

高毅资产邱国鹭文集整理

顺应规律投资，才能事半功倍	2
市场波动的现象与本质	29
价值投资应该如何数月亮	35
简单理念的不简单坚守 - 《投资中不简单的事》序言	36
快乐投资的源泉——《跳着踢踏舞去上班》序	39
用资本创造价值——《3G 资本帝国》序	41
投资中的变与不变	44
价值投资的优势和企业成长的力量	46
回归投资的本质，做时间的朋友	51
回顾 2016：熊市领先没有秘诀，只靠价值投资	54
2016 岁末致投资人的信	63
2017 年投资机会展望：分化与涅槃	65
谈投资 3 《格雷厄姆——华尔街教父回忆录》推荐序	68
继续在资产荒和分化大背景下寻找结构性机会	69
回顾 2015：高毅资产如何穿越大起大落市场赢取正收益	71
去伪存真，以静制动 ——复杂市场中的简单出路	76
与高毅资产邱国鹭面对面：价值投资从未过时	79
高毅投研随笔 1 5178 一周年思考	81
“从 0 到 1”的陷阱和“从 1 到 N”的机会	83
谈投资 2 科技热的冷思考	86
专访邱国鹭：2016 年的投资机会与黑天鹅	88
在基金业，百年老店是一种心态	96
谈投资 1 投资中最简单的事	99
用“简单”的投资方法穿越牛熊周期	102
22 年股市投研框架概览	107
唯价值而疯狂 冲击第三次梦想	117
国信讲演纪要：当前宏观经济背景下的投资机会	124
独家对话邱国鹭：招募最优秀基金经理对接最优势资源	142

顺应规律投资，才能事半功倍

邱国鹭出身书香门第，父亲邱华炳是厦门大学财金系教授，他很小就在父亲的影响下开始接触金融，读过很多经济学、金融学、历史、社会方面的书籍，并且在成长之初就近距离接触到许多之后的金融业界人士。

邱国鹭本科毕业于厦门大学财金系，1996 年留学美国，获经济学、金融学双硕士。1999 年加入韦奇资本管理公司，因工作出色，2004 年底成为公司合伙人。2005 年，年轻气盛、一心想做出一番事业的邱国鹭，辞去了待遇优厚的工作，放弃了当时 60 亿美元管理规模的韦奇资本公司的股权，与另外两个合伙人创立奥泰尔领航者对冲基金。因为独立运作一家公司牵扯精力较多，很难专注于投资，加之邱国鹭后来获得一家 800 亿美元规模的金融机构的资金支持，因此在 2007 年选择在其设立的普林瑟斯资本管理公司的平台上运作。2008 年，尽管金融风暴来袭，但因为充分对冲风险，邱国鹭管理的产品仍获得了两位数的正收益，在竞争激烈的对冲基金行业中初露头角。

2008 年 10 月，在次贷危机的疾风暴雨中，在 A 股最低迷的时刻，邱国鹭毅然选择回到国内发展，加盟南方基金管理公司，任投资总监。

回国之初，邱国鹭通过广泛的阅读和学习，快速了解中国市场，除了每周要看几十篇报告，他也读了很多书，做了大量的上市公司调研。因此，从美国对冲基金到国内公募基金，从美股到 A 股，他没有水土不服，甚至更加得心应手。2009 年底，在南方基金 2010 年投资策略会上，他提出 2010 年十大预言，后来大部分得到应验，他也成为业界和媒体关注的人物。当时，国内微博正在兴起，邱国鹭在微博中记录对投资的观察和思考，以生动简洁的语言，

倡导价值投资理念，得到投资者的追捧和认可，有几篇长微博更有三四千次转发和三四百万次阅读。他将这些文章集结成《投资中最简单的事》一书，广受好评。

在负责公司投资管理工作的同时，邱国鹭也兼任基金经理，2010年他开始管理南方基金旗下光大2号等多只专户产品，到2014年辞职，在四年存续期内，光大2号获得了优异的业绩。

2014年初，邱国鹭辞去南方基金的职务，着手打造上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙），任董事长兼CEO。之后陆续加入高毅资产的几位合伙人皆为业内优秀的基金经理，引人注目。2015年股市暴涨、暴跌，高毅资产经受住了考验，在股市暴跌时旗下产品回撤较小，并且在当年7、8月份市场最低迷的时期逆势发行产品。在2016、2017年蓝筹股行情中，高毅资产整体获得了相当出色的业绩，得到了渠道和投资者的认可，公司管理资产规模快速增长，成为国内排名前列的私募基金管理公司。2018年以来，股市大幅震荡，但根据第三方公布的数据看，高毅资产仍然保持了整体业绩的平稳，在大型私募基金中居于前列。

回国十年，邱国鹭用自己的实践，用高毅资产的实践，证明了价值投资在中国的有效性。

01

打造高毅资产

跟对的人在一起做一件对的事

中国基金报记者：为什么考虑做一个高毅这样的平台？

邱国鹭：一个优秀的基金经理要创业是很艰辛的，开门七件事，一件也不能少。前面也提到，我在美国创业时很辛苦，后来找了一个平台，分一部分收益给它，我的生活质量、成功概率、研究深度、投资敏锐度都大大提高。

因此，我创业时，就想打造一个这样的平台。我自己是基金经理，在别的平台上做过，我作为基金经理想要一个什么样的平台，就把高毅打造成一个什么样的平台，我当时需要哪些服

务，就提供给合伙的基金经理。我在美国工作过的三家公司都是合伙制的，我知道合伙人之间的关系应该怎么处理，利益应该怎么分配。

中国基金报记者：高毅为什么能够茁壮成长？

邱国鹭：合伙人之间相互投缘、和睦相处最重要，很幸运，遇到了我们另外几位合伙人，他们人品很好投资能力也很强。如果说高毅过去三四年取得了一点成绩，主要是他们的功劳，我只是刚好跟对的人在一起做了一件对的事。

我们有六个很资深的基金经理，几乎对任何一个行业，都有一两个人比较懂，大家取长补短，对我们认识世界认识市场很有好处。

我们的特点是共同研究，有很多的争论和辩论，在这个过程中，可以把很多事情搞明白。我们很少争论市场走向或个股涨跌，我们争论的都是行业和公司的基本面，行业以后会怎么样改变，哪家公司更有竞争力，哪家公司的战略是对的，哪家公司管理层品质更好。

中国基金报记者：正如你所说，高毅的每个合伙人都很优秀，他们以后有没有可能离开公司自己创业？

邱国鹭：这个问题对每个资产管理公司都存在。高毅的好处是，第一，机制比较到位，公司的股权激励机制、业绩分成机制、奖金递延机制，都考虑到了公司的延续性；第二，核心还在于公司的文化，我们的文化是以基金经理为核心，基金经理有充分的自主权，充分的决策权，也有个人的独立子品牌；最后是人品，刚好我们遇到的合伙人人品都很好，合伙人之间相处得也很好，感觉都比较舒服。这个行业的特点是优秀的投资人都财务自由了，没有人会为了财务的原因去委曲求全，一定得让每个人都满意。完全满意不可能，但还是能找到比较合理的最大公约数。

中国基金报记者：高毅成立以来业绩优秀，得到了渠道和客户的认可，公司管理资产规模增长速度也比较快，你们有没有压力？

邱国鹭：高毅定位于平台式的公司，是以基金经理为核心的，由基金经理自己决定产品什么时候开放什么时候关闭，公司会充分尊重基金经理本人的意愿。过去一年多，高毅陆续有不同的基金经理封闭申购自己管理的产品，现在大多数基金经理的大多数产品都封闭申购了，高毅的规模过去半年也比较稳定。

2017 年全年我只发过一篇全公司范围的电子邮件，其中讲了三种冲突如何处理：第一，当公司利益跟客户利益冲突的时候，客户利益优先；第二，当业务拓展跟合规冲突的时候，合规优先；第三，当规模跟业绩冲突的时候，业绩优先。这是资产管理公司都会碰到的三个问题。

高毅的公司管理很扁平也很简单，去年全年只开过两次全公司大会，一次是合规培训，另一次是年终总结。在去年业绩规模双丰收的情况下，在年底总结中，我们成绩只总结了三分钟，问题谈了三小时。历史上，我们看过很多一时暴红的资产管理公司，也深知，在市场上一时的成功很容易，但持久的成功是很难的。

资产管理行业要成功，第一是要有好的机制，吸引到优秀的人才，才能创造优秀的业绩，最后才是理想的规模，这是合理的顺序。如果通过各种营销手段直接去追求规模，短期会有一些效果，但长期是没有持续性的。

从技术上来讲，高毅的几个合伙人从业经验都比较丰富，都有管理大资金的经验和能力，投资风格也是偏左侧投资，提前进提前出，容量比较大。我们经常都是买早了或卖早了，我买完继续跌，卖完继续涨，特别是逆向投资，买的是人家不要的东西，基本是你想买多少就有多少。有的公司，你现在一天买个十个亿一点问题都没有，因为大家都在卖，2016 年 1 月份你去买白酒股，也是要多少有多少，即使基金规模大一些，对投资的影响也不大。

中国基金报记者：为什么会参与创立高礼价值投资研究院？

邱国鹭：资产管理业的核心竞争力是人才，怎么招募人才、培训人才、激励人才、挽留人才，是公司的重中之重。招募人才方面，高毅还是有点号召力，我们的基金经理都很优秀，对人才也比较有吸引力，激励方面，我们成立之初就想得很清楚，也很成熟，挽留跟激励基本到位，接下来就是培训，怎么培训人才？

高礼价值投资研究院由高瓴资本创办，耶鲁大学首席投资官大卫·史文森任名誉理事长，高瓴资本创始人张磊任理事长，我担任院长。一年招二十几个学员，去年有近 1000 人报名，学员都是一级市场二级市场的一线投研人员，有公募基金私募基金的基金经理、研究员，还有股权投资人士，他们平均有 5~8 年投资经验，甚至个别有二三十年投资经验，完全可以来当老师。

具体的课程，主要由高瓴讲一级市场，高毅讲二级市场。合伙人讲自己擅长的东西，比如张磊讲零售行业，高瓴 TMT 合伙人讲 TMT，邓晓峰讲通信行业，冯柳讲消费品行业。也会在外面请一些资深专家来讲课。每个月会布置做一个课题，分成四个小组，研究不同的样本，做 2-4 个案例分析，研究一些我们普遍比较关注的问题，比如新能源、电动车、新零售等。高礼价值投资研究院的定位是后 MBA，因为学员基本都读过硕士，又有实践经验，讲的都是比较贴近实践的。学制两年，第一年学习，上十次课，第二年实践，在实践过程中遇到问题大家一起讨论，以期学以致用。

高礼价值投资研究院的一些学生的履历、经验不亚于我，在许多方面可以当我老师。所以，大家是亦师亦友，互为师友，过去一年，我从这些学员身上学到非常多东西，平常很难有机会听老师们系统地讲课，几乎每次课我都会去听。高毅的研究员可以跟着一起旁听学习，对高毅形成系统性培养人才的氛围也有帮助。

02

对股市前景不悲观

贸易摩擦不会发展到不可收拾

中国基金报记者：目前大家对股市比较悲观，你怎么看？

邱国鹭：未来永远都有很大的不确定性，有些不确定性是你知道的，有些不确定性是你不知道的。一个市场大的系统性风险，主要有三个来源：

第一是估值泡沫，像 2007 年或 2015 年上半年，估值太高，下跌起来会很猛，其他时间基本是波动，目前是处在波动阶段的后期，估值已经比较低了。

第二是基本面有大的恶化，原来公司赚钱的，现在不赚钱了，或者经济有大的调整，出现经济衰退或崩盘。但即使把贸易摩擦考虑进去，中国经济也不会崩盘，因为从 2011 年到 2015 年，中国经济经过五年漫长而充分的调整，中间有五十几个月 PPI 是负增长，PPI 是工业产成品出厂价格指数，PPI 为负说明企业有巨大的压力，因此，这五年的洗牌是比较充分的。

2016、2017 年以来的复苏相对比较温和，库存不高，过剩产能不多，基本面泡沫不大，不太可能突然出现断崖式下跌。

第三是央行大幅收紧流动性，资金成本迅速提高，这也不太可能，今年已三次定向降低存款准备金率，近期，国务院常务会议称积极财政政策要更加积极，央行投放也大幅增加，政策正逐渐放松。

这是我们对股市前景不悲观的主要原因。

中国基金报记者：请讲讲你对中美贸易摩擦的看法。

邱国鹭 我不是专家，很难具体去讲中美贸易摩擦会怎么演化，但我们要知道底线在哪里。

中国有非常大的本土市场，产业链布局比较全面，中国的外贸依存度大概在 1/3 左右，低于世界平均水平。另外，我们没有很严重的外债，又是高储蓄率的国家，这些条件决定了中国经济崩溃论是站不住脚的。

日本跟美国，从上世纪 70 年代到 80 年代，打了 20 年的贸易战，并没有对日本经济造成巨大的伤害。日本到后期，人均 GDP 已经接近并超过美国，它们两个经济体有直接的竞争，

而中国的人均 GDP 现在相比美国还差四五倍，所以中美经济还是有互补性的。大家不要看到我们对美国的贸易顺差很大，其中有相当一部分是转口贸易，出口一个 iPhone 手机给美国 1 千美元，中国的附加值并不多，但体现的即是一千美元的顺差。贸易摩擦真打起来，压力也会传导到中国上游的国家。

现在供应链早已全球化的背景之下，我不认为中美贸易摩擦会发展到不可收拾，在一定范围内双方应该能够达成某种程度的合作和妥协。当然，中美贸易摩擦的时间可能会比较漫长，中间回合会比较多。

中国基金报记者：你对中国经济比较乐观？

邱国鹭：我一贯是偏乐观的。说到底，中国经济是在增长的，股市虽然涨涨跌跌，有一部分上市公司还是不错的，买好公司长期看会有不错的回报。政府手上有很多牌，经济一旦出现下滑的迹象，政策就会开始放松。很多人都只看到负债率，也应该看资产端，中国政府拥有土地和国企，资产端还是有较多资源的。

大家还有点担心地方债，我认为也是可控的。中央如果想救，肯定救得了，目前只是想打破一下刚兑，但都在风险可控制的范围内。去杠杆是手段，防风险才是目的，不可能为了防风险，弄出更大的风险，虽然也有这种可能性，但政府是很谨慎的，不要低估执政者的智慧。很多问题看起来很大，但都有解决的余地，中国现在 GDP 是 80 万亿，经济还是很有韧性的，不像一些小经济体，没有抗风险能力。

中国基金报记者：在目前的行情下，你会怎么做？你看好什么行业？

邱国鹭：对于股市，不必太悲观。很多上市公司的估值，基本上是反映了对中国经济特别悲观的一种预期，比如金融股。

港股中很多金融股估值已非常低，一些金融股的市净率已低于 0.5，比 2008 年美国金融股的估值还要低，这反映了一种极为悲观的预期。为什么便宜是硬道理，因为便宜反映了一种

非常悲观的预期，未来超预期的概率就很大。从有些金融股的估值看，似乎中国经济一塌糊涂，银行的坏账要到 10% 以上，实际上，我们关注到银行的坏账过去八个季度已经持续改善，未来可能会有一些小恶化，但没有市场担忧的那么严重。

另外，银行之间分化很严重，我们最近把 17 家银行的会计报表做了一个深度的系统性梳理，发现不同的银行之间差别很大：首先，对坏账确认的标准差异非常大，有的银行是只要逾期一天，就当做坏账，有的银行逾期一百天都不把它当坏账。逾期是客观的，但坏账的认定是主观的。第二是坏账的拨备，不同的银行也不一样，有的拨备是 100% 多，有的拨备是 400% 多，拨备差别很大。这是存量的概念，再看流量，过去一年，有的银行新增的拨备，已经是新形成坏账的两倍以上，而有的银行计提的拨备还不足以覆盖它新增的坏账。单单对坏账处理是谨慎还是激进，银行之间的区别就很大。

银行现在的估值都是在 5 到 8 倍之间，按坏账拨备调整之后，有的银行是几倍，有的实际上应该是几十倍，甚至有的银行实际上已经亏钱了，还有的银行可能百分之八九十的利润来源于拨备不充分，按更严格的标准，利润可能要减少一半以上。所以，银行不能只看表面，银行的分化大家是没注意到的。

现在估计没有人会去研究银行，不要说现在，2012 年 2013 年就没人看了，其实银行这几年走得并没有那么差，特别是龙头的银行股，近年来就走得挺好。现在，我们只需要判断一件事，就是中国经济不会崩盘，这是胜算比较高的。

03

早期经历

学霸+最早一批股民

中国基金报记者：请讲讲你的早期经历。你父亲邱华炳是厦门大学财政金融系主任、经济学院院长，可以说是家学渊源。

邱国鹭：我从小读书不算是特别努力，但学习成绩还不错，高中时参加各种竞赛，物理竞赛、计算机程序设计竞赛都得过福建省第一名，数学竞赛也得过奖。家里人一直觉得，我没做科研有点可惜。高中毕业统考，我是福建省第二名，因此也获得了大学保送资格。

家学渊源谈不上，不过，我从小读了很多书，经济学、金融学、历史、社会方面的书读了很多，父亲是老师，家里面别的不多就是书多。我生在厦大、长在厦大校园，小时候住的教工宿舍，现在已改建为厦大的人类历史博物馆，我跟朋友开玩笑说，小时候就住在山顶洞人那屋。

在经济、金融、投资方面，我的第一个启蒙老师是我父亲，除了在理论上、实践上的引导，他的言传身教，包括他的生活、学术圈子，对我影响都很大。厦大财政金融专业很强，父亲有很多学生，应该算是中国改革开放后第一批接触资本市场的人，他们谈论的话题，我当时不一定听得懂，但也算耳濡目染吧。

我父亲比较注重理论跟实践相结合，创办了福建省第一家资产评估事务所，大二、大三的时候，我在事务所实习过。我参加了福建闽西一家水泥厂、闽南一家啤酒厂的资产评估，当然，我主要是打打杂，帮人家敲敲电脑、记记账。这是我第一次切身地知道怎么对一家公司进行估值，看的不是财务报表，而是机器、设备、厂房，还要算折旧、年限等，这是个很简单的活，却是很好的培训，我对周期股和消费股的认识就是从那时候开始的。

早期对我影响最大的人无疑是我父亲，可惜他英年早逝。今年是他去世 15 周年，我和我母亲、兄长一起，捐赠设立了厦门大学邱华炳教育基金会，也算是对他的一种怀念。

中国基金报记者：你什么时候开始接触股市？

邱国鹭：我很早就开始对股市感兴趣，1992 年，厦门开始发老十家的股票，5 块钱买一张认购证，几个月以后可以认购股票，一个身份证可以买五张认购证，我组织了一批同学和我母亲公司的同事去买，还记得，我跟同学打牌到凌晨四点多去排队。认购证本质上就是期权，

而且杠杆很大，万一不能行权，也就是浪费一天，亏五块钱，如果行权，可以赚一万，当时一万块都可以买间房子了。这是我第一次参与股市和衍生品交易，算是赚了第一桶金。

中国基金报记者：1996 年，你去了美国留学，请讲讲当时的情况。

邱国鹭：当时刚开始有互联网，我是中国第一批网民，用互联网申请美国学校，觉得特神奇。那时还没有浏览器，都是文字界面，要看美国学校的网站，把名字输进去，然后去洗个澡回来，网站可能刚出来。但即使如此，还是很快，因为以前靠写信联系，来回得一个多月，用互联网，你今天发，明天就能收到学校的回信。这让我对科技的力量有了切身的体会。

去美国读研，收获很大。我申请了塔夫茨大学（Tufts University）读经济学硕士，后来又申请去罗切斯特大学（University of Rochester）学习金融学，两个学校我都申请到了全额奖学金。经济学和金融学在国内感觉很接近，其实区别很大，经济学是偏原理、偏宏观的，是基础学科，金融学是偏数学、偏定量、偏实践的，是应用学科。

我本来的计划是攻读金融学博士，在美国，博士学位要先上两年课，再写三年论文，我完成课程、通过了博士资格考试，但论文没写，拿了硕士学位就去上班，投身基金行业了。我父亲对我没读完博士一直耿耿于怀，总觉得万般皆下品惟有读书高，觉得我有点不务正业。现在想来，我自己也还是有点小遗憾的。

04

加盟对冲基金五年成合伙人

价值投资第一课终身难忘

中国基金报记者：研究生毕业后，你是怎样进入对冲基金的？

邱国鹭：我 1999 年毕业，正值纳斯达克泡沫的顶峰，美国的就业情况非常好，失业率是几十年的最低点，跟现在有点像。在美国，研究生毕业后一般都先去卖方，券商研究所可能每年要招几百人，买方则很少直接从学校招毕业生，中型基金公司一般一年就招一两个人，只有年份特别好的时候，可以直接去买方，所以一定意义上，我是当年科技股泡沫的受益者。

我去了很多公司面试，最后决定去韦奇资本，这是一家私募机构，不能算是对冲基金，也不是公募基金。公司管理资产数十亿美元，只有不到一百个机构客户，在投资上也不做对冲，而是价值投资、长期投资，美国有很多这样专为机构管钱的私募基金。

我的第一份工作是策略分析师兼定量分析师。做宏观做策略要求有大局观，从整体看问题，定量则很客观，什么都要用数据、程序去测试，以前所有技术分析指标，包括移动均线和日本蜡烛图之类的，我基本都用程序测试过，结论是大多数都不准，没法交给程序去用。实际上，股市中有很多是伪经验，你正确的做法十次可能对六七次，错误的做法，你十次可能对三四次，但某个人可能只经历了错误中对的那三四次，他就可能会把一些错误的东西，当作正确的经验。定量的好处是，能够把十次一百次都去测试，到底什么东西好，什么东西不好，都可以用数据去检验，这养成了我一种相对客观的态度。

中国基金报记者：你在韦奇资本的工作怎么样？

邱国鹭：我在韦奇资本学到了很多，干得也很开心。报到第一天，公司给了我一间很大的办公室，就是老板原来的办公室。因为公司刚从半层扩展到一层，公司人不多，几乎所有的投研人员都有办公室，老板搬到另一个更大的角落办公，就把他的办公室给我了。

公司对我很好，刚进公司，就送我去哈佛大学行为金融学的短训班学习，当时正值纳斯达克泡沫最盛的时期，整个市场都疯了，理论和现实相对照，对我很有启发。我英语口语很重，公司还专门请了一个大学老师一对一教了我半年英语口语。

我工作干得也还不错，五年半提拔了三次，从研究员升到总监再到执行副总裁，最后成为合伙人。投资就是这点好，你做了贡献都看得见。

2004 年底，我成为公司合伙人，拥有一部分公司股份，公司当时规模是 60 亿美元。

中国基金报记者：你的第一个老板对你影响很大？

邱国鹭：韦奇资本的老板非常优秀，27 岁即担任美国第四大银行的研究总监，他是公司创始人也是首席投资官，他是铁杆的价值投资者，对我投资影响非常大。非常幸运，能够遇到他。

我刚到公司就给老板当助理，他经常给我出一些题目，教给我很多东西，从投资理念到对市场历史的研究，那几年我读了很多书，成长得特别快。

我加入时，公司业绩已经连续五年落后于市场，公司规模也从 30 亿美元跌到了 20 亿美元，我们的客户是机构客户，主要看 5-7 年的滚动业绩，连续五年业绩落后，公司已经开始有很大的压力。面对纳指的疯狂，老板身上那种淡定和独立思考，还有他的坚持，让我终身难忘。

当时，大家都在说“这次不同了”，他却坚定地说“这也会过去”。

有一次，我跟老板说，科学技术确实进步很快，他回答说：“科学技术进步再快，也没有华尔街的贪婪增长得快。”

1999 年 5 月，我到公司入职，十个月之后，2000 年 3 月份，纳斯达克泡沫破灭。这是史上最大的一个泡沫，纳指从 5000 多点跌到 1000 点，下跌了 80%，第一批在美国上市的中国互联网股票最低跌到几毛钱。

之后的六年，从 2000 年——2005 年，韦奇资本每年的业绩几乎都是名列前茅。

这就是我投资的第一课，这段工作经历，对我的启发，对我形成投资理念、研究方法、研究体系，至关重要。你看我现在的抗压能力比较强，因为我老板当时的淡定给我的印象特别深。

在资本市场，整体性的泡沫每隔一段时间就会来一次，局部性的泡沫几乎每年都有可能。你应该怎么对待它？我倾向于选择绕着走，可能不参与，当然，也不会去卖空。

2004 年初，我的老板决定退休，还不到 50 岁，然后义务为一家慈善机构打理资产。他的住所森木茂密，每年秋天落叶无数，他都坚持自己清扫、打包，他平易近人，记得大楼里每个清洁工的名字。

老板走的时候给了我两大本过去积累的旧杂志、旧报纸的剪报，按行业分类，整理得非常好。

我一进公司，他就培养我读旧杂志、旧报告，这是一个非常好的习惯。现在大家整天担心中国的杠杆太高，经济会崩溃，你要去看历史上的《商业周刊》、《财富》，美国人从上世纪70年代开始就觉得美国国将不国了，70年代担心通货膨胀，80年代担心日本赶超，后来又担心坏账，这类文章好多，总是有人对未来充满忧虑。

为什么要有一个历史的眼光？因为只有拉长时间，你才能够把很多事情看清楚，它的体量、重要性到底是什么级别的，才不会听风就是雨，总是生活在惶恐之中。反过来，大的危险逼近的时候，你才会敏感一些，懂得去识别它。

读旧报告还有一个好处，就是有助于判断卖方研究员的水平，只要把他三年前报告拿出来看看，就知道这个人说话靠不靠谱，他三年前讲的故事、吹的牛，现在到底怎么样？有没有用？

中国的卖方有一批非常优秀的研究员，只要看看历史上的报告，就很清楚。

05

为理想辞职到华尔街创业

2008 年大熊市获两位数正回报

中国基金报记者：为什么会离开韦奇资本去创业？

邱国鹭：韦奇资本所在地夏洛特号称美国第二大银行中心，美国银行、美联银行的总部都在那儿，是美国南部经济最发达的城市之一，非常舒适，但对我来说却太安静了，除非你是去打高尔夫球。如果贪图安逸和稳定，留在韦奇资本肯定是最好的选择，但我当时年轻气盛，觉得做一名对冲基金经理是很酷的一件事情，我当时读了许多理论书，书中人物的故事也激励我，想要成就一番事业。我觉得自己也可以像巴菲特、索罗斯一样优秀，一心想出去闯荡，就跑去了纽约。

2005 年，我与另外两个合伙人创设了奥泰尔领航者对冲基金，离开了韦奇资本，我作为韦奇资本合伙人的股份就没有了。后来韦奇资本规模增长到一百多亿美元，粗算一下，那些股份几乎是我当时全部的身家。当时还年轻，关于这些股份的价值，都没怎么想，说走就走了。创业后，我们公司业绩还不错，但是运作很辛苦。后来，我开始跟一家规模 800 亿美元的金融集团合作，我到他们的普林瑟斯资本平台上去运作，他们给我出种子资本和营运资本，帮我做营销和运营。这样，我就可以专心做投资了，少操心那么多琐事，生活质量和投资的敏锐性都要强很多。我为什么会打造高毅资产这样一个平台，跟这段经历有关。

中国基金报记者：2008 年，次贷风暴席卷全球，股市暴跌，你当年投资的情况怎么样？

邱国鹭：2008 年百分之七八十的对冲基金是亏钱的，因为大多数对冲基金没有充分对冲。我们是充分对冲的，所以，虽然全球股市暴跌，到 2008 年 10 月我回国时，公司还有两位数的正回报。我们当时投资了美国、加拿大、韩国跟香港四个国家和地区，投资策略是市场中性、国家中性，并且在同行业中做对冲，行业风险也是中性，我们买进低估值基本面扎实的公司，卖空同行业中高估值、基本面有水份的公司，打个比方，在 2008 年的暴跌行情中，好的白酒股肯定比一只垃圾的白酒股跌得少。

2008 年，美国是真正的恐慌。华尔街几乎所有的公司都扛不住了，美国的大银行、大投行都有倒闭风险，大家认为没有一家券商跟银行是信得过的，钱拿出来都不知道该放到什么地方，不敢托管在摩根士丹利、高盛，也不敢放在花旗、美林，身边的朋友一个个都在失业。经历过 2000 年网络泡沫破灭和 2008 年次贷危机的人，心态会比较好，比较淡定，对市场的过度反应，无论是过于乐观还是过于悲观，都有一定的识别能力。有时候大家动不动就很恐慌，却是市场的过度反应，像 2016 年初，港股的估值杀到跟 2008 年一样低，国企指数估值跌至 50 年的最低点，但 2016 年的状况比 2008 年好多了。

每周读几十篇报告快速学习

中国基金报记者：2008 年 10 月你回到中国，加盟南方基金，当时你在美国的公司有多大规模？为什么考虑回国？

邱国鹭：我当时管理的基金已经具备可以做起来的规模了。公司最早创立的时候有另外两个合伙人，后来因为独立运作太累，我找了个平台合作，就把另外两个合伙人的股份买了下来。我回国，一部分是家庭的原因，我父亲去世后，我想多陪陪母亲。另外，我跟高良玉总谈了几个月，高总有理想也很实干，我很认可高总和南方基金。当时中国公募基金业的管理规模不大，我觉得中国基金业的发展空间巨大。各种因缘聚合，促成了我下决心回国。

中国基金报记者：你大学毕业后就去美国待了快 13 年，从业近 10 年，回到国内会不会水土不服？

邱国鹭：我刚回国时是以快速的学习来适应新环境，我读了好多书，每周都要看几十篇报告，通过广泛的阅读和学习，快速了解中国市场，并且实地调研了很多上市公司。为什么国外有些优秀的基金经理来中国，不一定做得好，因为理念是一回事，还得接地气，了解中国国情，了解具体的市场情况、行业情况。

一开始大部分的卖方报告我都会读，因为不知道谁好谁坏，三个月之后，我会根据研究员的名字来挑选报告，有些人的报告我会读，有些人的报告就不会去读了。我也会去读旧报告，把研究员在 2006 年、2007 年大牛市讲的话、吹的牛重新读一遍。所以，我跟南方基金的研究员说，在金融业，一个人的名字就是一个品牌，这个品牌的建立可能需要几十年，毁掉可能只需要几分钟，你的工作都是会留痕的，所以做每件事情，都应该按最高的标准来要求。我到南方基金时上证指数从 2007 年最高点下跌了超过七成，在历史性低点 1664 点附近，大家已经完全没有信心。我看到政策已经转向，估值已经低估，所以明确提出要加仓，2009 年 1 月，作为投资决策委员会成员，我提出指定性的决议要求，让基金经理加仓券商股到

一定比例，因为券商股在市场见底时向上弹性最大。我在南方基金 6 年，这是我们投决会做过唯一一次指定性的决议。

07

一个策略管十年

锁定三大领域打造能力圈

中国基金报记者：你回国不久就开始写微博，你强调行业格局，关注一些增速变缓但集中度提升、龙头公司利润大幅提升的行业，近十年的市场，验证了你当初的判断。

邱国鹭：投资一家公司本质上是要分享它未来现金流的一部分，行业格局清晰，胜负已分的行业，盈利的确定性很高。像白电，2000-2005 年行业增长迅速，但利润不佳，2006 年行业增速开始减缓，但利润大增，因为在行业大洗牌后，小厂退出，行业集中度大大提高。

很多人喜欢在早期的时候去赌马，的确有人赌对，但赌对的概率很小。一项新技术出来的时候，总是群雄混战，很难分辨出谁是赢家，我愿意等到分出胜负，像孙子兵法中所说：胜而后求战，而不是战而后求胜。等行业集中到一定程度，前三名占据半壁以上江山，这时候谁好谁坏已经可以看得很清楚，你不但可以投，还敢出重手。

大家总担心胜负已分的时候投资会太晚，但回头看，十年前早就是龙头的公司，十年后还是行业龙头，十年来，他们的涨幅惊人，各行各业都如此。

我一直在讲要数月亮，不要数星星，数星星太累了，而且长期回报不会好，因为太难了。会有个别人是千里眼，数星星数得特别好，那他可能是天使投资、风险投资的料，因为他能够三岁看老。就像判断一个人是否成才，你是愿意在三岁的时候去判断还是等到 30 岁呢？当然，有的人会在周岁时，通过抓周来判断，抓到算盘就说他长大要做会计，但这是算命，他还没上幼儿园，你怎么知道他未来会做什么呢？当然你可以说这个人是富二代，富二代后来把家败掉的也很多，所以，三岁看老准确率太低。

我们是二级市场投资者，30岁看老就可以了。可以等这个人长大，知道他是哪个学校毕业的，进了什么行业，是什么职位，工作的前3-5年的升迁快不快？以此来判断他后30年的情况，比三岁看老的把握性要大得多。

格局决定结局。我刚回国的時候，大家都在讲空调的天花板，我们对白电和黑电进行了对比分析，结论是看好白电，不看好黑电。因为行业格局不一样，白电虽然还在混战，但已只剩下四家，空调只剩下两家，而且空调的技术变化是连续性的，在技术变化过程中不会出现颠覆性的结果。而黑电从CRT到等离子到液晶屏到LED到3D电视，每一次改变都是革命性的，企业跟不跟都很痛苦，不跟你可能会落伍，跟则要投一大笔钱，风险也很大，两三年后可能又有新技术出来，万一投到3D电视，还可能是伪命题，所以黑电要困难得多。

中国基金报记者：2010年，你开始管理南方基金的专户产品光大2号，到2014年辞职，光大2号在四年存续期内业绩优异，请讲讲这一时期对净值贡献比较大的、有代表性的投资案例。

邱国鹭：我在美国刚入行的时候，曾问过公司一位资深合伙人，怎样才能成为一名优秀的基金经理。他说，很简单，你只要记住两条：第一，把客户的钱当作自己的钱来珍惜；第二，把二级市场的股票投资当作一级市场的实业投资来分析。

过去十年，我主要是投资一些胜负已分的行业中的一些优质公司，像一些大白马公司，经常出现在我的组合里。你要看我的组合，会觉得很无趣很乏味。大家肯定也会觉得，你过去十年八年就找了一堆大白马，没什么意思，谁都会啊。

我现在很少讲投资，因为没什么新东西，讲出来，人家会觉得这人真没新意，投资理念翻来翻去就这几句话，投的股票也就是这些。

为什么过去十年，我就这么几句话，就这么几个行业？因为我是以实业的眼光做投资，追求的就是具有不变核心竞争力的公司，他们十年前就是行业老大，现在还是行业老大。当然，要在一个善变的市场找到不变的公司，也不容易。

市场每天都在变，我们做投资，研究的却是市场背后不以人意志为转移的规律：经济规律、行业格局、供需关系和商业模式，猜测市场的情绪变化有时候会给我们带来收益，但那是不持久的。因此投资真的很“无趣”，这是一种常态。就像那些去赌场的人，有的人是去玩的，有一晚上消费百万的贵宾室，但那些真想去赚钱的人，需要很理性很严谨，并不好玩。

中国基金报记者：你能在十年八年前把这些公司找出来，还能够经常跟这些公司为伍，这一点就很难做到。你刚才说投资是一件很“无趣”的事，这个说法很新鲜，也发人深省。

邱国鹭：我是一个策略管十年，不怎么变。因为我不擅长于追逐变化，更擅长于在变化的现象中寻求不变的规律。

过去十年，人家问我看好什么行业，我在任何时候都是讲三大类行业：金融地产、品牌消费、先进制造。为什么呢？这几个行业符合我的标准，行业格局很清晰，月亮已经出来了。我从来不是第一个吃螃蟹的人，会等胜负已分，事情很清晰了再投资，反正总是有机会能买到，A股波动性很大，常常出现很好的买入时机。

金融地产格局相对没那么清晰，但是便宜。五年前大家很看空地产的时候，我把电影跟地产做了综合比较，当时中国电影一年票房三四百亿，最大的公司市值当时已经四五百亿了，而房地产一年卖8万亿，最大的龙头公司才六七百亿市值。当时，最大龙头公司的市场占有率只有一两个点，但看得出，大地产商一定会不断抢占小地产商的市场份额。我们预期地产行业的集中度必然提升，很简单，大公司拿地比小公司便宜5~10%；集中采购原材料能便宜5~10%；融资成本也比小公司便宜5~10%（例如，有的房地产龙头公司2016年底发五年期企业债利率不到3%，小公司拆借利率可能要超过10%）；最后，同样地段的房子，大

公司卖得比小公司贵 5~10%，因为有品牌。这几个 5~10%加在一起，小地产商怎么跟大地产商竞争？这就是我所说的“胜负已分”。这些道理都很简单，大家都能想得到。

定价权也很重要，我为什么经常讲这三大行业，因为这几个行业是可以提价的，我一直说，有“霸王条款”的行业都不会太差。比如，房地产的“霸王条款”就是很厉害的，你要全资预付给他，他拿你的钱盖你的房子，过两年才给你房子，而电影则是要先砸钱，电影的现金流很差。白酒是一把米、一斤水，卖你几百块钱，毛利率百分之八十、九十，相当高。银行前些年也有些“霸王条款”，现在没有了，说明银行业竞争比原来激烈了。

中国基金报记者：这就是巴菲特说的能力圈？通过长期不懈的努力，对某些公司、某些行业获得超出几乎所有人的理解，这样就能够对公司未来长期的表现，做出更准确的判断。

邱国鹭：每个投资人都有自己的能力边界和局限性，没有边界的能力就不是真的能力。人的认知是有局限性的，我自认更容易总结过去的规律性的东西，而不容易准确预测未来的突破和演变；更容易在变化中寻找不变，而不容易在不变中预测变化。意识到这种局限性之后，我开始尽力寻找一些历史上被证明行之有效的简单法则、简单工具，然后长期坚持。

我不追求研究特别难的东西，而是把相对简单的东西，研究得很仔细很清晰，针对不同的行业特性，弄清决定行业竞争胜负的关键因素是什么，什么样的公司算好公司，什么样的价格是便宜。把很多东西想明白了，就能对行业进行估值，知道它什么时候是便宜，什么时候是贵，就可以在公司很低估的时候，坚定买入并持有。

做投资，核心不是难度，而是有多大把握。就像巴菲特和芒格所讲的，所有公司都可以分到三个篮子中，一个是太难，一个是可投，一个是不可投，太难的那个篮子最大，因为会把很多东西都扔进去。

几个月前，桥水的达里奥来中国，媒体安排了我跟他的一个对话，我问过他一个问题，他一直说人要不断挑战自己，不断挑战自己的极限，但巴菲特却说投资人应该蹲在你的能力圈里面，这两个矛盾怎么解释？

后来我自己想明白了，他们一个讲的是研究，一个讲的是投资。研究应该要走出你的舒适圈，不断挑战你的极限，但投资要躲在你的能力圈里面，研究的范围应该比投资的范围广，你可能研究十样东西，最后搞明白了三样，就在三样里面投，但是你不能只在三样里面研究。

08

“熔断”时买入 8 只白酒股

逆向投资不是一项技能而是一种品格

中国基金报记者：你特别强调估值？

邱国鹭：我是深度价值投资者，不是成长型价值，对估值的要求比较高。

我把选股简化为估值、品质、时机三个要素，时机很难掌握，我基本会淡化掉，或者通过估值去判断，便宜的时候多买，贵的时候少买，品质只要做好功课并不是太难，但品质有时候还难以判断，估值是相对最好把握的。

便宜是硬道理，股票的回报并不取决于它未来增长是快还是慢，而是取决于未来增长比当前股价反映的增长预期更快还是更慢。我买很多东西，大家都觉得是传统产业、夕阳产业、已经很成熟，没什么意思，没什么变化。但只要你买入的估值够低，一样可以赚钱。

美国股市定价相对合理，低估值的東西往往是夕阳行业，很垃圾，但只要仔细分析，垃圾也是有价值的，只要以一半的价格买，也可以翻一倍。比如美国钢铁是最夕阳的行业，美国钢铁是美国最老的钢铁公司，2002 年 2 倍市盈率时，在许多人看来已经是坐着等死的公司了。

但从 2003 年-2008 年中期，这只股票持续上涨了 6 年，翻了 20 倍。当然，2008 年它又打回原形。

A 股市场的好处是 ,往往能以很便宜的价格买到很优秀的公司 ,像有的白酒、消费龙头公司 ,我们都是在市盈率十倍左右买的 , 还有 2016 年底以 15 倍市盈率买入某安防公司。

有时候 , 有些股票真是太便宜了。2015 年底 , 有个港股地产公司跌到只有 150 亿市值。公司的特点是土地都在一二线城市。我看好成都重庆天津武汉这样准一线城市的未来 , 当时没选其他更大的地产公司 , 是因为他们土地的质量不如前者。我们花了几个月时间 , 把这个港股地产公司所有的项目都画在地图上 , 然后评估它每个项目的选点 , 以及的周边房价是多少 , 以此评估公司至少值 500 亿。2017 年公司卖了 3000 亿的房子 , 按 8% 的净利润率计算 , 应该有 200 多亿的利润 , 回头看 , 才能体会到 2015 年底 150 亿估值有多便宜。

这家公司比较激进 , 杠杆高、表外负债大 , 大家担心它还不起债 , 没人敢买。便宜就是硬道理 , 这家公司质地当然不如有的龙头地产公司 , 但是便宜 , 我是从低估值中获得安全边际。

2016 年中 , 董事长借了几十亿增持 , 结果股价又跌了一块钱。后来好不容易涨回去三块钱 , 公司又拿了 150 亿去买某热门领域公司 , 公告第二天我把这只股票卖了。虽然事实证明 , 这家地产公司对某热门领域公司的投资是个大失败 , 但之后半年这家地产公司还是涨了六倍 , 这就是股价足够便宜的力量 , 即使投资重大失误都没有改变其股价上涨的趋势。

最近又有一批优秀公司开始变得非常便宜 , 因为大家又开始在恐慌 , 其实贸易摩擦的后果并没有市场担忧的那么严重。日本从七十年代开始跟美国打贸易战 , 打了二十年 , 中国的体量比日本大得多 , 市场也大得多 , 没什么好怕的。当然 , 市场不恐慌 , 也没有便宜价格买到优秀公司的机会。

中国基金报记者 : 上一次恐慌应该是在 2016 年初 , 股市两次“熔断” , 市场极度悲观 , 上证综指一度跌至 2638 点 , 你当时是怎么做的 ?

