

投资最困难的事

公司基本面分析与估值

全昌明◎著

价值投资，就是只买对的，不买贵的
坚持用便宜的价格，购买优秀上市公司的股票

复旦大学管理学院会计系教授 李若山

《商业评论》副主编 刘雪慰

雪球CEO 方三文

伽蓝集团股份有限公司执行总裁 刘玉亮

原伊丽莎白雅顿大中华区总裁 陈志新

特步国际特步事业部CEO 李冠仪

**联袂
推荐**



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

和聪明的投资者一起学习投资

投资最困难的事

公司基本面分析与估值

价值投资，就是只买对的，不买贵的
坚持用便宜的价格，购买优秀上市公司的股票

全昌明◎著



 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

投资最困难的事：公司基本面分析与估值 / 全昌明著.

北京：中国经济出版社，2017.9

ISBN 978 - 7 - 5136 - 4884 - 4

I. ①投… II. ①全… III. ①投资—通俗读物 IV. ①F830.59 - 49

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 239136 号

责任编辑 燕丽丽

责任印制 巢新强

封面设计 任燕飞

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京力信诚印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开本 710mm × 1000mm 1/16

印张 24.5

字数 280 千字

版次 2017 年 9 月第 1 版

印次 2017 年 9 月第 1 次

定价 58.00 元

广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010 - 68330607）

版权所有 盗版必究（举报电话：010 - 68355416 010 - 68319282）

国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010 - 88386794

推荐序

自从中国资本市场出现了 Pre-IPO 的机会后，世界各国的投资巨头似乎嗅到了发财的机会，大到高盛、美林、JP 摩根等顶级大亨，小到千万级的私人投资机构，纷纷投入中国资本市场。不管是中国工商银行这类巨型企业，还是小到海普瑞这些名不见经传的民营企业，都能看到海外投资银行的踪迹。果不其然，没用几年，这些私人投资银行个个赚得盆满钵满，也不枉他们的另一个称号：门口野蛮人！

这种谁都看得到的机会，立马吸引大量中国证券界的有识之士。外国人能赚，中国人为什么不能赚？机会面前人人平等，更何况这是中国资本市场的钱，我们不赚，谁赚？于是，忽如一夜春风来，千树万树梨花开！很快，中国私人投资银行与机构如雨后春笋般地崛起，据初步估计，已高达两万家左右，还不包括那些没有挂投资银行而在于私人投资事情的金融机构。难怪现在有人惊呼，中国私人投资机构大概要超过粮店了。这个比喻过去是送给银行与证券公司的。

但是，经过这几年的野蛮生长后，据我们调查，私人投资银行中，一般合伙人目前给有限合伙投资者的回报并不高，少的只有百分之十几，甚至有相当部分的私人银行亏得血本无归。究其原因，他们只看到外资私募基金赚钱的结果，而不知道中间投资过程的艰辛。投资银行中

投资最困难的事

的四大环节——“募、投、管、退”，每一个环节都是刀刀见血、剑剑封喉。尝尽了苦头之后，他们才知道美国的巴菲特不是这么好当的！

所幸的是，在中国投资界血拼了多年的青年才俊全昌明先生，在受过严格的理论训练后，又投入到中国私人投资的实战中，历经数年打拼，并经过系统梳理与思考后，写出一本极有价值并极具实战指导意义的书——《投资最困难的事：公司基本面分析与估值》。在这本有十四章的书中，不仅道出了公司最基本的财务层面的分析，也指出了公司治理结构这个重要命脉。与此同时，作者还从公司战略、管理文化等上层建筑进行了有意义的剖析。尤其是对于最棘手的投资估值问题，作者从资产、盈利、现金流、参照及安全边际等多角度进行指导，使这本书具有更强的实践性与操作性。因此，不夸张地说，这的确是一本难得的、极具阅读价值的好书。作为同道中人，本人竭力向读者推荐这本书。

