

a mindstyle
business 与思想有关

THE **SIMPLE** THINGS
IN **INVESTMENT**

投资中最简单的事

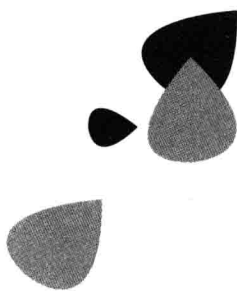
60亿美元私募基金合伙人 / 跨国对冲基金创始人 / 2800亿元公募基金投资总监
22年投资经验凝聚之首部作品

邱国鹭◎著

高瓴资本董事长 张磊 作序推荐



中国人民大学出版社
China Renmin University Press



THE SIMPLE THINGS IN
INVESTMENT
投资中最简单的事

邱国鹭◎著



微信扫码，领取作者独家讲义

中国人民大学出版社
·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

投资中最简单的事 / 邱国鹭著 . —北京: 中国人民大学出版社, 2014.10
ISBN 978-7-300-19623-7

I . ①投… II . ①邱… III . ①投资 - 通俗读物 IV . ① F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 155716 号

上架指导: 金融投资 / 个人理财

版权所有, 侵权必究

本书法律顾问

北京诚英律师事务所 吴京菁律师

北京市证信律师事务所 李云翔律师



投资中最简单的事

邱国鹭 著

Touzi zhong Zui Jiandan de Shi

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街31号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京中印联印务有限公司

规 格 170 mm × 230 mm 16 开本

版 次 2014 年 10 月第 1 版

印 张 15 插页 1

印 次 2015 年 3 月第 5 次印刷

字 数 182 000

定 价 45.90 元

版权所有

侵权必究

印装差错

负责调换

天下武林，林林总总。名门正宗如少林武当，诚然名扬天下，而武林之大，但凡修得暗镖神剑者，亦可独步江湖。所以门派无尊贵，只有适合不适合。本序开宗明义：即使最成功的投资人，也要心胸坦荡，认识到自我局限，不可以名门正宗自居，须认识到获得真理是一个学无止境、永远追求的过程。

十八般武艺样样精通，仅出现在武侠传说中。对一个普通理性投资者来说，如何走一个心灵宁静（peace of mind）、越走越宽的康庄大道，国鹭这本《投资中最简单的事》呈现了一个最直白、最真实、最给力的阐述。

我对国鹭的景仰，除了他追求真理的真实性情以外，便是其极强的自我约束力和发自内心的受托人（fiduciary）责任感。记得看过一个研究报告，发现成功与智商等等关系都不大，但与儿时就展现的自我控制力有极大的关系。实验中几个小朋友每人分得一个糖果，并被告知如果现在不吃，等到几个小时后大人回来，可以拿到更多的糖果。结果有的忍不住，就先吃了眼前的一个，后来再也没有糖果吃。而能够忍住眼前诱惑，等到最后的，则得到了几倍的收获。跟踪研究发现，

那些儿时就展现出自我约束力的小朋友后期成功的可能性大大提高。在多数人都醉心于“即时满足”（instant gratification）的世界里，懂得用“延迟满足”（delayed gratification）去做交易的人，已先胜一筹了。

“我宁愿丢掉客户，也不愿丢掉客户的钱。”这种极致的受托人理念不是每个投资人都有勇气践行的，但是路遥知马力，坚持下去，必会得到投资人的长期支持和信赖。正如国鹭所言，“理性只会迟到，但不会缺席。”

高瓴资本的成立初衷就是选择一群有意思的人做一些有意思的事。我们所坚持的“守正用奇”在书中得到了最好的印证：坚持价值投资的理念，但同时主流观点保持质疑和求证的精神；清醒地认识到能力圈的边界，但同时不断地挑战自我，去开拓新的未知世界。所以我们提出了投资团队的好奇、独立、诚实。在热点纷呈的中国一二级资本市场，如果没有定力，不能保持智力上的独立与诚实，很难不随波逐流。同时，如果不始终保持和发掘好奇心，很难在这么高强度的工作中保持青春与活力。

