

PPT1: 0:00-03:05

大家好，这一节课，我将为大家讲述《价值投资的关键（下）》。在本节课，主要讲述两个内容：逆向投资和买得便宜。

投资时，若需要时刻挑战人性，然后去获得成功，是不可能做到的，但逆向思维的习惯，却是可以培养的。培养自己换一个角度去看待大涨和大跌。比如大涨之后，你可以往这些地方去想：比如，谁会继续买入、还有哪些利好进一步推动上涨、利好是不是都被反映了、大盘不稳它能独善其身吗。大跌之后，你可以往这个方向去想：历史上遭遇这类利空时最低跌到多少钱、现在的分红率是多少、利空有没有被股价充分反映。而培养这样的思维，对我们做好价值投资，非常重要。

大部分人在股市是不赚钱的，核心原因就是他们永远都是顺向思维，或者叫趋势思维，永远都在追涨杀跌。为什么追热点很难赚到钱？从逻辑上分析，当很多人都很看好一家公司的时候，就算预测对了，投资者获得的收益，往往也是相当有限的。那为什么要逆向投资呢？因为只有逆向投资才能获得超额收益。

而几乎所有的投资大师都是逆向投资大师，只是各自的表述不同。比如巴菲特说：“别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧”，索罗斯说：“凡事盛极而衰，大好之后必会大坏”，查理芒格说：“事情一定倒过来想，倒过来想才是正确的”。这都是对于逆向投资，最经典的表述。甚至在我看来，每一本经典的价值投资书籍，本质都在教你，如何逆向思考和逆向投资。这也符合二八法则，就是 80% 的跟风和从众的人，负责买单；而 20% 的少数派，则赚到了绝大多数的钱。

顺势赚快钱，逆势赚大钱。这是我投资多年，非常深刻的一点体会。而在中国市场，我相信绝大多数的投资者，本质上都是趋势交易者，这跟绝大多数投资者亏损的事实，也是吻合的。在这里，说的不是逆向投资者一定赚钱、趋势交易者一定赔钱，而是从参与人数的盈利比例来看，逆向投资者更多的，获得了成功。要特别强调的一点是，这里所说的趋势交易者，指的是习惯于追涨杀跌的投资者，而不是正确使用趋势交易投资方法的投资者。而趋势交易的投资方法，是有不少的可取之处的，对于这一点，我们将在下一节课讲解。

绝大多数投资者，不具备逆向思维的能力，而是习惯性的从众和盲从。保罗约翰逊有一句名言：逆向投资是成功的价值投资者所具备的重要技能。换句话说，价值投资成功的关键，就在于逆势而行，在于不从众。那些意识到他人失误的人，最终可以通过逆向投资而获利丰厚。

这里就引出了，我认为的，成功践行逆向投资原则的第一要点。就是意识到他人的失误，比如在市场下跌时，看到悲观因素已经被反应，比如在个股大幅上涨后，看到股价正被透支，而只有清晰的看到其他人的失误，你的逆向而行，才有成功的可能。

最典型的逆向投资，就是当公司股价显著低于内在价值时，也就是在熊市中，敢于逆势布局股票。或者说，在价格显著高于内在价值的牛市，要有足够的智慧，去挑战多数人的看法，在疯狂上涨中不断减仓。

结合我自己的经验来说，在2015年，我之所以保留了绝大多数果实，源于发现东方财富等指标股滞涨后，把仓位降低了下来。并且在5100点开始的杀跌中，虽然不确定这就是牛市的终点，但继续进行小幅减仓的同时，自始至终没有加仓。只在当年的7月9日，恐慌演绎到无以复加的程度后，交易策略设定为，当跌停少于100家时，进行买入。但计划赶不上变化，跌停打开太快，大部分委托没有成交，但成交的部分大多收获了三个涨停板，导致极大弥补了下跌的损失。但当时，能做到这样，已是非常不易。而就在我的好朋友中，就有几个人，曾收获几千万甚至上亿的纸上财富，但最终灰飞烟灭。让人遗憾的是，其中好几位，还是专业投资者。

