

Snowball Investment

雪球投资

一个价值投资者的股市札记

林起 著



经济科学出版社  
Economic Science Press

# 雪球投资

一个价值投资者的股市札记

林 起 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

雪球投资：一个价值投资者的股市札记/林起著.  
—北京：经济科学出版社，2010.12  
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0053 - 2

I. ①雪… II. ①林… III. ①股票 - 证券投资  
IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 211039 号

责任编辑：周国强  
责任校对：刘 昕  
技术编辑：邱 天

雪球投资

一个价值投资者的股市札记

林 起 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

编辑部电话：88191350 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

印刷厂印刷

装订厂装订

787 × 1092 16 开 18.25 印张 330000 字

2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0053 - 2 定价：39.80 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

## 序

在好久以前就有冲动写一本介绍自己投资方法的书，一直没写是因为一来时间上没有这么大的空当，二来怕文笔不好害了读者的眼。但想到许多文化名人，他们的时间更少，但作品的产量可是丝毫不减，正好此次股市楼市大涨，对价值投资者反而清闲了许多，既然早就有心想写点什么，现在时间又稍稍充裕，也就下定决心动笔啦，至于写得好不好也就顾不得了。

开始构思本书结构时，本来想过效仿格雷厄姆的《证券分析》的形式，以类教材的方式来写，想想三人行有我师嘛，就不怕献丑了，可不想如《证券分析》那样大部头，那是涵盖投资的方方面面的，有债券、优先股、普通股等内容，估算当时金融衍生产品如果像今天这么发达，也会被全部研究到，而我只想谈谈股票投资。但后来想想，教材形式的感觉太正式，甚至有点严肃，读来想之无味，况且我想写的不是教材，而是分享投资心得，只好放弃以类教材形式的想法了。

想来想去，比较适合以散文的形式来写，一来其符合分享投资心得的要求；二来各篇文章前后文字间相对独立，单篇可自成一文，这样写起来不用太注重整体结构，减少写作压力，也有利于读者阅读，拿起书来信手一翻，便随处可读；再者内容可扩展性强，可在书内加入一些我认为有意思的但看起来相关性不大的文章，比如“向股神巴菲特致敬”、“座右铭：简单实用就是好”、“章鱼保罗与投资”等，事实上这些看似无关的文章承载很多我想表达的内容。

不过也有压力，以散文形式想成书，必须做到形散而神聚，所以不能完全无视每篇文章主题的位置及讨论内容的内在关联性，不能文章间所讲问题风马牛不相及，而要将所讨论问题逐步深入，而若能引发读者思考则事成矣。要做到这一点，显然不是易事，不过定当尽力为之，只是水平有限，写得不好的地方还望读者海涵。但这毕竟是一本讲投资的书而非文学著作，故而我“基本标准”定位在能清晰准确表达投资思想这条底线上。

# 雪球投资

——写给投资者的非正式札记

本书分成八篇，我将重点放在“企业分析方法”、“投资以信仰制胜”、“财务分析”三篇上，所占内容比例会有一半左右，“财务分析”内容也许会比较枯燥些，但在写作中我会时刻注意这个问题，力求让文字生动活泼。“投资者之路”和“杂谈”在可读性上会比较好，建议读者在阅读时不必从头到尾顺序着看，可以先选自己感兴趣的看，其实这是一本轻松的“课外读物”，我最希望《雪球投资》能成为可供你闲暇时消遣的读本，而非教材性质的图书，这才是体现本书写作的意义和初衷。

林 起

2010年8月于深圳

# 前 言

股市高抛低吸可赚差价是常识，有人试图利用高抛低吸快速致富，最终几无例外都以失败收场。既然投机对多数人行不通，那只有两种选择，离开股市或者做价值投资；对于前者不作评论，对于后者面临怎么做的问题。简单说应该是这样的，经过基本面分析之后，确定企业的内在价值，然后就是等待，如果股价下跌至有安全边际时，就开始买入，越跌越买，不停把持股成本降低。

机会大多出现在牛市泡沫破灭后，有时也出现在其他情况下，比如收购、前景不乐观、人事变动、政策等因素下。如三聚氰胺奶粉事件，就是投资的好机会，历史证明，企业会破产，行业不会破产，行业洗牌往往强者更强；牛奶是生活必需品，不喝国产牛奶就喝进口的，外资垄断不了牛奶市场，所以当蒙牛乳业（02319）股价从25港元跌到6港元，伊利股份（600887）从17元跌到7元，投资价值在中间某个价位出现了，认同这个价位就是估值。