“The No.1 rule of the game is to stay in the game”。投资这个游戏的第一条规则就是得能够玩下去。再好的投资理念都要放到实践中去验证。长期投资、逆向投资最大的敌人是价值陷阱。即使再伟大的投资人，犯错误都是必然的。能否把犯错误的代价控制到一定风险范围内，是甄选出一个成熟投资人的关键。“君子不立危墙之下。”虽然各种投资方法都有可能产生好的投资回报，但其中隐含的风险是大不相同的。大多数情况下，国鹭书中所阐述的价值投资和逆向投资理念都是减少风险（derisk）的好方法。

最后，还是要有个好心境、好家庭、好身体。投资到最后，反映的是你个人的真实性情和价值观。健康的环境和心情是长期修行的结果。成功诚然需要运气和际遇的配合，但能否幸福地去做投资则掌握在你自己手里。

如果有机会的话，这本书希望孩子们也来读。

张磊

于加州 Lake Tahoe, 2014 年夏

我投身股市已经 22 年，进入基金行业担任职业投资人也已经 15 年了，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。在市场的风风雨雨中，我时常会有感而发，产生提笔写些什么的想法，却总是没能实现。

三年前开始写微博时，本来只想为自己散乱的投资思考留下只言片语，却意外地得到了各方朋友的支持和认可。几篇即兴写就的长微博，居然也都有三四千次转发和三四百万次阅读，着实让我惊讶。许多良师益友也一直劝我出本书，把近年写下的文章和随笔汇集成册，便于各方朋友阅读和指正。

这本书起名为《投资中最简单的事》，字面上看是对于霍华德·马克斯的《投资最重要的事》的东施效颦之举，但也有背后的深义。投资本身是一件很复杂的事，宏观上涉及国家的政治、经济、历史、军事，中观上涉及行业格局演变、产业技术进步、上下游产业链变迁，微观上涉及企业的发展战略、公司

治理、管理层素质、财务状况、产品创新、营销策略等方方面面。我们固然可以通过金融学、经济学、心理学、会计学、统计学、社会学、企业管理学等跨学科的综合知识体系来应对这个复杂的问题，但是，是否可以化繁为简、直接追问什么才是投资的本质？有没有一些简单可行的法则和工具能够让我们直接触及投资的本质？既然投资有太多复杂的因素难以把握，我们能不能只试着去把握那些能够把握的最简单的事，把那些不能把握的复杂因素留给运气和概率？

在从业余炒股者成长为职业投资人的过程中，我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。这期间我也认识了投资风格各异的成功人士，意识到每个人的性格、经验、学识和能力决定了最适合他的投资方式，不论哪种投资方法，只要做到精、做到深、做到专，就能立于不败之地。然而，我在实践中也深深地体会到，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，因此它成为了我职业生涯中一直坚持使用的投资方式。

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 是股票今天的价格， 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，

都是希望现在以五毛钱的价格购买未来价值一元钱的企业 ($P_0 \ll V_n$)，两者的区别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企业未来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 ，但这种投资需要预测未来的远见，只有极少数的人能够做到。价值投资的价值支撑主要来自企业现有资产、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 ，这种投资需要分析现在，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，但只要认识到了局限性的存在，就可以在一定程度上摆脱它的制约。我对自己的局限性是这样认识的：我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；我更擅长在变化中寻找不变，而不擅长在不变中寻找变化。意识到这种局限性的存在之后，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。

比如，我把选股的要素简化为估值、品质和时机，并且淡化了时机的重要性（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”这个相对简单的问题。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，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”。举例来说，对于餐饮业而言，回头客多、翻台率高、坪效高的就是“好公司”；对于连锁零售业而言，同店增长高、开店速度快、应收账款低的就是“好公司”；对于制造业而言，规模大、成本低、存货少的就是“好公司”。

另外，我还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，发现“价格合理的伟大公司”的难度远远超过寻找“价格被低估的普通公司”。

