这篇文章介绍了很多内容，我觉得，亮点是宏观和微观的结合，宏观只有一个alpha，但微观有好多个。

大禾投资是过去几年一家迅速崛起的私募基金，其基金经理胡鲁滨也是笔者认识十年的好友。我们也想知道，大禾投资如何在过去几年市场的熊市中，还能逆势增长。背后的答案，就是对于深度价值投资的践行。

胡鲁滨认为，价值投资就是拿50元现金去买价值100元的东西，这里面的难点是定价，这个资产到底值不值100元。定价的基础是企业能赚到的现金流贴现。要了解未来的现金流，必须对公司商业模式、产品、空间、周期性等进行深入研究。

**价值投资的核心是资产定价**

我知道你是一个价值投资者，但过去几年“价值投资”这四个字，似乎人人都在说，你是如何理解价值投资的？

 胡鲁滨  价值投资的道理很简单，就是拿50元的现金去买价值100元的东西。这里面，50元的现金是确定的。难点是给资产定价。这里面怎么测算一个企业的现金流，是一个难题。这是一个复杂而又具体的问题。你需要深入下去感受这门生意，不感受这门生意，就无法体会这个公司的力度。

有的生意看起来不是那么高大上，但其实很赚钱。需要把很多生意，从生意人角度想清楚。我自己的观察发现，真正从生意本质去思考的人不多。这条赛道并不拥挤。具体来说，我们从几个角度来判断公司的价值：

1. 产品的本质和商业模式。产品给消费者提供了什么？比如房屋有居住属性，白酒有社交属性，服装有时尚和舒适属性等等。了解产品的本质，对于理解商业模式很有帮助。我们需要考虑的是，公司的商业模式是否会被替代。包括消费者偏好的变化、销售模式的变化、技术的变化、生产方式的变化等。

2. 优势企业是否具有显著优势获取超额利润。有些企业的优势在规模效应带来更低的成本，有些企业具有强品牌优势，也有一些企业客户转换成本很高，还有一些企业有天然的垄断特征（比如高速公路、机场、铁路等）。从中去判断，优秀的公司是否能比普通的企业获得更高利润。

3. 行业空间和周期性。产品渗透率对应行业空间是否能继续增长，企业的竞争优势对应其市场份额能否继续扩张。我们还要理解行业的周期性，企业在周期性底部和顶部，对应的盈利水平有巨大差异。一个公司的价值，是由一定时间范围内获取的利润总额决定的，这其中有高景气期，也有不景气的时候。不能过于静态去看周期性。

所以资产定价在操作中，有许多不同的角度。我认为这更像一个复杂的系统科学题。在现实中，可能找到误差很小的答案，但你只能接近，永远不能一样。这时候，留一个安全边际就好了。我们觉得的安全边际，是一种很审慎的估算方式。我们关注的是企业创造自由现金流（最后要可以分给股东）的能力，而不是股价本身的短期波动。

也就是说，看一个公司，你会更加看重一个企业的现金流？

胡鲁滨  我们看公司更加重视股东的利润，这个利润必须是现金流，不是财务上的账面利润。现在有大量的公司，其实他的利润是拿不到的。这些账面利润都变成了公司的固定资产投资。比如有一家电子元器件的牛股，这么多年赚的利润都变成了资本开支。这种公司的股东从成立到现在都是没有自由现金的。

我喜欢的公司是能赚到钱，而且是真金白银的现金流，不太需要追加投资的。而且这个钱，公司又愿意和小股东分享，这是我们能获利的核心点。除此以外，我们认为所有其他的获利本质上都是一种投机，而不是实实在在的投资。这是我们整个投资的出发点。

我们公司到现在为止真正重仓且对业绩有重大贡献的股票，也就几只股票。这些股票我们在建仓的时候市盈率都很低（以目前的业绩看），本质上我们的收益是来自标的公司的现金流、成长性、最重点的是稳定性（能够持续增长）。

那么稳定性的判断主要就是理解一个公司的商业模式，只有理解透了一个公司的商业模式你才能知道哪些管理团队在做正确的事情。我们为了理解透一个公司的商业模式会做大量的工作，包括对同行业上市的公司、没上市的公司，它们的经销商、加盟商、供应商以及竞争对手，进行360度的研究。当把所有工作都做到位的时候，真正好的投资机会自然而然就跳出来了，会很清晰的摆在面前，不太会有很纠结的情况，这也是我们会重仓某些标的的原因。

能否举一个例子，说说你喜欢什么样的公司？

 胡鲁滨  我拿炸油条的店铺举一个例子。中国人早饭都爱吃油条，但真正能把油条炸好的店铺很少。假设有两家油条铺，第一家一上来就快速开店，通过广告吸引客户来吃。第二家兢兢业业研究怎么把油条炸好，放多少面粉多少水。一开始，第一家店的报表会很好看。但是时间一长，第二家店把产品做好了，会开始排队，再慢慢扩张。长期来看，第二家店和第一家店形成了巨大差异。最终第二家扎扎实实炸油条的店铺，可能积累出了炸油条的技术，而且形成了口碑。这个壁垒是第一家店铺十年都赶不上的。

如果这个店铺变成了一个上市公司，你愿意去投吗？产品好、愿意做长期的事情、形成口碑，而且管理层可能也很敬业。我们就是要把这种公司找出来。好的公司，不是一两句话能说清楚的，但一定有好公司的特质。