当然，既然是讲投资，最后这句话还是要说的：投资需谨慎、入市要小心。

复旦大学管理学院会计系

李若山教授

2017年9月27日

自序

本书虽以“投资”冠名，但笔者希望，这不仅是一本关于如何进行价值投资的书，也是一本有助于读者提升公司管理与财务管理技能的书。此话怎讲？

大半年前，笔者决定从职场转向全职投资，终于有时间可以把过去十多年在工作之余研究 A 股、港股投资的感悟和经验，写一些文章系统地总结一下，未曾想到，最后竟然慢慢形成了一本书的雏形。虽然一开始主要是写股票投资方面的内容，但越写越感觉也是在从投资的角度把笔者过去二十多年在几家跨国公司从事公司管理和财务管理工作时的所学、所思、所悟，做一个比较全面的总结。细想一下，其实本就应该如此吧！不是吗？投资者关心公司基本面分析，是从外往内看公司的生意和管理；在公司内部而言，就是公司的管理体系。而投资者眼中的股票估值，在公司内部，很大程度上就体现为财务管理，尤其是价值管理体系。以公司自由现金流折现（DCF）模型为例，它不仅对投资者的股票估值有重要价值，在公司内部管理的投资决策分析中也被广泛运用。因此，可以说公司管理与投资本来就是相通的，就好比一个硬币的正反两面。投资者要做好投资，需要了解和掌握更多公司管理和财务管理的知识，而公司管理人员如果具有更多投资者、股东的思维，在工作中更

多从投资者的角度来思考、践行公司的管理，则公司的管理工作也必将更加有的放矢。本书所探讨的公司基本面分析和股票估值，从投资者的角度来看，是发掘优秀上市公司和物美价廉股票的过程；而从公司管理人员的角度来看，不也正是提升公司的管理水平、实现股东价值最大化的管理目标之所在吗？

因此，本书最适合的读者是正在职场打拼、对投资理财有兴趣的公司管理人员。公司经理炒股？未免会让人感觉有不务正业、不求上进之嫌。确实，如果你热衷于像大多数散户一样去打探内幕消息、短线交易、追涨杀跌的话，不仅会让你无法专心工作，影响职业发展，而且很大概率你会输给那些每时每刻盯着电脑盘面、随时可以买卖操作的职业股票炒家——因为你是以“己之短”与“人之长”竞争，哪有赢得比赛的机会？但是，如果你把股票作为一个投资理财的工具，利用自己在职场、工作中掌握的公司管理经验、专业技能和行业知识，按照本书介绍的公司基本面分析方法去研究上市公司，进行长期价值投资，则恰恰是以“己之长”参与投资“比赛”，不仅胜出的概率大大提高，可以使自己的家庭财富通过投资理财获得增值，而且，由于是长期价值投资，操作频次非常低，你无须每天盯着盘面买入卖出，因此，不仅不会影响工作，反而对你的职业发展大有助益——因为注重公司基本面分析的价值投资需要投资者具有全面的管理知识、商业洞察力和一定的财务分析能力，这不仅会促使你不断学习进步，而且，你作为投资者时所开拓的视野，也会让你在公司管理、商业决策中展现出更多的“股东思维”，对公司管理不仅“知其然”，也“知其所以然”。因此，无论你是否进行股票投资，学习、理解本书的投资和估值原理，对你作为公司经理人的工作和职业发展都会有一定的促进作用，这也是笔者过去十多年在工作之余研究投资的切身体会。当然，这样做，在时间、精力上确实是很大的挑战：在跨国公司的高强度、快节奏的工作压力下，要想兼顾

投资学习和研究，基本上要牺牲大部分业余时间和爱好，如果不是有强烈的“爱”，是很难坚持下来的。相信在看完本书最后一章后你会理解。

笔者要强调说明的是，这是一本“授人以渔”而不是“授人以鱼”的书：从本书《投资最困难的事》的书名，我想你应该明白这不是一本浅显的白话投资的书，对一些基本投资理念、财务会计、管理知识，书中也没有做太多的展开，尤其是在估值部分，关于估值理论、财务报表解读、防范财务欺诈等，都需要不少的相关专业知识储备。本书所提及的每一家上市公司、每一个案例，都只是为了说明相应章节的观点、方法和技术之目的，所引用的并不一定是最新的报表数据，更不是对个别上市公司股票的推荐或否定。本书可以提供的只是一个公司基本面分析的方法和股票估值的投资实战运用之“艺术”，希望这有助于提升投资者建立价值投资体系所必需的能力——独立思考和判断的能力。相信本书对其他股票投资者，尤其是价值投资者，公司管理人员，商学院和大学的工商、管理、经济、财务类学生，应该也有一定的参考价值。