邱国鹭 : 在 2015 年底 2016 年初 , 我买入了白酒股 , 还有某消费品龙头。

我们找白酒的顺序是先找高端，再找次高端，再到平价酒，因为中国经济的复苏通常是先重点扶持基建，商务应酬增加，对高端酒的需求会增加，之后经济恢复，老百姓有钱了，中端酒开始起来，然后再到低端酒。

白酒是很有代表性的品牌消费品，我一直都很关注。2012 年底，八项规定出台，白酒行业极其低迷，之后我们在底部以十倍左右的市盈率买入白酒股，白酒的商业模式特别好，格局又很清晰，十倍 PE 卖给你，真的是很划算。有一阵大家都在说白酒产能过剩，在算中国人均有多少白酒，但国产酒产能过剩只是散装酒产能过剩，800 块钱的酒跟八块钱的酒是不竞争的，我当时说，就像全世界的包包产能过剩，跟 LV、爱马仕包的销量也没有关系。

2013 年我写过一篇文章《逆向投资》，相较而言，食品饮料是个适合逆向投资的行业。我刚到韦奇资本的时候，公司的基金经理们在疯牛病的恐慌中买入了世界某知名快餐连锁品牌的股票，数年后这家快餐连锁公司的股价上涨了 3 倍，这是我逆向投资的第一课。还有一家食品龙头企业，2011 年因卷入塑化剂事件导致股价跌了快一半，但 2012 年公司股价最高时，相较 2011 年低点上涨了近三倍。食品安全事故之后，大家都会慢慢“健忘”，例如 2003 年“非典”时期，香港人都不敢吃鸡肉，回头看，肉还是要吃的。何况酒是会上瘾的，而且白酒下跌的原因主要是八项规定等措施，跟塑化剂的影响相比，并不是对产品的根本性打击。

中国基金报记者：逆向投资的难点是什么？

邱国鹭 投资做了二十年，我深深体会到人弃我取的道理，逆向投资是超额收益的重要来源，投资领域的集大成者大多数都具有超强的逆向投资能力。

但逆向投资并不容易，经常会买点、卖点掌握不到完美。经常买早了，因为你觉得便宜，但还可能更便宜，比如一家还不错的公司，你觉得四、五倍市盈率真便宜，但你买进去后，还可能跌到三、四倍。也经常卖早了，比如一只股票内在价值是 50 块钱，我们 20 块钱买，

它最后可能会涨到一百块钱，我们可能 60 块钱就卖掉了。因为我们是要讲安全边际的，最后一段涨幅经常赚不到，没关系，我可以再去找其他更低估的东西。

市场是一个拍卖系统，最后的顶点总是最疯狂的人在定价，就跟在拍卖会上面，最后的买主肯定是那个最狂热的、愿意出最高价的人。极端的价格常常是由最大的傻瓜决定的，所以股价上涨时超涨，下跌时超跌。1999 年纳斯达克泡沫时，我碰到某行为金融学教授，他自己有个对冲基金，那年卖空网络股亏了很多钱，他感叹说：我知道他们傻，但没想到他们会这么傻。这个教授前不久获得了诺贝尔经济学奖。

这是逆向投资的难点，顶部和底部只是一个区域，你肯定买不到最低价也卖不到最高价，你很可能抄底抄在半山腰。买早了还要能熬得住，领先两步成先烈，只要能熬得住，还是有可能成先锋的。

不在乎短期最后一跌的得失，是逆向投资者的必备素质。所以，逆向投资是最简单也最不容易学习的投资方式，因为它不是一项技能，而是一种品格，品格是无法学习的，只能通过实践慢慢磨练出来。

在 A 股这样急功近利的市场中，能熬、愿熬的人仍然不多，因此逆向投资在未来仍将是超额收益的重要来源。

“股票不过是穿着股票外衣来参加华尔街化装舞会、长期资本回报率为 12% 的债券。”记住巴菲特在 1977 年说的这句话，也许可以帮助你多一些耐心。

09

2013 年看空手游、电影、P2P

短期很傻长期很正确

中国基金报记者：价值投资在中国有效吗？你回国十年，投资最困难的是什么时候？

邱国鹭：大家都说价值投资在中国不灵，其实是很灵的，A 股市场不成熟，波动很大，一些优质公司常常会出现非常好的买点，给价值投资者很大的机会。

我回国十年，价值投资比较难做的只有两个时间：2013 年和 2015 年上半年。2013 年沪深 300 下跌了 7%，创业板指数上涨了超过 70%。2014 年初我离开南方时，上证指数 2000 多点，正是价值投资最低谷的时期。但正如乔尔·格林布拉特曾说：第一，价值投资是有效的；第二，价值投资不是每年都有效；第二点是第一点的保证。正因为价值投资不是每年都有效，所以它是长期有效的。

当时在大家最悲观的时候，我管的账户一直是接近满仓，虽然当时会有一定的波动，回头看却是非常好的买点，很多传统的优质公司市盈率跌到五倍，都买到基金允许的上限，是我的重仓股，这些都是市盈率 3~4 倍的龙头公司，拿两三年回报很好，承担的风险又很小。

2015 年二季度，小股票最后一波疯狂上涨，我们都没参与，当时客户方面也有些压力，但到三季度，客户就打电话来表示感谢了。

这也是逆向投资的难点，你必须有坚强的意志，在相当一段时间内顶住巨大的压力。

我刚入行时，就经历了纳斯达克泡沫以及后来的网络泡沫的破灭，对于泡沫我比较警惕，也能够识别它。2015 年 4 月，在你们报社举办的“机构投资者峰会”上，我讲到了新牛市的七个新特点，提出小股票风险很大，要注意规避风险，但蓝筹股有投资价值，同时指出，这是中国股票市场历史上一次真正存在普遍杠杆的牛市，一旦下跌，免不了会出现踩踏事件。

在当时鸡犬升天那个时间点，坚持价值投资是很艰难的一件事情。后来，市场很快逆转。

在价值投资这条路上，我没有动摇过。我从业 20 年，见过 1992 年排队买认购证时的疯狂，经历过 1999 年纳斯达克的科技股狂潮及后来的大崩盘，也参与了 2008 年全球金融危机时对冲基金对华尔街投行的挤兑，深知金融市场的黑天鹅与肥尾现象，每十年就会出现一次百年一遇的危机。因为对风险有刻骨铭心的认识，而且也形成了一套自己的投资逻辑和体系，不会被短期的市场走势所绑架。

中国基金报记者：2013 年创业板指上涨 70% 多，你当时撰文对被市场热炒的手游、电影、P2P 互联网金融都泼了冷水，一时间争议很大。事实证明，时间站在了你这一边，现在，这些行业都已经被证伪。

邱国鹭：2013 年，大家最爱炒的是三样东西：电影、手机游戏、P2P 互联网金融，记得当时有二十几家公司转型手游公司，还有很多公司收购电影工作室，还有公司为了炒作股价改名叫“匹凸匹”。

投资要做时间的朋友，怎么才能做时间的朋友？一定得抓住事情的本质，要知道商业模式是怎麼样的，行业格局是怎麼样的，公司的核心竞争力是什么。我当时分析得很清楚：手游百分之七八十的收入要分给平台，产品的生命周期短用户黏性弱；而电影的现金流很差、不确定性很高；网络银行也不会因为用户多而形成网络效应或提升用户体验，而且金融的本质是风控能力，这一点在 P2P 互联网金融中却是缺失的。

A 股的特点是容易走极端，任何概念和主题，无论真假，只要够新够炫，都能被热炒，然而，爆涨之后可能就是爆跌。

我的有些判断，短期看上去很傻，因为需要时间来验证。2013 年 9 月份我写完这篇文章后，创业板继续走强，2014 年下半年虽然市场一度转到蓝筹风格，2015 年上半年创业板又暴涨，在一年半的时间里，我看上去都像个傻瓜，但是五年过去了，现在回头看，就很清晰了。

为什么时间证明你是对的，就是你坚持的东西，符合行业客观规律。当然，有时候这个时间不是一两年，而是五年八年甚至十年。

中国基金报记者：从第三方披露的数据看，你管理的基金不仅业绩领先，而且回撤较小，2015 年在市场暴跌 50% 时，你管理产品的最大回撤在 10% 左右，如何做到较小的回撤？

邱国鹭：2015 年，高毅刚刚成立，我们的产品发行不久，还没有积累多少正收益。因为不想让客户亏钱，我当时是以一种风险预算（Risk Budgeting）手段来操作，产品跌到一定程

度就会减仓,在净值下跌十个点时,就只有很少仓位了。因为公司新成立,我也公转私不久,如果一下子回撤太大,客户也难以接受,所以,前三年我对仓位控制都比较严格。客观上讲,这并不完美,回头看,如果不是严格控制仓位,我的回报要高很多。

未来,我会调整策略,在大部分时间保持高仓位,只在少数市场泡沫化程度高的时候轻仓,因为长期看权益投资是大概率跑赢现金的。而且,正确选时是很困难的,像算命、赌大小,基本上不可控,但对泡沫,特别是比较明显的泡沫,我还是可以判断出来的,因为那时就找不到符合我们标准的估值合理的股票了。

中国基金报记者：近年来，创业板跌了又跌，会不会跌出价值？你会买创业板的股票吗？

邱国鹭：我并不是说不买创业板,创业板公司也在我们的研究范围内。去年我已经买了一只创业板的股票,到现在还带来了不错的收益。公司是民营企业,基因还不错,商业模式也还可以,是细分市场的龙头,但市场占比很小,行业格局也还不清晰,新招聘了核心管理人员,应该说已经具备我们合伙人卓利伟所说的“鲨鱼苗”的特征,但这还是有点三岁看老,还不太符合我30岁看老的原则,所以我不会特别重仓。

今年创业板再度暴跌,我又买了一只创业板,算是行业里的绝对龙头,属于胜负已分的行业,也取得了正收益。

我们一直在不断扩展投资范围,打造更强大、覆盖更广的研究能力。

10

勤奋学习大量阅读和思考

牢记常识顺规律而为

中国基金报记者：你曾任南方基金公司投资总监，同时管理专户产品，现在，你是高毅资产董事长，同时也管理基金，时间会不会太紧张？怎么分配投资和管理的时间？

邱国鹭：我不觉得有任何问题,我时间管理还可以的。美国的基金公司,不管公募还是私募,很多创始人都既要管理公司又做基金经理。

一个投资人说过，当一家公司的创始人和管理者，主要是做好两点：一个是算命，即想清楚一些大的战略性的问题；第二是相面，就是选人。所以，公司管理方面，我大多数时间都花在招人上，主要是面试，面试的过程其实也是学习的过程。

私募基金管理方面其实很简单，主要就是一件事——把业绩做好，其它都是次要的。高毅是合伙制公司，有多个合伙人，分工很明确，而且，我们的同事都很优秀，任何事情都可以找到最合适的那个人，然后充分授权。

我热爱投资，投资和管理的时间，没有确定的百分比，但肯定是投资优先，在投资上面我花的时间也相对多一些。起初一两年，可能需要在管理上多花一些精力，现在高毅上轨道了，每个部门都有比较得力的人后，公司进入稳定巡航期，我也就轻松了。

投资我肯定会一直坚持做下去，我父亲说过，想要当好系主任、当好院长，前提是你得是个好教授，父亲虽然去世十五年了，他说的很多话我都记得很清楚。我赞成父亲的看法，业务出身的管理者，对事情本身的理解会更到位，做起事来，也比较容易举重若轻。

中国基金报记者：你入行 20 年，无论在国外、国内做投资都取得良好的业绩，你打造的高毅资产发展得也很好，你怎么评价自己？

邱国鹭：我是一个很勤奋的人，每天工作的时间很长，我大量的时间都在阅读和思考。我会读很多书，读很多报告，跟很多人交流，做很多的思考。

我试图寻找普适性的投资规律和行业规律，经得起时间检验的。如果说我在投资上取得了一些成绩，我只是掌握了几个常识，掌握了几个一般的行业规律和基本的投资规律，然后在这些规律中不断反复应用。其实，在很多时候，我业绩并不是特别突出，但几年累积下来却能领先大多数人，这就是我的风格吧。

高毅这几年发展得还不错，主要是其他合伙人和团队的贡献，我们也是顺着资产管理行业的规律去做，当然运气的成份也很大。

无论投资还是做公司，有些人喜欢顺势而为去找风口，我们则是顺规律而为，找出不变的规律，然后顺着规律去做，不计较短期的得失，时间稍微拉长一点，效果就出来了。就像庖丁解牛，顺着事物的规律、原理去做比较容易，如果违反了内在规律，要进行下去会很困难。

市场波动的现象与本质

今天我想跟大家聊一聊市场波动的现象与本质。

短期波动和基本面只是现象

我们在市场每天都面对波动，过去三年的波动比较大，也经历了几轮短期的急涨急跌。波动本身是市场固有的一部分，这其实是一种现象。我们做长期投资要思考如何抓住波动背后的本质，去寻找长期可持续的驱动力，寻找那些可预见的、可感知的、可分析的、内在的驱动力。

即便做短期投资的人，一样会思考波动的现象与本质之间的关系。短期投资做得比较好的一些定量基金，如文艺复兴，他们分析波动背后的现象与本质时采用定量的方式。比如，他们会雇一些为美国政府做密码破译的人，长长短短混乱的电波的背后是一套编译方法即密码，能够把电波转化为文字来传达信息；另外他们还雇一些语音识别的人，早在 20 年前就雇了很多语音识别的计算机人才，语音识别的算法和短期股价波动的方式之间是有相通性的，语音对每个文字后面经常跟随的文字通常有预判，例如“中”后面往往跟着“国”，连成“中国”这个词。通过简单的密码破译或者短期趋势的跟踪，能够解读它背后的规律性的东西。

但我们做长期投资，怎么透过现象看本质？股价每天都在变动，就像格雷厄姆说的，市场先生本身像一个极端的精神病人，有时候很乐观，说这个东西 100 块钱可以买，有时候又很悲观，说这个东西 1 块钱都不想买。这个过程中，是什么力量在主导呢？很多人说是基本面，这个对，也不完全对，因为基本面也是一种现象。基本面是我们能看得到的，比如季报、

半年报、年报，这些你看到的其实也只是一种现象。就像一个考生，你看到他的考试成绩，这次是 80 分，下次是 90 分，但他到底是能考多少分的学生，未必能够通过几次考试来体现。再比如押注一个牌手，有可能他这几局赢了，可能只是因为他拿了一手好牌，未必说明他具备优秀的打牌能力。

如何看本质？核心是看赛道、赛马和骑师

那么如何判断什么公司是好的牌手，是真正牌打得好而不是拿着一手好牌？当然，有一些上市公司确实是依靠拿着一手好牌也活得不错，那是天然的垄断。我们一直在思考，什么是投资的本质、什么能真正决定内在价值。我们都知道价格围绕着内在价值波动，但内在价值是虚无缥缈的，看不见、摸不着，而价格天天有变化，就像古希腊哲学家赫拉克利特说的“人不能两次踏进同一条河流”。财报本身是内在价值的一个映射，价格又是这些基本面数据的一个映射，这些基本面数据不仅是收入、利润、现金流，也可以是互联网公司的 MAU、ARPU 值等各种能够量化的经营数据。

我们一直在强调做投资一定要看到它的本质，这样才能够维持一种相对宽松和淡定的心态。也许六个月以前大家都很乐观，觉得中国正在各个方面都赶英超美，过了几个月出现贸易摩擦，有人就开始怀疑中国各方面的实力。这就体现了对现象过于执着、容易随波逐流。但其实六个月之前的中国和现在的中国是没有大区别的，可能有变化，但是变得很小，外部环境也许有变化，但一个有着 14 亿人、GDP 13 万亿美元的经济体，内因永远是主导因素。中国不是土耳其、阿根廷，而是一艘巨大的航空母舰，内在的运作是否能够按部就班更重要。我们对宏观形势的判断、对市场大势的判断，一定得先明白什么东西是关键因素，什么东西是次要因素。

我们身处在一个信息过剩的时代，每天有过多数据轰炸，而我们又没有密码破译专家告诉我们哪些是噪音、哪些是信号，这种情况下核心还是看赛道、赛马和骑师。骑师是公司的管理

层，赛马是公司的核心竞争力、护城河，赛道是行业的格局、门槛、是否具备先发优势。把这三个方面想清楚了，很多变化可能只是噪音。

当然从全球化到逆全球化这种变化有可能是一个长期的外部环境的变化，不能说它没有影响，但逆全球化也不是这两三个月才开始。再早一点，英国脱欧的时候，从全球化到逆全球化变化的端倪就已经开始了。有时候人们只是到了火烧眉毛才看到，对于很多事情，如果关注本质，而不是关注现象，其实有很多办法可以帮助大家提前看到。

对目前市场保持淡定，对中国要有信心

对现在的市场我们还是保持一份淡定。今年虽然是一个普跌的环境，但相比 2015 年下半年和 2016 年初，我们觉得各方面条件相对好一些。虽然说今年下半年的宏观面和微观的行业利润可能还会有往下的趋势，不一定是贸易摩擦的原因，更多可能是上半年的银根紧缩、去杠杆带来的滞后反应。但我们能看到，流动性和货币政策的导向在 6、7、8 三个月有了比较明显的转变。在这种情况下，下半年的市场有可能就会出现相对良性的货币和利率环境，同时面对着相对不太理想的宏观面和微观基本面。这两个因素谁会成为市场的主导因素，目前还尚未知道。就目前中报的观察来看，财报数据稍有一点点低于预期，可能就伴随一两个跌停。这就好比分析一个学生是好学生还是坏学生，就看他的考试成绩，考得好就给他各种奖励，考得不好就揍一顿。但其实有时候一个季度只是一次小测，不一定体现能力。

我们回到本质的估值。上证指数前不久到达 2653 点，距离两年半前的市场低点 2638 点不到 1%。这两年半以来很多企业的利润平均增长 20%，折合每年平均 8% 左右的增长。今年中报，金融业平均个位数的增长，非金融业平均约 20% 的增长，基本面还算令人满意。上半年一些中观的数据也不错，如全国发电量累计增长 8%，当然下半年可能会有前期政策的滞后反映。

为什么今天讲不要只简单关注宏观基本面？因为 2013 年很多炒主题、炒故事的，那些都已经证伪，那种只是看到现象，没有看到本质。现在我们回过头看，2013 年下半年大家爆炒的几个行业：影视、手游、P2P 互联网金融，几年过后一地鸡毛。那几年电影行业的票房每年约 50% 的增长，从现象上看，基本面数据都很好，但从能力来看，定价权其实掌握在演员和导演的手里面，某部电影火了，演员和导演可以成立自己的工作室进行再创作，和制片公司没关系。手游也是类似的情形，一段时间的收入流水很高，但几个月以后老游戏没有人玩了，又要重新做新的游戏；P2P 互联网金融更不用讲，当时说要颠覆银行，现在银行总资产 200 万亿了，而 P2P 互联网金融很多都跑路了，因为金融的本质是风控能力。

所以，我们不要过分看重短期的表现，更多的是要思考它背后的能力、背后的护城河，真正的本质是什么。因为现象是纷繁复杂的，而只有本质是相对不变的。我们在选股票，就像伯乐在选马一样。比如九方皋的故事，伯乐把九方皋推荐给秦穆公，秦穆公让九方皋寻找一匹千里马。待九方皋找到以后，秦穆公问马是怎么样的，九方皋说这是一匹黄色的母马，秦穆公派他的人去取，结果是一匹黑色的公马。秦穆公觉得九方皋很不靠谱，连马的颜色、性别都分辨不出。但结果是，这的确是一匹天下少有的千里马。这个故事说明，现象并不代表本质。

今年下半年可能有部分优质的公司会出现季报低于市场的预期，这时候有可能是买入而不是卖出的机会，这也是为什么我们在这个时点要提市场波动的现象与本质。因为每个季度、每个月的表现，有时候是外部环境的问题，哪怕一匹千里马，台风天也跑不动。我们更应该分析一些内在原因，行业格局、公司竞争力、管理层能力等，这一类东西才是我们觉得更为本质的。中国现在还是有很多的公司很多的产业链里确实有竞争力，我们应该要有信心。

外部环境变化的影响被夸大，目前市场主要还是“心动”

六个月之前一些人可能有点盲目的乐观，但六个月之后一些人又感觉很悲观，觉得如果贸易战一打，国内很多行业都做不下去。其实不是的，中国的经济对外贸的依存度是低于大多数国家的，我们对外贸的依存度过去几年连续下降，现在中国的贸易依存度是 30%多，全世界其它国家平均是 50%。所以，核心还是要看中国经济真正起来的支撑力量是什么，力量的背后是劳动生产率的提高，就是看同样的价格我们的劳动生产率是不是比其他国家更强。中国现在有部分的短产业链行业，有可能会被转移到东南亚那些成本更低的国家，这个现象已经在发生，两年前耐克、Coach 等已经把它们在中国的工厂转移出去了，但是中国有更高附加值的、更多产业集群优势的、更长产业链的行业出现。而且中国最重要的一个特点是 我们有 14 亿人，拥有巨大的内需市场，全球 70 亿人真正能够参与到全球化市场里面的只有三四十亿人，所以至少有半壁江山在中国。因此我们不用太过担心，核心是接下来的政策是不是真的能够让我们在这种不太确定的外部环境中，把自己内部的产业按部就班地做好，而不要自乱阵脚。

上半年大家担心的是去杠杆是否会用力过猛、不小心擦枪走火，但过去两三个月的政策转向，又降低了这个风险。这对于资本市场其实是一个巨大的利好，但大家在担心外需、出口的过程中，市场似乎没有充分体现政策边际好转的迹象，当然我们也不确定市场是否会马上涨回来。市场怎么样，每个人有每个人的想法，10 个人可能有 11 个意见。

我们从来不做短期的市场预测，只是想自下而上地选出一些相对好的股票，弱水三千，但取一瓢。

真正看市场波动中的三个推力，“心动”、“树动”和“风动”。大多数时候都是“心动”，“风动”也会有，就是外部环境的变化；而“树动”是很慢的，就像一棵树从小树长成大树，一个公司能力的变化也是没有这么快的，但资本市场，就像刚才王庆总说的，经常把长期问题短期化，一下子预测今后十年一马平川，过了一段时间又认为今后十年坎坷不断，但其实这两者都不

是。内在的“树动”部分通常很小、很缓慢，核心是你要找一棵根深蒂固的树，才能枝繁叶茂。

在这种情况下，我们反而觉得市场的波动其实是给我们创造机会，作为一个主动投资人，市场如果不波动，我们反而没有事情做了。

安全边际最终来源，低估价格买入

我们怎么看接下来市场的演变呢？简单的回答是，我们不知道。那我们该如何投资呢？在这种情况下我们比较强调安全边际。安全边际有两个来源，其中一个是本面的稳固。喝酒、吃药是最典型的应对方式，但后来发现过去 3 个月喝酒吃药也不灵了，有可能是补跌和普跌的原因，但也有可能是抱团取暖、拥挤交易。我们的特点是人多的地方不去，大家都挤在那里，即便再好也没有意义。我们更青睐安全边际的另一个来源：低估值。有些公司只有 4 倍、5 倍的市盈率，在市场大跌时，有的还能有一点正收益，因为低估值本身已经充分反映了非常悲观的预期了。

安全边际的两个来源，往往较容易看到的是第一个，大家会找不受去杠杆影响、也不受贸易摩擦影响的公司，很自然就跑到喝酒吃药这部分来，但实际上低估值的那一块也许才是真正坚挺的。

我们要重点关注现象对本质的反映，股市至少是两层映射，第一层是价格对基本面数据的映射，第二层是基本面数据对内在价值和内生能力的映射。因为股价是两层映射的结果，所以它的波动度就特别大。但也因为波动特别大，在价格通过两层映射对于内生价值存在明显低估的时候，给了你一个很好的安全边际。即使中间这一层的财务表现，某个季度不达预期或者受到外部环境的影响，股价被大家砸了一下，这些都是短时的，没有关系。我们还是要关注本质的东西，企业的内在价值、核心竞争力、护城河、行业格局、行业门槛、管理层素质，这些才是安全边际真正的来源。

另外，不要以过高的估值买入。因为如果以铜的价格去买银是一个好的投资，但以钻石的价格去买金，则是一个很差的投资，即使金比银好。所以安全边际真正的来源并不是稀缺性或者基本面的稳定性，而是你付什么样的价格。

在现在的市场环境下，虽然我们觉得估值够低，但依然把安全边际放在前面，然后再来思考，这样你就知道你的底线，知道最坏的情况发生时，你的股票会怎么样。一旦你心里有底了，你就能独立思考，不会人云亦云。其实这六个月中国没有那么大的变化，这期间中国 GDP 可能增长了 3 万亿人民币，出口美国的 5000 亿美元即便阶段性受些影响，对中国经济的冲击真的有大家担心的那么大吗？在股市中，很多事情经常容易被两层的映射超级放大。

我不是说现在市场已经见底，或者市场一定可以买入，我不知道市场接下来会怎么样，这个问题谁也没有答案。我的意思是，当你保持独立思考，在这种情况下反而容易游刃有余。市场波动只是一种现象，这背后企业的内生价值、企业本身的能力才是最本质的东西。

我们不要关心市场“心动”的东西。“风动”，如果是一场持续十年的大风，你要关心一下，如果只是一阵风，你也不用关心。真正要关心的是“树动”，只有根深蒂固才能枝繁叶茂，这才是最本质的东西，是你投资安全边际的真正来源。

价值投资应该如何数月亮

投资三个要素，**估值、品质、时机**。时机难把握，最重要的是找到便宜的好公司。

好生意的核心是定价权。

关于门槛、可复制性和成长，一个公司要有门槛和护城河，一个是我做的事情别人不能做，另一个就是我做事情自己还可以不断地重复做。

四项投资基本理念

第一点很简单，**便宜是硬道理**。

第二点是**定价权是核心竞争力**。好公司和普通公司的区别就是有没有定价权。

第三点是**人弃我取、逆向投资**。这是一个哲学层面的东西，就是你买东西为什么会便宜。首先要买好东西，但是好东西它为什么便宜，肯定是它出现什么小问题的时候被人抛弃。

第四点是**胜而后求战，而不是战而后求胜**。

A 股的特点是你经常会找对赛道，但你发现你赌错了骑师，或者赌错赛马。

行业格局决定结局。有时候一个烂行业只要把它的格局做好了，你会发现它很好。一个好行业如果格局分散破碎了，你会发现参与者日子很难过。

最好的格局是**月朗星稀**；其次是一**超多强**；再次一点就是**两分天下**或者**三足鼎立**；最差的是**百花齐放、百舸争流**这种高度竞争的行业。

我在乎的不仅是行业格局或者集中度，我在乎的是集中度之后带来的议价权，带来的舍我其谁、非我不可的这种不可替代性而带来的定价权。这其实是区别赚钱不辛苦和辛苦不赚钱的分水岭。

数月亮的关键是学会如何定义天空，如何定义子行业。能识别出哪些企业是你的竞争对手，而哪些企业是在不同的天空。当然这里面还要考虑存在跨界的降维打击，天空本身是可以有新企业进来的。

寻找初升的月亮其实是在找一种**还没被发掘的定价权**。

简单理念的不简单坚守 – 《投资中不简单的事》序言

我的上一本书《投资中最简单的事》收集的文章很多写于 2013 年之前，当时正处于一个一些中小市值公司漫天讲故事的大环境。回头看 4 年过去了，资本市场发生了较大的变化，那些当初被投资者追捧的、讲述各种令人眼花缭乱“概念”的公司，大多没有兑现当初的“承诺”，反而是一些当时不受市场待见、生意模式简单、踏踏实实做事的企业，这几年在市场的巨幅波动中股价屡创新高，这也再次印证了价值投资才是时间的朋友。

投资从来不是一件简单的事情，因为有太多的不可知因素，无法预测也难以把握。所谓“投资中最简单的事”，是指尽量让投资回归本源，去伪存真，买便宜的好公司，注意安全边际，注意定价权，人弃我取，在胜负已分的行业中找赢家，这些基本原则看似是投资中最简单的事，其实也是投资中最本质的东西。

投资理念和哲学都是简单的，但是实践中的情形却是千变万化的，充满各种噪音和干扰。简单的是理念本身，不简单的是如何在荆棘丛生、陷阱密布的市场中执着地坚守、灵活地运用，这也是《投资中不简单的事》成书的初衷。这本书中的很多内容选自高毅资产基金经理内部交流的纪要和外部演讲的实录，包含很多实战经历，既体现了我们对投资的一些感悟，也体现了我们如何在纷繁复杂的资本市场中屏蔽噪音、努力用对的方法做对的事情。虽然有些只是零散的只言片语，但都是在市场中真刀真枪面对人性的恐惧与贪婪、面对市场的诱惑与陷阱等各种不确定性时的真实想法和应对，可以说是另类的“投资札记”。

“最”简单的事与“不”简单的事，一字之差，却突显了投资中理论与实践之间的巨大鸿沟。“理想很丰满，现实很骨感”是许多在 A 股实践价值投资的人的体会。在中国实践价值投资的难处，不仅在于市场存在较大的波动，有时候还在于缺乏好的平台支持。当市场进入概念横飞、炒作盛行的时期，价值投资在这种环境下难免会面临阶段性的挫折和挑战。我们组建高毅资

产的初衷，正是希望给奉行价值投资的基金经理提供一个践行自己投资理念的平台。

中国有 100 多家公募基金管理人、20000 多家私募基金管理人，很多机构经常迫于短期的业绩压力而改变对长期价值的坚守。我们看到，许多基金公司的投研支出只占公司收入中的很小比例，就像患者前往公立医院看病花费了两三百元，只有十几元是医生的出诊收费，从长远看，这种模式无法为客户创造价值。

高毅资产从一开始就设计了相对合理的机制来解决这个问题，我们把业绩提成的大部分分配给基金经理，通过跟投机制、奖金递延机制、产品命名机制等来实现基金经理与客户长期利益的一致。我们相信，优秀的基金管理公司首先需要领先的机制，才能吸引优秀的团队，进而实现出色的业绩，最后才会带来规模的增长。如果为了追求短期业绩和资产规模，而忽视更为重要的长期机制建设和团队建设，这是舍本逐末的做法。

和靠谱的人一起做有意义的事，是我们一直以来的追求。过去三年，我感觉自己每天都在进步，视野也更加开阔，因为高毅资产这个平台上的每一位投研人员在某一方面都是我的老师，我从他们身上学习到很多。公司以一种严苛但合理的模式组建，筹备阶段，我们花费近两年时间，面试了数以百计的投研候选人，最终挑选出一支小而精的初始团队。时至今日，我们仍花费大量的时间和精力用于招聘投研人员，核心是希望聚集一批真正相信价值投资且热爱基本面研究的人才。

我们希望打造一种图书馆式的文化，在喧闹的资本市场中摆放一张安静的书桌，让真正愿意做投资的人能够深入细致地研究和思考，真正弄清行业和本质的公司。我们不贪多，始终强调战略取舍，兼顾广度的同时更看重深度，一开始就抱有“宁打一口井，不挖十个坑”的研究心态，精挑细选研究标的。尽管 A 股和港股市场共有 5500 多只股票，但是进入我们视野的

只有 100 只左右，因为唯有比别人更聚焦，才有可能比市场站得更高、看得更远、看得更深。做投资如同庖丁解牛，追求以无厚入有间，能够以无厚入有间是因为顺应了事物的客观规律，而我们想找寻的，正是优质公司的成长路径和行业的内在发展规律。资产管理行业的本质是“研究创造价值”，这一直是我们安身立命的基础。

相比于《投资中最简单的事》，这本书更多样化，也更贴近实战，反映了一批价值投资者在 A 股市场中的实践与坚守。虽然 A 股市场中价格与价值的偏离程度可能比国外更大，价格回归价值所需的时间更长，但这既是挑战也是机会。中间过程可能经历了较痛苦的煎熬，但是获得的回报可能也更丰厚。我们始终相信，在 A 股市场，价值投资是适用的。

快乐投资的源泉——《跳着踢踏舞去上班》序

投资可以是很煎熬的一件事，也可以是很快乐的一件事。对于巴菲特而言，“跳着踢踏舞去上班”其实很好地描述了他每天的工作状态，因为他在生命中的每一天都只做自己喜欢的事，只和自己欣赏的人在一起工作。不论资本市场如何千变万化，他只做自己擅长的事，投自己看得懂的企业。懂得取舍，是快乐投资的源泉。

投资中的每一个选择都是取舍。能力圈本身就是一种取舍，不熟不做是“舍”，在自己熟悉的领域中出重手则是“取”。避开瞬息万变的行业和复杂的商业模式是“舍”，选择有持续竞争力的简单生意是“取”。避开繁星满空、百舸争流的高度竞争性行业，在月朗星稀、胜负已分的行业里买赢家，“不数星星、数月亮”，又何尝不是一种取舍？

所谓取舍，先“舍”而后“取”，只有放得下才能拿得起，对于职业投资人而言，只有把短期排名压力放下，长期的优秀业绩才能拿得起；只有把短期的股价波动和当下的热点主题放下，企业的长期价值才能拿得起。

股市中获利的方式很多，但是，对于长期投资者而言，本质上投资的利润来源只有两种，一种是企业成长带来的内在价值增长，另一种是股价从低估回归到合理带来的估值提升。在喧嚣纷乱的股市中，能够静下心来关注投资的本质，平心静气地去挣企业低估的钱和企业成长的钱，而不受股市中各种噪音、各种诱惑的干扰，这也是一种取舍。

取舍有时是一种守拙，就如同曾国藩“结硬寨、打呆仗”那样，用一套稳定的打法，不急于求成，在自己的能力圈内用自己熟悉的打法打自己擅长的仗。即便巴菲特因此错过了一些高科技的投资机会，但这并不妨碍他在过去 50 年创造了令他人望尘莫及的可持续的高收益。有取舍之后自然有聚焦，把资源和精力聚焦在自己擅长的领域里，少下注、下重注。古今中外的许多兵法书，如果非要找一个共同点，就是“集中优势兵力打歼灭战”。做投资，深度比广度重要，对少量公司有很多了解的人，投资决策的准确性往往远胜于对很多公司有少量了解的人。毕竟，只有对所投公司基本面的深度研究和对其所在行业内在规律的切实把握，才有可能建立起自己的比较优势。“弱水三千，但取一瓢”，投资成败的关键是你对所取的那“一瓢”到底有多深的了解。

迄今为止，我只为三本书做过序，它们分别代表了价值投资的三种流派。第一本是《3G 资本帝国》，3G 资本擅长通过并购来控股品牌消费品企业，主动介入公司的经营管理，削减成本、提升效率来改善企业的盈利能力，这种积极行动主义的投资方式(Activist Investing)，不局限于发现价值，而是直接参与到创造价值、释放价值的过程中去。第二本书是巴菲特的老师格雷厄姆的自传。格雷厄姆关于“市场先生”、“安全边际”和“买股票就是买企业”的基本思想一直是价值投资的基石，他的投资更注重低估值带来的安全边际，强调便宜是硬道理，赚企业价值被市场低估的钱。第三本即本书，《跳着踢踏舞去上班》，收集了过去半个多世纪很多关于巴菲特的优秀文章。巴菲特早期的投资方式深受格雷厄姆的影响，以买便宜货为

主。投资生涯中后期，巴菲特更注重企业的质地、生意的属性和管理层的能力和诚信，长期持有优秀的企业，做时间的朋友，赚企业内在价值增长的钱。

以上这三种投资方式，都是价值投资的康庄大道，都有集大成者。但是，第三种方式也许是最快乐的。之所以快乐，是因为你知道时间是你的朋友，你知道在等待的过程中，你所投资的公司的内在价值正在与日俱增。

快乐也来自于价值投资的社会意义。资本是最稀缺的社会资源之一，把资本投给自己尊敬、欣赏和钦佩的企业家，让优秀的企业有更低的融资成本和更充足的资源，知道自己的投资优化了社会资源的配置，这也是快乐的源泉。

愿本书的每位读者都能够快乐地投资，快乐地生活。

用资本创造价值——《3G 资本帝国》序

3G 资本和“巴西三剑客”是投资界的传奇，虽然他们在中国鲜为人知，但提起他们投资控股的百威啤酒、亨氏食品、卡夫食品、汉堡王和提姆霍顿咖啡，却都是妇孺皆知的世界级企业。

在 2015 年伯克希尔哈撒韦 50 周年股东大会上，投资者对巴菲特提出的第一个问题就是关于 3G 资本的：“伯克希尔哈撒韦与 3G 资本已有多次合作，而 3G 资本收购公司后往往大幅裁员。这让股东对这种合作感到担心，并怀疑伯克希尔哈撒韦的道德水平。”巴菲特答道：“一家公司雇用的员工不能超过必需的程度，这根本不是道德的问题，是工业发展趋势。”的确，

3G 资本在所收购企业的成本削减和效率提升方面，一直是不遗余力的，这也是为什么他们能从一家巴西投资银行起家，发展到掌控一个 3 000 多亿美元食品饮料帝国的秘诀之一。

巴菲特曾说过：“我们一定要找由优秀的管理层管理的公司，因为我们自己无法提供优秀的管理层。”**3G 资本的做法似乎比巴菲特更进一步，他们不仅能够发现价值，还能通过控股企**

业，派出自己的管理层去经营企业来释放价值，同时在这个过程中提升效率、创造价值。一定意义上讲，这是把价值投资提高到了一个新高度。在今天的中国，有很多公司即便手握知名品牌和优秀产品，也难以充分发挥这些既有的优势。像这种拿着金饭碗讨饭的公司，在中国市场中并不鲜见。然而，由于多方面的制约，我们这些投资人还不具备类似 3G 资本的这种价值释放和价值创造的能力。因此，从这个意义上说，这本书更值得我们学习。

