

**The Watchers for the Value Investment  
Towards the Great Blue Chip Stocks in China**

# 伟大 投资时代 的价值守望

《大财五年》  
《长捂不放》 作者最新力作

一本教你在中国伟大投资时代守望伟大蓝筹、  
享受资本增值大红利的图书

○翻寻中国伟大的蓝筹股○

程超泽◎著

您正处于中国“最伟大的投资时代”  
最佳的投资方法就是选好股票“长捂不放”  
本书作者为您精心挑选可以珍藏一生的“十大金股”  
愿本书成为您在中国长牛市中实现资本大增值的制胜法宝

海天  
财经

海天出版社



《大财五年》、《长捂不放》作者最新力作  
一本教你在中国伟大投资时代守望伟大蓝筹、享受资本增值大红利的图书

# 伟大投资时代 的 价值守望

○ 翻寻中国伟大的蓝筹股 ○

程超泽◎著

**The Watchers for the Value Investment  
Towards the Great Blue Chip Stocks in China**

海天出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

伟大投资时代的价值守望：翻寻中国伟大的蓝筹股 /  
程超泽著. —深圳：海天出版社，2007.3  
ISBN 978-7-80747-156-1

I. 伟… II. 程… III. 股票—证券投资—研究—中国  
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 200369 号

责任编辑 张绪华 (Email:zxh@htph.com.cn)  
责任技编 钟愉琼

---

出版发行 海天出版社  
地 址 深圳市彩田南路海天大厦 (518033)  
网 址 www.htph.com.cn  
订购电话 0755-83460137(批发) 83460397(邮购)  
经 销 新华书店  
设计制作 深圳市海天龙广告有限公司 Tel:83461000  
印 刷 湖南省地质测绘印刷厂  
开 本 787mm×1092mm 1/16  
印 张 14.375  
字 数 200千  
版 次 2008年4月第1版  
印 次 2008年4月第1次  
印 数 1-10000册  
定 价 35.00元

---

海天版图书版权所有，侵权必究。

海天版图书凡有印装质量问题，请随时向承印厂调换。



# 序 言

每一次市场的调整都会引来投资者的恐慌，“高处不胜寒”也成了当下股评用得最多的一个热门词汇。大凡在调整市道里，投资者提出的最多的一个问题就是：行情是否到头了？

认识中国迄自 2005 年年底以来的这轮超级长牛市趋势，有几条脉络清晰可辨：其一，站在宏观层面，中国正昂首步入新一轮的由世界工业制造基地进程加速、城市化进程加速以及国内庞大市场消费升级进程加速引发的经济增长长周期。这个周期受中国人口因素的影响，至少还将持续 15 年左右。其二，站在微观层面，在中国经济持续高速向好的宏观背景下上市公司盈利的强劲增长势头，以及股权分置后上市公司估值水平的急速提高。2007 年半年报准确无误地显示出整体业绩继续处在高增速水平上（70% 以上）。这样的高增长的年报，放在全球任何一个股市里，必涨无疑。第三，

程超泽·序言

● 中国股市还处在长期繁荣的山腰上。  
● 建议投资者长期关注在长牛市道里人民币升值这根主线。这正是本轮长牛市里最大、也是最根本的动因。  
● 一旦认定中国股市长牛市格局，坚决做一个中国价值投资的麦田守望者。



站在中国入世后对外开放的历史高度看，人民币资本项目将长期大幅升值。第四，站在统观层面看，由中国宏观经济长期向好引发的对人民币长期升值的预期，正好和国内外流动性泛滥、资本充裕相耦合，从而导致国内外庞大资本大举进入中国股市。国际上，由于美国次级贷款风暴以及美元长期贬值态势，使原本长驻的巨额国际资本从美国流出，加剧了中国资本市场流动性泛滥的局面。这一趋势至少在未来几年内无法改变，不管中国证监会高层怎样用心良苦，试图引流泛滥资金，其作用将是杯水车薪。以上四条推升中国股市的主线条在目前尚处在进行时状态，四条主线中的任何一条都足以激发中国股市向上的不断攀升，更遑论到了现在，这四条主线已交织、黏合在一起，从而产生出巨大的合力共振。

