静水流深

深度价值投资札记

张延昆◎著

雪球知名用户厚恩投资张延昆全新力作

一个20年深度价值投资者的投资精华

深度价值，持股守息；等待过激，三步取利

杨天南、但斌、董宝珍、姚斌　联袂推荐

机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

静水流深

深度价值投资札记

机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

《静水流深：深度价值投资札记》是集作者20余年价值投资历程的精华分享。如何更好地实践价值投资？本书围绕投资思维、实战方法、心境修炼三大维度展开。投资前的知识储备、复利积累、安全边际、保守仓位、估值、选股、逆向投资、风控等投资思维和方法，形成系统的投资思维框架；交易策略体系的构建、方向的辨识、买入方法、卖出法则、构建组合五大实战方法，组成价值投资实战操作的精华；做好自己、自我进化会让投资者感悟到心境修炼的价值。

本书试图提炼出价值投资中最精髓的部分，并总结出可以具体实施的、适合普通投资者的系统性价值投资策略。

图书在版编目(CIP)数据

静水流深：深度价值投资札记/张延昆著. —北京：机械工业出版社，2019.3

ISBN 978-7-111-62131-7

Ⅰ.①静… Ⅱ.①张… Ⅲ.①投资经济学 Ⅳ.①F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2019）第037942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：李 浩 责任编辑：李 浩

责任校对：李 伟 责任印制：张 博

北京铭成印刷有限公司印刷

2019年4月第1版第1次印刷

145mm×210mm · 10.75印张 · 3插页 · 216千字

标准书号：ISBN 978-7-111-62131-7

定价：88.00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

服务咨询热线：010-88361066 机 工 官 网：www.cmpbook.com

读者购书热线：010-68326294 机 工 官 博：weibo.com/cmp1952

金 书 网：www.golden-book.com

封面无防伪标均为盗版 教育服务网：www.cmpedu.com

推荐序一

为中国价值投资添砖加瓦

北京金石致远资产管理有限公司 CEO　杨天南

春暖花开的季节，好友张延昆先生邀请我为其即将面世的新书《静水流深：深度价值投资札记》写一个序言。

我与张延昆先生相识已经有些年头了，常有信息往来，沟通投资上的观点与心得。我们虽然都在北京，却至今未曾谋面，因为北京实在太大了，他在很东边，我在很西边，所以，其间虽有数次决心见个面，终究因为事情繁忙而未果。

张延昆的网络名叫“佐罗”，此次他将近20年来撰写的文章精华整理成册，算是将自己的“绝世武功”——深度价值投资公诸于世，无论其品质高低，贡献巨细，都是为中国价值投资大厦起到了添砖加瓦的作用。

提起价值投资，公认的鼻祖是本杰明·格雷厄姆；以他的巨著《证券分析》问世为代表，价值投资至今已有近百年的历史。格雷厄姆被后世推崇的另外一个原因，是他的众多弟子中有很多成为投资界的大家，其中最为著名的是沃伦·巴菲特。

巴菲特长期位居美国富豪榜前列，如今他以77年跨越周期的投资历程证明了：股票投资确有大道可寻。在这条大道上，股票作为投资标的被视为企业的一部分，而不仅仅是炒买炒卖的对象；在这条大道上，买入之时须留有安全边际、在自己的能力圈内决策、利用市场先生的情绪做逆向投资，等等，这些原则的正确性在长期实践中已经得到了充分的验证。

有人曾经问巴菲特："你的投资方法这么好，为什么没有多少人学？"巴菲特回答："因为很少有人愿意慢慢变富。"的确如此，这也从另一个侧面反映出投资成功的不易。人们常言"知易行难"，但在投资这条道路历经磨难之后，我们认为如果用一句话形容的话，那就是投资是一件"知不易、行更难，知行合一难上难"的事。

在过去的数十年中，关于价值投资的书籍数不胜数，但是国内的相关著作并不算多。张延昆的这本新书，分为三个部分共18章，包括估值、选股、仓位、风控、卖出，从理论探讨到心境磨炼等内容。

对于在价值投资前面加上的"深度"二字，张延昆认为这可以使得价值投资更为形神兼备，从"形"——按照价值规律做投资的策略必要性，到"神"——投资利润追求的确定性。他将这样的形神兼备的价值投资形式命名为"深度价值投资"。换句话说，就是在以下几个方面要求具有苛刻的深度：

