



# 熊市

## 价值投资的春天

XIONGSHI

JIAZHI TOUZI DE CHUNTIAN

董宝珍◎著

如果你真的想挣钱，就要在熊市里下注！

如果你很害怕熊市，说明你还没有真正理解股市，还不是一个真正的理性投资者，那么，你应该花点时间阅读本书，我确信当你读完本书之后，你会笑对熊市，甚至会爱上熊市！



# 熊市

## 价值投资的春天

董宝珍◎著

**图书在版编目 (CIP) 数据**

熊市 价值投资的春天/董宝珍著.  
-北京:经济日报出版社,2009.1  
ISBN 978-7-80180-924-7

- I. 熊…
- II. 董…
- III. 股票-证券投资
- IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 173217 号

**书 名:** 熊市 价值投资的春天

**作 者:** 董宝珍

**项目统筹:** 王 含 程 鹃

**责任编辑:** 程 鹃

**责任校对:** 刘妙怡

**出版发行:** 经济日报出版社

**地 址:** 北京市宣武区右安门内大街 65 号 (邮编: 100054)

**电 话:** 010-63568136 63567690 63567691 (编辑部) 63567687 (邮购部)  
010-63567683 63516978 63588445 63538621 83538863 (发行部)

**网 址:** www.edpbook.com.cn

**E-mail:** jjrbbjb@163.com

**经 销:** 全国新华书店

**印 刷:** 北京耀华印刷有限公司

**开 本:** 710 × 1000 1/16

**印 张:** 14.5

**字 数:** 200 千字

**版 次:** 2009 年 1 月第一版

**印 次:** 2009 年 1 月第一次印刷

**印 数:** 0001 ~ 6000 册

**书 号:** ISBN 978-7-80180-924-7

**定 价:** 32.00 元

**特别提示:** 版权所有·盗印必究·印装有误·负责调换

# 开篇语

如果你真的想挣钱，  
就要在熊市里下注！

如果你很害怕熊市，说明你还没有真正理解股市，还不是一个真正理性的投资者，那么，你应该花点时间阅读本书。我确信，当你读完本书之后，你会笑对熊市，甚至会爱上熊市。

我向您保证，本书的书名《熊市 价值投资的春天》绝不是在我喝多了之后起的。熊市是投资的春天，这是我一贯的基本观点，也是一个百分之百的事实。您可能会非常奇怪，因为股价暴跌，熊市到处是悲惨的失败和痛苦的哭泣，此种情况下，怎么会是投资的春天呢？到处是人心惶惶，哀鸿遍野，草木皆兵，凭什么说熊市里更有利于投资，熊市里更适合投资？以下是我对熊市为什么是价值投资的春天的阐述：

价格下跌就已经把那些在基本面存在的潜在风险提前都反映了。可能的危机，可能的问题，都已经通过价格大幅下跌得到了充分的体现和反映。当市场进入熊市后，其实大部分风险已经释放了，熊市所以被称为熊市，往往是因为它已经经历过一场可怕的严重暴跌，没有发生暴跌就不会有熊市，暴跌的本质作用是释放风险。我们现在和2007年10月相比，所有的企业价格都便宜了70%。一年的时间里，作为股价的基础——企业有这么大的变化吗？我们花钱买的是企业，不是买的票，我们是买的那个企业，那个厂子，那个生产线，那个企业的管理水平，那个企业产品的市场占有率。在不到一年的时间里，这些价值要素就便宜了70%，无论如何企业的真实情况并没有发生70%的衰退。企业还是那个企业，经营情况还和过去基本一样。价格下跌就已经把那些在基本面存在的风险释放和反映了。

6000 点牛市时，中国平安、中国石油、贵州茅台对应的价格分别是 148 元、48 元、220 元；到 2008 年 10 月，中国平安、中国石油、贵州茅台对应的价格分别是 26 元，10 元、100 元。你在牛市里买 1 股中国平安，在熊市里可以买 7 股；在牛市里买 1 股茅台，在熊市里可以买 2 股；在牛市里买 1 股中国石油，在熊市里可以买 5 股。熊市让股票的价格越活越“年轻”，越来越低的价格对投资者是巨大的机会！