结论：

——中国股市还处在长期繁荣的山腰上。认识这一点非常重要，因为以什么样的视野和高度去看待中国这轮长牛市格局，将决定投资者今后财富的多少和生活的幸福与否。在长牛市道和巨大财富效应面前，任何裹足不前和优柔寡断，只会使投资者坐失一生中最好的历史性投资机遇！如果我这一个带着猜测性的结论是正确的话，那么，现在投资中国资产仍然正当其时。

——真正认清这轮超级长牛市因何而起，其主轴又是什么。本书稿作者建议投资者长期关注在长牛市道里人民币升值这根主线条。这正是本轮长牛市里最大、也是最根本的动因。2007年4月10日，

美国投资大师罗杰斯甚至语出惊人地预测，在未来20年，人民币对美元的升值可能高达500%。相比2005年7月21日中国开始汇率机制改革以前的水平，目前人民币对美元汇价累计升幅只有7%左右，和罗杰斯猜想的500%的升值率相比，7%微乎其微。人民币升值将全面提升以人民币计价的资产价值，比如拥有人民币资产的房地产、拥有矿山资源的煤炭、金融业和拥有地产资源的商业企业；外汇负债率比较高的企业，如航空、贸易等；以及原材料或零部件进口占比较高的行业，如造纸、钢铁、轿车、石化、航空等。在人民币升值的大背景下，我们特别看好银行股。如果投资大师罗杰斯的上述预言能够兑现，那么专门经营人民币的银行所产生的溢价将会是多么巨大！

——一旦认定中国股市长牛市格局，坚决做一个中国价值投资的麦田守望者，虽然守望是孤独的，有时甚至是十分磨人的。用巴菲特的投资眼光和选股原则，精选长牛市里能获益十倍，甚至更多倍数的大牛股，然后在价格相对低估或调整市里股价相对低点的时候不失时机地坚决买进。一旦买入，就长久地照看并集中持有的那几只股票。只要中国股市不发生系统性风险，保持投资组合至少几年不变。可能的话，持股越久越好。同时做好充分的心理准备，用平常心看待长牛市途中的任何涨涨跌跌，始终不被短期股价波动所左右。

——如果坚决遵循价值投资理念，注重投资过程，享受长期成

#### 程超泽·序言

●中国股市还处在长期繁荣的山腰上。  
●建议投资者长期关注在长牛市道里人民币升值这根主线。这正是本轮长牛市里最大、也是最根本的动因。  
●一旦认定中国股市长牛市格局，坚决做一个中国价值投资的麦田守望者。



果，等到一二十年后，当我们站在中国股市的山峦之巅，感叹“会当凌绝顶，一览众山小”的时候，我们一定会庆幸当年自己的投资正好处于中国新一轮经济增长周期的开始和股市长牛的起点；由于坚决不离不弃采用英明而富有远见的价值投资策略，我们手中的股票早已成倍，几倍，十几倍，甚至数十倍地增长。而今，自己也早已因为股价的倍乘效应而成为中国长牛市的最大赢家，现在正幸福快乐地生活着，享受着人生。

然而，长牛市道里，就在少数投资人群采用价值投资法则理念时，更多的投资者却在规划其股票投资组合时所花的时间甚至还不如会一个客、做一顿饭、度一次假，或买一件衣服的时间长。报章杂志诸如“当前十大好股”等的标题，轻而易举地就成功诱导了短线投资大众做出轻率投资买卖的决定。市场分析师更是工于心计让投资人换股票比换舞伴还快。而中国股市过去十多年来不断反复震荡的多空头市场氛围，早已使投资者形成了“短线投资”的单一思维模式，他们认为没有必要花更多时间去进行小心翼翼的股市研究，而他们唯一要做的就是花钱将股票买入，等待短时间内股票的上涨和获利。这种增长型投资法多年来在中国股市一直大行其道，配合增长型投资法的必然是各类小道消息、假信息、谣言的漫天飞舞。然而，就像人类所有的坏习惯可能导致不幸后果一样，由错误投资理念给中国投资者带来的金融悲剧在过去一再重演。更可悲的是，当灾难过后不久，投资者又故态复萌，很快忘记了刚发生过的金融



