

# 十年十倍

## 价值投资精髓

周凌华◎著

在股票价值投资实践中最应该做到的是什么？我会毫不犹豫地回答道：慢慢做，少交易；自主做，避干扰；不负债，免压力。

保持平常心，客观对待股市运动，深思熟虑，谋定而动，折价买入，长期持有；独立思考，独立分析，独立判断，确定熟悉范围，隔离市场噪音，远离羊群效应……

YEARS

SHINIANSHIBEI JIAZHITOUZIJINGSUI



地震出版社  
Seismological Press

014038845

F830.91  
1021

# 十年十倍价值投资精髓

周凌华 著



地震出版社

Seismological Press



北航

C1726439

F830.91  
1021

18280410

### 图书在版编目 (CIP) 数据

十年十倍价值投资精髓/周凌华著. —北京: 地震出版社, 2014. 4  
ISBN 978-7-5028-4258-1

I. ①十… II. ①周… III. ①股票交易—基本知识  
IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 083334 号

地震版 XM2960

## 十年十倍价值投资精髓

周凌华 著

责任编辑: 刘素剑

责任校对: 孔景宽

---

出版发行: 地震出版社

北京民族学院南路 9 号

发行部: 68423031 68467993

门市部: 68467991

总编室: 68462709 68423029

证券图书事业部: 68426052 68470332

http: //www. dzpress. com. cn

E-mail: zqbj68426052@163. com

邮编: 100081

传真: 88421706

传真: 68467991

传真: 68455221

经销: 全国各地新华书店

印刷: 廊坊市华北石油华星印务有限公司

---

版 (印) 次: 2014 年 4 月第一版 2014 年 4 月第一次印刷

开本: 787×1092 1/16

字数: 264 千字

印张: 12. 75

书号: ISBN 978-7-5028-4258-1/F (4947)

定价: 36. 00 元

版权所有 翻印必究

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

## 序

## 快乐投资 创富人生

元月十九日，那天是腊八节。在飞驰的列车上，我从窗口看到了一幕一幕严冬的景色：水面冰封的池塘，野草枯黄的山坡，枝条枯萎的林地，远山斑驳的残雪……唉，龙年的冬天太漫长了。不过还好，此时有阳光照射在冰莹隆意的大地上，冬天的阳光虽然不能很快将冰雪融化，但它捎带着温暖的气息，无声地呼唤着枯黄的野草、光秃的林木、蛰伏的昆虫……呼唤着一切冬眠的生机，准备新一轮生命的怒放。

一时触景生情，价值投资不就是冬天的阳光吗？在股市曲折的投资历程中，在A股漫漫熊市的隆冬中，它照亮了艰险的旅途，温暖了战栗的心房，点燃了创富的智慧。

什么样的股票投资理念使你安然入睡？

什么样的股票投资策略使你高效盈利？

什么样的股票投资操作使你轻松自在？

……

如何克服熊市恐惧性割肉卖出？

如何克制牛市癫狂性买入风险？

如何拒绝交易随意性频繁买卖？

……

本书都能提示你、引导你和帮助你。

进入股市之初，本人曾运用过五花八门的技术投机，折腾多年，盈亏多，在大喜大悲中，搞乱了心智，搞弱了身体，付出了时间和金钱巨大的机会成本。在痛苦迷茫中，机缘巧合接触到价值投资的理念。从此以后，凡是见到相关价值投资的书籍都会悉数购买、急迫拜读，就像一头饥饿的水牛钻进了绿油油的菜园。本杰明·格雷厄姆、菲利普·费雪、沃伦·巴

菲特、吉姆·罗杰斯、彼得·林奇、塞斯·卡拉曼、斯尔必·库洛姆·戴维斯和杰里米·西格尔等价值投资大师的名著恨不得览无余册、了然于心。大师们的投资虽然在思路、标的、地域上等各有千秋，但他们却都能在价值投资领域独领风骚，获得巨额财富，成为一代宗师。殊途同归，正本同源，他们在投资理念上有着惊人的相似，符合商业逻辑、追求安全空间、坚持长期投资等。投资是他们的生活，他们的生活是投资；投资是他们最大的梦想，他们的一生确实一直在追逐这个最大的梦想。从中我发现，这些大师们的追梦历程，除了一般人难以企及的勤奋外，他们并不是我们想象的那样艰难、痛苦和跌宕起伏的传奇人生。除格雷厄姆过度运用财务杠杆陷入一次几乎不能自拔的困境外，他们从未对股市的走势担心过，他们工作生活的幸福指数都相当高；罗杰斯与夫人，驾驶摩托环游世界，一边创造吉尼斯纪录，一边投资相关国家的股票；巴菲特先生更潇洒，形容自己快乐的投资生活是每天哼着小调，跳着踢踏舞去上班。这就是价值投资的最高境界，这也应该是人生幸福的最高境界。我把这种境界叫作：快乐投资，创富人生。

