



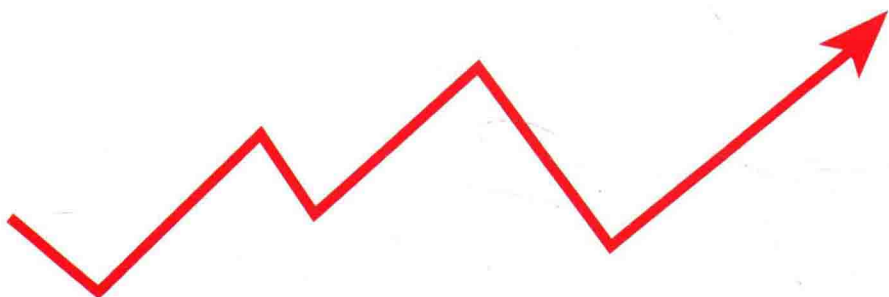
雪球系列丛书

超额收益

价值投资在中国的最佳实践

刘哲（502的牛）◎著

内容涉及**宏观看法、行业选择、公司分析、价值评估**
构建组合、投资策略等价值投资的每一个核心要素
又辅以**80余个A股、港股**正反案例
生动地讲解如何抓住投资机会及规避投资风险



相信读者阅读完此书
能够启发投资思维，加深对股市规律的理解
财富亦能够**安全、稳健、持续地增长**

系统、深入阐述价值投资内涵
展示价值投资的惊人威力

雪球大V联袂推荐

中国铁道出版社
CHINA RAILWAY PUBLISHING HOUSE

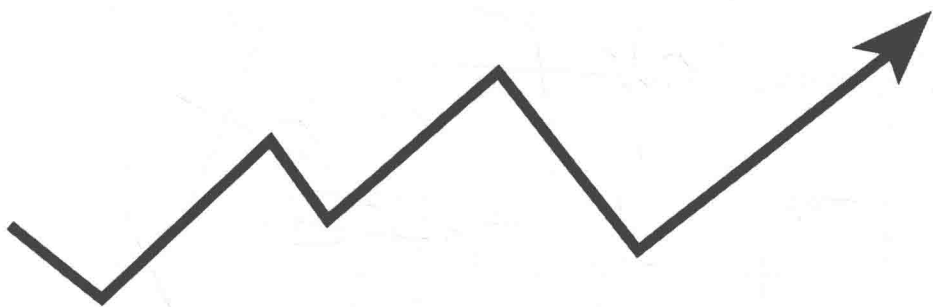


雪球系列丛书

超额收益

价值投资在中国的最佳实践

刘哲（502的牛）◎著



中国铁道出版社
CHINA RAILWAY PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

超额收益：价值投资在中国的最佳实践 / 刘哲著. — 北京：
中国铁道出版社，2016.5

ISBN 978-7-113-21610-8

I. ①超… II. ①刘… III. ①股票投资—基本知识—中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 050724 号

书 名：超额收益：价值投资在中国的最佳实践
作 者：刘哲（502 的牛） 著

责任编辑：张亚慧

读者热线电话：010-63560056

责任印制：赵星辰

封面设计：MXK DESIGN
STUDIO

出版发行：中国铁道出版社（北京市西城区右安门西街 8 号 邮政编码：100054）

印 刷：北京明恒达印务有限公司

版 次：2016 年 5 月第 1 版

2016 年 5 月第 1 次印刷

开 本：700mm×1 000mm 1/16 印张：22.25 字数：389 千

书 号：ISBN 978-7-113-21610-8

定 价：55.00 元

版权所有 侵权必究

凡购买铁道版图书，如有印制质量问题，请与本社读者服务部联系调换。电话：(010) 51873174

打击盗版举报电话：(010) 51873659

年轻的价值投资者，新鲜的价值投资书

巴菲特的搭档查理·芒格曾经说过，四十岁以下没有真正的价值投资者。不过，凡事都有例外，巴菲特是一个，本书的作者刘哲也是一个。

对于一个价值投资者来说，成为价值投资者的时间当然是越早越好，时间是价值投资者的好朋友，时间越长，复利就越能发挥它那不可思议的作用。

那么，如何才能更早地跨入价值投资的大门？

阅读相关书籍是一条光明大路。以格雷厄姆的聪明才智，尚且要经过1929年大萧条的洗礼，才能在40岁左右真正成为一名价值投资者。然而，当他的思想通过书籍传播开后，为数众多的读者们就可以免受他那么大的苦难了。如果不是因为阅读了本杰明·格雷厄姆的不朽名著《聪明的投资人》，巴菲特可能还要过很多年才能成为价值投资者。

