

一位股票投资家的良知

我为何放弃 技术分析

陈逢元◎著

国内首次详解与改进彼得·林奇
最先提出的PEG估值理论

- 国内首次提出护城河理论与估值理论相结合
- 始终践行股票投资与人性修为合二为一

升级版



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

升级版

陈逢元◎著



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

本书是《一位股票投资家的良知：我为何放弃技术分析》一书的升级版，精简了原书中具有时效性的内容，对原书部分保留内容进行更详细的讲解。书中详述了过去数年的实盘操作经历，解析了最新投资组合的要点，并新增“投资人生”一章，是投资的高级智慧。本书构建了完整的价值投资体系，有着经典教材般的品质，永不过时。

本书对股票实际价值的分析方法进行了详细阐述，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（升级版）/ 陈逢元著.

—北京：机械工业出版社，2017.9

ISBN 978-7-111-57950-2

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（2017）第 218160 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 康会欣

责任校对 孙东健 装帧设计 鹏 博

责任印制 康会欣

北京宝昌彩色印刷有限公司印刷

2017 年 9 月第 2 版·第 1 次印刷

170mm×242mm·14 印张·194 千字

标准书号：ISBN 978-7-111-57950-2

定价：42.00 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

前 言

从 1997 年起，我在股票市场研究奋战 20 年，走过很多弯路，也收获了许多知识，得到了许多宝贵经验。期间我参阅了大量资料，认真学习了多位金融发达国家投资大师的思想，并以此作为理论基础，经过在中国股市中长期实践并融会贯通，凝练出了一套对股票真实价值进行分析（也称基本分析）的系统方法，并以此作为股票投资的依据。

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。而国内各类财经传媒栏目，每每见分析师口若悬河、津津乐道的却都是各种技术指标，将政策消息作为基本分析的最重要内容。我个人认为，如此“传道解惑”将股民带入了危险的误区，这是绝大多数股民亏损的重要原因。

任何针对股市的政策都只能助推或者延缓股市涨跌的过程，但不会改变涨跌的方向。股票的价格和它的真实价值相比，太低了，未来股价就会涨；太高了，未来股价就会下跌。这是股市涨跌的基本规律。追逐政策消息没有涉及股票的真实价值，是毫无意义的，失败也是自然而然的。沃伦·巴菲特说：“即使美联储主席偷偷告诉我未来两年的货币政策，我也不会因此改变任何一个作为。”投资者不要被铺天盖地的歪理迷惑，而要走正确的价值投资道路。

2014年，我将自己的这套价值投资系统写成了《一位股票投资家的良知：我为何放弃技术分析》一书，交由机械工业出版社出版，获得了读者的高度评价，我深感欣慰。一位读者给我留言：“非常幸运能在早期读到老师的书。老师的书就像茫茫股海的一座灯塔，让我找到了方向。我是今年（注：2015年）4月入的股市，刚开始不懂随便买，行情好时，略有盈利，后来，后面的股灾让我损失惨重。正如您的书中所说，历史总是惊人地重复。拜读老师的书，我如梦初醒，受益匪浅。我对老师表示诚挚的感谢！”

后来我在与部分投资者的交流中发现，虽然投资者理解这本书并不困难，但用于实践还是不太容易。这部分投资者历练不足，恰好又遇上2015年罕见的暴涨暴跌的垂直电梯行情，导致方寸大乱。2015年下半年的惨跌阶段，一位投资者对我说：“蓝筹股被垃圾股带下来，错杀了，是结构性错位，如果我还有钱，真想加仓买入。中国股市炒作、投机太浓了，牛短熊长，不知道这次又是几年。仔细想一想，熊市时间拉长一点可能对自己更有利，只有慢慢投入了。不悲观，要乐观，等待下一个牛市的来临。经过这次牛熊转换，重要的是学会反思，找到失败的根源。明白了为什么亏损，那我的学费就没有白交。”这位投资者持有东阿阿胶、格力电器、福耀玻璃、浦发银行，我看他当时的投资组合还是可以的。看来这位投资者看清楚了，也想明白了，但可惜的是后来他还是没能挺住，低位清仓了，结果失去了2016年优秀股票的估值修复行情。

