

总结完整投资体系 精选大量典型案例

理念 财务 应用 体系四维一体
用实用的投资方法分析 构建投资理念与知识体系

VALUE INVESTMENT
STRATEGY
AND PRACTICE

价值投资 策略与实战

投资理念·财务分析·典型案例·实战体系

李俊之◎编著

金石致远投资管理有限公司
CEO杨天南

杭州星瀚投资管理有限公司董事长
丁佩民博士

《指数基金投资指南》作者 雪球人气用户
@银行螺丝钉

雪球人气用户 @处镜如初
林秋喜

成都格顿投资管理有限公司投资总监 @sosme
张伟

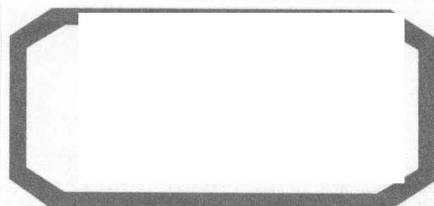
杭州星瀚投资管理有限公司投资总监 《聪明投资者的成功之道》作者 雪球人气用户@价值at风险
陈晓虎

《格雷厄姆之道：如何在中国实践价值投资》作者 雪球人气用户@Passion启航
姜开舰

雪球人气用户
@释老毛

《奥马哈之雾》《穿过迷雾》作者
任俊杰

联袂力荐



VALUE INVESTMENT
STRATEGY
AND PRACTICE

价值投资 策略与实战

投资理念·财务分析·典型案例·实战体系

李俊之◎编著

人民邮电出版社
北京

图书在版编目 (CIP) 数据

价值投资策略与实战：投资理念+财务分析+典型案例+实战体系 / 李俊之编著. — 北京：人民邮电出版社，2019.10

ISBN 978-7-115-51782-1

I. ①价… II. ①李… III. ①投资—研究 IV. ①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字(2019)第172755号

内 容 提 要

随着股市的扩容、独角兽企业的回归以及A股被纳入MSCI指数后，国内市场的风格将逐步与国外市场的风格接轨。在可预见的将来，随着投资者的风格渐趋理性，价值投资理念势将逐渐成为A股市场的主流思想。

投资的难点在于不单要有理念支撑，更要有系统性的知识，掌握必要的财务知识和投资体系，这也是投资这一行业门槛看似很低实则较高的原因。本书通过四部分的内容，附以大量案例，深入浅出地向读者讲述投资过程中可能遇到的各种困难和疑惑，帮助读者建立完整的投资体系。

希望这本书能够启发读者的投资思维，加深读者对股市规律的研究和理解，从而使读者的财富能够安全、稳健、持续地增长，最终实现财富自由！

◆ 编 著 李俊之

责任编辑 李士振

责任印制 周昇亮

◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市丰台区成寿寺路11号

邮编 100164 电子邮件 315@ptpress.com.cn

网址 <http://www.ptpress.com.cn>

大厂聚鑫印刷有限责任公司印刷

◆ 开本：700×1000 1/16

印张：17.75

2019年10月第1版

字数：302千字

2019年10月河北第1次印刷

定价：59.80元

读者服务热线：(010)81055296 印装质量热线：(010)81055316

反盗版热线：(010)81055315

广告经营许可证：京东工商广登字20170147号

作者简介

李俊之

资深投资人，具有长期私募投资经历，尤其擅长运用价值投资理念深度挖掘各类公司的投资价值。曾接受CCTV2央视财经频道《投资者说》、杭州电视台《财经家》等栏目专访；证券市场周刊、格隆汇等专业媒体专栏作者。运营微信公众号“之之之家”，已累计发表文章数百篇。写作各类深度研报近百篇。入市十余年来年化收益率远超市场同期。

- 方向比努力更重要，问题是什么样的成功模式才能被持续复制？
- 什么是价值投资？价值投资是否适用于中国股票市场？
- 确立科学的投资理念后，投资者又该如何系统性地学习提高？
- 如何用定性和定量相结合的方法去分析一家上市公司，并应用于投资实践？
- 建立一套什么样的投资体系才能为你的长期投资保驾护航？

