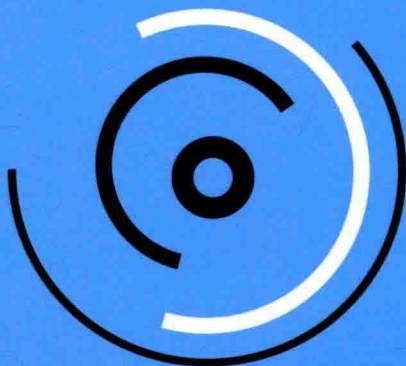


概率抽样 组合配置
合理估值 长期持有 策略优化

终极价值投资

大数投资的方法、原理及思想

齐东平◎著



投资**20年**持续**稳健**收益
传授**财务自由**的**简明**方法

中国人民大學
RENMIN UNIVERSITY OF CHINA

校级优秀教师
商学院MBA课程有突出贡献教师
商学院EMBA最佳教学奖教师
商学院高级管理教育中心核心教授

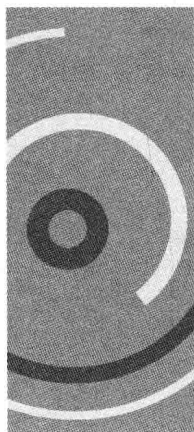
齐东平 **倾力之作**

 中国人民大学出版社

Critical
Investing
终极价值投资

大数投资的方法、原理及思想

齐东平◎著



中国人民大学出版社

· 北 京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

终极价值投资——大数投资的方法、原理及思想/齐东平著. —北京: 中国人民大学出版社, 2015. 5

ISBN 978-7-300-21337-8

I. ①终… II. ①齐… III. ①股票投资-研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 108967 号



终极价值投资

——大数投资的方法、原理及思想

齐东平 著

Zhongji Jiazhi Touzi

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)	010-62511770 (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	涿州市星河印刷有限公司	
规 格	170 mm×230 mm 16 开本	版 次 2015 年 6 月第 1 版
印 张	14 插页 1	印 次 2015 年 6 月第 1 次印刷
字 数	140 000	定 价 42.00 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

自序：在看上去不确定的世界里 做有确定结果的事

——运用大数投资获取安全投资收益

当新年钟声敲响的时候，我的投资生涯也进入第 21 个年头。回顾 20 年的投资历程，我的内心充满感怀，不仅因为投资收获了金钱，更重要的是投资过程改善了我的思维。这个世界看上去那么变化不定，但只要有世界运行自有其规则的意识，就会在某些方面发现其规则，就能在看上去不确定的世界里做有确定结果的事。股票投资亦如此，股票价格波动看上去变幻莫测，但全部上市公司整体持续着高于社会全部企业的盈利水平，而且全部上市公司整体净资产及其利润相互影响循环增长，显然，投资全部上市公司理应获得合理收益。大数投资就是依据概率抽样选择少数样本可以代表全部样本的统计原理，以概率抽样选择少数上市公司拟合投资全部上市公司的投资方法，组合投资、低估值构建组合和长期持有是大数投

资的基本原则。

我在 20 年前开始投资股票时，基本的理由是，股票就是股份，既然是股份，买股票就是买企业，而且很少的钱就可以投资上市公司，容易投资。但也曾遇到问题，如企业的净资产和利润等财务指标是不是真实，企业现在有收益是否意味着未来有收益，特别是曾经试图预测个别企业股票的价格波动。

在为预测企业净资产以及价格变动寻找方法时，统计学知识帮我弄清了一个事实，即不管个别企业净资产、盈利或股价如何变动，全部上市公司每年都能够持续稳定盈利，而且全部上市公司净资产收益率高于全社会的平均水平。这时我意识到，只要长期投资全部上市公司，必然有较好的投资回报。那么如何才能投资全部上市公司呢？我注意到了大数定律等统计原理的适用性，即使用概率抽样方法选择一组数量不大的上市公司做组合投资，就可以对全部上市公司进行拟合投资。只要长期坚持做组合投资，自然会有合理的投资回报。这就形成大数投资的两项原则：组合投资和长期投资。

