

这篇大佬级的投资分析框架值得一读再读

 xueqiu.com/2468670980/197640554

文 | 李国飞，本文为2010年已退出江湖的原基金经理李国飞先生在北大的演讲，李国飞是投资界一前辈高人，此文全面阐述了投资学。

今天很高兴有机会能和北大的年轻校友们一起探讨投资的一些理论。我对投资理论研究一直就很有兴趣。95年进入这个行业，从操盘手到基金经理到出来自己做，感触和体会还是很多的。

投资是项很辛苦和很寂寞的工作。投资体系庞大而且复杂，就象一座很大的森林，我们要耗用一生去研究它，会发现有很多值得探索的东西。很多年以来我都这么做，持续思考，但一直没有做系统性的总结。所以今天我也感谢大家给我这个机会，让我全面的反思一下投资的一些重大领域的理论框架。

今天的讲座，我的想法是和大家交流一些东西，而不是我要教导大家什么东西。今天的分析框架分四个部分：宏观经济、股市波动性、公司经营和公司估值。在投资这座森林里，这四个分支是比较重要的，对每一个分支我们都需要花很多心力去研究。以我认为，投资就是要不断建立一些理论框架，并在情况发生改变后有勇气不断打破它而重建。

我们看巴菲特、费雪等大师，都有非常清晰的理论体系，操作背后都有一套投资哲学在支持。我们也是在努力学习和思考他们的投资哲学，所谓“有缘人得之”。我希望能够学习他们的精华，并结合中国的实际情况，建立一套自己的体系。

有一本很有名的书叫《黑天鹅》，它的主题是说，我们辛辛苦苦建立了很多投资模型，去管理我们日常的投资。投资风险可以用一条高斯曲线来表达，大部分风险都在某一个区域里面，我们努力去规避最主要的这样一些风险，但是一次极小概率意外的出现，就可以颠覆一切，将辛辛苦苦建立的模型打破，很多财富从而化为乌有。

但我想，巴菲特从60年代做投资以来，经历过无数次大大小小的所谓黑天鹅事件，他不但存活下来了，而且活得很好，他是怎么做到的？2008年《黑天鹅》这本书的出版，让投资界很震惊，都在反思。黑天鹅事件是不可避免的，关键是我们如何去应对，让我们的资产不断增值，活得更好。这是促使我去思考的另一个重要原因。

我谈谈研究的基本思路。首先我认为，在市场的每个具体阶段，我所研究的这四个分支都有一些非常重要的核心矛盾，有些非常敏感的因素。如果我们不能挖掘出在这个阶段里最核心的矛盾是什么，那就只能说明一个问题：我们还不够努力，我们还没有挖掘出本质和规律所在，所以要不断去探求。过一段时间新的情况出来了，最核心的矛盾改变了，我们又要重新挖掘。我们始终要努力抓住最核心的矛盾。

其次，这四个理论框架里的每一点，我都希望与巴菲特的投资思想作一个印证。巴菲特对这些问题都有论述，零散地分布在巴菲特的年报和各种访谈里面。巴菲特在投资界的修炼已经达到非常高的境界。他的很多说法，我们要加以印证。我自己感觉这几年我们国人对巴菲特的理解很粗疏。中国人很喜欢以简驭繁，不少人把他的投资理念简单理解为不管宏

观面、买了好股票就长期拿着不放就能赚大钱，这种绝对化的理解是有问题的，所以我们看到很多所谓巴菲特的信徒在2008年都吃了很大的亏。有些地方是我们误解了巴菲特的思想，以及有些地方是巴菲特讲的不清楚。

一、宏观经济分析

1、用“单一规则”分析经济周期

研究经济就是研究周期。我尝试用“单一规则”来分析经济周期。“单一规则”是借鉴弗里德曼的说法，他认为，当代一切经济活动都离不开货币信用形式，一切经济政策的调节都是通过货币的吞吐(扩张或收缩)来发挥作用。一切经济的变量，都和货币有关系。货币推动力是说明产量、就业和物价变化的最主要因素，而货币推动力最可靠的测量指标就是货币供应量。由于货币供应量的变动取决于货币当局的行为，因此，货币当局就能通过控制货币供应量来调节整个经济。

政府只需要将货币供应的增长控制在既适度又稳定的水平上就可以了，方法就是将货币供应的增长率相对固定，这就是所谓的“单一规则”，除此以外，不应该也用不着对经济多加干预，市场会自己进行调节。这是弗里德曼最核心的思想。

70年代开始，美国采取这种方式成功解决了通胀和失业率较高同时并存的经济难题(这是凯恩斯主义所不能解决的问题)。之后，这种货币主张被很多西方国家所接受，成为发达国家经济政策最重要的理论。但是显然，我们国家并没有这么做。

2、一切通胀问题都是货币问题

一切通胀问题都是货币问题，这是弗里德曼最著名的论断。通胀这个词语容易产生歧义，CPI并不是最好的指标，货币购买力这个名词可能更好，大家更容易理解。最近几年货币发的很厉害，买房子越来越辛苦，教育医疗等支出也让老百姓感觉很头疼，我们的购买力水平显然在严重下降。我认为，我们可以用货币发行总量的变化大致估算货币购买力水平，具体到某一项资产价格，我们可以用供求关系来加以判断。我们可以用这种办法来分析房价、劳动力和原材料价格。

比如劳动力，高善文的一篇报告说，2007年下半年我们国家已经迈过了刘易斯拐点，农民工不仅仅要求满足最低生存需要就算了，他们对生活有了更高的追求。劳动力供需矛盾发生了深刻变化，因此工人工资在上涨，农产品价格也涨得很厉害，由于农村劳动生产率提高很困难，因此农产品价格上涨是不可逆转的，而且会长期维持，发改委说是有人故意炒作，这是推卸责任的做法。CPI会长期比PPI涨幅高，这也是由于劳动力价格上涨引起的，韩国和日本在迈过了刘易斯拐点后，就是这种情况。

