

投资滚雪球
系列

中文互联网投资社交平台
雪球网知名投资人教你

打造笑傲牛熊股市的投资体系
深度解读银行保险业、消费品业、建筑业、软件业

长期投资 制胜之道

徐志◎著

抓住牛市，
跨越熊市

清华大学出版社

投资滚雪球
系列

长期投资 制胜之道

徐志◎著

抓住牛市，
跨越熊市

清华大学出版社
北京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目（CIP）数据

长期投资制胜之道：抓住牛市，跨越熊市 / 徐志著. —北京：清华大学出版社，2020.1

（投资滚雪球系列）

ISBN 978-7-302-54524-8

I. ①长… II. ①徐… 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（2019）第 280000 号

责任编辑：刘 洋 顾 强

封面设计：李伯骥

版式设计：方加青

责任校对：王荣静

责任印制：李红英

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社 总 机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈：010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：三河市铭诚印务有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：155mm×230mm 印 张：20.25 字 数：279 千字

版 次：2020 年 2 月第 1 版 印 次：2020 年 2 月第 1 次印刷

定 价：69.00 元

产品编号：082994-01



自序

自 2008 年 9 月 25 日开设自己的第一个证券账户以来，我进入资本市场已经十余年。在这些年的投资职业生涯中，我经历了 2008 年的衍生品次贷危机、2010 年的欧债危机、2013 年国内的“钱荒”、2015 年国内的中小创泡沫破灭引发的“流动性”危机、2016 年的 A 股“熔断”、2018 年的中美贸易战，同时也见证了 2009 年的“四万亿”刺激、2015 年平均市盈率达到 150 倍的创业板泡沫以及 2017 年的中国版“漂亮 50”。十多年间，经历过市场的风风雨雨，我深感投资不易，也在实践的过程中，不断地总结和改变，从最开始的工资结余的 1 万元起步，到如今发行自己的第一款私募产品，我活了下来，并且持续战胜了市场。一直想为过去的十多年做一个回顾和总结，同时将自己的经验分享给那些初始资金和我差不多、想在资本市场有所斩获的同行者，而这本书即为此想法的结晶。

我并非科班出身，虽然 2013 年到 2014 年间，分别在两家私募基金短暂地担任过研究员的工作，但是基本上所有的基础性知识包括财务基础、行业研究、企业研究、人性研究、心理学研究等都是自己一步一步摸索的，最终形成了适合自己性格、个性和节奏的投资体系，并且这个投资体系运行了十年，且以目前的情况看是成功的。

所以，我深知投资是一件极为复杂的事情，就像世界上最成功的两位投资家巴菲特和索罗斯一样，虽然最终都取得了巨大的成功，但是他们的投资体系有着天壤之别。

虽然我的投资生涯相对于整个资本市场历史是极其短暂的，但我相信，我的投资经验对于那些渴望最终形成自己的投资节奏和体系，渴望获得财产性收入但开始本金并不多的投资朋友们极其有用。

长期的投资制胜需要一个完整的投资体系作为支撑，并且这个投资体系必须是个性化的，是基于自己的性格、心理、知识、时间、职业等状况而做出的一个决策树，包含了如何看待市场、如何选择标的、从何开始投研、如何进行投研、如何买、如何卖等一系列问题。投资看起来门槛很低，任何一个成年人都可以拥有一个股票账户，但投资又是一个可以说世界上门槛最高的生意，需要的实战综合素质极高。不仅仅要求不惧权威、不从众的独立个性，还要求其具备极其深厚的基本面研究功力以及知识体系，从实践中发现和坚持那些可持续规律的毅力、眼光以及不断学习进化的商业洞察力等。

而现在无论是机构投资者还是散户，大多能够胜一时却很少能够持续地赢，就是因为他们容易被短期的市场牵着鼻子走，而忽略长期投资体系的建设。

投资理念的著作已经多如牛毛，并且已经非常成熟，例如《证券分析》《聪明的投资者》《机构投资的创新之路》《巴菲特致股东的信》《穷查理宝典》《安全边际》等经典著作。本书是一本以讨论“如何做应用题”为主题的书，记录了我在投资经历中如何将以上经典著作的理念融会贯通，形成自己的投资体系，并应用于实战过程。



