



价值投资经典

专注 竞争优势

杨旭然 / 著



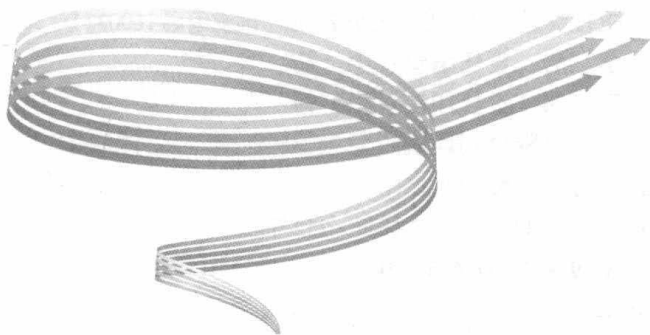
机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



价值投资经典

专注竞争优势

杨旭然 / 著



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

《专注竞争优势》是一本针对价值投资发掘竞争优势型企业的参考指南。竞争优势型企业的股价表现大多非常优秀，实现了上市之后的连年上涨，给投资者带来不同程度的回报。本书通过对竞争优势型企业的定性和定量分析，对优质企业进行合理估值，根据作者构建的价值投资交易体系、具体实战策略、风险防范技巧，帮助投资者筛选出具有投资价值的行业和企业，并通过价值投资的方法实现盈利。

图书在版编目(CIP)数据

专注竞争优势/杨旭然著. —北京:机械工业出版社, 2019. 5
(价值投资经典)

ISBN 978-7-111-62549-0

I. ①专… II. ①杨… III ①企业竞争—竞争力—研究②投资—研究
IV. ①F271. 3②F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 072562 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: 李 浩 责任编辑: 李 浩

责任校对: 李 伟 责任印制: 张 博

三河市宏达印刷有限公司印刷

2019 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

145mm × 210mm · 12.375 印张 · 3 插页 · 252 千字

标准书号: ISBN 978-7-111-62549-0

定价: 88.00 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

金书网: www.golden-book.com

封面无防伪标均为盗版

教育服务网: www.cmpedu.com

推 荐 序

上海万霖资产管理有限公司董事长 牛春宝

如果你的朋友开了一家公司，一年营业收入10个亿，利润1个亿，你愿意花多少钱来收购，是10个亿，还是20个亿？如果是10个亿，对应10倍市盈率；20个亿则对应20倍市盈率。如果让你开出50亿元的天价，正常情况下你不会同意（少数具备高成长属性的新兴行业例外），这是一个简单的常识问题，对不对？但是在股市中，却很少有人以企业的角度来分析，往往给出50倍甚至更夸张的估值，或者把垃圾股作为“概念股”疯炒。这就是绝大多数股民亏损的原因。

所谓“大道至简”，如果我们能够真正以“投资”的心态来研究企业、对待股票，那么其实亏损的概率是非常小的。

有没有稳赢的赚钱方法？我认为是有的。一种方法是，永远只买5~10倍市盈率的股票，也许你不会赚很多钱，但一定不会亏损——这已经比90%的股民幸运了！而如果你恰恰买到了高增长与低估值的错位，可就发大财了，比如2017年的地产股。另一种方法是：只买行业龙头，当然必须是看得懂的龙头。

大多数行业都会呈现出一种先集中、后分散、再集中的发展过程。在这个集中的过程中，具备最强竞争优势的企业会脱颖而

出，并抢占其他企业的市场份额，到了寡头垄断阶段甚至可以提价！当行业龙头确立霸主地位之后，大部分企业会生存得很艰难，并逐渐被淘汰出局。普通投资者太容易迷恋小公司的“高成长”，由此陷入太多的投资误区，非常可惜。

所以我认为，对于非专业投资者，如果能通过简单的道理，构建一套竞争优势投资思维体系，就有机会抓住那些产业竞争的胜出者，实现长期稳定的收益。这就是杨旭然先生写作《专注竞争优势》的初衷。

