

INVESTORS' SCOREBOARD

The Way To Make Your Wealth
Grow Geometrically



投资者的记分牌

让你的财富呈几何级稳步增长之道

周展宏◎著

历时近二十年的精心创作，沉淀出近百篇投资亲历感悟，
倾力打造并权威发布投资界的经典著作。

INVESTORS' SCOREBOARD

The Way To Make Your Wealth
Grow Geometrically



机械工业出版社微信服务号



机工大众图书分社微信号：
CMP-bestellers

上架指导 经管/投资
ISBN 978-7-111-49916-9



定价：48.00元

INVESTORS' SCOREBOARD

The Way To Make Your Wealth
Grow Geometrically



投资者的记分牌

让你的财富呈几何级稳步增长之道

周展宏◎著



本书利用作者创建的投资三原则，从理念、方法、实践三个方面深刻、系统、全面地对企业的基本面进行了剖析，形成了一个科学、严谨、实用、独特的价值投资体系，是一本作者从业二十多年后沉淀下来的宝贵的投资心得。并且作者细心地把每篇文章都加上了当天的股指行情，让读者在阅读时有一种现场感，从而在企业基本面的内容与股指行情之间形成了一种颇具趣味的反差。

图书在版编目（CIP）数据

投资者的记分牌：让你的财富呈几何级稳步增长之道 / 周展宏著.

—北京：机械工业出版社，2015.4

ISBN 978-7-111-49916-9

I. ①投… II. ①周… III. ①股票投资-基本知识

IV. ①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2015）第 072598 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）

策划编辑：马 佳 责任编辑：马 佳

责任印制：李 洋 责任校对：张 力

北京振兴源印务有限公司印刷

2015 年 5 月第 1 版·第 1 次印刷

170mm×240mm·17.5 印张·282 千字

0 001—4 000 册

标准书号：ISBN 978-7-111-49916-9

定价：48.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务

网络服务

服务咨询热线：(010) 88361066

机工官网：www.cmpbook.com

读者购书热线：(010) 68326294

机工官博：weibo.com/cmp1952

(010) 88379203

教育服务网：www.cmpedu.com

封面无防伪标均为盗版

金书网：www.golden-book.com

前 言

历史只有一种结果，而未来则有无限的可能！

投资就像打棒球，你要让记分牌上的得分增加，就必须盯着球场，而不是盯着记分牌。

——沃伦·巴菲特

本书的名字来自巴菲特所说的关于投资的一个类比。巴菲特认为，投资就像棒球运动员打棒球一样。一个棒球击球运动员很清楚，要让自己身旁的记分牌显示的分数不断地滚动增加，只是一味地盯着记分牌是没有任何用处的，他必须全神贯注地盯着球才行。对于二级市场的投资者也是一样，他应该清楚地认识到，如果想让自己的财富不断增长，只是一味地紧盯股票的报价是没有用的，他必须紧盯自己所投资企业的经营情况才行。我认为“记分牌”的比喻非常好地表达了投资者应当关注企业基本面这个经常被忽略的投资常识。它表达得如此贴切和强烈，以至于我在本书的构思都没有的时候，就想出版一本以此为名的书。

关于本书，我最初的设想是将原来写过的，关于投资的日志按照时间顺序结集在一起，并在此基础上加上当天的股指行情，让读者在阅读时有一种现场感。在我的想象里，书中关于企业基本面的内容与股指行情之间形成了一种颇具趣味的反差。因此，我认为这是一项非常简单的工作。但在出版界朋友的建议之下，最终我按照他们对一本书的要求，对原始的设想进行了比较大的调整，而我也悲催地发现，出版一本书的工作量远远超出我最初的计划。

这些调整体现在三个大的方面。第一，是按照一定的理论体系对文章进行归类，并且为了保证体系的完整性，我不得不专门撰写了一些内容。第二，是对过去的文章进行了更新，这种更新不是修改原来的文章内容，而是在增加的后记中补充新的看法或者事件的最新进展，这种做法也是为了保留我所希望的文章现场感。第三，就是忍痛割爱。为了主题能更加集中和其他的一些原因，我不得不

