

一位股票投资家的良知

国内首次详解、改进彼得·林奇最先提出的市盈率预期增长率估值理论
国内首次对杰里米·西格尔的中国股票数据提出异议
国内首次提出护城河理论与估值理论结合
正式提出中国特色经济护城河



陈逢元 著

我为何放弃 技术分析

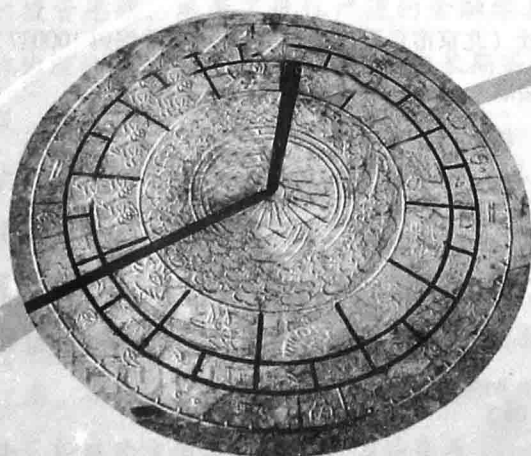
 机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



一位股票投资家的良知

我为何放弃 技术分析

陈逢元 著



 机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

本书从全新视角对股票实际价值的分析方法进行了详细阐述,通过对估值理论与“护城河”理论的有机结合,解决了估值理论对未来无力把握、“护城河”理论受挫于股票估值的各自缺陷。进而讲述了实际操作上应该重视的具体细节,并以作者当前的投资组合作为具体分析范例,排除了事后选择范例的主观性,也因此最具真实性,实现了与理论阐述的紧密结合。

本书在国内浩如烟海的股票类书籍中独树一帜,扭转了股票操作上普遍的错误观念,为投资者指明了正确的战略方向,非常适合希望通过股票投资积累财富的投资者阅读。

图书在版编目(CIP)数据

一位股票投资家的良知:我为何放弃技术分析 / 陈逢元著.

—北京:机械工业出版社,2014.11

ISBN 978-7-111-48421-9

I. ①—… II. ①陈… 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(2014)第 253132 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 康会欣

责任编辑 雅倩 刘静

装帧设计 张静

北京市媛明印刷有限公司印刷

2014 年 12 月第 1 版·第 1 次印刷

170mm×242mm·10.5 印张·146 千字

标准书号:ISBN 978-7-111-48421-9

定价:28.00 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

社服务中心:(010) 88361066

教材网:<http://www.cmpedu.com>

销售一部:(010) 68326294

机工官网:<http://www.cmpbook.com>

销售二部:(010) 88379649

机工官博:<http://weibo.com/cmp1952>

读者购书热线:(010) 88379203

封面无防伪标均为盗版

免责声明：本书全部内容系陈逢元据个人投资经验写作而成。股市有风险，投资需谨慎，出版社及作者不对读者任何操作的盈利和亏损担负任何责任。



陈逢元

福建漳州人，职业投资者。潜心研究股票投资17年，2005~2007年任私募基金经理。不仅投资技艺高超，而且从业品德优良。在2007年的股市泡沫时期，他解散了亲自组建的私募基金，使得其投资人避开了2008年的股灾。2006~2014年，在《大众理财顾问》杂志发表股票、基金分析类文章20余篇，两次被评为年度“最受读者认可的作者”。

前言

从1997年起，我在股票市场研究奋战十数年，走过很多弯路，也收获了许多知识，得到了许多经验，总结出了一套独立的投资系统。这套投资系统并不是我发明的，而是我大量学习了多位发达国家投资大师的投资思想，参考了数位严谨的金融学教授的研究数据，并以此作为理论基础，经过在中国股市中长期实战，最终融会贯通凝练而成。