另外判断有色金属价格，全球量化宽松条件下，不仅中国资金起作用，全球资金都起作用，当然只有涨了。怎么去衡量货币供应量呢？有很多指标，比如M1增速、M2增速、M1增速-M2增速、M2/GDP等，后面还有介绍。

3、对巴菲特的误解

很多人认为巴菲特教导我们潜心研究公司而不必关心宏观经济，这种认识是错的。1968末他关闭合伙基金公司是很明智的，后来美国经济和股市都陷入长期的调整。2008年金融危机之前，长达三四年的时间，巴菲特的公司资产有四百多亿美元的现金，一直都没有做大

的投资，直到金融危机之后，他才开始大规模投资，能用的现金都用完了，而且还采用发行新股方式收购铁路公司。他是这波金融危机最大的赢家。巴菲特是真正研究宏观经济的高手。判断非常准确。宏观面对股市影响实在是太大了，想做好投资，不花心思研究是不行的。

二、股市波动性

1、钟摆

经验表明，投资者的情绪总是从极度悲观到极度乐观，股市因此总是大幅波动。股市的波动性恰如一个钟摆，总是从一个极端走向另一个极端。有波动，就有机会，有大的波动，就有大的暴利的机会。一方面我推崇价值投资，但另一方面，我认为选时远比选股更重要。我们要作判断，在股市的低潮要尽量回避，在高潮时也要有减持的勇气。有一个知名投资人赵丹阳，2007年3500点时就清仓了，后来股市涨到6000多点，利润最丰厚的一段他是完全没有享受到，我想他是不是建立了一个模型，认为3500已经估值到顶了，因此就不玩了。这很可惜。股市的波动性非常复杂，也非常吸引人，我们要掌握其中规律。

2、股市和宏观面直接紧密相关

宏观面对公司业绩、整体融资环境和市场信心都有重大影响，直接影响股市。我想股市大的波动有七八成的原因是宏观面的变化。经验表明，股市一般在宏观面见顶之前三至六个月见顶，在宏观面见底前三至六个月见底。

3、股市波动的本质是资金的运动

钱涌向哪个公司，哪个公司价格就会上涨。股价波动，最本质的原因就是资金运动。巴菲特的价值投资理论也是解释资金运动的其中一种理论，而不是相反，公司有竞争力，业绩不错，因此大家长远看好它，资金追捧它，因此股票价格就上涨了。有很多不同的投资理念，实质都是解释特定情况下一些资金的运动规律。股市资金运动可由以下几个因素作出判断：

1) 货币增速

研究市场资金动向的指标，比较敏感的有M1增速，M2增速，M1增速—M2增速等。有很多实证分析，非常值得重视。给大家展示两幅图，上面这幅图很有名气，是招商证券的研究员罗毅写的，叫《M1定买卖》，发表于去年11月份3300点左右的时候，当时M1的增速达到34%，他说市场很危险，是极好的卖点，市场可能会回调两成至2300点，不幸被他准确言中了。他从数据推演出，从1996年到现在，如果每次M1增速接近10%就买入股票，超过20%就卖出，投资标的是深成指，从1996年到09年11月，投资收益率是95倍。

高善文也有一篇报告《钱多了，钱少了》分析M1—M2的剪刀差，判断股票市场资金的充裕性，从而做出买卖操作，也挺有见地的。

2) PEPB

市场整体的PEPB水平是衡量市场整体估值水平比较好的指标，也是评判资金参与投资股市风险的一个很好的指标。2001年最疯狂的时候，两市整体PE是70倍。2007年10月，市场6200点，历史新高，当时深市PE是69倍，上海是50.6倍。目前全体A股PE以中报来计算22倍，去除银行股后是30倍，如果再去掉两油和煤炭，整体PE大概36倍。中小板55倍，创

业板74倍。PB水平大概4倍，去掉银行股大概是3倍多一点。毫无疑问目前创业板和中小板整体估值绝对是过高了。情形就像00年的网络股狂潮，估值高得不可议，但大家会说，公司业绩增长很快，股价还能涨。

类似的情形历史上出现过很多次，每次泡沫发生前，都认为这次没事，因为这次和以往是“真的不一样了”，但结果呢，“每次都一样”的。目前创业板的泡沫是很明显的，是不可持续的，什么时候破掉只是一个时间问题。对比几个指数，恒生指数，以今年计算16倍左右，道琼斯是14倍，标普500大概15倍。历史上道琼斯平均是20-25倍，纳斯达克高一点，25-30倍左右。这么看美国香港还可以，A股总体来看也不算很高，但也不低了，中小板和创业板很高，这个泡沫需要慢慢消化。

3) 资金成本——利率

利率和通胀率直接相关。利率的倒数往往是市场的价格中枢,即常态下可接受的PE水平。如果利率不断下调，那合理PE也要调高。日本股市的PE有五六十倍，因为日元的利率将近零。在美国，一个经验是，如果利率低于4%，即使利率再往下调，投资者可接受的合理的PE也就是25倍，哪怕利率降低到2%，市场PE也很难往上调到那里去，这是为什么呢？原来，从70年代起一个主流的观点认为，适度的通胀是有益的，3%--4%是合理的水平。我查了一下1997-2008年金融危机未发生前11年的数据，美国的通胀率在3%左右。

大家预期即使现在通胀高于4%，美联储也会想方设法压低通胀至4%以下，这就是利率低于4%之后，美市PE往上调整会出现钝化的原因。今年10月19号美联储主席伯南克的在一个重要会议上说，大部分货币官员认为核心通胀率应保持在2%或稍低的范围，这是伯南克在公开讲话中第一次如此清晰地把一个具体数字作为美国央行的通胀目标。

