

战胜 机构投资者

是观望，还是抄底？
股市“过山车”无比揪心。
千亿基金副总带你拨开迷雾，
在大变革时代捕捉投资黄金期。

朱平 著
广发基金副总经理



图书在版编目 (CIP) 数据

战胜机构投资者 / 朱平著. — 北京: 中国人民大学出版社, 2011.8
ISBN 978-7-300-14185-5

I. ①战… II. ①朱… III. ①金融机构—金融投资—基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第165806号



战胜机构投资者

朱平 著

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	北京市易丰印刷有限责任公司		
规 格	170mm × 210mm 16开本	版 次	2011年11月第1版
印 张	14	印 次	2012年1月第2次印刷
字 数	160 000	定 价	45.80元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

打开天窗
说亮话

财
智

WEALTH


文化
天窗

战胜 机构投资者

朱平 著
广发基金副总经理

中国人民大学出版社

·北京·

试读结束：需要全本请在线购买：www.ertongbook.com



目录

- 序一 价值投资：知易行难的坚守...8
- 序二 一个公开的秘密...11
- 自序 专业化：散户投资的不二法门...14
- 引言 寻找下一个超级企业...17

第一章

价值投资是第一利器

- 1.1 风格迥异的著名基金经理们...40
- 1.2 投资和投机的是与非...45
- 1.3 股票的双重性格...48
- 1.4 股市的两类投资者...52
- 1.5 理念就是杀手锏...54
- 1.6 价值投资是绝对主流...57
- 1.7 个人与机构“斗法”...59

第二章

修炼内功 五招走天下

- 2.1 第一招 趋势看宏观...66
- 2.2 第二招 行业看微观...71
- 2.3 第三招 公司看商业科学...74
- 2.4 第四招 相信数据 分析数据...77
- 2.5 第五招 用知识武装自己...80

第三章

估值如选美

- 3.1 估值是一门艺术...88
- 3.2 掌握两种估值模型...93
- 3.3 学习四种实战法则...96

第四章

周期类股票 散户的绝佳机会

- 4.1 何谓周期类股票?...106
- 4.2 如何寻找周期类股票?...109
- 4.3 如何把握买卖时点?...114
- 4.4 长周期股票另有诀窍...119
- 4.5 抓住龙头股...121

第五章

科技类股票：左手天使 右手魔鬼

- 5.1 科技股的诱惑与陷阱...128
- 5.2 当好科技丛林里的狩猎者...135

第六章

成长性蓝筹，永恒的经典

- 6.1 给成长性蓝筹下定义...148
- 6.2 抓住成长行业的黄金契机...153
- 6.3 三招获取高收益...156

第七章

网住下一个十倍股

- 7.1 中国股市的下一个超级趋势...168
- 7.2 技术时代的股市蓝图...172
- 7.3 如何网住下一只“苹果”？...177
- 7.4 犹豫中迈向结构牛市...185

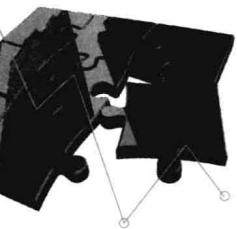
第八章

做一个理性的投资人

- 8.1 三类股民博弈...194
- 8.2 股价波动三要素...198
- 8.3 破解行为偏差，谋求合理回报...205
- 8.4 修炼新形势下的“九阴真经”...207

后记 简单投资的艺术...215





序一

价值投资：知易行难的坚守

巴曙松

国务院发展研究中心金融研究所副所长
中国银行业协会首席经济学家

在资本市场上，最为有趣的事情之一，就是在同一时间、同一价位买入和卖出的投资者，都往往认为自己比对方聪明。挖掘这种交易带来的价格波动的规律，就成为资本市场上始终引人入胜的投资理念的研究。在众多的投资理念之中，价值投资始终是一个质疑和追捧并存的理念，其追随者也往往毁誉参半。在当前全球金融动荡、市场缺乏方向感的迷茫时期，更是如此。

1934年，由本杰明·格雷厄姆与多德合著的《证券投资》一书首次系统地提出价值投资理论。价值投资理论的产生源于对1929年经济危机的反思。当时，美国正处于大萧条时期，华尔街股市一落千丈。格雷厄姆通过对所能获得的事实的认真分析而确定那些当前价格低于真实价值的股票或债券，他和多德成功地利用价值投资的策略赚取了巨额利润，使得价值投资理念一时声名鹊起。但是随着上市公司信息披露机制日益健全、投资者素质日益提升，股市中再也难以找到被严重低估的优质股票。价值投资受到真正的考验是在1975年的大牛市时期。由于股票价格大涨，当时华尔街几乎没有股票符合格雷厄姆的“严重低估”原则。就连格雷厄姆本人也不得不承认市场越来越有效，寻找价值被低估的股票已经不现实。然而，就在格雷厄姆准备放弃价值投资时，彼得·林奇、马里奥·加比利、沃伦·巴菲特等人传承了价

