

深入分析 保证安全 超额收益

IRI
云智阅读
RICH READING

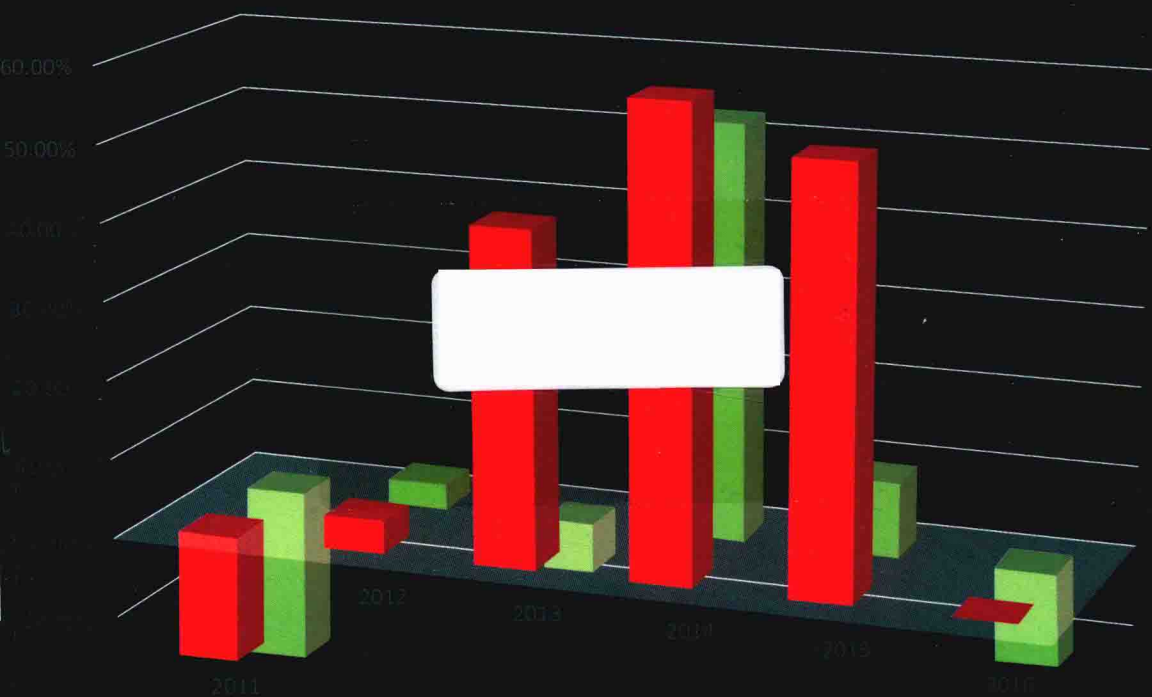
从零开始学价值投资

财务指标、量化选股与投资策略全解析

杨金 著

从价值投资理念到财务分析指标：
洞察股票背后的企业经营能力

从买卖点技巧到投资分析策略：
构建长期获利的价值投资组合



 中国工信出版集团

 人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

从零开始学价值投资

财务指标、量化选股与投资策略全解析

杨金 著

人民邮电出版社
北京

图书在版编目 (C I P) 数据

从零开始学价值投资：财务指标、量化选股与投资策略全解析 / 杨金著. — 北京：人民邮电出版社，2018. 1

ISBN 978-7-115-25698-0

I. ①从… II. ①杨… III. ①股票投资—研究 IV. ①F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第272523号

内 容 提 要

本书全面阐述了以财务分析为基础的价值投资逻辑基础、杜邦分析方法、格雷厄姆选股策略、单/多因子量化选股策略等，帮助寻求价值投资的读者，用简单明了的逻辑理念和方法论，在投资过程中以低价购入优质企业，实现复合增长的超额收益。同时，本书也为更深层次的证券定价与财务分析打下坚实的基础。

本书既是投资理念不可或缺的宝典，也是实际投资交易的实用手册，适合财务报表分析零基础、基本分析零基础、为财务自由做长远打算的读者。

-
- ◆ 著 杨 金
责任编辑 恭竟平
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>
北京隆昌伟业印刷有限公司印刷
 - ◆ 开本：700×1000 1/16
印张：13.25 2018 年 1 月第 1 版
字数：216 千字 2018 年 1 月北京第 1 次印刷
-