我喜欢那种能创造社会价值的公司，顺便在稍微创造一些股东价值。天下所有的事情，其实都很简单，是我们想的太复杂了。

判断公司的信息很多，你如何找到真正有效的信息？

 胡鲁滨  真正有效的信息是对企业价值，也就是未来可持续分红的判断。所有的信息收集和逻辑推理都是佐证这一点。

**多看历史，尊重常识**

如何对于一个公司的稳定性判断正确，许多我们以为稳定增长的公司，其实结果没那么靠谱？

 胡鲁滨  我们要多看公司历史，从这个角度来反证公司是否能稳定增长。看了许多公司的衰亡，就能明白为什么这家公司不行。第二点，从常识出发，加上简单的逻辑。当然这种做法会面临黑天鹅的问题。这也回到了第一点，多看不同公司的历史来保护。你看的多了，就知道什么公司好，什么公司不好。这里面正向论证更重要。

你非常注重规模经济效应，你怎么理解市占率和盈利的关系？有些行业集中度高，但赚钱很难，有些行业集中度低，但大家都赚钱？比如啤酒和白酒的不同。

 胡鲁滨  对于白酒这种产品，不需要很高的市占率。奢侈品不需要市占率，无论是珠宝、白酒、还是古玩。王羲之的字画，市占率很低的，但绝对不影响他的价值。奢侈品讲究的是品味和品质。这种口碑一旦形成后，要超越是非常难的。口碑要形成，是有深刻原因。而且口碑相传，也需要漫长时间。这种行业是不要市占率。

产品差异不大的，需要市占率。在生产和销售环节，需要规模效应。有些行业边际成本为零，比如软件企业、芯片设计企业、互联网企业等，需要规模效应。

地产公司需要规模经济，但我们现实中看到很多规模很小地产公司，活得依然很舒服。虽然规模有帮助，这些优势挡不住一些大公司的劣势。餐饮也明显，有些单店能活100年。

**研究最好的公司**

你眼中的好公司，应该是怎么样的？

 胡鲁滨  ROE高，资产负债率低，优势很清晰。优势在很长时间内，别人无法超越。再加上优秀的管理团队，对生意本质理解，不停做正确的事情，把优势扩大。

从你的标准出发，能选到的好公司很少，你的股票池是不是关注的公司很少？

 胡鲁滨  我们关注很多公司，包括一些没上市的，还有一些在海外上市的。有些公司我不能投，但还要去研究，通过研究适当拓展能力圈。博学和深思是相辅相成的。深思到一定程度，必须要博学。金字塔的塔尖，你需要巨大的塔基才稳固。

你要是没进过城，你不知道什么叫繁华。夜郎自大，就是不知道什么是好。你没见过贝索斯，你就不知道什么是真正优秀的零售企业。我们花大量时间研究最优秀的公司。

就像你采访基金经理没多久时间，也访谈了100多个基金经理了。我也是如此，就把几千家公司一家家看，有时候产品同质化的公司，看一家就能把另外几家都搞明白。这里面，也没有其他的捷径。

前面你提到了安全边际，如何定义真正安全的投资标的？

 胡鲁滨  我觉得真正的安全，是一个简化的估值方法，然后怎么算都比你的价格要高。

安全边际并非市盈率低。市盈率对股东意义不大，只有分红才对股东有意义。

过去几年收益率不错，你认为你比别人在哪些方面做得更好？

 胡鲁滨  我没有想过这个问题。模模糊糊说一些，可能更加纯粹，简单一些。把投资理解为赚钱。不去迎合客户。迎合客户，在投资中会损失很多。长期以客户利益为导向。就像做医生，不能问病人怎么抉择，应该让医生决策。

**通过专注构建护城河**

你认为自己做价值投资的竞争优势是什么？

 胡鲁滨  没想过这个问题。可能我比较专注在研究公司这件事情上。这些研究，可能要10年以后才能带来回报。我花很多时间大量重复这一件事情。对于我而言，不会把投资搞那么复杂。通过持续专注，积累自己认知上的竞争优势。

其实投资是一件满枯燥的事情。你需要收集信息，梳理逻辑，这些都是很枯燥的。

价值投资是不知道股票会不会快速上涨，你怎么对抗时间的考验？

胡鲁滨  我想的比较简单，好公司赚钱不是天经地义吗？就像前面炸油条的例子，如果这个公司一年1亿利润，作价10亿卖给你，你买了难道会不放心吗？就像你只要每篇文章都写的很好，未来赚大钱也是天经地义啊，可能成为非常出色的财经作家。

中国这么大的市场，不用担心有本事赚不到钱。

你的出身是看宏观策略，但做投资是明显的自下而上，为什么会这样？

 胡鲁滨  其实自上而下是非常严谨的工程学，研究难度很大。不是讲故事，是非常严谨的数据分析。现在一些宏观研究，没有很强的数据和模型，不是最严谨的宏观经济分析。大家听得懂的，不一定是好东西。做宏观研究和个股研究相通的，都有很严谨的数据逻辑，大量历史研究。和研究股票差不多，有大量的假说与求证。

但是这么做下来，宏观能带来的Alpha太少了，就那么一个。个股有3000多个相对独立的Alpha。把精力花在个股的Alpha挖掘，性价比更高。

如何看持股比较集中这个问题？

 胡鲁滨  这个是一个结果。我内心是希望更加分散。从体验上，分散内心会舒服。但投资不是为了舒服，而是理性。有时候分散也等于懒惰。有时候你承担一点焦虑，带来的回报是巨高无比的。持股集中的安全边际和预期收益率也可以很高。

我们买标的出发点就是盈利。什么是安全边际，就是一个公司就算什么都做不成，也有目前的市值。但是如果做成了，市值能翻几倍，可能这个概率有50%。假设今天再有1000亿市值的茅台放在你眼前，这时候难道不应该集中吗？巴菲特管那么大的钱，前五大持仓占比也有60%。

投资其实是具体一个个的问题，不是理论问题，而是实践问题。平时我们很少想价值投资这四个字。投资，就看生意的本质。