

# 邱国鹭:A股市场是价值投资者的乐土

证券时报记者 杨波

2008年底,在次贷危机的狂风骤雨中,在A股最低迷的时候,邱国鹭归来。

他本科毕业于厦门大学财金系,研究生就读于美国罗切斯特大学金融学专业,在美国做了十年投资——六年专户,四年对冲基金。

从美国的对冲基金经理,到南方基金公司的投资总监,邱国鹭都一样得心应手,没有任何的“水土不服”。

这一方面因为他是一个乐观主义者,即使在市场最悲观的2008年底,依然能保持积极的心态。他当时判断美国经济会在2009年中期复苏,并提出加大组合的进攻性,这一策略得到了后来市场的验证。

另一方面,邱国鹭是一个坚定的价值投资者,而投资的最本质规律并不受时间与地域的限制。“你只有买得便宜,才可以卖得便宜。”沃尔玛创始人山姆·沃顿的成功法宝,也是邱国鹭的投资信条。

“A股市场是价值投资者的乐土。”邱国鹭的这一感受与大多公募基金经理相反。“A股市场热衷于炒主题、炒短线,真正做价值投资人的人很少,但一种投资方法用的人越少,成功的概率反而越大。”

邱国鹭用自己的实践证明了价值投资在中国的有效性。过去两年半,邱国鹭管理的投资组合平均仓位75%,其中八成仓位锁定在市值80亿以上的大盘价值股。在以小为美的年代,这

样的大盘组合却获得了不错的业绩。

据光大银行客户经理介绍,在这两年不论公募私募许多产品都纷纷亏损的时候,邱国鹭管理的南方基金与光大银行合作的一只一对多产品,成立近两年来却逆市获得了超过20%的正收益,并且成为第一只被延期为无固定期限的一对多产品。此前,他管理的另一只一对多产品也同样在下跌市中取得了两位数的正回报。

许多人认为买股票就是买未来,邱国鹭却特别强调现在:“我始终信奉加尔布雷斯说过的一句话:以为自己能够预测未来的人只有两种,一种是无知的,另一种是知道自己是无知的。”

虽然他认为未来的成长性比现在的估值重要,但未来的成长性是不确定的,而现在的估值则是确定的。“未来确实很重要,但你把握不住,所以我更喜欢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。这是胜而后求战,而不是战而后求胜。”在邱国鹭看来,估值是大类资产长期回报的决定因素。投资要取得长期良好的回报,必须少犯错误,而低估值则降低了犯错误的可能性和成本。2009年底,他管理的投资组合平均市盈率15倍,2010年底其组合平均市盈率12倍,2011年底为10倍。

“10倍市盈率体现的是没有增长的经济。日经指数在1990年泡沫顶峰4万点时的市盈率是70倍,如果当时以10倍的市盈率买入,所对应的日经指数为6000点,即使经历了二十年的经济低迷,到现在也不亏钱。”邱国鹭

表示,过去50年欧美经济每年增长2%~3%,平均市盈率在15倍左右。因此,即使中国经济只有4%~5%的增长,现在以10倍的市盈率买入A股仍然划算。

在强调估值的同时,邱国鹭淡化选时:“国外的研究表明,判断一个人有没有选时能力,需要54年,判断一个人有没有选股能力,只需要18个月。虽然选时很重要,却很难,我还是更愿意做自己有把握的事情。”

在美国的十年投资经历,让邱国鹭对国家比较优势有深刻的认识。

我做过加拿大、韩国、香港的股票,倾向于投资一个国家或地区有比较优势的行业。比如美国金融、科技、日常消费品、医药的市值占比很高,而在意大利,奢侈品的股票更有投资价值。”在中国,邱国鹭则看好工程机械和寡头垄断的制造业,2010年对工程机械的投资是邱国鹭的经典战役。

邱国鹭善于思考,热爱学习,业余时间喜欢大量阅读各类书籍,特别是历史与金融方面的书。他出身书香门第,父亲是厦门大学财金系教授,他很小就开始接触金融,关于投资,他有很多充满智慧的总结,他的博客、微博都有相当数量的粉丝。