悲剧，照样周而复始地从事新一轮的短线投资行为。

中国股市的投资理念太需要正本清源。他山之石，可以攻玉。早已在世界发达国家盛行的价值投资法则给中国广大投资者提供了不可多得的宝贵经验。价值投资法则 (Value Investing) 是 20 世纪 30 年代中期产于美国，由格雷厄姆创立，巴菲特集大成取得了极大成功的一种投资哲学和投资策略，并已被世界上众多最伟大的投资大师，如沃伦·巴菲特 (Warren Buffett)、沃尔特·施洛斯 (Walter Schloss)、马里奥·嘉伯礼 (Mario Gabelli)、迈克尔·普赖斯 (Michael Price)、约翰·内夫 (John Neff)、约翰·坦普尔顿 (John Templeton) 等，屡试不爽的一种经典投资法则。如果将价值投资法则简化，它们就是：选择长期获利高于市场平均水平的绩优股，将资金重押在几只这样的股票上，不论短期股市如何震荡，都对自己所持的股票长抱不放。这正是本书稿要正本清源的关键所在。

本书概述价值投资法则内涵，分析价值投资成功案例，预测价值投资的中国背景，配置价值投资核心组合。本书旨在告诉读者：遵循价值投资法则，在伟大的中国投资时代买进中国最伟大的投资标的；用支付合理低价和长捂不放的方式提高投资利润，降低投资风险；运用价值投资法则点石成金，坐享其成。这是一本在中国长牛市和大震荡市道里不可不读的投资理财的必备参考工具书。

#### 程超泽·序言

● 中国股市还处在长期繁荣的山腰上。  
● 建议投资者长期关注在长牛市道里人民币升值这根主线条。这正是本轮长牛市里最大、也是最根本的动因。  
● 一旦认定中国股市长牛市格局，坚决做一个中国价值投资的麦田守望者。





# 目 录

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>第一章 定义价值投资</b> .....      | <b>1</b>  |
| 价值投资之父本杰明·格雷厄姆 .....         | 3         |
| 巴菲特：价值投资的一生实践 .....          | 9         |
| 价值投资的七大简化原则 .....            | 21        |
| 市场效率论的投资误导性 .....            | 28        |
| 市场真的可以预测吗？ .....             | 38        |
| 时间和复利，价值投资制胜的不贰法宝 .....      | 46        |
| 未来将重奖集中投资者 .....             | 50        |
| <b>第二章 价值投资在中国行不通？</b> ..... | <b>57</b> |
| 一场发生在我网博里的大论战 .....          | 59        |
| 初试价值投资啼声 .....               | 64        |
| 私募：在中国复制巴菲特 .....            | 68        |
| 但斌：专注长期股权投资 .....            | 77        |
| 平民的胜利 .....                  | 82        |

|       |                 |
|-------|-----------------|
| ● 第一章 | 定义价值投资          |
| ● 第二章 | 价值投资在中国行不通？     |
| ● 第三章 | 寻觅中国伟大的企业       |
| ● 第四章 | 后长牛市投资者必须理清的几件事 |