对价值投资的赚钱标准而言，不必等到卖出，股价小于内在价值买入就是赚钱；比如以8元买到内在价值10元的股票就算赚钱，至于内在价值10元对与否，就仁者见仁、智者见智了，但自己要对估值有自信，这是敢于在下跌中买入的底气。自己认同股价值10元就行，市场爱怎么报价都可以，继续下跌也无所谓，越跌越买就是了。想象一下，若招商银行（600036）投资成本摊薄至5年静态市盈率5倍，那往后两年的利润就可收回成本，有什么可怕的呢？再说我们不会把所有资金都放在一只股票上，至多是资金的五分之一，如果连招商银行都倒闭，那这个投资只能认赔了。

买入股票时不要问将来多少钱、什么时候卖？但这并不意味着买入股票后永远不卖出，除了像李嘉诚说的“压箱底股”之外，都会有卖出的时候。如果股票永远不卖，就要思考一个问题，一个公司会不会永远存在，辩证法告诉我们，任何事物有起源就注定有灭亡，没有永恒存在的事物；按照这个说法来看，如果买入一只股票后永远不卖，哪怕这期间涨到过几千、几万倍，等到企业灭亡没有得到一点实惠，这正常人很难以理解，我也弄不明白这样投资的意

## 雪球投资

——雪球投资进阶与操作笔记

义何在，到头来是一场空，就为了中间几千、几万倍收益的曾经拥有吗？

在股价严重背离其内在价值时应该卖出，但不要一次性全部卖出，虽豪迈可非常愚蠢，应该一批批随着股价不断上涨慢慢卖出。反过来讲，假设卖出一半股价又下跌到理性水平如何？那也无所谓，就当减持，没有哪条法律规定一开始卖就一定要把所有股票卖光吧；其实就像李嘉诚的“压箱底股”，也常常有增持或减持的情况出现，这很正常的，和记黄埔跟长江实业也如此。

这一切都建立在一个前提下——基本面分析，否则一切都是空谈，所以当别人每天按时到电脑屏幕前盯着股票行情软件，我们可以不定时研究感兴趣的公司。公司研究除了所处行业、品牌优势、管理层、核心业务竞争力等诸多因素外，最重要的还是财务分析，不过千万别钻牛角尖，这不是发射火箭上太空，不需要精确化数字，只要相对准确就好，数据没有大的偏差，那投资结论就基本相同。财务报表对公司的重要性就像体检报告对人的重要性，系最根本的权威，一个人可以通过气色、体能、精神状态等判断其健康状况，但想真正了解其健康状况，体检报告是根本，根据体检报告加上实际观察，其健康状况完全可以被掌握。

投资的方法很多，各有各的长处和短处，没有那种是王道之说，找到自己的方法最重要，所以并非除了本书的投资方法外，就没有其他方法；我的投资方法适合我自己，但并不排斥其他，以开放心态讨论有建设性的问题，希望能从中得到提升，阁下也可以集各家之所长，勤奋思考不断实践，最终形成自己的投资体系，当然是最理想不过了，只要有正确的投资方法并且持之以恒就能致富。

# 目 录

## 第一篇 投资之路

- 01 少有人走得通的路 ..... 3
- 02 弄清楚自己想要什么 ..... 6
- 03 要有开放的心态 ..... 8
- 04 镜中花、水中月与无为而治 ..... 10
- 05 不是风动，不是幡动，仁者心动 ..... 12
- 06 市场先生夜访林起先生 ..... 14
- 07 向股神巴菲特致敬 ..... 19

## 第二篇 投资门派

- 08 投资与投机 ..... 29
- 09 投资对象是公司而非股票 ..... 32
- 10 分散投资与集中投资 ..... 34
- 11 基本面分析与传统价值投资 ..... 36
- 12 长期持有与短期持有 ..... 39
- 13 价值投资与风险投资 ..... 41
- 14 论“绝对估值法” ..... 43

## 第三篇 企业分析方法

- 15 好公司的标准 ..... 49
- 16 好公司的财务特征 ..... 54
- 17 投资百年后还将领跑的企业 ..... 57

# 雪球投资

一手财经投资类公号非礼勿论

- 18 避而远之的股票 ..... 59
- 19 企业所处行业的讨论 ..... 63
- 20 对除权除息的讨论 ..... 65
- 21 美元与大宗商品的关系 ..... 68
- 22 一人管理与现代管理的对比 ..... 71
- 23 阅读公司年报的重要性 ..... 74
- 24 参加公司股东大会的重要性 ..... 78
- 25 钟爱有护城河的公司 ..... 80
- 26 好公司贵在业精于专 ..... 83
- 27 业务模式简单但不可挑战 ..... 86
- 28 四种垄断形式的讨论 ..... 89
- 29 正直诚信是管理者第一品质 ..... 92