股民入市后，一般是先简（技术分析）后繁（复杂的基本面分析），再由繁入简——掌握几个简单的基本法则。大部分股民明白此中道理需要许多年的时间，并且花费高昂的代价。如果《专注竞争优势》这本书能够让更多的股民缩短悟道的时间，并且有人能够从此走上稳健的赚钱之道，我觉得就达到了作者的目的。

当然，即使你明白了所有的道理，最终还要克服人性的弱点——贪婪与恐惧。这是另一个层面的问题，也是由一般股民向专业投资者晋级的最大障碍。祝愿中国股市的参与者能够越来越理性，也祝愿中国证券市场越来越规范、透明。

前 言

人们通常用“牛短熊长”来描述中国股市，大多数投资者也将自己的亏损归结到熊市这个原因上。

从最近五年（2013—2018）来看，市场的不确定性确实越发明显。自2013年开始，市场先后经历了大规模钱荒、欧债危机和美国主权信用评级下调、严格的房地产调控政策、“改革牛”“互联网+”和创业板泡沫、股灾、熔断、大宗商品市场的震荡、2018年中美贸易摩擦等，这些影响深远的宏观事件，单拿出来每一项都会对中国证券市场的运行形成较深远的影响，更何况是集中发生在短短五年的时间里。

再向前推移观察，A股还经历过2001—2005四年时间的大熊市，这段时间上证指数从最高2245.43点跌至998.23点。如果从2001年算起，A股市场这近二十年确实是牛短熊长。

但如果把视野扩展到中国证券市场建立之初——也就是1990年，我们会发现实际情况和最近几年相比有所不同。自1990年年底中国证券市场起步，一直到2001年大熊市之前，中国证券市场实际上是经历了一轮历时十年之久、不折不扣的大牛市，上证指数从95.79点一直涨到2245.43点，十年时间累计涨

幅超过 22 倍。

那么究竟是什么原因，让中国 A 股经历了如此从天堂到地狱的跌落呢？有人将原因归结到中国资本市场的管理制度出了问题，有人认为是炒作的风潮导致 A 股上市公司估值常年虚高，也有人说问题的根源在于大规模的 IPO 等。

然而这些问题在 1990—2000 年就不存在吗？如果说是制度和炒作原因的话，相比 2000 年之后，这十年之间中国证券市场的问题只会更大，而不是更小。

翻看国家统计局编写的《中国统计年鉴》，我们可以看到在 2017 年时，中国规模以上工业企业数量为 37.27 万个，总利润 74916 亿元，平均每家利润约 2009.93 万元；而在 2000 年时，全国国有和规模以上非国有工业企业的总数为 16.29 万个，总利润 4393.48 亿元，平均到每家利润约为 269.73 万元。

这个数字粗看之下上涨了大约 7.45 倍，但如果仔细推理的话，可以看到其中有一些问题。

第一，企业利润从 269 万元到 2009 万元的“7 倍增长”，建立在 17 年间中国 GDP 总额十倍增长的基础之上：从 2000 年的 8.9 万亿元增长至 2017 年的 82.71 万亿元。这 17 年间中国工资水平基本涨了十倍、房地产价格涨了十倍、主要消费品和生产原料价格均大幅上涨。

第二，就是“幸存者偏差”对统计结果的扰动。虽然截至 2017 年，按照数据统计中国有规模以上工业企业 37.27 万个，但是这个数字只是一个静态数字，并未包括在 2017 年当年破产的

企业（人民法院相关数据显示为 4700 余件强制清算和破产类案件），如果把这些企业数量以粗略计算的方式加上，2017 年规模以上企业的平均利润还将进一步下降至 1985.06 万元。

如果再出于产业集中度和企业盈利能力不断集中的规律考虑，有一批能实现稳定净利润增长的头部企业实际上抬高了整体的盈利总数，其余企业的真实盈利能力会更差。

总体来看，最终的结果就是自 2000 年到 2017 年之间，中国规模以上企业的盈利绝对值虽然增长了，但真实的盈利能力不仅没有增长，实际上反而出现了下降，没有跑赢国家、人民财富增长的速度，并且有大量企业实际上是大幅跑输。

