

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

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，到目前仍赶不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。

从企业的角度来看，中国的行业竞争格局已经过了“打价格战，抢出口订单”的年代，公司净利润和毛利率与 10 年前相比有很大提升。企业在 GDP 中分得的蛋糕可能会有周期性的波动，但是从结构性讲，大幅往下走是不现实的。

从政府的角度来看，减税的大方向已经确定，但这只是一个系统工程，同样不可一蹴而就，房地产税讨论到现在才有两个城市试点，个税起征点提高也是千呼万唤始出来，减税注定是一个缓慢的过程。当老百姓的收入增长赶不上 GDP 增长时，只能是借钱花，目前还仅限于买房买车，借钱旅游、购物的消费习惯还没有形成，也许这一局面在 80 后、90 后成长为消费主力时将发生变化，但不是现在。因此，从投资转向消费将是一场持久战。

证券时报记者：这是否意味着，以投资为主导的模式短时间内不会退出历史舞台？

邱国鹭：我们看投资，不仅要从增量的角度，还要从存量的角度看。我国的人均铁路、人均高速公路

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。”

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。

长期回报的决定因素是估值，一定要把握你能把握的东西。成长肯定是好事情，谁谁想要，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，因为大家都不相信价值投资，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% 的中国老百姓都在投机，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

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。

长期回报的决定因素是估值，一定要把握你能把握的东西。成长肯定是好事情，谁谁想要，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，因为大家都不相信价值投资，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% 的中国老百姓都在投机，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



南方基金公司投资总监邱国鹭

资料图

——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产业和公司。

◎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。

◎逆向投资的前提是深入的调研和分析。敢说跌越买，前提是你对公司研究得比卖家透彻。