运用价值投资策略进行股票投资活动，你会感觉到前所未有的轻松，操作不再有压力，等待不再无耐心，持股不再犯嘀咕，面对涨涨跌跌的股价不再忐忑不安、提心吊胆，对于沸沸扬扬的噪音不再耳膜敏感、烦扰于心，也没有什么短假、长假焦虑症等等。总之，你的地盘你做主。你的心智会变得强大，基于你对市场、标的的认识和使用策略的自信，你会像宗教一样，在股市最困难或最狂热的时候你会祥和地守护你的信仰，笃信这种守护一定会得到应有的福报。于是你的心态就会端正下来，情绪就会平静下来，策略就会稳定下来，收益就会很快好起来。

可以说我改变了投资策略，投资策略也改变了我，在两者互动之中，两者都得到提高。投资业绩得到明显提升，原始资本不断增值。十多年里取得十来倍的投资收益，平静、平和、平常心始终与股票投资活动相伴。由此，深深体会到价值投资是一种赚钱并快乐着的人间美事。它能实现有缘人的梦想：做自己高兴的事、做自己擅长并能获取财富的事，这才是人生最幸福的事。

从事股票投资前未雨绸缪的准备，到股票投资理念的树立；从对安全

空间的追求，到投资能力范围的确定；从对市场的基本认识，到对企业的价值解析；从投资心智的磨炼，到投资方法的运用等，这是一个完整而系统、理性而安全、稳妥而稳赢的投资策略体系。这个策略体系，无不闪耀着世界级价值投资大师们的光芒。我只是沾到了一点点儿大师们的智慧之光，照葫芦画瓢，模仿在中国 A 股市场实践，收益颇大，体会良多，它包括精神的和物质的两个方面。本书实为学习、实践价值投资相关理论的心得体会，它通过作者自己的思维、语言和习惯，简单地、通俗地表达出来，告之所有的新老股民，价值投资在中国 A 股市场上与美国股市、欧洲股市一样具有强大的生命力，一样能够稳健而高效地创造财富，一样是只要智商正常人人都能运用的股票投资策略。

价值投资不是一场智商高低的比赛，也不是一场金钱多寡的比赛，而是一场理念好坏的比试，一场性格优劣的比试。如果你理念正确、性格沉稳，那么，像巴菲特先生一样，唱着歌儿、迈着舞步去股市，去赚取大把大把的财富的日子也会指日可待。

周凌华

二〇一四年元月

## 目 录

序 快乐投资 创富人生 .....	(1)
第一章 概念篇 .....	(1)
第一节 价值投资的含义 .....	(3)
第二节 股票价值投资系统的主要内容 .....	(6)
第三节 股票投资三大分析阵营 .....	(9)
第四节 安全空间的含义 .....	(12)
第五节 理解市场先生 .....	(14)
第六节 企业“护城河”经济特性的含义 .....	(17)
第七节 投资前要做好功课 .....	(21)
第二章 理念篇 .....	(25)
第一节 价值投资者成功的历程 .....	(27)
第二节 与股市保持安全距离 .....	(33)
第三节 定力和耐心助力熊市不败 .....	(36)
第四节 股票投资失败的七大原因 .....	(39)
第五节 一夜暴富投机心态的危害 .....	(42)
第六节 正确对待偶得的暴利 .....	(44)
第七节 选择企业的五个主要原则 .....	(48)
第八节 把优秀企业当成老朋友 .....	(53)
第九节 价值投资的六个难点 .....	(55)
第十节 巴式价值投资四大疑惑 .....	(60)
第十一节 两种投资方法“止损”的区别 .....	(64)
第十二节 好股票好价格才是好投资 .....	(67)