答案就在本书中！

选题策划：李士振

咨询与投稿：549692206@qq.com

010-81055282

试读结束：需要全本请在线购买：www.ertongbook.com

理解价值投资需要锲而不舍地“知行合一”

价值投资的“鼻祖”本杰明·格雷厄姆于1928年在美国哥伦比亚大学教授证券分析这门课程。1934年，格雷厄姆与他的助理多德合著了一本名为《证券分析》（*Security Analysis*）的书，将衡量一家上市公司的“内在价值”（*Intrinsic Value*）作为投资准则，从而开创了基础分析的投资方法论：投资于低价位、经营完善、红利可靠的公司；分散投资于大量的股票和债券；维护自己的股东权益；要有耐心，独立思考。格雷厄姆让世人明白，掌握有关公司过去和现在业绩的可靠信息具有何等价值。

对中国的普通投资者而言，投资并非高不可攀，领会了投资“大师”的理论后，更重要的是自己研习，触类旁通，做到深入浅出，得心应手。这本书的作者李俊之正是一名优秀的价值投资实践者。

这本书努力做到将专业的证券基础分析平民化、普及化，让那些没有接受过证券相关专业培训的读者也可以理解个中奥秘。在这本书里，作者以简明的语言阐述了最基本的道理和投资分析方法，会让读者受益良多。

张伟

2019年6月于蓉城

价值投资思维与行为模式探索

起初，投资寻求的就是投资对象的价值，但由于上百年来资产的不断证券化，投资对象的价值渐渐变得模糊起来。例如，人们曾经将股票称为投机工具，而将债券视为投资工具，至于实际（去除通胀影响）回报究竟如何，人们并没有给予足够的关注。

什么是价值？

简单来说，一块农田在剩余时间里能为你产出的农作物的数量，就是这块农田的“价值”；一间工厂在剩余时间里能为你产出的工业品的数量，就是这间工厂的“价值”。以此类推，几乎所有的有价证券都可以做这样的推演。

因此，投资的标的自然是价值。如果有人问：价值投资是否为唯一正确之道？问题的答案介于是与不是之间。当投资品变成了证券，且它的价值与价格交织在一起时，上述问题的答案就变得复杂起来。

这本书尝试用5组关键词做如下简单区分。

1. 价格与价值：有的投资者更看重投资品的价格，渴望以“非常吸引人”的价格买入；有的投资者则更看重投资品的价值，只要价值令人满意，其愿意在价格上做一些让步。

2. 历史与未来：在判断价值时，有的投资者更看重投资品的历史表现，而对其未来究竟会如何，则坚持认为“不可知”；有的投资者不仅看重投资品的历史表现，更看重其未来表现，不认同企业未来不可知的观点。

3. 短投与长投：有的投资者，其投资回报基于市场的短期纠错行为，价格上来了，他们就把证券卖掉；有的投资者，则着眼于投资品的长期价值增长，他们持有证券的时间可能长达十年或数十年，甚至更久。

4. 分散与集中：有的投资者，相信“篮子”越多“鸡蛋”越安全；有的投资者则持相反观点，认为“篮子”太多，反而会因注意力的分散而给“鸡蛋”带来更大的风险。

5. 动态平衡与长期持股：由于市场是波动的，因此，有的投资者用“动态平衡”的操作来应对，以换取投资的安全与稳妥回报；有的投资者则认为公司股价的短期波动可以忽视，这些投资者更主张长期持股，与企业共同成长。

因此，尽管价值投资本是投资的题中之意，但具体如何做，还需要我们进一步了解其中的奥秘并做出自己的判断与取舍。

愿这本书的读者能尽快走上价值投资之路！

任俊杰

2019年6月

永远别对自己说不可能

这本书并不是来教你如何进行股票投资的，因为在我看来，股票的意义在于其是代表所有者权益的凭证。

在阅读本书前，你也许正像十多年前的我那样正在投资世界的入口处徘徊。

一、初入股市

因从小患有血友病，我无法从事体力劳动，甚至无法像正常人那样去工作，所以我选择去做股票投资。

我正式入市的时间是 2008 年 4 月 24 日，那天因受证券交易印花税税率由 3% 降为 1% 的重大利好刺激，股指一度大幅提升。记得当时群情振奋，“3000 点（上证综指）是铁底，3000 点以下遍地黄金”之类的论调不绝于耳。然而，之后股指的急速下挫让老股民们都心有余悸。短短几个月，这些肥皂泡便一个个被市场无情地戳破，股指也从 3500 点一路暴跌至 1664 点。