3G 资本投资的公司虽然丰富多样，但都具有共同的特点：拥有非常强的品牌、非常深的护城河，其原有的管理层经营不善、机构臃肿、效率低下、成本高企。3G 资本通常会介入公司管理，派出自己的人才，同时输出自己的文化，通过成本的削减、效率的提升来释放公司的内在价值。它寻找的公司多是遭遇短期经营问题，具有优质品牌的企业，而这正符合价值投资的真谛。

在参与控股公司的运营中，3G 资本很擅长的一件事是寻找标杆，找出差距，之后缩小差距。

雷曼等人做投资银行时以高盛为标杆，做零售商店时向沃尔玛学习，做啤酒时向百威学习（以至于在若干年后并购百威）。他们的文化中有一句话：“如果你能够向全世界最优秀的企业学习，为什么要从头开始呢？”向优秀的行业标杆学习，这比自己从零开始摸索要容易得多，但真正能够做到这一点的企业并不多。他们在收购了巴西的博浪啤酒之后，看到销售终端、分销体系没有效率，于是就向百威啤酒学习成功的经验。他们的思路是在全世界范围内寻找最佳的经验和做法，然后加以效仿，持续不断地提高。随着时间的积累，他们每一年都比上一年做得更好。这是一个真正的学习型组织，具备足够的力度和深度。长期来看，它能不断地自我改善，日积月累，做时间的朋友，这是一种非常强大的能力。

这本书也提供了一个管理学的极佳案例。3G 资本采用“零基预算”（Zero-Based Budgeting）机制，以各种有效的方式削减成本。3G 资本所有高管出差均乘坐经济舱、住星级酒店，无独立办公室。三位合伙人都在世界富豪榜排名前列，却过着极其简约的生活。这本书也阐

述了如何给员工树立远大的目标，如何采用“低工资、高奖金”机制，每个人的奖金与其目标完成情况直接挂钩。达到目标与未达到目标的员工所得的奖金存在天壤之别，这极大地提高了员工的主观能动性。3G 资本特别善于用人，招聘的是最优秀、成功欲望最强烈的人，特别是出身贫寒、没有任何背景、希望通过努力工作改变自身命运的一群人。只看贡献，不看文凭，不看资历；扁平化管理，通过资金、提成和持股分红充分让员工分享企业成长的果实。我们在打造高毅资产这个平台型私募基金管理公司的过程中，在选人、用人和利益分享机制方面也大量参考了 3G 的经验，取得了很好的效果。

我上一次近距离接触 3G 资本，是 2015 年。当时，我陪同自己十分敬佩的一位投资人，在曼哈顿拜访了 3G 资本的 CEO。当时 3G 资本公司所在的办公大楼的一层大堂及周边设施正在修整，布满了脚手架，在曼哈顿众多高楼大厦中显得其貌不扬。从它的办公室向外远眺，风景很美，但室内装修却非常简朴。只有会议室里摆满的各式各样的罐头、饼干、啤酒、咖啡等消费品，才让人意识到这是一家掌控几千亿美元食品饮料帝国的资本集团。

拜访完 3G 资本，令人不禁感叹：这群人真的是“**Think big, think long, think deep**”（想得多，想得远，想得深）的典范，所以他们能够以非常有限的资源，做出了一番伟大的事业。Think big，他们从卑微的起点，充满梦想，大手笔收购了如此多的世界级企业。Think long，他们始终秉持“十年磨一剑”的心态去投资，在啤酒这个行业中精耕细作二三十年，终于在全世界独占鳌头。更核心的是 think deep，这是 think big 和 think long 的基础，他们能够透过现象看本质、思考透彻，才能不仅限于财务投资，而是通过获得控股权对企业进行经营管理。

这本书还有一个优点，即译者是百威英博公司的亚太区高管，熟悉 3G 资本的运作与思路，因此翻译质量远高于一般的译本。通常，翻译作品存在一个问题——译本不能够充分展示原

著的语言和思想艺术，但本译本很好地保留了原著的原汁原味。这本书的确很精彩，已经很久没有遇到一本让我能够一口气读完的书了。本书很可能是近几年来最好的商业作品之一。希望有一天，中国的资本市场也能涌现出一批像 3G 资本这样的投资机构，不仅发现价值，还能创造价值，以资本的力量促进实体经济良性整合、提升效率、健康发展。

投资中的变与不变

高毅资产董事长邱国鹭在5月12日举行的“第四届中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛——价值投资新常态”中，做了主题演讲《投资中的变与不变》。以下是演讲实录。

我今天是第三次来参加投资峰会。现在有一些非常优质的股票在市场起起伏伏中创新高，什么是其背后真正的驱动力量呢？

可以说，市场的驱动力量每天都在变化，在资本市场中唯一不变的就是变化本身。那么，**我们如何看待市场中的变化？在我看来，最重要的是看这些变化是否可持续，譬如它是一个长久的变化，还是一个暂时性变化？**

最近很多人提到价值投资的春天，也许它是可持续的。我们经常想买一些质地好的公司，但又希望买得便宜。那要在什么时候买呢？很简单，要在优质公司碰到短期困难的时候买。典型的是，过去一两年表现最好的基本是白酒和家电这两个行业，2013、2014年白酒碰到八项规定，在基本面和股价上都遇到了很大的调整，但可以看到白酒的商业模式、品牌与在用户心中的地位，以及作为中国人社交的催化剂作用是没有变的。特殊经营期面临市场质疑的时候，其实就是优质企业碰到了短期困难。

面对变化怎么能够做到处变不惊？我觉得其实还是基于对基本面的深入研究，要真正认识行业规律以及事物变化本质。**面对很多变化，经常问的自己第一个问题应该是：它是一个结构性变化，还是周期性变化？**周期性变化，企业盈利短期可能翻个几倍，例如大宗商品猛涨的过程中，很多企业从微利到利润翻五倍、十倍，但它只是一个短期冲高。对变化的性质有一个定性，这是很重要的。

我们高毅资产更关心的是长期变化，建议寻找结构性机会。汽车是所有行业中最苦的行业之一，它在中国竞争是非常激烈的，但是**在过去一两年我们看到一点结构性变化是自主品牌的崛起**，当然我今天不是在推荐大家买，因为很多个股股价已经翻两三倍了，当我们以3倍的PE买今后三年利润年化40%的增长，而这个利润水平是可以持续的，这个成长不是周期性的，是结构性的。例如JD Power的调研数据显示，2005年时进口品牌的车每100辆有190个质量问题，国产品牌每100辆有380个质量问题，两者差距是1倍，2015年已经缩减到进口98个和国产120个，只差22%。

目前我们在电子化方面是遥遥领先的，国产18万的车就可以带自动停车功能，自主品牌现在都是大屏幕，音乐系统都是跟手机相连的，绝对地满足了汽车消费者的需求，其中70%是80后、90后，70%在三四线城市，其实就是小镇青年。合资厂商不太知道中国的小镇青

年想的是什么，80后、90后根本不知道输出功率、扭矩等专业名词，车就是要够大，符合小镇青年装酷的需要。你还在想零到100秒的加速有多大，人家都堵车根本不看这些东西。目前15万以下的SUV车基本上是国产车的天下，中国的SUV过去五年年化增长50%，而且部分国产品牌的汽车净利润率在10%以上，这是许多海外品牌都达不到的。

另外一种我们认为可持续的变化是中国的龙头成为世界的龙头，中国冠军成为世界领先。比如汽车1/3在中国，中国在安防方面也存在这种结构性机会。这种变化是可持续的，但我们又希望它是不变的，为什么是不变的呢？我希望它的行业地位是不变的，投资中很讲究的一点是先发优势，短期领先的，过一两年又不行了，这样的行业和公司会让我们时刻担忧。**我们总是建议找结构性机会，比如消费升级。**例如一家卖鸭脖子的公司，它卖鸭脖卖得比谁都贵，但是卖得比谁都好，有20%的净利润率。包括小龙虾这个品类，在中国一年是1000亿的市场，怎么标准化？但是有一个行业龙头突然出来解决了可标准化的问题。如何做到质量控制，麦当劳全世界有36000家，中餐馆在深圳开三家，第三家的口味已经不如第一家了，你怎么实现可复制？这是连锁店最重要的问题。我们在研究定制家具，它怎么颠覆传统家具？它解决了存货问题，定制家具都是零库存，先下订单才去做，而且一块板会通过电脑切割成许多块，可能是装在不同的家具上，极大提高了材料的使用效率，这种产业链的再造是可持续性的变化。包括服装，定制的服装，给你量体裁衣，一个人八个摄像头扫描一下，10秒钟完成量体裁衣，不再分为M、L、XL等，一件衣服两千个号码，量身订制。做衣服的时候，一个巨大的布，一个机器同时切割，这种属于产业升级和消费升级。

人家总问我：你看好什么？过去五年我看好产业升级和消费升级，消费升级是需求端，产业升级是供给端。看好什么行业？三大类行业：先进制造、品牌消费、金融地产。**你发现这三大类行业既有定价权、行业格局很清晰，而且总有机会，在商业模式上就决定了它能否实现长远发展。**

很多事情想清楚了，你就会发现我们投资的东西是可持续变化的。有些市场结构的变化是不可逆的，暂时性、周期性的变化是可逆的，于是我们就是要**寻找这种不可逆、结构性、可持续的变化。**

目前市场大致有以下几种变化：

第一，市场环境的变化，你会发现有一些非常优秀的企业成长起来，你首先有投资标的了；**第二，有一批很成熟的投资经理人，**有十几年的优异业绩和长期价值投资的理念，我们希望高毅资产也是其中的一部分。

第三，最重要的近期变化是监管变化。我认为监管的变化很多是属于扶植价值投资、长期投资为导向的，其实这才是正确的做法。当然，也有一些非议，但是大方面是对的。两三年前，很多企业家的创业精神被创业板的泡沫毁灭掉了，只要讲一个故事市值就多50个亿，企业家彼此互相学，非常不好的导向就把那些本来很有创业精神的企业家引导都去讲故事、炒概念。现在就好了，你真正给高估值、大市值的是行业龙头、有利润的增长、有现金流的支撑，这能够真正支撑实体经济；

第四，客户导向的变化。最近我们收到了很多机构投资者的委托资金，今年每个月管理规模增长都有明显净增长，而且这是在股票基金非常难发的情况下，这都很超我们的预期。一批批的机构客户，一批批的企业家，现在开始认同价值投资，他们的委托资金我们都要求有锁定期，这些大的家族锁定期有三年、五年，最高的锁定到八年。开始你没有稳定的资本，在A股做不了价值投资，因为有的客户三个月之后就赎回了，你没有办法替他挣钱就没有办法创造价值。但是现在有一批客户想明白了参与短期市场是没有意义的，愿意做长期投资。所

以投资标的、监管人、管理人、客户都在发生结构性的变化，这是有利于长期投资、基本面投资、价值投资的，这也是一种变化。

那么，不变的是什么东西呢？

万变不离其宗，我是不太善于变的人，我老是守在我们熟悉的领域中，但是发现几年下来回报率不差，主要还是投资理念与方法没变。总结了一下，这些万变不离其宗的理念与方法，简单的来讲有四个：

1、便宜是硬道理，安全边际。市场从 5000 多点跌到 3000 点，为什么很多价值股还挣到大钱？最关键的是估值便宜，因为足够便宜才有足够的安全边际，特别在市场大幅波动的时候。

2、我们一直在找行业格局相对清晰、相对容易研究的行业。投资宁可数月亮，也不要数星星，星星那么多你总是数不过来，但是月亮只有一个。所谓“月亮”，是指在门槛较高的行业里，经过激烈的市场竞争与行业洗牌后笑到最后的企业，也就是大家常说的寡头。而“星星”则是在行业门槛较低、集中度低的行业里，百花齐放，存在参差不齐的各种企业。做好投资就是要找寻门槛最高的行业里最好的公司。

3、商业模式、行业属性研究透，要有对行业的洞察力。你一定要明白定价权的来源。在大多数行业是一个赢家通吃的游戏，例如家电是一个很苦的行业，为什么两个龙头都能够做到两位数的利润率呢？很简单，虽然家电是制造业的，但经过激烈市场竞争后形成了寡头竞争的格局，因此这两大龙头拥有类似消费品的定价权。

4、逆向思维和独立思考。A 股总是不时冒出各种热点，但追逐市场热点往往很难获得满意的回报，投资机会常常出现在被市场冷落的角落。要分清其中的变与不变，核心的原理万变不离其宗，寻找有不可逆的结构性变化，这种我们是应该参与的，而且在相对早期的时候知道这个变化受益的赢家是谁，在胜负已分的行业中找到赢家，关注安全边际，长期持有，跟企业一起持有，赚成长的钱。

价值投资的优势和企业成长的力量

邱国鹭：各位嘉宾下午好！非常感谢主办方的邀请。今天我想同大家谈一个话题，价值投资的优势和企业成长的力量。很多人都在说最近价值投资的春天来了，从 5178 点到现在有 22 个月，再过两个月就两年了，在这期间市场下跌了 40%，但是有很多价值股，涨了接近 50%。

为什么会有这样大的分化呢？这其实就是体现了价值投资的力量。

价值投资的力量来自两个方面：第一，来自低估。即使是在 5178 点的时候，我们也看到市场上仍有一批股票的价值没有被充分体现。最典型的就是白酒和家电，基本上是过去两年表现最好的板块。**第二，来自我们所投资的这些公司本身要具有不断创造价值的力量。**

我们做价值投资，把时间拉长，总是赚两方面的钱：一方面赚的是企业低估的钱，这个是市场过度悲观、市场情绪化定价所带来的机会。另一方面，赚的是企业成长的钱，是管理团队不断地为股东创造价值、创造新的收益的来源。

过去这 22 个月，特别是过去这一年，我们看到很多价值股在不断地上涨，也不断地创新高，越来越多的人会开始觉得想要抱团。我们一直在说一句话：弱水三千但取一瓢。五年前我还在公募基金的时候曾经做过一个研究，把 A 股当时 2000 多只股票做了系统的梳理，然后把其中最具有竞争力的 30 只股票挑出来，取名叫“优势 30”。那 30 只股票就包含了茅台、五粮液、美的、格力、招行、万科等一批这样的公司，大家都可以说它是蓝筹股、白马股，生意也不复杂，但是过去五年累计的收益是非常惊人的。这也体现了价值投资随着时间的推移，优质的公司能够不断地创造新的价值。但是**站在今天这个时点，越来越多的人开始号称他是价值投资者，越来越多的人觉得一定得买这些行业龙头。但这时候，我们反而在想要退一步，做一点冷静的思考。**

在过去 12 个月中，有很多价值低估的钱其实已经被赚完了。典型就像许多白酒原来是 13、14 倍的估值，到现在 25 倍的估值，基本合理了。往后再看三年，你必须要依靠企业成长的力量。这并不代表我们要放弃价值投资、要转向成长投资。其实价值和成长它一直是投资这枚硬币的两个方面。我在 2014 年曾经出过一本书——《投资中最简单的事》，其中有一章是“便宜是硬道理”。为什么当时我们一直强调便宜是硬道理呢？因为**当时有一批股票确实非常便宜，而且它的便宜是一种叫做不需要成长的便宜，就是相对于它现在的存量本身就很便宜了。回头看，在 2012、2013 年，当时有一批股票其实也就 3、4 倍的市盈率，即使没有成长，公司仅维持存量的现金流、存量的利润、存量的资产、存量的品牌、产品、渠道，这也是一个非常低的估值。**对这些行业龙头，市场当时体现了非常悲观的观点。但是今天情况已经有所改变了。我们依然强调估值、品质、时机是投资的三要素，时机这个东西我认为

95%的人是没法把握的。来看估值，在今天要在 A 股市场中寻找到特别低估的股票，比起 2012、2013、2014 年，甚至比起 2015 年 5178 点的时候都更难。为什么呢？因为很多优秀公司的价值已经被市场认识到了。

为什么我们今天要开始看企业成长的力量？目前市场对于中国宏观经济的观点有很大的分歧，部分投资者对中国的经济还是比较悲观的。**从 2011 年到 2015 年，中国经济经历了五年的休整和缓慢的调整期，从 2016 年中开始，我们就看到用电量开始加速，到下半年我们看到 PPI 指数在四年的负增长之后突然转正，这是一系列值得我们关注的信号。**当然许多投资者也争论，说宏观经济到底是反弹还是反转。我认为中国经济是一个航空母舰，一般来讲要么趋势不发生转变，一旦趋势转变的话不会在短时间内又反转回去，这是不符合经济规律的。所以，我们做投资很多时候需要一些对经济的把握，但更多的时候其实需要的只是一些常识。

对我们来讲，之前我们有一批很喜欢的 A 股上市公司，但是他们的估值已经慢慢地趋于合理。所以为什么我们现在更多到港股、美股去投资，这是很自然的，**我们要以最低的价格买到最优质的公司。**就像港股，我们有一家重仓的公司，当时我们买的时候 300 多亿的市值，去年业绩增长 50%，今年还增长 50%，明年能够增长 30% 以上。这个股票在我们买的时候如果按照 2017 年的估值大概是 3.5 倍市盈率。虽然这个行业并不好，是一个竞争比较激烈的行业，但我们要赚的是这个企业的成长带来的价值。**在 2012 到 2015 年的下半年，我们都可以找到市场错杀的机会，因为有时候大家在炒各种新兴产业，各种转型成电影的、转型成手游的、或者转型成虚拟现实和人工智能的公司，总是会有许多的伪成长和伪价值投资者。**但在今天我们看到又有一批新的蓝筹在成长。**有些传统的蓝筹也不错，我不认为他们是高估的，他们的估值是合理的，如果投资，我认为还是能够有一个不错的收益，能比债券要好，也能比很多讲故事的、炒概念的股票要好。**

在今天我们更关注的是一些新的机会，比如物流、安防等行业。这些行业有很多投资标的其实不在 A 股，可能在海外。比如 A 股有很多物流公司，其实估值都挺贵的，虽然行业增长很快每年增速有 50%，但是我们觉得找不到特别好的投资标的，但海外有可能有。

在今天，A 股市场不见得有那种特别便宜的股票。市场在 5178 点时还有一小部分股票是严重低估的，但是在今天大部分股票它即使低估，低估的程度也不是特别多。也有很多人说你为什么不赚波段的钱，因为 A 股也有很多概念和各种主题，但是我们觉得作为一个投资人，还是要有一些社会责任。为什么说市场以价值投资为导向会更好，因为它其实是一个指挥棒，这是给企业家一个信号，资本市场的定价应该是企业家的向导，你应该是让这些真正把生意做大做强企业，才能够享受大的市值。如果投资者只是做投机、炒作的事情，会有很多企业家会觉得我只需要做市值管理、只需要做并购重组、只需要转型和某个新鲜的概念搭边，那么长远来看，整个实体经济就越来越差，市场就不会有价值投资的土壤。

为什么很多人说现在是价值投资的春天？我们也观察到，其实在中国的资本市场也有一些结构性的变化。**一方面，会有一批非常优质的龙头企业，**就像我们五年前找的“优势 30”。为什么五年前能够找到这些企业，要么是因为它的商业模式特别好，就比如白酒，一把米一斤水卖你五百块，而成本可能五十块。商业模式特别好，然后消费者又有黏性，如果换一个品牌的酒，消费者可能就不习惯。所以**首先是商业模式好。其次是行业格局清晰。**比如家电，像白色家电中的空调，其实是个简单的制造业，但为什么他们的净利润率很容易做到 10 个点，销售很容易做到一千个亿，因为它的行业格局好，中国 14 亿人，两家公司占 60% 的市场份额，而且他们的竞争力不只是中国的第一名，将来可以成为世界的第一名。**将来在制造这个领域，家电、手机，甚至在过去 18 个月我们一直探讨的港股的汽车股，我们看到自主品牌的崛起，这是中国产业升级到达一定水平之后的必然结果，这些就是格局。当然汽车行业的格局还不好，汽车还只能够赚一个我们叫做窗口期的钱，本身行业模式也不够好、行业格局**

也不够好。但是过去 18 个月，很多自主品牌的汽车涨得很好，因为它到了一个爆发期，就像过去五年中国的电子行业。其实传统的电子制造业不是一个具有好商业模式的行业，你要先投一大堆钱做厂房、设备，最后去竞标，如果苹果不把订单给你，你所有的资本投资就打水漂了，就算你拿到这个单可能只能做三五年之后又换新的材料、新的技术了。所以很多电子公司是以产业转移、技术进步、进口替代，以这种爆发式的订单增长，这就是一个行业格局。

所以，大家在讲价值投资的春天，其实也是中国的消费升级和产业升级达到一定的水平之后，行业龙头获得更多的定价权，行业的格局变好了，技术水平提高了，这个是最重要的，这是价值投资的春天到来的第一大原因。

第二大原因，是有一批很优秀的投资人。而且因为经过中国基金业二十年的成长，确实有一批很优秀的价值投资人成长起来。**我们高毅资产今天也很高兴又拿了 2 个金牛奖，现在我们已经有了 5 个基金经理曾经拿过金牛奖，累计拿过 14 个金牛奖，包括 3 个五年金牛奖和 2 个十年金牛奖。**其实在中国是非常缺乏长期投资者的，即使像保险公司，它的寿险的保单可能久期是二十年、三十年，但他们的投资也一样是一年、两年的维度，所以真正的长期投资人只有社保。但是我们在过去一年多，我们也发现越来越多的投资人愿意锁定投资期限，我们也拿了很多大的委托资金，他们愿意锁定三年、五年。最近我们也有锁定八年的投资者，二级市场的产品锁定八年，也会有投资人愿意，基本上超过普通的 PE 公司了。过去一两年，我们发现，这些很多都是大的家族或者大的企业，他们真的是以做企业的眼光来做投资。所以到了今天，价值投资，再加上有很多 QFII 的资金也进来，A 股的市场其实正在发生结构性的变化。**从投资标的、投资管理人，再到客户，这三个元素都在转向价值投资的发展，也正是因为这三个元素的变化，所以你发现低估的股票就越来越少。**

从 2012 到 2015 年的下半年，我们发现有一批很好很优质的股票真的被低估很厉害，但今天仅靠寻找这些优质资产被低估的股票是不够的，具有优质资产的好股票其实它的价格都已经是合理的，你必须要找到能够创造增量的价值的股票。所以我们为什么今天强调企业成长的力量。当然在香港市场还有很多存量资产是被低估的。我们曾经买过 150 亿的地产股，当时他手中的存量有 3000 万平米的一、二线土地，在上海和北京就有 300 万平米土地，整个公司在 2016 年卖了 1000 多亿的房子，今年销售目标 2000 多亿。所以港股我们就拿存量低估的汽车和地产，不同的市场它有不同的结构。但是在今天的 A 股，因为又有一批的价值投资者也好、价值投机者也好，一批抱团取暖的投资者来投，我觉得其实在今天这些股票的估值是合理的。我们更需要的是要找那些长远来看能够创造价值的企业，而不能够只是简单的因为什么热就买什么。有一批人觉得最近价值投资热他就买价值股，我认为这些人是最最终挣不到钱的。只有静下心来把产业、把公司研究透了，能够知道这些公司它真正三年后、五年后会是什么样子，这些才是我们的目标。

回归投资的本质，做时间的朋友

感谢格上财富和招商证券的邀请，各位来宾上午好！过去两年的资本市场比较不平静，股市也经历了一些大起大落。在大起大落之后，我们静下心来思考这样一个问题，投资的本质是什么？许多投资者在每年年初的时候都会算一卦，看看今年股市是什么样的风格，什么样的板块比较有机会，经济向好还是向下。每年都会算一卦，有时对，有时不对，下一年再继续尝试。这两周我们在思考一个问题，从 5178 点到现在市场下跌了近 40%，但是有些股票却平均涨了 40%，比如白酒、家电，港股的汽车等。这批股票的研究难度并不大，商业模式简单，估值也很便宜，季报年报出来后业绩也很清晰。但是，为什么投资者在 5178 点的时

候不愿意买这类股票，而在追逐一些所谓的概念、主题、故事？今天回头看，这些炒概念、炒主题、讲故事的股票下跌了 70%。所以我觉得投资还是得回归公司的本质。

投资的本质是什么？无非就是希望今天付出一笔钱，能够在未来收回更多的钱，用 5 毛钱买 1 块钱的东西，或者说“春种一粒粟，秋收万颗子”。本质上还是希望买到低估的东西，买到将来能够超过大家的预期而成长的东西。我们看公司的本质从三个维度去思考。

首先是行业的维度。我经常说买股票看行业像买房子看社区一样，你可以装修你的房子但是没有办法改变小区的环境，是不是学区房、小区中庭大不大这些因素你是不能改变的。公司也一样，即便是很优秀的公司管理层，但是如果在一个很烂的行业，不管怎么敬业、挣扎，业绩都不好；而有一些行业你发现实在太好挣钱了，很典型的就白酒，一把米、一斤水，有的可以卖你 500 元，有的卖你 100 元，哪怕卖 100 元毛利率都在 80%、90%。2013 年、2014 年八项规定这么严，但还是很好赚钱。**从行业的维度看，第一点是行业的商业模式，这个行业挣钱是否容易。**

行业的商业模式研究完之后再去看看这个行业的竞争格局如何。我们经常说格局决定结局，很典型的就美的、格力。空调并不算很出众的行业，但是 2005 年价格战之后形成了格力和美的市场占有率具有绝对优势的格局。行业格局优化后即使整体行业增速下滑，格力和美的业绩增长也很快，股价也都涨了几十倍。

行业维度中的第三点，我们看行业空间。中国过去 15 年走了美国 100 年走过的路，美国在工业化、城市化、信息化每个都用三五十年，而中国工业化、城市化、信息化加在一起 15 年完成了，我们变化很快，我们可以用三年时间使用了美国一个世纪用过的水泥量。在这种情况下中国必定有一些行业的成长空间是有限的，有可能已经是夕阳的行业。我们在行业上

要避免这些夕阳的行业，同时还要避免刚开始百舸争流的行业。一些新兴行业刚刚发展的时候，大家都认为这个行业好，有 100 家天使投资人往里面扑、50 家 VC 往里面冲，公司之间打价格战，这样的行业你不知道谁是赢家。孙子兵法说，要胜而后求战而不要战而后求胜。所以看行业空间，我们要避免掉在夕阳行业的阶段，也要避免初期百舸争流的阶段，我们要的是成长期和稳定期，白电就属于在稳定期，其它有些消费品在成长期，这种阶段下特别好看做投资，当然产品的生命周期也要去看。

行业维度中的第四点，我们看行业的门槛。中国是竞争无比激烈的国家，稍微 ROE 高一点的行业、净利润率高一点的行业，就会有 100 个人要山寨你、1000 个人要抄袭你。所以门槛很重要，要么资源独占，要么有牌照限制，要么有技术优势，要么有品牌优势。从白酒行业来看，2012 年、2013 年有非常多的地产公司开发自己的白酒品牌，到 2015 年、2016 年死掉了，这个行业是有门槛的，别人进不来。所以你要想清楚，一家公司为什么能够得到持续高的资本回报率和净利润率，这两个问题想清楚了这个行业就看明白了。

第二个维度是从公司的维度，我们找品类最优的公司。看一看公司内部的管理机制，看一看产品的定位。我总是问自己一个问题：这个公司将来继续发展下去会越大越强还是越大越难？有些行业，公司销售规模发展到一定的程度，再往上走就超出了管理半径，可复制性就不强了，增长就非常难，这种行业就是越大越难，对这种行业要小心。中国有很多软件公司其实是做系统集成的，成长过程中大量依赖人海战术，最终虽然销售是增长的，但是人均利润不断下滑，没有规模效应。这点跟微软这种产品化的软件不一样。我们都想买行业龙头，要有规模优势，越大越强。

第三个维度是管理层的维度。看管理层分两个方面，一方面看他的能力，一方面看他的诚信

度。能力分两个方面，一个是看战略上到底是否清晰是不是聚焦，A 股是特别有意思的，很多公司会去转型到其它行业，这种随便乱转型的公司我们从来都不碰，老本行都做不好转型做一个新行业能够做好吗？过去两年各种转型的公司基本上做成功的很少。

还有就是战术上的执行力，对于中小公司我们关键看老板的个人能力和魅力，我们经常会调研中层干部，看他们是不是崇拜自己的董事长；对大公司会看考核，中层干部的 KPI。我们曾经研究过装饰公司，装饰公司净利润率大概是 7 个点，但是普遍现金流比较差，因为质量保证金就 5 个点，还有应收账款，所以回款非常重要。在上市的五六家装饰公司中，其中有一家现金流的回款特别好，我们看中层的 KPI，发现重视考核回款的公司现金流就比较好，所以大公司的管理能力要看 KPI 考核。

一般来讲我们研究的公司不多，但是我们会聚焦在那些我们看得懂、看得明白，商业模式简单又好挣钱的行业。我们静下心来把行业、公司、管理层这三个问题搞清楚，我们会在一个公司上面花很多时间，一旦重仓买入会持有很久。过去 18 个月我在 A 股和港股的第一大重仓都没有改变。因为买之前就很清楚，即使是在熊市中也有很强的超额收益。我们没有必要短期换来换去，这样做在长期来看累计回报并不好。一定要找到优秀的管理层、优秀的公司以及好挣钱的行业，通过时间的积累。刚才我谈了那么多问题，其实核心就是回答一个问题，时间是不是你的朋友。只是靠运气、胆量，短期靠市场赌一把，市场变脸怎么办？我们经常看到市场变脸比翻书还快。**回归投资的本质，我们要找到好的公司，把握机遇，做时间的朋友，最终成为赢家。**谢谢各位。

回顾 2016：熊市领先没有秘诀，只靠价值投资

根据中国基金报记者从第三方机构格上理财获得的最新统计，截至 2016 年 12 月 31 日，在 50 亿规模以上股票策略私募机构中，高毅资产旗下产品全年表现最佳，平均收益率达到 17.05%。同期，股票策略私募基金平均收益率为-6.81%，沪深 300 指数下跌 11.28%。

有私募基金研究人士表示，多数私募基金公司参加排名的收益来自于一位核心基金经理的一两只产品，而高毅资产是旗下多位基金经理的平均收益，仍能夺冠，实属难得。

在冬日的一个下午，在高毅资产深圳总部，记者见到了高毅资产董事长邱国鹭。2014 年 12 月，邱国鹭刚刚组建高毅资产团队的时候，记者曾采访过他，与那时相比，现在的邱国鹭更加自信从容，他创业时的理想和规划也在一步一步实现。

2016 年底，格上理财做了一个私募基金同业互评，高毅资产被选为 20 家最受尊敬的私募机构之一，其中有一项数据为“成立以来产品最大回撤”，高毅资产的回撤之小排名第二，仅次于一家债券型基金。

股龄 23 年、有 18 年投资管理经验、在华尔街做过对冲基金合伙人、2008 年回国担任南方基金投资总监、2014 年着手打造高毅资产——邱国鹭的履历相当丰富，可无论外部环境怎么变化，邱国鹭对价值投资的坚持一直没有变过，在不断的实践中，他的价值投资理念和投资方法日臻成熟。

邱国鹭告诉记者，高毅资产优良的业绩主要来自选股，通过深入研究，选出优质股票，重仓持有；从 5178 点到现在的 3100 多点，高毅资产在 5178 点前成立的所有产品都获得了正

收益，同期上证指数下跌逾 40%，充分说明了价值投资在中国是有效的，优秀的上市公司能够穿越周期，也经得起市场风雨的冲击。

以人为本的理念和管理机制，是高毅资产发挥整体作战能力的基础。除了邱国鹭，高毅资产旗下另 5 位基金经理都相当优秀：有在公募基金长期业绩非常优秀屡屡获奖的邓晓峰、孙庆瑞，有业绩同样优秀的原景林资产合伙人卓利伟，有来自高瓴资本 QFII 核心团队的王世宏，还有从民间高手到基金经理的冯柳。尤其是冯柳，据记者从第三方专业机构了解，其管理的私募基金产品 2016 年度收益率达 37%，自 2015 年 11 月成立以来的收益率达 43.20%。

如何将这些优秀人才聚到一起，既充分发挥个人能力，又有机整合出整体战斗力？邱国鹭表示，高毅资产成立时，就决心要给优秀的投资人才更好的条件，将三分之二的业绩提成分给基金经理，配备优秀的研究员，发行产品也以基金经理的名字命名。

高毅资产符合资产管理行业规律的机制，对价值投资理念的坚持，以及优良的投资业绩、较低的回撤，也赢得了机构投资者的认可。在目前的资产管理规模中，有相当一部分来自于机构投资者。

价值投资者应减少对市场的关注

中国基金报记者：回顾 2016 年，最大的感触是什么？

邱国鹭：虽然去年我们整体业绩较好，但回过头来看，还是需要检讨的地方，因为对市场

走势比较谨慎，我们仓位一直比较低，没有把选股的优势充分发挥出来。

我们的研究本来就是着眼于对个股的深入挖掘，不应过度关注宏观大环境。当然，我们是做绝对收益的产品，在市场风险没有充分释放的情况下，出于控制回撤和对投资人负责的需要，对仓位的谨慎把控也是非常必要的，这里就有一个平衡的问题。

我们选股票的标准，首先找商业模式简单、看得懂的公司，然后看行业，要符合三个标准：一是商业模式要好，赚钱相对容易；二是行业壁垒比较高，竞争对手不容易进来；最后，竞争格局要比较清晰，如果行业还在群雄混战，很难判断谁能胜出。一个公司如果商业模式好，竞争格局又比较清晰，不管宏观经济怎么样，它的基本面都可以不断超预期，拿这种股票心里也会比较有底。

机构和散户逆向投资陆续进场——亿元以上个人投资者账户数量超过 5178 万户

中国基金报记者：对 2017 年市场怎么看？

邱国鹭：相比 2016 年，2017 年 A 股一定程度上可能更难做一些，但也不会太坏。

监管层的意图是很明显的，那就是要稳，稳中求进，所以，指数今年也不具备有大起大落的基础。在中央经济会议之后人民日报第一篇社论中，1000 多字的文章一共出现了 37 个“稳”字，体现出政府维稳的决心，给今年 A 股的走势定了调。今年的市场整体来讲应该是平衡市，过度悲观或乐观都不可取。

有一个迹象值得注意，从 A 股账户持有人市值分布指标看，目前亿元以上的个人投资者账户数量已经超过了 5178 点时的水平，说明机构和大户已经陆续进场。

中国基金报记者：创业板近期持续下跌，是否风险已充分释放？

邱国鹭：对一些伪成长股还是要多一分谨慎，虽然一些个股价格已大幅下跌，现在看起来还没有明显的底部迹象，可能还会继续寻底。对一些优质的成长股，如果估值回到合理范围，我们会考虑介入。当大家都在热衷于炒作新兴产业股票的时候，我们尽量保持冷静和定力；现在大家都不看好了，我们反而愿意下更大力气去研究，虽然目前价格离我们能够接受的买点还有相当一段距离。

汽车自主品牌正在崛起——未来将出现中国的丰田、现代

中国基金报记者：你去年最看好的消费、家电等行业，2016 年都有了不小的涨幅，请谈谈今年最看好的行业。

邱国鹭：中国的汽车行业正在经历一个自主品牌崛起的过程，有点类似家电行业十年前和手机行业三年前的情景。比如智能手机，以华为、VIVO、OPPO 等为代表的国产品牌正在逐步抢占苹果和三星的市场，而汽车业的国产品牌正在崛起。

一个指标很能说明问题，中国的机械出口占全世界总量的 37%，但汽车出口只占 3.7%，十

年后，这个数字也许可以达到 20%。我们观察到一些迹象，过去五年，中国 SUV 的年化增长率在 40%左右，其中进口和合资品牌的占比在不断下降，自主品牌的占比已经接近 60%，像广汽传祺、吉利、上汽荣威、长城都很受欢迎，15 万元以下的 SUV 现在基本上是国产品牌的天下，多款爆款车型月销量都突破 2 万辆，说明汽车产业升级已经达到了一定程度。汽车是一个很大的市场，一年有 2800 万辆的销售量，上下游整个产业链一年的 GDP 高达 5 万亿，具有出大市值公司的可能性。

质量提升是国产汽车品牌能够实现弯道超车的基础，一直以来都是进口品牌好于国产品牌，但情况正在发生变化。全球新车评价最权威的机构是 J.D.Power，根据他们统计，10 年以前，中国每百辆新车进口品牌（包括合资）有 190 个问题，而国产品牌每百辆车有 380 个问题，说明当时国产车的质量比进口车差一倍；到了 2015 年，进口品牌每百辆有 98 个问题，国产品牌 120 个，质量差距缩减至 20%。有的国产品牌的质量已经排到了所有品牌的前 5 名，超越了大多数进口品牌。

国产品牌汽车的平均售价也在稳步上升，有的国产品牌去年旗下汽车平均售价近 13 万元，上汽大众和上汽通用的均价只有 11 万元，自主品牌的均价超过合资品牌，这也体现了产业的升级，尽管其中有产品结构的因素。

我们研究世界产业经济发展史，发现一个规律：只要日本和韩国出过大公司的产业，中国也会出大公司。比如日本原来做家用电器强，后来韩国跟上了，现在中国品牌已经实现了弯道超车；手机原来也是日本和韩国很强，现在国产品牌已经崛起，未来汽车产业也会遵循这个规律，只是还需要 5~10 年的时间。

很多人认为汽车是产能过剩的行业，但行业整体的产能过剩和龙头企业的产品供不应求同时存在的，因为消费者会选择最优秀的产品，生产优质产品的企业一样能赚取很高的利润。这和 2013 年白酒的情况类似，当时大家都认为白酒的产能过剩了，但消费者想要喝最好的酒，所以，茅台依然供不应求。

产业升级是供给端的因素，而需求端是汽车行业未来发展最核心的因素。北上广深等一线城市堵车、限号、限牌，容易想当然认为汽车产业早就饱和了。但现在大多数买车的人是二三四线城市的 80 后和 90 后，市场十分巨大，80 后和 90 后求新、求变意识很强，进口品牌和合资品牌无法满足他们的个性化需求。例如，部分 15 万元的国产车带自动泊车功能，而很多四五十万元的进口车都没这个功能，因为海外品牌的车是全球产品线布局，不可能为了中国消费者而特别定制，在这方面国产车具有很大的优势。

汽车行业未来的几个变化值得关注，一是汽车的电子化，越来越多的电子器件将应用在汽车上，占汽车价值的比例越来越高；二是电动化，就是新能源汽车；三是智能化，即无人驾驶；四是车联网，汽车将成为一个移动的上网入口。在汽车业变化的时代，中国车企具备了弯道超车的可能性。当然，弯道超车是很痛苦的，汽车产业链比手机复杂好几倍，国产汽车要打败进口品牌的难度肯定比手机高，所以，这个过程绝对不是一蹴而就的，至少要经过五到十年时间才能完成。而且，汽车是强周期行业，中间肯定会出现反复，会有很多失败的企业，但可以肯定，未来会出现中国的丰田、本田、现代、起亚。当然，在汽车这个领域，有可能港股中有更好的投资标的，有的是因为质的更好，成功的概率更大；有的是因为估值更低，更有安全边际。

中国基金报记者：对于消费品、家电等，你今年怎么看？

邱国鹭：在震荡的市场中，消费品仍然会表现较好，但空间可能没有去年的大。家电整体也比较看好，特别是空调去年去库存比较彻底，而且空调是中国少有的行业竞争格局非常清晰、企业竞争力非常突出、估值还很便宜的行业。

港股具备长期投资价值——未来定价权可能重回中资机构

中国基金报记者：怎么看港股？未来定价权是否会回归中资机构？

邱国鹭：我们在去年一季度开始加大对港股的投资。当时，全世界 40 万亿美元债券中有 14 万亿是负利率。在全球低利率的背景下，港股是各类资产中少有的性价比很高的市场。特别是去年 3 月份，在极度悲观的预期下，港股国企指数的估值是 50 年来的最低点，甚至低于亚洲金融危机和 2008 年的全球次贷危机的时候。