问题是，格雷厄姆的著作固然经典，却因时代久远、国情不同而显得有些晦涩、难于理解。据说，有些相当有名气的投资人也没有通读过《证券分析》一书。“李杜诗篇万口传，至今已觉不新鲜”，这也是人之常情。就我个人而言，也曾受益于《巴菲特的护城河》、《投资者的未来》、《股市真规则》、《价值的魔法》、《投资最重要的事》等书籍，这些书的作者既不是格雷厄姆，也不是巴菲特，美中不足的则是仍为“舶来品”。

从这个意义上讲，刘哲写这本“新鲜”的中国版的价值投资书“功德无量”，我希望有很多的读者能因为阅读这本书，了解、认同并践行价值投资，从而远离股市投机之苦。

这本书的一大特色是书中有许多作者本人的投资案例，秉承真正价值投资者的诚实品质，这些案例既有成功的，也有失败的。这有助于读者正

确地认识价值投资的优点和难点。

或许会有读者因为作者年轻而生怕书中的观点不尽正确，这大可不必。价值投资提倡独立思考，巴菲特的价值投资就不雷同于格雷厄姆，巴菲特之后的价值投资也不会与他雷同。只要我们坚守“安全边际”，或者说，遵循格雷厄姆搭建的价值投资的基本框架就可以了。事实上，本书中涉及的价值投资者是否应该关注宏观经济、价值投资能否结合趋势投资等问题在价值投资者中也还存在较大的争议，有争议不可怕，可怕的是面对问题不敢于思考、不勤于思考、不善于思考。对我们来说，尽信书不如无书，如果一本书的观点能够帮助我们更全面、更深入地思考一个问题，这本书就有其独特的价值。

写书是整理投资思路、系统化投资体系的一个有效的方法，我希望看到刘哲将来写出更多的佳作，也希望有更多的价值投资青年才俊能够出版他们的作品。

北京群鲤投资咨询有限公司总经理 孙旭东

2015年12月10日

价值投资，谁都可以拥有，也值得拥有

收到刘哲的书稿，我很欣慰。我印象中的刘哲，还停留在当年他大学毕业，进京求职时的形象。转眼多年过去了，虽然本职工作并非主流的投资机构，却能始终坚持自己的投资研究，在价值投资的道路上一路前行，并取得如此巨大的进步，实属不易。本书的内容很完整，基本涵盖了投资分析所涵盖的全部范畴，也是刘哲一路思考和实践历程的真实记录，包括很多具体的案例分析，相信都能给读者以相当大的启发。

投资的目的很单纯，就是为了获利。但就是这么一个单纯的经济活动，评价起来却相当困难，因为显而易见的收益之后是不那么显而易见的风险，可精确度量的短期收益之后还有无法明确度量的长期收益。正是因为短期和长期、收益和风险的相互交织，使得投资评价变的相当困难，也使得很多立志于投资事业的人们在道路选择上无所适从。

应该说各种投资方式都有其可取之处，都有功成名就的顶尖高手。快进快出的趋势投资者中也不乏高手，涨停敢死队也一度声名鹊起。那么在投资方式的选择上，具体的某个人该何去何从呢？我个人觉得，可能要考虑三个原则。

原则一，风险收益比低且长期来看正收益。投资不是选美，胖的、瘦的、高的、矮的、单眼皮、双眼皮，只要你喜欢，都无可厚非。如前所述，投资的目的是单一的，就是赚钱，长期不赚钱的投资方式，无论其理念多么完美，都是画饼充饥。另外，投资也不是赌博，虽然不确定性是投资活动的一个重要内容，但和赌博的不确定相比，投资讲求的是大概率，或者说风险比收益更小。市场上的很多人，都是在赚钱的时候大声吆喝，在赔钱的时候默不作声，真正做到长期赚钱的人并没有想象的那么多。