现在很多分析认为，美国维持这样的低通胀水平可能会持续多年。如果市场普遍这样认同了，那我认为道琼斯指数可以有系统性的提升估值的机会，也许合理的PE水平就不是25倍了，说不定市场可以接受30倍左右的水平，现在道琼斯的PE只有14倍，所以我对美股挺乐观的，美股创新高相信只是时间问题。现在港股的利率也很低，也可能跟随美元利率长期维持，港股的前景也值得看好。

4) 换手率

市场能不能上涨，要看多空双方的力量比较，换手率非常值得重视。在低点往往成交极度萎缩，因为想买的人少了，在高位，一般放天量，因为想卖的人多了。虽然说买和卖的金额无论在什么点位都是均等的，但实际上决定方是不一样的。如果在比较高的位置换手率急剧扩大，是很值得警惕的信号。

我最近测算了一下，10月26号那一天，深沪总市值是31万亿，流通市值是19.4万亿，成交金额约5200亿，换手率(成交金额/流通市值)2.7%，成交金额除以总市值是1.68%。创业板和中小板的换手率分别都超过5%。看看2007年10月份，平均总市值28万亿，流通市值8.91万亿，平均成交金额1951亿，换手率是2.18%，平均成交金额除以总市值是0.697%。现在的换手率比当时的换手率还要高。成交金额除以总市值是当时的两倍以上。

所以，这么高的换手率不是很好的事情，由此判断A股的上升空间可能有限。现已经达到5000亿了，上到3500点就需要6000-7000亿，上升到4000点可能需要8000亿水平，能持续吗？

看看香港，10月26号，总市值20.8万亿港币，成交金额900亿，换手率0.4%，和历史上的高水平还有较大距离，从这个意义上看，香港股票向上走的空间大一些。

4、反射理论

反射理论是索罗斯提出的。我觉得没有比它更好的解释市场波动性的理论。有人总结，在投资方面人类常见的情绪有16种，比如代表性效应：认为趋势会一直持续下去；错误共识效应：高估与我们所见略同者的人数；选择性认知：只愿意聆听有利于我们判断的意见，对不同的意见置之不理。人类的这些情绪会影响股票市场的表现，索罗斯据此提出了反射理论。

反射理论的核心是指投资者与市场之间会互相影响。投资者根据掌握的资讯预期市场走势并据此行动，而其行动事实上也反过来影响市场走势，甚至改变市场原本可能的走势，一个大的趋势一旦形成后，二者会互相加强，互相巩固，直至“无可动摇”，索罗斯称之为“加速期”，当认知和真实差距很大时，形势就会失去控制，直至逆转。

这个理论，有点抽象，但很有意义，操作性也很强。他根据这个理论有过多次成功的操作，当然也有失败的。他的做法是，冷静地研判市场会出现一个大的趋势，先做一个假设，然后不断根据市场本身及投资者情绪的变化，看这个假设的趋势是否能够确立，从而进行布局。这个理论里面，有一个“加速期”，我觉得是非常有价值的概念，可以据此研判市场是否在顶部或底部。我总结它有几个特征：

1.市场形成高度的共识，包括分析师、基金等形成高度共识。

2.在顶部时，总有些举足轻重的公司进行大规模融资，市场解读为利好，还要上涨。我最有印象是07年8月的时候，万科以31元，一个很高的价格，配股融资大概约100亿元，消息传出之初，万科的价格从20多，一口气涨到36块钱去了。真正实施时，股价直奔41元，市场把它解读为重大利好。之后，万科走势一落千丈，最低跌到三块多(除权后)。

3.在底部时，一些举足轻重的企业回购股票，市场不理不睬，还要下跌。我们看到04~05年的时候，这种情况很普遍，一些非常优秀的公司大量回购股票，但市场置若罔闻。因为很多时候，公司比任何人都要了解他自己的实际情况，高位时，它觉得可能高估了，会考虑以增发的方式，拿到更多的钱，在低位时，它觉得，价格太低估了，这么好的价格，我为什么不买进它注销呢？

4.在一个很短时间里，股指或者一些非常重要的公司，会出现突然间加速上升或加速下跌的情形，这要高度警惕，形势可能要逆转了。黎明前的黑暗，会特别的黑，登顶之时，有人会发疯。

5、旁观者

下面我谈谈“旁观者”的问题。

基于反射理论，索罗斯认为，一般人很难判断股票市场的走势，为什么呢？因为你本身就是市场，你已经和这个市场融为一体，互相影响，你的判断影响股市的走势，股市的走势反过来又影响你的预期。那我们怎么能够走出这个误区，研判市场大势呢？我想应该做

个“旁观者”，和这个市场若即若离，才能“旁观者清”。如果和这个市场离得很远，就很难发现本质、发现主要矛盾；走得太近，各种琐碎消息充斥市场，会让我们迷失方向，干扰我们对主要矛盾的判断。

我们要做一个bystander，以旁观者的心态看待市场，我们要离这个市场既远又近，始终把握主要矛盾，客观认识这个市场。如何做一个“Bystander”，这是一个重要课题，对我而言，始终这样要求自己。

这是成功投资的关键所在。

但是，非常难。（整理演讲稿时，我想补充一点，就是“一个意见都不能提”。我多年前做投资总监，年少轻狂，无知者无畏，经常对上市公司的经营指手划脚，实际上公司是什么样子就是什么样子，从来就没有因为你的意见发生过什么改变。就如一个人是很难被改变的，一个公司亦然。

企业经常环境非常复杂，不在第一线的管理层，根本很难根据形势改变提出对策。我们提出的意见，99%不是废话就是错误的，1%也许有点真知灼见，但是，如果是一个好公司，它自然会意识到，对一个坏公司，再怎么提，也没有用。如果我提出意见，我就会想，公司如果按我的意见这么去做，经营方面就会如何如何。这往往是一厢情意的，而且会严重影响对这个企业的客观判断。我们所需要做的事情就是观察，持续观察！这是做一个“旁观者”的重要一部分。）