这位投资者的经历让我意识到，价值投资之所以长期绩效显著，恰恰是因为它经常短期内无效。大多数投资者跟随市场方向、追逐短期利益，而忽视股票的真实价值，从而加剧了股价在短期内被过于高估或者过于低估，于是，这给价值投资者造就了更大的机会。成功的价值投资者需要具备完整的投资体系，也需要从个人秉性方面修炼自己。对股票投资价值的理解不难，难就难在怎样保持良好的心态。这些都是本书重点补充的内容。

本书的第一章是基础分析的内容，投资者通过前三节可以理解股票的定价原理，第四节是在定价原理之上升华而成的，是判定股票长期投资价值的灵魂所在。股市错综复杂，难免有失误的时候，第二章讲解的投资策略可以趋利避害，增加投资胜算。第三章讲解了学习、思考的一些要点，以及一些

技巧性的投资方法，有助于少走弯路，提高投资收益。第四章讲解了我过去两年的投资过程，并以最新投资组合作为分析案例，排除事后选择案例的主观性，最能真实地表述投资思路。第五章将价值投资与人生修养相结合，是投资的高级阶段，也是投资的归宿。

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，随着时间的推移，相同的资本增长率对应的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。希望大家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、酒吧以及众多 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：如果你们有更喜欢的创业渠道，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，那就可以把日常节约下来的钱财用于投资。不要被商家铺天盖地的广告宣传洗脑而过度消费，“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。

技术分析教你立竿见影地赚快钱，但连它的理论基础都存在致命缺陷。技术分析的实质是赌博术，亏钱的概率很高。一次一次的亏损，十年后再发现自己两手空空，想重新起步时就已经浪费了十年。基本价值分析方法有扎实完善的理论基础，经受住了百年时间的检验。学会应用基本分析，有钱的时候买一点价格合理的优秀公司的股票存下来，再有钱的时候再买一点价格合理的优秀公司的股票存下来。别人在存钱，我们在存股权，一段时间过后就是一笔可观的财富。

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 20 年的投资经验倾力相授，希望能帮助投资者实现属于自己的财富梦想！

这本书是我的呕心之作，它也将作为我的精神财富留给我的后代，即使他们长大后没有从事金融投资业。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。

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%，国库券收益上涨 303 倍，债券收益上涨 951 倍，股票收益上涨 599 604 倍。

第一章 基本分析 13

第一节 公司财务分析 15

第二节 投资估值分析 21

第三节 市盈率预期增长率指标的应用 30

第四节 定性分析 36

股市巨幅波动，股价上蹿下跳。股票的真实价值几何？我曾在刊物撰文指出，买进一只股票，就是买进一项经营性资产，而股票价值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，关键点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	47
第一节	集中持股的风险	49
第二节	投资风险管理	55
第三节	关于卖出	62
第四节	高位投资暂缓而行	70
第五节	亏损的根源	74
第六节	固定收益	78
第七节	成长历程中的策略调整（实例）	83

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	投资技巧	93
第一节	善于学习	95
第二节	独立思考	100
第三节	套利交易	109
第四节	谁说买基不择时	114
第五节	买基正当时	118
第六节	金融衍生品	121

理解股票投资原理以选择股票，懂得运用投资策略以趋利避害，投资者还应该学习一些投资技巧，对一些重要事项要有清楚的认识，这就可以减少走弯路的时间，同时也提高账户的投资收益率。

第四章	股票投资实例 127
第一节	投资组合优化调整 129
第二节	贵州茅台 139
第三节	东阿阿胶 146
第四节	招商银行 152
第五节	其他股票 161
第六节	组合策略 170

本章的实例，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，受已经明了的结果的影响，案例表述也容易有不自觉的添加和掩盖。于是，我选择当前的投资组合作为本书的投资实例。本章也讲解过去2年（2015—2016年）的操作历程，同时回顾本书首版投资组合的成败得失。

第五章	投资人生 177
第一节	从贵州茅台股价轨迹看投资者应具备的素质 179
第二节	股票投资不需要很聪明 188
第三节	投资与生活 196
第四节	我为何放弃技术分析 203