原则二，自己能不能掌握。人生中有许多扬名立万的机会，比如，像

梅西那样在球场上过人和进球，像郎朗那样用指尖征服世界，像屠呦呦那样用科学造福人类，……，各种方式无法穷尽。但为什么我们还是我们，还是那个并没有扬名立万甚至有点乏善可陈的我们呢。因为别人可以成功的路径并不一定适合我们，我们没有那样的基因、没有那样的天赋、没有那样的能力。对投资来说也是一样，最赚钱的方式，如果你不能理解和掌握，对你来说也无疑是一味苦药，适合的才是最好的。

原则三，有没有影响生活。回顾左右，因为股票投资而生活受到重大影响的不鲜见。精神抑郁的、家庭不和的屡见不鲜。投资无非是获一些利，改善一下生活，最后如果落得个毁坏生活的地步就实在是得不偿失了。

从这三个角度来看，价值投资无疑是大部分人投资方式的最好选择，正如刘哲在书中所讲，几乎所有的价值投资者都是风险厌恶型的。所以巴菲特才有那句名言，投资的第一原则是保证本金的安全，而第二原则是在任何时候参照第一原则。保证这些原则能够实现的就是能力圈和安全边际。其次，价值投资的本质是从实业的角度理解股票投资，这一理念从格雷厄姆开始就一直被视为价值投资的精髓。那些围绕在我们周围的各种实业，具体而鲜活，没有什么神奇莫测的东西，林奇的《战胜华尔街》就是这种思路的完美注释。基于以上两点，而不是博弈厮杀的观念，价值投资人生活和投资一样也相当平和，费雪的《夜夜能安睡》就是这一原则的最好注解。

当然，易行并不是毫无门槛，仍然需要付出艰苦的努力，刘哲的历程无疑给准备投身价值投资事业的人们以很好的榜样。无论什么时候，投资的道路都还很长，孔子说：“朝闻道，夕死可矣。”努力吧！刘哲，努力吧！所有立志于价值投资的朋友，祝大家的路越走越宽。

中能兴业业务总监 郑伟征

2015年10月于北京

我与价值投资

这是最坏的时代，这也是最好的时代；这是愚蠢的时代，这也是智慧的时代；这是怀疑的时期，这也是信仰的时期；这是黑暗的季节，这也是光明的季节；这是失望之冬，这也是希望之春；人们面前应有尽有，人们面前一无所有；人们正在踏上天堂之路；人们正走向地狱之门。

——狄更斯的《双城记》

一、懵懂

在说我与价值投资的故事前，我想先谈谈我爸和股市的故事。我爸应该算得上是新中国第一代股民，在两个交易所开张没多久后，他就有了股票账户。在那个要排队认购新股的时代，他也集资去认购过新股，据说，队伍人太多，把营业部的玻璃大门都给挤破了，我爸的手也给划破了，不过后来貌似赚到了5000元，这是我爸在股市上尝到的第一个甜头，从此，激发起了他对股市至今二十多年的热情。现在回过头来看，不知是福是祸，尝过了甜头，也跌过一个又一个的坑，关键是连他儿子也给“坑”进去了……

在我小时候，关于股票的记忆大多是逢年过节时亲戚们一起吃饭火热聊股票的场景，这当中既有眉飞色舞谈论股票赚钱，也有感叹赔钱和没赚到的。我和妈两个外行始终对我爸亏钱感到不解，赚到了见好就收，如果赔了就继续持有直到赚钱，每当我和我妈说出上述永不赔钱理论，我爸竟

然也说不出什么反驳，只好说你们不懂！现在回想这番理论实在傻得可爱，完全没认识到市场的复杂性和残酷性。

我小时候还觉得券商特别好，我爸每天中午可以免费从券商营业部领一份盒饭回家当作加菜，那饭菜我一直觉得特别好吃。长大后才知道原来羊毛出在羊身上，券商肯下如此血本都建立在股民频繁交易所带来的佣金上，而这成为中国股民整体亏损的重要原因。那些盒饭其实挺贵的！