指数表现是由企业股价表现所决定的，而从长期来看，企业股价表现又是由企业盈利能力的变化所决定的（流动性和市场风险偏好等因素，只能影响股价的短期表现）。因此我们能够看到，自 2000 年之后中国 A 股一直“牛短熊长”，是有其足够充分的理由的。

进入 2018 年，因为种种原因，中国企业的盈利能力的分化变得更加明显，一部分企业变得更好，而大多数相比 2017 年以前生存境遇更为严峻。对于投资者来说，显然这并非好事。

但从另外一个角度来看，即便是在这 17 年企业盈利能力不升反降的过程中，仍然有一批企业能够不断实现盈利增长，穿越多次经济周期经久不衰。

这些企业不仅能在行业成长时赚取增量市场的利润，还能在存量市场博弈中，战胜自己大大小小的同行，夺取更大的市场份

额和利润。我们可以将其定义为中国的竞争优势型企业。从最直观的历史K线图中就能看出来，它们和那些失败企业有着明显的不同。

这些竞争优势型企业的股价表现大多非常优秀，实现了上市之后的连年上涨，给投资者带来不同程度的回报，其中的典型代表，包括贵州茅台、格力电器、伊利股份、福耀玻璃等。

由于一些非常深刻的经济乃至政治、文化原因，如今中国创业者的数量仍然在不断增加，企业数量很难在短时间内出现快速下降，甚至可能在未来仍然不断增长，这意味着中国上市公司整体的盈利能力将很难出现短时间的大幅提升。