一直以来，我有意将这套投资系统整理成书。但是，我是专业投资者，不是专业作家，写一本书远不像写几篇文章那么简单，这需要耗费大量的时间和精力。我经常会到书店转转，看到国内关于股票投资的书籍基本上以技术分析为主，基本分析类书籍相当少。我多了几分忧虑。要知道，发达国家证券市场经过几百年的发展，基本分析方法已经成为主流，技术分析方法因具有先天缺陷而逐渐被边缘化。国内各类财经传媒栏目，每每见分析师口若悬河、津津乐道的也都是各种技术指标，将消息作为基本分析的最重要内容。我个人以为，如此传道解惑将股民带入危险的误区，这是绝大多数股民亏损的重要原因。

我的孩子逐渐长大，日后接触包括股票在内的各种投资品难以避免。我下定决心，再大的困难也要把我的投资思维完整地表达出来。同时，用文字形式进行表述的过程也是对我的投资思维的梳理

过程，使我容易发现其中的不足而加以改进，因此写这本书也有益于提高我的投资水平。这本书将作为我的精神财富留给我的儿子和外甥，即使他们长大后没有从事金融投资业。但是，热爱读书、虚心好学、坚持己见、努力不懈的精神是本书的思想基础，这在任何行业都是同样需要的。

我相信，学习了此书并按正确的价值投资理论认真实践，门外汉、初级投资者也会避开弯路，跃升为中等级别的投资者；草根出身的年轻人也许能够提前十年以上实现自己的财富梦想。也希望此书能帮助在股市中一再亏损的股民认识股票的价值真相，及早走出短线交易的泥潭，从而走向成功。当然，读者若有志成为高级别投资者，必须在正确的道路上经过长期的学习与实践，积累丰富的知识与经验。达到如此级别，你就具备了攻守兼备的能力，在暴跌暴涨的市场中沉着冷静、稳如泰山。

股票投资绝非一夜暴富的途径，财富的积累需要一个长期的复利过程，越往后，相同的资本增长率对应的才会是截然不同的绝对数值。年轻人有思想、定力上的劣势，但具有学习上的优势，更具时间上的优势。因此，我时常鼓励年轻人努力工作，理性进行股票投资，不要继续在缭绕的烟雾下、虚拟的网络中、奢靡的夜店里耗费着昂贵的青春；不要让自己用辛勤的汗水换来的金钱无度地流进卷烟厂、酒吧以及 KTV 老板的腰包。很多人之所以成功，是因为他们从不虚度青春，总是勤奋努力、勤俭节约而又精明过人。如果我们把金钱和精力用在正确的地方，那么将会得到更加健康的身体，收获更加充实的精神生活，同时也会拿得出宝贵的创业资本。

借用本书的出版，写下对年轻人的建议：不要每天下班后都去喝酒、打牌，你们的老板不会这样做，这是他们之所以会成为老板的重要原因之一。如果你们有更好的创业渠道，那就拿出全部激情去实现你们的理想。如果没有别的创富之路，那就可以把你们节约下来的钱都用来投资。你无须把钱财花费在所谓的时尚行为上面包装自己，睿智、独立、自信、谦逊会体现在你的眼睛和言行里，这才是永恒的时尚。

“聚沙成塔”的观念是用在投资上还是用在消费上，决定了你的一生是富足还是贫穷。股票投资不一定非得要大资金，只要足够买 100 股，一笔小钱就可以开始。我这样认为：即使遭受损失（当然，你不可胡乱投资），也

是你的人生历练，由此你获得了宝贵经验，总比在不健康的生活方式中浪费掉要好得多。我在金融投资界奋战十数年，除了获得知识与经济独立外，还有额外收获，那就是对任何针对个人的经济欺诈手段都能一眼识穿。

本书的特点是：用简洁的语言在实践中诠释价值投资理论，各章节环环相扣，形成完整的投资体系，实用性很强。我把17年的投资经验倾力授出，希望能帮助投资者实现属于自己的财富梦想！

陈逢元

目 录

前言

综述

投资股票的长期优势 1

投资是贯穿我们人生的长久行为，投资标的的选择是首要内容，它决定了长期投资绩效的高低。根据杰里米 J. 西格尔教授的研究，以美国市场为例，在 1801 ~ 2001 年 200 年间，美元贬值 93%，黄金价格下跌 2%，国库券收益涨 303 倍，债券收益涨 951 倍，股票收益涨 599 604 倍。