6、对巴菲特的误解

巴菲特说过，纽交所即使停市三年，对他都没有什么影响。费雪也说过，在股市中有两种挣钱的方式，第一种是挣股市波动的钱，第二种是挣企业业绩增长所带来的钱。听起来，他们似乎认为研究股市的波动性不重要，研究公司的增长就够了，价格波动和公司业绩增长是两件不相干的事情，很多人接受了这种说法，他们认为买进一个好公司，预期长期会有增长，就不管股市了，长期守着它。07年高潮的时间，这种论调很流行，有人买了万科招行，就打算放个20年，结果是损失惨重。

实际上，巴菲特早就讲过：当别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧。他说股市停市对他的投资没有影响，只是想特别强调我们选股时要立足长远，而不能太关心股市短期的波动。很多人片面理解了他的话。公司上市后，就具备了双重属性。一方面，它是一家公司，要持续经营，另一方面，它是一个交易品种，就会有波动性。两个属性都很重要，都要研究。

巴菲特在高潮时会卖股票，在低潮时他很开心，因为买股票发财的时机又到了。07年的时候，中石油，涨了5倍后，他卖掉了。08年，在金融风暴最激烈的时候，他不但把能买的钱都买了，而且还通过增发股票的方式收购铁路公司。

另外一方面，巴菲特个人的持股和他的上市公司(伯克希尔)的持股，不是一个概念。在08年7月，他曾经接受过一个电台的采访。他说，我之前的个人的投资100%是国债，现在开始是满手的股票。不久后还有一次，他接受采访时说，我的持仓里面大部分是富国银行。

大家可能认为他公司有什么股票，他的个人投资也是什么股票。公司持股在大跌时没卖，他自己的持股也不卖。实际上，情况不是这样的。市场不好的时候，他自己也曾经空仓，彻底空仓。而他的公司，目前股票仓位只占公司总资产的20%多，即使市场不好，公司的

仓位也必须保持，这是没办法的事情。但是很多中国投资者并不了解这个情况。

另外我认为，投资股票跟做企业是不一样的。做企业的时候，无论是高潮还是低潮你都要持续经营。不能说高潮的时候，就把它卖掉，低潮的时候再把它接回来，没有这种事情。一些伟大的企业，低潮的时候它要抓紧时间进行收购，进行扩张。但是我们做股票不是那么回事，高潮时把它卖出去，低潮时把买回来，才是明智的选择。

而且，一个公司，在陷入低潮的时候，没有人可以告诉你它一定可以东山再起，因为不可预知的因素太多了，一些技术方面的变化，一些管理团队的变动，可能都会对它的持续经营造成致命的影响，有些坎可能过不去就过不去了。我们死守一个公司，风险实在非常非常高。最近的一个例子是柯达，几十年的大蓝筹，现在一败涂地。但我所说的意思不是指普通意义上的波段操作。我觉得中短期的波动，是难以预测的；但是一个长期的波段，周期方面重大的波段，是可以分析和预期的。我们一定要研究。

三、公司经营分析

1、公司本质：价值观和执行力

我认为，一个公司就是它的价值观加上执行力。

价值观，我的理解有三点：第一点是它的愿景，它想成为一个什么样的公司，第二点它如何定义和员工的关系，第三点它如何定义的和客户的关系。这些就是价值观的全部。

讲个例子，万科，我很熟悉的公司。它的愿景是做一个纯住宅的公司，至少在08年之前是这样，后来做了一点调整，也做一点商业地产。而且它想成为一个令人尊重的公司，它整体的住宅设计、质量，尤其是物业管理都做得很好。

它如何对待员工呢？它每年都会请盖洛普做一个员工满意度调查，一直都很高。它有非常尊重员工的文化，希望和员工一起共同成长，经常做培训，并给员工不错的待遇。和客户的关系呢？我买过万科的房子，我觉得万科的物业管理在行业里是遥遥领先的。它的服务理念，它对住户的承诺真是非同凡响。所以它不但有价值观，而且它是真正这样去做的。虽然我几年前就把它的股票卖掉了，但我仍然认为它有机会成为一家伟大的公司。

问一个普通人，他的人生哲学是什么，他不清楚，甚至认为这是自寻烦恼。只有最优秀的人，他会认真思考总结，他有一套完整清晰的为人处事的哲学，他就是这样做的。公司亦然。

执行力包括：一是员工赏罚晋升机制，二是质量管理，三是客户关系管理，四是研发和创新机制。

2、选股标准

1) 护城河

我评估公司是否优秀和强大的指标只有一个，那就是巴菲特常说的护城河，它的深度到底有多深。除此之外，我认为无须第二个指标去评判。没有比这更核心的东西了。护城河一般源于专利技术、服务质量或者产品质量。Intel，它的护城河是技术专利，万科星巴克这些公司，它的护城河是它的服务和质量。形成很深的护城河是一件非常困难的事情。

研究公司，看它的报表，只是研究的一小部分。感受它的价值观，评估它的护城河的深度，不是件容易的事情。一个公司“软”的东西，比“硬”的东西更重要。企业经营非常复杂，而且变化很快，从这个意义上说，我认为，公司基本上是无法预测的。从长期看，护城河很深的公司，总是不断会给人带来惊喜；护城河很浅的公司，就会不断给人带来坏消息。你选择一家公司，它有一个好的团队，有很深的护城河，就行了，剩下的事情，你去预测它，其实是浪费你的时间，但你可以去跟踪它，观察它。我如此强调护城河，因为这是成功选股的关键。

2) 三点标准

我这几个标准是消费类公司的选股标准，其实稍稍修改一下，别的公司也适用。我自己是真的这样去选股的。

第一：善待客户。对于消费类公司，我们一定要注重客户对它的产品有多满意，投诉机制是否顺畅。这点非常非常重要。只有客户满意度很高的公司，才值得我们研究。如果客户对这家公司的产品不满意，那多好的财务数据都是没有用的。