定价：45.00 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

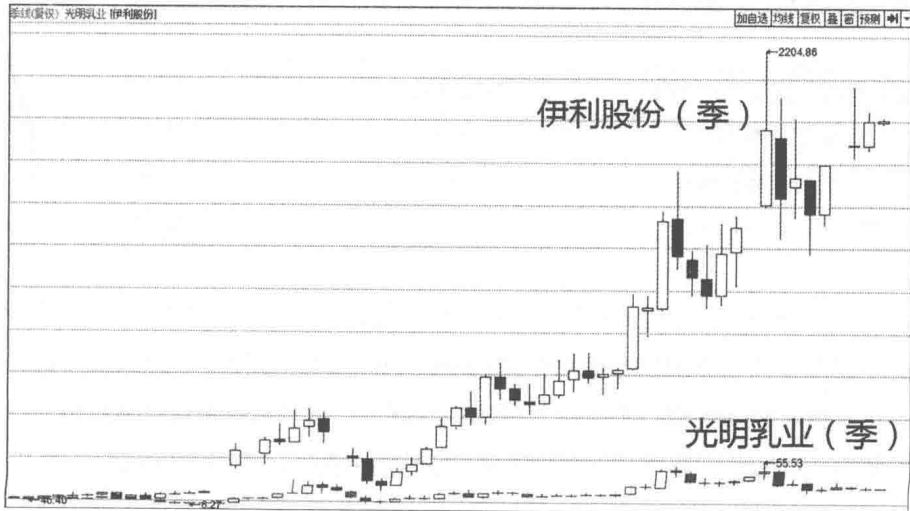


从伊利股份的 244 倍说起

同为乳制品企业，与首日开盘价相比，伊利股份增长 244 倍，光明乳业增长 3.4 倍，它们各自的股价走势见伊利股份与光明乳业股价走势对比图。

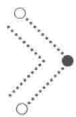
- 伊利股份上市 21 年，首日开盘价 9 元，向后复权最高价 2204.86 元，截至 2017 年 3 月 31 日达到 1868.33 元，最高复合增长率 29.95%。

- 光明乳业上市 15 年，首日开盘价 12.5 元，向后复权最高价 55.53 元，截至 2017 年 3 月 31 日达到 27.61 元，最高复合增长率 10.41%。



伊利股份与光明乳业股价走势对比图

两家直接成本、零售价几乎相同的企业，为何差别如此巨大？从技术分析中能看出谁会涨得更多吗？恐怕未必。股票的背后是企业，财务报表是企业的体检报告。身体好不好，还要看报表。



财务指标（近6年平均）	伊利股份	光明乳业
净资产收益率	26.43%	10.75%
资产负债率	53.85%	59.67%
毛利率	32.34%	35.45%
每股经营现金流	1.83 元	1.01 元

通过上表给出的几组主要数据来看，毛利率表示，伊利股份的单品销售赚得并不比光明乳业多；资产负债率表示，伊利股份的偿债压力要明显小于光明乳业；每股经营现金流表示，在经营活动中，伊利股份平均每年带来每股 1.83 元的现金净流入，而光明乳业只有 1.01 元。

在伊利股份单品销售赚得并不多的情况下，偿债压力更小，现金净流入更多，最终伊利股份的净资产收益率是光明乳业的 2 倍以上，也就是说伊利股份的股东每年获得的收益比光明乳业多 2 倍以上。

当然这只是粗略的对比，从大体上可以看出伊利股份在经营上的优势，明显多于光明乳业。但伊利股份的优势具体表现在哪儿？见下表。

财务指标（近6年平均）	伊利股份	光明乳业
营业收入增长率	10.11%	11.38%
营业成本增长率	9.06%	10.66%
销售费用占比营业收入	20.02%	27.41%