邱国鹭认为,一个优秀的基金经理,应该具备大局观、独立性和前瞻性。以历史的眼光去看,他对中国经济和A股市场都比较乐观。在他看来,A股市场被错误定价的股票特别多,很多有品牌、有垄断地位、盈利能力强的公司,都很便宜;很多高价股盈利模式反而并不清晰,风险很大。”



南方基金公司投资总监邱国鹭

## 邱国鹭语录

◎我们要确定自己能力的边界,没有人能确定自己能买在最低点,我们只能确定一个底部区间。现在A股平均市盈率是10倍,我认为就是一个相对低点,因为股价已经反映出最悲观的情绪。

◎我是个乐观主义者,从2008年的1800点起就很乐观,到今天仍然乐观。我的投资方法很简单,就是长期选时看估值,低估值时高仓位,高估值时低仓位。短期选时看流动性,流动性放松就加仓,收紧就减仓。

◎3月份的贷款增量和存款增速是流动性释放的信号。目前的市场已经具备低估值和流动性放松两个条件,值得乐观。

◎中国经济转型是一场持久战。2010年许多人卖掉工程机械去买医药消费,这种以为转型会一蹴而就的速胜论不可取。

◎我认为中国在可预见的未来不太可能出现下一个辉瑞、下一个沃尔玛,但出现下一个卡特彼特、下一个三星还是有希望的。

◎每个国家都有其比较优势,而一个国家的长期牛股和其比较优势是一致的,如巴菲特在美国买消费和金融,在亚洲买的则是浦项钢铁、中石油、比亚迪这些在亚洲具比较优势的行业和公司。

◎我的投资之路始于美国,但我现在更喜欢研究韩国、日本的历史,因为这两个国家都走“制造+出口”的路子,对中国更有参考价值。

◎现在看好医药股的人少了,有一小部分医药股反而值得研究了。

◎我更看好有品牌优势的消费股,这与现在媒体碎片化的现状有关。

◎我目前的投资思路就是“金融地产+品牌消费+寡头制造”,品牌中我更喜欢酒,随着金融创新改革的进一步推进,非银行金融机构今年也会有机会。

◎我一直信奉沃尔玛创始人山姆·沃顿所说的那句话:“只要买得便宜,就能卖得便宜。”我的组合不但仓位很高,而且80%都是大盘价值股。

◎投资必须把握你能把握的东西,所以我更喜欢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。这是胜而后求战,而不是战而后求胜。

◎大家总是说A股不适合价值投资,我却觉得特别适合价值投资,因为被错误定价的公司特别多。

◎我把好公司定义为“三好学生”:好行业中的好公司还要等个好价钱。我更愿意从私募股权PE投资的角度去分析行业股票,对PE写的报告更有认同感。我的分析方法是自上而下跟自下而上相结合,交汇点在中观的行业分析上,不会孤立去看一只股票,而会把一个行业的上下游产业链、潜在进入门槛等行业格局分析清楚,再把行业中的公司进行比较,然后投资一个行业中具有比较优势的公司。面对不同的行业,我常常会问同一个问题:这个行业竞争的是什么,得什么者得天下?酒是得品牌者得天下,工程机械是得规模者得天下。我非常同意我们公司一个研究员讲的,调研报告的80%应该在调研之前写好了。准备工作做好了,对每个公司关键性的问题只有两三个,而不是在调研的时候带着上百个问题。

我在海外做过美国、韩国、加拿大、香港的股票,投资是有共性的,要始终把握最基础、最本质的东西,价廉物美就是好公司。在A股市场,便宜的好公司很多,贵的大多是差的公司。我的组合大部分都是有定价权的公司。

实在是投资专业人士的悲哀。

证券时报记者:除了低估值,您对股票还有什么要求?

