

价值投资 高毅资产作品

# 投资中 不简单的事

邱国鹭 邓晓峰 卓利伟 孙庆瑞 冯柳 等◎著

高瓴资本创始人张磊作序推荐

HARD THINGS  
IN INVESTMENT

人民出版社



HARD THINGS  
IN INVESTMENT

# 投资中不简单的事

邱国鹭 邓晓峰 卓利伟 孙庆瑞 冯柳 等◎著



## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

投资中不简单的事 / 邱国鹭等著. — 成都: 四川人民出版社, 2018.1  
ISBN 978-7-220-10664-4

I. ①投… II. ①邱… III. ①投资—基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字 (2017) 第325540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 北京市盈科律师事务所 崔爽律师  
张雅琴律师


TOUZI ZHONG BUJIANDAN DE SHI

## 投资中不简单的事

邱国鹭 邓晓峰 卓利伟 孙庆瑞 冯柳 等著

责任编辑: 吴焕姣 薛玉茹 张东升

版式设计:  杨静玉

封面设计:  零创意文化

责任印制: 王俊

---

四川人民出版社出版

(成都市槐树街2号 610031)

石家庄继文印刷有限公司印刷 新华书店经销

字数 312 千字 720 毫米 × 965 毫米 1/16 21.25 印张 1 插页

2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-220-10664-4

定价: 69.90 元

---

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书部分或全部内容

版权所有, 侵权必究

本书若有质量问题, 请与本公司图书销售中心联系调换。电话: 010-56676356

# 中国价值投资实践的启示录

张磊

高瓴资本创始人

HARD THINGS  
IN INVESTMENT

推荐序



这是6位价值投资者在中国资本市场实践价值投资的启示录，也是中国企业和中国企业家持续创新成长的全景图。与邱国鹭、邓晓峰、卓利伟、孙庆瑞、冯柳、王世宏这6位投资人早已相识，他们每位都有着令我景仰的人格魅力和智慧学识，并且他们有一个共同的特点：对真理的诚实追求、对自我的谦逊反省、对企业家精神的至诚笃信。我想，可能正是这些让他们走到了一起，在自主创办的“投资俱乐部”中“围炉夜话”，正所谓：“木落水尽千崖枯，迥然吾亦见真吾。坐对韦编灯动壁，高歌夜半雪压庐。”

许多人在想，这6位“身怀绝技”又“宝剑藏锋”的投资人，究竟因何掌故、为何机缘懂得价值投资？又是怎样不断学习、坚持训练从而深谙价值投资？对于更多研究者和投资人而言，需要怎样的方法、框架，乃至怎样的心态、秉性去理解价值投资？是否能够习得一二？幸运的是，《投资中不简单的事》以娓娓道来的方式，毫无保留地讲述了6位投资人的思想理念和实践历程。这种开诚布公的分享，值得由衷称赞。

对于投资来说，简单和简单的事或许相似：如

何保持内心的平静，在不断的市场诘问和自我拷问中，不随波逐流，最需要的是深植行业、企业及市场的卓越研究能力和强大自我约束的投资初心。

“找到最好的公司，做时间的朋友”，这是对价值投资最好的诠释之一。投资回报的本质是作为企业所有者，获得管理团队为企业创新成长带来的价值积累。人们往往感慨，投资最贵的不是钱，而是时间。愿意付出更多的时间去研究，去持有，去陪伴企业的成长，即“花足够多的时间，做最好公司的朋友”。这种长期坚持和信赖，来源于充分的理性判断和风险认知，以及发自内心的勇气和诚实。

“更多的研究是为了更少的决策，只有在更少的、更重要的变量分析上持续做到最好，才是提高投资确定性与大概率的最简单、最朴素的方法。”这种“逻辑上的升维”和“决策上的降维”无疑是对真相的最好描述。投资人无法亲历企业成长的方方面面，更无法判断市场的不可知因素，个体认知的局限和市场变化的混沌天然构成了矛盾。正是这样，在漫漫修远的求知路上，怀谦卑之心，长期关注“可预期、可展望、可想象”的有限关键变量，进而回归研究本质——大胆假设、小心求证，找到企业创新发展的“护城河”，从而做出最佳决策。

“中国有无与伦比的规模优势，大多数行业都走过了一个前所未有的陡峭的学习曲线，这是大国的幸运。”诚然，大国是幸运的，在人口红利、政策红利、产业红利多期叠加的快速发展中，企业可以不断创新，其试错成本之低、规模优势之大，构成了中国企业家施展才华的绝佳环境。随着中国城镇化减速、人口结构变化、产业集中度提高、科技进步发展到新阶段，投资人无法再像过去那样随意采撷一二便可获得超额收益，但我们仍对大国发展抱有十足信心。我们可以看到，中国正拥有越来越多值得敬佩的创业者、发明家、科学家、企业家，他们在科学创新、产业创新、产品创新上不断追求卓越，正是这些，构成了坚持价值投资的原因所在。