港股是离岸市场，话语权仍掌握在欧美资金手里，他们是基本面导向，财务报表公布时，如果业绩超预期就涨，这个游戏规则对基本面投资者来说比较好把握，而在 A 股，有时候短期股价波动的驱动因素比较复杂。另外，港股大部分是中国公司，在研究方面我们有明显优势。比如有一只汽车股，外资投行预测 2017 年的业绩增长是 5%，我们的预测是 50%，最后就得看谁基本面研究得准。去年他们预测 20% 增长，我们预测 50%，结果是 70%。

随着深港通和沪港通的开通，国内资金的南下也会对港股市场产生影响，在今后的几年中，港股的定价权有可能从外资向中资机构转移。如果美国经济衰退，香港市场上的外资也会快速撤离，一旦海外资金恐慌性卖出，会给港股带来短期下挫，但也为中资机构接管港股定价权提供了一个契机。

虽然港股从 2016 年的最低点上涨了超过 30%，但还是能找到性价比较好的标的，总体估值仍然较低，具备长期的投资价值，当然，中间难免出现波动。不过，港股投资并不适合国内的个人投资者直接参与：一是信息披露规则不太一样，老千股不少；二是流动性不好，以机构投资者为主，一旦上市公司出现利空因素，很可能出现暴跌。

中国基金报记者：今年会不会出现“黑天鹅”？

邱国鹭：我觉得资本市场低估了特朗普当选所带来的不确定性。特朗普表面上是商人出身，但更像一个演员，华尔街一些买过他公司的债券的投资人对他的评价不太好，他是一个比较难对付的交易对手，他的观点很可能出现反复，不按牌理出牌，所以，对其可能的政策难以有准确的把握，很容易给国际市场带来“黑天鹅”。

成立高礼价值投资研究院——推动价值投资在中国的应用

中国基金报记者：为什么成立高礼价值投资研究院？目前进展情况如何？

邱国鹭：高礼价值投资研究院由高瓴资本发起设立，名誉理事长大卫·史文森是耶鲁大学的

首席投资官，在美国被誉为“机构投资教父”，保持了 30 年持续优异的投资业绩，在价值投资、大类资产配置方面都称得上是全世界最顶尖的人物。高瓴资本创始人张磊则担任研究院的理事长。高瓴资本成功投资了腾讯、京东、百度、去哪儿、格力、美的等一系列优秀企业，一直是超长期结构性价值投资的杰出典范。我们希望能够携手国内外投资巨匠和实业领袖，办一个全球领先、真正践行和推广价值投资的研究院。

高礼价值投资研究院成立的初衷，是因为在中国能够真正坚定地践行价值投资的人太少，真正能够把基本面分析做好的人也太少，我们想让更多的从业人员得到更好的训练。

大家都觉得 A 股投资者喜欢炒概念，喜欢做短线投机。这固然有很多的客观原因，但更主要的是，市场的主体参与者不能树立起正确的投资理念，也不具备基本面分析和投资的方法和能力。我们在这方面能够尽自己的绵薄之力。

我们目前只是通过微信和微博小范围推广，没想到大家还挺踊跃的，报名的人非常多，报名者的级别和层次也远远超过了我们的预计。本来我们只想招一些刚出学校的年轻人或者工作经验在 8 年以内的从业者，但后来发现很多报名者是资历颇深的基金经理，还有上市公司高管和金融企业负责人，后来我们放宽了 8 年工作时间的限制，希望能够不拘一格地选拔人才。

2016 岁末致投资人的信

尊敬的投资者，

您好！

首先感谢您对高毅资产的信任和支持，在过去两年跌宕起伏的市场中同我们风雨同舟。过去两年里我们经历了许多十年一遇、甚至二十年一遇的事件：2015 年股市的大起大落、人民币汇率大幅贬值、一二线房地产价格暴涨、负利率、欧洲银行危机、资产荒、大宗商品价格暴涨、特朗普当选、OPEC 成员国 8 年以来首次达成冻产协议、美国国债创 25 年以来最大单周跌幅、中国国债期货上市以来首次跌停……

这些不断出现的黑天鹅事件不断扰动市场的神经，令投资者们忧心忡忡。但是，另一方面，我们也看到许多积极乐观的因素：房地产的热销带动了投资的回暖，中国经济出现见底回升的迹象，PPI 同比 5 年来首次转正，企业盈利持续回升等等。我们从行业层面也观察到许多令人欣喜的迹象。从制造端我们观察到越来越多产业升级的迹象，一些行业经历从量变到质变的过程，国内的企业从原来跟随别人到后来引领市场。在过去的两年我们看到华为手机已经全面超越三星，成为了市场的领导者，OPPO、VIVO 等国产品牌销量也都名列前茅。在汽车行业中，我们也看到了自主品牌的崛起，在 SUV 这个快速增长的子行业中，自主品牌已经占到 60%，一些爆款车型都已经达到 5、6 万辆的月销量，这是合资品牌车从来没有达到过的。在新能源汽车等领域，中国制造业正面临越来越多弯道超车的机会。

从消费端，我们也看到显著的消费升级的趋势。随着人均 GDP 水平的不断提高，消费者的需求正在变得更加多样性，正在追求更休闲、更健康、更个性化的消费。比如，之前普通饮料都是大概一瓶 3 块钱左右，但是过去 1、2 年卖得最好的都是 5~6 块一瓶的。随着近几年环境问题的不断发生，人们的健康意识也在不断提高，净水器、空气净化器、有机食物、体检服务等健康产品被越来越多的人所接受，消费者愿意为健康付出的溢价其实是非常高的。

展望 2017 年，在大的宏观环境上，我们认为将是以“稳”为主。12 月中旬，人民日报发表了关于中央经济工作会议的一篇社论，在 1200 字的社论中，用了 30 几个“稳”字。我们可以看得到，不管从政治周期、经济周期还是从国际格局的变化，政策的目标都是希望求稳。套用中央文件中的语句，“稳中求进”，这是我们对明年投资的总基调。

在结构上，我们将继续从市场的“分化”中寻找投资机会。在我从业的 17 年里，我曾亲历过 2000 年的互联网泡沫破灭、2008 年的全球金融危机，我们也对历次股票市场泡沫的破裂做过详尽的研究。从历史中我们可以总结出一些规律，一般一轮市场泡沫的破裂都要经历三个阶段：杀杠杆、杀估值、杀故事。第一个阶段是杀杠杆，在去年的下跌过程中，泥沙俱下，无论公司好坏都一同下跌。第二个阶段杀估值，去年八九月、今年一月，有很多相对估值比较高的股票经历了较大幅度的下跌。第三个阶段杀故事、杀概念，是分化开始的过程，分化表现为基本面较好、估值合理的公司表现很好，而另一部分讲概念、讲故事、炒作的公司逐步进入证伪的阶段。一般而言，下跌进入第三阶段时，市场正处在我们所说的“寻底、筑底、探底”的过程中。今年以来，我们认为市场处于第三阶段，即杀故事、杀概念的阶段，在这个阶段市场投资机会在于分化。过去 18 个月市场的分化是很明显的，从 5178 点到现在，市场下跌 40%，但是一些真正符合价值投资标准，低估值、基本面好的行业龙头，在这段时间的涨幅平均有 30% 左右。这种分化会比在大牛市和大熊市，如 2015 年上半年的牛市和 2008 年的大熊市中的分化明显得多。

在这种大的格局和判断下，我们不去担心半年、一年的经济波动，也不去担心半年、一年的市场涨跌，我们只要努力寻找市场“分化”所带来的结构性机会。今年上半年时我曾做过一次演讲，题为《“从 0 到 1”的陷阱，和“从 1 到 n”的机会》。过去几年遍地都是“从 0 到 1”的故事，而今年大多被证伪。相反，对于中国 14 亿人的大市场，我们可以发现很多“从 1 到 n”的机会。我们不试图去捕捉特别高难度“从 0 到 1”的跳跃式变化，我们要寻找的是可预知性的、可延续性的“从 1 到 n”的机会。在产业升级和消费升级趋势中，我们可以找到许多“从 1 到 n”的机会。有些行业到达某个临界点之后将经历从量变到质变的过程，从原来跟

随别人到后来引领市场，就像过去几年的手机、SUV；有些行业将会在激烈的市场竞争中，产生行业格局的变化、集中度的提升，从一片红海转变为寡头竞争的格局，从而带来定价能力和盈利能力的飞跃式的上升，就像十年前的白电；另外还有一些中国制造的行业龙头正在成为世界的龙头，这是另一种“从 1 到 n”的方式。**我们将沿着产业升级和消费升级的思路持续研究和挖掘，力争把握其间的投资机会。**

感谢各位投资者对我们的支持和信任。在过去两年跌宕起伏的市场中，我们的投研团队不断扩充和成长，也在复杂的市场环境中得到了充分的磨合和历练，渐入佳境。在投资上我们也取得了一些初步的成绩。根据某独立第三方机构最近的统计，在 2016 年前 11 个月，高毅旗下产品整体业绩排名居全国规模以上股票策略**私募公司之首**。高毅资产也逐步获得来自市场各方的支持、信任与认可。在《中国基金报》主办的“2016 中国私募基金英华榜”评选中，国鹭 1 号基金获得了“一年期股票策略**最佳产品奖**”。高毅资产也获得“同行眼中最受信赖的私募机构”的殊荣，并且在 20 家当选机构中我们的**回撤之小仅次于一家债券私募基金**。在 2016 年国信证券资产托管部策划的第二届“鑫诚合作”私募基金颁奖活动中，高毅资产荣获“**最具活力管理人——金锋奖**”和“**最佳合作伙伴——金鼎奖**”。

最后，再次感谢各位投资者与我们风雨共济，您长期以来的支持和信任是我们最大的前进动力。我们将继续兢兢业业做好每一笔投资，为您带来持续的满意回报。

2017 年投资机会展望：分化与涅槃

每次到年底，我们都会展望一下新的一年。就像大家逢年过节都愿意算一卦，看看明年运气走势怎么样。能不能准，我们也不知道。

站在今天看新的一年，首先要看看你在哪里。在座都是私募界的朋友们，过去的 18 个月应该是很不平凡的 18 个月，期间我们经历了很多应该是 10 年一遇、20 年一遇的事件。过去 18 个月，市场从 5000 点到现在 3000 点，下跌了很多；但是，如果你看大宗商品的话，那会感觉这简直就是大牛市。那么我们站在这个时点回顾过去 18 个月，其实应该经历了三个阶段，其实市场每次大幅度的下跌都会经历这么三个阶段。

第一个阶段是降杠杆，去年的下跌表现出来的就是泥沙俱下，不管公司好坏大家一起跌。第二个阶段是降估值，在去年的 8 到 9 月份，包括今年的 1 月份，有很多相对估值比较高的股票，下跌幅度是比较大的。第三个阶段是一个杀故事、杀概念的过程，这个阶段开始产生分化，就是我今天的题目《分化与涅槃》。**这个分化在哪里？就体现在基本面好、估值合理的公司，你会发现它的表现是相当不错的。那么对于讲概念、讲故事、炒作的公司，进入了证伪的阶段。**一般来讲下跌到第三阶段，就在我们所说的“寻底、筑底、探底”的过程中。年初 2638 点算不算底这个我不知道，至少从现在回头看，2638 点确实有一批股票非常便宜、非常有吸引力，虽然当时还加了一点仓，但是我们觉得还是手软了。

在这种情况下来看 2017 年，先看看人民日报关于中央经济工作会议的一篇评论，你发现其实有一个字跳出来，这个字是什么？就是“稳”。在 1200 字的社论中，用了 30 几个“稳”字。而且**明年不管从政治周期、经济周期还是从国际格局的变化，政策的目标都是希望求稳**，这点我们是看得到的，而且也是很明确的。那么其它所有的政策都会围绕着“稳中求进”，以“稳”为前提来做。

所以至少在目前来看，如果没有什么大的黑天鹅事件，如果川普没有搞什么幺蛾子，整体的市场环境应该是稳定的。当然我觉得资本市场是低估了川普的不可测性。很多人认为他是个商人，其实我觉得川普的本质不是商人，他是个演员，他会做很多吸引眼球的事情，他不一定具备商人的计算能力，并且从他经商的经历看，我们觉得他并不是一个很好的商人。那么作为一个演员、作为一个哗众取宠的人，他有一些东西、一些事情、一些做法，就有可能是大家不可预测的。他当选后的这一两个月，我觉得资本市场有一点过于乐观。当然他这边涉及比较大的贸易战的可能性不会排除，包括中美关系的变化我们在这里不做探讨，我觉得他是有可能有一些让大家惊讶的地方的。但在从大的政策格局、大的经济阶段来看，我觉得现在肯定是求稳为主。

然后我们看股市，你要说市场很贵吧，也不像；你要说市场很便宜吧，也不像。过去 18 个月，市场跌了 40%，但是一些真正符合价值投资标准，低估值、基本面好的行业龙头，从 5178 点到现在涨幅应该在 30% 左右。过去这 18 个月分化是很明显的，这种分化会比在大牛市和大熊市，如 2015 年上半年的牛市和 2008 年的大熊市中的分化明显得多。而大部分分化其实是在今年 1 月底到现在 11 个月里发生的，也就是我们所说的第三阶段，就是故事证伪、之前讲 PPT 的人现在故事讲不下去了，然后出现资产荒，大家都在看基本面好的。但是很快地，在过去这几周，突然有部分人从过去的资产荒，开始在说钱荒了。这其中债券的事情我们不去介入，站在这个时点，我们觉得股市明年的主基调，应该出现系统性风险的可能性不是太大；如果没有各种黑天鹅、我们看不到的事情，我们觉得主题肯定还是分化。作为专业投资者，我们愿意、希望在局部的领域形成我们非常明显的比较优势，而不是说所有行业、所有事情我们都懂一点，但懂得都不比别人多。A 股有 3000 只、港股有 1500 只，总共大概 4、5000 只；我自己覆盖的股票，A 股大概 100 只，港股大概 100 只，我们觉得没必要那么多。

那么在这个领域里面，我们会关注什么样的股票呢？今年上半年，我也做过一个演讲，演讲标题叫做《从 0 到 1 的陷阱，和从 1 到 n 的机会》，就过去这几年大家讲的很多从 0 到 1 的故事，今年有许多都证伪了。相反，作为 14 亿人的大市场，我们有很多从 1 到 n 的机会。有很多公司，它涨到 800 亿、1000 亿的市值，市场就不愿意给它高估值了；但是这些公司其实才刚刚起步。我们会看什么呢？很简单，我们也不去捕捉特别高难度的跳跃式变化，我们要做的是可预知性的、可延续性的。

有两个大的趋势其实是看得很清楚的，一个是消费升级，一个是产业升级。

比如说产业升级，我举一个很简单的例子：汽车行业。这是一个非常传统的行业，但今年至今港股的一些汽车股票表现很好。我们发现汽车行业正在发生手机行业 3 年前发生过的、家电行业 10 年前发生过的事情。什么事情呢？自主品牌的崛起。就像 3 年前，华为、小米、OPPO、vivo 的崛起，慢慢地把三星干下去；10 年前，格力、美的的崛起把海外的品牌给赶出去。中国做别的事情不行，但是做制造业不错。你看中国现在的 SUV，60% 是自主品牌；但在轿车只有 20%。这其实有一个很顺理成章的变化，汽车产业链的难度至少是手机的 5 倍，所以这个过程至少会在未来 5 到 10 年发生。但是汽车这个巨大的行业，它是一个一年 5 万亿产值的行业，而且在国家要把房地产行业按住的情况下，你要保增长，其实汽车是不可替代的。过去这两年发生什么事情呢？汽车的自主品牌出现一系列的爆款。爆款是什么意思，就是一年可以卖 30 多万辆。一辆车 10 万块的话，一款产品的销售额是 300~400 亿，利润在 30~40 亿。

所以在这种情况下，中国的产业升级已经处于临界点。汽车只是其中一个代表，要知道还有其它很多类似的行业。中国 14 亿人的市场，特别是制造业，中国要做起来是很容易的事情。比如设计，就像保时捷的车主把众泰的门给堵住了因为你们是抄袭的；但是另一方面，我们也可以挖奔驰、宝马的设计师。到了这个体量，就像我们的手机产业链，我们是把台湾

整个团队给挖过来的，这个我觉得其实一点问题都没有。中国一年卖 2000 多万辆车，这个市场已经够大了。也许你觉得宏观市场很不好，但其实在微观市场你会发现很多行业，因为这种洗牌才突出，行业增速下来了它的日子还是好过的。

几年前我就写过，家电行业 2005 年之前的十年增长非常快，但是家电股表现很差；2005 年之后的十年增速慢下来后，反而股价增长了几十倍。为什么呢？这其实是行业格局的变化，并不在乎增速快慢，增速慢下来之后行业会洗牌。就像过去 3、5 年大家都觉得手游、电影多好多好，但实际上当时的电影龙头到现在已经跌了 25%；收购手游现在都基本没赚到钱，但是行业是增长的。现在回头看，反而金融、地产的行业龙头股表现很好，过去 3 年平均至少翻一倍。所以并不在于这个行业增速多快，而是在于这个行业的格局怎么样、行业龙头公司本身的竞争力、是否有护城河、是否有有先发优势。如果你按照这个思路投资的话，过去 18 个月回报其实会非常好。

为什么要举汽车这个例子，汽车毕竟是中国产业进化到一定程度的产物。是因为它现在正在经历一系列的变化，在这些变化中，我们感觉中国的企业有弯道超车的机会。比如说汽车的电子化，一辆汽车里面含的电子产品越来越多，它就是一部移动的 iPad。目前 15 万左右的国产车有不少都给标配如倒车雷达、ADAS 自动驾驶系统、自动换道等装置。我们见了很多汽车的电子供应商，他们都提到进口车、合资厂在汽车电子化甚至无人驾驶领域的推进远不如自主品牌，因为他们的审批流程繁琐耗时较长，而供应链又不敢使用新的东西，没有测试成功便不采用。现在 7 成以上的购车人士是 80、90 后，这些人拥有自信，不会盲目地相信进口品牌而花 30 万，如果 15 万的国产车性价比更高，他们愿意买这个，因为他们没有这么多钱。另一方面是新能源车的发展，虽然我们梳理了一遍没有找到特别合适的标的，政府的补贴可能一定程度上扭曲了这个市场，反而阻碍了一个统一市场的迅速形成。在这种情况下，我们觉得会有一系列行业产业升级，包括大家觉得很傻大黑粗的行业，只要有一部分的产能退出，剩下的企业其实日子会特别好过，这就是行业出清之后的“涅槃”。

消费升级并不是说东西越来越贵，我觉得奢侈品这种炫耀式的消费，其实已经过去了。我们到达一定人均 GDP 水平之后，消费者的需求是多样性的，他们的**要求是更休闲、更健康、更个性化的**，而且现在很多技术，如物联网，其实已经具备个性化消费了。就比如我们讲的饮料行业，饮料行业原来最好的产品应该是可口可乐这种 100 年不变、全世界都喝的大单品。但是在现在饮料行业还是大寡头竞争的格局下，你会发现反而没有以前好。为什么呢？因为你要去研发长生命周期的大单品比以前难了，因为现在的年轻人他更个性化，并非别人喝什么我就喝什么，他一定要与众不同，而且变化快。所以有可能这一阵子这个做的很不错，也许过了一阵子又不好。在这种情况下，他一定会为这种个性化来付一个很高的溢价。就像普通饮料都是大概一瓶 3 块钱左右，但是过去 1、2 年卖的最好的都是 5、6 块一瓶的。包括有机食物，特别是在雾霾天，人的健康意识、愿意为健康付出的溢价其实是非常高的。这里面我们说的消费升级绝对不是说乱提价，有一批的国产品牌，比如男装品牌。我曾经一度很看好男装，对比一下全世界：优衣库，日本首富；Zara，欧洲首富。在中国这种服装大国，也应该出一个男装、服装的，不说是首富起码是前 20 名的。但是没有，为什么呢？它就是脱离了基本面，盲目提价。其实提价并不重要，但是你背后的产品要提高到对得起你的价格。

把这种东西梳理完之后，我们就知道应该如何更专注于个股研究、行业研究，而宏观的、对市场的预期我们不需要那么在意。其实今年我犯的最大的错误，就是“看对”了市场。我们今年对市场的判断是正确的，我们较谨慎，所以平均仓位稍微低了一点。但是从个股的角度去考虑，其实没有充分地利用个股的分化的过程。

其实分化我们很好理解，哪个行业好，哪个行业不好，这个大家都看得到。那么所谓的“涅槃”，其实是两种，一种是供给侧改革、产能的退出，剩下的当然日子会更好过；另一种是

产业升级到某个临界点之后，会发现它从量变到质变，从原来的跟随别人到后来引领市场。比如在 SUV 的这个行业，5、6 年每年增长 50% 的大行业，你发现 15 万以下的 SUV 合资品牌和进口品牌进都进不来，而国产品牌推出来很多产品。在互联网和移动互联网的时代，品牌的重要性反而被淡化，产品的重要性被放大。品牌本身是一个信息不对称之下的产物；但是在信息对称之后，其实产品的重要性就起来了。所以你看中国的消费品，过去 1、2 年，有一批原来靠渠道的日子很难过，原来下沉到 3、4 线，5、6 线城市渠道的游戏做不下去。因为有了互联网之后，信息不对称被消除，人们喝纯奶而不再喝营养快线。

在这种大的格局和判断下，我们不用担心半年、一年的经济波动，也不用担心半年、一年的市场涨跌。从分化和涅槃出发，我们还是能梳理出一批相对不错的标的。从估值的角度，我们现在其实挺看好港股的，虽然这两天它调整得挺厉害。但是，我们把股票、债券、大宗商品、PE 各种大类都梳理一遍，港股是少数至少我们看得过去、性价比高的股票市场。当然不会代表它不会跌，因为港股是一个离岸市场，一旦发生什么事情，外资一旦往外跑，这种东西很难讲的。但我们能找到一些性价比相对不错的标的。

除了消费升级和产业升级这两条主线，是不是明年在一些国际形势上，特别是川普上台，我们总觉得他是不按牌理出牌的人，有一些不确定性。所以在这一方面总有一些担心，觉得黑天鹅会从这方面来。我觉得大的框架还是以稳为主，我们也套用中央文件，“稳中求进”，这是我们自己明年投资的总基调。

谈投资 3 | 《格雷厄姆——华尔街教父回忆录》推荐序

巴菲特曾经说过，他的投资方法是百分之八十五的格雷厄姆加百分之十五的菲利普·费雪。格雷厄姆在投资界的地位是如此的崇高，在他所著的《证券分析》1934 年出版之前，人们对价值投资和基本面分析知之甚少，证券分析作为一个行业几乎是不存在的，因此他不仅被认为是价值投资之父，同时也被认为是基本面分析之父、证券分析之父。

这本自传是格雷厄姆亲自写作的关于自己一生经历的精彩回顾，读起来更有启发意义，有助于人们了解他投资方法产生的背景和原因。有些人把格雷厄姆的价值投资方法简单地归结为片面强调低估值的“烟蒂投资法”，其实他们忽视了格雷厄姆的投资思想产生的大背景是在大萧条之下，当时美国四分之一的人失业，人们在为一日三餐发愁的时候，品牌、成长性、定价权只能是空话。所以格雷厄姆强调现有资产、现金流和盈利所能提供的安全边际，而不是虚无缥缈的成长，这一点放在他所处的时代的历史背景之下，就很容易理解了。每个投资人的投资理念、分析框架都不可避免地带有他所生存时代的时代烙印，所以这本自传有助于读者更深刻地理解格雷厄姆的投资思想。

格雷厄姆的思想博大精深，奠定了价值投资分析框架的基石。相比于巴菲特和索罗斯的投资方法，格雷厄姆的分析框架更加可学。

首先，格雷厄姆的分析方法更多的是基于公司现有的资产、利润和现金流这些看得见摸得着的东西，而不需要很多对于市场方向的预判，也不需要对于行业未来的洞察力。对于绝大多数人来讲，对市场和行业未来的预判能力是很难获得的，所以格雷厄姆的方法更容易学。格雷厄姆强调的基本面分析，是不以人们的情绪变化而变化的，这些分析是基于已经现存的

资产、利润和现金流，尽管难免有“后视镜”的缺憾，但至少不像对未来的预期一样，会因为市场情绪的变化而剧烈波动、一下子从天堂掉入地狱。格雷厄姆把市场的波动形象的比喻成一位情绪起伏巨大的市场先生，他每一天都会走到投资者面前，根据自己的情绪好坏，报出一个高低起伏、变化无常的价格。巴菲特曾经说过，市场先生应该是来为您服务的，而不应该受他的驱使。这点对习惯于追涨杀跌、跟风炒作的 A 股投资人来讲，更有启发意义。因为人们对于未来的看法都是善变的，风和日丽的时候大家对未来都无比乐观，市场动荡的时候对未来又无比的悲观，这一点在 2015 年夏天的市场巨幅震荡中体现得淋漓尽致。

第二，格雷厄姆的分析方法是基于每个人都能够拿到的财务报表和财务分析，并不需要同管理层进行近距离的接触和沟通，他甚至认为许多管理层会刻意地误导投资者。其实大多数的投资者并不具备去跟管理层进行深度沟通和交流的条件和能力。而财务分析对于大多数学过金融或者会计的人来讲，相对更可学。

第三，格雷厄姆的投资更强调安全边际。安全边际最核心的一点，是足够低的价格。在大起大落的中国股市中，安全边际的重要性，在于它能让投资者更能够以一种比较良好的心态，去实现长期投资和价值投资。格雷厄姆先生说，一个称得上廉价的股票标准是：价值至少要比价格高出 50% 以上。每个人的投资方法都有时代的烙印，格雷厄姆提倡的以净营运资本的三分之二的价格去购买股票，这样的股票在大萧条时代是有很多，而在现在这个时代确实比较少。但这并不表示他这种以低估的价格去购买资产和上市公司的思想已经过时。《证券分析》和《聪明的投资者》数十年来历经多次再版，期间历经多少牛市和熊市的起伏，至今仍然被专业投资者和业余投资人奉为经典，历久弥新，这说明格雷厄姆的价值投资的思想是经得起时间检验的。

这本自传对于有志于投资的专业和业余投资人都有重大的启发意义，它不仅帮助我们更好地了解格雷厄姆的生平经历和理解他的投资思想，而且，这本书也有助于我们理解美国资本市场曾经也是经历过一段像如今的 A 股市场一样的草莽时代，也是通过不断的大浪淘沙，机构投资者逐步替代个人投资者之后，才慢慢地走向成熟和理性。

继续在资产荒和分化大背景下寻找结构性机会

您好！感谢您对高毅资产的持续支持和关注。2016 年以来，投资面临较为复杂的全球和国内宏观环境，在全球负利率、资产荒的大背景下，美元加息预期、大宗商品反弹、欧洲银行困境、国内购房热潮等都成为影响市场的重要因素。我们坚持一贯的投资思路，通过高标准的选股策略来积极应对复杂市场，把握投资机会，并坚守精选低估值、坚实基本面个股的价值投资理念。

今年以来，“资产荒”这个词在各类文章中频繁出现，引起了众多投资者的广泛讨论。目前我们面临的“资产荒”现象主要表现为：各类别资产的投资回报率普遍偏低，优质资产少，大量的钱游走在市场上追逐短期利润。以债券为例，10 年期国债利率已经处于历史底部，AA 级企业债（高风险债券）同国债（等同于无风险资产）的信用利差只有 1.15%，处于历史最低的水平，这些低评级债券的回报率不高但投资者却需要承担相对较高的信用风险。这些现象说明全球正经历着资本过剩的阶段。

在“资产荒”的大背景下，“分化”将成为资本市场未来很长一段时间的大趋势。我们在之前的季报曾对一二线房地产做过讨论，近几年房地产市场出现了明显的分化，一二线城市的房价涨幅远远高于三四线城市的房价涨幅，局部市场当前或许存在泡沫化的问题，但一些拥有优质教育资源和医疗服务等配套设施的“准一线”城市仍具备较大的发展潜力。同样，股票市场也正经历着分化的过程，当前 A 股市场整体表现差强人意，原因之一是大多数股票的估值水平仍处在历史高位；但仍然有一些低估值的行业龙头公司基本面良好，在过去一年市场大幅下跌时获取了远超市场平均水平的正收益，超出很多人的预期。

我们认为，在精选个股的同时，在资产配置上也应进行适度的分散，不仅着眼于 A 股，也应逐步增加港股、美股的配置。自 2015 年下半年以来，海外资金一方面由于避险的需求，另一方面出于对中国经济的担忧，大幅撤离港股市场，使得港股估值处于历史底部附近。当前在全球处于负利率环境下，中国经济逐步企稳，港股的投资价值相对显著，开始受到各方资金的关注。今年 9 月份以来，沪港通持续保持了日均约 30 亿的资金南下买港股，在一定程度上也验证了我们的判断。

在前不久的中秋节，我回到家乡厦门，期间厦门遭遇了 70 年一遇的最强台风“莫兰蒂”，强风过后城市一片狼藉。最高 17 级的风力把路边许多高大的树木连根拔起，反而一些矮小但根基深厚的树却顽强挺立着，展现出极强的抗风险能力。这一幕与投资有许多相似之处，决定长期投资回报的往往是熊市中的表现。在牛市中无论是高估值还是低估值、无论是好公司还是讲故事的公司，股价均有很好的表现；而在熊市中，众多个股股价大幅下跌，2015 年股灾以来下跌超过 7 成的个股也不在少数，同时许多基金可能由于跌破清盘线而遭清盘。只有基本面良好、估值合理的股票才可能穿越熊市、避免惨烈的下跌，就像台风过境时那些低矮（估值低）但是根基深厚（基本面好）的树才能不被连根拔起、长期屹立不倒。

回顾 2015：高毅资产如何穿越大起大落市场赢取正收益

在哀鸿遍野的 2016 年上半年，万得数据显示，23098 只阳光私募产品中，8488 只股票型私募基金上半年平均回报（费前）为-7.15%；同期，4132 只公募开放式基金中，688 只公募偏股主动基金（注：含主动-普通股票型和主动-偏股混合型）上半年平均收益率为-11.83%。另外，从去年 6 月底到今年 6 月底，经历市场大幅震荡，4948 只股票型私募基金平均收益率为-12.93%，同期沪深 300 指数表现为-29.49%。

经过时间的检验，价值投资一派基金经理从长期表现上看更胜一筹。本报记者采访了邱国鹭，就价值投资相关问题进行了深入交流。“投资就是要做短期痛苦长期正确的事情。”他说。

宁打一口井不挖九个坑

中国基金报记者：高毅资产成立以来，经历了股市相当剧烈的波动，公司旗下产品业绩总体表现不错，这主要得益于什么？

邱国鹭：这说明基本面研究跟价值投资是有效的，拉长时间，价值投资一样可以赚钱。

高毅资产去年上半年开始发产品，二季度在 4500-5000 点高位发了两个产品，到现在也是保持了正收益。去年 5 月 4000 多点时，大家都觉得创业板贵得有道理，我们却很谨慎，认为最终会回归理性估值。去年二季度，随便买只概念股主题股就能赚 30%甚至更多，我们却在买白酒、家电等基本面扎实、估值合理的股票，当时许多人表示不解，但 12 个月后，这些股票都纷纷创新高。当时，市场流行一句话，你可以变得更有钱或者你可以变得更聪明，仿佛只有变傻才能挣钱，真正进入搏傻阶段，没想到，教训来得比想像中要快。去年二季度有些客户认为我们太保守，三季度就打电话来感谢我们的稳健了，所以，投资就是要做短期痛苦长期正确的事情。

中国基金报记者：怎样才能做好基本面投资？

邱国鹭：国外有一句话，翻译成中文的意思是，做投资应该对一点点东西懂得很多，也不要对很多东西懂一点点。通俗一点说，就是宁打一口井，不挖九个坑，因为必须集中精力在一个地方挖到足够深，才能打到水。

我们的首席研究官卓利伟总是说，更多的研究是为了更少的决策，因为你研究得越深，愿意投资的标的就越少。截至今年 6 月 30 日，我所管理产品的 A 股第一大重仓股今年涨幅 15%，港股第一大重仓股涨幅 35%；过去 12 个月，市场下跌了三分之一，而我管理产品持有的个股平均还整体保持了正收益。可见，在重点研究的品种上，投入得更多，研究得更深，收益也更高。因为今年上半年对市场比较谨慎，我们仓位比较低，但没想到个股分化这么大，我们选出的股票超额收益表现得这么好。

中国基金报记者：因为有清盘线，私募基金会否比公募基金难操作一些？

邱国鹭：私募的确比较难做的，像今年第一个月，万得全 A 指数就跌去了 28%，私募一旦亏损，就要考虑降仓位，仓位降下来，要想再涨回去，就非常困难了。

我们去年在股市高位发行的产品，还来不及积累安全垫，净值靠近面值时，为了控制回撤，只能不断降低仓位，在低点我们基本上只有三分之一的仓位。到去年底，我们持有的个股跑出了超额收益，产品积累了一些盈利，就不必在低点降仓了，在今年 2 月底大盘跌破 2700 点时，我们还略加了一些仓。公募基金相对会好一些，不必过于控制仓位，只要集中精力选出一些能获得超额收益的个股，就能获得好的业绩。

因为产品积累了一定的安全垫后可以安心做长期投资了，我今年换手率特别低，有的月份整个月都没有交易，上半年换手才 10%多一点，年化换手 20%多，个股持有周期较长，反而业绩更理想。

中国基金报记者：中国股市波动很大，投资者大多在高位入市，比如公募基金去年二季度发行偏股基金 8000 亿，今年二季度才发行 400 亿，高毅资产怎样保护客户？

邱国鹭：我们也一直在思考这个问题：客户是不同的时点进来的，而且是高位进来得多，怎样才能更好的保护客户利益？有一个行业规律：好做不好发，好发不好做，所以，一年来虽然市场低迷发行困难，我们仍然一直在尽力发产品。另一方面，我们会尽量控制产品的波动性，有第三方权威机构曾经统计过，我所管理的产品在同行业内属于回撤最小的产品之一，截止现在，过去不管哪个时点申购的客户，基本都是赚钱的。如果净值大幅波动，肯定有客户亏钱，因为大多数客户都是在高位时进来的，大波动时很难避免亏损。

我们也会尽量寻找一些机构客户和 QFII，这些机构非常成熟，他们在高位会控制风险，在低位会增加配置，对我们长期投资、价值投资的投资风格也能理解和认可。

中国基金报记者：是否今年上半年的行情更适合你的风格，市场一旦走牛，投机风可能卷土重来，到时你会否面临较大压力？

邱国鹭：回过头来看，我回国 8 年多，价值投资短期业绩压力比较大的是 2013 年跟 2015 年二季度，总共只有 15 个月，占比较小。其实 A 股长期来看还是适合价值投资的。2013 年比较特殊，创业板涨幅超 80%，沪深 300 却跌了 7.65%，2015 年二季度则很疯狂，只要有概念、主题都可以大涨。市场过度乐观、鸡犬升天时，我们的表现可能会差一些，因为要回避可能出现的系统性风险，我们会控制仓位，同时挑选有实质业绩支撑的品种，不过，在牛市末期，业绩差一些，也可能会相对安全一些。

消费较热会稍谨慎

2500 点左右可能是扎实的底部

中国基金报记者：近期市场出现了转暖迹象，会不会走出一轮大家期待已久的吃饭行情？

邱国鹭：今年的市场，我觉得两点比较重要：一是存量博弈，要逆向思维，人多的地方不要去，涨多了不要头脑发热盲目乐观，跌多了不要怕；第二点是去伪存真的一年，监管机构近期正本清源打击投机炒作，主题概念的东西估值还是很高。为什么今年消费品涨得好？因为消费品是估值最合理基本面最扎实的板块。

所以，要以静制动，不要盲目交易，才不会错过机会。至于短期是不是有一波小行情，会反弹到什么点位，我觉得不好预测，意义也不大。回过头来看，从 2012 年-2014 年中，大盘在 2000 点上下 200 点范围内震荡整理了 2 年半，30 个月，调整非常充分，可以说，2000 点是经过充分考验的，当时，信托利率超过 10%，还经历过钱荒。现在，整个市场无风险利率大幅下降，信托利率也下降了一半，往上抬高 500 点至 2500 点左右，可能是扎实的底部了，距离现在也就 10% 几的跌幅，我们仓位也比较低，拿的品种基本面比较好，跌的时候一点都不怕。不过，股市往上的动力，暂时看来还不足，目前相当一部分股票的估值还是偏高，便宜的股票也不多。

中国基金报记者：去年底，你看好消费、家电、汽车等领域，今年都有了比较好的上涨，你现在仍继续看好吗？下半年你关注的投资机会？

邱国鹭：继续看好消费升级、产业升级，产业升级中特别看好往高精类发展的技术或配套的设备，比如机器人自动化。

大多数人喜欢从零到一的跨越式发展，我们则喜欢从一到 N 的，行业格局已基本确定，赢家也看得很清楚，大资金研究的是多年的大趋势，同时估值又相对合理。年初我们股票部分的八成仓位在消费和汽车家电，当然，现在消费比较热了，我们会稍微谨慎一些。

未来规划：机构和 QFII 占半壁江山

中国基金报记者：高毅资产运作一年半，你最深的体会是什么？

邱国鹭：我最近一直在想，过去一年多我们做得较好，是运气还是机制上的原因？很大程度上，还是来自平台型私募的优势。

首先是专注，团队平台的模式能保证基金经理专注于投资，为什么我们总体上比独立创业的好一些，因为基金经理创业基本上是个体户模式，油盐柴米酱醋茶，开门七件事，每件事都要去想，做投资的时间不超过 50%，我在海外曾自己创业，这方面深有体会。而且，如果没有几十亿的规模，很难维持一个很好的团队，现在人工都很贵，好的研究员身价更高。

第二是内控，大多数私募把内控当成成本项，这在零售端的确不太重要，但对机构端很重要，我们最近拿到一些大机构的专户，之所以能够在业绩同样优秀的对手中胜出，就是内控方面我们的综合表现更符合机构客户的风控要求，所以内控也是生产力，机构也很看重我们的激励机制，我们三分之二的业绩提成会给到基金经理，基金经理个人流动资产的大部分要跟投到自己管理的产品中，实现了基金经理与客户利益的一致。

三是品牌，我们六个投资经理的简历摆出来，自然有品牌，比单打独斗的有优势，你可能不认识邱国鹭，但你可能认识邓晓峰、孙庆瑞，你可能不认识冯柳（网名“茅台 03”），但他是

许多个人投资人的偶像，王世宏、卓利伟管过 QFII，我和邓晓峰管过社保、保险，我们 6 个人的投资经历加起来超过 100 年。

在我们平台上做基金经理，不仅生活质量很好，成功的概率也更大，我们投研团队有 20 几个人，都非常优秀，交易员都是很好的，有的曾是公募基金的交易主管。独立创一个私募，成本很高，而管理一个企业跟投资是完全不同的事情，基金经理身兼数职，不容易做好。我们的基金经理 90% 以上的时间用来做投资，渠道服务也做得不错，渠道也很满意，整个合作下来，大家都比较愉快。现在，愿意加入我们平台的基金经理更多了。

中国基金报记者：你刚才提到机构业务，能否谈谈你们机构业务的发展目标？

邱国鹭：经过股市去年中以来的大起大落，基本面投资、价值投资被证明是靠谱的，我们的业绩比较稳定，规模也比较稳定，高毅资产目前管理规模接近 100 亿。我们也得到了机构和渠道的认可，今年有一些大的金融机构成为我们的客户，机构重视风控和内控，也认可我们的投资理念，看好我们的激励机制、跟投机制和优秀的团队，这也是平台型私募的优势。我们今年的工作重点也放在机构和 QFII 客户，准备大力拓展机构业务，现在机构业务规模不大，但是只要我们做得好，未来发展会很快，我们希望将来机构和零售在管理规模上各占半壁江山。

去伪存真，以静制动 —— 复杂市场中的简单出路

首先热烈祝贺朝阳永续百亿私募混合指数预发布。目前私募行业信息披露有很多不透明和不对称，百亿私募混合指数可以作为业内的一个标杆、一个基准，对整个行业的发展有着比较重要的意义。