（1）基本面深度：在定性分析和实施苛刻基本面审查的基础上选股。

需要全本请访问 www.ertongbook.com

(2) 价格深度：在比较确切的安全边际打折基础上买入。

(3) 思想深度：投资人具有贯彻始终的较高的“价值投资”思想境界和认识水平。

(4) 策略深度：利用严谨的全方位的仓位管理策略，保障组合投资的整体业绩。

必须承认，他的这种对于价值投资的个性解读，在业内的确是独树一帜，为有意学习的后来者提供了一条思路。

在投资的现实中，随着人们认知演进的不同、人生发展阶段的不同，在价值投资的名称之下，又分化出各种各样的方法，例如保守价值投资、真正价值投资、纯正价值投资、价值投机，等等，不一而足。方法是如此众多，以至于有心研究价值投资的大众们反而可能被搞糊涂了。

反观人们崇敬的大师如巴菲特、芒格，他们似乎从来没有说过自己是价值投资者。倒是巴菲特说：“如果不进行有价值的投资，难道我们要进行无价值的投资吗?”智者芒格更是一针见血：“所有靠谱的投资都是价值投资。”

所以，尽信书不如无书。读者应该广征博览，最终结合自己的情况，找出合适的投资成功道路，因为每一片树叶都不完全相同。

是急流猛进、还是静水流深；是风云人物——风一阵、云一阵就散了，还是云淡风轻——轻缓悠然而长在，全在于自我的选择。这样的阅读心态才是值得嘉许的正确态度。

推荐序二

凌通盛泰投资董事长　董宝珍

厚恩投资张延昆先生的新作《静水流深：深度价值投资札记》将要出版，这本书是张先生的投资理念和投资实践的一个记录。我没有什么能力，理论水平各方面都不是特别好，也没给别人写过书评。张延昆先生冒着被我拉低他书籍质量的风险，让我给评论一下。受此委托我就以张延昆先生的理念谈一个话题——找对象与做投资的关系。我们发现很多大龄青年费尽心思苦苦求索找不到对象，就和投资人十几年的求索，花了时间投入精力财力，最后赔钱的原因是一样的。

因为他们违反了张延昆先生所提出的一个重要的投资理念：持股守息。去年我到深圳去和投资者交流，在闲暇之间，我到所居住地区的公园转了一下，有一个小角落里面很多老头老太太在那里把他们子女的信息贴在墙上寻求撮合，父母代替子女找对象，父母把子女的信息以及求偶条件列出来。我爱凑热闹，就过去看这些择偶条件，看完以后我知道他们找不到对象的深层次原因了。因为在这些择偶条件中，什么都有，房子要求多大，有没

有汽车？月薪多少？学历多高？身高多少？都是这些物质条件。大家就在这些物质条件中互相撮合，看完以后我就想，他们之所以找不到对象是因为他们不先谈感情。找对象结婚不就是因为互相有感情吗？互相坐在一起心情愉快，互相舒服一些，这不是找对象的本质吗？太多的人硬要把房子扯进来，还要把学历扯进来，这真的是舍本逐末。找对象结婚就是感情问题，现在我们倒好，没感情条件；性格作为感情的最重要的基础，不谈这个，先谈物质。

我们再看股票投资。这么多人求索都不赚钱，因为你偏离了投资的本质。张延昆先生的理念中有一条——持股守息，我持有股票靠股息来活着，股价不涨，我有股息。其实这就是资本市场投资最根本的出发点。我们投资真正的回报来源最基础的就是股息，通常股息是投资者的根本性回报。就像我们找对象，根本目的是找那种在感情上融洽，在一起获得舒服愉快的人。投资本初的目的也是获得标的物的股息，这是最本质的，是资本市场上延伸出来的所有盈利模式的基础。

但绝大部分人都脱离本质，搞出来各种什么动量理论、量化交易、趋势交易、成长投资，越搞越复杂，越来越偏离股息这个根本，所以他就不赚钱。他不赚钱一定是他违反了根本的原理和道理。

作为一个投资人，就是要赚取上市公司的利润分红，通过分红来获利。现在市场越来越复杂，设计的那种盈利模式、那种理念、那种操作原理，远远地游离于最根本的东西之外，所以他们