更重要的是，熊市里，一方面整体估值偏低，另一方面由于人气低迷，人心慌乱，一有风吹草动，市场就会下跌，而这种更进一步的下跌，已经是在不正常基础上的更不正常，其唯一的效果是制造真正的投资机会，制造安全边际。

熊市没有快钱，但熊市里有大量的真正的符合投资规律的机会。因为有了资金过剩，没有了泡沫，股市里的涨跌变化，主要受价值规律支配，那些价格变化的不正常因素、非理性因素不在了，市场变化的规律性、理性度日益增加。当一个市场是在价值规律支配下，这个市场的可预期性、可把握性大大增强。只要你能理性思考，按规律办事，你就能挣钱。这种不受热钱、泡沫和疯狂情绪干扰，价值规律起主要支配作用的，有利于理性投资者挣钱的环境只有在熊市，而不是牛市。这一状况中外股市均是如此，这是一种规律性现象。

几乎所有成功的投资人和投资大师都喜欢熊市，都善于利用熊市！投资大师彼得·林奇说：

在下跌和熊市中卖出的投资者，远比买入的投资者损失更大，如果你在股市暴跌中绝望地卖出股票，那么你的卖价往往会非常低。投资股票要想赚钱，关键是不要被吓跑，这一点怎么强调都不过分。

最佳的买入和入市时机是在每隔几年市场便会出现的崩盘、回落、狂跌时期。在这些令人惊惶的时期，如果投资人有足够的勇气在别人喊着“卖出”时仍镇静地买入，就会抓住真正的良机。对于那些经营良好而且盈利可观的公司股票，在市场崩溃时期反而是良好的投资时机。

林奇更进一步指出：

在过去的几十年中，市场每两年出现一次小幅下跌，每六年出现一次大幅下跌，如果在每次下跌后加仓买入，收益将十分可观，下跌意味着今后赚更多的钱，股市下跌是极好的机会，此时应该买入你喜爱的股票。

林奇同时也用美国股市 50 年的数据统计证明，市场上最大的赢家是那些在下跌和熊市中买入和入市的人！

投资大师罗杰斯更直截了当地对中国投资者发表忠告：

人们应该在市场下跌时买入，而不该在市场上涨时买入。2007 年时我就曾说过中国股市有泡沫，我就告诫人们要警惕。我想要再重复一遍，永远也不要人们在人们都兴奋时买入，应该在人们失望卖出的时候买入。现在股市调整了，即便未来有更大的下跌，我还会继续买入。

2008 年国庆节前后，我参加了电视财经节目《财富非常道》的访谈，节目中我提出“熊市是价值投资的春天”，并用了一个捕鱼的例子形象地说明为什么熊市是价值投资的春天。

我对主持人说：“投资者其实和捕鱼者很相似，渔民有时在风平

浪静的海上捕鱼，风险小产量高，有时只能在惊涛骇浪中捕鱼，风险大产量低。牛市中的 6000 点投资，相当于是在太平洋里捕鱼，风高浪急，投资者随时有可能被巨浪给吞没掉。并且在 6000 点的牛市风浪中，鱼都藏在浪涛之下，波涛汹涌的巨浪会吞没所有的企图捕鱼的人。现在跌倒 2000 点左右是什么情况？现在是干涸的河床，水已经退了。水退之后一方面让人们知道谁在裸泳，另一方面干涸的河床上到处是鱼，你可以不承担任何风险，随手就可以捡到很多鱼，弯腰便能捡起。这就是熊市的价值，而在牛市里这是完全不可能的。”

主持人问：“当水退后，鱼不会死吗？牛市消失后，市场资金枯竭，凭什么上涨呢？”

我答：“水如果完全没有了，鱼就死了。企业不会死，资本市场上如果没有了炒作资金，企业照常生产经营。股价的变化最终是由企业决定的不是由资金决定的，企业的经营与市场上是牛市和熊市并没有关系，从而股价的最终变化与市场上是牛市和熊市没有关系！”