第一章

投资分析 13

第一节

公司财务分析 15

第二节

投资估值分析 20

第三节

市盈率预期增长率指标的应用 29

第四节

定性分析 34

股市巨幅波动，股价上蹿下跳。股票的真实价格几何？我曾在刊物上撰文指出，买进一只股票，就是买进一项经营性资产，而股票价格取决于这项经营性资产的盈利能力。只有公司的生产经营获得利润，且利润高于安全的固定收益类投资（比如国债或银行定期储蓄）所得，股票才有投资价值。因为投资股票风险较高，预期收益理应更高。而要收获理想的投资收益，关键在于公司选择和股票估值。在这一章里，我将就这两个投资行为的核心问题进行解说。

第二章	投资策略	43
第一节	集中持股的风险	45
第二节	组合投资	51
第三节	关于卖出	55
第四节	投资组合策略与优化调整（实例）	62
第五节	善于学习	68
第六节	独立思考	73
第七节	金融衍生品	81

第一章已经讲述了股票投资的原理，投资者弄明白之后，选股就不再是难事。但是，投资股票还有重要的一环，那就是：市场是错综复杂的，总会有投资者难以预料的局面出现，我们必须尽最大可能地避开不可预知的风险，以求收获稳定的收益。这就需要运用一些合理的投资策略。

第三章	股票分析范例	87
第一节	中国神华	89
第二节	招商银行	94
第三节	贵州茅台	104
第四节	其他股票	111
第五节	组合策略	117

本章的范例，我不选择过去已经成功的投资案例。因为已经事过多年，对当时的思绪进行回忆总会有遗漏和错误；并且，结果已经明了，案例选择太容易了；甚至，受已经明了的结果影响，案例表述也容易有不自觉的、非故意的添加和掩盖。于是，我选择当前的投资组合作为本书的投资范例。本篇中，我将对该投资组合的选股思路进行详细表述。

第4章

其他投资文章 121

谁说买基不择时 123

买基正当时 127

私募界心声：高位炒股暂缓而行 129

亏损是怎样炼成的 133

套利交易不可行 136

房产的估值 140

商品期货投资感悟 142

我为何放弃技术分析 147

2006年至今我在《大众理财顾问》杂志发表文章20篇。其中部分篇节经过改写后，已经编入本书正文，部分具有参阅价值的文章编入本章。由于杂志限于篇幅，原先刊发的文章进行了不少删节。现今，编入本书的都是原稿。另有3篇文章选自我的投资笔记。

附录

陈逢元推荐的投资类书籍 151

投资股票的长期优势

投资是贯穿我们人生的长久行为，投资标的的选择是首要内容，它决定了长期投资绩效的高低。根据杰里米 J. 西格尔教授的研究，以美国市场为例，在 1801 ~ 2001 年 200 年间，美元贬值 93%，黄金价格下跌 2%，国库券收益涨 303 倍，债券收益涨 951 倍，股票收益涨 599 604 倍。

表 2

使 用 膜 分 離 器 製 造 鮮 奶

在 美 國 各 大 學 研 究 所 中 有 許 多 研 究 所 均 在 研 究 使 用 膜 分 離 器 製 造 鮮 奶 的 工 藝 流 程 及 其 經 濟 效 益 等 問 題 在 此 之 前 已 經 有 許 多 研 究 所 研 究 出 了 許 多 種 類 的 膜 分 離 器 其 中 有 一 種 是 用 聚 乙 烯 膜 製 成 的 其 他 的 則 是 用 聚 丙 烯 膜 製 成 的 其 中 有 一 種 是 用 聚 乙 烯 膜 製 成 的 其 他 的 則 是 用 聚 丙 烯 膜 製 成 的

我们先来看看大众熟悉的几个主要投资品种的长期升值状况。由于中国的投资市场形成时间至今仍然太短，数据信息不全且有限，我对投资品长期投资的回报数据采用几位发达国家金融教授的研究数据，价值理念不存在国界。