要把自己的投资体系和方法和盘托出，起初还真有些踌躇，但仔细想想还是值得的。一则借此机会把过去在头脑里的很多想法写出来，变成书面的表述，难度还真不小，对自己也是一个学习、提高的过程，本身就获益匪浅。二则如果你买到、读到这本书，套用一句时髦话来说，“那也是缘分呐”。希望我的感悟能够对你的投资有所帮助，如果能让你少走一点弯路，更快通过投资理财获得财务自由，也算是一件“善莫大焉”的好事吧。而且，我发现信奉价值投资的投资者，无论是格雷厄姆、巴菲特这样的大师，还是我这样的初学者，都是很乐意分享的。本书的很多感悟，也是从这些价值投资大师的书籍中获得的，也理应继续分享出去吧。

投资还是一门实践性及可验证性非常强的学问，本书所述的公司基

投资最困难的事

基本面分析和估值方法，在过去十多年的个人投资实战中取得了很不错的收益。不过，是骡子是马，还得拉出来遛遛才知道。因此，初稿完成之际，我在雪球私募工场设立了一个基金，挑战一下自己，希望这个公开的投资业绩能够印证本书所述投资方法和理念的实战价值。非常感谢雪球私募工场的耿集荟、王小能和中金公司的仲之恒经理对此给予的大力支持和帮助。

非常荣幸本书能得到复旦大学知名教授李若山老师的高度评价并热情作序推荐。李教授曾任复旦大学管理学院会计系主任，是财务会计界公认的权威专家。李教授对投资、管理有很深的造诣和研究，并担任多家上市公司的独立董事。李教授对资本市场的犀利点评和独到见解更是广为投资者称道。

感谢中欧国际工商学院 EMBA 班的班主任刘雪慰老师的推荐！刘老师当初就是我们全班同学公认的才女，现在作为中国管理第一刊《商业评论》的副主编，采写、编辑了众多的商业案例和高端管理访谈。投资者要提升商业、投资方面的洞察力，多阅读刘老师发表的商业案例、管理访谈，应该是不错的选择。

谢谢儒雅、博学的刘玉亮博士对本书价值的认可！他虽然是我 EMBA 的同学，但当时已经获得医学博士学位，也是一家知名大公司的老总。他这种学无止境的精神，正是我们价值投资者要不断扩大“能力圈”、成功投资的关键。

非常感谢我此前职场中的两位领导——陈志新先生和李冠仪女士！他们是我十分敬重的人，我们可谓亦师亦友。一如当初对我工作的大力支持，他们听到我冒昧的请求，马上爽快答应并在百忙之中热情推荐。

雪球的创始人和 CEO 方三文先生“投资最重要的特征是很难”的见解可谓睿智、直白，而且也正是本书贯穿始终的主题。谢谢方总的推荐！

很庆幸能够得到中国经济出版社编辑燕丽丽博士严谨、专业的支持和帮助，使本书的出版能够顺利完成。虽经燕博士字斟句酌地把关，但由于本人学识、水平所限，书中内容难免还是会有错漏。读者朋友可通过雪球 ID “明资道” 交流、反馈相关问题。

对我本人而言，这本书是为我的太太和一对可爱的儿女而写的，没有我太太的支持、鼓励和作为第一个读者的建议，我不可能坚持完成这个艰巨的任务。

价值投资的最大乐趣，不仅在于投资成功后财富增值的喜悦，价值投资也是一个智力游戏，需要广泛地阅读、不断地学习，需要通过投资促使自己的知识和能力不断获得更新和提高。学无止境，价值投资更是可以终身从事的工作。“书中自有黄金屋”，这是笔者过去十多年阅读、学习价值投资书籍后的感触，希望本书也能让你获得同感。

2017年9月

于上海

目 录

第一章	导读：投资最困难的事	1
	第一节 价值投资，知易行难	3
	第二节 站在大师的肩膀上	10
	第三节 买什么？	12
	第四节 用什么价格买？	22
第二章	股东价值驱动因素	25
	第一节 股东价值最大化	27
	第二节 股东价值驱动因素	31
第三章	看懂上市公司的盈利	49
	第一节 能力还是运气？	51
	第二节 维度一：中国经济发展阶段及宏观经济政策	55
	第三节 维度二：盈利模式与“含金量”	66
	第四节 维度三：公司的竞争优势	78
	第五节 “可持续”的竞争优势：以宇通客车为例	85
	第六节 何为核心竞争力？	90