值投资理念，开启了价值投资理论探索的新纪元，从而使价值投资理论的影响大增。特别是投资大师巴菲特，将价值投资演绎得淋漓尽致。然而，近几十年来国际金融市场频发小概率、大后果的“黑天鹅事件”，使得价值投资理念再次面临挑战。

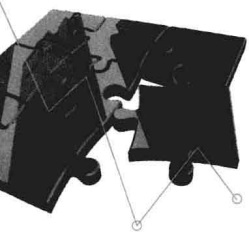
巴菲特曾经这样来定义价值投资：“大多数分析师感到他们必须在习惯上认为相反的‘价值’和‘成长’方法中做出选择。以我们的观点，这两种方法完全是连在一起的，成长性总是计算价值的一个组成部分，成长变量的重要性是完全不能忽视的，它对价值的作用可以是正面的，也可以是负面的。”学术界对于价值投资的界定，则有各种流派，对价值投资策略能得到超额收益的原因也没有形成一致观点。一是以法玛和弗伦奇(Fama and French,1993)为代表的“风险改变学说”，这种解释从收益与风险相匹配的角度来解释股票的收益差，坚持有效市场理论，属于现代标准金融学的范畴。另一种是以德邦特、塞勒、拉科尼肖克、施莱弗和威斯尼(De Bondt, Thaler, Lakonishok, Shleifer and Vishny,1994)等为代表的投资者非理性行为和市场套利行为的局限性。这种解释从根本上否定了股票市场的有效性，认为给予风险补偿的解释并不成立，是从投资者的行为特征来解释的，属于行为金融学的范畴。后者认为价值投资是一种利用市场的错误定价和一种相对安全的投资策略博弈。到目前为止，争议仍然在继续。在众多争议中，只有一点是所有人都同意的，即价值效应与市场非有效性是连在一起的，如果市场是有效的，就不应该有价值效应。国内外学者主要将价值投资分为两种策略：价值型投资和成长型投资。价值型投资关注企业的现状和过去，以企业的财务报表为基础，寻找低市盈率、高股息，以公司的权益、负债等为指标。成长型投资策略是寻找未来有良好市场前景的公司，有高的销售率和收益率，生产市场前景广阔的新产品。

从中国资本市场的演进看，价值投资理念真正在中国资本市场获得市场的广泛认同应当说发端于2003年“五朵金花”掀起的蓝筹风暴。2006年中国股市展开了一轮气势如虹的涨升，价值投资也在这个过程中逐步得到更为广泛的认可。

资本市场的情绪波动与价格表现经常充满戏剧性，这也是其魅力所在。股市需要各式各样的参与者，也可以容纳各式各样的投资理念。证券投资决策通常被称为是科学加艺术的行为，包含着人类对其复杂性本质特征的判断。问题的答案存在多重解，没有唯一的标准答案。正是由于多重解的存在，投资者对所选股票的价值观点不同，所采用的估值方法不同，所获取的信息不同，所投资的期限长短不一，以及对风险的偏好不同，才促成了买卖双方的交易，并使得各种解在不同时机下有成立的可能。这其中，价值投资是一个看似简单却可能是最复杂的解。就像巴菲特最主要的合伙人查理·芒格，曾说过一句耐人寻味的话：“巴菲特常常提到现金流量，但我却从未看到他做过什么计算。”

本书的作者朱平先生在证券和基金界有十余年的从业经历。观其博客，经常引经据典，从诸子百家到近现代史，再到武侠小说和身边故事，笔端可见市场风云。正如作者所言：“投资是一件很快乐的事”，此书读来，简单快乐。作者从机构投资者的角度，结合中国经济增长的长期趋势，为个人投资者提供了很多中肯务实的投资建议，值得一读。

“非知之艰，行之惟艰。”投资能力的获取不能依赖知识的灌输，还必须经历实践试错——感悟——总结——升华这样一个认知、循环的历程。人性弱点时时影响客观判断，因此价值投资往往成为一道简单的复杂题。破解这道题目需要的，诚如作者所言，是“经过无数次市场涨跌的洗礼和时间的考验”。