放弃将自己非常喜欢的一些文章纳入本书的想法。这对于我来说是一种缺憾，但却使本书更加系统，因此，这也未尝不是一种缺憾美。

重新归类之后，文章虽然没有按照时间的顺序来排列，但仍然保留了我最初的设想，即加上了当天的股指行情，相信这应该能够增加一些我设想的阅读现场感吧！

为什么我这么强调现场感呢？原因在于，我认为投资实践比投资理论更加重要，事实上，“股神”巴菲特没有提出过任何独创的理论，但这并不能阻止他成为史上最伟大的投资者。绝大多数成功或者失败的投资，事后总是给人一种显而易见的感觉，但其事前判断并不是那么容易的，因为，历史只有一种结果，而未来则有无限的可能。投资实际上是基于对未来各种情境发生概率的预测。但我们无法像“上帝”一样，站在一个对未来无所不知的角度分析问题——毕竟，人就是人，不是“上帝”。我觉得如果在事情已经发生之后，再对自己原来的分析进行修正，那么，实际上我就是在扮演“上帝”的角色——这并不是我所希望的。

至于读者应该如何阅读本书，我的建议如下：如果你是已经掌握了基本投资理论和方法的读者，那么可以跳过理念篇和方法篇，直接阅读实践篇，实践篇中包含了不少案例，有的还是正在发展中的投资案例，这对于我来说是个巨大的挑战，对于读者则是检验自己投资眼光的一个机会；如果你是对投资一无所知的读者，本书前面两篇内容就可以作为引领你进入投资之门的一个选择，循着我的写作足迹，相信你也可以找到最适合自己进入投资领域的路径；如果你是一位特别着急的读者，我建议你至少要仔细阅读一下不到2000字的序——《我的投资体系》，这本书是以这个序为蓝本展开的，因此，读完它你会对本书所讲的内容有个概括性的了解。

“最后，我要感谢徐永杰、马佳和杨勋诸君的建议和帮助，没有你们就不会有本书的出版；感谢高览资本董事长邓建宇先生百忙之中抽空为本书作序，建宇兄是一位极务实的投资家，与他的交往令我受益匪浅。对本书的错误和纰漏，读者可通过微信公众号“能力圈”（微信号：AbilityCircle）向本人反馈，以便再版进行修正（假设有再版的话）。同时，也欢迎读者通过“能力圈”与我就投资进行交流。”

周展宏

2015年1月7日

推荐序

我们生长在一个美好的时代

中国证券市场在经过几年熊市以后，终于在 2014 年走出了一轮波澜壮阔的行情，2015 年春节过后又是一举创出了五年来的新高，这其中的原因是多方面的，在此不做具体分析，本书作者周展宏先生有很详细的论述。

对于未来几年的证券市场走势，各机构的看法不尽相同，但是绝大多数人都还是有一个共识，就是在未来相当长的一段时间内，还会维持牛市的格局，我也非常认同这个观点，主要原因有以下几点：

1. 中国证券市场还是一个相对独立的市场，政府对证券市场有着较强的诉求，政府希望能够打造一个活跃繁荣的证券市场，以此来带动中国经济转型，实现产业升级，加快行业整合，促进行业集中度的提高。

2. 国有股份占整个证券市场的百分之六十的份额，如果将整个中国证券市场看成一个上市公司的话，那么政府就是大股东，股价上涨最大的受益者是大股东。

3. 政府对于证券市场有比较多的调控手段和方法：

央行通过调整货币政策、利率、存款准备金率以及其他的手段来调控货币供应量；证监会通过控制新股发行节奏、注册制推出的时间，对公募基金、私募基金以及证券公司的监管和窗口指导；银监会对银行和信托公司与证券市场对接的产品进行规范指导；保监会制定并适时调整保险资金入市的比率和相关政策。