|                                 |            |
|---------------------------------|------------|
| 我理解的价值投资 .....                  | 89         |
| <b>第三章 寻觅中国伟大的企业.....</b>       | <b>101</b> |
| 估值之困：山顶还是山腰？ .....              | 102        |
| 对牛市延续线路图的猜想 .....               | 111        |
| 拥有中国资产，分享中国成长果实 .....           | 119        |
| 伟大投资时代的价值大蓝筹 .....              | 127        |
| 四重筛选价值大蓝筹 .....                 | 130        |
| 一生拥有，别无所求 .....                 | 132        |
| 《全球商业》票选契合了我心目中的价值蓝筹 .....      | 148        |
| <b>第四章 后长牛市投资者必须理清的几件事.....</b> | <b>151</b> |
| 将思维矫正到“长牛市”的轨道上来 .....          | 153        |
| 风险，你预期了吗？ .....                 | 159        |
| 时间成本：被投资者严重忽略的因素 .....          | 168        |
| 良好的心态是价值投资的核心 .....             | 170        |
| 快乐幸福地投资股市，让心灵放轻松 .....          | 172        |
| <b>附 投资大师关于价值投资名言录.....</b>     | <b>178</b> |
| <b>后记 后长牛时代的价值投资宣言.....</b>     | <b>205</b> |
| <b>作者跋 我的几次成功大预言.....</b>       | <b>214</b> |

## 第一章 定义价值投资

- ◆ 价值投资之父本杰明·格雷厄姆
- ◆ 巴菲特：价值投资的一生实践
- ◆ 价值投资的七大简化原则
- ◆ 市场效率论的投资误导性
- ◆ 市场真的可以预测吗？
- ◆ 时间和复利：价值投资制胜的不贰法宝
- ◆ 未来将重奖集中投资者



20世纪全球有两次规模巨大的金融风暴：第一次是起源于1929年世界经济大危机带来的股票市场大崩盘；第二次发生在1973年到1974年间世界石油危机和随后的股票市场的空头走势。和第一次金融风暴相比，第二次并非因单日股票市场崩跌造成，其对美国家庭财富的负面影响也没有第一次那么全面而深刻，所以不是所有经历过那段日子的人都有相同的惨痛回忆。但是，对于金融专业人士来说，20世纪70年代中期的那次金融风暴的影响绝对不会亚于第一次，因为它是一次慢性的摧残过程，投资亏损面的扩大似乎永远没有停止。股票市场价格整体下跌超过60%，就连保守的公债投资人的财富也大幅蒸发；利率水平和通货膨胀涨幅飙高到两位数；油价高居不下；房屋分期付款价格高得连中产阶级都无法承受，而当时的股票市场行情也坏到使基金经理人开始怀疑自身的投资策略是否出了问题。这直接导致了现代投资组合理论的诞生，成为现代投资理财的理论奠基过程中的重要转折点。

价值投资的理论奠基人是美国的本杰明·格雷厄姆。他在1934年出版的《证券分析》一书，被尊为基本分析方法的“圣经”。本

杰明·格雷厄姆在他的名著《证券分析》书中指出，普通股票的价值是由四个因素决定：(1)分红比率；(2)盈利能力；(3)资产价值；(4)P/E值。格雷厄姆的学生沃伦·巴菲特（Warren Buffett）后来成了他价值投资四因素的最忠实执行者，全球最成功的价值投资者，在投资界享有“股神”的美称。

## 价值投资之父本杰明·格雷厄姆

可以这么说，几乎所有的价值投资策略最终都要归根于本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham，1894～1976年）的思想。纽约证券分析协会强调：“格雷厄姆对于投资的意义就像欧几里得对于几何学、达尔文对于生物进化论一样的重要。”沃伦·巴菲特作为格雷厄姆的学生兼雇员对格雷厄姆更是佩服得五体投地，他说：“除了我的父亲之外，格雷厄姆给我的影响最大”，“格雷厄姆的思想，从现在起直到100年后将会永远成为理性投资的基石。”

本杰明·格雷厄姆1894年5月9日出生于伦敦。在他还是婴儿的时候，伴随着美国的淘金热潮，随父母移居纽约。

1914年夏天，格雷厄姆来到纽伯格·亨德森·劳伯公司做了一名信息员，主要负责把债券和股票价格贴在黑板上，周薪12美元。虽然这份工作是纽约证券交易所最低等的职业之一，但纽伯格·亨德森·劳伯公司给格雷厄姆提供了一个很好的实践与训练场所，才使这位未来的股票大师开始全面熟悉证券业的一整套经营管理知识，了解了包括证券买卖程序、行情分析、进货与出货时机、股市