目 录

第一章 是投资而不是“炒股” / 1

第一节 为投资正名 / 2

第二节 对“价值投资”的教条式误解 / 11

第三节 持续化投资成功的基石之一：对自己有着理性客观的认知 / 15

第四节 投资是一场逆人性的旅行 / 16

第二章 持有十年格力电器与初级投资体系的形成 / 19

第一节 我与格力电器的十年 / 22

第二节 初级投资体系的形成 / 42

第三章 利用初级投资体系捕获到的机会 / 53

第一节 银行股轮动策略和实践 / 54

第二节 大银行的“护城河”和确定性——研究保险业的开端 / 89

- 第三节 发掘中国平安的投资机会 / 120
- 第四节 中国太保的转型成果以及保险股轮动策略 / 137
- 第五节 发掘 A 股蓝筹股的集体性的机会 / 146
- 第六节 发掘建筑领域的投资机会 / 151
- 第七节 中小创底部区域发掘软件行业投资机会 / 186

第四章 港股“烟蒂”股实验 / 219

- 第一节 实验的交易详情 / 220
- 第二节 证伪雨润食品 / 225
- 第三节 港股实验第一只五倍股——惠理集团 / 233
- 第四节 天工国际的经验与教训 / 239

第五章 进阶版投资体系 / 247

- 第一节 回归经典去寻找答案——对于巴菲特投资体系的再拆解 / 248
- 第二节 有用的简单模型 / 265

第六章 探寻未来的投资机会 / 279

- 第一节 十倍股的启发 / 280
- 第二节 十倍股需要具备的条件总结 / 290
- 第三节 未来十倍股可能在的领域 / 292

总结 / 307

书单 / 309



第一章 是投资而不是 “炒股”

第一节 为投资正名

当我作为默默无闻的年轻人开始获得成功时，我被人称作赌徒。我的交易范围和交易量不断扩大，然后，我以投机者之名为人所知。我的交易活动继续拓展，现在我又以银行家而闻名。其实，我被称之为银行家之前所做的与之后所做的始终是一件事。

——摘自《在股市大崩溃前抛出的人：巴鲁克自传》

巴鲁克的这段话反映了大多数群体对于股市的看法。我认为炒股、投资、投机是对资本市场认知的三个层面。大多数人对于资本市场的从业者的业态定义为“炒股”，是因为95%的人的心态是看到别人在市场中赚钱、趁着市场热的时候捞一把，赚取价格短差。他们不仅不了解股市的本质，更不理解和尊重在资本市场赚钱这件事情。即使在职业投资者或者机构中，上述想法也屡见不鲜，尤其是在每次“庄股”思维盛行的时候。于是，“不劳而获”“赌博”“不务正业”“赌场”“内幕消息”等字眼，是95%的人对于资本市场的初始印象。

剩下5%的小部分人，经过刻苦的研究，发觉事实远非以上95%的群体的认知。真正的投资或者投机，是能够持续地在这个市场赚钱，并且意识到长期复利赚钱的难度，永远保持学习的心态、逆向的思维、理性的态度，从而在市场失效的时候，无论是价值投资者以低于内在价值的价格买入优秀公司的股票，还是投机高手看到泡沫逆向做空抑或是交易者利用系统捕获波段，他们在潜移默化中提高了市场和资本配置的效率，让优秀公司的价值能够得到体现、融资渠

道更加便利；让理性的投资者或者机构的资本更加强大，从而形成循环；让一个国家的资本配置效率以及机构投资能力和话语权都得到增强，这些都是绝大多数的“博傻炒股”者难以意识到、难以达到的境界。

如何能够持续地在市场上赚钱呢？我认为，拥有适合自己的一套投资体系是根本，是核心。而什么是投资体系呢？投资体系如同渔民手中的大网，你根据自己的需要来设置这张大网的尺寸、规格；根据自己体格、智慧等能力决定网的密度，从而能够持续性地捕获属于自己的猎物，最终在资本市场的汪洋大海中生存，这也是你能够产生持续盈利的根源所在。