这也是我，经常对学员说的一句话，就是如果你对股市的理解不到位。你很难带走你赚的钱，如果你没有一套交易系统的支撑，你大概率也是很难赚到大钱而离开的。

下来，我们再说一下，实践中，如何实践逆向投资的原则。第二个需要注意的是，“估值过高”和“明天就会下跌”，是完全不同的两个概念。有经验的投资者，很容易明白，就是高估和低估，经常会持续很长时间，少则几个月，多则几年。而在中国的牛市中，上涨最迅猛、收益最丰厚的阶段，往往就是在估值已经出现高估的时候。我经常说一句话：熊市，要买在低估，卖在合理；牛市，则要买在合理，卖在泡沫。也是在描述，相同的意思。但在身处泡沫，知道自己的处境，并最好相应的计划，是我们可以带走盈利的核心。

当股价被大幅低估时，绝大多数投资者，会认为市场是无效的。对此，我的看法很明确：绝大多数市场，都是部分有效的，对于投资而言，这种部分有效，才给大家低估买入的机会，而市场偶尔的有效定价，已经足以让大家从容的卖出了。大师们多认为，市场短期经常是无效的，但长期经常是有效的。这跟我刚才的表述，也是一致的。

践行逆向投资原则，第三个需要注意的是，投资者通常会认为，下落的飞刀太危险，我要等不确定性得到解决之后再入场。这一方面，是因为下跌真的把投资者吓坏了，另一方面，则是因为，投资者再度进入从众模式。因为等刀子落地，尘埃落定，不确定消除的时候，丰润最丰厚的布局阶段也就不存在了。

当然，我说到的这个，并非建议大家做极端处理。就时看到下跌就买入，而是通过对利空事件的评估、对企业内在价值的评估，在低估时分批布局。对此，霍华德马克思说到：如果我们对价值的认识，能够让我们在别人都在卖出的时候买进，并且如果我们的观点，事后被证明是正确的，那么，这就是以最低风险获取最高回报的途径。

PPT3: 07:03——

关于逆向投资，冯柳也有一段非常有趣的描述。在一次私下接受采访时，他说到：逆向投资还可以把意外伤害降到最低。我看股票时，经常会把它们历史高点时的研究报告拿来看，很多时候我会惊出一身汗，因为觉得好有道理，逻辑好完整，无懈可击，也就是说当时如果我看了这个分析很可能会被打动。

即便在现在我已经知道了它的结局后，再代入进去发现依旧会被打动，所以很多东西是远超过我们的认知能力的，这个世界太复杂了，变化的方式往往也会超出我们的预料，如果我们只是寄希望于更聪明的论证，就很容易受到伤害。

所以我喜欢看跌了很久的票，因为长时间的下跌使得负面方向的思考和演化足够充分，如果在负面思考下都能被吸引，那么万一有正面的变化那意外就成为了我们的朋友而非敌人了。

并且逆向投资也符合博弈之道，它可以弥补我们作为买家的天然劣势，任何人买一个票的时候，都不会比他卖的时候理解更充分，因为少了持有环节的跟踪和进程思考，所以在别人因情绪不好而影响判断或行动力的时候，你才会抵消掉这方面的劣势。

说完冯柳的看法，我们回归逆向投资的话题。我们知道，均值回归，或者说周期的循环往复，是投资世界最可靠的特征之一。而赚周期的钱比赚企业成长的钱更常见，这也是逆向投资的重要基础。周期之所以周而复始，在于周期有自我修复的能力，而人们又极其健忘。

11 年投资生涯，我最深刻的感悟之一，就是万事皆周期。包括很多的成长，都是周期在

作祟 (9:09)。每隔几年，当市场大幅上涨后，人们便会断言周期的结束，我们总是能听到“这次不一样”的结论。

被财富杂志，誉为全球最牛选股人的约翰·邓普顿说，“This time it's different。”（中文翻译为，这次不一样），是英语中最昂贵的四个字。人性的弱点总喜欢把短期的事情长期化，并进行过度的线性外推，乐观起来就是“黄金十年”，碰到困难时，却又觉得从此再也看不到光明了，因为“这次不同了”。其实，经济周期和市场周期总是起起伏伏、周而复始的，“太阳底下没有新鲜事”。