今天谈一下我对市场的看法。我觉得目前市场有比较多的不确定因素，有有利的一面，也有不利的一面，很多不同方向的力量交织在一起。市场的人心也不太稳定，有的时候稍微涨了一下，可能有些人会在想要重新开始新一轮的牛市了；稍微跌了一下，有些人又在想是不是要开始创新低了。

今年对市场总体的判断可概括为去伪存真，以静制动。

许多股票在去年二季度的估值是很高的。我曾经认真研究了各国资本市场在过高估值一旦结束，一般会发生什么样的情况。一般来讲有 4 个阶段。

第一个阶段是杀杠杆。这个过程我们可以明显从去年夏天以来的三轮下跌中看出来。有杠杆的投资者一般是血本无归，因为有杠杆的市场每次都表现出急涨急跌的趋势。我们说市场“底是圆的，顶是尖的”。为什么顶是尖的？因为顶是有杠杆的，有杠杆的顶一般都是尖的。全年是中国第一次有杠杆的牛市，大部分的市场参与者其实不懂得如何处理杠杆，所以第一阶段杀杠杆时很多人不知如何应对。

第二阶段是杀估值。在去杠杆的过程中，也伴随着杀估值。如很多股票原来估值 100 倍、200 倍，现在是 60 倍、70 倍。但估值仍然过高，在去杠杆结束后，估值仍会慢慢往下调整。

第三阶段是杀故事。A 股市场去年上半段为什么疯涨，一方面是因为资金多，另一方面是因为故事多。讲一个很好听的故事，股价就涨的特别高，如美国次贷危机前讲美国过去 50 年从来没有全国范围内房价下跌。但你会发现当股票下跌了之后，这些故事逐渐没人听了，所以市场有一个故事证伪的过程。我觉得这个过程刚刚开始。

在 A 股市场，人们比较爱新鲜事物，大家越搞不明白越好、越炫越好。其实并不是新鲜事物本身不好。所谓的泡沫并不是基本面不好，反而大多泡沫都具备一个很好的基本面，只不过市场通过估值、通过杠杆把好的基本面过度放大了。如纳斯达克的泡沫，1999 年互联网真的是一个朝阳行业，而且对人类的方方面面都有巨大影响，但是股价已经炒到基本面的 5 倍、10 倍，所以纳斯达克泡沫破灭后，互联网股票普遍跌了 90%。再如 A 股市场，5 年前我们已经在炒手机支付 NFC 了，可是到了 2015 年手机支付普及了，大家发现手机支付大多数并不是 NFC，大多都是扫码支付。很多新兴行业一方面被过分追捧、重复建设；另一方面被资本市场把好的基本面过度放大。

A 股市场经常是一个选赛道的游戏，在一个非常有生命力、有变革性的领域，赛道很好，但是我们找不到很好的标的，没有很好的赛马，市场热炒的标的几乎都不是真正能跑到终点的。其实赛马比赛道重要。现在亚马逊是电商行业龙头，但是 15 年前投资人可能投了 Etoys、WebWagon 等其它过两三年就破产的标的。故事的证伪过程还没有结束，对于今年的去伪过程投资人还是要谨慎，不少并购、市值管理等故事都在慢慢证伪。去年二季度市场比较浮躁，有一些纯粹讲故事、讲概念、不做实事的公司，接下来可能是基本面不达预期了。因此，第三个阶段是到了杀故事的过程。

第四个阶段是错杀。一般来讲，每次泥沙俱下经过前三阶段，会发现有一些很好的公司是真正在认真做事，但是最后有可能被错杀，这是很自然的。当然是不是真的会发生，我们也不确定。

为什么我们会提出复杂市场中的简单出路呢？我曾经写过一本书《投资中最简单的事》，很多人问我说你是不是认为投资很简单，其实我从来没认为投资很简单。投资很复杂，但是能够把握的因素只是其中的很小的一部分，可能只是其中三四个，而且是最关键的三四个。我们每天面对的声音 99% 可能是噪音，我们提出以静制动，不是不动，而是很多东西你看不清楚的时候不要乱动。今年截止到目前为止，我管理的产品换手率才 10% 出头，不过多交易，反而能够抓住市场的机会，这就是以静制动的益处。看市场的流动性，去年高峰的时候一天有两万亿的成交量，最近才三千多亿，而在 2014 年之前一天成交量才一千多亿。我们会发现现在市场中的流动性是经不起大资金进进出出的，所以这个时候宜静不宜动。

我们认为今年市场是存量博弈，而且过程中伴随着去伪存真、脱虚入实。从 2013 年到 2015 年上半年是脱实入虚。但是“牛市重势，熊市重质”。过去 12 个月我重点关注消费品，最近白酒、食品饮料、家电等基本面都不错，今年以来，不少消费类个股股价都创了新高；这就是我们所说的存真这一部分。我们认为一部分公司刚刚完成杀杠杆、杀估值的阶段，还没有

到杀故事的阶段，很多故事今年会逐渐被证伪。另外今年监管环境对市值管理、跨界并购等概念也会有一定程度的重视和监管。

今年我们可以看到，符合消费升级和产业升级的公司股价都涨得很好，即使在市场相对比较差的环境下，很多股价都还能够创造新高。道理很简单，目前中国人均 GDP 到了 8 千美元，消费升级和产业升级是很自然的结果。我们要研究的是经济内在规律、行业本质、公司核心竞争力，这些都是不以人的意志为转移的。只要稍微把时间拉长一些，会发现最终还是要由基本面决定，部分上市公司讲的故事可以骗一部分人、骗一段时间，但是没有办法骗所有的人很长的时间，时间拉长一点，股价最终还是会回到基本面。

目前市场的复杂程度是超过大家想象的，我认为有很多不同的力量在其中博弈。总体资金面还是相对比较宽松的；宏观经济大家都认为是 L 底，但 L 底只要能够稳得住，基本面必然有分化。今年股市分化也很明显，包括港股。对职业投资人来讲，其实我们喜欢分化的市场，不喜欢同涨同跌。鸡犬升天的时候比的是谁的胆子大，泥沙俱下的时候比的是谁跑的快，这些都有偶然因素。反而是分化的环境下才真正能体现投资能力。

消费升级很简单，只要满足大家要过好日子、生活水平要提高、要改善生活的需求即可。另一方面是产业升级，如不少制造业公司已经成为中国龙头，现在要开始成为世界龙头。很多人在讲新故事、新概念，其实都是“从 0 到 1”的陷阱，很难实现。目前也有很多“从 1 到 N”的机会，比如已经是中国龙头的企业，要发展为世界龙头；已经在北上广深成功了，开始向二三线城市发展。彼得林奇讲的“地缘扩张”(Geographic expansion)，其实就是“从 1 到 N”的例子。麦当劳在美国成功了，扩展到欧洲、日本也成功了，在欧洲、日本成功了再到中国来也是成功；星巴克也是一样。一种事物一定要它先证明它在某个领域、某个地区做到行业第一、做到极致。有些上市公司没有办法在某个领域做到好，第一个故事还没开始验证就已经开始讲第二个故事，对于这些我们就要警惕。我们的上市公司、投资者太容易奖励那些讲故事、讲概念、但没有兑现的人，而且总是选最热的时候，电影热的时候做电影，游戏热的时候做游戏，其实这些通常都不持久。相反有些真实在做产业的公司，他们的空间是很大的。如一些 500 亿到 1500 亿市值的公司，它已经是中国的龙头，在中国已经完成洗牌要走向国门，这是有很大机会的。因为中国是一个很有竞争力的经济体，虽然短期可能有些问题，但中长期我们是看好的。

我们必须有大局观，能够在战略上确定赚钱的来源是什么。我们一直坚持赚钱的来源是与企业共同成长，一直强调研究的优势，不去强调信息的优势、资金的优势。我们的首席研究官卓利伟说过，更多的研究是为了更少的决策。所谓更少的决策就是以静制动。以静制动不是说不动，而是要谋定而后动，要做很多的研究。我们为什么认为要以静制动？我们看今年的行情，看资金流，首先场外资金很充沛，目前市场确实是资产荒，资金没有特别好的去处，所以市场下有底。同时我们也感觉到基本面还是有一些问题，资金在场外很多，但是真正流到股市的并不多，所以整体上还是存量博弈。存量博弈的市场是下有底，上有顶，这个时候不能追涨杀跌的，要逆势而为，跌多的时候就加一些仓，涨多的时候就减一些仓，兑现收益。在存量博弈的市场环境要买基本面扎实的，今年我们还是比较看好消费。虽然说最近消费股表现比较热，比如有些人开始在讲白酒的第三个大牛市，我们短期比较谨慎。在别人悲观的时候，我们可能会相对比较乐观，在别人乐观的时候，我们反而会相对比较谨慎。投资经常要有一些短期难受，长期正确的事情。短期难受的事情其实很多是长期正确的。什么是长期正确的事情？投资是很复杂的，很多事情是不能把握的，真正能把握的因素不多。符合消费升级、符合产业升级的、真真正正做实事的企业，他们有很好的团队和很好的机制，这些公司就是稀缺资源。而且有很多估值在 15 倍以下，分红率在 3%-5% 的公司。在市场还存在资产荒的情况下，这些股票的价值会越来越受到认同，今年很多这类股票都在创历史新高。市场的生态环境也正在变化，去年二季度公募股票型、混合型基金发了 7 千亿，今年一季

度的发行量还不到去年二季度的十分之一，反而是机构投资者开始行动了。我们会发现市场经过血淋淋的教训，它就会有改变，就会有新的成熟投资者。我们会看到 A 股市场曾经有一些很奇怪的现象出现，归根结底还是参与的投资人有很多不成熟的行为、很多短期化的行为。香港、台湾、美国市场在 30 年前一样是散户为主导，现在绝大多数散户不会直接买股票，一般都是通过机构进行投资。一方面是因为投资者教育，另一方面也是经历了市场血淋淋的教训。这是一个自然的过程，就像炒概念、讲故事的股票，肯定要经过不断的洗牌。我过去五六年大的投资思路是品牌消费、寡头制造和金融地产。品牌消费就是符合消费升级，中国有 14 亿人口，有了品牌后号召力是很强的。原来因为信息不对称，认为品牌好就可以了。互联网的发展逐渐地消灭了信息不对称，这时产品本身就很重要，有真正的好产品，就算通过口口相传都能很快发展起来。我们不仅要求公司有好的品牌，还要有推新品的能力。对于日常消费品，80 后、90 后的消费者对产品的忠诚度比较低，他们更愿意尝试新的事物，所以要挖掘有创新能力的企业。有的企业靠旧有的渠道优势，通过四五线城市的渠道下沉实现农村包围城市，随着信息的迅速传播，这些企业的优势就没有了，反而高端产品的受众越来越广。

寡头制造也一样，中国的制造业目前在全世界依然非常有竞争力。如过去几年手机产业链的不断发展、新能源汽车产业未来新的发展、家电和传统汽车等很多制造业都在不断地成长和壮大等，这些产业还是能够培育出一批好公司的。A 股有一些公司市值到在 500 亿到 1000 亿，估值较低，有安全边际，这类机会长期都会有不错的超额收益。

金融地产从 2013 年一直到 2015 年的上半年涨得还是不错的，包括今年我也比较看好一线城市，或者说 1.5 线城市去库存。我认为未来中国会出现 15 个大都市群，日本出了 2 个，韩国出了 1 个。亚洲人与欧洲人不一样，亚洲人喜欢扎堆，喜欢往大城市跑。现在一线城市的房价非常高，很多人非常担心房地产泡沫。但是中国地产泡沫和日本泡沫有点不一样，中国的泡沫是分两部分的，一部分是一线城市价格特别高，但是供不应求很明显。另外更大的泡沫其实体现在三四线城市或者四五线城市巨量的供过于求，但是它的价格并没有泡沫。但我们对高杠杆公司是有一丝怀疑的，虽然他们很便宜，核心竞争力也很高，但是在去杠杆、去库存、去产能的过程中，高杠杆的公司有不确定性，那么我们会比较谨慎，因为流动性最宽松的时期已经过去了。在这样一个开始收紧的拐点，我认为对股市的影响会比较大，而且这个影响还没有充分地体现出来。所以我们为什么看好消费品和寡头制造，寡头制造现金流很好，消费品也没有杠杆，而且不管经济怎么样，大家吃喝都是需要的，消费品是必须的，这些还是比较确定的。我最喜欢的是那种本身具有消费品的属性，但是又被认为是制造业，所以给了一个制造业的 8 倍、9 倍的估值，然后在国内又形成行业的龙头地位，第二、第三名永远追不上，正在走出国门，并且又做出了一些很合乎战略定位的收购，这些我们都很看好，也确实有这样的标的。

我们觉得今年不用太悲观，以静制动，花很多时间去做研究，研究透了再做决定。我认为中国资产管理行业正在经历深刻的变革，资本市场也在经历很深刻的变革，包括最近出的一系列政策都是在去伪存真、在鼓励实业的发展。现在已经慢慢在抑制纯粹的市值管理、纯粹讲概念、纯粹讲故事，投资人结构也正在发生变化。当然这些需要很长的时间，但这些变化是根本的、深远的。我们应该顺应这种正确的潮流，去伪存真，以静制动，应该把我们的资本交给靠谱的企业家，去培养出一批世界级的企业。

与高毅资产邱国鹭面对面：价值投资从未过时

股市巨震一周年，市场仍缺乏整体性机会，一些私募产品挣扎于清盘线附近。坚持价值投资的高毅资产董事长邱国鹭，带领其投研团队，不但较为成功地度过了 2015 年中的股市巨震，而且在 2016 年以来取得不错的业绩。面对未来市场，邱国鹭是坚定的价值投资者。本次，我们与邱国鹭面对面，聆听他对 A 股价值投资的独特感悟。

记者：2016 年以来，市场的风格发生了一些变化，比如，2015 年股价超越茅台的全通教育、安硕信息等一批个股股价大幅缩水，而贵州茅台、小天鹅 A 等一批依靠内生成长的个股股价创出历史新高。A 股的投资理念会不会就此发生变化，A 股是否就此开启一个价值投资的时代？

邱国鹭：大家都说价值投资的时代来了，其实我想说的是，价值投资从来没有过时。真正价值投资者过去几年的长期业绩其实很好，至少我认识的人，价值投资做得好的人也不少。我回国 9 年来，价值投资短期业绩压力比较大的时期也就是 2013 年和 2015 年二季度，加起来 15 个月，占比很小。

去年二季度，我去哈佛大学参加一个圆桌讨论。当时人家问我，在中国是否可以做价值投资？我当时谈到，在中国做价值投资相当于在雾霾天遛狗。欧洲有个投资大师说，投资中价值与价格之间的关系相当于人和狗之间的关系。我认为中国价值投资不是不能做，而是人和狗之间的狗绳特别长。美国的狗绳可能 2 米，我们的狗绳可能 20 米。价值和价格有可能会偏离很远。但这个绳子还在，只是这个绳子很长。狗相当于价格，人相当于价值。我们 A 股市场，人走了 1 公里，可能狗来来回回已经走了 3 公里。中国的价值投资和美国的价值投资不同在于，2 米和 20 米的差距，狗会和人距离比较远。



再一个是噪音比较多——就是雾霾天，根本看不到人。这种情况下，对于真正的价值投资者，反而获得超额收益的机会是更大的。真正的价值投资者有两个收益的来源，一个是人往前走，也就是基本面往前走；再一个是人与狗之间的距离差。人往前走，全世界都一样。中国经济增长比其他国家快，其实人走得比其他国家快。狗绕着人在走，会出现低估得很厉害，或者高估得很厉害的时段。例如我 2013 年底的组合，很多股票三倍市盈率，而且是行业龙头，从基本面上看完全没问题。

在中国做价值投资比别人容易，但换句话讲，又更难，价格和价值的偏离很大，又有雾霾，很难直接找到价值。你以为狗绳已经断了，其实狗绳没断，实际上我们狗绳只是比别人长一些。偏离幅度大，持续时间长，狗可能远远落后于人，甚至可能落后两年。例如 2015 年二季度曾经有部分客户觉得我们投资太保守了，但三季度以后又都来感谢我们的稳健操作。

记者：中国的监管环境也发生了一些变化。监管部门对于操纵股价和内幕消息的重罚，外加无所不在的大数据监管，会不会也抑制炒作风气，让大家不再追求赚快钱，而是通过价值的挖掘来进行投资？

邱国鹭：最近监管层做的很多事情都是正本清源。为什么炒主题炒并购不行，其实与这个是有关系的。同时，炒作的人自己也会深受其害。因为这些炒作标的没有安全边际。很多人在过去剧烈的震荡市场中，被洗出去了。

生态环境正在变化中，这个是必然。我国香港地区和美国，50 年前也都是散户主导。现在你看看中国香港和美国还有多少散户在做股票。香港成交量那么低，基本没多少散户。A 股现在一样，每天成交三四千亿，与两万亿相比，波段没法做了。我自己的产品今年以来换手率 10%，不盲目交易反而能把握住真正的投资机会，并且我们也不用每天折腾来折腾去。牛市的时候稍微跑输一点没问题，只要熊市的时候没有大的回撤。

很多人亏了钱以价值投资为挡箭牌，实际上真正的价值投资者太少。炒作是零和游戏，赚的是其他投资者的钱，而不是基本面与公司成长的钱。炒作过程中，十个人中仅有一个赚钱，大多数投资者是亏损的。少数人依靠资金优势、交易优势、信息优势获利。美国 50 年前也是散户为主，但最后会发现投资是很专业的事情。在这个过程中，渠道与机构客户一定会首先觉醒。我们感觉这个生态系统中，价值投资一样有客户认可。

记者：有些投资者反映，非常欣赏价值投资理念，但是 A 股有投资价值的个股并不多，您怎样看？

邱国鹭：弱水三千只取一瓢。例如我们有投资经理的投资风格基本就是集中投资于少数几只股票。集中没关系，研究透了，集中也是低风险。从基本面上看，公司所属行业不能是夕阳产业，公司在行业中得有一定的竞争力和先发优势，有很好的管理层，有很好应对市场环境的能力。好的管理层超预期，坏的管理层却可能是捧金饭碗讨饭。我们认为符合长期投资价值投资标的也许不多，但对价值投资者而言并不是问题。

过去 9 年，多数时候基本面分析是有效的，我们一直在强调理性投资、基本面投资、价值投资、责任投资。价值投资最终是有效的，但价值与价格偏离的幅度可能会偏大、偏离的时间可能会偏长，因此需要一种定力。

高毅投研随笔 1 | 5178 一周年思考

从上证指数创出 5178 点的高点后开始下跌到现在已经一年了，期间市场跌宕起伏，经历了多次千股跌停，我觉得如果要谈什么思考的话，其实也就是老生常谈的几个常识。

首先是安全边际的重要性。因为市场风云变幻，难以提前预测，总是有各种各样的黑天鹅事件在你觉得最不可能发生的时候发生。所以在买入时注重安全边际、在买入后以不变应万变，

是很重要的。安全边际一是来自低估值，二是来自坚实的基本面。二者相辅相成。买的东西如果有安全边际，即使最坏的情况发生，你会发现有安全边际的东西还是很抗跌的。

第二，杠杆是把双刃剑。长期来看，杠杆的存在本身并不能使指数涨得更高，它其实只是增加了双向的波动性。杠杆还会导致一些即使正确的策略，可能因为无法承担过程的剧烈波动而导致被中途洗牌出局。最典型的是 1998 年的长期资本（LTCM），他们的组合在公司破产清算后的几个季度内又创出了历史新高。2015 年是中国第一次真正意义上有杠杆的牛市，因此有些人会第一次真正体会到双刃剑的痛苦。

第三，流动性本身是流动的。华尔街有句谚语：“流动性是个小人，总是在你最需要它的时候消失（Liquidity is a bitch. It always disappears when you need it most.）”，在这一次连续三轮的快速下跌中，这一点也体现得比较充分。从顶峰每天两万亿的成交量萎缩到最近三千亿，加上期间有多次个股跌停，很多投资者买的时候不费吹灰之力，可卖的时候却发现根本卖不出去。因此，投资对于流动性的变化要有充分的考量，长期投资对流动性的依赖就要小得多。

第四，底是圆的，顶是尖的，因此风险控制必须是无时不刻的。为什么说“顶是尖的”？因为高杠杆的市场一旦下跌，免不了会出现踩踏事件，容易形成“尖顶”。很多人抱着侥幸心理，希望牛市的时候不管风控、先参与炒作赚把快钱，等熊市的时候再来做风控，但这种尖顶加上流动性的突然萎缩的情况下是很难实现这种风控转变的。风险控制本来就应该投资的固有部分，必须是无时不刻的。

第五，树不可能长到天上。对股票的炒作只能支撑股价一时，只有基本面的良性发展，才能长久地支撑股价上涨。就像有句话说，你可能骗一部分人一辈子，也可能骗所有人一阵子，但你不可能骗所有人一辈子。大多数所谓“新概念”最终证明只是概念而已，所谓的“新估值体系”不过是为了吸引人们去接盘哪些传统估值体系下已经是超高估值的股票罢了。在去年二

季度很流行的一个段子是“你可以变得更聪明，或者你可以变得更有钱”，仿佛只有群体性地放弃理性思考、随波逐流才能挣钱。这种击鼓传花的“博傻”游戏一般玩不长，音乐总有停止的时候。

第六，个股选择才是王道。虽然最近很多人总结经验，说熊市就该空仓，5000 点就该逃顶。其实，把时间维度拉长来看，以 10 年为期，真正做得好的基金经理很少是依靠择时的。为什么呢？因为事前谁能够真正知道什么时候市场见顶、什么时候熊市来袭呢？谁又能事前预测上涨和下跌呢？如果有这样的人，那么做股指期货就行了，做什么股票呢？长期来看，个股选择才是王道。例如最近，家电、白酒、食品饮料中的部分低估值、基本面好的股票在市场 2800 点时创出股价历史新高就是很好的例证。

第七，不管科学技术如何进步，人性的贪婪和恐惧都是不变的。尽管去年上半年的大牛市中，有新产业、新股民、新媒体、新杠杆等的共同作用，但是最后股价的运行轨迹却与历史上的多次股市泡沫的产生和破灭何其相似。所以说，做投资，经验是无法替代的。过去 12 个月的市场巨幅震荡，对于那些经历过 2000 年科网泡沫破灭和 2008 年全球金融危机的市场老手们来说更能够应对自如。

每一次市场大跌来袭，人们总是觉得它是史无前例、百年一遇的，但其实在资本市场的波动中，每隔几年或十几年都必然要来一次这样的洗礼。做投资必须要居安思危，才能够以不变应万变，能够在各种恶劣环境中都生存下来。对于职业投资人来说，决定其长期回报率的，并不是他在牛市中能够涨多少，而是他在熊市中的表现。

以上是我在 5178 点一周年之际的几点思考，没有任何新东西，都是些老生常谈的常识。市场不管如何变化，投资都离不开常识，离不开市场运行内在的规律。

“从 0 到 1” 的陷阱和 “从 1 到 N” 的机会

A 股是愿意相信奇迹存在的市场，对很多新鲜事物，不管它到底有没有确定的未来，不管八字有没有一撇，只要能提出新的概念、炫的创意，A 股很容易给予几十亿的估值。美国 PE 和 VC 界有一个词叫“独角兽”，所谓独角兽是估值达到 10 亿美元的初创企业，换算成人民币也就是 60 亿，但现在 A 股 2800 多家公司里，已经很少有 60 亿市值以下的公司。有的传统企业可能主业做得一塌糊涂，只要说出 500 万设一个手游公司，市值就可以增加 10~20 亿。500 万可以增加 10~20 亿的市值，这个 500 万的含金量得有多高？很多投资者或者说投机者一直在不断寻找风口，他也不去想风到底有多大，到底能不能持续，认为只要是在风口中，扁担都可以开花。但是，只要时间拉长，投资者最终会发现扁担是开不了花的，从 0 到 1 的过程并不那么容易。

中国有句话说的好，万事开头难，要实现从 0 到 1，其实中间有很多的坎坷。我们也可以看到，比如 A 股，2010 年开始炒各种可穿戴设备，炒电动车、充电桩。按照当时的研究报告，现在应该满大街都是充电桩、电动车；当时 Google 眼镜出来，大家觉得可穿戴设备 5 年内纽扣、手表都可以测血压。但是 5 年过后，这些都没有发生。从 0 到 1 的过程，本身有很多东西后面发现做不到，比如有个直辖市 10 年前曾经出了一个分布式太阳能的规划，当时提出的目标是 5 年后实现 10 万个分布式太阳能，但 5 年后只实现了 8 个。比尔·盖茨说，人们总是高估新技术出现的第一个五年，但会低估第二个五年。而 A 股市场在过去几年里的表现，对盖茨的前半句预测体现很充分。

2010 年，我们花了很多精力研究手机支付 NFC，每个人都成了科学家，争论着 13.8M 还是 2.4G 的技术谁会胜出，但 5 年之后，发现胜出的是微信支付，用的是扫码，没用 NFC，和当时想的完全不一样。有的时候，从 0 到 1 的过程是充满不确定性。去年有一本书《从 0 到 1》，很好的书。但是现在 A 股中很多东西要转型，很多不在乎有没有能力，但跨界真的这么好跨、转型这么好转吗？资本市场对跨界这个东西经常没有区分度，大多数只是追逐概念，只要够新、够炫，越模糊越好，朦胧美，大家搞不懂最好，一旦搞懂了，这个股价就不涨了。

不是说天使投资和 VC 投资不能做，但是说要以什么样的价格投，天使和风险投资对某种新概念的估值可能是五千万、5 亿，你在二级市场对同样的项目投资估值可能是 50、100 亿，你的门票是别人的 10 倍、100 倍，回报率怎么可能一样？有人说没关系，估值搞高了，鼓励创新，有什么不好？其实是不好的，因为每个人都有个圈子，企业家也是有圈子的，一旦企业家发现炒概念的行为，不用做什么事也可以挣到钱，很多企业家就不做实事了。

有个上市公司，过去 10 年的年资本回报率在 25% 以上，是市场中少有的优秀企业，去年年中他们要做定增，我和公司的董事长交流，董事长已经不讲主业了，跟我讲了定增要投 P2P、O2O 等五个新的战略发展方向，其实他的主业已经是中国龙头完全可以通过产业升级去挑战世界龙头的，放着“从 1 到 N”的机会不做却去追逐“从 0 到 1”的概念，我真的很痛心，优秀的企业又少了一个。资本市场中，基金经理其实身负的是中国 40 万亿股市的资源配置问题，奖励什么样的上市公司股东行为，这直接关系中国的未来。责任感要从高度上去认识，而不只是炒概念、赚快钱。

很多从 0 到 1 的东西，是在早期，像 2010 年炒作的风能、太阳能并不是没有未来，只是说在 5、6 年前炒作太早，一下子炒几百亿估值。电影和游戏，过去每年都有 50% 的增长，但是有的电影公司过去两三年股价还跌了 1/4，这不是基本面不好，只是之前透支太多未来。现在券商研究所、基金公司研究员，整天搞科普，各种前沿概念、各种尖端科技，最好有点英文字母，3D 打印、VR、P2P、O2O，最后发现上门洗车这个模式就没有未来。

很多这种情况，其实 P2P 几年前说颠覆银行，后来发现自己把自己颠覆了，四千多家跑路一千多家，剩下的多数日子也很难过。他们没有明白事情的本质，就像金融的本质是风险管

控能力，而不是技术多炫。同样，投资的本质不在乎你懂各种新鲜的名字或者雕虫小技，**其实核心是回到投资的本质，是合理低估的估值买有价值的东西。**

今天我们不愿意在“从 0 到 1”的陷阱方面讲太多，因为一年前我在这个讲台上，当时大家认为四千点是牛市的起点，我们当时的标题是《新牛市的风险与机会》，更多谈到了风险，特别提到这是历史上第一个有杠杆的牛市，最后的结果可能是一地鸡毛，因为高杠杆叠加高估值，容易发生踩踏事件。现在市场回到 2800 点，我们愿意更多讲机会。所以，我现在转到讲“从 1 到 N”的机会。

市场从 5200 点到现在 2800 点，跌了将近一半，但是我们发现组合中的不少股票最近创出新高，比如有些白酒和家电股票，很多东西你感觉它真的有很大创新吗？没有。你觉得它真的有石破天惊的新东西，有大的变化吗？没有。其实，它本质做的是从 1 到 N 的发展。**中国有 14 亿人，我们的 N 是很大的 N，别的国家，欧洲的小国家、还有日本，从 1 到 N 是最多只有几千万或者 1 亿多，中国从 1 到 N 可以是 14 亿。**A 股很不好的现象是炒作，从 0 到 1，你说是不是真的能做到？炒作的基金经理不懂吗？那些研究员不懂吗？他也知道这是炒作，只是因为盘子小，好操作，但一旦一个公司搞到五百亿、八百亿市值，你会发现它的估值又会迅速回落到理性估值。

中国的空间很大，美国的大公司动不动几千亿美元估值，中国的公司只要发展得好，几千亿人民币的估值完全不是问题。大家为什么搞到一千亿市值就只愿意给他 10 倍估值？我们很多股票很好，从 1 到 N 的空间无比大，但市场只愿意给 8~12 倍的估值。我们一直在说做投资一定要“胜而后求战，不要战而后求胜”，要等行业中胜负已分之后再挑赢家。像 BAT 百度、腾讯、阿里巴巴，10 年前完成从 0 到 1，行业里面没有人可以挑战它们的地位，之后市值仍然增长了几十倍。我们说的从 0 到 1 的“1”要么是**唯一**，要么是**第一**，再差也是**最好之一**。不要在行业还是百舸争流、万马齐奔的时候，每个股票就给予 80 亿、100 亿的估值，这样做时间不是你的朋友，多数结局会很难看。

另外，我们说的“1”是专一，华为 28 年只做一件事，不会像部分 A 股上市公司什么热就做什么，有的上市公司要同时在 N 个领域内挑战世界巨头，有的时候，某个明星几百万注册一个公司，成立几个月就作价几个亿卖给上市公司。这些其实都是很稀奇古怪的事，但大家却习以为常，觉得本来就应该这样。然而这是不对的，本来不应该这样。市场定价是个指挥棒，能够指导企业家、指导管理层的行为，这是作为职业投资人最大的价值。我们应该是把我们的资本，和靠谱的企业家、靠谱的管理层在一起。

从 1 到 N，我们发现最近有一批股票表现很好，它背后有两股很大的力量在后面推动，什么力量呢？一个是消费升级，一个是产业升级。其实，我们认为很多行业的发展是有路径依赖的，是讲究厚积薄发的，总想跨界从 0 到 1，这是不现实的。100 次天使投资，可能只有一次成功。硅谷做过统计，两千个 VC 项目，扣除前面 8 个，后面 1992 个不赚钱。硅谷的初创企业需要做成行业领先才能成为 10 亿美元的独角兽公司，但部分 A 股公司只需要有个概念说要做这个事，市值就马上多出 20 亿，这是不正常的。

另一方面，消费升级正在推动很多行业的“从 1 到 N”的进化，比如我们看消费品，在乳业，高端奶占比过去几年飞快上升。在饮料业，原来饮料都是靠渠道下沉，都是渠道下沉到三四线城市，但最近中低端饮料的日子不好过，但那些有产品创新、在一二线城市卖 5 元一瓶的高端饮料，销量却非常好。泡面、火腿肠也不好过，但是中高端白酒却屡超预期。还有在线视频，原来大家不愿意付费，现在愿意，你会发现这是消费升级非常快的推动。

很多消费企业，只要有产品创新的能力，随便一个单品出来就可以卖 50 亿，有 10 亿的利润，当然这个也要看可持续性，去年也有一下子卖得很好、又一下子不行的公司，如鸡尾酒。你仔细想，在中国，公司如果能符合消费升级和产业升级的趋势，其实从 1 到 N 的机会是无穷的。有的公司过去 5 年，它的员工少一半，但是利润增长 1 倍，很传统的制造业，人

均创利多 4 倍，靠的就是自动化、机器人的应用，这就是产业升级的力量。这个情况下，我们觉得从 1 到 N 的机会才是长期价值投资可以把握的。而且这个时候，行业已经洗牌了，先发优势这么明显，护城河这么宽和深，不管是品牌上面还是在人们心目中的地位，都是不可战胜的。在这种情况下，它只有 8~10 倍的市盈率，本身把它当债券都会比买公司债好得多。

比如有的港股，有的差不多 0.5 倍的市净率，6 倍的市盈率，公司发 5 年债才 2.95%，但国内 100 倍市盈率的股票发债 12~15%。这个情况下，港股也是这样，港股分化得很厉害，港股有一批股票，像我重点关注的某只港股去年才 8 倍市盈率，今年一季度利润却增长 200% 以上，所以说并不是说低估值、高增长不能兼得；我另一只关注的港股曾经才 4 倍市盈率，今年前四个月销售收入翻了一倍。这不是说找不到好的东西，我觉得这个东西，包括 A 股也一样，你仔细看，A 股还是有一批股票，基本上在 15 倍以下估值，行业遥遥领先，没有人挑战，有些人觉得这些没有意义，但我们觉得它还有很稳定的 10~30% 的年增长，这种从 1 到 N 的机会，才是长期投资的主线。

过去 3 年，特别是 2013 年和 2015 年的上半年，这两个时间段，其实有很多烂公司被炒作起来，很多纯粹概念的、不带一点基本面的东西被炒作起来。我们觉得过去 11 个月，这些股票都慢慢打回原形，而且这些公司的估值压缩没有结束，反而是真正的行业龙头、有竞争力、估值合理的公司，我们觉得有机会，最近市场已经开始分化，不再是同涨同跌，真正的好股票开始表现了，这个时候就是“从 1 到 N”的投资机会，谢谢大家。

谈投资 2 | 科技热的冷思考

我一直在思考一个问题，为什么美国的科技股过去 50 年表现如此优异，但是长期业绩领先的投资家们，从巴菲特、芒格、索罗斯、彼得·林奇、邓普顿、安东尼·波顿、约翰·涅夫到格兰桑，却都对科技股保有长期的谨慎态度？而那些热衷于投资科技股的基金经理们，虽然在数年间各领风骚，却鲜有持续二三十年业绩突出者？

主要有三个原因。

第一 科技进步内在的突变性决定了科技股投资人业绩内在的不可延续性。PC 时代的微软、英特尔到互联网 1.0 时代的雅虎、美国在线，再到互联网 2.0 时代的 Facebook、Twitter，从功能机时代的诺基亚、摩托罗拉到智能机时代的苹果、三星，每一次貌似漫不经心的技术更替，都有可能演变成改朝换代的颠覆性飞跃，让原有的行业领先者一夜之间发现护城河被夷为平地，或者进攻者已经绕过旧城在别的地方建起一座更大更辉煌的新城了。绝大多数投

投资者很难在每一次的技术变迁中都跟上节奏，而技术更替的残酷性又决定了一次错判就有可能导致毁灭性的投资后果。

第二，科学技术是不断变化的。蒸汽机、汽车、飞机、电话、收音机、电视、计算机、手机，每一个年代都有划时代的新技术，但是喜新厌旧、贪婪恐惧的人性却是不变的。新技术肯定是好事情，谁都想要；想要的人太多了，估值就过高了。过高的估值往往透支了任何新技术未来可能产生的收益，过高的期望最后总是以过多的失望告终。

第三，虽然新技术的前景广阔，初期的行业格局却非常散乱，绝大多数投资人很难在事前判断出谁是最终赢家。一旦不能押对赢家，行业发展再好也没有意义。电子商务如今是如日中天，但是对于 15 年前买了 eToys、WebWagon 那些后来破产了的电商企业的投资人来说，又有什么意义呢？

然而，大多数人还是在 60 倍估值的创业板中寻找着十倍股、期望着一夜暴富。硅谷曾经有过统计，在风险投资的 1000 个项目中，扣除最成功的 8 家，其他的 992 家总体上是不赚钱的，而这 8 家则是成百倍上千倍的暴利，也就因而成为报纸的头条。榜样的力量是无穷的，大到能够掩盖背后的巨大风险和沿途无数的失败者。

现在的估值与未来的成长性相比，哪一个更重要？当然是成长性更重要，但未来的成长性是不确定的、难把握的，而现在的估值则是确定的、可把握的。未来确实很重要，出类拔萃者大多对未来有着前瞻性的预判。我非常钦佩的一位投资人，他对行业和公司未来发展变化就有很深的洞察力，他管理的基金成立近 9 年来在传统行业和新兴行业中都创造了令人惊叹的投资业绩，但是这种洞察力和预见性对绝大多数人来讲是一件可望而不可即的事情。

身高是无法训练的。迈克尔·乔丹、老虎伍兹能做的事不一定是每个人都学得来的。临渊羡鱼不如退而结网，投资必须把握你能把握的东西，所以对多数人而言，也许更应该买入那些相对于目前的资产、现金流、盈利能力被严重低估的股票。知道自己的能力边界，发挥自己

的优势，买便宜的好公司，注意安全边际，逆向思维，人弃我取，这些貌似投资中最简单的事，其实也是投资中最本质的东西。

专访邱国鹭：2016 年的投资机会与黑天鹅

高毅资产董事长邱国鹭一直是投资界的焦点人物。

2008 年底，在 A 股最低迷的时刻，邱国鹭从华尔街次贷风暴的狂风骤雨中归来，出任南方基金投资总监，2014 年，邱国鹭投身私募，着手打造平台型私募基金管理公司高毅资产。多年来，他坚持倡导价值投资，在尚不成熟缺乏理性的 A 股市场，各种概念股反复被爆炒，邱国鹭的价值投资之路是否顺畅？2016 年 A 股市场的投资机会在哪里？高毅资产的发展状况与未来方向如何？中国基金报记者独家专访了邱国鹭，就相关问题进行了深入的交流。

黑天鹅可能来自俄罗斯、巴西

中国基金报记者：请谈谈 2016 年的投资机会？

邱国鹭：中财办提出明年要打四大歼灭战，一是去落后产能，二是切实降低企业的运营成本，三是房地产去库存，四是防范金融风险。许多人对防范金融风险的理解就是不让股市下跌，其实防范风险既要防急跌也要防没有根据的投机炒作行为，因为有暴炒就会有暴跌。监管层在防范市场暴涨暴跌方面是做了很多事情，包括对杠杆和配资的控制、对内幕交易和市场操纵行为的打击。我对 2016 年的市场波动幅度会大大小于 2015 年还是比较乐观，认为过去几个季度这样剧烈的暴涨暴跌的可能性不会太高。

我关注的公司有几个条件：第一是有未来，有成长性，否则很容易有价值陷阱，二是行业格局很清晰，赢家的先发优势很明显，后来者再怎么努力也追不上；三是估值合理。

中国基金报记者：具体有哪些行业？

邱国鹭：一是消费品，现在估值很合理，只要中国经济继续以 5% 以上的速度发展，消费升级是势不可挡的。过去几年，虽然有八项规定对奢侈消费的打击，中高端消费品销售增长情况仍非常好，而像方便面火腿肠这种低端的产品却比较差。

二是汽车家电，制造业的估值、消费品的属性，尽管中国的铁路货运、用电量都在下降，社会消费零售总额过去几个月却一直在稳步回升中，下半年汽车销量也在逐月回升，而有些汽车股一度跌到五倍的估值，比银行股更便宜，龙头家电股一度也跌到很低，而且这些公司现金流都很充裕。

白酒最坏的年份也已经过去了，行业洗牌之后，剩下的活得更好，而且估值很低，涨到现在才 15 倍 PE，投资价值非常明显。消费升级会走向品牌消费品，比如以前老百姓喝散装酒，现在要喝有品牌的，十四亿人的国家，能形成全国性的品牌，价值很高。

中国基金报记者：保险公司业绩很好，你怎么看？

邱国鹭：保险是一个很朝阳的行业，估值却是夕阳行业，市场没有充分体现到它的好，中国保险的深度还远远没有被挖掘，中国人均 GDP 刚到 7000-8000 美元，对保险的需求刚刚开始起来。虽然现在看还很遥远，但是未来如果开征遗产税，保险需求会大爆发。

