



中国式 价值投资

李驰

著

修订版



中国人民大学出版社

中国式 价值投资



李驰
/ 著

中国人民大学出版社
· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

中国式价值投资 / 李驰著. --修订版. --北京: 中国人民大学出版社, 2016.4
ISBN 978-7-300-22351-3

I. ①中… II. ①李… III. ①股票—投资—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字 (2016) 第013578号

中国式价值投资 (修订版)

李驰 著

Zhongguoshi Jiazhi Touzi

出版发行 中国人民大学出版社
社 址 北京中关村大街31号
电 话 010-62511242 (总编室)
010-82501766 (邮购部)
010-62515195 (发行公司)

网 址 <http://www.crup.com.cn>
<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京联兴盛业印刷股份有限公司

规 格 148mm×210mm 32开本

印 张 7.5 插页2

字 数 170 000



版 次 2010年5月第1版

2016年4月第2版

印 次 2016年4月第1次印刷

定 价 49.00元

推荐序

投资里的辩证法

中国人会“做生意”，两千五百年前就有大家范蠡。“投资”却发达于西方，近几百年弄得世界风生水起，中国人现在几乎是全民皆投资。

用东方的“禅”诠释投资的辩证倒确实入木三分。投资充满禅机。制定投资规划，需要预期经济形势的“远与近”、计划投资周期的“长与短”；投资实践，需要掌握投资组合的“动与静”。获取尽可能多的收益，是人之天性，既想追逐短期机会，又不愿放弃既定的长期战略，可实际情况往往事与愿违。频繁切换于热门股、沉迷于市场的短期波动，常使我们左右顾不暇，结果并未实现既定的目标。看似对立、难以取舍的正反两面，实质上常常是统一的。投资的实质是保障资本的安全，在获取尽可能确定的收益的同时降低风险。比别人更早地发现价值洼地，并使成本具有安全边际，方是盈利之道，才是从整体上把握投资方向的出发点。再成熟的市场，短期波动甚至阶段性背离的情形，也是不可避免的。市场躁动恰如“风”动、“幡”动，它不应打乱全盘投资规划。“心动”，才是拿不住股票的真正原因。所以，等待是一种征服，静守是一种境界，唯有“心静”，才能于风浪间岿然不动，闲庭信步；以静制动，方能看准良机，动静结合，出奇制胜，得道入禅境。

在中国，许多做投资的人，有意无意间贯通“禅意”，将“禅”与投资结合起来，相得益彰。本书作者李驰先生在多年的实践、领悟后，形成了一套独有的“中国式价值投资”理论，不拘于经典价值投资理论本身，在实践中找到最适合自己的投

资方式，亦是禅之意境。

投资究竟为何物，直叫人如此眷恋？投资与市场经济同生，伴随实业的兴衰，走过人类几百年的历史长河，在西方源远流长。改革开放之后，“投资”二字，由西方引入中国寻常百姓家，至今时间不长，已是遍地开花。但是，投资虽然入门容易，举手之间就可以身临其境，把握起来方知常胜之难。这使我想到打高尔夫球：弹丸之物，一杆一球，随意挥洒，人人可行，可入得门来方知球道之高深莫测，总在似是而非间挣扎，别人的成功方法常是导致自己失败的陷阱。只有找到最适合自己的方式，才是成功的开始。投资也一样，因人而异，收益随着人们的喜怒哀乐，跌宕起伏，无定理可解。

岁月洗礼后，投资大师的理论各有拥趸，但无论价值投资、趋势投资还是其他投资理论，投资哲学本身并无高下之分，本源相同，只是不同的人运用起来常有天壤之别，正所谓经书万卷只做眼界大开，见招拆招方显慧根深浅。对中国的普通投资者而言，投资虽是新生事物，但并非高不可攀，领会了投资大师的理论后，更重要的是研习自己，触类旁通，做到深入浅出，得心应手。

价值投资在中国方兴未艾，其对中国资本市场的贡献，是直接或间接地培养了一大批运用价值投资理念进行投资的机构投资者，同时越来越多的普通投资者已逐步明白，或实践着这一理论。但事实上，在2007—2009年市场跌宕起伏的过程中，一些以价值投资为主导的资产管理人和投资者，表现却差强人意。价值投资的有效性再次受到质疑，“在中国市场能坚持价值投资吗”成为一个盲人摸象的话题。