后来，我参加了高考，出于对神秘股票市场和复杂经济系统的好奇，报了中南财经政法大学的金融学专业。

二、学习

中南财大的金融学是国家重点学科，不过学校的课程与投资实践和本质仍然有相当大的差距。我感到比较幸运的是，在大学这个平台，有机会接触到了证券投资，为我打开了金融世界的窗口，认识到了价值投资。巴菲特以他的经验说过，能成为价值投资者的人，一听到价值投资理论五分钟就接受它，而五分钟接受不了的人基本上一辈子也不会接受。这句话说得有些夸张，但其实很对。入学后，通过对股市半年左右的了解，我知道了价值投资，价值投资符合逻辑和常识，又具备成功的实践案例，它独辟蹊径的方式和我特立独行的性格也有一丝相似，从此，我就知道自己必须选择价值投资。自从了解到价值投资后，我会从投资应用的角度去看待每一门专业课程，看待每门课程和证券投资的联系。可以说每本专业教材我都至少全书通读过，而且从来不是出于应付考试的目的。在大学里，最美好的时光莫过于自我学习的时刻，了解到了大量新的知识和令人启发的思维。我一直用的网名“502的牛”其实是对那段学习时光的怀念。我住财大南湖校区中区7栋宿舍楼2单元502号房，同学大多为湖北人，他们分不清“牛”与“刘”的发音，所以我被称为“小牛”，“502的牛”就是这个来历。这段宝贵的学习经历应该是我人生中迄今为止最快乐的时光。

除了阅读专业书籍，我很多时候都在阅读财经报纸杂志，当中以《经济观察报》和《证券市场周刊》最为喜欢，两者的共同点就是报道有深度。毕业时，我托运回家的资料中除了经典教材外都是大袋的上述两种报纸杂志。《证券市场

周刊》应该是全国宣扬价值投资理念最多的杂志，我很多关于价值投资的认知都源于此，因此，我对周刊的感情很深，很感谢周刊的记者和编辑对中国证券市场所做的贡献。后来我人生的第一份工作也和周刊有关，而我 24 岁时能以特约作者的身份在周刊上第一次发表文章，也是我万万没想到的。

投资只有阅读远远不够，还必须思考，而写作能够帮助思考。从我上大学起，网络个人博客就方兴未艾，从第一次写关于证券投资内容的文章至今，竟然已经不知不觉九年了，其间网络主阵地从东方财富博客搬到新浪微博再搬到雪球网，我很庆幸写作的习惯一直延续下来。写博文的最初目的在于记录自己当时对投资的思考和认识，但后来慢慢发现，写作本身很能够帮助思考，你写下来的东西必须具备逻辑，考虑得比较周全，还要将思路清晰地表达出来，这一过程就能够使你思考得更深刻，所以想要提升自己投资水平的投资者不妨多将想法写出来。再后来，由于所写的东西有些价值，会有一些网友看，当中有的网友不乏真知灼见，指出所列的投资事实错误或者存在认识误区，还能够提供我未曾知道的信息和独特的观点，这些对于提高投资水平也是有益的。很难想象，一个很普通的投资爱好者的博客慢慢积累，粉丝数量竟然也达到数万人之多。

三、成长

毕业了，天南海北地找工作，有次要去北京面试，就在博客上跟当时《证券市场周刊》研究部主任孙旭东说了，他说那好我们见一面。与孙先生的渊源还得从一个小故事说起，孙先生一直是我学习的榜样，那时他在周刊工作，发表过很多关于上市公司和价值投资的文章，其中有一个评论中国金融学术研究网里的学术论文的系列文章。那我就想把我关于中国证券市场分析师盈利预测的学年论文传上去看看，谁曾想孙先生在新一期周刊评论起了我的这篇论文，还称我为学者，我觉得世界奇妙极了。在北京见过孙先生后的第二天，面试也完了，就在我准备打道回府时，接到北京中能兴业投资咨询有限公司的面试电话，说是周刊那边推荐过来的。中能兴业，我了解他们，经常在周刊上发表过很多研究文章，质量很高。

出于向高人学习的目的，我去了中能兴业工作，最终证明这是一个受益终生的决定。中能兴业曾为多家基金、证券、保险等金融机构提供过基

本面分析及财务模型培训，在那里，我感受到了两位老总对价值投资和基本面分析的执着和专注，让我知道了什么叫专业水准。中能兴业的郑总此前评论我“理念不错，但逻辑仍显粗糙”，在他引领下，我学习到了如何搭建财务模型，如何更加细致深入研究上市公司及这一套研究思路与方法。后来出于其他原因，我最终离开了中能兴业，我始终认为我只学到些皮毛，但足以让我对公司基本面与价值的理解上升到更高的一个层次。我对两位老总，尤其郑总心存感激！在我走后，中能兴业做了一些在证券市场名噪一时的事件，例如检测茅台塑化剂，质疑康美药业和乐视网，被称为中国版“浑水”，不过很可惜在 A 股市场中卖空的大背景不佳，不然成为卖空机构的调查公司或许能够成为中能兴业的又一主营业务。