投资不是单笔生意

如果你对于资本市场的理解已经超越了“炒股”层面，那么你就可能经常听到“价值投资”这个词。很多人对价值投资的理解也是非常片面，其中最多的是价值投资就是长期持有。在2007年的时候，此说法非常流行，以至于即使在60~70倍市盈率的区间上，机构和散户仍一致性地坚持长期持有的观点。其实这只不过是2005—2007年股价和预期的不断加强之下的认知偏见罢了。所以，大多数人对于价值投资者的理解就是买入，然后不管，长期持有就可以赚钱。更进一步的，也有除了年报季报公布时便无事可做的。这都是无投资体系的表现。如果你此生只做一笔生意，那么以上的观点在你的行为里可能是正确的。但是如果你是准备把投资作为一辈子的事业或者渴望在正式工作之外持续地获得投资性收益，你就需要做极多的工作。比如即使是持有一家公司，你也需要持续不断跟踪，建立这家企业的模型，跟踪决定这家企业业绩的几个关键变量的变化。而什么是这家企业的关键变量，又需要对这家企业的方方面面以及行业有着全面深刻的研究。研究完之后，还需要持续评估出这家企业的内在价值，和市场的出价进行比对，是高估还是低估。在持有的过程中，你需要思考：

如果这家企业基本面变坏或者股价已经高估，那么下一笔生意又在哪里？我需要对哪些企业提前建立研究模板？怎样在几千家公司中寻找性价比可能更好的投资机会……同时，基金定投者也需要了解：定投指数基金还是增强型基金、基金对于指数的跟踪能力如何、我该在什么位置设置阈值持续定投、什么位置停止定投、什么位置持有现金、什么位置持有债券类基金……

所以，如果你是一个渴望在资本市场获得持续性收入的投资者，以上皆是你需要一个投资体系来支撑的原因。

投资、投机和交易

首先，我在这里明确一个概念，在资本市场赚钱的方式有许多种，但是肯定不包括炒股。多数人对于股票的基本印象就是内幕消息、短线交易、技术分析、赌场等，而以上言论经常出现的场合包括电视上的股评家、证券公司的投资顾问、给你打电话的“秘密机构”口中，却从没有证据表明以上群体“透露”或者“教导”给你的方法在资本市场能够真正持续赚钱。你只要有五年以上的资本市场经验就会发现，以上的“招数”皆为利用群体心理赚取佣金的“骗术”。有一本非常出名的小书揭露了这一点，叫作《客户的游艇在哪里》，不妨买来读一读。他们利用这些“骗术”来赚取佣金，让你持续交易或者付出“上课费”，但是他们自己不敢肯定自己的方法能够赚钱，毕竟谁会把真正的“武功秘籍”以如此廉价的方式出售给别人呢？

长期看为什么技术分析难以赚钱？技术分析的精髓在于根据过去股市的图表走势来对未来走势进行精确的预测分析。这种分析的谬误类似于：假设我们连续投掷硬币，得到的结果是：上下上下上下……你问下一次投掷的结果是什么，答曰：上下的概率各为 50%，因为它们相互为不相关的独立事件。对于股市过去每一阶段的分析同样如此。股市过去的每一阶段的走势都是当时的政策、经济、大众心理、资金、利率、企业经营等因素造成的，人不可能两次踏入同一条河流，同样

以上因素在每个阶段不会简单地重复，而股市未来的走势同样是由未来的各种因素共同造就的。过去的走势和未来的走势根本就是两个完全不相关的独立事件。那么怎么能仅仅凭借过去的图形来精确地预测到未来那些精准的点位、精确的股价呢？