4. 市值最大的前五十个上市公司已经占总市值的百分之五十左右，全部是国有控股，国资委可以通过非公开发行或者国有股减持等方式来调节股票的供求关系。

5. 货币供应量一直在增加，房地产行业等其他行业的资金持续流入证券市

场，中国庞大的货币存量只有证券市场才能容纳，否则无论流入到哪个领域，都会造成通货膨胀。

可以看出，政府的意志对于证券市场的影响是巨大的，政府有足够的动力做多市场，而且也有能力、有足够多的手段来调控好证券市场，政府肯定希望未来几年证券市场维持一个牛市格局，最好是慢牛，不能是疯牛，时间尽可能长一些，从媒体的声音可以非常明显得出这样一个结论的。

我们生长在这个美好的时代，有幸遇到了一轮持续时间很长的牛市，如何在大的环境下获得较好的投资收益，还是需要有一套很科学很严格的体系。

国内大部分中小投资者甚至一些专业机构，每天都被海量信息所包围着，每天都在纠结，涨也害怕，跌也害怕，频繁换股，到最后很多人不但没有享受到牛市的收益，而且还赔钱，中国证券市场过去二十多年就是这样，经历了几次牛市，但是每轮牛市下来，真正赚钱的还是极少数人。

归根到底，还是心不定，这和整个社会的浮躁是分不开的。真正理性的投资，是要根据自己的资金规模和资金使用时间等实际情况，自己对收益预期和能够承受的风险以及波动，来确定适合自己的投资策略，然后按照策略执行。

投资策略具体而言，就包括选什么样的投资标的，在什么位置买入，什么位置卖出，如果市场发生变化，或者买入的投资标的基本面情况发生了变化，股价产生波动，该如何操作等等。

展宏是我的人大校友，亦是我的同乡，后又有幸成为同事，交流甚多。展宏治学严谨，对资本市场一直有着极大的热情，持续多年关注国内外金融市场，他在《财富》杂志和界面的工作经历，经常有机会接触采访一些大师级的人物，和他们交流，所以其视野宽广，看问题所站的角度非常高，加之一直勤奋刻苦，笔根不辍，所以才有今天的成果，我从他身上学习了很多。

本书是展宏最近这些年的投资日志和发表的与投资相关文章的汇编，总结了他对投资的理解，先从他自己总结的投资理论三原则开始，接着按照原则来分析问题的几个方法，最后通过很多实践的案例，在特定的时间，作者分享了自己依据自己的理论和分析方法，对于整个市场和特定的公司的一些分析判断和预测，回头看去，结果基本验证了作者的判断，这是非常难能可贵的，作者做到了知言行的一致，最终结果也是必然的。

第一部分，理念篇。

作者将自己的投资理论概括为三个原则，我仔细读过，受益匪浅，作者是沃伦·巴菲特先生的拥趸，所以价值投资的理念分布于本书的各章节中，只是作者用自己更为的通俗易懂的方式表述出来而已。

市场先生原则，就是让大家尊重市场，在市场低迷时买入，在市场狂躁时卖出，知易行难，判断其实并不难，但是克服内心的恐惧和贪婪，这个是不容易的。

能力圈原则，就是有所为，有所不为，每个人只能做自己能赚到的钱，绝大多数人最后总结下来，都会有一个共识，自己投资盈利最多的，通常并不是最佳的标的物，而是自己最熟悉最了解的市场或者标的物。

安全边际原则，其实是让投资者在做分析判读的时候一定要客观，留有余地，对于现金流，对于收入和利润的预测，一定要谨慎，以达到发生黑天鹅事件的时候自己遭受的损失较小。

第二部分，方法篇。

教科书上有很多证券分析方法，定性分析，定量分析，技术分析，各种理论层出不穷。作者从这些分析方法中总结了几个比较重要的方法供大家参考。

作者认为估值和自由现金流分析是最重要的定量分析方法；而管理层行为是最重要的定性分析方法，对企业运营结果最为重要；控制风险在投资的过程中比获得收益要优先考虑；对于普通投资者来说，由于信息量有限，所以相对集中的投资会比分散投资效果要好很多。