更何况经过多年的发展之后，大多数行业的增长速度都已经行将见顶，增量蛋糕不复存在，惨烈的肉搏战阶段，企业盈利能力会出现高度分化，继而导致股价表现的分化。

在这种局面下，投资者更应该聚焦于那些具备竞争优势的企业，而远离那些更有可能在竞争中失败的企业，这样才能有机会和盈利能力最强的企业一道穿越牛熊，不断获利。

目 录

| 推荐序 | | III

| 前 言 | | V

| 第一章 | 实业角度看投资 |

第一节 价值投资的征途 002

第二节 股票是代码还是企业 009

第三节 什么是竞争优势 018

第四节 更有确定性的内在价值 036

第五节 构建自己的投资体系 040

| 第二章 | 寻找企业竞争优势的定性分析 |

第一节 了解你要买入的公司 048

第二节 竞争优势与护城河 053

第三节 新兴产业就是好生意吗 086

第四节 好生意坏生意 098

第五节 商业模式 107

第六节 管理层与经营战略 112

| 第三章 | 盈利能力是一切的核心 |

第一节 “去盈利化” 乱象 120

第二节 利润从何而来 136

第三节 财务三大表中哪些最关键 145

| 第四章 | 价值比估值更重要 |

第一节 价值大于估值 170

第二节 三大估值指标 174

第三节 伊利股份的 40 倍上涨历程 189

第四节 家电三巨头的长牛之路 236

| 第五章 | 价值投资的边界：安全边际 |

第一节 投资的常见风险 248

第二节 市场的不可知和不确定性 257

第三节 仓位控制与杠杆 262

第四节 竞争优势的消失 271

第五节 强竞争中的不败者 298

| 第六章 | 价值投资实战策略 |

第一节 标的选择 320

第二节 交易时机 337

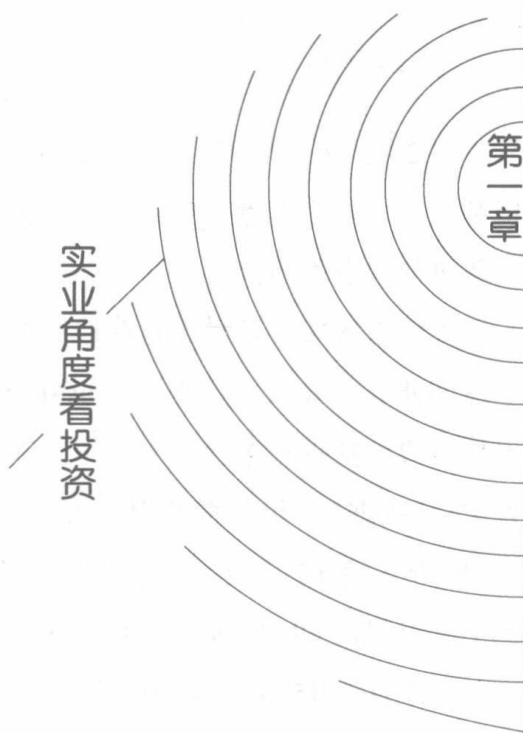
第三节 重要事件驱动 342

第四节 技术面应用 362

第五节 坚持理性 376

第一章

实业角度看投资



第一节 价值投资的征途

一、折戟沉沙

自 2015 年下半年，一直到 2018 年上半年，随着贵州茅台、伊利股份、格力电器等优秀企业股价的不断上涨，市场上掀起了一股价值投资的热潮。

投资者确实有理由为这些股票的上涨而兴奋。这一波大幅度上涨即便放在 A 股的历史上，也称得上非常耀眼：其中的几个重要代表股包括贵州茅台从 140 元上涨至最高 792.5 元（2018 年 6 月 15 日数据），伊利股份从最低 10.85 元上涨至最高 34.53 元（2018 年 1 月 16 日数据，前复权股价），恒瑞医药从最低 22.05 元上涨至最高 69.23 元（2018 年 6 月 7 日数据，前复权股价）。

刚刚从 2015 年市场的崩溃式下跌和熔断中走出来的投资者，实际上迎来了一波历史上罕见的绩优股大行情。虽然这个行情只发生在了少数的几十个种类身上，只占 A 股所有上市公司的比重不超过 2%，但动辄 3 倍、5 倍的上涨，也足够让数量众多的投资者趋之若鹜。

特别是贵州茅台长达三年不间断的大幅度拉升，给深度参与

其中的投资者带来了超额回报，在股价上涨至 500 元以上之后，引起了巨大的社会反响，成为中国资本市场中最耀眼的明星。

人们开始相信优秀上市公司的股价可以不断上涨，突破新高。适逢美国资本市场牛市，可口可乐、强生、谷歌、Facebook（脸书）等优秀企业股价持续走强。很多投资者都感觉到，中国资本市场终于可以和美国接轨了——“伟大型企业”股价不断上涨，推动整个市场指数不断走高，形成长牛，从而给投资者带来财富。

但现实的情况远不如想象中那么美好。自 2018 年下半年开始，A 股所谓价值投资的几面大旗，因为种种原因出现了不同程度的下跌。

先是房地产龙头企业万科 A，由于前海人寿被迫抛售导致股价大幅度下跌；随后，工农中建等大银行股价塌方式下跌，几个月后，强势的贵州茅台、五粮液、安琪酵母、伊利股份、海康威视等纷纷因为业绩不达预期等多种原因，股价出现大幅度下跌。

到 2018 年年末，市场上具有典型代表意义的白马股已经普遍出现了 40% 左右的下跌：贵为股王的贵州茅台从最高点 792.5 元下跌至 509.02 元；格力电器从最高 58.1 元下跌至 34.75 元，伊利股份则是从 34.53 元下跌至 19.90 元。

伴随着这些强势了数年的股票的股价持续下挫，笼罩在“伟大型企业”头上的光环开始逐步消散。市场上流行着讽刺价值投资的段子，有股民开始大倒苦水，抱怨自从皈依“价值投资”之后，账户的贬值变得更快了。人们开始重新讨论，如果巴菲特和查理·芒格进入 A 股市场究竟能不能赚钱——结论当然是不

能，“他们在这要把底裤都输掉”。

2018年年底，在一片纾困和救市的呼声中，小盘股、垃圾股的炒作浪潮再起，大量的投资者开始从所谓的价值投资标的中抽身出来，买入这些更加热门的品种，A股市场投资风格的偏好再次变化。