所以，明白了“炒股”不可能赚钱之后，我们就需要明白哪些是赚钱有道的投资方法。投资、投机和交易是资本市场赚钱的三种方法。投资是基于价值的，而投机是在投资的基础上更复杂的一门艺术，交易则依赖更多的天赋。这些领域都有 20 年以上年化复合收益率超过 20% 的大师。让我们进行一次回望：宏观对冲之于索罗斯、计算机量化之于西蒙斯、优秀公司合理价格之于巴菲特、便宜货猎手之于施洛斯、资产配置之于史文森等，这些创造了连续超过市场指数业绩的大师各有各的投资特色。而这一特色，继续拆分研究下去，你会发现，和他们的性格、知识、背景、资金等相匹配，甚至最后可以上升到他们的生命哲学。这些东西综合下来，其实就是每个人的投资体系，当然，经过一系列的研究和实践之后，我发现自己比较适合基于价值的投资体系，其他更复杂的投资形式我认为自己暂时没能力参与。

对于投机和交易，我曾经也进行过一些研究。比如对于交易，我跟踪研究过网络上一位专门做股指期货交易高手的博客（实现过不到一年 7 倍的股指期货交易纪录），总结出一些心得：交易贵在设计自己的系统，什么是自己的成本，什么是自己系统能够捕获的利润。比如，这位交易高手的系统是震荡亏损，单边上涨和单边下跌都可捕获大赚。系统的思想基础都是非常简单的，并无复杂之处，震荡不断止损（在不断的止损中付出应有的成本），在单边行情中狠狠赚上一把，综合下来，则为大赚！简单地一句话就是：截断亏损，让利润奔跑。这是一套可以自圆其说的逻辑。同时，你会发现，这个世界上不存在不需要付出成本的系统，而那些号称能够精准“抄底逃顶”的短线大神却告诉你，世界上存在完美的系统。以后遇到类似言论，可直接将其认定为骗子。但通过实践发现，我也根本没有能力去这样做。当然，在这里，如果你有意去实践投机或者交易，在没有高估自己的背景之下，

确实可以尝试。但是据我所知，具备天赋的人实在是凤毛麟角。所以先建立起自己投资体系的基石，理性地了解自己的个性，从而逐渐摸索出适合自己的道路，要承认自己有不可知、不可为的地方和盲区。因为在资本市场，高估自己是最大的敌人，你可能一时产生浮盈，但是如果有了自大的情绪，浮盈大概率只是浮盈，最终要还给市场的。

投资与性格

“何以解忧，唯有暴富”“股市皆为提款机”“压中黑马”“连续涨停”，以上皆为媒体上经常看到的文字，也是几乎每一个初入资本市场的人的心理渴求。“我是来暴富的”，其实这便是赌徒心理，每个人皆有，但是数据却表明 90% 的人在市场上是亏钱的，剩下的 10% 的占比中还包括了机构。机构中的 50% 以上也是长期没有跑赢市场基准指数的，长期看，可能只有 1% 的人能够长期盈利、0.1% 的人能够战胜指数基金。恰恰从开始就意识到这一点，我在开始进入资本市场之前，就没有所谓的暴富心态。在投资股票之后，所选择的标的物大多为内在价值成长稳健的品种，偶尔运气好，比如 2014 年压中中国南车，后来南北车合并，在估值达到 4 ~ 5 倍 PB^① 的时候便清仓“下车”了，后面泡沫阶段的股价又整整上涨了 2 ~ 3 倍，却与我无关。但是同期一直持有的中国建筑等如今已经在历史新高附近，而中国中车目前距离最高点依然还有 73% 的距离（注：2018 年底的时间点）。思维和习惯决定了性格，性格决定了命运和投资方式。无论所选的股票还是行为方式，基本也是你性格的部分映射。投资体系设定的基石其实是了解自己，然后争取让体系能够发挥你性格的长处、抑制你性格的缺陷，如此才能在投资的马拉松大赛中跑到终点。

所以，我最终确定了以价值为基石的投资体系。总之，投资并非

① PB 即市净率，用当时的市值除以当年的净资产，是最常用的估值指标之一。

一件简单的事情，它需要一套复杂的投资体系作为支撑，方能取得长期的复利成绩，而这个投资体系需要知识、需要了解自己、不高估自己、不低估市场和其他博弈者、不去博取运气。说到运气，下面是我总结的，是过去 A 股“看起来正确的”思维惯性，但是如果将这些思维惯性，在资本市场实践 10 ~ 20 年，很有可能依赖这些惯性所得的“浮盈”以后也会归还给市场。