序二 一个公开的秘密

方泉

《融资中国》杂志总编
北京作家协会会员

例行的操盘手封闭聚会，一般不超过15人的席位中我多是邀请券商自营或资管负责人、财务公司和保险公司投资总监、个人大户和潜水私募（不公开发行理财产品的机构），而公募基金经理和研究总监只邀请两三人。

严格讲，这些人都是机构投资者（其中的个人大户投资规模也超过10亿元），也是市场所谓的“主力”。但就我两年多的近距离观察，他们的投资风格差异很大，尤其非公募基金机构与公募基金差异明显。公募基金和类公募基金（阳光私募）的投资风格大体雷同，同桌有三人或三人以上时，他们的理念、逻辑甚至语言方式复制般地类似——价值和价值崇拜！特立独行这么多年的王亚伟反倒不像公募基金经理，更像这圈朋友中的个人大户和潜水私募！其他众所周知的明星基金经理如孙建波、邹惟、但斌、石波……研究他们回报最牛的那年，你会发现其出类拔萃的主要原因是脱离他们属类机构的即时模式思维，或比属类机构在“选时”上提前半步。公募之外的其他机构呢？保险机构相对接近公募基金，但由于它们是公募基金的买方大客户，他们有在公募队列汇总择优的话语权，而公募基金会各显其能（有时是显出自身制度约束不能买的股票）地投报看家本领或秘籍暗器。最不像机构的机构便是个人大户和潜水私募，他们掌控的单体资金一般从十几亿元到几十亿元，但

却是自己的“身家性命”或与“身家性命”荣辱攸关，因而他们之间最可能达成有效的“一致行动”，特别是有了股指期货之后。目前股指期货的保证金总规模为170亿元，排除五分之四以长线套期保值为目的公家机构的参与者，每天活跃在股指期货中的资金也就20亿元。一年多的市场演变已经证明，在一个没有长趋势上涨或下跌的弱平衡的市场中，股指期货差不多真是大盘助涨助跌的第一推动，推动者当然是个人大户和潜水私募！如果说这个市场有所谓的主力，他们疑似主力！

处在个人大户潜水私募与公募基金之间的便是券商自营资管和各种财务公司投资机构，券商有投行广脉的产业关系，财务公司有控股股东深厚的产业背景，它们几乎不用像公募基金那样从卖方报告的二手信息中选择投资标的，它们的定向理财产品也不用面对公开压力；而券商庞大的营业部交易数据更是短期市场动向的直接提供源，其投资风格当然较之公募基金灵活实用得多。

扯了这么多关于机构投资者的个人“观察”，我是想确定朱平兄《战胜机构投资者》一书的独特价值，是站在作者自身属类机构的角度，对广大散户投资人“泄露天机”式的投资指引。按朱平兄“价值投资”理念主导的取向，他揭示出机构投资者的“思考逻辑”和“选股方法”，他的“五招内功”、“三类投资模式”，他的“周期股买卖时点论”、“成长性蓝筹三原则”……不一而足的悉心研究和独辟蹊径，在汗牛充栋的投资书籍和七彩晃眼的纷乱中自是冷光一道。特别是他的坚守——积多年操作和研究提炼而出的“坚守”，令人尊敬：“投资是否有价值只有实际买入后才知道。而对于未来，我们只能依赖信念来进行判断，这种信念就是投资理念。”

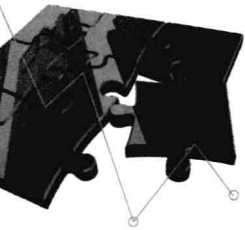
但朱平兄的价值投资理念的坚守无意面对或阐释个人投资者与机构投资者在相当长时段内的对立冲突。人类物质文明发展的必然和分享基本面背后经济增长成果的必然，在这两大超长周期的前提以及价值投资理念之下，个人投资者和机构投资者的利益诉求完全一致，并且个人投资者还拥有战胜机构投资者的先天优势。

而当下我们各类投资人每天面对的市场是什么样呢？每天红绿相间或非红即绿绝对主导的交易显示屏表达的是什么呢？在没有形成长趋势的牛或熊的更多的交易时间里，参与股市就是参与趋势投资！而趋势投资或朱平兄所谓的“投机”，就是在利用他人的错误盈利。在趋势投资主导的市道中，个人投资者与机构投资者首先是博弈关系，各属类机构投资者之间首先是博弈关系，甚至属类相同的公募基金也首先是自相博弈的关系！