中国基金报记者：会考虑配置医药行业吗？

邱国鹭：医疗我也配了一点，但目前整体估值比较高。之前大家只看到医保覆盖面的增长，这两年医保招标的压力都体现出来了，最近降价降得很厉害，整个行业的日子不太好过，因为医保总体比较缺钱，很多要靠地方政府的，现在卖地的收入少了，地方财政也比较紧张。另一个是价格联动的招标体制，一个省招标降价，各个省跟进，价格压得比较低。

中国基金报记者：会买新兴行业的股票吗？

邱国鹭：关键要找得到质地好、估值合理的新兴产业公司，但是现在基本上就没有处于合理估值区间的好公司。在热门行业稍微做一点事并加以宣传，在一级市场值 8 亿的公司，在 A 股市场就会估到 80 亿，当然，市场上有些人认为反正追热点，就是炒一下就卖掉了，但我们不做这样的游戏。

中国基金报记者：你多年来一直比较喜欢银行股，现在还看好吗？

邱国鹭：原来大家都担心坏账，我不担心，因为银行的利差和坏账拨备足够覆盖可能的坏账，地方债务的置换也大大降低了坏账风险。我现在主要担心金融脱媒，今年很多企业都自己直接去发债券，利率都很低，一直以来，中国都是间接融资占 8 成，直接融资占两成，间接融资是通过银行完成，所以银行很赚钱，现在银行的优质客户开始直接走向资本市场，对银行的长期负面影响会比较大。

中国基金报记者：房地产明年会怎样？

邱国鹭：上面讲到中财办提出今年的四大歼灭战之一就是房地产去库存，北上广深等一线城市是没有库存问题的，三四线城市库存去不掉，因此去库存的主战场应该在二线城市，省会加计划单列市有四十几个城市，其中较好的二十几个城市 2016 年应该表现不错，像苏州、长沙、成都、重庆、武汉等有服务业又有产业集群的城市，能解决就业问题，有人口流入，房价会有长远支撑。最后不会十四亿人都挤在北上广深，肯定还有二三十个城市群，这就是我们认为房地产的机会。中国将来大概率会走大都会的模式，日本韩国也一样。

房地产大公司机会更大。2013 年底买某龙头地产公司时我算过一笔账，大地产公司拿地可能会比小公司价格低 10%，融资成本低 5%，同样的楼盘可以卖的比别人贵 10%，竞争优势非常明显。现在港股的部分龙头地产股比较便宜，四五倍估值，但必须精挑细选，不同地产公司因为土地储备和在建项目所处的城市不同会有很大的分化。

中国基金报记者：你看好港股？

邱国鹭：港股处在几十年的估值最低点，真的能找一些很低估的股票，而且，港股是大公司贵，中小公司便宜，港股中小股票与 A 股的比价优势非常明显，不过流动性比较差，不太适合大资金，除非有较长的锁定期。

中国基金报记者：2016 年有没有可能出现黑天鹅？

邱国鹭：当然有可能，但我觉得黑天鹅事件大概率不会在中国发生。

我认为中国这个经济体的抗风险能力比大家想的要强得多，问题也没有大家想得那么严重，监管机关跟中央政府手中掌握的牌很多，我们是一个比较多样化的经济体，即使今年基建等跟地产相关的上游行业困难比较大，但服务业、包括就业的创造都不错的。你看北上广深，飞机高铁都是密密麻麻的挤满了人，6 点多到深圳机场赶第一班机就有很多人在排队了，说明还是有人在做事。可能有点小泡沫，但整个经济体基本健康。肯定不会是日本垮掉的 20 年，中国经济会下一个台阶，大家都在争论增速是到 5% 还是 6%，但即使走到经济增速的下限，也不会是垮掉的十年二十年。

中国基金报记者：那黑天鹅有可能出在什么地方？

邱国鹭：我比较担心的是像俄罗斯、巴西这一类的资源国，油价现在跌到三十几块钱，低于很多国家的生产成本，大宗商品也非常低迷，资源国的货币对美元也跌了很多，虽然短期看，这些国家的外汇储备跟贸易顺差还可以，我却担心突然的挤兑效应和恶化。资源国是全球最弱的一环，当然风险也可能在你完全想不到的地方爆发。

中国一半的出口在发展中国家，其中有很多是资源国，所以要密切关注这些国家的动向。

中国基金报记者：你对中国比较乐观？

邱国鹭：我们已经对防范系统性风险非常重视，大家盯着你看的时候，是不会出风险的。

不要低估中国政府调控经济的能力，2015 年经济领域最重大的决策之一是地方债的资产置换，就是用中央 3% 的债来替代地方政府的 9%，利息成本下降了三分之二，这是风险最小

的去杠杆方式。还有较早的地产调控，如果不调控，地产泡沫会很大的，虽然政府有时会使用一些非市场化手段，比如房地产限购，大家整天骂，但事后看还是有效果的，我觉得有时候市场和行政相结合是可以的，比较高效。

对价值投资很有信心

中国基金报记者：邱总一直倡导价值投资，近年来各种高估值的小股票涨了又涨，而价值股相对表现差强人意，大家都在担心你的风格能否适应市场？有没有过动摇？

邱国鹭：大家都说价值投资在 A 股行不通，把时间拉长一点，就看得很清楚了。举个例子，高毅资产的首席投资官邓晓峰是个坚定的价值投资者，他在管理博时主题行业基金将近 8 年的时间内，累计业绩排名同类普通股票型基金第一名；他管理社保基金的账户近十年，实现了 29.1% 的年化收益；他任职期间累计为持有人赚了 235 亿元，远超绝大多数爱做小股票的基金经理。邓晓峰加盟高毅资产后，在二季度 4500 点发了两个产品，到现在都是赚钱的。事实证明，A 股做价值投资是行得通的。

在价值投资这条路上，我从没有动摇过。我进入股市 23 年了，深知在金融市场的黑天鹅与肥尾现象，每十年就会出现一次百年一遇的危机，所以我们招募基金经理都要求他经历过 2007 年的暴涨和 2008 年的暴跌。

在股市里，经验是无法替代的，风险没有亲身经历过，是没法理解的。只有对风险有深刻的认识，而且也形成了一套自己的投资逻辑和体系，才不会被短期的市场走势所绑架。今年二季度的确有些压力，当时有些客户不理解我们为什么那么强调风险控制、不去追逐市场的热点，但到三季度，客户就打电话来表示感谢了，因为我们所有的产品在市场剧烈调整时的回撤都很小。价值股下半年表现其实挺不错，比如我们在底部加仓的低估值的白酒和地产股龙头。

中国基金报记者：有媒体报道，邱总在南方基金时管理的南方光大 2 号业绩从 2010 年 5 月成立到 2012 年底的 32 个月里，投资业绩超越了同期所有股票型和偏股型公募基金，也超越了 97% 的阳光私募基金，但 2013 年不是太好。请讲讲你当年的投资。

邱国鹭：2013 年确实是价值投资比较难熬的一年，小股票比较疯狂，蓝筹股却很低迷。2013 年底，上证指数接近 2000 点，正是价值投资最低谷的时期。在大家最悲观的时候我管的账户一直是接近满仓的，虽然当时有短期波动，现在回头看都是非常好的买点，当时很多优质公司市盈率跌到四五倍以下，这些都是优质公司，估值那么低，承担的风险就很小。事实证明，这些价值股之后一两年表现都非常好，正如我在 2013 年底说过的，“理性只会迟到，不会缺席”，即使是在 A 股市场。

中国基金报记者：价值投资在中国有前途吗？

邱国鹭：对于价值投资在中国的前景，我很有信心：一是全球市场会有一个连通器效应，现在在有沪港通，将来有伦沪通、有深港通，将来跨市场的通道会越来越多越来越顺畅，未来不可能再像过去那样关起门来爆炒概念股；第二是中概股的回归，从海外回来，市值就涨十几二十几倍，暴利之下，PE 和投行最善于做这种国际搬运工；第三是很多非上市资产注入 A 股市场。这样，不同市场之间的联通越来越容易，估值趋同也会很快。另外，注册制也逐步实现，壳资源贬值只是时间问题。当然，这种变动不是一两年就能完成的，什么时候会发生我不知道，但最后一定会发生，再想要关起门来暴炒一些低质量的小股票，只会越来越难。

我们不着急，高毅资产要做不一样的事

中国基金报记者：今年股市跌荡起伏，在大盘如过山车般惊魂暴跌的三季度，不少私募产品被迫清盘，高毅资产的情况怎么样？

邱国鹭：我们旗下几位基金经理今年前三个季度发行的所有产品都有正收益，包括二季度市场高点发行的产品也是如此。我们的产品都比较稳健，市场剧烈波动时回撤小，因此渠道和客户比较认可。资产管理机构想要发展壮大、想要走得远，就一定要给客户持续创造财富。所以，我们会逆市场而动，努力在市场悲观的时候多发一些产品，在市场过热的时候反而会冷静一些，因为我们深知基金业“好发不好投，好投不好发”的规律，在 3000 点时股票类基金产品比在 5000 点时难发，但是在 3000 点发的产品长远看比 5000 点更容易为客户赚钱。下半年整个行业低迷，产品发行困难，所以大多数私募基金公司都是上半年发行产品远超下半年。而我们反而是下半年逆市发行了多只产品。最近有几个新产品发行都达到较理想的规模，还有部分客户自愿锁定三到五年，这在二级市场股票型基金中是比较少见的，也体现了客户对高毅资产投资理念的高度信任。

高毅资产的整体特点是不追市场热点，把基本面研究透。我们深信投资不是比谁跑得快，而是比谁看得深、看得远、看得准。大家都在炒概念的时候，我们是少数还在专注于基本面研究的机构。我们坚信，对基金公司而言，研究就是生产力。

中国基金报记者：逆市发行并不容易，为什么你们能够做到？

邱国鹭：最重要的原因是因为我们的团队。高毅资产目前有 6 个基金经理，邓晓峰曾管理博时主题行业基金 7 年零 10 个月，期间收益率在同期可比的股票型基金中排名第一。孙庆瑞曾管理的中银中国基金六年累计业绩在 80 多只偏股混合型基金中排名第二，在同期上证指数下跌了 58.48% 的背景下获得了 43.03% 的正收益。冯柳（网名“茅台 03”）是个擅于长期投资、价值投资和集中投资的个人投资者，过去十二年来累计收益率持续优秀。王世宏较早是泰康保险的投资经理，后成为高瓴资本 QFII 团队的核心成员，该团队过去多年的投资业绩非常优秀。最近景林资产的合伙人卓利伟也加盟了高毅资产，他过去四年管理的私募产

品业绩优异，曾获三年期私募金牛奖，之前在建信基金管理的公募基金也获评三年期五星基金。

连我在内，我们 6 个基金经理做投资的时间加起来接近 100 年。我们研究员也大都来自一线的基金公司，经验丰富。

另一个得到客户认可的原因是我们非常注重控制风险。市场永远会出人意料，所以你要时刻准备着，不能市场好的时候不做风控，市场坏的时候才做风控，所谓的风控就是不带主观判断的，即使最差的情况突然出现，你还能够很轻松自如应对。

另外，在一线渠道中，高毅资产的品牌认知成长得很快，有些渠道发 20 多只产品，可能只有 2、3 只在做持续营销，而我们的产品一直在他们的持续营销之列。一线私募基金管理公司合作的像私人银行这样的渠道都很专业，你可以忽悠散户，但忽悠不了他们，他们做尽调是很详细的。我们对渠道也是精挑细选，因为渠道是我们的战略合作伙伴，我们希望跟一些专业的渠道一起成长。

中国基金报记者：高毅资产未来的规划？

邱国鹭：金融机构成败的关键是人才和机制。只要优秀的人在一起，有好的机制，最后一定会成功。我们招的都是一流的人才，并以一个非常有效的机制组织在一起。我们把三分之二的业绩提成分给基金经理，平台只拿三分之一但承担所有的开支费用，并为基金经理提供高效的研究服务、渠道对接，同时也对接一些机构客户和长期稳定的资金，最近就有不少潜在的 QFII 客户来高毅资产调研。另外，我们有跟投机制，要求基金经理要把大部分的流动资产跟投到自己管理的基金中，跟持有人利益保持一致。

美国私募基金这么多年基本上都是对创始人严重依赖，没有实现代际传承。我们希望能够把高毅资产做成机构化的私募，打造成基金业的百年老店。

在基金业，百年老店是一种心态

我们现在处在技术变化日新月异的时代，大家都觉得一百年太长只争朝夕，大家都迷恋于找到最新款的手机、包包。在互联网金融飞速发展以及金融行业全面拥抱互联网科技的大背景下，我们在思考金融业、互联网行业在基因上有什么不同。

首先，互联网是一个讲究颠覆的行业，金融是一个讲究积累的行业。为什么？因为客户的信任需要时间积累，投资者的经验也需要时间积累；

此外，互联网是规模经济，可以以零成本服务数以亿计的客户，而金融业二八现象明显，往往 80% 的业务从 20% 的客户中来，95% 的业务从 5% 的客户中来，所以金融业不在乎得到客户数，而是在乎你是否得到最优质的客户；

第三，互联网讲究的是比谁跑得快，金融行业往往比的是谁活得久；

第四，互联网行业讲究客户要什么就给什么，但金融行业最后发现这样做效果不好，因为大盘 2000 点时客户要买货币基金，到了 5000 点时客户却又要买股票基金。

所以，互联网行业和金融行业在基因上就有一些不太一样的地方：互联网行业总是新的好，但金融往往可能是老得好。

高毅资产作为一家新公司，为什么要想百年老店的事情？因为即使是在你打地基的时候，你想做的事情，跟你的最终目标，其实是紧密相关的。我碰到过一个欧洲投资经理，他们公司只有 6 个人，这 6 个人包含所有人员，投资人员就是他自己和一个助理，管理规模竟达到 100 亿美金，平均一支股票持有 28 年。我们在考察国外资产管理行业时，碰到过很多百年老店。反观我们公募基金的历史，最长可能就是从 1998 年到现在的 17 年。平常大家最关心就是本年冠军、本季冠军，我们公司首席投资官邓晓峰曾经是股票型基金的八年业绩冠军，知名度却不一定比年度冠军更好。所以行业中很多时候关注的是短期而不是长期。

金融是讲究积累的行业，因为客户信任需要时间积累，从业人员的经验需要时间积累。我们

对 2016 年的看法，我们看法是谨慎乐观，讲的不好听就是“谨慎”，讲得好听就是“乐观”。

2016 年波动会比 2015 年小很多，因为我认为基本面会进入一个 L 型走势，不会有很强的反弹，对于股票，一部分合理，一部分高估。所以我们不一定纠结某一个年度、某一个季度的业绩。作为资产管理企业，什么才是最重要的事情？百年老店其实就是一种思维方式。是一种心态，就像我们见到很多欧美投资人，他们的水平并不一定更高，但心态要比国内很多投资人更好。

这种观念就是：你到底要什么？这和你想要实现什么目标有关。

在资产管理业，百年老店有几个条件，第一，大多数百年老店的文化推崇“以人为本”，但又不是仅依靠某一些人或者某一个人。

大家在医院看病，花了几百块钱，我们真正购买的其实是医生服务，但花出去的钱却只有 10% 左右到医生口袋里面。我们基金行业管理，我们有多少费用支付给基金经理？有多少给研究员？我们曾经算过，需要多少管理费可以满足日常运营？资产管理机构收到客户的一块钱中，可能只有几分钱用在投研服务中。我们要保证到达率，要保证大多数的收入可以到达基金经理和研究员；这是我们的第一个思考：要以人为本，就是要把资源向投研倾斜，因为客户购买的其实是投研服务。

同时，你不能依靠某一个人或者某些人。我们看到全球那么多的对冲基金，目前为止这些大的成功的对冲基金还没有一只实现代际传承，不论是索罗斯还是西蒙斯，这些人做得很成功，但没有办法真正实现传承。所以它们的发展依靠的都是创始人个人品牌、个人魅力，没有真正把企业机构化。但有很多公募基金，它们反而真正实现了“百年老店”。为什么私募业绩更好，但没有活得更久？因为公募基金形成了品牌，达到了机构化，能够脱离某个明星基金经理而实现代际传承。根源在于“玩什么游戏”的问题。

第二，我们要以客户为中心，但不是客户想要什么就给什么。同样以医生举例，我们认为资产管理行业的专业优势就是比你客户要懂得多：比如说，对于医生来讲，不是说病人想吃什么药就给什么药，而是医生开什么药病人吃什么药，因为医生判断比病人准确很多。实际业务中，客户想要买的东西，往往是应当激进的时候想要相对保守的产品，应当保守的时候却想要激进的产品。我们要考虑如何实现逆向思维，而不是什么好卖就卖什么，要考虑长期为客户赚钱的事情，而不是考虑短期的公司规模和收益，真正以客户为中心。高盛有句话叫“长期贪婪”，很多时候当我们把眼光放长远一点，就会发现不管公司利益还是客户利益，都可以得到最大化。

第三个问题，是要风控为先及风险共担。金融市场存在“肥尾现象”，所谓“黑天鹅事件”发生的频率反而比较高，比如所谓“百年一遇”的洪水，在金融市场里面却每十年就会来一次，这种情况下我们要把风控作为深入骨髓的文化。

最近有很多 P2P 倒闭，其中一个 700 亿规模的 P2P 出现风险事件，影响很大。这是因为部分互联网金融公司，在技术快速发展的同时，却没有实现风险定价能力。我们做金融行业，最核心就是两点，一个是客户对你的信任，一个是你风险的定价能力。选股是对风险定价，大类资产配置也是对风险定价，就是根据对不同公司、不同行业、不同个股承担风险的同时，对它的预期收益做前瞻性判断。这种情况下要想成为百年老店，就必须要做到风控为先：在任何时候都有风控，而不是选择性风控。

另外一块是风险的共担，我们的产品强调投资团队跟投，与客户同呼吸、共命运。这种前提下，需要重视的就是客户匹配性，我们最近发的一个二级市场的产品，通常封闭期是 6 个月，我们基金经理人对部分投资人要求封闭期 3-5 年，在很多私募产品只能发到几千万规模时，我们的这个产品发到了 6 个亿，说明即便在当前条件下，仍然有一批客户愿意投资 3-5

年之久。风险和波动是两回事，短期波动从长期来看不一定有风险，但当客户不匹配的时候，波动会转化为客户实实在在的损失，这就是风险。所以我们要强调客户匹配性。

还有可能人会说现在需要风控，但今年上半年不需要风控，其实这种说法我认为并不准确，因为所谓的风控就是不加主观判断的。风险往往在最不可能出现的时候出现，而在大家都很担心的时候，风险收益反而更好。所以我们的警觉就成为了必须的代价。投资风控要每时每刻都在进行，而不是通过选择性、判断性才进行的事情。

最后一个就是机制管理和文化。现在沪深市场 2800 支股票，没有很好团队，仅靠个人很难有很好的了解。对于研究性人才和投资人才，最好的管理是不管，让他们自我管理、自我驱动。但是，如果没有一个很好的机制，没有一个很好的文化，彼此之间是很难形成一个独立的研究氛围。所以，需要有好的分成机制和激励机制，配合以扁平式的、自我驱动的协作文化。

所以我们认为要建立一个很好的企业，关键还是在于要有一种百年老店的心态，避免操之过急，坚信事缓则圆。市场上，每时每刻每个月都有各种各样赚快钱的机会，但我们只有以不浮躁的心态对待这些事情，才有希望过几十年之后，在资产管理行业可以成长出一批百年老店出来。

谈投资 1 | 投资中最简单的事

既然投资有太多复杂的因素难以把握，能不能只试图去把握那些能够把握的、最简单的事，而把不能把握的复杂因素留给运气和概率？

在我从业余炒股者成长为职业投资人的过程中，在不同的阶段钻研过各式各样的投资方法，从打探消息、跟庄炒作，到定量投资、程序化交易；从看 K 线图的技术分析，到看财务报表的基本面分析；从精选个股的集中投资，到行业配置的组合投资；从寻找未来收入爆发的成长投资，到专注现有资产低估的价值投资。这期间也认识了各种投资风格的成功人士，让我意识到每个人的性格、经验、学识和能力圈决定了最适合他的投资方式，不论哪种投资方法，做到精、做到深、做到专，都能立于不败之地。然而，通过个人的实践也深深地体会到，对于大多数人而言，只有价值投资才是真正可学、可用、可掌握的，因此这也是我贯穿职业生涯一直坚持的投资方式。

诚然，对于一个真正的投资者而言，价值和成长是不可割裂的，一个没有成长的公司很难说有很高的价值，一个估值过高的成长公司也很难说是好的投资标的。但是，如果一定要区分狭义的价值投资和成长投资的话，我会把价值投资表述为 $P_0 \ll V_0 < V_n$ ，把成长投资表述为 $P_0 < V_0 \ll V_n$ 。其中， P_0 是股票今天价格， V_0 是公司现在的价值， V_n 是公司未来的价值，“ \ll ”代表“远小于”。价值投资和成长投资殊途同归，都是希望以现在五毛钱的价格购买未来价值一元钱的企业（ $P_0 \ll V_n$ ），无非是企业的价值支撑的来源不同。成长投资的价值支撑主要来自于企业未来的收入和利润的高增长，更强调公司未来的价值 V_n 要远大于公司现在的价值 V_0 ，但这是需要预测未来的远见的，只有极少数的人能够做到。价值投资的价值支撑主要来自于企业现有的资产、利润和现金流，更注重公司现在的价格 P_0 是否远小于公司现在的价值 V_0 ，更多需要的是分析现在，难度相对较小，大多数人通过学习都能够掌握。

不可否认，每个投资人都有自己的能力边界和局限性，但是只要认识到了局限性的存在，反而可以在一定程度上减轻它的制约。我对自己的局限性是这样认识的：我更擅长于总结过去的规律性的东西，但不擅长于预测未来的突破和演变；我更擅长于在变化中寻找不变，但不擅

长于从不变中寻找变化。意识到这种局限性的存在，我就尽力去寻找一些历史上证明是行之有效的简单法则、简单工具，然后长期地坚持。

比如，我把选股的要素简化为估值、品质和时机，并且淡化时机的必要性（不是因为不重要，而是因为难把握），于是选股的复杂问题就变成了寻找“便宜的好公司”的相对简单的问题。

然后，针对不同的行业特性，利用波特五力、杜邦分析、估值分析等简单工具，去弄清这个行业里决定竞争胜负的关键因素是什么、什么样的公司算“好公司”、什么样的价格是“便宜”。

例如，对于餐饮业，回头客多、翻台率高、坪效高的就是“好公司”，对于连锁零售业，同店增长高、开店速度快、应收帐款低的就是“好公司”，对于制造业，规模大、成本低、存货少的就是“好公司”。

另外，我会努力奉行一些简单的原则，例如：

第一，便宜才是硬道理。即使是普通公司，只要足够便宜，也会有丰厚的回报。A股市场鱼龙混杂，要发现“价格合理的伟大公司”，其难度远远超过寻找“价格低估的普通公司”。

第二，定价权是核心竞争力。有核心竞争力的公司有两个标准：一是公司做的事情自己可以不断复制，比如麦当劳和星巴克，几十年来可以不断地跨区域开新店，在全世界成功复制；二是公司所做的事情别人不可能复制，具备独占资源、品牌美誉度、专利、技术、寡头垄断地位、牌照准入限制等特征，最终体现为企业的定价权。

第三，胜而后求战，不要战而后求胜。百舸争流的行业，增长再快也难找投资标的，不妨等待行业“内战”结束后赢家产生后再做投资。许多人担心在胜负已分的行业中买赢家会太迟，其实，腾讯、百度、格力、茅台等在十年前就已经是各自行业里的赢家了，但是十年来的涨幅依然惊人。

第四，人弃我取，逆向投资。不论是巴菲特、索罗斯，还是邓普顿、卡尔·伊坎，投资上的集大成者大多数都具有超强的逆向思维能力。A股的情绪波动容易走极端，任何的概念和主

题，无论真假，只要够新够炫，都能在短期内炒翻天，但爆炒之后不可避免的是暴跌，因此对于象我这般手脚不快的人来说，“人多的地方不去”更是至理名言。

以上这些都是很简单的法则和工具，所以不可能“总是对”、也不一定“马上对”，但是这些法则和工具都是经过许多成功投资人长期验证的、触及投资本质的、规律性的东西。这些规律性的东西看起来是投资中最简单的事，却也是投资中最本质的东西，并不会因为时空的不同而有大的差异--虽然每隔几年就会有一段时间，市场的狂热让人觉得“这次不同了”。15 年来，我亲身经历过两次市场对价值投资的广泛质疑，一次是在 1999 年纳斯达克泡沫的顶峰，另一次是 2013 年 A 股的创业板热潮。虽然两次相隔了 14 年，但是其中的相似之处是如此之多，令人不得不感叹人性的亘久不变。虽然科学技术的进步的确是日新月异，但是人性中不变的贪婪和恐惧，总能让那些认为“这次不同了”的观点，随着时间的推移被证明只是对历史的健忘罢了。

用“简单”的投资方法穿越牛熊周期

去年 10 月，高毅资产总经理邱国鹭将自己 20 余年的投资心得汇集成书。正如他在这本名为《投资中最简单的事》一书的自序中说的那样，他“亲历过 1992 年排队买认购证一本万利的疯狂，见证了 1999 年纳斯达克鸡犬升天的科技股狂潮和泡沫破灭后暴跌 90% 的大崩盘，也参与过 2008 年全球金融危机时对冲基金对华尔街投行的挤兑。在市场的风风雨雨中，如果将投资这个游戏由繁化简，最重要的一条规则就是得在不同的市场环境下都能够生存下来。”

国内私募的领军人物之一裘国根曾言，投资成功的第一要义是避免大亏。邱国鹭所提的“stay in the game”（留在游戏中）的说法与之存在几乎完全相同的内在逻辑。

在与邱国鹭的几次交流中，他的谦和、谨慎令人印象深刻，这或许才是他能穿越牛熊周期，幸福且快乐地从事投资的制胜法则。

秦朔朋友圈：作为市场上为数不多具有海外与 A 股双重经验的投资者，在过去的一年，你告别公募行业，职业生涯又开启了新的旅途。回顾这一年，再次经历市场的风云变幻，你的心态是否出现了一些变化？

邱国鹭：因为我们是比较成熟的投资者，我们不会因为市场环境的变化而改变自己的投资风格。比如今年二季度的时候，大家都比较乐观，我们一直保持比较冷静的态度，到了三季度，恐慌情绪升温，我们一样保持冷静。这是我们一贯的投资风格。我们一直对公司的基本面和估值有自己的内在标准，我们不会在其他人都争抢股票筹码的时候就降低我们的选股标准，也不会在大家夺路而逃的时候跟着惊慌失措，在不同的市场环境中都会坚持自己的风格。

秦朔朋友圈：在极端的市场环境中，要始终做到冷静，并不是一件简单的事，那你怎么理解“投资中最简单的事”？

邱国鹭：我的书名是《投资中最简单的事》，但我认为投资本身是一件很复杂的事，投资是一门综合学科，有很多复杂的问题是难以去把握的。我所说的“简单”的投资，意思就是对于那些不能把握的千变万化的因素就不要去努力把握，因为永远控制不住，对此保持一种定力，做好风控，而后控制那些我们能控制的。比如市场的猛涨或者猛跌，是我们不能把握，对此就要做到顺其自然，对于能把握的事情则需要回归到投资的本质，也就是“back to basis”，回到最基础的事情，这些东西就相对简单。

就像今年 6 月~9 月之间的三个月中市场回调了 50%，但对我们影响相对较小，因为我们持有的股票本身就有较高的安全边际，我们不去炒作市场热点，因此市场恐慌时出现的踩踏事件对我们影响也相对较小。

在我从业余炒股者成长为职业投资人的过程中，在不同的阶段钻研过各式各样的投资方法，这期间也认识了各种投资风格的成功人士，我的经历让我意识到每个人的性格、经验、学识和能力圈决定了最适合他的投资方式，不论哪种投资方法，做到精、做到深、做到专，都能有所成就。然后，我通过个人的实践也深深地体会到，对于大多数人而言，只有回归到投资的本质才是真正可学、可用、可掌握的，因此这也是我贯穿职业生涯一直坚持的投资方式。

秦朔朋友圈：所以，风险控制是首要的，换成另一个说法就是“不能裸泳”？

邱国鹭：今年对于投资管理人来说的确是很大的考验。在第三季度回看今年新发行的无论是公募产品还是私募产品，总体而言都亏损得比较严重，然后又大规模的赎回。高毅资产今年也新发行了几个产品，但我们的回撤都很小。虽然我们一直是净多头，但从来没有显著跌破净值的情况，这就体现出风险控制的重要性。

你说的对，我们是不会去裸泳，绝对收益有绝对收益的做法，相对收益有相对收益的做法。有观点说，牛市的时候我们就不用风控，熊市的时候我们再做风控，我觉得这本身就是伪命题。我觉得所谓的风控应该是不加市场判断的，它应该是作为一种投资纪律，要无时无刻都在进行的一件事情。

所以，华尔街有句谚语，“The No.1 rule of the game is to stay in the game”。也就是，投资这个游戏最重要的一条规则就是要留在游戏中，不要被人踢出局。

其实风险控制除了仓位之外，最关键还应该是所选投资标的的品质，而品质就是基本面，这个其实很重要。价值股跟成长股的区别在于，成长股的价值支撑很多是市场对其未来的想象跟预测，而这些其实是有可能出现变化。市场好的时候觉得未来业绩每年都可以翻倍，市场不好的时候就担心公司资金链是否可能断裂，受投资者情绪这样的主观因素的影响太大，说不清楚。而我们买的很多公司，商业模式简单，行业龙头地位巩固，这就是所谓的基本面很

扎实。换句话说，这些公司的价值支撑主要来自于今天的现金流和利润以及现有的品牌、渠道、资产，这些东西看得见摸得着。

举个例子，上半年我的第一大重仓股是招商银行，相对于那些动则 50 倍、100 倍市净率的股票，这种安全边际较高的股票就能给人比较好的安全感，因此市场即使下跌，它的抗跌性也是比较强的。

秦朔朋友圈：当你拿着招商银行，别人家的股票已经翻了好几倍的时候，你是怎么想的？

邱国鹭：今年 5 月、6 月的时候我们压力也很大，那时每个礼拜就能涨 20% 的股票，我们没去追，大家都在炒热点的时候我们没有去跟风。总体上，我们静下心来做公司研究，投资基本面扎实的公司，不去炒概念，不去追踪热点，要做到这一点就必须把原则弄清楚才坚持得下来，把时间拉长，这样的投资方法反而会表现得更好。

秦朔朋友圈：作为一个绝对收益的产品，如果没有办法在股指期货上对风险进行有效的对冲，对仓位控制是不是会更谨慎一些？

邱国鹭：总体上来讲，我们发的所有产品都不能“裸空”，最多只能做对冲，我们会在框架范围进行，风险控制基本上没有问题。

秦朔朋友圈：您对短期大势的判断是什么？

邱国鹭：我们不会特别具体对短期股市进行预测，因为观点随时会根据市场情况而变化。但简单地说，我们现在所持有的观点是谨慎乐观。

秦朔朋友圈：谨慎乐观是因为目前这个时间节点，你认为风险已经得到了一定程度的释放，安全边际变大了很多吗？

邱国鹭：3000 点的安全边际肯定要比 5000 点更多，市场中有价值的股票的数量肯定是跟大盘点位成反比的。所以相比第二季度，我们会更乐观，这个是肯定的。当然，市场在任何

时刻都存在一定的不确定因素，但单纯就场内融资金额以及场外杠杆这些因素而言，风险肯定是比上半年有所降低。但作为绝对收益产品，我们的仓位会根据自身情况而变化。

秦朔朋友圈：所以又回到刚才提到的简单投资，我们现在能够把握的有内在价值的投资品种是哪些？

邱国鹭：现在市场分化比较严重，有一部分股票的投资价值很明显，但有另外一部分股票确实还是在炒作。有的人愿意花 30 倍 PB（市净率）买新兴产业，而有的人愿意 5 倍 PE（市盈率）估值买传统产业。这个问题见人见智，每个人买自己认可的东西，但对于各种主题，我们仍然会更保持一份清醒跟冷静。

首先，我们目前买的很多股票是 5 倍或者 8 倍 PE，然后是行业龙头，管理团队强，具有核心竞争力。可能很多人会认为传统行业没有未来，但我认为，中国经济再怎么样不好，未来几年还有 5-7% 的 GDP 增长，而欧洲、美国在过去半个世纪都是 2%、3% 的 GDP 增长，他们的股票 15 倍、20 倍的 PE，为什么我们不能买 5 倍或者 8 倍 PE 的龙头股呢？所以我们就买这种大家都不要的股票，时间拉长一点，我觉得不会吃亏。当然我不否认新兴产业中确实会有个别股票特别好，但对于我个人而言，我认为人们预知未来的能力其实是非常有限的。这就是我们所说的“简单”吗？真的简单吗？这种“简单”能坚持得下来吗？

秦朔朋友圈：大家都知道，银行股的估值很低，你之前也重仓了银行股，那接下来呢？

邱国鹭：接下来，我比较看好消费品。其实仔细回顾过去 6 个月的宏观经济，确实是不太理想，但社会零售总额的趋势还是可以的，简单说就是消费。最简单就是看整个中国的资产负债表，企业、地方政府的负债高企，但家庭的负债是很低的。再加上进入降息通道，中国的整体消费者格局已经慢慢稳定下来。说高端酒时茅台是龙头、牛奶就是伊利是龙头、红酒就是张裕是龙头，就像这种情况我觉得行业格局已经很清了，而且消费类股票过去三年来表

现都不是很强劲,反而说明可能有投资机会,大家都不想要的东西反而我们会更多地去关注,大家都在抢的东西我们尽量回避。

因为对我来讲,简单投资就是几条:第一是基本面要很好;第二是估值要很低;第三就是要“胜而后求战”,就是说在人家打仗没有分出胜负之前,我一般不怎么买,这一观点来自《孙子兵法》——初期时百舸争流的行业,增长再快也难找投资标的,不妨等待行业“内战”结束赢家产生后再做投资;最后,就是逆向投资。我不能保证短期起落,但是把时间拉长看,问题都不太大。

22 年股市投研框架概览

立春过后,A股投资界的风云人物邱国鹭掌管的高毅资产推出由他本人管理的第一只阳光私募产品,30亿元首发规模在国信证券和诺亚财富被一抢而空,一举刷新了业内券商渠道单只阳光私募产品的首发募集纪录,大型投资机构、高净值客户和民营资本的争相认购,在私募人士的朋友圈里引发了不小的震动。

市场认可的的背后,是邱国鹭一步一个脚印的职业生涯:22年股市经验,16年基金职业投资人的历练,见证过1992年排队买认购证时一本万利的疯狂,经历过1999年纳斯达克鸡犬升天的科技股狂潮以及泡沫破裂后狂跌90%的大崩盘,也参与了2008年全球金融危机时对冲基金对华尔街投行的挤兑。这期间,他从初出茅庐的分析师跃升为美国60亿美元私募基金公司合伙人和跨国对冲基金创始人,回国后又成为2800亿元资产南方基金公司投资总监和投委会主席,一手重新架构南方基金的投研体系。

2014年年末,邱国鹭和他打造的平台型私募基金公司——上海高毅资产管理合伙企业正式走上前台,职业跑道的转换瞬间聚焦了市场灼热的目光。

事实上，股市高手们往往也是寂寞的。据了解，邱国鹭管理的南方光大 2 号 A 股专户产品在 2010 年 5 月成立到 2012 年底之间的 32 个月里，投资业绩超越了同期所有的股票型和偏股型公募基金和 97% 的阳光私募基金，但是在 2013 年创业板牛市中，邱国鹭对传统低估值蓝筹的执着，使其与新兴产业小股票的暴涨失之交臂。当时有人认为，他的投资思路固执而不够灵活；也有人认为，海外形成的价值投资经验并不适合急功近利的 A 股市场。尽管这只是邱国鹭回归 A 股 5 年来第一次业绩落后于同业，但是在注重短期排名的 A 股市场中，各种压力却汹涌而来。

然而，面对市场短期的非理性，邱国鹭却非常地淡定，耐心地等待价值回归。仅仅一年后，市场再次验证了他对价值的坚守是正确的，他在 2013 年底所说的那句“理性只会迟到，却不会缺席”也成为投资界广为引用的经典之语。

据《每日经济新闻》记者从有关渠道了解的情况显示，2013 年底，邱国鹭管理的专户产品，仍然坚守在金融、地产、品牌消费等方向上，其所持有的全部 14 只股票在 2014 年平均涨幅达到 65.36%，主要包括中国建筑、华侨城、建发股份、上海汽车、招商银行、浦发银行、洋河股份、贵州茅台、锦江股份、老凤祥等行业地位突出的低估值蓝筹。

邱国鹭的重仓股在 2013 年底被大多数人抛弃，却成为了 2014 年的大牛股：他的第一大重仓股招商银行在 2014 年上涨了 62%，第二大重仓股中国建筑的年度涨幅更是高达 140%。他当时对这两只股票的持仓比例都接近产品契约允许的 10% 上限，这种对价值的坚守，在 2013 年底蓝筹低迷的环境中是极其难得的。

而面对变幻莫测的股市，邱国鹭近期将 22 年股市生涯的征战经验化繁为简，遵循做大概率和高胜率投资的原则，提炼出一套普通人也有可能成功模仿的投研秘笈，出版了《投资中最

简单的事》一书，而《每日经济新闻》记者有幸第一时间专访了他，将其投研秘笈的精华供投资者分享。

上篇 邱氏投资的“三好”原则

立春过后，邱国鹭掌管的高毅资产推出由他本人管理的第一只阳光私募产品，30 亿元首发规模在国信证券和诺亚财富被一抢而空，一举刷新了业内券商和第三方渠道单只阳光私募产品的首发募集纪录，大型投资机构、高净值客户和民营资本的争相认购，在私募人士的朋友圈里引发了不小的震动。沪深 A 股向来是一个英雄莫问出处的场所，正规学院派、草台班子都在搭台唱戏：有人喜欢短平快节奏；有人喜欢守株待兔；有人喜欢跟随政策抄短线寻觅猎物。

不过邱国鹭对自己有着客观的评价：每个人都有自己的局限，自己更擅长总结过去的规律性的东西，而不擅长预测未来的突破和演变；自己更擅长在变化中寻找不变，而不擅长在不变中寻找变化。

在其化繁为简的理念下，邱国鹭将投资归结为三个问题，那就是在投资中要寻找到好的行业、好的公司以及好的时机，行业、公司和时机也同样存在一定的先后顺序，且彼此之间紧密联系，即为投资的“三好原则”。

“好行业”要先行

邱国鹭认为，选股票一定是先选行业。就像买房子，一定是先看社区，社区不行，房子再漂亮也不行。买股票也是，股票本身再好，只要这个行业不好，一样很难涨起来。

对于行业的标准选择，邱国鹭向《每日经济新闻》记者表示，他将其定义为四个方面衡量因素：行业龙头是否有先发优势，行业是否有足够高的门槛，行业相对其上下游的议价权，是否有新技术变迁对行业有颠覆性的变化。

先发优势和足够高的门槛并不难理解。而定价权的来源基本上要么是垄断，要么是品牌，要么是专利，要么是资源矿产，或者相对稀缺的某种特定资产。

邱国鹭认为，2013 年受市场热捧的电影行业其实是个现金流状况很差的行业，而且电影院的定价权掌握在导演和演员手里，观众买票到电影院是去看范冰冰、徐峥和冯小刚的，不是去看电影公司的，所以名导演和名演员的薪酬总能涨到让电影制片方不怎么赚钱的水平。就好比欧洲的足坛，虽然球星拥有天价收入，俱乐部在亏损，原因很简单：定价权在球星手里。