本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham)

- 如果总是做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到钱。
- 每个人都知道，在市场交易中大多数人最后是赔钱的。
- 投资者要以购买整家公司的态度来研究一种股票。



环境与股市人心等在内的实际运作方法。公司老板纽伯格经过仔细观察，发现格雷厄姆身上蕴藏着巨大的潜力与才干。不久，格雷厄姆就被提升为证券分析师。

1915年9月，格雷厄姆注意到一家拥有多家铜矿股权的矿业开发公司——哥报海姆公司，该公司当时的股价为每股68.88美元。格雷厄姆在获悉该公司即将解散的消息后，通过各种渠道收集这家公司的有关资料，对这家公司的矿产和股价进行了详尽的技术分析，发现了该公司尚有大量的不为人知的隐蔽性资产，通过计算，格雷厄姆准确地判断出该公司股票的市场价值与其实际资产价值之间有一个巨大的价差空间。他认为投资该公司的股票将会带来丰厚的回报，建议纽伯格先生大量买进该股票。纽伯格先生接受了格雷厄姆的建议。当1917年1月哥报海姆公司宣布解散时，纽伯格·亨德森·劳伯公司从这笔买卖中赚取了数十万美元的利润，其投资回报率达18.53%。

1920年，格雷厄姆又荣升为纽伯格·亨德森·劳伯公司的合伙人。他继续通过实践积累更多的经验。随着他的一个又一个辉煌的胜利，他的投资技术和投资理念日渐成熟。在格雷厄姆看来，投机并不是一项好的投资，因为投机是建立在消息上面的，其风险非常高。当股价已升至高档的上端时，很难说哪一只股票没有下跌的风险，即便是绩优股也不例外。所以，从严格的意义上讲，基于事实本身的投资和基于消息的投机，两者所蕴涵的风险是截然不同的。如果一家公司真的营运良好，则其股票所含的投资风险便小，其未来的获利能力一定比较高。同时，格雷厄姆还认为，风险在股



市上是永远存在的，没有风险就没有股市，任何一个投资者要想成功，均需依靠行之有效的技巧来规避风险并进而获利。

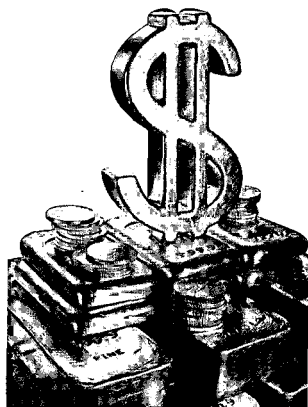
1923年年初，格雷厄姆离开了纽伯格·亨德森·劳伯公司，成立了格兰赫私人基金，资金规模为50万美元。格雷厄姆在处理投资项目的同时，不断地在投资刊物上发表关于财经问题的文章，文章内容几乎涵盖了整个投资领域。文章文字精炼，且有独到的见解，深受读者好评。格雷厄姆试图通过在实践中对投资市场的观察、研究、分析，得出投资市场的规律性结论。为了便于将自己的观点形成理论，格雷厄姆决定开山立说，在其有关投资理论的讲授中整理、完善自己的理论。格雷厄姆选择在自己的母校哥伦比亚大学开设“高级证券分析”讲座。在讲座中，他不仅讲授如何区分债券与股票的不同方面，更重要的是讲授如何运用价值指标、赢利指标、财务指标、债务指标、背景指标来对一个公司的资产、价值、财务状况等方面进行评估，证明其股票的投资潜力和投资风险。这些内容已涉及了格雷厄姆学说的基本方面，实际上他的证券分析理论框架已粗具雏形。

1929年，美国爆发战后经济大危机。格雷厄姆在华尔街惨遭重创和苦苦支撑的时期，也正是他关于证券分析理论和投资操作技巧日渐成熟的时期。1934年年底，格雷厄姆终于完成他酝酿已久的《有价证券分析》这部划时代的著作，并由此奠定了他作为一个证券分析大师和“华尔街教父”的不朽地位。

