁垒使得六家公司有充分的时间进行技术壁垒建设与市场销售布局，推荐关注：红日药业、华润三九。华创证券 廖万国



中药配方颗粒

反思“滑铁卢”

问：其实世通8期和9期两只产品的净值在2011年9月份就已经跌至70元的清盘线附近，但后来净值波动一直都很稳定，直到2012年3月底净值加速下跌，跌破清盘线，4月份才被强制清盘。在最后一个半月，你做了什么？

常士杉：为了保住产品不清盘，我坚持了将近10个月，但是，正如你说的，在最后2012年3月份的一次冒进操作，终于让我狠狠摔了一跤。

今年年初A股出现了一波反弹，我也看到大盘启动的迹象，而3月份证监会主席郭树清更呼吁蓝筹股具备罕见投资价值，我当时认为反弹可能会加速，把仓位从两三成一下子加到九成附近，

抓住反弹加速的时机，但没想到的是，3月23日后，市场在三天之内暴跌了200多点。而那时我们的仓位很重，又是集中持股的策略，手中拿着400万股，错过了卖出时机，想卖都卖不掉，只能看着净值跌破清盘线。

现在想想，当时我已经坚持了10个月等待时机，心态也算是比较好的，但是就是最后时刻功亏一篑，我们的教训也是非常惨痛的，这让我意识到，做投资永远不能跟市场较劲。

问：回顾这三年的历程，你认为自己哪些方面失误最大？

常士杉：首先，我在这三年里面学到的，就是市场是不可预测的。依靠预测市场进行投资，短

时期内可能会有小小的胜利，但是一旦认为自己可以超越市场，最终就会遭到市场的惩罚。

第二，做投资要学会理解市场。A股熊市这么久，2100点都差不多要破了，很多人在呼吁抄底，但我经历过失败之后，我现在觉得应该客观地去看待市场，不要用局限的技术指标、经济学指标来指责市场的下跌不合理。市场这么走，那么我们就应该顺应市场的趋势进行投资，我在2个月前就已经把仓位基本上都降到10%以下。而在过去，我们就是因为没有顺应市场，理解市场，导致在高铁股大势已去的时候仍然死扛，最后被迫面临清盘的结局。

四大原因造就A股大熊市

问：你是否也思考过这三年A股的走势？出现这么漫长的熊市，背后的原因是什么？

常士杉：A股从2005年起步之后一路暴涨到6124点，这轮辉煌的牛市将中国改革开放30年的成就体现得淋漓尽致，但指数的暴涨也提前支付了经济的预期，于是，在2008年“三驾马车”投资、出口、消费都面临转折点，从GDP的走势上就可以看出来，拐点已经出现，A股熊市也必然随之而来。

A股下跌是必然的，但是，为什么这轮熊市持续的时间会这么

长，指数跌幅这么大？我觉得就有市场本身的原因在里面。

首先，IPO扩容是这些年A股市场中的一头猛虎。市场本身的流动性是有限的，在市场下跌过程中，IPO的脚步却在加快，亏钱效应加之圈钱效应，加速了股市的下跌。

第二，包括南海问题在内，现在中国周边环境非常恶劣，对局势的担忧也导致一些长期资本对A股的态度趋于谨慎。另一个，人民币长期来看已经进入贬值通道，也影响了长期资金的投资决策。

更重要的是，中国现在处于

经济转型期，传统经济与新兴经济之间的矛盾日益激化，劳动力成本不断上升，企业利润在不断下降，转型能否成功，目前还看不到方向。

第三，具体投资上，转型期过后，未来的投资主线会是什么？市场上无论是公募、私募都还很迷茫，找不到前进的方向，只能等待。

第四，在股市制度上也在发生变革，“郭树清新政”对投机的打击，让整个A股的估值体系面临崩溃，过去多年以来ST股的神话未来应该很难再看到了，A股也会因此面临改革的阵痛。

至高无上的投资逻辑

投资心得

(1) 向前看——是价值投资中长期投资的根基。

(2) 理解企业——价值投资者不能超于自己的能力圈，研究企业和依靠企业是投资人的根本。

(3) 市场空间——企业的成长和企业的复苏都需要市场空间为前提。

(4) 优秀的管理团队——投资就是投人。

(5) 买到便宜货——就是要求投资人利用市场情绪的起伏，在低于企业内在价值的时候买入。

(6) 按照政策指引——按照国家发展规划来，优秀的投资人会很好把握未来经济发展的趋势。

(7) 经济周期——有了市场经济就有经济周期，经济周期不是麻烦，而是获得超级收益的源

泉。在经济最黑暗中投入，在经济最繁荣时离开。

(8) 大概率追求——优秀企业发现和确认要有个过程，是诸多因素导致的，是一件很难的事情，成功投资的过程就是追求大概率事件发生的过程，这个过程需要投资人的天赋和勤奋。无论在过去还是现在，以及未来，优秀和伟大企业都是少数，和人群一样，多数是平庸者。