离开中能兴业后，我到一家中小板上市公司任职，负责上市公司的信息披露与投资者关系管理业务。如果说以前我只能以投资者角度从公司外部进行研究，现在我则可以从内部的视角更好地观察公司的运作了。目前的这份工作让我更好地了解公司运营的流程，明白了公司治理，我可以看到上市公司披露出去的信息是怎么生成、传递、制作、发布与引导的全部过程。这里面确实大有门道，我们披露出去的内容及其次序都经过精细安排，每一句话都经过反复琢磨。从公开信息中收集有用信息，特别是别人没能解读出来的信息，还是需要一定功力的。

在我逐步加深对价值投资理解的这一过程中，我还想要感谢众多乐于分享观点、事实和数据的网友，人数众多，无法一一列举，你们对我在证券投资上的成长至关重要。互联网是个神奇的地方，它能够将一群志同道合的人们聚焦起来，彼此相互学习，更是互联网让价值投资迅速在中国传播。尽管有的文章对价值投资的认识不足或者片面，投资者对价值投资的误读也很深，毕竟价值投资这一个概念在中国普及并没有几年，所以我觉得仍然要以宽容和正面的心态去看待。

四、关于本书

一开始听到出书的提法，我感到诚惶诚恐，毕竟我又没有取得什么巨大成就，查理·芒格也说了不见 40 岁以下的投资者，我对投资的认识不过十年。但转念一想，现在出书也是很平常的事了，市场上充斥着太多的书

籍，它们对投资的某些认识有待完善的，投资者接受后将危害很大，我觉得有必要为价值投资正名，毕竟这一名称被某些人误解太深。至于资历的事情，厚着脸皮看，相信也没人敢轻视在 25 岁创办合伙投资公司的巴菲特。回归一名投资爱好者写作的初心，记录和整理自己曾经对投资的思考和认识，并希望能够对读者有所帮助。

价值投资被某些人误解很深，我想存在以下原因：

(1) 投资者的基本功不扎实，对公司价值的理解片面和不深刻，就说价值投资无用。价值投资有长期持有，低换手率，投资低市盈率、低市净率股票的特征，但并不意味着长期持有，低换手率，投资低市盈率、低市净率股票反过来就是价值投资。事实上，公司价值有很多个层面，价值投资所衍生的投资策略也远比大部分人所认为的丰富。

(2) 中国经济高速发展，公司短短几十年走完国外相同公司上百历程，公司发展变化快，内在价值也易变，并不容易把握。

(3) 上市公司侵犯中小股东权益屡见不鲜，很多上市公司没有什么价值，价值投资自然无从说起。

(4) 赚快钱心态严重，通常以赌博方式进行投机，不关心公司运营，对自身权益漠不关心，上市公司也迎合这种心态，大部分时间价格高于价值。

(5) 证券市场自身的复杂性，短期是对的决策长期看可能是错，短期错的决策长期看是对的，价值投资虽然终将有效，但不是一直有效，这就使得投资者更难以抓住投资的本质规律。

虽然上述都是中国特色，但价值规律确实普遍存在，本书将以丰富的案例证明价值投资在中国一样可行。本书以 2015 年初就已经编制好的证券投资学教学课件为基础，写作时间集中在 2015 年的 5~8 月，其间中国的证券市场经历了大涨大跌，好在自认为书中大部分观点是经得起考验的。写作此书的意义在于：① 西方经典价值投资书籍，例如《聪明的投资者》、《证券分析》都是以西方上市公司案例作为说明，且年代较为久远，中国投资者缺乏相应的背景，不容易理解，本书希望以国内案例为证，向读者展示丰富的价值投资内涵。② 虽然价值投资的本质从未改变，但形式上随

着时代的发展而改变，诸如营销学、管理学、产业经济学等学科的发展，丰富了价值投资理论，我希望能够从上述角度阐述公司价值。③ 价值投资的观点散落于网络上的各个角落，初学者的认识因而零散，我希望能够系统向各位呈现价值投资的各个要素。最后希望本书能够令更多的投资者更加关注公司运营和内在价值本身，降低炒作氛围，不要让垃圾公司大行其道，占用稀缺资源，让真正具有产业抱负的优质公司顺利脱颖而出，实现应有价值，增强投资者的股东参与意识，维护自身利益，净化投资环境，这对于包括我本人在内的所有投资者都是受益的。