对于今天的中国资本市场来说，价值投资已然不是新鲜名词，越来越多的笃信者和实践者在用自己的思考方式，不断探索新的未知世界。价值投资为投资者和企业家之间创造了相互信赖和尊重的情感纽带，正是这条纽带，让企业家敢于尝试伟大创想，目光聚焦在未来10年、20年，以超长期的视角审视未来生产生活的变化。这种源于价值投

资理念的超长期投资，为企业注入了最坚实的动力。从某种程度上说，为卓越企业家分担创新风险，构成了价值投资超额收益的本质起源。

最后，感谢邱国鹭、邓晓峰、卓利伟、孙庆瑞、冯柳、王世宏，这是一本值得反复阅读的佳作。他们在繁忙的工作之余，还利用周末时间在高礼价值投资研究院中担任授课导师，帮助业内更多的年轻基金经理和研究员们学习价值投资和基本面分析，为中国资本市场培养价值投资的有生力量。如果可以，我希望越来越多的价值投资者一起分享在中国资本市场的投资心得。

唯有真正懂得，方知其中美妙！

# 简单理念的不简单坚守

邱国鹭

2017年12月

HARD THINGS  
IN INVESTMENT

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、商业模式简单、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本质。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。



推荐序 **中国价值投资实践的启示录** 高瓴资本创始人张磊 / 1

序言 **简单理念的不简单坚守** 邱国鹭 / V

## | 第一篇 | **思想篇**

**01** 回归投资的本质，做时间的朋友 邱国鹭 / 003

**02** 在中国市场做价值投资的思路 邓晓峰 / 007

**03** 我所理解的基本面投资 卓利伟 / 015

**04** 行业周期的判断和投资思路 孙庆瑞 / 023

**05** 逆向投资核心方法 冯柳 / 033

**06** 在经济变化的主航道上投资 王世宏 / 037

07 学习把最重要的事情做到极致 卓利伟 / 059

**智者之书一** 经得起时间检验的投资思想 《格雷厄姆：华尔街教父回忆录》推荐序 邱国鹭 / 080

**智者之书二** 用资本创造价值 《3G 资本帝国》推荐序 邱国鹭 / 080

**智者之书三** 快乐投资的源泉 《跳着踢踏舞去上班》推荐序 邱国鹭 / 083

| 第二篇 | **实战篇**

08 投资中的变与不变 邱国鹭 / 089

09 “从 0 到 1”的陷阱和“从 1 到 N”的机会 邱国鹭 / 095

10 新牛市背景下的风险与机会 邱国鹭 / 101

11 基本面投资在中国的实践 邓晓峰 / 105

12 深度研究，从市场认知偏差中发掘大机会 邓晓峰 / 121

13 如何做好投研选择题 冯柳 / 137

14 价值投资的优势和企业成长的力量 邱国鹭 / 145

15 5 178 一周年思考 邱国鹭 / 151

16 股票研究的断舍离 冯柳 / 155

17 市场的不可知与可知 冯柳 / 159

18 对操作策略和估值应用的一点思考 冯柳 / 169

19 当我们谈论公司时我们谈什么？ 卓利伟 / 173

20 从“渗透率”到“市场占有率” 韩海峰 / 187

21 投资中我们为何甘愿又“蠢”又“饿” 黄远豪 / 191

**2017 年度策略** 在市场分化中集中优势 高毅资产投研团队 / 202

**2016 年度策略** 经济筑底，估值修复 高毅资产投研团队 / 217

### | 第三篇 | 成长篇

22 邱国鹭：22 年股市投研框架概览 《每日经济新闻》李娜 / 235

23 邓晓峰：投资的赛场比拼的是学习能力 《中国基金报》杨波 / 245

24 “股市常青树”孙庆瑞，为何长短期皆不败 《上海证券报》陈俊岭 / 269

25 卓利伟，在 A 股市场长期坚持基本面投资 《中国证券报》曹乘瑜 / 275

26 传奇高手冯柳，从职业股民到基金经理的修炼之路 《上海证券报》  
安仲文 / 279

**投资对谈录一** 孙庆瑞对话邱国鹭：“股市常青树”是如何炼成的 / 282

**投资对谈录二** 邓晓峰对话邱国鹭：深谈十年投资经 / 291

附录一 价值信徒的坚守与百年老店的探索 / 301

附录二 高毅资产简介 / 313

# HARD THINGS IN INVESTMENT



第一篇

思想篇

# 投 | 资 | 人 | 说

HARD THINGS  
IN INVESTMENT



## 邱国鹭

我们做价值投资，把时间拉长，总是赚两方面的钱：一方面赚的是企业被低估的钱，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，是管理团队不断为股东创造的价值、创造的新收益。