大数投资的另一项原则是以低估值构建投资组合。虽然股票价格不能预测，但既然有了净资产和企业盈利做标准，价格向下波动正好带来以低估值构建组合的机会；价格上升时，卖出股票，进一步降低成本甚至收回投资。这一买一卖之间蕴涵了以逆向投资为内容的投资策略和交易准则（具体的投资策略和交易准则在正文中有详细的介绍）。

由于企业净资产、利润以及股票价格变化结果都是数字，所以

大数投资的基本内容可以用量化形式表达，操作简便。

总的来说，大数投资就是以概率抽样方法选择少数上市公司构建投资组合拟合投资全部上市公司的投资方法。这一投资方法的基本逻辑如下。

1. 投资一国的所有企业是没有风险的

一个国家经济社会正常运行，每年就需要有新增加的产品和服务，从全社会角度汇总新增产品和服务的价值总和称为 GDP。在现代经济中，GDP 除少量以个人、家庭以及政府为单位统计外，绝大部分以企业为单位统计汇总，即 GDP 大部分来源于企业。从分配上讲，GDP 主要分为税收、个人收入、捐赠和企业利润，也就是说，GDP 中必然包含企业利润，因此投资全部企业整体上必然有收益。

大数投资的基础是国民经济整体及其社会的生存和发展，从这个意义上讲，以投资全部企业为基础的投资是对人的生存的投资。就经济持续运行本身而言，人的生存是经济运行的终极价值，以投资全部企业为基础的投资就是终极价值投资。有人的生存，全部企业整体就有收益，这样就从根本上确认了一个道理，以全部企业为投资对象的投资必然有稳定合理的投资收益。

2. 投资全部上市公司不仅可以像投资全部企业一样没有投资风险，而且可以有较高的投资收益

我国沪深证券市场 25 年的运行实际，以及发达国家更长的实践都表明，全部上市公司比同时期社会全部企业有更高的盈利能力。例如 1995—2014 年的 20 年间，我国全部企业年均净利润

水平大约为 10%，同时期上市公司年均净利润水平超过 12%，显然投资全部上市公司比投资国民经济中的全部企业有更高的投资收益。

3. 用概率抽样方法能够实现以投资少数公司投资全部上市公司的目的

概率抽样也称为随机抽样，用来在众多样本中随机抽取一定数量的样本代表全部样本。在总样本数为千位数的情况下，抽取样本数超过 30 时，所抽取的样本数与总体样本的拟合程度可达到 90%。这里概率是指每个样本被抽到的可能性，概率抽样就是每个样本被抽到的可能性相同或机会均等的抽样方法。

4. 上市公司再融资能为长期投资者创造外生价值

上市公司增发或配股等再融资行为往往受到市场诟病，似乎上市公司有一味向投资人索取的嫌疑，但是，真正的投资人会发现，上市公司再融资不但不是什么坏事，相反，恰恰能给投资人带来更高收益。除了前面谈到上市公司盈利水平高于全社会企业平均水平使投资人能够获得利润带来的净资产增值之外，投资上市公司的投资人由于上市公司再融资还可获得转移的净资产价值，投资因此可获得更高的收益。上市公司盈利为投资人带来的收益可称为内生价值，企业再融资时，后期投资人向先期投资人无偿转移净资产所带来的收益可称为外生价值，投资上市公司可以获得内生价值和外生价值双重收益。当上市公司再融资时，已经持有上市公司股票的投资人和认购增发股票的投资人相比，前者是先期投资人，后者是后

期投资人。一般来说，公司再融资时，新增股份的发行价格虽然比现有股票的价格低，但往往高于现有股份的净资产，新增股份的发行价格就是新股东的权益，由于会计处理上要求平权，即新老股东权益要求一致，认购新增股份的新投资者将自己的一部分权益无偿转给该公司现有股东，形成现有股东仅仅凭借再融资就可以使自己的净资产增加的独特现象。过去 20 年间，沪深证券市场的先期投资人每年获得复利收益的外生价值大约为 3%。由于外生价值的作用，过去 20 年间长期投资上市公司的投资人净收益年均复利增长水平为 15% 左右。