伊利股份的“营业收入增长率”和“营业成本增长率”两者之间相差 1.05%，而光明乳业这两者之间相差 0.72%。虽然伊利股份的营业收入增长率低于光明乳业，但是营业成本的增长率更慢。在成本控制上，光明乳业不如伊利股份。

伊利股份的销售费用仅占营业收入的 20.02%，光明乳业这一项却占 27.41%。伊利股份在销售上，可以用更少的成本做更多的事。在成本和收入几乎相同的情况下，销售费用占比就显得更加重要了，谁能用更少的钱办更多的事，谁才是高手。而高手过招，一招不慎，满盘皆输。

这也仅仅是从盈利能力方面去考量，如果再从偿债能力和营运能力上比较，我们还会发现伊利股份的财务指标比光明乳业要好。本书的主要任务，就是将这把尺子交给你，由你来比较衡量。

为什么价值投资更靠谱

很多人说价值投资在中国没有市场，其实不然。

不只是前面提到的两家乳制品企业，从股票价格长期来看增长率高的企业，其财务指标都远远好于其他同类企业。股票并不是一堆 K 线和几个名称而已，你要时刻提醒自己，它的背后是企业，企业经营得好，股价才会上涨。而短期内的劣质企业炒作，仅仅是昙花一现，不持久也不安全。

本书的目的在于让读者朋友走出价值投资娱乐化、妖魔化的误区，理解价值投资的真谛，与优质企业一起成长。大道至简，本书力求用最简短的话，把价值投资体系给大家说明白。用最简单的方法论，给大家一个投资路径。

价值投资的主体是财务分析，但财务分析并不晦涩，本书中讲到的所有财务指标数据，在三大报表中都可以直接读取，而财务报表俯拾皆是。如今数据收集已是如此方便，能否学会财务分析，已经不是能力问题，而是态度问题。通过财务分析方法，你也可以轻易地找到类似伊利股份与光明乳业的区别，与优质企业一起远航。

价值投资的“开山祖师”是本杰明·格雷厄姆，而本书的逻辑基础也是受到格雷厄姆《聪明的投资者》与《证券分析》的逻辑基础影响。

本书主要内容

本书先从理念开始，并不是说价值投资不适合中国股市，而是很多人并不理解什么是真正的价值投资，在进行价值投资之前，为其正名是必要的。

本书第 3~5 章分别从企业的偿债能力、盈利能力和营运能力三个方面解析企业之间的优劣，特别以伊利股份和光明乳业为例，补充前言中的立论证据。

第 6 章，将三种能力融入到杜邦分析中，杜邦分析可以让我们了解企业好在哪儿，坏企业坏在哪儿。

企业的增长来源于三个方面，高利润率、高周转率和财务杠杆。有特许经营权的企业主要由高利润率带动增长，渠道营销商则靠高周转率来带动增长，而平庸的企业只能依靠高杠杆，那就特别危险了。所以用杜邦分析可以寻找企

业定位，并且顺藤摸瓜找到它的优缺点，杜邦分析是整合财务分析必不可少的工具。

第7章的主要内容为格雷厄姆巨著《聪明的投资者》的读书笔记，用书中的逻辑链条逐步挖掘逻辑基础和方法论。价值投资由债券投资和股票投资构成；债券股票要有恰当的资金配比；如何挑选债券，如何选择股票；防御型和激进型投资者的投资方法各有不同。

第8章为价值投资的量化选股策略，根据格雷厄姆提供的经典策略，开发单因子、多因子选股策略。任何一种策略，都可以指导我们跑赢大盘，获取超额收益。

所有的分析、策略，都以寻找安全边际为目标。价值投资对于短期内暴涨暴跌并没有解释的义务，它只负责寻找一艘安全的船，只有安全才能远航。

需要声明的是，大师已逝，我们阅读大师的传世巨著，不可能完全复制大师的所有理念。只能通过自己的理解，对大师的理念进行阐述，每个人的视角不同，侧重就有所不同。价值投资定性分析与定量分析并重，特别是方法论部分的量化要审慎对待，如果量化要求达到的标准是80%，那么79.9%行不行？或许行，并不能因为它只有79.9%就说它不是一个好的选择，只能理解为，以目前的方法或时间来看不合适。