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：一是做的是自己可以不断复制的事情，比如麦当劳和星巴克可以不断地跨区域开新店，在全世界成功复制；二是做的是别人不可能复制的事情，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，增长再快也很难找投资标的，不妨等待行业“内战”结束、赢家产生后再做投资。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、茅台等企业在十年前就已经是各自行业里的赢家了，但是十年来它们的涨幅依然惊人。

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，投资领域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，但是爆炒之后常是暴跌，因此对于如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。**这些规律性的东西虽然看起来是投资**

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产生大的差异——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。虽然两次质疑相隔了14年，但是其中的相似之处如此之多，以至于人们不得不感叹人性的亘古不变。虽然科学技术的进步日新月异，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不过是历史的健忘。

我想把这本书献给我的父亲邱华炳。父亲是位大学教师，一生潜心学术、著作等身，学生遍布金融、财税、经济的各个领域。因为父亲，我在成长之初就近距离地接触到许多之后的业界精英并向他们学习。不论是在专业还是生活上，父亲都是我不折不扣的启蒙老师，他总是教育我做事先做人，要常怀感恩之心，要多读书，不在于积累知识而在于培养能力。父亲去世已经十多年了，但是每次遇到他以前的学生，许多人依然清晰地记得父亲说过的话和言谈举止的细节，他们流露出来的真挚情感和深切怀念，总令我感动不已。本书的稿酬将全部捐给父亲生前从事的教育事业和关心的家乡公益事业。

最后，要特别感谢高瓴资本的张磊先生百忙中为本书作序。张磊先生是我最钦佩的投资人，他对行业规律的深刻理解、对企业品质的深入剖析、对格局变化的前瞻性把握都是非常值得我学习的地方，他的序言无疑为本书增色许多。同时，我也衷心感谢巴曙松、詹余引、陈鸿桥、裘国根和赵丹阳等良师益友们拨冗为本书所写的推荐语。韩海峰做了许多协助文字整理的细致工作，在此一并致谢。另外，要特别感谢湛庐文

投资中最简单的事

化的精心编辑，使原本杂乱无章的众多内容升华成一本脉络清晰的书。

谨以此书与所有的投资人共勉。由于本书由不同时间点所写的文章、随笔和演讲实录汇集而成，所作的一些判断和评论都带有鲜明的时间烙印和特定背景，请广大读者在阅读时注意甄别。由于作者水平有限，疏漏在所难免，不足之处，欢迎各方朋友们批评指正。

邱国鹭

2014年7月

推荐序 /I

自序 /IV

第一部分 投资理念

01 以实业的眼光做投资 /3

02 人弃我取，逆向投资的关键 /15

03 便宜是硬道理 /27

【投资随想录】 硬币的两面
遛狗理论
个例与规律

第二部分 投资方法

04 投资的三个基本问题 /51

05 宁数月亮，不数星星 /85

06 经验就像旧衣服 /91

【投资随想录】 扑克与投资
投资眼光
股票式债券

第三部分 投资风险

07 价值陷阱与成长陷阱 /103

08 真假风险与安全边际 /111

09 价值投资的局限性 /121

【投资随想录】 往事如烟
几句废话

第四部分 投资策略

10 四种周期、三种杠杆，行业轮动时机的把握 /137

11 未来 10 年：投资路在何方 /145

12 对冲中国：机遇与挑战 /155

【投资随想录】 投资大白话
国家竞争优势
《美国士兵守则》的投资解读

第五部分 投资心理学

13 人性的弱点：投资者常见的心理误区 /175

14 后视镜 /179

15 傻瓜定价说 /181

16 这次不同了 /182

17 树动风动心动 /184

18 知易行难 /185

附录 投资访谈

- 投资需要逆向思维 /189
- A股市场是价值投资者的乐土 /195
- “超额收益主要来自行业配置，国内啤酒业
已至拐点” /199
- “狼性3号”：一种是跑得快的人，另一种是
熬得住的人 /205
- 投资戒盲目，慎选“风口的猪” /209

后记 /215



THE SIMPLE THINGS
IN INVESTMENT

第一部分
投资理念

我的投资哲学就是买别人不买的
东西，在没人买的时候买。

卡尔·伊坎