以距离我们最近的港股为例，过去 40 多年，香港股市的整体市盈率。主要在 10 倍到 20 倍之间波动，如此反复已经有好几次了，只要稍微研究过港股历史的人，都可以发现这个现象。可是几十年来，人们的行为反复验证了这么一句话：人们从历史中，学到的唯一教训，就是人们从来不吸取任何教训。为什么人们会却一而再、再而三地在市场高峰附近入市，在市场低谷附近离市呢？原因很简单：当市场估值到高点时，总有些“这次不同了”之类的观点来说明这次的高估值是合理的，例如认为，经济步入新周期，港股直通车开通，内地有钱人都会来买港股；而当估值到低点时，又会有另一些观点来说明“这次不同了”，比如认为网络股泡沫结束，或者是，百年一遇的金融海啸到来。

逆向投资并不只是简单的低估买入，而经常是在，市场的极端情绪中买入。便宜经常有原因的，所有的低价大多有相应的逻辑支撑，市场不是傻瓜只是容易激动，逆向投资的关键就在于区分有效与激动。股价下跌有两种起因，一是反应利空的下跌，可以把它叫做为利空性下跌，二是情绪性杀跌。逆向投资就是要在情绪性下跌中买入，而千万不要在利空性下跌中，利空反映的尚不充分、或股价尚未到达低谷时，进行买入。

但在实际交易中，我们经常遇到的，是利空性下跌和情绪性杀跌的综合体。我们经常遇到的是，由利空性下跌导致的情绪性杀跌，也就是一个利空可能只值 10% 的跌幅，但是市场跌了 30% 甚至更多。

典型的走势是利空性下跌——情绪性下跌——底部盘整——震荡上涨至合理价位。

利空性下跌和情绪性杀跌的区别在基本面，这时候评估企业的内在价值，就显得非常重要了。逆向投资的逻辑要好于纯粹的低估，利空性下跌只能依靠价值发现上涨，时间上很难准确评估，而情绪性杀跌，还会因为情绪释放结束导致上涨，上涨的概率和空间都更高。

PPT4:12:25

下来，我们简单聊聊，如何践行价值投资中，买得便宜的原则：约翰·聂夫，和彼得·林奇，

比尔·米勒一起，被美国投资界公认为共同基金三剑客。考虑彼得林奇的书籍和投资策略，后期我们还将谈起，在这里，我们专门聊一下国内知名度较低，但我本人影响较大的基金经理，他就是约翰聂夫。

他执掌温莎基金长达 31 年，期间创造了让人瞠目结舌的记录，总投资回报高达 5545.6%。33 岁那年，他被 Wellington 资产聘用为基金经理直到 64 岁退休。取得这样成功的业绩，聂夫并没有使用什么高超的投资技巧及数学模型，而是使用了最广为人知的方法——低市盈率投资法和逆向投资策略。

这个策略，主要包含以下 6 条准则：

- 1、低市盈率
- 2、基本增长率超过 7%
- 3、高股息率，持续分红
- 4、总回报比率超过市场平均水平两倍
- 5、除非从低市盈率得到补偿，否则不买周期性股票
- 6、成长行业中的稳健公司

他投资中最核心的一个特点是，买入低估值的股票。他觉得自己更应该是一个“低估值”投资者，逆向投资的背后，正是公司出现极低估值，并且具备反转的潜力。

在聂夫做基金经理的时候，经历过漂亮 50 表现最好的那段。而且漂亮 50 的泡沫持续了很长时间。但是他坚持不买高估值的热门股。聂夫从来不会买估值超过 40 倍的股票。

他有一个总回报比率的公式：即（盈利增长+分红率）/市盈率。聂夫会寻找那些总回报比例超过市场 2 倍的股票。

比如一个公司的盈利增速 10%，分红率 5%，市盈率 10 倍。这家公司的总回报比率就是 $10 + 5/10 = 1.5$ 倍。聂夫会寻找那些持续盈利增长，但并不是很快的公司。盈利和收入五年增速在 7% 到 25% 之间，低于 7% 增速太慢了，高于 25% 往往要付出过高的估值。