第三部分，实践篇。

在理论和方法的指引下，作者记录下了每个时间段对当前发生的一些具体事情的分析判断。既有对宏观形势的分析判断预测，又有对大盘，对房地产行业的个人见解，最后部分是对一些具体公司的估值思考以及未来发展的一些判断。

所有案例分析，都是摘自当时作者对未来的一些判断，历史往往都很好地验证了作者的这些判断，所以也就验证了作者的理论和方法是合理和务实的。

本人才疏学浅，很少写文章，应展宏的邀请写序，认真仔细读完全书，收获太多，希望也能够对各位读者有用，在日后实际投资过程中能够运用上，在此对展宏和以后购买此书的读者一并感谢！

邓建宇

北京高览投资有限公司董事长

序

我的投资体系

1961年，巴菲特这么告诉他的合伙人：“投资决策不会因为大多数人赞同而正确，也不会因为某个重要人物赞同而正确……投资只会因为假设正确、依据的事实正确、推理正确而正确。”在还没有系统地学习投资理论，也没有研究过巴菲特的投资方法之前，我就认同这种理念。对于投资者，永远都不能害怕特立独行，因为你之所以有超过市场平均水平的回报，就是你有与市场大多数人所没有的不同的意见。

经过在国际市场七年、大陆市场逾十年的投资实践和对已被实践证明正确的投资方法的学习，我初步形成了自己的投资方法，在此，我愿与各位分享。

一、从定量到定性甄选投资标的

我遵循价值投资之父格雷厄姆的教诲，从定量研究开始甄选投资标的，也就是大家通常说的，“自下而上”的选股方法。对一个投资标的的定量的研究至少要考查下述项目：现金流、存货、应收账款、折旧/摊销、资本支出、毛利率、资产回报率、资本结构、分红比例等。只有定量研究达到基本要求的标的，我才会进一步对其进行定性的分析。定性分析基本上包含三个方面的内容：企业本身的质量、管理层和行业前景。与定量研究相比，定性分析更复杂，也带有很强的个人主观判断，正是这样，投资才不仅仅是科学，投资才更是一门艺术。同一个投资标的，不同的人可能有迥然不同的定性判断。定性判断才是投资决策的关键，也就是通常所说的，合理的价格买到一家伟大的公司远远好于以难以置信的便宜价格买到一家管理不善的公司。巴菲特的合伙人芒格也说过，伯克希尔公司能有今天的成就，十大远见就能解决大多数问题。关于定量与定性研究，从我关于物美商业、创维数码、蒙牛乳业的投资案例中可以窥见一斑。

二、我的投资三原则

我的投资原则归根到底只有三条。投资的这三个原则对我而言的重要性相当于热力学三大定律在物理学上的地位。

第一，“市场先生”原则。“市场先生”的假设来自于格雷厄姆，如果读者

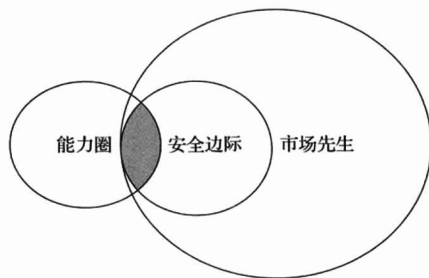
不清楚这个概念，请参看本书第一章。这个原则隐含的一个意思，即要有长期的视角。因为从短期看，股票市场只是个零和游戏，我认为，不管是谁，如果想长期从投资中获得正收益，就不应该、也不能只看眼前利益。

第二，“安全边际原则”。即再优质的投资标的，也必须以折扣价买进。安全边际原则要求对投资标的的内在价值有一个粗略的判断，之所以要求有安全边际，恰恰是因为在实际操作中对投资标的的内在价值很难准确计算。