二、速转价值投资

巴菲特说：一个人如果相信价值投资，只要 5 分钟就够了，对于不信的人，你跟他解释一辈子都没用。在我看来，一个人适不适合价值投资，与其性格和世界观有很大关系。我对价值投资的认同，也是由我厌恶风险的性格决定的。

初入股市时我也读过几本有关技术分析的书，然而不到三个月我就放弃了对图形均线研究而专注于价值投资。个人的力量必然敌不过机构的力量，用巴菲特的话来说就是“不要跟大灰熊比摔跤”。那么多股民整天盯着 K 线一样亏多赚少，我又凭什么能比他们做得更好呢？

思考一种方法是否可行，最简单的做法就是观察分析那些失败的案例，可以少走不少弯路。

股票背后代表的公司都有其内在价值，就像锚一样，股价不论上涨下跌，最终都将围绕着这个“锚”来运转。而我们需要关注的只有两点：确定公司的内在价值，等待价格低于价值时买入。

三、实践和积累

想要深入研究行业和公司的价值，光有理念是不够的，作为投资者还需要具备较高的商业阅历和洞察力以及一定的财务知识，这样才能对各种商业行为做出精准

判断。要具备这些能力同样需要投入大量的时间和精力去学习，甚至终身学习。

成功的捷径是与成功者为伍，投资路上你还要不断去结识同行。随后的几年，为了进一步学习和提高自己，我的交流圈从投资论坛和 QQ 群逐渐扩展到雪球、微信圈及各大自媒体平台。继而，我辗转于一些投资机构，开始从事较为专业和系统的公司研究，在这里要特别感谢投资总监陈晓虎先生领导的星瀚投研团队和宝鸿投资团队。通过系统性的学习，我受益匪浅，对此，我永远心存感激。

从 2008 年 4 月开始，我每晚坚持看财经新闻、广泛阅读各类投资书籍、自学财务知识、学写公司研报、在专业周刊上发表文章、兼任多家基金研究员同时运作六个自媒体投资平台……

每个人，只要向着正确的方向拼命努力，都会有实现梦想的机会。任何时候，只要再坚持一下，你总会惊讶于自己的潜力。

别对自己说不可能，你永远无法预知十年后的自己。

李俊之

2019 年 6 月于杭州

寻找可复制性

在这样一个成功似乎无处不在的时代里，我们关注的重点应该是取得的成就背后的内在逻辑，是成功能否经得起时间的考验，又能否被普通人借鉴。

一、更容易成功的领域

有些领域的成功是难以复制的，比如科技行业，你很难确定谁会成为最后的赢家，谁又能料到，20世纪90年代一度濒临绝境的苹果公司能达到今天的高度？腾讯、阿里巴巴、百度等优秀企业的成立与崛起也不过弹指一挥间，未来谁又将引领时代的潮流？无法预测。

在科技行业中，唯一能确定的是一家公司的崛起必然伴随着无数竞争者的衰亡。而在部分强者恒强的传统行业中，领先者在10年后继续保持领先的概率则相对会大得多。

当然，这并不是说科技行业就不能投资，问题的关键在于投资人对该领域的理解程度。

二、定位正确的投资方向

投资是一场需要你为之奋斗终生的“马拉松”，因此“收益最大化”等概念不应该成为优先考虑的目标。永远把困难想得充分些，才是长期生存下去的前提。

巴菲特的导师格雷厄姆有句名言：“市场从短期看是投票机，但从长期看却是称重机。”你永远也不会知道股价的短期走势，唯一能确定的就是在漫长的投资生涯中一定会犯许多错误。为此，你需要建立一套能够自治的容错体系来预防和规避错误才对。