5. 股票价格的无规则波动能给投资人带来超额收益

投资上市公司可以获得的第三重收益是市场价格上涨带来的超额收益。组合投资保证投资人既有安全底线，也有内生价值和外生价值的收益底线，所以，如果股市价格下跌，完全可以采取置之不理的态度。因为不管价格如何下降，投资组合总体净资产不但不会减少，以后还会增加。从以往世界市场的情况看，纽约证券交易所 20 世纪经济大危机时股票下跌的极端情况无非是市场整体市净率为 1 倍而已。但价格如果短期大幅上涨，投资人反而可以卖出那些上涨的股票。

6. 在合理估值水平下构建投资组合有更高的投资收益

我们所关注的估值主要有两个：市净率和市盈率。通常，购买上市公司的股票价格高于其净资产价值，即投资上市公司所花费的成本不是与净资产相同的“平价”成本，而是高于其净资产的“溢价”成本。市净率和市盈率指标将“溢价”状况量化出来，估值既

是投资上市公司所花费价格与其价值的溢价水平指标，也是投资上市公司的成本基准。只要在估值合理时构建投资组合，投资上市公司就能获得较高的投资收益。根据沪深两个股票市场的统计结果，以往的年化平均估值水平大约为市净率 2 倍和市盈率 20 倍的水平，每个行业在市净率 2 倍至 1 倍之间、市盈率 20 倍至 10 倍之间配置资金，这样的投资组合比投资全部上市公司有更好的投资收益。

7. 长期持有投资组合有复利收益效应

“长期持有”本应是投资任何企业的前提，投资上市公司也不例外，特别是上市公司股价与其盈利及其净资产增长并不同步变化甚至有时背离，使得长期投资有了更加特殊的意义。短期而言，即使投资组合样本企业总的净资产价值增长，但如果市场估值水平继续下降，投资组合样本企业的市场价格同样会下跌，于是短期衡量投资不但没有收益反而可能会亏损。但是，长期衡量，投资组合样本企业的净资产将较大幅度上涨，在一定的估值水平下，投资组合样本企业股票的市场价格也必然上涨，因此“长期持有”也是投资上市公司的一个前提。

投资上市公司的收益模式是一种复利增长模式。由于所选择的投资组合每年有盈利，由此使投资组合企业的净资产增长，增长的净资产下一年能够带来更多的盈利。投资组合企业净资产和利润年复一年地彼此推动，投资人因此可获得复利投资收益。

需要提醒投资人注意的是，对于长期投资也不应僵化理解。以 12% 的年化收益率，投资收益大概 6 年翻一倍；如果以 15% 的年化

收益率，投资收益大概 5 年翻一倍。上市公司每年的净利润率大于 12%，投资收益 5~6 年翻一倍比较正常，但如果短期股票价格暴涨，投资人也应及时卖出股票以不断降低成本、实现投资收益。

8. 投资策略和交易准则能够进一步提高投资收益

为了提高投资的收益水平，大数投资制定了相应的投资策略和交易准则。投资策略有逆向投资和绝对胜算投资两项基本策略，交易准则有降低投资成本准则、永续投资准则和“2/3 上限”准则。其基本逻辑是，以合理估值为基准，与价格波动方向逆向操作，以实现低成本投资进而获得较高收益的目标。价格越低，即估值越低，配置组合资金比例越高，反之亦然，并以同样逻辑的交易准则具体操作。

9. 大数投资方法的可重复性源于科学原理和科学思想

大数投资方法的可重复性源于科学原理。大数投资方法是按照科学方法构建的，同时成为一种可操作的科学方法。首先，作为方法论的科学方法是指通过系统观测而获得知识的方法，由科学方法所形成的结论，既来自于经验，也需要实证检验，大数投资正是结合个人投资经验和整个证券市场的实证检验得出来的。其次，大数投资方法作为一种应用方法符合可重复的应用科学方法的三项标准。第一，这个方法有基本逻辑。大数投资给出的基本逻辑是，以概率抽样组合投资、低估值买进和长期持有能够获得合理的投资收益。第二，这个逻辑通过回溯结果实证检验成立。无论是沪深股市 20 多年的历史，还是国外更长时间的实证结果，都证明大数投资是有效的。第三，这个基本逻辑的可重复性能够被以下逻辑支持：只要人