第二：善待员工。一些非常优秀的公司，员工对公司的满意度都是很高的。他们会为身为公司的一员为荣。像万科，毕业生如果能去万科-----地产界的黄埔军校，他觉得挺骄傲的。在互联网业，如果能到腾讯或者到百度，这个员工也觉得挺自豪的，能去这个公司很不容易啊，证明自己很优秀，他也愿意为这个公司有所付出。

我经常问他们员工工资收入水平，晋升是否主要是内部产生，每年是否有一定的淘汰，工作是否有成就感。要了解这些，就必须和公司的各个阶层，包括高中低层都有接触。要了解员工的士气，最好的办法是问最前线的员工，看他们是否满意，斗志是否高昂，如果他们对公司诸多指责，那么就要小心一点。我们要深入公司，和各级员工建立一些私人的关系。

第三：产品创新。在超市，看一看公司有没有经常推出新产品，卖得好不好。如果你是招行的股东，经常去他们的网点，看看他们的服务好不好；如果你是腾讯的股东，你可以下载他们的软件，看看有没有些很酷的新功能，和别的公司的产品性能上对比一下。要亲身体会。商业竞争实在太激烈了，新产品的研发和创新是利润持续增长的保证。

最好的消费类公司的产品，不仅仅是一种产品，而是一种生活方式，如果我们有幸能遇到这类公司，就可以做为长期投资目标。巴菲特当年投资的《华盛顿邮报》，美国中产阶级就读这份报纸，觉得是一种身份象征。你看凤姐，她读的是《故事会》《知音》这些，说明她品味很高，知识渊博，这也是一种身份的象征。你在星巴克一坐，你会觉得自己是个小资了。腾讯的产品，当然由于最近和360斗，名声不太好，你看很多年轻人，生活在QQ上，聊QQ、玩QQ游戏、QQ空间、QQ秀、听QQ音乐，偷瓜偷菜等等，当它成为一种生活方式的时候，你就发现它的黏性特别强。

如果一家公司它的产品有这种特质，往往有机会成为一家伟大的公司。如果它的产品甚至能达到某种垄断的程度，那就更好了。再举腾讯这个例子，这次名气受损得厉害。但是虽然你觉得不好吧，但最后大家还是要用它。垄断就是这么好的一件事情。虽然你不满意，但是又不能找到可以替代的东西，只要就用它了。

企业总会有些行差踏错的时候，不好的时候，垄断性的产品，就能始终维系和客户的关系，有巨大的抵抗风险的能力，在碰到顺境的时候，它会比任何对手都要增长迅猛。所以碰到垄断型企业，市场会给很高的溢价。像三一重工、中联重科这样的企业，基本是这两大寡头垄断了中国的某个细分市场，具有很强的提价能力、议价能力。对投资而言，垄断是比较好的事情，是重要的战略投资标的。

从财务角度来看，简单谈谈，我们希望有好的ROE，有好的毛利率，少负债，最后不负债。依我的选股标准，如果公司的毛利水平没有40~50%，那根本连看都不要去看它。毛利水平很低的公司，降价的时候，风险很大，抗通胀的能力很弱，不是一个好的长线投资的标的。

3、公司的生命周期

我把一个公司的生命周期分为：初创期，成长期，平台期和衰落期。长期投资于不同周期的公司，获得的回报是完全不一样的。从一开始投资的时候，就要建立一个框架，它到底处于什么的一个阶段。我最喜欢投资的公司，是处于成长期的公司，它已经脱离了初创期的危险，公司业绩开始大幅成长，那么我们有机会获得丰厚的利润。处于平台期的公司，是不值得长期投资的，最多只有一些阶段性的交易机会。

整个成长期，我把它再细分成高速成长期、稳健成长期和缓慢成长期，接着进入平台期。我先给大家介绍这个概念，到后面谈到公司估值时再和大家详细讨论，这关系到股票买点和卖点的问题。

那么我们怎样判断公司处于成长期的什么阶段呢？这是一件重要的事情，大致可从四个方面判断：首先，要看市场容量，有时候要看细分市场的容量，韦尔奇有个“数一数二”的策略，是指在细分市场里数一数二；第二，看核心产品的市场份额，如果份额已经很高了，那就意味着成长起来就比较困难了，如果比较低，业绩增长的潜力就大些；第三，要看公司新产品储备；第四，要看它的并购策略，尤其对科技公司。

4、巴菲特的遗憾

巴菲特常有谈论选择公司的标准，他非常强调护城河，但是，很少谈论公司处于什么成长周期，我觉得这是一件非常遗憾的事情，甚至误导了不少中国投资者。

实际上，从98年开始，他的股票投资做得非常一般，真正成功的投资只有中石油和比亚迪（002594），但相对他管理的资金规模，金额都不大。在98年之前，他有非常成功的投资，例如吉利剃须刀、可口可乐、盖可保险、喜诗糖果、运通信用卡、富国银行，无一例外全都是消费类公司，而且都处于比较高速增长的阶段，股价都涨得很好。

98年之后，也许他公司规模太大了，或者他年纪太大了，以至于他很难体验一些新的产品，对消费产品的敏锐性就不够了，所以就难以重演当年的神话了。现在他投资了很多能源、公共事业类的公司，这些公司的成长能力当然不会很好。

因此，我们学习巴菲特选股，是指学习他在98年以前的选股，而不是现在。可口可乐，是一个很好的例子，现在的可口可乐股价，比98年跌了30%。他在02~03年的时候检讨过，说在98年的时候就应该把他卖掉，因为当时可口可乐在中国这样的新兴市场里的占有率已

经很高了。上个月，央视采访巴菲特，但斌向他提了这个问题，说你的可口可乐十年来跌了30%，你怎么看啊？巴菲特当时顾左右而言他，说公司很优秀啊之类的话，随便对付过去了。