李驰认为，价值投资不等于死守投资，也不等于随机投资。

在中国，价值要通过具有中国特色的透视镜去观察和分析。在中国坚持价值投资是可行的，也是有效的，但绝非机械地照搬或者简单复制。要结合中国市场的特殊性，准确领会价值投资的基本原理，辅以他书中介绍的观点和方法去发现和实现投资的最大价值。

成功投资的方法殊途同归，关键在于是否找到适合自己的，否则在错误的路上再怎么全力奔跑也没用。在中国，经过一段时间的投资实践，每个人都或多或少地有所领悟、有所收获。但无论“知”还是“行”，都存在一个“度”的问题，即便离沸点只差一度，水也不会开。如写真画，看得全，却未必画得真，画得真也难得其神，境界眼光，千差万别，“度”不同也。

透过书中的肺腑之言，我们感受到的是李驰对不同的，甚至看起来对立的投资理念的融会贯通。“分别心”的舍弃，换来的是对本质的领悟。基于本质，结合实情，才能够因地制宜，真正把所学所知为我所用。李驰与我们分享的是他对众多投资大师的研究加上浸淫中国市场 20 年的深刻感悟。他在书中所述的“中国式价值投资”，是西方投资理论与中国投资实践结合的尝试，字里行间，分享着寻求投资之道的心路历程、畅谈着源于独特视角的深刻理解，挥洒着那些记忆犹新的投资案例，对比作者书中所述，您可以反观自己在相同背景下的投资节奏和取舍，重新认识自身特点，扬长避短，审时度势，“知行合一”。坚持价值投资之“道”，趁市场之“势”，拿捏有“度”，大器终成。

中国改革开放 30 年，时间虽短，但浓缩了发达国家几百年的经济发展历程，中国经济的高速增长、资产的重新估值、通胀、宏观调控等事件，以及市场短而快的周期，都是发达国家经济发展历程中的缩影。政府宏观调控的强大影响力，缺乏效率的市场，经济形势的快速切换，都给处于成长期的中国资本

市场带来了巨大的发展机遇，同时也带来了比成熟市场高得多的风险。在成长、变革的时期，要分辨出拥有经济护城河，能够长期存续，并保持增长性的上市公司，还要被二级市场认可，绝不是照搬经典书籍就能够完成的任务。经过市场的几番洗礼，我们可以期待，在浪退沙尽的金色财富人生之后，找到一代集大成的具有中国特色的资本市场的驾驭者和思想家。

田劲 博士

美国晨星公司（Morningstar）亚太区 CEO

目录

序言 特“李”独行	1
自序 “Yes”里的禅机	6
再版前言 投资，仍在继续	11
第一版前言 投资，千万次的问	23
第一章 价值投资中国版	33
1.1 A股市场自娱自乐	37
1.2 学习巴菲特的灵魂	44
1.3 求教于索罗斯	51
1.4 领悟价值投机	56
第二章 寻找更安全的股票	59
2.1 与优秀公司为伍	63
2.2 估值是决定因素	72
2.3 集中投资下重注	81
2.4 不熟不了解不投资	86
2.5 小道内幕不值一听	95

第三章	“股市不死鸟”的最爱	101
3.1	金融业“弯道超车”	105
3.2	偏好中小型公司	113
3.3	利空出尽是良机	120
3.4	成长价值两相宜	127
第四章	动静间捕捉时机	137
4.1	测不准并非不可测	141
4.2	敢当逆向投资者	148
4.3	测得准未必赚得到	157
4.4	定时醒来卖股票	164
第五章	追随“中国行情”	173
5.1	35年一遇的机会	177
5.2	今非昔比，接轨世界	183
5.3	资本流动的主旋律	189
5.4	实践“低买高卖”	195
第六章	投资之道与术	203
6.1	别太想着赚快钱	207
6.2	市场走势如大象狂奔	216
6.3	投资如白开水	221
6.4	接近心灵的平静	228