最后让我们一起看看股神巴菲特在熊市里在干什么？

2008 年 10 月中旬，华尔街股市下跌了 2000 点，甚至在一日之内，下跌了 8% 以上，欧洲三大股市同期下跌得更是惨不忍睹，亚洲的日本、韩国、中国、中国香港、新加坡一周之内都出现了 20% 的跌幅，全世界所有主要国家和地区的股市都因猛烈的下跌，不可避免地进入了熊市，全球股市里到处是泪水和伤痛。

然而仅仅一星期之后，全球首富、人类历史上最伟大的投资家巴菲特公开出现在媒体前，告诉人们他正在买股票，并且发表公开信，解释自己买入美国股票的理由。巴菲特在公开信中写道：

无论美国还是世界其他地方，金融市场都是一片混乱。更糟



糕的是，金融系统的问题已渗透到整体经济中，并且呈现出井喷式发展。短期内，美国失业率将继续上升，商业活动停滞不前，而媒体的头条也令人心惊胆战。

不过……我一直在购买美国股票。

为什么？

我奉行一条简单的信条：别人贪婪时我恐惧，别人恐惧时我贪婪。当前的形式是——恐惧正在蔓延，甚至吓住了经验丰富的投资者。当然，对于竞争力较弱的企业，投资人保持谨慎无可非议。但对于竞争力强的企业，没有必要担心他们的长期前景。这些企业的利润也会时好时坏，但大多数都会在未来5、10或20年内创下新的盈利记录。

澄清一点：我无法预计股市的短期波动，对于股票在1个月或1年内的涨跌我不敢妄言。但有一种可能，即在市场恢复信心或经济复苏前，股市会上涨，而且可能是大涨。因此，如果你想等到知更鸟报春，那春天就快结束了。

回顾一下历史：在经济大萧条时期，道琼斯指数在1932年7月8日跌至41点的历史新低，到1933年3月弗兰克林·罗斯福（Franklin Roosevelt）总统上任前，经济依然在恶化，但到那时，股市却涨了30%。

第二次世界大战初期，美军在欧洲和太平洋遭遇不利。1942年4月，美国股市跌至谷底，当时距离盟军扭转战局还很远。同样，20世纪80年代初，尽管经济继续下滑，通货膨胀加剧，但却是购买股票的最佳时机。简而言之，坏消息是投资者的最好朋友，它能让你以较低代价下注美国的未来。

长期而言，股市整体是趋于利好的。20世纪，美国经历了二

次世界大战、代价高昂的军事冲突、大萧条、十余次经济衰退和金融危机、石油危机、流行疾病和总统因丑闻而下台等事件，但道指却从66点涨到了11497点。

也许有人会认为，在一个持续发展的世纪里，投资者几乎不可能亏钱。但确实有些投资者亏了，因为他们总是在感觉良好时买入，在市场充斥着恐慌时卖出。

现在，巴菲特在熊市里，在危机中加大投资力度的做法，会不会和他历次抄底熊市并大获其利结果一样，还无法被证明，但我坚定地相信巴菲特在危机中、在熊市、在别人恐惧时疯狂买入的做法，是真正的投资之道。你呢？你是怎么想的？你认为巴菲特在熊市中疯狂买入对吗？如果你还没有答案，看完本书你就会有正确的观点和看法，当然如果你已经有答案了，那这本书更适合你，因为这是一本写给理性投资人的书。

熊市是有利于理性投资人挣钱的市场状态，熊市是真正投资人的最爱。怕熊市是没有必要的，如果你很害怕熊市，说明你还没有真正理解股市，还不是一个真正的理性投资者，那么，你应该花点时间阅读本书。我确信，当你读完本书之后，你会笑对熊市，甚至会爱上熊市。

写一本关于价值投资的书，一直是我本人的强烈愿望，这种愿望主要来自于投资实践，因为投资不是一种技术，而是一种思想，投资者基本上都应该是理论家和思想家。从1994年以来，我和我的伙伴们在投资过程中总结出的思想越来越多，我们很想把它们整理成系统的理论。在这段时间里，几乎所有的节假日都被我用来思考和创作。常常在深夜，为了对某些问题进行思考，我不停地在家里走来走去，脚