我觉得挺很遗憾的。一个公司，哪怕它的护城河再深，它的管理团队再优秀，当它过了成长期，进入平台期，从长期来看，它给你的回报往往是不理想的。万科是一个非常优秀的公司，我非常欣赏，但是可能最好的成长期已经过了，可能就不见得是很好的投资品种了。

四、公司估值

1、买点和卖点

巴菲特反复强调“安全边际”，好公司在较高折扣时买入，才有安全边际，才有好的收益。如何给公司估值呢？他提出了一个现金流折现的模型，这个模型理论上是放之四海而皆准的。它要求预测公司未来五至十年的增长速度并计算其未来现金流，然后根据一个合理的折现率，计算出今天公司值多少钱。例如现在公司每股值10块钱，当跌到5块钱的时候就买进它；未来当升到20块钱的时候，就卖掉。可见，这个模型不但是个估值体系，而且还是个操作模型。

但是我发现，根据这个模型去估值、去操作，非常困难。

首先，因为我们很难预测公司未来五年或十年的增长速度，折现率多少比较合适，也很难判断，因为折现率理论上和利率相关，利率理论上和通胀率相关，要判断通胀率谈何容易。由于要计算的时间很长，增长速度或者折现率稍稍作些调整，计算出来的估值会出现巨大的差异。我有些朋友在07年8月份40块钱买入万科，当时万科已经3000多亿市值了，他自己也用模型算了一下，觉得也不贵啊。

除了现金流折现这种模型，现在还出现了更多的估值模型，其实原理基本是一样的，同样问题很多。根据反射理论，在股价涨跌的过程中，我们的预期会不断发生改变。大家如果多看看一些券商的研究报告，就会发现这个问题。股价涨了，它的估值模型的参数就变了，目标价就提高了，股价如果超过设定的目标价后，分析师继续调整参数，目标价更高了。如果跌了，处理过程也一样。

今天是一个估值，股价大涨或大跌后，即使公司的经营没有发生任何改变，公司又是另外一个估值。在股市头部和股市底部，相隔几个月，一个公司的所谓估值可以相差几倍，尤其是一些周期类公司，分析师的报告看起来都很有道理。07年7月份的时候，看看不同券商的地产研究报告，普遍将万科的目标价调到五六十元，甚至七八十元的，这都是市场上最有影响力的地产分析师的报告。是不是很可笑？

由于各种不同模型的参数设置的随意性很大，以至所谓公司估值，成了一个“任人打扮的小姑娘”。

实际上，不是分析师给这个公司估值，而是当时的股价给公司估值。这很有趣吧？我越研究，就越发现，估值这件事情，很不靠谱。公司无所谓估值，你不能给它一个准确的估值。如果非要说有估值，那干脆说它有好几个估值。研究买点和卖点，哪个价格值得买进，哪个价格可以卖出，比研究公司值多少钱更有意义，操作性更强，也许更符合股市波动性的特点。

那是不是我们就根本不要管什么主流估值模型了？不是，这些模型的假设都是有一定道理的，我们要了解市场的共识到底是怎么回事，然后才能利用它来发财。我之所以说，所有的估值都不靠谱，是因为我了解市场上基本上所有的模型，这些模型都有些什么重大的缺陷。这样我们才能更好地判断买点和卖点。

2、市场中的主流估值方法

简单分类一下，市场有三种估值方法。

1) 成长性估值

第一种是成长性估值，我们又可以分为两类：一类是低速成长公司估值，另一类是高速成长公司估值。给低速成长公司估值，有个模型叫做所谓的“戴维斯双杀”。你以比较低的市盈率买入一些低速成长的公司，举个例子，比如说以10倍的市盈率买入一个公司，它每年的成长也不高，10%吧，持续3年之后，市场认为它的增长比较稳定，因此给它的合理PE从10倍提到了13倍。

你的回报是 $1.1 \times 1.1 \times 1.1 \times 1.3$ ，挣了超过70%的钱。这个模型可靠吗？见仁见智，我很怀疑。对于一些比较稳定的公用事业类公司，由于产能扩张引起低速增长，可能有些道理。了解一下吧。

对于比较高速成长的公司，情况会比较复杂，现实中它的波动性会非常强，价格容易大起大落，谈所谓估值基本没有意义，我们要讨论的是以下几个问题：

(1) 卖点

我介绍过，一个处于成长期的公司，成长期又可以分为高速成长期、稳健成长期和缓慢成长期，然后进入平台期。我认真研究过，在高速成长期的后期，或者是稳健成长期的中后期，市场会给公司一个很高的估值，PE会很高。在高速成长期的末期，市场往往会极度不理性地给它一个不可思议的PE。

我们看01年的时候，网络股泡沫就是这样吹起来的，有些网络公司之前可能以每年400~500%的速度在增长，市场就认为这种速度可以长期持续，一个没有任何赢利的公司也可以卖出一个天价，这当然是一个好的卖点。高速成长期之后，到了稳健成长期，在它的中后段，市场给他的PE会稍稍回落，但仍然能维持一个比较高的估值水平，这也是一个比较好的卖点。一旦进入缓慢成长期，价格往往会大幅下跌，它的PE水平就会大幅下滑。

看看Google，一家伟大的公司，稳健成长过去之后，现在的PE水平大概只有24倍。微软也是，微软现在的价格是2000年最高价的一半不到，PE只有11倍，过了稳健成长期，公司价值可能大缩水，所以判断它现在处于什么成长阶段，是何等重要的一件事。

另外，涨不动的时候，也是一个卖点。怎么解释这个问题？我们经常会琢磨，公司经营情况如何，这个公司的目标价是多少。如果有一天，发现它涨不动了，各种好消息都出来了，它还是不涨。那它现在是什么价格，那它就值什么价。不要和市场过不去。这个道理听起来容易，做起来不容易。