## 第四篇 如何买股票

- 30 静态市盈率是投资总纲 ..... 99
- 31 企业估值方法 ..... 102
- 32 投资的基本原则 ..... 106
- 33 买什么股票 ..... 111
- 34 永远不要一次性买进 ..... 115
- 35 股票越跌越开心 ..... 118
- 36 不要下注未成功的“成长股” ..... 121
- 37 投资何时算盈利 ..... 123
- 38 投资没有专家，只能相信自己 ..... 126
- 39 别人恐惧的时候，不要碍着我发财 ..... 129

## 第五篇 如何卖股票

- 40 永远要跟市场作对 ..... 133
- 41 卖什么股票 ..... 136
- 42 永远不要一次性卖出 ..... 139
- 43 价值投资并非长期持有 ..... 142

- 44 股价波动再正常不过 ..... 145
- 45 股票赚钱靠品德 ..... 149
- 46 别人贪婪的时候，不要碍着人家发财 ..... 151

## 第六篇 投资以信仰制胜

- 47 对国家的信心 ..... 157
- 48 对股市的信心 ..... 164
- 49 对基本面的信心 ..... 167
- 50 对投资方法的信心 ..... 170
- 51 信仰复利的威力 ..... 173
- 52 内在价值与股价 ..... 177
- 53 投资无须精确化数字 ..... 180
- 54 投资风险来自无知 ..... 183
- 55 守着一亩三分田足矣 ..... 186
- 56 有信仰投资者夜夜安枕 ..... 189

## 第七篇 财务分析

- 57 三大财务报表的作用 ..... 195
- 58 重要的财务指标 ..... 201
- 59 自由现金流说明一切 ..... 206
- 60 净资产收益率最实用 ..... 210
- 61 成长要靠主营业务 ..... 213
- 62 应该剔除的收益 ..... 217
- 63 考查三项费用 ..... 220
- 64 如何看待固定资产 ..... 223
- 65 周期性行业财务表现 ..... 226
- 66 警惕应收账款与预付账款 ..... 230
- 67 动态市盈率与静态市盈率 ..... 233
- 68 市盈率与市净率 ..... 236
- 69 毛利率与净利率 ..... 239

# 雪球投资

——写给理财爱好者的非正式札记

- 70 流动比与速动比 ..... 243
- 71 稳定性与成长性 ..... 246
- 72 杜邦财务分析体系 ..... 250

## 第八篇 杂谈

- 73 浅谈投资圣经《证券分析》 ..... 257
  - 74 费舍 15 个选股要点讨论 ..... 262
  - 75 外在价值与内在价值 ..... 266
  - 76 让投资成为一种生活习惯 ..... 269
  - 77 座右铭：简单实用就是好 ..... 272
  - 78 章鱼保罗与投资 ..... 274
  - 79 价值投资由用心模仿开始 ..... 277
  - 80 在希望的田野上 ..... 279
- 后记 ..... 281

# 第一篇

## 投资之路

这是一条走的人很多、但最终少有人能走到底的路。听起来好像很悲哀，但对于能走到底的人来讲，有一点可以肯定，他不仅已经走到底了，还走的很快乐，一路上欢声笑语，绿草如茵，鸟语花香，投资路也是人生路，这种情景下走在路上当然是一种享受，对于成功的投资人来说，难以想象如果他的生活中没有投资将会变成怎样。

价值投资让时间充分为你所掌握，其实每个人都有财务自由的梦想，实现财务自由就可以做很多自己喜欢的事，不用为每天三餐而奔波，按时打卡上下班相信对绝大多数人来讲并非理想的生活，大家只是因为生活所迫不得已，而投资是现实财务自由最直接和理想的道路。

想象一下可以不为五斗米折腰，每天做自己喜欢做的事那该多快乐，喜欢文学可以尝试做业余作家，喜欢旅游可以按自己的时间安排行程，喜欢国学可以连续个把月、两耳不闻窗外事地研读《论语》，这样的生活没人不喜欢，问题是如何过上这样的日子呢？投资是行得通的选择之一，在一定资本基数的前提下，让自己的财务实现正现金流，只需要有正确的方法并持之以恒，这样的生活是完全可以拥有的。