迪士尼能够历经百年屹立不倒，很重要的原因就是米老鼠和唐老鸭不会要求涨片酬。

A 股的电影公司动辄两三百亿的市值，但是与他们相同体重的在美股上市的博纳影业的市值只有 15 亿人民币，两者相差十几倍。

同样的还比如钢铁和化工，总是没有定价权，稍微涨一点钢价得到的利润将被铁矿石涨价给赚走。相反，茅台日子太好过了，整天在涨价，怎么提价都有人买，为什么呢？就是这个定价权。行业太分散，而且产品没有差异化，没有差异化就没有定价权，除非你是垄断企业。

邱国鹭在其所著的《投资中最简单的事》一书中指出，有的行业因为技术变化太快而很难有积累，你也许积累了很久，拼命挖了很深的护城河，人家可能不进攻这个城，绕了过去又建了新城。最明显的是高科技行业，电子、科技、媒体和通信技术更新换代太快了。再看空调跟电视，空调比较持续，电视就不持续，因为电视技术老是变，以前我们看的是 CRT 的，后来变成 DLP 的，后来又变成 LCD，接着是等离子，然后又变成 LED，现在又变成 3D。每两三年就更新换代一次，这样的企业很辛苦，要不要投资更新换代？如果不投，别人超过你，你的品牌就会受损，消费者也不买你的产品；如果投，投 20 亿、30 亿甚至 100 亿只能做个两年。而像可口可乐，一个配方可以一两百年不变。

而在邱国鹭的眼中，中国也有很多传统的東西可以几百年不变，这种不变的东西，反而能够有积累，他的长期回报更值得期待。

邱国鹭也向《每日经济新闻》记者坦言，2015 年自己最看好的行业依然还是金融地产、品牌消费和寡头制造。

“好公司”=门槛+成长

选择好了行业，自然就该轮到选择优质股票。在邱国鹭的心中，通常情况下，公司有四种：好的、平庸的、烂的、看不懂的；股票也有四种：被低估的、合理的、被高估的、估不准的。

邱国鹭向《每日经济新闻》记者介绍了自己眼中好公司的两个标准，一是它做的事情别人做不了，二是它做的事情自己可以重复做。前者是门槛，决定利润率的高低和趋势；后者是成长的可复制性，决定销售增速。如果二者不可兼得，宁要有门槛的低增长（可持续），也不要没门槛的高增长（不可持续）。门槛是现有的，好把握；成长是将来的，难预测。

而从其过往重仓的股票来看，浦发银行、招商银行、中国建筑、上海汽车、格力电器等都是在行业中有明确地位，有核心竞争力的公司。这些公司在邱国鹭眼中，它们的行业地位都是实实在在的，是能够真实感觉到的。

在化繁为简的思想下，邱国鹭把选股的复杂问题就变成了寻找“便宜的好公司”这个相对简单的问题。弄清这个行业里决定竞争胜负的关键因素是什么、什么样的公司算“好公司”、什么样的价格是“便宜”。

从现实的角度来看，过去的两年多，A 股市场的绝大多数投资者们都忙着在成长股中疯狂的淘金，其估值空间不断被释放。50 倍的市盈率买入，还在喊便宜、期待能 60 倍的市盈率卖出也是常见现象。

很多人不惜以高市梦率买“高小新”（高成长小市值新兴行业），梦想押中下一个腾讯、百度。

而把估值看得很重的邱国鹭认为这其实是过度自信的一种表现，低估了预测未来的难度。中

国 2500 家上市公司中，伟大的公司肯定只占了个位数。A 股 2500 家公司中有 2000 家是垃圾公司，剩下的 500 家中可能有 400 家是普通公司，100 家可以算是优秀公司，而在这 100 家中大概有 10 家是伟大公司。

邱国鹭在解读自身投资密码——《投资中最简单的事》一书中指出，很多中国的上市企业成长到 100 亿、150 亿以后就上不去。是因为管理层没有足够的眼光和胸襟。对中小公司而言，管理层是特别重要的，中小公司更多地处于靠个人英雄主义的阶段。有一两百亿以上市值的大公司，更需要依靠一种机制而不是个人。所以对大公司的分析，更需要看这个公司中层的关键绩效指标（KPI）是怎么定的。

比如以金螳螂、亚厦股份、广田股份、洪涛股份和瑞和股份的 KPI 考核指标为例。因为装修行业的项目是散布在全国各地的，管理半径长，管理得好与不好差别非常大。哪家公司 KPI 最重视现金流和回款，哪家公司的现金流和回款就最好。

最需要寻找的就是那种好行业中的好公司，最好还有好的管理层和好的管理机制。

其中一个简单的原则是，对小公司来讲，骑师更重要一些，对大公司来讲，“马”本身的质量更起决定性作用，在 A 股上市公司中，好马屈指可数，好骑师风毛麟角，所以邱国鹭更倾向于选择赛道——那些别人想进却进不去的赛道、那些一马平川没有绊马索的赛道、那些有先发优势的赛道。

人的知识、时间、精力都是有限的；因此看不懂的公司占了一大半。在看得懂的公司中，估不准的又占一大半。看得懂又估的准的，被高估的占了一大半。剩下的股票中，合理价位的平庸公司又占了一大半。所以，一般情况下能找到被低估的平庸公司或合理价位的好公司已属不易，能买到被低估的好公司更是难上加难。

两招把握买入“好时机”选好了股票，下一步自然就是介入时机的选择。尽管取经过多个国家的股票市场，邱国鹭也坦言自己买卖时机的把握并不精准，为此他给自己总结了一些买卖的原则，这其中就包括估值法则和人弃我取的逆向思维，成为其获得超额收益的来源。

在世界各国的股市历史中，估值是长期均值回归的，例如，美国、欧洲的长期市盈率中值都在 15 倍左右。低估值时高仓位，高估值时低仓位，这个“笨办法”虽然你既不能保证“总是对”、也不能保证“马上对”，但是长期坚持下来，一定是有超额收益的。

对于逆向思维，邱国鹭回忆道，记得十几年前，刚入行没多久，公司的基金经理们（都是铁杆的价值投资者和逆向投资者）在疯牛病的恐慌中买入了麦当劳的股票，数年后麦当劳的股价上涨了 5 倍，那是自己逆向投资的第一课。再看看这几年发生的瘦肉精事件、三聚氰胺事件和毒胶囊事件，他们对所涉及的行业都有产生持久或致命的打击，对行业销量的负面影响一般只持续两三个月。与行业状况相反，那些没有直接卷入安全事故或者牵涉程度较浅的行业龙头的市场份额，反而在事故发生后出现了进一步扩大，因为人们购买时更加看重“大牌子”了，毕竟与小厂家相比，龙头企业更有资源和动力维护自己的品牌声誉。

在投资中，邱国鹭也养成了一些投资习惯，就是每年年初和年中时汇总所有基金公司的季报行业配置。对大家都追捧的热门行业往往就谨慎一点，对大家都嫌弃的冷门行业，就会试着乐观一点。

躲进低估值蓝筹股中，规避小盘股的高估值风险，而这并不代表着对小盘股的不关注。至于小盘股的购买时机，邱国鹭认为，一统天下“高小新”阶段，百舸争流，群雄混战，不必急着下注，不妨等“战国七雄”产生以后再挑赢家，而且要买最强的诸侯，因为最后一定是秦国而不是韩国一统天下。等行业格局清晰后，再买龙头，往往风险收益比更佳。腾讯、百度几年前已是不怎么小也不怎么新的寡头了，但是之后股价又翻了多倍。

至于卖出时机，邱国鹭表示，自己卖出股票一般会有三大原则会遵循：一是股票涨到目标价位，

就会选择卖出，比如，原来 4、5 倍的市盈率涨到了 10 倍的市盈率；二是股票基本面有本质的恶化；三是自己发现了性价比更好的股票。“这些原则看起来不难，但是做到这些需要一定的经验。”邱国鹭指出。

下篇 邱氏调研心法全揭秘

提起 A 股调研，投资者脑海中无疑浮现的画面就是，和上市公司吃吃喝喝，拉关系和搞消息。投资人士内部也曾流传过一些搞笑的段子：A 股的上市公司中，10 家中有 3 家是骗子，3 家是吹牛，还有 3 家是傻子，只有 1 家在做事。这话难免夸大，但是上市公司的良莠不齐也是事实。从 A 股现实来看，特别是中小板和创业板中，画饼充饥，玩起击鼓传花的游戏。尤其是新股发行中，有些不到一年公司业绩就大变脸，还有诸如胜景山河、新大地等之类公司，过度包装甚至造假企图达到上市圈钱的目的。

在 A 股这种生态环境之中，调研工作就变得异常繁重，而邱国鹭花去很多的时间都奔波在去上市公司的路上，但这样的“寻宝”生活却让其倍感充实，也积累了大量实战心得。

一天可分身 4 家公司在过往热炒的新能源中，邱国鹭通过调研发现，电动车最后成功的是特斯拉，而且它的技术路线和 2010 年热炒的那些技术路线是不一样的，它的技术路线是几千块小电池并联在一起。当时，市场炒作新能源，每个人都说是比亚迪的供应商。后来调研结果显示，只有卖包子的老阿婆没有撒谎——她真的为比亚迪食堂提供早餐的肉包子，比亚迪根本就没有向当时大家热炒的那些 A 股厂商采购过。

提起 A 股调研，邱国鹭向《每日经济新闻》记者坦言：“海外调研不如 A 股频繁，管理层和投资者的多数沟通是通过季报公布后的电话会议进行。而在 A 股做调研是很辛苦的，因为前期的准备工作很累。”

“像我去调研上市公司，基本上就要做以下的工作：与本公司的行业研究员讨论；与曾经调研过这家公司或者购买过这个股票的基金经理讨论；与最了解这家公司的卖方研究员讨论；读一篇深度报告、读一篇近期报告。”邱国鹭向记者进一步解释道。

随着经济和企业的发展，越来越多的投资者会关注公司的管理层。邱国鹭认为，在基本面分析中，最重要的是那些静态的、本质性的、规律性的分析，而不是动态的订单之类短期的经营情况。管理层的素质是静态的、本质的。如果能够对管理层的素质和道德水平做出定性的分析，对投资是特别有帮助的。首先这个公司的管理层可不可靠、值不值得信赖，是否曾经误导过投资者。其次，他们对行业的人士和这个行业的实际趋势是否相符。再次，这个公司的管理层有没有执行力，对公司的中层是否有足够的控制力和号召力。

而在调研完毕，邱国鹭会把时间花在深度分析以及与其他基金经理讨论上。而对于自己的股票池中的核心品种，完全取决于公司的类型，有些需要月度跟踪，有些季度跟踪。

投资人的世界总是忙碌的，不是奔波在调研的路上，就是大部分花在了阅读报告和与同行的讨论中，这也要求他们对时间的安排更为高效。

邱国鹭也向记者中描述起他的调研生活。“象我关心的股票也会按照一些省份排列，这样即使去参加会议，我也会看看这些地方有哪些优质的上市公司。像我去调研，有时候一天就要调研4家公司，这4家公司的准备功课是要做很多的。当然，这4家上市公司我会选择一家重点调研，其余的3家公司我往往会利用空闲时间，顺便和公司的高层见面了解公司的一些状况。如果算上在策略会上调研的和来公司访问的上市公司高管，一年调研的上市公司也有上百家。”

最爱调研方法：让高管评价竞争对手还记得过往查看公司的每月用电量事件，而最终发现公司过往发布的虚假数据，最终避免踩雷事件，曾在一段时间成为投资人士茶余饭后的热门话题。

股市的高手们调研往往都有自己的一套调研思路和手法。

颇有新意的是，邱国鹭的调研手法也甚是有趣。他向《每日经济新闻》记者表示：“每次调研公司，我都会问高管几个问题：你对你的竞争对手怎么看？最近竞争对手与没有什么做法让你特别难受？你最近有没有什么做法让你的竞争对手感到难受？”

比如邱国鹭去调研装修行业，会发现过去两三年他们彼此不讲坏话，说明这个行业的竞争格局还不够激烈。但是看有的行业，两家龙头公司在微博、报纸上对骂，说明了行业格局的恶化。行业竞争太激烈，谁都赚不到钱。

在邱国鹭所著的《投资中简单的事》一书中，他更是坦言比较愿意读到的报告，是把一个公司与他的直接竞争对手做比较的报告，这种报告的帮助对自己是最大的。现在看 10 篇报告，有 9 篇都是孤立地讲这个公司多么多么好，和竞争者的比较都是一笔带过，这样的报告其实帮助不大。绝对的好没有意义，一定要和别人比较。我一直强调胜而后求战，愿意买已经把竞争对手打趴下的公司，而不是战而后求胜，在百舸争流中猜赢家。

年复一年的调研，邱国鹭自我总结发现，所谓投资其实就是寻找那些认真做事并且能做成事的公司，然后在市场一片悲观时买入。弱水三千，但取一瓢饮，关键是你要保证你喝的这瓢水的水质。

邱国鹭眼中的五本必读投资书

生活中邱国鹭大部分的时间都花在了投资上，空闲下来时光，过往也曾和朋友们一起玩德州扑克、桥牌等需要计算概率的活动，现在则是偶尔打打网球，多半的时间被读书所占据。由于自小受到父亲的影响，邱国鹭平时很喜欢看历史和金融类方面的书籍。为此，邱国鹭也向《每日经济新闻》的粉丝朋友们特别推荐了一道“投资大餐”——在他眼中最值得一读的五本投资书籍，并附上了他的一句话点评。

1 《机构投资人的创新之路》 大卫·F·史文森著 张磊译

“关于组合管理、大资金运作、资产配置最具实战性的一本书。”

2 《巴菲特的护城河》（美）帕特·多尔西著 刘寅龙译

“详细解释了好公司的特征。”

3 《穷查理宝典》（美）彼得考夫曼编 李继宏译

“芒格一生智慧的结晶。”

4 《投资最重要的事》（美）霍华德马克斯著 李莉译

“深刻阐明了风险和投资的本质。”

5 《逃不过的经济周期》（挪威）拉斯特维德著 董裕平译

“站在 100 年历史高度上的宏观大视野之作。”

唯价值而疯狂 冲击第三次梦想

没有传说中的独门财技，也没有神秘的圈中好友，更多的是独立的判断、坚守常识的信心、逆向投资的品格，以及“滞后满足”的心境。

过去六年优秀的业绩，给这位前南方基金投资总监的公募生涯画上了完满的句号。而作为市场上为数不多具有海外与 A 股双重经验的投资者，邱国鹭职业生涯的全新之旅才刚刚开始。

价值投资在 A 股行得通吗？曾经“操盘”千亿资金、拥有 16 年金融机构专业投资经验的邱国鹭用自己的投资实践给予了肯定的回答。

与金融缘分颇深的他，亲历过 A 股认购证一本万利的疯狂，经历过 1999 年纳斯达克鸡犬升天的狂潮以及随后的大崩盘，也见证过 2008 年全球金融危机时对冲基金对华尔街的挤兑...

历尽市场潮起潮落，邱国鹭说，唯有价值投资才能让其保持内心的宁静，回归投资的本源。

蜕变：从 A 股市场走出的价值投资信徒

很少有人知道，如今在市场上以价值投资扬名的邱国鹭，在 A 股市场上的第一桶金是排队购买股票认购证赚到的。

那年邱国鹭刚刚 19 岁，由于父亲在厦门大学先后担任财政金融系主任和经济学院院长的缘故，从小耳濡目染，对金融学产生了极大的兴趣。大学主修金融的他，并未仅仅停留在吸收书本上的金融知识，很早就开始关注市场上的各类投资机会。“还没有多少人知道股票是什么时候，我就意识到了股票认购证的机会，1992 年最早时候需要通宵排队才买得到，没想到这一买就赚到了股市的第一桶金。”

1992 年的中国，资本市场才刚刚起步，股市中到处弥漫着诱人而又青涩的气息。在随时产生的暴富机会以及投机炒作盛行的氛围中，很多依靠制度红利在市场上掘得第一桶金的投资者，至今都留有那个时代的烙印，成为趋势投资的忠实拥趸。

邱国鹭却颇为“另类”。读书、留学美国、海外投资多年，再次回归时，已然成为一位具有国际视野、带有批判思维的价值投资的信徒。23 年后坐在位于深圳福田中心区刚刚租好的办公室里，邱国鹭侃侃而谈这一路走来的心路历程。不时发出的爽朗笑声，似乎在提醒大家，美国十年投资经历对他产生了难以磨灭的影响。

邱国鹭回忆，在做业余投资者时的不同阶段也有过迷茫期，钻研过各种投资方法，从打探消息、到跟庄炒作、再到看 K 线图的技术分析……甚至到做职业投资者的最初几年，都还没有形成适合自己的稳定的投资体系。

转变从 1999 年开始。这一年，邱国鹭加入了美国的一家私募基金公司，遇到了对他投资生涯产生重大影响的人之一。

“我的老板是一个铁杆价值投资者，从来不会追逐光鲜的概念、市场的热点，总是站在人少的地方，买那些‘傻大黑粗’的东西，但是长期业绩居然很好，这对我影响很大。”

那是邱国鹭留学毕业后的第一份工作，在一家私募基金为创始人兼首席投资官做助手。最初的几年，他目睹并参与的价值投资，为公司赚取了巨额回报。事物总是迂回式发展、曲折性前进。1999 邱国鹭入行，正赶上互联网泡沫，他所在的以价值投资擅长的公司，遇到了创立以来最为艰难的年份。

“当年，纳斯达克从 2500 点涨到 5000 点，巴菲特的伯克希尔股价却跌了 50%，媒体上充斥着对巴菲特‘廉颇老矣，尚能饭否’的讨论，他的年会也不像现在门庭若市。”

然而，公司却在老板的带领下选择寂寞的坚守。此后不久，纳斯达克的泡沫在极度癫狂中忽然破裂，光鲜靓丽的科技股一夜之间股价暴跌，最终以平均跌幅 80%收场。而邱国鹭所在的私募基金却因“耐得住寂寞”躲过了这场灾难，并因独立判断最终“守得云开”。

那几年，公司投资宝洁、麦当劳等公司的成功案例，邱国鹭至今记忆犹新。尤其是美国钢铁，这家在估值底部五年翻了二十倍的经典战役，更为他所津津乐道。“美国钢铁产量 1973 年就见顶了，当时已经夕阳了几十年。2002 年它的 2 倍市盈率在许多人看来是坐着等死的公司了。”但是，据其回忆，从 2003 年-2008 年中期，美国钢铁股价却上涨了 20 倍，而且上涨持续期长达 6 年之久。一系列的胜仗让邱国鹭幡然醒悟：便宜才是硬道理。买便宜货不一定赚钱，但是赚钱的概率较大，尽管买便宜货往往最先被套，但最终赚钱。

现在的他经常引用沃尔玛创始人山姆·沃尔顿的一句话概括自己的投资理念：只有买得足够便宜，才能卖得足够便宜。如果在泡沫鼎盛时期进入市场，就只能寄希望有比自己傻的人接盘了！

此外，邱国鹭学到的比投资理念更重要的，是泰山崩于前而色不变的境界。

事后回忆，他觉得，入行第一年就遇上公司业绩落后，对一个职业投资人而言是一笔财富：可以学会在压力下保持头脑的冷静，在谷底保持仰望星空的勇气。

升华：临危受命掌舵千亿资产

2008 年，当邱国鹭再次敲开中国资本市场大门时，已然变身南方基金——这家坐拥 2800 亿资产管理规模的公司的投研负责人。他的职业生涯也开始了新的篇章。

此前在美国 10 年的国际投资经历，邱国鹭成绩斐然。31 岁就成为 60 亿美元私募基金的合伙人，这在白人占据主流的华尔街极为难能可贵。忆及华尔街十年从业之路，邱国鹭笑言，在举目无亲的美国，当初在华尔街找工作是一件很“伤自尊”的事，不论到哪儿都是高手如林。记得在曼哈顿一家对冲基金面试时，面试官问邱国鹭得过什么竞赛方面的奖，他说中学时物理和计算机程序设计竞赛都得过福建省第一名。末了，还补充了一句，“福建省有 3000 万人”。

结果面试官笑了，隔着玻璃墙指着大厅里的那些分析师交易员说，这两个是国际物理金牌，那两个是国际数学金牌，这里不是大学招生办，我们不关心省级比赛。

强手如林的环境只会让意志坚强的人更为强大。凭借自身的资质和勤奋，以及“读研报像读小说”的强烈兴趣，邱国鹭不但在华尔街立足，并且到达了一般人难以企及的高度。仿佛机缘巧合又或是刻意的选择，2008 年 A 股崩盘之际，邱国鹭回到了中国。就在市场人心惶惶、哀鸿遍野之时，逆向投资见长的他却隐约嗅到了一场机会。

“08 年我回来，大家都很悲观，说美国要破产，我说美国只是从 60 多万亿美元净资产跌到 50 多万亿，怎么会破产。而经济很差的时候，政府迫于压力释放流动性，反而是股票市场的机会。”

事后的进展印证了他的判断，南方基金在他的带领下精准伏击了一场流动性盛宴，邱国鹭为自己的中国事业打造了完美的开局。据了解，邱国鹭直接管理的专户产品在过去三四年的绝大部分时间里都是同类之中翘楚，虽然后期因为看空创业板而失去暴涨机会，但就这期间整体表现而言，仍然不失为高手水准。此前曾有媒体报道，邱国鹭管理的一个 A 股专户产品，

从 2010 年 5 月成立后的两年，业绩超越了同期所有的公募股票型和偏股型的基金，与同期 400 多个私募产品比较也名列前茅。

“我在 A 股过去 6 年的投资生涯中，只有 2013 年一年的业绩不佳，其他年份业绩都挺好。”

邱国鹭说，我投资过境外很多市场，中国市场和其他市场并没有太大区别，价值投资同样有效。

另类“狼性”：做最熬得住的人

最近一次邱国鹭被推到舆论的峰浪尖上是在 2013 年 9 月，这位率真的铁杆价值投资者，看着 A 股市场蓝筹股和创业板估值差距被拉到了 20 倍，终于开始对外阐述自己的投资逻辑。

此前因为错失创业板盛宴受到的质疑，也是邱国鹭回到中国投资 6 年多以来，最难熬的时刻。在创业板屡创新高之际，他在自己的微博上发表了一篇名为《实业的眼光》的文章，这篇旗帜鲜明看空当时市场热捧的电影和手游行业、唱多市场抛弃的金融地产的檄文，在发表没多久就被转发了 3000 次以上。

在这篇不到一年便被市场发展逻辑印证的文章中，邱国鹭写道：“互联网金融不是什么新东西。2003 年，比尔盖茨说，十年后所有的传统银行都被网络银行替代，我也深信不疑。然而，十年过去了，美国银行仍然是富国、JP 摩根的天下，而我钟爱的网络银行，也在 2007 年破产了，甚至都没有熬到金融危机的到来。”

“大家都喜欢新东西，但是有没有想过，为什么几年前爆炒的风电、光伏、LED、电子书、锂电池等新兴产业千般扶植却总是烂泥糊不上墙？为什么银行地产百般打压却总是赚得盆满钵溢？这是内在的经济规律、行业格局、供需关系和商业模式决定的，不是以人的意志为转移的。”

随着众所周知的那场蓝筹暴动行情的展开，邱国鹭买的那些低估值股票：3 倍多 PE 的浦发银行、中国建筑，短短数月价格飙涨，邱国鹭的投资理念再次被市场正名。

“价值投资者往往最先被套，但是最终赚钱，重要的是能够在最受质疑的时候熬得住。”邱国鹭说，在极端的市场泡沫中，也是价值股被冷落的时刻，敢于在大家的冷嘲热讽中大胆买入孤独坚守，是一个价值投资、逆向投资者必备的品质。“在最受质疑的时刻，有没有动摇过？”在接受采访被问及最难熬的时候的感受时，邱国鹭一脸轻松：这不是什么新鲜的事情，在美国也经历过。悲观到极致的时候，每次大家都会说“这次与以往不同”，但结果往往是“这次也会过去”。“历史读多了，很多事情就见怪不怪了。”

经历过入行之初纳斯达克匪夷所思的泡沫及随后平均跌幅达 80% 的大崩盘，以及此后不计其数的市场起伏，邱国鹭远比一般的投资人更有定力。从业十数年以来，他始终坚守的基本原则是：便宜才是硬道理；胜而后求战，而非战后求胜；人弃我取、逆向投资……

值得一提的是，虽然是价值投资的忠实拥趸，但邱国鹭也很清楚这一方法的局限性。他认为，与所有的投资方法一样，价值投资并非总是有效。而这恰恰是其能够长久流传的前提。

“如果一种投资方法每年都有效，这个投资方法早就被别人套利套光了。世界上不存在每年都有有效的投资方法，一个投资方法能长期有效，正是因为它不是每年都有效。”

他认为，如果想每年都跑赢市场，就必须不停地不同方法之间切换，但是要事前知道什么时候适用什么方法其实是非常难的。还不如找一种正确的方法，长期坚持下来，这样即使短期会有业绩落后的阶段，但长期成功的概率较大。

“世界上每个成功的投资家都是长期坚持一种方法，那些不断变换投资方法的人最终大多一事无成。”

圆梦：打造顶级私募基金平台

31 岁成为美国 60 亿美元私募基金合伙人、35 岁晋身千亿级别基金公司投资总监的邱国鹭，如今正在冲击着自己职业生涯中的第三次梦想。

就在不久前，他在微博上悄然更新了自己的职业身份：高毅资产 CEO。在采访中，他低调地表示，希望集结中国最有实力的一批基金经理，做一个投资激励顺畅的理想平台公司。然而了解他的人则说，“邱总离职南方基金不会只是开办一家私募公司这么简单，或许有着更大的理想。”

这从高瓴资本对邱国鹭的认可中可见一斑。近期有消息称，顶级投资人张磊所在的这家投资公司认购了邱国鹭所管理的私募产品 5 亿元。作为亚洲最负盛名的投资机构之一，高瓴资本在京东、蓝月亮、腾讯、格力电器等的成功投资，使其不到 10 年间管理资产从 2000 万美金激增至目前的近 180 亿美金，成为华人投资界长期投资和价值投资的一面旗帜。而其创始人张磊对价值投资的认同以及相似的海外投资经历，也使其对邱国鹭欣赏有加，并且为邱国鹭的新书《投资中最简单的事》作了推荐序。

邱国鹭的宏大格局不仅仅体现在与顶级机构的合作方面，在引进人才上也是全方位布局，唯才是举。目前聚集在其平台上的不但有业绩极其稳健的公募基金经理、经验丰富的私募精英，还有多年高额回报的草根高手。

“我自己偏重价值投资，但是聚集的投资经理各有专长，希望高毅资产这个私募平台能够兼容并蓄。”虽然自称是价值投资的忠实拥趸，但邱国鹭也深知没有一种投资方法可以称霸武林。过去一年面试过近两百人的他，甚至到股吧上招纳自己心仪的合作对象。

最终决定招纳一位网名为“茅台 03”的民间选手之前，邱国鹭甚至都不知道对方的年龄、哪里毕业，但却详细看了对方的股票交割单和历史上发表的股票分析博客。

“大家的成长路径不同，但都是在不同环境中表现出色的投资者，长期投资业绩和选股理念足以说明一切。”据邱国鹭透露，这位名为“茅台 03”的投资者原来是哇哈哈的一名普通的销售人员。2003 年离职后专职炒股，专注大消费类的股票。开始时只有几万块，但那是他自

己的全部身家，每个月只取几百块交生活费，集中持股，长期投资，十年间积累了千万级别的财富。

“他能够把自己的全部身家拿来重仓一两只股票，而且只利用公开信息进行选择，长期投资、价值投资、集中投资，从不炒作小股票、不做重组股，这样的投资业绩十分难得。”邱国鹭希望，能够在未来的平台上聚集各个领域的顶级高手，对接国际稳定资本，打造完美的私募平台。

市场也给了充分认同，高毅资产近期完成了首支产品的募集，该产品由邱国鹭亲自管理，很短时间内就募得了近 30 亿元，破了业内首发单只产品募集规模的纪录，也成为平台型私募这一创新机制在业内的成功首航。

懂得 A 股与国际资本市场多种“语言”的邱国鹭，正在奋力驶向一片属于他的蓝海。

国信讲演纪要：当前宏观经济背景下的投资机会

实录内容：

主持人：今天是国信投研名家大讲堂第二讲，今天很荣幸的请到了著名投资人邱国鹭，邱总给我们做一下当前宏观经济形势下的分析报告。下面有请邱总。

邱国鹭：非常荣幸能够有机会参加这次活动，在座有很多都是老朋友了，也有很多新朋友。先谈谈我们对市场的观点。我想这个大家比较关心。因为过去这一两个月也应该是一个如火如荼的行情，很多人也没有反应过来。觉得经济好像也没有变化，怎么股市的行情突然就来了，这是什么原因呢？我觉得道理很简单，有三个因素。

第一，估值低。蓝筹股在行情启动之前，今年上半年像万科也才三点几倍的市盈率。2007 年的时候它都可以五六十倍的市盈率，所以你仔细想，这些蓝筹股本身属于市场龙头，市场

的竞争定位特别强，行业的格局都是向更集中转变。在这些背景条件下，它能够杀到这么低的估值，其实是处在一种给点阳光就灿烂的情形。市场对未来的预期很低，只需要稍微有一点点利好，大家的情绪一转变，马上可以从三点几倍的估值可以到七倍的估值，接近翻一倍了。所以关键起点是估值低。

第二，流动性的宽松，或者流动性预期的宽松。这是市场觉得降息周期的开始，不一定马上真正看到流动性就出来了，其实只是对未来变化的一种预期。我记得我在 2012 年年中的时候，当时有一篇采访，应该是《证券时报》，当时的标题叫做《低估值加流动性放松，A 股市场只得乐观》。到了 2012 年底，如果大家还记得的话，当时也有一个银行的暴动，突然银行股一个月内涨了一倍，跟现在有一点类似，也是在估值很低的情况下，突然大家对流动性的预期有转变之后，就上来了。就是这么简单。我做过很多国家的股票，比较大规模的行情的启动，经常是什么呢？首先，基本面不是太好，肯定是大家对未来的预期比较低的时候才会把估值压的比较低。第二，整个市场的估值很低。第三，流动性的放松。我之前也有一篇旧文章，关于行业轮动的三种杠杆，四种周期。所有行情启动的第一步是什么？都是流动性的放松。因为这个东西是领先于基本面的好转的。在流动性放松的时候，很多人说基本面都没有改变，怎么股票已经涨 50%了。这个时候你是不能够纠结于基本面的，因为基本面是个落后的指标，至少也是一个同步的指标，它是后面才来的。你一定要明白所有的各种不同指标中什么东西是领先的，什么东西是滞后的。行情起来的时候股价本身就是一个相对领先的指标，所以你再用一个同步指标去预测领先指标的话，肯定没有办法理解市场。

这波行情我觉得两个主要原因。第一，估值低，蓝筹股估值很低，特别有一部分金融、地产蓝筹股，银行平均可能都四倍的市盈率，平均都跌破了市净率。浦发在 2013 年钱荒的时候跌到三点几倍的市盈率，有些银行最低的曾经跌到 0.7 倍的市净率。所以估值很低。第二，是流动性放松的预期。

第三，民间资本跟实业资本在资产配置上的转变。很简单，一个直接的原因是房子大家不炒了，觉得炒不下去了，不炒了。中国是一个 52 万亿的 GDP，去我们的储蓄率是很高的，有各种估计，其实包括灰色收入，很多都没算到 GDP 里面。每年有这种储蓄估计大概有 9-10 万亿的储蓄是得投资的。这些钱往哪里去？以往地产去，往信托去。到了 2014 年大家觉得地产，虽然再降息之后地产至少一线城市是维持得住的，但是炒楼的人至少没有以前多了。而且买信托的人也没有以前多了。大部分是刚性兑付的，只是有一两例有问题了。P2P 跑路是非常多的，P2P 的质量比信托更差一级了。为什么大家现在不买信托了呢？明明一百例中只有一例没办法刚性兑付，为什么大家不买了呢？这个其实很简单，树上如果一百只鸟，你开枪打下来一只鸟，还剩下多少只鸟？绝对不是九十九只鸟。一个事件对预期的改变，就是一只鸟被打死了，其他九十九只鸟会飞走的，就是这么简单。

老百姓也看得到，银行股很便宜，地产股很便宜，保险股很便宜，这些券商股至少启动前很便宜，现在不一定。这个东西不需要一个科学家告诉你说这个东西很便宜，只是大家原来觉得说这些都是属于僵尸股。三个月之前大家觉得说银行基本上要破产了，坏账这么多。坏账肯定比现在反映的多，但是股价已经过度反映了这个坏消息了。0.8 倍的 PB 的银行股，代表的是市场的什么样的共识？代表了市场共识认为银行账面上一块钱的净资产隐含了很多坏账，肯定是这样的。因为银行本身还有品牌价值的，正常情况下 PB 都不应该小于 1 的。全中国几千家大大小小的银行，真正上市的这 16 家肯定是行业领先的，为什么会跌破市净率呢？里面内在的就是代表说大家认为这个银行里面的坏账是很多的，甚至可能是资不抵债的。0.7 倍、0.8 倍的市净率体现多大的坏账？银行有坏账拨备的，坏账拨备大概 1.6 万亿。去年整个银行业的利润大概也是 1.6 万亿左右，加起来就有 3.2 万亿。也就是说银行的坏账只要不超过 3.2 万亿的坏账损失，其实是不会损伤到它的净资产的。一年的利润加坏账拨备，就已经有一个 3.2 万亿的缓冲了。银行如果真的再出 3.2 万亿的坏账，你想想看中国的经济

会是怎么样的？而且银行出一块钱的坏账，最后可能收回来五毛钱，它是有抵押的。一般来讲，银行一块钱的坏账是可以收回五毛钱的。在这种情况下，破净的估值反映的是 6 万亿的坏账。可是整个现在的贷款存量大概也就 70 万亿人民币，银行整个资产规模是 120 万亿，但是里面有很多是银行间的债券，那个不是贷款。所以潜在的讲，0.7 倍、0.8 倍的市净率反映的是一种非常悲观的观点，反映的是认为银行已经资不抵债了，你的坏账率要到 8%、9%，体现的是一种很悲观的预期。

银行的日子比制造业至少好 10 倍。如果银行真的出了 6 万亿的坏账，那个时候工厂都歇业了，根本都没有污染了，全国都是 APEC 蓝了，那个时候都不需要环保了。地方政府也根本不会有钱做任何的环保，环保所有的钱都是地方政府掏腰包的，大家都觉得空气好，但是没有人会花钱买空气的。你还把环保股爆炒到 50 倍、80 倍的 PE？市场把环保股炒的那么高，同时认为说银行是会破产的。银行如果破产了，那些工业企业哪能活得了？中国如果真的出 6 万亿的坏账的话，你认为这个锅炉还会冒烟吗？根本就不需要环保股了，这是很简单的道理。

另外，市场把医药股炒到 40 倍的估值。如果银行真的倒掉了，土地卖不动了，你认为地方的医保还能够给大家付费啊？一样是不能的。中国 2000 年—2003 年的时候，很多医院的住院跟门诊是下降的，为什么呢？国有企业下岗多。当没有任何东西是刚需的。你没有钱的时候看慢性病是可以推迟的。所有的东西都是互相连通的。但是在 2013 年很极端的市場，认为说凡是新经济的，医疗、TMT、环保，这些是可以炒到 80 倍估值的，然后传统经济，金融、地产是 3 倍、4 倍估值，我们不买的。其实，如果银行和金融都死掉了，如果地产死了，中国地产是连着 40 个行业的，地产如果死了，你以为还有人去搞这些创新的东西吗？根本没有需求的。这个是相当于你有一架飞机，这个飞机有一个老引擎，这个老引擎是传统产业，但是年久失修，管理不善。所以它冒很多黑烟。所以飞机上的乘客都说这个老引擎很

差，咱们换掉吧。你去做新引擎。但是这个新引擎的制造是需要过程的。从投资驱动到创新驱动，到享受驱动，是有一个过程的，这个不是一蹴而就的。这个东西不能一厢情愿的。所以原来市场对传统产业的过低估和对新兴产业的过高估值就是不合理的定价，是需要纠偏的。过去这几个月就是这样一种纠偏行情。

很多人说为什么现在蓝筹股暴涨，小股票都不动。你要看看去年蓝筹股都不动的时候小股也暴涨。有可能蓝筹股还没涨够，小股票还没跌够。这个东西一定有内在的规律。投资是有内在规律的，你如果能够把内在的规律搞清楚了，当市场出现违反规律的事情，就像 6 个月以前，你发现这些东西都是很便宜的，但是都是没人买的。电影行业，全中国一年 200 多亿的票房，最大的电影公司市值是 400 亿人民币。中国的地产销售一年是 6 万亿的销售，最大的地产公司今年在 3 月份的时候 600 亿的市值，你觉得合理吗？我知道 200 亿的是朝阳产业，可以不断生长，就算让你翻 10 倍，也才 2000 亿的市场的話。6 万亿的地产就算是夕阳产业，哪怕以后剩 3 万亿，依然是你市场容量的 15 倍，但二者的市值已经接近了，这合理吗？其实这个道理是很浅显的，只是没有人看懂。

很多人说价值投资在中国没有用。我举个成功的例子，高瓴资本现在管理规模已经 160 亿美元了，他们有一部分资产做 A 股，只做蓝筹股，从来没炒过创业板和中小板，平均的持有期限大概是 6 年，过去九年业绩极其优异。而且规模是很大的，经常会出现现在上市公司的前十大股东中。高瓴不仅在二级市场成功，在一级市场也成功，上周清科集团刚刚公布 PE 基金的排行榜，他们是全中国 PE50 强的第二名。他们其实就是价值投资在中国有效的最直接的证明。

从我自身的体验来说，2009 年到现在，价值投资除了 2013 年业绩不理想，其他 5 年每年业绩都非常好，而且累计下来也很好。我看好的金融地产这些低估值蓝筹虽然 2013 年有些难受，但是 2014 年全涨回来了。买低估值蓝筹投资不用那么累，不用去打听内幕消息，不

用去听各种故事。3 倍、4 倍 PE 的行业龙头摆在那里，你为什么不买呢？很多人说这是夕阳产业。我说判断夕阳产业要分清楚是被压抑的需求还是替代的需求。夕阳产品叫做被替代的需求。大多数的传统产业只是被压抑的需求，这两个是完全不同的。被替代的需求你赶紧跑，绝对没活路的。像触摸屏的手机出来了，功能键的手机诺基亚跟摩托罗拉肯定玩不过人家的。数码相机出来了，胶卷肯定玩不过人家的。汽车出来了，做马鞍，卖马鞭的公司肯定是没有未来的，这是被替代的需求，完全被新技术颠覆的。但是哪怕在移动互联网时代，你一样要住房子的。房地产的好处是什么？它是个区域性市场，不是一个全国统一的市场，全国三四线城市，鄂尔多斯、温州可以洪水滔天，我可能北上广深一样可以卖得很好的，这是一个区域性的市场。深圳的房子跟东莞的房子之间就没有竞争关系。有时候，街这边开盘卖三万块，街那边卖六万块，六万块卖的比三万块的还快，所有的学校医院配套都是一样的，就是隔一条街，品牌地产商是有定价权的。但市场一棍子把所有的地产公司都打死。在当时 3 倍、4 倍市盈率的时候根本没有人听你说这些话，人家只能说你这个人 out 了，你这个人跟不上时代，我们在玩互联网，你还在搞地皮。有些东西是万变不离其宗的，本质是有没有东西能替代它，没有东西能替代它，他就还有存在的价值。就是这么简单。

我对价值陷阱研究很深的，我专门写过一篇文章分析了五种价值陷阱，外加十种成长陷阱。我们在投资之间有哪些陷阱都是研究过的。我做的第一个工作就是研究价值陷阱有哪些特点的。最关键的是基本面不断恶化。三年前就说金融、地产是夕阳产业，过去这三年万科、保利的利润增长，过去这三年招行、民生、兴业的利润增长，绝对比你们说的那些成长股要好。中国的房地产到现在炒不下去，我不认为将来还会怎么高的增长，但是，对一个 4 倍、5 倍市盈率的公司还要求什么增长？而且过几天大家心血来潮又搞成 10 倍的估值，市场翻脸是比翻书还快的，不要一直认为说这个市场对新兴产业的热潮就永远是这样的，不一定的。纳