邱国鹭:我把好公司定义为“三好学生”:好行业中的好公司还要等个好价钱。我更愿意从私募股权PE投资的角度去分析行业股票,对PE写的报告更有认同感。我的分析方法是自上而下跟自下而上相结合,交汇点在中观的行业分析上,不会孤立去看一只股票,而会把一个行业的上下游产业链、潜在进入门槛等行业格局分析清楚,再把行业中的公司进行比较,然后投资一个行业中具有比较优势的公司。面对不同的行业,我常常会问同一个问题:这个行业竞争的是什么,得什么者得天下?酒是得品牌者得天下,工程机械是得规模者得天下。我非常同意我们公司一个研究员讲的,调研报告的80%应该在调研之前写好了。准备工作做好了,对每个公司关键性的问题只有两三个,而不是在调研的时候带着上百个问题。

我在海外做过美国、韩国、加拿大、香港的股票,投资是有共性的,要始终把握最基础、最本质的东西,价廉物美就是好公司。在A股市场,便宜的好公司很多,贵的大多是差的公司。我的组合大部分都是有定价权的公司。

逆向投资的前提是透彻的研究

证券时报记者:如何规避逆向投资的风险?

邱国鹭:当然,并不是所有低估值的股票都值得买,美国投资界有一句俗语:“不要接下跌的飞刀。”买这类股票需要搞清楚错误定价的原因。比如我们对工程机械股的投资。两年前工程机械很低迷,原因有两点:一是大家认为经济转型了,这就成了夕阳产业,二是我们认为销售会产生大量的坏账。

中国是一个年轻的经济体,没有真正意义上的夕阳产业,中国所有的工程机械公司的销量跟市值加起来还没有卡特彼特一家大,未来还有相当的发展空间,而且,当时中西部的施工仍然如火如荼。关于第二点,我们则去调研了银行、租赁公司、经销商,发现大家的担心是没有根据的。当时工程机械只有7、8倍的市盈率,我把大家追捧的医药股卖掉去买大家抛弃的工程机械。结果证明,这一决策是对的。

逆向投资的前提是深入的调研和分析。都说买的没有卖的精,别人在抛时,你敢接,你必须明白别人错在哪里。敢越跌越买,前提是对你对公司研究得比卖家透彻。

# 低估值加流动性宽松 A股市场值得乐观

证券时报记者 杨波 陈春雨

## A股市场值得乐观

证券时报记者:现在,市场充满矛盾:一方面,相当一部分股票估值已很低,投资价值已现;另一方面,大家又对未来还有相当的疑虑。您怎么看?

邱国鹭:过去40年,香港股市的市盈率基本在8倍~22倍之间波动,如此反复已有多个周期。香港有那么多机构投资人,为什么不在8倍市盈率时买?因为在每个周期底部,大家都会对长期前景的担忧,担心“这次不同了”,如1998年亚洲金融风暴、2008年次贷危机、2001年网络泡沫,每一次悲观的理由都很充足。结果,每一次股市都会超跌,每一次超跌后都会回升。这就是股市的规律。

我们要确定自己能力的边界,没有人能确定自己能买在最低点,最低点是事后才确认的,我们只能确定一个底部区间。现在A股平均市盈率是10倍,我认为就是一个相对低点,因为股价已经反映出最悲观的情绪,10倍的市盈率体现的是一种没有增长的经济。特别是家电、工程机械、汽车等行业,竞争格局较好,老大和老二占据了50%~80%的市场份额,这类寡头制造企业面向下游客户有定价权,面向供应商有议价能力,而估值有的还不到10倍。以普通制造业的估值买有品牌、有定价权的好公司,投资价值是显而易见的。

证券时报记者:这是否可以理解为,您对A股持乐观态度?

邱国鹭:我是个乐观主义者,从2008年的1800点起就很乐观,到今天仍然乐观。我的投资方法很简单,就是长期看估值,低估值时高仓位,高估值时低仓位。短期看流动性,流动性宽松就加仓,收紧就减仓。2008年底以来,股市的估值一直不高,因此,我的仓位一直较高,最近两年半,我管理的组合平均仓位在75%左右。尽管波动大一些,但两年半以来的累计投资收益还是不错的。大多数选时的人,结果往往是高点高仓位,低点低仓位。

证券时报记者:目前流动性已有放量迹象,会如何影响市场?