这种生活的确很美好，让人向往，但如果你相信上天对人这么慷慨那就大错特错了，人生不如意事十有八九，这条路并不是每个人都可以走的轻松自在的。绝大多数人走的很艰辛，每天提心吊胆，路上的每一处都可能陷阱，所以必须每时每刻盯着股票行情软件看，生怕一个不小心血本无归；晚上难以入眠，涨的时候因为兴奋，跌的时候因为害怕，横盘的时候因为迷茫。

就是因为每天都在提心吊胆，所以贪婪与恐惧总与他随行，6 000 点看多，1 600 点看空的大有人在，下跌时认为行情结束，上涨时高喊黄金十年，这种思路是他最典型的特征。赌赢了是自己“神机妙算”，赌输了总是“客观因素”，罪魁祸首是政府、庄家、机构、

黑嘴、外国投行甚至反华势力，因为本性的贪婪在高位满仓，“5·12汶川大地震”时居然高喊“锁仓爱国”，结果树倒猢猻散，事实又给了他一巴掌。

同样是投资者，两种完全不同的生活状态，当然以上说法可能是比较夸张的具象化表述，但确实不同的投资方法会造成完全不同的投资体验，有些人喜欢频繁操作，只是觉得无所事事控制不住自己的操作欲望，其实有时间研究一下公司也并非无事可做的，可当他知道频繁操作的人当中90%是亏损时，他依然还会这么干的。我由衷希望你成为少数走到底的人之一，而这根本上是一个选择的问题。

## 01

## 少有人走得通的路

天地间最难的事莫过于投资，因为它直接考验人性的贪婪与恐惧；天地间最容易的事也莫过于投资，因为它不需要有很高的智商，也不需要有很高的学历，更不需要有“关系”，只要到证券营业部开办证券账户，只要有资金就可以买卖股票，理论上已经是一个“投资者”了。

就因为投资有这么极端的双重特性，使得很多人参与其中，参与的人都要赚钱，这条路走的人是很多，多数人总事与愿违在亏钱，亏多亏少的不同，或者有些人几年下来跟市场打了平手盈亏平衡，运气好点的小赚一些，在这里赚得大钱的人永远是凤毛麟角，有时就算一时鸿运当头赚了大钱，很多后来也还给市场，这虽然不是我们喜欢的结果，但却是铁的事实，能稳稳当当的赚钱并走得长远的赢家就是我们说的走到底的人。

当然真正的投资者更多的是指专业或者长期关注资本市场的人，但这部分人相对于整个市场参与者来说毕竟是少数，所谓的投资者中绝大多数都是业余的，一般都有正式的工作或经营着自家的生意，退休人员和家庭主妇也是主力队伍，投入在股市中的钱主要是平时用不着的闲钱，有时是生意周转资金的多余部分，有时是退休后的养老金，有时是打工多年积攒的积蓄，也许男的想讨老婆，女的想做嫁妆，可见“闲钱”有时候是任重而道远哪。

繁花似锦的股市由专业和业余的投资者共同参与缔造，所谓“业精于专”，专业投资者肯定比较占便宜，不过有时他们的投资业绩还比不上业余的。这主要是由于两个原因：一是在行情好的时候，专业的见好就收，业余的赚钱效应来了劲，只有加仓的份，这时候他会比专业的成绩更好；二是专业的更习惯于投资蓝筹股，而业余的喜欢听消息炒概念股，在牛市行情中，蓝筹股的涨幅往往落后于整体市场表现，不过还是那句“出来混，总是要还的”。当大盘行情急转直下，业余的就开始知冷暖了。

其实专业和业余这种说法很含糊，很多专业股民的生活费用来源就是靠炒股票，炒股已经是他的工作了，但赌性最强，市场上快进快出投机炒作的这类角色不少。无论怎么说，既然选择了投资这条路，还是要往专业上不断学习进取，这样说并不代表教唆他人放弃工作专职炒股，但起码要对自己的“闲钱”负责。我发现人有的时候很奇怪，为了在哪吃顿饭、买件衣服逛了半天，但对自己的血汗钱在“投资”买股票时丝毫不考虑，豪迈的很，听消息、跟庄或在朋友处随便一推荐，二话不说全仓杀入，有时甚至连所买的股票公司是那个行业的都不知道，胆气可谓一流，对这种人来说，买哪只股票都一样，重要的是有“确信无疑”的消息证明它会有上涨行情。