约翰聂夫另外一个特点，就是持股比较分散。温莎基金对于大多数股票的持仓都在 1% 左右，他认为除非股票到了极端便宜的价格，他才会买入 5% 的仓位。

这可能也是应用低估值投资法的投资人用来保护组合，分散风险的一个有效方法，比如巴菲特的大师兄沃尔特·施洛斯，同样采用分散持股方法，毕竟你不可能每次都对，特别是当你在管理别人的钱时候。

在股票市值上，他没有太大偏好，大盘，中盘，小盘都买。因为价值投资的风格，他不会买热门股。

那么，如何寻找低市盈率的公司，约翰聂夫主要采取下面的办法：

- 1、每日低价股跟踪

时时监视价格创新低的股票，并把它们放在一个动态用户板块中，每日进行更新。

投资人应该浏览股票行情表，从中寻找正在以52周以来最低价附近的价格交易的股票，这是一块丰沃的草地。犀利的目光扫过之处，应该发出疑问：“这只股票是否值得调查一下？”

倘若并无某些基本面缺陷的证据，或是众所周知的论调，这类股票一定值得捉摸一番，看它能否经受我们低市盈率的衡量标尺。

它们看起来单调乏味，但在以后的日子里却可能光辉夺目，就像是沾满了灰尘的一颗颗珍珠。

2、坏消息带来好消息

阅读新闻之时，会对那些正处于困境中的公司或行业多留一个心眼儿。一旦有幸遇到一家，首要任务，必定是确定它的经营业务是否在本质上还安然无恙，投资人是否杞人忧天。甚至有可能股价愈跌，前景愈光明。

兼并和收购同样也是这类公司给予投资者的免费赠品。我们的挑战是增大获得免费赠品的机遇，而低市盈率投资正是我们所知道的最可信赖的方法。

3、寻找水深火热中的股票

行业困境或者经济萧条会导致出售股票的压力增大，同样，上市公司的某些重大举措也能触发抛盘大量涌出。一家正在痛苦重塑过程中的企业，很少会有投资者对其产生同情，但温莎没有这类成见。

1986年，欧文斯科宁为了防御被恶意收购的威胁而大量举债，并从股东手中回购股票。重组进度在资产负债表上有清晰的体现，从中可以看到股东净资产从正值变成了负值，这只不过是一个会计问题，真正代表股东所持股份价值的还是市值，然而，负净资产还是吓倒了大部分投资者。

由于投资者对这样的重组过程焦虑不安，导致股票的滚动市盈率只有5.5倍。温莎预测公司主营业务增长率在8%~10%的区间内，随着公司逐步还清巨额负债，不必继续支付的利息也将带来大量相对收入。

结果：温莎对科宁的投资始于1991年第一季度，1993年抛出该股，卖出价是成本价的两倍。

4、寻找被错误归类公司

1990年末，拜耳公司被纳入了温莎基金，它是当时的德国综合化学三巨头之一。

公司大约有1/3的利润来自药品生产和其他健康保健产品，8%来自农用化学品，另有13%则来自照相试剂和其他专用化学品。换句话说，拜耳公司足有一半收益不受经济波动的制约。

话虽如此，但受经济周期影响股价却已经下跌了35%，就好像和其他产品完全暴露于行业周期之下的化学股毫无两样。

结果：1993年后半年温莎开始收获高于市场平均的利润。

5、逛商店中的投资机会

一个寻找投资灵感的好去处是购物中心。逛逛本地的零售商店，听听你十几岁的孩子们讲讲现在什么东西很火，这从来都没有什么不好，说不定从中就突然冒出“一匹大黑马”。但仍有一言相告：不要仅仅为了一个本地零售商店拥挤的客流量，或者有一个新的小玩意儿正在出售，就给你的经纪人打电话。

想想你吃东西的地方，还有你购买办公用品的商店，或者停在车库里的汽车。投资者每天都会和上市公司碰面，低市盈率股的猎寻就可以从那里开始。

温莎不止一次从诸如麦当劳、庞德罗莎牛排馆等餐饮公司收获人人称美的成果，它们中的每一个都曾让温莎几度回眸，旧地重游。

6、投资直觉

投资的直觉不会凭空产生，它需要投资人对一个公司或者一个行业的总体情况有所见闻和体会，或者懂得能够影响这两者的宏观经济方面。询问自己并试着回答这几个问题：

- 1、公司名声如何？
- 2、它的业务成长性怎样？
- 3、它是不是行业龙头？
- 4、所在行业的成长前景好不好？
- 5、管理层的领导才能和战略眼光是否令人满意？