从某种意义上说，懂得合理配置资产比懂得如何选股重要得多。适当分散，控制好仓位，保持大类间的不相关性，事先考虑好可能遇到的各种极端状况并留有一定的现金等，对于保持良好的投资心态意义重大。动态平衡之锚，绝不是一时的涨跌幅，而是要看估值的绝对值的高低。万物都在不断的变化中，对投资者而言，无论过去怎样，每年甚至每一天都是新的起点。

三、关于本书

本书通过理念、财务、应用和体系四篇的内容，同时附以大量国内的典型案例，深入浅出地为读者介绍投资过程中需要掌握的各项技能和知识点，并最终建立起完整的投资体系。

除了正确的投资理念，必要的财务知识也是成功投资不可或缺的前提。此外，我们还需要掌握针对目标公司从资料搜集、定性和定量分析到排雷、估值等全方位的研究方法，直至最后建立一套适合自己并能自治的容错体系。对于初入股市的投资者来说，即使没有太多投资经验和财务知识，通过阅读本书也能建立起正确的投资理念和知识体系。

最后，我要特别感谢 @sosme、@我是任俊杰、@杨天南财务健康谈、@释老毛、@银行螺丝钉、@庖丁喜牛、@价值 at 风险、@Passion 启航、@处镜如初等投资大咖们对本书的推荐。尤其令我感激的是，作为我投资生涯中两位标杆式的人物，张伟老师（sosme）和任老前辈不辞劳苦为我的书作序，对此我深表感谢。

相信将来的你，一定会很感激现在奋斗的自己。

编者

推荐序一 理解价值投资需要锲而不舍地“知行合一”

推荐序二 价值投资思维与行为模式探索

自序 永远别对自己说不可能

前言 寻找可复制性

第一部分 理念篇：用望远镜悟道

第1章 方向比努力更重要

1.1 银行储蓄：投资理财的起点	3
1.1.1 小心通胀	3
1.1.2 投资的三层次目标	4
1.2 黄金：与通胀赛跑的硬通货	5
1.3 债券：资产配置中的“安全垫”	6
1.3.1 家庭资产如何选择配置债券	6
1.3.2 如何降低债券投资风险	7
1.4 股票：大众的投资利器	9

第2章 解码价值投资

2.1 股票的本质	12
2.1.1 投资与投机	12
2.1.2 内在价值	12
2.2 安全边际	13
2.2.1 安全边际进化史	13
2.2.2 安全边际≠捡烟蒂	16
2.2.3 学会等待	16

2.3	市场先生	17
2.3.1	理解市场是什么	17
2.3.2	克服人性的恐惧和贪婪	17
2.4	能力圈的边界	19
2.5	价值投资的适用范围	20
2.5.1	“吃饭用的筷子”：中国平安的估值之感	20
2.5.2	价值投资能成功吗	21

第3章 风物长宜放眼量

3.1	成功没有捷径	23
3.1.1	资本市场不缺“明星”缺“寿星”	23
3.1.2	耐得住寂寞才能守得住繁华	24
3.2	集中和分散	24
3.2.1	避免过度集中	24
3.2.2	个股深研 + 适度分散	25
3.2.3	适合普通人的投资策略	26
3.3	概率问题	27
3.3.1	从 Tenbagger (十倍股) 说起	27
3.3.2	寻找确定性	28

第4章 常见的六个思维误区

4.1	过高的预期	30
4.1.1	复利之艰	30
4.1.2	复利的天花板	30
4.2	沉迷市场热点	32
4.2.1	牛顿的困惑	32
4.2.2	增长率陷阱	33
4.2.3	追热点的本质	33
4.3	不要试图预测市场	33
4.4	忽视估值	34
4.4.1	有效还是无效	34
4.4.2	发现错误定价	34