企业经营得好，不代表永久经营得好。同样，多项指标暂时落后的企业，也未必永远落后。本文开篇所举的两个例子，再倒退到十几年前，伊利股份的各项财务指标都远不如光明乳业，但现在反超了。所以我们不能刻舟求剑，一成不变地看待问题。

本书的特色和优势

数据真实：书中所有数据皆来自同花顺提供的财务报表数据。有正面案例，如伊利股份、格力电器、贵州茅台。也有反面案例，如光明乳业、中国铝业等。

讲解通俗：都通过实际生活中出现的事件进行类比。财务指标与家庭记账没有太大的分别，对于财务分析零基础的朋友来说，毫无入门障碍。

针对性强：企业经营侧重不同，财务指标的高低多寡各有对应。例如高利润率战略的企业，则不能要求它周转率高。而高周转率的企业，则不能要求它利润率高。因时因势地灵活使用财务指标，是本书案例对比的重点。

经验之谈：本书所有策略的回测数据皆由作者亲测。重要的是部分量化策略是作者自身多年使用的交易方法，身体力行、知行合一。

适合读者

适用于财务分析零基础的朋友们。本书从投资理念开始讲起，细分到每一章报表中的各大子项。

适用于有一定财务知识的朋友们。本书根据企业的战略定位不同，灵活使用财务指标，寻找企业成长的核心竞争力。

适用于理解价值投资理念，但没有形成有体系的方法论的朋友们。本书从格雷厄姆的经典选股策略，到形成单、多因子量化，为有不同需求的人提供不同的可交付解决方案。

适用于有方法论，但苦于无法具体掌控买点卖点的朋友们。本书重述了格雷厄姆的债券股票配比方案，资金配比如跷跷板一样。始终保持资金配比的动态平衡，债券与股票一直处于在上涨中平仓、在下跌中建仓的交易中，所以不必担心，预测牛熊拐点。

由于笔者水平有限，对于本书中的瑕疵，欢迎朋友们批评指正。



第1章

为什么选择价值投资

- 1.1 任子行的跳水表演 / 2
 - 1.1.1 总资产莫名大幅增加 / 3
 - 1.1.2 营运资本 / 4
 - 1.1.3 任子行有没有赚钱能力 / 5
 - 1.1.4 任子行值不值得购买 / 7

- 1.2 价值投资在中国没有市场? / 7
 - 1.2.1 价值投资必须长线持有? / 7
 - 1.2.2 价值投资只买贵的? / 8
 - 1.2.3 价值投资不是财务投资? / 8

- 1.3 为什么选择价值投资 / 8
 - 1.3.1 预测不是分析 / 9
 - 1.3.2 基本分析与技术分析 / 10
 - 1.3.3 除财务分析外的其他方面 / 12
 - 1.3.4 财务分析 / 13

- 1.4 财务分析要用到的工具 / 14

本章逻辑链 / 19

第2章

逃离贫困陷阱

- 2.1 生产可能性曲线 / 21
 - 2.1.1 由于稀缺必须规划 / 21
 - 2.1.2 投资使曲线外移 / 24



- 2.2 投资是一项工作 / 27
 - 2.2.1 深入分析 / 28
 - 2.2.2 确保本金安全 / 28
 - 2.2.3 适当的收益 / 29

- 2.3 股市的风险在于价格? / 30
 - 2.3.1 股架太小撑不起肉 / 31
 - 2.3.2 投资收益不成正比 / 32
 - 2.3.3 因为价格低买了烂柿子 / 33
 - 2.3.4 覆巢之下安有完卵 / 33

- 2.4 阴谋论患者 / 35

本章逻辑链 / 37

第 3 章

第一轮筛选：偿债能力

- 3.1 资产负债表 / 39
 - 3.1.1 唯一的平衡表 / 39
 - 3.1.2 流动的和不动的资产 / 40
 - 3.1.3 流动的和不动的债务 / 41
 - 3.1.4 所有者权益 / 41