斯达克 5000 点泡沫的时候怎么样？到后来网易、新浪、搜狐都是跌到几毛钱一股的。市场翻脸是比翻书还快的。这些新兴的东西本身又不赚钱，它自己的抗风险能力是很差的。

在这种情况下，你仔细想，投资真的没有这么复杂，所以我写这本书，叫《投资中最简单的事》。很多人都说国外的这些牛人都写了这么多好的投资书，你为什么再多写一本？其实国外是有很多好的投资书，但是毕竟是老外写的，他用的例子都是外国的，而读一本投资的书你必须能够明白他举的例子中的那个公司是干啥的，你读了才会有收获。所以我想写一本融合中西方经验的投资书。我不只过去六年在 A 股做投资总监，22 年前我就是排队买认购证的第一批股民。而且我也不只做过美国股票，加拿大、韩国、香港、中国，我们都做过的。我创立过几千万美元到几亿美元的小公司，我也做过近 3000 亿的大公司的投资总监，也做过 60 亿美元中型公司的合伙人，那个公司现在已经 120 亿美元了，我离开的时候是 60 亿美元。我希望能够把过去 22 年各种各样的经验聚在一起成为一本书，跟大家分享。

总结下来，投资你可以把它搞得很复杂，但其实有一些本质的东西每个国家都差不多，每个行业都差不多。这部分东西就是买便宜的好东西。举个例子，像中国建筑，今年一度跌到两块八，今年的业绩我猜可能七八毛钱，现在五块钱了。手中一万多亿的订单，5000 亿的建筑，手中还有一万多亿的订单，底部时市值 800 多亿，这个只是指建筑这一块。底下还有中海地产跟中建地产，中海地产在香港上市也是 1000 多亿的市值，他是中海地产的大股东，还有中建国际，在香港也上市了。当时 800 多亿的市值都还没有香港这两个他控的股份多，剩下的 5000 多亿的建筑白送你了。大家都说有建筑行业有坏账，我们去调研，发现包括在唐山这种地方修的马路都能收回钱。市场有的时候真的不太理性，能够把这种公司搞到 3 倍多的估值。当然，声明一下，我只是举例子，不是推荐大家现在买。

包括浦发银行,去年钱荒的时候都是3倍多PE的估值,万科今年初都是3倍多PE的估值。

回头看,大家都说这些东西怎么都涨这么多?我说这些东西为什么之前跌这么多?最近的暴涨无非只是对原来不合理定价的一种修正。

我讲的东西没有超过小学应用题的水平。我本科就是读金融了,我又读了两个硕士,也是金融和经济的。所有这些很高大上的宏观理论、微观经济学理论、资产组合理论、CAPM、APT,我们都研究过。但是实践中我觉得这些东西没用。什么时候这些东西有用呢?你管1000亿的时候有用,但是你管10亿、20亿、50亿的时候都不需要用到这些东西,你管到50亿以内的时候都可以回归本原,就是买便宜的好东西。你现在回头看,中国建筑两块八时很便宜,万科六块钱时很便宜,民生五块钱时很便宜。现在人家都涨起来了。市场当时给你这个机会,但是那个时候你拿了没有?我现在有点庆幸那本书是10月底出的,当时大行情还没启动,不然今天出,人家还说我是事后诸葛亮呢。

这个东西关键是在于人的眼光,你能够真正的把最本质的东西抓住,能够真正知道你赚钱来源于什么?有的人就是高买高卖,我买一堆垃圾,一块钱买,两块钱卖掉,玩击鼓传花的游戏。但是有另一种方法,是有一堆金子(财苑),但是它在泥里面,大家说这个东西已经是不行了,你把它挖出来洗一洗,耐心一点等待,它又能够发光。大钱都是这样做出来的。那种击鼓传花的,你管1亿可能可以,甚至10亿可以,我很怀疑你能管50亿以上的资金。

没有任何一种方法是百战百胜的。谁能够每一次都是对的? Greenblatt说过一句话,第一,价值投资是有效的。第二,价值投资不是每年都有效的。第三,第二点是第一点的保证。这个是很辩证的。一个东西如果每年都有效,这个东西就不可能每年都有效。正是因为它不是每年都有效,所以它长期有效。如果你认为有一种东西每年都有效,这种东西早被套利套光了。聪明的人那么多。建发股份最低的时候差不多是5倍市盈率,每年八九百亿的贸易量,当时钢贸出了一堆坏账,我们专门去问了几家钢铁仓库,他们都说建发仓库管理是最好的,

他们会雇一个老头子，拿一个小凳子就坐在那旁边，我就盯着这些钢铁。因为当时钢贸的问题是银行之间重复抵押，A 银行来的时候我就贴 A 银行的标签，说这是 A 银行的资产。B 银行来的时候我就贴 B 银行的资产。一堆钢铁我拿去五六个银行去抵押贷款了。建发钢贸做的挺大的，但基本没有坏账。当时搞到 5 倍的估值时，它的地产卖的非常好，很快日光盘、月光盘，最近又借着海西概念开始炒起来了。我去年曾经推过一个叫地产+X，地产加建筑，地产加旅游，地产加贸易。这些股票 2013 年都被市场抛弃，但是只要有核心竞争力，基本面没问题，市场的低估都是暂时的，过去几个月都几乎翻倍了。你说这个东西需要很高的见解？其实也没有，谁不知道万科是怎么样的，谁不知道招行是怎么样的，谁不知道浦发是怎么样的，没吃过猪肉我还看过猪跑。

像搞高科技的，你要知道碳酸铁铝和铅酸铁铝这两种电池有什么不同，那种东西你搞得清楚吗？你搞不清楚你就敢给它 100 倍估值？真的搞清楚的人都不敢买，都是搞不清楚的人才敢买。你真的搞清楚了，你对这种严重依赖技术路径的股票会有一种恐惧感的，因为你根本不知道这几种技术路径最后谁会是成功的。

我一直喜欢说一个例子，2010 年的时候大家在炒电动车。许多 A 股公司都出来说我们是比亚迪的供应商。后来我们去比亚迪去调研了一下，发现只有比亚迪门口那个卖菜的老阿婆没有撒谎，因为那个老阿婆真的给比亚迪工人供应肉包子，其他人都在吹牛。2010 年炒的电动车、太阳能、LED 讲的故事最后都没有兑现，后来大家又忘了，2013 年换一种概念接着炒。去年搞了 20 家的手机游戏的资产注入，注入的时候都有业绩承诺，今年我赚 X 的钱，明年我赚 2X 的钱，所以说你给我明年 10 倍的估值，好像也很便宜。过去一年手游是中国发展最好的行业，行业增长 70%，但是这 20 家资产注入中有 15 家上半年的业绩没有达到承诺业绩的一半。你仔细想，当时是什么情况？有的公司出来说我花 500 万要做两个手游，500 万根本就不够做什么事情，但是股票就涨停了，就这么疯狂。深圳有很多非常优秀

的 VC 机构，他们在找非常好的一流的游戏公司，找一流的团队，五个人出来创业，我出资金。一般 3000 万就能够占 30% 的股份，一个很高级的工作室估值才 1 亿，而且是很顶尖的工作室了。但是你说我人比较多，但是你要明白在内容产业并不是说大公司做的游戏就比小公司做的好玩，你得明白这个道理。有的东西是平台的，你搞一个小淘宝，肯定搞不过阿里。搞一个小微信、小 QQ，肯定搞不过腾讯。因为这种东西是有一个规模优势、先发优势、网络效应的。但是手游作为内容产业是没有的这样的门槛的，一个五人的团队、十人的团队可以搞一个游戏比大公司做的更好玩，这个是靠创意的，不是打群架，跟人数没关系的。20 亿的手游公司你做的游戏不见得比人家 5000 万的公司做的游戏好。游戏这个东西生命周期三个月、六个月，你觉得现在很好玩，第二款就不一定好玩了。你去看网页游戏就知道了，它跟手游是很像的，但是网页游戏没有出国什么大市值的公司，这是它的商业模式决定的。端游是另外一种商业模式。

去年 9 月份我写了一篇文章，叫《实业的眼光》，在新浪微博上有 530 万的阅读，将近 4000 条转发，这是让我很惊讶的。我当时写这个文章就质疑手游、电影的高估值，质疑大家认为互联网金融会很快颠覆银行业的看法，我就讲了这三条。手游这个很明显的，过去这一年手游行业发展的很好，但是股票却跌下来了。电影也一样，2013 年爆炒的电影公司 2014 年票房都不行。这些东西是有内在的规律的。市场经常是不讲道理，这个也很正常。你作为一个理性的投资者，你必须要明白不是市场每个月每个季度都会讲道理，但是长期看，你看看三年、五年，肯定讲道理的时候比不讲道理的时候多。在不讲道理的时候，给你一个很好的建仓机会，让你去赚更多的钱。但是你必须要有稳定的资本。高瓴资本的成功，首先找对了客户，他们的客户都是世界超一流的主权基金，大学基金，家族基金，这种都是超长期投资者。所以它的钱能够锁定很长期的，就不会惧怕短期的波动。

我现在在搭一个财富平台，希望能够把全中国最优秀的基金经理吸引到我这个平台上。我们在一边给他做融资，给他做运营。基金经理别的事情都不用管，就负责给客户创造收益。管理费、提成，扣除成本后我们全部都给基金经理个人。现在基金行业是什么问题呢？公募基金，你花一块钱付的基金管理费，真正花在投研团队身上的，有人算过大概就是七八分钱。这个东西有点像你去医院看病，两百块钱一次，医生挂号费才十块钱，这合理吗？不合理的。因为这个行业不是资本密集型，是人才密集型。人才密集型的行业就应该让人才掌握定价权。你看欧洲的球星都是几千万的年薪，但足球俱乐部都是亏损的。电影行业一样，成龙拍一部电影一千多万美元，电影最后都是导演跟明星拿大头，公司拿小头。同样，在基金行业就应该是基金经理拿大头，公司拿小头。

我们做这个平台，很简单，私募产品三分之二的提成给基金经理，这样我们就能够聚集业内最顶尖的投资人。过去 9 个月我的主要工作就是为我们这个财富平台找人，我们现在招的都是业内最顶尖的人才，起步就是五年以上业绩在同业前 3%，这个是起步价，这样的人我们才跟他谈。我们这个机制比他自己做私募还要好。你作为一个资产管理机构，如果没有几个好的基金经理，你只是靠营销，是不能长久的。我们现在招了一个公募的基金经理，她是十年金牛人物。基金行业 16 年来，股票加债券只有 9 个曾经得过十年金牛奖，她是其中之一。她过去七年每年业绩都在同业前 1/4。过去七年每年的行情都不一样，2007 年大牛市，2008 年大熊市，2009 年是大反弹，2010 年结构性行情，2011 年大调整，2012 年有银行的蓝筹行情，2013 年是创业板的行情，然而，她在七个年份里面每年都在前 1/4。我算过，假如我让一只猴子当基金经理，有 1/4 的概率某一年在前 1/4，他有两年能排在前 1/4 的概念是 4 的平方，1/16，连续七年在 1/4 是什么概念呢？1/16000。16000 只猴子才能找到这样一只超级厉害的猴子。而且，她从 2007 年—2013 年累计业绩在同业中是第二名。这是我们财富平台上的一个基金经理。

另外一个是个民间高手。我们招人并不只是科班出身，高大上的。有很多高手在民间，这些人可能不能够像公募经理管 300 亿基金，但是他们管个 10 亿、20 亿基金，可能回报更高。其中我面试了一个人，他给我一个交易记录，盖的是国信证券的营业部的章，还有一个国信证券帮他算的历史回报，从 2009 年到现在涨了近 30 倍。难得的是在于他从来不做创业板和中小板，他只做消费股，而且很集中，一般他的钱经常 80%就在一只股票里面。这个人原来是一个快消品的销售人员，2003 年的时候辞职，自己几万块钱，每个月要从里面领钱出来过生活的，自己给自己发工资，支付生活费。他对消费品的理解比我见过的大多数研究员都理解的深，因为他是身家性命投在一个股票里面的，而且人家做了十几年，很专注，就做这个领域。他自己从几万块，做了十年，身家现在有几千万，小几千万，不是大几千万，大几千万我就招不到他了，大几千万的人不需要我了。我们面试了很多这种民间高手，我们希望在他三千万身家以内的时候我找到他。你来我这个平台，我给你提供研究支持、渠道资源、品牌背书和运营维护，我给你发产品，赚的钱我都给你。

中国基金业的悲哀是 6000 点的时候卖得最好的是股票基金，2000 点的时候卖得最好的是货币基金。我们绝对不能说什么好卖就卖什么，我们应该是什么好投我们就卖什么。但是作为资产管理人总是有一个矛盾，就是好投的时候就很难卖，好卖的时候就很难投。1600 点的时候好投，有很多投资机会，但是你根本卖不动。股票刚从 6000 点跌到 1600 点，你那个时候卖股票基金，人家觉得你有病。我们建设的这个平台希望有足够的号召力，只要这个平台运作一年两年，我就可以对接全世界最蓝筹的机构，管理全世界最稳定的钱。我们要的是稳定的客户，稳定的资本，这样我们可以为客户创造非常多的财富。

很多东西在做之前你要明白什么东西你能比别人做的强，找到自己的优势。包括买股票，我喜欢买中国有优势的股票。很多人喜欢搞医药股，在中国我没有找到一家认真做研发的医药股。国外都是几十亿美元搞一个新药出来，我们几千万就想搞一个新药，我都很怀疑，我都

不知道临床实验是怎么做的。只是仿制药的话，我不觉得你值 30 倍、40 倍的估值，就是这么简单。仿制药就是精细化工，边际成本是零的，老外愿意卖，仿制药一分钱一片都可以卖给你的。我一直在想比较优势，我挑的股票在全世界的格局中都是能够领先的，格力，像中药，中药有没有用我不知道，但是它有祖传秘方。有的东西你还要看比较优势，我比较强调的是现有的护城河，我对未来的增长我没办法判断。我只要能够搞清楚什么公司它的竞争力比较清楚。对基本面研究的比较透的，就真的不难。

将来我招的研究员，一年给他只许推两只股票，不像现在一个研究员一个月可以给你推两只股票。一年就推两只股票。这样就很清晰了。他就会仔细的把基本面研究清楚。至于说做短线的股票品种挖掘，这个东西有无数的卖方研究所可以做这件事情，你们做的都比我们好，我也是讲我们的比较优势。将来这个平台要做就是深入的、别人没有时间去做的研究，我比别人看得深，看得远，看得长，看得透，这是我们的优势，跑得快不是我们的优势，这是我券商研究所的优势。

投资这个东西，如果你抓住了最本质的东西，你会发现投资机会总会有，只是看你有没有这种眼光。就在今天你愿意买什么东西？很多人问我你对行情怎么看？是刚开始还是到头了？这个东西我说我怎么知道呢？我的想法是做一些相对简单的事情，相对可以把握的事情。今天的这个行情你觉得什么东西是可以把握的呢？什么样的行情你觉得说其实还有空间可以往上看？当然我不能排除说创业板从 70 倍估值炒到 100 倍估值，这个东西完全有可能的，谁也不知道，这个谁知道呢？这个我不知道，你说我会不会参与？我肯定不会参与，这个东西都是击鼓传花的事情，不知道你是不是最后一棒。

但是我觉得就在今天我还是能够找到很多蓝筹股，我认为它们的估值离合理估值还有空间，当然空间没有那么大了，因为这些低估值蓝筹股过去半年平均至少涨 50%都不止，特别低估值的，因为指数里面还有很多是不赚钱的，重工业的。但是那些盈利好的、市场定位好的，

涨幅可能 60%—70%，往上还有多大空间我也不敢说。我认为现在应该是接近合理的估值。

但是如果行情来了，中国的合理估值是多少你说的清楚吗？曾经有一阵子说中国特色，没有其他投资渠道，所以中国的股票就应该是 50 倍的估值；又有一阵子说中国的传统产业不行了，所以就应该是 5 倍的估值，都有可能。你如果看历史，看全世界的可比的估值体系，欧洲、美国、香港这种成熟经济体，它的 PE 的中位数大概是 15 倍。我觉得中国从整个市场来讲，我认为 15 倍、13 倍都是可以接受的。悲观的时候 7 倍、8 倍很正常，乐观的时候 30 倍也很正常。这个东西就是人和狗的关系，你是在遛狗，你是人，但是狗是跑来跑去的，你到公园里面可能走一公里，狗可以跑三公里了，人就是这个基本面，狗就是股价，这个很正常的。没有人能够告诉你明天会发生什么，三个月后会发生什么，没有人知道。

这本书收入了很多过去我这两年的演讲，2000 点的时候我就说这是很好的进场点，但是我们也不知道会不会跌到 1800。但是这个东西就是你的判断，这些股票值这个价，大家这么悲观其实没必要的。因为中国关键是要对宏观经济做一个判断，是不是进入一个降息周期。基本上我对中国的增长我觉得不那么乐观。我去年在金牛奖颁奖典礼上做过一个演讲，我说中国原来的三架马车，一架是出口，这个拉不动了。第二，投资。第三，消费。消费是车，不是马，是被人家拉的，从来没有人说我消费出一个世界大国的，大家都在说投资的回报率很低，其实消费的投资回报率是零的，你买一个东西消费掉就没了的。所以消费是发展的结果，不是增长的动力，很多人都说大家要大力发展消费行业来带动经济，这个说法本来就是错的。出口是拉动不了了。投资里面产能扩张已经过去了，中国作为世界工厂的日子已经过去了，人工已经起来了，土地成本起来了，环保成本起来了。十年前我们的人工是墨西哥的 1/10，现在我们的人工是墨西哥的八成。墨西哥上午的卡车下午就到美国，你一个月的轮船根本竞争不过他的。所以产能转移我认为差不多了。有一些短产业链的，像做包的 Coach，做鞋的耐克，都已经把厂子移到东南亚工资更低的国家，这些还都是高附加值的产品。所以

我说短产业链这种轻工业的留不住。但是长产业链，像手机，像智能硬件，这些东西还会在中国继续发展，为什么呢？因为只有深圳这附近能找到这么全的产业配套，产业集群的优势，长产业链的我们会做，但是短产业链的、傻大黑粗的已经过去了。

所以投资拉动也有三部分，产能扩张和工业投资是拉不动了。还有一个是地产，还有一个是基建。基建我觉得还是可以做得动，关键是这个项目怎么规划的问题。我觉得前两年有点过多的把投资拉动经济妖魔化了。特别是 2011 年的时候当时对高铁简直是妖魔化了，说高铁是空荡荡的，根本没人坐，现在高铁票都买不到的。有的人说中国基础建设是够的，铁路是够的，只是每年春节的时候那三个礼拜不够用，国庆的时候那两个礼拜不够用，清明节的时候那一个礼拜不够用，所以一年十个月是够用的，两个月是不够用的。这个基础设施应该全年 12 个月都够用。不能说这个城市的马路一天 24 个小时有 18 个小时是够用的，只有上下班的那 6 个小时是堵车的，不是这个道理的。基础设施就是应该在高峰期的时候够用才对。所以我觉得基建还有空间，但是回报率多高这个难说。

关键是基建不能够用地方政府用 10% 的信托融资来支撑，全世界没有一个国家能够支撑这种模式。中国的高铁回报率，有的铁路几年就能够实现盈亏平衡，这都是铁路史上的奇迹了。纽约的地铁一百年前建的，现在还在用。所以不能够算短期的回报率，你得算算社会价值。但是你不能够让地方政府用 10% 去融资来搞基建。如果是中央政府去发 3% 的国债来支撑这种基础建设，这个模式可以再玩十年，没问题。如果地方政府用 10% 的融资，你会发现不仅把自己逼死了，还把企业都给逼死了。因为地方政府 10% 的融资成本，那么企业融资至少得 15%，就是这么简单。所以你只要把这个理顺了。我觉得中国基建还能做。

很多人认为中国地产的泡沫很大，为什么不破？我觉得很多人混淆了一个概念。这种泡沫是体现在两个方面的，一方面是一线城市特别是北上广深价格的泡沫化，当然我不说它一定会跌，我只是说价格很高。另外一方面是三四线城市供应量的泡沫化。很多人就混淆概念，认

为中国的泡沫是价格又很高，供应量又很大，其实不是。你发现一二线城市特别是一线城市的供应量是不够的，所以为什么一直价格跌不下来，就是因为一线城市并没有供应的泡沫。我甚至觉得不应该用泡沫这个词，但是又没有更好的词来代替，只能说是小泡沫或者虚高吧。三四线城市的人口在不断流出，在校小学生越来越少，但是供应很多，那个地方没有价格泡沫。我去西双版纳，旅游名胜，气候也很好，景色也很好，我去年去，有的楼盘四千块钱还没人买。如果又有价格泡沫，又有供应量泡沫，这个就很危险了，价格又高，供应量又大，这个肯定撑不住。我们其实两部分，一方面是三四线城市价格就是四五千块，有一堆的供应量。另一方面是一线城市，价格虚高，但是需求仍足，供应也不多。中间的，你看像武汉、成都、重庆这种地方都算准一线城市，平均房价不到一万块，有多大泡沫我也不敢讲。

很多人对中国的经济很悲观，我也不会，很乐观，我也不会。三架马车，出口拉不动了，消费是车，不是马。投资里面的三架小马车，其中产能扩张已经过去，只剩下基建跟地产，地产一半玩不动了，三四线城市已经过度供应了；基建也算半架，因为基建投资回报率最高的这些主干线已经修完了，你再修的投资回报率肯定不行了，你再往西部修可能回报率没那么高了，但我觉得还是应该修，因为这是从国家安全的角度应该修，从社会效益的角度应该修，因为这个不修西部永远赶不上东部的。有的东西不能算经济效益的，要算社会效益。经济一定要下台阶的，但是底部在 7%、6%还是 5%，我不知道，但是我相信应该在 5%以上找到支撑的，中国人这么勤劳，大家整天在想着赚钱，没有理由 GDP 比美国还要差吧，美国 2%、3%的增速，我们至少他的两倍，5%、6%。

很多人觉得增速降下来对股市不好，我不这样认为。像日本，日本的投资导向变成消费导向是 1974 年，日本的城镇化到 70%几大概在 1974 年。1974 年之前十年日本的平均 GDP 增长 9%，之后十年 GDP 增长不到 5%，但是从 1974 年到 1990 年日本还有 15 年的股市黄金期。怎么解释这个东西呢？关键在于你之前有很多的储蓄，所以你这个钱本身有理财的需

求。经济增速下来之后，发现再投资的少了。所以就会有一个资产重新配置的问题。原来很多小的地产商赚了钱去拿地，现在小的地产商赚了钱不再拿地了，要做投资了，做什么呢？做点 PE，买点信托，。PE、VC 能有多大容量？你真以为漫山遍野的这些创业企业都能成功啊？很难的。在中国任何一个行业你要想颠覆这个行业老大，哪这么容易。你去做个地产公司，你跟万科、保利竞争看看？你开一个银行，你跟工行、招行竞争看看？你开保险跟平安竞争看看？创业没那么容易的。也就是在互联网少数几个领域。

真正经济增速下来了，对股市不一定不好，为什么？因为经济增速下来了，对资金的需求就下来了，利率就会降低，利率下来的直接影响是什么？市盈率就抬升了。所以这一拨行情应该是利率下降导致的估值抬升，在企业利润这方面你别指望有太高的增长。问题就来了，哪一部分的股票 PE 的提升空间大？股价要翻倍，要么 PE 从 5 倍涨到 10 倍，要么利润从五毛钱涨到一块。现在利润从五毛钱涨到一块钱是很难的。你去查查这些小公司 2010 年、2011 年、2012 年讲的增长故事，看看他在 2013 年、2014 年兑现了没有？让历史告诉未来，在经济放缓的情况下，利润太高的增长是不可能的。

所以这一轮行情的主动力一定是 PE 的抬升，就看 PE 有没有空间。也许 5 倍的东西我搞到 8 倍完全有可能的，甚至行情来搞到 12 倍都可以，但是 70 倍的东西要搞到 100 倍，我不敢说不行，但是难度比较大。我挑的这些股票，从 3 倍涨到 6 倍我能赚 100%，市场炒作的那些现在 70 倍的股票要搞到 140 倍才能赚 100%，你觉得这两个的风险谁大？谁实现的概率高？3 倍的套牢了，70 倍的被套牢了，谁能够解套？而且我买的是行业龙头，竞争地位是没有人能够挑战的。你买的是新兴行业，明年还在不在我都不知道的，这个比较有这么难吗？可惜市场中十个人还有九个人在玩那些高估值的小股票。当然不排除一万个人有一个人能够搞击鼓传花，1000 万搞成 1 亿，这种人也有，但会是你吗？不会是你的。

我认为这波行情的主线还是三点，一点是低估值。第二，在流动性放松和利率下降的过程中，有一个估值重估，这些东西从 4 倍现在已经到了 7 倍了，7 倍涨到 10 倍还是涨到 12 倍？我从来不做这种判断。至少如果今天让我来管钱，我可以在 8 倍以下的估值找到一批很好的股票。我以前管理的组合，曾经有一半的股票平均可能只有 4、5 倍的估值，那些股票过去这一年可能都翻倍了，现在才 7 倍、8 倍，那些股票我还是觉得竞争力还在那里。第三是民间财富的资产配置转换，大家不买信托了，不炒房子了，但是还有一堆钱，不可能都买货币基金。

但是现在的行情，我觉得就是流动性放松导致估值重估，主要的主线不要看利润，利润不可能太好，在今后的一两年内就这样，但是你要看估值扩张还有没有空间，现在从 4 倍搞到 7 倍了，最后能达到 10 倍还是达到 15 倍，都有可能。你拿 7 倍的股票跟 70 倍的创业板比，我可以很坚决的告诉你应该买 7 倍的，至少跌的话 7 倍可以跌 10-20%，70 倍的可以跌 50%。就说这么多。谢谢。

提问：我想请教一下，您觉得这种行情从这个创业板还是从我们说的新兴行业转向蓝筹，您觉得主要的因素是什么？就因为降息吗？还是有什么别的？因为您对一些公司的分析在一年前或者两年前我觉得同样的话也是对的，为什么那时候不涨，我想问一下转变的原因是什么？谢谢。

邱国鹭：最直接的原因肯定是降息，因为一旦降息大家发现说地产这个东西至少能够有底。大家怕中国的房地产会崩盘，房地产如果崩盘，它带动的三四十个行业就不行了，一堆的传统行业坏账就没法估了。但是一旦降息你会发现至少能够撑得住。一次降息，按揭每个月少个几百块的月供，如果连续降息几次呢？市场底部关键要有一个外在的力量能够改变大家的预期，见底时第一炮都是政策，政策是领先于股价，股价领先于基本面，2012 年曾经降过

准，但是后来没持续，政策是没有持续，所以蓝筹股表现 2013 年又不理想了。这次的行情能走多远就取决于降息周期能够持续多久。基本面变化会是滞后的。谢谢。

主持人：今天的报告会到此结束。再此用热烈的掌声感谢邱总。谢谢。

独家对话邱国鹭：招募最优秀基金经理对接最优势资源

久未露面的原南方基金投资总监邱国鹭日前向记者透露了去向。12 月 10 日他在深圳华侨城一家咖啡厅接受经济观察网记者独家访问，称其目前在一家私募基金公司担任 CEO。该公司注册地在上海，并且已在基金业协会备案。

此前，业界盛传邱国鹭去了腾讯和高瓴资本共同打造的互联网公募基金公司，但相关各方都对此事表示不予评论。

经济观察网记者获悉，该私募基金首批基金经理已经到位，其中既有来自公募的原中银基金权益投资总监孙庆瑞，也包括一位擅长集中投资的民家高手，甚至还有曾经在高瓴资本任职过的资深投研人士。

尽管不愿意透露已经到位的所有基金经理名单，但邱国鹭告诉记者，招募的都是各个领域长期投资业绩名列前茅的顶尖高手。而这些牛人之所以愿意聚拢至邱国鹭明星基金经理平台的麾下，主要因为公司采取了创新性的激励机制，将三分之二的业绩提成归基金经理所有。他说“这种待遇不但公募基金，就连多数私募也难以做到”。

邱国鹭介绍说，把人才招进来之后，平台将为其对接稳定的资金，和搭建超强的投研团队，让投资经理集中全部精力去打理所管理的基金。另据经济观察网了解，孙庆瑞已加盟该平台半年，以她名字命名的第一个产品庆瑞一号或在近期发行。

经济观察网：这个私募基金公司和传统的公募和私募有什么差别？

邱国鹭：简单来说我们就是一个明星基金经理平台，通过一系列激励机制把业内最顶尖的投资经理招募过来，对接最好的资源，创造条件让他们出业绩。

比如孙庆瑞，曾担任中银基金权益投资总监。从业 13 年，才三十多岁，就已经拿过三次五年金牛奖，而业内唯一拿过四次五年金牛奖的人是王亚伟。她还拿过十年金牛特别奖，基金行业成立 16 年来一共只有 9 个人获此殊荣。孙庆瑞累计业绩在 200 多个同业中排名第三，并且从 2007 年到 2013 年每个会计年度业绩都排在前四分之一，非常稳定。孙其实是在 4000 多点的高位开始接手管理产品的，六年多期间上证指数跌去了一半，但她管理的基金仍创造了很好的正收益。

经济观察网：传统私募不是也有很多出身公募的基金经理吗？

邱国鹭：除了公募基金经理，我们还招私募基金经理、民间高手，海外对冲基金经理和国外大投行的明星交易员，这是一个大平台战略。

我们挑选人才不问出身，只问能力。比如我们招了一个最早做快消品销售的民间高手。他 2003 年辞职出来用几万块钱起家，重点研究消费、医药和零售领域，并且持股很集中，经常百分之八十的资金就只买一只股票。我们从其交易的券商营业部得知，这位高手 2009 年至今的回报接近 30 倍，这对一个从来不买小股票、坚持在消费品领域做价值投资的个人投资者来说很不容易。他把几乎全部身家都放在股市中，通过股票投资实现了财务自由。

我们的第三个基金经理曾经在高瓴资本工作多年，是其投研团队的资深成员，前不久刚从高瓴离职。

经济观察网：民间高手是被新平台吸引，自己找来的吗？

邱国鹭：不是。是我看了他发在网上的一些博客文章，发现他对行业的理解不亚于任何买方和卖方的研究员和基金经理，才和他主动联系的。

我们招聘人才真是不拘一格，学历我们并不看重。我们主要通过熟人去寻觅人才，比如我过去八个多月见了两百多个优秀人才。我们想要的人才都是自己主动去找他的，不通过猎头，也不等人家来找我。招聘的公募基金经理的起点一般都要求累计 5 年业绩同业排名前 3%，门槛非常高。

经济观察网：这些顶尖高手为什么要加盟您这个新平台呢？您开出了什么条件？

邱国鹭：因为我们创新的激励机制对人才更有吸引力。

具体而言，创新主要集中在如下方面：

首先在分配机制上，基金经理能拿到业绩提成的三分之二，这几乎是平台初期的全部利润。

公募行业我就不说了，很多私募创始人把运营成本、人工成本、渠道费用等扣掉，也拿不到业绩提成的三分之二。所以我们招的基金经理的层次是不亚于绝大多数私募创始人，他们每个人都具备成立一家独立的二三十亿规模的私募基金的能力。

其次，我们这个平台可以给基金经理提供一系列资源，包括帮他对接最稳定的资本，提供产品的发行渠道，帮助他打造品牌。说到品牌，我们让投资经理用自己的名字给所发的产品命名。其实这是国外金融企业的惯例，大家都知道的，比较成功的高盛和美林都是两个合伙人的名字。

基金经理为名誉而战，这点非常重要，一能保证基金经理职业的稳定性，因为表明我们不用短期业绩去评价他。二来给市场传达了基金经理业绩是有稳定预期的这么一种信息。

经济观察网：上述激励机制在业内的高是较高的，但光靠这些就一定能保证投资经理的状态吗？明星公募基金经理也有不少自己出来单干业绩一落千丈的。

邱国鹭：我们能为进来的基金经理配备超强的投研团队、运营、IT 和风控等，这些我们都只招业内一流人才。这样基金经理没必要出去干个体户。我是做过 4 年对冲基金的创业的，我知道很多私募公司创始人要花费大量的时间和精力处理不少杂事。

还有跟投机制。我要求基金经理除了自住或者父母住的第一二套房，其他大部分资产投到自己管理的基金中去。这样才能保证基金经理的利益跟基金持有人相一致。

之后是设立奖金递延机制。基金经理的奖金在一定比例以下可以马上消费，而超过的部分则要再投回基金中去，分若干年才能拿回。

再就是诚信保证金制度，来源就是刚才所说的递延奖金。如果将来发生老鼠仓或者内幕交易，这个钱是可以没收的。当然这种情况几乎不会发生，因为我们平台上的基金经理依靠提成就可以拿非常优厚的收入，站着把钱赚了。

整套制度结合在一起等于解决了基金行业的所有痛点，例如人才流失、激励不到位、短期行为、诚信危机等问题，全都解决了。

经济观察网：8个月隐身，在股市返牛之际出山，是想抓住这波行情把团队迅速做大吗？

邱国鹭：我们的团队在行情起来前就招募了，这个公司已经运作多时，我们只是低调不宣传而已。目前管理的产品和投顾的资产总规模已经 50 亿了，在私募基金中算是规模很大的，我们没有追求规模的动力。我们也不想要太多基金经理，我们强调，人少而精。预期陆续将有 10 位左右像孙庆瑞这样优秀的基金经理加盟。我们不追求规模，但是，如果每个投资经理都独立管理二三十亿的产品，我们的规模可以很快跨越百亿，这是平台战略的商业模式决定的。规模不是我们追求的目标，只是发展的自然结果。我们的目标是为客户创造收益。

邱国鹭重出江湖打造顶尖私募平台

著名投资人邱国鹭在辞去南方基金公司投委会主席、投资总监职位 8 个月之后，重出江湖。

日前，在深圳，记者见到了身穿米色夹克、低调朴素的邱国鹭，他说话语速稍快，一如既往充满激情。

找最优秀的人

邱国鹭目前的身份是上海一家私募基金公司的 CEO，该公司已在中国证券投资基金业协会注册备案。尽管他们很低调，但是由于平台上聚集了一些业内最优秀的基金经理，仍然不断有大宗资金主动找上门来。目前管理产品与投顾的规模在 50 亿左右，能达到这一规模的私募公司并不多见。

对于这家公司的名字和股东背景，邱国鹭却表示不便透露，“大家很快就会知道，因为我们将在近期发行产品。”他笑着说。

过去 8 个多月来，邱国鹭一直忙于寻找各路投资高手，“这段时间我至少见了 200 个各种领域的优秀人才，一个一个地谈。”邱国鹭告诉记者，为了做到心中有数，他们团队对各类型投资中最优秀的投资经理都做了排行榜。

这无疑是一个具有强大吸引力的平台，前中银基金权益投资总监孙庆瑞将成为邱国鹭平台上第一个发行产品的明星基金经理。孙庆瑞有着辉煌的战绩，从 2007 年 8 月-2013 年 8 月，她管理的中银中国基金六年累计业绩在 200 多只偏股基金中排名第三，在同期上证指数下跌了 58.48% 的背景下获得了 43.03% 的正收益，体现了在漫长熊市中获取绝对收益的能力。更难能可贵的是，这个基金具有很高的业绩稳定性，孙庆瑞也成为业内获各种大奖最多的基金经理之一。

邱国鹭表示，公司挑选人才不拘一格、唯才是举，该平台计划发行的第二只产品的投资经理可能会是一个民间高手，“他曾经做过快消品的销售员，后来专职做消费类股票，他给我看的券商交易记录显示，从 2009 年到现在的账户总值增长了近 30 倍。难得的是，他不短炒，也不做创业板和小股票，只做消费、零售、医药类龙头公司，而且是长期投资、集中投资，经常 80% 的资金投一家公司。”邱国鹭招人标准很高，对公募基金经理一般要求 5 年期排名

前 3%，而且要求业绩的稳定性强。“我们要寻找的是见过牛熊转换、风格变迁的长跑冠军。”

此外，他还正在招募一些海外对冲基金的人才和国际投行的明星交易员。

“优秀的投资人才，是最稀缺的资源”，这是邱国鹭反复提及的一句话，在他看来，中国资产管理业发展空间非常广阔，人才的稀缺性将越来越凸现，“所以，我们要先下手为强，把最顶尖的人才招募过来。”他说，“今后数月，我们将有多位像孙庆瑞这样长期业绩领先的明星投资经理陆续加入平台。”

给最好的机制和资源

邱国鹭计划从私募起步，条件成熟时也可能进入公募行业。他的目标不是做一家普通的基金，而是要做一个明星投资经理的平台。

在邱国鹭看来，最关键的是要回归投资的本源，给最优秀的投资人才创造最好的条件，为此，公司会将 2/3 的业绩提成全部分给基金经理，这几乎是公司初创期的所有利润。“公司暂时没有赚钱的考虑，重点是要打造一个明星基金经理的平台，把最牛的基金经理请来，给他们配备最好的研究支持、渠道资源、品牌背书、资本对接和运营维护。让他们从琐事中解脱出来，把所有精力都放在投资上。”

为了突出明星基金经理的重要性，公司发行产品会以基金经理的名字命名，比如为孙庆瑞发行的产品，就叫庆瑞一号。“像美国的高盛、美林，高和盛是人名，美和林也是人名，以基金经理个人的名字命名，可以强调基金经理的荣誉感和归属感，强化长期思维，我们跟基金经理是想合作 20 年 30 年的。”邱国鹭表示，为了实现基金经理利益与客户利益完全一致，公司建立了相应的机制：一是跟投机制，除了第一和第二套房，基金经理个人资产的大部分要投到自己管理的产品中；二是奖金递延机制，基金经理每年奖金的相当一部分要投回到自己的产品；三是诚信保证金机制，如果基金经理有老鼠仓等违法违规行为，可以把诚信保证金扣下来。

找来最好的基金经理，还要配备最好的研究员。邱国鹭表示，公司对研究员也有很好的机制，基金经理的业绩提成中会拿出一部分直接奖励研究员。如果研究员三年做得好，可以拿到公司股权，还可以发行业基金，跟其它基金经理一样拿 2/3 的业绩提成。

邱国鹭表示，未来公司发展公募业务也会采取灵活的机制，“现在业内大型公募公司的利润率大约在 30%，我们会将这部分利润全部用于基金经理的激励。”在他看来，目前中国基金业资本的话语权太大，而资产管理业是一个以人为本的行业，“像欧洲足球，俱乐部可能不赚钱，球星一定赚大钱；电影不一定赚钱，但电影明星也会赚大钱。”邱国鹭表示，理顺机制，释放投资经理个人的能力，是资产管理公司制胜的法宝。

较早前，坊间曾传出腾讯和高瓴资本拟合资注册一家公募基金公司的消息，邱国鹭将担任总经理。记者向邱国鹭求证这一传闻，他微笑不语。不过，邱国鹭的新书《投资中最简单的事》就是由刚刚被评为 2014 年最佳私募股权投资家的高瓴资本创始人张磊作序。这本书一上市就占据金融投资类新书畅销榜榜首，书中所推荐的以金融地产为代表的低估值蓝筹股，也在近期的市场行情中大放异彩。

邱国鹭告诉记者，在产品运行一两年之后，会考虑帮助基金经理对接国内外最优质的机构，引进超长期资本。邱国鹭拥有令人艳羡的履历，31 岁成为 60 亿美元基金公司合伙人，33 岁获得大型金融集团的种子资本创立跨国对冲基金，36 岁成为 2800 亿元公募基金投资总监，广受国内外机构投资人的认可，在投资界的影响力不容置疑。

从私募到公募，从国内到国际，邱国鹭的创业路径已经清晰可见，这可能将是一个震撼整个投资管理界的明星平台。