(2) 买点

好公司碰到不好的时候，是最佳的买入机会。或者是由于股市大跌，或者是行业遇上低潮，或者是公司碰到了一件倒霉的事情，导致价格大跌，那都是很好的买入机会。

巴菲特说过熊市是投资者的好朋友。每次碰到股市大跌的时候，都是好的买点，所以我们应该很Hi才对，而不应该愁眉苦脸。当年他买运通，那时公司刚发生了色拉油丑闻，股票跌得一塌糊涂，但巴菲特认为这一事件并不影响公司长远的核心竞争力，因此加码买进。当年买万科也是，05年上半年，公司发展得很好，但行业受到宏观调控，市场如惊弓之鸟，一路暴泻，股价跌到你不敢相信为止。这种机会，太难得了。

另外，跌不动的时机，就是买入的时机。举个例子，08年10月份的时候，金融风暴，跌得非常厉害，港股从32000点一路往下狂跌，当时的PE是25倍多，到底能跌到哪呢？是20000点吗？18000吗？不是，跌到10600点，PE是6.3倍，令人难以置信。

腾讯当时从70多块跌到40块，还曾经下探到过35块。跌到40元的时候，按当年的业绩算，PE在23倍左右，仍然是香港，甚至全世界最昂贵的股票之一，还能跌吗？为什么就不能跌到20块钱，10块钱？如果跌到10块钱，就是6倍多的PE,和市场差不多。那个时候，还连接发生了几件事情：百度出了个“央视门”，央视曝光它的搜索广告里有假药广告，大家口诛笔伐，股价从400多元暴跌到102元；腾讯广告部的一个领导出了一点丑闻，据说是一些广告费用不清不楚，那叫“广告门”，投资者很担心；这还不算，马化腾在41块钱左右，出了大约1186万股，震惊市场，他为什么这么做，是不是对公司不看好了？大家吓坏了。

但是，这么多很坏的消息出来后，40块钱左右它就跌不动了，我们还能指望它能跌得更多吗？要不要再等等？实际上，跌不动了，就是一个最好的买点。说来容易，做起来也很难。需要冷静分析公司业务，更需要勇气。

(3) 和宏观面的相关性

有些公司的业绩和宏观面是强相关，有些是弱相关，还有些比较中性。对强相关的公司，我们在判断买卖点的时候要有定力，要耐心等待周期的顶部区域或者底部区域。对弱相关的公司，我们更多的是了解公司本身基本面的情况，而不必太关心宏观面。这有很多的教训，比如说一些消费类的公司，其实和宏观经济的走势相关度并不太高，很多人等啊等啊，总想在宏观面最差的时候才动手买入，这会错过很多机会。所以我们从一开始就要建立一个框架，判断公司和宏观面是何种相关。

(4) 对巴菲特的误解

很多人认为巴菲特买股票后就是“长线持有，一直不卖出”。巴菲特也曾经讲过：“如果不想持有公司10年，就不要持有10分钟”，事实真是如此吗？巴菲特从60年代开始至2008年，有数据可查的，他一共投资了200多只公司，持有超过3年的，只有22只。可见，护城河的深度是需要经常作评估的。一旦公司的经营有问题，就要走人。或者认为未来增长空间有限，也要出货。巴菲特在07年赚了五六倍卖出中石油就是一个好的案例。

2) 重组估值

重组估值，不是我的研究对象。但我觉得大家可能有兴趣。我给大家推荐一篇文章，大家可以百度一下。李XX的《展望'99股市：谁是重组大黑马？》。他是我以前的一个同事，99年写了这篇文章。他有严谨的思路，经过认真分析，筛选出20多只公司，事实情况是，他推荐的这20多只重组公司基本上都是后来一两年的超级大黑马。

直到现在，我都认为这是非常精彩、非常有深度的一篇文章，我们可以学习他的选股思路。后来他自己做私募了，做得很好，收获颇丰。所以我觉得，一个人的财富，和他的深度直接相关。

3) 相对估值

还有相对估值，其实也并不是我研究的重点。刚好有一个朋友做了分析师，有时候向我请教，我就帮忙总结了一下。相信在座很多人，可能经常捕捉热点进行操作，可能也会感兴趣。

所谓的相对估值，它的特点是不在乎公司的好坏，而是在乎公司是否在中短期能够上涨。它现在是券商和基金主流的估值方法，讲究的是资产配置、板块轮动、博弈。当然他们也做基本面分析，但不是最重要的，它的核心是敏感性分析，对经营指标、行业政策、经济指标(利率等)、资金喜好等，进行一些敏感性分析。我在此抛砖引玉，希望能给大家开拓一下思路。

(1)总结一个行业里几类公司的盈利模式，各种模式之间的优缺点，核心的几个经营指标是什么。对一个具体公司，什么经营数据的变化，可能对他的经营产生重大的影响。比如说连锁店的商业和百货类的商业，最重要的营运指标是不一样的。

地产公司，它的地储备和土地成本，对业绩的影响很重大，对股价影响也很敏感。对网游类的公司，ARPU值、平均同时在线人数这些指标，就很敏感。当这些营运指标出现比较大的变化的时候，就需要你非常认真去关注了，可能会引起股票价格的比较大的波动。

(2)行业政策对公司经营业绩的影响。比如行业标准、出口退税、税收政策的变动，对公司影响是怎么样的，哪些公司会受益，哪些公司不太好，提前要做好功课。

(3)宏观经济指标，例如利率上调对公司的影响。简单而言，对负债率高的公司影响就比较大一些，对轻资产低负债的公司影响就会小一些。

(4)资金偏好的敏感性。讲几个例子。一是市值，小市值的公司比较容易受到资金的喜爱。在中国，中小板、创业板的估值比一般A股公司的高一些，我认为是可以理解的，市值小嘛，我认为这是合理的事情，但也不能过高;二是机构持仓的比重，如果机构持仓某只股票比例已经很高了，那么股价再涨就难了，如果持仓比例比较低，才容易跑出黑马;三是在行情反弹的时候，行业内估值相对较低的公司，比较容易受到资金青睐;四是有代表性的新公司的IPO，其定价会影响已上市的同类公司，等等。