可能是中国投资史上第一次关于价值投资的全民热潮，就这样在2018年这一波持续的下跌中悄然结束。

二、投资者结构

由于非常深厚的历史原因和经济原因，中国投资者向来对于小盘股、新兴产业股有着格外的偏爱，并因此给予了创业型企业、中小型企业以很高的估值水平，以中小板、创业板为代表的小盘股长期享受着较高的估值溢价。

与之相对的“价值股”，其实在很长时间里并不受到重视。

有什么样的土壤，就会长出什么样的花朵。在大多数的情况下，我们所观察到的现象，都是由一系列原因所导致的结果。因此对于理性的投资者而言，我们必须接受这样的结果，并观察它的演进趋势，而不是从心理上抗拒它，甚至是从行动上对抗它。

纵观A股历史，虽然有非常多的所谓白马股都实现了穿越牛熊、连续多年大幅度的上涨，但是真正如过去三年一样唱主角，成为市场焦点的时间却并不长。

即便是在过去三年白马股的黄金时间，我们也能看到似曾相

识的问题：投资者给“伟大型企业”定了太高的价格。在贵州茅台、五粮液、伊利股份、老板电器等在内的大量股票出现大幅下跌之前，其市盈率大多已经被抬升到30~40倍。

这意味着如果按照其目前的净利润水平没有持续增长的前提下，以最高价区间买入的投资者必须等待30~40年的时间，才有可能收回成本，显然这是不可能的，实际上投资者下注的，是这些企业可以在未来实现每年30%甚至更高的净利润增长。

但实际情况是，对于这些大多身处传统产业，并且利润基数已经比较大的绩优股来说，其利润难以保持长期、高速增长的状态。因此较高的估值水平最终成了市场难以承受的高预期。其业绩表现稍有风吹草动，就引起了投资者——特别是机构投资者的集中抛售。

在2007年牛市时期，蓝筹股泡沫也曾经被炒到过登峰造极的状态，当时以规模庞大著称的四大银行、两桶油、各大央企股价都出现了巨幅上涨，估值高企，但很快就开始了“自由落体”运动。到2013年之后，大多数蓝筹股市盈率都降到10倍上下甚至5倍左右。

过去三年的绩优股行情，发展到2018年同样出现了一些估值较高的情况。这种状态和2007年的蓝筹股泡沫在本质上没有太大的区别，甚至和2014年、2015年的小盘股和科技股牛市也没有根本性的不同。

人们的主观意识让客观事物产生变化。那么向市场施以力量、参与投资交易的都是哪些投资者呢？根据上交所2018年数

据显示，个人投资者交易占比稳定在 84% 左右，是市场的主要参与者。机构投资者仅 12%，其中投资基金占比 3.28%，并在不断下降。

这意味着在过去相当长的时间直至今日，占据 A 股市场主导地位的一直是定价能力相对欠缺、理性投资能力相对薄弱的个人投资者。这也就决定了，不论是 2007 年的蓝筹股泡沫，还是 2015 年的科技股崩溃，或者是被炒到 30 ~ 40 倍市盈率的绩优白马股（相比前两次还算不上那么疯狂的泡沫），个人投资者都起到了决定性的作用。

在生活中，我们都知道说服一个人改变他的固有观念和行为模式是很困难的，对于一个人群来说也同样如此，对于一个数以千万计算的投资者群体来说，改变就更加困难了。

因此我们可以感受到，过去中国资本市场出现的问题，未来仍然会存在，向理性投资演进的道路仍然漫长，“价值投资”在很长一段时间里，仍然只会是一部分投资者的选择。

三、可喜变化

由于投资者结构的基础已经确定，经过几年价值投资的科普之后，中国资本市场仍然不会因此发生短期、迅猛的风格转换，炒作、投机和无规律的资金流动和巨幅换手，仍将在很长的时间内存在下去。

但这并不意味着价值投资在中国永远没有市场。相反，它作