被市场洗脑的 A 股的惯性思维

对于 A 股，有很多被人们熟知的思维习惯，由于谈论的人太多，就成了惯性，被认为是正确的，其实只要理性地想一想就知道其有多可笑（市场洗脑的力量是强大的！）。而本书中所讲的常识，绝非以下所谓的“惯性”，而是真正的事实。

A 股的惯性思维之一：总是喜欢非稳健的公司。原因便是在经济低谷或者行业低谷，这些企业的业绩会很差，但是随着大环境的好转，这些企业次年的增长率也会飙升，从而产生其成长率优秀的假象。

例如美的和格力。美的靠营销和收购，格力靠技术和渠道；美的激进，格力稳健；美的 2008 年负增长随后业绩飙升，而格力不但在危机中毫发无损，而且用更少的营收创造了超过美的 10 亿多的净利润。用基本的财务指标和商业常识就可判断出格力经营上比美的优秀得多，但是至今美的仍然享受着比格力更高的市盈率估值。当然，美的应该算是优秀的公司，只是经营上并没有格力稳健。

当然，长期来看，A 股还是符合那句谚语：鹰有时飞得比鸡低，但鸡永远达不到鹰的高度。虽然美的估值比格力高，但由于长期净利润增长带来实质性股东权益增厚，格力长期的收益率超过美的。美的电器从 2008 年 10 月到 2013 年 8 月上涨 237% 左右，2013 年 9 月至 2019 年 5 月上涨 463%，合计上涨 18.9 倍，其中，估值从 2008 年 10 月的 9.88 倍上涨到 15.88 倍，提升 60.7%。同期格力电器上涨 25 倍，估值仅仅提升 20%。美的还算是中国优秀代表企业之一，而 A 股更多

现象是经营质地极其差的股票，由于不能退市，具备所谓的“壳价值”，因而总是被翻来覆去地炒作估值，股价总是上下大幅波动，市值永远十年如一日般在10亿元之内大幅度波动，同时其内在价值十年如一日，不动如山。

A股的惯性思维之二：轮动上涨，轮动下跌。A股确实是“钱多人傻”，不然诞生于庄股时代的东西，在现如今已经是全球市值第二的A股市场依旧完美保留着。这种惯性思维的逻辑仍然是普涨普跌的思维，牛市就是全面上涨，熊市就是全面下跌，并且按照股价高低市值高低板块先后依次展开。其实，此种惯性思维是炒股思维而非投资思维，很多人都会依据这条规律不断地“拔掉鲜花浇灌野草”，最终可能并不如持有高性价比公司获得的长期复利所带来的收益率高。

A股的惯性思维之三：小股票永远比大股票成长性好。似乎只要是小股票就是成长股。要依据其所处行业市场容量的大小以及竞争力高低，才能毛估出未来的成长性所在。从样本上来看，就是因为规模效应以及二八定律（强者恒强）的效应存在，小股票整体上的成长率是小于大股票的，其中的大部分增长极低甚至面临着被淘汰的风险，只有极少部分能够成为后来的佼佼者。

A股的惯性思维之四：A股是政策市。事实是，任何一个国家的资本市场，政策都是其走势的决定因素之一，但也只是之一而已。税收制度、货币利率、行业准则等都是实体经济基本面的决定因素之一，会最终传导到股价和估值波动上面。而且很多政策制定者并未考虑到其二级、三级效应，比如2012—2013年的提准，等于间接推高了民间利率，加速了一些中小企业的衰亡，助推了民间高利贷的兴起，等于把本属于金融机构的利润给了民间高利贷。在我看来，政策对市场情绪的影响要远远大于其对实体经济基本面的价值走势的影响。所以，政策是决定价值和估值波动的因素之一，但仅仅是一个非主要变量。