(5)一些公司经营情况很糟糕，股价很低，这种公司往往是敏感度很高的公司。它经营方面稍稍有改善，就可能对业绩产生重大影响，同进也存在一些重组、收购和资产注入的可能性，容易成为黑马。

(6)高度关注公司的增发和回购。

(7)关注管理层激励。公司业绩是很容易受到操控的。我们要认真研究管理层激励的具体条款。它可能会对公司的未来业绩有所指引。

还有更多，希望大家不断总结。

此外，对于一个分析师，他的中心任务是持续地系统性地寻找黑马和回避风险，我们可以做两个测试和一个评估。第一个测试叫股价强弱测试，还有一个是好消息坏消息测试。它们的理论模型是这样的，叫内部消息泄露模型，或者叫老鼠仓模型。

比如说一个公司已经公布季度业绩了，三个月之后才会再次公布业绩。

我做一个假设，这三个月里面公司没有发生重大的事情，行业方面也没有发生什么重大的事情。那么在这3个月里，能影响股价波动的，应该只有大盘整体的走势。三个月内股价的波幅减掉股指的波幅，按道理应该是一条直线，对不对？但是情况一般并不是这样的，往往有波动，甚至大的波动。为什么会这样？因为发生了内部消息泄露。

一些内部人，比如说董事长、总经理、财务总监或者销售总监等，了解公司的经营情况，消息就这样泄露出去了，他的亲人，或者好的朋友，或者一些关系较好的基金经理，就会不断地买进或者卖出，导致股价有所波动。

股价强弱测试：就是周期性，如一周或一月，对同一个行业里的一批个股，或者找一批最有相关性的个股，比较彼此走势的相对强弱。如果发现某个公司股价持续相对走强或持续相对走弱，作为分析师，应该打个电话或登门拜访了解一下情况了。

第二是好消息坏消息测试：就是当公司遇上好消息或坏消息时，对它的股价表现进行打分。

例如政府出台了一个地产利空，地产公司平均跌幅在5%，但某个地产公司只跌了1%，甚至还涨了，那就给它打个很高的分数。或者，公司公布了一个重大利空，分析师猜测应该会下跌5%，但是它只跌了1%，甚至还上涨了，那也给它打个高的分数。如果这种情况持续的话，可能是由于公司经营方面起了某些变化，那么分析师就应该关注了。

坚持运用这两个工具，因为都是可以量化的，可能有助于系统性地分析公司情况。

另外，可以进行一个分析师评级评估。有份量的分析师对公司股价走势的影响会比较大。我们要了解他们是如何估值的，主流的估值模型是怎么样的。我们要分析其平均预期，也就是所谓的市场共识。

自己研究这公司后，如果发现公司业绩比市场共识要高得多，那可能是一个好的买点；如果远低于市场的共识，那就是一个好的卖点。另外，如果发现很多分析师高度一致看多或看空的时候，往往是好的买卖点。

五、小结

现在我想做一个小结。市场里有很多种投资理念，每一种都有成功的案例，都有可取之处。我所坚持的理念，和大家分享一下。说简单也很简单。

首先，分析宏观周期，每三五年就是一个经济周期。我们要耐心观察；其次，制定十分苛刻的选股标准，耐心等候合适的买点；最后，既然公司是无所谓估值的，我们要和市场若即若离，关注市场的情绪。

六、投资的境界

和做人一样，投资也是有不同境界的。巴菲特的境界很高，高山仰止，我们应该有信心见贤思齐。

有一天我看《庄子》里的《庖丁解牛》，豁然开朗，觉得我们做投资能达到的境界，原来和庖丁没有分别。《庖丁解牛》故事很精彩。文惠君要找庖丁讲讲他是如何解牛的，为什么水平如此之高，听完之后，文惠君说：“善哉，吾闻庖丁之言，得养生焉。”

庖丁说，宰牛之初，“所见无非牛者”，三年之后，“未尝见全牛也”；下刀时，“依乎天理”，“因其固然”。我的理解是，任何事物都有脉络可寻，对每一个重要节点，都要认真把握，掌握其规律。例如投资，是一件很复杂的事情，宏观面、波动性、公司经营、估值体系这些节点都很重要，我们要全盘考虑，发现规律。

普通屠夫宰牛，一个月就要换刀，好的屠夫宰牛，一年就要换刀，因为他们总是猛割猛砍，当然刀很容易就折了。庖丁不一样了，十九年了，一把刀没换过。

他说，“彼节者有间，而刀刃者无厚；以无厚入有间，恢恢乎其于游刃必有余地矣”。他对骨头关节这些地方，不是一轮猛砍，而是用非常薄的刀，游走于“有间”(空隙)之中，自然游刃有余。

我的理解是，投资是件很寂寞的工作，很多时候是自己对自己心灵的拷问，会遇到很多困难，股价的涨跌，也会对我们的心理产生很大的压力和影响。我们要力争发现一些重大的趋势，包括宏观面的、或者公司经营层面的，在困难堆积如山的茫茫前程中寻找一条坦途，尽可能回避一些非常痛苦的选择。

垃圾堆里找黄金，非常困难；大势很不好，有些聪明人横刀立马，火中取栗搏反弹，很不容易；巴菲特一位很有智慧的好朋沃尔夫曾教育巴菲特：“沃伦，如果你在一个黄金堆里找一根黄金做的针，那么找这根针就不是一个更好的选择。”可是看一看周围，到处都是拿着放大镜去寻找这根针的聪明人。简而言之，我们要去挣一些容易挣的钱，不要去挣一些很难挣的钱。容易挣的钱呢，容易挣很多倍。很难挣的钱呢，即使我们很努力，付出非常多，但还是很难挣钱。

庖丁解牛毕，“提刀而立，为之四顾，为之踌躇满志”，这种感觉太好了，有志于投资的各位，让我们一起努力，共同达至庖丁的境界。