- 3.2 资产负债率 / 42
 - 3.2.1 谁更希望资产负债率高 / 42
 - 3.2.2 50% 是铁门槛吗 / 43
 - 3.2.3 幸福的家庭都一样 / 44

- 3.3 流动性 / 46
 - 3.3.1 流动比率 / 47
 - 3.3.2 速动比率 / 49
 - 3.3.3 现金比率 / 51

- 3.4 奥尔特曼 Z 分值模型 / 52
 - 3.4.1 模型公式 / 53
 - 3.4.2 检验对比 / 53
 - 3.4.3 Z 分值模型存在巨大的问题 / 55
- 3.5 其他偿债风险指标 / 56
 - 3.5.1 产权比率 / 56
 - 3.5.2 长期负债 / 57
- 3.6 身体好不好，还看资产负债表 / 59

本章逻辑链 / 62

第 4 章

第二轮筛选：盈利能力

- 4.1 利润表 / 64
 - 4.1.1 营业利润 / 64
 - 4.1.2 利润总额 / 67
 - 4.1.3 净利润 / 67
- 4.2 营业收入中的核心竞争力 / 69
 - 4.2.1 毛利率显示企业定位 / 69
 - 4.2.2 销售净利润率看谁更棋高一招 / 72
- 4.3 最终还要落实到收益 / 74
 - 4.3.1 总资产收益率 / 74
 - 4.3.2 净资产收益率 / 76
- 4.4 谁更会经营 / 77
 - 4.4.1 钱从哪来，到哪里去 / 78
 - 4.4.2 为什么要分开计算 / 79
 - 4.4.3 强中自有强中手 / 79

本章逻辑链 / 81

第 5 章

第三轮筛选：营运能力

5.1 周转 / 83

5.1.1 产品差异与成本领导 / 83

5.1.2 应收账款周转率 / 84

5.1.3 存货周转率 / 86

5.1.4 流动资产周转率 / 87

5.1.5 固定资产周转率 / 88

5.1.6 总资产周转率 / 89

5.2 现金 / 91

5.2.1 权责发生和收付实现 / 91

5.2.2 现金流量表 / 92

5.2.3 自由现金流 / 93

5.2.4 经营现金流才是干细胞 / 96

5.2.5 赚的还够还? / 97

5.3 盈利的质量 / 98

5.3.1 销售现金比率 / 98

5.3.2 全部资产现金回收率 / 99

本章逻辑链 / 101

第 6 章

杜邦分析

6.1 杜邦内核 / 103

6.1.1 顺藤摸瓜 / 104

6.1.2 伊利股份 / 105

6.2 三种不同侧重 / 106

6.2.1 高利润率 / 107

6.2.2 高周转率 / 108

6.2.3 高杠杆 / 109

6.3 净资产收益是怎么变低的 / 111

本章逻辑链 / 113

第 7 章

用《聪明的投资者》武装自己

7.1 谁是真正的投资者 / 116

7.1.1 防御型投资者 / 116

7.1.2 激进型投资者 / 118

7.1.3 市场先生 / 120

7.2 两个篮子 / 121

7.2.1 通货膨胀不要向外借钱 / 121

7.2.2 购买资产应对通货膨胀 / 122

7.2.3 对比 CPI 与股票指数 / 123

7.2.4 对比股票指数与债券收益 / 126

7.2.5 两个篮子的重要性 / 126

7.2.6 通货膨胀与企业盈利能力的关系 / 127

7.3 这都什么时候了 / 129

7.3.1 时间尝试与幅度尝试 / 130

7.3.2 加入大盘月平均市盈率 / 131

7.4 债券怎么玩? / 134

7.4.1 风险和收益成正比? / 134

7.4.2 防御型投资者的跷跷板 / 134

7.4.3 左手差价右手利息 / 135

7.4.4 国债和企业债 / 136

7.4.5 如何做一个安全的债权人 / 138



- 7.5 防御型的防御方法 / 140
 - 7.5.1 普通股的优点 / 140
 - 7.5.2 防御的四个条件 / 141
 - 7.5.3 排除了成长股 / 143
 - 7.5.4 改变投资组合与风险 / 143