对于安全边际，巴菲特有一个形象的说法：“当你建造桥梁时，你会确保这座桥能够承受3万磅^①的载重量，但你却只允许载重1万磅的卡车通过。”在投资中，我们也应该遵循相同的原则。

第三，“能力圈”原则。巴菲特的老搭档芒格说：“如果你拥有了能力，你就知道你的边界，如果你不了解你的边界，那你就并不拥有能力。”中国也有句古语，说的是“自知者明”，做到“自知”并不容易，我希望自己能够清楚自己的边界在哪里，我也努力只投资自己看得懂的标的，尽管，我可能会失去一些绝佳的投资机会。当然，我也在不断努力拓展自己的能力圈，诚如芒格所言，跻身成功投资者的游戏规则就是不断地学习。

投资三原则之间的关系可以用下图来表示：



落在3个圆圈重叠的那一小块阴影的区域，即是我们可选的投资标的。

三、资本配置

对那些大概率的投资机会，我认为应该下大注。因此与一般的投资者不同，

^① 1 磅=0.453 592 公斤。

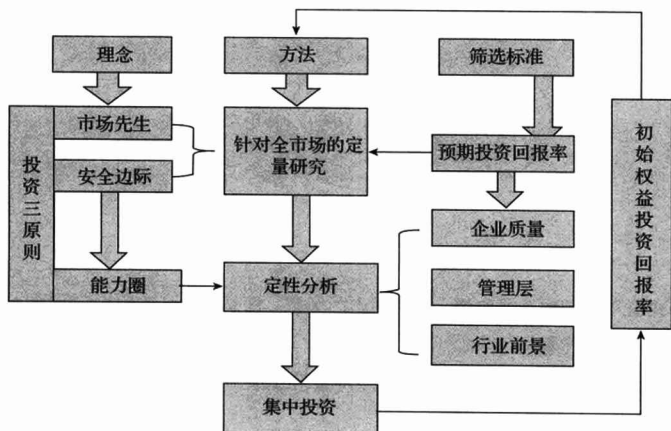
我持股非常集中。集中投资的坏处是与市场整体相比，波动的频率和幅度可能大一些，但好处是从长期来看，会获得更高的绝对回报。投资者不是从相对回报中赚钱，投资者也不是从与市场相比更稳定的投资中赚钱，投资者是从市场下跌时投资标的下跌得更少，市场上涨时投资标的上涨得更快中赚钱。这就要求投资者选定的投资标的上涨时富有弹性，下跌时缺乏弹性。做到这一点非常困难，巴菲特当年是通过套利和控制类投资来做到的。

大家或许会问，我说的集中投资有多集中，我的目标是，任何时候，持有的股票都不超过 20 只。芒格说，“我们的投资纪律就是等待一个可以放手一搏的机会。”我正是这么做的，不是因为别人要求或者向巴菲特这样的超级投资者学习，而是因为我认为这么做对我最有利。

四、我的记分牌

我曾经写过一篇题为“投资者需要建立自己的记分牌”的投资日志。你也许会好奇，我的记分牌究竟是什么？答案很简单，就是初始的权益投资回报率，而且我会定期考查这个数字：这个数字高，说明我有了收获颇丰的一年；如果低的话，说明我做得不怎么样。

总体上，我的投资体系大概可以用下图来表示：



周展宏

目 录

前 言

推荐序：我们生长在一个美好的时代

序：我的投资体系

第一篇 理念篇

第一章 “市场先生”原则	2
投资看时机，购买需谨慎——50 倍的市盈率不可能持续	5
极端高估市场的系统性风险	6
要把投资眼光放到未来	8
熊市来了，你还投资股票吗？	10
股市大跌带来买入机会	12
机构看多还是看空？	13
股市见底？	14
熊市是投资者最好的试金石	16
投资者的好日子	17
第二章 “能力圈”原则	20
“认识你自己”	21
欧洲股神和赵丹阳的错误	23
比亚迪与电动车	24
蓝色光标上市，你看得懂吗？	26
第三章 “安全边际”原则	30
如何计算安全边际	31
安全边际抗风险——为什么价值投资是自下而上的？	33
企业评估的复杂性和易变性	34
失算的“野蛮人”	36
全力搜寻 1 英尺 ^① 的栏杆	38