邱国鹭:现在流动性的确处于放量阶段,1、2月份流动性放量不及预期,但3月份信贷总量1万亿,已有明显增加,我认为,3月份的贷款量和存款增速是流动性释放的信

号。目前的市场已经具备低估值和流动性宽松两个条件,值得乐观。

## 中国经济转型是持久战

证券时报记者:大家的悲观情绪更多来自对中国经济转型的担忧,您怎么看?

邱国鹭:许多人悲观的一个原因是认为中国的刘易斯拐点已经或即将出现。其实,日本的刘易斯拐点出现在1960年,韩国出现在上世纪七八十年代,之后两个国家还持续了三十年的经济增长。而且,现在还不能确认刘易斯拐点真的已经出现,因为中国老百姓的工资增长,到目前仍赶上名义国内生产总值(GDP)的增长。

必须认清一点,中国经济转型是一场持久战。2010年许多人卖掉工程机械去买医药消费,这种以为转型会一蹴而就的速胜论不可取。同样,目前有些人认为转型不会成功,这种投降论也不可取。

如果把GDP看作一块大蛋糕,它被分为3份,一份以税收的形式上交给国家,一份以利润的形式留存于企业,最后一份以工资的形式流入老百姓手中。消费增长要超过GDP增速,前提条件必须有两个:要么是工资在GDP中占比要扩大,让老百姓有钱花;要么就是发展消费信贷,让老百姓借钱花。

从社会分工看,每个国家都有其比较优势,这是国际贸易带来的必然结果,而一个国家的长期牛股和其比较优势是一致的,如巴菲特在美国买消费和金融,这是美国的优势行业,但巴菲特在亚洲就不买金融和消费股,买的则是浦项钢铁、中石油、比亚迪这些在亚洲具有比较优势的行业和公司。

一个错误的逻辑是,因为美国的医药股占其总市值的13%以上,因此中国未来也要如此。意大利的医药股为何只占总市值的1%不到,但却涌现了阿玛尼、PRADA等奢侈品,这就是因为不同国家的比较优势不同。

我的投资之路始于美国,但我现在更喜欢研究韩国、日本的历史,因为这两个国家都走“制造+出口”的路子,对中国更有参考价值。中国近14亿人口,人人都买得起家电,世界工程机械一半的产量和市场在中国,但所有公司市值总和却没有美国卡特彼特这一家大,这是不合理的,这两个行业在中国的优势已经凸显。

证券时报记者:消费品您怎么看?

邱国鹭:我认为今后10年有两个大主线,一个是消费升级,一个是产业升级,消费升级更看好品牌。大消费里有4大概念:食品饮料、服装、零售、医药。

目前来看,零售的核心竞争力被严重侵蚀,一是电子商务的挤压;二是商业地产的快速上马,造成原有商圈优势弱化;三是有车一族增多,购物半径增大,渠道的可替代性增强。而医药的问

题在于医改的不确定性太大,对老百姓来说,看病难主要难在看病贵,医改的核心目标是解决看病贵的问题,原来大家只看到医药需求增加的一面,没看到药价下跌的一面。长期看,医药仍是个能出牛股的行业,只是在2010年被大家过度追捧导致估值过高,所以过去一年半的表现令人失望。现在看好医药股的人少了,有一小部分医药股反而值得研究了。

我更看好有品牌优势的消费股,这与现在媒体碎片化的现状有关。10年前有一半的人都在看中央电视台,那时广告效果就好,现在大家看手机、玩微博、打游戏,分散的受众决定了重塑一个品牌的难度更大,成本也更高,所以品牌的护城河作用也就更不易被替代。

证券时报记者:能否用一句话概括您目前的投资偏好?