杰里米 J. 西格尔教授的研究主要以有 200 多年历史成熟的美国市场为蓝本。以 1801 年投资 1 美元为基准，可以看到截至 2001 年 200 年间的各项名义收益率。期间 CPI（消费价格指数）涨 13.67 倍，黄金价格涨 13.38 倍，国库券收益涨 4454 倍，债券收益涨 13 974 倍，股票收益涨 8 800 000 倍。以通货膨胀率 1.4%（19 世纪美国的大部分时间段物价非常稳定，通货膨胀率仅在 0.1% 左右，导致总数据被拉低）对名义收益率进行调整后，美元贬值 93%，黄金价格下跌 2%，国库券收益涨 303 倍，债券收益涨 951 倍，股票收益涨 599 604 倍。

黄金

从以上数据可以看出，在这 200 年里，黄金是最差的投资，仅仅起到保值作用。过去 200 年黄金可以保值，未来是否还是如此呢？我先从供需角度进行分析。

黄金的用途分为金融货币用途和商品用途。黄金具有电阻小、抗腐蚀、可锻造等优点，商品用途主要是首饰业、航天及电子工业、牙科治疗业、寺院等建筑装饰以及其他工业。

从黄金产量、存世量上看：

截至 2014 年，2001 年是一个转折点，全球黄金产量达到 2600 吨，为历史峰值。之后黄金产量开始下降，至 2009 年为 2350 吨，降幅为 9.6%。而 1999 年，美国期货市场黄金价格跌至 254 美元/盎司的最低点后步入牛市，2009 年黄金期货价格最高达 1227 美元/盎司。按照常识，全球黄金产能应该有意增加产量。但是黄金却逐渐减产，由此可以推断：黄金作为不可再生资源已经越过了产能峰值，在新的大型矿藏被发现之前，已探明的黄金资源开始减少。

金融货币用途的黄金永存于世，商业用金又多数可以循环利用，真正消耗掉的只占很少的一部分。虽然黄金年产量越过了峰值，但总存量还是逐年增加。

从金融需求上看，据美国地质勘探局（USGS）有关资料，世界黄金存量数据如下：

1966年，世界黄金存量为76 000吨。各国央行和国际货币基金组织（IMF）的黄金存量为38 257吨，占黄金总量的50.3%；民间所持的黄金量为37 743吨，占黄金总量的49.7%。

2007年世界黄金存量为157 000吨。各国央行和IMF的存量为28 583吨，占黄金总存量的18.2%；民间所持的黄金量为128 417吨，占黄金总量的81.8%。

我从以上数据总结出：

1966年全球各国央行和IMF在黄金储备占黄金存世量的比重达到历史最高的50.3%之后，开始逐渐减持手中的储备金，几十年后储备金占黄金存量的比例更是有巨大幅度下降，说明了黄金作为货币的功能逐渐退化（政府不会回收黄金）。而同期民间的黄金存量占比开始不断上升，截至2007年，民间持有黄金占全球总存量比例的高达82%，说明了黄金的价格完全由民间的交易决定。

民间持有黄金的用途主要是投资功能和装饰功能以及实际工业用途。黄金优越的金属性能应该说可以有非常广泛的实际用途，但由于它价格昂贵，工业用途实际上非常狭小、用量很少；由于黄金的货币功能逐渐退化，投资功能只能看交易双方的出价；装饰功能则取决于它的价格，价格高它就美，价格低了就不美。在20世纪90年代黄金熊市后期，越来越低的金价致使佩戴金饰品的女性越来越少；而3年前，金价10年时间上涨了6倍，连男性都开始佩戴粗大的金戒指、金项链；如今金价大跌后，男人们又把金饰品收进了抽屉。所以，我同意沃伦·巴菲特的观点：黄金没有多大实际用途。

从乐观方面考虑未来的黄金价格趋势：黄金年产量下降，总存量难

以有太大幅度地增加，按以往的趋势进行估计，在民间保持对黄金持续热爱的前提下，黄金在满足民间需求方面或许还不至于供给过剩，黄金价格在本世纪的实际收益率或许有小幅上扬。但是，在民间，黄金的零售价比期货行情价格高出 10% 左右，回收价要比期货行情价格低 15% 以上。在同一时间里，黄金的买入价比卖出价高出 30%。长期投资黄金可能获得的收益率会被过大的买卖价差损失所抵消。