多年辛苦积攒下来的积蓄不可谓不重要，所以可以说对这些积蓄负责是对自己的人生负责，显然负责的做法不会是投机或赌博，投资或银行储蓄是负责的做法。若是投资有许多投资品种，股票投资是其中的一种，至于如何投资股票有两种方法，一种是自己学习投资知识，自己打理自己的钱财，另外一种是把钱交给专业的人士打理，最典型的就是购买基金，这种方式对大多数业余投资者是比较现实可行的。像美国成熟的资本市场，共同基金、养老基金、对冲基金、保险公司和投资银行这些机构是市场最主要的直接参与者，而美国投资人习惯把钱交给这些机构打理，随着我国资本市场的逐步发展成熟，这一趋势也将是必然。

从一个非专业到专业的投资者，不是一件容易的事，而且这跟人的性格有很大关系，有些人注定一辈子成不了专业投资者，让他管理一个亿资产，他也是“大型散户”。能成功的专业投资者就像千里良驹，只是这里没有伯乐，一切都要靠自己，能日行千里的能力，得自己去证明。作为一个成熟的资本市场，由专业的投资者打理有理财需求的投资人钱财是很合理的事，但这前提是环境的形成，投资人理财观念的进步，基础是相关法律法规的完善，投资人把钱交给私募基金打理，除了相信他的能力外，正规化的操作流程、资金第三方托管、法律的保障都是很必要的，私募基金阳光化只有政府的默许是远远不够的。

作为一名专业投资者，不断地学习本身就是一种享受，对投资的思考也是愉快的，能够专业从事投资是许多人梦寐以求的，对于专业投资者来说，时间是最好的朋友，只有时间才能让财富几何式的增长，换句话说做投资跟中医一个道理，越老越值钱，这也是从事投资行业的一大好处，这个事业可以做一辈子而不会有人让你退休，但可惜在中国很多基金经理压力太大早早白了头，更有承受不了压力而隐退的，其实投资是件很轻松愉快的事情，这样的现象值得

他去反思。

作为我本人来讲，我喜欢这个行业，愿意把一生都奉献给这个事业，这也是我一再强调的做投资要有信仰，坚定的信念可以战胜一切，苦难在信仰面前显得多么渺小，甚至有些自卑。有了这样的精神力量，股市的涨跌若等闲，真心的希望中国的资本市场越来越完善、公平，用一生来见证这一切的实现。

## 弄清楚自己想要什么

“炒股”当然是为了赚钱，这自然不必说，但也许如何赚到钱，怎么样才算赚到钱？这问题就不是人人能晓得了。钱没人不喜欢的，每个人都想拥有钱，在道德和法律框架内允许的，人人挖空心思去赚钱，有人甚至为了得到钱，连这样的底线都突破，最后落得身陷囹圄，着实不值。

中国现在的商业环境是法律有漏洞而监管不严，“后台”大于法律，有法不依、有过不究时有发生，前些年资本市场基本无法无天，只要能弄到钱就行，没有后果，这样有百利而无一害的事傻子才不做。道德和法律的悬空导致不公平的产生，更为投机炒作提供沃土，都想进这“大赌场”来一试身手了，前些年“跟庄”类书籍风行一时，人人都觉得自己能赌赢，但最终还是输多赢少，赢的时候就加大下注，把运气当实力，贪得无厌总有输光的一天，钱财如镜花水月，只做了场发财梦。

看破了这个表面现象，可知参与赌博的人很多是为了一个希望而来，不是真的相信自己能赢，做人有希望总比没希望好，随着指数的涨涨跌跌，对神经系统的刺激实际上才是他真正要的。不信可以去观察一个细节，这种人遇到节假日股市休市时很不舒服，总希望能开市看着股市涨涨跌跌来得畅快，如果闭市一个月那对他是件非常难受的事。如果你在这种状态下，可以确信无疑是一种赌博状态，这个时候是在为“波动”打工。

至于“炒股”如何实现财务自由，并无确切的标准答案，如果有那每个人不用工作了，没有人工作社会马上就会崩溃，钱也会变得一点用处都没有，津巴布韦现在钱比草纸还便宜，钱是商品或服务公允价值定量单位价格的交换媒介，或者说是“社会欠条”，如果社会上没有人工作了，没有商品和服务可以还你这些欠条，欠条所代表的债权就成为“死账”，换句话说这时候的钱已经失去价值了。