格雷厄姆经常扮演着先知的角色，为了避免投资者陷入投资误区，格雷厄姆在他的著作及演说中不断地向投资者提出下列观点：

本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham)

- 如果总是做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到钱。
- 每个人都知道，在市场中交易中大多数入最后是赔钱的。
- 投资者要以购买整家公司的态度来研究一种股票。



1. 做一名真正的投资者。格雷厄姆认为，虽然投机行为在证券市场上有它一定的定位，但由于投机者仅仅为了寻求利润而不注重对股票内在价值的分析，往往容易受到“市场先生”的左右，陷入盲目投资的误区，股市一旦发生大的波动常常使他们陷于血本无归的境地。而谨慎的投资者只在充分研究的基础上才作出投资决策，所冒风险要少得多，而且可以获得稳定的收益。

2. 注意规避风险。一般人认为在股市中利润与风险始终是成正比的，而在格雷厄姆看来，这是一种误解。格雷厄姆认为，通过最大限度地降低风险而获得利润，甚至是无风险而获利，这在实质上是高利润；在低风险的策略下获取高利润也并非没有可能；高风险与高利润并没有直接的联系，往往是投资者冒了很大的风险，而收获的却只是风险本身，即惨遭亏损，甚至血本无归。投资者不能靠莽撞投资，而应学会理智投资，时刻注意对投资风险的规避。

3. 以怀疑的态度去了解企业。一家公司的股价在其未来业绩的带动下不断向上攀升，投资者切忌盲目追涨，而应以怀疑的态度去了解这家公司的真实状况。因为即使是采取最严格的会计准则，近期内的盈余也可能是会计师所伪造的。而且公司采用不同的会计政策对公司核算出来的业绩也会造成很大差异。投资者应注意仔细分析这些新产生的业绩增长是真正意义上的增长，还是由于所采用的会计政策带来的，特别是对会计报告的附注内容更要多加留意。任何不正确的预期都会歪曲企业的面貌，投资者必须尽可能准确地作出评估，并且密切注意其后续发展。

4. 当怀疑产生时，想想品质方面的问题。如果一家公司营运

不错，负债率低，资本收益率高，而且股利已连续发放了一些年，那么，这家公司应该是投资者理想的投资对象。只要投资者以合理的价格购买该类公司股票，投资者就不会犯错。格雷厄姆同时提醒投资者，不要因所持有的股票暂时表现不佳就急于抛弃它，而应对其保持足够的耐心，最终将会获得丰厚的回报。

5. 规划良好的投资组合。格雷厄姆认为，投资者应合理规划手中的投资组合，一般手中应保持25%的债券或与债券等值的投资和25%的股票投资，另外50%的资金可视股票和债券的价格变化而灵活分配其比重。当股票的赢利率高于债券时，投资者可多购买一些股票；当股票的赢利率低于债券时，投资者则应多购买债券。当然，格雷厄姆也特别提醒投资者，使用上述规则只有在股市牛市时才有效。一旦股市陷入熊市时，投资者必须当机立断卖掉手中所持有的大部分股票和债券，而仅保持25%的股票或债券。这25%的股票和债券是为了以后股市发生转向时所预留的准备。

6. 关注公司的股利政策。投资者在关注公司业绩的同时，还必须关注该公司的股利政策。一家公司的股利政策既体现了它的风险，又是支撑股票价格的一个重要因素。如果一家公司坚持了长期的股利支付政策，这表示该公司具有良好的“体质”及有限的风险。而且相比较来说，实行高股利政策的公司通常会以较高的价格出售，而实行低股利政策的公司通常只会以较低的价格出售。投资者应将公司的股利政策作为衡量投资的一个重要标准。

格雷厄姆是一个比较谦虚的人，当他的追随者对他的著作奉为经典时，他却一再提醒其追随者，在股票市场中，赚钱的方法不计

本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham)  
● 如果总是做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到钱。  
● 每个人都知道，在 market 交易中大多数人最后是赔钱的。  
● 投资者要以购买整家公司的态度来研究一种股票。