第十三节	回避新股危险陷阱	(69)
第十四节	短线高抛低吸无胜算	(72)
第十五节	不要做恐惧的旅鼠一族	(74)
<b>第三章</b>	<b>操作篇</b>	<b>(79)</b>
第一节	确定自己投资的能力圈	(81)
第二节	“牛股”“妖股”辨析	(86)
第三节	自由现金流估值法简介	(90)
第四节	优秀企业的股票应该长期持有	(93)
第五节	构建适合的投资组合	(95)
第六节	持有现金也是一种投资策略	(97)
第七节	投资业绩衡量的非市场化	(99)
第八节	基本面分析容易出现的常见问题	(102)
第九节	主要财务指标简析	(106)
第十节	强周期性企业投资分析	(110)
第十一节	企业业绩“变脸”的客观分析	(116)
第十二节	耐心等待大机会	(119)
第十三节	牛市安全空间不安全	(121)
第十四节	市场先生极端情绪化部分相关指标	(123)
第十五节	再好的股票在股价高的离谱儿时也要卖掉	(128)
第十六节	买入股票的一些参考条件	(133)
第十七节	卖出股票的一些参考条件	(135)
第十八节	AB股市场的无风险套利机会	(136)
<b>第四章</b>	<b>名企篇</b>	<b>(139)</b>
第一节	云南白药 18 年股价增长 87.6 倍	(141)
第二节	东阿阿胶 15 年股价增长 51 倍	(145)
第三节	贵州茅台 10 年股价增长 35.58 倍	(149)
第四节	泸州老窖 17 年股价增长 135 倍	(153)
第五节	苏宁电器 8 年股价增长 42 倍	(157)



第五章 教训篇.....	(163)
第一节 巨债低效投资损害稳定经营	
——对楚天高速的分析及投资实践的反思.....	(165)
第二节 牛市后期双保险风险依然大	
——对桂东电力的分析及投资实践的反思.....	(172)
第三节 业绩记录很平庸投资回报低	
——对中信国安的分析及投资实践的反思.....	(175)
第四节 多变易变行业不要沾	
——对中国联通的分析及投资实践的反思.....	(181)
第五节 影子证券股强周期风险会更大	
——对中山公用的分析及投资实践的反思.....	(186)
后 记.....	(191)

# 第一章 概念篇

由于价值投资很简单，所以，没有人愿意教授它。

——沃伦·巴菲特

股票投资大师中绝大部分属于价值投资者，特别是顶级的国际股票投资大师几乎都来自于一个智慧小村庄——格雷厄姆-多德村，这充分证明价值投资是股票投资活动中效率最高的策略。股票价值、安全空间和市场先生是价值投资的三大核心概念，是价值投资的三大基石，是贯穿全书的灵魂。股票价值就是企业价值，有了价值才能与股价进行比较，才能找到价格低于价值的充分安全空间。有没有安全空间意味着能否赚钱，安全空间大小意味着赚钱多少，因此，安全空间是价值投资成败的必要条件。市场先生是股市被赋予人格化的称谓，它实际上是我们对于股市的一种哲学态度，即股市世界观。这三个核心概念是价值投资不可分割的整体，三者紧密联系、相辅相成。

客观面对股市，理性认识股市，不为股市价格波动、情绪好坏和噪音大小所左右，充分利用股市运动规律为投资服务。



## 第一节

### 价值投资的含义

价值投资是指以企业基本面分析为依据，以股价安全空间为支撑，以资本本金安全为前提，以获得满意盈利为目的的股票投资策略（或叫方法等）。本书中所涉及价值投资方面的内容都是围绕这个解释内涵展开的。

要弄清股票价值投资原理，必须首先弄清股票价值（也叫企业价值）。股票价值是一个看似简单的概念，但真要弄清楚可不是一件容易的事。股票价值或公司价值历来被各投资大家和经济数学家等关注，并不断地进行多种模式的深入探索和研究。估值方法初算一下也有十多种，如：市盈率、市净率、市销率、市现率（市值与自由现金估值之比）、市流率（市值与流动资产之比）、市重率（市值与重置价值之比）、市隐率（市值与隐含价值之比）、投资回报率、平均市盈率、平均市净率等估值法。但是令人遗憾的是，没有一种方法能得出确切答案，始终也没有整出一个包打天下、放之四海而皆准的方式方法或数学模型。为什么会出现这样的学术和投资困境呢？这是因为影响公司价值的因素，特别是不确定因素太多，而每一个不确定的因素足以影响公司估值的不准确性。所以经过投资界多年的探索，每一种方法有选择性地使用也只能得出大概的或粗略的估值结果。但是，整个估值过程对于股票投资来说具有方法论的意义。沿着这种思路进行思考、研究和实地考察公司，开展公司价值评估，得出股票投资的抉择性结论。如：自由现金流折现估值法虽然得出的结果是大概的、粗略的和仅供参考性的，但这一路径是我们股票投资的正确之路。现代货币理论家和投资家凯恩斯说过一