师傅领进门，修行在个人。前面四章已经完整讲述了我的投资体系，投资者仔细领会之后，应该有助于在长期的投资中掌握先机。成功投资还有重要的一环，那就是和投资成败密切相关的个人秉性。工夫在诗外，成就投资和成就人生是相辅相成、密不可分的，都需要一些个人秉性的修养。

附录	陈逢元推荐的投资类书籍 209
----	-----------------

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%，国库券收益上涨 303 倍，债券收益上涨 951 倍，股票收益上涨 599 604 倍。

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 年的 200 年间的名义收益率。CPI（居民消费价格指数）上涨 13.67 倍，黄金价格上涨 13.38 倍，国库券收益上涨 4454 倍，债券收益上涨 13 974 倍，股票收益上涨 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%，国库券收益上涨 303 倍，债券收益上涨 951 倍，股票收益上涨 599 604 倍。

黄金

从以上数据可以看出，在这 200 年里，黄金是最差的投资品，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、寺院等建筑装饰业以及其他工业。

从黄金产量、存世量上看：

截至 2016 年，2001 年是一个转折点，全球黄金年产量达到 2600 吨，截至目前为历史峰值。之后黄金年产量开始下降，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，但总存量还是在逐年增加。

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，早在 2007 年，民间持有黄金占全球总存量比例的已高达 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，但由于它的价格昂贵，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 年代的黄金熊市后期，越来越低的金价致使佩戴金饰品的女性越来越少；而数年前，金价 10 年时间内上涨了 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的增加，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 21 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% 左右。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，存量逐年增加，假如人们对黄金的钟爱有所降温，按现在的价格黄金难免供过于求。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（当时实物黄金的零售价比期货黄金的价格高出约 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，并下探至 239 元/克。直至 2016 年 12 月末，上海期货市场黄金指数仍然收报 260 元/克。中国大妈这种投资行为是盲目的。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”。他还指出，“按照目前的金价，全部黄金可以换全部的美国耕地，再加 10 家埃克森美孚公司，再加上 1 万亿美元现金。你愿意选哪一个？哪个能产生更多价值？”

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 年的 200 年间的实际年均复合收益率是 6.9%，在第二次世界大战后的 1946—2001 年的实际年均复合收益率是 7.1%。都远高于同期两个阶段债券实际年均复合收益率的 3.5% 和 1.3%。这些数据也得到了学术界名人的认可，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 12 500 点。通过计算，110 年时间年均复合增长率为 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），实际年均复合收益率为 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、迈克尔·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 个国家的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，道琼斯指数名义跌幅只有 20%，但期间通货膨胀剧烈，经过通货膨胀调整的道琼斯指数实际下跌 74%，加入年均 4% 的股息复利计算，股票 17 年时间下跌 31%。

英国股市：1973—1974 年，因为通货膨胀、政治动荡、工人罢工，股市暴跌 70%。

德国股市：第二次世界大战后下跌 90%。

日本股市：第二次世界大战后，许多工业财团倒闭，3 年时间股票实际价值下跌 98%，股灾的严重程度创造了世界之最，侵略者自食其果；20 世纪 90 年代日本股票市场还经历了 10 年熊市，和美国的同期牛市形成反差。

债券投资者就更不幸了，通货膨胀严重侵蚀了债券的实际价值。

最典型的是，1923 年，第一次世界大战战败后的德国发生恶性通货膨胀，一年时间 40 种基本商品批发价格指数暴涨 31.6 亿倍（该数据来源于唐·帕尔伯格的《通货膨胀的历史成因与分析》），全部债券的实际购买力归零，但是，代表土地和经营性实物资产的德国股票安然度过危机。

第二次世界大战后的日本，严重的通货膨胀导致债券投资者实际资产损失 99%。随后，日本经济高速发展，到了 20 世纪 70 年代，股票实际价值从低点上涨 80 倍，已经全部修复了大崩盘的损失还有余，而同期债券投资者却不能享受经济空前繁荣的好处，实际价值从最低点算起仅上涨了一倍多。

为什么长期的股票收益率胜过债券收益率？我认为这是容易解释的：代表公司股权的股票可以收获经营性收益，债券只能收获利息。而通常情况下，公司股权的经营收益率要超过债券的利率。当然，债券也不是一定不好，对于老年人群，他们无力承受股票资产的大幅波动，在稳定