序言

特“李”独行

媒体人称李驰是“中国的巴菲特”。我第一次见到他的时候，他穿一件白色的中式汗衫，个子很高，说话的语速很快，脸上偶尔掠过的笑容竟有几分顽皮。

我当时在想，如果把中式小立领换成高帽潮衣，再加上宽松的滑板裤、黑框眼镜和曼哈顿邮差包，他应该像个街头玩极限运动的嘻哈小子了。因为从他脸上的笑容中实在看不出一丁点儿巴菲特式的城府。每天和巨额金钱打交道的人至少应该是很深沉很狡黠、脸上的每条皱纹里都写满经验和沧桑，如K线图般复杂难懂的范儿吧，可他不是。他只有开怀大笑的时候脸上才有皱纹，而且笑的声音很大，那种笑声会在高亢处打几个转儿，然后绵延开来，传染得你不得不跟着笑起来。

这种非主流的印象在我脑海里印记很深，以至于我现在回想起第一次采访李驰的过程，仍不知道该用什么词来形容当时的感觉。错愕、惊艳、疑惑，好像都不是。因为这个人和我以前采访过的人太不一样了，他像是一种特殊的生态，很难被定义和归类。

连李驰自己也说，他是个永恒的乐天派，面对涨涨跌跌的股市早已修炼出了苏格拉底+阿Q式的心态。李驰的博客每天都有大量的网友跟贴，理解的和不理解的、强烈支持和激烈反对的都有。李驰不紧不慢地照单全收，对新朋旧友都不怠慢：该讲的道理一点不打折扣，该说的预测一点不留余地，该开的玩笑潇潇洒洒地开，大有“宠辱不惊闲看庭前花开花落，去留

无意漫随天外云卷云舒”的老道和圆熟。从这个意义上来说，李驰不是个愤青，他从不会急赤白脸地较劲和争辩，而是常常用一个让人忍俊不禁的调侃四两拨了千斤，其余的就交给时间了。都说成熟的谷穗会弯腰，如果成熟还保持腰不弯，这就是一棵特别的谷穗了，我想李驰就属于这种品种。

对于金钱，李驰有一个新鲜的说法，他认为钱是用麻袋来装的，所以有朋友戏称他为“麻袋李”。

李驰说，他终身要做的事就是把越来越多的钱装在麻袋里，码在路边。在中国人的印象里，麻袋是用来装土豆、萝卜等有分量没价值的俗物的，如果用来装轻飘飘的钱币，那得装多少才能满啊。这个有创意的说法显然在笨拙中透出几分机巧。我个人觉得，用麻袋装钱是一件很惬意美好的事，它让人产生了很多美妙质朴的遐想。试想一下，把小小的钱夹换成生猛的麻袋，是人生何等快事？那些装满钱币的又大又笨的麻袋，码得像长城一样壮观，是何等有趣又充满成就感？

把赚钱的事弄得太复杂了，人生就无异于苦役，如果不需要太多技术含量，而简单快乐得如同做游戏一样，有谁会拒绝呢？我觉得“麻袋李”提醒了我们一种生活的情怀，那就是：简单有趣，道法自然。

李驰是一个深谙投资投机之道的人。早在1985年还在读大学的时候，他就开始“不务正业”，研究当时可能是绝无仅有的没有定价的《股票基本知识与实践》了。他说，直到今天，那本20多年前的启蒙书还完好地保存着。近20年的投资实践和实战，终于让他练就了自己独特的投资哲学：慢即快少即多，越不繁越不凡。我不想对他的投资理论和风格作过多的评述，只是想，一个人如果能够始终保持对生命的热爱和独立自由

的精神，那他的人生就是完美的，值得让人心生敬意。

李驰的哲学，遵循的是自己的套路，这个套路也是有点“另类”的。他专注于投资，又限于投资。他研究宇宙中的混沌，也研究中国传统的阴阳，他喜欢轻松的赵本山，也对严肃的爱因斯坦崇拜有加。他笑称自己是宇宙中的黑洞，对一切有营养的东西，都会迅速吸收转化为能量。他精力旺盛得好像对什么都感兴趣，但又都不求甚解，我以为，这就是芒格“格栅”理论的李氏正解了。

李驰用自己的投资哲学，实现了财富自由，但他一点都不物质。他对名牌了如指掌，因为这些名牌背后的商业价值和财富秘密是他认为值得研究的东西。但他从来不是一个被名牌“logo”的人，深谙自己需要什么。他的讲究有时细致到一个不经意的细节，但他的随意有时又让人觉得，他就是一个平凡如你我一样的凡世俗人。