类持续生存，为人类提供生存所需的全部企业整体也能够生存，因此也能够有一定的利润收益，全部上市公司未来就能获得合理利润收益，拟合全部上市公司的投资也必然有收益。认识到大数投资是以人类生存为基础的投资，投资人对投资未来可充满信心。

大数投资方法源于科学原理，还表现在大数投资体现了运用概率将不确定性转化为确定性的原理。什么条件下概率可预知、概率用于统计归纳可做确定决策等在大数投资中均得到体现，使得投资人在看起来不确定的世界中做有确定结果的事有了更坚实的依据。

大数投资的可重复性也源于其科学思想。以科学思想思考，能对人类发展变化中的具体行动方法以及背后的原理有清楚认识。人类学的研究成果表明，700 万年前古猿向人类进化的漫长历史之开启，起因于单个古猿获取食物的能力远低于同时代的单个的黑猩猩、大猩猩等其他“人科动物”，古猿因此不得不以共同协作方式获取食物，由此，古猿进化出利己和利他双重性，而黑猩猩等“人科动物”持续维持着利己性进化。到底是突变使得古猿大脑发达起来反而四肢变弱而不得不合作，还是合作导致大脑发达，科学上尚无结论，但是人类自古猿开始所维系的利己和利他双重性已经持续了 700 万年的历史。企业是人类为了更好地生存和发展在近几年中所创造的配置资源的组织，无疑会带有人类长期进化中的特性。企业不维护自己的利益就失去了存在的意义，而企业不为他人创造利益同样也无法持续存在。全部企业作为一个整体一定能够存在和发展下去，以全部企业为基础的投资也一定能够长期获得合理收益。

目 录

CONTENTS

第一章	大数投资概述	1
	大数投资操作框架	1
	投资上市公司获取收益的来源	10
	大数投资的长期收益模式	27
	大数投资的有效性得到长期实践的检验	32
第二章	投资组合的构建与调整	42
	运用概率抽样方法选择企业构建投资组合	42
	投资组合的动态调整	56
第三章	企业股票估值法	62
	企业股票估值法分类	63
	大数投资的估值方法	67
	企业股票估值的其他方法	78

第四章	大数投资的投资策略	94
	大数投资的基本投资策略	95
	大数投资的辅助投资策略	106
第五章	大数投资的交易准则	119
	交易准则 1：降低投资成本准则	122
	交易准则 2：永续投资准则	130
	交易准则 3：“2/3 上限”准则	134
第六章	大数投资的原理	145
	大数投资是科学方法	148
	运用概率将不确定性转化为确定性	154
	证券市场价格不可预测	169
第七章	大数投资的思想	178
	认识自然规律有助于人们更好地认识社会规律	179
	人类所受的伤害亦来自于人类进化的不完美	191
	健康生活远离异化	194
	参考文献	200
	后 记	205

大数投资概述

大数投资是以概率抽样方法选择少数必要数量的上市公司构建投资组合拟合投资全部上市公司的投资方法。以概率抽样选择企业组合投资、在合理估值水平下构建投资组合、长期持有投资组合这三项原则，构成了大数投资的核心内容，投资人做到这三点就能获得稳定且较高的投资收益。由于证券市场股价持续波动等原因，投资人难免有交易冲动，为了适应投资人渴望交易的心理需求又不至于背离上述三项原则，大数投资还设计了相应的投资策略和交易准则。

大数投资操作框架

大数投资的目标是以拟合投资全部上市公司为基础，并通过选

择企业时的低估值成本优化以及恰当的投资策略和交易准则的设计，取得较高的投资收益。大数投资操作框架由作为投资基础的核心原则和优化投资的投资策略及交易准则构成。

一、以概率抽样方法选企业做组合投资

组合投资就是选择一组样本上市公司进行投资，这样一组样本企业的总体净资产状况及收益水平与全部上市公司的总体净资产状况及收益水平相当。组合投资能够以投资少数上市公司拟合投资全部上市公司，每年获得合理的利润回报。我国沪深股市自创立以来的 20 多年，平均年化净资产收益率超过 12%，那么拟合全部上市公司的投资组合也能达到这样的净资产收益水平。