第四章	公司营运分析 (1): 经营战略	93
第一节	公司战略管理流程	95
第二节	公司战略的基础分析	98
第三节	公司经营战略主要组成	106
第四节	公司战略案例	119
第五章	公司营运分析 (2): 创新与执行力	129
第一节	公司营运的关键差异	131
第二节	优秀公司的创新特质	136
第三节	优秀公司的执行力特质	147
第六章	公司组织能力: 管理与文化	171
第一节	组织能力金字塔	173
第二节	健全的人事管理系统	180
第三节	稳健的财务管理系统	186
第四节	员工、团队、领导层与文化	190
第五节	管理和文化是核心竞争力	200
第七章	公司治理机制: 股权与董事会	205
第一节	公司治理结构	207
第二节	股权结构	209
第三节	董事会	217
第八章	综合分析 with 商业常识	223
第一节	基本面综合分析	225

第二节 商业常识	234
第九章 估值综述：投资买的是什么？	241
第一节 股票的财富特质	243
第二节 股票的价值：投资买的是什么？	250
第三节 股票估值的关键假设	253
第四节 股票估值：科学还是艺术？	255
第十章 资产估值法	259
第一节 资产估值法简介	261
第二节 估值健康体检	265
第三节 投资实战运用	272
第十一章 盈利估值法	281
第一节 盈利估值法简介	283
第二节 估值健康体检	288
第三节 投资实战运用	293
第十二章 现金流估值法	305
第一节 现金流估值法简介	307
第二节 估值健康体检	318
第三节 投资实战运用	322
第十三章 参照估值法	333
第一节 历史交易估值	335

第二节	私有化估值	342
第三节	估值综合运用	344
第十四章	投资风险、安全边际与估值	351
第一节	投资风险	353
第二节	超额收益源自安全边际	360
第三节	只买对的，不买贵的	365
主要参考文献	369
跋：为爱投资	373

第一章

导读：投资最困难的事

从价值投资的祖师爷本杰明·格雷厄姆在 1940 年出版《证券分析》一书算起，价值投资这一投资理念和方法的问世，至今已有 77 年了。价值投资的代表人物有格雷厄姆的弟子沃伦·巴菲特、赛思·卡拉曼、约翰·聂夫、霍华德·马克斯等人。虽然这些投资大师在成功投资之余都不遗余力地写文章、著书，介绍价值投资的投资理念和方法，尤其是巴菲特，其每年发表的《致伯克希尔-哈撒韦公司股东的信》可谓家喻户晓，但是，直到今天，无论是在欧美的成熟市场，还是在中国这样的新兴市场，信奉价值投资的投资者始终是少数，凭借学习价值投资的理念和方法获得成功的更是寥寥无几，大多数投资者依然是追涨杀跌，热衷投机，做着一夜暴富的发财美梦。这是为什么呢？

所以，在准备总结自己的投资体系时，笔者想到，可以首先从“价值投资，知易行难”这一话题入手，来梳理自己对价值投资的认知，进而回答上述疑问。

第一节 价值投资，知易行难

价值投资，说起来简单

日常生活的启示

作为普通消费者，周末逛超市，购买电器、衣服、食品的时候，大部分人都会去看看哪些品牌在打折促销，打折的力度有多大，和其他品牌相比能节省多少，打折的食品是否快过期，打折的服装、电器是否有质量瑕疵等——作为消费者，我们都希望买到物美价廉的商品。

作为投资者，在投资房产、商铺时，我们一定会仔细咨询楼盘销售人员有关物业的详细情况：是否有土地权证、预售许可证，未来周边的规划，开发商的知名度和信誉。很多人还会把周边的所有在售楼盘都看一遍，仔细比较一番。如果是买商铺，你一定会仔细计算一下租金回报率有多高，与贷款利率和存款利率相比是否划算；你大概还会找上亲戚朋友，一起到楼盘现场，看看施工的质量如何；到签购房合同时，你一定会非常仔细地阅读所有合同条款。总之，你一定会非常小心谨慎地确保你买到的是产权清晰、物超所值、升值潜力大、能按期交付的房产和商铺。