句著名投资名言：貌似精确的错误，不如模糊的正确。

在这里只介绍三种估值方法：一是公司账面价值估值法（即市净率估值法），二是隐含价值估值法（即市隐率估值法），三是自由现金流折现估值法（即市现率）。因为市净率估值法是格雷厄姆比较钟爱的，市隐率估值法是彼得·林奇比较喜欢的，市现率估值法是巴菲特所惯用的。

公司的账面价值好理解，就是公司财务报表中的净资产总额，还有一种叫法为所有者权益或股东权益。如果把它分摊到公司总股份中，反映出来的就是每股净资产，每股市价与每股净资产之比称为市净率（PB）。如果以净资产作为价值投资参考，则你必须面临一个企业中不同的资产净值的最终清算价值的问题，比如：厂房、土地、原材料、半成品、成品和设备等等。在设备占比大，特别是专用设备占比大的企业，清算价值会大大低于账面净资产价值，有的会发生很大的折扣，甚至可能为负数。例如钢铁企业的炼钢炉，玻璃企业的窑炉等，正常生产时其净值合理，一旦停产，其报废拆除的费用可能要大大高于其净值，所以仅以净资产为参考投资股票有较大不确定性和局限性。

企业隐含价值是将企业资产、业务等构成分门别类按市场公允价值进行评估计算价值，然后汇总。比如：企业有一座矿山账面估值低，土地或房屋账面仍是以30年前的购置价格记账，一笔增值多倍的可交易金融资产仍以原始价值记账等。在做这样的股票投资时，首先要正确评估隐含资产的现有价值（以市场同类资产公允价值为标杆）；其次，隐含资产的现有价值在整个企业资产中的比重，如果比重不大就没有什么意义；最后，我们是否有耐心等待这个价值释放或有能力驱使这一价值释放。如果不能成为大股东，我们真要做这样的投资，不仅要考验我们是否有无限耐心，还要看我们的运气。这样的企业只有像巴菲特式的人物，一旦介入其隐含价值就会立竿见影地彰显出来。

自由现金流量是指企业经营产生的，在保障再投资需要之后剩余的现金流量。企业价值就是指企业在剩余续存期内所能产生的所有自由现金流量通过折现方法计算出来的总和。这种价值计算法要

求企业长期经营良好，自由现金流长期相对稳定。这个长期到底多长为合理呢？我认为5年、8年或者10年均可，时间太短代表性则较差；时间太长可能我们无法在股票市场上找到如此优异和价格合理的股票。因为，运用自由现金流量估值计算存在着时间、复合增长率和折现率几个变量，所以只要一个变量设置和运用失当，其结果就会出现巨大误差。可谓是：差之毫厘，谬以千里。这种算法一是各个变量要尽可能地保守一点；二是选择企业的标准尽可能地苛刻一点。在使用估值结果正式投资的时候，要尽量在其估值的一半以下，即尽可能地做到用0.5元、0.4元甚至0.3元的钱买入1元钱的东西，给投资留下较大的安全空间，以弥补各种不确定因素或自己失误可能发生的风险损失。

虽然各种估值方法存在这样那样的不足，但这并不等于说对企业估值无能为力了。只要我们根据行业企业特点有选择性、相互印证使用估值方法，再结合估值者的经验技能等，还是可以得到相对靠谱儿的大概估值结果的。这一估值过程和结果便是价值投资的开始和前提。

投资大师格雷厄姆、巴菲特、彼得·林奇、约翰·内夫、戴维斯等长期股票投资取得的一流业绩，已充分证实了价值投资的稳定性和有效性。我们为什么不站在巨人的肩膀上学习已被实践证明正确的理论和技能呢？当然，学习大师们的投资并不是一味模仿，照抄照搬，而是要学习他们的思维方式、行为模式和个人修养，找到一条适合自己的价值投资之道。这样才能少走弯路，减少风险，增强生存能力，增加投资盈利的概率。