严格的讲，约翰聂夫所做的，仍是逆向投资策略的一种。聂夫擅长寻找那些目前处于“水深火热”中，但是有潜力的逆向股票。这种投资策略使沙温取得高额回报。

对聂夫来说，笼罩在愁云惨雾中的股票有令他难以抗拒的魅力：因为市场品位的转变能冲击股票价格，流行观点也频繁埋没着优秀公司。

许多遭受冷遇的公司本来都是应该得到更好的对待。虽然它们具有稳健的收益率，但群体观念让其受到了投资者的排斥和市场的漠视。

在他的逆向投资法案例中，花旗银行最为出名。在花旗从33美元跌到8美元期间，聂夫一路扫货，最终收获数倍收益。

1991年5月，在火急火燎地清理向发展中国家的许多灾难性放款后，花旗银行的前景一片暗淡。为了应付不良房贷和巨额坏账，花旗不得不专门拨备数十亿美元。

报纸头条在对它猛烈抨击，调查人员也蜂拥而至核查它的财务账单。各种信息警示投资者，不可一世的花旗很可能在一夜之间消失无踪。于是，花旗的股价每日大跌。

正在这个时候，经济萧条突然来袭，这对过度发展的商业地产的打击尤为严重。开发商破产了，银行则被钉死在不良贷款的十字架上。

为了回笼资金，一般做法是以一半或者更低的价格摆脱这些贷款。花旗的反应事后看极为明智，但当时却让许多人迷惑不解，因为花旗决定抱牢它的贷款，而非半价出清。

虽然花旗接连遭到了无情的打击，但是温莎通过研究发现，花旗受影响的主要是商业不

动产业务这一块，而消费者业务的收入却非常出色，在市场上占支配地位的信用卡业务也经营得有声有色。再设想房产市场将要再度翻身，所以温莎认为这正是大赚一笔的好机会。

1991年，在温莎持有的所有银行股中只有花旗的盈利不如预期。当时温莎平均持股成本是33美元/股，而花旗的股份是14美元/股，因此聂夫买进了更多的花旗股票。

1991年10月的《商业周刊》（Business Week）一则刺眼的标题说，“花旗的噩梦将越发恐怖”。12月，《机构投资者》（Institutional Investor）杂志用一篇特别报道配上全页的死鱼照片，很好地传达出华尔街的普遍悲观情绪。

1991年年底，花旗股价一路下滑到8美元/股左右。

矢石交攻之际，温莎仍然没有后撤。最后的结果也表明聂夫的判断是对的——他们得到了很好的回报。1992年伊始，花旗的盈利状况和股票价格明显回升，温莎持有的股份在年底之前就获得了巨大利润。

结论：丑陋的股票往往是漂亮的，成功的投资不需要人气旺盛的股票与绝对多头市场。正确判断和坚持信念是成功的先决条件。

而践行低估值策略，而取得巨大成功的投资人，还有很多，比如塞思卡拉曼等等。而所有的大师，他们在买入公司时，都是顶多付出合理的股价，而绝不会在高估时买入。

借助约翰聂夫的事情，我想告诉大家的是，即便是简单的甚至略显机械的低估值策略，也在全球范围内取得了巨大的成功。所以，买得便宜这一原则，是践行价值投资非常重要的原则。这与我平时所说的——宁可错过、不要做错，以及只参与看得懂的机会，也是一脉相承的。

PPT5:24:45-24:45

但诸如约翰聂夫的案例，我们如何才能，将它变成更高效的投资策略。毕竟绝大多数投资者的资金性质，不允许他去做长期投资，而对于普通投资者本人而言，尤其是我的读者而言，我需要将策略简化成，一套简单可行、行之有效的办法。比如，我们经常遇到，在A股，个股受指数影响非常大。这导致，一旦指数出现不错的涨幅，投资者会发现，自己根本找不到便宜的标的。从我自己的经验来看，看了这么多经典书籍，也从没看到哪位投资大师说过，自己只在非常便宜的时候买入。因为这样，在牛长熊短的美股市场，势必经常面临无股票可买的局面。而正确的做法是，依靠对企业内在价值的判断，无论市场处于什么状态，是高潮还是低谷，投资者都可以构建一个高收益风险比的组合。