以上只是我在实践过程中总结的一些认知偏见，就是为了让读者在一开始对这些偏见进行甄别，在投资的过程中，摒弃这些偏见，才能更好地展开在投资领域的独立思考。

投资的乐趣和持续性

在2008年入市并且确定把投资作为我最终的事业时，我便思考一个非常重要的问题——投资的持续性，这也是投资体系核心之所在。在很多投资故事中，比如国外的某位老太太，年轻时买了麦当劳的股票，忘记了账户，在暮年重新打开，获得了一笔意外之财，于是乎“持有一只股票一辈子”成为有段时间资本市场的“流行口号”。殊不知，这种类似的故事充满了幸存者偏差的概率。不信的话，寻访身边的“股民”朋友，问问他们忘记账户的时候持有的是什么股票？打开账户的时候可能恰恰是和麦当劳老太太截然相反的场景。所以，这就是投资持续性的问题，你不可能靠一匹马助你跑完一辈子，因为你选中千里马的概率和千里马出现概率的乘积所得的数字可以说是非常非常小的。

这就是投资体系持续性的核心问题，大多数投资者往往把主要精力放在现阶段的主要持仓方面，事无巨细，始终盯着。但是，研究首先具备的一大特征就是边际递减效应，半年左右的研究深度和两年左右的研究深度，后者对于估值的作用要远远小于前半年的研究所得，更别说持续超强度的聚焦研究对于普通人来讲可能是加强偏见而非加强理性认知的过程。所以，我们应该如何处理研究的边际递减效应和持续性的问题呢？那就是在跟踪所持有标的物的时候，就要为下一次的买卖作准备。下一次的买卖同样需要前期大量的研究工作，并且也只有研究的深刻理性程度达到了和持有标的物一样的高度，在“换马”的时机出现时，才能大概率把握住。但是这一过程是非常有难度的，人性决定了大多数人会把眼光始终投在所持有的标的物上。所以，除了明白以上的道理外，想要获得投资上持续性的成功，就需要不断地寻找和研究新标的物，并且和原有的持有标的物进行性价比的比对。而如何维持研究上的持续性呢？研究的态度和动力便是核心的关键。我目前想到的最好的态度，就是热爱。你只有把研究投资作为一种热爱的事业，才有可能去做很多眼前看起来的“无用功”。就像一个探

险家一样，探索的过程不一定在于结果，而在于探索的过程中所享受的乐趣。这家企业为什么能够保持竞争力？竞争力的来源是什么？行业属性是否是永续，等等。研究得多了，虽然很多标的物可能一直没有好的买入价格，也可能自己一直始终不得理解，错过了很多，但是你的商业理解力、洞察力在这些漫无目的的研究中会逐渐得到提高，从而最终在某个地方遇到一个美妙的机会，然后信手拈来，紧紧抓住。

也只有这样，你才能在时间的长河下，摒弃掉短期内运气对你的垂青，最终让投资可持续、盈利可持续。

通过以上的论述，我们开始建立起一些概念：投资是非常复杂的、是需要体系支撑的；很多惯性思维是不可持续的；投资研究功力的提升是需要热爱的。

以上是一些基础性概念的梳理，那么接下来进入实战环节。进入每个行业，我们每个人最初的习惯就是先去看一看这个行业的王者是怎么做的，而投资目前最成功者，无疑就是巴菲特和芒格铸就的超级投资机器伯克希尔·哈撒韦。关于巴菲特的书籍，市面上已经太多太多。我把对于巴菲特投资体系的理解简单罗列如下。

从能力圈寻找一批不死的标的（股票池），长期跟踪并且深入了解其不死的原因（护城河），在出现以下情况时，有可能造成估值上的低廉，从而提供了一定的安全边际，此时乃买入良机：

（1）经营上出现不伤害其核心竞争力的暂时性失误。

（2）所处行业进入恶性竞争的低谷阶段，造成业绩随行业大势出现滑落。

（3）由于市场的短视、从众等非理性的群体性心理倾向对某种标的造成偏见。

（4）对整体宏观经济的非理性恐惧。

在出现以下特征时考虑卖出：

（1）当市场纠正其之前的偏见错误，群体重新认识到标的的好处时，如果估值高，则卖出。