邱国鹭:我目前的投资思路就是“金融地产+品牌消费+寡头制造”,品牌中我更喜欢酒,随着金融创新改革的进一步推进,非银行金融机构今年也会有机会。

## 要找到市场错误定价的东西

证券时报记者:您特别强调估值?

邱国鹭:我一直信奉沃尔玛创始人山姆·沃顿说的那句话:“只要买得便宜,就能卖得便宜。”我的组合不但仓位很高,而且80%都是大盘价值股。

长期回报的决定因素是估值,一定要把握你能把握的东西。成长肯定了好事情,谁都想要,要的人多了,估值就高了。现在的估值跟未来的成长性,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,而现在的估值则是确定的。为什么我一直强调低估值?未来确实很重要,但你把握不住,投资必须把握你能把握的东西。所以我更喜欢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。这是胜而后求战,而不是战而后求胜。

证券时报记者:这正是您取得良好业绩的原因?

邱国鹭:是的,因为我找到了市场错误定价的东西,大家总是说A股不适合价值投资,我却觉得特别适合价值投资,因为大家都相信价值投资,而A股被错误定价的公司特别多,很多有品牌、有垄断地位、行业格局好的公司市盈率都很低,比如家电、工程机械类公司中很多都是个位数的市盈率,而这些公司中有的是行业龙头,有的是寡头制造业。

一种投资方法用的人越少,成功的概率越大。95%的老百姓都在投机,我常常在书店里发现很多畅销书,都在教你如何炒短线、看K线图,这

实在是投资专业人士的悲哀。

证券时报记者:除了低估值,您对股票还有什么要求?

邱国鹭:我把好公司定义为“三好学生”:好行业中的好公司还要等个好价钱。我更愿意从私募股权PE投资的角度去分析行业股票,对PE写的报告更有认同感。我的分析方法是自上而下跟自下而上相结合,交汇点在中观的行业分析上,不会孤立去看一只股票,而会把一个行业的上下游产业链、潜在进入门槛等行业格局分析清楚,再把行业中的公司进行比较,然后投资一个行业中具有比较优势的公司。面对不同的行业,我常常会问同一个问题:这个行业竞争的是什么,得什么者得天下?酒是得品牌者得天下,工程机械是得规模者得天下。我非常同意我们公司一个研究员讲的,调研报告的80%应该在调研之前写好了。准备工作做好了,对每个公司关键性的问题只有两三个,而不是在调研的时候带着上百个问题。

我在海外做过美国、韩国、加拿大、香港的股票,投资是有共性的,要始终把握最基础、最本质的东西,价廉物美就是好公司。在A股市场,便宜的好公司很多,贵的大多是差的公司。我的组合大部分都是有定价权的公司。

## 逆向投资的前提是透彻的研究

证券时报记者:如何规避逆向投资的风险?

邱国鹭:当然,并不是所有低估值的股票都值得买,美国投资界有一句俗语:“不要接下跌的飞刀。”买这类股票需要搞清楚错误定价的原因。比如我们对工程机械股的投资。两年前工程机械很低迷,原因有两点:一是大家认为经济转型了,这就成了夕阳产业,二是我们认为销售会产生大量的坏账。

中国是一个年轻的经济体,没有真正意义上的夕阳产业,中国所有的工程机械公司的销量跟市值加起来还没有卡特彼特一家大,未来还有相当的发展空间,而且,当时中西部的施工仍然如火如荼。关于第二点,我们则去调研了银行、租赁公司、经销商,发现大家的担心是没有根据的。当时工程机械只有7、8倍的市盈率,我把大家追捧的医药股卖掉去买大家抛弃的工程机械。结果证明,这一决策是对的。

逆向投资的前提是深入的调研和分析。都说买的没有卖的精,别人在抛时,你敢接,你必须明白别人错在哪里。敢越跌越买,前提是对你对公司研究得比卖家透彻。

我把好公司定义为“三好学生”:好行业中的好公司还要等个好价钱。