## 邓晓峰

资本市场是个多样而复杂的生态系统，市场参与者的价值观决定了各自的行为方式。但是市场本身，这么多年来，真正反映的还是国家、产业发展的变化，以及公司的成长。



## 孙庆瑞

自上而下做配置，分享行业和公司最有激情的阶段。自下而上做选择，从人和机制来挑选标的。



## 卓利伟

投资中你无法真正掌握  $N$  个变量。基本面投资把  $N$  个变量“降维”到最重要的 3 个变量，即对企业价值、产业趋势和系统性风险水平的判断。



## 冯柳

好的生意模式同时还符合可预期、可展望、可想象这三个要求。



## 王世宏

在经济变化的主航道上，投资于同时具有伟大创新和强大护城河的公司。

## 回归投资的本质，做时间的朋友

► 邱国鹭 / 2017.03

### 返璞归真，回归投资的本质

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，经济是向好还是向下。最近我们在思考一个问题，从5178点到现在市场下跌了近40%，但是有些板块平均涨了40%，比如白酒、家电、港股的汽车等。这些板块的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的一笔钱，能够在未来收回更多钱，用5毛钱买1块钱的东西，或者“春种一粒粟，秋收万颗子”。投资本质上还是希望买到低估的东西，买到将来能够超过大家预期而成长的东西。我们看投资的本质，要从三个维度去思考。

## 行业的维度

**第一，看行业的商业模式。**我经常说，买股票看行业，就像买房子看小区一样，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、小区中庭大不大等，这些因素你是无法改变的。公司也一样，即便有很优秀的管理层，但如果在一个很烂的行业，不管你多么敬业、挣扎，业绩都不会太好。而有一些行业，你会发现赚钱实在太容易了，很典型的就是白酒行业。原料也就是一把米、一斤水，可有的卖你 500 元，有的卖你 100 元，哪怕卖 100 元，毛利率都在 80%~90%。2013 年、2014 年“三公经费”严管，大多数公司股价下调但还是很好赚钱。因此，从行业的维度看，首先是看行业的商业模式，也就是这个行业挣钱是否容易。

**第二，看行业的竞争格局。**我们经常说格局决定结局，很典型的行业就是空调行业。空调并不算很出众的行业，但是 2005 年价格战之后至今形成了两家龙头公司市场占有率具有绝对优势的格局。行业格局优化后，即使整体增速下滑，两家龙头公司业绩增长也很快，股价也都涨了几十倍。

**第三，看行业的空间。**中国过去 15 年走了美国 100 年走的路，美国在工业化、城市化、信息化上分别用了三五十年，而中国的工业化、城市化、信息化加在一起 15 年就完成了。中国变化很快，可以在三年时间内用掉美国一个世纪用的水泥量。在这种情况下，中国必定有一些行业的成长空间是有限的，甚至有可能已经是夕阳行业。在行业选择上我们要避开这些夕阳行业，同时也要避开刚开始就“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 家天使投资人往上扑，50 家 VC 往里冲，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，要先胜而后求战，而非战而后求胜。所以看行业空间，要避开掉在夕阳行业的阶段，也要避开初期就处于百舸争流的阶段。我们要的是成长期和稳定期，白电就属于在稳定期，有些消费品在成长期，这种阶段下特别好做投资。当然，产品的生命周期也要看。

**第四，看行业的门槛。**中国是竞争非常激烈的国家，资本回报率稍微高一点儿



的行业、净利润率稍微高一点儿的行业，就会有 100 个人“山寨”、1 000 个人抄袭。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尝试开发自己的白酒品牌，但到 2015 年、2016 年都死掉了，这个行业是有门槛的，别人进不来。所以要想清楚，一家公司为什么能够持续保持很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。

## 公司的维度

我们要找品类最优的公司。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：这家公司如果继续发展下去，是会越大越强，还是会越大越难？有些行业的公司销售规模发展到一定程度后，再往上走就超出了管理半径，可复制性就不强了，增长也非常难，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，虽然最终销售是增长的，但是人均利润不断下滑，没有规模效应。这跟微软公司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。

## 管理层的维度

看管理层分两个方面：一是看他的能力，二是看他的诚信度。

能力分两个方面。

一是看战略上是否清晰，是否聚焦。很多公司会转型到其他行业，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成功的很少。

二是战术上的执行力。对于中小公司，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；对大公司会看中层干部的关键绩效指标（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，