## 第二节

### 股票价值投资系统的主要内容

任何一种理论，任何一种专业，任何一项工作等都有其知识结构、办法措施、操作程序等系统化内容。股票投资无论是技术派（图表派）、价值投资派（基本面派），还是数量分析派（现代资本市场理论）都有其相应的理论体系和操作策略，甚至涉及哲学理念等。价值投资作为股票投资业内的大道之学，当然有其相同或相似的理念理论、操作策略、投资组合、选股办法、定性定量分析等。虽然，价值投资的信徒们在投资实务之中根据自身实际，在选股方面、操作方面、策略方面等各不相同，可是最终在投资理念、企业估价、安全空间和分析方法等方面都是来自于对格雷厄姆、多德和费雪价值投资传统理论和技能的传承和光大，集大成者首推大名鼎鼎的沃伦·巴菲特的了。格雷厄姆、多德合著的《证券分析》和费雪独著的《怎样选择成长股》两部价值投资原教旨经典中对价值投资做了系统而全面的论述。从此之后，有关价值投资的书籍便多了起来，包括格雷厄姆门徒们的传记，其中以巴菲特的传记为最多。最被看好的是《巴菲特致股东的信：股份公司教程》，它是劳伦斯·A·坎宁安把巴菲特所有致股东的信按公司治理、公司财务与投资、普通股的代替品、普通股、兼并与收购、会计与估值、会计政策与纳税问题七个方面进行综合、分类、整理和润色而成，具有巴氏原汁原味的价值投资思想、理论和实务。不像有些传记中充满吹捧、泛美之词，这本书受到巴菲特的高度肯定，他认为是到目前为止对其投资理念和实务阐述最为客观、最为满意的一本书。尽管如此，学习起来还是不很容易的，特别是中国整体股票投资方面还处于初级阶段。准

备股票投资的朋友们，应该对价值投资系统有一个简单的了解。这里就本人了解、理解、掌握和体会的一点点，按中国人的思维方式归纳了一下，可谓是“一个中心、两个理念、三个方法、四个标准、五个原则”，自认为可以概括为价值投资系统的纲要。

**一个中心：安全空间（也叫安全边际）。**安全空间就是股票价格与内在价值之间的差异。价格高于价值就没有安全空间，价格低于价值就存在安全空间。安全空间达不到50%就不考虑买入，即半价买入法。它是价值投资的灵魂，它是股票投资成败的关键。

**两个理念：合伙经营公司的理念和市场先生的理念。**合伙经营公司的理念主要是为了使股票投资者选择值得信赖的公司，并以买下公司整体的思想进行整体估值，以充分的安全空间买入部分股权（股票），同时以合伙经营的身份耐心持有股票。这样才能解决投资策略的多变性和操作的盲目性。市场先生的理念（即把股票市场人格化）主要是为了解决正确面对股票市场波动起伏的问题，这是股票市场上人性很难克服的问题。把市场当作你的仆人，当他狂热时要退出市场，当他极度郁闷时你应该把他贱卖的股票揽进来。在他神智正常时期你什么都不用做，静等他周期性地发癫发狂。千万不要由他做你的主人，牵着你的鼻子一步一步走向深渊。

**三个方法：研读年报、实地调研、市场调查。**这三种方法是我们投资的基础，是我们需要花功夫、花气力、花时间要做的基本功课。这三种方法实际上是要我们当一名企业分析师，而不是证券分析师，更不是市场分析师。这也是我们绝大多数非专业投资者最不愿意干的事，因为这是一项艰苦而枯燥的劳动。巴菲特一年要阅读上千份年报，彼得·林奇一年要实地调研两三百家企业，其勤奋精神是我们每一个投资人学习的楷模。

**四个标准：优秀管理、主营突出、产品优异、毛利较高。**这四个标准是以费雪的价值投资选股标准为基础，巴菲特将其发扬光大，成为股票市场挑选明星企业的标准。遵守这四个标准的逻辑是：宁可以合理的价格买入优秀企业的股票，也不用低廉的价格买入劣质企业的股票，更不能以合理的价格买入平庸企业的股票。你投资股票的命运完全寄托于你购买公司股权（股票）为代表的公司的发展



上，你的投资将与其共呼吸同命运。这是一种安全空间与明星企业相结合的股票投资策略，根据费雪、巴菲特的投资记录证明这也是价值投资策略中效率最高的一种策略。

**五个原则：优秀公司、现金充裕、能力范围、集中投资、长期持有。**这五个价值投资的原则是巴氏投资系统不可分割的统一体，可以说是巴氏价值投资的五块基石。这五个原则中，每一个原则都蕴含着丰富的思想理念和实践内涵。