从悲观方面考虑：黄金的产出量总是大于消耗量，存世量逐年增加。假如人们对黄金的钟爱有所降温，黄金难免供过于求。一块只是用于交易，而没有多少实际用处的东西应该值多少钱？有投资者认真思考过吗？

2013 年 4 月，美国期货市场黄金价格两天暴跌 14%、上海期货市场黄金价格指数从最高 398 元/克跌至 275 元/克的时候，“中国大妈”集体大规模抄底，买入 300 吨实物黄金（当时实物金零售价比期货金高出约 10%）。在中国大妈强大的购买力下，国际金价止跌回升，上海期货市场黄金指数上涨到 299 元/克。在这轮中国大妈与华尔街金融大鳄的多空对决中，中国大妈“完胜”。一时间，“中国大妈”的称呼红遍全球。

然而，两个月后，上海期货黄金价格指数跌破 275 元/克，下探至 239 元/克。直至一年后的今天，仍然徘徊在 250 元/克左右。中国大妈这种对待投资的行为是盲目的。这是我们应该牢记的一个投资教训。

我认为，由于世上总有不可预测的灾难性风险，纸币如果大幅贬值，黄金可能会被当作最后的保险而大涨，家庭储备少量黄金作为紧急需要时的储备金，应该说是正确的观念。但在稳定的政治经济环境下，黄金不仅不能升值，而且流动性差，我们绝不应该把黄金当成投资品。

沃伦·巴菲特对黄金投资不感兴趣，他认为：“在黄金数量固定的情况下，没有其他实际用途，其价值完全取决于其他人愿意为它支付多少钱；按照目前的金价，全部黄金可以换全部的美国耕地，再加 10 个埃克森美孚，再加上 1 万亿美元现金。你愿意选哪一个？哪个能产生更多的价值？”

国外股票市场与债券市场

股票投资收益率最高。在扣除通货膨胀因素后，美国股票在 1802 ~ 2001 年 200 年间的实际年化收益率是 6.9%，在第二次世界大战后的 1946 ~ 2001 年的实际年化收益率是 7.1%。都远高于同期两个阶段债券实际年化收益率的 3.5% 和 1.3%。这些数据也得到了学术界名人认可，在安德鲁·史密瑟斯与史蒂芬·赖特合著的《华尔街价值投资》一书中，将长期股票实际收益率 6.9% 命名为“西格尔常数”。

我对西格尔的数据进行了验证。道琼斯指数创建于 1896 年，起点为 40 点，到了 2007 年年初，道琼斯指数涨到 12500 点。通过计算，110 年时间年复合增长率为 5.4%，加美国股票年均股息收益率约 4.4%（该股息收益数据是采用《华尔街价值投资》一书的图表进行推算的结果），总收益率约为 9.8%，扣除通货膨胀率 3%（采用彼得·林奇的数据），实际年收益率为 6.8%，与西格尔教授的数据基本吻合，证实了西格尔教授关于美国股票的数据可以采信。

美国股票市场的高收益并不是特例。艾尔罗伊·蒂姆逊、麦克尔·斯坦顿、保罗·马什这三位英国经济学家研究了 16 个国家 1900 ~ 2003 年期间股票和债券扣除通货膨胀后的实际收益率发现，这些国家的股票收益率全部远远超过同一国家的债券收益率。第二次世界大战战败国和沦陷国德国、日本、意大利、法国、比利时的债券实际收益率甚至为负数。这 16 个国家股票实际收益率最高为 7.5%，最低为 1.9%，平均值约为 5%，从高到低排序分别是：瑞典、澳大利亚、南非、美国、加拿大、英国、荷兰、丹麦、爱尔兰、瑞士、日本、西班牙、法国、德国、意大利、比利时。债券实际收益率最高为丹麦的 3%，最低为德国的 -2%，平均值约为 1%。

这些国家都经历过股市暴跌的洗礼，但都不影响股票的长期较高的收益率。

美国股市：1929 ~ 1932 年暴跌 89%；1966 年年初到 1982 年下半年，