不赚钱。假设一下他就是为了获得股息来投资的，选择长期有高股息率的股票，一定选不上地雷股，一定选不上各种各样血本无归的概念股，一定选不上乐视网。

因为你持股的目的不是获得股息，从而脱离了投资的本质，被花哨的新理念新观念新模式，给忽悠得完全脱离了投资人的核心盈利源泉——股息。以股息回报来思考问题的时候，你一定选择的是优秀的公司，一定选择的是有安全边际的公司，一定回避了很多风险股，张延昆先生的这本《静水流深：深度价值投资札记》所传达的持股的目的是获得股息，会对大家有所帮助。

前　言
静水流深

必须学会孤独地思考，因为没有人会到达并深入你的精神世界，来帮你完成自己的事业。每个人不可复制，投资更是如此，没有强大的内心，就算你能掌握最好的投资理念，也无法长期坚持付诸实施！

——张延昆

投资成功需要潜心安静地修炼，需要不被欲望所裹挟，我们要知道：复利毁于虚荣和喧闹。

其实，投资不必争抢“谁是先知、谁是大师”；更不需要激动、感动、躁动、炫动，而能做到冷静淡定地少动一点，就有可能离成功不远了。即便是交易时间，我们也可以泡杯好茶，静下心来，慢慢地品味周 K 线的艺术特质、月 K 线的荡气回肠，感受上市企业经营发展的历史和未来，没必要跟随短期波动去不断修订投资计划。

俗话讲：和气生财。长期的投资利润最喜欢镇定自若、为人

处世不张扬而态度谦和、胸有激雷而面如平湖的决策者。每一个投资者都应做自己资产的“泰山北斗”，像泰山一样沉稳自然，又像北斗一样在每个迷茫时期能给投资指明道路。

这时候，我往往想起了一个平时在证券市场极少被提及的成语：**静水流深**。

只要能够长期存活，最后的投资成功便是自然的事情。市场极度低迷，我们更需要用沉稳、坚定来排除恐慌和周遭的干扰；市场极度沸腾就更需要冷静、独立思考。股语讲：“牛市里撑死胆大的，饿死胆小的，冤死折腾的！”看看这一句有多狠，无论胆大、胆小、折腾都将“被灭”，那怎么才能好好活下来呢？仔细琢磨一下，其实很简单，假如能躲开可能“致死”的所有情形，那你肯定会很好地活下来。

中国人非常讲究修身，可见“修身齐家治国平天下”的百度百科节选：

《礼记·大学》：“古之欲明明德于天下者，先治其国；欲治其国者，先齐其家；欲齐其家者，先修其身；欲修其身者，先正其心；欲正其心者，先诚其意；欲诚其意者，先致其知，致知在格物。物格而后知至，知至而后意诚，意诚而后心正，心正而后身修，身修而后家齐，家齐而后国治，国治而后天下平。”“物格而后知至”的译文为：通过降低自己的欲望，减少自己的贪念，来让自己头脑清醒，是非曲直分明。正念分明后就要努力在待人处事的各方面做到真诚二字，努力断恶修善，久而久之自己的修养就起来了，有智慧了。这时就可以把自己的家庭经营好

需要全本请访问 www.ertongbook.com

了。家庭是国家的缩影，把自己的家庭经营好了的人也一定可以把国家治理好。一个能把自己国家治理好的人，那么他（她）也一定能让世界充满和谐、天下太平。

其实，做投资也是如此，你的资产账户就是你的“金融帝国”，做到最后，做的就是一种修养、气度和胸襟，一种处世哲学，一种“治国”态度。它教你学会“在胜利中如何不陶醉，在失败中如何不消沉”，学会“舍得分明，道法自然”。正如表面平静的江海，虽然深处涌动着千百股暗流，它却是生命孕育的源泉和希望所在，千百年来义无反顾地包容，致使生生不息。

“静水流深”代表着一种投资品质，就是必须学会孤独、深邃的思考。因为没有人会到达并深入你的精神世界，来帮你完成自己的事业。每个人不可复制，投资更是如此。没有强大的内心，就算你能掌握最好的投资理念，你也无法长期坚持付诸实施。因此，投资与事业上的步步跋涉，都需要钢铁一般的意志，都需要安静地、“老谋深算”地、知行合一地去筹划自己的投资策略。