有趣的是周围十几个机构操盘手2010年的战绩：公募孙建波以近30%的收益居属类机构排名第二；另两个公募收益为20%左右；其他券商等投资机构收益在25%~50%之间；一个私募大户收益超过100%；还有一个收益为33%。

在趋势投资市道中，散户投资者整体上处于投资博弈的食物链下端。从这个意义上讲，散户投资人要么不参与这样的市道，要么必须在其他知识储备基础上研究自己的交易对手，而无论什么属类的机构投资者都有共性，都有操作10亿元规模以上资金的优劣特征。唯此，朱平兄的研究专注颇有裨益，至少能帮我们散户投资者获得“具有以知识为后盾的安全感和自信心”。

《战胜机构投资者》告诉你一个秘密，一个公开的秘密，一个往往被多数投资人忽视的秘密。



自序

专业化：散户投资的不二法门

曾经在美国有一个很著名的讨论，当时很多美国人都认为，麻醉科医生的工作，不过就是给病人打一针让他们睡睡觉那么简单，拿的薪水却高居美国医疗行业的第一位(平均工资)，应该给他们减薪。于是就有了一场非常热烈的电视辩论，绝大多数嘉宾一边倒地支持给麻醉科医生降薪。这时，出席这次辩论会的麻醉科医生说了一句：“其实我打这一针是免费的……”全场立刻安静下来。他接着说道：“我打这一针是免费的，我收的费用和我拿的薪水，不过是打完针后看着病人，不要让他们因为麻醉或手术出血而死去，并保证他们在手术结束后能安全地醒过来。如果你们认为我钱拿多了，没关系，我打完针走就是了。”从此美国不再争论麻醉科医生工资是否太高的问题了。

股市也有类似的特性，无论是打开电视还是报纸杂志，有关股市的资讯汗牛充栋，不少电视台为了收视率，更是把股票投资节目引向娱乐化，就像美国人热烈讨论麻醉师要不要降薪一样。但真相却被麻醉师一语道破：许多问题比我们知道的要复杂。买卖股票看似很简单，许多人在一段时间内也获得了不小的收益，但如果想要长期获得复利，投资的专业化是必要条件，虽然它不能直接体现在当下的收益上。也正因为如此，反而不被大家重视。中国股市目前个人投资者占的比重最大，这是中国股市波动很大的一个原因，也导致了大部分

个人投资者回报较低。无论将来中国个人投资者的比重是否会像全球其他市场那样下降，但个人投资者掌握专业的投资方法是获取超额回报的不二法门。

简单地分析，投资的专业内容主要来自三个方面：首先是对基本面静态的了解。这主要包括对企业主营产品、企业所处行业、宏观经济数据的理解，这是股票投资的基础。其次是对基本面变化趋势及规律的把握。现在的基本面是过去的基本面演变的结果，如果投资者够勤奋，那么市场的股价已经反映在当前股价里了，如果想要获得超额的回报，就必须对未来做出判断，这需要投资者了解产业的特性——是周期类的，还是稳定类的？不同类型公司的业绩变化路径各不相同。不仅如此，企业不同的产品、不同的盈利模式也会直接决定企业未来的发展，所以对企业发展规律的了解是投资专业水平的重要内容。最后是投资方法，长期而言，股价更多地反映企业的价值，但短期看，股市则是所有投资者参与的投票机，股价可能完全偏离价值。投资者首先要了解市场股价变化的一般规律，才有可能面对波动的股市，淡定从容。

投资就像游泳，不会游泳的人，总是无法让水支撑自己的身体，越用力反而越容易呛水。但如果掌握了游泳的方法，虽说游得多快要看个人的水平，但会游泳的人至少可以浮在水面，也不会对不可捉摸的水心怀恐惧。同样，在中国股市里占比重最高的个人投资者，如果想在股市里长久地生存下去，获取回报，享受投资，投资的专业化是一个必要条件。本书主要讲述如何像机构一样做一个专业化的投资者，做这样的投资者所需掌握的原则性规律和一般性规则。这些规律或规则的获得是基于近十年中国股市飞速发展的结果，是投资经验的总结，相信会对投资者有所帮助。但股市永远在变化之中，投资者仍需不断地学习，因为无论是静态的基本面，还是动态的基本面变化规律，或者股市波动的特点，都会随时随势而改变。只有走在变化的前端，才是真正的专业所在。