第四章 “独立判断”原则	40
投资就是独立判断和人性洞察	42
关于投资的谎言（一）	44
关于投资的谎言（二）	45
警惕伪价值投资理念——《证券分析》读书笔记（一）	47
投资与投机——《证券分析》读书笔记（二）	48
投资者需要建立自己的记分牌	50

第二篇 方法篇

第五章 定量分析——估值	54
估值不神秘——什么水平才是股市的合理估值？	55
A 股的高估值可能从 2008 年开始结束	58
崩溃模型之 PEG 估值	65
为什么自由现金流估值法如此强大？	66
小盘股盛宴何时休？	69
券商股的冷思考	72
第六章 定性分析——管理层行为	76
驴的故事——谈股票回购	77
观察另一面的机会	78
资本不是大灰狼	80
如何挑选投资管理人	81
第七章 定性分析——聚焦风险	83
风险是永恒的焦点	84
政府的高考：治理通货膨胀	85
通货膨胀加大贫富差距	87
应对通货膨胀的投资策略	88
消费者物价指数与金融危机	90
增长极限与通货膨胀	93
银行无近虑，有远忧	95
投资金融业，风险第一——最好不要投资金融企业	98

保险公司的商业模式	100
三招让你玩转股票投资	102
第八章 资本配置——集中投资	104
凯恩斯的投资智慧	105
凯利判据及其局限	108
等待本垒打	110

第三篇 实践篇

第九章 金融市场与宏观经济	114
中国股市最大、最长期的利好	115
2014：中国股市转折之年——取消审批制将比股权分置改革影响 更加深远	117
印花税下调，给股市开了个好头	119
借互联网金融之机启动直接融资市场	120
宏观：中国的机遇与挑战	126
GDP 至上何时了	130
红利渐远，希望犹存	132
中国需要什么样的房地产政策	134
中国该向日本学什么？	138
第十章 中国式价值投资案例	140
国美败局	141
如果我是马明哲	142
荒唐的分红	145
从反对卡夫收购看巴菲特的投资方法	146
福寿园的好生意——福寿园的生意甚至好过买婴儿奶粉	148
奥赛康和我武生物异同	150
从万科和中集过去 14 年的投资回报看长期投资	153
赵丹阳为什么买进物美商业？	155

蒙牛值 275 亿元吗?——对公司从定量到定性的考查	158
福记清盘的启示	166
完美世界不完美(一)	169
完美世界不完美(二)	170
华为的股权及现金流分析	172
推出易信的网易价值几何?	177
苹果仍是梦幻公司——苹果系列之一	181
读懂苹果的护城河——苹果系列之二	184
苹果 90% 的用户忠诚度是如何达到的——苹果系列之三	188
世界市值最高的公司还能增长吗?——苹果系列之四	194
“坏银行”为何受追捧?	201
罗欣药业:股东价值创造者	216
在线教育:网龙的下一步	218
谭木匠价值几何?	221
去哪儿网的价值在哪儿?	223
从东方广场看中国的房地产幻觉	231
空中网:下一个 20 亿元的端游公司?	235
海昌控股会否极泰来吗?	242
王兴:“高频比起低频是有天大的优势”	244
搜房网低估了吗?	247
500 彩票网值得买么?	251
去哪儿网与携程网之战今年或水落石出	254
三项资产对比	257
跋:布谷啼时请播种	262
作者简介	264



第一篇 理念篇

讲求实际的人自认为他们不受任何学理的影响，
可是他们经常是某个已故经济学家的俘虏。

——约翰·梅纳德·凯恩斯