如果你真的想挣钱，就要在熊市里下注！

<b>开篇语 如果你真的想挣钱，就要在熊市里下注！</b>	<b>1</b>
<b>第一章 熊市中的中国股市最具有投资价值</b>	<b>1</b>
中国股市最有投资价值	3
股市进入新阶段，价值投资是必然	9
价值投资理论是世界上最简单的投资理论	10
<b>第二章 股票价值是我们在熊市投资成功的基础</b>	<b>13</b>
股票的价值就是企业的价值	17
资金的时间成本对股票定价的影响	21
企业的经营风险对价值的影响	22
存续期、成长率、折现率对价值的具体影响	29
企业价值不是一个绝对的静态数值	34
价值评估重要的是定性，不是定量	39
企业成长的两大动力	53

行业价值判断是企业价值判断的前提	60
决定企业价值的关键是企业的软资源	66
管理层激励企业发展的根本内在动力	69
公开信息是价值判断的源泉	75
5分钟可以判断一个企业的价值	82

### **第三章 熊市里安全边际会频繁出现 87**

重要的价值投资方法——安全边际	90
安全边际的合理经验值	92
安全边际出现的条件和规律	97
人性是造成安全边际的首要原因	101
趋势交易者、盲从者是安全边际出现的推动者	104
利用安全边际获利的实例	106
利用安全边际操作的原则和规律	110
安全边际操作的三个关键点	123
安全边际是理性和非理性的博弈	127
用生活中的事例体会安全边际的内涵	132
行业安全边际难得的发财机会	136
行业安全边际的实例	140
安全边际中包含的投资之道	144
安全边际的哲学实质是假象	147
安全边际与有效市场	153

### **第四章 熊市是长期投资的天赐良机 157**

长期投资是世界上最成功的投资方法	160
------------------	-----

长期投资巨大成功的原因	162
长期投资者不要关心小事和细节	163
长期投资者应该远离市场	168
熊市中买入才有好的回报	171
长期投资者的卖出原则	173
减持平安，我心不安	182
长期投资人要有企业家心态	184
如何克服投资的死敌——拿不住	187
长期投资回报高低的决定因素	191
长期投资者的思维原则	194
战略思维，投资成功的根本	197
长期投资不需要量化思维	200
长期投资就是顺道后的无为而治	202
长期投资不是一定买优质公司	205
<b>结束语 熊市之后是更大的牛市，让我们在 熊市中下注吧！</b>	<b>211</b>
<b>跋 价值投资是度过熊市最牢靠的基石</b>	<b>215</b>

# 第一章

## 熊市中的中国股市 最具有投资价值

如果我们不认为、不相信中国股市有投资价值，我们就不可能在中国股市投资；如果我们不认为、不相信一个普通的人能够、可以成为成功的投资者，我们就不可能做出成功的投资。看完第一章你会知道中国股市到底有没有投资价值，熊市中的中国股市的价值魅力何在，一个个人能不能成为一个成功的投资者。





熊市中的中国股市之所以最有投资价值，原因有两个：其一，中国股市本身在全世界范围内相比较而言最有投资价值；其二，低迷的熊市让中国这个最有价值的市场更有价值。中国股市有投资价值，熊市中的中国股市更有投资价值，是一个百分之百的事实！如果你不相信中国股市有投资价值，你就不可能在熊市中以明显低估的价格大量拥有好的股票。

## 中国股市最有投资价值

在我们以价值理论为武器进行投资前，必须先解决一个问题，中国股市有没有投资价值？对这个问题市场上长期流传着一种说法，认为中国股市缺少投资价值，从而不适合长期投资，他们认为长期投资只能是在国外成熟市场。事实果真如此吗？

我们先看一下中外成长股的对比情况，就可以知道中国股市有没有投资价值。

全世界最成功的长线投资大师巴菲特一生凭借长期投资的方法赚了几百亿美元，其中巴菲特最成功的两个投资案例是可口可乐和吉列刀片。可口可乐：投资 13 亿美元，至 2003 年底持有 15 年，盈利 88 亿美元，增值 6.8 倍。吉列公司：投资 6 亿美元，至 2003 年底持有 14