凡俗到频繁接触“地气”，人就会变得“非等闲”起来。

李驰爱到处“闲”逛，一年当中有大约五分之一的时间花在旅途上。记得有一次聊天，李驰说他刚到深圳时看过一部电影，影片中一个美国投资大亨早上睁开眼还没出被窝，第一件事就是喝着咖啡看当天的《华尔街日报》。这个无比惬意舒适的场景在他脑海里留下了深刻的印象，甚至冥冥中成了他日后人生的写照。

所不同的是，李驰喝咖啡的时间和地点发生了奇妙的变幻，他躺着看报的那张“床”变得其大无比：可能是在新西兰皇后镇数星星的小木屋，也可能是在非洲肯尼亚与黑犀牛、角马眉目传情的大草原，还有可能是在拉斯维加斯发现中国元素无处不在的 Tao Club，就连在南极和企鹅、海豹相伴的日子里，那

些无垠的冰雪和黑白也成了他感悟投资的奇妙温床。他很享受和自然亲密接触的时光，因为那个时候他觉得自己就是自然的一部分，他和所有植物、动物一样呼吸生存，懂得了感恩与敬畏、渺小和坚持。

我一直觉得，李驰就是一个自然本真的人，这可能是他的可爱之处，也是他不能回避的缺陷。他熟悉体制内的东西但是不够妥协，他在社会交道中洞察人情世故但不圆通，这让他显得有些傲气和孤独。他最大的妥协就是说出“天黑了，请闭眼”这样的话。这是一种无奈，还是一种“顽冥不化”的智慧呢？

李驰身上一直兼具两种看似矛盾又统一的特质：他有时像个孩童般简单，有时又像入定的老僧一样看透凡尘；他有江浙人的精明和灵活，也有晋商的忠耿和诚信；他坚定地信奉巴菲特的价值投资真谛，也从索罗斯身上吸收借鉴投机的魔法，他认为，只要做到客观理性，赚钱就变得简单。他用理性的尺子丈量世界，也丈量自己的心胸、气度、错误和得失；同时，他又极其感性，红绿大盘让他想到情色股市，想到月球上才有完美，想到最喜欢傍的大款是政府，想到《功夫熊猫》和《天下无贼》……他的思维很发散，但归根结底都和投资有着千丝万缕的关联。从这一点来说，他极度执著和专注，把投资看做成了他的生命。

李驰，木子马也。我的理解是，他的投资基因是天生的，父母在起名字的时候就注定了他日后的奇特宿命。虽然他不像巴菲特、索罗斯一样都属马，但是因为有了中国特色，就成了独特的木子马也。

独特和不妥协，必定造就他的孤独，这份孤独是一个宝贵的自我的世界，无论如何，值得我们守护和尊重。

李驰说，写完这本《中国式价值投资》的心情是四个字：若有所失。我知道，他失去之后，是重新的跋涉和探索。那些沿途的风景都是有灵性的生命，它们从来都不会消失，也一直在用一种特殊的语言说着话。

他们在说些什么呢？是木言马语么？有谁真正听懂了吗？

但愿，你看到这本书，若有所思，若有所得。

高俊

深圳广电集团《财富博客》制片人

自序

“Yes”里的禅机

2009年6月，北京，仲夏夜。

财经节目主持人李南夫妇设宴款待乔治·索罗斯先生，我有幸赴宴，并当面向索罗斯请教。当我提出“在中国既学巴菲特又学索罗斯是不是可能”的问题后，索罗斯沉思片刻，郑重地说出了一个词——“Yes”。

索罗斯并没有展开说为什么 Yes，但能亲耳聆听到一代投机大师对此不知天高地厚问题的肯定答案，确实让人振奋。

关于投资的“Yes or No”，我其实从未停止过思考，用很具中国特色的说法就是：悟道。

回首我们投身中国证券市场近 20 年的历程，从最初完全投机到价值投资，再从价值投资到再思考投机的核心价值，几乎一直都希望寻找到一个能颠覆传统观念“低风险，高回报”的盈利模式。投资究竟是矮子里选高个还是鸡蛋里挑骨头？是赚一世钱还是赚一时钱？到底是不是会买的仅是徒弟会卖的可当师傅？这些问题一直伴随着证券市场的涨跌互现在我们脑海中反复萦绕。