4.5	过于依赖量化分析	35
4.5.1	过去≠未来：张裕之殇	36
4.5.2	利润表≠现金流：环保企业的财务迷局	37
4.6	正确认识巴菲特	39
4.6.1	“股神”并不存在	39
4.6.2	还原真实的巴菲特	39
第5章 应对涨跌的逆向思维		
5.1	在贪婪中恐惧	42
5.1.1	毁灭价值：凋谢的时间玫瑰	42
5.1.2	没收“饭票”：股市的“疯牛病”	43
5.2	在恐惧中贪婪	43
5.2.1	巴菲特的四次“双11”狂欢经历	43
5.2.2	备好你的“水桶”：要“鸡汤”更要现金	44
5.3	寻找股市中的“金蛋”	45
5.3.1	规避“坏蛋”（低业绩高估值）：擦亮你的眼睛	45
5.3.2	少吃“臭蛋”（低业绩低估值）：10年不涨的中国食品	45
5.3.3	关注“银蛋”（高业绩高估值）：爱尔眼科的黄金买点	46
5.3.4	拥抱“金蛋”（高业绩低估值）：“好公司+便宜”才是硬道理	48

第二部分 财务篇：用放大镜学习

第6章 资产（上）

6.1	现金及其等价物：维持企业生存的氧气	52
6.1.1	注意现金的来源	52
6.1.2	白酒行业存款集体“丢失”之谜	53
6.2	应收票据：企业信誉的凭证	53
6.2.1	从某水泥公司票据违约事件看应收票据的安全性	53
6.2.2	从应收票据组合情况中看企业的“江湖地位”	55

6.3	应收账款：企业手里的欠条	55
6.3.1	强势的苹果和弱势供货商	56
6.3.2	关注账龄和坏账计提标准	57
6.4	预付账款：预先付给别人的钱	58
6.5	其他应收款：企业的“垃圾箱”	59
6.6	存货：必须区别对待	60
6.6.1	白酒行业的存货周转率	60
6.6.2	快消品行业的存货周转率	61
6.6.3	存货价值的计量标准	62

第7章 资产（下）

7.1	投资类资产：关键看投了什么	66
7.1.1	交易性金融资产：投资股票巨亏的制药公司	66
7.1.2	可供出售金融资产：被错怪的深康佳A	67
7.1.3	长期股权投资：成本法还是权益法	68
7.2	固定资产：企业的长期资产	69
7.2.1	关注固定资产折旧	70
7.2.2	计提资产减值损失时的“财务大洗澡”	70
7.3	在建工程：固定资产的“替补球员”	72
7.4	无形资产：固定资产的“孪生兄弟”	72
7.4.1	无形资产的摊销	73
7.4.2	被忽视的“金矿”	73
7.4.3	关注科技类企业的无形资产	74
7.5	商誉：危险的肥皂泡	74
	文娱行业：商誉减值的高发区	75

第8章 负债

8.1	越少越好的融资性负债	79
8.1.1	没有长期借款的好公司	79
8.1.2	警惕短贷长投	80
8.1.3	留意有巨额借款的企业	81

8.2	经营性负债：反映企业在上下游的地位	83
8.2.1	应付账款：对上游打的白条	83
8.2.2	预收账款：产品竞争力的“晴雨表”	84
8.2.3	格力电器：两头通吃的渠道强者	84
第9章 所有者权益		
9.1	实收资本：注意股本的变化	88
9.1.1	少用“每股”的概念	88
9.1.2	揭秘“高送转”的把戏	88
9.1.3	配股和增发那些事	89
9.2	资本公积和盈余公积：股东权益的中转站	90
9.3	未分配利润：企业的工资卡	91
9.3.1	净利润该怎么分	92
9.3.2	巴菲特致富的奥秘	93
第10章 利润表		
10.1	收入和成本：一场切分蛋糕的游戏	97
10.1.1	收入端：弄清三种不同的“收入”	97
10.1.2	三种收入造假的可能	98
10.1.3	营业成本：最初的“那一刀”	99
10.2	三费：体现管理水平的指标	100
10.2.1	销售费用和管理费用：研发和占比越低越好	100
10.2.2	财务费用：企业的负担	102
10.2.3	福耀玻璃健康的三费百分率损益表	102
10.3	与主业无关的损益：意外之喜或无妄之灾	104
10.3.1	什么是非经常性损益	104
10.3.2	真实存在的相关项目	104
10.4	利润家族：包装精美的俄罗斯套娃	105
10.4.1	利润从哪里来	106
10.4.2	EBIT 和 EBITDA：利润家族的远房表亲	107
10.4.3	净利润并不是最重要的	107