由统计原理可知，构建拟合全部上市公司的少数企业的投资组合，用符合概率抽样原理的抽样方法可以做到。全部上市公司是一个可以统计分析的样本总体，运用概率抽样方法可以选出少数上市公司组合投资实现对全部上市公司的拟合投资。

概率抽样方法分为完全随机抽样、系统抽样、分层抽样、整群抽样等。由于沪深上市公司总数以千为单位尚不足够多，暂不需要使用整群抽样等抽样方法。如果使用完全随机抽样和系统抽样又可能选出 ST 类等业绩较差公司而难以被人们接受，这两种抽样方法也有一定局限。比较而言，分层抽样可以作为一种恰当的随机抽样方法用于选择企业构建投资组合。

分层抽样也可称为分类抽样，是将所有样本先按某种标准分组

或分群，然后再从不同组、群中抽样的方法。以分层抽样法选择组合样本企业时，可将行业作为分组标准，按照抽取样本数大于 30 的要求，上市公司所属的行业数应超过 30 个。目前广泛使用的几种产业标准分类法其行业总数都多于 30 个，投资人可直接使用。例如，许多券商提供的交易软件列出的行业数有 50 多个，每个行业所配置的资金不超过 3%，所选择的行业数不会少于 30 个。至于是不是选择更多的样本，则由投资人视投资管理方便与否确定。如果投资人不觉得较多样本烦琐，可以将资金配置到更多行业中。

确定好要配置的行业后，就可以在行业中选择低估值的企业进行配置。构建投资组合时将资金配置在 30 个行业或超过 30 个行业的企业中，每个行业配置的资金不超过 3%，在同一个行业内可以投资一家企业，也可以投资几家企业。具体投资行业内的哪家企业，以估值孰低原则进行，具体可结合下面的内容进行操作。

二、以股票估值作为构建投资组合的成本基准

估值是指股票价格与价值的比值，股票估值指标有市净率和市盈率等多种指标。市净率是某一单位股票价格与其同一单位股票净资产的比值；市盈率是某一单位股票价格与其同一单位股票净利润的比值。

选择上市公司构建投资组合以其净资产和盈利为其价值基准，但购买这些净资产时需要以股票价格支付，而股价通常高于其净资产，也就是说，需要以溢价为成本进行投资。溢价高低标志着成本

高低，市净率与市盈率是表现投资溢价水平的直接指标，其结果表明了投资企业成本的高低。观察证券市场长期运行的情况，可以统计出市场长期平均市净率与市盈率的结果，以此为参考可以确定低估基准，一般把低于估值平均水平的实际估值结果作为低估的基准。确定低估作为构建投资组合的投资成本基准，既来自于投资的逻辑原理，也来自于实证结果。中外证券市场长期运行的实践证明，以低成本即低估值为基准构建投资组合，其收益水平高于市场的平均收益水平，由此在投资安全的基础上对收益实现了优化。

市净率以绝对数为单位，表明相同单位股票价格对其净资产的倍数关系。相同单位是指股价和净资产的单位相同，例如，每股股价除以每股净资产，或者全部上市公司的市值除以全部上市公司的净资产总额等。从短期看，市净率的高低意味着股票溢价水平的高低；从长期看，市净率的高低则意味着构建投资组合时投资成本的高低。要求过低的投资成本会增加投资难度，无法较快构建投资组合；不计成本、在较高估值状态下构建投资组合，显然会降低投资收益；而以平均估值为投资成本的边际标准，坚持估值越低配置资金比例越高的原则，既不会增加投资难度，也可实现低成本投资的目标。以往沪深股市企业长期年化平均市净率为 2 倍左右，以市净率为成本基准构建投资组合，应低于上述平均估值水平。

市盈率同样以绝对数为单位，表明相同单位的股票价格对其净利润的倍数关系。相同单位是指股价和净利润的单位相同，例如，