- 7.6 激进型投资者的进攻方法（部分） / 144

- 7.7 折现法 / 146
 - 7.7.1 你会借钱吗 / 146
 - 7.7.2 现在值多少钱 / 149
 - 7.7.3 思维列控和上海机场 / 153
 - 7.7.4 史上理论最高市盈率 / 157
 - 7.7.5 为什么 A 股比 H 股贵 / 158

- 7.8 仁者心动 / 159
 - 7.8.1 择时交易 / 160
 - 7.8.2 你不分红怪我喽？ / 161
 - 7.8.3 牛熊拐点的五个特征 / 162
 - 7.8.4 波动只不过是心动 / 163

- 7.9 安全边际 / 166

本章逻辑链 / 167

第 8 章

量化选股策略

- 8.1 单因子量化选股策略 / 170
 - 8.1.1 巴菲特的《华盛顿邮报》 / 170
 - 8.1.2 极简市盈率估值法 / 171
 - 8.1.3 万科 A 的市盈率估值交易 / 173
 - 8.1.4 量化市盈率选股策略 / 176

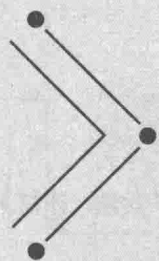
- 8.1.5 低市盈率量化买入策略 / 179
- 8.1.6 股票是另一种债券形式? / 181

- 8.2 多因子量化选股策略 / 186
 - 8.2.1 症结在于回测 / 186
 - 8.2.2 格雷厄姆的防御型多因子策略 / 186
 - 8.2.3 一些多因子选股策略 / 190
 - 8.2.4 怎样才算一个有效的策略 / 191

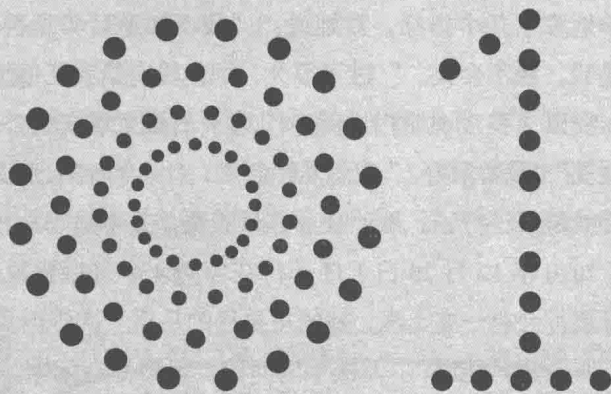
- 8.3 量化定投 / 192

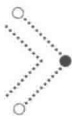
- 8.4 不要妄想精确估值 / 193

- 本章逻辑链 / 196



为什么选择价值投资





兵者，国之大事，死生之地，存亡之道，不可不察也。——《孙子兵法·计篇》

1.1 任子行的跳水表演

2016年12月25日晚，一个朋友让我看看任子行(300311)。我打开财务报表，简单地算了几个指标，对她说：“我不知道后势是否会涨，但现在不安全，如果是我，我不会买。”过了很久，她也没有给我任何反馈。

我以为我没说明白，就专门写了一篇文章发到公众号上，再转发给她。结果她说：“我看很好。”我忽然想起来，大约半年前，她跟我说她抄到一只好股票，想必就是任子行了，她让我看这只股票，并不是想从我这里得到建议，而是第2天(2016年12月26日)任子行在停牌4个月后要复牌了，一般情况下，复牌的股票都会有一波上涨，她的主要目的是再一次告诉我，她抄到了一只好股票。

所以我只能说：“方法不同而已，只要有依据，这就是对的。”当然这件事让我感到不舒服，所以接下来的几天里，我一直在关注着任子行的表现。

任子行复牌前的收盘价为21.17元。2016年12月26日复牌后，直接以跌停板开盘，并且全天一字跌停板。27日继续以跌停开盘，小幅反弹收阳线，全天下跌6.65%。至2017年1月13日收盘为14.56元，1月14日再次跌停至13.10元。1月17日受预计年利润看好的刺激，最低跌至12.51元后开始反弹。复牌后，最低下跌幅度40.91%。如图1-1所示。