2008年初，我的以价值投资为主线的《白话投资》一书问世，当时国内几乎人人都自称为价值投资者。三年后的今天，在国内绝大部分大蓝筹的股价离上证指数最高点 6 000 点仍然相当遥远时，价值投资在中国的有效性开始受到社会的广泛质疑。价值投资在中国市场是不是适用？能否寻找到更好的适合

中国市场本土的投资方法？这些问题显得特别紧迫和重要。

在经历了异常曲折的以在市场中交不菲学费为代价的不断试错之后，我今天似乎找到了适合自己的独特盈利模式，悟出了索罗斯隐含于“Yes”中的禅机妙意。这就是：以价值投资方法精选值得投资的股票，用周期投机理论指导买卖时机，在中国证券市场中打一套自成一体的“巴索组合拳”。这也就是我在本书中要详细阐释的“中国式价值投资”。

我认为，巴菲特与索罗斯两人的最大共同之处就是十分注重本金安全，这应该是全球投资人或投机者必须严格遵循的法则。保本——“活着是最重要的”，也就是“留得青山在”，其实是无论什么时候无论怎么强调都不为过。遗憾的是，绝大多数炒股的人（仅仅能称之为炒股者，与投资投机均不沾边，倒是绝对与赌博无异）只是在发生巨亏之后才认识到“保本”是多么珍贵的警言。淡水之于城市日常生活中的人们似乎可有可无，因为有老火汤、运动饮料、醇酒、可乐，但对于沙漠等绝地求生之人，有无淡水事关生死。如果你能有将证券市场时刻当沙漠对待的警觉心，就不会对保本这样平如淡水的老生常谈置若罔闻。

将钱长期存于银行与保本完全不是同一个概念，投资保本后的终极目标完全是为了增值。只有践行巴菲特所说的“别人恐惧我贪婪”，严格用4折的模糊价格购买1元模糊价值的优质公司，才可以确保所投本金的安全，才能做到“会买的也不仅仅是徒弟”。结果就是：下跌可守，熊市中用企业未来的高分红来冲抵本金可能发生的暂时浮亏，优质公司未来业绩增长的确定性将促使预期市盈率的下降，并最终必然驱动股价回升，使得本金可以有绝对安全保障；上涨可攻，牛市中借助索罗斯所称的市场自强化过程来优化投资收益，最终让本金增值的目标

最大化。攻守自如，这就是我所理解的中国式价值投资的核心。

索罗斯在美国证券期货市场趋势自强化过程中实战成果，也适用于同样有着人类七情六欲的中国市场。我们完全可以实行“拿来主义”，将它应用于波动性更强的中国市场，让“会卖的是师傅”成为可能。毕竟我国的证券市场有低到十几倍高到五十多倍的平均市场市盈率波动区间，有自然人投资股票免缴所得税的政策，这与巴菲特、索罗斯所在的美国证券市场有非常显著的区别。美国市场短期买卖股票所得税高昂，并且其相对成熟的市场平均市盈率波动区间也明显窄于中国市场，这让投资人在中国证券市场完全可能打出漂亮的“巴索组合拳”，充分利用我国证券市场固有的周期波动特点与税收优势，让取得超额收益成为可能。

在中国言必称巴菲特者多于言必称索罗斯者，但行投机事的人却远远多于做价值投资事的人。这种“怪”相，我认为与中国特殊的国情和文化有关。

中国人行事一向有“说的不做，做的不说”的特点，于是说与做完全不同就很容易理解了。但目前的现状是：那些希望做巴菲特价值投资事的人买入时严重漠视了巴氏所强调的安全边际的苛刻标准，于是才有了被深度套牢后认为“价值投资在中国失灵”的误判；而那些希望行投机事赚快钱的人，完全看不清一个主要投机趋势的形成往往有数以年计的延续跨度周期，而日思夜想希望以日为单位完成“低吸高抛”的顶尖“投机”，实际上这与索罗斯的投机理论根本是风马牛不相及。无论是巴菲特的理论，还是索罗斯的见解，如果不能充分理解和领会，并充分结合中国的证券市场实情，那就只能是运用不得法、投资不入门。