五、致谢

第一，要感谢我的 MBA 同学任青青，如果不是他，我不会有在院校兼职讲授证券投资的机会，也就不会系统整理本书的写作雏形——教学课件。

第二，感谢本书的编辑刘伟，如果不是他的鼓励，我也不会有写作该书的动力，他对该书的面世起到了至关重要的作用。

第三，感谢万得资讯的施静，他所提供的 Wind 金融数据库无与伦比，为本书的研究提供了大量的便利。

第四，感谢我的妻子和父母，是他们在我写作期间，辛苦地照料儿子的一切，包括喂饭、睡觉、陪伴等，让我有更充裕的时间用于专心写作。不知道儿子长大后阅读此书是什么感觉，那时的世界又发生了怎样的变化。

第五，感谢购买此书的读者，你们能够购买一部关于价值投资的书籍，并且有耐心看完和接受其中的观点，我感觉是一种缘分。当然，我对价值投资的认识同样存在片面，希望读者辩证看待，但仍然希望能给读者思维上的启发，不会后悔购买此书，如果你真心觉得本书物有所值，也请不要吝啬向别人推荐，你的朋友和我都需要。^_^

编者

2016年5月

第 1 章 为什么要投资

1.1 如果我们不理财	2
1.2 各项资产的长期回报率	2
1.3 投资错误很悲惨	3
1.4 证券投资与交易门派	8
1.5 应有正确的投资理念	11
1.6 应具备的投资知识	13
1.7 应具备独立思考能力	14
1.8 价值投资与处世哲学	14
个人总结	15

第 2 章 什么是价值投资

2.1 证券主要定价原理	17
2.2 市场的有效性	21
2.3 能力圈	21
2.4 寻找竞争优势公司	22
2.5 安全边际	24

2.6 以所有者角度买入和持有	27
2.7 知道何时卖出	32
2.8 投资组合	32
2.9 控制情绪及人性弱点	33
2.10 价值投资难点	36
个人总结	36

第 3 章 宏观经济重要吗

3.1 宏观经济内在的复杂性	38
3.2 人为干预宏观经济的复杂性	38
3.3 股市通常是经济的先行指标	39
3.4 经济与股市关系不一	39
3.5 经济的长期增长潜力很重要	40
3.6 宏观经济对周期股投资很重要	40
3.7 经济大趋势因素很重要	41
个人总结	44

第 4 章 如何选择行业

4.1 行业的供需和分类	46
4.2 行业生命周期与证券投资	52
4.3 行业结构分析	54
4.4 值得长期投资的行业——来自大师共同的选择	59
4.5 行业与区域	65
个人总结	68

第 5 章 定性分析公司基本面

5.1 基础信息收集	70
------------------	----

5.2 商业模式.....	71
5.3 竞争优势.....	74
5.4 公司战略.....	89
5.5 公司治理.....	105
5.6 公司失败的原因.....	114
个人总结.....	117

第 6 章 定量分析公司基本面

6.1 财务分析.....	119
6.2 财务预测.....	165
6.3 财务造假识别.....	166
6.4 分析技巧与方法.....	190
个人总结.....	203

第 7 章 系统的价值评估

7.1 估值体系.....	205
7.2 DCF 估值模型及思维.....	212
7.3 市盈率.....	214
7.4 市净率.....	229
7.5 市盈率与市净率的组合.....	238
7.6 估值五要素简化模型.....	253
7.7 估值的四个层次.....	259
7.8 现金股息再投.....	261
个人总结.....	267

第 8 章 股价趋势的含义

8.1 股价的趋势.....	269
----------------	-----

8.2 价值与趋势	278
个人总结	285

第9章 构建投资组合

9.1 构建投资组合步骤	287
9.2 投资组合的意义	287
9.3 资产配置选择	288
9.4 资产动态再平衡	289
9.5 投资组合风险	291
9.6 个股仓位控制	292
9.7 忘记初始成本	294
个人总结	294

第10章 价值投资策略

10.1 低估绩优	296
10.2 困境反转	305
10.3 隐蔽资产	312
10.4 业绩提升	315
10.5 周期波动	321
10.6 事件驱动	322
10.7 相对价值	332
10.8 可转换债券/优先股	334
10.9 指数定投	336
个人结语	337

参考文献