为此，投资者也要积极修身、修心、修业，保持这种“三位一体”的投资思路，便是像融百川入胸怀的江海一样，有兼容的大度思想：只有位低而广博才能有容，只有不受伤且活得久才能有机会获得不断的复利累积。在进一步透彻感悟之后，你才会明白：最有价值的投资手段正如“静水”一样，是一种安静独享的智慧；而“深”是根本，只有具备一定的深度，才可能包容，才可能持久，才可能积聚能量、有长期复利不断流进。

好的投资做到最后，我们一定会赚取良好的价值观，赚取丰富的人生乐趣，而财富一定会随着这种“静水流深”的追求汩汩流淌而来，并随着包容、平和、宽广而慢慢累积起来。

股市一成不变的财富再分配规律：心如止水者不断收获情绪剧烈波动者贡献的利润，在每一场牛市熊市之后，都是平静者分享了躁动者的财富。

目　录

|推荐序一|　|Ⅲ
|推荐序二|　|Ⅵ
|前　言|静水流深　|Ⅸ

|第一篇|知·深度价值投资的奥义|

第一章　价值投资中重要的事　003
一、投资于价值　003
二、深度价值投资的四方面要求　006
三、深度价值投资的特点　009
四、深度价值投资的重要性　013
五、深度价值投资修炼的主要方向　017
六、什么样的企业最值得投资之超级品牌　020
七、什么样的企业最值得投资之锁定大方向　023
八、深度价值投资简单的交易条件　026
九、投资交易的基本逻辑　031
十、投资新手过三关　034
十一、怀抱价值之尺，悠然而行　036
十二、投资修炼三要素：空间、尺度和心性　038

十三、价值投资的利润空间实现　039
十四、以小博大：1/10 的 10 倍　042

第二章　复利投资：反复利用大的“价格扭曲”实现复利　046
一、简单持有高息组合累积复利　046
二、复利累积需要步步为营　048
三、复利奇迹产生的三要素　051
四、做一个保守投资的“傻瓜”　055

第三章　安全边际：深度价值投资的核心　059
一、过去、现在、未来全方位的安全边际　059
二、具有最大获胜概率的才叫安全边际　062
三、如何坚定安全边际信心？　065
四、股票安全边际的六种估算方法　069
五、把“潜伏”变成乐趣，变成性格　073
六、怕摔？你就把它放在地上！　075
七、三大安全边际认识误区　078
八、关于安全边际的十句话总结　080

第四章　保守：仓位与组合理念的运用　085
一、什么是保守投资者？　085
二、对未知风险的管理手段和风险补偿　087
三、保守投资者的三种素质　090

四、保守投资的理念基础 092
五、几个很有思考价值的问答 093
六、保守投资下的牛熊观 097
七、避免投资业绩大起大落 098
八、年度业绩波动范围 101
九、保守投资的更深度认识 103
十、保守是价值投资获胜的信心之源 105

第五章 估值：估值到底起什么作用？ 107
一、关于估值必须彻悟的三条 107
二、估值应该注意什么？ 110
三、谈谈过激高估的十大标志 113
四、深度价值投资帮你躲开价值陷阱 117
五、以贵州茅台为例，看看 30 多倍市盈率意味着什么 120

第六章 选股：站在巨人肩膀上起飞 125
一、选股要点：显而易见的好生意、好股息 125
二、苛刻要求，选择第一或唯一的必需品生产企业 128
三、股息的重要性 130
四、对股息的进一步理解 133
五、依照股息选股的几个问题 135
六、寻找优秀的冷门股 138

第七章　逆向：甜美的坏光景和糟糕的繁荣　141
一、“剑走偏锋”的选股思路　141
二、优中选低，还是低中选优？　144
三、培养逆向思维，寻找错杀的巨大价值　147
四、买入，趁黑夜还是等待黎明？　149
五、走完所有下跌的逻辑，便只有上行　151
六、甜美的坏光景和糟糕的繁荣　153

第八章　风控：防到最悲处，才能步步有惊喜　156
一、如何理解风险？　156
二、投资者的真正风险　158
三、由“索科尔”事件得到风险管理的教训　161
四、执着于“下跌防护”　163

第九章　中庸：不疾而速的道理　166
一、想抓住行情，但你留得住纸上富贵么？　166
二、危机中的见招拆招　168
三、扎根“渐进”思想　171

第十章　太极：50%定律的运用　175
一、深度价值投资与练太极　175
二、太极图告诉我们的投资秘密　177

需要全本请访问 www.ertongbook.com