具体做法，可以分为如下步骤：1.通过好公司和好价格，构建一个股票池，简单说就是，

选择一些标的，他要么估值足够便宜、市场预期足够低、足够超跌，要么是公司基本面足够优秀；2. 评估这些标的的内在价值，我在自己的小密圈中，会对股票池所有标的，进行价值评估，并给出对应的相对低估区间，就是这个道理；3. 去借助各种基本面和技术面信号，去感受股价相对于内在价值的偏离；4. 完成部分品种的止盈，和部分品种的买入，从而构建一个投资组合。

关于构建股票池，我的公众号：一叶孤城 2006，是经常讲的。比如自上而下选高景气度的行业，再在这些行业内，再选择基本面较好的龙头公司，以备未来买入。也比如，经常会点评各细分行业的龙头公司，则是从自下而上的方式来选择标的。

关于第二步，也就是企业内在价值的评估。对于这一点，我在小密圈中，时常讲到，尤其对价值股、成长股、周期股的估值方法，也总结了相应的简单有效的办法。当然，这些方法，在后面的估值篇，也会展开讲解。

关于第三步，也是比较难的一步，就是如何借助基本面和技术面的信号，去感受股价相对企业内在价值的偏离。基本面信号，会放在研究篇中讲，而技术面信号，常见的有很多。比如在 18 年初，当洋河股份发布不如预期的年报后，洋河自身和白酒板块，都出现了连续的大跌，这就反映，市场在当时，对白酒板块的业绩预期，非常高。板块已处在高位，一旦消息面上风吹草动、或是业绩不如预期，就会引发剧烈的回调。而 14 年中的五粮液，和 19 年初的今世缘，当它们发布不如预期的业绩报告后，甚至当时五粮液的业绩是下降的。但个股走势，却并未出现下跌，而是在财报公布后，出现了上涨。这也在反应，市场预期已处于冰点，大家对利空已经不敏感了，或者说，已经没有超出投资者悲观预期的利空了。

关于技术面的信号，最好是可以结合基本面来使用。这样会大大提高概率，我在自己的交易体系中，是很主张，投资者通过对一些市场信号的跟踪，来辅助进行买卖点的决策的。而从实践来看，虽然不敢说，这个方法对指数判断有多大意义，但对板块和个股而言，成功率还是很好的。关于其中的一些技巧，我在平时的公众号夜报中，还会反复去讲。因为只有身临其境，大家才能感受到这种方法的魅力，才能有更深的理解和体会。

第四步，就是卖出部分高估的品种，买入低估的品种，然后使自己的投资组合，处于风险收益比最佳的状态。在震荡市，这个策略相对容易，就是按照交易计划止盈、逐步兑现一些高估的、过度被市场追捧的标的，同时买入一些低估的标的。但在牛市，好公司很容易出现翻倍的涨幅，如果过早卖出，就会极大的影响收益。在这个时候，就需要利用对市场信号的跟踪，来做出更加全面的研判。通过深度研究个股基本面、国家政策、行业景气度等，才能做出全面的判断。比如在 15 年，东方财富等指标股提前近两个月出现滞涨，以

及15年的牛市，明显是偏向新经济的，当时对新经济标的如果卖出太早，也是一个非常不好的做法。

通过买得便宜这一原则的讲解，希望大家明白，只有买的便宜，买的有安全边际，才能有个好收成。如果大家听完之后，有一头雾水的感觉，我觉得并不意外。好记性不如烂笔头，大家不妨把这些方法步骤，都一一记录下来。通过自己的理解，做出表述，然后在实践中，对照着进行改进。而这种方法，远比我把文字稿件给大家，然后大家在上面打打勾，做做标记，要有效的多。

好的，到此为止，《价值投资的关键》下半部分，我们就讲完了。

内容源自公众号：一叶孤城2006